

IHI (7013)

<投資評価変更>

航空機エンジンは陰の極。PBR、PER 双方で割安感大きい

- 投資評価「1」に引き上げ。航空エンジンは来期以降長期的回復基調
- 追加費用リスクは小さい。ボイラ事業はアフターサービスに注力
- PBR、PER 双方で割安感大きい。出遅れバリューメリットとして推奨

Action and catalysts

21/3期 2Q の決算を経て業績予想を修正する。21/3期の営業利益予想を旧 209 億円→新 226 億円、22/3期を旧 520 億円→新 416 億円とする。IFRS ベースの業績予想に変更している。今後 6~12カ月の目標株価を 2,000 円から 2,500 円へ、セクター内相対評価に基づく投資評価を「2」から「1」へ引き上げる。

What we changed

国際線を中心に運航再開ペースは遅く、有償旅客キロ (RPK) の回復は弊社旧予想よりも緩慢である。依然として不透明感が大きい航空エンジン事業ではあるが、胴機を中心に行なが再開された機体が増加しつつある。同社主力の V2500 エンジン (A320 向け等) や、新型エンジン PW1100G-JM エンジン (A320neo) におけるスペアペース事業の売上増が期待できよう。従来予想よりも回復のスピードは遅いものの、同事業の業績は 21/3期 1H がボトムとの見方を変更する必要はないと考えている。

ボイラ事業は石炭火力新設案件の減少は収益性にとってポジティブであることに加え、CO2 削減のため、確実な保守点検、高効率化を推進するため、メンテナンス事業の拡大を図っており、ESG の観点からポジティブに評価できる。ターボチャージャー事業も、EV 化はネガティブな一方、水素社会に向け FCV (燃料電池) の需要が増加すれば、開発中の FCV 向け電動ターボの次世代機の売上拡大が期待できよう。

エルバ島 LNG プラントは 8 月 26 日にプラント全体の引渡しを完了している。海外大型工事において、追加費用が計上されるリスクは大きく低下しており、航空エンジン、ターボチャージャー事業の回復を相殺してしまうリスクは限定的と考えている。

Our focus points

同社航空エンジンは比較的売れ行きが好調なモデルが多く、RPK の減少幅に比べ、足元でも売上高の減少は小さい。PW1100G-JM エンジンは従来に比べスペアペースの売上高が伸長するタイミングが早いと想定していることもあり、同社スペアペース事業の売上高は、23/3期にはコロナ前の水準 (20/3期) を上回る前提としている。長期的には 21/3期売上高の 3 倍程度の売上高が見込めると予想している。

IHI(7013) : 業績サマリー(IFRS)

	19/3	20/3	21/3 予	22/3 予	23/3 予	24/3 予	25/3 予
売上高	十億円	1,483.4	1,386.5	1,146.3	1,156.1	1,186.5	1,220.9
営業利益	十億円	82.5	60.8	22.6	41.6	65.3	80.8
純利益	十億円	39.9	12.8	4.6	23.4	38.5	48.6
EPS	円	258.5	84.2	31.0	157.6	259.3	327.3
DPS	円	70.0	50.0	0.0	40.0	90.0	100.0
PER	倍	10.3	15.0	57.0	11.2	6.8	5.4
EV/EBITDA	倍	4.9	4.4	6.0	4.9	3.9	3.4

注: EPS は希薄化前

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

Key drivers

(1)航空機エンジンスペアパーツ事業の動向、(2)低採算事業の構造改革、(3)エンジニアリング案件の収益性。

Valuation and risks(目標株価:2,500円)

目標株価は、22/3期予想EPSに機械・造船・プラントセクターの21/3期予想基準PER16倍を適用している。

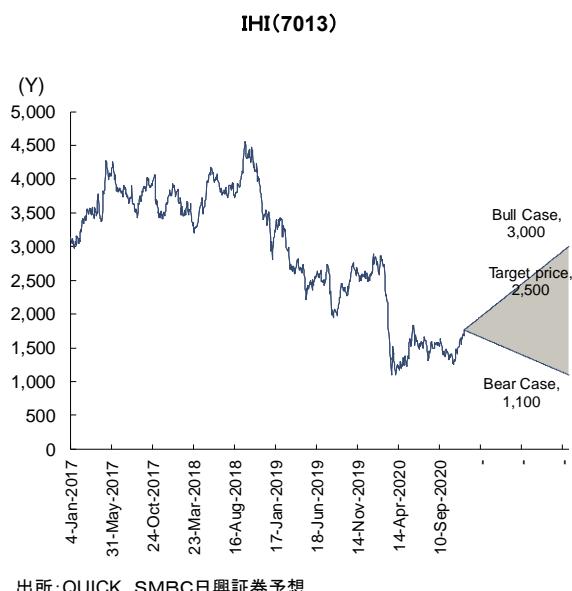
リスク要因は、(1)新興国の景気によって航空機需要が増減すること、(2)大型案件の採算変動、(3)為替変動、など。

Bull case fair value(3,000円)

追加費用リスクがある案件が終了し、ワクチン開発などで航空機エンジン事業の成長期待が再度高まった際はPER20倍程度まで評価されると想定し、22/3期予想EPS(157.6円)に基づく理論株価は3,000円と試算される。

Bear case fair value(1,100円)

今後も度重なる追加費用が計上され、かつ航空会社の破たんやボーリングの経営不安などで航空エンジンの成長期待が更に下落し、同社事業に対する減損リスクなども考慮された場合、PBR0.5倍の評価で想定し、22/3期予想BPS(2,350.0円)に基づく理論株価は1,100円と試算される。

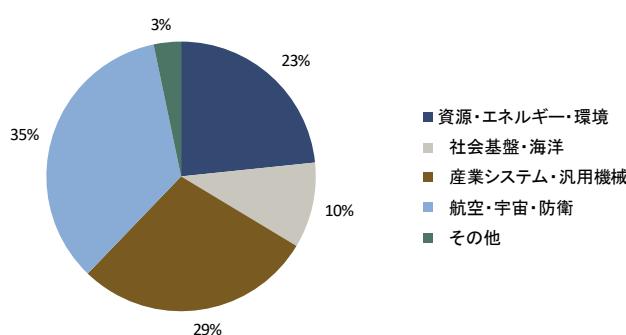
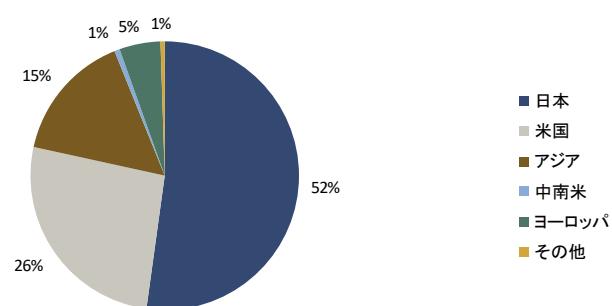
**Company profile**

航空機エンジンにおける国内トップメーカーであり、米ゼネラル・エレクトリック社(GE)の共同開発パートナーとして重要な地位を占めている。このターボ技術を活かした自動車向けターボチャージャーの更なる成長が期待できる。今後の注目ポイントはターボチャージャー、航空機エンジンの収益性回復、海外ボイラ事業の受注競争力等である。

IHI(7013):為替感応度(1円円安に対する影響)

	21/3 予				為替感応度(十億円)				為替感応度(%)			
	為替前提 Y/\$	Y/€	売上高 (十億円)	営業利益 (十億円)	Y/\$	Y/€	売上高 (十億円)	営業利益 (十億円)	Y/\$	Y/€	売上高 (十億円)	営業利益 (十億円)
会社予想	105.0	-	1,150.0	20.0	-	-	-	-	-	-	-	-
日興予想	105.0	-	1,146.3	22.6	-	-	+0.8	-	-	-	-	+3.5

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

事業別売上高(20/3期実績)**地域別売上高(20/3期実績)**

出所:会社資料、SMBC日興証券

出所:会社資料、SMBC日興証券

IHI(7013) : 業績表(IFRS)

	売上高 (十億円)	前年比 (%)	営業利益 (十億円)	前年比 (%)	税前利益 (十億円)	前年比 (%)	純利益 (十億円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	ROE (%)	EV/EBITDA (倍)
19/3	1,483.4	-6.7	82.5	14.1	69.4	3.7倍	39.9	4.8倍	258.5	10.3	11.8	4.9
20/3	1,386.5	-6.5	60.8	-26.3	38.8	-44.2	12.8	-67.9	84.2	15.0	3.8	4.4
21/3	1Q	218.6	-22.3	-9.2	-	-7.9	-	-7.7	-	-	-	-
21/3	2Q	264.3	-15.8	3.1	-67.6	-0.6	-	-1.9	-	-	-	-
21/3	3Q 予	284.0	-	1.7	-	-	-	-	-	-	-	-
21/3	4Q 予	379.5	-	27.0	-	-	-	-	-	-	-	-
21/3	1H	482.8	-18.8	-6.1	-	-8.5	-	-9.6	-	-	-	-
21/3	1-3Q 予	766.8	-	-4.4	-	-	-	-	-	-	-	-
21/3	会予	1,150.0	-	20.0	-	10.0	-	1.0	-	6.7	262.3	-
21/3	今予	1,146.3	-	22.6	-	17.6	-	4.6	-	31.0	57.0	1.4
21/3	前予	1,156.5	-16.6	20.9	-65.6	6.1	-84.3	0.0	-	0.0	-	7.3
21/3	コンセンサス	1,194.8	-	19.9	-	8.2	-	0.0	-	1.8	965.5	0.2
22/3	今予	1,156.1	0.9	41.6	84.1	39.6	2.3倍	23.4	5.1倍	157.6	11.2	6.9
22/3	前予	1,214.1	5.0	52.0	2.5倍	34.0	5.6倍	18.3	-	123.1	14.3	5.5
22/3	コンセンサス	1,272.5	6.5	45.4	2.3倍	38.3	4.7倍	17.0	1,305.5倍	108.0	16.3	5.8
23/3	今予	1,186.5	2.6	65.3	57.0	63.3	59.8	38.5	64.5	259.3	6.8	10.6
23/3	前予	1,257.7	3.6	79.7	53.3	64.7	90.3	38.8	2.1倍	261.0	6.8	11.1
23/3	コンセンサス	1,346.1	5.8	67.1	47.8	54.5	42.4	31.0	82.4	202.2	8.7	9.3

株価は12月9日時点、コンセンサス(I/B/E/S)は12月8日時点

注:EPSは希薄化前。実績は日本会計基準

出所:会社資料、QUICK、Refinitiv、SMBC日興証券予想

IHI(7013) : 主要財務比率

会計基準	18/3 連結	19/3 連結	20/3 連結	21/3 予 IFRS	22/3 予 IFRS	23/3 予 IFRS	24/3 予 IFRS	25/3 予 IFRS
一株当たり指標								
EPS(円)	53.7	258.5	84.2	31.0	157.6	259.3	327.3	374.4
BPS(円)	2,103.2	2,263.1	2,196.0	2,232.4	2,350.0	2,519.3	2,746.5	3,011.0
DPS(円)	60.0	70.0	50.0	0.0	40.0	90.0	100.0	110.0
一株当たりFCF(円)	330.7	-213.1	-413.0	130.6	219.5	208.1	272.1	339.4
バリュエーション								
PER(倍)	61.5	10.3	15.0	57.0	11.2	6.8	5.4	4.7
PBR(倍)	1.57	1.17	0.57	0.79	0.75	0.70	0.64	0.59
PSR(倍)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
株価FCF倍率(倍)	10.0	-	-	13.5	8.0	8.5	6.5	5.2
EV/EBITDA(倍)	5.6	4.9	4.4	6.0	4.9	3.9	3.4	2.9
配当性向(%)	111.7	27.1	59.4	0.0	25.4	34.7	30.6	29.4
配当利回り(%)	1.8	2.6	4.0	0.0	2.3	5.1	5.7	6.2
FCFイールド(%)	10.0	-8.0	-32.7	7.4	12.4	11.8	15.4	19.2
収益性								
営業利益率(%)	4.5	5.6	4.4	2.0	3.6	5.5	6.6	7.3
ROA(%)	0.5	2.4	0.8	0.3	1.4	2.3	2.9	3.2
ROE(%)	2.6	11.8	3.8	1.4	6.9	10.6	12.4	13.0
デュポン3								
純利益率(%)	0.5	2.7	0.9	0.4	2.0	3.2	4.0	4.4
総資産回転率(回)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
財務レバレッジ(倍)	5.0	4.8	5.3	5.2	4.9	4.5	4.2	3.9
財務健全性								
自己資本比率(%)	19.9	21.0	18.7	19.1	20.4	22.1	23.8	25.7
D/Eレシオ(倍)	1.0	1.0	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
有利子負債/営業CF(倍)	3.3	7.7	33.3	5.9	4.2	4.3	3.8	3.3

株価は12月9日時点

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

IHI(7013) : 同業他社比較

銘柄コード	会社名	終値	日付	Rating*	PER(倍)	PBR(倍)	EV/EBITDA(倍)	OPM(%)	ROE(%)	予想1期目コンセンサス
7011	三菱重工業	2,671.0円	2020/12/9	3	76.1	0.78	9.6	1.0	0.9	
GE US	General Electric	USD10.96	2020/12/8	2	199.3	2.93	15.8	0.3	1.0	
HON US	HONEYWELL INTL.	USD212.07	2020/12/8	2	30.2	7.97	18.0	-	26.7	
MTX GR	MTU AERO ENGINES HLDG.	EUR206.30	2020/12/8	3	40.3	4.15	17.9	13.9	10.5	
RR/ LN	ROLLS-ROYCE HOLDINGS	GBP126.25	2020/12/8	3	-	-2.00	-	-	55.6	
SAF FP	SAFRAN	EUR122.00	2020/12/8	3	46.9	3.93	17.5	4.1	8.4	

*コンセンサス(I/B/E/S)は12月8日時点、コンセンサスのレーティングは1=Strong Buy、2=Buy、3=Hold、4=Sell、5=Strong Sell

出所:QUICK、Refinitiv

1~3ページに掲載したデータの算出定義についてはhttps://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/Non_Fin_definitions_J.pdfをご覧ください。

目次

追加費用低減、航空エンジン回復でバリュエーションは切り上がろう	5
投資評価を「1」に引き上げ	5
成長のけん引役は航空機エンジン	8
売れ筋エンジンに参画。参画シェアも上昇傾向	9
業績予想とリスク要因	12
新型コロナ影響は航空エンジンで大きいものの、21/3期上期がボトム	12
リスク要因	13
航空エンジンはストックビジネス。21/3期下期から業績回復へ	14
航空エンジン事業は21/3期上期が最悪期と予想	14
航空エンジン事業概要	18
航空機エンジン事業のライフサイクルと同社におけるトレンド	19
スペアパーツの長期的ポテンシャル	21
追加費用計上は一巡、営業利益率8%への具体的施策に期待	24
懸案のエルバ島LNGは商業運転開始。引当金の計上はピークアウト	24
構造改革:事業譲渡を徐々に行いつつある	26
ESGの視点からのIHI	28
情報開示スコアは比較的高い	28
連結財務諸表	30

追加費用低減、航空エンジン回復でバリュエーションは切り上がろう

投資評価を「1」に引き上げ

機械、造船・プラントセクターで数少ない低バリュエーション銘柄

21/3期 2Q 決算を経て、業績予想を修正し、投資評価を「2」から「1」、目標株価は旧 2,000 円→新 2,500 円に引き上げる。22/3期予想 EPS の 16 倍で目標株価を算定している。同社バリュエーションは PER、PBR 双方で割安感が大きいと考える。

(1) 航空エンジン事業は売れ筋のエンジンプログラムに参画していることから、市場環境を上回る売上高推移が続いている。中国域内での運航が多い A320 用 V2500 エンジンのスペアパーツ売上高の回復が見込める。加えて、今後ワクチンの開発、普及に伴い、国際線の回復も進めば、B777 向け GE90 エンジン、B787 向け GEnx エンジンの回復も加わり、業績は大きく改善すると予想していること、

(2) 長らく苦しんできたエルバ島 LNG プラント案件は 2020 年 8 月にようやく引渡しが完了し、リスクが高い大型案件がなくなりつつある。今後 LNG プラントを受注する可能性は非常に低く、プラント事業は基本的に国内サービス事業を強化することに注力するものと予想している。また、石炭火力新設案件の減少は結果的に同社ボイラ事業の業績を安定化させるとみている。過去のように繰り返し追加費用を計上するフェーズは終わったと考えていること、加えて、長期的に、ガソリンエンジンにおいて、ダウンサイ징による低燃費化のデバイスとしてターボチャージャーの適用が拡大していくものと予想している。新規車種への搭載もあり、同事業の売上高は 21/3 期の 1,490 億円から、22/3 期は 1,953 億円と、増収傾向が続くと予想している。また、同社が開発した FCV 向けターボ製品は水素社会が進展するすれば、既存製品の需要減少を十分補う可能性があるものと考えている。ボイラ事業は、CO2 削減のため、確実な保守点検、高効率化を推進するために、メンテナンス事業の拡大を図っていく方針である。ESG の観点からも、既存石炭火力プラントの高効率化に伴う CO2 削減はポジティブに評価されるものと考えていること、

