

主要セクターの動向とアナリスト選定銘柄

2020年6月24日

執筆担当者: QUICK 企業価値研究所 堀内敏成、小西慶祐

「コロナ後の社会変化」を見据えた企業の経営改革に注目したい

[不透明要因抱えつつ、内外の株式相場は20年3月下旬以降急速に回復]

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大、それに伴う経済活動の停滞を受けて暴落した内外の株式相場は、概ね20年3月下旬を底として、急速に回復しつつある。主要国の財政・金融両面での大規模かつ迅速な景気対策の実行に加え、欧米などでの感染の落ち着き、経済活動再開の動き、それに伴う世界景気の回復への期待などが背景にある。一方、ブラジルなど新興国の一部では、依然として新型コロナウイルスの感染拡大が続いているほか、先進国での感染第2波の拡大懸念、香港を巡る米国と中国の対立再燃など不安材料は数多い。原油市況も回復基調にあるものの、急落前の水準には届いておらず、産油国や新興国の経済状況は注視が必要だ。

[当研究所の主要企業の21年度業績予想は4割超の営業増益と回復見込み]

企業価値研究所が20年5月末時点で集計した国内主要企業の20年度の連結業績予想は、(代表的な銘柄を当研究所が選定。業種区分は当研究所基準。除く金融)、前年度比17%の営業減益となった。続く21年度は同44%の営業増益と大幅な回復予想。直近の株式相場の動きを見ると、主要中銀の大規模な金融緩和などによる好需給を背景に、景気および企業業績の回復期待が先行している感があるが、今後は業種別、企業別に回復状況を確認する段階に移行しそうだ。5G(第5世代移動通信)やDX(デジタルトランスフォーメーション)など産業構造の変化や画期的な技術革新・技術融合が進展するなか、「コロナ後の社会変化」を見据えたビジネスモデル再構築に取り組む企業を中長期的観点から注目したい。

[当研究所アナリスト選定銘柄]

今回の当研究所のアナリスト選定銘柄で新たに追加したのは、信越化(4063)、トヨタ(7203)の2銘柄。一方、業績および株価の動向・見通しなどを勘案して削除したのは、旭化成(3407)、ホンダ(7267)、JR東日本(9020)の3銘柄。

図1. 国内主要株価指数推移(20年年初以降、日次)

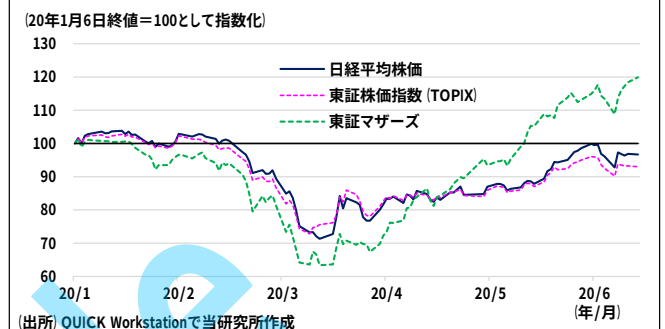


図2. 主要業種別東証株価指数 対TOPIX相対推移(19年年初以降、日次)

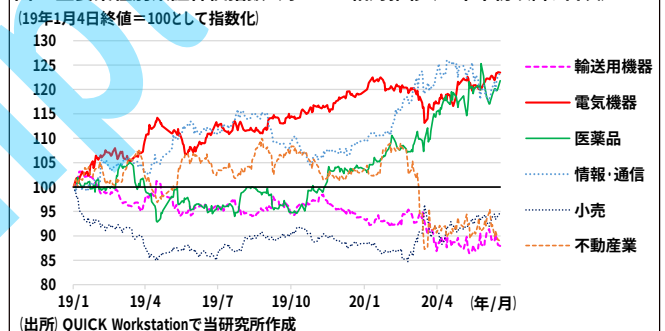
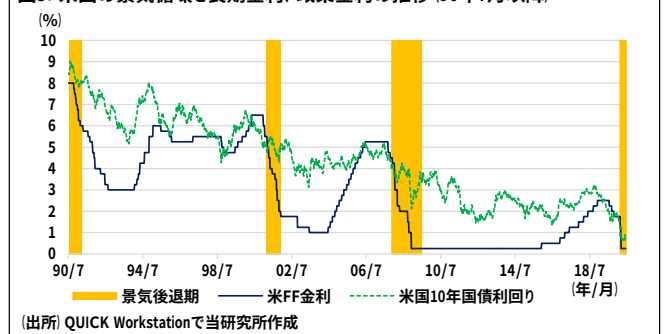


図3. 米国の景気循環と長期金利、政策金利の推移(90年7月以降)



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

表1 主要セクターの概況 (業種ごとの詳細は配信済のセクターレポートをご参照ください)

セクター名 (担当者)	メインタイトル	要約
建設 (細貝広孝)	新型コロナ影響によるコスト増で20年度は減益予想	19年度受注高は18年度が高水準だった反動で減少も、引き続き堅調な受注環境を見込む。20年度は新型コロナの影響で大手4社は減収減益も、21年度は業績回復を予想。
不動産 (細貝広孝)	オフィス空室率は小幅上昇も、大きな変化はないとみる	足元のオフィス空室率は小幅上昇も大きな変化みられず。新型コロナ影響で物件売却が一時停滞して20年度は減益も、堅調なオフィス需要で中期的には増益基調を見込む。
化学・繊維 (伊藤健悟)	新型コロナ影響による需要低迷と採算悪化で大幅減益に	新型コロナ影響で自動車など幅広い分野の需要が低迷。石化分野の採算悪化も厳しく、20年度の業績は大きく悪化する見通し。翌21年度は需要回復で一転して大幅増益を見込む。
医薬品 (真下弘司)	コロナ禍で製薬メーカーの役割は大きい	新型コロナウイルスが猛威を振るうなか、世界中の製薬・関連企業が治療薬やワクチンの開発に取り組んでいる。感染症を重点疾患領域に掲げる塩野義に期待。
鉄鋼・非鉄 (中村宏司)	新型コロナで鋼材需要が急減	新型コロナの影響で20年4月の粗鋼生産量は前年同月比で23.5%減。非鉄金属価格はやや復調も今後の動向を注視。株価は新型コロナを意識した展開が続く。
機械 (終宏二)	当面厳しいが中国の需要回復や米インフラ投資等に期待	新型コロナの影響で機械受注は大幅に減少。当面は需要や業績に停滞の懸念も。経済活動がいち早く戻った中国の需要回復、中長期のFAの成長加速、米インフラ投資等には期待。
総合重機 (谷林正行)	新型コロナからの回復時期は事業ごとに異なる見通し	新型コロナ感染拡大で総合重機大手の業績は非常に厳しくなった。航空機関連は長期化しそうだが、その一方で中国関連、自動車関連などでは回復の兆しが見えつつある。
半導体・製造装置 (谷林正行)	新型コロナ収束を前提に来年度以降は成長トレンドへ	新型コロナウイルスの影響を考慮し半導体・半導体製造装置5社の20年度予想を下方修正したが、21年度以降は営業増益予想。5G、車載関連などの成長が見込まれるため。
大手電機 (谷林正行)	新型コロナで業績は厳しいが、IT系、通信系は堅調	19年度の営業利益は新型コロナで事前の会社計画からの下方乖離が目立った。ただIT投資や5G関連は堅調。今後の影響については不透明感が強く、注視していく必要がある。
ゲーム (永田和子)	家庭用ゲームのデジタル化加速で世界的大型作に追い風	新型コロナウイルスは一部事業に悪影響を及ぼす一方、家庭用ゲームデジタル化を加速し、世界的大型作の追い風(収益性改善や長期での商機)に。主力作の情報更新に期待。
自動車 (小西慶祐)	米国中心に販売は想定より早く復調する可能性あり	新型コロナの第2波に注意を要するが、ロックダウンの解除で米国中心に販売は想定より早く復調する可能性あり。自動車の利用から所有への動きが常態化するかに注目。
自動車部品 (小西慶祐)	中国自動車生産が正常化。中国での拡販がポイントに	中国自動車生産は4月から正常化し、5月は一段と伸び率が高まる。中国での拡販が今年度のポイントになる。電動化、ADAS・自動運転への取り組みにも引き続き注目。
総合商社 (堀内敏成)	21年度は経済活動の正常化が進展、増益に転じる見通し	主要総合商社の連結純利益は20年度に前年度に続いて減益となるものの、21年度には増益に転じると予想。個別では、安定的な収益力を維持する伊藤忠に注目。
小売 (永田和子)	消費者行動の変化への対応力が問われる	家計防衛志向上昇やEC、「コト消費」への移行加速など消費者行動変化への対応力が問われることに。危機感をバネとした収益構造改革進捗や業界再編の動きにも要注目。
鉄道 (唐木健至)	輸送需要の低迷により今年度は営業赤字への転落を予想	新型コロナの感染拡大に伴う輸送需要の低迷で今年度は営業赤字への転落を予想。一方、来21年度は新型コロナの影響が徐々に解消するとみて営業黒字への転換を見込む。
トラック運送 (唐木健至)	個人向け貨物の輸送需要の伸長などで増益局面が続こう	巣ごもり消費の拡大で宅配便など個人向け貨物の輸送需要が伸びるとみて今年度は増益を予想。来21年度は、企業間貨物の荷動き回復などで増益を見込む。
海運 (唐木健至)	輸送需要の低迷により今年度は経常赤字への転落を予想	新型コロナの感染拡大に伴う輸送需要の低迷で今年度は経常赤字への転落を予想。一方、来21年度は新型コロナの影響が徐々に解消するとみて経常黒字への転換を見込む。
エネルギー (佐久間聡)	油価安で電力・ガスは原燃料費が軽減、石油は低迷予想	原油価格はOPEC+の大幅協調減産等で40ドル回復も上値は重くなる見込み。エネルギーは全体的に株価指標面で割安感あるが電力・ガスは需要動向、石油は油価水準を注視したい。
銀行 (終宏二)	コロナ禍で貸出増も与信費用も増加。利益はU字回復へ	新型コロナの影響で貸出増加が見込まれ、米金利低下に伴い外債売却益にも上積み余地。ただ、与信費用増加の影響が大きくなる見通しで、利益は緩やかな「U字回復」を想定。
通信 (山藤秀明)	新型コロナの影響軽微で今年度は3社ともに営業増益予想	大容量データ通信プランの契約増、非通信事業の成長で今年度は3社ともに小幅営業増益予想。新型コロナウイルスの影響は軽微。楽天参入の影響確認のため解約率注視。
放送 (山藤秀明)	新型コロナで広告需要急減。今年度44%営業減益予想	テレビ広告中心に新型コロナウイルス感染症の影響が強く、今年度は4社合計で44%営業減益予想。東京五輪開催の来年度も同感染症の影響残り、利益水準の回復鈍い。
情報サービス (前田俊明)	新型コロナ影響あるが20年度は全7社で営業増益予想	新型コロナウイルス感染症の影響で案件獲得が一定程度滞るとみるが、企業価値研究所が予想対象銘柄とする情報サービス7社すべてで20年度に営業増益を見込む。

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

表2 アナリスト選定銘柄(2020年6月号)

(円、株、%、倍)

銘柄名 (コード)	株価 6月19日	営業 増益率 20年度 21年度	予想 EPS 20年度 21年度	予想 PER 20年度 21年度	直前期 実績BPS 実績PBR	ポイント
信越化 (4063)	12,405.0	-5.2 11.7	702 784	17.7 15.8	6,378 1.9	世界トップシェアを持つシリコンウエハーが業績を拡大。他の事業も合わせ、幅広い事業展開を強みに化学メーカーの中では業績も比較的底堅い推移が見込まれる
第一三共 (4568)	8,912.0	-36.6 18.2	95 112	93.8 79.3	2,015 4.4	20年度は特殊要因もあり減益予想だが、21年度以降は20年1月に米国、20年5月に日本で発売した「エンハーツ」の貢献を見込み増益を予想
クボタ (6326)	1,603.5	-6.8 10.1	114 123	14.1 13.0	1,148 1.4	主戦場の北米での中小型農機、建機の販売は堅調が続くと予想。金利低下に伴う販促費改善も利益面でプラスに。米インフラ投資拡大で恩恵受ける可能性も
デンソー (6902)	3,984.0	217.6 49.0	213 299	18.7 13.3	4,384 0.9	新型コロナや品質費用の更なる計上には注意を要するが、車両の電動化、ADAS・自動運転の中核銘柄との見方を継続
トヨタ (7203)	6,851.0	-38.6 69.3	488 770	14.0 8.9	7,252 0.9	新型コロナ禍でも高水準の設備投資、研究開発費を維持しつつ営業黒字を確保しようとする姿勢を評価。米国市場が早期正常化した場合、業績の上振れ余地あり
伊藤忠 (8001)	2,326.0	-9.5 6.5	312 333	7.5 7.0	2,010 1.2	生活消費関連分野中心の事業展開、傘下の中小事業会社の低重心経営などがもたらす安定的な収益力、積極的な株主還元への株式市場の高評価が継続しよう
東エレクト (8035)	24,860.0	5.4 24.0	1,222 1,543	20.3 16.1	5,268 4.7	新型コロナ感染拡大の状況下でも5G、IoT、AIなどの成長で半導体製造装置市場は拡大基調にある。なかでも前工程の分野は安定的な伸びが見込まれる
丸井G (8252)	2,064.0	-10.6 21.3	101 133	20.4 15.5	1,352 1.5	家計シェア最大化戦略などをテコに21年度に営業利益の成長軌道回復を見込むうえ、配当性向引き上げ方針に基づく高配当利回り予想も株価回復を後押ししよう
三井住友 (8316)	3,140.0	-24.9 18.6	365 438	8.6 7.2	7,828 0.4	株主還元や成長投資を強化する資本活用フェーズが続く見通し。配当を維持もしくは増配する累進的配当政策を評価。業界最高水準の約6%の配当利回りに訴求力
住友不 (8830)	3,010.0	-6.1 6.8	276 300	10.9 10.0	2,732 1.1	新型コロナによるオフィス市況の急速な悪化は見込まず。21年度以降、オフィス開発に積極的な同社の利益成長は継続する見通し
富士ソフト (9749)	4,290.0	9.3 8.3	275 297	15.6 14.4	3,570 1.2	新型コロナの影響で案件獲得が一定程度滞ると想定するが、組込系/制御系ソフトウェアなどの高水準の受注残高も支えに1割近い営業増益を見込む

(注1) 営業増益率、予想EPS、予想PERは上段が20年度、下段は21年度

(注2) 伊藤忠、三井住友の営業増益率は、各々税引前増益率、経常増益率を表示

(注3) 直前期とは、直前の四半期末実績

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成、予想は当研究所

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

<建設>

新型コロナ影響によるコスト増で20年度は減益予想

2020年6月23日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 細貝広孝

<要約>

19年度受注高は18年度が高水準だった反動で減少も、引き続き堅調な受注環境を見込む。20年度は新型コロナの影響で大手4社は減収減益も、21年度は業績回復を予想。

1. 19年度受注高は18年度が高水準だった反動で6%減

19年度の大手50社受注高(国土交通省公表)は、前年度比6%減の14兆9285億円にとどまった(図1参照)。4Q3カ月間の実績をみると(図2参照)、前年同期に超大型の都市再開発が発注された反動で建築工事が前年同期比23%減にとどまり、19年度を通じても建築工事は前年度比11%減の9兆8813億円だった。工事種類別にみると、建築工事に占める割合が高い事務所・庁舎、工場・発電所、住宅がそれぞれ前年度比2桁のマイナスとなった。逆に18年度を上回ったのは倉庫・流通施設と娯楽施設、その他のみにとどまった。一方、土木工事は同5%増の5兆472億円に拡大。5兆円を上回るのは14年度以来となる。また、4Qに前年同期比18%増の2兆146億

円(四半期で2兆円を超えるのは1999年度4Q以来)に拡大。民間鉄道工事の発注が増加し、全体を押し上げ、上水道・下水道、港湾・空港なども増加した。

【持ち工事引き続き18兆円規模で高水準】

大手50社の持ち工事残高は一時18兆円台まで拡大したが、東京五輪関連施設が竣工し、足元の持ち工事は17兆円台に減少。しかし、図3のように過去の推移からは17兆円台であっても高水準であることに変わりはない。そして、20年3月時点の持ち工事は17兆9841億円と、再度18兆円に接近している。持ち工事が19年3月に18兆円台にのせたのは01年3月以来のことであった。01年の建設業就業者数が632万人だったのに対し、19年は499万人程度にとどまる。施工能力を考慮すれば、非常に大きく持ち工事が積み上がっていると言える。企業価値研究所では、18兆円規模の数字だけをみても、東京五輪関連施設の施工が終わったとはいえ、建設業を取り巻く受注環境が大きく悪化しているとはみていない。当研究所では、今後も新型コロナウイルス後の国内経済対策として国土強靱化に向けたインフラ整備工事の増加など、官公庁工事の発注は堅調

図1. 大手50社 年度受注高推移

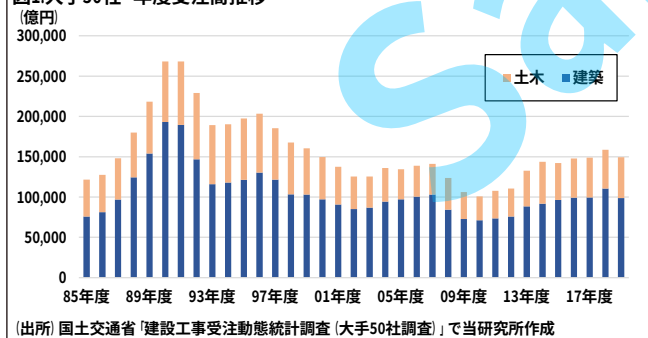


図2. 大手50社受注推移(四半期ベース)

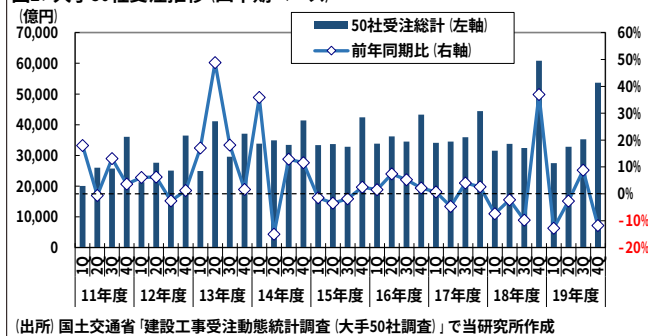
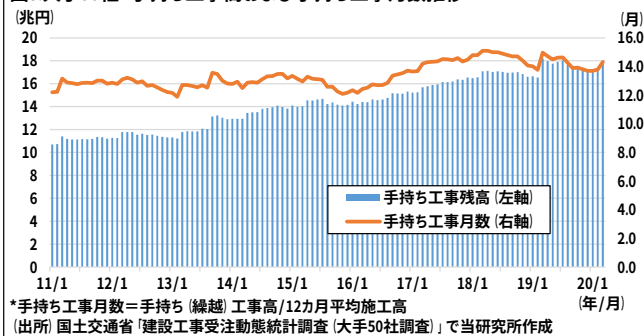


図3. 大手50社 持ち工事高および持ち工事月数推移



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

に推移するとみている。また、都心部における大規模都市再開発工事などが今後も計画されているほか、25年に予定される大阪・関西万博関連工事など、堅調な建設需要は中期的にも継続するとみている。新型コロナウイルスの影響で企業業績が一時的に悪化し、設備投資が止まる可能性はあるものの、今後も高水準な完成工事(完工)高が計上されると予想している。

[20年度の大手4社の業績は新型コロナの影響などで減収減益を予想]

大手ゼネコン4社(大成建 1801、大林組 1802、清水建 1803、鹿島 1812)の19年度実績は、各社で豊富な手持ち工事が順調に進捗して増収となったものの、大林組と鹿島は完工粗利益率が低下して、営業減益だった(表1参照)。大林組では、建築工事で複数の低採算工事の影響を織り込んだ結果、完工粗利益率が低下。鹿島は18年度に土木工事で高採算な大型案件があった反動に加え、一部の大型工事でやや採算が悪化したような工事があったことが響いた。営業増益となった大成建や清水建においても、単体の完工粗利益率はほぼ横ばいの推移にとどまった。

大手ゼネコン4社の20年度の連結業績に関して当研究所では、各社ともに減収減益を予想している。新型コロナウイルス感染拡大を背景に、一部の工事現場では作業が一時的に中断されるなど影響が及んだことから、これを業績予想に織り込んだ。清水建はほぼ全現場で工事を一定期間中止した一方で、個別の現場ごとに対応するゼネコンもあるなど、各社で対応はまちまちとなった。当研究所では、土木工事に関しては官公庁発注工事の比率が高いことから、工事の中断、工期の延伸、これに伴う費用負担は発注者側に求めやすいと考えている。このため、工期延伸

によって完工高が減少する可能性はあるが、完工粗利益率への影響は軽微とみている。しかし、建築工事に関しては民間発注工事の比率が高いことから、工事の中断は発注者に受け入れられたとしても、工期遵守が求められるほか、中断により発生した費用は施工側が負担するといったケースも多いと考える。このため、完工高への影響は軽微だが、費用負担増、工期遵守のための工程回復費用の負担増などで、完工粗利益率が低下すると予想。各ゼネコンの工事中断に対するスタンスも踏まえ、20年度業績に関しては表1のように見込んでいる。21年度はこの反動による増収増益を予想。土木工事などで20年度から完工高計上が期ずれするような案件があるとの見方から増収を見込む。利益面では、建築工事の費用負担軽減による完工粗利益率の改善を予想。22年度に関しては、完工高の減少を予想している。中期的に受注高はほぼ横ばいから緩やかな減少を見込んでおり、工事の進捗により各社の手持ち工事が減少するとの見方から、完工高の減少を予想している。また、19年度前後から受注競争が激化していることなどを踏まえ、受注時採算の悪化により、大型工事の完工粗利益率が全般的に緩やかに低下するとみており、その影響を織り込んだ。

図4.大手ゼネコン4社 通期単体完工粗利益率推移

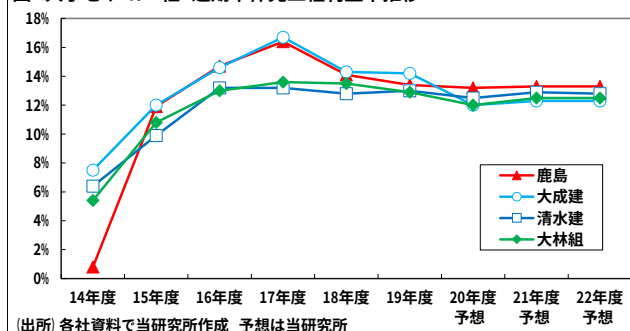


表1.大手4社業績動向

(億円)		19年度 通期		20年度 通期		21年度 通期		22年度 通期	
		実績	増減率	予想	増減率	予想	増減率	予想	増減率
大成建 (1801)	売上高	17,513	+6.1%	15,500	-11.5%	16,800	+8.4%	16,600	-1.2%
	営業利益	1,678	+9.4%	1,100	-34.4%	1,300	+18.2%	1,250	-3.8%
大林組 (1802)	売上高	20,730	+1.6%	19,800	-4.5%	20,400	+3.0%	20,200	-1.0%
	営業利益	1,529	-1.7%	1,270	-16.9%	1,380	+8.7%	1,330	-3.6%
清水建 (1803)	売上高	16,983	+2.0%	16,700	-1.7%	17,000	+1.8%	16,600	-2.4%
	営業利益	1,339	+3.2%	1,250	-6.6%	1,330	+6.4%	1,260	-5.3%
鹿島 (1812)	売上高	20,108	+1.8%	19,300	-4.0%	19,800	+2.6%	19,600	-1.0%
	営業利益	1,320	-7.5%	1,200	-9.1%	1,250	+4.2%	1,220	-2.4%

(出所) 各社決算短信で当研究所作成 予想は当研究所

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

2. アナリストの投資判断 ～過度な不安感が後退すれば株価も戻り基調に

大手ゼネコン4社の株価は、13年以降、好調な業績などを背景に17年11月まで上昇基調が続いたが、その後は下降トレンドに。新型コロナウイルスの感染拡大を背景に株式相場全体が落ち込むと、大手ゼネコンの株価も下値を切り下げた(図5参照)。足元は、各社によってまちまちだが、新型コロナウイルスの影響で急落する直前の株価から直近に付けた安値までの5割から8割程度戻している(図6参照)。

当研究所では大手4社では20年度業績で大幅な減収減益を予想している。中期的には完工粗利益率の横ばい推移もしくは緩やかな低下傾向を見込んでいる。今後、国土強靱化に向けたインフラ整備など、大型工事の発注が進捗するとみているが、さらなる利益成長シナリオは描きにくい。ただ、大手4社の当研究所の22年度予想PERは大成建を除く3社で足元7倍台と過去の実績からみても低水準で推移している(表2参照)。これは新型コロナウイルスの感染拡大

表2. 大手ゼネコン4社の業績および株価データ(単位:円、億円、倍)

銘柄名	株価 6月19日	営業利益	純利益	EPS	PER
		上段19年度実 下段22年度予	上段19年度実 下段22年度予	上段19年度実 下段22年度予	上段19年度実 下段22年度予
大成建	3,965	1,678 1,250	1,221 870	573.14 416.90	6.9 9.5
大林組	1,031	1,529 1,330	1,131 970	157.59 135.16	6.5 7.6
清水建	895	1,339 1,260	990 940	128.31 123.22	7.0 7.3
鹿島	1,263	1,320 1,220	1,032 900	200.99 175.58	6.3 7.2

(出所) 各社決算短信で当研究所作成 予想は当研究所

大による株式相場下落の背景にあり、今後、20年度の業績計画を公表していない企業が計画を公表する、もしくは保守的な会社計画を示した会社の上方修正などが進めば、新型コロナウイルスによる過度な不安が後退し、堅調な受注状況を背景に株価は戻り基調を強めるとみている。

図5. 上場スーパーゼネコン4社株価の推移

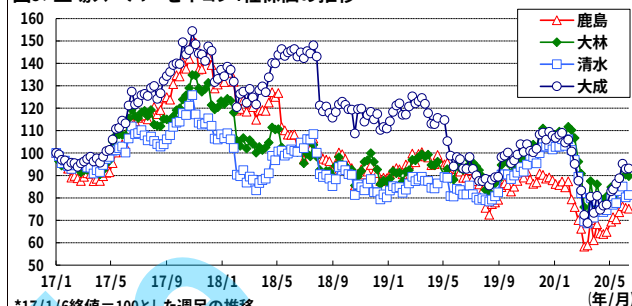
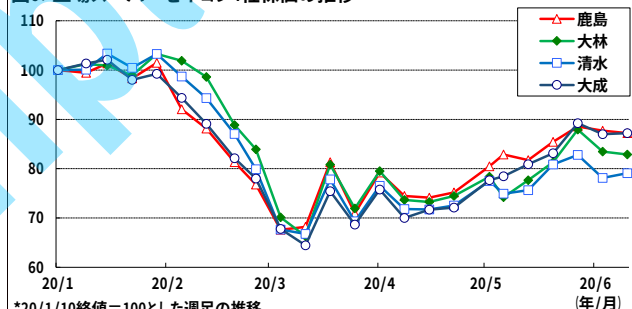
*17/1/6終値=100とした週足の推移
(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

図6. 上場スーパーゼネコン4社株価の推移

*20/1/10終値=100とした週足の推移
(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

<不動産>

オフィス空室率は小幅上昇も、大きな変化はないとみる

2020年6月23日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 細貝広孝

<要約>

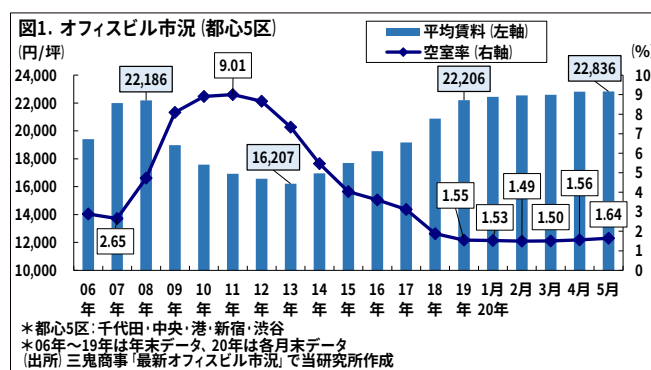
足元のオフィス空室率は小幅上昇も大きな変化みられず。新型コロナ影響で物件売却が一時停滞して20年度は減益も、堅調なオフィス需要で中期的には増益基調を見込む。

1. オフィス空室率は小幅上昇続くも、足元は大きな変化みられず

足元のオフィス市況は引き続き堅調に推移している。三鬼商事が公表した20年5月の東京都心5区の空室率は1.64% (図1参照)と、18年11月に2%を割り込んで以降、2%を下回って推移している。平均賃料は77カ月連続で上昇し、08年末の水準を上回っている。空室率が5%を下回っていれば、ほぼ満室の状態、賃料交渉などでも貸し手側が有利とされるだけに、1%台は超低水準といえ、新型コロナウイルスによる目立った影響はまだみられていない。ただ、既存ビルでは大型空室に成約があった一方で、オフィス縮小などに伴う小規模な解約の動きが散見されている。また、20年3月から5月にかけて小幅ながらも3カ月連続で空室率は上昇。空室率の上昇が3カ月続くのは12年4月から6月にかけて上昇して以来となる。今後、新型コロナウイルスの影響で業績が悪化した企業の解約・退去の動きが出てくる可能性は否めない。日銀による金融緩和策、政府の財政政策の強化により、足元ではリーマンショック時のような信用不安が増幅するような状況とはなっておらず、また、賃料減免や支払い猶予などの動きもあり、企業価値研究所では解約・退去の動きが急速に広まるとはみていない。当研究所ではこれまで、リーマンショック時のような景気後退がなければ、堅調なオフィス需要が継続するとの見方を示してきた。新型コロナウイルス感染の第2波に対する懸念はあるが、そうした影響

がなく、グローバル経済の落ち込みが短期的なものにとどまれば、オフィス賃貸は2年間などの定期契約を結んでいるケースが多く、解約の動きも限定的なものにとどまるとみている。これまでのような超低水準な空室率、賃料の上昇傾向に変化が生じる可能性はあるが、大きな動きにはならないと考える。

オフィス以外の賃貸事業では商業施設や、ホテル・会議場運営などへの影響は長期化が予想される。インバウンド需要の回復が見込みにくいなか、国内の移動制限は解除されたものの、新型コロナウイルスと共存する生活が続く以上は、「新型コロナ前」の需要回復には時間を要する。不動産大手の事業の柱はオフィス賃貸とマンション販売であり、商業施設やホテル運営の寄与度は相対的に大きくはないが、通常の経済活動に回復するまで長引くようであれば、不動産セクターの業績を下押しする要因となる。



2. マンション供給は引き続き低水準で推移する見通し

マンション販売は引き続き販売単価が高水準で推移。人気エリアの物件は販売が好調だが、こうした物件の供給自体が少ない状況。首都圏では足元の供給戸数がここ数年のなかでも特に低水準で推移している。当研究所では、図2のようにマンション着工戸

数も減少傾向にあり、当面、供給戸数が低迷する状況が継続するとみている。ただ、今後は需要に変化がみられるかに注目している。新型コロナウイルスによる影響で企業のテレワーク導入が進み、出勤日数が減少することで、通勤に係る時間に対する許容度

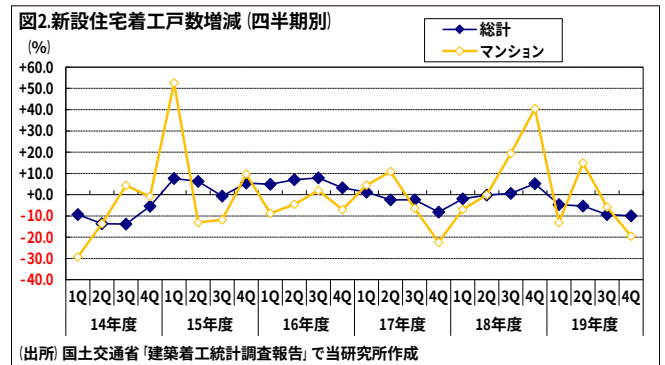
本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

が高まる可能性もある。週2日から3日程度の通勤であれば、郊外で勤務地まで多少遠くても、より広く、余裕のある家に住みたいといった需要が高まれば、郊外物件の供給が増加し、マンション販売平均単価も低下することになる。新型コロナウイルスの影響でマンション販売の現場も止まってしまい、国内景気の先行き不透明感が依然として残るなか、住宅購入意欲が回復するにも時間を要するとみているが、新型コロナウイルスと共存する生活が定着すれば、住宅需要が高まる可能性もあると考える。

3. 不動産大手3社の業績動向

不動産大手3社の19年度の連結業績は、表1のように各社で営業増益だった。オフィス賃貸は好調推移が継続。物件売却やマンション販売の多寡によって営業収益は左右されたが、収益の柱であるオフィス賃貸における賃料増額改定などが利益を押し上げた。一部、新型コロナウイルスの影響で商業施設やホテルなどの営業休止はあったが、これを吸収した。

20年度の大手3社の連結業績予想に関して当研究所では、新型コロナウイルスの影響を織り込んだ。オフィス賃貸に関しては大手3社が保有する優良物件に大きな影響はないとみているが、商業施設で一定期間営業を停止していたことに加え、賃料減免・支払い猶予などが響くと考える。また、ホテルに関してもインバウンド需要は低迷する見通しであり、国内需要だけでは19年度実績を大きく下回るとみている。ただ、各社の営業収益に占めるホテル運営の比率は相対的に低い。当研究所では、20年度業績を押し下



げる要因のひとつとして物件売却が一時的に減少するとみている。新型コロナウイルスの影響で、投資家サイドの投資意欲が一時的に減退し、不動産流通量が減少するとの見方から、不動産大手の物件売却量も減少するとみている。ただ、これは一時的なものと考えており、21年度以降は堅調なオフィス市況、超過剰流動性によって生み出された資金の流入先としての物件売却の回復などから、各社で増収増益を予想している。

表1.大手3社業績動向

	(億円)	19年度		20年度		21年度		22年度	
		実績	増減率	予想	増減率	予想	増減率	予想	増減率
三井不	営業収益	19,056	+2.4%	19,000	-0.3%	20,000	+5.3%	20,700	+3.5%
(8801)	営業利益	2,806	+7.0%	2,300	-18.0%	3,000	+30.4%	3,100	+3.3%
菱地所	営業収益	13,022	+3.1%	12,000	-7.8%	12,800	+6.7%	13,200	+3.1%
(8802)	営業利益	2,408	+5.1%	2,050	-14.9%	2,300	+12.2%	2,450	+6.5%
住友不	営業収益	10,135	+0.1%	9,400	-7.3%	9,900	+5.3%	10,200	+3.0%
(8830)	営業利益	2,343	+6.8%	2,200	-6.1%	2,350	+6.8%	2,430	+3.4%

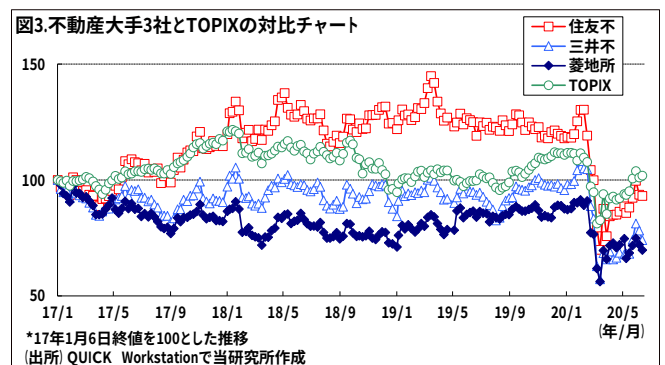
(出所) 各社決算短信で当研究所作成 予想は当研究所

4. アナリストの投資判断 ～企業業績不安払しょくで、堅調な利益成長に注目

都市再開発などへの期待感が高まるなどして、不動産セクターの株価は13年12月にかけて上値を切り上げたが、その後は上値の重い展開が続いた。足元の株価は新型コロナウイルスの感染拡大による国際金融市場の動揺、企業業績不安によるオフィス需要の減退などが意識され、下値を切り下げたあとは戻り基調にあるが、株式相場全体の動きに対して、戻りの鈍い展開となっている。

大手デベロッパーの収益の柱である賃貸事業でオフィス賃貸は足元、堅調に推移。前述のように、企業業績が急速に悪化するようなことがない限り、オフィス賃貸の堅調な推移は今後も継続すると考える。マン

