

## 自動販売機ビジネスを主軸とした成長戦略を描く

### Executive Summary

2019年1月31日

	強気シナリオ				弱気シナリオ			
	売上高		営業利益		売上高		営業利益	
	百万円	前年比 (%)	百万円	前年比 (%)	百万円	前年比 (%)	百万円	前年比 (%)
15.01	150,473	0.20%	4,983	-3.65%	150,473	0.20%	4,983	-3.65%
16.01	172,094	14.37%	3,848	-22.78%	172,094	14.37%	3,848	-22.78%
17.01	173,355	0.73%	6,194	60.97%	173,355	0.73%	6,194	60.97%
18.01 (予想)	175,977	1.51%	8,887	43.48%	162,868	-6.05%	5,468	-11.72%
19.01 (予想)	183,457	4.25%	9,259	4.19%	156,787	-3.73%	5,223	-4.48%
20.01 (予想)	191,608	4.44%	9,718	4.96%	151,615	-3.30%	4,762	-8.83%
21.01 (予想)	200,264	4.52%	10,301	6.00%	146,206	-3.57%	4,563	-4.18%
22.01 (予想)	209,465	4.59%	10,931	6.12%	140,856	-3.66%	4,370	-4.23%

株価 (2019/1/31)

終値 5,230 円  
高値 5,250 円  
安値 5,180 円

発行済株式数

16,568,500 株

時価総額

98,583 百万円

EPS (18.1 期)

152.02 円

PER (18.1 期)

39.14 倍

PBR (18.1 期)

1.08 倍

EV/EBITDA (18.1 期)

5.9 倍

配当利回り (18.1 期)

1.02%

本レポートでは、ダイドーグループホールディングス（以下、当社）の理論株価算定に基づく企業特性の分析を行った。当社は国内飲料事業を主力としており、国内飲料事業における製品販売のうち約 8 割を自動販売機で行っている。

本レポートでは DCF 法を用いて当社の理論株価を算定した。また基本シナリオ、強気シナリオ、弱気シナリオの 3 つのシナリオを我々は作成し、それらのシナリオをもとに将来 5 年間のフリーキャッシュフロー予測を行った。その結果、弱気シナリオでも実際の株価の 3 倍以上の値となり、現状では当社の株価は大きくディスカウントされていると我々は判断した。

理論株価が現実株価と大きく乖離をした理由として、当社の財務面およびファンダメンタルズ面に原因があると我々は考えた。さらに DCF 法以外の様々なモデルを用いて理論株価の算定を行った結果、当社は同業他社に比べて ROE が低いことや現金保有比率が高いことがわかった。我々はそれらが株価の足を大きく引っ張っており、改善の余地があると考えている。

今後は強固な財務体質とキャッシュリッチの強みを生かし、競争力の高い自動販売機ビジネスへの機動的な投資を行うとともに、市場が注目を集めるような他社に先駆けた具体的な成長戦略を描くことが必要であろう。自動販売機ビジネスという安定コア事業に加えて医薬品事業が成長コア事業と認識されれば、大きな株価上昇の余地があると考えられる。

大阪市立大学商学部

宮川研究室 3 回生

谷上恵海

鳥海直人

藤村咲希

山中咲果

鄭詩穎

## 目 次

---

1. 会社概要：ファミリー企業であり国内飲料事業を中心とした事業展開をしている
  - (1) 事業概要
  - (2) 沿革
  - (3) 同業他社の設定
  
2. 事業戦略分析：自動販売機ビジネスを主軸とした事業の展開
  - (1) 国内飲料事業
  - (2) 海外飲料事業
  - (3) 医薬品関連事業
  - (4) 食品事業
  
3. マルチプル分析：PER では割高、PBR では割安に評価されている
  - (1) 株価推移
  - (2) PER
  - (3) PBR
  - (4) ROE
  
4. 財務分析：収益性の低さと現金保有比率の高さが特徴
  - (1) ROE のデュポン分解
    - 売上高当期純利益率
    - 総資本回転率
    - 財務レバレッジ
  - (2) 現金保有比率

5. DCF 法を用いた理論株価算定：3つのシナリオを作成し予測したが、現実株価と大きな乖離が生じる

(1) 将来キャッシュフロー予測

(2) 資本コスト算定

CAPM 理論

Fama-French3 ファクターモデル

(3) 株価算定

継続価値

事業価値

株主価値

理論株価

6. DCF 法以外のモデルを用いた理論株価算定：他社と比べ理論株価のレンジが大きい

(1) 5つの理論株価算定

DDM

RIM

マルチプル法

(2) フットボールチャートで見る理論株価のレンジの同業他社比較

7. 分析結果の解釈のまとめ

## 1. 会社概要：ダイドーグループホールディングス株式会社について

### (1) 事業概要

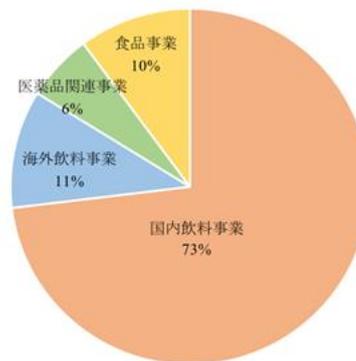
国内飲料事業が当社の  
主力事業である。

社名：ダイドーグループホールディングス株式会社 (DyDo GROUP HOLDINGS, INC.)

本社：大阪市北区中之島二丁目2番7号

事業内容：国内飲料事業、海外飲料事業、医薬品関連事業、食品事業

【図表 1】 事業別売上高構成比(2018年1月時点)



(出所) 日経 NEEDS Financial QUEST より作成

### (2) 沿革

当社の起源は医薬品事業  
であり、そこから派生して  
清涼飲料事業を中心とした  
ダイドードリンコが  
生まれた。

年	概要
1975年	ダイドー株式会社を設立。大同薬品工業株式会社の清涼飲料販売の事業を引き継ぎ営業開始。
1991年	大同薬品工業株式会社工場を新設し、医薬品等の受託生産の本格的取り扱いを開始。
2003年	東京証券取引所市場第一部銘柄に指定。 株式会社ダイドービバレッジ東京を設立。 イー・ドリンコ四国株式会社を設立。 株式会社ダイドービバレッジ埼玉を設立。 株式会社ダイドービバレッジ大阪を設立。
2012年	上海米源飲料有限公司の出資持分を取得し、持分法適用関連会社とする。 株式会社たらみの発行する全株式を取得し、100%出資子会社とする。 トルコ共和国の大手食品グループVildiz Holding A.S.の製造子会社3社の株式を90%ずつ取得。 製造子会社3社及びDella Gida Sanayi ve Ticaret A.S.の販売及びマーケティング子会社Link Icecek Satis ve Fazarlama A.S. を連結子会社とする。 持ち株会社体制への移行に先立ち、大阪市北区にダイドードリンコ分割準備株式会社を設立。 ダイドーウエストベンディング株式会社を設立。
2017年	持株会社体制へ移行する。

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

### (3) 同業他社の設定

今回の分析では6社の企業を比較する同業他社として設定した。当社と同じく清涼飲料メーカーである、コカコーラ・ボトラーズジャパン株式会社(以下、コカ・コーラ)、サントリー食品インターナショナル(以下、サントリー)、麒麟ホールディングス株式会社(以下、麒麟)、アサヒグループホールディングス(以下、アサヒ)、カゴメ株式会社(以下、カゴメ)、株式会社伊藤園(以下、伊藤園)、である。このうち企業規模で見た場合、当社と総資産額が比較的近いのはカゴメである。一方、コカ・コーラ以外の5社は海外飲料事業を行っており、麒麟、コカ・コーラは当社と同様にヘルスケア事業を行っているため、事業規模は異なるものの比較対象として妥当だと判断した。7社の総資産額と時価総額は以下の通りである。

【図表 2】7社の総資産額と時価総額

	総資産額(百万円) (2017年12月時点)	時価総額(百万円) (2017年12月時点)
ダイドー	171,147	98,583
コカ・コーラ	883,918	848,795
サントリー	1,522,029	1,548,090
麒麟	2,399,082	2,596,217
アサヒ	3,346,822	2,703,245
カゴメ	195,737	416,897
伊藤園	302,405	396,103

## 2. 事業戦略分析：国内飲料、海外飲料、医薬品関連、食品の4つの事業柱

### (1) 国内飲料事業：自動販売機を通じたコーヒー飲料の販売

売上高の約75%を占める主力事業であり、なかでも自動販売機を中心に製品の販売を行っている。

グループの中核企業であるダイドードリンクが担っており、全体の売上高の73.4%を占めている。製造と物流を外部の協力企業に委託することで、経営資源を商品開発と主力販路である自動販売機の開発・オペレーションに集中している。物流に関しても全国の協力業者に分散委託し、製造・物流をアウトソーシングすることで、物流コストを軽減している。国内飲料事業の売上高の80%以上を占める主力販路である自動販売機は販売数量や価格の変動が少ないため、安定した売上を維持している。また、省エネ機能をもったフロンティアベンダーを展開することで固定費を削減し営業利益を増やしている。さらに、IoT機能搭載の自動販売機を進めていくことで、自動販売機でのビジネスモデルを革新し、社会インフラとしての新たな価値を創造していくことで、キャッシュフローの継続的拡大をはかっている。

## (2) 海外飲料事業

海外飲料事業において、トルコが売上高の約 80% を占めている。トルコの飲料市場は拡大が見込まれるが、為替の影響により直近 2 年間のセグメント営業利益は赤字となっている。

当事業ではトルコ・マレーシア・ロシア・中国においてその地域の特性に応じた事業を展開している。地域ごとの売上高はトルコが全体の 77.2% と大きなウェイトを占めている。そのためトルコでの売上が大きく影響すると考えられる。近年ではミネラルウォーターの売上が大幅に伸長している。さらにトルコは平均年齢が 30 歳代と若年人口の比率が高く、将来的に人口増加が見込まれているため飲料市場の拡大が予想される。その一方でトルコリラ安が原因で、現地での売上は好調であっても日本円に換算した時に売上高が減少する。

## (3) 医薬品関連事業

当社の起源となった事業であり、現在は受託製造に特化したビジネスを行っている。

当事業では、大同薬品工業が医薬品・医薬部外品の栄養ドリンクや、美容ドリンクなどの受託製造に特化したビジネスを展開している。当社の起源となった事業で歴史があり、高い製造品質で国内の他のメーカーからの信頼を獲得し、ドリンク剤受託メーカーとして高い収益率を獲得している。医薬品・医薬部外品の製造は許認可が求められる業種であり、参入障壁が高いニッチな産業であることも、収益力の高さにつながっており、安定収益を確保するセグメントとして位置づけられる。

## (4) 食品事業

たらみはドライゼリー市場でトップシェアを獲得している。市場の安定性が高く、効率性も改善されていることから、今後も利益成長が見込まれる事業である。

2012 年に買収したたらみは当社の食品事業を担っており、たらみの高い知名度がブランド力向上にも寄与している。顧客の健康志向の増加を背景に、今後も市場は安定的に成長するモノと考えられる。当社はフルーツゼリー市場でトップの地位を維持しつつ、今後はより付加価値の高い商品を展開する。またネットでの販売などの販売チャネルの開拓により顧客の満足度を高め、さらなる成長を目指している。

