

2024年11月25日

業種 精密機器

オリンパス（東証プライム-7733）

～中国は下期に入り一部回復の兆しもあり、緩やかな回復を見込む～

投資評価

前回 2+
2024/8/23

今回 2+
Outperform

アナリスト
服部 隆生

要旨・投資のポイント

＜北米が好調で、全体の伸びを牽引＞

- 25/3期上期（4-9月）は、一時的要因を除く実質営業利益は前年同期比28%増（為替影響を除くと4%増）。品質改善プログラムに関する費用も含め、販管費は概ね計画線の模様。内視鏡は北米でEVIS X1の販売好調が支えた他、治療機器も北米・欧州で伸長。中国の苦戦も想定内ながら、中国の減少を好調な北米の大幅増収でカバーできている。
- 会社側は通期予想を据え置いている。反腐败運動などで低迷する中国も下期には需要が緩やかな回復に向かうとみる。政府の購入支援策も見込まれており、更に悪化する状況にはないと考える。北米は下期も好調な状況が継続するだろう。ただ、米国政権交代の影響は注視する必要がある。通期で会社並みとする通期TIW予想も前回予想を維持する。

＜「アウトパフォーム」の見通しを据え置き＞

- 前CEOの突然の辞任はサプライズであったが、業績への影響は限定的とみる。中国が短期的には厳しいが、成長市場との位置付けは変わらず、市場成長の恩恵を中期的に享受できると考える。北米は競争力の高い消化器内視鏡の投入効果が持続できそうな他、治療機器もラインアップ充実の成果も表れつつある。TIWでは中期的な株価上昇を想定し、今回も「アウトパフォーム」の見通しを据え置く。

主要指標

7733

(2024年11月22日現在)

株価	2,458.5 円
時価総額	28,954 億円
予想PER (25/3期)	23.9 倍
予想PER (26/3期)	20.7 倍
実績PBR	4.12 倍
予想配当	20.0 円
予想配当利回り	0.81 %
配当性向	19.5 %
予想ROE	14.99 %
予想DOE	2.92 %
発行済株式数	1,177,700 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)	

業績推移[IFRS] 7733

単位:百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	税引前利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2023/3	881,923	2	186,609	21	182,294	22	143,432	24	113.2	16.0
2024/3	925,752	-	51,387	-	43,611	-	242,566	69	199.9	18.0
2025/3 会社予	1,009,000	9	176,000	242	170,000	290	121,000	-50	105.7	20.0
TIW予	1,009,000	9	176,000	242	170,000	290	121,000	-50	102.7	20.0
2026/3 TIW予	1,060,000	5	205,000	16	200,000	18	140,000	16	118.9	22.0
2027/3 TIW予	1,110,000	5	230,000	12	225,000	13	155,000	11	131.6	26.0
2025/3 コンセンサス予想	1,001,836	8	166,662	224	161,516	270	115,650	-52	102.9	20.0
2026/3 コンセンサス予想	1,049,254	5	200,750	20	193,129	20	141,700	23	129.3	23.3
2027/3 コンセンサス予想	1,106,170	5	227,025	13	218,057	13	160,817	13	149.6	27.0

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

注2:24/3期売上、営業利益、税引前利益は組替表示しているため前年比較できず

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。

上期は中国のマイナスを好調な北米で吸収し、一時要因・為替影響を除く実質で営業増益

通期会社予想は据え置き。TIW予想も前回予想を維持。米国は政権交代の影響を注視

前CEOの辞任を発表。業績への影響は殆どないとみるが、経営陣への信頼回復が必要

上期は日本と中国が実質減収。好調な北米が実質2桁増収で、全体の伸びを牽引

中国は下期には緩やかな回復を見込む。北米は下期も好調が持続しよう

アナリスト見解

- 25/3期2Q累計（上期：4-9月）業績は、売上4,740億円（前年同期比10%増）、営業利益705億円（同19倍）。一時的要因を除く実質営業利益は前年同期比28%増（為替影響を除くと4%増）。品質改善プログラムに関する費用も含め、販管費は概ね計画線の模様。内視鏡は北米でEVIS X1の販売好調が支えた他、治療機器も北米・欧州で主力分野が伸長。中国の苦戦も想定内ではあるが、中国の減少を好調な北米の大幅増収でカバーできている。
- 会社側は通期予想を据え置いている。反腐败運動の影響もあり減少の続く中国も下期には需要が緩やかな回復に向かうとみるが、政府の購入支援策も見込まれており、更に悪化する状況にはないと考える。北米ではEVIS X1の販売に減速の兆しもなく、下期も好調な状況が継続するだろう。ただ、米国の政権交代の影響は今後注視する必要がある。通期で会社並みとする通期TIW予想も前回予想を維持する。
- 同社は10月、前CEOのカウフマン氏が辞任したと発表。違法薬物を購入の疑いで現在も捜査機関による捜査中としている。次期CEO選任までは竹内代表執行役会長が兼務する。組織が関与したのではなく個人的な件であり、業績への影響は殆どないと考えるが、経営陣への信頼を取り戻す必要はある。
- 上期の部門別売上増減（前年同期比、為替影響を除く）は内視鏡が+3%、治療機器も+3%で、共に中国の実質2桁減収を北米の実質2桁増収で吸収して増収を確保。医療全体（内視鏡+治療機器）では+3%（日本▲8%、北米+15%、欧州+3%、中国▲22%、アジア・オセアニア+2%）。日本は前年同期に新製品効果などもあり売上が伸びた反動減とみられるが、下期に挽回し通期で微増収は確保できるとみる。欧州も外科内視鏡や治療機器の注力分野が堅調に伸び、通期で実質1桁増収をTIWでも予想。
- 中国は反腐败運動や購入量ベース調達制度などマイナス影響を受けているが、10月に入ると一部で回復の兆しも見られ、政府の後押し策も相まって下期は緩やかな回復が予想される。一方、北米はEVIS X1の投入効果もあり、2Q（7-9月）の消化器内視鏡の売上は為替影響を除き前年同期比24%伸びた。北米は同製品が通年寄与する他、治療機器でも前立腺肥大向けなど有力製品群が育ってきており、堅調な成長が継続するだろう。
- 前CEOの突然の辞任はサプライズであったが、業績への影響は限定的とみる。中国が短期的には厳しいが、成長市場との位置付けは変わらず、市場成長の恩恵を中期的に享受できると考える。北米は競争力の高い消化器内視鏡の投入効果が持続できそうな他、治療機器もラインアップ充実の成果も表れつつある。品質改善コストは来26/3期も減らない可能性はあるが、それでも高い収益成長は可能であろう。TIWでは中期的な株価上昇を想定し、今回も「アウトパフォーム」の見通しを据え置く。

