

V Tホールディングス (7593・JASDAQスタンダード、名証2部)

2013年10月16日

営業過去最高益更新に向け業績は堅調に推移

アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ
高田 悟

主要指標 2013/10/11 現在

株 価	1,350 円
年初来高値	1,510 円 (13/5/23)
年初来安値	761 円 (13/2/15)
発行済株式数	36,793,678 株
売買単位	100 株
時価総額	49,671 百万円
予想配当 (会社)	32.0 円
予想EPS (アナリスト)	138.33 円
実績PBR	2.40 倍

直前のレポート発行日

ベーシック 2013/6/28

新車以外好調により上期会社計画超過達成を予想

当社の14/3期上期計画は売上高560億円(前年同期比0.7%増)、営業利益32億円(同1.2%)だが、TIWは売上高で25億円程度、営業利益で3億円程度上回って着地したと見る。これは1Q(4-6月)が前年のエコカー補助金の反動でホンダ系販売、日産系販売ともに新車販売は低迷したが、中古車部門売上が台数増と高額車輦の取扱い増から大幅に増加し、サービス、レンタカー部門も堅調に推移したことから非公表の会社計画を上回って着地したと見られるためである。加えて、2Q(7-9月)に入っても、新車以外の部門は堅調持続のもよう、新車部門も後半、新型車効果によりホンダ系販売の販売が急回復したと推察され、2Qも業績は好調に推移したと想定される。因みに9月の書き入れ時を残し1Qに上期会社営業利益計画の44.8%を遂行した。

会社は今期配当予想を増額、下期は新車回復が牽引の見込み

下期に入っても特段、悪材料は見当たらない。9月投入のホンダ主力新型小型車「フィット」受注がホンダ計画以上に好調、日産車も6月投入の三菱自動車との共同開発新型軽自動車の販売好調から、新年早々に投入が予想される共同開発第二弾スーパーハイトワゴンタイプの新型軽自動車にも期待が持てよう。下期は新車部門回復と円安持続を追い風とした中古車輸出好調持続、レンタカー部門の順調な拡大などにより十分会社計画+αの業績は見込めよう。TIWは通期で従来見込み以上の会社計画超過達成を予想。9月中旬の今期会社配当予想上方修正は今期営業過去最高益達成への経営側の自信の表れと考える。

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		
2013/3 1Q(4-6月) 実 績	26,345	34.5	1,270	13.2	1,168	7.6	689	-58.3	19.80		
2014/3 1Q(4-6月) 実 績	27,789	5.5	1,435	13.0	1,386	18.6	747	8.5	20.74		
2013/3 通 期 実 績	118,317	23.3	7,810	17.2	7,659	16.7	4,775	9.5	134.80		
2014/3 通 期	新・会社予想 (2013年8月発表)	2013年5月より変更なし									
	旧・会社予想 (2013年5月発表)	122,000	3.1	8,200	5.0	8,000	4.4	4,800	0.5	132.67	
	新・アナリスト予想	125,000	5.6	8,550	9.5	8,350	9.0	5,010	4.9	138.33	
	旧・アナリスト予想 (2013年6月発表)	122,400	3.5	8,400	7.6	8,200	7.1	4,920	3.0	136.64	
2015/3 通 期	新・アナリスト予想	131,250	5.0	9,350	9.4	9,150	9.6	5,490	9.6	151.58	
	旧・アナリスト予想 (2013年6月発表)	128,300	4.8	9,000	7.1	8,800	7.3	5,200	7.3	146.64	

補助金終了により
新車販売は低迷、
足下回復の兆し

● 経営環境解説

➤ 国内新車市場

(図表 1) に 12 年 1 月から 13 年 9 月までの国内新車販売台数（登録車+軽自動車）の月次推移を前年同月との比較で示した。昨年前半はエコカー補助金の影響により活況を呈した。一時、一昨年同月の 2 倍近くに膨らんだ市場は補助金財源減少とともに縮小、昨年 9 月の終了以降は前年割れが続く。9 月の新車販売速報値は前年同月比 17% 増、一年ぶりに 2 桁増となり、足下では回復の兆しがでてきている。