ション供給戸数に回復はみられないが、21年度以降は不動産大手では増益基調になると考える。このため、足元の不動産大手の株価は大きく水準を切り下

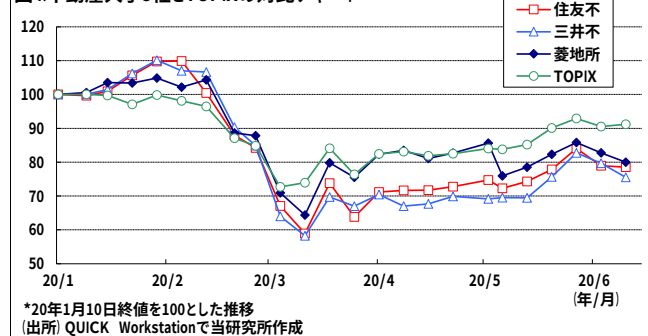


本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

げたが、企業業績不安が払しょくされることで、改めて堅調な利益成長が注目されるとみている。こうしたなか当研究所では、賃貸ビル開発に対する積極投資姿勢を維持する住友不の業績動向に注目している。20年度の同社の減収はマンション引渡戸数が減少することが主因。同社は、他の2社と違い、オフィス等の物件売却を行っておらず、不動産流通市場の動向に影響を受けにくい。当研究所では、オフィス空室率が一時的に上昇するとしても、優良オフィス物件を多く保有する同社にとってその影響は大きなものになるとはみておらず、今後のビル開発による収益力強化、

利益成長に期待したい。

図4.不動産大手3社とTOPIXの対比チャート



<化学・繊維>

新型コロナ影響による需要低迷と採算悪化で大幅減益に

2020年6月16日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 伊藤健悟

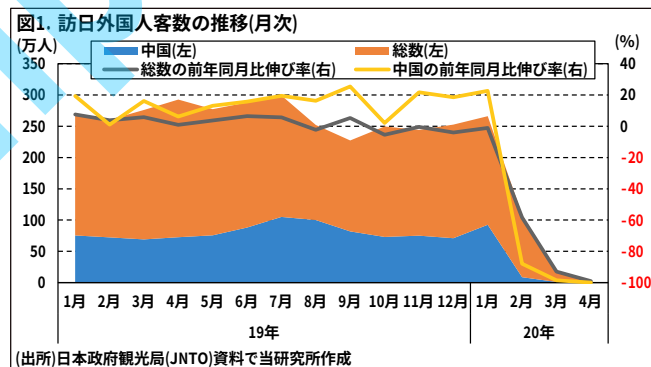
<要約>

新型コロナ影響で自動車など幅広い分野の需要が低迷。石化分野の採算悪化も厳しく、20年度の業績は大きく悪化する見通し。翌21年度は需要回復で一転して大幅増益を見込む。

1. 新型コロナが幅広い分野でマイナス要因に

化学・繊維業界は19年中から世界的な景気減速に伴って自動車や電気・電子分野を中心に需要が全般に低迷し、厳しい状況が続いていたが、20年に入ると新型コロナウイルス感染症が世界的に流行し、大きな影響を受けている。近年、化学・繊維各社は成長分野として自動車向けの製品に注力してきたが、国内外の自動車メーカーが一時生産を停止し、外出規制なども影響して自動車の販売台数が大きく減少。化学・繊維メーカーの手掛ける合成樹脂や合成繊維、合成ゴム、電子材料、リチウムイオン二次電池（LiB）材料などの出荷も大きく落ち込んでいる。石油化学分野では、自動車や家電など最終製品の需要低迷に加え、原油の国際市況急落もあって製品価格が大幅に低下。これに伴う採算の悪化に加え、原料在庫の評価損も発生して利益を圧迫している。また、化粧品分野では、外国人旅行者がほぼ皆無となり、インバウンド（訪日外国人）需要が大きく落ち込んでいるだけでなく、外出自粛やテレワークの増加もあって化粧

をする機会が減り、販売が低迷。このほか、航空機向けを主力とする炭素繊維も、需要急減を受けて顧客である航空機メーカーが大幅な減産を決めるなど、幅広くマイナス影響が出ている。一方で、パソコンやデータセンターの需要増加で半導体材料が堅調に推移しているほか、トイレタリー分野ではマスクやハンドソープの販売が増加するなどのプラス材料もあるが、化学・繊維業界全体で新型コロナウイルスは業績の大きな下押し要因となり、厳しい環境にあると言える。



2. 化学・繊維業界全体で20年度も大幅減益を予想

こうした環境で、19年度の化学・繊維業界は減収、減益となり、20年3月時点での企業価値研究所の予想との比較でもこれを下回った。18年度前半まで好調だった石油化学分野が、その後の市況下落と採算悪化、需要低迷で苦戦したうえ、新型コロナの影響もあって大幅な減益を強いられたほか、エレクトロニクス分野も半導体材料を除いて総じて業績が悪化。繊維分野も衣料用・産業用繊維などの需要が振るわず、これも減益となった。トイレタリーメーカーはほぼ18年度並みの営業利益を確保したものの、12月期決算の企業が多いため、19年度決算には新型コロナの影響をほとんど含んでいない。20年1～3月期は化粧

表1. 化学・繊維メーカーの分野別業績推移 (前年度比、%)

		19年度		20年度		21年度
		予想	実績	前回予想	今回予想	予想
総合化学	売上高	-5.4	-6.5	2.9	-7.0	10.4
	営業利益	-26.2	-29.8	-3.1	-44.8	56.0
電子材料	売上高	-4.4	-4.8	3.8	-5.1	6.7
	営業利益	-3.9	-6.6	7.3	-7.5	14.9
トイレタリー	売上高	1.5	1.3	2.9	-4.8	5.1
	営業利益	0.0	-1.3	5.5	-17.1	23.5
その他化学	売上高	-4.2	-4.9	2.5	-5.0	4.0
	営業利益	-13.3	-15.6	8.0	-17.5	22.2
繊維	売上高	-5.1	-5.7	3.4	-10.3	10.3
	営業利益	-7.7	-5.8	8.0	-32.6	44.2
合計	売上高	-4.0	-4.8	3.0	-6.5	7.9
	営業利益	-13.7	-16.1	3.6	-25.5	30.5

(注)当研究所が業績を集計している26銘柄が対象。19年度予想、20年度前回予想は20年3月時点の予想。一部、IFRSへの移行などによる19年度実績への影響を反映せずに伸び率を算出している

(出所)各社決算資料で当研究所作成、予想は当研究所

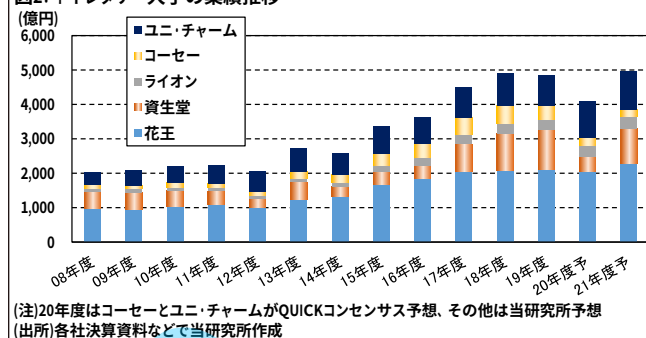
本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

品分野が苦戦する一方、新型コロナ対策で日用品の販売が増加するなど、明暗が分かれた。

続く20年度に関しても、化学・繊維業界全体で減収、大幅減益を予想する。20年3月時点では、その際の19年度の予想と比較して、20年度は小幅ながら増益になるとみていた。しかし、新型コロナの影響が厳しく、年度前半を中心に販売数量減少や採算の悪化が避けられそうにない。20年夏場以降は徐々に新型コロナの影響が収束に向かい、業績も底入れするとみているが、通期で大幅な減益となる見通しだ。翌21年度は需要が正常化し、一転して大幅な増益になると考える。ただし足元では、中国で自動車の生産台数が回復するなど経済活動がいち早く正常化。米国でも自動車の生産・販売回復が進むほか、日本国内や欧州でも正常化へ向けた動きが進んでおり、想定

よりも業績の回復時期が早まる可能性が出てきた。一方、経済活動が再開しても、一般旅行客の回復には時間がかかり、化粧品のインバウンド需要などは低迷を続けそうだ。感染第2波が広がる可能性などとあわせ、新型コロナの影響を引き続き注視していく必要がある。

図2. トイレタリー大手の業績推移



3. 総合化学大手は石油化学分野、非石油化学分野とも苦戦

化学・繊維業界の中でも収益の構成比が高い総合化学大手6社合計の19年度(昭電工(4004)は19/12期、他の5社は20/3期)の業績は、売上高が18年度比6%減、営業利益が同30%減だった。中でも石油化学分野の営業利益は同58%減と大幅に落ち込んだ。この分野では、18年度前半は原料高が進む中、需要拡大と設備トラブルによる需給ひっ迫で製品価格も上昇。特にMMA(メタクリル酸メチル)やAN(アクリロニトリル)などが好調に推移し、利益水準が高まっていた。しかし18年秋以降、米中貿易摩擦に起因した中国での需要低迷や、米国からの安価製品のアジア市場への流入、ナフサをはじめとした原料市況の低下などで製品価格が下落に転じ、採算が大きく悪化。18年前半の利益水準が高かったこともあり、大幅な減益を強いられた。四半期ごとにみても、期を追うごとに減益率が大きくなっており、4Qは6社合計

で赤字となっている。

総合化学大手が手掛ける石油化学以外の分野の19年度の営業利益は、6社合計で同15%減だった。ここでは昭電工が、電炉用黒鉛電極の需要低迷とそれに対応した生産・在庫調整で無機部門を中心に大幅な減益に。住友化(4005)も、健康・農業関連事業部門の不振や医薬品部門での戦略提携に伴う費用増で2桁の減益となっている。他の各社も、新型コロナの影響を含めた自動車や電気・電子関連分野を中心とした全般的な需要低迷でいずれも振るわず、6社合計で苦戦を避けられなかった。

続く20年度に関しては、従来は石油化学分野が市況の安定化と需要の底入れで若干の増益となるものの、石油化学以外の分野で昭電工の電炉用黒鉛電極の苦戦が厳しく、全体で小幅減益になるとみている。しかし、19年度の実績が事前の予想をやや下

図3. ナフサとエチレンの価格及びスプレッドの推移

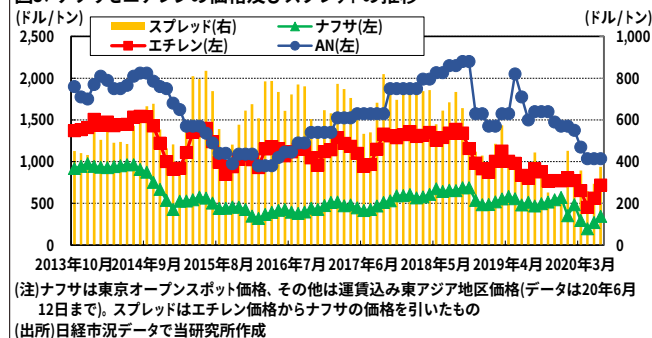
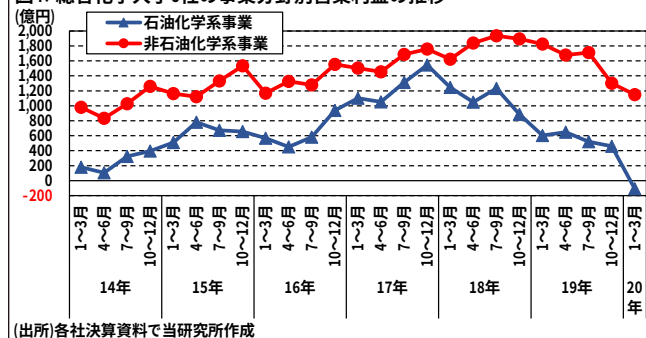


図4. 総合化学大手6社の事業分野別営業利益の推移



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

回ったうえ、足元では新型コロナ影響で自動車分野を中心に想定以上に需要が低迷。原油価格急落に伴って発生する原料ナフサの在庫評価損なども従来の想定以上に拡大する可能性が高く、大幅な減益が

避けられない見通しとなった。20年度後半には業績が底入れして徐々に回復に向かい、翌21年度の業績は一転して大幅増益となるものの、業績が悪化する前の18年度などと比較して利益は低水準にとどまると予想する。

厳しい事業環境の中、各社は不要不急の設備投資を先送りし、財務の健全性確保を優先しているが、中長期的な成長へ向けた投資の手は緩めず、M&A(合併・買収)や生産能力増強などの検討を進めている方針だ。引き続き自動車やヘルスケア、エレクトロニクス関連などがその対象になるとみられ、今後の需要の回復動向とあわせ、動向を注視していきたい。

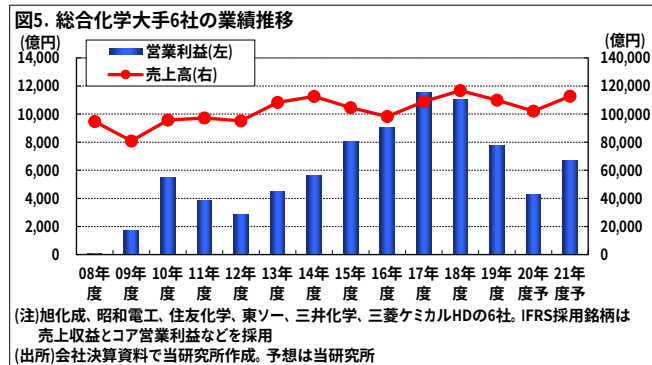


表2. 化学・繊維各社の取り組む成長策

旭化成 (3407)	・高シェアを持つリチウムイオン二次電池用セパレーターの一段の強化へ向け、国内外で能力増強 ・米国の自動車シート材大手であるセージ・オートモティブ・インテリヤズ社を買収 ・腎移植患者向けの免疫抑制剤を販売する米国の医薬品メーカーであるベロキシス・ファーマシューティカルズ社を買収
昭電工 (4004)	・17年に独SGLカーボン社から電炉用黒鉛電極事業を買収。その後の需給ひっ迫と価格上昇で業績が大きく拡大。 ただし、足元の業績は顧客の在庫調整の影響で大きく悪化 ・半導体封止材やリチウムイオン二次電池の負極材で世界的に高いシェアを持つ日立化成を買収。 機能性材料分野での拡大を目指す
住友化 (4005)	・M&Aを含めた積極投資。次世代事業の創出やデジタル革新による生産性向上に注力する ・ヘルスケア、食糧、環境負荷低減、情報通信技術の4つを重点分野として、デジタル技術を駆使して新事業を立ち上げる。 モビリティ、次世代通信規格への対応部材も強化
三井化学 (4183)	・PPコンパウンドや高性能エラストマーなど自動車向けの素材を世界中で強化 ・眼鏡レンズモノマー、紙オムツ用不織布、歯科材料などヘルスケア分野のほか、自動車分野でも事業強化を目指して M&Aを含めた展開を急ぐ
三菱ケミ HD (4188)	・機能商品、素材、ヘルスケア分野の事業を通じ、高成長・高収益型の企業グループを目指す ・子会社の大陽日酸が海外で積極的にM&Aを実施。欧州では大型買収で事業基盤を確立 ・田辺三菱製薬を完全子会社化。再生医療分野などで相乗効果を狙う
帝人 (3401)	・米コンチネンタル・ストラクチャル・プラスチック社やポルトガルのイナパル・プラスティコ社を買収。 自動車メーカーに直接製品を納入するティア1メーカーとしての地位を築く ・ヘルスケア分野では整形インプラントデバイスなどの開発を推進
東レ (3402)	・熱可塑性炭素繊維複合材料メーカーのテンカーテ社を買収。14年に買収したゾルテック社の手掛けるラージトウとあわせて製品ラインナップを拡充し、自動車分野での本格採用を狙う ・炭素繊維や水処理膜をはじめとしたグリーンイノベーション事業と、医薬・医療機器や衛生材料をはじめとしたライフイノベーション事業の拡大に注力

(出所)各社資料で当研究所作成

4. アナリストの投資判断 ～当面は低調な株価推移を見込む。信越化などに注目

化学・繊維セクター各社の株価は、事業環境の厳しさが嫌気されて総じて軟調な推移を続けてきたが、20年2月から3月にかけて新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う株式相場全体の急落を受けて、一段と下落。その後の回復もTOPIXなどと比較して遅く、これをアンダーパフォームしている。足元では先進国で経済活動が徐々に再開するなど明るい材料もあるが、化学・繊維メーカーを取り巻く事業環境は厳しく、株価も当面は低調な推移が続くそう。一方、パソコ

表3. 主要化学メーカーの諸指標

	株価 (円)	営業増益率(%)			予想PER(倍)	
		19年度実	20年度予	21年度予	20年度	21年度
旭化成 (3407)	869.9	-15.4	-33.4	29.7	14.5	11.0
昭電工 (4004)	2,581.0	-32.9	-75.2	80.0	125.5	15.1
住友化 (4005)	332.0	-35.1	-49.5	73.1	23.6	10.6
三井化学 (4183)	2,334.0	-23.3	-47.5	73.7	20.3	10.2
三菱ケミHD (4188)	640.6	-38.0	-34.3	56.3	22.2	9.8
信越化 (4063)	12,455.0	0.6	-5.2	11.7	17.7	15.9
日東電 (6988)	6,010.0	-24.8	-8.2	15.6	20.6	17.5
花王 (4452)	8,668.0	1.9	-2.7	11.7	29.4	25.9
資生堂 (4911)	7,026.0	5.1	-64.0	141.5	-	49.2

(注)株価は6月12日終値。住友化、三井化学、三菱ケミHDの営業利益はコア営業利益を表示

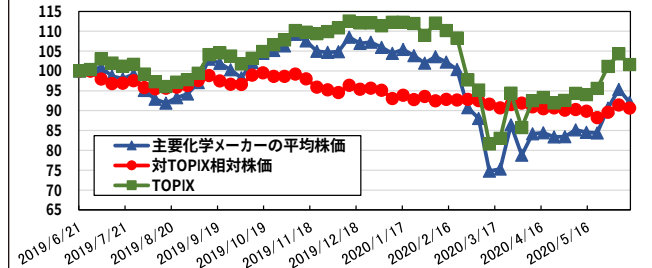
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成、予想は当研究所

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

ンやデータセンターの需要増加で半導体デバイスの需要は堅調に推移している。テレワークの導入などが一巡すれば市場が減速する可能性もあるが、5G（第5世代移動通信）の本格普及や自動車の電動化進展といった中長期的なテーマも見据え、その材料となるシリコンウエハーの世界最大手である信越化（4063）に注目する。また、トイレタリーメーカーの中で、化粧品を除いた日用品が収益に占める割合の高い銘柄にも注目される。花王（4452）やライオン（4912）の株価は既に大きく上昇しているが、新型コロナウイルスの収束後も、公衆衛生の改善は長期的なテーマ

になる可能性が高く、こうした分野で強みを発揮できそう。

図6. 主要化学メーカーの株価推移



(注)19年6月21日終値を100として指数化。旭化成、昭電工、住友化、三井化学、三菱ケミHD、信越化、日東電、花王、資生堂の平均
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

<医薬品>

コロナ禍で製薬メーカーの役割は大きい

2020年6月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 真下弘司

<要約>

新型コロナウイルスが猛威を振るうなか、世界中の製薬・関連企業が治療薬やワクチンの開発に取り組んでいる。感染症を重点疾患領域に掲げる塩野義に期待。

1. ファクターXの解明、治療薬やワクチンの開発が重要

[世界中の製薬メーカーが開発]

新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) が世界中で猛威を振るうなか、メガファーマからベンチャーまで世界中の製薬および関連企業が、治療薬やワクチン、診断薬等の開発に取り組んでいる。緊急事態宣言が解除されるなど日本ほか一部の国では収束、経済活動も正常化に向かいつつあるようにも見えるが、南米や新興国では感染拡大が続いている。また日本の感染者や死亡者数が欧米より少ない理由 (京都大学

iPS 細胞研究所の山中伸弥所長はファクターX と命名) は明確になっていない。感染拡大の第2波、第3波対策やポストコロナ、例えば東京オリンピック開催のためにはファクターX の解明、治療薬やワクチンの開発が不可欠になる。

[感染症のシオノギ]

表1に国内製薬メーカーを中心に治療薬やワクチンの開発状況をまとめた (子会社を含む上場企業の情報開示および国立研究開発法人日本医療研究開

表1. 新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) に対する治療薬・ワクチン等の開発状況

企業名 (コード)	開発状況等
武田 (4502)	ノーブランドの抗SARS-CoV-2ポリクローナル高度免疫グロブリン製剤を開発 (同社を含む血漿分画製剤領域の世界的大手6社で共同開発)
塩野義 (4507)	BEVSを活用した遺伝子組換えタンパクワクチン (20年内の臨床試験開始目標) 治療薬候補化合物の探索研究を実施中 (21/3期中の臨床試験開始目標) 抗体検出キットを研究用試薬として発売
中外薬 (4519)	COVID-19肺炎に対するアクテムラの臨床試験 (海外) ロシニが単剤やレムデシビル併用の第3相試験を実施または開始予定 (国内) 重症肺炎の入院患者を対象に20年5月より第3相試験の患者登録を開始
エーザイ (4523)	ドラッグリパーピングによる治療薬開発を目指す国際的ネットワークに参画 ・エリトラン (E5564) の国際共同臨床試験を20年6月より開始予定 ・ビル&メリンダ・ゲイツ 財団への協力 ・ワクチンの抗体生産能力を高めるアジュバントE6020の提供を検討
小野薬 (4528)	20年6月、蛋白分解酵素阻害剤フォイパンの臨床試験を開始
アンジェス (4563)	DNAワクチンの開発: 大阪大学、タカラバイオ (4974) 等と共同開発
第一三共 (4568)	mRNAワクチンの開発 (21年3月頃の臨床試験開始目標) ナファモスタット吸入剤の共同研究開発: 東京大学、日医工 (4541) 等 (非臨床試験を20年7月開始予定、21年3月迄の臨床試験移行目標)
ペプチド (4587)	特殊ペプチドを用いた治療薬の共同研究開発: 米メルク社
明治HD (2269)	20年5月、連結子会社KMバイオロジクスが不活化ワクチンの開発を開始
アイロムG (2372)	連結子会社IDファーマがセンダイウイルスベクターを用いたワクチンを開発
帝人 (3401)	臨床研究等向けに吸入ステロイド喘息治療薬オルベスコ (シクレソニド) を供給
三菱ケミHD (4188)	田辺三菱製薬の連結子会社メディカゴ (カナダ) がVLPワクチンを開発
富士フイルム (4901)	抗インフルエンザウイルス薬アビガン (ファビピラビル) の生産体制を拡大 (米国) 20年4月、臨床第2相試験を開始 (国内) 20年3月、臨床第3相試験を開始

(注1) BEVS: 昆虫細胞などを用いたタンパク発現技術

(注2) ドラッグリパーピング: 既知の薬効や副作用を利用し、別の疾患への適用を探ること

(注3) VLP: ウイルス様粒子

(出所) 会社資料で当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

発機構 (AMED) が採択したワクチン事業等に基づき作成。医師主導治験などすべての開発までは網羅できていない)。ドラッグリポジショニング (既承認薬の活用) によるアカデミア等への情報データ・治験薬の提供まで含めれば製薬企業すべてが開発に関わ

ているともいえるが、企業価値研究所では国内大手製薬メーカーで唯一、感染症を重点疾患領域に掲げる塩野義 (4507) に期待したい。ワクチンは20年内の臨床試験開始、治療薬 (抗ウイルス薬) は20年度中の臨床試験開始を目指している。

2. アナリストの投資判断 ～第一三共に注目

【業績への影響は軽微】

新型コロナウイルス感染拡大による製薬企業の業績へ影響は、他業種に比べると相対的に軽微。受診抑制や医療機関の混乱等は減収要因だが、事業活動の低下による経費低減で利益への影響は限定的なため。但し臨床試験は地域や領域により新規患者登録の遅延や延期が生じているほか、医療機関への訪問自粛など新薬の市場浸透が当初の想定を下回り中長期的な成長に影響を及ぼす可能性がある。

【第一三共に注目】

個別銘柄の投資判断は、将来の収益の源泉である新薬開発の進捗や株主還元策などで評価したい。具体的には引き続き第一三共 (4568) に注目。19年度に一過性の利益を計上した反動で20年度は減益を予想するが、21年度以降のHER2に対する抗体薬物複合体「エンハーツ」の貢献を見込み増益を予

想。コロナ禍の現況下、塩野義にも期待しているが、新型コロナに加えてインフルエンザの流行が業績の大きな変動要因になる点に留意が必要。

表2. 主な新薬と新薬候補

	開発コード・製品名 (一般名)	適応症等
武田 (4502)	エンティピオ	潰瘍性大腸炎・クローン病
	ニンラーロ	多発性骨髄腫
アステラス薬 (4503)	XTANDI	前立腺がん
	PADCEV	尿路上皮がん
塩野義 (4507)	デビケイ	HIV感染症
	ソフルーザ	インフルエンザ感染症
中外薬 (4519)	テセントリク	抗悪性腫瘍剤 (注1)
	ヘムライブラ	血友病A
エーザイ (4523)	レンビマ	甲状腺がん他
	アデカヌマブ	早期アルツハイマー病
第一三共 (4568)	エンハーツ	乳がん・胃がん
	キザルチニブ	急性骨髄性白血病
大塚HD (4578)	エビリファイメンテナ	抗精神病薬
	サムスカ/ジンアーク	利尿薬・ADPKD (注2)

(注1) 免疫チェックポイント阻害剤 (抗PD-L1抗体)

(注2) ADPKD: 常染色体優性多発性のう胞腎

(出所) 会社資料で当研究所作成

<鉄鋼・非鉄>

新型コロナで鋼材需要が急減

2020年6月18日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 中村宏司

<要約>

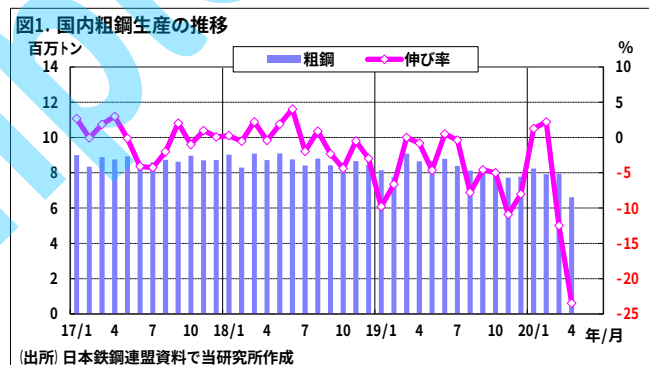
新型コロナの影響で20年4月の粗鋼生産量は前年同月比で23.5%減。非鉄金属価格はやや復調も今後の動向を注視。株価は新型コロナを意識した展開が続く。

1. 20年4月の国内粗鋼生産量は前年同月比23.5%減

20年4月の国内粗鋼生産量は、前年同月比23.5%減の662万トン。3月に続き2カ月連続の減産となった(図1参照)。新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、製造業では自動車メーカーの工場が停止し、建設業でも工事の中断が起き、鋼材需要が急速に冷え込んだことから、大幅な減産となった。鋼材需要の減少に対応するため、鉄鋼大手では高炉の一時休止を順次実施している。鉄鋼最大手の日本製鉄(5401)では、1Qの生産・出荷規模について、粗鋼生産能力に対して稼働率60%程度になるとの見通しを公表しており、5月以降も減産傾向が続くそう。

これまで企業価値研究所では、20年度の国内粗鋼生産量について、国内需要は伸び悩むものの、米国と中国における貿易協議の進展などを期待して鋼材輸出の増加を見込み、19年度(9843万トン)並みの水準を予想していた。しかし、新型コロナウイルス

の感染拡大が国内外の建設業、製造業に影響を及ぼしていることを考慮して、前年度比19%減の8000万トン程度まで落ち込むと見方を変更した。なお、現在、新型コロナウイルスの感染拡大の勢いは沈静化しつつあるが、感染の第2波の発生などが懸念されており、引き続き今後の動向を注視していきたい。

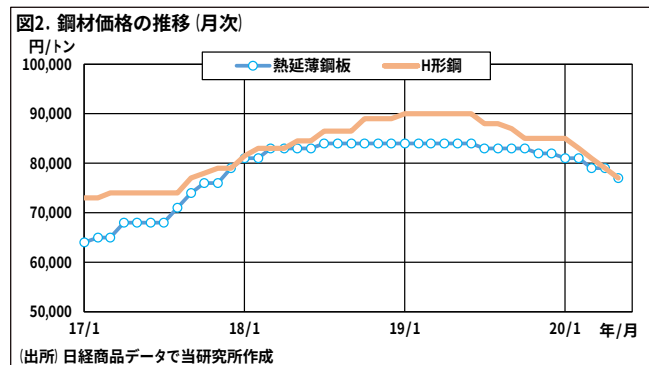


2. 東製鉄が値上げを発表。鋼材市況の下落基調に歯止め

鋼材市況の動向をみると、19年7月以降、下落基調となっている(図2参照)。具体的にみると、建設用鋼材の代表であるH形鋼と、自動車用鋼材の代表である熱延薄鋼板の価格がともに、16年3月を底に上昇していたが、19年7月に下落した(図2参照)。その後、建設需要が低調なことや、輸入鋼材の増加などを背景に鋼材市況は軟調に推移している。20年に入ってから、新型コロナウイルスの感染拡大の影響による需要減もあり、さらに下落している。

電炉大手の東製鉄(5423)では、鉄スクラップ価格の上昇や国内外での経済活動の再開などを理由に7月から全鋼材の値上げを発表した。当研究所では、鋼材需要の低迷が続く中、東製鉄の値上げの浸透

には時間がかかるものとみている。しかし、鉄鋼各社が減産を実施し需要に応じた生産を行っていることから、鋼材市況の一方的な下落基調には歯止めがかかるものとみている。



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

3. 鉄鋼セクターの20年度は新型コロナの影響で鋼材需要が急減。営業赤字を予想

20年度の鉄鋼セクターは、当研究所集計対象5社（日本製鉄、JFEHD（5411）、神戸鋼（5406）、東製鉄、大特鋼（5471））ベースで、前年度比18%減収、営業損益は赤字転落を予想する。前回予想では、鋼材需要の改善は見込みにくいものの、19年度に多額の減損損失を計上したことに伴う減価償却費の減少、その他のコスト削減効果などにより増益を見込んでいた。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大により、国内外の経済活動が停滞していることから、鋼材需要も大幅な減少が避けられない状況となっている。このため、前年度比では鋼材出荷量の減少から減収を見込む。損益面では、鋼材出荷量の減少に加え、生

産設備の稼働率の大幅な低下に伴うコスト増などを見込む。さらに鋼材需要の大幅な減少に対応して高炉の一時休止を決めており、休止に伴う一時的なコスト増も響き、営業赤字を予想する。

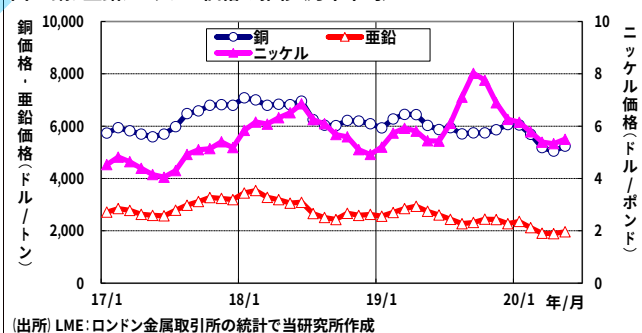
21年度は、前年度比6%増収、営業損益は黒字への改善を予想する。新型コロナウイルスの感染拡大が収束し、国内外とも経済活動の再開による鋼材需要の増加を背景に増収、営業損益は黒字への改善を見込む。鋼材需要の低迷に対して、各社が実施している事業構造改革による生産性の改善等の進展も損益改善に寄与する見通しである。

4. 非鉄は非鉄金属価格の動向を注視。引き続き新型コロナの世界経済への影響を懸念

主要非鉄金属価格の動向は図3の通り。米中貿易摩擦の影響により、18年半ば以降、銅、ニッケル、亜鉛とも下落した。19年に入り、上昇していたが、5月に米国が中国からの輸入品の関税を引き上げたことを嫌気して再び下落。銅、亜鉛価格は低調な推移が続いた。一方、ニッケル価格はインドネシアが鉱石の禁輸を発表し、鉱石不足が見込まれることを背景に7月、8月と急騰したが、9月以降は価格を押し上げていた投機的な資金の流入も落ち着きを見せ始め下落した。銅価格は19年秋口から6000ドル/トン台を回復していたが、20年2月には新型コロナウイルスの感染拡大に伴い中国経済の先行きに不透明感が台頭したことから、再び6000ドル/トン台を割り込んだ。その後は新型コロナウイルスの感染拡大の収束を睨んだ投機的な資金の流入などにより5月は上昇に転じ、足元では5000ドル/トン後半の水準となってい

る。ニッケル価格、亜鉛価格も4月には下げ止まり、5月に入ってからはやや上昇に転じている。ただ、新型コロナウイルスの感染拡大については未だに収束のめどがたっておらず、引き続き世界経済への影響が懸念されることから、今後も銅、亜鉛、ニッケル価格の動向を注視していきたい。

図3. 銅、亜鉛、ニッケル価格の推移（月中平均）



5. 非鉄・金属セクターの21年度は情報通信、エレクトロニクス関連の回復で増益を予想

20年度の非鉄・金属セクターは、当研究所集計対象11社（SUMCO（3436）、三井金（5706）、三菱マ（5711）、住友鉱（5713）、DOWA（5714）、古河電（5801）、住友電（5802）、洋缶HD（5901）、三和HD（5929）、LIXILG（5938）、リンナイ（5947））ベースで、前年度比8%減収、同25%営業減益を予想する。前回は増収増益を予想していた。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大により、国内外の経済活動が停滞していることから、各社の主要製品の販売不

振などを考慮し、従来予想を下方修正し、前年度比で減収減益の予想に変更した。サブセクターでは、非鉄、電線の不振を見込む。非鉄では銅価格や亜鉛価格などの非鉄金属価格の下落、電線では自動車関連の販売不振の影響を受けるものとみている。また、情報通信関連の需要は堅調ながら、通信インフラ関連の工事遅延などの影響を受けそうだ。

21年度は、前年度比5%増収、同26%営業増益を予想する。全サブセクターが増収増益になるとみて

いる。新型コロナウイルスの感染拡大が収束し、非鉄では、非鉄金属価格の上昇、エレクトロニクス関連製品などの販売増が増益に寄与。電線では、自動車生産台数の回復に合わせた自動車関連の販売増、情

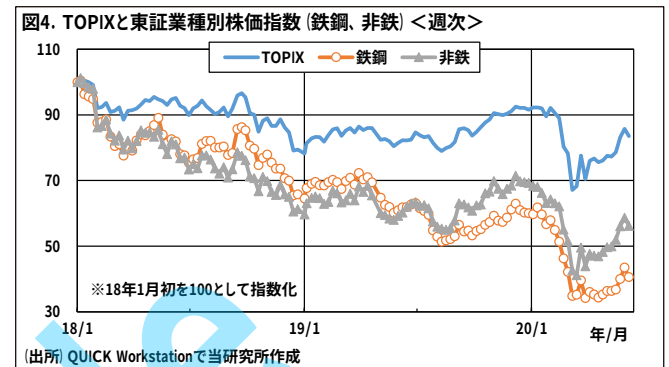
報通信関連の伸長などにより増益を予想。金属では、住設機器関連の販売増などが増益に貢献する見通しである。

6. アナリストの投資判断 ～新型コロナの感染状況を意識した展開が続く

東証業種別株価指数の鉄鋼、非鉄はともに19年8月以降は持ち直しつつあったが、20年に入ってから新型コロナウイルスの感染拡大により世界経済の先行きに対して不透明感が台頭したことから株式市場全体が下落すると、それに合わせて下落に転じた。しかし、3月には新型コロナウイルスの感染拡大の収束を睨んだ投資資金の流入により、上昇に転じ、ほぼTOPIXに連動した動きとなっている(図4参照)。

鉄鋼、非鉄ともに新型コロナウイルスの感染拡大が業績に悪影響を与えていることから、今後はTOPIXを上回る株価の上昇は期待しにくく、新型コロナウイ

ルスの感染状況を意識した展開が続くと予想する。



<機械>

当面厳しいが中国の需要回復や米インフラ投資等に期待

2020年6月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 柊宏二

<要約>

新型コロナの影響で機械受注は大幅に減少。当面は需要や業績に停滞の懸念も。経済活動がいち早く戻った中国の需要回復、中長期のFAの成長加速、米インフラ投資等には期待。

1. 機械セクターの業界・業績動向

[機械受注は直近で大幅に減少]

