

# VTホールディングス (7593・JASDAQスタンダード、名証2部) 2011年7月29日

## JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム<ベーシックレポート>

### M&A 戦略で拡大続ける自動車販売大手

(株)アドバンス・リサーチ・ジャパン  
遠藤 功治

会社概要	
所在地	愛知県東海市
代表者	高橋 一穂
設立年月	1983/3
資本金	2,493百万円 (2011年3月末現在)
上場日※	2000/6/19
URL	<a href="http://www.vt-holdings.co.jp/">http://www.vt-holdings.co.jp/</a>
業種	小売業

※JASDAQ 市場 (旧ヘラクレス) への上場日

主要指標 2011/7/22 現在	
株 価	296 円
発行済株式数	36,793,678 株
売買単位	100 株
時価総額	10,781 百万円
予想配当 (会社)	12 円
予想EPS (アナリスト)	124.0 円
実績PBR	0.83 倍

1. 東海地方を商圏とするホンダ系自動車販社が元々の基盤。
2. M&A により 3 社の日産系自動車販社を買収、事業を拡大中。
3. レンタカー事業や中古車輸出、及び海外販社の買収にも積極展開。
4. 昨年度売上高 926 億円は前期比 5.0%増。全体の 95%は自動車事業からの売上。その約半分が新車販売、24%ずつを中古車販売と販社によるサービス関連、残り 8%がレンタカー事業となっている。趨勢的にはレンタカー事業の伸びが顕著、他は近年ほぼ横ばい。
5. 但し、M&A で買収した販社の経営効率は着実に改善しており、利益率は毎年上昇中。結果、昨年度の経常利益は前年比 34.8%増の 57 億円と過去最高益を更新した。
6. 今年度会社側の収益計画では、震災影響もあり、売上高 900 億円と前年比 2.9%減収、経常利益は 46 億円と 19.3%の減益を見込む。が実際は、中古車事業の利益が想定以上に拡大、各販社の経営効率の改善も更に進んでおり、収益性の高いレンタカー事業の伸びも見込まれることから、経常利益で 60 億円と 5.3%程度の増益を予想、2 年連続の過去最高益更新となる模様。
7. 今後の国内新車・中古車市場は横ばい推移を想定。よって既存ビジネスを Cash cow とし、内外での新たな M&A による販社の買収を続けることにより、今後の収益拡大を見込むこととなろう。

#### 【業績動向】

		売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	当期純利益	前年比	EPS
		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円
2011/3	実績	92,657	5.0	5,919	32.6	5,700	34.9	2,763	52.8	80.69
2012/3	会社予想 (2011年6月発表)	90,000	-2.9	5,000	-15.5	4,600	-19.3	3,600	30.3	103.8
	アナリスト予想	90,000	-2.9	6,500	9.8	6,000	5.3	4,300	55.6	124.0
2013/3	アナリスト予想	91,000	1.1	7,000	7.7	6,500	8.3	3,900	-9.3	112.4

## 会社概要

### 沿革

- 1983年3月、愛知県東海市にホンダのベルノ系販社、株式会社ホンダベルノ東海を設立。
- 1998年9月、名古屋証券取引所第2部に上場。
- 1999年3月、フォードライフ中部、及びホンダ自販名南の株式取得。
- 1999年6月、オリックスレンタカー中部を設立。
- 2000年4月、ホンダベルノ岐阜の販売エリアを引き継ぐ。
- 2000年4月、中京ホンダの株式取得。
- 2000年6月、大阪証券取引所ナスダックジャパン市場に上場。
- 2003年3月、トラストの株式取得。
- 2003年4月、商号をVTホールディングスに変更、持株会社に移行。
- 2003年8月、ホームダイレクトの株式取得。
- 2004年1月、シー・イー・エスの株式取得。
- 2004年9月、アイコーエポックの出資持分の全部を取得。
- 2004年9月、フェイスオン（現ピーシーアイ）を設立。
- 2004年11月、トラストが東京証券取引所マザーズ市場に上場。
- 2005年4月、エルシーアイの株式取得。
- 2005年7月、VTインターナショナルを設立。
- 2005年7月、E-エスコ設立。
- 2005年12月、長野日産自動車を連結子会社化。
- 2006年7月、静岡日産自動車、三河日産自動車を連結子会社化。
- 2006年8月、ホンダベルノ東海は商号をホンダカーズ東海に変更。
- 2008年7月、アイコーエポックは称号をE-FOURに変更。
- 2009年11月、海外の自動車販売で双日と業務提携。
- 2011年6月、E-FOURをpPグループに譲渡。

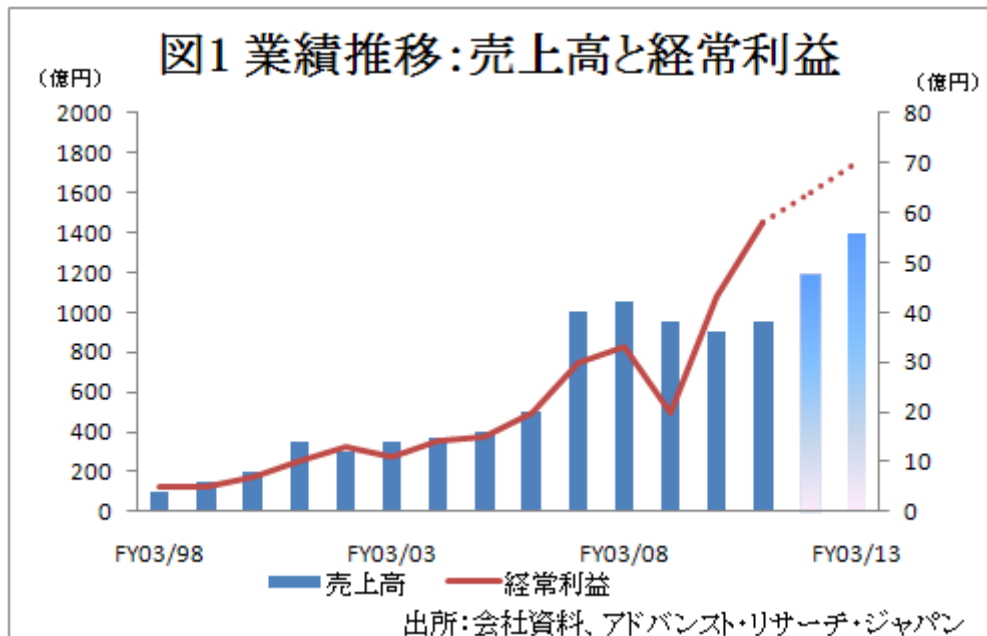
現在の代表取締役社長である高橋一穂氏が創業者。元々は愛知日野自動車のトップ営業、その後独立し、中古車販売会社の設立などを経て、1983年4月に本田技研工業とベルノ店取引基本契約を締結、ホンダベルノ東海として、愛知県の尾張地区を中心とした商圏でのホンダ車の販売を始めたのが当社の前身である。1998年に名古屋証券取引所2部で上場を果たすと、M&Aでの拡大を本格化、2000年にはホンダベルノ岐阜・ホンダ新知多・ホンダプリモ東海中と、相次いでホンダ系ディーラーを買収、東海地方でのテリトリーの拡大を追求した。これら買収した販社は、その殆どが赤字会社。高橋氏の経営は、これら赤字に陥った販社を安価で買収し、その経営ノウハウにより業績を改善させるというものである。2005年にはNNキャピタルから長野日産自動車を、2006年にはプリベチャーリッヒから静岡日産自動車と三河日産自動車を買収するなど、日産系の販社を相次いで傘下に入れ、ホンダカーズ東海から人員を送り込み短期で収益を好転させている。

