

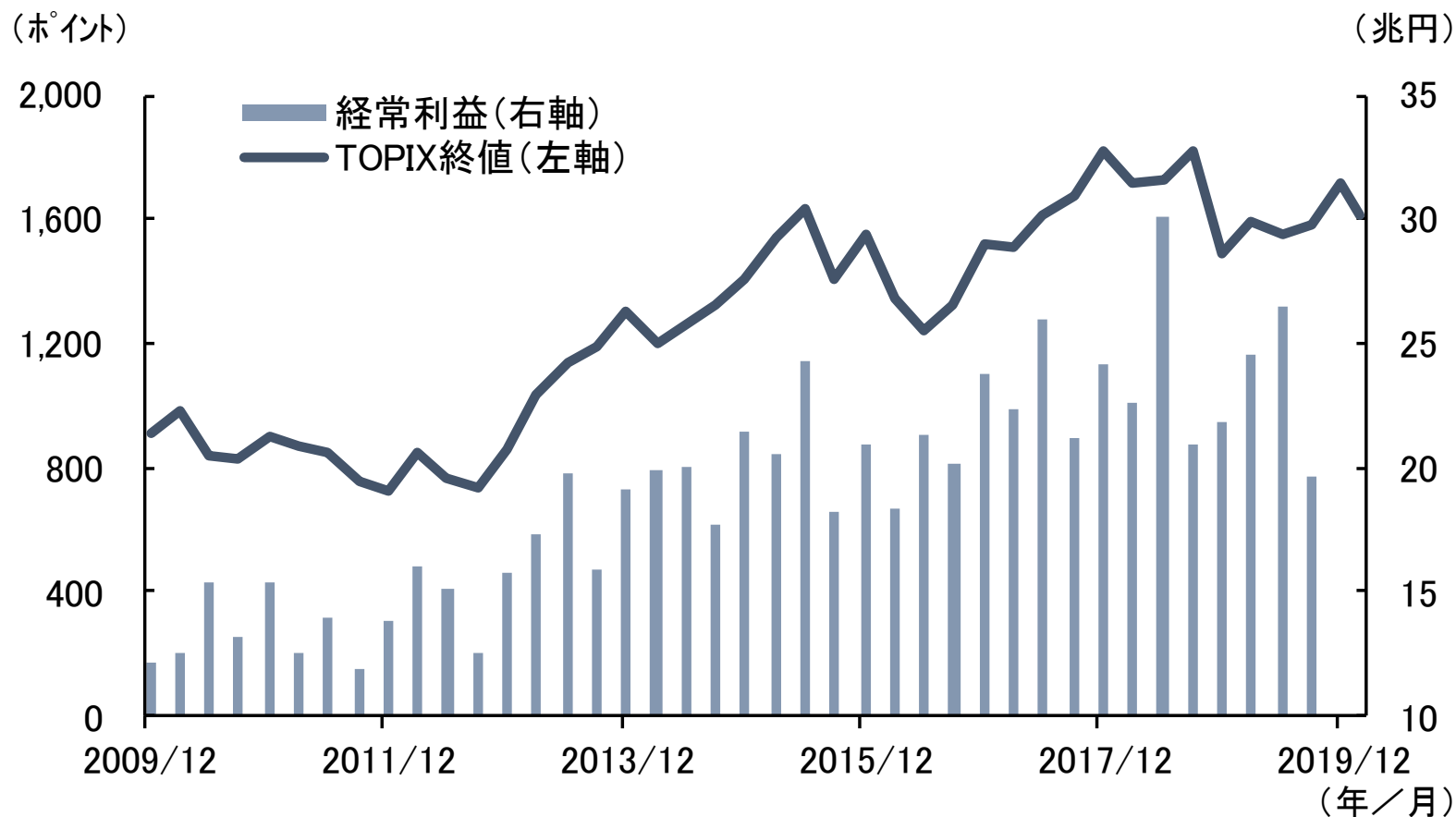
# 明暗分かれる個別株物色

## 「選択と集中」編

2020年2月  
岡三証券 投資戦略部  
日本株式戦略グループ  
佐藤 健

- アベノミクス相場以降、企業収益の向上とともにTOPIXは上昇トレンドを辿った
- しかし、ここ数年は企業業績が頭打ちとなり、指数はボックス圏の推移となっている

