

2024年7月19日

業種 電気機器

## ジーエス・ユアサコーポレーション（東証プライム-6674）

～現行中期経営計画での最終年度の利益目標を上方修正～

## 投資評価

前回 今回  
2+ → 2+  
2024/5/28 Outperform

アナリスト  
高田 悟

主要指標 6674  
(2024年7月18日現在)

|               |          |
|---------------|----------|
| 株価            | 2,865 円  |
| 時価総額          | 2,878 億円 |
| 予想PER (25/3期) | 11.1 倍   |
| 予想PER (26/3期) | 10.2 倍   |
| 実績PBR         | 0.87 倍   |
| 予想配当          | 70.0 円   |
| 予想配当利回り       | 2.44 %   |
| 配当性向          | 27.0 %   |
| 予想ROE         | 6.78 %   |
| 予想DOE         | 1.83 %   |

発行済株式数 100,446 千株  
売買単位 100 株

(注1) 予想はT.I.W.

(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向×ROE)

## 要旨・投資のポイント

&lt;目標を前倒しで達成、売価見直しの影響などを織り込む&gt;

- 7月9日、同社は2023年度（24/3期）から2025年度（26/3期）までの中期経営計画（以下、中計）の中期経営目標の見直しを発表。その説明会を同日開催した。既存事業の収益力強化、中国事業見直しなどにより最終年度の営業利益（のれん償却前）目標を23年度に前倒しで達成したことが見直しの背景である。見直しの主な内容は、最終年度の営業利益（のれん償却前）目標を当初の410億円以上→460億円以上に上方修正。主に自動車電池及び産業電池電源での売価見直しの影響、中国事業見直しやトルコの超インフレ会計の影響、車載用リチウムイオン電池（以下、LiB）での原材料価格の大幅下落影響などを織り込む、など。

&lt;投資評価は「2+」維持、営業過去最高益更新が続く&gt;

- 利益目標上方修正にも関わらず、その後株価は弱含みだ。25年度の目標が現行の24年度計画から僅か15億円の増益予想にとどまった、車載用LiB利益目標の下方修正、今後の成長投資拡大に伴い次期中計で償却負担が増す可能性などが主に市場で嫌気されたとTIWではみている。
- TIWは産業電池電源予想が保守的であり最終年度目標には上振れ余地があるとみる、車載用LiB下方修正は原材料市況影響でありHEV（ハイブリッド車）中心に堅調な受注見通しに変化がない、投資拡大に伴う償却負担増が嫌煙されるほど成長分野での需要見通しは旺盛である、などから今般の中計修正内容に過度の懸念を抱く必要はないと考える。利益計画上方修正は基本ポジティブであり、24年度、25年度と営業過去最高益更新が見込めることに加え、株価指標面にも割安感があることから投資評価は「2+」を維持する。

## 業績推移

6674

単位: 百万円、円、%

| 連結通期            | 売上高     | 伸率 | 営業利益   | 伸率 | 経常利益   | 伸率 | 純利益    | 伸率  | EPS   | DPS  |
|-----------------|---------|----|--------|----|--------|----|--------|-----|-------|------|
| 2023/3          | 517,735 | 20 | 31,500 | 39 | 24,213 | -2 | 13,925 | 64  | 173.1 | 50.0 |
| 2024/3          | 562,897 | 9  | 41,595 | 32 | 43,981 | 82 | 32,064 | 130 | 369.7 | 70.0 |
| 2025/3 会社予      | 590,000 | 5  | 44,000 | 6  | 44,000 | 0  | 26,000 | -19 | 259.2 | 70.0 |
| TIW予            | 590,000 | 5  | 44,000 | 6  | 44,000 | 0  | 26,000 | -19 | 258.8 | 70.0 |
| 2026/3 TIW予     | 625,000 | 6  | 48,000 | 9  | 48,000 | 9  | 28,350 | 9   | 282.2 | 80.0 |
| 2027/3 TIW予     | 655,000 | 5  | 51,500 | 7  | 51,500 | 7  | 30,400 | 7   | 302.6 | 86.0 |
| 2025/3 コンセンサス予想 | 593,889 | 6  | 45,629 | 10 | 46,042 | 5  | 26,700 | -17 | 266.3 | 72.2 |
| 2026/3 コンセンサス予想 | 623,407 | 5  | 48,914 | 7  | 49,148 | 7  | 28,407 | 6   | 283.9 | 79.2 |
| 2027/3 コンセンサス予想 | 653,364 | 5  | 52,040 | 6  | 52,083 | 6  | 30,220 | 6   | 303.3 | 84.0 |

