

グローバル・ベンチマーク 資料

株式市場からみたガラス業界 ～ガラス4社とともにPBR1倍割れという現実～

2015.5

エクイティ調査部

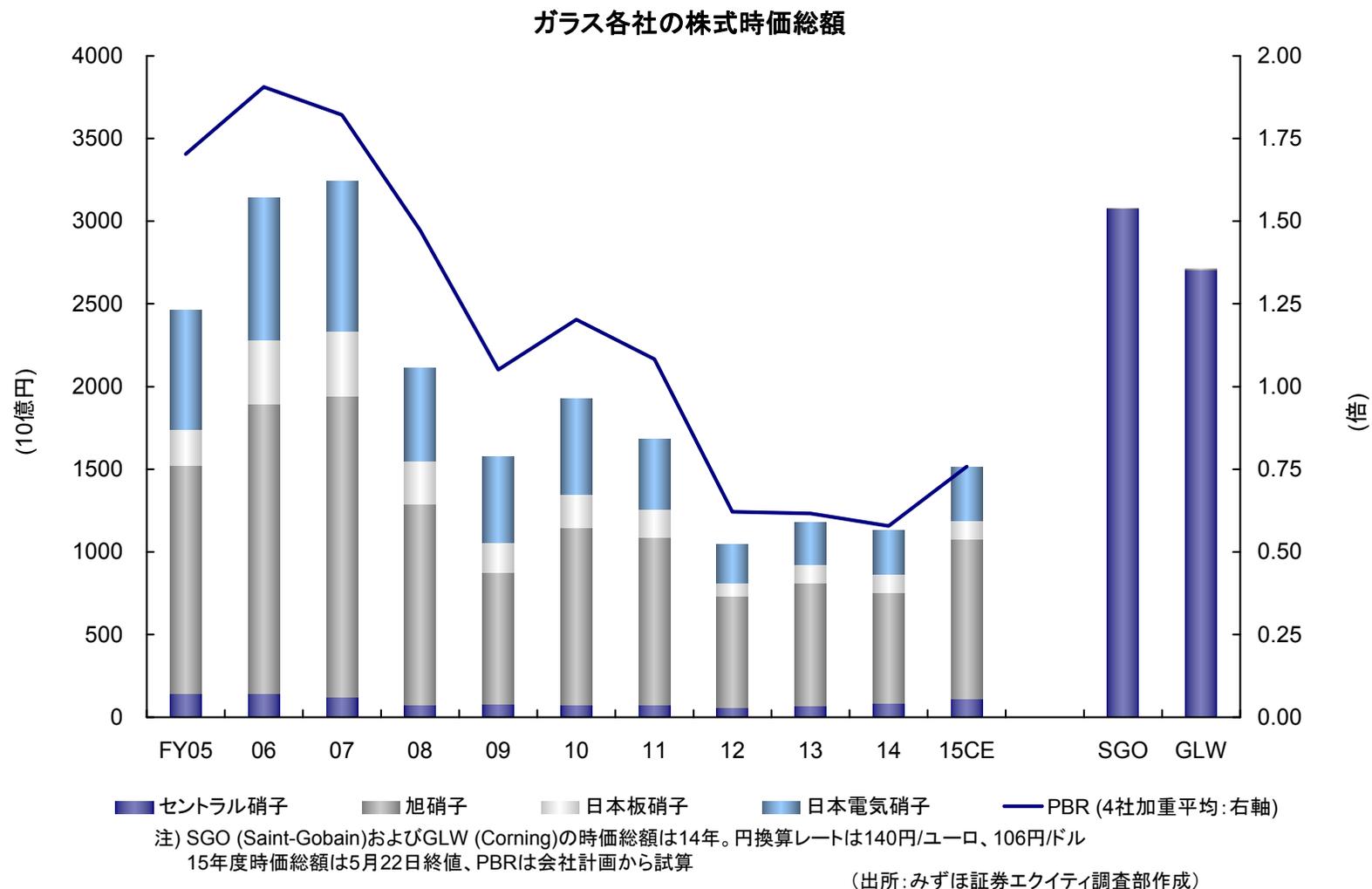
シニアアナリスト:松田 洋

日経平均2万円乗せという市場環境にもかかわらず、全社PBR1倍割れという現実

1. ガラス4社(セントラル硝子、旭硝子、日本板硝子、日本電気硝子)ともにPBR1倍割れだが、ROE水準に鑑みれば妥当との印象は拭えない → 板ガラスで世界トップグループにある日本板硝子が株式時価総額でセントラル硝子に抜かれる
2. ROE水準の低下は液晶バブル崩壊と欧州債務危機によるマージン悪化によるものである → 特に、電子用ガラス2社(旭硝子、日本電気硝子)にとって、ISSが議決権行使の助言方針で示したROE5%というハードルは高い
3. 板ガラス事業の営業利益率は14年度で1%程度だが、07年度以前でも5%前後に過ぎない → 5%前後の営業利益率は欧州事業の貢献によるものだが、欧州事業の収益性は07年度以前に戻らない可能性がある
4. 日本の板ガラス需要は中期的に減少する見通しにあり、過剰能力問題が再燃する可能性は否定できない → 差別化が難しい建築用ガラスにおける各社の施策を注視する
5. ガラス4社は営業CFのほぼ全額を設備投資に振り向けている → 財務の健全性が維持されているため、設備投資に対する甘さがあるとの印象は拭えない
6. 利益水準の引上げ施策として「設備稼働率の引上げと付加価値製品の拡販」を掲げるが、言うは易く行うは難しである

ガラス各社の株式時価総額

14年度株式時価総額は07年度の3分の1。足元ではセントラル硝子 > 日本板硝子

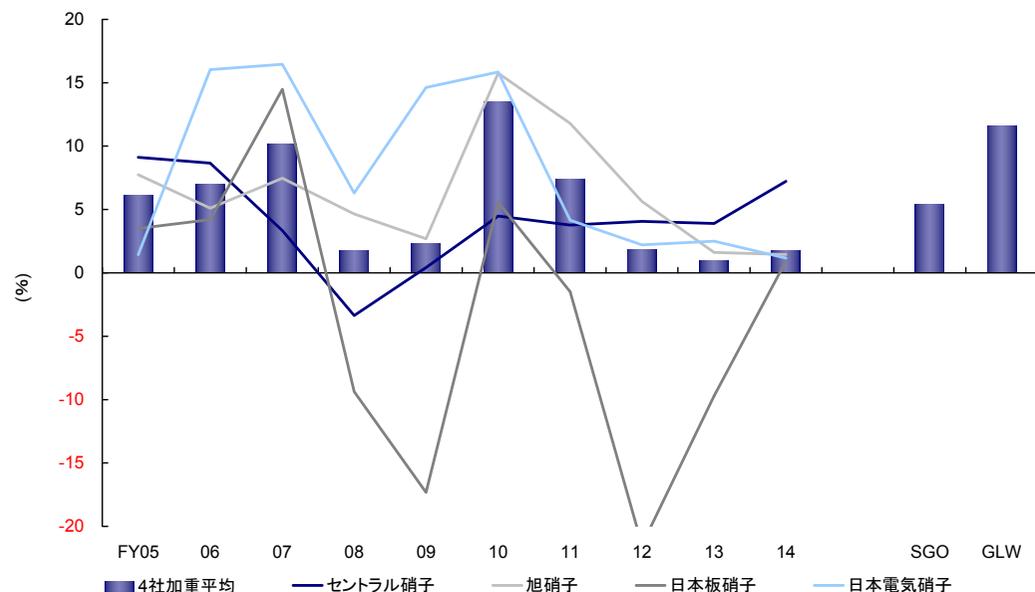


ガラス各社のROEと構成要素 (1)

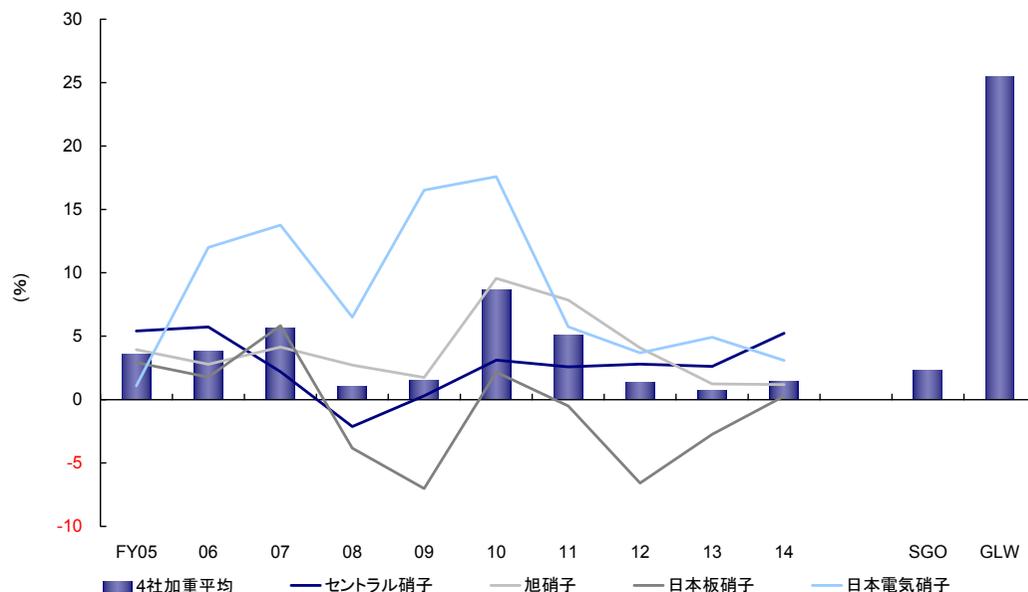
直近のROEはセントラル硝子を除き、1%前後にとどまる

液晶バブル崩壊と欧州債務危機によるマージン悪化が主因

ガラス各社のROE



ガラス各社のマージン (売上高当期利益率)



注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算
SGO、GLWIは14/12期実績値

注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算
SGO、GLWIは14/12期実績値

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス各社の過去5年平均ROE (%)

	セントラル硝子		旭硝子		日本板硝子		日本電気硝子	
	5年平均	FY14	5年平均	FY14	5年平均	FY14	5年平均	FY14
ROE	4.7	7.2	7.3	1.4	-5.2	0.9	5.2	1.2