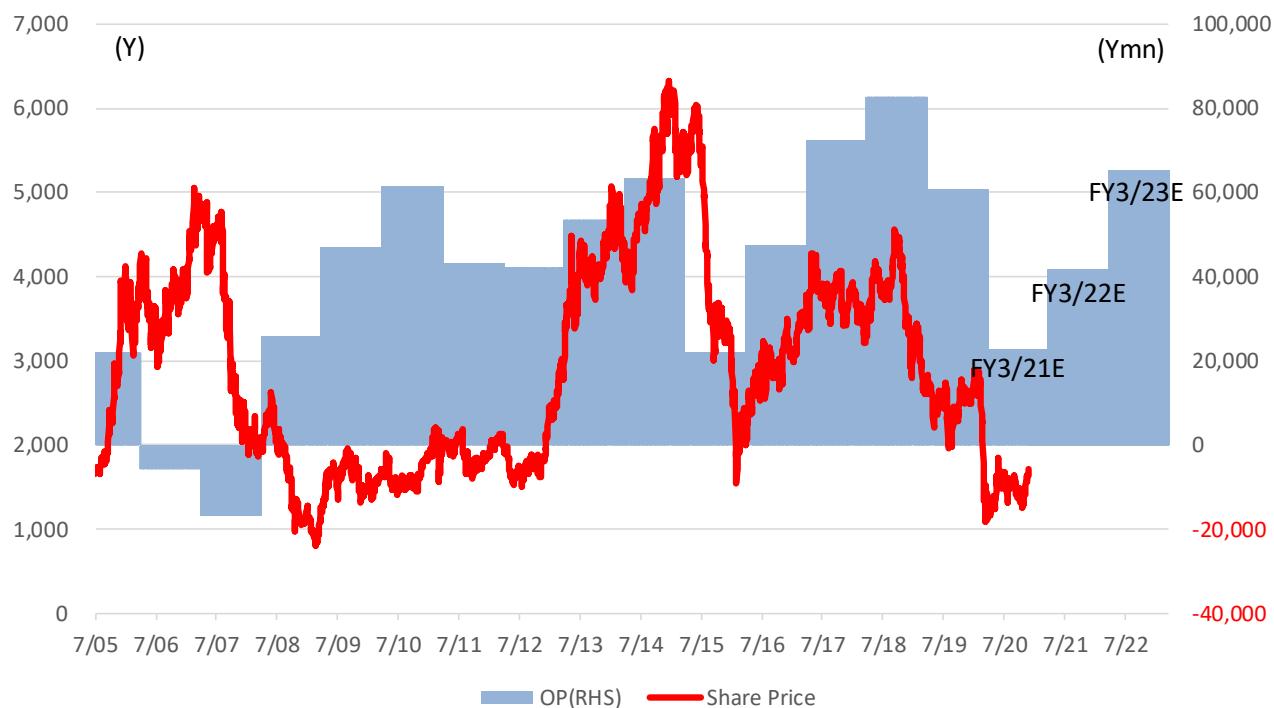
(3) ターボチャージャー事業におけるコスト削減、ボイラ事業におけるメンテナンス事業の拡大など、収益力強化の取り組みが成果を現わし始めている。業績を下支えする事業が着実に増えつつあり、航空・宇宙・防衛事業だけではなく、全体の収益性が改善していくフェーズに入りつつあること、

などから、特に航空機業界の市場環境回復をきっかけとして、同社バリュエーションが切りあがる可能性があるものと予想している。機械、造船・プラントセクターの株価は大きく上昇しており、数少ない出遅れ銘柄として推奨する。

過去、同社の株価は常に、航空エンジン事業の成長期待で上がり、プラント、ボイラ事業などにおける追加費用で下がることを繰り返してきた。今後については、上記のように追加費用リスクが小さいことに加え、ワクチンの開発により再度航空エンジン事業の見方がポジティブに転じてくれれば、株価の上値余地は大きいと予想している。

図表1. 株価は過去15年で最低水準であるが、業績回復が評価されるフェーズに入ろう

同社株価と営業利益推移と予想

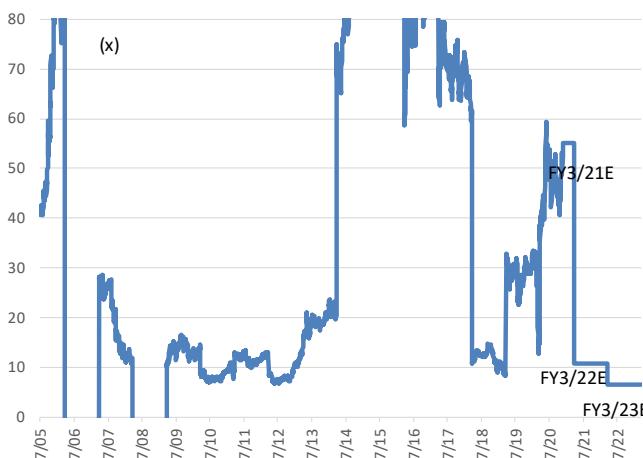


出所:会社資料、SMBC日興証券予想

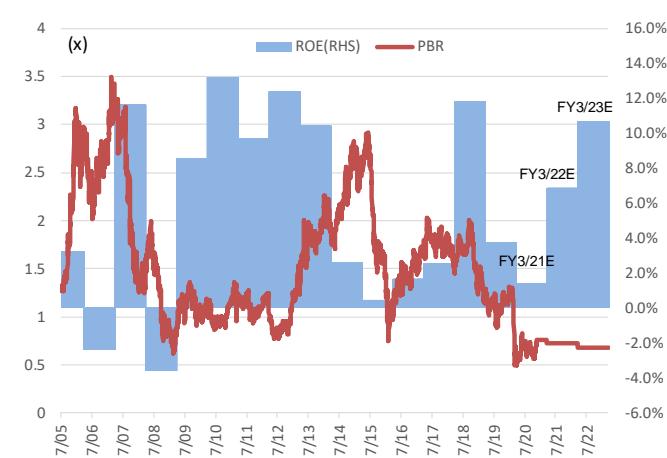
PER、PBRの推移は以下のとおり。将来におけるPER、PBRは、2020年12月4日の株価をベースに計算している。PERは変動が大きく、見づらいが、現在の株価は22/3期予想ベースで10倍水準のPERとなる。PBRは22/3期予想ベースで0.7倍強と、新型コロナ発生直後の最低水準からはやや回復しているが、依然としてヒストリカルで低位である。度重なる追加費用を計上していたタイミングよりもPBRが低位に位置づけられている。

図表2. PER、PBRともに割安感が大きい

PERの推移と予想



PBRとROEの推移と予想



注:2020年12月4日終値ベース

出所:ブルームバーグ、SMBC日興証券予想

航空機業界の株価パフォーマンス

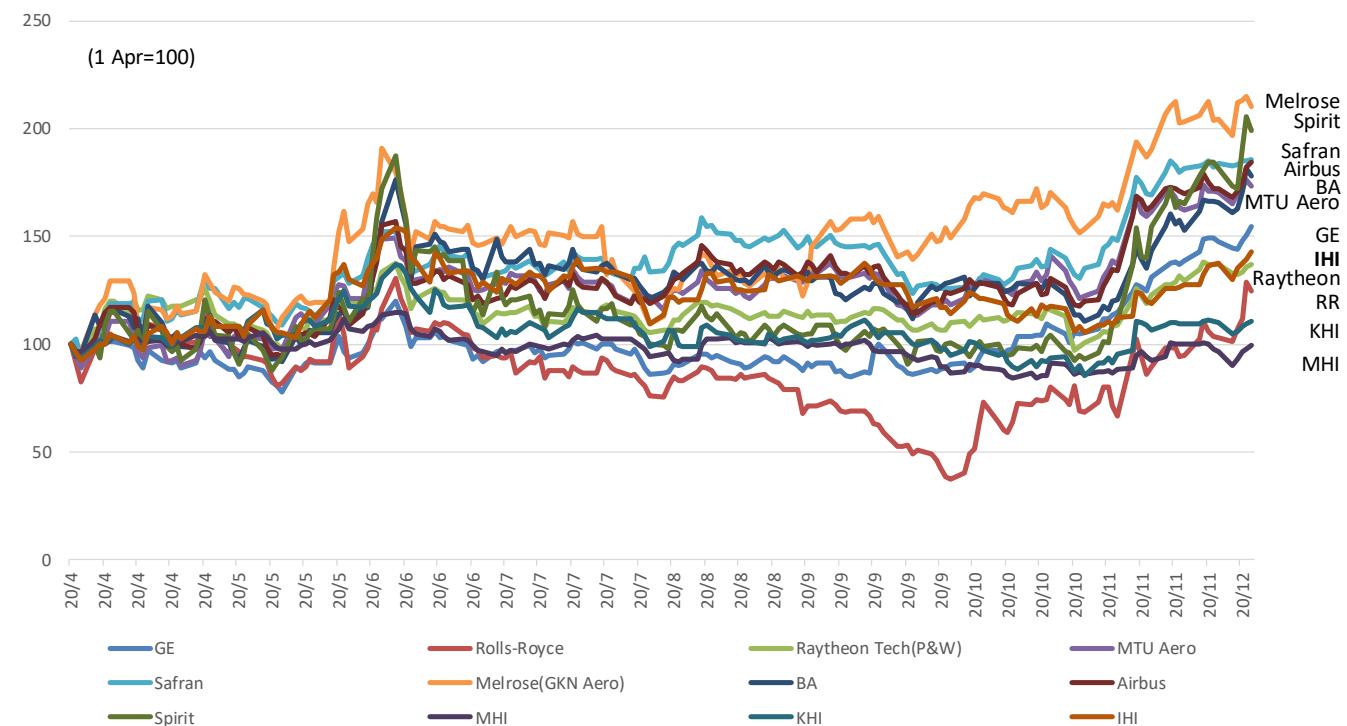
グローバルの航空機業界株価パフォーマンスをみると、概ね2020年4月をボトムとして、株価は回復基調にある。2020年4月1日を100とした場合、12月4日時点の株価パフォーマンスでIHIは12社中8位の位置づけで、やや出遅れているといえる。

航空機機体の生産レートは、2021年も低下する可能性が高い。新型コロナ前はB787の生産レートは月14機であったが、2021年には月6機まで低下するとボーイングはコメントしている。エアバスもA320の生産レートを60機から2021年半ばまでは少なくとも40機体制を維持するとしている。

しかしながら2021年後半から、エアバスはA320の生産レートを40機から47機に引き上げる可能性が出てきている。航空機業界も徐々に明るさが見え始めているといえるが、基本的には、運航再開の恩恵をいち早く享受することができる機体ではなく、航空機エンジン（運航再開に伴いエンジンスペアパーツの需要が増加）事業であり、IHI（航空機エンジンのみ。機体には関与していない）は航空機機体の製造を手掛けている企業に比べ、業績の回復タイミングは早いと考えている。

図表3. IHIはより航空宇宙事業の業績回復タイミングが早いと予想するが、株価はやや出遅れ

グローバル航空機業界12社の株価パフォーマンス（2020年4月=100とする）



出所:ブルームバーグ、SMBC日興証券

航空機エンジン業界のバリュエーション

GE、P&W(Raytheon傘下)、RRといったエンジンメーカー、GKN(Melrose傘下)、MTU、SafranといったIHIと同じTier1メーカーとのバリュエーション比較は以下のとおり。事業規模の違いは大きいが、IHIが相対的に割安感が大きい。

図表4. 競合比較バリュエーション

Company	Currency	2020/12/9 Share Price	Mkt Cap (mn USD)	FY0 EPS	FY1 EPS	FY2 EPS	FY0 PER	FY1 PER	FY2 PER	FY0 ROE(%)	FY1 ROE(%)	FY2 ROE(%)	FY0 PBR	FY1 PBR	FY2 PBR
IHI	JPY	1,743	2,586	31.0	157.6	259.3	56.3	11.1	6.7	1.4	6.9	10.6	0.78	0.74	0.69
GE	USD	10.96	96,008	0.06	0.37	0.55	199.3	30.0	20.0	1.7	9.6	21.4	3.01	3.14	2.82
Raytheon	USD	74.48	113,114	2.90	3.46	4.66	25.7	21.6	16.0	8.6	6.6	8.8	1.41	1.64	1.60
RR	GBP	126.25	14,129	-67.70	-0.80	5.90	-1.9	-157.8	21.4	-	-	-	-1.60	-1.68	-1.84
Melrose Industries	GBP	162.10	10,533	0.97	5.88	9.45	167.8	27.6	17.2	0.9	4.4	7.6	113.20	117.81	121.15
MTU Aero Engines	EUR	205.50	13,222	5.27	6.59	8.29	39.0	31.2	24.8	10.1	12.4	14.2	4.14	3.82	3.50
Safran	EUR	122.00	63,164	2.33	3.86	5.22	52.3	31.6	23.4	8.7	12.3	15.7	4.04	3.78	3.52

注:ブルームバーグコンセンサス(12/8付)

出所:ブルームバーグ、SMBC日興証券予想

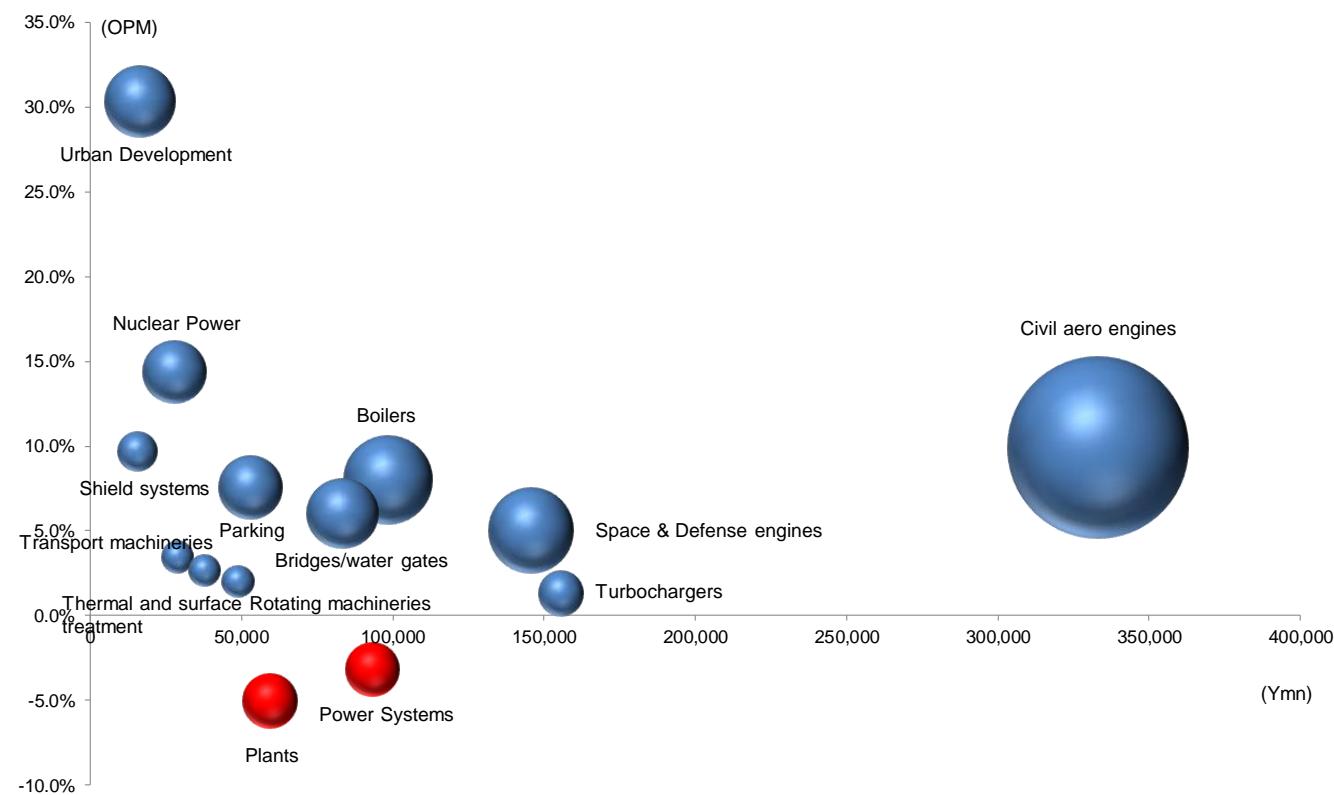
成長のけん引役は航空機エンジン

民間航空エンジンが利益の源泉

20/3期実績における、各SBU(Strategic Business Unit:戦略的事業単位)の営業利益レベルと営業利益率は下図のとおり。営業利益水準、収益性はあくまで弊社推定であり、同社からの発表はないことに留意されたい。基本的には、民間航空エンジン事業が利益の源泉(21/3期は新型コロナの影響が甚大であり、営業赤字に転落する予想)であり、都市開発事業(社会基盤・海洋事業)、原子力事業(資源・エネルギー・環境事業)は比較的収益性が高く、安定していると予想している。ターボチャージャー事業(産業システム・汎用機械事業)については徐々に収益性が低下していたが、固定費削減の取り組みを進めており、21/3期は新型コロナの影響あるも増益を確保するものと予想している。資源・エネルギー・環境事業に含まれる原動機事業、プラント事業は20/3期は営業赤字であったものと推定している。21/3期も大幅な改善は見込んでいない。

