

自動車セクター

中東情勢を睨みつつもセクターは陰の極を抜けよう。トップ推奨はいすゞ

完成車のセクタースタンスは中立を維持も、過去数ヶ月の株式市場の自動車セクターに対する極端な悲観論は行き過ぎと考え、セクター全体の底打ちは近いと判断、現状が「陰の極」であろう。27/3期は中東情勢リスクがくすぶり、原材料インフレが極大化する中、価格支配力、米国HEV需要が一段と加速する中での商品競争力が各社の明暗を分けよう。また原油高を受けてアジアや中国でBEVシフトが一段と進むシナリオに対する備えも必要である。個別銘柄ではトップ推奨をトヨタからいすゞへと変更、次いでスズキ、トヨタの順で推奨する。SUBARUやホンダは米国BEV戦略の修正を含めて全社収益の立て直しに時間を要するとの見方から相対的に慎重なスタンスが必要と考える。

- **スタンス中立継続も陰の極だろう**：完成車セクターのスタンスは中立を維持するも3/2-5/29でTOPIX輸送機器指数はTOPIX相対で18%アンダーパフォームしており、株価のレンジとしては足元が陰の極と判断する。4Q決算では、トヨタの期初ガイダンスは失望を誘ったものの、それ以外の完成車メーカーは総じて現実的あるいは意欲的なガイダンスの提示により期待を与えたと言える。ホンダやSUBARUのBEV戦略見直しと関連資産減損、などセクター全体で想定されるネガティブ材料もほぼ出尽くしたと考えられる。ファンダメンタルズの回復とともに株価パフォーマンスのキャッチアップを想定する。
- **原材料インフレは多大も想定内**：27/3期の各社の原材料インフレは7~8万円/台(対前期比)の減益影響と多大なものとなる公算であり、概ね事前に我々が想定した水準(7万円/台)であり違和感はない。各社とも自助努力に加え、新車投入、HEVを中心とした得意領域での価格転嫁などで影響を極小化する戦略である。競争がやや激化しつつある米国市場での各社の値上げ戦略に注目する。
- **ガソリン価格上昇による米国事業オポチュニティ**：中東情勢を契機とするガソリン価格は、米国におけるHEV普及を一段と後押ししよう。環境規制撤廃によりBEVの選択肢が事実上消滅している米国においては、TCO(Total Cost of Ownership)の観点からHEVが唯一の選択肢となり得よう。トヨタは「RAV4」が下期以降にフル生産へと移行する見通しであり、日本車の中で最も恩恵を享受し得るポジションと確立しよう。一方でASEANや中国でのBEVシフト加速に対する備えも必要と考える。
- **銘柄推奨**：コア推奨を今回いすゞへと変更する(従来はトヨタ)、国内トラックの値上げ実現に加え、中東情勢緩和後の需要のアップサイド、自社株買いの可能性も含めてカタリストが豊富と考える。インドリスクの織り込みによりリスクリワードが好転するスズキにも注目。トヨタは業績に対して過度な悲観は不要だが、当面はカタリストに乏しい展開となろう。。一方でSUBARUやホンダは、BEV戦略の蒔き直しのみならずICE/HEV事業の競争力にも懸念が残り、慎重なスタンスが賢明と考える。

日本 株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3) 6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

張文聡

(81-3) 6736-8627

wencong.zhang@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

レーティングおよび目標株価

会社名	コード	時価総額		レーティング		目標株価			
		(10億円)	株価(円)	新	旧	新	達成予想期間	旧	達成予想期間
日産自動車(7201)	7201JP	1,279.7	366	N	n/c	400	Dec-26	n/c	n/c
いすゞ自動車(7202)	7202JP	1,437.3	2,238	OW	n/c	3,100	Dec-26	3,400	n/c
トヨタ自動車(7203)	7203JP	33,024.1	2,844	OW	n/c	4,100	Dec-26	n/c	n/c
三菱自動車工業(7211)	7211JP	467.1	349	UW	n/c	340	Dec-26	310	n/c
マツダ(7261)	7261JP	710.3	1,126	N	n/c	1,100	Dec-26	n/c	n/c
本田技研工業(7267)	7267JP	6,028.6	1,387	N	n/c	1,400	Dec-26	1,350	n/c
スズキ(7269)	7269JP	3,702.3	1,919	OW	n/c	2,900	Dec-26	3,000	n/c
SUBARU(7270)	7270JP	1,783.0	2,439	UW	n/c	2,300	Dec-26	n/c	n/c
ヤマハ発動機(7272)	7272JP	1,231.4	1,269	N	n/c	1,200	Dec-26	1,100	n/c

出所:BloombergFinanceL.P.およびJ.P.モルガン予想.n/c=変更なし、株価は6月2日付け

エグゼクティブサマリー

完成車のセクタースタンスは中立を維持するが、決算を前に中東情勢のリスクを踏まえて各社の期初ガイダンスに対する懸念が相当程度高まっていた点に反し、完成車各社の期初ガイダンスはトヨタを除いて現実的、強気なメッセージが並んだ。サプライチェーンに対するリスクはあるものの当面の生産影響は限定的で北米市場でのHEV拡販を梃子に業績改善の期待が持てる内容となった。完成車各社の株価は足元が陰の極に近いと考えられ、配当利回りや株主還元強化も含めてむしろアク抜けの可能性も出てこよう。トヨタの保守的なガイダンスをリスク視する向きもあるが、足元の条件に照らし合わせれば実質的な会社の27/3期の営業利益ガイダンス目線は4兆円超の水準と考えられ、過度な懸念は不要と考える。

セクターの投資テーマは、1)原材料インフレの影響と価格転嫁対応、2)ガソリン高の需要影響と電動化の見通し、が重要な論点となろう。27/3期は、通常の鋼材/アルミ/銅/貴金属などのコスト増に加え、メモリー(DRAM)を中心とする半導体・電子部品コスト上昇、さらには中東情勢を踏まえたエネルギーコスト上昇が加わる見通しである。我々は4/10付けレポートにおいて、完成車各社の原材料コスト影響は最大で前期比7万円/台程度の影響にのぼると試算してきた([リンク](#))。今回の決算を受けて、完成車各社の原材料インフレ影響は我々の見通しと一致しており、今回の業績修正における原材料コストインフレ影響については、前回見通し対比でファインチューニングに留める。引き続き、DRAM、エネルギーコスト上昇が27/3期特有のコストインフレとなる見通しである。

原材料インフレに対する価格転嫁対応は、市場、商品の競争力によって異なるであろう。相対的に需要が底堅い米国では、HEV車種を中心に一定の価格転嫁が可能と考えるが、ICE車両の値上げは期待薄と考える。また需要が低調なASEAN市場では中国OEMとの競争も含めて価格転嫁は困難を極めると予想する。

一方で昨今のガソリン価格上昇はICEから電動車両への需要シフトを促す可能性がある。環境規制が撤廃された米国市場ではBEVという選択肢が事実上消滅しており、ICE→HEVへの需要シフトが現実解となる可能性が高い。実際に我々の分析においてもTCOの観点でHEVのコスト競争力は担保される見通しである。一方、中国やASEAN市場ではガソリン価格高騰や燃料不足のリスク回避の観点からもICE→BEVへのシフトが起きる可能性があり、HEVに強い日本車にとってのリスク要因にもなり得よう。

銘柄選択では、完成車ではコア推奨をいすゞへと変更する(前回トヨタ)、国内トラックでの着実な値上げ実現に加え、中東情勢緩和後のトラック需要の潜在的アップサイド、自社株買いの可能性も含めてカタリストに豊富と考える。スズキについてはガソリン価格の上昇リスクに引き続き注視する必要があるも過去3ヶ月の株価の下落によりリスクリワードは徐々に好転しよう。トヨタは今期以降の業績回復に対して過度な悲観は不要と考えるが、サプライヤー支援や値上げなどを含めて当面はカタリストに乏しい展開となろう。一方で北米でのBEV事業を推進してきたホンダ、SUBARUはBEV事業での減損処理、サプライヤー補償などの損失に迫られる見通しである。ICE事業での競争力にもやや疑問が残る厳しい事業環境が続く公算が高い。

図表 1: 日本完成車セクター9社：業績予想サマリー(通期,1)

10 億円, %

	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS	DPS	ROE (%)
	前年比(%)		前年比(%)		前年比(%)		前年比(%)		(円)	(円)	
トヨタ自動車											
26/3	50,685.0	5.5%	3,766.2	-21.5%	5,153.0	-19.7%	3,848.1	-19.2%	295.2	95.0	10.1%
27/3予	51,580.3	1.8%	4,527.8	20.2%	5,767.3	11.9%	4,289.4	11.5%	369.4	135.0	11.1%
27/3会予	51,000.0	0.6%	3,000.0	-37.4%	4,230.0	-34.1%	3,000.0	-37.0%	251.3	100.0	--
28/3予	53,484.1	3.7%	5,057.1	11.7%	6,376.7	10.6%	4,743.5	10.6%	441.3	165.0	12.8%
29/3予	56,206.3	5.1%	5,601.5	10.8%	7,016.3	10.0%	5,219.3	10.0%	512.0	200.0	14.0%
本田技研工業											
26/3	21,796.6	0.5%	-414.3	NM	-403.3	NM	-423.9	NM	-97.5	69.0	-3.5%
27/3予	22,440.8	3.0%	531.3	NM	609.4	NM	298.1	NM	68.6	70.0	2.5%
27/3会予	23,150.0	6.2%	500.0	NM	500.0	NM	260.0	NM	66.8	70.0	--
28/3予	23,018.8	2.6%	1,122.4	111.2%	1,299.2	113.2%	721.7	142.1%	166.0	70.0	5.9%
29/3予	23,586.5	2.5%	1,245.8	11.0%	1,459.8	12.4%	830.2	15.0%	191.0	80.0	6.6%
日産自動車											
26/3	12,007.9	-4.9%	58.0	-16.9%	1.1	-99.5%	-533.1	NM	-152.5	0.0	-10.9%
27/3予	11,607.3	-3.3%	169.0	191.3%	102.5	9381.8%	6.9	NM	2.0	0.0	0.1%
27/3会予	13,000.0	8.3%	200.0	244.8%	--	--	20.0	NM	5.7	0.0	--
28/3予	12,099.7	4.2%	263.7	56.1%	232.0	126.3%	165.3	2305.0%	47.3	15.0	3.4%
29/3予	12,625.7	4.3%	315.8	19.7%	316.9	36.6%	228.8	38.4%	65.4	15.0	4.6%
マツダ											
26/3	4,918.2	-2.0%	51.6	-72.3%	131.8	-30.2%	35.1	-69.2%	55.6	55.0	1.9%
27/3予	5,402.8	9.9%	131.7	155.4%	124.8	-5.4%	83.9	139.1%	133.0	55.0	4.5%
27/3会予	5,500.0	11.8%	150.0	190.8%	140.0	6.2%	90.0	156.5%	142.7	55.0	--
28/3予	5,584.3	3.4%	161.6	22.7%	174.3	39.8%	121.0	44.2%	191.8	65.0	6.5%
29/3予	5,773.0	3.4%	187.5	16.0%	201.7	15.7%	140.0	15.7%	222.0	65.0	7.2%
スズキ											
26/3	6,293.0	8.0%	622.9	-3.1%	730.7	0.1%	439.3	5.6%	227.7	46.0	13.8%
27/3予	6,834.7	8.6%	634.6	1.9%	751.2	2.8%	459.1	4.5%	238.0	55.0	12.9%
27/3会予	6,800.0	8.1%	570.0	-8.5%	660.0	-9.7%	380.0	-13.5%	197.0	51.0	--
28/3予	7,179.2	5.0%	690.4	8.8%	834.2	11.0%	520.9	13.5%	270.0	70.0	13.3%
29/3予	7,554.1	5.2%	757.5	9.7%	908.6	8.9%	576.3	10.6%	298.7	85.0	13.3%

出所: 各社資料およびJ.P.モルガン予想

注: トヨタ自動車、本田技研工業、スズキ、SUBARUはIFRSで、経常利益は税引前利益に読替える。

図表 2: 日本完成車セクター9社：業績予想サマリー(通期,2)

10 億円, %

	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS	DPS	ROE (%)
	前年比(%)		前年比(%)		前年比(%)		前年比(%)		(円)	(円)	
SUBARU											
26/3	4,785.0	2.1%	40.1	-90.1%	107.5	-76.0%	90.8	-73.1%	124.3	115.0	3.3%
27/3予	5,244.6	9.6%	165.1	311.6%	181.1	68.5%	130.3	43.5%	178.3	116.0	4.6%
27/3会予	5,200.0	8.7%	150.0	273.9%	180.0	67.5%	130.0	43.1%	179.6	116.0	--
28/3予	5,414.5	3.2%	212.5	28.7%	232.6	28.4%	167.4	28.4%	229.0	120.0	5.8%
29/3予	5,554.3	2.6%	240.7	13.2%	262.4	12.8%	188.9	12.8%	258.4	120.0	6.3%
三菱自動車工業											
26/3	2,896.5	3.9%	75.5	-45.6%	78.9	-20.0%	10.0	-75.6%	7.5	10.0	1.1%
27/3予	3,152.8	8.8%	82.5	9.2%	71.2	-9.8%	18.3	82.4%	13.7	10.0	2.0%
27/3会予	3,260.0	12.5%	90.0	19.2%	80.0	1.4%	25.0	149.6%	18.7	10.0	--
28/3予	3,223.4	2.2%	102.4	24.2%	90.7	27.5%	37.1	103.2%	27.7	15.0	4.0%
29/3予	3,297.3	2.3%	122.7	19.7%	110.3	21.5%	51.1	37.5%	38.1	20.0	5.4%
ヤマハ発動機											
25/12	2,534.2	-1.6%	126.4	-30.4%	133.2	-27.3%	16.1	-85.1%	16.6	35.0	1.4%
26/12予	2,778.9	9.7%	187.6	48.4%	184.0	38.1%	118.9	638.1%	122.5	50.0	10.3%
26/12会予	2,700.0	6.5%	180.0	42.4%	--	--	100.0	520.8%	103.1	50.0	--
27/12予	2,971.4	6.9%	207.6	10.7%	203.1	10.4%	120.4	1.3%	124.1	55.0	10.3%
28/12予	3,093.9	4.1%	231.2	11.4%	226.7	11.6%	132.0	9.6%	136.0	55.0	11.2%
いすゞ自動車											
26/3	3,479.1	8.4%	203.7	-11.1%	230.6	-4.0%	134.9	0.4%	196.3	92.0	9.5%
27/3予	3,772.3	8.4%	277.0	36.0%	297.7	29.1%	176.3	30.7%	274.5	120.0	11.9%
27/3会予	3,700.0	6.4%	260.0	27.6%	260.0	12.8%	160.0	18.6%	232.8	94.0	--
28/3予	3,954.0	4.8%	322.5	16.4%	344.2	15.6%	201.3	14.2%	337.0	140.0	13.5%
29/3予	4,133.6	4.5%	353.4	9.6%	375.3	9.0%	223.9	11.3%	405.5	140.0	5.6%
完成車9社合計											
26/3	109,395.4	0.4%	4,530.1	-43.1%	6,163.5	-36.0%	3,617.3	-38.7%	--	--	--
27/3予	112,814.6	3.1%	6,706.7	48.0%	8,089.1	31.2%	5,581.2	54.3%	--	--	--
28/3予	116,929.3	3.6%	8,140.2	21.4%	9,787.1	21.0%	6,798.6	21.8%	--	--	--
29/3予	121,824.6	4.2%	9,056.0	11.3%	10,878.0	11.1%	7,590.5	11.6%	--	--	--

出所: 各社資料およびJ.P.モルガン予想

注: ヤマハ発動機、いすゞ自動車はIFRSで、経常利益は税引前利益に読替える。

図表 3: 日本完成車セクター9社：業績予想サマリー(四半期,1)

10 億円, %

		26/3				27/3予				27/3予	27/3金予	28/3予	29/3予
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
トヨタ自動車	売上高	12,253.3	12,377.4	13,456.9	12,597.3	13,216.9	12,639.3	13,359.6	12,364.5	51,580.3	51,000.0	53,484.1	56,206.3
	営業利益	1,166.1	839.6	1,191.0	569.5	1,214.3	1,157.4	1,120.9	1,035.3	4,527.8	3,000.0	5,057.1	5,601.5
	営業利益率	9.5%	6.8%	8.9%	4.5%	9.2%	9.2%	8.4%	8.4%	8.8%	5.9%	9.5%	10.0%
	税前列益	1,252.2	1,226.0	1,710.4	964.5	1,524.8	1,467.6	1,434.1	1,340.8	5,767.3	4,230.0	6,376.7	7,016.3
	当期利益	841.3	932.1	1,257.5	817.2	1,136.2	1,092.2	1,066.4	994.5	4,289.4	3,000.0	4,743.5	5,219.3
本田技研工業	売上高	5,340.3	5,292.4	5,343.0	5,820.9	5,622.1	5,532.7	5,657.2	5,628.8	22,440.8	23,150.0	23,018.8	23,586.5
	営業利益	244.2	194.0	153.4	-1,005.9	220.3	141.7	102.3	67.0	531.3	500.0	1,122.4	1,245.8
	営業利益率	4.6%	3.7%	2.9%	-17.3%	3.9%	2.6%	1.8%	1.2%	2.4%	2.2%	4.9%	5.3%
	税前列益	292.3	235.1	244.4	-1,175.1	238.7	160.4	124.7	85.6	609.4	500.0	1,299.2	1,459.8
	当期利益	196.7	115.2	153.6	-889.4	126.7	79.1	58.8	33.5	298.1	260.0	721.7	830.2
日産自動車	売上高	2,706.9	2,871.8	2,999.3	3,429.9	2,782.6	2,792.6	2,768.1	3,264.0	11,607.3	13,000.0	12,099.7	12,625.7
	営業利益	-79.1	51.5	17.5	68.1	59.2	32.7	30.6	46.5	169.0	200.0	263.7	315.8
	営業利益率	-2.9%	1.8%	0.6%	2.0%	2.1%	1.2%	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	2.2%	2.5%
	経常利益	-109.2	31.3	-32.9	111.9	37.1	15.9	16.7	32.8	102.5	--	232.0	316.9
	当期利益	-115.8	-106.2	-28.3	-282.9	-4.7	-20.6	10.1	22.1	6.9	20.0	165.3	228.8
マツダ	売上高	1,099.8	1,138.7	1,263.0	1,416.7	1,311.6	1,369.6	1,352.8	1,368.7	5,402.8	5,500.0	5,584.3	5,773.0
	営業利益	-46.1	-7.8	30.8	74.7	35.8	44.2	29.8	21.9	131.7	150.0	161.6	187.5
	営業利益率	-4.2%	-0.7%	2.4%	5.3%	2.7%	3.2%	2.2%	1.6%	2.4%	2.7%	2.9%	3.2%
	経常利益	-34.3	13.0	58.7	94.4	34.0	42.4	28.0	20.4	124.8	140.0	174.3	201.7
	当期利益	-42.1	-3.2	30.6	49.8	22.9	28.6	18.8	13.6	83.9	90.0	121.0	140.0
スズキ	売上高	1,397.8	1,466.5	1,652.4	1,776.3	1,690.2	1,650.3	1,686.9	1,807.3	6,834.7	6,800.0	7,179.2	7,554.1
	営業利益	142.1	134.3	152.6	193.8	204.6	149.3	149.8	131.0	634.6	570.0	690.4	757.5
	営業利益率	10.2%	9.2%	9.2%	10.9%	12.1%	9.0%	8.9%	7.2%	9.3%	8.4%	9.6%	10.0%
	税前列益	175.7	156.5	188.7	209.9	235.6	180.3	180.8	154.6	751.2	660.0	834.2	908.6
	当期利益	102.0	90.8	113.6	132.9	150.3	109.2	109.6	90.1	459.1	380.0	520.9	576.3

出所: 各社資料およびJ.P.モルガン予想

注: トヨタ自動車、本田技研工業、スズキ、SUBARUはIFRS ベース。

図表 4: 日本完成車セクター9社：業績予想サマリー(四半期,2)

10 億円, %

		26/3				27/3 予				27/3 予	27/3 金 予	28/3 予	29/3 予
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
SUBARU	売上高	1,214.1	1,171.6	1,133.3	1,266.0	1,320.8	1,348.0	1,331.2	1,244.6	5,244.6	5,200.0	5,414.5	5,554.3
	営業利益	76.4	26.3	-36.4	-26.2	32.8	54.9	41.5	36.0	165.1	150.0	212.5	240.7
	営業利益率	6.3%	2.2%	-3.2%	-2.1%	2.5%	4.1%	3.1%	2.9%	3.1%	2.9%	3.9%	4.3%
	税前列益	78.5	51.0	-10.5	-11.5	36.7	58.9	45.4	40.0	181.1	180.0	232.6	262.4
	当期利益	54.8	35.6	-7.3	7.8	26.4	42.4	32.7	28.8	130.3	130.0	167.4	188.9
三菱自動車工業	売上高	609.1	652.2	715.3	920.0	703.4	705.2	773.6	970.5	3,152.8	3,260.0	3,223.4	3,297.3
	営業利益	5.6	11.6	14.4	43.9	9.7	18.5	15.5	38.8	82.5	90.0	102.4	122.7
	営業利益率	0.9%	1.8%	2.0%	4.8%	1.4%	2.6%	2.0%	4.0%	2.6%	2.8%	3.2%	3.7%
	経常利益	4.8	11.0	16.8	46.3	6.6	15.4	12.5	36.7	71.2	80.0	90.7	110.3
	当期利益	0.7	-10.0	4.7	14.5	-1.0	3.4	1.9	14.0	18.3	25.0	37.1	51.1
ヤマハ発動機	売上高	625.9	651.9	632.5	623.9	730.1	692.6	687.2	669.1	2,778.9	2,700.0	2,971.4	3,093.9
	営業利益	43.6	40.5	28.3	13.9	62.6	52.7	40.6	31.7	187.6	180.0	207.6	231.2
	営業利益率	7.0%	6.2%	4.5%	2.2%	8.6%	7.6%	5.9%	4.7%	6.7%	6.7%	7.0%	7.5%
	税前列益	45.4	37.5	30.3	20.0	61.9	52.0	39.9	30.1	184.0	--	203.1	226.7
	当期利益	30.7	22.4	-9.7	-27.3	41.3	34.1	25.3	18.3	118.9	100.0	120.4	132.0
いすゞ自動車	売上高	779.9	857.5	874.2	967.6	850.2	951.3	939.1	1,031.8	3,772.3	3,700.0	3,954.0	4,133.6
	営業利益	57.2	47.4	67.8	31.2	65.9	66.9	71.4	72.8	277.0	260.0	322.5	353.4
	営業利益率	7.3%	5.5%	7.8%	3.2%	7.7%	7.0%	7.6%	7.1%	7.3%	7.0%	8.2%	8.5%
	税前列益	64.2	53.2	78.2	35.0	71.1	72.1	76.6	78.0	297.7	260.0	344.2	375.3
	当期利益	41.4	28.4	51.4	13.7	41.5	42.3	45.7	46.8	176.3	160.0	201.3	223.9
完成車9社合計	売上高	26,027.0	26,479.8	28,069.8	28,818.7	28,228.0	27,681.6	28,555.7	28,349.3	112,814.6	--	116,929.3	
	営業利益	1,610.0	1,337.4	1,619.4	-36.8	1,905.1	1,718.2	1,602.4	1,481.0	6,706.7	--	8,140.2	9,056.0
	営業利益率	6.2%	5.1%	5.8%	-0.1%	6.7%	6.2%	5.6%	5.2%	5.9%	--	7.0%	#VALUE!
	経常利益	1,769.6	1,814.5	2,284.0	295.4	2,246.5	2,064.9	1,958.7	1,819.0	8,089.1	--	9,787.1	10,878.0
	当期利益	1,109.9	1,105.1	1,566.0	-163.7	1,539.7	1,410.6	1,369.2	1,261.7	5,581.2	--	6,798.6	7,590.5

出所: 各社資料およびJ.P.モルガン予想

注: ヤマハ発動機、いすゞ自動車はIFRSベース。ヤマハ発動機は12月決算、25/3実=24/12実、26/3 予=25/12 実の要領で読替える。

図表 5: 自動車・自動車部品・タイヤセクター：投資判断とバリュエーション

	投資判断	株価 (円)	目標株価 (円)	時価総額 (10億円)	P/E (倍)			Core EV/EBITDA (倍)			P/B (倍)			ROE (%)
					FY25	FY26予	FY27予	FY25	FY26予	FY27予	FY25	FY26予	FY27予	
日産自動車	Neutral	366	400	1,359.0	NM	186.2	7.7	NM	0.2	NM	0.27	0.27	0.26	-10.9%
トヨタ自動車	Overweight	2,888	4,100	45,608.0	9.8	7.8	6.5	4.3	4.1	3.9	0.94	0.89	0.85	10.1%
三菱自動車工業	Underweight	346	340	505.8	46.2	25.3	12.5	0.6	0.2	0.1	0.50	0.50	0.49	1.1%
マツダ	Neutral	1,126	1,100	711.1	20.2	8.5	5.9	1.5	0.6	0.3	0.37	0.39	0.37	1.9%
本田技研工業	Neutral	1,461	1,400	6,620.4	NM	21.3	8.8	6.6	5.7	3.4	0.54	0.53	0.51	-3.5%
スズキ	Overweight	1,942	2,900	3,813.3	8.5	8.2	7.2	4.4	4.0	3.7	1.11	1.00	0.91	13.8%
SUBARU	Underweight	2,469	2,300	1,770.7	19.9	13.8	10.8	8.2	3.9	3.2	0.65	0.64	0.62	3.3%
ヤマハ発動機	Neutral	1,280	1,200	1,302.7	77.1	10.4	10.3	9.3	7.4	6.9	1.10	1.05	1.09	1.4%
いすゞ自動車	Overweight	2,202	3,100	1,515.9	11.2	8.0	6.5	6.6	4.9	4.4	1.02	0.96	0.88	9.5%
Archion	Neutral	338	350	872.4	8.9	4.3	9.9	5.7	3.0	5.0	1.48	2.12	1.72	20.1%
完成車10社平均				6,407.9	13.8	8.9	7.5	4.8	4.1	3.7	0.73	0.75	0.75	5.3%
トヨタ紡織	Neutral	2,214	2,400	415.5	12.1	8.2	8.0	2.7	2.1	1.8	0.85	0.80	0.75	7.1%
デンソー	Neutral	1,903	1,800	5,538.1	11.6	12.8	11.4	5.2	5.2	4.7	0.93	0.90	0.87	8.5%
スタンレー電気	Neutral	3,681	3,200	463.8	15.0	13.7	11.2	2.6	2.0	1.9	0.90	0.80	0.70	6.1%
アイシン	Neutral	2,409	2,700	1,748.6	10.2	11.0	9.9	3.7	3.6	3.4	0.79	0.90	0.83	8.2%
小糸製作所	Underweight	2,837	2,400	872.9	21.7	14.8	13.4	4.7	4.0	3.6	1.23	1.26	1.29	5.5%
TSテック	Underweight	1,821	1,500	225.7	24.1	26.9	21.4	5.7	4.8	4.3	0.73	0.73	0.73	3.0%
ニフコ	Overweight	4,410	6,400	442.0	10.3	9.0	7.9	4.3	3.9	3.6	1.32	1.15	1.00	13.4%
自動車部品8社平均				1,386.7	11.9	12.3	11.2	4.4	4.3	3.9	0.85	0.85	0.82	7.2%
横浜ゴム	Overweight	6,991	7,500	1,163.3	10.5	9.3	8.2	7.4	6.2	5.5	1.07	0.99	0.91	11.0%
TOYO TIRE	Neutral	3,695	4,100	569.4	8.9	9.3	8.6	3.9	4.0	3.8	1.09	1.05	0.98	12.8%
ブリヂストン	Overweight	3,470	3,800	4,629.1	13.5	12.2	10.7	5.3	4.7	4.3	1.21	1.16	1.12	8.9%
住友ゴム工業	Neutral	2,015	2,100	530.0	10.5	9.9	8.6	6.1	5.3	4.8	0.74	0.71	0.67	7.3%
タイヤ4社平均				1,909.5	11.9	11.5	10.5	5.2	4.7	4.3	1.05	1.06	1.05	9.7%

出所: 会社資料、Bloomberg Finance L.P.、J.P.モルガン予想に基づきJ.P.モルガン作成
注: 株価は6月2日付け

原材料高影響は多大となろうが想定線

我々が4/10付けレポートで指摘してきた通り([リンク](#))、完成車にとって27/3期は多大なる原材料インフレコスト影響を受けることになる。従前我々は、完成車各社において原材料コストインフレ影響は7万円/台程度の減益インパクトをもたらすと考えてきた。今回完成車各社が期初ガイダンスで織り込んできた水準は概ね我々の想定に沿った水準となった。例えばトヨタ自動車は27/3期にかけて資材費高騰影響として6,600億円の減益影響を想定しており、これは台あたり69千円/台の影響に相当する。今回の決算を受けて、J.P.モルガンの原材料価格の前提は大きな変更を実施せず、ファインチューニングの実施に留める。

図表 6: 完成車主要各社：期初ガイダンスにおける原材料影響の織り込み

10億円、1,000台、1,000円/台

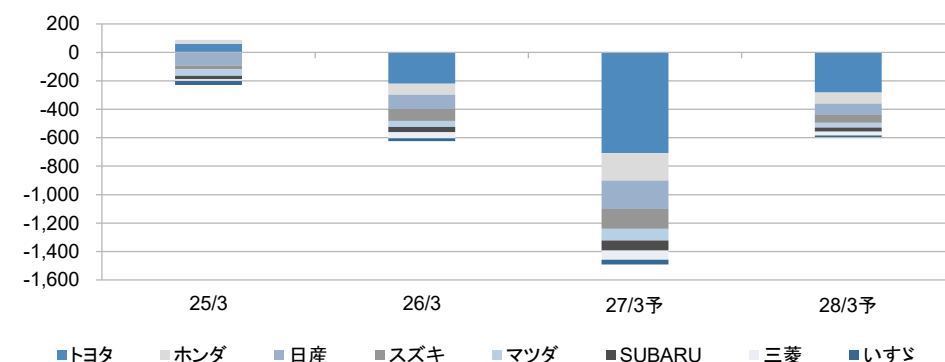
	トヨタ	ホンダ	日産	スズキ	マツダ	SUBARU	三菱自
原材料影響	-660	-355	-85	-130	-74	-130	-49
中東リスク(原材料関連)	-400	-125	0	0	0	0	-30
原材料影響合計	-1,060	-480	-85	-130	-74	-130	-79
27/3期出荷台数	9,600	2,820	2,488	3,848	1,233	940	1,012
台当たり原材料影響	-110	-170	-34	-34	-60	-138	-78
(中東リスク除く)	-69	-126	-34	-34	-60	-138	-49

出所: 会社資料を基にJ.P.モルガン予想

注: 荷台数は会社計画が開示されているものは会社計画ベース、会社計画非開示のものはJ.P.モルガン予想ベース

図表 7: 完成車主要各社：原材料コスト影響(対前期比)

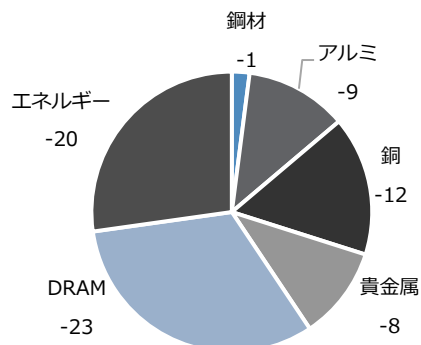
10億円



出所: 会社資料を基にJ.P.モルガン予想

図表 8: トヨタ：コストインフレ影響の内訳(27/3期予)

1,000円/台



出所: 会社資料を基にJ.P.モルガン予想

焦点はこれらの原材料価格に対する値上げの可否となろうが、対象市場、パワートレイン、モデルサイクルにより各社で濃淡が別れると考える。そもそも、日本車の主力市場である米国市場では、昨今のガソリン価格の上昇を背景に、新車販売SAARと相関性が従来高いと考えられてきた消費者信頼感指数が大きく低下している。足元では消費者信頼感指数の低下にも関わらずSAARは比較的高水準を持続しているが、高額所得者の消費マインドが底堅いことが理由と考えられる。一方、中央値としての購買意欲はやや低下基調にあると我々は考えている。また、米国ATP(Average Transaction Price)も引き続き歴史的な高値圏にあることもあり、原材料高を受けての価格転嫁は容易ではないと考えるべきだろう。その中では、HEVを中心とした商品投入が続き、モデルサイクルに恵まれているトヨタの相対的な価格転嫁余力は高いと考える。一方でマツダやSUBARUはそれぞれ「CX-5」や「Outback」の新車効果が期待できるもののICEグレードのみであることから、HEVと比較して相対的な競争力は劣後する公算が高いと考えている。

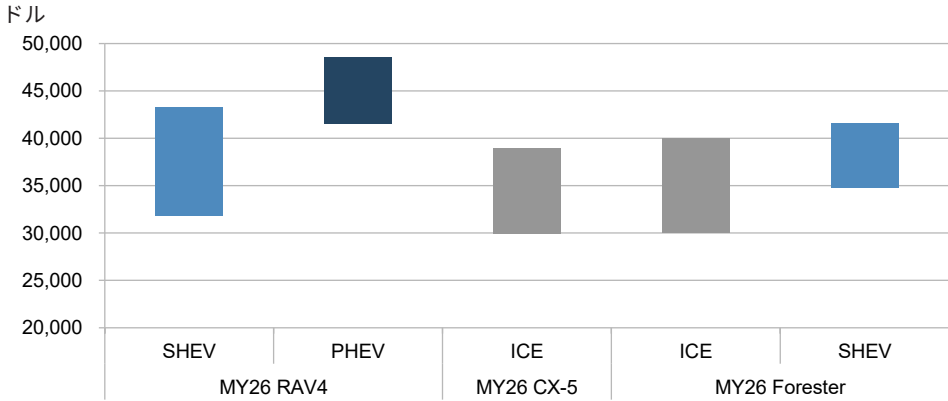
図表9: 米国：主要各社のモデルサイクル一覧(2026年6月時点)

	Toyota				Honda				Nissan			
	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
Jan. - Mar.	Crown Signia Lexus GX Camry		Lexus ES C-HR		ZDX Prologue	Passport ADX				Murano	Leaf	
Apr. - Jun.			bZ Wood Land	GR GT			RDX		Armada			
Jul. - Sep.			Highlander Lexus TX	Corolla	Civic HEV			CR-V	Kicks QX80		QX65	
Oct. - Dec.			Tundra	Corolla Cross	CR-V FCEV					QX60 Coupe	Rogue	
	4 Runner	RAV4 (P)HEV				Prelude				Sentra		QX60
										Rogue (PHEV)		

	SUBARU				Mazda				Hyundai/ Kia			
	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
Jan. - Mar.			Trailseeker				CX-5				Nexo	Sportage
Apr. - Jun.		Forester HEV	Uncharted		CX-70			CX-5 HEV	Ioniq 5N Santa Fe	Ioniq 9	Seltos	Tuscon HEV G80
Jul. - Sep.	Forester		Getaway				Mazda 3	SP Sports	K3	Palisade	Telluride HEV	Elantra GV80
Oct. - Dec.		Outback		Ascent	CX-50 HEV					Trelluride	Tucson Seltos HEV	GV70 Sportage
		Crosstreck HEV									EV3 GV90	

出所: 会社計画、Autodataを基にJ.P.モルガン予想

図表10: トヨタ、マツダ、SUBARUのCセグメントSUVの価格比較



出所: 会社資料を基にJ.P.モルガン
注: 2026年6月時点のトヨタ「RAV4」、マツダ「CX-5」、SUBARU「Forester」のMSRP

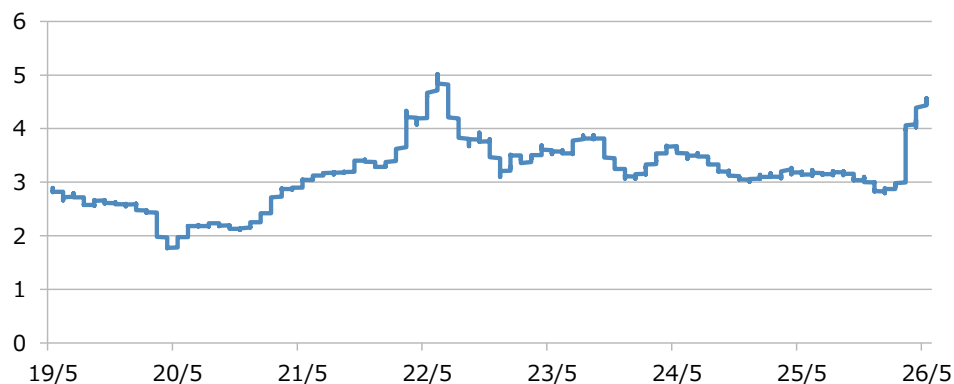
米国ではガソリン高あるもTCOの観点でHEV優位に

昨今の中東情勢により、世界的にガソリン価格の上昇が続いている。米国では歴史的にガソリン価格高騰局面では、ライトトラックからセダン(小型乗用車)へのシフトが起きてきた。また、米国市場ではトランプ政権下において25年以降、GHG規制、CAFE規制を中心に相次いで環境規制が撤廃されたことからBEVの選択肢がOEM、消費者ともに実質的に消滅している状況にある。結果的に足元のガソリン価格上昇は、セダンシフトだけでなく、ICE→HEVへのシフトを加速させる公算が高いと我々は考える。

J.P.モルガンでは、独自にICEとHEVのTCO(Total Cost of Ownership)の比較分析を実施した。図表12に示す通り、4.5ドル/ガロンのガソリン価格前提条件の基で、HEVはICEと比較してイニシャルコストが2,000ドル程度高いが、その優れた燃費性能と高い車両残価により、TCOの観点では十分に競争力有するとの試算結果を得た。実際に米国では足元でHEV比率が16%と過去最高を更新し続けており、ガソリン価格上昇局面におけるHEVの競争力を確認することができる。

図表 11: 米国：ガソリン小売価格の推移 (Regular)

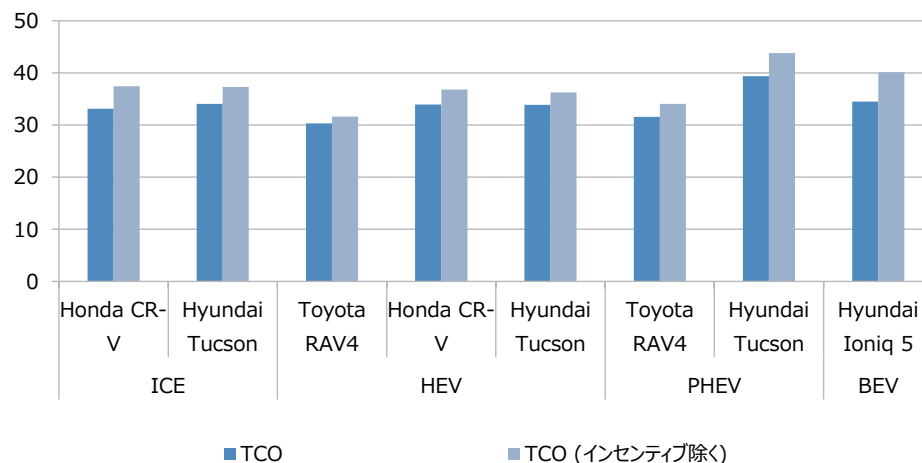
ドル/ガロン



出所: Bloomberg Finance L.P.を基にJ.P.モルガン

図表 12: 米国：主要CセグメントSUVのTCO比較

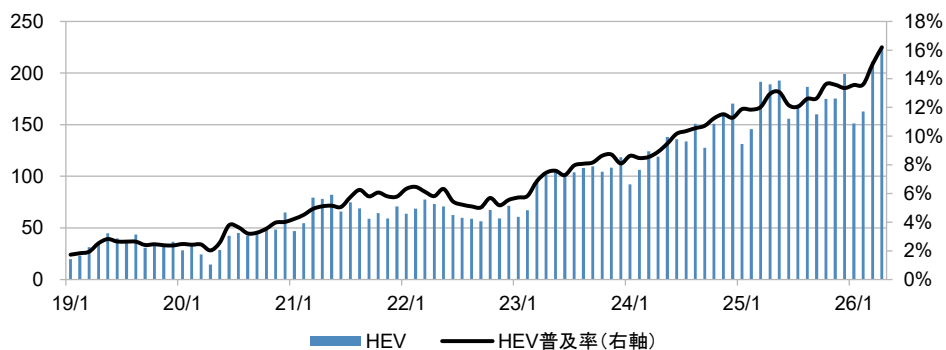
1,000ドル



出所: 会社資料、Autodata、EIA、CarEdgeを基にJ.P.モルガン
注: 各モデルはエントリーグレードの価格とスペックを参照

図表 13: 米国：HEV小売販売台数と普及率の推移

1,000台、%



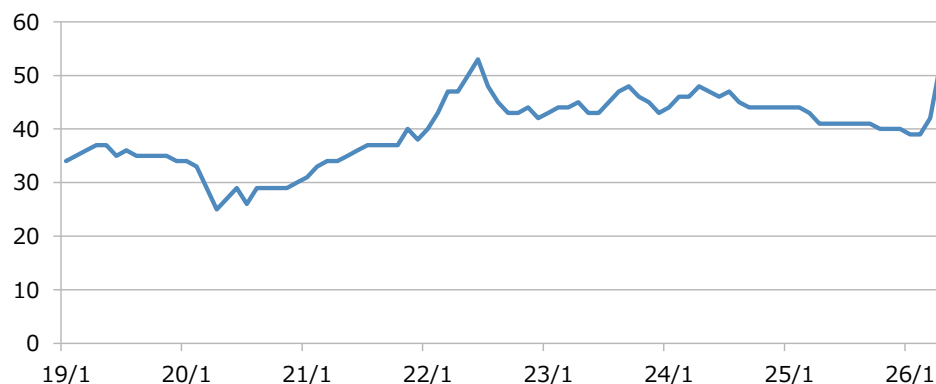
出所: Autodataを基にJ.P.モルガン

アジア・中国での早期のBEVシフトに留意

米国ではICE→HEVへの需要シフトが日本車のオポチュニティとなり得る一方、ASEAN市場や中国では、ガソリン価格の上昇がHEVではなく、BEVへのシフトを促進する可能性がある点に留意したい。日本車のシェアが高いASEAN市場では、中東情勢を受けてガソリン価格が急騰するだけでなく、原油備蓄が限定的であることもあり、給油制限なども始まっている。これらの状況を受けてタイでは再度BEV需要が加速する兆しが見え始めている。

図表 14: タイ：バンコクでのガソリン小売価格の推移 (ULG95)

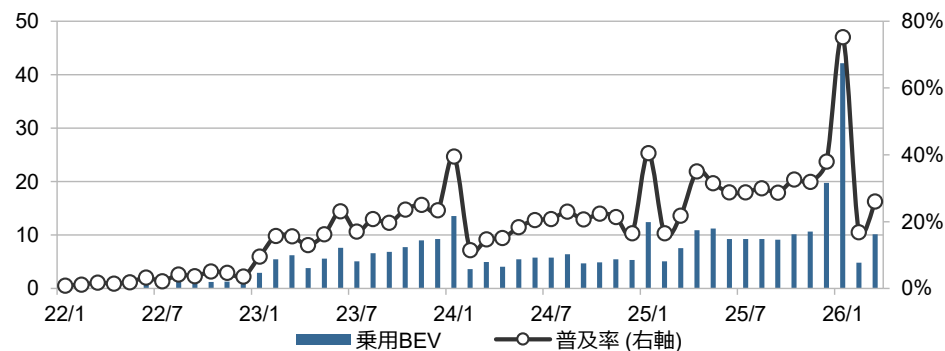
バーツ/リトル



出所: Bloomberg Finance L.P.を基にJ.P.モルガン

図表 15: タイ：乗用BEVの小売台数と普及率の推移

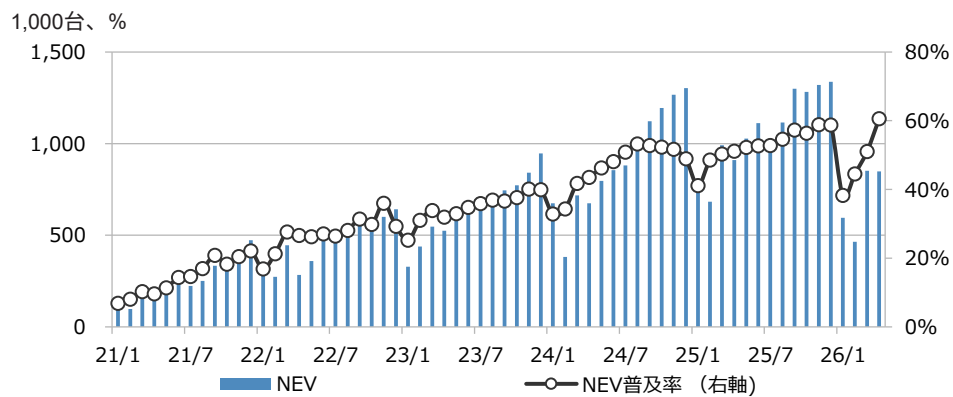
1,000台、%



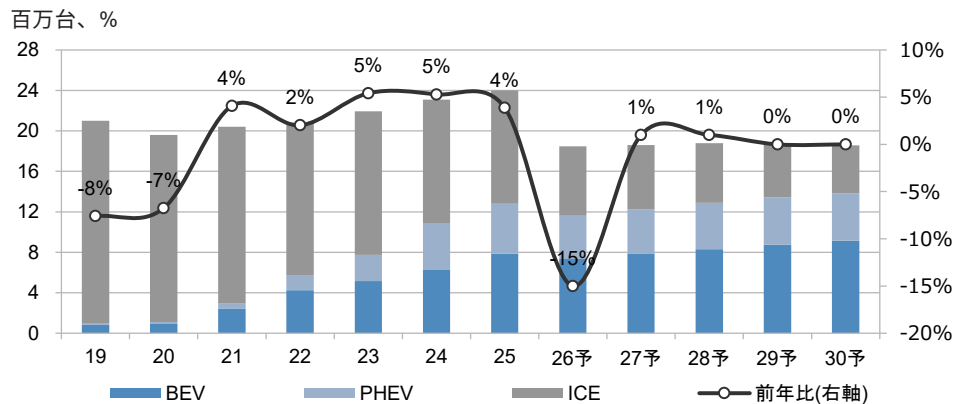
出所: FTIを基にJ.P.モルガン

さらに中国でも同様にNEV比率の上昇に拍車がかかっている。中東情勢による燃料価格上昇リスクが顕在化した4月の中国小売台数では、ICE需要が前年比37%減と大幅に減少する一方、NEV普及率は61%と過去最高を更新するなどNEVシフトが一段と顕著になり始めている。

図表 16: 中国：乗用NEVの小売台数と普及率の推移



図表 17: 中国：パワートレイン別の小売台数の推移および予想



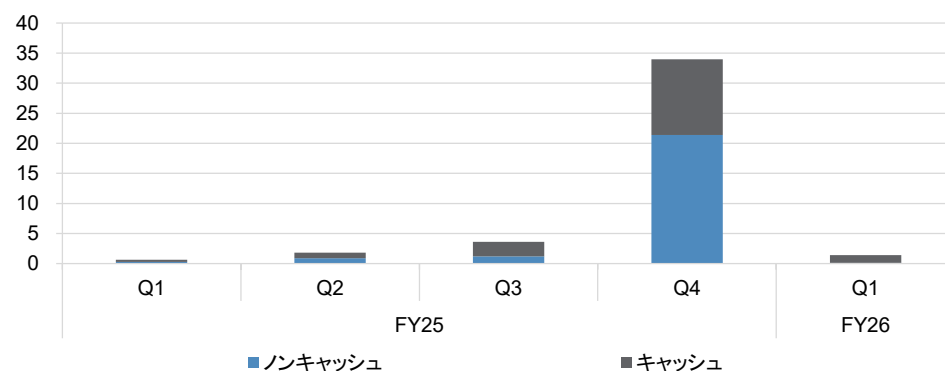
ホンダはBEVだけでなく四輪全体の底上げが必要

ホンダが26年3月にBEV事業の見直しを含めて2.5兆円の巨額の損失を発表した。すでにGMやFord、Stellantisなどの米系OEMも25年を通じてBEV関連事業の多額の損失を発表しているが、日本車の中でBEVに対する積極投資を敢行してきたホンダも結果的に多額の損失処理を余儀なくされる格好となった。同社は、GMからOEMで受給していたBEV2車種の損失引当と生産終了に伴い、1,600億円の費用を計上していたが、それに加えて、あらたにホンダ独自ブランドBEVである「ゼロシリーズ」2車種とAcuraブランド1車種の開発終了、米オハイオ工場の生産ラインの除却損も併せて決定した。中国持分事業においても「Yeシリーズ」を中心に複数モデルの開発終了に伴う持分法ベースでの減損を決定している。

5/14のビジネスアップデートにてホンダはBEV戦略変更に伴う損失を精査、損失額を2.5兆円→1.8兆円へと減額修正。その内訳は図表21の通りであり、26/3期で1.3兆円、27/3期で5,000億円の発生を見込む。26/3期の損失1.3兆円のうち、開発資産の減損損失やオハイオの工場設備の除却を含めたノンキャッシュアイテムが約8,000億円程度、残りの5,000億円はサプライヤー補償を中心としたキャッシュアウト項目となる。また、27/3期の5,000億円の損失は基本全てがサプライヤーへの補償を中心としたキャッシュアウト項目となる。

図表 18: 米系3社のBEV関連損失の推移

10億ドル



出所: 会社資料を基にJ.P.モルガン
注: 米系3社はGM, Ford, Stellantisの合計

図表 19: GM: BEV損失の内訳

10億ドル

EV関連損失			
		うち、ノンキャッシュ	うち、キャッシュ
FY25 Q3	1.6	1.2	0.4
		(Orion工場のBEV生産設備)	(サプライヤー補償)
Q4	6.0	1.8	4.2
		(BrightDropとその他BEV開発・生産資産)	(サプライヤー補償)
FY26 Q1	1.1	0.1	1.0
		(BEV開発・生産資産)	(サプライヤー補償)

