

2005年10月20日

 サイモン ウ - >>
リサーチアナリスト, ML Korea

 吉原 洋 >>
リサーチアナリスト, MLJS

エルピーダ メモリ (6665)

 第2四半期決算は想定通りの結果が予想されるが、
今後は改善期待

買い

 株価変動リスク:
大きい

レポート理由: 9月中間決算プレビュー

株価:	3,250円 (2005/10/20)		
12ヵ月目標株価:	4,500円		
目標株価設定日:	2005/09/01		
連結	05/3	06/3 予	07/3 予
当期利益(十億円)	8.2	-1.6	14.3
EPS(円)	103	-16	143
PER(倍)	30.2	n/a	21.9
EPS増減率(前期比%)	n/a	n/a	n/a
1株キャッシュフロー(円)	264	568	901
PCFR(倍)	12.3	5.7	3.6
EV/EBITDA(倍)	7.4	6.1	4.0
名目配当金(円)	0.0	0.0	0.0
名目利回り(%)	n/a	n/a	n/a

投資評価・財務データ

投資評価	C-1-9
時価総額/発行済株式(十億円/百万株)	314/96.5
1株当たり純資産(円、05.6)	1988
株価純資産倍率(倍)	1.6
平均ROE(%、06.3予)	7.1
総資産負債比率(%)	34.6
5年間年率換算予想EPS伸び率(%)	19.2
対市場相対PER(06.3予)	n/a

株式データ

52週高 - 低(円)	4,850-3,080
MLティッカー/取引所	ELPDF/TYO
ブルームバーグ/ロイターティッカー	6665 JP/6665.T
為替レート(直近値)	JPY115.5350/USD
浮動株比率	66.4

断り書きのないかぎり通貨単位は円。

ハイライト

- 想定通りの結果を予想: エルピーダメモリは10月25日に06年3月期第2四半期決算を発表する。弊社の第2四半期営業利益率予想(1.1%、前四半期比6.5ポイント高)は既に会社予想レンジの上限にあるが、上振れする可能性があると考えている。DRAMメーカーの大半は第2四半期営業利益率の大幅な改善(前四半期比10-15ポイント前後の改善)をすでに公表している。
- 利益率の改善: サムスン電子は、2006年には民生用および携帯電話向けDRAMの供給が不足すると予想している。これは、次世代ゲーム機Xbox360や第3世代携帯電話向けなどへの用途拡大を背景に新規需要が見込まれるとする弊社見通しと一致するものである。エルピーダは、自社の最先端技術(例えば、線幅90nm以下の微細加工技術)や300mmウエハ対応工場の能力増強を武器に民生用および携帯電話向けでは世界市場において競争力を強めており、今後は収益モメンタムが改善すると予想され、今第3四半期、07年3月通期業績は弊社予想を上回る可能性がある。
- 競合他社の生産能力増強投資抑制で恩恵: 韓国メーカーは引き続きDRAMよりもNANDに注力すると予想される。たとえば、サムスン電子のDRAM工場の1つはNANDフラッシュの生産に転用されつつある。また、台湾DRAMメーカーの2006年ビット成長予測は前年の水準を大幅に下回っている。マイクロンの300mmウエハ対応工場の生産能力には限界があるほか、インフィニオンはメモリ事業をスピンオフする可能性がある。こうした状況下では世界のDRAM供給が制限される可能性があり、300mmウエハ工場の能力増強で業界平均を上回る生産の伸びが見込まれるエルピーダには追い風となる。したがって同社に対する投資評価は引き続き「買い」とする。

>>>当該アナリストはMLPF&Sの米国外関連会社の役職員であり、NYSE/NASDには登録しておりません。

メリルリンチは、当社が発行する調査レポート中で言及する企業と取引関係があるか、または取引関係を結ぶ意向があります。結果としてメリルリンチに利益相反が発生し、本レポートの客観性に影響する可能性があることを念頭において投資を検討されるようお勧めします。