図表5. 民間航空機エンジンが利益の源泉

各SBUの営業利益と営業利益率推定(20/3期実績ベース)



出所:会社資料、SMBC日興証券推定

SWOT分析

同社のSWOT分析を示している。成長機会として最も有望なのは航空エンジンストックの拡大による、スペアパーツ事業の成長である。EV化はターボチャージャー事業にとってネガティブだが、マイルドハイブリッド車の90%以上はターボチャージャーの装着が見込まれており、既存ターボチャージャーの売上減少をカバーしていく方針である。加えて、FCV(燃料電池)車向けに、空気供給用オイルフリー電動ターボの次世代機を開発しており、売上の拡大を狙っていく。

ターボチャージャーは、高圧力の空気をエンジンに供給することで出力増加、省燃費、排ガス清浄化に貢献する製品である。ガソリンエンジンにおいて、ダウンサイ징による低燃費化のデバイスとして適用が拡大していくものと予想している。新規車種への搭載もあり、同事業の売上高は21/3期の1,490億円から、25/3期は1,953億円と、増収傾向が続くと予想している。

それ以降は、既存ターボチャージャーの製品領域において需要は減少するリスクが高いが、上記のとおり、同社が開発したFCV向けターボ製品は水素社会が進展するとすれば、既存製品の需要減少を十分補う可能性があると考えている。

新設石炭火力案件が減少することは、ボイラ事業の売上高にとってネガティブであるが、過去何度も新設案件において追加費用が発生していたことを考えると、むしろ新設案件の減少は収益性にとってはポジティブともいえよう。同社は、ボイラ事業の収益性は開示していないが、17/3期までは新設案件の追加費用によって、業績の足を引っ張っていたものと予想している。20/3期以降、同事業の収益性は実際に改善傾向に向かっていると予想しているが、これは収益性が低い案件の一巡と、メンテナンス事業の増加が寄与しており、22/3期以降営業利益率は10%を超える前提で業績予想を行っている。

同社は引き続き、CO2削減のため、確実な保守点検、高効率化を推進するために、メンテナンス事業の拡大を図っていく方針である。ESGの観点からも、既存石炭火力プラントの高効率化に伴うCO2削減はポジティブに評価されるものと考えている。

図表6. ターボ回転分野の技術力が強み。EV化、石炭火力規制はリスク要因

SWOT分析

Internal factors(内的要因)		External factors(外的要因)	
Strengths (強み)	■ ターボ回転技術の蓄積が航空機エンジン、ターボチャージャー、レシプロ圧縮機事業に活かされていること	Opportunities (事業機会)	■ 民間航空機事業は新興国の経済成長を主因に長期的な成長が見込まれること。エンジン製造メーカーのネットワークによる整備事業拡大
	■ アフターサービスが主体の航空機エンジン事業が最大の利益貢献事業であり、今後も安定した収益が見込まれること ■ 長期的に低迷が見込まれる造船事業で持分比率を下げてきたこと ■ 豊洲地域に土地を所有しており、損益の悪化を土地、不動産の売却でカバーできること		■ 環境規制強化の流れがエンジンのダウンサイ징、ターボチャージャーの装着率上昇に繋がること ■ 日本におけるインフラ老朽化による更新需要が期待できること
Weaknesses (弱み)	■ EPC関連事業において収益が悪化する事象が過去多く発生しており、契約、プロジェクト管理の甘さが目立つこと	Threats (脅威)	■ 航空機エンジン業界への、スペアパーツにおける価格面の不満が高まり、収益性が低下すること
	■ エンジニアリング関連以外においても、低収益事業を抱えていること ■ フリーキャッシュフローの創出力に乏しく、バランスシートが比較的弱いこと		■ 電気自動車普及によるターボチャージャーの需要が減少すること ■ 石炭火力発電に対する規制強化により、同社ボイラ事業が低迷すること

出所:SMBC日興証券

売れ筋エンジンに参画。参画シェアも上昇傾向

IHIはRRSP(Risk and Revenue Sharing Partner)としてエンジンプログラムに参画したのは1983年から開発が開始されたV2500エンジンが最初であり、MTUやSafranに比べると、10年以上参加タイミングが遅いことに加え、各エンジンの参画シェアは相対的に低い。よって現時点においては、スペアパーツの収益寄与は他Tier1メーカーに比べ小さいものの、A320向けV2500、B787向けGENx、B777向けGE90、RJ(リージョナルジェット)向けCF34、A320neo向けPW1100G-JMエンジンなど、いずれもベ

ストセラー機材に搭載されているエンジンプログラムに参画しており、各エンジンでの参画シェアも上昇している。例えば、下図のように、A320neoに搭載されているV2500エンジンにおいて、IHIの参画シェアは14%であるが、A320neoの後継機であるA321Xに搭載されているPW1100G-JMエンジンにおいては参画シェアは15%に上昇している。B777に搭載されているGE90エンジンにおいて、IHIの参画シェアは9.0%であるが、B777の後継機であるB777Xに搭載されるGE9Xにおいて、IHIの参画シェアは10.5%となっている。長期的にはIHIのスペアパーツ事業の売上構成比は高まり、収益安定化が見込めると予想している。

図表7. 人気機材に搭載されているエンジンにIHIは参画している

主要エンジンのRRSP、採用されている機材の一覧

	IAE V2500	CFM CFM56	CF34	GE90	GEEnx	RR Trent1000	PW1100G-JM	CFM LEAP-1A	GE9X	PW4000	PW6000	PW1900	GP7000	RR Trent500	RR Trent800	RR Trent900	RR Trent XWB
Prime	GE RR P&W	60.8%		50.0%	70.0%	67.3%	65.3%	65.0%	50.0%	75.0%			30.0%	70.0%	70.0%	70.0%	60.0%
Tier1	MTU Safran	16.0%	50.0%		23.7%	7.7%	6.5%	18.0%	50.0%	4.0% 10.5%	12.5%	18.0%	18.0%	22.5% 17.5%			
	IHI	14.0%		27.0%	9.0%	15.0%		15.0%	10.5%	SC				5.5%	5.0%		
	MHI	3.5%					7.0%	2.3%		10.0%	7.5%					7.0%	7.0%
	KHI	5.8%			3.0%		5.5%	8.5%	6.0%					5.0%	4.0%	3.0%	3.0%
	GKN							12.0%						2.5%	2.5%	15.0%	15.0%
	ITP (RR)							7.5%						17.0%	18.5%	12.0%	8.0%
	Others																
Boeing	B737 B737MAX B747 B777 B777X B787		○				○		○		○					○	
							○		○		○					○	
Airbus	A318 A320neo A320neo A330 A340 A350 XWB A380	○	○					○	○		○			○		○	○
Bombardier	CRJ Cseries Global7000			○													
Embraer	E1 E2			○								○					
Comac	ARJ21 C919			○				○									

注: 黄色のハイライトは搭載するエンジンが複数ある場合

出所: 各種資料、SMBC日興証券

総合重機械3社の参画プログラム一覧

三菱重工、川崎重工、IHIの航空機事業における参画プログラムは以下の通り。IHIは航空機の機体製造には関与しておらず、エンジンのみである。三菱重工、川崎重工は、エンジンプログラムに参画しているものの、エクスボーナーが大きいのは機体製造分野である。機体製造については、22/3期についても生産量が減少する可能性が高い一方で、エンジンについては、運航再開の流れになれば、スペアパーツ事業を中心に22/3期から生産量が増加すると予想している。IHIの業績回復タイミングは他社に比べ早いと予想している。

図表8. IHIはエンジンのみ参画

総合重機械3社の参画プログラム詳細

	メーカー	機種名	三菱重工 生産部位	参加シェア	川崎重工 生産部位	参加シェア	IHI 生産部位	日本全体 参加シェア
機体	ボーイング	B-767	7% 後胴、胴体扉	4%	前胴、中胴、貨物扉			15%
		B-777	9% 後胴、尾胴、胴体扉	7%	前胴、中胴、貨物扉他			21%
		B-787	18% 主翼	9%	前胴部位、主脚格納部等			35%
		B-777X	9% 後胴、尾胴、胴体扉	7%	前胴、中胴、貨物扉等			21%
	エアバス	A380	下部前後カーゴドア		中胴スキンパネル			
		A321		15%	主翼、中央翼			
	エンブラエル	EMBRAER170/190						
	ボンバルディア	Global Express等	15% 主翼、中胴					
	IAE	V2500	3.45% 高圧タービン部品	5.75%	ファンケース、低圧コンプレッサー	14%	ファンケース、低圧コンプレッサー	23%
	GE	GE90				9%	低圧タービンブレード等	9%
エンジン	GE	CF34		3%	ギアボックス等	27%	高圧圧縮機、低圧タービン等	30%
	P&W	PW4000	10% 低圧タービンブレード等	1%	低圧タービンケース		ロングシャフト（サブコン）	11%
	P&W	PW6000	7.5% 燃焼器モジュール					7.5%
	ロールスロイス	TRENT500		5%	IPコンプレッサー	5.5%	IPTブレード、LPTブレード	10.5%
	ロールスロイス	TRENT700/800		2.7%(700) 4%(800)	LPTディスク、ケーシング	5%	LPTブレード、ロングシャフト等	
	ロールスロイス	TRENT1000(B787用)	7% 低圧タービンブレード等	8.5%	中圧圧縮機モジュール			15.5%
	ロールスロイス	TRENT XWB, XWB-97 (A350用)	7% 低圧タービン・燃焼器モジュール	7%	中圧圧縮機モジュール			
	GE	GE9x (B787用)				15%	低圧タービン、シャフト等	15%
	GE	GE9x (B777X用)				10.5%	低圧タービン、シャフト等	10.5%
	P&W, IAE	PW1100-G (A320neo用)	2% 燃焼器モジュール	6%	低圧圧縮機	15%	ファンモジュール、低圧圧縮機	23%

出所:各種資料、SMBC日興証券

業績予想とリスク要因

新型コロナ影響は航空エンジンで大きいものの、21/3期上期がボトム

21/3期業績予想

21/3期営業利益予想を、旧209億円→新226億円に修正している。旧予想は日本基準であるが、新予想はIFRS基準に変更しており、資産売却益200億円を含めた調整額部分を旧▲60億円→新80億円としており、セグメント利益に関しては実質的に下方修正している。

特に、航空・宇宙・防衛事業における、21/3期営業利益予想を旧▲92億円→新▲312億円(会社予想▲340億円)。IFRSベース20/3期実績は210億円)に下方修正している。旧予想に比べ、新型コロナによるスペアパーツ事業の売上減少や、新製エンジンの生産台数が減少したことによる操業差損の影響が大きい。同社は、IFRSベースにおける増減益分析として、21/3期において、新型コロナの影響に伴う減益要因を前期比で▲580億円と公表しており、弊社予想もこの水準に沿った前提としている。

しかしながら、同事業の業績の最悪期は21/3期2Qと予想している。スペアパーツ事業の売上回復により、徐々に操業度の改善が進むことや経費削減効果を織り込んでいる。

資源・エネルギー・環境事業の21/3期営業利益予想を旧80億円→新137億円(会社予想160億円)に上方修正している。同事業はボイラ事業が主力事業であるが、低採算案件が終了しつつあることやメンテナンス事業の取り組みにより、収益性が改善していることを織り込んでいる。弊社予想においては、ボイラ事業の営業利益は105億円としている(会社から各SBUの利益開示はない)。

産業システム・汎用機械事業の21/3期営業利益予想を旧88億円→新135億円(会社予想120億円)に上方修正している。同事業はターボチャージャー事業が主力事業である。自動車販売台数の回復が旧予想以上に進んでいることに加え、同社のコスト削減施策を織り込んでいる。同事業の21/3期下期前提はやや保守的と予想している。弊社予想においては、ターボチャージャー事業の営業利益は37億円としている。

四半期業績予想は以下の通り。航空・宇宙・防衛事業は徐々に赤字幅が縮小する前提としている。資産売却益は4Qに見込んでいる。

図表9. 四半期業績推移と予想

(19/3~21/3期予)

7013 (Ymn)	FY3/19				FY3/20				FY3/21			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
Sales	337,156	362,351	347,728	436,207	281,164	313,752	327,120	464,467	218,551	264,256	284,000	379,493
Resources, energy and environment	82,270	111,204	76,467	104,839	64,524	74,060	81,587	103,684	64,041	78,454	80,000	114,505
Social infrastructure and offshore facilities	26,670	30,569	31,962	43,560	30,804	33,985	32,669	44,918	31,945	33,530	33,000	51,525
Industrial systems and general-purpose machinery	102,698	103,324	102,569	122,842	84,581	97,162	100,988	113,278	78,132	94,613	98,000	118,255
Aero engine, space and defense	116,919	106,453	124,358	142,446	89,917	96,888	106,412	185,625	42,451	54,447	68,000	85,402
Others	8,599	10,801	12,372	22,520	11,338	11,657	5,464	16,962	10,527	14,281	20,000	25,192
Adjustments												
Operating profit	12,743	32,474	11,452	25,819	957	9,629	16,675	33,536	-9,228	3,121	1,700	27,007
Resources, energy and environment	-161	11,741	-7,511	-732	-5,734	-1,533	5,491	6,492	-3,471	7,643	4,000	5,528
Social infrastructure and offshore facilities	799	3,280	3,557	6,600	2,570	2,541	2,892	5,494	2,143	2,713	3,500	7,244
Industrial systems and general-purpose machinery	4,010	4,145	5,122	9,836	256	1,916	2,996	6,280	-1,756	3,815	4,200	7,241
Aero engine, space and defense	9,074	14,851	11,935	10,587	5,403	7,927	7,126	19,889	-4,760	-10,811	-9,000	-6,629
Others	-347	838	613	1,270	193	660	682	2,042	-577	816	500	2,261
Adjustments	-632	-2,381	-2,264	-1,742	-1,731	-1,882	-2,512	-6,661	-807	-1,055	-1,500	11,362
Operating profit margin	3.8%	9.0%	3.3%	5.9%	0.3%	3.1%	5.1%	7.2%	-4.2%	1.2%	0.6%	7.1%
Resources, energy and environment	-0.2%	10.6%	-9.8%	-0.7%	-8.9%	-2.1%	6.7%	6.3%	-5.4%	9.7%	5.0%	4.8%
Social infrastructure and offshore facilities	3.0%	10.7%	11.1%	15.2%	8.3%	7.5%	8.9%	12.2%	6.7%	8.1%	10.6%	14.1%
Industrial systems and general-purpose machinery	3.9%	4.0%	5.0%	8.0%	0.3%	2.0%	3.0%	5.5%	-2.2%	4.0%	4.3%	6.1%
Aero engine, space and defense	7.8%	14.0%	9.6%	7.4%	6.0%	8.2%	6.7%	10.7%	-11.2%	-19.9%	-13.2%	-7.8%
Others	-4.0%	7.8%	5.0%	5.6%	1.7%	5.7%	12.5%	12.0%	-5.5%	5.7%	2.5%	9.0%

注:実績は日本基準

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

22/3期業績予想

22/3期を旧 520 億円→新 416 億円とする。主力の航空・宇宙・防衛事業において、21/3期と同様、営業利益予想を旧 180 億円→新 4 億円と下方修正しているが、黒字に回帰するものと予想している。

IFRS ベースで、21/3期のスペアパーツ事業の売上高は前期比 33% 減の 550 億円と弊社は予想している。22/3期は、同 35% 増の 745 億円、23/3期は同 16% 増の 866 億円、24/3期は同 13% 増の 977 億円と予想している。23/3期にはコロナ前の水準(20/3期 IFRS ベースで、弊社推定 820 億円)を超えるものと予想している。PW1100G-JM エンジンのスペアパーツ事業の貢献により、RPK の回復タイミングよりも同社スペアパーツ事業の回復力は大きいと予想している。同事業業績予想の詳細は後述している。

