

COMPANY ANALYSIS ・ RELATIVE VALUATION

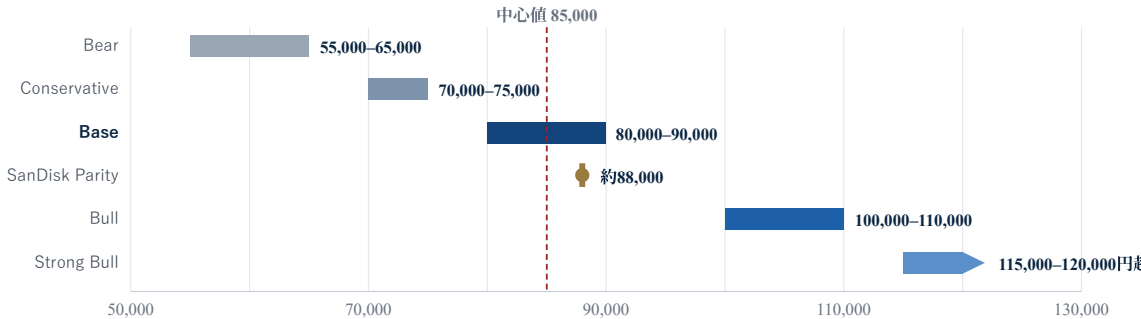
キオクシアホールディングス (285A)

バリュエーション分析

SanDiskの最新決算・Investor Day・自己株式取得完了を反映した相対バリュエーション。自己株式取得後の実質株式数を用いたForward Earnings Powerを起点に、比較会社法の考え方に基づき 6つのシナリオで試算値のレンジを整理する。

CENTRAL ESTIMATE 中心的な試算値	SANDISK PARITY SanDiskパリティ試算	BULL CASE 強気シナリオ
85,000円 Base シナリオ 80,000～90,000円	約88,000円 適用倍率 9.12倍(単純逆算)	100,000～110,000円 AI需要+高利益率の持続を織り込む

EXHIBIT 1 シナリオ別 試算株価レンジ(円)



出所:本資料本文の各シナリオ前提に基づきMaximus合同会社作成。試算値は一定の仮定に基づく分析上の参考値であり、将来の株価を保証するものではない。

KEY DATA 主要前提・計算基礎

Forward Earnings Power	約9,626円/株	自己株式取得総額	799,997,689,000円
四半期EPS(試算)	約2,406円	SanDisk終値(2026年8月14日)	1,641.11ドル
自己株取得後 実質株式数	531,881,138株	適用倍率(パリティ)	約9.12倍

発行:Maximus合同会社

Equity Research / General Public Information

作成基準日:2026年8月16日

© 2026 Maximus LLC. All rights reserved.

IMPORTANT DISCLOSURE

本資料は一般に公開される企業・市場分析資料であり、特定の金融商品の取得、売却その他の投資行動を推奨・勧誘するものではない。

§ 重要事項・利用上の注意

本資料の性格、限界および利用条件は以下のとおりである。利用者は、以下の各項を了解のうえ本資料を参照されたい。

- 本資料は、一般に入手可能な公開情報および発行者が合理的と考える前提に基づき、Maximus合同会社が企業価値・市場環境に関する一般的な情報提供を目的として作成したものである。
- 本資料は、特定の有価証券その他の金融商品の取得、売却、保有その他の投資行動を推奨、勧誘または助言することを目的とするものではなく、個別の投資家の投資目的、財産状況、投資経験その他の事情を考慮したものではない。
- 本資料に記載する「理論株価」「試算値」「シナリオ」等は、一定の仮定に基づく分析上の参考値であり、将来の株価、業績、配当、投資成果等を保証するものではない。
- 情報の正確性、完全性、最新性について合理的な注意を払っているが、これらを保証するものではない。前提条件、市場環境、業績、金利、為替、需給等の変化により、分析結果は大きく変動し得る。
- Maximus合同会社、その役職員、関係会社、関係するファンドその他の関係者が、法令上許容される範囲で、本資料で取り上げる有価証券について経済的利害関係またはポジションを有し、将来売買する場合がある。
- 本資料の利用にあたっては、利用者自身が必要な情報を確認し、自らの判断と責任において意思決定を行うものとする。

