

# 2025年 EXTEL日本調査

---

ジェフリーズ・アナリストに  
投票をお願いいたします

Jefferies

## 目次

ジェフリーズ・アナリスト.....	2
チーム投票リスト.....	3
アナリスト・プロフィール.....	4

株式ストラテジー



クリスファー・ウッド



アトゥル・ゴヤル



シュリカント・ケール



デシュ・ペラムネティレケ

クオンツ・リサーチ



シュリカント・ケール



デシュ・ペラムネティレケ

ESG



アニケット・シャー

バイオテクノロジー・医薬品



スティーブン・バーカー



山木 雅

化粧品・トイレットリー



川本 久恵

電子部品



金本 昭典



下西 沙也加

電子工業



中名生 正弘



古角 寿子



福原 捷

電子精密機器



中名生 正弘



古角 寿子

エネルギー・公益事業・金属



ファム・タアインハ



五十嵐 隼

ゲーム・インターネット



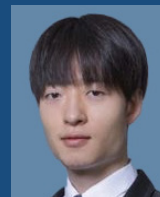
アトゥル・ゴヤル



佐藤 博子



大岩 賢



中村 舜生

保険



サム・ウォン

IT・ソフトウェア



佐藤 博子



大岩 賢

機械



福原 捷

小売



柳平 孝



栗山 隼輔

## ジェフリーズ日本チームに投票をお願いいたします

### 投資戦略

株式ストラテジー	クリストファー・ウッド / アトゥル・ゴヤル / シュリカント・ケール / デシュ・ペラムネティレケ
クオンツ・リサーチ	シュリカント・ケール / デシュ・ペラムネティレケ
ESG	アニケット・シャー

### 産業

バイオテクノロジー・医薬品	スティーブン・バーカー / 山木田 雅
化粧品・トイレタリー	川本 久恵
電子部品	金本 昭典 / 下西 沙也加
電子工業	中名生 正弘 / 古角 寿子 / 福原 捷
電子精密機器	中名生 正弘 / 古角 寿子
エネルギー・公益事業	ファム・タアインハ / 五十嵐 隼
ゲーム・インターネット	アトゥル・ゴヤル / 佐藤 博子 / 大岩 賢 / 中村 舜生
保険	サム・ウォン
IT・ソフトウェア	佐藤 博子 / 大岩 賢
機械	福原 捷
金属	ファム・タアインハ / 五十嵐 隼
小売	柳平 孝 / 栗山 隼輔

## クリストファー・ウッドに投票を



－ 株式ストラテジー

### 主なレポート

**Greed & Fear** | Carry trades and cave dwellers

2024年8月8日

**Jefferies**  
Christopher Wood \*  
christopher.wood@jefferies.com

**GREED & FEAR**  
+852 3743 8746

8 August 2024

### Carry trades and cave dwellers

**Hong Kong**

Financial markets have been focused over the past week on the yen carry trade unwind. This is entirely understandable given the roller coaster market action in Tokyo. But the reality is that this has been a correction driven by technical factors, the selling of leveraged positions, rather than anything fundamental.

**Exhibit 1: Topix and Yen/US\$**

Source: Bloomberg

Still Bank of Japan Governor, Kazuo Ueda, is unlucky in the sense that his long overdue decision to move more proactively to normalise monetary policy coincided with last Friday's US employment report finally showing real labour market weakness, as discussed here in the flash published on Sunday (see [GREED & fear – flash](#), 4 August 2024).

## アトゥル・ゴヤルに投票を



－ 株式ストラテジー  
－ ゲーム・インターネット

### 主なレポート

**日本 | 株式ストラテジー** | 失われた10年から黄金時代へ:

日本企業のパラダイムシフト

2023年10月17日

**Jefferies**  
Equity Research  
October 17, 2023

**Japan | Equity Strategy**

### From Lost Decade to Golden Age: A New Paradigm for Japan Inc

Japan, the world's 3rd-largest economy, is entering a transformational decade. Structural change driven by new mandates from the government and TSE will optimize capital allocation. Asset flows are rising and inflation provides support to growth and investment. We expect an increase in strategic activity (spin-offs/JVs/M&A/buybacks) to drive LT value creation and boost multiples. Strategic plans due ahead of '24/25 AGMs and risk of delisting are key catalysts.

**A paradigm shift:** Key elements of change include: 1) Japan finally coming out from 30Y of deflation, creating a backdrop more conducive to growth and corporate investment; 2) Flows have reversed to positive for the first time in a decade as market flows divert from China, domestic retail investors have been incentivized to consider investments outside of cash/insurance and leading institutional investors are entering the market for the first time; 3) The Japanese Stock Exchange (TSE) is demanding change, and evidence that the 3,800 listed companies are taking action to better allocate capital and drive returns. The government is adding to the momentum with new guidelines for M&A aimed at spurring consolidation.

**TSE has become an agent of change:** According to Chris Wood, Global Head of Equity Strategy, 'once a new consensus has been formed, the resulting change in behavior can be both durable and dramatic.' We expect recent TSE listing requirements to catalyze a new consensus. The most rigorous requirements relate to liquidity, corporate governance, profitability and returns with an aim to boost capital efficiency amongst Japan's market constituents. Companies that do not comply now have a firm deadline (Mar'28) by when they

**STRATEGY NOTE**

**Substantial Upside for Japan ROE if non-core equity holdings are sold**

Source: Jefferies Microstrategy, FactSet

If the Topix companies sell all their equity holdings and use the proceeds to fund buybacks, then all else equal, ROEs could rise from 9.9% currently to 12.2%. A 75% equity holding reduction could lead to ROEs rising to 11.5%.

**Seven Factors Converging**

1. Reflation to inflation	Good for Inc. Cos. Consumers
2. Capitalism	Good for Japan Inc.
3. Inflation in Japan	Good for Japan Inc.
4. More retail capital investors	Good for Japan Inc.
5. Rising Domestic Retail	Good for Japan Inc.
6. All Japan Holding Japan	Good for Japan Inc.
7. TSE Reform	Good for Japan Inc.

Source: Jefferies

## シュリカント・ケールに投票を



－ 株式ストラテジー  
－ クォンツ・リサーチ

### 主なレポート

**日本クォンツ戦略** | Yen Puzzle: Carry-Trade and Earnings Impact

2024年8月19日

**Jefferies**  
Equity Research  
August 19, 2024

**JAPAN | Quantitative Strategy**

### Yen Puzzle: Carry-Trade and Earnings Impact

A yen regime change is imminent. To navigate this cycle, we investigate following five questions: 1) how much yen can appreciate based on historical context and monetary policy divergence; 2) how big is yen carry-trade and speculative positioning; 3) what is the potential impact of yen strength on earnings and market returns, both during soft- and hard-landing scenarios; 4) implication on global country allocation; and 5) impact on sectors, styles and stocks.