過去一年の市場低迷の中で注目されるのは軽自動車の堅調ぶりだ。9 月の軽四輪車販売台数は同 25% 増となり、1-9 月の 9 カ月間累計は前年比 102% と前年を上回った。ランニングコストでの優位性に加え、室内空間の拡大、安全技術搭載など商品力の向上が販売好調に寄与していると見られる。一方、9 月単月では同 112% と改善を見たものの、1-9 月累計では前年同期間の 91% にとどまり 8 月まで厳しい販売状況が続いた登録車の中ではトヨタの「アクア」、「プリウス」など HV 車が好調で気を吐く。

市場全体では軽自動車割合が 4 割となり、HV 車が登録車の 3 割弱を占めるまでになるなど、市場低迷の中で低燃費車、小型車へのシフトが続く。

中古車市場も低迷

➤ 国内中古車市場

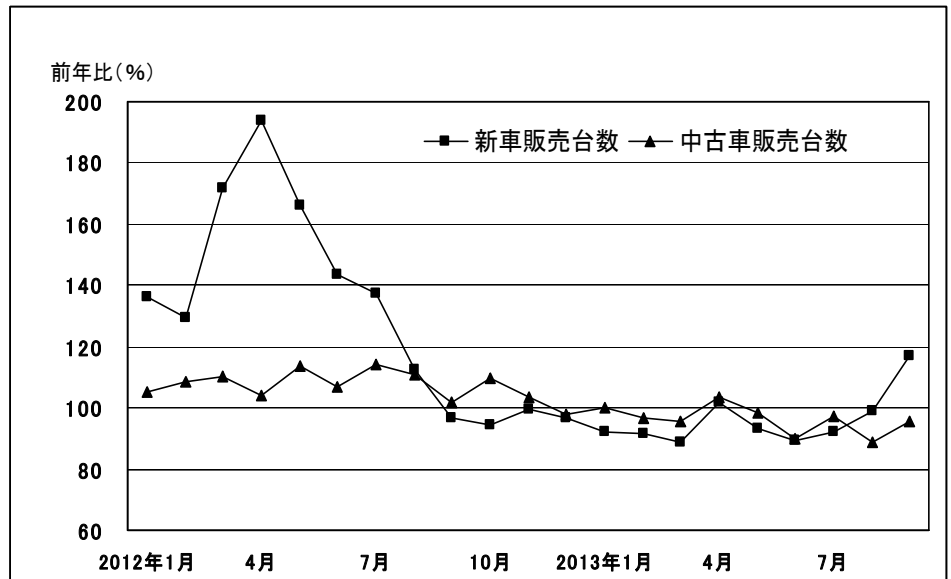
同様に (図表 1) に中古車登録台数推移を前年比較で示した。完成車メーカーの新型車投入タイミングなどの戦略や補助金など国の政策の影響を大きく受ける新型車と異なり販売は安定しているがほぼ新型車に連動した動きを示している。オークションでの売買など登録データではつかめない取引もあるが、登録ベースでは 5 月以降連続で前年割れと市場は低調だ。

