

企業価値評価 300社リストを斬る！

お年玉企画セミナー 2011

2011年2月3日
株式会社シェアーズ

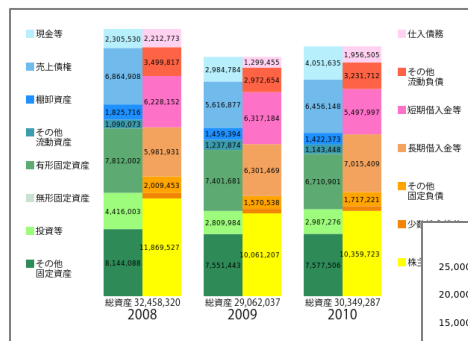
目次

- シェアーズとは
- 財務分析とは
- 300社の選定基準
- 損益計算書(P/L)について
 - ケース1(P/L):プロトコーポレーション
 - ケース2(P/L):プレステージインターナショナル
- キャッシュフロー計算書(C/F)について
 - ケース1(C/F):ソフトバンク
 - ケース2(C/F):王将フードサービス
 - ケース3(C/F):アークランドサービス
- 貸借対照表(B/S)について
 - ケース1(B/S):京都きもの友禅
 - ケース2(B/S):大和冷機工業
- 本日のメッセージ

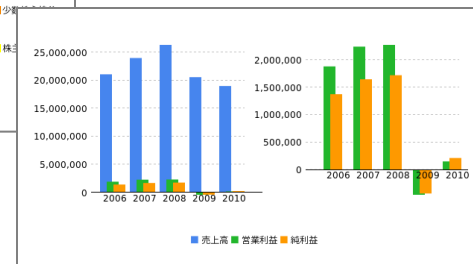
Sharesとは？

- 私たちは「個人投資家」向けに「正しい投資知識と新しい投資アイデア」提供するべく教育事業を行っています。
- 私たちの使命は、『すべての方々が自らの確かな判断ができるための正しい投資の知識(フィナンシャル・リテラシー)』を皆様にお伝えすることです。
- その結果、わが国において、投資の知識(フィナンシャル・リテラシー)が一般教養となり、『豊かで幸せな社会』が実現されることを目指しています。

WEBサイト: <http://www.shares.ne.jp/>



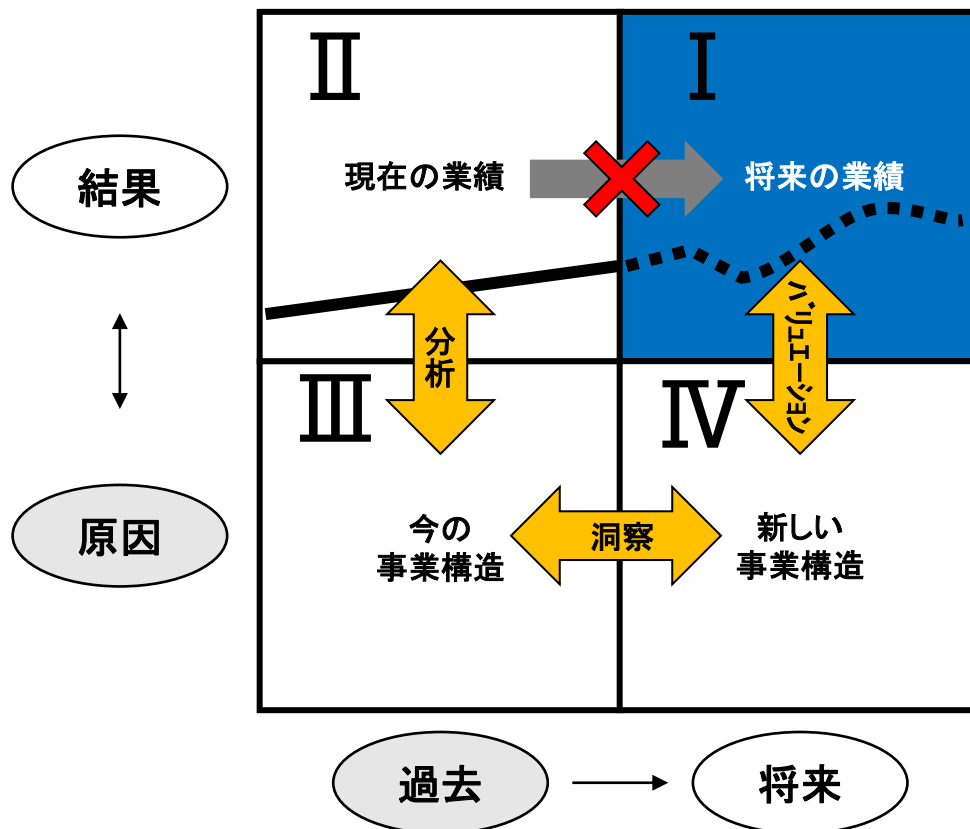
(シェアーズ財務分析グラフ)



財務分析は、因果関係を暴くこと

- 財務情報は、あくまでも「過去」の「結果」にすぎません。
- 背後に「原因」としてのビジネスがあることを忘れてはいけません。
- 「将来」の「結果」を見抜くには、今のビジネスの構造を見抜き、そしてその構造が将来にわたってどう変化するか？を洞察しなければなりません。

因果のマトリクス



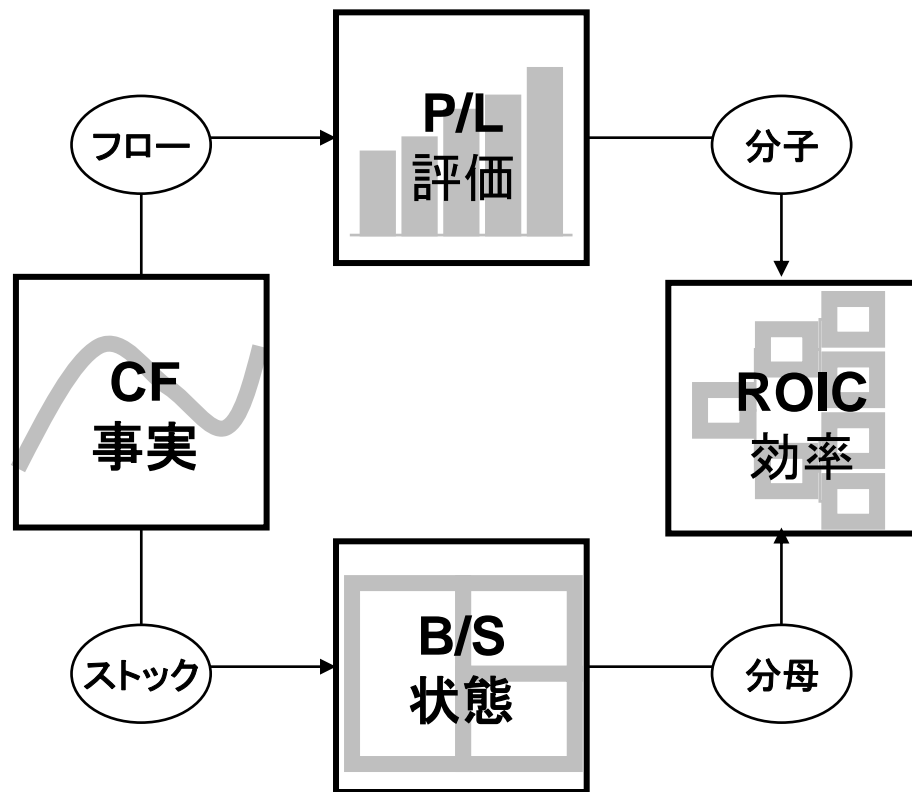
パターンは、大きく4つ

- ・ 財務分析とは、結局会社をカネを軸に多面的に見ることです。

財務分析のフレームワーク

その視点は、主に4つ

- ①P/L発想からB/Sへ
- ②事実を見つめること(キャッシュフロー視点)
- ③“率”で考えること(ROICとWACC)
- ④ビジネスと財務の関係はどうなっているのか？

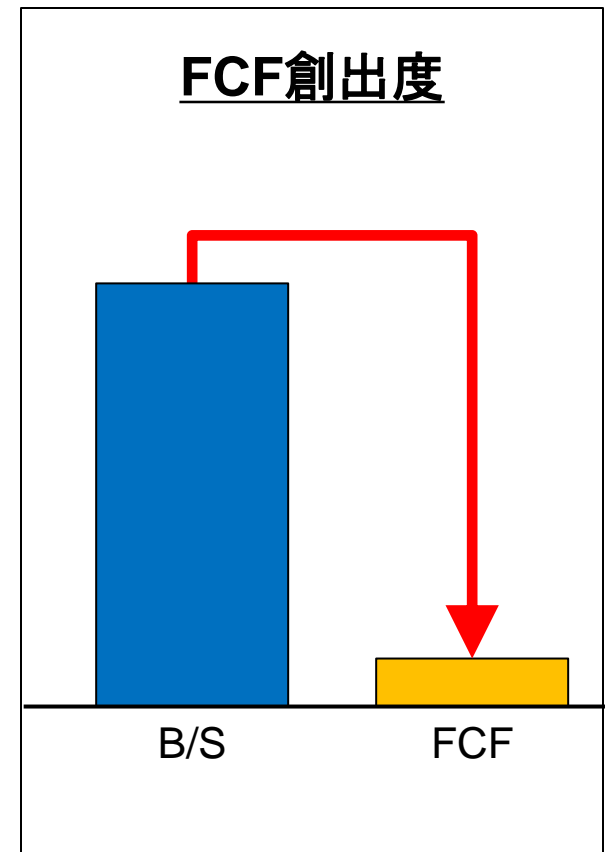
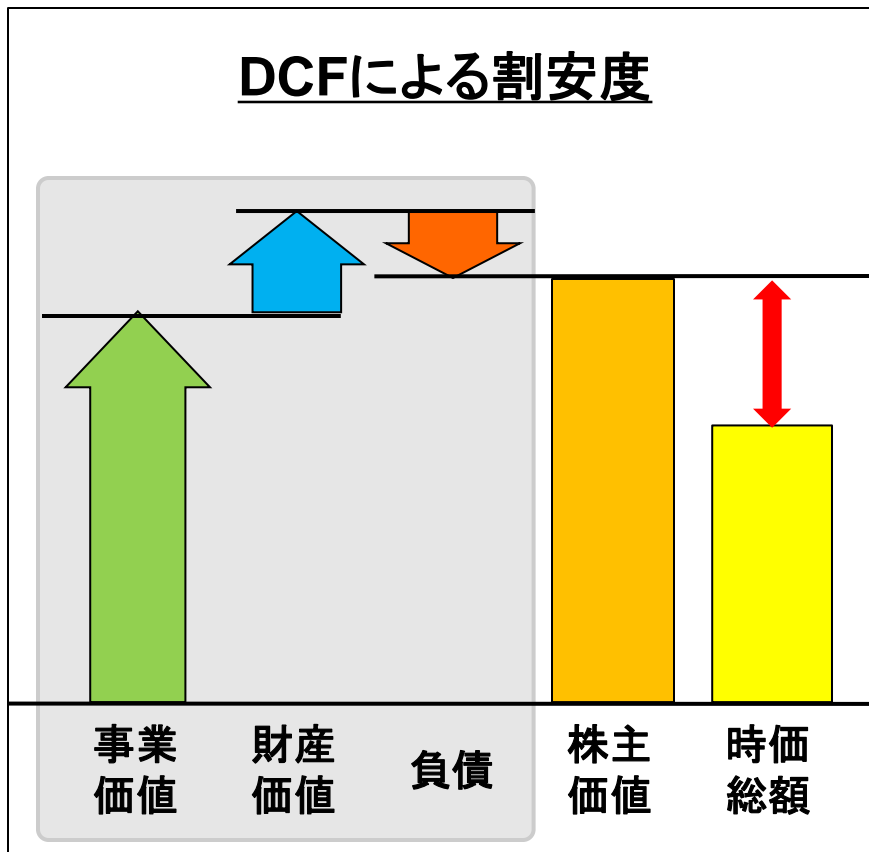


CF: キャッシュフロー
P/L: 損益計算書
B/S: 貸借対照表
ROIC: 税引後投下資本営業利益率

(著作: シェアーズ)