## TOPIXと経常利益の推移 (四半期ベース)



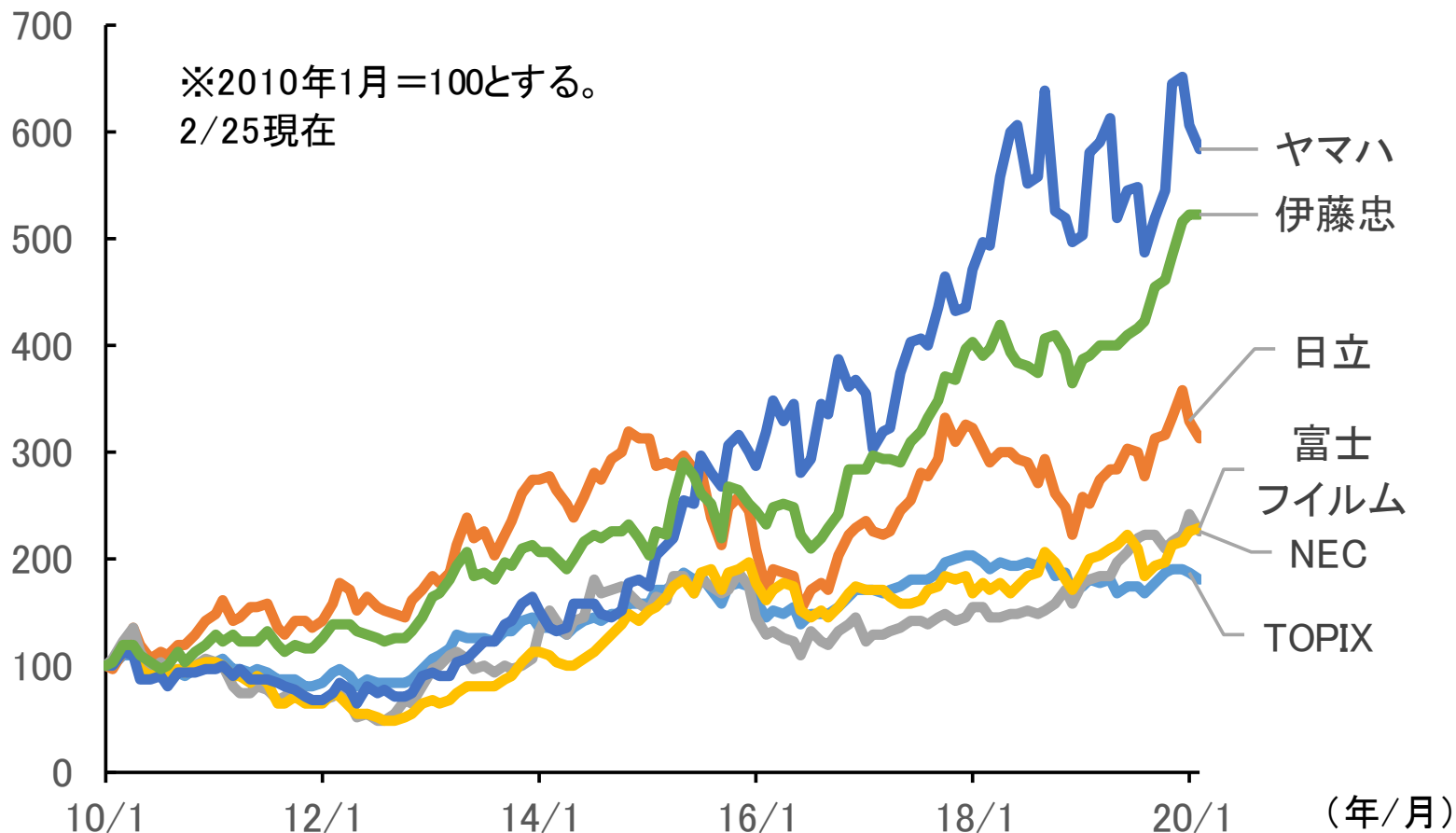
※出所：法人企業統計、QUICK 作成：岡三証券、データは2/25現在

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

➤ もっとも、個別では「**選択と集中**」※を進める企業への物色が進んでおり、目が離せない

※「選択と集中」：自社の得意な事業領域（コア事業）を明確にし、経営資源を集中的に投下する戦略のこと。

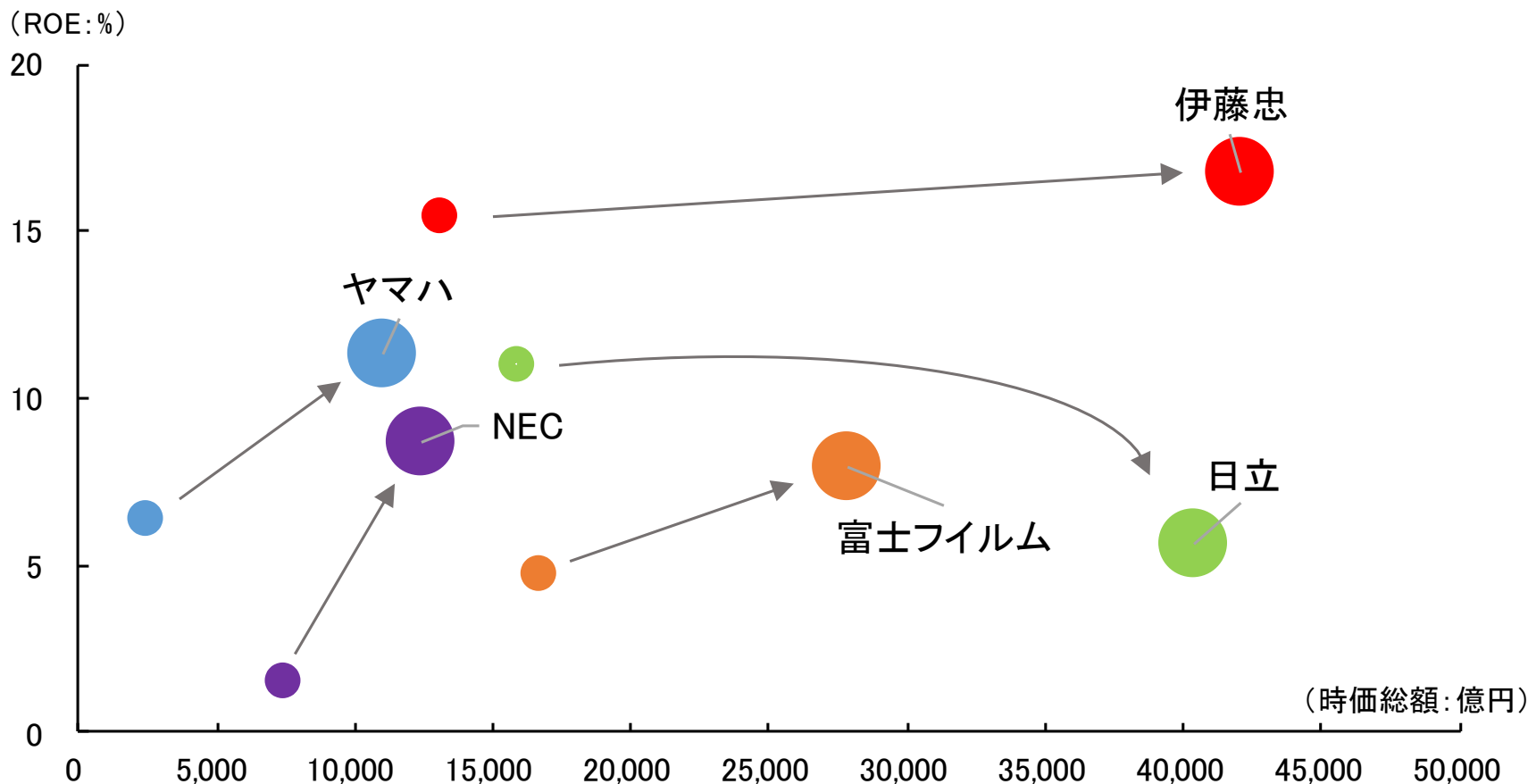
## 株価パフォーマンス（月足）



※作成：岡三証券、データは2/25現在

- ▶ サステイナブルな経営を重視 = 事業の取捨選択と株主還元等を含めた経営が求められる
- ▶ 変わる姿勢を評価する流れへ = 「選択と集中」を進める企業の時価総額は増額傾向に

## 時価総額とROEの変化



※出所：QUICK、作成：岡三証券 ※時価総額は2010年3月末、ROEは過去10期平均との比較、直近ROEはクイックコンセンサスを使用（2/25現在）

※NEC、日立、伊藤忠の過去平均ROEはデータが取得できる9期分を使用

最後に重要な注意事項が記載されていますので、十分にお読みください。

ポイント

① 第2の創業で生まれ変わる

カメラのデジタル化が進展!!

