

---

# SONYの経営改革から学ぶ企業価値論

2019年8月

---

本プレゼンテーションは、その直接の受領者であり名宛人である、J.P.モルガンの顧客である貴社（以下子会社を含めて「貴社」という。）に対し、貴社の為に、貴社内部限りの利用を目的として作成されたものであり、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的とし、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利を付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為にのみ作成されたもので、J.P.モルガンによる口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。J.P.モルガンの事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

本プレゼンテーションに示されている情報は、J.P.モルガンに提供された経営陣の予測に基づくもの、及び本プレゼンテーションの日付における実勢及び弊社の見解を反映したものであり、従っていずれも変更されることがあります。J.P.モルガンの見解及び予測はJ.P.モルガンの判断に基づいた、インジケーションであり、予備的な説明のみを目的とするものです。本プレゼンテーションを作成するにあたり、弊社は公共の情報源から入手した情報、貴社又は貴社を代理する者から提供された情報、その他弊社が検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし、これらの情報について独自の検証を行っておりません。さらに弊社の分析は、貴社又はその他のいかなる主体の資産、株式又は事業を査定するものではなく、また、このような査定を意図するものではありません。J.P.モルガンは、取引に関連して受け取る可能性があるものの実際の価値、あるいは取引の実行による法律上、税務上、会計上の効果のいずれに関しても何らの表明も致しません。特段記載されている場合を除き、本プレゼンテーションに示されている情報は、評価その他に重要な影響を与える可能性のある、支配権の変更又はその可能性を伴う取引の効果については考慮に入れておりません。

本プレゼンテーションにおける別段の記載に関わらず、貴社及び貴社の従業員、代表者又は代理人は、本プレゼンテーションにおいて企図されている取引に関する米国の所得税及びフランチャイズ税に係る税務上の取扱いやストラクチャー、並びにかかる税務上の取扱い及びストラクチャーに関し貴社に対して交付されたすべての資料（意見書その他税務分析がある場合は、それらも含まれます。）を、かかる米国の税務上の取扱い及び/又はストラクチャーが、J.P.モルガン又はその関係会社が貴社に対して提示した米国の所得税及びフランチャイズ税に係る税務戦略に関係するものである限り、いかなる制限に服することもなく、かつ、いかなる者に対しても開示することができます。

J.P.モルガンは内部方針において、弊社の従業員が、貴社からの業務を誘引するため又はその見返りに、対象となる発行体に関し、リサーチ・レポートにおいて好意的な投資判断あるいは目標株価を付与すること、又は好意的な投資判断あるいは特定の目標株価に変更することを、直接又は間接的に約束又は申し出ることを禁止しております。またJ.P.モルガンでは、リサーチアナリストによる投資銀行業務取引への関与に関し、かかる関与が投資家の利益を意図したものである場合を除いては、リサーチアナリストが報酬を得ることを禁止しております。

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・バンクN.A.、J.P.モルガン・セキュリティーズLLC（ニューヨーク証券取引所会員）、J.P.モルガン・セキュリティーズplc及びそれらの関連会社のコーポレート&インベストメント・バンク業務についてのマーケティング上の名称です。J.P.モルガン・セキュリティーズplcは、英国健全性規制機構に承認され、英国金融行為監督機構及び英国健全性規制機構の規制下にあります。

本プレゼンテーションはいかなるJ.P.モルガンの関連法人が証券の引受け、買受又は売付を行うこと、信用の供与又はその斡旋を行うこと又はその他のあらゆるサービスを提供することを約束するものではありません。

# 目次

---

	ページ
1 <b>SONYの経営改革とSOTP分析/バリュエーション・マルチプル</b>	<b>1</b>
2 SONYの経営改革とROIC経営	8
3 SONYの経営改革と見えてきた課題(真のKPI/CCC経営/アクティビズム)	17

# ソニーの株価と経営改革の推移



株価(2012年5月10日～2018年3月)



- |   |   |   |
|---|---|---|
| <p>① 2012/8/9: ソネットエンタテインメント完全子会社化を発表</p> <p>② 2012/9/28: オリンパスと資本及び業務提携を発表</p> <p>③ 2012/11/14: ユーロ円建転換社債発行発表</p> <p>④ 2013/5/22: 13年度経営方針発表</p> <p>⑤ 2013/11/22: 初のエンタテインメントIR Day</p> <p>⑥ 2014/2/6: 本社・販社改革及びPC事業の売却を発表</p> | <p>⑦ 2015/4/7: イメージセンサー生産能力の増強を発表(総額450億円)</p> <p>⑧ 2015/4/30: 14年度業績発表</p> <p>⑨ 2015/5/27: エレクトロニクスIR Day</p> <p>⑩ 2015/6/30: 公募増資を発表</p> <p>⑪ 2015/9/29: ビデオ及びサウンド事業分社化</p> | <p>⑫ 2015/10/6: 半導体事業分社化を発表(2016年4月)</p> <p>⑬ 2016/4/18: 熊本地震による工場の生産停止を発表(イメージセンサー及びディスプレイデバイス)</p> <p>⑭ 2016/4/21: カメラモジュール事業において、596億円の減損を計上したと発表</p> <p>⑮ 2016/6/29: Sony IR Day</p> <p>⑯ 2016/10/26: イメージング事業分社化を発表(2017年4月)</p> <p>⑰ 2017/1/30: 映画事業で減損損失1,121億円を計上</p> <p>⑱ 2017/10/31: 17年度2Q決算発表。営業利益通期見通しを5,000億円⇒6,300億円に引き上げ</p> <p>⑲ 2018/2/2: 17年度3四半期業績発表。営業利益通期見通しを7,200億円に引き上げ</p> |
|---|---|---|

