

# V Tホールディングス

(7593・JASDAQスタンダード、名証2部) 2013年6月28日

## M & A 戦略を柱に成長を続ける自動車販売大手

### ベーシックレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
高田 悟

### 会社概要

所在地	名古屋市中区
代表者	高橋 一穂
設立年月	1983/3
資本金	2,493百万円 (2013/3/31現在)
上場日	2000/6/19
URL	<a href="http://www.vt-holdings.co.jp/">http://www.vt-holdings.co.jp/</a>
業種	小売業

### 主要指標 2013/6/27 現在

株価	1,183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	43,527百万円
予想配当 (会社)	30.0円
予想EPS (アナリスト)	136.64円
実績PBR	2.11倍

### M & Aによる拡大が続く、収益力も業界屈指

ホンダ系ディーラーとしてスタート。名証上場後M & Aによる事業基盤拡大を積極的に推進する。低収益に苦しむ販社を買収し当社開発の経営手法注入により短期間で収益化することを最大の強みに高成長を続ける。ホンダ系販社1社と日産系販社4社を中心とした新車・中古車販買、点・車検及び金融サービスなどが事業の中核。たゆまぬ経営効率の改善により業界屈指の収益力を誇る。国内自動車市場縮小が懸念される環境下、中古車輸出、海外ディーラー、レンタカー、などの事業にも注力する。



### 前期に続き14年3月期は過去最高益更新を計画

13/3期の営業利益は前期比17.2%増の78億円となった。4年連続で過去最高益を更新した。傘下の既存販社の業績堅調推移に加え、新規連結の日産サテオ埼玉の収益が当社ノウハウで大幅に改善したことなどが増益に寄与した。14/3期は同じく前期新規連結の英国三菱系販社で収益改善が一段と進む見込み。加えて、主にホンダ系での新型車効果などにより当社は同5%増の営業増益を計画。TIWは当社想定以上の新車販売、サービス収益を見込み会社計画を上回る着地を予想。

### 積極的なM & Aによる新たな成長が期待される

13/3期末の自己資本比率は09/3期末の11.3%から25.4%へ改善した。リーマンショック後の一時的な業績悪化後は増益基調となった、財務健全化に優先的に取り組んだ、昨年は国内外で販社2社を買収したがそれまでは大型M & Aが一服した、などによる。財務指標の改善、昨年11月の「固定株価資金調達プラン」という手法での第三者割当てによる新株予約権発行、などにより次のM & Aへの布石が着実に打たれたと見る。候補案件は国内にまだ多く残るもよう、被買収先の早期収益改善は実証済み、などからM & Aによる新たな成長に期待がかかる。

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 実績	118,317	23.3	7,810	17.2	7,659	16.7	4,775	9.5	134.80	
2014/3	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	133.31
	アナリスト予想	122,400	3.5	8,400	7.6	8,200	7.1	4,920	3.0	136.64
2015/3	アナリスト予想	128,300	4.8	9,000	7.1	8,800	7.3	5,280	7.3	146.64

## 会社概要

### 会社概要

#### ● 会社概要

- ・ ホンダ系ディーラーとして出発。
- ・ ホンダ系ディーラー初の上場会社となる。
- ・ 上場以降、M&Aを原動力に業容を拡大する。
- ・ グループ傘下に入った企業の収益性を短期間で向上させることが強み。
- ・ 今日では業界内で圧倒的な収益性を誇るディーラーへ成長。
- ・ 日産系ディーラーを相次いで参加に入れことから近年は日産車の取扱い比重が高まる。
- ・ 傘下のトラスト（東証マザーズ 3347）を通じ、中古車輸出への参画に加え、レンタカー事業の全国展開を図る。

### 経営者

#### ● 経営者

創業者である代表取締役社長 高橋一穂

自動車ディーラーの役割は単に車を売るということではなく、ひとり一人のお客様のニーズやライフスタイルに合せた提案を行う、メーカーが丹精込めて創り上げた車を正しい知識と責任をもって販売する、そして、何よりもお客様が大切なお車にいつまでも快適に乗り続けていただくことであると捉え、お客様にご満足頂ける質の高い安心・安全なサービスをいつでもどこでも均一にお届けすることが重要であり、「ディーラーを超えるディーラー」として成長し続ける必要があるとのメッセージを発信する。

### 設立経緯

#### ● 設立経緯

元々は愛知日野自動車のトップ営業であった高橋一穂氏が独立し、中古車販売会社の設立などを経て、1983年4月にホンダ技研工業とベルノ店取引基本契約を締結し、(株)ホンダベルノ東海を創業した。そして、ホンダベルノブランド最後発の自動車ディーラーとして愛知県の尾張地区を中心とした商圈で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第2部で上場を果たすと、M&Aでの事業拡大を本格化した。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し、東海地方で販売エリアを拡大した。その後2003年4月に新車及び中古車の販売に関する営業並びに指定自動車整備業及び自動車分解整備事業を含む自動車整備の営業を分割し、新設する(株)ホンダベルノ東海(現・[株]ホンダカーズ東海・連結子会社)に承継した。そして、当社は持株会社へ以降したが、その際の(株)ホンダベルノ東海からの商号変更の際し、ベルノ東海の頭文字をとって社名をVTと名づけた。

会 社 概 要

沿

革

沿革（図表1）

1983年	3月	愛知県東海市に株式会社ホンダベルノ東海を設立
	4月	本田技研工業株式会社とベルノ店取引基本契約を締結し、愛知県東海市に東海店を開設
1998年	9月	名古屋証券取引所市場第2部に上場
1999年	3月	ホンダ自販名南及びフォードライフ中部の株式取得
	6月	オリックスレンタカー中部（現・J-net レンタリース）を設立
2000年	4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
	6月	大阪証券取引所ナスダック・ジャパン市場（現・大阪証券取引所JASDAQ市場）に上場
2003年	3月	トラストの株式取得
	4月	自動車販売関連事業を（株）ホンダベルノ東海として分社すると同時に、商号をVTホールディングス（株）に変更し、持株会社体制へ移行
	8月	ホームダイレクトの株式取得
2004年	1月	シー・イー・エスの株式取得
	〃	フェイスオン（現ピーシーアイ）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	4月	エルシーアイの株式取得
	7月	VTインターナショナルを設立
	12月	長野日産自動車を連結子会社化
2006年	7月	静岡日産自動車、三河日産自動車を連結子会社化
	8月	ホンダベルノ東海の商号をホンダカーズ東海に変更
2009年	11月	海外の自動車販売で双日と業務提携
2011年	6月	E-FOURをpPグループに譲渡
2012年	4月	CCR社（英国の三菱系ディーラー）の株式取得
	〃	日産サテリオ埼玉及び日産サービス埼玉を連結子会社化

