

横浜ゴム(東証プライム-5101)

～グッドイヤー社のOTR事業(鉱山・建設用車両向け)を買収～

投資評価

前回 今回
1 → 1
2024/7/5 Buy

アナリスト
高田 悟

主要指標

主要指標	5101
(2024年7月24日現在)	
株価	3,455 円
時価総額	5,858 億円
予想PER (24/12期)	7.4 倍
予想PER (25/12期)	6.9 倍
実績PBR	0.71 倍
予想配当	93.0 円
予想配当利回り	2.69 %
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

<OHT事業で非農業用向けを強化し確固たるシェア3位に>

- 同社は7月22日に本社は米国のThe Goodyear Tire&Rubber Company(以下、グッドイヤー社)の鉱山・建設用車両向けタイヤ(OTR=オフザロードタイヤ)事業を買収する契約を締結したと発表。買収金額は約1,400億円(1米ドル155円換算)で資金調達は自己資金及び借入金で行うとし、買収完了時期は未定だが各国の競争法に基づく承認次第とした。
- 今般の買収は新中期経営計画(2024から2026年度)で掲げた「うなぎのぼりの成長」を果たすことを目指すための戦略投資の一環である。タイヤ消費財に比べ高い成長が見込めるOHT(オフハイウェイタイヤ)では農業・林業用機械向けタイヤが市場シェアトップで有利なポジションにある。グッドイヤー社のOTR事業の買収により非農業用向けのタイヤのラインアップ強化を図ることができ、OHTでシェア3位のポジションが確固たるものになると同社はしている。

<目標株価は4,660円を維持し、投資評価は「1」を継続>

- 24/12期の事業利益(日本基準の営業利益に相当)は過去最高益更新の見込みである。しかし、タイヤ消費財での3月のメキシコ新工場、7月の中国新工場の建設発表に続く、今般のOHT事業でのM&A発表により短期的には費用増により一旦、利益が伸び悩む可能性がある。ただし、中期的にはタイヤ消費財での高付加価値品の供給能力向上と消費財に比べ高収益が見込めるOHT事業の規模拡大により、収益力向上と高い利益成長が期待できよう。こうした中、TIWでは24/12期TIW予想PER7.4倍、実績PBR0.71倍の株価はあまりに評価不足と考えるため、目標株価は4,660円を維持し、投資評価は「1」を継続する。

業績推移[IFRS] 5101

単位:百万円、円、%

連結通期	売上収益	伸率	営業利益	伸率	税引前利益	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	1,090,059	11	123,286	23	123,043	16	80,093	19	481.4	97.6
2025/12 コンセンサス予想	1,130,857	4	128,871	5	128,243	4	83,490	4	503.5	104.6
2026/12 コンセンサス予想	1,172,816	4	134,950	5	134,133	5	88,095	6	524.4	115.3

