

ホリスティック企業レポート

ヨネックス

7906 東証二部

アップデート・レポート
2014年1月10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20140107

ヨネックス (7906 東証二部)

発行日:2014/1/10

**バドミントンで世界のトップブランド持つスポーツ用品メーカー
円安により海外市場でのバドミントン用品の競争力が回復し大幅増益へ**

> 要旨

◆ 事業内容

- ・ヨネックス(以下、同社)は、バドミントン、テニス、ゴルフ等のスポーツ用品メーカーで、特にバドミントンでは世界のトップブランドとみられる。スポーツウェアやシューズの企画販売、ゴルフ場運営も行っている。
- ・同社は、高機能製品の開発と、トッププロとの用具使用契約によるブランディングや若年層向けの競技指導教室開催等のマーケティング活動に注力している。同社の広告宣伝費は売上高の14%に達する(13/3期)。

◆ 14年3月期上期実績

- ・14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、前年同期比10.4%増収、123.5%営業増益となった。売上高の伸びは、円安により国際競争力を回復したバドミントン用品のアジア圏等での伸長が貢献した。
- ・輸入原材料価格の上昇等により売上総利益は前年同期比7.2%増に止まったが、広告宣伝費の効率的な活用等で販売費及び一般管理費が同0.4%増と抑制され、売上高営業利益率は同2.3%ポイント改善した。

◆ 14年3月期通期予想

- ・14/3期について同社は前期比8.0%増収(期初4.9%増)、50.9%営業増益(同32.8%増)を見込み、期初予想を上方修正した。14/3期上期に比べ増益率が縮小するのは同下期にマーケティング活動を活発化させる想定のためである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では同社予想を若干上回る前期比8.6%増収、57.0%営業増益を予想する。消費増税前の仮需や、円安による海外売上高の円換算額のかさ上げ効果を強く見込んだ。

◆ 投資に際しての留意点

- ・国内売上比率が6割弱の同社にとって、わが国人口の減少及び少子高齢化の進行は、収益基盤の縮小につながるリスク要因である。
- ・少子化対策としてスポーツジャンルの拡張を進めているが、製造技術で差別化できず、新たな競争力の獲得に迫られていると考えられる。

【7906 ヨネックス 業種:その他製品】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2012/3	37,512	2.2	1,237	-0.5	1,409	16.0	583	-18.8	27.0	1,281.8	15.0
2013/3	38,599	2.9	828	-33.1	1,343	-4.7	696	19.4	32.1	1,313.8	15.0
2014/3 CE	41,700	8.0	1,250	50.9	1,700	26.6	950	36.4	43.8	—	15.0
2014/3 E	41,900	8.6	1,300	57.0	1,750	30.3	970	39.4	44.7	1,344.8	15.0
2015/3 E	43,000	2.6	1,300	0.0	1,700	-2.9	1,000	3.1	46.1	1,375.9	15.0
2016/3 E	44,700	4.0	1,600	23.1	2,000	17.6	1,200	20.0	55.3	1,416.2	15.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

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

【主要指標】

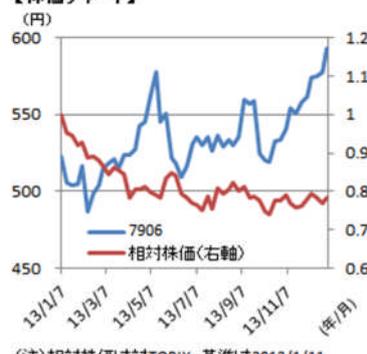
	2013/12/30
株価(円)	593
発行済株式数(千株)	23,405
時価総額(百万円)	13,879

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	18.5	13.3	12.9
PBR(倍)	0.5	0.4	0.4
配当利回り(%)	2.5	2.5	2.5

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	6.3	5.9	22.5
対TOPIX(%)	2.7	-2.9	-19.1

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/11

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

**バドミントン用品で世界の
トップブランド。ウォーキン
グシューズの企画販売も。**

(注1) 弦、糸を意味する英語で、ガットとも言う。ナイロンをより合わせたもので、芯糸に側糸を巻きつける加工、チタンやカーボンナノチューブ、液晶ポリマーなどを加えたコーティング等、ストリングにもさまざまな技術が適用されている。