300社の選定基準

- 「DCFによる割安度評価」×「FCF創出度」の掛け算。
- 昨年の実績はエクセルシートを参照して下さい。



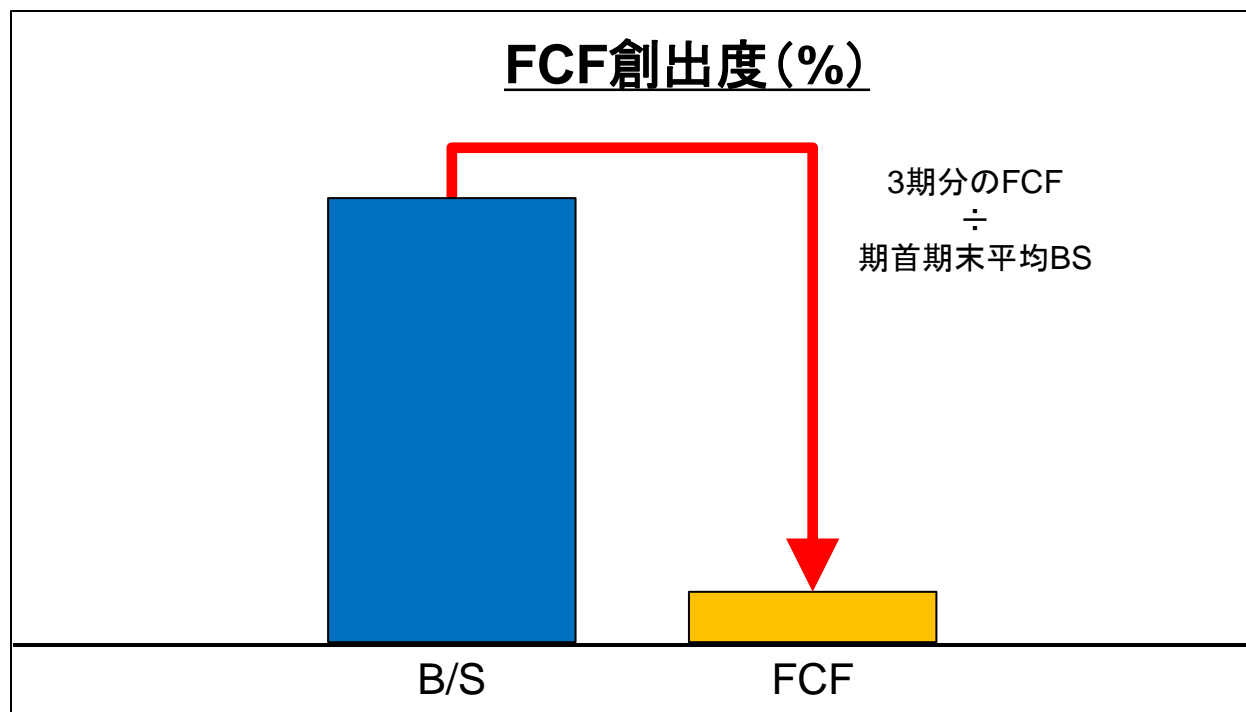
×

なぜ、割安度だけじゃないの？FCF創出度という視点

- “割安”だとしても、高成長銘柄は、その成長が剥落する場合が注意点です。
- 実際に”FCF”という成果を出している企業をピックアップしました。

【算出方法】

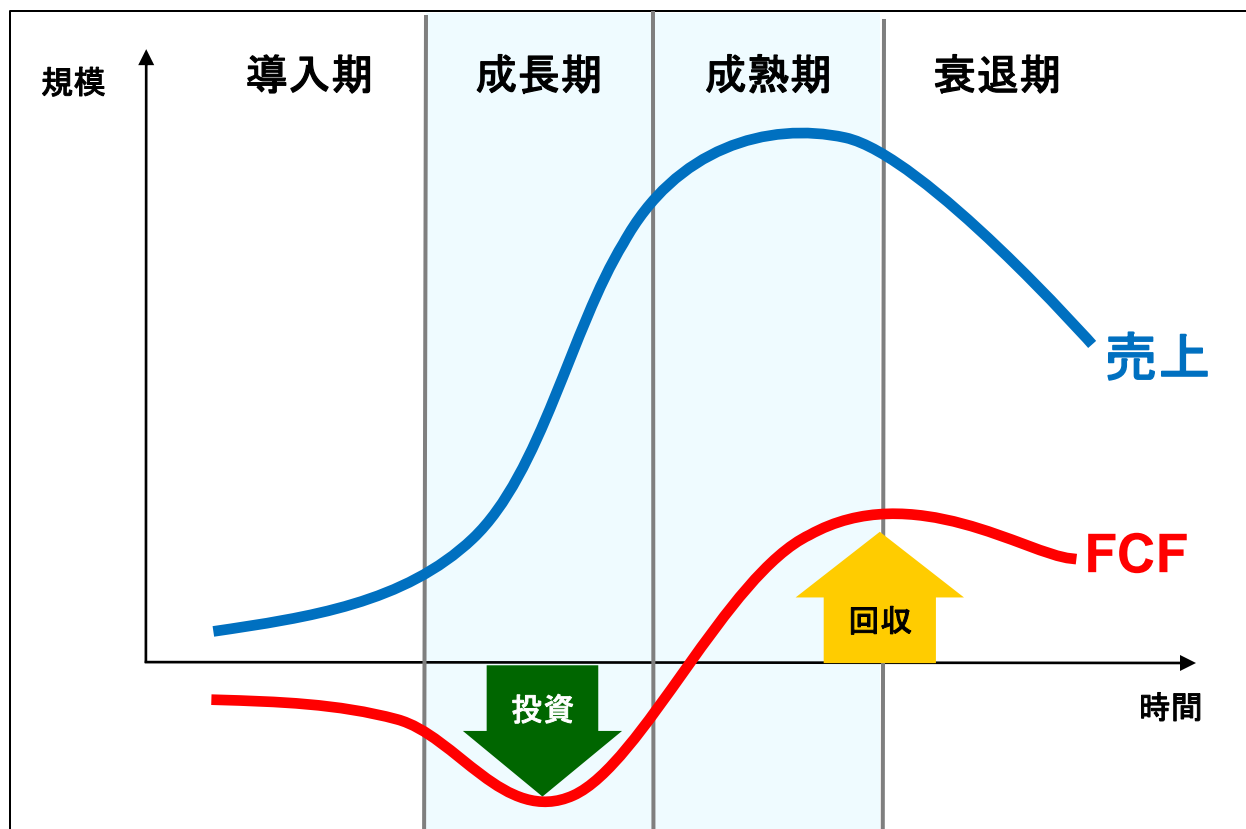
- FCFは、営業CF・投資CFから算出。(FCFの算出基準としては一番保守的なもの)
- 3期分の平均FCF/期首期末平均BS。



事業のライフサイクルとFCF

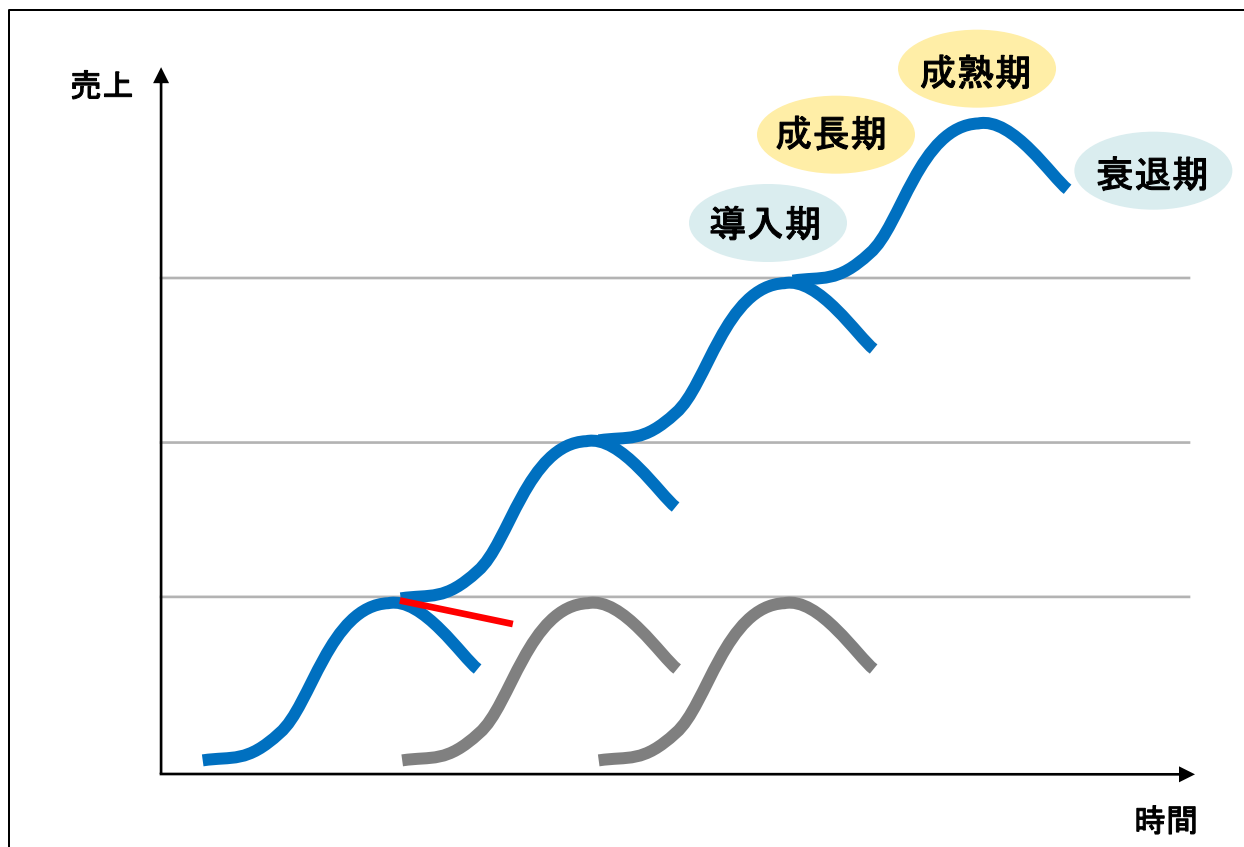
- 一般的には、FCFのマイナスは成長期に最大になると言われています。
- 【算出方法】FCF = 売上CF - 投資CF

