

2024年6月18日

## 週間銘柄ピックアップ (6月10日~14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

- 1-5月の国内の投資信託運用会社などによる海外投資は5.6兆円超の買い越しとなり、23年通年の4.5兆円を早くも上回った。新NISAを通じた個人の海外投資の拡大が反映された（6/18日経）。
- 5.6兆円という水準は2023年度（通年）の貿易収支（赤字）約5.9兆円に匹敵する。単純に12カ月に引き延ばせば13.4兆円。為替に対するインパクトが巨大であるかがわかるだろう。“オルカン”への選択集中によって合成の誤謬が生じている。新NISAが戦犯と呼ばれないことを祈っている。

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 (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		
6/10	東プレ	5975	2+	⇒ 2+	5.07	80	2,148	4,467	108%	♪	
	日精エー・エス・ビー機械	6284	2+	⇒ 2+	10.62	14	4,915	6,646	35%	♪	
	明治ホールディングス	2269	NR		7.22	3	3,533	2,800	-21%		
	メディカル・データ・ビジョン	3902	NR		20.83	20	514	417	-19%		
6/11	プロトコーポレーション	4298	1	⇒ 2+	11.23	13	1,353	2,466	82%	♪	
	コマツ	6301	NR		11.77	3	4,602	5,217	13%	♪	
	ハーモニック・ドライブ・システムズ	6324	NR		3.17	236	4,300	1,227	-71%		
	東京精密	7729	NR		13.82	17	11,325	8,566	-24%		
6/12	ブリヂストン	5108	2+	⇒ 2+	10.80	6	6,712	7,767	16%	♪	
	寿スピリッツ	2222	NR		32.24	14	1,799	1,299	-28%	♪	
	ソニーグループ	6758	NR		12.11	8	13,340	10,974	-18%	♪	
	シルバーライフ	9262	NR		11.71	16	910	1,067	17%	♪	
6/13	横浜ゴム	5101	2+	⇒ 2+	10.11	7	3,746	6,473	73%	♪	
	ニッスイ	1332	NR		9.40	9	866	964	11%		
	パーソルホールディングス	2181	NR		15.80	14	224	234	4%	♪	
	くら寿司	2695	NR		4.56	34	4,200	1,529	-64%		
6/14	スマートドライブ	5137	1	⇒ 1	39.14	152	1,850	1,289	-30%	♪♪	
	大研医器	7775	2+	⇒ 2+	15.13	18	535	562	5%		
	LIFULL	2120	NR		2.74	11	162	182	13%		
	UTグループ	2146	NR		32.30	1	2,829	3,429	21%	♪	
	GMOペイメントゲートウェイ	3769	NR		16.50	26	7,553	4,637	-39%		

●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)】

- 6月11日(火)  
 ・週間銘柄ピックアップ  
 ・コンセンサス

## 【銘柄サマリー】

## ● 東プレ(5975) 【2+→2+】

「25/3期は営業減益を計画、一時的要因の影響が大きく懸念は不要とTIWは考える」

TIWでは投資評価は「2+」を維持する。その理由は、(1)大幅増収、大幅営業増益の好決算となった24/3期決算では中核のプレス関連製品事業において北米を黒字転換させたことや日系大手を主要取引先とする中でトヨタ自動車(7203)向け売上を大きく伸ばしたことなどがポジティブである、(2)25/3期の同社計画は営業段階で減益予想となったが、①プレス関連製品事業の減益見込みによるが、一時的要因が減益見通しの主因であり、一旦、同事業は踊り場を迎えるが豊富な受注を背景に中期的には業績拡大が見込めること、②冷凍車出荷台数増により定温物流関連事業では確り増益を見込んでいること、③増配を予想などから25/3期の減益計画には懸念は不要とTIWは考える、(3)更には25/3期TIW予想PER10.4倍、実績PBR0.54倍などの株価指標面にも割安感が強いこと、などによる。

予想ROE: 5.1% PBR: 0.5倍、来期予想PER: 6.4倍、来期予想EPS成長率: 80%

Fモデルによる理論株価: 4467円(6月10日 by 高田悟)

## ● 日精エー・エス・ビー機械(6284) 【2+→2+】

「四半期受注は高水準を維持。大型展示会でも手ごたえ」

24/9期上期(10-3月)受注は上期として過去最高の205億円を記録。北米の需要回復や飲料生産向け大量生産機PF36の寄与もあり、成形機の受注が大幅に伸びた。また、売上は地域による強弱はあるものの、好調な地域が伸びを牽引。金型や部品が大幅増収で過去最高売上となり全体を支えた。直近の大型展示会は良好な感触で手ごたえを感じている模様だ。業績は概ね想定通りながら、順調な進捗とみる。昨年同様、下期寄りの収益計画であるが、高水準に積み上がった受注残から、日本向けPF36や北米の大型機が下期以降の売上計上が見込まれる。

予想ROE: 10.6% PBR: 1.5倍、来期予想PER: 12.0倍、来期予想EPS成長率: 14%

Fモデルによる理論株価: 6646円(6月10日 by 服部隆生)