出所: 会社資料を基にJ.P.モルガン

図表 20: Ford: BEV損失の内訳

10億ドル

EV関連損失		詳細
FY24 Q1	0.3	Oakville工場のBEV生産設備
Q3	1.0	3列電動SUV開発・生産資産とサプライヤー補償
Q4	0.2	3列電動SUVのサプライヤー補償
FY25 Q1	0.1	3列電動SUVのサプライヤー補償
Q2	0.3	3列電動SUVのサプライヤー補償
Q2	0.2	BlueOval SK工場の電池生産設備
Q4	10.7	電動ピックアップトラックおよびModel e開発・生産資産とサプライヤー補償
Q4	3.2	BlueOval SK JVの解消
Q4	0.8	3列電動SUVのサプライヤー補償
FY26 Q1	0.1	電動ピックアップトラックのサプライヤー補償

出所: 会社資料を基にJ.P.モルガン

図表 21: ホンダ:BEV損失の内訳

10億円

		EV関連損失	詳細
26/3期	1Q	-61.0	GM供給モデルの損失の引当金
	1Q	-61.0	BEV開発資産の除却
	2Q	-101.7	Acura ZDXの販売中止に伴う減損
	3Q	-43.4	中国向けBEVの開発・生産資産の減損
	4Q	-643.9	米国向けBEV 3車種の開発・生産資産の減損
	4Q	-542.6	米国向けBEV 3車種のサプライヤー補償
	4Q	-124.1	中国向けBEVの開発・生産資産の減損
	4Q	-124.1	中国向けBEVの開発・生産資産の減損
27/3期会予		-500.0	米国向けBEV 3車種のサプライヤー補償
合計		-2,077.7	

出所:会社資料を基にJ.P.モルガン

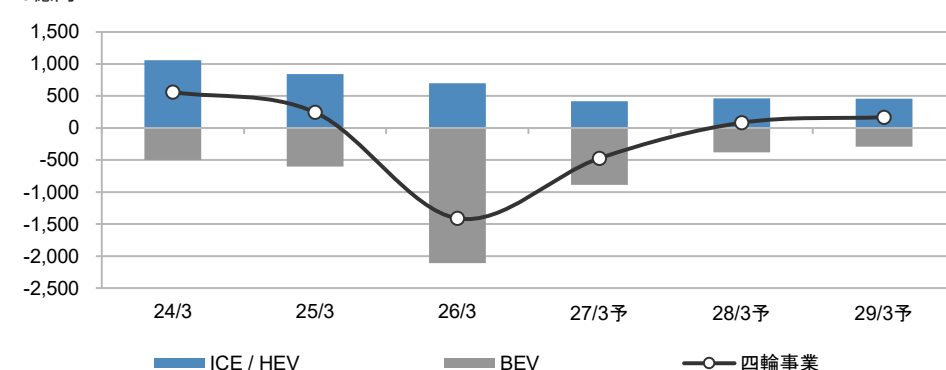
これら一連の損失計上を除外しても、HondaはBEV関連の研究開発投資を3,000億円水準で継続するとしており、28/3期以降のノーマライズドベースのBEV事業は引き続き3,500億円程度の赤字が継続する公算が高いと考える。ICE/HEV事業のノーマライズド営業利益水準は4,000～5,000億円水準と我々は試算している。BEV事業に関連する一連の損失処理が一巡する28/3期以降のHondaの四輪事業は1,000～1,500億円程度がベースラインと考えるべきと現時点では我々は判断している。

一方でHondaは新車サイクルの観点では27年末までは目立った新車投入がなく、次世代(第5世代)HEVについても、27年末の投入を待つ必要がある。

また、ICE/HEV事業においても非米国事業の環境も盤石ではない。ASEANのコアマーケットであるタイにおけるHondaのシェアは25/3期:20%→26/3期:15%の水準まで落ち込んでいる。米国でのBEV事業戦略の見直しに加えて、ASEAN諸国でのICE車両のプロモーション戦略などに注目したい。

図表 22: ホンダ:ICE/HEV事業とBEV事業の営業利益の推移および予想

10億円



出所:会社資料を基にJ.P.モルガン予想

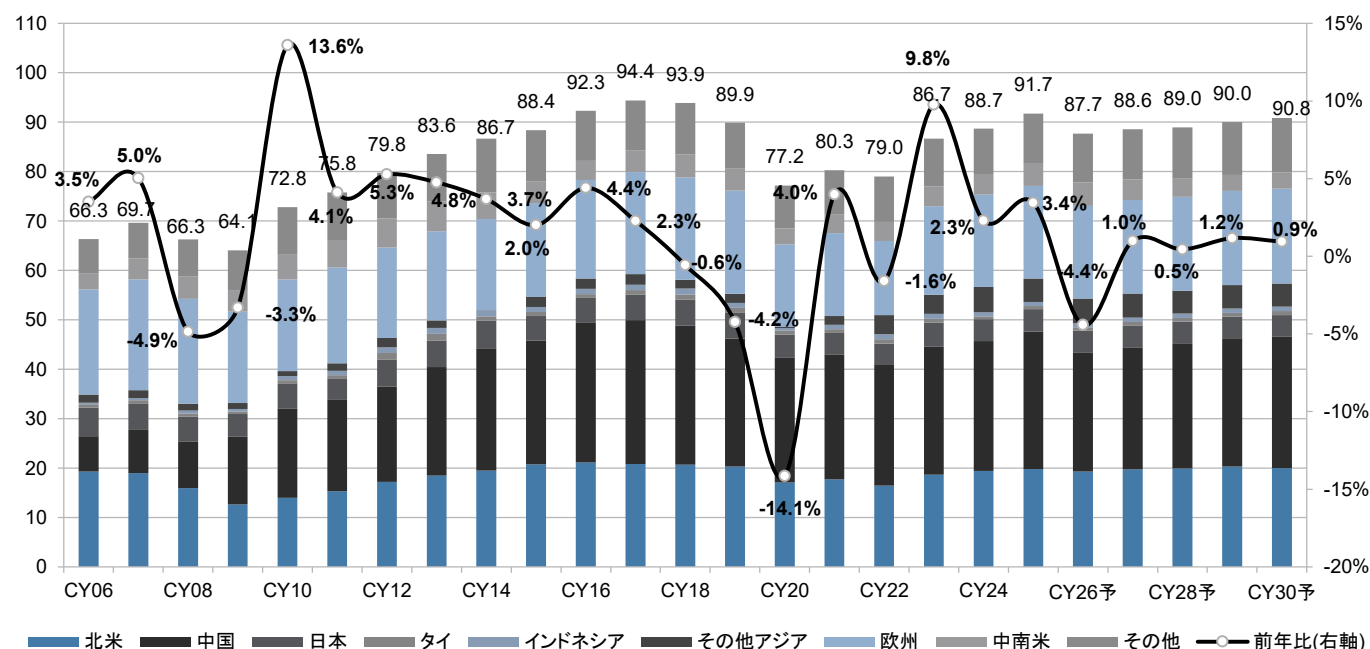
業績予想修正

決算を踏まえて各社の業績予想を修正する。主な前提条件は以下の通り。

- グローバル自動車需要：25年：91.74百万台→26年予：87.69百万台(前年比4.4%減)→27年予：88.55百万台(同：1.0%増)→28年予：88.95百万台(同：0.5%増)
- 米国SAAR：25年：16.40百万台→26年：15.79百万台→27年：16.17百万台→28年：16.33百万台
- 為替前提：26年4-6月以降：155円/ドル、180円/ユーロ、4.60円/バーツ、1.70円/インドルピー

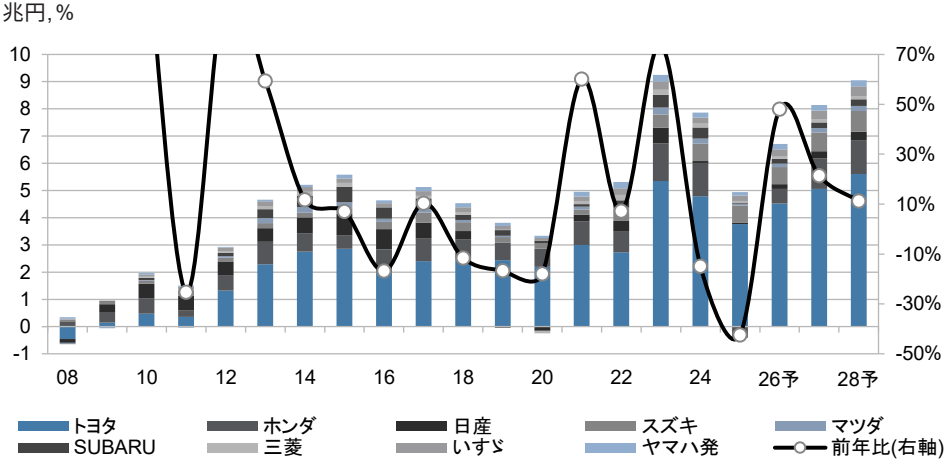
図表 23: J.P.モルガン：グローバル自動車需要予想

百万台, %



出所: Autodata, JADA, CPCA, KAMA, TWMA, SIAM, Astra International, CAMPI, Toyota Motor Thailand, VAMA, Marklines, IHS Automotive を基に J.P.モルガン予想
注: 中国は商用車を除いたベースで世界需要は計算

図表 24: 完成車9社の営業利益の推移および予想



出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想
注: 完成車9社はトヨタ、ホンダ、日産、スズキ、マツダ、SUBARU、三菱自工、いすゞ、ヤマハ発動機の合計

図表 25: 自動車各社予想の為替前提一覧

	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
円/ドル	112.4	136.0	145.0	153.0	151.0	155.0	155.0	155.0
円/ユーロ	130.6	141.0	157.0	164.0	175.0	180.0	180.0	180.0
円/ポンド	3.44	3.84	4.11	4.38	4.67	4.60	4.60	4.60
円/豪ドル	83.1	92.7	95.1	99.6	99.7	98.0	98.0	98.0
円/カナダドル	89.7	102.5	107.2	109.8	109.0	105.0	105.0	105.0
円/インドルピー	1.52	1.70	1.76	1.82	1.72	1.70	1.70	1.70
円/人民元	17.5	19.7	20.0	20.7	21.0	21.0	21.0	21.0

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

各社生産・小売・出荷台数一覧

完成車7社：地域別小売台数前提

図表 26: 完成車7社：地域別小売台数前提

1,000台

	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
トヨタ自動車														
日本	1,488	1,636	1,597	1,569	1,587	1,538	1,396	1,407	1,530	1,505	1,475	1,551	1,595	1,642
北米	2,819	2,765	2,831	2,773	2,696	2,523	2,591	2,400	2,731	2,731	2,927	2,991	3,015	3,111
欧州	851	920	976	998	1,039	976	1,024	1,044	1,157	1,165	1,182	1,247	1,297	1,349
中国	1,190	1,230	1,328	1,485	1,544	2,000	1,915	1,876	1,902	1,789	1,764	1,802	1,865	1,930
アジア	1,239	1,350	1,311	1,407	1,278	997	1,243	1,400	1,403	1,451	1,527	1,593	1,661	1,734
その他	1,572	1,397	1,378	1,315	1,322	1,053	1,345	1,483	1,587	1,632	1,602	1,551	1,726	1,788
合計	9,159	9,298	9,421	9,547	9,466	9,087	9,512	9,610	10,310	10,274	10,477	10,736	11,159	11,554
本田技研工業														
日本	704	711	725	749	689	614	572	561	612	669	609	627	646	666
北米	1,887	1,944	1,945	1,909	1,799	1,594	1,588	1,151	1,547	1,637	1,609	1,691	1,717	1,751
欧州	214	226	222	200	167	124	124	99	94	87	87	71	59	51
中国	1,040	1,304	1,454	1,470	1,444	1,798	1,527	1,240	1,222	805	612	638	666	695
アジア	688	725	792	789	613	430	461	504	488	425	379	398	417	438
その他	167	143	161	150	138	91	91	82	110	134	143	146	146	146
合計	4,699	5,052	5,300	5,267	4,848	4,651	4,362	3,637	4,074	3,763	3,439	3,570	3,651	3,745
日産自動車														
日本	573	557	584	596	534	478	428	454	484	461	399	419	431	444
北米	2,011	2,130	2,091	1,897	1,620	1,213	1,183	1,023	1,262	1,303	1,291	1,322	1,367	1,414
欧州	754	776	756	643	521	391	340	308	361	351	317	330	336	343
中国	1,250	1,355	1,520	1,564	1,547	1,457	1,381	1,045	794	697	653	701	742	786
アジア	357	341	331	324	274	193	190	156	167	145	122	133	147	163
その他	479	467	487	491	434	320	353	318	374	390	369	370	369	366
合計	5,423	5,626	5,770	5,516	4,930	4,052	3,876	3,305	3,442	3,346	3,151	3,274	3,393	3,516
マツダ														
日本	232	203	210	215	202	176	149	164	160	152	144	148	152	157
北米	420	413	435	421	397	403	439	406	514	617	582	606	631	658
欧州	257	262	269	270	264	178	190	160	180	174	164	173	177	180
中国	235	292	322	247	212	228	170	84	97	74	71	74	76	78
アジア他	390	390	394	409	345	301	303	294	289	285	262	267	273	278
合計	1,534	1,559	1,631	1,561	1,419	1,287	1,251	1,110	1,241	1,303	1,223	1,268	1,308	1,351
SUBARU														
日本	151	163	169	140	130	106	90	103	104	109	104	108	111	114
北米	631	678	709	745	730	696	612	610	705	750	687	713	741	766
欧州	47	46	45	47	37	26	27	19	25	25	19	21	23	26
中国	47	43	28	22	22	23	15	11	7	3	2	0	0	0
アジア他	94	81	108	100	84	65	69	78	84	74	70	73	74	75
合計	970	1,011	1,059	1,054	1,003	916	812	821	926	961	883	915	949	980
スズキ														
日本	630	639	668	725	672	647	561	627	674	718	725	751	778	806
北米	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
欧州	207	245	281	278	262	206	225	171	236	220	187	189	191	193
中国	186	148	105	25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
アジア	1,656	1,722	1,988	2,113	1,742	1,560	1,666	1,903	1,971	1,979	2,074	2,247	2,376	2,513
その他	183	164	182	186	175	159	254	299	286	323	334	360	375	390
合計	2,862	2,918	3,224	3,327	2,851	2,571	2,707	3,001	3,167	3,240	3,320	3,548	3,720	3,901
三菱自動車工業														
日本	102	80	98	105	95	73	75	92	111	118	122	118	121	125
北米	135	138	155	173	160	113	156	133	163	186	165	165	171	178
欧州	206	179	193	236	215	144	131	61	59	51	42	44	41	39
中国	80	88	136	141	123	83	64	32	10	0	0	0	0	0
アジア	322	315	432	480	433	294	331	310	262	259	256	252	260	269
その他	203	126	87	109	101	94	180	206	210	227	212	233	257	282
合計	1,048	926	1,101	1,244	1,127	801	937	834	815	841	797	812	851	893
主要完成車7社合計														
日本	3,879	3,988	4,051	4,099	3,909	3,632	3,271	3,409	3,676	3,731	3,578	3,722	3,835	3,955
北米	7,903	8,068	8,167	7,918	7,402	6,542	6,570	5,724	6,923	7,224	7,262	7,489	7,642	7,876
欧州	2,535	2,653	2,743	2,673	2,504	2,046	2,060	1,863	2,114	2,080	1,998	2,075	2,125	2,181
中国	3,981	4,416	4,866	4,932	4,869	5,566	5,057	4,277	4,024	3,365	3,100	3,214	3,349	3,489
アジア	4,745	4,923	5,356	5,621	4,768	3,839	4,262	4,645	4,665	4,618	4,690	4,963	5,208	5,469
その他	2,651	2,340	2,324	2,274	2,192	1,741	2,238	2,398	2,573	2,710	2,663	2,660	2,872	2,971
合計	25,695	26,389	27,506	27,516	25,645	23,366	23,457	22,318	23,974	23,728	23,291	24,123	25,030	25,941

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

完成車7社：地域別出荷台数前提

図表 27: 完成車7社：地域別出荷台数前提

1,000台

	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3	28/3	29/3
トヨタ自動車														
日本	2,059	2,274	2,255	2,226	2,239	2,125	1,925	2,069	1,993	1,990	2,080	2,093	2,140	2,189
北米	2,839	2,837	2,805	2,745	2,714	2,314	2,393	2,407	2,816	2,703	2,933	3,000	3,035	3,131
欧州	844	925	968	994	1,029	960	1,017	1,029	1,191	1,171	1,183	1,248	1,298	1,350
アジア	1,345	1,588	1,543	1,684	1,605	1,222	1,544	1,751	1,803	1,838	1,758	1,867	1,940	2,015
他	1,594	1,347	1,394	1,328	1,372	1,026	1,352	1,565	1,640	1,660	1,641	1,576	1,751	1,813
合計	8,681	8,971	8,965	8,977	8,959	7,647	8,231	8,821	9,443	9,362	9,595	9,784	10,164	10,499
ホンダ														
日本	614	603	627	643	589	520	476	484	525	539	515	538	561	585
北米	1,929	1,970	1,902	1,954	1,825	1,480	1,283	1,195	1,628	1,654	1,605	1,661	1,707	1,751
欧州	172	184	183	169	133	101	100	84	103	93	90	70	53	55
アジア	670	684	725	734	563	390	443	505	468	397	343	348	354	358
他	251	242	252	248	208	126	122	114	132	157	158	164	171	178
合計	3,636	3,683	3,689	3,748	3,318	2,617	2,424	2,382	2,856	2,840	2,711	2,782	2,846	2,926
日産自動車														
日本	552	536	564	575	514	462	418	456	474	439	385	348	360	373
北米	1,996	2,163	2,049	1,849	1,501	1,126	970	1,064	1,341	1,303	1,253	1,312	1,367	1,414
欧州	749	791	793	635	524	350	293	311	364	337	310	313	320	326
アジア	323	395	387	341	300	206	223	207	154	132	83	91	100	110
他	548	523	536	573	511	328	390	413	454	446	404	424	445	467
合計	4,169	4,409	4,329	3,974	3,350	2,471	2,294	2,451	2,786	2,657	2,435	2,488	2,592	2,690
スズキ														
日本	707	709	754	804	742	710	629	705	751	778	787	804	833	863
北米	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
欧州	197	238	263	265	241	198	180	168	233	200	190	192	194	196
アジア	1,654	1,738	2,019	2,113	1,760	1,596	1,731	1,977	2,034	2,090	2,195	2,374	2,509	2,652
他	188	191	210	189	185	166	313	375	352	371	400	478	493	508
合計	2,746	2,876	3,246	3,371	2,928	2,670	2,853	3,225	3,370	3,439	3,572	3,848	4,029	4,218
マツダ														
日本	228	193	199	210	187	166	152	161	156	136	142	147	151	156
北米	439	426	423	424	421	374	386	422	560	643	581	606	631	658
欧州	261	255	265	267	267	172	169	161	202	153	169	173	177	180
アジア他	379	391	386	411	357	278	284	314	284	287	254	259	265	270
合計	1,307	1,265	1,273	1,311	1,232	990	991	1,059	1,202	1,219	1,147	1,185	1,224	1,264
SUBARU														
日本	145	159	163	136	126	102	89	100	99	104	103	108	111	114
北米	630	721	728	717	762	661	555	635	763	732	708	738	766	786
欧州	48	46	48	40	46	18	19	23	27	23	23	31	34	36
アジア他	135	139	128	108	100	79	70	71	87	78	62	63	64	64
合計	958	1,065	1,067	1,001	1,034	860	734	829	976	936	896	940	974	1,001
三菱自動車工業														
日本	246	181	225	251	264	232	192	246	265	259	265	276	284	292
北米	154	169	182	187	158	93	151	149	183	192	165	165	169	173
欧州	233	225	213	243	238	90	110	53	80	31	43	45	42	40
アジア	324	317	434	540	462	258	332	328	258	252	259	265	275	285
他	283	215	206	259	221	151	231	233	243	227	228	234	239	244
合計	1,240	1,107	1,260	1,480	1,343	824	1,016	1,009	1,029	961	960	984	1,009	1,035
主要完成車7社合計														
日本	4,551	4,655	4,787	4,846	4,661	4,317	3,881	4,222	4,262	4,245	4,277	4,312	4,441	4,573
北米	7,987	8,287	8,089	7,875	7,381	6,048	5,738	5,872	7,290	7,226	7,245	7,482	7,674	7,912
欧州	2,504	2,664	2,733	2,613	2,477	1,889	1,888	1,829	2,201	2,008	2,008	2,073	2,117	2,184
アジア	4,830	5,252	5,622	5,931	5,147	4,029	4,627	5,153	5,087	5,074	4,955	5,268	5,507	5,755
他	2,864	2,518	2,598	2,597	2,497	1,797	2,408	2,700	2,821	2,861	2,831	2,876	3,098	3,210
合計	22,737	23,375	23,829	23,862	22,164	18,079	18,543	19,776	21,662	21,414	21,315	22,012	22,837	23,633

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

完成車7社：地域別生産台数前提

図表 28: 完成車7社：地域別生産台数前提

1,000台

	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
トヨタ自動車														
日本	3,171	3,188	3,199	3,213	3,304	2,919	2,761	2,787	3,309	3,236	3,242	3,364	3,437	3,509
北米	2,087	2,121	1,943	1,874	1,819	1,646	1,776	1,838	2,074	2,075	2,183	2,187	2,223	2,239
欧州	655	726	772	780	773	697	707	771	846	811	810	827	845	862
中国	1,071	1,104	1,142	1,351	1,311	1,717	1,698	1,767	1,680	1,549	1,572	1,652	1,749	1,870
アジア	1,488	1,446	1,372	1,244	1,124	896	1,163	1,454	1,539	1,515	1,601	1,617	1,645	1,690
他	457	494	495	476	409	307	467	514	525	493	480	501	541	582
合計	8,930	9,078	8,923	8,937	8,741	8,183	8,572	9,130	9,972	9,679	9,888	10,148	10,438	10,752
本田技研工業														
日本	761	810	829	912	808	687	634	643	707	693	707	723	740	756
北米	1,919	1,937	1,865	1,801	1,736	1,397	1,271	1,249	1,605	1,608	1,552	1,647	1,664	1,680
欧州	128	169	197	184	120	97	46	0	0	0	0	0	0	0
中国	1,057	1,271	1,469	1,497	1,370	1,877	1,620	1,307	1,170	768	637	725	773	821
アジア	711	740	780	795	606	402	487	555	548	472	368	327	325	323
他	157	133	147	148	134	72	84	66	77	101	108	28	38	47
合計	4,731	5,060	5,286	5,338	4,774	4,532	4,143	3,819	4,107	3,643	3,372	3,450	3,538	3,627
日産自動車														
日本	849	1,015	986	901	758	517	446	597	725	641	558	569	459	469
北米	1,825	1,855	1,694	1,587	1,340	953	930	992	1,235	1,178	1,117	1,095	1,109	1,123
欧州	661	730	777	661	508	336	276	288	325	276	279	312	308	303
中国	1,206	1,321	1,506	1,558	1,553	1,442	1,331	1,058	780	665	661	679	696	714
アジア	569	635	564	488	439	295	315	321	240	229	164	241	161	163
他	92	99	145	168	160	91	105	125	126	110	125	148	177	213
合計	5,203	5,654	5,672	5,362	4,757	3,634	3,404	3,381	3,430	3,101	2,903	3,043	2,910	2,985
スズキ														
日本	861	871	971	1,011	944	930	840	954	1,012	995	975	985	995	1,005
欧州	193	203	180	180	160	110	100	142	156	104	105	110	115	121
中国	154	131	87	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
アジア他	1,743	1,870	2,100	2,189	1,863	1,611	1,883	2,114	2,098	2,197	2,453	2,604	2,732	2,867
インド	1,423	1,585	1,781	1,850	1,580	1,440	1,659	1,922	1,984	2,102	2,347	2,495	2,620	2,751
合計	2,951	3,074	3,338	3,394	2,966	2,652	2,822	3,210	3,266	3,296	3,533	3,700	3,843	3,993
マツダ														
日本	989	965	987	1,010	972	748	696	764	799	749	735	745	755	765
北米	214	195	179	168	132	133	131	210	268	328	284	292	309	328
中国	239	292	317	249	214	229	153	73	93	73	95	101	96	89
アジア	126	135	133	140	116	62	43	88	59	57	50	45	40	36
他	5	5	3	2	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0
合計	1,574	1,592	1,619	1,568	1,434	1,172	1,024	1,135	1,219	1,207	1,165	1,182	1,200	1,218
SUBARU														
日本	715	721	701	617	664	525	455	575	602	602	525	625	625	625
北米	236	322	348	370	363	295	272	299	368	345	355	372	389	405
他	78	15	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	1,028	1,058	1,049	987	1,028	820	727	874	970	946	880	997	1,013	1,030
三菱自動車工業														
日本	653	531	590	661	621	367	421	457	497	478	489	509	529	550
北米	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
欧州	22	11	19	36	33	14	23	0	0	0	0	0	0	0
中国	51	76	132	136	106	80	59	27	0	0	0	0	0	0
アジア	360	384	457	574	558	310	475	469	460	390	385	451	455	459
他	84	62	73	35	20	43	47	66	49	44	39	0	0	0
合計	1,205	1,065	1,270	1,442	1,337	814	1,025	1,019	1,006	913	913	960	984	1,009
主要完成車7社合計														
日本	7,999	8,101	8,262	8,324	8,070	6,693	6,253	6,778	7,650	7,394	7,231	7,520	7,540	7,679
北米	6,316	6,430	6,029	5,799	5,390	4,425	4,380	4,588	5,550	5,534	5,490	5,593	5,693	5,776
欧州	1,658	1,839	1,946	1,841	1,594	1,255	1,152	1,202	1,328	1,191	1,194	1,250	1,268	1,286
中国	3,779	4,194	4,652	4,806	4,554	5,344	4,861	4,231	3,722	3,056	2,965	3,156	3,313	3,493
アジア	4,997	5,210	5,406	5,429	4,705	3,576	4,367	5,000	4,943	4,861	5,020			
他	873	807	862	828	724	514	704	771	777	749	752			
合計	25,622	26,581	27,157	27,028	25,037	21,807	21,716	22,569	23,969	22,785	22,653	23,229	23,816	24,233

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想



業績予想修正

図表 29: 日産自動車(7201): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	経常利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/3	12633.2	-0.4	69.8	-87.7	210.2	-70.1	-670.9	-257.2	-192.1	-1.9	0.3	-2.9
26/3	12007.9	-4.9	58.0	-16.9	1.1	-99.5	-533.1	NM	-152.5	-2.4	0.3	-4.8
27/3予(新)	11607.3	-3.3	169.0	191.3	102.5	9381.8	6.9	NM	2.0	186.7	0.3	-3.2
27/3予(旧)	12464.7	3.8	239.8	313.4	255.3	23516.3	181.5	NM	52.0	7.1	0.3	-2.1
27/3予(会)	13000.0	8.3	200.0	244.8	--	--	20.0	NM	5.7	64.2	--	--
28/3予(新)	12099.7	4.2	263.7	56.1	232.0	126.3	165.3	2305.0	47.3	7.8	0.3	-2.7
28/3予(旧)	12948.3	3.9	320.9	33.8	364.1	42.6	265.8	46.4	76.1	4.8	0.3	-1.9
29/3予(新)	12625.7	4.3	315.8	19.7	316.9	36.6	228.8	38.4	65.4	5.6	0.3	-2.6

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

図表 30: いすゞ自動車(7202): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	税引前利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/3	3,208.1	-5.3	229.1	-21.8	240.1	-21.4	134.4	-23.8	188.7	11.8	1.1	5.2
26/3	3,479.1	8.4	203.7	-11.1	230.6	-4.0	134.9	0.4	196.3	11.4	1.0	6.7
27/3予(新)	3,772.3	8.4	277.0	36.0	297.7	29.1	176.3	30.7	274.5	8.1	1.0	5.0
27/3予(旧)	3,860.9	11.0	320.4	57.3	334.0	44.9	193.8	43.7	301.8	7.4	1.0	4.1
27/3予(会)	3,700.0	6.4	260.0	27.6	260.0	12.8	160.0	18.6	232.8	9.6	--	--
28/3予(新)	3,954.0	4.8	322.5	16.4	344.2	15.6	201.3	14.2	337.0	6.6	0.9	4.5
28/3予(旧)	4,046.8	4.8	358.9	12.0	372.7	11.6	222.1	14.6	371.8	6.0	0.9	3.8
29/3予(新)	4,133.6	4.5	353.4	9.6	375.3	9.0	223.9	11.3	405.5	5.5	0.8	4.3

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

図表 31: 三菱自動車工業(7211): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	経常利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/3	2,788.2	0.0	138.8	-27.3	98.6	-52.8	41.0	-73.5	30.6	11.4	0.5	0.3
26/3	2,896.5	3.9	75.5	-45.6	78.9	-20.0	10.0	-75.6	7.5	46.6	0.5	0.6
27/3予(新)	3,152.8	8.8	82.5	9.2	71.2	-9.8	18.3	82.4	13.7	25.6	0.5	0.2
27/3予(旧)	2,979.7	2.9	98.7	30.7	103.9	31.7	57.4	473.3	42.9	8.1	0.5	-1.4
27/3予(会)	3,260.0	12.5	90.0	19.2	80.0	1.4	25.0	149.6	18.7	18.7	--	--
28/3予(新)	3,223.4	2.2	102.4	24.2	90.7	27.5	37.1	103.2	27.7	12.6	0.5	0.1
28/3予(旧)	3,046.8	2.3	117.2	18.8	122.3	17.7	69.6	21.2	52.0	6.7	0.5	-1.3
29/3予(新)	3,297.3	2.3	122.7	19.7	110.3	21.5	51.1	37.5	38.1	9.1	0.5	0.0

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

図表 32: マツダ(7261): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	経常利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/3	5,018.9	4.0	186.1	-25.7	189.0	-41.0	114.1	-45.1	181.0	6.2	0.4	0.6
26/3	4,918.2	-2.0	51.6	-72.3	131.8	-30.2	35.1	-69.2	55.6	20.2	0.4	1.5
27/3予(新)	5,402.8	9.9	131.7	155.4	124.8	-5.4	83.9	139.1	133.0	8.5	0.4	0.6
27/3予(旧)	5,241.2	6.6	108.1	109.6	135.8	3.0	101.3	188.6	160.5	7.0	0.4	1.7
27/3予(会)	5,500.0	11.8	150.0	190.8	140.0	6.2	90.0	156.5	142.7	7.9	--	--
28/3予(新)	5,584.3	3.4	161.6	22.7	174.3	39.8	121.0	44.2	191.8	5.9	0.4	0.3
28/3予(旧)	5,438.1	3.8	165.0	52.6	192.5	41.7	143.7	41.9	227.8	4.9	0.4	1.1
29/3予(新)	5,773.0	3.4	187.5	16.0	201.7	15.7	140.0	15.7	222.0	5.1	0.4	0.1

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

図表 33: 本田技研工業(7267): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	税引前利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/3	21,688.8	6.2	1,213.5	-12.2	1,317.6	-19.8	835.8	-24.5	192.3	7.2	0.5	1.3
26/3	21,796.6	0.5	-414.3	NM	-403.3	NM	-423.9	NM	-97.5	-14.2	0.5	-530.8
27/3予(新)	22,440.8	3.0	531.3	NM	609.4	NM	298.1	NM	68.6	20.2	0.5	2.6
27/3予(旧)	22,018.1	1.0	-160.9	NM	-168.4	NM	-183.7	NM	-47.2	-29.4	0.5	9.8
27/3予(会)	23,150.0	6.2	500.0	NM	500.0	NM	260.0	NM	66.8	20.8	--	--
28/3予(新)	23,018.8	2.6	1,122.4	111.2	1,299.2	113.2	721.7	142.1	166.0	8.4	0.5	1.5
28/3予(旧)	22,588.4	2.6	867.5	NM	869.8	NM	524.3	NM	134.7	10.3	0.5	1.4
29/3予(新)	23,586.5	2.5	1,245.8	11.0	1,459.8	12.4	830.2	15.0	191.0	7.3	0.5	1.3

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

図表 34: スズキ(7269): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	税引前利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/3	5,825.2	8.7	642.9	30.2	730.2	23.4	416.1	31.2	215.7	8.9	1.2	4.3
26/3	6,293.0	8.0	622.9	-3.1	730.7	0.1	439.3	5.6	227.7	8.4	1.1	4.4
27/3予(新)	6,834.7	8.6	634.6	1.9	751.2	2.8	459.1	4.5	238.0	8.1	1.0	4.0
27/3予(旧)	6,689.1	6.3	669.6	7.5	788.1	7.8	483.6	10.1	250.7	7.7	1.0	3.8
27/3予(会)	6,800.0	8.1	570.0	-8.5	660.0	-9.7	380.0	-13.5	197.0	9.7	--	--
28/3予(新)	7,179.2	5.0	690.4	8.8	834.2	11.0	520.9	13.5	270.0	7.1	0.9	3.7
28/3予(旧)	7,002.5	4.7	737.0	10.1	871.1	10.5	545.1	12.7	282.6	6.8	0.9	3.5
29/3予(新)	7,554.1	5.2	757.5	9.7	908.6	8.9	576.3	10.6	298.7	6.4	0.8	3.4

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

図表 35: SUBARU(7270): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	税引前利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/3	4,685.8	-0.4	405.3	-13.4	448.5	-15.8	338.1	-12.2	462.4	5.3	0.7	2.5
26/3	4,785.0	2.1	40.1	-90.1	107.5	-76.0	90.8	-73.1	124.3	19.6	0.6	8.1
27/3予(新)	5,244.6	9.6	165.1	311.6	181.1	68.5	130.3	43.5	178.3	13.7	0.6	3.8
27/3予(旧)	5,235.2	9.4	217.1	441.1	266.3	147.8	186.3	105.1	261.0	9.3	0.6	3.3
27/3予(会)	5,200.0	8.7	150.0	273.9	180.0	67.5	130.0	43.1	179.6	13.6	--	--
28/3予(新)	5,414.5	3.2	212.5	28.7	232.6	28.4	167.4	28.4	229.0	10.7	0.6	3.2
28/3予(旧)	5,350.4	2.2	251.5	15.9	304.9	14.5	213.4	14.5	298.9	8.2	0.6	2.8
29/3予(新)	5,554.3	2.6	240.7	13.2	262.4	12.8	188.9	12.8	258.4	9.4	0.6	2.8

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

図表 36: ヤマハ発動機(7272): 業績予想新旧比較

	売上高 (10億円)	伸率 (%)	営業利益 (10億円)	伸率 (%)	税引前利益 (10億円)	伸率 (%)	当期利益 (10億円)	伸率 (%)	EPS (¥)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)
25/12	2,534.2	-1.6	126.4	-30.4	133.2	-27.3	16.1	-85.1	16.6	76.4	1.1	9.3
26/12予(新)	2,778.9	9.7	187.6	48.4	184.0	38.1	118.9	638.1	122.5	10.4	1.0	7.4
26/12予(旧)	2,753.5	8.7	165.4	30.9	161.7	21.4	93.5	480.2	96.3	13.2	1.2	8.1
26/12予(会)	2,700.0	6.5	180.0	42.4	--	--	100.0	520.8	103.1	12.3	--	--
27/12予(新)	2,971.4	6.9	207.6	10.7	203.1	10.4	120.4	1.3	124.1	10.2	1.1	6.8
27/12予(旧)	2,927.7	6.3	194.5	17.6	189.9	17.4	108.5	16.1	111.8	11.3	1.1	7.2
28/12予(新)	3,093.9	4.1	231.2	11.4	226.7	11.6	132.0	9.6	136.0	9.3	1.0	6.3
28/12予(旧)	3,049.9	4.2	218.2	12.2	213.4	12.4	119.4	10.0	123.0	10.3	1.0	6.6

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 株価は6月2日終値

トヨタ自動車に関しては2026年5月27日付け「[トヨタ自動車\(7203\): モデルアップデート](#)」をご参照ください。

Neutral

7201.T, 7201.JP
株価 (2026年6月2日): 366円
目標株価 (2026年12月): 400円

日本株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3)6736-8646
akira.x.kishimoto@jpmorgan.com
JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (3月期予想)

	旧	新 Δ
調整後営業利益 - 27E (10億円)	240	169-29.5%
調整後営業利益 - 28E (10億円)	321	264-17.8%

スタイルベンチマーク

Quant Factors	Current	Hist %Rank (1=Top)			
	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	38	86	19	2	23
Growth	95	95	100	91	82
Momentum	46	87	100	91	21
Quality	99	99	95	87	97
Low Vol	99	95	95	82	87
ESGQ	97	87	91	23	97

日産自動車 (7201)

構造改革からトップライン成長の見極めヘシフト

投資判断「Neutral」継続、26年12月までの目標株価は400円を継続。27/3期も「Re:Nissan」での固定費/変動費削減効果が加速、新モデルの投入による拡販要因もあり、会社計画を超過達成すると予想。一方で新車は26/3～27/3期に集中しており、構造改革効果が一巡する28/3期以降に着実な利益成長を伴った台数拡大を実現できるかについての見極めが必要であろう。

- 我々の想定以上の業績改善が続く：日産自動車は構造改革「Re:Nissan」のもと、26/3期～27/3期の2ヵ年で固定費：2,500億円削減、変動費：2,500億円削減を計画している。26/3期で固定費は2,000億円の削減が実行され、2ヵ年累計で3,000億円の効果を我々は予想する。一方で変動費は米国「Rogue」の投入を中心に新車効果とともに拡大する特性からも本格的な貢献は27/3期下期以降を予想、2ヵ年の効果は1,500億円を予想する。
- 新型車投入とe-Powerの搭載で拡販を狙う：27/3期は新型車投入が数多く予定されており、日本での「エルグランド」、米国での「Rogue」を中心にモデル投入が相次ぐ。特に「Rogue」や「エルグランド」は第3世代HEVであるe-Powerが搭載され、高速燃費の大幅改善とともにユーザーへの訴求度が上がる可能性が高いであろう。
- コスト削減に依存しない成長確度が欲しい：26/3期4Q決算を受けて業績予想を上方修正、営業利益は27/3期：1,690億円→28/3期：2,637億円→29/3期：3,158億円を予想する。「Re:Nissan」での固定費/変動費削減プログラムが一巡する28/3期以降の平常時にいかに利益成長を伴ったシェアアップを実現できるかが問われる局面が徐々に訪れるだろう。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-6.3%	4.2%	-13.3%	-0.3%
Rel	-21.4%	-1.0%	-13.9%	-41.6%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	3,496
52週レンジ (円)	466-299
時価総額 (10億ドル)	8.0
為替レート	159.66
浮動株比率	63.7%
一日平均売買高 (百万)	29.81
一日平均売買代金 (百万ドル)	68.1
Volatility (90 Day)	45
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	2 13 4

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	12,007.9	11,607.3	12,099.7	12,625.7
EBITDA	319	444	552	618
営業利益	58.0	169.0	263.7	315.8
純利益	(533)	7	165	229
Reported EPS	-152.5	2.0	47.3	65.4
BBG EPS	(156.40)	10.62	47.25	-
営業キャッシュフロー	795	2,577	2,833	2,947
FCFF	(120)	1,550	1,756	1,819
利益率・成長率				
売上高伸び率	-4.9%	-3.3%	4.2%	4.3%
EBITDA利益率	2.7%	3.8%	4.6%	4.9%
EBITDA成長率	-26.3%	38.9%	24.5%	11.9%
EBIT率	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%
純利益率	-4.4%	0.1%	1.4%	1.8%
EPS成長率	-20.6%	-101.3%	2305.0%	38.4%
レシオ				
税率	-19.6%	25.0%	24.0%	24.0%
インタレスト・カバレッジ	7.1	8.6	10.9	13.2
純負債/自己資本比率	0.9	0.9	0.8	0.8
純負債/EBITDA倍率	14.3	10.4	8.1	7.0
ROCE	-42.0%	1.5%	1.8%	2.2%
ROE	-10.9%	0.1%	3.4%	4.6%
バリュエーション				
FCFF利回り	-9.3%	121.1%	137.2%	142.2%
配当利回り (%)	0.0%	0.0%	4.1%	4.1%
EV/Revenue倍率	NM	NM	NM	NM
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM
PER	NM	186.2	7.7	5.6

投資論点とバリュエーション要約

投資論点

短期的には、先進国でのインセンティブコントロールおよびHEV・PHEVを含む新車開発のための固定費増加、中期的には成長戦略として、「Re:Nissan」の進捗と固定費・変動費削減効果に注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は400円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/B=約0.3倍の水準での評価。過去10年間の同社の年度平均の中央値で評価。従来目標株価は株主資本コストと27/3期J.P.モルガン予想ROEを参照していたが、日本国債10年利回りの大幅な変動を考慮し、個社の10年平均に変更。

パフォーマンスドライバー

Market	42%
Sector	6%
Macro	5%
Style	8%
Idiosyn.	39%

Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.58	0.65
Sect: Cons Discretionary	0.58	0.34
Ind: Automobiles & Comp	0.48	0.32
Macro:		
Japan CPI Nationwide YoY	-0.39	-0.36
Nikkei Japan Manufacturing PMI	0.37	0.23
Japan Unemployment Rate SA	0.28	0.15
Quant Styles:		
Value	0.63	0.53
DivYld	0.51	0.43
Growth	-0.56	-0.42

業績予想

図表 37: 日産自動車(7201)：連結損益計算書

10億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
売上高	7,862.6	8,424.6	10,596.7	12,685.7	12,633.2	12,007.9	11,607.3	12,099.7	12,625.7
売上原価	6,811.7	7,070.5	8,882.8	10,618.8	10,939.9	10,467.9	10,010.4	10,347.5	10,756.8
売上総利益	1,050.8	1,354.1	1,713.8	2,066.9	1,693.4	1,540.0	1,596.9	1,752.1	1,868.9
販売管理費	1,201.5	1,106.7	1,336.7	1,498.2	1,623.6	1,482.0	1,427.9	1,488.4	1,553.1
営業利益	-150.7	247.3	377.1	568.7	69.8	58.0	169.0	263.7	315.8
EBITDA	119.6	536.7	693.9	920.1	433.4	319.4	443.8	552.3	617.9
営業外収益	81.5	148.1	280.6	319.9	299.2	140.7	141.0	171.4	204.9
受取利息/受取配当金	16.2	20.0	39.4	63.7	54.5	68.9	68.3	68.0	70.9
持分法投資利益	0.0	94.3	171.3	113.5	91.3	0.0	42.8	72.5	102.1
為替差益	42.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	22.8	33.8	70.0	142.8	153.4	71.8	30.0	30.9	31.8
営業外費用	152.1	89.2	142.3	186.5	158.8	197.6	207.5	203.1	203.7
支払利息	36.5	55.9	63.0	78.0	77.4	113.8	119.8	118.7	117.6
持分法投資損失	55.9	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	5.0	0.0	0.0
為替差損	0.0	8.9	51.9	69.2	49.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	59.7	24.4	27.3	39.3	32.4	81.1	82.7	84.4	86.1
経常利益	-221.2	306.1	515.4	702.2	210.2	1.1	102.5	232.0	316.9
特別利益	26.9	134.0	38.9	27.4	22.8	135.4	0.0	0.0	0.0
特別損失	145.0	55.9	151.9	130.4	646.6	576.8	80.0	0.0	0.0
税引前利益	-339.3	384.2	402.4	599.2	-413.6	-440.4	22.5	232.0	316.9
法人税	92.6	145.4	161.2	149.7	246.5	86.3	5.6	55.7	76.1
実効税率	NM	50.2%	69.8%	30.8%	NM	NM	-27.7%	34.9%	35.4%
少数株主損益	16.8	23.2	19.3	22.9	10.8	6.4	10.0	11.0	12.1
当期利益	-448.7	215.5	221.9	426.6	-670.9	-533.1	6.9	165.3	228.8
[主要指標]									
EPS (円)	-114.6	55.1	56.6	114.1	-192.1	-152.5	2.0	47.3	65.4
DPS (円)	0.0	5.0	10.0	20.0	0.0	0.0	0.0	15.0	15.0
配当性向/%	0.0%	9.1%	17.7%	17.5%	0.0%	0.0%	0.0%	31.7%	22.9%
BPS (円)	1,008	1,170	1,311	1,599	1,420	1,373	1,373	1,404	1,452
ROE /%	-11.2%	5.1%	4.6%	7.7%	-12.3%	-10.9%	0.1%	3.4%	4.6%
ROA /%	-2.7%	1.3%	1.3%	2.3%	-3.5%	-2.7%	0.0%	0.8%	1.1%
手元流動性	2,034.0	1,792.7	2,014.4	2,132.1	2,197.5	2,264.8	2,156.7	2,248.2	2,345.9
有利子負債	5,758.4	5,745.8	5,817.7	6,452.4	6,103.9	6,844.3	6,781.6	6,720.1	6,659.8
D/Eレシオ	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	1.6	1.6	1.5	1.5
ネットD/Eレシオ	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	1.1	1.1	1.0	1.0
発行済株式数 (100万株)	3,914.1	3,914.5	3,917.4	3,740.2	3,492.3	3,496.4	3,496.4	3,496.4	3,496.4
設備投資	405.4	345.0	350.8	486.1	577.3	499.2	480.0	489.6	499.4
減価償却費	270.3	289.4	316.8	351.4	363.6	261.4	274.8	288.6	302.2
研究開発費	503.5	484.1	522.2	609.9	619.0	562.5	540.0	567.0	595.4
対売上高構成比 /%									
営業利益	-1.9%	2.9%	3.6%	4.5%	0.6%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%
経常利益	-2.8%	3.6%	4.9%	5.5%	1.7%	0.0%	0.9%	1.9%	2.5%
当期利益	-5.7%	2.6%	2.1%	3.4%	-5.3%	-4.4%	0.1%	1.4%	1.8%
対前期比 /%									
売上高	-20.4%	7.1%	25.8%	19.7%	-0.4%	-4.9%	-3.3%	4.2%	4.3%
営業利益	NM	NM	52.5%	50.8%	-87.7%	-16.9%	191.3%	56.1%	19.7%
経常利益	NM	NM	68.4%	36.2%	-70.1%	-99.5%	9381.8%	126.3%	36.6%
当期利益	NM	NM	3.0%	92.3%	NM	NM	NM	2305.0%	38.4%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 38: 日産自動車(7201)：連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書

10億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
手元流動性	2,034.0	1,792.7	2,014.4	2,132.1	2,197.5	2,264.8	2,156.7	2,248.2	2,345.9
現預金	1,871.8	1,432.0	1,798.5	1,896.4	1,961.5	1,575.4	1,467.4	1,558.8	1,656.6
有価証券他	162.2	360.6	215.9	235.7	236.0	689.4	689.4	689.4	689.4
売上債権	518.5	402.5	585.6	635.3	577.9	644.3	590.7	615.8	642.6
販売金融債権	6,213.8	6,274.8	6,480.6	7,418.2	7,239.1	7,371.2	7,371.2	7,371.2	7,371.2
棚卸資産	1,139.6	1,364.5	1,703.2	2,055.6	1,672.3	1,629.2	1,595.7	1,663.4	1,735.7
その他流動資産	443.8	481.6	584.4	642.3	636.7	765.9	835.9	905.9	975.9
流動資産合計	10,349.7	10,316.0	11,368.2	12,883.6	12,323.5	12,675.5	12,550.3	12,804.5	13,071.3
有形固定資産	4,378.6	4,366.0	4,369.3	4,763.5	4,332.1	4,530.4	4,735.6	4,936.6	5,133.8
無形固定資産	121.2	119.2	172.5	186.5	216.6	167.8	168.3	168.8	169.3
投資その他資産	1,602.6	1,570.3	1,688.6	2,021.6	2,152.0	2,438.8	2,428.8	2,428.8	2,428.8
資産合計	16,452.1	16,371.5	17,598.6	19,855.2	19,024.1	19,812.4	19,883.0	20,338.7	20,803.2
短期借入	2,738.3	2,302.0	2,187.2	2,059.0	2,757.8	3,090.5	3,078.7	3,067.0	3,055.4
支払債務	1,502.0	1,395.6	1,912.2	2,229.2	2,070.4	2,142.6	2,036.2	2,122.6	2,214.8
その他流動負債	2,486.1	2,445.5	2,669.9	2,638.7	3,242.0	2,891.2	3,129.5	3,453.1	3,714.9
流動負債合計	6,726.4	6,143.2	6,769.3	6,926.9	8,070.2	8,124.3	8,244.4	8,642.7	8,985.2
長期借入	2,046.6	2,263.3	2,058.1	2,351.2	1,708.5	2,671.3	2,671.3	2,671.3	2,671.3
社債	2,173.7	1,775.2	2,013.3	2,921.6	2,661.4	2,539.8	2,489.0	2,439.3	2,390.5
退職給付引当金	257.5	191.1	184.9	154.4	164.5	150.1	150.1	150.1	150.1
その他固定負債	908.0	969.1	957.9	1,030.4	974.1	1,085.3	1,085.3	1,085.3	1,085.3
固定負債合計	5,385.9	5,198.7	5,214.1	6,457.7	5,508.5	6,446.5	6,395.7	6,345.9	6,297.1
負債合計	12,112.2	11,341.9	11,983.4	13,384.6	13,578.7	14,570.8	14,640.1	14,988.5	15,282.3
資本金	605.8	605.8	605.8	605.8	605.8	605.8	605.8	605.8	605.8
資本剰余金	817.1	816.5	811.2	826.2	825.8	841.5	841.5	841.5	841.5
利益剰余金	3,629.9	3,843.5	4,047.9	4,285.5	3,415.5	2,870.7	2,877.5	2,990.4	3,166.8
自己株式他	-139.3	-138.1	-136.2	-111.4	-88.3	-86.8	-86.8	-86.8	-86.8
株主資本合計	4,913.6	5,127.7	5,328.7	5,606.1	4,758.8	4,231.1	4,238.0	4,350.9	4,527.2
評価・換算差額等	-969.0	-547.1	-193.8	375.9	199.8	567.9	562.2	556.6	551.0
少数株主持分	395.2	449.0	480.2	488.6	486.8	442.7	442.7	442.7	442.7
純資産合計	4,339.8	5,029.6	5,615.1	6,470.5	5,445.3	5,241.7	5,242.9	5,350.1	5,520.9
負債・純資産合計	16,452.1	16,371.5	17,598.6	19,855.2	19,024.1	19,812.4	19,883.0	20,338.7	20,803.2