⇒ 写真感光材料の需要が激減

⇒ 世界の現像拠点を統廃合し、固定資産を圧縮

⇒ 同時に、これまで培ってきた技術を棚卸しし、化粧品やエレクトロニクスなど**事業を多角化**

② グローバルヘルスケア企業へ変身

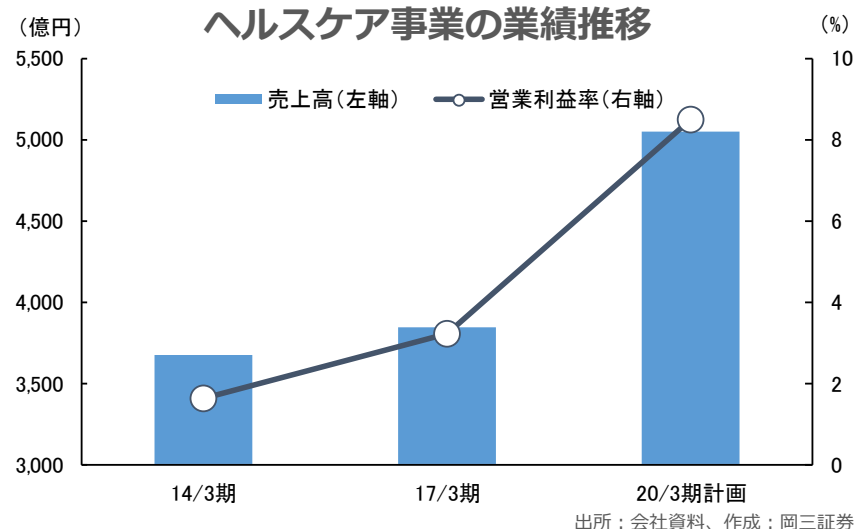
2013年から再生医療の事業化を加速!!