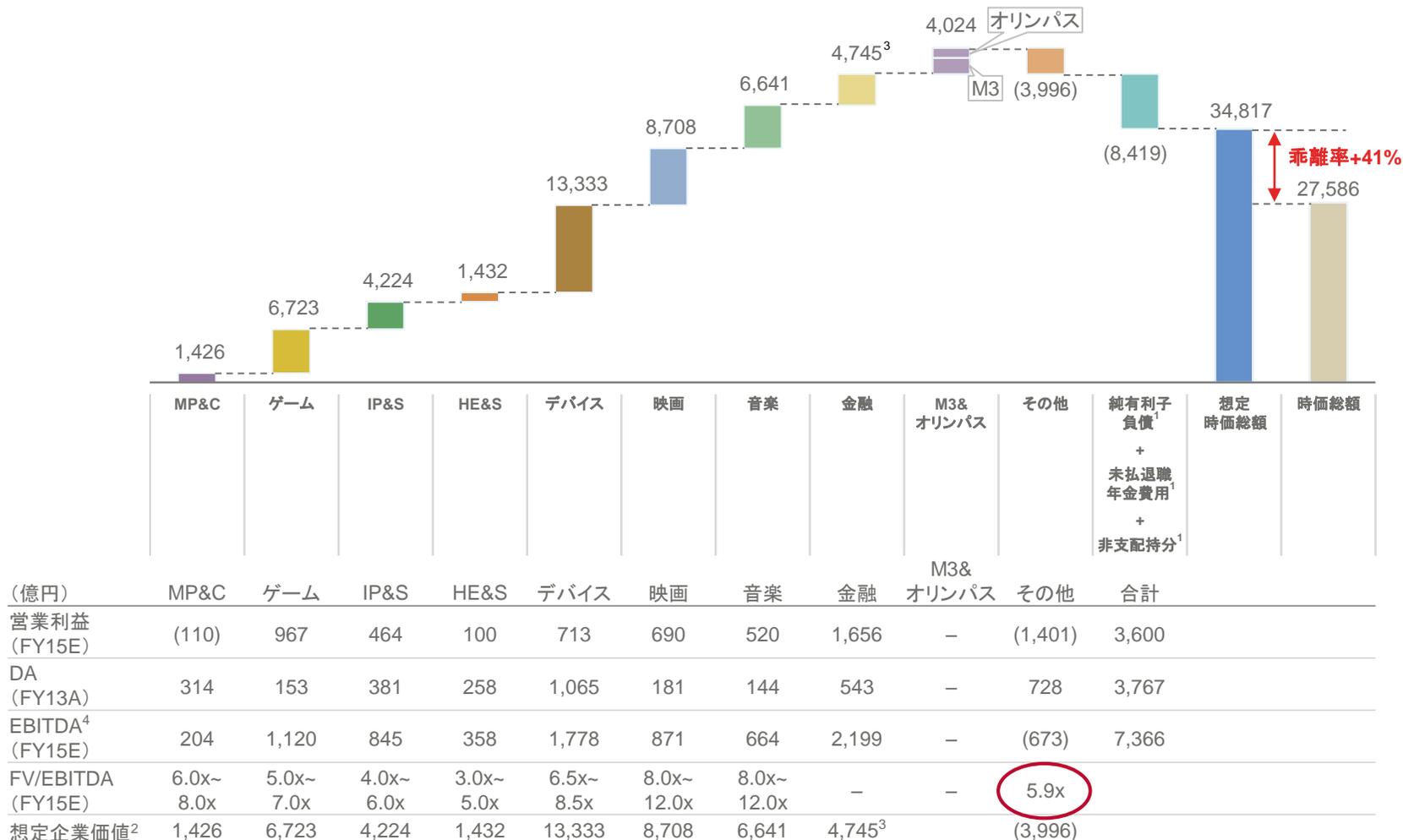
出所: FactSet

注: TOPIXは2012年5月10日のソニー株価に指数化

# Sum-of-the-Partsに基づくソニーの株式価値試算

2014年11月14日時点

## SONY想定株式価値(億円)



出所: 会社資料、FactSet、アナリストレポート

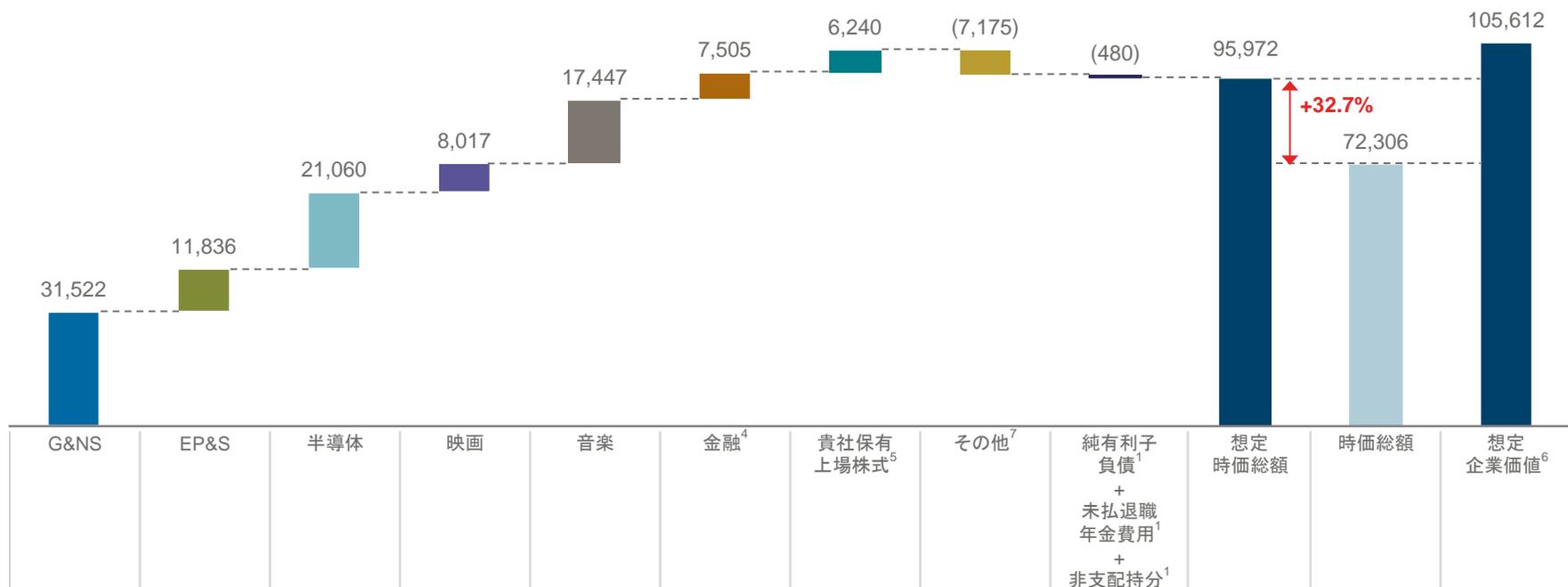
注: 2014年11月14日時点

<sup>1</sup> 金融セグメントを除く、<sup>2</sup> マルチプルレンジの中央値を採用(その他については、エレクトロニクス関連銘柄の中央値を採用)、<sup>3</sup> ソニーフィナンシャルホールディングスの時価総額の60%を適用、<sup>4</sup> DAは2013年度実績値と同額を想定

# Sum-of-the-Partsに基づくソニーの株式価値試算(続き)

2019年7月1日時点

## 想定株式価値(億円)



(億円)	G&NS	EP&S	半導体	映画	音楽	金融 <sup>4</sup>	貴社保有上場株式 <sup>5</sup>	その他 <sup>7</sup>	合計
営業利益 (FY19E)	2,862	1,190	1,525	650	1,374	1,107	-	(1,181)	7,527
DA (FY18A) <sup>2</sup>	290	617	1,107	241	213	594	-	360	3,422
EBITDA (FY19E)	3,152	1,807	2,632	891	1,586	1,700	-	(820)	10,949
FV/EBITDA (FY19E) <sup>3</sup>	9.0x~ 11.0x	5.5x~ 7.5x	7.0x~ 9.0x	8.0x~ 10.0x	10.0x~ 12.0x	-	-	8.7x	-
想定事業価値	31,522	11,836	21,060	8,017	17,447	7,505	6,240	(7,175)	-

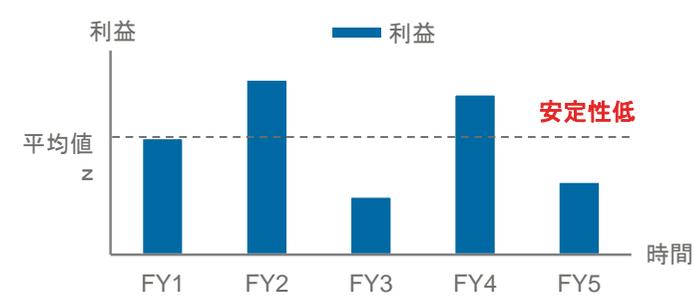
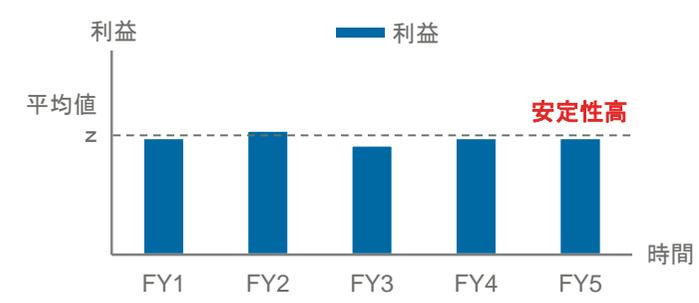
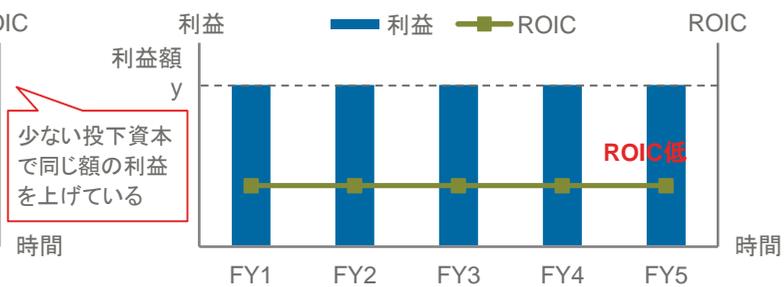
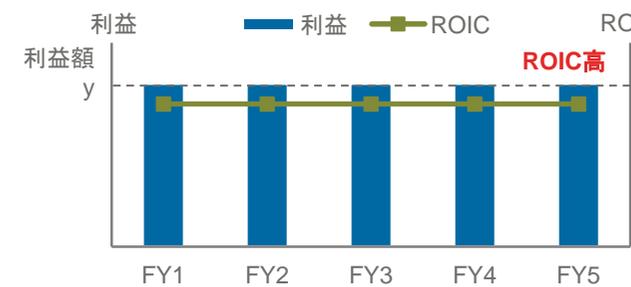
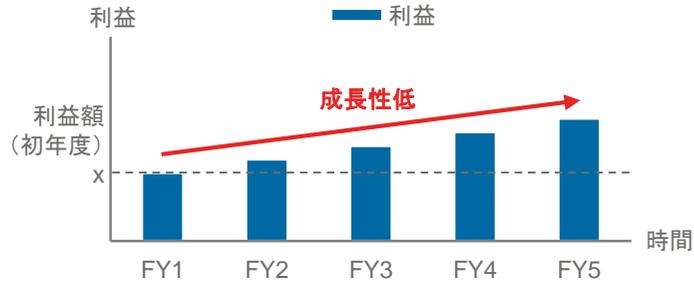
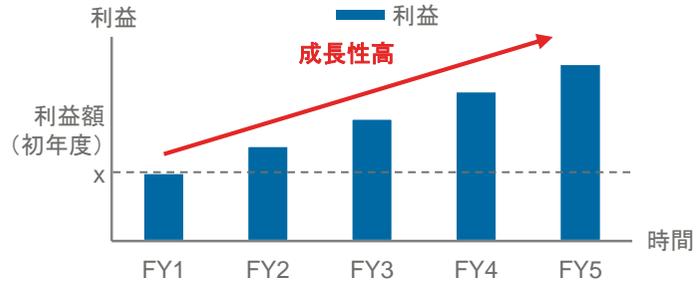
出所: 会社資料、FactSet、アナリストレポート