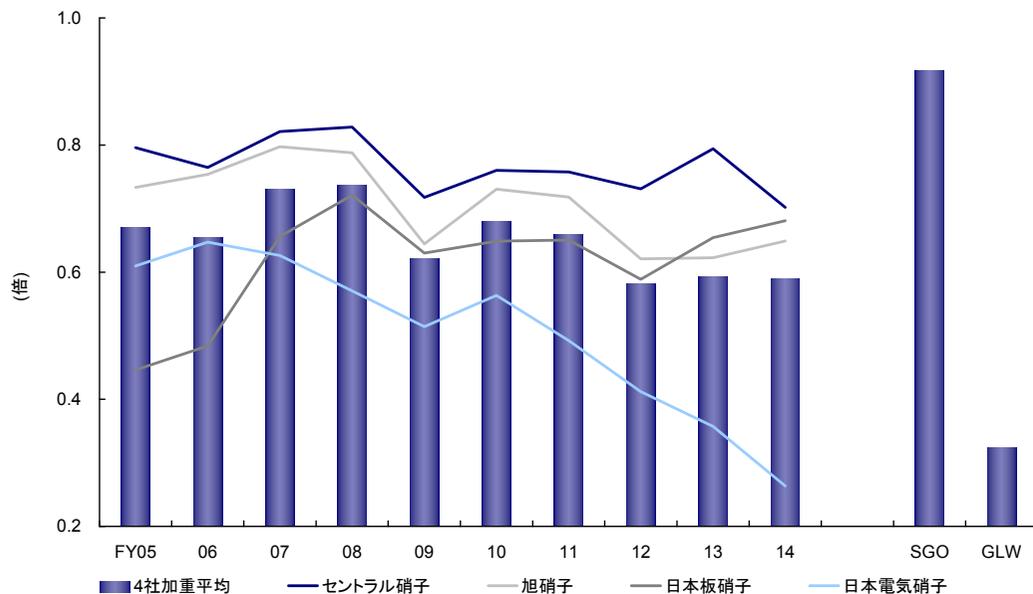
(出所: みずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス各社のROEと構成要素 (2)

売上減から総資産回転率はやや悪化

日本板硝子を除き、財務の健全性は維持

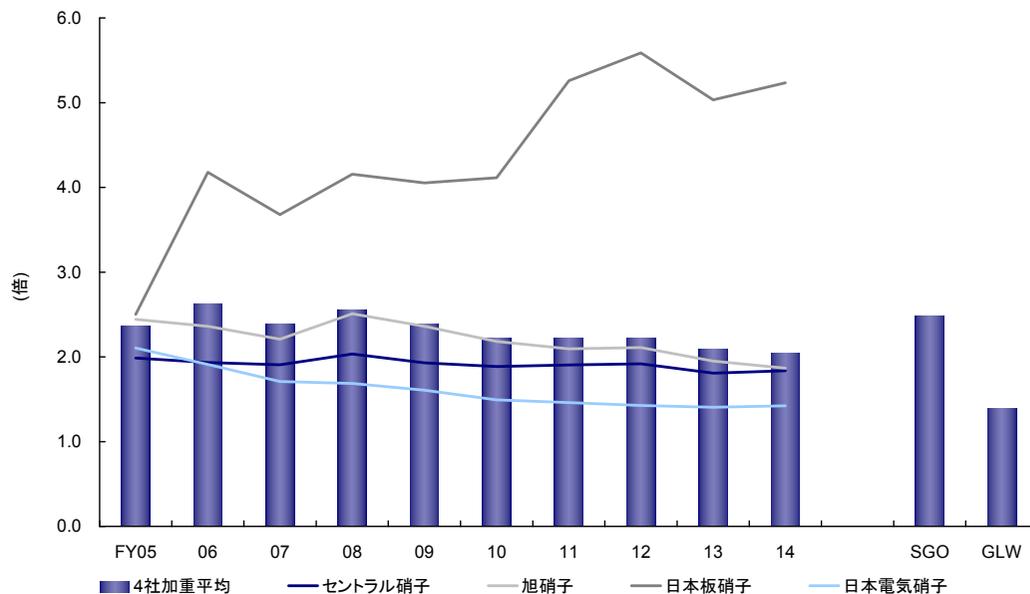
ガラス各社の総資産回転率



注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算
SGO、GLWIは14/12期実績値

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス各社の財務レバレッジ



注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算
SGO、GLWIは14/12期実績値

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス各社の売上高および総資産

(10億円)

	セントラル硝子		旭硝子		日本板硝子		日本電気硝子	
	FY14	FY05比	FY14	FY05比	FY14	FY05比	FY14	FY05比
売上高	199.0	101	1,348.3	88	626.7	236	192.7	88
総資産	283.4	115	2,077.3	100	920.1	154	731.2	150

(出所: みずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス各社の自己資本

(10億円)

	セントラル硝子		旭硝子		日本板硝子		日本電気硝子	
	FY14	FY05比	FY14	FY05比	FY14	FY05比	FY14	FY05比
自己資本	154.3	124	1,113.1	131	175.7	74	513.6	222
自己資本比率	54%	+4ppt	54%	+13ppt	19%	-21ppt	70%	+23ppt

(出所: みずほ証券エクイティ調査部作成)

