

# ホリスティック企業レポート

## ヨネックス

### 7906 東証二部

フル・レポート  
2013年4月12日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20130409

要旨

1. 会社の概要

・バドミントン、テニス、ゴルフ等の用品製造・販売とシューズ・ウェア等の企画・販売を手掛けるスポーツ用品メーカー。ゴルフ場等の施設併営。高機能製品開発・国内生産を軸に、海外協力工場の開拓も進めている。

アナリスト: 高坂 茂樹  
+81 (0) 3-6858-3216  
kousaka@stock-r.org

2. 財務面の分析

・国内販売額は過去 10 年間で年平均 1.3%増に止まるが、海外は同 7.4%増。グローバル展開で成長力を維持している。  
・同業他社に比べ安全性指標は良好、収益性ではやや見劣りする。  
・2013/3 期業績はゴルフ関連の苦戦、五輪関連支出等で微増収・減益が見込まれる。14/3 期は広告宣伝費の圧縮等から増益に転じよう。

【主要指標】

	2013/4/5
株価(円)	524
発行済株式数(千株)	23,405
時価総額(百万円)	12,264

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	19.4	16.2	14.2
PBR(倍)	0.41	0.41	0.40
配当利回り(%)	2.9	2.9	2.9

3. 非財務面の分析

・独創的な製品開発、国内工場主体・正社員の多能工化による確かなモノづくりの継続で、高性能・高品質のブランドイメージを確立。  
・技術開発への資金・人員投資と宣伝広告活動が成長を支えてきた。環境保全、スポーツを通じた社会貢献にも積極的な取り組みがみられる。

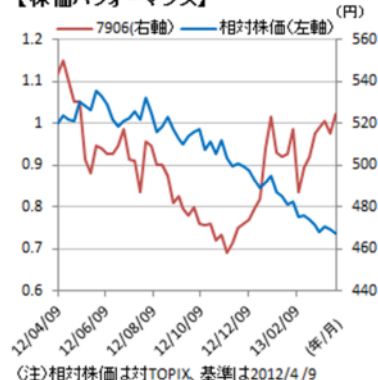
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.4	6.4	-5.2
対TOPIX(%)	-3.5	-11.6	-21.7

4. 経営戦略

・トッププロへの用具提供や主要大会のスポンサーシップによる国際ブランドの確立、ジュニア振興活動による販促活動でユーザーを開拓。  
・日本の少子・高齢化を背景に、ウォーキング等の中高年向け市場開拓、海外マーケティングの強化等に取り組んでいる。

【株価パフォーマンス】



5. アナリストの評価

・国内工場の技術力・非価格競争力は評価するが、海外進出や M&A、多角事業展開等の積極的な成長戦略も検討すべきと考える。  
・バリュエーションは予想 PER で見れば妥当な水準。証券リサーチセンターの予想 EPS に基づき中期的な適正株価は 620~750 円と判断。

【7906 ヨネックス 業種:その他製品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2011/3	36,687	-0.5	1,244	-24.3	1,215	-29.3	718	-26.5	33.32	1,278.50	15
2012/3	37,512	2.2	1,237	-0.5	1,409	16.0	583	-18.8	26.96	1,281.75	15
2013/3 CE	38,300	2.1	1,000	-19.2	1,100	-22.0	600	2.8	27.65	—	15
2013/3 E	38,400	2.4	1,000	-19.2	1,250	-11.3	650	11.5	29.96	1,274.14	15
2014/3 E	38,900	1.3	1,200	20.0	1,400	12.0	750	15.4	34.57	1,292.28	15
2015/3 E	39,500	1.5	1,500	25.0	1,700	21.4	900	20.0	41.48	1,316.83	15

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、無印は実績

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 当面の課題と施策
- － 中・長期戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

バドミントン、テニス、ゴルフ等のスポーツ用品メーカー。ゴルフ場運営も行っている。

トッププレーヤーとの用具使用契約や大会スポンサーシップを通じてブランドを構築。

ウォーキングシューズや衣料等の商品企画・仕入販売も行っている。

生産は国内工場主体。台湾にラケット製造子会社。

国内に6カ所の販売拠点。各国の有力企業と代理店契約により60カ国以上で販売。

### ◆ バドミントンやテニス、ゴルフ用品の世界的ブランド

株式会社ヨネックス(以下同社)は、バドミントン、テニス(ソフトテニスを含む)、ゴルフ、スノーボード等のスポーツ用品の開発・製造・販売、シューズや衣料等の企画・販売を行っている。

バドミントンでは、「ヨネックスオープンジャパン」、「ヨネックス全英選手権」をはじめ様々なイベントの公式スポンサーを務め、多くの一流選手と用具使用契約を結ぶ世界一の用品ブランドである。テニスでも高品質を武器に、世界のトップ選手との用具使用契約、デビスカップ日本代表チームへのユニフォーム提供等によりブランドを確立。また、創業の地である新潟県において、日本女子プロゴルフ協会公認大会「ヨネックスレディス」が開催されるゴルフ場とテニスクラブの運営も行っている。同社のセグメント別販売実績は図表1の通り。

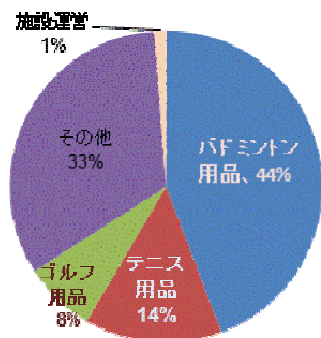
同社は上記スポーツジャンルのラケット、クラブ等を製造・販売すると共に、シューズやウェアを企画・開発し、製造は協力工場に委託する商品販売も行っている(図表2、生産は標準販売価格による、仕入販売額は単体商品原価率から当センター推定)。

同社の主な事業拠点は、東京都文京区湯島の本社、新潟県長岡市の新潟生産本部(主力工場)、バドミントンのシャトルコックやストリング(ガット)等を製造する、埼玉県草加市の東京工場、同じく草加市の東京配送センター、それに大阪・名古屋の支店、仙台・福岡・札幌の営業所、東京ショールーム等である。

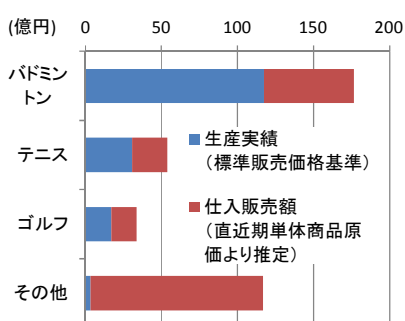
同社は、世界6カ所(米国、英国、ドイツ、中国、台湾及び香港)に現地法人を持つ。うち台湾法人は同社グループで販売するラケットの一部等を製造し日本本社へ納品する一方、本社から製品・商品を仕入れて販売している。その他は販売専業である。なお、香港法人は非連結子会社、その他は連結子会社である。

この他の国でも有力企業と代理店契約を結び、世界60カ国以上の国々でスポーツ用品の販売を行っている(図表3)

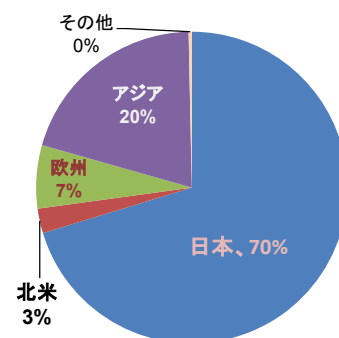
図表1 セグメント別販売実績



図表2 生産・仕入販売の比較



図表3 地域別販売構成



(注)図表1、2、3共に2012/3期実績 (出所)図表1、2、3共に同社有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

