

アンリツ(6754)

<投資評価変更>

投資評価「1」→「2」へ:5G ストーリー不変も、期待は織り込まれた

- 20/3 期 OP150 億円 (YoY+25%) を予想、短中期モメンタムは依然強い
- 足元株価は、5G ピーク 22/3 期利益水準を織り込んだ
- 強気スタンスには、「脱シクリカル」の材料を待ちたい

Action and catalysts

SMBC日興証券(以下「弊社」)ではアンリツ(以下「同社」)の投資評価を「1」→「2」へ引き下げる。2017年9月28日付「[株式市場の5G期待を上回る](#)」以降、同社5Gストーリーに強気スタンスであったが、3Q決算後の株価急上昇を受け、現在の株価は5G期待を十分に織り込んだと判断。短中期の業績モメンタムは、チップセット、端末、キャリア向けの5G需要拡大によって好調継続が見込まれる。但し、株価の更なるアップサイドを期待するには5G需要の想定以上の拡大が求められるが、少なくとも5Gサービスが本格普及し始めると見込む2021年頃までは具現化しないだろう。目標株価は2,200円へ引き上げたがアップサイドはセクター平均で中位に留まる。

What we changed

19/3 期 3Q 決算及び MWC Barcelona 視察を踏まえ業績予想を見直した。主な変更点は、(1)5G 需要ピークは 22/3 期(2021 年)へ1年前倒し、(2)5G ピーク時通信測定器需要は前回:USD6.6bn(2022 年)⇒今回:USD7.0bn(2021 年)へLTE ピーク(2012 年、USD6.8bn)をやや上回る水準へ上方修正、(3)市場早期立ち上がりによって20/3 期営業利益は前回:95 億円⇒今回:150 億円へ上方修正(詳細 P.6)。

Our focus points

(1)5G ストーリーは不変も、株価には織り込まれた:MWC 視察にて同社の5Gモバイル開発領域における強みを再確認(詳細 P.5)。5G 関連需要の立ち上がりによって、同社営業利益は22/3 期に320 億円(19/3 期会社計画110 億円の2.9 倍)と急拡大を予想する。しかし、22/3 期弊社予想 EPS170.9 円と同社適正 PER13.5 倍で試算した理論株価は約 2,300 円であり、現在の同社株価水準は既に現時点で想定される5G による業績の急拡大をも織り込んだ水準にあると弊社では判断。

(2)再度強気スタンスとなるには「脱シクリカル」を示せるか:同社は、通信規格の変革という10 年スパンで業績の山と谷を経験する「シクリカル」な事業が特徴。5G 需要が立ち上がり始めた2019 年は「5G のスタート地点」であると同時に、今後は株式市場が「5G の出口」も意識し始める局面となり得る。同社が目指す新規事業の拡大や、想定以上の5G 需要拡大・長期化によって、同社のシクリカル性を打ち消す材料の出現がアップサイドカタリストとなろう。シナリオ別の理論株価は、ブルシナリオ 3,200 円、ベアシナリオ 1,400 円と予想(シナリオ分析詳細 P.10)。

Valuation and risks

従来通り DCF 法(WACC7.4%、永久成長率0%を前提)にて目標株価を算出。主なリスクは(1)移動通信需要の変動、(2)5G キーコンテツツの出現有無、(3)携帯端末開発領域の競争環境変化、(4)主要顧客との取引関係変動、等。

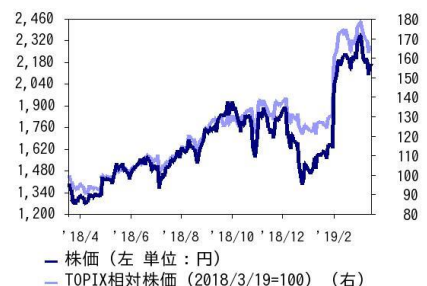
アナリスト

吉積 和孝

	(前回)	→	(今回)
投資評価	1	→	2
目標株価	2,000 円	→	2,200 円
乖離率:2.7%			

業種格付け	強気
産業用エレクトロニクス	強気
株価(3/15)	2,143.0 円
1 日売買代金(直近月平均)	10,392 百万円
時価総額	294,306 百万円
発行済株式数	138,174 千株
外国人持株比率	33.9 %
配当利回り(19/3 予)	1.0 %
純負債/株主資本倍率(18/3)	-24.9 %

※発行済株式数:自己株含む
※予想はSMBC日興証券



業績表(連結 IFRS 基準)				
		18/3	19/3	20/3
			今予	今予
売上高	十億円	86.0	98.8	110.5
営業利益	十億円	4.9	12.0	15.0
税引前利益	十億円	4.6	11.4	14.8
純利益	十億円	2.9	8.4	11.0
EPS	円	21.0	61.2	79.9
PER	倍	-	35.0	26.8
BPS	円	569.5	609.5	663.6
PBR	倍	3.76	3.52	3.23
ROE	%	3.7	10.4	12.6
DPS	円	15.0	22.0	26.0
EV/EBITDA	倍	-	16.5	13.5

※注記については次ページの業績表をご参照ください。

アンリツ(6754)業績表(連結 IFRS 基準)

		売上高	前年比	営業利益	前年比	税引前利益	前年比	純利益	前年比	EPS	PER	ROE	EV/EBITDA
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(倍)	(%)	(倍)
17/3		87,638	-8.3	4,234	-28.2	3,628	-33.2	2,698	-28.2	19.7	-	3.5	-
18/3		85,967	-1.9	4,912	16.0	4,602	26.8	2,880	6.7	21.0	-	3.7	-
19/3	1Q 実績	20,964	7.9	1,630	-	1,752	-	1,690	-	-	-	-	-
19/3	2Q 実績	23,371	9.9	1,852	2.5 倍	1,926	3.0 倍	1,435	3.5 倍	-	-	-	-
19/3	1H 実績	44,335	9.0	3,482	6.1 倍	3,678	7.7 倍	3,125	16.2 倍	-	-	-	-
19/3	3Q 実績	26,785	24.2	4,234	2.0 倍	4,172	93.1	3,132	2.5 倍	-	-	-	-
19/3	3Q 累計	71,120	14.2	7,716	2.9 倍	7,850	3.0 倍	6,257	4.3 倍	-	-	-	-
19/3	会予	98,000	14.0	11,000	2.2 倍	11,000	2.4 倍	8,500	3.0 倍	61.9	34.6	-	-
19/3	今予	98,807	14.9	12,020	2.4 倍	11,420	2.5 倍	8,400	2.9 倍	61.2	35.0	10.4	16.5
19/3	前予	94,800	10.3	8,500	73.0	7,900	71.7	5,780	2.0 倍	42.1	50.9	7.2	21.3
19/3	コンセンサス	97,303	13.2	10,533	2.1 倍	10,489	2.3 倍	8,011	2.8 倍	58.3	36.8	-	-
20/3	今予	110,500	11.8	15,000	24.8	14,800	29.6	10,975	30.7	79.9	26.8	12.6	13.5
20/3	前予	99,100	4.5	9,500	11.8	9,300	17.7	6,875	18.9	50.0	42.9	8.2	19.7
20/3	コンセンサス	103,526	6.4	12,741	21.0	12,704	21.1	9,761	21.8	71.0	30.2	-	-
21/3	今予	128,600	16.4	22,700	51.3	22,500	52.0	16,570	51.0	120.7	17.8	17.1	9.3
21/3	前予	118,600	19.7	16,500	73.7	16,300	75.3	12,070	75.6	87.8	24.4	13.4	12.5
21/3	コンセンサス	111,820	8.0	15,333	20.3	15,290	20.4	11,726	20.1	85.3	25.1	-	-

