

主要セクターの動向とアナリスト選定銘柄

2022年3月24日

執筆担当者: QUICK 企業価値研究所 堀内敏成、小西慶祐

ウクライナ紛争は長期化する可能性。好業績銘柄を個別に注目

【ウクライナ紛争がインフレの加速を助長】

世界的なインフレの進行に対応、米連邦準備理事会(FRB)をはじめ欧米の中央銀行が金融政策の正常化を急ぐなか、ロシア軍がウクライナに侵攻。西側諸国の強硬な対ロシア経済制裁の発動で、原油・天然ガス、小麦などで世界有数の生産国であるロシアからの輸出が途絶するとの懸念から、それらの市況が急騰。これが、インフレの一段の加速(図1参照)、主要中銀の金融引き締め強化、主要企業の経営コストの大幅な上昇につながるとの連想から、内外の株式相場は調整色を強める形となった。

なお、FRBは3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)で、18年12月以来の利上げを決定(図2参照)。四半期ごとに公表する政策金利見通しでは、年内に今回(3月)を含め7回、23年に4回の利上げを実施するとの予想を示した。

【原材料価格高騰が企業収益に本格的に影響する見通し】

企業価値研究所では国内主要企業の連結業績見通しについて(22年2月末集計)21年度は前年度比34%の営業増益、続く22年度は同17%の営業増益を予想。21年度以降、最高益の更新を見込んでいる。しかし、ウクライナ紛争は長期化する可能性があり、半導体など部材不足、サプライチェーン(供給網)の混乱などに加え、原材料価格高騰が企業収益に本格的に影響するとみられる。株式市場では選別的な動きが一段と強まろう。日米の長期金利差拡大を背景に外為市場で進行する円安・ドル高の恩恵を受け、比較的高い付加価値を生み出せる加工型製造業を中心に、好業績銘柄を個別に注目したいと考えている。

【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、オービック(4684)、ダイフク(6383)、三菱重(7011)、三菱商(8058)の4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、コマツ(6301)、豊通商(8015)、東エレク(8035)、富士ソフト(9749)の4銘柄。

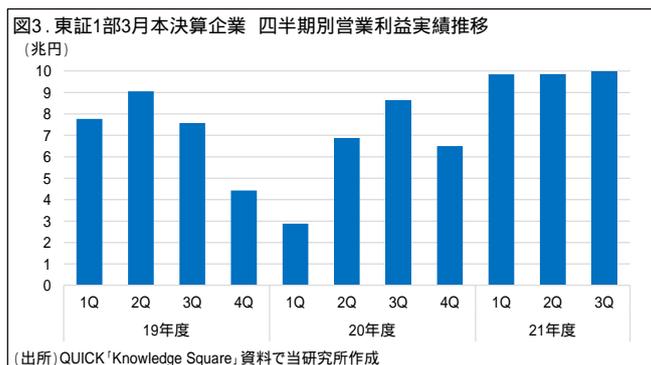
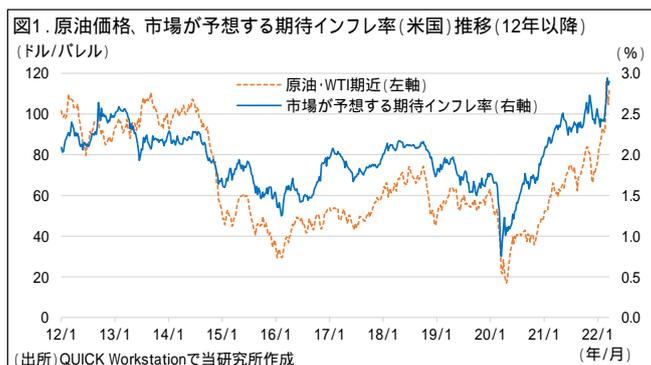


表1 主要セクターの概況 (業種ごとの詳細は配信済のセクターレポートをご参照ください)

セクター名 (担当者)	メインタイトル	要約
建設 (細貝広孝)	足元の受注高は堅調推移も、工事採算の低下傾向に懸念	21年度3Q累計受注高は増加。21年度通年度の工事採算は悪化を予想。競争激化、建設コスト上昇が懸念材料。
不動産 (細貝広孝)	空室率が高止まりも、中期的に賃貸は堅調推移を予想	オフィス空室率は頭打ちも、高止まり。不動産大手はオフィス賃貸の堅調推移を見込み、22年度以降は緩やかな利益成長基調を予想。
化学・繊維 (伊藤健悟)	業界全体で総じて堅調だが、原料高影響には注意が必要	化学・繊維業界は足元で高水準の利益を計上。22年度も石油化学分野の21年度の好調の反動減を除くと堅調に推移する見通し。ただし、足元の原料高などの影響には注意が必要。
医薬品 (真下弘司)	成長の源泉は新薬開発	グローバル製品の伸長や新型コロナからの回復、為替の円安もあり3Q累計の業績は順調に推移。
鉄鋼・非鉄 (中村宏司)	来年度、鉄鋼は減益、非鉄は増益基調が続くと予想	鉄鋼は、鋼材需要は堅調な推移を見込むが在庫評価影響で来年度は減益へ。非鉄は非鉄金属価格の上昇で増益基調が続く。株価は割安な株価指標を背景に上値を狙う展開を予想。
機械 (柘宏二)	円安等背景に業績回復続くとみるがロシア等の影響注視	機械受注は回復基調でFA・工作機械関連企業は堅調続く。建機は中国以外回復進むがロシアに懸念。全体では円安等背景に業績回復続くとみるが、コスト高やロシアの影響注視。
総合重機 (谷林正行)	エネルギー関連の事業環境変化などが注目ポイントに	エネルギー関連では、EUの方針転換で事業環境が好転する可能性が出てきた。航空機関連では、フライト回復でアフターサービス関連の好転が確認されている。
半導体・製造装置 (谷林正行)	半導体・半導体製造装置の需要は想定以上の増加が続く	半導体不足が長期化するなか、半導体および半導体製造装置の需要は想定以上の増加が続いている。業績を伸ばしていけるか、調達面、生産能力を注視していく必要がある。
大手電機 (谷林正行)	半導体不足などの影響はあるが、業績は総じて拡大傾向	大手電機の業績は順調だが、3Q業績では半導体不足やコスト増などの影響が顕在化した。現時点では、これらを織り込んで概ね営業増益が続くと予想している。
ゲーム (永田和子)	海外大型買収や地政学リスクの低さから関心高まる	海外大型買収によりメタバースの中核コンテンツとして存在感の上昇が期待されるほか、地政学リスクの低さからもゲーム業界への関心が高まっている。
自動車 (小西慶祐)	原材料価格高騰が懸念。販売価格への転嫁がポイントに	ウクライナ情勢悪化による原材料価格高騰の影響が懸念される。半導体不足の解消後においても、販売価格へ転嫁できるかが各社の収益力を分けると予想する。
自動車部品 (小西慶祐)	半導体不足解消による生産正常化は来年度2Qを想定	原材料価格高騰の販売価格への転嫁は基本的に可能とみる。半導体不足は徐々に解消され、自動車生産の正常化時期は来年度2Qと想定。電動車用部品への取り組みにも注目。
総合商社 (堀内敏成)	21年度は7社全てが最高益更新へ。資源市況高騰続く	総合商社7社は資源市況の高騰など幅広い分野の伸長により、未曾有の収益環境の好転を享受。21年度は7社全てが最高益更新見込み。三菱商の総合的な収益力に注目。
小売 (永田和子)	消費の二極化で価格競争力や差別化戦略が問われる	経済活動正常化と物価上昇により消費の二極化が進むなか、商品供給網見直し、構造改革による価格競争力やPBなど差別化戦略が問われる。
鉄道 (唐木健至)	輸送需要の回復や業務効率化で損益の改善が続こう	ワクチンや治療薬の普及で新型コロナの影響が和らぎ、鉄道の輸送需要が回復するとみるほか、業務効率化の効果もあり、今・来年度と営業損益の改善を見込む。
トラック運送 (唐木健至)	輸出入貨物などの輸送需要が堅調に推移	世界的な景気回復に伴い、輸出入貨物などの輸送需要が堅調に推移。拡大する輸送需要にサービスの供給が追いつかず、海上および航空貨物の運賃が高水準で推移している。
海運 (唐木健至)	今年度は大幅増益を予想。来年度も高水準の利益を想定	足元でコンテナ船の運賃が高水準で推移しており、今年度は大幅な経常増益を予想。運賃高騰が落ち着くとみて来年度は経常減益予想だが、高水準の利益が続こう。
エネルギー (佐久間聡)	ロシアのウクライナ侵攻で原油価格が急騰	油価は一時130ドル近くまで上昇。ロシアからのガスへの依存度が高い欧州のエネルギー政策を注視。足元の高い油価水準が続くならば石油セクターの株価が有望と考える。
銀行 (柘宏二)	金利上昇が進む中で利益の回復と株主還元強化に期待	3Qまでの利益は堅調で計画比進捗も良好。米国等で金利上昇が進む見通しの中、金利上昇効果が徐々に顕在化し利益回復進むと予想。増配・自己株取得等株主還元強化に期待。
通信 (山藤秀明)	顧客単価低下、解約率上昇は続く	昨年春、移動通信大手3社は実質値下げの新料金プランを開始。後発の楽天モバイルの攻勢も強まる。留意点とした顧客単価低下、解約率上昇は続いている。
放送 (山藤秀明)	業績回復進むが非放送事業の強化、拡大が課題	テレビ広告収入は回復基調。費用抑制も継続し利益水準の回復進む。ただ、テレビ広告市場は成熟化。一段の業績回復には非放送事業の強化、拡大が必要。
情報サービス (前田俊明)	顧客のDX推進の動きが強まる見通し	コロナ禍におけるテレワーク勤務やWeb会議の定着など、ニューノーマル(新常态)のもとで顧客のDX推進の動きが強まる見通し。DX需要の取り込みが業績拡大を後押ししよう。

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(2022年3月号)

(円、%、倍)

銘柄名 (コード)	株価 3月18日	営業 増益率 21年度 22年度	予想 EPS 21年度 22年度	予想 PER 21年度 22年度	直前期 実績BPS 実績PBR	ポイント
JSR (4185)	3,545.0	57.7 7.4	170 184	20.9 19.3	1,694 2.1	高いシェアを持ち、市場の好調が続く半導体材料事業とライフサイエンス部門を中心に、業績は順調に拡大する見通し。株価下落で指標面でも割安感がある
第一三共 (4568)	2,411.0	50.5 16.7	36 41	67.8 58.2	695 3.5	「エンハーツ」が伸長し収益にも貢献。新薬を軸とした収益構造の転換進む。「Dato-DXd」など次の成長を担う新薬の開発進展に注目
オービック (4684)	18,050.0	12.3 10.2	471 518	38.3 34.9	3,141 5.7	安定的な収益構造、収益性、財務基盤、高ROEなどを評価。当面の株価は外的要因に翻弄されそうだが中長期的には利益成長に伴って上値を切り上げるとみる
日本製鉄 (5401)	2,158.0	627.0 -1.9	565 521	3.8 4.1	3,560 0.6	鋼材需要の回復傾向が続く。来年度は減益予想も、利益は高水準を維持。PBR1倍を大きく割り込み株価指標面で割安感あり
住友電 (5802)	1,428.0	9.7 48.0	103 147	13.9 9.7	2,160 0.7	来年度は自動車関連事業の回復、情報通信関連事業などの伸長で増益基調が続くと予想。営業利益は過去最高更新へ。
ダイフク (6383)	8,350.0	9.9 22.4	286 341	29.2 24.5	2,194 3.8	物流自動化システムの成長続き、半導体生産ライン向けシステムも拡大。22年度は最高益更新の見通し。日米・アジアが主軸で欧・露の売上規模僅少な点にも安心感
ミネベアミツミ (6479)	2,496.0	83.7 22.3	185 225	13.5 11.1	1,204 2.1	半導体のスマートフォンでの搭載比率上昇、アナログ半導体の生産能力増強などによる営業利益の拡大を予想。自動車の電装化で車載用モータも販売伸長へ
三菱重 (7011)	3,669.0	195.9 31.3	298 381	12.3 9.6	4,159 0.9	EUが天然ガス、原子力をクリーンエネルギーとみなすなど方針を転換。原子力を手掛け、ガスタービンのシェアトップの同社に追い風。各種カーボンフリー技術も注目点
ホンダ (7267)	3,342.0	25.7 24.1	398 474	8.4 7.1	5,712 0.6	半導体不足の中でも収益力を確保している点を評価。生産能力の削減や「ホンダアーキテクチャー」で開発した主力車種のフルモデルチェンジも寄与へ
任天堂 (7974)	60,940.0	-5.2 0.4	4,006 3,857	15.2 15.8	16,403 3.7	4月発売の『Switch Sports』でライト層開拓進捗が確認できれば、「Switch」収束懸念払拭へ。1.5兆円超の手元資金活用策にも引き続き注目
三菱商 (8058)	4,296.0	369.4 -4.5	576 550	7.5 7.8	4,179 1.0	原料炭価格高騰の増益寄与が目立つが、本来持つ総合的な収益力が発揮されつつある。22年4月就任予定の中西勝也新社長の下、DX・EXの一体推進に期待
三菱UFJ (8306)	761.1	53.8 -4.3	87 87	8.8 8.8	1,396 0.5	米FRBが利上げに踏み切り中期的な収益改善に追い風。過去の米利上げ局面でも株価は着実に上昇。株主還元強化の余地がある点にも注目
住友不 (8830)	3,418.0	- 4.3	312 321	10.9 10.7	3,413 1.0	オフィス空室率は高止まり。ただ、同社が開発・保有する優良物件はオフィス集約需要を取り込みやすいとの見方から、営業利益成長を見込む

(注1) 営業増益率、予想EPS、予想PERは上段が21年度、下段は22年度

(注2) 営業増益率は、日本製鉄と三菱重が事業増益率、三菱商は税引前増益率、三菱UFJは経常増益率を表示

(注3) 住友不は21年度より収益認識に関する会計基準を適用。収益認識基準が異なるため、21年度の増減率を記載していない

(注4) 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 >

足元の受注高は堅調推移も、工事採算の低下傾向に懸念

2022年3月23日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 細貝広孝

< 要約 >

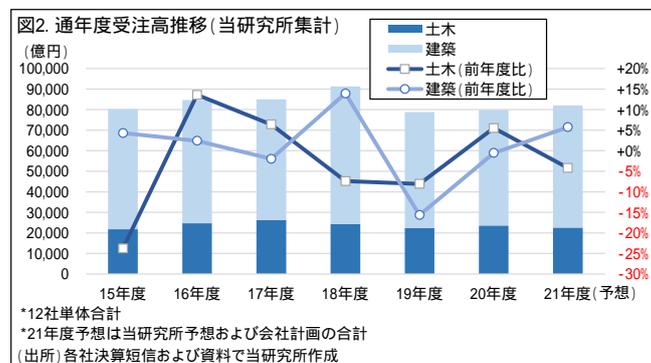
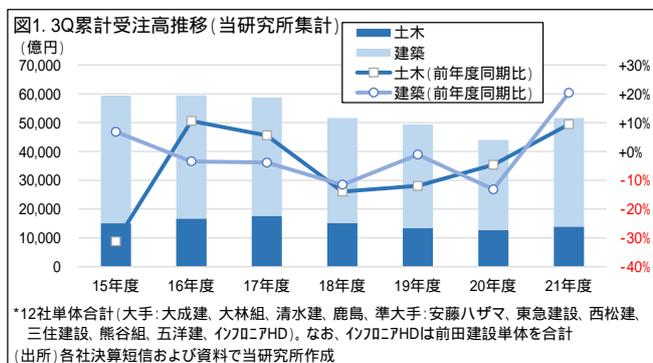
21年度3Q累計受注高は増加。21年度通年度の工事採算は悪化を予想。競争激化、建設コスト上昇が懸念材料。

1. 21年度3Q累計受注高は増加傾向が継続

21年度3Q累計の大手・準大手12社合計の受注高(企業価値研究所集計:以下、当研究所集計)は、前年度同期比17%増の5兆1598億円だった(図1参照)。このうち、土木工事は同9%増の1兆3949億円、建築工事は同20%増の3兆7649億円と、ともに増加した。前年度同期の当研究所集計では、官公庁発注工事の比率が相対的に高い土木工事が同5%減だったのに対し、民間発注工事の比率が高い建築工事が同13%減と大きく落ち込んでいたことから、当研究所では今年度3Q累計の受注増は、前年度1Qに新型コロナウイルスの感染拡大により経済活動が停止し、民間企業の発注活動も抑制されるなどの影響が出た反動増といった側面が大きいとみている。

21年度通年度の当研究所集計受注高(当研究所予想および各社計画の合計)は、前年度比3%増の8兆2000億円程度が見込まれる(図2参照)。このうち、土木工事は同4%減の2兆2600億円程度、建築工事は同6%増の5兆9400億円程度。建築工事は通期では前年度の落ち込みの反動増の寄与度が低下する見通したが、土木工事・建築工事全体では

前年度比で増加を見込んでいる。東京五輪開催前の竣工を目指した大型工事の受注が集中した18年度に比べると減少傾向にあることは否めないが、建設需要は堅調だ。国土交通省が公表している建設工事受注動態統計(大手50社)では、統計調査の不適切処理があったとして今後データが修正される可能性はあるが、参考までに21年暦年の受注高に関して工事種類別みると、建築工事では事務所・庁舎、店舗、工場・発電所、倉庫・流通施設、住宅、医療・福祉施設などが伸びたほか、土木工事では、治山治水、道路が増加した。当研究所では引き続き、大型再開発工事や、需要が高まっている物流施設、公共インフラ工事などが受注高を下支えするとの見方を変えていない。ただし、1件当たりの工事規模が大型化しており、大手ゼネコンや準大手ゼネコンの間で受注競争が激化している。一部ゼネコンでは、こうした競争激化が受注時粗利益率の低下を招いているといった声も聞かれる。後述のように、大手4社の完工粗利益率は足元、低下傾向となっている。こうした受注時粗利益率の低下に加え、建築資材価格の上昇が今後も工事採算を押し下げる可能性には注意したい。



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. 大手4社の営業利益は21年度に落ち込む反動で22年度は回復見込む

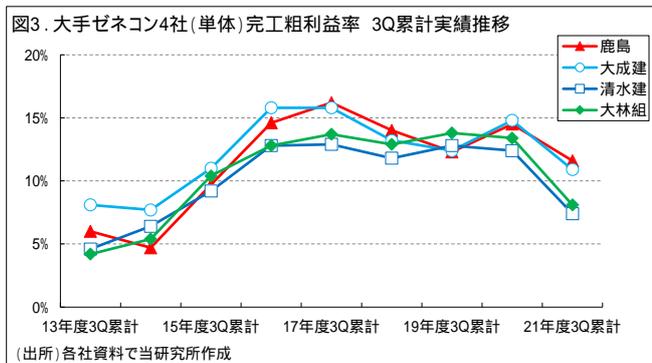
【21年度3Q累計の大手4社業績は実質的に完工増も大幅営業減益】

大手ゼネコン4社(大成建 1801、大林組 1802、清水建 1803、鹿島 1812)合計の21年度3Q累計実績は、売上高が4兆8680億円、営業利益が2112億円だった(表1参照)。各社は21年度より収益認識に関する会計基準を適用しており、厳密な前年度同期比較はない。ただ、3Q累計実績における新基準適用による業績に対する影響は軽微にとどまった模様であり、新基準における今年度実績と、旧基準における前年度同期実績との比較では、4%の増収ながら、38%の営業減益だった。また、同様の比較において、4社すべてで営業減益となった。19年度に東京五輪関連の大型工事を竣工し、20年度は新たな大型工事に着手した時期となり、大型工事の完工高計上の端境期に当たったため、全体的に完工高が

表1. 大手ゼネコン4社 連結3Q累計業績 (億円)

	4社合計		大成建(1801)		大林組(1802)	
	20年度	21年度	20年度	21年度	20年度	21年度
	3Q累計実績	3Q累計実績	3Q累計実績	3Q累計実績	3Q累計実績	3Q累計実績
売上高	46,715	48,680	9,751	10,060	12,769	13,761
営業利益	3,401	2,112	822	518	869	461
経常利益	3,646	2,480	869	586	911	527
純利益	2,600	1,839	572	405	712	384
	清水建(1803)		鹿島(1812)			
	20年度	21年度	20年度	21年度		
	3Q累計実績	3Q累計実績	3Q累計実績	3Q累計実績		
売上高	10,306	10,033	13,889	14,326		
営業利益	706	246	1,004	887		
経常利益	752	299	1,115	1,068		
純利益	552	235	765	814		

*21年度は収益認識に関する会計基準を適用しており、20年度は旧基準の実績
(出所) 各社決算短信、資料で当研究所作成



減少した。21年度は20年度に着手したような工事の完工高計上が進んだものの、竣工工事が少なかったことなどから、工事の採算性が向上しなかった。大型工事は竣工時もしくは竣工間近に発注者側と追加工事や設計変更の工事代金に関して交渉を進めることから、この交渉の結果、工事代金を獲得できれば工事採算が大幅に改善する傾向がある。また、今年度上期において大林組は、過去に受注した工事において採算が悪化した工事があるとして、工事損失引当金を計上したため、3Q累計の単体の完工粗利益率も大幅に低下した。

【中期的には小幅ながら工事採算の改善を見込む】

大手ゼネコン4社の21年度通年度の連結業績に関して当研究所では、新基準適用による通年度業績への影響も軽微との見方から、3Q累計実績と同様の比較では、増収減益を予想している(表2参照)。前回予想(21年12月)との比較では、3Q累計実績などを踏まえ、売上高は増額修正したが、営業利益は据え置いた。鹿島を除いた3社は前回予想を維持。鹿島は、米国における物流施設を中心とした物件売却が順調に進捗しており、これを売上高予想に織り込んだ。利益面では物件売却の寄与を見込む一方で、建築工事の採算が前回予想を下回るとの見方を織り込み、連結全体の営業利益予想は据え置いた。4社合計の前年度比較では、20年度に着手したような大型工事の完工高が上がり始めるとの見方から、完工高は増加するとみている。一方で、21年度は通年度でも竣工を迎える工事がまだ多くないとの見方から、採算性は上がりにくい。逆に、受注競争が激し

表2. 大手4社業績動向

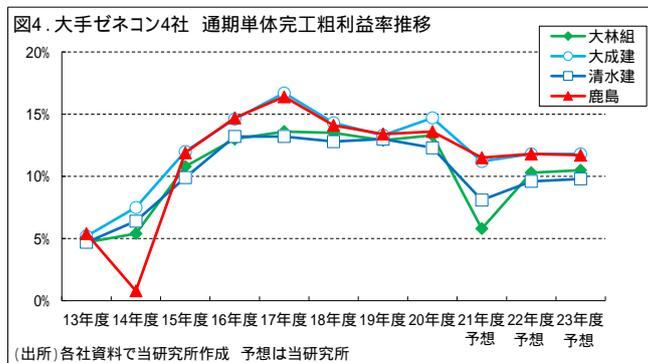
		20年度		21年度		22年度		23年度	
		実績	増減率	通期	予想	通期	予想	通期	予想
	(億円)								
大成建(1801)	売上高	14,801	-15.5%	16,400	16,800	+2.4%	17,200	+2.4%	
	営業利益	1,305	-22.2%	1,000	1,150	+15.0%	1,200	+4.3%	
大林組(1802)	売上高	17,669	-14.8%	19,600	19,700	+0.5%	20,000	+1.5%	
	営業利益	1,232	-19.4%	345	950	+175.4%	1,000	+5.3%	
清水建(1803)	売上高	14,565	-14.2%	15,700	16,000	+1.9%	16,300	+1.9%	
	営業利益	1,002	-25.2%	850	850	0.0%	900	+5.9%	
鹿島(1812)	売上高	19,072	-5.2%	20,600	20,700	+0.5%	20,900	+1.0%	
	営業利益	1,273	-3.6%	1,200	1,250	+4.2%	1,300	+4.0%	
4社	売上高	66,107	-12.2%	72,300	73,200	+1.2%	74,400	+1.6%	
合計	営業利益	4,811	-18.0%	3,395	4,200	+23.7%	4,400	+4.8%	

*21年度は収益認識に関する会計基準を適用しており、20年度は旧基準の実績
(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。

くなってから受注したような工事も多くなり、当研究所では全体的に採算性が低下する公算が大きいと考える(図4参照)。22年度以降は、大型工事の竣工も進むとの見方から、完工高の増加傾向に加え、竣工時に獲得する設計変更や追加工事に係る工事代金などで、21年度に比べれば工事採算が改善し、21年度に大きく落ち込む反動で22年度の大手4社合計の営業利益は増加するとみている。しかし、競争激化による手持ち工事の採算悪化、足元は設計変更の獲得が難しくなっていること、建設資材価格の高騰などから利益回復は小幅にとどまると予想している。なお、足元ではウクライナ情勢の悪化などを背景にエネルギー価格が高騰しており、建設コストがさらに上昇す

る可能性もある。この場合はさらなる工事採算の悪化を生み、各社業績に影響を与えるだけに、注意を要する。



3. アナリストの投資判断 ~ 工事採算の改善を確認するまで上値重い展開に

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)。その後は相場全体の上昇もあって戻したが、日経平均株価が31年ぶりの高値を付けた局面でも戻りは鈍かった。唯一、鹿島は急落前の水準を回復しているが、他3社と同様に足元の株価は伸び悩んでいる。

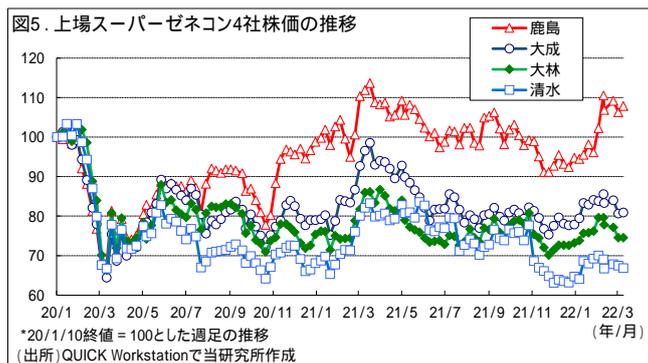
当研究所では、大手4社の21年度通年度業績は前述のように、各社で実質営業減益を予想している。

表3. 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 3月18日	営業利益		純利益		EPS		PER	
		上段20年度実							
		下段23年度予							
大成建	3,640	1,305	926	442.66	8.2	1,200	850	422.24	8.6
大林組	914	1,232	988	137.64	6.6	1,000	750	104.62	8.7
清水建	754	1,002	772	101.17	7.5	900	700	94.63	8.0
鹿島	1,542	1,273	985	193.13	8.0	1,300	1,000	202.14	7.6

(出所) 各社決算短信で当研究所作成 予想は当研究所

また、中期的な工事採算の回復も小幅にとどまるとみている。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、競争激化による受注時採算の悪化などを背景に、さらなる利益成長シナリオは描きにくい。当研究所では、実績PERや足元の建設セクター全体の予想PERなどを踏まえ、大手4社の23年度予想PERは9倍程度が妥当な水準とみている。このため、表3のように株価指標からはやや割安感もあるが、工事採算の改善が確認できるまでは上値の重い展開を予想している。



< 不動産 >

空室率が高止まりも、中期的に賃貸は堅調推移を予想

2022年3月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 細貝広孝

< 要約 >

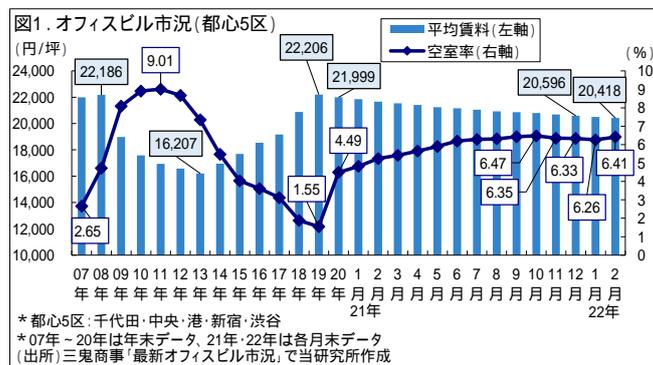
オフィス空室率は頭打ちも、高止まり。不動産大手はオフィス賃貸の堅調推移を見込み、22年度以降は緩やかな利益成長基調を予想。

1. オフィス空室率に頭打ち感も、6%台で高止まりが継続

足元のオフィス市況は、空室率が20年3月に上昇に転じて以降、上昇基調によりややく頭打ち感が出てきたものの、高止まりが続いている。三鬼商事が公表する東京都心5区の空室率は、21年11月に21カ月ぶりに下落に転じて22年1月まで下落が続いたが、同年2月には再び上昇し(図1参照)、6%台前半で推移している。頭打ち感があるとはいえ、貸し手と借り手の力関係が均衡するとされる5%を上回っていることに変わりはなく、借り手優位の水準が継続している。平均賃料も19カ月連続で下落し、直近で最も高かった20年7月の2万3014円から22年2月には2万418円と、11%程度下落している。一部では拡張移転などの成約もみられるものの、大型空室の募集開始や解約の動きもみられるなど、空室率の改善傾向が強まるといった状況にはない。新型コロナ影響からの回復に期待感が高まる一方で、ウクライナ情勢の悪化など、国内景気に関しても不透明感が強まってきた。とはいえ、市場の空室率が5%を上回っていることで借り手優位となるなか、引き続き賃料引き下げ要請の増加も想定されるが、大手不動産では空室率は5%を下回って推移しているところが多く、足元のオフィス賃貸の事業環境に大きな変化はみられていない。企業価値研究所では大手不動産におけるオフィス賃貸の平均賃料は横ばい程度での推移を見込む予想を変えていない。今後も新型コロナ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が、日銀による金融緩和策、政府

の財政出動が維持されるなか、当研究所では解約・退去の動きがさらに広まるとはみていない。ウクライナ情勢による影響は予断を許さない状況ではあるが、グローバル経済の落ち込みが長引かなければ、大手不動産が保有するような優良物件では、解約の動きも限定的なものにとどまると考える。

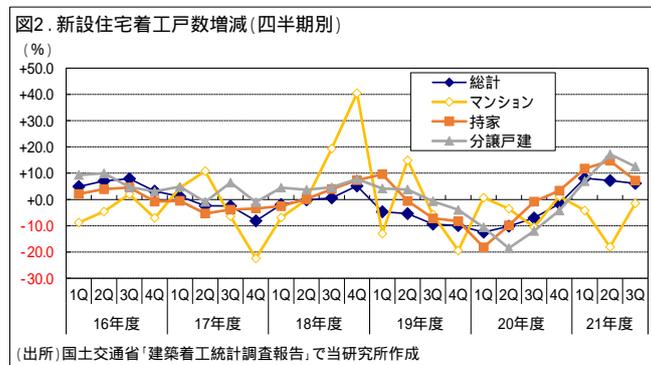
オフィス以外の賃貸事業では商業施設や、ホテル・会議場運営などへの影響は長期化が予想される。インバウンド需要の回復が見込みにくいなか、新型コロナと共存する生活が続く以上は、「新型コロナ前」の需要回復には時間を要するとみている。ホテル、商業などの回復にはさらに時間を要しよう。不動産大手の事業の柱はオフィス賃貸とマンション販売であり、商業施設やホテル運営の寄与度は相対的に大きくはないが、通常の経済活動に回復するまで長引くようであれば、不動産セクターの業績を下押しする要因となる。



2. マンション需要は堅調ななか、供給が回復基調

首都圏のマンション販売の供給は改善傾向にある。21年暦年の首都圏のマンション供給は3万戸台を回復し、初月契約率も販売好調を示している。分譲マンションに加え、持家や分譲戸建も堅調に推移しているほか、賃貸住宅の着工も進むなど、住宅市場は全般的に堅調さがうかがえる。新型コロナによる影響で企業のテレワーク導入が進み、入社日数が減少することで、通勤時間に対する許容度が高まっており、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も高まっているようだ。ただ、分譲マンションの着工戸数をみると、21年度3Q累計は依然として

低調(図2参照)。需要自体は堅調であり、物件供給が拡大してくれば、マンション販売も堅調に推移するとみている。



3. 不動産大手3社の業績動向

不動産大手3社(三井不 8801、菱地所 8802、住友不 8830)の21年度3Q累計の連結業績は、表1のように、三井不が営業減益だったが、他の2社は営業増益だった。なお、各社で今年度より収益認識に関する会計基準を適用しているが、損益に与える影響は軽微としており、増減益に関しては、旧基準による前年度実績と新基準による今年度実績および今年度の当研究所予想との比較。

大手3社では、オフィス賃貸は堅調な推移に。前述のようにオフィス市況は空室率が6%台で推移しているが、3社の空室率は全体に比べると上昇基調は緩いものになっている。3社のなかで唯一、住友不の空室率は借り手が有利と言われる5%を上回っているが、空室率が上がっても賃料値引きはしない方針の会社においては、借り手有利はあまり意味をもたない。大手企業が本社機能を置くような優良物件を多く持つ大手3社においては、テナントが移転した後の空室を埋めるのに従来よりも時間を要しているが、現状では賃料を大きく引き下げてリーシング活動を行うほどではない。ホテルや商業施設運営などは、前年度同期に比べると回復基調にある。インバウンド需要が消滅しており、コロナ前の水準に戻るには時間を要するとみられるが、着実に回復している。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収入増加などが利益を下支えした。

三井不はオフィス賃貸が堅調に推移。国内のマ

ンション分譲で引渡戸数が減少。前年度同期に物件売却が偏った反動で物件売却も減少。個人仲介やリパーク(時間貸し駐車場)が回復したが、今年度より東京ドームを連結化して同社の営業赤字を取り込んだことも響き、連結全体では営業減益だった。菱地所もオフィス賃貸は堅調だったほか、前年度同期に落ち込んだ商業施設、アウトレットモール、ホテルなどが回復基調に。物件売却益の拡大も寄与した。マンション分譲は引渡戸数が減少したが、平均販売単価は上昇。賃貸マンション売却の減少は響いたものの、仲介の増益などで住宅セグメントは増益を確保。海外の物流施設売却益の増加、米国の運用資産の時価評価額上昇によるフィー計上などで、連結全体では営業増益に。住友不はオフィス賃貸が堅調に推移したほか、ホテルやイベントホールの運営も前年度同期からは回復基調に。マンション・戸建引渡戸数の減少で不動産販売事業は減益となったが、前年度同期に落ち込んだ不動産流通の回復、注文住宅の引渡棟数増などが連結全体の営業増益に寄与した。

今年度通年度の大手3社の連結業績に関して当研究所では、前回予想を据え置いた住友不を除く2社では3Q累計実績などを踏まえ、営業収益、営業利益ともに増額修正した。三井不では、投資家向け物件売却の計上時期の偏りを主因に3Q累計実績では営業減益だったが、今年度は物件売却が4Qに偏る計画となっていたことから、想定内。逆に、商業施設や個人向け仲介、リパークの回復が当研究所の想

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。

定を上回ったことなどから、通年度の利益予想を増額修正した。前年度との比較でも増収増益を予想している。菱地所では、3Q 累計実績で物件売却が拡大したことやフィー計上が想定を上回ったことなどを踏まえ、営業収益、営業利益ともに増額修正。前年度比では大幅増収増益を見込む。住友不はセグメント別には微修正を行ったが、連結全体では増収増益を見込んだ前回予想を維持した。前年度との比較では、マンション引渡戸数の減少を見込むものの、オフィス賃貸の堅調推移、個人仲介の回復を予想している。