（出所） 有価証券報告書、会社資料

## 会社概要

### 大株主

#### ● 大株主（図表 2）

（2013年3月31日現在）

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	(有) エスアンドアイ	4,896,500	13.30
2	三井住友海上火災保険（株）	2,554,000	6.94
3	日本トラスティ・サービス信託銀行（株） （信託口）	1,940,900	5.27
4	あいおいニッセイ同和損害保険（株）	1,234,000	3.35
5	（株）損害保険ジャパン	1,234,000	3.35
6	日本興亜損害保険（株）	1,234,000	3.35
7	東京海上日動火災保険（株）	1,234,000	3.35
8	資産管理サービス信託銀行（株）（年金 信託口）	1,169,000	3.17
9	高橋一穂	1,092,600	2.96
10	高橋淳子	1,082,800	2.94

（出所）会社資料

（注）1位の大株主は社長の資産管理会社、9位、10位の個人株主は社長及び社長の配偶者。

### コーポレートアクション

#### ● コーポレートアクション

昨年11月に日本ではまだ珍しい、「固定株価資金調達プラン」という手法による資金調達を発表した。投資銀行のUBSを新株予約権の割当先として300万株（固定）を発行し最大で36億円の資金を調達する。ただし、行使価格が1,200円で固定されているため、理論上、株価が1,200円に達するまで行使されない。さらには、割当先は当社の許可なく予約権の行使ができない仕組みである。行使価格及び対象株式数の双方が固定されていることから、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避け、既存の株主を大事にすることを選択したと考える。この資金調達公表時の株価は600円前後であったが、優に行使価格を超えた5月中旬に当社側も当該新株予約権の総数全てに行使許可を行った。今後の株価動向にもよるが、権利行使により資金調達が進めば、更なる資本増強が借り入れ余力拡大に繋がり、M&Aを機動的に行う環境が一段と整うことになろう。

# 事業概要

## 事業の内容

### ● 事業の内容

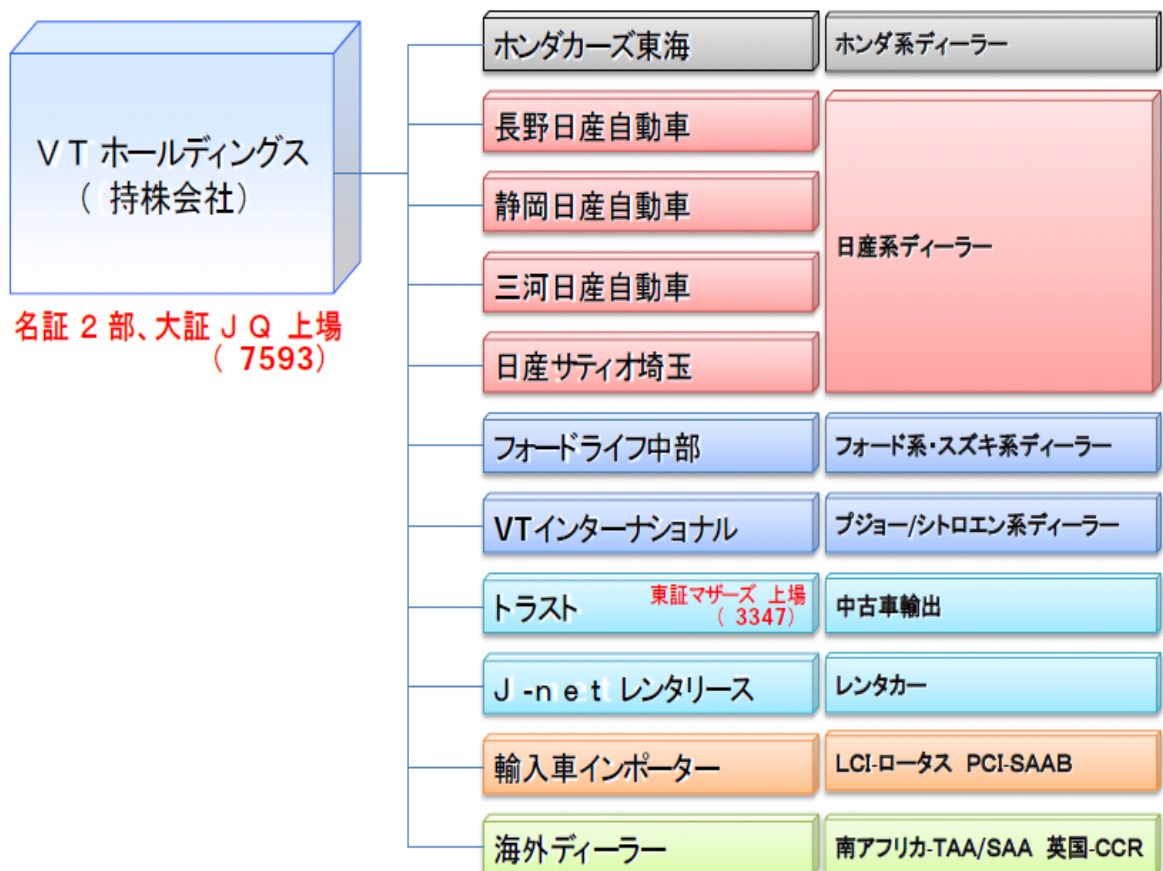
ディーラー事業（新車、中古車販売、修理など販売に付随したサービス）、中古車輸出事業、レンタカー事業を手掛ける自動車販売関連事業が中核事業。他に住宅関連事業を一部展開する。自動車販売関連事業の中心ディーラー事業はホンダ系ディーラー1社、日産系ディーラー4社、輸入車ディーラー2社、そして、海外自動車ディーラー3社からなる。また、ディーラー経営とは別に2004年に上場のトラストにて中古車輸出事業、J-net レンタリースにてレンタカー事業などの新分野を推進する。

## VTホールディングスグループ

### ● 主要グループ企業並びに事業系統

持株会社である当社グループは2013年3月時点で連結子会社23社及び持分法適用会社2社で構成される。その内、中核の自動車販売関連事業を構成する主要グループ企業及び事業系統は下表（図表3）のとおりである。

（図表3）グループ企業、事業系統



（出所）会社資料より掲載

## 事業概要

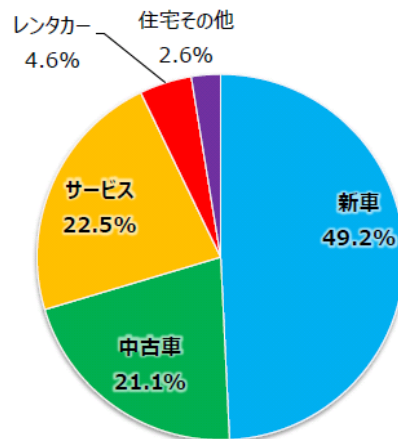
### 収益構造

#### ● 収益構造

13/3期の売上高1,183億円の内、自動車販売関連事業の売上が約97%を占める。また、ホンダカーズ東海と日産系ディーラー4社の主要5社の売上が全体の約78%に上る。近年増加した日産系ディーラー売上比重は全体の約61%となる。売上では新車の貢献が約半分に上る。しかし、利益貢献で見ればサービスの貢献が約4割と強まる。また、新車を除くサービス、中古車、レンタカーなど自動車販売関連事業の利益貢献の合計は65.1%に上る。新車販売は自動車メーカー次第となる新型車の発売サイクルの影響を強く受ける。こうした外部要因の影響を強く受ける新車販売部門の収益に大きく依存しない収益構造であると言える。