注:コンセンサスは IFIS(3 月 18 日時点)

※EPSは希薄化前

※予想はSMBC日興証券

PER の推移



注:IFIS コンセンサス今期予想ベース

出所: IFIS、SMBC日興証券

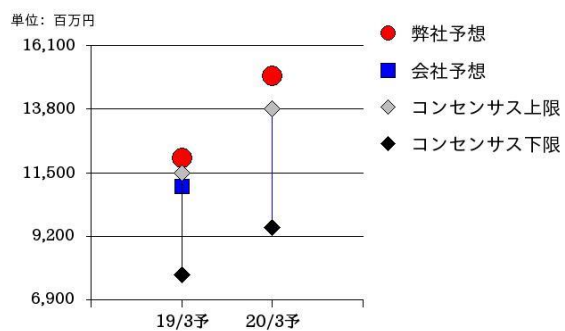
PBR の推移



注:実績ベース

出所: 会社資料、SMBC日興証券

コンセンサス比較(営業利益)



注:コンセンサスは IFIS(3月18日時点)
出所:IFIS、会社資料、SMBC日興証券予想

アンリツ(6754) 主要データ

会社概要

測定器メーカー。通信計測分野では世界シェア 3 位(2016 年時点、弊社推定)と大手の一角。特に携帯電話端末開発向け測定ソリューションに強みを持つ。顧客は、世界各国の有力なチップセットベンダー、携帯端末メーカー、基地局ベンダー、通信キャリア等。通信計測器以外では、食品製造ライン等へ X 線検査器や重量測定器を提供する PQA 事業などがある。

セグメント情報

事業別 (18/3 期実績)	売上高	営業利益	利益率
計測事業	54,433	1,825	3.4%
PQA 事業	22,549	1,969	8.7%
その他事業	8,984	1,302	14.5%
本社・調整	-	-186	-
合計	85,968	4,911	5.7%

1 株当たり指標/レシオ

	17/3	18/3	19/3 予	20/3 予	21/3 予
EPS(円)	19.7	21.0	61.2	79.9	120.7
BPS(円)	556.4	569.5	609.5	663.6	752.5
DPS(円)	15.0	15.0	22.0	26.0	32.0
ROE(%)	3.5	3.7	10.4	12.6	17.1
FCF 利回り(%)	-	-	2.6	2.9	4.2

損益計算書

(単位: 百万円)

	17/3	18/3	19/3 予	20/3 予	21/3 予
売上高	87,638	85,967	98,807	110,500	128,600
営業利益	4,234	4,912	12,020	15,000	22,700
金融収支	-605	-310	-600	-200	-200
その他損益	-1	0	0	0	0
税引前利益	3,628	4,602	11,420	14,800	22,500
法人税等	893	1,703	3,000	3,800	5,900
非継続事業利益	-	-	-	-	-
非支配株主純利益	36	18	20	25	30
純利益	2,698	2,880	8,400	10,975	16,570
EBITDA	8,431	9,197	16,422	19,631	27,745

貸借対照表

(単位: 百万円)

	17/3	18/3	19/3 予	20/3 予	21/3 予
現金	39,682	35,452	38,005	42,942	50,841
有価証券	0	0	0	0	0
棚卸資産	16,606	18,236	19,282	21,066	23,192
営業債権	21,561	21,474	23,664	26,183	30,110
その他流動資産	4,572	4,414	4,414	4,414	4,414
有形固定資産	26,441	25,947	24,885	23,873	22,523
その他固定資産	16,192	15,667	15,666	15,666	15,666
資産合計	125,054	121,190	125,916	134,145	146,748
営業債務	7,060	7,998	9,270	10,070	10,468
短期有利負債	7,565	4,467	4,000	4,000	4,000
その他流動負債	13,769	14,338	14,338	14,338	14,338
長期有利負債	14,460	11,477	10,000	10,000	10,000
その他固定負債	5,714	4,596	4,596	4,596	4,596
負債合計	48,568	42,876	42,204	43,004	43,402
自己資本	76,398	78,230	83,608	91,013	103,188
非支配株主持分等	87	83	103	128	158
純資産	76,486	78,313	83,711	91,141	103,346
負債及び純資産合計	125,054	121,190	125,916	134,145	146,748
純負債	-17,657	-19,508	-24,005	-28,942	-36,841

キャッシュフロー計算書

(単位: 百万円)

	17/3	18/3	19/3 予	20/3 予	21/3 予
純利益	2,698	2,880	8,400	10,975	16,570
減価償却費(無形含む)	4,197	4,285	4,402	4,631	5,045
正味運転資本増減	346	-1,102	-1,963	-3,505	-5,656
その他	2,005	1,883	20	25	30
営業活動CF計	9,246	7,946	10,859	12,127	15,990
設備投資(無形含む)	-2,042	-2,444	-3,341	-3,619	-3,696
その他	-1,623	-1,488	0	0	0
投資活動CF計	-3,665	-3,932	-3,341	-3,619	-3,696
借入・社債純増額	-20	-6,100	-1,944	0	0
配当金支払	-2,677	-2,059	-3,021	-3,571	-4,395
その他	-61	-42	0	0	0
財務活動CF計	-2,758	-8,201	-4,965	-3,571	-4,395
換算差額等	-532	-41	0	0	0
現金・現金同等物の増減額	2,290	-4,229	2,553	4,937	7,899
フリーキャッシュフロー	5,581	4,014	7,518	8,508	12,294

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

業績予想

MWC 視察で確認した同社の競争優位性

3/19 付レポート「5G Big Bang vol.4 MWC 19 視察:5G スマホ商用化目前も、短期カタリストに乏しい」の通り、2 月 25～28 日にスペインのバルセロナにて開催されたモバイル業界最大規模のイベント、MWC Barcelona(以下「MWC」)で同社及び競合の Keysight(米国、上場企業)、Rohde&Schwarz(ドイツ、非上場企業、以下「R&S」)のブースを視察した。主な注目点は(1)コンFORMANCEテストシステムでの展示は同社のみ、(2)R&S のビハインドは大きい、(3)ミリ波測定、の 3 点。なお、通信測定器市場の競争環境については、[2017 年 9 月 28 日付レポート](#)をご参照されたい。

