

## 自動車業界

## 部品/タイヤ 7-9 月期プレビュー: タイヤ需給は静かに底打ち。デンソーイベントにも注目

目標株価変更

## デンソー/アイシン/BS/住友ゴムの 7-9 月期プレビュー

デンソー/アイシン/ブリヂストン/住友ゴムの業績予想を再考。OEM 各社の生産見通しや原材料の市況変動、為替などを反映した。デンソーは 2Q 後の各種イベントでの中長期議論にも注目。弊社のベースケースとは異なるが、タイヤは「米国完成車販売ピークアウト」との前提なら相対投資妙味上昇もあろう。

## デンソー:2Q 後の会社主催イベントにも注目

デンソーの 2Q 営業利益は 1,895 億円(前年同期比 2.1 倍)と予想する。1Q はコストインフレの転嫁遅れなどもあり、低位でのスタートとなったが 2Q はその期ズレ影響発現もあり、利益水準は高位と予想。トヨタの生産も順調に回復基調にあり、実態面での信頼感が高い。また、2Q 後も電動化戦略説明会(11/2)やダイアログデー(11/15)など、当社主催イベントが相次ぐ点にも注目したい。

## 住友ゴム:販売環境は改善基調ながら、株価は割高

住友ゴムの 3Q 事業利益は 155 億円と予想する。欧州市場は引き続き厳しい販売環境が続くが、当社に於いて、北米市場全体での在庫調整の影響は既に消失済みとの前提であり、トレンドは回復基調と見る。2Q 時に公表された赤字事業の解消計画が当社業績に実際に影響を与えるのは 25/12 期頃と弊社では想定、来 24/12 期は種々のコスト増影響により微減益との見解を維持する。

## ブリヂストン:緩やかな改善基調と予想

ブリヂストンの 3Q 調整後営業利益は 1,270 億円(前年同期比-6%)と予想する。北米 REP(Replacement)の需給は前 2Q がボトムであり、販売環境は改善傾向にあると想定。但し、タイヤ各社のコメントなどを踏まえ、その改善ペースは緩やかに留まるとの前提を置いた。2Q 時の当社は当面のタイヤ市場環境に対し慎重スタンスであったが、3Q 時には同見解のアップデートにも注目したい。

## アイシン:中国販売は弱いが「会社計画線」と想定

アイシンの 2Q 営業利益は 660 億円(前年同期比+3.3 倍)と予想する。1Q 比大幅増益となるが、コストインフレ分の回収増に加え、通常の季節性も考慮した。中国の内燃機関車販売は依然低迷も、当社の期初前提も相応に保守的であったことから、ほぼ想定線での進捗と予想。新中計で公表された B/S スリム化による資金捻出計画などを反映するが、26/3 期営業利益:3,000 億円達成は要議論。

>>当該アナリストは BofAS の米国外関連会社の役職員であり、FINRA には登録していません。

特定の業務管轄地域において本情報に責任を負っている特定の BofA Securities 法人に関する情報は「その他重要開示事項」をご覧ください。

BofA Securities は、当社が発行する調査レポート中で言及する発行体と取引関係があるか、または取引関係を結ぶ意向があります。結果として弊社に利益相反が発生し、本レポートの客観性に影響する可能性があることを念頭において投資を検討されるようお勧めします。本レポートは投資を判断する際の一つの要素にすぎないことを念頭において投資を検討されるようお勧めします。

21-25 頁に重要開示事項を掲載。18 頁にアナリスト認証を掲載。18 頁に目標株価の根拠とリスクを掲載。

12611367

タイムスタンプ: 2023-10-15 04:00PM EDT

2023-10-16

株式  
日本  
自動車二本柳 慶 >>  
リサーチアナリスト  
BofA 証券  
kei.nihonyanagi@bofa.com細田 寛太郎 >>  
リサーチアナリスト  
BofA 証券  
kentaro.hosoda@bofa.com図表 1: 投資評価は不変  
投資評価と目標株価新旧

	Rating	Price Objective		+/- vs current
		New	Old	
Denso	Buy B-1-7	¥3,100	¥3,000	+29%
BS	Neutral A-2-7	¥6,500	¥6,400	+9%
Aisin	Neutral B-2-7	¥5,500	¥4,600	-0%
SRI	U/P B-3-7	¥1,400	¥1,300	-10%

出所: BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

# デンソー: 買い、目標株価は 3,000 円→3,100 円

図表 2: トヨタ生産も順調に回復、デンソー業績は堅調推移と予想  
デンソー: 弊社業績予想と会社計画、市場コンセンサス

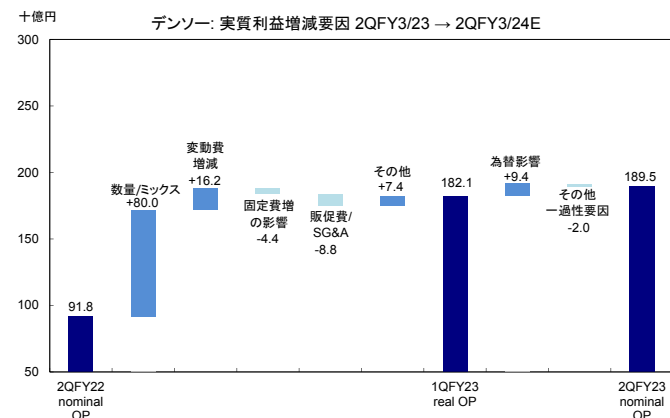
## Denso (6902)

Fiscal Year		Sales		OP		PBT		Net Profit		EPS JPY	P/E x	P/B x	ROE %
		JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %				
FY3/23	Actual	6,401,320	+16.1%	426,099	+24.9%	456,870	+18.7%	314,633	+19.2%	416.0	5.8	0.4	7.3%
FY3/24	E New	7,308,700	+14.2%	689,700	+61.9%	721,100	+57.8%	501,400	+59.4%	167.4	14.4	1.5	10.9%
	E Old	7,215,400	+12.7%	678,500	+59.2%	709,900	+55.4%	493,700	+56.9%	164.8	14.6	1.5	10.7%
	IFIS E	7,074,844	+10.5%	641,913	+50.6%	694,025	+51.9%	483,113	+53.5%	160.5	15.0		
	CoE	6,700,000	+4.7%	600,000	+40.8%	654,000	+43.1%	444,000	+41.1%	148.2	16.2		
FY3/25	E New	7,471,600	+2.2%	784,300	+13.7%	816,400	+13.2%	567,400	+13.2%	189.4	12.7	1.4	11.2%
	E Old	7,325,400	+1.5%	762,000	+12.3%	794,100	+11.9%	552,100	+11.8%	184.3	13.1	1.4	10.9%
	IFIS E	7,374,687	+4.2%	707,253	+10.2%	758,420	+9.3%	527,493	+9.2%	175.6	13.7		
FY3/26	E New	7,491,200	+0.3%	837,000	+6.7%	869,500	+6.5%	604,200	+6.5%	201.7	11.9	1.2	10.8%
	E Old	7,363,000	+0.5%	813,600	+6.8%	846,100	+6.5%	588,100	+6.5%	196.3	12.3	1.2	10.5%
	IFIS E	7,712,831	+4.6%	787,831	+11.4%	842,346	+11.1%	588,100	+11.5%	199.0	12.1		
1H (Apr-Sep)													
FY3/23	Actual	3,020,114	+16.9%	155,413	-2.5%	170,644	-6.7%	105,798	-6.1%				
FY3/24	E New	3,597,900	+19.1%	283,900	+82.7%	301,300	+76.6%	209,900	+98.4%				
	E Old	3,525,400	+16.7%	267,500	+72.1%	285,000	+67.0%	198,500	+87.6%				
2H (Oct-Mar)													
FY3/23	Actual	3,381,206	+15.3%	270,686	+48.8%	286,226	+41.7%	208,835	+38.1%				
FY3/24	E New	3,710,800	+9.7%	405,800	+49.9%	419,800	+46.7%	291,500	+39.6%				
	E Old	3,690,000	+9.1%	411,000	+51.8%	424,900	+48.4%	295,200	+41.4%				
1Q (Apr-Jun)													
FY3/23	Actual	1,415,009	+4.3%	63,643	-40.6%	82,564	-37.3%	51,875	-41.9%				
FY3/24	Actual	1,712,860	+21.0%	94,378	+48.3%	129,270	+56.6%	85,460	+64.7%				
2Q (Jul-Sep)													
FY3/23	Actual	1,605,105	+30.9%	91,770	+76.0%	88,080	+71.9%	53,923	+130.6%				
FY3/24	E New	1,885,040	+17.4%	189,522	+106.5%	172,030	+95.3%	124,440	+130.8%				
	E Old	1,812,540	+12.9%	171,220	+86.6%	155,730	+76.8%	113,040	+109.6%				
3Q (Oct-Dec)													
FY3/23	Actual	1,615,568	+13.3%	112,535	+16.1%	127,511	+12.2%	92,003	+14.1%				
FY3/24	E New	1,771,900	+9.7%	182,600	+62.3%	195,100	+53.0%	136,000	+47.8%				
	E Old	1,804,700	+11.7%	194,800	+73.1%	207,300	+62.6%	144,400	+57.0%				
4Q (Jan-Mar)													
FY3/23	Actual	1,765,638	+17.2%	158,151	+86.3%	158,715	+79.8%	116,832	+65.6%				
FY3/24	E New	1,938,900	+9.8%	223,200	+41.1%	224,700	+41.6%	155,500	+33.1%				
	E Old	1,885,300	+6.8%	216,200	+36.7%	217,600	+37.1%	150,800	+29.1%				

出所: 会社資料、IFIS コンセンサス、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

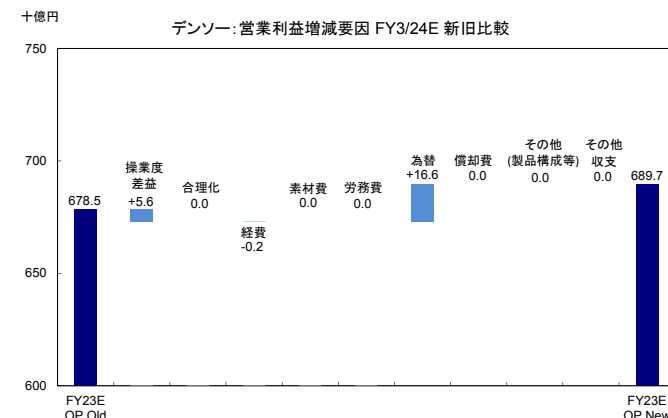
図表 3: 2Q は 1Q のコストインフレ回収もまとめて計上と想定  
デンソー: 2Q24/3 期弊社予想 OP 増減要因分析(前年同期比)



出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 4: 為替を主因に弊社予想を増額修正  
デンソー: 24/3 期弊社予想 OP 増減要因分析(従来予想比)



出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 5: 長期シナリオは不変。決算後の会社主催イベントにも注目  
デンソー: 弊社業績予想と目標株価、その変更の背景

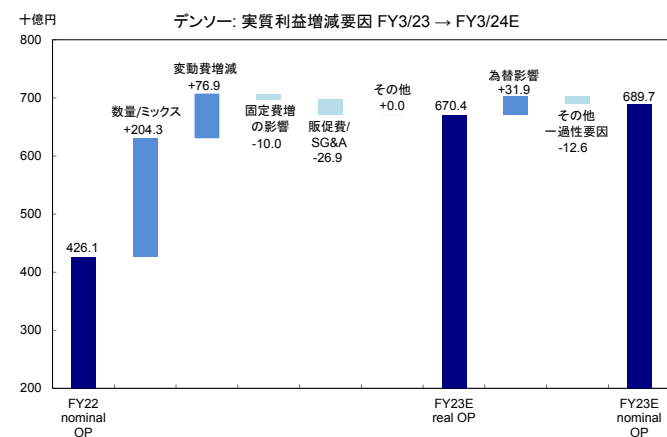
## デンソー (6902)

売上高(十億円)					コメント(売上高)	
投資評価	24/3 E	25/3E	26/3E	24/3 CoE	OEM 各社の生産前提変更と為替前提変更を反映し、トップライン予想を若干増額修正。日系 OEM の生産はトヨタを中心に全般に回復傾向。デンソーが 1Q 時に増額修正した会社計画は特に下期の生産前提が依然保守的で、再度上振れる可能性は十分と見ている。	
新 買い	7,309	7,472	7,491	6,700		
旧 買い	7,215	7,325	7,363	6,700		
営業利益(十億円)					コメント(営業利益/当期利益)	
目標株価	24/3 E	25/3E	26/3E	24/3 CoE	営業利益予想もトップラインの増額修正に伴い、若干ながら増額修正。会社計画比では、トップラインや為替は勿論、材料費上昇に伴うネガティブ影響も若干マイルドになると予想している。25/3 期以降は HEV や BEV 向けインバーターの販売拡大が増益ドライバー。	
新 3,100	690	784	837	600		
旧 3,000	679	762	814	600		
ROE					目標株価	
10/13/2023 株価	24/3 E	25/3E	26/3E	24/3 CoE	デンソー株の今後 12 カ月間の目標株価は 3,000 円→3,100 円(弊社業績予想増額を反映)。17/3 期-20/3 期の平均 EV/EBITDA:5.8 倍に対し、脱炭素化プレミアム:50%、トップライン確度ディスカウント:15%、低株価対応ポテンシャル: +5% をそれぞれ付与し(ネットで+40%)、妥当 EV/EBITDA は 8.5 倍。12 カ月フォワード EBITDA:1.12 兆円に乗じて妥当 EV:9.1 兆円、同時価総額 9.3 兆円を算出した。	
現株価 2,408	10.9%	11.2%	10.8%	NA		
乖離率 +28.7%	10.7%	10.9%	10.5%	-		

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

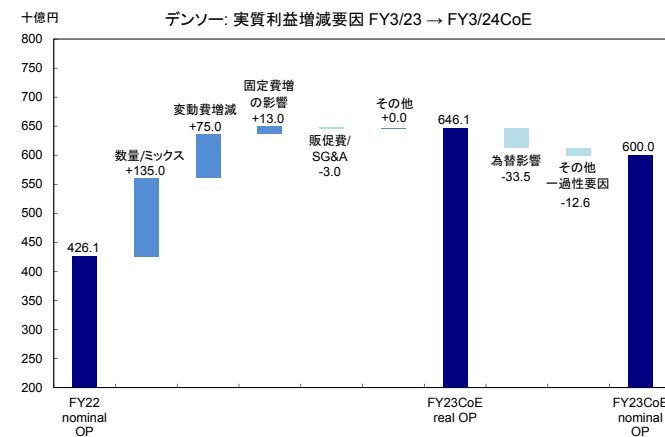
BofA GLOBAL RESEARCH

図表 6: 会社計画比では大幅上振れとの見解を維持  
デンソー: 24/3 期弊社予想 OP 増減要因分析(前期比)



BofA GLOBAL RESEARCH

図表 7: 会社計画は下期販売前提が保守的  
デンソー: 24/3 期会社計画 OP 増減要因分析(前期比)