本レポートは投資を判断する際の一つの要素にすぎないことを念頭において投資を検討されるようお勧めします。

5 - 6頁に重要開示事項を掲載。

3 頁にアナリスト認証を掲載。

2頁に目標株価の根拠とリスクを掲載。

表1	売上 (十億円)	伸び率 (%)	営業利益 (十億円)	伸び率 (%)	経常利益 (十億円)	伸び率 (%)	当期利益 (十億円)	伸び率 (%)	EPS (円)	PER (倍)	PCFR (倍)
連結四半期											
2Q06/3会社予	54.5	0%	(1.5)	nm	(2.6)	nm	(2.0)	nm	(20)	Nil	Nil
2Q06/3ML予	57.2	5%	0.6	nm	(0.7)	nm	(0.7)	nm	(-7)	Nil	Nil
連結通期											
04/3実績	100.4	59%	(26.4)	11%	(25.5)	17%	(26.9)	3%	(524)	Nil	Nil
05/3実績	207.0	106%	15.1	nm	10.7	nm	8.2	nm	108	30.2	12.3
06/3会社予	260.0	26%	18.6	23%	15.3	43%	14.0	70%	176	18.5	na
06/3ML予	227.7	10%	3.2	nm	(1.7)	nm	(1.6)	nm	(17)	Nil	5.7
07/3ML予	290.1	27%	19.9	513%	14.3	nm	14.3	nm	149	21.9	3.6
08/3ML予	332.4	15%	39.9	100%	34.3	nm	33.3	133%	345	9.4	2.7

出所：会社、メリルリンチ予想

投資評価は引き続き「買い」を維持

同社の株価はここ数週間、横ばいで推移しているが、今後は事業環境の好転が期待されることから利益率および売上高は改善に向かうと予想される。エルピーダは、NAND に対する需要拡大に伴う韓国メーカーの DRAM 生産能力増強投資抑制に加え、民生用および携帯電話向けなどハイエンド DRAM に対する新規需要の伸びで多大な恩恵を受けることが予想される。こうした点を考慮して投資評価は「買い」を維持する。

目標株価の根拠とリスク

目標株価

弊社の目標株価 4,500 円は、07 年 3 月期、08 年 3 月期の弊社利益予想に基づく PER20 倍、PBR1.8 倍、EV/EBITDA 倍率 5.5 倍、EV/売上高倍率 1.8 倍の混合平均を適用して算出。これは長期的な営業利益率予想 12%に基づくサイクル中間値のパリュエーションでもみても妥当な水準となっている。

投資リスク

弊社の投資テーマに対するリスクは DRAM および NAND フラッシュ価格の予想外の下落である。ただ、韓国メーカーは DRAM の生産能力増強投資を抑制していることから、世界の DRAM 生産の伸びが需要を大幅に上回ることはないと考えられる。韓国メーカーは、DRAM の生産能力増強投資を抑制して、NAND への投資により積極的になるとみられる。ちなみにサムスン電子とハイニックスの 2 社で世界の DRAM 生産能力の 45%以上を占めている。当然ながら、NAND フラッシュの価格が予想外に下落した場合、韓国メーカーは NAND の生産設備を DRAM の生産に切り替えるため、DRAM 価格も影響を受け易い。したがって、エルピーダも NAND 価格変動の影響を受ける可能性がある。また、同社は 300mm ウエハ工場の能力増強投資を積極的に行っているため、06 年 3 月期はフリーキャッシュフローの伸びは期待できず、これもリスク要因の 1 つとして挙げられる。

株式売却に伴う需給悪化は懸念するほどではないかもしれない

株式売却に伴う需給悪化懸念も株価の下押し要因となる可能性がある。ただ、NEC は日立製作所とともにエルピーダの筆頭株主として発行済み株式の 23.84%を保有していたが、NEC は 8 月 22 日の週に 960 万株（発行済み株式の 9.95%）を既に売却しており、同社の出資比率は 23.84%から 13.89%に低下している。NEC 側ではエルピーダとの戦略的提携関係を維持するためには現在の出資比率を維持する必要があるとみていることから、これ以上の保有株売却はないものと思われる。日立も計画どおり 9 月に 400 万株（同 4%）を売却している。このように NEC および日立はいずれも計画どおり保有株式を既に売却しており（両社合計で発行済み株式の 14%を売却）、株式売却に伴う需給悪化は懸念するほどではないかもしれない。