(1) 同社は、強みとしている「必要なソリューションをタイムリーに提供する体制」を引き続き維持できているようだ。モバイル向け通信測定器需要としては、通信規格変革時(5G への移行など)には通常、チップセット開発、端末開発、キャリアによる受入試験(コンFORMANCEテスト)、端末製造、などのプロセスがある。足元でのモバイル向け通信測定器需要主体はチップセット開発及び端末開発向け。キャリアによるコンFORMANCEテスト需要拡大は 20/3 期下半期頃からと弊社では予想しているが、このコンFORMANCEテスト向けソリューションは同社だけが MWC で実機を展示し、Qualcomm のモデムなどを使って測定デモを行っていた。コンFORMANCEテストシステムは、プロトコル試験、RF 試験共に同社が業界最速で GCF(Global Certification Forum は、携帯端末のグローバルな相互接続性を保証する、ネットワークでの運用基準や携帯端末の認証試験基準を定めている団体。5G 対応端末の商用化には、GCF が認証するシステムでの評価が必要)の認証を取得している。

(2) 4G(LTE)時には同社と R&S がモバイル開発需要を二分していたのに対し、5G では R&S の製品開発が競合比 1 年遅れたこともあり、現在の 5G モバイル開発需要は同社と Keysight が二分している。通信測定器ユーザーから見た場合、価格牽制のために 2 社購買が行われることは多いが、インターフェースが異なる測定器である 3 社目をあえて仕入先に追加するインセンティブは小さい。R&S の開発遅れは、現時点で 5G モバイル開発領域での大きな痛手となっている模様。ただし、R&S は特に中国市場に強い地盤をもっていることもあり、今後本格化してくる端末開発や端末製造向け需要での巻き返しを積極化するだろう。

(3) 5G 端末の開発ではミリ波への対応が重要となる。サブ 6(6GHz 未満の周波数帯で、従来セルラー通信で使用されてきた周波数帯)はケーブル接続によって電波特性を確認するが、減衰影響を特に避ける必要があるミリ波帯(28GHz 帯などの周波数帯で、帯域確保の観点で 5G から利用される周波数帯)は実際に電波を飛ばして性能を測定する。その際に使用されるチャンバー(電波暗室)のラインアップは、ミリ波対応が重要な 5G 開発向けでは通信測定器の競争力の一端を担う。今後の各社開発状況を注視していきたい。

業績予想

19/3 期 3Q 決算及び MWC Barcelona 視察を踏まえ業績予想を見直した。主な変更点は、(1)5G 需要ピークは 22/3 期(2021 年)へ 1 年前倒し、(2)5G ピーク時通信測定器需要は前回:USD6.6bn(2022 年)⇒今回:USD7.0bn(2021 年)へ LTE ピーク(2012 年、USD6.8bn)をやや上回る水準へ上方修正、(3)市場早期立ち上がりによって 20/3 期営業利益は前回:95 億円⇒今回:150 億円へ上方修正。

業績予想見直し

23/3 期営業利益は 288 億円と前回同様ながら、20/3 期 95 億円⇒150 億円、21/3 期 165 億円⇒227 億円、22/3 期 271 億円⇒320 億円、と中期見通しを上方修正した。特に 5G ピークは 22/3 期を予想しており、23/3 期以降は業績下降トレンドに向かうとみる。上方修正の主因は、通信測定器市場規模の中期見通しを引き上げたことが主因。

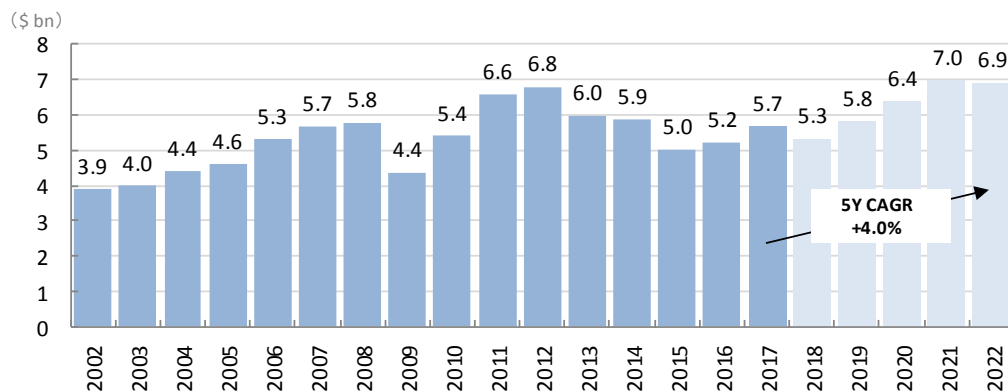
市場規模

今回市場規模予想は、(1)ユースケースの議論本格化、(2)想定以上に早い測定器需要立ち上がり、を反映し、5G ピークは 2021 年に USD7.0bn へ達すると予想する。前回予想 USD6.6bn(2022 年)に対し、ピークは 1 年前倒しとなる。前回予想比+5%上方修正した主因は、5G キラーコンテンツの市場浸透度(上流 HW 市場規模に対する掛目)を前回:30%⇒今回:100%へ引き上げたため。5G ユースケースは、車載、産業、エンタメ等、各国でユースケース模索が具体化しており、従来弊社が前提としていた「BtoC(スマホ)中心」の利用から、「BtoC 及び BtoB(IoT)」へ 5G のユースケース拡大は「期待」から「必然」へと産業界の期待値が引き上がっている点を考慮した。

キラーコンテンツは、弊社が特定するアプリケーションで、通信の大容量化・高速化に加え、高信頼・超低遅延、多数接続といった 5G によって実現できる通信要件を単独又は複数利用することで提供可能なサービスを含むもの。具体的には、自動運転や IoT(セキュリティおよび医療)、ドローン、AR/VR などを対象としている(詳細は [2017 年 9 月 28 日付レポート](#)参照)。

図表1. 通信測定器市場規模(同社対象市場ベース、弊社推定)

2021 年には USD7.0bn へ規模拡大を予想



出所: SMBC日興証券推定・予想

収益性

収益性(営業利益率)は、従来通り、為替調整後売上高と営業利益率の高い相関関係を基に予想している。足元では、欧米の開発人員を 200 名規模で縮小しており、東南アジアにて開発体制構築中。19/3 期 3Q の計測事業営業利益率が急上昇した要因の一つは、研究人員の増強途上に急速な需要(売上高)を取り込んだため。なお、開発拠点をコストの高い欧米からコストの安い東南アジアへ移行することで、ピーク時の開発コストを 5G 需要期では 4G 需要期に対し約半減できると弊社では考えている。5G ピークの 22/3 期には、計測事業営業利益率は 27%に到達すると予想する。

19/3 期 3Q レビュー

3Q(10~12月)は売上高 268 億円(YoY+24%)、営業利益 42 億円(+102%)となった。弊社予想に対し、売上高+27 億円(弊社予想比+11%)、営業利益+19 億円(+82%)と特に営業利益の上振れ幅が大きかった。上振れ主体は 5G 需要が好調な計測事業(T&M)。