(図表4) 事業別・部門別売上構成

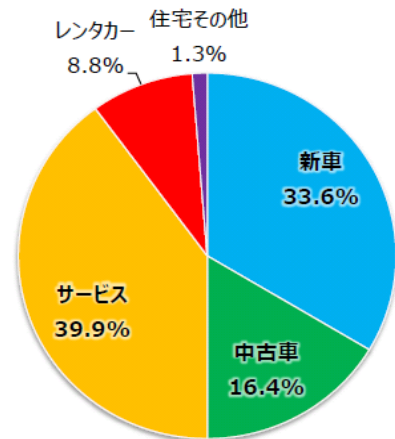
13/3期



(出所) 会社資料より TIW 作成

(図表5) 事業別・部門別粗利益構成

13/3期



(出所) 会社資料より TIW 作成

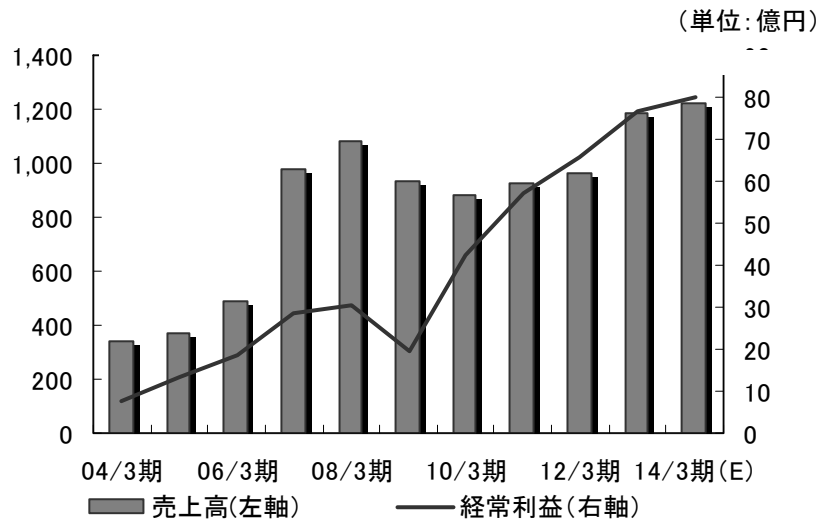
### ビジネスモデル

#### ● ビジネスモデル

当社のビジネスモデルは、赤字ないし低収益に苦しむ国内ディーラーをM&Aによって取得し、当社が開発した経営手法により、リストラなどを行うことなく各事業の効率化を図り短期間で利益を出していくというものである。全国各地の自動車ディーラーの販売地域は自動車メーカーが限定しており、自動車ディーラーは販売地域以外で出店が自由にできないことから、成長のためにはM&Aが必然と言える中で、当ビジネスモデル展開を柱に上場以降飛躍的な成長(図表6)を遂げた。一方、今日では国内自動車市場の拡大が望めぬ中で、自動車ディーラーに止まらず、レンタカー、中古車輸出、海外ディーラーなど自動車関連サービスのフルライン戦略を念頭に置いたM&A戦略を展開する。

事業概要

(図表 6) 業績推移：売上高と経常利益



(注) 14/3 期は当社予想

(出所) 会社資料より T I W 作成

主要事業及び  
主要グループ企業の内容

● 主要事業及び主要グループ企業の内容

(1) 自動車ディーラー5社

新車部門、中古車部門、サービス部門（点検整備、車検、保険など金融サービス）売上からなる傘下主要ディーラー5社の概要は下記のとおりである。

**ホンダカーズ東海**

当社の設立母体企業。ホンダベルノ東海として 1983 年設立。その後、ホンダベルノ岐阜の販売地域を引継ぎ、ホンダプリモ東海などを吸収し現在に至る。全国約 950 社のホンダ系ディーラーの中で 10 年以上にわたり、トップクラスの経常利益額を確保している。ここで培われた運営ノウハウがグループ傘下の他の販社に注入され、収益性強化に寄与してきた。全てのホンダ車種を販売、担当地域は愛知県尾張と岐阜県西濃で、新車販売店は 25 拠点、中古車販売店は 1 拠点。年間の新車販売台数は約 6,600 台程度。

## 事業概要

### 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対体制の変更に対応し、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リオ松本を一本化、現在の業容となる。長野全域で日産の全ての車種を販売、販売拠点は新車31拠点、中古車5拠点。年間の新車販売台数は約6,500台程度。

### 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する。その後、2004年にVTホールディングスの支援を得、2006年にその傘下に入る。静岡県中東部が担当エリアで日産の全ての車種を販売。販売拠点は新車25拠点、中古車4拠点。年間の新車販売台数は約5,500台程度。

### 三河日産自動車

2006年7月にVTホールディングス傘下に入る。愛知県に西三河が担当エリア。全ての日産車種を販売する。販売拠点は新車11拠点、中古車2拠点。年間の新車販売台数は約3,000台。

当社は従来からM&Aによる事業基盤・業態拡大を積極的に推し進めてきた。自動車メーカーとの販売店契約で販売地域が制約されるという状況下で成長にはM&Aが不可欠との背景がある。こうした中で当社は元来ホンダ系ディーラーでありながら、特定の仕入先への依存度を分散化させるという狙いもあり、収益性の非常に低い日産系上記3社を傘下に収めたという経緯を持つ。それぞれ、短期間に経営効率を改善し、この3社を現在の収益の柱に育て上げた。このことはまさに当社がM&Aによる事業成長、業態拡大といったビジネスモデルを順調に確立してきた証左と言えよう。リーマンショック後はM&Aによる成長拡大と財務のバランスから財務体質強化を優先する中でM&Aは一服した。しかし、昨年、このM&A戦略に新たな展開が見られた。当社は国内で日産サテリオ埼玉を、英国でCOLT CARを相次ぎ買収した。



## 事業概要

### 日産サティオ埼玉

2012年4月に子会社化。日産直営のディーラーで埼玉県大宮市を中心とした埼玉県東南部を拠点とする。販売拠点は新車17拠点、中古車2拠点。年間の新車販売台数は約3,350台程度、売上規模は約120億円。日産系販社の中では中規模。子会社化に当たり純資産マイナス約10億円に対し財務基盤の安定を図るべく15億円の資本注入を行った。13/3期の経常利益率は▲0.4%（子会社化前の参考値）から6.7%へ上昇した。当社グループノウハウ注入により急速に収益改善を図り、子会社化後わずか半年足らずで収益性では日産系トップディーラーの仲間入りを果たした。販売地域の中心が東京に近いベッドタウンである、登録車の比率が高く中大型車の保有台数が多い、などから経営効率を順次上げ、今後、他の買収した日産系列販社と同様に高い収益貢献先としての成長が期待される。