**How much can yen appreciate?** During the past four episodes of decisive JPY strength since 1995 (1. Asian crisis and LTCM collapse 1998-99; 2. Post Dot-com bubble 2002-04; 3. GFC 2007-09 and 4. Commodities correction 2015-16), yen on average has appreciated by 25% versus just 9% in this cycle. Thus, based on past track record, a 25% appreciation from peak will drive ¥/\$ to 120 over the following 18 months (average cycle duration). Indeed, 120¥/\$ level also corresponds with US10Y bond yield of 3%, closer to neutral rate of interest (r\*).

**How big is yen carry-trade and speculative positioning?** Since Dec 2021, JPY denominated cross-border borrowing rose by ¥112tn (52%) to ¥328tn (≈US\$2.1tn) as of March 2024 vs ¥73tn rise during 2003-07 and ¥47tn rise during 1995-97. Indeed, the inter-bank cross-border lending, which was the key driver of pre-GFC yen carry-trade, remained equally important, along with borrowings by NBFCs (asset managers). It is also important to note that, given the recent yen whiplash, speculators have turned net long yen for the first time since March 2021.

**What is the impact on earnings and market returns?** Our regression highlights that in a stable global growth environment, 10% ¥/\$ appreciation roughly leads to 5% earnings cuts. However,

**Large-cap Key Picks**

Strong Yen beneficiaries	Weak Yen beneficiaries
Nissan (2644 JP)	Nissan Motor (7202 JP)
Yokogawa Electric (2302 JP)	Yokogawa Electric (2302 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)

**Yen-decorated banks**

Decorated up/down	Decorated down/up
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)
Example (2609 JP)	Example (2609 JP)

**TSE Reform report series**

- [Potential Buyout Opportunities](#)





## 山木田 雅に投票を



ー バイオテクノロジー・医薬品

### 主なレポート

日本 | 医療サービス | Toho Holdings

更なるアップサイドの可能性。目標株価を5,300円に引き上げ  
2024年7月8日

## 川本 久恵に投票を



ー 化粧品・トイレタリー

### 主なレポート

日本 | 化粧品・トイレタリー

日本内需堅調、株価評価に不確実性  
2024年7月1日

## 佐藤 博子に投票を



ー ゲーム・インターネット  
ー IT・ソフトウェア

### 主なレポート

日本 | ITサービス

株価バリュエーションは平常水準に回復  
2024年8月24日

## Jefferies

日本 | 医療サービス  
Toho Holdings Co., Ltd.

Equity Research  
2024年 7月 8日

### 更なるアップサイドの可能性。目標株価を5,300円に引き上げ

3D investment partnersは直近で東邦の持分を引き上げており、同社の過去の実績を見ると、東邦に対して助言、提案を行う可能性がある。助言を受ける可能性のあるポイントとしては、調剤薬局事業及びジェネリック事業の売却、社外取締役の人選へのコメントがあり得ると弊社では予想する。これを機に東邦が大幅な事業再編に動くかは不明だが、ROEの向上に向けた動きは積極的となる可能性はある。予想PBRを1.2倍とし、目標株価を5,300円に引き上げ、Buyを継続する。

経営方針に影響する可能性がある。3D investment partnersは、2023年にサッポロ、東北新社に対して助言を行っていた。助言内容は主に、コア事業の収益改善を通じたROE向上策である。3Dからの助言を受け、東邦はゼロサムゲームのサッポロ不動産事業をコア事業から除外し、東北新社は過剰資本の解消方針を示した。東邦に対して同様の提案がされる可能性があるという。東邦は考える。

提案内容を推測。考えられる提案として、調剤薬局事業及びジェネリック事業の売却が考えられる。調剤薬局とジェネリック企業は両方ともあり、特にジェネリック業界では政府の後押しの下、事業再編が進むという。東邦の調剤薬局及びジェネリック事業は、同業他社と比較しても営業利益率は高く、売却により得た資金を本家の医薬品事業の効率化や株主還元に向けることが企業価値の向上につながる可能性はあると考える。ただし、現時点では東邦も3Dもこのように提案については言及していない。

社外取締役の人選も指摘される可能性。東邦HDの社外取締役は、取締役9人中3人、塩野義出島の加藤英氏、ファイザー出身の山本氏、森下土庫公理会社との後援者である。塩野義とファイ