注: 2019年7月1日時点: 営業利益はアナリスト予想の中央値を使用; <sup>1</sup> 金融セグメントを除く; <sup>2</sup> DAは2018年度実績値と同額を想定; <sup>3</sup> マルチプルレンジの中央値を採用(その他についてはEP&S及びG&NSのEBITDA加重平均マルチプル(中央値を適用)); <sup>4</sup> ソニーフィナンシャルホールディングスの時価総額の65.1%(ソニー持分)を適用; <sup>5</sup> エムスリーの時価総額の34.0%(ソニー持分)を適用; オリンパスの時価総額の5.1%(ソニー持分)を適用; Spotifyの時価総額の2.9%(ソニー想定持分)を適用 <sup>6</sup> 想定時価総額に全社の純有利子負債(▲3,977億円、金融分野の有価証券は現金同等物として考慮しない)、未払退職年金費用(3,503億円)、非支配持分(954億円)を加算して算出; <sup>7</sup> M3の純利益(アナリストコンセンサス)の34%(ソニー持分)を差し引いた額;

# バリュエーション・マルチプルの決定要因：直感的な理解

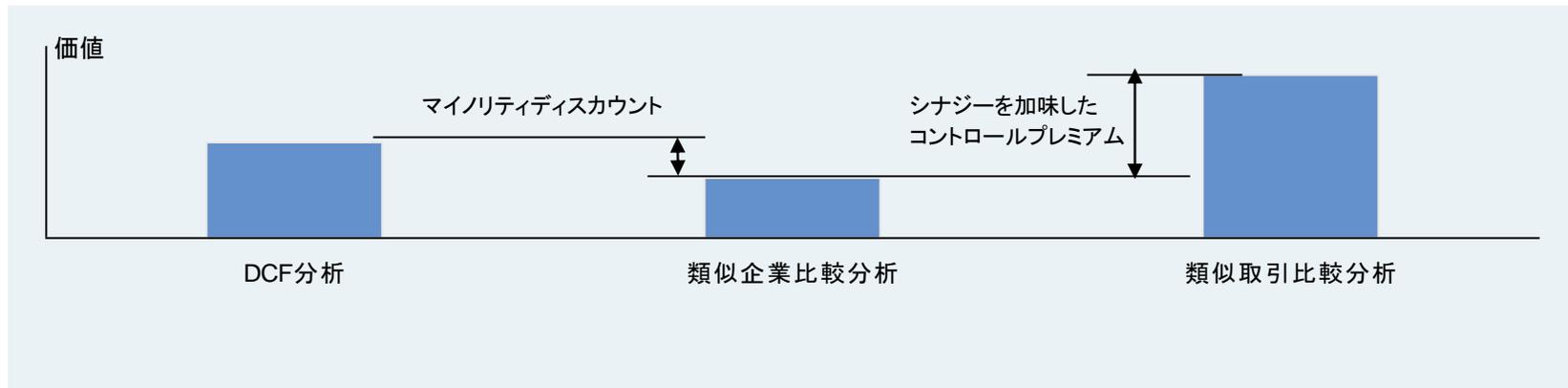


- 1 利益の成長性
- 2 資本効率性
- 3 資本コスト (利益の安定性)



