

“Next HITACHI, Next ASICS”を探せ

“実力”を武器に”評価”向上が期待できる企業に注目

2024年6月28日

投資戦略部 日本株式戦略G 大下 莉奈

- ・日本企業の低ROEには、利益率の低さが影響している
- ・日立やアシックスのように、事業改革が利益率向上につながるケースも
- ・利益率が改善基調で、今後バリュエーション向上が期待できる企業を選出

東証による「改革要請」は2年目に突入

2023年よりスタートした東証による「改革要請」が2年目に突入した。東証が要請する「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」では、2024年5月末時点で東証プライム上場企業の約7割が取り組みの開示(検討中を含む)を行うなど、企業の意識も変化しつつある。

実際、主要企業の1-3月期決算発表シーズンでは、株主還元の強化を行う企業が目立った。また、純資産に占めるネットキャッシュ*の比率が高い企業の割合も直近はやや低下している(図表1参照)。眠っていた企業のお金が動き出したことは注目できよう。

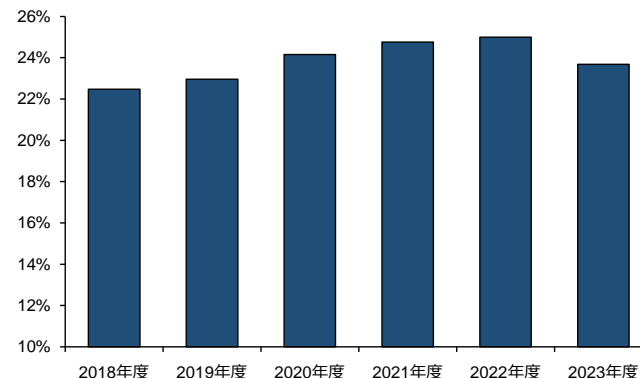
*ネットキャッシュ:企業の手元流動性(現金・預金+有価証券)-有利子負債。
キャッシュリッチ(金余り)の度合いを示す

日本企業は米国企業と比べて利益率が低い傾向

もっとも、米国企業と比較すると、「資本効率」を示す自己資本利益率(ROE)の差は依然大きい。そこで、デュボン公式を使用し、ROEを①収益性(売上高当期利益率)、②資産の効率性(総資産回転率)、③財務状態(財務レバレッジ)の3つの要素*に分解した。これを見ると、日米のROEは、売上高当期利益率の差が影響していることがわかる(図表2参照)。

日本企業が米国企業と同じレベルの資本効率を達成するためには、中核となる事業へと投資を活性化させることで、利益の「質」を高め、利益率の改善⇒ROEの向上につなげる必要があるだろう。今後は、企業の「お金の使い方」が還元⇒成長への投資に移行するかがカギとなろう。

図表1：ネットキャッシュ/純資産比率が20%超え企業の比率



出所: QUICK 作成: 岡三証券 6月25日現在

※TOPIX1000採用企業(除く金融)のうち、2014年度以降継続してデータが取得可能な企業

図表2：日米のROEとデュボン公式を用いた各指標の中央値

	ROE (①×②×③、%)	①売上高 当期利益率 (%)	②総資産 回転率 (回)	③財務 レバレッジ (倍)
日本	8.86	6.24	0.74	1.92
米国	20.86	14.77	0.52	2.70
日米の差	-12.00	-8.54	0.22	-0.78

出所: LSEG Workspace 作成: 岡三証券 各指標は直近12カ月の数値 6月20日現在

※日本はTOPIX500、米国はS&P500採用企業を対象に、取得可能なデータをもとに作成

※四捨五入の関係で、日米の差の値は項目同士の差の値と一致しない

*参考：ROEの計算式（デュボン公式）

$$\text{ROE (自己資本利益率)} = \text{売上高当期利益率 (収益性)} \times \text{総資産回転率 (効率性)} \times \text{財務レバレッジ (財務状態)}$$