### (2) 海外ディーラー

2011年2月に子会社トラストが南アフリカの新車ディーラーに資本参加したのを皮切りに海外でのディーラー展開が本格化した。50%超を取得し子会社化するとともに社名をTRUST ABSOLUT AUTOとした（TAA）。同年3月には同じく南アフリカの新車でディーラーあり双日が出資するSOJITZ ABSOLUT AUTO（SAA）に出資した。TAAではプジョー、フィアットの販売店を運営、SAAではスズキの販売店の運営に参画している。なお、昨年、英国で三菱系ディーラーを新に子会社化した。

### COLT CAR RETAIL (英国)

三菱商事100%出資子会社の100%子会社（孫会社）。英国ロンドン及びイングランド南西部において、三菱自動車の新車ディーラーを11店舗運営する。三菱自動車ディーラーとしては英国国内で最大規模。三菱車を年間1,200台程度販売。また、新車とは別に2,500台程度の中古車を販売する。当社が2012年4月に買収資金約5.5億円で子会社化した。事業規模は比較的小規模だが当社初の三菱系販社。子会社化前の12/3期業績は当社参考値で売上高約83億円、経常損益は4.6億円の赤字。英国市場での三菱車長期低迷の中での人員過剰により業績停滞が続いたが、当社のノウハウ注入により買収初年度の13/3期に経常赤字は2.0億円へ縮小した。14/3期は収支均衡を見込む。今後は中古車下取り対策やコスト削減を進めることで国内ディーラー並みの収益体質を目指す。また、当社子会社で輸出車販売を手掛けるトラストで展開するインターネットによる中古車輸入事業に、英国製中古車の仕入などでのシナジー創出により間接的に貢献する可能性がある。

**事業概要**

**(3) 輸入車販売会社**

上記国内外ディーラーの他に輸入車の販売会社が下記のとおり4社存在する（何れも連結子会社）。

(図表 7) 傘下の輸入車販売会社

会社名	ブランド別	商圏
フォードライフ中部(小売)	フォード	愛知・岐阜・三重
VTインターナショナル(小売)	プジョー/シトロエン	大阪
ピーシーアイ(卸売)	サブ/ケータハム	全国
エルシーアイ(卸売)	ロータス	全国

(出所) 会社資料より TIW 作成

4 社合計の売上高は全体売上高の約 5%程度であり、利益寄与は殆どない。当社側では輸入車販売業は、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眼としたものとしている。当社の今後の収益を大きく左右するものではないと言える。

**(4) 子会社トラスト (3347)**

上記の国内でのホンダ系、日産系ディーラー5社、英国ディーラー1社、輸入車販売会社4社の他に当社全体に影響する子会社として、東証マザーズ上場会社で主に中古車の輸出、国内でのレンタカー事業、そして、南アフリカにてディーラー事業を展開するトラストがある。

トラストは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。ただし、子会社（出資比率 50.9%）J-net レンタリース（即ち、当社の孫会社）を傘下にレンタカー事業も手掛ける。また、近年は海外での自動車ディーラー事業に進出。前述の南アフリカ TAA は 2011 年 2 月、SAA は 2011 年 10 月に子会社化した。13/3 期の売上高は 133 億円（前期比 19%増）、営業利益は 11.3 億円（同 25%増）。売上構成は中古車輸出事業 35%、レンタカー事業 42%、海外自動車ディーラー事業 23%となった。一方、利益貢献では 2 割強の利益が中古車輸出事業から、8 割弱の利益がレンタカー事業からとなっている。

中古車輸出は円高影響や格安・不良品との競争などが厳しかったが足下では円高修正、委託販売活用などによる収益率向上が見込まれる。レンタカー事業は全国に直営店 30 拠点、FC71 拠点をもち、80%を超える高稼働率を誇り業績推移は好調である。高水準の利益率、為替影響を受けない、市場拡大が想定される中での新規出店などにより、当面トラストの業績牽引役としての役割が期待される。一方、海外ディーラー事業は中期的にはアフリカ市場の需要拡大を捉えての成長が見込めよう。

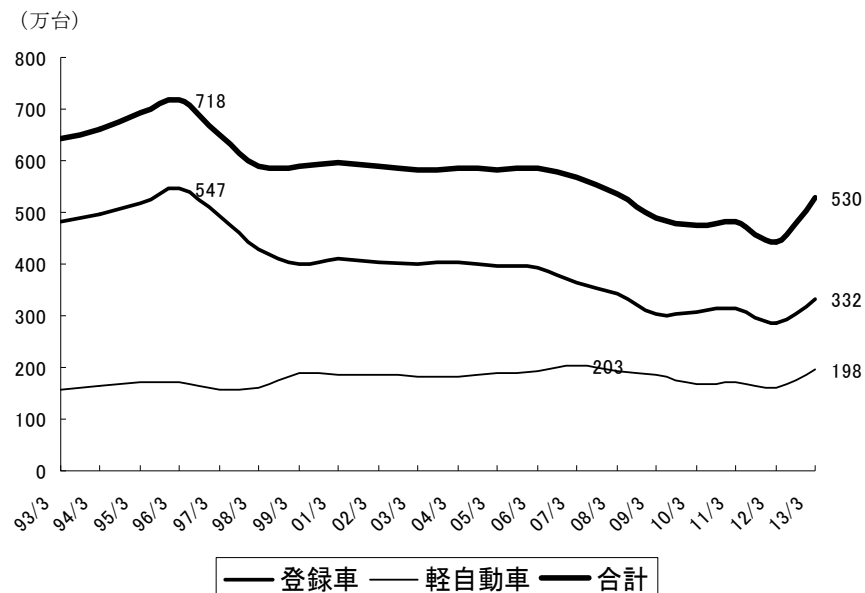
## 事業環境分析

新車・中古車ともに国内市場は縮小傾向

### (1) 国内新車及び中古車販売事業は伸びにくい環境

2012年度の国内自動車販売台数は530万台となった。大震災からの自動車メーカーの生産回復やエコカー補助金により前年度の444万台は大幅に上回った。しかし、ピークであった1995年度の718万台に比べれば74%の水準に止まった。少子高齢化、若者の車離れなどにより10年後には市場は400万台程度まで縮小するとの見方もある。また、図表8からは登録車販売台数が下落トレンドにある一方で軽自動車販売台数が相対的に堅調に推移していることが観測される。所得の伸び悩むに加え、ガソリン価格の高止まり、税負担の違い、などを背景に売れ筋車種も安価で小型な車種へのシフトが鮮明である。ディーラーから見れば、台数の減、売上構成の悪化により新車関係の利益は伸び悩む方向にある。図表9に中古車販売台数の推移を示した。新車と同様の傾向にあることがわかる。加えて、一部自動車メーカーがディーラーに成功報酬的に支払っている報奨金も削減傾向にあることなどを踏まえると自動車販売関係の収益は伸びにくい環境にあると言える。

