

富士通ゼネラル(6755)

<投資評価変更>

投資評価「1」に引き上げ: グローカル・ニッチの本領発揮

- エアコン専門メーカーとしての覚悟を持ち、経営資源を集中投下
- 業界平均以上の成長実現への体制が整うことを評価する局面
- バランスシートは11/3期以降急速に改善、FCFも安定してプラス創出

Action and catalysts

SMBC日興証券(以下「弊社」)は富士通ゼネラル(以下「同社」)の投資評価を「2」→「1」へ、目標株価を2,600円→3,200円へ引き上げる。消防無線特需の剥落から17/3期業績は踊り場にあるが、18/3期以降はエアコン専門メーカーとして、再度成長局面を迎える。同社が空調機事業に経営資源を集中してきたことで、業界平均を上回る成長を実現できるステージを迎えつつあることを評価すべき局面であろう。

カタルストは1月25日の17/3期3Q決算発表で、過度な円安デメリットの懸念が払拭されることや、18/3期にかけて米Rheem社との協業効果も含め北米市場での成長が加速されることなど。また、同社はこれまで決算説明会/経営方針説明会を開催していないが、これらが実施され株式市場との対話が強化されるかなども注目したい。

What we changed

足元の事業環境を反映、営業利益予想を上方修正する。為替前提はドル/ユーロを115円/120円と、従来予想(100/110円)から円安方向へ修正。同社の年間営業利益に対する公式の為替感応度は「対ドル1円の円安で約3億円のマイナス」であり、株式市場では円安をネガティブに捉えている。ただ、タイパーツ/人民元などの対ドルでの新興国通貨ではポジティブな傾向にあり、過度に悲観する必要はないだろう。

17/3期3Qの営業利益は消防無線特需が剥落したこともあり前年同期比29.1%減の45億円と予想しているが、通期では前期比3.6%増の285億円と、会社予想(同5.5%減の260億円)を上回ると弊社では予想している。また、18/3期315億円、19/3期370億円と、17/3期~19/3期の年平均成長率は13.9%とみる。

Our focus points

弊社では中堅民生用エレクトロニクスメーカーの中では、現地通貨ベースでプラス成長を持続できる特徴ある専門セクターメーカーに注目しているが、同社もその1社。また、2017年1月6日付レポート:「ジャパン・テック「2020年に向けた成長ドライバー」」では、世界エアコン市場の中期平均成長率を5%の台数成長と設定したが、同社は金額ベースでそれを2ppt上回る7%での成長が実現可能と弊社では予想する。約31年ぶりの生抜き社長である齋藤悦郎氏や経営陣のリーダーシップに注目したい。

Valuation and risks

目標株価3,200円は業績予想変更を反映し、評価時期を17/3期→18/3期へシフト。18/3期予想EPS210.3円を基準に、民生用エレクトロニクスセクター平均並みのPER15倍程度との評価軸に変更はない(従来は17/3期で同PER15倍程度)。リスクは(1)原材料価格高騰、(2)エアコン販売不振と流通在庫の滞留、(3)為替変動。

シニアアナリスト

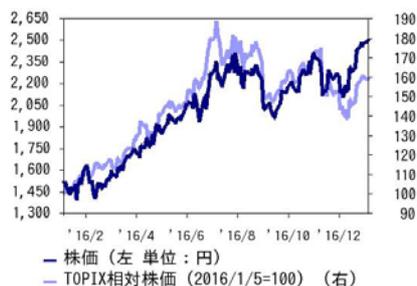
桂 竜輔

	(前回)	→	(今回)
投資評価	2		1
目標株価	2,600円	→	3,200円
	乖離率: 27.5%		

業種格付け	
民生用エレクトロニクス	中立

株価(1/5)	2,510.0円
1日売買代金(直近月平均)	2,353百万円
時価総額	262,621百万円
発行済株式数	109,277千株
外国人持株比率	29.4%
配当利回り(17/3予)	0.9%
純負債/株主資本倍率(16/3)	-25.0%

※発行済株式数: 自己株含む
 ※予想はSMBC日興証券



業績表(連結)

		16/3	17/3	18/3	19/3
			今予	今予	今予
売上高	十億円	281.0	267.0	285.0	305.0
営業利益	十億円	27.5	28.5	31.5	37.0
経常利益	十億円	25.9	24.5	31.0	36.5
純利益	十億円	17.5	17.0	22.0	26.0
EPS	円	167.6	162.5	210.3	248.5
PER	倍	-	15.4	11.9	10.1
BPS	円	812.6	947.1	1,126.8	1,340.9
PBR	倍	3.09	2.65	2.23	1.87
ROE	%	22.0	18.5	20.3	20.1
DPS	円	20.0	22.0	26.0	28.0
EV/EBITDA	倍	-	6.7	5.6	4.4

※注記については次ページの業績表をご参照ください。

富士通ゼネラル(6755)業績表(連結)

	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	ROE (%)	EV/EBITDA (倍)
15/3	274,807	13.8	27,140	31.1	27,860	36.5	17,809	34.6	170.2	-	27.8	-
16/3	280,977	2.2	27,521	1.4	25,889	-7.1	17,531	-1.6	167.6	-	22.0	-
17/3 1Q実績	62,436	-9.5	9,249	39.8	6,211	-22.7	4,118	-26.0	-	-	-	-
17/3 2Q実績	60,009	-13.4	3,342	-8.9	2,656	49.7	1,620	45.6	-	-	-	-
17/3 1H実績	122,445	-11.5	12,591	22.4	8,867	-9.6	5,738	-14.1	-	-	-	-
17/3 会予	265,000	-5.7	26,000	-5.5	22,000	-15.0	15,000	-14.4	143.4	17.5	-	-
17/3 今予	267,000	-5.0	28,500	3.6	24,500	-5.4	17,000	-3.0	162.5	15.4	18.5	6.7
17/3 前予	280,000	-0.3	28,000	1.7	27,000	4.3	18,000	2.7	172.0	14.6	19.5	6.9
17/3 コンセンサス	263,080	-6.4	27,200	-1.2	24,200	-6.5	16,100	-8.2	153.9	16.3	-	-
18/3 今予	285,000	6.7	31,500	10.5	31,000	26.5	22,000	29.4	210.3	11.9	20.3	5.6
18/3 前予	296,000	5.7	30,000	7.1	29,000	7.4	19,000	5.6	181.6	13.8	17.6	6.0
18/3 コンセンサス	276,400	5.1	29,200	7.4	28,800	19.0	19,260	19.6	184.1	13.6	-	-
19/3 今予	305,000	7.0	37,000	17.5	36,500	17.7	26,000	18.2	248.5	10.1	20.1	4.4
19/3 前予	308,000	4.1	32,000	6.7	31,000	6.9	20,000	5.3	191.1	13.1	16.1	5.3
19/3 コンセンサス	289,400	4.7	31,000	6.2	30,600	6.3	20,460	6.2	195.5	12.8	-	-

注:コンセンサスはIFIS(1月4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

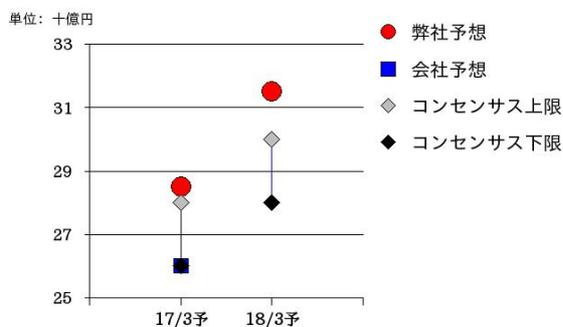
PBRの推移



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(1月4日時点)

出所:IFIS、会社資料、SMBC日興証券予想

富士通ゼネラル(6755)主要データ

会社概要

富士通ゼネラルは、空調機や情報通信・電子デバイス分野において開発・生産・販売・サービスといった事業を行っている。空調機事業は、ルームエアコンやビル用マルチエアコンが主要な製品で、日本をはじめ欧州・北米・豪州・中東・アジア等幅広い地域で事業展開を行っている。情報通信・電子デバイス事業の主要製品は、市町村向け防災・救急無線システム、車載カメラ等である。

セグメント情報

部門別	(単位:十億円)		
(16/3期実績)	売上高	営業利益	利益率
空調機	233	17	7.3%
情報通信・電子デバイス	47	11	23.3%
本社・調整	1	0	-
合計	281	28	9.8%