事業概要

国内の新車や中古車の市場は、中長期的に見れば、今後縮小方向にあるものと考えられる。その環境下で今後も成長を持続させるため、今後も積極的に M&A により、赤字経営で苦しんでいる国内の新車ディーラーを買収し、業績を改善させることにより、グループの業容を拡大するというものである。この自動車販売社の M&A は、原則、国内における候補を探すものだが、経営陣は海外における販社経営にも興味を示している。今後、特に新車販売が拡大すると思われる新興国を中心に、海外展開による業容拡大の可能性もある。また、販社経営とは別に、中古車の輸出を手掛けるトラストが 2004 年に上場、レンタカー事業を扱う J-net レンタカーなどによる新規分野での業容拡大も見込んでいる。

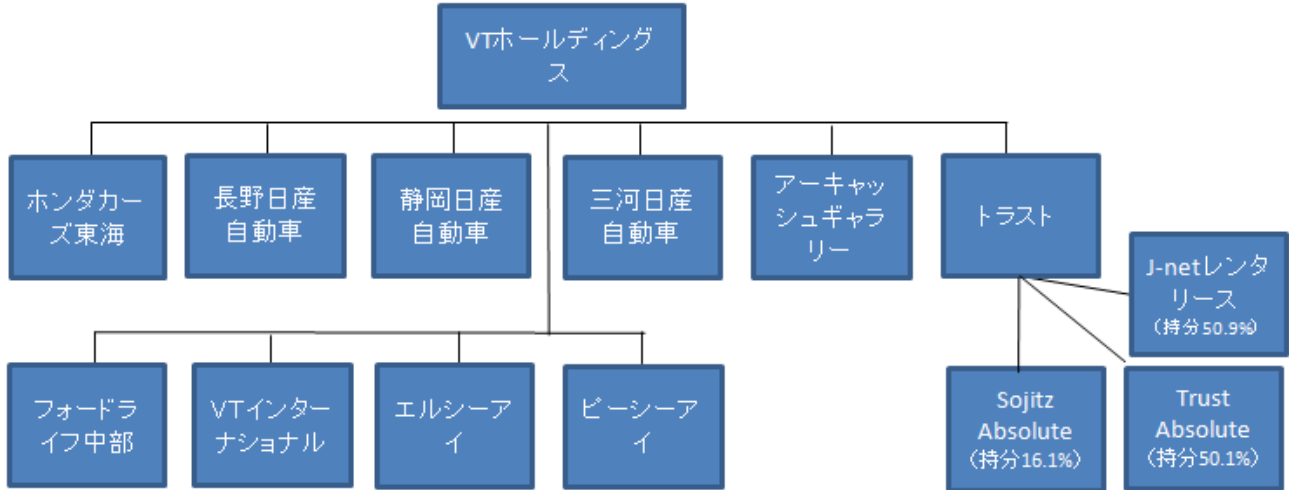
\*事業概要

2011 年 3 月期の売上高は 926 億円、うち自動車事業は 837 億円と、全体の約 90%を占めている。また営業利益では、会社全体の 59 億円のうち、自動車事業が 57 億円とその殆どを占める。この自動車事業とは、ホンダカーズ東海・長野日産自動車・静岡日産自動車・三河日産自動車の 4 社の自動車販売、輸入車を扱う 4 社の販売、及び中古車輸出を扱うトラスト（東証マザーズ上場）と国内でレンタカー事業を展開する J-net レンタリースにより構成される。ただその中心は国内 4 つのホンダ系・日産系の自動車販売社である。この 4 社合計の売上高は、2011 年 3 月期で 752 億円と、会社全体売上の 81%、自動車事業の売上の 90%に達する。よって、当社全体の業績も、その大半はこの 4 社の自動車販売会社によって決定されることになる。