T&M 売上高 194 億円は弊社予想比+30 億円上振れ、内訳はモバイル+10 億円強、NW インフラ+10 億円強、エレクトロニクス(汎用測定器中心)約+5 億円、と推定。モバイルの上振れは 5G 好調及び LTE の減少幅が限定的だったためだろう。3Q の 5G ビジネスの主体はチップセット向けであり、今後は徐々に端末開発向け需要も旺盛になると見込まれる。NW インフラの上振れは、北米を中心としたハンドヘルド測定器需要が好調だったが、公共領域などの需要持続性は不透明と弊社ではみている。

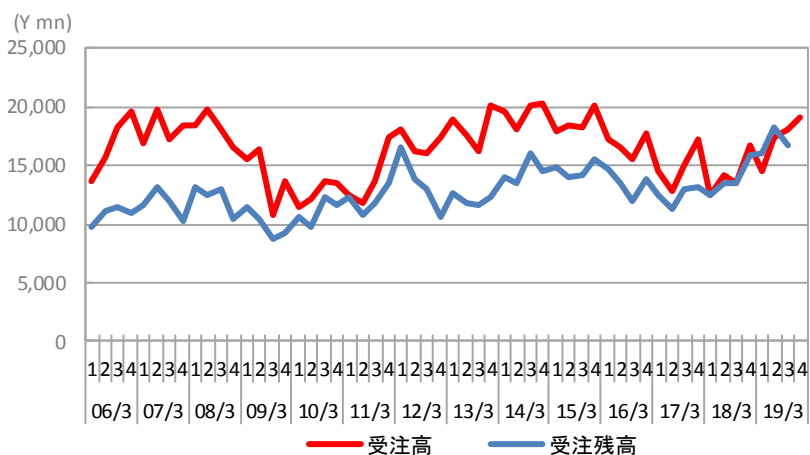
3Q で特筆すべきは営業利益率の高さであり、T&M 営業利益率は 20.4%と、1H8.7%から急改善した。これは収益性が高い 5G 向けソリューションが寄与したこと、及び開発人員を縮小して固定費が小さかったことが要因。現在、5G 領域での競争主体は開発競争であり、いかに多くのテストケース開発をスピーディーに対応できるかが付加価値となっており、現行通信規格 4G 向けソリューションのような価格競争となっていない模様。開発人員は、今後の 5G 開発本格化に向けて、来期以降順次増強される見通し。

19/3 期 4Q 予想

4Q(1~3月)は売上高 277 億円(YoY+17%)、営業利益 43 億円(+92%)と、大幅増益を予想する。

計測事業は売上高 172 億円(YoY+20%、QoQ-12%)、営業利益 30 億円(+138%、-25%)と予想する。3Q からの減収減益を見込むのは、受注残が 2Q 末 182 億円⇒3Q 末 167 億円と減少した点を織り込んだため。これは、仕様策定タイミングもあって 2Q(7~9月)末直前の 9 月に受注が急増したことが主因。受注は 2Q174 億円、3Q180 億円に対し、4Q190 億円と QoQ+6%を予想しており、モメンタムは依然好調さが継続するとみている。チップセット開発需要に加え、端末開発需要が徐々に立ち上がり、成長を牽引しよう。

図表2. 計測事業(T&M)の受注高及び受注残高



注: 19/3 期 4Q 受注高は弊社予想
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

バリュエーション

DCF 法にて評価

目標株価を 2,000 円から 2,200 円へ引き上げる。目標株価は、従来通り DCF 法 (WACC 7.4%、永久成長率 0% を前提) にて算出。株主資本コストは、同社 PER が 5G 期待織り込みで跳ね上がる以前の平均 PER 13.5 倍 (翌 12 ヶ月予想ベース。2011 年 8 月～2016 年 7 月、5 年間) を同社の適正 PER として、逆数 (永久成長率 0% 前提) 7.4% を株主資本コストとして採用した (前回同様)。

図表3. DCF 法による目標株価算出

DCF Model						(Y mn)
6754 Anritsu	3/19E	3/20E	3/21E	3/22E	3/23E	Terminal Value
営業利益	12,020	15,000	22,700	32,000	28,800	
NOPAT	8,895	11,100	16,798	23,680	21,312	
+ 減価償却費	4,402	4,631	5,045	4,567	4,420	
- 設備投資	3,341	3,619	3,696	3,681	3,587	
+ 運転資本の増減	-1,963	-3,505	-5,656	-4,550	1,502	
税引後FCF	7,993	8,608	12,492	20,016	23,647	21,312
現在価値	7,917	7,938	10,725	16,000	17,598	214,119
FCF現在価値合計						274,296
- ネット負債 (FY3/19 Nikko est)						-24,005
- 少数株主持ち分 (FY3/19 Nikko est)						103
株式価値						298,198
一株当たり(円)						2,171
株主資本コスト	7.4%	13.5x (Conversion to PER)				DCF法理論株価
負債コスト	1.0%					2,200円
ネット負債 / (負債+時価総額)	-14.1%					株価(3/15時点)
時価総額	193,811					2,143円
税率	26%					アップ/ダウン
WACC	7.4%					+2.7%
永久成長率	0%					
株数(千株)	137,334					
	3/19E	3/20E	3/21E	3/22E	3/23E	Terminal Value
割引期間(年)	0.13	1.13	2.13	3.13	4.13	4.13

注: 株主資本コストは、(2011 年 8 月～2016 年 7 月)における平均 PER (翌 12 ヶ月予想ベース) 13.5x の逆数 7.4% を使用。割引期間は、各年本決算発表が想定される 4 月 30 日を基準に算出

出所: 会社資料、ブルームバーグ、SMBC日興証券予想

強気スタンス転換に必要なこと

再度同社に対し強気スタンスとなるには、同社のシクリカル性を打ち消す材料の出現がカタリストとなろう。同社は、通信規格の変革という 10 年スパンで業績の山と谷を経験する「シクリカル」な事業が特徴。5G 需要が立ち上がり始めた 2019 年は「5G のスタート地点」であると同時に、今後は株式市場が「5G の出口」も意識し始める局面となり得る。具体的には、同社が目指す新規事業の拡大や、想定以上の 5G 需要拡大・長期化が求められる。しかしながら、少なくとも 5G サービスが本格普及し始めると見込む 2021 年頃までは、新たに 5G 需要を押し上げるような材料の具現化は期待し難いだろう。

同社が 3G 時代に市場を創造した「コンフォーマンステストシステム」が、スマホ産業以外へ拡大することが同社 5G ストーリーにおける最も重要な論点と弊社では考えている。具体的には、自動車 OEM や Tier1 サプライヤー、リモートコントロール機器、AR/VR メーカーなど、これまでセルラー通信(移動体通信システム)を使用していなかった産業プレーヤーが、5G 通信をサービスに組み込む開発や製造プロセスにおいて、3GPP 規格に準拠しているかを検証するために通信測定器を購入することだ。ただし、これまで述べた通り、弊社市場予測には、5G キラーコンテンツとしてこれらのアプリケーション拡大は織り込んでいる。更なる拡販や弊社想定以上の通信測定器需要創出がカタリストとなろう。