国内工場・開発部門の新製品・製造技術開発力の高さが、競争力の源泉である。

高機能製品を、国内外のトップレベルの選手に提供、広告塔の役割を委嘱する。

主な原材料は炭素繊維や樹脂、シャトルコックに用いる水鳥の羽等である。

国内に2カ所の主力工場、シューズやウェア等は国内外の協力工場に生産委託。

専門商社を通じて小売店に販売。一部の大手スポーツ用品販売店とは直接取引。

◆ 独創的な製品開発と日本品質が差別化のカギ

同社のビジネスフローを単純化すると、図表4のようになる。

後述する経営理念に謳われる「独創の技術と最高の製品」は、主に国内工場から生み出される。新潟生産本部には技術開発部（二部構成）と研究開発室、東京工場にも二部構成の技術開発部が置かれ、新素材や新たな構造・形状、製造法に関する技術開発が進められる。特許取得に至る新開発もある（特許電子図書館によれば出願件数は過去5年間で23件、2012年度は7件）。

工場の技術力と、用具使用契約を結ぶ有力選手の意見聴取結果や市場動向等を踏まえた本社マーケティング本部に属する製品開発統括・製品開発部等の企画力が融合し、新製品が開発される（図表5）。

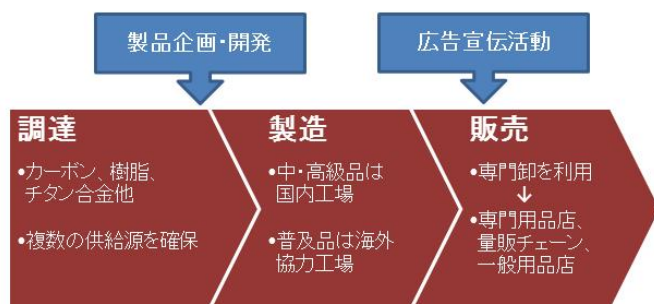
用具使用契約選手には、バドミントンで「オグシオ」と呼ばれた小椋久美子／潮田玲子ペア、ゴルフで石川遼選手、テニスでナブラチロワ氏、ヒンギス氏等がいた。クルム伊達公子選手も契約選手である。

原材料の調達、国内外のメーカー商社からの複数購買を基本としている。かつて多用されたチタン合金や、近年主流のカーボン複合材となる微細構造の炭素繊維や樹脂等である。バドミントンのシャトルコックに用いられる水鳥の羽は調達が難しく、同社は合成球（ナイロンシャトル）の性能を水鳥シャトルに近づける研究も進めている。

製造拠点の中心は国内2工場。学校の授業や課外活動、あるいは一般レジャーで用いられる普及価格帯の製品や、バッグやアクセサリ、ウォーキングシューズやウェアについては、国内外の協力工場に生産を委託し、仕入販売をしている。グローバルブランドの同社では、日本製品と変わらぬ品質とコスト競争力を兼ね備えた製品を提供できるように品質管理に万全を期している。

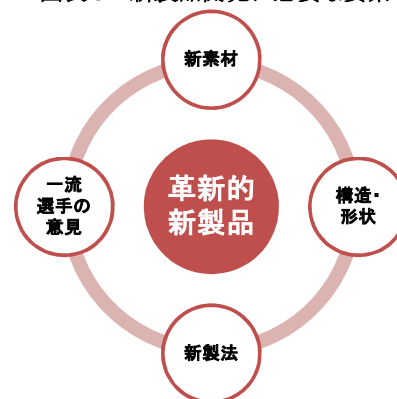
販売は、スポーツ用品卸を介してラケットやゴルフ用品の専門店、一般スポーツ用品店に商品を届けるチャンネルが主流であり、エスエスケイ、ゼット、ザナックス（いずれも野球用品等の製造を兼営）の名が有価証券報告書・単体附属明細表にみられる。またアルペン、ゼビオ等の大手スポーツ用品店チェーンとは、直接取引も行っている。

図表4 同社のビジネスフロー



(出所) 図表4、5共に有価証券報告書、会社案内、ヒアリングに基づき、当センター作成

図表5 新製品開発に必要な要素



2年程度のサイクルで新モデルを発売。シャトルコックやストリングは消耗品である。

トップ選手の用具利用や公式戦協賛で一般ユーザーの認知を得る。

広告宣伝費、研究開発費の比率が高い。日本の人件費の高さは多能工化で吸収。

### ◆ ビジネスサイクル

プロ・アマを問わずバドミントンやテニスの競技者にとって、ストリングは勿論、ラケットも消耗品と位置付けられ、年に数本は購入するようだ。選手は練習や試合の際にラケットを数本携行。新製品が発売されれば、試打して使用を検討する。シャトルコックも消耗品だ。同社は複数の製品系統につき時期をずらして毎年何れかについて新製品を発表、同一系統については2年程度販売を継続する。また機能的には変更がなくとも、カラーリングでイメージを刷新することも最近の傾向で、商品サイクルは短期化しており、在庫・物流管理システムの重要性は高まっているようだ。ゴルフ用品は凡そ2年サイクルで新製品を発表しているが、欧米では毎年新製品を投入する傾向にあり、国内でも製品のライフサイクルは短くなりつつある。一般プレーヤーにとってのゴルフクラブの買い替えサイクルは5年程度とみられる。

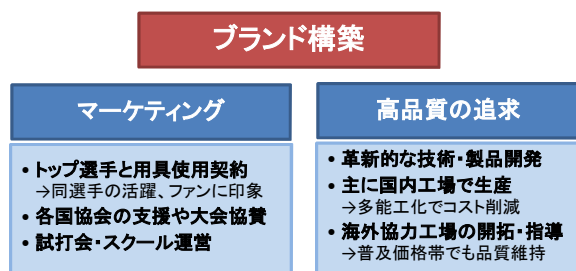
### ◆ 独創的な製品開発と日本品質に裏付けられたブランド戦略

同社のビジネスモデルの根幹は、独創的な技術開発と、主力工場を国内に残すことによる高品質への信頼に基づく、機能的に優れたブランドイメージの構築、と考えられる。そして、イ) 独りよがりではなく、実際に世界水準の選手が用具使用契約を結ぶに足る高機能製品を開発・製造すること、ロ) トップレベルの選手が活躍する大会運営への協賛によるブランド露出、ハ) トップ選手に憧れる一般ユーザーへの常設スクールや臨時クリニックの開催等の地道なブランド浸透活動、などのマーケティング活動が開発・製造技術と相まって、同社のブランドは高められている(図表6)。

### ◆ コスト構造

連結ベースでみた売上原価率は60%弱、そのうち約半分が原材料費とみられる(単体のPLや製造原価明細書から推定)。広告宣伝には売上高の約14%を、研究開発には同じく3%弱を注ぎ込んでいるが、これは前述の通り必要経費である(図表7)。国内工場の競争力を維持するために、同社は専ら正社員を雇用し、ノウハウの蓄積、多能工化による効率向上を図っている。

図表6 ブランド構築に至る道筋



(出所) 有価証券報告書、ヒアリングに基づき当センター作成

図表7 同社の費用構造の分析

製品販売				商品販売			
製品原価 原価率約55%		販売費一般管理費 販売費67%:管理費33%		利益		商品原価 売上原価率約65%	
原材料	労務	経費	広告宣伝費	人件費	R & D	その他	利益
製造原価の約5割			約14%	約10%	3%	弱	過去5年平均4%弱

(出所) 有価証券報告書に基づき当センター作成

> 業界環境と競合

国内スポーツ用品市場は縮小傾向にあるが、バドミントンやシューズは伸長している。

バドミントンは東・東南アジアや欧州で人気のスポーツ。アジア市場の成長に期待。

バドミントンはトップシェア。テニスラケットは 3 強の一角。ゴルフでは中堅メーカー。

◆ 国内スポーツ用品市場

スポーツ用品市場についての公式統計はない。矢野経済研究所が発表した「スポーツ用品市場に関する調査結果」によれば、わが国の当該市場規模は、2011 年推定約 1 兆 23 百億円(前年比 1.3%減)、12 年予想は約 1 兆 26 百億円(同 2%増)で、直近ピークの 08 年約 1 兆 30 百億円を下回っている(図表 8)。