目録検索   業績   チェンジ	
投資判断	BUY
株価	¥4,407
目標株価 (12ヶ月後)	¥5,300 (¥4,800) (+20%)
EPS (高・安価)	¥4,544 - ¥2,810
PER (2024年)	78.0x (¥4,800)
PER (2025年)	78.0x (¥5,300)
PER (2026年)	78.0x (¥5,800)
PER (2027年)	78.0x (¥6,300)
PER (2028年)	78.0x (¥6,800)
PER (2029年)	78.0x (¥7,300)
PER (2030年)	78.0x (¥7,800)
PER (2031年)	78.0x (¥8,300)
PER (2032年)	78.0x (¥8,800)
PER (2033年)	78.0x (¥9,300)
PER (2034年)	78.0x (¥9,800)
PER (2035年)	78.0x (¥10,300)
PER (2036年)	78.0x (¥10,800)
PER (2037年)	78.0x (¥11,300)
PER (2038年)	78.0x (¥11,800)
PER (2039年)	78.0x (¥12,300)
PER (2040年)	78.0x (¥12,800)
PER (2041年)	78.0x (¥13,300)
PER (2042年)	78.0x (¥13,800)
PER (2043年)	78.0x (¥14,300)
PER (2044年)	78.0x (¥14,800)
PER (2045年)	78.0x (¥15,300)
PER (2046年)	78.0x (¥15,800)
PER (2047年)	78.0x (¥16,300)
PER (2048年)	78.0x (¥16,800)
PER (2049年)	78.0x (¥17,300)
PER (2050年)	78.0x (¥17,800)
PER (2051年)	78.0x (¥18,300)
PER (2052年)	78.0x (¥18,800)
PER (2053年)	78.0x (¥19,300)
PER (2054年)	78.0x (¥19,800)
PER (2055年)	78.0x (¥20,300)
PER (2056年)	78.0x (¥20,800)
PER (2057年)	78.0x (¥21,300)
PER (2058年)	78.0x (¥21,800)
PER (2059年)	78.0x (¥22,300)
PER (2060年)	78.0x (¥22,800)
PER (2061年)	78.0x (¥23,300)
PER (2062年)	78.0x (¥23,800)
PER (2063年)	78.0x (¥24,300)
PER (2064年)	78.0x (¥24,800)
PER (2065年)	78.0x (¥25,300)
PER (2066年)	78.0x (¥25,800)
PER (2067年)	78.0x (¥26,300)
PER (2068年)	78.0x (¥26,800)
PER (2069年)	78.0x (¥27,300)
PER (2070年)	78.0x (¥27,800)
PER (2071年)	78.0x (¥28,300)
PER (2072年)	78.0x (¥28,800)
PER (2073年)	78.0x (¥29,300)
PER (2074年)	78.0x (¥29,800)
PER (2075年)	78.0x (¥30,300)
PER (2076年)	78.0x (¥30,800)
PER (2077年)	78.0x (¥31,300)
PER (2078年)	78.0x (¥31,800)
PER (2079年)	78.0x (¥32,300)
PER (2080年)	78.0x (¥32,800)
PER (2081年)	78.0x (¥33,300)
PER (2082年)	78.0x (¥33,800)
PER (2083年)	78.0x (¥34,300)
PER (2084年)	78.0x (¥34,800)
PER (2085年)	78.0x (¥35,300)
PER (2086年)	78.0x (¥35,800)
PER (2087年)	78.0x (¥36,300)
PER (2088年)	78.0x (¥36,800)
PER (2089年)	78.0x (¥37,300)
PER (2090年)	78.0x (¥37,800)
PER (2091年)	78.0x (¥38,300)
PER (2092年)	78.0x (¥38,800)
PER (2093年)	78.0x (¥39,300)
PER (2094年)	78.0x (¥39,800)
PER (2095年)	78.0x (¥40,300)
PER (2096年)	78.0x (¥40,800)
PER (2097年)	78.0x (¥41,300)
PER (2098年)	78.0x (¥41,800)
PER (2099年)	78.0x (¥42,300)
PER (2100年)	78.0x (¥42,800)
PER (2101年)	78.0x (¥43,300)
PER (2102年)	78.0x (¥43,800)
PER (2103年)	78.0x (¥44,300)
PER (2104年)	78.0x (¥44,800)
PER (2105年)	78.0x (¥45,300)
PER (2106年)	78.0x (¥45,800)
PER (2107年)	78.0x (¥46,300)
PER (2108年)	78.0x (¥46,800)
PER (2109年)	78.0x (¥47,300)
PER (2110年)	78.0x (¥47,800)
PER (2111年)	78.0x (¥48,300)
PER (2112年)	78.0x (¥48,800)
PER (2113年)	78.0x (¥49,300)
PER (2114年)	78.0x (¥49,800)
PER (2115年)	78.0x (¥50,300)
PER (2116年)	78.0x (¥50,800)
PER (2117年)	78.0x (¥51,300)
PER (2118年)	78.0x (¥51,800)
PER (2119年)	78.0x (¥52,300)
PER (2120年)	78.0x (¥52,800)
PER (2121年)	78.0x (¥53,300)
PER (2122年)	78.0x (¥53,800)
PER (2123年)	78.0x (¥54,300)
PER (2124年)	78.0x (¥54,800)
PER (2125年)	78.0x (¥55,300)
PER (2126年)	78.0x (¥55,800)
PER (2127年)	78.0x (¥56,300)
PER (2128年)	78.0x (¥56,800)
PER (2129年)	78.0x (¥57,300)
PER (2130年)	78.0x (¥57,800)
PER (2131年)	78.0x (¥58,300)
PER (2132年)	78.0x (¥58,800)
PER (2133年)	78.0x (¥59,300)
PER (2134年)	78.0x (¥59,800)
PER (2135年)	78.0x (¥60,300)
PER (2136年)	78.0x (¥60,800)
PER (2137年)	78.0x (¥61,300)
PER (2138年)	78.0x (¥61,800)
PER (2139年)	78.0x (¥62,300)
PER (2140年)	78.0x (¥62,800)
PER (2141年)	78.0x (¥63,300)
PER (2142年)	78.0x (¥63,800)
PER (2143年)	78.0x (¥64,300)
PER (2144年)	78.0x (¥64,800)
PER (2145年)	78.0x (¥65,300)
PER (2146年)	78.0x (¥65,800)
PER (2147年)	78.0x (¥66,300)
PER (2148年)	78.0x (¥66,800)
PER (2149年)	78.0x (¥67,300)
PER (2150年)	78.0x (¥67,800)
PER (2151年)	78.0x (¥68,300)
PER (2152年)	78.0x (¥68,800)
PER (2153年)	78.0x (¥69,300)
PER (2154年)	78.0x (¥69,800)
PER (2155年)	78.0x (¥70,300)
PER (2156年)	78.0x (¥70,800)
PER (2157年)	78.0x (¥71,300)
PER (2158年)	78.0x (¥71,800)
PER (2159年)	78.0x (¥72,300)
PER (2160年)	78.0x (¥72,800)
PER (2161年)	78.0x (¥73,300)
PER (2162年)	78.0x (¥73,800)
PER (2163年)	78.0x (¥74,300)
PER (2164年)	78.0x (¥74,800)
PER (2165年)	78.0x (¥75,300)
PER (2166年)	78.0x (¥75,800)
PER (2167年)	78.0x (¥76,300)
PER (2168年)	78.0x (¥76,800)
PER (2169年)	78.0x (¥77,300)
PER (2170年)	78.0x (¥77,800)
PER (2171年)	78.0x (¥78,300)
PER (2172年)	78.0x (¥78,800)
PER (2173年)	78.0x (¥79,300)
PER (2174年)	78.0x (¥79,800)
PER (2175年)	78.0x (¥80,300)
PER (2176年)	78.0x (¥80,800)
PER (2177年)	78.0x (¥81,300)
PER (2178年)	78.0x (¥81,800)
PER (2179年)	78.0x (¥82,300)
PER (2180年)	78.0x (¥82,800)
PER (2181年)	78.0x (¥83,300)
PER (2182年)	78.0x (¥83,800)
PER (2183年)	78.0x (¥84,300)
PER (2184年)	78.0x (¥84,800)
PER (2185年)	78.0x (¥85,300)
PER (2186年)	78.0x (¥85,800)
PER (2187年)	78.0x (¥86,300)
PER (2188年)	78.0x (¥86,800)
PER (2189年)	78.0x (¥87,300)
PER (2190年)	78.0x (¥87,800)
PER (2191年)	78.0x (¥88,300)
PER (2192年)	78.0x (¥88,800)
PER (2193年)	78.0x (¥89,300)
PER (2194年)	78.0x (¥89,800)
PER (2195年)	78.0x (¥90,300)
PER (2196年)	78.0x (¥90,800)
PER (2197年)	78.0x (¥91,300)
PER (2198年)	78.0x (¥91,800)
PER (2199年)	78.0x (¥92,300)
PER (2200年)	78.0x (¥92,800)
PER (2201年)	78.0x (¥93,300)
PER (2202年)	78.0x (¥93,800)