その他の機会と脅威

開発エンジニア体制

通信測定器需要は、5G 時代には大幅に拡大する可能性を秘めている(後述のシナリオ分析を参照)。一方で、同社収益拡大における最大のボトルネックは、供給キャパシティであり、具体的にはソフトウェア開発のエンジニア人員確保と弊社では考えている(HW 供給能力がボトルネックとなる心配は現時点で小さい)。同社はモバイル測定器需要を LTE 時の 70% 程度と想定しており、開発人員体制は 5G ピーク時でも LTE ピーク時から縮小される計画。弊社業績予想は、LTE ピークを超える 5G 需要によって、開発エンジニアは同社想定以上の増強が必要になる前提。開発エンジニアの獲得・育成には意思決定からタイムラグが発生するだけに、重要なかじ取りが求められる。

端末製造向けソリューション

端末製造向けソリューションはブレークスルーが必要だ。特に 5G から新たに利用されるミリ波対応端末は、これまでのサブ 6 のようにケーブル接続による測定ではなく、実際に電波を飛ばす無線方式で測定されることになっており、その効率的な測定方法を構築できるかは、端末メーカーにとっても非常に重要な課題となっている。端末製造領域において、同社市場シェアは 3G:30~40%、4G:20% (弊社推定)と、開発領域と比べて低位に留まっている。同社にとって機会かつ脅威の要素と言えよう。

仕様策定スケジュールの遅延

5G の技術仕様策定を行っている 3GPP は 2018 年 12 月に、現在策定中の Release15 late drop の策定を 3 ヶ月間遅らせた。これに伴い、高信頼低遅延(URLLC)などの仕様が策定される Release16 の策定スケジュールも 3 ヶ月後ろ倒しとなる 2020 年 3 月に凍結となる見込み。3GPP によれば、本件が初期の 5G 導入スケジュールに与える影響はないとしている。若干のスケジュール変更が同社業績に与える影響は軽微であるが、今後、万一大幅なスケジュール遅延や深刻な技術脆弱性が発生した場合は、5G 及び同社にとっての脅威となる可能性があるだろう。

米中 5G 技術冷戦／Huawei ショック

米中 5G 技術冷戦による 5G 及び同社への機会と脅威は両面が想定される。具体的には、(1)5G 領域の開発競争が激化(ポジティブ:測定器需要増加)、(2)世界に 3 社しかない開発測定器メーカーのプレゼンス向上(ポジティブ:利益率改善等)、(3)5G 全体のスケジュール遅延や 5G 実装コスト増加(ネガティブ:測定器需要減少)、(4)主要中国ベンダーとの取引抑制(ネガティブ:売上高減少)、など。なお、同社の Huawei 向けビジネスは大きくないと想定され、仮に Huawei との取引が制限される事象が生じたとしても、同社への直接的な影響は軽微と弊社ではみている。

シナリオ分析

ブルシナリオ

理論株価 3,200 円 (3/15 株価対比+49%)

弊社ベースシナリオに対し、5G に対し更なる旺盛な開発投資(上流 HW 市場規模に対する投資比率上昇)や 5G アプリケーション拡大によって需要が拡大する前提。通信測定器市場規模は 2022 年(ベースシナリオよりも拡大・長期化)に USD8.0bn へ、市場シェアは 14% (2021 年シェア 15%)を予想。23/3 期営業利益 455 億円(5 年 CAGR+56.1%)の前提。理論株価はベースシナリオ同様に 5 期予想を用いた DCF 法(WACC7.4%)にて算出。

ベアシナリオ

理論株価 1,400 円 (-35%)

弊社ベースシナリオに対し、5G に対し開発投資が消極的(上流 HW 市場規模に対する投資比率下落)や 5G アプリケーションの拡大が限定的に留まる前提。通信測定器市場規模は 2022 年に USD6.1bn へ、市場シェアは 12.5%と 4G(LTE) 需要期を下回る前提。23/3 期営業利益 162 億円(5 年 CAGR+27.0%)の前提。理論株価はベースシナリオ同様に 5 期予想を用いた DCF 法(WACC7.4%)にて算出。

図表4. シナリオ分析／目標株価と理論株価



注: 株価は3月15日時点

出所: ブルームバーグ、SMBC日興証券予想、試算

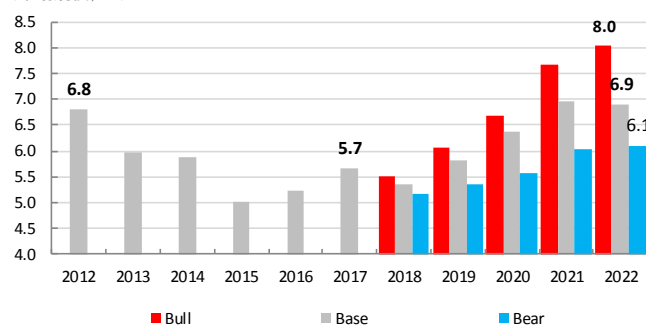
図表5. シナリオ別分析前提

シナリオ	2022年 市場規模	2022年 同社シェア	23/3期 営業利益	前提
Bull	USD 8,034 mn	14.0%	455 億円	市場(携帯電話): LTEを上回る需要 市場(キラーコンテンツ): 需要の150%織り込み シェア: ベースシナリオよりも更に競争力が高まる想定
Base	USD 6,899 mn	13.5%	288 億円	市場(携帯電話): LTE並みの需要(LTEピークをやや上回る) 市場(キラーコンテンツ): 需要の100%織り込み シェア: LTE需要時(13~13.5%)を上回る水準
Bear	USD 6,105 mn	12.5%	162 億円	市場: 現状程度(更新投資の範囲内)の需要 市場(キラーコンテンツ): 需要の50%織り込み シェア: 競合によるキャッチアップでLTE需要期(13~13.5%)比低下

出所: SMBC日興証券予想

図表6. シナリオ別市場規模

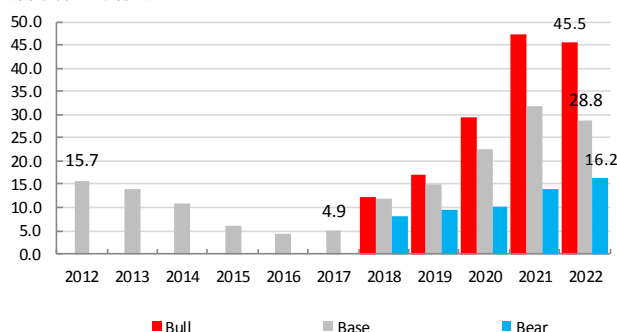
(市場規模\$ bn)



出所: SMBC日興証券推定・予想

図表7. シナリオ別営業利益

(営業利益: 十億円)



