

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

2012年10月25日

## 上期やや下ぶれ懸念も通期計画に変更無し

### 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 2012/10/24 現在

株 価	584 円
年初来高値	790 円 (12/06/14)
年初来安値	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	21,488 百万円
予想配当 (会社)	26.0 円
予想EPS (アナリスト)	131.30 円
実績PBR	1.26 倍

#### 直前のレポート発行日

ベーシック 2012/07/02

### 既存の日産系販社が上期やや苦戦

当社の上期計画は売上高 570 億円(前年同期比 31%増)、営業利益 35 億円(同 21%増)であるが、それぞれやや下振れ懸念があり、売上高で 10 億円程度、営業利益では 2-3 億円程度の計画未達となる可能性がある。これは今上期に補助金効果で活況を呈した国内新車市場に於いて、補助金対象車が少なかった日産の販売が低迷、既存の日産系販社(長野・静岡・三河)の収益が伸び悩んだと思われること、また中古車収益も、昨年上期の反動による中古車相場的大幅な反落で、大きく悪化したと思われるからである。従来からの販売効率の改善や、絶好調なホンダ系列の販社からの貢献などもあるが、上期全体としてはやや物足りない業績が予想される。但し、下期から日産の新車攻勢が始まることで、通期決算の見方には、大きな変更はない模様である。

### 新規合併販社は収益改善著しい

今年 3 月に M&A により買収した新規 2 販社(埼玉・英国)の収益改善は顕著。特に日産サテオ埼玉は、昨年までの赤字体質から大きく変身し、今上期で全国 123 社の日産系販社のうち、営業利益率で長野に次ぐ 2 位にまで躍進、既存の日産系販社が収益を落としている中、当初想定した以上の利益寄与でこれを補っている模様。改めて、当社の販社改善の手法が成功、著しい結果を出していることを、市場に印象づけることとなろう。通期での連結収益上乗せ効果も、期初予想の 2 倍近い数値になる可能性も出てきたと考える。

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	
2011/06	1Q(4-6月)	実績	19,593	-6.9	1,122	17.8	1,086	21.4	1,650	279.0	47.6	
2012/06	1Q(4-6月)	実績	26,345	34.5	1,270	13.2	1,168	7.6	689	-58.3	19.8	
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8月発表)	2012年5月より変更なし									
		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	118,000	22.9	8,000	20.1	7,800	18.9	4,500	3.2	131.3	
		旧・アナリスト予想 (2012年6月発表)	115,500	20.3	8,000	20.1	7,800	18.9	4,500	3.2	131.3	
2014/03	通期	アナリスト予想	140,000	21.2	10,000	25.0	9,800	25.6	5,500	22.2	136.2	

業 績

今上期業績動向

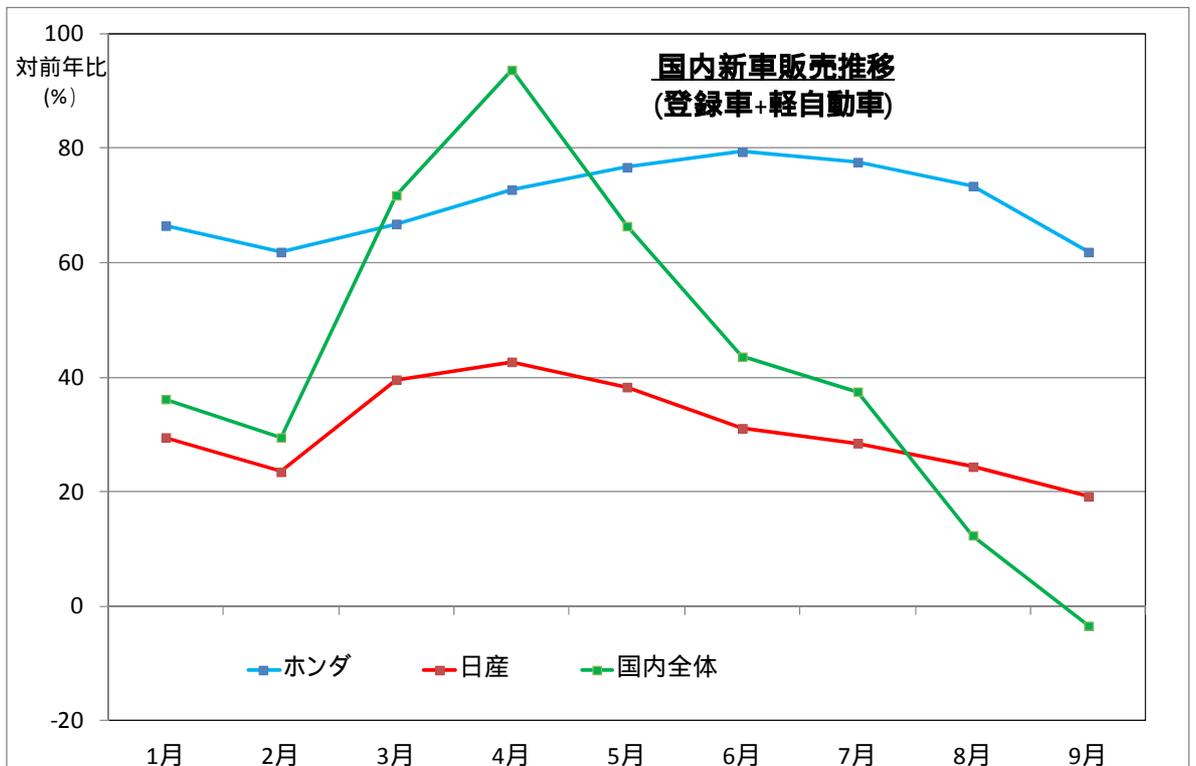
今上期の国内新車市場は、エコカー補助金の影響により、活況が続いた。特に好調だったのは、燃費が良く、よって補助金対象となったハイブリッド車と軽自動車であった。メーカー別では、登録車市場ではトヨタ、軽自動車市場ではダイハツとホンダが特に販売好調で勝ち組となった。