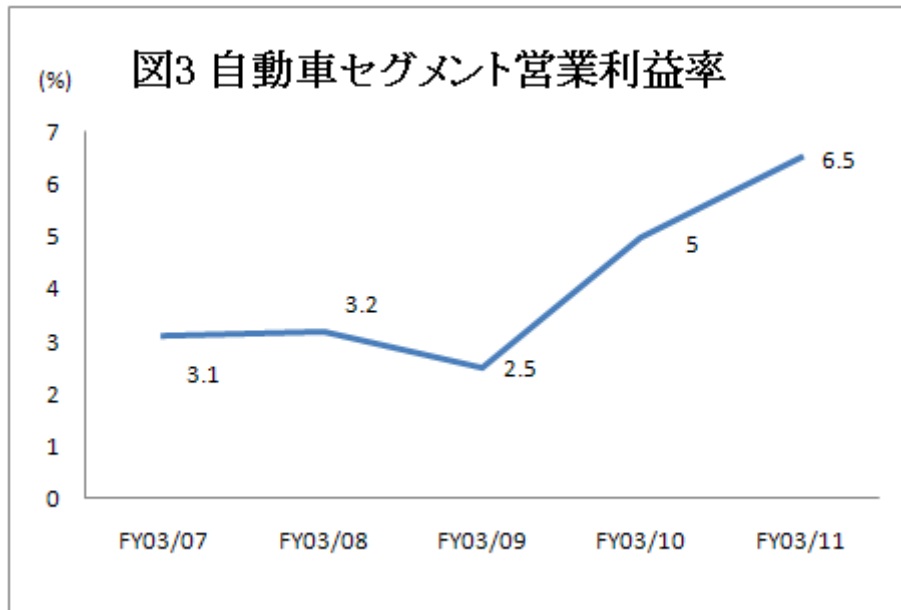


事業概要

図2 当社のビジネスモデル、主要連結子会社



出所：会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン



出所：会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン

事業概要

図4 セグメント別売上構成比

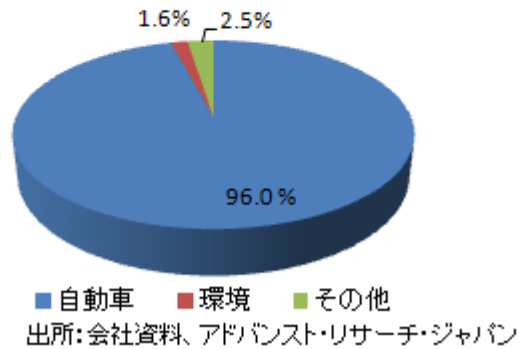


図5 セグメント別損益

項目	(単位100万円)	FY03/07	FY03/08	FY03/09	FY03/10	FY03/11	前期比
売上高	自動車	94626	104910	88853	83681	88914	106.3%
	環境	754	683	1129	1363	1440	105.6%
	その他	2353	2381	3447	3231	2236	67.4%
	連結	97735	107976	93430	88276	92657	105.0%
営業利益	自動車	2978	3417	2243	4157	5760	136.3%
	環境	33	44	200	287	303	107.5%
	その他	34	201	329	148	-144	-
	連結	2820	3370	2393	4464	5919	132.6%

出所: 会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン

\*\*国内自動車販売会社主要4社

国内自動車販社の売上とは、新車・中古車・サービス（車検や金融など）などからなる。また、上記4販社や輸入車販社は、それぞれ自分の販売担当地域が決まっている。

傘下の各主要自動車販売会社の概要は以下の通りである。

ホンダカーズ東海

元々の当社の設立母体。1983年にホンダベルノ東海として設立。その後、ホンダベルノ岐阜の販売地域を引き続き、ホンダプリモ東海なども吸収、2006年にホンダカーズ東海と商号変更し現在に至る。全てのホンダ車種を販売、担当地域は愛知県尾張地域と岐阜県西濃地区、新車販売店は24拠点、中古車は1拠点。2011年3月期の売上高168億円、経常利益11億5,000万円で、共に前年比ほぼ横ばい。連結売上高に占める比率は約18%、経常利益率は6.8%。年間の新車販売台数は約4,000台程度。

長野日産自動車

1966年に日産サニー長野販売でスタート、その後、日産自動車の国内販売体制の変更に合わせ、日産チェリー松本や長野日産モーターなどとの提携・合併・社名変更を経て、2005年、長野日産自動車と

## 事業概要

日産サテリオ松本を一本化、現在の業容となる。長野全域で日産の全ての車種を販売、新車販売店は 31 拠点、中古車は 9 拠点。2011 年 3 月期売上高は 235 億円(3%増)、経常利益は 22 億 2,300 万円と 51%増加。連結売上高に占める比率は約 25%で子会社中最大。経常利益率も 4 社の中ではトップの 9.4%。年間の新車販売台数は約 8,000 台程度とこれも当社のグループでは最大。

### 静岡日産自動車

1946 年に静岡日産自動車販売として創立、2003 年東海日産モーターと合併、その後、2004 年に VT ホールディングスの支援を得、2006 年にその傘下に入り現在に至る。静岡県中東部を担当、日産の全ての車種を担当、新車販売は 25 拠点、中古車は 6 拠点。2011 年 3 月期売上高は 218 億円(6%増)、経常利益は 14 億 6,000 万円で 11%増。連結売上高に占める比率は約 24%、経常利益率は 6.7%。年間の新車販売台数は約 7,000 台程度である。

### 三河日産自動車

2006 年 7 月に VT ホールディングス傘下へ。愛知県中央部、西三河地方を担当、全ての日産車種を扱う。新車販売は 11 拠点、中古車が 2 拠点。2011 年 3 月期売上高は 129 億円(7%増)、経常利益は 7 億 3,000 万円で 93%増。連結売上高に占める比率は約 14%。経常利益率は 5.7%。年間の新車販売台数は約 4,000 台。

### \*\*輸入車販売会社

この他に輸入車の販売会社が以下のごとく 4 社存在する(何れも連結子会社)。

図6: 傘下の輸入車販売会社

会社名	取り扱い車種	商圏	売上高	経常利益
フォードライフ中部	フォード	愛知・岐阜・三重	29.9億円	1000万円
エルシーアイ	ロータス	全国	19.4億円	5100万円赤字
VTインターナショナル	ジャガー・	大阪	9.4億円	3000万円
ピーシーアイ	サーブ	全国	5.7億円	8300万円赤字
(注: 数値は全て 2011年3月期)		出所: 会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン		

4 社合計の売上高は 64 億円あまりで、連結売上高の約 7%程度、利益寄与は 9,400 万円の赤字である。会社としては、輸入車の販売業は、必ずしも業績拡大のためではなく、取り扱い車種・ブランドを広げることによる客層の拡大を主としたもの、としている。今後の当社の収益拡大を大きく左右するものではない。

### \*\*連結子会社トラスト

上記、国内でのホンダ系・日産系・輸入車販売を手掛ける 8 社の販売会社以外、その他の事業で会社全体に影響する子会社は、東証マザーズに上場し、主に中古車の輸出と国内でのレンタカー事業、そして南アフリカにて自動車販社を展開するトラストである。

事業概要

トラスト(3347)

2004年11月に東証マザーズに上場。中古車輸出を専門に手掛ける。また、連結子会社(出資比率は50.9%)として(即ち、VTホールディングスの孫会社として)、レンタカー事業を手掛けるJ-net レンタリースを傘下に持つ。その他近年、海外での自動車販売事業に進出、南アフリカに出資比率50.1%の連結子会社であるTRUST ABSOLUT AUTOと、持分16.1%のSOJITZ ABSOLUT AUTOの2社を持つ。前者はプジョー・フィアットそれぞれ1拠点ずつを展開する販社であり、後者は現地資本及び双日との業務提携により、スズキの販社3拠点を所有する。2011年の連結売上高は77億6,000万円(前年比52%増)、うち中古車輸出とレンタカー事業の売上がほぼ半分半分である。連結営業利益は前期比2倍の8.3億円、経常利益は7.7億円(78%増)であったが、利益に占める中古車はほぼ20%で、残り80%の利益はレンタカー事業となっている。