出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表8. セグメント別売上高及び営業利益

セグメント別売上高																				FY3/19		FY3/19	
Anritsu 6754		FY3/16 FY	FY3/17 FY	1H	3Q	4Q	2H	FY3/18 FY	1H	3Q	4QE	2HE	FY3/19 FYE	FY3/20 FYE	FY3/21 FYE	FY3/22 FYE	FY3/23 FYE	5 Y Change	5 Y CAGR	2HCE	FY3/19 FYCE		
計測 売上高		67,729	59,333	26,379	13,736	14,318	28,054	54,433	29,156	19,446	17,205	36,651	65,807	76,800	94,400	107,200	102,500	+48,067	+13.5%	36,844	66,000		
前年同期比 (%)		-7.8	-12.4	-7.3	-3.1	-14.2	-9.1	-8.3	10.5	41.6	20.2	30.6	20.9	16.7	22.9	13.6	-4.4			31.3	21.2		
売上高構成比 (%)		70.9	67.7	64.8	63.7	60.4	62.0	63.3	65.8	72.6	62.1	67.3	66.6	69.5	73.4	75.0	73.4			68.7	67.3		
用途別																							
モバイル		31,833	26,700	11,737	6,456	6,586	13,042	24,779	15,307	10,452	9,648	20,100	35,407	44,800	52,400	62,200	56,500	+31,721	+17.9%				
前年同期比 (%)		-15.0	-16.1	-7.4	5.9	-14.2	-5.3	-7.2	30.4	61.9	46.5	54.1	42.9	26.5	17.0	18.7	-9.2						
売上高構成比 (%)		47.0	45.0	44.5	47.0	46.0	46.5	45.5	52.5	53.7	56.1	54.8	53.8	58.3	55.5	58.0	55.1						
技術別 (世代別)																							
5G									4,133	4,368	3,632	8,000	12,133	23,155	32,920	45,642	43,253						
前年同期比 (%)									-	-	-	-	-	90.8	42.2	38.6	-5.2						
売上高構成比 (%)									27.0	41.8	37.6	39.8	34.3	51.7	62.8	73.4	76.6						
4G (LTE)		31,833	26,700	11,737	6,456	6,586	13,042	24,779	11,174	6,085	6,015	12,100	23,274	21,645	19,480	16,558	13,247						
前年同期比 (%)		-15.0	-16.1	-7.4	5.9	-14.2	-5.3	-7.2	-4.8	-5.8	-8.7	-7.2	-6.1	-7.0	-10.0	-15.0	-20.0						
売上高構成比 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	73.0	58.2	62.4	60.2	65.7	48.3	37.2	26.6	23.4						
NWインフラ		21,673	20,173	8,311	4,258	4,582	8,840	17,151	7,900	5,500	4,500	10,000	17,900	20,000	26,000	27,000	28,000	+10,849	+10.3%				
前年同期比 (%)		-1.6	-6.9	-14.1	-14.2	-16.8	-15.8	-15.0	-4.9	29.2	-1.8	13.1	4.4	11.7	30.0	3.8	3.7						
売上高構成比 (%)		32.0	34.0	31.5	31.0	32.0	31.5	31.5	27.1	28.3	26.2	27.3	27.2	26.0	27.5	25.2	27.3						
エレクトロニクス		14,223	12,460	6,331	3,022	3,150	6,172	12,503	5,949	3,494	3,057	6,551	12,500	12,000	16,000	18,000	18,000	+5,497	+7.6%				
前年同期比 (%)		1.9	-12.4	3.6	-3.1	-10.1	-2.8	0.3	-6.0	15.6	-2.9	6.1	0.0	-4.0	33.3	12.5	0.0						
売上高構成比 (%)		21.0	21.0	24.0	22.0	22.0	22.0	23.0	20.4	18.0	17.8	17.9	19.0	15.6	16.9	16.8	17.6						
PQA 売上高		18,891	19,588	10,708	5,394	6,447	11,841	22,549	11,440	5,179	7,381	12,560	24,000	24,700	25,200	26,700	28,100	+5,551	+4.5%	12,060	23,500		
前年同期比 (%)		16.6	3.7	16.0	16.7	12.6	14.4	15.1	6.8	-4.0	14.5	6.1	6.4	2.9	2.0	6.0	5.2			1.8	4.2		
売上高構成比 (%)		19.8	22.4	26.3	25.0	27.2	26.2	26.2	25.8	19.3	26.7	23.1	24.3	22.4	19.6	18.7	20.1			22.5	24.0		
その他 売上高		8,910	8,716	3,602	2,438	2,944	5,382	8,984	3,738	2,162	3,100	5,262	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000	+16	+0.0%	4,762	8,500		
前年同期比 (%)		-3.1	-2.2	3.2	7.6	-0.5	3.0	3.1	3.8	-11.3	5.3	-2.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0			-11.5	-5.4		
売上高構成比 (%)		9.3	9.9	8.9	11.3	12.4	11.9	10.5	8.4	8.1	11.2	9.7	9.1	8.1	7.0	6.3	6.4			8.9	8.7		
合計 売上高		95,532	87,638	40,690	21,568	23,709	45,277	85,967	44,335	26,786	27,687	54,473	98,807	110,500	128,600	142,900	139,600	+53,633	+10.2%	53,665	98,000		
前年同期比 (%)		-3.3	-8.3	-1.2	2.4	-6.6	-2.5	-1.9	9.0	24.2	16.8	20.3	14.9	11.8	16.4	11.1	-2.3			18.5	14.0		
売上高構成比 (%)		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0			100.0	100.0		

セグメント別営業利益																				FY3/19		FY3/19	
Anritsu 6754		FY3/16 FY	FY3/17 FY	1H	3Q	4Q	2H	FY3/18 FY	1H	3Q	4QE	2HE	FY3/19 FYE	FY3/20 FYE	FY3/21 FYE	FY3/22 FYE	FY3/23 FYE	5 Y Change	5 Y CAGR	2HCE	FY3/19 FYCE		
計測 営業利益		4,706	2,130	-439	1,330	1,256	2,586	2,147	2,543	3,970	2,987	6,957	9,500	12,200	19,800	28,800	25,300	+23,153	+63.8%	6,457	9,000		
前年同期比 (%)		-47.4	-54.7	-	378.4	-9.1	55.7	0.8	-	198.5	137.8	169.0	342.5	28.4	62.3	45.5	-12.2			149.7	319.2		
営業利益率 (%)		6.9	3.6	-1.7	9.7	8.8	9.2	3.9	8.7	20.4	17.4	19.0	14.4	15.9	21.0	26.9	24.7			17.5	13.6		
PQA 営業利益		1,194	1,302	911	425	633	1,058	1,969	851	180	889	1,069	1,920	2,100	2,200	2,500	2,800	+831	+7.3%	1,149	2,000		
前年同期比 (%)		44.9	9.0	75.9	276.1	-5.5	34.9	51.2	-6.6	-57.6	40.4	1.0	-2.5	9.4	4.8	13.6	12.0			8.6	1.6		
営業利益率 (%)		6.3	6.6	8.5	7.9	9.8	8.9	8.7	7.4	3.5	12.0	8.5	8.0	8.5	8.7	9.4	10.0			9.5	8.5		
その他 営業利益		575	992	369	518	569	1,087	1,456	435	286	579	865	1,300	1,400	1,400	1,400	1,400	-56	-0.8%	265	700		
前年同期比 (%)		-70.7	72.5	-	13.6	-1.9	4.9	46.8	17.9	-44.8	1.8	-20.4	-10.7	7.7	0.0	0.0	0.0			-75.6	-51.9		
営業利益率 (%)		6.5	11.4	10.2	21.2	19.3	20.2	16.2	11.6	13.2	18.7	16.4	14.4	16.0	16.0	16.0	16.0			5.6	8.2		
調整額 営業利益		-578	-190	-268	-181	-213	-394	-662	-349	-201	-150	-351	-700	-700	-700	-700	-700	-38	+1.1%	-351	-700		
合計 営業利益		5,897	4,234	573	2,093	2,244	4,337	4,912	3,482	4,233	4,307	8,540	12,020	15,000	22,700	32,000	28,800	+23,888	+42.4%	7,518	11,000		
前年同期比 (%)		-45.8	-28.2	-34.1	162.0	-12.5	28.9	16.0	507.7	102.2	91.9	96.9	144.7	24.8	51.3	41.0	-10.0			73.3	123.9		
売上高構成比 (%)		6.2	4.8	1.4	9.7	9.5	9.6	5.7	7.9	15.8	15.6	15.7	12.2	13.6	17.7	22.4	20.6			14.0	11.2		

