

# V Tホールディングス (7593・JASDAQスタンダード、名証2部)

2012年4月27日

## 相次ぐ M & A で過去最高益更新中

### アップデートレポート

㈱アドバンスト・リサーチ・ジャパン  
遠藤 功治

#### 主要指標 2012/04/26 現在

株 価	708 円
年初来高値	748 円 (12/4/26)
年初来安値	322 円 (12/1/10)
発行済株式数	36,793,678 株
売買単位	100 株
時価総額	26,050 百万円
予想配当 (会社)	20.0 円
予想EPS (アナリスト)	122.6 円
実績PBR	1.67 倍

#### 直前のレポート発行日

ベーシック	2011/7/22
アップデート	—

### 2012年3月期は会社計画を上回る業績

5月中旬に発表される予定の2012年3月期業績は、営業利益で67億円程度と、会社計画の62億円を5億円ほど上回って着地するものと弊社では予想している。当初予想が保守的であったことに加え、主力の国内自動車販社4社の収益が、堅調に伸びていることが主因である。昨年末からの補助金効果により、国内新車販売が、下期で毎月2ケタ増と堅調に推移、また当社の事業の柱であるところの、各販社での経営効率の改善が、サービスや中古車販売での改善により、引き続き見られたことが大きい。結果として、第3四半期で増額修正された計画値を更に上回り、過去最高益を更新すると考える。

### 国内外2販社をM&Aで獲得、2期連続で過去最高益更新へ

当社はかねてから自動車販社のM&Aを通じた事業基盤の拡大を目指してきたが、今年3月、国内で日産系、英国で三菱系販社を、M&Aにより取得した。両社共に連結化は2013年3月期からとなる。共に永らく収益の低迷が続いていた販社であるが、当社経営手法の移植により、早くも新年度から両社合わせて営業利益7億円程度の貢献が出来る模様である。既存の販社収益も堅調に推移する見通しで、2013年3月期の営業利益は80億円と19%増加、2年連続で最高益更新を予想する。経営陣は更なるM&Aにも意欲的で、2014年3月期以降の継続的な収益増・配当金の増加も期待出来よう。

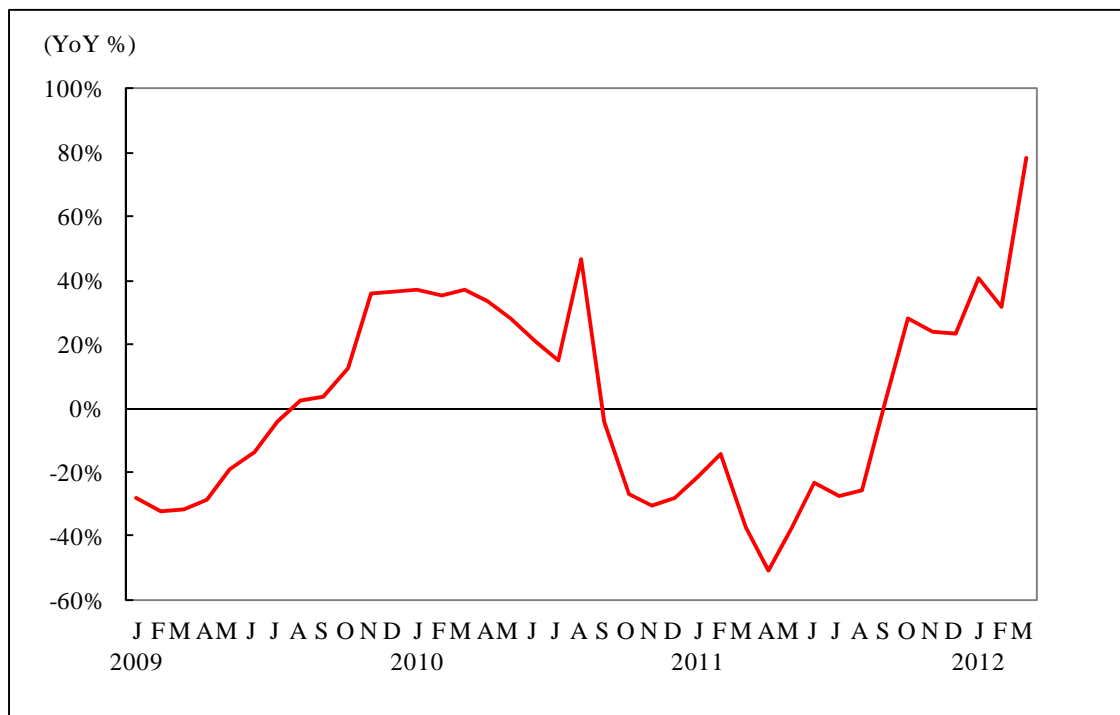
業 績 動 向			売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2011/03	3Q(4-12月)	実 績	67,312	7.8	3,916	58.8	3,720	66.2	1,880	83.0	55.13
2012/03	3Q(4-12月)	実 績	65,607	-2.5	4,117	5.1	4,027	8.3	3,080	63.8	89.61
2011/03	通 期	実 績	92,657	5.0	5,919	32.6	5,700	34.9	2,763	52.8	80.69
2012/03	通 期	会 社 予 想 (2011年10月発表)	94,000	1.4	6,200	4.7	6,000	5.3	4,000	44.8	116.51
		旧・会社予想 (2011年06月発表)	90,000	-2.9	5,000	-15.5	4,600	-19.3	3,600	30.3	103.78
		新・アナリスト予想	94,000	1.4	6,700	13.2	6,500	14.0	4,200	52.2	122.60
		旧・アナリスト予想 (2011年7月発表)	90,000	-2.9	6,500	9.8	6,000	5.3	4,300	55.6	124.00
2013/03	通 期	新・アナリスト予想	115,500	22.3	8,000	19.4	7,800	20.0	4,500	7.1	131.30
		旧・アナリスト予想 (2011年7月発表)	91,000	1.1	7,000	7.7	6,500	8.3	3,900	-9.3	112.40