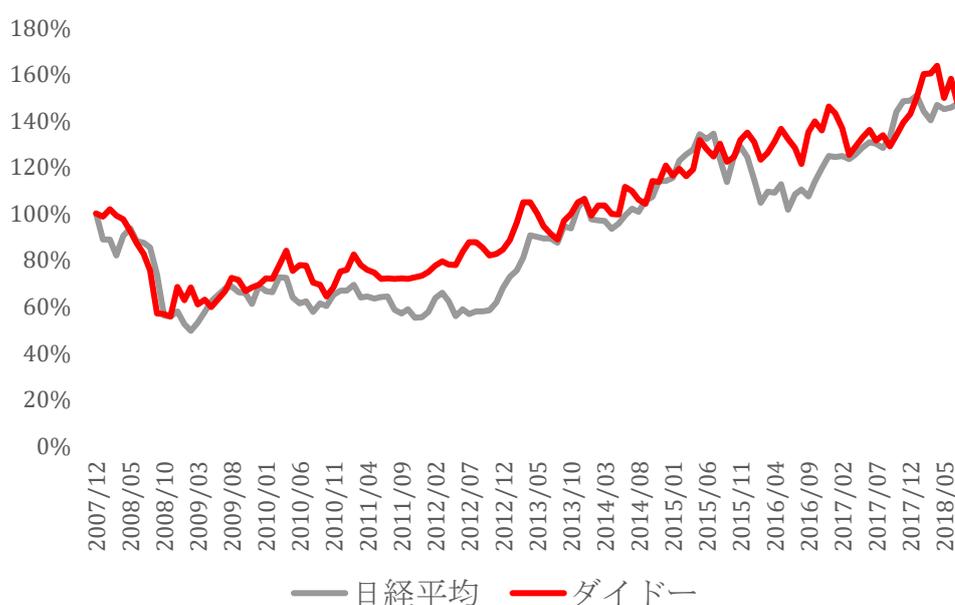
### 3. マルチプル分析

2008年リーマンショックの影響で一時下落したがそれ以降は安定して株価は上昇している。

#### (1) 日経平均との株価の変化率の推移

図表3は2007年12月から2018年6月までの当社の月末終値の推移をグラフ化したものである。日経平均、当社ともにリーマンショックの影響を受け2008年以降下落した。2010年からおよそ2年間は、日経平均に比べて低い変化率を維持している。2013年以降はアベノミクスの影響を受け円安が続き、景気も上昇傾向となったため、それに連動して日経平均と当社の株価が上昇している。さらに、2015年以降トルコのリラ安が海外飲料事業の売上高に影響し、2017年まで業績が下向きになったことが株価下落の要因となっている。

【図表3】日経平均との株価の変化率の推移



同業他社と比較すると、当社の株価は利益に対して割高に評価されている。

#### (2) PER

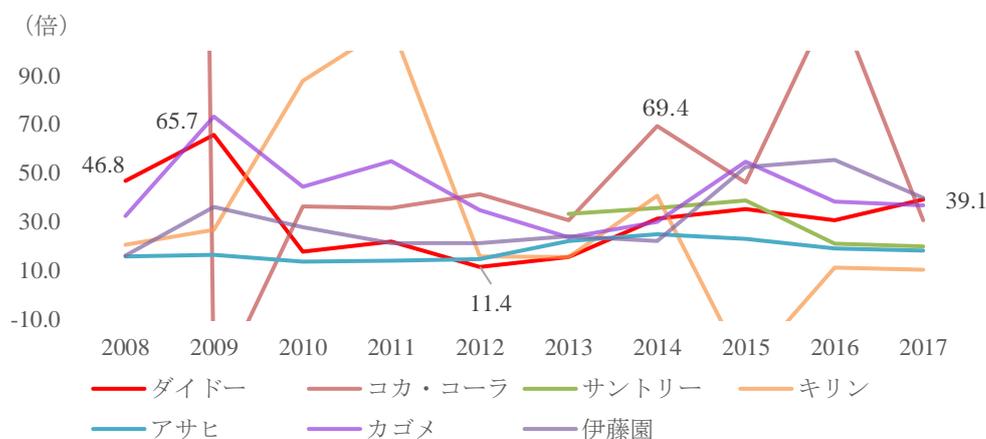
PERは時価総額を当期純利益で割った値であり、株価に現れる企業の市場価値と当期純利益を比較した指標である。図表4は2008年から2018年までのPERの変動をグラフ化したものである。当グラフより当社のPERは2009年の65.7倍から極端に下落し、2013年まで低い水準で推移していたことがわかる。この背景には、2010年に繰延税金費用の発生により、2009年に比べて3.8倍も当期純利益が膨らんだ。しかし時価総額自体は大きく変動がなかったため、PERが大きく下落したと考えられる。

他社のPERについては、キリンは2015年のブラジルの子会社の経営悪化による赤字が発生したため異常値を取った。さらにコカ・コーラは2016年の経営統合によ

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外のもので使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

る株式交換によって PER が大きく変動している。一方その他の 5 社の PER は比較的安定推移している。なかでも当社は 2014 年以降の売上高と株価が回復し PER が上昇傾向にある。2017 年時点では PER が 39.1 倍と株価が割高に評価されていることがわかる。

【図表 4】7 社の過去 10 年間 PER 推移



(出所) 日経NEEDS Financial QUESTより作成

(倍)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ダイドー	46.77	65.65	17.63	21.89	11.39	15.58	31.32	35.23	30.64	39.14
コカ・コーラ	2818.84	-40.40	36.31	35.71	41.37	30.59	69.35	46.12	122.95	30.51
サントリー	-	-	-	-	-	33.23	35.56	38.71	20.98	19.82
キリン	20.57	26.71	87.75	110.90	15.81	15.51	40.58	-30.56	11.21	10.30
アサヒ	15.66	16.46	13.58	14.05	14.72	21.99	24.83	22.97	18.95	18.16
カゴメ	32.32	73.18	44.44	54.89	34.71	23.55	29.95	54.52	38.31	36.74
伊藤園	16.07	36.00	27.64	21.18	21.10	24.03	22.06	52.53	55.36	39.81

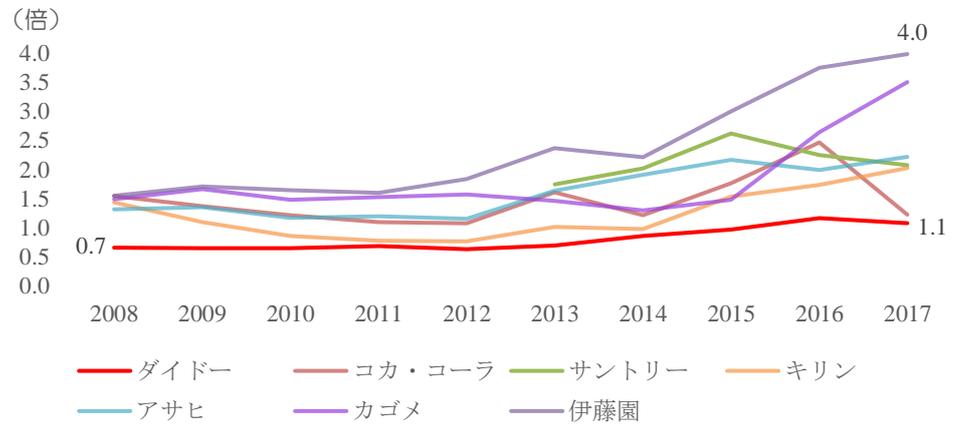
### (3) PBR

**PBRは過去10年1.0倍付近を推移しており、当社の資産のうち自動販売機の評価が株価に大きな影響を与える。**

PBRは時価総額を純資産簿価で割った値であり、株価に現れる企業の市場価値と純資産簿価の比較の指標である。一般的に株価の割高割安の判断指標として用いられ、同業他社と比較して評価することが重要となる。

伊藤園のPBRは4倍ある一方で、当社のPBRは1.1倍と同業他社に比べて長年低い水準で推移し、株価が割安に評価されていると考えられる。この低PBRの背景には、自動販売機という資産が資産以上にも以下にも評価されにくいビジネスモデルが株価に影響している。業界としては、清涼飲料業界は1倍を大きく割らない点に特徴がある。

【図表 5】 7 社の過去 10 年間の PBR 推移



(出所) 日経NEEDS Financial QUESTより作成

(倍)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ダイドー	0.66	0.65	0.65	0.69	0.64	0.70	0.86	0.97	1.17	1.08
コカ・コーラ	1.55	1.38	1.22	1.10	1.08	1.62	1.22	1.76	2.47	1.23
サントリー	-	-	-	-	-	1.75	2.03	2.62	2.25	2.07
キリン	1.43	1.10	0.86	0.78	0.77	1.02	0.98	1.54	1.74	2.03
アサヒ	1.32	1.36	1.18	1.20	1.16	1.64	1.91	2.17	2.00	2.22
カゴメ	1.49	1.67	1.48	1.53	1.58	1.46	1.30	1.48	2.64	3.51
伊藤園	1.55	1.72	1.65	1.60	1.84	2.37	2.21	3.00	3.75	3.99

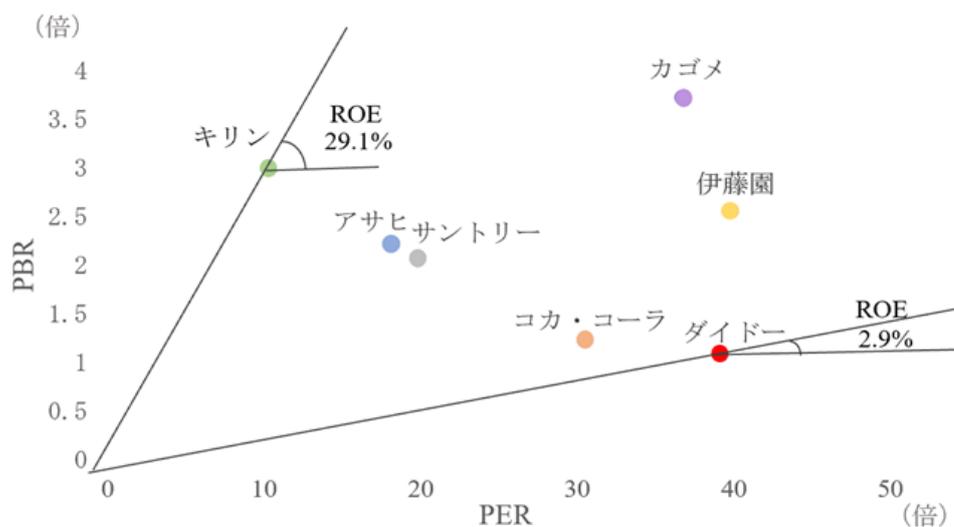
### (3) ROE

PER と PBR は共に市場価格を規準化した数値であるのに対し、PER は割高で PBR は割安と評価された。この謎を解くために PER と PBR の関係に注目した。PBR は ROE と PER の掛け算によって表すことができる。式は以下の通りである。

$$PBR = \frac{\text{時価総額}}{\text{純資産額}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産額}} \times \frac{\text{時価総額}}{\text{当期純利益}} = ROE \times PER$$

縦軸を PBR、横軸を PER とすると図表 6 のマトリクスによって表すことができる。値は全て 2017 年度時点の数値を使用している。図表 6 より 2017 年度当社の PER は同業他社に比べて高いのに対し、PBR と ROE が低いことが明らかである。次章ではより詳しく ROE の分析を行う。

【図表 6】 PER と PBR のマトリクス



本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

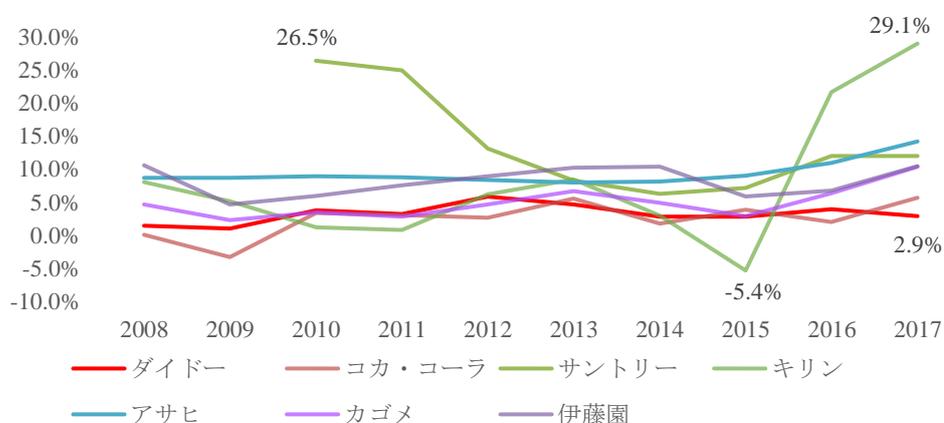
## 4. 財務分析

### (1) ROE のデュボン分解

当社の主力事業は飲料事業であり、他の事業に比べてリスクが低いため、それに伴って収益性も低い。

当社の ROE は 2017 年時点で 2.89% であり、次に低いコカ・コーラで 5.69% であった。我々の研究室の試算によれば、2017 年の日本企業の上場全社平均 ROE は 8% を超えている一方で、当社の ROE は約 3% という低い値である。食品業種は需要が景気によって変動しないため事業リスクが低い、収益性が低いという特性を持つ。自動販売機は多少価格が高騰しても需要が即座に減少しないと考える。よって他のチャンネルと異なり価格競争に巻き込まれるリスクが少なく、安定的かつ持続的に販売を継続することが可能である。また食品業種の中でも自動販売機ビジネスは、よりリスクと収益性が低いため、自動販売機ビジネスを主力事業として行っている当社の ROE は日本企業および同業他社と比較して低いということが言える。