(注2) かつてはチタン合金、最近ではカーボンナノチューブ等の炭素繊維複合材料をいち早く採用。ラケットのフレーム形状の考案、精緻な炭素繊維加工技術の開発等、国内に研究開発部門及び主力工場を持つ同社ならではの技術開発力を強みとしている。

**製造に特化し、スポーツ用品
専門店等を通じて消費者
者に販売。**

(注3) 中国ではブランドイメージ向上のため、コンセプトショップ(旗艦店)を設置している。

◆ **バドミントン、テニス、ゴルフ等のスポーツ用品メーカー**

ヨネックス(以下、同社)は、バドミントン用品(ラケットやシャトルコック、ストリング^{注1)}を主力製品とするスポーツ用品メーカーで、テニスラケット、ゴルフクラブ、スノーボード等も手掛けている。衣料やシューズ等については製造を外部委託し、企画及び販売を行っている。この他、ゴルフ場やゴルフ練習場、テニス練習場等の施設運営も行っている(図表1)。

◆ **トッププロのニーズに応える最高級品を日本で開発、製造**

同社の経営理念は「独創の技術と最高の製品で世界に貢献する」というもので、他社に先駆けて新素材や新技術^{注2)}を採用し、世界のトップレベルのプロスポーツ選手に使用される高品質の用具を日本で開発、製造し、世界で販売している(図表2)。

主力工場は新潟県長岡市にあり、埼玉県草加市の東京工場ではバドミンントンのシャトルコックやストリングを製造している。新潟生産本部には基礎研究を担う研究開発室と製造技術を開発する部署があり、東京工場内にも技術開発部が置かれ、「メイドインジャパン」の品質を備えた製品及び製造法の開発に一体となって取り組んでいる。なお、台湾の子会社では、普及価格帯のラケット製造(日本では数万円、台湾では数千円の製品)も行っている。また、バッグ、アクセサリ、シューズや衣料等については、国内外の協力工場に生産委託しており、近年ではベトナム等 ASEAN で生産協力先の開拓を進めている。

販売手法は、スポーツ用品卸経由でスポーツ用品専門店への卸売が中心で、一部の大手スポーツ用品チェーン店とは直接取引を行っている^{注3)}。販売拠点は日本の7カ所(本社及び2支店3営業所1ショールーム)の他、米国、英国、ドイツ、台湾、中国に現地法人(いずれも100%出資)を設け、有力選手への用具提供等のサポート活動や学校、スポーツクラブを訪問しジュニア選手の育成支援活動を通じて、ブランド浸透を図るマーケティングを進めている。

◆ **コスト構造**

連結ベースでみた同社の売上原価率は60%弱、そのうち約半分が原材料費とみられる。用具使用契約を中心とする広告宣伝費は売上高の

図表1 スポーツ用品の販売構成(単位:百万円)

セグメント/ジャンル	13/3期	構成比	前期比	海外比率
バドミントン	18,176	47.1%	9.4%	5割以上
スポーツ用品事業	5,731	14.8%	8.0%	約1割
テニス	1,637	4.2%	-41.2%	5割未満
ゴルフ	12,603	32.7%	2.0%	—
その他	38,148	98.8%	2.9%	32.4%
スポーツ用品小計	451	1.2%	-0.2%	国内のみ
スポーツ施設事業	38,599	100.0%	2.9%	32.0%
売上高合計				

(出所)ヨネックス有価証券報告書及びヒアリングに基づき、証券リサーチセンター作成

図表2 地域別販売構成(単位:百万円)

地域/決算期	12/3期	13/3期	構成比	前期比
日本	26,359	26,232	68.0%	-0.5%
北米	964	1,078	2.8%	11.8%
欧州	2,456	2,689	7.0%	9.5%
アジア	7,609	8,437	21.9%	10.9%
その他	122	162	0.4%	32.8%
海外合計	11,152	12,367	32.0%	10.9%

(出所)ヨネックス有価証券報告書に基づき、証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート

メイドインジャパンの研究開発力と製造技術が同社の強み。

バドミントンのトップブランド、テニスは国内3強の一角、ゴルフでは中堅。

> 直近決算期実績

バドミントン用品がアジアで好調、円安効果が加わり大幅増収に。

約14%、研究開発費は同じく約3%を占め、これに人件費等を加えた販売費及び一般管理費(以下、販管費)は約37%に達する。国内工場を守るために同社は、製造ラインに専ら正社員を起用し、ノウハウの蓄積、多能工化による生産効率の向上を図っている。