業 績

2012年3月期業績

会社側は第3四半期決算にて通期予想を増額修正したが、その修正値をも更に上回る好業績が期待できよう。2012年3月期売上高は、会社計画値である940億円前後（前期比1.5%増）に落ち着く見込みだが、営業利益は67億円程度と、直近の会社計画を約5億円ほど、上回る可能性が高い。期初での予想値50億円の比ると、30%以上の上乘せとなり、収益は当初想定以上に堅調と言えよう。この主要因であるが、元々の会社公表値が比較的保守的に設定されていたことに加え、上期での東日本大震災後の影響が、想定よりは軽微であったこと、また、昨年末からのエコカー補助金復活により、新車販売が急速に回復してきたこと、そして、そのような国内市場環境の中で、既存の主力4 販売（ホンダカーズ東海・長野日産・静岡日産・三河日産）の経営効率（固定費カバー率や1台当たりの粗利益等）が更に改善したことが大きい。

(図1：国内新車販売推移 前年同月比 %)



出所：日本自動車販売協会連合会

## 業 績

自動車販社  
2社をM&Aで取得

従来から、当社経営陣は、M&Aによる業態拡大を積極的に推し進めてきた。元来、ホンダ系販社であった当社が、収益性の非常に悪い日産系3社の販社を傘下に収め、その経営効率を大幅に向上させ、現在ではこの日産系3社が、収益の柱になっているという事実は、このM&A戦略が順調に成果を上げている証左であろう。このM&A戦略の新たな展開が今年に入って見られた。3月に、国内では日産サテオ埼玉を、英国ではCOLT CARを相次いで買収したのである。

## 日産サテオ埼玉：

日産の販売会社で、埼玉県大宮市を中心とした埼玉県南東部を拠点とする。年間の新車販売台数は約4,000台前後で、日産販社の中では中規模。売上高110億円、営業利益はほぼ損益トントン。純資産はマイナスの10億円、これに土地の含み損等を入れると、約30億円程度の累損。今回、15億円を資本投入する。新車の粗利は台当たり約14万円と、VT平均の30万円に比べると半分以下の水準に留まるが、今後の経営効率の改善により、当社では吸収後1年目となる2013年3月期から、営業利益段階で5億円程度の黒字を見込む。販売地域の中心が東京に近いベッドタウンで、登録車に比率が高く、日産の中・大型車を中心とした保有台数も多いものと思われる。順次経営効率を上げることにより、最終的には、買収した他の日産系列販社と同様の、営業利益率10%（営業利益で10億円+ $\alpha$ ）の達成を目指している。傘下の長野日産（年間新車販売約8,000台）、静岡日産（同7,000台）に次ぐ規模の台数・収益貢献も期待できよう。