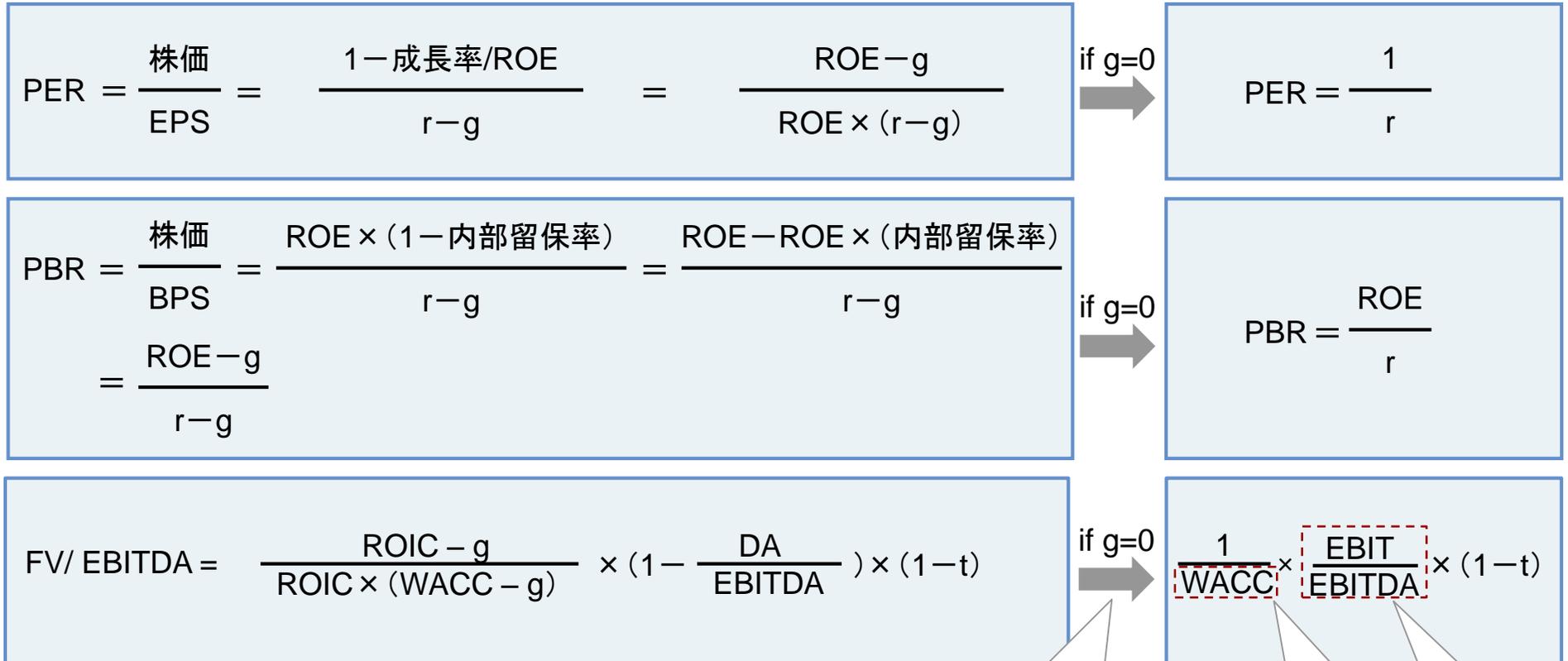
# (参考) 企業価値算定方法の比較

		マルチプル法		
		DCF法	類似企業比較法	類似取引比較法
手法		<ul style="list-style-type: none"> <li>財務予測を作成し、毎年生み出されるフリーキャッシュフロー (FCF) を算出</li> <li>フリーキャッシュフローを資本コストで割り引き、現在価値を算定する</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>同業他社の中から業務内容、規模等の面で類似する企業を抽出</li> <li>抽出された類似企業の株式市場におけるバリュエーションを活用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>規模や事業性質等が類似する買収取引案件を抽出</li> <li>抽出された類似取引のバリュエーションを活用</li> </ul>
特徴		<ul style="list-style-type: none"> <li>理論上の本源的価値を算定可能</li> <li>長期的な会社の業績を考慮可能</li> <li>キャッシュフローや資本構成におけるリスクは割引率によって価値に反映</li> <li>個々の事業価値を別々に算定可能</li> <li>算出価値の精度                             <ul style="list-style-type: none"> <li>将来のFCFの予見可能性</li> <li>割引率に対する感応度大</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>当該事業に対する株式市場の見方を反映させる事ができる</li> <li>株式市場が一般的に短・中期的な収益に注目する事から、倍率も短・中期的な財務予測から導く。よって、長期的な業績の変化は織込む事が困難</li> <li>比較対象となる真の類似企業が存在するかが鍵</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>コントロールプレミアムや案件固有のシナジーを考慮することが可能</li> <li>M&amp;Aでの評価ベースで算出可能</li> <li>比較可能な案件は、あくまで過去のものであり、そのまま現在の市場環境において適用できるとは限らない</li> <li>取引価格は案件毎の特有の事情に左右されるところが大きい</li> </ul>



# ファンダメンタルPER/ファンダメンタルPBR/ファンダメンタルFV/EBITDA

マルチプルは株価がなくても算出可能: 成長性、収益性、資本コスト(割引率)の関数



r: 株主資本コスト  
 g: 利益(EBITDA)の成長率  
 株価 = 一株当り配当額(DPS)の現在割引価値  
 成長率(g) = 内部留保率 × ROE、内部留保率 = 成長率(g)/ROE  
 WACC = Weighted Average Cost of Capital (加重平均資本コスト)

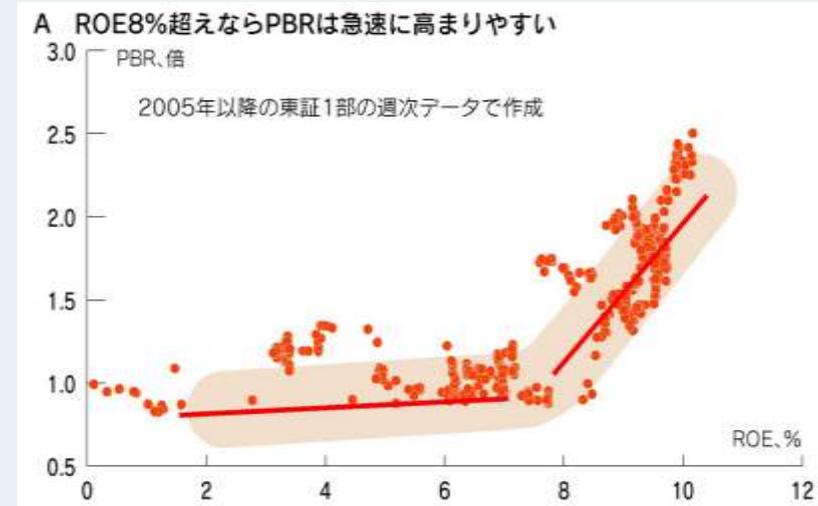
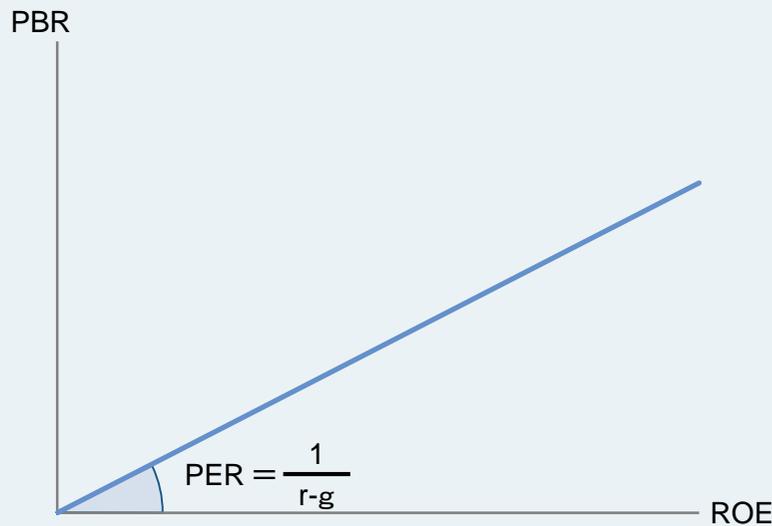
- 利益の成長性 (ここでは0と仮定)
- 利益の安定性
- 資本効率性

# ファンダメンタルPER、ファンダメンタルPBR（続き）

PBRはPER及びROEの関数に分解できる

## PBRとROEの関係

$$\text{PBR} = \frac{\text{ROE} - g}{r - g} = \frac{\text{ROE} - g}{(r - g) \times \text{ROE}} \times \text{ROE} = \text{PER} \times \text{ROE}$$



# 目次

---

	ページ
1 SONYの経営改革とSOTP分析/バリュエーション・マルチプル	1
<b>2 SONYの経営改革とROIC経営</b>	<b>8</b>
3 SONYの経営改革と見えてきた課題(真のKPI/CCC経営/アクティビズム)	17

# ソニーの第2次中計(FY15-17)における経営改革の骨子と総括

如何に外様マネジメントが改革を断行できたのか

1 ポートフォリオ経営	<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>事業を3つに大別、各事業の当面の貢献のあり方を定義</b><ul style="list-style-type: none"><li>■ ①成長牽引領域、②安定収益領域、③事業変動リスクコントロール領域</li></ul></li><li>■ <b>分社化により、B/Sを含めて経営を見える化</b></li><li>■ <b>リカーリング型事業の強化</b></li></ul>
2 新KPI (ROEとROIC)	<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>売上至上主義からの脱却</b><ul style="list-style-type: none"><li>■ ソニーの事業は過去最高売上高を記録した翌年に大赤字を計上する傾向にあった</li></ul></li><li>■ <b>全社目標はROE、事業部管理はROICを軸とし、マネジメントのインセンティブにも直結</b><ul style="list-style-type: none"><li>■ 公募増資時にもあえてROE10%以上を公約、有言実行の原動力とした</li></ul></li></ul>
3 投資家目線 (公募増資の実弾)	<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>投資家が分析し易いように開示を充実</b><ul style="list-style-type: none"><li>■ セグメント別の予想売上高計画/営業利益計画/ROIC計画の開示など</li><li>■ Sum-of-the-parts分析の浸透によりディスカウントを解消</li></ul></li><li>■ <b>IR-Day(事業部門別説明会)により、事業責任者のアカウンタビリティを強化</b></li><li>■ 準備段階における啓蒙を重視したほか、IR-Dayの結果は人事評価へも反映</li><li>■ <b>公募増資の裏アジェンダは、平井CEOのコミットメントを引き出し、投資家目線の経営改革を断行すること</b><ul style="list-style-type: none"><li>■ NDRではない実弾勝負で、経営の緊張感を醸成</li></ul></li></ul>
4 メッセージ力のある コーポレートアクション	<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>PC事業からの撤退、早期減損、上場来初の無配</b><ul style="list-style-type: none"><li>■ 不作為の罪を起こさないマネジメントとの評価を獲得</li></ul></li><li>■ <b>信賞必罰人事</b><ul style="list-style-type: none"><li>■ IR-Dayの評価が低い事業責任者は結果的に交代</li></ul></li></ul>