この好調組に対し、日産の販売は相対的に振るわず、その国内シェアも、登録車と軽自動車の合計で、前上期の 14.4%から今上期は 12.4%まで下落している。新車投入が全く無かったこと、補助金対象車種が相対的に少なかったこと、特にハイブリッド車が全く無かったこと、などがその要因として挙げられよう。

当社の場合、ホンダカーズ東海がその創立母体であるが、M&A により長野・静岡・三河のそれぞれ日産販社を買収、今年 3 月には日産サテオ埼玉を買収したことで、4 社の日産販社を傘下に持つため、連結決算に対してはホンダよりも日産販社群の業績がより大きく影響する。

長野・静岡・三河の日産販社 3 社も、この上期の新車販売は、全国の市場並みのパフォーマンスと大きくは乖離しないものと推測されるため、新車の販売台数ベースでは前年同期比で減少したものと推定される。

(図1： 国内新車販売、全体 VS. 日産・ホンダ)



## 業

## 績

従来から基盤収益のカバー率の向上を唄い、事実、各社共 100%超、ないしは 100%に向かって大きく改善してきた訳であるが、既にその絶対水準は日産系販社の平均値に比べかなり高い。これ以上、この利益率を高めることが次第に難しくなっているのは事実で、特に日産ブランドの新車販売が振るわなかったこの上期では尚更であろう。

また、中古車市場に於いても、昨年上期が震災特需により、中古車市場の需給がタイト化、中古車相場の高騰を招いたため収益も大きく改善した訳だが、今上期はこの特需期に比べれば中古車相場は下落、結果、中古車の利益率も大きく下落したと思われる。

3月に M&A によって買収した日産サテリオ埼玉と、英国のコルトカーズであるが、共に前年同期から大きく改善しているものと推察される。欧州景気の極度の不振から、英国のコルトカーズは収益改善は顕著ながら、なおこの上期は若干の赤字が残る模様。一方で、埼玉は、期初の想定を大きく上回る経営効率の改善を示している模様で、営業利益で 4 億円前後の黒字額は計上できるものと予想する。

結果、今上期連結業績は、売上高で 560 億円程度と、計画比 10 億円程度未達、営業利益も 32-33 億円程度と、計画比 2-3 億円程度の未達を予想する。昨年上期の売上高 434 億円、営業利益 29 億円に比較すると、それぞれ約 29%、約 10%の増加率とはなるもの、埼玉・英国分の新規上乘せ分を除いた、既存事業ベースでの比較では、実質横ばいから微減益となる可能性もある。

## 下期業績展望

今下期の業績は従来想定線+ となり、通期予想には大きな変更はないものと予想する。上期末達であった主要因の日産ブランドの新車販売が、ここに来て、主力車種の相次ぐ投入により、盛り返しつつあるからである。また、ホンダブランドも、軽自動車市場での更なる新車投入が続き、上期の好調さが持続される模様である。