連結キャッシュ・フロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
税引前当期純利益	-339.3	384.2	402.4	599.2	-413.6	-440.4	22.5	232.0	316.9
減価償却費	708.7	689.0	693.7	678.0	697.0	628.3	660.4	693.7	726.3
運転資本増減	166.9	-286.7	179.0	139.4	375.6	265.0	-19.2	-6.4	-6.8
その他	786.5	60.6	-54.1	-455.7	94.7	341.8	1,913.4	1,913.7	1,910.8
営業キャッシュ・フロー	1,322.8	847.2	1,221.1	960.9	753.7	794.7	2,577.2	2,833.0	2,947.2
設備投資	-405.4	-345.0	-350.8	-486.1	-577.3	-499.2	-480.0	-489.6	-499.4
リース車両	-109.3	-74.0	-131.6	-462.8	-556.9	-644.1	-623.3	-659.1	-695.9
その他	145.6	272.1	35.4	136.2	162.9	229.0	76.4	71.4	67.4
投資キャッシュ・フロー	-369.1	-146.8	-447.0	-812.7	-971.2	-914.3	-1,026.9	-1,077.3	-1,127.9
フリーキャッシュ・フロー	953.7	700.4	774.0	148.2	-217.5	-119.6	1,550.3	1,755.7	1,819.3
長期借入金増減	-182.8	-1,110.1	-107.1	690.8	499.0	-409.7	-50.8	-49.8	-48.8
短期借入金増減	-1,055.8	120.6	-149.4	-380.8	41.9	154.5	-11.8	-11.7	-11.6
配当金支払い	-15.0	-14.2	-28.0	-117.2	-62.6	-44.9	-18.0	-35.5	-70.4
その他	613.9	-89.0	-386.1	-324.4	-215.1	352.0	-1,945.8	-1,945.8	-1,945.8
財務キャッシュ・フロー	-639.7	-1,092.6	-670.6	-131.6	263.3	51.9	-2,026.4	-2,042.7	-2,076.6
為替変動によるキャッシュ・バランス	76.9	145.0	112.4	95.1	25.6	135.0	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物増加	391.0	-241.3	221.7	111.8	71.3	67.3	-108.1	91.5	97.7
現金及び現金同等物期首残高	1,643.0	2,034.0	1,792.7	2,014.4	2,126.2	2,197.5	2,264.8	2,156.7	2,248.2
現金及び現金同等物期末残高	2,034.0	1,792.7	2,014.4	2,126.2	2,197.5	2,264.8	2,156.7	2,248.2	2,345.9

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 39: 日産自動車(7201)：自動車事業前提詳細

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 予	28/3 予	29/3 予
世界生産能力									
日本	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	910	910
北米	1,820	1,820	1,680	1,680	1,680	1,680	1,530	1,530	1,530
米国	820	820	780	780	780	780	780	780	780
メキシコ	1,000	1,000	900	900	900	900	750	750	750
南米	200	200	200	200	200	200	200	200	200
欧州	580	580	420	420	420	420	420	420	420
アジア	2,739	2,489	2,374	2,374	2,374	2,374	2,224	2,024	2,024
中国	1,770	1,770	1,770	1,770	1,770	1,770	1,770	1,770	1,770
その他アジア	969	719	604	604	604	604	454	254	254
その他	117	117	117	117	117	117	117	117	117
生産能力合計	6,606	6,356	5,941	5,941	5,941	5,941	5,641	5,201	5,201
世界生産台数									
日本	517	446	597	725	641	558	569	459	469
北米	953	930	992	1,235	1,178	1,117	1,095	1,109	1,123
米国	429	456	556	606	500	505	645	652	659
メキシコ	524	475	436	629	678	612	449	457	464
欧州	336	276	288	325	276	279	312	308	303
アジア	1,737	1,646	1,378	1,020	895	824	919	857	877
中国	1,442	1,331	1,058	780	665	661	679	696	714
タイ	114	104	80	94	63	36	38	40	42
インドネシア	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他アジア	181	212	241	146	166	128	203	121	122
その他	91	105	125	126	110	125	148	177	213
生産合計	3,634	3,404	3,381	3,430	3,101	2,903	3,043	2,910	2,985
稼働率 / %									
日本	45%	39%	52%	63%	56%	48%	49%	50%	51%
海外	57%	57%	58%	56%	51%	49%	55%	57%	59%
世界平均	55%	54%	57%	58%	52%	49%	54%	56%	57%
連結出荷台数									
日本	462	418	456	474	439	385	348	360	373
北米	1,126	970	1,064	1,341	1,303	1,253	1,312	1,367	1,414
欧州	350	293	311	364	337	310	313	320	326
アジア	206	223	207	154	132	83	91	100	110
中国	2	2	0	1	0	0	0	0	0
その他アジア	204	221	207	153	132	83	91	100	110
その他	328	390	413	454	446	404	424	445	467
合計	2,471	2,294	2,451	2,786	2,657	2,435	2,488	2,592	2,690
世界小売台数									
日本	478	428	454	484	461	399	419	431	444
北米	1,213	1,183	1,023	1,262	1,303	1,291	1,322	1,367	1,414
米国	927	893	764	916	938	906	924	961	1,000
欧州	391	340	308	361	351	317	330	336	343
アジア	1,649	1,572	1,201	961	841	775	834	889	950
中国	1,457	1,381	1,045	794	697	653	701	742	786
タイ	40	29	20	14	9	9	17	25	33
インドネシア	9	4	3	2	1	1	4	8	12
その他アジア	144	157	133	151	135	112	112	114	118
その他	320	353	318	374	390	369	370	369	366
小売台数合計	4,052	3,876	3,305	3,442	3,346	3,151	3,274	3,393	3,516
世界電動車小売台数									
SHEV		177	216	288	283	285	270	280	310
MHEV		168	189	145	132	140	160	120	100
PHEV		0	0	21	5	7	8	10	10
BEV		88	144	127	116	160	200	300	325
電動車普及率									
SHEV		5%	7%	8%	8%	9%	8%	8%	9%
MHEV		4%	6%	4%	4%	4%	5%	4%	3%
PHEV		0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
BEV		2%	4%	4%	3%	5%	6%	9%	9%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 40: 日産自動車(7201)：四半期連結損益計算書

10 億円, %

	26/3				27/3				27/3		28/3		25/3	26/3	27/3	28/3	29/3
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	145.0	147.5	154.0	157.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	153.0	150.7	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	164.0	172.3	179.0	183.7	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	164.0	174.6	180.0	180.0	180.0
元/円	20.4	19.3	19.7	20.5	20.9	20.7	20.7	20.7	20.8	20.7	20.7	20.7	21.3	20.0	20.7	20.7	20.7
売上高	2,706.9	2,871.8	2,999.3	3,429.9	2,782.6	2,792.6	2,768.1	3,264.0	5,575.2	6,032.1	5,812.5	6,287.2	12,633.2	12,007.9	11,607.3	12,099.7	12,625.7
売上原価	2,470.5	2,444.8	2,612.7	2,939.9	2,381.1	2,416.3	2,397.0	2,816.0	4,797.4	5,213.0	4,959.3	5,388.2	10,939.9	10,467.9	10,010.4	10,347.5	10,756.8
売上総利益	236.4	427.0	386.5	490.0	401.5	376.3	371.1	448.0	777.7	819.1	853.2	898.9	1,693.4	1,540.0	1,596.9	1,752.1	1,868.9
販売管理費	78.0	613.0	369.0	421.9	342.3	343.5	340.5	401.5	685.8	742.0	715.0	773.4	1,623.6	1,482.0	1,427.9	1,488.4	1,553.1
営業利益	-79.1	51.5	17.5	68.1	59.2	32.7	30.6	46.5	91.9	77.1	138.2	125.5	69.8	58.0	169.0	263.7	315.8
EBITDA	-15.5	117.1	83.0	134.8	127.9	101.4	99.3	115.2	229.3	214.5	282.5	269.8	433.4	319.4	443.8	552.3	617.9
営業外収益	39.1	19.7	39.3	42.5	33.5	33.8	36.8	36.9	67.3	73.7	82.4	89.0	299.2	140.7	141.0	171.4	204.9
受取利息/受取配当金	17.3	20.3	15.7	15.5	17.1	17.1	17.1	17.1	34.1	34.1	34.0	34.0	54.5	68.9	68.3	68.0	70.9
持分法投資利益	0.0	0.0	0.0	0.0	9.0	9.2	12.2	12.4	18.2	24.6	32.9	39.6	91.3	0.0	42.8	72.5	102.1
為替差益	14.5	-14.5	19.7	-19.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	7.3	14.0	3.9	46.7	7.5	7.5	7.5	7.5	15.0	15.0	15.5	15.5	153.4	71.8	30.0	30.9	31.8
営業外費用	69.2	39.9	89.7	-1.3	55.6	50.6	50.6	50.6	106.3	101.3	101.5	101.5	158.8	197.6	207.5	203.1	203.7
支払利息	19.7	30.6	33.1	30.4	29.9	29.9	29.9	29.9	59.9	59.9	59.3	59.3	77.4	113.8	119.8	118.7	117.6
持分法投資損失	16.5	-7.0	28.1	-35.0	5.0	0.0	0.0	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	5.0	0.0	0.0
為替差損	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	49.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	33.0	16.2	28.5	3.4	20.7	20.7	20.7	20.7	41.4	41.4	42.2	42.2	32.4	81.1	82.7	84.4	86.1
経常利益	-109.2	31.3	-32.9	111.9	37.1	15.9	16.7	32.8	52.9	49.6	119.0	113.0	210.2	1.1	102.5	232.0	316.9
特別利益	38.7	6.3	81.7	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.8	135.4	0.0	0.0	0.0
特別損失	57.6	131.1	35.4	352.8	40.0	40.0	0.0	0.0	80.0	0.0	0.0	0.0	646.6	576.8	80.0	0.0	0.0
税引前利益	-128.1	-93.4	13.4	-232.3	-2.9	-24.1	16.7	32.8	-27.1	49.6	119.0	113.0	-413.6	-440.4	22.5	232.0	316.9
法人税	-14.1	11.5	38.5	50.4	-0.7	-6.0	4.2	8.2	-6.8	12.4	28.6	27.1	246.5	86.3	5.6	55.7	76.1
実効税率	11.0%	NM	287.1%	NM	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	24.0%	24.0%	NM	NM	-27.7%	34.9%	35.4%
少数株主損益	1.8	1.3	3.2	0.2	2.5	2.5	2.5	2.5	5.0	5.0	5.5	5.5	10.8	6.4	10.0	11.0	12.1
当期利益	-115.8	-106.2	-28.3	-282.9	-4.7	-20.6	10.1	22.1	-25.3	32.2	84.9	80.4	-670.9	-533.1	6.9	165.3	228.8
EPS (円)	-33.2	-30.4	-8.1	-80.9	-1.3	-5.9	2.9	6.3	-7.2	9.2	24.3	23.0	-192.1	-152.5	2.0	47.3	65.4
設備投資	127.4	104.7	117.2	149.9	120.0	120.0	120.0	120.0	240.0	240.0	244.8	244.8	577.3	499.2	480.0	489.6	499.4
減価償却費	63.6	65.6	65.5	66.7	68.7	68.7	68.7	68.7	137.4	137.4	144.3	144.3	363.6	261.4	274.8	288.6	302.2
研究開発費	140.3	134.5	137.7	150.0	135.0	135.0	135.0	135.0	270.0	270.0	283.5	283.5	619.0	562.5	540.0	567.0	595.4

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

日産自動車 (7201) (Neutral; 目標株価: 400円)

投資論点

短期的には、先進国でのインセンティブコントロールおよびHEV・PHEVを含む新車開発のための固定費増加、中期的には成長戦略として、「Re:Nissan」の進捗と固定費・変動費削減効果に注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は400円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/B=約0.3倍の水準で評価。過去10年間の同社の年度平均の中央値で評価。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 北米収益の早期改善
- 北米ライトトラック市場の更なる回復
- 160円/ドルを超える円安の進行

ダウンサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 北米収益回復の遅れ
- 130円/ドルを超える円高の進行

Nissan Motor (7201): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Revenue	12,633.2	12,007.9	11,607.3	12,099.7	12,625.7	Cash flow from operating activities	754	795	2,577	2,833	2,947
COGS	(10,940)	(10,468)	(10,010)	(10,348)	(10,757)	o/w Depreciation & amortization	697	628	660	694	726
Gross profit	1,693	1,540	1,597	1,752	1,869	o/w Changes in working capital	376	265	(19)	(6)	(7)
SG&A	(1,624)	(1,482)	(1,428)	(1,488)	(1,553)	Cash flow from investing activities	(971)	(914)	(1,027)	(1,077)	(1,128)
EBITDA	433	319	444	552	618	o/w Capital expenditure	(577)	(499)	(480)	(490)	(499)
D&A	(364)	(261)	(275)	(289)	(302)	as % of sales	4.6%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%
EBIT	69.8	58.0	169.0	263.7	315.8	Cash flow from financing activities	263	52	(2,026)	(2,043)	(2,077)
Net Interest	(23)	(45)	(52)	(51)	(47)	o/w Dividends paid	(63)	(45)	(18)	(35)	(70)
PBT	-413.6	-440.4	22.5	232.0	316.9	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(246)	(86)	(6)	(56)	(76)	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(11)	(6)	(10)	(11)	(12)	Net change in cash	71	67	(476)	(287)	(257)
Net Income	(671)	(533)	7	165	229	Adj. Free cash flow to firm	(218)	(120)	1,550	1,756	1,819
Reported EPS	-192.1	-152.5	2.0	47.3	65.4	y/y Growth	-246.8%	-45.0%	-1395.9%	13.3%	3.6%
DPS	0.00	0.00	0.00	15.00	15.00						
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	31.7%	22.9%						
Shares outstanding	3,714	3,714	3,714	3,714	3,714						
Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Cash and cash equivalents	1,962	1,575	1,467	1,559	1,657	Gross margin	13.4%	12.8%	13.8%	14.5%	14.8%
Accounts receivable	578	644	591	616	643	EBITDA margin	3.4%	2.7%	3.8%	4.6%	4.9%
Inventories	1,672	1,629	1,596	1,663	1,736	EBIT margin	0.6%	0.5%	1.5%	2.2%	2.5%
Other current assets	8,112	8,826	8,896	8,966	9,036	Net profit margin	-5.3%	-4.4%	0.1%	1.4%	1.8%
Current assets	12,323	12,676	12,550	12,804	13,071	ROE	-12.3%	-10.9%	0.1%	3.4%	4.6%
PP&E	4,332	4,530	4,736	4,937	5,134	ROA	-3.5%	-2.7%	0.0%	0.8%	1.1%
LT investments	2,149	2,429	2,429	2,429	2,429	ROCE	-0.1%	-42.0%	1.5%	1.8%	2.2%
Other non current assets	220	178	168	169	169	SG&A/Sales	12.9%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
Total assets	19,024	19,812	19,883	20,339	20,803	Net debt/Equity	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
Short term borrowings	2,758	3,091	3,079	3,067	3,055	Net debt/EBITDA	9.0	14.3	10.4	8.1	7.0
Payables	2,070	2,143	2,036	2,123	2,215	Sales/Assets (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Other short term liabilities	3,242	2,891	3,130	3,453	3,715	Assets/Equity (x)	3.6	4.0	4.1	4.1	4.1
Current liabilities	8,070	8,124	8,244	8,643	8,985	Interest cover (x)	18.9	7.1	8.6	10.9	13.2
Long-term debt	4,370	5,211	5,160	5,111	5,062	Operating leverage	21196.9%	341.3%	-5735.2%	1321.3%	454.1%
Other long term liabilities	1,139	1,235	1,235	1,235	1,235	Tax rate	-59.6%	-19.6%	25.0%	24.0%	24.0%
Total liabilities	13,579	14,571	14,640	14,989	15,282	Revenue y/y Growth	-0.4%	-4.9%	-3.3%	4.2%	4.3%
Shareholders' equity	4,959	4,799	4,800	4,907	5,078	EBITDA y/y Growth	-52.9%	-26.3%	38.9%	24.5%	11.9%
Minority interests	487	443	443	443	443	EPS y/y growth	-268.4%	-20.6%	-101.3%	2305.0%	38.4%
Total liabilities & equity	19,024	19,812	19,883	20,339	20,803						
BVPS	1,419.86	1,372.56	1,372.90	1,403.58	1,452.42	Valuation					
y/y Growth	-11.2%	-3.3%	0.0%	2.2%	3.5%		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Net debt/(cash)	3,906	4,579	4,625	4,472	4,314	P/E (x)	NM	NM	186.2	7.7	5.6
						P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA (x)	NM	NM	NM	NM	NM
						Dividend Yield	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	4.1%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Overweight

7202.T, 7202.JP

株価 (2026年6月2日): 2,238円

▼目標株価 (2026年12月): 3,100円

従来 (2026年12月): 3,400円

日本株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3)6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (3月期予想)

	旧	新	Δ
調整後営業利益 - 27E (10億円)	320	277	-13.6%
調整後営業利益 - 28E (10億円)	359	322	-10.2%

スタイルベンチマーク

Quant Factors	Current	Hist %Rank (1=Top)			
	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	19	16	25	21	14
Growth	42	44	53	21	65
Momentum	23	70	87	67	38
Quality	52	59	61	23	63
Low Vol	29	27	33	40	72
ESGQ	33	25	10	6	29

いすゞ自動車 (7202)

中東リスクを踏まえても堅調な成長持続を予想。コア推奨銘柄

26/3期4Q決算を踏まえて業績予想を修正、26年12月までの目標株価は3,100円(従来は3,400円)。中東影響はテールリスクとして認識するが、日本でのトラック値上げ効果や北米トラック事業の在庫調整完了を主因に着実な収益拡大が続くという見方に変更なし。中東影響として200億円の営業減益を27/3期J.P.モルガン予想に織り込むが、27/3期に過去最高益を更新する公算は高く、完成車のコア銘柄の1つとしてOverweight推奨を継続する。

- 中東向けCV販売は減速も豪州や米国で相殺の構図：昨今の中東情勢を受け、中東向けCV販売の減少は避けられず、27/3期の中東CV販売台数は27千台と26/3期の39千台から大きく減少すると予想。一方、中東向け販売減少はその他産油国向けの拡販やシェア拡大が続く豪州、米国での在庫調整完了に伴う出荷台数回復などで相殺されよう。むしろ台あたり限界利益が高い地域の貢献によりカンントリーミックスは好転する公算が高い。
- LCVの回復は鈍いがもはや連結業績への影響は軽微：タイLCV事業(ピックアップトラックがメイン)は、タイピックアップトラック市場が底打ちのタイミングで中東情勢が重なったことで回復時期の後ズレは避けられないであろう。特にタイではディーゼル価格の上昇に伴うピックアップトラック需要への影響を注視する必要がある。J.P.モルガンでは27/3期のタイLCV出荷台数を67千台(前期比：11%増)の回復予想に留めるが、タイからの輸出台数は171千台(前期比：1%減)と安定的な推移を予想する。全社収益に与えるタイLCV事業の影響はもはや大きくない。
- 業績予想修正：上記を踏まえて連結業績予想を修正。27/3期の営業利益は中東影響として新たに200億円を織り込み、原材料高影響は前期比350億円の減益要因を予想するが、台数/構成で400億円、価格効果で650億円、アフター収益で130億円の増益などを含めて過去最高益の更新が可能と考える。連結営業利益予想は27/3期：2,770億円→28/3期：3,225億円→29/3期：3,534億円を予想する。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-8.3%	5.5%	-22.0%	16.9%
Rel	-23.4%	0.3%	-22.6%	-24.4%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	642
52週レンジ (円)	2,929-1,785
時価総額 (10億ドル)	9.0
為替レート	159.66
浮動株比率	74.1%
一日平均売買高 (百万)	2.70
一日平均売買代金 (百万ドル)	39.5
Volatility (90 Day)	40
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	7 6 1

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	3,479.1	3,772.3	3,954.0	4,133.6
EBITDA	287	371	422	459
営業利益	203.7	277.0	322.5	353.4
純利益	134.9	176.3	201.3	223.9
Reported EPS	196.3	274.5	337.0	405.5
BBG EPS	199.84	260.83	288.90	-
営業キャッシュフロー	247	260	268	297
FCFF	77	71	75	101
利益率・成長率				
売上高伸び率	8.4%	8.4%	4.8%	4.5%
EBITDA利益率	8.3%	9.8%	10.7%	11.1%
EBITDA成長率	-7.2%	29.1%	13.9%	8.7%
EBIT率	5.9%	7.3%	8.2%	8.5%
純利益率	3.9%	4.7%	5.1%	5.4%
EPS成長率	4.0%	39.8%	22.8%	20.3%
レシオ				
税率	24.3%	24.0%	27.0%	27.0%
インタレスト・カバレッジ	NM	NM	NM	NM
純負債/自己資本比率	0.3	0.2	0.3	0.0
純負債/EBITDA倍率	1.7	1.1	1.1	0.0
ROCE	7.1%	9.1%	10.1%	11.8%
ROE	9.2%	11.9%	13.5%	14.7%
バリュエーション				
FCFF利回り	5.0%	4.9%	5.6%	8.1%
配当利回り (%)	4.1%	5.4%	6.3%	6.3%
EV/Revenue倍率	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.7	5.0	4.5	4.3
PER	11.4	8.2	6.6	5.5

投資論点とバリュエーション要約

投資論点

主力のLCV事業におけるタイ市場を中心とした競争優位性の確保、ならびに今後のカーボンニュートラルを見据えてのトラックの電動化/ゼロエミッション化戦略が重要な論点となる。Volvoとのアライアンスを含めて、同社としてトラックの電動化戦略の明確化が今後必要となるであろう。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は3,100円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/E=約11倍の水準での評価を継続。ROE水準の着実な切り上がりを背景に同社の過去10年平均の中央値+1標準偏差の水準で評価。業績予想修正に基づき目標株価修正。

パフォーマンスドライバー

Market	26%
Sector	10%
Macro	3%
Style	10%
Idiosyn.	51%

Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.41	0.50
Sect: Cons Discretionary	0.61	0.39
Ind: Automobiles & Comp	0.45	0.37
Macro:		
JPM JPY Tradeable Currency	-0.28	-0.24
Japan CPI Nationwide YoY	-0.21	-0.19
Nikkei Japan Manufacturing PMI	0.28	0.19
Quant Styles:		
Value	0.58	0.50
DivYld	0.54	0.46
Growth	-0.59	-0.40

業績予想

図表 41: いすゞ自動車(7202)：連結損益計算書

10 億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
売上高	1,908.2	2,514.3	3,195.5	3,386.7	3,208.1	3,479.1	3,772.3	3,954.0	4,133.6
売上原価	1,605.1	2,056.1	2,600.3	2,706.4	2,567.4	2,814.2	3,208.7	3,331.0	3,466.1
売上総利益	303.0	458.2	595.2	680.2	640.6	664.9	563.6	623.0	667.5
販売管理費	207.3	271.0	341.6	387.1	411.5	466.2	286.7	300.5	314.2
営業利益	95.7	187.2	253.5	293.1	229.1	203.7	277.0	322.5	353.4
EBITDA	162.0	262.5	334.1	379.5	309.4	287.2	370.8	422.4	459.2
金融収益	5.5	8.6	11.1	16.0	18.2	20.2	20.5	21.6	22.6
金融費用	2.9	2.1	2.2	4.2	5.0	8.3	9.8	9.9	10.8
持分法投資損益	5.1	9.6	5.8	2.7	10.3	15.0	10.0	10.0	10.0
税引前利益	86.8	204.3	269.8	305.6	240.1	230.6	297.7	344.2	375.3
法人税	34.3	47.6	73.2	84.2	65.5	56.0	71.5	92.9	101.3
実効税率	39.5%	23.3%	27.1%	27.6%	27.3%	24.3%	24.0%	27.0%	27.0%
少数株主損益	9.8	30.5	44.9	44.9	40.3	39.7	50.0	50.0	50.0
当期利益	42.7	126.2	151.7	176.4	134.4	134.9	176.3	201.3	223.9
[主要指標]									
EPS (円)	57.9	162.8	195.8	235.7	188.7	196.3	274.5	337.0	405.5
DPS (円)	30.0	66.0	79.0	92.0	92.0	92.0	120.0	140.0	140.0
配当性向/%	51.8%	40.5%	40.4%	39.0%	48.8%	46.9%	43.7%	41.5%	34.5%
BPS (円)	1,385	1,541	1,688	1,951	2,026	2,153	2,304	2,509	2,800
ROE /%	4.3%	11.4%	12.1%	12.7%	9.3%	9.5%	11.9%	13.5%	14.7%
ROA /%	1.9%	4.9%	5.1%	5.6%	4.1%	3.9%	4.7%	5.2%	5.6%
手元流動性	404.8	356.0	383.6	400.8	358.7	376.2	398.5	417.6	436.6
有利子負債	296.1	505.8	482.9	523.9	562.4	857.4	808.6	879.2	956.4
D/Eレシオ	0.3	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
ネットD/Eレシオ	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
発行済株式数 (100万株)	737.6	775.1	775.2	748.7	712.0	687.2	642.2	597.2	552.2
設備投資	69.8	78.4	82.2	128.6	142.9	151.2	160.0	163.2	166.5
減価償却費	66.3	75.3	80.6	86.4	80.3	83.5	93.8	99.9	105.8
研究開発費	91.0	104.8	119.0	123.9	137.0	158.0	161.2	164.4	167.7
対売上高構成比 /%									
営業利益	5.0%	7.4%	7.9%	8.7%	7.1%	5.9%	7.3%	8.2%	8.5%
税引前利益	4.6%	8.1%	8.4%	9.0%	7.5%	6.6%	7.9%	8.7%	9.1%
当期利益	2.2%	5.0%	4.7%	5.2%	4.2%	3.9%	4.7%	5.1%	5.4%
対前期比 / %									
売上高	-8.3%	31.8%	27.1%	6.0%	-5.3%	8.4%	8.4%	4.8%	4.5%
営業利益	-31.9%	95.5%	35.4%	15.6%	-21.8%	-11.1%	36.0%	16.4%	9.6%
税引前利益	-39.5%	135.3%	32.1%	13.2%	-21.4%	-4.0%	29.1%	15.6%	9.0%
当期利益	-47.4%	195.5%	20.2%	16.3%	-23.8%	0.4%	30.7%	14.2%	11.3%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 26/3期よりIFRSベース；26/3期のROEの計算において、IFRS基準の25/3期の株主資本を参照。

図表 42: いすゞ自動車(7202)：連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書

10 億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
手元流動性	404.8	356.0	383.6	400.8	358.7	376.2	398.5	417.6	436.6
現預金	404.8	356.0	383.6	400.8	358.7	376.2	398.5	417.6	436.6
売上債権	287.8	371.2	398.6	420.7	660.5	760.9	770.6	807.7	844.4
棚卸資産	288.3	477.7	613.5	671.8	681.8	740.1	770.9	808.0	844.7
その他流動資産	202.5	285.8	306.6	324.3	114.3	169.7	172.3	175.2	178.1
流動資産合計	1,183.3	1,490.7	1,702.3	1,817.6	1,815.3	2,046.9	2,112.3	2,208.5	2,303.9
有形固定資産	767.6	918.9	935.7	975.7	838.7	923.6	972.6	1,035.8	1,096.5
無形固定資産	19.0	87.4	74.7	89.6	148.6	163.2	163.2	163.2	163.2
投資その他資産	275.1	359.1	334.2	380.2	500.6	529.5	529.5	529.5	529.5
資産合計	2,245.0	2,856.1	3,046.8	3,263.0	3,303.3	3,663.1	3,777.5	3,937.0	4,093.0
短期借入	52.9	139.2	117.9	204.6	286.9	220.5	205.5	215.7	226.5
支払債務	387.9	496.7	563.7	552.1	684.1	751.9	778.5	816.0	853.0
その他流動負債	183.1	262.3	287.3	326.4	165.0	214.8	352.1	385.7	380.7
流動負債合計	624.0	898.2	968.8	1,083.1	1,135.9	1,187.2	1,336.0	1,417.4	1,460.3
長期借入	193.2	286.7	285.0	239.3	471.9	636.9	603.2	663.5	729.8
退職給付引当他	89.0	97.2	94.4	86.3	86.8	83.5	83.5	83.5	83.5
その他固定負債	133.8	179.7	188.2	195.3	71.1	91.6	90.6	89.8	88.9
固定負債合計	416.0	563.5	567.7	520.8	629.7	812.0	777.3	836.7	902.2
負債合計	1,040.0	1,461.7	1,536.5	1,604.0	1,765.7	1,999.2	2,113.3	2,254.2	2,362.5
資本金	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6	40.6
資本剰余金	42.6	42.6	42.0	43.3	42.2	42.5	42.5	42.5	42.5
利益剰余金	849.7	928.4	1,021.8	1,132.2	1,162.4	1,201.6	1,300.8	1,418.4	1,565.1
自己株式他	-54.1	-3.3	-3.2	-53.1	127.7	194.8	95.8	-3.2	-102.2
株主資本合計	878.8	1,008.3	1,101.2	1,163.0	1,372.9	1,479.5	1,479.7	1,498.4	1,546.0
少数株主持分	183.2	200.3	201.7	198.3	164.8	184.5	184.5	184.5	184.5
純資産合計	1,205.0	1,394.4	1,510.2	1,659.0	1,537.7	1,664.0	1,664.2	1,682.8	1,730.5
負債・純資産合計	2,245.0	2,856.1	3,046.8	3,263.0	3,303.3	3,663.1	3,777.5	3,937.0	4,093.0

連結キャッシュフロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
税引前当期純利益	86.8	204.3	269.8	305.6	240.1	230.6	297.7	344.2	375.3
減価償却費	82.4	98.3	107.3	115.0	110.4	152.5	93.8	99.9	105.8
運転資本増減	29.6	-121.1	-128.9	-5.0	-2.4	-65.5	-13.9	-36.7	-36.3
その他	24.1	-9.5	-21.1	-117.0	-130.5	-70.2	-117.2	-139.7	-148.2
営業キャッシュフロー	222.9	172.1	227.1	298.6	217.7	247.4	260.5	267.7	296.5
設備投資	-69.8	-78.4	-82.2	-128.6	-142.9	-151.2	-160.0	-163.2	-166.5
その他	-23.6	-342.5	1.7	-26.5	-35.0	-18.8	-29.5	-29.5	-29.5
投資キャッシュフロー	-93.4	-420.9	-80.5	-155.1	-177.9	-170.0	-189.5	-192.7	-196.0
フリーキャッシュ・フロー	129.5	-248.8	146.6	143.5	39.8	77.4	71.0	75.0	100.6
長期借入金増減	-41.6	138.4	26.5	-18.1	56.3	206.0	54.8	60.3	66.3
短期借入金増減	-26.8	41.7	-49.4	59.0	45.0	-56.4	9.8	10.3	10.8
配当金支払い	-37.7	-59.2	-104.9	-119.7	-110.3	-64.8	-77.1	-83.6	-77.3
その他	50.7	65.2	-12.6	-66.2	-55.6	-168.0	10.0	10.0	10.0
財務キャッシュフロー	-55.3	186.1	-140.4	-145.0	-64.6	-83.2	-2.5	-3.0	9.8
為替変動によるキャッシュ・バランス	8.5	17.7	18.1	25.4	10.7	32.5	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物増加	82.7	-45.0	22.7	20.5	-13.1	26.7	22.2	19.2	19.0
現金及び現金同等物期首残高	304.0	386.7	341.7	364.4	384.9	358.7	385.4	407.6	426.8
現金及び現金同等物期末残高	386.7	341.7	364.4	384.9	371.8	385.4	407.6	426.8	445.8

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想
注: 26/3期よりIFRSベース

図表 43: いすゞ自動車(7202)：自動車事業前提詳細(1)

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
国内全需(登録)									
普通トラック(中大型,3t <)	85.9	77.3	55.0	67.6	74.6	76.2	79.3	82.1	85.7
小型トラック(2-3t)	86.0	74.5	72.6	76.0	85.3	72.1	78.4	79.3	80.5
合計	171.8	151.8	127.6	143.7	159.9	148.3	157.7	161.4	166.2
対前期比/%	-11.9%	-11.7%	-15.9%	12.6%	11.3%	-7.2%	6.3%	2.4%	3.0%
いすゞ国内販売 (登録)									
普通トラック (3t <)	29.0	25.5	22.0	27.5	30.5	32.2	42.0	43.5	45.4
小型トラック(2-3t)	35.1	25.3	26.9	32.3	38.5	37.6	42.5	44.5	46.9
その他トラック(1-1.5t)	2.1	2.1	2.1	2.7	4.5	4.5	4.6	4.6	4.7
トラック合計	66.2	52.9	51.0	62.4	73.5	74.3	89.1	92.7	96.9
大型バス	0.9	0.6	1.0	1.3	1.7	2.1	2.1	2.1	2.2
合計	67.2	53.5	51.9	63.6	75.1	76.4	91.2	94.8	99.1
対前期比/%									
普通トラック (3t <)	-2.8%	-12.1%	-13.9%	25.0%	11.2%	5.4%	30.5%	3.6%	4.3%
小型トラック(2-3t)	-19.8%	-28.1%	6.4%	20.1%	19.2%	-2.2%	13.0%	4.9%	5.2%
合計	-13.8%	-20.4%	-2.9%	22.6%	18.1%	1.7%	19.4%	4.0%	4.5%
地域別売上台数									
日本	61.1	54.6	57.8	62.9	77.5	81.7	100.8	105.0	110.0
中大型	26.8	29.3	30.2	33.9	39.3	41.6	55.8	57.8	60.3
小型	34.3	25.3	27.7	29.0	38.2	40.1	45.1	47.2	49.7
海外	393.1	525.4	613.6	603.9	447.2	484.1	507.0	535.2	561.5
中大型	29.5	49.1	62.1	58.6	54.1	52.6	56.2	58.4	60.6
小型	110.2	161.2	174.3	185.7	164.1	177.3	199.5	206.9	214.7
LCV	253.4	315.1	377.2	359.6	229.0	254.2	251.3	269.9	286.3
北米	21.3	25.7	31.6	43.6	27.0	18.5	29.6	29.6	29.6
中大型	1.6	0.4	4.6	5.3	3.0	1.6	1.6	1.6	1.6
小型	19.8	25.4	27.0	38.3	24.0	16.9	28.0	28.0	28.0
LCV	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
アジア	209.4	266.8	315.5	253.6	139.0	155.0	151.9	164.4	174.3
中大型	12.0	22.9	27.8	25.7	20.0	19.8	22.4	23.6	24.8
小型	31.2	51.9	58.9	70.1	54.2	56.6	62.6	64.6	66.6
LCV	166.2	192.1	228.8	157.8	64.8	78.6	67.0	76.3	83.0
その他	162.3	232.8	266.5	306.7	281.2	310.6	325.5	341.2	357.6
中大型	15.9	25.8	29.7	27.6	31.2	31.3	32.2	33.2	34.2
小型	59.2	84.0	88.4	77.4	85.9	103.8	108.9	114.4	120.1
LCV	87.2	123.0	148.4	201.7	164.1	175.6	184.4	193.6	203.3
合計	454.1	580.0	671.5	666.8	524.6	565.9	607.9	640.2	671.5
中大型	56.2	78.4	92.3	92.5	93.4	94.3	112.0	116.1	120.8
小型	144.5	186.4	202.0	214.7	202.2	217.4	244.6	254.2	264.4
LCV	253.4	315.1	377.2	359.6	229.0	254.2	251.3	269.9	286.3

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 44: いすゞ自動車(7202)：自動車事業前提詳細(2)

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
グローバル出荷台数									
CV (KDセット含む)									
日本	70.3	64.8	67.2	73.1	88.5	92.5	107.4	111.2	115.7
海外	190.0	278.4	286.9	236.0	220.0	231.9	230.8	261.3	277.6
中国	45.9	43.9	32.2	15.5	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
アジア	49.7	90.5	99.6	75.2	73.8	77.1	80.9	85.3	90.1
中東/アフリカ	36.8	50.0	47.6	48.0	58.8	71.5	59.0	77.0	80.9
北米	21.3	25.7	31.6	43.6	27.0	18.5	30.0	35.2	39.9
中南米	15.0	25.3	26.5	18.3	26.7	33.0	26.4	27.7	29.1
欧州	10.8	18.0	20.3	15.3	9.8	14.0	15.4	16.2	17.0
大洋州	10.3	15.3	18.2	17.0	15.8	14.0	14.7	15.4	16.2
連結調整	0.2	9.7	10.9	3.1	4.0	3.8	4.4	4.4	4.4
CV合計	260.3	343.2	354.1	309.1	308.5	324.4	338.2	372.5	393.2
LCV									
中国	19.2	14.0	11.0	10.7	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0
アジア	160.8	190.7	227.3	148.7	63.7	78.4	85.8	96.1	103.8
中東/アフリカ	53.4	85.9	70.8	68.5	66.7	76.4	75.4	79.2	83.2
中南米	3.6	13.1	18.9	22.8	11.4	15.4	13.7	14.4	15.1
欧州	10.6	12.8	17.7	24.5	19.4	16.9	16.7	17.6	18.5
大洋州	31.8	38.7	44.5	57.7	38.3	46.4	46.3	45.0	47.3
OEM他	15.8	23.2	27.3	24.1	26.5	19.9	21.0	25.2	26.1
LCV合計	295.2	378.4	417.5	357.0	229.6	253.4	259.0	277.5	293.9
CV/LCV合計	555.5	721.6	771.6	666.1	538.1	577.8	597.2	650.0	687.1
LCV地域別出荷台数									
タイ	267.1	349.5	383.6	327.1	208.1	233.4	238.4	256.3	272.0
タイ国内向け	150.5	172.7	201.8	128.1	45.9	60.3	67.0	76.3	83.0
輸出	116.6	176.8	181.8	199.0	162.2	173.1	171.5	180.0	189.0
アジア	10.3	18.0	25.5	20.6	17.8	18.1	18.9	19.8	20.8
欧州	10.6	12.8	17.7	24.5	19.4	16.9	16.7	17.6	18.5
中南米	3.6	13.1	18.9	22.8	11.4	15.4	13.7	14.4	15.1
中東	12.0	28.4	29.8	32.7	33.9	22.6	25.7	27.0	28.4
アフリカ	41.4	57.5	41.0	35.8	37.7	53.8	49.7	52.2	54.8
大洋州	31.8	38.7	44.5	57.7	38.3	46.4	46.3	45.0	47.3
中国	6.8	8.3	4.4	4.9	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0
日本	12.4	5.6	6.6	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
アジア向け	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
中国向け	12.4	5.6	6.6	5.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
OEM	15.7	23.3	27.3	24.1	21.5	20.0	20.6	21.2	21.9
合計	295.2	378.4	417.5	357.0	229.6	253.4	259.0	277.5	293.9

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 45: いすゞ自動車(7202)：四半期連結損益計算書

10 億円, %

	26/3				27/3予				27/3予		28/3予		25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	144.5	147.5	154.2	156.6	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	152.5	150.7	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	163.9	172.5	179.5	183.3	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	163.7	174.8	180.0	180.0	180.0
パーツ/円	4.37	4.57	4.80	4.94	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.38	4.67	4.90	4.90	4.90
売上高	779.9	857.5	874.2	967.6	850.2	951.3	939.1	1,031.8	1,801.5	1,970.8	1,889.2	2,064.8	3,208.1	3,479.1	3,772.3	3,954.0	4,133.6
売上原価	623.6	693.1	702.2	795.3	719.7	812.1	796.3	880.6	1,531.8	1,676.8	1,583.3	1,747.7	2,567.4	2,814.2	3,208.7	3,331.0	3,466.1
売上総利益	156.3	164.4	172.0	172.2	130.5	139.2	142.8	151.2	269.7	294.0	305.9	317.1	640.6	664.9	563.6	623.0	667.5
販売管理費	99.2	117.7	103.8	145.4	64.6	72.3	71.4	78.4	136.9	149.8	143.6	156.9	411.5	466.2	286.7	300.5	314.2
その他収入	1.8	2.0	1.0	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		10.9	0.0	0.0	0.0
その他支出	1.7	1.2	1.5	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		5.9	0.0	0.0	0.0
営業利益	57.2	47.4	67.8	31.2	65.9	66.9	71.4	72.8	132.7	144.2	162.3	160.1	229.1	203.7	277.0	322.5	353.4
EBITDA	77.5	68.0	88.9	52.7	89.3	90.3	94.9	96.2	179.7	191.1	212.3	210.1	309.4	287.2	370.8	422.4	459.2
金融収益	6.2	4.2	6.0	3.8	5.1	5.1	5.1	5.1	10.3	10.3	10.8	10.8	18.2	20.2	20.5	21.6	22.6
金融費用	2.0	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	4.9	4.9	4.9	4.9	5.0	8.3	9.8	9.9	10.8
持分法投資損益	2.8	3.4	6.5	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5	5.0	5.0	5.0	5.0	10.3	15.0	10.0	10.0	10.0
税引前利益	64.2	53.2	78.2	35.0	71.1	72.1	76.6	78.0	143.1	154.6	173.2	171.0	240.1	230.6	297.7	344.2	375.3
法人税	13.9	15.4	16.0	10.6	17.1	17.3	18.4	18.7	34.4	37.1	46.8	46.2	65.5	56.0	71.5	92.9	101.3
実効税率	21.6%	29.0%	20.4%	30.4%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	27.0%	27.0%	27.3%	24.3%	24.0%	27.0%	27.0%
少数株主損益	8.9	9.3	10.8	10.7	12.5	12.5	12.5	12.5	25.0	25.0	25.0	25.0	40.3	39.7	50.0	50.0	50.0
当期利益	41.4	28.4	51.4	13.7	41.5	42.3	45.7	46.8	83.8	92.5	101.4	99.8	134.4	134.9	176.3	201.3	223.9
EPS (円)	58.3	40.7	74.8	19.9	60.4	61.5	66.5	72.8	121.9	144.0	169.8	167.2	188.7	196.3	274.5	337.0	405.5
設備投資	22.8	31.8	31.8	64.8	40.0	40.0	40.0	40.0	80.0	80.0	81.6	81.6	142.9	151.2	160.0	163.2	166.5
減価償却費	20.3	20.6	21.1	21.5	23.5	23.5	23.5	23.5	46.9	46.9	50.0	50.0	80.3	83.5	93.8	99.9	105.8
研究開発費	31.5	46.6	34.4	45.5	40.3	40.3	40.3	40.3	80.6	80.6	82.2	82.2	137.0	158.0	161.2	164.4	167.7
対前期比 / %																	
売上高	4.3%	8.8%	6.7%	13.5%	9.0%	10.9%	7.4%	6.6%	10.0%	7.0%	4.9%	4.8%	-5.3%	8.4%	8.4%	4.8%	4.5%
営業利益	-25.6%	-9.3%	7.2%	-14.7%	15.1%	41.0%	5.3%	132.9%	26.8%	45.6%	22.3%	11.1%	-21.8%	-11.1%	36.0%	16.4%	9.6%
税引前利益	-15.9%	3.6%	13.0%	-19.1%	10.7%	35.5%	-2.0%	122.7%	21.9%	36.6%	21.0%	10.6%	-21.4%	-4.0%	29.1%	15.6%	9.0%
当期利益	-11.7%	27.6%	26.3%	-44.2%	0.2%	48.8%	-11.0%	242.1%	20.0%	42.2%	21.1%	7.9%	-23.8%	0.4%	30.7%	14.2%	11.3%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想
注: 26/3期よりIFRSベース

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

いすゞ自動車 (7202) (Overweight; 目標株価: 3,100円)

投資論点

主力のLCV事業におけるタイ市場を中心とした競争優位性の確保、ならびに今後のカーボンニュートラルを見据えてのトラックの電動化/ゼロエミッション化戦略が重要な論点となる。Volvoとのアライアンスを含めて、同社としてトラックの電動化戦略の明確化が今後必要となるであろう。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は3,100円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/E=約11倍の水準で評価。ROE水準の着実な切り上がりを背景に同社の過去10年平均の中央値+1標準偏差の水準で評価。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイドリスク

- 国内トラック需要拡大の更なる加速
- タイLCV事業の更なる拡大
- 160円/ドルを超える円安の進行

ダウンサイドリスク

- 国内トラック需要の飽和
- アジア市場(CV/LCV)の回復遅れ
- グローバル商用車市場での競合激化
- 130円/ドルを超える円高の進行

Isuzu Motors (7202): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Revenue	3,208.1	3,479.1	3,772.3	3,954.0	4,133.6	Cash flow from operating activities	218	247	260	268	297
COGS	(2,567)	(2,814)	(3,209)	(3,331)	(3,466)	o/w Depreciation & amortization	110	152	94	100	106
Gross profit	641	665	564	623	668	o/w Changes in working capital	(2)	(65)	(14)	(37)	(36)
SG&A	(412)	(466)	(287)	(301)	(314)	Cash flow from investing activities	(178)	(170)	(190)	(193)	(196)
EBITDA	309	287	371	422	459	o/w Capital expenditure	(143)	(151)	(160)	(163)	(166)
D&A	(80)	(84)	(94)	(100)	(106)	as % of sales	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
EBIT	229.1	203.7	277.0	322.5	353.4	Cash flow from financing activities	(65)	(83)	(2)	(3)	10
Net Interest	13	12	11	12	12	o/w Dividends paid	(110)	(65)	(77)	(84)	(77)
PBT	240.1	230.6	297.7	344.2	375.3	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(65)	56	71	93	101	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(40)	(40)	(50)	(50)	(50)	Net change in cash	(14)	27	69	72	110
Net Income	134.4	134.9	176.3	201.3	223.9	Adj. Free cash flow to firm	40	77	71	75	101
Reported EPS	188.7	196.3	274.5	337.0	405.5	y/y Growth	-72.3%	94.7%	-8.3%	5.7%	34.0%
DPS	92.00	92.00	120.00	140.00	140.00						
Payout ratio	48.8%	46.9%	43.7%	41.5%	34.5%						
Shares outstanding	714	689	689	689	689						
Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Cash and cash equivalents	387	376	398	418	437	Gross margin	20.0%	19.1%	14.9%	15.8%	16.1%
Accounts receivable	408	761	771	808	844	EBITDA margin	9.6%	8.3%	9.8%	10.7%	11.1%
Inventories	678	740	771	808	845	EBIT margin	7.1%	5.9%	7.3%	8.2%	8.5%
Other current assets	367	170	172	175	178	Net profit margin	4.2%	3.9%	4.7%	5.1%	5.4%
Current assets	1,840	2,047	2,112	2,209	2,304	ROE	9.3%	9.2%	11.9%	13.5%	14.7%
PP&E	955	924	973	1,036	1,096	ROA	4.1%	3.9%	4.7%	5.2%	5.6%
LT investments	388	131	131	131	131	ROCE	8.5%	7.1%	9.1%	10.1%	11.8%
Other non current assets	105	561	561	561	561	SG&A/Sales	12.8%	13.4%	7.6%	7.6%	7.6%
Total assets	3,289	3,663	3,777	3,937	4,093	Net debt/Equity	0.1	0.3	0.2	0.3	0.0
Short term borrowings	180	221	205	216	227	Net debt/EBITDA	0.6	1.7	1.1	1.1	0.0
Payables	528	752	778	816	853	Sales/Assets (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Other short term liabilities	0	0	0	0	0	Assets/Equity (x)	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6
Current liabilities	708	972	984	1,032	1,080	Interest cover (x)	NM	NM	NM	NM	NM
Long-term debt	382	637	603	663	730	Operating leverage	413.9%	-131.3%	426.6%	341.2%	211.0%
Other long term liabilities	191	175	174	173	172	Tax rate	27.3%	24.3%	24.0%	27.0%	27.0%
Total liabilities	1,281	1,784	1,761	1,868	1,982	Revenue y/y Growth	-5.3%	8.4%	8.4%	4.8%	4.5%
Shareholders' equity	1,443	1,480	1,480	1,498	1,546	EBITDA y/y Growth	-18.5%	-7.2%	29.1%	13.9%	8.7%
Minority interests	164	184	184	184	184	EPS y/y growth	-19.9%	4.0%	39.8%	22.8%	20.3%
Total liabilities & equity	3,289	3,663	3,777	3,937	4,093						
BVPS	2,026.432	1,52.842	303.992	508.822	799.51	Valuation					
y/y Growth	3.9%	6.2%	7.0%	8.9%	11.6%		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Net debt/(cash)	176	481	410	462	(0)	P/E (x)	11.9	11.4	8.2	6.6	5.5
						P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA (x)	5.2	6.7	5.0	4.5	4.3
						Dividend Yield	4.1%	4.1%	5.4%	6.3%	6.3%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Overweight

7203.T, 7203.JP

株価 (2026年6月2日): 2,844円

目標株価 (2026年12月): 4,100円

日本株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3)6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

スタイルベンチマーク

Quant Factors	Current	Hist %Rank (1=Top)			
	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	29	29	29	36	29
Growth	70	80	72	61	46
Momentum	27	57	42	87	57
Quality	48	52	44	27	40
Low Vol	65	69	63	19	1
ESGQ	93	97	100	99	16

トヨタ自動車 (7203)

保守的なガイダンスもブレない戦略を評価

投資判断は「Overweight」を継続、26年12月までの目標株価は4,100円を継続。保守的なガイダンスに悲観する必要はなく、「関税」、「中東リスク」、「為替」も含めて随所にアップサイドが期待できよう。HEV/BEVを含めてバランスの取れた電動車の成長が実現すると考える。米国環境規制の変更や中東情勢など外部環境が変化する中でもブレない戦略を評価。中期的にはROE20%に向けて株主還元の拡充に加え、VC(バリューチェーン)収益のアップサイドにも注目したい。

- 大幅な上方修正が期待できよう：27/3期の会社計画は営業利益で3兆円と市場予想を大きく下回る水準での提示となったが悲観する必要はないだろう。会社計画には為替(会社前提：150円/ドル)、中東リスク、関税などを含めて多大なアップサイドが存在すると考える。我々は中東リスクは26年7月より徐々に正常化へ向かうという前提のもと営業損益の影響は1,500億円(会社前提：6,700億円)、関税についても実行税率15%、サプライヤー関税支援は継続しない前提のもとで1兆円(会社前提：1.38兆円)を見込む。J.P.モルガンでは155円/ドル前提のもと、営業利益は27/3期：4.53兆円→28/3期：5.06兆円→29/3期：5.60兆円を見込む。期中での会社計画の大幅な上方修正を予想する。
- SHEV/BEVの双方での成長、ブレない戦略：SHEVのバッテリーを中心に、TBMNC(Toyota Battery Manufacturing, North Carolina)の立ち上げなどにより生産制約が完全に解消するのは27年以降になると予想するが、それでもSHEVの販売は27/3期：5,114千台(前期比15%増)→28/3期：5,830千台(同14%増)と大幅な拡販を見込む。BEVについても「C-HR」、「Highlander」、「Lexus ES」を中心に米国、欧州、中国での拡販を予想。同社は競合他社とは異なりBEVの開発費用を資産計上をしておらず、多額の減損発生リスクは限定的であろう。電動化領域においてもブレない戦略を評価したい。
- 中期的にVC収益の拡大の可能性を注視：中期的にはVC(バリューチェーン)収益の拡大の可能性を注視する。トヨタは25年末投入の「RAV4」に続き、「Highlander」を含めてSDV車両の投入を加速する計画。「Arene」の搭載に伴い徐々に継続課金型(リカーリング)収益拡大に舵を切ると考えられる。VC収益の大半は当面は部品/用品に加え、中古車収益がその基盤となる見通しだが、中期的にはコネクテッドを中心とするリカーリング収益のアップサイドを見極めたい。
- 短期業績への過度な悲観は不要：今回は27/3期期初時点での自社株買いの発表は見送られたが、損保各社を中心に金融機関各社との持ち合い解消は早晚実現する可能性が高く、それと併せて大規模な自社株買いが発表される可能性は高いであろう。J.P.モルガンでは27/3期は豊田自動織機TOBに関する9%の自社株買い、28/3期に金融機関各社との持ち合い解消に伴う6%の自社株買いを引き続き我々の業績予想に織り込んでいる。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-15.3%	-5.2%	-27.9%	5.7%
Rel	-30.4%	-10.4%	-28.6%	-35.6%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	11,612
52週レンジ (円)	4,000-2,434
時価総額 (10億ドル)	206.8
為替レート	159.66
浮動株比率	72.5%
一日平均売買高 (百万)	24.81
一日平均売買代金 (百万ドル)	499.4
Volatility (90 Day)	35
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	18 4 1