中古車輸出は円高の影響もあり、また、格安・不良品との競争も激しく、足元の状況は厳しい模様。一方で、レンタカー事業は好調に推移している。直営26拠点、FC54拠点をもち、80%を超える高稼働率を誇る。新規出店も盛んで利益率は非常に高く、2011年3月期の経常利益率は14.8%となっている。トラストは当面、このレンタカー事業を中心とした収益の拡大を図ることとなる。

図7 自動車セグメント 部門別損益

項目	(単位100万円)	FY03/07	FY03/08	FY03/09	FY03/10	FY03/11	FY03/12 (計画)	FY03/12 (ARJE)
売上高	新車	48,969	52,590	42,005	41,686	42,937	42,982	42,000
	中古車	23,992	27,925	22,833	17,656	21,095	18,403	20,000
	サービス	19,334	21,828	21,691	21,545	21,375	21,502	21,500
	レンタカー	2,330	2,566	2,323	2,792	3,505	4,289	4,500
	合計	<b>94,626</b>	<b>104,910</b>	<b>88,853</b>	<b>83,681</b>	<b>88,914</b>	<b>87,177</b>	<b>88,000</b>
粗利額	新車	5,525	6,431	5,362	5,356	6,010	5,426	5,500
	中古車	3,767	4,200	3,323	3,027	3,663	3,842	4,800
	サービス	5,399	7,416	7,468	8,146	8,023	7,686	8,200
	レンタカー	931	1,086	1,101	1,429	1,766	2,056	2,500
	合計	<b>15,622</b>	<b>19,133</b>	<b>17,256</b>	<b>17,959</b>	<b>19,469</b>	<b>19,012</b>	<b>21,000</b>
粗利率	新車	11.3%	12.2%	12.8%	12.8%	14.0%	12.6%	13.1%
	中古車	15.7%	15.0%	14.6%	17.1%	17.3%	20.9%	24.0%
	サービス	27.9%	34.0%	34.4%	37.8%	37.5%	35.7%	38.1%
	レンタカー	34.0%	42.3%	47.4%	51.2%	50.4%	47.9%	55.6%
	合計	<b>16.5%</b>	<b>18.2%</b>	<b>19.4%</b>	<b>21.4%</b>	<b>21.9%</b>	<b>21.8%</b>	<b>23.8%</b>

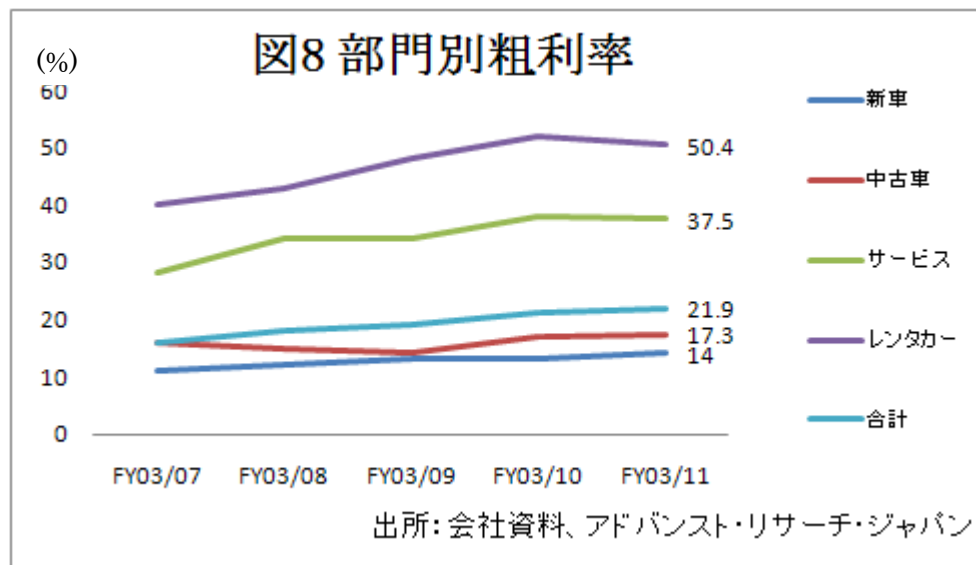
出所: 会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン

## 経営力分析

当社の最大の強みは、自動車販売のノウハウである。国内の自動車販売は、ごく一部の販売店を除き、それほど儲かる業界ではない。結果、最近では日産が最盛期 5 系列を展開していた自社の販売店網を、1 系列に事実上統一、ホンダや三菱自動車も 3 系列から 1 系列へ統一、2 系列以上を依然として維持しているのは、トヨタ自動車のみという状況である。各社とも縮小している国内自動車市場で、効率化のために販社の統合・廃止を繰り返しており、特に日産自動車ではこの動きが活発である。ゴーン改革の中、経営不振に陥り、日産自動車本体からの財務的な援助が急速に無くなった多くの日産系販社では、一部、身売りの動きがあり、そこに VT ホールディングスの高橋社長が注目、相次いで M&A により、3 社の日産系販売会社を手に入れた。