中期的には3社ともに緩やかな利益成長基調を見込んでいる。オフィス賃貸に関しては、テレワークが浸透しているが、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。大手企業が本社機能を置いているような優良物件が多く、逆に本社機能をさらなる集約などで需要は堅調に推移するとみている。ただ、商業施設で21年度においては20年度からの回復を見込んでいるものの、本格的な回復は22年度以降になると考える。また、ホテルに関しては新型

4. アナリストの投資判断 ~新型コロナ懸念の払しょくで、堅調な利益成長に注目

都市再開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。新型コロナの感染拡大を背景とした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て下値を切り下げたあと、株価は戻り基調となったものの、株式相場全体の動きに対して、上値の重い展開が続いた(図3参照)。

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。当研究所ではウクライナ情勢の悪化など先行き不透明な要素はあるが、企業業績が急速に悪化するようなことがない限り、大手デベロッパーにおけるオフィス賃貸の堅調な推移は今後も継続すると考えている。マンション供給戸数は緩やかな回復にとどまるとみているが、前述のように中期的には不動産大手3社では緩やかな増益基調になると考える。足元の不動産大手の株価は再び水準を切り下げたが、新型コロナ懸念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

コロナ前のようなインバウンド需要の回復は23年度以降と予想しており、こちらも業績回復にはまだ時間がかかると考える。しかしながら、引き続き堅調なオフィス市況、資金の流入先としての物件売却が拡大すると予想している。三井不では高水準な物件売却の継続を見込む。一方、住友不はオフィス物件を売却しない企業なので、物件売却による収益拡大は期待できないが、引き続きハイスpekで需要の高い物件の開発を進めることで、子会社などではなく自社で直接リーシング活動を行っている同社においてはオフィス賃貸収益の拡大を見込む。

表1.大手3社業績動向

	20年度 3Q累計 実績 (億円)	21年度 3Q累計 実績	22年度		23年度			
			通期 予想	増減率	通期 予想	増減率		
三井不	14,680	14,669	21,300	22,000	+3.3%	22,500	+2.3%	
(8801)	営業収益	1,644	1,545	2,450	2,800	+14.3%	3,100	+10.7%
菱地所	7,779	9,046	13,600	13,650	+0.4%	13,900	+1.8%	
(8802)	営業収益	1,395	1,723	2,800	2,800	+0.0%	2,900	+3.6%
住友不	7,059	7,134	9,400	9,800	+4.3%	10,100	+3.1%	
(8830)	営業収益	1,794	1,938	2,300	2,400	+4.3%	2,500	+4.2%

21年度以降は収益認識に関する会計基準を適用しており、20年度は旧基準の実績(出所)各社決算短信および資料で当研究所作成 予想は当研究所

する積極投資姿勢を維持する住友不の業績動向に引き続き注目している。同社は、他の2社と違ってオフィス等の物件売却を行っていないが、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し、自社でテナントリーシングを行い、空室率が相対的に高水準であっても、空室を埋めるために安易な賃料引き下げは行わない同社にとって、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3. 不動産大手3社とTOPIXの対比チャート



< 化学・繊維 >

業界全体で総じて堅調だが、原料高影響には注意が必要

2022年3月15日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 伊藤健悟

< 要約 >

化学・繊維業界は足元で高水準の利益を計上。22年度も石油化学分野の21年度の好調の反動減を除くと堅調に推移する見通し。ただし、足元の原料高などの影響には注意が必要。

1. 21年4～12月期は化学・繊維業界全体で大幅な増収、増益に

コロナ禍による主要製品の需要減退や石油化学分野での原料・製品市況下落で20年度前半に大きく悪化した化学・繊維業界の業績は、同後半から回復に転じ、その後は一転して高水準の利益を計上。足元では半導体・部材不足による自動車の減産や、原料高、物流費用高騰などの影響を受けているが、21年4～12月期は化学・繊維業界全体で前年同期と比較して大幅な増収、増益となった。ただし分野別では、国内化粧品市場の低迷長期化や20年に急拡大した衛生関連製品の需要の反動減などでトイレタリ

2. 22年度の総合化学大手は小幅営業減益を予想

化学・繊維業界の中で収益の構成比が高い総合化学大手6社合計の21年4～12月期(昭電工(4004)は21/12期2Q～4Qの合算、他の5社は22/3期3Q累計)の連結業績は、売上高が前年同期比26%増、営業利益が同2.1倍となった。石油化学分野では、20年4～6月期にコロナ禍による需要低迷と市況下落・採算悪化、在庫評価損の計上などで全6社が赤字を計上。同7～9月期は6社合計で黒字に転換したものの、その水準は低く、同4～9月期の合計でも赤字となっていた。しかしその後、需要の回復と設備トラブルや天災などの影響で一部製品の

一分野の業績回復の遅れが目立っている。

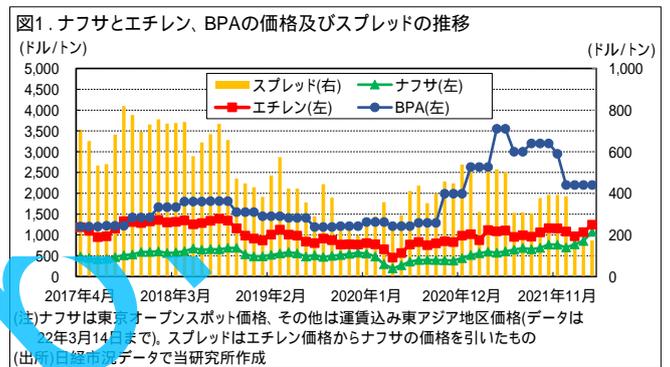


図2. 総合化学大手6社の事業分野別営業利益の推移

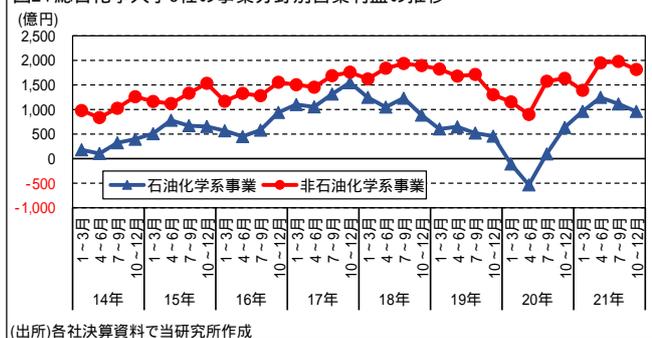
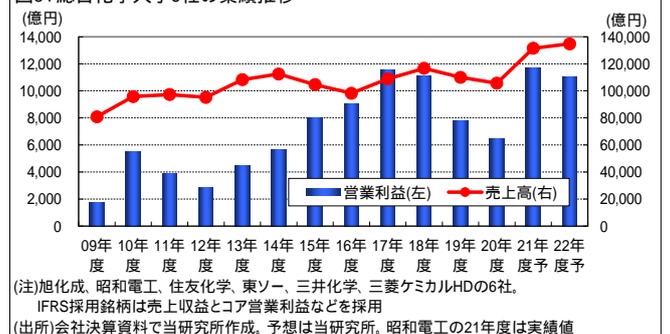


図3. 総合化学大手6社の業績推移



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、必ずご確認下さい。

吸収し、21年4～12月期は6社合計でこれも大幅な増益となっている。

21年度通期の連結業績については、総合化学大手6社合計で売上高が前年度比24%増、営業利益が同80%増を予想する(昭電工は実績を用いて算出)。従来は売上高が同23%増、営業利益が同76%増を見込んでいたが、4～12月期までの実績や足元の事業環境などを勘案し、小幅ながら上方修正した。主要製品の販売数量増と市況上昇、採算改善などにより、通期でも業績は着実に拡大しよう。総合化学以外の分野でも同様に、数量増と合理化の効果で20年度に悪化した業績が改善に向かうと考える。

続く22年度は、各分野とも着実な需要の伸びが見込めるものの、総合化学大手6社は合計で売上高が21年度並みとなり、営業利益は小幅減少する見通し。これは、21年度の石油化学分野の業績がビスフェノールA(BPA)など一部製品の市況高騰と在庫評価

表1. 化学・繊維メーカーの分野別業績推移

(前年度比、%)

		20年度		21年度		22年度	
		実績	前回予想	今回予想	前回予想	今回予想	
総合化学	売上高	-3.8	23.4	24.4	2.6	2.4	
	営業利益	-16.3	76.2	80.2	-2.1	-4.9	
電子材料	売上高	-2.3	16.3	20.2	5.5	7.1	
	営業利益	2.0	49.3	67.9	2.0	1.5	
トイレタリー	売上高	-8.9	4.3	4.4	5.7	7.5	
	営業利益	-27.0	3.8	0.8	29.2	12.5	
その他化学	売上高	-6.4	11.9	12.8	-0.3	1.6	
	営業利益	-6.9	28.1	31.8	5.8	5.4	
繊維	売上高	-10.3	14.8	15.8	2.8	3.8	
	営業利益	-18.2	30.7	22.7	7.1	14.3	

(注)当研究所が業績を集計している26銘柄が対象。21年度、22年度の前回予想は21年12月時点の予想。

一部、会計基準の変更などを考慮せずに伸び率を算出している

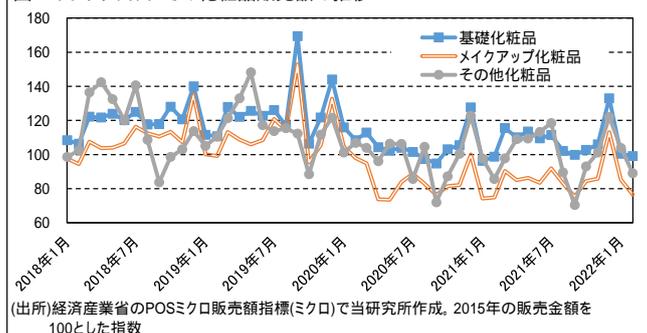
(出所)各社決算資料で当研究所作成。予想は当研究所

3. ウクライナ問題の影響を注視

原油価格は以前から上昇が続いていたが、大手産油国の1つであるロシアがウクライナに侵攻し、米国などがロシア産原油の取り引きなどを含めて経済制裁の対象としたため、足元で一段と上昇。これにつれて、石油化学製品の直接の原料となるナフサの価格も急騰しているほか、天然ガス価格なども高騰している。先述の企業価値研究所の業績予想は22年1～3月期以降の国産ナフサ価格が1kl=6万3000円程度となることを前提としているが、足元のスポット価格は同9万円前後まで上昇。各社はこれに対応し、合成樹脂など川下製品の値上げを急いでいる状況だ。

益の発生などで実力以上に押し上げられており、22年度はその反動が出るため、こうした影響を除くと、電子材料、繊維など他の分野も含めて数量増と合理化の効果により業績は総じて堅調に推移すると考える。ただしトイレタリー分野では、国内化粧品市場の低迷が長引いている。22年度は2桁の営業増益を見込むものの、依然として本格的な業績回復には至らなさそうだ。

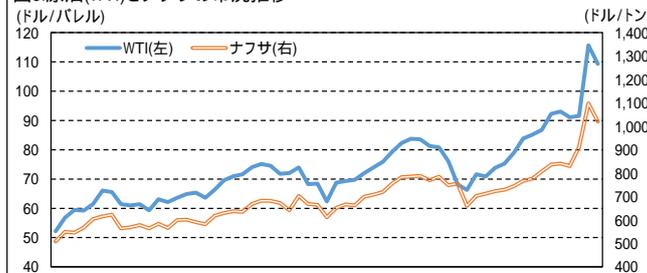
図4. ドラッグストアでの化粧品販売額の推移



(出所)経済産業省のPOSマイクロ販売額指標(マイクロ)で当研究所作成。2015年の販売金額を100とした指数

石油化学分野においては、原料価格が急騰すると製品価格の値上げが追い付かず、短期的に採算が悪

図5. 原油(WTI)とナフサの市況推移



(注)WTIはNY証券取引所、ナフサは東京オープンスポット価格(データは22年3月14日まで)
(出所)QUICK Workstation、日経市況データで当研究所作成

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、必ずご確認下さい。

化するが、原料在庫に関する評価益が発生するため、21年度については先述の予想以上に利益が拡大する可能性がある。一方、原料価格が高止まりすると、製品価格がそれに応じた水準まで上昇するまでの間、想定以上に採算が悪化するほか、大幅な製品価格

上昇が需要を押し下げ、22年度の業績の圧迫要因となる公算が大きい。ロシアのウクライナ侵攻は原油に限らず、各種資源や食糧品など一次産品を中心に幅広い分野の価格高騰要因となっており、その影響を注視する必要がある。

4. アナリストの投資判断:不透明感が解消すれば、電子材料メーカーがいち早く反転へ

20年秋から21年春にかけて大きく上昇した化学・繊維メーカーの株価は、銘柄別には明暗があるものの、その後はセクター全体として低迷。半導体デバイス市場の好調で比較的値を保っていた電子材料メーカーも、米国の長期金利上昇が高PER銘柄の逆風となっていることもあり、22年に入って下落が目立つ。ただし、総合化学メーカーが22年度は業績悪化を避けられないほか、トイレットメーカーも国内化粧品市

場の停滞で本格的な業績回復に至らないのに対し、半導体デバイスの市場は拡大が続く公算が大きい。ウクライナ問題などで株式市場全体に不透明感の強い中、当面は上値の重い展開が続くとみているが、停戦交渉の進展などでこうした不透明感が解消されれば、JSR(4185)や信越化(4063)をはじめとした電子材料メーカーがいち早く上昇に転じそうだ。

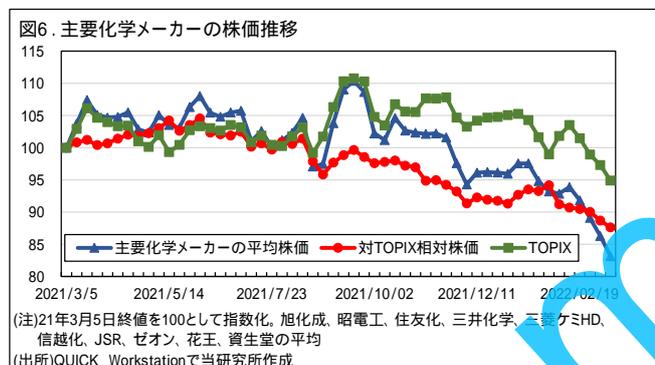


表2. 主要化学メーカーの諸指標

	株価 (円)	営業増益率(%)			予想PER(倍)	
		20年度実	21年度予	22年度予	21年度	22年度
旭化成 (3407)	1,005.0	-3.1	29.2	1.4	7.2	8.3
昭電工 (4004)	2,107.0	赤転	黒転	3.2	-27.2	12.3
住友化 (4005)	526.0	11.3	74.8	-11.6	5.4	6.0
三井化学 (4183)	2,866.0	17.7	92.6	-17.7	5.1	6.2
三菱ケミHD (4188)	767.7	-10.3	71.7	-1.0	5.7	7.4
信越化 (4063)	17,370.0	-3.4	73.4	0.0	14.3	14.3
JSR (4185)	3,305.0	赤転	黒転	7.4	19.5	18.0
ゼオン (4205)	1,306.0	28.0	39.2	5.4	8.3	7.8
花王 (4452)	4,686.0	-17.1	-18.3	11.5	20.3	18.7
資生堂 (4911)	5,372.0	-86.9	177.9	80.3	50.6	44.7

(注)株価は3月14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。昭電工、花王、資生堂の21年度は実績値。営業増益率について、収益認識に関する会計基準適用の影響は考慮していない

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成、予想は当研究所

< 医薬品 >

成長の源泉は新薬開発

2022年3月18日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 真下弘司

< 要約 >

グローバル製品の伸長や新型コロナからの回復、為替の円安もあり3Q累計の業績は順調に推移。

1. 3Q 累計の実績等を踏まえて予想を修正

[3Q 累計は 9%増収、16%営業増益]

21年度3Q累計の3月決算主要医薬品メーカー5社合計の連結業績は9%増収、16%営業増益。国内薬価改定等の減収要因はあったが、グローバル製品の伸長や前年同期に新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の影響で落ち込んだ反動、為替の円安等もあり増収。増収および円安効果で事業活動再開に伴う販管費や開発の進展に伴う研究開発費の増加を吸収し2桁の営業増益。

21年度通期は9%増収、17%営業増益、続く22年度は3%増収、6%営業増益を予想。3Qまでの実績と前提為替等を見直し21年度・22年度とも前回予想から増額。COVID-19や国内薬価改定等の影響は懸念されるが、グローバル製品の成長や新製品の貢献、減損損失などの特殊要因は見込まず増収・増益基調が続くと予想する。

[業績は各社各様]

武田(4502)の21年度3Q累計は11%増収、29%営業増益。潰瘍性大腸炎・クローン病治療剤「エンティビオ」などグローバルブランドが伸長、糖尿病治療剤譲渡や円安も寄与。21年度通期は研究開発費の大幅な増加を主因に10%増収、4%営業増益を予想。グローバルブランドの伸長や糖尿病治療剤譲渡益、事業再編等による収益性の向上で研究開発費の増加等を吸収し営業増益予想。続く22年度は糖尿病治療剤譲渡益の反動と研究開発費の増加で1%減収、営業利益横ばいを予想する。

アステラス薬(4503)の21年度3Q累計は5%増収、6%営業増益。日本における製品の移管・譲渡などの減収要因はあるが、前立腺がん治療剤「XTANDI」や重点戦略製品が伸長し増収。無形資産譲渡益の計上もあり営業増益。21年度通期は7%

増収、72%営業増益を予想。「XTANDI」の伸長や無形資産譲渡益の計上、前期に多額の減損損失を計上した反動もあり大幅な営業増益予想。続く22年度は「XTANDI」の伸長等から9%増収、26%営業増益を予想する。

塩野義(4507)の21年度3Q累計は2%減収、43%営業減益。ロイヤリティー収入の減少と前年同期に渋谷ビル再開発に伴う交換益を計上した反動、研究開発費の増加が響いた。21年度通期は3%減収、22%営業減益を予想。続く22年度はHIVフランチャイズロイヤリティーの安定した成長、新製品の貢献等から8%増収、9%営業増益を予想する。

エーザイ(4523)の21年度3Q累計は13%増収、29%営業増益。抗がん剤「レンビマ」が伸長したことに加えて、 Bristol Myers Squibb(BMS)との戦略提携による契約一時金496億円を計上。21年度通期は14%増収、55%営業増益を予想。「レンビマ」の伸長と契約一時金の計上でアルツハイマー

表1. 3月決算主要5社の連結業績 (単位: 億円)

21年度3Q累計実績	売上収益		営業利益		税引前利益		純利益	
	増減	増減	増減	増減	増減	増減	増減	
武田 (4502)	26,957	+11%	4,625	+29%	3,566	+52%	2,414	+35%
アステラス薬 (4503)	9,923	+5%	1,694	+6%	1,674	+2%	1,325	-0%
塩野義 (4507)	2,196	-2%	604	-43%	748	-38%	710	-20%
エーザイ (4523)	5,653	+13%	746	+29%	752	+29%	604	+34%
第一三共 (4568)	8,110	+10%	1,238	+38%	1,259	+26%	943	+24%
主要5社計	52,839	+9%	8,906	+16%	7,999	+18%	5,996	+15%
21年度通期予想	売上収益	営業利益	税引前利益	純利益				
武田 (4502)	35,240	+10%	5,280	+4%	4,000	+9%	2,540	-32%
アステラス薬 (4503)	13,380	+7%	2,340	+72%	2,360	+62%	1,890	+57%
塩野義 (4507)	2,880	-3%	920	-22%	1,180	-17%	1,030	-8%
エーザイ (4523)	7,360	+14%	800	+55%	808	+54%	624	+48%
第一三共 (4568)	10,400	+8%	960	+50%	980	+32%	682	-10%
主要5社計	69,260	+9%	10,300	+17%	9,328	+19%	6,766	-7%
22年度通期予想	売上収益	営業利益	税引前利益	純利益				
武田 (4502)	35,020	-1%	5,260	-0%	4,100	+3%	2,950	+16%
アステラス薬 (4503)	14,520	+9%	2,940	+26%	2,960	+25%	2,370	+25%
塩野義 (4507)	3,100	+8%	1,000	+9%	1,280	+8%	980	-5%
エーザイ (4523)	7,440	+1%	640	-20%	648	-20%	500	-20%
第一三共 (4568)	11,000	+6%	1,120	+17%	1,140	+16%	794	+16%
主要5社計	71,080	+3%	10,960	+6%	10,128	+9%	7,594	+12%

(出所) 各社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、必ずご確認下さい。

病(AD)治療剤「ADUHELM(アデュカヌマブ)」関連費用や研究開発費の増加を吸収。続く22年度は契約一時金計上の反動で1%増収、20%営業減益を予想する。

第一三共(4568)の21年度3Q累計は10%増収、38%営業増益。アストラゼネカ(AZ)と戦略提携した抗HER2-ADC「エンハーツ」などグローバル製品が伸長したほか、新型コロナの影響を大きく受けた製品が回復。21年度通期は8%増収、50%営業増益。続く22年度は6%増収、17%営業増益を予想。グローバル製品や新製品の伸長等見込み増収・増益基調が続くと予想する。

【2022年度薬価改定】

22年3月4日、同年4月1日実施予定の薬価改定が告示。製薬企業別の影響は表2の通り。21年9月の薬価調査の平均乖離率7.6%(20年9月は8.0%)にとどまったが、20年度改定時に導入されたG1ルールの前倒し適用により、主力品の特許切れがあった企業に加え、長期収載品(特許が切れた先

2. アナリストの投資判断 ~ 新薬開発の進展に注目

【景気ディフェンシブだが、ハイリスク・ハイリターン】

製薬業は景気ディフェンシブだが、ハイリスク・ハイリターンなビジネス。業績拡大期待等を背景にした相場上昇局面では株式相場全般をアンダー・パフォーマンス、円高の進行などで内需関連が注目される局面ではアウト・パフォーマンスする傾向にある。コロナ禍の20年年初から同年夏ころまでは株式相場全般と同等か若干アウト・パフォーマンス。20年秋以降、21年秋ころまでの景気回復期待等による株式相場全般が上昇する場面では総じてアンダー・パフォーマンス。現状の不安定な相場環境では相対的に堅調に推移している(図1参照)。

ただし株価は業績や将来の収益の源泉である新薬開発進展、株主還元策などの影響を大きく受けるため個別に判断したい(図2参照)。特に新薬開発は株価への影響が大きく、エーザイの19年以降の株価は「ADUHELM」の開発と米国迅速承認取得、その後の販売不振に翻弄(図3参照)。

なおエーザイは22年3月15日、「ADUHELM」を共同開発・販売するバイオジェン社との契約変更を発表。23年1月1日からエーザイが費用分担し損益

分配を受けるスキーム(損益分配モデル)から「ADUHELM」の売り上げに応じた段階的なロイヤルティ(2%から8%)の受領モデルに移行。22年は開発、商業化、製造関連費用を含む負担額として上限を設定(3億3500万ドル、約385億円)。今後は早期AD治療剤「レカヌマブ」に集中する。

表2. 2022年度薬価改定の影響

企業名 (コード)	現行薬価比の 平均引き下げ率	企業名 (コード)	現行薬価比の 平均引き下げ率
協和キリン (4151)	5%台後半	持田薬 (4534)	9%台
武田 (4502)	5%台後半	参天薬 (4536)	4%台半ば
アステラス薬 (4503)	約5%	ツムラ (4540)	1%未満
大日住薬 (4506)	8%台半ば	キッセイ薬 (4547)	9%台
塩野義 (4507)	約7%	生化学 (4548)	11%台前半
日新薬 (4516)	5%台半ば	セリア新薬 (4559)	6%強
中外薬 (4519)	約4%台後半	第一三共 (4568)	4%台
科研薬 (4521)	約6%	キョーリンHD (4569)	8%台
エーザイ (4523)	9%台半ば	大塚HD (4578)	3%台半ば
(EA7アーム)	約5%	(大鵬薬品工業)	6%台前半
小野薬 (4528)	2%台半ば	大正薬HD (4581)	7%台前半
久光薬 (4530)	約5%	あすかHD (4886)	約6%
日医工 (4541)	6.2%		
東和薬品 (4553)	9.3%		
サライHD (4887)	9.3%		

(注)キョーリンHDは杏林製薬、大塚HDは大塚製薬、大正薬HDは大正製薬、あすかHDはあすか製薬、サライHDは沢井製薬の数値(出所)じほう「日刊薬業」で当研究所作成

分配を受けるスキーム(損益分配モデル)から「ADUHELM」の売り上げに応じた段階的なロイヤルティ(2%から8%)の受領モデルに移行。22年は開発、商業化、製造関連費用を含む負担額として上限を設定(3億3500万ドル、約385億円)。今後は早期AD治療剤「レカヌマブ」に集中する。

【引き続き第一三共、塩野義に注目】

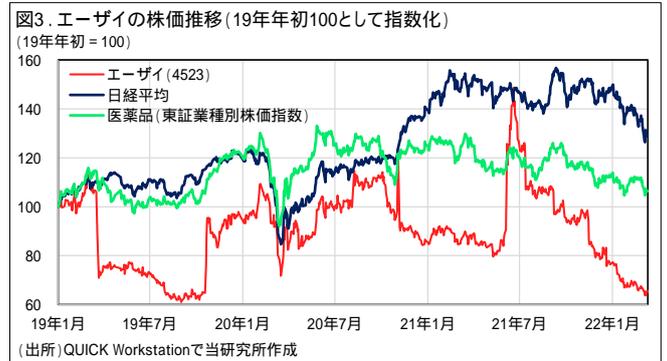
個別銘柄では引き続き第一三共に注目。株価は上場来高値を付けた20年11月以降軟調に推移しているがAZと戦略提携した「エンハーツ」の適応拡大と市場浸透、同じくAZと戦略提携した「Dato-DXd」等の開発進捗とともに堅調な株価推移

図1. 医薬品(東証業種別株価指数)の推移(20年年初100として指数化)
(20年年初=100)



を予想。また感染症のリーディングカンパニーとしてCOVID-19の早期収束に最優先で取り組む塩野義にも注目。22年2月25日に日本で承認申請(条件

付き早期承認制度の適用を希望)した経口治療薬「S-217622」やワクチン、診断薬などの開発進展に期待したい。



sample

< 鉄鋼・非鉄 >

来年度、鉄鋼は減益、非鉄は増益基調が続くと予想

2022年3月16日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 中村宏司

< 要約 >

鉄鋼は、鋼材需要は堅調な推移を見込むが在庫評価影響で来年度は減益へ。非鉄は非鉄金属価格の上昇で増益基調が続く。株価は割安な株価指標を背景に上値を狙う展開を予想。

1. 21年度3Q累計の国内粗鋼生産量は前年同期比23%増

21年度3Q累計の国内粗鋼生産量は、前年同期比22.9%増の7262万トンとなった。大幅増産となったのは、前年同期が新型コロナウイルスの感染拡大に伴い経済活動が停滞し、粗鋼生産量が大きく落ち込んでいた反動である。特に20年4月、5月は、政府が緊急事態宣言を発出し、製造業では自動車メーカーが工場を休止、建築関連では建設工事が一時中断に追い込まれたことから粗鋼生産量が大幅に減少していた。

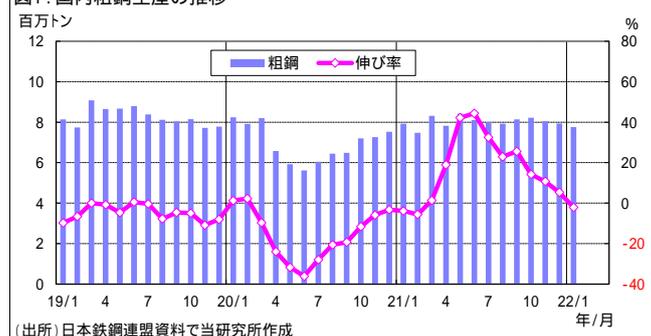
21年度に入ってから新型コロナウイルスの感染拡大は続き、数度にわたり緊急事態宣言が発出されたが、飲食店の時間制限や人流の抑制に重点が置かれ、経済活動の停滞が起きていないことから、経済回復に合わせて粗鋼生産量が増加している。月次ベースでの粗鋼生産量の推移は図1の通り。20年3月以降、前年同月比でマイナス傾向が続いていたが、21年3月にプラスに転じ、12月まで増産傾向が続いた。22年1月は自動車生産台数の減少の影響などから前年同月比が11カ月ぶりにマイナスに転じた。

21年度の国内粗鋼生産量について、21年12月、経済産業省は、前年度比17%増の9707万トンになるとの見通しを発表した。ただ、22年に入ってから半導体と部品不足の影響で自動車生産台数の減少傾向が続いていることから、企業価値研究所で

は経済産業省の見通しをやや下回る9650万トン程度になると予想する。

22年度の国内粗鋼生産量について、当研究所では、前年度比2%増の9800万トン程度を予想。鋼材需要は引き続き堅調な推移を見込むが、足元の粗鋼生産量が自動車生産台数の減少の影響を受けており、自動車生産の本格回復には時間がかかると考え、小幅な増産にとどまるとみている。新型コロナウイルスについては、ワクチンの効果や変異株ウイルスの発生など先行きに不透明感が依然として残る。また、ロシアのウクライナ侵攻についても、製造業の部品供給に影響を与える可能性があるため、今後も感染症の拡大状況や、ウクライナ問題を注視していく必要があると考えている。

図1. 国内粗鋼生産の推移



2. 鉄鋼セクター:在庫評価影響の押し上げなくなり22年度は営業減益を予想

21年度3Q累計は、当研究所集計対象5社(日本製鉄(5401)、JFEHD(5411)、神戸鋼(5406)、東製鉄(5423)、大特鋼(5471))ベースで前年同期比37%増収、営業損益は8670億円の黒字(前年同期は639億円の赤字)。前年同期が新型コロナ感染拡大に伴う経済活動の停滞から鋼材需要が大幅に減

少した反動から、粗鋼生産量、鋼材出荷量が大幅に増加。さらに鋼材販売価格も上昇したことから、大幅な増収、営業損益は黒字に改善した。

21年度通期は、前年度比35%増収、営業利益は前年度比9.2倍を予想する。前回予想(前年度比36%増収、営業利益は同9.1倍)に対しては営業利

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。

益を上方修正した。半導体・部品不足等で自動車が減産となり鋼材需要に影響を与えているが、鋼材販売価格の引き上げによる採算改善が想定以上に進んでいることを考慮した。前年度比では、前期が上期を中心に新型コロナウイルス感染症拡大の影響で需要が大幅に落ち込んだ反動や、在庫評価影響の好転などにより、大幅な増収増益を予想する。

3. 非鉄金属価格は上昇基調。足元はロシアのウクライナ侵攻で一段高

主要非鉄金属価格の動向は図2の通り。銅価格については20年4月を底に上昇。新型コロナ感染症の拡大で停滞していた経済活動の再開に合わせて上昇に向かい、21年5月には月中平均で1万ドル/トン台にまで上昇した。その後は弱含む場面もあったが、依然として高値の水準にある。亜鉛価格、ニッケル価格もほぼ銅価格と同様の動きとなっており、20年4月を底に上昇している。ニッケル価格は21年3月、4月に調整の動きがあったが、5月には再び上昇した。新型コロナウイルス感染拡大により、鉱山での生産が制限される中、世界経済活動が順調に回復していることが、非鉄金属価格の上昇要因となっているようだ。銅については、自動車の電動化により需要の増加が見込まれていることも上昇要因となったとみている。

3月に入るとロシアのウクライナ侵攻による世界経済への影響を懸念した動きにより、非鉄金属全般が上昇。銅価格は1万ドル/トン台、亜鉛価格は4000ド

4. 非鉄・金属セクター：非鉄金属価格の上昇が利益を押し上げ、22年度も増益を予想

21年度3Q累計の非鉄・金属セクターは、当研究所集計対象12社(SUMCO(8436)、三井金(5706)、三菱マ(5711)、住友鋳(5713)、DOWA(5714)、古河電(5801)、住友電(5802)、フジクラ(5803)、洋缶HD(5901)、三和HD(5929)、LIXIL(5938)、リンナイ(5947))ベースで前年同期比19%増収、同69%営業増益。前年同期が新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済活動の停滞の影響から、電線、金属の主要製品の販売が落ち込んでいた反動により増収、大幅な営業増益となった。サブセクターでは、電線が、情報通信関連製品やエレクトロニクス関連製品の需要回復により増収増益。非鉄では、銅、亜鉛、ニッケルなどの非鉄金属価格の上昇により大幅な増収増益となった。金属も住設機器関連の販売回復等で増収増益となった。

22年度は、前年度比6%増収、同7%営業減益を予想する。自動車生産の増加や、インフラ整備の進展などによる鋼材需要の増加を見込み増収を予想。しかし、21年度に在庫評価影響が利益を押し上げていた反動や、諸資材価格の上昇が利益を圧迫すると考え、小幅ながら営業減益を見込む。

ルトン台となった。さらにロシアでの生産量の多いニッケルは急騰し、足元では20ドル/ポンド台となっている。

ウクライナ問題に加え、新型コロナウイルスの感染拡大についても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。



21年度同期は、前年度比15%増収、同46%営業増益を予想する。前回予想(前年度比14%増収、同44%営業増益)を小幅に上方修正した。非鉄金属価格が想定よりも高値で推移していることなどを考慮した。全サブセクターが増収増益になるとみている。電線は、自動車生産台数が半導体・部品不足等の影響を受け、自動車関連製品の販売が伸び悩んでいるため、業績予想を下方修正したが、増益になるとの予想は変えていない。非鉄では、非鉄金属価格の上昇が増益に寄与。金属では、住設機器関連製品の販売増などが増益に貢献する見通しである。

22年度は、前年度比4%増収、同21%営業増益を予想する。引き続き全サブセクターの伸長により増収増益になるとみている。非鉄では、エレクトロニクス関連製品などの販売増を見込む。電線では、自動車

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。

生産台数の回復に合わせた自動車関連製品の販売増や、情報通信関連製品の伸長を見込む。金属で

は、引き続き住設機器関連製品の販売増などが増益に貢献する見通しである。

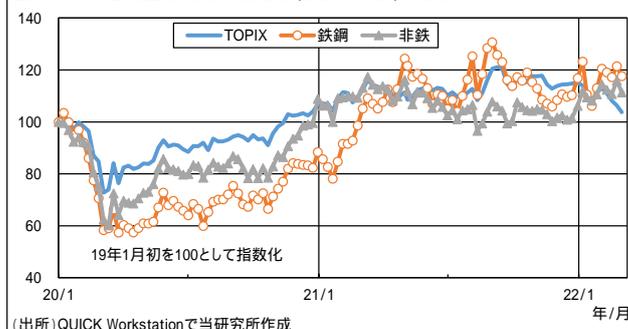
5. アナリストの投資判断 ~ 割安な株価指標を背景に株価の上値余地あり

TOPIX、東証業種別株価指数の鉄鋼、非鉄の推移は図3の通り。20年3月には新型コロナウイルスの感染拡大の収束をにらんだ投資資金の流入などにより上昇に転じ、ほぼTOPIXに連動した動きとなり、中でも非鉄金属価格の上昇基調が続いていることから、20年後半の非鉄はTOPIXを上回って推移した。21年に入ると、収益改善を好感して鉄鋼がTOPIXを上回って推移している。