§ 公開方法に関する前提

本資料は、会員登録や個別契約を前提とせず、不特定多数が同一内容を閲覧できる一般公開資料としての利用を想定している。個別・相対的な投資助言、読者ごとの売買判断への回答、有料会員向けの継続的な助言サービス等は本資料の範囲に含まれない。

REGULATORY NOTE

※ 実際の事業スキーム全体による金融商品取引法上の登録要否は個別具体的に判断されるため、公開前に顧問弁護士等による最終確認を推奨する。

§ 本資料の構成

SECTION	内容	SECTION	内容
1	エグゼクティブ・サマリー	8	相対評価上のディスカウント要因
2	SanDisk決算が示したNAND収益力	9	PER感応度分析
3	SanDisk Investor Dayと長期財務モデル	10	最大の論点 ― 利益の持続性
4	キオクシアの収益状況	11	AI推論とNAND需要
5	自己株式取得の実績反映	12	8,000億円の自己株式取得の意味
6	Forward Earnings Powerの試算	13	バリュエーション総括
7	SanDiskバリエティによる相対評価	14	結論／参考情報・方法論

01 エグゼクティブ・サマリー

本分析では、SanDiskの最新決算および2026 Investor Dayを基準として、キオクシアホールディングスの相対バリュエーションを試算した。2026年8月10日に終了した総額約8,000億円の自己株式取得についても、取得実績を反映している。

EXHIBIT 2 シナリオ・マトリクス

シナリオ	試算株価	主な前提
Bear	55,000～65,000円	NAND価格正常化・利益率低下
Conservative	70,000～75,000円	SanDisk比20～25%ディスカウント
Base	80,000～90,000円	現在の利益水準を一定程度維持
SanDiskパリティ	約88,000円	同程度のForward PERを適用
Bull	100,000～110,000円	AI需要+高利益率の持続性を評価
Strong Bull	115,000～120,000円超	SanDiskの強気評価水準を参考

出所：Maximus合同会社。試算株価は一定の仮定に基づく参考値であり、目標株価ではない。

CENTRAL ESTIMATE

本分析における中心的な試算値は**85,000円前後**となる。

ただし、SanDiskがInvestor Dayで示したAI時代におけるNANDの構造的成長をキオクシアにも同程度織り込む場合、100,000円を超える株価についても一定の前提の下で説明可能な領域となる。

02 SanDisk決算が示したNAND収益力

SanDiskのFY2026 Q4決算は高い収益性を示した。主な数値は以下の通りである。

EXHIBIT 3 SanDisk FY2026 Q4 実績および FY2027 Q1 会社見通し

FY2026 Q4 実績	数値	FY2027 Q1 見通し	レンジ
売上高	89.65億ドル	売上高	103～108億ドル
GAAP純利益	69.03億ドル	Non-GAAP粗利益率	83～85%
Non-GAAP純利益	61.62億ドル	Non-GAAP EPS	44～46ドル
Non-GAAP EPS	39.25ドル	会社ガイダンスに基づく。過去最高水準の決算後も高い利益水準が続く見通しであり、AIデータセンター需要を背景としたNANDの収益構造変化を検討するうえで重要な材料となる。	
粗利益率	84.6%		
Datacenter売上高	29.77億ドル		

出所：SanDisk決算資料よりMaximus合同会社作成。

過去最高水準の決算後も高い利益水準が続くとの会社見通しであり、AIデータセンター需要を背景としたNANDの収益構造変化を検討するうえで重要な材料となる。

03 SanDisk Investor Dayと長期財務モデル

SanDiskは2026年8月13日のInvestor DayでFY2028～FY2030について、以下の長期財務モデルを示した。

REVENUE CAGR mid–high teens 売上成長率(年率)	GROSS MARGIN 約80% Non-GAAP粗利益率	OPERATING MARGIN 約75% Non-GAAP営業利益率
ADJUSTED FCF MARGIN 約50% 調整後フリーCFマージン	SHAREHOLDER RETURN 100% 投資後余剰キャッシュの還元方針	NBM COVERAGE 50% → 2/3 FY2027 → FY2028 生産bit

また、事業への投資後の余剰キャッシュについて100%を株主へ還元する方針を示している。加えて、顧客とのNew Business Model(NBM)契約により、FY2027では生産bitの約50%、FY2028には約3分の2がカバーされる計画とされる。これらは、従来のNAND産業に付されてきた景気循環ディスカウントが縮小する可能性を検討する材料となる。