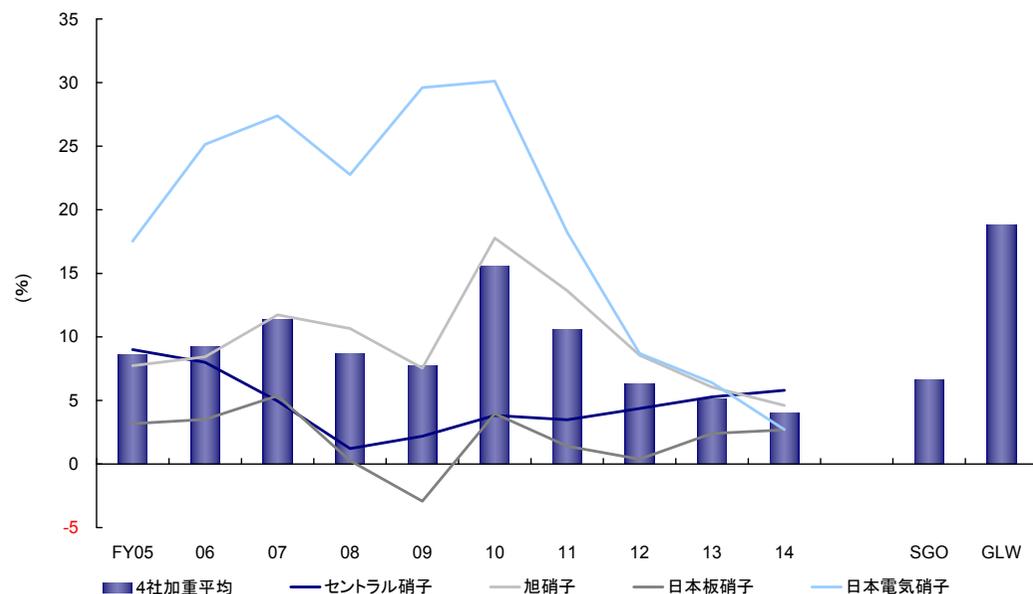
ガラス各社の収益性

14年度営業利益率は4%程度とリーマン・ショック後の08-09年度をも下回る

営業利益率は旭硝子 > 日本電気硝子、EBITDAマージンは日本電気硝子 > 旭硝子

EBITDAマージンでは日本板硝子を除き、Saint-Gobanを上回る

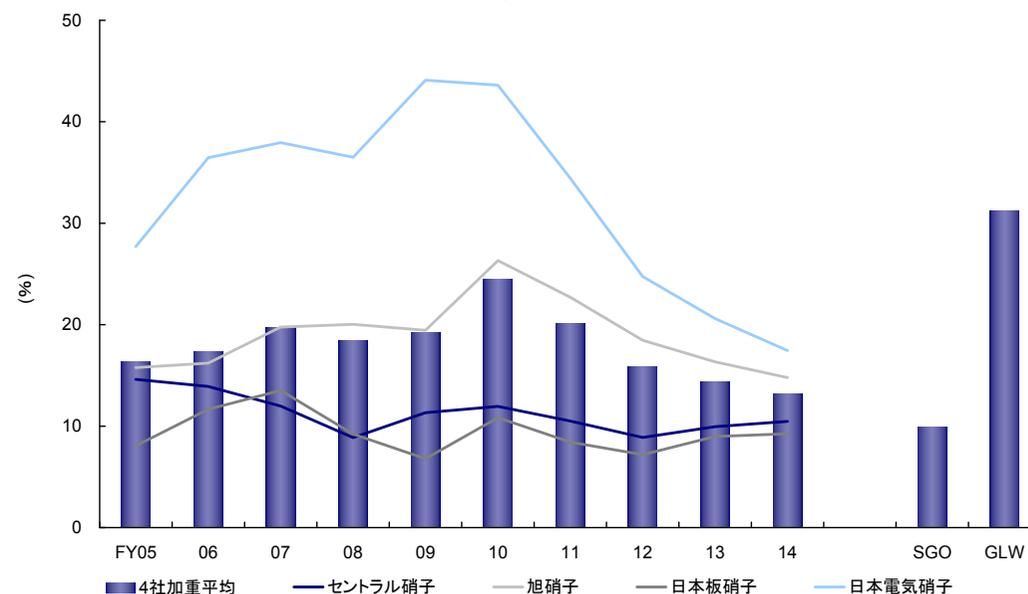
ガラス各社の営業利益率



注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算
SGO、GLWは14/12期実績値

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス各社のEBITDAマージン



注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算
SGO、GLWは14/12期実績値

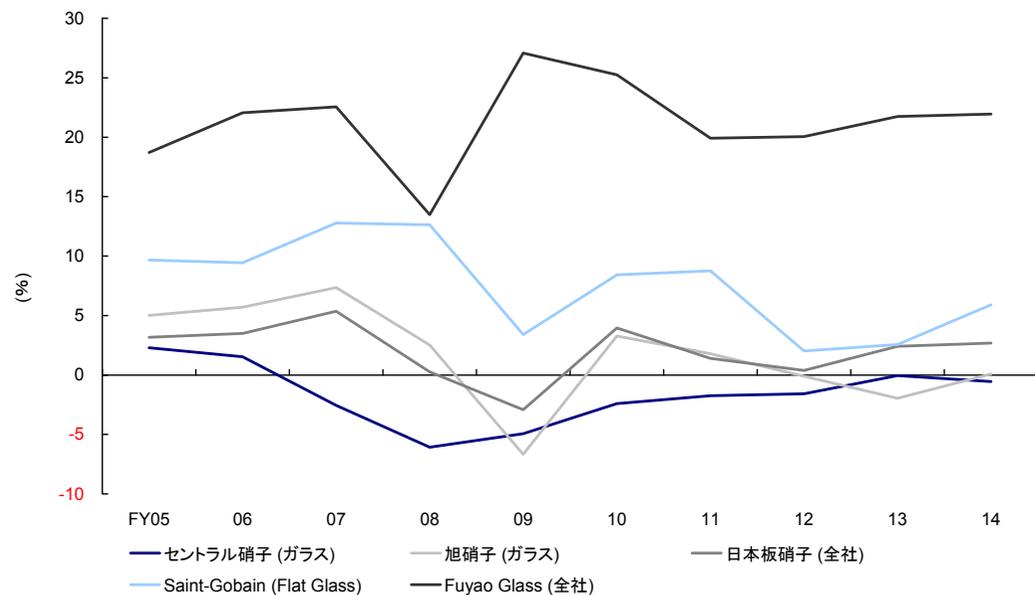
(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス事業の収益性

板ガラス事業の14年度営業利益率は1%程度だが、07年度以前も5%前後

電子用ガラス事業の収益性は液晶用基板ガラスの価値破壊から大幅に切り下がる →
収益安定化を模索するが、まだ見えない

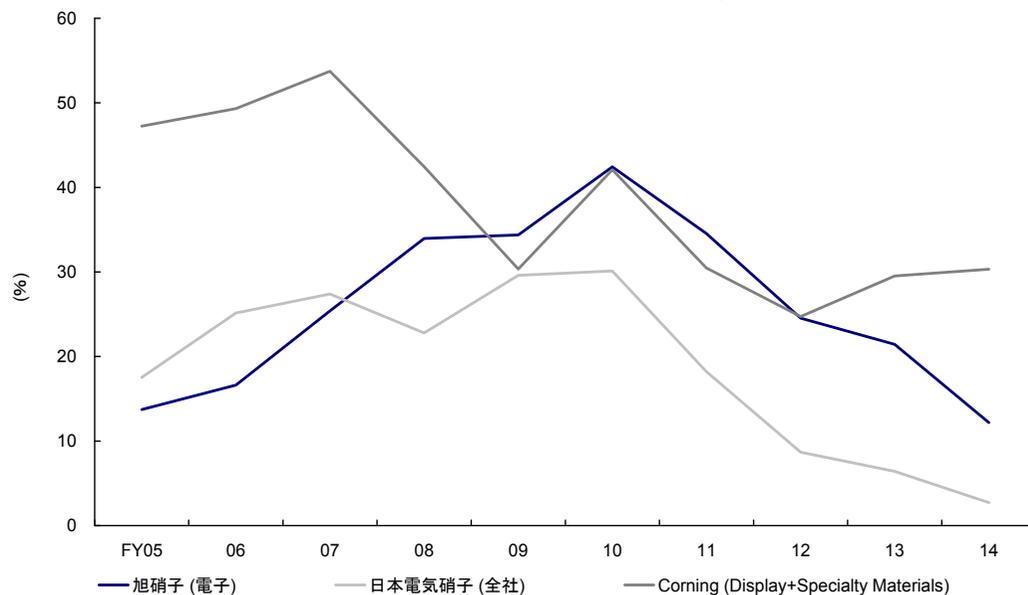
板ガラス事業の収益性 (営業利益率)



注) 旭硝子、Saint-Gobain、Fuyao Glassは12月決算
日本板硝子は個別開示項目前営業利益

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

電子用ガラス事業の収益性 (営業利益率: Corningは税引利益率)



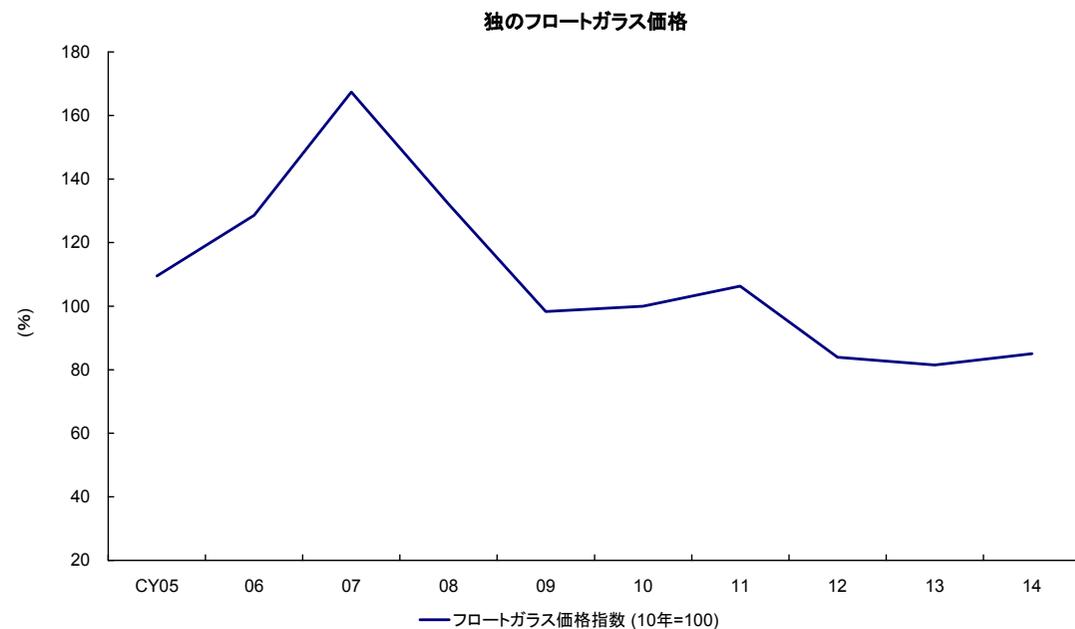
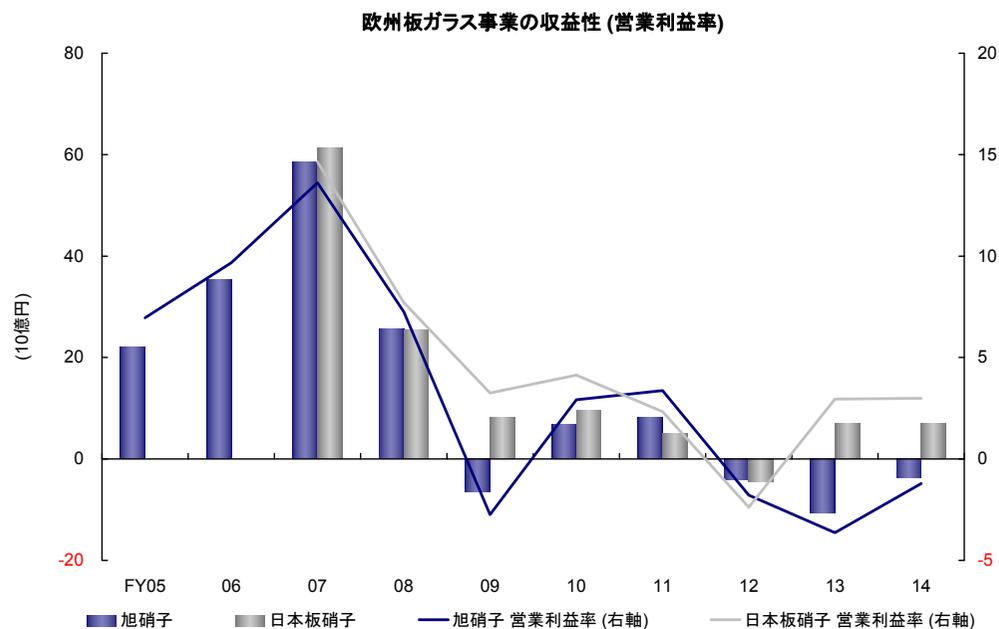
注) 日本電気硝子は14年度より12月決算
Corningは持分法投資損益除く税引利益

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

板ガラス事業の収益性 (欧州)

07-08年に価格・市場分割カルテルで総額18億ユーロの過料を課される

欧州債務危機後の需要減から供給力を調整し、現状は概ねバランス(ロシア・東欧除く)



注) 旭硝子は12月決算。数値は所在地別情報
日本板硝子は無形資産償却および個別開示項目前営業利益

(出所: Statistisches Bundesamtよりみずほ証券エクイティ調査部作成)

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

欧州でのフロートライン稼働状況 (○稼働中, ●閉鎖・休止)

	UK	ドイツ	フランス	ベルギー	オランダ	スウェーデン	イタリア	スペイン	ポルトガル	ポーランド	チェコ	ルーマニア	ロシア	欧州計
旭硝子			○●	○○○○●	●		○●	○			○○○		○○○●	13/18
日本板硝子	○●●	○○○○				●	○○●			○			○	9/13
Saint-Gobain	○	○○○●	○○●	○●			○	○○	●	○○		○		13/17

