

# V T ホールディングス

(7593・JASDAQスタンダード、名証2部) 2013年2月1日

## 堅調な収益維持で高ROE・高配当性向続く

### 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 2012/1/31 現在

株 価	890 円
昨 年 来 高 値	928 円 (13/01/16)
昨 年 来 安 値	322 円 (12/01/10)
発行済株式数	36,793,678 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	32,746 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	26.0 円
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	131.30 円
実 績 P B R	1.26 倍

### 直前のレポート発行日

ベーシック	2012/07/02
アップデート	2012/10/25

### 今期業績は会社計画線で推移

2013年3月期の会社計画は、売上高1,180億円（前年同期比23%増）、営業利益78億円（同17%増）だが、ほぼこの線上で推移しているものと予想する。日産系販社の国内新車販売はやや弱めでの推移となっているが、ホンダ系販社の販売が軽自動車を中心に非常に堅調である。また中古車事業も輸出を中心に回復基調でかつレンタカー事業は引き続き好調維持。また昨年買収した日産サテオ埼玉は当初想定以上に収益の改善が顕著である。連結納税の関係で税金負担額の減少も想定されるため、純利益・EPSが計画線からやや上振れ、結果、公約配当性向である20%を守るには、今期の配当金が当初想定定の26円から更に2円程度、上乘せされる可能性もあると考える。

### 固定価格型のファイナンスを実施

昨年11月に新規の資金調達を発表、固定株価資金調達と言われるもので、UBSを割当先として約300万株を発行予定（約8%の希薄化）、行使価格は1,200円で固定、結果最大で約36億円の資金調達となる。但し、新株予約権者による権利行使があって初めて資金調達がなされるので、すぐにこの金額が入る訳ではない。また株価が行使価格に到達しないなどの理由で権利行使が無い場合、上記調達予定金額に達しない可能性もある。また割当先のUBSにとっては1,200円以上の株価にならないと利益は出ないという水準。即ち、この行使価格は当社の将来性を十分考慮した上での、発行体（ないしは割当先）の株価達成のメドとも言える。

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	2Q(4-9月)	実 績	43,394	-8.1	2,900	2.6	2,829	5.3	2,484	87.8	72.1	
2013/03	2Q(4-9月)	実 績	55,589	28.1	3,163	9.0	3,025	6.9	1,808	-27.2	51.5	
2012/03	通 期	実 績	95,974	3.6	6,662	12.5	6,562	15.1	4,361	57.8	126.9	
2013/03	通 期	新・会社予想 (2012年11月発表)	2012年5月より変更なし									121.4
		旧・会社予想 (2012年5月発表)	118,000	22.9	7,800	17.1	7,600	15.8	4,300	-1.4	124.1	
		新・アナリスト予想	2012年10月より変更なし									
		旧・アナリスト予想 (2012年10月発表)	118,000	22.9	8,000	20.1	7,800	18.9	4,500	3.2	131.3	
2014/03	通 期	新・アナリスト予想	2012年10月より変更なし									
		旧・アナリスト予想 (2012年10月発表)	140,000	21.2	10,000	25.0	9,800	25.6	5,500	22.2	136.2	