表2：四半期業績予想

(十億円、円)	3Q FY04	4Q FY04	1Q FY05	2Q FY05	3Q FY05
	Dec-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dec-05
売上高	56.1	50.7	48.0	57.2	60.4
営業利益	5.6	1.1	(2.6)	0.6	2.4
営業利益率 (%)	10.0%	2.3%	-5.4%	1.1%	4.0%
経常利益	3.8	0.1	(3.4)	(0.7)	1.1
当期利益	3.4	(1.7)	(3.3)	(0.7)	1.1
EPS (完全希薄化後)	35.2	(16.8)	(33.1)	(7.4)	10.6
DRAM (256Mb 換算)					
売上高(百万ドル)	474	441	400	465	514
出荷(百万個)	86	96	107	128	148
前四半期比伸び率	9%	12%	12%	19%	16%
前年同期比伸び率	91%	97%	62%	62%	72%
加重平均単価(ドル)	5.5	4.6	3.7	3.6	3.5
コスト	5.0	4.5	4.0	3.6	3.3
営業利益率 (%)	10.1%	2.0%	-6.3%	0.8%	3.9%
DRAM					
生産能力 (wpm)					
200mm Hiroshima	29	28	28	28	28
300mm Hiroshima	30	30	30	32	39
300mm Powerchip	12	13	13	14	14
300mm SMIC	0	0	0	3	5
Others (Hitachi, etc)	3	1	0	0	0
200mm 換算計	126	125	125	138	156
Non DRAM	14	15	15	16	17
生産能力 (wpm)					

出所：会社、メリルリンチ予想

アナリスト認証

私、サイモン ウ - は、本レポートで述べられている見解が、当該証券および発行体に関する私個人の見解を正確に反映したものであることを認証します。私はまた、過去、現在、将来にわたり、私の報酬が、直接的あるいは間接的に、本レポート中の特定の推奨または見解には一切関係しないことをここに認証します。

表3：通期業績予想

(十億円、円)	FY3/04	FY3/05	FY3/06	予 FY3/07	予
売上高	100.4	207.0	227.7	290.1	
DRAM	86.1	186.1	202.4	259.1	
Non-DRAM	14.3	20.9	25.3	31.0	
営業利益	(26.4)	15.1	3.2	19.9	
営業利益率	-26.3%	7.3%	1.4%	6.9%	
EBITDA	(10.7)	51.1	61.8	96.0	
EBITDA マージン	-10.6%	24.7%	27.1%	33.1%	
経常利益	(25.5)	10.7	(1.7)	14.3	
当期利益	(26.9)	8.2	(1.6)	14.3	
EPS (完全希薄化後)	(493)	103	(16)	143	
BVPS	906	2,024	2,009	2,158	
前年比 (%)					
売上高	59%	106%	10%	27%	
営業利益	nm	nm	nm	nm	
経常利益	nm	nm	21%	55%	
当期利益	17%	-142%	-116%	-956%	
EPS (完全希薄化後)	3%	-131%	-119%	-999%	
経常利益	nm	nm	nm	nm	