事業のライフサイクルとFCF



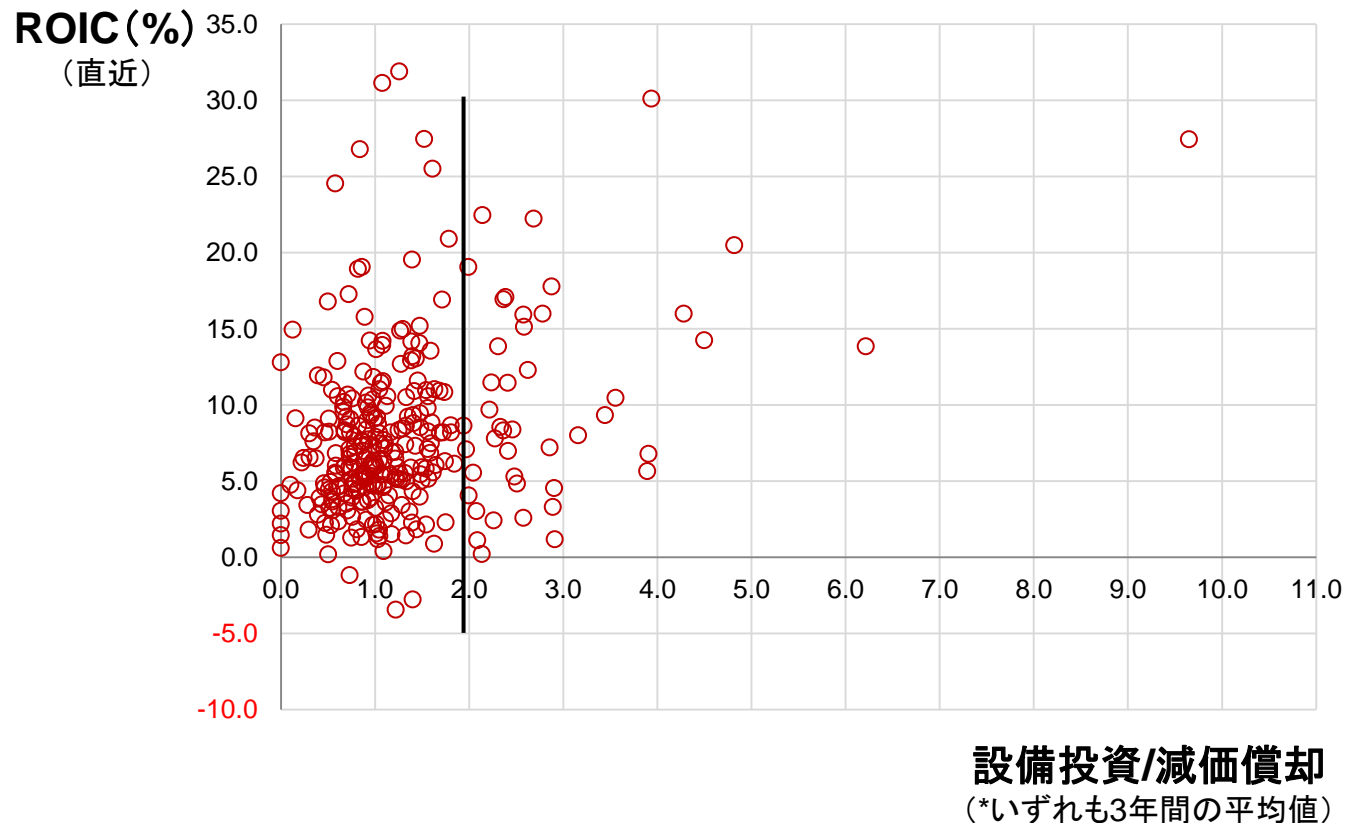
結局のところ企業って何なの？

- 投資・回収のサイクルを積み重ねる運動体です。
- 新しい飯のタネを見つけないと企業は存続できません。
- そのためにも超過収益力が重要です。



留まるか？進むか？それが問題だ

- 横軸: 投資の積極性(設備投資/減価償却)、縦軸: 収益性(ROIC)で分類しました。
- 右に行くほど、前に進もうという姿勢が見てとれます。



企業を見る視点：「事業・蔵・権力」

事業

- どういうタイプのビジネスですか？
- 投資・回収のサイクルは回っていますか？

蔵

- 借金・余剰資産はどれだけありますか？
- 運転資本は本当に現金として回収できますか？

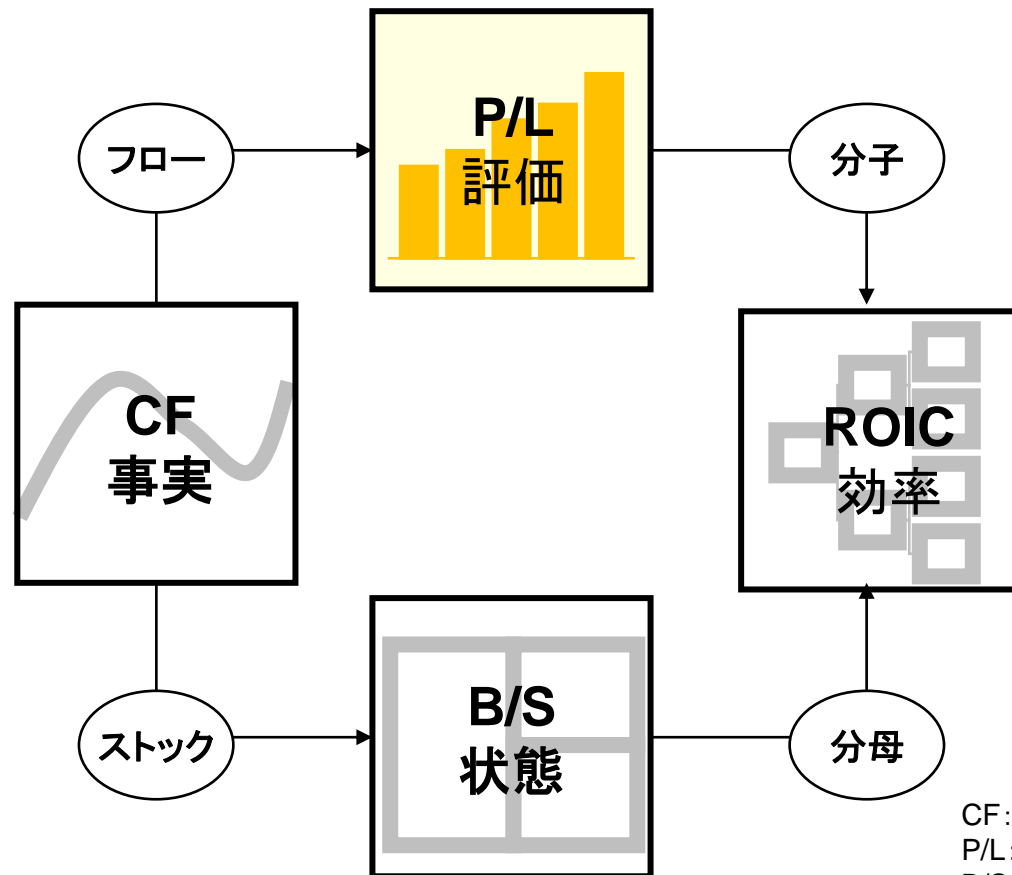
権力

- 会社の方向性を決める人物は誰ですか？
- 株式保有率が権力の源です。

損益計算書(P/L)について

損益計算書(P/L)

財務分析のフレームワーク



CF: キャッシュフロー
P/L: 損益計算書
B/S: 貸借対照表
ROIC: 税引後投下資本営業利益率

(著作: シェアーズ)

損益計算書(P/L) : ケーススタディ

ケースを使って価値を算定しよう！

ケース1 (P/L) : 株式会社プロトコーポレーション 会社概要

【社名】 株式会社プロトコーポレーション (JQ | 4298)

【事業内容】

- ・自動車関連情報
- ・生活関連情報
- ・不動産
- ・その他事業

【本社所在地】 愛知県名古屋市中区葵一丁目23番14号

【資本金】 1,824 百万

【従業員数】 798 人

【沿革】 昭和52年10月創立、昭和54年6月設立

【発行済株式数/自己株式以外】 10,460,155株

【WEBサイト】 <http://www.proto-g.co.jp/>



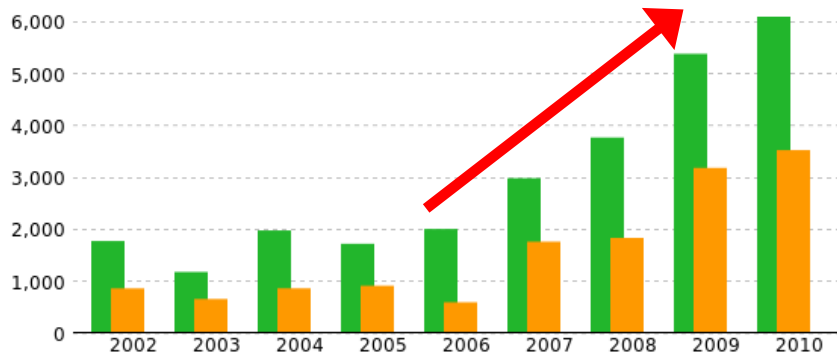
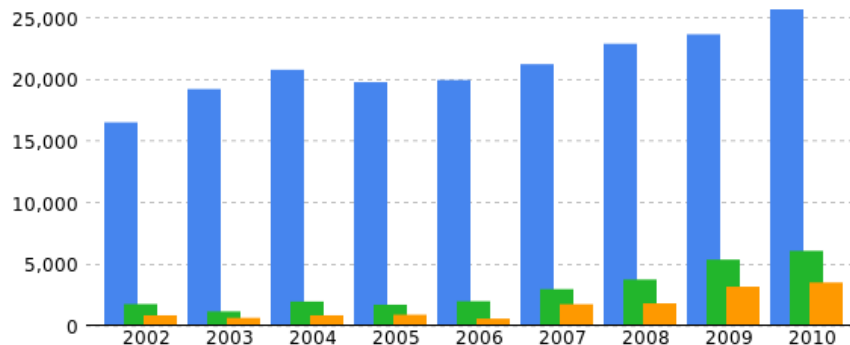
ケース1 (P/L) : 株式会社プロトコーポレーション (4298)

P/Lから何が言えるでしょうか？

中古車情報を雑誌「Goo」、webサイト「Goonet」で提供するプロトコーポレーション。

さて、事業ライフサイクル上どこに位置すると言えるでしょうか？

収益性が急上昇の理由は？



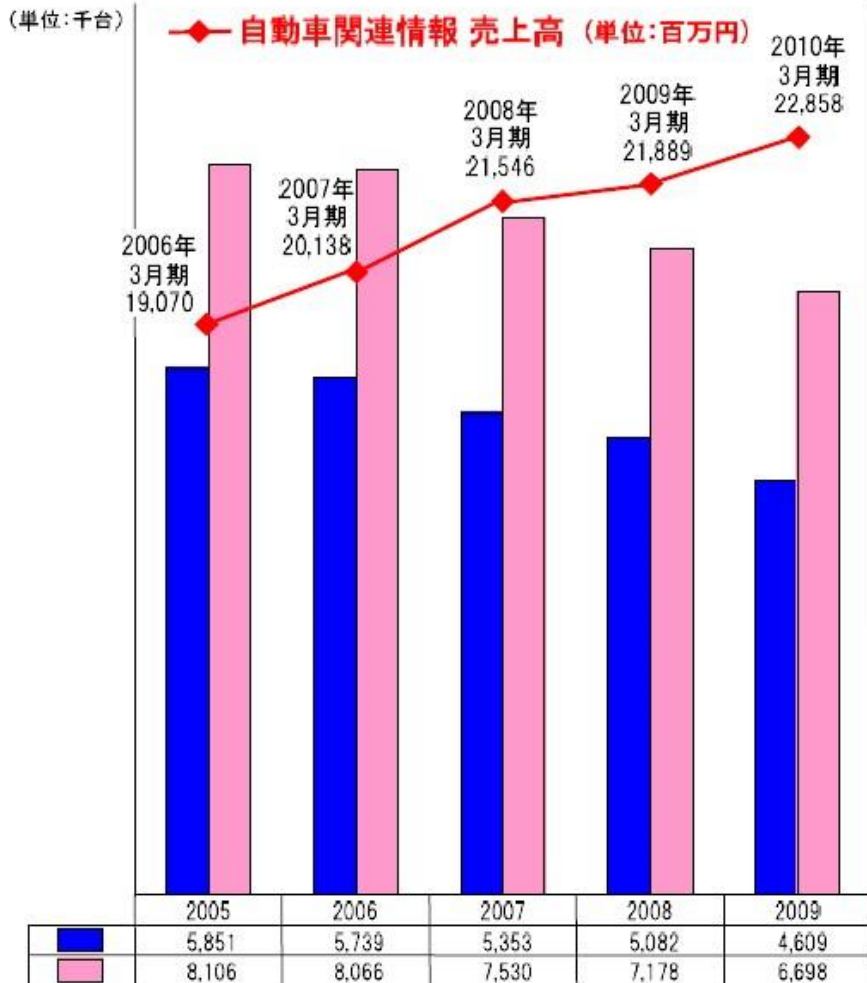
■ 売上高 ■ 営業利益 ■ 純利益

株式会社プロトコーポレーション (4298)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

縮みゆく市場で稼ぐ不思議！？



ゼロ成長どころか、縮みゆく自動車市場で稼いでいるプロト。

どのような要因が考えられるでしょうか？

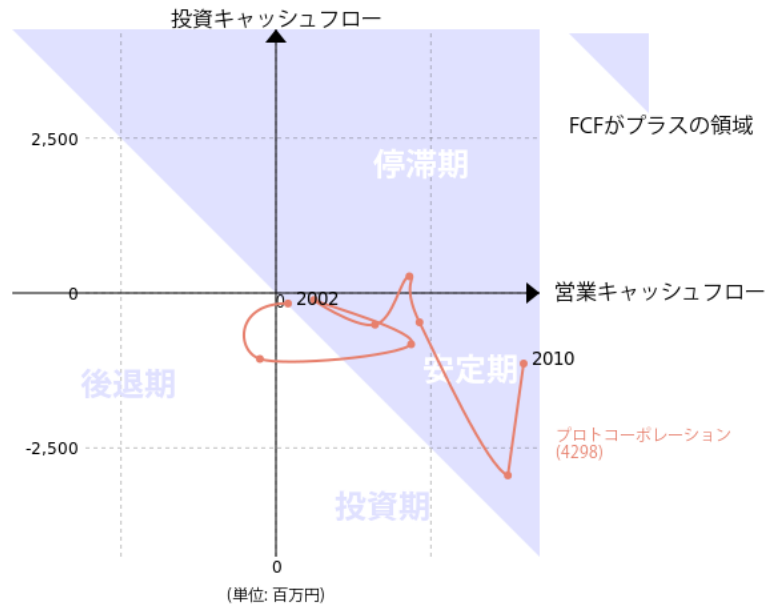
■ 新車販売台数

■ 中古車登録台数

出所：(社)日本自動車販売協会連合会、(社)全国軽自動車協会連合会

(出所：2010年3月期プロトコーポレーション決算資料)