地域別	(単位:十億円)		
(16/3期実績)	売上高		
日本	100	-	-
米州	33	-	-
欧州	41	-	-
中東・アフリカ	49	-	-
オセアニア・アジア・中華圏その他	58	-	-
本社・調整	-	-	-
合計	281	-	-

1株当たり指標/レシオ

	15/3	16/3	17/3 予	18/3 予	19/3 予
EPS(円)	170.2	167.6	162.5	210.3	248.5
BPS(円)	710.2	812.6	947.1	1,126.8	1,340.9
DPS(円)	18.0	20.0	22.0	26.0	28.0
ROE(%)	27.8	22.0	18.5	20.3	20.1
FCF 利回り(%)	-	-	6.8	6.8	8.3

損益計算書

(単位:十億円)

	15/3	16/3	17/3 予	18/3 予	19/3 予
売上高	275	281	267	285	305
営業利益	27	28	29	32	37
金融収支	0	0	0	0	0
その他損益	1	-	-4	-1	-1
経常利益	28	26	25	31	37
特別損益	0	-	0	0	0
税引前利益	28	26	25	31	37
法人税等	9	8	7	8	10
非支配株主純利益	1	1	1	1	1
純利益	18	18	17	22	26
EBITDA	31	32	34	38	44

貸借対照表

(単位:十億円)

	15/3	16/3	17/3 予	18/3 予	19/3 予
現預金	9	22	36	51	69
有価証券	0	0	0	0	0
棚卸資産	22	20	19	20	22
営業債権	97	81	78	83	89
その他流動資産	14	10	11	11	11
有形固定資産	36	34	36	36	36
その他固定資産	13	14	14	14	14
資産合計	191	181	193	215	240
営業債務	53	38	36	38	40
短期有利子負債	1	0	0	0	0
その他流動負債	42	36	36	36	36
長期有利子負債	0	0	0	0	0
その他固定負債	18	19	19	19	19
負債合計	114	94	91	93	95
自己資本	74	85	99	118	140
非支配株主持分等	2	2	3	4	4
純資産	77	87	102	122	145
負債及び純資産合計	191	181	193	215	240
純負債	-8	-21	-36	-51	-69

キャッシュフロー計算書

(単位:十億円)

	15/3	16/3	17/3 予	18/3 予	19/3 予
純利益	18	18	17	22	26
減価償却費(無形含む)	4	5	6	7	7
正味運転資本増減	-7	3	2	-4	-5
その他	9	-2	1	1	1
営業活動CF計	24	23	25	25	29
設備投資(無形含む)	-7	-5	-7	-7	-7
その他	2	-2	0	0	0
投資活動CF計	-5	-7	-7	-7	-7
借入・社債純増額	-13	-1	0	0	0
配当金支払	-2	-2	-2	-3	-3
その他	-1	-1	-1	-1	-1
財務活動CF計	-15	-3	-3	-3	-4
換算差額等	1	-1	0	0	0
現金・現金同等物の増減額	4	12	15	15	18
フリーキャッシュフロー	19	16	18	18	22

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

1. 投資評価とバリュエーション

投資評価を「1」、目標株価を 3,200 円へ引き上げ

空調機中心の成長ステージへ

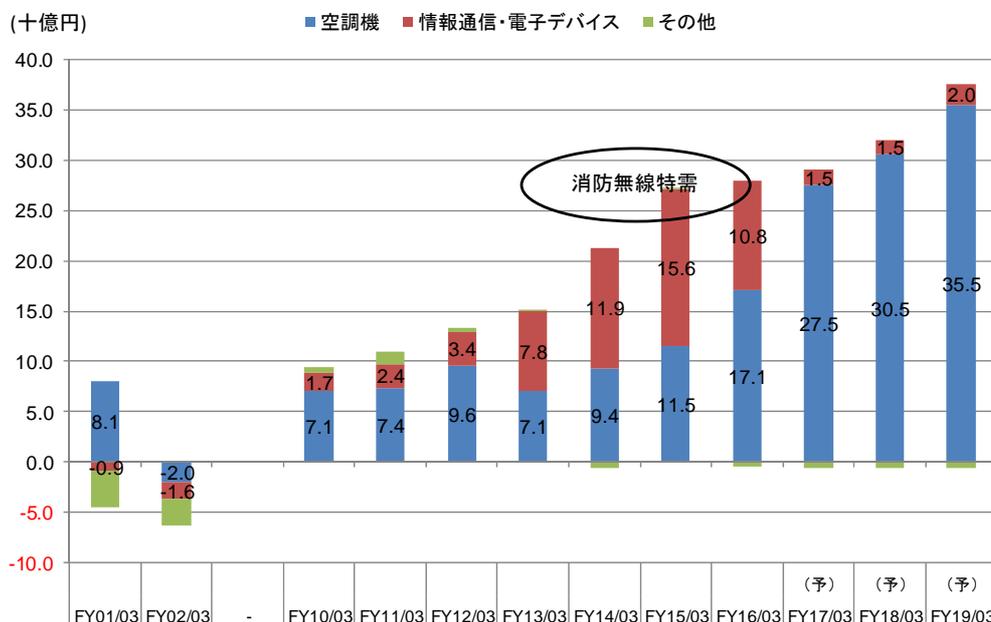
投資評価「1」、目標株価を 3,200 円へ引き上げ

弊社では富士通ゼネラルの投資評価を「2」から「1」へ引き上げ、目標株価は 2,600 円から 3,200 円へ引き上げる。同社ではデジタル家電バブル崩壊後、PDP からの撤退などで痛んだ財務体質を 12/3 期～16/3 期の消防無線のデジタル化特需で大幅改善、11/3 期より 6 期連続で過去最高益を更新してきたが、2016 年 5 月末に消防無線特需は一巡。会社側は 17/3 期は減収減益と予想、同社株価も 2016 年 7 月 25 日を高値に、同社業績の先行きを見極めている状況にある。

株式市場では現在、(1) 消防無線特需一巡後は為替の円高メリットや原材料安などの恩恵もあり、17/3 期 1Q の空調機事業は過去最高の営業利益率(15.8%)となったが、円高、原材料安メリット剥落後の持続性、(2) キーデバイスであるコンプレッサーを内製していないことのデメリット、(3) 富士通がグループ株式の放出を目指す中、同社株式需給の影響、などが懸念されている。

弊社ではこうした懸念はもっともなことだと考えるが、むしろ同社が消防無線特需を享受しつつも、17/3 期には懸念が払拭されることを予見/準備し、その間、空調機事業に経営資源を集中してきたことで 18/3 期以降はエアコン専門メーカーとして、業界平均を上回る成長を実現できるステージを迎えつつあることを評価すべき局面であると考えている。

図表1. エアコン専門メーカーとして同社成長を牽引するステージへ
富士通ゼネラル事業部門別営業利益実績推移と見通し(01/3 期～19/3 期予)



出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

株式市場の3つの懸念と弊社の見方

懸念く成長と評価すべき
局面と考えるが...

弊社では同社が構造的に大きな転換点を迎える中、同社から今後の成長戦略や株主還元方針の発表など、積極的に資本市場に対して経営方針を開示、コミュニケーションをより密に深めていくことを期待している。

その結果、同社が空調機事業においてグローバルに展開し、特にニッチな国・地域(南欧、中東、オセアニア等)でトップシェアを有し、ローカルな規制強化にいち早く対応する体制を構築してきたことで、業界平均以上の成長を実現できる蓋然性が高まりつつあることが株式市場でも今後評価されるものと考えられる。しかし、足元では3つの懸念があるとも考えており、以下、市場の懸念と弊社の見方を示す。

懸念その1: キーデバイス(コンプレッサー)を内製していない限界メーカーで、変動に弱い?