民間設備投資の先行指標となる機械受注の動向をみると、「船舶・電力を除く民需」の受注額(季節調整値)は、20年4月に前月比12%減と2カ月連続で減少し、15年4月以来5年振りの低水準となった(図1)。また、5月の工作機械受注も前年同月比約半減(53%減)の500億円強まで減少。20カ月連続の減少となり、減少幅も拡大した。新型コロナウイルスの影響を受けて、企業の設備投資意欲が低下し、設備投資を手控える動きが出ている。移動制限などで新規の営業活動ができず、手掛けていた商談が進まないといった影響もあったとみられる。機械受注は未だ底を打ったとは言い難く、当面は新型コロナの影響による世界的な企業の設備投資意欲の低下、航空機関連機械の需要減少、米中摩擦再燃への懸念などを背景に、停滞が続く可能性がある。工作機械や産業機械、FA(ファクトリーオートメーション)関連機器、ロボットなどの設備投資関連機械の需要、関連する企業の業績は、当面は弱含みで推移しそうだ。

[中国の需要回復、中長期のFA加速に期待]

ただ、新型コロナの発生源となった中国では、いち早く経済活動が正常化しており、製造業の生産活動

もほぼ新型コロナの発生前のレベルまで戻っている。政府の支援策もあり自動車販売なども復調しており、中国の機械の需要回復には期待が持てる状況にある。中国事業の規模が大きいツガミ(6101)などの企業は恩恵を受ける可能性があり、受注の回復動向に注目したい。また、短期的には米中摩擦再燃への懸念もあり停滞懸念はあるものの、中長期でみれば、人手不足や賃金上昇などを背景に省人化・自動化関連の機械の潜在需要は大きいとみている。新型コロナをきっかけに、工場内の労働者の感染拡大を避けながら、製品の安定供給を果たす必要性も高まっており、ウイルスに罹らないロボット、FA関連機器の需要拡大が加速する可能性も出てきている。ここ数年拡大傾向で推移してきたロボットの需要は、19年に一服する形となったが(図2)、中長期では再び拡大していく可能性が高いとみる。ロボットやFA関連機器を扱う安川電機(6506)などの企業群には、中長期で継続的な追い風が吹く可能性がある。

[建機も中国の需要、米インフラ投資に期待感]

建設機械の需要環境も厳しい状況が続いてきた。日本建設機械工業会が発表した19年度の建設機械出荷金額は、前年度比11%減の2.5兆円と3年振り

図1 機械受注 工作機械受注の動向

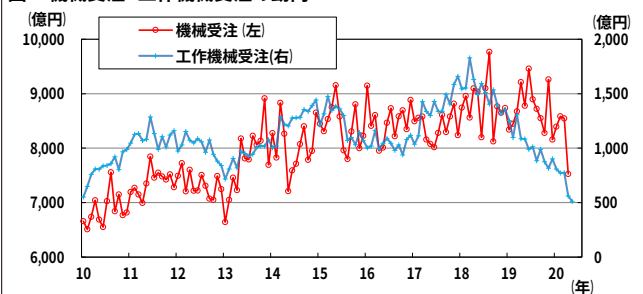
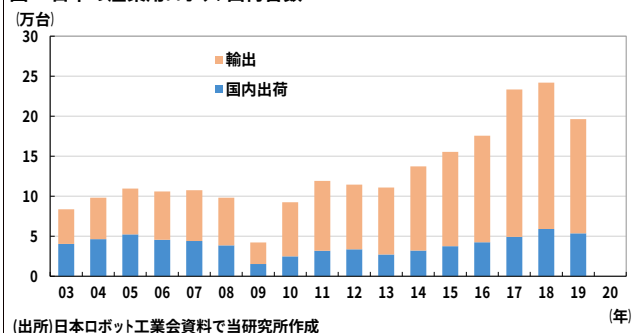


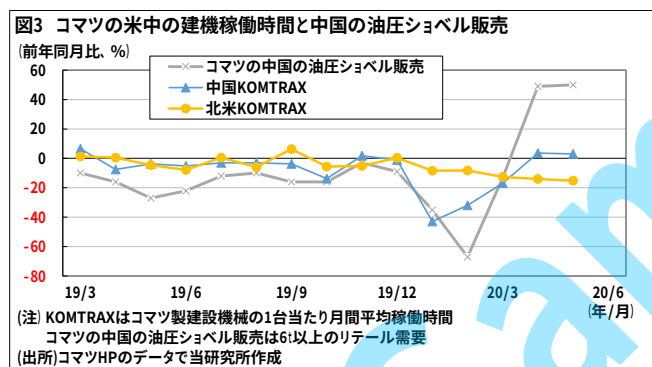
図2 日本の産業用ロボット出荷台数



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

に減少。コマツ (6301) の 19 年度の主要 7 建機の世界需要も前年度比 8% 減少した。米中貿易摩擦の影響を受け、終盤には新型コロナの影響もあり、建機需要が一段と落ち込んだとみられる。コマツでは鉱山機械の世界需要も 19 年度は前年度比 18% 減少したとしている。燃料炭価格の低迷を背景に、インドネシアなどで需要が落ち込んだことが響いた。

一方で、中国では新型コロナ後の景気対策として、政府が公共工事を積極的に発注したことから、足元で建機市場の需要は急回復している。中国工程机械工業会によると、4 月の中国の油圧ショベル販売台数は前年比 65% 増え、4 月単月として過去最高を更新した。4、5 月は中国のコマツの油圧ショベルの販売も前年比 5 割増で推移、中国内のコマツ建設機械の 1 台当たり月間平均稼働時間も 2 カ月連続で前年比増加した (図 3)。中国ではこのところローカルメーカーが急速に力をつけ台頭しており、競争環境が厳しい



2. アナリストの投資判断

【業績の裏付け乏しいが PER は高水準続く可能性】

東証業種別株価指数 (機械) は、19 年後半に米中の歩み寄りで貿易摩擦懸念が後退したことなどから回復基調にあったが、20 年 3 月には新型コロナの影響による相場全体の環境悪化を受けて大幅に下落 (図 4)。その後は相場全体の地合い改善も背景に、堅調な回復をみせた。いち早く経済活動が戻った中国の需要に回復期待が出てきたことも寄与したとみられる。業績面をみると、20 年度もセクター全体で減益が続く見通しであり、株価回復に業績の裏付けが乏しい点はネガティブといえる。ただ、中国の需要回復への期待に加え、米国のインフラ投資拡大で恩恵を受ける期待も生じており、新型コロナをきっかけとしたロボットや FA 関連機器の中長期的な成長加速への

という問題は残るが、市場の回復で建機販売は想定より堅調に推移する可能性が出てきた。また、米国のトランプ政権が、景気刺激策として 1 兆ドル (百兆円強) のインフラ支出を検討しているとされる。老朽化した道路や橋、水道などの改善を図る大規模な公共工事が実行されれば、建機需要に追い風が吹き、米国で小型建機を展開するクボタ (6326) や竹内製作所 (6432) などの業績に恩恵をもたらす可能性がある。

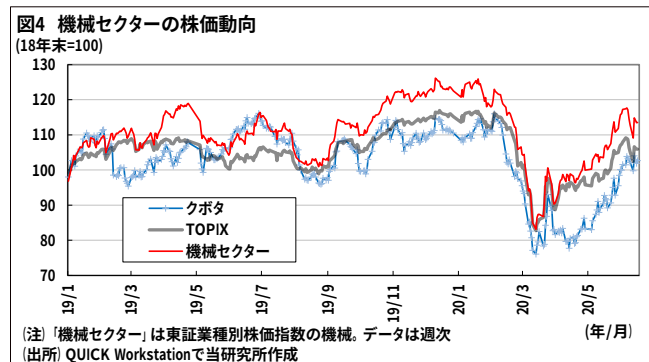
【20 年度も全体で減益見通し。21 年度に回復想定】

機械セクターの業績動向をみると、企業価値研究所が集計する主要 24 社合計の 19 年度の営業利益は前年度比 19% 減少。設備投資関連機械を中心とした機械の需要は、後半に半導体関連などで一部に回復の動きがみられたが、期初からの米中貿易摩擦の影響や自動車生産の減少、終盤の新型コロナの影響を受け、全般的に弱含みで推移した。中国経済の減速による建設機械・鉱山機械の需要減少、対ユーロや新興国通貨での円高影響などもあり、全体の利益は減速傾向で推移した。20 年度の主要 24 社の営業利益予想の合計は前年度比 23% 減と引き続き減益の見通し。新型コロナの影響で様々な機械の需要減少が見込まれており、多くの企業で減益を余儀なくされるとみている。21 年度の主要 24 社の営業利益予想の合計は前年度比 44% 増と回復を予想。20 年度に低迷する反動もあり、設備投資関連や建設機械などの各種機械の需要回復を想定する。

期待もある。当面高水準の PER が許容され、株価は戻りを試す展開が続く可能性があるとする。

【クボタやツガミに注目】

個別ではクボタに注目したい。主戦場の北米では良好な市場環境を背景に中小型農機、建機の堅調



な販売が続いてきたが、新型コロナの影響は限定的で、販売は腰折れせず、業績は堅調さを保つ可能性が高いとみている。理由としては、(1) 同社の農業関連、建設工事関連の事業は社会インフラを支える重要事業(エッセンシャル・ビジネス)に分類され事業活動の制限が限定されている、(2) 同社のディーラー網は感染が拡大したニューヨークなどの大都市部になく主に地方にある(約1100の北米ディーラーのうち営業を停止したのはごく僅か)、(3) 外出自粛により多くの人が家の中で庭の整備や芝刈りの需要が増え芝刈り機・小型建機などが売れている、などが挙げられる。北米では金利低下によるインセンティブコスト

(同社が販促で負担する金利コスト)の改善も、利益改善に資する見通し。ここにきて米トランプ政権の1兆ドルのインフラ投資が、建機販売に追い風となる可能性も出てきた。株価は上昇したが、やや出遅れ感があり、中長期でみれば一段の上値余地があるとみる。

加えてツガミにも注目したい。同社はいち早く経済活動が戻った中国の事業規模が大きい。主力の中国での機械の需要回復や、業績回復への期待、高水準の株主還元への期待等も背景に、今後株価に上値余地が出てくるとみている。

Sample

<総合重機>

新型コロナからの回復時期は事業ごとに異なる見通し

2020年6月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 谷林正行

<要約>

新型コロナ感染拡大で総合重機大手の業況は非常に厳しくなった。航空機関連は長期化しそうだが、その一方で中国関連、自動車関連などでは回復の兆しがみえつつある。

1. 今年度は厳しいが、来年度以降は回復へ

[19年度は4社とも損益が悪化]

総合重機大手4社の19年度の営業損益(三菱重[7011]は事業利益)は、4社とも悪化した(図1)。川重(7012)は比較的小幅な減益だったが、三菱重が赤字に転落するなど厳しい結果となった。三菱重の事業損益は295億円の損失(リース会計適用による18年度の遡及修正値は2006億円の利益)。開発中の旅客機「スペースジェット」で多額の減損損失を計上したことで航空・防衛・宇宙のセグメント損益が大幅に悪化した。他のセグメントでは、インダストリー&社会基盤はターボチャージャーの減収およびプラント工事の一部で工事採算が悪化したことで減益だった。IHI(7013)は608億円の利益(前年度比26%減)。ターボチャージャーや熱・表面処理など自動車関連ビジネスが低調で産業システム・汎用機械が大幅な減益となったほか、航空・宇宙・防衛では不正検査でオーバーホールビジネスが一時ストップしたことが響いた。住友重(6302)は568億円の利益(同24%減)。減速機などの機械コンポーネントを中心に主要セグメント全ての損益が悪化した。川重は621億円の利益(同3%減)。新型コロナウイルスの影響や円高などにより二輪車などのモーターサイクル&エンジン

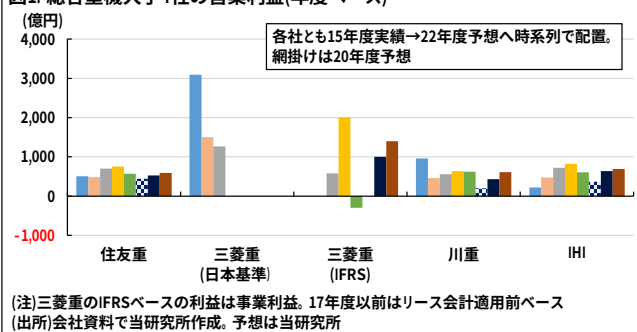
(MC&E)が赤字に転落し、米中貿易摩擦で中国向けが低迷した精密機械・ロボットも減益に。その一方、航空宇宙システムでは航空エンジン分担製造品においてエンジンメーカーからの売上計上通知が1カ月前倒しとなったことで実質13カ月分の売上計上となり、エネルギー・環境プラントは海外の大型案件の採算が改善。鉄道車両を手掛ける車両は多額の損失を計上した18年度との比較で改善した。

[20年度は三菱重を除く3社がさらに悪化へ]

企業価値研究所は20年度の予想営業(事業)利益について、4社とも下方修正した。住友重は615億円→445億円(前年度比22%減)、三菱重は2000億円→収支均衡、川重は530億円→200億円(同68%減)、IHIは800億円→370億円(同39%減)。新型コロナウイルスの影響を大きくみたことが主因。前回、19年度3Q決算発表後の時点では新型コロナウイルスの感染状況は中国を中心とした限定的なものだったが、3月に入って世界的に感染が拡大。ロックダウン(都市封鎖)などにより経済活動が著しく低下するなど影響が広がった。特に渡航制限などにより航空機のフライトが大幅に減少したことで航空機関連を厳しくみたほか、工場の生産活動停止などによる自動車関連の落ち込みなども織り込み予想を引き下げた。設備投資関連も低迷する見通し。個別企業では、住友重は船舶を除く主要セグメント全てを下方修正。三菱重は航空機関連、ターボチャージャーやフォークリフトなど自動車・物流関連を中心に厳しくみた。川重は航空機関連および二輪車関連を引き下げた。IHIは航空機関連を中心に主要セグメント全てを下方修正した。

前年度との比較では、三菱重は改善に向かうが他

図1. 総合重機大手4社の営業利益(年度ベース)



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

の3社は大幅に悪化する見通し。三菱重は、自動車・物流関連などが大幅に悪化するとみているが、19年度に多額の減損損失を計上した航空機関連の赤字幅が縮小する見通し。一方、住友重は建設機械を中心に利益の減少を見込む。川重は航空宇宙システムが実質的な悪化に加え前年度に航空エンジン分担保製造品が13カ月分の売上計上となった反動もあって大幅な減益となる見込みであり、MC&Eも新型コロナウイルスで期初に末端の小売店舗が営業活動を停止したことで悪化するとみた。IHIは航空機のフライト減少で航空エンジンのスペアパーツの需要が落ち込むとみて航空・宇宙・防衛の大幅減益を見込んだほか、ターボチャージャーなどの減少により産業システム・汎用機械も厳しくみた。

【来年度は大幅な回復を見込む】

来年度以降については、4社とも回復に向かうとみている。新型コロナウイルスの収束を前提に、全般的な景気は今年度後半から緩やかな回復に向かうと想定するが、改善幅は21年度を大きくみた。個別企業では、住友重の営業利益は、21年度が530億円(前

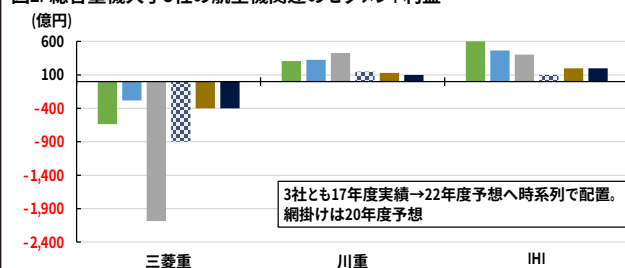
年度比19%増)、22年度が590億円(同11増)。今年度停滞すると想定している設備投資関連の回復により、船舶を除く各セグメントが増益に向かうとみている。ただ環境・プラントは、主力のCFB(循環流動層)ボイラが欧州を中心に伸び悩んでおり、22年度で頭打ちになる可能性があるとみた。三菱重は21年度が1000億円、22年度が1400億円(同40%増)。発電プラント関連は好採算のアフターサービスを伸ばすとみており、ターボチャージャーなど自動車・物流関連も回復へ。ただ航空・防衛・宇宙は「スペースジェット」の開発負担で赤字が続くとみている。川重の21年度は430億円(同2.2倍)、22年度は610億円(同42%増)。航空宇宙システムは厳しくみたが、精密機械・ロボット、MC&Eなどの回復で増益が続こう。IHIは21年度が640億円(同73%増)、22年度が690億円(同8%増)。ターボチャージャーの回復を想定しているほか、プラント関連で大型案件の受注残を確保しており、橋梁でも大型案件の受注残があるため、これらを着実に消化することにより増益が続くとみている。

2. 航空機関連は厳しい状況が続く見通し

航空機関連ビジネスは三菱重、川重、IHIが手掛けているが、IHIはエンジンが中心で三菱重は機体为中心。川重はバランスの取れた構成となっている。三菱重は自社開発の「スペースジェット」を手掛けているのも特徴。三菱重は、「スペースジェット」の減損損失で19年度に多額の損失を計上。今後も開発負担により、赤字が続くとみられる(図2)。会社側では費用削減に取り組んでいるが、「スペースジェット」の型式証明取得が遅ればプロジェクト全体の収支が悪化することになる。効率的な開発で早期に型式証明を取得できるかどうか注視したい。川重は、機体ビジネスで米ボーイング社の動向が懸念材料となっている。「B737MAX」の不具合発生以来ボーイング社の経営環境が厳しくなっており、川重が胴体の製造を手掛ける「B787」の生産ペースを現在の月産14機から今年後半に12機に引き下げ、22年には7機に半減するとしている。このため、川重の航空宇宙システムのセグメント利益は来年度以降も減益が続くとみた。IHIは、今年度は大幅な減益予想としているが、21年度は増益、22年度は横ばいとした。航空エンジ

ンのビジネスにおいて、新型エンジンは開発コストの償却などにより赤字で販売することが多く、スペアパーツなどアフターセールスの売り上げで利益を稼ぐ構造となっている。今年度は航空機のフライトが大幅に落ち込むため苦戦が見込まれるが、入国制限などが解除されることで来年度は回復するとみている。ただ新型コロナウイルスにより出張などビジネスの旅行は必要最低限なものに抑えられ、観光旅行も急激には回復しないだろう。このため、22年度は慎重にみた。今後のフライトの回復状況をみていきたい。

図2. 総合重機大手3社の航空機関連のセグメント利益



(注)三菱重は航空・防衛・宇宙の事業利益、川重は航空宇宙システムの営業利益、IHIは航空・宇宙・防衛の営業利益。三菱重の17年度はリース会計適用前ベース(出所)会社資料で当研究所作成。予想は当研究所

3. 中国関連、自動車関連が当面の注目ポイントに

19年度の中国関連のビジネスは、米中貿易摩擦や年度末の新型コロナウイルスなどで厳しい状況にあった。建設機械向け油圧機器や産業用ロボットを手掛ける川重の精密機械・ロボットの営業利益は19年度に大きく落ち込んだ(図3)。ただし、中国はいち早く経済活動が回復してきたことから、20年度の減益幅は19年度よりも小さいと想定し、21年度は大幅に回復するとみた。一方、住友重の建設機械は海外子会社の決算期が12月であるため19年度実績に今年1~3月の中国の新型コロナウイルスによる悪化が反映されていない。20年度はこの中国の悪化に加え、4~6月の日本の悪化も重なることで大幅に悪化すると考えられる。比較的依存度の高い中国の今後の回復状況が注目ポイントとなる。

ターボチャージャーを手掛ける三菱重のインダストリー&社会基盤(今年度はプラント・インフラ、物流・冷熱・ドライブシステムに分割され、ターボチャージャーは物流・冷熱・ドライブシステムに属する)、IHIの産業システム・汎用機械は自動車業界の影響を受け易い。19年度は3Qまで冴えない展開だったところに加えて4Qに中国の多くの工場がストップしたことから、それぞれ減益となった(図4)。新型コロナウイルスが世界的に感染拡大したことで欧米や東南アジアなどの工場の操業停止がしたこと、20年度はさらに

厳しくなるとみている。ただ、中国は3月から生産再開の動きがみられ、最近では米国などでも再開してきた。決算発表直後と比べて回復ピッチが速まっている印象だ。今後の回復状況によっては、当研究所の予想を見直すことも有り得る。

図3. 住友重の建設機械、川重の精密機械・ロボットのセグメント利益

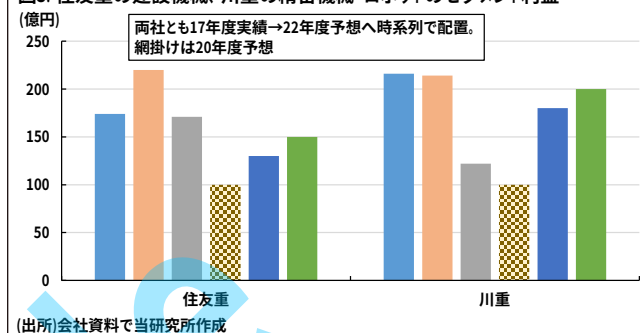
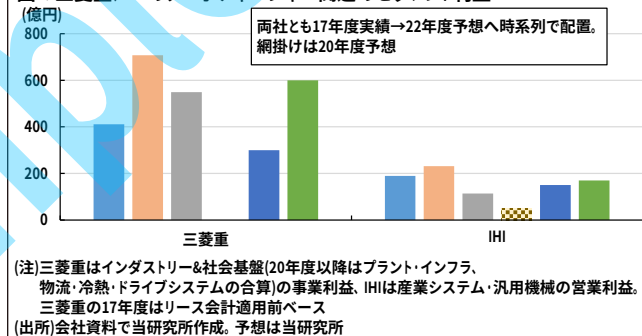


図4. 三菱重、IHIのターボチャージャー関連のセグメント利益



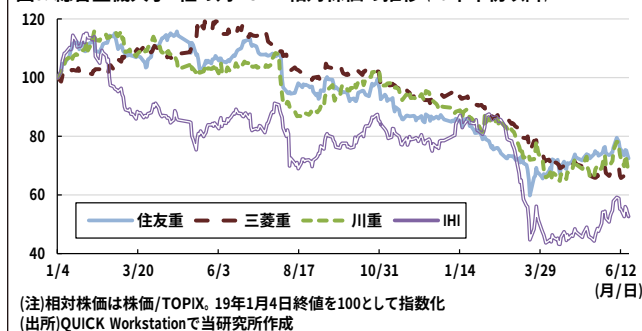
4. アナリストの投資判断 ~業況は厳しいがPBRは低水準。当面は株式相場全体の値動きに準じたパフォーマンスを見込む

新型コロナウイルスで株式相場全体が乱高下するなか、各社の値動きの特徴をみるため対TOPIXの相対株価の推移をみると、航空機関連を主力とするIHIが新型コロナウイルス感染拡大で3月にパフォーマンスが著しく悪化した。ただ、4月に入って下げ止まり、最近はやや回復している(図5)。他の3社は、新型コロナウイルス感染拡大以前から軟調に推移してきた。株式相場全体が底打ちした後、住友重、川重のパフォーマンスはやや改善したが、三菱重は冴えない状態が続いている。株価指標では、今年度の利益水準が非常に低くなっており、収支均衡予想の三菱重はPER算出ができなくなっている。このため実績PBRで比較すると、川重が最も低い0.62倍、住友重はこれに近い0.64倍にあり、IHIは0.72倍、

三菱重はこれとほぼ同水準の0.73倍(表1)。

当研究所では当面の総合重機大手各社の株価について、業況が厳しいながらも株価指標においてPBRが1倍を大きく下回っており、概ね株式相場全体の値動きに準じたパフォーマンスを想定している。

図5. 総合重機大手4社の対TOPIX相対株価の推移(19年年初以降)



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

ただ住友重は主力事業の一つである建設機械において、今年度1Qは新型コロナウイルスの影響を強く受けた中国の1～3月、日本の4～6月が重なり非常に厳しい結果になるとみられるため、やや弱気にみた。総合重機大手を取り巻く最近の動向をみると、航空

機関連の苦戦が長期化しそうな一方で自動車業界の生産再開の動きがある。新型コロナウイルスによる影響が把握し切れていない状況下、これら好悪材料をともに注意深くみていく必要があろう。

表1. 総合重機大手4社の業績および株価データ

(単位:円、億円、%、倍)

銘柄名 (コード)	株価 6月19日	営業利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	純利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	EPS 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	PER 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	BPS/PBR 上段:実績BPS 下段:実績PBR
住友重 (6302)	2,431	568(-24) 445(-22) 530(19)	328(-28) 270(-18) 330(22)	267.77 220.38 269.35	9.1 11.0 9.0	3,790.99 0.64
三菱重 (7011)	2,654.5	-295(-) 0(-) 1,000(-)	871(-21) 0(-) 520(-)	259.39 0.00 154.83	10.2 — 17.1	3,627.73 0.73
川重 (7012)	1,698	621(-3) 200(-68) 430(115)	187(-32) 55(-71) 210(282)	111.72 32.93 125.72	15.2 51.6 13.5	2,727.59 0.62
IHI (7013)	1,588	608(-26) 370(-39) 640(73)	128(-68) 80(-38) 280(250)	84.21 53.83 188.39	18.9 29.5 8.4	2,195.96 0.72

(注)()内は前年度比増減率。三菱重の営業利益欄は事業利益。実績BPSは原則として直近四半期決算時の1株当たり純資産(出所)会社資料、QUICK Workstationで当研究所作成。予想は当研究所

<半導体・製造装置>

新型コロナ収束を前提に来年度以降は成長トレンドへ

2020年6月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 谷林正行

<要約>

新型コロナウイルスの影響を考慮し半導体・半導体製造装置5社の20年度予想を下方修正したが、21年度以降は営業増益予想。5G、車載関連などの成長が見込まれるため。

1. 中長期的な成長見通しに変わりなし

[19年度はローム、HOYAで新型コロナの影響を確認]

半導体メーカーのローム(6963)および半導体製造装置関連のディスコ(6146)、アドバンテス(6857)、HOYA(7741)、東京エレクトロン(8035)の19年度の営業利益(HOYAは税引前利益)をみると、HOYAは1473億円(前年度比2%増)でわずかに18年度実績を上回ったが、他の4社は減益だった。アドバンテスは587億円(同9%減)、ロームは295億円(同47%減)、東エレクトロンは2373億円(同24%減)。ディスコの営業利益は365億円だが、19年度から収益認識基準を出荷ベースから検収ベースに変更したため単純比較はできないが、会社側が参考値として従来の出荷基準ベースの数値も開示しており、これによると355億円(同8%減)となる。半導体および半導体製造装置市場の19年(暦年)は踊り場となり各社苦戦したが、HOYAは開発向けの需要が多い半導体用マスクブランクス(※)の好調が続く、増益となった。一方、ディスコ、アドバンテス、東エレクトロンは半導体メーカーの設備投資が低水準だったことから減益に。ロームは、民生分野、産業機械分野が減少したほか、注力中の車載分野においてはカーナビやカーオーディオなどインフォテインメント関連が不振だった。

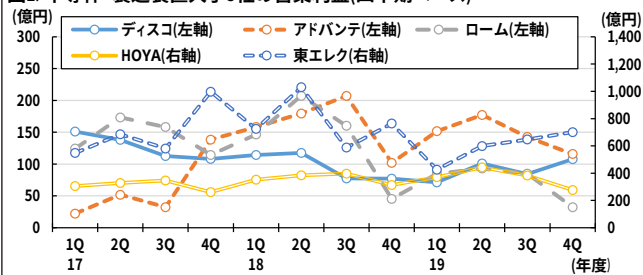
四半期ごとの推移をみると、直近の19年度4Qでロームの落ち込みが目立つ(図1)。新型コロナウイルスの影響で中国向け中心に落ち込んだ。HOYAはメガネレンズの落ち込みや内視鏡で米国司法省との和解金を計上したことなどライフケアの悪化が響いた。これらに対し、ディスコ、アドバンテス、東エレクトロンは新型コロナウイルスの影響は軽微だった。アドバンテスは直前の3Qとの比較では減益となったものの、前年同期の水準を上回っている。東エレクトロンは、FPD(フラットパネルディスプレイ)製造装置で据付工事の遅れが生じたが、半導体製造装置は順調。ディスコは、顧客が調達難を懸念し消耗品の前倒し発注を行ったこともあり、むしろ好調だった。

(※) フォトマスクは電子回路の原版。マスクブランクスはフォトマスクの基板となるもの

[20年度は半導体製造装置3社が営業増益へ]

企業価値研究所の20年度予想営業利益は、ディスコの400億円(前年度比10%増)を据え置いたが、他の4社は引き下げた。アドバンテスは700億円→600億円(同2%増)、ロームは400億円→200億円(同32%減)、HOYAは1680億円→1350億円(同8%減)、東エレクトロンは2800億円→2500億円(同5%増)。それぞれ新型コロナウイルスの影響を考慮したことによる。新型コロナウイルスが半導体および半導体製造装置業界に及ぼす影響について、半導体は生産面での影響は少なかったが、半導体製造装置では米国企業でロックダウン(都市封鎖)の影響が生じた模様。日系企業では大きな影響は生じていないが、半導体の設備投資では各工程で様々な企業の装置を組み

図1. 半導体・製造装置大手5社の営業利益(四半期ベース)



(注) ディスコの18年度以前の収益認識基準は出荷ベース、19年度は検収ベース

HOYAは税引前利益

(出所) 会社資料で当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

合わせることから、米系企業の遅延が日系企業のスケジュールにも影響を及ぼす可能性がある。需要面では、テレワークやオンラインゲーム、動画視聴など巣ごもり消費でデータセンターへのニーズが高まるなど新型コロナウイルスがポジティブに作用した分野がみられたが、自動車生産の減少や設備投資の縮小・先送りや車載関連、産業機械関連は苦戦している。さらに景気低迷によりスマートフォンなど民生分野などにもネガティブな影響をもたらす可能性がある。

各社の営業利益の増減について、ローンは車載関連、産業機械関連を厳しくみて大幅減益予想としている。HOYAは、マスクブランクスの情報・通信セグメントは堅調な増益を見込んでいるが、ロックダウンで小売店舗の営業活動が制限されメガネレンズが年度序盤に大きく落ち込んだことからライフケアの大幅減益を想定。連結全体でも減益予想としている。これら以外の半導体製造装置3社は増益予想。新型コロナウイルスによるマイナス面が考えられるが、趨勢としては前年度低調だったメモリ投資が回復することで前年度を上回るとみている。なおディスコの増益率を10%と高くみているのは、3月までの受注急増で1Qの出荷額が過去最高になるとみられ、2Q以降に一旦は減速する可能性が考えられるものの、年間ではそれをカバーするとみたため(図2)。

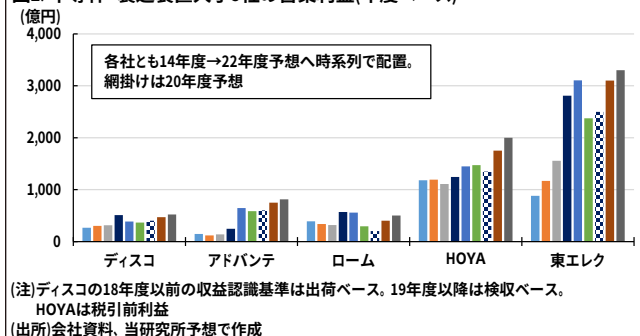
[21年度以降は各社営業増益に向かう見通し]

21年度の当研究所の予想営業利益は、東エレクトの3100億円(前年度比24%増)を据え置いたが、他の4社は下方修正。ディスコは500億円→470億円(同18%増)、アドバンテは800億円→750億円(同25%増)、ローンは550億円→400億円(同2.0倍)、HOYAは1800億円→1750億円(同30%増)。新型コロナウイルスが収束することを前提に、景気全般は今年度後半から回復に向かうとみるが、そのペースは緩やかなものになると想定したため。ただ東エレクトについては、半導体メーカーがEUV(極端紫外線)を用いた最先端の微細化投資を積極的に行うと考え、新型コロナウイルスの影響は少ないとみた。20年度

予想との比較では、各社大幅な増益見通し。東エレクトは半導体メーカーの微細化投資による増益を見込んでおり、ディスコ、アドバンテは5G(第5世代移動通信)などによる半導体需要拡大を睨んだ半導体メーカーの投資拡大を想定している。HOYAはマスクブランクスの堅調な伸びに加え、今年度苦戦が見込まれるメガネレンズの回復なども見込まれる。ローンは、今年度序盤の車載関連などの落ち込みから回復すると想定し大幅増益へ。

新たに策定した22年度予想も、各社増益となる見込み。従来予想では20年度、21年度と増益トレンドを想定していた。20年度の予想は新型コロナウイルスで下方修正を余儀なくされたものの、中長期的な成長見通しに変わりはない。ディスコは520億円(同11%増)、アドバンテは815億円(同9%増)、ローンは500億円(同25%増)、HOYAは2000億円(同14%増)、東エレクトは3300億円(同6%増)。半導体および半導体製造装置の需要は、5Gの普及やデータセンター拡大などにより成長が続く見通し。5Gに関しては、新周波数帯域であるミリ波の利用が22年頃に本格化するとみられており、息の長いものになりそう。ローンが注力している車載向けもADAS(先進運転支援システム)の進化などにより成長トレンドが続くと考えられる。HOYAのマスクブランクスのについても、現在量産化が進みつつある7nm(ナノメートル:1nm=10億分の1メートル)に次いで5nm、3nmと進化していく見通しであり、その開発需要が続くと考えられる。

図2. 半導体・製造装置大手5社の営業利益(年度ベース)

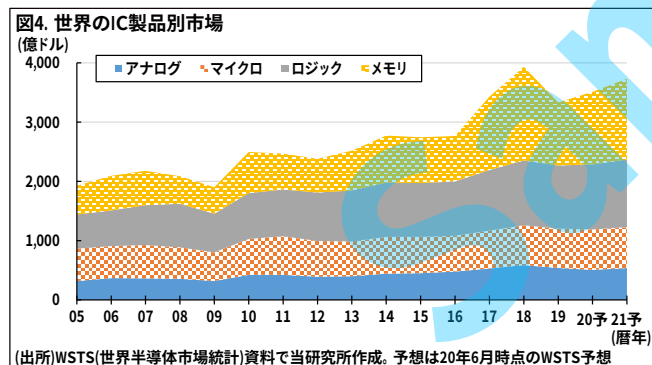
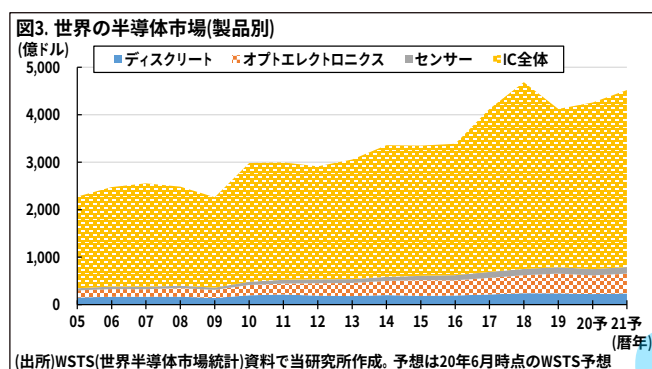


2. 20年の市場予測は下方修正だが21年は高成長の見通し

世界の半導体メーカーが加盟している半導体市場に関する統計機関 WSTS(世界半導体市場統計)は、6月9日に20年春季市場予測を公表した。前回、19

年12月に公表した19年秋季市場予測では20年(暦年)の市場規模を前年比6%増の4330億ドルとしていたが、新型コロナウイルスの影響を織り込んだこと

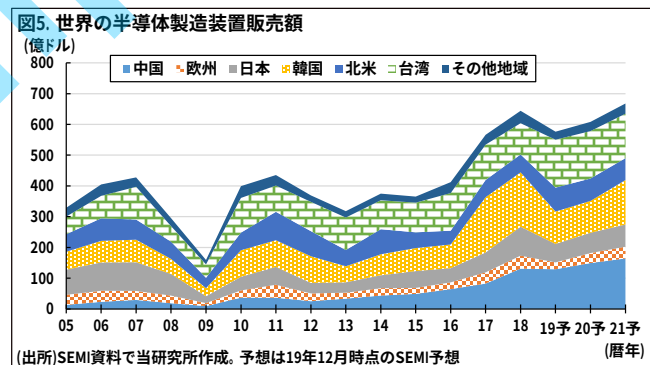
により同 3%増の 4260 億ドルに引き下げられた。下方修正後もプラス成長となったのは、新型コロナウイルス感染拡大でグローバルでの経済活動が停滞した影響を考慮したものの、感染対策として世界各国で進んだ在宅勤務や巣ごもり消費の増加などライフスタイルの変化によるメリットを受ける分野もあり、それらが下支えするとみため。21 年は、先行きは不透明だが世界経済が回復に転じるとみて半導体市場の成長が加速すると想定し、前年比 6%増の 4523 億ドルとした。なお、図 3 はセンサーなども含めた半導体市場の推移だが、うち IC のみ抽出したものが図 4。20 年以降は 19 年に大幅に落ち込んだメモリの回復が