04 キオクシアの収益状況

キオクシアのFY2026 Q1も高水準の業績となった。

EXHIBIT 4 キオクシア FY2026 Q1 実績と Q2 試算前提

指標	FY2026 Q1 実績	Q2 試算前提
売上高	1兆7,671億円	約2.39兆円
Non-GAAP営業利益	1兆3,262億円	約1.9兆円
営業利益率	75%	約80%
Non-GAAP純利益	8,870億円	約1.28兆円
EBITDA	1兆4,021億円	—
EBITDA margin	79.3%	—

出所:キオクシア決算資料およびMaximus合同会社試算。Q2は本資料の試算前提であり、会社予想ではない。

SanDiskとキオクシアでは会計上の利益指標が同一ではない点に留意が必要だが、両社が非常に高い収益性を示していることは共通している。

05 自己株式取得の実績反映

キオクシアは2026年7月31日に最大3,000万株・8,000億円の自己株式取得を公表し、2026年8月10日までに金額上限へ到達して取得を終了した。

EXHIBIT 5 自己株式取得の実績と株式数への影響

取得株式数	16,133,500株
取得総額	799,997,689,000円
発行済株式数(自己株式除く、6月30日時点)	548,014,638株
取得後の実質株式数(単純計算)	531,881,138株
株式数の減少率	約2.94%

出所:キオクシア公表情報よりMaximus合同会社作成。

他の条件が同一であれば1株当たり利益を押し上げる方向に作用する。

06 Forward Earnings Powerの試算

Q2のNon-GAAP純利益を約1.28兆円、自己株取得後の実質株式数を531,881,138株と仮定すると、四半期EPSは約2,406円となる。これを機械的に年率換算すると約9,626円となる。

1.28兆円 ÷ 531,881,138株 ≒ 2,406円 / 四半期

QUARTERLY EPS

2,406円 × 4 ≒ 9,626円 / 年率換算

FORWARD EARNINGS POWER (ANNUALISED)

CAVEAT

もっとも、NAND市況が非常に強い局面の四半期利益を4倍した数値は、通期利益予想そのものではない。本資料ではこれを「現在の収益力を示すForward Earnings Power」として使用し、利益の持続性について別途シナリオ分析を行う。

07 SanDiskパリティによる相対評価

SanDiskの2026年8月14日終値を1,641.11ドル、FY2027 Q1 Non-GAAP EPSガイダンスの中間値を45ドルとすると、単純年率換算EPSは180ドルとなり、Forward Earnings Powerに対する倍率は約9.12倍となる。

1,641.11ドル ÷ (45ドル × 4) ÷ 9.12倍

SANDISK IMPLIED MULTIPLE ON FORWARD EARNINGS POWER

キオクシアのForward Earnings Power 9,626円に同倍率を適用すると、試算株価は約87,800円となる。

EXHIBIT 6 SanDiskパリティ試算のブリッジ

ステップ	数値	内容
キオクシア Q2 Non-GAAP純利益(前提)	約1.28兆円	試算前提
自己株取得後 実質株式数	531,881,138株	単純計算
四半期EPS	約2,406円	純利益 ÷ 株式数
Forward Earnings Power	約9,626円	四半期EPS × 4
SanDisk 適用倍率	約9.12倍	終値 ÷ 年率換算EPS
試算株価	約87,800円	FEP × 倍率

出所:SanDisk・キオクシア公表情報よりMaximus合同会社試算。倍率は単純逆算値であり、通常の12カ月予想EPSに基づく倍率とは異なる。

SANDISK PARITY

SanDiskパリティ試算:約88,000円

08 相対評価上のディスカウント要因

SanDiskとキオクシアはNAND市場の需給やAIデータセンター需要から共通の影響を受ける一方、完全に同一の評価倍率を付すことには慎重が必要である。特にSanDiskはNBM契約を通じた収益予見性の向上を強く打ち出している。したがって、キオクシアについてSanDisk比10～20%程度のディスカウントを置くケースも合理的な比較シナリオとなる。