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	50,685.0	51,580.3	53,484.1	56,206.3
EBITDA	5,185	6,088	6,679	7,285
営業利益	3,766.2	4,527.8	5,057.1	5,601.5
純利益	3,848	4,289	4,744	5,219
Reported EPS	295.2	369.4	441.3	512.0
BBG EPS	286.30	310.96	347.84	-
営業キャッシュフロー	5,473	5,471	5,392	5,836
FCFF	3,953	2,521	2,301	2,594
利益率・成長率				
売上高伸び率	5.5%	1.8%	3.7%	5.1%
EBITDA利益率	10.2%	11.8%	12.5%	13.0%
EBITDA成長率	-15.8%	17.4%	9.7%	9.1%
EBIT率	7.4%	8.8%	9.5%	10.0%
純利益率	7.6%	8.3%	8.9%	9.3%
EPS成長率	-19.1%	25.1%	19.5%	16.0%
レシオ				
税率	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
インタレスト・カバレッジ	NM	NM	NM	NM
純負債/自己資本比率	0.8	0.9	0.9	0.9
純負債/EBITDA倍率	5.9	5.4	5.1	4.7
ROCE	3.7%	4.2%	4.8%	5.2%
ROE	10.1%	11.1%	12.8%	14.0%
バリュエーション				
FCFF利回り	10.7%	7.6%	7.5%	8.9%
配当利回り (%)	3.3%	4.7%	5.8%	7.0%
EV/Revenue倍率	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.7	4.2	3.8	3.4
PER	9.6	7.7	6.4	5.6

投資論点とバリュエーション要約

投資論点

グローバルのHEV拡販による新車ビジネスの拡大に加え、知能化を中心とする競争領域のストーリーの吟味が重要な論点だ。マルチパスウェイ体制を目指す中で各種パワートレインの戦略の具体化、さらにはWoven CityなどのCASE領域での独自性の提示にも注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は4,100円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/E=約11倍の水準に基づく評価を継続。期間損益の改善に加え、HEV事業での競争力を再評価し、J.P.モルガン予想の日本完成車セクターカバレッジ全10社平均の一期先P/E(9倍、6月2日終値ベース)を上回る水準で評価。

パフォーマンスドライバー

Market	51%
Sector	19%
Macro	1%
Style	4%
Idiosyn.	25%

Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.49	0.71
Sect: Cons Discretionary	0.65	0.64
Ind: Automobiles & Comp	0.92	0.93
Macro:		
Crude Oil	-0.22	-0.26
Japan Unemployment Rate SA	0.24	0.21
JPM JPY Tradeable Currency	-0.42	-0.21
Quant Styles:		
LowVol	0.67	0.52
Value	0.55	0.51
DivYld	0.53	0.45

業績予想

図表 46: トヨタ自動車(7203)：連結損益計算書(IFRS)

10 億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
営業収益	27,214.6	31,379.5	37,154.3	45,095.3	48,036.7	50,685.0	51,580.3	53,484.1	56,206.3
商品・製品売上収益	25,077.4	29,073.4	34,367.6	41,648.1	43,598.9	45,865.9	46,501.5	48,405.3	51,127.4
金融収益	2,137.2	2,306.1	2,786.7	3,447.2	4,437.8	4,819.0	5,078.9	5,078.9	5,078.9
営業費用	22,382.2	25,407.8	30,841.3	35,727.0	38,458.7	42,221.2	41,573.2	42,745.5	44,634.1
売上原価	21,199.9	24,250.8	29,128.6	33,600.6	35,510.2	39,141.4	39,773.2	40,945.5	42,834.1
金融費用	1,182.3	1,157.1	1,712.7	2,126.4	2,948.5	3,079.8	1,800.0	1,800.0	1,800.0
販売費及び一般管理費	2,634.6	2,976.0	3,588.0	4,015.4	4,782.5	4,697.5	5,479.3	5,681.5	5,970.7
営業利益	2,197.7	2,995.7	2,725.0	5,352.9	4,795.6	3,766.2	4,527.8	5,057.1	5,601.5
EBITDA	3,074.6	4,002.9	3,910.0	6,601.3	6,156.1	5,185.1	6,087.7	6,678.5	7,285.0
持分法による投資損益	351.0	560.3	643.1	763.1	591.2	552.7	638.2	695.2	757.6
金融収益	435.2	334.8	379.4	747.2	556.7	594.2	604.7	627.1	659.0
金融費用	-47.5	-44.0	-125.1	-103.7	-190.7	-86.7	-93.5	-95.6	-97.8
為替差損益	15.1	216.2	124.5	187.6	705.3	400.8	120.0	126.0	132.3
その他	-19.3	-72.5	-78.1	17.9	-43.5	-74.2	-30.0	-33.0	-36.3
税引前利益	2,932.4	3,990.5	3,668.7	6,965.1	6,414.6	5,153.0	5,767.3	6,376.7	7,016.3
法人所得税費用	650.0	1,115.9	1,175.8	1,893.7	1,624.8	1,167.2	1,326.5	1,466.6	1,613.7
法人税率	22.2%	28.0%	32.0%	27.2%	25.3%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
当期利益	2,282.4	2,874.6	2,493.0	5,071.4	4,789.8	3,985.8	4,440.8	4,910.1	5,402.5
親会社の所有者帰属当期利益	2,245.3	2,850.1	2,451.3	4,944.9	4,765.1	3,848.1	4,289.4	4,743.5	5,219.3
非支配持分に帰属	37.1	24.5	41.7	126.5	24.7	137.7	151.4	166.6	183.2
[主要指標]									
EPS (円)	161	207	181	367	365	295	369	441	512
DPS (円)	48.0	52.0	60.0	75.0	90.0	95.0	135.0	165.0	200.0
配当性向/%	29.9%	25.1%	33.2%	20.4%	24.6%	32.2%	36.5%	37.4%	39.1%
BPS (円)	1,674	1,905	2,089	2,540	2,753	3,063	3,240	3,405	3,732
ROE /%	10.2%	11.5%	9.0%	15.8%	13.6%	10.1%	11.1%	12.8%	14.0%
ROA /%	3.9%	4.4%	3.5%	6.0%	5.2%	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%
手元流動性	5,101	6,114	7,517	9,412	8,982	12,660	11,012	11,419	12,000
有利子負債	25,660	26,496	29,380	36,562	38,793	43,205	44,185	45,190	46,222
D/E レンオ	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
ネットD/E レンオ	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
発行済株式数 (100万株)	13,980	13,778	13,565	13,474	13,049	13,033	11,612	10,749	10,193
設備投資	1,293.2	1,343.0	1,605.8	2,010.8	2,134.8	2,390.6	2,200.0	2,266.0	2,334.0
減価償却費	876.9	1,007.2	1,185.0	1,248.4	1,360.5	1,418.9	1,559.9	1,621.4	1,683.4
研究開発費	1,090.4	1,124.2	1,241.6	1,202.3	1,326.4	1,522.8	1,538.0	1,553.4	1,568.9
対売上高構成比 /%									
営業利益	8.1%	9.5%	7.3%	11.9%	10.0%	7.4%	8.8%	9.5%	10.0%
税引前利益	10.8%	12.7%	9.9%	15.4%	13.4%	10.2%	11.2%	11.9%	12.5%
当期利益	8.3%	9.1%	6.6%	11.0%	9.9%	7.6%	8.3%	8.9%	9.3%
対前期比 / %									
営業収益	--	15.3%	18.4%	21.4%	6.5%	5.5%	1.8%	3.7%	5.1%
営業利益	--	36.3%	-9.0%	96.4%	-10.4%	-21.5%	20.2%	11.7%	10.8%
税引前利益	--	36.1%	-8.1%	89.8%	-7.9%	-19.7%	11.9%	10.6%	10.0%
当期利益	--	26.9%	-14.0%	101.7%	-3.6%	-19.2%	11.5%	10.6%	10.0%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 20/3期以前はUS GAAP ベース

図表 47: トヨタ自動車(7203) : 連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書(IFRS)

10 億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
現金及び現金同等物	5,100.9	6,113.7	7,517.0	9,412.1	8,982.4	12,659.6	11,012.2	11,418.6	11,999.8
営業債権	2,958.7	3,142.8	3,586.1	3,789.4	3,679.7	3,796.0	3,803.9	3,944.3	4,145.0
金融事業に係る債権	6,756.2	7,181.3	8,279.8	11,057.3	11,453.2	13,478.5	13,748.0	14,023.0	14,303.5
その他金融資産	4,215.5	2,507.2	1,715.7	4,702.2	6,935.8	3,982.4	4,101.9	4,225.0	4,351.7
棚卸資産	2,888.0	3,821.4	4,255.6	4,605.4	4,598.2	5,135.0	5,225.7	5,418.6	5,694.4
その他流動資産	11,829.2	10,644.4	11,101.1	16,907.4	19,818.3	21,233.5	21,822.9	22,432.5	23,063.2
流動資産合計	22,776.8	23,722.3	26,459.8	34,714.3	37,078.7	42,824.1	41,864.7	43,214.0	44,902.4
持分法で会計処理されている投資	4,160.8	4,837.9	5,227.3	5,710.1	5,798.1	5,342.5	5,556.2	5,778.5	6,009.6
金融事業に係る債権	12,449.5	14,583.1	16,491.0	20,637.1	22,171.8	25,488.2	26,507.7	27,568.0	28,670.7
その他の金融資産	9,083.9	9,517.3	10,556.4	11,390.6	9,882.8	11,135.8	11,581.2	12,044.5	12,526.3
有形固定資産	11,411.2	12,326.6	12,634.0	14,257.8	15,333.7	17,067.4	17,750.1	18,460.1	19,198.5
その他の非流動資産	2,384.9	2,701.6	2,934.6	3,404.5	3,336.3	3,664.4	3,842.8	4,032.1	4,233.0
非流動資産合計	39,490.3	43,966.5	47,843.4	55,400.0	56,522.7	62,698.3	65,238.1	67,883.1	70,638.1
資産合計	62,267.1	67,688.8	74,303.2	90,114.3	93,601.4	105,522.3	107,102.7	111,097.2	115,540.5
営業債務	4,045.9	4,292.1	4,986.3	5,251.4	5,527.3	5,856.9	6,412.0	6,648.7	6,987.1
有利子負債	12,212.1	11,187.8	12,305.6	15,406.3	15,829.5	17,581.1	17,792.1	18,005.6	18,221.6
その他流動負債	5,202.5	6,362.2	6,667.8	8,520.3	8,077.4	10,167.0	12,656.3	16,263.1	17,731.6
流動負債合計	21,460.5	21,842.2	23,959.7	29,177.9	29,434.2	33,605.0	36,860.4	40,917.4	42,940.4
有利子負債	13,447.6	15,308.5	17,074.6	21,155.5	22,963.4	25,624.4	26,393.1	27,184.9	28,000.4
その他の非流動負債	3,070.8	3,383.3	4,004.6	4,541.6	4,324.9	5,272.9	5,431.1	5,594.0	5,761.8
非流動負債合計	16,518.3	18,691.8	21,079.3	25,697.0	27,288.2	30,897.2	31,824.2	32,778.9	33,762.3
負債合計	37,978.8	40,534.0	45,039.0	54,875.0	56,722.4	64,502.3	68,684.6	73,696.2	76,702.6
資本金	397.1	397.1	397.1	397.1	397.1	397.1	397.1	397.1	397.1
資本剰余金	497.3	498.6	498.7	491.8	492.4	456.7	456.7	456.7	456.7
利益剰余金	24,104.2	26,453.1	28,343.3	32,795.4	35,841.2	38,709.9	37,039.2	36,440.1	38,065.1
その他の資本の構成要素	1,307.7	2,203.3	2,836.2	4,503.8	3,610.1	4,544.0	4,180.5	3,762.4	3,574.3
自己株式	-2,901.7	-3,306.0	-3,736.6	-3,967.0	-4,415.9	-4,455.4	-4,455.4	-4,455.4	-4,455.4
親会社の所有者に帰属する持分合計	23,404.5	26,246.0	28,338.7	34,221.0	35,924.8	39,918.9	37,618.1	36,600.9	38,037.8
非支配持分	883.8	908.9	925.5	1,018.3	954.1	1,101.2	800.0	800.0	800.0
資本合計	24,288.3	27,154.8	29,264.2	35,239.3	36,878.9	41,020.1	38,418.1	37,400.9	38,837.8
負債及び資本合計	62,267.1	67,688.8	74,303.2	90,114.3	93,601.4	105,522.3	107,102.7	111,097.2	115,540.5

連結キャッシュフロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
当期純利益	2,282.4	2,874.6	2,493.0	5,071.4	4,789.8	3,985.8	4,440.8	4,910.1	5,402.5
減価償却費等	1,644.3	1,821.9	2,039.9	2,087.1	2,251.2	2,392.5	2,630.3	2,734.0	2,838.6
運転資本増減	146.4	-454.2	-170.6	-506.0	347.4	-629.5	216.9	-341.6	-388.6
その他	-1,345.9	-519.6	-1,407.2	-2,446.1	-3,691.5	-275.9	-1,817.2	-1,910.5	-2,016.8
営業キャッシュフロー	2,727.2	3,722.6	2,955.1	4,206.4	3,696.9	5,472.9	5,470.8	5,392.0	5,835.7
設備投資	-1,293.2	-1,343.0	-1,605.8	-2,010.8	-2,134.8	-2,390.6	-2,200.0	-2,266.0	-2,334.0
その他投融资項目	-3,391.0	765.5	6.9	-2,988.0	-2,054.9	870.3	-750.0	-825.0	-907.5
投資キャッシュフロー	-4,684.2	-577.5	-1,598.9	-4,998.8	-4,189.7	-1,520.3	-2,950.0	-3,091.0	-3,241.5
フリーキャッシュ・フロー	-1,957.0	3,145.1	1,356.2	-792.4	-492.8	3,952.6	2,520.8	2,301.0	2,594.2
借入金増減(ネット)	0.0	-1,024.2	1,117.8	3,100.6	423.2	1,751.6	211.0	213.5	216.1
配当金支払い	-662.1	-761.6	-813.0	-970.5	-1,259.6	-1,364.4	-1,162.0	-1,289.9	-1,466.0
その他	199.9	-404.7	-406.8	-238.7	-1,128.2	-5.3	-289.0	-286.5	-283.9
財務キャッシュフロー	2,739.2	-2,466.5	-56.2	2,497.6	197.2	-536.7	-1,451.0	-1,576.3	-1,749.9
為替変動によるキャッシュバランス	220.2	334.2	103.3	189.9	-134.1	377.2	-20.0	-20.0	-20.0
現金及び現金同等物増加	1,002.4	1,012.8	1,403.3	1,895.1	-429.7	3,677.2	-1,627.5	426.5	601.2
現金及び現金同等物期首残高	4,098.5	5,100.9	6,113.7	7,517.0	9,412.1	8,982.4	12,659.6	11,012.2	11,418.6
現金及び現金同等物期末残高	5,100.9	6,113.7	7,517.0	9,412.1	8,982.4	12,659.6	11,012.2	11,418.6	11,999.8

出所: 出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想
注: 20/3期以前はUS GAAP ベース

図表 48: トヨタ自動車(7203)：自動車事業前提詳細

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
トヨタグループ生産能力									
日本	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775	4,775
北米	2,008	2,158	2,158	2,158	2,158	2,158	2,158	2,158	2,158
米国	1,445	1,595	1,595	1,595	1,595	1,595	1,595	1,595	1,595
欧州	870	870	870	870	870	870	870	870	870
アジア	3,198	3,665	3,865	3,865	3,865	3,865	3,865	3,865	3,865
中国	1,373	1,840	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040
ASEAN他	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825	1,825
その他	432	432	432	432	432	432	432	432	432
合計	11,283	11,900	12,100	12,100	12,100	12,100	12,100	12,100	12,100
トヨタグループ世界生産									
日本	3,948	3,741	3,789	4,042	4,000	4,149	4,370	4,464	4,558
トヨタ	2,919	2,761	2,787	3,309	3,236	3,242	3,364	3,437	3,509
ダイハツ・日野	1,029	980	1,002	734	764	907	1,006	1,027	1,048
北米	1,646	1,776	1,838	2,074	2,075	2,183	2,187	2,223	2,239
米国	1,011	1,146	1,123	1,310	1,251	1,394	1,414	1,439	1,446
欧州	697	707	771	846	811	810	827	845	862
アジア	2,613	2,861	3,220	3,219	3,064	3,173	3,268	3,394	3,559
中国	1,717	1,698	1,767	1,680	1,549	1,572	1,652	1,749	1,870
タイ	457	552	668	576	531	590	747	844	956
インドネシア	107	216	265	275	260	267	295	307	321
その他アジア	332	396	521	688	724	744	574	495	412
アジア（除く中国）	896	1,163	1,454	1,539	1,515	1,601	1,617	1,645	1,690
その他	569	984	1,112	1,030	952	884	918	970	1,025
(国内生産)	3,948	3,741	3,789	4,042	4,000	4,149	4,370	4,464	4,558
(海外生産)	5,526	6,328	6,942	7,169	6,902	7,050	7,201	7,431	7,685
合計	9,475	10,069	10,730	11,211	10,902	11,199	11,571	11,895	12,243
トヨタ/レクサス 世界生産									
(国内生産)	2,919	2,761	2,787	3,309	3,236	3,242	3,364	3,437	3,509
(海外生産)	5,264	5,812	6,343	6,663	6,443	6,646	6,784	7,002	7,243
合計	8,183	8,572	9,130	9,972	9,679	9,888	10,148	10,438	10,752
稼働率 %									
日本	83%	78%	79%	85%	84%	87%	92%	93%	95%
海外	85%	89%	95%	98%	94%	96%	98%	101%	105%
世界平均	84%	85%	89%	93%	90%	93%	96%	98%	101%
運送出荷台数									
日本	2,125	1,925	2,069	1,993	1,990	2,080	2,093	2,140	2,189
北米	2,314	2,393	2,407	2,816	2,703	2,933	3,000	3,035	3,131
欧州	960	1,017	1,029	1,191	1,171	1,183	1,248	1,298	1,350
アジア	1,222	1,544	1,751	1,803	1,838	1,758	1,867	1,940	2,015
その他	1,026	1,352	1,565	1,640	1,660	1,641	1,576	1,751	1,813
合計	7,647	8,231	8,821	9,443	9,362	9,595	9,784	10,164	10,499
世界小売台数									
日本	1,538	1,396	1,407	1,530	1,505	1,475	1,551	1,595	1,642
北米	2,523	2,591	2,400	2,731	2,731	2,927	2,991	3,015	3,111
米国	2,220	2,239	2,063	2,344	2,338	2,517	2,564	2,569	2,646
欧州	976	1,024	1,044	1,157	1,165	1,182	1,247	1,297	1,349
アジア	2,997	3,157	3,276	3,305	3,241	3,291	3,395	3,526	3,664
中国	2,000	1,915	1,876	1,902	1,789	1,764	1,802	1,865	1,930
タイ	244	261	287	250	219	235	244	254	264
インドネシア	171	312	336	320	292	256	264	272	280
その他アジア	582	669	777	833	941	1,036	1,085	1,136	1,190
中南米	282	407	483	478	498	464	487	512	537
オセアニア	251	275	264	294	300	286	300	315	331
その他	520	662	735	815	834	852	764	899	920
合計	9,087	9,512	9,610	10,310	10,274	10,477	10,736	11,159	11,554
世界電動車小売台数（トヨタ/レクサスブランド）									
SHEV	2,087	2,559	2,715	3,558	4,317	4,456	5,114	5,830	6,588
MHEV	0	6	5	35	119	164	241	277	160
PHEV	59	116	88	141	161	175	245	343	428
BEV	6	16	38	117	145	243	462	740	940
FCEV	3	5	3	4	1	1	4	4	4
電動車普及率（トヨタ/レクサスブランド）									
SHEV	23%	27%	28%	35%	42%	43%	48%	52%	57%
MHEV	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	1%
PHEV	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	4%
BEV	0%	0%	0%	1%	1%	2%	4%	7%	8%
FCEV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 49: トヨタ自動車(7203)：四半期連結損益計算書(IFRS)

10 億円, %

	26/3				27/3 予				27/3 予		28/3 予		25/3	26/3	27/3 予	28/3 予	29/3 予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	145.0	147.0	154.0	157.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	152.8	150.8	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	164.0	172.0	179.0	184.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	164.0	174.8	180.0	180.0	180.0
営業収益	12,253.3	12,377.4	13,456.9	12,597.3	13,216.9	12,639.3	13,359.6	12,364.5	25,856.2	25,724.1	26,654.6	26,829.5	48,036.7	50,685.0	51,580.3	53,484.1	56,206.3
商品・製品売上収益	11,129.4	11,194.7	12,210.4	11,331.5	11,947.2	11,369.6	12,089.9	11,094.8	23,316.8	23,184.7	24,115.2	24,290.1	43,598.9	45,865.9	46,501.5	48,405.3	51,127.4
金融収益	1,123.9	1,182.7	1,246.5	1,265.9	1,269.7	1,269.7	1,269.7	1,269.7	2,539.4	2,539.4	2,539.4	2,539.4	4,437.8	4,819.0	5,078.9	5,078.9	5,078.9
営業費用	10,057.5	10,408.6	11,065.4	10,689.7	10,598.7	10,139.2	10,819.6	10,015.8	20,737.9	20,835.3	21,187.4	21,558.1	38,458.7	42,221.2	41,573.2	42,745.5	44,634.1
売上原価	9,337.7	9,663.9	10,242.3	9,897.6	10,148.7	9,689.2	10,369.6	9,565.8	19,837.9	19,935.3	20,287.4	20,658.1	35,510.2	39,141.4	39,773.2	40,945.5	42,834.1
金融費用	719.8	744.7	823.2	792.1	450.0	450.0	450.0	450.0	900.0	900.0	900.0	900.0	2,948.5	3,079.8	1,800.0	1,800.0	1,800.0
販売費及び一般管理費	1,029.7	1,129.3	1,200.4	1,338.2	1,404.0	1,342.6	1,419.2	1,313.5	2,746.7	2,732.6	2,831.5	2,850.0	4,782.5	4,697.5	5,479.3	5,681.5	5,970.7
営業利益	1,166.1	839.6	1,191.0	569.5	1,214.3	1,157.4	1,120.9	1,035.3	2,371.6	2,156.2	2,635.7	2,421.4	4,795.6	3,766.2	4,527.8	5,057.1	5,601.5
EBITDA	1,493.6	1,184.0	1,551.6	955.9	1,604.2	1,547.4	1,510.9	1,425.3	3,151.6	2,936.1	3,446.4	3,232.1	6,156.1	5,185.1	6,087.7	6,678.5	7,285.0
持分法による投資損益	141.0	131.6	165.3	114.8	160.2	159.9	162.9	155.2	320.1	318.1	348.6	346.5	591.2	552.7	638.2	695.2	757.6
金融収益	153.7	139.0	139.2	162.3	151.2	151.2	151.2	151.2	302.4	302.4	313.5	313.5	556.7	594.2	604.7	627.1	659.0
金融費用	-6.2	-18.8	-37.8	-23.9	-23.4	-23.4	-23.4	-23.4	-46.7	-46.7	-47.8	-47.8	-190.7	-86.7	-93.5	-95.6	-97.8
為替差損益	-212.4	159.6	325.4	128.2	30.0	30.0	30.0	30.0	60.0	60.0	63.0	63.0	705.3	400.8	120.0	126.0	132.3
その他	9.8	-25.0	-72.7	13.6	-7.5	-7.5	-7.5	-7.5	-15.0	-15.0	-16.5	-16.5	-43.5	-74.2	-30.0	-33.0	-36.3
税引前利益	1,252.2	1,226.0	1,710.4	964.5	1,524.8	1,467.6	1,434.1	1,340.8	2,992.4	2,774.9	3,296.6	3,080.2	6,414.6	5,153.0	5,767.3	6,376.7	7,016.3
法人所得税費用	380.0	253.0	411.2	123.0	350.7	337.6	329.8	308.4	688.3	638.2	758.2	708.4	1,624.8	1,167.2	1,326.5	1,466.6	1,613.7
法人税率	30.3%	20.6%	24.0%	12.8%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	25.3%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
当期利益	872.2	972.9	1,299.2	841.5	1,174.1	1,130.1	1,104.3	1,032.4	2,304.2	2,136.7	2,538.4	2,371.7	4,789.8	3,985.8	4,440.8	4,910.1	5,402.5
親会社の所有者帰属当期利益	841.3	932.1	1,257.5	817.2	1,136.2	1,092.2	1,066.4	994.5	2,228.4	2,061.0	2,455.1	2,288.4	4,765.1	3,848.1	4,289.4	4,743.5	5,219.3
非支配持分に帰属	30.8	40.9	41.7	24.3	37.9	37.9	37.9	37.9	75.7	75.7	83.3	83.3	24.7	137.7	151.4	166.6	183.2
EPS (円)	64.6	71.5	96.5	62.7	87.2	83.8	81.8	85.6	171.0	177.5	211.4	212.9	365.2	295.2	369.4	441.3	512.0
設備投資	392.4	530.4	594.2	873.6	550.0	550.0	550.0	550.0	1,100.0	1,100.0	1,133.0	1,133.0	2,134.8	2,390.6	2,200.0	2,266.0	2,334.0
減価償却費	327.5	344.4	360.6	386.4	390.0	390.0	390.0	390.0	780.0	780.0	810.7	810.7	1,360.5	1,418.9	1,559.9	1,621.4	1,683.4
研究開発費	355.8	354.5	372.9	439.6	384.5	384.5	384.5	384.5	769.0	769.0	776.7	776.7	1,326.4	1,522.8	1,538.0	1,553.4	1,568.9
対前期比 / %																	
営業収益	3.5%	8.2%	8.6%	1.9%	7.9%	2.1%	-0.7%	-1.8%	5.0%	-1.3%	3.1%	4.3%	6.5%	5.5%	1.8%	3.7%	5.1%
営業利益	-10.9%	-27.4%	-2.0%	-49.0%	4.1%	37.9%	-5.9%	81.8%	18.2%	22.5%	11.1%	12.3%	-10.4%	-21.5%	20.2%	11.7%	10.8%
税引前利益	-33.1%	42.6%	-36.6%	-2.0%	21.8%	19.7%	-16.2%	39.0%	20.8%	3.7%	10.2%	11.0%	-7.9%	-19.7%	11.9%	10.6%	10.0%
当期利益	-36.9%	62.4%	-42.7%	22.9%	35.0%	17.2%	-15.2%	21.7%	25.7%	-0.7%	10.2%	11.0%	-3.6%	-19.2%	11.5%	10.6%	10.0%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

トヨタ自動車 (7203) (Overweight; 目標株価: 4,100円)

投資論点

グローバルのHEV拡販による新車ビジネスの拡大に加え、知能化を中心とする競争領域のストーリーの吟味が重要な論点だ。マルチパスウェイ体制を目指す中で各種パワートレインの戦略の具体化、さらにはWoven CityなどのCASE領域での独自性の提示にも注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は4,100円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/E=約11倍の水準に基づく評価。期間損益の改善に加え、HEV事業での競争力を再評価し、J.P.モルガン予想の日本完成車セクターカバレッジ全10社平均の一期先P/E(9倍、6月2日終値ベース)を上回る水準で評価。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 米国市場でのシェア向上
- 北米ライトトラック市場の更なる回復
- 160円/ドルを超える円安の進行

ダウンサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 米国セダン市場での更なる競争の激化
- 北米乗用車市場でのインセンティブコストの高止まり
- 130円/ドルを超える円高の進行

Toyota Motor (7203): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Revenue	48,036.750	685.051	580.353	484.156	206.3	Cash flow from operating activities	3,697	5,473	5,471	5,392	5,836
COGS	(38,459)	(42,221)	(41,573)	(42,746)	(44,634)	o/w Depreciation & amortization	2,251	2,393	2,630	2,734	2,839
Gross profit	9,578	8,464	10,007	10,739	11,572	o/w Changes in working capital	(2,816)	(977)	0	0	0
SG&A	(4,782)	(4,698)	(5,479)	(5,682)	(5,971)	Cash flow from investing activities	(4,190)	(1,520)	(2,950)	(3,091)	(3,241)
EBITDA	6,156	5,185	6,088	6,679	7,285	o/w Capital expenditure	(2,135)	(2,391)	(2,200)	(2,266)	(2,334)
D&A	(1,361)	(1,419)	(1,560)	(1,621)	(1,683)	as % of sales	4.4%	4.7%	4.3%	4.2%	4.2%
EBIT	4,795.6	3,766.2	4,527.8	5,057.1	5,601.5	Cash flow from financing activities	197	(537)	(1,451)	(1,576)	(1,750)
Net Interest	366	507	511	531	561	o/w Dividends paid	(1,260)	(1,364)	(1,162)	(1,290)	(1,466)
PBT	6,414.6	5,153.0	5,767.3	6,376.7	7,016.3	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(1,625)	(1,167)	(1,326)	(1,467)	(1,614)	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(25)	(138)	(151)	(167)	(183)	Net change in cash	(430)	3,793	1,050	705	824
Net Income	4,765	3,848	4,289	4,744	5,219	Adj. Free cash flow to firm	(493)	3,953	2,521	2,301	2,594
Reported EPS	365.2	295.2	369.4	441.3	512.0	y/y Growth	-37.8%	-902.1%	-36.2%	-8.7%	12.7%
DPS	90.00	95.00	135.00	165.00	200.00						
Payout ratio	24.6%	32.2%	36.5%	37.4%	39.1%						
Shares outstanding	15,795	15,795	14,373	13,511	12,955						
Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Cash and cash equivalents	8,982	12,660	11,012	11,419	12,000	Gross margin	19.9%	16.7%	19.4%	20.1%	20.6%
Accounts receivable	3,680	3,796	3,804	3,944	4,145	EBITDA margin	12.8%	10.2%	11.8%	12.5%	13.0%
Inventories	4,598	5,135	5,226	5,419	5,694	EBIT margin	10.0%	7.4%	8.8%	9.5%	10.0%
Other current assets	19,818	21,233	21,823	22,433	23,063	Net profit margin	9.9%	7.6%	8.3%	8.9%	9.3%
Current assets	37,079	42,824	41,865	43,214	44,902	ROE	13.6%	10.1%	11.1%	12.8%	14.0%
PP&E	15,334	17,067	17,750	18,460	19,198	ROA	5.2%	3.9%	4.0%	4.3%	4.6%
LT investments	5,798	5,343	5,556	5,778	6,010	ROCE	4.9%	3.7%	4.2%	4.8%	5.2%
Other non current assets	35,391	40,288	41,932	43,645	45,430	SG&A/Sales	10.0%	9.3%	10.6%	10.6%	10.6%
Total assets	93,601	105,522	107,103	111,097	115,540	Net debt/Equity	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
Short term borrowings	15,830	17,581	17,792	18,006	18,222	Net debt/EBITDA	4.8	5.9	5.4	5.1	4.7
Payables	5,527	5,857	6,412	6,649	6,987	Sales/Assets (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Other short term liabilities	8,077	10,167	12,656	16,263	17,732	Assets/Equity (x)	2.6	2.6	2.7	2.9	3.0
Current liabilities	29,434	33,605	36,860	40,917	42,940	Interest cover (x)	NM	NM	NM	NM	NM
Long-term debt	22,963	25,624	26,393	27,185	28,000	Operating leverage	-159.6%	-389.4%	1144.7%	316.7%	211.5%
Other long term liabilities	4,325	5,273	5,431	5,594	5,762	Tax rate	25.3%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
Total liabilities	56,722	64,502	68,685	73,696	76,703	Revenue y/y Growth	6.5%	5.5%	1.8%	3.7%	5.1%
Shareholders' equity	35,925	39,919	37,618	36,601	38,038	EBITDA y/y Growth	-6.7%	-15.8%	17.4%	9.7%	9.1%
Minority interests	25	138	151	167	183	EPS y/y growth	-0.5%	-19.1%	25.1%	19.5%	16.0%
Total liabilities & equity	93,601	105,522	107,103	111,097	115,540						
BVPS	2,753.093	062.823	239.643	404.923	731.60	Valuation					
y/y Growth	8.4%	11.3%	5.8%	5.1%	9.6%		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Net debt/(cash)	29,810	30,546	33,173	33,772	34,222	P/E (x)	7.8	9.6	7.7	6.4	5.6
						P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
						EV/EBITDA (x)	4.5	4.7	4.2	3.8	3.4
						Dividend Yield	3.2%	3.3%	4.7%	5.8%	7.0%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Underweight

7211.T, 7211 JP

株価 (2026年6月2日): 349円

▲目標株価 (2026年12月): 340円

従来 (2026年12月): 310円

日本 株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3) 6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (3月期予想)

	旧	新 Δ
調整後営業利益 - 27E (10億円)	99	82-16.4%
調整後営業利益 - 28E (10億円)	117	102-12.6%

スタイルベンチマーク

Quant	Current	Hist %Rank (1=Top)			
Factors	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	12	25	2	6	70
Growth	89	76	91	95	97
Momentum	91	95	72	31	4
Quality	93	95	69	55	93
Low Vol	95	91	91	99	91

三菱自動車工業 (7211)

業績モデルアップデート

26/3期4Q決算を踏まえて業績予想の修正とともに1期ロールオーバーを実施。投資判断は「Underweight」を継続、26年12月までの目標株価は340円(従来は310円)。連結営業利益は27/3期：825億円→28/3期：1,024億円→29/3期：1,227億円をそれぞれ予想する。車両販売の観点では「Destinator」の27/3期通期のASEAN販売効果と中南米地域への展開、「Xforce」のHEVモデルの展開などが見込まれる一方、昨今のガソリン高に伴うASEAN域内需要の減退やBEVシフトは一定のリスクになると考える。J.P.モルガンでは27/3期の出荷台数を984千台(会社計画：1,012千台)、小売台数を812千台(同：857千台)と会社計画対比での未達を予想する。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-6.0%	14.9%	-15.4%	-18.6%
Rel	-21.1%	9.7%	-16.1%	-59.9%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	1,338
52週レンジ (円)	458-301
時価総額 (10億ドル)	2.9
為替レート	159.66
浮動株比率	45.1%
一日平均売買高 (百万)	15.20
一日平均売買代金 (百万ドル)	32.7
Volatility (90 Day)	51
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	2 8 3

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	2,896.5	3,152.8	3,223.4	3,297.3
EBITDA	158	178	200	224
営業利益	76	82	102	123
純利益	10	18	37	51
Reported EPS	7.5	13.7	27.7	38.1
BBG EPS	17.90	29.81	47.08	-
営業キャッシュフロー	36	54	72	89
FCFF	(87)	(77)	(34)	(26)
利益率・成長率				
売上高伸び率	3.9%	8.8%	2.2%	2.3%
EBITDA利益率	5.5%	5.6%	6.2%	6.8%
EBITDA成長率	-25.7%	12.5%	12.6%	11.9%
EBIT率	2.6%	2.6%	3.2%	3.7%
純利益率	0.3%	0.6%	1.2%	1.5%
EPS成長率	-75.6%	82.4%	103.2%	37.5%
レシオ				
税率	63.1%	50.0%	40.0%	38.0%
インタレスト・カバレッジ	NM	NM	NM	NM
純負債/自己資本比率	NM	NM	NM	NM
純負債/EBITDA倍率	NM	NM	NM	NM
ROCE	3.2%	3.1%	4.7%	5.8%
ROE	1.1%	2.0%	4.0%	5.4%
バリュエーション				
FCFF利回り	-18.6%	-16.5%	-7.3%	-5.6%
配当利回り (%)	2.9%	2.9%	4.3%	5.7%
EV/Revenue倍率	0.0	0.0	0.0	NM
EV/EBITDA	0.6	0.2	0.1	NM
PER	46.6	25.6	12.6	9.1

投資論点とバリュエーション要約

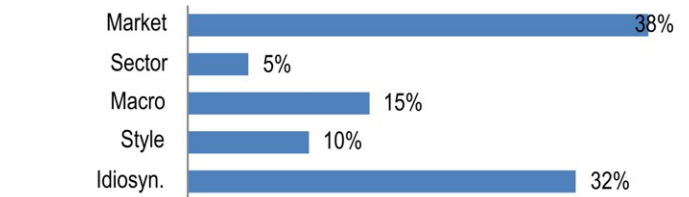
投資論点

構造改革効果の発現時期の見極めに加え、低迷が続くASEAN、米国市場での販売・商品戦略について注目する。また中期的にはルノー・日産アライアンス連合でのシナジー効果にも注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は340円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/B=0.5倍、過去10年間の同社の年度平均の中央値で評価。期間損益の改善を背景に、過去10年平均水準を参照。(従来は27/3期J.P.モルガン予想ベースで過去5年平均0.5倍を下回るP/B=0.4倍の水準で評価。)

パフォーマンスドライバー



Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.42	0.62
Sect: Cons Discretionary	0.58	0.32
Ind: Automobiles & Comp	0.71	0.55
Macro:		
Japan CPI Nationwide YoY	-0.55	-0.48
Nikkei Japan Manufacturing PMI	0.65	0.45
JP GDP Real Chained NSA YoY	0.29	0.27
Quant Styles:		
Value	0.67	0.62
DivYld	0.62	0.56
Quality	-0.46	-0.42

業績予想

図表 50: 三菱自動車工業(7211)：連結損益計算書

10 億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
売上高	1,455.5	2,038.9	2,458.1	2,789.6	2,788.2	2,896.5	3,152.8	3,223.4	3,297.3
売上原価	1,299.0	1,676.5	1,935.3	2,220.7	2,251.5	2,447.4	2,723.8	2,766.7	2,812.3
売上総利益	156.5	362.5	522.8	568.8	536.7	449.1	429.0	456.7	485.1
販売管理費	251.8	275.1	332.3	377.9	397.9	373.6	346.5	354.3	362.4
営業利益	-95.3	87.3	190.5	191.0	138.8	75.5	82.5	102.4	122.7
EBITDA	-29.4	140.9	250.6	258.7	212.8	158.1	177.9	200.3	224.1
営業外収益	14.5	24.5	16.3	34.4	18.8	18.6	15.4	15.8	16.0
受取利息/受取配当金	2.4	2.5	8.3	14.0	12.6	10.5	10.2	10.6	10.7
持分法投資利益	0.0	8.5	0.0	5.3	0.0	1.4	1.4	1.5	1.6
為替差益	3.8	9.2	5.4	12.9	0.0	2.9	0.0	0.0	0.0
その他	8.2	4.2	2.6	2.3	6.2	3.8	3.8	3.8	3.8
営業外費用	24.3	10.8	24.8	16.3	59.0	15.2	26.7	27.5	28.4
支払利息	5.4	5.1	3.6	6.1	6.7	6.1	6.7	6.5	6.3
持分法投資損失	9.1	0.0	12.2	0.0	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0
為替差損	0.0	0.0	0.0	0.0	31.5	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	9.8	5.7	9.0	10.3	14.3	9.1	20.0	21.0	22.1
経常利益	-105.2	101.0	182.0	209.0	98.6	78.9	71.2	90.7	110.3
特別利益	3.6	7.1	27.7	1.5	1.1	5.2	0.0	0.0	0.0
特別損失	196.7	13.4	41.6	29.7	12.4	26.8	0.0	0.0	0.0
税引前利益	-298.3	94.7	168.1	180.8	87.3	57.3	71.2	90.7	110.3
法人税	11.1	15.5	-8.2	20.3	36.6	36.2	35.6	36.3	41.9
実効税率	NM	16.4%	NM	11.2%	42.0%	63.1%	50.0%	40.0%	38.0%
少数株主損益	2.9	5.1	7.6	5.9	9.7	11.1	17.3	17.3	17.3
当期利益	-312.3	74.0	168.7	154.7	41.0	10.0	18.3	37.1	51.1
[主要指標]									
EPS (円)	-210.0	49.8	113.4	104.1	30.6	7.5	13.7	27.7	38.1
DPS (円)	0.0	0.0	5.0	10.0	15.0	10.0	10.0	15.0	20.0
配当性向/%	0.0%	0.0%	4.4%	9.6%	49.0%	133.6%	73.2%	54.1%	52.4%
BPS (円)	342	408	538	679	698	687	691	703	722
ROE /%	-48.8%	13.3%	24.0%	17.1%	4.2%	1.1%	2.0%	4.0%	5.4%
ROA /%	-16.5%	3.9%	8.2%	6.6%	1.7%	0.4%	0.7%	1.5%	2.0%
手元流動性	703.0	734.0	822.0	914.8	719.6	767.9	814.1	825.0	836.3
有利子負債	483.3	480.5	428.3	492.4	314.8	395.4	383.8	373.2	363.7
D/Eレシオ	0.8	0.7	0.5	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
ネットD/Eレシオ	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
発行済株式数 (100万株)	1,487.5	1,487.5	1,488.3	1,486.8	1,338.2	1,338.4	1,338.4	1,338.4	1,338.4
設備投資	76.4	62.7	78.6	93.6	100.6	85.3	135.0	110.0	118.8
減価償却費	65.9	53.6	60.1	67.7	74.0	82.6	95.4	97.9	101.4
研究開発費	101.4	90.7	107.2	114.6	126.7	116.8	119.1	121.5	123.9
対売上高構成比 /%									
営業利益	-6.5%	4.3%	7.7%	6.8%	5.0%	2.6%	2.6%	3.2%	3.7%
経常利益	-7.2%	5.0%	7.4%	7.5%	3.5%	2.7%	2.3%	2.8%	3.3%
当期利益	-21.5%	3.6%	6.9%	5.5%	1.5%	0.3%	0.6%	1.2%	1.5%
対前期比 /%									
売上高	-35.9%	40.1%	20.6%	13.5%	0.0%	3.9%	8.8%	2.2%	2.3%
営業利益	NM	NM	118.1%	0.2%	-27.3%	-45.6%	9.2%	24.2%	19.7%
経常利益	NM	NM	80.3%	14.8%	-52.8%	-20.0%	-9.8%	27.5%	21.5%
当期利益	NM	NM	127.9%	-8.3%	-73.5%	-75.6%	82.4%	103.2%	37.5%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 51: 三菱自動車工業(7211)：連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書

10 億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 予	28/3 予	29/3 予
手元流動性	703.0	734.0	822.0	914.8	719.6	767.9	814.1	825.0	836.3
現預金	455.7	511.5	596.0	674.2	452.5	438.9	485.1	496.0	507.4
有価証券他	247.3	222.5	226.0	240.5	267.0	329.0	329.0	329.0	329.0
売上債権	154.3	119.8	184.6	151.0	154.2	248.6	219.2	224.1	229.3
棚卸資産	250.0	299.6	351.6	411.9	363.2	388.4	409.0	418.2	427.8
その他流動資産	116.7	102.5	116.7	150.2	154.2	205.0	176.8	176.8	176.8
流動資産合計	1,223.9	1,255.9	1,475.0	1,627.8	1,391.1	1,609.9	1,619.2	1,644.2	1,670.3
有形固定資産	411.0	429.5	454.6	498.1	524.4	551.2	617.6	629.7	647.1
無形固定資産	33.9	38.3	40.0	44.9	51.2	49.4	19.0	19.0	19.0
投資その他資産	187.4	204.8	232.0	283.6	279.3	207.7	255.4	255.4	255.4
資産合計	1,856.3	1,928.4	2,201.5	2,454.5	2,245.9	2,418.1	2,511.3	2,548.3	2,591.8
短期借入	109.8	360.7	155.4	339.9	157.4	222.8	211.2	200.6	191.1
支払債務	384.9	380.7	461.5	439.6	457.0	561.4	554.3	566.7	579.7
その他流動負債	373.2	342.8	390.4	395.7	389.5	382.3	450.0	468.2	484.0
流動負債合計	867.9	1,084.2	1,007.4	1,175.2	1,003.9	1,166.5	1,215.5	1,235.5	1,254.7
長期借入	348.0	95.8	248.0	127.8	130.5	140.7	140.7	140.7	140.7
社債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
退職給付引当他	28.6	32.2	36.7	20.4	40.6	37.7	85.0	85.0	85.0
その他固定負債	86.5	86.0	79.0	86.7	97.4	109.8	101.8	101.8	101.8
固定負債合計	463.1	214.0	363.8	234.8	268.4	288.3	327.6	327.6	327.6
負債合計	1,331.0	1,298.1	1,371.1	1,410.0	1,272.4	1,454.8	1,543.1	1,563.1	1,582.3
資本金	284.4	284.4	284.4	284.4	284.4	284.4	284.4	284.4	284.4
資本剰余金	200.0	199.8	199.6	199.6	185.8	185.8	185.8	185.8	185.8
利益剰余金	95.9	169.7	338.4	478.2	500.6	451.0	455.9	472.9	497.2
自己株式他	-1.7	-1.4	-1.0	-1.7	-56.4	-56.3	-56.3	-56.3	-56.3
株主資本合計	578.6	652.5	821.4	960.5	914.4	864.9	869.8	886.8	911.1
評価・換算差額等	-70.3	-45.6	-20.3	49.7	20.0	54.6	54.6	54.6	54.6
少数株主持分	17.0	23.3	29.2	34.2	39.2	43.8	43.8	43.8	43.8
純資産合計	525.3	630.3	830.4	1,044.5	973.6	963.3	968.2	985.2	1,009.5
負債・純資産合計	1,856.3	1,928.4	2,201.5	2,454.5	2,245.9	2,418.1	2,511.3	2,548.3	2,591.8

連結キャッシュ・フロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 予	28/3 予	29/3 予
税引前当期純利益	-298.3	94.7	168.1	180.8	87.3	57.3	71.2	90.7	110.3
減価償却費	65.9	53.6	60.1	67.7	74.0	82.6	95.4	97.9	101.4
運転資本増減	16.1	-17.5	-34.3	-41.1	61.7	8.9	1.6	-1.7	-1.7
その他	174.7	-12.7	-20.4	-66.7	-48.3	-113.1	-114.0	-115.2	-121.1
営業キャッシュ・フロー	-41.5	118.1	173.6	140.8	174.7	35.8	54.2	71.7	88.8
設備投資	-76.4	-62.7	-78.6	-93.6	-100.6	-85.3	-135.0	-110.0	-118.8
その他	-24.9	-6.4	25.5	-45.3	-14.2	-37.1	4.0	4.0	4.0
投資キャッシュ・フロー	-101.3	-69.1	-53.1	-138.9	-114.8	-122.4	-131.0	-106.0	-114.8
フリー・キャッシュ・フロー	-142.9	49.0	120.4	1.9	60.0	-86.7	-76.8	-34.3	-26.0
長期借入金増減	249.2	-20.0	-68.0	30.2	-138.2	43.6	0.0	0.0	0.0
短期借入金増減	-48.3	4.2	8.8	34.8	-44.7	47.0	-11.8	-10.6	-9.5
配当金支払い	-2.9	-1.5	-2.6	-17.9	-21.3	-21.5	-18.2	-24.9	-31.5
その他	-29.7	7.0	0.0	-9.3	-70.7	-22.2	-4.7	-4.7	-4.7
財務キャッシュ・フロー	168.3	-10.2	-61.9	37.7	-274.8	46.9	-34.7	-40.2	-45.8
為替変動によるキャッシュ・バランス	19.5	28.1	25.9	38.7	-9.3	21.8	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物増加	45.0	66.9	84.5	78.3	-224.1	-11.3	52.9	17.6	18.1
現金及び現金同等物期首残高	399.6	444.6	511.5	595.9	674.2	450.1	438.9	491.8	509.4
現金及び現金同等物期末残高	444.6	511.5	595.9	674.2	450.1	438.9	491.8	509.4	527.5

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 52: 三菱自動車工業(7211)：自動車事業前提詳細

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
世界生産台数									
国内生産	367	421	457	497	478	489	509	529	550
海外生産	447	604	562	509	434	424	451	455	459
MMNA	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MMTh	221	307	270	275	201	179	188	197	207
GMMC	80	59	27	0	0	0	0	0	0
MMPC	14	19	43	42	42	35	33	35	38
PCMA Rus	14	23	0	0	0	0	0	0	0
KKM/KRM	75	149	156	143	147	171	231	222	213
合計	814	1,025	1,019	1,006	913	913	960	984	1,009
連結出荷台数									
日本	232	192	246	265	259	265	276	284	292
登録車	30	36	50	43	48	50	52	54	55
軽自動車	40	39	45	68	66	76	79	81	84
OEM	162	117	151	154	145	139	145	149	153
北米	93	151	149	183	192	165	165	169	173
米国	62	90	87	99	112	89	87	90	93
欧州	90	110	53	80	31	43	45	42	40
ロシア	21	34	1	1	0	0	0	0	0
アジア	258	332	328	258	252	259	265	275	285
中国	67	50	33	0	0	0	0	0	0
タイ	51	52	44	28	26	28	30	32	34
インドネシア	40	118	103	75	59	74	76	79	81
その他	151	231	233	243	227	228	234	239	244
出荷合計	824	1,016	1,009	1,029	961	960	984	1,009	1,035
世界小売台数									
日本	73	75	92	111	118	122	118	121	125
登録車	30	37	48	44	48	48	45	46	47
軽自動車	43	38	44	67	70	74	73	76	78
北米	113	156	133	163	186	165	165	171	178
米国	80	100	80	95	113	90	89	93	98
欧州	144	131	61	59	51	42	44	41	39
ロシア	27	34	5	2	0	0	0	0	0
アジア他	471	575	548	482	486	468	485	516	551
アジア	294	331	310	262	259	256	252	260	269
中国	83	64	32	10	0	0	0	0	0
タイ	53	49	47	29	27	27	29	31	33
小売合計	801	937	834	815	841	797	812	851	893

