

ホリスティック企業レポート

ヨネックス

7906 東証二部

アップデート・レポート
2014年7月28日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20140723

ヨネックス (7906 東証二部)

発行日: 2014/7/28

**トップブランドのバドミントン用品を主力とするスポーツ用品メーカー
円安定着による海外市場での競争力回復等により増益基調の持続を予想する**

> 要旨

◆ 事業内容

- ・ヨネックス(以下、同社)は、世界のトップブランドに数えられるバドミントン用品を主力製品とするスポーツ用品メーカーである。主な製造拠点は国内にあり、シューズ、衣料等の製造は内外の協力工場に委託している。
- ・同社の強みは、高機能の新製品開発力及びカーボン加工をはじめとする高い製造技術と、トッププロ選手への用具提供等を通じて構築された高いブランドイメージである。

◆ 14年3月期決算

- ・14/3 期決算は、前期比 11.0%増収、96.8%営業増益であった。バドミントン用品の販売が国内外ともに好調で、前期比 19.8%増と収益を牽引した。
- ・円安による輸入商品の原価上昇や石油系原料の値上がり等が利益を圧迫したが、増収効果と広告宣伝費の効率運用等の販売費抑制により、大幅営業増益を達成した。

◆ 15年3月期予想

- ・15/3 期業績について同社は、前期比 5.0%増収、33.8%営業増益を予想している。前期まで営業外収益に含めていた受取ロイヤリティーを売上計上するとしており、これを除く実質増収率は約 4%、営業増益率は 10%弱と推察される。
- ・証券リサーチセンターは、会社予想を若干上回る 5.7%増収、41.1%営業増益と予想した。同社契約プロの活躍やバドミントン日本代表チームの活躍による市場の活性化、円安による価格競争力の回復を考慮した。

◆ 投資に際しての留意点

- ・この1年間の同社の対 TOPIX 相対株価は上昇傾向にあるが、それでも現在の株価に基づく PER、PBR 等のバリュエーション指標は、同業他社と比較して低水準にある。

アナリスト: 高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

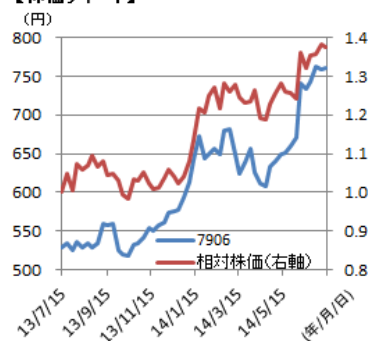
	2014/7/18
株価(円)	760
発行済株式数(千株)	23,405
時価総額(百万円)	17,787

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	14.4	12.2	11.0
PBR(倍)	0.6	0.5	0.5
配当利回り(%)	2.0	2.0	2.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	16.7	18.6	48.9
対TOPIX(%)	11.0	13.0	33.8

【株価チャート】



【7906 ヨネックス 業種: その他製品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/3	37,512	2.2	1,237	-0.5	1,409	16.0	583	-18.8	27.0	1,281.8	15.0
2013/3	38,599	2.9	828	-33.1	1,343	-4.7	696	19.4	32.1	1,313.8	15.0
2014/3	42,850	11.0	1,630	96.8	2,139	59.3	1,144	64.2	52.7	1,369.0	15.0
2015/3 CE	45,000	5.0	2,182	33.8	2,182	2.0	1,272	11.2	58.6	—	15.0
2015/3 E	45,300	5.7	2,300	41.1	2,300	7.5	1,350	18.0	62.2	1,417.6	15.0
2016/3 E	46,800	3.3	2,500	8.7	2,500	8.7	1,500	11.1	69.1	1,471.7	15.0
2017/3 E	49,000	4.7	2,600	4.0	2,600	4.0	1,550	3.3	71.4	1,528.1	15.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/12

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

バドミントン用品のトップブランド。衣料、シューズ等は商品企画し仕入販売。

(注 1) 弦、糸を意味する英語で、ガットとも言う。ナイロンをより合わせたもので、芯糸に側糸を巻きつける加工、チタンやカーボンナノチューブ、液晶ポリマーなどを加えたコーティング等、ストリングにもさまざまな技術が適用されている。