09 PER感応度分析

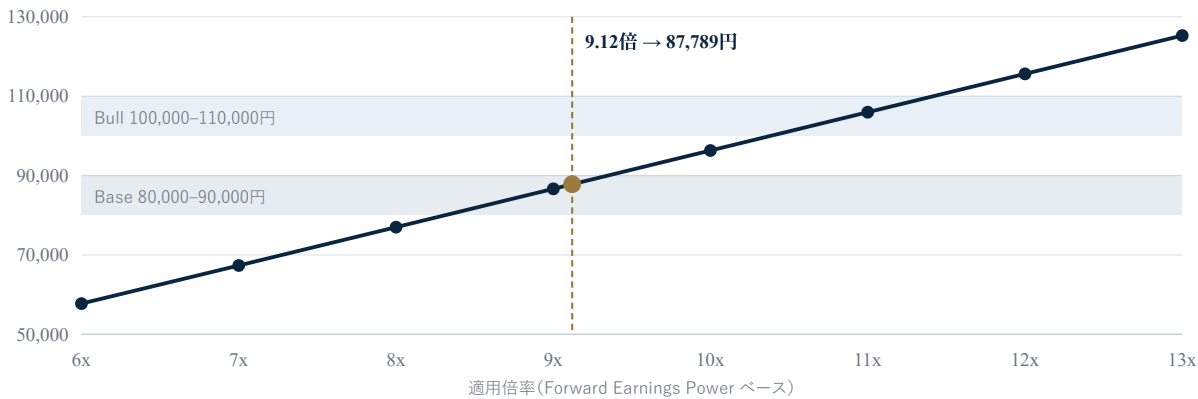
Forward Earnings Powerを9,626円として、適用倍率ごとの単純な試算値を示す。

EXHIBIT 7 適用倍率別 試算株価(FEP = 9,626円)

倍率	試算株価	倍率	試算株価
6倍	57,756円	10倍	96,260円
7倍	67,382円	11倍	105,886円
8倍	77,008円	12倍	115,512円
9倍	86,634円	13倍	125,138円
9.12倍	87,789円	(10.39倍)	100,000円相当

出所:Maximus合同会社試算。単純な感応度計算であり、到達可能性を示すものではない。

EXHIBIT 8 PER感応度カーブ



出所:Maximus合同会社試算。

100,000円に相当する倍率は約10.39倍となる。これはあくまで現在のForward Earnings Powerが維持されるという仮定に基づく感応度であり、100,000円への到達可能性や売買判断を示すものではない。

10 最大の論点 — 利益の持続性

本分析で最も重要な変数は、現在の高い利益水準がどの程度持続するかである。

従来のNAND市場では、価格上昇、増産、供給過剰、価格下落、利益減少という循環が繰り返されてきた。そのため、高収益局面の利益を恒常的な利益として評価することにはリスクがある。

一方、SanDiskがFY2028～FY2030に粗利益率約80%、営業利益率約75%という長期モデルを提示したことは、AIデータセンター需要、長期契約、供給規律等によって従来より収益の持続性が高まる可能性を示唆する。キオクシアの評価においても、この構造変化が確認できるかが主要な観察項目となる。

EXHIBIT 9 論点の整理 ― 循環論 対 構造変化論

視点	循環論（ディスカウント要因）	構造変化論（プレミアム要因）
価格形成	価格上昇 → 増産 → 供給過剰 → 価格下落	長期契約・供給規律による変動幅の縮小
需要	従来型の需要循環	AIデータセンター需要の構造的拡大
収益性	高収益は一時的、恒常利益として評価不可	粗利益率約80%・営業利益率約75%の長期モデル
契約構造	スポット依存	NBMでFY2027約50%、FY2028約2/3をカバー
評価への含意	景気循環ディスカウントの継続	ディスカウント縮小の可能性

出所：本文記載の各社公表情報に基づきMaximus合同会社整理。いずれの見方も確定的な結論を示すものではない。

11 AI推論とNAND需要

生成AIが学習中心から推論利用の拡大へ進むにつれ、大量のデータを経済的に保存・読み出すストレージ需要の拡大が見込まれる。KV Cacheを含むAIワークロードでは、DRAMとNANDの役割分担が重要となる可能性がある。SanDiskはEnterprise Data Center Flash市場の長期的な拡大を見込んでおり、キオクシアも世界有数のNANDメーカーとしてこの市場拡大の影響を受ける位置にある。

12 8,000億円の自己株式取得の意味

今回の自己株式取得は、株式数減少によるEPSへの影響に加え、キャッシュ創出力と資本配分を考える材料となる。SanDiskもInvestor Dayで余剰キャッシュの株主還元方針を示しており、両社の評価においてフリーキャッシュフローと資本還元の重要性が高まっている。