【図表 7】 7 社の過去 10 年間 ROE 推移



(出所) 日経NEEDS Financial QUESTより作成

(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ダイドー	1.44	1.01	3.81	3.25	5.86	4.70	2.84	2.83	3.91	2.89
コカ・コーラ	0.05	-3.32	3.38	2.09	2.63	5.58	1.75	3.88	2.01	5.69
サントリー	-	-	26.49	25.07	13.16	8.34	6.28	7.20	11.99	12.02
麒麟	8.09	5.15	1.17	0.82	6.24	8.46	2.98	-5.36	21.74	29.09
アサヒ	8.69	8.70	8.95	8.79	8.38	8.00	8.13	9.07	10.98	14.23
カゴメ	4.66	2.29	3.42	2.82	4.71	6.71	4.89	2.88	6.38	10.39
伊藤園	10.61	4.67	5.99	7.61	8.92	10.25	10.37	5.91	6.81	10.46

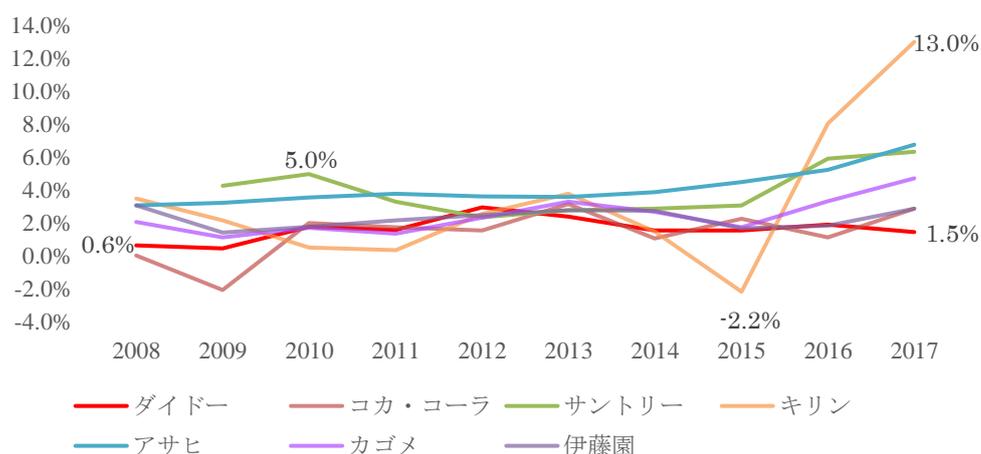
### 売上高当期純利益率

販管費の圧迫によって売上高当期純利益率が低下していたが、部品コストの削減などにより利益率は今後改善されると見込まれる。

当社の 2017 年度売上高当期純利益率は 1.45% であり、同業他社と比べて低い水準で推移している。その背景として、売上高販管費率が他社と比べて大きいということが挙げられる。売上高販管費率が高い理由では、自動販売機は維持コストがかかるため店舗での販売と比べて販売費および一般管理費が計上されやすいことが考えられる。

しかし近年当社は自動販売機の部品のコストを削減するなどのコストカットに注力しており、売上高販管費率はこれから逡減していくと考える。よって売上高が過去と同じ水準で推移をすると売上高販管費率の改善によって、売上高当期純利益率は 2017 年度以降上昇すると考える。

【図表 8】7 社の過去 10 年間売上高当期純利益率



(出所) 日経NEEDS Financial QUESTより作成

(%)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ダイドー	0.64	0.47	1.78	1.59	2.96	2.40	1.55	1.57	1.91	1.45
コカ・コーラ	0.03	-2.05	2.02	1.75	1.56	3.16	1.06	2.26	1.14	2.89
サントリー	-	4.26	4.99	3.30	2.36	2.78	2.88	3.07	5.91	6.33
キリン	3.48	2.16	0.52	0.36	2.57	2.80	1.48	-2.15	8.03	12.99
アサヒ	3.08	3.24	3.56	3.77	3.62	3.60	3.87	4.49	5.23	6.76
カゴメ	2.08	1.14	1.73	1.36	2.34	3.30	2.69	1.76	3.34	4.72
伊藤園	3.08	1.43	1.80	2.18	2.50	2.78	2.76	1.69	1.85	2.88

### 総資本回転率

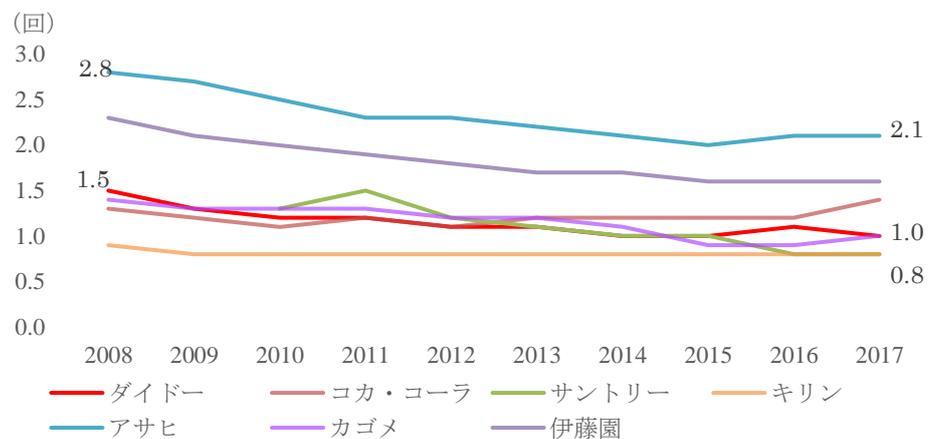
総資本回転率は同業他社と比べて低い値である。しかし、各社の飲料事業の資本回転率を比較すると当社が最も高い値である。

図表 9 を見ると総資本回転率は 1.03 回であり、同業他社と比べて低い水準であると言える。しかし企業によっては飲料や食品事業以外にも様々な事業を行っている場合が多い。飲料事業と医薬品関連事業ではビジネスモデルが違うため、収益性や資産の回転率は異なる。そこで主力事業が飲料事業である 5 社に焦点を当て、資本回転率を分析する。

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

その結果、図表 10 より当社の国内飲料事業の資本回転率は同業他社の飲料事業に比べて高い値であることがわかった。この理由としても国内飲料事業における自動販売機チャンネルでの販売の割合が考えられる。自動販売機はリース資産であり、常にキャッシュを生む資産であるため、自動販売機による売上が 8 割を占めている当社の国内飲料事業の資本回転率は、同業他社に比べて非常に高い値となった。

【図表 9】 7 社の過去 10 年間総資本回転率



(出所) 日経NEEDS Financial QUESTより作成

(回)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ダイドー	1.51	1.33	1.21	1.16	1.11	1.08	1.02	0.96	1.05	1.03
コカ・コーラ	1.33	1.22	1.12	1.16	1.14	1.21	1.19	1.23	1.22	1.38
サントリー	-	-	1.25	1.49	1.20	1.07	0.95	0.96	0.83	0.84
キリン	0.91	0.83	0.79	0.75	0.75	0.77	0.75	0.81	0.76	0.77
アサヒ	2.82	2.69	2.51	2.33	2.31	2.22	2.10	2.02	2.10	2.10
カゴメ	1.40	1.26	1.25	1.31	1.23	1.23	1.08	0.94	0.94	1.03
伊藤園	2.25	2.11	1.95	1.89	1.77	1.72	1.74	1.58	1.62	1.61

【図表 10】 5 社の飲料事業における売上高営業利益率と資本回転率

	売上高(百万円)	売上高営業利益率	資本回転率(回)
ダイドー (国内飲料事業)	126,712	4.37%	2.43
コカ・コーラ (清涼飲料事業)	842,885	4.44%	0.99
伊藤園 (リーフ・ドリンク事業)	455,995	4.20%	1.72
アサヒ (飲料事業)	374,517	11.86%	1.32
キリン (総合飲料・日本)	1,056,580	6.86%	1.33

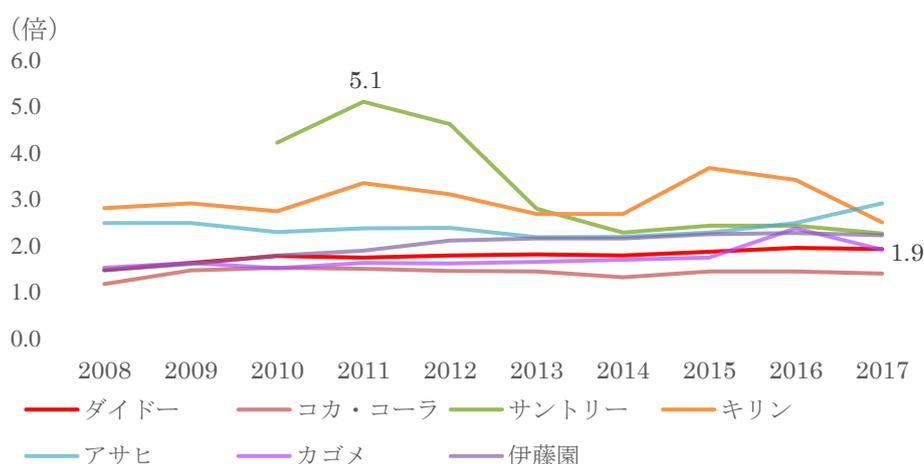
## 財務レバレッジ

自己資本比率は51.81%であり、同業他社と比べて平均的である。

同業他社含む7社の自己資本比率は図表11の通りである。当社の2017年度時点の自己資本比率は51.81%、アサヒは34.21%、コカ・コーラは70.92%といった比率となっており、当社のレバレッジは平均的である。本レポートにおいては飲料業界による自己資本比率の傾向は見られず、各企業の経営状況に大きく影響を受けると考えられる。

また自己資本比率の変化について、2015年に当社は社債による約150億円の資本調達を行い、レバレッジを上昇させた。社債発行の理由には、自動販売機設備の拡充や海外飲料事業でにおけるトルコの子会社買収の費用が挙げられる。

【図表11】7社の過去10年間の財務レバレッジ推移



(出所) 日経NEEDS Financial QUESTより作成

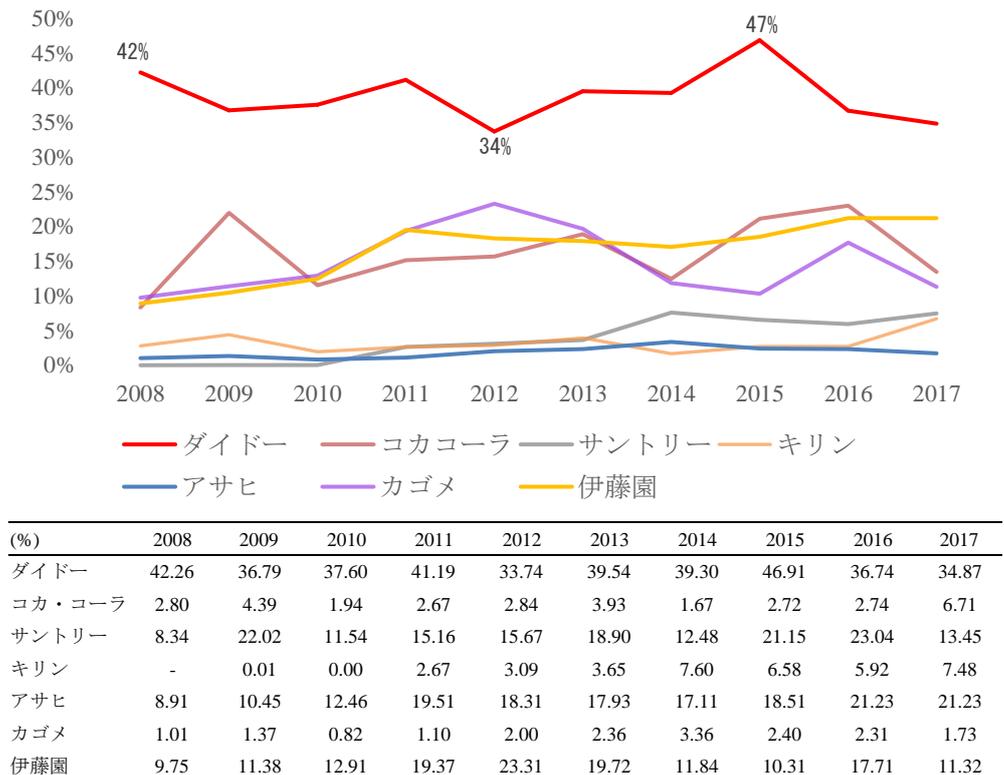
(倍)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ダイドー	1.48	1.63	1.78	1.75	1.79	1.82	1.80	1.88	1.96	1.93
コカ・コーラ	1.18	1.47	1.53	1.51	1.46	1.45	1.33	1.45	1.45	1.41
サントリー	-	-	4.23	5.11	4.63	2.81	2.29	2.44	2.44	2.27
キリン	2.82	2.92	2.75	3.35	3.11	2.69	2.69	3.68	3.43	2.51
アサヒ	2.49	2.50	2.30	2.38	2.39	2.19	2.20	2.29	2.50	2.92
カゴメ	1.53	1.64	1.52	1.63	1.62	1.66	1.70	1.75	2.38	1.92
伊藤園	1.48	1.61	1.79	1.90	2.12	2.16	2.16	2.25	2.28	2.23