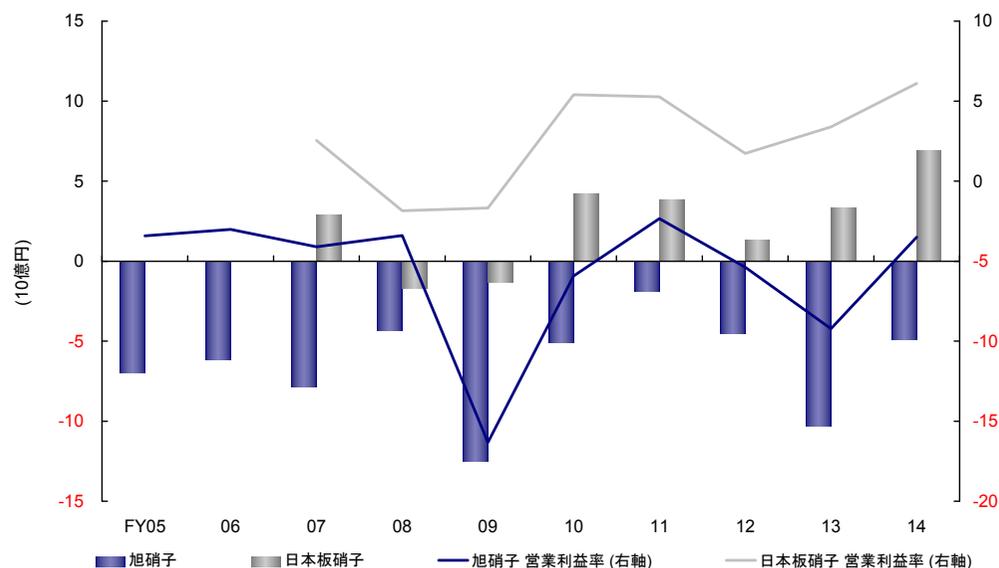
注) 日本板硝子のイタリア2ライン(稼働中)は自動車用ガラス専用

(出所: みずほ証券エクイティ調査部作成)

板ガラス事業の収益性 (北米)

建築用ガラスでの事業戦略で明暗。旭硝子は11年連続で営業赤字も、日本板硝子は付加価値製品の取り組みで成功し、良好な収益性を確保
 自動車用ガラスは各社とも収益性改善に手間取る

北米板ガラス事業の収益性 (営業利益率)



注) 旭硝子は12月決算。数値は所在地別情報であり、13年度よりブラジルを含む
 日本板硝子は無形資産償却および個別開示項目前営業利益

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

旭硝子の北米建築用ガラス事業の収益改善策



(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

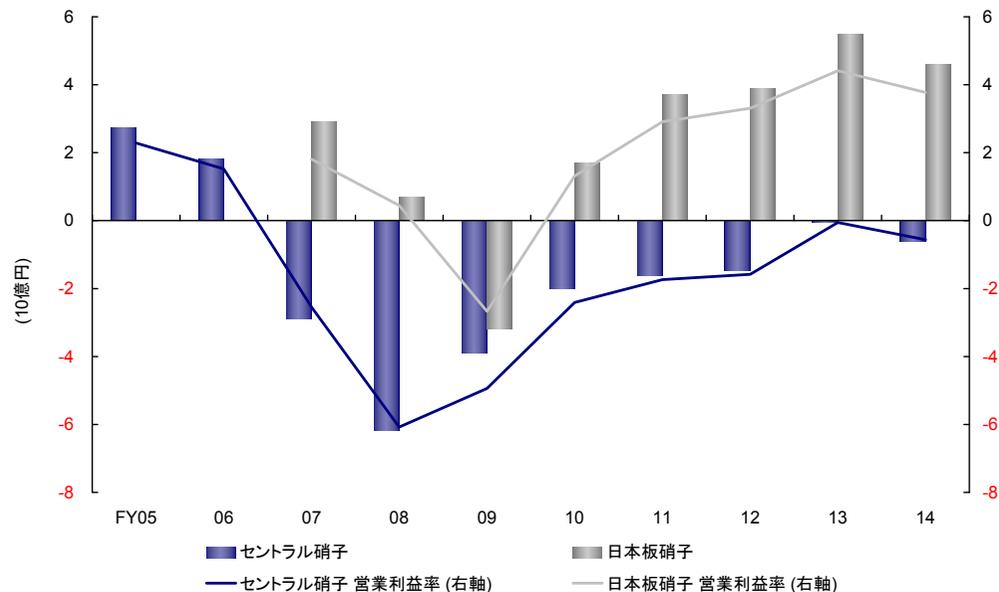
- 08年の設備能力40%削減(7→4窯)というリストラ策実施後も赤字脱却できず → 14/12期で11年連続の営業赤字
- 14年末に米国の商業ビル向け建築加工ガラス事業を譲渡 → 15/12期以降の収益改善効果は約20百万ドル
- 15/12期1Qは収支均衡圏での滑り出しも、通年黒字化には不安ありとコメント

板ガラス事業の収益性 (日本)

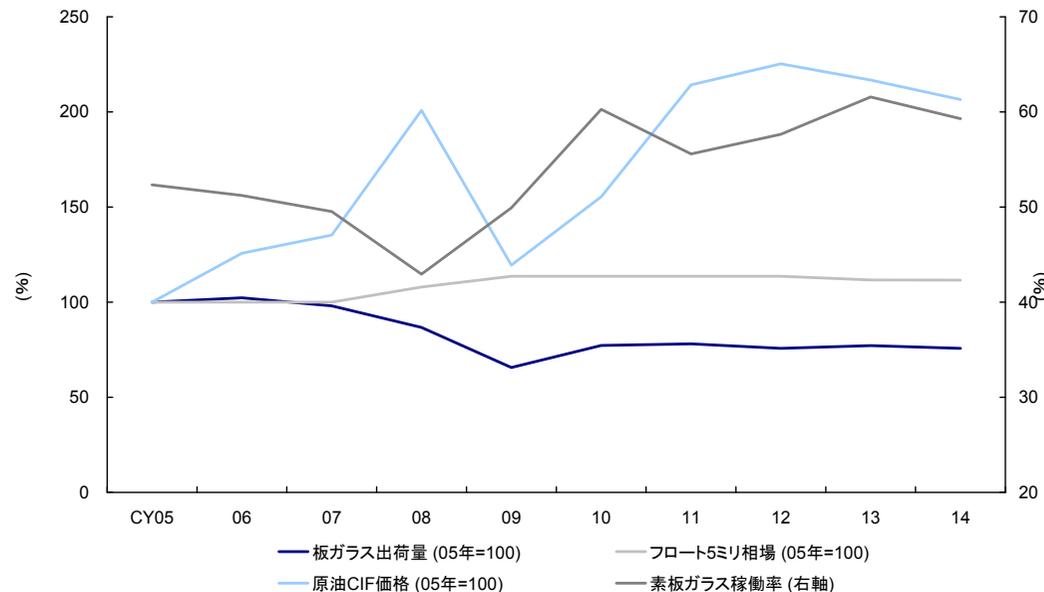
建築用ガラスは値上げと原油安で15年度は収益改善見込みだが、他社との差別化は難しく、中期的な課題を残す

自動車用ガラスは相対的に安定した利益を維持できているとみるが、自動車生産台数の中期的な減少懸念への対応が課題

国内板ガラス事業の収益性 (営業利益率)



板ガラス出荷量とフロート5ミリ相場



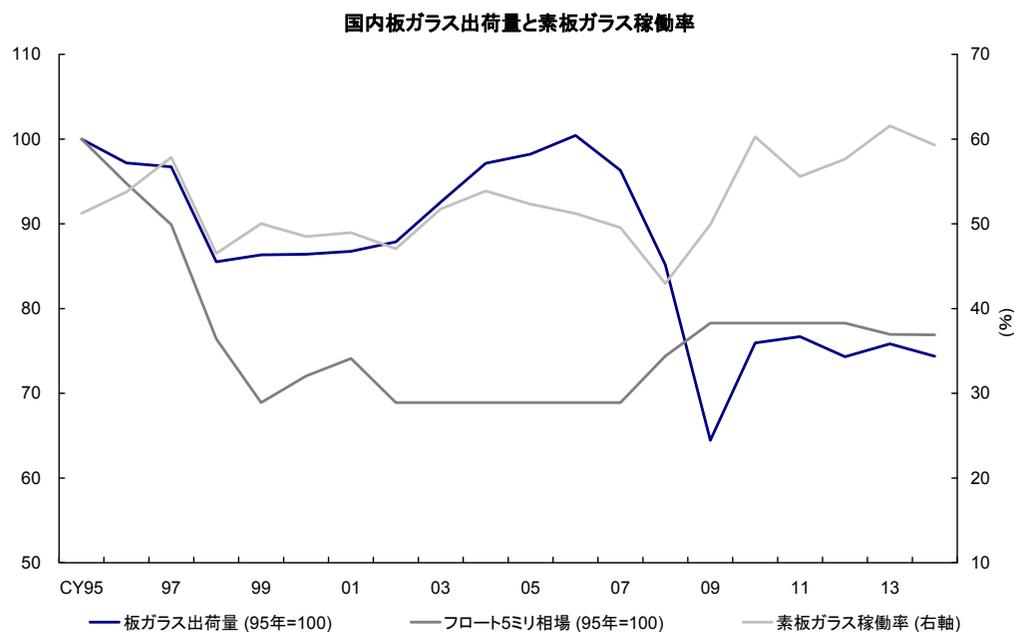
注) セントラル硝子は北米を含むが、12年度を除き赤字の主因は国内と推察
日本板硝子は無形資産償却および個別開示項目前営業利益

(出所: 経済産業省資料などよりみずほ証券エクイティ調査部作成)

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

板ガラス事業の収益性 (日本)

日本の板ガラス需要は建築用および自動車用ともに中期的に減少する見通しにある
 99年、08-09年にフロートラインの削減が実施されたが、中期的な需要減退見通しから
 過剰能力問題が再燃する可能性は否定できない → 差別化が難しい建築用ガラスに
 おける各社の施策を注視



(出所: 経済産業省資料などよりみずほ証券エクイティ調査部作成)