注: サブセグメント数値はヒアリング情報を基にした弊社推定含む

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表9. 損益計算書<IFRS>

Anritsu 6754 (百万円)	3/14	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19E	3/20E	3/21E	3/22E	3/23E	FY3/19 CoE
売上高	101,853	98,839	95,532	87,638	85,967	98,807	110,500	128,600	142,900	139,600	98,000
(前期比)	7.6	-3.0	-3.3	-8.3	-1.9	14.9	11.8	16.4	11.1	-2.3	14.0
売上原価	46,897	46,147	46,557	45,168	44,023	50,104	54,145	60,442	64,305	62,122	
(売上比)	46.0	46.7	48.7	51.5	51.2	50.7	49.0	47.0	45.0	44.5	
販管費	28,621	29,605	29,621	27,198	26,563	24,758	27,928	30,760	31,283	34,768	
(売上比)	28.1	30.0	31.0	31.0	30.9	25.1	25.3	23.9	21.9	24.9	
研究開発費	12,227	12,940	12,820	10,906	10,156	11,525	13,028	14,298	14,912	13,510	11,600
その他の収益	521	1,016	241	205	224	200	200	200	200	200	
その他の費用	505	279	876	336	535	200	200	200	200	200	
営業利益	14,123	10,882	5,897	4,234	4,912	12,020	15,000	22,700	32,000	28,800	11,000
(前期比)	-10.1	-22.9	-45.8	-28.2	16.0	144.7	24.8	51.3	41.0	-10.0	123.9
(売上比)	13.9	11.0	6.2	4.8	5.7	12.2	13.6	17.7	22.4	20.6	11.2
金融利益	686	1,260	240	193	332	200	200	200	200	200	
金融費用	579	634	616	798	642	800	400	400	400	400	
持分法による投資収益	10	83	-87	0	0	0	0	0	0	0	
税引前利益	14,239	11,591	5,434	3,628	4,602	11,420	14,800	22,500	31,800	28,600	11,000
(前期比)	-11.8	-18.6	-53.1	-33.2	26.8	148.1	29.6	52.0	41.3	-10.1	139.0
(売上比)	14.0	11.7	5.7	4.1	5.4	11.6	13.4	17.5	22.3	20.5	11.2
法人税等	4,921	3,716	1,667	893	1,703	3,000	3,800	5,900	8,300	7,400	
(実効税率)	34.6	32.1	30.7	24.6	37.0	26.3	25.7	26.2	26.1	25.9	
非支配持分帰属損益	13	16	7	36	18	20	25	30	30	30	
当期利益	9,305	7,857	3,760	2,698	2,880	8,400	10,975	16,570	23,470	21,170	8,500
(前期比)	-33.0	-15.6	-52.1	-28.2	6.7	191.7	30.7	51.0	41.6	-9.8	195.1
(売上比)	9.1	7.9	3.9	3.1	3.4	8.5	9.9	12.9	16.4	15.2	8.7
設備投資額(百万円)	5,355	9,612	5,399	2,588	3,430	3,341	3,619	3,696	3,681	3,587	3,500
売上高比率	5.3%	9.7%	5.7%	3.0%	4.0%	3.4%	3.3%	2.9%	2.6%	2.6%	3.6%
減価償却費(百万円)	3,052	3,371	3,969	4,197	4,285	4,402	4,631	5,045	4,567	4,420	4,100
売上高比率	3.0%	3.4%	4.2%	4.8%	5.0%	4.5%	4.2%	3.9%	3.2%	3.2%	4.2%
研究開発費(百万円)	12,488	13,366	13,089	11,212	10,556	11,525	13,028	14,298	14,912	13,510	11,600
売上高比率	12.3%	13.5%	13.7%	12.8%	12.3%	11.7%	11.8%	11.1%	10.4%	9.7%	11.8%
EBITDA(百万円)	17,175	14,253	9,866	8,431	9,197	16,422	19,631	27,745	36,567	33,220	15,100
一株当たり利益(円)	64.9	55.7	27.4	19.7	21.0	61.2	79.9	120.7	170.9	154.1	61.9
一株当たり純資産(円)	522.5	572.0	552.3	556.4	569.5	609.5	663.6	752.5	891.6	1,014.0	
一株当たり営業CF(円)	96.2	53.8	74.2	67.3	57.9	79.1	88.3	116.4	171.2	197.5	
一株当たり配当額(円)	20.0	24.0	24.0	15.0	15.0	22.0	26.0	32.0	32.0	32.0	22.0
配当性向(%)	30.8	43.1	87.7	76.3	71.5	36.0	32.5	26.5	18.7	20.8	35.6
ROE(%)	13.3	10.2	4.9	3.5	3.7	10.4	12.6	17.1	20.8	16.2	

注: 研究開発費は売上原価及び販売管理費の外数。EBITDA=営業利益+減価償却費+減損

出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

図表10. 貸借対照表及びキャッシュ・フロー計算書

[貸借対照表]