## (2) 現金保有比率

当社の現金保有比率は同業他社と比べて非常に高く、自動販売機ビジネスの影響が現金保有比率に強く表れている。

同業他社を含む7社の過去10年間の現金保有比率推移は図表12の通りである。当社が国内飲料事業の中心として行っている自動販売機ビジネスでは売上を現金として即座に回収できるため、売上高における現金の比率が増加し、現金保有比率が同業他社と比べて高い水準で推移する。

【図表 12】 7社の過去10年間の現金保有比率推移



## 5. DCF法を用いた理論株価算定

本レポートでは、当社の理論株価を DCF 法に基づき算定を行う。DCF 法では企業が将来稼ぐとされるキャッシュを資本コストで割り引くことで企業の現在価値(PV)を算定する。式は以下の通りである。

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1+r_{wacc})^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_{wacc})^3} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})^t} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})^t}$$

以降は DCF 法での理論株価算定に必要な将来キャッシュフローの予測と資本コストの算定を行う。

### (1) 将来キャッシュフロー予測

本レポートの DCF 法による理論株価算定では、将来キャッシュフロー予測において5年間を予測期間と設定し、6年目以降を継続価値とする。予測には3つのシナリオを使用する。まず基本シナリオについては、各セグメントの過去のデータを幾何平均した数値を将来の売上高、営業利益率として使用する。強気シナリオは企業の各セグメントに関する需要が増加し、さらに消費者が当社の商品を競合他社の中

から選択する状況を予測している。反対に企業の各セグメントに関する需要が減少し、さらにそのような状況で消費者が当社の商品を選択しなくなる状況を弱気シナリオとして予測する。

本レポートでは、フリーキャッシュフロー（FCF）の算定は以下の式を使用する。

$$\text{FCF} = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資本増分}$$

## 売上高予測

### 国内飲料事業

#### 1.基本シナリオ

2011年から2017年の対前年比売上高成長率の幾何平均値である-1.4%を使用し、営業利益は2017年度実績値を将来5年間の予測に使用する。

営業利益に関しては、当社が導入しているフロンティアベンダーの効果が2017年から現れ始めるため、2018年以降もその効果が継続すると予測し2017年度の売上高営業利益率を将来5年間の予測に使用する。

【図表 13】基本シナリオの国内飲料事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	126,712	124,938	123,189	121,464	119,764	118,087
売上高成長率（対前年比）	-1.22%	-1.40%	-1.40%	-1.40%	-1.40%	-1.40%
営業利益	5,542	5,460	5,383	5,308	5,234	5,160
売上高営業利益率	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%

#### 2.強気シナリオ

近年のコーヒー飲料の需要に比例して売上が増加し、今後もコスト削減の効果が現れると予測する。

全日本コーヒー協会によると、近年のコーヒー飲料の消費量は2011年から2016年で平均2.36%増加している。コーヒーの消費が増加するとともに、消費者のコーヒーに対するニーズも多様化すると考えられる。そしてドラッグストアなどの他の販売チャンネルに比べて、自動販売機で販売されているコーヒーは種類が豊富であり、消費者の多様なニーズに応えることができる。さらに、当社の自動販売機は他社の自動販売機と比較して「おしゃべり機能」を搭載するなど、消費者を楽しませる工夫が凝らされている。結果として、自動販売機の利便性が大きくクローズアップされるとともに当社の工夫が話題を呼び、一気に自動販売機市場が拡大して当社の売上は他社に先駆け成長するため、売上高成長率はコーヒー消費増加率を上回る3%と予測する。

またフロンティアベンダーの効果が2017年よりも大きく現れ、その効果が同様に将来5年間継続する。さらに缶に代わる原価の低い新たな容器が開発されると考えるため、売上高営業利益率は2018年以降5%と予測する。

【図表 14】 強気シナリオの国内飲料事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	126,712	130,513	134,429	138,462	142,615	146,894
売上高成長率 (対前年比)	-1.22%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
営業利益	5,542	6,526	6,721	6,923	7,131	7,345
売上高営業利益率	4.37%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

### 3.弱気シナリオ

当社の主力製品である缶コーヒーの販売量が近年減少し続けていることが売上高に大きく影響する。

近年ドラッグストアなど他の販売チャネルの存在によって自動販売機市場が縮小していることに加え、ペットボトルコーヒーやコンビニの挽きたてコーヒー、透明なコーヒーなどの台頭により、消費者の缶コーヒーに対する需要が減少している。缶コーヒーの消費量が2016年から2017年で-4.2%と減少していることから、売上高成長率を-4%と設定する。

フロンティアベンダーの効果は2017年がピークであると考えため、将来5年間は過去7年間の売上高営業利益率の平均3.74%を使用する。

【図表 15】 弱気シナリオの国内飲料事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	126,712	121,644	116,778	112,107	107,622	103,318
売上高成長率 (対前年比)	-1.22%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
営業利益	5,542	4,549	4,367	4,193	4,025	3,864
売上高営業利益率	4.37%	3.74%	3.74%	3.74%	3.74%	3.74%

### 海外飲料事業

当事業の主な売上はトルコで回収している。そのためトルコリラと円の為替レートが売上高に大きく影響する。トルコリラは2018年1月31日時点では1リラあたり29.078円であったが、野村証券株式会社が発表したマーケットアウトックでは2019年には1リラあたり22円にまで回復すると見込んでいる。よって売上高は昨年と同額であっても為替の影響を受けるため75%低下するので、為替の影響を考慮して3つのシナリオを予測すると2018年度の売上高成長率のみ低い値となった。

#### 1.基本シナリオ

売上高成長率の実績は2年分のみなので、為替レートに基づき予測を行う。2018年以降は事業立ち上げ時の売上高成長率10%を維持することはできず、半減の5%と予測する。しかし為替レートの影響を受けるため2018年度の売上高成長率は-20%となる。2016年から2017年にかけての売上高営業利益率の3%の増加が2019年

度まで続き、それ以降は1.56%を維持すると予測する。

【図表 16】基本シナリオの海外飲料事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	18,547	14,801	15,541	16,318	17,133	17,990
売上高成長率 (対前年比)	10.83%	-20.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
営業利益	-838	-219	242	255	267	281
売上高営業利益率	-4.52%	-1.48%	1.56%	1.56%	1.56%	1.56%

## 2.強気シナリオ

事業立ち上げ時より売上高成長率は上昇し、売上高営業利益率は国内飲料事業と同水準まで改善されると予測する。

トルコは人口が毎年1.22%ずつ増加しており、今後も人口増加が続くと考えられることから、主力商品であるミネラルウォーターの消費が増加すると予測する。さらにミネラルウォーターが人気商品として販売されたことで、当社の他の商品も消費者に知られるようになり売上高が増加する。売上高成長率は事業立ち上げ時の10.83%の勢いからさらに上昇して12%と設定する。若年層の増加やミネラルウォーターの売上が大きく伸び、国内飲料事業の強気シナリオの売上高営業利益率と同じ5%まで成長すると予測する。

【図表 17】強気シナリオの海外飲料事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	18,547	15,787	17,682	19,803	22,180	24,841
売上高成長率 (対前年比)	10.83%	-15.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
営業利益	-838	789	884	990	1109	1242
売上高営業利益率	-4.52%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

## 3.弱気シナリオ

為替や製品需要の影響を大きく受け、事業規模を縮小すると予測する。

トルコの経済発展に伴う生活水準の向上により、各家庭の水道に浄化フィルターが取り付けられ、ミネラルウォーターの需要が減少すると予測する。またリラ安の影響を大きく受けたことから当事業の規模を縮小すると考えた。そのため売上高が伸びず、売上高成長率を0%と設定する。リラ安は工場稼働費や原料などのコストにも影響を与えるため今後5年間は赤字を脱却できず、売上高営業利益率を-3%と予測する。

【図表 18】弱気シナリオの海外飲料事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	18,547	14,096	14,096	14,096	14,096	14,096
売上高成長率 (対前年比)	10.83%	-24.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
営業利益	-838	-423	-423	-423	-423	-423
売上高営業利益率	-4.52%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%

## 医薬品関連事業

### 1.基本シナリオ

売上高は 2013 年から 2017 年度の売上高成長率の幾何平均値 $-0.75\%$ を使用する。売上高営業利益率に関しては、2011 年から 2017 年までを算術平均した値  $11.69\%$ を使用する。

【図表 19】基本シナリオの医薬品関連事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	10,536	10,457	10,379	10,301	10,223	10,147
売上高成長率（対前年比）	16.19%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-0.75%
営業利益	1,271	1,222	1,213	1,204	1,195	1,186
売上高営業利益率	12.06%	11.69%	11.69%	11.69%	11.69%	11.69%

### 2.強気シナリオ

当事業では、2020 年に新工場の稼働が予定されているため、売上高や生産効率にそれによって伸びると予測する。

当事業では働く男性をターゲットとした栄養ドリンクが主に販売されているが、今後は働く女性をターゲットにした商品開発に注力し、その商品がヒットすることで売上高が増加する。さらに近年の美容意識の高まりによって美容ドリンクの需要が増加しているが、1 度飲むだけでなく継続的に飲むことによって効果が現れるので、売上を長期的に獲得する要因の一つとなる。海外の医薬品関連市場は今後 5 年間で平均  $5\%$  成長すると予測されている（出典：IQVIA『2018 and Beyond : Outlook and Turning Points』）ことから 2018 年、2019 年の売上高成長率を  $5\%$  とし、2020 年以降は新工場稼働による生産量の増加を見込んで  $7\%$  と予測する。

また 2019 年度の新工場完成によって生産効率性が次第に向上するため、2020 年以降の売上高営業利益率は  $11.69\%$  から  $1\%$  ずつ増加すると予測する。

【図表 20】強気シナリオの医薬品関連事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	10,536	11,063	11,616	12,429	13,299	14,230
売上高成長率（対前年比）	16.19%	5.00%	5.00%	7.00%	7.00%	7.00%
営業利益	1,271	1,293	1,358	1,491	1,729	1,992
売上高営業利益率	12.06%	11.69%	11.69%	12.00%	13.00%	14.00%

### 3.弱気シナリオ

エナジードリンクや医薬品などの台頭により、ドリンク剤市場が今後縮小すると予測する。

近年消費者のニーズが栄養ドリンクからエナジードリンクに変化している。また美容や健康に対するアプローチとして、コンビニや薬局で販売されている美容・栄養ドリンクを飲むよりも、医師から処方された薬で確実に効果を得ようとする人が増加して売上高が減少すると考えるため、売上高成長率は 2018 年、2019 年は  $-5\%$  と予測する。さらに 2019 年に新工場が完成するものの、初年度はうまく稼働せずに

生産効率性が低下するため、2020年度以降の売上高営業利益率は9%と予測する。

【図表 21】 弱気シナリオの医薬品関連事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	10,536	10,009	9,509	9,223	8,947	8,678
売上高成長率 (対前年比)	16.19%	-5.00%	-5.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
営業利益	1,271	1,170	1,112	830	805	781
売上高営業利益率	12.06%	11.69%	11.69%	9.00%	9.00%	9.00%

## 食品事業

### 1.基本シナリオ

今後5年間の売上高成長率は、2014年から2017年の算術平均の値5.4%を使用する。また、売上高営業利益率は2012年から2017年の算術平均の値1.12%を使用する。

【図表 22】 基本シナリオの食品事業の売上高と営業利益予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	17,560	18,508	19,508	20,561	21,671	22,842
売上高成長率 (対前年比)	-2.51%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%
営業利益	219	207	218	230	243	256
売上高営業利益率	1.25%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%