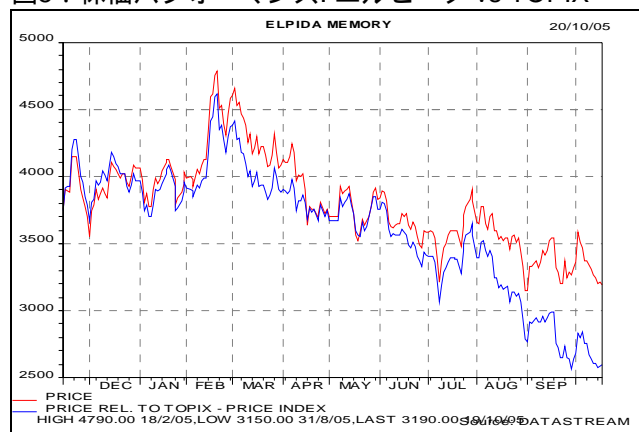
出所：会社、メリルリンチ予想

表4：DRAM前提

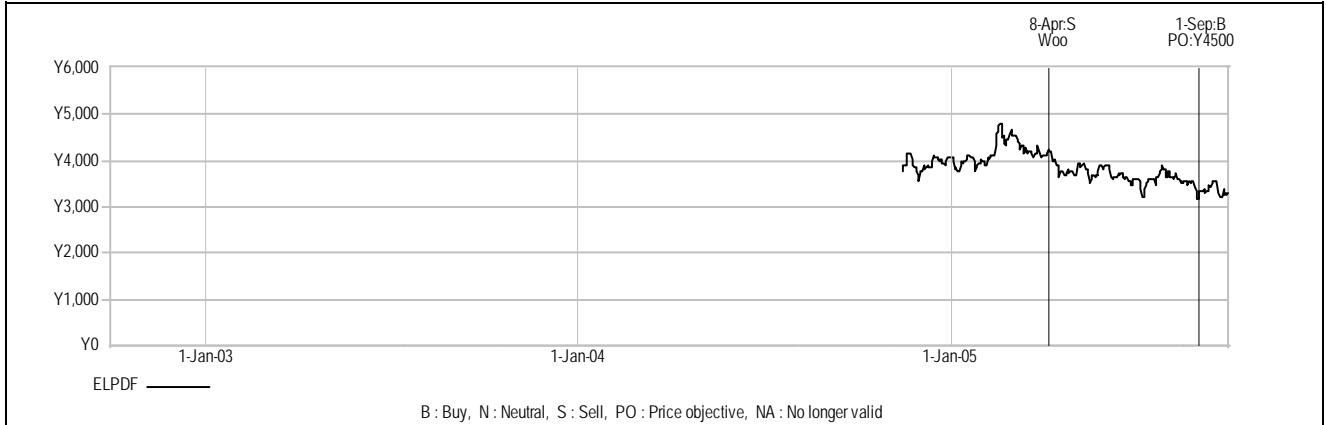
(256Mb equivalents)	FY3/04	FY3/05	FY3/06 予	FY3/07 予
売上高(百万ドル)	767	1,734	1,920	2,588
出荷(百万個)	156	327	554	987
加重平均単価(ドル)	4.9	5.3	3.5	2.6
コスト	6.4	4.9	3.4	2.4
営業利益率(%)	-30.5%	7.3%	1.1%	6.8%
ウエハ生産能力 (8インチ換算・月産)	74	118	152	225
内製	46	90	113	161
外注	28	28	39	64
前年比(%)				
売上高	50%	126%	11%	35%
Bit成長率	59%	110%	69%	78%
平均単価	-6%	8%	-35%	-24%
コスト	-10%	-24%	-30%	-29%
ウエハ生産能力	29%	61%	29%	48%
内製	52%	97%	26%	42%
外注	4%	2%	38%	63%

出所：会社、メリルリンチ予想

図5：株価パフォーマンス: エルピーダ vs TOPIX



出所：データストリーム、メリルリンチ

重要開示事項
6665 Price Chart


2001年12月8日以前の投資評価システムは買い、アウトパフォーム、中立、アンダーパフォーム、売りの5段階評価を採用。2001年12月8日から2002年9月6日までは強気の買い、買い、中立、売りの4段階評価。2001年12月8日に買いは強気の買いに、アウトパフォームは買いに、アンダーパフォームと売りは売りに変更された。次いで2002年9月6日に従来の強気の買いと買いが買いに統合された。投資評価システムの変更による評価修正以外の投資評価変更はチャートに記載。2002年9月6日以前に設定された中立および売り銘柄に対する目標株価は、9月6日以降は効力をもたない。現在の投資評価システムについては巻末に記載。濃いグレーはリスクリジョン期間につき投資評価が一時停止されたことを示す。薄いグレーはレビュー期間につき投資評価が一時取り消されたことを示す。