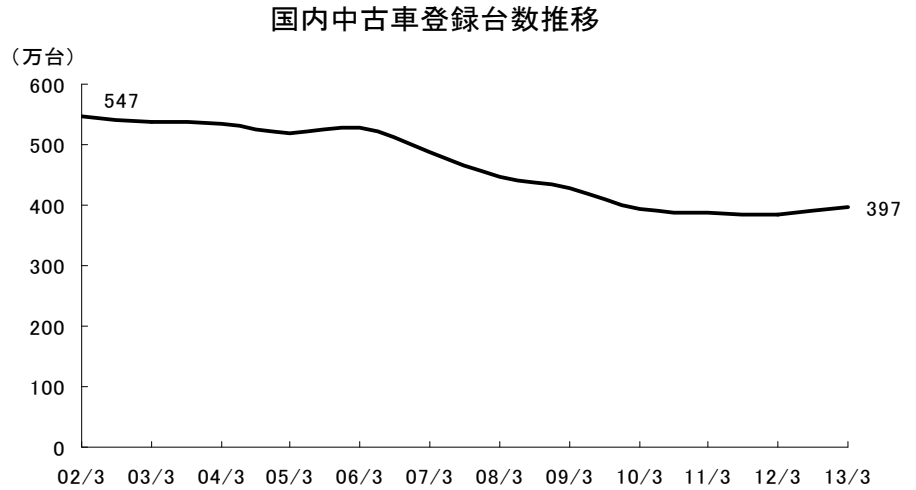
(図表8) 国内自動車販売台数推移



(出所) 日本自動車工業会

事業環境分析

(図表 9) 国内中古車登録台数推移



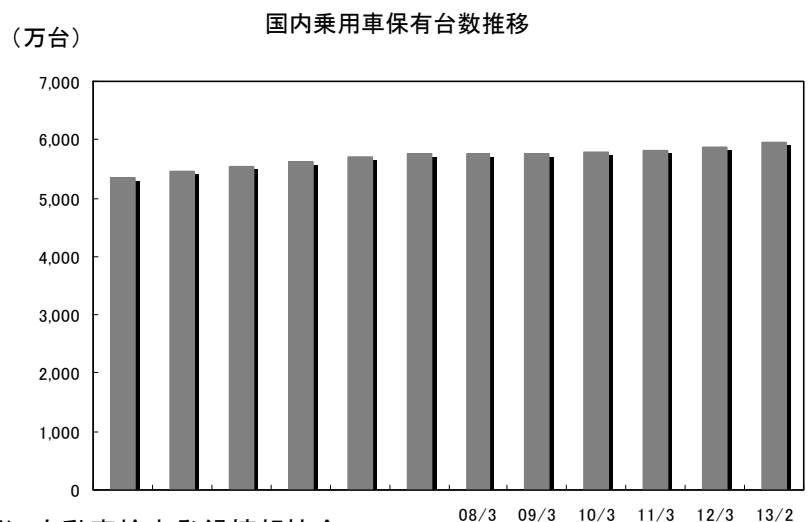
(出所) 日本自動車販売協会連合会

乗用車保有台数は  
増加傾向

(2) 保有台数は増加傾向

図表 10 は国内乗用車の保有台数推移を示す。自動車販売台数伸び悩み一方で、耐久性、性能の向上などから車両の保有年数が長くなったことなどもあり、保有台数は僅かながら増加傾向にあることがわかる。過去 10 年間で乗用車の保有台数は 7%増加した。このことは、保有をベースとしたストック型のビジネスは今後も安定した収益源となりうることを意味しよう。

(図表 10) 国内乗用車保有台数推移



(出所) 自動車検査登録情報協会

## 経営力分析

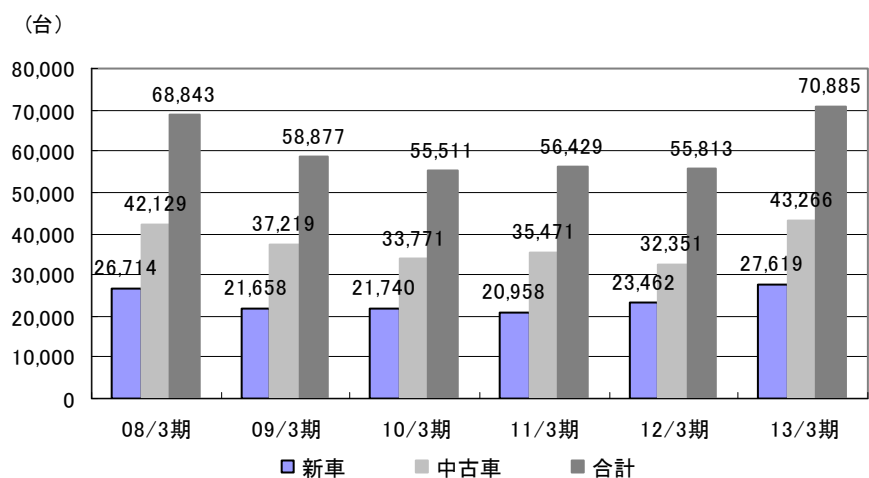
リーマンショック後  
も販売台数は堅調  
に推移

### (1) 自動車販売のノウハウ

当社の最大の強みは自動車販売のノウハウの高さにある。国内自動車販売は一部のディーラーを除きそれ程大きく収益が上がるビジネスでない。日産自動車は最盛期には5系列で展開していた自社販売網を1系列に事実上統一した。同様にホンダや三菱自動車も3系列から1系列に統一した。依然として複数系列を維持しているのはトヨタ自動車のみという事実がこのことの証左と言える。縮小に向かう自動車市場を前に各社ともディーラーの統合・廃止を繰り返してきており、この動きは特に日産自動車で顕著となった。ゴーン改革の中で、経営不振に陥り、日産自動車本体から財務的な支援が急速になくなった多くの日産系列ディーラーの一部で身売りの動きが起きた。そこに当社高橋社長が注目しM&Aにより相次いで日産系ディーラーを手に入れた。

買収後は速やかにホンダカーズ東海のトップ営業社員を送り込み、当社独自のノウハウで短期間での経営再建に成功している。被買収会社にて人員や給与の削減などを行わず営業効率の徹底的な効率化を図っている点が大きな特徴である。当社の店頭での成約率は約3割（店頭に来る顧客の内10人に3人が車を購入）と国内平均の約1割を大きく上回る。下表に示すように、リーマンショック後の需要急減の中でも営業効率の徹底、M&Aなどにより当社販売台数は堅調に推移している。また、販売効率向上に加え付属品の上乗せなどにより新車販売の粗利益率は改善傾向にあり水準も業界平均の約10%程度を大きく上回っている。

(図表 11) 当社販売台数推移



(出所) 会社資料より T I W 作成

## 経営力分析

新車販売の粗利益率は改善傾向で水準も高い

(図表 12) 自動車セグメント部門別損益

(単位：百万円)