当該資料において、同社の主力製品であるバドミントン用品市場は他のジャンルに比べ小規模であるものの、スター選手の登場や若手選手の五輪での活躍等に後押しされ、低率ながら着実に伸長している(04~12 年の年平均成長率は 1.7%増)。

同社が手掛けるその他のジャンルではスポーツシューズが右肩上がりの成長を遂げている(同 3.2%増)。一方テニス(同 3.0%減)、ゴルフ(同 1.4%減)等は低迷が続いている。

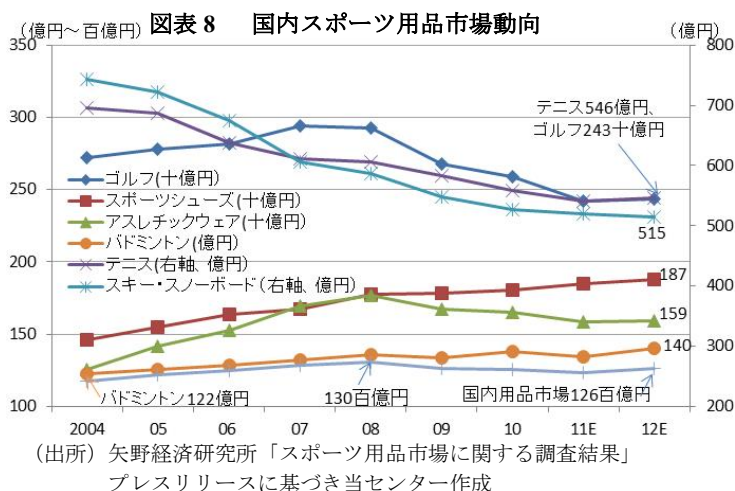
◆ バドミントンのグローバルマーケット

バドミントンにおける各国代表チームの世界ランキングを図表 9 に掲げた。バドミントンは欧州北部や東/東南アジアで人気があり、インドネシアやマレーシアでは国技になっている。

海外用品市場の統計は見当たらないが、少子高齢化、学童人口減による市場縮小が懸念される国内市場に対して、アジア等の新興国においては、所得増加と共にスポーツ人口が増加すると期待される。

◆ 市場シェア

同社はバドミントンでは世界一のブランド。同社のシャトルコックは世界の主要大会の多くで使用されている。テニスラケットでは、アメアスポーツジャパン(フィンランドのスポーツ用品メーカーの日本法人、テニスでは Wilson)、ダンロップスポーツ(仏 Babolat 社の代理店で自社ブランド製品も併売)と 3 強を形成(日経産業新聞「日経シェア調査」)。ゴルフ用品では、ダンロップスポーツ、ブリヂストンスポーツ、テーラーメイドゴルフ、キャロウェイゴルフ、ミズノに次ぐ中堅メーカーである。



図表 9 バドミントン各国代表チームの世界ランキング (2013 年 1 月推定)

ランク	国・地域名	ランク	国・地域名
1	中国	11	ロシア
2	デンマーク	12	シンガポール
2	韓国	13	香港
4	日本	14	イングランド
5	インドネシア	15	オランダ
6	マレーシア	16	米国
7	タイ	17	フランス
8	台湾	18	ポーランド
9	ドイツ	19	カナダ
10	インド	20	ウクライナ

(出所) Badminton World Federation のウェブサイトより当センター作成

## > 沿革と経営理念

木製品加工で創業、加工技術をラケット製造に活かし、スポーツ用品メーカーに転進。

カーボン製品が最近の主流。スノーボードも派生製品の一つ。

60年代に海外展開を開始。台湾ではラケットの生産も行っている。

「独創の技術と最高の品質」の同社製品は日本で生まれ、世界に提供される。

協力工場による海外生産、現地事情に即したマーケティングも意識している。

### ◆ 1946年に木製品製造業を創始、58年ラケット製造会社設立

1946年、創業者で名誉会長の米山 稔氏が、木製品の製造・販売業を開始し、57年に木製のバドミントンラケットの製造に進出。翌年に株式会社米山製作所が設立された。67年にヨネヤマラケット、74年にヨネックススポーツに商号変更(82年より現商号)、スポーツ用品メーカーであることを宣言した。

同社は、69年にアルミニウム製テニスラケットの製造を開始。82年に新素材採用のゴルフクラブを発売し、ゴルフ事業に参入。89年にはゴルフ場開発に着手、96年にヨネックス寺泊カントリークラブ(現ヨネックスカントリークラブ)が営業を開始した。95年にスノーボード事業に参入、ボード本体に他の用品と同じくカーボン製素材を採用した。2000年には、ウォーキングシューズの開発・販売に参入した。

海外展開の開始は、63年の貿易商社設立(現海外営業部)に始まり、81年ドイツ(当時は西ドイツ)、83年米国、87年英国・台湾、88年香港、2006年中国と、相次ぎ現地法人を設立。現地事情に対応したマーケティング活動を進めると共に、台湾では普及価格帯のラケット生産にも着手している。

なお、株式上場は1994年2月(東京証券取引所市場第二部)である。

### ◆ 「独創の技術と最高の製品で世界に貢献する」ことを追求

同社は、「スポーツごころを世界に」をスローガンに、スポーツの喜びを世界の人々と共感することを目指している。そして、「独創の技術と最高の製品で世界に貢献する」という同社の経営理念を踏まえ、不断の研究と努力を惜しまず、グローバル化が進む中で、未来に先駆けた製品開発と、世界ナンバー1に向けた「弛まない挑戦」の継続を、同社はウェブサイトの会社情報・企業理念のページで誓っている。

この経営理念を実現し、環境に配慮したものづくり、トッププレイヤーへのサポートやプロモーション活動を通じて得られた利用者の声への対応等、スポーツ愛好者の期待にスピーディに応えられるよう、同社は以下の3つの方針を挙げている。

イ) **適地・適産・適売**: 現地に密着したグローバルマーケティングを推進し、生産基地の開拓と品質管理を徹底し、顧客(エンドユーザー)の求める適正な価格で、高性能品を提供する。

ロ) **スピード経営**: 顧客へのスピーディなサービスの向上、緻密な収益管理、四半期決算開示における標準化と迅速化、国際財務会計基準の適用に向けたIT環境の整備による改革、を推進する。

ハ) **企業コンプライアンス体制の確立と運用**: 企業行動規範に基づき、全社的的内部統制を強化し、透明性の高い経営環境を整備する。



## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

売上高はリーマンショックと大震災が響いた決算期を除き、概ね右肩上がり。

営業利益は06/3期に大幅減益に。要因は為替円安・輸入原材料価格の高騰。

資本回転率は改善しているが、経営努力を上回るコスト上昇が響いた。

### ◆ 安定成長路線から暗転の引き金は為替円安

同社の2002/3期以降の業績及び収益性の推移を図表10に示す。

同社の売上高は、伸び率こそ低いものの、着実に成長してきた。一方経常利益・売上高経常利益率は、05/3期をピークに06/3期、07/3期と2期連続で大幅減益となり、その後もピークには遠い水準に低迷している。