PER (2203年)	78.0x (¥94,300)
PER (2204年)	78.0x (¥94,800)
PER (2205年)	78.0x (¥95,300)
PER (2206年)	78.0x (¥95,800)
PER (2207年)	78.0x (¥96,300)
PER (2208年)	78.0x (¥96,800)
PER (2209年)	78.0x (¥97,300)
PER (2210年)	78.0x (¥97,800)
PER (2211年)	78.0x (¥98,300)
PER (2212年)	78.0x (¥98,800)
PER (2213年)	78.0x (¥99,300)
PER (2214年)	78.0x (¥99,800)
PER (2215年)	78.0x (¥100,300)
PER (2216年)	78.0x (¥100,800)
PER (2217年)	78.0x (¥101,300)
PER (2218年)	78.0x (¥101,800)
PER (2219年)	78.0x (¥102,300)
PER (2220年)	78.0x (¥102,800)
PER (2221年)	78.0x (¥103,300)
PER (2222年)	78.0x (¥103,800)
PER (2223年)	78.0x (¥104,300)
PER (2224年)	78.0x (¥104,800)
PER (2225年)	78.0x (¥105,300)
PER (2226年)	78.0x (¥105,800)
PER (2227年)	78.0x (¥106,300)
PER (2228年)	78.0x (¥106,800)
PER (2229年)	78.0x (¥107,300)
PER (2230年)	78.0x (¥107,800)
PER (2231年)	78.0x (¥108,300)
PER (2232年)	78.0x (¥108,800)
PER (2233年)	78.0x (¥109,300)
PER (2234年)	78.0x (¥109,800)
PER (2235年)	78.0x (¥110,300)
PER (2236年)	78.0x (¥110,800)
PER (2237年)	78.0x (¥111,300)
PER (2238年)	78.0x (¥111,800)
PER (2239年)	78.0x (¥112,300)
PER (2240年)	78.0x (¥112,800)
PER (2241年)	78.0x (¥113,300)
PER (2242年)	78.0x (¥113,800)
PER (2243年)	78.0x (¥114,300)
PER (2244年)	78.0x (¥114,800)
PER (2245年)	78.0x (¥115,300)
PER (2246年)	78.0x (¥115,800)
PER (2247年)	78.0x (¥116,300)
PER (2248年)	78.0x (¥116,800)
PER (2249年)	78.0x (¥117,300)
PER (2250年)	78.0x (¥117,800)
PER (2251年)	78.0x (¥118,300)
PER (2252年)	78.0x (¥118,800)
PER (2253年)	78.0x (¥119,300)
PER (2254年)	78.0x (¥119,800)
PER (2255年)	78.0x (¥120,300)
PER (2256年)	78.0x (¥120,800)
PER (2257年)	78.0x (¥121,300)
PER (2258年)	78.0x (¥121,800)
PER (2259年)	78.0x (¥122,300)
PER (2260年)	78.0x (¥122,800)
PER (2261年)	78.0x (¥123,300)
PER (2262年)	78.0x (¥123,800)
PER (2263年)	78.0x (¥124,300)
PER (2264年)	78.0x (¥124,800)
PER (2265年)	78.0x (¥125,300)
PER (2266年)	78.0x (¥125,800)
PER (2267年)	78.0x (¥126,300)
PER (2268年)	78.0x (¥126,800)
PER (2269年)	78.0x (¥127,300)
PER (2270年)	78.0x (¥127,800)
PER (2271年)	78.0x (¥128,300)
PER (2272年)	78.0x (¥128,800)
PER (2273年)	78.0x (¥129,300)
PER (2274年)	78.0x (¥129,800)
PER (2275年)	78.0x (¥130,300)
PER (2276年)	78.0x (¥130,800)
PER (2277年)	78.0x (¥131,300)
PER (2278年)	78.0x (¥131,800)
PER (2279年)	78.0x (¥132,300)
PER (2280年)	78.0x (¥132,800)
PER (2281年)	78.0x (¥133,300)
PER (2282年)	78.0x (¥133,800)
PER (2283年)	78.0x (¥134,300)
PER (2284年)	78.0x (¥134,800)
PER (2285年)	78.0x (¥135,300)
PER (2286年)	78.0x (¥135,800)
PER (2287年)	78.0x (¥136,300)
PER (2288年)	78.0x (¥136,800)
PER (2289年)	78.0x (¥137,300)
PER (2290年)	78.0x (¥137,800)
PER (2291年)	78.0x (¥138,300)
PER (2292年)	78.0x (¥138,800)
PER (2293年)	78.0x (¥139,300)
PER (2294年)	78.0x (¥139,800)
PER (2295年)	78.0x (¥140,300)
PER (2296年)	78.0x (¥140,800)
PER (2297年)	78.0x (¥141,300)
PER (2298年)	78.0x (¥141,800)
PER (2299年)	78.0x (¥142,300)
PER (2300年)	78.0x (¥142,800)
PER (2301年)	78.0x (¥143,300)
PER (2302年)	78.0x (¥143,800)
PER (2303年)	78.0x (¥144,300)
PER (2304年)	78.0x (¥144,800)
PER (2305年)	78.0x (¥145,300)
PER (2306年)	78.0x (¥145,800)
PER (2307年)	78.0x (¥146,300)
PER (2308年)	78.0x (¥146,800)
PER (2309年)	78.0x (¥147,300)
PER (2310年)	78.0x (¥147,800)
PER (2311年)	78.0x (¥148,300)
PER (2312年)	78.0x (¥148,800)
PER (2313年)	78.0x (¥149,300)
PER (2314年)	78.0x (¥149,800)
PER (2315年)	78.0x (¥150,300)
PER (2316年)	78.0x (¥150,800)
PER (2317年)	78.0x (¥151,300)
PER (2318年)	78.0x (¥151,800)
PER (2319年)	78.0x (¥152,300)
PER (2320年)	78.0x (¥152,800)
PER (2321年)	78.0x (¥153,300)
PER (2322年)	78.0x (¥153,800)
PER (2323年)	78.0x (¥154,300)
PER (2324年)	78.0x (¥154,800)
PER (2325年)	78.0x (¥155,300)
PER (2326年)	78.0x (¥155,800)
PER (2327年)	78.0x (¥156,300)
PER (2328年)	78.0x (¥156,800)
PER (2329年)	78.0x (¥157,300)
PER (2330年)	78.0x (¥157,800)
PER (2331年)	78.0x (¥158,300)
PER (2332年)	78.0x (¥158,800)
PER (2333年)	78.0x (¥159,300)
PER (2334年)	78.0x (¥159,800)
PER (2335年)	78.0x (¥160,300)
PER (2336年)	78.0x (¥160,800)
PER (2337年)	78.0x (¥161,300)
PER (2338年)	78.0x (¥161,800)
PER (2339年)	78.0x (¥162,300)
PER (2340年)	78.0x (¥162,800)
PER (2341年)	78.0x (¥163,300)
PER (2342年)	78.0x (¥163,800)
PER (2343年)	78.0x (¥164,300)
PER (2344年)	78.0x (¥164,800)
PER (2345年)	78.0x (¥165,300)
PER (2346年)	78.0x (¥165,800)
PER (2347年)	78.0x (¥166,300)
PER (2348年)	78.0x (¥166,800)
PER (2349年)	78.0x (¥167,300)
PER (2350年)	78.0x (¥167,800)
PER (2351年)	78.0x (¥168,300)
PER (2352年)	78.0x (¥168,800)
PER (2353年)	78.0x (¥169,300)
PER (2354年)	78.0x (¥169,800)
PER (2355年)	78.0x (¥170,300)
PER (2356年)	78.0x (¥170,800)
PER (2357年)	78.0x (¥171,300)
PER (2358年)	78.0x (¥171,800)
PER (2359年)	78.0x (¥172,300)
PER (2360年)	78.0x (¥172,800)
PER (2361年)	78.0x (¥173,300)
PER (2362年)	78.0x (¥173,800)
PER (2363年)	78.0x (¥174,300)
PER (2364年)	78.0x (¥174,800)
PER (2365年)	78.0x (¥175,300)
PER (2366年)	78.0x (¥175,800)
PER (2367年)	78.0x (¥176,300)
PER (2368年)	78.0x (¥176,800)
PER (2369年)	78.0x (¥177,300)
PER (2370年)	78.0x (¥177,800)
PER (2371年)	78.0x (¥178,300)
PER (2372年)	78.0x (¥178,800)
PER (2373年)	78.0x (¥179,300)
PER (2374年)	78.0x (¥179,800)
PER (2375年)	78.0x (¥180,300)
PER (2376年)	78.0x (¥180,800)
PER (2377年)	78.0x (¥181,300)
PER (2378年)	78.0x (¥181,800)
PER (2379年)	78.0x (¥182,