資源・エネルギー・環境事業の22/3期営業利益は前期比 3% 増の 141 億円と、横ばい圏を確保するものと予想している。ボイラ事業の売上高は新設案件のピークアウトにより減少するものの、メンテナンス事業の取り組みを強化することで、横ばい圏の利益水準を確保する前提としている(同事業の営業利益は 96 億円と予想)。原動機、プラント事業の採算改善は弊社予想に現時点ではほど織り込んでいない。同社の取り組みに期待したい。

産業システム・汎用機械事業の22/3期営業利益は前期比 33% 増の 179 億円と予想している。うち、ターボチャージャー事業は同 127% 増の 84 億円としている。自動車生産台数の回復と、固定費抑制により、ターボチャージャー事業の収益性は大きく改善すると予想している。

21/3期に織り込んでいる資産売却益 200 億円がなくなるため、22/3期の営業利益調整額は▲100 億円としている。

セグメント別業績推移と予想は以下の通り。

図表10.不採算案件の減少、航空エンジン事業の回復により増益基調が続くと予想

セグメント別業績推移と予想

7013 (百万円)	18/3	前期比	19/3	前期比	20/3	前期比	21/3 予	前期比	22/3 予	前期比	23/3 予	前期比	24/3 予	前期比	25/3 予	前期比	21/3 会	予	前期比
連結受注高	1,505,000	8%	1,399,200	-7%	1,373,900	-2%	1,065,300	-22%	1,123,100	5%	1,170,500	4%	1,202,900	3%	1,242,000	3%	1,100,000	-20%	
資源・エネルギー・環境	378,000	7%	285,500	-24%	316,900	11%	283,000	-11%	277,000	-2%	276,000	0%	279,000	1%	280,000	0%	320,000	1%	
社会基盤・海洋	163,900	9%	124,400	-24%	196,900	58%	140,000	-29%	160,000	14%	181,000	13%	187,000	3%	192,000	3%	140,000	-29%	
産業システム・汎用機械	474,000	13%	458,900	-3%	420,100	-8%	376,000	-10%	401,700	7%	412,100	3%	417,800	1%	427,300	2%	370,000	-12%	
航空・宇宙・防衛	463,800	3%	494,300	7%	420,100	-15%	246,300	-41%	264,400	7%	281,400	6%	299,100	6%	322,700	8%	250,000	-40%	
その他	74,100	8%	81,400	10%	68,800	-15%	70,000	2%	70,000	0%	70,000	0%	70,000	0%	70,000	0%	70,000	2%	
調整	49,000	-45,400	-49,000		-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		
連結売上高	1,590,333	7%	1,483,442	-7%	1,386,503	-7%	1,146,300	-17%	1,156,100	1%	1,186,500	3%	1,220,900	3%	1,253,000	3%	1,150,000	-17%	
資源・エネルギー・環境	487,683	17%	374,780	-23%	323,855	-14%	337,000	4%	298,000	-12%	300,000	1%	307,000	2%	306,000	0%	350,000	8%	
社会基盤・海洋	144,653	-2%	132,761	-8%	142,376	7%	150,000	5%	162,000	8%	172,000	6%	182,000	6%	187,000	3%	150,000	5%	
産業システム・汎用機械	448,367	12%	431,433	-4%	396,000	-8%	389,000	-2%	406,700	5%	418,100	3%	422,800	1%	427,300	1%	380,000	-4%	
航空・宇宙・防衛	461,434	-2%	490,176	6%	478,842	-2%	250,300	-48%	269,400	8%	276,400	3%	289,100	5%	312,700	8%	250,000	-48%	
その他	48,196	-4%	54,292	13%	45,421	-16%	70,000	54%	70,000	0%	70,000	0%	70,000	0%	70,000	0%	70,000	54%	
調整	0	0	0	0	-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		-50,000		
連結営業利益	72,267	52%	82,488	14%	60,797	-26%	22,600	-	41,600	84%	65,300	57%	80,800	24%	91,900	14%	20,000	-	
資源・エネルギー・環境	-14,810	nm	3,337	nm	4,716	41%	13,700	-	14,100	3%	16,200	15%	17,600	9%	17,400	-1%	16,000	-	
社会基盤・海洋	13,934	nm	14,236	2%	13,497	-5%	15,600	-	16,200	4%	17,100	6%	18,500	8%	19,600	6%	15,000	-	
産業システム・汎用機械	18,903	8%	23,113	22%	11,448	-50%	13,500	-	17,900	33%	20,600	15%	21,500	4%	22,800	6%	12,000	-	
航空・宇宙・防衛	60,129	13%	46,447	-23%	40,345	-13%	-31,200	-	400	nm	18,400	4500%	30,200	64%	39,100	29%	-34,000	-	
その他	2,756	7%	2,374	-14%	3,577	51%	3,000	-	3,000	0%	3,000	0%	3,000	0%	3,000	0%	3,000	-	
調整	-8,645	-7,019	-12,786		8,000		-10,000		-10,000		-10,000		-10,000		-10,000		8,000		
連結営業利益率	4.5%	5.6%	4.4%		2.0%		3.6%		5.5%		6.6%		7.3%		1.7%				
資源・エネルギー・環境	-3.0%	0.9%	1.5%		4.1%		4.7%		5.4%		5.7%		5.7%		4.6%				
社会基盤・海洋	9.6%	10.7%	9.5%		10.4%		10.0%		9.9%		10.2%		10.5%		10.0%				
産業システム・汎用機械	4.2%	5.4%	2.9%		3.5%		4.4%		4.9%		5.1%		5.3%		3.2%				
航空・宇宙・防衛	13.0%	9.5%	8.4%		-12.5%		0.1%		6.7%		10.4%		12.5%		-13.6%				
その他	5.7%	4.4%	7.9%		4.3%		4.3%		4.3%		4.3%		4.3%		4.3%		4.3%		
調整																			

注:20/3期までは日本基準、21/3期以降はIFRSベース

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

リスク要因

リスク要因は、(1)新興国の景気によって航空機需要が増減すること、(2)大型案件の採算変動、(3)為替変動、など。である。加えて、新型コロナの影響により、グローバルでテレワークが進展することにより、旅客数の回復に時間がかかる場合は、同社主力の航空機エンジンスペアパーツ事業における売上回復が想定を下回る可能性があると予想している。

航空エンジンはストックビジネス。21/3期下期から業績回復へ

航空エンジン事業は21/3期上期が最悪期と予想

RPK（有償旅客キロ）のトレンドよりも同社スペアパーツ事業の減収率は小さい

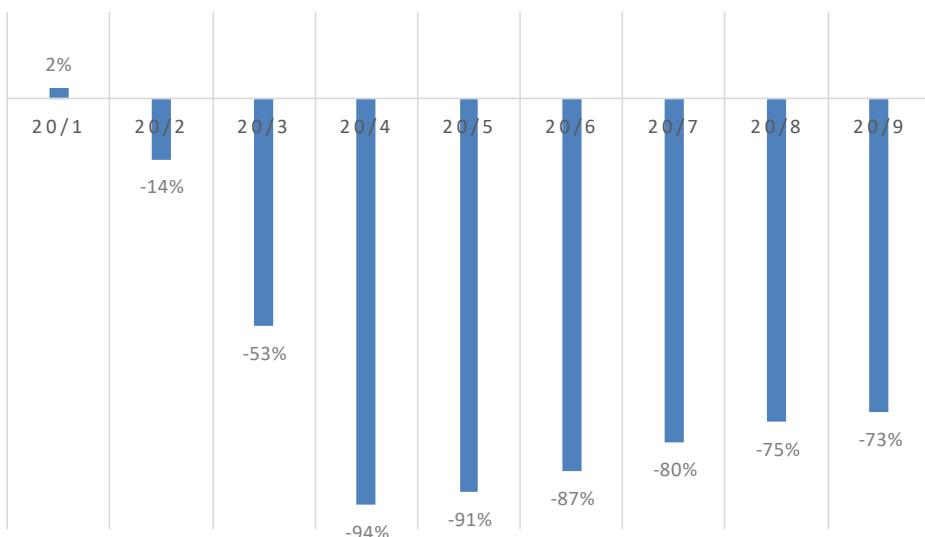
スペアパーツ事業の回復
が鍵

同社は、航空・宇宙・防衛事業、そのなかでも特に収益性が高いスペアパーツ事業が業績に大きく寄与している。新型コロナの影響により、航空機の運航はグローバルで大きく減少し、スペアパーツ事業の売上高の減少に伴い、同事業の業績は大きく悪化している。

しかしながら、徐々にではあるものの、RPK(有償旅客キロ)の水準は回復しつつある。国際線を中心の広胴機は引き続き厳しいが、狭胴機を中心に運行が再開された機体が増加しつつある。同社主力のV2500エンジン(A320向け等)や、新型エンジン PW1100G-JM エンジン(A320neo)など、狭胴機においてスペアパーツ事業の売上高は RPK の水準以上に回復するものと予想している。

図表11.RPKは回復基調にあるものの緩慢な動き

RPKの前年同月比



出所:IATA、SMBC日興証券

実際に、21/3期 1Q のスペアパーツ事業の売上高は、前年同期比 40%減、2Q は同 33%減と会社はコメントしている。RPK の前年同期比水準は 1Q で 90%減前後、2Q は 75%減前後であり、実績においても RPK のトレンドと比較して、スペアパーツの減収率は小さい。スペアパーツの主力モデルである V2500 エンジンは A320 に採用されており、同機体は中国東方航空、中国南方航空など、中国の航空会社の運用シェアが高い。中国域内における運航はほぼ前年並の水準まで回復しており、今後も同社スペアパーツ事業の売上高が、グローバル RPK のトレンドを上回る傾向が継続すると予想している。

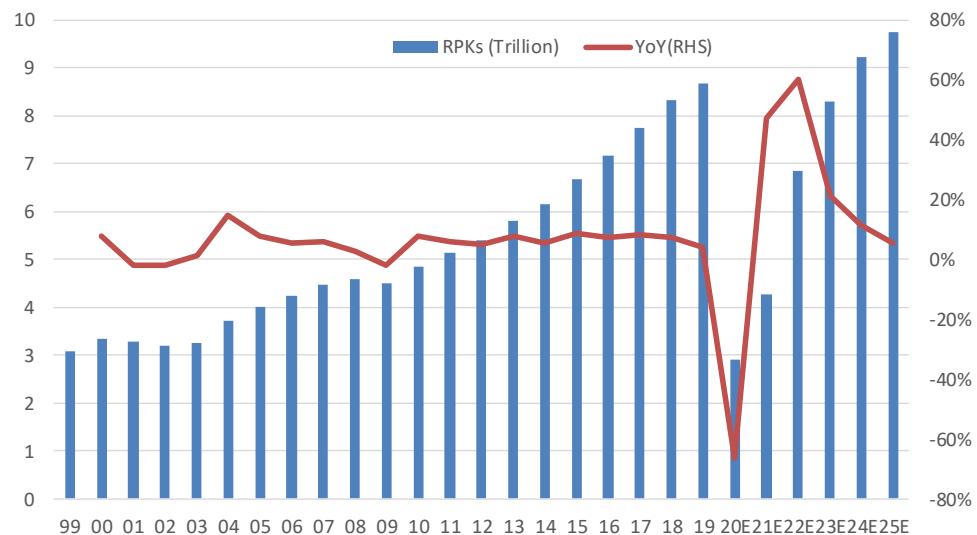
加えて、同社スペアパーツ事業にとって V2500 に次いで重要な GEnx エンジンを搭載した航空機のフライト回数は、MTU Aero Engines によると、新型コロナ前の 2020 年初頭の週において 8,112 回であったところから、最悪期は 1,500 回程度まで落ち込んだものの、43 週目には 5,667 回まで回復している。

PW1100G-JM エンジンを搭載した航空機のフライト回数については、2020 年初頭の週において 16,740 回であったところから、最悪期は 3,000 回程度まで落ち込み、43 週目には 15,818 回まで回復している。

RPK が平常化するタイミングは 2023~24 年以降

IATA は、直近の予想において、新型コロナ向けワクチンのニュースはポジティブであるが、グローバル RPK の水準が回復するには時間がかかるとしており、コロナ前のレベルを超えてくるのは 2024 年以降としている。この前提を超えるには、国際線の回復 (RPK の 64% 程度が国際線におけるもの) が大きな要件となってこよう。国際線が回復してくれれば、狭胴機のみならず、広胴機の回復が進み、IHI にとって GE9x エンジン (B787 向け)、GE90 エンジン (B777 向け) におけるスペアパーツの回復力が高くなつてこよう。

図表12. IATA によると、RPK は 2024 年に新型コロナ前の水準を超える見通し
RPK の推移と予想



注: 予想は IATA

出所: IATA、SMBC 日興証券

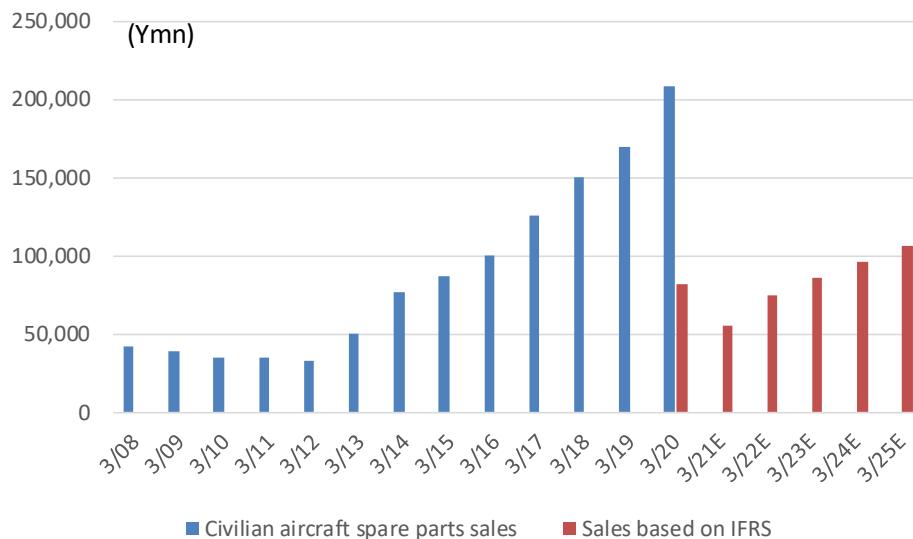
航空・宇宙・防衛事業の業績見通し

航空・宇宙・防衛事業における新型コロナの影響は▲580 億円

航空・宇宙・防衛事業における、21/3 期営業利益予想を旧▲92 億円→新▲312 億円 (会社予想▲340 億円)。IFRS ベース 20/3 期実績は 210 億円)、22/3 期を旧 180 億円→4 億円に下方修正している。旧予想に比べ、新型コロナによるスペアパーツ事業の売上減少や、新製エンジンの生産台数が減少したことによる操業差損の影響が大きい。同社は、IFRS ベースにおける増減益分析として、21/3 期において、新型コロナの影響に伴う減益要因を前期比で▲580 億円と公表しており、弊社予想もこの水準に沿った前提としている。

注目は、21/3 期の業績よりは、22/3 期以降の回復トレンドがどの程度になるかであろう。IFRS ベースで、21/3 期のスペアパーツ事業の売上高は前期比 33% 減の 550 億円と弊社は予想している。22/3 期は、同 35% 増の 745 億円、23/3 期は同 16% 増の 866 億円、24/3 期は同 13% 増の 977 億円と予想している。23/3 期にはコロナ前の水準 (20/3 期 IFRS ベースで、弊社推定 820 億円) を超えるものと予想している。PW1100G-JM エンジンのスペアパーツ事業の貢献により、RPK の回復タイミングよりも同社スペアパーツ事業の回復力は大きいと予想している。