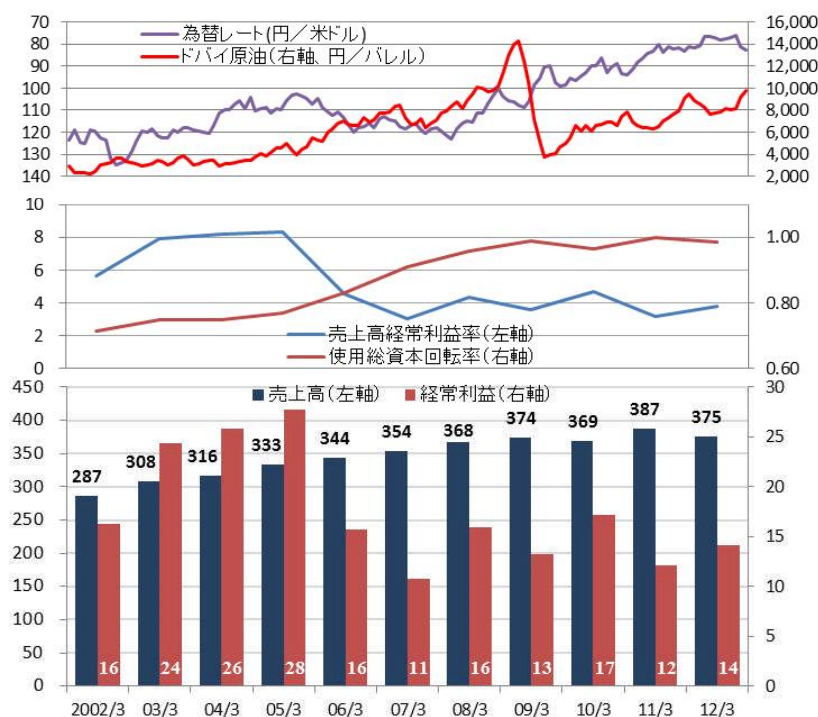
決算短信によれば、06/3期、07/3期の主な減益要因は、為替円安や原油、シャトルコックに欠かせぬ水鳥の羽等の価格高騰による原材料調達コストの上昇である。

この間、為替レートは2004年12月の102.45円/米ドルをボトムに円安に転じ、海外売上比率は05/3期の21.2%から翌期に23.6%に、その翌期には28.1%にまで跳ね上がっている。しかし、ラケットやゴルフクラブのシャフトの主要構造材料となった炭素繊維複合材料の原料である原油価格(ドバイ)も大幅に上昇している。同社にとって、為替変動は円安がデメリットになるようだ(図表9、商品輸入額や収益の為替感応度は非開示)。

図示した期間に使用総資本回転率は0.7回から1.0回に好転しているが、原料高により売上原価率が55%前後から59%前後に上昇し、収益性の悪化を余儀なくされたと考えられる。

図表10 過去の業績推移

(単位: 億円、%、回)



(出所) 同社決算短信、IMF ウェブサイトより当センター作成

自己資本比率は高水準を維持。キャッシュフローは06/3期以降あまり稼げていない。

◆ 自己資本比率、キャッシュフローの推移

総資産・純資産や自己資本比率、キャッシュフロー (CF) と現金・同等物残高の推移を図表 11、12 に示す。資産は 2006/3 期の減損損失 (約 59 億円) 計上により減少し、自己資本比率も低下したものの、健全な財務内容が維持されている。

フリーCF は、07/3 期 (定期預金積み増し約 20 億円) はじめマイナスの決算期が散見されるものの、資金繰りに苦労してはいないようだ。

> 同業他社との比較

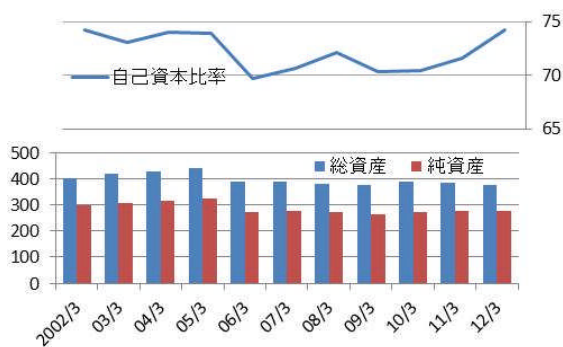
安全性は同業他社に比べ良好、収益性は広告宣伝や開発投資が重く、やや劣る。

◆ 良好な安全性指標と低い収益性指標

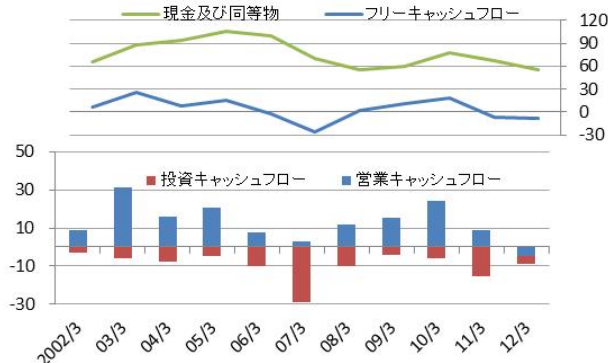
同業他社との財務諸指標の比較を図表 13 に示す。安全性指標で同社の自己資本比率の高さが際立つ一方、収益性指標では ROE がその裏返しで他社に比べ低いことが示されている。

なお、同社の売上高経常利益率の低さは、イ) 研究開発費の対売上高比率 (前期実績) が同社 2.8% に対し他社は何れも 2% 未満、ロ) 広告宣伝費は同様に同社 13.5% に対し、ダンロップスポーツが 13.2%、その他は 10% 未満に止まる、等によるものと考えられる。

図表 11 資産と自己資本比率 (単位: 億円, %)



図表 12 キャッシュフローの推移 (単位: 億円)



(出所) 図表 11、12 共に同社決算短信に基づき当センター作成

図表 13 同業他社との財務指標比較

項目	銘柄	決算期	ヨネックス	ダンロップスポーツ	グローブライド	アシックス	ミズノ	ゴールドウイン	デザート
			12/3	12/12	12/3	12/3	12/3	12/3	12/3
規模	売上高	億円	375	617	578	2,478	1,550	486	830
	経常利益	億円	14	42	19	197	57	33	49
	総資産(前期)	億円	375	537	478	2,123	1,305	434	690
収益性	自己資本利益率	%	2.8	6.3	13.2	10.7	3.3	12.8	6.0
	総資産経常利益率	%	3.8	7.1	2.5	9.9	3.4	6.7	6.4
	売上高営業利益率	%	3.7	6.3	4.0	8.3	2.8	1.5	5.0
成長性	売上高 (3年平成長率)	%	0.1	-2.0	-4.7	0.8	-1.5	3.4	2.5
	経常利益 (同上)	%	1.5	3.4	6.7	-1.6	39.4	21.1	2.2
	総資産 (同上)	%	-0.2	-2.2	-5.1	6.7	-0.6	4.1	4.2
安全性	自己資本比率	%	74.2	65.9	11.9	50.8	59.3	40.2	63.7
	流動比率	%	420.2	215.9	115.5	265.2	226.3	146.7	245.5
	固定長期適合率	%	49.4	58.9	84.5	42.9	52.5	63.5	36.3

(注) 数値は基本的に直近決算期実績。平均成長率は前期実績と4期前の対比で複利計算。収益性は直近3期実績の平均値で、自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 各社有価証券報告書に基づき当センター作成

> 今後の業績見通し

13/3期会社予想は2%増収・営業利益 19%減、要因は五輪関連経費等である。

第3四半期累計期間の進捗率は売上高 75%、営業利益 29%。

円安急進は調達費増を招くが、海外業績嵩増しや営業外収支の恩恵が先行か。

14/3期は円安によるコスト増を販管費負担減や景気回復による増収効果が上回ろう。

◆ 2桁の営業減益を見込む 2013/3 期会社予想

同社の 2013/3 期業績予想(第2四半期決算時に公表した数値が据え置かれている)は、売上高 383 億円(前期比 2.1%増)、営業利益 10 億円(同 19.2%減)、経常利益 11 億円(同 22.0%減)、純利益 6 億円(同 2.8%増)。