牽引していくとみられている。

半導体製造装置市場では SEMI (国際半導体製造装置材料協会) が全体的な予測値を7月、12月に公表するが、6月10日に前工程装置に関するレポートを公表。20 年の前工程の投資額は、2 月時点の見通しでは前年比 3%増の 578 億ドルとしていたが、これを同 4%減の 546 億ドルに下方修正した。ただし、これは投資案件が消滅したわけではなく、先送りされたもの。21 年の予測値は前回の 657 億ドルから前年比 24%増となる 677 億ドルに増額した。メモリ向けが牽引していくものとみられている。

ちなみに、図 5 は 19 年 12 月時点の半導体製造装置全体の市場予測。これによると、20 年は前年比 6%の伸びが見込まれていた。21 年は 10%の伸び。地域別では中国が牽引するとみられていた。最近では米中対立の激化で不透明感が強まっており、これが半導体および半導体製造装置市場にどのような影響を及ぼすかが注視すべき問題点となっている。ただ当研究所では、中国の半導体国産化への意欲は強く、当面は高水準の半導体投資が続く公算が大きいと考えている。



3. アナリストの投資判断 ～新型コロナの影響が少ないとみられる東エレクトに注目

株式市場において、米国ではフィラデルフィア半導体株指数 (SOX 指数) が株式相場を牽引するなど好パフォーマンスが目立っており、日本市場でも半導体製造装置の株価は好パフォーマンスが続いた。図 6 は半導体および半導体製造装置 5 社の対 TOPIX の相対株価の推移をみたものだが、19 年年初との比較では 5 社とも TOPIX のパフォーマンスを上回っている。ただ、車載向け、民生向けのウエイトが大きいロームは他の 4 社との比較では見劣りする。19 年度本決算発表後の直近のパフォーマンスでは、新型コロ

ナウイルスのメガネレンズへの影響が大きい HOYA が軟調で、新年度の業績計画を開示しなかった東エレクト、引き合いの状況にピークアウト感があったディスコも弱含み。ロームは新年度の計画を開示しなかったが、19 年度実績の営業利益が事前の会社計画を上回ったことなどにより堅調に推移している。アドバンテは順調な推移となっている。

株価指標では、当研究所の 20 年度予想 EPS を基にした PER は東エレクトが 18 倍で最も低く、これに次いでアドバンテが 20 倍台前半、ディスコが 20 倍台

後半で、HOYA、ロームは30倍台となっている(表1)。実績PBRでは、ロームが1倍をわずかに下回っているが、これ以外ではディスコが3倍台、東エレクトロニクスが4倍台、HOYAが5倍台と高くなっている。

当研究所では当面の株価について、半導体および半導体製造装置は中長期的な成長性から全般的にポジティブにみているが、ローム、HOYAは株式相場全体の値動きに準じたパフォーマンスを想定。ロームは足元の車載向け、民生向けの厳しさ、HOYAはメガネレンズの苦戦で慎重にみた。一方、ディスコ、アドバンテ、東エレクトロニクスの半導体製造装置3社はやや強気にみている。業界団体の市場予測では20年の前工程が前年比マイナスの見通しとなったものの、21年は高い伸びが見込まれており、成長性を評価して

いるため。3社のなかでは、EUVなど最先端の微細化技術に強みがあり新型コロナウイルスの影響を受けにくいと考えられ、PER、PBRの指標で割安感がある東エレクトロニクスに注目したい。

図6. 半導体・製造装置の対TOPIX相対株価の推移(19年年初以降)

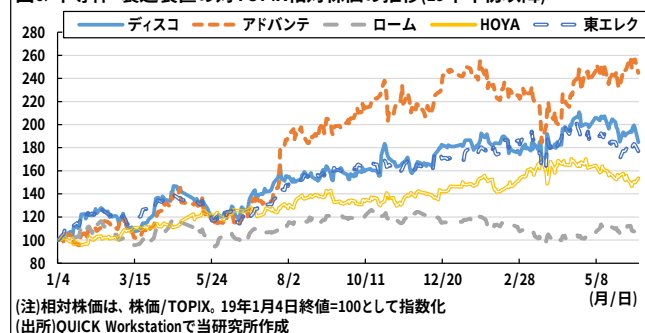


表1. 半導体・製造装置大手5社の業績および株価データ

(単位:円、億円、%、倍)

銘柄名 (コード)	株価 6月15日	営業利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	純利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	EPS 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	PER 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	BPS/PBR 上段:実績BPS 中段:実績PBR
ディスコ (6146)	23,510	365(-) 400(10) 470(18)	277(-) 310(12) 360(16)	769.56 862.29 1,001.37	30.5 27.3 23.5	6,273.56 3.75
アドバンテ (6857)	5,480	587(- 9) 600(2) 750(25)	535(- 6) 480(- 10) 600(25)	270.12 241.92 302.40	20.3 22.7 18.1	1,166.51 4.70
ローム (6963)	7,070	295(- 47) 200(- 32) 400(100)	256(- 44) 175(- 32) 325(86)	247.66 178.33 331.19	28.5 39.6 21.3	7,197.37 0.98
HOYA (7741)	9,750	1,473(2) 1,350(- 8) 1,750(30)	1,144(- 6) 1,080(- 6) 1,400(30)	303.27 288.20 373.59	32.1 33.8 26.1	1,714.84 5.69
東エレクトロニクス (8035)	21,880	2,373(- 24) 2,500(5) 3,100(24)	1,852(- 25) 1,900(3) 2,400(26)	1,170.57 1,221.67 1,543.16	18.7 17.9 14.2	5,267.96 4.15

(注1)()内は前年度比伸び率。実績BPSは原則として直近四半期決算時の1株当たり純資産

(注2)ディスコの19年度実績は収益認識基準変更により前年度比増減率を記載していない

(注3)HOYAの営業利益欄は税引前利益

(出所)会社資料、QUICK Workstationで当研究所作成。予想は当研究所

<大手電機>

新型コロナで業況は厳しいが、IT系、通信系は堅調

2020年6月19日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 谷林正行

<要約>

19年度の営業利益は新型コロナで事前の会社計画からの下方乖離が目立った。ただIT投資や5G関連は堅調。今後の影響については不透明感が強く、注視していく必要がある。

1. 新型コロナなどから19年度4Qの業績が悪化

企業価値研究所がフォローしている産業エレクトロニクス5社(日立[6501]、東芝[6502]、三菱電[6503]、NEC[6701]、富士通[6702])、電子デバイス5社(TDK[6762]、アルプスアルパイン[6770]、京セラ[6971]、太陽誘電[6976]、村田製[6981])、民生エレクトロニクス他7社(富士フイルム[4901]、パナソニック[6752]、シャープ[6753]、ソニー[6758]、ニコン[7731]、オリンパス[7733]、キヤノン[7751])のうち、12月決算のキヤノンを除く16社の19年度の営業利益を3Q決算発表時点の会社計画と比較すると、新型コロナウイルスや円高などにより下方乖離となる企業が多かった。なかでも民生エレクトロニクス他のニコンの下方乖離率が最も大きかった(表1)。主力事業の一つである映像(デジタルカメラ)が新型コロナウイルスの感染拡大が響いた上に、減損損失の計上があったためだ。シャープも新型コロナウイルスで計画値

を大きく下回った。アルプスアル、TDKなど電子デバイス業界でも新型コロナウイルスにより自動車向け、産業機器向けの落ち込みが響いた。ただ、5G(第5世代移動通信)関連の伸びで村田製は計画値を上回って着地するなど用途別で明暗が分かれた。産業エレクトロニクスをみると、IT投資および5Gが牽引しNEC、富士通は計画値を上回った。

キヤノンを含めた17社の四半期営業利益の推移をみると、産業エレクトロニクス5社の19年度4Qは季節要因もあって5社とも直前の3Qを上回った(図1)。前年同期比では構造改革の効果もあり東芝、NEC、富士通が増益となるなど新型コロナウイルスの影響は比較的軽微だった。一方、電子デバイス5社では、3Qとの比較では5社とも悪化し、TDK、アルプスアルは赤字に転落した(図2)。前年同期との比較では、村田製は増益だったが、他の4社は悪化した。民生エレクトロニクス他7社では、7社とも直前の3Q(キヤノンの20年度1Qは19年度4Qとの比較)よりも悪化し、シャープ、ニコンは赤字に転落(図3)。前年同期との比較でも7社とも悪化するなど新型コロナウイルスの影響が大きかった。

表1. 大手電機16社の19年度営業利益の会社計画と実績

(単位:億円)

コード	略称	計画値(a)	実績(b)	乖離額(b-a)	乖離率(%) (b-a)/a
7731	ニコン	200	68	-132	-66
6753	シャープ	1,000	528	-472	-47
6770	アルプスアル	410	268	-142	-35
6762	TDK	1,200	979	-221	-18
4901	富士フイルム	2,200	1,866	-334	-15
6971	京セラ	1,180	1,002	-178	-15
7733	オリンパス	920	835	-85	-9
6502	東芝	1,400	1,305	-95	-7
6758	ソニー	8,800	8,455	-345	-4
6976	太陽誘電	380	372	-8	-2
6752	パナソニック	3,000	2,938	-62	-2
6501	日立	6,690	6,619	-71	-1
6503	三菱電	2,600	2,597	-3	-0
6702	富士通	2,000	2,115	115	6
6981	村田製	2,300	2,532	232	10
6701	NEC	1,100	1,276	176	16

(注1)会社計画は3Q決算発表時点

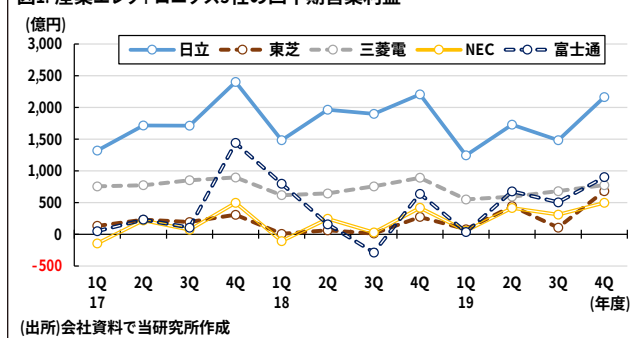
(注2)掲載順序は乖離率の昇順

(注3)日立は調整後営業利益

(注4)12月決算のキヤノンを除く

(出所)会社資料で当研究所作成

図1. 産業エレクトロニクス5社の四半期営業利益



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

図2. 電子デバイス大手5社の四半期営業利益

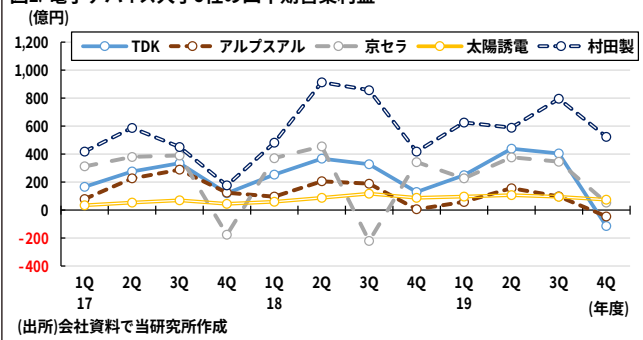
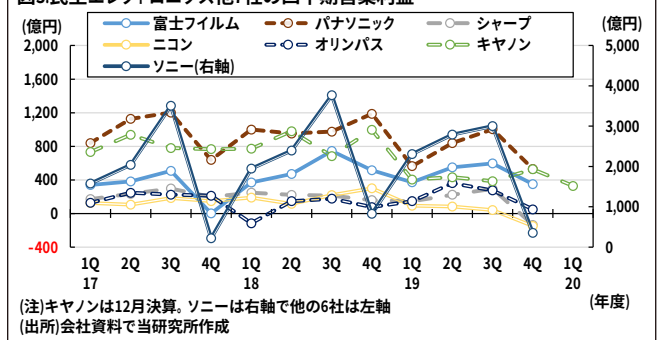


図3. 民生エレクトロニクス他7社の四半期営業利益



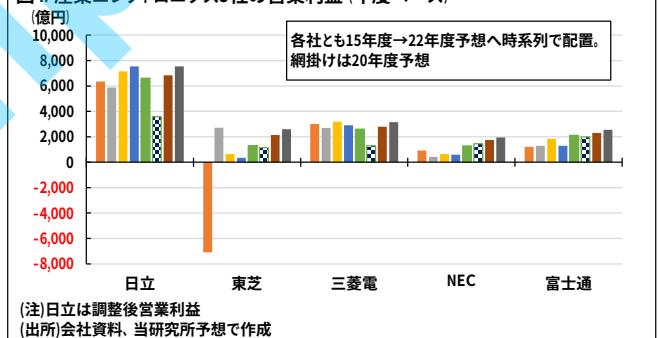
2. 産業エレクトロニクスでは国内IT投資向けが堅調

産業エレクトロニクス5社の19年度の営業利益をみると、高水準の国内IT投資でNECが増益となり、富士通も国内サービスの好調やWindows7サポート終了によるPCの伸びなどによって18年度を上回った(図4)。東芝は構造改革によるコストダウンで大幅な増益となった。一方、日立は米中貿易摩擦や新型コロナウイルス感染拡大が響き、三菱電も円高や産業メカトロニクス部門の落ち込みが響いた。

当研究所による20年度予想は、IT系の2社ではNECを営業増益、富士通は比較的小幅な減益としている。新型コロナウイルスの影響を考慮したが、国内IT投資が堅調に推移するとみたため。富士通の減益は、前期好調だったPCの反動減を見込んだことによる。一方、重電系の日立、東芝、三菱電では、東芝は1割強の減益だが、日立、三菱電は大幅な減益を見込んでいる。東芝もITインフラ関連は堅調な伸びが見込まれ、構造改革によるコストダウンが進むが、新型コロナウイルスや事業再編の影響などのマイ

ナス影響をカバーできないとみた。日立、三菱電は、新型コロナウイルスで設備投資需要が低迷するとみため減益率が厳しくなる見通しだ。日立は生産能力増強や成長分野への投資負担も減益要因に。来年度以降は5社とも営業増益に向かうとみている。企業のIT投資の拡大が続くとみており、5G関連の成長も息の長いものになりそう。今年度厳しくみているFA関連など産業機器分野も回復に向かうものと考えられる。

図4. 産業エレクトロニクス5社の営業利益(年度ベース)

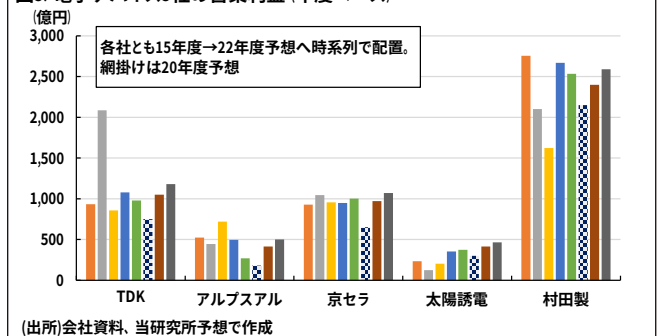


3. 電子デバイスでは5G関連の拡大が続く

電子デバイス5社の19年度は、京セラ、太陽誘電は営業増益だったが、TDK、アルプス、村田製は減益となった(図5)。京セラは、新型コロナウイルスの影響を受けながらも18年度のポリシリコン原材料の長期購入契約に関する和解金なくなり、携帯電話端末の採算が改善したことで18年度実績を上回った。太陽誘電はスマートフォン向けや5G関連のコンデンサの伸び、工場操業度の上昇や原価低減が寄与した。一方、村田製は円高、顧客の在庫調整、工場操業度の低下や価格下落などが響いた。TDKは米中貿易摩擦、新型コロナウイルス、円高で減益

に。アルプスアルは車載関連の落ち込みが大きく、大幅な減益となった。

図5. 電子デバイス5社の営業利益(年度ベース)



当研究所による20年度予想は、5社とも営業減益。5Gなど通信関連の需要は拡大するものの、新型コロナウイルスによる自動車関連、産業機器関連の落ち込みを吸収するのは難しいとみた。なかでも研究開発や設備投資など成長投資に積極的に取り組んでいる京セラでは固定費増加により大きな減益率を見込んでおり、車載関連のウエートが大きいアルプスアルも大幅な減益予想としている。来年度以降につい

4. 民生エレクトロニクス他は好不調が分かれる

民生エレクトロニクス他7社の19年度実績は、18年度に計上した証券訴訟の和解金一巡など一過性の損益の改善が大きかったオリンパスが大幅な営業増益となったが、これ以外の6社は減益となった(図6)。パナソニックは、4Qの新型コロナウイルスの影響を住宅関連事業譲渡益が想定を上回ったことなどで吸収したが、年間では車載関連の不振、米中貿易摩擦による中国FA関連の落ち込みで大幅な減益だった。富士フイルム、シャープ、ソニー、ニコンは新型コロナウイルスの影響を受け、特にニコンは9割強の減益に。12月決算のキヤノンの19年度は新型コロナウイルスの影響を受けていないが、デジタルカメラやレーザープリンターの落ち込み、FPD(フラットパネルディスプレイ)製造装置の不振などにより18年度比でほぼ半減となった。

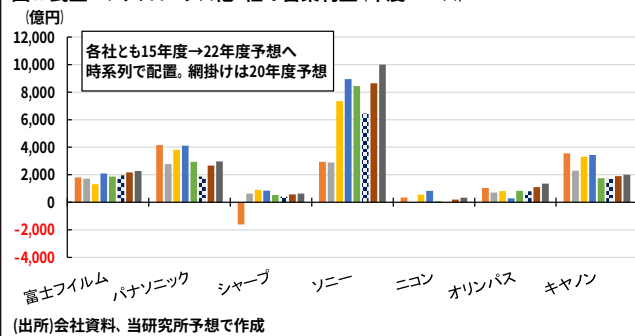
当研究所の20年度予想は、富士フイルムを営業増益としたが、オリンパス、キヤノンは小幅減益で、パナソニック、シャープ、ソニー、ニコンの減益率を大きくみた。富士フイルムは前年度に計上した減損損失一巡や前年度に買収したバイオジェンの貢献も含めたバイオCDMO(医薬品の開発製造受託)事業の伸びなど見込んだ。オリンパスは十二指腸内視鏡関連の一過性の損失がなくなるが、新型コロナウイルスによる落ち込みで若干の減益へ。キヤノンはデジタルカメラを手掛けるイメージングシステムが大幅に落ち込むとみており、前年度に計上した構造改革費用の反動、FPD製造装置の回復などでカバーし切れないと考え減益へ。パナソニックは事業譲渡益一巡のほか、新型コロナウイルスの影響を見込んで4割弱の減益予想。シャープ、ソニー、ニコンはコンシューマ製品を

では、5社とも営業増益に向かう見込み。5G関連の成長が続くほか、自動車関連、産業機器関連の回復も見込まれる。5G関連は、新たな周波数帯域のミリ波の基地局整備は緒に就いたばかりであり、中長期的な拡大が見込まれる。自動車関連では、経済活動再開が早かった中国に続き、米国などでも生産が再開した。想定以上に回復が早まることも考えられることから、今後の動向を注視したい。

中心に厳しくみた。ソニーでは映画、音楽などコンテンツビジネスにおける制作面への影響、新型ゲーム機「PS5」のプロモーション費用なども想定している。ニコンはFPD露光装置の設置工事の遅れなども織り込んだ。

来年度以降については、7社とも増益に向かうと予想している。21年度は新型コロナウイルスからの回復で高い伸び率を想定しているが、22年度は鈍化する見通し。家電大手3社では、パナソニックは車載電池や車載機器の改善に加え、家電、住設機器などの海外の伸びを見込む。シャープはPCやスマートフォンの伸びに加え、白物家電などの海外での成長を想定。ソニーは来年度以降「PS5」が利益貢献するとみており、イメージセンサーなどの拡大も見込んでいる。精密機器系の4社では、富士フイルムはバイオCDMOなどヘルスケアビジネスが拡大するとみている。ニコンは、構造改革が進むことを前提に映像の赤字が縮小すると予想。オリンパスは主力の消化器内視鏡の新製品効果が当面続こう。キヤノンは、新規事業であるメディカルシステムや監視カメラなどの伸びを見込んだ。

図6. 民生エレクトロニクス他7社の営業利益(年度ベース)



5. アナリストの投資判断 ～IT系の好パフォーマンスが目立つ。新型コロナの影響を織り込むには時間が掛かる可能性も

株式相場は3月を底に基本的には回復傾向にあるが、変動が大きくなっている。個別企業をみてもオリンピックパスが6月24日に予定していた20年度の業績計画公表を延期するなど、新型コロナウイルスの影響が見極め辛い状況が続いている。

個別企業の株価について、各社の特徴をみるため対TOPIXの相対株価のパフォーマンスをみると、産業エレクトロニクス5社の3月のボトムからの値動きでは富士通、NEC、東芝のパフォーマンス改善が目立つ(図7)。富士通、NECは国内IT投資の堅調な伸びが評価されたものと考えられる。東芝は構造改革による業績改善への期待が反映されたものだろう。日立、三菱電は概ね株式相場全体に準じた値動き。株価指標では、当研究所の20年度予想PERで日立が

最も低く約10倍。NEC、富士通も10倍台で、東芝、三菱電は20倍台となっている。実績PBRでも日立が最も低く1倍強。これに次いで三菱電、NEC、東芝の順となっており、最も高い富士通は約2倍(表2)。

電子デバイス5社の対TOPIXの相対株価では、3月のボトムに向けてアルプスアルのパフォーマンスが大幅に悪化した(図8)。その後の値動きでは各社概ね横ばいで推移しているが、アルプスアルが若干回復してきたのに対し、京セラはややパフォーマンスが悪化している。事務機械関連が厳しくみられている可能性がある。株価指標では、20年度予想PERは太陽誘電が最も低い約20倍。TDK、京セラ、村田製は20倍台で、アルプスアルは30倍台。実績PBRでは、京セラが0.9倍で最も低く、アルプスアルも1倍

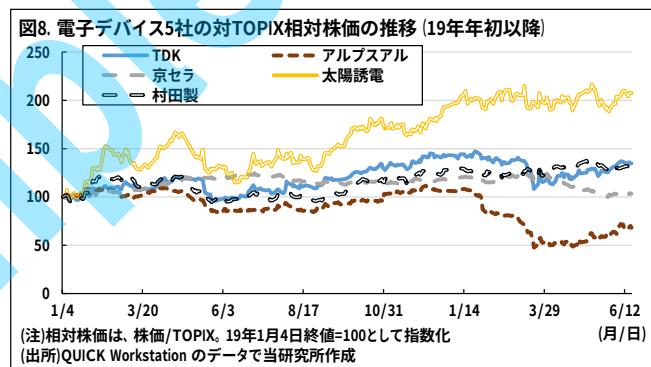
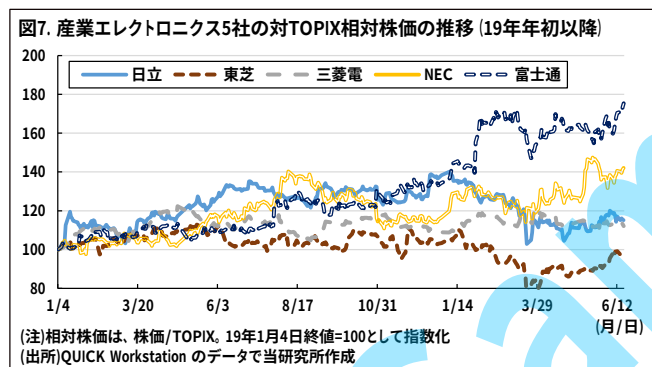


表2. 産業エレクトロニクス大手5社の業績および株価データ

(単位:円、億円、%、倍)

銘柄名 (コード)	株価 6月18日	営業利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	純利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	EPS 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	PER 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	BPS/PBR 上段:実績BPS 中段:実績PBR
日立 (6501)	3,542	6,619(-12) 3,600(-46) 6,850(90)	876(-61) 3,300(277) 4,650(41)	90.71 341.53 481.25	39.0 10.4 7.4	3,270.43 1.08
東芝 (6502)	3,190	1,305(268) 1,150(-12) 2,150(87)	-1,146(-) 550(-) 1,150(109)	-236.39 121.26 253.54	- 26.3 12.6	2,071.98 1.54
三菱電 (6503)	1,419.0	2,597(-11) 1,300(-50) 2,800(115)	2,218(- 2) 1,050(-53) 2,200(110)	103.41 48.95 102.56	13.7 29.0 13.8	1,132.69 1.25
NEC (6701)	5,070	1,276(121) 1,450(14) 1,750(21)	1,000(152) 850(-15) 1,090(28)	385.02 327.44 419.90	13.2 15.5 12.1	3,508.16 1.45
富士通 (6702)	12,320	2,115(62) 2,000(- 5) 2,300(15)	1,600(53) 1,550(- 3) 1,750(13)	791.20 774.04 873.92	15.6 15.9 14.1	6,197.11 1.99

(注1)()内は前年度比伸び率。実績BPSは原則として直近四半期決算時の1株当たり純資産

(注2)日立の営業利益欄は調整後営業利益

(出所)会社資料、QUICK Workstationのデータで当研究所作成。予想は当研究所

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

を割り込んでいる。これらに次いで TDK は 1.6 倍、太陽誘電は約 2 倍。村田製は 2.4 倍と高い水準にある(表 3)。

民生エレクトロニクス他 7 社の対 TOPIX 相対株価では、中国での医療事業拡大が注目されたオリンパスが 19 年度 3Q 決算発表直後に大幅にパフォーマンスが改善したが、新型コロナウイルスが中国で先行して感染拡大したことで急速に悪化。ただ、従来のトレンドラインに戻った後は再びパフォーマンスの改善が続いている(図 9)。抗インフルエンザウイルス薬「アビガン」の新型コロナウイルスへの適用可能性が注目された富士フィルムは、最近注目度が低下し相対株価の水準がほぼ元に戻っている。これら以外では、デジタルカメラなどの業況悪化でニコン、キヤノンは冴えない展開が続いている。19 年度決算発表以降は、計画からの下方乖離率が大きかったシャープも軟調。逆に乖離率が小さかったパナソニックはパフォーマンスが改善した。20 年度の見通しについて、厳しい見方を示したソニーは決算発表後一旦パフォーマンスが悪化したが、「PS5」の情報公開などにより直

近は持ち直している。株価指標では、20 年度予想 PER は富士フィルムが 10 倍台前半で最も低く、パナソニックは 10 倍台後半。キヤノンは約 20 倍で、ソニー、シャープは 20 倍台前半。これら以外では、オリンパスが 40 倍台で、著しく利益水準が低下する見込みのニコンは 90 倍近くとなっている。実績 PBR では、ニコンが約 0.7 倍で 1 倍を大きく下回り、キヤノンも 1 倍割れ。富士フィルムは約 1 倍、パナソニックは 1 倍強だが、ソニー、シャープは 2 倍台。オリンパスは 6 倍台で非常に高くなっている(表 4)。

図9. 民生エレクトロニクス他7社の対TOPIX相対株価の推移(19年年初以降)

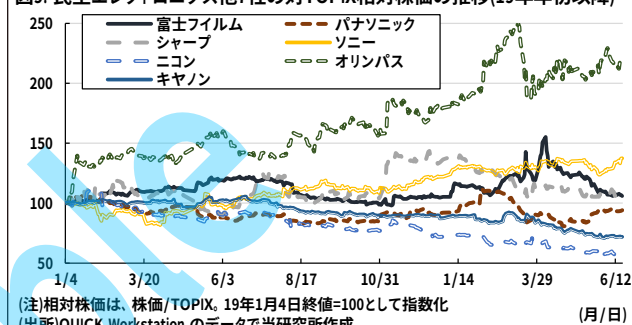


表3. 電子デバイス大手5社の業績および株価データ

(単位:円、億円、%、倍)

銘柄名 (コード)	株価 6月18日	営業利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	純利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	EPS 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	PER 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	BPS/PBR 上段:実績BPS 中段:実績PBR
TDK (6762)	10,700	979(-9) 750(-23) 1,050(40)	578(-30) 500(-13) 700(40)	457.47 395.82 554.15	23.4 27.0 19.3	6,681.15 1.60
アルプスアル (6770)	1,469	267(-46) 180(-33) 415(131)	-40(-) 90(-) 235(161)	-19.53 44.02 114.95	- 33.4 12.8	1,587.06 0.93
京セラ (6971)	6,009	1,002(6) 650(-35) 970(49)	1,077(4) 830(-23) 980(18)	297.36 229.01 270.40	20.2 26.2 22.2	6,710.59 0.90
太陽誘電 (6976)	3,295	372(6) 300(-19) 415(38)	180(-24) 210(17) 285(36)	143.04 167.33 227.09	23.0 19.7 14.5	1,672.40 1.97
村田製 (6981)	6,434	2,532(-5) 2,150(-15) 2,400(12)	1,830(-12) 1,530(-16) 1,700(11)	286.05 239.14 265.71	22.5 26.9 24.2	2,647.88 2.43

(注)()内は前年度比伸び率。実績BPSは原則として直近四半期決算時の1株当たり純資産
(出所)会社資料、QUICK Workstationのデータで当研究所作成。予想は当研究所

表4. 民生エレクトロニクス他大手7社の業績および株価データ

(単位:円、億円、%、倍)

銘柄名 (コード)	株価 6月18日	営業利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	純利益 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	EPS 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	PER 上段:19年度実 中段:20年度予 下段:21年度予	BPS/PBR 上段:実績BPS 中段:実績PBR
富士フイルム (4901)	4,842	1,866(-11) 1,950(5) 2,170(11)	1,250(- 9) 1,450(16) 1,620(12)	306.18 362.76 405.29	15.8 13.3 11.9	4,886.66 0.99
パナソニック (6752)	968.2	2,938(-29) 1,870(-36) 2,670(43)	2,257(-21) 1,260(-44) 1,860(48)	96.76 54.01 79.73	10.0 17.9 12.1	856.57 1.13
シャープ (6753)	1,197	528(-37) 400(-24) 570(43)	210(-72) 280(34) 415(48)	34.31 52.62 77.99	34.9 22.7 15.3	450.70 2.66
ソニー (6758)	7,665	8,455(- 5) 6,450(-24) 8,650(34)	5,822(-36) 4,400(-24) 6,300(43)	471.64 360.61 516.33	16.3 21.3 14.8	3,380.96 2.27
ニコン (7731)	967	68(-92) 20(-70) 190(850)	77(-88) 40(-48) 165(313)	19.93 10.90 44.94	48.5 88.7 21.5	1,472.69 0.66
オリンパス (7733)	1,924.0	835(195) 800(- 4) 1,100(38)	517(534) 580(12) 780(34)	39.37 45.12 60.67	48.9 42.6 31.7	288.39 6.67
キヤノン (7751)	2,257	1,747(-49) 1,700(- 3) 1,900(12)	1,251(-51) 1,200(- 4) 1,370(14)	116.93 114.75 131.01	19.3 19.7 17.2	2,410.67 0.94

(注1)()内は前年度比伸び率。実績BPSは原則として直近四半期決算時の1株当たり純資産

(注2)キヤノンは12月決算

(出所)会社資料、QUICK Workstationのデータで当研究所作成。予想は当研究所

<ゲーム>

家庭用ゲームのデジタル化加速で世界的大型作に追い風

2020年6月22日

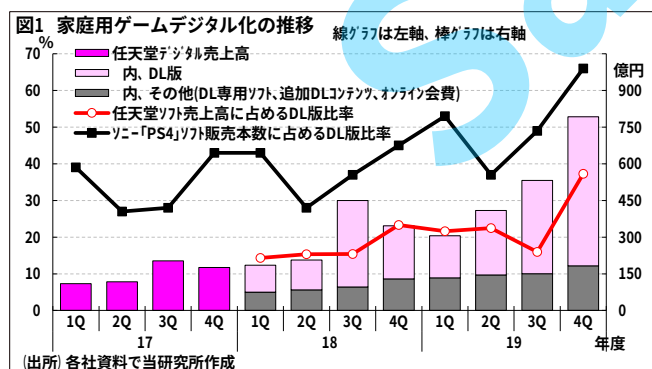
QUICK 企業価値研究所 アナリスト 永田和子

<要約>

新型コロナウイルスは一部事業に悪影響を及ぼす一方、家庭用ゲームデジタル化を加速し、世界的大型作の追い風(収益性改善や長期での商機)に。主力作の情報更新に期待。

1. 次世代ゲーム機登場も後押し、収益性改善や長期での販売本数積み上げが可能に

新型コロナウイルスによる世界的な外出規制・小売店休業は、家庭用ゲームにとって恩恵の大きいデジタル化、すなわち、パッケージからDL(ダウンロード)版への流通構造の変化を加速させた。図1の通り、ソニー(6758)「PS4」ソフト販売本数に占めるDL版比率は19年度4Qに66%まで上昇。ユーザー層の違いから「PS4」ほどデジタル化が進んでいなかった任天堂(7974)でも、自粛生活の癒やしとして全世界で社会現象となった『あつ森』(表1)を軸にデジタル化が一気に進捗(図1)。DL版の手軽さを知ってしまうと元には戻りにくいため、この動きが一過性で終わる懸念は小さいだろう。DL版は製造・流通コストがかからないため収益性改善につながるうえ、新品しか売場に並ばないパッケージ版(任天堂の大型タイトル除く)と違い長期にわたり販売本数の積み上げが可能だ。



2. 20年度主力タイトルに関する情報更新に期待

家庭用ゲームにおけるデジタル化の流れは、グローバル大型タイトル(19年度までに発売した旧作含む)を擁するゲーム会社に追い風となろう。今後の新作ラインナップは表1の通りだが、例年、6月の米ゲーム見本市「E3」から8月の欧州「gamescom」、9月の「東京ゲームショウ」にかけて大型発表が相次ぐの

ソニーや任天堂では有料オンラインサービス会員拡大が収益基盤底上げにつながっているほか、ソフト専業でも大型追加DLコンテンツ投入や課金要素の強い運営型タイトルの展開など、DL版以外のデジタル化による収益貢献も見逃せない。年末商戦においてソニー、米マイクロソフトの次世代ゲーム機、「PS5」と「Xbox Series X」が登場予定(ともに7年ぶりの世代交代)だが、「PS5」ではDL専用機投入も発表され、デジタル化に益々拍車がかかりそうだ。

表1 家庭用ゲームのグローバル作

発売	タイトル	発売元	発売	タイトル	発売元
20年1月	ドラゴンボールZ KAKAROT	バンナムE	20年	テイルズ オブ アライズ	バンナムE
3月	仁王2	コエテクG	21年	バイオ8(グイレッツ)★	カプコン
	あつまれ どうぶつの森(あつ森)◆	任天堂	22年	ブレイブマスタ★	カプコン
4月	ハイドラード(ハイド)RE3	カプコン	未定	グランツーリスモ7★	SIE
	FF7 リメイク	スクエニ		デモンズソウル(リメイク)★	SIE
6月	The Last of Us Part 2	SIE		HORIZON FW★	SIE
	Ninjala◆	ガンホー		FF7 リメイク 2(仮)	スクエニ
7月	Ghost of Tsushima	SIE		BABYLON'S FALL	スクエニ
	ペーパーマリオ オリキン◆	任天堂		PROJECT ATHIA★	スクエニ
8月	FFCC リマスター	スクエニ		ゼルダの伝説 BotW 続編◆	任天堂
9月	Marvel's Avengers	スクエニ		Newボクモンスナック◆	任天堂
夏	ウイイレ 2021	コナミE		Metroid Prime 4(仮)◆	任天堂
年末	OUTRIDERS	スクエニ		スカーレットネクサス★	バンナムE
	Marvel's Spider-Man: MM★	SIE		フロム・ソフト ELDEN RING	フロム・ソフト / バンナムE

(注) タイトルは一部略称、◆は「Switch」専用、★は次世代ゲーム機(PS5もしくは「Xbox Series X」、PC版含む場合も)向け、フロム・ソフトはカプコン傘下、SIEはソニー傘下

(出所) 各社資料で当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

『FF7 リメイク』など 20 年度主力 3 作を、カプコン (9697) は次世代ゲーム機向け『バイオ 8』を発表済み。一方、新作情報を直前かつ小出しにする傾向を強める任天堂をはじめ、バンナム HD (7832)、コーエーテクモ (3635) の 20 年度主力作について、今後の情報更新に期待したい。なお、「PS5」、「Xbox