出所:会社データ、T.I.W.、アイフィスジャパン 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。

グッドイヤーのOTR事業（鉱山・建設用タイヤ等）を買収

買収時期は関係当局の承認次第とした

安定した収益性の維持、鉱山用車両及び建設車両向けの最先端の技術力やブランド力、幅広いラインアップなどが当社OTR事業の強み

世界各国の当社生産拠点上のOTR資産を取得

OTR事業では非農業用向けタイヤのラインアップ強化が図れ、同社にはない大型・超大型での商品開発力と生産力の取得が期待できる

今般の買収は新中期経営計画で掲げた「うなぎのぼりの成長」を果たすことを目指すための、戦略投資の一環

農業・林業用機械向けタイヤでは市場シェアトップのポジション

グッドイヤーのOTR事業買収により高い成長が見込めるOHT市場で世界シェア3位のポジションを確固たるものとする

アナリスト見解

- 同社はグッドイヤー社が運営する鉱山・建設用タイヤ等のOTR事業を買収する。企業価値は約1,294億円（1米ドル143円換算）、資金調達には自己資金（約300億円）と借入金（約1,000億円）で行う。買収完了時期は未定だが、各国の競争法に基づく承認次第としている。
- グッドイヤー社のOTR事業の2023年度売上高は1米ドル140.67円換算で約954億円。EBITDAマージンは19.0%で安定した収益性を維持しているとのことだ。当社のOTR事業の売上高は当社全体の3.4%を占め、鉱山用車両や建設車両向けタイヤでは世界的に認知された商品力、最先端の技術力、ブランド力を誇り、熟練スタッフによる専門サービスも展開し、商品は小型タイヤから49インチ～63インチの大型・超大型タイヤまで幅広いラインアップを有しているとした。
- 同社は本買収により、OTR専用工場である日本ジャイアントタイヤ（株）（兵庫県たつの市）、豪州のGoodyear Earthmover Pty Limitedの全発行済み株式に加え、世界各国の生産拠点上のOTR資産を取得する。同社は当社のOTR事業の買収により、特に当社の同社と異なるサイズと価格帯の商品ラインアップが追加されることで、農業・林業用機械向けタイヤに続き、非農業用向けのタイヤのラインアップの強化が図ることができるとした。また、同社が保有していない大型・超大型での商品開発力と生産力の取得が期待されるのとともに、同社は新たな顧客へのアクセスが可能となり、需要が旺盛なサイズの生産・供給力を補完できるとした。
- 同社は2024年度から2026年度までの新中期経営計画「YX2026（ヨコハマ・トランスフォーメーション・ニーゼロニーロク）」では、各事業で定めた成長戦略断行により「YX2026」中または2027年度に「Hockey Stick Growth（うなぎのぼりの成長）」を果たすことを目指すとした。OHTの市場規模は約4兆円、市場成長率は年6%と予測され、消費財タイヤ市場の年2%と比較して高い成長が期待できる中で、「YX2026」では成長ドライバーであるOHT事業の成長戦略のひとつにプログラマティックM&Aを掲げているが、本買収は同戦略に沿い、「Hockey Stick Growth」を果たすための戦略投資の一環として実施するものであるとした。そして、OHTでは農業・林業用機械向けタイヤでは2016年度のATG買収、2023年度のTWS買収により市場シェアは約40%と予測されシェアトップと有利なポジションにあり、OHT全体ではブリヂストン（5108）、ミシュランに続き市場シェア3位のポジションにあるが、今般の買収によりOHTで市場シェア3位のポジションがより確固たるものになるとしている。
- タイヤ消費財での生産能力増強や今般のM&Aに伴う償却負担増加や買収費用などにより一時的に利益が伸び悩む可能性があるが、中期的にはタイヤ消費財での高付加価値品供給力の向上と消費財に比べより高収益が見込めるOHT事業の規模拡大により収益力の向上が見込めよう。24/12期は事業利益で過去最高更新が見込め、中期的にも高い成長が期待できる中、24/12期TIW予想PER7.4倍の株価は評価不足と考える。投資評価は「1」を維持。

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24日現在)
株価	3,455 円	Fモデルによる理論株価 6,473 円
		現株価との乖離 87.3 %
当期利益(今期)	79,050 百万円	Fモデルによる妥当PBR 1.33 倍
当期利益(来期)	84,400 百万円	収益力・成長性寄与分 1.49 倍
来期EPS成長率	6.8 %	財務内容寄与分 -0.15 倍
現預金	92,294 百万円	PER(今期) 7.41 倍
有利子負債	554,351 百万円	PER(来期) 6.94 倍
自己資本	822,739 百万円	実績PBR 0.71 倍
総資産	1,691,440 百万円	今期予想ROE 10.11 %
時価総額	585,792 百万円	ネットD/Eレシオ 0.56 倍
株数	169,549 千株	割引率(資本コスト) 7.25 %
株主数	11,335 名	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。

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

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/Eレ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7月5日	1	3,514
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
低い	普通	普通	普通	普通	普通	普通
		弱気	弱気	弱気	弱気	
		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/>