⇒ 20/3期のヘルスケア事業の**売上高5,050億円**、**営業利益率8.5%**を目標に掲げる

⇒ 19年に米バイオジェンの製造子会社を買収

⇒ **バイオ医薬の生産受託強化**で事業をさらに拡大 & X線、内視鏡など**医療機器ラインナップは豊富**

キーグラフ & チャート



ポイント

① 聖域なき構造改革に着手

09/3期に、約7,800億円の最終赤字を計上

⇒ 重厚長大型の組織から転身を図る

例 自社ブランドのテレビ生産を停止

主力だった火力発電事業を分離

過去10年で上場子会社数は**22→4社**へ

⇒ 中期計画で**売上高営業利益率10%**を掲げる

② 「ルマーダ」でサービス企業に変貌

IoTプラットフォーム事業「ルマーダ」を強化中

⇒ 21/3期にルマーダ事業の**売上収益1.6兆円**を狙う

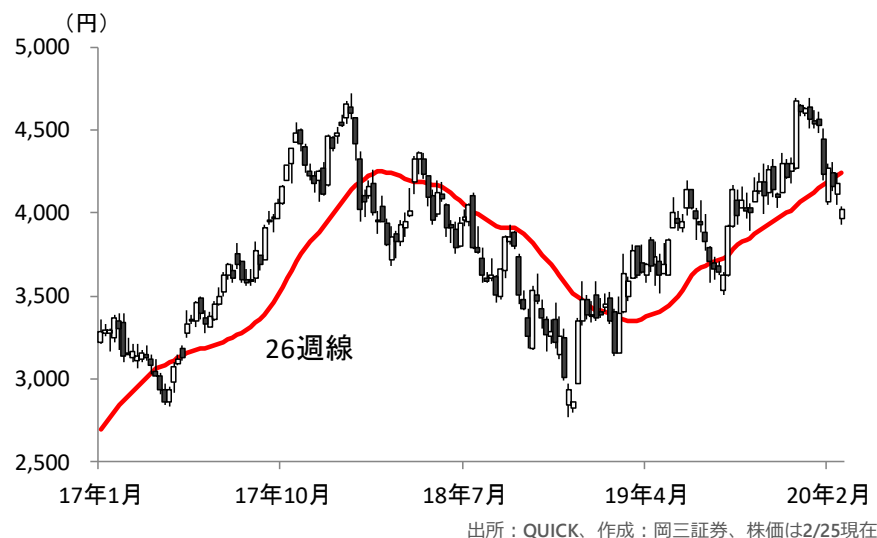
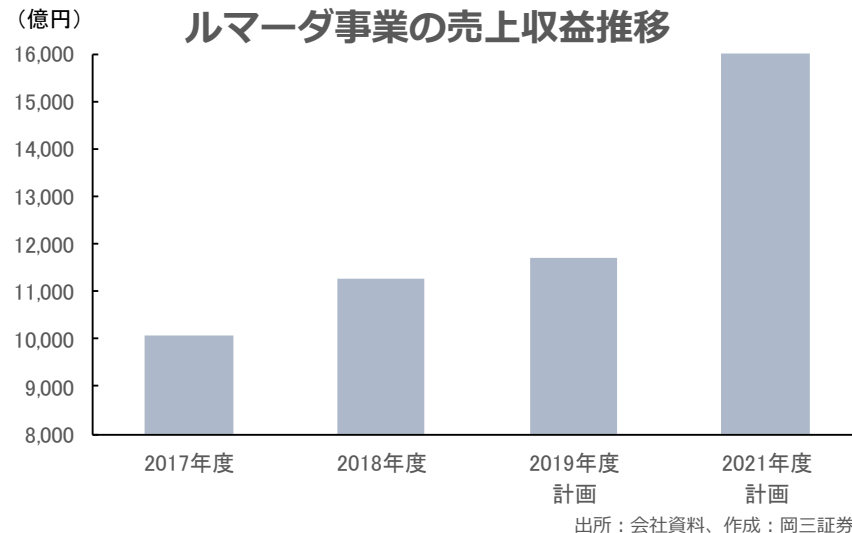
⇒ 異業種企業と協働し、ルマーダを用いた生産、

発注、物流などの自動化等に取り組む

⇒ 提携企業の**潜在的ニーズを発掘**

⇒ **Win-Winの関係構築**が今後も期待できよう

キーグラフ & チャート



ポイント

① 戦う場所と戦い方を変える

社会価値創造を目指す企業へ変貌

1999年：米国のPC、家電事業から撤退

2002年：**半導体事業の分社化**

2004年：プラズマディスプレイ事業を譲渡

2013年：スマートフォンから事業撤退

2014年：NECビッグロープを譲渡

2018年：**英NPS社、デンマークKMD社を買収**

② 顔認証や5Gで成長を見込む

21/3期売上収益3兆円、営業利益1,500億円、

ROE10%を目指す!!