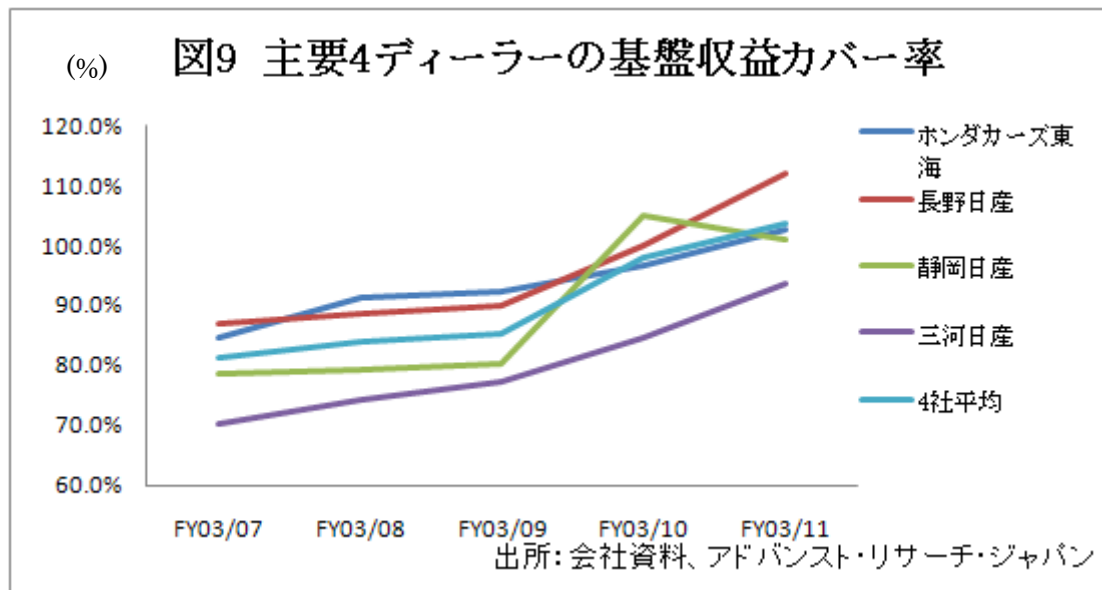
買収するとすぐに、ホンダカーズ東海のトップ営業社員を送り込み、“積極的な合理化を実施しない”にも拘わらず、短期間で急速にその経営を立ち直らせている。人員削減や給与の削減などは行わず、一方で営業効率の徹底的な最適化を行っている。静岡日産などは合併会社であるため、隣接地に 2 つの販売店が存在したこともあり、この場合は効率を考え、店を統合している。また店頭における新車販売の成約率であるが、VT ホールディングスでは約 30%となっている。即ち、店頭に来る顧客の 10 人に 3 人は車を購入することとなる。この指標、日本平均では約 10%であることから、VT ホールディングスでの効率は平均の 3 倍ということになる。

また、自動車販社で最も重要な指標は固定費カバー率（基盤収益カバー率ということもある）とその推移である。





経営力分析



ここで言う固定費カバー率とは、新車以外の収益（中古車・サービス・金融他）で、販売管理費をどの程度カバーできるのか、ということである。即ち、この指標が 100%を上回っているということは、新車販売からの利益が無くとも、それ以外の利益でコストが賄える、新車販売に依存し過ぎない収益体質を持っている、ということになる。図でわかるように、5年ほど前までは、大半の販社が90%を下回るカバー率で収益は低迷していたが、当社が経営に参画してから改善が進み、特に最近の3年間の収益の改善度には目を見張るものがある。現在では三河日産を除く全社が100%を超えており、理論的には新車の販売が無くとも、赤字には転落しないということになる。その三河日産も、2007年3月期に70%であったカバー率が、2011年3月期には93.5%まで上昇しており、その改善幅は子会社販社中では最も高い。

業 績

前期は連結売上高 926 億円(前期比 10.5%増)、営業利益 59 億円 1,900 万円 (32.6%増)、経常利益も 57 億円 (34.9%増)、純利益 27 億 6,300 万円 (52.7%増) で、過去最高益を更新した。政府による新車買い替え促進政策により、上期を中心とした新車販売の好調が寄与したことが大きい。今期は、この促進効果が無くなり、かつ、東日本大震災による消費への影響で、会社側は連結売上高を 900 億円 (2.8%減)、営業利益を 50 億円 (15.5%減)、経常利益を 46 億円 (19%減)、純利益は 23 億円 (16.7%減) としていた。が 6 月 15 日に、子会社である E-FOUR 売却により、純利益のみ、予想値を 36 億円に引き上げている (30.3%増)。

会社計画によれば、今期は新車販売の伸び悩みが大きいとのこと。東日本大震災の影響で、国内新車販売台数は、上期を中心に大きく落ち込む模様。これを下期で取り返し、通期では横ばいから微減少と思われる。当社はホンダ系・日産系の販売会社を中心である。日産系は地震の影響からいち早く立ち直り、国内生産の正常化が 6 月末と、比較的早い回復を示しているが、ホンダ系は調達部品不足の問題で、その生産正常化がこの秋以降にずれ込む模様。また、今年の新車も、ホンダ系はフィットシャトル、日産系はラフェスタ(マツダからの OEM 調達)程度と、その投入数は少ない。新車部門からの粗利はやや減少する方向で考えるべきであろう。

一方、中古車ビジネスは、新車販売台数の減少と、震災の影響により、需給関係が非常にタイト、オークション等での中古車取引価格は大きく上昇している。このため、中古車の販売台数自体は横ばいから減少を見込むものの、その粗利率は大きく上昇、結果粗利益の絶対額は大きく増加するものと思われる。2011 年 3 月期実績では、自動車ビジネスの粗利益のうち、新車関係は約 30%、中古車関係は約 20%、車検や保険などのサービス関係が 40%程度だが、会社側はこの 3 分野の合計粗利益が、今期は前期比 5%程度減少するものと前提。が、現在の中古車市場の状況や、引き続き改善が続く固定費のカバー率などを考慮すれば、会社計画が保守的に作られているものと容易に想定はできよう。また、利益率の非常に高いレンタカー事業が順調に推移していることも、更に利益を押し上げる要因となろう。

図 7 にある通り、会社側は今期の粗利益を 190 億円と計画しているが、ARJ では中古車・サービス及びレンタカーの事業が保守的と判断、特に中古車市場の現在の活況な状況を考えた場合、粗利率の上昇が会社予想以上に進むものと推測する。結果、会社予想に対し、中古車で約 10 億円、サービスとレンタカーでそれぞれ約 5 億円ずつ、粗利益を上乗せし、今期の会社全体の粗利益を、会社予想に対し約 20 億円上回る 210 億円と予想する。このため、今期の営業利益も、会社予想の 50 億円に対し、65 億円と 15 億円ほど上回るものと予想する。

図10 セグメント別売上構成

項目	(単位億円)	FY03/08	FY03/09	FY03/10	FY03/11	FY03/12	FY03/12	FY03/13
						CE	ARJE	ARJE
売上高	自動車	1,049	888	836	881	871	880	900
	その他	30	45	45	36	28	20	10
	連結	1,079	934	882	926	900	900	910
営業利益	自動車	34	22	41	57	50	65	70
	その他	2	5	4	1	0	0	0
	連結	33	23	44	59	50	65	70