出所: 各種資料 作成: 岡三証券

“Next HITACHI, Next ASICS”を探せ

“実力”を武器に”評価”向上が期待できる企業に注目

2024年6月28日

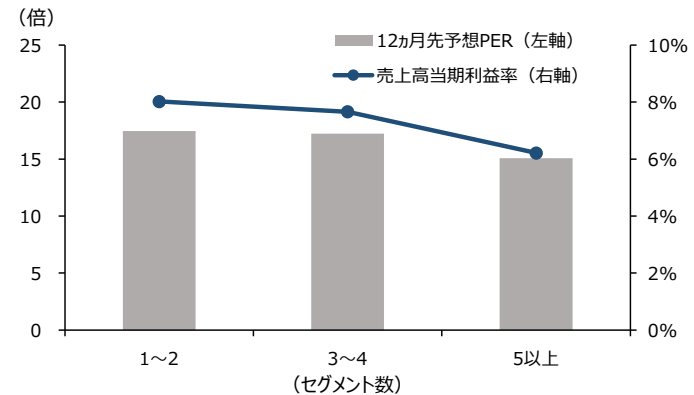
投資戦略部 日本株式戦略G 大下 莉奈

利益率に加え、PERの向上もカギに

日本企業の利益率を改善させる策の一つとしては、中核となる事業に経営資源を集中する「事業の選択と集中」が有効と考えられる。実際、日本は欧米と比べても利益率の低い事業セグメントの比率が高い(図表3参照)。この結果として、企業価値が個別事業を足し合わせた価値よりも過小評価される「コングロマリット・ディスカウント」に陥っていることが考えられる。実際、TOPIX500採用企業で検証した結果、事業セグメント数が多いほど利益率が低下しており、予想PERも割安に評価される傾向にあった(図表4参照)。

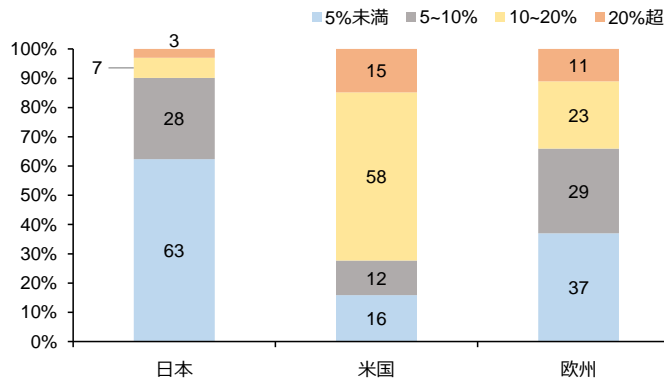
東証の改革要請をきっかけに日本株市場へと関心を持つ海外投資家が増える中、今後は日本企業がどのように利益率を向上させ、ROEの改善に繋げられるかが注目されそうだ。また、東証が要求するPBRの向上には、将来成長への期待であるPERを改善させることも重要となろう(図表5参照)。次頁には、事業改革と共に市場で再評価が進んだ2銘柄を取り上げた。

図表4：TOPIX500採用企業の事業セグメント数別当期利益率と予想PERの平均値



出所: LSEG Workspace 作成: 岡三証券 6月21日現在
対象: TOPIX500採用企業のうち、データが取得可能な363社
※売上高当期利益率は直近12カ月の数値

図表3：日米欧の事業セグメント別の利益率の分布

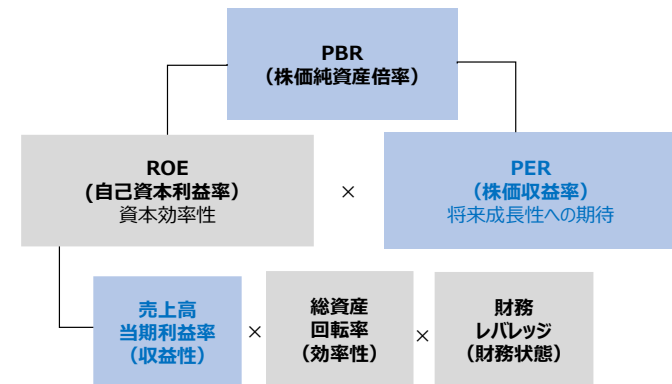


出所: 経済産業省「持続的な企業価値の向上に関する懇談会 参考資料①」

(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/improving_corporate_value/pdf/001_03_00.pdf)

作成: 岡三証券

図表5：PBRの分解式



出所: 経済産業省「持続的な企業価値の向上に関する懇談会 参考資料①」

(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/improving_corporate_value/pdf/001_03_00.pdf)

