

V Tホールディングス

(7593・JASDAQスタンダード、名証2部)
2012年7月2日

M & A 戦略で拡大続ける自動車販売大手

ベーシックレポート

(株)アドバンスト・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	1983/03
資 本 金	2,493 百万円 (2012/03/31 現在)
上 場 日	2000/06/19
U R L	http://www.vt-holdings.co.jp/
業 種	小売業

主要指標 2012/6/29 現在

株 価	773 円
年 初 来 高 値	790 円 (6/14)
年 初 来 安 値	322 円 (1/10)
発行済株式数	36,793,678 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	28,442 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	1.67 倍

国内自動車販売堅調、経営効率改善続く

2012年3月期は営業利益で前期比12.5%増の66.6億円となり、3年連続で過去最高益を更新した。エコカー減税の効果などで新車販売が堅調に推移しているのに加え、傘下の各自動車販売会社の経営効率も、引き続き改善されていることが要因である。この流れは今期も続き、新車販売は上期を中心に好調、かつ、昨年度末に買収した2社の収益貢献が今期から始まることで、会社側は営業利益で17.1%増の78億円を計画している。これに合わせ、今期の配当金は前年比6円増配の26円を予定している。

積極的な M&A で国内外の販社獲得

当社はかねてから積極的な M&A により、国内外での自動車販社の獲得を続けている。今年3月には、国内で日産系、英国で三菱系販社を M&A で取得した。元々はホンダ系販社から始まった当社であるが、これで傘下に4社の日産系販社を持つこととなった。その殆どが、永らく赤字経営を続けていた販社であったが、当社独自の経営手法の移植により、国内でも希に見る高収益体質に変革を遂げている。経営陣は、今期以降も、M&A による業容拡大には積極的で、その M&A 候補も国内にはまだまだ多く残っている模様である。



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 実 績	95,974	3.6	6,662	12.5	6,562	15.1	4,361	57.8	126.93
2013/03 会 社 予 想 (2012年03月発表)	118,000	22.9	7,800	17.1	7,600	15.8	4,300	-1.4	124.06
アナリスト予想	115,500	20.3	8,000	20.1	7,800	18.9	4,500	3.2	131.30
2014/03 アナリスト予想	140,000	21.2	10,000	25.0	9,800	25.6	5,500	22.2	161.20

会社概要

会社概要

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圈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 年にはプリベチュ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。

沿革

1983 年	03 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	09 月	名古屋証券取引所第 2 部に上場。
1999 年	03 月	フォードライフ中部、及びホンダ自販名南の株式取得。
	06 月	オリックスレンタカー中部を設立。
2000 年	04 月	ホンダベルノ岐阜の販売エリアを引き継ぐ。
	〃	中京ホンダの株式取得。
	06 月	大阪証券取引所ナスダックジャパン市場に上場。
2003 年	03 月	トラストの株式取得。
	04 月	商号を VT ホールディングスに変更、持株会社に移行。
	08 月	ホームダイレクトの株式取得。
2004 年	01 月	シー・イー・エスの株式取得。
	09 月	アイコーエポックの出資持分の全部を取得。
	〃	フェイスオン（現ピーシーアイ）を設立。
	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	04 月	エルシーアイの株式取得。
	07 月	VT インターナショナルを設立。
	〃	E-エスコ設立。
	12 月	長野日産自動車を連結子会社化。
2006 年	07 月	静岡日産自動車、三河日産自動車を連結子会社化。
	08 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	07 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	06 月	E-FOUR を pP グループに譲渡。