BofA GLOBAL RESEARCH

図表 8: 過去最高益の更新が続く  
デンソー: 連結損益計算書 at a glance

¥ mn, ¥, %	2023/3	2024/3 E	2025/3 E	2026/3 E	24/3 CoE	2023/3		2024/3E					
						1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
<b>Revenues</b>	6,401,320	7,308,700	7,471,600	7,491,200	6,700,000	3,020,114	3,381,206	1,712,860	1,885,040	3,597,900	1,771,900	1,938,900	3,710,800
Cost of revenues	5,490,176	6,086,600	6,072,100	5,983,900		2,626,450	2,863,726	1,484,873	1,567,827	3,052,700	1,456,500	1,577,400	3,033,900
<b>Gross profits</b>	911,144	1,222,100	1,399,500	1,507,300		393,664	517,480	227,987	317,213	545,200	315,400	361,500	676,900
SG&A expenses	490,454	532,400	615,200	670,300		240,644	249,810	131,707	129,593	261,300	132,800	138,300	271,100
<b>Operating profits</b>	426,099	689,700	784,300	837,000	600,000	155,413	270,686	94,378	189,522	283,900	182,600	223,200	405,800
<b>Pretax profits</b>	456,870	721,100	816,400	869,500	654,000	170,644	286,226	129,270	172,030	301,300	195,100	224,700	419,800
Corporate tax, etc.	109,009	165,900	187,800	200,000		54,137	54,872	36,527	32,773	69,300	44,900	51,700	96,600
Minority interests	33,228	53,800	61,200	65,300		10,709	22,519	7,283	14,817	22,100	14,200	17,500	31,700
<b>Net profits</b>	314,633	501,400	567,400	604,200	444,000	105,798	208,835	85,460	124,440	209,900	136,000	155,500	291,500
<b>R&amp;D expense</b>	521,600	521,600	516,400	516,400	545,000	258,800	262,800	132,800	126,000	258,800	126,800	136,000	262,800
<b>Depreciation &amp; amortization</b>	353,300	356,800	363,900	371,200	355,000	178,200	175,100	88,700	91,300	180,000	88,300	88,500	176,800
<b>Capex</b>	366,800	359,500	352,300	359,300	370,000	177,100	189,700	88,600	85,000	173,600	76,200	109,700	185,900
% of sales													
<b>Gross profits</b>	14.2%	16.7%	18.7%	20.1%		13.0%	15.3%	13.3%	16.8%	15.2%	17.8%	18.6%	18.2%
<b>Operating profits</b>	6.7%	9.4%	10.5%	11.2%	9.0%	5.1%	8.0%	5.5%	10.1%	7.9%	10.3%	11.5%	10.9%
Pretax profits	7.1%	9.9%	10.9%	11.6%		5.7%	8.5%	7.5%	9.1%	8.4%	11.0%	11.6%	11.3%
<b>Net profits</b>	4.9%	6.9%	7.6%	8.1%	6.6%	3.5%	6.2%	5.0%	6.6%	5.8%	7.7%	8.0%	7.9%
Tax rate	23.9%	23.0%	23.0%	23.0%		31.7%	19.2%	28.3%	19.1%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Yoy change													
<b>Revenues</b>	+16.1%	+14.2%	+2.2%	+0.3%	+4.7%	+16.9%	+15.3%	+21.0%	+17.4%	+19.1%	+9.7%	+9.8%	+9.7%
<b>Operating profits</b>	+24.9%	+61.9%	+13.7%	+6.7%	+40.8%	-2.5%	+48.8%	+48.3%	+106.5%	+82.7%	+62.3%	+41.1%	+49.9%
<b>Net profits</b>	+19.2%	+59.4%	+13.2%	+6.5%	+41.1%	-6.1%	+38.1%	+64.7%	+130.8%	+98.4%	+47.8%	+33.1%	+39.6%
Forex assumptions	2023/3	2024/3 E	2025/3 E	2026/3 E	24/3 CoE	1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
¥/USD	135.5	143.0	145.0	145.0	131.8	134.0	137.0	137.4	144.6	141.0	145.0	145.0	145.0
¥/EUR	141.0	154.2	155.0	155.0	142.4	138.7	143.2	149.5	157.3	153.4	155.0	155.0	155.0
<b>OP factor analysis</b>						2023/3		2024/3E					
	2023/3	2024/3 E	2025/3 E	2026/3 E	24/3 CoE	1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
Volume growth/region mix	+56,300	+185,800	+38,900	+9,800	+116,800	+42,000	+14,300	+69,000	+76,600	+145,600	+38,500	+1,700	+40,200
Cost reduction/value engineering	+108,300	+145,600	+126,900	+105,300	+150,000	+43,300	+65,000	+27,100	+37,100	+64,200	+37,600	+43,800	+81,400
Expenses	-47,600	-26,900	-58,000	-35,100	-3,000	-29,500	-18,100	-8,900	-8,800	-17,700	-2,800	-6,400	-9,200
Materials	-58,000	-3,000	0	0	-3,000	-29,500	-28,500	-1,100	-1,900	-3,000	0	0	0
Labor costs	-35,500	-15,000	-24,800	-20,000	+8,000	-17,100	-18,400	+1,000	-4,000	-3,000	-5,000	-7,000	-12,000
Forex	+110,000	+31,900	+6,100	0	-33,500	+56,000	+54,000	+4,500	+9,400	+13,800	+3,700	+14,400	+18,100
Depreciation	-1,000	+5,000	-7,100	-7,300	+5,000	-3,000	+2,000	+2,600	-400	+2,200	+1,100	+1,700	+2,800
Other (product comp., etc.)	-49,700	-59,800	+12,600	0	-66,400	-66,100	+16,400	-56,000	-17,600	-73,600	-3,000	+16,800	+13,800
One-off cost hike	-115,400	-66,600	0	0	-68,000	-53,000	-62,400	-35,200	-29,800	-65,000	-17,500	-13,100	-30,600
One-off pricing	+149,800	+104,900	0	0	+100,000	+34,000	+115,800	+3,000	+27,000	+30,000	+30,000	+44,900	+74,900
Others	-84,100	-98,100	+12,600	0	-98,400	-47,100	-37,000	-23,800	-14,800	-38,600	-15,500	-15,000	-30,500
TP	+2,100	0	0	0	0	0	+2,100	-7,500	+7,500	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>+84,900</b>	<b>+263,600</b>	<b>+94,600</b>	<b>+52,700</b>	<b>+173,900</b>	<b>-3,900</b>	<b>+88,800</b>	<b>+30,700</b>	<b>+97,800</b>	<b>+128,500</b>	<b>+70,100</b>	<b>+65,000</b>	<b>+135,100</b>

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ 予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 9: 北米の収益改善にも要注目  
デンソー: 地域別売上高、営業利益の推移

## Geographic breakdown

Sales by area	2023/3	2024/3 E	2025/3 E	2026/3 E	24/3 CoE	2023/3		2024/3E					
						1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
Japan	3,705,834	4,366,000	4,573,200	4,550,300	4,045,000	1,738,943	1,966,891	981,061	1,238,239	2,219,300	1,073,700	1,073,000	2,146,700
North America	1,504,088	1,705,100	1,807,900	1,799,300	1,559,000	714,976	789,112	424,944	397,556	822,500	385,200	497,400	882,600
Europe	685,552	931,500	833,800	825,500	729,000	321,925	363,627	198,354	276,846	475,200	215,600	240,700	456,300
Australia/Asia	1,931,655	1,965,500	1,989,700	2,046,400	1,906,000	960,922	970,733	464,277	520,923	985,200	524,000	456,300	980,300
Other	101,233	109,300	98,100	100,000	105,000	53,622	47,611	28,456	24,744	53,200	25,500	30,600	56,100
Subtotal	7,928,362	9,077,400	9,302,700	9,321,500	8,344,000	3,790,388	4,137,974	2,097,092	2,458,308	4,555,400	2,224,000	2,298,000	4,522,000
Eliminations & corporate	-1,526,850	-1,768,700	-1,831,100	-1,830,300	0	-770,274	-756,576	-384,232	-573,268	-957,500	-452,100	-359,100	-811,200
Total	6,401,512	7,308,700	7,471,600	7,491,200	6,700,000	3,020,114	3,381,398	1,712,860	1,885,040	3,597,900	1,771,900	1,938,900	3,710,800

OP by area	2023/3	2024/3 E	2025/3 E	2026/3 E	New	2023/3		2024/3E					
						1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
Japan	215,573	351,100	424,600	450,200	289,000	91,031	124,542	24,831	125,269	150,100	80,300	120,700	201,000
North America	17,921	84,500	102,700	95,800	77,000	-12,980	30,901	6,291	14,909	21,200	22,700	40,600	63,300
Europe	17,460	57,300	39,200	42,400	32,000	3,605	13,855	7,459	16,541	24,000	15,000	18,300	33,300
Australia/Asia	158,286	173,300	195,800	225,900	180,000	67,357	90,929	40,516	39,184	79,700	41,900	51,700	93,600
Other	19,260	26,700	25,000	25,700	22,000	11,403	7,857	4,972	7,628	12,600	6,700	7,400	14,100
Eliminations/corporate	-2,401	-3,200	-3,000	-3,000	0	-5,003	2,602	10,309	-14,009	-3,700	16,000	-15,500	500
Total	426,099	689,700	784,300	837,000	600,000	155,413	270,686	94,378	189,522	283,900	182,600	223,200	405,800

OPM by area	2023/3	2024/3 E	2025/3 E	2026/3 E	24/3 CoE	2023/3		2024/3E					
						1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
Japan	5.8%	8.0%	9.3%	9.9%	7.1%	5.2%	6.3%	2.5%	10.1%	6.8%	7.5%	11.2%	9.4%
North America	1.2%	5.0%	5.7%	5.3%	4.9%	-1.8%	3.9%	1.5%	3.8%	2.6%	5.9%	8.2%	7.2%
Europe	2.5%	6.2%	4.7%	5.1%	4.4%	1.1%	3.8%	3.8%	6.0%	5.1%	7.0%	7.6%	7.3%
Australia/Asia	8.2%	8.8%	9.8%	11.0%	9.4%	7.0%	9.4%	8.7%	7.5%	8.1%	8.0%	11.3%	9.5%
Other	19.0%	24.4%	25.5%	25.7%	21.0%	21.3%	16.5%	17.5%	30.8%	23.7%	26.3%	24.2%	25.1%
Total	6.7%	9.4%	10.5%	11.2%	9.0%	5.1%	8.0%	5.5%	10.1%	7.9%	10.3%	11.5%	10.9%

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

# 住友ゴム: U/P、目標株価は 1,300 円→1,400 円

図表 10: 弊社予想を若干増額修正

住友ゴム: 弊社業績予想と会社計画、市場コンセンサス

Sumitomo Rubber Industries (5110)

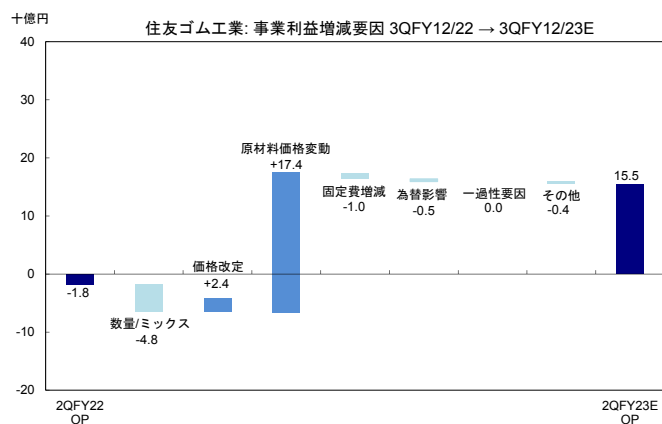
Fiscal Year		Sales		Business profit		OP		Net Profit		EPS JPY	P/E x	P/B x	ROE %
		JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %				
FY12/22	Actual	1,098,664	+17.4%	21,963	-57.7%	14,988	-69.5%	9,415	-68.1%	35.8	43.7	0.8	1.8%
	E New	1,176,900	+7.1%	57,300	+160.9%	52,300	+248.9%	30,000	+218.6%	114.1	13.7	0.7	5.4%
	E Old	1,169,000	+6.4%	53,800	+145.0%	48,800	+225.6%	27,800	+195.3%	105.7	14.8	0.7	5.0%
	IFIS E	1,161,429	+5.7%	NA	NA	46,046	+207.2%	27,944	+196.8%	103.3	15.1		
	CoE	1,170,000	+6.5%	50,000	+127.7%	41,000	+173.6%	23,000	+144.3%	87.5	17.9		
FY12/24	E New	1,206,200	+2.5%	53,900	-5.9%	53,900	+3.1%	37,000	+23.3%	140.7	11.1	0.7	6.4%
	E Old	1,199,700	+2.6%	51,900	-3.5%	51,900	+6.4%	35,700	+28.4%	135.7	11.5	0.7	6.2%
	IFIS E	1,191,622	+2.6%	NA	NA	49,538	+7.6%	34,056	+21.9%	149.7	10.4		
	CoE	1,234,900	+2.4%	62,800	+16.5%	62,800	+16.5%	43,700	+18.1%	166.2	9.4	0.7	7.3%
FY12/25	E New	1,224,500	+2.1%	57,900	+11.6%	57,900	+11.6%	40,400	+13.2%	153.6	10.2	0.7	6.5%
	E Old	1,224,500	+2.1%	57,900	+11.6%	57,900	+11.6%	40,400	+13.2%	153.6	10.2	0.7	6.5%
	IFIS E	1,238,414	+3.9%	NA	NA	69,043	+39.4%	48,257	+41.7%	181.7	8.6		
1H (Jan-Jun)	FY12/22 Actual	512,112	+16.4%	14,184	-52.9%	12,572	-56.0%	17,187	-16.2%				
	FY12/23 Actual	561,161	+9.6%	17,080	+20.4%	16,810	+33.7%	8,196	-52.3%				
2H (July-Dec)	FY12/22 Actual	586,552	-10.9%	7,779	-195.7%	2,416	-117.8%	-7,772	NM				
	FY12/23 E New	615,700	+5.0%	40,200	+416.8%	35,500	+1369.4%	21,800	NM				
	E Old	607,800	+3.6%	36,700	+371.8%	32,000	+1224.5%	19,600	NM				
	CoE	608,839	+3.8%	32,920	+323.2%	24,190	+901.2%	14,804	NM				
1Q (Jan-Mar)	FY12/22 Actual	250,501	+17.2%	14,784	-8.8%	14,178	-9.0%	11,754	+10.2%				
	FY12/23 Actual	276,761	+10.5%	7,976	-46.0%	7,767	-45.2%	4,006	-65.9%				
2Q (Apr-Jun)	FY12/22 Actual	261,611	+15.6%	-600	-104.3%	-1,606	-112.4%	5,433	-44.7%				
	FY12/23 Actual	284,400	+8.7%	9,104	-1617.3%	9,043	-663.1%	4,190	-22.9%				
3Q (Jul-Sep)	FY12/22 Actual	269,400	+24.2%	-1,810	-191.3%	-2,736	-312.9%	-2,815	-1351.1%				
	FY12/23 E New	297,100	+10.3%	15,500	-956.4%	14,000	-611.7%	9,400	-433.9%				
	E Old	292,600	+8.6%	16,500	-1011.6%	15,000	-648.2%	10,100	-458.8%				
4Q (Oct-Dec)	FY12/22 Actual	317,152	+13.7%	9,589	-51.8%	5,152	-73.3%	-4,957	-156.7%				
	FY12/23 E New	318,600	+0.5%	24,700	+157.6%	21,500	+317.3%	12,400	-350.2%				
	E Old	315,200	-0.6%	20,200	+110.7%	17,000	+230.0%	9,500	-291.6%				

出所: 会社資料、IFIS コンセンサス、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 11: 3Q も黒字に転じたと予想

住友ゴム: 3Q23/12 期弊社予想 事業利益増減要因分析(前年同期比)

