

2024年7月2日

週間銘柄ピックアップ (6月24日～28日)

～ 前週発行のTIW企業レポート/ウォッチノートから藤根による銘柄選択 ～

ストラテジー・アーキテクト

藤根 靖昊

ワンポイント・コメント

- 円安と国内長期金利の上昇から中小型・グロース銘柄には7月は再び厳しい局面が訪れるかもしれない。
- 円安を齎しているのは、1) 日米金利差が米国の利下げの後ズレによって縮まらないこと、2) 国内長期金利の上昇を視野に国債の利払い費増加など財政への悪影響が見込まれること、3) 新NISAによる外国証券投資の積極化で海外への資金流出が加速していること、何よりも、4) 日本の産業競争力の低下が挙げられる。貿易統計の輸出金額は為替の円安から金額ベースではプラスであるが、数量ベースではマイナスとなる月が圧倒的に多い。主な輸出品目は半導体製造装置・自動車が挙げられるが、自動車も中国企業のEV車の攻勢の前に陰りが生じ始めている。
- 円安は輸入物価の上昇によるコストプッシュ・インフレを通じて家計の購買力を低下させている。円安の恩恵を享受できる輸出・グローバル型企業を除けば、個人消費とは関係ない企業であっても内需型には厳しい目が向く。長期金利の上昇もバリュエーションが高い成長株には不利に働いている。

レポート発行日	企業名	コード	アナリストによる投資評価		予想ROE	予想EPS成長率 (%)	株価			藤根の注目度	リスク及び適合性
			前回	今回 (今期、%)			レポート発行時点の株価	F-Modelによる理論値	現株価との乖離率		
6/24	AeroEdge	7409	1	⇒ 1	30.16	-23	2,650	2,286	-14%	♪	
6/25	リクルートホールディングス	6098	NR		17.38	17	8,135	4,083	-50%	♪	
6/26	ツルハホールディングス	3391	NR		9.20	4	9,620	8,040	-16%		
6/27	ニューラルグループ	4056	新規	⇒ 2	-32.63	na	942	na	na		
	ユー・エス・エス	4732	新規	⇒ 2+	17.00	4	1,343	1,122	-16%	♪	
6/28	プレミアグループ	7199	2+	⇒ 1	31.31	28	2,171	1,886	-13%	♪	
	スズキ	7269	2+	⇒ 1	9.82	7	1,803.5	1,869	4%	♪	
	スギホールディングス	7649	NR		10.63	8	2,269	2,198	-3%	♪	

●割引率(市場の平均期待リターン)

7.25%

●ネット負債コスト

2.00%

注: 予想ROE、予想EPS成長率について、投資評価のある銘柄は担当アナリストの数値を使用、投資評価がない場合(NR)は市場予想平均(アナリスト・コンセンサス)の数値を利用

注目銘柄のサマリーは2頁目以降をご覧ください

- ◆ 前週に発行されたTIW企業レポート及びウォッチノートの「Fモデル」による株価バリュエーションを一覧で掲載しております。
- ◆ 「Fモデル」による参考妥当PBRと実績PBRの比較に加えて、藤根靖昊による注目度(♪マーク)を表示しております。OH(=on hold)はあくまでも判断保留であり、評価に値しないという意味ではありません。
- ※ 「Fモデル」の詳細に関しては、後ろから2ページ目の「Fモデル」についてをご参照下さい。

注目度表示について

♪	上昇期待
♪♪	上昇を見込む
♪♪♪	高い上昇を見込む
OH	判断保留
R	リスクが高い
LC	適合性低い

本レポートに掲載された情報・意見は信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切かつ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【先週の発行レポート(銘柄レポート以外)】

6月25日(火)

- ・週間銘柄ピックアップ
- ・コンセンサス

6月28日(金)

- ・5月の完成車メーカー生産・販売台数

【銘柄サマリー】

- ユー・エス・エス(4732) 【新規→2+】

「25/3期は連続で売上高、営業利益ともに過去最高更新を計画」

投資評価「2+」でカバレッジをスタートする。中古自動車オークションを運営。全国で19会場を展開。現車オークション会員は48千社を超え、専用端末及びインターネット会員を含め圧倒的な会員数を誇る。中古車取引でいち早くITを導入し、公正・公平なオークションを確立した。オートオークション市場のシェアは約4割で同社1社で競合上位6社の合計シェアを上回り、中古車流通市場になくしてはならない存在である。地域一番の会場を多く持つことが同社の強みで大会場に全国から高品質な中古車が集まる好循環から同社の成約車両単価は業界平均を優に上回る。中核オートオークション事業の営業利益率は60%を超え収益力も高い。25/3期は同社計画上振れを予想。新車供給改善、中古車輸出好調により市場堅調が見込まれる中で前年から横這い想定 of 同社出品、成約台数前提を保守的とみることによる。