(注 2) 最近ではカーボンナノチューブをはじめとする炭素繊維複合材料を採用した製品の開発に注力している。ラケットのフレーム形状の考案、精緻な炭素繊維加工技術の開発等、国内に研究開発部門及び主力工場を持つ同社ならではの技術開発力を強みとしている。

トッププロとの契約によるイメージ向上と地道な育成支援でブランド作り。

(注 3) 中国の連結子会社はゴルフ用品の輸入販売会社で、ブランドイメージ向上のため、コンセプトショップ(旗艦店)を設置している。

◆ **バドミントンを主力とするスポーツ用品メーカー**

ヨネックス(以下、同社)は、世界のトップブランドとして知られるバドミントン用品(ラケットやシャトルコック、ストリング^{注1})を主力製品とするスポーツ用品メーカーである。テニスラケット、ゴルフクラブ、スノーボード等の製造、衣料やシューズ等の企画及び販売(国内外のメーカーに製造委託し商品仕入)も行っている。また、ゴルフ場やゴルフ練習場、テニス練習場等の施設運営も行っている(図表 1)。

◆ **トッププロのニーズに応える最高級品を日本で開発、製造**

同社の経営理念は「独創の技術と最高の製品で世界に貢献する」というもので、他社に先駆けて新素材や新技術^{注2}を採用し、世界のトップレベルのプロスポーツ選手に使用される高品質の用具を、主に日本で開発及び製造を行い、世界で販売している。

主力工場は新潟県長岡市にあり、埼玉県草加市にバドミントンのシャトルコックやストリングを製造する東京工場がある。新潟生産本部には基礎研究を担う研究開発室と製造技術を開発する部署があり、東京工場内にも技術開発部が置かれ、「メイドインジャパン」の品質を備えた製品及び製造法の開発に一体となって取り組んでいる。なお、普及価格帯のラケット製造については台湾の子会社で行っている。

また、その他に分類されるバッグ、グリップテープ等のアクセサリ、シューズやウェア等については、同社の企画に基づき、国内外の協力工場が生産した商品を仕入れて販売している。生産委託先については、近年ではベトナム等 ASEAN で生産協力先の開拓を進めている。

◆ **グローバルに展開されるマーケティング活動**

販売は、スポーツ用品の専門卸を經由したスポーツ用品専門店への卸売が中心で、一部の大手スポーツ用品チェーン店とは直接取引を行っている。販売拠点は日本の7カ所(本社及び2支店3営業所1ショールーム)の他、米国、英国、ドイツ、台湾、中国^{注3}に現地法人(いずれも100%出資)を設けている。

各拠点では、(ア)有力選手への用具提供等のサポート活動、(イ)各地の協会が主催するイベントの協賛、(ウ)学校、スポーツクラブ

図表 1 事業セグメント及びジャンル別の概況 (14/3 期、単位：百万円)

セグメント/ジャンル	販売実績	構成比	前期比	生産実績	前期比	仕入実績	前期比	海外依存度
バドミントン	21,784	50.8%	19.8%	13,223	8.0%	6,036	38.0%	5割以上
スポーツ用品事業	6,275	14.6%	9.5%	3,411	2.3%	2,189	37.4%	約1割
ゴルフ	1,292	3.0%	-21.0%	773	-15.3%	519	-13.8%	5割未満
その他	13,023	30.4%	3.3%	396	6.6%	7,825	2.5%	僅少
スポーツ用品小計	42,376	98.9%	11.1%	17,804	5.6%	16,570	16.7%	36.7%
スポーツ施設事業	474	1.1%	5.1%	—	—	62	-1.7%	国内のみ
売上高合計	42,850	100.0%	11.0%	17,804	5.6%	16,632	16.6%	36.2%

(注) 生産実績は標準販売価格、仕入実績は仕入価格で表示
(出所) ヨネックス有価証券報告書及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

**海外売上比率は 3 割強、
バドミントン用品は 5 割を
超える。**

**石油由来の原材料費や輸
入商品、広告宣伝費、人
件費が主なコスト項目。**

**メイドインジャパンの研究
開発力と製造技術、ブラン
ドが同社の強み。**

> 業績動向

を訪問して行うジュニア選手の育成支援活動等を通じて、ブランド浸透を図るマーケティングをグローバルに展開している。

この結果、同社の海外売上比率は全社で 3 割を超え、なかでも主力のバドミントン用品では 5 割を大きく超える世界的なブランドとして定着している。

◆ コスト構造

同社の売上原価率は 60%程度で、石油由来の原材料や中国から輸入される水鳥の羽根、海外からの仕入商品等が主体である。同社が手掛けるスポーツ用品は種類、モデル、カラーリング等の別により多品種を生産しており、スケールメリットは働きにくいと推察される。