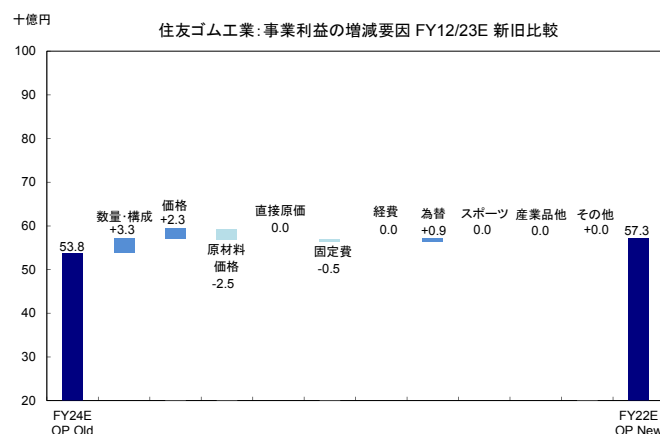


出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 12: 23/12 期は若干の増額修正

住友ゴム: 23/12 期弊社予想事業利益増減要因分析(従来予想比)



出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

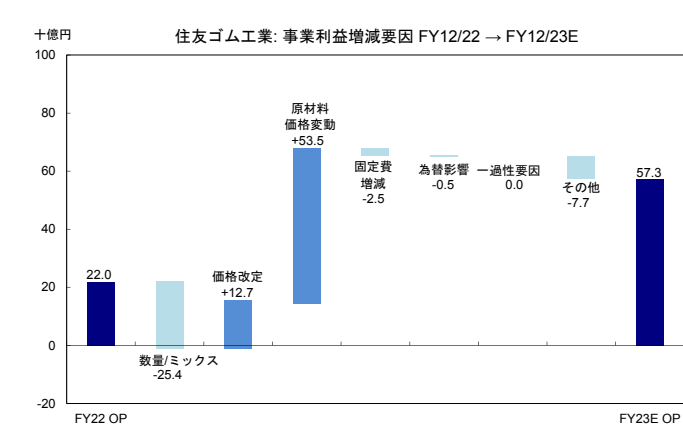
図表 13: 赤字事業の抜本改善は25/12 期との前提  
住友ゴム: 弊社業績予想と目標株価、その変更の背景

住友ゴム工業(5110)				
タイヤ販売本数(百万本)				
投資評価	23/12 E	24/12 E	25/12 E	23/12 CoE
新 U/P	新 112	113	116	111
旧 U/P	旧 110	113	116	111
コメント(生産/販売)				
数量前提はほぼ従来想定通り。主力の REP タイヤは、米国向けでは市場全体の在庫調整の影響も消失し、今下期からは本格回復入りとの前提。一方、欧州では他社同様に販売低迷が続いており、今下期も停滞継続との前提。市場全体に潜在的な需給再悪化リスクは燻っている印象であり、予断は許さない。				
事業利益(十億円)				
目標株価	23/12 E	24/12 E	25/12 E	23/12 CoE
新 1,400	新 57	54	63	50
旧 1,300	旧 54	52	58	50
コメント(営業利益/当期利益)				
主にコスト面や原材料費の実績/見通しをアップデートし、弊社業績予想を若干増額修正する。競合他社の価格攻勢リスクには要留意も、少なくとも短期的には、インプットコスト低下が増益要因となろう。また、当社の掲げる赤字事業(計 200 億円)のネガティブ縮小も考慮するが、同影響の本格発現は 25/12 期。				
ROE				
10/13/2023 株価	23/12 E	24/12 E	25/12 E	23/12 CoE
現株価 1,564	新 5.4%	6.4%	7.3%	NA
乖離率 -10.5%	旧 5.0%	6.2%	6.5%	NA
目標株価				
住友ゴム株の今後 12 カ月間の目標株価は 1,300 円→1,400 円(弊社業績予想増額を反映)。17/3 期 - 19/3 期の平均 EV/EBITDA:4.8 倍に対し、脱炭素化プレミアム:5%と低株価対応ポテンシャル:5%、トップライン確度ディスカウント:15%を付与し(ネットで-5%)、妥当 EV/EBITDA は 4.6 倍。12 カ月フォワード EBITDA:1,314 億円に乗じて妥当 EV:5,990 億円、同時価総額:3,740 億円を算出した。				

出所:会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

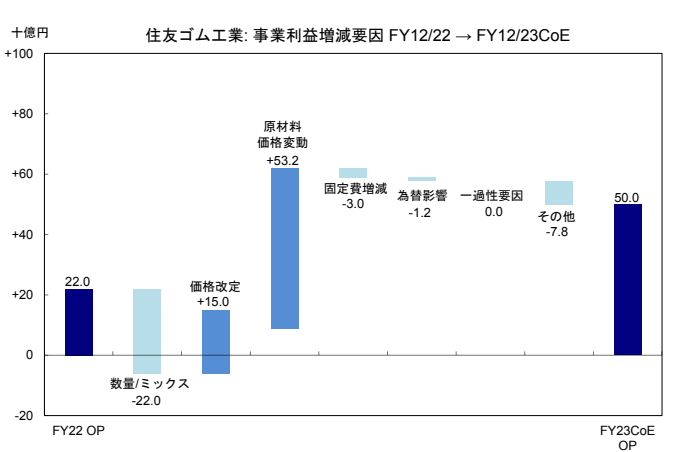
図表 14: 最悪期は脱した  
住友ゴム: 23/12 期弊社予想事業利益増減要因分析(前期比)



出所:会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 15: 会社計画には若干のプラス余地と予想  
住友ゴム: 23/12 期会社計画事業利益増減要因分析(前期比)



出所:会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 16: 24/12 期は潜在価格リスクも考慮し、微減益予想  
住友ゴム: 連結損益計算書 at a glance

¥ mn, ¥, %	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	2022/12		2023/12E							2H CoE
						1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE		
<b>Revenues</b>	1,098,664	1,176,900	1,206,200	1,234,900	1,170,000	512,112	586,552	276,761	284,400	561,161	297,100	318,600	615,700		608,839
Cost of revenues	845,442	886,300	916,100	933,000		384,201	461,241	209,658	215,111	424,769	224,300	237,200	461,500		
<b>Gross profits</b>	253,222	290,600	290,100	301,900		127,911	125,311	67,103	69,289	136,392	72,800	81,400	154,200		
SG&A expenses	231,259	233,300	236,200	239,100		113,727	117,532	59,127	60,185	119,312	57,300	56,700	114,000		
<b>Business profits</b>	21,963	57,300	53,900	62,800	50,000	14,184	7,779	7,976	9,104	17,080	15,500	24,700	40,200		32,920
<b>Operating profits</b>	14,988	52,300	53,900	62,800	41,000	12,572	2,416	7,767	9,043	16,810	14,000	21,500	35,500		24,190
<b>Pretax profits</b>	22,539	48,700	55,500	65,400		26,918	-4,379	8,899	10,019	18,918	14,100	15,700	29,800		
Corporate tax, etc.	10,083	17,000	16,700	19,600		8,295	1,788	4,215	7,134	11,349	4,200	1,500	5,700		
Minority interests	3,041	1,700	1,800	2,100		1,436	1,605	678	-1,305	-627	500	1,800	2,300		
<b>Net profits</b>	9,415	30,000	37,000	43,700	23,000	17,187	-7,772	4,006	4,190	8,196	9,400	12,400	21,800		14,804
Sales ratios															
<b>Gross profits</b>	23.0%	24.7%	24.1%	24.4%		25.0%	21.4%	24.2%	24.4%	24.3%	24.5%	25.5%	25.0%		
<b>Business profits</b>	2.0%	4.9%	4.5%	5.1%	4.3%	2.8%	1.3%	2.9%	3.2%	3.0%	5.2%	7.8%	6.5%		5.4%
<b>Operating profits</b>	1.4%	4.4%	4.5%	5.1%	3.5%	2.5%	0.4%	2.8%	3.2%	3.0%	4.7%	6.7%	5.8%		4.0%
<b>Net profits</b>	0.9%	2.5%	3.1%	3.5%	2.0%	3.4%	-1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	3.2%	3.9%	3.5%		2.4%
Tax rate	44.7%	34.9%	30.1%	30.0%	-	30.8%	-40.8%	47.4%	71.2%	60.0%	29.8%	9.6%	19.1%		
Yoy change															
<b>Revenue</b>	+17%	+7%	+2%	+2%	+6%	16.4%	18.3%	10.5%	8.7%	9.6%	10.3%	0.5%	5.0%		3.8%
<b>Business profit</b>	-58%	+161%	-6%	+17%	+128%	-52.9%	-64.5%	-46.0%	NM	20.4%	NM	157.6%	416.8%		323.2%
<b>Operating profit</b>	-70%	+249%	+3%	+17%	+174%	-56.0%	-88.3%	-45.2%	NM	33.7%	NM	317.3%	1369.4%		901.2%
<b>Net profits</b>	-68%	+219%	+23%	+18%	+144%	-16.2%	-186.7%	-65.9%	-22.9%	-52.3%	-433.9%	-350.2%	-380.5%		NM
Forex assumptions	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE		2H CoE
¥/US\$	132.0	139.8	144.6	144.6	135.0	122.9	134.2	132.0	137.5	134.8	144.6	145.0	144.8		135.0
¥/Euro	138.0	150.5	157.3	157.3	148.0	138.1	139.6	140.0	149.7	144.9	157.3	155.0	156.1		150.0
Raw material assumptions	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE		2H CoE
Natural rubber (TSR20) (USD/kg)	1.62	1.34	1.34	1.34	1.36	1.75	1.49	1.32	1.35	1.34	1.34	1.35	1.34		1.38
Crude Oil (USD/bbl)	89	85	88	88	82	83	96	87	80	84	82	92	87		81
<b>Profit factor analysis</b>						2022/12		2022/12							
	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE		2H CoE
Volume/composition	-7,500	+17,200	+10,400	+15,600	+12,000	-1,200	-6,300	-8,900	+4,100	-4,800	+5,800	+16,200	+22,000		+16,800
Price	+68,900	+15,600	+3,100	+1,000	+15,000	+32,000	+36,900	+10,800	+8,100	+18,900	+2,400	-5,700	-3,300		-3,900
Raw materials	-68,800	+13,200	-4,700	0	+13,000	-37,400	-31,400	-4,500	+1,200	-3,300	+11,000	+5,500	+16,500		+16,300
Natural rubber	-9,000	+11,300	+200	0	+10,100	-7,700	-1,300	+1,400	+3,200	+4,600	+3,500	+3,200	+6,700		+5,500
Petroleum products	-54,000	+1,900	-4,900	0	+3,200	-26,500	-27,500	-5,200	-1,300	-6,500	+7,500	+900	+8,400		+9,700
Other	-5,800	0	0	0	0	-3,200	-2,600	-700	-700	-1,400	0	+1,400	+1,400		+1,400
Direct costs	-14,700	-6,000	-6,000	-3,000	-6,100	-5,400	-9,300	-3,900	-2,600	-6,500	-500	+1,000	+500		+400
Fixed costs	-1,900	-4,000	-4,000	-2,600	-3,800	-1,400	-500	-700	0	-700	-1,000	-2,300	-3,300		-3,100
Expenses	-2,300	-2,000	-2,900	-2,900	-2,300	-2,500	+200	-1,000	-800	-1,800	0	-200	-200		-500
Forex	-2,700	-500	0	0	-1,200	+100	-2,800	-300	+600	+300	-500	-300	-800		-1,500
Sports	+300	+1,600	+700	+800	+1,100	+700	-400	+1,500	-1,200	+300	+100	+1,200	+1,300		+800
Industrial products, etc.	-1,300	+200	0	0	+300	-800	-500	+200	+400	+600	0	-400	-400		-300
<b>BP factor analysis total</b>	-30,000	+35,300	-3,400	+8,900	+28,000	-15,900	-14,100	-6,800	+9,800	+3,000	+17,300	+15,000	+32,300		+25,000

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH



図表 17: 24/12 期も数量回復増は限定的と想定、ミックス改善度が鍵  
住友ゴム: タイヤ販売本数前年比の推移

## Tire sales

Tire sales volume (YoY)						2022/12		2022/12						
	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE	2H CoE
OE tires	105%	105%	97%	100%	106%	98%	112%	105%	114%	109%	102%	102%	102%	103%
Domestic	96%	109%	94%	98%	113%	83%	110%	112%	121%	117%	107%	95%	101%	110%
Overseas	110%	103%	99%	102%	100%	104%	116%	101%	108%	105%	100%	103%	101%	96%
RE tires	93%	99%	103%	103%	97%	96%	91%	90%	97%	94%	102%	105%	103%	101%
Domestic	101%	101%	101%	102%	99%	105%	98%	98%	108%	103%	101%	96%	98%	95%
Overseas	90%	98%	103%	104%	97%	95%	85%	87%	94%	91%	103%	107%	105%	104%
North America	82%	93%	106%	103%	95%	91%	74%	81%	92%	87%				104%
Europe (including Russia)	95%	91%	103%	102%	92%	102%	88%	90%	85%	88%				97%
Middle/Near East	94%	94%	101%	102%	89%	-	-	-	-	-				-
Asia	87%	106%	105%	107%	103%	87%	87%	91%	104%	98%				109%
Total	96%	100%	101%	102%	100%	96%	96%	94%	101%	97%	102%	104%	103%	103%

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ 予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

# ブリヂストン: 中立、目標株価は 6,400 円→6,500 円

図表 18: 弊社予想は微修正

ブリヂストン: 弊社業績予想と会社計画、市場コンセンサス

## Bridgestone (5108)

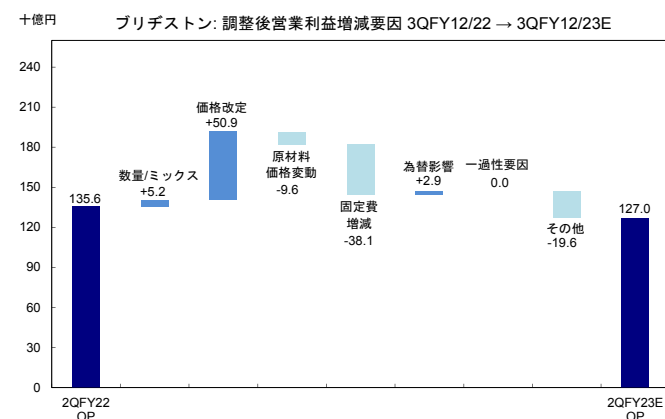
Fiscal Year			Sales		OP		Adjusted OP		Net Profit		EPS	P/E	P/B	ROE
			JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY	x	x	%
FY12/22	Actual		4,110,070	+26.6%	441,298	+17.1%	482,629	+22.4%	300,367	-23.8%	432.6	13.7	1.4	10.7%
	E New		4,302,600	+4.7%	551,700	+25.0%	551,700	+14.3%	393,500	+31.0%	575.0	10.3	1.3	12.8%
	E Old		4,328,100	+5.3%	565,500	+28.1%	565,500	+17.2%	403,500	+34.3%	589.6	10.1	1.3	13.1%
	IFIS E		4,332,282	+5.4%	535,125	+21.3%	NA	NA	367,970	+22.5%	536.2	11.1		
	CoE		4,150,000	+1.0%	NA	NA	510,000	+5.7%	335,000	+11.5%	489.5	12.1		
FY12/24	E New		4,482,100	+4.2%	545,800	-1.1%	545,800	-1.1%	391,600	-0.5%	572.2	10.4	1.2	11.8%
	E Old		4,471,000	+3.3%	538,800	-4.7%	538,800	-4.7%	386,500	-4.2%	564.8	10.5	1.2	11.7%
	IFIS E		4,482,291	+3.5%	561,575	+4.9%	NA	NA	384,880	+4.6%	560.1	10.6		
FY12/25	E New		4,583,600	+2.3%	547,100	+0.2%	547,100	+0.2%	396,000	+1.1%	596.0	15.0		
	E Old		4,295,300	-3.9%	526,600	-2.3%	526,600	-2.3%	377,700	-2.3%	551.9	10.8		
	IFIS E		4,623,089	+3.1%	591,725	+5.4%	NA	NA	408,350	+6.1%	597.1	10.0		
1H (Jan-June)	FY12/22	Actual	1,886,341	+20.2%	173,992	+2.5%	206,631	+17.3%	95,629	-72.9%				
	FY12/23	Actual	2,101,706	+11.4%	250,620	+44.0%	238,302	+15.3%	182,643	+91.0%				
2H (July-Dec)	FY12/22	Actual	2,223,729	+32.6%	267,306	+29.1%	275,998	+26.5%	204,738	+390.8%				
	FY12/23	E New	2,200,900	-1.0%	301,100	+12.6%	313,400	+13.6%	210,900	+3.0%				
	E Old		2,226,400	+0.1%	314,900	+17.8%	327,200	+18.6%	220,900	+7.9%				
1Q (Jan-Mar)	FY12/22	Actual	891,011	+17.7%	87,632	+8.3%	101,095	+22.8%	53,836	-81.1%				
	FY12/23	Actual	1,043,541	+17.1%	127,501	+45.5%	116,794	+15.5%	90,499	+68.1%				
2Q (Apr-Jun)	FY12/22	Actual	995,330	+22.6%	86,360	-2.7%	105,536	+12.5%	41,793	-37.7%				
	FY12/23	Actual	1,058,165	+6.3%	123,119	+42.6%	121,508	+15.1%	92,144	+120.5%				
3Q (Jul-Sep)	FY12/22	Actual	1,090,582	+30.9%	133,237	+38.7%	135,566	+33.2%	93,119	+32.0%				
	FY12/23	E New	1,147,700	+5.2%	127,000	-4.7%	127,000	-6.3%	88,800	-4.6%				
	E Old		1,124,100	+3.1%	131,200	-1.5%	131,200	-3.2%	91,900	-1.3%				
4Q (Oct-Dec)	FY12/22	Actual	1,133,147	+34.2%	134,069	+20.8%	140,432	+20.6%	111,619	NM				
	FY12/23	E New	1,053,200	-7.1%	174,100	+29.9%	186,400	+32.7%	122,100	+9.4%				
	E Old		1,102,300	-2.7%	183,700	+37.0%	196,000	+39.6%	129,000	+15.6%				