セーフティー事業への取り組み加速

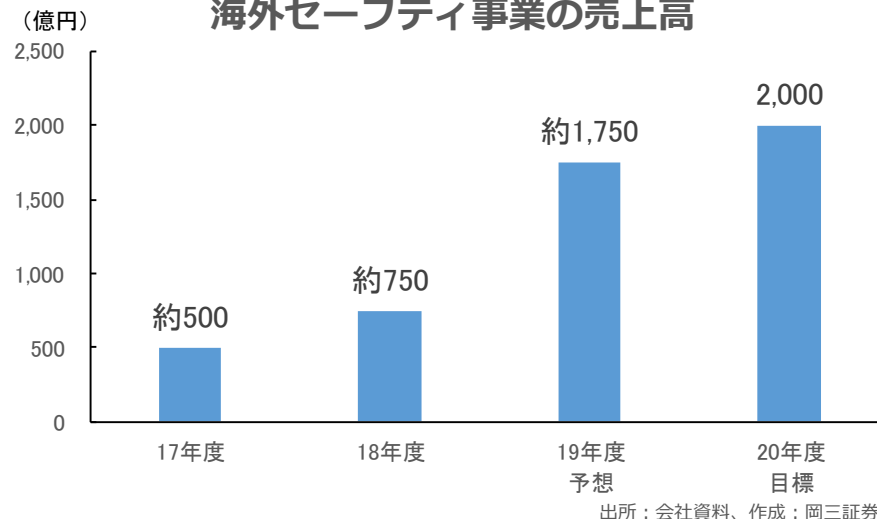
海外：**NPS/KMDと連携**し受注獲得狙う

国内：**顔認証システム**の採用を広げる

5G ⇨ **韓サムスンと協業**、基地局装置提供で合意

キーグラフ & チャート

海外セーフティ事業の売上高



## ポイント

## ① 失敗を経て世界のヤマハに

事業の拡大と縮小を繰り返し、楽器市場世界首位に

2010年：**ピアノ**国内生産拠点を統合

2012年：**管楽器**国内生産拠点を統合

2014年：**半導体の自社生産から撤退**

米国の音響機器メーカーを相次ぎ買収

2018年：米ベースブランドの事業譲受

複数の研究・開発部門を1カ所に集約

## ② 「音の伝道師」の存在感高まる

楽器や音響機器で大半の利益を稼ぎ収益は安定化

⇒ 中長期で (※) 事業利益率20%の向上を目指す

■ 重点戦略 = 新興国での成長

⇒ **中国**は電子ピアノ、ギターの高成長を見込む

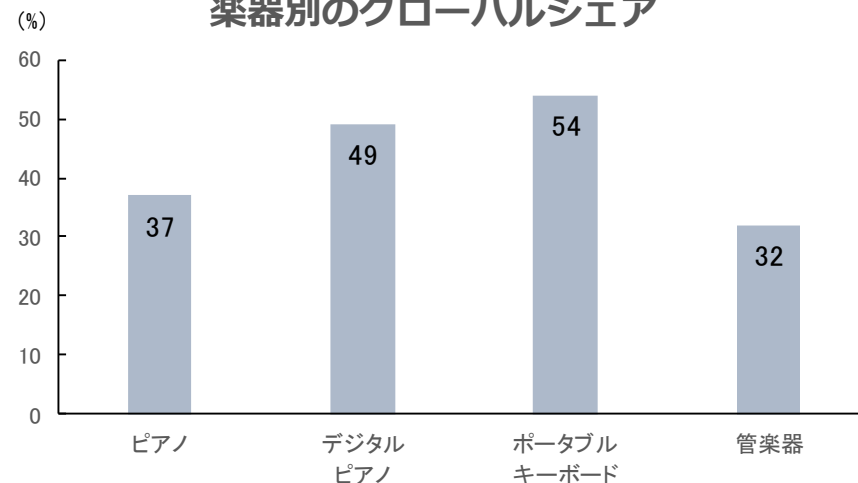
⇒ **インド**は販売網拡大、製販一体体制の確立

⇒ **ASEAN**はEC活用で中間所得層を取り込む

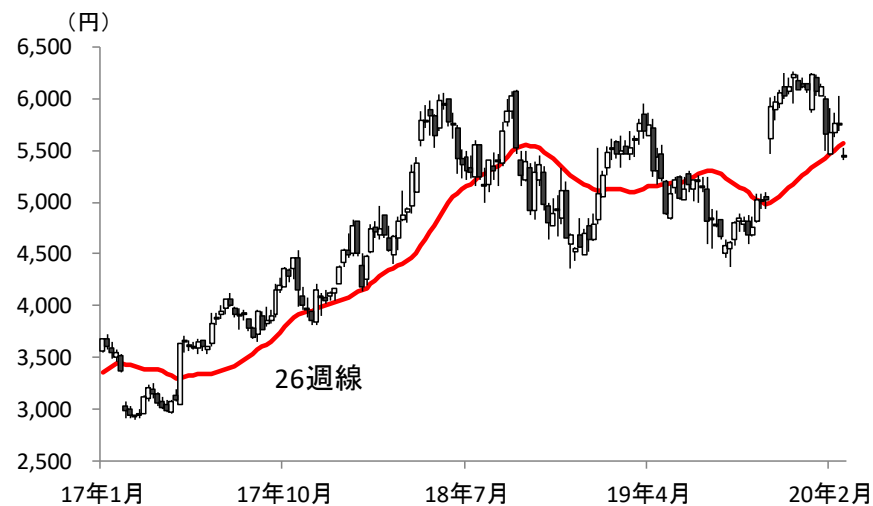
※事業利益率：日本基準の営業利益に相当。但し売上割引（30億円）を売上高より控除