## 大岩 賢に投票を



- ー ゲーム・インターネット
- ー IT・ソフトウェア

## 主なレポート

日本 | ビジネスサービス | 人材セクター: サイクルは底入れしたか  
2024年5月29日

## アトゥル・ゴヤルに投票を



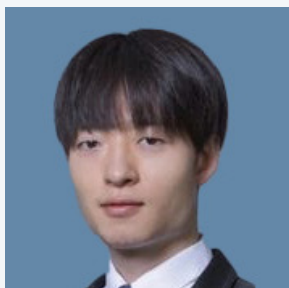
- ー 株式ストラテジー
- ー ゲーム・インターネット

## 主なレポート

日本 | Interactive Entertainment | Nexon

Favorable Risk-reward asymmetry presents itself. Reiterate BUY.  
2024年1月23日

## 中村 舜生に投票を



- ー ゲーム・インターネット

## Jefferies

日本 | ビジネスサービス



Equity Research  
2024年 5月 29日

## 人材セクター: サイクルは底入れしたか

人材セクターはサイクルの底から回復しつつあると見て、弊社はやや強気な見方をしている。次の段階は、3%前後で推移しているコストプッシュインフレ後の賃金上昇であろう。円安によって輸入物価が上昇し、労働者の賃金に打撃となる中、労働者と政府は企業に賃金引き上げを求めると思われる。特に、バイトのインターネット・プラットフォームを運営するディップが影響を受けるだろう。

トップピックはディップ (2378 JP, Buy)。その理由は、特に政府が賃金上昇によるインフレを抑制する中、パートタイム労働者の最低賃金が増加していることだ。パートタイム労働者は最低賃金引き上げの影響を受けるだろう。バイトは、リクルートの「タウンワーク」と共に、日本国内でトップのシェアを有するアルバイト(パートタイム)の労働者で日本の労働者の3分の1を占め、多くの場合は学生)求人ウェブサイトの1つで、今後アルバイト求人市場は向上と予想される。ディップの次に弊社が選好するのは米国で大々的に事業展開しているリクルート (6088 JP, Buy)だが、米国の求人市場は低迷しているが、Indeedのチャートは1Nにすぎない一方で、よく知られているようにニゲゼンが購入の場合はコストが給与の分の1程度になることが多い。プラットフォーム拡大を決めた後は、利益率を高める道が開かれている。日本の従来型人材紹介市場ではパーソルホールディングス(2181 JP, Buy)を選好する。

アルバイトが働いている手? アルバイト労働者は賃金上昇の影響を受ける可能性がある。このセグメントは見逃されてきた。雇用中心がフルタイムの男性正社員が中心であったためだ。しかし、円安や財・サービス価格の上昇を背景に、多くの日本人労働者はインフレの影響を感じている。現在、最低賃金は平均1004円で、過去2年間、毎年30円ずつ上昇してきた。日本の与党である自民党は国内最低賃金を引き上げてアルバイト労働者の賃金をコントロールできるはずだ。自民党は、次の選挙を控えて賃上げの実現に心を注ぐことだろう。自民党は現在、政治資金

## Jefferies

Japan | Interactive Entertainment

Nexon

Equity Research  
January 23, 2024

## Favorable Risk-reward asymmetry presents itself. Reiterate BUY.

At 2 year lows, with CY23 OP (c. ¥142b, +37% YoY) shaping up for an all-time high, we believe the stock presents an attractive risk-reward asymmetry (at <15x PER). The stock has fallen c. 30% since early-Dec and c. 18% since 11 Jan (notified of buyback completion on 12 Jan), pricing in concerns far and wide, including China regulatory risks, Korea regulatory risks and buyback-ending. We raise our estimates, raise PT and reiterate BUY.

**The stock is at 2 year lows, with earnings growing rapidly:** Stock at c. ¥2300 is close to 2y lows. Even with our 4QCY23 OP estimate of ¥12.2b (Co guide of ¥11.4 - ¥17.8b), we forecast CY23 OP of ¥142b (+37% YoY). We will not be surprised if the results are well ahead of our expectations. We believe Nexon will guide fairly conservatively for 1Q, but even so, we have never found Nexon stock as cheap as it is now. We believe the stock presents an attractive risk-reward asymmetry.

**What has driven the stock down to these lows?** Nexon stock has fallen c. 30% since early-Dec (it was ¥3,234 on 7-Dec) and c. 18% since 11 Jan (it was ¥2,854). There were three possible explanations. The first two factors made investors wary of Nexon's 1Q guidance: (1) On 22 Dec, China regulator (NPPA) announced draft rules meant to curb game-spending. In early Jan, Reuters reported that China removed a gaming regulatory official from his post, in a move linked to the rules. And yesterday (23 Jan), in an unusual move NPPA removed the draft rules from its website. (2) In Dec, Nexon was fined by Korea's FTC for altering the drop rates of coveted items in MapleStory (linked on the probability of drawing certain characters when

## TARGET | ESTIMATE CHANGE

RATING	BUY
PRICE	¥2,300*
PRICE TARGET (% TO PT)	¥43,906 (¥2,898) (+70%)
52W-HIGH/LOW	¥3,278 - ¥2,256
PLCMT (% ADV MM (USD)	47.6% / 49.11
MARKET CAP	¥2.07 / \$13.38
TICKER	3669 JP

\*Prior trading day's closing price unless otherwise noted.