売上高は2期連続増収見込みながら、営業利益は五輪開催年に特有の広告宣伝費の増加(出場する選手団の支援・用具提供等)、基幹 IT システム刷新に伴う減価償却負担増等により、第3四半期までの累計期間で 55.4%減となっており、通期でも2桁減益になると同社は予想している。

◆ 当センターの業績推定

証券リサーチセンターでは、13/3 期業績を売上高 384 億円、営業利益 10 億円、経常利益 12.5 億円、純利益 6.5 億円と推定する。

第3四半期決算時点における通期予想の進捗状況は、売上高 75%、営業利益 29%、経常利益 66%、純利益 58%である。しかし第2、第4四半期に売上高が偏る季節性があること、五輪開催年特有の出費は計上済であること、為替円安による輸出売上高の見掛け上の増加があること、等から予想達成は可能と考えた。

会社予想は概ね妥当だが、為替円安の急進により差益が発生し、第3四半期累計期間の営業外収支が既に約 3 億円の黒字となっていることを踏まえ、経常利益以下は会社予想を上回ったものと推定した。

◆ 2014/3 期業績予想

2014/3 期の業績は、売上高 389 億円(前期比 1.3%増)、営業利益 12 億円(同 20.0%増)、経常利益 14 億円(同 12.0%増)、純利益 7.5 億円(同 15.4%増)と予想する(次頁図表 14)。予想作成のうえで留意したのは、以下の点である。

- イ) 前回の五輪開催翌年度は減収であったが、これにはリーマンショック後の景気後退の影響もあったと推察される。今回は景気回復期待があつて五輪による盛り上がりの反動は少ないと予想。
- ロ) 為替円安の影響は、原材料・商品仕入れ価格の上昇を招き、海外売上高約 3 割の同社にとってマイナスの影響があるとみられる。一方で、a) 国内生産し輸出される製品の競争力改善、b) 海外法人の売上高嵩増し、c) 消耗品で同社の主な収益源の一つと推測されるバドミントンのシャトルコックにおける価格改定(13年4月より約 5%値上げ)、等により吸収が可能で、売上原価率は悪化しないと想定した。
- ハ) 石川遼選手との契約満了(新たにキャロウェイゴルフと契約)は、バドミントン、テニスに比べ相対的にブランド力が弱いとみられるゴルフ用品のマーケティングにマイナスに働く可能性がある。ただ、短期的にはコスト面で広告宣伝費の軽減に繋がる(一部の報道で同社との契約料は5年間 10 億円だったが、

- キャロウェイ社とは複数年契約で年5億円以上と伝えられる)。  
 ニ) 前項に加え、五輪開催年でないため、スポーツ選手・協会への支援費用の負担軽減が見込まれ、販売費及び一般管理費の対売上高比率は低下すると考えた。  
 ホ) 営業外収支については、為替差損の解消ないし差益発生が見込まれ、13/3期と同様に利益押し上げ要因になると想定した。

◆ 中期成長力の予想

2015/3期の業績は、売上高395億円、営業利益15億円と予想。証券リサーチセンターでは、同社の中期的な成長力(12/3期から15/3期までの3年平均成長率)について、売上高1.7%、営業利益6.6%と予想した。予想に際しては、以下の想定をした。

海外市場の深耕と健康産業向け事業の進展で増収が続くと予想する。

為替及び輸入商品・原材料コスト増は気掛かりだが、増収効果で吸収可能と想定。

- イ) スポーツ用品市場は、景気変動に遅行して緩やかに変動すると予想。2013~14年のGDP成長率についてはIMFのアウトLOOKを参考に、日本が+1%前後、アジア新興国は+5%超を継続、北米は+1%超→2%超、欧州-0.2%→+約1%と想定。  
 ロ) 主力製品の国内需要は高い伸びを見込み難いが、ウォーキングシューズやウェア等の新ジャンルで市場開拓が可能と予想。  
 ハ) 海外売上高は、アジアやその他の新興国の市場拡大に期待。欧米市場は低率ながら増収を予想した。  
 ニ) 原材料には、a) シェール革命により原油市況の高騰はなく、炭素繊維や樹脂は安定的に入手可能、b) 円相場は足元のレートから大きく変動しない、c) 従って売上原価率は安定、製法改善や合理化で改善する可能性がある、と想定。シャトルcock材料価格に懸念はあるが、一部は価格転嫁で消し込めると考えた。  
 ホ) 設備面では、物流センターの能力増強が検討されている模様だが、この期間に大幅な減価償却負担増はないと想定した。

図表 14 中期収益見通し

(単位: 百万円)

決算期	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3	2013/3 E	2014/3 E	2015/3 E
売上高	36,761	37,381	36,870	36,687	37,512	38,400	38,900	39,500
(前期比増減率)	3.9%	1.7%	-1.4%	-0.5%	2.2%	2.4%	1.3%	1.5%
売上内訳								
スポーツ用品事業	36,295	36,897	36,392	36,219	37,060	37,950	38,400	39,000
うち日本	32,237	33,076	34,897	34,800	35,739	34,200	34,300	34,500
スポーツ施設事業	466	483	477	468	452	450	500	500
売上総利益	15,083	15,601	15,183	15,277	15,292	15,500	15,700	16,100
(前期比増減率)	5.7%	3.4%	-2.7%	0.6%	0.1%	1.4%	1.3%	2.5%
(対売上高比)	41.0%	41.7%	41.2%	41.6%	40.8%	40.4%	40.4%	40.8%
販売費・一般管理費	13,491	14,164	13,538	14,033	14,055	14,500	14,500	14,600
(前期比増減率)	0.5%	5.0%	-4.4%	3.7%	0.2%	3.2%	0.0%	0.7%
(対売上高比)	36.7%	37.9%	36.7%	38.3%	37.5%	37.8%	37.3%	37.0%
営業利益	1,591	1,437	1,644	1,244	1,237	1,000	1,200	1,500
(前期比増減率)	88.0%	-9.7%	14.4%	-24.3%	-0.5%	-19.2%	20.0%	25.0%
(対売上高比)	4.3%	3.8%	4.5%	3.4%	3.3%	2.6%	3.1%	3.8%
経常利益	1,599	1,325	1,718	1,215	1,409	1,250	1,400	1,700
(前期比増減率)	48.9%	-17.2%	29.6%	-29.3%	16.0%	-11.3%	12.0%	21.4%
当期純利益	1,479	559	977	718	583	650	750	900
(前期比増減率)	173.1%	-62.2%	74.7%	-26.5%	-18.8%	11.5%	15.4%	20.0%

(出所) 同社決算短信、予想 (E) は当センター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

ぶれない技術志向の経営哲学が、ブランド確立、成長の原動力と考えられる。

研究開発費の対売上高構成比は 2.8%(2012/3 期)、技術力重視の風土がある。

#### ◆ 伝統の「独創の技術と最高の製品」で築いたブランド

同社の競争力を知的資本の観点で分析した(図表 15)。新潟県で生まれた木工所が世界的なスポーツ用品メーカーに成長できたのは、創業者が唱えた「独創の技術と最高の製品」を世界の人々に提供し、スポーツをする喜びを共感したいという価値観が、全社員に共有されているからだと考えられる。

同社が停滞する国内スポーツ用品市場のなかで低率ながら成長を続け、海外売上比率も着実に高めているのは、高性能・高品質なスポーツ用品を開発・製造しているからであろう。高性能な製品がなければ広告塔となるトップレベルの選手との用具使用契約は困難である。憧れの的となるトップ選手が使わないようでは、一般競技者やクラブ活動の指導者の関心を得ることができず、クラブ活動に勤しむ一般ユーザーの支持も得られまい。