		07/3期	08/3期	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	前期比
売上高	新車	48,969	52,590	42,005	41,686	42,937	47,252	54,521	115.4%
	中古車	23,992	27,925	22,833	17,656	21,095	20,284	30,410	149.9%
	サービス	19,334	21,828	21,691	21,545	21,375	21,547	26,204	121.6%
	レンタカー	2,330	2,566	2,323	2,792	3,505	4,426	4,966	112.2%
	合計	94,626	104,910	88,853	83,681	88,914	93,510	116,103	124.2%
粗利益	新車	5,525	6,431	5,362	5,356	6,010	6,823	8,432	123.6%
	中古車	3,767	4,200	3,323	3,027	3,663	3,804	4,122	108.4%
	サービス	5,399	7,416	7,468	8,146	8,023	7,877	10,020	127.2%
	レンタカー	931	1,086	1,101	1,429	1,766	2,096	2,215	105.7%
	合計	15,622	19,133	17,256	17,959	19,469	20,601	24,791	120.3%
粗利率	新車	11.3%	12.2%	12.8%	12.8%	14.0%	14.4%	15.5%	1.0%
	中古車	15.7%	15.0%	14.6%	17.1%	17.3%	18.8%	13.6%	-5.2%
	サービス	27.9%	34.0%	34.4%	37.8%	37.5%	36.6%	38.2%	1.7%
	レンタカー	34.0%	42.3%	47.4%	51.2%	50.4%	47.4%	44.6%	-2.8%
	合計	16.5%	18.2%	19.4%	21.4%	21.9%	22.0%	21.2%	-0.6%

(出所) 会社資料より TIW作成

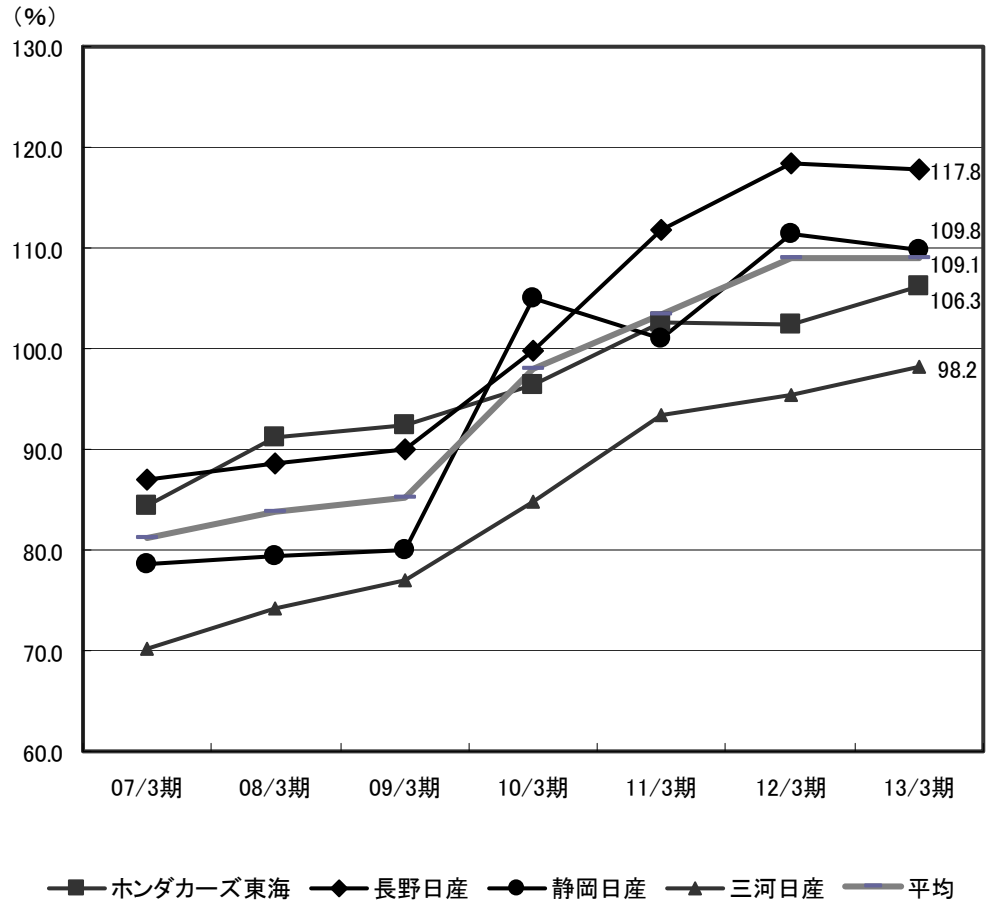
基礎収益カバー率の向上が顕著

### (2) 高い基礎収益カバー率

自動車ディーラーにとって最も重要な指標は基礎収益カバー率(固定費カバー率)とその推移である。基礎収益カバー率とは新車以外の収益(中古車・サービス・レンタカー他)で販売管理費をどの程度カバーできるのかということを示す。この指標が100%を上回ると新車販売による利益がなくても、それ以外の利益でコストを賄えるということを意味する。即ち、自動車メーカーの新型車投入サイクルによってぶれ易い新車販売の収益に依存しない体質を持っており、理論上は新車販売がなくても赤字にはならないということになる。次ページの表(図表13)に当社主要販社4社の基礎収益カバー率の推移を示す。5年ほど前までは大半の販社が90%を割り込んでいた。しかし、ここ数年の収益改善には目覚ましいものがあり、三河日産を除く全社が100%を超えている。まだ、三河日産は90%台に止まるがその改善度は目を見張る。また、昨年4月に子会社化し日産サテオ埼玉は当社の参画により初年度より100%を超えた。なお、日産サテオ埼玉を含む13/3期の当社主要販社5社(主要5社で当社連結売上の約78%)の基礎収益カバー率は109.1%となった。また、当社の同指標は業界内でも高い水準を確保している。

経営力分析

(図表 13) 主要 4 ディーラーの基礎収益カバー率推移



(出所) 会社資料より T I W 作成

13/3 期業績

- 13/3 期はM&A効果で売上、利益ともに過去最高を更新
- ・ 13/3 期は売上高 1,183 億円（前期比 23.3%増）、営業利益は 78.1 億円（同 17.2%増）、経常利益 76.5 億円（同 16.7%増）、当期純利益 47.7 億円（同 9.5%増）となった。売上高は過去最高となり、利益も全ての利益段階で過去最高となった。なお、最終段階での増益幅縮小は主に前期の事業譲渡益（環境関連事業）がなくなったことによる。
- ・ 日産車の販売は前期に大震災による落ち込みが少なかったことから既存販社では盛り上がりには欠けた。
- ・ しかし、ホンダ車の販売が大震災からの供給不足解消や新規投入軽自動車のヒットなどにより上向いた、輸出を含む中古車販売が堅調に推移した、などに加え、日産サテオ埼玉及び英国CCR子会社化のフル寄与などにより大幅増収となった。
- ・ 利益面は大震災の反動により中古車事業での粗利の悪化はあったが、当社グループ全体の新車・中古車合計販売台数が前期比 27.0%増（図表 11 参照）となったことによる台数増効果などが営業増益に寄与した。
- ・ 更には、点・車検、修理、手数料収入などの収益性向上注力によるサービス部門の増益、新規出店店舗並びに既存店の稼働堅調によるレンタカー部門の増益も利益を押し上げた。
- ・ また、国内販社の経営効率改善は継続しており、基礎収益カバー率はアップサイドが次第に限界的になる中で、主要販社の平均は前期の 108.9%から 109.1%（図表 13 参照）へ改善した。
- ・ なお、日産サテオ埼玉及び英国CCRの2社連結の効果は売上で約 175 億円、経常利益で 6 億円（日産サテオ埼玉が 8 億円の経常黒字、CCRが 2 億円の経常赤字）となった。

