

ストラテジー / テーマ

**Japan Five-Year SCOPE 2018**

業績重視の長期投資を評価すべき時が来た

成長株投資として高い投資効果が狙える中長期の高利益成長 8 銘柄を推奨

SCOPE: Selection of Companies with Pre-eminent Earnings



欧州での MiFID II 施行、日本版フェア・ディスクロージャー・ルールの導入、AI(人工知能)の登場によって「アナリスト受難の時代」と言われていますが、エンゲージメントでの建設的な議論や企業業績の長期予想にはアナリストの専門性が必要とされています。

**安村 和仁**

シニアクオンツアナリスト  
03-6627-5240  
yasumura-kazuhito@sc.mufig.jp

そうした中、我々は昨年から長期アクティブ投資に資する投資判断材料のご提供を開始しました。今後5年の長期業績予想を基に、セクターの相対魅力度と個別銘柄の相対魅力度によるマトリクスから、中長期的に高い投資効果が狙える成長株を厳選するフレームワークのご提供です。

昨年1年間のリターンは40.9%とTOPIXを20.0%もアウトパフォームしました(インフォメーションレシオは1.64)。この結果は、我々がご提供するフレームワークの有効性を確認するだけにとどまらず、特色あるアクティブ運用を志向する投資家の皆様にとっても朗報と考えます。

本レポートでは、昨年につき、弊社アナリストの長期業績予想から厳選された8銘柄をご紹介します。

## 目次

成長株投資として高い投資効果が狙える中長期の高利益成長8銘柄を推奨	03-6627-5240	yasumura-kazuhito@sc.mufg.jp	安村 和仁	3
1. Five-Year SCOPE : 中長期投資に資する投資アイデア	-----			5
2. 2017年のFive-Year SCOPEの振り返り	-----			6
3. 2017年のFive-Year SCOPEのパフォーマンス	-----			9

## 銘柄紹介一覧

2146	U Tグループ	中小型	03-6627-5288	arai-katsumi@sc.mufg.jp	新井 勝己	16
4680	ラウンドワン	レジャー・メディア	03-6627-5284	murakami-hirotohi@sc.mufg.jp	村上 宏俊	20
5713	住友金属鉱山	鉄鋼・非鉄・電線	03-6627-5294	kurosaka-keiju@sc.mufg.jp	黒坂 慶樹	24
6464	ツバキ・ナカシマ	機械	03-6627-5314	yagi-ryou@sc.mufg.jp	八木 亮	28
6758	ソニー	民生用エレクトロニクス	03-6627-5272	miyamoto-takeo@sc.mufg.jp	宮本 武郎	32
6958	日本シイエムケイ	電子部品	03-6627-5274	uchino-akihiko@sc.mufg.jp	内野 晃彦	36
7012	川崎重工業	造船・重機・プラント	03-6627-5311	yamazaki-mie@sc.mufg.jp	山崎 みえ	40
7747	朝日インテック	医療機器	03-6627-5267	yoshihara-tomoko@sc.mufg.jp	葭原 友子	44

成長株投資として高い投資効果が狙える中長期の高利益成長8銘柄を推奨

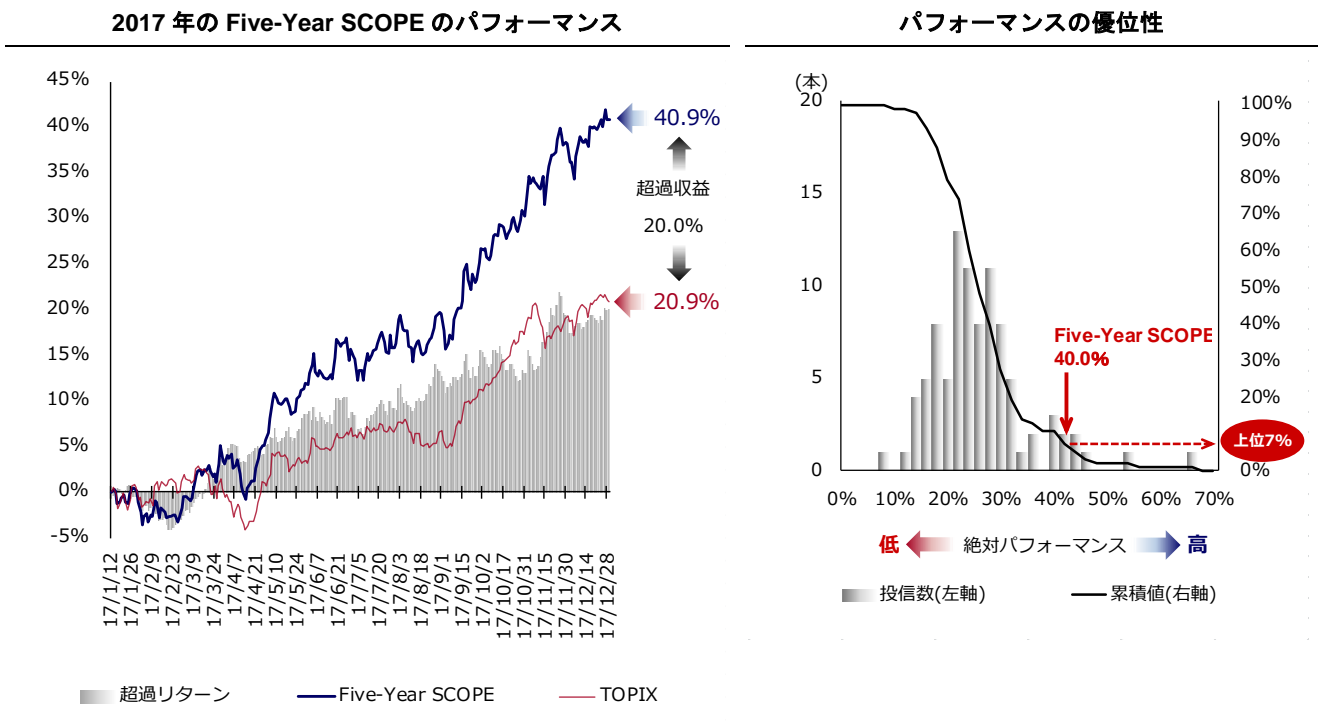
2017年はTOPIXを大幅にアウトパフォームするパフォーマンスを記録

2017年のFive-Year SCOPEはTOPIXを大幅にアウトパフォーム

昨年のFive-Year SCOPEで取り上げた9銘柄によるポートフォリオのパフォーマンスは1月12日から12月末までの約11ヵ月で+40.9%と、同時期のTOPIXを20.0%も上回る大幅な超過収益を上げた。また、昨年11月末までのパフォーマンスも純資産残高が100億円以上の日本株アクティブ投信の上位7%に該当するほどの高パフォーマンスであった。アクティブ型の投資信託は銘柄を機動的に入れ替えながらパフォーマンスの向上を図るのに対して、Five-Year SCOPEは投資期間5年のバイアンドホールド型の投資スタイルを取るだけに、ここまでのパフォーマンスは特筆すべきであろう。

昨年は前半と後半で物色の動向が大きく変化した。前半は不確実性の高まりを背景にクオリティ株が物色され、後半は好調な企業業績を背景に成長株やモメンタム株が物色された。このような環境下、我々が提案するボトムアップアプローチベースの成長株投資が年間を通じて高いパフォーマンスを獲得できたことは、インデックス運用が拡大の一途をたどる中、特色あるアクティブ運用を志向する投資家に朗報となる。

Five-Year SCOPE のパフォーマンスとパフォーマンスの優位性



左注：2017年1月12日～同年12月末までの分析。 右注：2016年12月末～2017年11月末までの分析。  
 パフォーマンスの優位性の検証ではFive-Year SCOPEのパフォーマンスを2016年12月末から2017年11月末までの11ヵ月で計測。  
 比較対象は2017年11月末時点の純資産残高が100億円以上の日本株アクティブ型投資信託。  
 右図の累積値は2017年11月末までの11ヵ月のパフォーマンスが高い順に投資の本数をカウントしたものの。  
 出所：日経NEEDS-BULK/FDS、三菱アセットブレインズよりMUMSS作成

2018年の中期投資推奨  
銘柄をセレクト

### 高い投資リターンを狙える中長期の高利益成長8銘柄をセレクト

本レポートでは、弊社アナリストの長期業績予想に基づいたスクリーニングにより、2018年の中期投資推奨銘柄として、以下の8銘柄を選択する。

#### 2018年の中期投資推奨銘柄一覧

コード	銘柄	弊社担当アナリスト
2146	UTグループ	新井 勝己
4680	ラウンドワン	村上 宏俊
5713	住友金属鉱山	黒坂 慶樹
6464	ツバキ・ナカシマ	八木 亮
6758	ソニー	宮本 武郎
6958	日本シイエムケイ	内野 晃彦
7012	川崎重工業	山崎 みえ
7747	朝日インテック	葭原 友子

注：銘柄コード順  
出所：MUMSS作成

## 1. Five-Year SCOPE : 中長期投資に資する投資アイデア

### 1-1 中長期の銘柄選択には個別銘柄とセクターの利益成長率が最重要

中長期的に高い投資効果を狙うには成長株投資が最適

我々は昨年、中長期投資に資する投資アイデアを提供すべく、成長株にフォーカスした『Japan Five-Year SCOPE』の発行を開始した。シミュレーションによる検証から、「中長期的に高い投資効果を狙うには成長株投資が最適である」との結論を踏まえ、個別銘柄とセクターの2つの利益成長率から成長株を厳選する方法を採る。

個別銘柄のみならず、セクターの成長率も重要

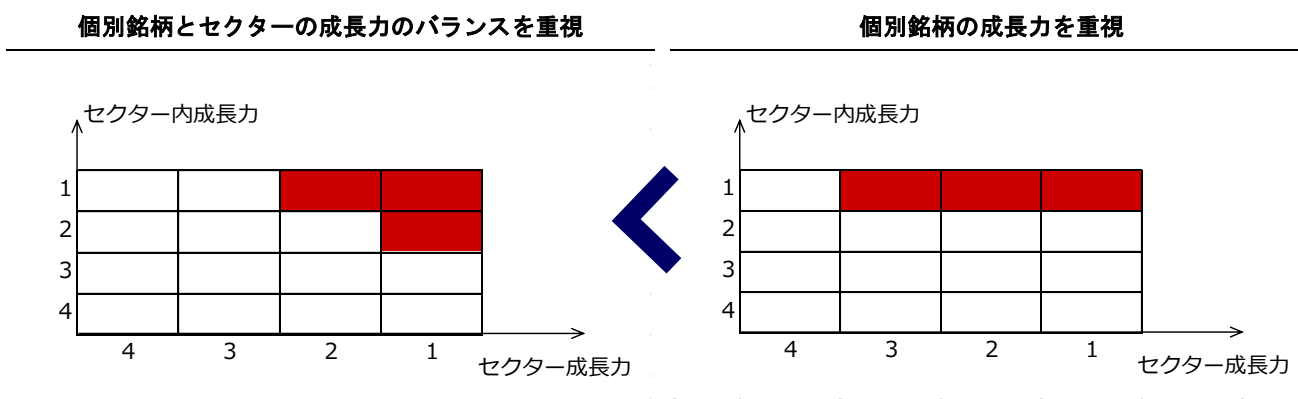
個別銘柄のみならず、セクターの成長率にも注目するのは、「企業業績は業界の競争状態に応じた何らかの制約を受けていると考えられる(マイケル・ポーター『競争の戦略』)」からである。この考えが正しければ、中長期投資の銘柄選択では個別銘柄の成長率に注目するだけでは不十分であり、セクターの成長率も考慮して初めて効率的な銘柄選択が可能となろう。

成長力の乏しいセクターを除いた上で個別銘柄の成長力を重視することが成功のポイント

その際、重要となるのが銘柄選択のフレームワークである。一般には図表1左に示すような、個別銘柄とセクターの成長力が高いセグメント領域から銘柄を選択することが妥当と考えられるが、シミュレーションの結果から、図表1右に示すような、『成長力の乏しいセクターを除いた上で、残ったセクターから、相対的に高い成長力をもつ銘柄を選択する』ことが重要であることが分かった。

Five-Year SCOPE では、このフレームワークを利用して、毎年、中長期投資に最適な銘柄をリストアップして行く。

図表1：中長期の成長株投資に最適な銘柄選択のフレームワークは？



出所：MUMSS 作成

## 2. 2017年のFive-Year SCOPEの振り返り

### 2-1 2017年のFive-Year SCOPEで取り上げた厳選9銘柄

2017年の厳選9銘柄はバランスの取れた顔ぶれ

我々が2017年に取り上げた銘柄は図表2-1に示す9銘柄であった。これらの銘柄はボトムアップアプローチに基づく弊社アナリストの5期予想をベースに前項のフレームワークによるスクリーニングによって選択された銘柄である。

その内訳を改めてみると、TOPIX100から2銘柄(キーエンス、任天堂)、Mid400から4銘柄(トヨタ紡織、ライオン、ローム、アシックス)、TOPIX Smallから3銘柄(関電工、アウトソーシング、イーレックス)とサイズによる偏りは見られず、バランスの取れた顔ぶれとなっている。

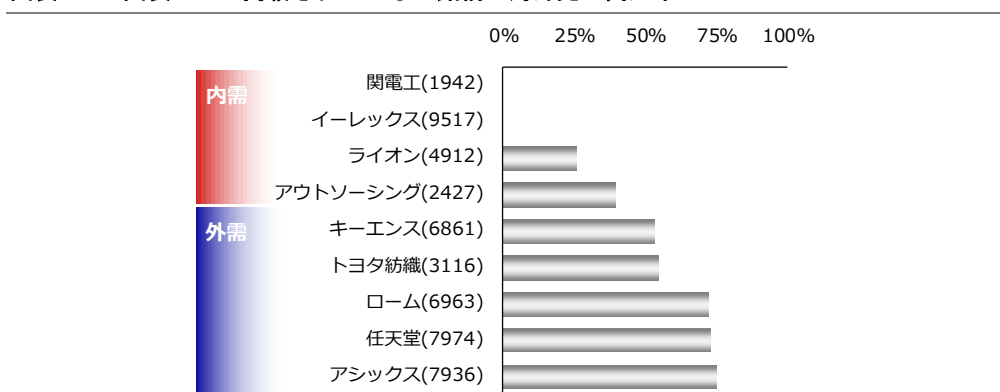
また、図表2-2に示す海外売上高比率による内需/外需の区別でも内需系から4銘柄(関電工、アウトソーシング、ライオン、イーレックス)、外需系から5銘柄(トヨタ紡織、キーエンス、ローム、アシックス、任天堂)とバランスの取れた構成になっている。

図表 2-1 : 2017年のFive-Year SCOPE 厳選9銘柄の顔ぶれ

コード	銘柄	業種	時価総額(億円)	指数区分
1942	関電工	建設業	2,165.8	TOPIX Small
2427	アウトソーシング	サービス業	636.3	TOPIX Small
3116	トヨタ紡織	輸送用機器	5,042.6	Mid400
4912	ライオン	化学	5,743.0	Mid400
6861	キーエンス	電気機器	48,762.4	TOPIX100
6963	ローム	電気機器	7,483.8	Mid400
7936	アシックス	その他製品	4,669.1	Mid400
7974	任天堂	その他製品	34,765.6	TOPIX100
9517	イーレックス	電気・ガス業	568.2	TOPIX Small

注：業種は東証33分類。時価総額、指数区分はそれぞれFive-Year SCOPE採用時(2016年12月末時点)のもの。  
出所：日経NEEDS/BULK-FDSよりMUMSS作成

図表 2-2 : 図表 2-1に掲載されている9銘柄の海外売上高比率



注：海外売上高比率はFive-Year SCOPE採用時(2016年12月末時点)で取得可能な直近本決算ベースの値。  
出所：QUICK AstraManagerよりMUMSS作成

## 2-2 厳選9銘柄によるポートフォリオのリスク特性

Five-Year SCOPE では成長株にフォーカスした長期投資を志向している。バイアンドホールド型の長期投資では銘柄の選別はもちろん、選別した銘柄によるポートフォリオにどのようなリスク特性があるのかを押さえておくことは重要である。

図表2-3に、前項の厳選9銘柄による等ウェイトポートフォリオのリスク特性を示す。ここでは、ポートフォリオ構成時(2016年12月末時点)の特性について確認する。

厳選9銘柄のポートフォリオはモメンタム特性やボラティリティ特性も

まず、グロース特性を見る。予想経常利益成長率や予想ROEのエクスポージャーはそれぞれ+0.56、+0.48とプラスであった。ポートフォリオのグロース特性はTOPIXに比べて強いことが分かる。

次に、株価特性を見る。株価モメンタムや株価リターンボラティリティのエクスポージャーはそれぞれ+0.75、+0.46とプラスであった。ポートフォリオのモメンタム特性やボラティリティ特性はTOPIXに比べて強いことが分かる。グロース株は、成長性に対する投資家の評価が高まると株価の持続的な上昇が期待できるように、モメンタム特性を持つ。バリュー株がリバーサル特性を持つのと対照的である。

ボラティリティが高いのもグロース株の特徴の1つだろう。グロース株は成長期待が高い分、ひとたび、それが剥落すると株価は大幅な調整を余儀なくされる。これがグロース株のボラティリティが高い要因とみる。

厳選9銘柄の中には宝くじに近い特性を持つ銘柄も

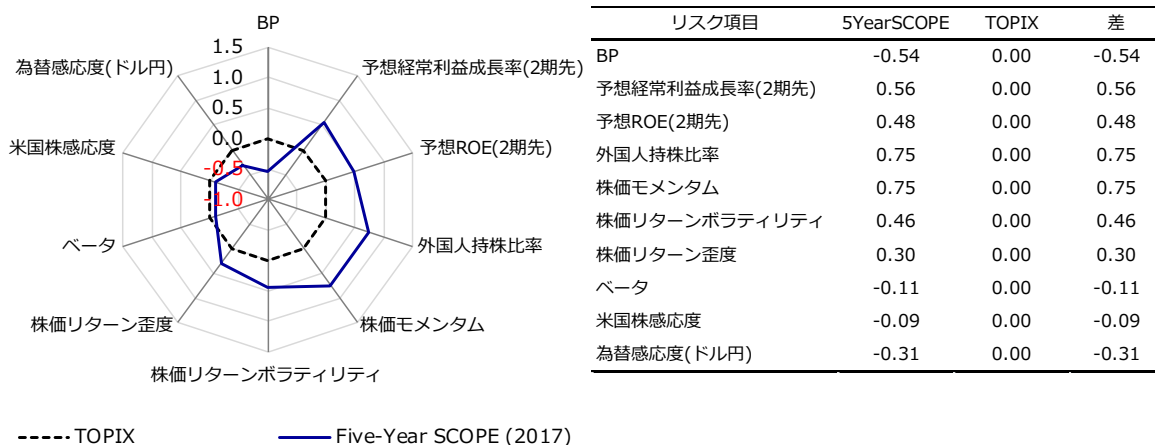
株価リターン歪度のエクスポージャーも+0.3とプラスであった。『歪度』は分布の形状を表す統計値で、分布が右側に長く伸びている場合にプラスの値になる。株価リターンの歪度がプラスとなるのは、過去において株価が短期間で急騰した経緯があることを示す。こうした分布を持つ銘柄は『宝くじ』に似ており、再び急騰することを期待した投資家の買いが入りやすい。ただし、株価形成が不自然になるため、アンダーパフォーマンスする傾向があるとされる。リスク特性の1つとしてBarraのリスクモデルでも利用されている。

プラスのエクスポージャーを持つことについては、株価リターンのボラティリティと歪度の関係を捉えた海外の論文(Boyer et al(2010)が参考になる。そこでは、統計的にはボラティリティと歪度が相関する理由はないとしながらも、株式のリターンに限れば、負のリターンに比べて正のリターンは無限大となり得るため、ボラティリティの大きい銘柄は歪度もまた大きくなると指摘する。この解釈に従えば、プラスのエクスポージャーはグロース株の1つの特徴と言えるのかもしれない。

ポートフォリオのベータ特性は比較的低水準

最後に、ベータ特性を見る。TOPIX感応度、米国株感応度、為替感応度(ドル円)のエクスポージャーはそれぞれ-0.11、-0.09、-0.31といずれもマイナスであった。TOPIXに比べて価格変動リスクが小さいだけでなく、米株式市場や為替市場(ドル円)に対する価格変動リスクもTOPIXに比べて小さいことを示している。国内市場や海外市場の変動による影響は比較的受け難いと言える。

図表 2-3 : 厳選 9 銘柄によるポートフォリオのリスク特性(2016 年 12 月末時点)



注：図表 2-1 に示した 9 銘柄による等ウェイトポートフォリオを対象とした分析。

予想経常利益成長率(2期先)は前期実績と2期先予想から算出した2年間のCAGR、株価モメンタムは株価の変動を考慮した過去60ヵ月のトレンドライン、株価リターンボラティリティは市場要因を除いた過去60ヵ月のリターンボラティリティ。

出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、弊社 DB より MUMSS 作成



### 3. 2017年のFive-Year SCOPEのパフォーマンス

#### 3-1 2017年の東京市場を振り返る

昨年前半はクオリティ株、後半は成長株やモメンタム株が上昇

2017年の東京市場は前半と後半で物色動向が変化した。前半はクオリティ株が上昇し、後半は成長株やモメンタム株が上昇した。

図表 3-1 に示す月次ファクターリターンランキングを見ると、前半は ROE が上昇率上位にランクインするケースが目立った。トランプ米大統領の移民政策に対する警戒感や北朝鮮情勢を巡る米朝関係の緊迫化、EU 離脱を巡る仏大統領選に対する警戒感など、不確実性の高まりから、クオリティ株が物色の対象となった。

後半になると、経常利益リビジョンや株価モメンタムが上昇率上位にランクインするケースが目立った。2018年3月期中間決算での好調な企業業績を背景に、日経平均株価は一時、1992年以來、約25年ぶりとなる高値を付けるなど、成長株やモメンタム株が物色の対象となった。

合計3回の米利上げにもかかわらず PBR 効果は不発

一方、年間を通じて低調な結果に終わったのが割安株である。PBR や PER は下落率上位の常連であった。2017年は米国で複数回の利上げが予想されていたこともあり、折に触れて、利上げ後の米金利上昇による PBR 効果を期待する声が高まっていた。しかし、合計3回の利上げが行われたにもかかわらず、利上げ後の長期金利上昇は一時的な動きにとどまり、PBR 効果は不発に終わった。

図表 3-1 : 2017年の月次ファクターリターンランキング

	2017年1月	2017年2月	2017年3月	2017年4月	2017年5月	2017年6月	2017年7月	2017年8月	2017年9月	2017年10月	2017年11月	2017年12月
高	ROE 0.66%	ベータ 2.92%	ROE 2.37%	小型 1.11%	インタレスト カバレッジ 4.29%	PBR 3.29%	PER 2.23%	株価 モメンタム 3.70%	ベータ 3.84%	ベータ 2.66%	株価 モメンタム 2.07%	株価 モメンタム 1.91%
	PER 0.60%	高 ボラティリティ 2.90%	大型 2.17%	インタレスト カバレッジ 0.88%	ROE 3.84%	リターン リバーサル 2.97%	高 ボラティリティ 1.55%	経常利益 リビジョン 1.94%	PER 2.71%	PER 1.77%	ROE 1.86%	財務 レバレッジ 1.47%
	高 ボラティリティ 0.58%	PBR 2.05%	株価 モメンタム 0.28%	ROE 0.54%	株価 モメンタム 3.22%	ベータ 2.39%	ROE 1.40%	低 ボラティリティ 1.16%	配当利回り 2.08%	経常利益 リビジョン 1.39%	経常利益 リビジョン 1.70%	ベータ 1.38%
	株価 モメンタム 0.55%	財務 レバレッジ 1.51%	高 ボラティリティ 0.24%	リターン リバーサル 0.41%	低 ボラティリティ 2.96%	財務 レバレッジ 1.40%	配当利回り 0.60%	インタレスト カバレッジ 1.01%	ROE 1.84%	高 ボラティリティ 1.23%	インタレスト カバレッジ 1.21%	高 ボラティリティ 1.08%
	大型 0.43%	PER 1.35%	財務 レバレッジ -0.02%	経常利益 リビジョン 0.35%	大型 1.47%	PER 1.19%	経常利益 リビジョン 0.35%	小型 0.40%	高 ボラティリティ 1.68%	リターン リバーサル 0.94%	高 ボラティリティ 0.21%	PBR 0.83%
	配当利回り 0.32%	配当利回り 1.05%	インタレスト カバレッジ -0.17%	ベータ 0.20%	経常利益 リビジョン 0.46%	高 ボラティリティ 1.14%	小型 0.12%	PBR 0.25%	PBR 1.19%	財務 レバレッジ 0.84%	大型 0.10%	小型 0.51%
	経常利益 リビジョン 0.23%	株価 モメンタム 0.86%	PER -0.34%	低 ボラティリティ 0.04%	配当利回り -2.74%	小型 0.97%	リターン リバーサル 0.03%	配当利回り -0.11%	財務 レバレッジ 1.01%	配当利回り 0.41%	ベータ 0.07%	経常利益 リビジョン 0.50%
	財務 レバレッジ 0.18%	小型 0.61%	配当利回り -0.95%	配当利回り -0.04%	財務 レバレッジ -3.41%	配当利回り 0.96%	インタレスト カバレッジ -0.26%	ベータ -0.52%	小型 0.65%	ROE 0.39%	財務 レバレッジ -1.13%	配当利回り 0.39%
	ベータ 0.08%	経常利益 リビジョン -0.24%	経常利益 リビジョン -1.17%	PER -0.29%	PER -3.41%	経常利益 リビジョン -0.45%	PBR -0.31%	ROE -0.64%	経常利益 リビジョン 0.65%	大型 0.30%	配当利回り -1.26%	ROE -0.32%
低	インタレスト カバレッジ 0.01%	ROE -1.20%	ベータ -1.20%	PBR -0.39%	ベータ -4.14%	インタレスト カバレッジ -1.26%	ベータ -0.58%	PER -0.65%	株価 モメンタム 0.33%	インタレスト カバレッジ -0.72%	PER -1.99%	PER -0.80%
	PBR -0.49%	インタレスト カバレッジ -2.32%	PBR -2.55%	財務 レバレッジ -0.50%	PBR -6.85%	ROE -1.43%	財務 レバレッジ -1.09%	財務 レバレッジ -2.55%	インタレスト カバレッジ 0.14%	PBR -0.73%	PBR -2.08%	インタレスト カバレッジ -1.63%