◆ 市場シェア

同社は世界一のバドミントン用品メーカーであり、同社製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おり、ストリングについても他社製のラケットを用いるプロ選手から指名買いが入ることも少なくない。

テニスラケットは、国内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、テニスのブランドはWilson)、ダンロップスポーツ(7825 東証一部、仏Babolat社の代理店で自社ブランド製品も併売)と3強を形成しており(日経産業新聞「日経シェア調査」)、世界でも5指に入るとみられる。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(8022 東証一部)に次ぐ中堅メーカーである。

◆ 14年3月期第2四半期決算

14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、前年同期比10.4%増収、123.5%営業増益で、期初計画に対する達成率は、売上高105.7%、営業利益194.0%であった(図表3)。

過去10年間の半期ベースの前年同期比増収率の最高値は05/3期上期の6.4%増であり、14/3期上期の増収率10.4%は極めて高いものであった。主力製品のバドミントン用品がアジア地域を中心に伸ばしたことに加え、相当程度円安によりかさ上げされたためと推察される(円安の増収率への寄与度は非開示)。ヒアリングによれば、14/3期上期の海外売上比率は36%で13/3期(通期)よりも4%ポイント上昇した。ただ、ゴルフ用品は各地で減収傾向が続き、テニス用品は地域によりまちまちだったようである。

売上総利益は前年同期比7.2%増にとどまった。シャトルコックに使われる水鳥の原毛やラケット等の構造材料となる炭素繊維をはじめ

図表3 14/3期上期決算の概要

決算期	12/3期		13/3期		14/3期		期初		
	上期	構成比	上期	構成比	上期	構成比	前期比	予想	達成率
単位	百万円	%	百万円	%	百万円	%	%	百万円	%
売上高	19,285	100.0	19,622	100.0	21,666	100.0	10.4	20,500	105.7
売上総利益	7,999	41.5	7,844	40.0	8,408	38.8	7.2	N.A.	—
販売費及び一般管理費	7,167	37.2	7,409	37.8	7,437	34.3	0.4	N.A.	—
営業利益	832	4.3	434	2.2	970	4.5	123.5	500	194.0
経常利益	800	4.1	476	2.4	1,199	5.5	151.5	570	210.4
純利益	316	1.6	220	1.1	600	2.8	171.9	314	191.1

(出所)ヨネックス決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

原材料高で売上原価率は
やや悪化も、販管費の抑
制で大幅増益に繋がった。

とする輸入ないし石油由来の原材料の値上がりや、海外協力工場に生産委託しているシューズ、衣料等の仕入商品の円安によるコスト増を、製造工程の自動化推進等のコスト削減努力や稼働率向上で吸収しきれず、売上総利益率は低下した。

一方、販管費は前年同期比横ばいとどまった。13/3 期上期は、ロンドンオリンピック開催時期を含み、スポーツ選手への用具提供や企画催事の実施によって広告宣伝費を中心に前年同期に比べ増加した販管費が前年同期に比べ 242 百万円増加したが、14/3 期上期は経費の効率運用を進めた結果微増にとどまり、販管費率は前年同期比 3.5%ポイント低下した。上記要因により、営業利益は前年同期比 123.5%の大幅増益となった。

売上債権に関わる為替差益の発生 (70 百万円、前年同期は 82 百万円の差損) 等営業外収支の改善により、経常利益はより大幅な増益率となった。なお、ゴルフ場が集中豪雨に見舞われ、約 1 億円の特別損失を計上している (前年同期に特別損失はなかった)。

図表 4 には報告セグメント別の 14/3 期上期決算概況を示した。なおここでは、日本及び台湾子会社が担う他の地域の現地法人への輸出も考慮した各地域の事業運営実態を示すため、外部顧客向け売上高ではなく、セグメント間の内部売上高を含む売上高を表示した。

スポーツ用品事業の地域セグメント別売上高は、アジアを筆頭に各地域で高伸長し、売上高営業利益率もそれぞれ改善した。なお、アジアの外部顧客向け売上高は 766 百万円 (前年同期比 43.7%増) で、台湾子会社の製造及び輸出拠点としての地位向上が窺われる。