同社の研究開発費は売上高の 3% (図表 13 の同業 6 社平均 1.0%)、開発要員は全社員の 5%強。同社の技術力重視の姿勢が窺われる。

同社はテレビ CM 等のマス広告よりも、トップ選手の支援や公式戦の協賛、あるいは若年層向けの技術指導教室開催などを重視した広告宣伝活動を行っている模様だ。その負担は売上高の 13%以上に相当し、決して軽くはないが、研究開発投資と同様に、「高性能・高品質」というブランドを世界で確立するために不可欠なものと考えられる。

図表 15 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客基盤・ブランド	● バドミントンが世界一、テニス用品も五指に入る国際ブランド ● 革新的な新製品開発・高品質で世界のトッププロが選択	業界シェア	N.A.
	事業パートナー	● 国内外の素材メーカー等と協業して新製品開発も ● 海外 60 カ国に代理店。新興国では有力業者と契約	—	—
組織資本	業務プロセス	● 高品質維持のため円高進行時にも国内生産体制を堅持 ● 正社員の多能工化により国内工場の競争力を維持 ● 顧客と接する販促活動と広告宣伝の両輪でマーケティング	対売上高 営業利益率 広告宣伝費率	・3.3% (5.0) ・13.5% (14.0)
	知的財産・ノウハウ	● 新素材の採用、用具新構造の開発等技術力は高い ● 本社開発部門と工場の技術開発部門が一体で開発推進	売上高 R&D 費比率 開発要員数	・2.8% (2.3) ・全社員の 約 5%、76 名
人的資本	経営陣	● 「独創の技術と最高の製品」の理念を社員に根付かせる ● 大会協賛や若年向け指導会等スポーツを通じ社会貢献 ● グローバル戦略室の設置、人材育成を推進	・過去 10 年間の 平均成長率 (売上高)	・ 2.7% 国内 1.3% 海外 7.4%
	従業員	● 入社時以降も、ファウンダーの講演、管理職への社外研修 奨励、語学研修等、充実した研修を実施。 ● ノウハウの蓄積・多能工化を狙い、工場職員も正社員主体	従業員 1 人当たり 売上高 同 経常利益	・27.0 (28.3) ・1.02 (1.00) (百万円)

(注) KPI の数値は断りなければ前期実績、カッコ内は 4 年前の数値

(出所) ヒアリング及び有価証券報告書等に基づき当センター作成

> ESG活動の分析

環境に配慮した事業運営、社員の意識向上に努めている。

東日本大震災からの復興に、スポーツを通じて貢献する活動を展開。

国内外でジュニア世代の競技者育成活動を実施。スポーツの喜びを届けている。

◆ 環境対応 (Environment)

同社の主力生産拠点である長岡市の新潟生産本部では、2001年に国際標準化機構の環境マネジメントシステムに関する国際規格「ISO14001」の認証を取得。06年には、品質マネジメントシステム「ISO9001」の認証を取得した。

これを機会に同社は、製造部門における廃棄物の総力削減、リサイクル等の省資源化、大気汚染や水質汚濁の原因となる有害物質の低減・ゼロレベル化、騒音や悪臭の削減を推進。また、製品開発部門においては、環境への影響に配慮した梱包材・使用材料、製造方法の検討に努めている。さらにあらゆる部門において、水光熱使用量の削減、ペーパーレス化など、地球環境に配慮した企業活動を推進、社員の意識向上に努めている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、東日本大震災の復興支援に参加することを目的に、震災直後より、「スポーツで笑顔プロジェクト」を実施し、2年後の現在まで継続している。

当該プロジェクトは、同社スタッフ、契約プロプレーヤー等が被災地を訪問し、被災者と一緒にプレーする活動で、スポーツをすることで被災者が笑顔を取り戻し、心の復興を果たすことを支援する取り組みである。発案者は元同社社員でバドミントンプレーヤーだったタレントの陣内 貴美子氏のような。

また、同社は国内では、08年より「ヨネックスジュニアゴルフアカデミー(ゴルフ)」、11年より「YONEX VAMOS・J(テニス)」、「YONEX JUNIOR GROW UP PROJECT(スノーボード)」、海外でも契約選手を活用したテニスのジュニアクリニック等、各種競技の発展と振興を目的にしたジュニア世代向け育成活動を行っている。こうした活動は将来の顧客獲得に向けた活動と言う側面とともに、子供たちの心身の成長を支援する取り組みでもある。

この他同社は、本社のある文京区湯島の「湯島天神祭」、新潟県長岡市の「長岡まつり大花火大会」等に協賛し、地域振興に協力している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社では、株主をはじめとするステークホルダーに対して経営の透明性を高め、また経営環境の変化に迅速に対応して長期に亘る安定した企業価値の向上を図るため、コーポレート・ガバナンスが重要な課題と認識している。

具体的には、コンプライアンス委員会、リスク管理委員会、情報セキュリティ委員会、情報開示委員会等を設置し、法令遵守、リスクを未然に防ぎ、万一の際にも迅速に対応する体制の整備、迅速で透明性の

**コーポレート・ガバナンスの重要性は認識するも、社外取締役はおいていない。**

**創業者一族が大株主に居並ぶが、従業員や取引先の持株会の存在は無視できまい。**

高い企業情報の開示等に努めている。

同社の役員は、10名の取締役と3名の監査役で構成される。社外取締役は専任されていない。

監査役はいずれも社外監査役であり、会計、税務の専門家で、うち1名は独立役員に該当する。月1回の取締役会に社外監査役が毎回出席すること等により、取締役の職務執行の有効性のチェックや経営の透明性・公平性は確保されていると同社は考えている。

図表16に同社株式の保有状況を示す。大株主上位10名は、創業者に連なる一族6名と、創業者が代表者を務めるスポーツ振興財団2法人、従業員持株会、同社取引先持株会が名を連ねる。

株主構成からは、同社の経営に影響力を及ぼす第三者の存在は見掛けられない。

株主還元は創業者一族に最も大きな恩恵をもたらすことになってしまいが、創業者一族を除く個人株主や従業員持株会、取引先持株会等も、少なからず同社株式を保有している。このため、恣意的な経営は回避され、従業員や取引先、同社ユーザー等のステークホルダーにも配慮した経営が行われること、株主還元を疎かにしないこと、等が推測される。

図表 16 2012/3 期末の大株主及び株主属性別株式保有状況 (単位: %)

氏名又は名称	所有比率	株主属性	所有比率
米山 勉(同社社長)	8.9	個人株主	79.9
ヨネックススポーツ振興財団	6.4	金融機関	2.4
ヨネックス従業員持株会	5.4	金融商品取引業者	0.3
米山 宏作(同社元会長)	4.7	その他の法人	14.5
米山 修一(同社役員)	4.6	外国法人等	2.9
米山 理恵子(創業一族)	4.4	株主数 (人)	3,379
ヨネックス取引先持株会	4.4		
米山 稔(同社創業者)	4.4		
新潟県インドアスポーツ振興米山財団	4.3		
米山 美恵子(創業一族)	3.2		
上位10名の所有比率	50.7		

(出所) 2012/3 期有価証券報告書

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と施策

グローバルマーケティングの  
実行・強化、製品開発力の向  
上が課題と認識。

国内生産拠点の競争力強  
化、海外協力工場からの仕  
入商品の品質管理に注力。

#### ◆ 国内外の生産体制の強化

同社が有価証券報告書等で表明する経営課題は、現地に密着したグローバルマーケティングの実行と、用品ユーザーのこころを動かすクリエイティブな発想に基づく製品開発力の向上により、世界の市場で競争に勝ち抜くことである。そのための施策として同社は、以下の項目を挙げている。