日産は 8 月末に新型ノートを発表、それまでのティダとプラットフォームを統合、9 月の販売台数は 18,355 台と、前年同月比 3.1 倍増と急増、登録車市場の車種別販売台数で第 3 位に入るなど、非常に好調なスタートを切った。また 9 月に投入されたばかりのセレナのハイブリッド車も出だし好調で、9 月のセレナの販売台数は登録車中第 5 位に入っている。今後も今年度中にラティオ・シルフィの 2 つの新車が投入される見込みで、日産の新車攻勢が続く模様である。結果、長野・静岡・三河、それに埼玉の 4 つの日産系販社の新車部門は、販売台数でも収益面でも、下期は好調裏に推移するものとする。新規連結である日産サテリオ埼玉の業績改善は更に進むものとする。上期に既に日産系販社で利益率 2 位に急改善した効率は、複数新規車種の投入で上期以上に改善される可能性が高い。経営陣は期初、新規連結による営業利益への貢献度を 5 億円程度としていたが、現状のパフォーマンス

から推定するに、8-10 億円程度までの上乘せもあり得よう。英国のコルトも通期ではほぼ損益トントンからやや赤字が残る程度であろうと推測されるが、連結業績に与える影響度は小さいものとする。

結果、今通期の業績はほぼ期初の想定通り、売上高 1,180 億円、営業利益で 80 億円と予想する。うち、新規連結の効果は、営業利益で上記通り約 8 億円程度とすれば、既存ビジネスでの営業利益は約 72 億円。前年度の営業利益 66.6 億円に対し約 8%程度の増益を確保することとなる。