日産は回復感が強
まり、ホンダも足下
上向く

➤ ホンダ、日産の販売動向

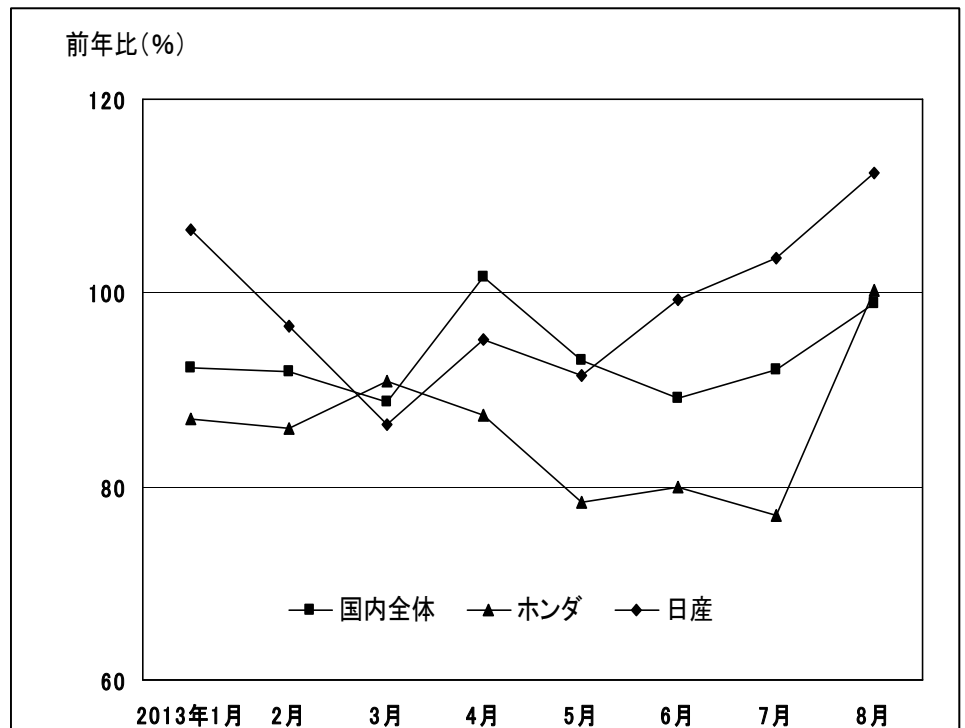
設立母体がホンダ系販社で、その後 M&A により日産販社を相次いで買収した当社においては、新車部門業績はホンダ、日産の販売動向に概ね連動する。ホンダ系 1 社に対し日産系 4 社を傘下に持つため日産の販売動向の影響がより大きい。(図表 2) にホンダ・日産 2 社の販売動向を示した。ホンダは新型軽自動車「N BOX」の貢献により前年の水準が高かったことに加え、主力小型車「フィット」がモデル末期という事情も重なり、1 月以降前年割れ、市場を下回る厳しい状況が続いた。日産も今年の出足は厳しい状況が続いたが、昨年エコカー補助金の対象車種が少なかったことに加え、6 月投入の三菱自動車との共同開発軽自動車「デイズ」のヒットから 6 月に市場を上回り、7 月、8 月は前年を上回る販売となっている。

● 国内新車販売（登録車+軽自動車）と中古車（乗用車）販売（図表 1）



（出所）（社）日本自動車販売協会連合会

● 国内新車販売、全体及びホンダ・日産（図表 2）



（出所）（社）日本自動車工業会

1Qは中古車伸長により営業利益は過去最高を更新

新車販売台数変動に左右されぬ体質づくりが進む

● 14/3期 1Q (4-6月)業績解説

1Q決算は、売上高 277 億円 (前年同期比 5.5%増)、営業利益 14.3 億円 (同 13.0%増)、経常利益 13.8 億円 (同 18.6%増)、純利益 7.4 億円 (8.5%増) となった。グループ全体の新車販売台数は市場環境悪化から前年同期比 8.8%減の 5,731 台にとどまった。しかし、国内中古車市場は低迷したものの、中古車オークション相場が比較的安定していたことを背景にオークションでの中古車販売が順調に推移したことに加え、円安を追い風とした中古車輸出の増などからグループ全体の中古車販売台数が同 8.9%増の 11,148 台となった。新車販売の悪化を中古車販売の増加で補ったことに加え、サービス事業の堅調推移、リース事業の拡大などにより増収、新規M&Aはなかったが1Qとして売上は過去最高となった。利益は主に中古車販売台数の伸長を受け増益。1Qの営業段階は7期連続で過去最高益を更新し、1Qの経常段階においても為替差損縮小などから5期連続で過去最高益を更新した。

(図表3)に1Qの部門別業績を示した。新車部門の減収粗利増益には新車販売時におけるオプション品セット販売への注力により販売単価を確保したことが貢献した。中古車部門は前年同期比 33.2%増収となり販売台数の伸びを上回る増収率となった。オークション市場で高額車両を多数販売できたことによる。また、サービスで前年同期並みの利益を確保し、レンタカーでは新規出店に伴う費用増を吸収し利益を伸ばした。新車数量に左右されにくい企業体質づくりが進んでいることを印象づけた。