出所: 会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン

## 業 績

ただ、来期（3/13期）以降について、現状のままではその成長性には限界があると言わざるを得ない。国内新車市場が成熟しており、販売台数は横ばいから縮小の方向に向かうことが予想され、かつその売れ筋も、利幅の比較的薄い、小型車・軽自動車为主体になると思われるからである。今期に恩恵を受けている中古車ビジネスも、自動車の生産が正常化するに従い、今下期からピークアウトしてこよう。会社側もこの点は十分認識しており、既存の主要4販売会社の収益性を更に改善させつつ、更なるM&Aによる販社網の拡大を考えている模様である。

即ち、過去相次いで行ってきた、“経営不振の自動車販社をM&Aにより買収し、当社の経営ノウハウにより収益を大きく改善させる”、この戦略の継続である。出来れば1年あたり1社程度の割合で更に販社の買収を行い規模を拡大させたい、というものである。勿論、国内自動車販社の多くは、メーカーの販売戦略に深く組み込まれており、容易に手放すことはそう頻繁に見るものではない。が同時に、日産自動車を初め、販社への直接出資は極力避けたい、との意向を示すメーカーも多くなっている。国内で販売台数が非常に多いトヨタや、比較的堅調に販売が推移している、スズキやダイハツなどは別にして、他ブランドの国内販社の収益状況は決して楽なものではない。この状況は今後、益々厳しくなるものと思われる。販社の経営ノウハウをもち、実際結果を出している当社に、そういった赤字終始の販社経営を任せたい、ないしは、自分のところでは収益改善には限界があり、買い手がいれば売りに出してもよい、そう思われる自動車販社が折につき、出てくる可能性は比較的高いと思われる。

販社の規模にもよるが、1社あたり20-30店舗の営業店がある地方の自動車販社というところ、買収に必要な金額は、20-30億円程度であろう。当初は赤字体質としても、経営効率の改善に成功し、収益が回復した暁には、経常利益で20億円程度、純利益で10億円強の収益は可能であろう。少なくとも当社が過去に買収し、黒字転換している国内販社では、このような実績を残している。つまり、買収資金に30億円必要だとしても、3年少しでの資金回収は可能であるということである。どのブランドでも、どの赤字販社でも良いと言うことは勿論無く、適切な条件を持った最適な売り物件が必要となるが、もしその機会があれば、当社は更に積極的に買収する方向である。

仮に今後、5年間（3/16期まで）程度を見た場合、国内で販社を3-4社、買収出来たとすれば、売上高で1,000億円前後の増額効果が出る。1社当たりの固定費カバー率を100%ちょうどと考えても、営業利益・経常利益で合計50億円前後のONとなる可能性も出てくる。経営陣によれば、まさにこれが今後の拡大戦略であり、5年後の連結売上高約2,000億円、営業利益100億円強、これら大台の数値が達成される。これも全ては、今後の国内自動車市場の成長性が限定されており、だからこそ、業容・収益の拡大にはM&Aしかない、そしてその収益性の短期間での改善ノウハウには自信がある、との経営陣の考え方によるものであろう。

VTHD [7593/JQ] 選足 2011/07/28



(出所) 株QUICK

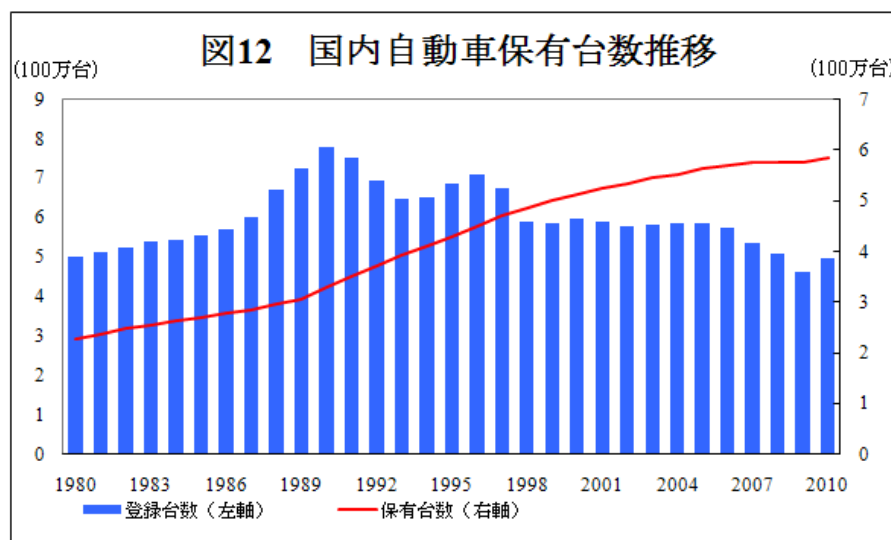
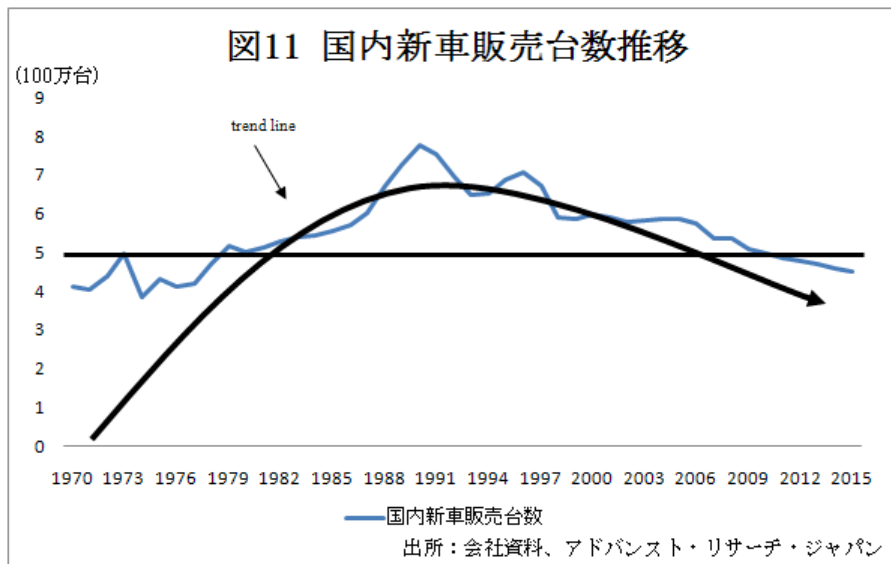
上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び大阪証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2009/3	2010/3	2011/3	2012/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	160	232	360	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	53	52	137	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	5,842	120,478	47,379	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	93,430	88,276	92,657	90,000
	営 業 利 益	百 万 円	2,393	4,464	5,919	6,500
	経 常 利 益	百 万 円	1,929	4,226	5,700	6,000
	当 期 純 利 益	百 万 円	-423	1,809	2,763	4,300
	E P S	円	-12.6	53.6	80.7	124.0
	R O E	%	-5.4	21.1	25.2	-
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	15,908	23,152	20,634	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	50,096	44,676	45,095	-
	資 産 合 計	百 万 円	66,005	67,829	65,730	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	44,364	42,893	37,813	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	13,376	14,446	14,815	-
	負 債 合 計	百 万 円	57,741	57,339	52,628	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	7,574	9,567	12,086	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	8,263	10,489	13,101	-
	営 業 活 動 による CF	百 万 円	-592	8,018	6,619	-
	投 資 活 動 による CF	百 万 円	-3,781	3,186	-916	-
	財 務 活 動 による CF	百 万 円	3,993	-6,122	-6,304	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	1,908	6,982	6,352	-