鉄鋼、非鉄ともに株式市場全体が上昇に向かう場面では、景気敏感株として上昇することもあり、株価指標面でもPBR1倍を割り込み割安な水準にあるこ

とも株価の押し上げ要因となっている。株価は割安な株価指標を背景に上値の余地があるものとする。

図3. TOPIXと東証業種別株価指数(鉄鋼、非鉄) <週次>



< 機械 >

円安等背景に業績回復続くとみるがロシア等の影響注視

2022年3月23日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 柘宏二

< 要約 >

機械受注は回復基調でFA・工作機械関連企業は堅調続く。建機は中国以外回復進むがロシアに懸念。全体では円安等背景に業績回復続くとみるが、コスト高やロシアの影響注視。

1. 機械セクターの業界・業績動向

【機械受注は直近まで回復基調続く】

機械セクター全体の環境を俯瞰する上で機械受注の動向をみると、民間設備投資の先行指標となる「船舶・電力を除く民需」の受注額(季節調整値)は、22年1月に前月比 2.0%となり、5カ月振りに減少した(図1)。製造業、非製造業ともに前月から減少し、22年の機械受注の出足は鈍い動きになったといえる。ただ、21年の終盤は増加基調で推移し、10-12月期は前四半期比+5.1%と強含んでいた反動という面もある。内閣府は機械受注の基調判断を「持ち直している」で据え置いており、ならしてみれば、コロナ禍で落ち込んだ水準からの緩やかな回復が続いている状況と捉えられる。

工作機械受注も回復が続いており、22年2月の工作機械受注額は前年同月比+32%の1390億円と16カ月連続で増加、好不況目安の1000億円を13カ月連続で超過した(図1)。中国の事業規模が大きいツガミ(6101)の2月の受注額をみると、70億円台の高水準での推移が続いており(図2)、中国でも機械の需要は足元まで高水準で底堅く推移している姿が伺える。中国では政府による製造業の内製化推進の動きを背景に、半導体、EV 関連等様々な分野の

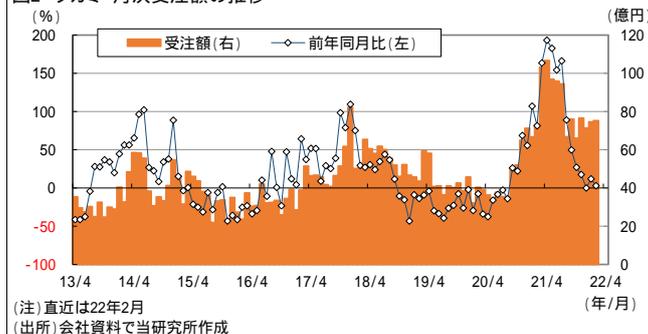
機械の需要が堅調とみられる。コロナ禍の人手不足の経験を踏まえて、生産現場の自動化ニーズが世界的に一段と高まっていることもあり、工作機械受注は全体でも当面堅調な推移が続く可能性が高いとみる。日本のFA(ファクトリーオートメーション:工場自動化)・工作機械関連企業の業績は、豊富な受注残と底堅い受注を下支えに、当面堅調な推移が期待できるとみている。

【FA・工作機械ではロシア関連の直接影響は軽微】
直近でロシアがウクライナに侵攻した問題の今後の影響が懸念されているが、日本のFA・工作機械関連企業のビジネスの主戦場は中国を中心としたアジアや米国であり、欧州の規模は一定程度あるものの、ロシア関連ビジネスに限れば規模は僅少とみられる。欧州ビジネスに強く、影響があるとすれば一番大きいとみられていた工作機械大手のDMG 森精機(6141)では、ウクライナ情勢を踏まえて、ロシアの顧客向けに抱えている工作機械の受注残(20台強)について、出荷を中止することを決定し、ロシアのウリヤノフスク組立工場での生産も中止する方針を発表している。ただ、ロシアの顧客向けの受注残の工作機械は汎用機が中心であり、他地域の顧客に転売可能

図1 機械受注 工作機械受注の動向



図2 ツガミ 月次受注額の推移

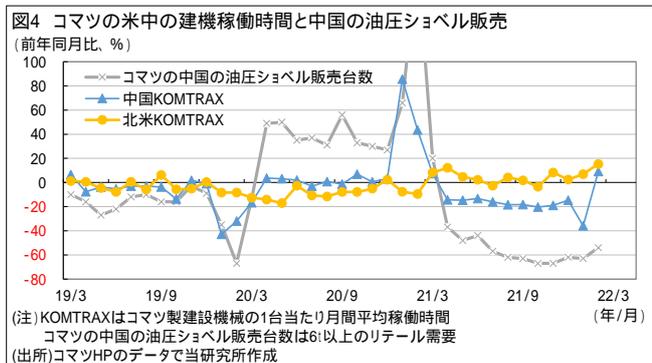
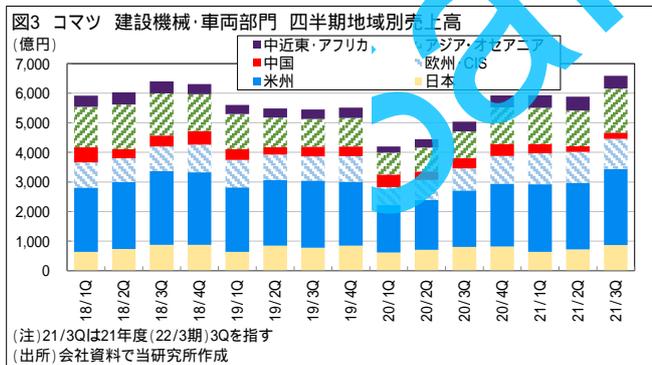


本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認下さい。

と説明している。今後減る見通しのロシアビジネスの影響も含め、同社の22/12期業績への直接的な影響は軽微と考えられる。一番影響が懸念されたDMG森精機でさえ影響が軽微とみられるため、業界全体でみても、業績への直接的な影響は小さいとみる。ただ、原油をはじめとした資源価格上昇による一段のコスト高の進展や、地理的に近い欧州の景気減速、ユーロ安進行など間接的な影響が今後生じる可能性はあり、リスク要因として注視したい。

【建機は中国以外で回復。ロシアの動向注視】

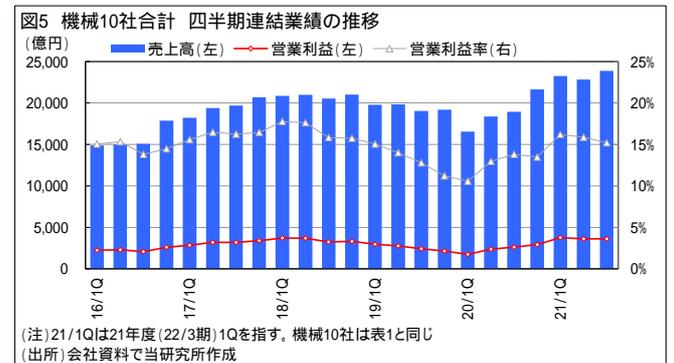
建設機械の動向をみると、中国では販売が減速気味となっており、コマツ(6301)や日立建機(6305)では21年度3Q累計業績で、主要地域の建設機械関連の売上高が軒並み伸長する中、中国のみ減収となる構図がみられた(図3)。中国では20年が景気支援の公共投資の拡大などを背景に好調だった反動や、三一重工(SANY)を筆頭とした現地メーカーの業容拡大・シェア向上が響いているとみる。ただ、コマツの中国の建設機械の最新の月次販売や稼働状況をみると、底入れ・反転の兆しもみえる(図4)。大きく低迷した21年度に比べれば、22年度の販売は上向き、公算が大きいとみる。そもそも日本の建設機械メーカーの中国での事業規模の占める割合はすでに小さくなっており(コマツでは21年度3Q累計の建設機械・車



両部門の売上高の4%)、仮に低迷を脱しきれなかったとしても、全体への影響はあまり大きくならないとみる。中国以外の主要地域の販売は、世界的な経済活動の再開を背景とした工事関連の需要の回復や、コロナ禍で加速した北米住宅市場の拡大、北米のインフラ投資の拡大、資源価格上昇を背景とした鉱山機械の需要回復等を背景に、軒並み堅調に推移しており、22年度もメインシナリオとしては堅調な推移が続くと予想している。ただ、ロシアや周辺国は鉱山採掘が盛んなエリアであり、コマツのロシアを中心とするCIS(独立国家共同体)地域の売上高は、21年度3Q累計の建設機械・車両部門の売上高の8%を占めており、現状では中国の2倍の規模がある。すでにロシアのウクライナ侵攻後、コマツはロシア向けの機械の出荷を当面見合わせる方針を発表しており、業績への影響は相応に出てくる可能性があり、今後のロシア関連ビジネスの動向を注視したい。

【21年度は大幅増益、22年度も2桁増益を予想】

企業価値研究所がカバーし、業績予想レポートを出している機械セクターの主要10社(3月期決算企業を中心に選択。表1)の業績をみると、21年度3Q累計業績は10社合計で前年同期比3割増収、営業利益は同6割強の増加と堅調だった。前年同期はコロナ禍で機械の需要が減退し、営業活動が制限された影響、移動制限により納入先への機械の設置やアフターサービスが困難になる影響が出ていた。それらが解消に向かい、経済再開に伴う機械需要の回復の拡がりや為替円安のプラス効果もあり、業績は大きく改善した。特にファナック(6954)やキーエンス(6861)、コマツ、ダイキン(6367)などの利益回復が大きかった。ただ、10社合計の業績を四半期で見ると、21年度に入り売上高は総じて堅調といえるが、営業利益率は低下傾向にあり、営業利益額はほぼ横ば



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。

い圏の推移となっている(図5)。半導体をはじめとした部材不足や資源高を背景とした部材価格の高騰、海上運賃上昇による物流費高騰の影響などが、利益の改善を抑制している可能性がある。足元までの状況を踏まえると、これらのコストアップ要因は21年度4Qも利益改善の重荷となりそうだ。一方で、進行している為替の円安は、輸出企業が多い機械セクターの業績面で着実にプラス要因となる。21年度は通期でも円安等を背景に10社合計で5割強の営業増益を予想する。

22年度も円安効果や機械需要のコロナ禍からの回復の継続を背景に、10社合計で2桁の営業増益を見込む(表1)。部材の不足・高騰などコスト高の影響は引き続き残るとみるが、円安や需要回復による増収効果で吸収可能なレベルにとどまると想定する。ロシアのウクライナ侵攻の影響については、FA・工作機械関連等の機械セクターの企業では直接的な影響が軽微にとどまる見通しだが、建設機械の一部企業では相応に影響が出る可能性がある。また、紛争が長期化し、景気の減速や設備投資マインドの悪化など全体への間接的な悪影響が出てくる可能性もあるため、リスク要因として注視したい。

表1 機械主要10社の業績

単位(億円)

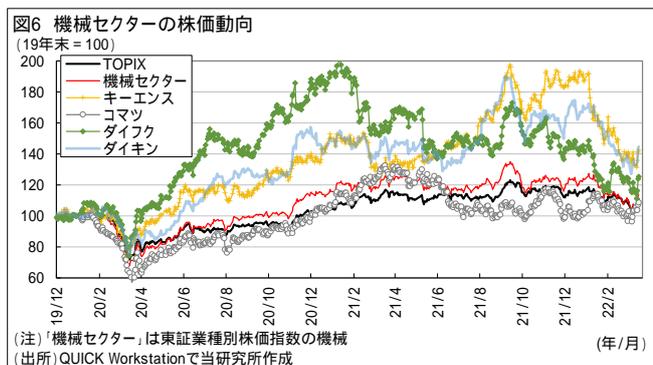
社名(コード)	売上高・売上収益		営業利益	
		前年比(%)		前年比(%)
ツガミ(6101)	723	70	153	162
	950	54	195	105
	1,000	5	200	3
	1,227	40	90	300
オークマ(6103)	1,720	39	150	211
	1,900	10	195	30
	1,229	57	52	-
	1,750	50	105	-
牧野フライス製作所(6135)	1,920	10	165	57
	3,695	7	330	10
	5,080	7	490	10
ダイフク(6383)	5,580	10	600	22
	3,574	28	399	99
	4,880	25	600	121
	5,050	3	660	10
キーエンス(6861)	5,453	45	3,024	61
	7,300	36	4,070	47
	8,150	12	4,500	11
	5,403	44	1,399	114
ファナック(6954)	7,300	32	1,880	67
	7,900	8	2,150	14
	20,147	33	2,238	108
コマツ(6301)	27,100	24	2,920	75
	29,000	7	3,300	13
	23,019	25	2,595	33
	30,600	23	3,200	34
ダイキン(6367)	32,500	6	3,550	11
	5,468	24	732	11
	7,270	20	970	10
	7,600	5	1,070	10
マキタ(6586)	69,938	30	11,012	63
	93,950	25	14,580	51
	100,600	7	16,390	12

(注) 上段21年度3Q累計実績、中段21年度予想、下段22年度予想
安川電機は2月期決算。その他は3月期決算。予想は当研究所
前年比は3Q累計は前年同期比、年度は前年度比
(出所) 各社資料で当研究所作成

2. アナリストの投資判断

【利益の回復期待は株価の下支えに】

東証業種別株価指数(機械)は20年3月の急落以降、概ね順調な回復を辿り、TOPIX 対比のパフォーマンスも良好に推移してきた(図6)。ただ、21年の夏場以降は、中国経済の減速懸念が浮上したことや、部材の不足・価格上昇などの影響を受けるといふ思惑から、株価は伸び悩む動きがみられた。22年に入っ



てからも株価は相場全体の環境の悪化を受けて冴えず、ロシアのウクライナ侵攻を受けて一段と下落した。当面は相場全体の環境悪化やコストアップ要因の多さへの懸念などを背景に、全体的にPERの高まり難しい状況が続く可能性があるとする。一方で、機械需要の回復や円安進行による利益回復への期待は株価の下支えになるとみており、セクター全体の株価は下落した現状水準で底堅く推移し、利益回復が確認できる年度後半に向けて緩やかな回復基調を辿ると予想する。

【ダイフク、ダイキン、キーエンス等に注目】

個別では、トップピックの注目銘柄としてはダイフク(6383)を挙げたい。同社は立体自動倉庫などの物流設備の機器・システムを手掛ける「マテリアルハンドリングシステム」の分野における世界のトップメーカー。世界的に消費のパターンがEコマース(EC)へ地殻

変動的にシフトする動きが続いており、人手不足や人件費高騰も背景に、同社の自動化対応の一般製造業・流通業向けの物流システムへの需要は強い状況が続いている。半導体・液晶製造のクリーンルーム内の搬送・保管システムも手掛けているが、半導体関連の受注もこのところ強まる様相をみせており、当面の業績はEC関連と半導体関連の強い需要を背景に、伸長が見込まれる。地域別売上高をみると、日本(21年度3Q累計の売上高比率35%)と海外ではアジア(同31%)や北米(同27%)が主軸であり、欧州(同3%)の規模は小さく、ロシア関連ビジネスは僅少とみられる点も、現況下では業績面の安心材料といえる。株価は21年初に過去最高値1万3500円を付けた後は伸び悩み、世界的に高PER銘柄に逆風が吹く中で足元まで軟調となっている。現状の当研究所の21年度予想PERは30倍弱で(表2)、機械セクターの平均(約18倍)より高いが、同社の過去5年平均(約30倍)並みであり、割高感は薄いとみる。今後の株価はEPS(1株当たり利益)の改善や増配、中期的な業績成長への期待を徐々に織り込みながら、戻りを試す展開を見込む。

空調機専業として世界トップ企業のダイキンにも注目したい。空調業界ではエアコンで多く使用する銅などの原材料の価格上昇によるコスト高が懸念されており、同業の富士通ゼネラル(6756)は、21年度3Q累計決算では前年同期比増収だったが、原材料高騰等により大幅営業減益となってしまった。一方でダイキンは、21年度3Q累計も大幅増益を実現し、通期でも大幅増益を確保する見通し(表1)。売上規模が富士通ゼネラルの約10倍あり増収効果が大きいことに加え、業界トップ企業として販売価格の引き上げや調達等のコストダウン効果を、より発揮しやすいことが効いているとみる。同社はコスト高をはねのけて利益成長を維持し得る力があるとみており、ロシア関連の売上規模が小さいことも踏まえ、当研究所では当面最高益の更新が続くと予想している。株価は昨年9月に過去最高値2万9595円を付けた後は下落し、今年に入っても軟調だが、利益成長期待を徐々に織り込む形で、再び上伸基調に戻ると予想する。

工場自動化関連のFA用機器を手掛けるキーエン

スにも注目したい。同社は生産設備を持たないファブレス経営やメーカー直販体制などにより、営業利益率は50%を超過し、製造業として異例の高い収益力を実現している企業。21年度3Q累計の業績は3Q累計として過去最高(表1)、3Qの3カ月業績も四半期として過去最高と好業績をキープしている。背景には、世界的な製造業の自動化投資の拡大に加え、巧みな在庫コントロールにより注文を受けたその日に製品を出荷する「即日即納体制」を原則として継続できていること(部材不足の影響が少ない)、それに伴うシェアの上昇もあるとみる。ロシア関連ビジネスの規模が小さいとみられることも踏まえ、当研究所では当面同社業績の回復基調、高い利益率の維持が続くとみている。株価は昨年9月に過去最高値7万6210円まで上昇した後は大きく下落したが、好業績への期待を下支えに、今後は徐々に戻りを試す展開を見込む。

前回のセクターレポートでトップピックとして取り上げたコマツに関しては、円安やインフラ投資の拡大を背景とした米国事業の伸長、利益率の高い鉱山機械と関連部品・サービスの販売増加が見込まれ、利益回復が続くとみており、引き続き注目したい銘柄と考えている。現状当研究所の21年度予想PERは14倍程度で、株価指標にも依然割安感がある(表2)。ただ、上述のように、ロシア・CISの売上規模が21年度3Q累計で8%程度と相応に大きく、ロシアのウクライナ侵攻を契機に、この部分の先行きの動向に不透明感が燻っている。鉱山資源の需要拡大を背景に販売の伸長が期待されていたエリアだけに、痛手を負った感は否めず、当面の株価回復の阻害要因になる可能性があるともみている。

表2 株価指標

	21年度	22年度	実績	21年度1株当たり		予想配
	予想PER	予想PER		配当金会社計画	当利回り	
	(倍)	(倍)	(倍)	(円)	20年度比	(%)
ダイフク(6383)	29.2	24.5	3.8	90	10円増配	1.1%
ダイキン(6367)	30.4	27.3	3.6	180	20円増配	0.8%
キーエンス(6861)	46.6	42.2	6.4	200	同額	0.4%
コマツ(6301)	14.1	12.3	1.3	80	25円増配	2.8%

(注) 株価は22年3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

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。

< 総合重機 >

エネルギー関連の事業環境変化などが注目ポイントに

2022年3月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 谷林正行

< 要約 >

エネルギー関連では、EUの方針転換で事業環境が好転する可能性が出てきた。航空機関連では、フライト回復でアフターサービス関連の好転が確認されている。

1. 三菱重、川重は損益改善が続くと予想

[21年度3Q累計は4社とも営業損益が改善]

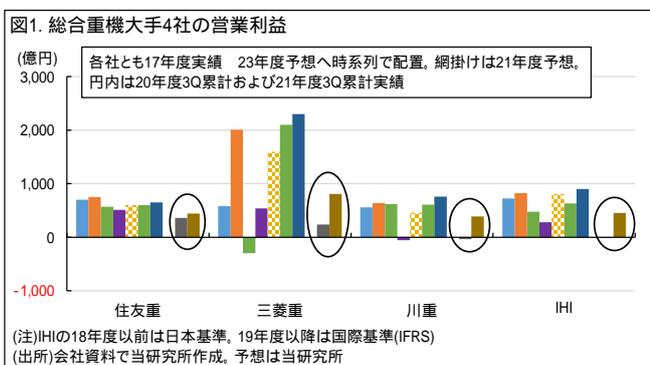
総合重機大手4社の21年度3Q累計の営業損益(三菱重[7011]は事業利益)をみると、前年同期との比較で4社とも改善した(図1)。住友重(6302)、三菱重は増益で、川重(7012)、IHI(7013)は前年同期の赤字から黒字となった。具体的な利益額をみると、住友重は441億円(前年同期比21%増)。住友重は収益認識基準を変更したが、影響は軽微なため単純に前年同期の旧基準実績と比較している。セグメント別にみると、期初の半導体製造装置の受注残が低水準だったインダストリアルマシナリーがわずかな増益にとどまったが、他のセグメントは大幅に改善した。ボイラ・タービン・ポンプなどのエネルギー&ライフライン、減速機などのメカトロニクス改善幅が大きく、建設機械や運搬機械などのロジスティクス&コンストラクションも2桁増益だった。三菱重は808億円(同3.4倍)。主力のエナジーが不具合の影響で減益となったが、他のセグメントの改善が大きかった。特に航空・防衛・宇宙は「スペースジェット」関連費用が前年同期に計上した減損損失一巡で大幅に減少したため大きな改善となった。川重は390億円(前年同期は37億円の損失)。プラント関連や船舶などのエネルギー

ソリューション&マリン(ES&M)は減収に加えて原材料費高騰で減益となったが、二輪車などのモーターサイクル&エンジン(MC&E)を中心とした改善が大きかった。IHIは455億円(同12億円の損失)。社会基盤・海洋が鋼材価格や物流コスト高騰で減益となったが、他のセグメントは改善した。航空・宇宙・防衛は赤字で苦戦が続いているものの、改善幅は最大となっている。資産売却益計上による調整額の改善もプラス要因となった。

[21年度予想営業利益は2社を増額。4社とも大幅な改善を見込む]

企業価値研究所は21年度の予想営業(事業)利益について、住友重を610億円 600億円(前年度比17%増)に小幅引き下げ、三菱重は1600億円(同3.0倍)を据え置いたが、川重は390億円 460億円(前年度は53億円の損失)、IHIは710億円 810億円(前年度比2.9倍)に引き上げた。住友重は、3Qまでの進捗で部品供給の制約を受けたメカトロニクスを引き下げた。三菱重は、不具合が生じたエナジーを引き下げ、海外案件の追加費用が発生したプラント・インフラも減額したが、売価アップが進んだ物流・冷熱・ドライブシステム、リージョナルジェットの保守サービスを手掛けるCRJ事業が伸びている航空・防衛・宇宙を引き上げ、これらの差し引きで連結全体では変更しなかった。川重は原材料価格高騰などでES&M、精密機械・ロボットを引き下げたが、値上げや円安効果でMC&Eを増額したことにより連結全体で増額。IHIは米国などでの国内線のフライト回復で航空エンジンのスペアパーツが伸びているため航空・宇宙・防衛の赤字幅を縮小した。

前年度との比較では、4社とも改善を見込んでいる。



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。

住友重は、メカトロニクスやロジスティクス&コンストラクションの伸びを想定。三菱重は、減損損失がなくなりコスト削減が進む航空・防衛・宇宙が黒字転換するほか、物流・冷熱・ドライブシステムの伸び、プラント・インフラの構造改革費用一巡などで大幅に改善する見込み。川重は、MC&Eの伸び、航空宇宙システムの赤字幅縮小などで連結全体の黒字回復を見込む。IHIも航空・宇宙・防衛の赤字幅縮小のほか、産業システム・汎用機械の増益、資産売却益などにより連結全体で大幅増益予想としている。

[22年度はIHIが減益、住友重が横ばい予想だが、三菱重、川重は増益予想]

22年度以降について、IHIは22年度を営業減益としているが、23年度は増益へ。住友重も22年度横ばいととどまるとしたが、23年度は増益に。三菱重、川重は増益トレンドが続くとみている。IHIの22年度は資産売却益がなくなることが減益要因で、事業面では増益トレンドが続くとみている。エアラインのフライト回復とともに航空エンジンのスペアパーツが回復するとみているほか、ターボチャージャの伸びが続くとみている。住友重の22年度は、会社側が受注残の

2. EUのエネルギーの方針転換はポジティブだが、ウクライナ侵攻はリスク

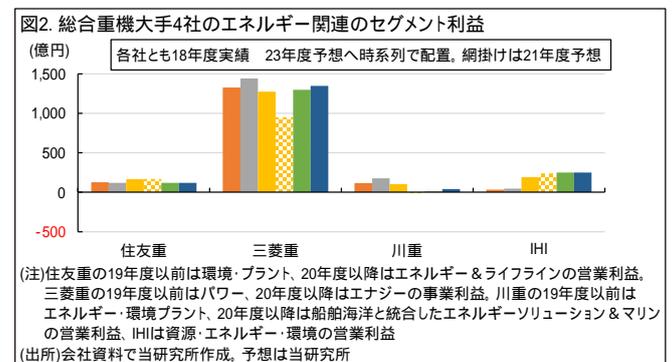
総合重機大手4社はそれぞれエネルギー関連事業を手掛けている。現時点の予想では、前述の通り受注残の内容から住友重のエネルギー&ライフラインが22年度に一旦利益水準が低下する見通し。三菱重のエネルギーは22年度を大幅な増益としているが、これは一過性の費用がなくなることが主因。川重のES&M、IHIの資源・エネルギー・環境を含め、4社とも大幅な増益を見込むことが難しい状況にある。石炭火力など炭酸ガスを排出するプラントの新設が困難となっているためだ。こうしたなか、各社アフターサービスなどで利益水準の確保を進める考え。住友重の利益水準低下は、バイオマス発電のFIT(固定価格買取制度)見直しの影響が出てきたため、現在は日本国内で余剰感が出てきた森林資源の有効活用を目的とした事業展開を進めつつある。ただ今年の年初にEUが原子力や天然ガスをクリーンなエネルギーとみなす方針を打ち出したことで事業環境が好転する可能性が出てきた。ガスタービンなどを手掛ける三菱重、川重、原子力を手掛ける三菱重、IHI

内容から利益水準が低下する公算が大きいとしたエネルギー&ライフラインの減益を見込んだことで他のセグメントの伸びを相殺するとみた。エネルギー&ライフライン以外では、中量製品のメカトロニクス、インダストリアルマシナリー、ロジスティクス&コンストラクションの増益を見込んでいる。三菱重の22年度は一過性の費用が一巡することを前提にエネルギー、プラント・インフラを増益としたほか、半導体不足解消や値上げなどで物流・冷熱・ドライブシステムも増益予想。23年度は、エネルギー、物流・冷熱・ドライブシステム、航空・防衛・宇宙の増益を見込んだ。川重の22年度は各セグメントで改善が進むとみている。23年度は、半導体不足解消後に販売競争が激化する懸念でMC&Eがピークアウトするとみたが、航空宇宙システムなど他のセグメントの改善で利益拡大が続くとみている。

なお、住友重は決算期変更を計画しており、22年度は9カ月決算となる見込みだが、現時点では株主総会の承認を得ていないため12カ月決算が続くことを前提に予想を作成している。

の成長力が高まることも考えられる。資源価格が高騰している状況下、住友重のバイオマス発電向けCFB(循環流動層)ボイラも見直される公算が出てきた。

直近のエネルギー需給に大きな影響を及ぼしているロシアのウクライナ侵攻だが、この影響を計ることは難しい。国内外でエネルギー戦略に変更が生じた場合にビジネスチャンスが発生する一方、進行中のロシア関連プロジェクト中止のデメリットが生じるリスクもあるため。受注を含め、今後の各社の進捗状況を注視していく必要がある。



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. 航空機関連はアフターサービス関連が回復

三菱重、川重、IHI が手掛ける航空機関連では、回復状況に差がみられる。三菱重は今年度 3Q 累計で航空・防衛・宇宙セグメントが黒字となっており、年間でも黒字回復が見込まれる。IHI は今年度の黒字化は難しいが、22 年度には黒字化する見込み。川重の黒字転換は 23 年度とみている。三菱重の回復が早いのは、他セグメントへの人員の配置転換などを含めコストダウンが進んだことに加え、米国などでリージョナルジェットの保守サービスを展開している CRJ 事業が国内線のフライト回復により好転しているため。IHI も航空エンジンのスペアパーツが回復しており、22 年度の黒字回復がみえてきた。ともにアフターサービス関連のビジネスが回復したとみることができる。一方、川重は航空機の機体の分担製造品のビジネスの回復の遅れが響く見通し。米ボーイング社の「B787」が不具合の影響もあって生産水準が著しく低下している。来年度のどの時点で回復するのか見定めるのが難しい状況だ。「B787」は三菱重も手掛けているが、コストダウンおよび CRJ の貢献などの点

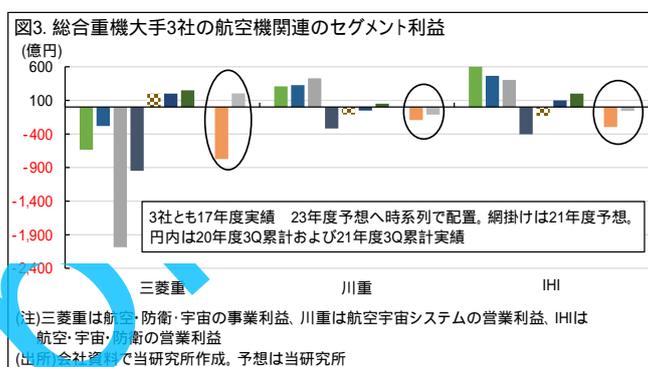
4. アナリストの投資判断 ~三菱重、川重で株式相場全体の値動きをやや上回るパフォーマンスを見込む

総合重機大手 4 社の株価の値動きを TOPIX も含めてみていくと(図 4)、21 年年初からのパフォーマンスでは、IHI、三菱重、住友重が TOPIX を上回り、川重は下回っている。今年の年初からの値動きでは、TOPIX は低下傾向だが、IHI、三菱重は値上がりした。EU のエネルギーの方針転換がポジティブにみられたと考えられる。川重が冴えないのは、持分法適用関連会社の中国の造船会社を含め、原材料価格高騰の影響が嫌気されたものと考えられる。直近の株価指標では、21 年度の予想 PER は住友重、IHI が約 10 倍、三菱重が約 12 倍。川重は約 25 倍と高くなっている。22 年度予想 PER では、三菱重、川重が 9 倍台で、住友重が約 10 倍、IHI は 12 倍となっている。実績 PBR では、IHI が 1 倍を上回っているが、住友重、三菱重、川重は 1 倍を大きく下回っている(表 1)。

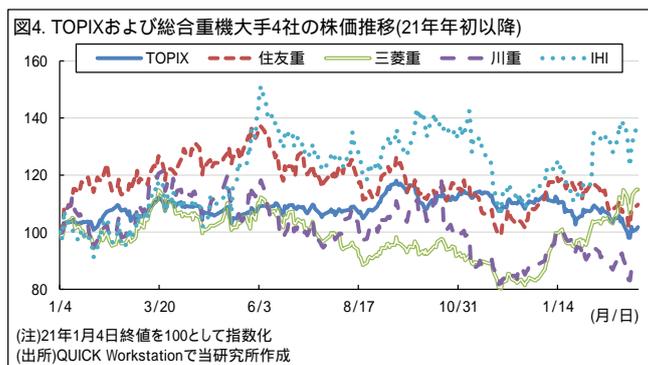
当研究所では当面の総合重機大手各社の株価について、住友重、IHI は株式相場全体の値動きに準じたパフォーマンスを想定している。業績は概ね回復傾向にあるものの、住友重はエネルギー&ライフライ

で開きが生じている。

リスク要因は、航空機関連でもウクライナ情勢が挙げられる。現在は新型コロナウイルスの影響により各国で渡航制限があり、国際線の運航が低水準となっているが、ロシアは対ロ制裁の対抗措置として領空飛行の制限を発表している。これが長期化した場合には、コロナ禍が収束に向かったとしても航空機ビジネス回復の阻害要因になる可能性がある。今後の状況を注視したい。



ンの利益水準低下で 22 年度の連結全体の営業利益を横ばいとし、IHI は資産売却益がなくなることで減益予想としているため。三菱重、川重は株式相場全体の値動きをやや上回るパフォーマンスを見込む。三菱重はガスタービンや原子力など EU でクリーンなエネルギーとされた発電プラントを手掛けており、また航空機分野では CRJ 事業の回復が確認されたため。川重は最近の株価は下げているものの、MC&E でコスト増を販売価格へ転嫁できる公算が大きいことから見直されると考える。指標面では、両社とも 22 年度予想 PER が低いことで上値余地があるとみた。



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、必ずご確認下さい。

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 3月15日	営業利益			純利益			EPS			PER			BPS/PBR		
		上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:実績BPS 下段:実績PBR							
住友重 (6302)	2,793	513(-10) 600(17) 600(0)	268(-18) 340(27) 340(0)	218.46 277.55 277.55	12.8 10.1 10.1	4,264.67 0.65										
三菱重 (7011)	3,649	541(-) 1,600(196) 2,100(31)	406(-53) 1,000(146) 1,280(28)	120.92 297.89 381.31	30.2 12.2 9.6	4,158.57 0.88										
川重 (7012)	2,058	-53(-) 460(-) 610(33)	-193(-) 140(-) 370(164)	-115.73 83.60 220.93	- 24.6 9.3	2,619.37 0.79										
IHI (7013)	2,732	280(-42) 810(190) 630(-22)	131(60) 410(213) 340(-17)	88.13 271.08 224.79	31.0 10.1 12.2	2,182.21 1.25										

(注1)()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

(注2)住友重は21年度に収益認識基準を変更したが、影響が軽微なため前年度との単純比較の増減率を記載している。

決算期変更で22年度は9カ月の変則決算となる見込みだが、現時点では12カ月決算が続くと想定し、業績予想を作成(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 >

半導体・半導体製造装置の需要は想定以上の増加が続く

2022年3月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 谷林正行

< 要約 >

半導体不足が長期化するなか、半導体および半導体製造装置の需要は想定以上の増加が続いている。業績を伸ばしていけるか、調達面、生産能力を注視していく必要がある。

1. 増収・増益トレンドが続くと予想

[21年度3Qは実質ベースで各社好調が続く]

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21年度3Q累計の営業利益(HOYAは税引前利益、以下同)をみると、各社前年同期比で大幅増益となった。具体的には、ディスコが633億円(前年同期比72%増)、アドバンテが810億円(同75%増)、ロームが562億円(同2.3倍)、HOYAが1569億円(同33%増)、東エレクトが4307億円。東エレクトは今年度から収益認識基準を変更しており前年同期比較することはできないが、参考値として旧基準の前年同期と単純比較すると2.0倍となる。四半期ごとの推移をみると、この3Qは2Qに続いて5社とも前年同期比で大幅増益となった(図1)。直前の2Qとの比較では、ディスコ、HOYAが若干減益となったが、これら以外は大幅増益。ディスコは売上計上基準で検収基準を採用しており、顧客の検収が2Qと比べて進まなかったためであり、出荷額、受注高は2Qを上回った。HOYAの減益は為替差損益の影響であり、事業面は順調だった。実質ベースでは5社とも好調だったといえよう。半導体業界は、テレワークや巣ごもり消費な

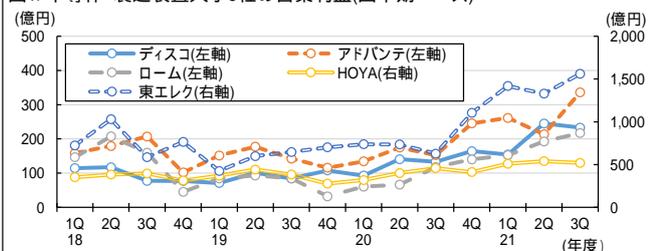
どによるPCやテレビ、ゲーム機などの需要増に加え、通信では5G(第5世代移動通信)の普及もあり活況が続いている。車載向けは生産が増加しているものの、需要が増加していることから半導体不足が長期化している。なお、HOYAが情報・通信セグメントで手掛けているマスクブランクス()は必ずしも足元の半導体需要の影響を受けるものではないが、先端技術のEUV(極端紫外線)向けを中心に開発需要の拡大が続いている。