## キーグラフ &amp; チャート

## 楽器別のグローバルシェア



出所：会社資料、作成：岡三証券、グローバルシェアは18/3期時点



出所：QUICK、作成：岡三証券、株価は2/25現在



## ポイント

## ① 非資源分野が業績の原動力に

1993年：連結対象子会社1,027社中黒字は6割程度

2000年：不採算事業など「負の遺産」を一掃

■ **A&P戦略** (Attractive & Powerful)

顧客にとって魅力的&自社の強みのある分野を強化

⇒ 「生活消費関連」、「アジア」に経営資源を集中

2011年度：**生活消費分野**で業界No.1

2014年度：**非資源**No.1商社

2015年度：**連結純利益**で総合商社No.1

## ② 研ぎ澄まされる「収益力」

20/3期の連結純利益計画は5,000億円

↑ 景気変動耐性の高い非資源が更に伸長見込み

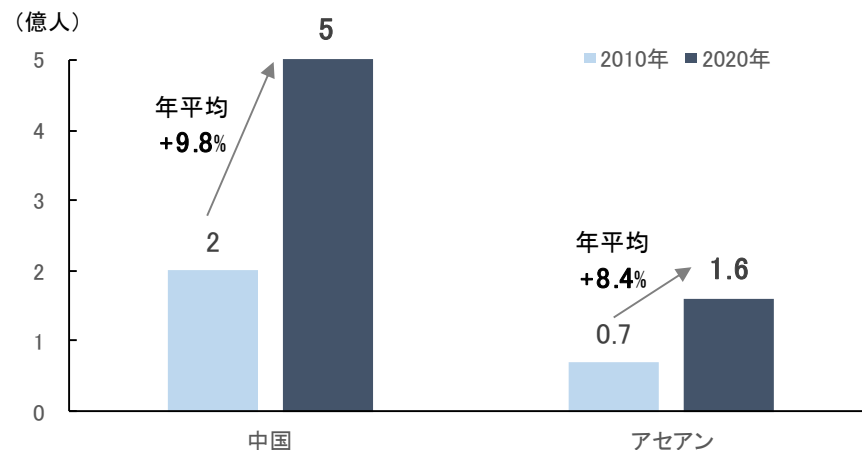
⇒ 特に**世界最大の中間層** = アジアを取り込みに行く

⇒ 2015年に2大コングロマリットと戦略的提携!!

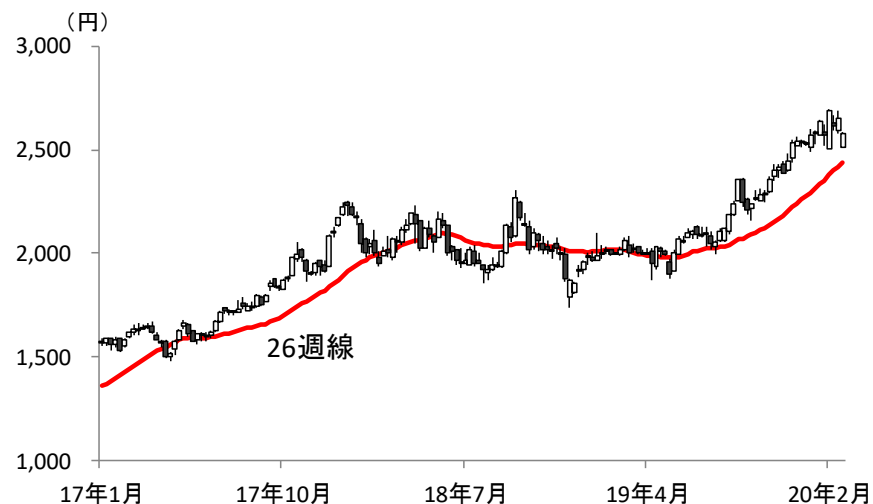
= **中国CITICグループ** & **タイCPグループ**

## キーグラフ &amp; チャート

## 富裕層と上位中間層の人口



出所：経済産業省「通商白書2013」、作成：岡三証券



出所：QUICK、作成：岡三証券、株価は2/25現在

## 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(<http://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りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、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、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、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1.375%(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。

#### <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。
- ・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。委託証拠金は、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、委託証拠金の約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証拠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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 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配信されたものです。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。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、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。

さらに、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、資格も有しておりません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。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を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。

(2020年1月改訂)