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 53: 三菱自動車工業(7211)：四半期連結損益計算書

10 億円, %

	26/3 予				27/3 予				27/3 予		28/3 予		25/3	26/3	27/3 予	28/3 予	29/3 予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	145.0	147.0	154.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	153.0	151.0	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	163.0	171.0	179.0	184.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	163.0	176.0	180.0	180.0	180.0
パーツ/円	4.35	4.51	4.74	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96	4.37	4.65	4.96	4.96	4.96
売上高	609.1	652.2	715.3	920.0	703.4	705.2	773.6	970.5	1,408.6	1,744.1	1,442.2	1,781.2	2,788.2	2,896.5	3,152.8	3,223.4	3,297.3
売上原価	515.0	553.1	604.4	775.0	616.4	609.2	673.0	825.1	1,225.7	1,498.1	1,246.1	1,520.6	2,251.5	2,447.4	2,723.8	2,766.7	2,812.3
売上総利益	94.1	99.1	110.9	145.0	87.0	96.0	100.6	145.4	183.0	246.0	196.1	260.6	536.7	449.1	429.0	456.7	485.1
販売管理費	88.5	87.4	96.5	101.1	77.3	77.5	85.0	106.7	154.8	191.7	158.5	195.8	397.9	373.6	346.5	354.3	362.4
営業利益	5.6	11.6	14.4	43.9	9.7	18.5	15.5	38.8	28.2	54.3	37.6	64.8	138.8	75.5	82.5	102.4	122.7
EBITDA	24.5	32.1	35.5	66.0	33.5	42.3	39.4	62.6	75.9	102.0	86.5	113.8	212.8	158.1	177.9	200.3	224.1
営業外収益	3.4	3.5	4.0	7.7	3.6	3.6	3.6	4.6	7.2	8.2	7.4	8.4	18.8	18.6	15.4	15.8	16.0
受取利息/受取配当金	2.2	3.3	1.2	3.8	2.3	2.3	2.3	3.3	4.6	5.6	4.8	5.8	12.6	10.5	10.2	10.6	10.7
持分法投資利益	0.0	0.0	1.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.0	1.4	1.4	1.5	1.6
為替差益	0.0	0.0	0.2	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	0.0	0.0	0.0
その他	1.2	0.3	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.9	1.9	1.9	1.9	6.2	3.8	3.8	3.8	3.8
営業外費用	4.2	4.2	1.6	5.2	6.7	6.7	6.7	6.7	13.3	13.3	13.8	13.8	59.0	15.2	26.7	27.5	28.4
支払利息	1.3	1.5	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	3.3	3.3	3.3	3.3	6.7	6.1	6.7	6.5	6.3
持分法投資損失	0.7	1.3	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0
為替差損	0.5	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	31.5	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	1.8	1.7	2.0	3.6	5.0	5.0	5.0	5.0	10.0	10.0	10.5	10.5	14.3	9.1	20.0	21.0	22.1
経常利益	4.8	11.0	16.8	46.3	6.6	15.4	12.5	36.7	22.0	49.2	31.3	59.5	98.6	78.9	71.2	90.7	110.3
特別利益	2.7	0.9	-0.1	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	5.2	0.0	0.0	0.0
特別損失	0.7	14.5	1.6	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.4	26.8	0.0	0.0	0.0
税引前利益	6.8	-2.7	15.1	38.1	6.6	15.4	12.5	36.7	22.0	49.2	31.3	59.5	87.3	57.3	71.2	90.7	110.3
法人税	3.4	5.9	7.6	19.3	3.3	7.7	6.2	18.4	11.0	24.6	12.5	23.8	36.6	36.2	35.6	36.3	41.9
実効税率	50.2%	NM	50.1%	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	40.0%	40.0%	42.0%	63.1%	50.0%	40.0%	38.0%
少数株主損益	2.6	1.4	2.8	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	8.7	8.7	8.7	8.7	9.7	11.1	17.3	17.3	17.3
当期利益	0.7	-10.0	4.7	14.5	-1.0	3.4	1.9	14.0	2.3	15.9	10.1	27.0	41.0	10.0	18.3	37.1	51.1
EPS (円)	0.6	-7.4	3.5	10.8	-0.8	2.5	1.4	10.5	1.8	11.9	7.5	20.2	30.6	7.5	13.7	27.7	38.1
設備投資	12.1	24.2	21.2	27.8	30.0	30.0	35.0	40.0	60.0	75.0	55.0	55.0	100.6	85.3	135.0	110.0	118.8
減価償却費	18.9	20.5	21.1	22.1	23.8	23.8	23.8	23.8	47.7	47.7	48.9	48.9	74.0	82.6	95.4	97.9	101.4
研究開発費	30.1	27.6	29.7	29.4	29.8	29.8	29.8	29.8	59.6	59.6	60.8	60.8	126.7	116.8	119.1	121.5	123.9
対前期比 / %																	
売上高	-2.9%	-4.1%	4.9%	15.2%	15.5%	8.1%	8.2%	5.5%	11.7%	6.7%	2.4%	2.1%	0.0%	3.9%	8.8%	2.2%	2.3%
営業利益	-84.1%	-79.0%	3.8%	28.2%	71.6%	59.1%	8.1%	-11.6%	63.2%	-6.8%	33.5%	19.3%	-27.3%	-45.6%	9.2%	24.2%	19.7%
経常利益	-88.6%	-59.1%	80.2%	130.9%	36.6%	40.3%	-25.6%	-20.7%	39.2%	-22.0%	42.0%	21.0%	-52.8%	-20.0%	-9.8%	27.5%	21.5%
当期利益	-97.5%	NM	NM	87.0%	NM	NM	-59.9%	-3.3%	NM	-17.3%	330.1%	69.7%	-73.5%	-75.6%	82.4%	103.2%	37.5%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

三菱自動車工業 (7211) (Underweight; 目標株価: 340円)

投資論点

構造改革効果の発現時期の見極めに加え、低迷が続くASEAN、米国市場での販売・商品戦略について注目する。また中期的にはルノー・日産アライアンスでのシナジー効果にも注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は340円。27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/B=0.5倍、過去10年間の同社の年度平均の中央値で評価。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイド要因（対目標株価/レーティング）

- 160円/ドルを超える円安の進行
- ASEAN自動車市場の更なる回復
- メキシコ、ブラジル、豪州など他主要市場の想定以上の事業拡大

ダウンサイド要因（対目標株価/レーティング）

- PHEV等の電動車両での競争激化
- 130円/ドルを超える円高の進行

Mitsubishi Motors (7211): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Revenue	2,788.2	2,896.5	3,152.8	3,223.4	3,297.3	Cash flow from operating activities	175	36	54	72	89
COGS	(2,252)	(2,447)	(2,724)	(2,767)	(2,812)	o/w Depreciation & amortization	74	83	95	98	101
Gross profit	537	449	429	457	485	o/w Changes in working capital	62	9	2	(2)	(2)
SG&A	(398)	(374)	(347)	(354)	(362)	Cash flow from investing activities	(115)	(122)	(131)	(106)	(115)
EBITDA	213	158	178	200	224	o/w Capital expenditure	(101)	(85)	(135)	(110)	(119)
D&A	(74)	(83)	(95)	(98)	(101)	as % of sales	3.6%	2.9%	4.3%	3.4%	3.6%
EBIT	139	76	82	102	123	Cash flow from financing activities	(275)	47	(35)	(40)	(46)
Net Interest	6	4	4	4	4	o/w Dividends paid	(21)	(22)	(18)	(25)	(32)
PBT	87.3	57.3	71.2	90.7	110.3	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(37)	(36)	(36)	(36)	(42)	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(10)	(11)	(17)	(17)	(17)	Net change in cash	(224)	(18)	(111)	(74)	(72)
Net Income	41	10	18	37	51	Adj. Free cash flow to firm	60	(87)	(77)	(34)	(26)
Reported EPS	30.6	7.5	13.7	27.7	38.1	y/y Growth	2990.3%	-244.5%	-11.4%	-55.4%	-24.2%
DPS	15.00	10.00	10.00	15.00	20.00						
Payout ratio	49.0%	133.6%	73.2%	54.1%	52.4%						
Shares outstanding	1,460	1,460	1,460	1,460	1,460						

Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Cash and cash equivalents	453	439	485	496	507	Gross margin	19.2%	15.5%	13.6%	14.2%	14.7%
Accounts receivable	154	249	219	224	229	EBITDA margin	7.6%	5.5%	5.6%	6.2%	6.8%
Inventories	363	388	409	418	428	EBIT margin	5.0%	2.6%	2.6%	3.2%	3.7%
Other current assets	421	534	506	506	506	Net profit margin	1.5%	0.3%	0.6%	1.2%	1.5%
Current assets	1,391	1,610	1,619	1,644	1,670	ROE	4.2%	1.1%	2.0%	4.0%	5.4%
PP&E	524	551	618	630	647	ROA	1.7%	0.4%	0.7%	1.5%	2.0%
LT investments	279	208	255	255	255	ROCE	6.3%	3.2%	3.1%	4.7%	5.8%
Other non current assets	51	49	19	19	19	SG&A/Sales	14.3%	12.9%	11.0%	11.0%	11.0%
Total assets	2,246	2,418	2,511	2,548	2,592	Net debt/Equity	NM	NM	NM	NM	NM
Short term borrowings	157	223	211	201	191	Net debt/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM
Payables	457	561	554	567	580	Sales/Assets (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
Other short term liabilities	389	382	450	468	484	Assets/Equity (x)	2.4	2.5	2.7	2.7	2.7
Current liabilities	1,004	1,167	1,215	1,235	1,255	Interest cover (x)	NM	NM	NM	NM	NM
Long-term debt	157	173	173	173	173	Operating leverage	56131.6%	-1174.0%	104.1%	1079.9%	861.1%
Other long term liabilities	111	116	155	155	155	Tax rate	42.0%	63.1%	50.0%	40.0%	38.0%
Total liabilities	1,272	1,455	1,543	1,563	1,582	Revenue y/y Growth	-0.0%	3.9%	8.8%	2.2%	2.3%
Shareholders' equity	934	919	924	941	966	EBITDA y/y Growth	-17.7%	-25.7%	12.5%	12.6%	11.9%
Minority interests	39	44	44	44	44	EPS y/y growth	-70.6%	-75.6%	82.4%	103.2%	37.5%
Total liabilities & equity	2,246	2,418	2,511	2,548	2,592						

BVPS						Valuation					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
BVPS	698.28	687.02	690.66	703.40	721.55	P/E (x)	11.4	46.6	25.6	12.6	9.1
y/y Growth	2.8%	-1.6%	0.5%	1.8%	2.6%	P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Net debt/(cash)	(138)	(43)	(101)	(123)	(144)	EV/EBITDA (x)	0.3	0.6	0.2	0.1	NM
						Dividend Yield	4.3%	2.9%	2.9%	4.3%	5.7%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Neutral

7261.T, 7261 JP

株価 (2026年6月2日): 1,126円

目標株価 (2026年12月): 1,100円

日本株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3)6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (3月期予想)

	旧	新 Δ
調整後営業利益-27E (10億円)	108	13221.9%

スタイルベンチマーク

Quant Factors	Current %Rank	Hist %Rank (1=Top)			
		6M	1Y	3Y	5Y
Value	1	14	1	1	6
Growth	87	99	89	69	99
Momentum	52	99	97	35	8
Quality	89	93	72	76	87
Low Vol	93	89	89	86	93

マツダ (7261)

「CX-5」 と BEV で面的拡大を狙う

投資判断「Neutral」、26年12月までの目標株価1,100円を継続。27/3期は新型「CX-5」および電動車のグローバル展開により拡販を目指す。米国ではHEVとの競争により一定のインセンティブの増額は必要となろう。欧州やASEANでの電動車拡販に伴う商品ミックスの悪化も考慮すれば会社計画の達成のハードルはやや高い印象だ。一方で中期的にマルチソリューション戦略やライトアセット戦略の方向性は正しいと判断する。26/3期4Q決算を踏まえて業績予想を修正、営業利益は27/3期：1,317億円→28/3期：1,616億円→29/3期：1,875億円と予想する。

- 「CX-5」 と BEV で拡販を目指す：27/3期は、グローバル戦略車「CX-5」のフル貢献、ならびに中国長安汽車との協業BEV2車種(「Mazda 6e」、「CX-6e」)の欧州、豪州地域への展開により前期比10万台の拡販を目指す構えである。双方ともに台数増への貢献は見込めようが、米国ではHEV需要の高まりに伴う競争の激化、BEVについては環境クレジットの貢献はあろうがミックス悪化影響は一定程度織り込むべきと考える。J.P.モルガンでは同社のグローバル小売台数として27/3期：1,268千台(前期比：4%増)→28/3期：1,308千台(同：3%増)を見込む。
- 今後2年間のコストコントロールに注目：同社は現行中期計画(26/3期～28/3期)の期間中で固定費で1,000億円、変動費(構造的原価低減)で1,000億円の削減を目指している。新型車の順調な投入も含め、変動費の削減は順調に進捗していると考えても、グローバルでの新車拡販に伴う固定費の増加はある程度避けられないだろう。J.P.モルガンでは、3年間累計で固定費で600億円、変動費で1,050億円の削減効果を見込んでいる。
- 業績予想修正：連結営業利益は27/3期：1,317億円(前期比：155%増)→28/3期：1,616億円(同：23%増)→29/3期：1,875億円(同：16%増)をそれぞれ予想する。27/3期は台数効果で320億円の営業増益寄与を見込み、変動費削減(+490億円)も進捗、為替(+800億円)も追い風となるが、環境規制対応費用(-400億円)、原材料インフレ(-780億円)などで一部相殺されるとの構図である。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-7.6%	11.6%	-16.9%	27.7%
Rel	-22.7%	6.4%	-17.6%	-13.6%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	631
52週レンジ (円)	1,395-823
時価総額 (10億ドル)	4.4
為替レート	159.66
浮動株比率	92.6%
一日平均売買高 (百万)	7.51
一日平均売買代金 (百万ドル)	51.3
Volatility (90 Day)	46
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	5 9 2

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	4,918.2	5,402.8	5,584.3	5,773.0
EBITDA	173	258	290	316
営業利益	51.6	131.7	161.6	187.5
純利益	35	84	121	140
Reported EPS	55.6	133.0	191.8	222.0
BBG EPS	27.64	140.88	180.92	-
営業キャッシュフロー	0	160	235	256
FCFF	(1)	90	172	200
利益率・成長率				
売上高伸び率	-2.0%	9.9%	3.4%	3.4%
EBITDA利益率	3.5%	4.8%	5.2%	5.5%
EBITDA成長率	-43.1%	49.3%	12.3%	9.2%
EBIT率	1.0%	2.4%	2.9%	3.2%
純利益率	0.7%	1.6%	2.2%	2.4%
EPS成長率	-69.3%	139.1%	44.2%	15.7%
レシオ				
税率	39.5%	32.0%	30.0%	30.0%
インタレスト・カバレッジ	NM	NM	NM	NM
純負債/自己資本比率	NM	NM	NM	NM
純負債/EBITDA倍率	NM	NM	NM	NM
ROCE	1.6%	3.4%	4.3%	4.9%
ROE	1.9%	4.5%	6.5%	7.2%
バリュエーション				
FCFF利回り	-0.1%	12.6%	24.3%	28.2%
配当利回り (%)	4.9%	4.9%	5.8%	5.8%
EV/Revenue倍率	0.1	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.5	0.6	0.3	0.1
PER	20.2	8.5	5.9	5.1

投資論点とバリュエーション要約

投資論点

新型「CX-5」の導入効果とラージ商品の拡販余地の吟味が今後の論点だ。電動化、株主還元を含む中長期のキャピタルアロケーションの戦略にも注目。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は1,100円。従来目標株価同様、27/3期J.P.モルガン予想ベースのDPS：55円に対して配当利回り5.0%の水準を参照する。同社過去2年平均(5.0%)と同水準で評価。

パフォーマンスドライバー

Market	55%
Sector	7%
Macro	3%
Style	9%
Idiosyn.	26%

Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.49	0.74
Sect: Cons Discretionary	0.56	0.40
Ind: Automobiles & Comp	0.55	0.54
Macro:		
Japan Unemployment Rate SA	0.46	0.33
Japan CPI Nationwide YoY	-0.38	-0.29
Nikkei Japan Manufacturing PMI	0.43	0.27
Quant Styles:		
Value	0.57	0.56
DivYld	0.59	0.56
Growth	-0.61	-0.53

業績予想

図表 54: マツダ(7261)：連結損益計算書

10 億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
売上高	2,882.1	3,120.3	3,826.8	4,827.7	5,018.9	4,918.2	5,402.8	5,584.3	5,773.0
売上原価	2,268.4	2,432.6	3,025.2	3,789.0	3,940.7	4,031.8	4,446.5	4,570.4	4,704.4
売上総利益	613.6	687.7	801.5	1,038.7	1,078.2	886.4	956.3	1,013.9	1,068.6
販売管理費	604.8	583.5	659.6	788.2	892.1	834.8	824.6	852.3	881.1
営業利益	8.8	104.2	142.0	250.5	186.1	51.6	131.7	161.6	187.5
EBITDA	98.6	194.5	248.0	363.8	303.7	172.7	257.8	289.5	316.0
営業外収益	32.5	40.2	61.8	95.1	53.4	103.3	43.5	48.5	49.3
受取利息/受取配当金	5.2	5.8	13.2	24.8	33.7	32.0	29.5	30.6	31.5
持分法投資利益	6.6	0.0	15.8	8.8	13.4	16.9	12.0	16.0	16.0
為替差益	16.1	30.3	26.0	54.2	0.0	47.4	0.0	0.0	0.0
その他	4.6	4.2	6.9	7.3	6.3	7.0	2.0	1.9	1.8
営業外費用	13.1	20.9	17.8	25.5	50.6	23.1	50.5	35.8	35.1
支払利息	8.0	6.8	8.5	7.8	10.0	11.0	20.5	19.8	19.1
持分法投資損失	0.0	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
為替差損	0.0	0.0	0.0	0.0	22.9	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	5.0	10.1	9.4	17.6	17.6	12.1	30.0	16.0	16.0
経常利益	28.3	123.5	185.9	320.1	189.0	131.8	124.8	174.3	201.7
特別利益	1.0	5.2	0.5	0.2	2.3	0.7	0.0	0.0	0.0
特別損失	27.0	16.3	16.4	22.0	35.5	73.2	0.0	0.0	0.0
税引前利益	2.2	112.4	170.0	298.3	155.8	59.4	124.8	174.3	201.7
法人税	34.3	30.1	25.7	88.9	40.7	23.4	39.9	52.3	60.5
実効税率	1555.7%	26.7%	15.1%	29.8%	26.1%	39.5%	32.0%	30.0%	30.0%
少数株主損益	-0.4	0.8	1.4	1.7	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
当期利益	-31.7	81.6	142.8	207.7	114.1	35.1	83.9	121.0	140.0
[主要指標]									
EPS (円)	-50.3	129.5	226.7	329.6	181.0	55.6	133.0	191.8	222.0
DPS (円)	0.0	20.0	45.0	60.0	55.0	55.0	55.0	65.0	65.0
配当性向/%	0.0%	15.4%	19.8%	18.2%	30.4%	98.9%	41.4%	33.9%	29.3%
BPS (円)	1,877	2,066	2,286	2,758	2,844	3,021	2,898	3,025	3,182
ROE /%	-2.7%	6.6%	10.4%	13.1%	6.5%	1.9%	4.5%	6.5%	7.2%
ROA /%	-1.1%	2.8%	4.6%	5.9%	2.9%	0.8%	1.8%	2.6%	2.9%
手元流動性	739.0	740.4	717.1	922.6	1,207.4	1,293.2	1,354.8	1,393.2	1,433.2
有利子負債	733.9	654.0	596.4	548.7	686.8	833.7	804.5	776.9	750.9
D/E レシオ	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
ネットD/E レシオ	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
発行済株式数 (100万株)	629.8	629.9	630.0	630.1	630.3	630.8	630.8	630.8	630.8
設備投資	93.0	144.3	94.1	121.3	148.4	120.0	147.0	139.7	132.7
減価償却費	89.8	90.3	106.0	113.3	117.6	121.1	126.0	127.9	128.5
研究開発費	127.4	134.6	128.0	146.3	168.0	160.9	164.1	167.4	170.7
対売上高構成比 /%									
営業利益	0.3%	3.3%	3.7%	5.2%	3.7%	1.0%	2.4%	2.9%	3.2%
経常利益	1.0%	4.0%	4.9%	6.6%	3.8%	2.7%	2.3%	3.1%	3.5%
当期利益	-1.1%	2.6%	3.7%	4.3%	2.3%	0.7%	1.6%	2.2%	2.4%
対前期比 /%									
売上高	-16.0%	8.3%	22.6%	26.2%	4.0%	-2.0%	9.9%	3.4%	3.4%
営業利益	-79.8%	1081.7%	36.2%	76.4%	-25.7%	-72.3%	155.4%	22.7%	16.0%
経常利益	-46.8%	337.2%	50.5%	72.2%	-41.0%	-30.2%	-5.4%	39.8%	15.7%
当期利益	NM	NM	75.1%	45.4%	-45.1%	-69.2%	139.1%	44.2%	15.7%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 55: マツダ(7261)：連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書

10 億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 予	28/3 予	29/3 予
手元流動性	739.0	740.4	717.1	922.6	1,207.4	1,293.2	1,354.8	1,393.2	1,433.2
現預金	591.1	669.4	628.1	818.6	1,001.4	1,083.7	1,145.3	1,183.7	1,223.7
有価証券他	147.9	71.0	89.0	104.0	206.0	209.5	209.5	209.5	209.5
売上債権	167.5	146.1	166.9	163.4	148.8	183.8	182.7	188.9	195.2
棚卸資産	433.0	399.9	670.9	680.5	659.2	696.1	764.7	790.3	817.1
その他流動資産	150.0	171.4	169.2	232.5	212.3	276.3	276.4	276.4	276.4
流動資産合計	1,489.6	1,457.8	1,724.2	1,998.9	2,227.7	2,449.4	2,578.5	2,648.8	2,721.9
有形固定資産	1,075.2	1,146.7	1,164.6	1,192.9	1,222.8	1,234.1	1,282.5	1,294.2	1,298.4
無形固定資産	42.9	48.4	54.6	62.7	70.1	74.1	74.1	74.1	74.1
投資その他資産	309.7	315.3	315.9	537.2	569.6	722.0	727.5	733.0	738.5
資産合計	2,917.4	2,968.1	3,259.3	3,791.8	4,090.1	4,479.5	4,662.5	4,750.1	4,832.8
短期借入	12.9	64.0	201.0	124.5	144.0	86.4	88.3	90.3	92.4
支払債務	363.7	345.4	481.0	435.3	473.9	528.7	550.7	569.2	588.4
その他流動負債	431.0	489.5	579.2	850.6	883.5	998.5	1,266.7	1,283.3	1,273.7
流動負債合計	807.7	898.9	1,261.2	1,410.4	1,501.4	1,613.6	1,905.6	1,942.8	1,954.5
長期借入	670.9	540.1	345.3	359.1	417.7	622.3	591.2	561.6	533.5
社債	50.0	50.0	50.0	45.0	125.0	105.0	105.0	105.0	105.0
退職給付引当他	50.0	33.4	18.2	67.6	68.7	58.6	58.6	58.6	58.6
その他固定負債	143.0	129.0	127.7	152.2	167.2	155.0	155.0	155.0	155.0
固定負債合計	913.9	752.5	541.2	624.0	778.7	940.9	909.8	880.3	852.2
負債合計	1,721.6	1,651.5	1,802.5	2,034.4	2,280.1	2,554.5	2,815.5	2,823.0	2,806.7
資本金	284.0	284.0	284.0	284.0	284.0	284.0	284.0	284.0	284.0
資本剰余金	263.0	263.0	263.0	263.0	263.1	263.0	263.0	263.0	263.0
利益剰余金	508.8	581.5	699.2	875.6	951.6	952.1	1,001.3	1,081.3	1,180.3
自己株式他	-2.2	-2.1	-2.0	-1.9	-1.6	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
株主資本合計	1,053.6	1,126.3	1,244.2	1,420.7	1,497.1	1,497.9	1,547.1	1,627.1	1,726.1
評価・換算差額等	128.5	175.3	195.8	317.3	295.6	408.0	280.9	280.9	280.9
少数株主持分	13.7	15.1	16.7	19.3	17.3	19.1	19.1	19.1	19.1
純資産合計	1,195.8	1,316.7	1,456.8	1,757.4	1,810.0	1,925.0	1,847.0	1,927.1	2,026.1
負債・純資産合計	2,917.4	2,968.1	3,259.3	3,791.8	4,090.1	4,479.5	4,662.5	4,750.1	4,832.8

連結キャッシュ・フロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 予	28/3 予	29/3 予
税引前当期純利益	2.2	112.4	170.0	298.3	155.8	59.4	124.8	174.3	201.7
減価償却費	89.8	90.3	106.0	113.3	117.6	121.1	126.0	127.9	128.5
運転資本増減	29.0	36.5	-147.7	-6.6	52.0	25.4	-45.5	-13.3	-13.9
その他	-0.9	-50.0	9.2	13.8	-19.8	-205.7	-45.5	-53.8	-60.1
営業キャッシュ・フロー	120.1	189.2	137.4	418.9	305.6	0.2	159.8	235.1	256.3
設備投資	-93.0	-144.3	-94.1	-121.3	-148.4	-120.0	-147.0	-139.7	-132.7
その他	14.1	8.1	-5.3	-58.6	-51.6	119.1	76.8	76.8	76.8
投資キャッシュ・フロー	-78.9	-136.2	-99.4	-179.9	-200.0	-0.9	-70.2	-62.8	-55.8
フリー・キャッシュ・フロー	41.2	52.9	38.0	239.0	105.7	-0.6	89.7	172.2	200.4
長期借入金増減	254.9	-80.9	-58.7	-91.6	76.0	148.3	-31.1	-29.6	-28.1
短期借入金増減	-120.1	-0.1	-0.1	29.4	2.0	-1.2	1.9	2.0	2.1
配当金支払い	-12.7	-0.2	-25.4	-31.6	-41.3	-36.0	-35.1	-38.2	-41.4
その他	-22.7	-5.2	-5.7	9.1	53.3	-6.1	-7.0	-7.0	-7.0
財務キャッシュ・フロー	99.3	-86.4	-89.9	-84.7	90.1	105.0	-71.4	-72.9	-74.4
為替変動によるキャッシュ・バランス	30.3	35.1	28.9	47.9	-9.4	83.3	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物増加	170.8	1.6	-23.3	202.2	186.3	187.6	61.6	38.5	40.0
現金及び現金同等物期首残高	568.0	738.8	740.4	717.1	919.3	1,105.6	1,293.2	1,354.7	1,393.2
現金及び現金同等物期末残高	738.8	740.4	717.1	919.3	1,105.6	1,293.2	1,354.7	1,393.2	1,433.2

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 56: マツダ(7261)：自動車事業前提詳細

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
世界生産能力									
日本	996	996	996	996	996	996	996	996	996
北米	230	230	230	230	230	230	230	230	230
米国(AAI)	--	--	--	--	--	--	--	--	--
米国(MTMUS)	--	150	150	150	150	150	150	150	150
メキシコ	230	230	230	230	230	230	230	230	230
アジア	590	590	590	390	390	390	390	390	390
中国	470	470	470	270	270	270	270	270	270
その他アジア	120	120	120	120	120	120	120	120	120
その他	10	160	160	160	160	160	160	160	160
能力合計	1,826	1,976	1,976	1,776	1,776	1,776	1,776	1,776	1,776
連結生産台数									
国内生産	748	696	764	799	749	735	745	755	765
宇品	399	369	413	431	404	397	402	408	413
防府	334	300	344	360	337	331	335	340	344
OEM受/供給	14	27	8	8	7	7	7	8	8
(うち輸出)	613	588	633	689	652	631	625	634	642
海外生産	425	327	370	420	459	430	437	445	453
北米	133	131	210	268	328	284	292	309	328
米国 (AAI)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
米国(MTMUS)	0	3	41	72	114	127	120	120	120
メキシコ	133	128	168	196	214	156	172	189	208
アジア	291	196	161	152	131	145	145	136	125
タイ (AAT)	62	43	88	59	57	50	45	40	36
中国	229	153	73	93	73	95	101	96	89
その他	1	0	0	0	0	1	0	0	0
生産台数合計	1,172	1,024	1,135	1,219	1,207	1,165	1,182	1,200	1,218
稼働率									
日本	75%	70%	77%	80%	75%	74%	75%	76%	77%
海外	51%	33%	38%	54%	59%	55%	56%	57%	58%
世界平均	64%	52%	57%	69%	68%	66%	67%	68%	69%
連結出荷台数									
日本	166	152	161	156	136	142	147	151	156
北米	374	386	422	560	643	581	606	631	658
米国	272	298	315	410	447	391	419	419	431
カナダ	57	46	47	68	81	80	87	95	103
その他	45	41	60	82	115	110	100	118	124
欧州	172	169	161	202	153	169	173	177	180
中国	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	278	284	314	284	287	254	259	265	270
出荷合計	990	991	1,059	1,202	1,219	1,147	1,185	1,224	1,264
グローバル小売台数									
日本	176	149	164	160	152	144	148	152	157
北米	403	439	406	514	617	582	606	631	658
米国	295	332	301	375	435	395	406	419	431
カナダ	62	60	48	61	75	80	87	95	103
その他北米	47	48	57	78	107	107	112	118	124
欧州	178	190	160	180	174	164	173	177	180
中国	228	170	84	97	74	71	74	76	78
その他	301	303	294	289	285	262	267	273	278
世界小売台数合計	1,287	1,251	1,110	1,241	1,303	1,223	1,268	1,308	1,351
世界電動車小売台数									
SHEV	0	0	0	0	14	30	45	60	60
MHEV	0	0	11	50	86	90	100	110	110
PHEV	0	0	11	30	47	40	30	35	35
REEV	13	13	8	11	7	8	10	10	10
BEV	2	2	1	1	6	10	25	25	25
世界電動車普及率									
SHEV	0%	0%	0%	0%	1%	2%	4%	5%	4%
MHEV	1%	1%	3%	7%	12%	15%	17%	18%	18%
PHEV	0%	0%	1%	2%	4%	3%	2%	3%	3%
REEV	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
BEV	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%	2%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 57: マツダ(7261)：四半期連結損益計算書

10 億円, %

	26/3				27/3予				27/3予		28/3予		25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	145.0	147.0	154.0	157.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	153.0	151.0	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	164.0	172.0	179.0	184.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	164.0	175.0	180.0	180.0	180.0
売上高	1,099.8	1,138.7	1,263.0	1,416.7	1,311.6	1,369.6	1,352.8	1,368.7	2,681.3	2,721.5	2,778.8	2,805.5	5,018.9	4,918.2	5,402.8	5,584.3	5,773.0
売上原価	931.5	958.4	1,016.1	1,125.8	1,075.6	1,116.4	1,116.5	1,137.9	2,192.0	2,254.5	2,258.3	2,312.1	3,940.7	4,031.8	4,446.5	4,570.4	4,704.4
売上総利益	168.2	180.3	246.9	290.9	236.0	253.2	236.3	230.8	489.3	467.1	520.5	493.4	1,078.2	886.4	956.3	1,013.9	1,068.6
販売管理費	214.4	188.1	216.2	216.2	200.2	209.0	206.5	208.9	409.2	415.4	424.1	428.2	892.1	834.8	824.6	852.3	881.1
営業利益	-46.1	-7.8	30.8	74.7	35.8	44.2	29.8	21.9	80.0	51.7	96.4	65.2	186.1	51.6	131.7	161.6	187.5
EBITDA	-17.1	21.8	61.0	107.0	67.4	75.7	61.3	53.4	143.1	114.7	160.4	129.1	303.7	172.7	257.8	289.5	316.0
営業外収益	17.4	25.9	33.7	26.3	10.8	10.8	10.8	11.1	21.6	21.9	24.1	24.4	53.4	103.3	43.5	48.5	49.3
受取利息/受取配当金	5.7	8.2	4.8	13.3	7.3	7.3	7.3	7.6	14.6	14.9	15.1	15.4	33.7	32.0	29.5	30.6	31.5
持分法投資利益	4.2	1.6	3.2	7.9	3.0	3.0	3.0	3.0	6.0	6.0	8.0	8.0	13.4	16.9	12.0	16.0	16.0
為替差益	5.6	12.4	23.3	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	47.4	0.0	0.0	0.0
その他	2.0	3.7	2.3	-0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	0.9	0.9	6.3	7.0	2.0	1.9	1.8
営業外費用	5.6	5.1	5.8	6.6	12.6	12.6	12.6	12.6	25.2	25.2	17.9	17.9	50.6	23.1	50.5	35.8	35.1
支払利息	2.7	2.7	2.6	2.9	5.1	5.1	5.1	5.1	10.2	10.2	9.9	9.9	10.0	11.0	20.5	19.8	19.1
持分法投資損失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
為替差損	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.9	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	2.9	2.4	3.1	3.7	7.5	7.5	7.5	7.5	15.0	15.0	8.0	8.0	17.6	12.1	30.0	16.0	16.0
経常利益	-34.3	13.0	58.7	94.4	34.0	42.4	28.0	20.4	76.4	48.4	102.6	71.7	189.0	131.8	124.8	174.3	201.7
特別利益	0.2	0.1	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	0.7	0.0	0.0	0.0
特別損失	8.9	13.7	16.6	34.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	35.5	73.2	0.0	0.0	0.0
税引前利益	-42.9	-0.7	42.3	60.8	34.0	42.4	28.0	20.4	76.4	48.4	102.6	71.7	155.8	59.4	124.8	174.3	201.7
法人税	-0.9	2.3	11.5	10.5	10.9	13.6	9.0	6.5	24.4	15.5	30.8	21.5	40.7	23.4	39.9	52.3	60.5
実効税率	2.2%	NM	27.3%	17.3%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	30.0%	30.0%	26.1%	39.5%	32.0%	30.0%	30.0%
少数株主損益	0.1	0.2	0.1	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
当期利益	-42.1	-3.2	30.6	49.8	22.9	28.6	18.8	13.6	51.5	32.4	71.3	49.7	114.1	35.1	83.9	121.0	140.0
EPS (円)	-66.8	-5.0	48.5	78.9	36.3	45.3	29.8	21.6	81.6	51.4	113.1	78.8	181.0	55.6	133.0	191.8	222.0
設備投資	22.5	23.3	28.8	45.4	28.5	28.5	45.0	45.0	57.0	90.0	69.8	69.8	148.4	120.0	147.0	139.7	132.7
減価償却費	29.0	29.6	30.2	32.3	31.5	31.5	31.5	31.5	63.0	63.0	63.9	63.9	117.6	121.1	126.0	127.9	128.5
研究開発費	44.5	39.5	37.1	39.8	41.0	41.0	41.0	41.0	82.1	82.1	83.7	83.7	168.0	160.9	164.1	167.4	170.7
対前期比 / %																	
売上高	-8.8%	-4.2%	-2.5%	6.6%	19.3%	20.3%	7.1%	-3.4%	19.8%	1.6%	3.6%	3.1%	4.0%	-2.0%	9.9%	3.4%	3.4%
営業利益	NM	NM	-32.0%	97.2%	NM	NM	-3.1%	-70.7%	NM	-51.0%	20.5%	26.1%	-25.7%	-72.3%	155.4%	22.7%	16.0%
経常利益	NM	299.3%	-19.9%	193.0%	NM	226.9%	-52.3%	-78.4%	NM	-68.4%	34.3%	48.3%	-41.0%	-30.2%	-5.4%	39.8%	15.7%
当期利益	NM	NM	-44.7%	111.9%	NM	NM	-38.5%	-72.7%	NM	-59.7%	38.5%	53.3%	-45.1%	-69.2%	139.1%	44.2%	15.7%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

マツダ (7261) (Neutral; 目標株価: 1,100円)

投資論点

新型「CX-5」の導入効果とラージ商品の拡販余地の吟味が今後の論点だ。電動化、株主還元を含む中長期のキャピタルアロケーションの戦略にも注目。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は1,100円。27/3期J.P.モルガン予想ベースのDPS：55円に対して配当利回り5.0%の水準を参照する。同社過去2年平均(5.0%)と同水準で評価。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 160円/ドルを超える円安の進行
- 米国市場でのシェア回復
- トヨタとの協業メリットの結実

ダウンスайдリスク(対目標株価/レーティング)

- 130円/ドルを超える円高の進行
- HEV車両投入の遅れ

Mazda Motor (7261): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Revenue	5,018.9	4,918.2	5,402.8	5,584.3	5,773.0	Cash flow from operating activities	306	0	160	235	256
COGS	(3,941)	(4,032)	(4,446)	(4,570)	(4,704)	o/w Depreciation & amortization	118	121	126	128	129
Gross profit	1,078	886	956	1,014	1,069	o/w Changes in working capital	52	25	(46)	(13)	(14)
SG&A	(892)	(835)	(825)	(852)	(881)	Cash flow from investing activities	(200)	(1)	(70)	(63)	(56)
EBITDA	304	173	258	290	316	o/w Capital expenditure	(148)	(120)	(147)	(140)	(133)
D&A	(118)	(121)	(126)	(128)	(129)	as % of sales	3.0%	2.4%	2.7%	2.5%	2.3%
EBIT	186.1	51.6	131.7	161.6	187.5	Cash flow from financing activities	90	105	(71)	(73)	(74)
Net Interest	24	21	9	11	12	o/w Dividends paid	(41)	(36)	(35)	(38)	(41)
PBT	155.8	59.4	124.8	174.3	201.7	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(41)	(23)	(40)	(52)	(60)	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	Net change in cash	186	188	18	99	126
Net Income	114	35	84	121	140	Adj. Free cash flow to firm	106	(1)	90	172	200
Reported EPS	181.0	55.6	133.0	191.8	222.0	y/y Growth	-55.8%	-100.6%	-14000.1%	92.1%	16.4%
DPS	55.00	55.00	55.00	65.00	65.00						
Payout ratio	30.4%	98.9%	41.4%	33.9%	29.3%						
Shares outstanding	632	632	632	632	632						
Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Cash and cash equivalents	1,001	1,084	1,145	1,184	1,224	Gross margin	21.5%	18.0%	17.7%	18.2%	18.5%
Accounts receivable	149	184	183	189	195	EBITDA margin	6.1%	3.5%	4.8%	5.2%	5.5%
Inventories	659	696	765	790	817	EBIT margin	3.7%	1.0%	2.4%	2.9%	3.2%
Other current assets	418	486	486	486	486	Net profit margin	2.3%	0.7%	1.6%	2.2%	2.4%
Current assets	2,228	2,449	2,579	2,649	2,722	ROE	6.5%	1.9%	4.5%	6.5%	7.2%
PP&E	1,223	1,234	1,282	1,294	1,298	ROA	2.9%	0.8%	1.8%	2.6%	2.9%
LT investments	570	722	727	733	738	ROCE	6.2%	1.6%	3.4%	4.3%	4.9%
Other non current assets	70	74	74	74	74	SG&A/Sales	17.8%	17.0%	15.3%	15.3%	15.3%
Total assets	4,090	4,479	4,662	4,750	4,833	Net debt/Equity	NM	NM	NM	NM	NM
Short term borrowings	144	86	88	90	92	Net debt/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM
Payables	474	529	551	569	588	Sales/Assets (x)	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
Other short term liabilities	883	998	1,267	1,283	1,274	Assets/Equity (x)	2.2	2.3	2.4	2.5	2.4
Current liabilities	1,501	1,614	1,906	1,943	1,955	Interest cover (x)	NM	NM	NM	NM	NM
Long-term debt	543	727	696	667	639	Operating leverage	-648.8%	3602.1%	1577.2%	675.1%	473.9%
Other long term liabilities	236	214	214	214	214	Tax rate	26.1%	39.5%	32.0%	30.0%	30.0%
Total liabilities	2,280	2,555	2,815	2,823	2,807	Revenue y/y Growth	4.0%	-2.0%	9.9%	3.4%	3.4%
Shareholders' equity	1,792	1,906	1,828	1,908	2,007	EBITDA y/y Growth	-16.5%	-43.1%	49.3%	12.3%	9.2%
Minority interests	17	19	19	19	19	EPS y/y growth	-45.1%	-69.3%	139.1%	44.2%	15.7%
Total liabilities & equity	4,090	4,479	4,662	4,750	4,833						
BVPS	2,843.943	2,021.502	2,897.993	2,024.843	2,181.83						
y/y Growth	3.1%	6.2%	-4.1%	4.4%	5.2%						
Net debt/(cash)	(521)	(459)	(550)	(616)	(682)						
Valuation						2025/3A2026/3A2027/3E2028/3E2029/3E					
						P/E (x)	6.2	20.2	8.5	5.9	5.1
						P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
						EV/EBITDA (x)	0.6	1.5	0.6	0.3	0.1
						Dividend Yield	4.9%	4.9%	4.9%	5.8%	5.8%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Neutral

7267.T, 7267 JP

株価 (2026年6月2日): 1,387円

▲目標株価 (2026年12月): 1,400円

従来 (2026年12月): 1,350円

日本 株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3)6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (3月期予想)

	旧	新 Δ
調整後営業利益 - 27E (10億円)	(161)	531430.3%
調整後営業利益 - 28E (10億円)	868	1,12229.4%

スタイルベンチマーク

Quant Factors	Current	Hist %Rank (1=Top)			
	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	29	4	8	18	8
Growth	91	91	86	63	59
Momentum	97	52	65	33	53
Quality	95	82	82	55	44
Low Vol	55	74	72	16	53
ESGQ	87	87	89	29	95

本田技研工業 (7267)

BEV戦略見直しは評価も四輪事業の収益性改善には時間を要しよう

投資判断「Neutral」継続、26年12月までの目標株価は1,400円(従来は1,350円)。27/3期のBEV関連費用の縮小を主因に27/3期の営業利益予想を上方修正するが、コア事業に対する見方に大きな変化はない。同社は26年3月にBEVモデル投入の当面の凍結とHEVへの注力を表明、中国サプライヤーの積極活用によりアジア事業のテコ入れも模索する。しかし、ASEANやインドでの同社のプレゼンス低下は著しく上記施策による短期的な収益性向上を期待するのは時期尚早であろう。27年投入予定の次期HEVを中心に北米の収益上積みがまずは必要となろう。

- **BEVの損失費用を見直し**： Hondaは26年3月発表のEV戦略修正の場において、「ゼロシリーズ」を中心にBEV3モデルの凍結に伴う開発資産、米国生産設備の減損などを含めて8,000億円の減損ならびに1.7兆円のサプライヤー補償費用を26/3期～27/3期の2年で見込んでいた(26/3期で1.3兆円(減損：8,000億円、サプライヤー補償：5,000億円)、27/3期でサプライヤー補償1.2兆円)。しかし26/3期決算の場で会社は27/3期のサプライヤー補償費用を暫定的に5,000億円まで縮小した。今後拡大する可能性も否定できないが、J.P.モルガンでも一旦会社想定と同等の27/3期5,000億円(従前：1.1兆円の想定)に修正する。
- **ICE/HEV事業の収益力の底上げが必要**： J.P.モルガンでは、BEV事業の見直しに伴い当面のBEV事業は3,000～4,000億円の営業赤字で推移すると想定している。一方でBEVを除いたICE/HEV事業の営業利益は27/3期で4,000億円、28/3期でも4,500億円の水準と考える。数年前までは同社のICE/HEV事業が1兆円近い営業利益を稼いでいたことを考えると、コア収益の物足りなさは残る。特に日本、ASEAN、インド事業の低迷が大きい。26年5月のビジネスアップデートで表明された「中国ローカルサプライヤーの積極活用とアジア地域への転写」によりコストベースを下げる計画であるが、中国OEMのASEAN地域への台頭は会社想定以上に早く、迅速な戦略実行が不可欠であろう。
- **業績予想修正**： 27/3期のBEV補償費用の織り込み額変更(1.1兆円→5,000億円)を主因に業績予想を上方修正、27/3期：5,313億円→28/3期：1.12兆円→29/3期：1.25兆円へと上方修正。一方で本格的な業績改善には、米国で投入される次世代HEV、中国サプライヤーの積極活用によるアジア(日本、ASEAN、インド)収益の底上げが不可欠となろう。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-9.7%	9.9%	-10.7%	-3.5%
Rel	-24.8%	4.6%	-11.4%	-44.8%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	4,347
52週レンジ (円)	1,730-1,238
時価総額 (10億ドル)	37.8
為替レート	159.66
浮動株比率	81.8%
一日平均売買高 (百万)	23.25
一日平均売買代金 (百万ドル)	196.0
Volatility (90 Day)	35
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	6 14 2

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	21,796.6	22,440.8	23,018.8	23,586.5
EBITDA	(4)	895	1,517	1,667
営業利益	-414.3	531.3	1,122.4	1,245.8
純利益	(424)	298	722	830
Reported EPS	-97.5	68.6	166.0	191.0
BBG EPS	(42.46)	77.02	205.36	-
営業キャッシュフロー	1,135	518	864	875
FCFF	283	(549)	(200)	(197)
利益率・成長率				
売上高伸び率	0.5%	3.0%	2.6%	2.5%
EBITDA利益率	-0.0%	4.0%	6.6%	7.1%
EBITDA成長率	-100.2%	-21690.5%	69.5%	9.9%
EBIT率	-1.9%	2.4%	4.9%	5.3%
純利益率	-1.9%	1.3%	3.1%	3.5%
EPS成長率	-150.7%	-170.3%	142.1%	15.0%
レシオ				
税率	-12.5%	39.2%	38.8%	38.0%
インタレスト・カバレッジ	0.0	238.0	NM	NM
純負債/自己資本比率	0.3	0.3	0.3	0.3
純負債/EBITDA倍率	NM	4.1	2.5	2.3
ROCE	-2.2%	1.6%	3.3%	3.6%
ROE	-3.5%	2.5%	5.9%	6.6%
バリュエーション				
FCFF利回り	4.7%	-9.1%	-3.3%	-3.3%
配当利回り (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.8%
EV/Revenue倍率	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	NM	2.6	1.5	1.3
PER	NM	20.2	8.4	7.3

投資論点とバリュエーション要約

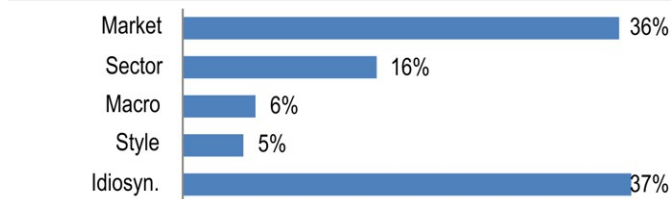
投資論点

四輪事業の構造改革による収益性改善の確認と、新興国二輪事業での中期的な成長シナリオが重要な投資論点と考える。2040年の100% ZEV化に向けた積極化する電動化投資と株主還元の高次元での両立の可否に注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は1,400円。27/3期J.P.モルガン予想ベースのDPS：70円に対して配当利回り5.0%の水準を参照する。同社過去2年平均(4.2%)を上回る水準で評価。課題の四輪事業の収益向上に時間を要すると判断、収益低下局面において、過去平均を上回る配当利回りによる株価のサポートが1つの基準と考える。(従来目標株価は、27/3期J.P.モルガン予想BPSをベースに、同社の過去10年平均(0.6倍)より1標準偏差低いP/B=0.5倍の水準で評価。)

パフォーマンスドライバー



Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.39	0.60
Sect: Cons Discretionary	0.62	0.51
Ind: Automobiles & Comp	0.76	0.75
Macro:		
Nikkei Japan Manufacturing PMI	0.54	0.31
Japan CPI Nationwide YoY	-0.46	-0.27
JP GDP Real Chained NSA YoY	0.30	0.27
Quant Styles:		
Value	0.69	0.51
LowVol	0.69	0.48
DivYld	0.64	0.38

業績予想

図表 58: 本田技研工業(7267)：連結損益計算書(IFRS)

10 億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
売上収益	13,170.5	14,552.7	16,907.7	20,428.8	21,688.8	21,796.6	22,440.8	23,018.8	23,586.5
営業費用	-12,510.3	-13,681.5	-16,127.0	-19,046.8	-20,475.3	-22,211.0	-21,909.5	-21,896.4	-22,340.7
売上原価	-10,439.7	-11,567.9	-13,576.1	-16,016.7	-17,024.8	-18,193.4	-18,126.4	-18,068.5	-18,468.8
販売費及び一般管理費	-1,331.7	-1,326.5	-1,669.9	-2,106.5	-2,351.0	-2,476.9	-2,631.8	-2,699.6	-2,766.2
研究開発費	-738.9	-787.1	-880.9	-923.6	-1,099.5	-1,540.6	-1,151.3	-1,128.3	-1,105.7
営業利益	660.2	871.2	780.8	1,382.0	1,213.5	-414.3	531.3	1,122.4	1,245.8
EBITDA	1,026.0	1,241.1	1,220.1	1,868.0	1,669.6	-4.1	895.1	1,516.9	1,667.4
持分法による投資利益	272.7	202.5	117.4	110.8	1.0	-162.1	-3.2	7.6	38.4
金融収益及び金融費用	-18.9	-3.6	-18.6	149.6	103.2	173.1	81.2	169.2	175.7
受取利息	19.8	25.6	73.1	173.7	191.1	179.5	187.1	187.1	191.9
支払利息	-13.9	-16.9	-36.1	-59.6	-54.9	-83.6	-190.9	-111.4	-109.6
その他	-24.8	-12.3	-55.6	35.5	-33.1	77.2	84.9	93.4	93.4
税引前利益	914.1	1,070.2	879.6	1,642.4	1,317.6	-403.3	609.4	1,299.2	1,459.8
法人所得税費用	-218.6	-309.5	-162.3	-459.8	-414.6	50.3	-238.9	-503.7	-554.4
法人税率	34.1%	35.7%	21.3%	30.0%	31.5%	20.8%	39.0%	39.0%	39.0%
当期利益	695.4	760.7	717.3	1,182.6	903.0	-353.0	370.5	795.5	905.5
親会社の所有者帰属当期利益	657.4	707.1	651.4	1,107.2	835.8	-423.9	298.1	721.7	830.2
非支配持分に帰属	38.0	53.6	65.9	75.4	67.2	70.9	72.3	73.8	75.3
[主要指標]									
EPS (円)	126.9	137.8	130.5	229.3	192.3	-97.5	68.6	166.0	191.0
DPS (円)	36.7	40.0	40.0	68.0	68.0	69.0	70.0	70.0	80.0
配当性向/%	28.9%	29.0%	30.7%	29.7%	35.4%	-70.7%	102.1%	42.2%	41.9%
BPS (円)	1,753	2,041	2,240	2,629	2,836	2,719	2,734	2,847	2,975
ROE /%	7.7%	7.2%	6.0%	9.3%	6.7%	-3.5%	2.5%	5.9%	6.6%
ROA /%	3.1%	3.1%	2.7%	4.1%	2.8%	-1.3%	0.9%	2.1%	2.3%
手元流動性	2,758.0	3,674.9	3,803.0	4,954.6	4,528.8	5,066.8	4,939.6	5,066.8	5,191.8
有利子負債	7,721.0	8,102.6	7,665.2	10,163.6	11,451.3	13,479.9	5,611.3	5,524.3	5,439.1
D/Eレシオ	0.82	0.75	0.67	0.78	0.91	1.11	0.46	0.44	0.41
ネットD/Eレシオ	0.53	0.41	0.34	0.40	0.55	0.69	0.06	0.04	0.02
発行済株式数 (100万株)	5,180.0	5,131.8	4,993.0	4,828.9	4,346.5	4,346.5	4,346.5	4,346.5	4,346.5
設備投資	321.2	278.4	493.9	387.9	537.4	751.3	773.8	735.1	779.3
減価償却費	365.8	369.9	439.3	486.0	456.1	410.2	363.8	394.5	421.6
研究開発費	780.0	804.0	852.0	976.3	1,210.6	1,174.8	1,151.3	1,128.3	1,105.7
対売上高構成比 /%									
営業利益	5.0%	6.0%	4.6%	6.8%	5.6%	-1.9%	2.4%	4.9%	5.3%
税引前利益	6.9%	7.4%	5.2%	8.0%	6.1%	-1.9%	2.7%	5.6%	6.2%
当期利益	5.0%	4.9%	3.9%	5.4%	3.9%	-1.9%	1.3%	3.1%	3.5%
対前期比 / %									
売上高	-11.8%	10.5%	16.2%	20.8%	6.2%	0.5%	3.0%	2.6%	2.5%
営業利益	4.2%	32.0%	-10.4%	77.0%	-12.2%	NM	NM	111.2%	11.0%
税引前利益	15.7%	17.1%	-17.8%	86.7%	-19.8%	NM	NM	113.2%	12.4%
当期利益	44.3%	7.6%	-7.9%	70.0%	-24.5%	NM	NM	142.1%	15.0%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 59: 本田技研工業(7267)：連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書(IFRS)