> 14年3月期予想

同社は通期でも 8%増収、
5 割営業増益と好決算を
見込んでいる。

◆ 14/3 期会社予想

14/3 期通期業績について同社は、売上高 41,700 百万円 (前期比 8.0%増)、営業利益 1,250 百万円 (同 50.9%増)、経常利益 1,700 百万円 (同 26.6%増)、純利益 950 百万円 (同 36.4%増) と予想し、期初予想を 14/3 期上期決算確定時点 (10 月 31 日) で上方修正した (次頁図表 5)。

図表 4 セグメント別にみた決算概況

項目 決算期 単位	売上高 (百万円)			営業利益 (百万円)			営業利益率 (%)		
	13/3期 上期	14/3期 上期	前年同 期比 %	13/3期 上期	14/3期 上期	前年同 期比 %	13/3期 上期	14/3期 上期	前年同 期差 %
日本	18,467	20,237	9.6	337	736	118.2	1.8	3.6	1.8
北米	527	648	23.0	3	14	285.6	0.6	2.2	1.6
欧州	812	1,015	25.0	-26	-4	—	-3.2	-0.4	2.8
アジア	1,810	2,517	39.1	54	130	140.7	3.0	5.2	2.2
スポーツ用品事業	21,618	24,419	13.0	369	876	137.7	1.7	3.6	1.9
スポーツ施設事業	336	350	4.2	53	70	30.3	15.8	20.0	4.2
調整額	-2,332	-3,103	—	11	23	109.1	—	—	—
合計	19,622	21,666	10.4	434	970	123.5	2.2	4.5	2.3

(注)セグメント間取引を含めた売上高、全社共通費用等考慮前営業利益を表示
(出所)ヨネックス決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

なお、14/3 期通期修正予想から同上期実績を減算した同社の同下期予想は、売上高 20,034 百万円(前年同期比 5.6%増、期初予想比 100.2%)、営業利益 280 百万円(同順で 28.9%減、46.7%)となっている。同社による 14/3 期下期の想定は、以下の通りである。

- 1) 国内市場では、消費増税を控え、期末に駆け込み需要が発生するが、少子化のトレンドには逆らえず、大幅な増収は見込めない。一方海外市場では、円安による国内工場製品の国際競争力の回復により、売上高の拡大が見込まれる。
- 2) 円安基調の定着により、輸入原材料等のコスト増要因が売上原価を押し上げる傾向は持続する。また、国内市場に比べ採算性の劣る海外市場が売上高の伸びをけん引するため、売上総利益率は前年同期に比べ低下する。
- 3) 同社は、14/3 期上期に節約したマーケティング関連投資を同下期は積極運用し、回復した国際競争力を活かしてマーケットシェアを拡大させる意向である。従って販管費は同上期に比べ増加し、営業利益を押し下げる。
- 4) 同社は 14 年 4 月をめどに、スポーツサイクル事業を新たに開始することを 13 年 12 月に公表した。ラケットやゴルフクラブのシャフト等に用いている炭素繊維材料を、自転車のフレーム^{注4}に採用して、高強度かつ軽量な車体製造を支援する目的で、レース用の最高級品から順次健康志向のスポーツサイクルへと市場開拓を進める意向である。当該製品は既存の生産設備の応用で生産できるため、巨額の設備資金は不要だが、研究開発費等が増加する見込みである。

海外市場での競争力回復を機に、積極的な販促活動を進める意向。

(注 4) ハンドル部、サドル部、ペダル部を支える三角形の車体骨格部位を指す。

なお、同社の収益に対する為替変動の影響について詳細は非開示ながら、直接ないし間接の輸入原材料費の上昇や、海外プロスポーツ選手との用具使用契約に基づく支出(広告宣伝費)、海外現地法人の経費等の為替換算による費用増等のコストアップ要因が、海外売上高の円換算額のかさ上げによるメリットを上回るとのことである

図表 5 14/3 期通期の業績見直し

決算期	12/3期		13/3期		14/3期(通期)				14/3期(半期)		期初
	通期実績	構成比	通期実績	構成比	直近予想	構成比	前期比	期初予想	上期実績	下期予想	下期予想
単位	百万円	%	百万円	%	百万円	%	%	百万円	百万円	百万円	百万円
売上高	37,512	100.0	38,599	100.0	41,700	100.0	8.0	40,500	21,666	20,034	20,000
売上総利益	15,292	40.8	14,958	38.8	N.A.	—	—	N.A.	8,408	N.A.	N.A.
販売費及び一般管理費	14,055	37.5	14,130	36.6	N.A.	—	—	N.A.	7,437	N.A.	N.A.
営業利益	1,237	3.3	828	2.1	1,250	3.0	50.9	1,100	970	280	600
経常利益	1,409	3.8	1,343	3.5	1,700	4.1	26.6	1,350	1,199	501	780
純利益	583	1.6	696	1.8	950	2.3	36.4	800	600	350	486