## COLT CAR RETAIL（英国）：

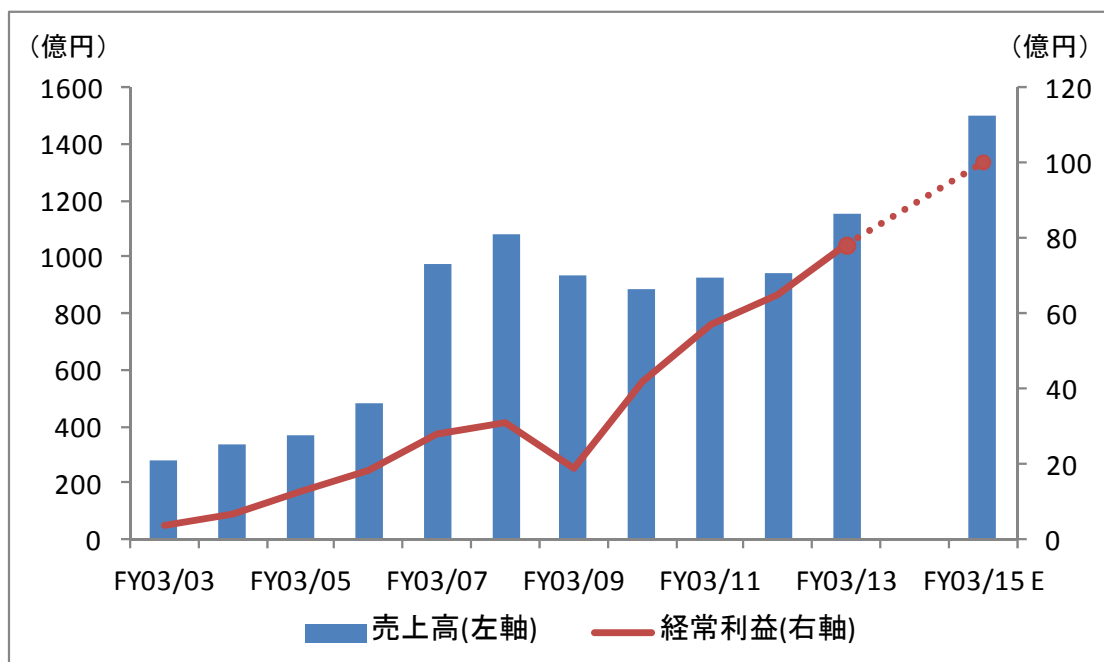
三菱商事の100%出資子会社、ロンドン近郊を商圏として、三菱車を年間1,000台程度販売。また、この新車とは別に、2,500台程度の中古車を販売、前期売上高は90億円、営業損益は約2億円の赤字と、事業規模は比較的小規模。買収資金は5億円。当社としては初の三菱系販社となる。三菱車の英国市場での販売が永らく低調であったことに加え、人が多いなどの経営面での問題もあり、収益性は低い状況が続いたが、今後は中古車の下取り対策や、コスト削減を進めることにより、5%程度の営業利益率（5億円前後）は十分に見込める。また、VTの子会社、トラストの中古車事業にも、間接的な貢献を与える期待がある。以上により、連結決算での貢献度は初年度今期から始まり、営業利益は今期2億円、来期5億円程度の黒字を見込む。