コンプレッサーは外部調達だが、比較劣位に非ず

エアコンにおけるキーデバイスはコンプレッサーとモーターである。図表2で示しているように、冷却装置が最も大きなコストを占めており、銅の価格変動が原材料のコストに与える影響が大きいことがわかるが、この市況変動による影響は同社だけでなく業界全体への影響で、同社固有の問題ではない。

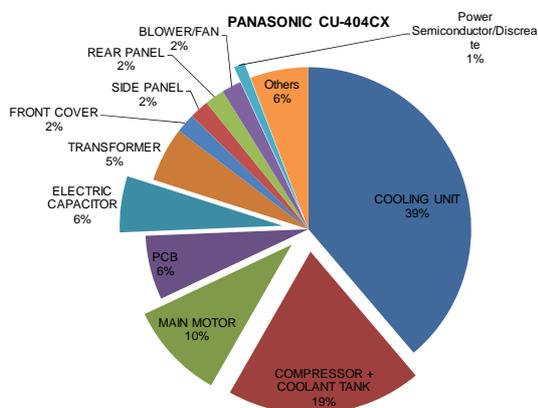
したがって同業他社との比較で重要なのはコンプレッサーとモーターだが、モーターはほぼ全量内製している一方、コンプレッサーは合弁会社で製造しているものもあるが、多くは外部調達としている。しかしながら、海外現地メーカーも含め多くのコンプレッサー製造メーカーが存在している現状では、コンプレッサーそのものを内製しているか否かよりも、よりタイムリーに各国の規制強化に対応した製品を投入するフレキシブルな製品開発力がより重要になっていると考える。

同社としては2020年に向けて2015年比で開発機種数を倍増する一方、標準化設計を推進し、外部との連携も含めて協業を加速、提携/M&Aも積極的に検討していく方針を示している。具体的にはタイで2016年11月よりR&Dセンターを本格稼働させ、日本(川崎)、中国(上海)に続いてタイの3拠点開発体制を構築している。

また付加価値がより拡大している川下の営業力強化にも注力、グローバル展開により天候変動にも強い体制を構築しつつあり、コンプレッサーを内製していないことはもはや比較劣位とはならないと弊社では考えている。特に北米ではRheem社との協業強化によるビジネス拡大の可能性が注目される。

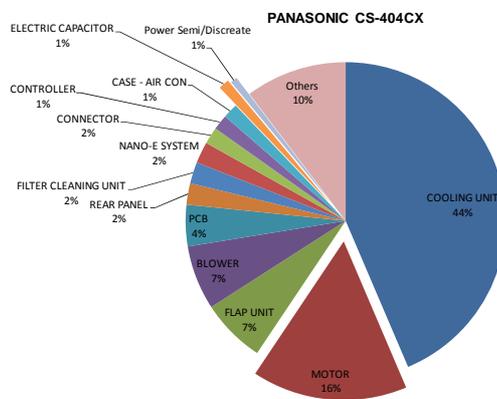
図表2. コンプレッサーとモーターのコスト構成が大きい

室外機のコスト構造イメージ



出所: フォーマルハウト・テクノ・ソリューションズ、SMBC日興証券

室内機のコスト構造イメージ



出所: フォーマルハウト・テクノ・ソリューションズ、SMBC日興証券

懸念その2：最近の業績改善は一過性、消防無線特需は終了し、為替も逆風？

為替感応度は万能に非ず

消防無線特需は2016年5月末に終了したことで、17/3期2Q営業利益は前年同期比減益に転じ、3Qも減益が見込まれる。17/3期1Qは株式市場が想定していた以上に好調で、特に空調機の営業利益率は15.8%と四半期として過去最高益となったが、これは為替の円高メリットや原材料安メリットがあったためであり、一過性の改善にとどまるとの懸念が株式市場には存在している。

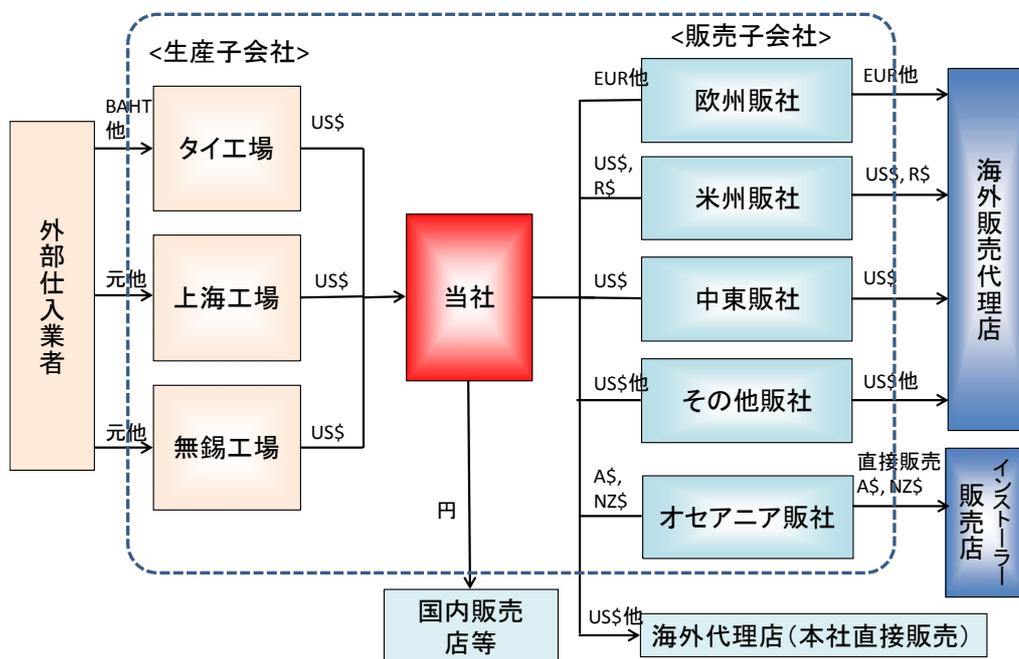
弊社としては、17/3期1Qの営業利益率の高さは出来過ぎであることは否めないが、最近の対ドルでの円安を単純にネガティブとみるべきではなく、構造的に空調機事業の競争力/収益力が高まりつつあることを評価すべき局面であると考えている。

米国大統領選以降円安が進行し、株式市場では各社公表の為替感応度をベースにその影響を織り込んできたと考えられるが、各社が公表している為替感応度はあくまで目安として考えるべきであり、実際の商取引で発生する影響はそれとは異なることが多くなることは留意すべきであろう。

同社の場合、公式の為替感応度は「対ドル1円の円安で約3億円のマイナス」であり、円安はネガティブに株式市場では捉えられているが、現実には(1)対ドルでの円安デメリットは日本への輸入が大きい上期に集中して発生するものであり、(2)タイパーツや中国人民元に対するUSドル高は想定レートよりもポジティブな水準で推移していることなどを勘案すれば、必ずしも現在株式市場が織り込んでいるようなマイナス影響は発生しない可能性もあると弊社では考えている。

図表3. 「為替感応度」はあくまで参考情報として考えるべき

富士通ゼネラル・空調事業の決済通貨フローのイメージ



出所: 会社資料やヒアリングを基に、SMBC日興証券作成

懸念その3：富士通の株式放出リスクはネガティブ？

富士通の同社株式放出は、
リスクではない

同社では1984年に富士通から出資を仰いで以降も、ネットデットが恒常的に続いてきたが15/3期にはネットキャッシュに転じた。また今後も安定したフリーキャッシュを生み出せる経営体質を構築できたことで、約30年ぶりの転換点を迎えつつあると弊社では考えている。

すなわち、これまでの制約された条件下での経営から、自ら生み出したキャッシュを活用して成長投資や株主還元など、様々な選択を行える経営環境を作り出せたといえる。ただその一方で、約30年前にBtoC市場への参入の足がかりとして出資をしたものと想定される同社最大株主である富士通が、保有する同社株式を市場に放出されるリスクを懸念する声も聞かれる。

その背景には富士通が今後1,100億円程度の打ち返し(資産売却等)を行う方針であることを示しており、実際2016年9月9日には富士通テンの株式をデンソーへの売却を発表するなどの動きがあった。弊社でも従来両社がPDPなどで協業する範囲が広がった時代と比べて、両社の協業度合いは薄まっていると考えられることからその可能性は有り得るとみている。

しかしながら、(1)富士通が放出する場合でも、今回の富士通テンのケースのように(富士通の持分は55%→14%)、段階的かつ充分関係会社と話し合った上で決断されるものと考えられ、(2)同社の手元キャッシュの厚みから勘案した場合、富士通の持分全ては難しくとも、一部は自社株買いというかたちで吸収可能であり、(3)他のグループでも同社と資本参加も含め協業を目指したい主体は多く存在すると考えられること、などから、必ずしもネガティブに捉えるべきものではないと弊社では考える。