注：TOPIX500 採用銘柄を対象とした分析。ファクターリターンは業種を中立化した5分位ポートフォリオの上位20%と下位20%のリターン差。

出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済より MUMSS 作成

### 3-2 2017年のFive-Year SCOPEのパフォーマンス

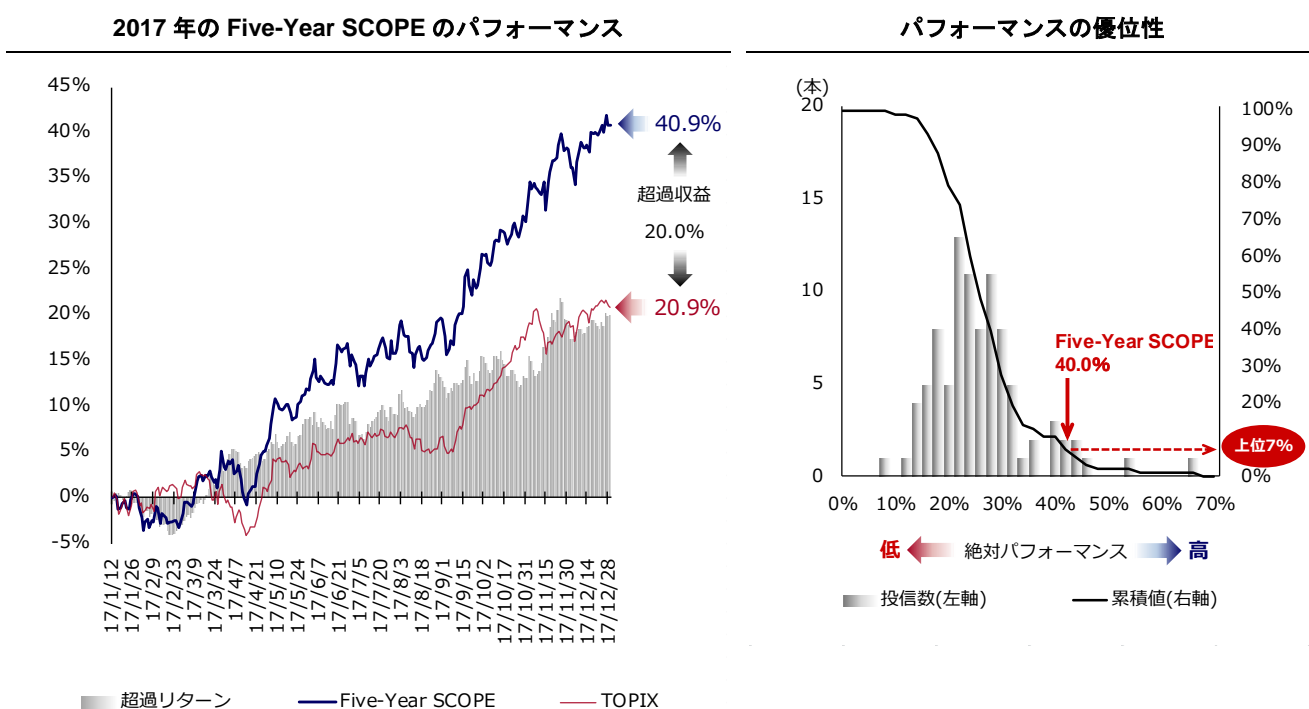
昨年のパフォーマンスは同時期のTOPIXを大幅に上回る

2017年の東京市場はグロース株優位の相場展開となった。このような環境下、図表3-2左に示すように、厳選9銘柄で構築したポートフォリオは極めて高いパフォーマンスを上げた。昨年1月12日のレポート発行日翌日から同年12月末までのパフォーマンスは+40.9%と、同時期のTOPIXを20.0%も上回る大幅な超過収益を上げている。また、図表に記載はないがインフォメーションレシオも1.64と高水準である。

日本株アクティブ投信の上位7%に該当する高成績

純資産残高100億円以上の日本株アクティブ投資信託を対象に、昨年11月末までのパフォーマンスの優位性を検証した。その結果、図表3-2右に示すように、Five-Year SCOPEのパフォーマンスは全93本中上位7%に該当する高成績であった。今回、比較対象としたアクティブ型の投資信託は銘柄を機動的に入れ替えながらパフォーマンスの向上を図るのに対して、Five-Year SCOPEは投資期間5年のバイアードホルド型の投資スタイルを取るだけに、ここまでのパフォーマンスは特筆すべきであろう。

図表3-2 : Five-Year SCOPE のパフォーマンスとパフォーマンスの優位性



左注：2017年1月12日～同年12月末までの分析。

右注：2016年12月末～2017年11月末までの分析。

パフォーマンスの優位性の検証ではFive-Year SCOPEのパフォーマンスを2016年12月末から2017年11月末までの11か月に計測。

比較対象は2017年11月末時点の純資産残高が100億円以上の日本株アクティブ型投資信託。

右図の累積値は2017年11月末までの11か月のパフォーマンスが高い順に投信の本数をカウントしたものの。

出所：日経NEEDS-BULK/FDS、三菱アセットブレインズよりMUMSS作成

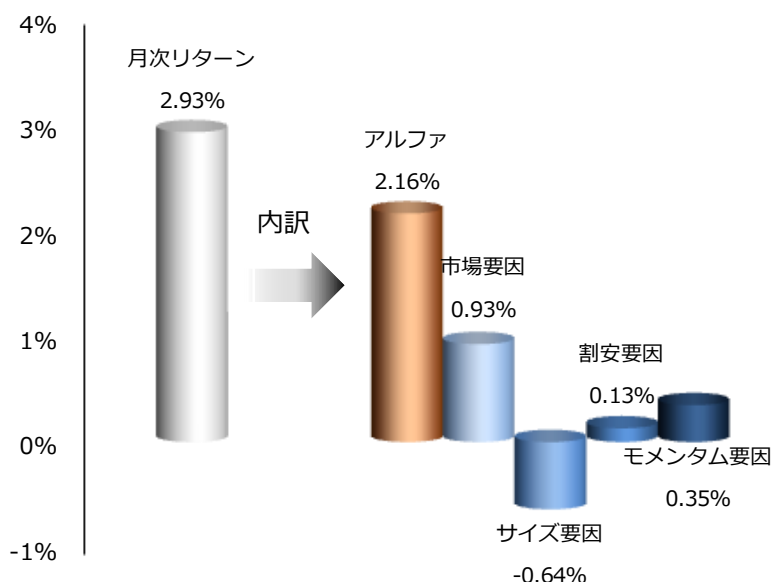
昨年1年間の月次リターンを要因分解し、銘柄選択の有効性を検証

Five-Year SCOPE がここまでのパフォーマンスを獲得できたのは、グロース優位の相場展開が有利に働いたためと見ることもできるが、それだけではここまでのパフォーマンスを上げるのは不可能であろう。一番の大きな要因は Five-Year SCOPE のフレームワークによる銘柄選択の有効性にあると考える。

月次平均リターンの70%超が市場要因、サイズ要因、割安要因、モメンタム要因では捉えられない収益(アルファ)

そこで、株式リターンは複数のファクターで説明可能とする Fama-French のフレームワークを利用して、昨年1年間の月次リターンを①市場要因、②サイズ要因、③割安要因、④モメンタム要因に分解し、Five-Year SCOPE のフレームワークによる銘柄選択の有効性を検証した。その結果、図表 3-3 に示すように、月次平均リターン 2.93%のうち、①～④の要因は全体の 26%にとどまった。つまり、残りの 74%はこれらの要因では捉えられない収益(アルファ)であることを示している。ここに Five-Year SCOPE の銘柄選択効果が表れていると見ることができるだろう。

図表 3-3 : 2017 年の月次平均リターンの要因分解



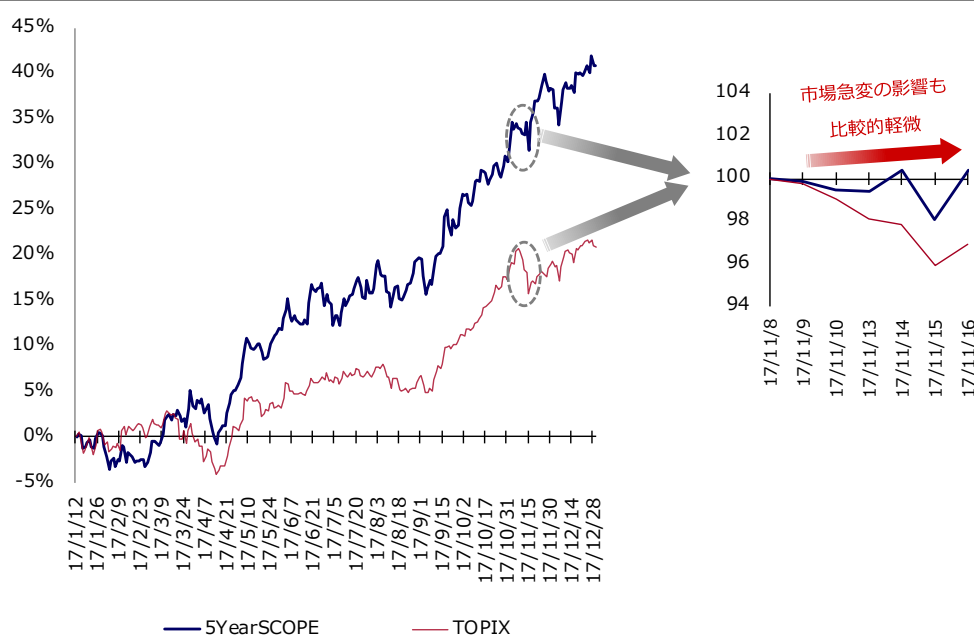
注：2017年1月12日～同年12月末までの分析。  
出所：日経 NEEDS/BULK-FDS より MUMSS 作成

ポートフォリオのベータ特性が相対的に低いこともプラスに寄与

一方、ここまでの高パフォーマンスには、図表 2-3 で示したように、ポートフォリオのベータ特性が低いこともプラスに寄与していると考えられる。

その最たる例が、図表 3-4 に示す 2017 年 11 月 8 日からの 1 週間の動きである。好業績を背景に上昇を続けていた TOPIX は 8 日を境に下落に転じ(5 日続落)、この間の下落率は 4% を超えた。一方、Five-Year SCOPE の下落率は 2% 弱と限定的でその後の切り返しも早く、TOPIX が反発に転じた 16 日には下落前(8 日)のパフォーマンスを上回った。市場要因による影響が限定的であることもパフォーマンスにプラスに寄与したと言えるだろう。

図表 3-4 : ポートフォリオのベータ特性とパフォーマンスの関係



注：2017年1月12日～同年12月末までの分析。  
出所：日経 NEEDS/BULK-FDS より MUMSS 作成

### 今回の結果は特色あるアクティブ運用を志向する投資家に朗報

2017 年前半は不確実性の高まりを背景にクオリティ株が物色され、後半は好業績を背景に成長株やモメンタム株が物色されるなど、前半と後半で物色の動向が大きく変化した。このような環境下、我々が提案するボトムアップアプローチベースでの成長株投資が年間を通じて高いパフォーマンスを獲得できたことは、インデックス運用が拡大の一途をたどる中、特色あるアクティブ運用を志向する投資家に朗報となるだろう。

## Japan Five-Year SCOPE 2018

---

### 推奨 8 銘柄

### 3 弊社アナリストの5期予想をベースに中長期投資推奨銘柄をスクリーニング

弊社アナリストの5年先予想をもとに、中長期投資推奨銘柄をスクリーニング

今年も弊社アナリストの5期予想をベースに中長期的に高い投資効果が期待できる成長株を、以下の(1)~(3)の3つの条件でスクリーニングした。

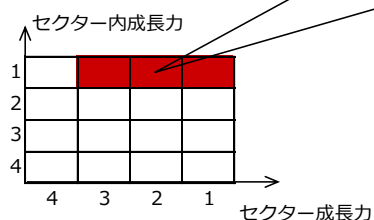
- (1) 銘柄の成長率は、弊社アナリストがピックアップした中長期的に魅力のある銘柄の5期先予想に基づいて算出。
- (2) セクターの成長率は、弊社アナリストのカバレッジセクターに属する銘柄の3期先予想を積み上げて算出。
- (3) 銘柄の成長率はセクター相対とするため、年率換算後の銘柄の成長率から同率換算後のセクターの成長率を引いた値を利用。

こうして算出した銘柄の成長率とセクターの成長率をベースに、弊社アナリストがピックアップした高利益成長銘柄を図表 1 右のマトリックスに当てはめた結果、中長期で高い投資効果が期待できる銘柄として、図表 A に示す 8 銘柄が選択された。これらの中長期での弊社が選ぶ投資推奨銘柄とする。

\*16 ページ以降では、各アナリストがリストアップされた投資推奨銘柄の詳細を述べている。中長期的に高い投資効果が期待できる銘柄として注目していただきたい。

図表 A : 2018 年の中長期投資推奨銘柄一覧

コード	銘柄	弊社担当アナリスト
2146	UTグループ	新井 勝己
4680	ラウンドワン	村上 宏俊
5713	住友金属鉱山	黒坂 慶樹
6464	ツバキ・ナカシマ	八木 亮
6758	ソニー	宮本 武郎
6958	日本シイエムケイ	内野 晃彦
7012	川崎重工業	山崎 みえ
7747	朝日インテック	葭原 友子



注：銘柄コード順  
出所：MUMSS 作成

### 厳選8銘柄によるポートフォリオのリスク特性

図表 B に、前項の厳選 8 銘柄による等ウェイトポートフォリオのリスク特性を示す。

厳選 8 銘柄のポートフォリオはボラティリティ特性に加えリバーサル特性も

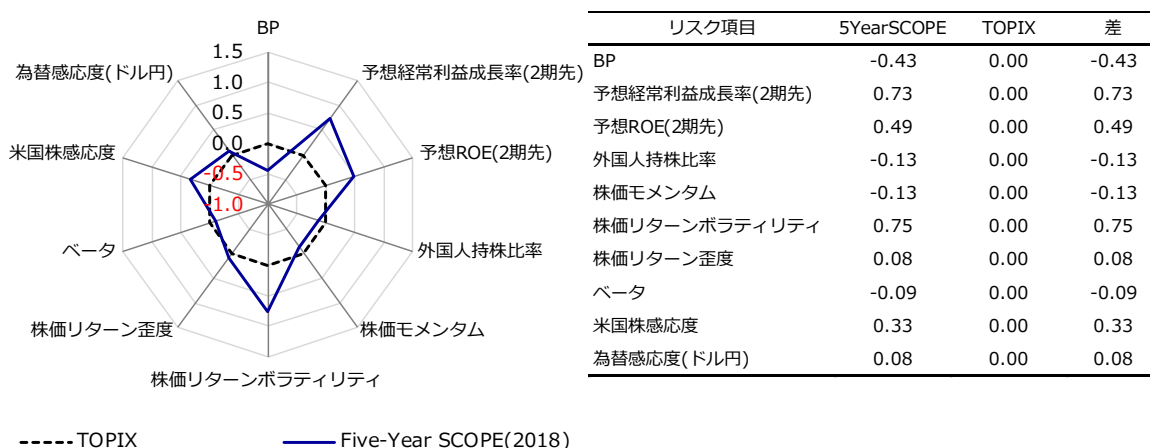
まず、グロース特性を見る。予想経常利益成長率や予想 ROE のエクスポージャーはそれぞれ+0.73、+0.49 とプラスであった。ポートフォリオのグロース特性は TOPIX に比べて強いことが分かる。

次に、株価特性を見ると、株価リターンボラティリティのエクスポージャーは+0.75 とプラスであったが、株価モメンタムは-0.13 とマイナスであった。やや重厚長大寄りの銘柄が含まれていることもあり、TOPIX に比べてわずかにリバーサル特性を持つ。

海外市場に対するベータ特性はやや高い

最後に、ベータ特性を見る。TOPIX 感応度のエクスポージャーは-0.09 とマイナスであったが、米国株感応度、為替感応度(ドル円)のエクスポージャーはそれぞれ+0.33、+0.08 といずれもプラスであった。TOPIX に対する価格変動リスクは小さいが、米株式市場や為替市場(ドル円)に対する価格変動リスクは TOPIX に比べて大きい。製造業が多いこともあり、海外市場の変動に対する影響を受け易い特性を持つ。

図表 B : 厳選 8 銘柄によるポートフォリオのリスク特性(2017 年 11 月末時点)



注：図表 3-5 に示した 8 銘柄による等ウェイトポートフォリオを対象とした分析。

予想経常利益成長率(2期先)は前期実績と2期先予想から算出した2年間のCAGR、株価モメンタムは株価の変動を考慮した過去60ヵ月のトレンドライン、株価リターンボラティリティは市場要因を除いた過去60ヵ月のリターンボラティリティ。

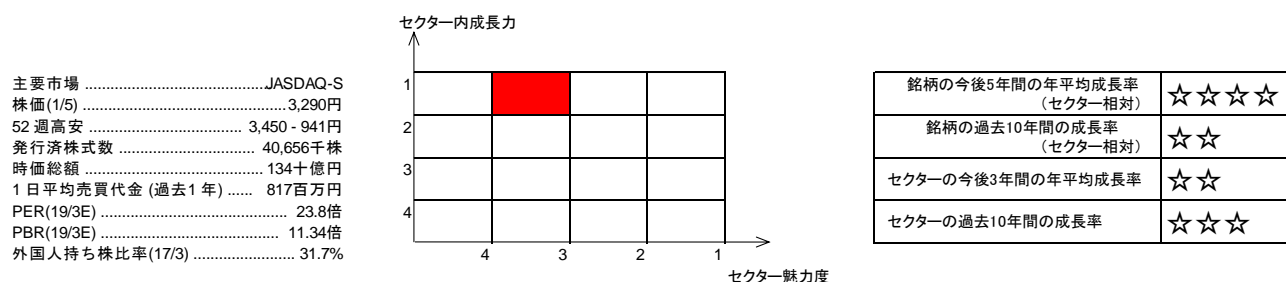
出所：日経 NEEDS-BULK/FDS、東洋経済、弊社 DB より MUMSS 作成



UTグループ (2146)

シニアアナリスト 新井勝己

売上拡大と利益率改善により、今後5期間で年平均39%の営業利益成長を予想



(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

中期利益成長を牽引するキードライバー

高い増収率と高いマージン改善ポテンシャル

UT グループは無期雇用社員を中心とした製造派遣の大手である。弊社カバー人材銘柄の中で過去4年間は相対的に利益成長率は低かったが、今後4年間に関しては最も高い営業利益成長率を予想する。そのドライバーは、①高い増収率と、②営業利益率改善である。増収に関して、同社は製造派遣売上メインであるが、弊社では主要人材業種の中で、製造派遣の市場成長が最も高いとみている。また、営業利益率改善に関して、会社側のマージン改善に対する意識が高まっており、単価増や業務効率改善により営業利益率改善の余地が大きいとみている。結果として、18/3 期から 22/3 期まで年率平均 37% 営業増益を予想している。

そのシナリオが実現しないリスク

半導体・電子部品業界向け人材需要の変調がリスク要因

同社製造派遣事業の派遣先分野別売上構成をみると、半導体・電子部品分野向けが最も高く、17/3 期で 51% と過半を占める。18/3 期 1H (4-9 月) においても、スマートフォン・車載機器向け好調により半導体・電子部品売上構成比が一段と上昇した。よって足元活況な半導体・電子部品業界の変調が同社中期利益成長のリスクである。ただ、弊社ではそもそも製造派遣業界の成長を主に法改正に伴う構造的要因にフォーカスを当てている。また、同社は大手製造業の正社員を一括して引き受けるソリューション事業も展開。大手製造業のリストラニーズも補足することができるため、一定程度リスクが顕在化しても同社利益成長に対する大きな見方は変わらない。

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>							
	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS	ROA	ROE
決算期	百万円	百万円	百万円	百万円	円	(%)	(%)
17/3	57,589	3,414	3,341	2,033	50.1	10.1	41.9
18/3 予	82,700	5,000	4,900	3,300	81.4	12.9	49.0
19/3 予	111,200	8,200	8,100	5,600	138.1	17.7	57.0
20/3 予	144,900	11,900	11,800	8,200	202.2	20.9	56.1
21/3 予	173,200	15,000	14,900	10,000	246.5	20.7	47.7
22/3 予	198,500	17,700	17,600	11,800	290.9	20.5	41.2

(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

(注)EPS は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で過及計算



## 過去4年間では、同業比営業増益率が小幅だった

過去4年間では、特に営業利益率改善が同業比小幅にとどまった

図表 1-2 は弊社カバー人材 4 銘柄 (UT グループ、パーソルホールディングス、アウトソーシング、エン・ジャパン) の成長性を比較したもの。過去成長は有効求人倍率の改善が顕著になり始めて業界が活況となった 2012 年度以降でみている。FY12～FY16 の同社の営業利益年率平均成長率は 23% 増と比較 4 社中で最も低い伸び。同業比増収率が低かったことに加え、上記 4 年間における営業利益率改善が 0.6%pt と 4 社中最も小幅改善に留まったことが影響した。営業利益率改善が小幅だった最大の要因は、採用力強化のための積極的な先行投資により販管費率が悪化 (FY12: 10.8% から FY16: 14.3%) したためと弊社ではみている。

## 中期利益成長ドライバー①高い増収率：4年間で年率平均25%増収を予想

2018年4月の無期雇用転換ルール適用スタートが追い風

過去 1 年間の人材関連主要サブカテゴリーの中でも製造派遣の売上成長率が最も高い。特に 2015 年 9 月 30 日の改正派遣法施行により派遣会社の無期雇用型派遣であれば製造派遣は派遣期限が無制限になった規制緩和影響が最も大きかった。更に 2018 年 4 月からの労働契約法における無期雇用転換ルール適用 (2013 年 4 月施行、5 年間継続して有期雇用された労働者が無期雇用に転換できる) が今後の追い風になると弊社ではみている。特に自動車関連製造工場においては、多くの直接・有期雇用の期間工が多く、人材派遣への切り替えニーズが強まっている。

## 中期利益成長ドライバー②営業利益率改善：4年間で2.9%pt改善を予想

業務効率改善による販管費率改善を見込む

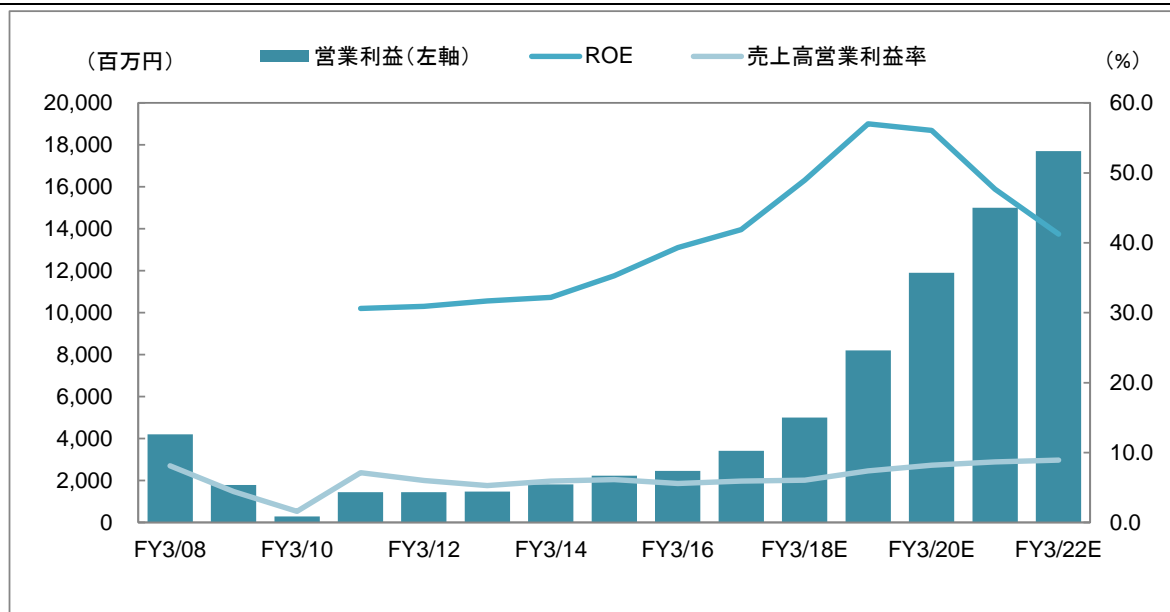
図表 1-2 の今後 4 年間の営業利益率改善を比較すると、元々利益率の高いエン・ジャパンが 5.3%pt 改善と最も改善幅が大きい。これに次いで UT グループの 4 年間改善幅は 2.9%pt と大きな改善を予想する。同社の 18/3 期弊社予想営業利益率は 6% であるが、会社側は中期経営計画最終年度の 21/3 期までに 10% を目指す方針。同様に粗利率を 20% から 22% に、販管費率を 14% から 12% にする考え。粗利率に関しては製造派遣社員の技術力向上や、製造派遣からエンジニア派遣への職務転換による単価アップを目指す。また販管費率は、1 工場あたりの派遣人数アップや採用プロセスの見直し等による業務効率改善を目指す。弊社では粗利率改善ハードルが高いと考える一方、販管費率改善は十分に可能とみて、22/3 期営業利益率 8.9% を予想する。