ケース1 (P/L) : 株式会社プロトコーポレーション | CFM

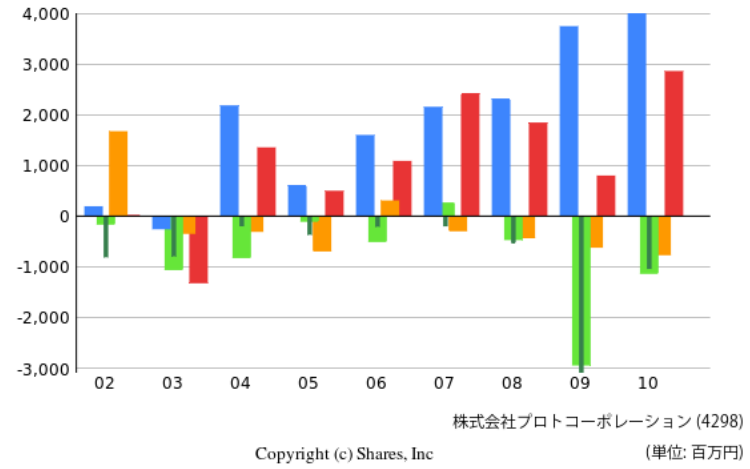


2009年度の投資はデータセンターの建設、量的拡大ではなく、内製化によるコスト削減を図るためのもので一時的なものと考えられる。(ちなみに設備投資/減価償却比率は4.8)

今後は、多角化のためM&Aを強化していくとのこと。

縮小する市場に敢えて投資！？

■ 営業キャッシュフロー ■ 投資キャッシュフロー
 ■ 財務キャッシュフロー ■ フリーキャッシュフロー
 (■ 設備投資)



企業を見る視点:「見えざる資産」の活用

- BSに乗ってこない「見えざる資産」を活用しています。
 - 技術力
 - 製品・サービスの普及率
 - ユーザーネットワーク
 - ブランド
 - 顧客情報



- プロトは、『中古車販売店の「総合経営支援」』として顧客のバリューチェーンをトータルでカバーし、顧客の経済活動へ深く食い込んでいます。
- このことが競合他社に対する障壁となり、縮小する市場でも稼いでいます。

「事業・葎・権力」でみるプロト

事業

- 単なる情報売りではなく、中古車販売店の「総合経営支援」企業。
- 自動車市場は成熟、しかし顧客のVCへの浸透により収益拡大。
- 多角化事業は、一見既存事業とは関連性が薄い生活関連事業。

葎

- 余剰財産たっぷり。
- 配当性向20%程度と控えめ。

権力

- オーナー経営者が40%超を保有。
- 外国人株主が増大傾向(還元の圧力が強まる?)

ケース2 (P/L) : プレステージインターナショナル 会社概要

【社名】

株式会社プレステージ・インターナショナル (HC(G) | 4290)

【事業内容】

- ・BPO事業
- ・IT・その他関連事業

【本社所在地】 東京都千代田区麴町一丁目4番地

【資本金】 985 百万

【従業員数】 1,491 人

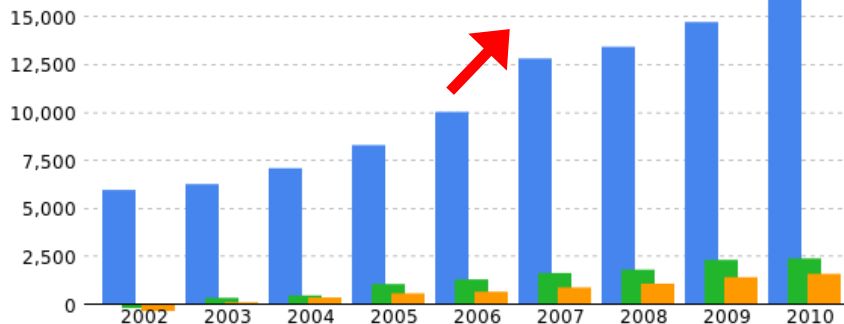
【沿革】 昭和61年10月創立

【発行済株式数/自己株式以外】 74,051株

【WEBサイト】 <http://www.prestigein.com/>



ケース2 (P/L) : プレステージインターナショナル(4290)

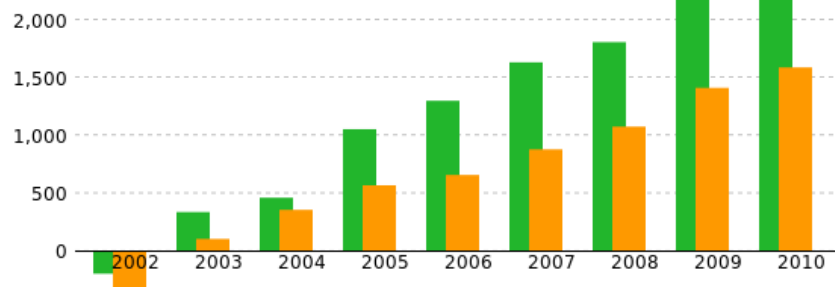


P/Lから何が言えるでしょうか？

コールセンターのアウトソーシング事業を行うプレステージインターナショナル。
BPO(ビジネス・プロセス・アウトソーシング)市場の伸長に伴い成長。

【チェックポイント】

06-07シーズンに大きく成長しています。

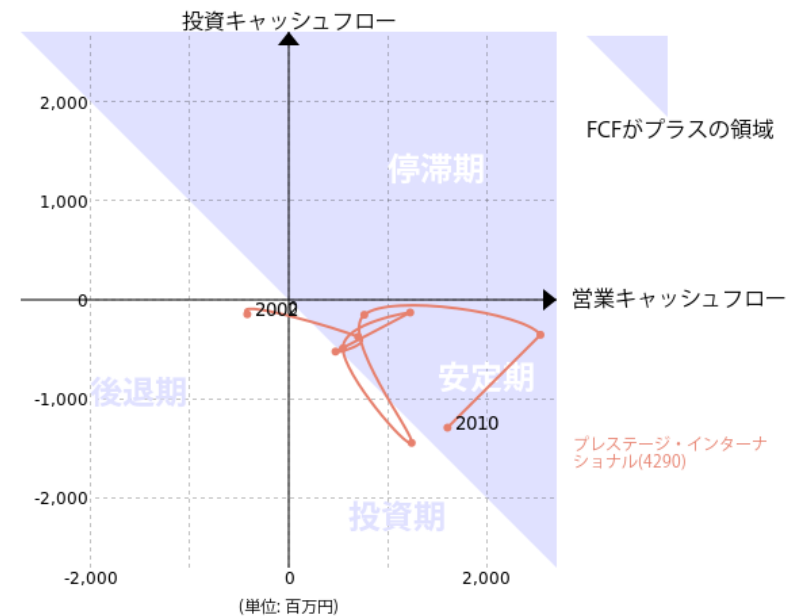


■ 売上高 ■ 営業利益 ■ 純利益
株式会社プレステージ・インターナショナル(4290)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

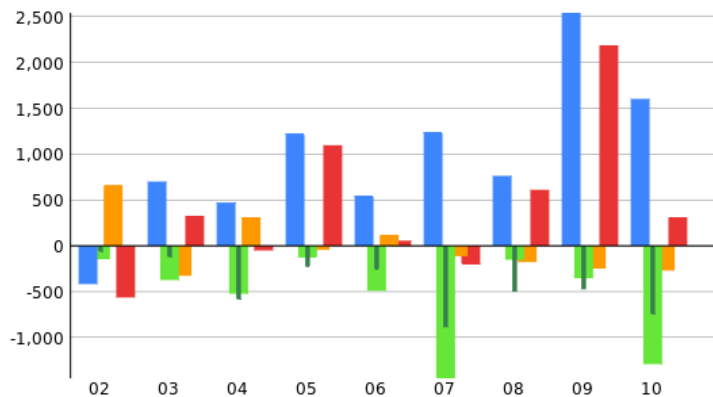
ケース2 (P/L) : プレステージインターナショナル | CFM



2007年度の投資は秋田に作った箱モノ、この施設の稼働率を上げるために人員を絶賛採用中です。

ここ数年の投資は、車両など。
(ちなみに設備投資/減価償却比率は1.4)

■ 営業キャッシュフロー ■ 投資キャッシュフロー
■ 財務キャッシュフロー ■ フリーキャッシュフロー
(■ 設備投資)



株式会社プレステージ・インターナショナル(4290)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

企業を見る視点：割を食っているのは誰か？

- 高収益の企業の中にはステイクホルダーのうち誰かに割を食わせている企業は少なくないです。いわゆる「交渉力」です。
 - 仕入れ先
 - 取り引き先(家電量販)
 - 従業員
 - 顧客(ぼったくりビジネス)



- プレステージインターナショナルは、ここ数年200人以上を採用し、2010年末の時点で従業員は1,491人。
- しかし、そのうち契約社員765人の年間平均給与は187万円(出所：有価証券報告書)。

「事業・蔵・権力」でみるプレステージインターナショナル

事業

- 緩やかな成長を続けるBPO市場。その中で高収益を達成しているのは低コスト体質だからか？
- 人員増で既存事業を量的に伸長させている。また、資産を抱えることでリスクを取り、「質」的にもビジネスモデルを強化している最中です。

蔵

- 余剰財産たっぷり。
- 配当性向10%程度と控えめ、しかしこれは成長志向の現れ。
- 配当利回り1.9%。

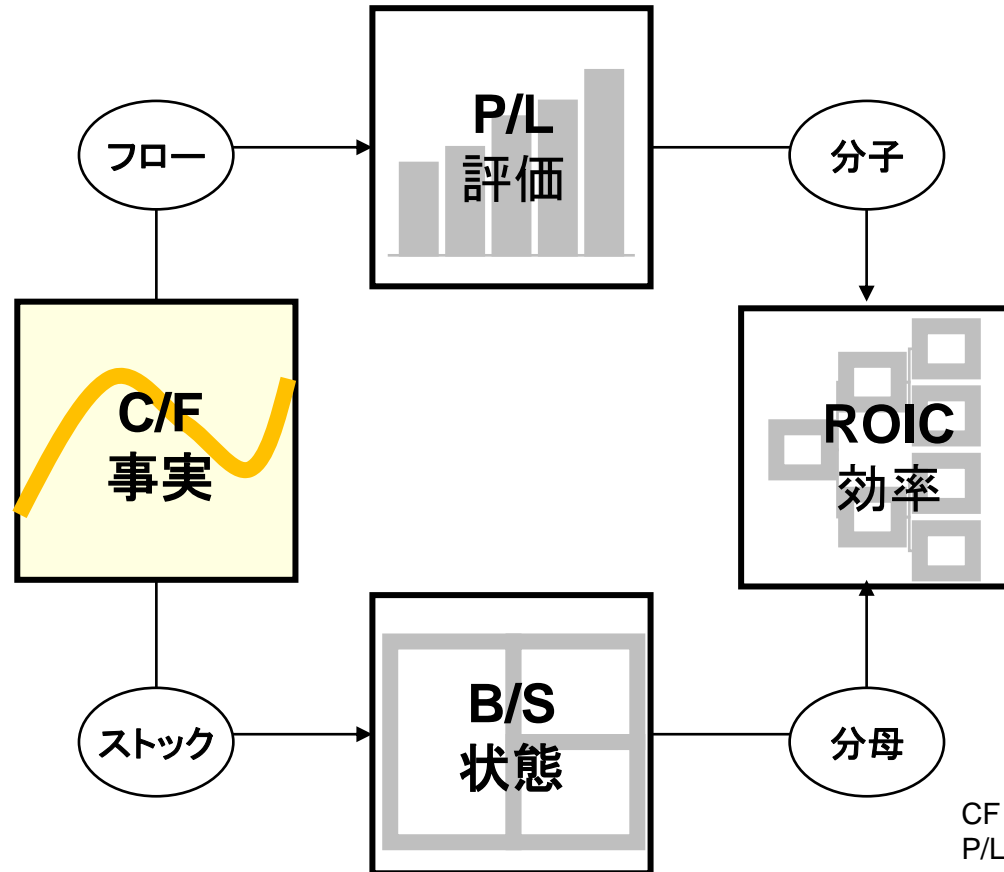
権力

- オナー経営者関係が50%超を保有。

キャッシュフロー計算書(C/F)について

キャッシュフロー計算書(C/F)