図表4. 富士通ゼネラルの主要株主

氏名または名称	所有株式数 (千株)	所有株式数の割合 (%)
富士通	46,121	42.21
ASSET MANAGEMENT ONE	4,929	4.51
GPIF	4,574	4.19
JPMORGAN CHASE & CO	3,859	3.53
SCHRODERS PLC	3,305	3.02
NORGES BANK	2,474	2.26
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	2,000	1.83
BNY MELLON	1,638	1.5
T ROWE PRICE GROUP INC	1,315	1.2
NOMURA	1,300	1.19

注: 2017年1月4日時点
出所: ブルームバーグ、SMBC日興証券

バリュエーション

民生用エレクトロニクスセクター平均並みのPERを適用

PER15倍程度が目安

目標株価 3,200 円は業績予想変更を反映し、評価時期を 17/3 期→18/3 期へシフト。18/3 期予想 EPS210.3円を基準に、民生用エレクトロニクスセクター平均並みのPER15倍程度との評価軸に変更はない(従来は 17/3 期で同 PER15 倍程度)。

図表 5 ではグローバル同業他社との比較を示しているが、同社収益率は特需を除けば過去は相対的に低水準で推移、かつキーデバイスであるコンプレッサーを内製していないこともあり、業界の中での位置づけは限界メーカーで、バリュエーションもディスカウントされる傾向が続いてきた。しかしながら、キーデバイスを内製することよりも、機動的に地域対応製品を開発/販売することの価値がより高まっており、キーデバイスを生産していないことが比較劣位に必ずしもならない環境になりつつあることを勘案すれば、業界平均並みの評価はなされてしかるべきであろう。

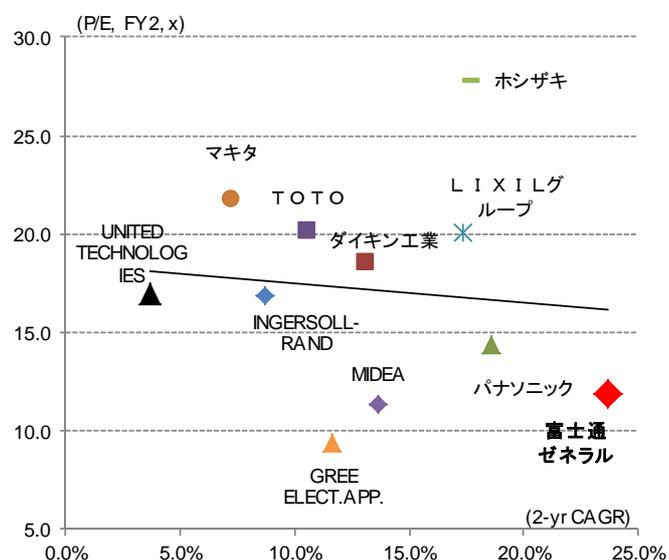
むしろ今後、同社がライトコマース製品を増やし、かつ住設ルートの拡充を進めていく方針であることと、より住設/業務設備メーカーに近い事業モデルにシフトしていくことを勘案すれば、空調関連の中でも民生用エレクトロニクスから住設/業務設備メーカーとの比較でのバリュエーションを意識し始めるべき局面も将来的には到来しよう。

図表5. 万年「ディスカウント」銘柄から脱却できる経営を、新経営陣には期待したい
グローバル関連企業バリュエーション比較

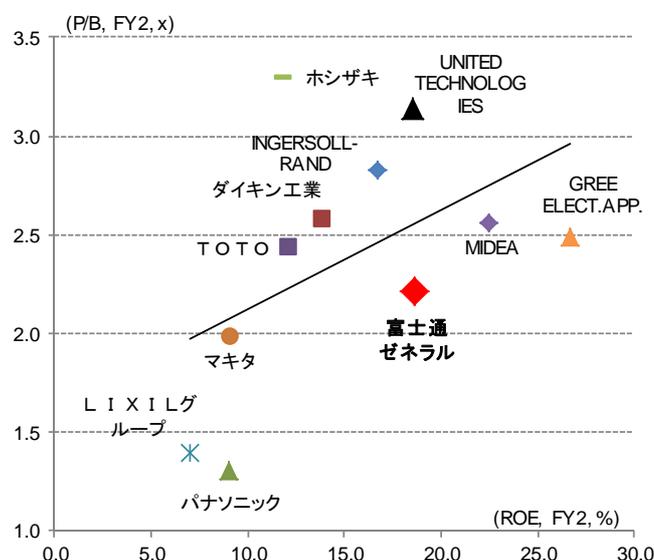
コード	為替	会社名	株価 1月5日時点	時価総額 (十億)	PER(倍)		EV/EBITDA(倍)		EV/FCF(倍)		P/B(倍)		ROE (%)			
					FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2		
6755 JP Equity	JPY	富士通ゼネラル	2,510.00	263	15.4	11.9	6.7	5.6	12.7	11.9	2.65	2.23	18.5	20.3		
6367 JP Equity	JPY	ダイキン工業	11,065.00	3,234	21.3	18.4	11.7	10.0	39.7	23.0	2.86	2.56	14.2	14.7		
6752 JP Equity	JPY	パナソニック	1,219.00	2,829	18.2	14.4	4.1	3.3	14.8	10.7	1.38	1.30	8.3	9.3		
000333 CH Equity	CNY	美的集団[美的グループ]	29.69	191	13.0	11.1	8.5	6.9	12.2	8.7	3.20	2.65	25.8	24.5		
000651 CH Equity	CNY	珠海格力電器	25.26	152	10.6	9.5	5.1	4.1	-	3.6	2.88	2.58	27.8	27.7		
IR US Equity	USD	インテグラル・ラント	75.23	19	17.9	16.7	11.2	10.4	18.3	18.4	2.91	2.77	18.0	16.9		
JCI US Equity	USD	ジヨソク・コントロール・インターナショナル	41.94	39	15.6	13.2	10.8	9.1	24.7	18.2	1.98	1.62	7.5	10.7		
UTX US Equity	USD	ユニテッド・テクノロジーズ	111.35	92	16.9	16.9	9.8	10.1	21.9	21.3	3.24	3.15	20.0	19.2		
空調関連平均							16.1	14.0	8.5	7.4	20.6	14.5	2.64	2.36	17.5	17.9
5332 JP Equity	JPY	TOTO	4,725.00	799	22.2	20.0	10.2	9.1	26.1	21.9	2.65	2.42	12.5	12.7		
5938 JP Equity	JPY	LIXILグループ	2,715.00	779	25.5	20.0	10.5	10.0	94.2	70.2	1.45	1.39	5.7	7.1		
6465 JP Equity	JPY	ホシザキ	9,370.00	679	34.7	27.9	12.2	10.8	31.0	23.0	3.62	3.31	11.1	13.4		
6586 JP Equity	JPY	マキタ	7,900.00	1,072	23.9	21.6	11.8	10.5	22.2	22.1	2.10	1.97	9.1	9.4		
住設/業務設備関連平均							26.6	22.4	11.1	10.1	43.4	34.3	2.46	2.3	9.6	10.6

注: データは 1 月 5 日時点。弊社カパレツジ銘柄(富士通ゼネラル、ダイキン工業、パナソニック、TOTO、LIXIL グループ、マキタ)は SMBC 日興証券予想、それ以外はブルームバーグコンセンサス
出所: ブルームバーグ、SMBC 日興証券予想

図表6. 民生用エレクトロニクス/住設/業務設備関連銘柄との相対感で見た、PEG レシオや PBR/ROE でも富士通ゼネラルは割安
関連企業各社の予想 PER、予想 EPS 成長率の分布 関連企業各社の予想 PBR、予想 ROE の分布



注: 株価は1月4日時点。EPS 年率換算2年成長率は17/3~19/3期。弊社カバレッジ銘柄(富士通ゼネラル、ダイキン工業、パナソニック、TOTO、LIXILグループ、マキタ)は弊社予想。それ以外はI/B/E/Sコンセンサス
出所: トムソン・ロイター、SMBC日興証券予想



注: 株価は1月4日時点。弊社カバレッジ銘柄(富士通ゼネラル、ダイキン工業、パナソニック、TOTO、LIXILグループ、マキタ)は弊社予想。それ以外はI/B/E/Sコンセンサス
出所: トムソン・ロイター、SMBC日興証券予想