図表 1-2 : UT グループ (2146) : 弊社カバー大手人材関連銘柄の成長性比較

営業増益率 (YoY: %)	コード	CAGR実績						CAGR予想	
		FY12-16	FY16	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY17-21
UTグループ	2146	23.4	38.7	46.5	64.0	45.1	26.1	18.0	37.2
パーソルホールディングス	2181	35.8	19.1	7.8	22.2	13.6	12.0	9.8	14.3
アウトソーシング	2427	53.5	78.8	88.7	42.9	33.3	25.0	16.0	28.9
エン・ジャパン	4849	25.3	34.0	38.6	29.5	22.8	17.2	13.0	20.5
増収率 (YoY: %)	コード	FY12-16	FY16	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY17-21
UTグループ	2146	19.9	30.7	43.6	34.5	30.3	19.5	14.6	24.5
パーソルホールディングス	2181	24.4	14.4	14.0	9.5	8.4	7.5	6.4	8.0
アウトソーシング	2427	33.6	66.0	70.6	20.3	17.9	14.9	9.5	15.6
エン・ジャパン	4849	23.7	21.4	25.8	19.0	16.0	13.4	10.1	14.6
営業利益率 (%)	コード	FY16	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E		
UTグループ	2146	5.9	6.0	7.4	8.2	8.7	8.9		
パーソルホールディングス	2181	5.6	5.3	6.0	6.2	6.5	6.7		
アウトソーシング	2427	4.1	4.6	5.4	6.2	6.7	7.1		
エン・ジャパン	4849	21.6	23.8	25.9	27.4	28.3	29.1		

(出所) 各社資料より MUMSS 作成、アウトソーシングは FY14 から IFRS、E は MUMSS 予想

図表 1-3 : 連結営業利益と売上高営業利益率、ROE の推移



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

図表 1-4 : 連結セグメント別売上高と売上高営業利益率 (百万円、%)

	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>売上高</b>										
マニュファクチャリング事業	-	-	-	-	43,100	62,100	84,000	110,600	131,900	150,000
ソリューション事業	-	-	-	-	6,800	9,500	12,200	15,000	17,700	20,400
エンジニアリング事業	-	-	-	-	7,700	11,100	15,000	19,300	23,600	28,100
売上高計	27,900	30,800	36,500	44,100	57,600	82,700	111,200	144,900	173,200	198,500
<b>営業利益</b>										
マニュファクチャリング事業	-	-	-	-	1,800	3,000	5,400	8,300	10,600	12,400
ソリューション事業	-	-	-	-	900	1,100	1,500	1,900	2,300	2,700
エンジニアリング事業	-	-	-	-	700	900	1,300	1,700	2,100	2,600
営業利益計	1,500	1,800	2,200	2,500	3,400	5,000	8,200	11,900	15,000	17,700
YOY	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>売上高</b>										
マニュファクチャリング事業	-	-	-	-	-	(+44.1)	(+35.3)	(+31.7)	(+19.3)	(+13.7)
ソリューション事業	-	-	-	-	-	(+39.7)	(+28.4)	(+23.0)	(+18.0)	(+15.3)
エンジニアリング事業	-	-	-	-	-	(+44.2)	(+35.1)	(+28.7)	(+22.3)	(+19.1)
売上高計	(+15.8)	(+10.4)	(+18.5)	(+20.8)	(+30.6)	(+43.6)	(+34.5)	(+30.3)	(+19.5)	(+14.6)
<b>営業利益</b>										
マニュファクチャリング事業	-	-	-	-	-	(+66.7)	(+80.0)	(+53.7)	(+27.7)	(+17.0)
ソリューション事業	-	-	-	-	-	(+22.2)	(+36.4)	(+26.7)	(+21.1)	(+17.4)
エンジニアリング事業	-	-	-	-	-	(+28.6)	(+44.4)	(+30.8)	(+23.5)	(+23.8)
営業利益計	(+0.0)	(+20.0)	(+22.2)	(+13.6)	(+36.0)	(+47.1)	(+64.0)	(+45.1)	(+26.1)	(+18.0)
<b>営業利益率</b>										
マニュファクチャリング事業	-	-	-	-	4.2	4.8	6.4	7.5	8.0	8.3
ソリューション事業	-	-	-	-	13.2	11.6	12.3	12.7	13.0	13.2
エンジニアリング事業	-	-	-	-	9.1	8.1	8.7	8.8	8.9	9.3
営業利益率計	5.4	5.8	6.0	5.7	5.9	6.0	7.4	8.2	8.7	8.9

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS。18/3 期 1Q よりセグメント区分を変更のため、17/3 期実績は弊社推定値。

図表 1-5 : UT グループ (2146) 財務諸表 (連結)

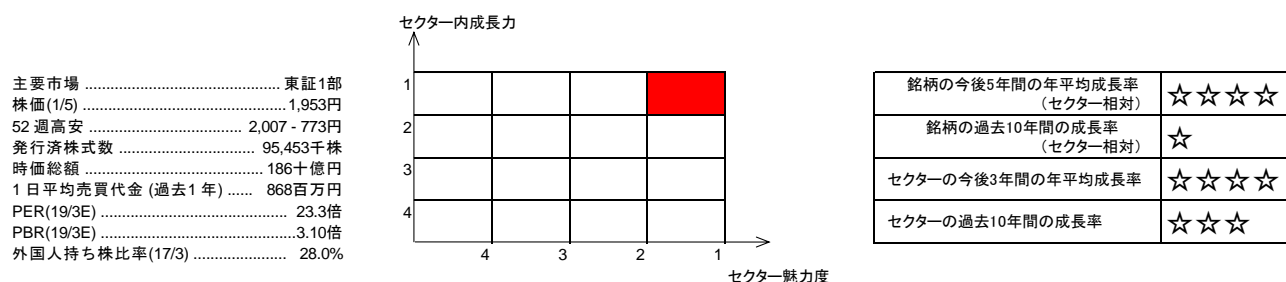
単位: 百万円、円、%、倍										
決算年度	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>損益計算書</b>										
売上高	27,854	30,779	36,479	44,050	57,589	82,700	111,200	144,900	173,200	198,500
前年比 (%)	15.5	10.5	18.5	20.8	30.7	43.6	34.5	30.3	19.5	14.6
売上原価	23,370	25,350	29,719	35,303	46,127	66,400	88,700	115,300	137,500	157,200
売上総利益	4,485	5,429	6,760	8,747	11,462	16,300	22,500	29,600	35,700	41,300
売上高比 (%)	16.1	17.6	18.5	19.9	19.9	19.7	20.2	20.4	20.6	20.8
販売管理費	3,011	3,605	4,528	6,285	8,048	11,300	14,300	17,700	20,700	23,600
売上高比 (%)	10.8	11.7	12.4	14.3	14.0	13.7	12.9	12.2	12.0	11.9
営業利益	1,474	1,824	2,232	2,462	3,414	5,000	8,200	11,900	15,000	17,700
前年比 (%)	1.4	23.8	22.4	10.3	38.7	46.5	64.0	45.1	26.1	18.0
売上高比 (%)	5.3	5.9	6.1	5.6	5.9	6.0	7.4	8.2	8.7	8.9
EBITDA	1,523	1,880	2,283	2,531	3,569	5,100	8,300	12,000	15,100	17,800
売上高比 (%)	5.5	6.1	6.3	5.7	6.2	6.2	7.5	8.3	8.7	9.0
経常利益	1,389	1,754	2,157	2,422	3,341	4,900	8,100	11,800	14,900	17,600
前年比 (%)	0.7	26.3	23.0	12.3	38.0	46.6	65.3	45.7	26.3	18.1
税前利益	1,218	1,432	2,150	2,353	3,154	4,900	8,100	11,800	14,900	17,600
前年比 (%)	-4.4	17.6	50.1	9.5	34.0	55.3	65.3	45.7	26.3	18.1
法人税等	295	473	932	784	1,031	1,600	2,500	3,600	4,900	5,800
法人税率 (%)	24.2	33.0	43.3	33.3	32.7	32.7	30.9	30.5	32.9	33.0
少数株主持分	0	25	50	72	90	0	0	0	0	0
当期利益	923	935	1,168	1,497	2,033	3,300	5,600	8,200	10,000	11,800
前年比 (%)	4.8	1.3	25.0	28.2	35.8	62.3	69.7	46.4	22.0	18.0
売上高比 (%)	3.3	3.0	3.2	3.4	3.5	4.0	5.0	5.7	5.8	5.9
EPS(円、遡及値)	22.6	24.0	30.3	40.4	57.2	81.4	138.1	202.2	246.5	290.9
1株配当金(円、遡及値)	13.0	13.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円、遡及値)	69.5	79.6	91.2	111.2	162.4	194.1	290.2	430.8	603.3	808.0
株式数(百万株、遡及値)	35.3	35.3	35.3	35.3	35.3	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6
従業員数(人)	6,983	7,955	9,489	11,370	16,104	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>										
現金及び同等物	2,491	4,152	7,201	6,512	8,470	10,500	14,100	19,500	26,200	34,200
売掛金・受取手形	2,941	4,151	5,017	6,267	8,847	11,800	14,800	18,100	20,400	22,000
棚卸資産	2	0	1	1	1	0	0	0	0	0
有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流動資産合計	6,355	9,198	13,194	13,863	18,574	23,700	30,400	39,200	48,300	58,000
有形固定資産	28	66	68	153	207	200	200	200	200	200
資産合計	9,505	12,058	16,427	17,140	23,145	28,200	34,900	43,700	52,800	62,500
買掛金・支払手形	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
短期借入金	673	652	2,020	1,640	2,101	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
流動負債合計	4,568	5,422	8,285	7,835	11,896	14,600	17,400	20,500	22,600	24,000
社債・転換社債	800	1,330	910	500	150	0	0	0	0	0
長期借入金	1,391	2,099	3,454	4,466	5,209	5,400	5,400	5,400	5,400	5,400
負債合計	6,795	8,899	12,803	12,891	17,409	20,200	23,000	26,100	28,200	29,600
純資産	2,711	3,159	3,624	4,248	5,736	8,000	11,900	17,600	24,600	32,900
総資本(負債+資本)	9,505	12,058	16,427	17,140	23,145	28,200	34,900	43,700	52,800	62,500
<b>キャッシュフロー分析</b>										
減価償却費	50	56	51	68	155	100	100	100	100	100
営業キャッシュフロー	916	359	3,131	517	3,107	3,400	5,700	8,300	10,100	11,900
投資キャッシュフロー	-447	-23	-680	-334	-1,052	-400	-400	-400	-400	-400
フリーキャッシュフロー	468	335	2,451	183	2,055	3,000	5,300	7,900	9,700	11,500
財務キャッシュフロー	-221	1,196	515	-789	-148	-1,000	-1,700	-2,500	-3,000	-3,500
資金の純増減額	248	1,532	2,966	-606	1,907	2,000	3,600	5,400	6,700	8,000
<b>企業価値(EV)分析</b>										
時価総額(遡及値)	11,568	19,074	16,601	18,544	51,110	133,444	133,444	133,444	133,444	133,444
純負債	373	-71	-817	95	-1,010	-3,000	-6,600	-12,000	-18,700	-26,700
現金及び同等物	2,491	4,152	7,201	6,512	8,470	10,500	14,100	19,500	26,200	34,200
有利子負債	2,864	4,081	6,384	6,606	7,460	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
企業価値(遡及値)	11,941	19,003	15,784	18,638	50,100	130,444	126,844	121,444	114,744	106,744
<b>株価バリュエーション</b>										
株価(期末、円)	328	540	470	525	1,447	3,290	3,290	3,290	3,290	3,290
PER(倍、遡及値)	14.5	22.5	15.5	13.0	25.3	40.4	23.8	16.3	13.3	11.3
PBR(倍、遡及値)	4.7	6.8	5.2	4.7	8.9	17.0	11.3	7.6	5.5	4.1
EV/EBITDA(倍、遡及値)	7.8	10.1	6.9	7.4	14.0	25.6	15.3	10.1	7.6	6.0
配当利回り(%)	4.0	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
自己資本比率(%)	28.5	26.2	21.4	23.9	24.2	27.9	33.7	40.0	46.3	52.4
ROE(%)	31.7	32.2	35.3	39.3	41.9	49.0	57.0	56.1	47.7	41.2
ROA(%)	10.2	8.7	8.2	8.9	10.1	12.9	17.7	20.9	20.7	20.5
Net DELシオ(%)	13.8	-2.2	-22.5	2.2	-17.6	-37.5	-55.5	-68.2	-76.0	-81.2

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS

ラウンドワン (4680)

シニアアナリスト 村上 宏俊

顧客層の広がり と 海外出店の加速により、今後5期間で年平均30.4%の営業利益成長を予想



(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

中期利益成長を牽引するキードライバー

過去 10 年間の大半は収益低迷期

同社の過去 10 年間(08/3 期~17/3 期)の収益(営業利益)トレンドは、(1)大半が収益低迷期(08/3 期をピークに 16/3 期まで減益基調、ただし東日本大震災で特需発生した 12/3 期を除く)、(2)最終年度の 17/3 期から収益回復期(増益に転じる)、に分類される。

- (1) 収益低迷の主因は、若年層の人口減、過剰な店舗、モバイルゲームとの競争激化
- (2) 収益回復の主因は、店舗淘汰による残存者メリット、所得・雇用環境の改善

弊社では、今後 5 期間(18/3 期~22/3 期)に、年平均 30.4%の営業利益成長を予想。21/3 期以降、最高営業利益更新局面に入ると想定。収益拡大の主因は下記の 2 点。

30 歳以上の顧客層拡大

(1) 収益源の国内事業は、顧客層の広がりや安定的な収益拡大局面に入ると考える。理由は、働き方改革の推進やコト消費の拡大、格安 SIM の普及に伴うレジャー消費の増加に加えて、「小学生以下無料キャンペーン」など企画サービスの提供効果により、30 歳以上を中心に顧客層が広がるとみているため。

出店加速、27/3 期末に海外 300 店舗体制へ

(2) 中期的な成長ドライバーと位置付けている海外事業は、18/3 期以降、出店の加速で収益急拡大局面に入ると考える。海外(米国)店舗数は、17/3 期末 15 店から 22/3 期末には 100 店まで増加するとみる。なお長期予想では、27/3 期末に 300 店と想定。

そのシナリオが実現しないリスク

シナリオが実現しないリスクは、①国内既存店月次売上高の低迷継続、②海外出店ペースの後退、海外収益悪化、である。

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>							
	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS	ROA	ROE
決算期	百万円	百万円	百万円	百万円	円	(%)	(%)
17/3	87,776	6,681	5,858	2,735	28.7	2.7	5.4
18/3 予	93,900	9,400	8,900	4,900	51.4	4.8	9.4
19/3 予	103,600	13,300	12,800	8,000	84.0	7.5	14.1
20/3 予	114,600	17,000	16,500	11,000	115.5	9.7	17.1
21/3 予	133,000	21,400	21,000	13,800	144.9	10.9	18.4
22/3 予	150,900	25,200	24,900	16,400	172.2	11.3	18.6

(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

(注) EPS は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で選及計算

**国内収益拡大の牽引役：30歳以上の顧客層の広がり**

30歳以上の顧客層の新規開拓とリピート化

国内収益拡大の牽引役は、「小学生以下無料キャンペーン」など企画サービスの提供に伴う、30歳以上のファミリー層やシニア層の新規開拓とリピート化による顧客層の広がりとする。

30歳以上の利用者数構成は、①顧客数取込率、②年代別世帯数構成比、③年代別消費支出額構成比を考慮し、17/3期の30%から27/3期には60%まで上昇すると想定。

**海外収益拡大の牽引役：出店加速、27/3期末の海外300店舗体制へ**

出店対象は年商300億円以上の大型SC

長期的に海外店舗数は17/3期末15店から27/3期末には300店まで増加すると想定。

2016年末の米国内の大型SC数は、スーパー・リージョナルSCとリージョナルSC合計で1,221カ所、このうち年商300億円以上の条件を満たすものが約900カ所ある。さらに集客力のある優良施設は全体の3分の1に相当する300カ所になると考える。この300カ所が同社の出店対象である。

株式市場は、一部米国大手SCの収益悪化で、同社の大型SC向け多店舗展開に対する事業リスクを懸念している模様。しかしながら弊社では、事業リスクは限定的で、出店機会の拡大が見込める好機と考える。背景は下記の2点。

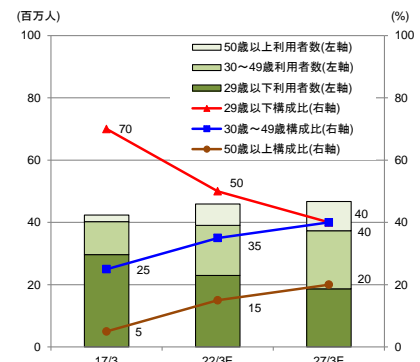
- ① 同社の出店対象は優良施設に限定しており、事業リスクは小さい
- ② 大型SCは、集客力強化のため新たなエンターテインメント施設の導入を検討

図表 1-2：ラウンドワン (4680)：年代別顧客構成 (国内)

	ラウンドワン							日本			
	年代別顧客構成			顧客数 (17/3)				年代別人口 (16/12)			
	過去3期平均・%	16/10以降	増減%	利用客数百万人	構成%	年平均利用回数・回	顧客数百万人	取込率%	百万人	構成%	差額
29歳以下	70	60	-10	29.66	70	4	7.41	21.6	34.33	27	-43
30～40歳代ファミリー層	25	32	7	10.59	25	4	2.65	7.7	34.38	27	2
50歳以上のシニア	5	8	3	2.12	5	4	0.53	0.9	58.21	46	41
合計	100	100		42.37	100	4	10.59	8.3	126.9	100	

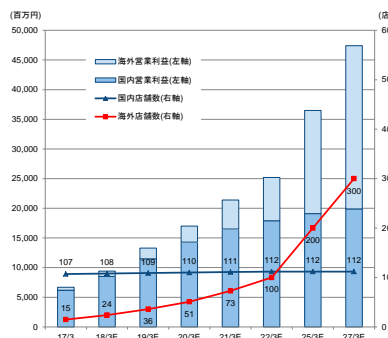
出所：会社資料を基に MUMSS 作成

図表 1-3：ラウンドワン (4680)：年代別利用者数動向 (国内)



出所：会社資料を基に MUMSS 作成、E は MUMSS 予想

図表 1-4：ラウンドワン (4680)：長期収益と店舗数動向



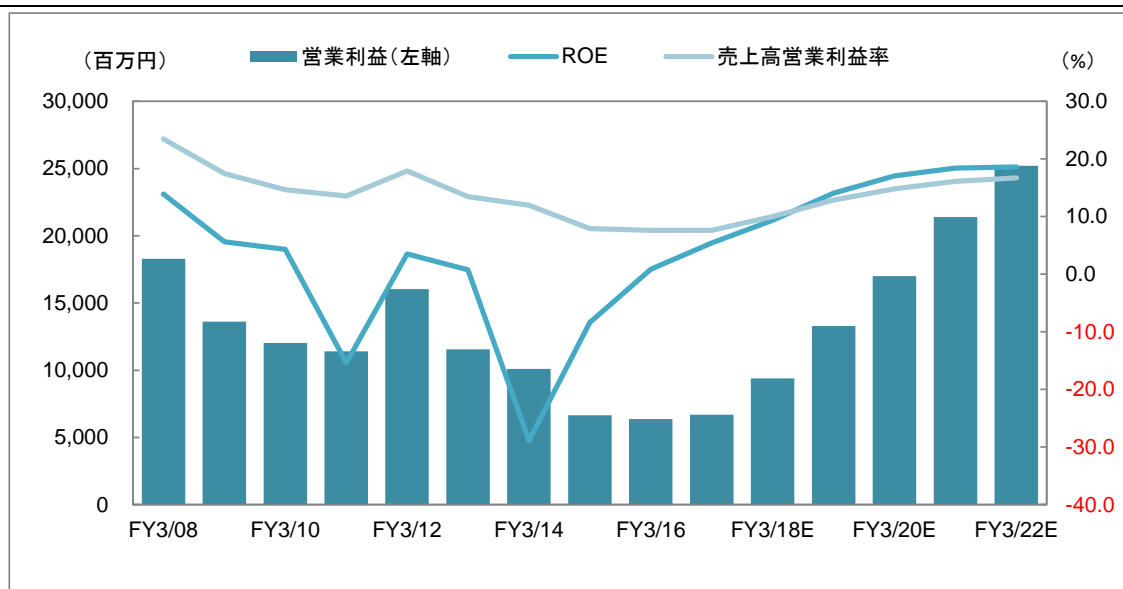
出所：会社資料を基に MUMSS 作成、E は MUMSS 予想

図表 1-5：米国の規模/特徴別 SC 総数 (2016 年)

	総数	SC数構成 (%)	総GLA (百万㎡)	GLA構成 (%)	平均GLA (㎡)
スーパーリージョナル SC (SRSC)	621	0.5	72.36	10.3	116,519
リージョナル SC (RSC)	601	0.5	32.87	4.7	54,686
コミュニティ SC (CSC)	9,758	8.4	178.98	25.4	18,342
ネイバーフッド SC (NSC)	32,560	28.1	217.32	30.9	6,675
コンビニエンスセンター (CVC)	68,884	59.5	84.62	12.0	1,228
パワーセンター (PWC)	2,252	1.9	91.58	13.0	40,666
ライフスタイルセンター (LFC)	485	0.4	15.09	2.1	31,117
アウトレットモール (OM)	363	0.3	8.01	1.1	22,065
テーマ/フェスティバルモール (T/FM)	159	0.1	2.20	0.3	13,841
エアポートモール (APM)	61	0.1	1.40	0.2	22,863
合計	115,744	100.0	704.42	100.0	6,086

出所：日本ショッピングセンター協会「SC白書2017」を基に MUMSS 作成

図表 1-6 : 連結営業利益と売上高営業利益率、ROE の推移



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

図表 1-7 : 連結セグメント別売上高と売上高営業利益率

	単位: 百万円、%									
	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>売上高</b>										
ホウリンコ	29,700	27,200	24,520	23,030	22,910	24,100	26,900	30,000	35,100	40,100
国内	29,510	26,890	24,111	22,089	21,669	22,300	24,000	25,700	26,700	27,200
海外	190	310	409	941	1,241	1,800	2,900	4,300	8,400	12,900
アミューズメント	34,500	34,900	36,520	36,580	40,530	44,300	49,200	55,000	64,400	73,500
国内	34,080	34,200	35,401	33,398	35,904	37,100	38,300	39,360	39,840	40,400
海外	420	700	1,119	3,182	4,626	7,200	10,900	15,640	24,560	33,100
カラオケ	8,300	8,400	8,640	8,780	9,130	10,000	11,200	12,600	15,600	18,900
国内	8,280	8,360	8,265	7,758	7,735	7,900	8,000	8,040	8,360	8,600
海外	20	40	375	1,022	1,395	2,100	3,200	4,560	7,240	10,300
スポッチャ	10,300	10,900	11,505	12,196	12,270	12,600	13,300	13,900	14,600	14,900
国内	10,300	10,900	11,505	12,196	12,270	12,600	13,300	13,900	14,600	14,900
海外	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	2,900	2,700	2,700	2,920	2,920	2,900	3,000	3,100	3,300	3,500
国内	2,780	2,500	2,642	2,920	2,920	2,900	3,000	3,100	3,300	3,500
海外	120	200	58	0	0	0	0	0	0	0
<b>売上計</b>	<b>85,903</b>	<b>84,272</b>	<b>83,905</b>	<b>83,516</b>	<b>87,776</b>	<b>93,900</b>	<b>103,600</b>	<b>114,600</b>	<b>133,000</b>	<b>150,900</b>
国内	85,153	83,022	81,925	78,367	80,507	82,800	86,600	90,100	92,800	94,600
海外	750	1,250	1,980	5,149	7,269	11,100	17,000	24,500	40,200	56,300
<b>営業利益</b>										
営業利益計	11,565	10,088	6,641	6,367	6,681	9,400	13,300	17,000	21,400	25,200
<b>売上高営業利益率</b>	<b>FY3/13</b>	<b>FY3/14</b>	<b>FY3/15</b>	<b>FY3/16</b>	<b>FY3/17</b>	<b>FY3/18E</b>	<b>FY3/19E</b>	<b>FY3/20E</b>	<b>FY3/21E</b>	<b>FY3/22E</b>
	13.5	12.0	7.9	7.6	7.6	10.0	12.8	14.8	16.1	16.7

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS。



図表 1-8 : ラウンドワン (4680) 財務諸表 (連結)