財務分析のフレームワーク

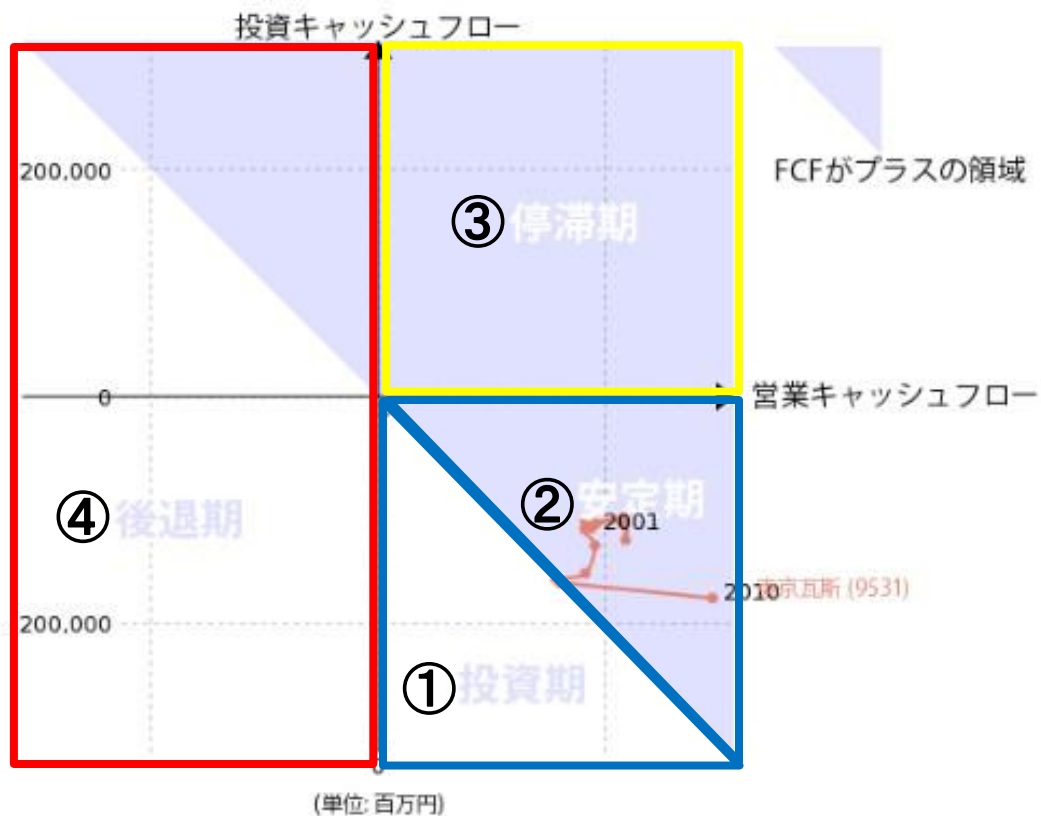


CF: キャッシュフロー
P/L: 損益計算書
B/S: 貸借対照表
ROIC: 税引後投下資本営業利益率

(著作: シェアーズ)

キャッシュフローマトリクス

- キャッシュフローマトリクスから“実態”を把握する。
 - ① 投資期: 稼ぎ以上に投資をしている成長段階にある企業
 - ② 安定期: 安定して稼ぎを出している企業
 - ③ 停滞期: 長期的には投資をしないと成長は難しいため、注意が必要
 - ④ 後退期: 稼ぎが出ていなくて危険な状態



キャッシュフロー計算書(C/F): ケーススタディ

ケースを使って価値を算定しよう！

ケース1 (C/F) : ソフトバンク株式会社 会社概要

【社名】 ソフトバンク株式会社(9984)

【事業内容】

- ・移動体通信事業
- ・ブロードバンド・インフラ事業
- ・固定通信事業
- ・インターネット・カルチャー事業
- ・イーコマース事業
- ・その他の事業

【本社所在地】 東京都港区東新橋一丁目9番1号

【資本金】 188,750 百万

【連結子会社】 117社

【従業員数】 21,885 人

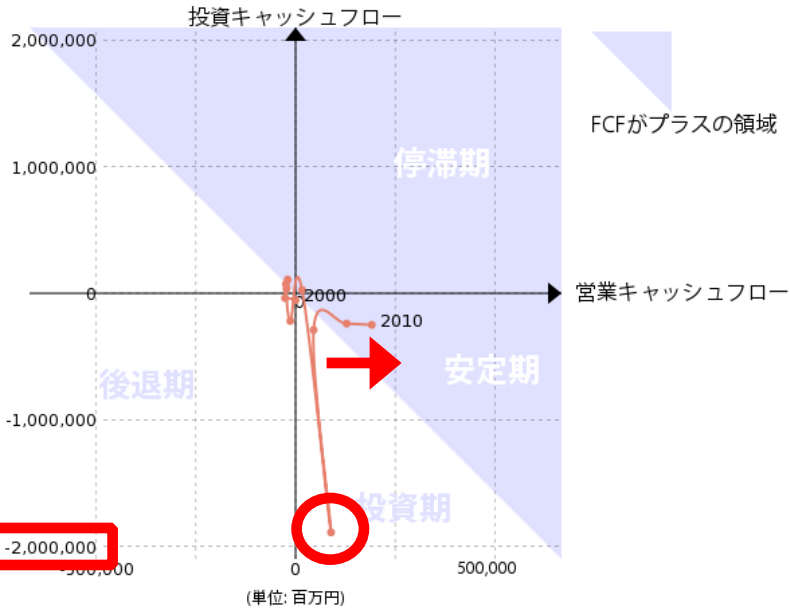
【沿革】 昭和56年9月3日創立

【発行済株式数/自己株式以外】 1,082,350,333株

【WEBサイト】 <http://www.softbank.co.jp/ja/>



ケース1 (C/F) : ソフトバンク株式会社

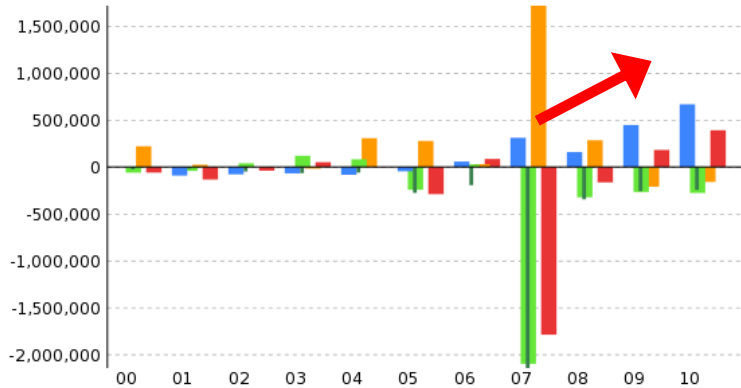


C/Fから何が言えるでしょうか？

2007年、約2兆円をかけVodafone買収！
その後、営業キャッシュフローの水準は着実に上昇、今や日本有数のフリーキャッシュフロー創出企業へ。

M&A前と後ではもはや別の企業。

■ 営業キャッシュフロー ■ 財務キャッシュフロー
■ 投資キャッシュフロー ■ フリーキャッシュフロー
(■ 設備投資)



ソフトバンク株式会社 (9984)

Copyright (c) Blue Marlin Partners, Inc

(単位: 百万円)

ケース2(C/F) : 株式会社王将フードサービス 会社概要

【社名】 株式会社王将フードサービス(9936)

【事業内容】 中華料理レストランチェーン

【本社所在地】 京都府京都市山科区西野山射庭ノ上町294番

【資本金】 8,166 百万

【店舗数】

直営店:364店舗

F C 店:191店舗(平成22年3月31日現在)

【従業員数】 1,767 人

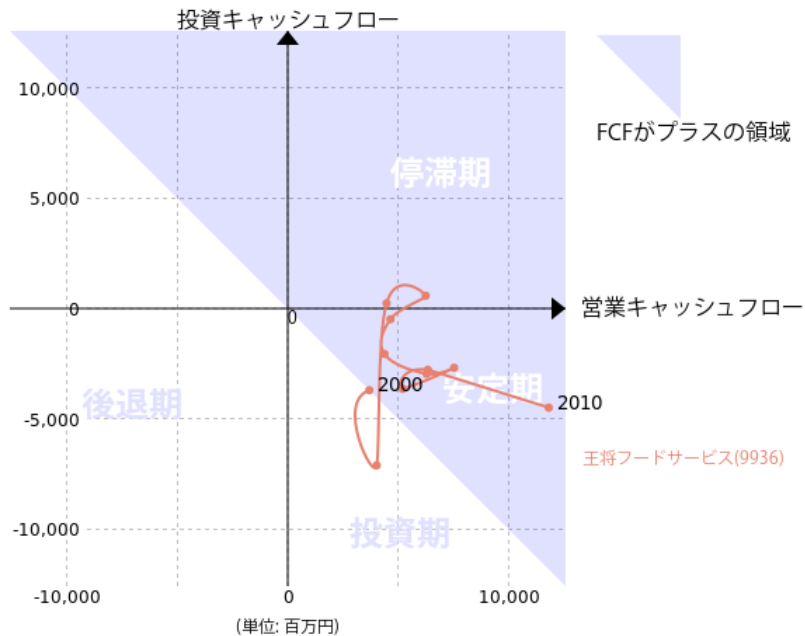
【沿革】 昭和42年創業、昭和49年設立

【発行済株式数/自己株式以外】 20,146,212株

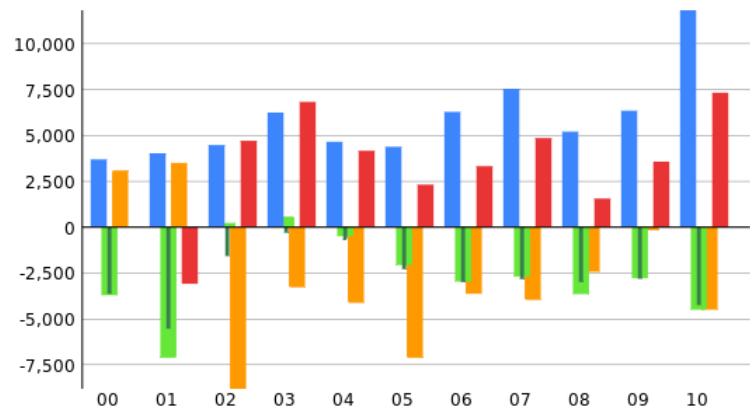
【WEBサイト】 <http://www.ohsho.co.jp/>



ケース2(C/F) : 株式会社王将フードサービス



■ 営業キャッシュフロー ■ 投資キャッシュフロー
 ■ 財務キャッシュフロー ■ フリーキャッシュフロー
 ■ (設備投資)