# ソニーが対外的に打ち出したKPI



売上至上主義との決別と資本効率性を意識した経営にコミット

	2014	2015		2016	2017	2018	
主なIRイベント	2014年11月18、25日 Sony IR Day 2014	2015年2月18日 経営方針説明会 中期経営方針発表	2015年4月30日 2014年度 業績説明会	2015年6月30日 オフリング	2016年6月29日 2016年度 経営方針説明会/ IR Day	2017年5月23日 2017年度 経営方針説明会/ IR Day	2018年5月22日 2018年度 経営方針説明会/ IR Day

## 主なKPI

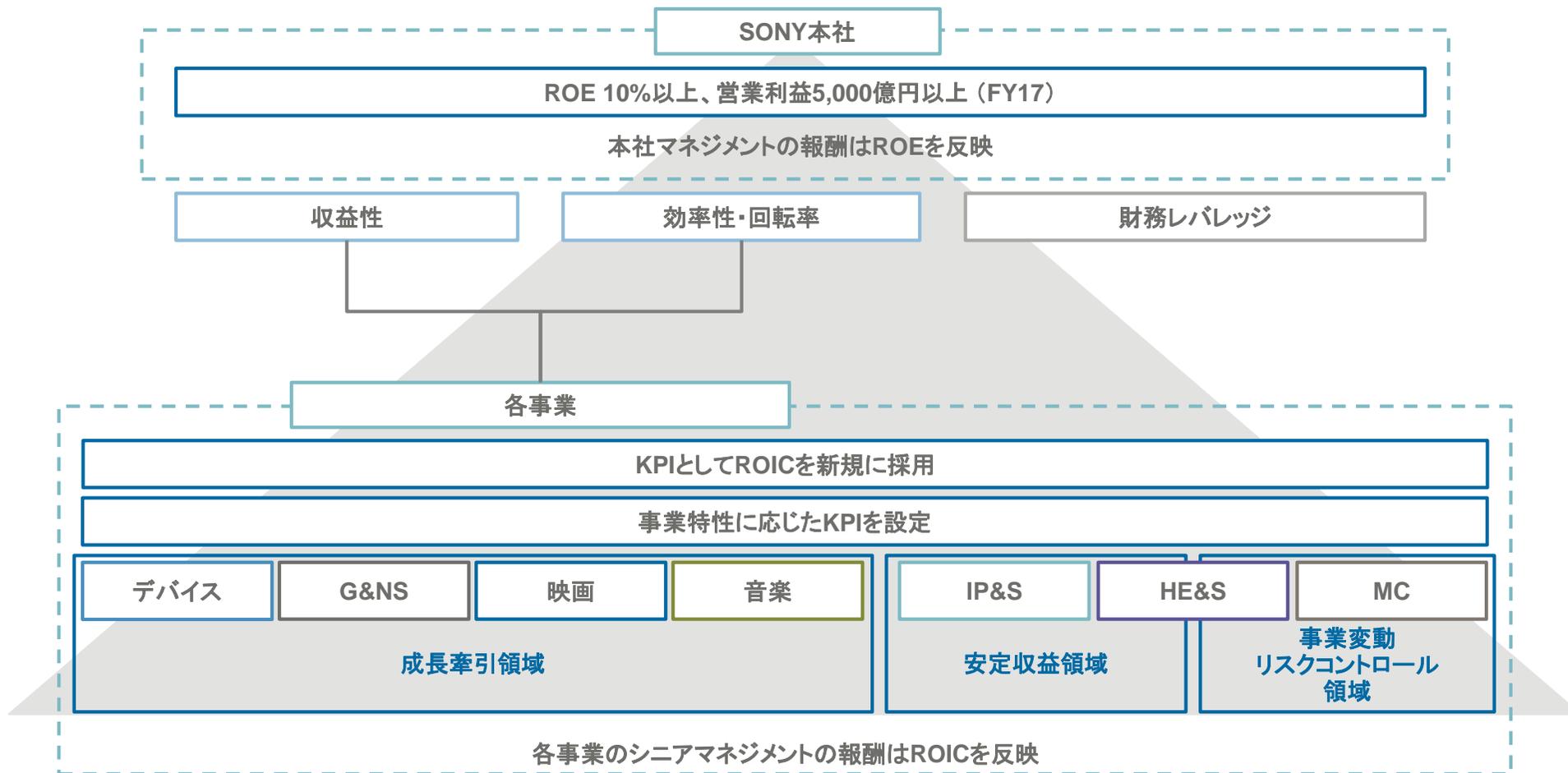
売上	セグメント別売上 (FY17目標: レンジの開示)	[売上目標の廃止]			セグメント別売上 (FY17目標: レンジの開示)	リカーリング型 事業比率 (FY17目標)	
営業利益	セグメント別営業利益 (FY17目標: レンジの開示)	連結営業利益 5,000億以上 (FY17目標)			セグメント別営業利益 (FY17目標: レンジの開示)		セグメント別営業利益 (FY20目標: レンジの開示)
ROE		ROE 10%以上 (FY17目標)		ROE 10%以上 (FY17目標)			ROE 10%以上 (FY18~20)
ROIC			各事業セグメント別 ROIC (FY17目標: レンジの開示)				
CF							営業キャッシュフロー 3年間累計額 (FY18~20)
その他						PlayStation Network MAU (実績)	PlayStation Network MAU目標