10億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
現金及び現金同等物	2,758.0	3,674.9	3,803.0	4,954.6	4,528.8	5,066.8	4,939.6	5,066.8	5,191.8
営業債権	801.8	896.8	1,060.3	1,240.1	1,160.8	1,270.5	1,251.6	1,283.8	1,315.5
金融サービスに係る債権	1,794.7	1,694.1	1,899.5	2,558.6	2,755.8	3,057.2	3,149.0	3,243.4	3,340.7
棚卸資産	1,545.6	1,918.5	2,167.2	2,443.0	2,470.6	2,531.2	2,574.8	2,641.1	2,706.2
その他の流動資産	679.0	657.1	648.4	676.3	771.7	1,149.0	1,149.0	1,149.0	1,149.0
流動資産合計	7,579.1	8,841.4	9,578.3	11,872.6	11,687.8	13,074.8	13,064.0	13,384.2	13,703.3
金融サービスに係る債権	3,619.9	3,740.4	3,995.3	5,616.7	6,172.8	6,836.3	6,836.3	6,836.3	6,836.3
オペレーティングリース資産	4,919.9	5,159.1	4,726.3	5,202.8	5,748.2	6,433.8	6,626.8	6,825.6	7,030.4
有形固定資産	3,021.5	3,079.4	3,168.1	3,234.4	3,209.9	3,196.4	3,516.0	3,867.6	4,254.4
その他の非流動資産	2,780.6	3,152.8	3,202.1	3,847.7	3,957.2	3,968.1	4,168.7	4,396.0	4,653.7
非流動資産合計	14,341.9	15,131.7	15,091.7	17,901.6	19,088.1	20,434.5	21,147.8	21,925.4	22,774.7
資産合計	21,921.0	23,973.2	24,670.1	29,774.2	30,775.9	33,509.3	34,211.8	35,309.7	36,478.0
営業債務	1,088.1	1,236.2	1,426.3	1,609.8	1,663.5	1,781.6	1,773.5	1,819.1	1,864.0
短期借入金	3,005.6	3,118.3	3,291.2	4,105.6	4,497.7	5,004.7	5,104.8	5,206.9	5,311.0
その他の流動負債	1,621.8	1,649.9	1,934.6	2,608.1	2,453.9	3,418.2	3,938.3	4,311.6	4,686.8
流動負債合計	5,715.5	6,004.4	6,652.1	8,323.5	8,615.2	10,204.5	10,816.6	11,337.6	11,861.8
長期借入金	4,715.4	4,984.3	4,374.0	6,058.0	6,953.5	8,475.2	8,559.9	8,645.5	8,732.0
その他の非流動負債	2,117.4	2,212.0	2,141.7	2,386.8	2,579.4	2,681.6	2,681.6	2,681.6	2,681.6
非流動負債合計	6,832.7	7,196.2	6,515.7	8,444.8	9,532.9	11,156.7	11,241.5	11,327.1	11,413.5
負債合計	12,548.2	13,200.6	13,167.8	16,768.3	18,148.0	21,361.2	22,058.1	22,664.7	23,275.3
資本金	86.1	86.1	86.1	86.1	86.1	86.1	86.1	86.1	86.1
資本剰余金	172.0	185.5	185.6	205.1	205.3	204.9	204.9	204.9	204.9
自己株式	-273.8	-328.3	-484.9	-550.8	-1,272.8	-896.9	-896.9	-896.9	-896.9
利益剰余金	8,901.3	9,539.1	9,980.1	10,644.2	11,122.2	9,376.0	9,442.2	9,933.4	10,491.2
その他の資本の構成要素	196.7	990.4	1,417.4	2,312.5	2,185.8	3,047.5	3,047.5	3,047.5	3,047.5
親会社の所有者に帰属する持分合計	9,082.3	10,472.8	11,184.3	12,697.0	12,326.5	11,817.5	11,883.7	12,374.9	12,932.7
非支配持分	290.5	299.7	318.0	308.9	301.3	330.6	270.0	270.0	270.0
資本合計	9,372.8	10,772.5	11,502.3	13,005.9	12,627.8	12,148.1	12,153.7	12,644.9	13,202.7
負債及び資本合計	21,921.0	23,973.2	24,670.1	29,774.2	30,775.9	33,509.3	34,211.8	35,309.7	36,478.0

連結キャッシュ・フロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
税引前利益	914.1	1,070.2	879.6	1,642.4	1,317.6	-403.3	609.4	1,299.2	1,459.8
減価償却費、償却費及び減損損失	624.2	611.1	721.6	794.4	742.9	1,303.3	563.9	611.5	653.5
持分法による投資利益	-272.7	-202.5	-117.4	-110.8	-1.0	162.1	3.2	-7.6	-38.4
金融収益及び金融費用	22.6	-56.4	-71.7	-141.3	-170.0	-61.7	-81.2	-169.2	-175.7
運転資本増減	-192.3	302.6	855.8	-1,131.8	-1,349.3	33.6	-54.1	-74.1	-73.2
その他営業キャッシュ・フロー項目	-23.5	-45.4	-138.9	-305.6	-248.1	101.3	-522.8	-796.0	-951.4
営業キャッシュ・フロー	1,072.4	1,679.6	2,129.0	747.3	292.2	1,135.3	518.3	863.8	874.7
有形固定資産の取得による支出	-318.4	-268.1	-475.0	-348.7	-510.8	-612.1	-762.6	-754.5	-757.2
その他の金融資産の取得による支出	-433.4	-488.6	-527.3	-282.1	-419.2	-242.0	-246.9	-251.8	-256.8
その他投資キャッシュ・フロー項目	-45.1	380.7	324.3	-236.5	-11.9	1.9	-58.0	-58.0	-58.0
投資キャッシュ・フロー	-796.9	-376.1	-678.1	-867.3	-942.0	-852.2	-1,067.4	-1,064.3	-1,072.0
フリーキャッシュ・フロー	275.5	1,303.6	1,451.0	-120.0	-649.8	283.1	-549.2	-200.5	-197.3
短期借入金増減	-179.5	-472.4	442.5	-24.4	340.7	-685.4	100.1	102.1	104.1
長期借入金増減	150.4	241.3	-1,411.1	1,598.9	1,150.9	1,761.6	84.8	85.6	86.5
親会社の所有者への配当金の支払額	-145.1	-188.4	-213.5	-241.9	-347.8	-284.4	-294.1	-304.3	-326.0
その他財務キャッシュ・フロー項目	-109.8	-196.2	-286.3	-414.0	-863.3	-828.7	-82.0	-82.0	-82.0
財務キャッシュ・フロー	-284.0	-615.7	-1,468.4	918.6	280.5	-36.9	-191.3	-198.6	-217.4
為替変動によるキャッシュ・バランス	94.1	229.1	145.5	352.9	-56.4	343.5	86.0	86.0	86.0
現金及び現金同等物増加	85.7	916.9	128.1	1,151.6	-425.8	589.7	-178.9	127.2	125.0
現金及び現金同等物期首残高	2,672.4	2,758.0	3,674.9	3,803.0	4,954.6	4,528.8	5,118.5	4,939.6	5,066.8
現金及び現金同等物期末残高	2,758.0	3,674.9	3,803.0	4,954.6	4,528.8	5,118.5	4,939.6	5,066.8	5,191.8

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 60: 本田技研工業(7267)：四輪事業前提詳細

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
四輪:世界生産能力									
日本	816	816	816	816	816	816	816	816	816
北米	1,920	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860	1,860
米国	1,270	1,270	1,270	1,270	1,270	1,270	1,270	1,270	1,270
カナダ	390	390	390	390	390	390	390	390	390
メキシコ	260	200	200	200	200	200	200	200	200
南米	270	230	230	230	230	230	230	230	230
欧州	200	0	0	0	0	0	0	0	0
アジア	2,475	2,595	2,595	2,595	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
中国	1,370	1,490	1,490	1,490	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
タイ	420	420	420	420	420	420	420	420	420
インドネシア	230	230	230	230	230	230	230	230	230
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0
生産能力合計	5,681	5,501	5,501	5,501	5,211	5,211	5,211	5,211	5,211
世界生産台数									
日本	687	634	643	707	693	707	723	740	756
北米	1,397	1,271	1,249	1,605	1,608	1,552	1,647	1,664	1,680
米国	924	839	867	1,029	989	959	1,001	1,005	1,010
カナダ	345	261	268	395	425	397	439	439	439
メキシコ	128	172	114	181	194	196	208	220	232
欧州	97	46	0	0	0	0	0	0	0
アジア	2,279	2,107	1,861	1,717	1,240	1,005	1,051	1,097	1,144
中国	1,877	1,620	1,307	1,170	768	637	725	773	821
タイ	124	135	137	142	112	102	113	133	153
インドネシア	64	107	155	135	106	60	64	72	80
その他	72	84	66	77	101	108	28	38	47
四輪生産合計	4,532	4,143	3,819	4,107	3,643	3,372	3,450	3,538	3,627
国内生産	687	634	643	707	693	707	723	740	756
海外生産	3,845	3,508	3,176	3,400	2,950	2,665	2,726	2,799	2,871
稼働率 / %									
日本	84%	78%	79%	87%	85%	87%	89%	91%	93%
海外	79%	75%	68%	73%	67%	61%	62%	64%	65%
世界平均	80%	75%	69%	75%	70%	65%	66%	68%	70%
連結出荷台数									
日本	520	476	484	525	539	515	538	561	585
北米	1,480	1,283	1,195	1,628	1,654	1,605	1,661	1,707	1,751
欧州	101	100	84	103	93	90	70	53	55
アジア	390	443	505	468	397	343	348	354	358
その他	126	122	114	132	157	158	164	171	178
出荷合計	2,617	2,424	2,382	2,856	2,840	2,711	2,782	2,846	2,926
世界小売台数									
日本	614	572	561	612	669	609	627	646	666
北米	1,594	1,588	1,151	1,547	1,637	1,609	1,691	1,717	1,751
米国	1,395	1,385	1,002	1,356	1,442	1,416	1,495	1,517	1,547
欧州	75	78	66	71	73	73	56	45	37
アジア大洋州(除く中国)	430	461	504	488	425	379	398	417	438
タイ	89	90	83	93	73	71	85	101	117
インドネシア	67	80	137	111	97	60	56	60	64
インド	81	89	90	92	67	64	74	78	82
中国	1,798	1,527	1,240	1,222	805	612	638	666	695
中南米	91	88	70	83	108	116	116	116	116
その他	49	49	45	50	48	42	44	44	44
小売合計	4,651	4,362	3,637	4,074	3,763	3,439	3,570	3,651	3,745
世界電動車小売台数									
HEV				908	992	1,013	1,340	1,650	1,970
PHEV				865	898	929	1,150	1,350	1,550
BEV				24	17	11	40	50	70
FCEV				20	77	73	150	250	350
FCEV				0	0	0	0	0	0
世界電動車普及率									
HEV				22%	26%	29%	38%	45%	53%
PHEV				21%	24%	27%	32%	37%	41%
BEV				1%	0%	0%	1%	1%	2%
BEV				0%	2%	2%	4%	7%	9%
FCEV				0%	0%	0%	0%	0%	0%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 61: 本田技研工業(7267)：四半期連結損益計算書(IFRS)

10 億円, %

	26/3				27/3予				27/3予		28/3予		25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	144.6	147.5	154.2	156.8	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	152.6	150.8	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	163.8	172.3	179.4	183.6	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	163.7	174.8	180.0	180.0	180.0
売上収益	5,340.3	5,292.4	5,343.0	5,820.9	5,622.1	5,532.7	5,657.2	5,628.8	11,154.8	11,286.1	11,438.0	11,580.8	21,688.8	21,796.6	22,440.8	23,018.8	23,586.5
営業費用	-5,096.1	-5,098.4	-5,189.6	-6,826.8	-5,401.7	-5,391.1	-5,554.9	-5,561.8	-10,792.8	-11,116.7	-10,779.3	-11,117.1	-20,475.3	-22,211.0	-21,909.5	-21,896.4	-22,340.7
売上原価	-4,269.4	-4,214.3	-4,260.8	-5,448.9	-4,454.5	-4,454.4	-4,603.6	-4,613.9	-8,908.9	-9,217.5	-8,873.7	-9,194.7	-17,024.8	-18,193.4	-18,126.4	-18,068.5	-18,468.8
販売費及び一般管理費	-533.7	-592.8	-607.3	-743.1	-659.3	-648.9	-663.5	-660.1	-1,308.2	-1,323.6	-1,341.4	-1,358.2	-2,351.0	-2,476.9	-2,631.8	-2,699.6	-2,766.2
研究開発費	-292.9	-291.3	-321.5	-634.9	-287.8	-287.8	-287.8	-287.8	-575.7	-575.7	-564.1	-564.1	-1,099.5	-1,540.6	-1,151.3	-1,128.3	-1,105.7
営業利益	244.2	194.0	153.4	-1,005.9	220.3	141.7	102.3	67.0	362.0	169.3	658.7	463.7	1,213.5	-414.3	531.3	1,122.4	1,245.8
EBITDA	351.2	300.0	256.2	-911.5	311.3	232.6	193.3	157.9	543.9	351.2	855.9	661.0	1,669.6	-4.1	895.1	1,516.9	1,667.4
持分法による投資利益	4.2	6.7	13.1	-186.1	-2.0	-1.6	2.1	-1.7	-3.5	0.3	1.8	5.8	1.0	-162.1	-3.2	7.6	38.4
金融収益及び金融費用	44.0	34.4	77.9	16.9	20.3	20.3	20.3	20.3	40.6	40.6	84.6	84.6	103.2	173.1	81.2	169.2	175.7
受取利息	39.9	41.9	47.5	50.2	46.8	46.8	46.8	46.8	93.6	93.6	93.6	93.6	191.1	179.5	187.1	187.1	191.9
支払利息	-13.9	-15.4	-13.8	-40.4	-47.7	-47.7	-47.7	-47.7	-95.5	-95.5	-55.7	-55.7	-54.9	-83.6	-190.9	-111.4	-109.6
その他(純額)	18.0	8.0	44.2	7.1	21.2	21.2	21.2	21.2	42.5	42.5	46.7	46.7	-33.1	77.2	84.9	93.4	93.4
税引前利益	292.3	235.1	244.4	-1,175.1	238.7	160.4	124.7	85.6	399.1	210.3	745.0	554.2	1,317.6	-403.3	609.4	1,299.2	1,459.8
法人所得税費用	-77.4	-101.3	-73.8	302.9	-93.9	-63.2	-47.8	-34.0	-157.0	-81.9	-289.9	-213.8	-414.6	50.3	-238.9	-503.7	-554.4
法人税率	26.5%	43.1%	30.2%	25.8%	39.3%	39.4%	38.4%	39.8%	39.3%	38.9%	38.9%	38.6%	31.5%	20.8%	39.0%	39.0%	39.0%
当期利益	214.9	133.8	170.6	-872.2	144.8	97.2	76.9	51.5	242.1	128.4	455.2	340.3	903.0	-353.0	370.5	795.5	905.5
親会社の所有者帰属当期利益	196.7	115.2	153.6	-889.4	126.7	79.1	58.8	33.5	205.9	92.2	418.3	303.4	835.8	-423.9	298.1	721.7	830.2
非支配持分に帰属	18.2	18.6	16.9	17.1	18.1	18.1	18.1	18.1	36.2	36.2	36.9	36.9	67.2	70.9	72.3	73.8	75.3
EPS (円)	48.1	29.6	39.5	-204.6	29.2	18.2	13.5	7.7	47.4	21.2	96.2	69.8	192.3	-97.5	68.6	166.0	191.0
設備投資	90.9	111.5	188.6	360.3	93.6	114.8	194.3	371.1	208.5	565.4	198.0	537.1	537.4	751.3	773.8	735.1	779.3
減価償却費	107.0	106.0	102.8	94.4	90.9	90.9	90.9	90.9	181.9	181.9	197.3	197.3	456.1	410.2	363.8	394.5	421.6
研究開発費	229.1	254.1	281.4	410.2	287.8	287.8	287.8	287.8	575.7	575.7	564.1	564.1	1,210.6	1,174.8	1,151.3	1,128.3	1,105.7
対前期比 / %																	
売上高	-1.2%	-1.9%	-3.4%	8.6%	5.3%	4.5%	5.9%	-3.3%	4.9%	1.1%	2.5%	2.6%	6.2%	0.5%	3.0%	2.6%	2.5%
営業利益	-49.6%	-24.8%	-61.4%	NM	-9.8%	-27.0%	-33.3%	NM	-17.4%	NM	82.0%	173.8%	-12.2%	NM	NM	111.2%	11.0%
税引前利益	-47.7%	28.8%	-49.5%	NM	-18.4%	-31.8%	-49.0%	NM	-24.3%	NM	86.7%	163.5%	-19.8%	NM	NM	113.2%	12.4%
当期利益	-50.2%	15.1%	-50.5%	NM	-35.6%	-31.3%	-61.7%	NM	-34.0%	NM	103.2%	228.9%	-24.5%	NM	NM	142.1%	15.0%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

本田技研工業 (7267) (Neutral; 目標株価: 1,400円)

投資論点

四輪事業の構造改革による収益性改善の確認と、新興国二輪事業での中期的な成長シナリオが重要な投資論点と考える。2040年の100%ZEV化に向けた積極化する電動化投資と株主還元の高次元での両立の可否に注目する。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は1,400円。27/3期J.P.モルガン予想ベースのDPS：70円に対して配当利回り5.0%の水準を参照する。同社過去2年平均(4.2%)を上回る水準で評価。課題の四輪事業の収益向上に時間を要すると判断、収益低下局面において、過去平均を上回る配当利回りによる配当利回りによる株価のサポートが1つの基準と考える。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 米国四輪事業の収益性の更なる回復
- インドを中心とする新興国二輪事業の成長加速
- 四輪事業構造改革の早期実現

ダウンサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 米国自動車市場の競争激化
- 二輪市場の減速、競争激化
- 電動車、自動運転技術への投資による収益性圧迫

Honda Motor (7267): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Revenue	21,688.821	21,796.622	22,440.823	23,018.823	23,586.5	Cash flow from operating activities	292	1,135	518	864	875
COGS	(17,025)	(18,193)	(18,126)	(18,068)	(18,469)	o/w Depreciation & amortization	743	1,303	564	612	653
Gross profit	4,664	3,603	4,314	4,950	5,118	o/w Changes in working capital	(1,349)	34	(54)	(74)	(73)
SG&A	(2,351)	(2,477)	(2,632)	(2,700)	(2,766)	Cash flow from investing activities	(942)	(852)	(1,067)	(1,064)	(1,072)
EBITDA	1,670	(4)	895	1,517	1,667	o/w Capital expenditure	(537)	(751)	(774)	(735)	(779)
D&A	(456)	(410)	(364)	(395)	(422)	as % of sales	2.5%	3.4%	3.4%	3.2%	3.3%
EBIT	1,213.5	-414.3	531.3	1,122.4	1,245.8	Cash flow from financing activities	280	(37)	(191)	(199)	(217)
Net Interest	136	96	(4)	76	82	o/w Dividends paid	(348)	(284)	(294)	(304)	(326)
PBT	1,317.6	-403.3	609.4	1,299.2	1,459.8	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(415)	50	(239)	(504)	(554)	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(67)	(71)	(72)	(74)	(75)	Net change in cash	(426)	590	(654)	(313)	(329)
Net Income	836	(424)	298	722	830	Adj. Free cash flow to firm	(650)	283	(549)	(200)	(197)
Reported EPS	192.3	-97.5	68.6	166.0	191.0	y/y Growth	441.6%	-143.6%	-294.0%	-63.5%	-1.6%
DPS	68.00	69.00	70.00	70.00	80.00						
Payout ratio	35.4%	NM	102.1%	42.2%	41.9%						
Shares outstanding	5,280	5,280	5,280	5,280	5,280						
Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Cash and cash equivalents	4,529	5,067	4,940	5,067	5,192	Gross margin	21.5%	16.5%	19.2%	21.5%	21.7%
Accounts receivable	1,161	1,270	1,252	1,284	1,315	EBITDA margin	7.7%	-0.0%	4.0%	6.6%	7.1%
Inventories	2,471	2,531	2,575	2,641	2,706	EBIT margin	5.6%	-1.9%	2.4%	4.9%	5.3%
Other current assets	3,528	4,206	4,298	4,392	4,490	Net profit margin	3.9%	-1.9%	1.3%	3.1%	3.5%
Current assets	11,688	13,075	13,064	13,384	13,703	ROE	6.7%	-3.5%	2.5%	5.9%	6.6%
PP&E	3,210	3,196	3,516	3,868	4,254	ROA	2.8%	-1.3%	0.9%	2.1%	2.3%
LT investments	1,243	1,128	1,297	1,492	1,716	ROCE	3.9%	-2.2%	1.6%	3.3%	3.6%
Other non current assets	14,636	16,110	16,334	16,566	16,805	SG&A/Sales	10.8%	11.4%	11.7%	11.7%	11.7%
Total assets	30,776	33,509	34,212	35,310	36,478	Net debt/Equity	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Short term borrowings	4,498	5,005	5,105	5,207	5,311	Net debt/EBITDA	2.3	NM	4.1	2.5	2.3
Payables	1,663	1,782	1,773	1,819	1,864	Sales/Assets (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Other short term liabilities	2,454	3,418	3,938	4,312	4,687	Assets/Equity (x)	2.4	2.7	2.9	2.9	2.8
Current liabilities	8,615	10,204	10,817	11,338	11,862	Interest cover (x)	NM	0.0	238.0	NM	NM
Long-term debt	6,954	8,475	8,560	8,646	8,732	Operating leverage	-197.7%	-26978.5%	-7722.1%	4319.3%	445.8%
Other long term liabilities	2,579	2,682	2,682	2,682	2,682	Tax rate	31.5%	-12.5%	39.2%	38.8%	38.0%
Total liabilities	18,148	21,361	22,058	22,665	23,275	Revenue y/y Growth	6.2%	0.5%	3.0%	2.6%	2.5%
Shareholders' equity	12,327	11,818	11,884	12,375	12,933	EBITDA y/y Growth	-10.6%	-100.2%	-21690.5%	69.5%	9.9%
Minority interests	301	331	270	270	270	EPS y/y growth	-16.1%	-150.7%	-170.3%	142.1%	15.0%
Total liabilities & equity	30,776	33,509	34,212	35,310	36,478						
BVPS	2,835.962	2,718.852	2,734.082	2,847.102	2,975.42	Valuation					
y/y Growth	7.9%	-4.1%	0.6%	4.1%	4.5%		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Net debt/(cash)	3,883	3,828	3,683	3,793	3,900	P/E (x)	7.2	NM	20.2	8.4	7.3
						P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						EV/EBITDA (x)	1.3	NM	2.6	1.5	1.3
						Dividend Yield	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.8%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Overweight

7269.T, 7269 JP

株価 (2026年6月2日): 1,919円

▼目標株価 (2026年12月): 2,900円

従来 (2026年12月): 3,000円

日本 株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3)6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (3月期予想)

	旧	新	Δ
調整後営業利益 - 27E (10億円)	670	635	-5.2%
調整後営業利益 - 28E (10億円)	737	690	-6.3%

スタイルベンチマーク

Quant Factors	Current	Hist %Rank (1=Top)			
	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	19	44	36	40	42
Growth	67	53	57	55	65
Momentum	80	25	29	63	69
Quality	61	42	61	57	53
Low Vol	48	63	76	48	78
ESGQ	78	21	21	93	97

スズキ (7269)

インド事業リスクを踏まえてもリスクリワード良好

投資判断「Overweight」継続、26年12月までの目標株価は2,900円(従来は3,000円)。中東情勢のインド自動車市場への影響として27/3期営業利益予想に500億円を織り込み、業績予想を下方修正するが足元の株価は26年2月19日のピークから2割程度調整しており(同期間のTOPIXは2%増)、リスクリワードは良好と考える。マルチスズキ(MSIL)のインド出荷台数はカルコダ第2、ハンサルプールDラインの立ち上げに伴い27/3期に前期比7%増加する前提に立つ。リスクはインドにおける燃料価格の大幅な上昇である。

- インドは燃料価格の上昇リスクを注視も堅調な販売は続こう：インド市場では中東情勢を受けて原油価格の上昇圧力が強まるが、インド国内のガソリン/ディーゼル再販価格は政府によって上昇が抑えられている。その一方で国営石油会社の損益が圧迫される状況にあることから、今後インドのガソリン小売価格が継続的に上昇する可能性は高いであろう。J.P.モルガンではガソリン価格上昇リスクによるインドでの出荷台数減少(J.P.モルガン想定：5万台)および原材料価格上昇影響と併せて中東影響の営業減益要因として27/3期に500億円を新たに織り込む。一方でMSILはカルコダ第2工場およびハンサルプールDラインの稼働により生産能力は290万台へ拡大、特にエントリーセグメントでの需要捕捉を実現しよう。インド国内向け出荷台数は27/3期：1,999千台(前期比7%増)→28/3期：2,098千台(同5%増)を見込む。
- 中期的にアフリカ向け等の輸出が牽引しよう：インド国内需要に一定のダウンサイドリスクがある一方、MSILはアフリカを中心に輸出拡大戦略を継続する公算である。J.P.モルガンではアフリカ向けを中心に輸出の堅調な増加が継続するとして、インドからの輸出台数を27/3期：472千台(前期比6%増)→28/3期：490千台(同4%増)と拡大基調を予想する。特にアフリカ向け輸出はインド国内と比較してもミックスの観点で遜色なく、カントリーミックスの悪化には繋がらないと考える。
- 業績予想修正：業績予想を修正、前回対比では27/3期営業利益予想に新たに中東影響を500億円織り込む一方で、インドからの輸出台数の増加を織り込み、ネットの業績予想を下方修正する。連結営業利益は27/3期：6,346億円(前回：6,696億円)→28/3期：6,904億円(同：7,370億円)→29/3期：7,575億円を予想する。我々の業績予想に対するリスク要因はインドでのガソリン価格の想定以上の上昇、CNG価格の上昇に伴うMSIL車両のコスト優位性の低下である。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-17.8%	9.4%	-15.3%	5.4%
Rel	-32.9%	4.2%	-16.0%	-35.9%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	1,929
52週レンジ (円)	2,473-1,610
時価総額 (10億ドル)	23.2
為替レート	159.66
浮動株比率	88.4%
一日平均売買高 (百万)	8.53
一日平均売買代金 (百万ドル)	100.9
Volatility (90 Day)	41
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	19 3 1

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	6,293.0	6,834.7	7,179.2	7,554.1
EBITDA	841	868	935	1,015
営業利益	622.9	634.6	690.4	757.5
純利益	439.3	459.1	520.9	576.3
Reported EPS	227.69	237.99	270.00	298.71
BBG EPS	207.73	208.32	234.94	-
営業キャッシュフロー	718	481	850	925
FCFF	218	(37)	266	277
利益率・成長率				
売上高伸び率	8.0%	8.6%	5.0%	5.2%
EBITDA利益率	13.4%	12.7%	13.0%	13.4%
EBITDA成長率	0.2%	3.3%	7.8%	8.5%
EBIT率	9.9%	9.3%	9.6%	10.0%
純利益率	7.0%	6.7%	7.3%	7.6%
EPS成長率	5.6%	4.5%	13.5%	10.6%
レシオ				
税率	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
インタレスト・カバレッジ	NM	NM	NM	NM
純負債/自己資本比率	NM	NM	NM	NM
純負債/EBITDA倍率	NM	NM	NM	NM
ROCE	11.8%	10.8%	10.6%	10.6%
ROE	13.8%	12.9%	13.3%	13.3%
バリュエーション				
FCFF利回り	5.9%	-1.0%	7.2%	7.5%
配当利回り (%)	2.4%	2.9%	3.6%	4.4%
EV/Revenue倍率	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.4	4.0	3.7	3.4
PER	8.4	8.1	7.1	6.4

投資論点とバリュエーション要約

投資論点

インド自動車需要の長期見通しに加えて、マルチスズキ(MSIL)社のインド市場での競争優位の持続性、短期収益性と長期成長投資のバランスが重要な論点。また日本やインドでの電動化への対応とトヨタとのアライアンスの活用スキーム、株主還元を含めたマネジメントと株式市場の対話も注目される。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は2,900円。MSILおよびMSILのロイヤルは同社連結収益の過半を占めるため、27/3期J.P.モルガン予想ベースでのインド子会社のMaruti Suzuki (MSIL)およびスズキ単体事業をベースとするSOTP評価に基づき算出。GST引き下げ後のインド市場成長ポテンシャルを念頭に、MSILのEV/EBITDAは同社の過去20年平均(17.0倍)を参照。スズキ単体のEV/EBITDAはJ.P.モルガン予想の日本完成車7社平均の27/3期EV/EBITDA(2.6倍、6月2日終値ベース)と同水準で評価。業績予想修正に基づき目標株価修正。

パフォーマンスドライバー

Market	32%
Sector	16%
Macro	1%
Style	6%
Idiosyn.	45%

Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.51	0.56
Sect: Cons Discretionary	0.69	0.49
Ind: Automobiles & Comp	0.50	0.41
Macro:		
MSCI ACWI ex Japan	-0.11	-0.16
JPM JPMCCI Non Energy Excess	-0.05	-0.16
Japan CPI Nationwide YoY	-0.34	-0.16
Quant Styles:		
Growth	-0.16	-0.45
LowVol	0.44	0.44
Value	0.42	0.43

業績予想

図表 62: スズキ(7269): 連結損益計算書

10 億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
売上高	3,178.2	3,568.4	4,641.6	5,357.5	5,825.2	6,293.0	6,834.7	7,179.2	7,554.1
売上原価	2,311.6	2,711.9	3,491.7	3,946.8	4,256.5	4,688.6	5,100.4	5,357.5	5,637.2
売上総利益	866.6	856.4	1,149.9	1,410.7	1,568.7	1,604.3	1,734.3	1,821.7	1,916.8
販売管理費	672.2	665.0	799.4	916.2	944.3	1,012.5	1,034.1	1,086.2	1,143.0
その他の収益				19.2	26.5	39.5	55.4	55.4	55.4
その他の費用				20.0	8.0	8.5	8.0	8.0	8.0
営業利益	194.4	191.5	350.6	493.8	642.9	622.9	634.6	690.4	757.5
EBITDA	331.0	353.0	527.9	662.8	839.0	840.6	868.1	935.4	1,014.8
金融収益	41.5	71.2	42.6	105.1	118.8	129.6	144.9	175.2	184.2
金融費用	4.9	6.0	6.7	20.0	43.4	29.3	24.6	27.6	29.3
持分法による投資損益	0.7	7.6	11.6	12.8	12.0	7.5	-3.7	-3.7	-3.7
税引前利益	241.1	274.3	381.0	591.7	730.2	730.7	751.2	834.2	908.6
法人税	71.6	74.5	106.8	172.4	200.5	186.9	192.1	213.3	232.3
実効税率	29.7%	27.2%	28.0%	29.1%	27.5%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
少数株主損益	23.0	39.4	53.2	102.3	113.7	104.6	100.0	100.0	100.0
当期利益	146.4	160.3	221.1	317.0	416.1	439.3	459.1	520.9	576.3
[主要指標]									
EPS (円)	75.4	82.5	113.7	164.3	215.7	227.7	238.0	270.0	298.7
DPS (円)	22.5	22.8	25.0	30.5	41.0	46.0	55.0	70.0	85.0
配当性向/%	29.8%	27.6%	22.0%	18.6%	19.0%	20.2%	23.1%	25.9%	28.5%
BPS (円)	869	967	1,069	1,410	1,540	1,753	1,936	2,136	2,350
ROE /%	9.2%	9.0%	11.2%	13.2%	14.6%	13.8%	12.9%	13.3%	13.3%
ROA /%	4.0%	3.9%	5.1%	5.4%	7.1%	7.0%	6.8%	7.4%	7.8%
手元流動性	1,226.1	1,086.6	1,003.8	840.0	842.7	793.3	1,139.1	1,196.5	1,259.0
有利子負債	770.8	665.6	763.8	786.2	725.3	748.6	893.8	947.1	1,005.8
D/Eレシオ	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ネットD/Eレシオ	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
発行済株式数 (100万株)	1,942.2	1,942.5	1,944.1	1,929.2	1,929.3	1,929.3	1,929.3	1,929.3	1,929.3
設備投資	170.9	189.4	269.9	313.9	361.8	350.7	368.2	386.6	406.0
減価償却費	136.5	161.5	177.3	177.7	196.1	217.7	233.4	245.1	257.3
研究開発費	146.2	160.7	205.6	232.0	265.6	270.4	283.9	298.1	313.0
対売上高構成比 /%									
売上原価	72.7%	76.0%	75.2%	73.7%	73.1%	74.5%	74.6%	74.6%	74.6%
販売管理費	21.1%	18.6%	17.2%	17.1%	16.2%	16.1%	15.1%	15.1%	15.1%
営業利益	6.1%	5.4%	7.6%	9.2%	11.0%	9.9%	9.3%	9.6%	10.0%
税引前利益	7.6%	7.7%	8.2%	11.0%	12.5%	11.6%	11.0%	11.6%	12.0%
当期利益	4.6%	4.5%	4.8%	5.9%	7.1%	7.0%	6.7%	7.3%	7.6%
対前期比 / %									
売上高	-8.9%	12.3%	30.1%	15.4%	8.7%	8.0%	8.6%	5.0%	5.2%
営業利益	-9.6%	-1.5%	83.1%	40.9%	30.2%	-3.1%	1.9%	8.8%	9.7%
税引前利益	-2.0%	13.8%	38.9%	55.3%	23.4%	0.1%	2.8%	11.0%	8.9%
当期利益	9.1%	9.5%	37.9%	43.4%	31.2%	5.6%	4.5%	13.5%	10.6%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 23/3期まではJGAAPベース、24/3期以降はIFRSベース

図表 63: スズキ(7269): 連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書

10 億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
手元流動性	1,226.1	1,086.6	1,003.8	840.0	842.7	793.3	1,139.1	1,196.5	1,259.0
売上債権	448.6	434.0	491.3	588.3	590.3	612.9	653.4	686.3	722.2
棚卸資産	355.9	369.4	485.3	573.8	571.5	692.7	455.6	478.6	503.6
その他流動資産	128.2	161.1	208.1	389.3	524.2	814.2	665.9	699.2	734.2
流動資産合計	2,158.8	2,051.2	2,188.5	2,391.5	2,528.7	2,913.1	2,914.1	3,060.7	3,219.0
有形固定資産	978.9	1,038.0	1,134.5	1,545.7	1,673.5	1,802.1	1,892.2	1,986.8	2,086.2
無形固定資産	2.4	3.4	3.8	147.7	178.2	185.4	194.7	204.5	214.7
投資その他資産	896.3	1,062.6	1,250.8	1,672.7	1,613.3	1,736.2	1,823.0	1,914.1	2,009.8
資産合計	4,036.4	4,155.2	4,577.7	5,757.7	5,993.7	6,636.8	6,824.0	7,166.1	7,529.7
短期借入	568.9	182.3	347.0	456.8	297.8	263.4	360.0	360.0	360.0
支払債務	409.2	302.6	383.2	444.2	422.1	538.3	521.6	547.8	576.5
その他流動負債	710.4	771.6	757.2	881.0	882.6	875.2	528.6	349.9	155.8
流動負債合計	1,688.5	1,256.5	1,487.4	1,782.0	1,602.6	1,676.9	1,410.1	1,257.8	1,092.2
長期借入	509.3	1,118.3	998.4	329.1	427.5	485.2	533.8	587.1	645.8
退職給付引当他	62.1	64.4	66.5	45.3	46.3	49.6	51.1	52.6	54.2
その他固定負債	-255.5	-547.8	-483.3	216.8	229.3	272.0	284.4	297.5	311.6
固定負債合計	315.9	635.0	581.7	591.2	703.0	806.8	869.2	937.3	1,011.6
負債合計	2,004.4	1,891.5	2,069.1	2,373.2	2,305.6	2,483.7	2,279.3	2,195.1	2,103.8
資本金	138.3	138.3	138.4	138.4	138.4	138.4	138.4	138.4	138.4
資本剰余金	143.4	143.4	138.2	68.0	59.0	46.9	46.9	46.9	46.9
利益剰余金	1,519.8	1,638.7	1,813.2	2,241.7	2,619.7	2,986.7	3,339.7	3,725.6	4,137.9
自己株式他	-21.0	-20.9	-19.4	271.7	153.6	210.1	210.1	210.1	210.1
株主資本合計	1,780.5	1,899.5	2,070.4	2,719.8	2,970.7	3,382.1	3,735.1	4,121.0	4,533.3
評価・換算差額等	-92.9	-21.3	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数株主持分	344.4	385.4	430.6	664.7	717.4	771.0	809.6	850.1	892.6
純資産合計	2,032.0	2,263.7	2,508.6	3,384.4	3,688.1	4,153.1	4,544.7	4,971.0	5,425.8
負債・純資産合計	4,036.4	4,155.2	4,577.7	5,757.7	5,993.7	6,636.8	6,824.0	7,166.1	7,529.7

連結キャッシュフロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
税引前当期純利益	241.1	274.3	381.0	591.7	730.2	730.7	751.2	834.2	908.6
減価償却費	136.5	161.5	177.3	229.4	249.9	277.8	233.4	245.1	257.3
運転資本増減	80.2	-47.7	-83.2	-77.9	-29.6	11.8	-213.3	82.2	89.4
その他	-42.4	-166.8	-188.5	-241.5	-280.6	-302.7	-290.1	-311.3	-330.3
営業キャッシュフロー	415.4	221.3	286.6	501.8	669.8	717.5	481.3	850.2	925.1
設備投資	-170.9	-189.4	-269.9	-313.9	-361.8	-350.7	-368.2	-386.6	-406.0
その他	-62.1	35.9	-32.8	-163.5	-113.8	-148.8	-150.0	-197.7	-242.0
投資キャッシュフロー	-233.0	-153.5	-302.7	-477.4	-475.6	-499.5	-518.2	-584.4	-648.0
フリーキャッシュ・フロー	182.5	67.7	-16.0	24.4	194.2	218.0	-36.9	265.8	277.1
長期借入金増減	205.0	96.0	18.0	27.3	-16.5	26.8	48.5	53.4	58.7
短期借入金増減	153.4	-194.0	87.2	-15.6	-41.5	-10.4	96.6	0.0	0.0
配当金支払い	-52.7	-56.6	-60.2	-71.9	-100.8	-113.6	-106.1	-135.0	-164.0
その他	-2.9	0.0	-13.4	-32.7	-27.2	-30.1	-22.0	-22.0	-22.0
財務キャッシュフロー	302.6	-154.6	31.6	-92.9	-186.0	-127.3	17.0	-103.6	-127.2
為替変動によるキャッシュ・バランス	18.9	20.5	8.6	39.6	-5.5	39.9	20.0	20.0	20.0
現金及び現金同等物増加	504.0	-66.4	24.2	-28.9	2.7	130.6	165.8	57.4	62.5
現金及び現金同等物期首残高	420.4	924.4	858.0	868.9	840.0	842.7	973.3	1,139.1	1,196.5
現金及び現金同等物期末残高	924.4	858.0	882.1	840.0	842.7	973.3	1,139.1	1,196.5	1,259.0

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 23/3期まではJGAAPベース、24/3期以降はIFRSベース

図表 64: スズキ(7269): 自動車事業前提詳細

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
世界生産能力									
日本	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
インド	1,800	1,925	2,050	2,050	2,150	2,400	2,900	2,900	3,150
ハンガリー	260	260	260	260	260	260	260	260	260
タイ	78	78	78	78	78	78	78	78	78
インドネシア	200	200	200	200	200	200	200	200	200
その他	175	175	175	175	175	175	175	175	175
能力合計	3,513	3,638	3,763	3,763	3,863	4,113	4,613	4,613	4,863
世界生産台数									
日本	930	840	954	1,012	995	975	985	995	1,005
欧州	110	100	142	156	104	105	110	115	121
アジア	1,610	1,882	2,114	2,097	2,197	2,452	2,604	2,732	2,867
インド	1,440	1,659	1,922	1,984	2,102	2,347	2,495	2,620	2,751
中国	0	0	0	0	0	0	0	0	0
インドネシア	86	134	139	95	71	92	95	97	100
その他アジア	84	89	54	19	24	13	14	15	16
その他	2	1	0	0	0	0	0	0	0
生産合計	2,652	2,822	3,210	3,266	3,296	3,533	3,700	3,843	3,993
稼働率 / %									
日本	93%	84%	95%	101%	99%	98%	99%	100%	101%
欧州	42%	38%	55%	60%	40%	40%	42%	44%	46%
インド	80%	86%	94%	97%	98%	98%	86%	90%	87%
世界平均	75%	78%	85%	87%	85%	86%	80%	83%	82%
連結出荷台数									
日本	710	629	705	751	778	787	804	833	863
欧州	198	180	168	233	200	190	192	194	196
北米	0	0	0	0	0	0	0	0	0
アジア	1,596	1,731	1,977	2,034	2,090	2,195	2,374	2,509	2,652
その他	166	313	375	352	371	400	478	493	508
出荷合計	2,670	2,853	3,225	3,370	3,439	3,572	3,848	4,029	4,218
世界小売台数									
日本	647	561	627	674	718	725	751	778	806
軽自動車	539	470	516	552	585	557	578	599	622
登録車	108	91	111	122	133	168	173	179	184
欧州	206	225	171	236	220	187	189	191	193
北米	0	0	0	0	0	0	0	0	0
アジア	1,560	1,666	1,903	1,971	1,979	2,074	2,247	2,376	2,513
インド	1,323	1,365	1,645	1,794	1,795	1,862	1,999	2,098	2,203
中国	0	0	0	0	0	0	0	0	0
他	236	301	258	178	184	213	249	278	310
その他	159	254	299	286	323	334	360	375	390
小売合計	2,571	2,707	3,001	3,167	3,240	3,320	3,548	3,720	3,901

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 65: スズキ(7269): 四半期連結損益計算書

10 億円, %

	26/3				27/3予				27/3予		28/3予		25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	145.0	147.0	154.0	157.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	153.0	151.0	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	164.0	172.0	179.0	184.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	164.0	175.0	180.0	180.0	180.0
インドルピー/円	1.70	1.70	1.74	1.73	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.82	1.72	1.70	1.70	1.70
売上高	1,397.8	1,466.5	1,652.4	1,776.3	1,690.2	1,650.3	1,686.9	1,807.3	3,340.5	3,494.2	3,462.4	3,716.8	5,825.2	6,293.0	6,834.7	7,179.2	7,554.1
売上原価	-1,035.1	-1,091.3	-1,236.6	-1,325.6	-1,261.3	-1,231.6	-1,258.9	-1,348.7	-2,492.9	-2,607.6	-2,583.8	-2,773.6	4,256.5	4,688.6	5,100.4	5,357.5	5,637.2
売上総利益	362.7	375.1	415.8	450.7	428.9	418.8	428.1	458.6	847.7	886.7	878.6	943.1	1,568.7	1,604.3	1,734.3	1,821.7	1,916.8
販売管理費	-226.3	-250.1	-267.3	-268.8	-255.7	-249.7	-255.2	-273.4	-505.4	-528.7	-523.9	-562.4	944.3	1,012.5	1,034.1	1,086.2	1,143.0
その他の収益	7.2	11.5	7.0	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	27.7	27.7	27.7	27.7	26.5	39.5	55.4	55.4	55.4
その他の費用	-1.4	-2.2	-2.8	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	8.0	8.5	8.0	8.0	8.0
営業利益	142.1	134.3	152.6	193.8	204.6	149.3	149.8	131.0	353.9	280.8	339.2	351.1	642.9	622.9	634.6	690.4	757.5
EBITDA	192.5	187.7	208.4	251.9	262.9	207.6	208.2	189.3	470.6	397.5	461.8	473.7	839.0	840.6	868.1	935.4	1,014.8
金融収益	37.3	22.4	34.6	35.3	36.2	36.2	36.2	36.2	72.5	72.5	87.6	87.6	118.8	129.6	144.9	175.2	184.2
金融費用	-5.6	-3.1	-2.3	-18.3	-4.3	-4.3	-4.3	-11.7	-8.6	-16.0	-9.7	-17.9	43.4	29.3	24.6	27.6	29.3
持分法による投資損益	1.8	2.9	3.7	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	12.0	7.5	-3.7	-3.7	-3.7
税引前利益	175.7	156.5	188.7	209.9	235.6	180.3	180.8	154.6	415.8	335.4	415.3	418.9	730.2	730.7	751.2	834.2	908.6
法人税	46.3	40.7	48.5	51.3	60.2	46.1	46.2	39.5	106.3	85.8	106.2	107.1	200.5	186.9	192.1	213.3	232.3
実効税率	26.3%	26.0%	25.7%	24.5%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	27.5%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
少数株主損益	27.4	25.0	26.6	25.7	25.0	25.0	25.0	25.0	50.0	50.0	50.0	50.0	113.7	104.6	100.0	100.0	100.0
当期利益	102.0	90.8	113.6	132.9	150.3	109.2	109.6	90.1	259.5	199.6	259.1	261.8	416.1	439.3	459.1	520.9	576.3
EPS (円)	52.9	47.0	58.9	68.9	77.9	56.6	56.8	46.7	134.5	103.5	134.3	135.7	215.7	227.7	238.0	270.0	298.7
設備投資	82.7	87.3	84.2	96.5	92.1	92.1	92.1	92.1	184.1	184.1	193.3	193.3	361.8	350.7	368.2	386.6	406.0
減価償却費	50.4	53.4	55.8	58.1	58.4	58.4	58.4	58.4	116.7	116.7	122.5	122.5	196.1	217.7	233.4	245.1	257.3
研究開発費	63.1	71.8	62.6	72.9	71.0	71.0	71.0	71.0	142.0	142.0	149.1	149.1	265.6	270.4	283.9	298.1	313.0
対売上高構成比 / %																	
売上原価	-74.1%	-74.4%	-74.8%	-74.6%	-74.6%	-74.6%	-74.6%	-74.6%	-74.6%	-74.6%	-74.6%	-74.6%	73.1%	74.5%	74.6%	74.6%	74.6%
販売管理費	-16.2%	-17.1%	-16.2%	-15.1%	-15.1%	-15.1%	-15.1%	-15.1%	-15.1%	-15.1%	-15.1%	-15.1%	16.2%	16.1%	15.1%	15.1%	15.1%
営業利益	10.2%	9.2%	9.2%	10.9%	12.1%	9.0%	8.9%	7.2%	10.6%	8.0%	9.8%	9.4%	11.0%	9.9%	9.3%	9.6%	10.0%
税引前利益	12.6%	10.7%	11.4%	11.8%	13.9%	10.9%	10.7%	8.6%	12.4%	9.6%	12.0%	11.3%	12.5%	11.6%	11.0%	11.6%	12.0%
当期利益	7.3%	6.2%	6.9%	7.5%	8.9%	6.6%	6.5%	5.0%	7.8%	5.7%	7.5%	7.0%	7.1%	7.0%	6.7%	7.3%	7.6%
対前期比 / %																	
売上高	-4.1%	4.9%	15.7%	15.2%	20.9%	12.5%	2.1%	1.7%	16.6%	1.9%	3.6%	6.4%	8.7%	8.0%	8.6%	5.0%	5.2%
営業利益	-9.8%	-24.3%	5.4%	18.8%	43.9%	11.1%	-1.9%	-32.4%	28.0%	-18.9%	-4.1%	25.1%	30.2%	-3.1%	1.9%	8.8%	9.7%
税引前利益	-7.3%	-16.3%	10.0%	15.2%	34.0%	15.2%	-4.2%	-26.3%	25.2%	-15.8%	-0.1%	24.9%	23.4%	0.1%	2.8%	11.0%	8.9%
当期利益	-10.7%	-12.1%	20.5%	27.3%	47.3%	20.3%	-3.6%	-32.2%	34.6%	-19.0%	-0.2%	31.1%	31.2%	5.6%	4.5%	13.5%	10.6%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 66: マルチスズキ(MSIL): 収益モデル