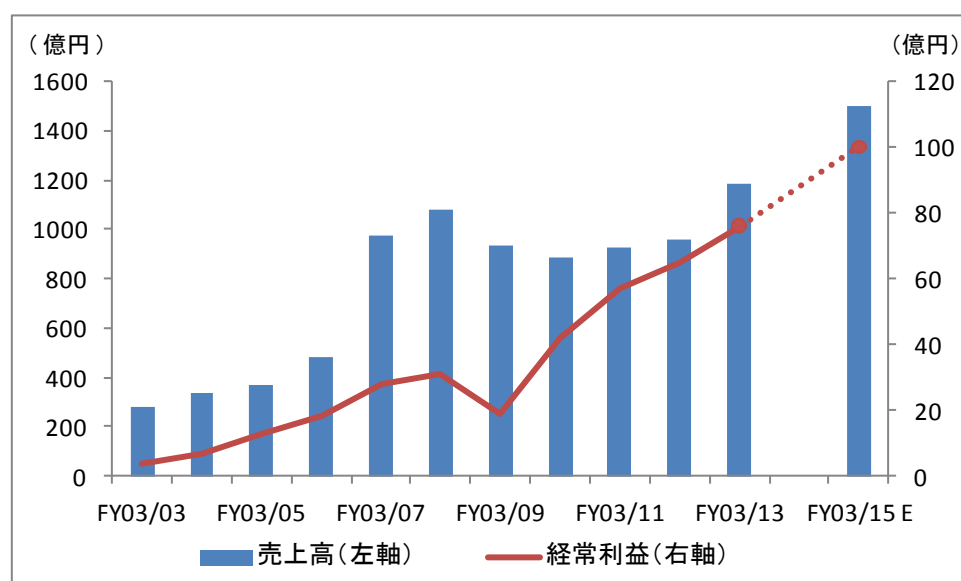
事業概要

事業の内容

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。

2012年3月期の売上高は959億円、うち自動車事業は889億円と、全体の約93%を占めている。また営業利益では、会社全体の66.6億円のうち、自動車事業が68億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社の自動車販社、輸入車を扱う4社の販社、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・日産系の自動車販社である。ここに新たに2012年3月に2社の販社をM&A、埼玉日産サティオと三菱（ロンドン）のCOLTである。