投資評価配分表：テクノロジーグループ(2005/9/30 現在)

MLカバレッジユニバース	該当銘柄数(A)	配分比率	投資銀行業務関係*	該当銘柄数(B)	B/A
買い	83	36.56%	買い	17	20.48%
中立	133	58.59%	中立	19	14.29%
売り	11	4.85%	売り	1	9.09%

投資評価配分表：すべての業界(2005/9/30 現在)

MLカバレッジユニバース	該当銘柄数(A)	配分比率	投資銀行業務関係*	該当銘柄数(B)	B/A
買い	1076	40.21%	買い	350	32.53%
中立	1399	52.28%	中立	412	29.45%
売り	201	7.51%	売り	36	17.91%

* MLPF&Sまたはその関連会社が投資銀行業務について過去12カ月間に報酬を受領した企業。

ファンダメンタル株式投資評価 [X-a-b] の読み方：[X] は株価変動リスクの評価を表す。A=小さい、B=標準的、C=大きい。[a] は現行投資評価が付与された日を起点として12カ月後までの予想総合投資収益率(配当を含む)の評価を表す。1 = 買い(株価変動リスクが小さいまたは標準的な銘柄は10%以上、株価変動リスクが大きい銘柄は20%以上)、2 = 中立(株価変動リスクが小さいまたは標準的な銘柄は0-10%、株価変動リスクが大きい銘柄は0-20%)、3 = 売り(0%未満)。6 = 投資評価なし [b] : 配当見直しによる評価を表す。7 = 配当維持・増配、8 = 減配の可能性があり、9 = 現金配当なし。

当該企業は現在、MLPF&S またはその関連会社の投資銀行業務の顧客であるか、または過去 12 ヶ月以内に顧客だったことがあります:エルピーダ メモリ
米国において、当該証券の個人顧客への販売および本誌の配布は、当該証券の登録義務がない州、もしくは販売が認められている州のみで行うことができます:エルピーダ メモリ
MLPF&S またはその関連会社は、当該企業(またはその関連会社)から過去 12 ヶ月以内に投資銀行業務に関して報酬を受領したことがあります:エルピーダ メモリ
MLPF&S またはその関連会社は、当該企業(またはその関連会社)から今後 3 ヶ月以内に投資銀行業務に関する報酬を受領する見込み、またはそのような報酬の受領を目指す意思を有しています:エルピーダ メモリ
本レポート中で述べられている証券の投資評価を担当している一人または複数のアナリストが受ける報酬には、その他の要素とともに、投資銀行業務による利益を含むメリルリンチ全体の収益性が考慮されています。

その他の重要開示事項

本レポートに関する著作権、ユーザー合意、その他の一般情報: (c)2005 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated. 無断使用・転載を禁ず。本レポートはメリルリンチの顧客を対象に作成したものであり、レポート全体または一部の如何にかかわらず、いかなる形式でも、メリルリンチの合意なしに転用、転送、または開示することを禁じます。メリルリンチの調査レポートは、メリルリンチが当該調査レポート、またはそれに含まれる情報・投資評価を公的に配布する前に、調査レポートを掲載できる社内向けおよび顧客向けウェブサイトと同時に配信されます。無許可の使用または開示を禁じます。本レポートを受領し、読まれるにあたっては、本レポートの内容、意見、結論または情報(投資評価、予想、目標株価を含む)を転用、転送、または第三者へ開示しない旨、合意されているものとみなします。本レポート中の情報(メリルリンチおよびその関連会社に関する開示情報を除く)は各種情報源から入手したものであり、情報の正確性を保証するものではありません。