ブルシナリオ/ベアシナリオ

アップサイド: 3,500円

ブルシナリオ: エアコンの年率市場平均台数成長率を7%とした場合、同社の年率平均売上成長率は10%程度は可能と考えられる。この場合の18/3期営業利益は345億円、EPSは229.4円と試算されるが、これに民生用エレクトロニクスセクター平均PER15倍程度をあてれば3,500円が視野に入る。

ダウンサイド: 2,200円

ダウンサイド: エアコンの年率市場平均台数成長率を3%とし、単価アップが叶わなかった場合の同社の年率平均売上成長率も3%程度にとどまると考えられる。この場合の18/3期営業利益は285億円、EPSは181.6円となるが、これに民生用エレクトロニクスセクター平均から、従来(~2015年頃)同様、限界メーカーとして2割程度ディスカウントしたPER12倍程度をあてれば2,200円と試算される。

リスク

リスクは、(1)原材料、特に銅やアルミなどの価格高騰、(2)天候不順による需要期のエアコン販売不振とそれに伴う流通在庫の滞留、(3)タイパーツ、中国元など生産国通貨の通貨高や、円、ユーロなどの需要国での通貨安。

2. 業績予想：18/3期は再び過去最高益更新へ

業績見通し（17/3～19/3期）

17/3期営業利益予想：285億円
17/3期3Q営業利益は前年同期比29.1%減の45億円と予想しているが、通期では同3.6%増の285億円と、会社予想(前期比5.5%減の260億円)を上回ると弊社では予想している。同社では2016年5月末に消防無線特需が終了したことで、1Q営業利益が前年比39.8%増益となったのに対し、2Qでは同9.0%減益とマイナス成長に転じている。この傾向は前年同期のハードルが高い3Qも継続しようが、4Q以降は再びプラス成長に回復するものと予想している。

18/3期営業利益予想：315億円
18/3期の営業利益は前期比10.5%増の315億円と予想。為替で14億円、先行投資で30億円程度のマイナス影響を見込むが、売上増/ミックス改善で35億円、原価低減で39億円程度を見込んでいる。また当期利益は220億円と、15/3期の178億円以来、3期ぶりに再び過去最高益を更新すると予想している。なお、空調機の売上高は前年比7%程度増加することを見込んでおり、特にRheem社との協業開始を見込み、米州での成長率が最も高まると想定した。

図表7. 18/3期からの売上高/営業利益成長は同業他社に先行して回復する可能性に注目
セグメント別売上高/営業利益実績及び見通し推移(14/3期～19/3期予)

富士通ゼネラル(6755) (百万円)	FY14/3	FY15/3	FY16/3		FY17/3 (CE)	FY17/3					FY17/3 (E)	FY18/3 (E)	FY19/3 (E)		
			1H	2H		1Q	2Q	1H	3Q	4Q				2H (E)	
為替レート(期末、通期は平均レート) 円/ドル 円/ユーロ	101 136	112 138	122 135	118 129	120 131	105 117	103 114	101 113	101 113	115 120	115 120	115 120	108 117	115 120	115 120
連結															
売上高	241,441	274,807	138,292	142,685	280,977	265,000	62,436	60,009	122,445	55,000	89,555	144,555	267,000	285,000	305,000
国内売上高	104,599	106,522	55,916	44,121	100,037	80,000	21,273	23,500	44,774	15,300	18,426	33,726	78,500	81,000	82,000
海外売上高	136,841	168,284	82,376	98,564	180,940	185,000	41,162	36,508	77,671	39,700	71,129	110,832	188,500	204,000	223,000
営業利益	20,702	27,140	10,284	17,237	27,521	26,000	9,249	3,341	12,591	4,500	11,409	15,909	28,500	31,500	37,000
営業利益率	8.6%	9.9%	7.4%	12.1%	9.8%	9.8%	14.8%	5.6%	10.3%	8.2%	12.7%	11.0%	10.7%	11.1%	12.1%
空調機															
売上高	194,980	218,973	115,510	117,559	233,069	238,500	57,948	52,535	110,483	48,500	81,517	130,017	240,500	258,000	277,000
国内売上高	58,281	50,988	33,473	19,394	52,867	54,500	17,025	16,250	33,276	9,000	10,724	19,724	53,000	55,000	55,000
海外売上高	136,698	167,985	82,036	98,165	180,201	184,000	40,922	36,284	77,207	39,500	70,796	110,296	187,500	203,000	222,000
米州	26,544	33,351	13,924	19,324	33,248	34,000	5,082	6,916	11,999	8,000	16,501	24,501	36,500	41,000	47,000
欧州	37,817	41,490	15,543	24,754	40,297	45,900	15,076	9,843	24,919	10,000	13,081	23,081	48,000	49,000	51,000
中東・アフリカ	22,379	36,766	22,940	26,019	48,959	43,100	6,838	6,960	13,798	8,000	18,202	26,202	40,000	44,000	49,000
米州	19,499	21,060	9,151	12,411	21,562	21,000	3,471	5,366	8,837	7,000	7,163	14,163	23,000	25,000	27,000
中華圏・アジア	30,477	35,314	20,476	15,658	36,134	40,000	10,453	7,196	17,651	6,500	15,849	22,349	40,000	44,000	48,000
アジア	15,000	18,800	11,200	8,700	19,900	22,600	5,494	3,000	8,495	3,000	10,505	13,505	22,000	25,000	28,000
中華圏	15,500	16,500	9,300	6,900	16,200	17,400	4,959	4,196	9,156	3,500	5,344	8,844	18,000	19,000	20,000
営業利益	9,352	11,487	5,669	11,432	17,101	24,500	9,134	3,033	12,168	4,200	11,132	15,332	27,500	30,500	35,500
営業利益率	4.8%	5.2%	4.9%	9.7%	7.3%	10.3%	15.8%	5.8%	11.0%	8.7%	13.7%	11.8%	11.4%	11.8%	12.8%
情報通信・電子デバイス															
売上高	44,647	54,216	22,068	24,454	46,522	25,000	4,153	7,083	11,236	6,100	7,664	13,764	25,000	26,000	27,000
国内売上高	44,505	53,919	21,728	24,056	45,784	-	3,913	6,859	10,772	5,900	7,328	13,228	24,000	25,000	26,000
海外売上高	142	297	339	399,000	738	-	240	224	464	200	336	536	1,000	1,000	1,000
営業利益	11,911	15,635	4,972	5,865	10,837	2,000	33	613	647	500	353	853	1,500	1,500	2,000
営業利益率	26.7%	28.8%	22.5%	24.0%	23.3%	8.0%	0.8%	8.7%	5.8%	8.2%	4.6%	6.2%	6.0%	5.8%	7.4%
その他															
売上高	1,813	1,618	714	672	1,386	1,500	333	390	724	400	374	774	1,500	1,000	1,000
営業利益	-562	17	-357	-60	-417	-500	81	-305	-224	-200	-76	-276	-500	-500	-500

営業利益の増減分析

富士通ゼネラル(6755) (百万円)	FY14/3	FY15/3	FY16/3		FY17/3 (CE)	FY17/3					FY17/3 (E)	FY18/3 (E)	FY19/3 (E)		
			1H	2H		1Q	2Q	1H	3Q	4Q				2H (E)	
営業利益(当期)	20,702	27,140	10,284	17,237	27,521	26,000	9,249	3,341	12,591	4,500	11,409	15,909	28,500	31,500	37,000
営業利益(前期)	15,120	20,702	9,258	17,882	27,140	27,521	6,614	3,670	10,284	6,349	10,888	17,237	27,521	28,500	31,500
増減額	5,582	6,438	1,026	-645	381	-1,521	2,635	-329	2,307	-1,849	521	-1,328	979	3,000	5,500
空調機営業利益(当期)	9,352	11,487	5,669	11,432	17,101	24,500	9,134	3,033	12,168	4,200	11,132	15,332	27,500	30,500	35,500
空調機営業利益(前期)	7,135	9,352	5,772	5,715	11,487	17,101	4,393	1,276	5,669	3,440	7,992	11,432	17,101	27,500	30,500
増減額(空調機)	2,217	2,135	-103	5,717	5,614	7,400	4,741	1,757	6,499	800	3,100	3,900	10,400	3,000	5,000
売上増減, mix変化	3,100	1,800	2,500	0	2,500	2,500	400	100	500	1,000	2,200	3,200	3,700	3,500	3,800
原価低減	500	1,300	3,200	5,100	8,300	6,800	2,200	1,200	3,400	1,000	1,600	2,600	6,000	3,900	4,200
先行投資		0	-1,400	-1,000	-2,400	-4,000	-600	-1,600	-2,200	-1,000	-300	-1,300	-3,500	-3,000	-3,000
為替影響	-5,500	-900	-4,400	1,600	-2,800	2,100	2,800	2,000	4,800	-200	-400	-600	4,200	-1,400	0
情報通信・電子デバイス	4,100	3,700	1,800	-6,600	-4,800	-8,800	-2,200	-2,200	-4,400	-2,300	-2,400	-5,000	-9,300	0	500
その他	-700	600	-700	300	-400	-100	0	200	200	-300	-300	-200	-100	0	0