用具使用契約を中心とする広告宣伝費は売上高の約 10%、研究開発費は同じく約 3%を占め、これに人件費等を加えた販売費及び一般管理費(以下、販管費)の対売上高比率は約 35%に達し、売上高営業利益率は 3.8%と低水準である(14/3 期)。

同社は国内工場を守るために、(ア)機能性重視の製品戦略で安くはないが高付加価値製品というブランドイメージを確立、(イ)製造ラインに専ら正社員を起用し、ノウハウの蓄積、多能工化による生産効率の向上を追求、(ウ)リードタイムやコストの削減等に繋がる製造プロセス改良活動を絶やさない等の努力をしている。また、バドミントンラケットについては、台湾子会社からの輸出を強化している。

◆ 強みと課題

同社の強みは、トッププロの期待に応える高機能製品の開発力、カーボン材料加工をはじめとする高い製造技術と、トッププロへの用具提供等を通じて構築された高いブランドイメージであると、証券リサーチセンター(以下、当センター)では考えている。

しかし、バドミントンを国技とするインドネシアやマレーシア、トップレベルの選手を輩出する中国等アジア新興国でボリュームゾーンに訴求するには同社製品は高価であり、潜在需要を取りこぼしていると推察される。バドミントン用品以外の海外市場開拓も課題の一つ言えよう。

◆ 14 年 3 月期決算

14/3 期決算は、売上高 42,850 百万円(前期比 11.0%増)、営業利益 1,630 百万円(同 96.8%増)、経常利益 2,139 百万円(同 59.3%増)、当期純利益 1,144 百万円(同 64.2%増)であった(次頁図表 2)。

13 年 10 月に公表された 14/3 期通期業績予想の修正値に対する達成率は、売上高が 102.8%、営業利益が 130.4%で、利益面は同社の事前予想から大きく上振れた。当センターは、同社予想値を上回る数値を予想

していたが、実績は売上高、売上高、利益の両面で当センターの想定をも上回る好決算となった。

図表 2 14年3月期決算の概要

(単位：百万円、%)

決算期 項目	12/3期	13/3期	14/3期		同社		当センター	
	実績	実績	実績	前期比	事前予想	達成率	事前予想	乖離率
売上高	37,512	38,599	42,850	11.0	41,700	102.8	41,900	2.3
営業利益	1,237	828	1,630	96.8	1,250	130.4	1,300	25.4
営業外収支	172	514	508	-1.2	450	112.9	450	12.9
経常利益	1,409	1,343	2,139	59.3	1,700	125.8	1,750	22.2
当期純利益	583	696	1,144	64.2	950	120.4	970	17.9

(出所) ヨネックス決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

売上高の伸びを牽引したのは主力のバドミントン用品で、図表 3 に示した通り、14/3 期の売上高は前期比 19.8% 増と大幅に伸長した。一方、ゴルフ用品は同 21.0% 減で 4 期連続減収と不振が続いた。

バドミントン用品が国内外ともに好調。一方ゴルフ用品は双方で不振。

売上高を販売地域別にみると、海外売上高が前期比 25.6% 増と高い伸びを見せ、売上構成比は 36.3% となった(前期比 4.3% ポイント増、図表 4)。これには円安による現地通貨建て販売額の円換算嵩上げ効果があったことは否めない。だがそれだけでなく、円安による日本からの輸入品の価格競争力の改善を利用するべく、各地域で積極的なマーケティング活動を展開した成果でもある。ヒアリング等から効果は両者同程度と推察される。

日本市場でも、バドミントン用品、テニス用品が伸長し、ウォーキングシューズやスポーツウェア、アクセサリ等も堅調に推移した。ゴルフ用品のみ苦戦が続いているが、これには市場の縮小に加え、有名プロ選手との用具及びウェア使用契約の終了(08年~12年)によるウェア、アクセサリ等の販売への悪影響も続いているとみられる。

図表 3 14年3月期のジャンル別売上内訳 (単位：百万円)