(図表3) 自動車セグメント部門別損益

(単位：百万円)

		13./3期		14/3期				
		1Q		1Q		通期		1Q遂行率
			構成比		構成比	前年比	計画	
新車	外部売上高	12,217	46.1%	11,367	40.9%	93.7%	55,762	20.4%
	粗利益	1,784	32.5%	1,839	31.7%	103.1%	8,840	20.8%
	粗利率	14.7%		16.2%			15.9%	
中古車	外部売上高	6,335	24.0%	8,437	30.4%	133.2%	32,105	26.3%
	粗利益	925	16.8%	1,144	19.7%	123.7%	4,489	25.5%
	粗利率	14.6%		13.6%			14.0%	
サービス	外部売上高	6,275	23.8%	6,167	22.2%	98.3%	26,020	23.7%
	粗利益	2,258	41.1%	2,228	38.3%	98.7%	10,082	22.1%
	粗利率	36.0%		36.1%			38.7%	
レンタカー	外部売上高	1,067	4.1%	1,218	4.4%	114.1%	5,524	22.0%
	粗利益	460	8.4%	508	8.7%	110.5%	2,490	20.4%
	粗利率	43.1%		41.8%			0	
合計	外部売上高	25,806	98.0%	27,190	97.9%	105.4%	119,414	22.8%
	粗利益	5,428	98.8%	5,722	98.4%	105.4%	25,901	22.1%
	粗利率	21.0%		21.0%			21.7%	

(出所) 会社資料よりTIW作成

(注) 構成比は連結全体業績に対する割合

(注) 遂行率は対会社計画

今上期業績展望

- 上期は会社計画を上回る増益での着地を予想

- 1Qの計画遂行は良好

主要国内販社の新車販売台数はホンダカーズ東海と日産系のサテリオ埼玉において前年を大幅に割り込んだ。ホンダ系販社の台数減は前年が高かったこと及び主力「フィット」モデル末期が影響。昨年の新規連結後に同社ノウハウ注入により赤字体質から脱却したサテリオ埼玉は他社の攻勢が販売減に影響した。2社の販売悪化は会社想定内であり、サテリオ埼玉以外の日産系販社（長野、静岡、三河）の販売台数が補助金終了にもかかわらず若干の前年割れにとどまったことを踏まえれば新車販売は悪化したとはいえまずまずの結果となった。

中古車販売は日産系販社4社の販売台数が揃って前年を上回り、ホンダ系販社台数は前年を下回ったが数量より粗利益率重視の戦略を遂行した、などから非公表の会社計画を売上で5%程度上回ったもよう。以上、変動が激しく収益貢献の大きい新車部門が環境悪化の中で健闘した、中古車部門が会社想定以上となった、サービス及びレンタカー部門が堅調に推移した、などから1Qは非公表の会社計画を上回ったと見られる。また、上期会社計画に対する遂行率も売上で49.6%、営業利益で44.8%となり9月が書き入れ時の中で極めて良好な計画進捗と言える。

- 2Q（7-9月）の業績見通し

上期会社計画から1Q実績を差し引き算出した2Q会社計画は売上高が282億円（1Q比1.5%増、前年同期比3.5%減）、営業利益が17.6億円（同23.0%増、同6.8%減）となる。（社）日本自動車販売協会連合会統計からのTIW推計では2Qの新車販売台数（登録車+軽自動車）はホンダブランドが9月の新型「フィット」投入により179.7千台（1Q比16.8%増、前年同期比2.5%増となった。一方、日産ブランドは6月投入の軽自動車好調により171.1千台（同35.8%増、同12.6%増）となった。2Qは当社新車部門で外部環境が好転したと言える。また、中古車など新車以外の部門は1Q同様に堅調に推移したもよう。こうした中、ホンダ販社業績が大きく上向き、日産系販社においても新車部門が改善したと想定され、加えて2Qの季節性を勘案すると、2Qの連結業績は1Qから大きく上向き、前年同期を上回った可能性が高い。以上から2Q累計着地は上期会社計画を上回ったとTIWは考える。