業績

今期業績動向

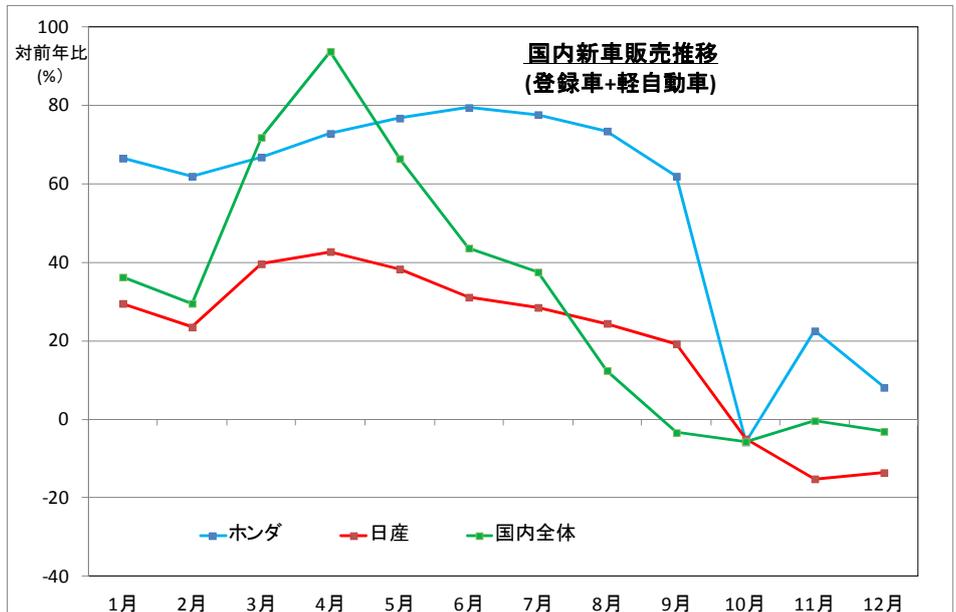
今期業績はほぼ会社の想定線で推移しているものと思われる。当社の基幹事業である国内での新車販売であるが、ホンダ系が堅調なのに対し、日産系がやや苦戦中となっている。

国内新車販売は、エコカー減税の予算枠消化により、昨夏以降大きく減速しており、登録車と軽自動車を合わせた新車販売は、昨年9月以来、対前年同月比で減少が続いている。この中において、日産自動車は特に低迷しており、11・12月と2カ月連続で2ケタ減となっている。永らく国内に於いて新車が無かったが、昨年下半年からは積極的な新車投入を開始、新型ノート、新型セレナなどはほぼ想定線で売れている。しかし、自前の軽自動車が無いこと、ハイブリッド車の品揃えが少ないことなどもあり、新車以外の販売が非常に低迷、結果、足元では国内全体平均を下回る販売が続いている。

一方のホンダであるが、登録車では同様に不振が続いているが、軽自動車の販売が絶好調となっている。昨年立て続けに投入された新型軽自動車、N-Box、N-Box +、N-One の3車種の販売が活況で、軽自動車国内トップのダイハツやスズキを猛追している。国内全体の販売台数が前年割れとなる中、昨年10月を除いては前年同月比プラスを維持している。

昨年3月に新規に買収した日産サテオ埼玉と輸入車ブランド以外の、当社傘下の国内既存販売は、日産系3社とホンダ系1社であるが、日産系の販売拠点数が67拠点であるのに対し、ホンダ系は24拠点、売上規模では今上期実績ベースで、ホンダ系が当社全体の約17%の規模であるのに対し、日産系は約60%（埼玉を含む）であり、圧倒的に日産系の影響度が高くなっている。結果、今期は日産系を中心とした新車販売が低調に推移している訳だが、一方で各販売社の収益は、やや弱含みながら、相対的には底堅く推移している。

(図1： 国内新車販売、全体 VS. 日産・ホンダ)



## 業 績

新規獲得の埼玉  
の業績が大幅に上乗  
せ、英国はやや苦  
戦

昨年新規に獲得した2社の販社、一つが日産サテリオ埼玉、今一つが三菱車を扱うロンドンのGCRである。埼玉であるが業績は以前に比べ大幅に回復、今期の営業利益は8-9億円程度と、期初に見込んでいた4億円に比べ倍増する見込み。これは従前の予想が保守的であったこともあるが、VT方式と言われる販売手法が、埼玉という比較的販売環境としては恵まれている地域で、想定以上に効率改善に成功しているものと推測する。国内にある140余りの日産系販社のうち、利益率では当社子会社の長野日産がトップであるが、中間決算が終わった段階では、既に埼玉が2位に躍進している。昨年まで殆ど赤字決算だった会社が既に利益率で2位という躍進には目を見張るものがある。