CAVEAT

ただし、自己株式取得はそれ自体で企業価値の増加を保証するものではなく、取得価格、資本コスト、将来の投資機会、財務余力等を併せて評価する必要がある。

13 バリュエーション総括

Bear:55,000～65,000円

NAND価格の正常化と利益率低下を想定するケース。現在の高収益を持続的なものとは評価せず、利益水準そのものを大きく調整する。

Conservative:70,000～75,000円

SanDiskに対して20%前後のディスカウントを適用するケース。NBM等による収益予見性の差を重視する。

Base:80,000～90,000円

現在のNAND需給環境が一定期間継続し、AIデータセンター需要が収益を支えるケース。本分析の中心的な試算値は85,000円前後となる。

Bull:100,000～110,000円

AI推論向けNAND需要の構造的成長と高利益率の持続性をより強く織り込むケース。

Strong Bull:115,000～120,000円超

SanDiskに対する強気の市場評価水準に近い倍率を参考として適用するケース。利益の持続性に関する強い前提を必要とする。

14 結論

本分析では、自己株式取得後の株式数を反映したキオクシアのForward Earnings Powerを約9,600円／株と試算した。SanDiskの現在株価から単純逆算した約9.1倍を適用すると、相対評価上の試算株価は約88,000円となる。

一方で、NAND市況の循環性を踏まえると、現在の四半期利益を恒常的な利益とみなすことには不確実性がある。したがって単一の目標株価を提示するのではなく、80,000～90,000円をBaseシナリオの参考レンジ、100,000～110,000円をより強い成長・持続性を仮定するBullシナリオとして整理する。

EXHIBIT 10 今後の主要な確認項目

- 1 NAND価格そのもの
- 2 データセンター向け需要
- 3 供給規律
- 4 顧客契約の長期化
- 5 フリーキャッシュフロー、資本還元
- 6 70～80%台の高い収益性が2027年以降も持続可能か

出所:Maximus合同会社。

STATEMENT OF PURPOSE

本資料は投資推奨・勧誘を目的とせず、一般的な企業価値分析の参考情報として提供するものである。

§ 参考情報・方法論

本資料は、SanDiskの決算資料・Investor Day資料、キオクシアの決算・自己株式取得に関する公表情報等を参照し、比較会社法 (Comparable Company Analysis) の考え方を用いて作成した。倍率比較では、四半期EPSを機械的に4倍したForward Earnings Powerを使用しているため、通常の12カ月予想EPSや会社通期予想とは異なる。

法令上の位置付けについては、金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針 VII(投資助言・代理業)」等を参照した。同監督指針は、不特定多数を対象として不特定多数が随時に入手可能な方法で投資情報等を提供する一定の行為について、投資助言・代理業に該当しない例を示す一方、登録要否は一連の行為全体を踏まえて総合的に判断すべきとしている。

EXHIBIT 11 主要前提の一覧

項目	前提値	出所・区分
キオクシア Q2 Non-GAAP純利益	約1.28兆円	本資料試算前提
自己株取得後 実質株式数	531,881,138株	公表情報より単純計算
Forward Earnings Power	約9,626円	四半期EPS × 4
SanDisk終値(2026年8月14日)	1,641.11ドル	公表情報
SanDisk FY2027 Q1 EPS中間値	45ドル	会社ガイダンス
SanDisk 単純年率換算EPS	180ドル	45ドル × 4
適用倍率(パリティ)	約9.12倍	単純逆算

出所:各社公表情報およびMaximus合同会社試算。

DISCLAIMER

本資料は、一般に入手可能な公開情報および発行者が合理的と考える前提に基づき作成された一般的な情報提供資料であり、特定の有価証券その他の金融商品の取得、売却、保有その他の投資行動を推奨、勧誘または助言することを目的とするものではない。記載された試算値、シナリオ等は一定の仮定に基づく分析上の参考値であり、将来の株価、業績、配当、投資成果等を保証するものではない。情報の正確性、完全性、最新性について合理的な注意を払っているが、これらを保証するものではない。本資料の利用にあたっては、利用者自身が必要な情報を確認し、自らの判断と責任において意思決定を行うものとする。

MAXIMUS RESEARCH

発行:Maximus合同会社

作成基準日:2026年8月16日

© 2026 Maximus LLC. All rights reserved.