- 上期着地見通し

1Qの良好な会社計画遂行、2Qの新車部門回復などから上期は売上高585億円（前年同期比5.2%増）、営業利益35億円（同10.7%増）で着地したとTIWは予想。売上で25億円、営業利益で3億円会社計画過達を見込む。

下期業績展望

- 下期も業績堅調が見込め通期会社計画超過達成を予想

- 下期業績見通し

会社通期計画から上期計画を差し引いた会社下期予想は売上高が 660 億円（上期会社計画比 17.9%増、前年同期比 5.2%増）、営業利益 50 億円（同 56.3%増、同 7.6%増）。ホンダ、日産ブランドともに新型車が充実する後半業績は大きく上向く想定。TIW は今下期の業績は会社想定線+ α になると予想。理由は（1）ホンダ公表によれば「フィット」及び「フィットHV」受注台数は9月6日の発売後約1カ月で月間販売台数計画の約4倍となり立ち上がり好調からホンダ系販社の業績上ぶれが期待できる。（2）日産系販社業績のバロメーターである日産ブランドの新車販売は三菱自動車との共同開発軽自動車販売が好調。加えて登録車販売では「ノート」、「セレナ」が販売上位の常連となる。最近の新型モデルの販売順調から、来年年初の投入が想定される三菱自動車との共同開発第二弾スーパーハイトワゴンタイプの新型軽自動車「デイズ ルークス」立ち上がりは当社想定以上の好調が予想できる。（3）中古車販売は市場安定、オークション相場安定などによる国内販売堅調と円安持続を背景とした輸出好調が見込める。（4）レンタカーは持続的に市場拡大が想定される中での新規店舗出店加速に加え、景気回復に伴う稼働好調などにより会社想定線での業績拡大が見込める。（5）前期新規連結のサテオ埼玉は当社ノウハウ注入により前期が埼玉県下の他ディーラーを出しぬいた状態となったため、競合他社の対応により1Qは新車販売で苦戦した。しかし当社も対応策を講じると見られ通期業績は前期を上回るとのTIW見通しに変化はない。（6）唯一、前期新規連結の英国販社CCR MOTORの販売が1Qに主に中古車が低迷、低調なスタートとなり通期での黒字化見通しが危うくなった以外は目先悪材料がない。

- 通期着地見通し

上期会社計画超過達成、下期会社計画+ α 予想からTIWは14/3期通期着地は現行会社計画を上回る売上高1,250億円（前期比5.6%増）、営業利益85.5億円（同9.5%増）を予想。新車販売、中古車販売ともに従来のTIW想定を上回る見通しとなった。当初より会社計画超過達成を見込んだ従来のTIW予想は今般、売上高を26.0億円、営業利益を1.5億円上方修正した。

(ホンダ新型フィット 同社 HP より)



(日産新型軽自動車デイズ ルークス 同社 HP より)



デイズ ルークス

子会社トラスト業績
好調が注目される

- 1Q は大幅営業増益で発進、上期計画の 55%を遂行
- ①中古車輸出、②レンタカー、③海外自動車ディーラーの 3 事業からなり、東証マザーズに上場する子会社トラスト(3347)の業績が堅調だ。1Q は中古車輸出事業が主要市場の需要好調や円安を追い風に大幅増益となり、レンタカー事業も TVCM の継続的放映などによる個人顧客への販売強化、新規出店効果及び車輦販売台数増により大幅増益となった。また、主に南アフリカでの新車販売を柱とする海外自動車ディーラー事業も販売台数増と販社の経営改善により前年同期の赤字から黒字化した。この結果、1Q は前年同期比 55%増の大幅営業増益となり上期営業利益計画の 55%を遂行。通期でレンタカーでの出店費用増をこなし過去最高益更新が見込まれる。新車市場縮小の流れなど当社国内販社を取り巻く環境が悪化する中で成長分野を手掛ける同社の貢献が今後一層高まる可能性が高い。