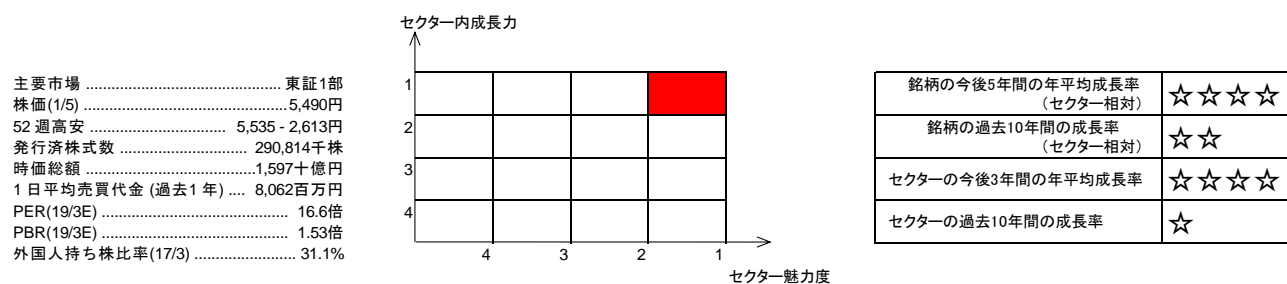
単位: 百万円、円、%、倍										
決算年度	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>損益計算書</b>										
売上高	85,903	84,272	83,905	83,516	87,776	93,900	103,600	114,600	133,000	150,900
前年比 (%)	-4.1	-1.9	-0.4	-0.5	5.1	7.0	10.3	10.6	16.1	13.5
売上原価	72,575	72,549	75,509	75,090	78,840	82,150	87,900	95,150	109,050	123,050
売上総利益	13,328	11,723	8,395	8,426	8,935	11,750	15,700	19,450	23,950	27,850
売上高比 (%)	15.5	13.9	10.0	10.1	10.2	12.5	15.2	17.0	18.0	18.5
販売管理費	1,762	1,634	1,754	2,058	2,253	2,350	2,400	2,450	2,550	2,650
売上高比 (%)	2.1	1.9	2.1	2.5	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8
営業利益	11,565	10,088	6,641	6,367	6,681	9,400	13,300	17,000	21,400	25,200
前年比 (%)	-27.9	-12.8	-34.2	-4.1	4.9	40.7	41.5	27.8	25.9	17.8
売上高比 (%)	13.5	12.0	7.9	7.6	7.6	10.0	12.8	14.8	16.1	16.7
EBITDA	30,525	26,016	19,597	17,811	18,621	21,800	26,500	31,300	40,200	46,400
売上高比 (%)	35.5	30.9	23.4	21.3	21.2	23.2	25.6	27.3	30.2	30.7
経常利益	8,217	7,818	6,150	5,402	5,858	8,900	12,800	16,500	21,000	24,900
前年比 (%)	-28.4	-4.9	-21.3	-12.2	8.4	51.9	43.8	28.9	27.3	18.6
税引前利益	1,264	-23,725	1,125	1,894	3,586	7,200	11,800	16,000	20,500	24,400
前年比 (%)	-79.4	-	-	68.4	89.3	100.8	63.9	35.6	28.1	19.0
法人税等	663	-4,044	5,693	1,444	850	2,300	3,800	5,000	6,700	8,000
法人税率 (%)	52.5	17.0	506.0	76.2	23.7	31.9	32.2	31.3	32.7	32.8
少数株主持分	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
当期利益	601	-19,681	-4,568	449	2,735	4,900	8,000	11,000	13,800	16,400
前年比 (%)	-78.4	-	-	-	509.1	79.2	63.3	37.5	25.5	18.8
売上高比 (%)	0.7	-23.4	-5.4	0.5	3.1	5.2	7.7	9.6	10.4	10.9
EPS (円、遡及値)	6.3	-206.6	-48.0	4.7	28.7	51.4	84.0	115.5	144.9	172.2
1株配当金 (円、遡及値)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
BPS (円、遡及値)	826.3	603.9	541.9	522.0	534.0	565.1	629.0	724.5	849.4	1,001.5
株式数 (百万株、遡及値)	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3	95.3
従業員数 (人)	5,689	5,916	6,430	6,634	7,173	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>										
現金及び同等物	25,324	25,172	27,777	23,199	20,197	19,090	17,226	19,435	30,658	39,481
売掛金・受取手形	605	648	671	647	744	680	730	790	910	1,030
棚卸資産	1,185	1,121	1,228	1,576	1,598	1,640	1,760	1,900	2,180	2,460
有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流動資産合計	31,257	31,040	32,092	27,717	25,432	24,310	22,616	25,025	36,648	45,871
有形固定資産	160,065	72,919	61,773	60,417	61,016	64,200	71,400	77,500	84,100	92,900
資産合計	206,217	127,138	111,588	104,535	101,712	103,690	109,206	117,725	135,948	153,971
買掛金・支払手形	196	257	337	477	676	164	176	190	218	246
短期借入金	28,151	8,789	8,440	7,212	5,596	4,600	3,600	2,600	1,600	1,100
流動負債合計	47,346	24,506	24,186	21,090	21,732	21,159	21,781	22,605	23,783	25,811
社債・転換社債	4,762	1,445	1,275	1,105	935	1,000	1,000	1,000	5,000	5,000
長期借入金	54,315	26,580	17,377	14,509	9,909	9,000	7,000	5,000	5,000	5,000
負債合計	127,503	69,606	59,961	54,805	50,839	49,859	49,281	48,705	55,033	58,561
純資産	78,714	57,531	51,626	49,730	50,872	53,831	59,925	69,020	80,915	95,410
総資本 (負債+資本)	206,217	127,138	111,588	104,535	101,712	103,690	109,206	117,725	135,948	153,971
<b>キャッシュフロー分析</b>										
減価償却費	18,960	15,928	12,956	11,444	11,940	12,400	13,200	14,300	18,800	21,200
営業キャッシュフロー	26,418	20,456	22,576	15,955	17,217	16,810	21,042	25,115	32,228	37,228
投資キャッシュフロー	4,371	46,611	592	-5,082	-3,527	-14,600	-19,400	-19,400	-24,400	-29,000
フリーキャッシュフロー	30,789	67,067	23,168	10,873	13,690	2,210	1,642	5,715	7,828	8,228
財務キャッシュフロー	-34,564	-66,200	-20,820	-15,309	-16,964	-3,318	-3,505	-3,505	3,395	595
資金の純増減額	-3,775	867	2,348	-4,436	-3,274	-1,108	-1,864	2,209	11,223	8,823
<b>企業価値 (EV) 分析</b>										
時価総額 (遡及値)	64,780	84,214	64,875	60,493	84,309	186,052	186,052	186,052	186,052	186,052
純負債	80,665	30,815	15,678	15,665	14,216	13,910	13,974	10,365	4,442	-1,881
現金及び同等物	25,324	25,172	27,777	23,199	20,197	19,090	17,226	19,435	30,658	39,481
有利子負債	105,989	55,987	43,455	38,864	34,413	33,000	31,200	29,800	35,100	37,600
企業価値 (遡及値)	145,445	115,029	80,553	76,158	98,525	199,962	200,026	196,417	190,494	184,172
<b>株価バリュエーション</b>										
株価 (期末、円)	680	884	681	635	885	1,953	1,953	1,953	1,953	1,953
PER (倍、遡及値)	107.8	-4.3	-14.2	134.7	30.8	38.0	23.3	16.9	13.5	11.3
PBR (倍、遡及値)	0.8	1.5	1.3	1.2	1.7	3.5	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/ EBITDA (倍、遡及値)	4.8	4.4	4.1	4.3	5.3	9.2	7.5	6.3	4.7	4.0
配当利回り (%)	2.9	2.3	2.9	3.1	2.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
自己資本比率 (%)	38.2	45.3	46.3	47.6	50.0	51.9	54.9	58.6	59.5	62.0
ROE (%)	0.8	-28.9	-8.4	0.9	5.4	9.4	14.1	17.1	18.4	18.6
ROA (%)	0.3	-11.8	-3.8	0.4	2.7	4.8	7.5	9.7	10.9	11.3
Net DELシオ (%)	102.5	53.6	30.4	31.5	27.9	25.8	23.3	15.0	5.5	-2.0

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS

住友金属鉱山 (5713)

シニアアナリスト 黒坂 慶樹

ニッケル製錬と電池材料のシナジーをテコに今後5期で年率10.4%の営業利益成長を予想



(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

「ニッケル製錬×電池材料」が中長期の成長ドライバ

上流工程投資によるニッケル製錬と電池材料のシナジー深化がドライバ

住友金属鉱山(5713:以下、同社)は、製錬と資源が収益の過半を占めており金属市況の影響を大きく受ける。したがって収益のボラティリティが非鉄セクター内でも大きいのが特徴。また現中期経営計画(16/3~18/3期)の目標経常利益1,700億円から相場要因(約500億円)を除いても、①材料の不振、②Sierra Gordaの持分法要因で、200億円程度が毀損した状況が続く。

脱金属価格にむけた品種構成改善が進んでいると弊社ではみる。EV向け正極材NCA(ニッケル:Ni、コバルト:Co・アルミ:Al)の需要拡大により、目下生産能力を増強中。NCA原料の硫酸Niは、電気Niと比べると高いプレミアムが得られる。今後NCA増強に伴い、硫酸Niやさらなる上流工程であるHPALの投資を進めれば、品種構成は大きく改善しよう。「Ni製錬×電池材料」のシナジー創出が成長ドライバとなる。

そのシナリオが実現するカタリストとリスク

現在は市況銘柄だが、収益力が切り上がる構造は要注目

中長期のカタリストは収益構造の変化である。弊社では、Ni製錬の収益構造変化の兆しが出てきていると見ており、18/3下期中には可視化すると考える。

株式市場では、「市況銘柄」という位置付けだが、収益構造変化が市場に認識されることで同社の評価は大きく変わる可能性がある。

リスク要因は、①為替やメタル価格の変動、②新規プロジェクトの進捗、の2点。

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>

決算期	売上高 百万円	営業利益 百万円	経常利益 百万円	当期利益 百万円	EPS 円	ROA (%)	ROE (%)
17/3	786,146	76,390	-1,565	-18,540	-67.2	-1.1	-2.1
18/3 予	923,000	107,000	119,000	83,000	301	4.8	9.3
19/3 予	979,000	111,000	138,000	91,000	330.0	5.2	9.5
20/3 予	1,000,000	120,000	149,000	98,000	355.3	5.5	9.6
21/3 予	1,006,000	125,000	157,000	104,000	377.1	5.8	9.5
22/3 予	1,006,000	125,000	157,000	104,000	377.1	5.7	8.9

(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予は MUMSS 予想

(注)EPS は今期発行済株式数より自己株式を除外し、株式併合を考慮した株数で遡及計算



**今後顕在化する、需給に応じたニッケルのプレミアムが品種構成改善のカギ**

収益構造の変化は着実に進む

弊社が想定する Ni 製錬のプレミアム変化は現状確認できないが、将来的には電気 Ni や化成品 (Class1) と、Ni 銑鉄やフェロニッケル (Class2) には、需給面で大きな差が出るとみる。Class1 は、LiB 正極材向けで新規需要が旺盛であるのに対し供給は依然として限られており、需給は今後引き締まる可能性が高いと考えるためである。一方で Class2 は、フィリピンやインドネシアでの鉱山開発が進み中国勢の生産が増加することで、供給増が見込まれる。

収益構造変化についての詳細は、2017年3月22日発行の「[深掘りレポート: Overweight 引き上げ: Sierra Gorda リスクはあるがニッケルの収益構造変化に注目](#)」を参照。

今後の注目点は Ni 源への投資

今後の注目点は、①硫酸 Ni 増産、②次期中期経営計画における Ni 上流工程投資、の 2 点である。18 年 6 月に完成する NCA4,550 トン/月体制を考慮すると、硫酸 Ni の能力不足は顕著となる。これに伴い、早急な硫酸 Ni 増産計画が求められよう。

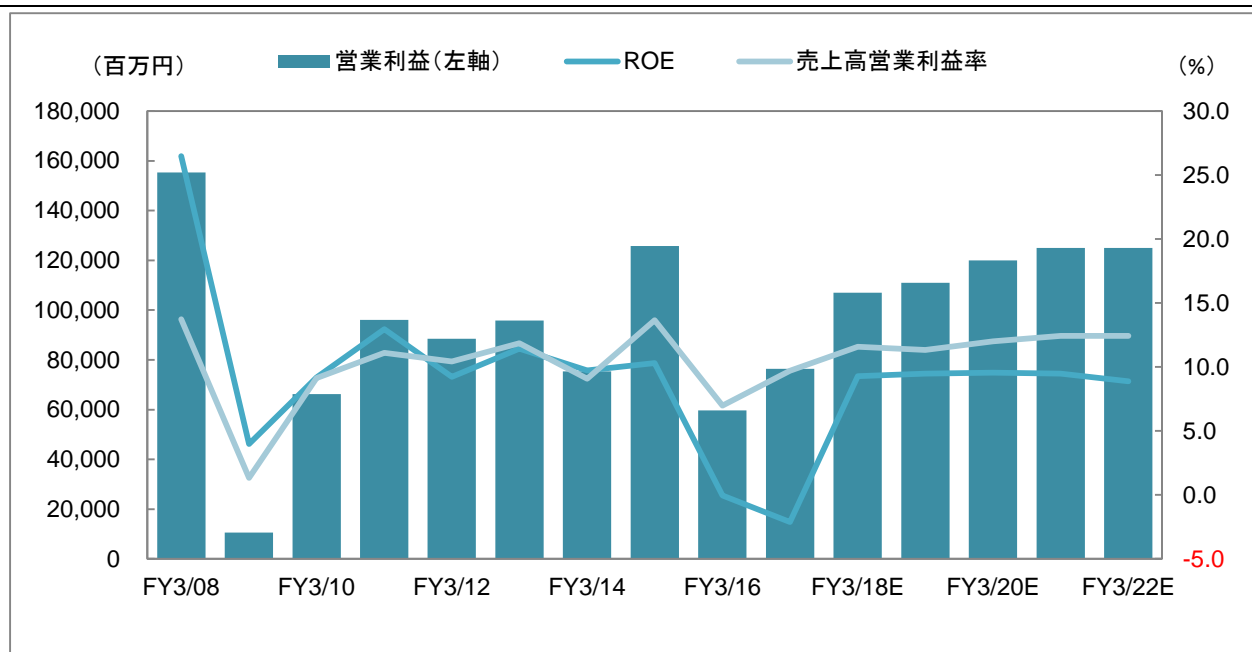
また不足するのは硫酸 Ni のみならず、Ni 源である上流工程への投資も不可欠である。同社は、8 月 8 日、ソロモン Ni 探鉱プロジェクトの撤退を発表、これにより Pomalaa プロジェクト、Taganito HPAL 増強の 2 つに絞られたと考える。

Pomalaa プロジェクトは新規の HPAL により 3.0 万~4.5 万 Ni トン/年の確保が可能となるが、Pomalaa 鉱山の開発が不可欠。一般的に新規の鉱山開発 (事業化) には、6.0~7.0 ドル/lb 程度の Ni 価格が必要であることから、現状では条件を満たしていない。

一方で Taganito HPAL 増強は、既に 3 系列の認可は取得済みで、3 系列目 (1.5 万 Ni トン/年) 新設のハードルは高くない。しかしながら、①増強しても 1 系列で能力拡大余地が小さいこと (1-2 系列は 17 年 10~12 月にそれぞれ 1.8 万 Ni トン/年に増強予定)、②フィリピン依存度が高くなること、③Taganito Mining (Ni 鉱山) の増強が必要となること、と容易に解決できない問題もある。

次期中期経営計画では、新しい Ni 上流工程の投資が出てくる可能性は高いとみており、同社の判断に注目が集まる。

図表 1-2 : 連結営業利益と売上高営業利益率、ROE の推移



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、E は MUMSS 予想

図表 1-3 : 連結セグメント別売上高と売上高営業利益率

	単位: 百万円、%										
	FY3/12	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>売上高</b>											
資源	105,743	104,873	113,896	113,791	119,751	123,370	140,000	132,000	132,000	132,000	132,000
製錬	688,580	637,803	631,842	710,291	641,932	565,057	709,000	785,000	795,000	801,000	801,000
材料	182,043	156,613	153,325	174,206	171,597	174,061	177,000	192,000	203,000	203,000	203,000
その他	33,185	15,943	20,807	17,366	15,291	10,342	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
消去	-161,654	-106,692	-89,324	17,366	-93,164	-86,684	-113,000	-140,000	-140,000	-140,000	-140,000
<b>売上計</b>	<b>847,897</b>	<b>808,540</b>	<b>830,546</b>	<b>921,334</b>	<b>855,407</b>	<b>786,146</b>	<b>923,000</b>	<b>979,000</b>	<b>1,000,000</b>	<b>1,006,000</b>	<b>1,006,000</b>
<b>営業利益</b>											
資源	52,800	49,000	45,200	43,200	33,800	39,000	52,000	54,000	54,000	54,000	54,000
製錬	48,000	47,900	30,600	71,800	22,800	28,200	50,000	54,000	60,000	64,000	64,000
材料	1,000	4,500	10,800	8,200	2,900	7,900	6,000	6,000	9,000	10,000	10,000
その他	1,400	1,600	1,700	1,000	0	1,200	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
消去	-14,600	-7,200	-12,900	1,600	200	100	-2,000	-4,000	-4,000	-4,000	-4,000
<b>営業利益計</b>	<b>88,497</b>	<b>95,785</b>	<b>75,418</b>	<b>125,779</b>	<b>59,720</b>	<b>76,390</b>	<b>107,000</b>	<b>111,000</b>	<b>120,000</b>	<b>125,000</b>	<b>125,000</b>
<b>売上高営業利益率</b>											
資源	49.9	46.7	39.7	38.0	28.2	31.6	37.1	40.9	40.9	40.9	40.9
製錬	7.0	7.5	4.8	10.1	3.6	5.0	7.1	6.9	7.5	8.0	8.0
材料	0.5	2.9	7.0	4.7	1.7	4.5	3.4	3.1	4.4	4.9	4.9
その他	4.2	10.0	8.2	5.8	0.0	11.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
消去	9.0	6.7	14.4	9.2	-0.2	-0.1	1.8	2.9	2.9	2.9	2.9
<b>売上高営業利益率</b>	<b>10.4</b>	<b>11.8</b>	<b>9.1</b>	<b>13.7</b>	<b>7.0</b>	<b>9.7</b>	<b>11.6</b>	<b>11.3</b>	<b>12.0</b>	<b>12.4</b>	<b>12.4</b>

(出所) 会社資料より MUMSS 作成、E は MUMSS 予想。

図表 1-4 : 住友金属鉱山 (5713) 財務諸表 (連結)

単位: 百万円、円、%、倍										
決算年度	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>損益計算書</b>										
売上高	808,540	830,546	921,334	855,407	786,146	923,000	979,000	1,000,000	1,006,000	1,006,000
前年比 (%)	-4.6	2.7	10.9	-7.2	-8.1	17.4	6.1	2.1	0.6	0.0
売上原価	667,890	705,724	747,077	741,545	663,850	-	-	-	-	-
売上総利益	140,650	124,822	174,257	113,862	122,296	-	-	-	-	-
売上高比 (%)	17.4	15.0	18.9	13.3	15.6	-	-	-	-	-
販売管理費	44,865	49,404	48,478	54,142	45,906	-	-	-	-	-
売上高比 (%)	5.5	5.9	5.3	6.3	5.8	-	-	-	-	-
営業利益	95,785	75,418	125,779	59,720	76,390	107,000	111,000	120,000	125,000	125,000
前年比 (%)	8.2	-21.3	66.8	-52.5	27.9	40.1	3.7	8.1	4.2	0.0
売上高比 (%)	11.8	9.1	13.7	7.0	9.7	11.6	11.3	12.0	12.4	12.4
EBITDA	123,363	107,844	163,904	105,861	120,622	152,000	156,000	165,000	170,000	171,000
売上高比 (%)	15.3	13.0	17.8	12.4	15.3	16.5	15.9	16.5	16.9	17.0
経常利益	115,034	114,352	174,226	-12,764	-1,565	119,000	138,000	149,000	157,000	157,000
前年比 (%)	5.8	-0.6	52.4	-	-	-	16.0	8.0	5.4	0.0
税前利益	122,455	111,006	123,261	559	-5,999	118,000	136,000	147,000	155,000	155,000
前年比 (%)	39.3	-9.3	11.0	-99.5	-	-	15.3	8.1	5.4	0.0
法人税等	28,905	23,623	45,349	20,356	23,046	30,000	37,000	40,000	42,000	42,000
法人税率 (%)	23.6	21.3	36.8	3,641.5	-384.2	25.4	27.2	27.2	27.1	27.1
少数株主持分	6,910	7,125	-13,201	-19,488	-10,505	5,000	8,000	9,000	9,000	9,000
当期利益	86,640	80,258	91,113	-309	-18,540	83,000	91,000	98,000	104,000	104,000
前年比 (%)	32.8	-7.4	13.5	-	-	-	9.6	7.7	6.1	0.0
売上高比 (%)	10.7	9.7	9.9	-0.0	-2.4	9.0	9.3	9.8	10.3	10.3
EPS (円、遡及値)	311.2	290.7	330.2	-1.1	-67.2	301.0	330.0	355.3	377.1	377.1
1株配当金 (円、遡及値)	68.0	74.0	96.0	62.0	22.0	84.0	100.0	105.0	110.0	110.0
BPS (円、遡及値)	2,872.0	3,089.9	3,323.4	3,232.1	3,136.0	3,356	3,596	3,846	4,113	4,380
株式数 (百万株、遡及値)	275.8	275.8	275.8	275.8	275.8	275.8	275.8	275.8	275.8	275.8
従業員数 (人)	8,370	8,628	8,766	8,734	7,384	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>										
現金及び同等物	82,791	70,870	69,264	63,374	81,317	77,211	70,085	74,155	83,847	100,138
売掛金・受取手形	92,127	90,367	116,218	98,904	103,886	115,375	122,375	125,000	125,750	125,750
棚卸資産	142,962	155,886	201,423	161,974	218,535	169,217	179,483	183,333	184,433	184,433
有価証券	158,000	131,900	113,400	139,500	89,000	150,000	150,000	150,000	150,000	151,000
流動資産合計	550,252	537,961	545,861	539,079	593,653	611,802	621,943	632,489	644,030	662,322
有形固定資産	342,067	415,773	469,373	453,534	483,456	493,456	503,456	513,456	523,456	533,456
資産合計	1,351,153	1,572,367	1,740,246	1,630,800	1,685,018	1,755,258	1,775,399	1,795,944	1,817,486	1,847,778
買掛金・支払手形	35,212	38,410	36,767	45,433	47,306	38,458	40,792	41,667	41,917	41,917
短期借入金	67,750	72,342	80,360	102,523	96,940	97,372	97,372	97,372	97,372	97,372
流動負債合計	211,386	223,763	238,425	225,267	210,843	215,830	218,164	219,039	219,289	219,289
社債・転換社債	50,000	50,000	50,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	41,000
長期借入金	212,323	243,130	245,000	248,036	358,564	341,192	323,820	306,448	289,076	271,704
負債合計	506,606	553,314	581,301	554,805	660,897	647,022	631,984	615,487	598,365	582,993
純資産	844,547	1,019,053	1,158,945	1,075,995	1,024,121	1,108,236	1,143,415	1,180,458	1,219,121	1,264,785
総資本 (負債+資本)	1,351,153	1,572,367	1,740,246	1,630,800	1,685,018	1,755,258	1,775,399	1,795,944	1,817,486	1,847,778
<b>キャッシュフロー分析</b>										
減価償却費	27,578	32,426	38,125	46,141	44,232	45,000	45,000	45,000	45,000	46,000
営業キャッシュフロー	114,665	80,014	120,003	119,704	43,796	143,982	100,067	115,400	122,400	126,000
投資キャッシュフロー	-88,745	-126,937	-105,024	-92,876	-143,219	-65,000	-65,000	-65,000	-65,000	-66,000
フリーキャッシュフロー	25,920	-46,923	14,979	26,828	-99,423	78,982	35,067	50,400	57,400	60,000
財務キャッシュフロー	21,549	81	-39,047	-4,003	70,392	-22,064	-42,193	-46,330	-47,709	-44,709
資金の純増減額	53,983	-37,127	-24,863	20,105	-27,532	56,918	-7,126	4,071	9,692	15,292
<b>企業価値 (EV) 分析</b>										
時価総額 (遡及値)	740,796	714,871	969,985	616,411	873,455	1,185,328	1,185,328	1,185,328	1,185,328	1,185,328
純負債	89,282	162,702	192,696	187,685	325,187	251,353	241,107	219,665	192,601	158,938
現金及び同等物	240,791	202,770	182,664	202,874	170,317	227,211	220,085	224,155	233,847	251,138
有利子負債	330,073	365,472	375,360	390,559	495,504	478,564	461,192	443,820	426,448	410,076
企業価値 (遡及値)	830,078	877,573	1,162,681	804,096	1,198,642	1,436,681	1,426,435	1,404,993	1,377,929	1,344,266
<b>株価/バリュエーション</b>										
株価 (期末、円)	2,686	2,592	3,517	2,235	3,167	4,298	4,298	4,298	4,298	4,298
PER (倍、遡及値)	8.6	8.9	10.7	-1,995.5	-47.1	14.3	13.0	12.1	11.4	11.4
PBR (倍、遡及値)	0.9	0.8	1.1	0.7	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/ EBITDA (倍、遡及値)	6.7	8.1	7.1	7.6	9.9	9.5	9.1	8.5	8.1	7.9
配当利回り (%)	2.5	2.9	2.7	2.8	0.7	2.0	2.3	2.4	2.6	2.6
自己資本比率 (%)	58.6	54.2	52.7	54.7	51.3	52.7	55.9	59.1	62.4	65.4
ROE (%)	12.1	9.5	9.3	0.0	-2.1	9.3	9.5	9.6	9.5	8.9
ROA (%)	6.9	5.5	5.5	0.0	-1.1	4.8	5.2	5.5	5.8	5.7
Net DELシオ (%)	10.6	16.0	16.6	17.4	31.8	22.7	21.1	18.6	15.8	12.6

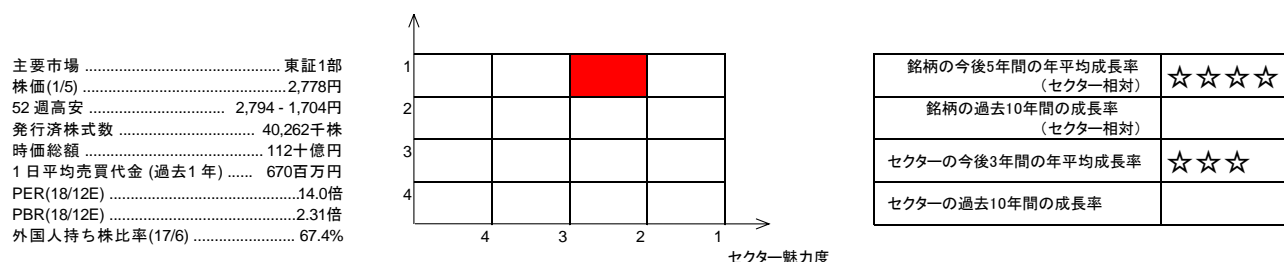
(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、E は MUMSS 予想

(注) EPS 及び BPS は発行済株式数 (自社株控除後)、株式併合を考慮した株数で遡及計算。

ツバキ・ナカシマ (6464)

アナリスト 八木 亮

NN社PBC事業の買収効果により、今後5年間の予想営業利益のCAGRは17.5%



(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

中期成長率を牽引するキードライバー

NN 社の買収効果が今後のキードライバー

同社は、2007年1月にMEBO (Management and Employee Buyout) を実施し非上場となった後、2015年12月に再上場している。上場前のデータで開示がある13/12期から16/12期までの営業利益のCAGR (年平均成長率) は8.7%であった。しかしながら、今後5期間の成長率は17.5%に加速するとみる。キードライバーは、2017年7月に買収したNN社PBC (Precision Bearing Components) 事業 (以下NN社) の買収効果で、ポイントは以下の通り。