CHANGE TO JEFF				JEFF vs CONS	
	2023	2024	2023	2024	
REV	NA	NA	+3%	-2%	
EPS	+11%	+2%	+10%	+7%	
2023 (K)	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
EPS	-	-	-	-	¥140.80
PREV	-	-	-	-	135.53

Source: Company data, Jefferies estimates

## Exhibit 1 - Nexon - Annual OP

Year	Annual OP	100	150	200
------	-----------	-----	-----	-----



## 金本 昭典に投票を



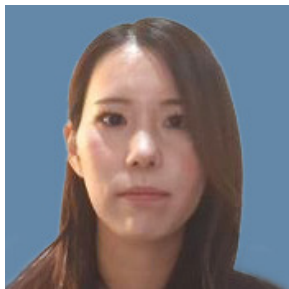
ー 電子部品

## 主なレポート

## 日本 | 電子部品

電子部品のカバレッジを開始。トップピックは太陽誘電とニデック  
2024年4月11日

## 下西 沙也加に投票を



ー 電子部品

## 中名生 正弘に投票を



ー 電子工業  
ー 電子精密機器

## 主なレポート

## 日本 | テクノロジー

半導体後工程、第2章  
2024年 9月 20日

## Jefferies

日本 | 電子部品

電子部品のカバレッジを開始。トップピックは太陽誘電とニデック

電子部品セクターのカバレッジを開始。投資判断Buyは村田製作所、TDK、太陽誘電、ニデック、ミネベアミツミ、Nissshaの6社。村田製作所、TDKはコア保有銘柄的位置づけ。トップピックは24年中盤から後半に向けての上昇が期待される太陽誘電とニデック。

電子部品セクターに対する見方：電子部品メーカーの直近の株価パフォーマンスには、個別の事業（構造改革や、資本政策の変更期待）などを除くと、COVID-19によるサイクルの在庫調整が大きく影響していると当社では考えている。早期に在庫調整入りしたスマートフォン向けは、最も速く在庫調整入りした産業機械向けの電子部品では1年以上のサイクルの遅いが生きている。当レポートにおいては、短期的なサイクルにフォーカスし、コロナ禍前後の動きに注目したうえで、今後の展開を予想していきたいと考えている。

アプリケーション別動向：中国スマホ向け電子部品については23年中盤に在庫調整が終了し、既に一定の回復を示している。自動車向け、PC/サーバー向け電子部品についてもボトムを形成しているが、現時点では回復時期は不透明。一部電子部品において大きな在庫調整を行っていた欧州自動車Tier1における在庫調整に終った兆しが見え始めており、25年3月以降の回復を予想。PC、サーバー向けではDRAMモジュール、SSD向けなどは回復の兆きがあるが、台湾のCOM向けでは価格高騰は低調で、年後半以降の回復を予想。一方で産業機械向けは調整入りするタイミングが遅く、またコロナ禍での部品需要も実需も大きく上回ったことから、回復は早くても25年3月期以降以降と予想。遅ければ26年3月期以降の本格回復となる可能性もあろう。

電子部品セクターのカバレッジを開始：電子部品の7社のカバレッジを引継ぎ、新たに9社の

Equity Research  
2024年 4月 11日

図表1: Electronic Component Sector: Price Target, Rating

Company	Current Price	Target Price	Rating
4000 Murata Mfg	2,700	4,000	22.2%
4010 Kyocera	1,800	2,500	27.8%
4100 TDK	2,700	4,000	22.2%
4105 Nippon Chem	1,800	2,500	27.8%
4106 Nisssha	1,800	2,500	27.8%
4107 Minelco	1,800	2,500	27.8%
4108 TDK	2,700	4,000	22.2%
4109 TDK	2,700	4,000	22.2%
4110 TDK	2,700	4,000	22.2%
4111 TDK	2,700	4,000	22.2%
4112 TDK	2,700	4,000	22.2%
4113 TDK	2,700	4,000	22.2%
4114 TDK	2,700	4,000	22.2%
4115 TDK	2,700	4,000	22.2%
4116 TDK	2,700	4,000	22.2%
4117 TDK	2,700	4,000	22.2%
4118 TDK	2,700	4,000	22.2%
4119 TDK	2,700	4,000	22.2%
4120 TDK	2,700	4,000	22.2%

図表2: Electronic Component Sector: Factset Consensus Sector average P/E (T+1) and relative P/E to Topix



出所: Factset, Jefferies

## Jefferies

日本 | テクノロジー

Equity Research  
2024年 9月 20日

## 半導体後工程、第2章

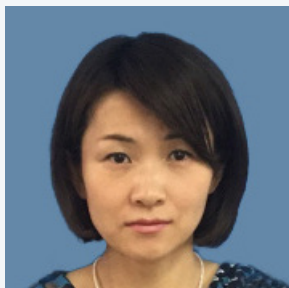
生成AIの台頭により、昨年来半導体後工程が大きな注目を集めている。生成AIを支えるHBM、CoWoSの市場が拡大している。2025年はHybrid BondingがBS-PDN、3D NAND貼り合わせプロセスにおいて量産に向けて本格的に動き出すとみられ、後工程技術と前工程の融合の第2章がはじまる。東京エレクトロン、ディスコの事業機会は大い。

BS-PDN: Hybrid Bondingは異質異材型イメージングで量産適用がスタートしたが、ロジックの配線工程についても量産適用期を迎えている。ベルギーの産学官共同研究機関Imecは、BS-PDN (表面電源供給網) について、ゲームチェンジャー技術としてこれまで研究開発を進めてきた。半導体配線工程の多層化に伴い配線長も長くなり伝送ロスも増加。このため、十分な電気を供給できなくなるという問題が顕在化している (IR Drop)。これに対しBS-PDNはデバイスの表面に電源を供給する回路を形成し、後工程技術であるWafer Bondingによりウエハを接合を行う。これによりロジックデバイスの設計の自由度が増し、IR Dropも軽減される。Intelは2023年9月から量産を開始したIntel 4 Power-Vaと称するBS-PDN構造を導入している。TSMCトランジスタにナノシート構造、配線工程にはSPR (Super Power Rail) と呼ぶBS-PDN構造を採用したA16を2025年下期に量産開始する計画を示している。

2025年の主眼はNAND、WZM (Wafer to Wafer) のHybrid Bondingは、NANDのロジック部分とメモリセル部分の貼り合わせ工程が、今後の大きな市場として立ち上がり始めている。NANDの多層化が300層、400層となるにつれ、チャネルエンタングルの技術ハードルは高くなっている。多層化を進めるとともに、ロジック部分とメモリセル部分を貼り合わせる構造により、設計、プロセスの自由度を高める方向性でNANDの会社とも関わっており、KosaiはCBA構造を提唱。Samsung、SK Hynixも貼り合わせ構造の量産を今後開始する。

関連銘柄にとって大きな事業機会: 海外SPE銘柄ではAMATが新たなプロセスに対応した装置開

## 古角 寿子に投票を



- － 電子工業
- － 電子精密機器

## 福原 捷に投票を



- － 電子工業
- － 機械

### 主なレポート

日本 | 資本財 | 日立製作所「Inspire the Next」の真髄  
2024年8月20日

## ファム・タインハに投票を



- － エネルギー・公益事業
- － 金属

### 主なレポート

日本 | 石油精製・元売り | Japanese Refiners: Road Above Book Value  
2024年6月7日

## Jefferies

Japan | Capital Goods

### Hitachi

Equity Research  
August 20, 2024

### Essences to Inspire the Next

Hitachi is our top pick. We recommend investors accumulate shares now rather than later. We provide our differentiated view for Hitachi's profit drivers, mgmt's next move on its business portfolio, corporate governance vs competitors, its cash allocation plan for FY3/26-28, and its economic value creation. We believe valuations are more appealing than they appear.