日本におけるフロートライン稼働状況

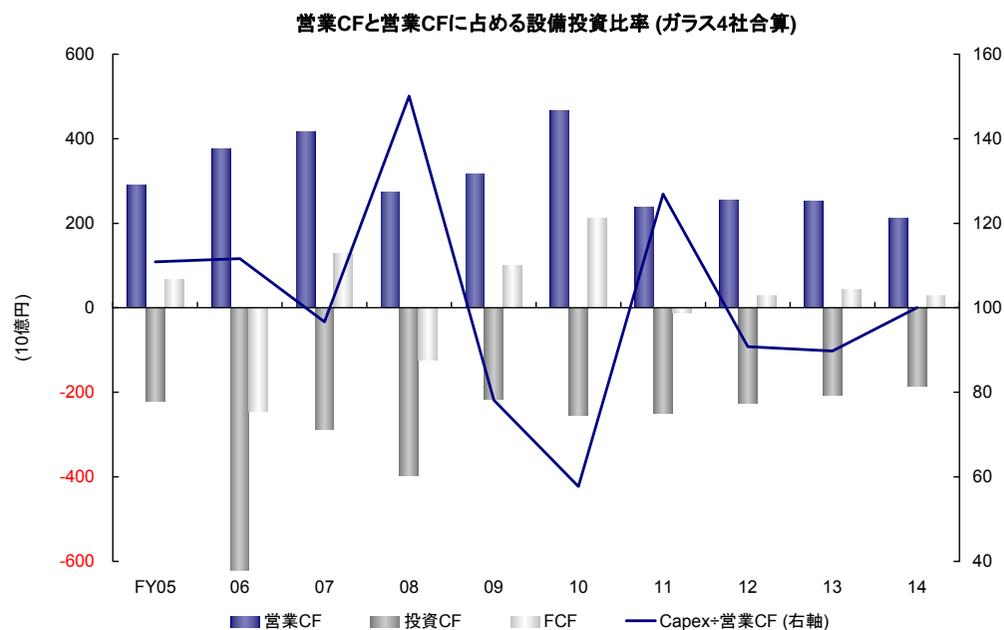
		稼働状況	生産品種
セントラル硝子	堺	○	建築用
	松阪No.1	○	自動車用
	松阪No.2	× (08年)	-
	宇部	× (09年)	-
旭硝子	鹿島	○	建築用
	京浜No.1	× (99年)	-
	愛知No.1	○	自動車用
日本板硝子	愛知No.2	○	自動車用
	千葉No.1	○	建築用
	千葉No.3	○	建築用
	舞鶴No.1	○	高機能ガラス専用
	舞鶴No.5	○	自動車用

(出所: みずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率 (1)

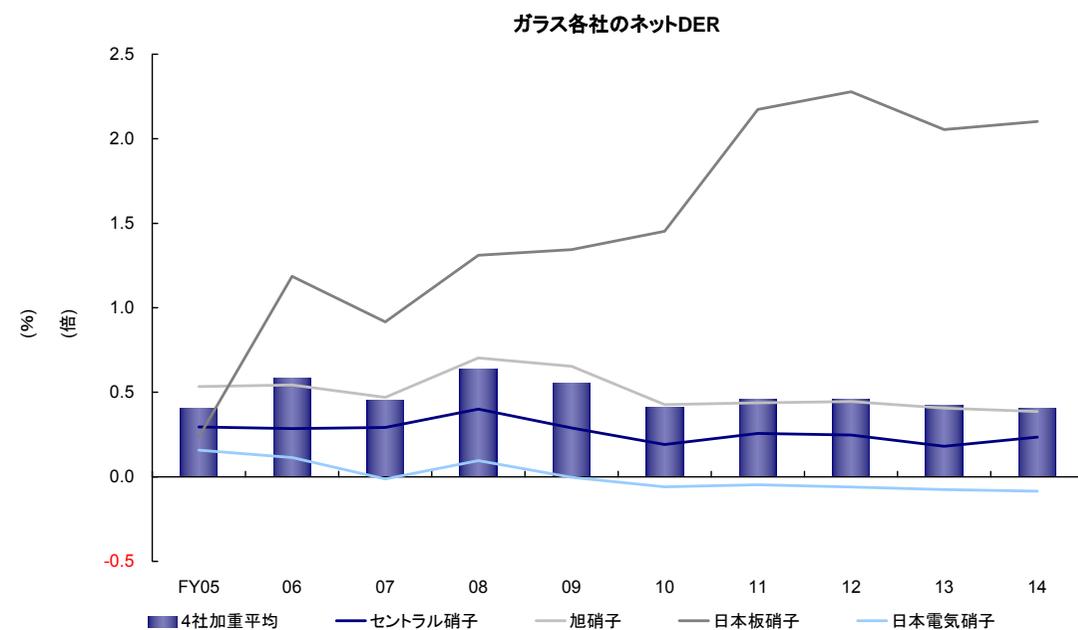
ガラス4社は営業CFのほぼ全額を設備投資に振り向けている

財務の健全性が維持されているため、設備投資に対する甘さがあるとの印象



注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)



注) 旭硝子は12月決算、日本電気硝子も14年度より12月決算

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

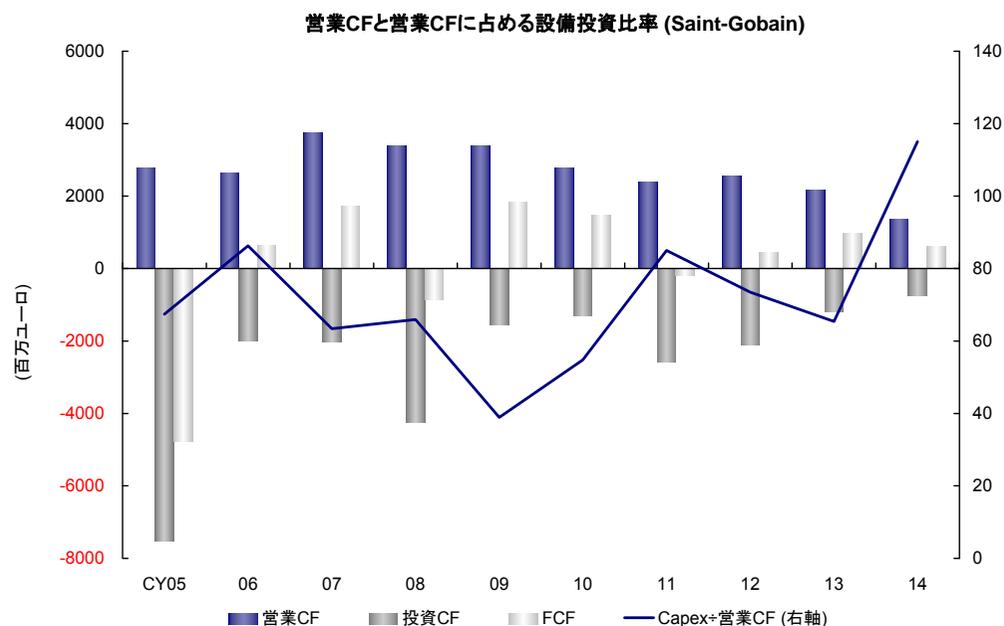
営業CFと営業CFに占める設備投資比率の過去10年平均 (10億円)

	営業CF	投資CF	FCF	Capex / 営業CF
4社合算	309.5	-286.7	22.8	98%

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率 (2)

過去10年平均の営業CFに占める設備投資比率は、Saint-Gobainが約7割、Corningが約5割にとどまる

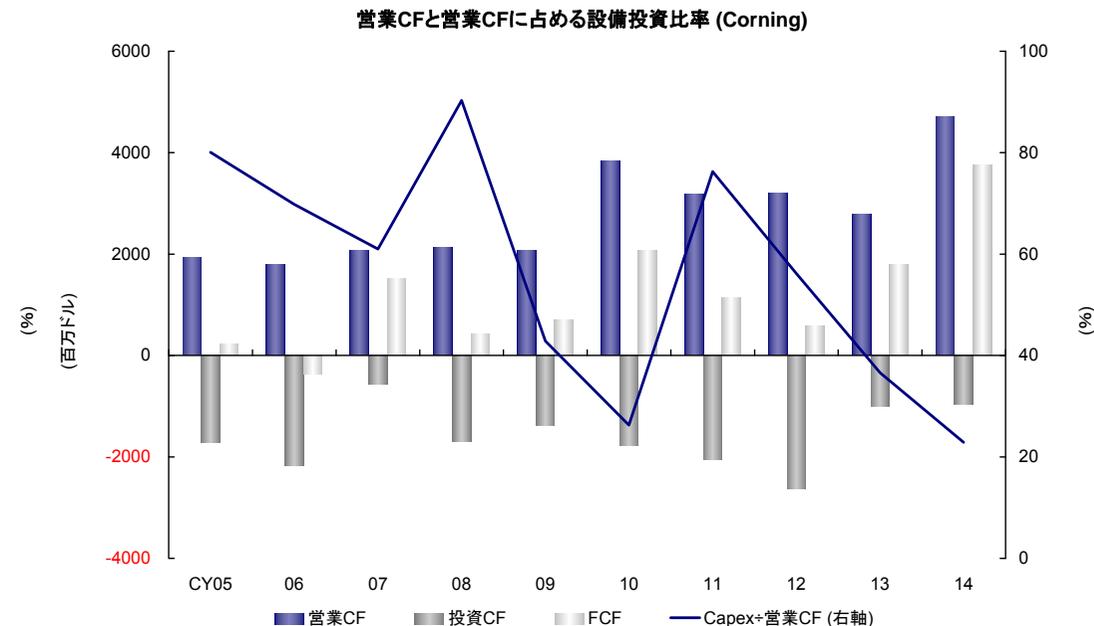


(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率の過去10年平均 (百万ユーロ)

	営業CF	投資CF	FCF	Capex / 営業CF
Saint-Gobain	2,719	-2,531	188	68%

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)



(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

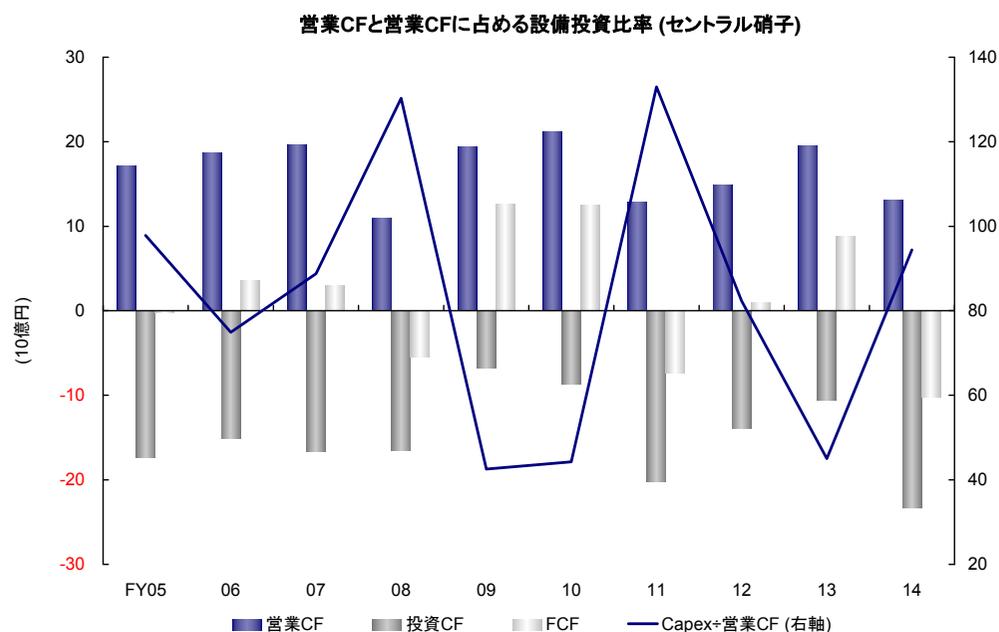
営業CFと営業CFに占める設備投資比率の過去10年平均 (百万ドル)