株式会社王将フードサービス (9936)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

C/Fから何が言えるでしょうか？

日銭商売であり営業CFは安定、一方投資CFは抑制し潤沢なFCFを生んでいた。
 2010年3月期の王将ブームは記憶に新しく、営業キャッシュフローが続伸。

近年投資を加速させているがそれを吸収し、FCFを創出している。
 なお、(設備投資/減価償却費)比率は1.4。

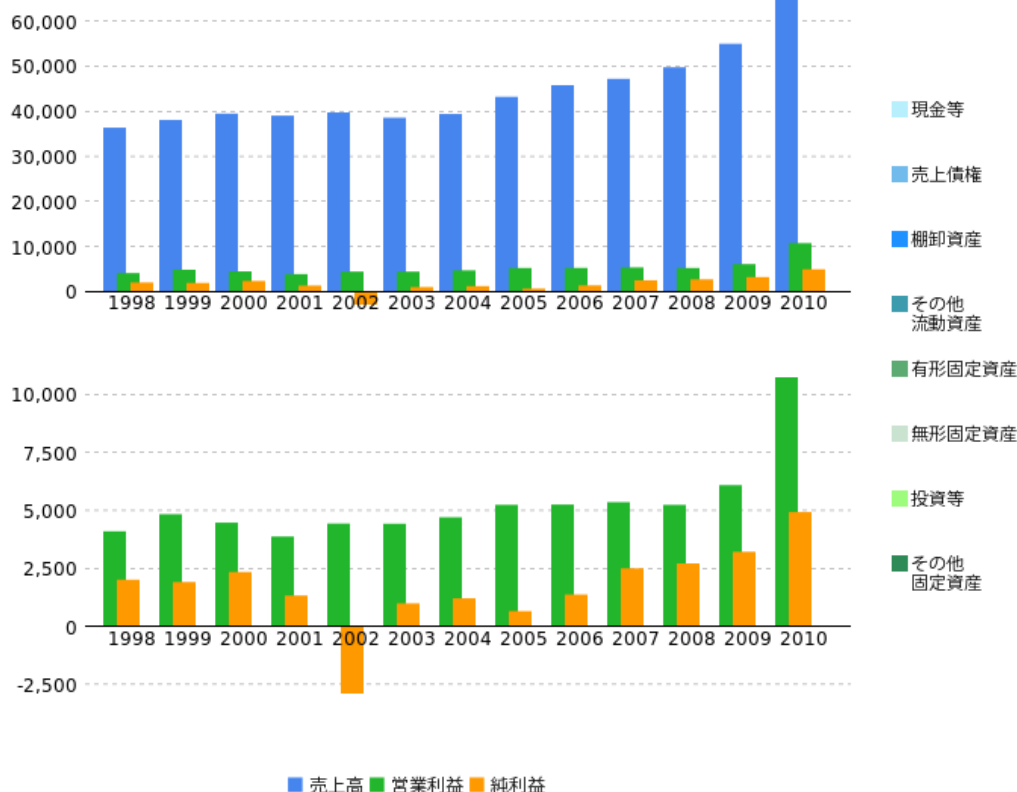
【チェックポイント】

飲食のような日銭商売は営業CFが安定する。

王将の展開

- 売上 = (顧客単価 - コスト) × 顧客数。
- 王将の展開は店舗数の増加というより、各店舗の「個店力」の増加に寄るものといえるでしょう。

損益計算書・PL



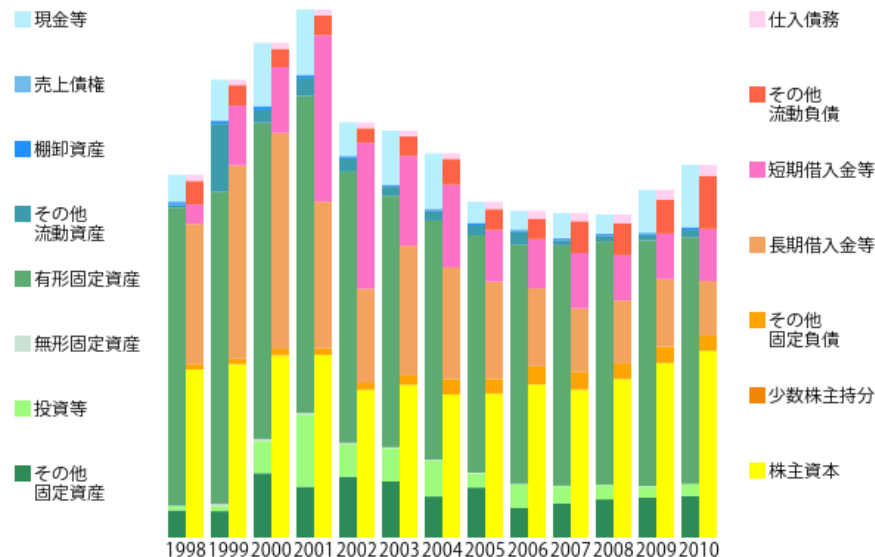
■ 売上高 ■ 営業利益 ■ 純利益

株式会社王将フードサービス (9936)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

貸借対照表・BS



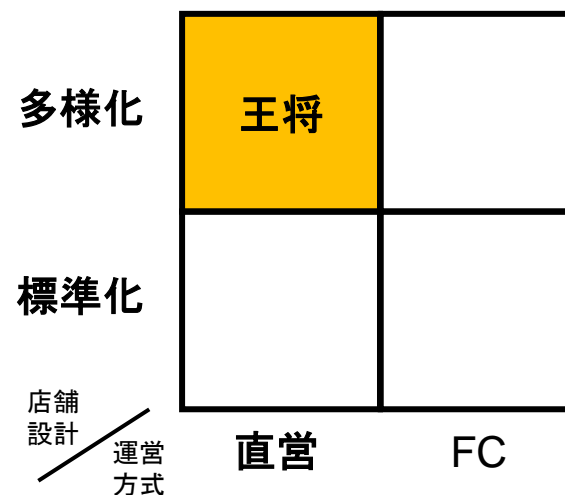
株式会社王将フードサービス (9936)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

企業を見る視点：多様性と標準化

- 多様性
 - メリット：変化への対応可能性
 - デメリット：展開速度、非効率
- 標準化
 - メリット：展開速度、資本の効率性
 - デメリット：変化への対応可能性



- 王将は、直営方式×個店主義という、最も非効率な運営形態を選んだ。それゆえ、多店舗展開は遅れた。
- しかし、顧客のニーズに細やかに対応可能な店舗運営が可能となり、「個店力」の強い店舗を創り上げることに成功。

ケース3(C/F) : アークランドサービス株式会社 会社概要

【社名】 アークランドサービス株式会社(JQ(信) | 3085)

【事業内容】

- ・飲食店の経営
- ・フランチャイズチェーン本部の運営

【本社所在地】

東京都千代田区神田佐久間町一丁目8番地4ニュー千代田ビル5階

【資本金】 456 百万

【店舗数】

かつや 147店(直営68・FC79)(平成21年12月現在)

その他直営店18店

【従業員数】 81 人

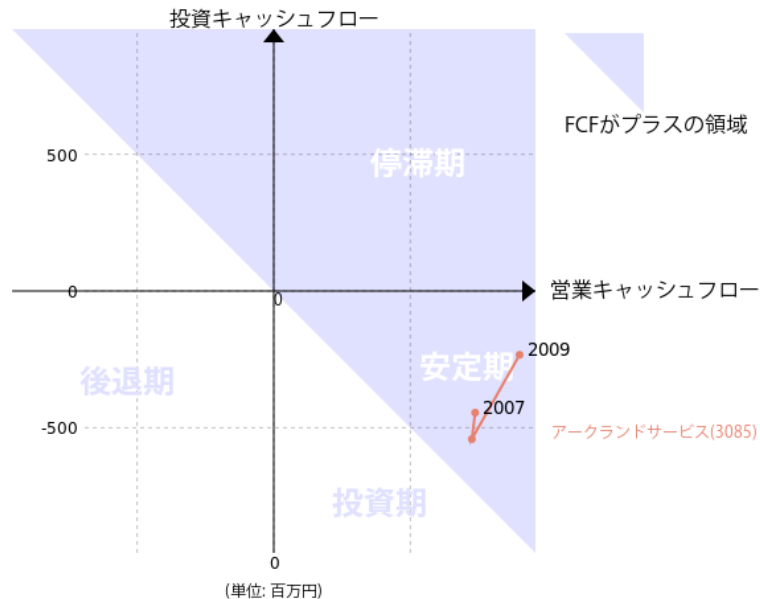
【沿革】 平成 5年3月2日設立

【発行済株式数/自己株式以外】 2,458,000株

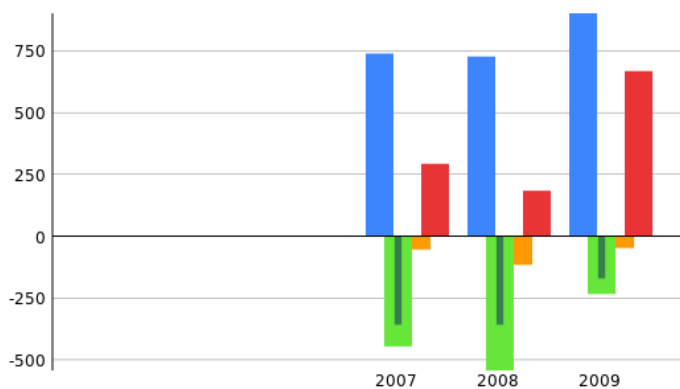
【WEBサイト】 <http://www.arclandservice.co.jp/>

The screenshot displays the Arcland Service website. At the top, the company logo 'ALS' and name 'アークランド サービス 株式会社' are visible. Below this is a promotional banner for '期間限定' (Limited Time) featuring 'とろりチーズ' (Creamy Cheese) and 'とろりチーズ' (Creamy Cheese) dishes. The banner includes images of a bowl of ramen and a plate of menchi-katsu. Below the banner is a navigation menu with tabs for '会社案内' (Company Profile), 'IR情報' (IR Information), '物件情報' (Property Information), 'FC加盟店募集' (Franchise Store Recruitment), and 'お問い合わせ' (Contact Us). The main content area is divided into 'What's new' and 'Recruit & Store information'. The 'What's new' section lists several news items with dates and brief descriptions. The 'Recruit & Store information' section includes a '店舗情報' (Store Information) box and a '採用情報' (Recruitment Information) box. At the bottom, there are logos for 'かつや' (Katsuya), '武蔵野' (Musashino), and 'Life Center', along with a '設計・施工 協力会社募集フォーム' (Design/Construction Cooperation Company Recruitment Form) button. A copyright notice at the bottom right reads 'Copyright(C) 2002-2007 ARCLAND SERVICE CO.,LTD. All rights reserved.'