一方の英国GCRであるが、欧州景気の悪化に加え、三菱ブランドに新車が無いこと、英国という日本とは完全に違うビジネス環境ということも手伝い、今期は1-2億円程度の営業赤字が残る模様。収益の改善速度は、当初計画からやや遅いものと想定するが、この第4半期からは黒字転換することが見えている模様であり、収益が着実に改善方向に向かっていることは確かであろう。これ以外のトラストやJ-net レンタカーなどの収益は堅調に推移している。結果として、営業利益における新規買収分からの今期貢献度は7億円程度の上乗せ、既存ビジネスからの収益寄与は前年比で4億円程度の上乗せ、会社全体では当初計画通り、前年度比約11億円増の78億円としている。なお弊社予想ではやや過達の80億円を変えていないが、やや未達になる可能性は否定しない。

資金調達を実施、  
次ぎのM&Aへの布石  
か

昨年11月に資金調達を発表、日本ではまだ珍しい“固定株価資金調達”という手法を採用した。これは投資銀行のUBSを割当先として、300万株を新規発行し、最大で36億円の資金を調達するというもの。300万株は固定で行使価格も1,200円で固定であり、今後の株価の動きには左右されない。この300万株とは約8%の潜在希薄率とはなるが、理論上、株価が1,200円に達するまでは行使はされない。よって、36億円の資金がいつ実際に調達できるかは不明である。また、300万株全ての行使が行われないと、調達できる金額も36億円に達しない可能性もある。また、割当予定先は、当社の許可なく予約権を行使できない仕組みとなっている。

会社側は公募増資や転換社債などで、将来いたずらに株式数が増加することをよしとせず、既存の投資家を非常に大切にす案を選択したと考える。また、このファイナンス発表時の株価は600円前後であったが、行使価格を1,200円とした背景を推測することも興味深い。当然、割当先であるUBSは、株価が1,200円以上にならないと利益は出ないこととなる。反対から見れば、株価が将来1,200円を突破するとの分析・判断があったものと推測する。

## 業 績

このファイナンスで得られるであろう資金は、一部借入金の返済などにも使われるかもしれないが、その大半は M&A 用の資金と考えることが自然であろう。現経営陣は従前より、M&A を通した他の自動車販社の獲得を通して、企業成長することを強く打ち出している。今回のファイナンスの発行目的にも、その企業方針が明確に説明されている。よって、株価バリュエーションの大きな変更が無い限り、利益（EPS）が今後 2 倍以上に、それも比較的近い将来にこれが達成されうる可能性を示唆しているものとも考えられよう。買収されうる販社の収益寄与度や、これに伴う必要資金・のれん代の有無など、M&A がらみの話は全く藪の中ではあるが、今回のファイナンスを通して、将来の M&A による利益成長のポテンシャルが、更に明確にされた点を評価したい。

（ホンダ新型 N-1 同社 HP より）



（ホンダ新型 N-Box 同社 HP より）



VTHD [7593/JQ] 週足 2013/02/01



(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。

			2010/03	2011/03	2012/03	2013/03 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 ( 年 間 高 値 )	円	232	360	562	-
	株 価 ( 年 間 安 値 )	円	52	137	221	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	120,478	47,379	23,194	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	88,276	92,657	95,974	118,000
	営 業 利 益	百万円	4,464	5,919	6,662	8,000
	経 常 利 益	百万円	4,226	5,700	6,562	7,800
	当 期 純 利 益	百万円	1,809	2,763	4,361	4,500
	E P S	円	53.6	80.7	126.9	131.3
	R O E	%	21.1	25.2	30.9	24.9
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	23,152	20,634	26,631	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	44,676	45,095	44,970	-
	資 産 合 計	百万円	67,829	65,730	71,601	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	42,893	37,813	41,872	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	14,446	14,815	12,807	-
	負 債 合 計	百万円	57,339	52,628	54,680	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	9,567	12,086	15,737	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	10,489	13,101	16,921	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	8,018	6,619	6,487	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	3,186	-916	-694	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-6,122	-6,304	-5,549	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	6,982	6,352	6,579	-

## 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>