	営業CF	投資CF	FCF	Capex / 営業CF
Corning	2,775	-1,594	1,181	51%

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率 (3)

セントラル硝子は過去10年平均では相対的に低位だが、積極的な設備投資計画が気掛かり。旭硝子は構造改革よりも設備増強のリリースが目立つ

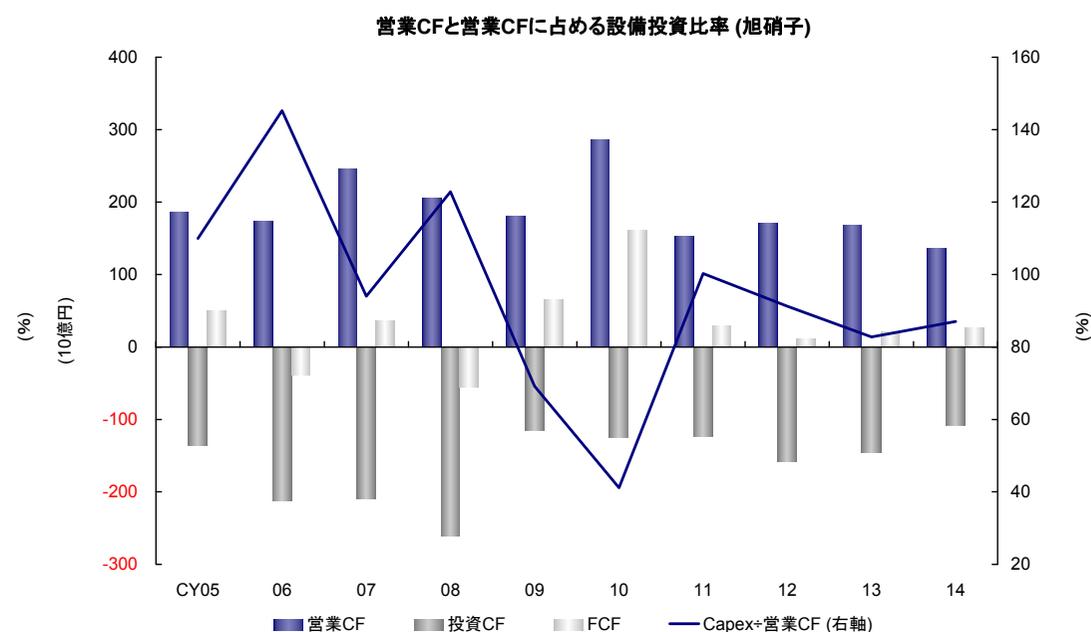


(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率の過去10年平均 (10億円)

	営業CF	投資CF	FCF	Capex / 営業CF
セントラル硝子	16.7	-14.9	1.8	78%

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)



(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

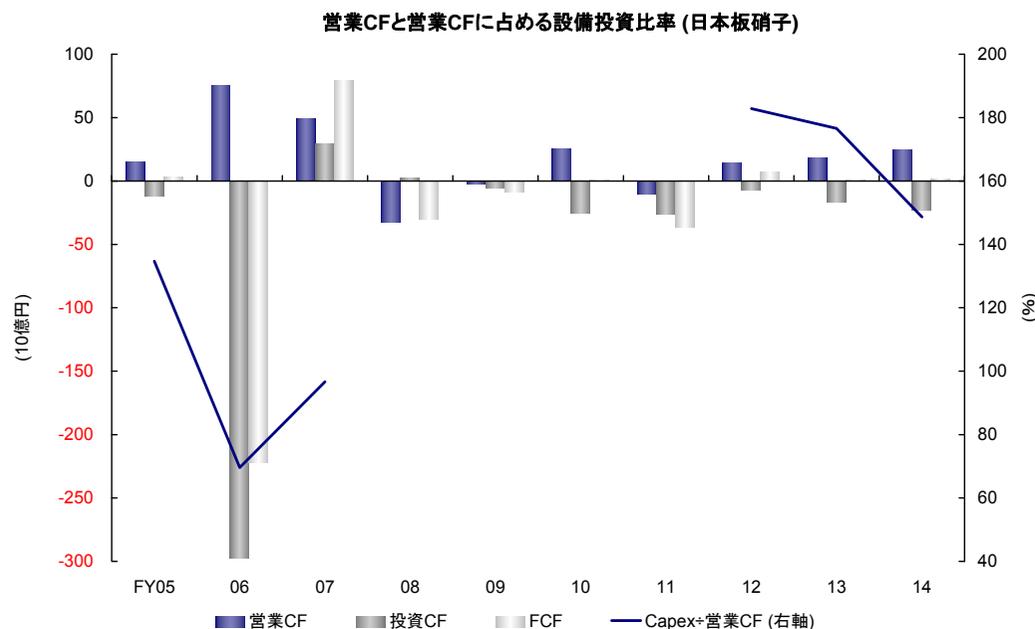
営業CFと営業CFに占める設備投資比率の過去10年平均 (10億円)

	営業CF	投資CF	FCF	Capex / 営業CF
旭硝子	190.2	-159.6	30.7	92%

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率 (4)

日本板硝子は減価償却内の設備投資との姿勢だが、営業CF創出力の引き上げに苦戦。日本電気硝子は強固な財務体質を背景に、高水準の設備投資を継続中

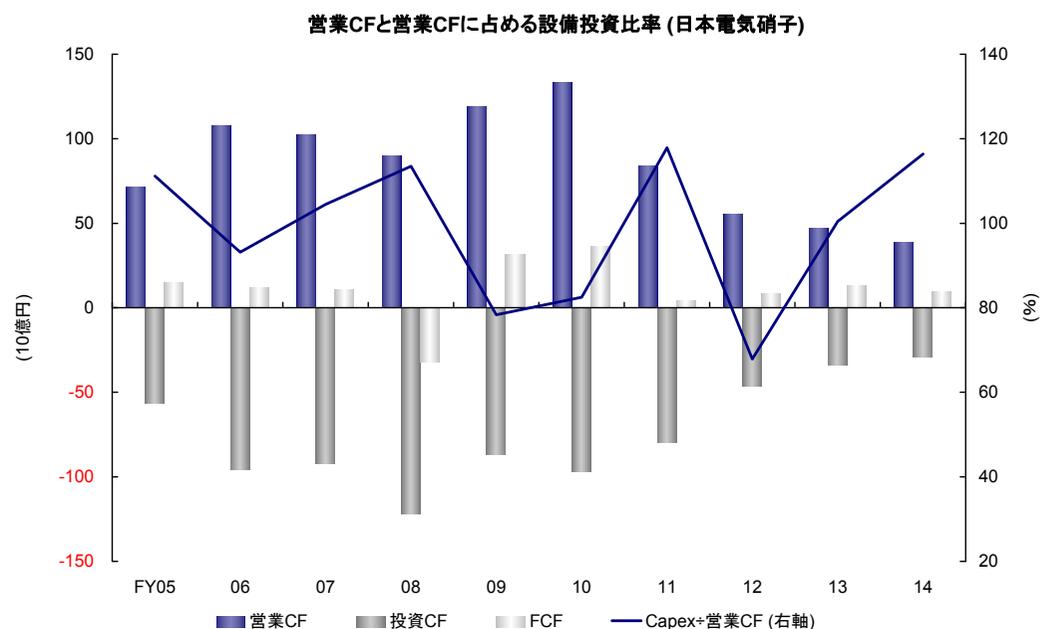


(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率の過去10年平均 (10億円)

	営業CF	投資CF	FCF	Capex / 営業CF
日本板硝子	17.7	-38.2	-20.5	194%

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)



(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

営業CFと営業CFに占める設備投資比率の過去10年平均 (10億円)

	営業CF	投資CF	FCF	Capex / 営業CF
日本電気硝子	84.8	-74.0	10.8	97%

(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

事業ポートフォリオ (1)

セントラル硝子は事業規模拡大、旭硝子はバランスのとれた収益構造を志向

		FY05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	FY14
売上高	ガラス	59	60	57	53	50	50	54	53	54	55	111.3
	化成品	41	40	43	47	50	50	46	47	46	45	90.0
営業利益	ガラス	15	12	-30	-278	-116	-32	-28	-20	-1	-5	-0.6
	化成品	85	88	130	378	216	132	128	120	101	105	12.2
従業員数	ガラス	73	71	71	67	61	61	66	65	65	-	3,458
	化成品	27	29	29	33	39	39	34	35	35	-	1,889

注) 14年度従業員数は13年度実績値 (出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

		CY05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	CY14
売上高	ガラス	48	48	50	49	44	42	44	45	48	51	712.7
	電子	28	28	27	25	31	33	30	27	25	21	297.7
	化学品	19	18	18	20	20	19	20	21	21	23	317.2
	セラミックス・その他	5	5	5	6	6	6	7	7	6	6	80.8
営業利益	ガラス	32	34	32	12	-41	8	6	-1	-16	1	0.6
	電子	51	58	60	82	147	83	81	83	93	58	36.2
	化学品	14	6	6	3	-9	8	11	16	22	39	24.1
	セラミックス・その他	3	2	2	3	2	1	2	2	2	2	1.1
従業員数	ガラス	63	64	68	65	62	61	59	63	63	61	31,253
	電子	24	22	17	20	22	23	26	20	21	22	11,170
	化学品	8	9	10	10	10	9	9	10	10	10	5,262
	セラミックス・その他	5	5	5	6	6	6	6	7	7	7	3,429