(出所)ヨネックス決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

消費増税前の駆け込み需要や円安効果を見込み、増収率を強めに想定。

◆ 証券リサーチセンターの今期予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 14/3 期通期業績について、売上高 41,900 百万円（前期比 8.6%増）、営業利益 1,300 百万円（同 57.0%増）、経常利益 1,750 百万円（同 30.3%増）、純利益 970 百万円（同 39.4%増）と予想した（図表 6）。

売上高については、同社の上期（特に日本の学校や企業の新年度を含む第 1 四半期）が需要期だが、イ）日本における消費増税前の駆け込み需要の発生、ロ）円安基調の定着による海外売上高円換算額のかさ上げ効果、ハ）過去の上期対下期のバランス等を考慮すると、14/3 期下期の同社の売上予想は同上期や前年同期に比べ、過度に保守的に見積もっているのではないかと考えた。

利益面については、同社が長期的な視点でマーケティング戦略を検討していること、また通期業績を基本に考えれば 14/3 期上期の好業績を背景に思い切った先行投資を実行する余裕があるとも考えられること等から、14/3 期上期に比べ同下期に販管費の積み増しが行われる蓋然性が高いと判断した。ただし、売上高を同社予想よりも高く想定しているため、営業利益以下は同社予想を超過達成できると考えた。

> 中期業績見通し

◆ 15/3 期以降の業績見通し

当センターの業績予想モデルを図表 6 及び次頁図表 7（地域別売上見通し）に示した。同社は対外的に中期計画等を公表していないが、ヒアリングの際に、15/3 期は中長期的な成長戦略の一環として、イ）円安による海外における価格競争力の回復を機に、マーケットシェアの

図表 6 証券リサーチセンターによるヨネックスの業績予想モデル

(単位:百万円)

決算期	2012/3	13/3	14/3 旧E	14/3 新E	15/3 旧E	15/3 新E	16/3 新E
売上高	37,512	38,599	38,900	41,900	39,500	43,000	44,700
(前期比増減率)	2.2%	2.9%	0.8%	8.6%	1.5%	2.6%	4.0%
スポーツ用品事業	37,060	38,148	38,400	41,450	39,000	42,550	44,250
スポーツ施設事業	452	451	500	450	500	450	450
売上総利益	15,292	14,958	15,700	16,300	16,100	16,700	17,400
(前期比増減率)	0.1%	-2.2%	5.0%	9.0%	2.5%	2.5%	4.2%
(対売上高比)	40.8%	38.8%	40.4%	38.9%	40.8%	38.8%	38.9%
販売費・一般管理費	14,055	14,130	14,500	15,000	14,600	15,400	15,800
(前期比増減率)	0.2%	0.5%	2.6%	6.2%	0.7%	2.7%	2.6%
(対売上高比)	37.5%	36.6%	37.3%	35.8%	37.0%	35.8%	35.3%
営業利益	1,237	828	1,200	1,300	1,500	1,300	1,600
(前期比増減率)	-0.5%	-33.1%	44.9%	57.0%	25.0%	0.0%	23.1%
(対売上高比)	3.3%	2.1%	3.1%	3.1%	3.8%	3.0%	3.6%
経常利益	1,409	1,343	1,400	1,750	1,700	1,700	2,000
(前期比増減率)	16.0%	-4.7%	4.2%	30.3%	21.4%	-2.9%	17.6%
純利益	583	696	750	970	900	1,000	1,200
(前期比増減率)	-18.8%	19.4%	7.8%	39.4%	20.0%	3.1%	20.0%

(注) 前回予想は 13 年 4 月作成

(出所) ヨネックス決算短信、有価証券報告書及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

五輪招致により競技志向のスポーツ人口増加による高級品需要増に期待。

拡大を狙い積極的なマーケティング活動を展開する、ロ) 新規事業のスポーツサイクル事業など主力 3 品目以外の事業を新たな収益源に育成するべく、先行投資を進める等の意向を表明した。

当センターでは、同社の意向及び主力市場のわが国における消費増税の影響を考慮し、15/3 期は前年同期比 2.6%増収、営業利益横ばいとし、16/3 期以降に利益成長を実現するという予想を作成した。