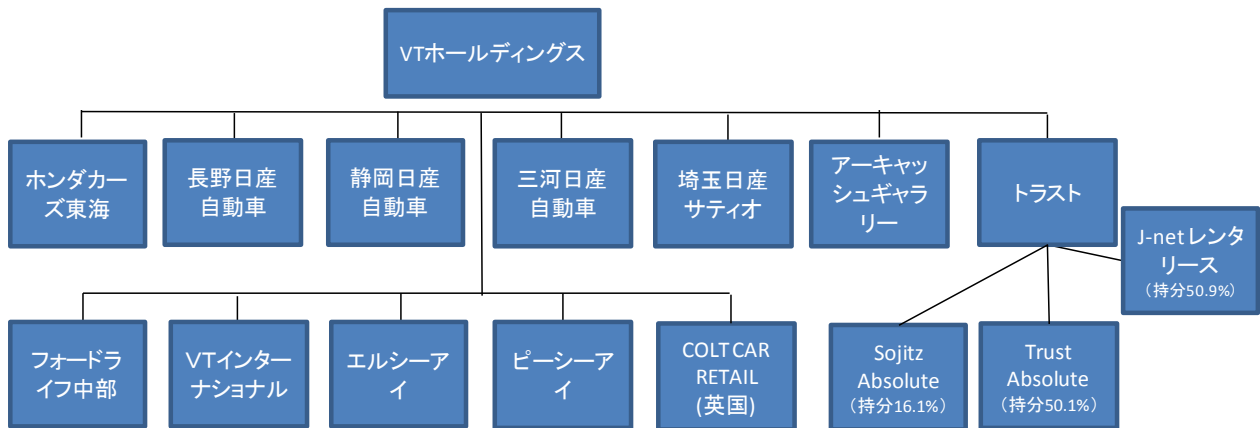
図1 業績推移：売上高と経常利益



出所：会社資料、ARJ

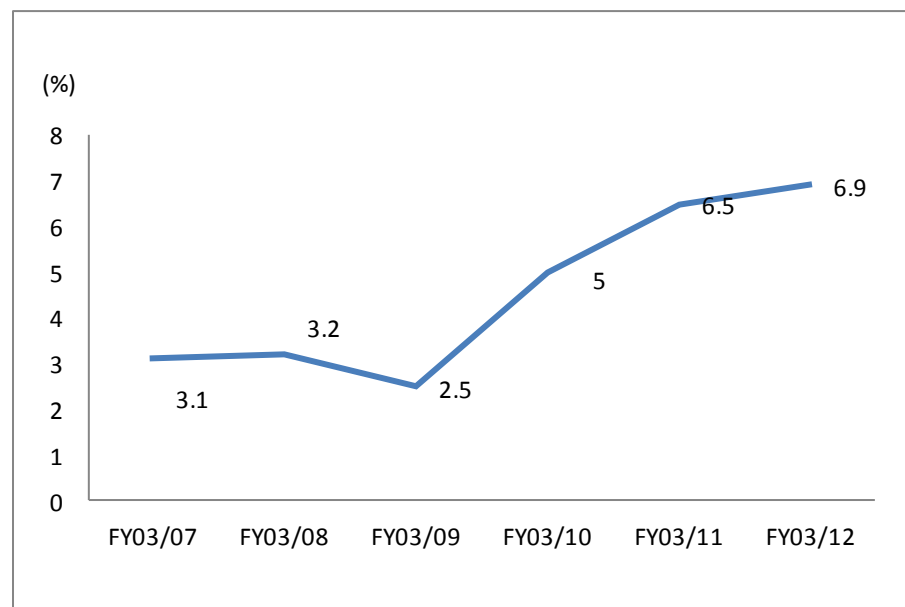
事業概要

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、ARJ

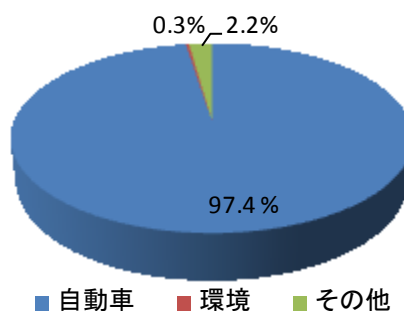
図3 自動車セグメント営業利益率



出所：会社資料、ARJ

事業概要

図4 セグメント別売上構成比



出所:会社資料、アドバンス・リサーチ・ジャパン

** 国内自動車販売会社主要 6 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 6 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。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、長野日産自動車と日産サティオ松本を一本化、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。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

事業概要

25 拠点、中古車は 6 拠点。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。年間の新車販売台数は約 4,000 台。

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、国内では埼玉日産サテオを、英国では COLT CAR を相次いで買収したのである。

埼玉日産サテオ

日産直営の販売会社で、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、順次経営効率を上げることで、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 + α ）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、ロンドン近郊を商圈として、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、

事業概要

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。

＊ ＊ 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	商圈
フォードライフ中部	フォード	愛知・岐阜・三重
エルシーアイ	ロータス	全国
VTインターナショナル	ジャガー・	大阪
ピーシーアイ	サーブ	全国

出所：会社資料

4社合計の売上高は65億円あまりで、連結売上高の約7%程度、利益寄与は殆どない。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。

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。2012年の連結売上高は112億5,000万円（前年比45%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9.0億円（前期比9%増）、経常利益は8.5億円（9%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

事業概要

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 28 拠点、FC66 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	前期比
売上高	新車	48,969	52,590	42,005	41,686	42,937	47,252	110.0%
	中古車	23,992	27,925	22,833	17,656	21,095	20,284	96.2%
	サービス	19,334	21,828	21,691	21,545	21,375	21,547	100.8%
	レンタカー	2,330	2,566	2,323	2,792	3,505	4,426	126.3%
	合計	94,626	104,910	88,853	83,681	88,914	93,510	105.2%
粗利額	新車	5,525	6,431	5,362	5,356	6,010	6,823	113.5%
	中古車	3,767	4,200	3,323	3,027	3,663	3,804	103.8%
	サービス	5,399	7,416	7,468	8,146	8,023	7,877	98.1%
	レンタカー	931	1,086	1,101	1,429	1,766	2,096	118.7%
	合計	15,622	19,133	17,256	17,959	19,469	20,601	105.8%
粗利率	新車	11.3%	12.2%	12.8%	12.8%	14.0%	14.4%	0.4%
	中古車	15.7%	15.0%	14.6%	17.1%	17.3%	18.8%	1.4%
	サービス	27.9%	34.0%	34.4%	37.8%	37.5%	36.6%	-1.0%
	レンタカー	34.0%	42.3%	47.4%	51.2%	50.4%	47.4%	-3.0%
	合計	16.5%	18.2%	19.4%	21.4%	21.9%	22.0%	0.1%