注) 12年度よりIFRS基準 (出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

		FY05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	FY14
売上高	建築用ガラス	46	47	46	47	43	44	44	42	41	42	274.1
	自動車用ガラス	21	39	42	40	44	44	44	46	49	48	316.4
	高機能ガラス	28	11	10	10	11	11	11	11	9	9	58.8
	その他	5	3	2	3	2	1	1	1	1	1	6.2
営業利益	建築用ガラス	48	59	60	92	-161	45	61	3	49	67	17.0
	自動車用ガラス	12	54	52	54	1,224	39	34	53	50	37	9.4
	高機能ガラス	63	14	13	17	450	25	47	75	26	19	4.9
	その他	-22	-27	-25	-62	-1,413	-10	-42	-31	-25	-24	-6.0
従業員数	建築用ガラス	-	35	38	36	34	35	35	33	32	-	8,779
	自動車用ガラス	-	38	45	48	50	49	50	51	56	-	15,066
	高機能ガラス	-	28	14	14	14	13	13	11	7	-	1,969
	その他	-	-	3	2	3	3	3	5	5	-	1,265

注) 10年度よりIFRS基準。営業利益は無形資産償却および個別開示項目前。14年度従業員数は13年度実績値 (出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

事業ポートフォリオ (2)

日本電気硝子はディスプレイ:ノンディスプレイ=50%:50%、営業利益率10%を志向

		(構成比:%)											(10億円、人)
		FY05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	FY14	
売上高	電子・情報用ガラス	78	81	82	82	85	84	81	79	72	69	133.7	
	その他用ガラス	22	19	18	18	15	16	19	21	28	31	59.0	
営業利益	電子・情報用ガラス	79	87	92	98	103	-	-	-	-	-	5.2	
	その他用ガラス	21	13	8	2	-3	-	-	-	-	-	-	
従業員数	電子・情報用ガラス	79	81	81	79	79	-	-	-	-	-	5,084	
	その他用ガラス	21	19	19	21	21	-	-	-	-	-	-	

注) 14年度より12月決算に変更(9ヵ月変則) (出所:会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

		(構成比:%)											(百万ユーロ)
		CY05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	CY14	
Sales	Flat Glass	13	12	13	12	12	13	13	12	11	12	4,893	
	High Performance Materials	14	12	11	9	8	10	10	10	10	10	4,232	
	Construction Products	19	26	25	27	27	27	26	26	27	27	11,361	
	Building Distribution	43	41	44	44	44	42	43	43	44	45	18,806	
	Packaging	11	10	8	8	9	9	8	9	8	6	2,705	
Operating Income	Flat Glass	16	13	17	19	7	14	14	4	4	10	289	
	High Performance Materials	18	13	14	15	10	19	19	22	19	20	565	
	Construction Products	22	37	32	29	45	34	32	34	36	36	1,020	
	Building Distribution	31	27	27	24	19	19	22	27	23	24	661	
	Packaging	14	10	10	12	20	14	13	14	17	10	275	

(出所:会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

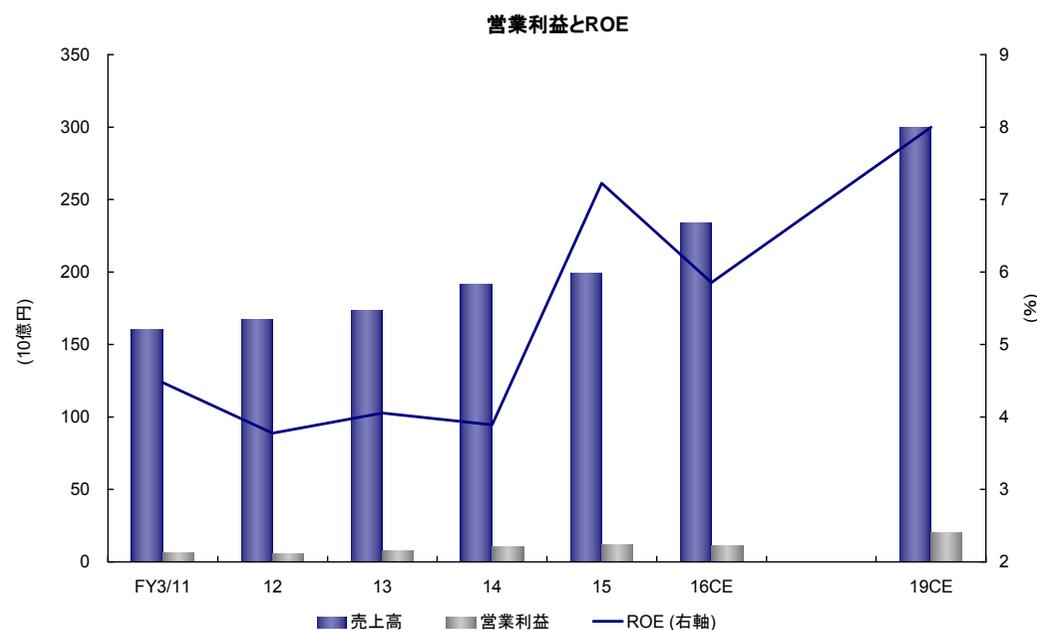
		(構成比:%)											(百万ドル)
		CY05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	CY14	
Net sales	Display	38	41	45	46	45	45	40	36	33	40	3,851	
	Optical Communications	35	33	30	30	31	26	26	27	30	27	2,652	
	Specialty Materials	-	-	-	6	6	9	14	17	15	12	1,205	
	Environmental	13	12	13	12	11	12	13	12	12	11	1,092	
	Others	14	13	12	6	7	8	8	8	11	9	915	
Net income	Display	99	97	93	102	106	97	90	82	75	77	1,369	
	Optical Communications	5	0	5	2	1	3	7	8	12	12	205	
	Specialty Materials	-	-	-	-0	-3	-1	-1	7	11	8	144	
	Environmental	1	0	3	2	-2	1	5	6	8	10	182	
	Others	-6	2	-1	-5	-2	-0	-1	-3	-5	-7	-125	

(出所:会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

ガラス各社の中期経営計画 (1)

セントラル硝子は成長事業への積極的な投資による規模拡大 → これまでの中計も同様のコンセプトであったため、実績との大幅な乖離が生じた

現行中計も3年目以降から加速するというシナリオと推察する



(出所: 会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

□ 中期経営計画(FY14-18)の基本戦略

- ・ 成長事業への積極的な投資による収益拡大
- ・ ベース事業の構造改革の推進
- ・ 積極的な海外展開とグループ経営の基盤強化
- ・ 10年先をも睨んだ研究開発体制の強化

□ 成長事業目標売上高

- ・ 「環境・エネルギー」、「ライフサイエンス」、「快適な生活」の3分野において、14/3期売上高600億円を19/3期に1,600億円に引き上げる

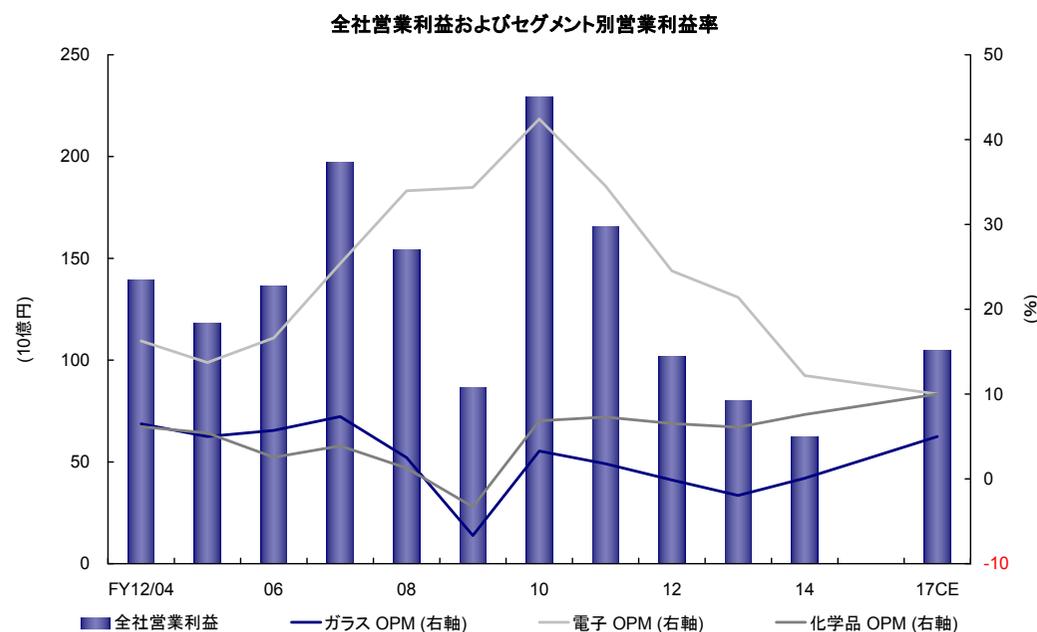
<経営目標>

売上高 3,000億円、営業利益200億円、ROE8%

ガラス各社の中期経営計画 (2)