予想ROE：17.0% PBR：3.5倍、来期予想PER：18.8倍、来期予想EPS成長率：4%

Fモデルによる理論株価：1122円(6月27日 by 高田悟)

- プレミアグループ(7199) 【2+→1】

「コア事業と新規事業がともに堅調、高成長局面が続く」

TIWでは目標株価は3,400円とし、今般、投資評価を「2+」→「1」(Buy)へ引き上げる。理由は、24/3期が大幅増収大幅営業増益で着地し、同社が25/3期も8期連続で増収増益(税引前利益)、増配を予想したこと、25/3期は現行中期経営計画の25/3期予想以上の業績を見込んでいることなどがポジティブである、強固なビジネスモデルを背景に高成長が続いており、改めて投資評価を見直した結果、外部環境に不透明感が強まる事業環境下でも国内を中心に高成長継続が見込めると判断したこと、25/3期TIW予想PER16.0倍などの株価指標面にも特段割高感がないこと、などによる。

予想ROE：31.3% PBR：5.7倍、来期予想PER：12.5倍、来期予想EPS成長率：28%

Fモデルによる理論株価：1886円(6月28日 by 高田悟)

- AeroEdge(7409) 【1→1】

「良好な収益モメンタムを見込むなか株価は割安、25/6期は営業増益へ」

投資評価「1(Buy)」を継続。中期的に良好な収益モメンタムが見込まれるなか、株価は割安水準にあるものと判断する。目標株価は3,430円。TIW業績予想を前回から更新。主な修正要因は、①新材料の開発業務受託の上乗せ、②円安メリットの一段の発現、③人件費を主としたコスト増、である。他方、将来キャッシュフローを現在価値に割り引くためのWACC(加重平均資本コスト)を、資本構成の見直しに伴い引き上げた。TIWでは24/6期業績を、売上高3,353百万円(前期比15%増)、営業利益550百万円(同15%増)と予想する。25/6期は、売上高4,246百万円(同27%増)、営業利益582百万円(同6%増)を見込む。航空業界におけるサプライチェーンの毀損が漸次復元、ボーイング「737MAX」に係る品質問題も次第に解消に向かうものとみられる。

予想ROE：30.2% PBR：3.6倍、来期予想PER：22.8倍、来期予想EPS成長率：-23%

Fモデルによる理論株価：2286円(6月24日 by 岩元泰晶)

本レポートに掲載された情報・意見は信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

● スズキ (7269) 【2+→1】

「足元の生産・販売状況から25/3期1Qは好スタートを切るとみる」

27日、国内完成車メーカー8社の5月の生産・販売速報が発表となった。8社合計の生産・販売台数がともに前年割れとなる中、同社の5月の世界生産及び世界販売台数は唯一、生産、販売がともに前年を確り上回り同社の堅調ぶりが目立つ結果となった。5月の生産・販売はともに5カ月連続で前年を上回り、1月からの5カ月間累計でも、4月からの2カ月間（年度）累計でも同社の生産・販売台数は前年を上回って推移している。国内四輪車及び登録車の販売好調と堅調なインドの生産・販売が足元の台数増を牽引している。好調な生産・販売状況に加え、為替円安進行を踏まえると、1Q（4-6月）は同社計画を上回るペースで好発進となる可能性が高いとTIWは考える。投資評価を「2+」→「1」（Buy）へ引き上げる。

予想ROE：9.8% PBR：1.4倍、来期予想PER：10.3倍、来期予想EPS成長率：7%

Fモデルによる理論株価：1869円（6月28日by高田悟）

● リクルートホールディングス (6098) 【NR】

「24/3期調整後EBITDA増益、25/3期調整後EBITDA4.7%減益～12.8%増益予想」

24/3期は為替影響除くベースで4.1%減収だが、調整後EBITDAは計画レンジ上限（5,850億円）を上回る水準の増益で着地した。4Qの調整後EBITDAは2.6%増と小幅増益にとどまった。HRテクノロジーは米国が労働市場需給緩和で米ドルベース13.1%減収となり、広告宣伝費の増加も影響してマージンが1.6ポイント低下した。マッチング&ソリューションは求人広告サービスが低調だが、販促領域の好調が牽引してマージンが4.4ポイント上昇した。4Q末の累計SaaSアカウント数は前年比18.0%増の377万となった。人材派遣は日本が好調だが、欧州・米国・豪州が低調でマージンが1.1ポイント低下した。