オリンピックが東京に招致されたことを契機に、競技志向のスポーツ人口が増加すれば、少子化の影響はあっても中期的に国内市場において高付加価値製品の販売が増加し、同社の収益性が改善する可能性があることも予想策定のうえで考慮した。

図表 7 中期業績予想の前提となる売上見通し

(単位:百万円)

決算期	12/3	13/3	14/3 E	15/3 E	16/3 E
日本	25,907	25,781	26,500	26,350	27,000
(前期比増減率)	-2.2%	-0.5%	2.8%	-0.6%	2.5%
北米	964	1,078	1,500	1,600	1,800
(前期比増減率)	-2.8%	11.8%	39.1%	6.7%	12.5%
欧州	2,456	2,689	3,200	3,300	3,600
(前期比増減率)	-1.4%	9.5%	19.0%	3.1%	9.1%
アジア	7,609	8,437	10,000	11,000	11,500
(前期比増減率)	15.4%	10.9%	18.5%	10.0%	4.5%
その他	122	162	250	300	350
(前期比増減率)	-6.2%	32.8%	54.3%	20.0%	16.7%
スポーツ用品事業	37,058	38,147	41,450	42,550	44,250
(前期比増減率)	1.0%	2.9%	8.7%	2.7%	4.0%

(注) E は証券リサーチセンター予想、日本売上高は「地域ごとの情報」にて開示されている売上高からスポーツ施設事業売上高を控除した売上高

(出所) ヨネックス有価証券報告書及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> 投資の際の留意点

◆ 安定的かつ適切な配当水準を維持

同社は株主への利益還元について、収益力を向上させたいうえで、安定的かつ適切な配当水準を維持することを基本方針としている。一株当たり配当金は、04/3 期に 3 円増配されて年 15 円 (05/3 期まで中間配 6 円、06/3 期より同 7 円) となって以降、13/3 期まで据え置かれており、14/3 期も年 15 円配の予定である。

13/3 期の配当性向は 46.7%、14/3 期の会社予想 EPS に基づく配当性向は 34.3%となる。業績に連動してはいないが、同社は基本方針通りに適切な株主還元を実施しているものと考えられる。

◆ わが国の少子高齢化が構造的なリスク要因

同社の事業運営上のリスクとして、以下の点に留意が必要であろう。

- 1) 国内のスポーツを愛好する消費者を主な対象として事業を運営する同社にとって、わが国人口の減少及び少子高齢化の進行は、収益基盤の縮小につながるリスク要因である。バドミントン用品については既に海外売上比率が過半を超えているが、他のジャン

わが国の少子高齢化は最大のリスク要因。

ルについては国際的なブランドの確立が急務である。また、同社は手掛けるスポーツジャンルの拡張(例えばスポーツサイクル事業への進出)にも注力している。

- 2) 少子化対応策として同社は、健康増進を目指す高齢者等のためのウォーキングシューズ等自ら生産しないスポーツ用品の事業領域を拡張しているが、同社の強みの一つである製造技術を活かせない事業の比重が高まることから、同社は競争力を生み出す新たな機能の強化を迫られていると考えられる。
- 3) 当センターの中期業績見通しが覆るリスク要因としては、同社が中期成長のために当センターの想定を上回る規模の先行投資を行うこと、日中関係の政治的緊張の高まり等の地政学的リスクや、アジア地域の経済成長の停滞、急激な為替変動などが挙げられる。

◆ 割安なバリュエーション

2 頁株価チャートに示したように、同社の株価は東京へのオリンピック招致を受けて過去 1 年間で 2 割強上昇したが、対 TOPIX 相対株価は低迷している。そこでスポーツ用品関連企業 6 社との業績や株価バリュエーションを比較した(図表 8)。

今期会社予想基準 PER は営業減益予想のグローブライド(7990 東証一部)や繰越欠損金を抱え税負担が軽微なゴールドウイン(8111 東証一部)を除く類似会社と同等か低位にある。前期実績基準 PBR も低位にある(他社に比べ ROE は低水準)。配当利回りは類似会社に比べ高い(ただしグローブライドを除く類似会社は何れも株主優待制度を導入している)。当センターでは、類似会社と比べ低位にある前期実績基準 PBR や今期予想基準 PER を判断材料として、同社の株価はやや割安な水準にあると考える。