### 2.強気シナリオ

訪日外国人客の増加がゼリーの売上高の伸長につながると思われる。

近年、訪日外国人客の増加に伴いゼリーの販売量は大きく伸びている。今後も続くと思われる訪日外国人の増加に伴って当事業の売上高も増加するため、売上高成長率6%と予測する。

フルーツゼリーに使用されているフルーツをより安価な輸入果物を使用することで原価を抑え、今まで以上に廃棄ロスを低減することが可能になるため売上高営業利益率を1.5%と予測する。

【図表 23】 強気シナリオの食品事業の売上高予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	17,560	18,614	19,730	20,914	22,169	23,499
売上高成長率 (対前年比)	-2.51%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
営業利益	219	279	296	314	333	352
売上高営業利益率	1.25%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%

### 3.弱気シナリオ

ギフト市場の縮小に伴い  
ドライゼリー市場も縮小  
すると予測する。

ゼリーはお中元やお歳暮で送られることも多いが、近年ではお中元やお歳暮などのフォーマルギフト市場は年々縮小している。ゼリー市場もその影響を受けて縮小すると考えるため、2017年度のマイナス売上高成長率-2.51%が今後5年間も続くと予測する。さらに2020年度以降フルーツゼリーに使用されている果物の値段が高騰すると予想し、売上高営業利益率は過去7年間の中で最も低い2016年度の1.18%を、さらに下回る1%が続くと予測する。

【図表 24】弱気シナリオの食品事業の売上高予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	17,560	17,119	16,690	16,189	15,541	14,764
売上高成長率(対前年比)	-2.51%	-2.51%	-2.51%	-3.00%	-4.00%	-5.00%
営業利益	219	171	167	162	155	148
売上高営業利益率	1.25%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

### 法人税率

2011年から2017年の法定実効税率を算術平均した値である36.46%を使用する。

### 減価償却費

2017年度の有価証券報告書の実績値を将来5年間の予測に使用する。

【図表 25】減価償却費予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
減価償却費	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860

### 設備投資額

医薬品関連事業以外の3つの事業は2017年度の実績値を使用する一方、医薬品関連事業は新工場が建設される。それに伴い2018年に40億円、2019年に20億円のキャッシュアウトが発生するため設備投資額を増加させている。

【図表 26】設備投資額予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
国内飲料事業	6,505	6,505	6,505	6,505	6,505	6,505
海外飲料事業	842	842	842	842	842	842
医薬品関連事業	1,248	6,100	2,300	1,248	1,248	1,248
食品事業	465	465	465	465	465	465
合計	9,454	13,912	10,112	9,060	9,060	9,060

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

### 運転資本増分

運転資本増分は本年度の運転資本が前年度と比較して増加した金額を表す。運転資本の計算式は以下の通りとなる。

運転資本=1 か月分の売上高×(売上債権回転月数+棚卸資産回転月数-仕入債務回転月数)

【図表 27】 運転資本増加分予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
運転資本	7,134	7,775	8,455	9,177	9,945	10,761
運転資本増加分	1,908	641	680	722	768	816

以上より予測した金額をフリーキャッシュフローの算定式に代入すると、将来5年間のフリーキャッシュフローは以下のようになる。

【図表 28】基本シナリオのフリーキャッシュフロー予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
税引後営業利益	4,274	4,444	4,484	4,446	4,409	4,373
減価償却費	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860
設備投資額	9,454	13,912	10,112	9,060	9,060	9,060
運転資本増加分	1,908	641	680	722	768	816
フリーキャッシュフロー	4,772	1,751	5,552	6,524	6,441	6,357

【図表 29】強気シナリオのフリーキャッシュフロー予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
税引後営業利益	4,274	5,647	5,884	6,175	6,546	6,946
減価償却費	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860
設備投資額	9,454	13,912	10,112	9,060	9,060	9,060
運転資本増加分	1,908	641	680	722	768	816
フリーキャッシュフロー	4,772	2,954	6,952	8,253	8,578	8,930

【図表 30】 弱気シナリオのフリーキャッシュフロー予測

(百万円)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
税引後営業利益	4,274	3,474	3,319	3,026	2,899	2,777
減価償却費	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860	11,860
設備投資額	9,454	13,912	10,112	9,060	9,060	9,060
運転資本増加分	1,908	641	680	722	768	816
フリーキャッシュフロー	4,772	781	4,387	5,104	4,931	4,761

## (2) 資本コスト算定

DCF 法の資本コストは加重平均資本コスト（以下 WACC）を使用する。

WACC は以下の計算式から算定される。

$$\text{WACC} = \text{純資産総資産} \times \text{株主資本コスト} + \text{負債総資産} \times \text{負債資本コスト} \times (1 - \text{法人税率})$$

### 株主資本コスト

本レポートで資本コストを算定するにあたって、CAPM 理論と Fama-French による 3 ファクターモデルの 2 つの理論を用いて株主資本コストを算定する。財務分析およびマルチプル分析より、当社は同業他社に比べて時価総額が低いことや PBR が低いことがわかり、それらがリスク要因になると考えた。そこで CAPM 理論で算定するだけでなく時価総額のリスクファクターと簿価時価比率のリスクファクターを追加し、資本コストを算定する Fama-French の 3 ファクターモデルを用いる。

同業他社と比べて当社の株価は、市場に対する感応度が低いため、株主資本コストも低く算定される。

### CAPM 理論

CAPM 理論に基づく株主資本コスト ( $r_e$ ) の算定式は以下の通りである。

$$r_e = \beta(r_m - r_f) + r_f$$

$\beta$  とは個別企業の収益率の分散を市場全体の収益率と個別企業の収益率の共分散で割ったものであり、市場全体に対する個別銘柄の感応度合いを表す。本レポートでは、TOPIX の 2 年間の週次株価を市場全体の収益率として用い、個別銘柄も 2 年間の週次株価を用いた結果、 $\beta$  は 0.4206 となる。リスクプレミアムは市場全体の収益率である  $r_m$  から 無リスク利率である  $r_f$  を引いたものである。本レポートにおいては実務で実際に使用されている 6.0% を使用する。

無リスク利率である  $r_f$  は、日本国債 10 年物利回りの 2017 年 12 月 31 日時点の金利である 0.047% を使用する。これらの数値を数式に代入した結果、当社の株主資本コストは 2.571% と算定される。

【図表 31】 7 社の  $\beta$  値

	ダイドー	コカ・コーラ	サントリー	キリン	アサヒ	カゴメ	伊藤園
$\beta$ 値	0.4206	0.5623	0.4267	0.5985	0.6354	0.4216	0.5912

【図表 32】 7 社の株主資本コスト

	ダイドー	コカ・コーラ	サントリー	キリン	アサヒ	カゴメ	伊藤園
株主資本コスト	2.57%	3.42%	2.61%	3.64%	3.86%	2.58%	3.59%

### Fama-French による 3 ファクターモデル

Fama-French の 3 ファクターモデルは CAPM 理論で用いられている市場リスクに、時価総額のリスクファクターと簿価時価比率のリスクファクターを追加した株主資本コスト算定モデルである。2 つのリスクファクターを追加する理由としては、1970 年代後半から観測され始めた小型株効果やバリュー株効果をリスクとして考慮に入れるためである。

3 ファクターモデルによる株主資本コストは以下の算定式で表す。

$$R(\text{FF3})_t = r_{f_t} + \hat{\beta}_i E[\text{MP}] + \hat{\gamma}_i E[\text{SMB}] + \hat{\delta}_i E[\text{HML}]$$

時価総額に対するリスクプレミアム (SMB) は、東証一部上場企業で時価総額上位 50% の企業群と下位 50% の企業群の株価の過去 5 年間における平均収益率の差を計算することで算定する。また簿価時価比率に関するプレミアム (HML) では直近の決算期における PBR 上位 30% と下位 30% の企業群の過去 5 年間平均収益率の差を計算し算定する。なお市場のリスクプレミアム (MP) は 3 ファクターモデルで算定を行ったが 16% と高い数値が算定され、CAPM 理論と比較を行うことが難しいと判断した。よって 3 ファクターモデルにおける市場リスクプレミアムについても、CAPM 理論の際に用いた 6% を使用する。3 ファクターモデルに基づいた株主資本コストの算定結果は以下の通りである。

【図表 33】 2013 年～2018 年 5 年間におけるリスクプレミアム

	MP	SMB	HML
	(市場)	(時価総額)	(簿価時価)
プレミアム	11.00%	2.66%	-8.50%

【図表 34】 7社の各リスクに対する感応度

$\beta$	ダイドー	コカ・コーラ	サントリー	麒麟	アサヒ	カゴメ	伊藤園
MP	0.38	0.53	0.69	0.36	0.46	0.36	0.33
SMB	0.23	0.54	0.57	0.37	0.41	0.37	0.47
HML	0.38	0.53	0.65	0.31	0.47	0.31	0.32

【図表 35】 3ファクターモデルによる7社の株主資本コスト

	ダイドー	コカ・コーラ	サントリー	麒麟	アサヒ	カゴメ	伊藤園
3ファクターモデル	1.55%	2.73%	3.67%	7.85%	2.21%	2.32%	2.24%

3つのリスクファクターに対する当社の感応度は低く、3ファクターモデルでも株主資本コストは低く算定される。

当社は時価総額やPBRが同業他社に比べて低いにも関わらず、低時価総額企業群や低PBR企業群と連動を示さないため、時価総額が同業他社に比べて低いことやPBRの低さはリスクとして考慮されていない可能性が考えられる。また、結果から当社の株価は同業他社に比べて変動が少ない株価であることがわかる。理由としては、当社の主力事業が自動販売機ビジネスであり今すぐ市場から撤退するという事は考えられず、少額でも安定的に利益を生み出すことにある。当社のビジネスはリスクと収益性が低いことから、自動販売機を資産として所有している当社の株価は動きにくいことが考えられる。

以上より2つの理論で資本コストの算定を行ったが、3ファクターモデルでは精度が企業によって大きく異なり、同業他社と比較を行う場合CAPM理論の方が適切であると考えたため、以降の理論株価の算定においてはCAPM理論で算定された株主資本コストを用いる。

### 債権者コスト

当社の債権者資本コストは2017年度の支払利息を有利子負債で割った有利子負債利率である0.90%を使用する。

法定実効税率 $t$ は過去7年間の平均値である36.46%を使用する。また当社の2017年度時点の自己資本比率は52.3%、負債比率は46.9%であり、当社のWACCは1.61%と算定される。

### (3) 株価算定

#### 継続価値

本レポートでは5年間のフリーキャッシュフロー予測を行うため、6年目以降は5年目のフリーキャッシュフローが一定の割合で成長していくと仮定し、5年目におけるフリーキャッシュフローの割引現在価値を算出する。この時の割引現在価値を継続価値

値と呼ぶ。継続価値の算定式は以下の通りである。

$$\text{継続価値} = \frac{\text{FCF}_5(1+g)}{(\text{WACC}-g)}$$

本レポートでは成長率  $g$  を 0%として算定し、当社の継続価値は基本シナリオで 394,814 (百万円)、強気シナリオで 514,227 (百万円)、弱気シナリオで 326,021 (百万円)である。

### 事業価値

事業価値とは企業が純粋に事業のみで獲得したキャッシュの現在割引価値のことである。継続価値を 5 年目の FCF に加えて WACC で割り引くと当社の事業価値が算定され、基本シナリオで 389,740 (百万円)、強気シナリオで 506,536 (百万円)、弱気シナリオで 321,889(百万円)となる。

### 株主価値

株主価値の算定式は以下の通りである。

$$\text{株主価値} = \text{事業価値} + \text{有価証券} - \text{想定決済資金} - \text{有利子負債} - \text{非支配株主持分}$$

当社の株主価値は基本シナリオで 366,751 (百万円)、強気シナリオで 483,547 (百万円)、弱気シナリオで 298,900(百万円)である。有価証券、有利子負債、非支配株主持分は 2017 年度の実績値を使用し、想定決済資金は 2017 年度の売上高の 0.5 ヶ月分の値を使用する。

### 理論株価

算定した株主価値を当社の発行済株式数である 16,568,500 (2018 年 1 月期) で割ると当社の DCF 法を用いて算定された理論株価は、基本シナリオで 22,135 円、強気シナリオで 29,185 円、弱気シナリオで 18,040 円となる。強気シナリオと弱気シナリオを分けて理論株価を算定したが、弱気シナリオでも 2019 年 1 月末時点の現実株価である 5,230 円と約 3 倍の乖離が生じる。

