



株式会社河合楽器製作所 へのエンゲージメントアップデート

2023年9月4日

本資料の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本資料は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

ご紹介 - 株式会社河合楽器製作所 (KAWAI)



<概要>

- 創業1927年
- 日本の音楽文化振興に多大な貢献をした優良企業
- ピアノ関連製品及び精密部品製造販売
- 代表取締役会長兼社長 河合弘隆氏
- 1999年販売開始の Shigeru Kawaiシリーズは世界的に有名

<市場評価>

- 株価3,050円（2023年3月末時点）時価総額約280億円
- PER倍率（3月31日時点、2023/3月期四季報予想） 7.0倍
- PBR倍率（3月31日時点、2022/3月期実績） 0.79倍
- 23/3期四季報ベース ROE 11.2%

楽器メーカー比較



| 略称 | 時価総額 (百万円) | EV/EBITDA 倍率 | PBR 倍率 | PER 倍率 | 過去3年 平均 ROE | 配当 利回り |
|---------|---------------|-----------------|-----------|-----------|-------------------|-----------|
| 河合楽器製作所 | 30,729 | 3.1 | 0.8 | 8.5 | 12.1% | 2.5% |
| ヤマハ | 844,161 | 10.1 | 1.6 | 19.8 | 8.4% | 1.5% |
| ローランド | 109,977 | 9.5 | 2.9 | 12.4 | 28.9% | 4.0% |

※2023/9/1終値ベース、Bloombergよりデータ引用

EV/EBITDA倍率 = 償却前営業利益 (EBITDA) ÷ (時価総額 + ネットキャッシュ)

意見交換の内容（サマリー）



- ブランドドライバーとしてのShigeru Kawaiの販売状況updateは必須
- 投資家が継続フォローできるKPIとしての価格/数量/為替効果の継続開示
- 海外の地域別のブランドや販売戦略の表現力及びトピックス強化
- 海外教育事業の進捗の開示

開示姿勢が悪い → 高い資本コストに . . .

ディスカッション資料
より抜粋

$$\begin{array}{l} \text{現在の} \\ \text{企業価値} \\ \text{(PV)} \end{array} = \frac{\begin{array}{l} \text{現在の} \\ \text{フリーキャッシュ} \\ \text{フロー (C)} \end{array}}{\text{割引率}(r) - \text{将来の成長率}(g)}$$

よくわからないものには、リスクがある、ととらえられて念のために高めのリターン（資本コスト）を市場が要求する。消費者金融の金利が大企業向け融資の金利よりはるかに高いのと同じ論理



1 ÷ PER倍率 = 資本コスト
※ゼロ成長ベース

PER10倍 = 10%

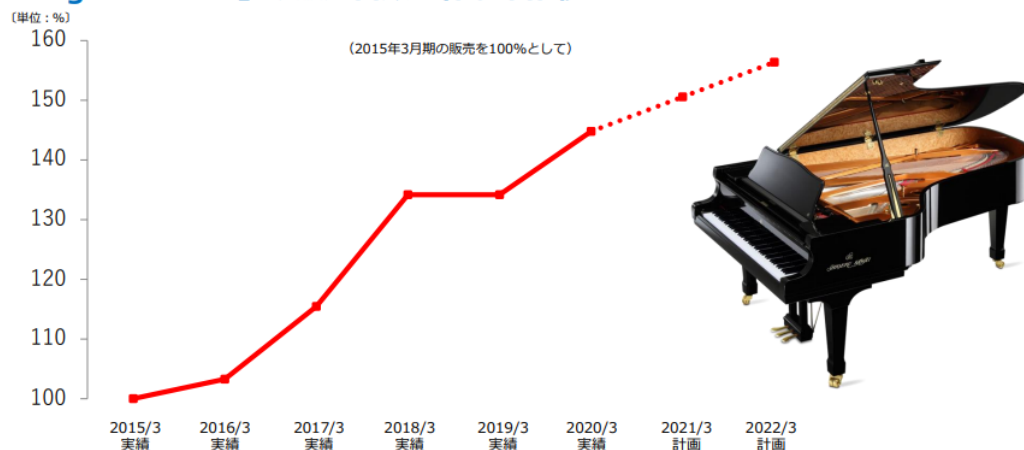
PER20倍 = 5%

ブランド力の強化



ディスカッション資料
より抜粋

■ 『Shigeru Kawai』の販売台数 伸び率推移



2020年3月期 決算説明資料

Copyright 2019 Kawai Musical Instruments Mfg.Co.,Ltd. 10

出所：貴社決算説明会資料

- 将来計画を敢えて出す必要性があるかどうか → ブランド認知ドライバとしてこういった施策を検討しているか、の方が株主や市場の期待値に作用する
- Shigeru Kawai内での色合い、販売ミックスを解説してはどうか (SK-EX, 7, 5, 2など)
- リージョン別のブランド戦略、またブランドDX戦略の方向性の開示が大事
- ブランド認知の進捗が分かる定点観測可能なKPIはないか？