Anritsu 6754 (百万円)	3/14	3/15	3/16	3/17	3/18	3/19E	3/20E	3/21E	3/22E	3/23E
流動資産合計	90,010	84,126	80,541	82,421	79,576	85,365	94,606	108,558	129,476	146,986
現金	44,310	36,180	38,541	39,682	35,452	38,005	42,942	50,841	66,283	85,423
受取手形・売掛金	25,687	24,811	19,738	21,561	21,474	23,664	26,183	30,110	34,245	33,277
棚卸資産	17,053	19,191	18,376	16,606	18,236	19,282	21,066	23,192	24,534	23,873
その他	2,960	3,944	3,886	4,572	4,414	4,414	4,414	4,414	4,414	4,414
固定資産合計	37,139	42,766	44,082	42,632	41,613	40,551	39,539	38,189	37,303	36,470
有形固定資産	19,747	26,877	27,738	26,441	25,947	24,885	23,873	22,523	21,637	20,804
その他	17,392	15,889	16,344	16,191	15,666	15,666	15,666	15,666	15,666	15,666
資産合計	127,149	126,893	124,624	125,054	121,190	125,916	134,145	146,748	166,779	183,457
流動負債合計	33,796	34,516	21,550	28,394	26,803	27,608	28,408	28,806	29,732	29,604
短期借入金	6,898	6,585	1,590	7,565	4,467	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
支払手形・買掛金	8,451	11,536	7,133	7,060	7,998	9,270	10,070	10,468	11,394	11,266
その他	18,447	16,395	12,827	13,769	14,338	14,338	14,338	14,338	14,338	14,338
固定負債合計	18,456	13,710	27,211	20,174	16,073	14,596	14,596	14,596	14,596	14,596
長期借入債務	11,960	9,479	20,434	14,460	11,477	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
その他	6,496	4,231	6,777	5,714	4,596	4,596	4,596	4,596	4,596	4,596
自己資本	74,886	78,639	75,811	76,398	78,230	83,608	91,013	103,188	122,263	139,039
少数株持ち分	10	26	51	87	83	103	128	158	188	218
純資産合計	74,897	78,667	75,863	76,486	78,313	83,711	91,141	103,346	122,451	139,257
負債・純資産合計	127,149	126,893	124,624	125,054	121,190	125,916	134,145	146,748	166,779	183,457
自己資本比率	58.9	62.0	60.8	61.1	64.6	66.4	67.8	70.3	73.3	75.8
有利子負債	18,858	16,064	22,024	22,025	15,944	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
純有利子負債	-25,452	-20,116	-16,517	-17,657	-19,508	-24,005	-28,942	-36,841	-52,283	-71,423
CCC	159.0	152.2	163.6	166.9	176.1	160.3	160.6	162.3	162.1	161.1

[CF計算書]

Anritsu 6754 (百万円)	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	3/19E	3/20E	3/21E	3/22E	3/23E
当期純利益	+9,305	+7,857	+3,760	+2,698	+2,880	+8,400	+10,975	+16,570	+23,470	+21,170
減価償却費	+3,052	+3,371	+3,969	+4,197	+4,285	+4,402	+4,631	+5,045	+4,567	+4,420
受取利息及び受取配当金	-158	-206	-218	-188	-238	-200	-200	-200	-200	-200
支払利息	+271	+194	+166	+158	+128	+130	+120	+110	+100	+100
売上債権の減少額	-736	+1,453	+4,754	-1,932	-11	-2,190	-2,520	-3,927	-4,135	+969
棚卸資産の減少額	-196	-868	+255	+1,775	-1,973	-1,046	-1,785	-2,126	-1,341	+661
仕入債務の増加額	-348	-1,117	-483	+503	+882	+1,272	+800	+398	+926	-127
その他の小計欄より上のCF	+5,091	+1,165	-271	+2,852	+2,061	+20	+25	+30	+30	+30
小計	+16,281	+11,849	+11,932	+10,063	+8,014	+10,789	+12,047	+15,900	+23,417	+27,022
営業活動によるCF合計	+13,792	+7,582	+10,195	+9,246	+7,946	+10,859	+12,127	+15,990	+23,517	+27,122
投資活動によるキャッシュ・フロー	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
固定資産の取得による支出	-4,770	-5,012	-7,665	-2,042	-2,444	-3,341	-3,619	-3,696	-3,681	-3,587
固定資産の売却による収入	+10	+23	+10	+27	+2	-	-	-	-	-
その他	-552	-1,060	-1,387	-1,650	-1,490	-	-	-	-	-
投資活動によるCF合計	-5,312	-6,049	-9,042	-3,665	-3,932	-3,341	-3,619	-3,696	-3,681	-3,587
フリーCF合計	+8,480	+1,533	+1,153	+5,581	+4,014	+7,518	+8,508	+12,294	+19,836	+23,535
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
短期借入金による収支	-	-354	-	-20	-100	-467	-	-	-	-
長期借入金による収支	-600	-2,500	-2,000	-	-	-	-	-	-	-
社債の発行による収支	-	-	+8,000	-	-6,000	-1,477	-	-	-	-
自己株式の取得による支出	-1	-5,000	-200	-	-	-	-	-	-	-
配当金の支払金額	-3,224	-3,152	-3,296	-2,677	-2,059	-3,021	-3,571	-4,395	-4,395	-4,395
少数株主への配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他の財務活動によるCF	+66	+2,272	-6,054	-61	-	-	-	-	-	-
財務活動によるCF合計	-4,359	-11,234	+2,450	-2,758	-8,201	-4,965	-3,571	-4,395	-4,395	-4,395
現金及び現金同等物に係る換算差額	1,404	1,402	-1,128	-532	-41	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増加額	+5,525	-8,299	+2,475	+2,290	-4,229	+2,553	+4,937	+7,899	+15,441	+19,140
現金及び現金同等物の期首残高	37,690	43,215	34,916	37,391	39,682	35,452	38,005	42,942	50,841	66,283
その他の変更に伴う影響額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の期末残高	43,215	34,916	37,391	39,682	35,452	38,005	42,942	50,841	66,283	85,423

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: 該当なし
- 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): アンリツ
- 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: 該当なし
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: 該当なし
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: 該当なし
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: 該当なし
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: 該当なし
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: 該当なし
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

(2019年03月18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】

弊社がカバー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ヵ月以内に提供した会社の分布状況は(2)の通りです。(2019年03月18日現在)

	1 / Buy	2 / Hold	3 / Sell	その他
(1) 全調査対象銘柄	36%	54%	9%	1%
(2) 投資銀行部門の顧客	42%	36%	23%	0%

※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。

(2019年03月18日現在)

アンリツ(6754) / 産業用エレクトロニクス



	日付	株価	投資評価	目標株価	業種格付け
1	2017/09/28	876.0	1	1,260	強気
2	2017/11/09	1,045.0	1	1,290	強気
3	2018/05/11	1,446.0	1	1,870	強気
4	2018/08/17	1,611.0	1	1,920	強気
5	2018/11/27	1,835.0	1	2,000	強気

(2019年03月19日現在)

目標株価の算出根拠

DCF法にて目標株価を算出(WACC7.4%、永久成長率0%を前提)。

リスク

主なリスクは(1)移動通信需要の変動、(2)5Gキラーコンテンツの出現有無、(3)携帯端末開発領域の競争環境変化、(4)主要顧客との取引関係変動、等。

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ませようお願いいたします。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、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ため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1.242%(ただし、最低手数料5,400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、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店舗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ナリストが作成したものです。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わったアナ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ナ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、パブリックアピランス、アナ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.110I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合せはNKSG社までお願いします。

【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「CM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、CM社の見解とは必ずしも一致しません。CM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。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。

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: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS)の認可を受け、監督下にあります。弊社の利益相反ポリシーについては以下のリンクをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/coidisclosure.pdf>

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てはなりません。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、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。