出所：会社資料、会社予想、SMBC日興証券推定・予想

■ バランスシートとキャッシュフロー

消防無線特需でバランスシート改善、ネットキャッシュ企業へ脱却

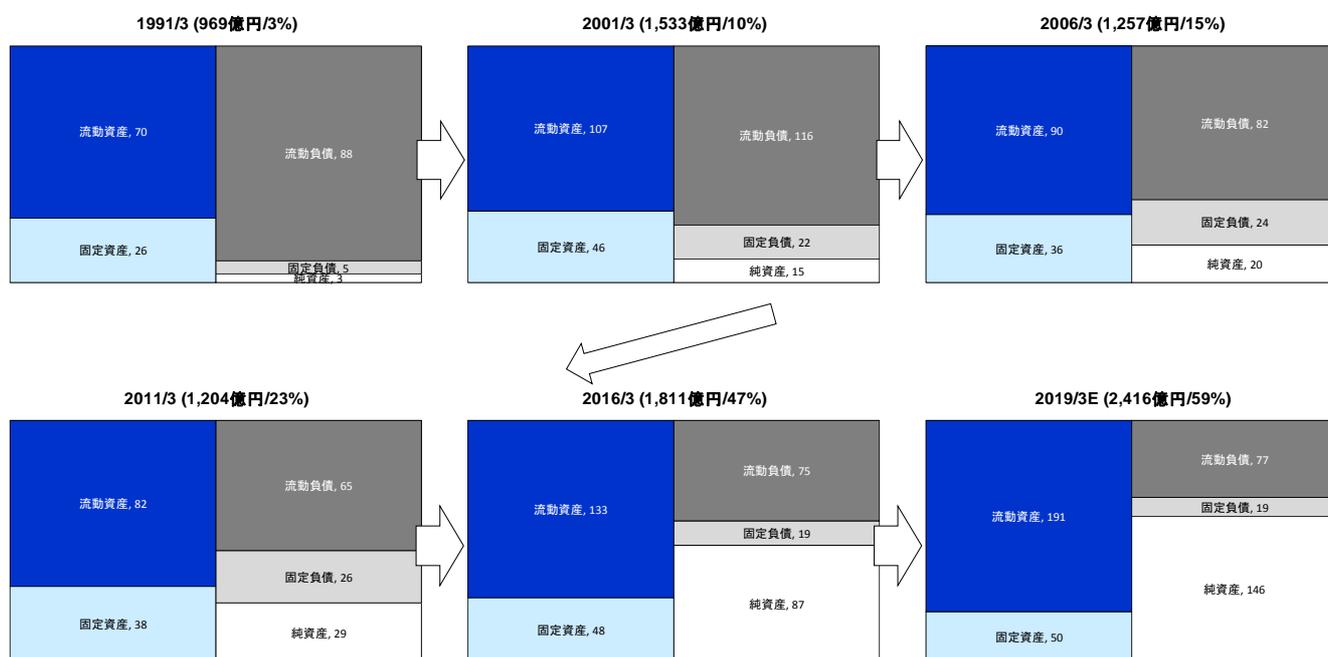
バランスシートは11/3期以降、急速に改善した。06/3期に360億円あったネットデットは11/3期には同211億円と5年間で約150億円改善させたが、その後の5年間では消防無線特需で16/3期には213億円のネットキャッシュへと約400億円の大幅改善となっている。自己資本比率も、01/3期の10%から06/3期で15%、11/3期23%に対し、16/3期は47%へと急回復している。

FCFも安定してプラスで創出できる局面にある。弊社では17/3期～19/3期で研究開発費を130億円～150億円/年程度、設備投資で70億円/年程度費やした場合でも、180億円～210億円/年程度のFCF創出が可能と見ており、今後はその活用力が注目される。

配当金についても、相対的にはまだ還元性向は低水準ながら、安定して拡大させてきた。事業の集中と選択を進め、再建が一定程度完了した08/3期に3円/株で復配、11/3期→16/3期では6円/株→20円/株にまで増配を進めてきた。17/3期も22円/株としているが、配当性向は10%台と低水準にとどまっている。

今後は富士通が保有する株式放出リスクへの対応も視野に入れつつも、成長投資と株主還元のバランスをどのように取っていくのか、これまでのネットデットが常態だった時代とは大きく異なるステージを迎える同社が、手元キャッシュと今後創出されるフリーキャッシュを如何に有効に活用していけるのか、経営陣の手腕に注目したい。

図表8. バランスシート推移(91/3期～19/3期予)



注: 表中単位は十億円、(総資産/自己資本比率)
出所: 会社資料、SMBC日興証券予想

3. 沿革と経営/未来

沿革から考察する経営/未来と投資スタンス

1936年設立「八欧商店」がルーツ

富士通ゼネラルのルーツは1936年に八尾敬次郎氏が設立、キングレコードの大取次店となり蓄音機、レコード及び楽器類の仕入れ・販売を開始した株式会社八欧商店にまで遡る。その後1938年にラジオ受信機、1941年には拡声装置、電気蓄音機などの製造を開始。1942年に八欧電機株式会社に改称、1946年に商標「ゼネラル」の使用を開始し、1951年には家庭電器部門に進出している。

1953年には株式を一般公開、中短波移動無線が国家消防検定1号となり、17インチ白黒テレビの量産も開始、1954年には中短波無線装置を国家消防本部に納入。BtoBとBtoC分野で事業拡大を進めた。家電では1956年より電気洗濯機、1957年より冷蔵庫、1959年より扇風機（およびモーター）、1960年よりカラーテレビ、ウインド形エアコンの生産・販売を開始、商号は「株式会社ゼネラル」に変更した。

エアコン「ミンミン」で成長牽引

エアコンでは1971年に発売した窓・壁への簡易取付カセット形クーラー「ミンミン」がヒット、以後、同社エアコンの愛称は「ミンミン」として普及。同時期、中近東向けへの輸出も開始し、その後アジア圏において代理店網を構築し輸出を開始、1970年代後半には北米、欧州、豪州、南米へ次々と現地販売会社を設立、拡大していった。

1985年～：富士通時代

創業・拡大期から修正局面を迎えたのは1984年。1983年9月に銀行出身の金澤一郎氏が社長に就任、1984年には民生電機市場に参入を模索していた富士通が資本参加、業務提携を締結。1985年には富士通ゼネラルへ商号変更。富士通グループ傘下で特徴的であった事業は、プラズマディスプレイ事業であろう。1993年には日本初のプラズマディスプレイパネルを搭載した21インチ型モニター、テレビを発売し、大型薄型ディスプレイの勃興期で頭角を現した。

2000年代は当初、PDPでデジタル家電成長享受を目指したが頓挫、欧州市場でエアコン事業の競合が激化したこともあり、デジタル家電バブルを謳歌することなく、早いタイミングで事業見直しを含めた再建期を迎える。具体的には2004年に冷蔵庫事業を終息、2008年にはコンシューマー向け映像機器事業を終息してきた。