- (1) NN社の収益性改善、部材の共同調達による調達コスト削減
  - (2) ローラー市場、ボール市場での相互顧客への拡販による売上高成長
- (詳細は次頁)

そのシナリオが実現するカタリストとリスク

カタリストとリスク

シナリオが実現するカタリストは以下2点。

- (1) 買収効果の具現化の確認、(2) 拡販による想定以上の売上高拡大

シナリオが実現しないリスクは以下4点。

- (1) 最終製品市場 (自動車、産業機械) の需要悪化、(2) 想定以上の費用発生、
- (3) 原材料価格の上昇、(4) EV車拡大による中長期的なベアリング需要の減少

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>

	売上高	営業利益	税引前利益	当期利益	EPS	ROA	ROE
決算期	百万円	百万円	百万円	百万円	円	(%)	(%)
16/12	36,886	6,922	6,409	4,632	116.9	4.9	10.4
17/12 予	52,500	6,900	6,300	4,600	115.9	4.0	10.3
18/12 予	74,600	11,600	10,800	7,900	199.0	5.8	16.5
19/12 予	77,800	13,000	12,200	8,900	224.2	6.5	16.6
20/12 予	81,400	14,300	13,500	9,900	249.4	7.1	16.5
21/12 予	85,700	15,500	14,700	10,700	269.6	7.4	15.8

(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券、(注)EPS は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算

**NN社PBC（Precision Bearing Components）事業買収の概要**

NN社買収は、ツバキ・ナカシマにとってメリットの大きい買収

同社は、2017年7月10日にNN社PBC事業の買収を発表。当該買収は、①ボール業界での確固たる地位の確立（グローバルシェア50%強、同社試算）、②ローラービジネスの獲得など、同社にメリットが大きい買収である。

一方、市場では高額な買収であったとの懸念もあるようだが、①同社によるNN社の利益率改善ポテンシャル、②NN社にとっても、財務体質改善という事業戦略上、必要な売却であったと考えられる、等から過度な懸念は不要とみる。

**収益性改善と互いの顧客への拡販による売上高成長****(1) NN社の収益性改善、部材の共同調達による調達コスト削減**

NN社の生産性改善

ツバキ・ナカシマと比較して利益率の低いNN社の生産性は、同社の高効率な生産体制をNN社へ導入することで改善可能であろう。同社は、顧客の需要に対応して、2万種を超える様々な材質・サイズのボールを、月産20億個という巨大な数生産できる体制を確立しており、少品種大量生産を高効率に行う事ができる。そのため、同社の生産方法をNN社へ導入することで、生産性が改善しよう。なお、両社に寄与する生産性改善施策は、①NN社も含めた全工場間の最適生産分担による効率化、②顧客に近い生産拠点からの製品供給による物流費削減、等を見込む。

部材の共同調達

購入品のコスト削減は、NN社とツバキ・ナカシマの2社分を共同調達に切り替える事により、ボリュームメリットを活かした価格交渉によりコスト削減が可能になる。スチールボール生産数量はNN社買収により大きく増加（従来比1.5倍前後：弊社推定）。それに伴い、部材である線材使用量も増加しており、これまで以上にグローバルでのボリュームメリットを活かした価格交渉ができよう。

**(2) ローラー市場、ボール市場での相互顧客への拡販による売上高成長**

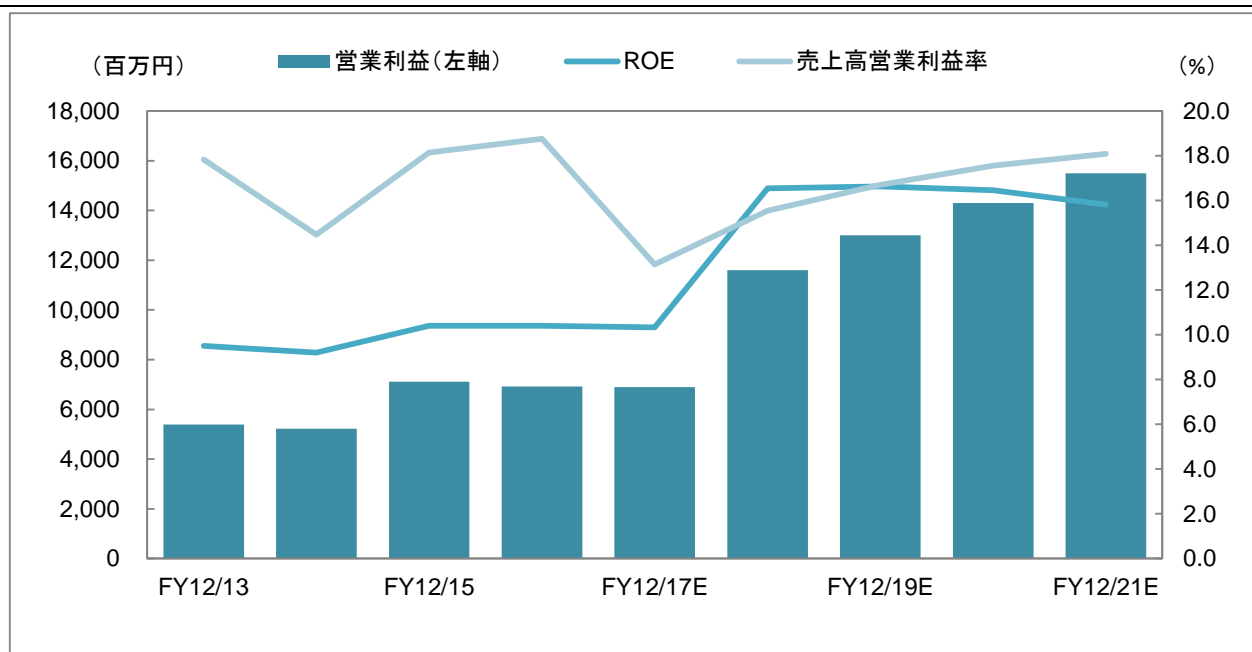
ローラー市場の売上高拡大

ローラー市場では、主にツバキ・ナカシマの既存顧客へローラーを販売する事での売上高成長を予想する。ローラーは、ボールと比較して、ベアリングメーカーの内製率が高く（内製率：ボール約15%、ローラー約85%）、外注への切り替えによる需要増が見込める。ローラーもボール同様、コスト削減の観点から外注への切り替えニーズは高く、NN社が同ニーズを取り込んできた。しかしながら、グローバルで製品供給できるサプライヤーがNN社以外存在せず、NN社の拠点も北米、欧州中心であるため、ツバキ・ナカシマの顧客が多いアジア、日本のニーズは獲得できていないとみる。今回の買収でグローバルに拠点が拡充し、ツバキ・ナカシマの顧客へローラー販売が可能となる事から、今後外注への切り替えニーズを取り込めると予想する。

ボール市場の売上高拡大

ボール市場では、主にツバキ・ナカシマの製品をNN社の顧客へ拡販することでの売上高成長を見込む。ツバキ・ナカシマは、NN社と比較し、スチールボールのミニチュア・大径、セラミックボール等、多種類のベアリング用ボールを生産。NN社の主要顧客のSKF、schaefflerは、ツバキ・ナカシマと既に取引があるが、NN社の顧客は欧米が中心で、ツバキ・ナカシマが従来取引していない中小企業も多く、当該企業へ従来と異なる製品提供が可能となる。

図表 1-2 : 営業利益と OPM、ROE の推移



(出所) 会社資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

図表 1-3 : 事業セグメント別業績表

(百万円)	FY12/14	FY12/15	FY12/16	FY12/17 E	FY12/18 E	FY12/19 E	FY12/20 E	FY12/21 E
<b>売上高</b>								
プレジジョン・コンポーネントビジネス	30,404	32,979	31,757	46,800	68,400	71,400	74,800	78,600
リニアビジネス	5,271	5,824	4,759	5,300	5,900	6,100	6,300	6,800
その他	417	418	416	420	420	420	420	420
計	36,092	39,221	36,932	52,600	74,700	77,900	81,500	85,800
消去	-43	-43	-46	-61	-87	-90	-95	-100
<b>連結</b>	<b>36,049</b>	<b>39,178</b>	<b>36,886</b>	<b>52,500</b>	<b>74,600</b>	<b>77,800</b>	<b>81,400</b>	<b>85,700</b>
<b>前年比(%)</b>								
プレジジョン・コンポーネントビジネス	19.0	8.5	-3.7	47.4	46.2	4.4	4.8	5.1
リニアビジネス	21.9	10.5	-18.3	11.4	11.3	3.4	3.3	7.9
その他	0.0	0.2	-0.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
計	19.2	8.7	-5.8	42.4	42.0	4.3	4.6	5.3
<b>連結</b>	<b>19.2</b>	<b>8.7</b>	<b>-5.9</b>	<b>42.3</b>	<b>42.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>	<b>5.3</b>
<b>営業利益</b>								
プレジジョン・コンポーネントビジネス	4,315	6,549	6,250	6,300	10,800	12,100	13,300	14,400
リニアビジネス	553	651	325	270	490	570	650	720
その他	366	366	347	350	350	350	350	350
計	5,234	7,566	6,922	6,900	11,600	13,000	14,300	15,500
消去	-16	-456	0	0	0	0	0	0
<b>連結</b>	<b>5,218</b>	<b>7,110</b>	<b>6,922</b>	<b>6,900</b>	<b>11,600</b>	<b>13,000</b>	<b>14,300</b>	<b>15,500</b>
<b>前年比(%)</b>								
プレジジョン・コンポーネントビジネス	-5.2	51.8	-4.6	0.8	71.4	12.0	9.9	8.3
リニアビジネス	13.3	17.7	-50.1	-16.9	81.5	16.3	14.0	10.8
その他	-3.4	0.0	-5.2	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
計	-3.4	44.6	-8.5	-0.3	68.1	12.1	10.0	8.4
<b>連結</b>	<b>-3.3</b>	<b>36.3</b>	<b>-2.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>68.1</b>	<b>12.1</b>	<b>10.0</b>	<b>8.4</b>
<b>営業利益率 (%)</b>								
プレジジョン・コンポーネントビジネス	14.2	19.9	19.7	13.5	15.8	16.9	17.8	18.3
リニアビジネス	10.5	11.2	6.8	5.1	8.3	9.3	10.3	10.6
その他	87.8	87.6	83.4	83.3	83.3	83.3	83.3	83.3
計	14.5	19.3	18.7	13.1	15.5	16.7	17.5	18.1
<b>連結</b>	<b>14.5</b>	<b>18.1</b>	<b>18.8</b>	<b>13.1</b>	<b>15.5</b>	<b>16.7</b>	<b>17.6</b>	<b>18.1</b>

(出所) 会社資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

図表 1-4 : ツバキ・ナカシマ (6464) 財務諸表 (連結)

単位: 百万円、円、%、倍								
決算年度	FY12/14	FY12/15	FY12/16	FY12/17E	FY12/18E	FY12/19E	FY12/20E	FY12/21E
<b>損益計算書</b>								
売上高	36,049	39,178	36,886	52,500	74,600	77,800	81,400	85,700
前年比(%)	19.2	8.7	-5.9	42.3	42.1	4.3	4.6	5.3
売上原価	26,329	28,094	26,510	38,800	54,300	55,900	57,900	60,500
売上総利益	9,720	11,084	10,376	13,700	20,300	21,900	23,500	25,200
売上高比(%)	27.0	28.3	28.1	26.1	27.2	28.1	28.9	29.4
販売管理費	3,257	3,620	3,599	6,900	8,800	9,000	9,300	9,800
売上高比(%)	9.0	9.2	9.8	13.1	11.8	11.6	11.4	11.4
営業利益	5,218	7,110	6,922	6,900	11,600	13,000	14,300	15,500
前年比(%)	-3.3	36.3	-2.6	-0.3	68.1	12.1	10.0	8.4
売上高比(%)	14.5	18.1	18.8	13.1	15.5	16.7	17.6	18.1
EBITDA	6,924	8,890	8,509	8,550	14,300	15,700	16,900	18,100
売上高比(%)	19.2	22.7	23.1	16.3	19.2	20.2	20.8	21.1
税前利益	6,427	6,361	6,409	6,300	10,800	12,200	13,500	14,700
前年比(%)	12.0	-1.0	0.8	-1.7	71.4	13.0	10.7	8.9
法人税等	2,582	1,883	1,777	1,700	2,900	3,300	3,600	4,000
法人税率(%)	40.2	29.6	27.7	27.0	26.9	27.0	26.7	27.2
少数株主持分	2	2	0	0	0	0	0	0
当期利益	3,843	4,476	4,632	4,600	7,900	8,900	9,900	10,700
前年比(%)	5.2	16.5	3.5	-0.7	71.7	12.7	11.2	8.1
売上高比(%)	10.7	11.4	12.6	8.8	10.6	11.4	12.2	12.5
EPS(円、遡及値)	98.2	114.1	116.5	115.9	199.0	224.2	249.4	269.6
1株配当金(円、遡及値)	178.9	33.0	63.0	64.0	66.0	68.0	70.0	72.0
BPS(円、遡及値)	1,049.3	1,132.4	1,114.3	1,203.9	1,337.7	1,494.8	1,675.3	1,874.1
株式数(百万株、遡及値)	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5	39.5
従業員数(人)	1,848	1,897	1,882	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>								
現金及び同等物	10,452	17,219	19,132	11,468	11,229	13,202	13,754	15,604
売掛金・受取手形	12,333	11,123	10,282	15,822	18,395	19,184	20,071	21,132
棚卸資産	17,267	16,962	16,110	23,014	26,570	27,710	28,992	30,523
流動資産合計	40,558	45,585	45,784	51,103	56,994	60,895	63,617	68,059
有形固定資産	22,288	20,766	19,104	29,508	29,808	29,608	29,508	29,408
資産合計	91,917	95,197	93,382	134,511	140,202	143,403	145,525	149,367
買掛金・支払手形	2,137	1,978	2,170	5,753	9,163	9,163	9,163	9,163
短期借入金	156	155	155	150	150	150	150	150
流動負債合計	5,269	5,313	4,842	9,303	12,713	12,713	12,713	12,713
長期借入金	39,109	38,954	38,762	73,000	70,000	67,000	62,000	58,000
負債合計	50,743	50,144	49,371	89,403	89,813	86,813	81,813	77,813
純資産	41,174	45,053	44,011	45,108	50,388	56,589	63,711	71,553
総資本(負債+資本)	91,917	95,197	93,382	134,511	140,202	143,403	145,525	149,367
<b>キャッシュフロー分析</b>								
減価償却費	1,706	1,780	1,587	1,650	2,700	2,700	2,600	2,600
営業キャッシュフロー	3,366	7,468	6,675	5,550	8,971	10,171	10,830	10,708
投資キャッシュフロー	-677	-797	-860	-43,672	-3,000	-2,500	-2,500	-2,500
フリーキャッシュフロー	2,689	6,671	5,815	-38,122	5,971	7,671	8,330	8,208
財務キャッシュフロー	-7,177	408	-3,367	31,698	-5,620	-6,699	-6,778	-6,858
資金の純増減額	-4,488	7,079	2,448	-6,424	352	972	1,552	1,351
<b>企業価値(EV)分析</b>								
時価総額(遡及値)	-	67,906	67,196	109,616	109,616	109,616	109,616	109,616
純負債	28,813	21,890	19,785	61,682	58,921	53,948	48,396	42,546
現金及び同等物	10,452	17,219	19,132	11,468	11,229	13,202	13,754	15,604
有利子負債	39,265	39,109	38,917	73,150	70,150	67,150	62,150	58,150
企業価値(遡及値)	-	89,796	86,981	171,298	168,537	163,564	158,013	152,162
<b>株価バリュエーション</b>								
株価(期末、円)	-	1,720	1,702	2,778	2,778	2,778	2,778	2,778
PER(倍、遡及値)	-	15.1	14.6	24.0	14.0	12.4	11.1	10.3
PBR(倍、遡及値)	-	1.5	1.5	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/ EBITDA(倍、遡及値)	-	10.1	10.2	20.0	11.8	10.4	9.3	8.4
配当利回り(%)	-	1.9	3.7	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6
自己資本比率(%)	44.8	47.3	47.1	35.4	38.6	42.5	46.6	50.7
ROE(%)	9.2	10.4	10.4	10.3	16.5	16.6	16.5	15.8
ROA(%)	4.1	4.8	4.9	4.0	5.8	6.5	7.1	7.4
Net DEレシオ(%)	70.0	48.6	45.0	95.2	64.2	47.3	33.8	23.0

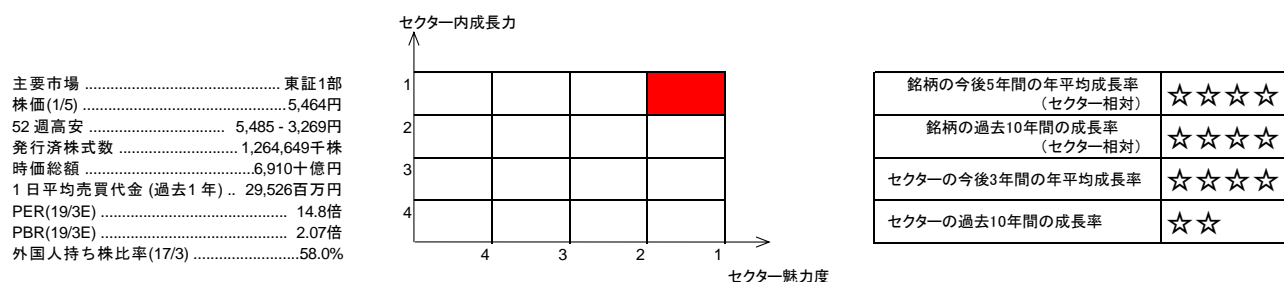
(出所) 会社資料より三菱UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱UFJ モルガン・スタンレー証券



ソニー (6758)

シニアアナリスト 宮本 武郎

主力部門のビジネスモデル転換をテコに今後5期間で年平均27%の営業利益成長を予想



(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

中期成長率を牽引するキードライバー

差別化できるハードウェア  
アプリカーリング型事業

同社の過去10年間の業績は、製品の売り切り型のビジネスモデルだったことが一因となり伸び悩んだ。08/3期の営業利益4,753億円(財務報告上の変更を遡及修正した弊社試算ベース)以降、業績は伸び悩み、17/3期は2,887億円に留まる。この間、ほぼすべての事業で構造改革費用や資産減損など合計約1.32兆円が計上されている。

結果的に、差別化できるハードウェアが残り、これにリカーリング型事業を組み合わせ合わせた強固なビジネスモデルへの転換が進んだ。また現場レベルまで成長戦略の理解や財務規律が浸透したことで、リスクリターンバランスを取りつつボトムアップで成長事業を生み出す素地ができた点には期待したい。

時代の潮流は追い風

時代の潮流も同社の追い風となる。テクノロジー進化のドライバーがPCやスマホに偏った時代から、あらゆるものがインターネットにつながるIoT(Internet of Things)の時代へと変わりつつある。様々なデジタル機器を生み出してきた同社にとって好機到来といえよう。

そのシナリオが実現するカタリストとリスク

まずはゲームと半導体

毎期の業績の積み重ねが中期的な成長期待を醸成するため、まずはゲームと半導体の今後の業績が上記シナリオの実現に向けたカタリストとなろう。特にゲームはネットワークビジネスを強化しシクリカルなハードウェア依存を軽減させる施策を進めており、来期にその進捗が確認できることがポイントとなろう。

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>							
	売上高	営業利益	税引前利益	当期利益	EPS	ROA	ROE
決算期	百万円	百万円	百万円	百万円	円	(%)	(%)
17/3	7,603,250	288,702	251,619	73,289	58.0	0.4	3.0
18/3 予	8,447,000	700,000	670,000	412,000	326.1	2.3	15.3
19/3 予	8,730,000	780,000	750,000	465,000	368.0	2.5	14.9
20/3 予	8,988,000	850,000	820,000	515,000	407.6	2.7	14.4
21/3 予	9,410,000	921,000	891,000	564,000	446.4	2.8	13.9
22/3 予	9,726,000	971,000	941,000	598,000	473.3	2.9	13.0

(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券  
(注)EPSは今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算



**過去10年間の構造改革**

ほぼ全事業で構造改革費用や資産減損費用を計上

テレビ、液晶パネル、スマホ、半導体、電子部品、PC、ディスク媒体、映画など、過去10年間で構造改革費用約7,200億円、資産減損等約6,000億円、合計約1兆3,200億円が計上されている。このうち液晶パネルやPC、一部の電子部品事業からは撤退している。

**差別化できるハードウェア**

"KANDO @ ラストワンインチ"

今後、同社が注力していくのは差別化できるハードウェアである。中計では"KANDO @ ラストワンインチ"と表現され、ユーザーに最も近いところにあり感動をもたらすデバイスを強化する。

画面から音が出るハイエンド OLED テレビ、デジタル一眼レフカメラよりも小型、軽量、廉価ながら高性能を実現しているミラーレスカメラ、業務用超大型ディスプレイの Crystal LED Integrated Structure、映像技術を支える最先端の CMOS イメージセンサなど、すでに成果の出ているものや製品化されたものがある。

唯一の例外はスマホと弊社では見ている。スマホはプレミアムモデルと低価格モデルへと二極化が進んでおり、ミドルレンジの同社ブランドは市場シェアを年々失っている。しかし IoT に無線通信技術は必須であり手放すわけにはいかない。また板チョコ形状のスマホはほとんど差別化要素がない状態まで成熟しており、今後は別形状の IoT デバイスへと変化する可能性がある。当面は忍耐の移行期といえよう。

**リカーリング型事業の強化**

リカーリング型事業の強化

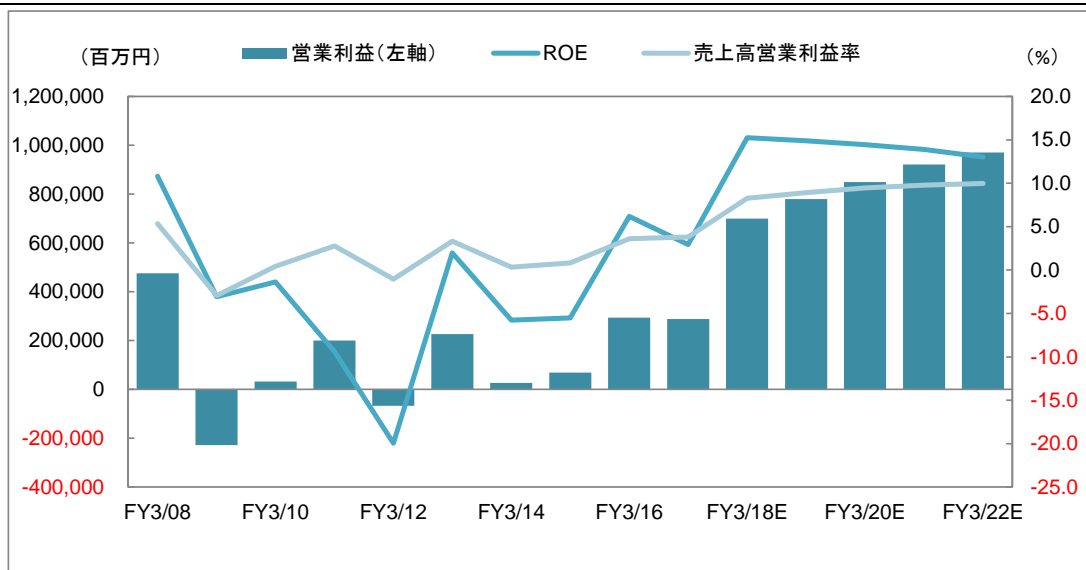
同社は、安定した高収益創出のために顧客との継続的な取引関係を構築できるリカーリング型事業を強化している。リカーリング型事業が売上高に占める比率を16/3期の35%から18/3期には40%に高める計画である。リカーリング型事業は(1)金融、ネットワークサービス、テレビチャンネル運営事業などサブスクリプションモデル、(2)デジタル一眼カメラのレンズやゲームソフトなどの追加購入モデル、(3)音楽制作、テレビ番組制作などのコンテンツ事業の3類型がある。弊社では、工場見学や事業部説明会などを通じて、現場レベルまでこのビジネスモデルへの理解やそれを実現するために不可欠な財務規律が浸透してきていると見ている。今後のリカーリング型事業の拡大に注目したい。