セグメント/ジャンル	13/3期	14/3期	構成比	前期比
バドミントン	18,176	21,784	50.8%	19.8%
スポーツ用品事業	5,731	6,275	14.6%	9.5%
ゴルフ	1,637	1,292	3.0%	-21.0%
その他	12,603	13,023	30.4%	3.3%
スポーツ用品小計	38,148	42,376	98.9%	11.1%
スポーツ施設事業	451	474	1.1%	5.1%
売上高合計	38,599	42,850	100.0%	11.0%

図表 4 14年3月期の地域別売上内訳 (単位：百万円)

地域/決算期	13/3期	14/3期	構成比	前期比
日本	26,232	27,315	63.7%	4.1%
北米	1,078	1,368	3.2%	26.9%
欧州	2,689	3,371	7.9%	25.4%
アジア	8,437	10,613	24.8%	25.8%
その他	162	181	0.4%	12.2%
海外合計	12,367	15,535	36.3%	25.6%
海外売上比率	32.0%	36.3%	—	4.2%

(出所) 図表 3、4 ともにヨネックス有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

原価率は悪化したが、広告宣伝費の効率運用等により大幅営業増益に。

一方でコスト面については、円安による、(ア) 輸入商品の仕入原価上昇、(イ) 石油系原料の値上がり等により売上原価率が 61.2% から 62.0% へ前期比 0.8% ポイント上昇したが、広告宣伝費の効果的な使用等経費節減に努めたため、販管費の対売上高比率は 36.6% から 34.2% へ

前期比 2.4%ポイント低下した(図表 5)。

(注 4)受取ロイヤリティー:ここで計上されているロイヤリティーとは、同社の販売子会社がない地域において、現地の輸入代理店等が独自にヨネックスブランドを冠したスポーツウェアやアクセサリ等を企画・販売した場合に同社に支払われるものである。金額の増加に伴い、15/3 期より売上計上される予定である。

この結果、売上高営業利益率が 2.1%から 3.8%へ 1.7%ポイント改善し、増収効果と相俟って営業利益は前期比 96.8%増となった。また、経常利益は、同 59.3%増であった。海外子会社の外貨建債権に係る為替差益は 263 百万円から 172 百万円へと 91 百万円減少したが、受取ロイヤリティー^{注4}が 227 百万円から 323 百万円へと 96 百万円増加したこと等から営業外収支は前期並み(収益超過額 6 百万円減)となった。

なお、営業利益と経常利益の前期比伸び率の差異は、13/3 期において営業外収益に為替差益が計上され(12/3 期は 1 百万円)、経常利益の落ち込みに歯止めがかかったためである。

図表 5 ヨネックスの要約損益計算書

決算期 項目 単位	12/3期	13/3期	14/3期	同社		証券リサーチセンター		15/3期		
	実績 百万円	実績 百万円	実績 百万円	前期比 %	事前予想 百万円	達成率 %	事前予想 百万円	乖離率 %	同社予想 百万円	前期比 %
売上高	37,512	38,599	42,850	11.0	41,700	102.8	41,900	2.3	45,000	5.0
売上総利益 (対売上高比率)	15,292 40.8%	14,958 38.8%	16,283 38.0%	8.9 -0.8	N.A. -	-	16,300 38.9%	-0.1 -0.9	N.A. -	-
販管費 (対売上高比率)	14,055 37.5%	14,130 36.6%	14,653 34.2%	3.7 -2.4	N.A. -	-	15,000 35.8%	-2.3 -4.5	N.A. -	-
うち広告宣伝費	5,072	5,240	5,298	1.1	N.A.	-	5,600	-5.4	N.A.	-
うち人件費	3,615	3,488	3,690	5.8	N.A.	-	3,800	-2.9	N.A.	-
営業利益 (対売上高比率)	1,237 3.3%	828 2.1%	1,630 3.8%	96.8 1.7	1,250 3.0%	130.4 -	1,300 3.1%	25.4 22.6	2,182 4.8%	33.8 1.7
営業外収支	172	514	508	-1.2	450	112.9	450	12.9	0	-100.0
うち受取ロイヤリティー 為替差損益	137 1	227 263	323 172	42.3 -34.6	N.A. N.A.	- -	250 150	29.2 14.7	- N.A.	- -
経常利益	1,409	1,343	2,139	59.3	1,700	125.8	1,750	22.2	2,182	2.0
当期純利益	583	696	1,144	64.2	950	120.4	970	17.9	1,272	11.2