- 1) **国内自社工場の改革**: 技術・ノウハウを蓄積した国内自社工場の強みと利点を最大限に活用し、高付加価値・高品質商品の生産、リードタイム短縮、生産性を向上する設備投資、生産平準化、等により、価格低下が進む市場環境に柔軟に対応する。  
具体的には、イ) 正社員主体の従業員の多能工化による、技術蓄積とジャンル毎の生産の繁閑に応じた人員配置、ロ) 生産技術の改良、ハ) 基幹情報システムやロジスティクスの改良、等を進めている。
- 2) **海外生産体制の強化**: アジアを中心とする協力工場を開拓するとともに、台湾の生産子会社や海外協力工場に対して生産技術の指導・品質管理の徹底を推進。そしてグローバル市場において競争力を発揮する商品の生産拡大に取り組んでいる。
- 3) **ガバナンスの強化**: スピード経営が求められる環境にあつて、エンドユーザーの要望へのスピーディなサービスの向上、緻密な収益管理、IR 対応の標準化・迅速化、国際財務報告基準の適用に向けた IT 環境の整備を進めている。また、透明性の高い経営環境の整備に努めている。

### > 中・長期戦略

成熟した日本市場に代わる  
海外新興国市場開拓、素材・  
加工技術の応用を検討。

#### ◆ フロンティアの開拓

同社が抱える中・長期的な課題とそれに対応する成長戦略は、以下の3点である。

- イ) **生涯スポーツへの展開**  
日本の少子高齢化によるスポーツ用品市場の成熟化・漸減懸念や健康志向の高まりに対応し、ウォーキングシューズのような中高年向け生涯スポーツ用品の開発・販売を強化する。
- ロ) **日本市場の縮小を補う、海外市場開拓**  
現在約 3 割の海外売上比率を 5 割程度まで伸ばす意向である。消費国として期待される中国やインドアスポーツが盛んな東南アジア新興国市場の深耕、バドミントンの浸透が進んでいない南米等の開拓を進めていく。
- ハ) **蓄積した炭素繊維複合材料等の新素材・加工技術の応用展開**  
バドミントンやテニスのラケットに使用しているカーボン技術を生かした新事業にチャレンジすることが中・長期的な検討課題と同社は考えている。



## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

高機能・高品質のパドミントン/テニス用品メーカーというブランドが財産である。

企業規模が相対的に小さく、普及価格帯商品開発/マルチブランド展開ができない。

新興国の所得水準が上昇すれば、高級ブランドのヨネックスユーザーが増加しよう。

#### ◆ 財産は高性能・高品質のブランドイメージ

同社の特徴を SWOT の観点で検討すれば、図表 17 のようにまとめられよう。

同社の強みは、パドミントンやテニスのラケット等における、長年の実績に基づく高性能・高品質ブランドイメージであろう。製造工程等はブラックボックス化されており、何故国内工場において高性能用具を競争可能な価格で製造し続けることができるのか、詳細は不明だが、自動化可能な工程はそれを推進し、また正社員の従業員にノウハウを蓄積させて多能工化し、フレキシブルな生産システムを確立している模様である。

研究開発部門に十分なリソースを割いていること、国内外の若手有望選手を発掘して支援を惜しまず、彼らからの確かなアドバイスを得ていることも、同社ブランドの強化に貢献していると考えられる。

一方、弱みとしては、競合会社に比べスケールが小さく、イ) 単一ブランドで高級品のイメージに縛られ、普及価格帯の製品群で広告宣伝費や開発費の回収に十分なシェア獲得に至っていないこと、ロ) 海外マーケティングに必要な人材採用・育成で遅れていること、等が考えられる。

#### ◆ 注目される海外市場の成長余力

機会としては、パドミントンが国技とされるインドネシアやマレーシアをはじめパドミントンの愛好者や競技人口が多いアジア新興国において、所得水準の上昇とともに、より高性能なラケット、シャトルコック等の利用が広がり、中・高級品で強いブランド力を持つ同社製品の需要が拡大する可能性を指摘したい。

一方、脅威としては、母国日本市場の縮小、アジアにおける地政学的リスクや地場新興企業のキャッチアップ(模倣品のシェア獲得)等が挙げられる。

図表 17 SWOT 分析

項目	ヨネックスの特質・事情
強み Strength	◇パドミントン、テニス用品において高機能製品のブランドイメージ確立 ◇独創的な技術に裏付けられた新製品開発力
弱み Weakness	◆ゴルフ用品では業界中堅で、非価格競争力は高くない ◆単一ブランドのため、低価格で新興国を攻略する柔軟性に欠ける
機会 Opportunity	◇人口増や所得水準の向上が見込まれる新興国市場に市場拡大余地大 ◇新素材等の開発力を生かした健康産業等の新事業開拓
脅威 Threat	◆日本社会の少子・高齢化による国内市場の成熟・漸減懸念 ◆アジア新興国の地政学的リスクや為替変動

(出所)ヒアリングに基づき当センター作成

> 経営戦略の評価

技術流出リスクあるが、海外  
自社工場建設によるコスト競  
争力強化は検討に値しよう。

第2ブランドの獲得、海外販  
売網拡充等に向け、M&A の  
活用も一つの手段と考える。

保有技術から高齢化社会に  
役立つ商品を開発する経営  
資源の余裕があるか。

◆ 海外展開加速に向けた施策の検討

セグメント別収益動向や地域別販売実績を見る限り、同社の収益は国内工場で生産する高付加価値製品と、輸入商品の国内販売に依存するところ大であり、バドミントン以外では真のグローバルブランドに至っていないと推察される。

同社は製造技術の流出を恐れて主力製品の国内生産に拘りを見せているが、同社が経営方針で掲げる「適地・適産・適売」を推進するためには、協力工場の開拓に止まらず、自社生産拠点の新設、あるいは資本提携を含むサプライチェーンの強化による、コスト競争力やマーケティング活動の強化が必要と考える(図表18)。

◆ M&Aによるマルチブランド展開の検討

中国や東南アジア等、人口が多く、スポーツ用品需要の高成長が見込まれる市場を攻略するためには、新興市場向けの第2ブランドの構築、当該市場に現存するメーカー・商社の買収による生産・販売拠点の確保等も、一つの選択肢となろう。

しかし、同社のこれまでの経営スタイルや人材の厚みを考慮すれば、異なる文化を持つ企業や人材を性急に獲得し、統治することは容易ではなかろう。グローバル人材の育成・強化が急がれる。

◆ 事業多角化の方向性

同社はかつて木製品であったラケットから、スイングに関する技術や知見が転用できる(チタン合金やカーボン等の素材も共通の)ゴルフクラブ製造に事業展開してきた。

近年はシューズ、ウェアの企画・販売に事業領域を拡大しているが、新素材の異分野への応用も、経営安定化のために有用であろう。

同社は2010年に、バドミントン・シューズの衝撃吸収を目的に開発した素材を搭載した高齢者の排泄時転倒による大腿骨骨折予防用品「ライフリー 転ばぬ先の安心ガードル」をユニ・チャームと共同で開発した経験がある。

国内スポーツ用品市場の縮小を埋めるべく、このような高齢者の健康増進や医療・介護ビジネスに保有技術の転用・共同開発を検討することは、同社の中期成長力を高め、株式市場でも前向きに評価されよう。

図表 18 同社のこれまでの戦略とデメリット

従来の戦略	メリット	デメリット	新たな戦略の選択肢
国内主体の生産・開発体制	技術・ノウハウの蓄積	海外市場における価格競争力の低下	海外従業員の育成、多様な頭脳の活用による開発加速
健全な財務内容	景気後退時にも安定的な開発・マーケティングが可能	他社ブランド買収等の機動的な戦略放棄	レバレッジの活用によるROE引き上げ、M&Aによる成長加速
単一ブランド展開	高性能・高品質なイメージをアピール	新興国の裾野需要の取りこぼし懸念	第2ブランドの構築 ～海外に開発拠点、新工場建設
スポーツ用品事業への集中	経営効率の向上、リソースの有効活用	国内人口減→市場縮小、開発投資回収難航の懸念	健康産業、医療・介護市場への素材技術等の応用展開