図表13.23/3期にはコロナ前の水準を超えると予想
スペアパーツ事業の売上高推移と予想

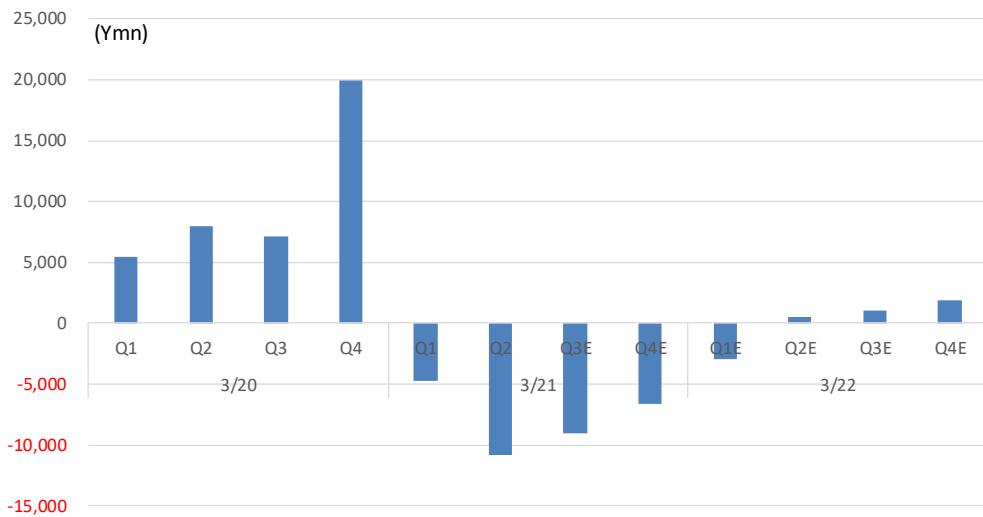


注:実績は弊社推定
出所:SMBC日興証券推定、予想

20/3期において、日本基準とIFRS基準で売上高に大きな差異が生じている。日本基準において、20/3期は13ヶ月決算となっていたが、IFRSではそれは認められず、2019年4月分の売上高が控除される(スペアパーツ事業においては200億円規模のマイナス要因と推定)ことに加え、エンジンプログラムに関連するワランティなど、日本基準では売上原価で処理していたものは、IFRS基準では売上高そのものから控除するかたちに変更された(粗利益の水準は変わらない)ことが主な要因である。

四半期ベースでは、スペアパーツ事業の売上高の回復と、稼働率の改善により、21/3期2Qの営業赤字▲108億円をボトムとして、22/3期2Qには営業利益は黒字化する予想としている。

図表14.四半期では21/3期2Qがボトムと予想
航空・宇宙・防衛事業四半期営業利益推移と予想

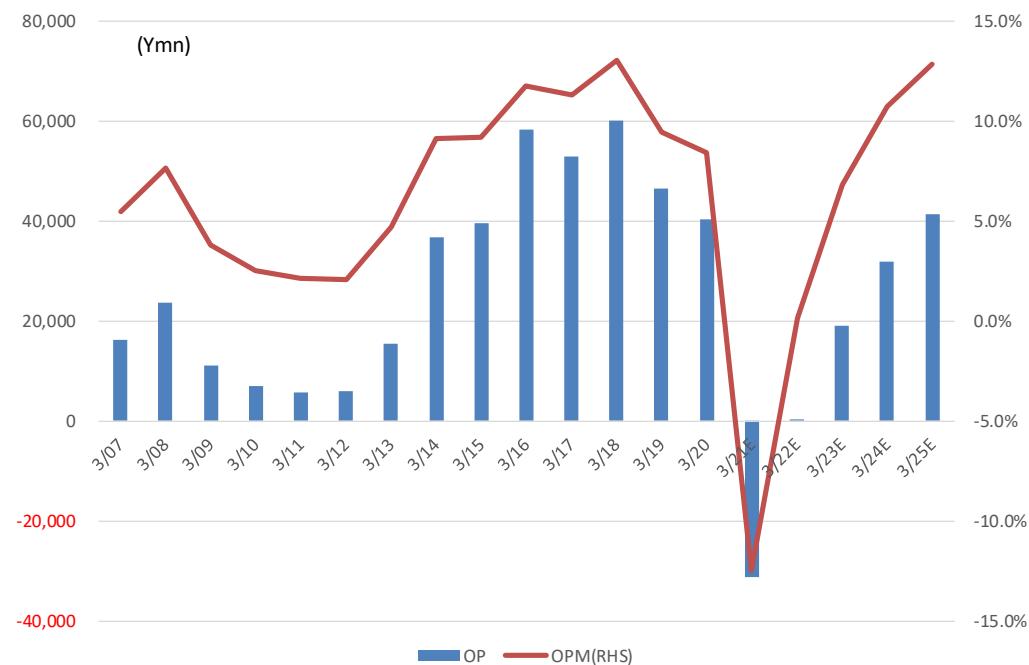


出所:会社資料、SMBC日興証券予想

22/3期はスペアパーツ事業の回復と、新型エンジンであるPW1100G-JMエンジンの習熟効果による生産性改善、販管費の削減などの要因を織り込み、同事業の営業利益は僅かではあるが黒字化を達成し、前期比で大きく改善する前提としている。22/3期同事業における弊社予想の増減益分析として、増益要因は、(1)新製エンジン、スペアパーツの売上増により161億円、(2)採算改善により151億円(PW1100G-JMエンジンの習熟効果、稼働率改善など)、(3)販売管理費の削減で47億円、一方、減益要因は、(1)新型エンジン(PW1100G-JM、GE9X)の増産(生産初期段階のエンジンは赤字と予想している)に伴う減益影響で35億円、(2)為替影響で8億円、としている。

新製エンジンの生産については、特に23/3期以降回復基調となり、稼働率の改善による増益寄与が出てくると予想している。よって、23/3期営業利益は184億円と大幅増益になると予想している。24/3～25/3期にかけても、RPKの回復と新製エンジンのストック増加により、順調に増益基調が継続すると予想している。

図表15.航空・宇宙・防衛事業の業績は21/3期ボトムに大きく改善へ
航空・宇宙・防衛事業の営業利益、営業利益率推移と予想(07/3～25/3期予)



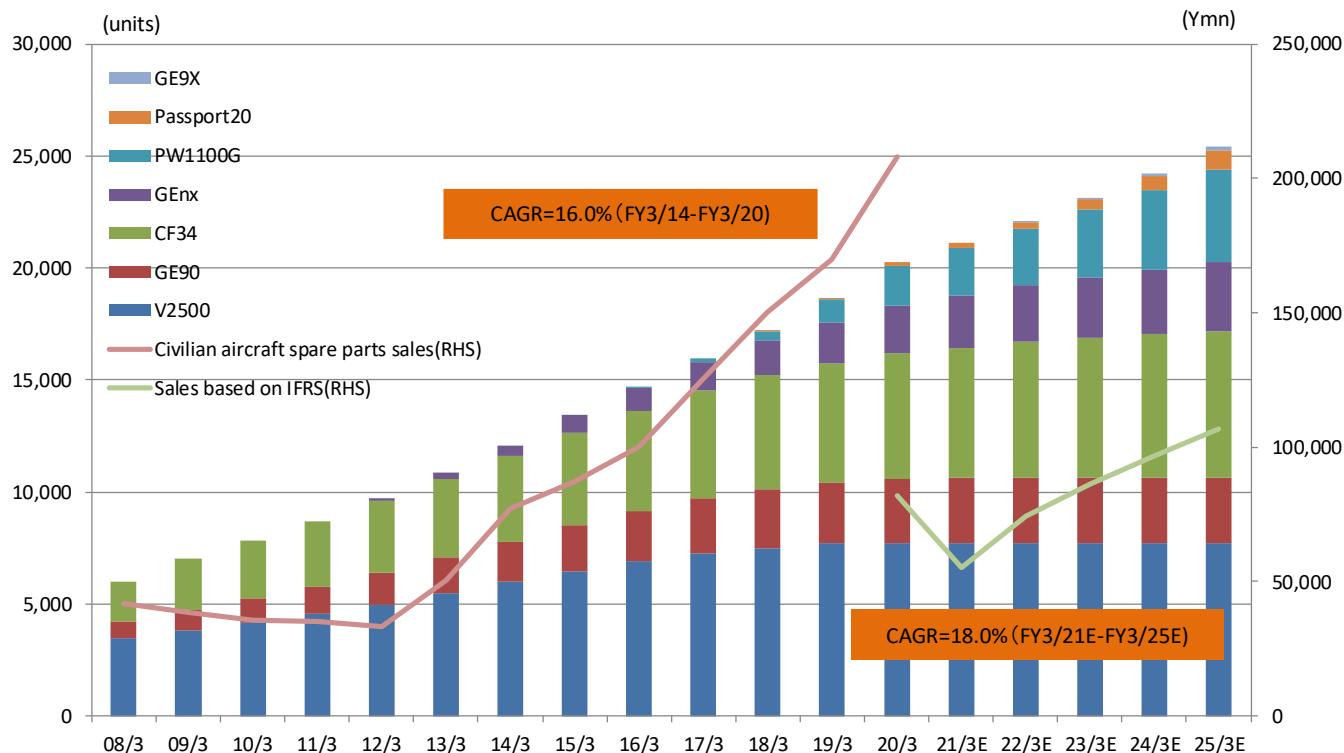
出所:会社資料、SMBC日興証券予想

航空エンジン事業は基本的にストックビジネス。スペアパーツで回収するビジネスモデル

21/3期は新型コロナの影響により、既存航空機の稼働率が大きく低下した特殊要因により、安定的なビジネスであるスペアパーツ事業も大きく売上高が減少する見込みである。しかしながら、基本的に航空エンジン事業はストックビジネスであり、過去の業績をみると、納入したエンジンのストックに応じてスペアパーツ事業の売上高も増加してきている。近年はストックの増加率以上に同事業の売上高(実績自体も弊社推定であるが)が伸長しているが、これはOEM本体(GE、P&Wなど)やRRSP(リスク&リベニューシェアリングパートナー:MTU、IHIなど)がオーバーホール拠点を拡充してきた効果もあるとのことである。14/3期から20/3期にかけて、同社が手掛けるエンジンのストック台数は年率10.9%のペースで伸長してきたが、同社スペアパーツ事業は同16.0%のペースで拡大してきた。

今後も、エンジンのストック台数はV2500、GE90などの伸びは終了するが、PW1100G-JMエンジンを中心に拡大基調が継続しよう。コロナの影響が大きい21/3期を起点とすれば、スペアパーツ事業の売上高は年率18.0%のペースで拡大すると予想している。

図表16.21/3 期を底に、スペアパーツ事業は再び成長軌道へ
累計エンジン販売台数とスペアパーツ事業売上高推移と予想



注:スペアパーツ事業売上高実績は弊社推定

出所:会社資料、SMBC日興証券推定、予想

航空エンジン事業概要

主力エンジンは売れ筋のものが多い

民間航空機エンジン産業は主に GE、P&W (Pratt & Whitney)、RR (Rolls-Royce) が担っているが、開発費の増加傾向が継続するなかで、分業構造が確立している産業といえる。IHI は、1980 年代から上記企業のエンジン生産の一部を担う RRSP (Risk and Revenue Sharing Partner) の 1 社として貢献してきた。RRSP は、参画シェアに応じて開発費を分担し、その後のリスク、値引き負担などもシェアに応じて負うかわりに収益も分配される方式である。分かりづらいところであるが、スペアパーツについては、部位によって交換頻度が違うため、製造費用を差し引いたスペアパーツの収益についても、基本的には参画シェアに応じて全てのパートナーに配分されるところであろう。例えば IHI は、V2500 エンジンの場合、ファンモジュール、低圧シャフト等を製造しているが、スペアパーツの収益は、担当部位以外の部分も含めて恩恵を享受できるということである。

特に V2500 エンジンは 2020 年 9 月時点で 7,735 台販売している。1984 年から開発が開始されたエンジンであり、5 カ国共同プロジェクトである。同エンジンのスペアパーツの売上高は、2000 年半ば以降大きく増加してきたものと推測している。現在も、全スペアパーツ事業売上高において最も構成比が高いエンジンであろう。

図表17. 主力エンジンの担当が多い

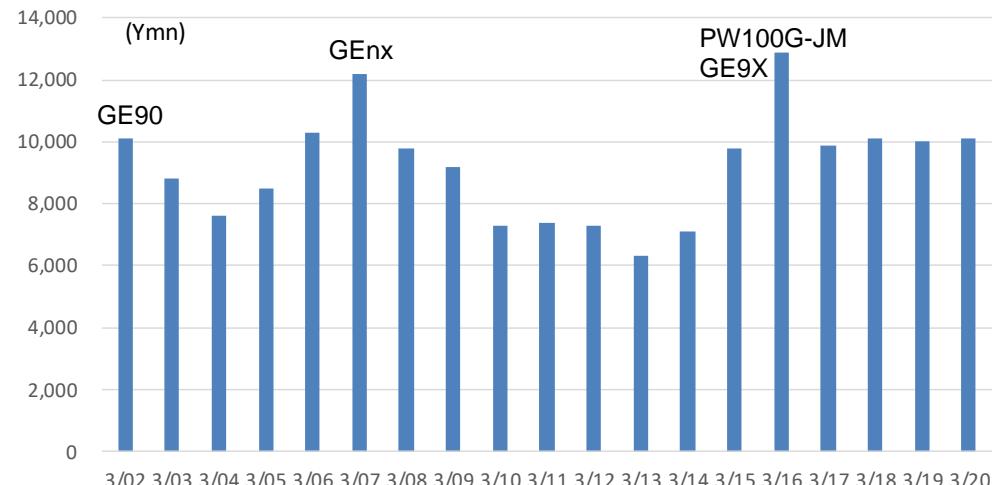
各エンジンプログラム詳細

プログラム	搭載機 (機体タイプ)	主要パートナー	IHI参加シェア	IHI担当部位	販売累計台数 (2020年9月末現在)	ステータス
V2500	A319/320/321, MD-90 (Single Aisle)	P&W JAEC(日本航空機エンジン協会) MTU	14%	ファンモジュール 低圧シャフト 整備にも力点	7,735	1984年に開発開始
GE90	B777 (Medium Widebody)	GE Safran	9%	低圧タービン動翼 ディスク シャフト	2,854	1990年にGEの開発プログラムに参画
CF34	Bombardier CRJ Embraer E170/190 ARJ21 (Regional Jets)	GE JAEC	27%	低圧タービンモジュール 高圧コンプレッサ後段 シャフト	5,691	1996年にGEの開発プログラムに参画
GEnx	B787, B747 (Small Widebody)	GE JAEC Safran MTU	15%	低圧タービンモジュール 高圧コンプレッサ後段	2,261	2004年に開発開始 2011年より出荷開始
PW1100G-JM	A319/320/321neo (Single Aisle)	P&W JAEC MTU	15%	複合材ファンモジュール 低圧コンプレッサー部	1,958	2011年に開発開始 2015年より出荷開始
Passport20	Bombardier Global 7000/8000 (Business Jets)	GE JAEC	27%	ファン静止部 低圧タービン ギアシステム	159	2012年に開発開始 2017年より出荷開始
GE9X	B777x (Medium Widebody)	GE JAEC Safran MTU	10.5%	低圧タービン部品 シャフト	0	2014年に開発開始 2019年より出荷予定 遅延傾向

出所:各種資料、SMBC日興証券

航空機エンジン事業のライフサイクルと同社におけるトレンド
新型エンジンの開発費はピークアウトへ

航空機エンジンは開発開始から、投資回収まで非常に長い時間がかかる事業である。研究開発費は、基本的にエンジンの型式証明取得前にピークアウトする。現状、最も新型のエンジンである GE9X (B777X に独占的に供給される)は、2020年9月28日に取得している。今後大型エンジンの新規開発はしばらく見当たらないため、開発費は今後低減傾向になると予想している。

**図表18. 研究開発費は今後低減傾向と予想
航空・宇宙・防衛事業の開発費推移**


出所:会社資料、SMBC日興証券

PW1100G-JM エンジンは1台あたりの赤字額が大きいタイミング

開発終了後、特に初期段階の新製エンジンについては、値引きもあり1台あたり赤字の状態で販売している。その後、生産習熟度の改善、価格の正常化などで1台あたりの赤字幅は改善するものの、ライフサイクル全体の期間において、新製エンジン単体での収益性は非常に低い。エンジンストックが積み上がり、スペアパーツ事業の売上高が成長することに伴い、投資回収していくビジネスモデルである。現在、同社においては、PW1100G-JM エンジンの生産を急ピッチで拡大させてきていた(新型コロナの影響により21/3期は前期比で生産台数は減少するが、22/3期以降再び増加する見通し)が、同エンジンについては、作れば作るほど赤字、という状態になっている。GE9X エンジンも23/3期以降同様のフェーズに入っていくものと予想しているが、GE9X エンジンは大型であり、台数も PW1100G-JM エンジンと比べると多くないため、同社業績へのマイナス影響は PW1100G-JM エンジンの新製に比べて小さいと予想している。