出所: 会社データ、T.I.W.、アイフィスジャパン 注: T.I.W.の予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

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。

中計25年度目標を23年度に前倒しで達成

25年度営業利益（のれん償却前）目標を従来の410億円以上→460億円以上へ見直す

中計見直しに当たり当初より鉛高、円安方向に前提を見直す

自動車電池、産業電池電源を中心に売価是正が大幅に進む

セグメント別の営業利益目標は自動車電池国内と産業電池電源は主に売価見直しの影響を反映し上方修正

自動車電池海外はトルコの超インフレ会計の影響加味により当初の利益予想を据え置く

車載用LiB利益予想は原材料価格の大幅下落影響等から下方修正

特殊電池その他は管理部門の経費見直しの反映等により利益目標を上方修正

アナリスト見解

- 中計（23年度から25年度）における中期経営目標を売上高は修正前6,100億円以上→6,000億円以上、営業利益（のれん償却前）同410億円以上→460億円以上に見直す。目標見直しは、既存事業での収益力強化、中国事業見直しなどにより各段階利益が伸長した結果、25年度の営業利益（のれん償却前）を23年度に前倒しで達成したことよるとした。なお、現行中計はVision 2035で描くありたい姿実現に向けた土台作りの期間と位置づけ、事業構造変革に向けた①BEV用電池開発、②既存事業の収益力強化、③DX/新規事業などの小施策を引き続き実行していくとした。
- 中計見直しに当たり外部環境の前提条件は国内鉛建値は当初34.2万円/t→37.2万円/t、LMEは同2,000米ドル/t→2,100米ドル/t、為替は同1米ドル140円→1米ドル145円へ修正。LMEの上昇に加え、円安の影響もあり鉛価格は高止まりを想定。また、自動車電池、産業電池電源を中心に大幅な売価是正が進み、堅調維持を見込む。
- セグメント別の25年度営業利益（のれん償却前）目標は自動車電池国内が当初70億円→90億円、自動車電池海外は同170億円→170億円、産業電池電源は同110億円→130億円、車載用LiB電池は同60億円→50億円、特殊電池およびその他は同0億円→20億円にそれぞれ見直す。自動車電池国内の上方修正は新車向けでの適正価格構築効果を反映。自動車電池海外は欧州、豪州を中心とした売価見直し効果反映の一方で、トルコの超インフレ会計の影響から当初予想を据え置く。また、産業電池電源は非常用分野における売価転嫁効果やカーボンニュートラル需要と補助金による常用分野の収益性向上により上方修正。車載用LiB電池下方修正では原材料価格の大幅下落による売価低下や新規メーカー期ズレなどによる物量減に伴う影響などを織り込んだ。そして、特殊電池及びその他では潜水艦用リチウムイオン電池の売価転嫁の効果や管理部門経費の見直しを織り込み利益も目標を上方修正している。
- 中計利益目標の上方修正にも関わらず株価は弱含みだ。25年度の営業利益（のれん償却前）目標が現行24年度計画から僅か15億円の増益予想にとどまった、車載用LiB利益目標の下方修正、足元の供給力では産業電池電源の常用分野の大幅な伸びが当面期待できない、成長分野（産業電池電源の常用分野やBEV用電池・HEV用LiB）での旺盛な需要見通しを踏まえると投資拡大に伴い次期中計で償却負担が増す可能性がある、などが嫌気されるとTIWではみている。TIWでは、受注が読みにくい産業電池電源の予想の保守性から25年度目標には上振れ余地がある、車載用LiBは下方修正も堅調な受注見直しに変化はない、償却負担増が懸念されるほど成長分野の需要見通しは堅調、などから中計修正内容に過度な懸念を抱く必要はないと考える。利益計画上方修正はポジティブであり、トルコの超インフレ会計の影響がなければ25年度は更に高い利益が見込めており収益力が増していること、24年度、25年度と営業過去最高益が見込める、などに加え、株価指標面（25/3期TIW予想PER11.1倍等）にも株価下落で割安感が増しているため投資評価は「2+」を維持。

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。

## 【会社概要】

日本電池とユアサコーポレーションが2004年4月に経営統合した持株会社である。自動車電池（新車用、補修用）、産業電池・電源装置を主力に車載用リチウムイオン電池などの事業を展開する。アジアの自動車用・二輪車用電池市場でシェアトップを誇る。