出所: 会社資料、IFIS コンセンサス、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 19: 3Q は微減益との予想

ブリヂストン: 3Q23/12 期弊社予想調整後 OP 増減要因分析(前年同期比)

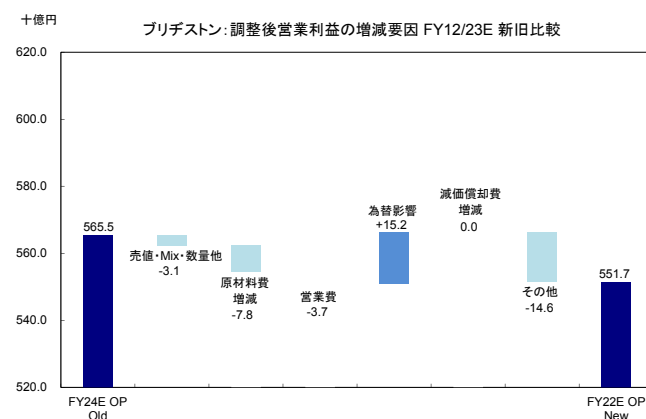


出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 20: 弊社予想は微修正に留める

ブリヂストン: 23/12 期弊社予想調整後 OP 増減要因分析(従来予想比)



出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 21: 年明けには次期中計を公表予定  
ブリヂストン: 弊社業績予想と目標株価、その変更の背景

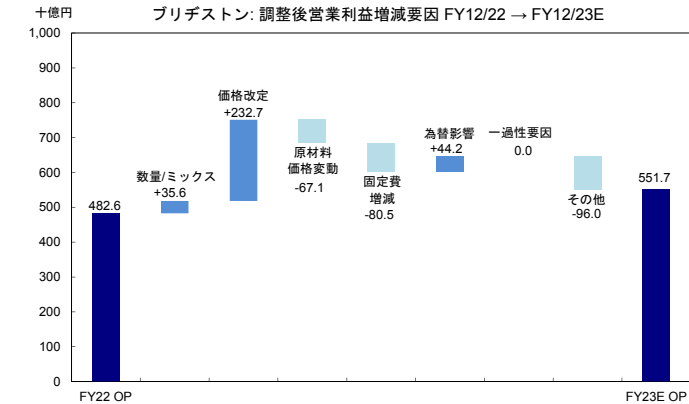
ブリヂストン(5108)

タイヤ生産量(千トン)					コメント(生産/販売)	
投資評価		23/12 E	24/12 E	25/12 E	23/12 CoE	2Q 後の取材や直近のマクロ動向などを踏まえて、タイヤの生産/販売前提は23/12 期を下方修正。需給の観点では4-6 月期がボトムと見るが、絶対的な販売水準は弊社の従来想定以下となろう。但し、24/12 期へかけて販売は北米 REP 中心に回復傾向と想定する。
新	中立	新	1,858	1,960	2,008	1,900
旧	中立	旧	1,870	1,955	1,990	1,900
調整後営業利益(十億円)					コメント(営業利益/当期利益)	
目標株価		23/12 E	24/12 E	25/12 E	23/12 CoE	販売前提の修正に加え、為替や原材料費の実績/見通しをアップデートした。23/12 期は、販売低迷が続くものの、為替や原材料費などが計画比で大幅な増益要因との見解を維持。24/12 期はそれらの追い風が消失するため、実態面での改善確度が鍵となろう。現時点では価格低下までは想定しないが、需要回復が鈍い場合は、同リスクも上昇し得る。
新	6,500	新	552	546	547	510
旧	6,400	旧	566	539	527	510
ROE					目標株価	
10/13/2023 株価	株 価	23/12 E	24/12 E	25/12 E	23/12 CoE	ブリヂストン株の今後12 ヶ月間の目標株価は6,400 円(ADR: \$22.77)→6,500 円(ADR: \$21.51)。弊社業績予想増額を反映。15/12 期ー19/12 期の平均 EV/EBITDA:4.7 倍に脱炭素化プレミアム:15%と低株価対応ポテンシャル:5%、トップライン確度ディスカウント:15%を付与し(ネットで+5%)、妥当 EV/EBITDA は5.0 倍。12 ヶ月フォワード EBITDA:8,460 億円に乗じて妥当 EV:4.2 兆円、同時価総額:4.5 兆円を算出した。
現 株 価	5,943	新	12.8%	11.8%	11.2%	NA
乖離率	+9.4%	旧	13.1%	11.7%	10.6%	NA

出 所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。ブリヂストンの ADR(10/13)株価は\$19.67。

BofA GLOBAL RESEARCH

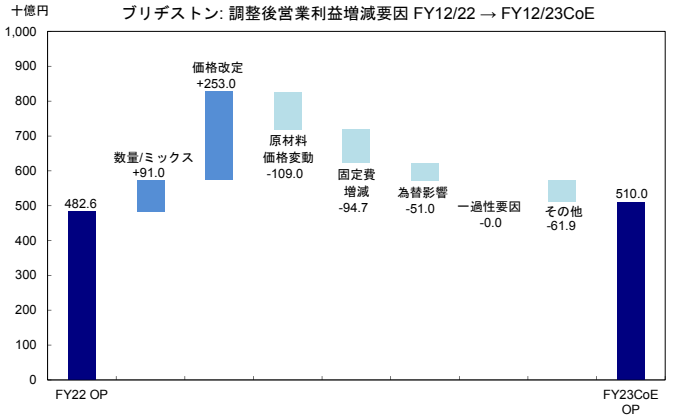
図表 22: 会社計画は十分確保可能と予想  
ブリヂストン: 23/12 期弊社予想調整後 OP 増減要因分析(前期比)



出 所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 23: 会社計画は全般に保守的  
ブリヂストン: 23/12 期会社計画調整後 OP 増減要因分析(前期比)



出 所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 24: 24/12 期は特に北米 REP 販売環境の回復度が鍵  
ブリヂストン: 連結損益計算書 at a glance

	2022/1 2	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	2022/12		2023/12E						
¥ mn, ¥, %						1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE	2H CoE
Revenues	4,110,070	4,302,600	4,482,100	4,583,600	4,150,000	1,886,341	2,223,729	1,043,541	1,058,165	2,101,706	1,147,700	1,053,200	2,200,900	2,048,294
Cost of revenues	2,516,821	2,520,000	2,679,500	2,759,400		1,154,935	1,361,886	642,919	649,336	1,292,255	694,100	533,600	1,227,700	
Gross profits	1,593,249	1,782,600	1,802,600	1,824,200		731,405	861,844	400,622	408,829	809,451	453,600	519,500	973,100	
SG&A expenses	1,158,523	1,220,900	1,256,800	1,277,100		547,171	611,352	284,472	291,620	576,092	326,600	318,200	644,800	
Operating profits	441,298	551,700	545,800	547,100		173,992	267,306	127,501	123,119	250,620	127,000	174,100	301,100	
Adjusted operating profits	482,629	551,700	545,800	547,100	510,000	206,631	275,998	116,794	121,508	238,302	127,000	186,400	313,400	271,698
Pretax profits	423,458	547,900	546,100	547,600		180,164	243,294	126,730	117,747	244,477	124,000	179,400	303,400	
Corporate tax, etc.	112,452	145,200	144,700	142,400		59,878	52,574	34,720	23,451	58,171	32,900	54,100	87,000	
Minority interests	5,497	9,200	9,800	9,200		2,686	2,811	1,350	1,658	3,008	2,300	3,900	6,200	
Net profits	300,367	393,500	391,600	396,000	335,000	95,629	204,738	90,499	92,144	182,643	88,800	122,100	210,900	152,357
R&D expense	112,200	115,600	117,900	120,300	117,000	56,900	55,300	29,700	28,900	58,600	29,000	28,000	57,000	58,400
Depreciation & amortization	282,100	296,200	302,100	308,100	305,000	134,000	148,100	72,200	68,500	140,700	79,400	76,100	155,500	164,300
Capex	317,100	380,500	380,500	380,500	444,000	91,500	225,600	51,400	74,900	126,300	94,200	160,000	254,200	317,700
Sales ratios														
Gross profits	38.8%	41.4%	40.2%	39.8%		38.8%	38.8%	38.4%	38.6%	38.5%	39.5%	49.3%	44.2%	
Adjusted operating profits	11.7%	12.8%	12.2%	11.9%	12.3%	11.0%	12.4%	11.2%	11.5%	11.3%	11.1%	17.7%	14.2%	13.3%
Pretax profits	10.3%	12.7%	12.2%	11.9%		9.6%	10.9%	12.1%	11.1%	11.6%	10.8%	17.0%	13.8%	
Net profits	7.3%	9.1%	8.7%	8.6%	8.1%	5.1%	9.2%	8.7%	8.7%	8.7%	7.7%	11.6%	9.6%	7.4%
Tax rate	26.6%	26.5%	26.5%	26.0%		33.2%	21.6%	27.4%	19.9%	23.8%	26.5%	30.2%	28.7%	
Yoy change														
Revenues	26.6%	4.7%	4.2%	2.3%	1.0%	20.2%	32.6%	17.1%	6.3%	11.4%	5.2%	-7.1%	-1.0%	-7.9%
Adjusted operating profits	22.4%	14.3%	-1.1%	0.2%	5.7%	17.3%	26.5%	15.5%	15.1%	15.3%	-6.3%	32.7%	13.6%	-1.6%
Net profits	-23.8%	31.0%	-0.5%	1.1%	11.5%	-72.9%	390.8%	68.1%	120.5%	91.0%	-4.6%	9.4%	3.0%	-25.6%
Forex assumptions	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE	2H CoE
¥/US\$	132.0	139.9	145.0	145.0	123.0	122.9	139.8	132.4	137.5	135.0	144.6	145.0	144.8	123.0
¥/Euro	138.0	151.0	155.0	155.0	133.0	134.1	141.7	142.1	149.7	145.9	157.3	155.0	156.1	133.0
Natural rubber (RSS#3, ¢/kg)	183	156	156	156		211	156	161	155	158	151	155	153	
Oil (WTI, \$/bbl)	94.4	81.0	88.0	88.0		102.0	86.8	76.0	74.0	75.0	82.1	92.0	87.1	
OP factor analysis														
	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	2022/12		2022/12						
						1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE	2H CoE
Prices/mix/volume etc.	+366,000	+267,900	+42,400	+31,700	+344,000	+180,000	+186,000	+82,000	+43,000	+125,000	+56,200	+86,700	+142,900	+219,000
Price impact	+325,000	+232,700	+12,500	+1,800	+253,000	+129,000	+196,000	+90,000	+63,000	+153,000	+50,900	+28,800	+79,700	+100,000
Volume impact	+8,000	+35,200	+40,900	+18,900	+51,000	+33,000	-25,000	-12,000	-28,000	-40,000	+10,300	+64,900	+75,200	+91,000
Mix and others	+33,000	0	-11,000	+11,000	+40,000	+18,000	+15,000	+4,000	+8,000	+12,000	-5,000	-7,000	-12,000	+28,000
Raw materials	-235,000	-67,100	-12,300	0	-109,000	-114,000	-121,000	-39,000	-7,000	-46,000	-9,600	-11,500	-21,100	-63,000
Natural rubber	-32,000	+20,700	0	0		-18,000	-14,000	+1,000	+7,000	+8,000	+6,100	+6,600	+12,700	
Other raw materials	-203,000	-87,800	-12,300	0		-96,000	-107,000	-40,000	-14,000	-54,000	-15,700	-18,100	-33,800	
Operating expenses	-67,000	-62,400	-35,900	-20,300	-67,000	-52,000	-15,000	-13,000	+9,000	-4,000	-33,800	-24,600	-58,400	-63,000
Forex	+90,000	+44,200	+23,900	0	-51,000	+28,000	+62,000	+29,000	+18,000	+47,000	+2,900	-5,700	-2,800	-98,000
Depreciation	-36,200	-14,100	-5,900	-6,000	-	-12,300	-	-7,900	+1,200	-6,700	-3,800	-	-	-
Others	-29,500	-99,400	-18,100	-4,100	-89,600	+800	-30,300	-35,400	-48,200	-83,600	-20,500	+4,700	-15,800	-6,000
Total	+88,300	+69,100	-5,900	+1,300	+27,400	+30,500	+57,800	+15,700	+16,000	+31,700	-8,600	+46,000	+37,400	-4,300

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ 予想。

図表 25: 「最悪期は脱した」と見るが、今下期は依然低水準と想定  
ブリヂストン: タイヤ販売本数前年比の推移

Tire sales volume (num. of tires)