## ● プロトコーポレーション(4298) 【1→2+】

「25/3期は中計計画には届かぬ見込みも、営業過去最高益更新を同社は計画」

25/3期は中期3カ年計画(以下、中計)の最終年度に当たる。その計画が中計目標を大きく下回る見通しとなったことがネガティブであり、TIWでは投資評価を今般、下方に見直す。ただし、①モビリティ領域のDXに寄与する新商品・サービスの積極的な投入により、中古車、整備、新車の各領域で取引先数の拡大や、顧客の集客・成約向上等に繋がるオプション商品の伸長による月額単価の向上が着実に進んでおり、中核のプラットフォーム事業の収益力強化が確り図れていることが評価でき、②このため、中計目標には遅れがあるとはいえ、25/3期は売上高と営業利益がともに過去最高を更新する見込みであることなどに加え、③25/3期TIW予想PER10.2倍などの株価指標面にも割安感があることなどから、投資評価は引き下げも「2+」にとどめる。

予想ROE: 11.2% PBR: 1.2倍、来期予想PER: 9.0倍、来期予想EPS成長率: 13%

Fモデルによる理論株価: 2466円(6月11日 by 高田悟)

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。

## ● スマートドライブ (5137) 【 1→1】

「2Qは営業黒字化かつ最高益、24/9期は初の通期黒字化へ」

投資評価「1 (Buy)」を継続。目標株価は2,370円。24/9期2Q (1~3月)の連結業績は、売上高555百万円 (前年同期比35%増)、営業利益80百万円 (前年同期は7百万円の赤字)となった。2四半期ぶりの営業黒字かつ過去最高益。利益率は14%と前2Qの-2%から大きく改善した。24/9期のTIW予想は、売上高2,427百万円 (前期比42%増)、営業利益224百万円 (前期は9百万円の損失)。初の通期黒字化を達成しよう。「アルコールチェック義務化」への対応が急がれるなか、主力の「SmartDrive Fleet」等の伸長が見込める。25/9期は、41%増収、170%営業増益を見込む。

予想ROE : 39.1% PBR : 20.5倍、来期予想PER : 19.2倍、来期予想EPS成長率 : 152%

Fモデルによる理論株価 : 1289円 (6月14日 by 岩元泰晶) : 97% (6月14日)

## ● ブリヂストン (5108) 【 2+→2+】

「販売本数は前年割れもプレミアム領域と鉱山用超大型タイヤ販売は堅調」

24/12期1Q (1-3月)の調整後営業利益は微増益にとどまった。弱いスタートにみえるが、同社が期初の計画公表時に24/12期は上期の事業環境が厳しいとしていたため1Qの着地にネガティブな印象はない。むしろ、タイヤ販売本数が大幅な前年割れとなった中でも増益を確保し高水準の利益率を維持したことが評価できる。TIWでは低採算ビジネスの削減、乗用車用やトラック・バス用等の全てのカテゴリでのプレミアム領域の強化、リトレッドを含むトラック・バス用タイヤビジネス拡大への注力、建設・鉱山車両用でのソリューションの一段の強化などにより同社の稼ぐ力は着実に増していると考えられる。また、微増益とはいえ1Q着地の同社社内想定上振れや、在庫正常化の進展等から2桁営業増益を見込む通期計画の達成はTIWでは可能とみる。株価指標面にも割安感があるため投資評価は「2+」を維持する。

予想ROE : 10.8% PBR : 1.4倍、来期予想PER : 11.8倍、来期予想EPS成長率 : 6%

Fモデルによる理論株価 : 7767円 (6月12日 by 高田悟)

## ● 横浜ゴム (5101) 【 2+→2+】

「1Qは売上収益、事業利益、事業利益率が過去最高、24/12期は順調に発進」

TIWでは投資評価は「2+」を維持する。その理由は、24/12期1Q (4-6月)は売上収益と事業利益、事業利益率 (前年同期の6.4%→9.8%へ上昇)がともに過去最高となる好決算となった、ポートフェリオ変革 [乗用車用などのタイヤ消費財では高付加価値商品の販売強化を進め、生産財では好採算が見込める農業機械用や産業車両用などOHT (オフハイウェイタイヤ) 事業の拡大を図る] を着実に業績拡大と収益力向上に結びつけていることが評価できる、事業利益過去最高益更新を見込む24/12期計画には上振れ余地があるとTIWではみることも、更には、24/12期TIW予想PER8.0倍、実績PBR0.77倍などの株価指標面にも割安感が強いこと、などによる。

予想ROE : 10.1% PBR : 0.8倍、来期予想PER : 7.5倍、来期予想EPS成長率 : 7%

Fモデルによる理論株価 : 6473円 (6月13日 by 高田悟)

## ● 寿スピリッツ (2222) 【NR】

「24/3期は大幅増収増益で過去最高、25/3期も増収増益予想」

24/3期は大幅増収増益で過去最高だった。国内人流回復に加え、インバウンド対策強化、商品価格改定、生産・販売効率化などの重点施策も寄与した。特に主力のシュクレイが27.8%増収・41.0%営業増益と牽引した。3つの新ブランドをプロデュースし、東京駅や百貨店の好立地への新規出店や大型催事展開などを推進した。インバウンド売上高（国際線ターミナル売店卸売上高）は7,126百万円となり新型コロナ感染症発生前水準を上回った。