Series X」では下位互換対応（「PS4」、「Xbox One」等のゲームも遊べる）により世代交代に伴う端境期入りを回避できる見込み。『あつ森』大ヒットを機にライト層の取り込みを図る「Switch」とも競合しないだろう。

3. AM、遊技機、スポーツ、トイホビーなどでコロナによるダメージ不可避

新型コロナウイルスがデジタル化加速を後押しする半面、悪影響も大きい。任天堂を除く大手が揃って手掛ける AM 事業（施設および業務用ゲーム機）に加え、セガサミーHD (6460)、カプコン、コナミ HD (9766) が深く携わる遊技機事業（パチスロ・パチンコ）、個別ではコナミ HD のスポーツ事業（大型施設等の減損リスクも）やカジノ向け機器、バンナム HD のトイホビーや映像音楽へのダメージが避けられない見通し。この内、トイホビーは流通在庫滞留が解消され

れば、大人層向けを牽引役に「V 字回復」が可能とみるほか、カジノ市場もある程度時間はかかるものの、成長軌道に戻るだろう。一方、「3 密」のイメージが強い AM 事業の回復については楽観視できないほか、遊技機事業も先行き不透明感が強い。新型コロナウイルス影響だけでなく、完全禁煙化や人気機種種の完全撤去（旧規則機の撤去期限は来年 11 月）がホールの廃業・閉店に拍車をかけるとみている。

4. アナリストの投資判断 ～スクエニ HD、バンナム HD の株価に割安感

家庭用ゲーム各社の株価を昨年末と比較すると（表 2）、新型コロナウイルスによるダメージが相対的に大きいセガサミーHD、コナミ HD、バンナム HD が下落する一方、カプコン、コーエーテクモ、任天堂が 2 桁上昇と、明暗が分かれた格好。任天堂は 08 年（DS・Wii 全盛期）以来の 5 万円台回復で上昇余地は限られそうだが、年末商戦に向けた新作情報次第では勢いを維持する可能性も。企業価値研究所は 21 年度予想 PER を基にスクエニ HD とバンナム HD の株価に割安感ありと判断。スクエニ HD は『FF7 リメイク』500 万本突破報告が待たれるほか、オンラインゲーム『FF14』や漫画アプリ「マンガ UP!」により安定収益基盤の底上げが進んでいる点にも注目したい。6 月に入り株価下落が続くバンナム HD は、家庭用大型期待作『ELDEN RING』の情報更新に要注目。40 周年を迎えた「ガンブラ」など、国内外で市場開拓

余地の大きい大人層向けトイホビーへの期待も株価回復を後押ししよう。

表2 家庭用ゲーム各社の投資指標

	株価(※)	年度	営業利益	前年比	EPS	PER
コーエーテクモ (3635)	3,430円	20(予)	193億円	37%	132.52円	25.9倍
	2,853円	21(予)	222億円	15%	149.84円	22.9倍
セガサミーHD (6460)	1,290円	20(予)	125億円	-55%	17.01円	75.8倍
	1,583円	21(予)	370億円	196%	99.96円	12.9倍
バンナムHD (7832)	5,945円	20(予)	775億円	-2%	238.99円	24.9倍
	6,631円	21(予)	1000億円	29%	325.48円	18.3倍
任天堂 (7974)	50,520円	20(予)	3850億円	9%	2,447.04円	20.6倍
	43,970円	21(予)	4050億円	5%	2,606.54円	19.4倍
スクエニHD (9684)	5,610円	20(予)	450億円	37%	251.48円	22.3倍
	5,430円	21(予)	550億円	22%	318.54円	17.6倍
カプコン (9697)	3,810円	20(予)	260億円	14%	169.39円	22.5倍
	3,030円	21(予)	296億円	14%	192.03円	19.8倍
コナミHD (9766)	3,680円	20(予)	315億円	2%	153.89円	23.9倍
	4,485円	21(予)	495億円	57%	243.97円	15.1倍

(※) 上段は20/6/19終値、下段は19/12/30終値

(出所) QUICK Workstation等で当研究所作成、カプコン・コーエーテクモ (QUICKコソセンサス) 以外の予想は当研究所

<自動車>

米国中心に販売は想定より早く復調する可能性あり

2020年6月18日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 小西慶祐

<要約>

新型コロナの第2波に注意を要するが、ロックダウンの解除で米国中心に販売は想定より早く復調する可能性あり。自動車の利用から所有への動きが常態化するかにも注目。

1. 米国販売は予想より早く回復する可能性

[5月は4月と比べ減少幅が大きく縮小]

主力の米国市場において、自動車の販売が回復基調にある。現時点で5月までの月次販売実績を開示したマツダ(7261)、ホンダ(7267)、SUBARU(7270)の3社の動向は図1の通り。3月下旬以降、新型コロナウイルスの感染拡大を防ぐため、各州でロックダウンや外出自粛要請が本格化。4月は、3社とも前年同月比5割前後の落ち込みとなった。

しかし5月は、ロックダウンや外出自粛要請が段階的に解除され、マツダが同1%減、ホンダは同17%減、SUBARUは同19%減となった。マイナスながら、減少幅が大きく縮小。特にマツダは、新型「CX-30」の投入効果もあって、前年同月水準近くまで復調した。生産面でも、トヨタ(7203)、ホンダ、SUBARUが5月11日から米国工場の生産を再開。日産自(7201)も、6月1日から操業再開を果たすなど、着実に正常化へ向かっている。

今後に関して企業価値研究所では、新型コロナの第2波には注意を要するが、現状のペースでの回復が続けば、6月中にも販売が正常化する可能性が出てきたと考えている。当研究所では、下期からの販売正常化を見込んでいたため、想定より4カ月程度早く

正常化することになる。

[自動車の利用から所有への流れに注目]

今回明らかになりつつあるのが、ロックダウンが解除されれば、速やかに米国の自動車需要は回復するということであろう。米国社会は、自動車の移動を前提に社会インフラが構築されているため、いわゆるアフターコロナ時代においても、感染拡大前の需要は期待できるとみている。

加えて、アフターコロナを見据えた場合、近年ではカーシェアリングといったライドシェアリングが普及し、自動車の所有から利用への流れがあったが、今回の新型コロナの感染拡大により、自動車の利用から所有へ回帰する可能性が出てきた。新型コロナの第2波、第3波の感染拡大が続く、感染リスクが高い公共交通機関を避ける動きが常態化した場合、自家用車の価値が見直されることは十分に有り得る。これは、新車需要の底上げとなり、自動車メーカーにとっては追い風となる。新型コロナの感染状況とともに、自動車の走行距離の動向など自動車の使われ方に関しても注目していきたい(図2参照)。

[新興国の新型コロナ感染拡大は懸念材料]

一方、新興国で新型コロナの感染拡大が続いてい

図1 マツダ、ホンダ、SUBARUの米国販売

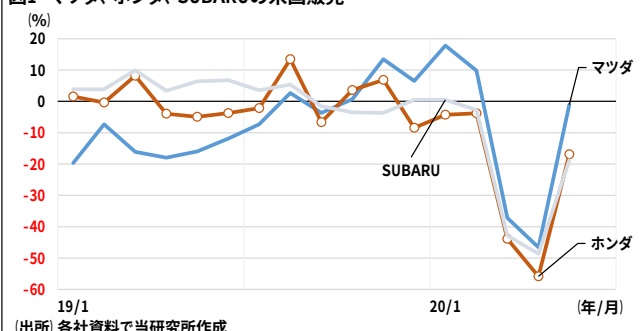
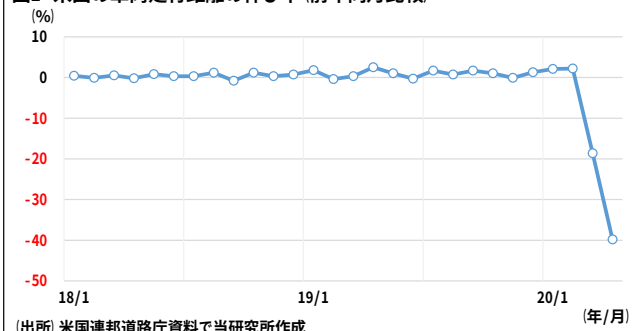


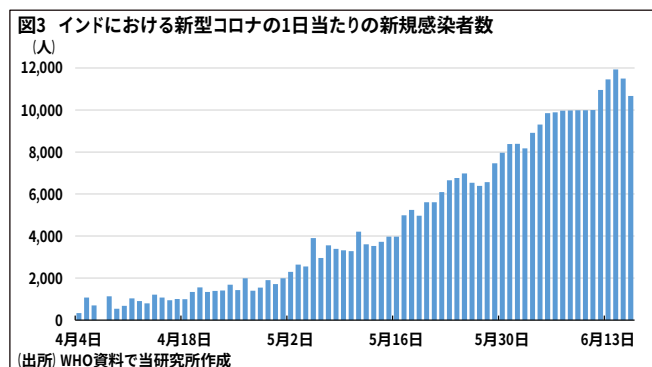
図2 米国の車両走行距離の伸び率(前年同月比較)



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

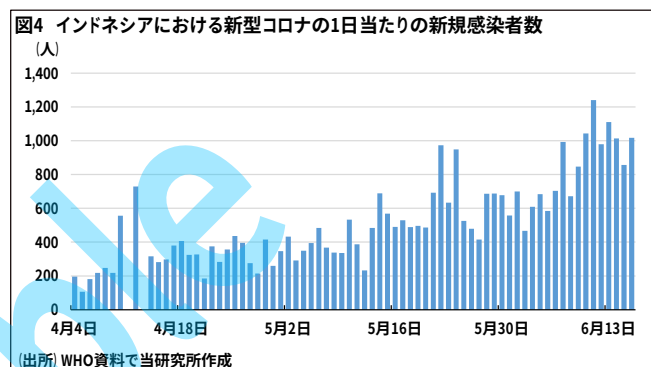
ることは懸念材料である。日系自動車メーカーの収益面で考えた場合、最も重要と捉えているタイで収束の兆しがあることはプラス材料だが、気懸りなのはインドとインドネシア。図3、図4の通り、両国とも新型コロナの1日当たりの新規感染者数が足元でも高水準にあり、収束の兆しがみえていない。

ただ、両国政府とも、ロックダウンを段階的に解除する動きを示している。それに対応する形で、インドで乗用車トップシェアを握るスズキ(7269)は、インド四輪子会社マルチ・スズキの2工場のうち、5月12日にマネサール工場を、5月18日にグルガオン



工場の生産を再開。スズキのインドの生産子会社SMGも、5月25日から生産を開始。インドの全生産拠点で生産を再開した。インドネシアにおいても、トヨタの子会社ダイハツが6月3日から再稼働させている。

しかし、新型コロナの感染拡大が止まらず再びロックダウンを実施する状況に陥り、自動車メーカーの生産も止めることになれば、収益面での影響は大きいと言わざるを得ない。今後の状況には注意する必要があるだろう。

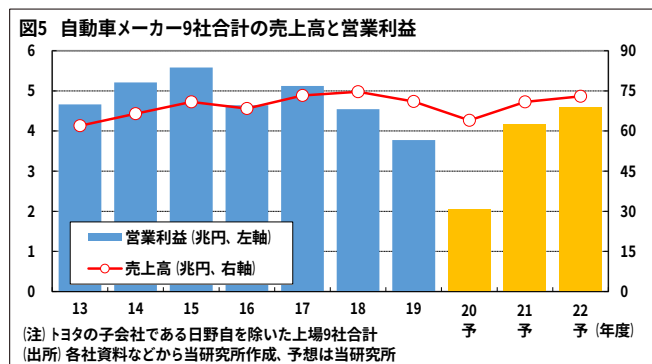


2. 今年度は大幅減益も来年度は利益復調を見込む

【来年度は期を通じて正常な経済活動が可能と想定】

当研究所では、業績を予想するにあたり、新型コロナは夏場までに収束し、下期には正常な経済活動に戻ると想定。その上で、4月以降の一時生産停止の影響を織り込み、従来予想を大きく減額。自動車メーカー9社〔トヨタの子会社である日野自(7205)を除く〕合計の20年度の営業利益予想は図5の通り、前年度比45%減の2兆650億円。期を通じて正常な経済活動が可能と想定した翌21年度は、同2.0倍の4兆1650億円を予想している。

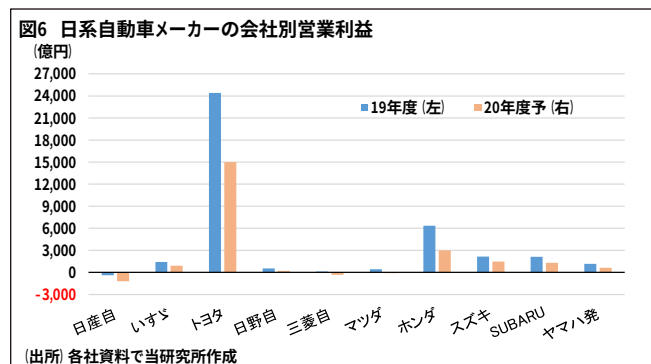
ただし、新型コロナの第2波には注意を要するが、



前述の通り米国中心に生産・販売の回復が予想より早い場合、現時点の業績予想を上振れする余地はあると考えている。

【今年度は日産自、三菱自、マツダの3社で営業赤字を予想】

会社別の営業損益予想は図6の通り。全社で予想を引き下げ、前期比較でも全社で営業損益が悪化する見通しとした。中でも、日産自が赤字幅拡大、三菱自(7211)とマツダは営業赤字に転落する見通しとした。四輪事業だけを取れば、ホンダも営業赤字の予想とした。



うち、マツダとホンダは、米国を主力地域としており、前述の通り米国市場が早期に正常化した場合、恩恵を受ける可能性がある。加えて大幅営業減益ながら営業黒字は確保可能とみたトヨタと SUBARU も、米国市場の早期回復はプラスに働くとみている。

【日産と三菱自は新たなアライアンスの枠組みで再建を図る】

従って構造的な問題を抱えているのは、日産自と三菱自。両社とも、ルノー・日産・三菱アライアンスのメンバーである。その日産自は 5 月 28 日に、新たな事業構造改革計画を発表した。生産能力の 20%削減、3000 億円の固定費削減といった「最適化」を進める一方、コアマーケットの日本、中国、北米に集中、アセアンや欧州ではアライアンスのアセットを活用し、適正規模で事業を運営するという「選択と集中」が、中期経営計画の骨子である。

当研究所は、同社の最重要課題は、値引き販売などに依存してきた米国事業の立て直しとの見方に変更はなく、その再建には相当な時間を要するとの見



(出所) 会社資料より

3. トヨタの CASE への取り組みを引き続き評価

【トヨタは高水準の研究開発費、設備投資を継続】

自動車業界が 100 年に 1 度の転換期を迎えていると言われる中、自動車メーカー各社は CASE (コネクティッド、自動運転、サービス・シェアリング、電動化) 対応に追われており、中長期的にはこれらの取り組みにも注目する必要があるだろう。

足元では新型コロナの影響を最小限に食い止めるため、経費などの緊急的な固定費削減に各社とも取り組む中、トヨタは本決算時に先行費用を削らない方

方を変えない。ただ試金石と考えているのは、6 月 15 日に発表した米国の主力 SUV (スポーツ・ユーティリティ・ビークル) 「ローグ」(写真 1 参照) のフルモデルチェンジ。新型「ローグ」の販売において販売店への販売奨励金を抑制し、値引き販売から脱却できるのか注目したい。なお新型「ローグ」は、20 年秋から販売予定である。

三菱自は、新たな中期経営計画の発表を 1Q 決算発表時に先送りした。ただ、日産・ルノー・三菱アライアンスは、新たなアライアンスの枠組みを、5 月 27 日に発表している。それに基づけば、三菱自は今後収益源である東南アジアにより注力していくことが予想される。研究開発費を中心とした固定費削減も、同時に進めることができるのか注目していきたい。

【いすゞは UD トラックを連結化へ】

トラックメーカーでは、いすゞ (7202) の動きに注目していた。同業他社では、既に三菱ふそうトラック・バスはダイムラーグループの傘下にあるほか、国内でトップシェア争いする日野自も、独トレイトン社 (旧フォルクスワーゲントラック&バス) と戦略的パートナーシップの構築に向けて合意するなど、合従連衡が進んでいた。加えて、自動運転など先進技術の普及がトラックにおいて本格的に始まった場合、多大な開発コストを回収するには、事業規模が優位に働く可能性があると考えていたためである。

その中でいすゞは 19 年 12 月、ボルボ・グループと商用車分野での戦略的提携に関する覚書を締結。当研究所では今回の提携発表を前向きに捉えている。今後は、譲り受ける UD トラック事業との早期のシナジー効果創出に期待している。

針を明確に示した。図 7 の通り、今年度の研究開発費は 1 兆 1000 億円 (前年度は 1 兆 1103 億円)、設備投資は 1 兆 3500 億円 (同 1 兆 3930 億円) を計画。ともに高水準を維持する考えだ。当研究所では、この姿勢を前向きに評価している。

トヨタは 20 年 1 月、20 年末に閉鎖予定の東富士工場の跡地を利用して、実証都市「コネクティッド・シティ」を構築すると発表済み。実証都市では、人々が生活を送るリアルな環境のもと、自動運転、MaaS

(mobility as a service の略で、次世代移動サービスを指す)、パーソナルモビリティ、ロボット、スマートホーム技術、人工知能 (AI) 技術などを導入・検証する。実証都市を「Woven City (ウーブン・シティ)」と名付け、21 年初頭に着工する予定である。初期は、トヨタの従業員やプロジェクトの関係者など、2000 名程度の住民が暮らすことを想定している。

「Woven City」構想に関して当研究所では、19 年度末でネット資金量 7 兆円超を保持するなど、強固な財務基盤を有するトヨタならではの一大事業と捉えており、実現すれば MaaS 領域における優れた知見を獲得できるとみている。今後の動向に注目したい。

【トヨタはハイブリッド技術の外販を進める】

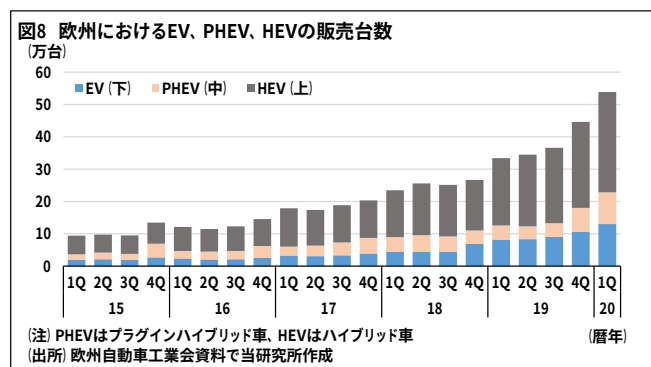
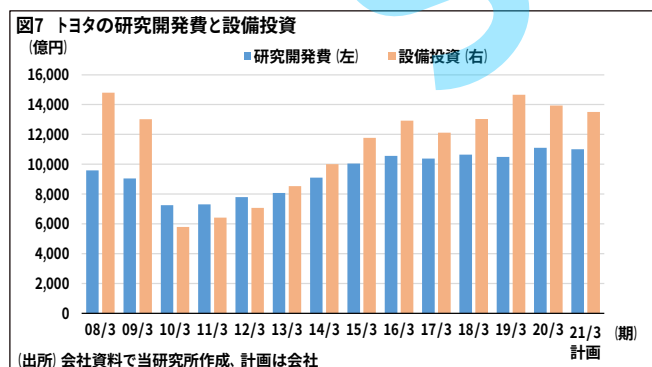
当研究所では、新型コロナ収束後の各国政府の需要喚起策にも注目していた。その点において日本は具体的な政策が出ていないが、欧州の政策がみえてきた。ドイツやフランスの動きをみると、EV (電気自動車) に対する補助金を増やす方向となりそうだ。従って、欧州市場で生き残るためには、EV のラインナップ拡充が今まで以上に欠かせない状況になったといえる。図 8 の通り、欧州の EV の販売台数は、新型コロナ禍においても、20 年 1～3 月は前年同期比 58% 増の 13 万台と、拡大基調が続いている。

ただ、日系自動車メーカーは、この政策に対応できる技術を有していると考えており、過度な懸念は不要とみている。日産自は既に「リーフ」を投入しているほか、トヨタとホンダもハイブリッド技術を転用すること

で、容易に EV を開発可能と考えている。実際、ホンダは「HONDA e」、マツダは「MX-30」といった EV を、ヨーロッパに今年投入することを表明している。スズキと SUBARU も、提携しているトヨタの技術を利用することで、三菱自もルノー・日産・アライアンスの力を利用することで、対応可能であろう。

一方、欧州以外の地域、例えば主要市場のアメリカでは、原油価格の下落もあって、ピックアップトラックなどの大型車の人気がある状況に変わりがなく、欧州のような EV 普及策が出てくるとは考えづらい。従って、各地域の異なったニーズに対応して、自動車メーカー各社は EV やハイブリッド車、プラグインハイブリッド車など、様々な電動車を開発しなければならない状況が続くであろう。なお図 8 の通り、欧州市場においても、ハイブリッド車の販売は好調に推移している。

そういう意味で当研究所では、各国の燃費規制をクリアするためには、EV にも転用可能なハイブリッド技術が鍵になるとの見方を変えない。トヨタは、19 年度のマスコミ向け本決算説明会において、ハイブリッド車向けシステムの外販規模が、24 年から 25 年にかけて年間 50 万台程度になると説明した。トヨタは 19 年 4 月、ハイブリッド車開発で培ったモーター、PCU (パワー・コントロール・ユニット)、システム制御などの車両電動化技術の特許実施権を無償で提供すると発表済みであり、トヨタのハイブリッド技術に対するニーズの高さを伺うことができ、前向きに評価している。



4. アナリストの投資判断 ～個別銘柄ではトヨタなどに注目

【19 年末の 8 割程度の水準にまで回復】

自動車メーカー 10 社平均の株価指数は図 9 の通り。新型コロナウイルスの感染拡大懸念から 20 年 2 月下旬以降下げ足を速め、株式市場全体の落ち込

み以上の下落となっていたが、3 月下旬以降緩やかに持ち直し、足元は 19 年末に対し 8 割程度の水準で推移している。一時生産停止を余儀なくされた世界各国での生産再開が好感されたと考えられる。

足元の株価に基づく、期を通じて正常な経済活動が可能と想定した翌21年度の予想PERは、過去60カ月の平均PERとの比較で割安感がある。従って今後も、持ち直す余地はあるとみている。新型コロナの収束状況や、生産工場の稼働状況を確認しつつ、株価の緩やかな回復局面が続くと予想する。

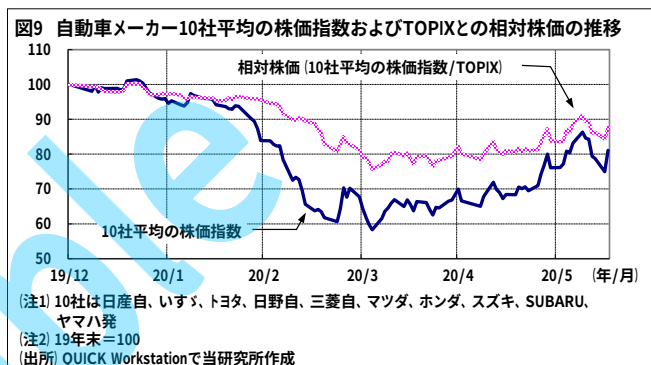
【トヨタに加え、ホンダ、いすゞ、ヤマハ発にも注目】

個別銘柄では、トヨタに引き続き注目している。前述したCASEへの積極的な取り組みにより、100年に1度といわれる自動車業界の変革期の中で、主導権を持って生き残る可能性が高いとみている。

加えて、ホンダ、いすゞ、ヤマハ発(7272)にも注目。ホンダは、(1)グローバルモデルの派生数の削減と地域専用モデルの集約・削減、(2)量産車の開発工数の削減、(3)生産体制の最適化、(4)ハイブリッドシステムのコスト削減を柱とした四輪事業の体質強化策の成果が、徐々に出現するとみている。20年4月には、本田技術研究所の四輪開発部門を同社単体に取り込んだ。新型コロナ収束後に、その成果が問われることになる。新型車としては、新開発手法「ホンダアーキテクチャー」を採用するグローバルモデルに期待している。

いすゞは前述の通り、ボルボ・グループと商用車分野での戦略的提携に関する覚書を締結。当研究所では今回の提携発表を前向きに捉えている。今後は、譲り受けるUDトラックス事業との早期のシナジー効果創出に期待したい。

株価指標面からみて割安感が強いのはヤマハ発。収益源であるインドネシアで新型コロナの感染拡大が続いていることは気懸りだが、先進国二輪車の採算改善、新興国二輪車の販売拡大などによるランドモビリティを牽引役とした来年度以降の利益復調が期待できるとみており、株価の持ち直す余地は大きいと考えている。



<自動車部品>

中国自動車生産が正常化。中国での拡販がポイントに

2020年6月19日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 小西慶祐

<要約>

中国自動車生産は4月から正常化し、5月は一段と伸び率が高まる。中国での拡販が今年度のポイントになる。電動化、ADAS・自動運転への取り組みにも引き続き注目。

1. 世界の自動車生産は正常化に向かいつつある

[中国自動車生産は4月から正常化]

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が収まらない中、最初に感染拡大が確認されロックダウン(都市封鎖)を実施した中国では、自動車生産が回復基調にある。中国全体の自動車生産台数は図1の通り。20年2月は、前年同月比80%減の29万台に急減したが、4月は同2%増の210万台とプラス転換し正常化。5月も、同18%増の219万台と2カ月連続のプラスとなり、伸び率も前月から一段と高まった。

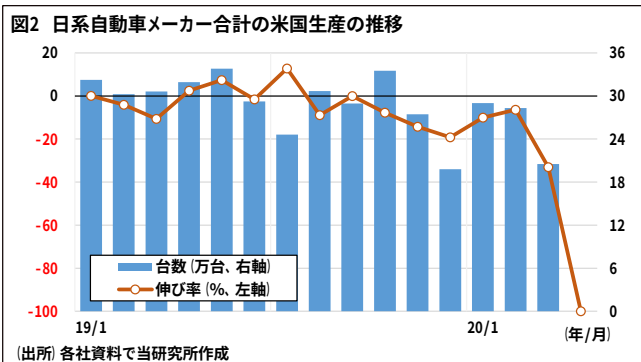
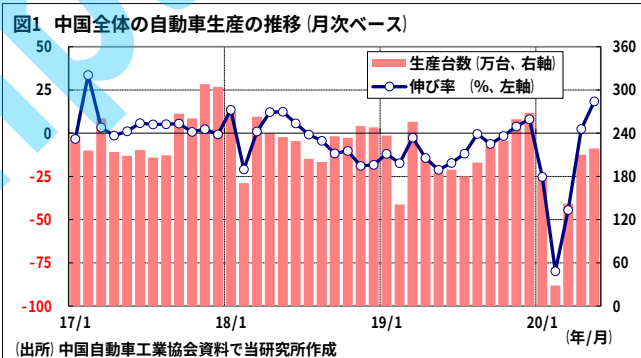
今後に関して企業価値研究所では、ナンバープレート規制の緩和や補助金支給などで一時的に需要が押し上げられている面があり、5月の高い伸び率のまま推移するとは考えていない。しかし、先進国と比較して中国の自動車の普及率は未だ低く潜在需要は大きいと、引き続きプラス基調が継続するとみている。

[米国自動車生産も早期に正常化する可能性]

中国以外の世界各国においては、新型コロナの感染拡大が本格化した3月下旬以降、各国政府・自治体のロックダウンや外出自粛要請に対応する形で、自動車メーカーは一時生産停止に踏み切った。主要市場の米国における日系自動車メーカー合計の生産台数は図2の通り。4月はゼロとなった。ただその後、トヨタ(7203)、ホンダ(7267)、SUBARU(7270)が5月11日から米国で生産を再開。日産自(7201)も6月1日から操業を始めた。足元の販売動向など

を踏まえると、米国生産は早期に正常化する可能性が出てきたと当研究所では考えている。

新興国においても、段階的にロックダウンを解除する動きがみられ、それに伴って日系自動車メーカー各社も生産を再開しつつある。インドやインドネシアなど新興国で新型コロナの収束の兆しがみえないことには引き続き注意を要するが、世界全体でみれば、着実に正常化に向かいつつあるといえる。



2. 今年度は中国の販売動向が鍵を握る

[今年度は実質2割超の営業減益を予想]

当研究所では、業績を予想するにあたり、新型コロナは夏場までに収束し、下期には正常な経済活動に戻ると想定。その上で、4月からの自動車生産の一時

停止の影響を反映し、従来予想を大きく減額した。

当研究所がカバーする自動車部品メーカー6社〔ニッパツ(5991)、豊田織機(6201)、日電産(6594)、デンソー(6902)、NOK(7240)、アイシン精(7259)〕

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

合計の20年度の営業利益は図3の通り、前年度比35%増の5240億円を予想する。営業増益予想としたのは、前年度に多額の品質関連費用など一過性費用を計上した反動が大きく、この影響を除くと、実質的には2割超の営業減益の予想である。中国自動車市場の緩やかな復調を見込んだが、中国以外の地域における自動車生産の一時生産停止が響くと見込んだ。続く21年度は、期を通じて正常な経済活動が可能と想定。前年度比46%増の7675億円の予想とした。

新型コロナの第2波には注意を要するが、足元においては前述の通り中国中心に世界的な自動車生産の回復は想定と比べやや早い印象があり、これが継続するのか注視したい。特に中国の自動車生産動向に注目している。自動車部品メーカーの場合、自動車メーカーと異なり、中国には完全子会社での進出が可能であるほか、中国自動車市場は世界最大規模を誇り、それ故に量産効果も効き易く、収益性も他拠点と比較して高い。

[アイシン精のATの販売復調を予想]

会社別には、アイシン精の相対的な中国依存度が高い。同社は、中国自動車市場向け中心に、高採算なオートマチックトランスミッション（以下AT）の拡販を進めていたことが背景にある。ATの販売台数は図4の通り、19年度は18年度比10%減の904万台だった。米中貿易摩擦などを映した中国自動車市場の減速、中国民族系自動車メーカーのAT在庫の圧縮、更には4Qに新型コロナの影響もあり伸び悩んだ。この反動もあって、20年度は前年度比4%増の940万

台とプラスに転じる見通しとした。

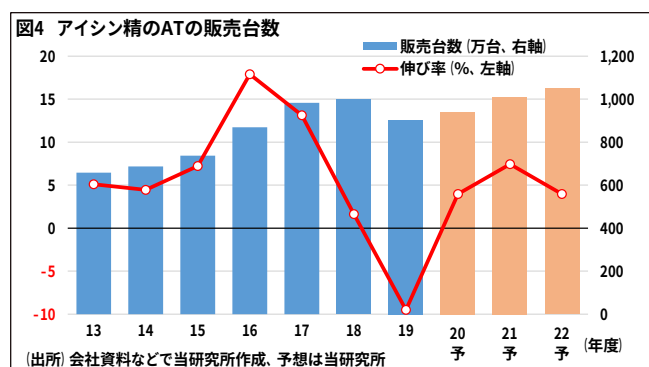
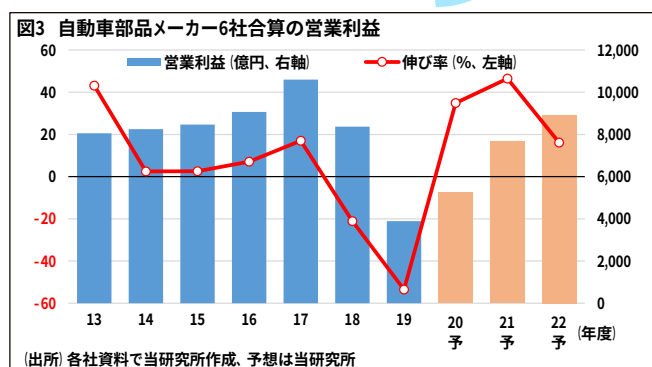
なお同社は、吉利グループとの合弁会社を生産能力40万台/年で20年2月から、広州汽車グループとの合弁会社を生産能力40万台/年で20年8月頃から生産を開始する予定であった。しかし、足元の新型コロナの影響などで、計画の見直しを検討している。当研究所では計画が大幅に変更されたとしても、合弁会社からATを出荷するのか、同社単体もしくは連結子会社から出荷するのかの違いだけで、同社の業績に大きな影響を与えないと現時点では考えているが、今後の動向を注視したい。

[タイヤメーカーも3割程度の減益を予想]

当研究所がカバーするタイヤメーカー2社の20年度の業績予想は、ブリヂストン(5108)が調整後営業利益で前年度比30%減の2360億円、住友ゴム(5110)は事業利益で同28%減の390億円。

両社とも12月決算であり、今年度4Qから正常な経済活動に戻ると想定。そのため、3月決算の上記自動車部品メーカーとの比較では、20年度における新型コロナの影響期間が長くなる。それでも、3割程度の減益で済むと考えたのは、自動車メーカーの一時生産停止の影響を大きく受ける新車用タイヤと比較して、市販用タイヤの落ち込みは軽微にとどまると見込んだことによる。

続く21年度は、期を通じて正常な経済活動が可能と想定。両社とも利益が回復する見通しとした。SUV（スポーツ・ユーティリティ・ビークル）向け高インチタイヤの販売伸長による製品構成の改善などもプラスに働くとみている。



3. 電子部品事業の引き受けてデンソーは系列内の存在感が増すとみる

中期的な目線で捉えた場合、当研究所では引き続き自動車の電動化、ADAS（先進運転支援システ

ム）・自動運転の普及の流れの中、自動車部品メーカー各社がどう取り組むかに注目している。

トヨタ系列では、19年4月にトヨタ以外への拡販に向けて、電動化領域ではデンソーとアイシン精が電動化駆動モジュールの開発・販売の合弁会社「BluE Nexus (ブルー・イー・ネクサス)」を、自動運転領域ではデンソー、アイシン精、アドヴィックス (アイシン精の子会社)、ジェイテクト (6473) で自動運転用統合 ECU (電子制御ユニット) ソフト開発の合弁会社「J-QuAD DYNAMICS (ジェイクワッド ダイナミクス)」を設立している。

また、トヨタ系列内では、電動化や ADAS・自動運転領域で鍵を握る電子部品事業に関して、これまでデンソーとトヨタの双方で行っていたが、デンソーが20年4月にトヨタの広瀬工場を譲り受け、開発機能と生産事業をデンソーに集約した。更にトヨタとデンソーは、次世代の車載半導体の研究および先行開発においても、20年4月に合弁会社「MIRISE Technologies (ミライズ テクノロジーズ)」を設立し

写真1 EV駆動用トラクションモータ

Nidec



(出所) 会社資料より

た。

当研究所では、これらにより、トヨタ以外へ電動化製品、自動運転関連製品の拡販を進める体制が整ったとみて、前向きに評価している。特にデンソーは、トヨタ系列内の電子部品事業を引き受けたことで、系列内での存在感が増すことになる。なおトヨタは、モーター、PCU (パワー・コントロール・ユニット)、システム制御などの車両電動化関連技術に関する特許実施権を無償で提供するとともに、トヨタが保有するパワートレインシステムを活用する際の技術サポートも実施すると発表済みであり、これもトヨタ以外への拡販の一助になるとの見方を変えない。

独立系では、日電産の EV 駆動用トラクションモータ「E-Axle」(写真1参照) の受注拡大が進んでいる。4月の本決算説明会時には、ハイブリッド車用も含め、23年度に200万台超/年、24年度に400万台程度/年、25年度に500万台程度/年の受注が決まったと説明。更に5月には、中国現地自動車メーカーの吉利汽車の新型車に、EV 駆動用トラクションモータが採用されたと発表した。

当研究所では、EV 駆動用トラクションモータの受注が順調に拡大していることを前向きに評価している。欧州の自動車メーカー PSA や、中国の広州汽車グループと合弁会社の設立を決めたこともプラス材料と考えている。課題は、収益力を伴った成長を遂げられるかであろう。足元では、受注急増に伴う先行開発費や、生産立ち上げに伴う先行投資が膨らみ、収益力の低下を余儀なくされている。今後は、先行費用を吸収しながら収益力を高めることができるのか、引き続き注意深く見守っていくこととしたい。

