

横浜ゴム(東証プライム-5101)

～事業利益、事業利益率は3Q累計、3Q単独ともに過去最高～

投資評価

前回 1
2024/9/10

→

今回 1
Buy

アナリスト
高田 悟

主要指標	5101
(2024年12月24日現在)	
株価	3,281 円
時価総額	5,563 億円
予想PER (24/12期)	6.9 倍
予想PER (25/12期)	6.3 倍
実績PBR	0.69 倍
予想配当	98.0 円
予想配当利回り	2.99 %
配当性向	20.5 %
予想ROE	10.38 %
予想DOE	2.13 %
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」を維持、評価不足との見方に変化なし>

- 24/12期3Q累計(1-9月)は9カ月間累計でも、3Q(7-9月)単独でも事業利益(日本基準の営業利益に相当)と事業利益率が販売数量増加や価格/MIXの改善等により過去最高(事業利益率は3Q累計が10.7%、3Q単独が11.2%)となる好決算となった。3Q累計決算ではアジア廉価品流入等により競合が苦戦する北米で前年並みのタイヤ販売本数(北米での市販用タイヤ販売本数は3Q累計が前年同期比98%、3Q単独が同102%)を確保したこと、イスラエル工場閉鎖影響等から3Q単独では減益となったが、M&A推進によるOHT(オフハイウェイタイヤ)事業の拡大を業績向上に着実に結びつけていることなどが評価できる。TIWでは、24/12期計画には上振れ余地があるとみることに加え、25/12期以降も、①タイヤ消費財での継続的なプレミアムゾーンの販売比率向上、②汎用カテゴリーでのコスト競争力アップ、③生産財での好採算が見込めるOHT事業の一段の拡大、などにより堅調な業績展開を見込む。こうした中、実績PBR0.69倍の株価は余りに評価不足と考えるため、目標株価は前回の4,660円を維持し、投資評価は「1」(Buy)を継続する。

<3Q累計の事業利益は大幅増益、TIWは計画上振れを予想>

- 3Q累計の事業利益前年同期比69.6%増。OHT事業でY-TWSを連結化[前期2Q(4-6月)]した効果もあり大幅増収となり、加えて、為替差、原材料価格及び物流費影響の改善、価格/MIXの改善等により大幅増益となった。
- 24/12期通期事業利益計画は1,285億円(前期比29.6%増)を維持。TIWは為替影響や国内冬用タイヤ販売などで上振れ余地があるとみるため同社計画上振れを24/12期は予想。

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	1,105,000	12	116,000	16	nm	na	78,500	17	490.2	98.0
TIW予	1,107,000	12	120,000	20	123,000	16	81,200	21	478.9	98.0
2025/12 TIW予	1,140,000	3	130,000	8	133,000	8	87,750	8	517.5	102.0
2026/12 TIW予	1,185,000	4	144,500	11	147,500	11	97,350	11	574.2	112.0
2024/12 コンセンサス予想	1,087,933	10	124,225	24	118,067	11	79,100	18	493.6	100.0
2025/12 コンセンサス予想	1,134,867	4	130,500	5	124,533	5	81,300	3	498.3	100.0
2026/12 コンセンサス予想	1,183,667	4	147,400	13	138,200	11	90,133	11	562.0	120.0

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

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。

24/12期3Q累計は大幅増収、大幅営業増益

売上収益、事業利益、事業利益率ともに過去最高

事業別には中核のタイヤ事業は大幅増益

欧州、アジアでの市販用タイヤの販売数量増加、価格/MIXの改善、円安、原料及び海上運賃影響の好転等で固定費増加影響をこなす

OHT事業はYOHTで新車用が苦戦も市販用数量が増加したことや、前年買収のY-TWSの寄与により大幅増益

MB事業は主要製品の販売増により2桁増益

3Q単独はOHT事業がイスラエル工場閉鎖影響等により悪化もタイヤ事業堅調推移により事業利益は2桁増益

3Q単独の売上収益、事業利益は過去最高

3Q累計決算公表時点では中間時点で上方修正した通期事業利益計画を同社は据え置く

TIWは24/12期は同社計画上振れを予想

25/12期は事業利益で増益確保をTIWは見込む

アナリスト見解

● 3Q累計は売上収益が7,829億円（前年同期比13.1%増）、事業利益が834億円（同69.6%増）となった。Y-TWSを連結化した効果もあり大幅増収。事業利益は為替差、原料価格及び物流費影響の改善、価格/MIXの改善、Y-TWSのフル寄与効果などにより大幅増益。売上収益、事業利益、事業利益率10.7%はいずれも過去最高となった。