出所：会社資料、ARJ

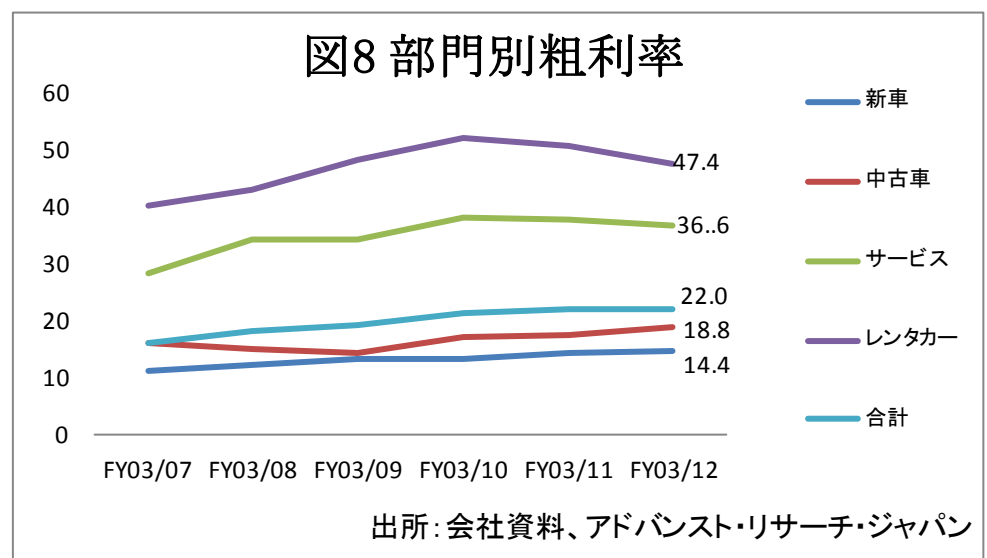
経 営 力 分 析

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。

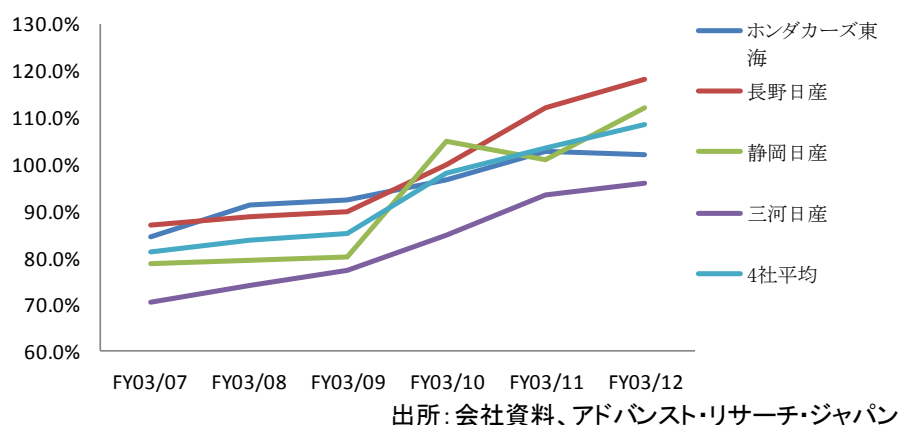
買収するとすぐに、ホンダカーズ東海のトップ営業社員を送り込み、“積極的な合理化を実施しない”にも拘わらず、短期間で急速にその経営を立ち直らせている。人員削減や給与の削減などは行わず、一方で営業効率の徹底的な最適化を行っている。静岡日産などは合併会社であるため、隣接地に 2 つの販売店が存在したこともあり、この場合は効率を考え、店を統合している。また店頭における新車販売の成約率であるが、VT ホールディングスでは約 30%となっている。即ち、店頭に来る顧客の 10 人に 3 人は車を購入することとなる。この指標、日本平均では約 10%であることから、VT ホールディングスでの効率は平均の 3 倍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

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

図9 主要4ディーラーの基盤収益カバー率



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

2012 年 3 月期売上高は前年度比 3.6%増の 960 億円、営業利益は同 12.5%増の 66.6 億円と、3 年連続で過去最高益を更新した。エコカー補助金の効果などもあり、新車販売台数が同 11.9%増と堅調に推移、また主力の国内 4 販社（ホンダカーズ東海・長野日産・静岡日産・三河日産）の経営効率が引き続き改善されたことも大きく貢献している。新車が売れなくとも、サービスや中古車関係の利益が堅調、所謂、基盤収益カバー率が前年に続いて大きく上昇している。