4. アナリストの投資判断 ～個別銘柄では引き続きデンソーに注目

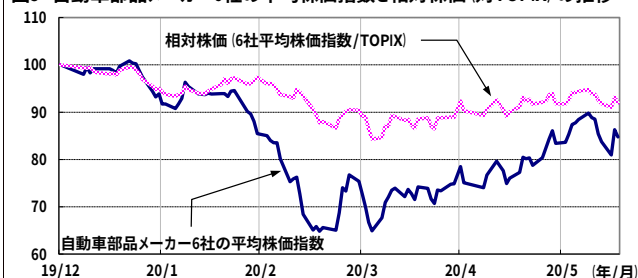
【株価水準は19年末の8割半ばまで回復】

自動車部品メーカー6社平均の株価指数は図5の通り。新型コロナウイルスの影響で20年2月下旬以降は下げ足を速め、株式市場全体に対しても弱含みで推移していた。しかし、4月上旬からは株式市場全体の動きに合わせて緩やかに持ち直し、19年12月末を100とした場合、足元では8割半ばの水準にある。

期を通じて正常な経済活動が可能と見込んだ翌21年度の予想 PER は、過去平均と比較して割安感がある。従って、新型コロナウイルスの第2波などに注意を要

するが、中国を中心とした世界的な自動車生産の回

図5 自動車部品メーカー6社の平均株価指数と相対株価 (対TOPIX) の推移



(注) 6社はニッパツ、豊田織機、日電産、デンソー、NOK、アイシン精、19年末=100として指数化
(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

復に沿い、株価も緩やかに回復する展開を予想している。

【デンソーに加え、アイシン精、ブリヂストンに注目】

個別銘柄では、引き続きデンソーとアイシン精に注目したい。デンソーは、車両の電動化、ADAS・自動運転の中核銘柄との見方を継続。前年度には多額の品質関連費用を計上しており、今後も品質関連の動向に注意を要すると考えているが、中期的な上値余地は大きいと考えている。

アイシン精は、中国自動車市場の回復を映したATの販売伸長、電動化製品の拡大、分社経営から

グループ経営への変革による固定費圧縮の進展が期待できるとみており、株価の持ち直しを引き続き予想している。

タイヤメーカーでは、ブリヂストンに注目。新型コロナウイルス感染症拡大の影響が不明確として、20年度の業績計画は未定に変更したが、1株当たり年間配当金は期初の160円の計画を据え置いた。当研究所では、同社の株主還元の姿勢を高く評価、その計画に基づく予想配当利回りは4%超と依然高く、株価の上値余地はあると考えている。

Sample

<総合商社>

21年度は経済活動の正常化が進展、増益に転じる見通し

2020年6月16日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 堀内敏成

<要約>

主要総合商社の連結純利益は20年度に前年度に続いて減益となるものの、21年度には増益に転じると予想。個別では、安定的な収益力を維持する伊藤忠に注目。

1. 19年度は7社合計で29%の最終減益。コロナ禍で4Qに急速に悪化

主要総合商社7社(双日、伊藤忠、丸紅、豊通商、三井物、住友商、三菱商)の19年度の連結純利益は、7社合計で前年度29%の減益となった(表1参照)(以下、記述は純利益ベース)。世界景気の減速による需要の鈍化、資源市況軟化などの影響で、各社の業績は3Qまで伸び悩みが継続。4Qには新型コロナウイルスの感染拡大などにより、世界的に経済活動が停滞したほか、資源市況が急落。これらに伴う減損損失の発生などで各社の収益は急速に悪化した(図1、図2、図3参照)。

19年度の純利益を個別にみると、伊藤忠(8001)、豊通商(8015)の2社が小幅増益だったが、三井物

(8031)、三菱商(8058)など4社が減益。丸紅(8002)が4Qにおける多額の一過性損失の計上が響き、大幅な赤字に転落した(表1参照)。伊藤忠は前年度比0.2%の微増益だったが、純利益は2期連

図1. 総合商社7社 四半期別純利益推移

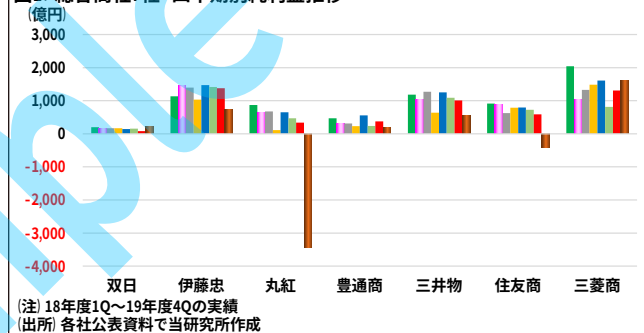


表1. 総合商社7社 連結業績比較

(単位: 百万円、%, 円)

	純利益	前年度比	営業CF	投資CF	FCF	年間配当金
双日 (2768)	70,419	23.9	96,476	-42,200	54,276	17.00
	60,821	-13.6	40,510	-35,669	4,841	17.00
	40,000	-34.2	-	-	-	未定
伊藤忠 (8001)	500,523	25.0	476,551	201,149	677,700	83.00
	501,322	0.2	878,133	-248,766	629,367	85.00
	400,000	-20.2	-	-	-	88.00
丸紅 (8002)	230,891	9.3	284,895	22,528	307,423	34.00
	-197,450	-	326,981	-209,790	117,191	35.00
	100,000	-	-	-	-	15.00
豊通商 (8015)	132,622	1.8	210,796	-137,546	73,250	100.00
	135,551	2.2	267,809	-173,910	93,899	110.00
	80,000	-41.0	-	-	-	110.00
三井物 (8031)	414,215	-1.0	410,670	-719,036	-308,366	80.00
	391,513	-5.5	526,376	-185,230	341,146	80.00
	180,000	-54.0	-	-	-	80.00
住友商 (8053)	320,523	3.9	268,883	-51,317	217,566	75.00
	171,359	-46.5	326,618	-203,417	123,201	80.00
	未定	-	-	-	-	70.00
三菱商 (8058)	590,737	5.5	652,681	-273,687	378,994	125.00
	535,353	-9.4	849,728	-500,727	349,001	132.00
	未定	-	-	-	-	134.00

(注1) 上段は18年度実績、中段は19年度実績、下段は20年度会社計画

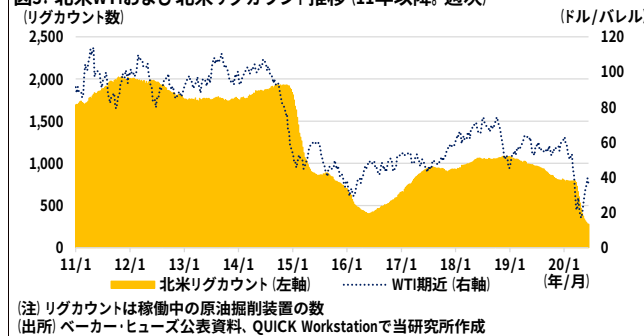
(注2) 豊通商は期初段階で未定とした純利益および1株当たり配当金の予想を6/10に公表

(注3) FCFはフリーキャッシュフロー(営業CF+投資CF)

図2. 原油および銅先物価格推移(12年以降、週次)



図3. 北米WTIおよび北米リグカウント推移(11年以降、週次)



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

続で 5000 億円を超え、4 期連続で最高益を更新。鉄鉱石市況の上昇なども寄与したが、強みを持つ非

資源分野も 3 期連続で最高益を達成した。

2. 20 年度はコロナ禍の影響続き減益予想。21 年度は増益転換へ

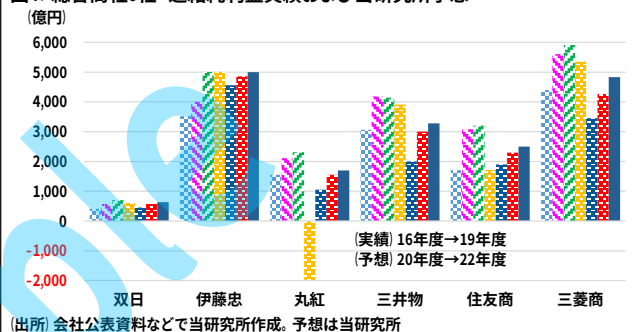
20 年度の連結純利益見通しについて会社側は期初の段階で、豊通商、住友商 (8053)、三菱商の 3 社が、「新型コロナウイルスの感染拡大の影響を合理的に算定することは困難」として、「未定」とした。計画を公表した 4 社のうち、丸紅は 19 年度の大幅赤字からの黒字転換を見込むが、他の 3 社はいずれも大幅減益を計画している。なお、豊通商は 6 月 10 日、未定とした純利益および 1 株当たり年間配当金の予想を公表した (表 1 参照)。

企業価値研究所では、業績予想の対象とする総合商社 6 社 (豊通商を除く) の 20 年度純利益予想を 6 社合計で前年度比 8% 減とする (図 4 参照)。原油、原料炭など資源市況の下落を見込む影響が大きく、非資源分野も鉄鋼、自動車などに関連した分野を中心に経済活動停滞が響くと見込む。新型コロナウイルスの影響については、世界的な感染が 20 年度 2Q にピークアウトし、3Q 以降、経済活動が正常化に向

かうと想定。各社の業績も 3Q 以降、持ち直すとみている。

続く 21 年度は同 23% の増益を予想する。世界的に経済活動の正常化が進み、各社の業績も増益に転じると見込む。ただ、新型コロナウイルスの感染第 2 波が広がるリスクが残り、世界景気は「U 字型回復」にとどまるとみており、資源市況は上値の重い展開が続くと予想する。

図4. 総合商社6社 連結純利益実績および当研究所予想



3. アナリストの投資判断 ～安定的な収益力擁する伊藤忠に引き続き注目

【株価は伊藤忠の堅調な推移が目立つ】

当研究所が業績予想の対象とする総合商社 6 社の株価は、19 年初頭以降の相対比較および東証株価指数 (TOPIX) との比較をみると、いずれも伊藤忠の堅調な推移が目立つ (図 5、図 6 参照)。安定的な収益力、積極的な株主還元などが株式市場での評価を高めており、19 年 9 月以降上場来高値の更新が継続。20 年 2 月には 2695.5 円をつけた。

その他の各社の株価も、19 年 9 月以降のバリュー株 (割安株) の全般的な戻りのなかで持ち直したが、20 年 2 月以降は新型コロナウイルスの感染拡大を受

けた世界的な連鎖株安のなか、伊藤忠を含めて急落を余儀なくされた。3 月中旬以降、持ち直したが、原油など資源市況の急落の影響もあり、TOPIX に対しては、総じて劣勢に推移している。

【伊藤忠の実績 PBR は東証 1 部上場銘柄とほぼ同水準まで改善】

図 7 では、東証 1 部上場銘柄、主要総合商社 (伊藤忠、三菱商) の実績 PBR の推移を比較した (08 年以降)。「アベノミクス相場」がスタートした 12 年末以降、それまで遜色なかった東証 1 部上場銘柄と主要総合商社の乖離が広がった。東証 1 部上場銘柄の

図5. 総合商社6社 株価推移比較 (19年以降、日次)

(19年初頭=100として指数化)

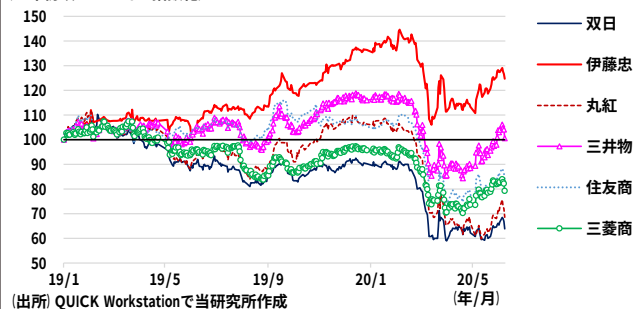
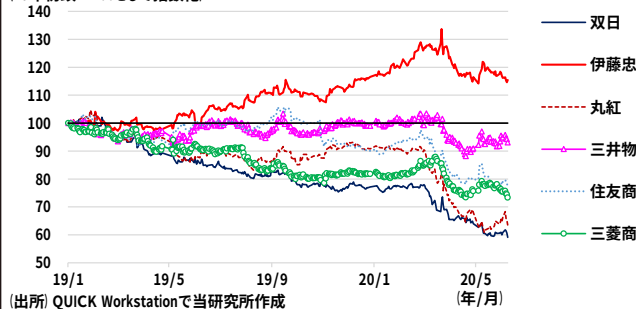


図6. 総合商社6社 対TOPIX相対指数推移 (19年以降、日次)

(19年初頭=100として指数化)



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

水準が切り上がったのに対し、主要総合商社、特に三菱商の低迷が目立つようになった。主要要因としては、中国の実質 GDP 成長率が減速傾向をたどったことに伴う鉄鋼原料（鉄鉱石、原料炭）や銅などの市況の伸び悩みなどが挙げられる。三菱商は三井物とともに歴史的に資源（鉄鋼原料、銅、原油・天然ガス等）の上流権益に強みを持つため、これらの市況の低迷が業績に及ぼす影響は大きくなる。

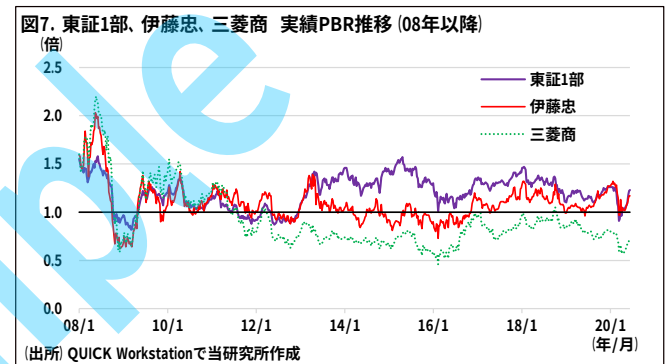
一方、伊藤忠は伝統的に強みを持つ生活消費関連分野を中心に、19年度まで純利益で4期連続過去最高益を更新。積極的な自己株式取得の実施なども寄与して ROE は同業他社比較で高水準を維持。これらを反映、実績 PBR は同業他社を上回って推移し、直近では東証1部銘柄とほぼ同等の水準まで改善している（図7参照）。

【「コロナ後の社会変化」見据えたビジネスモデル再構築に期待】

これらを踏まえ当研究所では、総合商社セクターでは引き続き、伊藤忠に注目する。株式市場で総合商社株が割安に放置されがちであるのは、「利益水準の振れ幅が大きい」ことも一因であると当研究所ではみているが、そうしたなかであって、同社の安定的な収益力への評価が継続しよう。その背景にあるの

は、(1) 生活消費関連分野を中心とする独自の事業ポートフォリオ、(2) 傘下の中小事業会社の低重心経営の強化、など同社の経営努力であり、累進配当の継続および機動的な自社株買いなど積極的な株主還元と合わせ、これらに対する株式市場の高評価は今後も継続しよう。

同社は19年度より、「第8」のセグメントを新設した。これは同社経営陣の危機感の表れであり、消費者の嗜好や購買チャンネル、ECビジネスにおける商品の多様化などが急速に進行するなか、従来からの「プロダクトアウト」による商品・タテ割り組織のみでは対応が困難な状況となったことを踏まえたもの。「コロナ後の社会変化」を見据えたビジネスモデル再構築につながる取り組みとして期待したい。



<小売>

消費者行動の変化への対応力が問われる

2020年6月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 永田和子

<要約>

家計防衛志向上昇やEC、「コト消費」への移行加速など消費者行動変化への対応力が問われることに。危機感をバネとした収益構造改革進捗や業界再編の動きにも要注目。

1. 家計防衛志向の高まり、EC、「コト消費」への移行加速、テレワーク定着などを予想

【コロナ影響は業態間で二極化】

小売業における新型コロナウイルス影響は表1に示す通り業態間格差が鮮明。臨時休業を余儀なくされた百貨店や外出自粛、テレワーク、営業時間短縮などが響いた紳士服チェーン、ファミレスの落ち込みが大きい半面、「巣ごもり消費」や感染防止需要を取り込んだSM（食品スーパー）、ドラッグストア、100円ショップ、HC（ホームセンター）が好調に推移。レジャー感覚での利用も目立つHCは、新型コロナウイルス以前の不振が嘘のようだ。100円ショップの増勢は、リーマンショック時を遙かに上回る消費マインドの落ち込み（図1）による節約志向の高まりを反映している可能性がある。表1にはないが、EC（ネット通販）の伸長も著しい。

【「リベンジ消費」が長続きするかは不透明】

自粛からの反動による「リベンジ（報復性）消費」が報じられている米中と同様、日本でも似たような動きが散見される。家電量販店では自粛生活下で抑えられていた新生活需要が5月に入り顕在化。3カ月ぶりにプラス転換した可能性が高い。6月1日で全店が営業を再開した丸井G（8252）では1～10日の小売取扱高が+2%となったが、これは休業期間中に蓄積された買い物熱発散による「追い風参考値」とみるべきで、雇用環境悪化や収入減による消費マインドの更なる冷え込みが懸念されるなか、「リベンジ消費」が長続きするかは不透明と言えよう。7月中には特別定額給付金10万円が行き渡る期待もあるが、日本経済新聞社の調査では、給付金の使い道として食品・日用品が最も多く（2番目は貯蓄）、家計防衛志向が一段と強まっている模様。当面は営業時間短縮や「3密」回避のための入店制限、席数削減が続くほか、

「蒸発」状態にあるインバウンド（訪日外国人）需要に至っては、入国制限解除の見通しが立たないため、百貨店や一部のドラッグストア、ディスカウントストア、家電量販店等へのダメージが大きい。なお、これから本格化する夏物商戦（夏服、帽子、サンダル、サンングラス、日傘、肌着、日焼け止め、制汗剤、虫除け・殺

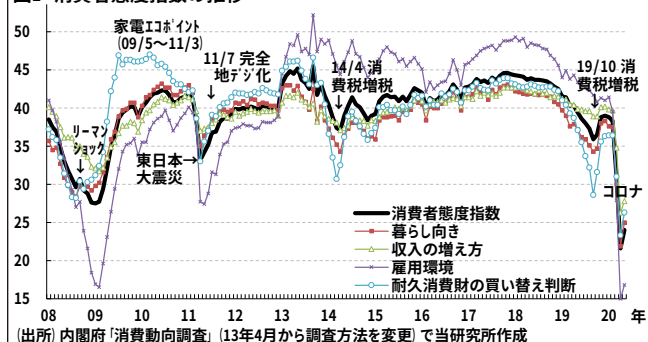
表1 各業態の既存店売上高増減率

年/月	百貨店		紳士服	量販店	家電量販店	ホームセンター	ドラッグストア	100円ショップ	食品スーパー		コンビニ	ファミレス	
	免税	婦人服	チェーン						青果				
19/6	-0.9	+0.6	-1.7	-0.9	-0.5	+5.6	-1.9	+1.9	-2.0	-0.3	+0.2	-0.0	+1.9
7	-2.9	+3.4	-7.1	-12	-7.1	-12	-7.6	-0.9	-2.5	-4.2	-5.0	-2.5	-4.1
8	+2.3	-0.7	0.0	+3.3	-0.3	+16	+4.1	+3.0	-0.1	-1.3	-5.2	+0.8	+2.2
9	+2.3	+2.7	+19	+8.0	+2.8	+51	+12	+21	+3.8	-0.1	-4.4	-1.1	+1.6
10	-18	-14	-21	-27	-4.1	-16	-10	-4.2	-5.4	-1.7	-4.2	+1.8	-5.1
11	-6.0	-5.3	-8.1	-15	-1.4	-7.3	-3.3	-0.1	-1.3	-0.3	-0.6	+1.0	+2.3
12	-5.0	-0.8	-6.9	-14	-3.3	-13	-6.0	+0.8	-0.8	-0.9	+1.1	-0.3	-1.5
20/1	-3.1	+21	-6.0	-12	-2.0	-2.4	-2.8	+2.5	+0.9	-1.3	-2.8	+0.4	+0.3
2	-12	-65	-18	-2.4	+4.1	+3.2	+8.7	+14	+12	+5.5	+1.2	+2.6	+0.2
3	-33	-86	-44	-37	+0.8	-11	+5.7	+3.5	+3.5	+7.2	+6.1	-5.8	-2.3
4	-73	-99	-87	-53	-4.5	-11	+8.9	+4.2	+6.2	+11	+16	-11	-5.9
5	-67	-99		-43	0	+8	+18	+5.9	+12	+10		-9	-4.9

（注）網掛けは当研究所推定、紳士服チェーンは青山商（8219）、AOKI HD（8214）の単純平均、ホームセンターはDCM（3050）、コメリ（8218）、コーナン商事（7516）の単純平均、ドラッグストアはウエルシアHD（3141）、マツモトキヨシ（3088）、サンドラッグ（9989）、ツルハHD（3391）、コスモ薬品（3349）、スギHD（7649）の単純平均、100円ショップはセリア（2782）、キャンドゥ（2698）、ワック（2735）の単純平均、家電量販店・ファミレスは全店売上高増減率・店舗数増減率で計算

（出所）日本百貨店協会、日本チェーンストア協会、日本SM協会、日本FC協会、日本フードサービス協会の販売統計、経済産業省「商業動態統計」、各社資料等で当研究所作成

図1 消費者態度指数の推移



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

虫剤、冷感商材、エアコン、扇風機、クール寝具、飲料・アイス、涼味麺等)については、昨年が「梅雨寒」で振るわなかっただけに、ハードルは低い。

【繁華街立地の集客力低下やカジュアル化進行も】

アフターコロナ、ウィズコロナでは消費者の行動が大きく変わることが予想される。自粛生活下でのスマホ利用練度向上や「断捨離」人気などを考慮すると、リアルからネット、「モノ」から「コト」の移行が加速するほか、インフルエンサーの影響が高まる公算も。購入から共有(フリマアプリ、レンタル、定額制サービス)への移行は新型コロナウイルス影響(他人が触れた

モノへの抵抗感)を受ける可能性もあるが、家計防衛志向の高まりを考えれば、この流れも止まらないだろう。テレワークが定着した場合、オフィス街・繁華街に立地する小売業の集客力低下につながるだけでなく、近年のトレンドである「アスレジャー」(機能性ウエアを普段着に取り入れること、アスレチック+レジャー)を含むファッションのカジュアル化も一段と進行する見通し。キャッシュレス・ポイント還元事業は6月末で終了するが、新型コロナウイルス感染防止対策として利用が高まったキャッシュレス化の流れも元には戻らないと考える。

2. 危機感をバネとした収益構造改革進捗に期待、業界再編の動きにも注目

新型コロナウイルス影響が業態間で二極化しているとは言え、アフターコロナ、ウィズコロナでは全業態で消費者行動の変化への対応力が問われることになる。EC強化や節約志向への対応、立地戦略、マーケティングの見直し、「コト消費」の取り込みなどが必要となろう。苦戦組では危機感をバネに赤字店閉鎖、赤字事業からの撤退、人員体制やサプライチェーン

(原材料調達から製造・物流・販売に至る繋がり)の見直し、デジタル変革(セルフレジ化、キャッシュレス対応、電子タグ導入など)による生産性改善といった収益構造改革の進捗に期待したい。企業間の競争力格差が鮮明となるなか、業界再編の機運も高まると考えられ、M&Aの動向にも要注目だ。

3. アナリストの投資判断 ～丸井Gに株価上昇余地ありと判断

TOPIXが急回復を遂げた直近3カ月間の小売業の株価パフォーマンスはやや劣勢だが、昨年末との比較では優勢(表2)。特に「巣ごもり消費」の恩恵が大きいドラッグストア、SMは昨年末から2桁上昇となり、百貨店の落ち込みをカバーした。なお、新型コロナウイルスによるダメージの大きいイオン(8267)の株価が昨年末比で上昇しているのは、家計応援型の株主優待を主因とした個人投資家からの高い人気で下支えしているため。他方、ディフェンシブ(景気動向に業績が左右されにくい)セクターであるコンビニの戻りが弱いのは、オフィス街・繁華街立地店舗への悪影響が想定以上に大きい(表1)ためだ。百貨店の出遅れ感が強いが、「第2波」への警戒感依然、根強い。

企業価値研究所は丸井Gの株価について引き続き上昇余地ありと判断。都心店はデジタル系テナントへの転換＝変化対応により集客力低下を回避できるとみる。継続的収入による安定収益基盤に家計シェア最大化戦略などが加わり、21年度に営業利益の成長軌道回復を見込むうえ、配当性向引き上げ方針に

基づく高配当利回り予想も株価回復を後押ししよう。高機能・低価格ウエアPB(プライベートブランド)を武器にアスレジャー潜在市場の開拓が進むワークマン(7564)にも引き続き注目している。

表2 サブセクター別の株価騰落率

	14年末 → 15年末	15年末 → 19年末	19年末 → 20/6/19	20/3/19 → 20/6/19
TOPIX	9.9	11.2	-8.0	23.3
TOPIX 小売	28.8	5.9	-2.0	20.6
コンビニ	28.8	7.0	-13.2	11.1
7&I-HD (3382)	(27.3)	(-27.9)	(-7.4)	(4.1)
総合スーパー	28.1	-7.2	-7.4	14.2
イオン (8267)	(53.9)	(20.7)	(9.4)	(7.3)
専門店	36.3	7.7	-9.2	24.7
ファーストリテイ (9983)	(-3.2)	(52.4)	(-3.2)	(56.6)
家電量販店	10.5	25.3	-7.3	18.1
ヤマダ電 (9831)	(28.8)	(10.5)	(-7.8)	(4.3)
百貨店	29.7	-21.7	-31.0	-2.7
丸井G (8252)	(80.8)	(34.9)	(-22.6)	(2.4)
ドラッグストア	42.2	17.2	15.0	25.3
ウエルシアHD (3141)	(88.0)	(106.8)	(28.8)	(22.1)
食品スーパー	40.9	-10.7	15.4	26.4
ヤオコー (8279)	(46.3)	(9.4)	(37.8)	(20.2)

(注) ()内は各サブセクターの時価総額1位企業、20/3/19は前回レポートの株価基準日、斜字はTOPIXを5ポイント超上回る、網掛けは同下回る、ドラッグストアにはホームセンター含む

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

<鉄道>

輸送需要の低迷により今年度は営業赤字への転落を予想

2020年6月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 唐木健至

<要約>

新型コロナの感染拡大に伴う輸送需要の低迷で今20年度は営業赤字への転落を予想。一方、来21年度は新型コロナの影響が徐々に解消するとみて営業黒字への転換を見込む。

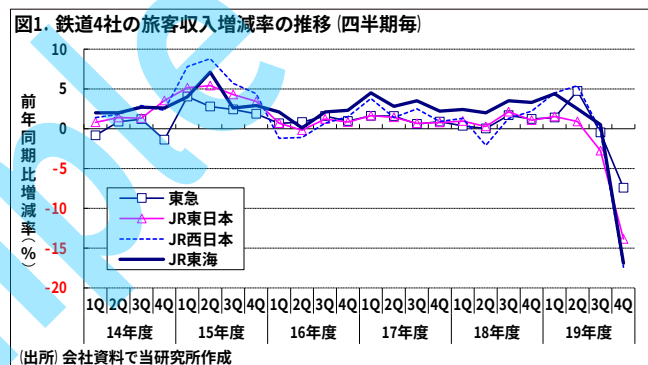
1. 輸送需要の動向

[新型コロナの影響で足元の旅客収入が減少]

足元で鉄道の輸送需要が低迷している。業界大手の東急(9005)、JR 東日本(9020)、JR 西日本(9021)、JR 東海(9022)の四半期別の旅客収入をみると、ここ数年は概ね堅調に推移していたが、19年度3Qは昨年秋の台風19号上陸に伴う計画運休の影響などで、JR 東海以外の3社で前年同期と比べ減収に。19年度4Qは、新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、4社全社で大幅な減収を余儀なくされた。

また、今年4月以降の動向をみると、外出自粛の広がりなどで、鉄道の利用が一段と落ち込んでいる。各社が月次で発表する駅などでの乗車券の取扱収

入をみると、JR 東日本は4月が前年同月比76%の減収、5月が同71%の減収に。JR 西日本は4月が同78%の減収、5月が同72%の減収となっている(ともに5月は速報値)。



2. 20年度予想

[外出自粛などで輸送需要が落ち込むとみて、4社合計で営業赤字への転落を見込む]

企業価値研究所が予想対象とする東急、JR 東日本、JR 西日本、JR 東海の業績をみると、今20年度は4社合計で前年度比23%の減収、営業損失360億円(前年度は1兆2664億円の利益)を見込む。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う外出自粛などで、鉄道の輸送需要が落ち込むと想定。業務効率化に伴う各種経費の抑制が進むとみるが、営業赤字へ転落する予想としている。

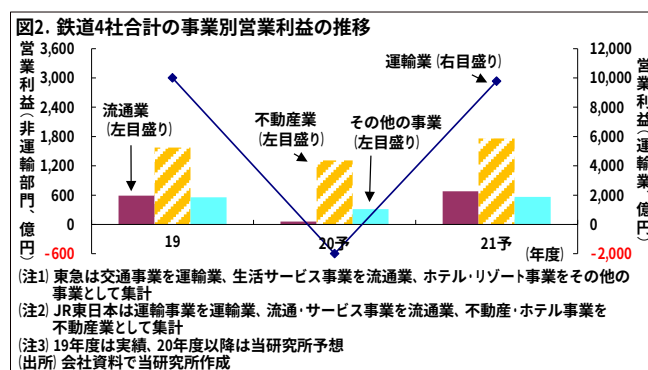
[運輸業は営業赤字への転落を予想。定期外、定期ともに利用が減少すると想定]

今年度の予想を事業別にみると、運輸業は、図2の通り前年度の営業黒字から赤字への転落を見込む(4社合計ベース、以下同様)。出張や観光需要の低迷で、定期券を使わない定期外旅客の利用が減少するほか、テレワークの浸透や雇用情勢の悪化に

伴い通勤客など定期旅客の利用も減り、各社で鉄道の旅客収入が落ち込むと想定。運行本数の削減に伴い鉄道の動力費が減るほか、業務効率化などで外部委託費や広告宣伝費といった費用も減少するが、鉄道の利用落ち込みの影響を補えないとみて、損益の悪化を見込む。

[非運輸部門は流通業などの利益減少を予想]

非運輸部門をみると、流通業は鉄道の利用減少や



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

個人消費の低迷で、各社が展開する駅売店や百貨店の販売が落ち込むとみて、図2の通り営業減益を見込む。不動産業は、東急とJR東日本などが共同開発した大型複合ビル「渋谷スクランブルスクエア東棟」(表1参照)の収益貢献はあるものの、営業活動の停滞により各社でマンションなどの販売が減るほか、賃貸部門で飲食店などテナントの売り上げ減少に伴い、テナントの売り上げに連動する賃料収入が減るとみて営業減益を予想。その他の事業は、訪日客の減少に伴うホテルの稼働率の低下などにより、営業減益の予想としている。

【会社別では4社全社で営業損益の悪化を見込む】

今年度の予想を会社別にみると、鉄道の利用減少などにより、東急、JR東日本、JR西日本、JR東海の4社全社で、表2の通り営業損益の悪化を見込む。JR東日本とJR西日本については、利益を出すのに必要な営業収益の水準を示す損益分岐点比率が相対的に高いことなどから、2社ともに前年度の営業黒

字から赤字へ転落する予想としている。

表2. 鉄道4社の連結業績

単位: 億円、増減率は%

		19年度		20年度		21年度	
		金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
東急 (9005)	営業収益	11,642	+0.6	10,620	-8.8	11,740	+10.5
	営業利益	688	-16.1	320	-53.5	790	+146.9
	経常利益	709	-13.4	320	-54.9	800	+150.0
	純利益	424	-26.7	210	-50.5	550	+161.9
JR東日本 (9020)	営業収益	29,466	-1.8	22,850	-22.5	29,900	+30.9
	営業利益	3,808	-21.5	-1,460	-	3,880	-
	経常利益	3,395	-23.4	-1,870	-	3,470	-
	純利益	1,984	-32.8	-1,490	-	2,340	-
JR西日本 (9021)	営業収益	15,082	-1.4	11,570	-23.3	15,190	+31.3
	営業利益	1,606	-18.4	-1,020	-	1,580	-
	経常利益	1,484	-19.1	-1,150	-	1,450	-
	純利益	894	-13.0	-950	-	920	-
JR東海 (9022)	営業収益	18,446	-1.8	12,800	-30.6	18,430	+44.0
	営業利益	6,562	-7.6	1,800	-72.6	6,480	+260.0
	経常利益	5,743	-9.2	1,030	-82.1	5,710	+454.4
	純利益	3,979	-9.3	670	-83.2	3,940	+488.1
鉄道4社計	営業収益	74,637	-1.4	57,840	-22.5	75,260	+30.1
	営業利益	12,664	-14.1	-360	-	12,730	-
	経常利益	11,331	-15.5	-1,670	-	11,430	-
	純利益	7,281	-18.6	-1,560	-	7,750	-

(注1) 増減率は前年度比

(注2) 19年度は実績、20年度、21年度は当研究所予想

(出所) 会社資料で当研究所作成

表1. 各社が手掛ける主な開発プロジェクト

会社	プロジェクト	概要	開業
東急 (9005)	渋谷スクランブルスクエア東棟	オフィス、商業施設などが入る渋谷駅直結の大型複合ビル (JR東日本、東京メトロとの共同開発)	19年11月
	南町田グランベリーパーク	公園と一体となった大型の商業施設	19年11月
JR東日本 (9020)	渋谷スクランブルスクエア東棟	オフィス、商業施設などが入る渋谷駅直結の大型複合ビル (東急、東京メトロとの共同開発)	19年11月
	WATERS takeshiba (ウォーターズ竹芝)	竹芝地区におけるオフィス、商業施設、ホテル、劇場などの総合開発	オフィスとホテルは20年4月、商業施設は20年6月、劇場は20年10月
	JR横浜タワー	オフィス、商業施設などが入る横浜駅直結の複合ビル	オフィスは20年4月以降順次、商業施設は20年6月
	JR横浜鶴屋町ビル	商業施設、ホテル、保育所などが入る複合ビル。JR横浜タワーとデッキで接続	保育所は20年4月、商業施設とホテルは20年6月

(出所) 会社資料で当研究所作成

3. 21年度予想

【新型コロナの影響が徐々に解消するとみて、4社合計で営業黒字への転換を見込む】

来21年度の業績について当研究所では、鉄道4社合計で前年度比30%の増収、営業利益1兆2730億円(20年度当研究所予想は360億円の損失)を見込む。新型コロナウイルスの影響が徐々に解消することで、輸送需要が回復に向かうとみて営業黒字へ転換する予想としている。

事業別では、運輸業は経済活動の正常化に伴い

出張や旅行需要が回復するとみるほか、東京五輪の観戦客の取り込みもあり、各社で鉄道の旅客収入が増えたと想定。鉄道設備の修繕費や広告宣伝費といった費用も増加するとみるが、図2の通り20年度の営業赤字から黒字への転換を見込む。非運輸部門では、流通業は鉄道の利用増加や個人消費の回復で、駅売店や百貨店の販売が増えたとみて営業増益を予想。不動産業は、商業ビルに入るテナントの売り上げ回復に伴い賃料収入が増加するとみて営業増

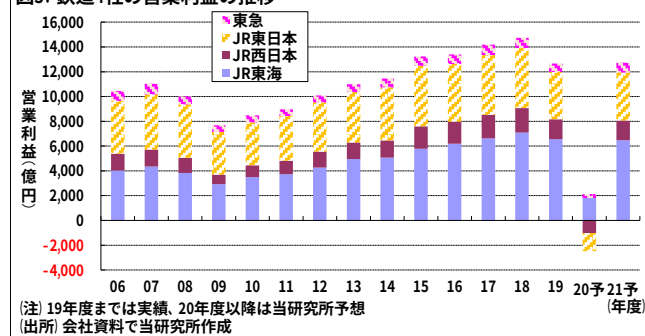
本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

益を見込む。その他の事業は、訪日客の取り込みによるホテルの稼働率向上などで営業増益の予想としている。

会社別では、鉄道の利用増加などにより、東急、JR 東日本、JR 西日本、JR 東海の 4 社全社で、表 2 の通り営業増益の改善を見込む。個別の増減益要因としては、東急は仙台空港で展開する空港運営事業や、映画館の運営を手掛ける映像事業の収入回復に伴う収支改善を想定。JR 東日本は、「WATERS takeshiba (ウォーターズ竹芝)」や「JR 横浜タワー」など 20 年度に開業する不動産開発案件の収益貢献

の本格化を見込んでいる。

図3. 鉄道4社の営業利益の推移

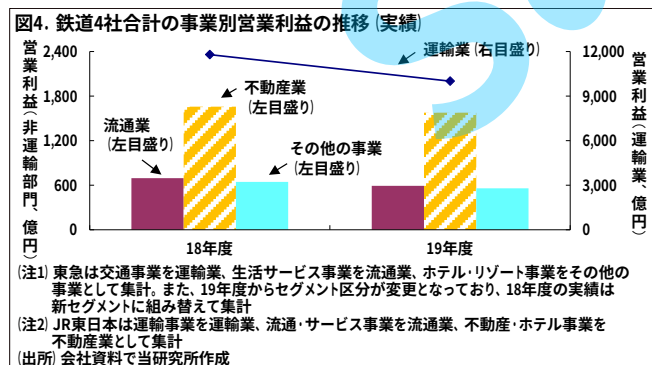


4. 19年度実績

[4社合計で14%営業減益。運輸業などの利益が減少]