(出所)ヒアリングに基づき当センター作成

> 利益還元策

安定的な配当を実施。配当性向も低くない。

◆ 安定配当を基本に妥当な利益還元を実施

同社は、株主へ利益還元を重要な課題と認識し、収益力を向上させたうえで、安定的かつ適切な配当を継続的に実施することを基本方針にする、と有価証券報告書等に記載している。なお、内部留保金を工場や販売関連設備への投資や研究開発に活用することが、経営基盤の強化、ひいては株主への利益還元にも有用であるとしている。

同社の一株当たり配当金は、2004/3 期に 3 円増配されて以降、減損損失計上により赤字に転落した 06/3 期も含め、15 円で据え置かれている。この間の配当性向は赤字決算期を除くと、23.5%(08/3 期)～64.7%、12/3 期実績も 55.6%であり、決して低水準ではない。

> バリュエーション比較

PER は同業他社や東証二部銘柄平均と同水準。PBR、配当利回りでみれば割安。

◆ 同業他社、時系列の比較

図表 19 に、スポーツ用品製造/製造小売りの同業他社等と比較した株価バリュエーションを示した。同社の予想 PER は 19 倍で、東証二部上場全銘柄平均や同業 6 社平均 (18.3 倍) とほぼ同水準にある。PBR は 0.41 倍、配当利回りは 2.86%で、いずれも二部全銘柄や同業 6 社平均 (同順で 1.62 倍、1.90 倍) に比べ割安な水準にある。

同社の過去 10 期 (PER は赤字決算期を除く 9 期) と比べると PER は高値/安値の平均(18.0 倍)、PBR は安値時平均水準にある (図表 20)。

> 今後の株価見通し

13/3 期第 1 四半期決算発表後、相対株価の低迷が続く。

◆ 適正株価の試算結果は 620～750 円

対 TOPIX 相対株価は、第 1 四半期決算発表 (8 月 8 日、営業損失 1 百万円・純損失 55 百万円) 以後、低迷してきた。円高修正を囁す株式市場にあって、内需で収益を稼ぐ同社には厳しい評価がなされている (2 頁要約の右欄チャート参照)。

図表 19 同業他社との株価バリュエーション比較

銘柄	ヨネックス	ダンロップスポーツ	アシックス	グローブライド	ミズノ	ゴールドウイン	デサント	東証二部市場全上場銘柄平均値
証券コード	T-2 7906	T 7825	T 7936	T 7990	T 8022	T 8111	T 8114	
株価	円 524	1,045	1,654	119	421	529	652	348.4
時価総額	億円 122.6	303.1	3,307.4	142.8	559.5	312.7	501.5	38,506
今期予想PER	倍 19.0	21.6	22.4	11.4	23.8	16.3	14.0	18.3
前期実績PBR	倍 0.41	0.86	2.90	2.41	0.68	1.78	1.12	0.83
配当利回り	% 2.86	3.83	0.73	2.10	2.38	1.13	1.23	1.84

(注) 東証二部市場平均の時価総額、1 株当たり価格は普通株式ベース、配当利回りは今期予想・単純平均 (出所) 各社直近期決算短信、株価 (4 月 5 日終値) 及び市場平均バリュエーション (同週末) は日本経済新聞紙面

図表 20 時系列でみた同社の株価バリュエーションの推移 (単位: 円、倍)

決算期	2004/3	05/3	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	平均値	
株価	最高	850	1,330	1,300	1,170	949	845	780	685	585	593	909
	最低	425	714	1,000	845	620	478	590	466	476	451	607
BPS	前期	1,310	1,348	1,391	1,163	1,176	1,253	1,234	1,272	1,279	1,282	1,271
EPS	当期	54.9	55.4	-221.8	23.2	64.0	25.7	45.5	33.3	27.0	27.7	39.6
PBR	最高	0.65	0.99	0.93	1.01	0.81	0.67	0.63	0.54	0.46	0.46	0.72
	最低	0.32	0.53	0.72	0.73	0.53	0.38	0.48	0.37	0.37	0.35	0.48
PER	最高	15.5	24.0	—	50.5	14.8	32.9	17.2	20.6	21.7	21.4	21.8
	最低	7.7	12.9	—	36.4	9.7	18.6	13.0	14.0	17.7	16.3	14.2

(注) PBR は前期末 BPS から、PER は会社予想 EPS に相当する当期 EPS から算出。PER の平均値算出に際して 06/3 期は除外した

(出所) 有価証券報告書等より当センター作成

**現在の予想 PER に当センター予想 EPS を乗じると、中期適正株価は 620～750 円に。**

当センターでは、円安による輸入商品原価の上昇をコスト削減や海外販売の拡大で消込み、増益に転じると予想している。当センター予想に基づき、現在の PER 水準が継続すると想定し、15/3 期予想を見据えた適正株価は 620～750 円と算定した。

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

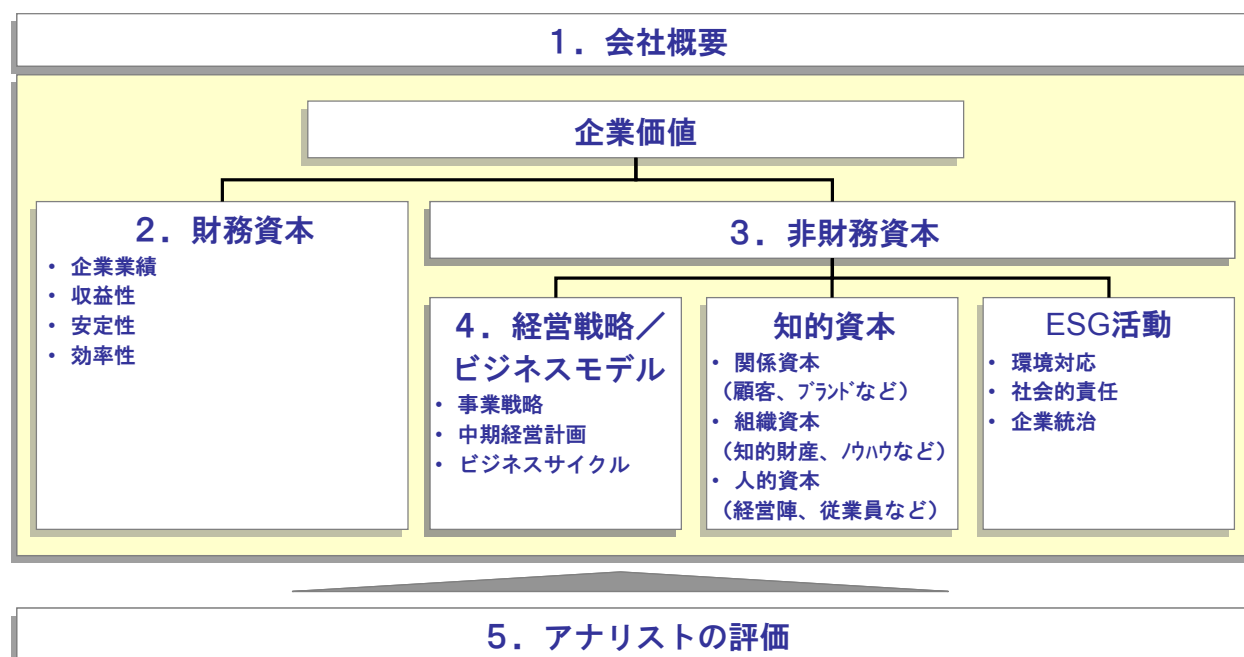
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。