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】

顕微鏡の国産化を目的に1919年創業した高千穂製作所を前身とする。50年世界初の内視鏡を胃カメラとして商品化に成功、現在も消化器内視鏡は世界シェア70%を誇り、同社最大の収益源でもある。外科分野（低侵襲治療領域）の強化の一環として08年2月英国Gyrus社を買収。映像分野では当社はDSC（デジタルカメラ）に比較的早い96年から参入し、一時期はトップグループを占めるも競争激化で収益性が悪化。21/3期中に映像事業の譲渡を完了。11年には投資に絡む損失計上を先送りしていたことが発覚し、内部管理の甘さが露呈したが、資本増強・本業強化も含め社内革新に取り組んできた。尚、祖業でもある顕微鏡など手掛ける科学事業を23年売却完了、コアである医療分野に経営資源を集中する。

【ビジネスモデルの特徴】

24/3期の売上構成は、内視鏡63%、治療機器36%、その他1%となっている。高収益の軟性内視鏡で大半の利益を稼ぐ構図は従来から変わらない。内視鏡はおよそ5~7年毎に大型新製品への切替がある。医療では、採算性が内視鏡より低い治療機器には成長余地が大きく、M&A等を通じて規模を拡大し事業の強化を図っている。治療機器の収益性も一定の向上が見られるが、更なる利益率向上が今後の課題といえる。

【リスク要因】

DSC（デジタルカメラ）における採算改善の遅れ、主力の内視鏡で競争激化や病院側の医療費抑制、急激な円高、訴訟関連などで追加引当金の発生するリスク。

【四半期業績推移】

四半期決算データ

単位:百万円

7733

2024年3月

2025年3月

オリンパス	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	0
売上高	204,985	226,608	236,504	257,655	925,752	234,821	239,208			474,029
前年同期比						14.6%	5.6%			9.8%
営業利益	22,626	-18,859	34,218	13,402	51,387	27,477	43,053			70,530
前年同期比						21.4%	na			1772.3%
税引前利益	19,836	-21,887	34,034	11,628	43,611	26,398	42,407			68,805
前年同期比						33.1%	na			na
純利益	240,560	-24,264	18,916	7,354	242,566	14,583	34,395			48,978
前年同期比						-93.9%	na			-77.4%
売上高営業利益率	11.0%	-8.3%	14.5%	5.2%	5.6%	11.7%	18.0%			14.9%
自己資本比率	53.7%	51.2%	51.1%	49.4%	-	52.1%	51.4%			-
純資産	906,924	827,532	749,882	757,186	-	790,058	703,092			-
総資産	1,688,272	1,617,765	1,468,078	1,534,216	-	1,515,386	1,366,645			-

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。

【関連テーマ/チェックリスト】

7733

【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】

オリンパス 7733

(2024年11月22日現在)

株価	2,458.5 円
----	-----------

Fモデルによる理論株価	1,429 円
現株価との乖離	-41.9 %

当期利益(今期)	121,000 百万円
当期利益(来期)	140,000 百万円
来期EPS成長率	15.7 %
現預金	245,869 百万円
有利子負債	245,482 百万円
自己資本	703,092 百万円
総資産	1,366,645 百万円
時価総額	2,895,376 百万円
株数	1,177,700 千株
株主数	23,684 名

Fモデルによる妥当PBR	2.39 倍
収益力・成長性寄与分	2.39 倍
財務内容寄与分	0.00 倍
PER(今期)	23.93 倍
PER(来期)	20.68 倍
実績PBR	4.12 倍
今期予想ROE	14.99 %
ネットD/Eレシオ	-0.00 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。

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

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。

【株価チャート】



【投資評価】

2+		Outperform
過去の投資評価	株価(円)	
2024年8月23日	2+	2,673
2024年5月17日	2+	2,485.5
2024年2月28日	2	2,178.5
2023年11月20日	2	2,188.5
2023年8月25日	2	1,845
2023年5月24日	2	2,240

【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	小さい
		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	

●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。

服部隆生（はっとり たかお）プロフィール

一橋大学経済学部卒。ニューヨーク大学経営学修士（MBA）。国内大手銀行系運用会社、北米生保系資産運用部門を経て2005年1月より現職。エレクトロニクス業界を中心に国内株の調査経験は10年を超える。担当業種や銘柄を超え、社会構造、世界の潮流、精神哲学等にも目を向け、考える力を日々養うことが重要との信念を持つ。

アナリストによる宣言

私、服部隆生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/>