()マスクブランクスは半導体の電子回路の原版となるフォトマスクを作成するための基板

[21年度予想営業利益は5社とも大幅増益へ増額]

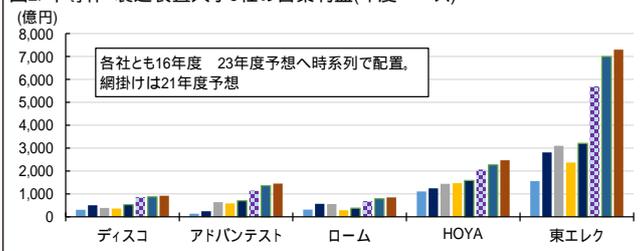
企業価値研究所は足元の好調を受け、5社とも21年度予想営業利益を増額した。ディスコは800億円 855億円(前年度比61%増)、アドバンテは1090億円 1150億円(同63%増)、ロームは630億円 690億円(同79%増)、HOYAは2000億円 2070億円(同30%増)、東エレクトは5500億円 5700億円(旧基準の前年度との単純比較で78%増)。半導体および半導体製造装置の需要が想定以上に高ま

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年度以降は検収ベース。
東エレクトも21年度に収益認識基準を変更しているが20年度以前は遡及修正していない。
HOYAは税引前利益
(出所)会社資料で当研究所作成

図2. 半導体・製造装置大手5社の営業利益(年度ベース)



(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年度以降は検収ベース。
東エレクトも21年度に収益認識基準を変更しているが、20年度以前は遡及修正していない。
HOYAは税引前利益
(出所)会社資料、当研究所予想で作成

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。

っていることが修正要因。ただHOYAについては、マスクブランクスは想定通り安定的な拡大が続いている。ライフケア分野において半導体不足の影響を考慮していた内視鏡が想定よりも順調だったことが主な増額要因。

前年度との比較では、5社とも大幅増益予想(図2)。ディスコ、アドバンテは半導体需要拡大に伴うOSAT(後工程生産受託事業者)の積極的な設備投資を見込んでおり、ロームは車載、産機、民生向けの需要増を想定している。HOYAはライフケアの新型コロナウイルスからの回復、情報・通信におけるEUV向けマスクブランクスやハードディスク用ガラス基板のMDの拡大を予想している。東エレクトは、半導体メーカーのEUVを中心とした先端分野への設備投資拡大を中心とした増益を見込んでいる。

【来年度以降も増益トレンドが継続へ】

当研究所は来年度以降の見通しで5社とも営業増益が続くとみている。ディスコ、アドバンテ、東エレクト

2. 会社側の市場見通しは業界団体の予測を上回る

半導体関連装置について、世界的な業界団体であるSEMIは毎年6月に年央市場予測、12月に年末市場予測を公表している。21年12月に公表した年末市場予測(図3)では、22年(暦年)は装置全体で前年比11%の伸びを見込んでいる。内訳としては、前工程のウェーハファブ装置が12%、テスト装置が5%、後工程の組み立ておよびパッケージング装置が4%。前工程を手掛ける東エレクトは、独自に前工程の市場見通しを公表している。東エレクトは22年の前工程製造装置市場成長率を2割近くとした。ちなみに、21年のSEMIと東エレクトの予測の推移をみると、東エレクトが先行して高い成長率を示してきた。確定値は現時点で公表されていないが、東エレクトの見通しに近い水準で着地したものとみられる(表1)。22年もSEMIの想定を上回る可能性がある。ちなみに、アドバンテはテスト装置の市場予測を公表しており、ロジックなどのSoCテスト、メモリ・テストの合計で22年

の3社については、DX(デジタルトランスフォーメーション)の進展、5GやAI、IoT(モノのインターネット)などによる半導体市場拡大により、半導体メーカーの設備投資拡大傾向が続くとみられることから、増益傾向が続く見通し。ロジック・ファウンドリ向け中心の伸びが続くとみているが、メモリではフラッシュメモリの積層数の増加、DRAMでは読み書きの速度が速い新規規格のDDR5量産化などが追い風となる。さらに米中対立で各国が半導体内製化の政策を打ち出していることもポジティブな要因。ロームについては、自動車の電動化で成長が見込まれるパワートレイン用途、自動運転に向けて拡大していくと考えられる。HOYAは、ライフケアの堅調な伸びを想定しており、情報・通信ではEUV向けマスクブランクの伸びが続くほか、MDにおいてPC向けの2.5インチディスクからサーバー向けの3.5インチディスクへの世代交代が進むとみている。

は約59億ドル~65億ドルとした(表2)。その平均値では21年の推定値から15%の伸びとなり、SEMIの予測値よりも高くなっている。テスト装置もSEMIの予測を上回る可能性がある。なお、SEMIの市場予測では装置全体で23年にわずかなマイナス成長としているが、これについても半導体メーカーの新たな工場建設計画を織り込むことによりプラスに見直されることも考えられる。

図3. 世界の半導体製造装置販売額

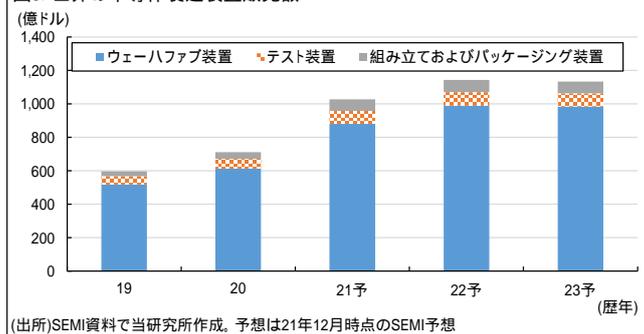


表1. 東エレクトおよびSEMIの21年半導体製造装置市場の予測(前年比増減率)

	20年12月	21年1月	21年4月	21年7月	21年8月	21年11月	21年12月
東エレクト	-	20%に迫る	3割程度	-	4割程度	5割に迫る	-
SEMI	4%	-	-	34%	-	-	45%

(注)東エレクトは前工程製造装置、SEMIは半導体製造装置全般

(出所)SEMI、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。

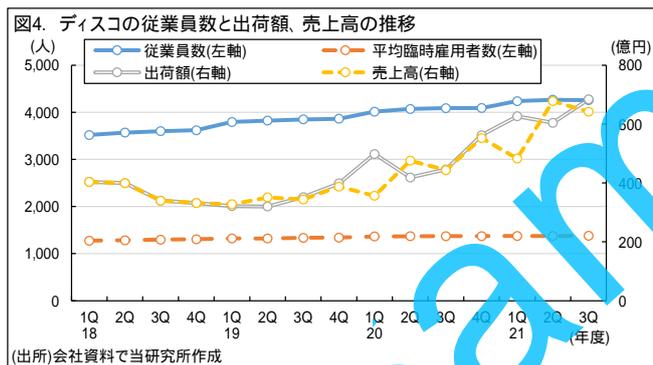
表2. アドバンテの半導体テスト市場の予測

	19年実績	20年実績	21年前回予	21年推定	22年今回予
SoCテスト市場	約27億ドル	約30億ドル	約41億ドル	約41億ドル	約45億ドル ～50億ドル
メモリ・テスト市場	約6.5億ドル	約12億ドル	約14億ドル	約13億ドル	約14億ドル ～15億ドル

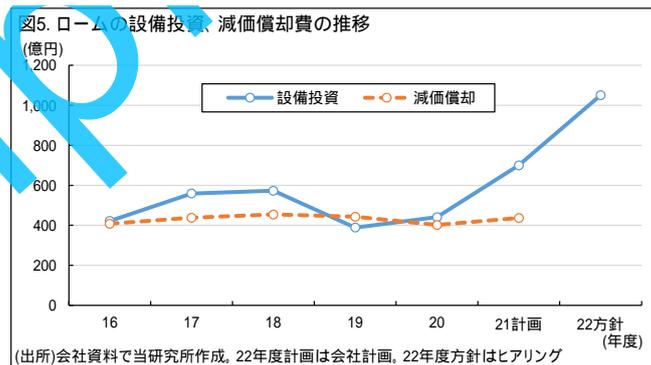
(出所)会社資料で当研究所作成

3. 調達面、生産能力は要注視

半導体を中心とした部品不足は様々な業界に影響を及ぼしているが、半導体製造業界にも影響が及ぶ可能性がある。半導体製造装置にも多くの半導体がいわれているため、サプライチェーンのリスクを避けるため、東エレクトでは工場ごとに納入業者に対して説明会を開催するなど事前に生産計画を開示することで安定的な調達を実現している。生産面では、ディスコは人員がボトルネックになっているとしているが、最近は人員の伸びを上回る売上高や出荷額の伸びを実現している(図4)。今後の採用状況や合理化の



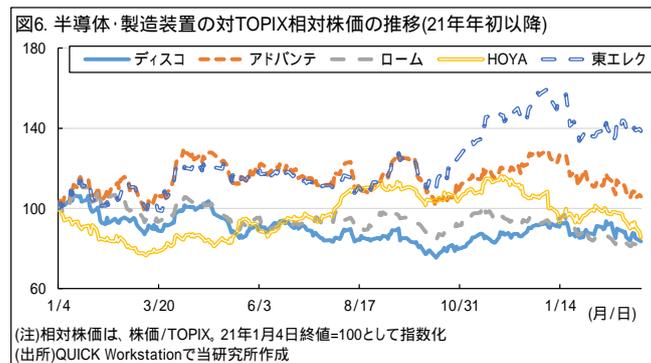
進展をみていきたい。半導体メーカーのロームは、今年度減価償却費を大幅に上回る700億円の設備投資を計画しており(図5)、来年度はさらに1000億円超の投資で売上高の水準を1割程度高めたいとしている。半導体不足の状況下では、生産余力を確保することは競争力を高め、シェアアップにつながることも考えられる。各社業績を順調に伸ばしていけるか、当面は調達面の戦略や生産能力について、注視していく必要がある。



4. アナリストの投資判断 ~アドバンテ、HOYA、東エレクトが株式相場全体の値動きをやや上回ると想定

半導体および半導体製造装置5社の対TOPIXの相対株価をみると(図6)、20年年初からのパフォーマンスでは東エレクト、アドバンテがTOPIXのパフォーマンスを上回っており、ローム、ディスコ、HOYAが下回った。今年の年明け以降は各社パフォーマンスが悪化したが、直近は東エレクトが堅調に推移している。株価指標では、当研究所の21年度予想EPSを基にしたPERでロームが約14倍で最も低く、これに次いでディスコが17倍台、アドバンテが19倍弱。東エレクトは20倍台で、HOYAは29倍となっている(表3)。22年度予想PERでは、ロームが最も低く、これ以外ではアドバンテ、東エレクト、ディスコ、HOYAの順。実績PBRでは、ロームが約1倍だが他の4社はディスコが4倍、アドバンテが5倍台、HOYAが6倍台で

東エレクトは7倍台。半導体関連株は、米フィラデルフィア半導体株指数(SOX指数)にみられるように今年の年明け以降は降値下がりが目立っている(図7)。昨年から株式相場全体の値下がり局面での落ち込みが目立っていた。今年は金利上昇懸念やウクライナ情勢



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、必ずご確認下さい。

などで株式相場全体が厳しい状況にあることから大きく落ち込んでいる。今後については、当面不透明感が強い状況が続くと考えられるが、落ち着いてきたならば好調な業績が見直されるものとする。個別銘柄では、ディスコ、ローム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が、アドバンテ、HOYA、東エレクトはやや上回ると考える。アドバンテは主力のSoC テスタの成長が見込まれるほか、東エレクトは22年の前工程製造装置の高い成長見通しがポジティブに評価されるとみため。HOYA は業績面に加え、

自己株式取得計画が評価されるものとみた。



表3. 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 3月16日	営業利益			純利益			EPS			PER			BPS/PBR		
		上段:20年度実 中段:21年度予 下段:22年度予	上段:実績BPS 中段:実績PBR													
ディスコ (6146)	30,000	531(46)	391(41)	1,085.47	27.6	7,491.45										
		855(61)	620(59)	1,717.92	17.5	4.00										
		880(3)	635(2)	1,759.49	17.1											
アドバンテ (6857)	8,510	707(20)	698(30)	353.87	24.0	1,482.80										
		1,150(63)	870(25)	458.34	18.6	5.74										
		1,360(18)	1,020(17)	537.36	15.8											
ローム (6963)	8,650	385(31)	370(44)	376.24	23.0	8,308.57										
		690(79)	600(62)	611.38	14.1	1.04										
		800(16)	610(2)	621.57	13.9											
HOYA (7741)	12,970	1,592(8)	1,254(10)	335.77	38.6	2,133.66										
		2,070(30)	1,650(32)	447.19	29.0	6.08										
		2,270(10)	1,820(10)	493.26	26.3											
東エレクト (8035)	55,190	3,207(35)	2,429(31)	1,562.20	35.3	7,737.42										
		5,700(-)	4,200(-)	2,697.13	20.5	7.13										
		7,000(23)	5,250(25)	3,371.41	16.4											

(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)HOYAの営業利益欄は税引前利益

(注3)収益認識基準変更により東エレクトの21年度予想の増減率を記載していない

(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 >

半導体不足などの影響はあるが、業績は総じて拡大傾向

2022年3月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 谷林正行

< 要約 >

大手電機の業績は順調だが、3Q実績では半導体不足やコスト増などの影響が顕在化した。現時点では、これらを織り込んだうえで概ね営業増益が続くと予想している。

1. 3Qは半導体不足などの影響が顕在化

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]、村田製作所[6981])、民生エレクトロニクス他7社(富士フイルムHD[4901]、パナソニック[6752]、シャープ[6753]、ソニーG[6758]、ニコン[7731]、オリンパス[7733]、キヤノン[7751])の17社が公表した21年度3Q累計実績(12月決算のキヤノンは21年度年間実績)は、多くの企業で営業増益(日立は調整後営業利益ベース。以下、同)となり、総じて好調だった。しかし、3Q3カ月(キヤノンは4Q3カ月)の前年同期比営業増益率は、直前の2Q(キヤノンは3Q)と比べて増益率が低下する企業が多かった(表1)。ちなみに、会計基準を変更したソニーGについては遡及修正した前年同期と比較している。増益率が高まったソニーGは事業譲渡益をこの3Qに計上しており、TDKや東芝は部品・半導体の販売増が貢献した。コロナ禍から経済活動が正常化に向かう過程において、増益率が低下すること自体は想定線だが、半導体をはじめとする各種の部品・原材料の不足や価格高騰、物流遅延やコスト上昇などのマイナス要因が目立ち始めた。ちなみに2Q

では減益がNEC1社のみだったが、3Qは7社が減益となった。なお、半導体不足などの影響は部品等の在庫水準によって顕在化するタイミングが異なる。全体的な傾向としては供給の増加により解消に向かうとみられるが、3Qに影響がなかった企業でも今後在庫が払底することでマイナス影響が出てくることも有り得る。そのほかのリスクとしては、ウクライナ情勢の悪化なども注視する必要がある。

表1. 21年度2Qと3Qの前年同期比営業増益率の変化

(単位: %)

コード	略称	2Q(a)	3Q(b)	b-a
6758	ソニーG	1.0	32.2	31.2
6762	TDK	11.9	31.3	19.4
6502	東芝	93.3	104.2	10.9
6976	太陽誘電	74.1	57.5	-16.6
6501	日立	46.7	28.1	-18.6
4901	富士フイルムHD	42.9	22.8	-20.1
6753	シャープ	4.4	-23.2	-27.6
6701	NEC	-27.0	-61.4	-34.4
6971	京セラ	162.6	126.1	-36.5
6981	村田製	46.0	5.1	-40.9
6752	パナソニック	4.3	-44.0	-48.3
6702	富士通	19.4	-30.3	-49.7
6503	三菱電	33.8	-31.4	-65.2
7733	オリンパス	83.0	-5.2	-88.2
6770	アルプスアル	234.0	42.3	-191.7
7751	キヤノン	206.0	-1.1	-207.1
7731	ニコン	-	50.4	-

(注1)日立は調整後営業利益ベース

(注2)掲載順序は「b-a」欄の降順

(注3)12月決算のキヤノンは3Qと4Qで比較

(注4)ニコンの2Qは前年度2Qが赤字のため増益率を算出していません

(出所)会社資料で当研究所作成

2. 産業エレクトロニクスの来年度以降は5社とも営業増益の見方に変わりなし

産業エレクトロニクス5社の21年度3Q累計の営業利益は、重電系の日立が4845億円(前年同期比53%増)、東芝が876億円(同3.7倍)、三菱電が1902億円(同38%増)で増益となった一方、IT系のNECが473億円(同43%減)、富士通が1467億円(同6%減)へ減益となった。NECは半導体不足の影響や戦略的な費用計上のほか、前年同期に子会

社株式売却益、土地売却益を計上した反動による。富士通は、半導体など部材調達遅延に加え、前年同期の事業譲渡益の反動も減益要因。

21年度の当研究所の予想営業利益は、減益ながらも3Qまでの実績が想定を上回ったNECを1150億円1200億円(前年度比22%減)に引き上げ、日立は7300億円(同47%増)を据え置いたが、他の企

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。

業は減額。部材調達遅延などで東芝を 1850 億円 1650 億円(同 58%増)、三菱電を 2950 億円 2700 億円(同 17%増)に引き下げた。富士通は、会社側が早期退職を中心に据えた人材支援制度を導入するとし、その費用を織り込んだことで 2800 億円 2150 億円(同 19%減)に引き下げた。前年度との比較では、3Q 累計実績と同様、重電系の 3 社は増益予想。IT 関連のほか、企業の省力化・合理化投資の拡大で増収・増益に向かうとみている。民間設備投資の拡大は今後も続くとみられ、3 社とも来年度以降も続伸を見込む。IT 系 2 社も 3Q 累計実績と同様、21 年度は減益予想。NEC は戦略的な費用投下、富士通は人材支援制度の費用で減益に。22 年度以降は

3. 電子デバイスは今年度から 5 社とも営業増益が続くとみる

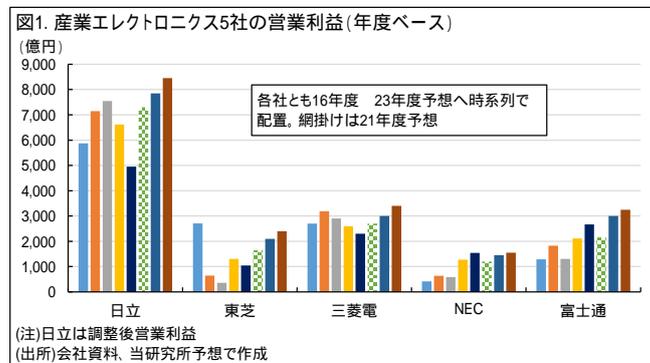
電子デバイス 5 社の 21 年度 3Q 累計の営業利益は、5 社とも大幅に改善。スマートフォン、5G、DX など主要用途で需要が拡大した。車載向けも半導体不足の影響を受けながらも回復した。

21 年度の当研究所の予想営業利益は、太陽誘電の 655 億円(前年度比 61%増)を据え置いたが、車載向け、5G 関連、スマートフォン向け、民生向けなどの好調で TDK を 1600 億円 1650 億円(同 48%増)、アルプスアルを 290 億円 315 億円(同 2.4 倍)、京セラを 1390 億円 1550 億円(同 2.2 倍)、村田製を 3750 億円 4300 億円(同 37%増)に引き上げた。前年度との比較では、需要増により 5 社とも増益を予想している。来年度以降も増益トレンドが続く見通し

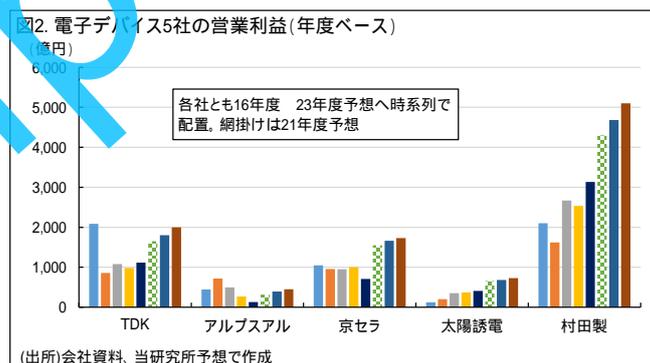
4. 民生エレクトロニクス他は、白物家電で悪化が目立つが概ね改善傾向

民生エレクトロニクス他 7 社のうち、キヤノンの 21 年度年間の営業利益は 2819 億円(前年度比 2.6 倍)となった。これ以外の 6 社の 3Q 累計実績は、シャープが 639 億円(前年同期比 3%増)でわずかな増益にとどまった。ニコンが前年同期の 368 億円の損失から 470 億円の利益となり、富士フィルム HD、パナソニック、ソニーG、オリンパスも大幅な増益となった。ソニーG は事業譲渡益など一過性の増益が含まれているが、これを除いたベースでも増益だった。全体としてはコロナ禍からの回復で改善してきたが、白物家電を手掛けるパナソニックのくらし事業、シャープのスマートライフで半導体不足や原材料価格高騰が響いた。シャープは PC などの ICT でも半導体不

5G の普及、IT 投資の拡大、DX(デジタルトランスフォーメーション)の進展などで両社とも増収・増益に向かう見通し(図 1)。来年度以降は、5 社とも営業増益という見方に変わりはない。



(図 2)。車載向けの回復、5G や DX、IoT(モノのインターネット)などによる需要増が中長期的に続くとみている。



足の影響を受けたほか、新型コロナウイルス感染再拡大で海外工場の操業度が低下したエレクトロニックデバイスも減益だった。

21 年度の当研究所の予想営業利益は、半導体不足や原材料価格高騰を資産売却益でカバーするとみてパナソニックの 3700 億円(前年度比 43%増)を据え置き、オリンパスは好調ながらも会社側が IT インフラなどへ費用を投じるとしたことから 1440 億円(同 76%増)を変更しなかった。これら以外は増額修正。富士フィルム HD はインスタントカメラ「チェキ」の好調などで 2200 億円 2250 億円(同 36%増)、シャープは液晶パネルの中型パネルの伸長などで 840 億円 850 億円(同 2%増)、ソニーG は事業面の好調

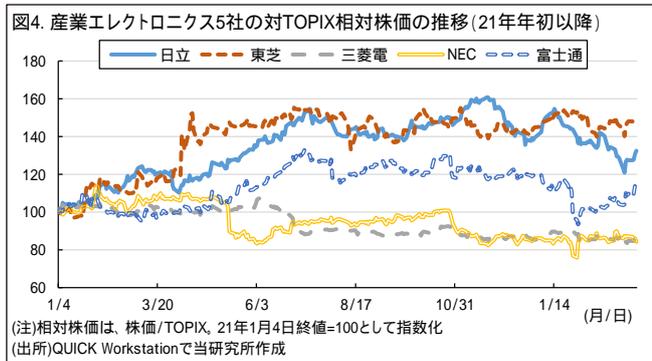
と事業譲渡益で1兆650億円 1兆2000億円(同26%増)、ニコンはデジタルカメラの製品ミックス改善などで340億円 470億円(前年度は562億円の損失)とした。ちなみにキヤノンの21年度実績は、事前の当研究所の予想2760億円を超過。デジタルカメラのシェアアップなどが想定以上だった。

22年度以降について、FPD(フラットパネルディスプレイ)用露光装置の受注残の状況からニコンが22年度、23年度と緩やかな減益が続くと予想。ソニーGは実質ベースではコンテンツビジネス、ハードウェア、金融それぞれ成長が続くとみているものの22年度は一過性の利益一巡で横ばいとした。シャープは、液晶パネルを手掛けるディスプレイデバイスの減益で23年度に連結全体でわずかな減益を見込んだ。これら3社以外は増益が続くとみている。富士フイルム

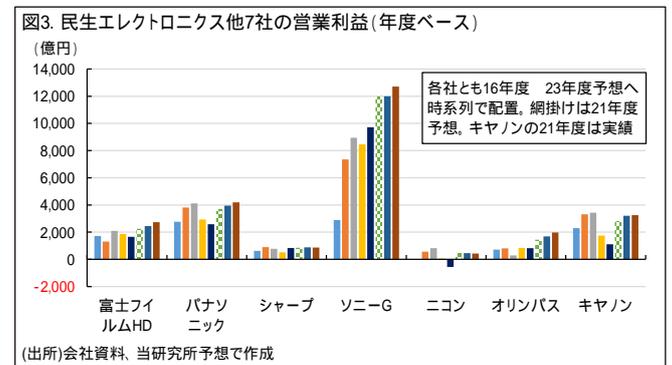
5. アナリストの投資判断 ~産業エレクトロニクスでは中期的に日立、電子デバイスでは割安感から京セラに注目。民生エレクトロニクス他は概ね株式相場全体に準じた値動きへ

産業エレクトロニクス5社の対TOPIXの相対株価の動きをみると、昨年年初からのパフォーマンスで東芝、日立、富士通がオーバーパフォームしており、NEC、三菱電はTOPIXを下回っている(図4)。当研究所では当面の株価について、三菱電は半導体不足や不正検査問題などで軟調な展開が見込まれるが、他の4社について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している。中期的には、収益体質が改善している日立が徐々に市場平均を上回っていくと考える。

電子デバイス5社の対TOPIXの相対株価をみると、昨年年初からの値動きでは太陽誘電、京セラがTOPIX並み。アルプスアル、村田製、TDKはアンダーパフォームとなっている(図5)。当研究所では今後の株価について、米国のフィラデルフィア半導体株

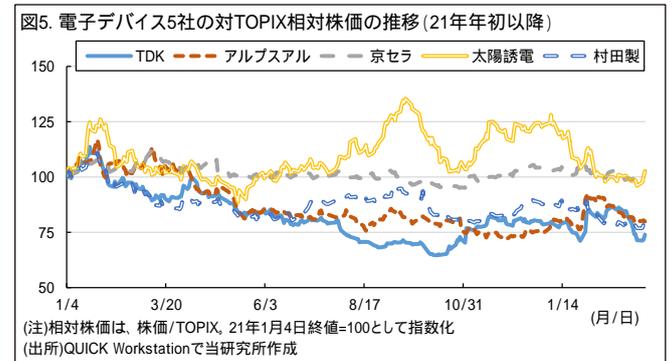


HD はバイオ CDMO(医薬品の開発・製造受託事業)などの成長を見込んでおり、パナソニックは電池を含めた車載関連の拡大を想定。オリンパスは内視鏡など医療分野の緩やかな拡大を見込む。キヤノンはメディカルや半導体用露光装置の伸びなどで増益が続くと予想した。



指数(SOX 指数)の下落にみられるようにハイテク株、電子デバイスにとって逆風にあるなか、京セラは利益改善に加えてPBRが1倍を下回るなど割安感があり、値上がりを見込んでいる。TDK、アルプスアル、太陽誘電、村田製についても、中期的には利益成長を反映し上昇していくと予想する。

民生エレクトロニクス他7社の対TOPIX相対株価では、昨年年初から値動きでニコン、キヤノン、富士フイルムHD、ソニーGがTOPIXを上回っており、オリンパス、パナソニック、シャープはアンダーパフォームしている。パナソニック、シャープは白物家電での半導体不足や原材料コスト上昇などが反映されたものとみられる。最近の値動きでは、ニコン、オリンパス、シャープの落ち込みが目立つ。ニコンは会社側の来年度のFPD用露光装置販売減の観測、オリンパス

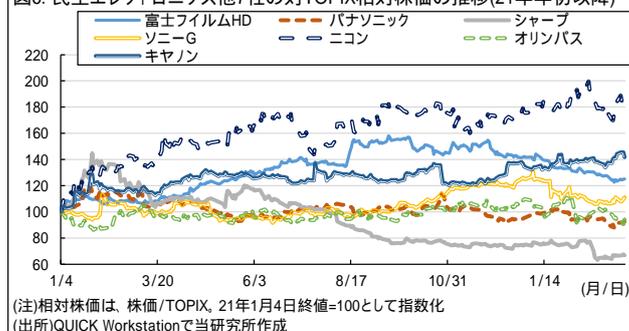


本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認下さい。

は3Qの中国での販売減、シャープは大型液晶パネル工場の堺ディスプレイプロダクト(SDP)子会社化が嫌気されたものと考えられる(図6)。当研究所では今後の株価について、シャープはパネル価格変動のリスクが大きいSDP子会社化が重荷になると考える。他の6社については、概ね株式相場全体に準じたパフォーマンスを想定している。富士フイルムHDは昨年9月に付けた上場来高値までの値上がりが大きかっただけに調整が続いているが、業績は順調であり早晩下げ止まろう。パナソニック、ソニーGはしばらく半導体不足の影響を見定める展開が考えられる。ニコンは会社側が今年度の計画を大幅に引き上げたことはポジティブだが、来年度のFPD用露光装置減少の見込みで上値が重いと考える。オリンパスは部品

在庫が厚く現時点で半導体不足の影響を受けていないが、来年度に影響を受ける可能性があり慎重にみた。キヤノンも軟調なハイテク株の値動きを考慮した。

図6. 民生エレクトロニクス他7社の対TOPIX相対株価の推移(21年年初以降)



sample

<ゲーム>

海外大型買収や地政学リスクの低さから関心高まる

2022年3月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 永田和子

<要約>

海外大型買収によりメタバースの中核コンテンツとして存在感の上昇が期待されるほか、地政学リスクの低さからもゲーム業界への関心が高まっている。

1. メタバースの中核コンテンツとしてゲームの存在感が上昇へ

【ゲーム会社は仮想空間内でユーザーを飽きさせない知見を有す、グローバル IP も集客面で武器に】

昨年 10 月のフェイスブック(現メタ)社名変更で脚光を浴びたメタバース(仮想空間)。海外調査会社エマーゼン・リサーチの予測では、関連市場は 20 年の 477 億ドルから 28 年に 8290 億ドル(115 円/ドル換算で 95 兆円)へ拡大する見通し。そうしたなか、本年 1 月、「Xbox」を擁するマイクロソフトがメタバースのエコシステム(生態系)構築の一環としてゲーム大手、アクティビジョン・ブリザードに対する大型買収計画を発表した。メタバースというプラットフォームに力業で人を集めても、魅力的なコンテンツがなければ、一時的なブームで終わってしまう。その点、ゲームはメタバースとの親和性が高い。任天堂(7974)の『あつまれどうぶつの森(あつ森)』がメタバースの先駆けと称されるように、ゲーム会社は仮想空間(ゲーム)内でユーザー同士が交流・対戦・協力し、飽きがこないよう長い時間を消費させることを得意とするためだ。開発・運営双方で長い間培ってきた知見・経営資源もある。また、ゲーム会社が保有するグローバル IP(知的財産)、および、そのユーザー基盤は、メタバースの集客装置としても強みを発揮へ。大型買収を機にメタバースの中核コンテンツとしてゲームの存在感が高まりつつある。

【バンダイナムは自社 IP『ガンダム』のメタバースを開発】

国内ゲーム各社もメタバースへの取り組みを本格化。特に動きが早いのがバンダイナム(7832)だ。来期から始動する新中計では、ファンとつながることを目的に IP ごとにメタバースを開発。第 1 弾となる自社

IP『ガンダム』のメタバース(詳細は近々発表予定)では、ゲーム、映像、ライブ、ショッピング、交流、情報収集などが可能に。「ガンブラ」とデジタルゲームが融合する新たなエンタメ体験も計画している模様。スクエニ HD(9684)のオンラインゲーム『FF14』もメタバースの先駆け。累計登録者数 2500 万超の同作はゲーム内でハウジング、婚姻、麻雀、釣り等を楽しめるうえ、今夏頃にはスローライフコンテンツ「無人島開拓」も追加予定。10 年後に向けて“ひとり”でも“みんな”でも遊べるゲームへの進化を目指すとしており、スクエニ HD の稼ぎ頭として息の長い貢献が期待できそうだ。メタバースではユーザー基盤が武器となるため、世界中に多くのファンを抱えるコナミ HD(9766)のサッカーゲームや『遊戯王』はメタバース化の可能性を秘める。昨年 11 月にマイクロソフトとの戦略的提携検討を発表したセガサミーHD(6460)も、開発中の累計売上高 1000 億円級「Super Game」について、里見社長が「メタバースの方がウケがいいなら、そうするかも」とコメント。ただし、作りたいのはあくまでもゲームで、そこにグローバル、マルチプラットフォーム、ネットワーク、コミュニティ要素があればメタバースとなり、対戦要素が加われば e スポーツの可能性も広がるとしている。任天堂は大きな動きをみせていないが、累計 2.5 億件超の「ニンテンドーアカウント」を介しアバター「Mii」が「Switch」向けやスマホ向けゲームでも利用されており、メタバースの土壌はある。ハード・ソフト一体型ビジネスの強みも、メタバースを展開するうえで生きてこよう。

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. デジタル化により継続的収益基盤底上げへ

【DL 版移行、出口多様化、地域的広がりにより長期にわたり販売本数が積み上がる構造】

家庭用ゲーム各社の四半期ごとの営業利益は図1の通り。20年度に利益率の高い旧作の追加 DL(ダウンロード)販売を中心とした「巣ごもり需要」の恩恵を享受したにもかかわらず、その反動は限定的。21年度3Q累計で任天堂を除く6社が営業大幅増益。『あつ森』の反動などから営業減益に終わった任天堂も、3Qは同10%増益だ。家庭用大型新作(図1枠内)によるデコポコはあるものの、各社に共通するのがデジタル化の追い風。普及が本格化する「PS5」、「Xbox Series X/S」の後方互換機能、定額サービス、クラウドゲームといった出口の多様化、PC向けを軸とした新興国等への地域的な広がり、ライト層の開拓・定着もあり、デジタル化をテコに長期にわたり販売本数が積み上がる構造、すなわち継続的収益基盤の底上げにつながる見込み(ロイヤリティによる底上げも)。

【家庭用大型新作でのライブラリー充実が不可欠】

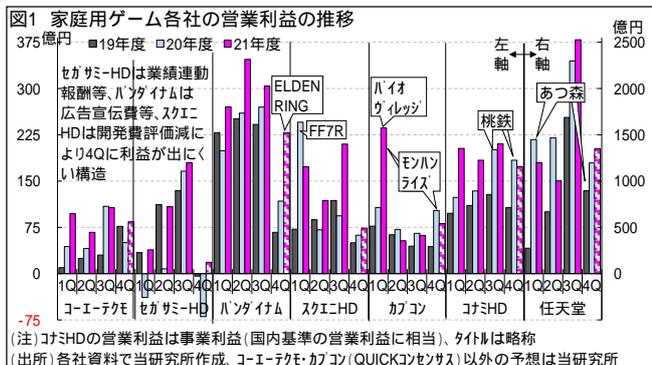
継続的収益基盤底上げには家庭用大型グローバル新作(表1)によるライブラリー充実が不可欠。2月に発売したバンダイナム/KADOKAWA(9468)の『ELDEN RING』は販売本数1200万本超(3月14日時点)の世界的大ヒットとなり、割安な価格で提供する今後の伸びしろも大きい(図1のバンダイナム21年度4Q予想には750万本しか織り込んでいない)。22年度は任天堂の新作ラインナップが強力。『Wii Sports』シリーズ最新作の『Switch Sports』や『ゼルダの伝説 BotW』続編(前作累計販売本数2500万本超)、『Splatoon3』(同約1300万本)だけでも十分戦える布陣だが、3年ぶりの完全新作となる『ポケ