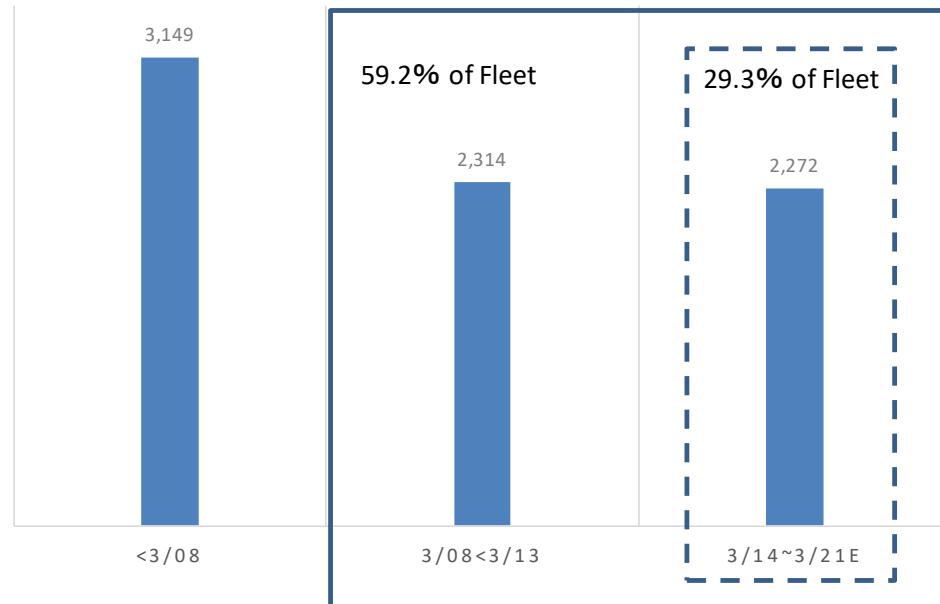
スペアパーツ事業で投資回収を進める。V2500 以降、CF34、GEnx なども同様のフェーズへ

現在、V2500、GE90、CF34 などは、スペアアーツの売上高が積み上がっており、投資回収のフェーズに入っているものと考えている。GEnx についても、累計で2,000台以上販売しており、スペアパーツ事業の貢献度が上がってきている。

同社にとって一番古いプログラムである V2500 エンジンは徐々に老朽化が進んでいるが、14/3期以降販売された V2500 エンジンについては、エンジンパフォーマンスを改善するための最初のショップビジット(整備工場に運ばれること)も行われていないと推測している。加えて、08/3期以降販売された約 60% の V2500 エンジンは、まだ大規模な部品交換が行われる 2 回目のショップビジット(Heavy Shop Visit)が行われていないものと考えている。平均的に、2 回目のショップビジットにおいては、1 回目に比べ 2~3 倍のスペアパーツ売上高が見込める。

図表19.一番古い V2500 エンジンもまだスペアパーツの売上高が増えるポテンシャル

V2500: 時期別販売台数(単位:台)



出所:会社資料、SMBC日興証券予想

V2500 エンジンの出荷台数は、A320 から A320neo への移行により 22/3 期以降は 0 の前提としているが、V2500 エンジン向けスペアパーツ事業の売上高は、エンジンの老朽化に伴い増収傾向が続くと予想している。加えて、A320neo シリーズ向け PW1100G-JM エンジンについては、V2500 エンジンに比

べ20%強エンジン価格は高いと予想している。IHIの参画シェアもV2500の14%からPW1100G-JMは15%と若干上がっていることも考慮すると、PW1100G-JMエンジン1台あたりのスペアパーツ事業のポテンシャルはV2500エンジンよりも高い。加えて、PW100G-JMエンジンは顧客と長期サービス契約を結んでいるケースが多いものと考えており、V2500エンジンよりも早いタイミングでスペアパーツ事業の売上高が積み上がってくると考えている。

A320neoの受注合計機数は2020年10月末段階で3,919機(うち、1,091機が引渡済)となっている。兄弟機のA319neoは84機(うち2機が引渡済)、A321neoは3,452機(うち406機が引渡済)である。新型コロナの影響により、今年に入りA320neoで22機、A321neoで7機のキャンセルが発生しているが、受注残の水準を考慮すると影響は軽微である。エアバス社は中長期的な後継機種を計画しているが、A320neoシリーズの販売が堅調であり、当面はA320neoシリーズの販売を継続するものと予想している。現時点で合計で7,455機のFleetが将来的に見込まれる。今後の受注キャンセルリスク、追加発注ポテンシャルを双方ともに考慮せず、同シリーズにおけるPW1100G-JMエンジンシェアが50%と仮定(競合エンジンはCFM Internationalが手掛けるLEAP-1Aエンジン)すれば、エンジンのポテンシャルは7,455台(1機に2台)となる。V2500エンジンは21/3期末で7,740台程度のFleetになると弊社や予想しており、台数水準は同程度になるとすれば、1台あたりのスペアパーツ売上高はPW1100G-JMの方が大きいため、PW1100G-JMプログラムは、V2500プログラムを超えるスペアパーツの売上高が見込めよう。

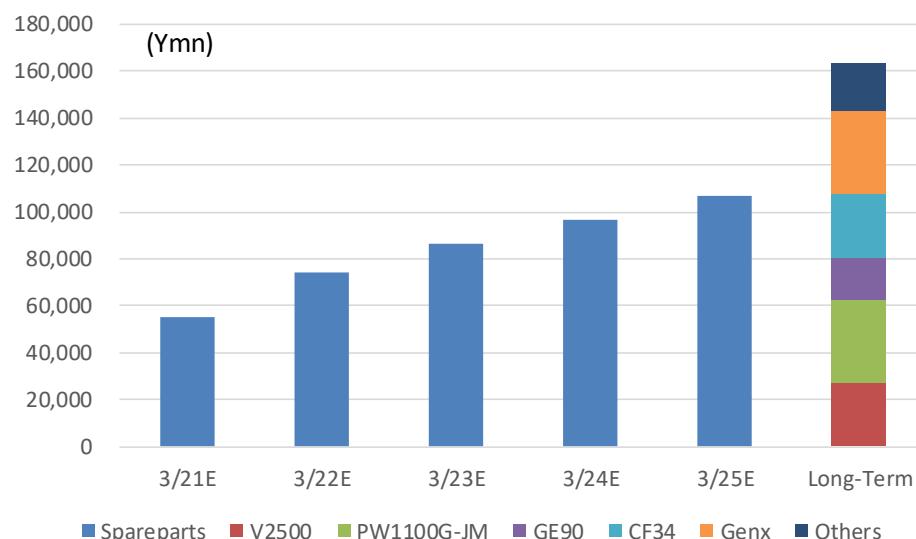
スペアパーツの長期的ポテンシャル

21/3期売上高550億円から3倍程度の売上高規模に拡大する可能性があると予想

今後の各エンジンプログラムの長期的ストックを予想し、各エンジンの単価、同社の参画シェアを考慮したうえで、40年間で新製エンジンの5倍程度のスペアパーツ売上高が見込めると仮定した場合、IFRS基準で21/3期売上高は550億円のスペアパーツ事業売上高は、長期的には1,600億円を超えるものと試算される。特に貢献度が高いのはPW1100G-JMとGenxエンジンと予想している。

弊社予想においては、25/3期予想のスペアパーツ売上高は1,067億円であるが、その後も順調に売上高の拡大が進むと予想している。

図表20.スペアパーツ売上高は25/3期以降も成長ポテンシャルが大きい
スペアパーツ事業売上高予想



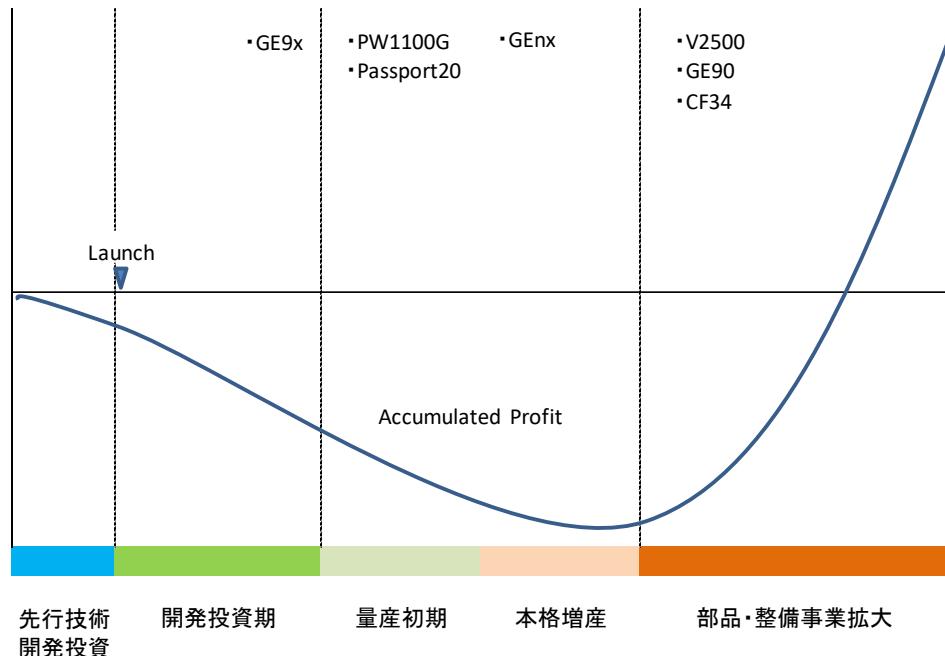
出所:SMBC日興証券予想

長期的な成長ストーリーは新型コロナを経ても変わらない

航空機エンジンは最低でも30年、長ければ40年以上のライフサイクルになる。Saranによると、ライフサイクル期間において、部品・整備事業の売上高は、イニシャルの新製エンジンの売上高に比べ、7倍程度になるとのことである。V2500エンジンのみならず、今後他エンジン(特に上述のとおりPW1100G-JMエンジン)のスペアーツ事業の積み上がりが進み、同社業績は安定軌道に向かうと考えている。

図表21.投資回収は15~20年先

航空機エンジン収益カーブ



出所:SMBC日興証券

同社は、V2500エンジンの参画後、GE90、CF34、GEnxと、主にGEの開発プログラムに参画してきた。もともと、軍用エンジンの生産でGEと深い関係にあったことが要因という印象である。GEが民間航空機エンジンにおいてシェアを拡大させてきたことも併せて、同社民間航空機エンジン事業も順調に成長してきた。単独部品の供給から、モジュール組立を担当するようになり、新型エンジンであるPW1100G-JMエンジンにおいては、複合材ファンモジュールや、低圧圧縮機IBR(Integrally Braided Rotor)を製造するなど、同社はより難易度が高い部位を担当するようになってきている。加えて、GE9Xエンジン(B777X用)において、GEが自社シェアを上げて、外注分を減らすなか、唯一RRSPのなかでIHIが旧型エンジン(GE90)の9.0%の参加シェアから、GE9Xで10.5%のシェアに上がっており、RRSPのなかでのIHIの重要性は着実に上がっている。高い技術力、信頼性、新素材の研究開発力などがGEから評価されているものと考えている。

しかしながら、高圧タービンブレードについては、防衛省向けのエンジンのみであり、民間航空機エンジンにおいては、付加価値が高い高圧部は基本的に欧米エンジンメーカーの所掌であることに変わりがない。民間航空機エンジンにおいて、OEM本体の地位(GEなど)にIHIが就くには多くのハードルがあるといえよう。基本的には今後も、重要なRRSPとして存在感を増すことが業績拡大の鍵となろう。

MRO事業の取り組みを強化

MRO事業とは、メンテナンス、リペア、オーバーホールの略であり、航空機を安全に運航するための整備の総称である。MRO事業で得られる収益は、RRSP同士でシェアに応じて配分されるわけではなく、

整備を行う主体が全て獲得することができる。MRO は、航空会社系の企業が行うケース、エンジンメーカー系が行うケース、独立系が行う 3 つに分けることができる。技術の高度化がより一層必要になっておりことで、MRO において専門的な知識や高額の設備投資が必要になっていることや、低価格追求のもと、運航に特化する LCC が台頭してきたことから、整備が外注される動きが拡大している。新型コロナの影響により、この流れは一層加速する可能性が高く、航空機エンジンメーカーが MRO を取り込む余地が大きくなるものと予想している。

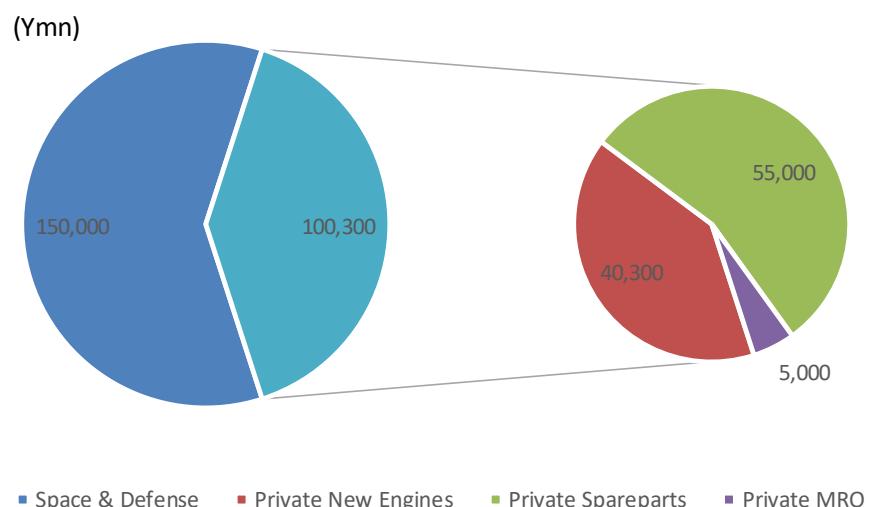
IHI は、V2500、CF34、GEEnx、PW1100G-JM エンジンの整備事業を手掛けており、今後 GE9X も手掛けるものと弊社は予想している。現在、瑞穂工場で、航空エンジンの分解・洗浄・検査・部品修理・組立・試運転といった全行程を行っているが、鶴ヶ島工場を新設し、より一層整備事業を強化する方針である。現在、新型コロナの影響で稼働は延期されているが、新型コロナの影響が落ち着き次第、稼働が開始される見込みである。

オーバーホールの収益は、基本的には人件費 + α であり、収益性はスペアパーツ事業には及ばないものの、新製エンジンの収益性よりは高いと考えている。業績の安定性を増すためにも、MRO の展開が重要になってこよう。21/3 期は、新型コロナの影響により、民間エンジン事業売上高の 5%程度が MRO 事業と予想しているが、22/3 期以降、業績は拡大基調に転じるものと予想している。

21/3 期は、民間航空機エンジン事業が低迷するため、防衛・宇宙事業の売上高構成比が高くなっているが、22/3 期以降、新型コロナの影響が落ち着き、民間航空機エンジン事業の売上構成比が高まつてくるものと予想している。防衛・宇宙事業の売上高は基本的には横ばい圏が続き、収益性も 5%程度と弊社は予想している。防衛向けについては、基本的にはコストプラスフィーの契約形態であり、リスクが小さい反面、収益性も高くない。

図表22.スペアパーツ事業が利益の源泉

航空・宇宙・防衛事業の売上高と航空売上高の内訳(21/3 期予想)



出所:SMBC日興証券予想

追加費用計上は一巡、営業利益率8%への具体的施策に期待

懸案のエルバ島LNGは商業運転開始。引当金の計上はピークアウト

過去は度重なる費用計上が業績の足を引っ張ってきた

同社は、08/3期から09/3期にかけて、国内外ボイラ案件や海外セメントプラントで工程混乱に伴う追加費用を計上、その後は比較的追加費用が抑制（それでも毎年200億円前後の引当金を計上しているが）されてきたが、15/3期から17/3期にかけて、ボイラ事業での溶接不具合に加え、海洋構造物事業における採算悪化、LNGプラントでの追加費用などで多額の追加費用を計上した。続けて、18/3期から19/3期にかけて、エルバ島LNGでの追加費用を計上するなど、過去は度重なる追加費用が業績の足を引っ張ってきたと言えよう。

度重なる追加費用の要因として、同社のキャパシティを超えて無理に受注を獲得することで、プロジェクト管理に混乱が生じてしまうことや、経験がそれほどないものの、技術的難易度が高い案件を獲得したことにより工程が後ろ倒しとなってしまったことが主なものと言えよう。

図表23.繰り返し追加費用を計上してきた

同社営業利益と引当金繰入額の推移



08/3期に起きた事象

サウジ・イエメンセメントプラント手直し▲130
マレーシアボイラ他5件工程遅延▲70
国内ボイラ、リアクタにおける混乱▲230
保証工事積立金の積み増し(ボイラ)▲50
過年度追加損失▲280

16/3~17/3期に起きた事象

ボイラ溶接不適合▲150
橋梁採算悪化▲40
海洋構造物採算悪化▲590
Cove Point LNG▲200
SPBタンク採算悪化▲80

18/3~19/3期に起きた事象

エルバ島LNG▲310億円(18/3期)
エルバ島LNG▲130億円(19/3期)