予想ROE：32.2% PBR：8.0倍、今期予想PER：22.0倍、今期予想EPS成長率：17%（6月12日）

## ● シルバーライフ (9262) 【NR】

「8~4月期、加盟店向けは小幅増も、直販や高齢者施設向けが伸長、営業21%増益」

主力のFC加盟店向け食材販売が小幅ながら増加したほか、冷凍弁当の直販や高齢者施設向けが2ケタの伸びを見せ、第3四半期（8~4月期累計）の売上高は前年同期比12%増えた。利益面では、製造内製化の進展で売上総利益率が2.0ポイント改善、物流内製化による運賃の増加などを吸収して、営業利益は21%増えた。固定資産除却損の計上で、純利益は16%増益にとどまった。FC加盟店向け食材販売（売上構成比66%）は4%の増収。FC加盟店の店舗数は953店と前期末比17店減少したが、昨年9月に行った3%の値上げも寄与して既存店向けが9.2%増えた。

予想ROE：11.7% PBR：1.6倍、今期予想PER：12.7倍、今期予想EPS成長率：21%（6月12日）

## ● コマツ (6301) 【NR】

「北米や中南米を中心に建機販売増、下期は一般建機は減速も鉱山機械は引き続き堅調」

24/3期通期業績は、販売価格の改善や為替のプラス影響で売上高3兆8,651億円（前期比9.1%増）、営業利益6,072億円（同23.7%増）と大幅な増収増益で会社計画も上回る着地。北米での建機販売は14.8%増。レンタル、インフラ、エネルギー関連に加えて住宅建設向けも堅調に推移。中南米は鉱山機械の需要が堅調で同21.2%増。一方で中国は同11.9%減、不動産市況の低迷による経済活動の低迷で需要は大幅に減少。アジアも同4.8%減。インドネシアの鉱山機械は引き続き堅調も、一般建機は経済不透明感で需要が減少。

予想ROE：11.8% PBR：1.5倍、今期予想PER：11.3倍、今期予想EPS成長率：-1%（6月11日）

## ● ソニーグループ (6758) 【NR】

「24/3期調整後OIBDA小幅増益、25/3期調整後OIBDA増益予想」

24/3期調整後OIBDAは小幅増益（1%増益）だが、金融除くベースは10%増益だった。G&NSは自社制作以外ゲームソフト販売増や為替影響等で709億円増益、音楽は音楽制作・音楽出版増収や為替影響等で523億円増益、映画は増収効果で30億円増益だが米ドルベースは広告宣伝費増加やストライキ影響等で6%減益、ET&Sはテレビ販売台数減少だがオペレーション費用削減や為替影響等で122億円増益、I&SSはモバイル機器向けイメージセンサー増収や製品ミックス改善等で326億円増益、金融はソニー生命の変額保険等に係る市況変動による利益減少や前期の不動産売却益の剥落等で1,409億円減益だった。

予想ROE：12.1% PBR：2.2倍、今期予想PER：16.1倍、今期予想EPS成長率：2%（6月12日）

## ● パーソルホールディングス (2181) 【NR】

「24/3期は前回予想を上回り大幅増益、25/3期増収増益（レンジ）予想」

24/3期は前回予想を上回る増収・大幅増益で着地した。調整後EBITDAで見ると、Staffingは就業者数増加、請求単価上昇、コスト最適化で14.6%増益、BPOはCOVID-19関連の剥落で50.0%減益だが、オーガニックベースでは増収と順調、Technologyは稼働エンジニア数増加、単価上昇で9.3%増益、Careerは過熱感があつた人材紹介需要が落ち着いたが、人材紹介・求人メディアとも順調に推移して24.1%増益、Asia Pacificは各国とも需要が概ね順調に推移し、前期の減損損失剥落も寄与して28.4%増益。

予想ROE：15.8% PBR：2.7倍、今期予想PER：14.9倍、今期予想EPS成長率：14%（6月13日）

## ● UTグループ (2146) 【NR】

「24/3期のEBITDAは大幅減益、25/3期は大幅増収増益予想」

24/3期のEBITDAは大幅減益だった。売上総利益率は1.2ポイント低下した。半導体関連の残業時間減少や自動車関連における稼働停止が影響した。販管費は31億円減少した。募集費等が増加したが、前期計上の株式報酬費用の剥落が寄与した。マニファクチャリング事業は半導体関連の人材需要停滞等で減益、エリア事業は新規案件獲得だが売上構成差や採用増加等で減益、ソリューション事業は一部請負案件終了や中途採用強化等で減益、エンジニアリング事業は23年新卒者が早期稼働だが募集費増加等で減益、海外はベトナムの輸出停滞に伴う需要減少やのれん償却費増加等で減益だった。期末の技術職社員数は国内が23/3期末比1,142名増加の33,078名、海外が2,099名増加の15,693名だった。

予想ROE：32.3% PBR：4.1倍、今期予想PER：8.9倍、今期予想EPS成長率：97%（6月14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。

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

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/>