(出所) ヨネックス決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

◆ ヨネックスによる 15 年 3 月期業績予想

15/3 期業績について同社は、売上高 45,000 百万円(前期比 5.0%増)、営業利益 2,182 百万円(同 33.8%増)、経常利益 2,182 百万円(同 2.0%増)、当期純利益 1,272 百万円(同 11.2%増)と予想している。予想売上高の事業セグメント別や地域別内訳、売上原価率の想定等は開示されていないが、ヒアリングにより以下の示唆が得られている。

会社予想は 5%増収、2%
経常増益。

1) スポーツ用品事業については、各ジャンルともに総売上高と同程度の増収率を想定しており、苦戦が続いていたゴルフ用品についても増収を見込んでいる。一方、スポーツ施設事業については大きな伸びは見込んでいない。

2) 前期まで営業外収益に計上されていた受取ロイヤリティーが、15/3 期は売上高に計上されるという。これにより売上高、営業利益の前期

受取ロイヤリティーの影響を除いた営業増益率は10%強と推定される。

比伸び率は実態よりも高く表示されている。仮に 15/3 期の受取ロイヤリティーを前期と同額と置くと、増収率は 4.3%、営業増益率は 14.0% になる。また、当期純利益の伸び率が経常利益に比べ高いのは、14/3 期に特別損失 185 百万円(災害による損失)が計上されたが、今期は特別損益を見込んでいないためである。

3) 外国為替レートについては、1 米ドル=102 円程度とし、為替変動による業績への影響は想定していない。なお、為替変動に対する感応度は、1 円/ドルの円安により 1 年間で売上高が 1 億円程度増加し、営業利益は 60 百万円程度減少する模様である。前期に比べ若干円安ドル高の水準が定着するとの想定に基づき、同社は売上原価率の改善は困難とみているものと推察されるが、他の通貨の変動とも絡むため、明快なコメントは得られていない。

◆ 証券リサーチセンターによる 15 年 3 月期業績予想

当センターは同社の 15/3 期業績について、売上高 45,300 百万円(前期比 5.7%増)、営業利益 2,300 百万円(同 41.1%増)、経常利益 2,300 百万円(同 7.5%増)、当期純利益 1,350 百万円(同 18.0%増)と予想した。同社の予想は概ね妥当と判断したが、以下の点を考慮し、売上高及び利益について同社予想を若干上回る数値とした(次頁図表 6)。

同社契約選手やバドミントン日本男子団体の活躍によるブランド強化を予想。

(注5) 二年に一度開催される大会で、男子はトマス杯、女子はユーバー杯と称し、それぞれ第 28 回、第 25 回を数える大会がインドで開催された。

1) 全豪オープンテニス(14 年 1 月開催)の男子シングルスで同社契約プロ(スイスの S.Wowrinka 選手)が優勝し、同プロが使用するモデルのラケットやシューズが専門雑誌で高評価を受けたり、店頭で在庫切れを起こしたりするようなヒットとなっている。

2) 14 年 5 月に開催されたバドミントンのワールドカップとも言われる世界国別対抗戦^{注5}で日本チームは、男子が初めての決勝進出で初優勝、女子は 33 年ぶりの決勝進出で準優勝を果たした。これを機に国内市場が活性化すると見込んだ。

3) 円安定着により、日本からの上級モデルの輸出製品の価格競争力が回復すると想定した。

なお、当センターの前回予想(14 年 1 月公表)との比較では、14/3 期実績を踏まえて売上高を増額する一方、原価のない受取ロイヤリティーの売上計上を考慮しつつも、円安による原料高デメリットを見直して売上総利益率を 0.6%ポイント引き下げた。

また、前回は主要市場である日本における 14/3 期末の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の発生と 15/3 期の需要反動減を見込み、営業利益横ばい予想の根拠としていたが、需要反動減の懸念はヒアリングにより限定的と判断した。また、販管費は前期に続き効率的な使用が続くものと考えて減額した。