YoY						2022/12		2022/12							
	2022/12	2023/12 E	2024/12 E	2025/12 E	23/12 CoE	1H	2H	1Q	2Q	1H	3QE	4QE	2HE		
Japan															
PSR/LTR	+2%	+2%	-1%	+0%		+1%	+2%	-9%	+15%	+1%	+3%	+1%	+2%		
REP	+2%	-1%	+1%	+2%	+3%	+9%	-3%	-19%	+8%	-8%	+2%	+9%	+6%		
OE	+2%	+8%	-6%	-2%	+8%	-11%	+17%	+12%	+25%	+18%	+6%	-10%	-2%		
TBR	-1%	-3%	+3%	+0%		+6%	-2%	-16%	+25%	+5%	-3%	-17%	-2%		
REP	+5%	-10%	+2%	-1%	-13%	+21%	-4%	-23%	+50%	+1%	-10%	-32%	-21%		
OE	-8%	+14%	+5%	+3%	+23%	-16%	+1%	+2%	+25%	+13%	+14%	+17%	+15%		
North America															
PSR/LTR	+1%	-2%	+6%	+3%		+2%	+0%	-3%	-4%	-4%	+2%	-1%	+0%		
REP	+0%	-4%	+7%	+3%	+3%	+5%	-4%	-6%	-10%	-8%	+0%	+0%	+0%		
OE	+4%	+3%	+4%	+4%	+13%	-4%	+14%	+2%	+12%	+7%	+6%	-7%	-1%		
TBR	+2%	-9%	-1%	+4%		+5%	-1%	-10%	-21%	-6%	-5%	-17%	-11%		
REP	+2%	-13%	+1%	+1%	-8%	+6%	-1%	-12%	-22%	-18%	-10%	-6%	-8%		
OE	+1%	+2%	-5%	+11%	+0%	+2%	-1%	-7%	-19%	-13%	+6%	+28%	+17%		
Europe															
PSR/LTR	+3%	-5%	-1%	+1%		+7%	-2%	-14%	-7%	-11%	+2%	+2%	+2%		
REP	+1%	-13%	+2%	+2%	-3%	+15%	-12%	-24%	-18%	-21%	+0%	-10%	-5%		
OE	+6%	+15%	-7%	-1%	+8%	-9%	+27%	+15%	+13%	+14%	+5%	+28%	+17%		
TBR	+2%	-11%	-2%	+3%		+22%	-11%	-25%	-30%	-27%	-4%	+15%	+6%		
REP	+2%	-22%	+1%	+3%	-13%	+25%	-20%	-41%	-43%	-42%	-8%	+3%	-2%		
OE	+14%	+16%	-8%	+3%	+0%	+14%	+16%	+20%	-3%	+8%	+5%	+43%	+24%		
China/Asia/Oceania															
PSR/LTR	-4%	+3%	+0%	+5%		-4%	-4%	-10%	-4%	-7%	+4%	+21%	+13%		
REP	-5%	+3%	+3%	+7%	+13%	-3%	-7%	-7%	-5%	-6%	+5%	+20%	+13%		
OE	-3%	+2%	-6%	+1%	+0%	-6%	-1%	-14%	-2%	-8%	+2%	+21%	+12%		
TBR	-15%	-4%	+4%	+4%		-10%	-8%	+1%	-13%	-6%	+1%	-4%	-2%		
REP	+2%	-1%	+3%	+4%	+18%	-11%	-11%	+0%	-14%	-7%	-2%	+14%	+6%		
OE	+5%	-10%	+6%	+4%	+3%	-3%	+13%	+5%	-9%	-2%	+6%	-41%	-18%		
Global															
PSR/LTR	+1%	-2%	+3%	+3%		+2%	-1%	-9%	-1%	-5%	+2%	+0%	+1%		
REP	+0%	-5%	+5%	+3%	+3%	+7%	-7%	-14%	-7%	-10%	+0%	-1%	-0%		
OE	+3%	+7%	-1%	+2%	+3%	-5%	+11%	+2%	+10%	+6%	+5%	+10%	+8%		
TBR	-1%	-8%	-0%	+3%		+4%	-6%	-13%	-13%	-13%	-4%	-2%	-3%		
REP	-2%	-10%	+1%	+1%	+8%	+6%	-9%	-17%	-15%	-16%	-6%	-2%	-4%		
OE	+4%	+6%	-4%	+7%	+8%	+2%	+7%	+0%	-9%	-4%	+6%	+25%	+16%		

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ 予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

# アイシン: 中立、目標株価は 4,600 円→5,500 円

図表 26: 「26/3 期営業利益>3,000 億円」との中計は要精査  
アイシン: 弊社業績予想と会社計画、市場コンセンサス

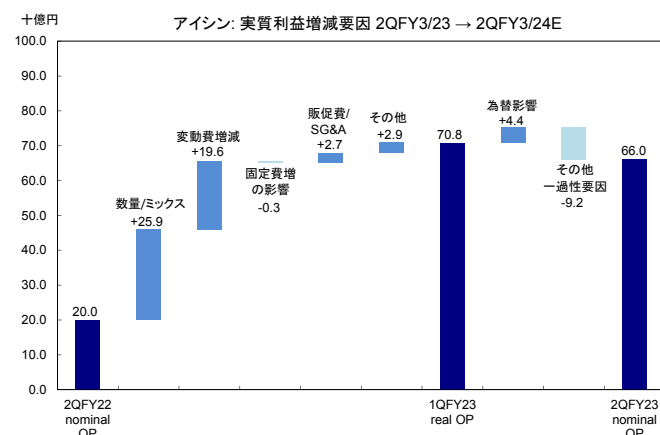
Aisin (7259)

Fiscal Year		Sales		OP		PBT		Net Profit		EPS JPY	P/E x	P/B x	ROE %
		JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %	JPY mn	yoy %				
FY3/23	Actual	4,402,823	+12.4%	57,942	-68.2%	73,741	-66.5%	37,670	-73.5%	139.8	39.4	0.8	2.1%
FY3/24	E New	4,757,600	+8.1%	224,600	+287.6%	244,400	+231.4%	134,900	+258.1%	500.5	11.0	0.8	7.5%
	E Old	4,736,400	+7.6%	225,800	+289.7%	245,600	+233.1%	137,900	+266.1%	511.6	10.8	0.8	7.7%
	IFIS E	4,792,184	+8.8%	214,873	+270.8%	234,709	+218.3%	144,100	+282.5%	525.8	10.5		
	CoE	4,600,000	+4.5%	190,000	+227.9%	200,000	+171.2%	125,000	+231.8%	463.8	11.9		
FY3/25	E New	4,877,700	+2.5%	258,300	+15.0%	279,200	+14.2%	149,400	+10.7%	554.3	9.9	0.8	7.9%
	E Old	4,864,300	+2.7%	252,800	+12.0%	273,700	+11.4%	148,100	+7.4%	549.5	10.0	0.8	7.8%
	IFIS E	4,930,150	+2.9%	234,100	+8.9%	253,280	+7.9%	152,600	+5.9%	554.4	9.9		
FY3/26	E New	4,896,300	+0.4%	260,100	+0.7%	183,711	-34.2%	145,300	-2.7%	539.1	10.2	0.7	7.3%
	E Old	4,887,000	+0.5%	255,400	+1.0%	277,100	+1.2%	144,500	-2.4%	536.1	10.3	0.7	7.2%
	IFIS E	5,083,825	+3.1%	247,588	+5.8%	268,975	+6.2%	159,738	+4.7%	577.3	9.5		
1H (Apr-Sep)													
FY3/23	Actual	2,106,616	-23.4%	26,633	-75.9%	54,902	-55.1%	31,922	-59.4%				
FY3/24	E New	2,428,900	+15.3%	100,500	+277.4%	138,700	+152.6%	79,600	+149.4%				
	E Old	2,378,300	+12.9%	96,200	+261.2%	134,300	+144.6%	76,300	+139.0%				
2H (Oct-Mar)													
FY3/23	Actual	2,296,200	+97.0%	31,300	-56.2%	18,800	-80.7%	5,700	-91.0%				
FY3/24	E New	2,328,700	+1.4%	124,100	+296.5%	105,700	+462.2%	55,300	+870.2%				
	E Old	2,358,100	+2.7%	129,600	+314.1%	111,300	+492.0%	61,600	+980.7%				
1Q (Apr-Jun)													
FY3/23	Actual	997,887	+12.5%	6,603	-73.9%	31,445	+19.9%	21,637	+32.6%				
FY3/24	Actual	1,191,724	+19.4%	34,467	+422.0%	54,464	+73.2%	40,990	+89.4%				
2Q (Jul-Sep)													
FY3/23	Actual	1,108,729	-40.5%	20,030	-76.5%	23,457	-75.6%	10,285	-83.5%				
FY3/24	E New	1,237,176	+11.6%	66,033	+229.7%	84,236	+259.1%	38,610	+275.4%				
	E Old	1,186,576	+7.0%	66,121	+230.1%	79,836	+240.4%	35,310	+243.3%				
3Q (Oct-Dec)													
FY3/23	Actual	1,104,521	+5.3%	431	-99.0%	-8,849	-115.2%	-8,309	-119.8%				
FY3/24	E New	1,190,500	+7.8%	49,000	+11268.9%	35,400	NM	12,700	NM				
	Old E	1,211,600	+9.7%	51,500	+11849.0%	37,900	NM	14,500	NM				
4Q (Jan-Mar)													
FY3/23	Actual	1,191,679	+923.2%	30,869	+7.8%	27,649	-29.6%	14,009	-34.0%				
FY3/24	E New	1,138,200	-4.5%	75,100	+143.3%	70,300	+154.3%	42,600	+204.1%				
	E Old	1,146,500	-3.8%	78,100	+153.0%	73,400	+165.5%	47,100	+236.2%				

出所: 会社資料、IFIS コンセンサス、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

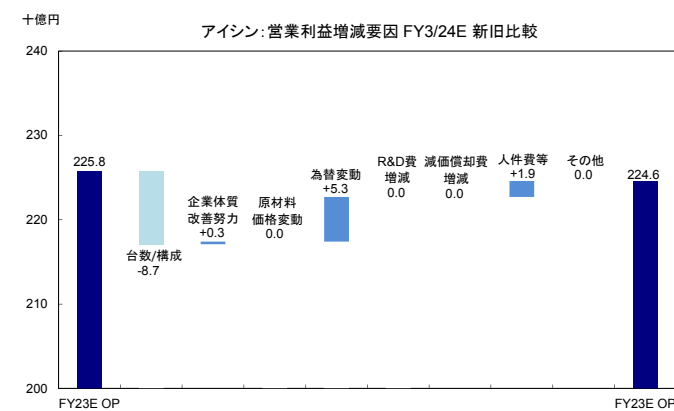
図表 27: 2Q は 1Q のコストインフレネガティブも回収へ  
アイシン: 2Q24/3 期弊社予想 OP 増減要因分析(前年同期比)



出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 28: 弊社予想は微修正  
アイシン: 24/3 期弊社予想 OP 増減要因分析(従来予想比)



出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

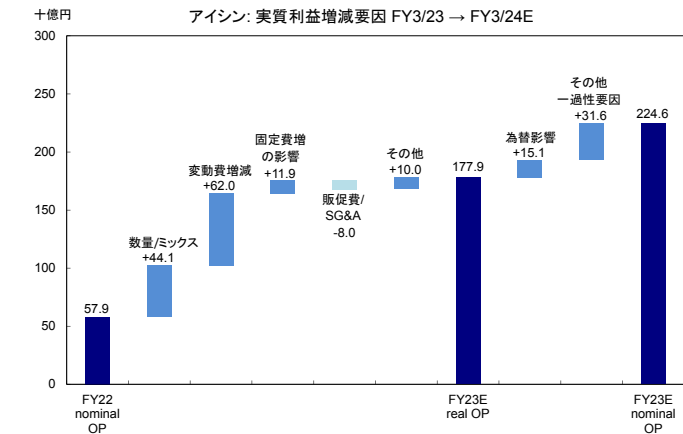
図表 29: 中計で公表された B/S 改革は反映し、目標株価は大幅上方修正  
アイシン: 弊社業績予想と目標株価、その変更の背景

アイシン (7259)									
AT 出荷台数(千台)					コメント(生産/販売)				
投資評価	24/3 E	25/3E	26/3E	24/3 CoE	OEM 各社の生産前提変更を反映し、当社のパワートレインユニット(PTU)出荷前提も微修正。24/3 期は期初の会社計画比でやや未達と予想する。日系を含め、OEM の中国販売/生産は停滞が続くが、当社の期初前提も相応に保守的であったことから、2Q まではほぼ計画線レベルと予想。				
新 中立	新	10,214	10,464	10,548					
旧 中立	旧	10,207	10,449	10,551					
営業利益(十億円)					コメント(営業利益/当期利益)				
目標株価	24/3 E	25/3E	26/3E	24/3 CoE	弊社業績予想は微修正。9 月公表の中計では 26/3 期営業利益: >3,000 億円との目標が掲げられた。ミックス改善や構造改革の実施が想定されている模様ながら詳細の説明は不十分であり、その具体策が注目される。一方、B/S 改革は会社の意志であり、在庫大幅低減などは弊社予想にも新たに反映。				
新 5,500	新	225	258	260					
旧 4,600	旧	226	253	255					
ROE					目標株価				
10/13/2023 株価	24/3 E	25/3E	26/3E	24/3 CoE	アイシン株の今後 12 ヶ月間の目標株価は 4,600 円→5,500 円。17/3 期-19/3 期の平均 EV/EBITDA:3.1 倍に対し、脱炭素化係数+5%(旧 0%)、トップライン確度ディスカウント:15%をそれぞれ付与し、妥当 EV/EBITDA は 2.8 倍(旧:2.6 倍)。12 ヶ月フォワード EBITDA5,081 億円に乗じて妥当 EV:1.4 兆円、同時価総額1.5 兆円を算出した。				
現株価 5,506	新	7.5%	7.9%	7.3%					
乖離率 -0.1%	旧	7.7%	7.8%	7.2%					

出 所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ 予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

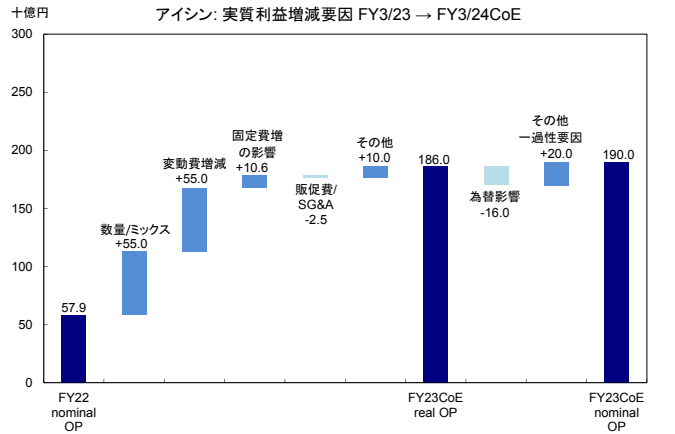
図表 30: 為替もあり、会社計画は十分確保可能と予想  
アイシン: 24/3 期弊社予想 OP 増減要因分析(前期比)



出 所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ 予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 31: 会社計画は為替に上振れ余地  
アイシン: 24/3 期会社計画 OP 増減要因分析(前期比)



出 所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ 予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