シェアもしくは正規化台数の開示の再開

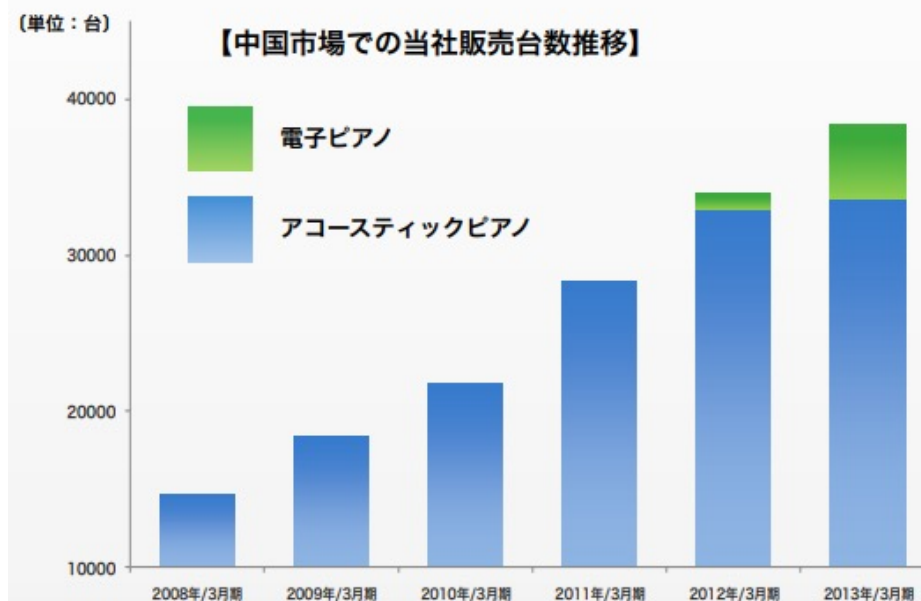


2013/3説明会資料 p.5

- 中国の進捗を開示→停止
- 同様に北米・欧州は？
- 正規化されたベースでも4-5年程度の時間軸で見えるものがあれば趨勢が見える

ディスカッション資料
より抜粋

・電子ピアノの中国市場への本格参入



台数インパクト開示による価格/原価効果推定



ディスカッション資料
より抜粋

- 投資家/アナリストは開示が悪いと手間がかかり予測も困難であり、作業をしたがらない
- 作業をしない＝購入の検討をしない＝>株価がなかなか評価されない
- 台数（の変化）が分かればアナリストは作業をしやすい
- 但し、細かい開示は実はニュアンスであり大事なものは営業利益インパクト開示
- 機関投資家には定性的開示（コメント）も大事

次ページにて分析アプローチの例をご説明

アナリストのアプローチ例



ディスカッション資料
より抜粋

| 例 | Y1 | Y2 | 前年差 |
|------|-----|-----|-----|
| 売上 | 100 | 130 | +30 |
| 営業利益 | 10 | 22 | +12 |

前年売上

$$100 \times (1 \pm \text{数量効果}\%) \times (1 \pm \text{価格効果}\%) =$$

今年売上

$$= 130$$

30%増!

営業利益増減効果分解

数量効果 +5

価格/原価効果 +7

限界利益率

30%

(投資家が推定)

先ず数量効果で売上増分を営業利益効果より推定

→ $5 \div 0.3$ (限界利益) = 17 ∴ 数量効果では $100 + 17 = 117$ (+17%)

→ ∴ 130に足りない残りの13は価格効果である

→ ∴ 価格効果は $13 \div 100 = 13\%$ → **13%値上げ出来た** (取材確認!)

上記結果と営業利益分解の価格原価効果を比較する

→ 売上の価格効果13は原価変わらないとすると実際の7より大きい

→ 原価効果で差額の -6 効いている (と推測) → 取材して要因確認

→ Mixの効果は数値化しにくいので取材で大まかに確認

2023年3月23日発表資料より抜粋



3. 組織改定 (2023年4月1日付)

1. 本社組織を再編し、コーポレート戦略本部及びコーポレート管理本部を新設する。
 - ・コーポレート戦略本部の傘下に、経営戦略部、経営管理部、情報推進室を設置する。
 - ・コーポレート管理本部の傘下に、役員室、総務人事部、コーポレート企画室を設置する。
2. 生産統括組織を再編し、素材加工事業統括部を解消する。

4. 人事異動 (2023年4月1日付)

| 役職 | 氏名 |
|--|---------------------|
| (新) 取締役副社長 執行役員 コーポレート管理本部長 兼 総務人事部長 | いとう てるゆき 伊藤 照幸 |
| (現) 取締役副社長 執行役員 総務人事部長 | |
| (新) 取締役副社長 執行役員 コーポレート戦略本部長 兼 生産統括本部長 兼 カワイ音楽振興会 専務理事 兼 教育・調律海外推進室長 | かわい けんたろう 河合 健太郎 |
| (現) 取締役副社長 執行役員 生産統括本部長 兼 教育・調律海外推進室長 | |
| (新) 執行役員 国内統括部長 兼 販売推進室長 兼 (株)カワイ友の会 代表取締役社長 | むらた みつなり 村田 貢成 |
| (現) 執行役員 国内統括部 直販部長 | |

今回の対話にて印象に残った点



- 会社としてもブランディングをさらに昇華出来るチャンスであると考え、グローバルベースで戦略を練っている
- IRに関しても「経営戦略部」直轄にし、経営戦略の一環としてのIR業務ということで資本市場との対話を改めて最重点課題として位置付けて今後の開示の充実化などを検討中

連絡先及びご注意事項



ひびき・パス・アドバイザーズ Pte. Ltd.

Email:

info@hibiki-path-advisors.com

Website:

www.hibiki-path-advisors.com

www.hibiki-investment-news.com

twitter.com/news_hibiki

本プレゼンテーションに際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本プレゼンテーションは特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。