【図表 36】 3 つシナリオの理論株価

	株価(円)
基本シナリオ	22,135
強気シナリオ	29,185
弱気シナリオ	18,040

## 6. DCF 法以外のモデルを用いた理論株価算定

本レポートでは DCF 法に基づいて理論株価の算定を行った。その結果、理論株価が現実株価の約 3~4 倍となり、大きな乖離が生じた。この理由として食品業種は資本コストが小さいため、DCF 法を用いた理論株価は大きく算定される傾向にあると考える。我々は DCF 法以外の他のモデルを使えば、当社の現実株価と近い株価を算定できるモデルが発見できると考えた。よって、以降は DCF 法以外の 5 つのモデルを用いて当社の理論株価の算定を行う。

### (1) 5 つの理論株価算定

#### DDM (配当割引モデル)

当社の理論株価は DCF 法を除くと、マルチプル法の PBR が最も高い理論株価となる。

$V_0$  は理論株価、 $D_1$  は翌期の配当、 $r_e$  は株主資本コストを表し、DDM の算定式は以下の通りである。

$$V_0 = \frac{D_1}{r_e}$$

当社は 1 株あたり 60 円の固定配当であるため、翌期の配当も 1 株あたり 60 円になると予測すると当社の理論株価は 2,335 円となる。

#### RIM (残余利益評価モデル)

$V_{all}$  は株主価値、 $V_0$  は理論株価、 $B_0$  は純資産、 $r_e$  は株主資本コストを表し、RIM の算定式は以下の通りである。

$$V_{all} = B_0 + \frac{B_0(ROE - r_e)}{r_e} \quad V_0 = \frac{V_{all}}{\text{発行済株式数}}$$

ROE は 2019 年度の予想値である 3.97% を使用し、当社の 2017 年度の純資産 89,443 (百万円)、株主資本コスト 2.57% を代入すると当社の理論株価は 8,339 円となる。

#### マルチプル法

マルチプル法の理論株価算定方法において、全 7 社の業界平均の指標を使用し、それぞれの算定式より理論株価  $V_0$  を算定する。

#### PER

$$V_0 = \text{翌年の予想業界平均 PER} \times \text{評価対象企業の予想 EPS}$$

2019 年度の 7 社の業界予想平均 PER は 21.69 倍、当社の予想 EPS は 221 円であり、理論株価は 4,794 円となる。

## PBR

$$V_0 = \text{業界平均 PBR} \times \text{評価対象企業の BPS}$$

業界平均 PBR は 2.27 倍、当社の BPS は 5,430 円である。その結果、理論株価は 12,303 円となる。

## EV/EBITDA 倍率

$$V_0 = \frac{\text{業界平均 EV/EBITDA 倍率} \times (\text{営業利益} + \text{減価償却費}) + \text{現金等価物} - \text{有利子負債}}{\text{発行済株式数}}$$

EV/EBITDA 倍率の業界平均は 11.29 倍、当社の営業利益と減価償却費の合計は 16,751 (百万円)、現金等価物から有利子負債を除いた金額は 6,590 (百万円) であり、当社の理論株価は 11,815 円となる。

図表 38 より、コカ・コーラ以外の 6 社は DDM を使用すると最も低い理論株価が算定され、RIM を使用すると、当社とコカ・コーラを除く 5 社で最も高い理論株価が算定されることがわかる。この原因は、5 社の ROE が株主資本コストを大きく上回っていることが挙げられる。当社のマルチプル法の結果において、PER では現実株価と比べ低い理論株価が算定され、PBR と EV/EBITDA 倍率では現実株価と比べ高い理論株価が算定される。マルチプル法は財務指標の業界平均をかけるため、財務指標が同業他社と比べて低い数値であるほど現実株価より高い理論株価が算定されやすい。図表 37 から分かる通り、当社の企業特性として低 PBR、低 EV/EBITDA 倍率が挙げられる。PBR は PER と ROE の掛け算で表すことができ、PER は同業他社と比べて高いことから、低 PBR の原因として低 ROE が挙げられる。また、低 EV/EBITDA 倍率の原因として、高い現金保有比率が挙げられる。

【図表 37】 7 社の理論株価を算定する際に用いた財務指標

	ダイドー	コカ・コーラ	サントリー	キリン	アサヒ	カゴメ	伊藤園
ROE	3.97%	4.57%	12.22%	16.00%	11.39%	9.64%	9.85%
株主資本コスト	2.57%	3.42%	2.61%	3.64%	3.86%	2.58%	3.59%
純資産額 (百万円)	89,443	627,059	690,437	957,895	1,145,135	101,949	135,521
PER	32.19	22.33	13.88	10.46	15.05	26.40	31.53
PBR	1.08	1.23	2.07	2.99	2.22	3.72	2.55
EV/EBITDA 倍率	5.89	10.89	8.51	9.48	9.26	23.45	11.57
現金保有比率	34.87%	13.45%	7.48%	6.71%	1.73%	11.32%	21.23%

【図表 38】 7 社の理論株価

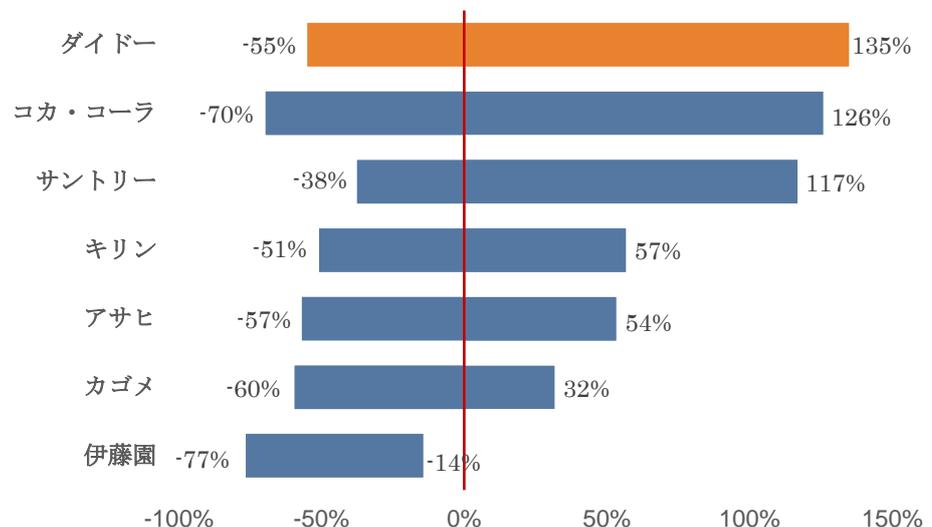
	ダイドー	コカ・コーラ	サントリー	キリン	アサヒ	カゴメ	伊藤園
現実株価(1/31)	5,230	3,355	4,815	2,590	4,545	2,895	4,835
DDM	2,335	1,287	2,989	1,264	1,943	1,163	1,114
RIM	8,339	4,062	10,461	4,067	6,987	3,824	4,168
PER	4,794	1,007	5,616	3,752	6,725	2,448	3,427
PBR	12,303	7,591	5,063	2,472	5,664	2,605	2,501
EV/EBITDA	11,815	4,369	6,022	3,107	4,166	1,865	4,132

## (2) フットボールチャートで見る理論株価のレンジの同業他社比較

当社の理論株価が取りうるレンジは同業他社と比べて大きいことがわかる。

現実株価を基準 (0%) としたフットボールチャートを作成し、理論株価の最大値と最小値のレンジを同業他社と比較する。図表 39 より、当社の理論株価のレンジは同業他社と比べてコカ・コーラに次ぎ 2 番目に大きいことが分かった。このことは、投資家の当社に対する評価は見る視点によって大きく異なることを示している。

【図表 39】 フットボールチャート



## 7. 分析結果の解釈とまとめ

DCF 法によって算定された当社の理論株価は現実株価と大きく乖離しており、弱気シナリオでも理論株価が現実株価の約 3.4 倍となった。それらの理由として食品業界は他業種と比べて営業利益がフリーキャッシュフローに与える影響は小さいことや、需要の変動が少なく安定して利益を獲得できるため資本コストが小さいという特性が挙げられる。つまり、食品業界における DCF 法での理論株価は算定する

際に分母の値が小さくなるため、現実株価と比べて大きく算定される傾向にあると考える。

しかし、この結果は業種特性だけで説明できるものではなく、市場において当社の株価がディスカウントされる要因が他に存在すると考える。

その要因を財務面とファンダメンタルズ面の2つの側面から述べる。財務面では、ROEの低さと現金保有比率の高さがディスカウント要因となっていることが挙げられる。ROEが低いということは、投資家から調達した資金から効率的に利益を生み出せていないと言えるため、投資家は投資するために負うリスクを上回るリターンを多く獲得できないと言える。さらに一般的に現金保有が多い場合、企業は企業価値を高めるために収益性を見込める事業へ投資をするか、配当として株主に還元する。当社の現金保有比率の高さは十分に企業価値を高めるような投資や配当が行われていないことを示しており、投資家にとってディスカウント要因となりうる。ファンダメンタルズ面では、投資家は国内の自動販売機市場の今後の成長をうまく評価できないことが考えられる。近年ドラッグストアやコンビニエンスストアなどの販売チャンネルが増加し、自動販売機市場は縮小し続けている。当社は自動販売機ビジネスを主力として事業を行っており、今後の自動販売機ビジネスや他の事業に関する成長戦略が投資家に伝わっていないため、ディスカウント要因になっていると考える。

これらのディスカウントに対する対策として、今後自動販売機ビジネスの売上を維持しつつ、獲得したキャッシュを市場規模の拡大が見込まれ、かつ収益性が高い医薬品関連事業や新規事業である未病疾病事業への投資を積極的に行うという成長戦略を投資家に示すことが必要である。さらに現金保有比率の高さについても、当社は自動販売機の売上を現金で回収するために、必然的に現金保有比率が高くなってしまふビジネスモデルだということを、投資家に十分に説明する必要がある。

我々は、今後の当社は自動販売機ビジネスを安定コア事業とし、創業事業である医薬品ビジネスを成長コア事業とした「安定+成長ドライブ」のシナリオを描いている。自動販売機ビジネスの具体的な成長が描ければ典型的なキャッシュカウとなりうる。自動販売機ビジネスで獲得したキャッシュを成長が見込まれる医薬品ビジネスに投入することで、自動販売機ビジネスに並ぶもう1つのコア事業となると想定する。我々はこのシナリオが市場に認識されれば、今後は大きな株価上昇の余地があると確信している。