作成: 岡三証券

“Next HITACHI, Next ASICS”を探せ

“実力”を武器に”評価”向上が期待できる企業に注目

2024年6月28日

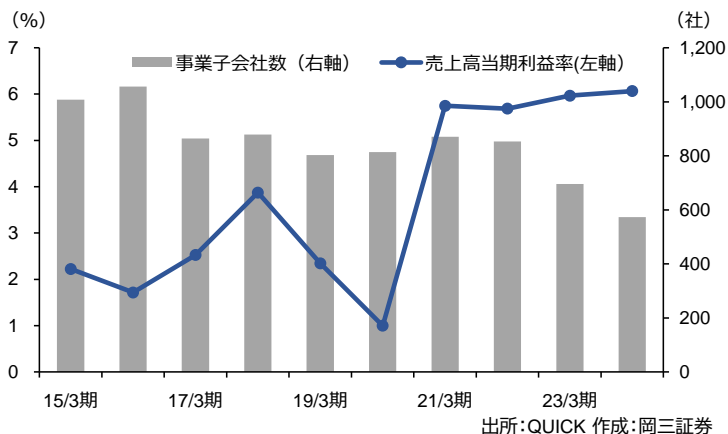
投資戦略部 日本株式戦略G 大下 莉奈

Case1 : 「復活企業」の代名詞となった日立

日立製作所(6501)は、2008年度に国内製造業の中で過去最大の赤字を計上し、「沈む巨艦」ともまで言われた。ただ、その後は事業の選択と集中を積極化し、デジタルを軸としたポートフォリオの質の向上を追求する戦略に注力。かつて20社以上あった上場子会社は、売却や完全子会社化で2022年度にはゼロになった。また、「事業子会社の縮減」も言明しており、約1,000社あった事業子会社数も、24/3期時点で600社未満まで減少している。現在は、海外企業から買収した送配電システムや鉄道関連ビジネスに、顧客のデジタル改革を支援する「Lumada(ルマーダ)」事業を組み合わせることで、デジタルを軸とした社会インフラ企業へと変化しつつある。

事業会社数の減少と共に、売上高当期利益率は改善基調であり、業績成長への期待が高まる中、今期予想PERは25.8倍とTOPIX17業種の電機精密セクター中央値(16.2倍)を上回っている(6月24日現在)。

図表6 : 日立製作所の連結子会社数と売上高当期利益率の推移

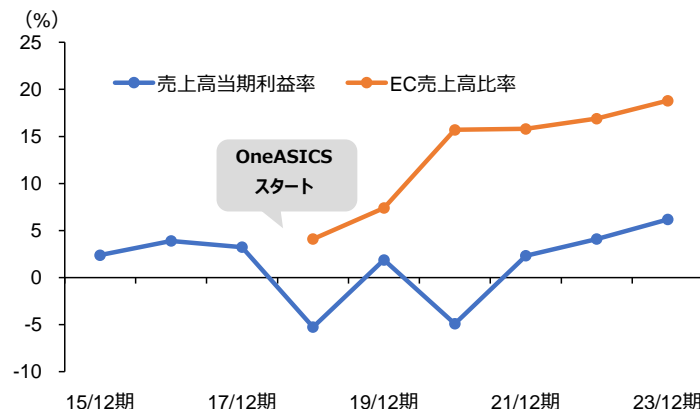


Case2 : グローバルブランドへと変化したアシックス

アシックス(7936)は、2010年代に販売量重視の経営戦略をとった結果、価格競争に巻き込まれ、ブランドのイメージも低下する負のスパイラルに陥った。事業の構造改革に着手したものの、18/12期に過去最大かつ20年ぶりの最終赤字を計上した。この状況を打破するため、2018年にエントリーモデルの販売を絞り、高価格帯シューズに注力する方針を発表。また、同年12月からは、デジタル戦略強化の一環として無料会員サービス「OneASICS」をスタート。2019年からは各地域トップのレース登録会社を買収することで、レース・トレーニング・商品のトータルサポートを一つのアプリで行うことを可能にした。

「OneASICS」の浸透によりEコマース(EC)での販売が拡大することで、売上高当期利益率も改善している。箱根駅伝や国内外のマラソン大会でシェアが拡大するなど成果も出始めているようだ。今期予想PERは48.7倍とTOPIX17業種の小売セクター中央値(17.2倍)を大きく上回っている(6月24日現在)。

図表7 : EC売上高比率と売上高当期利益率の推移



※23/12期よりECに含んでいたランニングサービスを新チャネルとして開示、22/12期は遡及して修正

“Next HITACHI, Next ASICS”を探せ

“実力”を武器に“評価”向上が期待できる企業に注目

2024年6月28日

投資戦略部 日本株式戦略G 大下 莉奈

水面下で「稼ぐ力」の向上が進んでいる企業は？

日立やアシックスのように、海外投資家が日本企業に求める条件を「事業ポートフォリオの見直し」と「利益率の改善」と仮定して、銘柄スクリーニングを試みた。

TOPIX500に採用されており①過去5期平均と比べ、ROEと売上高当期利益率が改善する一方、②セグメント数が4つ以上で構造改革の余地が大きく、③予想PERがTOPIX17シリーズの予想PER中央値と比べても割安な④時価総額5,000億円以上の企業を抽出した(図表8参照)。