図表 32: 2Q は通常の季節性もあり 1Q 比大幅プラスと予想

アイシン: 連結損益計算書 at a glance

¥ mn, ¥, %	2023/3	2024/3E	2025/3E	2026/3E	24/3 CoE	2023/3		2024/3E					
						1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
<b>Revenues</b>	4,402,823	4,757,600	4,877,700	4,896,300	4,600,000	2,106,616	2,296,200	1,191,724	1,237,176	2,428,900	1,190,500	1,138,200	2,328,700
Cost of revenues	4,001,434	4,201,600	4,283,100	4,292,600		1,928,726	2,072,700	1,077,299	1,083,001	2,160,300	1,055,100	986,200	2,041,300
<b>Gross profits</b>	401,389	556,000	594,600	603,700		177,889	223,500	114,425	154,175	268,600	135,400	152,000	287,400
SG&A expenses	339,175	331,400	336,300	343,600		159,965	179,200	84,346	83,754	168,100	86,400	76,900	163,300
<b>Operating profits</b>	57,942	224,600	258,300	260,100	190,000	26,633	31,300	34,467	66,033	100,500	49,000	75,100	124,100
<b>Pretax profits</b>	73,741	244,400	279,200	281,800	200,000	54,902	18,800	54,464	84,236	138,700	35,400	70,300	105,700
Corporate tax, etc.	25,832	69,700	79,600	80,300		15,222	10,600	8,980	30,520	39,500	10,100	20,100	30,200
Minority interests	10,238	39,800	50,200	56,200		7,757	2,500	4,493	15,107	19,600	12,600	7,600	20,200
<b>Net profits</b>	37,670	134,900	149,400	145,300	125,000	31,922	5,700	40,990	38,610	79,600	12,700	42,600	55,300
<b>R&amp;D expense</b>	218,600	212,000	216,200	220,500	210,000	105,200	113,400	54,100	54,900	109,000	50,900	52,100	103,000
<b>Depreciation &amp; amortization</b>	263,500	258,200	258,200	263,400	258,000	131,900	131,600	64,100	65,100	129,200	64,700	64,300	129,000
<b>Capex</b>	221,400	232,500	232,500	232,500	248,000	88,600	132,800	35,900	66,400	102,300	54,100	76,100	130,200
Sales ratios													
<b>Gross profits</b>	9.1%	11.7%	12.2%	12.3%		8.4%	9.7%	9.6%	12.5%	11.1%	11.4%	13.4%	12.3%
<b>Operating profits</b>	1.3%	4.7%	5.3%	5.3%	4.1%	1.3%	1.4%	2.9%	5.3%	4.1%	4.1%	6.6%	5.3%
<b>Net profits</b>	0.9%	2.8%	3.1%	3.0%	2.7%	1.5%	0.2%	3.4%	3.1%	3.3%	1.1%	3.7%	2.4%
Tax rate	35.0%	28.5%	28.5%	28.5%		27.7%	56.4%	16.5%	36.2%	28.5%	28.5%	28.6%	28.6%
Yoy change													
<b>Revenues</b>	+12%	+8%	+3%	+0%	+4%	+13%	+12%	+19%	+12%	+15%	+8%	-4%	+1%
<b>Operating profits</b>	-68%	+288%	+15%	+1%	+228%	-69%	-68%	+422%	+230%	+277%	+11269%	+143%	+296%
<b>Net profits</b>	-73%	+258%	+11%	-3%	+232%	-49%	-93%	+89%	+275%	+149%	NM	+204%	+870%
Forex assumptions	2023/3	2024/3E	2025/3E	2026/3E	24/3 CoE	1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
¥/USD	136.0	143.0	145.0	145.0	130.0	134.0	136.2	137.5	144.6	141.1	145.0	145.0	145.0
¥/EUR	140.6	154.2	155.0	155.0	135.0	138.7	142.5	149.7	157.3	153.5	155.0	155.0	155.0
¥/THB	3.8	4.0	4.0	4.0	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0
¥/CNY	19.8	19.9	20.0	20.0	18.8	19.9	19.6	19.6	20.0	19.8	20.0	20.0	20.0
<b>OP factor analysis</b>	2023/3	2024/3E	2025/3E	2026/3E	24/3 CoE	1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
Sales/product mix changes	-90,000	+44,100	-14,200	-32,600	+55,000	-20,000	-70,000	+16,500	+25,900	+42,400	+19,800	-18,100	+1,700
Change in sales volume	-45,000	+94,500	+32,300	+4,700	+95,000	+2,000	-47,000	+27,000	+43,200	+70,200	+30,100	-5,800	+24,300
Impact of price change	-35,000	-45,400	-46,500	-37,300	-45,000	-18,000	-17,000	-8,500	-14,300	-22,800	-10,300	-12,300	-22,600
Mix	-10,000	-5,000	0	0	+5,000	-4,000	-6,000	-2,000	-3,000	-5,000	0	0	0
Internal reforms	+43,000	+50,000	+48,800	+49,000	+50,000	+23,000	+20,000	+10,000	+10,600	+20,600	+13,100	+16,300	+29,400
Raw materials price changes	-58,000	+12,000	+1,700	0	+5,000	-65,000	+7,000	+5,500	+9,000	+14,500	-2,200	-300	-2,500
Forex	+45,000	+15,100	+2,200	0	-16,000	+28,000	+17,000	+3,300	+4,400	+7,700	+2,800	+4,600	+7,400
Fixed costs and others	-43,100	+10,200	-9,800	-9,400	+6,100	-10,700	-32,400	-11,300	-7,700	-19,000	+11,300	+17,900	+29,200
R&D	-24,500	+6,600	-4,200	-4,300	+8,600	-12,000	-12,500	-2,600	-1,200	-3,800	+4,300	+6,100	+10,400
Other	-18,600	+3,600	-5,600	-5,100	-2,500	+1,300	-19,900	-8,700	-6,500	-15,200	+7,000	+11,800	+18,800
Depreciation	-9,000	+5,300	0	-5,200	+2,000	-5,800	-3,200	+1,800	+900	+2,700	+1,300	+1,300	+2,600
Restructuring	+15,000	+10,000	+5,000	0	+10,000	+7,000	+8,000	+2,000	+3,000	+5,000	+2,500	+2,500	+5,000
Investment for focus area	-7,000	0	0	0	0	-15,000	+8,000	0	0	0	0	0	0
Other one-time items	-20,000	+20,000	0	0	+20,000	0	-20,000	0	0	0	0	+20,000	+20,000
<b>Total</b>	-124,100	+166,700	+33,700	+1,800	+132,100	-58,500	-65,600	+27,800	+46,100	+73,900	+48,600	+44,200	+92,800

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH



**図表 33: 中国販売は決して強くないが、会社の期初前提も相応に保守的**  
**アイシン: AT 出荷台数の推移**

AT production (1,000 units)	2023/3	2024/3E	2025/3E	2026/3E	24/3 CoE	2023/3		2024/3E					
						1H	2H	1Q	2QE	1HE	3QE	4QE	2HE
Toyota group	4,155	4,853	5,132	5,113	4,991	2,074	2,081	1,282	1,406	2,688	1,203	962	2,165
VW group	1,059	1,097	1,062	1,074	1,082	564	495	287	279	566	262	268	530
European OEMs (ex VW)	1,577	1,607	1,619	1,630	1,614	730	847	433	431	864	371	372	743
Detroit Three	347	359	377	397	379	204	143	103	77	180	85	94	179
Chinese local makers	683	801	753	714	723	383	300	177	164	341	220	241	461
Others	1,441	1,496	1,521	1,619	1,511	668	773	372	358	730	377	390	766
Total	9,262	10,214	10,464	10,548	10,300	4,623	4,639	2,654	2,716	5,370	2,517	2,327	4,844
yoy % change	-3%	+10%	+2%	+1%	+11%	-1%	-4%	+16%	+17%	+16%	+7%	+2%	+4%

出所: 会社資料、BofA グローバルリサーチ予想。

BofA GLOBAL RESEARCH

## 目標株価の根拠とリスク

### ブリヂストン (5108 / BRDCF)

ブリヂストン株の今後 12 ヶ月間の目標株価は 6,400 円→6,500 円(ADR US\$21.51)。15/12 期-19/12 期の平均 EV/EBITDA:4.7 倍に脱炭素化プレミアム:15%と低株価対応ポテンシャル:5%、トップライン確度ディスカウント:15%を付与し(ネットで+5%)、妥当 EV/EBITDA は 5.0 倍。12 ヶ月フォワード EBITDA:8,460 億円に乗じて妥当 EV:4.2 兆円、同時価総額:4.5 兆円を算出した。アップサイドリスクは予想を上回る EV シフトに伴う業績ポジティブへの認識や、急激な原材料価格低下。ダウンサイドリスクは原油価格上昇を含む原材料費の高騰、米国での競争環境激化。

### 住友ゴム工業 (5110 / SMTUF)

住友ゴム株の今後 12 ヶ月間の目標株価は 1,400 円。17/3 期-19/3 期の平均 EV/EBITDA:4.8 倍に対し、脱炭素化プレミアム:5%と低株価対応ポテンシャル:5%、トップライン確度ディスカウント:15%を付与し(ネットで-5%)、妥当 EV/EBITDA は 4.6 倍。12 ヶ月フォワード EBITDA:1,314 億円に乗じて妥当 EV:5,990 億円、同時価総額:3,740 億円を算出した。リスクはコンテナ不足など。アップサイドリスクは、原材料価格の急激な低下やコンテナ船需給の早期改善、ダウンサイドリスクは原油価格上昇を含む原材料費の高騰や一段のコンテナ船不足による海上運賃高騰。

### デンソー (6902 / DNZOF)

デンソー株の今後 12 ヶ月間の目標株価は 3,100 円。17/3 期-20/3 期の平均 EV/EBITDA:5.8 倍に対し、脱炭素化プレミアム:50%、トップライン確度ディスカウント:15%、低株価対応ポテンシャル:+5%をそれぞれ付与し(ネットで+40%)、妥当 EV/EBITDA は 8.5 倍。12 ヶ月フォワード EBITDA:1.12 兆円に乗じて妥当 EV:9.1 兆円、同時価総額:9.3 兆円を算出した。ダウンサイドリスクは半導体不足による完成車メーカーの急減産、BEV 向け製品における将来の競争激化や電動化への期待値変動。

### アイシン (7259 / ASEKF)

アイシン株の今後 12 ヶ月間の目標株価は 5,500 円。17/3 期-19/3 期の平均 EV/EBITDA:3.1 倍に対し、脱炭素化係数:+5%(旧 0%)、トップライン確度ディスカウント:15%をそれぞれ付与し、妥当 EV/EBITDA は 2.8 倍。12 ヶ月フォワード EBITDA:5,081 億円に乗じて妥当 EV:1.4 兆円、同時価総額:1.5 兆円を算出した。ダウンサイドリスクは半導体不足による完成車メーカーの急減産、BEV 向け製品における将来の競争激化や電動化への期待値変動。

## アナリスト認証

私、二本柳慶は、本レポートで述べられている見解が、当該証券および発行体に関する私個人の見解を正確に反映したものであることを認証します。私はま

た、過去、現在、将来にわたり、私の報酬が、直接的あるいは間接的に、本レポート中の特定の推奨または見解には一切関係しないことをここに認証します。

## 特別開示事項

現在 BofA Securities は、2023 年 10 月 10 日に公表された、Coherent Corp.による SiC 事業の分社化ならびに新会社への株式会社デンソー及び三菱電機株式会社による出資に関して、Coherent Corp.のファイナンシャル・アドバイザーを務めております。

## アジアパシフィック – 自動車業界カバレッジクラスター

投資評価	銘柄	BofA グローバルリサーチ		
		・ ティッカー	Bloomberg シンボルアナリスト	
買い	Aima Technology	XIHBF	603529 CH	Joey Yang, CFA
	Ashok Leyland	XDBVF	AL IN	Gunjan Prithyani
	Bajaj Auto	XBJBF	BJAUT IN	Gunjan Prithyani
	BYD	BYDDF	1211 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	BYD	XYMPF	002594 CH	Ming Hsun Lee, CFA
	BYD	BYDDY	BYDDY US	Ming Hsun Lee, CFA
	CATL	XMOQF	300750 CH	Ming Hsun Lee, CFA
	Desay SV	XGDFF	002920 CH	Jessie Lo
	Eicher Motors	XEIMF	EIM IN	Gunjan Prithyani
	EVE	XEVEF	300014 CH	Ming Hsun Lee, CFA
	GAC	GNZUF	2238 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	Hankook Tire	XHTRF	161390 KS	KJ Hwang
	Hesai	HSAL	HSAL US	Jessie Lo
	HL Mando	XMADF	204320 KS	KJ Hwang
	Huayu	XHASF	600741 CH	Jessie Lo
	Hyundai Motor	HYMLF	005380 KS	KJ Hwang
	Li Auto	LI	LI US	Ming Hsun Lee, CFA
	Li Auto	LAAOF	2015 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	Maruti	MUDGF	MSIL IN	Gunjan Prithyani
	Minth	MNTHF	425 HK	Jessie Lo
	NIO	NIO	NIO US	Ming Hsun Lee, CFA
	NIO	NIOIF	9866 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	NIO	XLTFW	NIO SP	Ming Hsun Lee, CFA
	SAMIL (Motherson International)	XMSUF	MOTHERSO IN	Gunjan Prithyani
	Shenzhen Kedali	XWCSF	002850 CH	Jessie Lo
	Shuanghuan Driveline	XZSHF	002472 CH	Jessie Lo
	Tata Motors	XTTSF	TTMT IN	Gunjan Prithyani
	Tinci Materials	XCVHF	002709 CH	Miriam Chan, CFA
	TVS Motors	XFKMF	TVSL IN	Gunjan Prithyani
	Wuxi Lead	XZSRF	300450 CH	Ming Hsun Lee, CFA
	XPeng Inc	XPEV	XPEV US	Ming Hsun Lee, CFA
	XPeng Inc.	XPNGF	9868 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	Yadea	YADGF	1585 HK	Joey Yang, CFA
	Yongda	CYYHF	3669 HK	Joey Yang, CFA
	Yunnan Energy	XLGFF	002812 CH	Jessie Lo
	Zhejiang Sanhua	XZSIF	002050 CH	Jessie Lo
	Zhongsheng Auto	ZSHSF	881 HK	Joey Yang, CFA
	いすゞ自動車	ISUZF	7202 JP	二本柳慶
	スズキ	SZKMF	7269 JP	二本柳慶
	デンソー	DNZOF	6902 JP	二本柳慶
	トヨタ自動車	TOYOF	7203 JP	二本柳慶
	トヨタ自動車	TM	TM US	二本柳慶
	パーク 24	PKCOF	4666 JP	二本柳慶
	ホンダ	HMC	HMC US	二本柳慶
	ホンダ	HNDAL	7267 JP	二本柳慶
	マツダ	MZDAF	7261 JP	二本柳慶
	日産自動車	NSANF	7201 JP	二本柳慶
	日産自動車	NSANY	NSANY US	二本柳慶
中立	CALB	XCLSIF	3931 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	Dong Feng	DNFGF	489 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	Great Wall Motor	GWLLF	2333 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	Hyundai Mobis	HYPLF	012330 KS	KJ Hwang
	Kia Corp	KIMTF	000270 KS	KJ Hwang
	Leapmotor	XZSSF	9863 HK	Ming Hsun Lee, CFA
	Mahindra & Mahindra (M&M)	XKQRF	MM IN	Gunjan Prithyani
	MeiDong Auto	CMEIF	1268 HK	Joey Yang, CFA
	Motherson Sumi Wiring	XMWDF	MSUMI IN	Gunjan Prithyani
	Shenzhen Senior	XHYRF	300568 CH	Jessie Lo
	Sona Comstar	XBNXF	SONACOMS IN	Gunjan Prithyani
	SUBARU	FUJHF	7270 JP	二本柳慶
	SUBARU	FUJHY	FUJHY US	二本柳慶

## アジアパシフィック – 自動車業界 カバレッジクラスター

投資評価	銘柄	BofA グローバルリサーチ ・ ティッカー	Bloomberg シンボルアナリスト
	Toyota Industries Corporation	TYIDY	TYIDY US 細田 賢太郎
	Wencan	XSCDF	603348 CH Joey Yang, CFA
	アイシン	ASEKF	7259 JP 二本柳慶
	ブリヂストン	BRDCF	5108 JP 二本柳慶
	ブリヂストン	BRDCY	BRDCY US 二本柳慶
	三菱自動車	MMTOF	7211 JP 二本柳慶
	日野自動車	HINOF	7205 JP 二本柳慶
	豊田自動織機	TYIDF	6201 JP 細田 賢太郎