図表 1-2 : リカーリング型事業の売上高構成比



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、FY18/3 予想は会社予想

図表 1-3 : 連結営業利益と売上高営業利益率、ROE の推移



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

図表 1-4 : 連結セグメント別売上高と売上高営業利益率

	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>売上高</b>									
モバイル・コミュニケーション	1,191,809	1,410,215	1,127,473	759,145	730,000	715,000	701,000	729,000	744,000
ゲーム&ネットワークサービス	1,043,858	1,388,029	1,551,893	1,649,799	2,050,000	2,173,000	2,282,000	2,373,000	2,444,000
イメージング・プロダクツ&ソリューション	741,203	723,850	683,955	579,633	655,000	675,000	695,000	716,000	736,000
ホームエンターテインメント&サウンド	1,168,579	1,238,057	1,159,042	1,039,004	1,200,000	1,230,000	1,240,000	1,252,000	1,265,000
半導体			739,059	773,123	880,000	1,030,000	1,155,000	1,346,000	1,461,000
コンポーネント			224,612						
デバイス	772,979	927,080							
映画	829,584	878,681	938,142	903,129	1,030,000	1,085,000	1,139,000	1,194,000	1,237,000
音楽	503,288	559,244	619,239	647,658	732,000	769,000	800,000	832,000	865,000
金融	993,846	1,083,629	1,073,069	1,087,504	1,170,000	1,170,000	1,170,000	1,170,000	1,170,000
その他、消去	522,120	7,095	-10,772	164,255	0	-117,000	-194,000	-202,000	-196,000
<b>売上計</b>	<b>7,767,266</b>	<b>8,215,880</b>	<b>8,105,712</b>	<b>7,603,250</b>	<b>8,447,000</b>	<b>8,730,000</b>	<b>8,988,000</b>	<b>9,410,000</b>	<b>9,726,000</b>
<b>営業利益</b>									
モバイル・コミュニケーション	12,601	-217,574	-61,435	10,164	0	0	0	0	0
ゲーム&ネットワークサービス	-18,845	48,104	88,668	135,553	190,000	210,000	228,000	237,000	244,000
イメージング・プロダクツ&ソリューション	26,327	41,779	69,320	47,257	79,000	84,000	90,000	97,000	103,000
ホームエンターテインメント&サウンド	-25,499	24,102	50,558	58,504	76,000	86,000	93,000	100,000	101,000
半導体			14,500	-7,811	150,000	180,000	208,000	249,000	278,000
コンポーネント			-42,919						
デバイス	-12,420	89,031							
映画	51,619	58,527	38,507	-80,521	41,000	43,000	46,000	48,000	49,000
音楽	50,208	60,604	86,509	75,798	95,000	108,000	120,000	125,000	130,000
金融	170,292	193,307	156,543	166,424	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
その他、消去	-227,788	-229,331	-106,054	-116,666	-101,000	-101,000	-105,000	-105,000	-104,000
<b>営業利益計</b>	<b>26,495</b>	<b>68,549</b>	<b>294,197</b>	<b>288,702</b>	<b>700,000</b>	<b>780,000</b>	<b>850,000</b>	<b>921,000</b>	<b>971,000</b>
<b>売上高営業利益率</b>									
モバイル・コミュニケーション	1.1	-15.4	-5.4	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ゲーム&ネットワークサービス	-1.8	3.5	5.7	8.2	9.3	9.7	10.0	10.0	10.0
イメージング・プロダクツ&ソリューション	3.6	5.8	10.1	8.2	12.1	12.4	12.9	13.5	14.0
ホームエンターテインメント&サウンド	-2.2	1.9	4.4	5.6	6.3	7.0	7.5	8.0	8.0
半導体			2.0	-1.0	17.0	17.5	18.0	18.5	19.0
コンポーネント			-19.1						
デバイス	-1.6	9.6							
映画	6.2	6.7	4.1	-8.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
音楽	10.0	10.8	14.0	11.7	13.0	14.0	15.0	15.0	15.0
金融	17.1	17.8	14.6	15.3	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
その他、消去	-43.6	-3,232.3	984.5	-71.0	-	86.3	54.1	52.0	53.1
<b>売上高営業利益率</b>	<b>0.3</b>	<b>0.8</b>	<b>3.6</b>	<b>3.8</b>	<b>8.3</b>	<b>8.9</b>	<b>9.5</b>	<b>9.8</b>	<b>10.0</b>

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS。

図表 1-5 : ソニー (6758) 財務諸表 (連結)

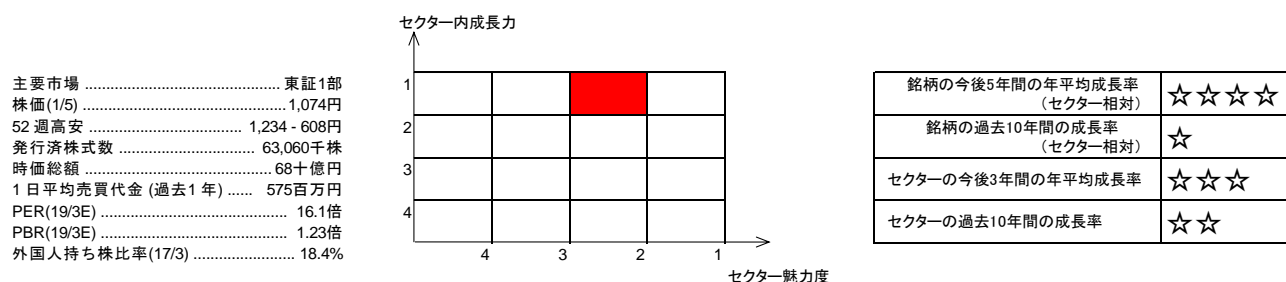
単位: 百万円、円、%、倍										
決算年度	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>損益計算書</b>										
売上高	6,795,504	7,767,266	8,215,880	8,105,712	7,603,250	8,447,000	8,730,000	8,988,000	9,410,000	9,726,000
前年比 (%)	4.7	14.3	5.8	-1.3	-6.2	11.1	3.4	3.0	4.7	3.4
売上原価	4,485,425	5,140,053	5,456,802	5,214,065	4,716,037	5,491,000	5,675,000	5,842,000	6,117,000	6,322,000
売上総利益	2,310,079	2,627,213	2,759,078	2,891,647	2,887,213	2,956,000	3,055,000	3,146,000	3,293,000	3,404,000
売上高比 (%)	34.0	33.8	33.6	35.7	38.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
販売管理費	2,298,010	2,593,344	2,694,451	2,599,688	2,602,074	2,256,000	2,275,000	2,296,000	2,372,000	2,433,000
売上高比 (%)	33.8	33.4	32.8	32.1	34.2	26.7	26.1	25.5	25.2	25.0
営業利益	226,503	26,495	68,548	294,197	288,702	700,000	780,000	850,000	921,000	971,000
前年比 (%)	-	-88.3	158.7	329.2	-1.9	142.5	11.4	9.0	8.4	5.4
売上高比 (%)	3.3	0.3	0.8	3.6	3.8	8.3	8.9	9.5	9.8	10.0
EBITDA	603,238	403,190	423,172	691,288	615,750	1,055,000	1,135,000	1,205,000	1,276,000	1,326,000
売上高比 (%)	8.9	5.2	5.2	8.5	8.1	12.5	13.0	13.4	13.6	13.6
税引前利益	242,084	25,741	39,729	304,504	251,619	670,000	750,000	820,000	891,000	941,000
前年比 (%)	-	-89.4	54.3	666.5	-17.4	166.3	11.9	9.3	8.7	5.6
法人税等	140,397	94,582	88,733	94,789	124,058	208,000	235,000	255,000	277,000	293,000
法人税率 (%)	58.0	367.4	223.3	31.1	49.3	31.0	31.3	31.1	31.1	31.1
少数株主持分	60,147	59,528	76,976	61,924	54,272	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
当期利益	41,540	-128,369	-125,980	147,791	73,289	412,000	465,000	515,000	564,000	598,000
前年比 (%)	-	-	-	-	-50.4	462.2	12.9	10.8	9.5	6.0
売上高比 (%)	0.6	-1.7	-1.5	1.8	1.0	4.9	5.3	5.7	6.0	6.1
EPS (円、遡及値)	32.9	-101.6	-99.7	117.0	58.0	326.1	368.0	407.6	446.4	473.3
1株配当金 (円、遡及値)	25.0	25.0	0.0	20.0	20.0	25.0	30.0	40.0	40.0	40.0
BPS (円、遡及値)	2,174.1	2,167.6	1,982.5	1,949.5	1,976.4	2,299.9	2,637.9	3,005.5	3,411.8	3,845.1
株式数 (百万株、遡及値)	1,263.6	1,263.6	1,263.6	1,263.6	1,263.6	1,263.6	1,264	1,264	1,264	1,264
従業員数 (人)	146,300	140,900	131,700	125,300	128,400	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>										
現金及び同等物	826,361	1,046,466	949,413	983,612	960,142	974,713	1,134,419	1,335,336	1,560,502	1,835,692
売掛金・受取手形	844,117	946,553	986,500	926,375	1,006,961	1,118,706	1,156,186	1,190,355	1,246,244	1,288,094
棚卸資産	710,054	733,943	66,532	683,146	640,835	746,140	771,143	793,836	831,204	859,060
有価証券	697,597	832,566	936,731	946,397	1,051,441	1,051,441	1,051,441	1,051,441	1,051,441	1,051,441
流動資産合計	3,646,533	4,204,886	4,197,901	4,196,727	4,355,722	4,587,343	4,809,532	5,067,310	5,385,734	5,730,630
有形固定資産	861,550	750,010	739,285	820,818	758,199	733,200	708,200	683,200	658,200	633,200
資産合計	14,206,292	15,333,720	15,834,331	16,673,390	17,660,556	18,367,178	19,064,367	19,797,145	20,590,569	21,410,465
買掛金・支払手形	572,102	712,829	622,215	550,964	539,900	599,814	619,910	638,230	668,196	690,635
短期借入金	2,101,630	2,267,777	2,094,490	2,249,613	2,589,170	2,589,170	2,589,170	2,589,170	2,589,170	2,589,170
流動負債合計	4,315,089	4,783,614	4,745,590	4,830,750	5,221,739	5,281,653	5,301,749	5,320,069	5,350,035	5,372,474
社債・転換社債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	7,207,028	7,762,850	8,155,024	8,710,752	9,291,337	9,491,337	9,691,337	9,891,337	10,091,337	10,291,337
負債合計	11,525,114	12,550,579	12,905,862	13,548,980	14,525,134	14,785,048	15,005,144	15,223,464	15,453,430	15,675,869
純資産	2,681,178	2,783,141	2,928,469	3,124,410	3,135,422	3,582,130	4,059,223	4,573,681	5,137,139	5,734,597
総資本 (負債+資本)	14,206,292	15,333,720	15,834,331	16,673,390	17,660,556	18,367,178	19,064,367	19,797,145	20,590,569	21,410,465
<b>キャッシュフロー分析</b>										
減価償却費	376,735	376,695	354,624	397,091	327,048	355,000	355,000	355,000	355,000	355,000
営業キャッシュフロー	476,165	664,116	754,640	749,089	809,262	609,864	777,613	831,459	855,709	905,732
投資キャッシュフロー	-705,280	-710,502	-639,636	-1,030,403	-1,253,973	-830,000	-830,000	-830,000	-830,000	-830,000
フリーキャッシュフロー	-229,115	-46,386	115,004	-281,314	-444,711	-220,136	-52,387	1,459	25,709	75,732
財務キャッシュフロー	88,528	207,877	-263,195	380,122	452,302	168,411	162,093	149,458	149,458	149,458
資金の純増減額	-140,587	161,491	-148,191	98,808	7,591	-51,725	109,706	150,916	175,166	225,190
<b>企業価値 (EV) 分析</b>										
時価総額 (遡及値)	2,074,760	2,491,734	4,030,747	3,655,470	4,758,555	6,904,075	6,904,075	6,904,075	6,904,075	6,904,075
純負債	7,784,700	8,151,595	8,363,370	9,030,356	9,868,924	10,054,353	10,094,647	10,093,730	10,068,564	9,993,374
現金及び同等物	1,523,958	1,879,032	1,886,144	1,930,009	2,011,583	2,026,154	2,185,860	2,386,777	2,611,943	2,887,133
有利子負債	9,308,658	10,030,627	10,249,514	10,960,365	11,880,507	12,080,507	12,280,507	12,480,507	12,680,507	12,880,507
企業価値 (遡及値)	9,859,460	10,643,329	12,394,117	12,685,826	14,627,479	16,958,428	16,998,722	16,997,806	16,972,639	16,897,449
<b>株価バリュエーション</b>										
株価 (期末、円)	1,642	1,972	3,190	2,893	3,766	5,464	5,464	5,464	5,464	5,464
PER (倍、遡及値)	49.9	-19.4	-32.0	24.7	64.9	16.8	14.8	13.4	12.2	11.5
PBR (倍、遡及値)	0.8	0.9	1.6	1.5	1.9	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/ EBITDA (倍、遡及値)	16.3	26.4	29.3	18.4	23.8	16.1	15.0	14.1	13.3	12.7
配当利回り (%)	1.5	1.3	0.0	0.7	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7
自己資本比率 (%)	18.9	18.2	14.6	14.8	14.1	15.8	17.5	19.2	17.5	19.2
ROE (%)	2.0	-5.8	-5.5	6.2	3.0	15.3	14.9	14.4	13.9	13.0
ROA (%)	0.3	-0.9	-0.8	0.9	0.4	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8
Net DELシオ (%)	290.3	292.9	285.6	289.0	314.8	280.7	248.7	220.7	196.0	174.3

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS

日本シイエムケイ (6958)

シニアアナリスト 内野晃彦

車載PCBの旺盛な需要を背景に、今後5年間で年平均35.5%の営業利益成長を予想する



主要市場	東証1部
株価(1/5)	1,074円
52週高安	1,234 - 608円
発行済株式数	63,060千株
時価総額	68十億円
1日平均売買代金(過去1年)	575百万円
PER(19/3E)	16.1倍
PBR(19/3E)	1.23倍
外国人持ち株比率(17/3)	18.4%

(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

中期成長率を牽引するキードライバー

国内生産拠点の構造改革を経て業績は改善へ

日本シイエムケイはプリント配線板(PCB) 専門メーカーである。IT バブル崩壊後の需要回復期は、04/3期~06/3期の営業利益が92億円、104億円、96億円となり好業績を記録した。ところが、リーマンショック以降は需要の落ち込みに加えて主力の民生向け PCB の日系顧客シェア減少(あるいは撤退)が響き業績は再び悪化。11年以降は緊急時の経営体制を敷いたが、14年以降は経営トップが現在の高井代表取締役社長に一本化され、国内生産拠点の構造改革を経て、業績は改善に向かっている。

車載向け PCB 事業の拡大が今後の成長を牽引

弊社では、車載向け PCB 事業の拡大が同社業績を押し上げる局面が到来したと判断する。元来、車載向け PCB では高い技術力と信頼性により国内市場で高いシェアを有しており、民生向け PCB の事業縮小に伴って、売上高に占める車載向けの比率は17/3期実績で71%まで上昇している。17/3期以降、旺盛な車載 PCB 需要を背景にタイ工場の生産能力を YoY30%のペース(全社では同 10%)で引き上げているが、現在でも供給力が不足しており、今後も増強を継続するものと弊社ではみる。

そのシナリオが実現しないリスク

リスクは、歩留まり悪化や原材料価格上昇など

弊社では 22/3 期までの 5 年間の営業利益成長率を平均年率 35.5%と予想する。シナリオが実現しないリスクは以下の 4 点。

- (1) 歩留まり悪化や生産性改善遅延、(2) 原材料価格上昇、(3) 車 1 台当たり PCB 搭載量の停滞、(4) 海外事業拡大の遅延。

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>							
	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS	ROA	ROE
決算期	百万円	百万円	百万円	百万円	円	(%)	(%)
17/3	75,370	2,652	2,628	2,153	36.4	2.3	4.5
18/3 予	85,600	4,600	4,300	3,300	55.7	3.5	6.8
19/3 予	90,400	6,100	5,900	3,960	66.9	4.1	7.9
20/3 予	96,800	8,100	7,900	5,350	90.4	5.3	10.0
21/3 予	103,600	10,100	9,900	6,740	113.9	6.7	11.8
22/3 予	110,900	12,100	11,900	8,130	137.3	7.6	13.2

(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券  
(注)EPS は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算

**国内生産拠点の構造改革を断行し、成長に向け体質を大きく改善**

新潟の2拠点に集約し、稼働率は上昇

リーマンショック後、同社は慢性的な国内工場の稼働率低迷に陥り、11年には創業者の中山登会長が代表取締役社長に復帰するなど緊急体制を敷いた。14年から現在の高井社長に経営トップが一本化され、2008年時点での国内実質8工場体制から2工場（新潟、蒲原）へ集約された。結果として車載向けを中心としたスリムな体制が構築され、稼働率は上昇。現在は常時フル生産の状態が継続している。

**車載PCBに特化した事業戦略を推進、成長ポテンシャル高まる**

車載向け売上高成長は加速する可能性大

弊社では日本シイエムケイの車載PCB向け売上高成長率が今後、加速する可能性が高いと考えているが、背景として(1)ADAS、(2)xEV化、(3)外資系顧客の獲得、の3点を挙げる。また、コネクティッドカーも高速無線システム向け高付加価値PCBの需要を喚起するものと期待する。競合する台湾Chin Poon、欧州AT&S、国内メイコー等に対して、高付加価値品領域での優位性を維持することがポイントとなる。

ADASではミリ波レーダ有望

ADAS関連ではミリ波レーダ、カメラモジュール、レーザレーダ用のPCB需要拡大が有望。特に、18年以降は1台当たり搭載量増加に伴う急拡大が想定されるミリ波レーダには、高周波回路用・アンテナ用・制御回路用PCBの需要が見込まれる。

xEVでは高放熱基板の需要が高まる

xEV関連では、駆動モータ用インバータ、DCDCコンバータ、車載充電器などの電源モジュール、並びに2次電池も含めた制御システムECUが搭載される。物量の大幅な拡大に加え、従来のガソリン車とは異なる高放熱・大電流対応が要求される。特に実装されるパワーデバイス周辺は発熱により高温となるため、高い放熱性を実現する厚い銅箔を使用する生産プロセスに優位性を持つことが強みとなる。

欧州大手Tier1への販売数量は更に拡大

同社の車載顧客は従前ほぼ全て日系メーカだったが、12年頃から海外での本格的受注活動を開始し、案件獲得に成功した。16/3期下期より欧州大手Tier1への供給を開始（弊社推定）。19/3期以降は販売数量拡大に伴い、更なる売上増加が期待される。

**タイ工場を先頭に生産能力を継続的に増強**

18/3期はタイ工場の生産能力を30%引き上げ

同社は現在、生産能力拡張を主にタイ工場で実施する方針を掲げている。18/3期は95K (m<sup>2</sup>) から125K (m<sup>2</sup>) へ30%引き上げを期初段階で計画しており、既に完了している。19/3期以降の増産計画を公表していないが、弊社では今後も同様の30%増産ペース（全社では10%増産に相当）を維持するものと推定する。

国内工場は生産性改善による実質ベース能力引き上げ

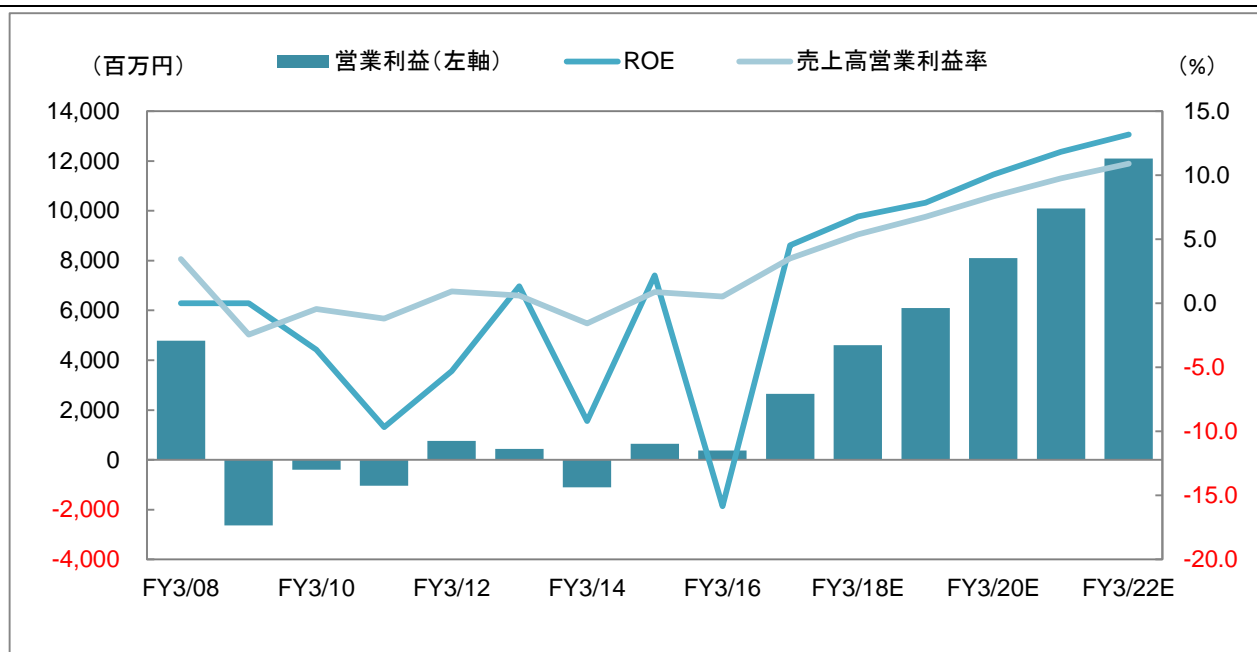
国内工場に新規増産設備を導入する計画は無い。ただし、生産性改善に伴う実質ベースの能力引き上げや、工程内製化に伴う外注費の削減などに注力している。なお、生産性改善への取り組みが本格的に始まったのは17年に入ってからであり、今後は着実に成果が発現してくるものと弊社では考える。中国工場においても工程改善による実質ベースの能力引き上げに取り組んでいる。

**銅価格上昇の影響を弊社業績予想に織り込む**

銅価格はトン当たり7,000ドルと想定

2015年以降、トン当たり6,000ドル、あるいはそれ以下で推移していたLME銅価格は、17年に入り上昇。弊社では17年11月20日発行レポートにて従前の銅価格前提6,000ドルを7,000ドルに変更した。なお、銅価格が10%上昇すれば、同社の業績に5億円のマイナス影響を与えると弊社では試算している。現在の銅相場は7,000ドルを前後で推移しているが、今後も動向を注視する必要がある。

図表 1-2 : 連結営業利益と売上高営業利益率、ROE の推移



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

図表 1-3 : 連結セグメント別売上高と売上高営業利益率

	単位: 百万円、%									
	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>売上高</b>										
通信	3,918	1,979	3,089	2,771	2,980	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800
AV・デジタル家電	2,025	1,801	1,452	994	747	1,100	1,400	1,400	1,400	1,400
カメラ	5,634	3,815	2,758	2,383	2,493	2,050	1,400	1,000	600	200
カーエレ・車載	44,729	48,878	48,552	50,007	53,189	61,700	66,800	72,800	79,200	86,100
その他の用途	16,371	14,558	17,879	16,943	15,961	17,950	18,000	18,800	19,600	20,400
売上計	72,677	71,031	73,730	73,098	75,370	85,600	90,400	96,800	103,600	110,900
<b>営業利益</b>										
営業利益計	434	-1,109	641	381	2,652	4,600	6,100	8,100	10,100	12,100
<b>売上高営業利益率</b>										
売上高営業利益率	0.6	-1.6	0.9	0.5	3.5	5.4	6.7	8.4	9.7	10.9

(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS。

図表 1-4 : 日本シイエムケイ (6958) 財務諸表 (連結)

単位: 百万円、円、%、倍										
決算年度	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>損益計算書</b>										
売上高	72,677	71,031	73,730	73,098	75,370	85,600	90,400	86,800	103,600	110,900
前年比(%)	-9.8	-2.3	3.8	-0.9	3.1	13.6	5.6	-4.0	19.4	7.0
売上原価	64,668	64,604	65,403	64,912	64,998	72,277	74,810	78,538	82,624	87,157
売上総利益	8,008	6,427	8,326	8,186	10,372	13,323	15,590	8,262	20,976	23,743
売上高比(%)	11.0	9.0	11.3	11.2	13.8	15.6	17.2	9.5	20.2	21.4
販売管理費	7,574	7,536	7,685	7,804	7,720	8,721	9,490	10,162	10,876	11,643
売上高比(%)	10.4	10.6	10.4	10.7	10.2	10.2	10.5	11.7	10.5	10.5
営業利益	434	-1,109	641	381	2,652	4,600	6,100	8,100	10,100	12,100
前年比(%)	-42.7	-	-	-40.6	596.1	73.5	32.6	32.8	24.7	19.8
売上高比(%)	0.6	-1.6	0.9	0.5	3.5	5.4	6.7	9.3	9.7	10.9
EBITDA	4,526	3,548	5,594	5,313	6,795	8,800	10,500	12,700	14,900	17,100
売上高比(%)	6.2	5.0	7.6	7.3	9.0	10.3	11.6	14.6	14.4	15.4
経常利益	567	-1,843	1,513	-628	2,628	4,300	5,900	7,900	9,900	11,900
前年比(%)	63.9	-	-	-	-	63.6	37.2	33.9	25.3	20.2
税前利益	1,117	-4,534	1,849	-7,879	2,627	4,200	5,800	7,800	9,800	11,800
前年比(%)	-	-	-	-	-	59.9	38.1	34.5	25.6	20.4
法人税等	310	360	538	197	335	800	1,740	2,340	2,940	3,540
法人税率(%)	27.8	-7.9	29.1	-2.5	12.8	19.0	30.0	30.0	30.0	30.0
少数株主持分	94	60	131	44	137	100	100	110	120	130
当期利益	712	-4,955	1,178	-8,122	2,153	3,300	3,960	5,350	6,740	8,130
前年比(%)	-	-	-	-	-	53.3	20.0	35.1	26.0	20.6
売上高比(%)	1.0	-7.0	1.6	-11.1	2.9	3.9	4.4	6.2	6.5	7.3
EPS(円、遡及値)	12.1	-84.4	20.0	-137.2	36.4	55.7	66.9	90.4	113.9	137.3
1株配当金(円、遡及値)	2.5	0.0	5.0	0.0	6.5	10.0	15.0	20.0	25.0	30.0
BPS(円、遡及値)	927.2	907.4	944.8	786.3	815.1	830	872	927	998	1,087
株式数(百万株、遡及値)	59.2	59.2	59.2	59.2	59.2	59.2	59.2	59.2	59.2	59.2
従業員数(人)	5,127	4,938	4,490	4,305	4,512	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>										
現金及び同等物	20,906	20,919	14,564	21,582	22,671	18,225	18,547	19,901	15,146	18,236
売掛金・受取手形	19,810	20,037	21,552	20,376	22,166	25,175	26,586	28,468	30,468	32,615
棚卸資産	6,732	7,943	9,248	8,484	8,510	9,498	9,907	10,476	11,070	11,698
有価証券	44	45	2,647	38	46	46	46	46	46	46
流動資産合計	49,444	50,150	50,201	51,419	54,672	54,223	56,365	60,170	58,009	63,874
有形固定資産	39,170	39,790	41,096	33,306	32,096	33,896	34,996	35,396	35,596	36,096
資産合計	95,434	97,150	99,175	90,504	93,748	95,098	98,340	102,545	100,584	106,949
買掛金・支払手形	8,611	9,659	12,441	10,088	11,543	13,110	13,845	14,825	15,866	16,984
短期借入金	15,084	9,035	8,673	5,476	5,407	15,800	15,800	15,800	15,800	15,800
流動負債合計	30,156	26,747	32,463	22,704	24,990	26,150	26,885	35,115	28,906	30,024
社債・転換社債	4,500	4,500	0	7,250	6,960	7,250	7,250	0	0	0
長期借入金	0	5,893	5,527	9,179	8,468	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
負債合計	37,660	40,184	39,523	40,413	42,199	42,680	43,415	44,395	38,186	39,304
純資産	57,773	56,966	59,651	50,090	51,549	52,418	54,925	58,150	62,398	67,645
総資本(負債+資本)	95,434	97,150	99,175	90,504	93,748	95,098	98,340	102,545	100,584	106,949
<b>キャッシュフロー分析</b>										
減価償却費	4,092	4,657	4,953	4,932	4,143	4,200	4,400	4,600	4,800	5,000
営業キャッシュフロー	8,871	2,246	1,937	5,210	5,226	8,091	8,880	10,480	12,080	13,680
投資キャッシュフロー	-4,046	-2,465	-2,789	-1,579	-3,159	-8,430	-6,585	-6,471	-6,552	-7,157
フリーキャッシュフロー	4,825	-219	-852	3,631	2,067	-339	2,295	4,009	5,528	6,523
財務キャッシュフロー	-3,964	-1,380	-1,438	1,300	-426	-4,107	-1,973	-2,655	-10,282	-3,433
資金の純増減額	861	-1,599	-2,290	4,931	1,641	-4,446	322	1,354	-4,754	3,090
<b>企業価値(EV)分析</b>										
時価総額(遡及値)	18,055	15,569	18,351	26,284	42,208	63,579	63,579	63,579	63,579	63,579
純負債	-1,366	-1,536	-3,011	285	-1,882	12,279	11,957	3,353	8,108	5,018
現金及び同等物	20,950	20,964	17,211	21,620	22,717	18,271	18,593	19,947	15,192	18,282
有利子負債	19,584	19,428	14,200	21,905	20,835	30,550	30,550	23,300	23,300	23,300
企業価値(遡及値)	16,689	14,033	15,340	26,569	40,326	75,858	75,536	66,932	71,687	68,597
<b>株価バリュエーション</b>										
株価(期末、円)	305	263	310	444	713	1,074	1,074	1,074	1,074	1,074
PER(倍、遡及値)	25.1	-3.1	15.5	-3.2	19.6	19.3	16.1	11.9	9.4	7.8
PBR(倍、遡及値)	0.3	0.3	0.3	0.6	0.9	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA(倍、遡及値)	3.7	4.0	2.7	5.0	5.9	8.6	7.2	5.3	4.8	4.0
配当利回り(%)	0.8	0.0	1.6	0.0	0.9	0.9	1.4	1.9	2.3	2.8
自己資本比率(%)	60.5	58.6	56.4	51.4	51.5	51.7	52.5	53.5	58.8	60.2
ROE(%)	1.3	-9.2	2.2	-15.9	4.5	6.8	7.9	10.1	11.8	13.2
ROA(%)	0.7	-5.1	1.2	-8.6	2.3	3.5	4.1	5.3	6.7	7.6
Net DELシオ(%)	-2.4	-2.7	-5.0	0.6	-3.7	23.4	21.8	5.8	13.0	7.4