【図表 40】連結貸借対照表

(単位：百万円)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>流動資産</b>	<b>60,222</b>	<b>63,967</b>	<b>64,901</b>	<b>68,027</b>	<b>68,585</b>	<b>74,221</b>	<b>70,750</b>	<b>81,503</b>	<b>81,907</b>	<b>101,797</b>	<b>91,578</b>	<b>93,426</b>
現金・預金／現金及び現金同等物	16,694	21,006	26,426	22,395	22,668	21,511	33,135	33,498	47,800	60,294	48,113	40,274
受取手形・売掛金／売掛金及びその他の短期債権	14,702	15,304	13,004	12,716	12,904	12,702	14,505	14,474	13,707	14,580	17,955	18,733
有価証券	20,799	18,728	16,267	23,708	24,513	31,435	14,263	24,425	10,316	16,494	12,100	19,402
棚卸資産	5,355	5,897	6,417	6,190	6,321	5,766	6,601	6,270	7,323	6,976	8,470	8,861
商品・製品	-	-	6,048	5,782	6,032	5,502	5,309	4,968	5,719	5,550	5,621	5,890
半製品・仕掛品	-	-	5	9	9	14	10	6	11	10	17	7
(仕掛品・未成工事支出金)	-	-	5	9	9	14	10	6	11	10	17	7
原材料・貯蔵品	-	-	363	399	280	250	1,281	1,295	1,593	1,415	2,830	2,964
前払費用	1,046	1,044	951	347	384	353	494	519	626	701	692	727
未収入金	568	1,035	746	400	565	551	741	1,077	957	1,330	2,812	3,894
繰延税金資産	615	668	832	1,997	1,024	1,700	772	963	865	999	701	781
その他流動資産／その他の金融資産	460	306	281	299	215	218	248	295	328	454	770	797
貸倒引当金 (▲)	-22	-24	-25	-27	-12	-21	-12	-19	-18	-35	-36	-47
<b>固定資産／非流動資産</b>	<b>43,829</b>	<b>41,157</b>	<b>36,117</b>	<b>57,298</b>	<b>56,912</b>	<b>54,328</b>	<b>69,737</b>	<b>64,976</b>	<b>65,986</b>	<b>61,900</b>	<b>72,292</b>	<b>77,720</b>
有形固定資産	7,701	7,669	7,842	28,208	28,356	27,909	32,056	34,461	34,655	33,737	36,236	33,514
償却対象有形固定資産	3,701	4,290	4,309	24,641	24,919	24,514	28,221	30,459	30,676	29,891	31,579	28,773
建物・構築物	2,412	2,362	2,449	2,334	2,701	2,837	4,337	4,297	4,193	3,857	5,898	5,813
機械装置及び運搬具	997	1,637	1,434	1,377	1,289	1,442	1,511	1,368	1,268	1,329	3,494	3,634
工具・器具及び備品	292	291	426	378	396	5,073	11,680	17,426	20,171	20,570	19,059	17,005
リース資産	-	-	-	20,552	20,533	15,162	10,693	7,368	5,044	4,135	3,128	2,321
建設仮勘定	605	-	-	24	42	-	28	-	-	-	273	312
土地・その他非償却対象有形固定資産	3,392	3,377	3,532	3,541	3,392	3,392	3,805	4,001	3,978	3,843	4,381	4,427
無形固定資産／無形資産	2,109	2,533	2,437	2,670	2,064	2,319	12,419	11,709	11,072	10,838	14,602	12,820
営業権	685	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ソフトウェア	1,275	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
のれん	685	-	-	-	-	-	5,981	5,674	5,368	5,407	7,188	6,236
その他無形固定資産／その他無形資産	148	2,533	2,437	-	-	2,319	6,438	6,034	5,704	5,431	7,413	6,584
投資・その他の資産合計	34,018	30,955	25,837	26,419	26,491	24,100	25,261	18,805	20,257	17,324	21,454	31,385
投資有価証券・関係会社株式・出資金	28,852	25,761	20,304	21,180	21,417	19,474	20,792	14,133	15,448	12,567	15,440	25,238
(投資有価証券)	28,537	25,481	20,102	20,842	21,051	19,074	19,069	12,118	11,670	7,022	12,766	21,897
(関係会社有価証券)／(持分法で会計処理されている投資)	-	-	202	338	366	400	415	445	2,919	5,193	2,674	3,341
(関係会社出資金)	-	-	-	-	-	-	1,308	1,570	859	352	-	-
(非連結子会社関連会社株式・社債・出資金)	315	280	202	338	-	-	-	-	-	-	-	-
長期貸付金	189	142	93	56	26	-	-	-	-	-	-	-
長期前払費用	2,017	1,835	1,773	358	333	318	340	422	487	495	525	538
退職給付に係る資産 (前払年金費用)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,529	1,488	2,098	2,781
敷金・差入保証金	2,268	2,293	2,327	2,488	2,295	2,191	2,091	1,853	1,844	1,854	1,998	1,985
繰延税金資産	169	650	1,120	659	453	158	189	137	217	153	339	304
その他の投資・その他の資産／その他非流動資産	544	296	239	1,708	1,995	1,977	1,886	2,283	748	782	1,069	565
貸倒引当金 (▲)	-22	-25	-21	-33	-31	-20	-38	-24	-18	-16	-18	-28
<b>資産合計</b>	<b>104,052</b>	<b>105,125</b>	<b>101,019</b>	<b>125,326</b>	<b>125,497</b>	<b>128,550</b>	<b>140,487</b>	<b>146,479</b>	<b>147,894</b>	<b>163,697</b>	<b>163,870</b>	<b>171,147</b>

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

(単位：百万円)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>流動負債</b>	<b>30,840</b>	<b>30,591</b>	<b>26,914</b>	<b>40,550</b>	<b>38,477</b>	<b>40,272</b>	<b>42,822</b>	<b>42,623</b>	<b>41,240</b>	<b>43,032</b>	<b>44,508</b>	<b>43,311</b>
支払手形・買掛金／買掛金及びその他の短期債務	18,765	19,592	17,277	17,906	17,447	15,901	16,638	16,514	16,286	17,664	19,908	19,899
短期借入金・社債合計	49	69	118	119	88	502	2,461	4,693	6,434	7,997	6,935	4,735
1年内返済の借入金 (短期借入金)	49	69	118	119	88	502	2,461	4,693	6,434	7,997	6,935	4,735
(1年内返済の長期借入金)	49	69	48	59	58	482	2,461	4,693	6,434	7,997	6,935	4,735
リース債務	-	-	-	9,434	8,898	6,813	5,547	4,124	2,438	1,937	1,477	1,078
未払金・未払費用 (未払金)	8,513	7,908	7,023	9,721	9,282	12,605	15,204	13,310	12,953	11,606	13,105	13,188
(未払費用)	6,716	6,055	4,749	5,161	6,976	10,384	12,963	11,298	11,052	9,852	11,158	11,149
未払法人税等	1,797	1,853	2,274	4,560	2,306	2,221	2,241	2,012	1,901	1,754	1,947	2,039
繰延税金負債	1,596	1,601	975	1,820	846	2,532	1,182	1,826	1,237	1,031	776	1,934
賞与引当金	873	882	965	982	1,153	1,177	976	1,032	1,013	1,032	1,112	1,098
資産除去債務	-	-	-	-	-	-	3	-	-	7	-	-
その他流動負債／その他の金融負債	1,040	537	553	564	759	739	807	1,120	877	1,755	1,170	1,276
<b>固定負債／非流動負債</b>	<b>3,471</b>	<b>3,522</b>	<b>3,361</b>	<b>13,755</b>	<b>13,971</b>	<b>13,489</b>	<b>18,568</b>	<b>21,302</b>	<b>21,919</b>	<b>35,483</b>	<b>33,668</b>	<b>36,908</b>
長期借入金・社債・転換社債 社債・転換社債 (社債)	54	68	57	108	57	2,257	8,298	12,820	14,076	28,661	25,193	26,611
長期借入金	54	68	57	108	57	2,257	8,298	12,820	14,076	13,661	10,193	11,611
リース債務	-	-	-	10,325	10,818	8,065	4,918	3,115	2,550	2,167	1,642	1,260
長期未払金	-	-	-	-	-	-	-	-	125	-	-	-
引当金合計	783	778	721	718	656	656	824	905	414	379	580	620
退職給付に係る負債(退職給付引当金) (役員退職慰労引当金)	390	340	117	34	40	-	146	173	245	205	402	437
繰延税金負債	393	438	604	684	616	656	678	732	169	174	178	183
資産除去債務／資産除去債務引当金	-	-	-	-	-	-	2,026	1,926	2,229	1,619	3,494	5,722
その他固定負債／その他非流動負債／その他の負債	2,632	2,674	2,581	2,603	2,438	2,418	92	138	153	162	158	132
<b>負債合計</b>	<b>34,311</b>	<b>34,114</b>	<b>30,275</b>	<b>54,305</b>	<b>52,448</b>	<b>53,762</b>	<b>61,390</b>	<b>63,925</b>	<b>63,160</b>	<b>78,516</b>	<b>78,176</b>	<b>80,219</b>
<b>純資産合計／資本合計</b>	<b>69,740</b>	<b>71,011</b>	<b>70,743</b>	<b>71,020</b>	<b>73,049</b>	<b>74,788</b>	<b>79,097</b>	<b>82,554</b>	<b>84,734</b>	<b>85,181</b>	<b>85,693</b>	<b>90,927</b>
<b>株主資本</b>	<b>68,505</b>	<b>70,287</b>	<b>70,460</b>	<b>70,336</b>	<b>72,199</b>	<b>73,722</b>	<b>77,304</b>	<b>79,856</b>	<b>81,184</b>	<b>82,460</b>	<b>83,840</b>	<b>84,749</b>
資本金	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924
資本剰余金	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	1,084	1,031
利益剰余金	65,117	66,900	67,074	66,951	68,814	70,337	73,919	76,472	77,800	79,076	80,835	82,346
自己株式(▲)	-1	-1	-1	-3	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	-552
評価・換算差額等／累積その他の包括利益	434	-252	-927	-618	-609	-551	66	866	1,647	740	241	4,694
その他有価証券再評価差額金／金融資産の公正価値	434	-252	-855	-556	-499	-442	48	295	1,108	924	3,292	8,330
繰延ヘッジ損益／キャッシュフローヘッジ	-	-	-	-	-	-	-	56	27	-455	228	347
為替換算調整勘定／在外営業活動体の換算差額	-	-	-71	-62	-109	-108	17	513	578	383	-3,420	-4,456
退職給付に係る調整累計額	-	-	-	-	-	-	-	-	-66	-112	140	473
非支配株主持分／非支配持分	800	976	1,210	1,302	1,459	1,617	1,726	1,831	1,901	1,979	1,611	1,484
<b>負債・純資産合計／資本及び負債合計</b>	<b>104,052</b>	<b>105,125</b>	<b>101,019</b>	<b>125,326</b>	<b>125,497</b>	<b>128,550</b>	<b>140,487</b>	<b>146,479</b>	<b>147,894</b>	<b>163,697</b>	<b>163,870</b>	<b>171,147</b>
<b>自己資本／親会社の所有者に帰属する資本</b>	<b>68,940</b>	<b>70,035</b>	<b>69,533</b>	<b>69,718</b>	<b>71,590</b>	<b>73,171</b>	<b>77,371</b>	<b>80,723</b>	<b>82,833</b>	<b>83,202</b>	<b>84,082</b>	<b>89,443</b>

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

【図表 41】連結損益計算書

(単位：百万円)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>売上高</b>	<b>155,889</b>	<b>159,000</b>	<b>155,941</b>	<b>151,048</b>	<b>151,369</b>	<b>147,404</b>	<b>148,902</b>	<b>154,828</b>	<b>149,526</b>	<b>149,856</b>	<b>171,401</b>	<b>172,684</b>
営業費用	-	-	153,322	144,987	144,830	140,108	140,966	148,823	144,351	144,867	167,543	167,792
売上原価・営業原価	72,780	74,448	72,573	70,981	68,927	67,284	67,976	70,553	67,553	68,859	81,947	83,420
<b>売上総利益</b>	<b>83,108</b>	<b>84,551</b>	<b>83,367</b>	<b>80,067</b>	<b>82,442</b>	<b>80,120</b>	<b>80,925</b>	<b>84,275</b>	<b>81,972</b>	<b>80,996</b>	<b>89,454</b>	<b>89,263</b>
販売費及び一般管理費	78,854	79,947	80,748	74,006	75,903	72,824	72,990	78,270	76,798	76,008	85,596	84,372
<b>営業利益</b>	<b>4,254</b>	<b>4,604</b>	<b>2,619</b>	<b>6,060</b>	<b>6,539</b>	<b>7,295</b>	<b>7,934</b>	<b>6,004</b>	<b>5,174</b>	<b>4,988</b>	<b>3,857</b>	<b>4,891</b>
営業外収益	853	768	833	803	769	933	958	964	710	430	851	1,016
受取利息・配当金	517	482	413	298	235	174	195	347	177	142	246	262
(受取利息・割引料・有価証券利息)	507	482	413	298	235	174	195	347	177	142	213	148
(受取配当金)	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33	114
有価証券売却益	10	-	7	-	-	-	-	70	2	-	-	-
為替差益	-	-	-	-	-	-	-	8	79	-	-	24
持分法による投資利益	43	-	-	74	38	33	-	-	-	-	131	115
貸貸料収入	-	-	-	-	-	176	78	46	12	-	-	-
その他営業外収益	280	286	412	431	495	549	684	492	438	287	472	612
営業外費用	1,037	553	517	1,345	1,499	1,541	1,168	1,006	1,414	1,156	967	525
支払利息・割引料	8	12	10	1,266	1,209	1,172	841	678	550	455	457	313
有価証券売却損	-	11	-	15	163	235	52	-	-	-	-	-
その他資産処分損・評価損	1,004	448	416	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(その他資産処分損)	1,004	448	416	-	-	-	-	-	-	-	-	-
為替差損	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	172	-
持分法による投資損失	-	30	34	-	-	-	28	46	763	399	-	-
その他営業外費用	22	50	54	63	125	133	245	281	100	302	337	212
<b>経常利益/税金等調整前当期純利益</b>	<b>4,071</b>	<b>4,819</b>	<b>2,935</b>	<b>5,518</b>	<b>5,809</b>	<b>6,687</b>	<b>7,725</b>	<b>5,962</b>	<b>4,470</b>	<b>4,262</b>	<b>3,741</b>	<b>5,382</b>
特別利益	-	-	-	615	143	-	244	-	-	-	1,060	-
有価証券売却益	-	-	-	-	143	-	244	-	-	-	565	-
退職給付関連利益	-	-	-	615	-	-	-	-	-	-	-	-
負ののれん発生日	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	494	-
特別損失	-	-	370	3,849	486	1,291	146	-	-	421	17	516
事業・組織再編関連損	-	-	-	2,374	-	-	-	-	-	-	-	-
減損損失	-	-	-	-	147	-	-	-	-	311	17	431
有価証券評価損	-	-	370	472	339	478	146	-	-	109	-	84
その他特別損失	-	-	-	1,001	-	813	-	-	-	-	-	-
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>4,071</b>	<b>4,819</b>	<b>2,565</b>	<b>2,284</b>	<b>5,466</b>	<b>5,395</b>	<b>7,822</b>	<b>5,962</b>	<b>4,470</b>	<b>3,841</b>	<b>4,784</b>	<b>4,865</b>
税金等調整前当期利益	4,071	4,819	2,565	2,284	5,466	5,395	7,822	5,962	4,470	3,841	4,784	4,865
法人税等	1,880	2,030	1,382	1,460	2,565	2,825	3,222	2,096	2,027	1,422	1,633	2,373
法人税・住民税及び事業税合計/当期税金費用	1,908	2,097	1,548	2,367	1,415	3,243	2,290	2,588	1,956	1,714	1,419	2,608
法人税等調整額/繰延税金費用	-28	-67	-166	-907	1,150	-418	932	-492	71	-291	213	-235
<b>当期純利益(連結)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,570</b>	<b>4,599</b>	<b>3,866</b>	<b>2,442</b>	<b>2,418</b>	<b>3,151</b>	<b>2,492</b>
非支配株主に帰属する当期純利益	185	178	181	118	209	219	189	154	120	71	-117	-11
<b>親会社株主に帰属する当期純利益(連結)</b>	<b>2,006</b>	<b>2,611</b>	<b>1,002</b>	<b>705</b>	<b>2,691</b>	<b>2,351</b>	<b>4,410</b>	<b>3,712</b>	<b>2,322</b>	<b>2,347</b>	<b>3,269</b>	<b>2,504</b>

