

2024年7月5日

業種 ゴム製品

横浜ゴム(東証プライム-5101)

～中国でタイヤ消費財の生産能力を増強～

投資評価

前回

2+

2024/6/13

今回

1

Buy

アナリスト
高田 悟

主要指標

5101

(2024年7月4日現在)

株価	3,514 円
時価総額	5,958 億円
予想PER (24/12期)	7.5 倍
予想PER (25/12期)	7.1 倍
実績PBR	0.72 倍
予想配当	93.0 円
予想配当利回り	2.65 %
配当性向	19.9 %
予想ROE	10.11 %
予想DOE	2.01 %
発行済株式数	169,549 千株
売買単位	100 株
(注1) 予想はT.I.W.	
(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE)	

前期比 要旨・投資のポイント

<投資評価は「1」へ引き上げ、株価低迷で割安感強まる>

- TIWでは目標株価を4,660円とし、投資評価を「1」(Buy)へ引き上げる。その理由は、(1) 24/12期1Q(1-3月)は事業利益(日本基準の営業利益に相当)が過去最高の好決算となり、通期で2桁増益(事業利益)が見込めるなど業績が足元、見通しともに堅調、(2) ①ポートフォリオ変革[OHT(オフハイウェイタイヤ)事業の拡大及びタイヤ消費財での高付加品販売強化]を好業績に結びつけている、②乗用車用タイヤのメキシコでの新工場建設に続く中国での今般の新工場建設発表により同社主要市場でタイヤ消費財販売において高付加価値品シフトが更に進むとみられる、③成長投資に加え、政策保有株式等の売却推進など資本効率向上に向けた取り組みを着実に進めていること、などがポジティブに評価できる、(3) 1Q決算発表以降の株価低迷で株価指標面の割安感が強まっていること、などによる。

<中国に乗用車用タイヤの新工場を建設>

- 7月1日に同社は中国に乗用車用タイヤの新工場を建設すると発表。既存工場を移転し、生産能力を既存工場の1.5倍へ引き上げる。2026年度2Q(4-6月)から生産開始を予定。

<市場競争力の高い工場の1年での立ち上げに挑戦する>

- 新工場は新中期経営計画でのタイヤ消費財成長戦略に掲げた「1年工場」第一段となり、協力企業のノウハウも取り入れ市場競争力の高い工場を1年で立ち上げることに挑戦する。能力増強に伴い、新車用は新エネルギー向け納入を拡大し、市販向けは高付加価値品比率を上げるべくハイインチタイヤの生産能力を強化する。

業績推移

5101

単位: 百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2022/12	860,477	28	68,851	-18	71,622	-16	45,918	-30	286.4	66.0
2023/12	985,333	15	100,351	46	105,975	48	67,234	46	419.3	84.0
2024/12 会社予	1,060,000	8	115,500	15	nm	na	74,500	11	483.5	93.0
TIW予	1,108,000	12	122,000	22	127,000	20	79,050	18	466.2	93.0
2025/12 TIW予	1,140,000	3	128,500	5	134,000	6	84,400	7	497.8	100.0
2026/12 TIW予	1,175,000	3	135,000	5	140,700	5	88,600	5	522.6	106.0
2024/12 コンセンサス予想	1,081,450	10	123,286	23	122,383	15	78,359	17	481.4	96.0
2025/12 コンセンサス予想	1,118,517	3	128,871	5	127,450	4	81,589	4	503.5	104.3
2026/12 コンセンサス予想	1,155,520	3	134,950	5	132,160	4	85,134	4	524.4	115.5

出所: 会社データ、T.I.W.、アイフスジャパン 注: T.I.W.の予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