**Top pick:** We believe Hitachi is the stock seeing the most consistent investor attention toward 2025. Besides sustained profit growth in Hitachi's digital solution business and power grids business, we expect share price catalysts from Hitachi's corporate action such as stake sale of equity-method affiliates and an announcement of a large-scale share buyback.

**Upside to profit consensus:** We forecast adjusted OP and adjusted EBITA to beat cons by c.20% in FY3/26-27. This will be driven by Digital Systems & Services and Green Energy & Mobility segment, on the back of accumulated backlog and improving project profitability. We expect Hitachi to revise up FY3/25 profit guidance. Given that Hitachi has yet to hint at its next MTP (FY3/26-28), we believe a consensus among the Buy-side and Sell-side for Hitachi's medium-term profit level is not established yet.

**Potential gains from corporate action:** On the net profit level, we expect Hitachi to book non-operating gains from the stake sale of equity-method affiliates. Despite the absence of a specific time frame for such action, we look for accumulated gains of as high as ¥800bn from such a stake sale over the next three years. We believe such gains are not reflected in the EPS cons forecast.

**Record-high economic value added:** Hitachi's ROIC should have bottomed in FY3/23. We

TARGET   ESTIMATE CHANGE	
RATING	BUY
PRICE	¥2,450*
PRICE TARGET (1A TO PT)	¥44,600 (¥4,200) (+10%)
52W HIGH/LOW	¥2,800 - ¥1,712
FLOAT (N/ADN MM US\$)	95.0% / 468.32
MARKET CAP	¥16.27 / \$109.58
TICKER	6501 JP

\*Prior trading day's closing price unless otherwise noted.

	CHANGE TO JP¥		JP¥ vs CONSENSUS	
	2024	2025	2024	2025
EPS*	+2%	+12%	+9%	+20%
REV*	+5%	+3%	+6%	+8%

	2024 (N)	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
REV*	-	-	-	-	-	¥9,980.0
EPS*	-	-	-	-	-	648.00

\*N/A: (B)

Chart 1 - Hitachi: Capital Allocation

Record-high economic value added: Hitachi's ROIC should have bottomed in FY3/23. We

## Jefferies

Japan | Refining & Marketing

### Japanese Refiners: Road Above Book Value

We update JP refiners' earnings forecasts & raise ENEOS/Idemitsu's PT to >1.0x P/B. This is our favorite sector with rising domestic margins generating high FCF, allowing for high shareholder returns. Our top pick is ENEOS with large buyback program, improving UCL & corporate governance, and IPO of JX Metals a catalyst. We'd also expect Idemitsu to boost shareholders' returns, and thermal coal & NSRP could act as catalysts. We update our model on Cosmo.

**ENEOS (5020 JP): Raise PT to ¥1,100, Reiterate Buy. Top Pick.** Refining margins in Japan have been improving due to the oligopolistic nature of the market where ENEOS has c60% market share, followed by Idemitsu (30%), and Cosmo Energy (10%). Hence, the Petroleum Product division is a cash cow business generating huge cash-flows; FCF for Jan-Mar '24 alone was at ¥388.3bn. This allowed the company to pay back interest bearing debt, and ENEOS' net D/E ratio as of end-Mar '24 was at 0.46x, much lower vs. the targeted 0.80x level. This triggered management to announce an additional ¥200.0bn buyback program. We see upside to earnings if ENEOS can keep unplanned capacity losses below 4% in FY3/25 vs. c7% in FY3/24. Positive catalyst shall be the JX Advanced Metals IPO in the next 12-18 months, unlocking value for ENEOS' semiconductor & electronic materials business. We'd expect the company to use part of the proceeds to conduct another large share buyback program. Corporate governance is improving with new president revamping management, increasing the # of outside board members to 70% from 40%. We think that ENEOS generates sufficient profits, earning above its cost of capital. Hence, we raise our PT to ¥1,100/share, at c1.0x book value.

Equity Research  
June 7, 2024

KEY STOCKS FEATURED INCLUDE:		
TICKER	RATING	PRICE TARGET
5020 JP	BUY	¥1,100
5076 JP	BUY	¥1,400

KEY CHANGES INCLUDE:		
TICKER	RATING	PRICE TARGET
5020 JP	BUY	¥1,100 (¥750)
5076 JP	BUY	¥1,400 (¥1,100)

## 五十嵐 隼に投票を



- エネルギー・公益事業
- 金属


## 主なレポート

日本 | 化学 | Resonac Holdings Corp. Governance Discussion (1):  
Resonac's Transformation  
2024年4月3日

# Jefferies

Japan | Chemicals

## Resonac Holdings Corp.



**Franchise Report**

### Governance Discussion (1): Resonac's Transformation

We are using the Jefferies Governance Framework to identify companies that are proactively responding to the TSE reforms. We believe that firms improving B/S and focusing on ROIC vs. WACC would result in outperformance. We think Resonac is a prime example of this, and expect further share price appreciation. Focusing on semiconductor materials and withdrawing from old industrials will improve ROE profile. We raise our PT and reiterate our Buy rating.

**Equity Research**

April 3, 2024

**Total: 37/45 - Resonac finishing in first quartile, still room for improvements.** The company is clearly changing from a low-high industrial conglomerate into a high-growth semiconductor powerhouse. Investing in front-end (CMP slurries, high-purity gases) and back-end (packaging) materials and divesting non-core assets will improve B/S efficiency. We think that Resonac has the best-in-class management with the right incentives but could do better in overseas IR, lowering debt balance, and further divest legacy assets.

**Cost of Capital (4%): MTP focused on ROIC.** Resonac: focused on ROIC even before TSE reforms, and when the company announced its medium-term plan in Feb '22. We think management clearly understands the concept, hence the focus shifting to high-growth semiconductor & electronic material businesses.