ケース3(C/F) : アークランドサービス株式会社



■ 営業キャッシュフロー ■ 投資キャッシュフロー
■ 財務キャッシュフロー ■ フリーキャッシュフロー
■ (設備投資)



アークランドサービス株式会社 (3085)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

C/Fから何が言えるでしょうか？

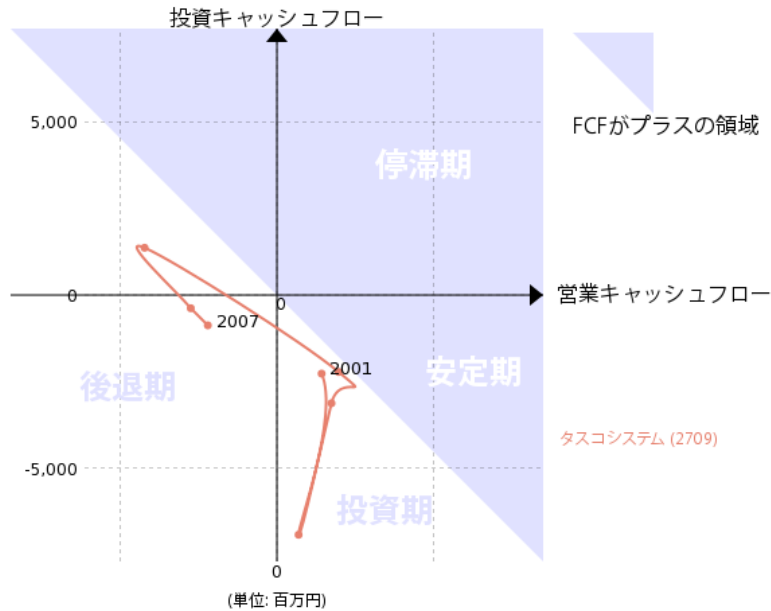
ありそうでなかった、とんかつチェーン店「かつや」を、FC主体で運営するアークランドサービス。

今後もFCの出店を加速させていくというが
(設備投資/減価償却費)比率は1.7。

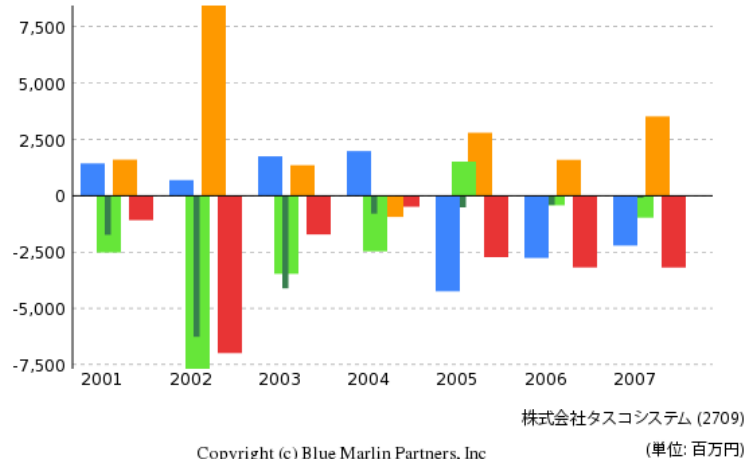
標準モデル×FCで効率化を狙うとすると、競合の参入を招くリスクも

(参照)とある上場廃止銘柄からの教訓

急速な多店舗展開を進めたタスコシステム
質的に強くない事業を拡大させれば、財務は足腰は弱くなり、経営破綻に至りました。
そのツケを払わされるのは投資家です。



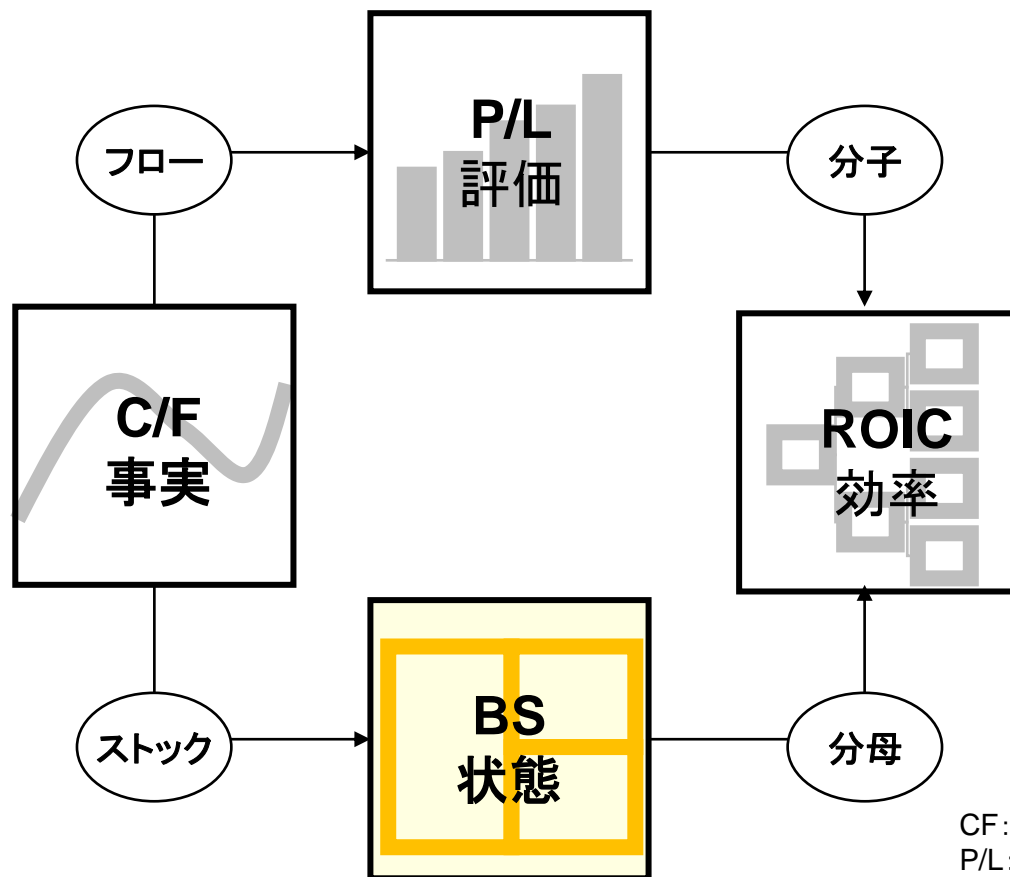
■ 営業キャッシュフロー ■ 財務キャッシュフロー
■ 投資キャッシュフロー ■ フリーキャッシュフロー
■ (設備投資)



貸借対照表(B/S)について

貸借対照表(B/S)

財務分析のフレームワーク



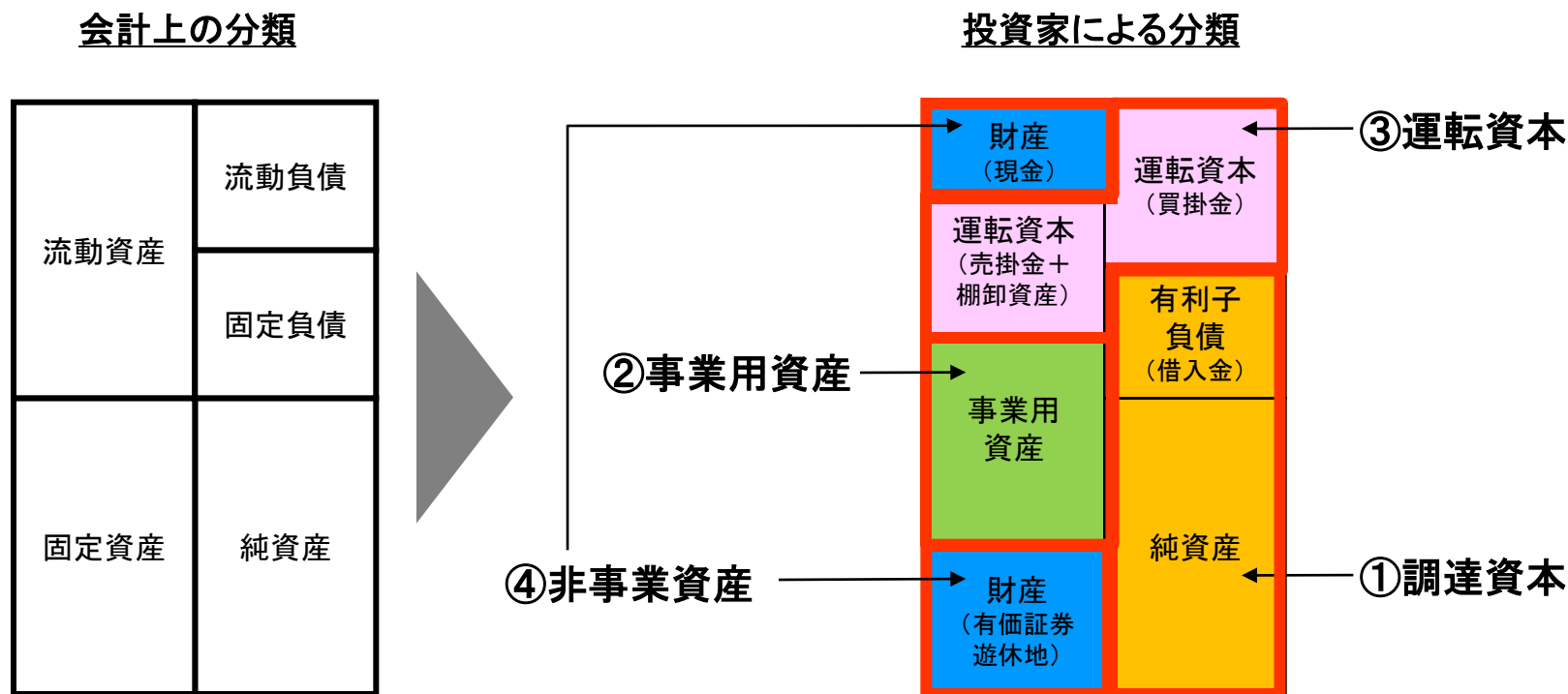
CF: キャッシュフロー
P/L: 損益計算書
B/S: 貸借対照表
ROIC: 税引後投下資本営業利益率

(著作: シェアーズ)

B/Sは4つに分けて考える

• 貸借対照表(B/S)から“状態”を把握する。貸借対照表(B/S)は、以下の4つに分類します。

- ① 調達資本: 長期有利子負債(一部、短期借入金)と純資産。
- ② 事業用資産: 一般的には、工場・機械・土地などの固定資産。
- ③ 運転資本: 仕入れて、作って、売って、回収するまでに必要な資本(売掛金+棚卸資産-買掛金)。
- ④ 非事業用資産: 余っている現金や固定資産の中にある有価証券など。



B/Sを見るポイント

ポイント

- まずは全体をざっくりと
 - 細かい数字に捕らわれないことが重要です。
- 突出している部分はあるか？
 - 「その会社にとって投資とは何か？」を考えましょう。
- 余剰財産はあるか？
 - 現預金と借金のバランスはどうなっているのでしょうか？
- 比べる
 - 「横」(同業他社)と「縦」(時系列)で比較してみましょう。

スタンス

- 仮説思考
- 対話の精神
- ストーリー・イメージを持って読む

貸借対照表(B/S): ケーススタディ

ケースを使って価値を算定しよう！

ケース1 (B/S) : 京都きもの友禅株式会社 会社概要

【社名】 京都きもの友禅株式会社(7615)

【事業内容】 和装関連事業、金融サービス事業、その他の事業

【本社所在地】 東京都中央区日本橋大伝馬町14番1号

【資本金】 1,215 百万(2010年3月末現在)

【連結子会社】 ・株式会社京都きもの友禅友の会

【従業員数】 679 人

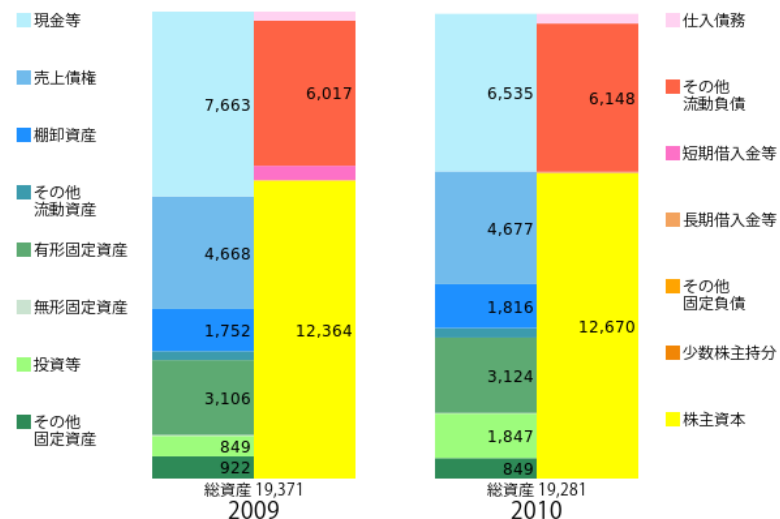
【沿革】 昭和46年8月5日創立

【発行済株式数/自己株式以外】 18,096,506株

【WEBサイト】 <http://www.kyotokimonoyuzen.co.jp/>



ケース1 (B/S) : 京都きもの友禪株式会社 (7615)