14/3 期計画

- 14/3 期はM&Aがない前提でも過去最高益更新を計画
- ・ 当社は 14/3 期に売上高 1,220 億円（前期比 3.1%増）、営業利益 82.0 億円（同 5%増）を計画。
- ・ グループ全体の販売台数は 74,037 台（同 4.4%増）、内新車 29,389 台（同 6.4%増）、輸出を含む中古車 44,648 台（同 3.2%増）を想定する。
- ・ 新車販売はホンダ系が小型車「フィット」のフルモデルチェンジ、日産系はハイトワゴンタイプの新型軽自動車「デイズ」が台数増を牽引する。
- ・ 収益力強化を一段と進め、既存会社、新規連結とも堅調に推移する見込み。CCRは今期収支均衡の想定で今後の本格的業績寄与に期待がかかる。
- ・ なお、M&Aには引き続き意欲的と見られるが、新規M&Aについては不確定要素が大きいいため当業績予想には含んでいない。



業 績

14/3 期事業別・部門別計画

- 事業別・部門別粗利益では中古車、レンタカー比重が増加
- ・ 事業・部門別は全てで粗利益率の改善を見込む。また粗利益の増益率では中古車、新規出店によるレンタカーの増益幅が大きく、引き続き新車販売の影響を受けにくい収益体質への強化が進む見込み。

(図表 14) 14/3 期事業別・部門別計画 (単位：億円)

	新車	前期比	中古車	前期比	サービス	前期比	レンタカー	前期比
売上高	558	102%	321	106%	260	99%	55	110%
粗利益	88	105%	45	110%	101	101%	25	114%
粗利益率	15.8%	0.3%	14.0%	0.4%	38.8%	0.6%	45.5%	0.9%

(出所) 会社資料より T I W 作成

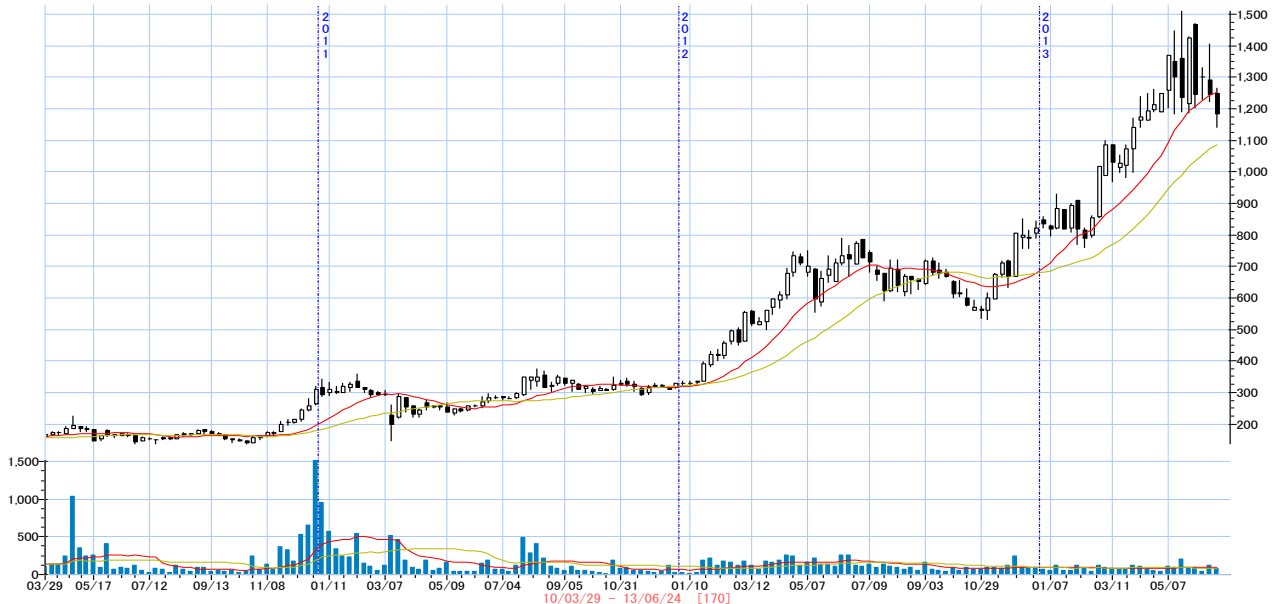
14/3 期TIW予想

- 14/3 期は当社計画超過達成を T I W は予想
- ・ 当社側は期初の当期計画を最低目標としているもよう。T I W は「フィット」を中心に当社以上の新型車効果を見込んだ、前期並みとした当社サービス収益を保守的とみた、当社以上に円安の追い風を中古車輸出で見込んだ、などにより、T I W は会社予想を 2.0 億円上回る営業利益を予想する。

既存店、既存事業の収益性向上と M & A により中期的成長を見込む

- T I W では中期的な成長余地は大きいと考える
- ・ 過去数年の財務体質改善に加え、前述のスキームでの資金調達を進めている、などから今期も当社側は新たな M & A を模索しているもよう。
- ・ 成熟する国内自動車市場を前に既存社の経営効率の改善のみでは成長が限界となることは明らかである。こうした環境下は一方で低収益の長期化や赤字の陥る販社が今後一段を多くなることにも繋がり、同社にとっては成長のオポチュニティが増していると思われる。
- ・ T I W は過去の当社実績などから、1 社当たり 20~30 店舗の営業店を持つ規模の地方販社の買収に必要な金額を 20~30 億円と推計、一方で当社の素早い経営効率改善により、買収時赤字であっても遅くとも 5 年以内には一社当たり 20 億円程度の営業利益貢献が可能になると推定した。
- ・ こうした推定をベースに今後 5 年程度の時間軸で国内の販社を数社 (3~4 社) 買収できたと仮定した場合、売上高で 1,000 億円弱程度、営業利益 50 億円程度の上積みが可能になると考える。
- ・ 当社グループ内で最も高い収益性を誇る長野自動車 (13/3 期経常利益率 10.3%) をベンチマークとした当社グループ全社の収益力向上、既存事業と中古車事業とのシナジー創出、レンタカー事業の全国展開加速、などを見込み、加えて、上記の M & A による上積みなどを勘案すると中期的には売上高で 2,000 億円、営業利益で少なくとも 160 億円程度が視野に入ってきたと見るべきであろう。