2013 年 3 月期であるが、会社側は売上で前年度比 22.9%増の 1,180 億円を計画、営業利益は 17.1%増の 78 億円と、再び最高益を更新するとしている。上期を中心に新車販売の好調さが持続され、ホンダ・日産共に新車投入の数も多い。上記の 4 販社における経営効率の更なる上昇が見込まれるのに加え、今年 3 月に M&A によって買収した 2 販社の収益が、既に黒字に転じ、今期から新規連結として業績に貢献を始める模様。今期でのこの 2 社の上乗せ分は、売上高で約 200 億円、営業利益で 7 億円程度が見込まれる。

一方、中古車ビジネスやサービス関係の売上も、新車同様、引き続き堅調、結果、今期の予想粗利益 254 億円（前年比 23.4%増）のうち、新車が約 85 億円と全体の 33%、中古車が 46 億円と 18%、サービスが 99 億円と 39%となり、非常にバランスの取れた収益構造となる見込み。子会社であるトラストの傘下、J-net レンタカーの予想粗利益、24 億円が加わり、今期合計では 254 億円と、こちらも過去最高を更新するものと予想されている。

今年度も会社側は新たな M&A を模索している模様。国内自動車市場が成熟していることは明らかで、現状の販社における経営効率の改善だけでは、その将来の成長性は限られる。このため、経営陣は積極的な M&A により、傘下の販社の数を更に増加させる意思を強く持っている。日産系やホンダ系列の中には、永い間低収益・赤字で苦しんでいる会社も多く、また特に、日産系では、身売りを模索している販社も多い模様。当社の M&A ターゲットになりうる販社には当面、事欠かないと思われる。

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いは地方の販社という、買収に必要な金額は 20-30 億円程度であろう。当面は赤字体質としても、今までの例で見れるように、経営効率の改善にいち早く成功し、収益が回復した暁には、1 社あたり、営業利益で 20 億円程度の収益貢献は可能であろう。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、全社がこのような実績を残している。買収資金に 30 億円必要だとしても、3 年で元が取れる計算である。

業

績

仮に今後 5 年間程度のタイムスパンで見た場合、国内で販社を 3-4 社、買収出来たと仮定すれば、売上高で 1,000 億円前後の増収効果が出る。1 社辺りの基盤収益カバー率を 100%少しプラスと考えると、営業利益で少なくとも 50 億円程度の 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、3 年後の売上高 2,000 億円、営業利益で 150 億円強という水準も見えてこよう。



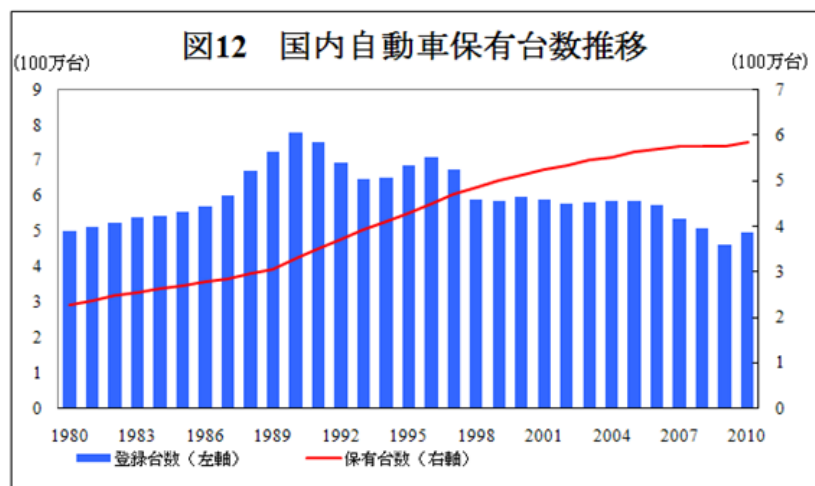
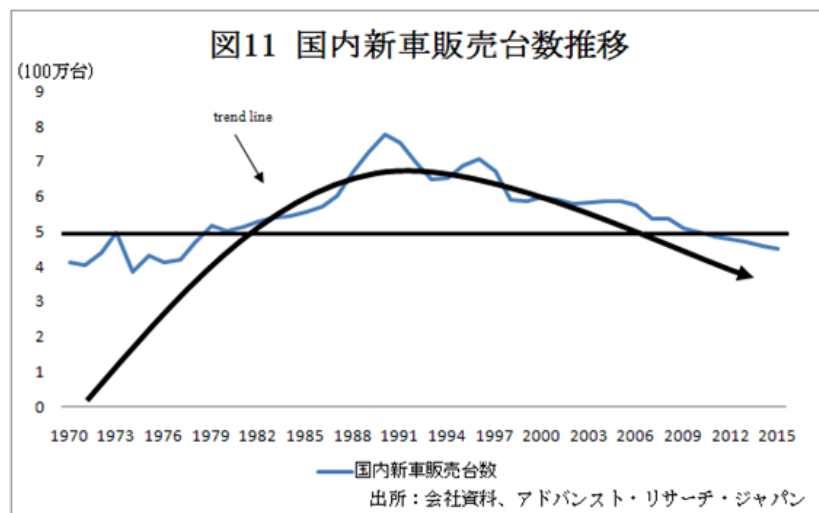
			2010/03	2011/03	2012/03	2013/03 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年間高値)	円	232	360	562	-
	株 価 (年間安値)	円	52	137	221	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	120,478	47,379	23,194	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	88,276	92,657	95,974	115,500
	営 業 利 益	百万円	4,464	5,919	6,662	8,000
	経 常 利 益	百万円	4,226	5,700	6,562	7,800
	当 期 純 利 益	百万円	1,809	2,763	4,361	4,500
	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	-
	純 資 産 合 計	百万円	10,489	13,101	16,921	-
キャッシュフ ロー計算書 主 要 項 目	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	-

