

2017年8月29日

第19章 企業評価とファイナンスモデルの作成：ケーススタディ

担当：馬場

本章の目的は、これまでに学んだファイナンスの分析ツールが企業の評価モデルを構築する際にどのように用いられるかをケーススタディで実践しながら考えていくことである。

19.1 比較対象企業を用いた評価

アイデコ社の時価総額を買収価格である1億5,000万ドルと仮定し、P/E レシオや EBITDA 倍率を求め、同業他社やスポーツ製品産業の平均と比較する

結果：買収価格は合理的だが、よい投資機会とは言い切れない

理由：各指標の数値がそれぞれ大きく異なっている

企業間の営業効率性や成長可能性などの差を無視している

経営の改善を反映していない

- 営業面の分析やこの買収ディールで最終的に得ることができるキャッシュフロー、必要とされるべき収益率の分析が必要

19.2 ビジネスプラン

1) 営業の改善度

同業他社と比べ、製品開発や販売促進、マーケティング費用よりも一般管理費の支出が多い

- 一般管理費を削減し、製品開発や販売促進、マーケティング費用に振り分けることでマーケティングシェア拡大を目指す

2) 資本支出：必要な拡張

計算上、3年後に販売量が現在の50%増加し、工場の拡張が必要となるため、3年後、4年後に資本支出が増加する

3) 運転資本管理

売掛金回収期間を短縮する

在庫量の削減

4) 資本構成の変化：レバレッジレベルを上げる

製造工場の拡張に合わせて追加の資金調達をする

支払利息が増加するため節税効果が期待される

借入を利用することで、KKP 投資会社はアイデコ社へ直接投資する額を減らすことができる

19.3 ファイナンスモデルの作成

1) 将来の利益

プロフォーマ損益計算書

: 実際のデータに基づくのではなく、与えられた仮定のもとで企業の財務状況を予測したもの

2) 運転資本必要額

運転資本の必要度に応じて正味運転資本の必要額を予想

$$\text{売掛金} = \text{必要日数} \times \frac{\text{売上高}}{365(\text{その年の日数})}$$

3) キャッシュフローを予想する

$$\begin{aligned} \text{税引後支払利息} &= (1 - \text{税率}) \times (\text{負債の支払利息} - \text{余剰現金からの受取利子}) \\ &= \text{EBIT} \times (1 - \text{税率}) \end{aligned}$$

4) 貸借対照法とキャッシュフロー計算書: 追記

のれん = 買収価格 - 獲得した正味資産の価値

19.4 資本コストの推定

1) CAPM に基づいた推定法

$$R_S - r_f = \alpha_S + \beta_S(R_{mkt} - r_f) + \varepsilon_S$$

個別株式銘柄のベータは大きな不確かさが伴っている

2) ベータをアンレバーする

$$\beta_U = \frac{\text{時価総額}}{\text{企業の事業価値}} \beta_E + \frac{\text{正味負債価格}}{\text{企業の事業価値}} \beta_D$$

相対的に景気変動性が低い企業はベータが低く、任意購買消費商品を提供する企業はベータが高くなる

3) アイデコ社のアンレバード資本コスト

$$r_U = \beta_U(E[R_{mkt}] - r_f)$$

19.5 投資の評価

1) 評価倍率を用いた継続価値の評価

EBITDA 倍率

：企業の操業の効率性を考慮でき、レバレッジの違いの影響も受けなため信頼度が高い

2) 割引キャッシュフロー法による継続価値の評価

継続価値を予測する際に比較企業の数字のみに依存する問題点

：比較企業の現在の倍率と対象企業で将来成立しているだろう倍率と比較している点

$$T \text{ 年度の企業の事業価値} = V_T^L = \frac{FCF_{T+1}}{r_{wacc} - g}$$

$$FCF_{T+1} = \text{アンレバード純利益}_{T+1} + \text{減価償却益}_{T+1} - \text{正味運転資本の増加}_{T+1} - \text{資本支出}_{T+1}$$

$$\text{資本支出}_{T+1} = \text{減価償却益}_{T+1} + g \times \text{固定資産}_T$$

$$FCF_{T+1} = (1 + g) \times \text{アンレバード純利益}_T - g \times \text{正味運転資本}_T - g \times \text{固定資産}_T$$

3) アイデコ社純資産の APV 法による評価

陥りやすい誤解

継続価値と長期成長率

- ・ 現在の高い成長率に基づいた倍率を用いてしまう
- ・ 成長に必要な投資を無視してしまう
- ・ 維持できない成長率を用いてしまう

$$V_{t-1}^L = \frac{FCF_t + V_t^U}{1 + r_U}$$

$$T_{t-1}^S = \frac{\text{支払利息節税枠}_t + T_t^S}{1 + r_D}$$

4) 現実性チェック

推定された事業価値の値から計算される倍率がほぼすべて最大値をとっている

- ・ 推定値が少し楽観的かもしれない
- ・ 操業能率の改善が実現できるかどうか依存している

5) IRR と現金倍率

IRR：内部収益率のことでキャッシュフローの正味現在価値がゼロとなるような利子率

$$\text{現金倍率} = \frac{\text{現金受取総額}}{\text{現金支払総額}}$$

欠点：現金を受け取る時間に依存しておらず、投資リスクも考慮していない

19.6 感度分析

どのファイナンス評価モデルでも、その基礎になっている推定値の範囲内でしか正確でない

コメンテーターへのクイズ

- 1) 買収する際に買収先の企業の営業改善について考えるのはなぜか。
- 2) 自己資本ベータを計算する標準方法は何か。
- 3) なぜ感度分析をするのか。

コメント

- 企業分析で EV/EBITDA 倍率を求めた際、EV は企業価値（時価総額＋有利子負債－現金）で求めたが、今回は事業価値（自己資本＋負債－（営業では利用されない現金＋売買目的有価証券））と書いてあり、営業では利用されない現金とは何か疑問に思った。
- のれんは会計上では買収した側の貸借対照表に入るが、今回は買収された側のほうに入っていたので不思議に思った。