出所: 会社資料

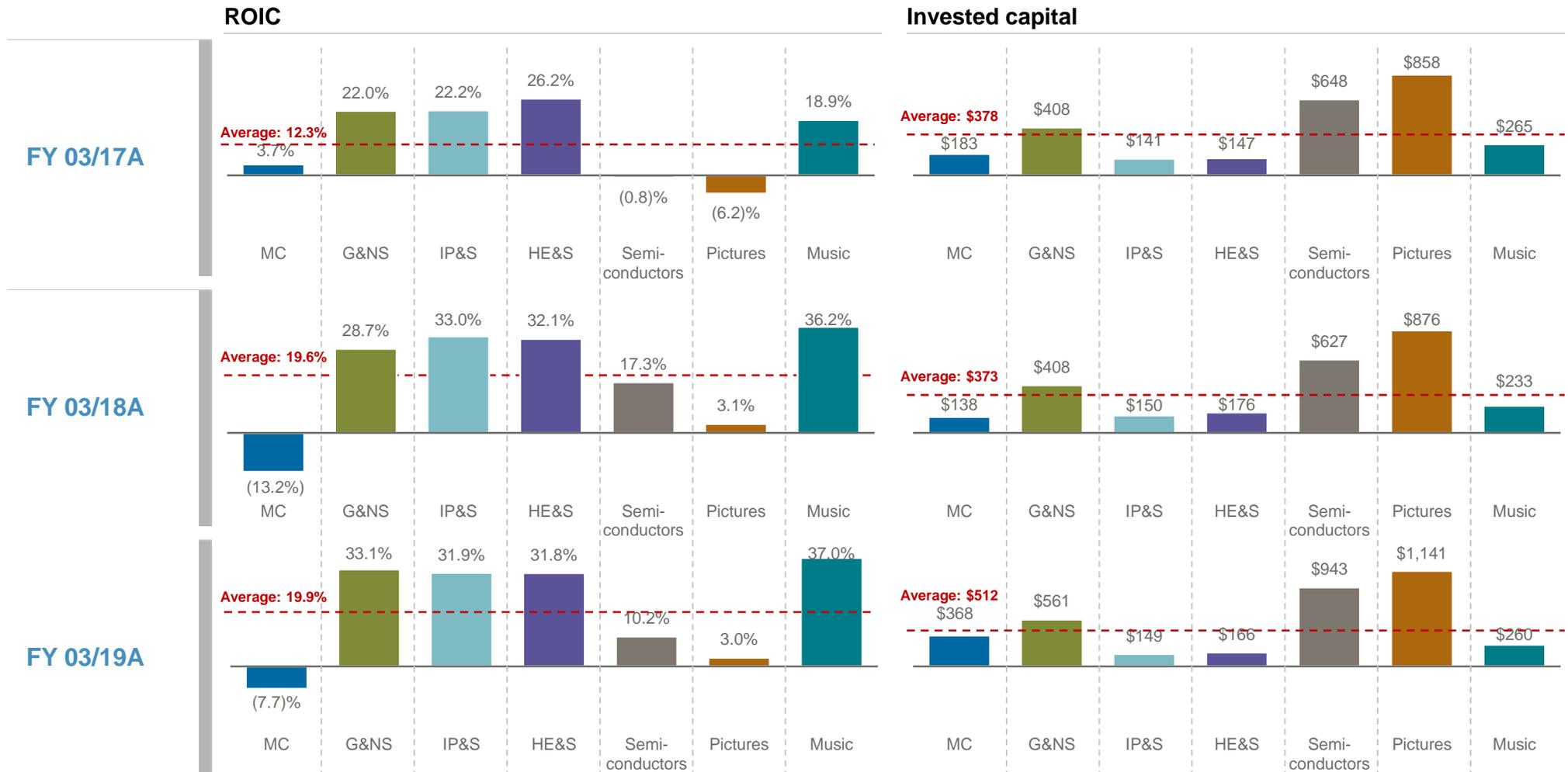
# なぜROICなのか？①

ポートフォリオ経営の導入(事業ポートフォリオごとの経営規律の強化)とROIC経営は一對

SONYの事例: 中期3ヵ年計画(2016/3期~18/3期)で、ポートフォリオ経営を導入



# (参考)セグメント別のROICと投下資本の推移



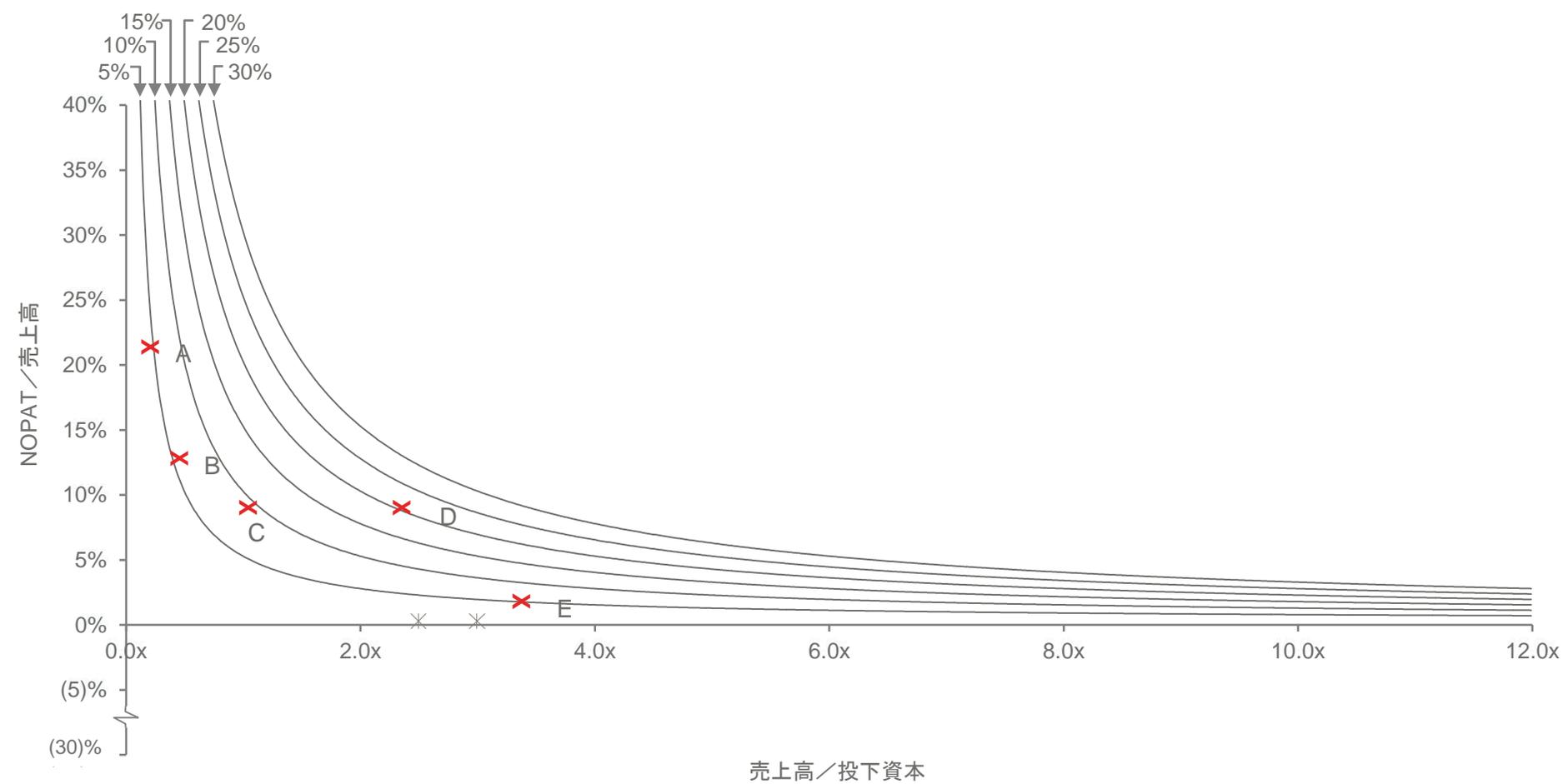
Source: Company filings, FactSet

## なぜROICなのか？②

異なる事業間の経営パフォーマンスをより正しく評価することが可能

### ROIC(NOPAT)によるポジショニング分析

	収益性	資産効率性
ROIC =	$\frac{\text{NOPAT}}{\text{売上高}}$	$\times \frac{\text{売上高}}{\text{投下資本}}$

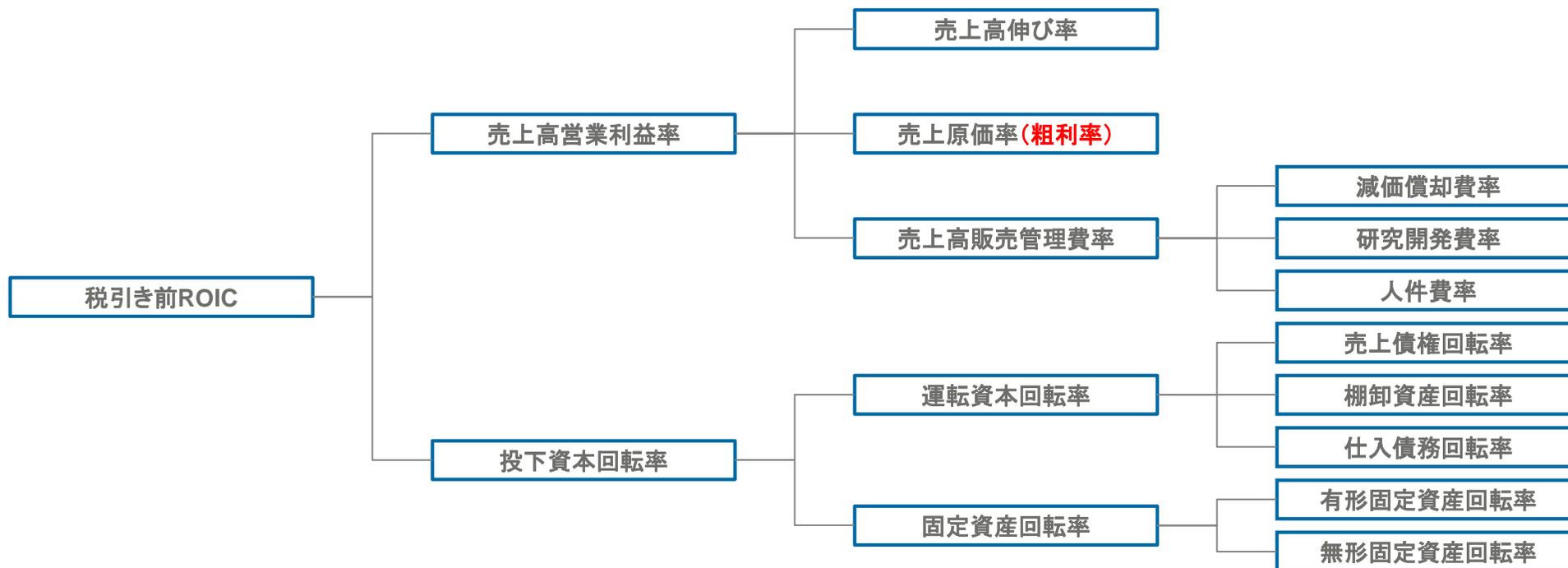


# なぜROICなのか？③

現場での管理のしやすさと普及に向けた工夫で管理可能な指標に(原価でなく**粗利**に拘り、価格戦略も意識)