空調機事業の強化

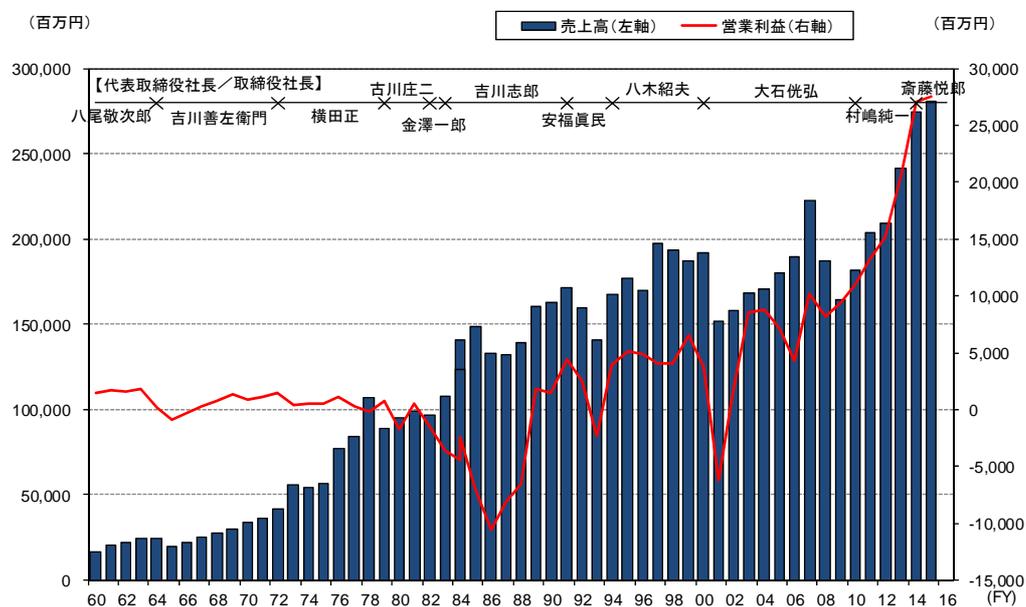
この構造改革時代においても、空調機事業は粛々とその地保を固めていった。同社が同業他社に先駆けて独自の高機能化製品を世に投入した事例としては、2000年に空気清浄機能を搭載したエアコン「先進呼吸プラズマエアロV」、2003年にフィルター自動清掃機能搭載した新形態エアコン「nocriaノクリア」を発売、2008年には業界最小「高さ25cm」のスリムな室内機エアコンの発売などが挙げられ、グローバル・ニッチプレイヤーとして、その後の業界トレンドを作るきっかけとなった特徴ある製品を同社事業では投入してきた。

また、2001年にVRFビル用マルチエアコン事業に参入。2008年に「富士通中央空調（無錫）有限公司」の新工場竣工、ビル用マルチエアコンの生産能力拡大。2009年に「FGA (Thailand) Co.,Ltd.」にエアコン用コンプレッサー工場を設立し、2012年に東芝キャリアとの合弁により「TCFG Compressor (Thailand) Co.,Ltd.」を設立するなど、徐々にその守備範囲を広げつつあることは注目に値しよう。

特需後の成長力に注目

2010年代に入り、同社の財務体質を劇的に改善させたのは、空調機で欧州以外の地域でも着実に収益を稼ぎながら業界平均以上の成長を実現してきたことに加え、消防無線特需があったことが大きい。詳しくはバランスシートとキャッシュフローの項で述べた通りだが、2015年には同社にとって約31年ぶりの生え抜き社長となる斎藤悦郎社長が就任、空調機中心の成長ステージへと突入するが、株式市場の期待を良い意味で裏切った成長をどの程度実現できるのか、注目したい。

図表9. 売上高/営業利益と社長の变化



注: 売上高及び営業利益はデータが取得可能な1960年度以降。代表取締役社長/取締役社長は有価証券報告書に記載があるもののみ記載
出所: 有価証券報告書、QUICK、SMBC日興証券

4. 連結財務諸表

図表10. 連結損益計算書(09/3~19/3 期予)

富士通ゼネラル(6755)	FY09/3	FY10/3	FY11/3	FY12/3	FY13/3	FY14/3	FY15/3	FY16/3	FY17/3	FY18/3	FY19/3
(単位:十億円)	(実)	(予)	(予)	(予)							
売上高	187.1	164.2	182.1	203.5	209.2	241.4	274.8	281.0	267.0	285.0	305.0
売上原価	143.8	120.7	135.7	154.4	156.0	175.8	197.7	202.4	188.5	199.5	211.0
売上総利益	43.3	43.5	46.4	49.2	53.2	65.6	77.1	78.6	78.5	85.5	94.0
販売管理費	35.0	34.1	35.4	35.8	38.1	44.9	50.0	51.0	50.0	54.0	57.0
研究開発費	8.4	7.7	7.8	8.5	9.8	10.3	11.5	12.4	13.0	14.0	0.0
営業利益	8.2	9.4	11.0	13.3	15.1	20.7	27.1	27.5	28.5	31.5	37.0
営業外損益	-5.0	-1.2	-2.3	-3.5	5.0	-0.3	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利益	3.0	7.2	7.5	9.4	19.6	20.4	27.9	25.9	24.5	31.0	36.5
法人税等	1.3	2.4	2.2	3.9	6.3	6.7	9.5	7.8	6.9	8.3	9.7
当期利益	1.6	4.6	4.8	5.2	13.0	13.2	17.8	17.5	17.0	22.0	26.0
EPS(円)	14.5	41.8	44.5	47.5	119.3	123.8	170.2	167.6	162.5	210.3	248.5
発行済株式数(百万株)	109.1	109.1	109.1	109.1	109.1	106.8	104.6	104.6	104.6	104.6	104.6

	FY09/3	FY10/3	FY11/3	FY12/3	FY13/3	FY14/3	FY15/3	FY16/3	FY17/3	FY18/3	FY19/3
売上高構成比	(実)	(予)	(予)	(予)							
売上原価	76.9%	73.5%	74.5%	75.8%	74.6%	72.8%	71.9%	72.0%	70.6%	70.0%	69.2%
売上総利益	23.1%	26.5%	25.5%	24.2%	25.4%	27.2%	28.1%	28.0%	29.4%	30.0%	30.8%
販売管理費	18.7%	20.7%	19.4%	17.6%	18.2%	18.6%	18.2%	18.2%	18.7%	18.9%	18.7%
研究開発費	4.5%	4.7%	4.3%	4.2%	4.7%	4.3%	4.2%	4.4%	4.9%	4.9%	0.0%
営業費用合計	23.2%	25.4%	23.7%	21.8%	22.9%	22.9%	22.4%	22.6%	23.6%	23.9%	18.7%
営業利益	4.4%	5.7%	6.1%	6.5%	7.2%	8.6%	9.9%	9.8%	10.7%	11.1%	12.1%
税前利益	1.6%	4.4%	4.1%	4.6%	9.4%	8.5%	10.1%	9.2%	9.2%	10.9%	12.0%
法人税等	0.7%	1.4%	1.2%	1.9%	3.0%	2.8%	3.5%	2.8%	2.6%	2.9%	3.2%
当期利益	0.8%	2.8%	2.7%	2.5%	6.2%	5.5%	6.5%	6.2%	6.4%	7.7%	8.5%

(前年同期比)	FY09/3	FY10/3	FY11/3	FY12/3	FY13/3	FY14/3	FY15/3	FY16/3	FY17/3	FY18/3	FY19/3
	(実)	(予)	(予)	(予)							
売上高	-16.0%	-12.3%	10.9%	11.8%	2.8%	15.4%	13.8%	2.2%	-5.0%	6.7%	7.0%
売上原価	-16.7%	-16.1%	12.4%	13.8%	1.0%	12.7%	12.4%	2.4%	-6.9%	5.8%	5.8%
売上総利益	-13.5%	0.5%	6.7%	5.9%	8.2%	23.3%	17.5%	1.9%	-0.1%	8.9%	9.9%
販売管理費	-12.1%	-2.7%	3.9%	1.3%	6.3%	17.9%	11.2%	2.2%	-2.1%	8.0%	5.6%
研究開発費	-5.0%	-8.5%	1.3%	10.1%	14.7%	4.9%	12.3%	7.1%	5.1%	7.7%	NM
営業利益	-19.2%	14.4%	16.9%	20.8%	13.5%	36.9%	31.1%	1.4%	3.6%	10.5%	17.5%
税前利益	-47.2%	139.2%	4.4%	25.7%	108.4%	4.3%	36.5%	-7.1%	-5.4%	26.5%	17.7%
法人税等	-48.3%	87.0%	-7.6%	78.6%	60.2%	7.6%	40.9%	-18.2%	-11.2%	20.3%	16.9%
当期利益	-45.9%	187.9%	6.4%	6.7%	151.4%	1.7%	34.6%	-1.6%	-3.0%	29.4%	18.2%

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表11. 連結貸借対照表 (09/3～19/3 期予)