以上の結果、営業利益は前期比 41.1%増益となり、売上高営業利益率は前回予想に比べ 2.1%ポイント改善する見通しと改めた。

◆ 16年3月期以降の中期業績見通し

同社は、数値目標を伴った中期経営計画等を外部に公表していない。同社は成長戦略として、(ア)少子高齢化が進む国内市場ではウォーキングシューズ等、競技者向けでなく健康志向のシニア層等に訴求する商品の育成する一方、(イ)アジア新興国はじめ成長力のある海外市場の開拓を推進し、海外売上比率 50%の早期達成を目指すとしている。また、(ウ)カーボン材料の加工技術を利用した新規事業開拓も進める意向である。

海外販売の伸長が業績を牽引、原価高は販管費抑制で相殺できると想定。

当センターの業績予想モデルを図表 6 に示した。16/3 期の業績は売上高 468 億円(前期比 3.3%増)、営業利益 25 億円(同 8.7%増)とし、海外市場が牽引する緩やかな業績拡大を予想した。為替変動や原材料価格の急変動は見込まず、アジアを中心とする海外売上比率の上昇により、製造工程の見直し等の原価改善努力を進めても、売上総利益率は横ばいととどまると想定した。また、海外市場開拓に一定のマーケティング関連支出が必要になるが、効率的な支出に努めることにより販管費の対売上比率はむしろ低下するとした。

17/3 期の売上高は 490 億円(前期比 4.7%増)、営業利益は 26 億円(同 4.0%増)と予想した。五輪開催年にあたるため広告宣伝費の増加が懸

図表 6 ヨネックスの中期業績予想モデル

(単位:百万円)

決算期	2012/3	13/3	14/3 旧E	14/3 実績	15/3 旧E	15/3 新E	16/3 旧E	16/3 新E	17/3 新E
売上高	37,512	38,599	41,900	42,850	43,000	45,300	44,700	46,800	49,000
(前期比増減率)	2.2%	2.9%	8.6%	11.0%	2.6%	5.7%	4.0%	3.3%	4.7%
スポーツ用品事業	37,060	38,148	41,450	42,376	42,550	44,400	44,250	45,800	47,900
(前期比増減率)	2.3%	2.9%	8.7%	11.1%	2.7%	5.5%	4.0%	2.5%	4.6%
スポーツ施設事業	452	451	450	474	450	500	450	520	550
(前期比増減率)	-3.5%	-0.2%	-0.2%	5.1%	0.0%	5.5%	0.0%	4.0%	3.8%
受取ロイヤリティ	—	—	—	—	—	400	—	480	550
売上総利益	15,292	14,958	16,300	16,283	16,700	17,300	17,400	17,900	18,700
(前期比増減率)	0.1%	-2.2%	9.0%	8.9%	2.5%	6.2%	4.2%	6.9%	9.2%
(対売上高比)	40.8%	38.8%	38.9%	38.0%	38.8%	38.2%	38.9%	38.2%	38.2%
販売費・一般管理費	14,055	14,130	15,000	14,653	15,400	15,000	15,800	15,400	16,100
(前期比増減率)	0.2%	0.5%	6.2%	3.7%	2.7%	2.4%	2.6%	2.7%	4.5%
(対売上高比)	37.5%	36.6%	35.8%	34.2%	35.8%	33.1%	35.3%	32.9%	32.9%
営業利益	1,237	828	1,300	1,630	1,300	2,300	1,600	2,500	2,600
(前期比増減率)	-0.5%	-33.1%	57.0%	96.8%	0.0%	41.1%	23.1%	8.7%	4.0%
(対売上高比)	3.3%	2.1%	3.1%	3.8%	3.0%	5.1%	3.6%	5.3%	5.3%
経常利益	1,409	1,343	1,750	2,139	1,700	2,300	2,000	2,500	2,600
(前期比増減率)	16.0%	-4.7%	30.3%	59.3%	-2.9%	7.5%	17.6%	8.7%	4.0%
当期純利益	583	696	970	1,144	1,000	1,350	1,200	1,500	1,550
(前期比増減率)	-18.8%	19.4%	39.4%	64.2%	3.1%	18.0%	20.0%	11.1%	3.3%

(注) 予想は証券リサーチセンター、旧予想は 14 年 1 月公表分
(出所) ヨネックス決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

図表 7 スポーツ用品事業の地域別売上予想モデル

(単位:百万円)