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

【図表 42】連結キャッシュフロー決算書

(単位：百万円)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
税金等調整前当期純利益	4,071	4,819	2,565	2,284	5,466	5,395	7,822	5,962	4,470	3,841	4,784	4,865
減価償却費	1,165	1,520	1,696	12,487	12,747	12,350	11,202	12,080	12,343	11,704	12,611	11,860
減損損失	-	-	-	-	147	-	-	-	-	311	17	431
有価証券及び投資有価証券売却損益 (▲益)	-10	11	-7	15	20	235	-192	-70	-2	-	-565	-9
有価証券評価損益 (▲益)	-	-	370	472	339	478	146	-	-	109	-	84
のれん・負ののれん償却額	-	4	3	-	-	4	153	306	306	306	480	469
負ののれん発生益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-494	-
貸倒引当金の増加額 (▲減)	-8	4	-1	13	-16	-1	-17	-7	-7	2	4	18
退職給付及び役員退職慰労引当金の増減額 (▲減)	123	45	85	79	-67	40	21	53	-562	4	4	5
賞与引当金の増加額 (▲減)	7	8	56	16	171	24	-204	56	-19	14	80	-14
受取利息及び受取配当金 (▲)	-517	-497	-447	-320	-262	-202	-224	-376	-202	-174	-246	-263
支払利息	8	12	10	1,266	1,209	1,172	841	678	550	455	457	313
持分法による投資損益 (▲益)	-43	30	34	-74	-38	-33	28	46	763	399	-131	-115
事業・組織再編関連損益 (▲益)	-	-	-	2,374	-	-	-	-	-	-	-	-
売上債権の減少額 (▲増)	-267	-601	2,151	448	-187	201	1,362	31	766	-644	-1,673	-1,022
棚卸資産の減少額 (▲増)	564	-539	-400	226	-131	334	876	330	-1,059	343	-372	-566
仕入債務の増加額 (▲減)	-2,293	827	-2,315	467	-459	-1,546	-2,366	-123	-214	1,245	1,179	218
その他の流動資産の減少額 (▲増)	395	-91	355	1,321	-288	685	176	-13	-183	-690	-965	-863
その他の流動負債の増加額 (▲減)	1,287	-342	-1,150	78	1,911	438	1,320	-2,065	-87	-506	1,992	435
役員賞与の支払額 (▲)	-24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他の小計欄より上の営業キャッシュフロー	-	-	-	1,001	-	813	-	-	-	-	-	-
<b>小計</b>	<b>4,456</b>	<b>5,212</b>	<b>3,008</b>	<b>22,161</b>	<b>20,560</b>	<b>20,390</b>	<b>20,949</b>	<b>16,890</b>	<b>16,863</b>	<b>16,724</b>	<b>17,162</b>	<b>15,848</b>
利息及び配当金の受取額	514	514	453	285	301	256	254	447	236	204	314	300
利息の支払額 (▲)	-1	-8	-14	-1,271	-1,211	-1,171	-836	-683	-541	-444	-453	-279
法人税等の支払額 (▲)	-3,129	-2,095	-2,169	-1,524	-2,365	-1,562	-3,875	-1,889	-2,597	-1,881	-1,713	-1,561
その他の小計欄以降の営業キャッシュフロー	-	-	-	-	-	-371	-	-	-	-	-	-
<b>営業活動によるキャッシュフロー</b>	<b>1,839</b>	<b>3,622</b>	<b>1,277</b>	<b>19,650</b>	<b>14,911</b>	<b>17,540</b>	<b>16,491</b>	<b>14,764</b>	<b>13,959</b>	<b>14,603</b>	<b>15,309</b>	<b>14,308</b>
定期預金の預入による支出 (▲)	-404	-2,504	-2,890	-4,296	-6,530	-7,860	-7,186	-10,579	-9,821	-7,089	-10,264	-9,422
定期預金の払戻による収入	316	1,065	2,539	3,515	5,318	7,582	4,981	8,261	9,216	9,972	6,993	10,325
固定資産の取得による支出 (▲)	-1,544	-2,717	-1,657	-1,458	-1,900	-2,283	-9,653	-11,030	-10,424	-9,797	-8,447	-8,913
固定資産の売却による収入	5	38	15	50	109	2	49	94	14	-	371	123
固定資産の売却による収入 (うち有形固定資産)	-	-	15	50	109	2	49	94	14	-	371	123
有価証券の取得による支出 (▲)	-4,399	-12,578	-23,370	-51,578	-58,485	-69,482	-26,493	-53,289	-22,897	-9,582	-6,100	-1,800
有価証券の売却による収入	19,694	3,898	30,692	51,293	62,175	66,997	48,549	46,749	44,410	11,884	11,485	3,900
投資有価証券の取得による支出 (▲)	-11,685	-10,784	-5,675	-6,750	-9,637	-4,672	-4,751	-917	-4,961	-2,872	-1,255	-3,978
投資有価証券の売却による収入	9,288	5,745	4,897	885	5,659	1,407	437	4,244	636	2,105	1,083	878
子会社・関係会社株式取得 (▲)	-	-	119	-69	-	-	-	-13,221	-	-2,447	-2,644	-14,671
子会社・関係会社株式売却	-	-	-	-	-	-	314	-	-	-	300	-
貸付金の増加による支出 (▲)	-	-	-	-4	-	-3	-	-	-	-	-	-
貸付金の回収による収入	171	34	45	45	45	46	28	-	-	-	-	-
その他の投資活動によるキャッシュフロー	-9	-8	-20	-22	-4	-8	241	-114	10	-65	-57	-60
<b>投資活動によるキャッシュフロー</b>	<b>11,432</b>	<b>-17,815</b>	<b>4,695</b>	<b>-8,390</b>	<b>-3,252</b>	<b>-8,274</b>	<b>-6,704</b>	<b>-16,580</b>	<b>3,734</b>	<b>-8,090</b>	<b>-20,560</b>	<b>-8,947</b>
短期借入金による収入	-	-	20	180	50	140	41	30	30	-	-	-
短期借入金の返済による支出 (▲)	-	-	-30	-190	-80	-150	-61	-30	-30	-	-	-
リース債務の返済 (▲)	-	-	-	-12,737	-11,001	-12,737	-7,338	-6,011	-4,510	-2,689	-2,077	-1,571
長期借入金による収入	-	100	-	120	10	2,700	8,968	10,032	8,410	8,100	3,951	12,637
長期借入金の返済による支出 (▲)	-49	-66	-81	-66	-61	-76	-947	-3,277	-5,413	-6,950	-8,372	-13,310
社債の発行による収入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,000	-	-
自己株式の取得による支出 (▲)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-548
配当金の支払金額 (▲)	-1,159	-828	-828	-828	-828	-828	-828	-1,159	-994	-994	-994	-994
非支配株主からの払い込みによる収入	-	4	-	24	-	-	-	-	-	-	-	-
非支配株主への配当金の支払額 (▲)	-7	-7	-50	-50	-52	-50	-52	-52	-52	-52	-52	-55
その他の財務活動によるキャッシュフロー	-	-	-8	8	-	-14	-	-	-	-	-1,900	-
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>	<b>-1,217</b>	<b>-797</b>	<b>-978</b>	<b>-13,539</b>	<b>-11,964</b>	<b>-11,016</b>	<b>-219</b>	<b>-469</b>	<b>-2,561</b>	<b>12,412</b>	<b>-9,445</b>	<b>-3,843</b>
現金及び現金同等物に關する換算差額	-	-	-70	10	-53	-	68	108	11	-46	-81	-117
現金及び現金同等物の増加額 (▲減)	12,054	-14,991	4,925	-2,268	-358	-1,750	9,636	-2,176	15,145	18,878	-14,777	1,400
現金及び現金同等物の期首残高	21,814	33,868	18,877	23,802	21,533	21,174	19,424	29,051	26,874	42,020	60,898	46,120
その他の変更による影響額	-	-	-	-	-	-	-9	-	-	-	-	-
<b>現金及び現金同等物の期末残高</b>	<b>33,868</b>	<b>18,877</b>	<b>23,802</b>	<b>21,533</b>	<b>21,174</b>	<b>19,424</b>	<b>29,051</b>	<b>26,874</b>	<b>42,020</b>	<b>60,898</b>	<b>46,120</b>	<b>47,520</b>

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

【図表 43】 関連指標

株価関連指標		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
株価	円	2,845	2,810	2,880	3,125	3,050	3,510	4,415	5,020	6,080	5,950
PER	倍	46.77	65.65	17.63	21.89	11.39	15.58	31.32	35.23	30.64	39.14
PBR	倍	0.66	0.65	0.65	0.69	0.64	0.70	0.86	0.97	1.17	1.08
EV/EBITDA倍率	倍	10.92	2.51	2.47	2.64	2.64	3.22	4.18	4.98	6.12	5.89
主要指標											
ROE	%	1.44	1.01	3.81	3.25	5.86	4.70	2.84	2.83	3.91	2.89
ROA	%	2.94	5.62	5.40	5.88	6.04	4.43	3.64	3.29	2.51	3.08
配当性向	%	17.18	32.28	36.25	15.15	15.35	10.59	19.44	22.24	25.88	20.78
売上高総利益率	%	53.46	53.01	54.46	54.35	54.35	54.43	54.82	54.05	52.19	51.69
売上高営業利益率	%	1.68	4.01	4.32	4.95	5.33	3.88	3.46	3.33	2.25	2.83
売上高当期純利益率	%	0.64	0.47	1.78	1.59	2.96	2.40	1.55	1.57	1.91	1.45
自己資本比率	%	67.70	61.52	56.34	56.98	55.96	55.09	55.56	53.29	51.07	51.80
負債比率	%	0.30	0.43	0.42	0.42	0.44	0.44	0.43	0.48	0.48	0.47
使用総資本回転率	回	1.51	1.33	1.21	1.16	1.11	1.08	1.02	0.96	1.05	1.03
財務レバレッジ	倍	1.48	1.63	1.78	1.75	1.79	1.82	1.80	1.88	1.96	1.93

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。