モン SV(スカーレット/バイオレット)』の発売も決まった。カプコン(9697)『モンハンライズ』(累計販売本数800万本超)の大型有料拡張コンテンツやセガサミーHDの『ソニックフロンティア』、バンダイナムの『ドラゴンボール ザ ブレイカーズ』にも大型化の期待がかかる。スクエニHDの『FF16』、『ドラクエ12』、カプコンの『ストリートファイター6』など大型IP最新作の発売時期にも要注目。また、好スタートを切った『遊戯王MD(マスターデュエル)』および今春リスタートする『eFootball 2022』のコナミHD2作、6対6のオンラインバトルが楽しめるバンダイナムの『GUNDAM EVOLUTION』、セガサミーHDが過去最大級の開発費を投じる新規FPS(一人称シューティングゲーム)など、運営型(基本プレイ無料/アイテム課金制)への移行も継続的収益基盤底上げを後押ししよう。ただし、長期で収益を生み出すには高いクオリティが求められるため、開発費は拡大傾向。開発費を資産

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
21年10月	エルデンリング	任天堂	22年冬	ソニックフロンティア	セガ
	鬼滅の刃/かみ血風譚	アニプレ		ポケモンSV	任天堂
	Marvel's GotG	スクエニ	22年	God of War: Ragnarok	SIE
	マリオパーティSS	任天堂		TMNTコレクション	コナミDE
11月	Football Manager 2022	セガ		スターオーシャン6	スクエニ
	真・女神転生5	セガ		ヴァルキリーエリュシオン	スクエニ
	ポケモンダイバ リメイク	任天堂		ゼルダBotW 続編	任天堂
12月	やわらかあたま塾	任天堂		マリオ+ラビッツ新作	任天堂
22年1月	遊戯王MD	コナミDE		デジモンサガテイガ	/Ubisoft
	ポケモンアルセウス	任天堂		ドラゴンボール ザ ブレイカーズ	バンナムDE
2月	Total War新作	セガ		GUNDAM EVOLUTION	バンナムDE
	HORIZON FW	SIE		フラグマタ	カプコン
	ELDEN RING	フロム・ソフト/バンナムDE	23年	イグツプライマル	カプコン
3月	BABYLON'S FALL	スクエニ		Marvel's Spider-Man 2	SIE
	グランツーリスモ7	SIE	未定	ストリートファイター6	カプコン
	チョコボ GP	スクエニ		500万本級新作	コナミDE
	FF ORIGIN	スクエニ		グローバルIP新作	コナミDE
	星のカービィ新作	任天堂		FF7 リメイク 2(仮)	スクエニ
4月	Switch Sports	任天堂		ドラクエ12	スクエニ
春	eFootball 2022	コナミDE		新規FPS	セガ
6月	マリオストライカーズ:BL	任天堂		龍が如く8(仮)	セガ
	FE無双 風花雪月	任天堂/コナミDE		PROJECT Re FANTASY	セガ
	モンハンライズ:サンブレイク	カプコン		累計売上高1000億円級のSuper Game	セガ
9月	ゼノブレイド3	任天堂		Marvel's Wolverine	SIE
夏	ドラクエ10 オフライン	スクエニ		Metroid Prime 4(仮)	任天堂
	Splatoon3	任天堂			
初秋	ジジョジョ ASBR	バンナムDE			
10月	FORSPOKEN	スクエニ			

(注)タイトルは一部略称、は「Switch」専用、フロム・ソフトはKADOKAWA傘下、SIE、アニプレはソニー傘下、開発元:FF ORIGIN=コナミDE (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。

計上している会社は、原則発売時に原価計上するため、開発費を回収できないリスクがある。スマホ向けを含む開発費の資産計上額(21年度3Q末)はスクエニHD931億円、バンダイナム約830億円、セガサミーHD430億円、カプコン261億円、コナミHD235億円(コーエーテクモと任天堂は発生時に処理)。最近の新作では『ELDEN RING』がクオリティの目安

3. アナリストの投資判断 ~22年度増益予想に加え、地政学リスクの低さも追い風

家庭用ゲームセクターの直近3カ月の株価は表2の通り。コーエーテクモ、スクエニHDが各々、中国、大型新作への警戒感から下落する一方、『遊戯王MD』が好発進したコナミHD、営業利益の会社計画を大幅増額したセガサミーHD、22年度大型新作の発表が相次いだ任天堂が2桁上昇。「巣ごもり需要」をテコに好パフォーマンスだった20年と違い、昨年は株式市場での見せ場に乏しい一年だったが、直近3カ月でTOPIXに対し劣勢だったのはコーエーテクモのみと、本年は好スタートを切った。表2の通り、22年度も全社営業増益を予想(バンダイナム21年度予想に『ELDEN RING』販売本数上振れを織り込んでも、22年度は増益を確保できる見込み)。前述した大型買収などによりIPの価値が見直されるなか、表1のゲーム大型新作に加え、4月に1作目が大ヒットしたハリウッド実写映画『ソニック・ザ・ムービー』最新作の北米公開、8月に『ONE PIECE』劇場版最新作の国内公開、12月にCGアニメのハリウッド版『スーパーマリオ』の北米公開、4月から延期となった『ドラゴンボール超』劇場版最新作の国内公開など、日本発ゲーム・漫画・アニメIPの露出が多い点も追い風(時期は未定だが、「Netflix」向け実写版『ガンダム』も制作中)。地政学リスクが極めて低い点もゲームセクターへの関心を高めよう。中長期ではメタバースだけでなく、IPを生かしたNFT(複製困難なデジタル資産)、ブロックチェーン(分散型台帳)領域での商機が材料視される公算も。

個別では、6万円台回復でもPER15倍台と割安感が強い任天堂の強気判断を継続。4月発売の

とされる「メタスコア」(各国ゲームメディアによる採点の指数化)で96点を叩き出したほか、ソニーG(6758)2作やセガサミーHDの『Total War』新作も80点台後半と良好。対して、39点に終わった『BABYLON'S FALL』はスクエニHD21年度業績のリスク要因に(『FF ORIGIN』も72点と厳しい評価、「メタスコア」は全て3月17日時点)。

『Switch Sports』でライト層開拓進捗が確認できれば、「Switch」のライフサイクル収束懸念が払拭されよう。1.5兆円を超える手元資金の活用策にも引き続き注目したい。スクエニHD、コナミHDの株価も上昇余地が大きいとみる。スクエニHDは4Q大型新作の低評価で悪材料出尽くしとなり、今春続報を予定する『FF16』に関心が移る見通し。年明けから動きが活発化しているブロックチェーンゲーム計画の詳細にも注目が集まる。コナミHDは今春の『eFootball 2022』再始動が成功すれば、『遊戯王MD』とともに継続的収益基盤の大幅底上げが期待できよう。バンダイナムは『ガンダム』のメタバースなどIP軸戦略の進化をテコとした中長期での成長に沿った株価上昇を予想。セガサミーHDも22年度PERに割高感はなく、中計見直しの可能性や映画続編公開による『ソニック』人気の盛り上がりなどに注目している。

表2 家庭用ゲーム各社の投資指標

	株価(円)	年度	営業利益	前年比	EPS	PER
コーエーテクモ (3635)	4,100円	21(予)	355億円	46%	232.81円	17.6倍
	4,785円	22(予)	382億円	8%	240.19円	17.1倍
セガサミーHD (6460)	2,180円	21(予)	345億円	426%	126.52円	17.2倍
	1,884円	22(予)	395億円	14%	117.79円	18.5倍
バンダイナム (7832)	8,902円	21(予)	1150億円	36%	366.38円	24.3倍
	9,451円	22(予)	1300億円	13%	427.82円	20.8倍
任天堂 (7974)	60,950円	21(予)	6075億円	-5%	4,006.06円	15.2倍
	54,400円	22(予)	6100億円	0%	3,856.90円	15.8倍
スクエニHD (9684)	5,480円	21(予)	575億円	22%	367.90円	14.9倍
	6,040円	22(予)	610億円	6%	355.36円	15.4倍
カプコン (9697)	2,882円	21(予)	432億円	25%	144.51円	19.9倍
	2,701円	22(予)	475億円	10%	156.32円	18.4倍
コナミHD (9766)	7,130円	21(予)	770億円	20%	385.53円	18.5倍
	5,870円	22(予)	875億円	14%	426.71円	16.7倍

() 上段は22/3/17終値、下段は21/12/16終値(前回レポート掲載株価)

(注)コナミHDの営業利益は事業利益(国内基準の営業利益に相当)

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

<自動車>

原材料価格高騰が懸念。販売価格への転嫁がポイントに

2022年3月16日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 小西慶祐

<要約>

ウクライナ情勢悪化による原材料価格高騰の影響が懸念される。半導体不足の解消後においても、販売価格へ転嫁できるかが各社の収益力を分けると予想する。

1. ロシア向けの販売台数は1%程度と小さい

ロシア軍が2月24日にウクライナに侵攻。それに対して欧米諸国がロシアへの経済制裁を発動した。日系自動車メーカーでは、日産自(7201)やトヨタ(7203)などがロシアに生産拠点を構えているが、部品供給の問題などを背景に相次いで稼働を停止、またロシアへの輸出も停止する事態となっている。企業価値研究所では、不透明感が強いものの、今後の日系自動車メーカーへの影響について考察してみた。

まず市場規模を確認すると、国際自動車工業連合会資料による20年の世界の自動車市場は7797万台。うちウクライナが10万台、ロシアが163万台で、世界全体に占める割合はウクライナが0.1%と僅少で、ロシアも2.1%と市場規模は大きくない。

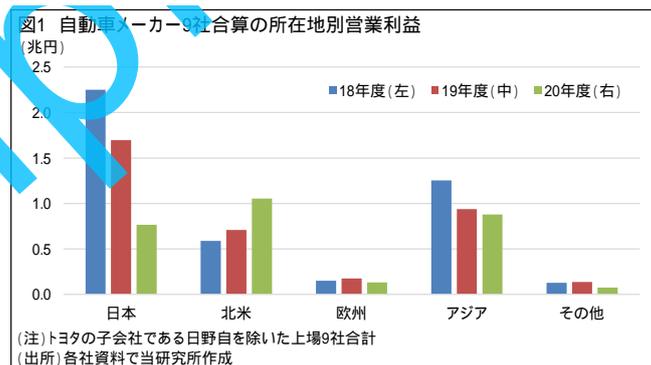
日系自動車メーカーのロシアの販売台数は、20年度で24万台。日系自動車メーカーの世界全体の販売台数1863万台に対する割合は1%程度であり、

2. カテゴリー内の低燃費車への需要シフトが想定される

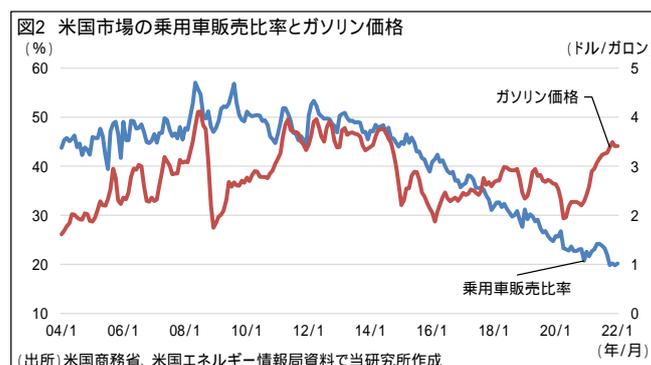
世界有数の原油産出国であるロシアへの経済制裁により原油価格が高騰、ガソリン価格も上昇している(図2参照)。これにより、低燃費車への需要シフトが想定される。ただし、主力の米国市場中心に、リーマンショック前に起きた乗用車への需要回帰は期待できないと考えている。20年に入り徐々にガソリン価格は上昇しているが、乗用車の販売比率は逆に低下、サイズの大きいSUV(スポーツ・ユーティリティ・ピックアップ)やピックアップトラックへの需要シフトが止まっている。代わりに想定されるのが、SUVやピックアップトラックといったカテゴリー内の低燃費車への選好が高まることである。こうした予測の中では、ハイブリッド車を有する日系車が優勢になる可能性もあり、今後の需要動向に注目したい。

経済制裁による販売面での影響は限定的といえそうだ。

日系自動車メーカーの利益構造を確認すると図1の通り。北米、アジア(中国除く)、日本(日本からの輸出も含む)で大半を占め、ロシアを含む欧州の割合は小さく、利益面での影響も深刻なものではないと捉えている。



なお、ガソリン価格の上昇で、ガソリンを使用しないBEV(電気自動車)への需要シフトに関しては、懐疑的にみている。エネルギー価格の高騰で、ガソリン価格同様、電気代も上昇することが予想されるほか、BEVの主要部品であるリチウムイオン電池の原材料



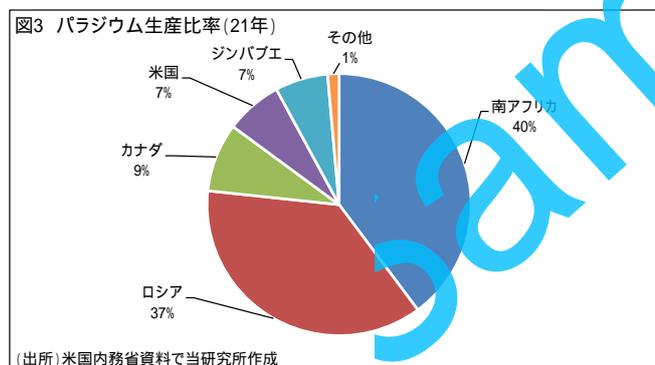
本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

(ニッケルなど)も高騰、BEVのコスト上昇による販売価格への転嫁が想定されるためである。実際、値上げを目論む新興BEVメーカーが出始めており、各国

3. 来年度下期以降の販売価格の動向を注視

半導体不足の影響が長期化する中、ウクライナ情勢の悪化、ロシアへの経済制裁により、自動車産業のサプライチェーンが更に脆弱化するリスクが指摘されている。特に自動車の排出ガスを浄化する触媒に使用されるパラジウムは、ロシアの生産割合が高く注意が必要であろう(図3参照)。ただし現時点では、南アフリカなど他地域からの代替調達に切り替えることで、直ちに自動車生産が止まるリスクは高くないと考えている。

問題は、原材料価格高騰に対応した値上げが実現できるか否かであろう。主力の米国市場では図4の通り、もともと相対的に販売価格が高いSUVやピックアップトラックへの需要シフトから販売価格が上昇傾向にあったが、半導体不足で供給制約がある中でも生活必需品としての自動車に対する需要は旺盛な状況が継続、結果として販売価格の上昇が21年に入



政府の補助金政策で異なるが、総保有コストの差が大きく縮まることはないとみている。

って加速した。足元においても、販売店の在庫が枯渇しており、値上げしやすい環境は整っているといえそう。日系自動車メーカー合算の3Q3カ月の連結業績でも、値上げは順調に進んでおり、収益性が確保できている。これらを踏まえると、自動車の供給制約がある中では、原材料価格高騰に対する販売価格への転嫁は緩やかながらも進むと考えるのが妥当であろう。

ただ懸念されるのは、半導体不足が解消され生産が正常化し、販売店の在庫が潤沢となった後の販売価格の動向である。現時点では、来年度下期以降にこの状況へ変化すると想定している。コロナ以前の値引き合戦(すなわち販売店への販売奨励金の増加)に舞い戻れば、ブランド力がない自動車メーカーは原材料価格の高騰分を販売価格へ転嫁できない事態に陥ることが想定される。今後の動向を注視したい。



4. アナリストの投資判断 ~PERで割安感、中期的な持ち直し余地はあるとみる

【当面はウクライナ情勢を強く意識する展開を予想】

自動車メーカー10社平均の株価指数は図5の通り。20年10月末に需要復調や固定費削減による収益力回復期待などから上昇トレンド入り。半導体不足や東南アジアでの新型コロナの感染再拡大によるサプライチェーン寸断が懸念され、一時停滞する局面もあったが、為替の円安進行の追い風も加わり、おおむね回復基調で推移していた。しかし、ロシア軍のウクライナ侵攻による地政学リスクの高まりから22年2月下旬以降は下落、グローバルで事業を展開する自動車産業の減速懸念や、日野自(7205)の排出ガス

規制の不正発覚も追い打ちとなり、株式市場全体に対しても劣勢で推移している。



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。

今後の株価に関して当研究所では、当面は引き続きウクライナ情勢を強く意識する展開を予想する。原材料価格高騰に対応した販売価格への転嫁がスムーズに進むかどうかにも注意が必要であろう。ただし、自動車メーカー平均の22年度の予想PERは8倍程度と、過去60カ月の平均PER11倍との比較で割安感がある。更にこれまでみてきたように、(1)日系自動車メーカーは米国とアジア(中国を除く)を主軸とした利益構造であり、ウクライナ情勢悪化による販売面での影響は限定的と考えられること、(2)ガソリン価格高騰で低燃費な日系車に需要がシフトする可能性があることに加え、(3)為替レートが対ドルで当研究所の前提(1ドル=115円)に対しやや円安水準で推移していることなどを踏まえると、中期的には持ち直す余地はあると考えている。

【ホンダ、マツダ、ヤマハ発に注目】

個別銘柄では、引き続きホンダ(7267)、マツダ(7261)とヤマハ発(7272)の3社に注目している。ホンダは、品質関連費用や経費の減少、販売店への販売奨励金の削減などから、半導体不足の四輪車減

産下でも収益力を確保している点を評価。来年度は、生産能力削減による固定費の減少や「ホンダアーキテクチャー」で開発した主力車種のフルモデルチェンジ効果から、営業利益で過去最高更新を予想する。

マツダも、足元で固定費の効率化が進んでいることを評価。来年度は、トヨタとの米国合弁会社で生産を開始した新型「CX-50」や、直列6気筒エンジンを縦置きする「CX-60」などラージ商品群の導入から、収益力は大きく改善するとみている。

12月決算のヤマハ発は、前年度に営業利益で過去最高を更新した。今年度から、二輪車やマリナーなどを収益性の維持・向上を目指すコア事業として、ロボティクスとSPV(電動アシスト自転車)を規模拡大を目指す成長事業として定めた新中期経営計画をスタートさせた。当研究所では、事業ポートフォリオの位置づけ、具体的な事業戦略は妥当と考えている。特に株主還元として、総還元性向を新たに経営数値として取り入れ、40%水準としたことを前向きに評価している。

<自動車部品>

半導体不足解消による生産正常化は来年度2Qを想定

2022年3月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 小西慶祐

<要約>

原材料価格高騰の販売価格への転嫁は基本的に可能とみる。半導体不足は徐々に解消され、自動車生産の正常化時期は来年度2Qと想定。電動車用部品への取り組みにも注目。

1. 原材料価格高騰の販売価格への転嫁は基本的に可能とみる

ロシア軍のウクライナへの侵攻、これに対抗した欧米諸国のロシアに対する経済制裁の発動を背景に、原材料価格が一段と高騰。これによる自動車部品メーカーの利益への影響が懸念されている。ただ企業価値研究所では、自動車に多く使用される鋼材やアルミ、銅に関しては、タイムラグを生じつつも、価格上昇分を販売価格へ転嫁するスライド制が適用されていると推測。中期的な目線に立てば、利益面で大幅なマイナス要因にはならないと考えている。

一方で、影響を受けると想定されるのはタイヤメーカー。タイヤメーカーは、新車用ではなく、市販用が収益源であり、自力での値上げが求められる。主要原材料である天然ゴム価格に関しては、当研究所のおおむね想定通りに推移しているが、原油価格の高騰(図1参照)により今後は合成ゴムなど石油化学製品の上昇が見込まれる。当研究所がカバーするタイ

ヤメーカー2社では、ブリヂストン(5108)は値上げで吸収可能とみるが、住友ゴム(5110)は原材料価格の高騰に加えて、生産拠点があるタイなどから消費地の米国へ輸送するための海上運賃の高騰、北米でのアンチダンピング関税適用によるコスト増もあり、これら全てを吸収するほどの値上げは難しいと現時点では考えている。



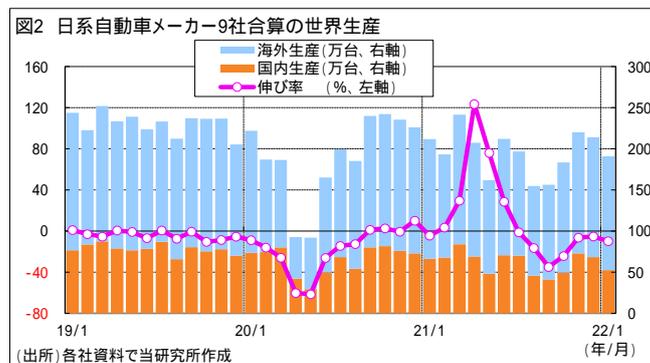
2. 来年度2Qからの自動車生産の正常化を想定

自動車部品メーカーの業績に大きな影響を及ぼす日系自動車メーカーの生産動向は図2の通り。22年1月は前年同月比10%減の191万台となり、7カ月連続でマイナスとなった。半導体不足に加え、新型コロナウイルスオミクロン型の感染拡大による一部仕入先の操業停止もあり、国内工場で一時的に操業停止に追い込まれたことが大きかった。

足元の3月においても、トヨタ(7203)が半導体不足の影響でトヨタ車体富士松工場の一時稼働停止を、ホンダ(7267)が3月10日時点で国内工場の稼働率は約9割にとどまると公表するなど、引き続きサプライチェーンの脆弱な状況が続いている。

また、これまで納期の長期化を解決するため挽回

生産を企図していたトヨタは、労使協議の席上において、要因や設備などの能力を超えた生産計画は異常であり、4月から6月を意志ある踊り場とし、現実に即した生産計画に見直すと宣言した。これらの状況を踏



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。

まえて当研究所では、半導体不足が徐々に解消に向かい、他の日系自動車メーカーも含めて来年度

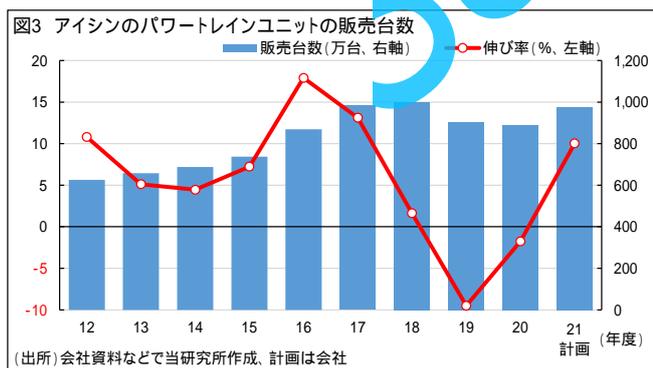
3. 中期的には電動車用部品への取り組みに注目

【アイシンは電動ユニットの生産能力を拡大へ】

中期的には、電動車用部品への取り組みが再び脚光を浴びると当研究所ではみている。アイシン(7259)は、21年11月にESG説明会を実施。その中で、BEV(電気自動車)向け電動ユニットをフルラインナップ化し、PHEV(プラグインハイブリッド車)用、HEV(ハイブリッド車)用も加えた電動ユニットの生産能力を、25年に450万台/年へ拡張すると表明。同時に、BEV用電動ユニットの生産ラインは、既存の乗用車用AT(オートマチックトランスミッション)の生産設備を転用し、設備投資金額を抑制してコスト競争力の強化を図る考えも示した。

当研究所では、トヨタがHEV、PHEV、BEV、FCV(燃料電池車)を含む電動車販売について、30年に800万台(20年暦年は196万台)に拡大する見通しと発表しており、それによる量産効果は大きく、コスト競争力として優位に働くとの見方を変えない。このコスト競争力を武器にして、トヨタ以外への拡販も進むとみている。

一方、アイシンの対抗馬と目される日産(6594)は、BEV市場の成長と低価格化への対応として、先行して量産体制を構築してコスト競争力を高め、待ち受ける戦略を取る。具体的には、25年度の販売台数



4. アナリストの投資判断 ~ミネベアミツミ、NOK、アイシンに引き続き注目

自動車部品メーカー7社平均の株価指数は図5の通り。20年4月上旬からは、株式市場全体の動きに合わせ持ち直しの動きに転換。電動車用部品への取り組みも評価され、株式市場全体よりやや強含みで推移していた。しかし21年1月以降は、主要BEVメ

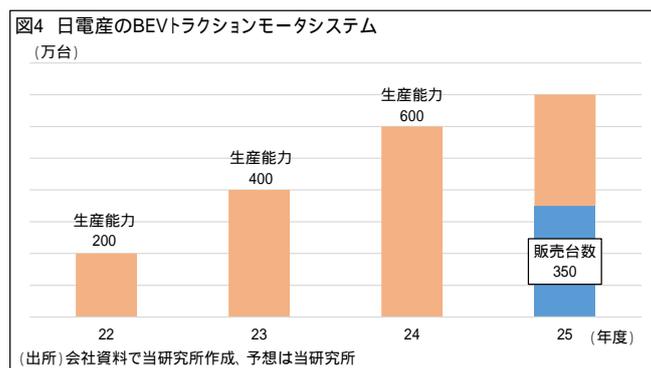
2Qからの生産正常化を現時点では想定している。

は350万台を予測しているが、生産能力としては24年度に600万台まで引き上げ、販売予測に対して約2倍の生産能力を確保する計画である。

当研究所では、アイシンはスズキ(7269)、マツダ(7261)、SUBARU(7270)などを含む広義のトヨタグループ向けが中心で、日産は中国現地自動車メーカーが中心であるなどターゲットとする顧客層が異なり、当面は取り合いにはならないと判断、両社ともBEV用電動ユニットの販売台数を拡大していけると考えている。

【車載用モータの高成長を予想】

電動車の普及が高まることで、動力源以外の部品、例えばエアコンの制御や電池の熱マネジメントなどで電装化することが想定される。この流れにより、アクチュエータとしてのモータや、冷却用のファンモータの搭載数増加が期待される。この恩恵を受けるとみているが、ミネベアミツミ(6479)と日産。特にミネベアミツミは、ドアハンドルなどを手がけるユーシンを買収。ユーシンが手がけていた製品に使用されているモータを同社製に切り替える効果も加わり、モータの販売数量が拡大するとみている。実際同社は、車載用モータにおいて、20年度から24年度にかけて年率20%以上の成長を目指している。



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。

する展開が想定される。ただ中期的にみれば、(1)半導体不足は徐々に解消され来年度 2Q に自動車生産の正常化が見込まれること、(2)原材料価格高騰に対する販売価格への転嫁は基本的に進むとみたこと、(3)現状の来年度の予想 PER は過去 60 カ月の平均 PER と比較して割安感があることから、持ち直す余地はあると考えている。加えて、電動車用部品への取り組みが再評価されれば、株式市場全体より強



含みで推移することもあり得ると考えている。

個別銘柄では、ミネベアミツミ、アイシン、NOK (7240)の3社に引き続き注目している。ミネベアミツミは、光デバイスのスマートフォンでの搭載比率上昇、アナログ半導体の工場取得による生産能力増強などによる営業利益の拡大を予想。また、生産能力を増強し高い競争力の維持を目論むボールベアリング、自動車の電装化が追い風になると見込んだモータの成長も期待できるとみている。

アイシンは、前述の通り電動車用製品の拡販が寄与すると想定。PERでの割安感もあり、電動化による成長鈍化懸念が払しょくされるに従い、中期的に上値を試す展開を予想する。

NOKは、配当利回りが4%超と高く訴求力があるとみている。業績面でも、シールの高収益体質の維持、電子部品の構造改革の進展を予想、株価の見直し余地はあると考えている。

< 総合商社 >

21年度は7社全てが最高益更新へ。資源市況高騰続く

2022年3月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 堀内敏成

< 要約 >

総合商社7社は資源市況の高騰など幅広い分野の伸長により、未曾有の収益環境の好転を享受。21年度は7社全てが最高益更新見込み。三菱商の総合的な収益力に注目。

1. 資源・非資源両分野が幅広く伸長。3Q累計の純利益は3.2倍に拡大

主要総合商社7社(双日(2768)、伊藤忠(8001)、丸紅(8002)、豊通商(8015)、三井物(8031)、住友商(8053)、三菱商(8058))の21年度3Q累計の連結純利益は、7社合計で前年同期比3.2倍と好調を維持(表1参照)(以下、記述は純損益ベース)。7社全てが3Q累計での最高益を更新した。コロナ禍からの世界景気の復調、サプライチェーンの混乱、脱炭素の潮流加速、ウクライナ紛争など地政学リスクの高まりなどを受けて資源価格の高騰が継続(図2、図

3参照)。広範囲な企業間取引の拡大や価格の上昇を受け、非資源分野もほぼ全ての部門で損益が改善した。

各社の純利益を個別にみると、伊藤忠が利益額で

表1. 総合商社7社 連結業績比較 (単位: 百万円, % (円))

	純利益	前年同期比	営業CF	投資CF	FCF	年間配当金
双日 (2768)	16,718	-55.4	81,519	-20,172	61,347	-
	62,023	271.0	42,183	-104,203	-62,020	-
	80,000	196.3	-	-	-	103.00
伊藤忠 (8001)	364,318	-14.6	598,382	-122,407	475,975	-
	678,864	86.3	572,031	53,011	628,042	-
	820,000	104.3	-	-	-	110.00
丸紅 (8002)	161,969	-	170,164	-22,223	47,941	-
	327,438	102.2	248,911	-62,000	186,111	-
	400,000	79.2	-	-	-	58.00
豊通商 (8015)	89,371	-23.3	208,088	103,279	104,809	-
	180,271	101.7	32,645	-120,401	-87,756	-
	210,000	56.0	-	-	-	150.00
三井物 (8031)	198,937	-40.6	502,450	-308,541	193,909	-
	633,256	218.3	359,023	-190,389	168,634	-
	840,000	150.4	-	-	-	105.00
住友商 (8053)	-113,718	-	332,250	-64,610	267,640	-
	335,131	-	42,746	-16,810	25,936	-
	460,000	-	-	-	-	110.00
三菱商 (8058)	169,146	-54.7	847,935	-314,910	533,025	-
	644,768	281.2	622,351	-180,352	441,999	-
	820,000	375.2	-	-	-	142.00
合計	886,741	-46.1	2,740,788	-1,116,142	1,624,646	-
	2,861,751	222.7	1,919,890	-618,944	1,300,946	-
	3,630,000	217.5	-	-	-	-

(注1) 上段は20年度3Q累計実績、中段は21年度3Q累計実績、下段は21年度通期会社計画

(注2) FCFはフリー・キャッシュ・フロー(営業CF+投資CF)

(注3) 年間配当金は21年度3Q累計業績公表時の会社計画

(出所) 各社決算短信で当研究所作成

図1. 総合商社7社 四半期別連結純利益推移(20年度1Q~21年度3Q)

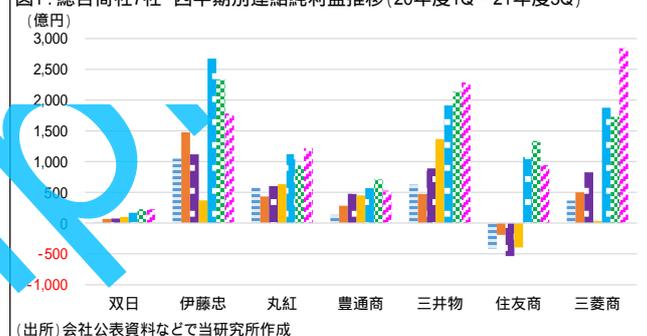


図2. 北米原油および天然ガス先物価格推移(12年以降、週次)



図3. NY金、LME銅先物価格推移(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。

首位を維持し、純利益は同86%増の6789億円に達した。鉄鉱石や原油など資源価格の上昇や、非資源分野の幅広い収益拡大が寄与し、全てのセグメントで増益となった。また、三菱商、三井物も、強い収益

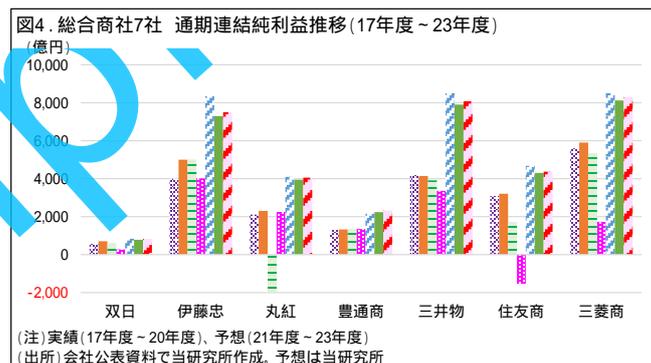
基盤を持つ資源分野に加えて非資源分野が好調に推移し、三菱商は同3.8倍の6448億円、三井物は同3.2倍の6333億円と高水準の純利益を確保した。

2. 21年度純利益予想は前年度比3.2倍に増額 全社の予想を上方修正

21年度通期の純利益計画については、3Q累計業績を踏まえて7社全てが前回(上期業績公表時)に続いて上方修正。三井物、住友商は1Q業績公表時から3回連続の上方修正となった。7社全てが過去最高益更新を見込む。うち、三井物が前年度比2.5倍の8400億円、伊藤忠が同2.0倍の8200億円、三菱商が同4.8倍の8200億円と、3社が8000億円を超える高水準の見通しに増額した。

企業価値研究所でも、好調な3Q3カ月の実績や足元の資源価格の上昇などを踏まえて通期の純利益予想を7社いずれも上方修正し、合計ベースで前年度比3.2倍の水準に増額した(図4参照)。足元の資源価格は、鉄鋼原料(鉄鉱石、原料炭)のスポット(随時契約)価格の上昇が目立つ。主要生産地である豪州、カナダ、ブラジルなどでの豪雨や新型コロナの感染拡大による供給障害が主因。また、ウクライナ紛争に伴う西側諸国の対ロシア経済制裁の強化で、原油、天然ガス、小麦(いずれも生産量でロシアが世界有数)などの価格が急騰した。これら価格上昇の業績寄与が注目される。

当研究所では、22年度予想についても純利益水準を上方修正した。ただ、21年度に高騰した鉄鉱石、原料炭の価格を保守的に見込むことを主因に、21年度予想との比較では7%の減益を見込む。ただ、一般的に、原油市況は3~6カ月遅れて総合商社各社の連結業績に反映される。このため、足元21年度4Qの高水準の原油市況が22年度業績の押し上げ要因となる。また、ウクライナ紛争の長期化、世界的なサプライチェーンの混乱長期化も、資源価格の高止まりをもたらし、総合商社の業績にはポジティブな影響をもたらすものと見込む。



3. アナリストの投資判断 ~三菱商の総合的な収益力に注目

【直近の資源市況の高騰が株価の上昇を牽引】

総合商社7社の株価は、20年初頭以降の相対比較(図5参照)、および東証株価指数(TOPIX)との相対比較(図6参照)をみると、20年初の新型コロナの感染急拡大に伴う急落後は概ね上昇基調にある。また、TOPIX に対しては、各社の連結業績の好調が

一段と鮮明となった21年度上期業績公表時近辺から、優勢の度合いを増している。

個別にみると、20年初頭以降、安定的な収益力を背景とする伊藤忠が堅調に推移していたが、21年後半から、鉄鋼原料(鉄鉱石、原料炭)や原油など資源価格の上昇、それらに伴う業績の好転などを背景に、



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、必ずご確認下さい。

丸紅、三井物、三菱商の上昇傾向が目立つ。一方で、豊通商の劣勢が目立つが、半導体など部材不足や新型コロナウイルスの感染拡大などによるトヨタの生産停滞の影響と考えられる。

【丸紅、三菱商などが資産入れ替えを推進】

総合商社各社は、資源価格の高騰や非資源分野の幅広い収益拡大により、未曾有の好業績を享受しているが、「次なる成長ステージ」に向けた事業ポートフォリオの再編(資産の入れ替え等)の実行が目目される。