**(日産新型ノート 同社 HP より)**



**(ホンダ新型 N-Box 同社 HP より)**



Photo: © Life-UP (P) 2019. All rights reserved. Honda N-Box

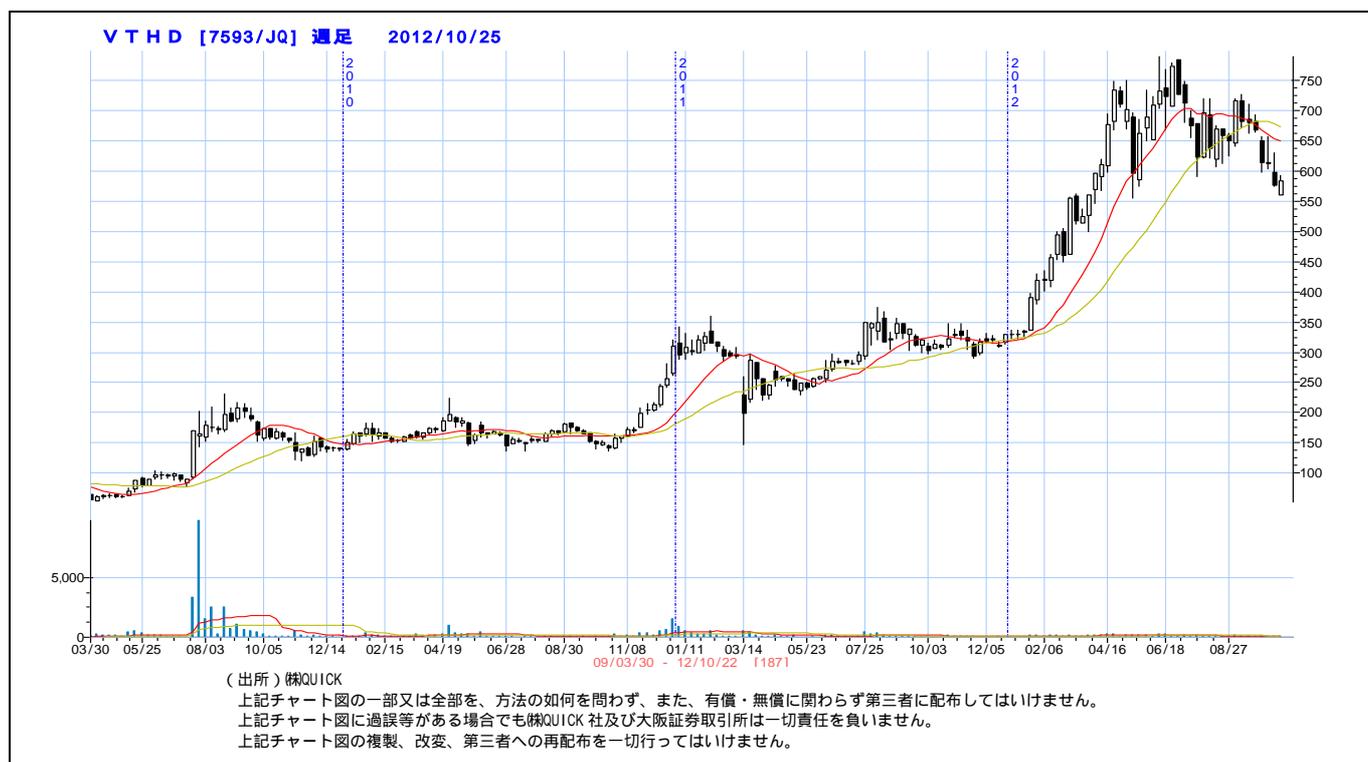
## 業 績

想定以上の日産  
サテオ埼玉の  
収益改善効果

当社のビジネスモデルは、赤字ないしは低収益に苦しんでいる国内販社を M&A によって取得、VT ホールディングスが開発した経営手法により、リストラなどをせずに各ビジネスの効率化を図り、利益を出していくというものである。今までに M&A で獲得した長野・静岡・三河の各日産系販社もこれによって業績を反転させただけでなく、現在ある国内日産系販社全 123 社の中で、利益率はそろってトップ級となっている。

これに今回新たに埼玉が加わった訳であるが、永らく赤字であったこの会社が、M&A 後僅か半年にして、日産系販社の中で、長野に次いで、利益率 2 位になった模様である。過去の事例から見て、収益の改善はある程度期待はしていたが、日産系販社で利益率 2 位という水準までは、さすがに予想はしていなかった。この大幅な収益の向上の秘密はどこにあるのか。

当社によればダイレクトメールの活用が始まり、既存管理顧客の再稼働化、車検や定期点検でのサービス部門強化、オプション装備や金融面での支援を含めた見積もりシステムの活用、商談期間の短期化、報酬への反映、間接人員の直接部門への配置転換、などなどである。VT 出身者は社長 1 人で残りスタッフは原則、前身の赤字会社から引き継ぎされた人員そのままである。店舗閉鎖や人員削減・給与カットなどは全く無いとのこと。これで僅か半年の間に収益が永年の赤字から 123 社中 2 位まで躍進したことは驚異に値する。このような実績を何度も市場で見せた当社の強みは、現在、国内で低収益に喘いでいる他の販社や自動車メーカーの経営陣・営業担当スタッフに、大いにアピールするものと推測する。今後も当社の経営陣は更なる M&A に意欲的であるが、そのターゲットになる自動車販社はまだまだ多いものと思われ、当社の中・長期的なビジネスモデルや、収益拡大のペースにも、大きな変化は無いものと推測する。



			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	-

## リスク分析

## 市場のリスク

エコカー補助金が9月で終了、国内の新車販売台数も、9月から対前年比マイナスに転じている。ホンダ・日産共に新車投入が活発ではあるが、さすがに前年の販売水準が高いため、また、今年前半の販売が余りに強かったため、この反動減により、今後、国内の新車市場全体が急速に縮小する可能性もある。

## 当社固有のリスク

## 1) M&amp;A がらみの資金需要

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 があれば、またそれが更なる大型案件であれば、必然的に必要資金は比較的巨額になる可能性もあろう。バランスシートはなお健全であり、2012年6月末の有利子負債額は約302億円、現金・預金の46億円を差し引きした実質の有利子負債は256億円、株主資本で割った実質的なD/Eレシオは1.60倍であり、特に問題がある訳ではない。必要資金の規模によっては、新規ファイナンスの可能性もあることも事実であろう。

## 2) のれん代の発生も

過去に買収した案件は、永らく収益が低迷・赤字経営で資産を食いつぶしている会社が多かった。結果、のれん代の発生による一時的な収益圧迫要因とはならなかった。が今後、買収先がそれほど財務体質が悪い状況まで追い込まれていない場合もある可能性もあり、その際には、のれん代の発生が起こる場合もあろう。

## 3) 経営効率の改善は今後も進むのか

既存の日産系・ホンダ系販社は、既に利益率や基盤収益カバー率などで相当高い水準にまで達している。これを更に引き上げるのは容易なことではない。新規 M&A による収益改善は期待できるにせよ、既存販社の更なる収益改善は、そろそろ限界に近づいているかもしれない。

## 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・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>