出所:会社資料、SMBC日興証券

海洋構造物、LNG液化プラントは撤退、ボイラもアフターサービスに注力

既に同社は、海洋構造物の生産拠点であった愛知工場を2018年11月に閉鎖し、土地と建物の一部を2019年9月20日に大同特殊鋼に譲渡している。LNGプラントについては、エルバ島LNGプロジェクトが最後の案件であったが、2020年8月26日にプラント全体の引き渡しを完了し、商業運転が開始されている。請負金交渉の結果次第では多少の費用計上が将来出てくる可能性はあるが、規模としてはさほど懸念するものではないと考えている。

今後同社が再び難易度が高いLNG液化プラントを手掛ける可能性は非常に低いと考えている。米国におけるプラントエンジニアリング子会社のIHI E&Cを清算し、固定費水準を下げていくのか、小規模

のリスクが低いメンテナンス案件などを引き続き手掛けしていくのか、今後の展開に注目している。いずれにせよ、難易度が高い案件を受注する可能性は低く、今後大きな追加費用がプラント SBU で発生する可能性は低いと考えている。

ボイラ事業についても、石炭火力事業への逆風はむしろ収益性にとって追い風になるものと考えている。同社ボイラ事業は、特に海外案件において、多額の追加費用を計上してきた歴史があるが、今後新設石炭火力プロジェクトが望めないなかで、同社は収益性が高く、リスクが低いメンテナンス、改造工事に力を入れる方針である。実際に、21/3期について、メンテナンス関連の売上高は前期比で40%増程度になる見込みと会社はコメントしている。ボイラ事業に占める売上高比率は約50%程度になるとされている。メンテナンス売上高比率の上昇により、22/3期以降、同事業の営業利益率は10%を超えるものと弊社は予想している。

大型プロジェクトリスクを軽減する取り組み

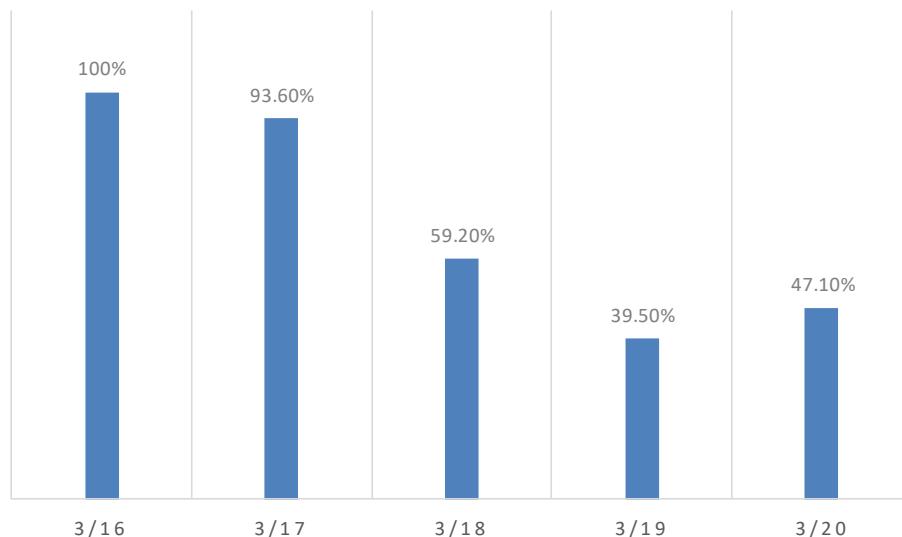
同社は15/3期から17/3期にかけて、海外大型プロジェクトで多額の損失を計上したことをふまえ、プロジェクトリスクマネジメント部を2017年4月から発足し、各SBUのリスク管理部門との連携により、リスク管理体制の強化を図ってきている。

プロジェクトリスクを最小化するために、受注・投資前の審査と、プロジェクト遂行時のモニタリングに取り組んでいる。モニタリングには、事業に精通した従業員や当社OB、外部有識者を「認定レビュア」として起用し、多面的なレビューを徹底している。

同社によると、モニタリングを実施している大型プロジェクトについて、大きな下振れの発生件数は減少傾向にあると説明している。これが単純に、大型プロジェクトが終盤に差し掛かっていたからという要因だけなのか、本質的に同社のプロジェクトマネジメント力が強化されたかは現時点では不透明な部分もあるが、いずれにしても、海外大型プラントエンジニアリング案件の受注は今後限定的(上記のように、LNG液化プラント、ボイラ海外案件などで今後は建設工事リスクを取らないと予想)と考えており、民間航空エンジン事業の業績回復がそのまま全体の業績に繋がってくるフェーズに入ったと考えている。

図表24. 追加費用発生件数は減少していると説明

16/3期を100%とした時の追加費用発生件数の推移



出所:会社資料、SMBC日興証券

構造改革：事業譲渡を徐々に行いつつある

規模は小さいが構造改革の取り組みを行っている

同社は2016年から2019年にかけて、規模は小さいものの、低採算事業からの撤退、事業譲渡を進めている。最近では、2018年12月に、産業用ディーゼル事業を米キャタピラーに売却、2019年9月には上記のとおり愛知工場の売却、そして2019年11月には、既に持分法対象会社になっている造船事業(ジャパンマリンユナイテッド)に関し、今治造船と資本提携し、新株を今治造船に譲渡することに合意しており、IHIの造船事業持分が更に低下する可能性が出てきている。

図表25.構造改革への取り組みを徐々に行う

主な事業譲渡案件

事業	時期	概要	規模
圧延機事業 (ストリップキャスター)	2016年10月	Castrip社のIHI持分5%と特許等権利を数億円で譲渡し撤退	-
建機事業	2016年11月	IHI建機を加藤製作所に譲渡	220億円
インフルエンザワクチン	2017年1月	UNIGENのIHI持分をアピ株式会社に譲渡	新規事業
原薬製造事業			
舶用機械事業	2017年5月	デッキクレーン事業を相浦機械に事業譲渡	50億円
防災事業	2017年6月	IHIシバウラの防災事業をニューホライズンが設立する会社へ承継	30億円
環境対応システム事業	2018年3月	IHI子会社であるIHI環境エンジニアリングの廃棄物処理関連事業を譲渡	220億円
産業用ディーゼル事業	2018年12月	米キャタピラーに譲渡	170億円
FLNG・海洋構造物事業	2019年9月	愛知工場は生産拠点としての機能を終了。土地・建物の一部を大同特殊鋼に譲渡	200億円
造船事業	2019年11月	今治造船と資本提携合意。JMU(IHIが49.4%所有)新株を今治造船引受	持分対象

出所:会社資料、SMBC日興証券

営業利益率8%の目標をどう達成するか

同社は、20/3期より新たな中期経営計画「グループ経営方針2019」をスタートさせており、20/3期からの3年間を、従来進めてきた事業の集中と選択を更に進展させるとともに、事業環境の変化を先取りした事業構造の変革を加速する期間と位置付けていた。

2020年4月より、井手博氏が最高執行責任者(COO)に任命され、6月より代表取締役社長に就任している。同氏は資源・エネルギー・環境事業領域長を引き続き兼務するが、新型コロナの影響により、事業環境が大きく変化したため、グループ経営方針2019における基本コンセプトは継承しながらも、「プロジェクトChange」として、21/3期から23/3期の3年間を新たに事業変革への準備・以降期間と位置づけ(1年後ろ倒しとしている)、収益基盤の更なる強化を図っていく方針である。

このなかで、同社は、23/3期の目標を、売上高で1兆4000億円規模、営業利益率は8%以上、ROICは税引後で10%以上、CCC(キャッシュコンバージョンサイクル)を80日としている。営業利益率8%以上とする目標は、「グループ経営方針2019」と変わらないが、達成時期を1年後ろ倒し(22/3期から23/3期)にしたということである。経営目標達成の道筋として、(1)コロナ影響からの回復、(2)コスト構造の強化、(3)事業構造の改革、(4)ライフサイクルビジネスの拡大、を掲げている。

弊社23/3期予想は、売上高で1兆1865億円、営業利益率は5.5%としている。現時点では、会社が掲げる目標の達成は厳しいと予想している。特に、(4)ライフサイクルビジネスの拡大による増益を会社は多く見込んでいるところについて、方向性は評価できるものの、目標額の達成は厳しいだろう。

たしかに、ボイラ事業ではアフターサービスを強化する取り組みを続けており、国内だけではなく、マレーシア、インドネシア、北アフリカなど、同社が過去納入したボイラだけでなく、他社製も含めて拡大を目指している。実際にアフターサービスの売上高は堅調に伸長しているものの、21/3期において既にボイラ事業の営業利益率は10%弱程度は達成できると弊社は予想しており、同事業の改善余地はそれほど大きくない。資源・エネルギー・環境事業領域のなかで、相対的に収益性が低い原動機、プラン

ト SBU でどこまで収益性を改善することができるかが鍵であろうが、今のところ具体的な成果は外部には見えていない。

社会基盤・海洋事業においては、不動産事業は安定収益源ではあるが成長領域ではない。橋梁事業において、老朽化した案件の保全事業(ライフサイクル事業)の拡大は見込めるが、23/3 期までに大きく伸長するものではなく、かなり長期に亘る事業機会と考えている。23/3 期までの期間においては、海外における橋梁、シールド掘進機で利益成長を目指していくことになろう。

産業システム・汎用機械事業においては、特にターボチャージャー事業で(2)コスト構造の強化がうまくいっていると言えよう。21/3 期 1Q においては、新型コロナの影響により売上高が前年同期比 27%減と非常に厳しい事業環境であったものの、営業利益は若干の赤字で留まり、2Q 累計では黒字を確保している。21/3 期通期においては、前期比減収だが増益を確保できるものと予想している。ターボチャージャー事業は 22/3 期から 23/3 期にかけて業績は回復基調が継続すると予想しているが、それ以外の SBU(回転機械、運搬機械、パーキング、熱・表面処理など)の成長戦略がみえない。収益性においてもこれらの SBU が足を引っ張る状況が続く(アフターサービスに支えられているパーキング事業が比較的収益性が高いと予想しているが、それ以外の事業の収益性は低いと予想)とみている。更なる構造改革に期待したい。

航空・宇宙・防衛事業は既述のとおり、大きく業績が回復しよう。しかし同社の目標を達成するためには、弊社予想以上に業績が回復することが必要であろう。民間航空エンジン事業におけるコストダウンが弊社想定以上に実現する、PW1100G-JM エンジンのスペアパーツ売上高の上振れなどがポジティブシナリオとして可能性があるものであろう。今後の展開に注目したい。

バランスシートは運転資本の改善が課題

前述のように、同社は中期経営計画のなかで、CCC の目標を 80 日とし、19/3 期実績の 97 日、20/3 期の 120 日から大きく改善させる計画である。バランスシートの課題として、特に運転資本の改善を重要なテーマとして掲げている。具体的には、営業 CF の改善のために、プロアクティブな提案型ビジネスを増やすことで、主体的かつ計画的な生産コントロールを実現し、データに基づいた販売予測精度を向上することにより、在庫水準の適正化を図っていく方針。

弊社予想においては、会社目標ほどではないにせよ、運転資本の改善を 21/3 期から 23/3 期にかけて徐々に実現する前提で業績予想を行い、その結果、FCF は 21/3 期に 194 億円、22/3 期に 326 億円、23/3 期に 309 億円の水準を予想している。その結果、22/3 期以降、復配することを予想(22/3 期は 1 株当たり 40 円、23/3 期は 90 円)している。

同社は、株主還元の方針として、連結配当性向 30%程度を目安としている。同社は 2019 年 11 月に自己株式の取得を行っているが、これは東芝が退職給付信託に拠出している IHI 株式を、全株売却する意向を有しており、これに自己株式の取得で対応することにしたものである。

ESG の視点からの IHI

■ 情報開示スコアは比較的高い

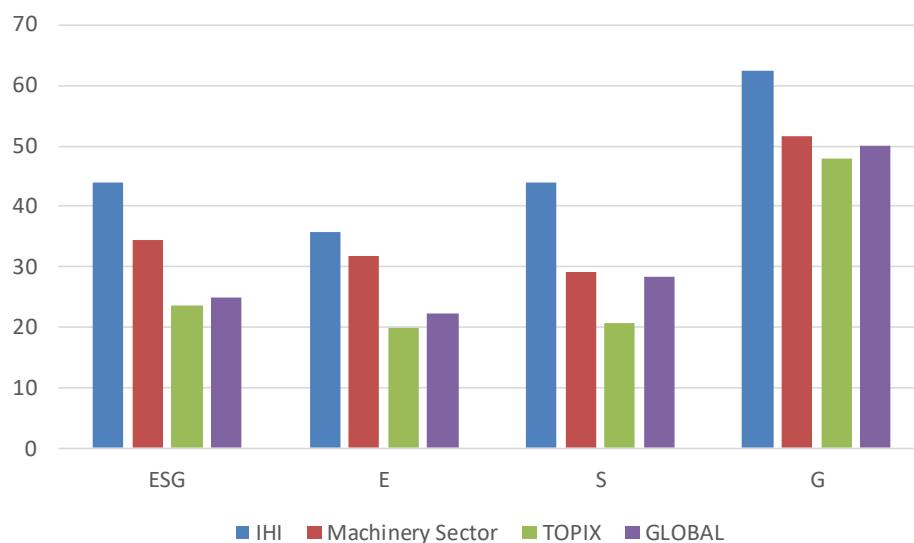
特に G に関する開示スコアが高い

ブルームバーグによると、日本企業全体(TOPIX)の ESG 情報の開示スコア(100 点満点)は 23.6 と、欧州の 39.6、米州の 28.6 に比して低いが、IHI の開示スコアは 43.8 と、TOPIX 平均を大きく上回っている。外部機関の評価について、RobecoSAM は 0~100(100 が満点)のスコアで 57 点、Sustainalytics は 1~99 パーセンタイル(99 が最良)で 26.62 パーセンタイル、ISS ガバナンススコアは 1~10(1 が最良)で 2 という評価になっている。

分野別にみると、環境情報開示スコアは 35.66、社会情報開示スコアは 43.86、ガバナンス情報開示スコアは 62.5 となっている。

図表26.ESG 情報開示スコアは比較的高い

ESG スコア(2019 年度)



出所:ブルームバーグ、SMBC日興証券

特にガバナンスに関する開示スコアが高い。同社のガバナンス体制は、監査役会設置会社であり、取締役の職務の執行を監査するため監査役を選任している。社外取締役は、業務執行を行う経営陣から独立した立場で、取締役会の意思決定に参加し、経営に対し助言・提言を行っている。

また、同社は取締役会の意思決定機能と監督機能の強化、業務執行の効率化を図るために、執行役員制度を導入している。執行役員は、取締役会の決議で任命される。

役員報酬は、「グループ経営方針 2019」で重視する、収益性の経営指標である連結 ROIC と連結営業利益率を業績評価指標としており、連結 ROIC の下限は 3.5%、連結営業利益率の下限は 4.0% とし、業績評価支給率を変動させている。加えて、2020 年度については、業績評価指標として連結キャッシュフローを加えている。

環境に対する取り組み

同社は、2019 年 5 月、TCFD(気候関連財務情報タスクフォース)提言の趣旨に賛同している。2019 年度は、特に気候変動の影響を著しく受ける 4 つの主要事業(エネルギー事業、ターボチャージャー事

業、橋梁・水門事業、民間航空エンジン事業)を対象に、簡易的にシナリオ分析を行っている。「カーボンニュートラルな世界」におけるリスク・機会および主な対応策をまとめおり、以下のとおりである。

EV化はターボチャージャー事業にとってネガティブだが、マイルドハイブリッド車の90%以上はターボチャージャーの装着が見込まれており、既存ターボチャージャーの売上減少をカバーしていく方針である。加えて、FCV(燃料電池)車向けに、空気供給用オイルフリー電動ターボの次世代機を開発しており、売上の拡大を狙っていく。

ターボチャージャーは、高圧力の空気をエンジンに供給することで出力増加、省燃費、排ガス清浄化に貢献する製品である。ガソリンエンジンにおいて、ダウンサイ징による低燃費化のデバイスとして適用が拡大していくものと予想している。新規車種への搭載もあり、同事業の売上高は21/3期の1,490億円から、25/3期は1,953億円と、増収傾向が続くものと予想している。

それ以降は、既存ターボチャージャーの製品領域において需要は減少するリスクが高いが、上記のとおり、同社が開発したFCV向けターボ製品は水素社会が進展するとすれば、既存製品の需要減少を十分補う可能性があるものと考えている。