19年度の業績は、鉄道4社合計で前年度比1%の減収、同14%の営業減益。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う輸送需要の低迷などが響き業績が悪化した。

事業別では、運輸業は昨年秋の台風19号上陸に伴う計画運休や、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う外出自粛の影響で、各社の旅客収入が減少し図4の通り営業減益となった。非運輸部門では、流通業は駅売店や百貨店の販売が減り営業減益に。不動産業は、駅ビル内の商業施設の販売が減少したことなどで営業減益となった。その他の事業は、ホテルの利用が低迷し営業減益を余儀なくされた。



会社別では、鉄道の利用減少などにより、東急、JR 東日本、JR 西日本、JR 東海の 4 社全社で営業減益に。特に、JR 東日本は台風 19 号の影響が大きかったほか、次世代新幹線の走行試験の実施に伴う関連費用の計上もあり、営業利益の減少率が 4 社中で最大に。JR 西日本も、高水準の設備投資に伴う減価償却費の増加などで、高めの減益率を余儀なくされた。

表3. 鉄道4社の連結業績 (実績)

単位: 億円, 増減率は%

		18年度		19年度	
		金額	増減率	金額	増減率
東急 (9005)	営業収益	11,574	+1.7	11,642	+0.6
	営業利益	820	-1.1	688	-16.1
	経常利益	819	-2.2	709	-13.4
	純利益	578	-17.5	424	-26.7
JR東日本 (9020)	営業収益	30,020	+1.8	29,466	-1.8
	営業利益	4,849	+0.7	3,808	-21.5
	経常利益	4,433	+0.7	3,395	-23.4
	純利益	2,952	+2.2	1,984	-32.8
JR西日本 (9021)	営業収益	15,293	+1.9	15,082	-1.4
	営業利益	1,969	+2.9	1,606	-18.4
	経常利益	1,833	+3.1	1,484	-19.1
	純利益	1,028	-7.0	894	-13.0
JR東海 (9022)	営業収益	18,781	+3.1	18,446	-1.8
	営業利益	7,098	+7.2	6,562	-7.6
	経常利益	6,327	+8.4	5,743	-9.2
	純利益	4,387	+10.9	3,979	-9.3
合計		75,669	+2.1	74,637	-1.4
		営業利益	+3.9	12,664	-14.1
		経常利益	+4.4	11,331	-15.5
		純利益	+3.4	7,281	-18.6

(注) 増減率は前年度比

(出所) 会社資料で当研究所作成

5. アナリストの投資判断

[足元の株価は東急、JR 東、JR 東海が概ね妥当、JR 西は特段の割高感のない水準とみる]

鉄道4社の株価をみると、新型コロナウイルスの感染拡大で輸送需要が鈍るとの懸念などから今年2月

中旬以降に急落。3月中旬以降は、株式相場全体の回復もあり戻しているが、それまでの落ち込みと比べれば戻りは鈍い。

東急、JR 東海の2社について、直近株価での来

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

年度当研究所予想 PER は表 4 の通りで、いずれも過去 3 年の平均 (東急が 19 倍弱、JR 東海が 10 倍強) をやや下回る。ただ、当研究所では新型コロナウイルスの影響解消後も、テレワークの普及に伴う通勤客の減少で鉄道の輸送需要が伸び悩む懸念があるとみることなどから、株価も来年度の予想 PER でみて過去 3 年をやや下回る評価が妥当と考えている。また、JR 東日本の直近株価での来年度当研究所予想 PER は表 4 の通りで、過去 3 年の平均と概ね同水準にある。当研究所では、新型コロナウイルスの影響解消後も、オンライン会議の普及に伴う企業の出張抑制で鉄道の利用が伸び悩む懸念があるとみることなどから、株価も過去 3 年を下回る評価が妥当だが、駅ビル開発など会社が取り組む非運輸部門の強化策が順調に進んでいることもあり、株価の評価を大きく引き下げる必要はないと考えている。足元の株価は東急、JR 東日本、JR 東海の 3 社いずれも概ね妥当な水準にあるとみており、今後は中長期的観点から新型コロナウイルスの影響解消を見極めながら、徐々に水準を切り上げる展開を予想する。特に JR 東

表4. 鉄道4社の株価指標

	株価 (6/16) (円)	今年度予想 PER(倍)	来年度予想 PER(倍)	実績PBR (倍)
東急 (9005)	1,630	46.9	17.9	1.30
JR東日本 (9020)	8,269	-	13.3	0.99
JR西日本 (9021)	6,515	-	13.5	1.11
JR東海 (9022)	18,095	53.0	9.0	0.93

(注1) PERは当研究所利益予想を元に算出。EPSがゼロやマイナス、極めて少額の場合は「-」

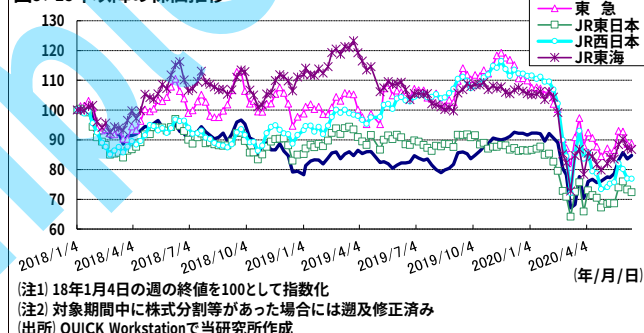
(注2) PBRは19年度末連結1株当たり純資産を元に算出

(出所) QUICK Workstation、会社資料で当研究所作成

日本は、品川の駅周辺開発など、首都圏における大型の開発プロジェクトの貢献で中長期的な利益成長が見込めるため、株価も中長期的観点から上値の余地が大きいと考えている。

一方、JR 西日本の直近株価での来年度当研究所予想 PER は表 4 の通りで、過去 3 年の平均 (14 倍弱) と大差のない水準にある。当研究所では、足元で輸送需要が低迷していることなどから、株価も過去 3 年を下回る評価が妥当だが、会社が取り組む非運輸部門の強化策の効果で中長期的な利益成長が見込めるとみることもあり、株価の評価を大きく引き下げる必要はないと考えている。足元の株価は特段の割高感のない水準にあるとみており、今後は中長期的観点から、来年度以降の利益回復をにらみながら、徐々に水準を切り上げる展開を予想する。

図5. 18年以降の株価推移



<トラック運送>

個人向け貨物の輸送需要の伸長などで増益局面が続こう

2020年6月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 唐木健至

<要約>

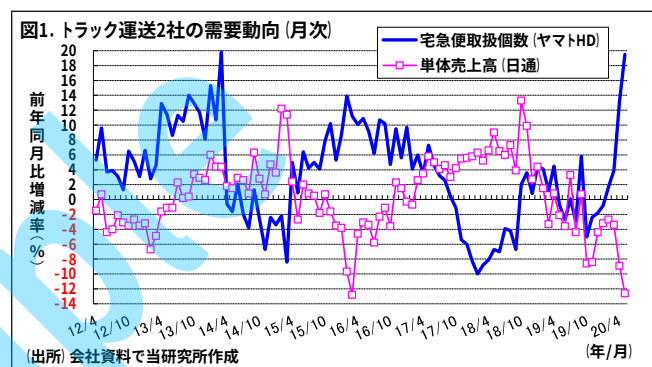
巣ごもり消費の拡大で宅配便など個人向け貨物の輸送需要が伸びるとみて今20年度は増益を予想。来21年度は、企業間貨物の荷動き回復などで増益を見込む。

1. 足元の事業環境

[企業間貨物の荷動きは低調だが、個人向けが伸長]

足元では企業間貨物の荷動きは低調ながら、個人向けが伸びている。企業間貨物が中心となる日通(9062)の月別の単体売上高をみると、米中貿易摩擦や新型コロナウイルスの感染拡大に伴う経済活動の停滞で、19年3月以降は前年同月と比べ減収となる月が多くなっている。一方、宅配便最大手のヤマトHD(9064)の宅急便の取扱個数をみると、19年10月の消費税増税後の消費低迷が響き、19年10月以降は減少が続いていたが、20年2月以降は、外出せずに自宅で買い物を済ませる巣ごもり消費の拡大が

追い風となり、増加に転じている。



2. 20年度予想

[巣ごもり消費の拡大などにより、2社合計で8%営業増益を見込む]

企業価値研究所が予想対象とする日通、ヤマトHDの業績をみると、今20年度は2社合計で前年度比2%の減収、同8%の営業増益を見込む。新型コロナウイルスの感染拡大の影響で企業間貨物の荷動きが低迷するが、巣ごもり消費の拡大によりインターネット通販関連貨物を中心に個人向け貨物の輸送需要が伸びるとみて増益の予想としている。

[企業の生産停滞などで日通は12%営業減益を予想]

今年度の予想を会社別にみると、日通は前年度比12%の営業減益を見込む。荷主企業の生産停滞により、自動車や機械関連の貨物を中心に、国内におけるトラック運送の取り扱いが減少するほか、輸出入取引の低迷で、航空および海上貨物の取り扱いも落ち込むと想定。業務効率化に伴う各種経費の抑制が進むとみるほか、原油安に伴うトラックの燃油費の減

表1. トラック運送2社の連結業績 単位: 億円、増減率は%

		19年度		20年度		21年度	
		金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
日通 (9062)	売上高	20,804	-2.7	20,130	-3.2	20,800	+3.3
	営業利益	592	-25.6	520	-12.2	620	+19.2
	経常利益	574	-33.1	570	-0.8	670	+17.5
	純利益	174	-64.7	340	+95.3	400	+17.6
ヤマトHD (9064)	売上高	16,301	+0.3	16,370	+0.4	16,550	+1.1
	営業利益	447	-23.4	600	+34.2	650	+8.3
	経常利益	406	-25.1	600	+47.7	650	+8.3
	純利益	223	-13.1	340	+52.3	370	+8.8
合計	売上高	37,105	-1.4	36,500	-1.6	37,350	+2.3
	営業利益	1,039	-24.7	1,120	+7.8	1,270	+13.4
	経常利益	981	-30.0	1,170	+19.3	1,320	+12.8
	純利益	397	-47.0	680	+71.1	770	+13.2

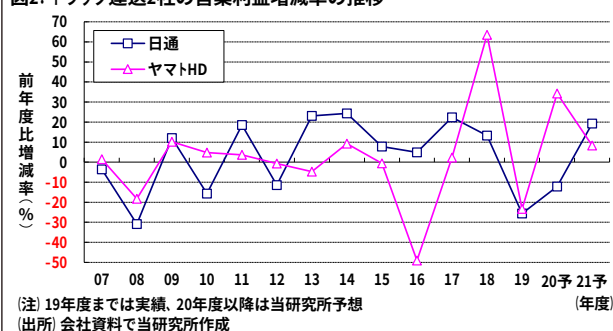
(注1) 増減率は前年度比

(注2) 19年度は実績、20年度、21年度は当研究所予想

(注3) ヤマトHDは営業収益を売上高として集計

(出所) 会社資料で当研究所作成

図2. トラック運送2社の営業利益増減率の推移



(注) 19年度までは実績、20年度以降は当研究所予想

(出所) 会社資料で当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

少はあるものの、営業減益の予想としている。

【ヤマトHDは34%営業増益を見込む。ネット通販関連貨物の取り扱い増加など想定】

ヤマトHDは今年度の営業利益が前年度比34%の増益を見込む。今年4月にリース事業を手掛け、それまで子会社だったヤマトリースの株式の60%を

3. 21年度予想

【企業間貨物の荷動きが持ち直すとみて、2社合計で13%営業増益を予想】

来21年度の業績について当研究所では、トラック運送2社合計で前年度比2%の増収、同13%の営業増益を見込む。新型コロナウイルスの影響が徐々に解消することや、金利引き下げなど世界各国における景気刺激策の効果で企業間貨物の荷動きが持ち直すほか、個人消費の回復に伴い個人向け貨物の輸送需要も底堅く推移するとみて増収、増益の予想としている。

会社別では、日通は同19%の営業増益を見込む。荷主企業の生産回復に伴い、国内におけるトラック運送の取り扱いが増加するほか、AI（人工知能）や5G（第5世代移動通信）など技術革新に関連した製品の輸送需要の取り込みで、航空および海上貨物の取り扱いも回復に向かうと想定。トラックの積載効率の向上など業務効率化の効果もあり増益の予想としている。

4. 19年度実績

【2社合計で25%営業減益。日通、ヤマトHDともに利益が減少】

19年度の業績は、トラック運送2社合計で前年度比1%の減収、同25%の営業減益。企業間貨物を中心に貨物の輸送需要が低迷し業績が悪化した。

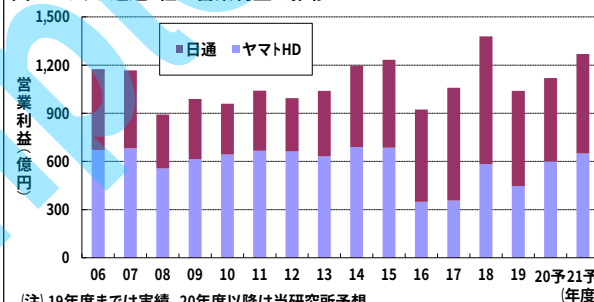
会社別では、日通は同26%の営業減益となった。米中貿易摩擦や新型コロナウイルスの感染拡大の影響で、輸出入関連を中心に貨物の輸送需要が低迷。有期雇用契約を結ぶ非正規社員の賃上げなど賃金制度改革の推進に伴う人件費の増加もあり減益を余儀なくされた。

ヤマトHDは同23%の営業減益に。会社が取組む値上げの効果で宅急便の単価が上昇したが、取

芙蓉総合リースに譲渡したことに伴う収入減少はあるものの、インターネット通販関連貨物を中心に宅急便の取り扱いが増加すると想定。在宅率の向上に伴う再配達抑制により配送効率が改善するとみることもあり、大幅増益の予想としている。

ヤマトHDは同8%の営業増益を見込む。インターネット通販やオークション関連貨物の輸送需要が底堅く推移するとみるほか、グループ全体で組織的な顧客管理を行うアカウントマネジメントの推進など、会社が取組む営業強化策の効果で、宅急便の取り扱いが増えると想定。IT（情報技術）の有効活用により輸送需要の動向を素早くとらえ、人員の投入を最適化するという取り組みの効果もあり増益の予想としている。

図3. トラック運送2社の営業利益の推移



(注) 19年度までは実績、20年度以降は当研究所予想
(出所) 会社資料で当研究所作成

扱いがやや減少したほか、人件費や減価償却費などの費用増加もあり減益となった。

表2. トラック運送2社の連結業績（実績） 単位：億円、増減率は%

		18年度		19年度	
		金額	増減率	金額	増減率
日通 (9062)	売上高	21,385	+7.2	20,804	-2.7
	営業利益	796	+13.3	592	-25.6
	経常利益	858	+15.3	574	-33.1
	純利益	493	+655.0	174	-64.7
ヤマトHD (9064)	売上高	16,253	+5.6	16,301	+0.3
	営業利益	583	+63.5	447	-23.4
	経常利益	543	+50.4	406	-25.1
	純利益	257	+40.9	223	-13.1
合計	売上高	37,638	+6.5	37,105	-1.4
	営業利益	1,379	+30.2	1,039	-24.7
	経常利益	1,401	+26.8	981	-30.0
	純利益	750	+202.9	397	-47.0

(注1) 増減率は前年度比

(注2) ヤマトHDは営業収益を売上高として集計

(出所) 会社資料で当研究所作成

5. アナリストの投資判断

【足元の株価は、日通は特段の割高感のない水準、ヤマトHDは概ね妥当とみる】

トラック運送 2 社の株価をみると、日通は、米中貿易摩擦や新型コロナウイルスの感染拡大に伴う輸送需要の低迷で、昨年 12 月頃からは水準を切り下げる展開が概ね続いていたが、今年 3 月中旬以降は株式相場全体の回復もあり戻している。ヤマト HD は、巣ごもり消費の拡大で宅急便の取り扱いが伸びるとの期待などから、今年 3 月下旬以降は概ね上昇傾向にある。

日通について、直近株価での来年度当研究所予想 PER は表 3 の通りで、過去 3 年の平均 (14 倍強) をやや下回る。当研究所では新型コロナウイルスの影響解消後も、米中貿易摩擦の影響で貨物の輸送需要が伸び悩む懸念があるとみることなどから、株価も来年度の予想 PER でみて、過去 3 年を下回る評価が妥当と考えている。足元の株価は特段の割高感のない水準にあるとみており、今後は中長期的観点

表3. トラック運送2社の株価指標

	株価 (6/15) (円)	今年度予想 PER(倍)	来年度予想 PER(倍)	実績PBR (倍)
日通 (9062)	5,680.0	15.5	13.2	0.98
ヤマトHD (9064)	2,394.0	26.1	24.0	1.67

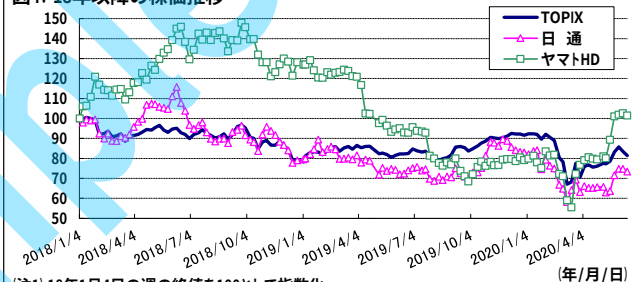
(注) PERおよびPBRの計算に用いるEPSとBPSは、個別銘柄のレポートで算定した値を使用

(出所) QUICK Workstation、会社資料で当研究所作成

から、新型コロナウイルスの影響解消を見極めながら、徐々に水準を切り上げる展開を予想する。

一方、ヤマトHDの直近株価での今年度当研究所予想 PER は表 3 の通りで、過去 3 年の平均 (27 倍強) を若干下回る。当研究所では宅急便の値上げがここ数年で急速に進み、さらなる値上げの余地が少なくなっているとみることから、株価も過去 3 年を下回る評価が妥当だが、ここ数年減少傾向にあった取扱個数が、インターネット通販関連貨物の取り込みなどで今後は増勢に転じるとみることもあり、株価の評価を大きく引き下げる必要はないと考えている。足元の株価は概ね妥当な水準にあるとみており、今後は取り扱いの増加をにらみながら、徐々に水準を切り上げる展開を予想する。

図4. 18年以降の株価推移



(注1) 18年1月4日の週の終値を100として指数化

(注2) 対象期間中に株式分割等があった場合には遡及修正済み

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

<海運>

輸送需要の低迷により今年度は経常赤字への転落を予想

2020年6月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 唐木健至

<要約>

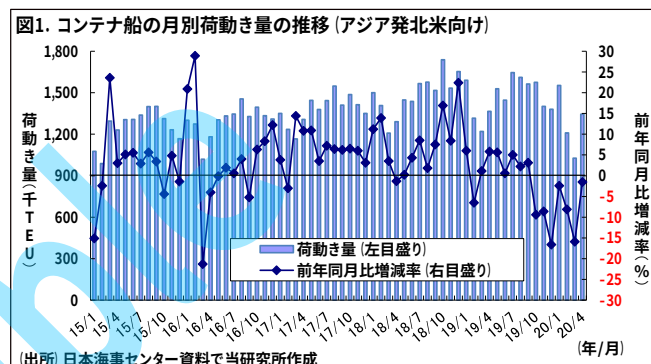
新型コロナの感染拡大に伴う輸送需要の低迷で今20年度は経常赤字への転落を予想。一方、来21年度は新型コロナの影響が徐々に解消するとみて経常黒字への転換を見込む。

1. 足元の動向

[米中貿易摩擦や新型コロナの影響でコンテナ船の荷動きが低迷]

足元で貨物の輸送需要が低迷している。様々な貨物を運ぶコンテナ船の動向をみると、米中貿易摩擦による世界的な貿易量の伸び悩みに加え、新型コロナウィルスの感染拡大に伴う経済活動停滞の影響もあり、自動車や住宅関連を中心に昨秋以降は荷動きの低迷が継続。日本海事センターの集計によると、コンテナ船の主要航路となるアジア発北米向けの荷動き量は、19年10月から20年4月まで7カ月連続で

前年同月と比べ減少を余儀なくされている。



2. 20年度予想

[経済活動の停滞などで輸送需要が落ち込むとみて、3社合計で経常赤字への転落を見込む]

企業価値研究所が予想対象とする郵船(9101)、商船三井(9104)、川崎船(9107)の業績をみると、今20年度は3社合計で前年度比11%の減収、経常損失370億円(前年度は1070億円の利益)を見込む。新型コロナウィルスの感染拡大に伴う経済活動の停滞などにより、貨物の輸送需要が落ち込むと想定。原油安に伴い燃料費が減少するほか、不採算航路の合理化など収支改善策が進むとみるが、経常赤字へ転落する予想としている。

[事業別の経常損益は製品輸送事業が赤字転落、不定期専用船事業は大幅減益を予想]

今年度の予想を事業別にみると、製品輸送事業は、企業の生産停滞や、個人消費の低迷により、自動車船やコンテナ船の輸送需要が低迷するとみて、図2の通り前年度の経常黒字から赤字への転落を見込む。

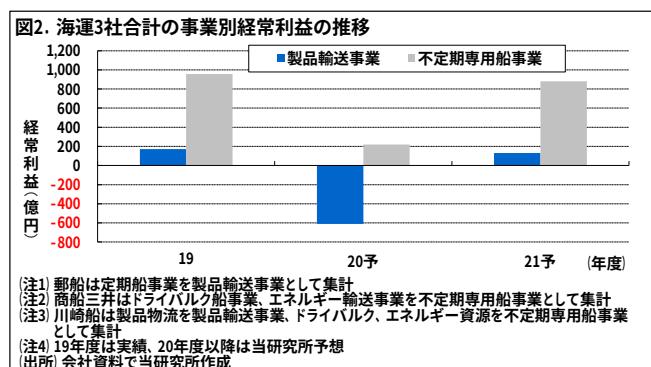


表1. 海運3社の連結業績 単位: 億円、増減率は%

		19年度		20年度		21年度	
		金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
郵船 (9101)	売上高	16,684	-8.8	14,550	-12.8	16,100	+10.7
	営業利益	387	+249.1	20	-94.8	430	-
	経常利益	445	-	-30	-	540	-
	純利益	311	-	0	-	420	-
商船三井 (9104)	売上高	11,554	-6.4	10,500	-9.1	11,400	+8.6
	営業利益	238	-37.0	-240	-	160	-
	経常利益	551	+42.8	-80	-	480	-
	純利益	326	+21.4	-120	-	330	-
川崎船 (9107)	売上高	7,353	-12.1	6,690	-9.0	7,240	+8.2
	営業利益	68	-	-170	-	40	-
	経常利益	74	-	-260	-	70	-
	純利益	53	-	-200	-	70	-
合計	売上高	35,590	-8.7	31,740	-10.8	34,740	+9.5
	営業利益	693	+188.0	-390	-	630	-
	経常利益	1,070	-	-370	-	1,090	-
	純利益	690	-	-320	-	820	-

(注1) 増減率は前年度比。赤字で算出不能などの場合は「-」

(注2) 19年度は実績、20年度、21年度は当研究所予想

(出所) 会社資料で当研究所作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

む(3社合計ベース、以下同様)。不定期専用船事業は、日本における粗鋼生産の減少に伴い、資源輸送を行うドライバルク船の荷動きが弱含むほか、原油や石油製品を運ぶタンカーも、世界的な景気減速で輸送需要が低迷するとみて、大幅な経常減益の予想としている。

[会社別では3社全社で経常損益の悪化を見込む]

今年度の予想を会社別にみると、自動車船やコンテナ船を中心に取り扱いが減少するとみて、郵船、商船三井、川崎船の3社全社で表1の通り経常損益の

3. 21年度予想

[新型コロナの影響が徐々に解消するとみて、3社合計で経常黒字への転換を見込む]

来21年度の業績について当研究所では、海運3社合計で前年度比9%の増収、経常利益1090億円(20年度当研究所予想は370億円の損失)を見込む。新型コロナウイルスの影響が徐々に解消することや、金利引き下げなど世界各国における景気刺激策の効果で、貨物の輸送需要が回復に向かうとみて経常黒字へ転換する予想としている。

事業別では、製品輸送事業は、世界的な景気回復で自動車船やコンテナ船の輸送需要が持ち直すと想定。配船効率化に伴う各種経費の抑制もあり、図2の通り20年度の経常赤字から黒字への転換を見込む。不定期専用船事業は、中国を中心としたインフラ投資の活発化などを背景に、ドライバルク船の荷動きが上向くほか、原油や石油製品を運ぶタンカーも、企業の生産や個人消費の回復で輸送需要が回復するとみて、大幅な経常増益の予想としている。

会社別では、自動車船やコンテナ船を中心とした

4. 19年度実績

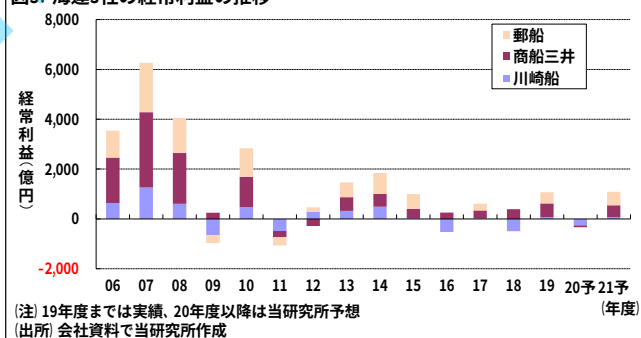
[3社合計で経常黒字へ転換。製品輸送、不定期専用船の両事業の損益が改善]

19年度の業績は、海運3社合計で前年度比9%の減収、経常利益が1070億円(18年度は124億円の損失)。不採算の輸送業務からの撤退など収支改善策の効果に加え、コンテナ船事業の統合に伴う一過性の費用解消もあり経常黒字に転換した。なお、3社はコンテナ船の運航業務を、共同出資で設立した新会社(ONE)に移管し、18年春からONEによるサービスを開始している。

悪化を見込む。個別の増減益要因としては、商船三井は、FSRU(浮体式LNG貯蔵再ガス化設備)1隻が荷主との中期契約を終了し、今年度が次の契約までの端境期となることに伴う収支の悪化を想定。一方、郵船は航空運送事業の運賃上昇に伴う収支の改善を見込む。郵船は海上輸送のほかに、貨物専用機で荷物を運ぶ航空運送事業を手掛けるが、この事業の損益が、旅客便の減便に伴う貨物の輸送スペースの需給逼迫により、大きく改善すると当研究所では見込んだ。

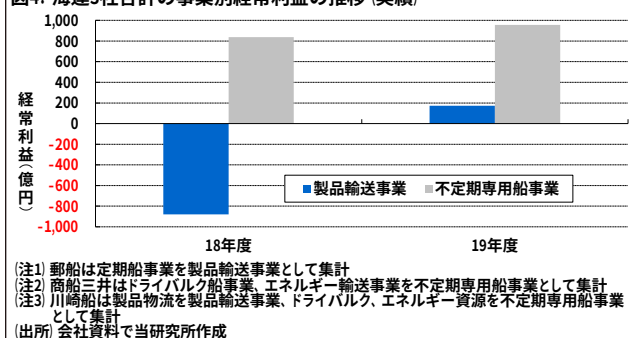
取り扱いの回復により、郵船、商船三井、川崎船の3社全社で、表1の通り経常損益の改善を見込む。個別の増減益要因としては、商船三井は、FSRU事業における新たな契約の獲得に伴う収支の改善を想定。一方、郵船は航空運送事業の運賃下落に伴う収支の悪化を見込む。郵船の航空運送事業については、旅客便の運航再開に伴い旅客便内の貨物スペースが提供されることで輸送スペースの需給逼迫が徐々に解消し、損益の悪化を余儀なくされると当研究所では見込んだ。

図3. 海運3社の経常利益の推移



事業別では、製品輸送事業は、コンテナ船事業の

図4. 海運3社合計の事業別経常利益の推移(実績)



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

統合後の業務運営が軌道に乗ったことで ONE の損益が改善し、図4の通り18年度の経常赤字から黒字に転じた。不定期専用船事業は、環境負荷の少ない発電エネルギーとしての天然ガスへの需要の高まりなどから、各社における LNG 輸送船の取り扱いが堅調に推移したほか、ドライバルク船における配船効率化の効果もあり経常増益となった。

会社別にみると、ONE の黒字化などにより、郵船、商船三井、川崎船の3社全社で、表2の通り経常損益が改善。特に川崎船は、割高な用船契約の解約などの構造改革を18年度に実施した効果で、経常損益の改善幅が3社中で最大となった。

表2. 海運3社の連結業績(実績)

単位: 億円、増減率は%

		18年度		19年度	
		金額	増減率	金額	増減率
郵船 (9101)	売上高	18,293	-16.2	16,684	-8.8
	営業利益	111	-60.2	387	+249.1
	経常利益	-21	-	445	-
商船三井 (9104)	売上高	12,341	-25.3	11,554	-6.4
	営業利益	377	+66.3	238	-37.0
	経常利益	386	+22.6	551	+42.8
川崎船 (9107)	売上高	8,367	-28.0	7,353	-12.1
	営業利益	-247	-	68	-
	経常利益	-489	-	74	-
合計	売上高	39,001	-22.0	35,590	-8.7
	営業利益	241	-58.3	693	+188.0
	経常利益	-124	-	1,070	-
	純利益	-1,288	-	690	-

(注) 増減率は前年度比。赤字で算出不能などの場合は「-」

(出所) 会社資料で当研究所作成

5. アナリストの投資判断

【足元の株価は3社いずれも概ね妥当な水準とみる】

海運3社の株価をみると、昨年12月頃からは、それまでの上昇がやや急だったことからの反動や、新型コロナウイルスの影響で輸送需要が伸び悩むとの懸念から水準を切り下げる展開が概ね継続。今年3月中旬以降は、株式相場全体の回復もあり戻しているが、それまでの落ち込みと比べれば戻りは鈍い。

海運3社について、直近株価での実績 PBR (19年度末 BPS ベース) は表3の通りで、いずれも過去3年の平均 (郵船が0.65倍、商船三井が0.63倍、川崎船が1.02倍) を下回る。ただ、当研究所では新型コロナウイルスの影響解消後も、米中貿易摩擦の影響で貨物の輸送需要が伸び悩む懸念があるとみるこ

表3. 海運3社の株価指標

	株価 (6/15) (円)	今年度予想 PER(倍)	来年度予想 PER(倍)	実績PBR (倍)
郵船 (9101)	1,472	-	5.9	0.54
商船三井 (9104)	1,836	-	6.7	0.43
川崎船 (9107)	980	-	13.1	0.90

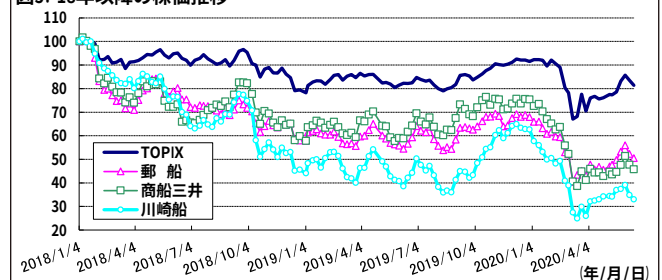
(注1) PERは当研究所利益予想を元に算出。EPSがゼロやマイナス、極めて少額の場合は「-」

(注2) PBRは19年度末連結1株当たり純資産 (BPS) を元に算出

(出所) QUICK Workstation、会社資料で当研究所作成

となどから、株価も過去3年を下回る評価が妥当と考えている。足元の株価は郵船、商船三井、川崎船の3社いずれも概ね妥当な水準にあるとみており、今後は3社いずれも中長期的観点から、新型コロナウイルスの影響解消を見極めながら、徐々に水準を切り上げる展開を予想する。特に、郵船は北米からの LNG の輸送需要の取り込みや、不採算航路の合理化など収支改善策の効果で着実な利益成長が見込めるため、株価も中長期的にみた上値の余地が大きいと当研究所では考えている。

図5. 18年以降の株価推移



(注1) 18年1月4日の週の終値を100として指数化

(注2) 対象期間中に株式分割等があった場合には遡及修正済み

(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

<エネルギー>

油価安で電力・ガスは原燃料費が軽減、石油は低迷予想

2020 年 6 月 18 日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 佐久間聡

<要約>

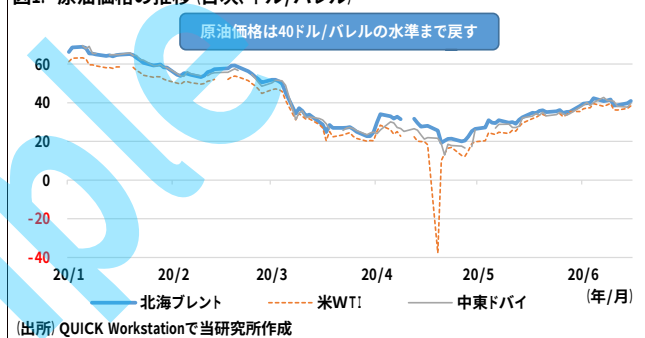
原油価格はOPEC+の大幅協調減産等で40ドル回復も上値は重くなる見込み。エネルギーは全体的に株価指標面で割安感あるが電力・ガスは需要動向、石油は油価水準を注視したい。

1. OPEC+の大幅協調減産の延長等が油価を押し上げたが米シェールオイル生産増など警戒へ

北海ブレントおよび中東ドバイ原油価格は6月に1バレル＝40ドル台を回復した（以下、原油価格は1バレル当たりの価格）。サウジアラビアなど中東の産油国およびロシアなどで構成されるOPEC+（プラス）が実施している大幅協調減産を1カ月間（20年7月末まで）延長すると決定したことや世界各国の経済活動再開の動きなど需給改善への期待が原油価格を押し上げた。だが、ここから上値は重くなる見込み。原油価格の上昇とともに、採算が改善するアメリカのシェールオイル生産が増加する可能性が高まってくると考えられるため。そもそも、OPEC+の足並みが乱れたのはアメリカのシェールオイル生産拡大への

警戒感が強かったことにある。このほか、協調減産終了後の需給悪化、経済活動再開による新型コロナウイルス第2波なども懸念材料だ。

図1. 原油価格の推移（日次、ドル/バレル）



2. 電力・ガス ～20年度業績は需要減も原油安による原燃料費負担の軽減を見込む

企業価値研究所では、新型コロナウイルスの影響について、世界的な感染拡大が今年7-9月にピークアウトし、10-12月から経済活動が徐々に正常化すると想定している。このため、20年度の前提は、原油価格が1バレル＝25ドル（上期20ドル、下期以降30ドル）、為替が1ドル＝108円（以下、為替は1ドル当たりの価格）とした。前回予想（原油CIF価格60ドル、為替108円）から原油価格を大きく引き下げた。当研究所が予想対象とする電力・ガス7社（東電力HD、中部電、関西電、東北電、九州電、東ガス、大ガス）の20年度業績は前年度比10%減収、営業利益は同微減益を予想。売り上げ面では、新型コロナウイルスの影響で電力・ガス販売量が減少するうえ、原燃料価格の下落で原燃料費調整制度に基づく電気ガス料金の低下も響くことから、減収へ。しかし、利益面で

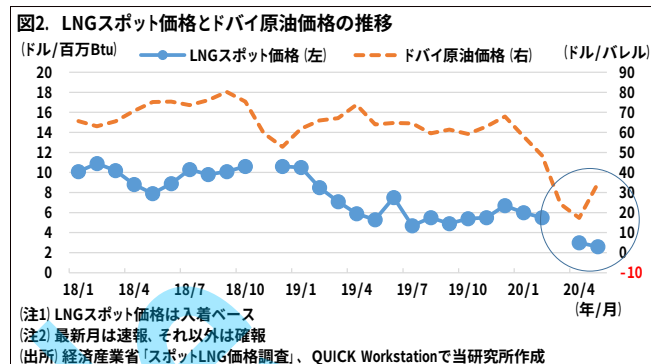
は、電力・ガス販売量の減少による粗利益の減少はあるものの、原燃料安による原燃料費負担の軽減（原燃料費調整制度に基づく料金転嫁のタイムラグによる影響額の改善）で補い、営業利益はほぼ横ばいを見込む。21年度は、売上高は前年度比4%増収、営業利益は同4%減益を予想する。21年度の前提は原油価格30ドル、為替108円。新型コロナウイルスの影響は想定していない。前年度に比べ、売り上げ面では、経済活動が正常化し電力・ガス需要が回復することを主因に増収を予想。だが、利益面では、20年度の利益押し上げ要因である原燃料費調整制度に基づく料金転嫁のタイムラグによる影響額を想定していないため、その効果が無くなることを主因に営業利益は減益を見込んでいる。