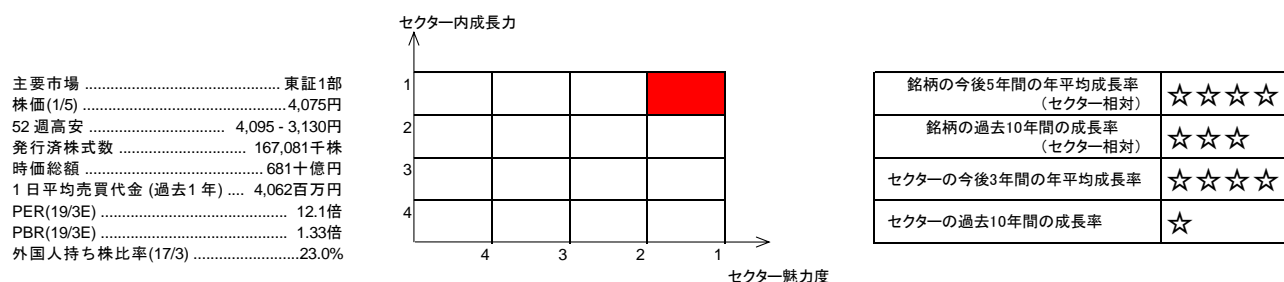
(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS



川崎重工業 (7012)

アナリスト 山崎 みえ

不採算案件解消と注力事業強化から、今後5年間で年平均+21%の営業利益成長を予想



(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

中期成長率を牽引するキードライバー

①低採算事業見直し、②注力分野強化をドライバーに、低成長からの脱却を目指す

同社の過去10年(09/3期以降)の営業利益成長率は年率+6.1%で、セクター4社平均(同社、三菱重工業、IHI、住友重機械工業)の同+4.2%を上回る推移だった。しかし、セクター自体の相対的低成長もあり、低位バリューストックと位置づけられている。背景には、コングロマリットに起因する経営非効率、大型案件での不採算の発生、等がある。弊社では、22/3期までの5年間の営業利益成長率を年率+21.1%と予想。同社の中期成長を牽引するのは、①低採算・不採算事業の見直し、②注力分野である「航空宇宙システム」、「精密機械・ロボット」での利益成長、である。

そのシナリオが実現するカタリストとリスク

カタリストは、コングロマリットディスカウント解消への期待が高まること

弊社では、シナリオが実現するカタリストは、①不採算案件の終了と、税前 ROIC8%を下回る低採算事業見直し、②航空機体やロボットの増産実現、航空エンジンのアフターサービスの貢献、からコングロマリットディスカウント解消への期待が高まることであると考えます。

マクロ景気悪化がリスク要因

シナリオが実現しないリスクとして、①急激な為替の円高進行(1円/ドルの変動による営業利益への感応度は年間22億円、弊社試算)、②世界経済の失速、③主力市場(二輪車、ロボット、民間航空機)の大幅な停滞、④大型案件での想定以上の損失発生、を想定する。

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>							
	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS	ROA	ROE
決算期	百万円	百万円	百万円	百万円	円	(%)	(%)
17/3	1,518,830	45,960	36,671	26,204	156.9	2.4	5.9
18/3 予	1,576,700	59,100	55,900	34,100	204.1	2.9	7.4
19/3 予	1,627,300	87,400	84,200	59,300	355.0	4.8	11.7
20/3 予	1,650,000	99,300	96,100	68,000	407.1	5.2	11.9
21/3 予	1,666,100	107,900	104,700	74,200	444.2	5.4	11.6
22/3 予	1,713,800	119,500	116,300	82,600	494.5	5.8	11.5

(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

(注)EPS は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算、ROA=税前利益/期首期末総資産平均で計算



### 不採算解消や低採算事業見直しによる業績回復

低収益事業への対応

不採算事業の解消や、低採算事業の見直しが中期的増益要因として寄与すると考える。同社は、「Kawasaki-ROIC 経営」を掲げ、その中で、中期的に税前 ROIC8%への達成が困難な事業からは撤退するとしている。直近では、オフショア事業からの撤退、船舶事業の縮小を公表しており、更なる事業再編が加速するかが注目点とみる。

### 組織再編の目的は、注力事業の明確化

「航空宇宙システム」、「精密機械・ロボット」が業績拡大を牽引

同社は組織再編を実施予定。2018年4月より、「ガスタービン・機械」に含まれる航空エンジンとエネルギー事業をそれぞれ、「航空宇宙」、「プラント・環境」両カンパニーへ統合し、6カンパニー（従来7カンパニー）体制となる。目的は、注力事業の明確化で、営業利益の約60%を占める「航空宇宙システム」、「精密機械・ロボット（ロボティクス）」が該当する。同社の競争力が高いことに加え、中長期的な市場成長性が見込まれる分野に注力する（図表1-2、1-3）。

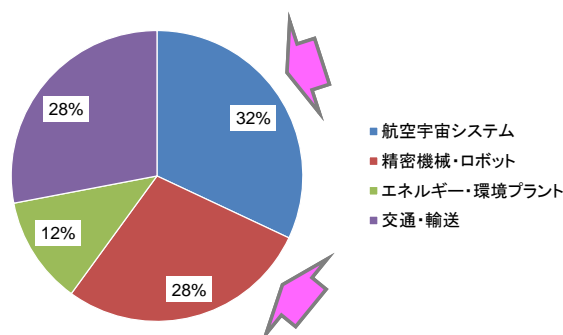
「航空宇宙システム」

「航空宇宙システム」では、①機体、②航空機エンジン双方での事業拡大を期待。①B787、B777X 生産レート拡大がトップラインの成長を牽引。②民間航空機エンジンでは、収益性の高いエンジンのアフターサービスの増加を想定する。Trent1000 のアフターが2020年頃より本格的な増加局面に入る見通しで、利益成長の加速を予想する。長期的には、Boeing との次世代機開発での協業、自社開発エンジンでの成長機会拡大に注目する。

「精密機械・ロボット」

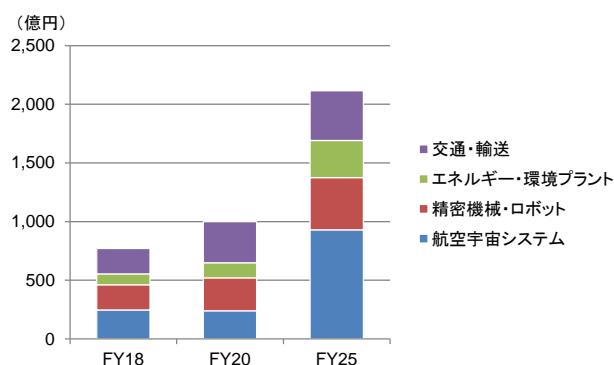
「精密機械・ロボット」では、ロボットが同社の成長を牽引すると考える。同社の産業用ロボットは、自動車（売上高構成50%）、半導体（同25%）、一般産業（同25%）用途がメイン。競争力の高い半導体向けウェア搬送ロボットは19/3期より増産の予定。また、今後は市場拡大が見込まれる協働ロボット「duAro」の拡販が成長の鍵とみる。ABB との協業効果が注目点であろう。

図表 1-2：事業分野別利益構成比（FY18 計画）



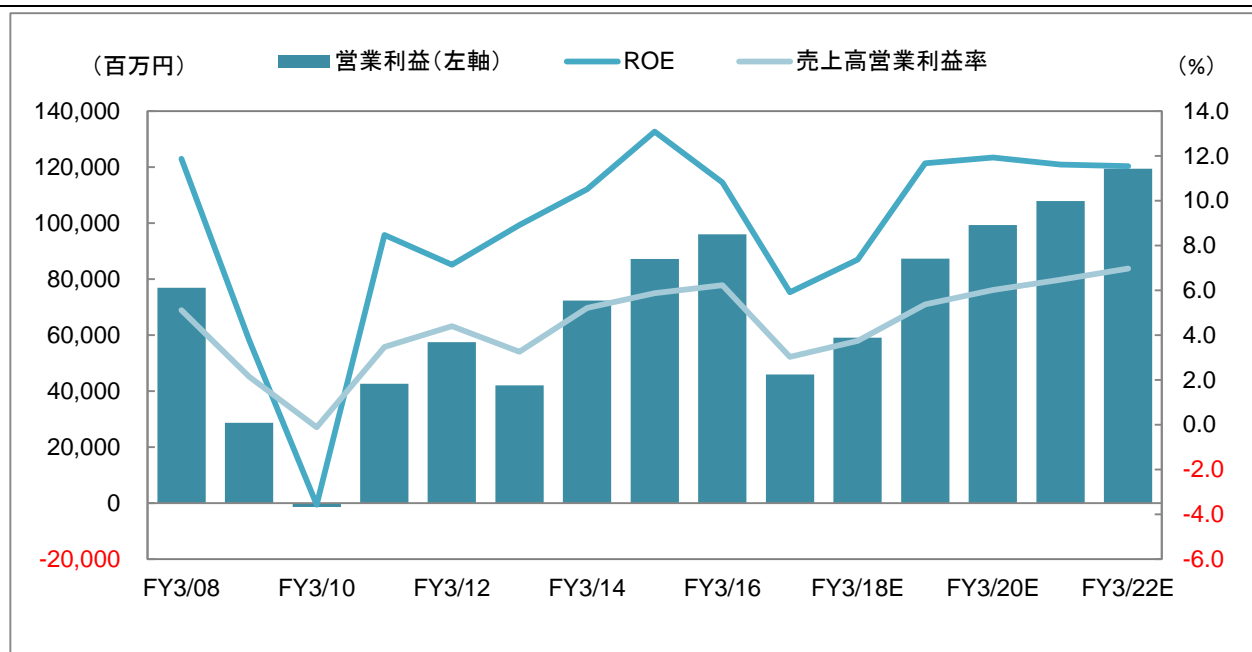
出所：会社資料より MUMSS 作成、2018 年度会社計画

図表 1-3：事業分野別営業利益の方向性（同社計画）



出所：会社資料より MUMSS 作成、同社計画をもとに MUMSS 推定

図表 1-4 : 連結営業利益と売上高営業利益率、ROE の推移



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

図表 1-5 : 連結セグメント別売上高と売上高営業利益率 (百万円)

	FY3/12 FY	FY3/13 FY	FY3/14 FY	FY3/15 FY	FY3/16 FY	FY3/17 FY	E FY3/18 New	E FY3/19 New	E FY3/20 New	E FY3/21 New	E FY3/22 New
<b>売上高合計</b>	<b>1,303,778</b>	<b>1,288,881</b>	<b>1,385,482</b>	<b>1,486,123</b>	<b>1,541,096</b>	<b>1,518,830</b>	<b>1,576,700</b>	<b>1,627,300</b>	<b>1,650,000</b>	<b>1,666,100</b>	<b>1,713,800</b>
船舶海洋	113,532	90,343	80,863	90,327	94,888	103,204	100,200	99,100	85,300	64,900	68,500
車両	132,684	129,973	147,951	121,519	146,646	137,159	150,000	164,700	177,600	178,900	178,500
航空宇宙	206,580	239,172	280,737	325,083	351,858	329,915	335,400	327,500	332,700	347,500	356,300
ガスタービン・機械	194,655	207,008	189,241	218,794	236,445	241,953	267,900	275,500	288,400	301,400	314,500
プラント・環境	122,800	115,813	103,898	121,113	135,668	160,877	125,000	126,500	116,800	115,000	126,000
モーターサイクル&エンジン	235,243	251,858	322,248	329,240	333,595	313,030	311,000	317,200	322,400	327,600	333,000
精密機械	175,077	130,455	123,276	135,782	133,175	155,278	202,100	231,800	242,000	245,800	252,000
その他	123,205	124,256	137,264	144,261	108,817	77,410	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
<b>営業利益合計</b>	<b>57,484</b>	<b>42,062</b>	<b>72,351</b>	<b>87,259</b>	<b>95,996</b>	<b>45,960</b>	<b>59,100</b>	<b>87,400</b>	<b>99,300</b>	<b>107,900</b>	<b>119,500</b>
船舶海洋	3,964	4,162	-2,006	2,675	-7,926	-21,423	-4,000	2,800	2,700	2,200	2,600
車両	5,154	2,215	7,572	6,044	9,299	3,485	4,500	6,600	9,600	9,800	9,800
航空宇宙	7,815	14,827	26,254	36,318	45,657	25,034	19,300	24,600	25,900	29,600	32,800
ガスタービン・機械	7,775	7,033	10,486	11,269	16,962	15,294	12,200	13,400	17,300	20,500	24,800
プラント・環境	14,118	9,772	6,312	6,574	8,516	2,610	-2,800	5,400	6,000	5,700	7,400
モーターサイクル&エンジン	-2,959	2,397	16,100	14,923	15,769	11,749	12,500	13,500	14,700	16,000	17,400
精密機械	26,662	8,452	10,415	10,908	8,542	13,104	21,400	25,100	27,100	28,100	28,800
その他	3,836	1,270	4,481	3,986	2,894	3,137	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
調整	-8,843	-8,069	-7,264	-5,442	-3,719	-7,031	-8,000	-8,000	-8,000	-8,000	-8,000
<b>利益率</b>											
<b>合計</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.0%</b>
船舶海洋	3.5%	4.6%	-2.5%	3.0%	-8.4%	-20.8%	-4.0%	2.8%	3.2%	3.4%	3.8%
車両	3.9%	1.7%	5.1%	5.0%	6.3%	2.5%	3.0%	4.0%	5.4%	5.5%	5.5%
航空宇宙	3.8%	6.2%	9.4%	11.2%	13.0%	7.6%	5.8%	7.5%	7.8%	8.5%	9.2%
ガスタービン・機械	4.0%	3.4%	5.5%	5.2%	7.2%	6.3%	4.6%	4.9%	6.0%	6.8%	7.9%
プラント・環境	11.5%	8.4%	6.1%	5.4%	6.3%	1.6%	-2.2%	4.3%	5.1%	5.0%	5.9%
モーターサイクル&エンジン	-1.3%	1.0%	5.0%	4.5%	4.7%	3.8%	4.0%	4.3%	4.6%	4.9%	5.2%
精密機械	15.2%	6.5%	8.4%	8.0%	6.4%	8.4%	10.6%	10.8%	11.2%	11.4%	11.4%
その他	3.1%	1.0%	3.3%	2.8%	2.7%	4.1%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%

(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS。(注)ROA=税前利益/期首期末総資産平均で計算

図表 1-6 : 川崎重工業 (7012) 財務諸表 (連結)

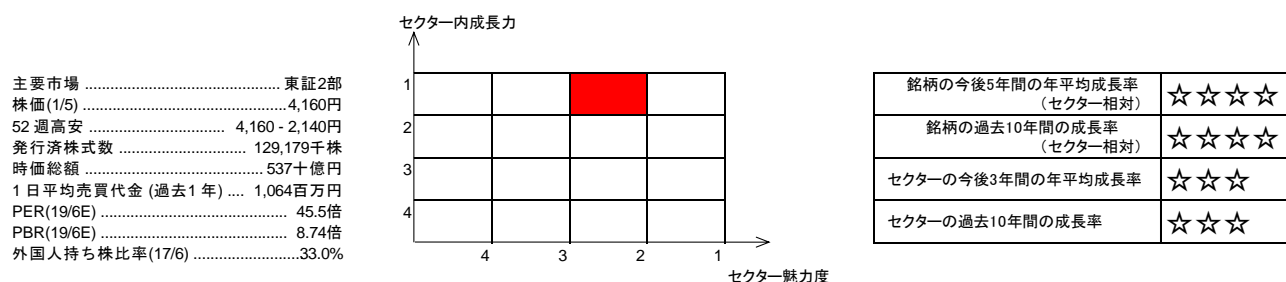
単位: 百万円、円、%、倍										
決算年度	FY3/13	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18E	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E
<b>損益計算書</b>										
売上高	1,288,881	1,385,482	1,486,123	1,541,096	1,518,830	1,576,700	1,627,300	1,650,000	1,666,100	1,713,800
前年比 (%)	-1.1	7.5	7.3	3.7	-1.4	3.8	3.2	1.4	1.0	2.9
売上原価	1,085,469	1,140,293	1,216,680	1,253,691	1,278,906	1,318,500	1,337,800	1,348,600	1,357,600	1,393,700
売上総利益	203,412	245,189	269,443	287,405	239,923	258,200	289,500	301,400	308,500	320,100
売上高比 (%)	15.8	17.7	18.1	18.6	15.8	16.4	17.8	18.3	18.5	18.7
販売管理費	161,349	172,837	182,184	191,408	193,963	199,100	202,100	202,100	200,600	200,600
売上高比 (%)	12.5	12.5	12.3	12.4	12.8	12.6	12.4	12.2	12.0	11.7
営業利益	42,062	72,351	87,259	95,996	45,960	59,100	87,400	99,300	107,900	119,500
前年比 (%)	-26.8	72.0	20.6	10.0	-52.1	28.6	47.9	13.6	8.7	10.8
売上高比 (%)	3.3	5.2	5.9	6.2	3.0	3.7	5.4	6.0	6.5	7.0
EBITDA	90,447	110,189	131,831	145,000	97,524	112,800	134,200	146,700	156,100	168,500
売上高比 (%)	7.0	8.0	8.9	9.4	6.4	7.2	8.2	8.9	9.4	9.8
経常利益	39,328	60,605	84,288	93,229	36,671	55,900	84,200	96,100	104,700	116,300
前年比 (%)	-38.2	54.1	39.1	10.6	-60.7	52.4	50.6	14.1	8.9	11.1
税前利益	46,152	61,310	84,288	74,832	38,873	49,400	84,200	96,100	104,700	116,300
前年比 (%)	-5.2	32.8	37.5	-11.2	-48.1	27.1	70.4	14.1	8.9	11.1
法人税等	13,140	20,311	30,343	27,153	10,948	13,600	23,200	26,400	28,800	32,000
法人税率 (%)	28.5	33.1	36.0	36.3	28.2	27.5	27.6	27.5	27.5	27.5
少数株主持分	2,147	2,396	2,306	1,635	1,721	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
当期利益	30,864	38,601	51,639	46,043	26,204	34,100	59,300	68,000	74,200	82,600
前年比 (%)	32.3	25.1	33.8	-10.8	-43.1	30.1	73.9	14.7	9.1	11.3
売上高比 (%)	2.4	2.8	3.5	3.0	1.7	2.2	3.6	4.1	4.5	4.8
EPS (円、遡及値)	184.6	230.9	308.9	275.6	156.9	204.1	355.0	407.1	444.2	494.5
1株配当金 (円、遡及値)	50.0	60.0	100.0	120.0	60.0	60.0	100.0	120.0	120.0	140.0
BPS (円、遡及値)	2,139.3	2,252.5	2,468.8	2,624.4	2,671.2	2,869.1	3,213.9	3,609.0	4,041.2	4,521.9
株式数 (百万株、遡及値)	167.1	167.1	167.1	167.1	167.1	167.1	167.1	167.1	167.1	167.1
従業員数 (人)	34,010	34,620	35,471	34,605	35,127	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>										
現金及び同等物	38,525	47,949	51,645	42,157	55,388	46,200	59,000	110,600	176,000	227,000
売掛金・受取手形	432,649	415,664	421,890	381,339	444,633	454,300	464,200	466,000	465,800	474,300
棚卸資産	460,104	458,032	498,650	492,963	484,860	489,900	487,100	481,200	474,700	477,600
流動資産合計	1,016,813	1,005,754	1,073,062	1,017,903	1,077,835	1,082,000	1,100,500	1,146,700	1,204,100	1,265,200
有形固定資産	305,792	383,912	420,554	436,557	461,881	507,200	553,400	591,000	627,800	663,800
資産合計	1,466,290	1,554,430	1,662,283	1,620,458	1,687,363	1,735,200	1,798,300	1,880,500	1,973,100	2,068,600
買掛金・支払手形	281,062	306,030	339,360	321,777	342,021	421,700	435,200	441,300	445,600	458,300
短期借入金	229,510	190,757	142,338	115,891	121,456	121,500	121,500	121,500	121,500	121,500
流動負債合計	782,540	795,415	824,623	767,711	843,441	904,200	899,700	888,700	876,700	873,900
長期借入金	254,362	251,343	269,749	280,809	277,492	277,500	277,500	277,500	277,500	277,500
負債合計	1,116,409	1,177,744	1,214,326	1,174,832	1,236,035	1,250,800	1,256,300	1,272,500	1,292,900	1,308,100
純資産	349,881	376,686	447,957	445,625	451,327	484,400	542,000	608,000	680,200	760,500
総資本 (負債+資本)	1,466,290	1,554,430	1,662,283	1,620,458	1,687,363	1,735,200	1,798,300	1,880,500	1,973,100	2,068,600
<b>キャッシュフロー分析</b>										
減価償却費	48,385	37,838	44,572	49,004	51,564	53,700	46,800	47,400	48,200	49,000
営業キャッシュフロー	28,101	151,721	127,651	86,059	93,514	93,700	110,400	141,500	155,300	141,200
投資キャッシュフロー	-81,160	-77,559	-67,397	-74,185	-64,879	-98,400	-92,400	-84,400	-84,400	-84,400
フリーキャッシュフロー	-53,059	74,162	60,254	11,874	28,635	-4,700	18,000	57,100	70,900	56,800
財務キャッシュフロー	57,671	-62,505	-57,133	-23,400	-15,850	-5,000	-5,700	-6,000	-6,000	-6,300
資金の純増減額	3,726	7,655	2,167	-9,886	13,327	-9,200	12,800	51,600	65,400	51,000
<b>企業価値 (EV) 分析</b>										
時価総額 (遡及値)	492,811	634,807	1,014,021	542,927	564,645	680,746	680,746	680,746	680,746	680,746
純負債	515,347	504,151	470,442	474,543	473,560	352,800	340,000	288,400	223,000	172,000
現金及び同等物	38,525	47,949	51,645	42,157	55,388	46,200	59,000	110,600	176,000	227,000
有利子負債	553,872	552,100	522,087	516,700	528,948	399,000	399,000	399,000	399,000	399,000
企業価値 (遡及値)	1,008,158	1,138,958	1,484,463	1,017,470	1,038,205	1,033,546	1,020,746	969,146	903,746	852,746
<b>株価バリュエーション</b>										
株価 (期末、円)	2,950	3,800	6,070	3,250	3,380	4,075	4,075	4,075	4,075	4,075
PER (倍、遡及値)	16.0	16.5	19.7	11.8	21.5	20.0	11.5	10.0	9.2	8.2
PBR (倍、遡及値)	1.4	1.7	2.5	1.2	1.3	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA (倍、遡及値)	11.1	10.3	11.3	7.0	10.6	9.2	7.6	6.6	5.8	5.1
配当利回り (%)	1.7	1.6	1.6	3.7	1.8	1.5	2.5	2.9	2.9	3.4
自己資本比率 (%)	23.9	24.2	26.9	27.5	26.7	27.9	30.1	32.3	34.5	36.8
ROE (%)	8.9	10.5	13.1	10.8	5.9	7.4	11.7	11.9	11.6	11.5
ROA (%)	3.3	4.1	5.2	4.6	2.4	2.9	4.8	5.2	5.4	5.8
Net DELシオ (%)	131.7	108.6	83.4	82.2	78.6	75.0	64.4	48.6	33.5	23.0