図表27.カーボンニュートラルな世界におけるリスク、機会および主な対応策

	エネルギー事業	ターボチャージャー事業	橋梁・水門事業	民間航空エンジン事業
リスク	・大型化石燃料発電設備関連の需要減	・エンジン車需要減により既存過給機需要も減少	・CO2を大量に排出する素材(セメント、鋼材など)の調達コスト(炭素税など)増加	・脱CO2要求や高速代替輸送手段の普及による航空機需要減少
機会	・燃料転換やCCUS(Carbon dioxide Capture Utilization and Storage: 分離・貯蔵したCO2を利用する技術) ・再エネ普及拡大に伴うエネルギー需給安定化のための調整電源、需エネの需要増	・脱CO2に向けた電動化車両(PHEV、HEV、FCVなど)に対応する過給機新製品(既存型に加え電動型)の早期市場投入により、市場優位性を確保し、過給機需要が増加	・交通網の効率化に向けた道路需要の増加(橋・トンネル) ・海外での橋梁建設需要の増加	・航空機の脱CO2要求に適合したエンジン開発への期待が高まり、電動化や先進材料を適用する機会が増大
主な対応策	・脱CO2化技術の社会実装の早期化 ・エネルギー需給安定化技術の開発促進 ・遠隔監視などIoT技術によるライフサイクルビジネスの拡大	・脱CO2要求の動向に対応する電動化車両向け過給機新製品の開発、商品化を加速	・DX推進による省人化/遠隔化や広報改善による工期及び工費の低減	・電動化や先進複合材などの高度な技術の早期実用化

出所:会社資料、SMBC日興証券

人材に対する取り組み

同社は、「人材こそが最大かつ唯一の財産である」のもと、最も重要な経営資源である人材の確保・育成に取り組んでいる。ダイバーシティを有用な人材戦略の一つと位置づけ、多様な人材が持てる能力を最大限に発揮できる環境づくりに努めている。

同社では、グループ共通の個人別育成プログラムとして、「キャリア・ディベロップメント・プログラム(CDP)」を導入している。従業員一人ひとりの「自律的なキャリア形成」、「成長の加速」、そして「学び続ける」ことを促進している。加えて、計画的なサクセッサー(後継者)育成のための「サクセッションプラン」の取り組みや、グループ共通の尺度で職責の重さを図る「ジョブグレーディング」、サクセッサー候補者の若手人材からの発掘に取り組んでいる。2020年度から人事待遇制度も改定し、グループワイドでの適所適材の配置を進めるとともに、能力と意欲のある人材を積極的に抜擢・育成・待遇していく方針である。

連結財務諸表

図表28.連結損益計算書

18/3~25/3 期予

7013 (百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3予	22/3予	23/3予	24/3予	25/3予
受注高	1,505,000	1,399,200	1,373,900	1,065,300	1,123,100	1,170,500	1,202,900	1,242,000
売上高	1,590,333	1,483,442	1,386,503	1,146,300	1,156,100	1,186,500	1,220,900	1,253,000
営業利益	72,267	82,488	60,797	22,600	41,600	65,300	80,800	91,900
対売上比	4.5%	5.6%	4.4%	2.0%	3.6%	5.5%	6.6%	7.3%
営業外収支計	-50,842	-16,739	-28,546	-5,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000
金融収支	-503	-1,181	-2,092	-5,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000
受取利息・配当金	2,504	2,046	1,871	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
支払利息	3,007	3,227	3,963	7,000	4,000	4,000	4,000	4,000
持分法利益	-33,088	4,108	-12,991					
その他収益	4,672	5,204	4,674					
その他費用	21,923	24,870	18,137					
経常利益	21,425	65,749	32,251					
対売上比	1.3%	4.4%	2.3%					
特別利益	1,586	5,307	11,790					
特別損失	4,027	1,610	5,262					
税前利益	18,984	69,446	38,779	17,600	39,600	63,300	78,800	89,900
法人税他	5,567	24,206	20,729	10,000	12,700	20,300	25,200	28,800
少数株主損益	5,126	5,351	5,238	3,000	3,500	4,500	5,000	5,500
当期純利益	8,291	39,889	12,812	4,600	23,400	38,500	48,600	55,600
対売上比	0.5%	2.7%	0.9%	0.4%	2.0%	3.2%	4.0%	4.4%

注:21/3期からIFRSベース。金融収支に持分法利益が含まれる

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表29.連結貸借対照表

18/3~25/3 期予

7013 (百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3予	22/3予	23/3予	24/3予	25/3予
資産	1,633,662	1,664,529	1,740,782	1,735,410	1,711,470	1,691,905	1,714,056	1,742,621
流動資産	1,038,193	987,864	1,076,009	1,049,915	1,029,975	1,017,410	1,042,561	1,071,126
手元流動性	109,028	94,951	147,249	136,615	143,275	140,810	156,361	180,426
棚卸資産	428,522	441,910	445,542	451,400	437,400	434,000	433,300	428,100
売掛債権	400,330	377,695	403,832	376,900	364,300	357,600	367,900	377,600
その他流動資産	100,313	73,308	79,386	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
固定資産	595,469	676,665	664,773	685,495	681,495	674,495	671,495	671,495
負債	1,283,445	1,282,837	1,387,036	1,380,902	1,337,502	1,289,802	1,274,202	1,261,502
有利子負債合計	304,048	337,598	460,823	430,823	410,823	390,823	380,823	370,823
買掛債権	304,928	290,043	262,587	252,300	244,400	222,200	220,600	219,400
少数株主持分	24,824	31,853	26,838	23,000	25,000	28,000	32,000	34,000
株主資本	325,393	349,839	326,908	331,508	348,968	374,103	407,854	447,119
総資本	1,633,662	1,664,529	1,740,782	1,735,410	1,711,470	1,691,905	1,714,056	1,742,621

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表30.連結キャッシュフロー計算書

18/3～25/3 期予

7013 (百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3予	22/3予	23/3予	24/3予	25/3予
営業活動によるキャッシュフロー	99,018	46,402	14,510	73,387	97,600	90,900	100,400	113,400
税金等調整前当期純利益	18,984	69,446	38,779	17,600	39,600	63,300	78,800	89,900
減価償却費	56,522	53,200	57,659	70,000	67,000	65,000	63,000	63,000
税金支払額	-3,332	-22,185	-16,877	-10,000	-12,700	-20,300	-25,200	-28,800
運転資金の増減	5,378	-4,765	-63,167	10,787	18,700	-12,100	-11,200	-5,700
その他	21,466	-49,294	-1,884	-15,000	-15,000	-5,000	-5,000	-5,000
投資活動によるキャッシュフロー	-47,997	-79,280	-75,896	-54,000	-65,000	-60,000	-60,000	-63,000
設備投資額	-59,406	-64,195	-66,351	-54,000	-65,000	-60,000	-60,000	-63,000
その他	11,409	-15,085	-9,545	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-57,326	16,463	115,264	-30,000	-25,940	-33,365	-24,850	-26,335
配当金支払	-4,620	-9,241	-10,791	0	-5,940	-13,365	-14,850	-16,335
自己株式の増減額	-13	-5	-14,490	0	0	0	0	0
その他	-52,693	25,709	140,545	-30,000	-20,000	-20,000	-10,000	-10,000

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

補 足

【アナリストによる証明】

SMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)が発行する本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの作成および内容に関して主な責任を負います。当該アナリストは、本調査レポートで表明されている見解が調査対象会社やその証券に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また、当該アナリストは、過去、現在、将来にわたり、本調査レポートで特定の見解を表明することに対して直接的または間接的に報酬を一切受領していないこと、また、受領する予定もないことをここに証明します。

【重要な開示情報】

1. 弊社は、本調査レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります:該当なし
2. 弊社の役員は、本調査レポートの対象会社の役員を兼任しています:IHI
- 3-1. 弊社、SMBC Nikko Securities America, Inc.(以下「SI社」といいます)およびその関連会社等は、本調査レポートの対象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(前月末時点):IHI
- 3-2. 弊社は、0.5%超の株式ネットロングポジションを保有しています(レポート発行日の2営業日前時点):該当なし
- 3-3. 弊社は、0.5%超の株式ネットショートポジションを保有しています(レポート発行日の2営業日前時点):該当なし
4. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去12ヵ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました:IHI
5. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として過去12ヵ月以内に報酬を受領しています:IHI
6. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社から投資銀行業務の対価として今後3ヵ月以内に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ことを予定しています:該当なし
7. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社から過去12ヵ月以内に投資銀行業務以外の業務に係る報酬を受領しています:IHI
8. 弊社、SI社およびその関連会社等は、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務において過去12ヵ月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります:IHI
9. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社と投資銀行業務以外の証券業務において過去12ヵ月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります:IHI
10. 弊社およびSI社は、本調査レポートの対象会社と証券業務以外の業務において過去12ヵ月間に顧客関係にあったか、もしくは現在顧客関係にあります:IHI
11. 弊社およびSI社は、株式のマーケットメイク業務を行っていません。
12. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています:該当なし
13. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています:該当なし
14. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券(普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など)を保有しています:該当なし

(2020年12月09日現在)

目標株価は、弊社のアナリストが今後6~12ヵ月の期間に達すると予想している株価水準です。

各銘柄には当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価が付されています。

投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6~12ヵ月です。

1(アウトパフォーム):弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を上回ると判断する場合。

2(中立):弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値と同程度と判断する場合。

3(アンダーパフォーム):弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を下回ると判断する場合。

NR:投資評価を実施しない場合。

RS:一時的に投資評価を停止する場合。

また、2012年10月30日から2016年11月16日までの期間で、本調査レポートの業種分類において、中小型成長株に分類された銘柄の投資評価の定義は以下の通りで、対象期間は今後6~12ヵ月です。市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

A(アウトパフォーム):弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。

B(中立):弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。

C(アンダーパフォーム):弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

NR:投資評価を実施しない場合。

RS:一時的に投資評価を停止する場合。

業種格付けの定義は、以下の通りで、対象期間は今後6~12ヵ月です。日本については市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

強気:弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。

中立:弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。

弱気:弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

【投資評価の分布】

弊社がカバレッジしている全銘柄の投資評価の分布状況は(1)の通り、また、投資評価ごとに弊社、SI社およびその関連会社等が投資銀行業務を過去12カ月以内に提供した会社の分布状況は(2)の通りです。(2020年12月09日現在)

	1 / Buy	2 / Hold	3 / Sell	その他
(1)全調査対象銘柄	32%	60%	6%	2%
(2)投資銀行部門の顧客	44%	37%	23%	50%

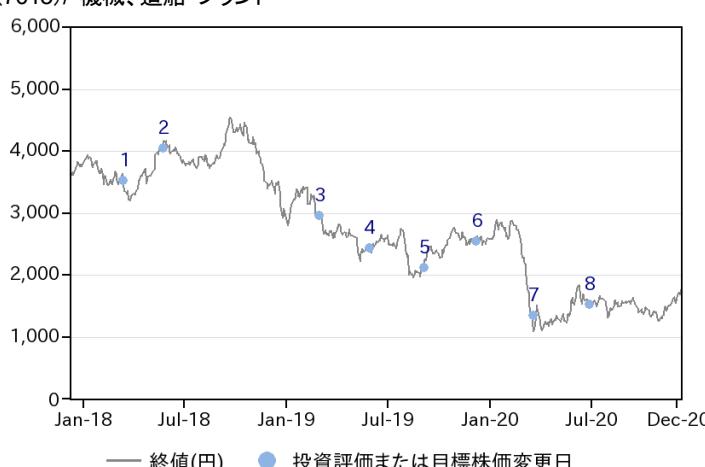
※弊社の投資評価である1(アウトパフォーム)、2(中立)、3(アンダーパフォーム)は、FINRAの開示規制に基づくBuy、Hold、Sellにそれぞれ相当するものとして分類しています。ただし、弊社の投資評価は、上記で定義されているとおり、当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価であり、FINRA規制上のBuy、Hold、Sellと同一ではありません。

アナリストの報酬は、投資銀行業務収益を含む弊社全体の収益に基づき支払われています。

株価チャートと投資評価の推移は、以下の通りとなっています。

(2020年12月09日現在)

IHI(7013)/ 機械、造船・プラント



日付	株価	投資評価	目標株価	業種格付け
2017/05/31	4,160.0	3	3,000	中立
1 2018/03/13	3,530.0	2	3,500	中立
2 2018/05/24	4,060.0	1	5,500	中立
3 2019/02/27	2,963.0	1	4,500	中立
4 2019/05/29	2,442.0	1	3,900	中立
5 2019/09/04	2,131.0	1	3,500	中立
6 2019/12/06	2,557.0	1	3,300	中立
7 2020/03/17	1,353.0	2	1,500	中立
8 2020/06/26	1,537.0	2	2,000	中立

株式分割併合情報

※上記表・グラフ中の目標株価は下記の株式分割・併合を遡及修正

2017年09月27日 10:1(併合発生)

株価チャートと投資評価の推移については以下のリンクをご覧ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

その他の重要な開示情報については、以下の宛先、またはお取引部店までお問い合わせください。

〒100-6519 東京都千代田区丸の内1-5-1 SMBC日興証券株式会社 株式調査部

テクニカルレポートにおける個別会社の評価及び株価予想は、過去の株価パフォーマンスやポジション分析などテクニカル分析の手法に基づくもので、当該会社のファンダメンタルズ分析に基づくものではありません。したがって、テクニカル分析に基づく個別会社の評価及び株価予想は、当該会社の調査を担当する弊社のセクター・アナリストがファンダメンタルズ分析に基づいて行う評価ならびに同分析から算出する目標株価とは一致しない場合があります。

【免責事項】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、弊社が情報の提供を目的に作成したものです。本調査レポートは、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承ください。よろしくお願いいたします。本調査レポートは将来の結果をお約束するものではありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本調査レポートにある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又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。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。本調査レポートは、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

[手数料等について(本邦における非居住者および金融商品取引法上の特定投資家等一部のお客様においては、手数料が個別に決定されるため、以下の表記通りではありません。)]

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.265%(ただし、最低手数料5,500円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

[リスク等について]

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があるとともに、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各部店までお願いいたします。

[弊社の商号等]

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

[弊社の加入協会]

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

国別・地域別の開示事項

日本国外へのレポート配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

[米国] 本調査レポートはFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc.(以下「SI社」といいます)の米国外関連会社である弊社のアーリストが作成したもので、本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わったアーリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本調査レポートを作成した米国外アーリストは会員会社に所属しないため、FINRA Rules 2241 および 2242の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピアランス、アーリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本調査レポートは米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

[カナダ] 本調査レポートは証券の売買を勧誘するものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

[香港] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

[中国] 本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾] 台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[シンガポール] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.(以下「NKSG社」といいます)によって、Financial Advisers Act, Cap.110において定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートを受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問い合わせはNKSG社までお願いします。

[タイ] 本調査レポートは機関投資家にのみ配布され、その他何人もこの情報に基づいて行動することはできません。本調査レポートはお客様からの要請により情報提供のみを目的として配布されます。SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による事前の承認なく、無断で複製または第三者への転送・再配布等を行わないようお願いいたします。本調査レポートの内容はタイ証券取引委員会又はその他タイ規制当局の許可・承認を得たものでもなく、またそれら機関に登録されたものでもありません。本調査レポートに含まれる情報は、SMBC日興証券株式会社又はその関連会社による有価証券又はそれに関連する商品に係る提案、勧誘、広告、募集、販売、投資助言又は何らかのサービスの利

用の勧誘を目的としたものでもなく、またそれらの行為を構成するものでも一切ありません。お客様に書面又は口頭で伝達、転送又は開示されたかどうかに問わらず、SMBC日興証券株式会社、その代表者、取締役、従業員及びその他SMBC日興証券株式会社と関係のある企業のいずれにおいても、本調査レポートの内容あるいはその他の情報が完全、正確であることは、明示的、黙示的にも表明・保証いたしかねます。

[英国、EU、中東およびアフリカ] 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited(以下「CMLN社」といいます)あるいはSMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH(以下「CMFRA社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CMLN社あるいはCMFRA社の見解とは必ずしも一致しません。CMLN社あるいはCMFRA社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性がありますが、その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited(所在地:One New Change, London EC4M 9AF、電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137))は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority、所在地:12 Endeavor Square, London, E20 1JIN)の認可を受け、監督下にあります。

<http://www.smbcnikko-cm.com/corporate/our-policies/mifid-ii.html>

SMBC Nikko Capital Markets Europe GmbH(所在地:Neue Mainzer Straße 52-58, 60311 Frankfurt, Germany 登記番号 HRB110304)は、ドイツの法律のもとで法人化された法人で、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin")の認可を受け、監督下にあります。

アラブ首長国連邦:本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されることはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank、Emirates Securities and Commodities Authority、Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされております。本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。