特 記 事 項

配当予想を上方 修正

- 前期から2円増配へ当期配当予想を修正

当社は9月18日に14/3期配当予想の修正を発表。期初に第2四半期末15円、期末15円、年間30円とした予想を第2四半期末16円、期末16円、年間32円へ上方修正した。当期の1株当りの年間配当金は前期実績から2円増配となる。また、現行会社計画から算出の配当性向は従来の22.6%→24.1%へ上昇する。当社の配当政策が配当性向20%を目標に、業績に応じた配当を継続的に実施する方針であることを踏まえると経営側は今期計画の達成、財務体質の改善などに自信を深めていると推察される。

7593 V T H D 東証1部 10/29/29~13/10/16
 日付:13/10/16 高:1260 低:1380 安:1345 前値:1391+41 出来高:131.7
 MC:DP:少:足:標準移動平均[13]-----[26]-----MA18:1265.1R,MA26:1260.42
 S1:出来高[13]-----[26]-----V2:131.7,MA18:184.000,MA26:332.612



(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 社及び東京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。

			2011/3	2012/3	2013/3	2014/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	360	562	1,100	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	137	221	533	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	47.319	23.194	23.859	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	92,657	95,974	118,317	125,000
	営 業 利 益	百 万 円	5,919	6,662	7,810	8,550
	経 常 利 益	百 万 円	5,700	6,562	7,659	8,350
	当 期 純 利 益	百 万 円	2,763	4,361	4,775	5,010
	E P S	円	80.69	126.93	134.80	138.33
R O E	%	25.2	30.9	26.4	20.8	
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	20,634	26,631	27,392	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	45,095	44,970	52,118	-
	資 産 合 計	百 万 円	65,730	71,601	79,510	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	37,813	41,872	43,074	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	14,815	12,807	15,279	-
	負 債 合 計	百 万 円	52,628	54,680	58,353	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	12,086	15,737	19,876	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	13,101	16,921	21,157	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	6,619	6,487	2,347	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-916	-694	-1,643	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-6,304	-5,549	-3,122	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	6,352	6,579	4,184	-

リスク分析

業界に関するリスク

● 業界に関するリスク

- 今年前半の国内新車販売は前年、市場を活性化させたエコカー補助金の反動で低迷した。足下は市場に回復の兆しが見られるが、補助金により需要を先食いしたとも考えられる中で景況感の悪化により新車市場が急激に冷え込むリスクがある。
- 中古車ビジネスは景況感悪化などにより需要不足、供給過多の状況となり値崩れから利幅が減少するリスクがある。また、商品構成やトレンドの変化による需給アンマッチによる取引環境の悪化や円高への転換による輸出環境の悪化などのリスクがある。

当社固有のリスク

● 当社事業に関するリスク

(1) 新モデルの販売動向

今下期以降の当社新車部門の販売は出足好調なホンダ主力小型車「フィット」及び「フィットHV」や来年早々の投入が想定される日産のスーパーハイトワゴンタイプの新型軽自動車「デイズ ルークス」の販売動向がポイントになる。市場環境悪化や他社競合車種の攻勢などにより新型車の販売が伸び悩むリスクがある。

(2) M&Aの対象になる販社及び資金需要

当社の成長には国内販社のM&Aが今後も必要不可欠であり、経営側も意欲的である。被買収先は、業績改善効果が大きく見込めるため、経営に行き詰っている先が望ましい。しかし、市場環境の好転などにより好条件の案件が出難くなるリスクがある。また、M&Aを柱とした事業拡大継続と財務内容強化の両立を目的に「固定株価資金調達プラン」というスキームによる資金調達手法導入などにより機動的にM&Aを行う環境づくりを進めているが、案件の規模や内容によっては新たなファイナンスの可能性もあることも踏まえておく必要はあろう。

(3) 国内販社の持続的収益力の向上

当社の買収先業績の短期改善力、基礎収益カバー率（新車以外の粗利益÷販管費）向上、などの実績は目を見張る。とはいえ、国内自動車市場縮小、小型車比重の増加傾向などから大きく収益改善を図りにくい環境になってきている。商用車などストックベースのビジネスの基礎収益カバー率を踏まえると、当社既存販社の基礎収益カバー率は既に高く、更なる改善が限界的な水準にあるとの見方ができることもリスクの一つと言えよう。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「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、東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、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティ・アイ・ダヴリュ（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、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東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、東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、東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東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、東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、東京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.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>