業 績

2013年3月期業績

この買収した2社は、2013年3月期から連結対象となる。両社合わせて、初年度の売上規模は約200億円、営業利益は7億円程度となり、これが当社の新規連結として業績に貢献を始めることとなる。従来からの事業であるが、主力のホンダ系1社と日産系3社の販社は、エコカー補助金の恩恵を受ける上期を中心に、新車販売の大幅な上積みを狙っている。反面、下期にこの大幅な反動を懸念する声が高いのだが、当社の場合は、ホンダ・日産の主力車のモデルチェンジ・新車投入が下期にかけて多いため（ホンダは2種類の新型軽自動車とアコード、日産はノート・シルフィー・キャラバンなど）、会社側は下期も堅調な販売を想定している。これら販社の固定費カバー率は、更に110-120%台に改善、特に今まで子会社群の中では比較的低位に留まっていた三河日産のカバー率が、初めて100%を超えることが期待出来よう。新車以外の部門では、特に利益率の高いサービス、及びレンタカー事業での収益が堅調に推移するものと期待される。弊社では、新規連結2社を除く従来部分の業績は、売上高で950億円程度、営業利益で72億円程度と予想する。結果、新規2社と従来からの既存ビジネス合計での連結売上高は、1,150億円程度（前年度比22%増）、営業利益は80億円程度（同19%増）と予想する。なお、純利益では、2012年3月期に特別利益として13億円が計上されている（環境部門の売却益）ため、2013年3月期の純利益は45億円程度と7%増になるものと予想する。

(図2：当社業績推移 売上高、経常利益)



出所：会社資料、ARJ

## 業 績

### 更なるM&Aの 可能性も

今後の国内自動車市場は、中・長期的に見れば、人口の減少と高齢化の更なる進捗により、縮小の方向である。これにも増して、世帯収入の伸び悩みやガソリン高などで、車種構成は更に悪化、小型車や軽自動車が主流になるものと予想される。メーカーからの報奨金なども廃止される方向であることを考えると、国内での一部販社の経営は、今後非常に厳しくなるものと予想される。そういった環境の中で、経営に行き詰まり、当社のような“勝ち組”にブランドの垣根を越えて、売却に動くケースは多々あるものと推測する。特に日産系列が、未だに日産直営の販社が国内に40社ほど存在、その多くが低収益性にあえいでいるとされる。日産本体は、従来から直営での販社経営には消極的な姿勢を示しており、今後こういった販社の何社かは、当社にとっての格好のM&A候補になりうる。勿論、トヨタ系列などでは、話は全く正反対で、大半が独立資本で収益性も高く、またトヨタグループ内での配慮・統率力が非常に高い。結果、当社のような他のブランド販社への売却という選択は殆ど無いものとする。当社にとっても、M&Aターゲットは、どの販社でもいいというものでは勿論なく、ある一定の販売・保有台数規模があり、ブランド力がしっかりしており、経営効率の改善により、ある一定水準以上（営業利益率で10%前後）の利益が数年間以内には達成できる販社に限る。こういった企業が今後何社、M&A対象として浮上するのか、実際何社を買収できるのか不透明ではあるが、可能性として、2013年3月期についても、更なるM&Aが実施される可能性は高い。少なくとも、経営陣は引き続きM&Aによる取得には、非常に意欲的である。2014年3月期は、既存ビジネスでの売上・利益の伸び率は、共に10%以内の小規模なものとなろうが、更なるM&A案件の有無とその寄与度によっては、営業利益での100億円乗せも、十分可能であるとする。