百万ルピー, 1,000台,%

	26/3				27/3予				27/3予		28/3予		25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
円/ルピー	1.70	1.70	1.74	1.73	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.82	1.72	1.70	1.70	1.70
売上高 (自動車)	366,247	401,359	475,344	500,787	476,130	459,668	490,900	514,915	935,798	1,005,815	969,648	1,098,977	1,451,152	1,743,695	1,941,613	2,068,626	2,204,638
物品税	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
総売上高	384,136	421,008	498,915	524,493	483,757	467,295	498,527	522,542	951,052	1,021,069	985,360	1,114,689	1,519,001	1,832,661	1,972,121	2,100,050	2,237,004
営業費用	354,024	387,629	461,158	481,131	417,177	421,168	459,646	504,718	838,345	964,364	885,837	1,021,488	1,374,673	1,687,951	1,802,709	1,907,324	2,014,765
原材料および部材コスト	134,402	150,018	292,339	351,689	217,005	221,589	238,943	258,151	438,595	497,093	461,753	523,340	529,271	1,116,633	935,688	985,092	1,044,690
減価償却費	9,375	10,392	17,343	17,477	18,031	18,031	18,031	18,031	36,062	36,062	37,144	37,144	31,593	67,405	72,123	74,287	78,596
その他	210,247	227,219	151,476	111,965	182,141	181,548	202,672	228,537	363,689	431,209	386,941	461,004	813,809	503,913	794,898	847,945	891,479
EBIT	30,578	33,949	38,374	44,092	66,580	46,127	38,881	17,824	112,707	56,705	99,524	93,202	146,259	147,097	169,412	192,725	222,239
EBITマージン	8.0%	8.1%	7.7%	8.4%	13.8%	9.9%	7.8%	3.4%	11.9%	5.6%	10.1%	8.4%	9.6%	8.0%	8.6%	9.2%	9.9%
営業外収益	18,230	9,131	10,543	4,998	11,199	11,199	11,199	11,199	22,399	22,399	22,847	22,847	47,504	43,919	44,797	45,693	46,607
税引前金利前収益	48,808	43,080	48,917	49,090	77,779	57,326	50,081	29,023	135,106	79,104	122,370	116,048	193,763	191,016	214,209	238,419	268,846
金融収支	466	570	617	730	730	730	730	730	1,460	1,460	1,460	1,460	1,931	2,387	2,920	2,920	2,920
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	48,342	42,510	48,300	48,360	77,049	56,596	49,351	28,293	133,646	77,644	120,910	114,588	191,832	188,629	211,289	235,499	265,926
税金	-11,225	-9,579	-10,360	-12,455	-19,262	-14,149	-12,338	-7,073	-33,411	-19,411	-30,228	-28,647	-52,280	-44,175	-52,822	-58,875	-66,482
税引後利益	37,117	32,931	37,940	35,905	57,787	42,447	37,013	21,220	100,234	58,233	90,683	85,941	139,552	144,454	158,467	176,624	199,445
理論収益 (10億円)																	
売上高	622.6	682.3	827.1	866.4	809.4	781.4	834.5	875.4	1,590.9	1,709.9	1,648.4	1,868.3	2,595.0	2,998.4	3,300.7	3,516.7	3,747.9
営業利益	52.0	57.7	66.8	76.3	113.2	78.4	66.1	30.3	191.6	96.4	169.2	158.4	268.1	252.7	288.0	327.6	377.8
営業利益率/%	8.3%	8.5%	8.1%	8.8%	14.0%	10.0%	7.9%	3.5%	12.0%	5.6%	10.3%	8.5%	10.3%	8.4%	8.7%	9.3%	10.1%
生産台数	503	547	616	682	579	591	637	688	1,170	1,326	1,228	1,392	2,102	2,348	2,495	2,620	2,751
前年比/%	1.5%	6.4%	22.3%	15.7%	15.0%	8.0%	3.5%	1.0%	11.4%	2.2%	5.0%	5.0%	6.0%	11.7%	6.3%	5.0%	5.0%
販売台数																	
国内(自社ブランド)	402	410	537	512	490	473	505	530	963	1,035	983	1,115	1,795	1,862	1,999	2,098	2,203
国内(OEM)	29	30	27	27	31	31	31	31	62	62	69	69	106	113	125	137	151
輸出	97	110	103	137	115	110	120	127	225	247	225	264	333	448	472	490	507
販売台数合計	528	551	668	676	637	615	656	688	1,251	1,345	1,277	1,448	2,234	2,423	2,596	2,725	2,861
前年比/%	1.1%	1.7%	17.9%	11.8%	20.6%	11.6%	-1.7%	1.8%	16.0%	0.1%	2.1%	7.6%	4.6%	8.4%	7.1%	5.0%	5.0%

出所: MSIL 資料、スズキ資料を基にJ.P.モルガン予想

スズキ (7269) (Overweight; 目標株価: 2,900円)

投資論点

インド自動車需要の長期見通しに加えて、マルチスズキ(MSIL)社のインド市場での競争優位の持続性、短期収益性と長期成長投資のバランスが重要な論点。また日本やインドでの電動化への対応とトヨタとのアライアンスの活用スキーム、株主還元を含めたマネジメントと株式市場の対話も注目される。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は2,900円。MSILおよびMSILのロイヤルは同社連結収益の過半を占めるため、27/3期J.P.モルガン予想ベースでのインド子会社のMaruti Suzuki (MSIL)およびスズキ単体事業をベースとするSOTP評価に基づき算出。GST引き下げ後のインド市場成長ポテンシャルを念頭に、MSILのEV/EBITDAは同社の過去20年平均(17.0倍)を参照。スズキ単体のEV/EBITDAはJ.P.モルガン予想の日本完成車7社平均の27/3期EV/EBITDA(2.6倍、6月2日終値ベース)と同水準で評価。

スズキ: SOTPバリュエーション

Suzuki Motor (7269): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Revenue	5,825.2	6,293.0	6,834.7	7,179.2	7,554.1	Cash flow from operating activities	670	718	481	850	925
COGS	(4,257)	(4,689)	(5,100)	(5,357)	(5,637)	o/w Depreciation & amortization	250	278	233	245	257
Gross profit	1,569	1,604	1,734	1,822	1,917	o/w Changes in working capital	(30)	12	(213)	82	89
SG&A	(944)	(1,012)	(1,034)	(1,086)	(1,143)	Cash flow from investing activities	(476)	(500)	(518)	(584)	(648)
EBITDA	839	841	868	935	1,015	o/w Capital expenditure	(362)	(351)	(368)	(387)	(406)
D&A	(196)	(218)	(233)	(245)	(257)	as % of sales	6.2%	5.6%	5.4%	5.4%	5.4%
EBIT	642.9	622.9	634.6	690.4	757.5	Cash flow from financing activities	(186)	(127)	17	(104)	(127)
Net Interest	75	100	120	148	155	o/w Dividends paid	(71)	(83)	(106)	(135)	(164)
PBT	730.2	730.7	751.2	834.2	908.6	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(201)	(187)	(192)	(213)	(232)	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(114)	(105)	(100)	(100)	(100)	Net change in cash	3	131	0	182	170
Net Income	416.0	439.3	459.1	520.9	576.3	Adj. Free cash flow to firm	194	218	(37)	266	277
Reported EPS	215.65	227.69	237.99	270.00	298.71	y/y Growth	696.2%	12.3%	-116.9%	-820.5%	4.3%
DPS	41.00	46.00	55.00	70.00	85.00						
Payout ratio	19.0%	20.2%	23.1%	25.9%	28.5%						
Shares outstanding	1,965	1,965	1,965	1,965	1,965						

Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
Cash and cash equivalents	843	793	1,139	1,197	1,259	Gross margin	26.9%	25.5%	25.4%	25.4%	25.4%
Accounts receivable	590	613	653	686	722	EBITDA margin	14.4%	13.4%	12.7%	13.0%	13.4%
Inventories	571	693	456	479	504	EBIT margin	11.0%	9.9%	9.3%	9.6%	10.0%
Other current assets	524	814	666	699	734	Net profit margin	7.1%	7.0%	6.7%	7.3%	7.6%
Current assets	2,529	2,913	2,914	3,061	3,219	ROE	14.6%	13.8%	12.9%	13.3%	13.3%
PP&E	1,673	1,802	1,892	1,987	2,086	ROA	7.1%	7.0%	6.8%	7.4%	7.8%
LT investments	116	142	149	156	164	ROCE	13.3%	11.8%	10.8%	10.6%	10.6%
Other non current assets	1,676	1,780	1,869	1,962	2,060	SG&A/Sales	16.2%	16.1%	15.1%	15.1%	15.1%
Total assets	5,994	6,637	6,824	7,166	7,530	Net debt/Equity	NM	NM	NM	NM	NM
Short term borrowings	298	263	360	360	360	Net debt/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM
Payables	422	538	522	548	576	Sales/Assets (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Other short term liabilities	0	0	0	0	0	Assets/Equity (x)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
Current liabilities	720	802	882	908	936	Interest cover (x)	NM	NM	NM	NM	NM
Long-term debt	427	485	534	587	646	Operating leverage	345.7%	-38.6%	21.9%	174.2%	186.1%
Other long term liabilities	1,158	1,197	864	700	522	Tax rate	27.5%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
Total liabilities	2,306	2,484	2,279	2,195	2,104	Revenue y/y Growth	8.7%	8.0%	8.6%	5.0%	5.2%
Shareholders' equity	2,971	3,382	3,735	4,121	4,533	EBITDA y/y Growth	24.9%	0.2%	3.3%	7.8%	8.5%
Minority interests	717	771	810	850	893	EPS y/y growth	31.2%	5.6%	4.5%	13.5%	10.6%
Total liabilities & equity	5,994	6,637	6,824	7,166	7,530						

BVPS						Valuation					
	2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E		2025/3A	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
y/y Growth	9.2%	13.8%	10.4%	10.3%	10.0%	P/E (x)	8.9	8.4	8.1	7.1	6.4
Net debt/(cash)	(117)	(45)	(245)	(249)	(253)	P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA (x)	4.3	4.4	4.0	3.7	3.4
						Dividend Yield	2.1%	2.4%	2.9%	3.6%	4.4%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Underweight

7270.T, 7270 JP
株価 (2026年6月2日): 2,439円
目標株価 (2026年12月): 2,300円

日本 株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC
(81-3)6736-8646
akira.x.kishimoto@jpmorgan.com
JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (3月期予想)

	旧	新 Δ
調整後営業利益 - 27E (10億円)	217	165-23.9%
調整後営業利益 - 28E (10億円)	252	213-15.5%

スタイル ベンチマーク

Quant Factors	Current	Hist %Rank (1=Top)			
	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	10	19	6	14	12
Growth	65	50	25	65	46
Momentum	91	12	76	82	89
Quality	84	65	46	80	52
Low Vol	78	87	86	46	50
ESGQ	12	12	2	27	91

SUBARU (7270)

業績モデルアップデート

26/3期4Q決算を踏まえて業績モデルをアップデート。投資判断「Underweight」継続、26年12月までの目標株価は2,300円を継続。27/3期は矢島工場の再開に加え、26/3期に発生したBEV関連損失(約1,500億円)がなくなる一方、米国SUVでの競争激化に伴うインセンティブ費用の積み増し、さらには原材料高影響(J.P.モルガン想定: -900億円営業減益)が逆風となる見通しだ。会社計画における原材料高影響の織り込み(-1,300億円営業減益)は過度に保守的な印象だが、連結収益は27/3期も低位にとどまろう。連結営業利益は27/3期: 1,651億円→28/3期: 2,125億円→29/3期: 2,407億円をそれぞれ予想する。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	-28.2%	2.9%	-16.4%	-7.2%
Rel	-43.3%	-2.3%	-17.1%	-48.5%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	731
52週レンジ (円)	3,642-2,248
時価総額 (10億ドル)	11.2
為替レート	159.66
浮動株比率	77.7%
一日平均売買高 (百万)	4.55
一日平均売買代金 (百万ドル)	71.9
Volatility (90 Day)	39
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	4 10 3

主要データ (3月期予想)

単位: 10億円	2026/3A	2027/3E	2028/3E	2029/3E
業績予想				
売上高	4,785.0	5,244.6	5,414.5	5,554.3
EBITDA	144	277	330	363
営業利益	40.1	165.1	212.5	240.7
純利益	90.8	130.3	167.4	188.9
Reported EPS	124.3	178.3	229.0	258.4
BBG EPS	176.01	270.50	317.79	-
営業キャッシュフロー	358	37	430	466
FCFF	244	(155)	230	257
利益率・成長率				
売上高伸び率	2.1%	9.6%	3.2%	2.6%
EBITDA利益率	3.0%	5.3%	6.1%	6.5%
EBITDA成長率	-71.4%	93.0%	18.9%	10.1%
EBIT率	0.8%	3.1%	3.9%	4.3%
純利益率	1.9%	2.5%	3.1%	3.4%
EPS成長率	-73.1%	43.5%	28.4%	12.8%
レシオ				
税率	15.4%	28.0%	28.0%	28.0%
インタレスト・カバレッジ	NM	NM	NM	NM
純負債/自己資本比率	NM	NM	NM	NM
純負債/EBITDA倍率	NM	NM	NM	NM
ROCE	1.1%	3.7%	4.7%	5.1%
ROE	3.3%	4.6%	5.8%	6.3%
バリュエーション				
FCFF利回り	13.7%	-8.7%	12.9%	14.4%
配当利回り (%)	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%
EV/Revenue倍率	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.1	3.8	3.2	2.8
PER	19.6	13.7	10.7	9.4

投資論点とバリュエーション要約

投資論点

生産台数の拡大と収益性改善の両立が重要な論点となる。また、非米国事業での成長戦略も求められる時期にある。電動車両開発でのトヨタとのアライアンス戦略の提示も求められよう。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は2,300円。27/3期J.P.モルガン予想ベースのDPS：116円に対して配当利回り5.0%の水準を参照する。同社過去2年平均(3.7%)を上回る水準で評価。BEV車種の投入加速による収益低迷の長期化を背景に、収益低下局面において、過去平均を上回る配当利回りによる配当利回りによる株価のサポートが1つの基準と考える。従来目標株価は27/3期J.P.モルガン予想ベースでP/E=9倍の水準での評価。

パフォーマンスドライバー

Market	41%
Sector	11%
Macro	2%
Style	8%
Idiosyn.	39%

Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.35	0.64
Sect: Cons Discretionary	0.57	0.44
Ind: Automobiles & Comp	0.61	0.61
Macro:		
JPM JPY Tradeable Currency	-0.48	-0.22
Japan OECD Leading Indicators	-0.14	-0.15
JP GDP Real Chained NSA YoY	0.18	0.14
Quant Styles:		
Value	0.54	0.48
Growth	-0.57	-0.45
LowVol	0.58	0.43

業績予想

図表 67: SUBARU (7270) : 連結損益計算書

10 億円, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
売上高	2,830.2	2,744.5	3,774.5	4,702.9	4,685.8	4,785.0	5,244.6	5,414.5	5,554.3
売上原価	-2,337.6	-2,240.6	-3,038.0	-3,710.5	-3,705.4	-4,065.5	-4,368.8	-4,473.8	-4,570.3
売上総利益	492.6	503.9	736.5	992.4	980.3	719.5	875.8	940.7	984.1
販売管理費	-279.9	-303.1	-342.0	-396.9	-420.7	-373.6	-400.5	-413.5	-424.2
研究開発費	-104.2	-103.6	-114.4	-113.5	-142.4	-169.4	-171.1	-172.8	-174.6
その他の収益	5.1	8.4	6.4	4.8	4.5	5.8	5.9	6.0	6.2
その他の費用	-11.1	-13.9	-19.1	-17.8	-16.4	-142.3	-145.1	-148.0	-151.0
持分法による投資損益	-0.1	-1.3	0.1	-0.9	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
営業利益	102.5	90.5	267.5	468.2	405.3	40.1	165.1	212.5	240.7
EBITDA	197.5	185.1	370.5	565.6	502.1	143.7	277.4	329.9	363.4
金融収益	21.0	19.7	36.8	80.4	90.0	81.4	74.5	79.2	81.5
金融費用	-9.5	-3.2	-25.9	-16.0	-46.8	-14.0	-58.6	-59.2	-59.8
税引前利益	114.0	107.0	278.4	532.6	448.5	107.5	181.1	232.6	262.4
法人税	-36.6	-36.4	-79.3	-148.0	-110.4	-16.6	-50.7	-65.1	-73.5
実効税率	32.1%	34.0%	28.5%	27.8%	24.6%	15.4%	28.0%	28.0%	28.0%
当期利益	77.3	70.6	199.1	384.6	338.2	90.9	130.4	167.5	188.9
親会社の所有者帰属当期利益	76.5	70.0	200.4	385.1	338.1	90.8	130.3	167.4	188.9
非支配持分に帰属	0.8	0.6	-1.3	-0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
[主要指標]									
EPS (円)	99.8	91.3	261.3	510.6	462.4	124.3	178.3	229.0	258.4
DPS (円)	56.0	56.0	76.0	106.0	115.0	115.0	116.0	120.0	120.0
配当性向/%	56.1%	61.3%	29.1%	20.8%	24.9%	92.5%	65.1%	52.4%	46.4%
BPS (円)	2,318	2,465	2,739	3,399	3,713	3,803	3,877	3,997	4,147
ROE /%	4.4%	3.8%	10.0%	16.5%	12.8%	3.3%	4.6%	5.8%	6.3%
ROA /%	2.3%	2.0%	5.4%	8.8%	6.8%	1.7%	2.2%	2.6%	2.8%
手元流動性	907.3	883.1	979.5	1,048.0	941.5	1,005.3	1,113.4	1,149.4	1,179.1
有利子負債	333.9	334.0	312.6	399.5	399.5	384.5	396.5	408.9	421.7
D/Eレシオ	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ネットD/Eレシオ	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
発行済株式数 (100万株)	766.9	766.9	767.0	754.2	731.0	731.0	731.0	731.0	731.0
設備投資	86.2	86.1	122.8	167.5	176.1	210.2	164.0	172.2	180.8
減価償却費	95.0	94.6	103.0	97.4	96.8	103.6	112.3	117.4	122.7
研究開発費	101.6	113.8	107.8	130.6	160.0	158.0	139.0	150.2	162.2
対売上高構成比 /%									
営業利益	3.6%	3.3%	7.1%	10.0%	8.6%	0.8%	3.1%	3.9%	4.3%
税引前利益	4.0%	3.9%	7.4%	11.3%	9.6%	2.2%	3.5%	4.3%	4.7%
当期利益(親会社の所有者に帰属)	2.7%	2.6%	5.3%	8.2%	7.2%	1.9%	2.5%	3.1%	3.4%
対前期比 / %									
売上高	-15.4%	-3.0%	37.5%	24.6%	-0.4%	2.1%	9.6%	3.2%	2.6%
営業利益	-51.3%	-11.7%	195.7%	75.0%	-13.4%	-90.1%	311.6%	28.7%	13.2%
税引前利益	-45.1%	-6.1%	160.2%	91.3%	-15.8%	-76.0%	68.5%	28.4%	12.8%
当期利益(親会社の所有者に帰属)	-49.9%	-8.5%	186.3%	92.1%	-12.2%	-73.1%	43.5%	28.4%	12.8%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 68: SUBARU (7270) : 連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書

10 億円

連結貸借対照表	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
現金及び現金同等物	907.3	883.1	979.5	1,048.0	941.5	1,005.3	1,113.4	1,149.4	1,179.1
営業債権及びその他の資産	341.9	337.4	357.5	376.2	411.7	411.7	460.8	475.8	488.0
棚卸資産	419.1	483.1	593.0	588.5	667.4	476.3	702.8	725.6	744.3
その他流動資産	314.5	338.7	499.7	1,006.4	1,170.6	1,481.0	1,623.3	1,849.6	2,111.5
流動資産合計	1,982.8	2,042.2	2,429.8	3,019.2	3,191.2	3,374.4	3,900.3	4,200.4	4,523.0
有形固定資産	839.6	841.6	861.8	969.1	1,061.8	1,221.8	1,282.8	1,347.0	1,414.3
無形固定資産	216.7	250.9	243.9	291.5	316.5	265.9	279.2	293.2	307.9
その他流動資産	372.6	409.1	408.6	534.4	518.6	630.2	661.7	694.8	729.5
非流動資産合計	1,428.9	1,501.5	1,514.4	1,795.0	1,897.0	2,117.9	2,223.8	2,335.0	2,451.7
資産合計	3,411.7	3,543.8	3,944.2	4,814.1	5,088.2	5,492.3	6,124.1	6,535.4	6,974.8
短期借入金	26.3	51.6	55.6	69.0	47.0	47.2	49.1	51.1	53.1
営業債務及びその他の債務	267.8	273.5	377.3	384.5	425.8	541.7	453.5	468.2	480.2
その他流動負債	581.0	527.1	580.6	777.4	789.7	940.1	1,569.2	1,839.4	2,117.5
流動負債合計	875.1	852.3	1,013.5	1,230.9	1,262.5	1,529.1	2,071.8	2,358.6	2,650.8
長期借入	307.5	282.4	257.0	330.5	352.5	337.3	347.4	357.8	368.6
従業員給付	55.8	58.2	55.6	62.5	66.7	70.0	72.1	74.3	76.5
その他非流動負債	386.8	449.9	508.2	624.8	690.9	774.3	797.5	821.4	846.1
非流動負債合計	750.2	790.5	820.7	1,017.8	1,110.1	1,181.6	1,217.0	1,253.5	1,291.1
負債合計	1,625.3	1,642.7	1,834.2	2,248.8	2,372.5	2,710.6	3,288.8	3,612.2	3,941.9
資本金	153.8	153.8	153.8	153.8	153.8	153.8	153.8	153.8	153.8
資本剰余金	160.2	160.2	160.2	160.0	160.4	160.4	160.4	160.4	160.4
自己株式	-6.5	-6.3	-6.1	-4.6	-4.6	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8
利益剰余金	1,435.3	1,466.3	1,623.7	1,906.9	2,106.5	2,067.3	2,112.8	2,192.5	2,293.6
その他の資本構成要素	35.0	116.8	169.4	347.1	298.5	403.7	411.7	420.0	428.4
親会社の所有者に帰属する持分合計	1,777.7	1,890.8	2,101.0	2,563.2	2,714.5	2,780.4	2,834.0	2,921.9	3,031.5
非支配持分	8.6	10.2	9.0	2.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
資本合計	1,786.4	1,901.0	2,109.9	2,565.4	2,715.7	2,781.7	2,835.3	2,923.2	3,032.8
負債・純資産合計	3,411.7	3,543.8	3,944.2	4,814.1	5,088.2	5,492.3	6,124.1	6,535.4	6,974.8
連結キャッシュフロー計算書	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
税引前当期純利益	114.0	107.0	278.4	532.6	448.5	107.5	181.1	232.6	262.4
減価償却費	206.3	224.1	239.8	217.8	232.5	271.1	112.3	117.4	122.7
運転資本増減	-20.4	-86.4	-6.2	128.8	-57.8	-45.9	-264.8	76.1	80.2
その他	-10.5	-49.0	-8.2	-111.5	-131.1	25.6	8.8	3.7	0.8
営業キャッシュフロー	289.4	195.7	503.8	767.7	492.1	358.2	37.3	429.7	466.1
設備投資	-86.2	-86.1	-122.8	-167.5	-176.1	-210.2	-164.0	-172.2	-180.8
その他	-186.0	-93.6	-214.0	-536.2	-228.0	95.6	-28.0	-28.0	-28.0
投資キャッシュフロー	-272.2	-179.7	-336.8	-703.7	-404.1	-114.7	-192.0	-200.2	-208.8
フリーキャッシュ・フロー	17.2	15.9	166.9	64.0	88.1	243.6	-154.6	229.6	257.3
長期借入金増減	58.1	-9.0	-21.2	74.1	0.0	8.5	10.1	10.4	10.7
短期借入金増減	-0.5	-0.9	-0.3	-0.2	0.0	0.0	1.9	2.0	2.0
配当金支払い	-42.9	-42.9	-50.6	-65.2	-78.6	-90.3	-84.8	-87.7	-87.7
その他	-0.6	-45.7	-50.3	-75.2	-108.7	-136.0	-20.0	-20.0	-20.0
財務キャッシュフロー	14.0	-98.5	-122.3	-66.5	-187.3	-217.8	-92.8	-95.3	-94.9
為替変動によるキャッシュバランス	17.2	58.3	51.8	71.0	-7.3	38.1	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物増加	48.4	-24.3	96.5	68.5	-106.5	63.9	108.0	36.1	29.7
現金及び現金同等物期首残高	859.0	907.3	883.1	979.5	1,048.0	941.5	1,005.3	1,113.4	1,149.4
現金及び現金同等物期末残高	907.3	883.1	979.5	1,048.0	941.5	1,005.3	1,113.4	1,149.4	1,179.1

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 69: SUBARU (7270) : 自動車事業前提詳細

1,000 台, %

	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
世界生産能力									
日本	696	696	696	696	696	696	696	696	696
本工場	213	213	213	213	213	213	213	213	213
矢島工場	483	483	483	483	483	483	483	483	483
SIA	420	420	420	420	420	420	420	420	420
Malaysia	20	20	20	20	20	20	20	20	20
生産能力合計(SUBARUブランド)	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136	1,136
世界生産台数									
国内生産	525	455	575	602	602	525	625	625	625
SUBARUブランド	518	455	575	602	602	525	625	625	625
OEM供給	7	0	0	0	0	0	0	0	0
(国内向け)	86	85	106	92	99	88	310	310	310
(輸出)	439	371	469	510	503	437	315	315	315
米国	312	255	222	222	222	222	222	222	222
カナダ	32	30	20	20	20	20	20	20	20
欧州	13	14	14	14	14	14	14	14	14
ロシア	5	4	2	2	2	2	2	2	2
豪州	31	33	26	26	26	26	26	26	26
中国	23	12	13	13	13	13	13	13	13
その他	22	23	172	213	206	140	17	17	17
SIA	295	272	299	368	345	355	372	389	405
SUBARUブランド	295	272	299	368	345	355	372	389	405
OEM供給	0	0	0	0	0	0	0	0	0
世界生産台数合計	820	727	874	970	946	880	997	1,013	1,030
(SUBARUブランド)	813	727	874	970	946	880	996	1,013	1,030
(OEM供給)	7	0	0	0	0	0	0	0	0
稼働率/%									
日本	75%	65%	83%	86%	86%	75%	90%	90%	90%
SIA	70%	65%	71%	88%	82%	85%	89%	93%	97%
連結平均	72%	64%	77%	85%	83%	77%	88%	89%	91%
連結出荷台数									
日本	102	89	100	99	104	103	108	111	114
北米	661	555	635	763	732	708	738	766	786
米国	612	506	592	695	662	641	668	694	712
カナダ	50	49	43	68	70	67	70	72	74
欧州	18	19	23	27	23	23	31	34	36
アジア・大洋州	79	70	71	87	78	62	63	64	64
豪州	31	33	44	47	44	31	32	33	34
中国	25	14	10	6	3	2	2	2	2
その他	23	23	17	34	31	29	28	28	28
出荷合計	860	734	829	976	936	896	940	974	1,001
世界小売台数									
日本	106	90	103	104	109	104	108	111	114
北米	696	612	610	705	750	687	713	741	766
米国	642	556	568	642	682	619	643	669	692
カナダ他	54	56	43	63	69	68	70	72	74
欧州	26	27	19	25	25	19	21	23	26
その他	88	84	88	91	78	73	73	74	75
小売台数合計	916	812	821	926	961	883	915	949	980
世界電動車小売台数									
SHEV		0	0	0	6	65	95	145	145
MHEV		28	32	44	30	35	50	50	50
PHEV		3	2	0	0	0	0	0	0
BEV		0	5	14	12	15	25	35	35
世界電動車普及率									
SHEV		0%	0%	0%	1%	7%	10%	15%	15%
MHEV		3%	4%	5%	3%	4%	5%	5%	5%
PHEV		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BEV		0%	1%	1%	1%	2%	3%	4%	4%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

図表 70: SUBARU (7270) : 四半期連結損益計算書

10 億円, %

	26/3				27/3予				27/3予		28/3予		25/3	26/3	27/3予	28/3予	29/3予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	146.0	146.0	152.0	156.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	152.0	150.0	155.0	155.0	155.0
ユーロ/円	162.0	169.0	176.0	183.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	162.0	174.0	180.0	180.0	180.0
売上高	1,214.1	1,171.6	1,133.3	1,266.0	1,320.8	1,348.0	1,331.2	1,244.6	2,668.8	2,575.8	2,730.9	2,683.6	4,685.8	4,785.0	5,244.6	5,414.5	5,554.3
売上原価	-998.3	-1,001.6	-999.5	-1,066.0	-1,149.8	-1,144.3	-1,092.7	-981.9	-2,294.1	-2,074.6	-2,324.3	-2,149.5	-3,705.4	-4,065.5	-4,368.8	-4,473.8	-4,570.3
売上総利益	215.8	169.9	133.8	200.0	171.0	203.7	238.5	262.7	374.7	501.1	406.6	534.1	980.3	719.5	875.8	940.7	984.1
販売管理費	-102.4	-98.3	-76.3	-96.7	-100.9	-102.9	-101.7	-95.0	-203.8	-196.7	-208.5	-204.9	-420.7	-373.6	-400.5	-413.5	-424.2
研究開発費	-35.6	-41.2	-38.4	-54.3	-35.9	-41.6	-38.7	-54.9	-77.5	-93.6	-78.3	-94.6	-142.4	-169.4	-171.1	-172.8	-174.6
その他の収益	2.0	0.6	0.7	2.5	2.0	0.6	0.7	2.6	2.7	3.2	2.7	3.3	4.5	5.8	5.9	6.0	6.2
その他の費用	-3.5	-4.8	-56.2	-77.8	-3.5	-4.9	-57.3	-79.3	-8.5	-136.7	-8.6	-139.4	-16.4	-142.3	-145.1	-148.0	-151.0
持分法による投資損益	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
営業利益	76.4	26.3	-36.4	-26.2	32.8	54.9	41.5	36.0	87.6	77.5	113.9	98.6	405.3	40.1	165.1	212.5	240.7
EBITDA	99.5	50.5	-9.5	3.2	56.3	78.4	65.0	77.7	134.8	142.7	162.0	167.9	502.1	143.7	277.4	329.9	363.4
金融収益	20.2	18.0	25.8	17.4	18.6	18.6	18.6	18.6	37.3	37.3	39.6	39.6	90.0	81.4	74.5	79.2	81.5
金融費用	-18.1	6.7	0.1	-2.7	-14.6	-14.6	-14.6	-14.6	-29.3	-29.3	-29.6	-29.6	-46.8	-14.0	-58.6	-59.2	-59.8
税引前利益	78.5	51.0	-10.5	-11.5	36.7	58.9	45.4	40.0	95.6	85.5	123.9	108.7	448.5	107.5	181.1	232.6	262.4
法人税	-23.6	-15.4	3.2	19.3	-10.3	-16.5	-12.7	-11.2	-26.8	-23.9	-34.7	-30.4	-110.4	-16.6	-50.7	-65.1	-73.5
実効税率	30.1%	30.3%	30.3%	167.4%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	24.6%	15.4%	28.0%	28.0%	28.0%
当期利益	54.9	35.6	-7.3	7.8	26.5	42.4	32.7	28.8	68.8	61.5	89.2	78.2	338.2	90.9	130.4	167.5	188.9
親会社の所有者帰属当期利益	54.8	35.6	-7.3	7.8	26.4	42.4	32.7	28.8	68.8	61.5	89.2	78.2	338.1	90.8	130.3	167.4	188.9
非支配持分に帰属	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS (円)	75.0	49.0	-10.2	10.6	36.2	58.0	44.7	39.4	94.1	84.1	122.0	107.0	462.4	124.3	178.3	229.0	258.4
設備投資	35.1	40.3	69.9	64.9	41.0	41.0	41.0	41.0	82.0	82.0	86.1	86.1	176.1	210.2	164.0	172.2	180.8
減価償却費	23.1	24.2	26.9	29.4	23.6	23.6	23.6	41.6	47.1	65.2	48.1	69.3	96.8	103.6	112.3	117.4	122.7
研究開発費	34.6	39.4	35.1	48.9	34.8	34.8	34.8	34.8	69.5	69.5	75.1	75.1	160.0	158.0	139.0	150.2	162.2
対前期比 / %																	
売上高	11.2%	-0.2%	-10.8%	10.1%	8.8%	15.1%	17.5%	-1.7%	11.9%	7.4%	2.3%	4.2%	-0.4%	2.1%	9.6%	3.2%	2.6%
営業利益	-16.2%	-79.9%	NM	NM	-57.1%	108.9%	NM	NM	-14.6%	NM	30.0%	27.3%	-13.4%	-90.1%	311.6%	28.7%	13.2%
税引前利益	-27.4%	-54.8%	NM	NM	-53.2%	15.4%	NM	NM	-26.2%	NM	29.6%	27.1%	-15.8%	-76.0%	68.5%	28.4%	12.8%
当期利益(親会社の所有者に帰属)	-34.7%	-55.0%	NM	-62.4%	-51.8%	19.1%	NM	271.4%	-23.9%	14305.7%	29.6%	27.1%	-12.2%	-73.1%	43.5%	28.4%	12.8%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

SUBARU (7270) (Underweight; 目標株価: 2,300円)

投資論点

生産台数の拡大と収益性改善の両立が重要な論点となる。また、非米国事業での成長戦略も求められる時期にある。電動車両開発でのトヨタとのアライアンス戦略の提示も求められよう。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は2,300円。27/3期J.P.モルガン予想ベースのDPS：116円に対して配当利回り5.0%の水準を参照する。同社過去2年平均(3.7%)を上回る水準で評価。BEV車種の投入加速による収益低迷の長期化を背景に、収益低下局面において、過去平均を上回る配当利回りによる配当利回りによる株価のサポートが1つの基準と考える。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 米国での新モデル投入の成功
- 160円/ドルを超える円安の進行
- 株主還元の強化

ダウンスайдリスク(対目標株価/レーティング)

- 新モデルの不発
- 130円/ドルを超える円高の進行

SUBARU (7270): Summary of Financials

Income Statement	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E	Cash Flow Statement	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
Revenue	4,685.8	4,785.0	5,244.6	5,414.5	5,554.3	Cash flow from operating activities	492	358	37	430	466
COGS	(3,705)	(4,065)	(4,369)	(4,474)	(4,570)	o/w Depreciation & amortization	233	271	112	117	123
Gross profit	980	719	876	941	984	o/w Changes in working capital	(58)	(46)	(265)	76	80
SG&A	(421)	(374)	(401)	(413)	(424)						
Adj. EBITDA	502	144	277	330	363	Cash flow from investing activities	(404)	(115)	(192)	(200)	(209)
D&A	(97)	(104)	(112)	(117)	(123)	o/w Capital expenditure	(176)	(210)	(164)	(172)	(181)
Adj. EBIT	405	40	165	213	241	as % of sales	3.8%	4.4%	3.1%	3.2%	3.3%
Net Interest	43	67	16	20	22						
Adj. PBT	448.5	107.5	181.1	232.6	262.4	Cash flow from financing activities	(187)	(218)	(93)	(95)	(95)
Tax	(110)	(17)	(51)	(65)	(73)	o/w Dividends paid	(79)	(90)	(85)	(88)	(88)
Minority Interest	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Adj. Net Income	338	91	130	167	189	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Reported EPS	462.4	124.3	178.3	229.0	258.4	Net change in cash	(107)	64	(247)	134	162
Adj. EPS	462.4	124.3	178.3	229.0	258.4						
						Adj. Free cash flow to firm	88	244	(155)	230	257
DPS	115.00	115.00	116.00	120.00	120.00	y/y Growth	37.7%	176.6%	-163.5%	-248.5%	12.1%
Payout ratio	24.9%	92.5%	65.1%	52.4%	46.4%						
Shares outstanding	731	731	731	731	731						
Balance Sheet	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E	Ratio Analysis	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
Cash and cash equivalents	941	1,005	1,113	1,149	1,179	Gross margin	20.9%	15.0%	16.7%	17.4%	17.7%
Accounts receivable	412	412	461	476	488	EBITDA margin	10.7%	3.0%	5.3%	6.1%	6.5%
Inventories	667	476	703	726	744	EBIT margin	8.6%	0.8%	3.1%	3.9%	4.3%
Other current assets	1,171	1,481	1,623	1,850	2,112	Net profit margin	7.2%	1.9%	2.5%	3.1%	3.4%
Current assets	3,191	3,374	3,900	4,200	4,523						
PP&E	1,062	1,222	1,283	1,347	1,414	ROE	12.8%	3.3%	4.6%	5.8%	6.3%
LT investments	5	6	6	6	7	ROA	6.8%	1.7%	2.2%	2.6%	2.8%
Other non current assets	830	891	935	982	1,031	ROCE	10.1%	1.1%	3.7%	4.7%	5.1%
Total assets	5,088	5,492	6,124	6,535	6,975	SG&A/Sales	9.0%	7.8%	7.6%	7.6%	7.6%
						Net debt/Equity	NM	NM	NM	NM	NM
Short term borrowings	47	47	49	51	53	Net debt/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM
Payables	426	542	453	468	480						
Other short term liabilities	790	940	1,569	1,839	2,117	Sales/Assets (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Current liabilities	1,262	1,529	2,072	2,359	2,651	Assets/Equity (x)	1.9	1.9	2.1	2.2	2.3
Long-term debt	353	337	347	358	369	Interest cover (x)	NM	NM	NM	NM	NM
Other long term liabilities	758	844	870	896	923	Operating leverage	3676.2%	4255.9%	3244.3%	885.7%	512.5%
Total liabilities	2,373	2,711	3,289	3,612	3,942	Tax rate	24.6%	15.4%	28.0%	28.0%	28.0%
Shareholders' equity	2,715	2,780	2,834	2,922	3,031	Revenue y/y Growth	-0.4%	2.1%	9.6%	3.2%	2.6%
Minority interests	1	1	1	1	1	EBITDA y/y Growth	-11.2%	-71.4%	93.0%	18.9%	10.1%
Total liabilities & equity	5,088	5,492	6,124	6,535	6,975	EPS y/y Growth	-9.4%	-73.1%	43.5%	28.4%	12.8%
BVPS	3,713.263	803.393	876.713	996.974	1,146.84	Valuation	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E	FY29E
y/y Growth	9.3%	2.4%	1.9%	3.1%	3.7%	P/E (x)	5.3	19.6	13.7	10.7	9.4
						P/BV (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
Net debt/(cash)	(542)	(621)	(717)	(741)	(757)	EV/EBITDA (x)	2.5	8.1	3.8	3.2	2.8
						Dividend Yield	4.7%	4.7%	4.8%	4.9%	4.9%

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Mar. o/w - out of which

Neutral

7272.T, 7272 JP

株価 (2026年6月2日): 1,269円

▲目標株価 (2026年12月): 1,200円
従来 (2026年12月): 1,100円

日本 株式調査部

自動車、自動車部品

岸本章 AC

(81-3) 6736-8646

akira.x.kishimoto@jpmorgan.com

JPモルガン証券株式会社

主要な変更点 (12月期予想)

	旧	新	Δ
調整後営業利益 - 26E (10億円)	165	188	13.4%
調整後営業利益 - 27E (10億円)	195	208	6.7%

スタイルベンチマーク

Quant Factors	Current	Hist %Rank (1=Top)			
	%Rank	6M	1Y	3Y	5Y
Value	36	27	21	25	40
Growth	38	93	55	65	69
Momentum	69	93	80	19	10
Quality	95	82	55	14	29
Low Vol	48	59	46	55	67
ESGQ	29	23	12	31	19

ヤマハ発動機 (7272)

業績モデルアップデート

投資判断「Neutral」継続、26年12月までの目標株価は1,200円(従来は1,100円)。26/12期1Q決算を経て業績予想を修正、我々の想定以上に堅調であった二輪事業を反映して業績予想を上方修正、また米国関税見通しは、IEEPAの撤廃、Section232の鉄・アルミ関税の同社製品対象外の決定を踏まえて26/12期営業利益のグロス影響額を540億円→300億円へと変更する。一方でマリン事業ではBrunswickとの競争の中で値上げ幅は十分には浸透しないとの考えから平均で2%程度の値上げに留まると考える。まずは2Q決算時に発表される予定のROV事業の構造改革の具体策を待つ必要があるだろう。連結営業利益予想は26/12期：1,876億円→27/12期：2,076億円→28/12期：2,312億円を予想する。

株価パフォーマンス



	YTD	1m	3m	12m
Abs	9.4%	16.5%	5.6%	16.3%
Rel	-5.7%	11.2%	4.9%	-25.0%

会社データ

発行済み株式数 (百万)	970
52週レンジ (円)	1,329-1,022
時価総額 (10億ドル)	7.7
為替レート	159.66
浮動株比率	88.7%
一日平均売買高 (百万)	6.63
一日平均売買代金 (百万ドル)	48.7
Volatility (90 Day)	42
Index	TOPIX
BBG ANR (Buy Hold Sell)	2 13 0

主要データ (12月期予想)

単位: 10億円	2025/12A	2026/12E	2027/12E	2028/12E
業績予想				
売上高	2,534.2	2,778.9	2,971.4	3,093.9
EBITDA	215	281	309	342
営業利益	126.4	187.6	207.6	231.2
純利益	16	119	120	132
Reported EPS	16.6	122.5	124.1	136.0
BBG EPS	51.33	116.09	129.40	149.78
営業キャッシュフロー	139	(71)	150	196
FCFF	52	(220)	(6)	33
利益率・成長率				
売上高伸び率	-1.6%	9.7%	6.9%	4.1%
EBITDA利益率	8.5%	10.1%	10.4%	11.1%
EBITDA成長率	-18.7%	30.5%	10.1%	10.6%
EBIT率	5.0%	6.7%	7.0%	7.5%
純利益率	0.6%	4.3%	4.1%	4.3%
EPS成長率	-85.0%	638.1%	1.3%	9.6%
レシオ				
税率	73.8%	27.7%	32.0%	32.0%
インタレスト・カバレッジ	NM	77.9	69.5	74.6
純負債/自己資本比率	0.6	0.7	0.7	0.7
純負債/EBITDA倍率	3.6	3.0	2.9	2.7
ROCE	1.5%	5.8%	5.8%	6.3%
ROE	1.4%	10.3%	10.3%	11.2%
バリュエーション				
FCFF利回り	4.3%	-17.8%	-0.5%	2.7%
配当利回り (%)	2.8%	3.9%	4.3%	4.3%
EV/Revenue倍率	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.3	7.4	6.8	6.3
PER	76.4	10.4	10.2	9.3

投資論点とバリュエーション要約

投資論点

米国マリン事業について、200馬力以上の高馬力帯でのシェア挽回に加え、中小型製品の関税コスト転嫁の可否が鍵を握る。二輪事業では、インドやブラジルでの高収益の持続性に加え、先進国事業の収益改善施策も注視が必要である。課題事業である Smart Power Vehicle (SPV)、Recreational Offhighway Vehicle (ROV) における構造改革の方向性とスケジュールの明確化もバリュエーション正常化に不可欠である。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は1,200円。26/12期J.P.モルガン予想ベースでP/E=10倍の水準で評価。Outdoor Land Vehicle (OLV)を含む課題事業の減損リスクに勘案し、同社の過去10年平均PER(12倍)を下回る水準で評価。従来の目標株価は26/12期J.P.モルガン予想ベースでP/E=11倍の水準で評価。

パフォーマンスドライバー

Market	45%
Sector	1%
Macro	4%
Style	4%
Idiosyn.	47%

Factors	6M Corr	1Y Corr
Market: MSCI Japan	0.52	0.67
Sect: Cons Discretionary	-0.20	-0.13
Ind: Automobiles & Comp	-0.15	0.03
Macro:		
Crude Oil	0.04	0.20
Japan CPI Nationwide YoY	0.27	0.18
Japan Breakeven 10 Year	0.17	0.14
Quant Styles:		
Momentum	-0.42	-0.24
Growth	-0.14	-0.09
DivYld	0.09	0.09

業績予想

図表 71: ヤマハ発動機(7272)：連結損益計算書

10 億円, %

	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12	26/12予	27/12予	28/12予
売上高	1,471.3	1,812.5	2,248.5	2,414.8	2,576.2	2,534.2	2,778.9	2,971.4	3,093.9
売上原価	1,099.5	1,305.7	1,614.7	1,602.5	1,754.2	1,749.7	1,930.8	2,064.5	2,149.6
売上総利益	371.8	506.8	633.7	812.2	822.0	784.5	848.1	906.9	944.3
販売管理費	290.1	324.5	408.9	573.3	642.5	681.1	603.6	772.6	804.4
その他の収益	--	--	--	11.6	11.8	31.6	10.7	20.0	20.0
その他の費用	--	--	--	11.7	16.8	18.8	5.1	4.0	4.0
持分法投資損益	0.9	4.1	5.3	5.1	7.1	10.1	10.2	8.0	8.0
営業利益	81.7	182.3	224.9	243.9	181.5	126.4	187.6	207.6	231.2
EBITDA	129.9	233.4	284.7	314.9	264.6	215.2	280.9	309.2	341.9
金融収益	--	--	--	9.9	15.7	19.1	14.3	14.4	15.1
金融費用	--	--	--	17.8	14.0	12.2	17.9	18.8	19.7
税引前利益	85.0	199.7	245.8	236.1	183.2	133.2	184.0	203.1	226.7
法人税	29.2	35.6	56.2	63.2	58.6	98.3	50.9	65.0	72.5
実効税率	34.4%	17.8%	22.9%	26.8%	32.0%	73.8%	27.7%	32.0%	32.0%
少数株主損益	2.7	8.6	15.1	14.5	16.5	18.8	14.2	-17.7	-22.1
当期利益	53.1	155.6	174.4	158.4	108.1	16.1	118.9	120.4	132.0
[主要指標]									
EPS (円)	50.6	149.9	171.9	159.8	110.5	16.6	122.5	124.1	136.0
DPS (円)	20.0	38.3	41.7	48.3	50.0	35.0	50.0	55.0	55.0
配当性向/%	39.5%	25.6%	24.2%	30.3%	45.2%	210.8%	40.8%	44.3%	40.4%
BPS (円)	682	828	989	1,085	1,188	1,167	1,222	1,178	1,262
ROE /%	7.5%	19.8%	18.7%	13.3%	13.3%	1.4%	10.3%	10.3%	11.2%
ROA /%	3.3%	9.0%	8.7%	6.9%	4.0%	0.6%	3.8%	3.3%	3.3%
手元流動性	272.4	276.4	288.8	347.0	373.0	398.9	375.2	401.1	417.7
有利子負債	466.9	458.5	602.7	943.5	1,063.0	1,166.3	1,223.7	1,284.0	1,347.3
D/Eレシオ	0.6	0.5	0.6	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
ネットD/Eレシオ	0.2	0.2	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
発行済株式数 (100万株)	1,048.3	1,037.6	1,014.6	991.5	977.6	970.4	970.4	970.4	970.4
設備投資	53.8	67.0	88.2	110.0	126.6	128.0	141.2	148.3	155.7
減価償却費	48.2	51.1	59.8	71.0	83.1	88.8	93.3	101.6	110.7
研究開発費	94.0	95.3	105.2	116.1	136.0	159.1	170.7	140.0	140.0
対売上高構成比 /%									
売上原価	74.7%	72.0%	71.8%	66.4%	68.1%	69.0%	69.5%	69.5%	69.5%
販売管理費	19.7%	17.9%	18.2%	23.7%	24.9%	26.9%	21.7%	26.0%	26.0%
営業利益	5.6%	10.1%	10.0%	10.1%	7.0%	5.0%	6.7%	7.0%	7.5%
税引前利益	5.8%	11.0%	10.9%	9.8%	7.1%	5.3%	6.6%	6.8%	7.3%
当期利益	3.6%	8.6%	7.8%	6.6%	4.2%	0.6%	4.3%	4.1%	4.3%
対前期比 /%									
売上高	-11.6%	23.2%	24.1%	7.4%	6.7%	-1.6%	9.7%	6.9%	4.1%
売上総利益	-15.9%	36.3%	25.0%	28.2%	1.2%	-4.6%	8.1%	6.9%	4.1%
販売管理費	-11.3%	11.8%	26.0%	40.2%	12.1%	6.0%	-11.4%	28.0%	4.1%
営業利益	-29.2%	123.3%	23.3%	8.5%	-25.6%	-30.4%	48.4%	10.7%	11.4%
税引前利益	-29.5%	135.0%	23.1%	-4.0%	-22.4%	-27.3%	38.1%	10.4%	11.6%
当期利益	-29.9%	193.1%	12.1%	-9.2%	-31.8%	-85.1%	638.1%	1.3%	9.6%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 22/12期まではJGAAPベース、23/12期以降はIFRSベース