MLPF&S またはその関連会社の役員(リサーチアナリストを除く)は、当該企業が発行する証券または関連証券等を保有している可能性があります。本調査レポートは一般情報の提供を目的としたものであり、記載されている情報や意見は特定の証券やその他の投資対象、またはそれに関連したオプション、先物、デリバティブの売買を勧誘するものではありません。本レポートは個別の投資アドバイスの提供を目的としたものではなく、本レポートを受け取られる方の投資目的、経済状況、あるいは特定のニーズを考慮に入れたものではありません。本レポートで言及または推奨している証券、その他の投資対象、または投資戦略の適正さについては投資アドバイスを受けることをお勧めします。また将来的に予想通りの結果とならない可能性があることをご承知おき下さい。証券やその他の投資対象からの投資収益は変動する可能性があり、証券・その他の投資対象の価格または価値も変動する可能性があります。したがって、投資収益が投資額を下回る場合もあります。過去の投資実績は必ずしも将来の投資実績を示唆するものではありません。

外貨建て証券投資では為替相場の変動により証券の価値、価格、配当・利息収入の換算において為替差損が発生する可能性があります。原証券の通貨の変動から影響を受ける ADR などの投資にも為替リスクが伴います。

英国で本レポートをお読みの方へ: MLPF&S またはその関連会社は本レポートで言及している証券につき流動性を提供しています。利益相反に関するメリルリンチのリサーチポリシーは <http://www.ml.com/media/43347.pdf> でご覧いただけます。

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (MLPF&S)の米国外関連会社に関する情報: MLPF&S は以下の米国外関連会社の調査レポートを米国内で配布しています(略称、登記社名の順)。Merrill Lynch (France): Merrill Lynch Capital Markets (France) SAS; Merrill Lynch Dublin (Frankfurt Branch): Merrill Lynch CMB Ltd, Dublin, Frankfurt Branch; Merrill Lynch (South Africa): Merrill Lynch South Africa (Pty) Ltd; Merrill Lynch (Milan): Merrill Lynch Capital Markets Bank Limited; MLPF&S (UK): Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited; Merrill Lynch (Australia): Merrill Lynch Equities (Australia) Limited; Merrill Lynch (Hong Kong): Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited; Merrill Lynch (Singapore): Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd; Merrill Lynch (Canada): Merrill Lynch Canada Inc; Merrill Lynch (Mexico): Merrill Lynch Mexico, SA de CV, Casa de Bolsa; Merrill Lynch (Argentina): Merrill Lynch Argentina SA; Merrill Lynch (Brazil): Banco Merrill Lynch de Investimentos SA; Merrill Lynch (Japan): Merrill Lynch Japan Securities Co, Ltd; Merrill Lynch (Seoul): Merrill Lynch International Incorporated (Seoul Branch); Merrill Lynch (Taiwan): Merrill Lynch Taiwan Limited; DSP Merrill Lynch (India): DSP Merrill Lynch Limited; PT Merrill Lynch (Indonesia): PT Merrill Lynch Indonesia; Merrill Lynch (Israel): Merrill Lynch Israel Limited.

本調査レポートは MLPF&S 及び/またはその米国外関連会社によって作成・発行されたものです。MLPF&S は米国内で本レポートを配布しており、米国内で配布される米国外関連会社の調査レポートについては全面的に責任を負っています。本レポートを受け取り、そこで言及している証券に関して投資を希望される米国投資家は、海外の関連会社ではなく MLPF&S を通じて行われますようお願い致します。本レポートは、英国では同国金融サービス機構(FSA)から認可を受けその監督下にある Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Limited がその発行を承認、オーストラリアでは同国法人法 (AFSL No 235132)に基づいて認可を受けている Merrill Lynch Equities (Australia) Limited (ABN 65 006 276 795)により検討・配布、日本では同国証券取引法に基づく登録証券会社であるメリルリンチ日本証券株式会社により検討・配布、香港では香港 SFC の監督下にある Merrill Lynch (Asia Pacific) Ltd.により配布、シンガポールでは同国金融管理庁の監督下にある Merrill Lynch International Bank Ltd. (Merchant Bank)と Merrill Lynch (Singapore) Ltd. (企業登録番号 198602883D)により配布されています。ブラジルにおける本レポートの発行または配布については承認は必要ありません。

投資評価に実勢を反映させるべく、ファンダメンタル株式レポートは継続的に発行されます。