リスク分析

市場のリスク

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、伸び悩むまたは、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。国内での新車からみの収益は、伸びにくい環境が揃っている。



リスク分析

当社固有のリスク

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社は、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ハズ、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。

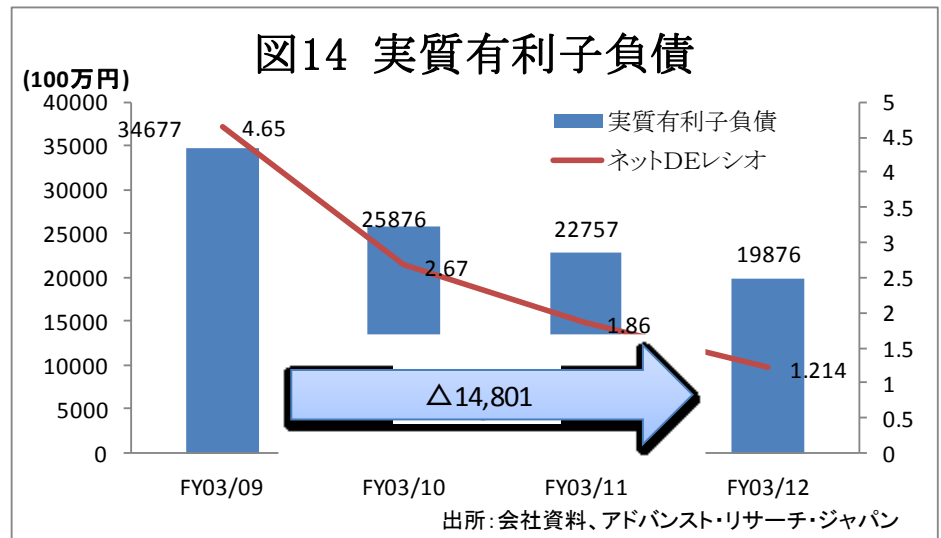
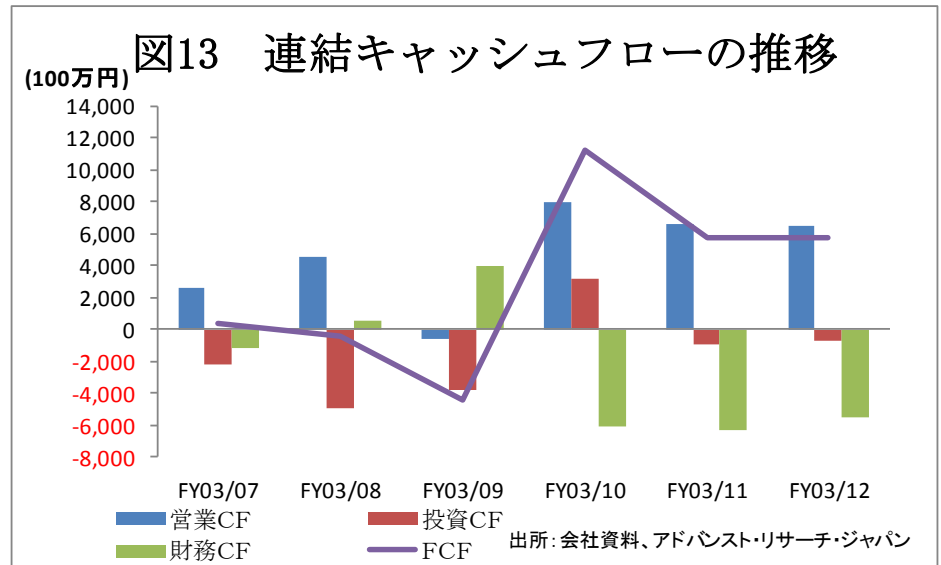
過去に買収した販社の収益改善の実績は素晴らしいものがある。これは事実である。が、今後も、これが続くのか、買収した会社全てで思惑通り経営改善が進むのか、今までとはやや様相が変わるのではないかと、こういった疑問が存在することも事実であろう。リスクと言えどリスクである。特に国内市場が今後更に縮小し、小型化が進めば、その経営環境は今まで以上に厳しい。また、軽自動車はその比率を益々上げることが予想される中、ダイハツやスズキの牙城を切り崩せるのか、ホンダも日産も今後軽自動車に力を再度投入すると言っているが、これが販社経営にプラスなのかマイナスなのか、早急な答えは出にくい。また、現状ではメーカー側から成功報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の上場であるが、更に規模の大きい取引所