旭硝子はガラスと化学品を主体とした業績の上昇トレンドへの反転 → 追加施策を実施することで下振れリスクが発生しても営業利益1,000億円以上の達成を目指す

この利益目標がある限り、年間配当18円は維持されるとみる



□ マーケット視点と多様性を活かした売上高の拡大

- ・ 既存製品で新たな市場を開拓
- ・ 既存市場へ新たな製品を提供
- ・ 新たな製品を新たな市場に投入

□ メリハリある経営資源配分により資産効率を向上

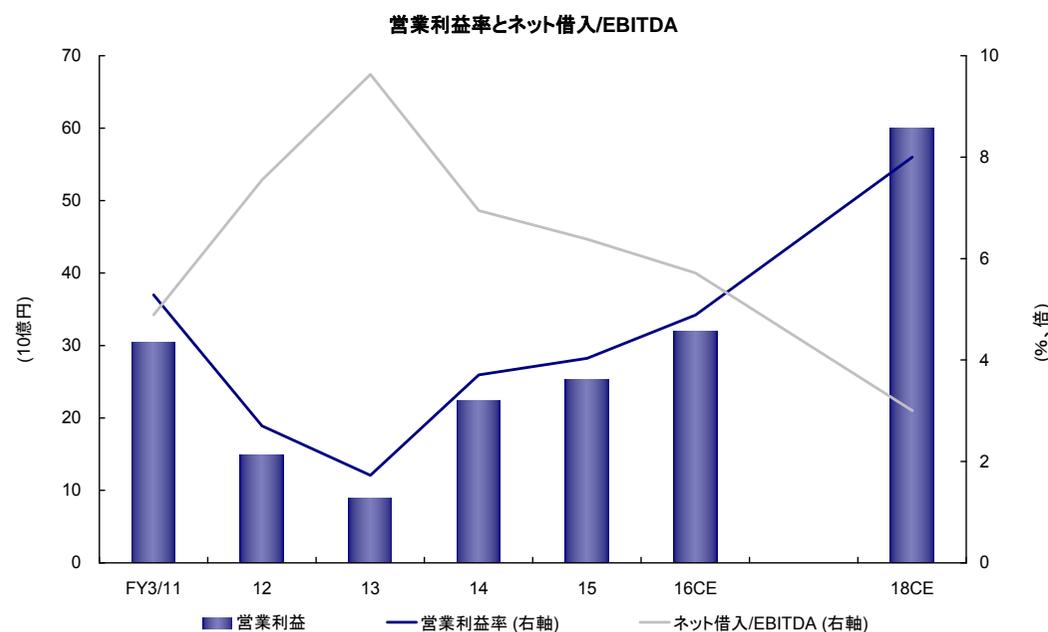
- ・ ガラス: 成長 → 自動車用ガラス
キャッシュ創出 → 建築用ガラス(新興国)
体質強化 → 建築用ガラス(先進国)
- ・ 電子: 成長 → 電子部材、化学強化ガラス等
キャッシュ創出 → 液晶用ガラス
- ・ 化学品: 成長 → クロールアルカリ(海外)、ライフサイエンス等
体質強化 → クロールアルカリ(国内)

<経営目標>

売上高16,000億円、営業利益1,000億円以上、ROE5%以上

ガラス各社の中期経営計画 (3)

日本板硝子はEBITDAの拡大による財務体質の健全化 → 当面は既存設備稼働効率の極大化による限界利益の増加を図り、その次にVA品比率の向上を目指す
 現行中計の進捗はやや遅れ気味との印象 → 森新社長の実行力が問われる



□ 中期経営計画(FY14-17)の最上位の目標

- ・ 財務のサステナビリティ確立
- ・ VAガラスカンパニーとしての変革開始

□ 目標達成のためのグループワイドの主要アクション

- ・ VA品比率の向上：14/3期約30%のVA比率を19/3期以降に50%以上に引き上げる
- ・ 既存設備稼働効率の極大化：設備の能力を引き出し売上可能な数量を最大化させる

<財務目標>

ネット借入/EBITDA：3倍

ROS(営業利益率)：8% → 4年間で+4ppt (毎年+1ppt)

参考:14年度分野別・地域別売上高内訳

板ガラス事業における分野別・地域別売上高(14年度) (10億円)

		全体	欧州	北米	日本	その他
セントラル硝子	建築用ガラス	39.8	-	-	-	-
	自動車用ガラス	67.0	-	-	-	-
	電子材料用ガラス	4.4	-	-	-	-
	(ガラス計)	111.2	-	-	-	-
旭硝子	板ガラス	373.1	191.2	45.9	148.0	-
	自動車用ガラス	339.6	101.7	66.9	176.7	-
	(ガラス計)	712.7	292.9	112.8	324.7	-
日本板硝子	建築用ガラス	252.9	94.5	33.2	68.4	56.8
	自動車用ガラス	314.0	143.4	80.3	53.5	36.8
	(ガラス計)	566.9	237.9	113.5	121.9	93.6

注) セントラル硝子および日本板硝子は外部顧客への売上高。旭硝子の北米はブラジルを含み、日本はアジア含む

(出所:会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

板ガラス事業以外の分野別売上高・地域別売上高(14年度) (10億円)

		全体	日本	韓国	中国・台湾	その他
日本電気硝子	電子・情報用ガラス	133.7	-	-	-	-
	その他用ガラス	59.0	-	-	-	-
	(ガラス計)	192.7	41.0	71.9	42.7	37.2

(出所:会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

		(10億円)
セントラル硝子	化学品	19.7
	ファインケミカル	45.9
	肥料	14.1
	ガラス繊維	8.1
	(化成品計)	87.8

注) 外部顧客への売上高

(出所:会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

		(10億円)
旭硝子	ディスプレイ	233.9
	電子部材	63.8
	(電子計)	297.7
	クロールアルカリ・ウレタン	212.4
	フッ素・スペシャリティ	114.6
	消去	-9.7
(化学品計)	317.2	

(出所:会社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成)

本資料で言及した銘柄

コード	会社名	投資判断	株価 (5/22)
4044	セントラル硝子	アンダーパフォーム	531円
5201	旭硝子	中立	813円
5202	日本板硝子	中立	120円
5214	日本電気硝子	アンダーパフォーム	653円

注: NR = 弊社カバレッジ銘柄ではありません
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

重要開示事項

- みずほ証券および / またはその子会社・関連会社は、次の会社の発行済み株式総数の1%以上を保有しています: 該当無し
- みずほ証券および / またはその子会社・関連会社は、次の会社の過去12カ月の証券公募に際し、引受幹事を務めております: セントラル硝子, 日本電気硝子
- みずほ証券および / またはその子会社・関連会社の投資銀行業務を担う部門は、次の会社より過去12カ月間に報酬を受けたか、又は今後3カ月以内に受ける予定又は可能性があります: セントラル硝子, 旭硝子, 日本板硝子, 日本電気硝子
- みずほ証券および / またはみずほインターナショナル および / または米国みずほ証券 は、次の会社の証券のマーケットメイキングを行なっております: 該当無し

*株式保有割合は米国のFINRA規則に基づき算出しています。上場後1ヵ月以内の会社に関しては目論見書を基準に算出する場合があります。

投資判断の表記方法

投資判断は以下の3段階で示します。投資判断及び目標株価の評価期間は、概ね6カ月から1年間とします。

- | | | |
|-----------|---|--|
| 買い | : | 目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が10%以上であり、かつ下記のセクター相対配分ガイドラインによっても「アンダーパフォーム」とされない銘柄。 |
| 中立 | : | 目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が-10%から+10%の範囲にあり、かつ下記のセクター相対配分ガイドラインによっても「アンダーパフォーム」とされない銘柄。 |
| アンダーパフォーム | : | 目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が-10%以下であるか、カバレッジユニバース内において乖離率が下位にあり、下記のセクター相対配分ガイドラインにより「アンダーパフォーム」とされる銘柄。 |
| RS | : | 一時的に投資判断、目標株価を停止した銘柄。 |
| NR | : | カバレッジ対象外として投資判断を付与しない銘柄。 |

【セクター相対配分ガイドライン】

1名または複数のアナリストによりカバーされ、共通の属性を持つ銘柄で構成される各カバレッジユニバースにおいて、所属する銘柄数に10%を掛けた数(小数点以下は四捨五入)が「アンダーパフォーム」となるように乖離率の低い銘柄順に選択する。(6銘柄以上で構成されるカバレッジユニバースに適用。なお一時的にこの条件を満たさない場合もありうる。)

みずほ証券エクイティ調査部の前四半期中における投資判断の内訳については、同調査部のウェブサイト(MizuhoResearchWEB)にてご覧になれます。それぞれの投資判断(「買い」、「中立」、「アンダーパフォーム」)を付した銘柄数の全体に対する割合(%)が「個別銘柄開示事項」として掲載されております。また同様に、みずほ証券が過去12カ月間に投資銀行関連サービスを提供したことのある対象企業数が、それぞれの投資判断カテゴリー内に占める割合(%)も開示されております。

アナリスト確認事項

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の表紙に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また、直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは、報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

留意事項

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込む目的で提供されるものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等はみずほ証券がすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものではありませんが、みずほ証券はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合があります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客様ご自身で独自に検討する必要があります。本資料において言及された証券に関連する投資や取引を実行する前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、投資家のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆しないしは約束するものではありません。特に断わりのない限り将来のパフォーマンス予想はアナリストが有意と考える要因に基づく推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。

ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。しかしながら、みずほ証券は、みずほフィナンシャルグループの子会社であるため、会社の方針としてみずほフィナンシャルグループについての投資判断を差控えることとしております。

みずほ証券およびその他のみずほフィナンシャルグループの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する、有価証券・有価証券の派生商品等を自己または委託にて取引することがあります。さらに本資料に示されている投資判断とは相反する形での取引を執行することもあります。これらの発行会社に対しては各種金融サービスを提供することがあります。ただしみずほ証券はみずほフィナンシャルグループ株式については会社法135条に従い、自己売買を行うことを禁じられております。

本資料の日本での配布は、みずほ証券がこれを行いません。英国では、ブルーデンス規制機構(the Prudential Regulation Authority)の認可を受け、金融行為監督機構(the Financial Conduct Authority)及びブルーデンス規制機構の規制のもとにあり、ロンドン証券取引所の会員であるMizuho International plc, Bracken House, One Friday Street, London EC4M 9JAによって配布されます。本資料は欧州経済領域のその他の加盟国の顧客に配布されることがあります。本資料は金融行為監督機構規則により規定されている個人投資家向けではありません。Mizuho International plcが定める利益相反の防止および回避に関する社内管理規定の詳細についてはウェブサイト<https://uk.mizuho-sc.com>をご覧ください。米国での配布については、Mizuho Securities USA Inc., 320 Park Avenue, New York, NY 10022, USAがこれを行い、同社が本資料の内容にも責任を負っております。関心のある米国の投資家の方々は、Mizuho Securities USA Inc.の営業担当者までご連絡下さい。香港および日本以外のアジア諸国への配布は、Mizuho Securities Asia Limited, 12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, Central, Hong Kong, S.A.R., The People's Republic of Chinaがこれを行います。

また本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

当社取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料をご負担いただきます。国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.134%(税込み)、最低2,700円(税込み)(ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%(税込み)を乗じた金額)の委託手数料をご負担いただきます。手数料等に関する税率は8%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94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

みずほ証券株式会社 エクイティ調査部
〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア