

2024年10月29日

週間銘柄ピックアップ (10月21日~25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

- 衆議院選挙 当日 (27日) は、翌朝近くまで開票結果を見守った。与党の大敗によって政権交代があり得るのかを野党の獲得議席数を足し合わせながら考えていた。
- 立憲民主党を中核とする野党連合による政権交代の可能性は低いと考えられた。過半数を獲得するには、“れいわ”および“共産”とも連携せねばならず、現実的ではないと考えられた。むしろ、与党 (自民公明) に対して、“維新”や“国民民主”が政策ごとに閣外協力するという構図の方がはるかに現実的である。
- “維新”や“国民民主”と協力関係を結ぶのであれば財政再建よりも減税や給付など積極財政に向かう可能性が高いと考えると、月曜日 (28日) の株価高騰は必然的であったと言えるだろう。
- 個人的には自公が圧倒的過半数を持つよりも、半数にやや満たないくらいの方が民主主義が機能しやすいと考えている。外交的にも大国の圧力をかわしやすいのではないだろうか。

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		
10/21	ディップ	2379	NR		22.11	16	2,628	2,305	-12%		
	クレーク・アンド・リバー社	4763	NR		16.34	15	1,558	2,080	33%	♪	
	安川電機	6506	NR		12.81	-2	4,391	2,566	-42%		
	乃村工藝社	9716	NR		7.97	31	788	847	7%	♪	
10/22	スズキ	7269	1	⇒	10.63	5	1,505.5	2,279	51%	♪	
10/23	ベクトル	6058	NR		20.30	17	951	1,138	20%	♪	
10/24	HIOKI	6866	新規	⇒	15.52	27	8,720	8,377	-4%	♪	
10/25	マネーフォワード	3994	NR		-11.78	na	4,995	na	na	♪	

●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)】

10月22日(火)
・週間銘柄ピックアップ
・コンセンサス

【銘柄サマリー】

● HIOKI (6866) 【新規→1】

「25/12期以降は成長軌道へと復帰、株価に割安感」

投資評価を「1 (Buy)」とする。目標株価は11,600円。24/12期TIW予想は減収減益ながら、25/12期以降は成長軌道へと復帰する見通し。株価指標面からみて割安感があるものと判断する。TIWでは24/12期業績を、売上高38,900百万円(前期比0.6%減)、営業利益7,560百万円(同5%減)と予想する。主力の電子測定器では、半導体等デバイス関連が底堅く推移するものの、中国バッテリー関連の停滞が足かせとなる。現場測定器などは、総じて伸長する見込み。25/12期TIW予想は、17%増収、29%営業増益。測定器が押し上げに寄与しよう。

予想ROE: 15.5% PBR: 3.3倍、来期予想PER: 15.9倍、来期予想EPS成長率: 27%

Fモデルによる理論株価: 8377円(10月24日 by 岩元泰晶)

● スズキ (7269) 【1→1】

「販売好調が続く国内市場に新型コンパクトSUVを投入」

2024年暦年(1~9月)の四輪車の国内販売台数は2桁増と好調が続く。こうした中で10月16日よりインドで生産し輸入する新型「フロンクス」の販売を開始した。新型車はクーペスタイルのコンパクトSUVでインドから70カ国以上に輸出する世界戦略車である。インドのSUV市場を累計20万台を最速で突破した車種とのことだが、今般、日本市場のニーズや道路事情等に合わせて入念に作り込んだとのことだ。「扱いやすいクーペスタイルSUV」が新型車のコンセプトである。希望小売価格は2,541千円からで販売目標は月間1千台とするが、市場の反応は良好で既に目標を大幅に上回る受注を得ているもようである。

予想ROE: 10.6% PBR: 1.0倍、来期予想PER: 8.0倍、来期予想EPS成長率: 5%

Fモデルによる理論株価: 2279円(10月22日 by 高田悟)

● クーク・アント・リバー社 (4763) 【NR】

「25/2期2Q累計は計画未達で減益、通期増益予想据え置き」

2Q累計(3-8月)は計画未達で減益だった。日本クリエイティブ分野(21%減益)における一部の大手ゲームパブリッシャーの案件縮小、人材紹介サービス成約長期化、オリジナルコンテンツ開発費用の増加、医療分野(13%減益)において前期後半から実施している営業体制見直し等の構造改革効果遅延、会計・法曹分野(33%減益)における人材紹介サービス成約長期化などが影響した。その他(18社、うち新規設立・グループ化2社)は11社が増益となり全体として営業損失が88百万円縮小した。

予想ROE: 16.3% PBR: 2.4倍、今期予想PER: 12.1倍、今期予想EPS成長率: 2%(10月21日)

● 乃村工藝社 (9716) 【NR】

「25/2期2Q累計減収減益だが、通期増収増益予想（下期偏重）据え置き」

2Q累計（3-8月）は減収減益だった。下期に大型案件の進捗が集中していることに加え、人件費や人材育成費用の増加も影響した。市場分野別売上は専門店が海外ブランド・アパレル・自動車関連店舗の新装・改装で20.5%増収、百貨店・量販店が15.9%減収、複合商業施設が大型案件減少で32.3%減収、広報・販売促進がショールーム大型案件等で17.2%増収、博物館・美術館が大型案件減少で19.5%減収、余暇施設が4.0%増収、博覧会・イベントが15.4%増収、その他（飲食・物販事業含む）が16.4%減収だった。全社受注高は15.2%増の76,791百万円、受注残高は36.6%増の85,877百万円となった。

予想ROE：8.0% PBR：2.0倍、今期予想PER：21.7倍、今期予想EPS成長率：5%（10月21日）

● ベクトル (6058) 【NR】

「3~8月期、子会社の売却でPR・広告が減収も、一過性の要因で営業40%増益」

プレスリリースが2ケタ増収と好調に推移した一方、主力のPR・広告やダイレクトマーケティングが減収となり、第2四半期（3~8月期累計）の売上高は前年同期比4%減少した。利益面では、不採算事業の整理で売上総利益率が2.5ポイント改善し、営業利益は40%の大幅増益となった。投資事業組合運用益の減少などで、純利益は24%増益にとどまった。PR・広告事業（売上構成比59%）は、国内PRが好調の一方、シグナルやダイレクトテックなど子会社を前期に売却した影響で、7%の減収。ただ営業利益は、前期に一過性の費用を計上した反動で95%増益。プレスリリース配信事業（同14%）は19%増収、8%増益。利用企業社数が10万社を突破し、10万1,286社と前年同期末比16%増加、配信数が増えた。予想ROE：20.3% PBR：2.9倍、今期予想PER：9.2倍、今期予想EPS成長率：-7%（10月23日）

● マネーフォワード (3994) 【NR】

「三井住友カードとの合弁で約180億円の現金獲得へ。来期は組織再編」

第3四半期累計（12-8月）は売上297億円（前年同期比37.5%増）、営業赤字28億円（同縮小）。うち広告宣伝費は44億円。主力の「Business」において特に法人顧客数が士業事務所経由での獲得が好調。2Q（3-5月）に続き3Q（6-8月）も1万社増と過去最大の伸び。解約率も0.8%と低位安定。3Qは35%増収。「Home」も課金順調で15%増収。粗利率は63.0%→67.2%。コスト面ではエンジニアの採用増、人件費増も、その分外注費の低下に寄与。3QのEBITDAも4.1億円の黒字。現預金は前期末389億円→294億円に。今期見通しに変更無し。

予想ROE：-11.8% PBR：11.0倍、今期予想PER：na倍、今期予想EPS成長率：na%（10月25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/>