## 【ビジネスモデルの特徴】

自動車電池は自動車と二輪車の生産動向や補修用需要動向、産業電池・電源装置はフォークリフト生産や設備投資動向の影響を受ける。また、期間損益には鉛価格変動と売価反映の状況が大きく影響する。中期的にアジア市場と車載用リチウムイオン電池、産業電池電源での常用分野が収益の牽引役として期待される。車載用リチウムイオン電池事業では、三菱商事（8058）及び三菱自動車（7211）との合弁会社（24/3期に完全子会社化）のリチウムエナジー ジャパン（LEJ）が2009年6月から量産を開始し、ホンダ（7267）との合弁会社ブルーエナジー（BEC）が2010年秋に稼働を開始している。

## 【リスク要因】

日系四輪車、二輪車の生産減、補修用需要の低迷、産業電池・電源は設備投資の抑制やフォークリフトの生産減、HEV車（ハイブリッド）やPHEV車（プラグインハイブリッド）の需要低迷、などがリスク要因。

## 【四半期業績推移】

| 四半期決算データ          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 単位:百万円            |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
| 6674              |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
| ジーエス・ユアサ コーポレーション |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |  |
|                   | 2023年3月 |         |         |         |         | 2024年3月 |         |         |         |         |  |
|                   | 1Q      | 2Q      | 3Q      | 4Q      | 通期      | 1Q      | 2Q      | 3Q      | 4Q      | 通期      |  |
| 売上高               | 111,429 | 123,795 | 139,656 | 142,855 | 517,735 | 120,540 | 136,265 | 154,786 | 151,306 | 562,897 |  |
| 前年同期比             | 16.7%   | 24.2%   | 18.3%   | 20.1%   | 19.8%   | 8.2%    | 10.1%   | 10.8%   | 5.9%    | 8.7%    |  |
| 営業利益              | 3,570   | 4,654   | 10,770  | 12,506  | 31,500  | 4,836   | 7,838   | 16,705  | 12,216  | 41,595  |  |
| 前年同期比             | 11.2%   | 130.9%  | 24.1%   | 42.7%   | 39.0%   | 35.5%   | 68.4%   | 55.1%   | -2.3%   | 32.0%   |  |
| 経常利益              | 2,246   | 3,769   | 10,048  | 8,150   | 24,213  | 4,935   | 7,058   | 16,965  | 15,023  | 43,981  |  |
| 前年同期比             | -47.4%  | 63.8%   | 5.7%    | -5.3%   | -1.9%   | 119.7%  | 87.3%   | 68.8%   | 84.3%   | 81.6%   |  |
| 純利益               | 612     | 1,101   | 6,136   | 6,076   | 13,925  | 1,649   | 4,309   | 11,783  | 14,323  | 32,064  |  |
| 前年同期比             | -77.2%  | na      | 437.8%  | 18.7%   | 64.4%   | 169.4%  | 291.4%  | 92.0%   | 135.7%  | 130.3%  |  |
| 売上高営業利益率          | 3.2%    | 3.8%    | 7.7%    | 8.8%    | 6.1%    | 4.0%    | 5.8%    | 10.8%   | 8.1%    | 7.4%    |  |
| 自己資本比率            | 42.8%   | 43.1%   | 42.7%   | 42.6%   | -       | 42.9%   | 43.6%   | 47.7%   | 50.3%   | -       |  |
| 純資産               | 262,081 | 262,303 | 260,683 | 270,890 | -       | 277,222 | 286,697 | 333,056 | 373,880 | -       |  |
| 総資産               | 521,952 | 523,636 | 525,220 | 540,906 | -       | 550,632 | 559,323 | 609,981 | 656,663 | -       |  |

データ出所:アイフィスジャパン

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。

【関連テーマ/チェックリスト】

6674

| 【企業戦略・ビジネスモデル】   | 【業績・財務】  | 【コーポレートアクション】  | 【テーマ】  |
|--|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 高付加価値戦略</li> <li>低価格戦略</li> <li>多角化戦略</li> <li>選択集中戦略</li> <li>✓ 知財・研究開発型</li> <li>装置型・インフラ型</li> <li>労働集約型</li> <li>FC・ファブレス型</li> <li>オーナー・同族企業</li> <li>子会社・系列企業</li> <li>✓ グローバル化積極推進</li> <li>ESG積極推進</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>上方修正期待</li> <li>下方修正懸念</li> <li>円高メリット</li> <li>円安メリット</li> <li>✓ 業績変動大(市況)</li> <li>業績回復傾向</li> <li>高ROE(10%以上)</li> <li>高成長率</li> <li>景気連動強い</li> <li>景気連動弱い</li> <li>財務体質強固</li> <li>財務体質脆弱</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>増配・復配期待</li> <li>分割期待</li> <li>自社株買い期待</li> <li>株主優待積極的</li> <li>増資・ファイナンスの可能性</li> <li>減配懸念</li> <li>市場変更の可能性</li> <li>✓ 株式流動性良好</li> <li>株式流動性低い</li> <li>✓ 外国人持株比率20%超</li> <li>✓ M&amp;A積極姿勢</li> <li>MBOの可能性有</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>規制緩和関連</li> <li>新興国関連</li> <li>資源関連</li> <li>✓ 次世代エネルギー関連</li> <li>✓ 公共投資関連(復興含む)</li> <li>✓ 設備投資関連</li> <li>個人消費関連</li> <li>シルバー関連</li> <li>ITテクノロジー関連</li> <li>ナノテク・バイオ関連</li> <li>✓ 環境関連</li> <li>大型新製品期待</li> </ul> |