図表 72: ヤマハ発動機(7272)：連結貸借対照表/連結キャッシュ・フロー計算書

10 億円

連結貸借対照表	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12	26/12予	27/12予	28/12予
現金及び現金同等物	272.4	276.4	288.8	347.0	373.0	398.9	375.2	401.1	417.7
営業債権及びその他の資産	295.7	316.2	417.5	179.7	178.2	181.7	463.2	495.2	515.6
棚卸資産	312.3	405.4	525.8	568.6	574.1	591.4	639.0	683.3	711.4
その他流動資産	41.1	46.7	73.5	417.9	483.1	518.2	549.9	583.7	619.8
流動資産合計	921.6	1,044.7	1,305.7	1,513.2	1,608.4	1,690.2	2,027.2	2,163.3	2,264.6
有形固定資産	338.8	354.1	391.0	441.2	486.8	504.8	555.3	610.8	671.9
無形固定資産	11.2	28.4	39.6	57.4	77.5	101.9	105.9	110.2	114.6
その他非流動資産	-552.2	-639.0	-858.7	-961.5	-997.5	-1,084.5	-1,287.9	-1,252.9	-1,134.4
非流動資産合計	719.4	788.2	877.6	1,050.3	1,175.1	1,212.4	1,400.5	1,631.5	1,916.6
資産合計	1,640.9	1,832.9	2,183.3	2,563.6	2,783.5	2,902.6	3,427.7	3,794.8	4,181.2
短期借入	110.5	140.1	326.0	499.7	752.0	693.6	728.2	764.7	802.9
営業債務及びその他の債務	143.9	165.2	177.7	154.1	149.9	160.4	231.6	247.6	257.8
その他流動負債	176.4	208.0	249.2	238.3	246.0	272.9	608.8	934.9	1,158.1
流動負債合計	430.8	513.3	752.9	892.2	1,147.9	1,126.9	1,568.6	1,947.2	2,218.8
長期借入	354.4	316.2	271.6	443.7	311.1	472.7	495.5	519.4	544.4
退職給付引当金	60.4	51.8	49.3	51.8	55.2	55.9	61.4	67.6	74.3
その他固定負債	46.1	51.0	55.2	41.5	42.8	48.8	50.2	51.7	53.3
固定負債合計	460.9	419.0	376.1	537.0	409.1	577.4	607.2	638.7	672.0
負債合計	891.8	932.2	1,129.0	1,429.2	1,556.9	1,704.3	2,175.7	2,585.9	2,890.8
資本金	86.0	86.1	86.1	86.1	86.1	86.1	86.1	0.0	0.0
資本剰余金	68.0	68.1	68.1	64.1	63.4	46.0	26.7	0.0	0.0
利益剰余金	644.4	761.5	894.0	946.1	979.2	948.7	1,019.1	1,086.1	1,164.7
自己株式他	-0.7	-11.7	-31.7	-20.6	32.9	51.4	54.0	56.7	59.6
株主資本合計	797.6	904.0	1,016.5	1,075.8	1,161.6	1,132.2	1,185.9	1,142.8	1,224.3
評価・換算差額等	-82.9	-44.7	-13.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数株主持分	34.5	41.4	51.2	58.6	65.0	66.1	66.1	66.1	66.1
純資産合計	749.2	900.7	1,054.3	1,134.4	1,226.6	1,198.3	1,252.0	1,208.9	1,290.4
負債・純資産合計	1,640.9	1,832.9	2,183.3	2,563.6	2,783.5	2,902.6	3,427.7	3,794.8	4,181.2
連結キャッシュフロー計算書	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12	26/12予	27/12予	28/12予
税引前当期純利益	85.0	199.7	245.8	236.1	183.2	133.2	184.0	203.1	226.7
減価償却費	48.2	51.1	59.8	71.0	83.1	88.8	93.3	101.6	110.7
運転資本増減	-0.8	-65.4	-170.8	-51.5	24.7	14.8	-257.9	-60.3	-38.4
その他	-21.9	-44.1	-63.9	-169.6	-114.1	-98.2	-90.3	-94.8	-102.8
営業キャッシュフロー	110.5	141.3	70.9	86.0	176.8	138.6	-70.9	149.7	196.2
設備投資	-53.8	-67.0	-88.2	-110.0	-126.6	-128.0	-141.2	-148.3	-155.7
その他	9.8	16.0	14.0	-6.1	-2.1	41.9	-7.5	-7.5	-7.5
投資キャッシュフロー	-44.0	-51.0	-74.2	-116.1	-128.7	-86.1	-148.7	-155.8	-163.2
フリーキャッシュ・フロー	66.5	90.3	-3.2	-30.1	48.1	52.5	-219.6	-6.1	33.0
長期借入金増減	182.8	-12.5	-16.4	51.5	-4.6	59.1	-58.6	-57.5	-56.4
短期借入金増減	-58.8	-27.6	101.4	112.4	47.2	0.2	30.8	32.3	33.9
配当金支払い	-22.0	-42.9	-49.0	-47.1	-48.4	-48.7	-48.5	-53.4	-53.4
その他	-18.3	-10.5	-12.9	-28.2	-40.6	-41.1	-130.1	-133.9	-132.7
財務キャッシュフロー	83.7	-93.5	23.1	88.5	-46.4	-30.4	-206.4	-212.4	-208.5
為替変動によるキャッシュバランス	-5.7	10.9	2.0	-8.6	18.8	3.9	0.0	0.0	0.0
現金及び現金同等物増加	144.5	7.8	21.9	347.0	26.0	25.9	-23.7	26.0	16.5
現金及び現金同等物期首残高	122.7	267.2	274.9	0.0	347.0	373.0	398.9	375.2	401.1
現金及び現金同等物期末残高	267.2	274.9	296.8	347.0	373.0	398.9	375.2	401.1	417.7

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 22/12期まではJGAAPベース、23/12期以降はIFRSベース

図表 73: ヤマハ発動機(7272)：各種前提詳細

10 億円, 1,000 台

	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12	26/12予	27/12予	28/12予
二輪車事業									
[二輪車売上高]									
日本	37.7	37.8	55.3	44.6	44.5	42.3	43.8	42.9	43.6
北米	39.3	46.2	61.9	75.6	89.1	87.9	99.8	104.4	106.5
欧州	131.5	151.2	190.0	217.4	246.2	236.5	309.2	266.2	265.6
アジア	505.3	625.5	783.2	841.2	879.7	888.7	988.8	1,095.3	1,139.5
その他	109.7	155.8	201.3	229.3	311.6	322.7	320.3	372.0	383.2
売上合計	823.5	1,016.5	1,291.7	1,408.1	1,571.1	1,578.1	1,761.9	1,880.9	1,938.5
[二輪車販売台数]									
日本	86	99	95	76	72	76	74	75	76
北米	56	67	68	76	82	79	88	90	92
欧州	180	189	199	209	226	210	268	230	230
アジア	3,077	3,577	3,826	3,883	3,863	3,903	4,130	4,213	4,297
その他	403	599	586	583	718	731	797	813	829
販売台数合計	3,802	4,531	4,774	4,827	4,961	4,999	5,357	5,421	5,524
ATV/ROV事業									
[ATV/ROV売上高]									
北米	54.7	79.7	87.8	96.7	87.0	74.5	78.3	87.9	90.6
欧州	8.4	12.0	13.9	11.1	9.1	10.5	13.0	12.0	12.4
その他	7.3	11.0	11.2	10.2	9.7	8.3	17.2	18.4	19.0
売上高合計	70.4	102.7	112.9	118.0	105.8	93.3	108.5	118.4	121.9
[ATV販売台数]									
北米	40	50	46	40	37	37	39	40	41
欧州	11	16	14	10	10	9	9	9	10
その他	11	14	11	6	8	8	9	9	10
販売台数合計	62	80	71	56	55	54	57	59	61
マリン事業									
[事業別売上高]									
船外機	178.5	212.6	290.9	283.2	333.0	344.9	347.4	366.9	392.8
ウォータースピークル	64.8	76.4	104.7	139.6	137.0	133.0	136.0	138.7	141.5
その他	85.0	102.1	121.4	124.7	67.7	49.7	49.3	50.3	51.3
売上高合計	328.3	391.1	517.0	547.5	537.7	527.6	532.7	556.0	585.7
[船外機販売台数]									
北米	98	113	125	100	81	84	87	95	104
欧州	59	64	54	36	30	34	36	37	39
その他	122	139	163	169	155	153	161	165	170
販売台数合計	279	316	342	305	266	271	284	298	313

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

注: 22/12期まではJGAAPベース、23/12期以降はIFRSベース

図表 74: ヤマハ発動機(7272)：四半期連結損益計算書

10 億円, %

	25/12				26/12予				26/12予		27/12予		24/12	25/12	26/12予	27/12予	28/12予
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q予	3Q予	4Q予	1H	2H	1H	2H					
ドル/円	153.0	143.0	148.0	154.0	157.0	155.0	155.0	155.0	156.0	155.0	155.0	155.0	151.7	149.6	155.5	155.0	155.0
ユーロ/円	161.0	163.0	174.0	179.0	184.0	180.0	180.0	180.0	182.0	180.0	180.0	180.0	164.1	169.2	181.0	180.0	180.0
売上高	625.9	651.9	632.5	623.9	730.1	692.6	687.2	669.1	1,422.7	1,356.3	1,514.8	1,456.6	2,576.2	2,534.2	2,778.9	2,971.4	3,093.9
売上原価	429.0	446.8	435.3	438.6	512.8	474.7	472.9	470.4	987.5	943.3	1,051.5	1,013.1	1,754.2	1,749.7	1,930.8	2,064.5	2,149.6
売上総利益	197.0	205.1	197.2	185.3	217.3	217.9	214.2	198.7	435.2	412.9	463.4	443.5	822.0	784.5	848.1	906.9	944.3
販売管理費	155.2	167.5	165.1	193.4	158.6	150.4	149.3	145.3	309.0	294.6	393.9	378.7	642.5	681.1	603.6	772.6	804.4
その他の収益	2.2	1.9	2.1	25.4	2.7	2.7	2.7	2.7	5.3	5.3	10.0	10.0	11.8	31.6	10.7	20.0	20.0
その他の費用	2.1	1.9	8.4	6.4	1.3	1.3	1.3	1.3	2.5	2.5	2.0	2.0	16.8	18.8	5.1	4.0	4.0
持分法投資損益	1.6	2.8	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6	5.1	5.1	4.0	4.0	7.1	10.1	10.2	8.0	8.0
営業利益	43.6	40.5	28.3	13.9	62.6	52.7	40.6	31.7	115.4	72.2	121.7	85.8	181.5	126.4	187.6	207.6	231.2
EBITDA	64.9	61.8	48.9	39.5	85.7	75.8	63.7	55.7	161.6	119.3	172.6	136.6	264.6	215.2	280.9	309.2	341.9
金融収益	5.1	1.5	3.1	9.3	3.1	3.1	3.1	4.9	6.3	8.1	6.3	8.1	15.7	19.1	14.3	14.4	15.1
金融費用	-3.3	-4.5	-1.2	-3.3	-3.8	-3.8	-3.8	-6.5	-7.6	-10.3	-7.6	-11.2	14.0	12.2	17.9	18.8	19.7
税引前利益	45.4	37.5	30.3	20.0	61.9	52.0	39.9	30.1	114.0	70.0	120.4	82.8	183.2	133.2	184.0	203.1	226.7
法人税	11.4	12.3	36.9	37.6	17.1	14.4	11.0	8.3	31.5	19.4	38.5	26.5	58.6	98.3	50.9	65.0	72.5
実効税率	25.2%	32.9%	121.8%	188.1%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%	32.0%	32.0%	32.0%	73.8%	27.7%	32.0%	32.0%
少数株主損益	3.3	2.7	3.1	9.7	3.5	3.5	3.5	3.5	7.1	7.1	8.9	8.9	16.5	18.8	14.2	-17.7	-22.1
当期利益	30.7	22.4	-9.7	-27.3	41.3	34.1	25.3	18.3	75.4	43.6	73.0	47.4	108.1	16.1	118.9	120.4	132.0
EPS (円)	31.6	22.9	-10.0	-28.1	42.5	35.1	26.1	18.8	77.7	44.9	75.2	48.9	110.5	16.6	122.5	124.1	136.0
設備投資	21.8	24.6	28.6	53.0	30.2	37.0	37.0	37.0	67.2	74.0	74.1	74.1	126.6	128.0	141.2	148.3	155.7
減価償却費	21.3	21.3	20.6	25.6	23.1	23.1	23.1	24.0	46.2	47.1	50.8	50.8	83.1	88.8	93.3	101.6	110.7
研究開発費	35.5	42.4	37.9	43.3	35.7	45.0	45.0	45.0	80.7	90.0	70.0	70.0	136.0	159.1	170.7	140.0	140.0
<u>対売上高構成比 / %</u>																	
売上原価	68.5%	68.5%	68.8%	70.3%	70.2%	68.5%	68.8%	70.3%	69.4%	69.6%	69.4%	69.6%	68.1%	69.0%	69.5%	69.5%	69.5%
販売管理費	24.8%	25.7%	26.1%	31.0%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	26.0%	26.0%	24.9%	26.9%	21.7%	26.0%	26.0%
営業利益	7.0%	6.2%	4.5%	2.2%	8.6%	7.6%	5.9%	4.7%	8.1%	5.3%	8.0%	5.9%	7.0%	5.0%	6.7%	7.0%	7.5%
税引前利益	7.3%	5.8%	4.8%	3.2%	8.5%	7.5%	5.8%	4.5%	8.0%	5.2%	7.9%	5.7%	7.1%	5.3%	6.6%	6.8%	7.3%
当期利益	4.9%	3.4%	-1.5%	-4.4%	5.7%	4.9%	3.7%	2.7%	5.3%	3.2%	4.8%	3.3%	4.2%	0.6%	4.3%	4.1%	4.3%
<u>対前期比 / %</u>																	
売上高	-2.5%	-7.7%	0.6%	4.1%	16.6%	6.2%	8.6%	7.2%	11.3%	8.0%	6.5%	7.4%	6.7%	-1.6%	9.7%	6.9%	4.1%
営業利益	-44.1%	-46.7%	-39.6%	NM	43.8%	30.1%	43.2%	127.0%	37.2%	70.8%	5.5%	18.9%	-25.6%	-30.4%	48.4%	10.7%	11.4%
税引前利益	-41.0%	-51.3%	-25.5%	NM	36.4%	38.7%	31.6%	50.8%	37.4%	39.2%	5.6%	18.3%	-22.4%	-27.3%	38.1%	10.4%	11.6%
当期利益	-45.2%	-60.6%	NM	NM	34.5%	52.0%	NM	NM	41.9%	NM	-3.1%	8.9%	-31.8%	-85.1%	638.1%	1.3%	9.6%

出所: 会社資料およびJ.P.モルガン予想

投資論点、バリュエーションおよびリスク要因

ヤマハ発動機 (7272) (Neutral; 目標株価: 1,200円)

投資論点

米国マリン事業について、200馬力以上の高馬力帯でのシェア挽回に加え、中小型製品の関税コスト転嫁の可否が鍵を握る。二輪事業では、インドやブラジルでの高収益の持続性に加え、先進国事業の収益改善施策も注視が必要である。課題事業であるSmart Power Vehicle (SPV)、Recreational Off highway Vehicle (ROV)における構造改革の方向性とスケジュールの明確化もバリュエーション正常化に不可欠である。

バリュエーション

26年12月までの目標株価は1,200円。26/12期J.P.モルガン予想ベースでP/E=10倍の水準で評価。Outdoor Land Vehicle (OLV)を含む課題事業の減損リスクに勘案し、同社の過去10年平均PER(12倍)を下回る水準で評価。

レーティングおよび目標株価に対するリスク要因 アップサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- 米国の景況感回復に伴う、船外機の販売の大幅伸長
- 新興国二輪事業の更なる収益の上振れ
- 160円/ドルを超える円安の進行

ダウンサイドリスク(対目標株価/レーティング)

- SPV、ROVなど課題事業での構造改革の遅延
- 新興国二輪需要の成長鈍化
- 130円/ドルを超える円高の進行

Yamaha Motor (7272): Summary of Financials

Income Statement						Cash Flow Statement					
	2024/12A	2025/12A	2026/12E	2027/12E	2028/12E		2024/12A	2025/12A	2026/12E	2027/12E	2028/12E
Revenue	2,576.2	2,534.2	2,778.9	2,971.4	3,093.9	Cash flow from operating activities	177	139	(71)	150	196
COGS	(1,754)	(1,750)	(1,931)	(2,065)	(2,150)	o/w Depreciation & amortization	83	89	93	102	111
Gross profit	822	785	848	907	944	o/w Changes in working capital	25	15	(258)	(60)	(38)
SG&A	(643)	(681)	(604)	(773)	(804)	Cash flow from investing activities	(129)	(86)	(149)	(156)	(163)
EBITDA	265	215	281	309	342	o/w Capital expenditure	(127)	(128)	(141)	(148)	(156)
D&A	(83)	(89)	(93)	(102)	(111)	as % of sales	4.9%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
EBIT	181.5	126.4	187.6	207.6	231.2	Cash flow from financing activities	(46)	(30)	(206)	(212)	(209)
Net Interest	2	7	(4)	(4)	(5)	o/w Dividends paid	(48)	(49)	(49)	(53)	(53)
PBT	183.2	133.2	184.0	203.1	226.7	o/w Shares issued/(repurchased)	-	-	-	-	-
Tax	(59)	(98)	(51)	(65)	(73)	o/w Net debt issued/(repaid)	-	-	-	-	-
Minority Interest	(17)	(19)	(14)	(18)	(22)	Net change in cash	20	26	(426)	(219)	(176)
Net Income	108	16	119	120	132	Adj. Free cash flow to firm	48	52	(220)	(6)	33
Reported EPS	110.6	16.6	122.5	124.1	136.0	y/y Growth	-230.6%	9.1%	-518.4%	-97.2%	-641.4%
DPS	50.00	35.00	50.00	55.00	55.00						
Payout ratio	45.2%	210.8%	40.8%	44.3%	40.4%						
Shares outstanding	1,026	1,018	1,018	1,018	1,018						
Balance Sheet						Ratio Analysis					
	2024/12A	2025/12A	2026/12E	2027/12E	2028/12E		2024/12A	2025/12A	2026/12E	2027/12E	2028/12E
Cash and cash equivalents	373	399	375	401	418	Gross margin	31.9%	31.0%	30.5%	30.5%	30.5%
Accounts receivable	178	182	463	495	516	EBITDA margin	10.3%	8.5%	10.1%	10.4%	11.1%
Inventories	574	591	639	683	711	EBIT margin	7.0%	5.0%	6.7%	7.0%	7.5%
Other current assets	483	518	550	584	620	Net profit margin	4.2%	0.6%	4.3%	4.1%	4.3%
Current assets	1,608	1,690	2,027	2,163	2,265	ROE	9.5%	1.4%	10.3%	10.3%	11.2%
PP&E	487	505	555	611	672	ROA	4.0%	0.6%	3.8%	3.3%	3.3%
LT investments	37	43	45	47	48	ROCE	5.9%	1.5%	5.8%	5.8%	6.3%
Other non current assets	651	664	800	974	1,196	SG&A/Sales	24.9%	26.9%	21.7%	26.0%	26.0%
Total assets	2,784	2,903	3,428	3,795	4,181	Net debt/Equity	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Short term borrowings	752	694	728	765	803	Net debt/EBITDA	2.6	3.6	3.0	2.9	2.7
Payables	150	160	232	248	258	Sales/Assets (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
Other short term liabilities	246	273	609	935	1,158	Assets/Equity (x)	2.3	2.5	2.7	3.1	3.4
Current liabilities	1,148	1,127	1,569	1,947	2,219	Interest cover (x)	NM	NM	77.9	69.5	74.6
Long-term debt	311	473	495	519	544	Operating leverage	-412.6%	1864.4%	501.5%	154.0%	276.5%
Other long term liabilities	98	105	112	119	128	Tax rate	32.0%	73.8%	27.7%	32.0%	32.0%
Total liabilities	1,557	1,704	2,176	2,586	2,891	Revenue y/y Growth	6.7%	-1.6%	9.7%	6.9%	4.1%
Shareholders' equity	1,162	1,132	1,186	1,143	1,224	EBITDA y/y Growth	-15.7%	-18.7%	30.5%	10.1%	10.6%
Minority interests	65	66	66	66	66	EPS y/y growth	-33.2%	-85.0%	638.1%	1.3%	9.6%
Total liabilities & equity	2,784	2,903	3,428	3,795	4,181						
BVPS	1,188.231	1,166.801	1,222.121	1,177.721	1,261.67	Valuation					
y/y Growth	4.9%	-1.8%	4.7%	-3.6%	7.1%		2024/12A	2025/12A	2026/12E	2027/12E	2028/12E
Net debt/(cash)	690	767	849	883	930	P/E (x)	11.5	76.4	10.4	10.2	9.3
						P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0
						EV/EBITDA (x)	7.3	9.3	7.4	6.8	6.3
						Dividend Yield	3.9%	2.8%	3.9%	4.3%	4.3%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates.

Note: ¥ in billions (except per-share data). Fiscal year ends Dec. o/w - out of which

アナリストによる保証:本リサーチの表紙において“AC”と表示されたリサーチアナリストは、次のことをここに保証します。(複数のリサーチアナリストが本リサーチの主たる責任者である場合は、表紙もしくは本リサーチ内において“AC”と記載されているアナリストが、本リサーチ内でカバーするそれぞれの有価証券または発行体について、個別に、次のことをここに保証します。)(1)本リサーチにおいて示された全ての意見は、当該有価証券或いは発行体のありとあらゆる点に関するリサーチアナリスト個人の見解を正確に反映するものであること(2)リサーチアナリストへの報酬は、現在、過去、未来において、直接間接を問わず、本リサーチにおいて示された特定の推奨或いは意見とは一切関連のないものであること。冒頭表紙に韓国をベースとするアナリストが記載されている場合はKOFIAの要件に基づき、不当な影響や干渉のない状態で、誠意をもって作成された分析及びアナリスト自身の見解を反映した意見であることを併せて保証します。本レポート内に名前を記載されたすべての執筆者は、特に別の記載がない限り、すべて独自のリサーチを作成するリサーチアナリストです。欧州においてはSector Specialist(セクターズ及びトレーディング)が連絡先として表示される場合がございますが、レポートの執筆者やリサーチ部門の一員ではございません。

重要なディスクロージャー

- ・ **流動性提供者/マーケット・メーカー:**J.P.モルガンは、日産自動車(7201)、いすゞ自動車(7202)、トヨタ自動車(7203)、三菱自動車工業(7211)、マツダ(7261)、本田技研工業(7267)、スズキ(7269)、SUBARU(7270)、ヤマハ発動機(7272)または関係会社の金融商品について、マーケットメイクを行っている、および/または流動性を提供しています。
- ・ **主幹事、あるいはその他の引受人:**J.P.モルガンは、過去12ヶ月間に日産自動車(7201)、トヨタ自動車(7203)、本田技研工業(7267)または関係会社の証券あるいは金融商品(Directive 2014/65/EUで定義される)の公募における幹事(マネージャー)あるいはコ・マネージャーを務めました。
- ・ **有価証券の保有:**J.P.モルガンは、日産自動車(7201)または関係会社が発行している普通株式の1%以上を保有しております。
- ・ **顧客:**日産自動車(7201)、いすゞ自動車(7202)、トヨタ自動車(7203)、三菱自動車工業(7211)、マツダ(7261)、本田技研工業(7267)、スズキ(7269)、SUBARU(7270)、ヤマハ発動機(7272)または関係会社は過去12ヵ月あるいは現在J.P.モルガンの顧客です。
- ・ **顧客/インベストメント・バンキング:**日産自動車(7201)、トヨタ自動車(7203)、本田技研工業(7267)または関係会社は過去12ヵ月あるいは現在J.P.モルガンのインベストメント・バンキングの顧客です。
- ・ **顧客/インベストメント・バンキング以外の有価証券関連:**日産自動車(7201)、いすゞ自動車(7202)、トヨタ自動車(7203)、三菱自動車工業(7211)、マツダ(7261)、本田技研工業(7267)、スズキ(7269)、SUBARU(7270)、ヤマハ発動機(7272)または関係会社は過去12ヶ月あるいは現在J.P.モルガンの顧客で、インベストメント・バンキング・サービス以外の有価証券に関する業務サービスを受けております。
- ・ **顧客/有価証券関連以外:**日産自動車(7201)、いすゞ自動車(7202)、トヨタ自動車(7203)、三菱自動車工業(7211)、マツダ(7261)、本田技研工業(7267)、スズキ(7269)、SUBARU(7270)、ヤマハ発動機(7272)または関係会社は過去12ヶ月あるいは現在J.P.モルガンの顧客で、有価証券以外に関する業務サービスを受けております。
- ・ **投資銀行部門の報酬:**J.P.モルガンは、過去12ヶ月間に、日産自動車(7201)、トヨタ自動車(7203)、本田技研工業(7267)または関係会社からインベストメント・バンキング・サービスに対する報酬を受け取っております。
- ・ **投資銀行部門の報酬:**J.P.モルガンは、本レポートで推奨された有価証券の発行企業から今後3ヶ月間に、以下の企業からインベストメント・バンキング・サービスに対する報酬を受け取る予定あるいは意図があります:日産自動車(7201)、いすゞ自動車(7202)、トヨタ自動車(7203)、三菱自動車工業(7211)、マツダ(7261)、本田技研工業(7267)、スズキ(7269)、SUBARU(7270)、ヤマハ発動機(7272)または関係会社
- ・ **投資銀行部門以外の報酬:**J.P.モルガンは、過去12ヶ月間に日産自動車(7201)、いすゞ自動車(7202)、トヨタ自動車(7203)、三菱自動車工業(7211)、マツダ(7261)、本田技研工業(7267)、スズキ(7269)、SUBARU(7270)、ヤマハ発動機(7272)または関係会社から投資銀行部門以外の商品あるいはサービスに対する報酬を受け取っております。
- ・ **債券ポジション:**J.P.モルガンは、日産自動車(7201)、いすゞ自動車(7202)、トヨタ自動車(7203)、三菱自動車工業(7211)、マツダ(7261)、本田技研工業(7267)、スズキ(7269)、SUBARU(7270)、ヤマハ発動機(7272)または関係会社の債券のポジションを持っている場合があります。

個別銘柄に関するディスクロージャー:J.P.モルガンは、自社のリサーチレポートで取り上げる企業と取引関係にある場合や、今後そのような取引を行う可能性があります。したがって、当社には本レポートの客観性に影響を及ぼし得る利益相反が生じる可能性があることに、投資家の皆さまはご留意ください。投資判断に際しては、本レポートを数ある判断材料の一つとしてのみご利用ください。要約レポート、J.P.モルガンがカバレッジを行っている全銘柄、及びカバレッジを行っていない一定の銘柄に対する株価チャートやクレジットオピニオン履歴(該当する場合)を含む重要なディスクロージャーは、<https://www.jpmm.com/research/disclosures>にてご覧になれます。もしくは、1-800-477-0406/米国またはresearch.disclosure.inquiries@jpmorgan.comへお問い合わせ下さい。

レーティングとその設定およびアナリストのカバレッジ・ユニバースについての説明

J.P.モルガンは以下の定義に基づいてレーティングを付与しています:Overweight(本レポートに掲載されている目標株価の達成予想期間内において、担当リサーチアナリスト、あるいはリサーチアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均をアウトパフォームすると我々が予想する)Neutral(本レポートに掲載されている目標株価の達成予想期間内において、担当リサーチアナリスト、あるいはリサーチアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄

柄のトータルリターンの平均と同程度のリターンを実現すると我々が予想する)Underweight(本レポートに掲載されている目標株価の達成予想期間内において、担当リサーチアナリスト、あるいはリサーチアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける全銘柄のトータルリターンの平均をアンダーパフォームすると我々が予想する)NRはNot Ratedを指します。この場合、J.P.モルガンは、会社の十分な基礎情報を得られないか、または法的、規制上もしくは政策上の、いずれかの理由によりレーティング(場合によっては目標株価)を停止しております。過去に付与していたレーティング(場合によっては目標株価)は、現時点において依拠されないようお願い致します。NRを付与することは、銘柄の推奨やレーティングの付与にはあたりません。一部のカバレッジ対象銘柄にはレーティングが付与されているものの、目標株価が設定されていない場合があります。このような場合、リサーチアナリストまたはリサーチアナリストチームのカバレッジ・ユニバースにおける平均総リターンを、各地域の該当する期間においてアウトパフォーム／インライン／アンダーパフォームすると予想しています。アジア(オーストラリア及びインドを除く)及び英国における中小型株式のリサーチでは、各銘柄の予想トータルリターンは、リサーチアナリストのカバレッジ・ユニバースではなく、ベンチマークとする国の市場指数の予想トータルリターンと比較を行っています。保証を行っているリサーチアナリストのカバレッジ・ユニバースについて、本レポートの重要なディスクロージャーの中に含まれていない場合には、J.P.モルガンのリサーチウェブサイト <https://www.jpmm.com/research/disclosures> にてご確認頂けます。

カバレッジ・ユニバース岸本章: ARCHION (543A) (543A.T), アイシン (7259) (7259.T), ブリヂストン (5108) (5108.T), デンソー (6902) (6902.T), 本田技研工業 (7267) (7267.T), いすゞ自動車 (7202) (7202.T), 小糸製作所 (7276) (7276.T), マツダ (7261) (7261.T), 三菱自動車工業 (7211) (7211.T), ニフコ (7988) (7988.T), 日産自動車 (7201) (7201.T), SUBARU (7270) (7270.T), ソフトバンクグループ (9984) (9984.T), スタンレー電気 (6923) (6923.T), 住友ゴム工業 (5110) (5110.T), スズキ (7269) (7269.T), TOYO TIRE (5105) (5105.T), トヨタ自動車 (7203) (7203.T), ヤマハ発動機 (7272) (7272.T)

J.P.モルガン株式調査部レーティングの内訳 2026年4月4日

	Overweight (buy)	Neutral (hold)	Underweight (sell)
J.P. Morganグローバル・エクイティ・リサーチの カバレッジ*	51%	37%	12%
投資銀行部門の顧客**	83%	79%	74%
JPMSエクイティ・リサーチのカバレッジ*	49%	39%	13%
投資銀行部門の顧客**	94%	93%	85%

*注：割合の合計値は端数処理のため100%にならない場合がございます。

**buy、hold、sellの各レーティングにおける過去12ヵ月にJPMがインベストメント・バンキング・サービスを行った企業の占める割合。

FINRAのレーティング・ディストリビューション・ディスクロージャールールに準拠すると、Overweightはbuyに、Neutralはholdに、Underweightはsellに適合します。上記表にはレーティング停止中の銘柄は含まれておりません。当該情報は直近四半期末時点のものになります。

株式バリュエーション及びリスク要因

カバー銘柄もしくはカバー銘柄の目標株価に関するバリュエーションの方法ならびにリスク要因の説明については、当該銘柄について書かれた最新の個別企業レポートをご覧ください。最新のレポートはホームページ <https://www.jpmm.com/research/disclosures> よりご覧になれるほか、当該銘柄の担当アナリストもしくはJ.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、Eメール https://research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com にてお尋ね下さい。掲載された当社モデルについての重要情報については、個別企業レポートのファイナンシャル・サマリーと個別企業頁をご覧ください。レポートはホームページ <https://www.jpmm.com/research/disclosures> の個別企業頁よりご覧になれます。レポートには根拠となる分析を記載しております。

過去の投資判断:

過去12ヶ月間のJ.P.モルガンによる投資判断は <http://www.jpmm.com/markets> のResearch & Commentaryページにてアクセス可能で、アナリストの名前、セクター、又は金融商品にて検索できます。

アナリスト報酬：本レポートの準備、執筆にたずさわったアナリストの報酬は、リサーチの質や正確さ、クライアントの反応、競争力、会社全体の業績など、様々な要因によって決まります。

米国以外のアナリスト登録：特に記載が無い限り、レポート表紙に記載された米国以外のアナリストはJPMSの米国関連会社以外の関連会社の従業員であり、FINRAの規定にあるリサーチアナリストとしての登録はされていない可能性があり、JPMSの特殊関係人でなく、FINRA Rule 2241あるいは2242の規制である調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランスおよびリサーチアナリストの取引口座における有価証券取引に関する制約を受けない可能性があります。

その他のディスクロージャー

J.P.モルガンは、JPMorgan Chase & Co.およびその全世界における子会社および関連会社のインベストメント・バンキング・ビジネスのマーケティングネームです。

英国MIFIDにおけるFICCリサーチアンバンドリング規制の免除：英国のお客様は [UK MIFID Research Unbundling exemption](#) にてJ.P.モルガンにおけるFICCリサーチの免除及び分類のガイダンスに関する詳細をご覧ください。

お客様にご利用頂ける全てのリサーチ資料は、適用法による特段の許可がない限り、発行と同時に当社の顧客用ウェブサイト

トであるJ.P.Morgan Marketsにおいてご覧いただけます。全てのリサーチの内容が、第三者によるコンテンツ・サイト等に再配信・送信されている、または同サイト等で入手可能となっているとは限りません。個別銘柄について入手可能なリサーチ資料は、当社の担当セールスにお問い合わせ下さい。

本資料における中国; 香港; 台湾; マカオはそれぞれMainland China; Hong Kong SAR, (China); Taiwan, (China); 及びMacau SAR, (China)を指します。

J.P.モルガンの調査レポートでは随時、米国、欧州、英国または他の当該国・地域の政府当局が課す、もしくは実行する経済・金融制裁の対象となる発行体もしくは証券(制裁対象証券)に関して述べる場合があります。こうしたレポートのいかなる内容も、かかる制裁対象証券への投資やディーリングの奨励、促進、推進、もしくは承認と理解、解釈されることを意図するものではありません。お客様は投資判断を下す際にご自身の法的およびコンプライアンスの順守義務についてご理解下さい。

本レポート内で説明されているデジタル資産または暗号資産は、急速に変化する規制環境の影響を受けます。ビットコインやイーサリアムを含む暗号資産に関連する規制当局からの通知については、<https://www.jpmorgan.com/disclosures/cryptoasset-disclosure>を参照してください。

本レポートの執筆者は、お客様の管轄区域における規制業務の遂行を認められていない可能性があります。認可されていない場合、そのように振る舞うものではありません。

Exchange-Traded Funds (ETFs): J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”)は、実質上全ての米国上場ETFについて認可された参加者になります。本レポートにETFが記載されている限り、JPMSはETFの分配に関連する手数料および取引ベースの報酬、空売りへの証券貸付等その他取引関連業務の手数料を取得する場合があります。JPMSは、ブローカーまたはディーラーを含む、ETF業務を行う場合もあります。さらに、JPMSの関連会社は、信託、保管、管理、貸付、指数計算および/またはメンテナンスその他業務を含む、ETF業務を行う場合があります。

オプションおよび先物に関するリサーチ資料: 本資料で提供する情報がオプション-または先物-に関するリサーチ資料を含む場合、当該情報は適切なオプションまたは先物リスクディスクロージャー資料を受領した場合に限りご利用頂けます。Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Optionsの資料入手に関しては、J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくは次のウェブサイト<https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf>をご覧ください。また、Security Futures Risk Disclosure Statementの資料入手に関しては、次のウェブサイトhttps://www.finra.org/sites/default/files/2020-08/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2020.pdfをご覧ください。

銀行間取引金利 (IBORs) 及びその他ベンチマーク金利の変更: 一部の金利ベンチマークは、国際、国内、その他規制ガイドダンス及び改革の対象となる又は将来その可能性があります。詳細につきましてはhttps://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_ratesをご覧ください。

信用格付のご利用にあたっての留意事項: 本書に信用格付が記載されている場合、日本格付研究所(JCR)及び格付投資情報センター(R&I)による格付は、登録信用格付業者が付与した格付です。JCR及びR&I以外の付与した格付で登録信用格付業者による旨の記載がない場合は、無登録格付を意味します。無登録格付のうち、無登録格付業者であるS&Pグローバル・レーティング、ムーディーズ・インベスターズ・サービス又はフィッチ・レーティングスが付与した格付については、投資判断を行われる前に、別途お送りしている又はお送りする、対応する格付会社の「無登録格付に関する説明書」を十分にお読みください。

プライベートバンクのお客様: 貴社がJPモルガン・チェース・アンド・カンパニー及びその子会社が提供するプライベートバンキング業務（「J.P.モルガン・プライベート・バンク」）のお客様としてリサーチを受け取っている場合、リサーチはJ.P.モルガンの他の部門(J.P.モルガンのコーポレート&インベストメント・バンクやグローバル・リサーチ部門を含み、これに限定されません。）からではなく、J.P.モルガン・プライベート・バンクから貴社に提供されます。

本レポートの作成及び配布を担当した法人: 本資料を執筆し“AC”と表示されたリサーチアナリストの名前の下に記載された法人が、本レポートの作成を担当した法人です。本資料を執筆し“AC”と表示されたリサーチアナリストが複数おり、それぞれの名前の下に記載された法人が異なる場合は、それらの法人が本レポートの作成を共同で担当しています。アナリストの名前の下に複数の法人が記載されている場合、特に明記されていない限り、最初に記載された法人が作成を担当しています。J.P.モルガンの各関連会社のリサーチアナリストが本資料の作成に寄与している可能性があります、お客様の管轄区域における規制業務の遂行を認められていない可能性があります(そのように振る舞うものでもありません)。以下Legal Entities Disclosuresに特段の記載がない限り、本資料は作成を担当した法人が配布しています。アナリストの名前の下に複数の法人が記載されている場合、特に明記されていない限り、最初に記載された法人が配布を担当しています。ご質問がありましたら、お客様の管轄区域の担当リサーチアナリストまたは本リサーチ資料を配布したお客様の管轄区域の法人にお問い合わせ下さい。

Legal Entities Disclosures and Country-/Region-Specific Disclosures:

Argentina: JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires is regulated by Banco Central de la República Argentina (“BCRA” - Central Bank of Argentina) and Comisión Nacional de Valores (“CNV” - Argentinian Securities Commission - ALYC y AN Integral N°51).

Australia: J.P. Morgan Securities Australia Limited (“JPMSAL”) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No: 238066) is regulated by the Australian Securities and Investments Commission and is a Market Participant of ASX Limited, a Clearing and Settlement Participant of ASX Clear Pty Limited and a Clearing Participant of ASX Clear (Futures) Pty Limited. This material is issued and distributed in Australia by or on behalf of JPMSAL only to

"wholesale clients" (as defined in section 761G of the Corporations Act 2001). A list of all financial products covered can be found by visiting <https://www.jpmm.com/research/disclosures>. J.P. Morgan seeks to cover companies of relevance to the domestic and international investor base across all Global Industry Classification Standard (GICS) sectors, as well as across a range of market capitalisation sizes. If applicable, in the course of conducting public side due diligence on the subject company(ies), the Research Analyst team may at times perform such diligence through corporate engagements such as site visits, discussions with company representatives, management presentations, etc. Research issued by JPMSAL has been prepared in accordance with J.P. Morgan Australia's Research Independence Policy which can be found at the following link: [J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy](#).

Brazil: Banco J.P. Morgan S.A. is regulated by the Comissao de Valores Mobiliarios (CVM) and by the Central Bank of Brazil. Ombudsman J.P. Morgan: 0800-7700847 / 0800-7700810 (For Hearing Impaired) / ouvidoria.jp.morgan@jpmchase.com.

Canada: J.P. Morgan Securities Canada Inc. is a registered investment dealer, regulated by the Canadian Investment Regulatory Organization and the Ontario Securities Commission and is the participating member on Canadian exchanges. This material is distributed in Canada by or on behalf of J.P.Morgan Securities Canada Inc.

Chile: Inversiones J.P. Morgan Limitada is an unregulated entity incorporated in Chile.

China: J.P. Morgan Securities (China) Company Limited has been approved by CSRC to conduct the securities investment consultancy business.

Colombia: Banco J.P. Morgan Colombia S.A. is supervised by the Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). Any reference in this material to products or services offered abroad by entities other than the Bank in Colombia is included exclusively for descriptive purposes. Such references do not constitute, and should not be construed as, promotional activity or the provision of financial products or services within Colombian territory, as defined under applicable Colombian regulation.

Dubai International Financial Centre (DIFC): JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch is regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA) and its registered address is Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE. This material has been distributed by JP Morgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch to persons regarded as professional clients or market counterparties as defined under the DFSA rules.

European Economic Area (EEA): Unless specified to the contrary, research is distributed in the EEA by J.P. Morgan SE ("JPM SE"), which is authorised as a credit institution by the Federal Financial Supervisory Authority (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) and jointly supervised by the BaFin, the German Central Bank (Deutsche Bundesbank) and the European Central Bank (ECB). JPM SE is a company headquartered in Frankfurt with registered address at Taunus Turm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany. The material has been distributed in the EEA to persons regarded as professional investors (or equivalent) pursuant to Art. 4 para. 1 no. 10 and Annex II of MiFID II and its respective implementation in their home jurisdictions ("EEA professional investors"). This material must not be acted on or relied on by persons who are not EEA professional investors. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to EEA relevant persons and will be engaged in only with EEA relevant persons.

Hong Kong: J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE number AAJ321) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission in Hong Kong, and J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited (CE number AAB027) is regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong. JP Morgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch (CE Number AAL996) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission, is organized under the laws of the United States with limited liability. Where the distribution of this material is a regulated activity in Hong Kong, the material is distributed in Hong Kong by or through J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited and/or J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited.

India: J.P. Morgan India Private Limited (Corporate Identity Number - U67120MH1992FTC068724), having its registered office at J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai - 400098, is registered with the Securities and Exchange Board of India (SEBI) as a 'Research Analyst' having registration number INH000001873. J.P. Morgan India Private Limited is also registered with SEBI as a member of the National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange Limited (SEBI Registration Number - INZ000239730) and as a Merchant Banker (SEBI Registration Number - MB/INM000002970). Telephone: 91-22-6157 3000, Facsimile: 91-22-6157 3990 and Website: <http://www.jpmipl.com>. JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch is licensed by the Reserve Bank of India (RBI) (Licence No. 53/ Licence No. BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239) as a Scheduled Commercial Bank in India, which is its primary license allowing it to carry on Banking business in India and other activities, which a Bank branch in India are permitted to undertake. For non-local research material, this material is not distributed in India by J.P. Morgan India Private Limited. Compliance Officer: Ashutosh Sharma; ashutosh.j.sharma@jpmchase.com; +912261575002. Grievance Officer: Ramprasad K, jpmipl.research.feedback@jpmorgan.com; +912261573000. Registration granted by SEBI and certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors. Please visit [Terms and Conditions and Most Important Terms and Conditions \(MITC\)](#). The annual Compliance audit report is available at <http://www.jpmipl.com/#research>.

Indonesia: PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia is a member of the Indonesia Stock Exchange and is registered and supervised by the Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Korea: J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch, is a member of the Korea Exchange (KRX). JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch, is licensed as a branch office of foreign bank (JPMorgan Chase Bank, N.A.) in Korea. Both entities are regulated by the Financial Services Commission (FSC) and the Financial Supervisory Service (FSS). For non-macro research material, the material is distributed in Korea by or through J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch.

Japan: JPMorgan Securities Japan Co., Ltd. and JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch are regulated by the Financial Services Agency in Japan.

Malaysia: This material is issued and distributed in Malaysia by JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X), which is a Participating Organization of Bursa Malaysia Berhad and holds a Capital Markets Services License issued by the Securities Commission in Malaysia.

Mexico: J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financiero is member of the Mexican Stock Exchange ("Bolsa Mexicana de Valores") and the Institutional Stock Exchange ("Bolsa Institucional de Valores"), and it is authorized to act as a broker dealer by the National Banking and Securities Exchange Commission ("Comisión Nacional Bancaria y de Valores").

New Zealand: This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to "wholesale clients" (as defined in the Financial Markets Conduct Act 2013). JPMSAL is registered as a Financial Service Provider under the Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008.

Philippines: J.P. Morgan Securities Philippines Inc. is a Trading Participant of the Philippine Stock Exchange and a member of the Securities Clearing Corporation of the Philippines and the Securities Investor Protection Fund. It is regulated by the Securities and Exchange Commission.

Singapore: This material is issued and distributed in Singapore by or through J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMSS) [MDDI (P) 057/08/2025 and Co. Reg. No.: 199405335R], which is a member of the Singapore Exchange Securities Trading Limited, and/or JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore), both of which are regulated by the Monetary Authority of Singapore. This material is issued and distributed in Singapore only to accredited investors, expert investors and institutional investors, as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Cap. 289 (SFA). This material is not intended to be issued or distributed to any retail investors or any other investors that do not fall into the classes of "accredited investors," "expert investors" or "institutional investors," as defined under Section 4A of the SFA. Recipients of this material in Singapore are to contact JPMSS or JPMCB Singapore in respect of any matters arising from, or in connection with, the material.

South Africa: J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited and JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch are members of the Johannesburg Securities Exchange and are regulated by the Financial Services Conduct Authority (FSCA).

Taiwan: J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited is a participant of the Taiwan Stock Exchange (company-type) and regulated by the Taiwan Securities and Futures Bureau. Material relating to equity securities is issued and distributed in Taiwan by J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited, subject to the license scope and the applicable laws and the regulations in Taiwan. **To the extent that J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited produces research materials on securities not listed on the Taiwan Stock Exchange or Taipei Exchange ("Non-Taiwan Listed Securities"), these materials shall not constitute securities recommendations for the purpose of applicable Taiwan regulations, and, for the avoidance of doubt, J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited does not act as broker for Non-Taiwan Listed Securities.** According to Paragraph 2, Article 7-1 of Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customers (as amended or supplemented) and/or other applicable laws or regulations, please note that the recipient of this material is not permitted to engage in any activities in connection with the material that may give rise to conflicts of interests, unless otherwise disclosed in the "Important Disclosures" in this material.

Thailand: This material is issued and distributed in Thailand by JPMorgan Securities (Thailand) Ltd., which is a member of the Stock Exchange of Thailand and is regulated by the Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commission. The registered address is 548 One City Center Building, 50th Floor, Ploenchit Road, Lumpini, Pathum Wan, Bangkok 10330.

UK: Research is produced in the UK by J.P. Morgan Securities plc ("JPMS plc") which is a member of the London Stock Exchange and is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority or J.P. Morgan Markets Limited ("JPML Ltd") which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Unless specified to the contrary, this material is distributed in the UK by JPMS plc and is directed in the UK only to: (a) persons having professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) (Order) 2005 ("the FPO"); (b) persons outlined in article 49 of the FPO (high net worth companies, unincorporated associations or partnerships, the trustees of high value trusts, etc.); or (c) any persons to whom this communication may otherwise lawfully be made; all such persons being referred to as "UK relevant persons". This material must not be acted on or relied on by persons who are not UK relevant persons. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to UK relevant persons and will be engaged in only with UK relevant persons. A description of J.P. Morgan EMEA's policy for prevention and avoidance of conflicts of interest related to the production of Research can be found at the following link: [J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy](#).

U.S.: J.P. Morgan Securities LLC ("JPMS") is a member of the NYSE, FINRA, SIPC, and the NFA. JPMorgan Chase Bank, N.A. is a member of the FDIC. Material published by non-U.S. affiliates is distributed in the U.S. by JPMS who accepts responsibility for its content.

一般：追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える情報源から得たものであり、相当の注意を払って正確な事実が述べられていることおよび見解や予測が合理的かつ公平な判断に基づくものであることを確認しております。しかしながら、JPMorgan Chase & Co.または関連会社もしくは子会社(総称してJ.P.モルガン)は、J.P.モルガンおよびリサーチアナリストと本資料の対象となる発行体との関係を示すディスクローチャー以外について、掲載された情報の完全性あるいは正確性を表明または保証するものではありません。従って本資料に含まれる情報の正確性、公平性、完全性に依拠することのないようお願いいたします。この資料のデータおよび/または一部内容については、計算、調整、他言語への翻訳および/または該当する地域の規制制限等により、若干の不一致が生じる場合があります。なお、これら不一致は同資料で議論される可能性のある対象企業の全体的な投資分析、見解、および/または推奨事項に影響を与えてものではありません。本資料の作成には、データ分析、パターン認識、リサーチ資料の内容作成等をサポートするため

に、人工知能ツールが使用されている可能性があります。関係当局および服する規制制度によって規定されうる責務に該当する場合を除き、J.P.モルガンは本資料および内容の使用から生じたあらゆる損失について一切責任を負わず、J.P.モルガンおよび役員は内容について一切の責任を負いません。見解や予測は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。J.P.モルガンは企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供する場合があります。見解や予測は起こりうる結果の一つであり、将来における結果や事象を保証するものではありません。見解や予測は不確実性、リスクおよび未実証の推定を伴うものであり、将来における結果や事象が大きく異なりうることをご了承ください。本資料で言及された投資の価値または投資からの収入は為替変動により変動または影響をうける場合があります。株価は、明記がない限り市場取引終了時点のものを示しています。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではなく、投資元本を割り込む可能性があります。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。本資料に掲載されている証券、金融商品、あるいは投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したものではなく、特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料は仕組み証券、オプション、先物、その他のデリバティブに関する見解を含む可能性があります。これらは複雑な商品であり、高水準のリスクを伴う場合があり、そのリスクを理解して引き受けることが可能で、高度な知識を有する投資家のみに適した投資商品と言えます。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身で行い、必要に応じて第三者の金融、法務、税務の専門家に相談いただくようお願いいたします。J.P.モルガンは当該リサーチアナリストの見解や調査に基づいた取引を行う場合や本資料と異なる見解に基づいた自己および顧客の取引に関与する場合があります。J.P.モルガンはこうしたコミュニケーションに関して本資料の受領者に報告する義務を負いません。ストラテジスト、セールスまたは他のリサーチアナリストをはじめとするJ.P.モルガンの他の役職員は、本資料と異なる見解を有する場合があります。本資料の作成に関与していない役職員は本資料内で言及される有価証券（または当有価証券のデリバティブ）に投資を行っている場合があり、本資料の見解と異なる方法で取引を行う場合がございます。本資料はいかなる法域においても発行体、その商品若しくはサービス、またはその有価証券のための広告あるいは宣伝ではありません。

機密性及び安全性について：本電子メールは、秘匿・機密情報、法律上の秘匿情報及び/または準拠法に基づき開示することを免除された情報を含む場合があります。本電子メールが誤って送信された場合には、メールに含まれる情報を開示・複写・配信・利用(当該情報を根拠とするあらゆる情報を含む)することは、固く禁じられています。本電子メール及びその添付資料は、受領・開示時にコンピューターシステムに影響を与えうるウイルスや欠陥を有さないと思われませんが、その確認は受領者において責任を負うものであり、本電子メール及びその添付資料の利用によって生じる損失・損害についてJPMorgan Chase & Co.及びその関係会社は責任を負いません。本電子メールが誤って送信された場合には、直ちに送信者に連絡し、電子媒体・紙媒体等を問わず、直ちに完全に消去頂きますようお願い致します。本メッセージは電子監視の対象です。 <https://www.jpmorgan.com/disclosures/email>

MSCI:ここに記載されている特定の情報(「本情報」)は、MSCI Inc.、その関連会社および情報プロバイダー(「MSCI」)©2026の許可を得て複製されています。適切な許諾なしに本情報を複製または配布することは認められません。MSCIは本情報に関する明示的または黙示的な保証(商品性や適合性を含む)を行わず、法律が認める範囲内で一切の責任を否認します。MSCI ESG Researchからの当該情報を除き、いかなる情報も投資助言ではありません。 [msci.com/disclaimer](https://www.msci.com/disclaimer) も対象となります。

Sustainalytics:ここに記載された一部の情報、データ、分析及び意見は、Sustainalyticsの許可を得て複製され、かつ(1)Sustainalyticsの機密情報を含み、(2)明確に許可されている場合を除き、複写または再配布してはならず、(3)投資助言または商品やプロジェクトの承認にあたるものではなく、(4)情報提供のみを目的として提供され、及び(5)完全、正確または適時であることを保証するものではありません。Sustainalyticsは、それ自体またはその利用にかかる取引の判断、損害や他の損失に対し一切責任を負いません。データの使用は <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers> で提供する条件に従うものとします。©2026 Sustainalytics. All Rights Reserved.

(「その他のディスクロージャー」 2026年05月16日改訂)

Copyright 2026 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。J.P.モルガンもしくは許可された第三者から受領したリサーチ資料(「J.P.モルガンのデータ」)を、第三者によってかかるJ.P.モルガンのデータにアクセス可能な場合に、J.P.モルガンからの書面による事前の同意なしに第三者の人口知能(「AI」)システムやモデルにおいて利用または共有することは固く禁じられています。

Completed 03 Jun 2026 04:11 PM JST

Disseminated 03 Jun 2026 04:13 PM JST