## アンダーパフォーム

	Astra International	PTAIF	ASII IJ ポール デューベリー
	BAIC Motor	BMCLF	1958 HK Ming Hsun Lee, CFA
	Bharat Forge	XUUVF	BHFC IN Gunjan Prithyani
	China Grand Auto	XMURF	600297 CH Joey Yang, CFA
	Escorts Kubota	XSCOF	ESCORTS IN Gunjan Prithyani
	Fuyao Glass	XFGIF	600660 CH Edward Leung, CFA
	Fuyao Glass	XFUYF	3606 HK Edward Leung, CFA
	GAC	XGNHF	601238 CH Ming Hsun Lee, CFA
	Great Wall Motor	XGWMF	601633 CH Ming Hsun Lee, CFA
	Hero Motocorp	HRHDF	HMCL IN Gunjan Prithyani
	Hyundai Wia	XWHYF	011210 KS KJ Hwang
	Joyson	XQMWF	600699 CH Jessie Lo
	Nexteer	NTXVF	1316 HK Jessie Lo
	Putailai	XVHGF	603659 CH Jessie Lo
	SAIC Motor	XZNFJ	600104 CH Ming Hsun Lee, CFA
	ヤマハ発動機	YAMHF	7272 JP 二本柳慶
	住友ゴム工業	SMTUF	5110 JP 二本柳慶

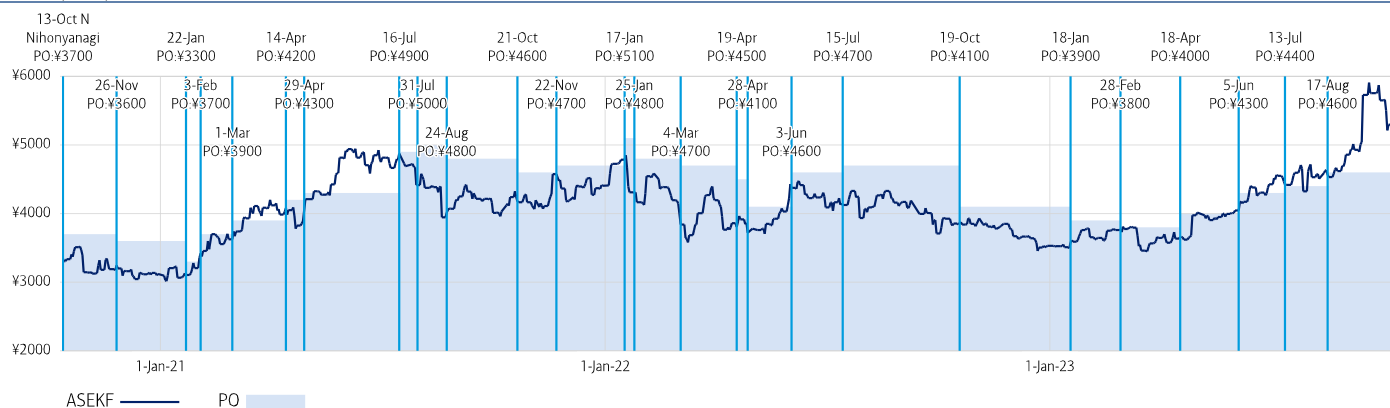
## レビュー

	Geely	GELYF	175 HK Ming Hsun Lee, CFA
	ネクステージ	XIOIF	3186 JP 細田 賢太郎

## 開示事項

## 重要開示事項

## アイシン (7259) 株価チャート



B: Buy, N: Neutral, U: Underperform, PO: Price Objective, NA: No longer valid, NR: No Rating

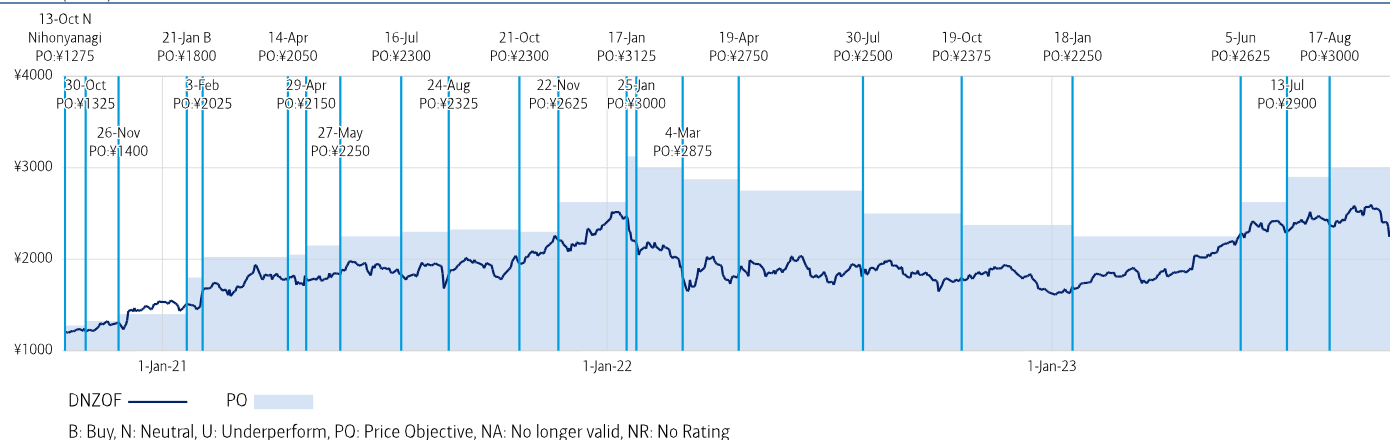
投資判断システムは巻末の「ファンダメンタル・エクイティ・オピニオン・キー（投資判断）」の下に記載されています。濃いグレーはリストラクション期間につき投資評価が一時停止されたことを示しています。中間のグレーはレビュー期間につき投資評価が一時取り消されたことを示しています。薄いグレーはカバレッジされていないことを示しています。チャートはレポート発行日の1営業日前または直近の記載日現在。

## ブリヂストン (5108) 株価チャート



投資判断システムは巻末の「ファンダメンタル・エクイティ・オピニオン・キー（投資判断）」の下に記載されています。濃いグレーはリストリクション期間につき投資評価が一時停止されたことを示しています。中間のグレーはレビュー期間につき投資評価が一時取り消されたことを示しています。薄いグレーはカバレッジされていないことを示しています。チャートはレポート発行日の1営業日前または直近の記載日現在。

## デンソー (6902) 株価チャート



投資判断システムは巻末の「ファンダメンタル・エクイティ・オピニオン・キー（投資判断）」の下に記載されています。濃いグレーはリストリクション期間につき投資評価が一時停止されたことを示しています。中間のグレーはレビュー期間につき投資評価が一時取り消されたことを示しています。薄いグレーはカバレッジされていないことを示しています。チャートはレポート発行日の1営業日前または直近の記載日現在。

## 住友ゴム工業 (5110) 株価チャート



投資判断システムは巻末の「ファンダメンタル・エクイティ・オピニオン・キー（投資判断）」の下に記載されています。濃いグレーはリストリクション期間につき投資評価が一時停止されたことを示しています。中間のグレーはレビュー期間につき投資評価が一時取り消されたことを示しています。薄いグレーはカバレッジされていないことを示しています。チャートはレポート発行日の1営業日前または直近の記載日現在。

株式投資評価配分表：自動車(グループ)業界 (2023/09/30 現在)

カバレッジユニバース	該当銘柄数	配分比率	投資銀行業務関係 <sup>R1</sup>	該当銘柄数	配分比率
買い	64	53.78%	買い	37	57.81%
ホールド	31	26.05%	ホールド	16	51.61%
売り	24	20.17%	売り	11	45.83%

株式投資評価配分表：グローバルグループ (2023/09/30 現在)

カバレッジユニバース	該当銘柄数	配分比率	投資銀行業務関係 <sup>R1</sup>	該当銘柄数	配分比率
買い	1869	53.48%	買い	1046	55.97%
ホールド	828	23.69%	ホールド	461	55.68%
売り	798	22.83%	売り	370	46.37%

<sup>R1</sup> 過去 12 ヶ月間で BofA Securities またはその関連会社の投資銀行業務の顧客だったことがある発行体。カバレッジユニバースには、株式だけが含まれます。本配分表においては、ニュートラル評価は「ホールド」、アンダーパフォーム評価は「売り」として表示されています。

ファンダメンタル株式投資評価の読み方：株式投資評価は株価変動リスク評価、総合投資評価、配当収入評価から構成されています。株価変動リスク評価は潜在的な株価変動の大きさを示します。A=小さい、B=標準的、C=大きい。総合投資評価は、アナリストが判断する(i)絶対ベース予想総合投資収益率、(ii)カバレッジクラスター(詳細は下記をご参照ください)内の他銘柄に対する相対的な投資魅力を反映したものです。弊社の投資評価は3段階評価です。1=買い(予想総合投資収益率が10%以上、かつ同一カバレッジクラスター内で投資魅力が最も高い銘柄群)、2=中立(株価は現行水準または上昇が見込まれるが、投資魅力は買い銘柄より相対的に低い銘柄群)、3=アンダーパフォーム(カバレッジクラスター内で投資魅力が最も低い銘柄群)。投資評価6(投資評価なし)は株価形成がファンダメンタルズに基づかなくなったとみられる時付与されます。アナリストは、現在から12ヶ月後までの予想総合投資収益率と、BofA Securities が定めている投資評価配分ガイドライン(下記の表をご参照ください)などを考慮しながら、投資評価を付与します。予想総合投資収益率に対するご理解を深めていただくために、現時点の目標株価をご参照ください。目標株価はアナリストが予想する株価上昇(下落)率を反映しています。

投資評価	予想総合投資収益率(投資評価開始日から12ヶ月以内)	カバレッジクラスター内の評価配分率ガイドライン
買い	≥10%	≤70%
中立	≥0%	≤30%
アンダーパフォーム	N/A	≥20%

\*カバレッジクラスター構成銘柄の投資見通しがより正確に反映されると BofA グローバルリサーチが判断した場合には、投資評価配分が変更される場合があります。  
配当収入評価は予想現金配当を表しています。7=配当維持・増配(配当安定性が高い)、8=配当維持・減配(配当安定性が低い)、9=現金配当なし。カバレッジクラスターは単一アナリスト、または担当産業、セクター、地域などが共通する複数のアナリストが担当している銘柄から構成されます。特定銘柄が属するカバレッジクラスターは、同銘柄に言及している BofA グローバルリサーチの直近レポートをご参照ください。

本調査レポート中で言及している証券の株価チャートは [PriceCharts website](#) からご覧いただけます。郵送をご希望の方は1-800-637-7455までお電話を頂きますようお願いいたします(日本からの通話は有料となります)。  
当該発行体は現在、BofAS またはその関連会社の投資銀行業務の顧客であるか、または過去12ヵ月以内に顧客だったことがあります。:デンソー,ブリヂストン  
BofAS またはその関連会社は、当該発行体から過去12ヵ月以内に投資銀行業務以外の業務または商品に関して報酬を受領したことがあります。:アイシン,デンソー,ブリヂストン  
当該発行体は現在、BofAS またはその関連会社の証券業務以外での顧客であるか、または過去12ヵ月以内に顧客だったことがあります。:アイシン,デンソー,ブリヂストン,住友ゴム工業  
米国において、当該証券の個人顧客への販売および本レポートの配布は、当該証券の登録義務がない州、もしくは販売が認められている州のみで行うことができます:アイシン,デンソー,ブリヂストン,住友ゴム工業  
BofAS またはその関連会社は、当該発行体またはその関連会社から今後3ヵ月以内に投資銀行業務に関する報酬を受領する見込み、またはそのような報酬の受領を目指す意思を有しています。:デンソー,ブリヂストン  
当該発行体は現在、BofAS またはその関連会社の証券業務(投資銀行業務を除く)の顧客であるか、または過去12ヵ月以内に顧客だったことがあります。:アイシン,デンソー,ブリヂストン  
BofA グローバルリサーチ社員(本レポートを作成したアナリストを含む)の報酬には、その他の要素とともに、投資銀行業務による利益を含む Bank of America Corporation 全体の収益が考慮されています。本レポートを作成したアナリストの報酬には、その他の要素とともに、当該アナリストが担当する証券や金融商品などの種類に関連した Bank of America Corporation のセールスとトレーディングビジネス全体の収益が考慮されています。

その他の重要開示事項

リサーチアナリストはカバレッジ対象発行体の現地視察を行う場合があります。BofA Securities のポリシーは、その現地視察に伴って発生する旅費に関し、リサーチアナリストが当該発行体からの支払いを受け取ることを禁止しています。  
価格はあくまで参考値で、情報の提供のみを目的としたものです。本調査レポートで明記している場合を除き、株式に関連した推奨の場合、言及されている価格は本調査レポート発行の前営業日における公式な終値、または本調査レポートが取引時間中に発行された場合は、本調査レポート発行時点における気配値になり、債券に関連した推奨の場合(優先株式とCDSを含む)、言及されている価格は本調査レポートの発行時点の気配値となり BofA Securities のトレーディング担当者などを含む各種情報源に基づいています。  
本レポートで取り上げている推奨の作成完了日時は、レポート・タイムスタンプに記録された本レポートの配信日時になります。

機関投資家やマーケット専門家ではない方が本レポートを読まれる場合には、投資判断の決定に係わる情報を考慮する際、独立したファイナンシャルアドバイザーからアドバイス、または内容に関する必要な説明を受けられるようお勧めします。  
BofAS またはその関連会社の役職員(リサーチアナリストを除く)は、当該発行体が発行する証券または関連証券等を保有している可能性があります。  
利益相反に関する BofA グローバルリサーチのポリシーは [BofA Global Research policies relating to conflicts of interest \(英文のみ\)](#) でご覧いただけます。

。「BofA Securities」には BofA Securities, Inc. ("BofAS"), およびその関連会社が該当します。本レポート又はレポート内で言及された投資アイディアの適正さに関するご質問は、BofA Securities の担当者または Merrill Lynch Global Wealth Management のファイナンシャルアドバイザーにお問い合わせください。「BofA Securities」は BofA グローバルリサーチのグローバルブランドです。  
BofA Securities の 米国外関連会社、および関連会社が作成した調査レポートの配布に関する情報：  
BofAS 及び/または Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated ("MLPF&S")は以下の米国外関連会社の情報を米国内で配布しているか、または将来配布する可能性があります(略称、登記社名、規制当局名)。Merrill Lynch (South Africa): Merrill Lynch South Africa (Pty) Ltd., regulated by The Financial Service Board; MLI (UK): Merrill Lynch International, regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority (PRA); BofASE (France): BofA Securities Europe SA is authorized by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) and regulated by the ACPR and the Autorité des Marchés Financiers



(AMF). BofA Securities Europe SA (“BofASE”, 登録住所は 51, rue La Boétie, 75008 Paris) は、n° 842 602 690 RCS Paris の下で登録を受けている。French Code Monétaire et Financier (フランスの通貨金融法) の定めに従って、BofASE は établissement de crédit et d'investissement (信用投資機関) として欧州中央銀行及び Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) によって認定され、監督を受け、ACPR 及び Autorité des Marchés Financiers の規制の下に置かれている。BofASE の株主資本については、そのリンク先 [BofASE の免責事項のウェブページ](#) 見たい。; BofA Europe (Milan): Bank of America Europe Designated Activity Company, Milan Branch, regulated by the Bank of Italy, the European Central Bank (ECB) and the Central Bank of Ireland (CBI); BofA Europe (Frankfurt): Bank of America Europe Designated Activity Company, Frankfurt Branch regulated by BaFin, the ECB and the CBI; BofA Europe (Madrid): Bank of America Europe Designated Activity Company, Madrid Branch, regulated by the Bank of Spain, the ECB and the CBI; Merrill Lynch (Australia): Merrill Lynch Equities (Australia) Limited, regulated by the Australian Securities and Investments Commission; Merrill Lynch (Hong Kong): Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited, regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission (HKSCF); Merrill Lynch (Singapore): Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd, regulated by the Monetary Authority of Singapore (MAS); Merrill Lynch (Canada): Merrill Lynch Canada Inc, regulated by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada; Merrill Lynch (Mexico): Merrill Lynch Mexico, SA de CV, Casa de Bolsa, regulated by the Comisión Nacional Bancaria y de Valores; Merrill Lynch (Argentina): Merrill Lynch Argentina SA, regulated by Comisión Nacional de Valores; Merrill Lynch (Japan): BofA Securities Japan Co., Ltd., regulated by the Financial Services Agency; Merrill Lynch (Seoul): Merrill Lynch International, LLC Seoul Branch, regulated by the Financial Supervisory Service; Merrill Lynch (Taiwan): Merrill Lynch Securities (Taiwan) Ltd., regulated by the Securities and Futures Bureau; BofAS India: BofA Securities India Limited, regulated by the Securities and Exchange Board of India (SEBI); Merrill Lynch (Israel): Merrill Lynch Israel Limited, regulated by Israel Securities Authority; Merrill Lynch (DIFC): Merrill Lynch International (DIFC Branch), regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA); Merrill Lynch (Brazil): Merrill Lynch S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, regulated by Comissão de Valores Mobiliários; Merrill Lynch KSA Company: Merrill Lynch Kingdom of Saudi Arabia Company, regulated by the Capital Market Authority.