**Optimizing capital structure (4%): Using debt, lowering interest expenses.** Unlike other Japanese industrials holding excess cash, Resonac used a large amount of debt to acquire Hitachi Chemicals, and management was able to reduce interest expenses by converting

TARGET   ESTIMATE CHANGE	
RATING	BUY
PRICE	\$2,511*
PRICE TARGET 1% TO PT	\$4,500 (\$4,500) (+90%)
52W HIGH/LOW	\$2,730 - \$2,042
FLYOUT (1% ADV MM \$BBS)	118.2% (141.86)
MARKET CAP	\$510.1M (\$5.4B)
TICKER	4004.JP

\*Price trading day's closing price unless otherwise noted


	CHANGE TO JEF	JEF vs COMS
	2024	2024
EPS	+2%   +1%	+47%   +10%
EPS	+2%   +1%	+47%   +10%

2024 (A)	Q1	Q2	Q3	Q4	FY EST.
EPS					+91.55%
PREV					133.10

Com. Source: Factset

**Chart 1 - Resonac's ROIC vs. Share price**



## サム・ウォンに投票を



- ## 一 保險

## 主なレポート

日本 | 保険 | JP Insurance Initiation: The Quantum Leap  
2024年3月14日

# Jefferies


## Japan | Insurance

### JP Insurance Initiation: The Quantum Leap

Japan P&C surged 25-39% ytd on optimism for unwinding cross-holdings, which will lift ROEs by 4-5xpt. We compare them with global peers and conclude there is a long runway supported by secular and macro tailwinds. Consensus will likely have to be lifted after May results. Total capital return yield of 5-8% is attractive globally. Our top pick is MS&AD, followed by late cycle player Sompo and best-quality name Tokio Marine. Daiichi is a levered rate trade.

**Improving CoRt Cycle** - Japan P&C should enter a favourable CoRt improvement cycle from FY24, driven by positive rate revisions, efficiency gains from digitization, and roll-off of legacy policies with subpar profitability. Tokio and MS&AD raised auto premium in Jan 2024, free premium will continue to increase based on new reference loss rate. Japan P&C target ~95% auto CoRt and ~90% CoRt for non auto, vs. global peers' CoRt at 80-90% implying notable scope for improvement. Tokio leads in domestic CoRt (95% for FY24, could improve to 92.5% by FY26) given leading operation efficiency and strong presence in large corp segment. MS&AD's CoRt is structurally higher due to drag from overseas auto insurance reinsured in Japan, although the group also has scope to improve CoRt from the current 100%+ to 96-97% by FY26. Sompo's CoRt improvement will likely come with a lag, as a premium lag is delayed by the BigMort incident and its digital transformation started slightly later than peers.

**Overseas Expansion** - Japan P&C seek growth from overseas markets. Tokio started overseas expansion from 2008; now has roughly half of its profit from overseas and is a top 20 player in the US. The ongoing handholding in US specialty market should continue to support growth. Sompo's overseas premium has doubled from FY20-23. Apart from the US crop business


**Franchise  
Report**

Equity Research  
 March 14, 2024

**KEY STOCKS FEATURED INCLUDE:**

TICKER	RATING	PRICE TARGET
8766.JP	BUY	\$15,600
8725.JP	BUY	\$11,100
8630.JP	BUY	\$11,800
8750.JP	BUY	\$4,400

**Figure 1: Global P&C: Market Cap vs. Underlying Profit**

Source: Jefferies Research  
 Japan P&C FY25 includes gains from cross holdings unwind

柳平 孝に投票を



- ## 一 小売

## 主なレポート

日本 | 小売 | 小売セクターのカバレッジを開始  
2024年8月15日

[illegible]

## 栗山 隼輔に投票を



— 小売

### 主なレポート

日本 | 娯楽 | サンリオ

レーティングBuyでカバレッジ開始:IPキャラクター市場の成長と  
多角化するポートフォリオ

2024年8月13日

## Jefferies

日本 | 娯楽  
Sanrio Co Ltd



Equity Research  
2024年 8月 13日

### レーティングBuyでカバレッジ開始:IPキャラクター市場の成長と多角化するポートフォリオ

サンリオをレーティングBuy、目標株価4,500円としてカバレッジ開始する。アニメや新プラットフォームのキャラクター効果でIPキャラクター市場は拡大中であり、同社にとって追い風。同社のキャラクターポートフォリオ分散戦略が奏功しており、グローバルライセンス事業の成長性の高さが投資機会と考える。

**投資テーマ：**サンリオは、ハローキティを中心に450以上のキャラクターを擁する日本のキャラクタービジネスのバイオニアである。弊社は、IPキャラクター市場の先行きについて強気、サンリオはこの長期的トレンドの恩恵を享受できると考える。同社の構造改革やIPポートフォリオの多角化により、業績のボラティリティは低下している。デジタルマーケティングに注力したことにより、様々なプラットフォームで1,600万人のフォロワーを獲得しており、これがライセンス収入と利益率の上昇につながると弊社は考える。

**キャラクター市場：**日本のキャラクター市場（「キャラクター」の流通・販売）は2023年に2.7兆円まで増大に成長。この数字は10年CAGR1.6%に相当し、24年度もアニメ（「推しの子」）、「鬼滅の刃」、「進撃の巨人」等の人気上昇、メディアミックス（ワンピース、ポケモン等）の復活、SNS発のキャラクターによる牽引を受け、2.75兆円（前年比1.0%増）に拡大が見込まれる。弊社では、「ちいかわ」などSNSで展開されるアニメキャラクターと同社のコラボレーションにより、同社のブランドエクイティが高まり、キャラクター市場全体にもポジティブに働くと考える。

**IPポートフォリオの多角化：**サンリオは2010年代後半に競争激化とハローキティへの依存度の高きから業績が悪化した。しかし、現在の国内売上総利益に占めるハローキティのウェイトは30%（2014年度は76%）、海外売上比率は50%（2014年度は83%）と、複数キャラクターのプロモーションやシナモロール、マイメロディなど個別キャラクターにより依存度は低下している。物販は黒字回復しており、インバウンド比率は2019年度の22.5%から2024年度は33%、SKUの最適化も進んで

インフォメーション・カバレッジ

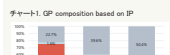
投資判断	BUY
株価	¥3,822
目標株価（上場相場）(¥)	¥4,500   +18%
12週 高値・安値	¥3,720 - ¥1,713
移動平均（365日）と平均売買	60.9%   ¥1,200M
株価総額	¥855.4B   \$5.0B
コード	8138 JP
他に影響がない限り、前営業日終値	

JEP予想の修正 JEP vs コンセンサス					
	2024	2025	2024	2025	
REV	NA	NA	+5%	+3%	
EPS	NA	NA	+10%	+5%	

2024 (M) Q1 Q2 Q3 Q4 FY

EPS - - - - - 113.27

予想（億円）





# Jefferies

ジェフリーズ・ジャパン・リミテッド

〒100-0006

東京都千代田区

有楽町1丁目1-2