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

3. アジア向け LNG スポット価格は新型コロナの影響でさらに低迷

前回は指摘したが、引き続き、LNG スポット(短期契約)市場の低迷が電力・ガス会社の業績をかく乱する懸念があることに留意したい。米中貿易摩擦による中国経済の悪化などで昨年から低迷していたアジア向け LNG スポット市場は、新型コロナウイルスの感染拡大による世界経済の停滞で今年に入りさらに低迷しているためだ。我が国の電力・ガス会社は原燃料 LNG の多くを長期契約で調達しているが、スポット市場でも売買している。昨今の長期契約は転売を制限する仕向け条項が撤廃されているケースが増えており、電力・ガス会社は再販やスワップなどトレーディングを駆使して柔軟な対応に取り組んでいる。だが、エネルギー需要の回復が想定以上に鈍い場合、需要減の影響で電力・ガス会社の長期契約 LNG が余剰となるリスクがある。九州電は 19 年度決算におい

て需要減で余剰となった LNG を逆ザヤでスポット市場に売却したため、転売損を計上した。日本ガス協会によれば、全体のガス販売量は今年 4 月が前年同月比 1 割程度、続く 5 月が同 2 割程度減少した模様。ガス需要の回復には時間がかかるとの見通しも示しており、電力とも併せて注視したい。



4. 石油 ～20 年度業績は原油安で低迷を予想。21 年度は緩やかな業績回復を見込む

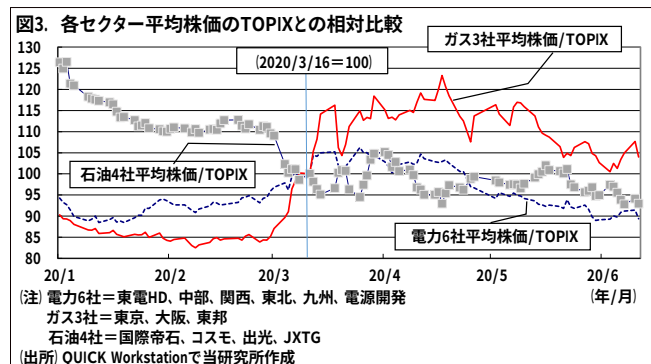
前述したように、当研究所では、20 年度の前提は、原油価格が 1 バレル＝25 ドル(4-9 月が 20 ドル、10 月以降 30 ドル)、為替が 1 ドル＝108 円(以下、原油 CIF 価格は 1 バレル当たりの価格、為替は 1 ドル当たりの価格)。前回予想(原油 CIF 価格 60 ドル、為替 108 円)から原油価格を大きく引き下げた。当研究所が予想対象とする石油 3 社(国際帝石、出光興産、JXTG)の 20 年度は国際帝石が変則決算のため前年度との単純比較はできないが、原油安の影響で低迷する見通し。部門別でみると、石油・天然ガス開発部門は原油安で採算が大きく悪化する見込み。一方、石油精製・販売部門は営業黒字転換を見込む。原油安による在庫評価影響額等の悪化が無くなるほか、

石油製品市況の下落によるマージン縮小の影響も無くなる見通し。石油化学製品では自家燃料コストの減少などにより採算が改善するとみている。21 年度は前年度比 6%増収、営業利益は同 94%増益を予想する。21 年度の前提は原油価格 30 ドル、為替 108 円。新型コロナウイルスの影響は想定していない。通期平均の原油価格は小幅上昇し、石油セクターの業績も緩やかな回復を見込んでいる。売り上げ面では、石油製品・石油化学製品の需要回復などで増収へ。利益面では、石油・天然ガス開発部門でのコスト削減効果や石油精製・販売部門での石油製品および石油化学製品の市況改善が寄与すると考えており、石油セクター全体の営業利益も増益を見込む。

5. アナリストの投資判断 ～全体的に実績 PBR では割安も需要動向や油価水準などを注視

【電力・ガス：株価は 4 月下旬以降 TOPIX に対して劣勢。電力・ガス需要などの動向を注視】

20 年 3 月 16 日以降の値動きをみると、電力セクターの株価は景気動向に左右されにくいディフェンシブ銘柄などとして評価されたことから、TOPIX に対して 4 月半ば頃までやや優勢だった。だが、4 月下旬以降は金融緩和の拡大や経済活動再開への期待などで株式市場全体が上昇基調となったため、ディフェンシブ銘柄の電力セクターは劣勢となった。結果、全



体でも対 TOPIX で劣勢。ガスに比べ劣勢だったのは、関西電のガバナンス問題や 20 年度の配当計画を未定とする銘柄が多かったことなどが理由と考えられる。一方、ガスセクターの株価の動きをみると、期末配当取りの動きや景気動向に左右されにくいディフェンシブ銘柄などとして評価されたことから 4 月半ば頃までは優勢だったものの、その後は株式市場全体が上昇基調だったこと、経済停滞による需要減などの影響で電力と同様に劣勢に転じた。とはいえ、全体的にみると TOPIX に対してやや優勢だった。当研究所では、油価低迷を前提に、20 年度は原燃料費の負担減が業績を支えたと予想している。実績 PBR など株価指標面で割安感がある銘柄が多いが、電力・ガス需要、アジア向け LNG スポット市場などの動向を注視したい。

【石油：原油価格回復で株価は対 TOPIX でほぼ同等も油価水準低い間は本格上昇見込みにくい】

石油セクターの株価は、原油価格が回復したことを主因に 5 月下旬まで TOPIX とほぼ同等の値動きだったが、原油価格が 40 ドルの水準に達し、アメリカのシェールオイル生産の増加への警戒感などから上値

が重くなってきたことを嫌気し、以降は劣勢となっている。当研究所では、上記の原油価格・為替を前提に、石油セクターの 20 年度業績は原油安で低迷、21 年度は利益回復を見込んでいる。石油セクターの株価は実績 PBR など指標面での割安感があるものの、油価の水準が低い間は本格的な上昇は見込みにくいとの見方を維持する。

表1. エネルギー主要銘柄の株価指標

銘柄名	コード	株価 (円)	BPS (円)	PBR (倍)	年間配当金 計画 (円)	予想配当 利回り (%)
国際帝石	1605	723.8	2,044.98	0.35	24	3.3
出光興産	5019	2,403.0	3,868.68	0.62	未定	-
JXTG	5020	399.3	718.28	0.56	22	5.5
東電力HD	9501	354.0	1,185.98	0.30	無配	-
中部電	9502	1,408.0	2,504.68	0.56	50	3.6
関西電	9503	1,072.5	1,792.31	0.60	未定	-
東北電	9506	1,037.0	1,584.30	0.65	未定	-
九州電	9508	911.0	1,077.38	0.85	未定	-
東ガス	9531	2,494.0	2,602.74	0.96	60	2.4
大ガス	9532	2,126.0	2,399.06	0.89	50	2.4

(注1) 株価は6月17日終値

(注2) BPSは、国際帝石が20年度1Q末の当研究所計算値、

他は19年度決算の実績値

(注3) 年間配当金計画は、国際帝石が20年度1Q決算発表時、

他は20年度会社側公表値

(出所) 決算資料、QUICK Workstationで当研究所作成

<銀行>

コロナ禍で貸出増も与信費用も増加。利益はU字回復へ

2020年6月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 柊宏二

<要約>

新型コロナの影響で貸出増加が見込まれ、米金利低下に伴い外債売却益にも上積み余地。ただ、与信費用増加の影響が大きくなる見通しで、利益は緩やかな「U字回復」を想定。

1. 銀行セクターの収益動向

[19年度利益は横ばい]

主要行の業績をみると、19年度の最終利益は3メガバンク合計、および地銀2社を含む5社合計（以下5社合計）で、18年度からほぼ横ばい（1%減）となった（表1）。三菱UFJ（8306）では、アジアの銀行子会社であるインドネシアのバンクダナモン、タイのアユタヤ銀行の株価下落に伴う大規模減損（2社合計の減損影響額は▲3433億円）が響き、連結純利益が5282億円と同4割減少。一方、みずほ（8411）では18年度に大規模な固定資産の減損損失を計上した反動で、連結純利益は同4.6倍の4486億円に回復。これらが相殺する形となり、最終利益は横ばいとなった。

[年度末に与信費用等が利益を圧迫]

19年度は、金利低下の影響を受け資金利益が引き続き低調に推移。資産運用ビジネスの収益も不安定な相場環境を背景に低調だった。一方で、米金利の低下（図1）で含み益が拡大した外債（米国債）の

売却益を積み上げた銀行が多く、市場部門の収益は総じて伸長。資金利益などの落ち込みを補った。この結果、本業の収益動向を示す連結業務純益は、3メガバンク合計で前年度比1割増加した。ただ、年度末に新型コロナウイルスの影響への備えとして、予防的な引当を計上したことに伴い与信費用が増加。株価下落による有価証券損益の悪化もあり、利益は総じて減速。会社利益計画も未達が多くなり、期初の利益計画を達成したのは5社の中では三井住友（8316）だけだった。

[20年度は減益見通し。会社計画は保守的な感も]

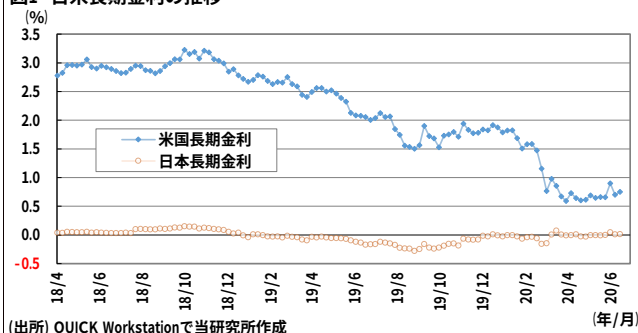
20年度の5社合計の連結純利益は、前年度比1割減を予想（表2）。新型コロナにより業績が悪化した取引先企業への対応で、与信費用が増加する影響が拡大する見通し。収益面では、特に前半は営業担当者が取引先を訪問できなくなる影響、取引先が新規投資を控える影響などが相応に出ると考えられる。収益の増強を図るのは厳しい環境となりそうで、三菱UFJで大規模減損が解消するプラス効果はあるものの、利益は5社合計で減少を余儀なくされるとみる。ただ、新型コロナの影響で、手元資金を確保したい企業から銀行への融資要請が殺到しており、貸出金

表1 主要行の利益実績 (単位:億円)

	18年度 実績	19年度			
		通期会社計画		実績	前年度比
		期初	修正		
三菱UFJ (8306)	8,727	9,000	7,500	5,282	-39%
三井住友 (8316)	7,267	7,000	7,000	7,039	-3%
みずほ (8411)	966	4,700	4,700	4,486	365%
3メガバンク計	16,959	20,700	19,200	16,806	-1%
千葉銀 (8331)	505	510	510	480	-5%
コンコルディア (7186)	543	550	500	465	-14%
地銀2社計	1,048	1,060	1,010	946	-10%
5社合計	18,007	21,760	20,210	17,752	-1%

(注) 会社計画は一部「目標」を含む。修正計画は20年3月末時点の計画
(出所) 各社決算資料で当研究所作成

図1 日米長期金利の推移



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

のボリューム増加による収益増加効果が見込まれる。米国の長期金利が低下したことで外債の含み益が再拡大しており、売却益計上により市場部門収益を上積みできる余地もある。与信費用も、以前に比べ貸出資産の質が改善しており、緊急事態宣言が解除されて経済活動が回復しつつあることも踏まえると、極端に大きな増加は避けられるとみている。このため、赤字に転落するような利益の大幅な悪化は見込まない。3メガバンクの利益計画は、収益面のアップサイド要因を計画にあまり織り込んでおらず、与信費用もかなり慎重に見積もっている感があり、上振れ余地があるとみている。

[21年度の利益回復は緩やかに]

21年度の5社合計の連結純利益は前年度比16%増と回復を予想(表2)。新型コロナの影響による貸出増加の収益効果は見込まれるが、企業業績の悪化による高水準の与信費用発生などの影響が残るとみっており、利益の回復はこれまでの予想と比べても緩やかとなる「U字回復」を想定する。ただ、20年度に比べれば、利益水準は上向くとみている。国内の銀行業務の収益は低金利で引き続き厳しいとみるが、大手行中心に出資戦略強化で業容を拡大している

海外およびグループ会社の収益は成長を予想。進めている人員や店舗の削減、デジタル化などの構造改革の効果も一定程度顕在化し始めるとみっており、与信費用も20年度に比べれば発生が落ち着くと考える。新型コロナの影響で積み増した引当金が、景気や企業業績の回復に伴い一定程度戻ってくる可能性があるが、戻り益が多く発生して利益を押し上げるのは22年度以降を想定している。

表2 主要行の連結純利益の予想

(単位:億円)

	19年度 実績	20年度 会社 計画	20年度 予想		21年度 予想	
			前回	今回	前回	今回
三菱UFJ (8306)	5,282	5,500	9,400	6,500	9,800	7,500
三井住友 (8316)	7,039	4,000	7,200	5,000	7,500	6,000
みずほ (8411)	4,486	3,200	4,800	3,500	5,000	4,000
3メガバンク計	16,806	12,700	21,400	15,000	22,300	17,500
千葉銀行 (8331)	480	485	520	490	535	500
コンコルディア (7186)	465	400	550	400	580	420
地銀2社計	946	885	1,070	890	1,115	920
6社合計	17,752	13,585	22,470	15,890	23,415	18,420

(注) 予想は当研究所による。前回予想は19年度3Q決算公表後に当研究所が更新した各社の業績予想レポートの予想値
会社計画は一部目標も含む

(出所) 各社決算資料で当研究所作成

2. アナリストの投資判断

[経済活動回復で徐々に上値余地。配当は下支えに]

銀行株は3月に大幅に下落したが、その後緩やかに回復し、5月後半以降はやや強めの回復がみられた。世界的な金利低下で本業の収益環境は依然厳しく、新型コロナの影響による収益減少や与信費用増加への懸念も燃るため、株価の本格的な回復は期待し難い。ただ、銀行株は景気敏感株であり、経済活動が今後徐々に回復する展開となれば、株価にも徐々に上値余地が出てくるとみる。5月後半以降の

株価回復は、緊急事態宣言が解除され経済活動が回復に向かう期待が高まったことが反映されたとみている。主要行の実績PBRは0.4倍前後(表3)。依然として過去最低水準にとどまっており(図2)、株価指標の割安感も株価の下支え要因となろう。メガバンクの株式の予想配当利回りは現状5.5%~6%と高水準で、総合的な観点から訴求力のある水準とみる。株主還元への期待も株価を下支えしよう。

表3 主要行の株価指標

	20年度予想 PER (倍)	21年度予想 PER (倍)	実績PBR (倍)	配当利回り (%)
三菱UFJ (8306)	8.7	7.6	0.36	5.7%
三井住友 (8316)	8.7	7.2	0.40	6.0%
みずほ (8411)	9.9	8.7	0.40	5.5%
千葉銀行 (8331)	7.8	7.7	0.41	3.5%
コンコルディア (7186)	10.8	10.3	0.39	4.8%

(注) 株価は20年6月18日終値を使用
PERは当研究所予想、PBRは実績ベース
(出所) 各社決算資料で当研究所作成

図2 銀行株のPBRの推移



(注) データは月次
(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

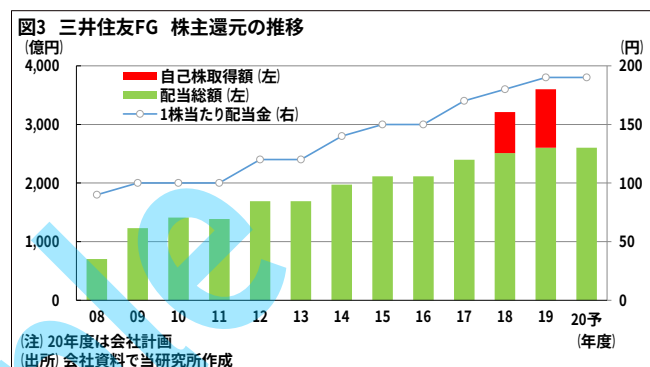
本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

〔三井住友に注目。累進的配当政策を評価〕

個別では三井住友に注目する。同社では財務改善が進み、株主還元や収益増強のための成長投資の強化に資本を積極的に活用し得る「資本活用フェーズ」に移行している。今後は新型コロナの影響による融資増加や格付低下でリスクアセットが増加し、自己資本比率に下押し圧力がかかる見通し。ただ、資本面に余裕がない状態に陥ることは引き続き考え難く、資本活用フェーズは継続するとみている。

同社は株主還元を強化しており、18年度から自己株取得を開始(図3)。19年度の1株当たり年間配当金(予定)は前年度比10円増、計画比10円増の190円とした(配当性向37%)。厳しい環境下での増配は、自社の業績や財務に対する自信の表れでもあり、前向きに評価したい。同社では配当方針を、「配当は累進的(減配せず、配当維持もしくは増配する)」とし、配当性向は新中計期間中に40%を目指す」とする。20年度は減益が見込まれるが、減配リスクは低いとみる。21年度以降は、緩やかな利益回復に伴い、

1株当たり配当額は徐々に増加していく可能性が高いとみる。この累進的配当政策を採っていることも、評価できるポイントだ。株式の予想配当利回りは現在6%程度と銀行セクターで最高水準にあり、株価の下支え要因になるとみる。自己株取得については、新型コロナの資金繰り対応を優先すべきという考えから20年度の期初は見送られた。ただ、影響を見極めつつ引き続き検討される見通しで、20年度中に実施される可能性は残っているとみる。



<通信>

新型コロナの影響軽微で今期は3社ともに営業増益予想

2020年6月16日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 山藤秀明

<要約>

大容量データ通信プランの契約増、非通信事業の成長で今年度は3社ともに小幅営業増益予想。新型コロナウィルスの影響は軽微。楽天参入の影響確認のため解約率注視。

1. 解約率は低位推移だが、楽天参入の影響出る今後の動向注視

図1には移動通信大手3社の営業利益の推移を示した。なお、ソフトバンクG (9984) は国内通信事業の営業利益である。前年度は昨年6月に料金値下げしたNTTドコモ (9437) は減益だったが、他2社はともに増益だった。一方、今年度は3社ともに小幅増益予想。引き続き、通信事業は契約者数の伸び悩みは否めないが、大容量データ通信プランへの契約シフトが進んでいる。また、コンテンツ配信や金融などの非通信事業の成長も業績底上げに貢献してきた。更に、昨年10月の電気通信事業法改正に伴う端末機値引きの抑制が引き続き増益要因になりそうだ。各社ともに新型コロナウイルス感染症による業績への影響は小さい。

来年度も3社ともに小幅営業増益を見込む。端末機値引きの抑制効果は一巡するが、非通信事業の利益貢献が一段と高まるとみている。

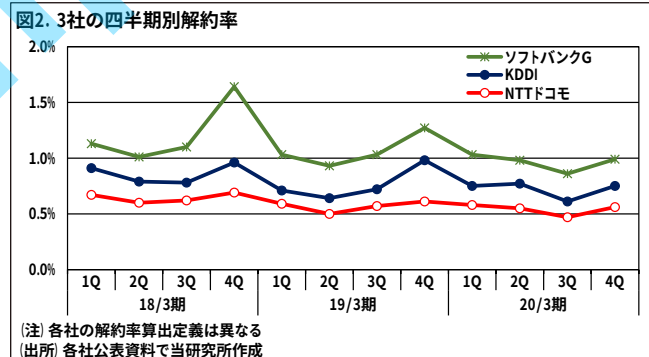
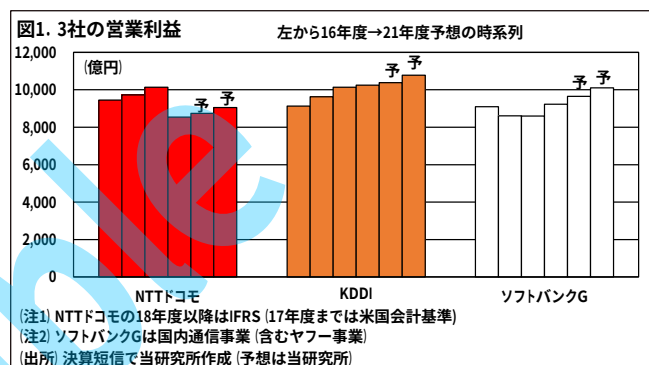
解約率は引き続き低位で推移している(図2)。ただ、4月より楽天(4755)が戦略的にもいえる低料金で移動通信事業に本格参入した。その影響を確認するためにも、今まで以上に解約率の動向を注視したい。先行3社は現時点で対抗的な料金値下げを公表し

2. アナリストの投資判断 ~株価はNTTドコモ、KDDIは堅調、ソフトバンクGは荒い動きか

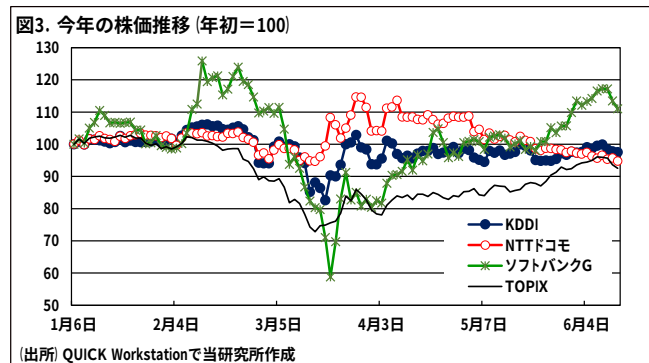
図3には今年の株価推移を示した(年初=100)。移動通信事業が主力のNTTドコモ、KDDI(9433)の株価は株式相場が急落した春先も下げは小さかった。ただ、それ以降の株式相場(TOPIX)の戻り局面での株価上昇は限定的。年初比較でみるとTOPIXと同水準。一方、投資事業が主力のソフトバンクGの株価は荒い値動きが続いている。

今後はNTTドコモ、KDDIの2社は堅調な業績を背景に株価も堅調に推移しよう。ソフトバンクGの株価は引き続き株式相場の動向に強く反応するかたち

ていない。なお、上記業績予想には楽天に対抗した大幅な料金値下げは想定していない。



での荒い値動きになりそうだ。



<放送>

新型コロナで広告需要急減。今年度 44% 営業減益予想

2020年6月16日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 山藤秀明

<要約>

テレビ広告中心に新型コロナウイルス感染症の影響が強く、今年度は4社合計で44%営業減益予想。東京五輪開催の来年度も同感染症の影響残り、利益水準の回復鈍い。

1. 来年度も新型コロナの影響で利益水準の回復鈍い

新型コロナウイルス感染症の影響でテレビ広告需要が急減している。4月の国内全体のテレビ広告売上は前年同月比18%減だった(図1)。特に利益率が高いスポット広告(番組間に放映する広告)でその影響が強くでている。外出自粛が広告需要の追い風になるとの声もあったインターネット広告さえも大幅減収。5月はさらに厳しくなりそうだ。広告代理店大手の博報堂の5月のテレビ広告売上は同39%減だった。

テレビ放送大手4社合計の今年度の営業利益は前年度比44%減と大幅減益を予想する(図2)。テレビ広告需要が落ち込む一方で、高画質放送(4K、8K)のための放送設備更新に伴い減価償却費の負担が重い。イベントや映画といった非放送事業でも同

感染症の影響を受ける。

東京五輪開催で広告特需が期待される来年度の営業利益は4社合計で同54%営業増益予想。大幅増益見込みだが、利益水準の回復は鈍い。同五輪の放映権料の負担は重い。また、来年度は景気の影響を遅れて反映するタイム広告(番組枠の販売)が低迷しそうだ。今春にスタートした高速大容量の5G(第5世代移動通信)の普及でスマートフォンでの高精細動画配信が一段と進む。そのためインターネット広告への需要シフトも継続しそうだ。各社は企業買収も含めて非放送事業を強化する動きを加速。ただ、先行投資負担も重く、全体の利益水準を押し上げるには力不足。

図1. 国内のテレビ広告とインターネット広告の月間売上高の増減率

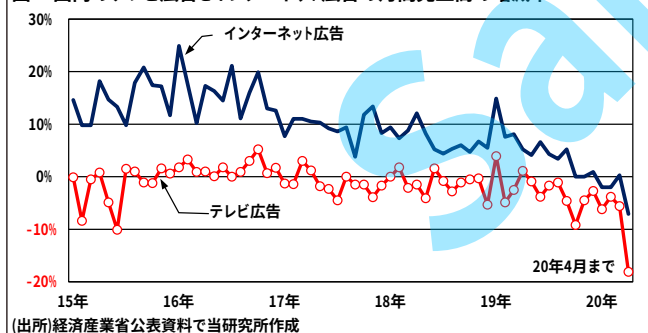
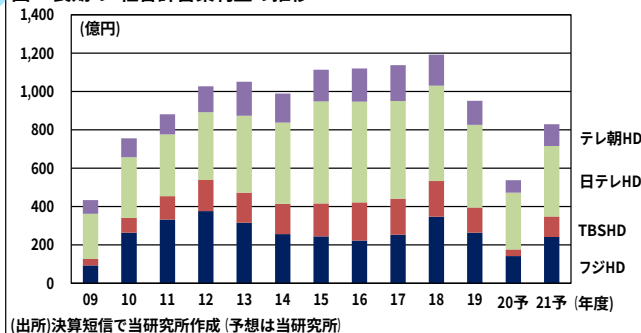


図2. 長期の4社合計営業利益の推移



2. アナリストの投資判断 ～事業環境厳しく、TOPIXを上回る株価上昇は期待し難い

4社平均の株価は長期的に株式相場(TOPIX)に対して劣勢に推移してきた。テレビ広告市場の成熟化が主因であろう。

足元の4社平均の株価は3年半ば以降、上昇傾向(図3)。ただ、TOPIXとの相対株価は引き続き劣勢。PBR(株価純資産倍率)は4社ともに過去10年で最低水準。一方で厳しい事業環境を考慮すれば、TOPIXを上回る強い株価上昇は期待し難いとみている。

図3. 今年のテレビ放送4社の平均株価、同株価とTOPIXとの相対株価



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

<情報サービス>

新型コロナ影響あるが20年度は全7社で営業増益予想

2020年6月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 前田俊明

<要約>

新型コロナウイルス感染症の影響で案件獲得が一定程度滞るとみるが、企業価値研究所が予想対象銘柄とする情報サービス7社すべてで20年度に営業増益を見込む。

1. 新型コロナの影響で案件獲得ペースは鈍る想定。4～6月は受注動向が焦点

新型コロナ感染症の影響で多くの企業がリモートワークなどを取り入れている。企業価値研究所は顧客企業のIT投資に対する意思決定は平時に比べると遅くなり、発注までの時間が長くなると想定。対面営業がしづらくなることもあり、案件獲得が一定程度滞るとみている。受注の積み上げが遅れるとエンジニアの稼働率が下がり固定費負担が重くなるが、直近決算期末(3月末)の情報サービス各社の受注状況を見ると、比較的高水準の受注残高を抱える企業が多い。各社ともにリモートワークなどを取り入れ生産体制を維持しているほか、中国などオフショア拠点も元の体

制に戻りつつあるとみられることから、顧客への納品に支障をきたすような事態は避けられると考えている。

日本国内では緊急事態宣言が解除され経済活動も動き出しているが、今後は新型コロナ流行の第2波、第3波があるのか、あるとすればどのタイミングで発生するかなど不透明感が残る。こうした状況が落ち着くまで企業は慎重に意思決定を行うと考えられることから、大型IT投資に踏み切るかは予断を許さない。情報サービス業界の先行きを占ううえでも4～6月期は受注動向が焦点となろう。

2. 20年度は情報サービス7社ともに営業増益を予想

当研究所が予想対象銘柄とする情報サービス7社すべてで20年度に営業増益を予想する。個別にみると、3月期決算のNRI(4307)は前年度比1%営業増益を予想。新規顧客の比率が高いコンサルティング案件などは直接訪問がしにくいことから苦戦するとみているが、国内では顧客のDX(デジタルトランスフォーメーション)に対する需要が強く、マイナス影響を補うとみている。オービック(4684)はクラウドサービスに対する引き合いが強まっており、同6%営業増益を予想する。NTTデータ(9613)は同2割営業増益を予想。前年度に海外拠点で構造改革や事業拡大に向けた費用がかさんでおり、構造改革などが一巡することで費用負担が軽くなると想定。不採算案件の抑制などもあり、営業利益率は19年度5.8%→6.9%に改善する見通し。12月期決算のISID(4812)、富士

ソフト(9749)は、1Q(1～3月)は好スタートを切った。両社ともに1Q末の受注残高がプラスとなっていることもあり、ともに営業増益の従来予想を据え置いた。

表1. 当研究所の予想対象銘柄7社の業績見通し (単位: 億円)

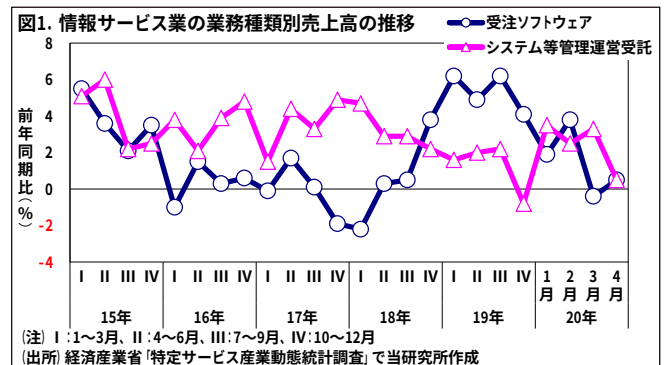
コード 銘柄名	年度	売上高		営業利益		純利益	
			増減率		増減率		増減率
4307 NRI	20年度	5,400	+2.1%	840	+1.0%	597	-13.8%
	21年度	5,620	+4.1%	900	+7.1%	639	+7.0%
4684 オービック	20年度	850	+5.6%	460	+6.4%	357	+1.7%
	21年度	900	+5.9%	493	+7.2%	379	+6.2%
4739 CTC	20年度	5,000	+2.7%	446	+7.0%	300	+5.4%
	21年度	5,250	+5.0%	490	+9.9%	330	+10.0%
9613 NTTデータ	20年度	23,100	+1.9%	1,600	+22.2%	1,000	+33.1%
	21年度	24,000	+3.9%	1,760	+10.0%	1,107	+10.7%
4768 大塚商会	20年度	8,790	-0.9%	631	+1.5%	446	+2.5%
	21年度	9,000	+2.4%	654	+3.6%	462	+3.6%
4812 ISID	20年度	1,050	+4.3%	110	+9.2%	73	+17.3%
	21年度	1,090	+3.8%	117	+6.4%	78	+6.8%
9749 富士ソフト	20年度	2,410	+4.3%	145	+9.3%	86	+9.7%
	21年度	2,530	+5.0%	157	+8.3%	93	+8.1%

(注) CTC、NTTデータはIFRS適用。CTCの売上高は売上収益
(出所) 決算短信などで作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

3. 情報サービス業の4月の売上高は受注ソフトウェア、システム等運営管理とともに横ばい圏

経済産業省の「特定サービス産業動態統計調査」の情報サービス業の売上高によると(図 1 参照)、新型コロナウイルスの流行が本格化する前の 20 年 1 月、2 月は、受注ソフトウェア、システム等管理運営受託ともにプラス成長。しかし、3 月はシステム等管理運営受託がプラス成長だったのに対し、受注ソフトウェアは前年同月を下回った。多くの企業が新年度入りした 4 月は受注ソフトウェア、システム等管理運営受託ともに、ほぼ前年同月並みだった。



4. アナリストの投資判断 ～指標面で割安感の残る富士ソフトに注目

新型コロナの流行を契機とした株式市場の下落のあおりで情報サービス各社の株価も 3 月半ばにかけて下落したが、その後値を戻し足元では年初来高値を更新した会社も多い。注目銘柄は前回と同じく、オービック、富士ソフトの 2 社とする。オービックは利益率が高く、強固な財務基盤を保ちながら、ROE は高水準を維持している。20 年度にかけて営業増益が続く見通し。足元の株価に割安感はないが、安定的な

業績拡大により株価は中長期的に上昇を見込むとの見方に変化はない。富士ソフトは旺盛な需要に人員増がかみ合い 19/12 期まで 3 期連続の 2 桁営業増益だった。20/12 期 1Q 業績は順調に滑り出し、受注残高も高水準なことから、当研究所は通期で 1 割近い営業増益を見込む。指標面でオービックは割安感がなくなっていることから、割安感が残る富士ソフトに特に注目したい。

＜信用取引等に関する規制情報の説明＞

売買監視銘柄や貸株申込制限銘柄等は、信用取引の勧誘が自粛されています。また、日々公表銘柄、信用取引規制銘柄、貸株注意喚起銘柄等に指定されている場合、信用取引を受託する際には、これらの措置が行われている旨及びその内容を説明しなければなりません。

【信用取引規制】

■ 日々公表銘柄

金融商品取引所は、信用取引の過度の利用を未然に防止するため、一定の基準に該当した銘柄については、毎日、信用取引残高の公表を行います。

■ 信用取引規制銘柄

金融商品取引所は、特定の銘柄において、相場の状況が過熱して信用残高が急増するなど、信用取引の利用が過度であると認められた場合、過当投機を抑制する等の観点から委託保証金率の引上げや代用有価証券の使用制限（現金担保の差入れ）の措置を行います。

■ 売買監視銘柄

金融商品取引所は、特定の銘柄が相当数買い集められ、その売買状況等に著しい異常があると認められる場合には、公正な価格形成と円滑な流通を確保するために、当該銘柄を「売買監視銘柄」に指定し、特別の規制措置等を行います。

【貸借取引規制】

■ 貸株注意喚起銘柄

証券金融会社は、貸付株券の調達が困難となるおそれのある銘柄について、貸株利用等に関する注意を促します。

■ 貸株申込制限銘柄

証券金融会社は、貸付株券の調達が困難となった銘柄について、イ、制度信用取引の新規売り、ロ、制度信用取引の買い方の現引き、ハ、制度信用取引の買い方の転売について、貸借取引申込みの制限または停止を行います。

＜執筆担当者による宣言＞

堀内敏成、小西慶祐ならびに本調査資料に掲載したセクターおよび個別銘柄の担当アナリストは、本調査資料に表明された見解が、対象会社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。

また私は本調査資料で特定の見解を表明することに対する直接的または間接的な報酬は、過去、現在共に得ておらず、将来においても得ないことを証明します。

＜利益相反に関する開示事項＞

n 株式会社QUICK（以下、「QUICK」）は、契約先証券会社との契約に基づき、契約先証券会社へのレポート提供を一定の期間にわたって定期的・継続的に行うことに対する包括的な対価を契約先証券会社から得ておりますが、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。また、銘柄の選定もQUICKの一部門であるQUICK企業価値研究所が独自の判断で行っており、契約先証券会社を含む第三者からの銘柄の指定は一切受けておりません。

n QUICKまたはQUICK企業価値研究所のアナリストと本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。

金融商品取引法に基づく表示事項

■ 本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： ○○○○○証券株式会社 金融商品取引業者 □□財務局第○○号

加入協会： 日本証券業協会、… (注： 加入協会名はすべて記入します)

※ 本資料は、前ページの「利益相反に関する開示事項」に記載のとおり、株式会社QUICK (以下、「QUICK」) の一部門であるQUICK企業価値研究所が作成したのですが、お客様への本資料のご提供は○○○○○証券株式会社 (以下、「当社」) が行っております。

■ 手数料等およびリスクについて

株式の売買取引には、約定代金に対して最大○. ○○% (税込み) (□□万円以下の場合は、△△△円 (税込み)) の手数料が必要となります。株式は、株価の変動により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

非上場債券 (国債、地方債、政府保証債、社債) を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

○○○○○証券およびQUICK 免責事項

- I 本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。本資料で言及した銘柄や投資戦略は、投資に関するご経験や知識、財産の状況および投資目的が異なるすべてのお客様に、一律に適合するとは限りません。また、株式・債券等の有価証券の投資には、「手数料等およびリスクについて」に記載のとおり、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- I 本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいてQUICKの一部門であるQUICK企業価値研究所が作成し、○○○○○証券 (以下、「当社」) がお客様にご提供いたしますが、当社および同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性などを保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
- I 本資料に基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、当社およびQUICKは、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等： 本資料に関する一切の知的財産権は、原則としてQUICKまたは情報提供元に帰属します。事前の承諾なく、本資料の一部または全部の複製または転送等を行わないようお願い致します。

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。