VTHD [7593/JQ] 週足 2013/06/28



(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。

			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	47,379	23,194	23,859	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	92,657	95,974	118,317	122,400
	営 業 利 益	百 万 円	5,919	6,662	7,810	8,400
	経 常 利 益	百 万 円	5,700	6,562	7,659	8,200
	当 期 純 利 益	百 万 円	2,763	4,361	4,775	4,920
	E P S	円	80.69	126.93	134.80	136.64
	R O E	%	25.2	30.9	26.4	20.5
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	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

- 急激な景気悪化などにより国内新車販売が大きく落ち込んだり、小型車シフトの動きが強まったりすることに加え、自動車メーカーからの報奨金の削減なども重なると、新車販売の収益が一時的に大きく圧迫を受けるリスクがある。
- 中古車販売も多少の時差はあっても基本的には新車販売に連動する。新車販売の低迷は一時的には玉不足により価格面から有利な営業展開を進められる。特に大震災後は玉不足による中古車販売粗利の改善が顕著に現れた。しかし、新車販売低迷が長引くと中古車も取扱い数量減が結果的には中古車販売事業の収益を圧迫するリスクがある。

### 当社固有のリスク

#### ● 当社事業に関するリスク

##### (1) M&Aの対象になる販社

前述のとおり当社の成長には国内販社のM&Aが引き続き必要不可欠である。しかも、被買収先は赤字体質継続により、経営が行き詰っていることが望ましい。安い値段で買収できる可能性が高まり、業績改善効果も大きく見込めるからだ。国内自動車市場の縮小は環境的にはこうした戦略にポジティブとはいえ、ちょうど良いターゲットが必ず現れるとは限らず、また、現れたとしても自動車メーカーが簡単に自社ブランドの販社を手放すとは限らない、などが先ず固有のリスクとして指摘できる。

##### (2) 国内販社の持続的収益力の向上

当社の買収販社の短期間での収益性改善力、基礎収益力カバー率向上、などの実績には目を見張るものがある。とはいえ、国内市場は縮小傾向の中で小型車比重が急速に高まっており、収益改善を大きく図りにくい環境になってきていることがリスクである。加えて、商用車などそもそもストックをベースにしたビジネスの基礎収益力カバー率を参考にすると、当社基礎収益力カバー率は既にかかなり高い水準にあり既存販社の基礎収益率カバー率の向上が限界的なレベルに達してきていることもリスクと言える。

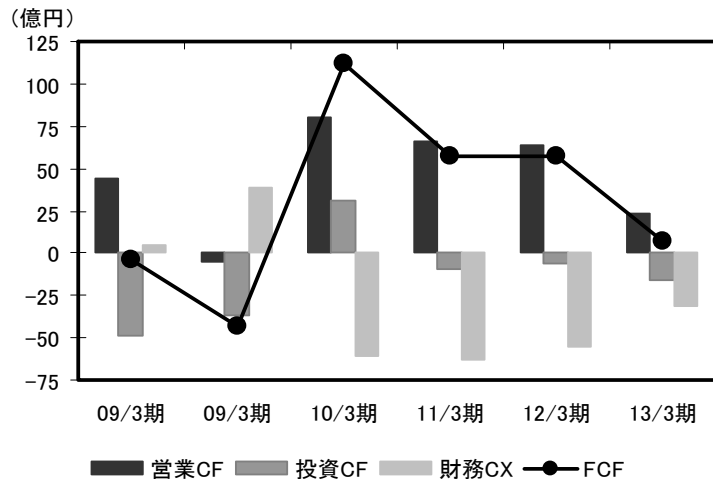
##### (3) 成長と財務体質のバランス

当社のフリーキャッシュフローは前期にメーカーの仕入代金支払いサイト短縮による営業キャッシュフロー減少により、一時的に減少したが、過去4期連続の黒字(図表15参照)となった。過去最高益更新が続いた、大規模な投資案件がなかった、などによる。このため実質有利子負債は過去5年間で大きく減少(図表16)、自己資本比率も改善(図表17)した。とはいえ、実質有利子負債は261億円あり、自己資本比率は25.4%に止まる。当社は今期実質有利子負債を200億円へ圧縮し、自己資本比率は目標の30%へ改善を図る方向である。しかし、こうした状況下では大型の

# リスク分析

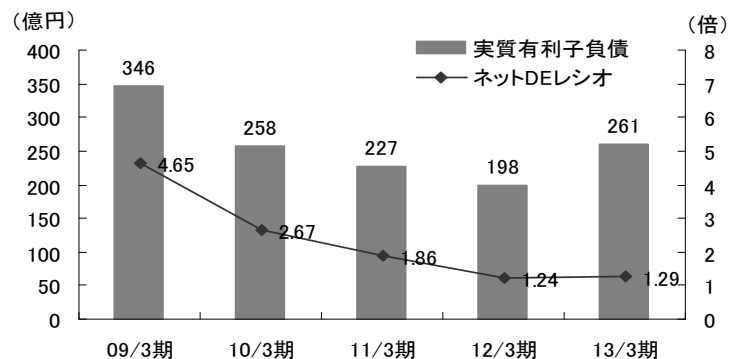
買収案件が出て来た場合、将来の潜在株式増、希薄化を伴うファイナンス需要は常に考慮しておく必要がある。また、借入増加による財務悪化が機動的なM&A推進による成長戦略に影響を及ぼすリスクも踏まえておく必要があると考える。

(図表 15) 連結キャッシュフロー推移



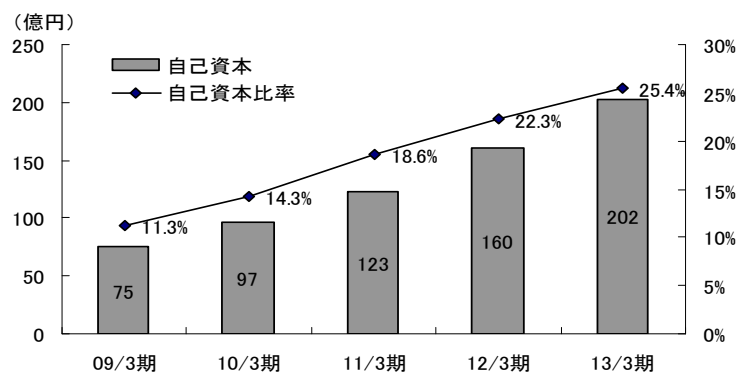
(図表 16) 実質有利子負債残高推移

(出所) 会社資料より T I W 作成



(出所) 会社資料より T I W 作成

(図表 17) 自己資本比率



(出所) 会社資料より T I W 作成

## 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ティー・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、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>