丸紅は22年1月、北米穀物事業およびアグリインプット(農薬・肥料等)事業の再編を発表。(1)同社の100%子会社で北米穀物集荷・販売大手ガピロンの穀物事業の一部売却、(2)日本やアジア向け穀物サプライチェーンの強化、(3)ガピロンの肥料事業を継続保有することによる北米肥料事業の強化、などを実行するとして。来22年度にこれらの取引を実行することで、ガピロン向けの融資回収を含め、3000億円~4000億円の資金回収と100億円単位の売却益計上が見込まれ、北米穀物事業の収益性向上も期待できる。同社の財務基盤の一段の強化や成長投資、株主還元への強化に寄与する可能性もあり、高評価に値する事業再編と言える。

原料炭価格の高騰、従来から強みを持つ非資源分野の好調などで、連結業績が極めて好調に推移する三菱商は22年3月、UBSグループのUBSア

セットマネジメントと共同で保有する不動産運用会社「三菱商事・ユービーエス・リアルティ」(同社出資比率51%)の売却を発表した。売却益は700億円~800億円程度に達する見通しで、来22年度に計上する。やはり、新たな成長投資や株主還元の一段の強化につながる可能性のある資産入れ替えとして評価できよう。

【三菱商に改めて注目。中西新社長のリーダーシップに期待】

当研究所では今回、改めて三菱商に注目する。資源・非資源両分野にわたる強固な収益基盤が今回、事業環境の好転を背景に、高水準の純利益に結びついている。上記の通り、事業ポートフォリオの再編を積極化しており、世界的な「脱炭素」の潮流加速に対応、DX(デジタルトランスフォーメーション)とEX(エネルギートランスフォーメーション)を一体で推進するとしている。オランダの電力会社エネコと洋上風力発電の共同開発を手掛けたことによるノウハウを活用し、国内の洋上風力発電ビジネスでもリードしつつある。22年4月には、常務執行役員で電力ソリューション部門長の中西勝也氏が社長に就任する予定。中西氏は電力インフラの輸出や発電所の運営などに長く従事し、エネコとの洋上風力発電の共同開発や、20年の中部電と共同でのエネコの買収も主導した。社長就任後は、全社的なDX・EX一体推進へのリーダーシップ発揮が期待される。

< 小売 >

消費の二極化で価格競争力や差別化戦略が問われる

2022年3月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 永田和子 原田大輔

< 要約 >

経済活動正常化と物価上昇により消費の二極化が進むなか、商品供給網見直し、構造改革による価格競争力やPBなど差別化戦略が問われる。

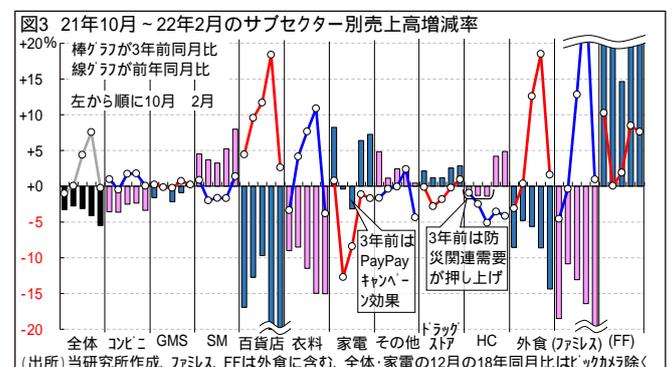
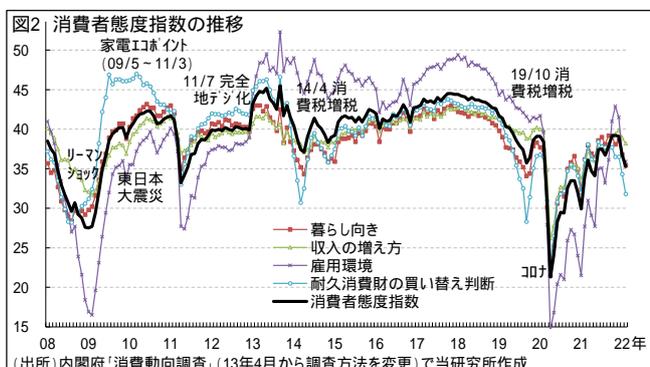
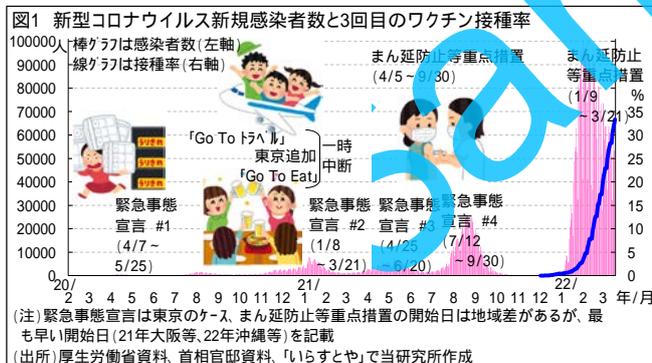
1. 商品供給網見直しや構造改革に加え、PB強化やデジタル化に注目

【爆発的感染拡大により1、2月の消費は悪化】

1月中旬からの爆発的感染拡大(図1棒グラフ)、および、それに伴う「まん延防止等重点措置」適用エリア拡大(東京1月21日、大阪27日)により、消費者の間で再び自粛ムードが台頭。2月の消費者態度指数は昨年5月以来の低水準となり(図2)、内閣府は消費者マインドの基調判断を「弱含んでいる」に引き下げた。企業価値研究所の月次レポート集計対象企業で算出する小売・外食の3年前(コロナ前・消費税増税前)比売上高増減率も全体で1月4.1%、2月5.5%と、「緊急事態宣言」解除により一部でリベンジ消費もみられた10~12月の3%前後と比べ

悪化した(図3棒グラフ)。コロナ影響だけでなく、暖房代が高む冬場における灯油価格高騰や食料品、日用品、光熱費の相次ぐ値上げを背景に家計防衛意識が一段と高まりつつある点もマイナス要因。2月後半にはウクライナ情勢緊迫化が消費者マインドに影響を落とした可能性も。

サブセクター別でみると、3年前比では、コロナ下で中食・内食や自宅で快適に過ごすための「巣ごもり需要」を取り込んだFF(ファーストフード)、SM(食品スーパー)、家電量販店、HC(ホームセンター)、ドラッグストア、その他専門店(自転車、アウトドア、雑貨等)がプラス基調を維持。これら「巣ごもり」恩恵組は前年比ではFFを除き反動減が続いていたが、2月はSMが4カ月ぶり、ドラッグストアが13カ月ぶりに前年超え(図3線グラフ)。「巣ごもり」傾向が強まったことがプラスに働いた。一方、3年前比で大幅なマイナスが続く百貨店、衣料専門店、外食(FF除く)では、年明け以降の自粛ムードが回復に水を差した格好(外食では「まん延防止等重点措置」による営業時間短縮、酒類販売制限の影響も)。コンビニも苦戦が続いている。



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。

【経済活動正常化で本格回復が期待される一方、物価上昇で家計防衛意識が高まる】

「まん延防止等重点措置」は3月21日で解除。桜開花による開放感も加わり、新生活商戦や春物商戦において再び「リベンジ消費」の動きが出てこよう。3回目のワクチン接種率が3分の1を超えた(図1線グラフ)ことも後押しし、22年度はいよいよ経済活動再開による消費回復の本格化が期待される。ただし、4月以降も食品、日用品の値上げは目白押しで、早晚家電、衣料などにも波及する見込み。物価が上昇するなか、家計防衛意識の更なる高まりが消費回復を鈍らせる懸念も。コロナ下で抑制されてきた旅行、外食、エンタメなど「コト消費」への支出が一気に開放される一方、それ以外は徹底して儉約するといった消費の二極化が避けられない見通し。活発な消費を担ってきた団塊の世代(47~49年)が22年から後期高齢者入りする点もリスク要因。コロナ前まで消費を押し上げていたインバウンド(訪日外国人)需要についても、米中摩擦や中国での急速なEC(ネット通販)シフト、中国政府による富裕層への圧力などを考慮すると、23年度でもコロナ前水準への回復は期待薄だ。なお、消費回復局面でも、デジタル化やキャッシュレス化といったコロナによる消費行動変容は定着・継続・加速する見込み。テレワーク定着によりライフスタイルを充実させる動きやファッションのカジュアル化(機能性ウ

エアを普段着に取り入れる「アスレジャー」含む)に拍車がかかるほか、郊外ロードサイド立地の強みも維持されよう。サステナブル(豊かな環境・社会の持続)志向が強いとされる「Z世代」(90年代半ば以降生まれ)を中心にサステナブル消費も本格化へ。外食では利便性の高いドライブスルー、デリバリーが引き続き支持される見通し。

【スーパーでは業界再編が加速する公算大、外食では残存者メリットも】

消費の二極化が進むなか、価格競争力や差別化戦略が問われる。NB(ナショナルブランド)の相次ぐ値上げはPB(プライベートブランド)にとって追い風とは言え、円安、商品市況・物流費の高騰、地政学リスクなどによる原価高、経済活動正常化による最低賃金引き上げ、人手不足問題再燃を吸収するには、サプライチェーン(商品供給網)見直しや構造改革(赤字店閉鎖、赤字事業からの撤退、人員体制見直しなど)、デジタル変革による生産性改善などが不可欠だろう。差別化戦略ではPB強化やデジタル化に加え、カジュアル化、サステナブル志向、「コト消費」への対応も見極めたい。国内市場が収縮するなか、グローバル化やM&A、出店によるシェア拡大にも引き続き注目。スーパーでは競争力向上に向け業界再編が加速する可能性が高い。コロナ下での大量閉店により受け皿が縮小した外食市場では残存者メリットも。

2. アナリストの投資判断 ~消費回復の恩恵を受けるサブセクターを軸に TOPIX に対し優勢へ

22年に入ってからの小売業の株価はTOPIXに対し若干アウトパフォーム(表1)。経済活動正常化による消費回復の恩恵を受けるサブセクター(百貨店、外食、コンビニ、GMS(総合スーパー)等)の一部で期待が先行した格好だ。「まん延防止等重点措置」解除で消費回復が本格化するなか、引き続きTOPIXを上回るパフォーマンスが期待される(15年の株価高騰の影響で全体的にPERが高水準な点には注意が必要)。

個別銘柄では、海外コンビニを軸とした成長確度が一段と高まった7&I-HD(3382)に対し強気判断。22年度以降に本格化するSpeedwayとのシナジー創出が株価に十分反映されていないとみる。株価下落が続くファーストリテイ(9983)も割安感が強く、構造改革とグローバル化による中長期の収益拡大に沿

表1 サブセクター別の株価騰落率 (%)

	14年末	15年末	19年末	20年末	21年末
	15年末	19年末	20年末	21年末	22/3/17
TOPIX	9.9	11.2	4.8	10.4	-4.7
TOPIX 小売	28.8	5.9	8.4	-5.5	0.4
コンビニ	28.8	7.0	-15.5	25.8	-0.7
7&I-HD(3382)	(27.3)	(-27.9)	(-8.6)	(38.2)	(9.9)
GMS	28.1	-7.2	10.4	-12.7	0.7
イオン(8267)	(53.9)	(20.7)	(50.1)	(-20.0)	(-1.3)
専門店	36.3	7.7	-0.3	-10.3	-3.1
ファーストリテイ(9983)	(-3.2)	(52.4)	(42.3)	(-29.4)	(-8.3)
家電量販店	10.5	25.3	-6.6	-16.0	8.3
ヤマダHD(9831)	(28.8)	(10.5)	(-5.2)	(-28.3)	(1.0)
百貨店	29.7	-21.7	-37.6	24.8	3.5
丸井G(8252)	(80.8)	(34.9)	(-32.1)	(19.5)	(1.4)
ドラッグストア・HC	42.2	24.6	16.0	-10.3	-4.3
ウエルシアHD(3141)	(88.0)	(106.8)	(12.1)	(-7.8)	(-15.0)
SM	40.9	-10.7	22.6	-8.5	-0.8
ヤオコー(8279)	(46.3)	(9.4)	(28.9)	(-2.8)	(-2.9)
外食	(40.7)	(61.8)	(2.7)	(4.2)	(-3.5)
マクドナルド(2702)	(-0.4)	(100.0)	(-4.6)	(1.8)	(-1.2)

(注) ()内は各サブセクターの時価総額1位企業、コンビニは19年末までと20年以降で対象企業が異なる。斜字はTOPIXを5ポイント超上回る、網掛けは同下回る(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。

った株価上昇を予想する。家計防衛意識が高まるなか、グローバル商品供給網を背景とするバリュー戦略が武器となるマクドナルド(2702)の株価上昇余地も大きい。経済活動再開が追い風となる百貨店セクタ

ーでは、引き続き丸井 G(8252)に注目。デジタル化、サステナブル化への対応に加え、積極的な株主還元も株価回復を後押しへ。

sample

< 鉄道 >

輸送需要の回復や業務効率化で損益の改善が続こう

2022年3月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 唐木健至

< 要約 >

ワクチンや治療薬の普及で新型コロナの影響が和らぎ、鉄道の輸送需要が回復するとみるほか、業務効率化の効果もあり、今・来年度と営業損益の改善を見込む。

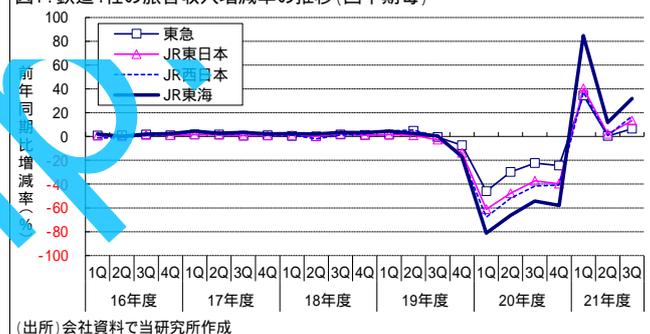
1. 事業環境

【旅客収入が回復も水準は低い】

鉄道の輸送需要が緩やかに回復している。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、21年度1Q以降は新型コロナウイルスの感染拡大の影響で大きく落ち込んでいた前年同期と比較し、4社全社で増収傾向が続いている。ただ、水準は低く21年度3Qの収入は19年度3Qとの比較で、東急が83%、JR 東日本が71%、JR 西日本が68%、JR 東海が60%の水準にとどまる。21年度3Qは感染が比較的落ち着いていたものの、旅客収入は戻りきっていない。また、今年年明け以降はオミクロン型の感染拡大により、回復の動きが鈍っている。JR 東日本の鉄道営業収入(駅などにおける取り扱い収入

で決算上の収入とは異なる)をみると、19年度の同月との比較で、21年12月は74.6%の水準だったが、22年1月は60.7%、2月(速報値)は57.5%にとどまっている。

図1. 鉄道4社の旅客収入増減率の推移(四半期毎)



2. 21年度予想

【4社合計で営業損失幅の縮小を予想。ワクチン普及に伴う新型コロナの影響緩和を想定】

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21年度は4社合計で営業収益4兆8160億円(前年度は4兆4222億円)、営業損失3030億円(同9823億円の損失)を見込む。ワクチンや治療薬の普及で新型コロナウイルスの影響が和らぎ、輸送需要が回復するとみて、営業損失幅が縮小する予想としている。なお、今年度から「収益認識に関する会計基準」等が適用となり、予想もこの基準で作成している。

【運輸業は定期外旅客を中心に利用が戻ると想定】

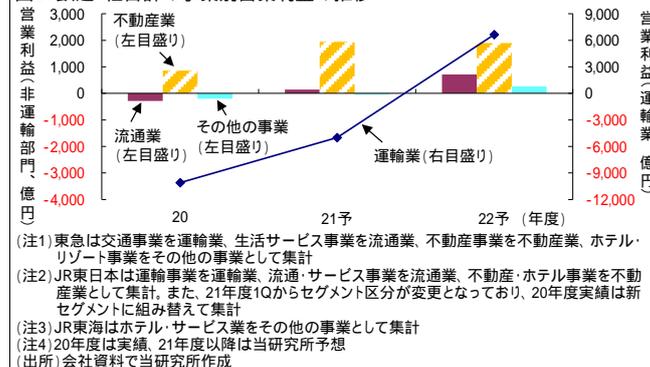
今年度の予想を事業別にみると、運輸業は、図2の通り前年度と比べ営業損失幅の縮小を見込む(4社合計ベース、以下同様)。外出自粛の緩和で定期券を使わない定期外旅客を中心に利用が戻り、各社

で旅客収入が回復すると想定。人件費や修繕費などの経費抑制もあり、営業損失幅が縮小する予想としている。

【非運輸部門では流通や不動産などの損益改善を見込む】

非運輸部門をみると、流通業は駅売店や百貨店

図2. 鉄道4社合計の事業別営業利益の推移



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、必ずご確認下さい。

事業で需要が持ち直すとみて、図2の通り前年度の営業赤字から黒字への転換を見込む。不動産業は、飲食店などテナントの売り上げ回復に伴い、賃貸事業の収入が増えるとみるほか、不動産販売の増加もあり営業増益を予想。その他の事業は、ホテルの宿泊需要の持ち直しや、ホテルの一部店舗の閉鎖など構造改革の効果で、前年度と比べ営業損失幅が縮小する予想としている。

【会社別では4社全社で営業増益の改善を予想】

今年度の予想を会社別にみると、鉄道の利用回復などにより、東急、JR東日本、JR西日本、JR東海の4社全社で、表1の通り営業増益の改善を見込む。個別の主な増益要因としては、東急はオフィスビルなどの不動産販売の増加、JR東日本は不動産販売の増加に加え、「WATERS takeshiba(ウォーターズ竹芝)」など前年度に開業した開発プロジェクト(表2参照)の収益貢献の本格化を想定。また、JR西日本について、新幹線車両の償却方法の変更に伴う減価

償却費の減少を想定している。

表1. 鉄道4社の連結業績

単位: 億円、増減率は%

		20年度		21年度		22年度	
		金額	金額	金額	金額	金額	増減率
東急 (9005)	営業収益	9,359	8,610	9,420	9,420	+9.4	
	営業利益	-317	280	580	580	+107.1	
	経常利益	-268	310	580	580	+87.1	
	純利益	-562	100	410	410	+310.0	
JR東日本 (9020)	営業収益	17,646	20,000	25,700	25,700	+28.5	
	営業利益	-5,204	-1,640	2,870	2,870	-	
	経常利益	-5,798	-2,060	2,360	2,360	-	
	純利益	-5,779	-2,060	1,650	1,650	-	
JR西日本 (9021)	営業収益	8,982	10,300	14,670	14,670	+42.4	
	営業利益	-2,455	-1,350	1,210	1,210	-	
	経常利益	-2,574	-1,450	1,030	1,030	-	
	純利益	-2,332	-1,200	690	690	-	
JR東海 (9022)	営業収益	8,235	9,250	14,950	14,950	+61.6	
	営業利益	-1,848	-320	4,800	4,800	-	
	経常利益	-2,621	-1,020	4,070	4,070	-	
	純利益	-2,016	-780	2,800	2,800	-	
鉄道4社計	営業収益	44,222	48,160	64,740	64,740	+34.4	
	営業利益	-9,823	-3,030	9,460	9,460	-	
	経常利益	-11,261	-4,220	8,040	8,040	-	
	純利益	-10,689	-3,940	5,550	5,550	-	

(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) 21年度1Qから「収益認識に関する会計基準」等を適用。このため、21年度の増減率は記載していない

(注3) 20年度は実績、21年度、22年度は当研究所予想

(出所) 会社資料で当研究所作成

表2. 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)	歌舞伎町一丁目地区開発	新宿歌舞伎町エリアにおけるホテル、劇場、映画館、商業施設などが入る高層複合施設の開発	23年1月竣工予定
JR東日本 (9020)	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
	KAWASAKI DELTA (カワサキデルタ)	川崎駅西口におけるビジネス・宿泊・商業機能の大規模複合型まちづくり	21年4月街区全体完成
	MEGURO MARC (メグロマーク)	野村不動産グループと進める、目黒と五反田駅間のエリアにおける賃貸住宅・分譲住宅・オフィスの3棟からなる複合型のまちづくり	オフィス棟は22年3月竣工。賃貸住宅棟は22年10月、分譲住宅棟は23年11月の竣工を予定

(出所) 会社資料で当研究所作成

3. 22年度予想

【4社合計で営業黒字への転換を予想。ビジネス、観光ともに輸送需要が回復すると想定】

来22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34%の増収、営業利益9460億円(21年度当研究所予想は3030億円の損失)を見込む。経済活動の正常化に伴い輸送需要の回復が続くとみて、営業黒字に転換する予想としている。

事業別では、運輸業はビジネス、観光ともに輸送需要が戻り、各社で旅客収入が増えるほか、設備の

保守業務の効率化などで鉄道の運営関連費用が低水準で推移するとみて、図2の通り21年度の営業赤字から黒字への転換を見込む。なお、各社の旅客収入については、22年度2Qに新型コロナウイルス感染拡大前の9割弱の水準に戻った後は、景気回復に沿った緩やかな増加にとどまると想定。オンライン会議やテレワークの普及に伴う利用の手控えで、当面は感染拡大前の水準には戻らないとの想定を置いた。非運輸部門では、流通業は鉄道の利用増加や

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。

個人消費の回復で、駅売店や百貨店の販売が増える」とみて営業増益を予想。その他の事業は、ホテルの稼働率や旅行の取り扱いが持ち直すとみて、21年度の営業赤字から黒字への転換を見込む。一方、不動産は賃貸事業における収入回復はあるものの、不動産販売の減少もあり営業減益の予想としている。

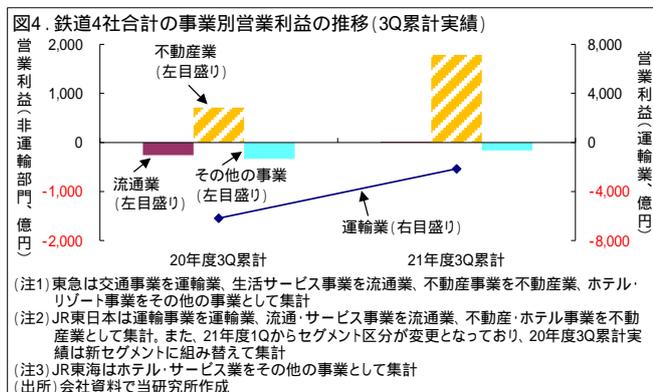
会社別では、鉄道の利用増加などにより、東急、JR東日本、JR西日本、JR東海の4社全社で、表1の通り営業増益の改善を見込む。個別の主な増益要因としては、JR東日本は川崎駅西口における大規模開発「KAWASAKI DELTA(カワサキデルタ)」など21年度開業の開発プロジェクトの収益貢献の本格化を想定。一方、主な減益要因としては、東急におけ

4. 21年度3Q累計実績

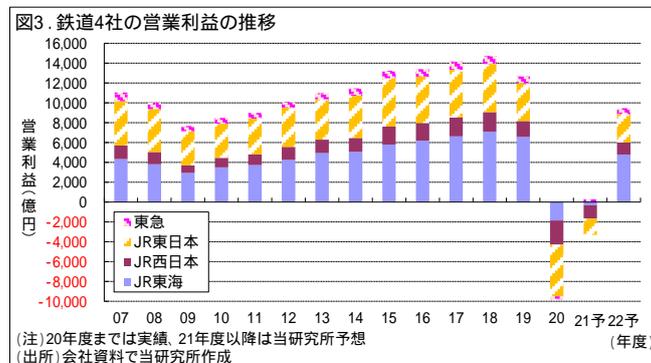
〔4 社合計で営業損失幅が縮小。運輸業などの増益が改善〕

21年度3Q累計の業績は、鉄道4社合計で営業収益が3兆5537億円(前年同期は3兆2402億円)、営業損失が499億円(同6082億円の損失)。水準は低いながらも鉄道の輸送需要が回復し営業損失幅が縮小した。

事業別では、運輸業は各社の旅客収入が新型コロナウイルスの感染拡大の影響で大きく落ち込んでいた前年同期と比べ増加し、図4の通り営業損失幅が縮小した。非運輸部門では、流通業は駅売店や百貨店事業で需要が回復し前年同期の営業赤字から黒字へ転じた。不動産は、賃貸事業の収入が持ち直し営業増益に。その他の事業は、ホテルの収入回復などで前年同期と比べ営業損失幅が縮小した。



る好採算物件を中心とした不動産販売の減少や、歌舞伎町一丁目地区開発の開業に伴う関連経費の計上、JR東日本における不動産販売の減少を想定している。



会社別では、東急は鉄道の利用回復に加え、大型の不動産販売があったことが寄与し、表3の通り前年同期の営業赤字から黒字に転換。JR3社は新幹線、在来線ともに利用が持ち直したことで、JR東日本、JR西日本は前年同期と比べ営業損失幅が縮小し、JR東海は前年同期の営業赤字から黒字に転じた。

表3. 鉄道4社の連結業績(3Q累計実績)

		単位: 億円	
		20年度3Q累計 金額	21年度3Q累計 金額
東急 (9005)	営業収益	6,859	6,545
	営業利益	-159	349
	経常利益	-126	391
	純利益	-265	302
JR東日本 (9020)	営業収益	13,063	14,828
	営業利益	-3,231	-425
	経常利益	-3,730	-660
	純利益	-2,946	-838
JR西日本 (9021)	営業収益	6,450	7,300
	営業利益	-1,756	-795
	経常利益	-1,893	-826
	純利益	-1,618	-540
JR東海 (9022)	営業収益	6,031	6,864
	営業利益	-936	372
	経常利益	-1,478	-147
	純利益	-1,115	-123
合計	営業収益	32,402	35,537
	営業利益	-6,082	-499
	経常利益	-7,227	-1,243
	純利益	-5,944	-1,199

(注) 21年度1Qから「収益認識に関する会計基準」等を適用
 (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。

5. アナリストの投資判断

【4社いずれも中長期的観点から水準を切り上げる展開を予想】

鉄道4社の株価をみると、経済活動正常化に向けた期待などにより、東急は20年夏頃から、JR各社は20年秋頃から持ち直しつつあるものの、新型コロナウイルスの感染拡大が収束していないこともあり、4社いずれも上値の重い展開が続いている。特にJR西日本は、昨年9月に増資が実施されたことに伴う1株当たり利益の希薄化懸念により、株価の回復が鈍くなっている。

東急、JR東日本、JR東海について、直近株価(3月15日)での今年度末当研究所予想PBRは表4の通りで、JR東海は過去3年の平均(0.95倍)を若干下回り、東急、JR東日本は過去3年の平均(東急は1.32倍、JR東日本は1.07倍)を若干上回る。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などで鉄道の輸送需要が伸び悩むとみることから、JR東海については過去3年をやや下回る評価が妥当とみる。一方、東急については

表4. 鉄道4社の株価指標

	株価 (3/15) (円)	今年度 予想 PER(倍)	来年度 予想 PER(倍)	実績PBR (倍)	今年度末 予想 PBR(倍)
東急(9005)	1,633	98.3	24.0	1.37	1.41
JR東日本(9020)	6,818	-	6.6	1.07	1.13
JR西日本(9021)	5,101	-	10.0	1.21	1.29
JR東海(9022)	16,005	-	11.2	0.89	0.89

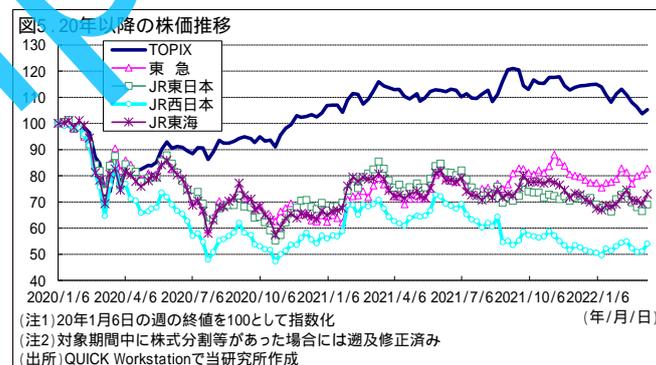
(注1) PERおよびPBRの計算に用いるEPSとBPSは、直近実績や当研究所予想を基に、個別銘柄のレポートで算定した値を使用

(注2) PERはEPSがゼロやマイナス、極めて少額の場合「-」を表示

(出所) QUICK Workstation、会社資料で当研究所作成

鉄道運賃引き上げによる収支改善、JR東日本について不動産など非運輸部門の業績拡大が見込めるとみることなどにより、ともに株価も過去3年を若干上回る評価が妥当と考えている。なお、東急では来年3月に鉄道運賃を引き上げるため、今年1月に申請を行っている。また、JR西日本について、直近株価での今年度末当研究所予想PBRは表4の通りで、過去3年の平均と同水準にある。当研究所では、輸送需要の伸び悩みはあるものの、業務効率化に伴う各種経費の抑制が見込めるとみることもあり、株価も過去3年と概ね同等の評価が妥当と考えている。

足元の株価は東急、JR東日本、JR西日本、JR東海の4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、損益改善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。特に、JR東日本は首都圏における駅周辺の開発事業の貢献などで高い利益成長が見込めるため、株価も中長期的にみれば上値の余地が大きいと考えている。



<トラック運送>

輸出入貨物などの輸送需要が堅調に推移

2022年3月17日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 唐木健至

<要約>

世界的な景気回復に伴い、輸出入貨物などの輸送需要が堅調に推移。拡大する輸送需要にサービスの供給が追い付かず、海上および航空貨物の運賃が高水準で推移している。

1. 事業環境

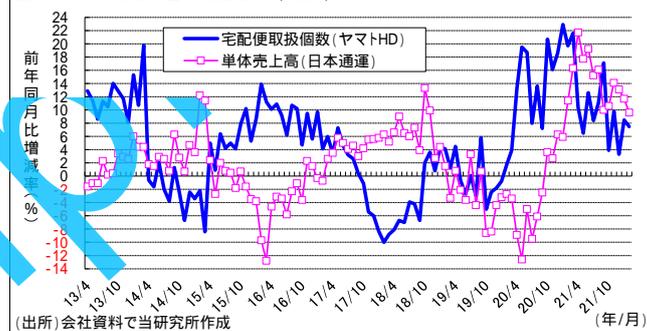
【海上や航空貨物の運賃が高水準で推移】

個人向け貨物の輸送需要が増加傾向にある。EC（電子商取引）で物品を購入する人が増えていることに伴い、ECで取引される商品を自宅へ届ける需要が伸長。宅配便最大手のヤマトHD（9064）の月別の宅配便取扱個数をみると、インターネット通販関連貨物の取り込みなどで、20年2月以降は前年同月を上回る展開が続いている。

企業間では輸出入貨物の輸送需要が堅調に推移。世界的な景気回復に伴い、海上や航空貨物の荷動きが拡大している。また、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う物流網の混乱で、拡大する輸送需要にサービスの供給が追い付かず、海上や航空貨物の運

賃が高水準で推移している。NXHD（9147）傘下の企業間貨物が中心となる日本通運の月別の単体売上高をみると、20年10月以降は前年同月と比べ増収が続いている。

図1. トラック運送2社の需要動向（月次）



2. 各社の業績予想

【NXHDは高水準の営業利益継続、ヤマトHDは21年度の利益減少を想定】

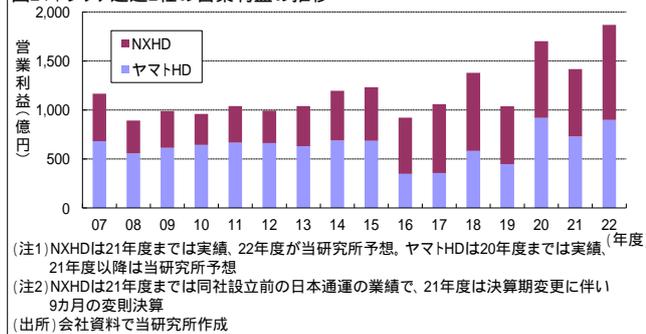
企業価値研究所が予想対象とするNXHD、ヤマトHDの業績予想をみると、NXHDは貨物の取り扱い増加などで高水準の営業利益が続くと想定。ヤマトHDは、輸送網の強化に伴う関連費用の計上などで21年度は減益の予想だが、EC関連の輸送需要の取り込みなどで22年度は営業増益の予想としてい

る。

【NXHDは22年度の営業利益が21年1～12月比横ばいを予想】

NXHDの予想をみると、22年度は営業利益が970億円と、会社が参考値として開示した21年1～12月実績との比較で横ばいを見込む。景気回復に伴い貨物の取り扱いが増えるものの、物流網の混乱解消により、足元で高水準にある海上や航空貨物の運賃が徐々に下落するとみて、営業利益が横ばいに

図2. トラック運送2社の営業利益の推移



(注1) NXHDは21年度までは実績、22年度が当研究所予想。ヤマトHDは20年度までは実績、(年度)21年度以降は当研究所予想
(注2) NXHDは21年度までは同社設立前の日本通運の業績で、21年度は決算期変更に伴い9カ月の変則決算
(出所) 会社資料で当研究所作成

表1. NXHDの連結業績

単位: 億円、増減率は%

	21年	22年度		23年度	
	1～12月	(22年1～12月)		(23年1～12月)	
	金額	金額	21年1～12月比増減率	金額	前年度比増減率
売上高	23,371	23,530	+0.7	23,860	+1.4
営業利益	970	970	0.0	1,030	+6.2
経常利益	1,010	1,000	-1.0	1,060	+6.0
純利益	661	1,090	+64.9	640	-41.3

(注1) 21年1～12月は実績、22年度、23年度は当研究所予想

(注2) 21年1～12月の実績はNXHD設立前の日本通運のもので参考値

(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。

とどまる予想としている。なお、21年度に決算期変更があったため、21年度実績との単純比較はできない。また、日本通運は今年1月、株式移転によりNIPPON EXPRESSホールディングス(NXHD)を設立し、NXHDを持株会社とする体制へ移行。22年度の予想はNXHDの予想で、日本通運の21年実績と比較している。

23年度は営業利益が前年度比6%増の1030億円を見込む。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、国内外における貨物の取り扱いが増えるのみならず、業務効率化に伴う各種経費の抑制もあり営業増益の予想としている。なお、ロシアのウクライナ侵攻の影響については、経済制裁によるロシア関連ビジネスの縮小などを見込み、22年度以降の業績予想に若干の減益要因として織り込んでいる。

【ヤマトHDは22年度の営業利益回復を想定】

ヤマトHDは21年度の営業利益が前年度比21%減の730億円を見込む。貨物の取り扱いが増えるものの、配送網の強化に伴い関連費用が膨らむとみるほか、組織再編に伴う一過性の費用計上もあり営業

3. 各社の直近実績

【日本通運は20年4～12月の実績と比べ増益だが、ヤマトHDは減益に】

トラック運送2社の直近の実績をみると、NXHD設立前の日本通運は21年度(21年4～12月)の連結営業利益が687億円となった。20年4～12月の実績と比較すると18%の営業増益。貨物の取り扱いが新型コロナウイルスの感染拡大による落ち込みから回復したほか、輸送スペースの需給逼迫で海上や航空貨物の運賃が高水準で推移し利益が増加した。なお、決算期変更に伴い21年度は9カ月の変則決算とな

表3. 日本通運の連結業績(実績) 単位: 億円, 増減率は%

	20年4～12月	21年度 (21年4～12月)	20年4～12月 比増減率
	金額	金額	
売上高	15,450	17,632	+14.1
営業利益	581	687	+18.2
経常利益	617	736	+19.2
純利益	486	540	+11.1