中国に乗用車用タイヤの新工場を建設

既存工場を移転し生産能力は既存工場の1.5倍へ引き上げ

2026年度2Qから生産開始予定

新工場は新中計でのタイヤ消費財成長戦略に掲げた「1年工場」第一弾となる

協力企業のノウハウも取り入れ市場競争力の高い工場を1年で立ち上げることに挑戦

生産能力増強に伴い、新車向けは新エネルギー車向け納入を拡大

市販向けは高付加価値品比率を上げるべくハイインチタイヤの生産能力を強化

現地で有力な新エネルギー車生産販売会社と戦略提携

本年3月には北米市場へのタイヤ供給能力強化に向けメキシコに乗用車用新工場建設を発表

アナリスト見解

- 7月1日に同社は中国に乗用車用タイヤの新工場を建設すると発表。新工場建設は中国現地政府の都市開発を目的とした移転要請に応じたもので、現地のタイヤ生産子会社の既存工場を移転し、同じ杭州市に建設する。また、生産能力は年産900万本（既存工場600万本/年）でスタートし、将来的な拡大も想定しているとし、投資額は約367億円で、2026年度2Q（4-6月）から生産開始を予定とした。
- なお、新工場は今年度から2026年度までの新中期経営計画（2月16日発表）のタイヤ消費財成長戦略に掲げた「1年工場（早期立ち上げ→早期投資回収、自前主義からの脱却、買収シナジー最大化）」の第一弾となるとした。そして、新工場立ち上げにおいては、同社が今まで培ってきたノウハウだけでなく、現地で実績のある協力企業のノウハウも取り入れることで低コスト・高効率生産を実現し、市場競争力の高い工場を1年で立ち上げることに挑戦するとした。
- また、今般の移転を機とした更なる需要増を確実に取り込むための生産能力増強に伴い、特に新車装着向けはEVなどの新エネルギー車への納入を拡大するとした。市販向けはグローバルフラッグシップタイヤブランド「ADVAN（アドバン）」やSUV・ピックアップ用タイヤブランド「GEOLANDAR（ジオランダー）」などの高付加価値品比率を上げるためにハイインチタイヤの生産能力を強化するとした。そして、新工場建設に先立ち、杭州市政府の支援の下、同市内の有力な新エネルギー車生産販売会社であるLEAPMOTOR社などとの戦略提携に調印したとし、今後も新エネルギー車への納入拡大を目指し、自動車メーカーとの更なる関係強化を図っていくとしている。
- 同社は本年3月18日にもメキシコでの乗用車用タイヤの新工場建設を発表している。目的は北米市場へのタイヤ供給能力を強化するため、生産能力は年産500万本で投資額は約521億円、今年度2Qに着工し、2027年度1Q（1-3月）からの生産開始を予定しているとした。
- （1）24/12期1Qが売上収益、事業利益が過去最高の好決算となり、通期で2桁増益が見込めるなど足元の業績及び業績見通しが堅調である、（2）①ポートフォリオ変革 [OHT事業の拡大及びタイヤ消費財での高付加品販売強化] を好業績に結びつけている、②メキシコでの新工場建設に続く中国での今般の新工場建設発表により同社主要市場 [タイヤ販売本数（OHTを除く）の地域別構成比（24/12期1Q）は北米が20%、中国が14%] でタイヤ消費財販売において高付加価値品シフトが更に進むとみられること、③成長投資に加え、政策保有株式や遊休資産の売却の推進など資本効率向上に向けた取り組みを着実に進めていること、などがポジティブに評価できる、（3）1Q決算発表以降の株価低迷で株価指標面の割安感（24/12期TIW予想PER7.5倍等）強まっていることなどから今般、投資評価を「1」へ引き上げる。目標株価は24/12期TIW予想EPS10倍の4,660円とする。競合の会社予想をベースとした7月4日時点の24/12期予想PER [ブリヂストン（5108）12.07倍、住友ゴム工業（5110）11.13倍] からPER10倍程度での目標株価設定は妥当と判断した。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【会社概要】

古河グループのタイヤ・ゴムメーカー。タイヤ、MB（マルチプルビジネス）、その他の事業から成る。売上収益で9割弱を占めるタイヤ事業が主力。タイヤの市場シェア（売上規模）は国内メーカーでは第3位である。MB事業ではホース配管、工業資材、航空部品の3事業を展開し、その他事業ではゴルフ用品を生産・販売する。また、主力のタイヤ事業では16年のオフハイウェイタイヤ（OHT）の蘭ATG買収に続き、17年には産業車両用タイヤの愛知タイヤ工業（株）、23年にTWSを買収。「タイヤ生産財」の拡大を進める。

【ビジネスモデルの特徴】

主力のタイヤ事業では競合に先駆け低燃費タイヤを発売した。乗用車用などの「タイヤ消費財」ではエコタイヤの世界展開に加え、最上位ブランドの「ADVAN」の新車装着推進等により世界でのプレゼンス向上を図ってきた。また、国内外の名だたるカーメーカーの技術と品質で選ばれるプレミアムカーへの新車装着拡大を市販（補修）用での高付加価値商品の販売拡大に繋げている。一方、トラック・バス用などの「タイヤ生産財」ではM&Aを強力に推進し、特に、生産財の中でも安定的に高い収益が確保できるオフハイウェイタイヤ事業を強化する。そして、生産財の比重を高め、ポートフォリオ向上により収益力強化を図っている。

【リスク要因】

比重の高い市販用タイヤの国内外景気低迷などによる需要減、需要減による国内外工場の稼働低下、需要低迷に伴う価格競争の激化、売上依存が高い国内ウィンター（スノー）タイヤの暖冬による販売不振、天然ゴム及び石化系原材料価格の上昇、円高の加速、など。