### 半年で2倍以上に 上昇した株価

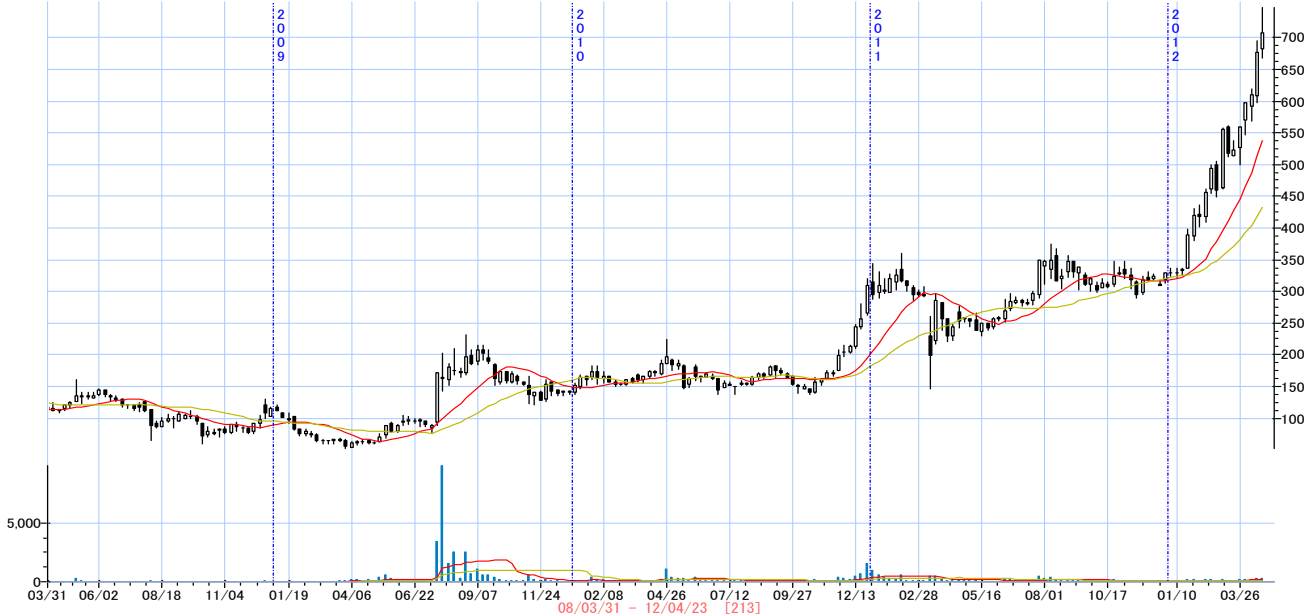
昨年7月末に弊社が第1本目のレポートを出版した時の株価は296円、それから直近まで、株価は2倍以上に上昇した。堅調な業績・増額修正・配当金の積み増しなどに加え、M&Aを基本戦略とした業務拡大の手腕が市場から高い評価を受けたものと思われる。結果、時価総額は当時の107億円から、今年4月中旬の段階で、250億円の水準まで拡大、売買高・金額も急増したことで、JASDAQ市場の“J-Stock”銘柄に選定された。2013年3月期も、前述のように弊社では堅調な業績推移を見込んでおり、新規連結された2社の販社の収益貢献も早くも見込まれよう。これに伴い、配当金の更なる上積み期待も大きい。昨年度の2社のM&Aに引き続き、今年度も新たな買収に向け、経営陣の姿勢は積極的である。これらを考えると、今年度も昨年度に似た経営環境であり、2期連続の過去最高益となる可能性は高いものと弊社では考

## 業 績

える。PER や PBR など、株価のバリュエーションは、昨年来大きく上昇はしているものの、まだ割高という水準までは来ていない。公募増資などの新たな株式を伴うファイナンスの可能性には注意が必要ではあるが、引き続き株価の上値は高いものと思われる。



VTHD [7593/JQ] 週足 2012/04/27



(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。

			2009/03	2010/03	2011/03	2012/03 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	94,000
	営 業 利 益	百 万 円	2,393	4,464	5,919	6,700
	経 常 利 益	百 万 円	1,929	4,226	5,700	6,500
	当 期 純 利 益	百 万 円	-423	1,809	2,763	4,200
	E P S	円	-12.61	53.62	80.69	122.60
	R O E	%	-5.4	21.1	25.2	29.2
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

### 市場のリスク

1) 2012年国内新車販売は下期に急落する。  
 エコカー補助金が昨年末に復活、一定の燃費基準を満たした車に対し、台当たり登録車では10万円、軽自動車では7万円が支給される。但し、今回の予算枠は3,000億円であり、枠が埋まり次第、補助金の助成はなくなる。現在の販売状況から類推するに、今年の7月から8月にかけて、枠が完全に消化される可能性が高い。結果、下期の新車販売は、上期の反動もあり、急落する可能性がある。各社とも、新車投入を例年に比べ多くするなどの措置を取るが、上期の高い販売水準が完全にオフセットすることは難しく、下期の急落によって、1年間を通した販売台数は、年度では若干減少するとみられる。販社を取り巻く環境も、少なくとも新車販売部門に関しては、下期相当に厳しい状況が予想される。

