

2024年11月21日

業種 その他製品

ヤマハ（東証プライム-7951）

～25/3期2Q累計は事業利益増益・営業利益以下減益、通期予想は下方修正～

【業績動向】

[25/3期 第2四半期累計（連結、IFRS）]

2Q累計（4-9月）は中国市場低迷で楽器が苦戦して為替除く実質ベース1.8%減収だが、事業利益は音響機器の好調と円安効果で大幅増益だった。楽器は中国でピアノと電子楽器の市況低迷が継続して減収減益、音響機器は法人向けの好調で大幅増収増益、部品・装置・その他は車載オーディオ向け電子デバイス好調だが自動車用内装部品やFA機器が低調で横ばいだった。事業利益+51億円（前期比）の分析は為替影響+68億円、コストアップ▲4億円、海上運賃▲3億円、減収・減産・モデルミックス他▲2億円、販管費▲3億円、部品・装置・その他▲5億円だった。なお営業利益以下は減益だった。その他の費用で中国とインドネシアのピアノ製造設備等に関する減損損失78億円を計上した。

通期予想を下方修正した。中国市場の一段の減速を織り込んだ。修正後の事業利益計画（90億円下方修正して前期比33億円増益の370億円）は、楽器が中国市場の低迷継続で43億円減益の210億円、音響機器が法人向けの好調継続で66億円増益の130億円、部品・装置・他が11億円増益の30億円とした。

【会社概要】

1897年山葉寅楠が日本で初めてオルガン製作に成功したことを機に設立した。ピアノ、管・弦・打楽器等の量産化に成功し、世界唯一の総合楽器メーカーへの布石を築く。また二輪車製造を目的に1955年ヤマハ発動機（7272）を設立した他、電子部品事業やレクリエーション事業など積極的に多角化を推進した。中期経営方針としてはブランド力強化による利益率向上を目指している。

主要指標		7951	
2024年11月20日	現在		
・株価	: 1,092.5 円	・予想ROE	: 5.76 %
・時価総額	: 5,932 億円	・予想配当	: 24.90 円
・今期予想PER	: 15.90 倍	・予想配当利回り	: 2.28 %
・実績PBR	: 1.23 倍	・予想配当性向	: 36.23 %
		・発行済株式数	: 543,000 千株
		・売買単位	: 100 株

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期IFRS)		7951									
単位: 百万円、円、%		ヤマハ									
決算期		売上収益		営業利益		税引前利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/03		451,410	10.6	46,484	-5.8	50,552	-4.6	38,183	2.5	74.21	22.0
2024/03		462,866	2.5	28,999	-37.6	37,629	-25.6	29,642	-22.4	58.56	24.7
2025/03	会社予想	460,000	-0.6	27,000	-6.9	26,500	-29.6	18,000	-39.3	36.82	25.3
2025/03	コンセンサス予想	467,387	1.0	38,823	33.9	41,203	9.5	29,980	1.1	68.73	24.9
2026/03	コンセンサス予想	475,275	1.7	44,225	13.9	46,975	14.0	34,250	14.2	75.97	26.5
2027/03	コンセンサス予想	488,350	2.8	49,475	11.9	52,225	11.2	38,150	11.4	84.80	29.0

※24/10/1付で1株→3株の株式分割を実施。EPS、DPSは考慮数値。

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

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、第三者からの指定は一切受けておりません。

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。

【ビジネスモデルの特徴】

24/3期のセグメント別売上高構成比は、楽器事業（ピアノ、電子楽器、管・弦・打楽器）が66%、音響機器事業（AV機器、PA（プロオーディオ）機器、ICT機器）が26%、その他（電子部品、自動車用内装部品、FA機器、ゴルフ用品、リゾート）が8%、事業利益構成比は楽器事業が75%、音響機器事業が19%、その他が6%だった。

アコースティックとデジタル楽器の両方を抱え、設備音響や音楽ソフトまで手掛ける世界で唯一の総合楽器メーカーである。電子ピアノなど電子楽器はグローバルで高い競争力を持っており、高い収益性を確保している。国内音楽教室運営は一般財団法人ヤマハ音楽振興会に移管した。ピアノ需要は先進国では頭打ちだが、中国では成長余地が大きい。音響機器はネットワーク技術で新たな市場創出が期待される。

電子部品は、かつては携帯電話用音源LSIが高収益を誇ったが、ソフト化進展や競争激化に伴う価格下落で収益性が低下したため、生産から撤退してファブレス化した。現在は成長市場である自動車領域にシフトし、20年11月には車載向けヤマハブランドオーディオシステムの出荷を開始した。