【四半期業績推移】

四半期決算データ [IFRS]										
単位: 百万円										
5101										
横浜ゴム										
	2023年12月					2024年12月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上収益	204,314	238,850	249,341	292,828	985,333	252,419				252,419
前年同期比	10.1%	16.0%	11.2%	19.7%	14.5%	23.5%				23.5%
営業利益	13,206	14,976	24,184	47,985	100,351	26,753				26,753
前年同期比	-2.4%	11.7%	31.6%	104.0%	45.8%	102.6%				102.6%
税引前利益	14,251	22,816	23,061	45,847	105,975	28,017				28,017
前年同期比	-1.5%	16.6%	31.9%	128.1%	48.0%	96.6%				96.6%
純利益	9,705	17,973	16,905	22,651	67,234	19,796				19,796
前年同期比	-4.4%	36.7%	69.4%	79.3%	46.4%	104.0%				104.0%
売上高営業利益率	6.5%	6.3%	9.7%	16.4%	10.2%	10.6%				10.6%
自己資本比率	53.3%	43.8%	45.4%	46.2%	-	48.6%				-
純資産	635,040	722,054	759,283	748,795	-	831,998				-
総資産	1,175,954	1,628,252	1,655,165	1,600,458	-	1,691,440				-

データ出所: アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切かつ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【関連テーマ/チェックリスト】

5101

【企業戦略・ビジネスモデル】	【業積・財務】	【コーポレートアクション】	【テーマ】
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高付加価値戦略 低価格戦略 ✓ 多角化戦略 選択集中戦略 知財・研究開発型 ✓ 装置型・インフラ型 労働集約型 FC・ファブレス型 オーナー・同族企業 子会社・系列企業 ✓ グローバル化積極推進 ESG積極推進 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 上方修正期待 下方修正懸念 円高メリット 円安メリット 業績変動大(市況) 業績回復傾向 ✓ 高ROE(10%以上) 高成長率 景気連動強い 景気連動弱い 財務体質強固 財務体質脆弱 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 増配・復配期待 分割期待 自社株買い期待 株主優待積極的 増資・ファイナンスの可能性 減配懸念 市場変更の可能性 ✓ 株式流動性良好 株式流動性低い 外国人持株比率20%超 ✓ M&A積極姿勢 MBOの可能性有 	<ul style="list-style-type: none"> 規制緩和関連 新興国関連 資源関連 次世代エネルギー関連 公共投資関連(復興含む) 設備投資関連 ✓ 個人消費関連 シルバー関連 ITテクノロジー関連 ナノテク・バイオ関連 ✓ 環境関連 大型新製品期待

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

【Fモデルによる理論株価推計】

横浜ゴム 5101

(2024年7月4日現在)

株価	3,514 円
----	---------

Fモデルによる理論株価	6,473 円
現株価との乖離	84.2 %

当期利益(今期)	79,050	百万円
当期利益(来期)	84,400	百万円
来期EPS成長率	6.8	%
現預金	92,294	百万円
有利子負債	554,351	百万円
自己資本	822,739	百万円
総資産	1,691,440	百万円
時価総額	595,795	百万円
株数	169,549	千株
株主数	11,335	名

Fモデルによる妥当PBR	1.33 倍
収益力・成長性寄与分	1.49 倍
財務内容寄与分	-0.15 倍
PER(今期)	7.54 倍
PER(来期)	7.06 倍
実績PBR	0.72 倍
今期予想ROE	10.11 %
ネットD/ELシオ	0.56 倍
割引率(資本コスト)	7.25 %
負債コスト	2.00 %

【Fモデル】について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割り引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/ELシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/ELシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【株価チャート】



【投資評価】

1		Buy
過去の投資評価	株価(円)	
2024年6月13日	2+	3,746
2024年3月18日	2+	3,951
2023年12月18日	2+	3,149
2023年9月29日	2+	3,071
-	-	-
-	-	-

【アナリスト・インプレッション®】

担当カバレッジ 内での 注力度	業績予想の 蓋然性	株価見通し				株価変動性
		短期		中期	長期	
		~3ヶ月以内	3ヶ月~12ヶ月	12ヶ月~36ヶ月	36ヶ月~	
高い	高い	非常に強気	非常に強気	非常に強気	非常に強気	大きい
普通	やや高い	強気	強気	強気	強気	普通
		普通	普通	普通	普通	
		弱気	弱気	弱気	弱気	
低い	普通	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	小さい

●投資評価（対象期間：3～12ヶ月）

取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1：Buy（買い）、1S：Speculative Buy（投機的買い）、2+：Outperform（市場平均を上回る）、2：Neutral（中立）、2-：Underperform（市場平均を下回る）、3：Sell（売り）。
 （注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

高田悟（たかだ さとる）プロフィール

立教大学社会学部卒。生命保険会社、米系投資銀行を経て2007年12月より現職。外国債券投資をベースに生保海外現法にて欧州株式市場の調査を担当、そして融資審査業務と15年超の資産運用経験を持つ。アナリストとして自動車、自動車部品を担当。銘柄選択は「企業の存在意義とそのバリュー」を最も重視する。
 （社）日本証券アナリスト協会検定会員

アナリストによる宣言

私、高田悟は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。
 レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>