B/Sから何が言えるでしょうか？

• 振袖小売の京都きもの友禪。金融子会社(06年のBSの変化に注目)そして友の会(振袖購入代金の積立制度)を設立し、顧客との関係を長期化してきています。

• 事業

- 新しい飯の種というよりは、完全に延命・残存者利益モード。
- (設備投資/減価償却費)比率は1.1。

• 蔵

- 配当利回り4.5%、配当性向50%超。

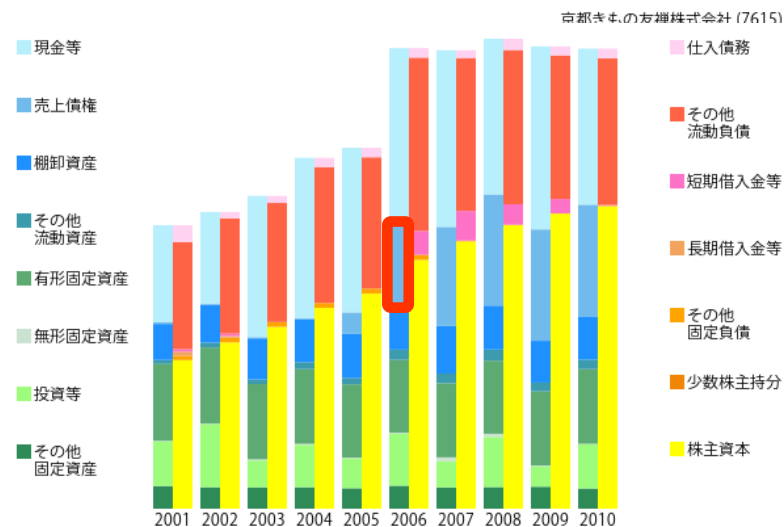
• 権力

- 外資ファンドが筆頭株主。
- ファンド出身の経営者交代で今後の事業展開に変化がある可能性もあります。

【チェックポイント】

株主動向はリスク要因。

ただし、外資が筆頭株主なので還元は続く見込み。



京都きもの友禪株式会社 (7615)

ケース2(B/S) : 大和冷機工業株式会社 会社概要

【社名】 大和冷機工業株式会社

【事業内容】

- ・冷凍・冷蔵庫、ショーケース、製氷機、自販機及び冷熱対応製品の製造販売並びにリース
- ・冷熱機器の設備の工事及び各種部品の製造販売
- ・厨房機器、装置、部品の製造販売並びにリース
- ・店舗・厨房の企画、設計、施工
- ・建築工事業
- ・前各号に附帯関連する一切の業務

【本社所在地】 大阪府大阪市天王寺区小橋町3番13号

【資本金】 9,907 百万

【従業員数】 1,706 人

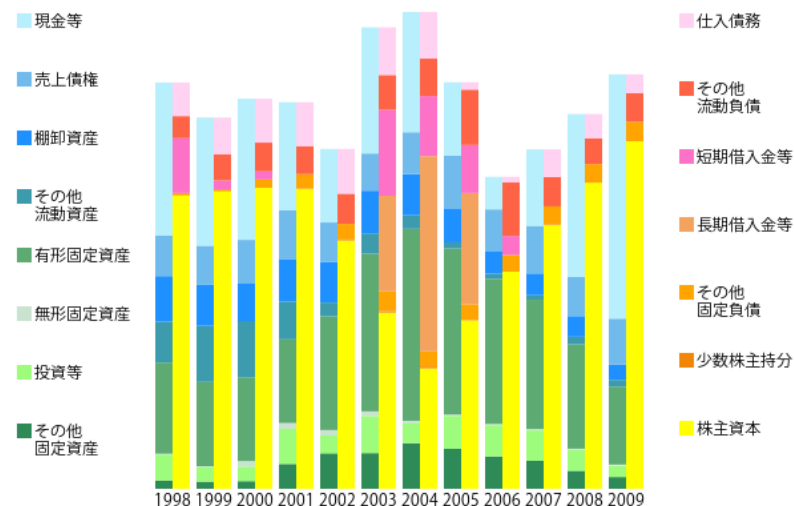
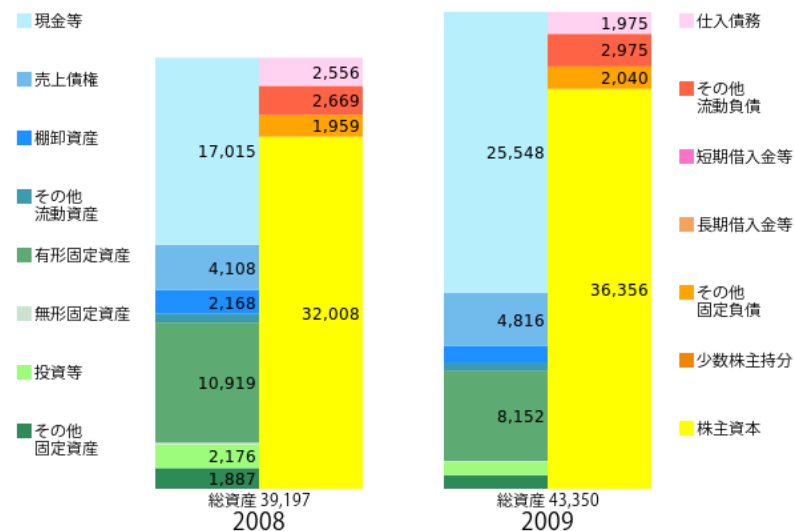
【沿革】 昭和33年2月1日創立、昭和37年11月28日設立

【発行済株式数/自己株式以外】 51,406,828株

【WEBサイト】 <http://www.drk.co.jp/>



ケース2(B/S) : 大和冷機工業株式会社 (6459)



B/Sから何が言えるでしょうか？

- 業務用の冷蔵庫メーカー。リースも行う。
- 事業
 - 新しい飯の種というよりは、完全に延命・残存者利益モード。
 - (設備投資/減価償却費)比率は0.5。
- 蔵
 - 配当利回り2.2%、配当性向10%超。
- 権力
 - 完全な同族企業で還元の期待薄。
 - MBOの可能性も薄い。

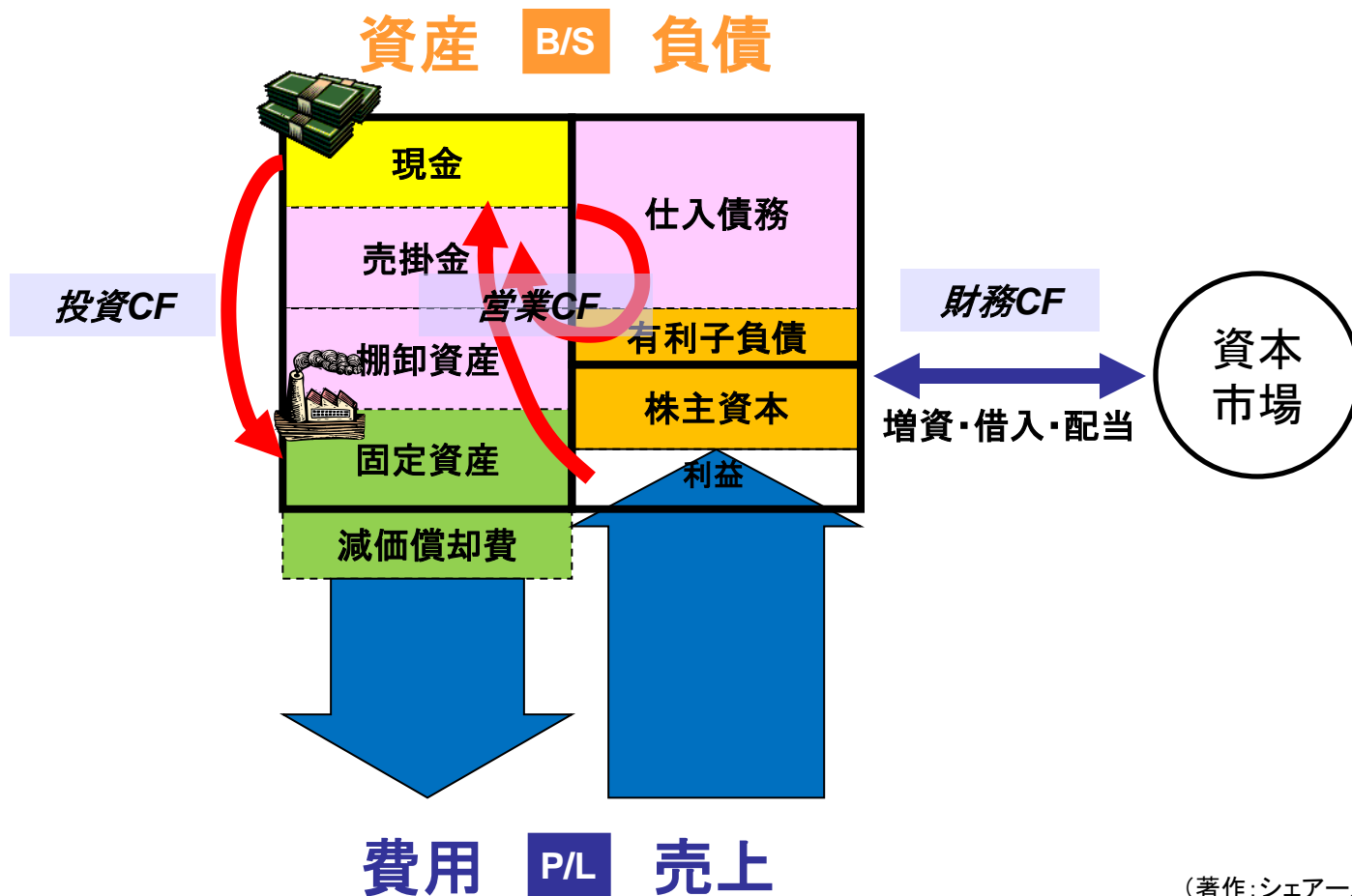
大和冷機工業株式会社 (6459)

Copyright (c) Shares, Inc

(単位: 百万円)

P/LとB/SとC/Fの関係

- 投資CFは、現金から資産という“縦”の動き。営業CFは、利益・運転資本の“2方向”からやってくるというイメージです。
- 財務CFは負債・資本から外へという“横”の動き。



(著作:シェアーズ)

優良企業の罠

- バリューストック投資家は「今」収益性が高く、財務安定性が高い企業を買いがちです。
- 「将来」の事業について下記の視点に注意しましょう。
 - 事業の継続性、利益の恒常性についての懸念。
 - 新しい事業のための「布石」を打っているか？
 - キャッシュがあるが故の他「悪」化リスク。
 - 会社の権力構造、少数株主への還元姿勢など。

企業を見る視点：収斂

- 競争環境の中にある企業が、高成長・高収益を出し続けるのは不自然なこと。
 - 高成長は続かないもの。
 - 高収益は続かないもの。
- 不自然な状態が続くとすれば、「戦う場所」が良いか、「戦い方」が良いか？
 - 競合の少ないニッチマーケットか？
 - 差別化されているか？
 - 遊休資産、見えざる資産を活用しているか？

優良株への投資

- もっとも効率が良いのは、市場の暴落時に、最良の企業へ投資することです。
- 最良の企業とは、10年後にも確かに存在していることがわかる企業です。
- 良い企業の条件は、例えば以下のような点です。
 - 戦略的な「布石」を打っている。
 - 資本集約度合いが低い。
 - シンプルな事業を行っている。
 - 周期性の少ない事業を行っている。
 - 顧客との関係性が強固である。
 - 強いブランド(認知度)。
 - グローバル市場へ訴求できる。
 - 忠誠度の高い企業文化。
 - 数字で語れる体質。

本日のメッセージ

- 会計は単なる数字の集合ではありません。
その背後にはビジネスという実態があります。両者を「対話の精神」で往復することで、企業を理解しましょう。
- キャッシュフローの動向から企業のステージを把握し、「企業がこれからどこへ向かおうとしているのか？」経営者の思惑とあなたの思惑を確認しましょう。

“愛するとはお互いに見つめ合うことではなく、一緒に同じ方向を見つめることである”
サン・テグジュペリ

当資料中に記載された株式銘柄については、参考銘柄として取り上げたものであり、個別の銘柄について推奨するものではありません。

また、数値・データ・予測等については、公表された過去の実績や数値をもとに掲載したものであり、将来の成果を保証するものではありません。

実際の株式投資にあたっては、お客様ご自身のご判断と責任においてお願いいたします。