

2024年7月16日

## 週間銘柄ピックアップ (7月8日~12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

- 国際会計基準 (IFRS) の損益計算書開示ルールが2027年度から大幅に変更される (強制適用: 早期適用も可能)。新たに「営業」「投資」「財務」の3区分が設けられ、同時に「営業利益」及び「財務及び法人所得前利益」の開示が義務付けられる (日経朝刊7/11参照)
- 「営業利益」は日本基準の営業利益に特別損益を加えたような内容。「投資」は持分法投資損益など本体以外の収益、「財務及び法人所得前利益」は、資金調達前の収益を表す。
- これまでIFRSでは営業利益の開示は義務付けられておらず、「事業利益」「コア営業利益」など企業が独自に開示を行うケースも多く、比較が困難であった。統一化されることにより、IFRS採用企業同士はもちろんのこと、日本基準との比較も以前よりは容易になると考えられる。

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 (今期、%)	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			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		
7/8	日本電解	5759	2+	⇒ 2	-15.25	na	1,020	na	na		R
	マツダ	7261	1	⇒ 1	10.05	24	1,549	5,278	241%	♪	
7/9	クスリのアオキホールディングス	3549	NR		14.61	7	2,876.5	2,316	-19%		
7/10	アークランズ	9842	NR		10.71	2	1,832	2,283	25%	♪	
7/11	note	5243	1	⇒ 2	0.32	57.6倍	696	392	-44%	♪	
	ビックスホールディングス	2935	NR		4.63	7	1,118	1,310	17%		
	ウエルシアホールディングス	3141	NR		10.06	6	1,842	1,649	-10%		
7/12	ダイセキ	9793	2+	⇒ 2+	9.93	5	3,715	2,626	-29%	♪	
	コメダホールディングス	3543	NR		13.99	8	2,588	1,908	-26%		
	SHIFT	3697	NR		27.04	28	11,255	9,346	-17%		

●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。

## 【先週の発行レポート(銘柄レポート以外)】

- 7月9日 (火)  
 ・週間銘柄ピックアップ  
 ・コンセンサス

## 【銘柄サマリー】

## ● マツダ (7261) 【1→1】

「25/3期スタートの1Qは順調に発進したとTIWはみる」

「型式指定申請」において、認証法規に準拠しない状態で試験が一部実施されていたことには問題があるが、対象5車種に関し安全性能に問題がないことが確認され、現行生産2車種の出荷が型式指定の取り消しなどの行政処分にはならず生産停止から僅か1カ月で再開となったことは明るいニュースと言えよう。一方で、期初2カ月間の生産・販売状況を見ると生産が前年を上回っており出荷も前年を上回って推移しているとみられ、高収益市場の米国、欧州の販売が堅調である。まだ6月を残し不正問題の業績への影響はわからぬものの、生産・販売面の状況や為替円安等から1Qは営業過去最高益を目指す通期計画に対して概ね順調なスタートになったとみる。株価指標面にも割安感強く、投資評価は「1」を維持。

予想ROE：10.1% PBR：0.6倍、来期予想PER：4.3倍、来期予想EPS成長率：24%

Fモデルによる理論株価：5278円 (7月8日by高田悟)

## ● ダイセキ (9793) 【2+→2+】

「1Qは単体好調により計画を上回る、25/2期は順調に発進」

TIWでは投資評価は「2+」を維持する。理由は、(1)25/2期1Q(3-5月)は営業微減益となったが、想定されたダイセキ環境ソリューション(1712)の減益をダイセキ単体の好調等で補い前年並みの営業利益を確保したこと、国内鉱工業生産が伸び悩む中でもシェアアップやリサイクル燃料の大幅な出荷増等によりダイセキ単体で営業過去最高益と営業利益率30%台を確保したことなどが評価できる決算となった、(2)1Qの良好な計画進捗から25/2期は通期営業利益計画の超過達成が見込めること、(3)25/2期業績は一過性の要因から伸び悩むが、環境への貢献を軸に中期的には堅調な業績展開が期待できるとのTIWの見方に変化がないこと、などによる。

予想ROE：9.9% PBR：2.4倍、来期予想PER：19.6倍、来期予想EPS成長率：5%

Fモデルによる理論株価：2626円 (7月12日by高田悟)

## ● note (5243) 【1→2】

「戦略投資をこなし持続的収益成長へ、株価は適正価値圏内」

投資判断を「2 (Neutral)」へと引き下げる。TIW業績予想は前回と同じ。24/11期2Q(3~5月)の連結業績は、売上高811百万円(前年同期比17%増)、営業利益19百万円(前年同期は88百万円の損失)となった。売上成長やコストマネジメント強化により、上場来初の四半期黒字を達成した。24/11期通期の会社予想は、据え置かれた。24/11期TIW予想は売上高3,498百万円、営業損失3百万円。戦略投資をこなし損益はゼロ近辺へ。「note」では各種機能強化策が、「note pro」では値上げの浸透が寄与しよう。25/11期は32%増収、営業損益は332百万円の黒字を見込む。

予想ROE：0.3% PBR：6.6倍、来期予想PER：37.1倍、来期予想EPS成長率：57.6倍

Fモデルによる理論株価：392円 (7月11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。

## ● アークランズ (9842) 【NR】

「3～5月期、外食が既存店の好調と店舗増で2ケタ伸長、2%増収、18%営業増益」

小売事業の売り上げは客数の減少で微増にとどまったが、外食事業が既存店の好調と店舗増で2ケタ伸び、第1四半期(3～5月期)の売上高は前年同期比2%増えた。利益面では、前年下期に行った価格改定効果もあって売上総利益率が0.6ポイント上昇したほか、販管費比率も費用の抑制で0.2ポイント改善し、営業利益は18%増えた。ただ、純利益は前期にあった固定資産売却益26億円の影響で29%減益。小売事業(売上高構成比79%)の既存店は0.3%増(客数3.6%減、客単価4.1%増)で、営業収益(売上高に営業収入を加えたもの)は0.3%増にとどまった。営業利益は4%増えた。

予想ROE：10.7% PBR：1.0倍、今期予想PER：8.7倍、今期予想EPS成長率：44% (7月10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」に有用性があると考えるのは次の点である。

- ◇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/>