例えば、クラレ(3405)は2026年までの5カ年計画において、「社会・環境価値」と「経済的価値」の2軸を基に事業ポートフォリオの高度化を掲げている。足元では、注力分野の事業買収や設備投資強化を進める半面、シナジー効果の薄い事業の譲渡・売却なども進めている。収益拡大を通じた株主還元の充実にも注力しており、今後の動向が注目されよう。

日本企業に注目する海外投資家が増加するにつれて、今後は利益成長や資本コストを意識した銘柄選定が一段と有効になろう。水面下で「稼ぐ力」の向上が進む企業への投資妙味は大きいと言える。

図表8：利益率・ROEが改善しているものの、予想PERが割安な主な企業

銘柄	TOPIX17 シリーズ	時価総額 (億円)	事業 セグメント 数	5期平均		今期予想			
				ROE (%)	売上高 当期利益率 (%)	ROE (%)	売上高 当期利益率 (%)	PER (倍)	PER業種 中央値 (倍)
2503 キリンHD	食品	19,226	4	8.95	4.26	11.10	5.77	13.0	17.1
2875 東洋水	食品	10,671	6	9.27	8.01	12.66	11.57	16.7	17.1
3231 野村不HD	不動産	7,198	6	9.26	8.48	9.87	8.86	9.7	11.2
3289 東急不HD	不動産	7,529	4	6.73	4.27	9.60	6.19	10.6	11.2
3405 クラレ	素材・化学	6,558	5	4.70	4.10	7.00	5.83	12.6	15.4
4088 エアウータ	素材・化学	5,017	5	9.77	4.09	9.95	4.55	10.0	15.4
4204 積水化	素材・化学	9,837	4	8.49	4.88	9.77	5.88	11.8	15.4
4578 大塚HD	医薬品	36,382	4	6.63	8.13	9.20	11.68	14.2	17.3
5406 神戸鋼	鉄鋼・非鉄	7,681	7	4.94	1.85	10.13	4.51	6.4	11.4
6302 住友重	機械	5,151	4	5.52	3.09	7.00	3.69	12.4	14.5
6448 プラザー	電機・精密	7,225	7	7.87	5.69	8.80	7.16	11.4	16.2
6856 堀場製	電機・精密	5,007	5	12.25	10.61	13.06	11.53	13.4	16.2
7267 ホンダ	自動車・輸送機	89,126	4	7.27	4.47	8.40	4.93	8.1	10.3
7272 ヤマハ発	自動車・輸送機	15,618	4	14.93	6.48	15.98	6.73	8.3	10.3
7751 キヤノン	電機・精密	58,259	5	6.50	5.04	8.78	7.01	13.8	16.2
9001 東武	運輸・物流	5,627	5	4.34	3.49	8.47	6.73	12.9	12.9
9142 J R九州	運輸・物流	5,383	5	4.71	5.13	9.62	9.57	12.7	12.9
9202 ANAHD	運輸・物流	14,277	4	-5.71	-3.66	11.31	5.02	12.6	12.9

出所:QUICK 作成:岡三証券 ※今期予想:ROEはQUICKコンセンサス、売上高当期利益率は会社計画、PERは日経予想 6月24日現在
対象:TOPIX500採用企業で時価総額5,000億円かつセグメント数が4つ以上の企業(卸売、電力・ガスセクターは除く)

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預かりについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預かりする場合は、口座管理料をいただきません。外国証券(円建て債券および国内の金融商品取引所に上場されている海外ETFを除きます。)をお預かりする場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、電子交付サービスを契約している場合には、口座管理料は1年間に2,640円(税込み)とします。なお、当社が定める条件を満たした場合は外国証券の口座管理料を無料といたします。上記以外の有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.518%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

<債券>

・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。なお、取引価格には、販売・管理等に関する役務の対価相当額が含まれております。

- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、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。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
 - お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
 - 保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
 - 換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
 - その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本暗号資産取引業協会

【日本以外の地域における本レポートの配布】

・香港における本レポートの配布: 本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司をお願いします。

・米国内における本レポートの配布: 本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみ¹に配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

・その他の地域における本レポートの配布: 本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意する必要があります。地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2024年4月改定)