本資料は、英国(UK)では (FCA と PRA の規則に定められた) 機関投資家および適格取引相手に対しては、同国 PRA から認可を受け、さらに FCA と PRA との監督下にある MLI (UK) により発行・配布、(FCA と PRA の規定の規模の詳細は我々から入手することができます)、欧州経済地域 (EEA) では ACPR から認可を受け、さらに ACPR と AMF との監督下にある BofASE (France) により発行・配布、日本では同国金融商品取引法に基づく登録証券会社である BofAS Japan または法令諸規則等を遵守している関連会社により検討・配布、香港では HKSCF の監督下にある Merrill Lynch (Hong Kong) により発行・配布、台湾では Merrill Lynch (Taiwan) により発行・配布、インドでは BofAS India により発行・配布、シンガポールでは MAS の監督下にある Merrill Lynch (Singapore) (企業登録番号 198602883D) により、Financial Advisers Regulations で定められた機関投資家および/または適格投資家に発行・配布されています。オーストラリアでは Merrill Lynch Equities (Australia) Limited (ABN 65 006 276 795), AFS ライセンス 235132 (MLEA) が、2001 年法人法第 761G 条で定められる「ホールセール」顧客に対し、本情報を配布しています。Bank of America N.A., Australian Branch を除き、MLEA および本情報の作成に係わっているその関連会社は 1959 年銀行法に基づく公認預金取り扱い金融機関ではなく、オーストラリア健全性規制庁の規制を受けているものでもありません。ブラジルにおける本資料の発行または配布について承認は必要なく、Merrill Lynch (Brazil) は適用される規則に基づいてブラジル国内で本資料を配布しています。Merrill Lynch (DIFC) は DFSA の承認・規制を受けています。Merrill Lynch (DIFC) が作成・発行する資料は DFSA の事業規約要件に準拠しています。ドイツでは BaFin、ECB 及び CBI の監督下にある BofA Europe (Frankfurt) によりこの資料は配布されています。BofA Europe と BofASE (France) を含む BofA Securities のグループ会社は、特定または一部の調査サービスのマーケティングや提供を、他の支店または BofA Securities の他のグループ会社に委託することがあります。BofA Securities の別のグループ会社は、適用される法律に従い、既存の金融サービスプロバイダーの代理者として連絡することがあります。これは、金融サービスプロバイダーの変更を意味するものではありません。詳細は [Electronic Communications Disclaimers](#) を参照願います。

本資料は BofAS 及び/またはその米国外関連会社によって作成・発行されたものです。本資料の著者は当該法的管轄区域において規制業務を行う免許を持っていない場合があり、その場合は著者が規制業務を行えると振る舞うことはありません。BofAS 及び/または MLFP&S は米国内で本資料を配布しており、米国内で BofAS 及び/または MLFP&S の顧客に配布される米国外関連会社の資料については全面的に責任を負っています。本資料を受け取られ、そこで言及している証券に関して投資を希望される米国投資家は、海外の関連会社ではなく BofAS 及び/または MLFP&S を通じて行われますようお願い致します。香港で本資料を受け取られ、証券取引および証券に関する具体的な助言提供ならびに本資料について派生ないし関連する他の事項に関してお問い合わせのある方は Merrill Lynch (Asia Pacific) Limited にご連絡ください。シンガポールで本資料を受け取られ、本資料から派生またはそれに関連する事項に関してご質問のある方はすべて Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd にお問い合わせください。適格投資家、専門的な投資家、機関投資家などを除く顧客に対し、Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd はこれらのシンガポールの顧客に配布された本情報の内容に関してすべての責任を負います。

#### 一般の投資に関するディスクロージャー：

台湾で読まれる方へ：本情報に記載されている情報や意見は、いかなる証券やその他の金融商品の取引を勧誘するためのものではありません。本情報のいかなる部分に関しても、BofA Securities の書面による合意がなければ、台湾において、報道機関またはそれ以外の人がいかなる形式でも利用、複製、引用することを禁じます。

本文書は一般情報の提供を目的としたものであり、BofA Securities の顧客のために準備・配信を企図したものです。記載されている情報や意見は特定の証券、その他の投資対象、またはそれに関連したデリバティブ（オプション、先物、ワラント、差金決済取引）の売買を勧誘するものではありません。本文書は個別の投資アドバイスの提供を目的としたものではなく、本文書を受け取られる方の投資目的、経済状況、あるいは特定のニーズを考慮に入れたものではなく、また特定の人のに向けて配信されたものでもありません。本文書は ERISA (従業員退職所得保障法)、米国税法、投資顧問法その他を考慮することを主眼とする投資アドバイスを提供するものではなく、当該アドバイスを提供するものと見做されるべきものでもありません。本文書で言及または推奨している金融商品への投資、または投資戦略の適正さについては投資アドバイスを受けることをお勧めします。また将来的に予想通りの結果とならない可能性があることをご承知おき下さい。いかなる募集における証券の購入や申し込みについても、本文書ではなく、当該証券に関する既存の公表情報、または当該募集に関連した目録見書やその他の募集文書に記載された情報に基づいて決定されますようお願いいたします。

本文書で言及、または BofA Securities が推奨、オファー、販売している証券やその他の投資対象は、米連邦預金保険公社による保険付きではなく、(Bank of America, N.A. を含む) いかなる付保預金機関の預金や債務でもありません。一般的に投資は、特にデリバティブ投資は、マーケットリスク、取引相手のデフォルトリスク、流動性リスクなど多くのリスクを伴います。証券、その他の投資対象、デリバティブ商品はすべての投資家に適正というわけではありません。デジタル資産は非常に投機的で価格変動が大きく、ほとんどの場合、規制を受けていません。証券やその他の投資対象の価値を算出した売却することが困難な場合もあり、当該証券やその他の投資対象の価値やリスクに関する信頼のおける情報を得られないこともあります。証券やその他の金融商品からの投資収益は変動する可能性があり、証券・その他の金融商品の価格または価値も変動する可能性があります。元本を割り込む可能性もあります。過去の投資実績は必ずしも将来の投資実績を示唆するものではありません。税制の段階や基礎が異なっている可能性があります。

本レポートには短期トレーディングのアイデアまたは推奨が含まれている可能性があります。これらは当該発行体の株価に短期的に影響を与えると予想される、当該発行体または市場に関連した特定の短期カタリストまたは出来事に主眼を置いたものです。短期トレーディングのアイデアおよび推奨は、株式銘柄の長期トータルリターン期待値、および当該銘柄が含まれるカバレッジクラスター他銘柄に対する相対的投資魅力を反映したファンダメンタル投資評価とは異なり、それに影響するものでもありません。短期トレーディングのアイデアおよび推奨は、株式のファンダメンタルな投資評価に比較し強気ないし弱気の場合もあります。

BofA Securities では、本レポートで述べられている投資アイデアの実行は投資家の証券またはその他金融商品に対する空売りの環境が整っていることを前提としており、各国・地域における空売り規制により、当該投資行動が制限される可能性があることを念頭においています。本レポートに記載されている空売りに関する投資アイデアの実行に際しては、そうした規制の適用に関して専門家のアドバイスを受けられるようお願い致します。

言及されている証券および金融商品は為替相場の変動により証券の価値、価格、配当・利息収入の換算において為替差損が発生する可能性があります。

ADR を含む当該証券およびその他の金融商品には為替リスクがあることをご承知おきください。

BofAS またはその関連会社は、本レポート中で推奨している可能性がある証券に関連した流通金融商品を定期的に発行しています。BofAS またはその関連会社は本レポート中で言及した証券および金融商品のポジション（買いまたは売り）を保有している可能性があります。

BofA Securities は、BofA グローバルリサーチ以外の事業体を通じて、本資料中で提供した情報と整合していない、あるいは異なる結論に達するトレーディングアイデアまたは推奨を行ったか、または行う可能性があります。そうした投資アイデアや推奨は、それを作成した担当者の時間軸、前提、見解、および分析手法の違いを反映したものである可能性があり、BofA Securities は本情報を受け取られた投資家に対して、そうした異なるトレーディングアイデアや推奨に対する注意を喚起する義務を負っていません。

別途の手数料による調査サービスの提供に関して BofAS と締結した契約に基づき投資家が本情報を受領し、これに関連して BofAS が投資顧問を務めている



とみなされる可能性がある場合、そのような状況はBofASと直接契約関係にある投資家のみに係るものであり、（書面にてBofASが明示していない限り）本レポートの配布以上に役割が拡大するものではありません。本文書で言及している証券の売買に関して投資家がBofASのサービスを利用する場合、BofASは当該証券を自己勘定で売買するか、他の投資家の代理人として売買することがあります。本文書で言及している証券の取引を含むいかなる取引の執行に関しても、BofASは証券会社としての役割を担っておりません。

#### 調査レポートに関する著作権および一般情報：

Copyright 2023 Bank of America Corporation. 無断使用・転載を禁ず。iQdatabase®はBank of America Corporation.の登録商標です。本情報はBofA Securitiesの顧客を対象に作成したものであり、レポート全体または一部の如何にかかわらず、いかなる形式であろうとも、BofA Securitiesの合意なしに転用、転送、または開示することを禁じます。BofA グローバルリサーチの情報は、調査情報を掲載できる社内向け、顧客のウェブサイト向け、およびその他のポータルに同時配信され、公に配布される資料ではありません。無許可の使用または開示を禁じます。本情報を受領し、読まれるにあたっては、BofA Securitiesの管轄役職員の許可を事前に得ない限り、本情報の内容、意見、結論または情報（投資推奨、予想、目標株価を含む）を転用、転送、または第三者へ開示しない旨、合意されているものとみなします。

BofA グローバルリサーチが作成する資料は公開情報に基づくものです。本資料中に提示された事実や見解は、投資銀行部門を含むBofA Securitiesの他部門に所属する専門職員による確認が行われたものではなく、それら専門職員が保有する情報を反映するものでもありません。BofA Securitiesは、BofA グローバルリサーチと一部の事業部門との間に情報隔壁を設けています。そのためBofA Securitiesでは、特定の顧客関係や、当該顧客発行体より受け取る報酬については開示していません。本資料において訴訟案件や法的問題が言及されている場合でも、本資料は、いかなる法的結論、意見、アドバイスを提供するものではありません。本資料の内容に関連する法的問題については、ご自身の法律アドバイザーにご相談されるようお勧めします。本資料で言及している発行体が関係している訴訟においてBofA Securitiesのグループ会社及び／またはその役職員が原告、被告、共同被告、或いは共同原告となっている場合、BofA グローバルリサーチ部員の当該訴訟に関する知識は公開情報に基づいています。本資料で提示されている、いかなる訴訟案件に関する事実や見解も、それら訴訟案件に関連した法的措置や法的事項についてBofA Securitiesの他部門の専門職員による確認や協議が行われたものではなく、それら専門職員が保有する情報を反映するものではありません。

本情報は、その中で言及している証券の発行体と関係なく独自に作成したものであり、いかなる証券売り出し提案に関係しているものでも、あるいは証券発行体の代理者として作成したものでもありません。BofAS、その関連会社、または当該会社に所属するリサーチアナリストのいずれも、発行体の代理として表明・保証を行う権限を一切保有していません。BofA グローバルリサーチのポリシーに基づき、調査部員は推奨、投資評価、投資論点を含まない調査レポートを発行する前に、発行体による確認を目的に推奨、投資評価、投資論点を公表することが禁じられています。

本書で言及している金融商品の税制に関する情報は、いかなるものも税制上のアドバイスの提供を目的としたものでもなく、第三者が税制上のアドバイスの提供に使用することを認めるものでもありません。それぞれの状況に基づき税に関する独立機関から税制上のアドバイスを受けられるようお勧めします。

本情報(BofA Securitiesおよび関連会社に関するディスクローチャー情報を除く)は複数の情報源から入手したものであり、その正確性を保証するものではありません。本情報には第三者のウェブサイトへのリンクが含まれている可能性があります。BofA Securitiesは第三者のウェブサイトのコンテンツに関して、あるいは第三者ウェブサイトに含まれるリンク先のコンテンツに関して責任を負うものではありません。第三者ウェブサイトのコンテンツは本情報の一部を構成するものではなく、参照することにより本情報に含まれるものでもありません。本情報に含まれるリンクはBofA Securitiesによる内容支持やBofA Securitiesとのいかなる関係をも示唆するものではありません。第三者ウェブサイトへのアクセスはご自身の責任において実施してください。第三者ウェブサイトにて個人情報提出するときには、事前に当該ウェブサイトの諸条件や個人情報保護規約をご確認されますようお願いいたします。BofA Securitiesは第三者ウェブサイトの諸条件や個人情報保護規約に対して責任を負うものではなく、いかなる義務を負うものでもありません。

すべての意見、推測、予測は当該資料の発行日時点での著者の判断に基づくものであり、予告なしに変更される可能性があります。価格も予告なしに変更されることがあります。BofA Securitiesは本情報を更新する義務を負っておらず、将来的に情報提供制限期間に入った場合には当該発行体に関する資料を発行できなくなる可能性もあります。したがって、BofA Securitiesは本資料で言及しているいかなる事実、状況、意見も更新しないことを前提に置いていただきますようお願いいたします。

弊社が調査レポートを配布している法的管轄区域の法律に基づく情報提供制限期間や、調査レポートの発行に関するその他の法的およびBofA Securitiesの方針に基づく制限に準拠することを前提とした上で、投資推奨に実勢を反映させるべく、ファンダメンタル株式レポートは必要に応じて継続的に発行されます。

発行済みレポートまたは証券、金融商品、発行体に関する投資判断の中には、すでに更新されているものがある可能性があります。投資を決定するにあたっては発行体に関する最新調査レポートをご参照していただきますようお願いいたします。

発行体がリストラクティッド、アンダー・レビューまたはエクステンディッド・レビューに分類されている可能性があります。その場合には、当該発行体（またはその証券および／または金融商品）に関する投資判断が一時停止または一時取り消されることを念頭におき、当該発行体(またはその証券および／または金融商品)に関する分析や投資判断に依存したり、そうした分析や投資判断を売買勧誘とみなしたりしないようお願いいたします。BofASまたはその関連会社に所属するセールス担当者やファイナンシャルアドバイザーは、リストラクティッド期間やアンダーレビュー期間にある証券や金融商品の売買勧誘を認められていません。エクステンディッド・レビュー期間にある証券は、社内規定に基づく場合にのみ売買勧誘が認められています。

BofA SecuritiesおよびBofA Securitiesの役員または従業員は、本情報の使用またはその内容から生じうる直接的、間接的または派生的な損害または損失に対して一切責任を負うものではありません。

#### BofA 証券株式会社 調査部

〒103-8230 東京都中央区日本橋 1-4-1 日本橋一丁目三井ビルディング  
Tel:03-6225-7600 Fax:03-6225-7656