### 当社固有のリスク

2) 旺盛な資金需要が続く。  
 今回買収した2社に関しては、その必要買収資金は、国内分での増資を含め、合計でも20億円程度である。が、一方で、今後も販社を対象にしたM&Aに経営側は非常に積極的であり、更なるM&A案件があれば、また、それが更なる大型物件であれば、必要資金は比較的巨額になる可能性も否定できない。バランスシートはなお健全であり、2011年12月末の有利子負債は260億円、現預金50億円を引いた実質有利子負債は210億円、株主資本で割った実質的なD/Eレシオは、1.46倍で、2011年3月期の1.64倍からも改善傾向であり、特に問題化している訳ではない。一方で、株価はこの1年間で2倍以上に上昇、新たな株を含むファイナンスによる資金獲得というオプションが浮上してもおかしくは無い。株価の面で考えれば、投資家は注意が必要であろう。

3) のれん代の発生の可能性も。  
 現在までのところ、のれん代の発生による一時的な収益圧迫要因は、当社の場合は軽微である。買収している販社の収益は、過去永らく低迷、大半の会社が赤字経営でかつ資産を食いつぶしているところが多かったことが背景にある。が、今後、買収する先には、それほど財務体質が悪い状況まで追い込まれていないところもある可能性があり、のれん代の発生が収益を押し下げる可能性も否定できない。

4) 経営効率の改善は今後も持続的に進むのか。  
 当社の強みは、赤字ないしは収益低迷が続いた販社を、リストラすることなく、短期間で黒字化させる経営ノウハウである。過去相次いで買収した3社の日産系販社が、現在では収益の柱になっていることを見ても、その実績



## リスク分析

には輝かしいものがある。が、これが今後、継続的に進むのかという疑問が残ることも事実であろう。日産系の販社では、なお日産本体から成功報酬としての報奨金が出る場合が多いが、今後は、この報奨金は減額ないしは廃止の方向に向かう可能性が高い。また、国内新車市場の長期的な縮小はほぼ確実であり、かつ小型車・軽自動車の比率が高まることも確実であろう。当社傘下の各販社は、固定費カバー率の改善により、新車が売れなくとも黒字経営を持続出来る体質にはなっている。がその一方で、長野日産やホンダカーズ東海のように、固定費カバー率が既に120%前後と、自動車販社としてはかなり高い水準に到達しているところもあり、これ以上の更なる経営効率の改善は難しいとも言える。

## ディスクレーマー

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・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。

### <指標の説明について>

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>

# お詫びと訂正

■2012年5月8日

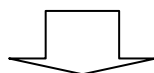
次の記載内容の一部に誤りがございましたので訂正いたしました。(下線部)

お詫び申し上げます。

株式会社アドバンスト・リサーチ・ジャパン

## 【修正前】

業績動向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2012/03	通 期	会 社 予 想 (2012年02月発表)	94,000	1.4	6,200	4.7	<u>60,000</u>	5.3	4,000	44.8	116.51
		旧・会社予想 (2011年06月発表)	90,000	-2.9	5,000	-15.5	4,600	-19.3	3,600	30.3	103.78
		新・アナリスト予想	94,000	1.4	6,700	13.2	6,500	14.0	4,200	52.2	122.60
		旧・アナリスト予想 (2011年7月発表)	90,000	-2.9	6,500	9.8	6,000	5.3	4,300	55.6	124.00
<u>2012/03</u>	通 期	新・アナリスト予想	115,500	22.3	8,000	19.4	7,800	20.0	4,500	7.1	131.30
		旧・アナリスト予想 (2011年7月発表)	91,000	1.1	7,000	7.7	6,500	8.3	3,900	-9.3	112.40



## 【修正後】

業績動向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2012/03	通 期	会 社 予 想 (2011年10月発表)	94,000	1.4	6,200	4.7	<u>6,000</u>	5.3	4,000	44.8	116.51
		旧・会社予想 (2011年06月発表)	90,000	-2.9	5,000	-15.5	4,600	-19.3	3,600	30.3	103.78
		新・アナリスト予想	94,000	1.4	6,700	13.2	6,500	14.0	4,200	52.2	122.60
		旧・アナリスト予想 (2011年7月発表)	90,000	-2.9	6,500	9.8	6,000	5.3	4,300	55.6	124.00
<u>2013/03</u>	通 期	新・アナリスト予想	115,500	22.3	8,000	19.4	7,800	20.0	4,500	7.1	131.30
		旧・アナリスト予想 (2011年7月発表)	91,000	1.1	7,000	7.7	6,500	8.3	3,900	-9.3	112.40