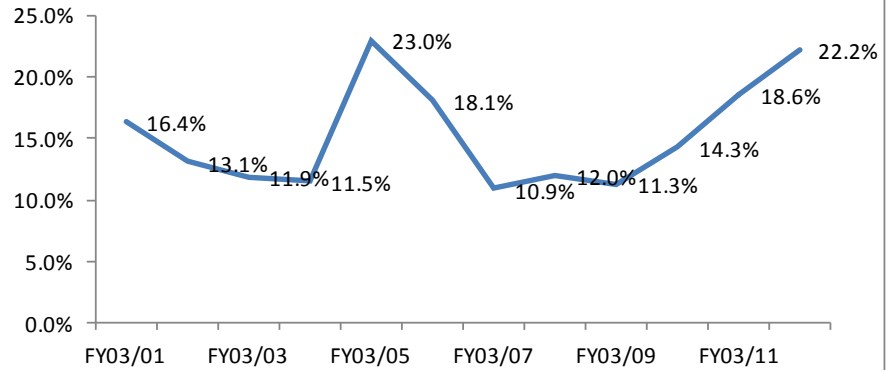
リスク分析

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%）。



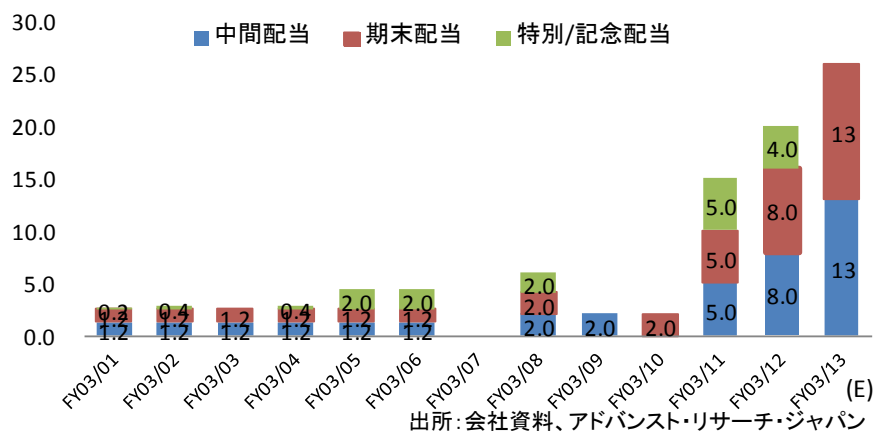
リスク分析

図15 自己資本比率



出所:会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン

図16 1株当たり配当金(株式分割調整後)



出所:会社資料、アドバンスト・リサーチ・ジャパン

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。

<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>