3月決算 (単位:十億円)	FY09/3	FY10/3	FY11/3	FY12/3	FY13/3	FY14/3	FY15/3	FY16/3	FY17/3 (予)	FY18/3 (予)	FY19/3 (予)
資産											
現金・有価証券	4.7	5.4	5.7	4.6	5.9	4.7	9.1	21.6	36.2	50.8	68.9
売上債権	45.9	51.3	47.6	53.6	75.7	82.5	96.9	81.2	77.9	83.1	89.0
棚卸資産	14.2	12.9	19.0	15.3	14.2	20.0	21.8	20.0	19.0	20.3	21.7
その他流動資産	6.6	8.2	10.2	9.2	13.1	11.3	13.8	10.2	10.5	10.5	10.5
流動資産合計	71.4	77.8	82.5	82.8	109.0	118.5	141.7	133.1	143.6	164.7	190.1
有形固定資産	31.0	31.8	29.3	28.9	29.2	32.2	36.1	34.2	35.7	36.2	36.2
その他	9.5	9.5	8.6	9.8	11.0	11.7	12.7	13.8	13.7	13.7	13.7
固定資産合計	40.5	41.3	37.9	38.6	40.2	43.9	48.8	48.0	49.4	49.9	49.9
資産合計	111.9	119.1	120.4	121.5	149.2	162.4	190.5	181.1	193.0	214.6	240.0
負債											
買入債務	26.7	30.3	34.5	30.3	39.7	45.4	53.1	38.5	35.8	37.9	40.1
短期有利子負債	31.8	19.6	15.0	17.3	16.0	13.8	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	14.2	18.2	15.2	19.8	28.6	29.9	41.7	36.4	36.4	36.4	36.4
流動負債合計	72.8	68.1	64.8	67.4	84.3	89.1	95.5	74.9	72.2	74.3	76.5
長期有利子負債	5.3	12.4	11.8	5.2	1.1	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
その他	12.4	12.8	14.3	14.2	15.3	17.5	18.4	18.5	18.5	18.5	18.5
固定負債合計	17.7	25.3	26.1	19.4	16.4	17.5	18.4	18.8	18.8	18.8	18.8
負債合計	90.5	93.4	90.9	86.8	100.7	106.6	113.9	93.7	91.0	93.1	95.3
純資産											
自己資本	19.8	24.1	27.7	33.1	46.7	53.8	74.3	85.0	99.1	117.9	140.3
非支配持分	1.5	1.5	1.7	1.6	1.8	2.0	2.3	2.3	2.9	3.6	4.4
純資産合計	21.3	25.7	29.5	34.7	48.5	55.8	76.6	87.4	102.0	121.5	144.7
負債純資産合計	111.9	119.1	120.4	121.5	149.2	162.4	190.5	181.1	193.0	214.6	240.0

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表12. 連結キャッシュフロー表 (09/3～19/3 期予)

3月決算 (単位:十億円)	FY09/3	FY10/3	FY11/3	FY12/3	FY13/3	FY14/3	FY15/3	FY16/3	FY17/3 (予)	FY18/3 (予)	FY19/3 (予)
営業活動によるキャッシュフロー											
当期利益	1.6	4.6	4.8	5.2	13.0	13.2	17.8	17.5	17.0	22.0	26.0
減価償却	4.5	3.6	3.5	3.2	3.3	3.6	3.9	4.6	5.5	6.5	7.0
必要運転資本増減	2.7	0.6	1.1	-6.7	-9.2	-5.9	-6.8	2.9	1.7	-4.4	-5.1
その他	-1.5	3.7	0.3	6.1	4.2	4.2	9.2	-1.8	0.6	0.7	0.8
営業活動によるキャッシュフロー	7.3	12.4	9.8	7.8	11.3	15.1	24.1	23.2	24.8	24.8	28.7
投資活動によるキャッシュフロー											
設備投資	5.6	5.0	2.4	3.1	3.2	6.2	7.1	5.0	7.0	7.0	7.0
その他	-10.7	-9.8	-5.8	-6.2	-6.1	-12.3	-11.8	-11.9	-14.0	-14.0	-14.0
投資活動によるキャッシュフロー	-5.1	-4.8	-3.4	-3.1	-2.9	-6.1	-4.7	-6.8	-7.0	-7.0	-7.0
財務活動によるキャッシュフロー											
有利子負債増減	-0.2	-5.7	-4.7	-4.4	-6.3	-3.2	-13.2	-0.7	-0.0	0.0	0.0
自己株式取得	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.9	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
配当金支払	-0.3	-0.5	-0.7	-0.7	-0.9	-2.0	-1.7	-2.0	-2.3	-2.5	-2.8
その他	-1.2	-0.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.8
財務活動によるキャッシュフロー	-1.7	-6.8	-5.8	-5.5	-7.6	-10.5	-15.5	-3.3	-2.9	-3.2	-3.6
フリーキャッシュフロー	2.2	7.7	6.3	4.7	8.4	9.0	19.4	16.4	17.8	17.8	21.7

出所:会社資料、SMBC日興証券予想

図表13. 主要指標(09/3~19/3 期予)

3月決算	FY09/3	FY10/3	FY11/3	FY12/3	FY13/3	FY14/3	FY15/3	FY16/3	FY17/3 (予)	FY18/3 (予)	FY19/3 (予)
<一株当たり指標>											
EPS(円)	14.5	41.8	44.5	47.5	119.3	123.8	170.2	167.6	162.5	210.3	248.5
DPS(円)	5.0	6.0	6.0	8.0	12.0	14.0	18.0	20.0	22.0	26.0	28.0
上期	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	8.0	9.0	11.0	13.0	14.0
下期	5.0	6.0	6.0	8.0	12.0	8.0	10.0	11.0	11.0	13.0	14.0
配当性向	34%	14%	13%	17%	10%	11%	11%	12%	14%	12%	11%
総還元性向	5%	6%	8%	8%	5%	41%	8%	9%	10%	9%	9%
CFPS(円)	56.0	74.8	77.0	77.2	149.7	157.7	207.2	211.1	215.0	272.4	315.4
BPS(円)	181.6	221.2	254.3	303.4	428.3	514.3	710.2	812.6	947.1	1,126.8	1,340.9
<収益性指標>											
売上総利益率	23%	26%	25%	24%	25%	27%	28%	28%	29%	30%	31%
営業利益率	4%	6%	6%	7%	7%	9%	10%	10%	11%	11%	12%
EBITDA率	7%	8%	8%	8%	9%	10%	11%	11%	13%	13%	14%
税前利益率	2%	4%	4%	5%	9%	8%	10%	9%	9%	11%	12%
当期利益率	1%	3%	3%	3%	6%	5%	6%	6%	6%	8%	9%
<財務指標>											
自己資本比率	18%	20%	23%	27%	31%	33%	39%	47%	51%	55%	58%
有利子負債/自己資本比率	188%	133%	97%	68%	37%	26%	1%	0%	0%	0%	0%
流動比率(倍)	1.0	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3	1.5	1.8	2.0	2.2	2.5
在庫回転率(倍)	13.1	12.7	9.6	13.3	14.7	12.1	12.6	14.0	14.1	14.0	14.1
有形固定資産回転率(倍)	6.0	5.2	6.2	7.0	7.2	7.5	7.6	8.2	7.5	7.9	8.4
ROA(税前利益ベース)	2.5%	6.2%	6.2%	7.8%	14.5%	13.1%	15.8%	13.9%	13.1%	15.2%	16.1%
ROE(当期利益ベース)	7.7%	20.7%	18.7%	17.0%	32.6%	26.3%	27.8%	22.0%	18.5%	20.3%	20.1%
<運転資本>											
キャッシュコンバージョンサイクル	58	61	53	61	72	72	71	72	74	74	75
在庫回転日数(DIO)	36	39	51	36	33	41	40	36	37	37	38
売掛債権回転日数(DSO)	89	114	95	96	132	125	129	106	106	106	107
仕入債権回転日数(DPO)	68	92	93	72	93	94	98	69	69	69	69

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】

重要な開示情報の項目1~11につきましては、以下のリンクにあるWEBディスクロージャーをご参照ください。

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

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

目標株価は、弊社のアナリストが今後6~12カ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カ月です。

- 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カ月です。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カ月です。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。

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。

投資評価の分布、本調査レポートで言及された会社の株価チャート、投資評価の推移、目標株価の算出根拠、リスクについては、以下のリンクにあるWEBディスクロージャーをご参照ください。

<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

まず、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同時に、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

2017年1月6日

Report / 日本 / 民生用エレクトロニクス

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。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。