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

【Fモデルによる理論株価推計】

ジーエス・ユアサ コーポレーション 6674

(2024年7月18日現在)

株価 2,865 円

Fモデルによる理論株価 3,280 円  
 現株価との乖離 14.5 %

|          |         |     |
|----------|---------|-----|
| 当期利益(今期) | 26,000  | 百万円 |
| 当期利益(来期) | 28,350  | 百万円 |
| 来期EPS成長率 | 9.0     | %   |
| 現預金      | 60,307  | 百万円 |
| 有利子負債    | 85,673  | 百万円 |
| 自己資本     | 329,991 | 百万円 |
| 総資産      | 656,663 | 百万円 |
| 時価総額     | 287,779 | 百万円 |
| 株数       | 100,446 | 千株  |
| 株主数      | 34,881  | 名   |

|              |         |
|--------------|---------|
| Fモデルによる妥当PBR | 1.00 倍  |
| 収益力・成長性寄与分   | 1.02 倍  |
| 財務内容寄与分      | -0.02 倍 |
| PER(今期)      | 11.07 倍 |
| PER(来期)      | 10.15 倍 |
| 実績PBR        | 0.87 倍  |
| 今期予想ROE      | 6.78 %  |
| ネットD/ELシオ    | 0.08 倍  |
| 割引率(資本コスト)   | 7.25 %  |
| 負債コスト        | 2.00 %  |

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「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。

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

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/EL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。

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。

【株価チャート】



【投資評価】

| <b>2+</b>   |    | <b>Outperform</b> |  |
|-------------|----|-------------------|--|
| 過去の投資評価     |    | 株価(円)             |  |
| 2024年5月28日  | 2+ | 3,104             |  |
| 2024年2月29日  | 2+ | 2,847             |  |
| 2024年1月30日  | 2+ | 2,105.5           |  |
| 2023年12月27日 | 2+ | 1,949.5           |  |
| 2023年8月30日  | 2+ | 2,714.5           |  |
| 2023年7月27日  | 2+ | 2,798             |  |

【アナリスト・インプレッション®】

| 担当カバレッジ<br>内での<br>注力度 | 業績予想の<br>蓋然性 | 株価見通し  |          |           |       | 株価変動性 |
|-----------------------|--------------|--------|----------|-----------|-------|-------|
|                       |              | 短期     |          | 中期        | 長期    |       |
|                       |              | ~3ヶ月以内 | 3ヶ月~12ヶ月 | 12ヶ月~36ヶ月 | 36ヶ月~ |       |
| 高い                    | 高い           | 非常に強気  | 非常に強気    | 非常に強気     | 非常に強気 | 大きい   |
| 普通                    | やや高い         | 強気     | 強気       | 強気        | 強気    | 普通    |
| 低い                    | 普通           | 普通     | 普通       | 普通        | 普通    | 普通    |
|                       |              | 弱気     | 弱気       | 弱気        | 弱気    | 弱気    |
|                       |              | 非常に弱気  | 非常に弱気    | 非常に弱気     | 非常に弱気 | 小さい   |

●投資評価（対象期間：3～12ヶ月）

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）。  
 （注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

高田悟（たかだ さとる）プロフィール

立教大学社会学部卒。生命保険会社、米系投資銀行を経て2007年12月より現職。外国債券投資をベースに生保海外現法にて欧州株式市場の調査を担当、そして融資審査業務と15年超の資産運用経験を持つ。アナリストとして自動車、自動車部品を担当。銘柄選択は「企業の存在意義とそのバリュー」を最も重視する。  
 （社）日本証券アナリスト協会検定会員

アナリストによる宣言

私、高田悟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/>