リスク分析

1) 中長期的に見れば、国内の自動車市場は縮小する方向。

2010年の国内自動車販売台数は460万台、ピークであった1999年の777万台に比較すると、僅か57%の水準である。今後、10年程度を見た場合、この市場規模は更に縮小し、400万台程度まで減少することも予想される。これは、今後の人口減少・少子高齢化・人口の大都市圏（特に東京）への流入、ガソリン価格の高騰、消費税など税率の引き上げ・所得の伸び悩み、などを考えると、致し方無いものと思われる。また売れ筋の車種も、安価で小型な軽自動車や小型車に更に移行、販社からとってみれば、利益率の悪い方向に車種構成がシフトし続けることを意味する。台数が伸びず、車種の小型化が更に進めば、新車関係の利益は、伸び悩みまたは、減少する方向である。ましてや、一部のメーカーが成功報酬的に販社に払っている報奨金が、今後益々削減される方向である。国内での新車がらみの収益は、伸びにくい環境が揃っている。



## リスク分析

### 2) 中古車ビジネスのピークアウト。

前述のように、今期に震災の影響で価格が高騰している中古車価格であるが、国内生産の回復に伴い、来期は落ち着いてくる可能性は高い。すると、今期は粗利率の良い中古車ビジネスの利益増を受けている当社や子会社販売は、来期は反対に、その利益が減少に転じる可能性は高い。新車が伸び悩んでいる中で、中古車も低迷すると、販社の収益はすぐに悪い方向に転換する可能性はある。

### 3) M&A ターゲットになるような販社が出てくるのか？

前述通り、当社は出来れば、トヨタ・日産・ホンダと言った、フルラインメーカーの自動車販社を買収したい、それも経営に行き詰っている赤字体質な会社を安い値段で買収したい、これが当社の基本戦略である。そして、国内販社は震災以降の消費低迷により、収益性は非常に悪化しており、その経営を投げ出すメーカーも確実に出るはず、との経営陣の思いがある。が、その一方で、利益が上がらないといって、そう簡単に自社ブランドの販社を売却するものかどうか、という疑問である。

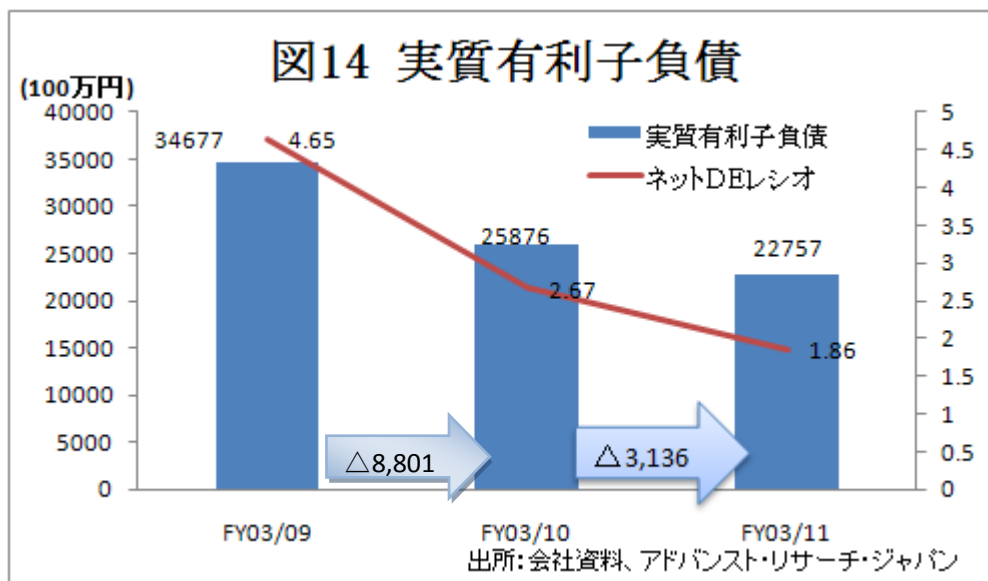
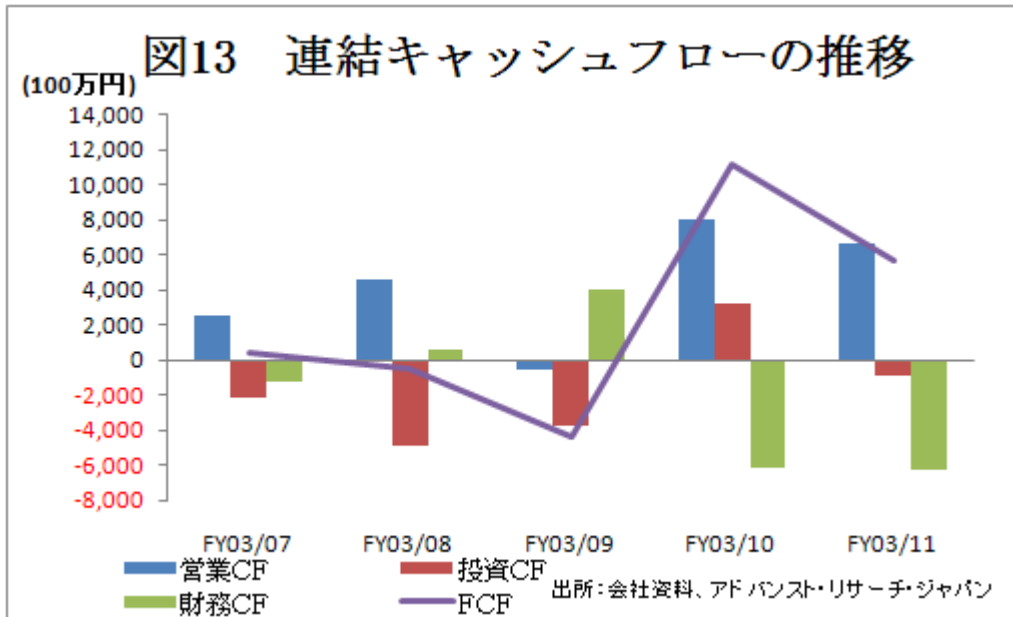
### 4) 販社の経営改善は持続的に進むのか。