(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

朝日インテック (7747)

アナリスト 葭原 友子

カテーテル事業の成長により、今後5期間で年平均18%の営業増益を予想



(出所) Bloomberg、日経 Quick、会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

中期成長率を牽引するキードライバー

ガイドワイヤの世界最大手

同社は、狭心症や心筋梗塞などの虚血性心疾患のカテーテル治療において使用されるガイドワイヤでは世界最大手の医療機器メーカーである。

同社は、国内のガイドワイヤから医療機器事業の展開を開始したが、ガイドワイヤの海外でのシェア拡大、貫通カテーテルやガイディングカテーテルなど治療で使用されるガイドワイヤ以外の製品へのラインアップ拡大などにより成長を遂げてきた。

ガイドワイヤの海外での市場シェア拡大、貫通カテーテルの国内外での拡販により13/6期から17/6期の5期間において年平均40%の営業増益を達成した。今後も、海外での成長やラインアップ拡充により、業績は2ケタの営業増益で推移しよう。

そのシナリオが実現するカタリストとリスク

卓越した技術がもたらす持続的成長

同社の最大の強みの一つは高度な技術力。伸線技術、ワイヤーフォーミング技術、トルク技術、樹脂コーティング技術といったワイヤ加工におけるコア技術を自社内に保有。また、買収により樹脂加工やコーティング技術、金型技術を獲得し、医師のニーズに合致した高性能な医療デバイス開発に成功している。

ガイドワイヤは、ある会社のデバイスを一旦使い慣れてしまうと、他社製品への切り替えが起こりにくい製品のひとつである。後発メーカーでありながら、性能の高さから、国内で70%、欧州で45%、米国で24%の市場シェア(2016年時点、会社推計)を確保した。同社の卓越した技術が持続的な利益成長を実現すると考える。

米国において、医療経済性の観点から、医療デバイス選定において性能より価格が優先される場合は、長期的な成長シナリオが達成されないリスクが高まると考える。

図表 1-1 : 業績の推移

<連結>							
	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS	ROA	ROE
決算期	百万円	百万円	百万円	百万円	円	(%)	(%)
17/6	42,709	10,795	10,941	7,725	59.8	13.6	20.1
18/6 予	50,310	14,000	14,150	10,050	77.8	14.8	20.7
19/6 予	59,350	16,500	16,600	11,800	91.3	15.0	20.7
20/6 予	67,990	20,000	20,100	14,300	110.7	15.8	21.3
21/6 予	75,700	22,500	22,600	16,100	124.6	15.4	20.4
22/6 予	84,200	25,500	25,600	18,300	141.7	15.3	19.8

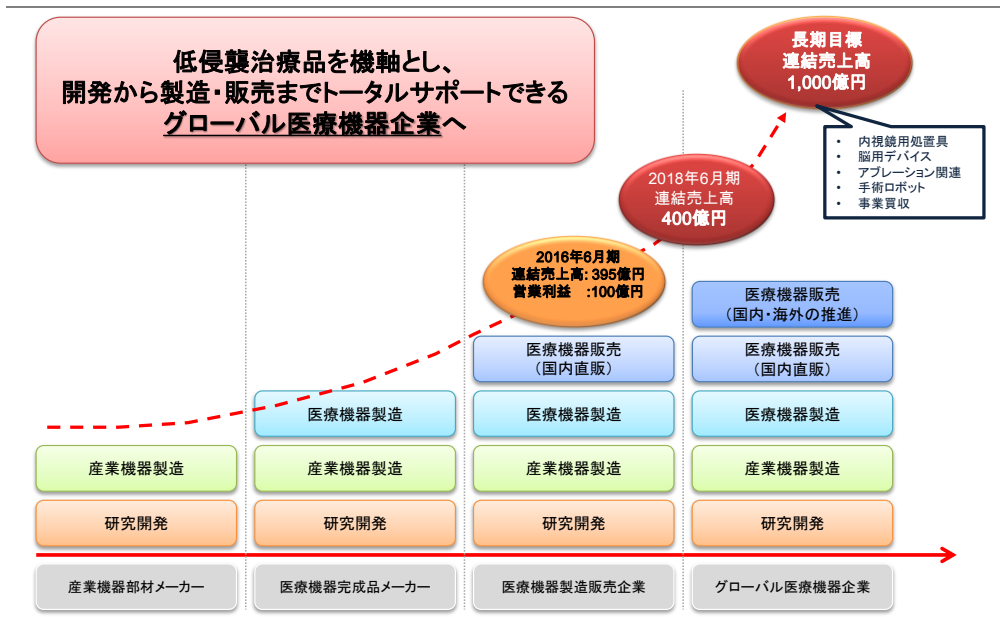
(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券  
(注) EPS は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で過及計算

長期目標「売上高 1,000 億円」

同社は、中期経営計画「Global Expansion 2018」を策定し、中期目標として 18/6 期売上高を 400 億円に設定している。しかしながら、当該目標は 16/6 期にほぼ達成しており（16/6 期売上高実績：395 億円）、今後の目標として注目すべきは連結売上高の長期目標 1,000 億円であると弊社ではとらえている。売上高 1,000 億円の達成時期について同社は具体的なコメントを控えているが、弊社では 25/6 期頃までには達成可能と考える。また、利益面においてもこれまで 2 ケタ増益を達成してきたが、海外での拡販に伴う数量効果に加えて、タイ・ベトナム・フィリピンの 3 極生産体制による低コスト化の推進により、今後も着実な利益成長が期待できると予想する。

弊社では、今後 5～10 年間は着実な成長が見込める同社を医療機器セクター内のトップピック銘柄として推奨したい。

図表 1-2：中期経営計画 「Global Expansion 2018」



出所：会社資料を基に MUMSS 作成

脳血管治療用デバイスに  
注目

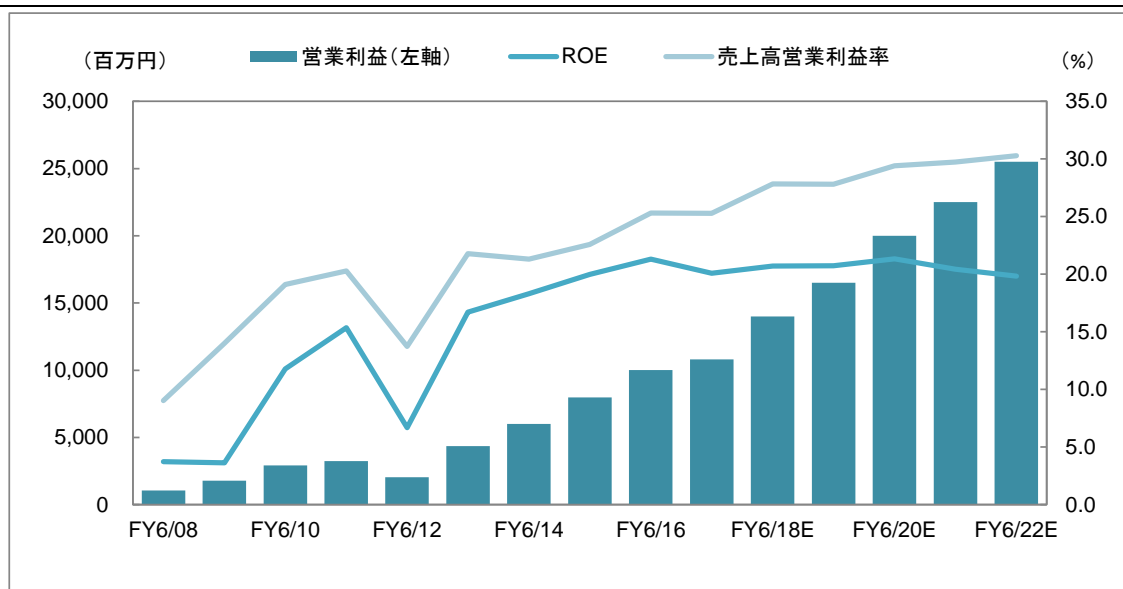
同社は、約 1 年先までのパイプラインは開示しているが、それ以降については非開示としているため、弊社では、既存製品及び今後 1 年以内に上市が見込める製品を中心に業績予想を作成している。

22/6 期売上高は 842 億円（前期比 11.2%増）と予想する。長期目標の 1,000 億円まで約 150 億円不足しているが、現状ではまだ明らかとなっていないカテーテル関連の新製品、新規事業の立ち上げ、事業買収などにより達成は十分可能と考える。

例えば、脳血管内治療用デバイスは、そうした可能性を実現しうる事業の一つであると考えられる。現時点では、脳血管向けではガイドワイヤの供給が中心となっている。今後は、脳動脈瘤コイルや脳梗塞治療用デバイスなど、同社の技術を活用し、幅広い製品への展開が可能とみる。

2016 年における脳血管内治療用デバイスの世界市場規模は 2,000 億円強であった。今後、脳血管におけるカテーテル治療の普及により、市場は年平均 10%程度成長すると予想する。17/6 期における脳血管内治療用デバイスの売上高は 20 億円に満たない規模と弊社では推定している。製品ラインアップの拡大により、脳血管内治療用デバイス事業は長期的には 100 億円規模の売上高となる可能性がある。

図表 1-3 : 連結営業利益と売上高営業利益率、ROE の推移



(出所) 会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS

図表 1-4 : 連結セグメント別売上高と売上高営業利益率

	FY6/13	FY6/14	FY6/15	FY6/16	FY6/17	FY6/18E	FY6/19E	FY6/20E	FY6/21E	FY6/22E
単位: 百万円、%										
<b>売上高</b>										
メディカル	17,100	21,949	27,622	31,143	34,037	41,410	50,150	58,490	65,900	74,400
日本	9,346	10,981	12,794	13,969	14,592	15,580	17,400	19,500	20,400	21,650
海外	7,707	10,910	14,779	17,119	19,407	25,830	32,750	38,990	45,500	52,750
米国	2,891	3,512	4,684	6,096	6,003	7,200	9,500	11,000	12,500	14,200
欧州・中近東	2,432	4,098	5,530	6,272	7,016	9,200	10,300	11,500	12,800	14,000
中国	1,218	1,653	2,127	1,734	2,937	4,200	5,200	6,500	7,800	9,000
その他	1,164	1,646	2,438	3,016	3,450	5,230	7,750	9,990	12,400	15,550
デバイス	3,935	7,383	9,497	10,406	11,408	11,900	12,200	12,500	12,800	12,800
調整	-1,066	-1,187	-1,796	-2,038	-2,734	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000
<b>売上計</b>	<b>19,968</b>	<b>28,145</b>	<b>35,323</b>	<b>39,511</b>	<b>42,709</b>	<b>50,310</b>	<b>59,350</b>	<b>67,990</b>	<b>75,700</b>	<b>84,200</b>
<b>営業利益</b>										
メディカル	4,593	6,505	8,275	10,149	10,256	13,200	16,300	19,300	22,000	25,200
デバイス	1,208	1,300	1,710	2,107	2,924	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
調整	-1,450	-1,809	-2,009	-2,254	-2,384	-2,400	-3,000	-2,500	-2,700	-2,900
<b>営業利益計</b>	<b>4,351</b>	<b>5,995</b>	<b>7,976</b>	<b>10,003</b>	<b>10,795</b>	<b>14,000</b>	<b>16,500</b>	<b>20,000</b>	<b>22,500</b>	<b>25,500</b>
<b>売上高営業利益率</b>										
メディカル	26.9	29.6	30.0	32.6	30.1	31.9	32.5	33.0	33.4	33.9
デバイス	30.7	17.6	18.0	20.2	25.6	26.9	26.2	25.6	25.0	25.0
<b>売上高営業利益率</b>	<b>21.8</b>	<b>21.3</b>	<b>22.6</b>	<b>25.3</b>	<b>25.3</b>	<b>27.8</b>	<b>27.8</b>	<b>29.4</b>	<b>29.7</b>	<b>30.3</b>

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS。



図表 1-5 : 朝日インテック (7747) 財務諸表 (連結)

単位: 百万円、円、%、倍										
決算年度	FY6/13	FY6/14	FY6/15	FY6/16	FY6/17	FY6/18E	FY6/19E	FY6/20E	FY6/21E	FY6/22E
<b>損益計算書</b>										
売上高	19,968	28,145	35,323	39,511	42,709	50,310	59,350	67,990	75,700	84,200
前年比 (%)	34.4	41.0	25.5	11.9	8.1	17.8	18.0	14.6	11.3	11.2
売上原価	6,458	10,226	13,112	13,595	14,284	16,310	20,050	22,490	24,900	27,400
売上総利益	13,510	17,919	22,211	25,916	28,425	34,000	39,300	45,500	50,800	56,800
売上高比 (%)	67.7	63.7	62.9	65.6	66.6	67.6	66.2	66.9	67.1	67.5
販売管理費	9,158	11,923	14,235	15,913	17,631	20,000	22,800	25,500	28,300	31,300
売上高比 (%)	45.9	42.4	40.3	40.3	41.3	39.8	38.4	37.5	37.4	37.2
営業利益	4,351	5,995	7,976	10,003	10,795	14,000	16,500	20,000	22,500	25,500
前年比 (%)	113.5	37.8	33.1	25.4	7.9	29.7	17.9	21.2	12.5	13.3
売上高比 (%)	21.8	21.3	22.6	25.3	25.3	27.8	27.8	29.4	29.7	30.3
EBITDA	5,529	7,508	9,935	12,289	13,347	17,190	20,000	23,300	26,000	29,100
売上高比 (%)	27.7	26.7	28.1	31.1	31.3	34.2	33.7	34.3	34.3	34.6
経常利益	4,802	6,099	8,399	9,521	10,941	14,150	16,600	20,100	22,600	25,600
前年比 (%)	148.7	27.0	37.7	13.4	14.9	29.3	17.3	21.1	12.4	13.3
税前利益	4,763	6,333	8,359	9,212	10,790	14,150	16,600	20,100	22,600	25,600
前年比 (%)	260.8	33.0	32.0	10.2	17.1	31.1	17.3	21.1	12.4	13.3
法人税等	1,756	1,973	2,530	2,305	3,065	4,100	4,800	5,800	6,500	7,300
法人税率 (%)	36.9	31.1	30.3	25.0	28.4	29.0	28.9	28.9	28.8	28.5
少数株主持分	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
当期利益	3,004	4,360	5,829	6,907	7,725	10,050	11,800	14,300	16,100	18,300
前年比 (%)	210.7	45.1	33.7	18.5	11.8	30.1	17.4	21.2	12.6	13.7
売上高比 (%)	15.0	15.5	16.5	17.5	18.1	20.0	19.9	21.0	21.3	21.7
EPS(円、遡及値)	23.3	33.8	45.1	53.5	59.8	77.8	91.3	110.7	124.6	141.7
1株配当金(円、遡及値)	5.9	8.5	11.4	15.0	15.2	18.0	21.0	25.0	27.5	30.0
BPS(円、遡及値)	169.7	199.2	252.3	249.8	345.7	405.5	475.9	561.6	658.7	770.4
株式数(百万株、遡及値)	129.2	129.2	129.2	129.2	129.2	129.2	129.2	129.2	129.2	129.2
従業員数(人)	3,127	4,831	5,419	5,545	6,220	-	-	-	-	-
<b>貸借対照表</b>										
現金及び同等物	10,004	9,356	13,345	12,936	19,993	19,790	27,390	36,990	47,690	58,990
売掛金・受取手形	4,388	6,264	7,238	7,339	8,567	8,950	9,350	9,690	9,970	11,080
棚卸資産	6,065	6,898	8,827	8,295	8,989	10,260	12,620	14,150	15,670	17,240
有価証券	400	2,000	0	0	0	0	0	0	0	0
流動資産合計	22,343	26,408	31,424	30,352	39,718	41,270	51,730	63,290	77,850	92,970
有形固定資産	11,487	13,264	15,917	15,906	18,996	25,750	25,250	25,450	25,950	26,850
資産合計	36,587	42,967	51,050	50,287	63,247	72,740	84,120	97,220	111,610	128,050
買掛金・支払手形	441	1,669	1,916	1,686	1,985	2,270	2,790	3,130	3,460	3,810
短期借入金	3,808	3,846	3,945	3,092	4,768	4,768	4,768	4,768	4,768	4,768
流動負債合計	7,804	9,482	10,596	9,377	12,285	14,538	16,058	17,398	18,728	20,078
社債・転換社債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	5,520	6,042	5,737	6,361	3,478	3,478	3,478	3,478	3,478	3,478
負債合計	14,662	17,230	18,457	18,023	18,588	20,360	22,650	24,670	26,520	28,530
純資産	21,924	25,736	32,593	32,264	44,659	52,380	61,470	72,550	85,090	99,520
総資本(負債+資本)	36,587	42,967	51,050	50,287	63,247	72,740	84,120	97,220	111,610	128,050
<b>キャッシュフロー分析</b>										
減価償却費	1,178	1,513	1,959	2,286	2,552	3,190	3,500	3,300	3,500	3,600
営業キャッシュフロー	3,653	5,015	6,666	8,623	10,258	12,040	13,300	16,300	18,300	19,700
投資キャッシュフロー	-2,837	-1,125	-3,249	-3,841	-5,269	-9,940	-3,000	-3,500	-4,000	-4,500
フリーキャッシュフロー	816	3,890	3,417	4,782	4,989	2,100	10,300	12,800	14,300	15,200
財務キャッシュフロー	3,661	-2,920	-1,311	-4,552	1,598	-2,300	-2,700	-3,200	-3,600	-3,900
資金の純増減額	4,477	970	2,105	230	6,587	-200	7,600	9,600	10,700	11,300
<b>企業価値(EV)分析</b>										
時価総額(遡及値)	78,396	134,342	270,945	321,323	330,042	537,368	537,368	537,368	537,368	537,368
純負債	-1,076	-1,468	-3,662	-3,482	-11,747	-11,544	-19,144	-28,744	-39,444	-50,744
現金及び同等物	10,404	11,356	13,345	12,936	19,993	19,790	27,390	36,990	47,690	58,990
有利子負債	9,328	9,888	9,682	9,453	8,246	8,246	8,246	8,246	8,246	8,246
企業価値(遡及値)	77,320	132,874	267,282	317,840	318,295	525,824	518,224	508,624	497,924	486,624
<b>株価バリュエーション</b>										
株価(期末、円)	607	1,040	2,098	2,488	2,555	4,160	4,160	4,160	4,160	4,160
PER(倍、遡及値)	26.1	30.8	46.5	46.5	42.7	53.5	45.5	37.6	33.4	29.4
PBR(倍、遡及値)	3.6	5.2	8.3	10.0	7.4	10.3	8.7	7.4	6.3	5.4
EV/ EBITDA(倍、遡及値)	14.0	17.7	26.9	25.9	23.8	30.6	25.9	21.8	19.2	16.7
配当利回り (%)	1.0	0.8	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
自己資本比率 (%)	59.9	59.9	63.8	64.2	70.6	72.0	73.1	74.6	76.2	77.7
ROE (%)	16.8	18.3	20.0	21.3	20.1	20.7	20.7	21.3	20.4	19.8
ROA (%)	9.5	11.0	12.4	13.6	13.6	14.8	15.0	15.8	15.4	15.3
Net DELシオ (%)	-4.9	-5.7	-11.2	-10.8	-26.3	-22.0	-31.1	-39.6	-46.4	-51.0

(出所) Bloomberg、MUMSS 作成、予想は MUMSS



## Appendix A

**アナリストによる証明**

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

**重要な開示事項**

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%以上を保有しています：関電工、アウトソーシング、トヨタ紡織、ラウンドワン、ライオン、住友金属鉱山、住友重機械工業、ツバキ・ナカシマ、ソニー、メイコー、キーエンス、日本シイエムケイ、ローム、三菱重工業、川崎重工業、IHI、朝日インテック、アシックス、任天堂、イーレックス

MUMSS及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の0.5%超を保有しています：関電工、UTグループ、アウトソーシング、トヨタ紡織、ラウンドワン、ライオン、住友金属鉱山、住友重機械工業、ツバキ・ナカシマ、ソニー、メイコー、キーエンス、日本シイエムケイ、ローム、三菱重工業、川崎重工業、IHI、朝日インテック、アシックス、任天堂、イーレックス

上記保有開示について、上場から1ヵ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載によります。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算します。

MUMSS及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社の有価証券の募集又は売出し等に際し、主幹事又は共同幹事を務めたことがあります：トヨタ紡織、ツバキ・ナカシマ、三菱重工業

MUMSS及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領しており及び／又は対価を得て投資銀行業務を提供するような契約を締結しています：トヨタ紡織、ライオン、ツバキ・ナカシマ、ソニー、三菱重工業、川崎重工業、IHI

MUMSS及びその関連会社等は今後3ヵ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています：関電工、アウトソーシング、トヨタ紡織、ラウンドワン、ライオン、住友金属鉱山、住友重機械工業、ツバキ・ナカシマ、ソニー、メイコー、キーエンス、日本シイエムケイ、ローム、三菱重工業、川崎重工業、IHI、朝日インテック、アシックス、任天堂

**三菱UFJモルガン・スタンレー証券レーティングシステム:**

個別銘柄に対するレーティングの定義

Overweight (OW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合

Neutral (N) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合

Underweight (UW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

中小型に分類された銘柄に対するレーティングの定義

Buy 絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合

Hold 絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合

Sell 絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後12ヵ月間です。

**三菱UFJモルガン・スタンレー証券のレーティング分布（2018年1月12日付）**

レーティング項目	全対象銘柄	投資銀行部門顧客*
Buy (Overweight, Buy)	35.7%	37.2%
Hold (Neutral, Hold)	58.4%	29.9%
Sell (Underweight, Sell)	3.5%	18.8%
その他	2.4%	18.2%

当該レーティング項目において、「Buy」は「Overweight」（個別銘柄）と「Buy」（中小型株）の合計、「Hold」は「Neutral」（個別銘柄）と「Hold」（中小型株）の合計、「Sell」は「Underweight」（個別銘柄）と「Sell」（中小型株）の合計に該当します。

\*投資銀行部門顧客は過去12ヵ月間のデータに基づいて抽出され、レーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

**その他開示事項**

MUMSS は、MUMSS のリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSS の方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含む MUMSS の収益に基づき支払われます。

MUMSS 及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS 及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS の役員（以下、会社法（平成 17 年法律第 86 号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

MUMSS のリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しています。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

本レポートの開示情報は以下のリンクにある WEB ディスクロージャーよりご参照ください。  
<https://www.er.sc.mufg.jp/disclosure/disclosure.php>

**免責事項**

本レポートは、MUMSS が、本レポートを受領される MUMSS 及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本レポート内で MUMSS に言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報入手することも禁じられています。MUMSS は株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSS の方針に基づき、MUFG については投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSS が公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS 及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものでない可能性があります。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSS は本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。MUMSS は関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。

本レポートは、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポートを受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS 及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS ・その他 MUFG 関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

**英国及び欧州経済地域:** 本レポートが英国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities EMEA plc. (以下「MUS(EMEA)」)。電話番号: +44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)は、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority (ブルーデンス規制機構、「PRA」)の認可及び Financial Conduct Authority (金融行動監視機構、以下「FCA」)と PRA の規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client (プロ投資家)又は eligible counterparty (適格カウンターパーティー)向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients (リテール投資家)を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors (若しくはこれと同等の投資家)に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

**米国:** 本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」)。電話番号: +1-212-405-7000)により配布されます。MUSA は、United States Securities and Exchange Commission (米国証券取引委員会)に登録された broker-dealer (ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートが MUSA の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934 年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors (主要米国機関投資家)に限定されております。MUSA 及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUSA は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUSA の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座に関する FINRA の規制に該当しない場合があります。FLOES は MUSA の登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示): MUSA は税金に関するアドバイスの提供は行っていません。本レポート内 (添付文書を含む)の税金に関する記述は MUSA 及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めております。

**日本:** 本レポートが日本において配布される場合、その配布は MUFG のグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者である MUMSS (電話番号: 03-6627-5340)が行います。

**シンガポール:** 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia (Singapore) Limited (以下「MUS(SPR)」)。電話番号: +65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(SPR)はシンガポール政府の承認を受けた merchant bank であり、Monetary Authority of Singapore (シンガポール金融管理局)の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation of the Regulation 2 に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(SPR)は Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第 25 条: 一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第 27 条: ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第 36 条: ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(SPR)にご連絡ください。

**香港:** 本レポートが香港において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia Limited (以下「MUS(ASIA)」)。電話番号: +852-2860-1500)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)は Hong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及び Securities and Futures Commission (香港証券先物取引委員会; Central Entity Number AAA889)の規制を受けています。本レポートは Securities and Futures Ordinance により定義される professional investor を配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

**その他の地域:** 本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(ASIA)又は MUS(SPR)により配布されています。MUS(ASIA)は Australian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103 に基づき、Corporations Act 2001 が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(SPR)は ASIC Class Order Exemption CO 03/1102 により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアの Corporations Act 2001 に定義される wholesale client のみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートは MUS(EMEA)又は MUSA により配布されます。MUSA は international dealer exemption の措置により次の各州、準州において金融取引業者としての登録を免除されています: アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、ニュー・ブランズウィック州、ニューファンドランド・ラブラドル州、ノースウエスト準州、ノバ・スコシア州、ヌナブト準州、プリンス・エドワード・アイランド州、サスカチュワン州、ユーコン準州。MUS(EMEA) は international dealer exemption の措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています: アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州。本レポートはカナダにおける National Instrument 31-103 によって定義された permitted client のみを配布対象としております。本レポートに含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は特定の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本レポートに含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるのではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国（中華人民共和国「PRC」を意味し、PRCの香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く）において、複製・発行・配布されてはなりません（ただし、PRCの適用法令に準拠する場合を除きます）。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.404%（税込み）（ただし約定代金 193,000 円以下の場合は最大 2,700 円（税込み））の手数料が必要となります。

本レポートは MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-8127

東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティリサーチ部

Tel.03-6627-5340 Fax.03-6627-5344

本レポートの内容に関する追加・補足情報はご希望に応じて提供いたします。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2336号

（加入協会）日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会