(注)20年4～12月、21年度ともにNXHD設立前の日本通運の実績
(出所)会社資料で当研究所作成

減益の予想としている。なお、会社では経営資源を有効活用するため、中核事業子会社であるヤマト運輸に、その他のグループ会社7社の事業を統合させる組織再編を昨年4月に実施。グループ一体となった営業を進め法人顧客との取引拡大を目指すほか、新組織にEC事業本部を設置し、関連するビジネスを一段と強化する。

22年度の営業利益は前年度比23%増の900億円を見込む。組織再編後の業務運営が徐々に軌道に乗り、新規荷主の開拓や生産性の向上が進むと想定。EC関連貨物を中心に取り扱いが増えるほか、データを有効活用し人員や車両の配置を最適化するといった取り組みが順調に進むとみて、営業増益の予想としている。

表2. ヤマトHDの連結業績 単位: 億円, 増減率は%

	20年度	21年度		22年度	
	金額	金額	増減率	金額	増減率
営業収益	16,959	17,770	+4.8	18,140	+2.1
営業利益	921	730	-20.8	900	+23.3
経常利益	940	790	-16.0	900	+13.9
純利益	567	520	-8.3	510	-1.9

(注1)増減率は前年度比
(注2)20年度は実績、21年度、22年度は当研究所予想
(出所)会社資料で当研究所作成

るため、20年度との比較は行っていない。また、20年度3Q累計の実績には一部の子会社について20年1～9月の業績が連結されているため、20年度3Q累計との比較も行っていない。

ヤマトHDは21年度3Q累計(21年4～12月)の営業利益が前年同期と比べ12%減少。宅配便の取り扱いが増えたものの、配送網の強化など将来の取り扱い拡大に向けた取り組みを進めたことで、関連する費用が膨らみ減益となった。

表4. ヤマトHDの連結業績(実績) 単位: 億円, 増減率は%

	20年度 3Q累計	21年度 3Q累計	前年同期比 増減率
	金額	金額	
営業収益	12,957	13,724	+5.9
営業利益	897	792	-11.8
経常利益	911	852	-6.5
純利益	569	478	-16.0

(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。

4. アナリストの投資判断

【足元の株価は日通が概ね妥当、ヤマトHDは割安とみる】

トラック運送2社の株価をみると、NXHD(同社設立前の日本通運も含む)は株式相場全体の回復に加え、貨物の取り扱い増加もあり20年3月中旬以降は上昇傾向が概ね続いていたが、昨年6月頃からは、それまでの上昇の反動などで調整している。ヤマトHDも、昨年7月頃からは、それまでの上昇の反動に加え、足元における利益の低迷もあり調整している。

NXHDについて、直近株価(3月15日)での22年度当研究所予想PERは6.7倍。22年度は特別利益が膨らむ見通しで、その分PERが低くなっているが、特別損益が収支均衡と仮定した場合のPERも12.4倍にとどまり、過去3年の平均(14倍弱、21年以前は日本通運の株価で算出)をやや下回る。当研究所では、足元で輸送需要が堅調に推移しているものの、ウクライナ情勢の動向など先行き不透明感もあり、株価も過去3年をやや下回る評価が妥当と考えている。足元の株価は概ね妥当な水準にあるとみており、今後は中長期的観点から、貨物の取り扱い増加

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。

一方、ヤマトHDの直近株価での22年度当研究所予想PERは16.0倍と、過去3年の平均(23倍強)を下回る。当研究所では、配送網の強化に伴う関連費用の計上などで21年度の利益減少を見込むことから、株価も過去3年を下回る評価が妥当だが、組織再編後の業務運営の軌道化などにより、22年度以降は収益性が徐々に高ま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。足元の株価は割安な水準にあるとみており、今後は22年度の営業利益回復が明確になるにつれ、上値を目指す展開に向かうと予想する。

表5. トラック運送2社の株価指標

	株価(3/15) (円)	今年度予想 PER(倍)	来年度予想 PER(倍)	実績PBR (倍)
NXHD(9147)	8,110.0	6.7	11.5	-
ヤマトHD(9064)	2,217.0	15.7	16.0	1.36

(注1) PERおよびPBRの計算に用いるEPSとBPSは、直近実績や当研究所予想を基に、個別銘柄のレポートで算定した値を使用

(注2) NXHDは今年度が22年度、来年度が23年度。また、22年1月設立のため実績PBRは記載しない

(注3) ヤマトHDは今年度が21年度、来年度が22年度
(出所) QUICK Workstation、会社資料で当研究所作成

< 海運 >

今年度は大幅増益を予想。来年度も高水準の利益を想定

2022年3月16日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 唐木健至

< 要約 >

足元でコンテナ船の運賃が高水準で推移しており、今年度は大幅な経常増益を予想。運賃高騰が落ち着くとみて来年度は経常減益予想だが、高水準の利益が続こう。

1. 事業環境

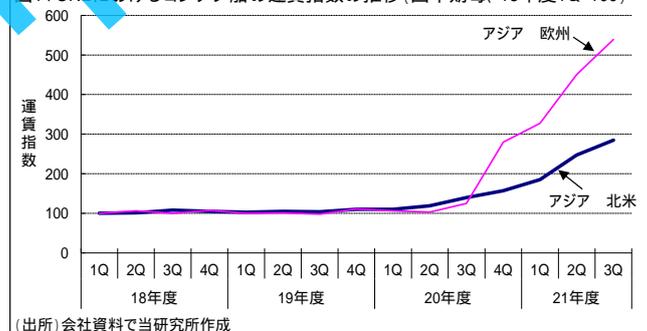
【コンテナ船の運賃が高水準で推移】

日用品などを運ぶコンテナ船の運賃が高水準で推移している。世界的な景気回復に伴い輸送需要が堅調に推移する一方、新型コロナウイルスの感染対策で労働力が不足し荷揚げなどの作業が停滞。物流網の混乱で貨物の輸送スペースが不足し、運賃が上昇している。コンテナ船の運航を手掛ける「オーシャンネットワークエクスプレス(ONE)」の四半期別の動向をみると、アジア発北米向けは20年度2Q以降、アジア発欧州向けは20年度3Q以降、荷主からの受け取り運賃が直前の四半期の水準を上回って推移している。なお、業界大手の郵船(9101)、商船三井(9104)、川崎船(9107)の3社は共同出資で設立したONEにコンテナ船の運航業務を移管し、18年春にONEによるサービスを開始。ONEは3社の持分法適用関連会社となる。

一方、資源輸送を行うドライバルク船の運賃をみると、昨年2月からは輸送スペースの需給逼迫で上昇傾向が概ね継続。昨年秋以降は中国による鉄鉱石

の輸入抑制や、例年輸送需要が鈍るといった季節要因により、調整しているものの底堅く推移している。ドライバルク船の総合的な運賃指標であるBDI(バルチック海運指数、1985年=1000)をみると、昨年2月上旬時点で1300~1400程度の水準にあった指数は、徐々に水準を切り上げ、10月7日には5650と、リーマンショックのあった08年9月以来の水準に達した。その後は水準を切り下げ、今年3月14日の時点で2700近辺の水準にあるものの、前年同時期の水準(2000近辺)は上回っている。

図1. ONEにおけるコンテナ船の運賃指数の推移(四半期毎、18年度1Q=100)



2. 21年度予想

【3社合計で大幅な経常増益を予想。輸送スペースの需給逼迫に伴う運賃上昇を想定】

企業価値研究所が予想対象とする郵船、商船三井、川崎船の業績をみると、今21年度は3社合計で前年度比31%の増収、経常利益が同5.1倍の2兆2200億円を見込む。輸送スペースの需給逼迫によりコンテナ船やドライバルク船の運賃が上昇するとみて増収、大幅な経常増益の予想としている。

【製品輸送、不定期専用船の両事業で経常増益を見込む】

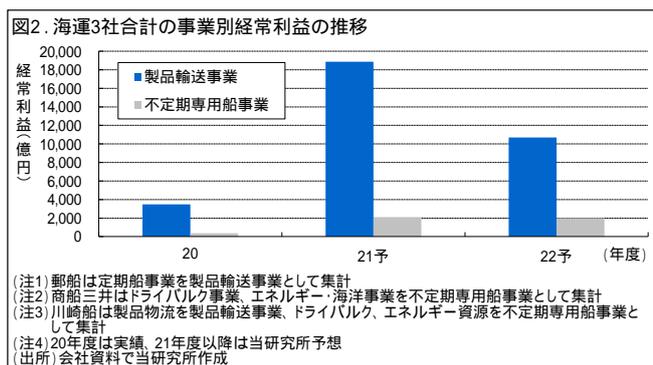
今年度の予想を事業別にみると、製品輸送事業は、

コンテナ船の運賃上昇でONEの業績が改善するほか、輸送需要が新型コロナウイルスの感染拡大による落ち込みから回復し、自動車船の取り扱いが増えることとみて、図2の通り経常増益を見込む(3社合計ベース、以下同様)。不定期専用船事業は、原油や石油製品の輸送需要の伸び悩みで、これらを運ぶタンカーの運賃が下落するものの、鉄鉱石や石炭、穀物といった貨物の輸送需要が高水準で推移することで、ドライバルク船の運賃や輸送量が上向くと想定。為替円安に伴う運賃収入の増加もあり経常増益の予想としている。

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。

【会社別では3社全社で経常増益を予想】

今年度の予想を会社別にみると、ONEの業績改善などにより、郵船、商船三井、川崎船の3社全社で、表1の通り経常増益を見込む。特に川崎船は、運賃高騰を見込むコンテナ船事業が全体に占める割合が大きいとみられることから、経常利益の増加率が3社中で最大になると想定。一方、郵船は物流など海運以外の事業の比率が相対的に高く、これらの事業の増益率が海運事業と比べれば小幅にとどまるとみることなどから、経常利益の増加率が3社中で最小にな



3. 22年度予想

【3社合計で39%経常減益を予想。コンテナ船の運賃高騰が落ち着くと想定】

来22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1%の増収、経常利益が同39%減の1兆3500億円を見込む。輸送需要の増勢が続くとみるが、巣ごもり消費の落ち着きに伴う需要の拡大ペースの鈍化や、物流網の混乱解消により輸送スペースの需給逼迫が徐々に解消すると想定。需給逼迫の解消に伴い、コンテナ船などの運賃が下落するとみて、経常減益の予想としている。ただ、来年度の3社合計の経常利益は、リーマンショック前の07年度実績と比べ2.2倍の予想となり、高水準の利益が続くとみている。

事業別では、製品輸送事業は、荷主企業の生産拡大に伴い自動車船の取り扱いが増えるものの、コンテナ船の運賃高騰が落ち着くことで、ONEの収支が悪化するとみて、図2の通り経常減益を見込む。不定期専用船事業は、ドライバルク船の運賃が徐々に下落すると想定。各社が注力する荷主との中長期の

と見込んだ。なお、ロシアのウクライナ侵攻の影響については、直接的な影響を受けるビジネスが全体に占める割合が低いとみて、現在のところ3社の業績予想に特段の減益要因としては織り込んでいない。

表1. 海運3社の連結業績

単位: 億円、増減率は%

		20年度		21年度		22年度	
		金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
郵船 (9101)	売上高	16,084	-3.6	22,130	+37.6	21,960	-0.8
	営業利益	715	+84.9	2,650	+270.4	1,990	-24.9
	経常利益	2,153	+384.0	9,660	+348.6	5,940	-38.5
	純利益	1,392	+347.2	9,660	+593.8	5,490	-43.2
商船三井 (9104)	売上高	9,914	-14.2	12,600	+27.1	13,120	+4.1
	営業利益	-53	-	540	-	600	+11.1
	経常利益	1,336	+142.5	6,700	+401.5	4,210	-37.2
	純利益	901	+176.0	6,500	+621.8	4,000	-38.5
川崎船 (9107)	売上高	6,255	-14.9	7,370	+17.8	7,580	+2.8
	営業利益	-213	-	180	-	230	+27.8
	経常利益	895	-	5,840	+552.5	3,350	-42.6
	純利益	1,087	-	5,640	+418.9	3,290	-41.7
合計	売上高	32,253	-9.4	42,100	+30.5	42,660	+1.3
	営業利益	449	-35.2	3,370	+649.8	2,820	-16.3
	経常利益	4,384	+309.8	22,200	+406.3	13,500	-39.2
	純利益	3,380	+389.7	21,800	+545.0	12,780	-41.4

(注1) 増減率は前年度比。赤字で算出不能などの場合は「-」

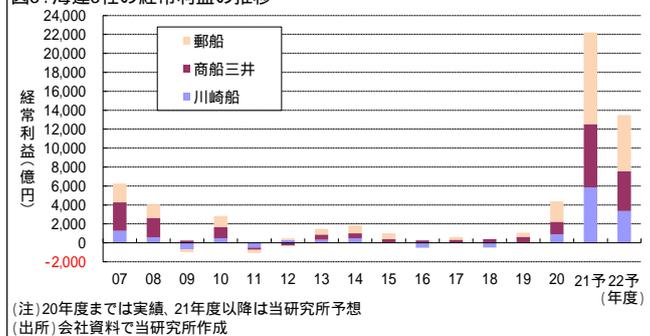
(注2) 20年度は実績、21年度、22年度は当研究所予想

(出所) 会社資料で当研究所作成

輸送契約の積み上げにより、LNG船の取り扱いが増えるほか、原油や石油製品の輸送需要が持ち直し、これらを運ぶタンカーの運賃が回復するとみるが、経常減益の予想としている。

会社別では、ONEの収支悪化などにより、郵船、商船三井、川崎船の3社全社で、表1の通り経常減益を見込む。特に川崎船は、運賃下落を見込むコンテナ船事業が全体に占める割合が大きいとみられることから、経常利益の減少率が3社中で最大になると見込んだ。

図3. 海運3社の経常利益の推移



4. 21年度3Q累計実績

【3社合計で大幅な経常増益。製品輸送事業などの利益が増加】

21年度3Q累計の業績は、海運3社合計で前年同期比35%の増収、経常利益が同6.8倍の1兆6196億円。コンテナ船やドライバルク船の運賃が上昇し業績が改善した。

事業別では、製品輸送事業は、自動車船の取り扱いが新型コロナウイルスの感染拡大による落ち込みから回復したほか、コンテナ船におけるアジア発欧米向け航路の運賃上昇などにより、ONEの業績が改善し、図4の通り経常増益に。不定期専用船事業は、原油や石油製品を運ぶタンカーの運賃低迷はあったが、鉄鉱石などを運ぶ大型船、穀物などを運ぶ中小型船ともにドライバルク船の運賃が高い水準で推移し、経常増益となった。

会社別では、ONEの業績改善などにより郵船、商船三井、川崎船の3社全社で、表2の通り経常利益が増加した。なかでも、コンテナ船事業が全体に占める割合が大きいとみられる川崎船は、経常利益の増加率が3社中で最大に。一方、郵船は、海運事業と比べ増益率が小幅にとどまった非海運事業が全体に占める割合が大きいことから、経常利益の増加率が3社中で最小となった。

5. アナリストの投資判断

【足元の株価は郵船、商船三井が概ね妥当、川崎船は特段の割高感のない水準とみる】

海運3社の株価をみると、株式相場全体の回復に加え、コンテナ船やドライバルク船の運賃上昇もあり、20年春以降は、一時的な調整局面をはさみつつ水準を切り上げる展開が概ね続いている。

海運3社について、直近株価(3月14日)での今年度末当研究所予想PBRは表3の通り。当研究所では、コンテナ船の運賃高騰が落ち着いた後に見込

表3. 海運3社の株価指標

	株価 (3/14) (円)	今年度 予想 PER(倍)	来年度 予想 PER(倍)	実績 PBR (倍)	今年度末 予想 PBR(倍)
郵船(9101)	12,000	2.1	3.7	1.55	1.28
商船三井(9104)	11,570	2.1	3.5	1.31	1.14
川崎船(9107)	9,260	1.5	2.6	1.32	1.08

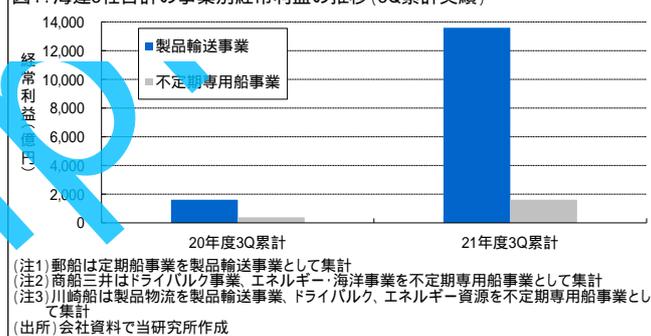
(注)PERおよびPBRの計算に用いるEPSとBPSは、直近実績や当研究所予想を基に、個別銘柄のレポートで算定した値を使用
(出所)QUICK Workstation、会社資料で当研究所作成

表2. 海運3社の連結業績(3Q累計実績) 単位:億円、増減率は%

		20年度3Q累計		21年度3Q累計	
		金額	増減率	金額	増減率
郵船 (9101)	売上高	11,459	-8.6	16,760	+46.3
	営業利益	480	+47.7	1,980	+312.9
	経常利益	1,221	+217.2	6,983	+472.0
	純利益	524	+179.4	6,922	-
商船三井 (9104)	売上高	7,317	-15.6	9,285	+26.9
	営業利益	-11	-	424	-
	経常利益	730	+48.1	4,877	+568.2
	純利益	644	+32.8	4,872	+656.4
川崎船 (9107)	売上高	4,687	-17.4	5,565	+18.7
	営業利益	-32	-	233	-
	経常利益	429	+74.9	4,336	+910.6
	純利益	632	+150.8	4,233	+569.3
合計	売上高	23,463	-12.7	31,610	+34.7
	営業利益	437	-44.3	2,637	+503.8
	経常利益	2,380	+111.9	16,196	+580.6
	純利益	1,800	+94.7	16,027	+790.3

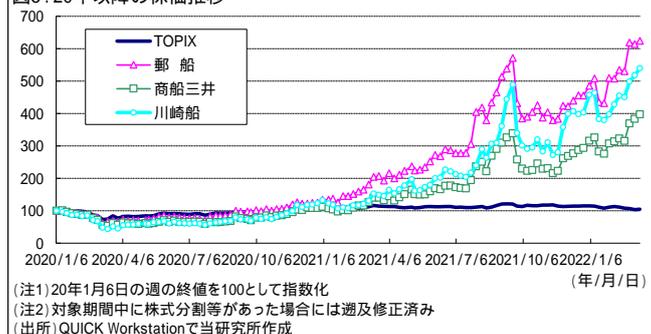
(注)増減率は前年同期比。赤字で算出不能などの場合は「-」
(出所)会社資料で当研究所作成

図4. 海運3社合計の事業別経常利益の推移(3Q累計実績)



まれる ROE(自己資本利益率)の水準や、株主資本コストなどから判断し、妥当な PBR の水準として、郵船は1倍を上回る水準、商船三井は1倍をやや上回る水準、川崎船は1倍をやや下回る水準での評価が妥当と考えている。なお、ウクライナ情勢の動向など先行き不透明感を勘案し、妥当な PBR の水準については、3社いずれもやや低めの想定とした。

図5. 20年以降の株価推移



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。

郵船、商船三井の2社については足元の株価が概ね妥当な水準にあるとみており、今後は高い水準での利益の推移をにらみながら徐々に水準を切り上げる展開を予想。川崎船については足元の株価が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、輸送需要の堅調な推移をにらみ

ながら徐々に水準を切り上げる展開を予想する。また、3社の比較では、郵船は配船効率化に伴う各種経費の抑制などにより相対的に高い利益成長が見込めるため、中長期的観点から株価の上値の余地が大きいと考えている。

sample

< エネルギー >

ロシアのウクライナ侵攻で原油価格が急騰

2022年3月18日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 佐久間聡

< 要約 >

油価は一時130ドル近くまで上昇。ロシアからのガスへの依存度が高い欧州のエネルギー政策を注視。足元の高い油価水準が続くならば石油セクターの株価が有望と考える。

1. 目先は停戦協議の行方が焦点も、石油需給はタイトになりやすい状況であることに留意

今年2月24日にロシアがウクライナを侵攻したため、エネルギー供給不安が台頭し、原油価格は3月8日に一時1バレル=130ドル近くまで急騰した(終値ベース)。ロシアとウクライナの停戦協議が目先の焦点となっている。ただ、石油の需給はタイトになりやすい状況であることに留意したい。世界経済が新型コロナ影響からの回復途上にあり石油需要は増加する見通し。半面、2015年頃、油価が安かったときに石油開発への投資が減少したため、その影響で現在OPECなど産油国では増産余地が小さくなっている。米国の対イラン経済制裁の方針転換などを今後の注

目点に挙げたい。



2. IEAは欧州に対してロシアからの天然ガス輸入を減らすため脱炭素の取り組み拡大などを提言

世界各国がロシアに対する経済制裁を実施しているが、ロシアに対するガスの依存度が高い欧州でのエネルギー政策を注視したい。特に、ロシアからパイプラインで直接天然ガスを購入しているドイツは、再生可能エネルギーの導入を拡大しているものの、22年末までに残りの原発を停止する方針であり、ロシアへの依存度を短期に縮小することが容易ではない。3月3日、IEA(国際エネルギー機関)は、欧州に対してロシアからの天然ガス輸入を1年以内に大幅に削

減する10の手段を提言している。その内容は、ロシアと新たなガス購入契約を結ばないことだけでなく、風力および太陽光プロジェクトの開発加速、バイオエネルギーと原子力からの発電の最大化など脱炭素の取り組みをより拡大することも主張している。欧州が脱炭素の方針を取り下げる可能性は低いと考えられるが、動向を見守りたい。なお、我が国でも一部の電力ガス会社がロシアからLNG、石炭などを輸入しており、注意を払う必要がある。

3. 電力・ガス ~ 来年度の利益回復を予想するが油価急騰等を懸念

企業価値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21年度3Q累計業績は、連結ベース(以下同)で売上高は前年同期を下回り、営業利益は前年同期比51%減益だった。21年度1Qより収益認識に関する会計基準等を適用しており、この影響が大きいため、売上高の前年度比増減率は記載していない(ただし、利益への影響は軽微なため営業利

益は旧基準の前年同期と比較した増減率を記載している)。会計基準変更の影響を除けば、電力ガス販売量は減少したものの、原燃料費調整制度に基づく原燃料費調整額の増加などから実質増収。一方、利益面では、販売減に加え、原燃料費増(原燃料費調整制度に基づくタイムラグ影響額の悪化)が大きく響いた。

21年度通期は、前回予想から売上高を小幅増額

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。

したが営業利益を減額した。営業利益は前年度比55%減益を予想する。21年度4Q以降の前提は、原油価格が1バレル=80ドル、為替が1ドル=115円と前回予想(原油価格は80ドル、為替は113円)から為替を小幅円安に見直した。原燃料高によるコスト増加(原燃料費調整制度に基づくタイムラグ影響額の悪化)やLNGスポット価格および卸電力価格の上昇による費用増などが響く見込み。

22年度は、売上高は前年度比2%増収、営業利益は同倍増を予想。売り上げ面では、競争激化によ

4. 石油 ~ 油価高で今期通期は大幅増収増益。来年度は石化悪化を見込むが油価注視

当研究所が予想対象とする石油3社(INPEX、出光興産、ENEOS)の21年度3Q累計業績は、連結ベース(以下同)で前年同期比43%増収、営業利益は3.2倍だった。21年度1Qより収益認識に関する会計基準等を適用しているが、売上高および利益への影響は軽微なため旧基準の前年同期と比較した増減率を記載している。石油・天然ガス開発部門の営業利益は生産回復や油価高による販売単価の上昇などで大幅増益。石油精製・販売部門も油価上昇による在庫評価影響額の大幅な改善などが寄与した。

21年度通期は前年度比40%増収、営業利益は同2.2倍を予想する。3Q累計実績の進捗や石油開発部門(12月決算)の4Q実績などを踏まえて、前回予想から売上高、営業利益をそれぞれ増額した。21年度4Q以降の前提は、原油価格が1バレル=80ドル、為替が1ドル=115円と前回予想(原油価格は80ドル、為替は113円)から為替を小幅円安に見直したが影響は軽微。前年度との比較では、前回と同様、石油・天然ガス開発部門での販売価格の上昇、

る電力ガス販売量減の影響を原燃料費調整額の増加で補い、小幅増収を見込む。利益面では、21年度の利益押し下げ要因となる原燃料費調整制度に基づくタイムラグ影響額の悪化を22年度では想定していないことを主因に、利益回復すると予想するが、足元の油価は当研究所の前提を大きく上回っており懸念材料。また、ロシアに対する経済制裁で我が国が輸入するLNG、石炭に影響しないか注視する必要がある。

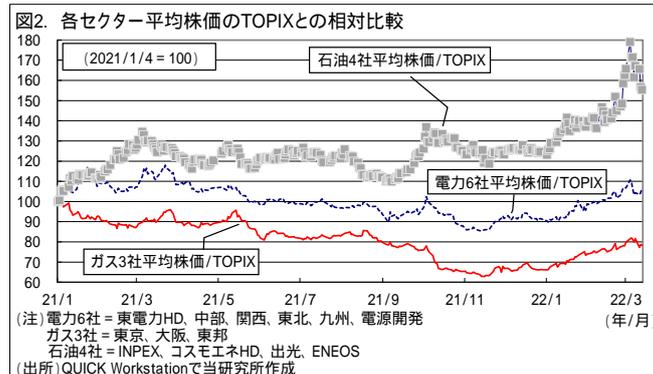
石油精製・販売部門での石油・石油化学製品ほか需要回復などから大幅な増収増益を見込む。

22年度は前年度比3%増収、営業利益は同13%減益を予想する。前提は前述の通り、原油価格80ドル、為替115円(今回は原油価格80ドル、為替113円)。前回予想から売上高を需要増などから増額したが、営業利益を石化製品マージンの悪化などを見込み減額した。前期との比較では、売り上げ面は、石油・天然ガス開発部門および石油精製・販売部門での販売価格上昇などを主因に増収へ。しかし、利益面では、石油・天然ガス開発部門で増益を見込むものの、石油精製・販売部門で21年度の利益を押し上げる在庫評価益の反動減、石油化学製品の収益悪化などが響き、セクター全体では営業減益を予想する。ただし、足元の油価は当研究所の前提を大きく上回っている。なお、業績集計対象銘柄ではないが、石油資源開発(1662)はロシア・サハリンで天然ガスなどを生産しているサハリン石油ガス開発(SODECO)に対して15.29%出資している(持分法適用関連会社)。

5. アナリストの投資判断 ~ 足元の高い油価水準が続くならば石油セクターが有望

【電力・ガス: エネルギー供給リスクや原燃料費増加分を料金転嫁しきれないことなどを懸念】

長らくTOPIXに対して劣勢だった電力・ガスセクターの株価は21年11月中旬以降、優勢に転じた。実績PBRなど株価指標面での割安感などが評価された。ただ、足元では油価の急騰を嫌気し、TOPIXに対して劣勢となっている。ロシアのウクライナ侵攻でエネルギー供給に対するリスクが高まっていることや原燃料価格の高騰で原燃料費の増加分を料金転嫁し



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、必ずご確認下さい。

きれない懸念が生じていること(原燃料価格が燃料費調整制度に基づく料金転嫁のスライド上限に到達)などが要因と考えられる。当研究所では、燃料高の影響を緩和できる原発を稼働している関西電力が比較的優位とみているが、ロシアへの経済制裁など外部環境の影響や原燃料価格の推移を見守りたい。

【石油:株価は油価の急騰とともに上伸】

石油セクターの株価は油価の急騰とともに上伸。当研究所では、ブレント原油価格 80 ドル/バレルを前提に、INPEX の 22/12 期連結業績は大幅な増収増益を予想しているが、足元の油価は当研究所の前提を大きく上回る高い水準にある。油価が高い水準を

維持するならば、同社の株価には上値余地があるものとみている。

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(%)
INPEX	1605	1,290.0	2,253.17	0.57	54	4.2
出光興産	5019	3,245.0	4,431.79	0.73	120	3.7
ENEOS	5020	446.4	815.39	0.55	22	4.9
東電力HD	9501	362.0	1,326.50	0.27	無配	0.0
中部電	9502	1,213.0	2,669.02	0.45	50	4.1
関西電	9503	1,183.0	1,867.41	0.63	50	4.2
東北電	9506	738.0	1,619.01	0.46	35	4.7
九州電	9508	866.0	1,168.83	0.74	40	4.6
東ガス	9531	2,347.0	2,629.68	0.89	65	2.8
大ガス	9532	2,184.0	2,678.38	0.82	57.5	2.6

(注1)株価は3月16日終値

(注2)東電力HDのBPSは優先株の影響を控除した当研究所計算値

(注3)東電力HD以外のBPSは直近四半期決算を基にした当研究所の計算値

(出所)決算資料、QUICK Workstationで当研究所作成

sample

< 銀行 >

金利上昇が進む中で利益の回復と株主還元強化に期待

2022年3月22日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 柘宏二

< 要約 >

3Qまでの利益は堅調で計画比進捗も良好。米国等で金利上昇が進む見通しの中、金利上昇効果が徐々に顕在化し利益回復進むと予想。増配・自己株取得等株主還元強化に期待。

1. 銀行セクターの業績、財務面の動向

[21年度3Q累計利益は堅調で計画比高進捗]

銀行セクターの業績動向をみると、21年度3Q累計の連結純利益は3メガバンク、地銀2社の5社合計(以下5社合計)で前年同期比54%増加した(表1)。連結純利益の会社の通期計画(目標)に対する進捗は、三菱UFJ(8306)では目標を超過し、5社合計でも96%と高水準となった。利益は総じて堅調に推移していると評価できる。

利益への影響が大きい与信費用は、みずほ(8411)では3Qに一部取引先での大口の引当計上が増加がみられた。ただ、前年同期はコロナ対応などで大きく増加していた反動や、引当金の戻りの発生などにより、5社合計では減少し、増益および利益高進捗の主因となった。収益面では、前年同期は金利低下で含み益が拡大した外債の売却益の積み上げが進んだ反動で、市場部門の収益が総じて弱かった。ただ、コロナ対応の貸出金の残高増加の効果などで資金利益は総じて堅調となり、コロナ禍で営業

表1 主要行の連結純利益実績、計画 (単位:億円)

	21年度				
	3Q 累計 実績	前年同期 比	進捗率	会社 通期 計画	
				前年度 比	
三菱UFJ(8306)	10,704	76%	102%	10,500	35%
三井住友(8316)	6,248	44%	93%	6,700	31%
みずほ(8411)	4,787	35%	90%	5,300	13%
3メガバンク計	21,738	56%	97%	22,500	28%
千葉銀(8331)	454	12%	87%	520	5%
コンコルディア(7186)	500	40%	96%	520	105%
地銀2社計	954	25%	92%	1,040	39%
5社合計	22,693	54%	96%	23,540	28%

(注)進捗率は対会社期初通期計画。会社計画は一部「目標」を含む
(出所)各社決算資料で当研究所作成

活動が停滞した前年同期に比べて手数料収益の回復も進んだため、本業収益の連結業務純益は5社合計で前年同期を上回り、会社計画線も上回る堅調な推移となった。

[利益は回復基調の推移を予想]

企業価値研究所は21年度の5社合計の連結純利益を20年度比32%増の2.43兆円と予想する(表2)。前回(上期決算終了後の更新レポート)からは、3Q累計の連結純利益が会社目標を上回るなど好調だった三菱UFJで利益予想を引き上げた。コロナ禍の長期化に伴い、年度末にかけて与信費用が増加するリスクはあり、米金利上昇で膨らんでいる外債の含み損を各社が一定程度処理する可能性もあるとみている。ただ、3Qまでの利益が強いこともあり、当研究所の利益予想(各社の会社計画に対しては強め)から下振れるリスクは限定的とみる。20年度比では、与信費用の改善を主因に利益回復を見込む(図1)。本業収益面では、市場部門収益の悪化を見込むが、

表2 主要行の連結純利益の予想 (単位:億円)

	20年度 実績	21年度 予想		22年度 予想	
		前回	今回	前回	今回
三菱UFJ(8306)	7,770	10,700	11,000	11,200	11,000
三井住友(8316)	5,128	6,800	6,800	7,200	7,200
みずほ(8411)	4,710	5,400	5,400	5,600	5,600
3メガバンク計	17,609	22,900	23,200	24,000	23,800
千葉銀(8331)	496	530	530	550	550
コンコルディア(7186)	253	540	540	555	555
地銀2社計	750	1,070	1,070	1,105	1,105
5社合計	18,358	23,970	24,270	25,105	24,905

(注)予想は当研究所による
(出所)各社決算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。

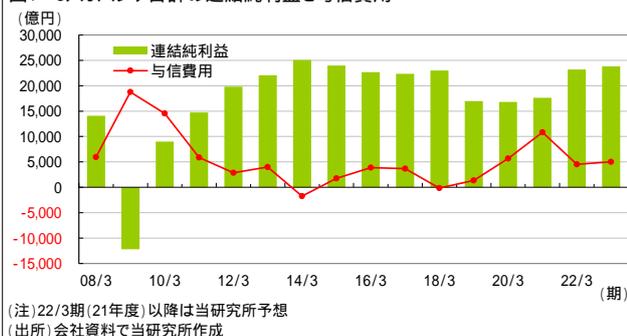
手数料などのその他の分野では回復が進むとみており、連結業務純益は概ね横ばい圏の推移を見込む。

22年度の5社合計の連結純利益は21年度比3%増を予想。前回からは、三菱UFJで22年度に予定していた米国のMUFGユニオンバンク(MUB)の売却益(推定1500億円程度)が、21年度に一部前倒し計上される形になったことを踏まえ、若干利益予想を引き下げた。21年度比では、米国をはじめとした金利上昇が進む中で、貸出・運用業務の収益改善効果が徐々に顕在化すると想定する。構造改革による経費抑制効果、出資戦略強化によるグループ会社収益の成長もあり、本業収益(業務純益)の伸長を見込む。与信費用は、コロナ禍の後遺症で新規発生が相応に高水準で推移するとみるが、コロナ対応で積み増した引当金が戻ってくる効果もあり、大幅には増えないとみている(図1)。業務純益の増加を主因に、5社合計で利益回復を見込む。23年度の5社合計の連結純利益も22年度比4%増を予想しており、金利上昇効果等を背景とした利益の回復基調が続くとみている。

【ロシア関連の短期的・直接的影響は軽微】

なお、今般のロシアのウクライナ侵攻に伴う影響に関しては、直近で三井住友(8316)が発表したりリリースではロシア向けのエクスポージャー(内部管理ベース。連結子会社および主要な持分法関連会社における貸出金、コミットメントライン、保証取引、出資金等)は、グループ全体の0.3%未満(22年1月末で37億ドル)と説明している。他のメガバンクや地銀もロシア関連債権の規模は僅少とみられ、銀行セクターの業績への短期的・直接的な影響は大きくないとみる。ただし、ロシア政府によるロシア国内の海外企業の工場や航空機などの資産の接収に伴い取引先が損失を被る(与信費用が増える)リスクはあり、ロシア

図1 3メガバンク合計の連結純利益と与信費用



のデフォルトによる金融システム不安の影響拡大、地理的に近い欧州の各国の国債価格下落による損失発生、景気減速による与信費用増加といった間接的・中長期的な影響は今後生じる可能性があり、注意してみたい。

【財務懸念は少ない。株主還元強化に期待】

利益の積み上げを背景に、財務指標で重視される普通株式等 Tier1 比率(CET1 比率)は各社が中期経営計画などでターゲットとする水準の範囲内、もしくは上回る良好な水準でコントロールされており、株主還元の強化などに際して財務面の懸念は少ない状況にある。