中期経営計画では目標数値に25/3期売上収益5,000億円（楽器3,300億円、音響機器1,280億円、部品・装置・他420億円）、事業利益700億円（楽器520億円、音響機器130億円、部品・装置・他50億円）、事業利益率14.0%（楽器15.8%、音響10.2%、部品・装置・他11.9%）などを掲げている。音響機器では新たな成長領域（中国や新興国など）への事業領域拡大と新コンセプト商品の開発、楽器事業では顧客と深く繋がるサービスの提供、部品・装置事業では新たなモビリティ時代の「音のソリューションベンダー」としての成長を推進する。投資と株主還元は3年合計1,700億円（通常投資400億円、M&A等を含む戦略投資650億円、株主還元・配当650億円）を見込む。株主還元は総還元性向50%を目標としている。

【リスク要因】

海外売上比率が高いため為替動向がリスク要因となる。さらに市場成熟や消費・投資減速による楽器・音響機器需要の減少、競争激化による価格下落と採算性悪化、不採算・低シナジー分野の構造改革遅れ、新規分野の育成遅れなどにも注意が必要となる。

【セグメント情報】

売上収益 7951				セグメント利益 7951							
単位: 億円、%				単位: 億円、%							
	2023/03		2024/03								
	構成比		構成比		2023/03		2024/03				
				構成比	利益率	構成比	利益率				
楽器	3,027	67	3,052	66	楽器	362	79	12.0	253	75	8.3
音響機器	1,076	24	1,211	26	音響機器	35	8	3.2	64	19	5.3
その他	411	9	366	8	その他	62	14	15.1	19	6	5.3
調整額	-	-	-	-	調整額	-	-	-	-	-	-
合計	4,514	100	4,629	100	合計	459	100	10.2	336	100	7.3

データ出所: アイフイスジャパン

【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

ヤマハ	7951	2024年11月20日	
実績PBR	: 1.23 倍	現株価	: 1,092.5 円
Fモデルによる妥当PBR	: 1.10 倍	Fモデルによる理論株価	: 984 円
		現株価との乖離	: -9.9 %

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。

【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
7951										
ヤマハ	2024年3月					2025年3月				累計
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	
売上収益	106,196	113,432	122,160	121,078	462,866	112,146	115,988			228,134
前年同期比	0.3%	1.2%	1.6%	7.0%	2.5%	5.6%	2.3%			3.9%
営業利益	6,859	8,571	10,200	3,369	28,999	9,191	2,760			11,951
前年同期比	-38.1%	-37.3%	-29.2%	-54.1%	-37.6%	34.0%	-67.8%			-22.5%
税引前利益	10,039	11,696	7,725	8,169	37,629	13,411	-4,340			9,071
前年同期比	-20.2%	-33.4%	-34.1%	-6.1%	-25.6%	33.6%	na			-58.3%
純利益	6,721	8,224	5,774	8,923	29,642	9,418	-4,156			5,262
前年同期比	-21.8%	-32.7%	-37.2%	9.1%	-22.4%	40.1%	na			-64.8%
売上高営業利益率	6.5%	7.6%	8.3%	2.8%	6.3%	8.2%	2.4%			5.2%
自己資本比率	75.9%	76.1%	76.8%	76.6%	-	77.6%	77.7%			-
純資産	475,378	489,995	482,892	511,810	-	526,923	485,102			-
総資産	624,668	642,751	627,200	666,837	-	677,487	622,620			-

データ出所：アイフィスジャパン

【過去の業績動向】

[25/3期 第1四半期（連結、IFRS）]

1Q（4-6月）は中国市場低迷で楽器が苦戦して実質（為替影響除くベース）3.2%減収だが、円安効果で事業利益大幅増益だった。楽器は中国でピアノや電子楽器の需要低迷が継続して為替含むベースでも減収減益、音響機器は法人向けの好調で大幅増収増益、部品・装置・他は自動車用内装部品等の減少で減収減益だった。事業利益+27億円の分析は為替影響+40億円、コストアップ▲1億円、海上運賃+5億円、減収・減産・モデルミックス▲2億円、販管費▲5億円、部品・装置・他▲10億円だった。

通期予想（2Q以降の為替想定1米ドル=150円、1ユーロ=160円）は売上収益、事業利益、当期純利益を上方修正（営業利益は下方修正）した。円安が押し上げ要因となり、中国の市況回復遅れと中国ピアノ工場での早期希望退職実施を織り込んだ。修正後の事業利益計画は、楽器が37億円増益（うち為替影響63億円）、音響機器が76億円増益（同29億円）、部品・装置・他が11億円増益（同6億円）としている。なお24年10月1日付で株式3分割を行う。また24年3月末をもって株主優待制度を廃止した。

[24/3期 通期（連結、IFRS）]