決算期	12/3	13/3	14/3 旧E	14/3実績	15/3 旧E	15/3 新E	16/3 旧E	16/3 新E	17/3 新E
日本	25,907	25,781	26,500	26,841	26,350	27,600	27,000	28,280	28,950
〈前期比増減率〉	-2.2%	-0.5%	2.8%	4.1%	-0.6%	2.8%	2.5%	2.5%	2.4%
北米	964	1,078	1,500	1,368	1,600	1,500	1,800	1,650	1,800
〈前期比増減率〉	-2.8%	11.8%	39.1%	26.9%	6.7%	9.6%	12.5%	10.0%	9.1%
欧州	2,456	2,689	3,200	3,371	3,300	3,500	3,600	3,650	3,800
〈前期比増減率〉	-1.4%	9.5%	19.0%	25.4%	3.1%	3.8%	9.1%	4.3%	4.1%
アジア	7,609	8,437	10,000	10,613	11,000	11,600	11,500	12,000	13,100
〈前期比増減率〉	15.4%	10.9%	18.5%	25.8%	10.0%	9.3%	4.5%	9.1%	9.2%
その他	122	162	250	181	300	200	350	220	250
〈前期比増減率〉	-5.9%	32.6%	54.2%	12.2%	20.0%	10.5%	16.7%	10.0%	13.6%
スポーツ用品事業	37,060	38,148	41,450	42,376	42,550	44,400	44,250	45,800	47,900
〈前期比増減率〉	1.0%	2.9%	8.7%	11.1%	2.7%	4.8%	4.0%	7.6%	8.2%

(注) 国内のみのスポーツ施設事業を除く地域別売上高で、予想は証券リサーチセンター、旧予想は14年1月公表分(出所) ヨネックス決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

念されるが、ロンドン五輪開催時(13/3期)には、通期での支出管理がなされていたことを踏まえ、当該要因による利益急減の懸念は少ないと想定した。

> 投資に際しての留意点

◆ 株主への利益還元方針

同社の株主への利益還元策は、安定的かつ適切な配当水準の維持を基本方針としている。同社の1株当たり配当金は、04/3期に3円増配されて年15円となって以降、据え置かれており、同社は15/3期予想配当金についても年15円としている。

13/3期の配当性向は46.7%、14/3期は28.5%と、業績に連動していないが、基本方針通り安定配当を継続している。

◆ トピックス～カーボン加工技術を利用した新規事業展開

同社は14年2月に、風力発電用ブレード(風車の羽根)の製造及び販売事業に参入すると発表した。同社が培ってきたラケット、ゴルフクラブ、スノーボード等のカーボン材料加工技術を活用して、高強度で軽量のカーボン製ブレードを製造し、効率の高い風力発電システムを実現するとしている。

発表された製品は小型垂直軸風車^{注6}のブレードで、長岡技術科学大学、産業技術総合研究所との共同研究により最適形状の設計に拘ったこと、従来のアルミ製ブレードに比べ重量が半分で済み、変形に強いことが特徴である。同製品は新潟県の風力発電ベンチャーの(株)WINPROに採用されており、同社は16/3期の販売目標20百万円としている。将来は垂直軸型だけでなく、風力発電システム全てのブレード形状に対応する意向である。

当該新規事業に係るプレスリリース公表時には、同社の株価に大きな変動は見られなかったが、当該事実を含む同社に係る新聞記事が掲載

(注6)小型垂直軸風車の屋上等にも据え付けが可能なタイプで盾形のブレードが地面に対して垂直な軸を中心に回転する。オランダの田園風景等でみられる風車は回転軸が地面に対して水平方向になるので、水平軸風車と呼ぶ。

された14年6月に、同社の株価は急騰した(2頁チャート参照)。

◆ 類似会社とのバリュエーション指標の比較

業種分類「その他製品」に含まれるスポーツ用品メーカー4社との直近業績及びバリュエーション指標の比較を図表8に示した。同社の今期予想基準PER13.0倍、前期実績基準PBR0.56倍は、類似会社に比べ低位にある。PBRについてはROEが低いことで説明されるが、PERについては、営業利益及びEPSの前期比伸び率は遜色なく、売上高営業利益率もアシックス(7936 東証一部)を除く他社と同等である。