## ROICの構成要素(オムロンの逆ツリー)

$$\begin{aligned}
 \text{ROIC} &= \frac{\text{税引後営業利益(NOPAT)}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{投下資本}} \\
 &= \left( \frac{\text{売上高}}{\text{売上高}} - \frac{\text{売上原価}}{\text{売上高}} - \frac{\text{販管費}}{\text{売上高}} \right) (1 - \text{実効税率}) \times \frac{1}{\left\{ \frac{\text{現預金等}}{\text{売上高}} + \left( \frac{\text{売掛金}}{\text{売上高}} + \frac{\text{在庫}}{\text{売上高}} - \frac{\text{買掛金}}{\text{売上高}} \right) + \frac{\text{有形固定資産}}{\text{売上高}} + \frac{\text{無形固定資産}}{\text{売上高}} + \frac{\text{その他}}{\text{売上高}} \right\}}
 \end{aligned}$$

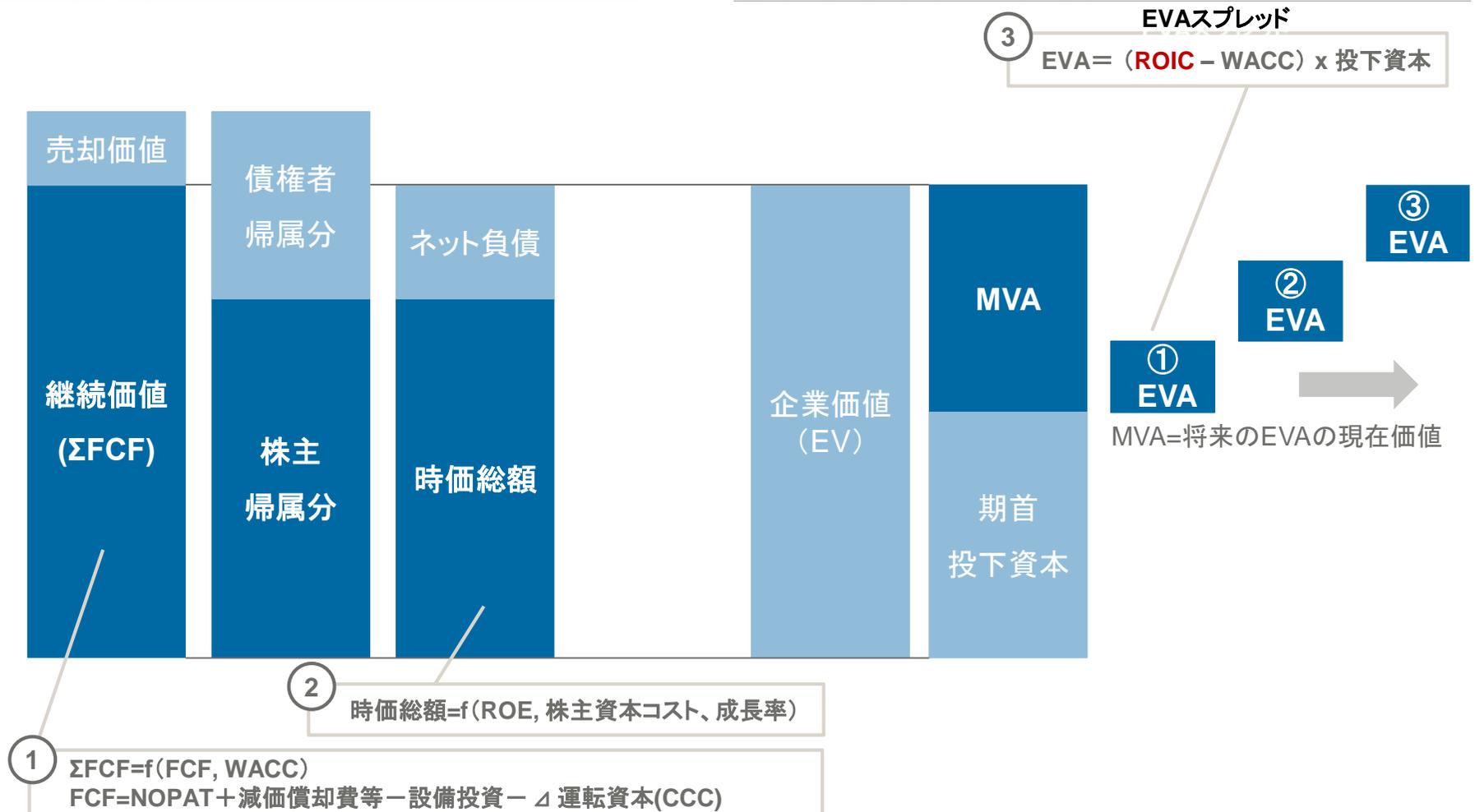


# なぜROICなのか？④

## 企業価値と直結するROIC(EVAとROICの関係)

企業価値と株主価値の関係、ROE、CCCの係わり

企業価値とEVAの関係、ROICの係わり



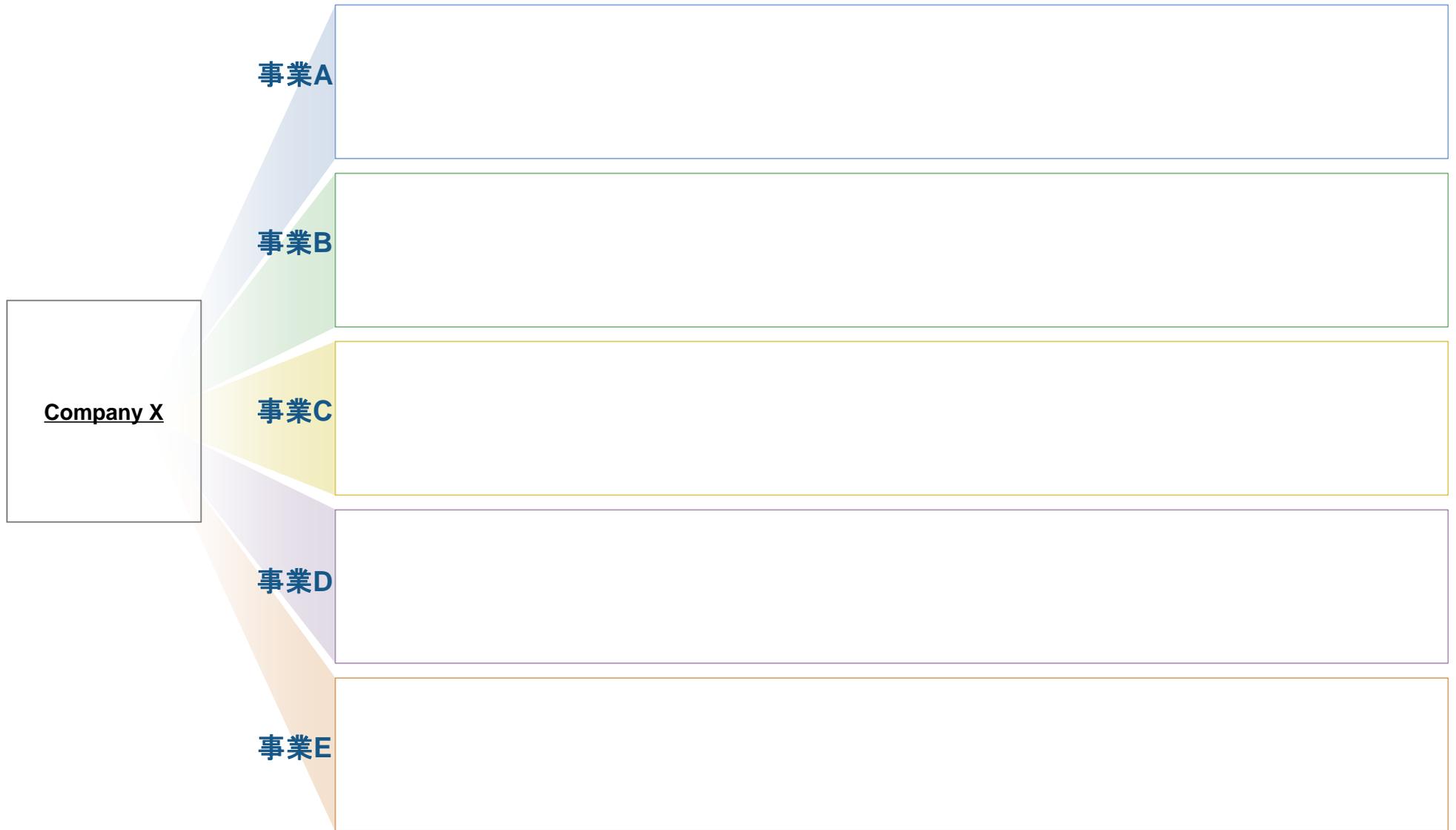
注: NOPAT=税引後営業利益、MVA = Market Value Added