● 事業別（その他を除く）の事業利益はタイヤが合計で788億円（前年同期比76.1%増）となり、内訳はタイヤ事業が588億円（同73.8%増）、OHT（YOHT・Y-TWS）事業が200億円（同83.3%増）となった。また、MBが51億円（同17.5%増）となった。タイヤ事業はタイヤ販売本数が市販用タイヤの欧州、アジアでの販売増加に加え、北米での販売堅調推移などにより新車用も含め全体で前年同期比103%となり販売量が増加したことに加え、円安、原料及び海上運賃影響の好転、価格/MIXの改善（昨年日本国内での値上げや棚卸未実現による）などで固定費増加影響を吸収し大幅増益となった。

● OHT事業の大幅増益は農業機械メーカーの減産により新車用販売が大幅に減少も、市販用での販売量増加やコスト削減効果によりYOHTで増益を確保したことに加え、前期2Q（4-6月）から連結のY-TWS業績がフル寄与したことによる。また、MBはコンベアベルト、マリンホース並びに航空部品の販売堅調推移により2桁増益となった。

● 3Q単独は為替差、販売量増加、価格/MIXの改善等により売上収益が2,576億円（前年同期比3.3%増）、事業利益が288億円（同22.1%増）となった。OHT事業がYOHTがイスラエル工場閉鎖に備えた生産調整に伴う生産減少、コスト増の影響により減益となった影響から減益となったが、主力のタイヤ事業が新車用、市販用ともに販売が前年を上回ったことなどから大幅増益となったことで事業利益は2桁増益となり、3Qとして売上収益、事業利益ともに過去最高となった。

● 24/12期通期事業利益計画は上期（1-6月）決算公表時に上期予想上振れ等により上方修正した計画1,285億円を据え置いた。TIWは4Qの為替が同社計画前提の1米ドル148円より円安で推移していること、暖冬の影響からシーズンが3Qから4Qにずれ込んだ国内冬用タイヤの販売を慎重に同社が計画に織り込んでいるとみられることなどからTIWは同社予想を上回る事業利益を24/12期は予想。25/12期は24/12期から事業利益で増益を確保し営業利益で増益を見込む、北米中心にタイヤ販売で大口径化等によりMIXの改善を見込みこと、天然ゴム中心にEUDR（EU向け森林破壊防止規制）適用の遅れによる原材料価格の落ち着きや海上運賃の落ち着きを見込みこと、OHT事業で後半中心に農機用新車向けタイヤの需要回復と稼働回復を見込むことなどによる。

● 3Q累計、3Q単独ともに事業利益は過去最高。アジア廉価品流入等により競合が苦戦する北米市販用タイヤ販売で前年並みの販売を確保したこと、OHT事業でのM&Aを着実に収益向上に結び付けていることなどが評価できる。実績PBR0.69倍の株価は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。

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	272,864	257,623		782,906
前年同期比	10.1%	16.0%	11.2%	19.7%	14.5%	23.5%	14.2%	3.3%		13.1%
営業利益	13,206	14,976	24,184	47,985	100,351	26,753	29,501	29,518		85,772
前年同期比	-2.4%	11.7%	31.6%	104.0%	45.8%	102.6%	97.0%	22.1%		63.8%
税引前利益	14,251	22,816	23,061	45,847	105,975	28,017	35,104	16,432		79,553
前年同期比	-1.5%	16.6%	31.9%	128.1%	48.0%	96.6%	53.9%	-28.7%		32.3%
純利益	9,705	17,973	16,905	22,651	67,234	19,796	26,783	14,262		60,841
前年同期比	-4.4%	36.7%	69.4%	79.3%	46.4%	104.0%	49.0%	-15.6%		36.5%
売上高営業利益率	6.5%	6.3%	9.7%	16.4%	10.2%	10.6%	10.8%	11.5%		11.0%
自己資本比率	53.3%	43.8%	45.4%	46.2%	-	48.6%	51.5%	49.8%		-
純資産	635,040	722,054	759,283	748,795	-	831,998	911,498	815,112		-
総資産	1,175,954	1,628,252	1,655,165	1,600,458	-	1,691,440	1,752,970	1,619,718		-

データ出所:アイフスジャパン

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】

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12月24日現在)

株価	3,281 円
----	---------

Fモデルによる理論株価	6,678 円
現株価との乖離	103.5 %

当期利益(今期)	81,200	百万円
当期利益(来期)	87,750	百万円
来期EPS成長率	8.1	%
現預金	107,461	百万円
有利子負債	525,525	百万円
自己資本	806,309	百万円
総資産	1,619,718	百万円
時価総額	556,291	百万円
株数	169,549	千株
株主数	12,009	名

Fモデルによる妥当PBR	1.40 倍
収益力・成長性寄与分	1.55 倍
財務内容寄与分	-0.14 倍
PER(今期)	6.85 倍
PER(来期)	6.34 倍
実績PBR	0.69 倍
今期予想ROE	10.38 %
ネットD/Eレシオ	0.52 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9月10日	1	3,133
2024年7月25日	1	3,455
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

【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	普通
		弱気	弱気	弱気	弱気	普通
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/>