株主還元については、21年度は5社がいずれも20年度比で増配を計画する(表3)。千葉銀(8331)は期初に4期連続の増配(20年度比2円増配)となる1株当たり年間22円を計画していたが、3Q決算公表時にさらに24円に増額した。コロナ禍で見送ってきた自己株取得についても、三菱UFJ、三井住友、千葉銀、コンコルディア(7186)が21年度上期決算後に取得枠を設定し、再開方針を示している。利益の財務の改善の見通しを踏まえると、主要行の株主還元は当面高水準の推移が期待できるとみている。

ただ、みずほはシステム障害の余波で、自己株取得を含む一段の株主還元の強化が遅れる可能性がある。三井住友は、子会社のSMBC日興証券およびその社員が、相場操縦の疑いで当局の調査を受けていることもあり、現時点まで設定した取得枠(1000億円または3300万株を上限に実施。取得期間は21年11月15日~22年11月11日)での自己株式の買付を控えている。21年度中にこの枠での自己株取得が実施されない可能性が高まっているが、そのことが22年度以降の自己株取得の検討に影響すること

表3 株価指標、配当計画

	21年度 予想PER	実績 PBR	21年度1株当たり年間 配当金会社計画		予想配当 利回り
	(倍)		(円)	20年度比	
三菱UFJ(8306)	8.8	0.55	28	3円増配	3.7%
三井住友(8316)	8.2	0.46	210	20円増配	5.2%
みずほ(8411)	7.5	0.44	80	5円増配	5.0%
千葉銀行(8331)	10.5	0.52	24	4円増配	3.2%
コンコルディア(7186)	10.4	0.48	18	1円増配	3.9%

(注) 株価は22年3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

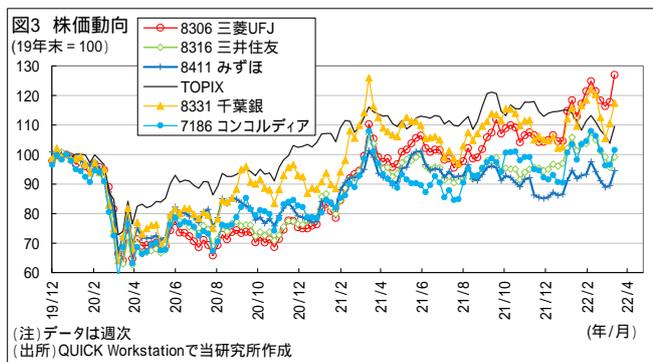
本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

はないと会社側は説明している。22年度は22年度で別途自己株取得枠が設定される可能性があり、結

2. アナリストの投資判断

【米金利上昇期待等背景に回復基調迎ると予想】

日本の銀行株は米国の長期金利との相関が高く、22年に入り米国の長期金利の上昇に連動するように上昇してきた(図2、3)。2月にはロシアのウクライナ侵攻の影響を受けて一時軟調となったが、その後は米国のFRB(米連邦準備理事会)の利上げや金利上昇への期待の高まりを背景に、再び堅調となっている。FRBは直近で0.25%の政策金利の引き上げに踏み切ったが、歴史的な高水準となっているインフレ圧力を抑制するため、22年は段階的に政策金利を引き上げていく可能性が高いため、米国の金利は当面上昇基調が続くとみる。日本では日銀が金融緩和姿勢を堅持しているが、ロシアのウクライナ侵攻に伴う資源価格や食品価格の上昇を背景とした世界的なインフレ圧力の一段の高まりを受けて、今後は日本でも物価や金利の上昇圧力が着実に高まっていくとみる。その中で日本の金融政策も、現状採っているマイナス金利政策を修正し、ゼロ金利政策に戻すといったレベルの修正は、比較的早い段階で(早ければ22年内にも)実施される可能性があるとみる。ここ数年、



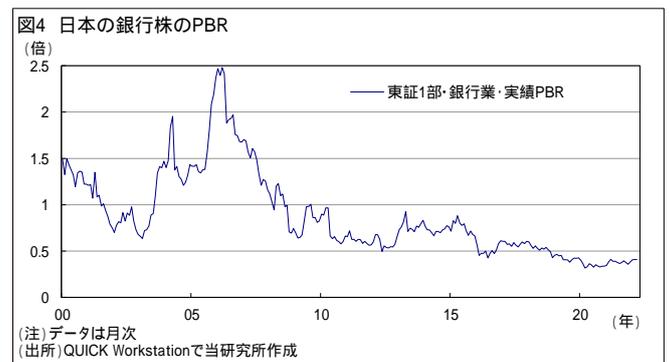
果的に22年度は自己株取得枠が2本走り、取得額が拡大する可能性がある。

銀行収益の重荷となってきたマイナス金利政策の修正・解除は、銀行株にとって大きなプラス材料になるとみている。

現状の5社の実績PBRは0.5倍前後(表3)、東証1部の銀行株全体でも約0.4倍と若干上がったが、依然歴史的にみれば低水準といえる(図4)。メガバンクで8倍前後のPERも含め、株価指標の割高感は依然薄いとみる。当面はウクライナ侵攻で経済制裁を受けたロシアのデフォルト懸念による金融システム不安などが、株価の重荷となる可能性がある。ただ、米国の利上げ進展に伴う金利上昇期待や日銀のマイナス金利政策解除への思惑を背景とした銀行収益の回復への期待、増配や自己株取得などの株主還元強化への期待が下支えとなり、セクター全体の株価は当面底堅い回復基調を迎えると予想する。その中でみずほの株価は、度重なるシステム障害による業績や株主還元等への全体的な影響が重いため、上値の重い状態が当面続き、回復が遅れる可能性があるとみている。

【三菱UFJは利益に強さ。還元強化への期待大きい】

個別では三菱UFJに注目している。21年度は3Q累計決算で連結純利益が約1兆700億円に達し、すでに通期目標の1兆500億円を超えており、目標を超過達成する可能性が高い。当面は売却予定のMUBの収益(業務純益ベースで年間900億円程度と推定)の剥落の穴埋めが課題となるが、米国の金利上昇による外債等の運用収益の改善やコロナ禍長期化で低迷したアジア商銀の収益回復、デジタルを活用した構造改革によるコスト削減などにより、最終利



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。

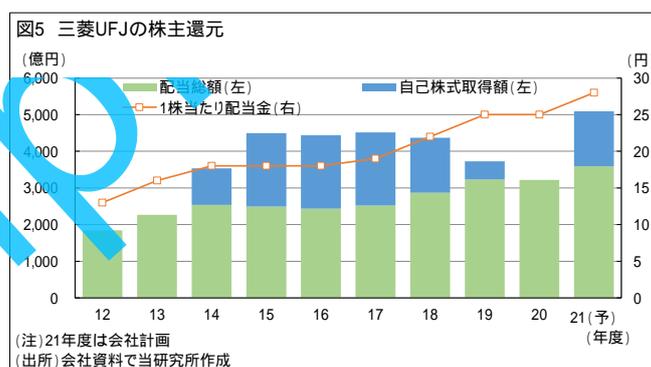
益は1兆円超の高水準が続くとみている。3メガバンクの中で海外の事業規模が一番大きく、海外金利の上昇の恩恵を受け易いこともあり、当面利益面の相対的な強さが意識される状況が続くとみている。

株主還元は高水準が続いており(図5)、21年度は期初に1株当たり年間配当金を20年度比2円増配の27円と計画したが、上期決算公表時に28円へ引き上げた。当研究所では、利益見通しや会社方針(配当性向の目標40%)を踏まえ、同社では当面(21年度~23年度)増配基調が続くと予想している。継続的に実施されてきた自己株取得は、新型コロナの影響を踏まえ実施が見送られてきたが、21年度の上期決算公表時に1500億円(300百万株)を上限とする取得枠を設定して再開し、その後1500億円相当の自己株取得を終了した。同社ではROE目標の実現に向けて、資本効率の向上に資する施策として、自己株取得の実施を今後も継続的に進めるとみる。今後はMUBの売却益を原資とした余剰資本を背景に、自己株取得や増配など株主還元が一段と拡充される余地もあるとみている。

過去の米国の政策金利の上昇局面では、同社の株価は着実に上昇しており、今回も株価上昇が見込まれる。前回政策金利の上昇が進んだ局面の18年のピークは800円台後半であり、今回は前回重荷になっていた日銀のマイナス金利政策が解除される可

能性も踏まえると、現状の株価水準からも相応の上昇余地があるとみる。株価の相対パフォーマンスは、みずほがシステム障害、三井住友がSMBC日興証券の相場操縦問題を抱え「敵失」の面もあるが、セクター内で良好となっており(図3)、当面この状況が続くと予想する。

なお、三井住友に関しては、上述のように設定した取得枠での自己株式の買付がSMBC日興証券の相場操縦問題を受けて控えられており、21年度中にこの枠で取得されない可能性が高まっている。ただ、会社の方針を踏まえると、22年度は自己株取得枠が2本走ることになる可能性がある。株価は出遅れているため(図3)、22年度の株価上昇率は自己株取得額の拡大の期待を背景に、相応に高まる可能性があるとみている。



< 通信 >

顧客単価低下、解約率上昇は続く

2022年3月14日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 山藤秀明

< 要約 >

昨年春、移動通信大手3社は実質値下げの新料金プランを開始。後発の楽天モバイルの攻勢も強まる。留意点とした顧客単価低下、解約率上昇は続いている。

1. 低料金プランの影響強まり顧客単価低下加速

移動通信大手3社は昨年春に大容量データ通信サービスを対象にした実質値下げの新料金プランを開始した。その影響が強まり顧客単価低下が加速してきた。顧客単価は季節要因を受けるため前年同期比でみると、直近の21年度(22/3期)3Q(21年10~12月)は3社ともに低下した。また、直前の2Q(同7~9月)よりも低下率(前年同期比)は3社ともに広がった。

特にソフトバンクGで通信事業を手掛けるソフトバンク(9434)の低下が目立つ。ソフトバンクは相対的に高データ容量契約者が多く、新料金プラン導入の影響が強くなっているようだ。

低料金プランの契約者数は着実に増加している。

2. 販促費や減価償却費の増加も業績の重荷に

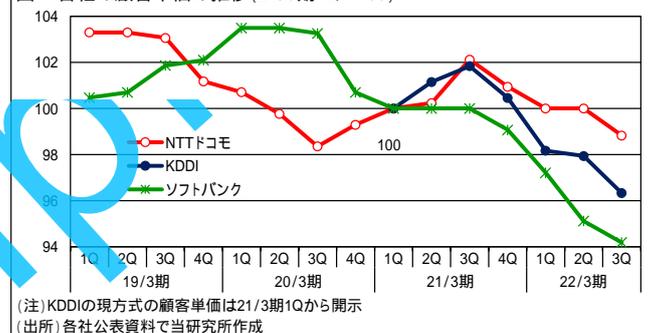
上記の低料金プランの影響、そして販売促進費や先行投資負担による減価償却費の増加が移動通信大手3社の業績の重荷になっている。3社の21年度3Q累計(21年4~12月)の業績は以下のとおり(表1参照)。

NTTドコモが主体のNTTの移動通信事業の営業利益は前年同期比6%減。低料金プランの影響でデータ通信収入が減少したうえ、顧客獲得競争の激化や端末機販売台数の増加もあり端末費用を含めた販売促進費の負担も重かった。

KDDIの営業利益は同0.4%増と微増益。主力の個人向け事業は新料金プランの影響に加えて、5G(第5世代移動通信)への設備投資や新規事業への先行投資で減価償却費が増加し減益。ただ、データセンター運営を含めた情報サービス全般が好調な法人向け事業の増益で吸収した。

また、同プランの内容見直し(サービス内容選択化での低料金化)、そして低料金の第2ブランド強化も一段と進んでいる。今後も顧客単価低下が続きそうだ。

図1. 各社の顧客単価の推移(21/3期1Q=100)



国内での通信およびインターネットの両事業を手掛けているソフトバンクGのソフトバンク事業の税引前利益は同3%減。法人向け事業はテレワーク関連のクラウドサービス(ネットを介した各種情報サービス)やセキュリティソリューションが引き続き好調。ヤフーが主体のZHD(4689)のネット広告も検索広告を中心に投稿が伸びた。しかし、主力の個人向け通信事業で低料金プラン導入の影響があったうえ、先行投資的な端末機販売費用の負担も重かった。

表1. 21年度(22/3期)3Q累計の営業利益または税引前利益

コード	社名	利益		補足
		億円	増減率	
9432	NTT	7,696	-6.4%	低料金プラン影響、販促費増加
9433	KDDI	8,746	0.4%	低料金プラン影響を法人事業の伸びで吸収
9984	ソフトバンクG	7,242	-3.0%	低料金プラン影響、販促費増加

(注1) NTT、KDDIは営業利益、ソフトバンクGは税引前利益

(注2) NTTは移動通信事業、ソフトバンクGはソフトバンク事業の利益

(出所) 各社決算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、必ずご確認下さい。

3. 楽天モバイルの攻勢もあり解約率も上昇傾向

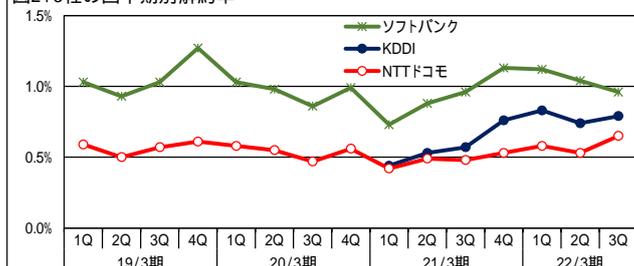
顧客単価と同様に留意したいと指摘してきたのが解約率。図2には各社の解約率の推移を示した。解約率も季節要因を受ける。そのため前年同期比で見ると上昇傾向が続いている。3社間での契約シフトに加えて、楽天G(4755)の楽天モバイルが昨年4月より導入した新料金プランの影響もある(表2参照)。データ容量20G超(上限無し)で月額2980円は従来プランから変更はないが、新たに20G以下のデータ容量を3段階に分けてそれぞれの料金を設定した。いわば全方位網的な料金プランである。これに伴い楽天モバイルの契約件数は着実に増加している(図3参照)。先行3社の解約率上昇要因の1つになったと考えている。顧客単価と同様に引き続き解約率の動向も注視していきたい。

表2. 楽天モバイル料金プラン

データ通信容量	料金
1G以下	0円
1G超～3G以下	980円
3G超～20G以下	1,980円
20G超	2,980円

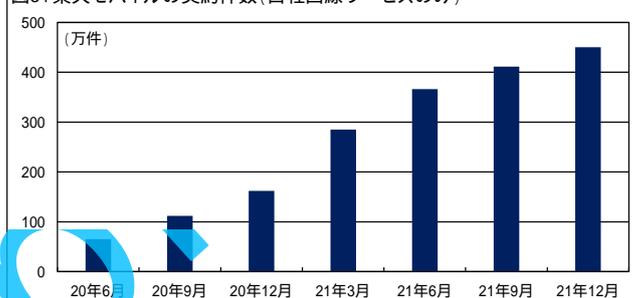
(出所) 会社公表資料で当研究所作成

図2. 3社の四半期別解約率



(注1) 各社の解約率算出定義は異なる
(注2) KDDIの現行基準の解約率は21/3期1Qから開示
(出所) 各社公表資料で当研究所作成

図3. 楽天モバイルの契約件数(自社回線サービスのみ)



(出所) 会社公表資料で当研究所作成

4. 新料金プランの影響あるが非通信事業の成長で吸収し営業増益続く見込み

当研究所が業績予想の対象としているのはKDDIとソフトバンクGの2社。うち、KDDIの営業利益は前年度比で今年度は1%増益、来22年度は3%増益の予想。3Q累計業績はほぼ想定に沿った内容だったことから従来予想を据え置いた。来年度も携帯電話の料金値下げによる顧客単価の低下が進むが、コンテンツ配信や決済・金融などのライフデザイン領域、そして法人向け事業の拡大で小幅増益見込み。

一方、ソフトバンクGのソフトバンク事業(国内通信

事業およびインターネット事業が主体)の税引前利益は前年度比で今年度が4%増益、来年度も9%増益予想。事業環境自体はKDDIと同様である。しかし、インターネット事業全般を手掛けるZHDの利益構成比が高いこと、そのインターネット事業の成長力が通信事業より高いことから全体の増益率はKDDIより高くなるとみている。ただ、新料金プランの影響が予想より幾分強いことから従来予想を小幅ながら減額した。

5. 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4には各社の長期的な株価推移を示した(10年初=100)。ソフトバンクGの値動きが荒い。特に20年以降の変動が大きい。新型コロナ禍で同社の主な投資先であるIT関連企業の株価が大きく上昇したことで投資事業に対する期待が一段と強まり急騰。しかし昨年春以降はその期待が一巡したうえ、主要投資先の1つである中国のIT企業に対する中国当局の規制強化、そして足元ではウクライナ危機による世界的な株式相場下落が嫌気され急落。今後も値動きの

荒い展開が続くそう。

一方、NTT、KDDIの株価は16年以降、緩やかに上昇。ただ、この間はほぼTOPIXと連動した動きにとどまっている。主力の移動通信事業の成熟化が株価の上値を抑えているようだ。もっとも成熟化しているとはいえ、移動通信事業の契約者数は減少することなく安定的な収入が得られる、代表的なストック型ビジネス。よって高水準の利益を継続している。そのこともありNTT、KDDIは継続的な増配を行ってきた。

株価が緩やかな上昇だったことから16年以降、両社の予想配当利回りは上昇してきた(図5参照)。20年後半からは株式相場上昇に連動するかたちで両社の株価も上昇ピッチを速めたことから、予想配当利回りは低下したが、過去比較では引き続き高水準。また、両社ともに株主還元積極的に示しており今

後も減配リスクは小さいとみている。今21年度の1株当たり年間配当金はNTTが10円増配の115円、KDDIが5円増配の125円の計画。今後も配当利回りが評価されるかたちで株価は底堅く推移するとみている。ただ、移動通信事業の成熟化で継続的にTOPIXを超過する上昇は予想しない。

図4. 長期の株価(2010年初=100)

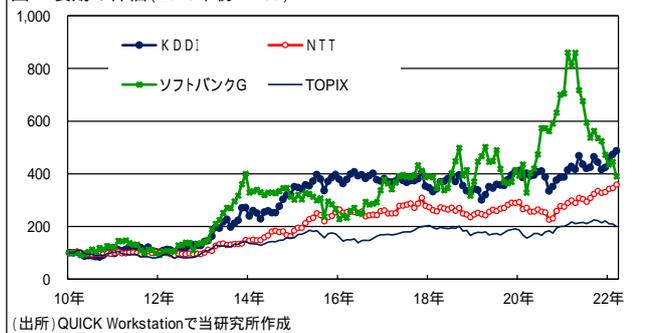
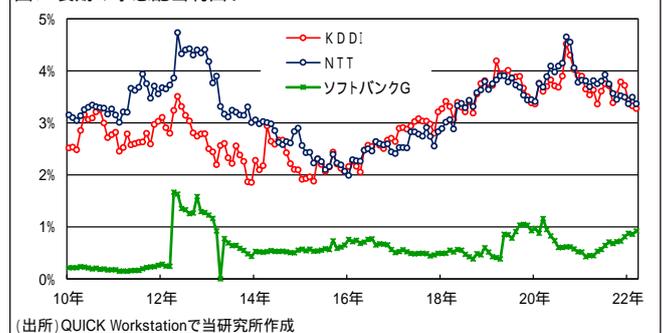


図5. 長期の予想配当利回り



sample

< 放送 >

業績回復進むが非放送事業の強化、拡大が課題

2022年3月14日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 山藤秀明

< 要約 >

テレビ広告収入は回復基調。費用抑制も継続し利益水準の回復進む。ただ、テレビ広告市場は成熟化。一段の業績回復には非放送事業の強化、拡大が必要。

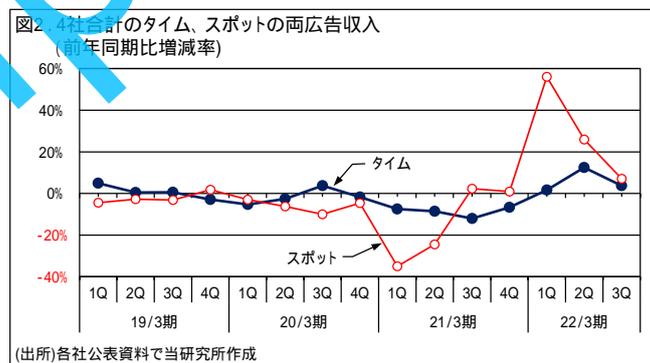
1. テレビ広告収入回復、費用抑制などで営業利益は高水準

テレビ放送各社の業績回復が進んでいる。今 21 年度(22/3 期)の大手 4 社合計の四半期営業利益は前年同期比で 3 四半期連続の増益(図 1 参照)。3Q 累計(21 年 4~12 月)では同 84%の大幅増益。前年同期の業績が新型コロナ禍で大きく落ち込んでいた反動はあるものの、コロナ禍前の水準と比較しても高水準。テレビ広告収入の回復が進んでいるうえ、継続的な費用抑制効果も寄与した。

図 2 には 4 社合計のテレビ広告収入の動向を示した。相対的に利益率が高く、景気動向の変化を早期に反映するスポット広告収入(番組間に放映する広告収入)の回復が進んでいる。新料金プランの導入が進む移動通信、新型コロナ禍での生活様式の変化でゲーム、電子決済などの広告出稿が増加。また、足元ではレジャー関連の広告需要も回復してきた。一方、半導体不足で生産調整が続いている自動車の広告出稿は低迷。スポット広告収入に比べて景気動向を遅れて反映するタイム広告収入(番組枠の販

売)も企業業績回復に加えて東京五輪効果もあり 3 四半期連続で増収になった。

営業費用の主体である番組制作費は引き続き抑制されている(図 3 参照)。今年度の番組制作費は前年同期に番組制作の中止、延期が多かった反動、そして東京五輪の放映権料(番組制作費)の負担もあり 3 四半期連続で前年同期比で増加したが新型コロナ禍前と比べて水準は低い。レギュラー番組の制作費抑制が進んでいる。



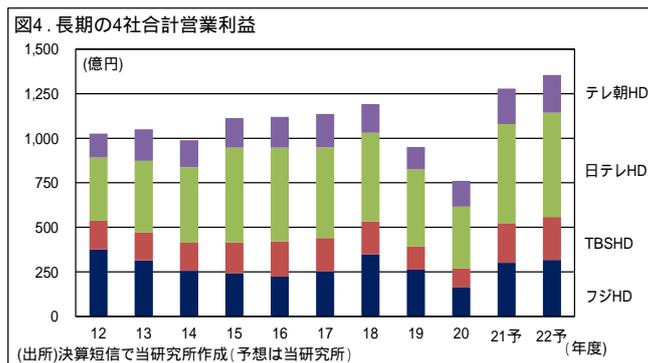
2. 今年度営業利益は新型コロナ禍前の水準超へ。来年度も増益予想

企業価値研究所はテレビ放送大手 4 社合計の今 21 年度の営業利益は前年度比 68%増益を予想する(図 4 参照)。新型コロナ禍前の水準を超える見込

み。テレビ広告収入回復、営業費用抑制がともに想定以上に進んでいるため従来予想の 48%増益から上方修正した。また、全 4 社で従来予想を増額した。

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。

来年度も増益率は鈍化するが4社合計の営業利益は増益を予想。新型コロナウイルス感染症は徐々に収束に向かうことが前提。テレビ広告需要への影響が強い景気回復が進もう。また、東京、北京の両五輪の放映権料負担も無くなる。なお、現時点でウクライナ危機による国内景気悪化は想定していない。

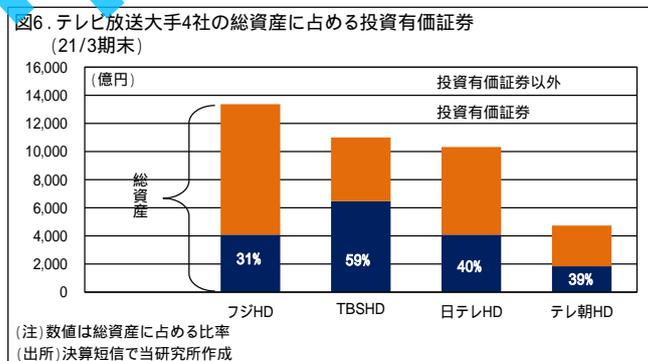
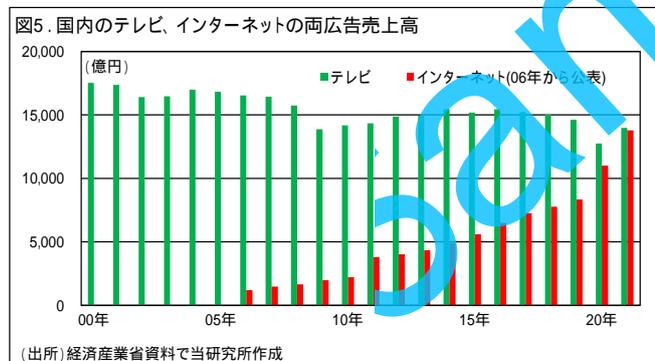


3. 引き続き投資有価証券の有効活用が課題

テレビ放送各社の業績回復が進んでいるが一段の業績拡大には非放送事業の強化が必要。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。よってインターネット広告への需要シフトも継続しよう(図5参照)。足元のスポット広告収入は急回復ながら、新型コロナ禍前の水準には至っていない。

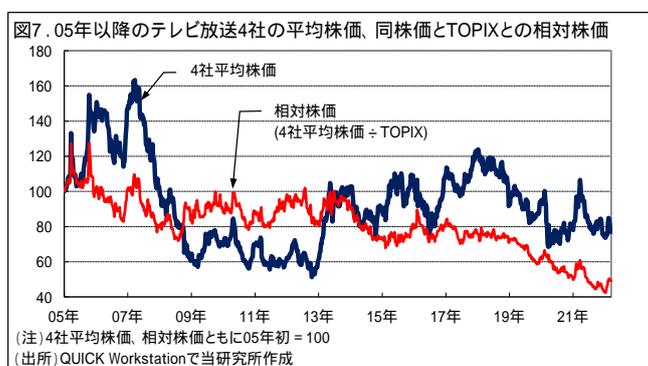
各社は企業買収も含めて非放送事業を強化する動きを加速させている。ただ、先行投資負担も重く、利益水準を押し上げるには現時点では力不足。当研究所では「非放送事業強化のために投資有価証券

の有効活用が課題」と継続的に指摘してきた。テレビ放送各社は営業上の理由で広告主の株式を多く保有している。そのため総資産に占める投資有価証券の割合が高くなっている(図6参照)。非放送事業の拡大が中長期的な成長戦略として重要。投資有価証券の売却を中心とした資産活用、そして成長事業への投資などが各社共通の課題だ。なお、TBSHD(9401)が21年5月に公表した中期経営計画では長期保有株式を活用し今後3年間で総額1000億円以上の戦略投資を行う方針。



4. アナリストの投資判断 ~ 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(図7参照)。テレビ広告市場の成熟化が主因であろう。テレビ広告収入の回復が進む足元でも4社平均の株価上昇は鈍い。ウクライナ危機の影響(資源高や株式相場下落など)が相対的に小さいことから足元ではTOPIXに対して優勢。ただ、テレビ広告市場の成熟化を考慮すれば、今後もTOPIXを上回る強い株価上昇が続くことは期待し難いとみている。



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。

< 情報サービス >

顧客のDX推進の動きが強まる見通し

2022年3月18日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 前田俊明

< 要約 >

コロナ禍におけるテレワーク勤務やWeb会議の定着など、ニューノーマル(新常态)のもとで顧客のDX推進の動きが強まる見通し。DX需要の取り込みが業績拡大を後押ししよう。

1. 3月決算4社の3Q累計業績は全社で2桁営業増益

3月期決算企業4社の21年度3Q累計(21年4月~12月)業績は、一過性の要因もあって各社ともに2桁営業増益だった。前年同期は新型コロナウイルス感染症拡大の影響により一部のシステム開発投資案件は一時中断や凍結などが発生していたが、今期は概ね順調に推移。先送りされていた案件も含め全般的にIT投資が戻っている。DX(デジタルトランスフォーメーション)に取り組む企業が増えており、DX支援案件などが活況。この分野に強みを持つNRI(4307)などが恩恵を受けている。新型コロナ禍以前は、多くの企業がDX推進の必要性を理解しつつも一部の先進的な企業を除くと取り組みの動きが鈍かったが、新型コロナが背中を押す形でDX推進の動きが加速している。12月期決算企業3社の21年度通期(21年1~12月)業績は、ISID(4812)、富士ソフト(9749)が営業増益、大塚商会(4768)は営業減益だった。

各社の業績について21年度3Q累計の4社からみると、NRIは前年同期比27%営業増益。DXを推進する企業に対するコンサルティング案件などが拡大。前年同期の不採算案件の反動もあり売上総利益率が向上、販管費の増加を吸収した。固定資産売却

益をその他の収益(販管費と営業利益の間の項目)に計上したことも、営業利益を押し上げた。オービック(4684)は注力するクラウドサービスの拡大が全体を牽引し、同12%営業増益。CTC(4739)は同52%営業増益となり、同期間として過去最高を更新した。利益率向上施策の浸透などで採算性が向上したほか、不採算案件も減少した。NTTデータ(9613)は同56%営業増益。国内、海外ともに順調に推移するとともに、北米、EMEA・中南米の両セグメントで前期までに実施した事業構造改革の成果により採算性が向上した。

21年度通期の3社では、大塚商会は前期比1%営業減益で2期連続の営業減益。利益率の高い情報システムの商談長期化や情報機器の供給制限(調達難)、そして営業費用全般の増加も響いた。ISIDは同13%営業増益。採算性の向上により売上総利益率が上昇、人員増や業績連動賞与の増加による人件費の増加などで販管費が膨らんだが吸収した。富士ソフトは同5%営業増益。金融業向け開発やシステムインフラ構築案件が好調に推移。一過性の不採算案件が発生し原価率が若干悪化したものの、販管費が小幅増にとどまった。

2. 22年度入りした12月決算の3社はいずれも営業増益を予想

企業価値研究所が予想対象銘柄とする情報サービス7社のうち、3月期決算4社の21年度は全社で営業増益を予想する。NRIは3Q累計業績の順調な進捗に加え、高水準の受注残高を踏まえて前期比31%営業増益に引き上げた。国内でDXコンサルティング案件が増加するほか、海外もコンサルティング案件が増加する見通し。オービックは生産性改善による採算向上が想定以上に進んでいることから、同

12%営業増益に引き上げた。クラウドサービスの成長が続く見通しで、連続営業増益が継続しよう。システム導入の際に顧客がクラウドサービスを選択するケースが増えており、クラウドサービスへの需要増に対応するためのクラウド関連施設の設備増強や人件費の増加などを想定するが、増収効果、生産性の改善で吸収する見通し。CTCは同17%営業増益を見込む。クラウドサービスが業績を支えるほか、通信キャリア向

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。

けインフラ構築案件などが拡大する見通し。利益率改善施策の浸透や高付加価値案件の獲得で採算が改善する見通し。NTT データは同 54% 営業増益に引き上げた。IT サービス需要の堅調な回復と拡大を背景とした各分野での順調な受注獲得、不採算案件の抑制に加え、海外での事業構造改革の効果が利益を押し上げる見通し。翌 22 年度は 4 社ともに 1 割前後の営業増益を見込む。新型コロナワクチンの 3 回目接種が進むこともあり、経済活動の正常化に向けた動きが継続すると想定。コロナ禍におけるテレワーク勤務や Web 会議の定着など、ニューノーマル(新常态)のもとで顧客の DX 推進の動きが強まる見通しで DX 需要の取り込みが業績拡大を後押ししよう。

12 月期決算 3 社は 22 年度がスタート。3 社ともに営業増益を予想する。大塚商会は同 0.5% 営業増益を予想。情報機器の調達難や先行投資負担はあるが、期後半にかけて新型コロナウイルス感染症の影響が緩和し、情報システムの商談正常化、そして保守サービスや通信販売の堅調な伸びで前期並みの利益を確保するとみている。ISID は同 9% 営業増益を予想。好採算のソフトウェア製品の拡大など売上総利益率の上昇により販管費の増加を吸収する見通し。販管費は研究開発費や人件費が増加するほか、営業・販促活動費を積み増す見込み。ソフトウェア製品

3. アナリストの投資判断 ~ 中長期的な視点でオービックに注目

情報サービス各社の株価は、年明け以降に調整した。米国の利上げが高 PER のグロース株に逆風になるとみられたことなどから、バリュエーションが切り上がっていた企業を中心に、あおりを受ける形で値を下げた。米国の金融引き締め、ロシアのウクライナ侵攻による地政学リスクの高まり、新型コロナの蔓延が続いていることなども相まって株式市場は神経質な動きが続いており、各社の株価も当面は外的要因に翻弄されそう。一方、指標面でもみた各社の株価水準は割高感が薄れている。

中長期的な視点から、業績面で安定感のあるオービックに注目したい。クラウドサービスが着実に成長しており、当研究所の予想対象期間である 23 年度まで営業増益が続く見通し。中長期的には利益成長に伴

は研究開発投資が先行するが、製品投入後に販売が軌道に乗れば他社から仕入れるソフトウェア商品に比べ採算性が良い。ソフトウェア製品の拡大は売上寄与だけでなく利益率の改善の原動力になる。富士ソフトは同 5% 営業増益を予想。人員増による人件費の増加を見込むが吸収する見通し。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、受注増が続くとみえており稼働率は高水準を維持するとみている。前期は一過性の不採算案件があったが解消する見込み。

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	増減率		
4307	21年度	6,100	+10.8%	1,060	+31.3%	690	+30.5%
NRI	22年度	6,670	+9.3%	1,170	+10.4%	765	+10.9%
4684	21年度	900	-	540	+12.3%	418	+10.0%
オービック	22年度	980	+8.9%	595	+10.2%	459	+9.8%
4739	21年度	5,200	+8.4%	510	+16.9%	351	+15.1%
CTC	22年度	5,500	+5.8%	560	+9.8%	385	+9.7%
9613	21年度	25,400	+9.5%	2,150	+54.5%	1,300	+69.2%
NTTデータ	22年度	26,600	+4.7%	2,400	+11.6%	1,462	+12.5%
4768	22年度	8,500	-	561	+0.5%	389	-2.6%
大塚商会	23年度	8,820	+3.8%	603	+7.5%	419	+7.7%
4812	22年度	1,200	+7.1%	150	+9.2%	105	+17.4%
ISID	23年度	1,290	+7.5%	164	+9.3%	115	+9.5%
9749	22年度	2,680	+3.9%	177	+5.1%	100	+9.5%
富士ソフト	23年度	2,790	+4.1%	187	+5.6%	106	+6.0%

(注1) NRI、CTC、NTTデータはIFRS適用。NRI、CTCの売上高は売上収益

(注2) オービックは21年度より「収益認識に関する会計基準」等を適用、

21年度の売上高は前期比表記なし

(注3) 大塚商会は22年度より「収益認識に関する会計基準」等を適用、

22年度の売上高は前期比表記なし

(出所) 決算短信などで当研究所作成

って株価は上値を切り上げるとみている。当研究所の評価ポイントは、(1) 営業増益が続く安定的な収益構造かつ、高い利益率、(2) 強固な財務基盤、(3) 高 ROE (自己資本利益率)、(4) クラウドサービスの成長。



< 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ものです。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、 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

- 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。
- 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。
- 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。