過去の買収した販社の収益改善の実績は素晴らしいものがある。これは事実である。が、今後も、これが続くのか、買収した会社全てで思惑通り経営改善が進むのか、今までとはやや様相が変わるのではないか、こういった疑問が存在することも事実であろう。リスクと言えばリスクである。特に国内市場が今後更に縮小し、小型化が進めば、その経営環境は今まで以上に厳しい。また、軽自動車はその比率を益々上げることが予想される中、ダイハツやスズキの牙城を切り崩せるのか、ホンダも日産も今後軽自動車に力を再度投入すると言っているが、これが販社経営にプラスなのかマイナスなのか、早急な答えは出にくい。また、現状ではメーカー側から成功報酬としての報奨金が依然出ることが多いが、今後は、この報奨金は削減される方向であり、販社にとっては明らかに収益面で厳しくなる。

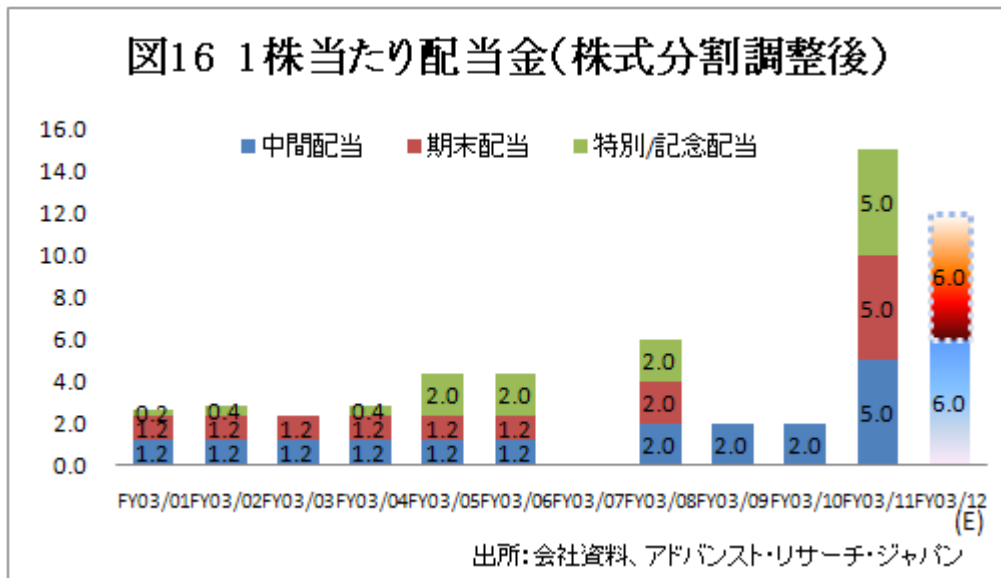
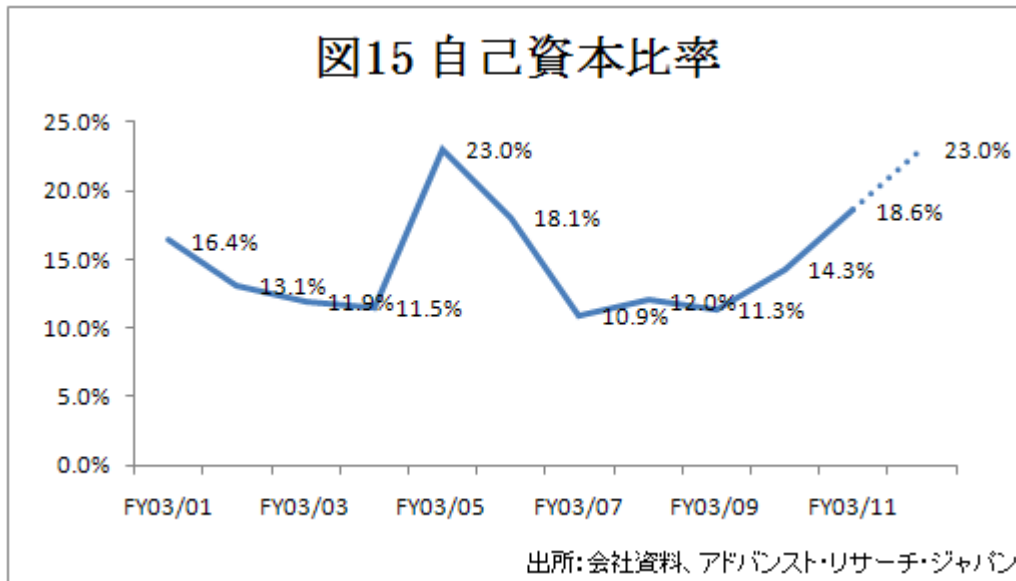
### 5) 資金需要。

フリーキャッシュフローは過去 2 年連続して黒字である。利益が過去最高を更新し、大規模な投資案件が無かったことがその背景である。今期は E-Four の売却により、特別利益も 10 億円以上、計上できる見込みである。ただ、実質有利子負債がなお 227 億円残っており、自己資本比率は依然 18.6% (前年度実績) という過小資本では、買収案件が出てきた場合、将来の潜在株増、希少化を伴うファイナンスの需要はいつも考慮すべきであろう。また、現在は、名古屋 2 部及び JASDAQ のみの上場であるが、更に規模の大きい取引所への移行や、取引所自体の合併などの可能性も、当社の今後の資本政策に微妙に影響を与える可能性がある。ちなみに自己資本比率は早期に 20%を達成することを目標とし、配当性向も同時に 20%を将来の目標としている (昨年度実績は 18.5%)。

リスク分析



リスク分析





## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、大証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで株式会社アドバンスト・リサーチ・ジャパン（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、大証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、大証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を大証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、大証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

## &lt;指標の説明について&gt;

本レポートに記載の指標に関する説明は、大阪証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.ose.or.jp/jasdaq/5578>