バリュエーション指標は類似会社に比べ低水準である。

同社が決算説明会を開催しておらず、将来の業績変動リスクについて十分な情報が得られていないことが、割安な株価水準の一因ではないかと当センターは考えている。

図表 8 同業他社とのバリュエーション指標比較及び業績の比較

銘柄	ヨネックス	ダンロップ スポーツ	グローブライド	アシックス	ミズノ
コード 市場	7906 東証二部	7825 東証一部	7990 東証一部	7936 東証一部	8022 東証一部
直前決算期	14/3	13/12	14/3	14/3	14/3
株 価 (7月18日) 円	760	1,217	129	2,197	620
時価総額 億円	178	353	155	4,393	824
今期予想売上高 億円	450	675	710	3,350	1,950
前期比増減率 %	5.0	1.4	5.4	—	6.4
今期予想営業利益 百万円	2,182	3,200	2,400	27,500	8,000
前期比増減率 %	33.8	14.3	4.0	—	40.5
今期予想売上高営業利益率 %	4.8	4.7	3.4	8.2	4.1
今期予想基準PER 倍	13.0	23.5	13.4	23.8	15.5
今期予想EPS 円	58.6	51.7	9.6	92.3	39.9
前期比増減率 %	11.2	3.2	-61.8	—	89.3
前期実績基準PBR 倍	0.56	0.95	1.07	2.63	0.89
前期実績ROE %	3.9	4.0	25.1	11.2	3.1
今期予想配当金 円	15.0	40.0	3.5	18.0	10.0
今期予想配当利回り %	1.97	3.29	2.71	0.82	1.61

(注)今期予想業績は会社予想数値を採用。今期予想基準 PER は決算短信記載の会社予想 EPS を基に算出
 アシックスの今期決算は4月から12月の9カ月(ただし元より12月決算であった連結子会社については12カ月算入)の変則決算
 (出所)各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

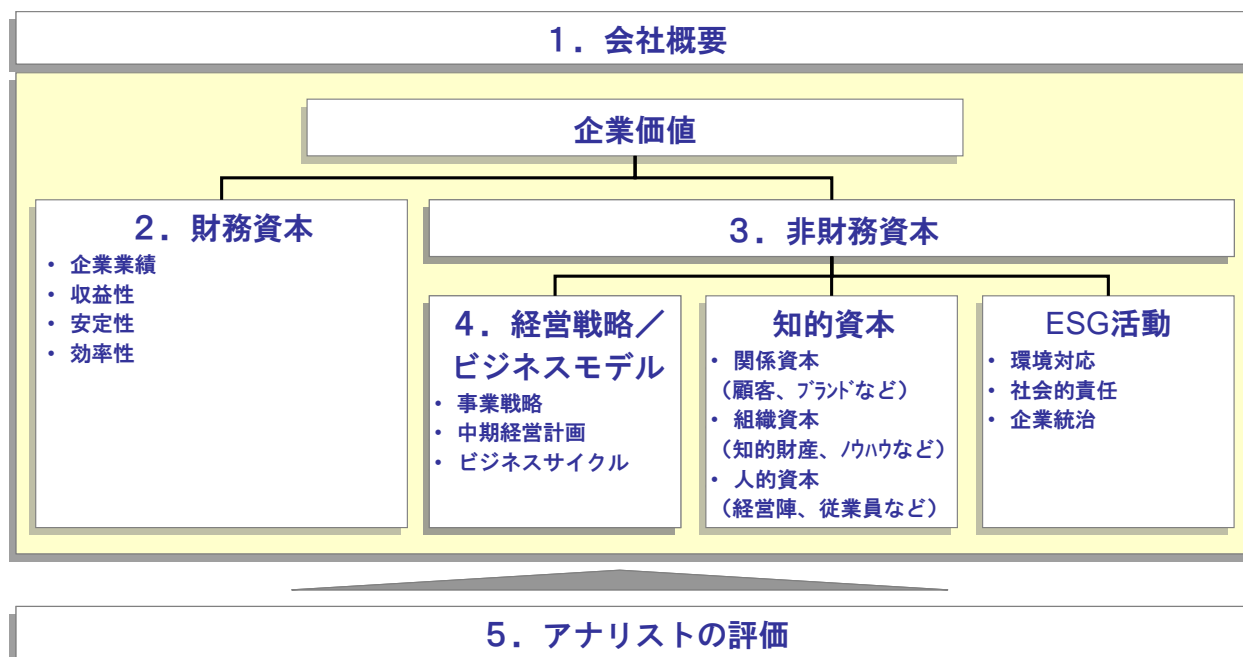
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

アップデート・レポート

12/12

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。