24/3期は大幅減益だった。法人向け音響機器が好調に推移し、円安も寄与して小幅増収だが、デジタルピアノの市況回復遅れ、中国市場の低迷長期化、在庫削減のための生産調整に加え、中国とインドネシアのピアノ製造工程に係る減損損失32億円を含む構造改革費用43億円の計上も影響した。事業利益▲122億円の分析は為替影響+65億円、コストアップ▲35億円、海上運賃+70億円、減収・減産・モデルミックス▲95億円、一時処理費用▲44億円、販管費▲39億円、部品・装置・他▲44億円だった。

25/3期は大幅増益予想とした。中国の市況低迷で売上高は前期並みだが、円安効果、モデルミックス改善、構造改革によるコストダウン、前期発生の一時的費用の剥落を見込む。事業利益計画は楽器が62億円増益の315億円、音響機器が46億円増益の110億円、部品・装置・他が6億円増益の25億円としている。楽器はピアノが中国市場低迷だが、電子楽器が市中在庫水準改善で復調を見込む。音響機器は法人向け堅調推移を見込む。部品・装置・他は車載オーディオ採用拡大で電子部品増収を見込む。

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。

【過去の業績動向】

【24/3期 第3四半期累計（連結、IFRS）】

3Q累計（4-12月）は大幅減益だった。法人向け音響機器の好調や円安がプラス要因だったが、欧米のデジタルピアノ（DP）需要回復遅れ、中国市場の需要低迷継続、在庫削減のための生産調整などが影響した。中国のピアノフレーム製造工程の日本への集約に伴い減損損失21億円も計上した。事業利益▲109億円の分析は為替影響+43億円、コストアップ▲30億円、海上運賃+57億円、減収・減産・モデルミックス▲94億円、販管費（新規連結除く）▲48億円、部品・装置・他▲37億円だった。

通期利益は3回目の下方修正で大幅減益予想とした。欧米DP需要回復遅れや中国需要低迷による売上減少、一時的費用発生等を織り込んだ。事業利益（80億円下方修正）前期比▲119億円の分析は為替影響+65億円、コストアップ▲35億円、海上運賃+70億円、減収・減産・モデルミックス▲107億円、一次処理費用▲32億円、販管費（新規連結除く）▲35億円、部品・装置・他▲45億円とした。製造戦略見直し（日本での生産マザー機能再強化など）とともに、海外工場中心に大幅な要員削減を実施する。

【24/3期 第2四半期累計（連結、IFRS）】

2Q累計（4-9月）は法人向け音響機器が復調し、円安も寄与して微増収だが、中国市場回復遅れによるデジタルピアノ減収、在庫削減のための生産調整などで大幅減益だった。事業利益▲91億円の要因分析は為替影響+26億円、コストアップ▲20億円、海上運賃+34億円、減収・減産▲60億円、価格適正化・モデルミックス▲8億円、販管費（新規連結除く）▲42億円、部品・装置・他▲21億円だった。

通期予想は下方修正（利益は8月2日付に続いて2回目、3Q以降の想定為替レートは1米ドル=140円、1ユーロ=150円）して一転減益予想とした。中国市場回復遅れと減産・工場損益悪化を織り込んだ。修正後の事業利益（80億円下方修正して前期比39億円減益の420億円）の前期比要因分析は、為替影響+55億円、コストアップ▲35億円、海上運賃+70億円、減収・減産▲55億円、価格適正化・モデルミックス▲6億円、販管費（新規連結除く）▲53億円、部品・装置・他▲27億円で、事業別には楽器が42億円減益の320億円、音響機器が25億円増益の60億円、部品・装置・他が22億円減益の40億円とした。

【24/3期 第1四半期（連結、IFRS）】

1Q（4-6月）はエントリーモデルを中心としたデジタルピアノ販売減によるモデルミックス悪化、中国におけるピアノ在庫削減のための生産調整などにより大幅減益だった。事業利益▲43億円の要因分析は為替影響+12億円、生産労務費▲2億円、エネルギー・調達コスト▲8億円、海上運賃+11億円、減収・減産・モデルミックス・価格適正化▲34億円、販管費▲19億円、部品・装置・他▲3億円だった。

通期は利益予想を下方修正して増益幅が縮小する見込みとした。モデルミックス悪化や生産調整が影響する。修正後の事業利益（60億円下方修正して41億円増益の500億円）の前期比要因分析は、為替影響+25億円、生産労務費▲10億円、エネルギー・調達コスト▲25億円、海上運賃+70億円、増収・増産・モデルミックス・価格適正化+50億円、販管費▲57億円、部品・装置・他▲12億円、事業別の事業利益計画は、楽器が40億円下方修正して28億円増益の430億円、音響機器が20億円下方修正して25億円増益の60億円、部品・装置・他がゴルフ特需反動等で12億円減益の50億円としている。

【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。

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/>