予想ROE：17.4% PBR：6.7倍、今期予想PER：33.2倍、今期予想EPS成長率：7%（6月25日）

● スギホールディングス (7649) 【NR】

「3～5月期、既存店の好調と店舗増で物販、調剤ともに2ケタ増収。営業11%増益」

既存店が好調に推移したほか、前期からの積極出店による店舗増も寄与し、第1四半期（3～5月期）の売上高は前年同期比13%増えた。利益面では、物販事業の粗利率アップで売上総利益率が0.1ポイント改善し、賃上げや採用増による人件費の増加を吸収して、営業利益は11%、純利益は10%それぞれ増えた。既存店はスギ薬局全体で6.9%増。客数は1.8%増にとどまったが、製品値上げによる単価上昇や買い上げ点数の増加で客単価が5.0%上がった。物販（売上高構成比78%）は14%増収で、売上総利益は16%増えた。コロナ沈静化で関連商品の売り上げは減少したが、外出機会の増加に伴う関連需要やインバウンド需要を取り込んだ。

予想ROE：10.6% PBR：1.8倍、今期予想PER：15.8倍、今期予想EPS成長率：18%（6月28日）

「投資評価」は、取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1：Buy（買い）、1S：Speculative Buy（投機的買い）、2+：Outperform（市場平均を上回る）、2：Neutral（中立）、2-：Underperform（市場平均を下回る）、3：Sell（売り）。

本レポートに掲載された情報・意見は信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、藤根靖晃が考案した妥当株価水準を推計する上での簡便法である。「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(＝国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割り引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = \left[\frac{\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率})}{\text{割引率}} \right] - \text{ネットD/Eレシオ} \times \left(\frac{\text{負債コスト}}{\text{割引率}} \right)$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

「Fモデル」に有用性があると思うのは次の点である。

- ◇要求リターンに対するROE水準を測ることを基本にしており、単純且つ理解しやすい構造にあること
- ◇単純な構造であることからバリュエーション作成者の恣意性が排除できること

注意事項をご理解いただいた上で、あくまでも参考指標として利用いただきますようお願いいたします。

【注意事項】

1)「Fモデル」の妥当性に関しては、過去1年以上にわたってTIW企業レポートを用いて行ってきた結果、適応する事例が適応しない事例を大きく上回った。しかしながら、以下のようなケースには不適応であるか、または、(修正を加えない限り)単純に適応できない。

- ・下地となるアナリストの業績予想の確からしさが低い場合
- ・金融、不動産、公益など資産に対する捉え方が通常の企業と大きく異なる業種
- ・子会社等でファイナンス事業を営んでいる企業 ・BS上には表れない含み資産等の影響が強い企業
- ・設備投資に対する回収期間が極めて長期である産業
- ・割引率を大きく上回る成長率が再来期以降も継続する企業

2)一定の割引率(インプライドの要求リターン)を用いるのは、①現状のマーケットの投資家のリスク許容度を反映させること、②株価ベータを用いた一般的な資本コストは過去の実績であり将来価値を測るには妥当でないという考え方、に基づく。しかしながら、本来的には割引率には企業の事業の継続性・安定性や株式流動性(流動性プレミアム)などを織り込むべきであることは言うまでもない。単純に算出された結果を利用するのではなく、理論値と実績値の乖離について考察することが肝要である。

藤根靖晃(ふじね やすあき) プロフィール

立命館大学経済学部卒。東京理科大学総合科学技術経営研究科修了。国内証券、Dan&Bradstreet (Japan) を経て、スミスパーニー証券入社。その後、日興ソロモン・スミスパーニー証券においてコンピュータ・ソフトウェアのアナリストとして活躍。2000年3月、株式会社ティー・アイ・ダヴリュを起業、代表取締役就任。定説が確立されていないビジネスの分析と転換点の発見を得意とする。

アナリストによる宣言

私、藤根靖晃は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私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。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」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おりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、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。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>