図表 8 類似企業との業績及び株価バリュエーション比較

銘柄 コード 市場	ヨネックス 7906 東証二部	アシックス 7936 東証一部	グローブライド 7990 東証一部	ミズノ 8022 東証一部	ゴールドウイン 8111 東証一部	デサント 8114 東証一部
直前決算期	2013/3	13/3	13/3	13/3	13/3	13/3
株 価 (12月30日) 円	593	1,795	156	534	475	713
時価総額 億円	139	3,589	187	710	283	548
今期予想売上高 億円	417	3,150	625	1,830	530	1,040
前期比増減率 %	8.0	21.1	5.1	11.8	0.9	13.1
今期予想営業利益 百万円	1,250	24,500	2,300	5,500	2,100	6,000
前期比増減率 %	50.9	31.3	-16.2	52.6	10.4	10.7
今期予想売上高営業利益率 %	3.0	7.8	3.7	3.0	4.0	5.8
今期予想基準 PER 倍	13.5	23.5	9.0	31.7	12.1	13.4
今期予想 EPS 円	43.8	76.5	17.4	16.8	39.2	53.1
前期比増減率 %	36.4	5.3	0.3	7.9	-13.0	12.3
前期実績基準 PBR 倍	0.5	2.6	2.0	0.8	1.3	1.1
前期実績 ROE %	2.5	11.6	26.9	2.4	13.6	7.7
今期予想配当金 円	15.0	14.0	3.0	10.0	7.0	10.0
今期予想配当利回り %	2.5	0.8	1.9	1.9	1.5	1.4

(出所) 各社の決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

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、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

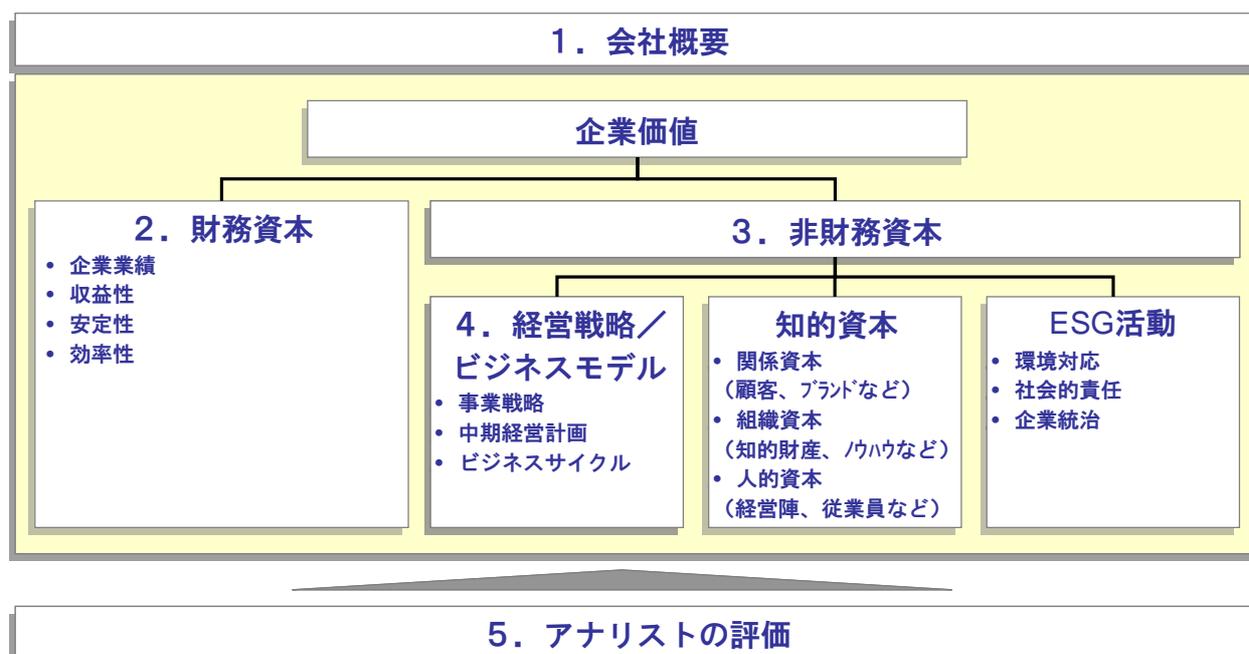
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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、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。

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。