# ワークショップ

## ワークショップの内容

- ① Company XのEVA、及び各事業のEVAを計算せよ(税率は全ての事業にて30%と想定する)
- ② Company Xの企業価値、及び各事業の事業価値を計算せよ(税率は全ての事業にて30%と想定する)
- ③ Company Xの企業価値を高める方法をコーポレートファイナンスの観点から検討せよ

		売上高	成長性	営業利益率	ROIC	ベータ	WACC	D/E	事業の特徴
<b>Company X</b> 連結財務指標(ご参考) <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 売上高: 1兆500億円</li> <li>■ 営業利益: 890億円</li> <li>■ 営業利益率: 8.5%</li> <li>■ ROIC: 9.3%</li> <li>■ 有利子負債: 1,700億円</li> <li>■ 株主資本: 5,000億円</li> <li>■ D/E: 0.4x</li> </ul>	事業A	5,000億円	5%	10%	12%	1.6	8%	1.2x	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Company Xの主力事業</li> <li>■ 設備投資やR&amp;Dへの投資が重要</li> <li>■ 売上高の60%以上を顧客Aへの売上が占める</li> </ul>
	事業B	2,000億円	8%	5%	8%	1.8	10%	0.1x	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 固定資産は軽い事業だが固定費比率は高い</li> <li>■ スケールが重要な事業であるが、Company Xの事業Bの規模は中規模に留まる</li> </ul>
	事業C	3,000億円	1%	10%	8%	0.8	7%	0.0x	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 成長はあまり見込めないものの、安定した事業</li> </ul>
	事業D	400億円	0%	▲1%	▲2%	1.0	8%	0.5x	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 競合3社が高いマーケットシェアを誇る</li> <li>■ シェアは低いがブランド力あり</li> </ul>
	事業E	100億円	10%	▲5%	▲7%	1.5	15%	0.0x	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Company Xの新規事業</li> <li>■ 高い成長が見込まれる市場であるものの、多くの企業が新規参入を検討</li> <li>■ Company Xは技術面で優位性・ポテンシャルあり</li> </ul>



# 目次

---

	ページ
1 SONYの経営改革とSOTP分析/バリュエーション・マルチプル	1
2 SONYの経営改革とROIC経営	8
3 <b>SONYの経営改革と見えてきた課題(真のKPI/CCC経営/アクティビズム)</b>	<b>17</b>

# SONYが打ち出した第3次中計(FY18-20)

## SONYを変える「準備期間」として3年間と位置づけ

### 第2次中計の総括

- **最終年度の業績目標は大幅過達となったが、3年累計では計画未達**
  - 短期収益至上主義の弊害、吉田CFO時代の減損累計は5,000億円以上
- **キャッシュフロー経営の浸透には時間**
  - 事業により意識の差が依然大きい

### 1 あえて第3次と命名

- ソニーのTransformationにはまだ時間が必要
- 体質の強化を重視(「利益額の成長」以上に「利益の質の向上」を重視)

### 2 3年間累計

- 単年度の収益至上主義からの脱却(微分ではなく積分で、安定的に結果を出すことを目標に)
- 単年度の数字の開示は参考としての開示にとどめた

### 3 営業CF

- 営業利益ではなく、キャッシュフロー重視を明確化
- 実体利益を重視(ステップアップ利益/不動産売却益等の一時的な利益の影響を受けない)

### 4 キャピタル・アロケーション

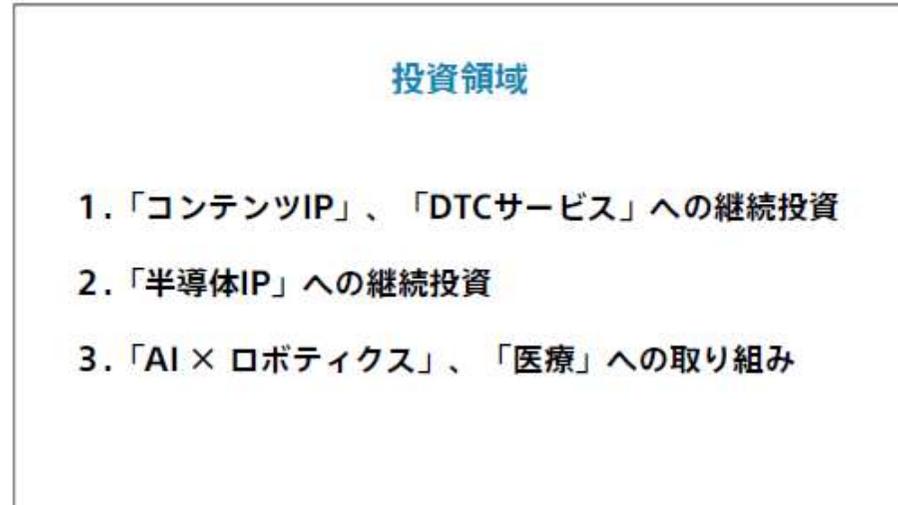
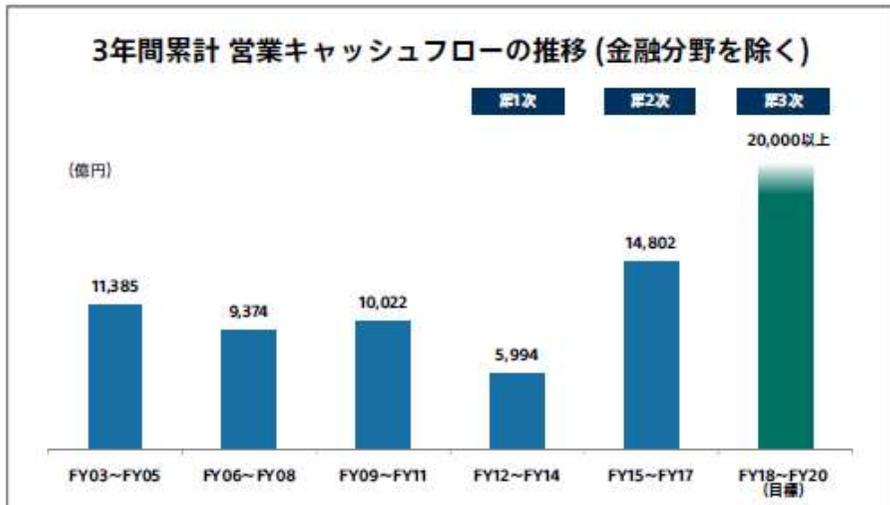
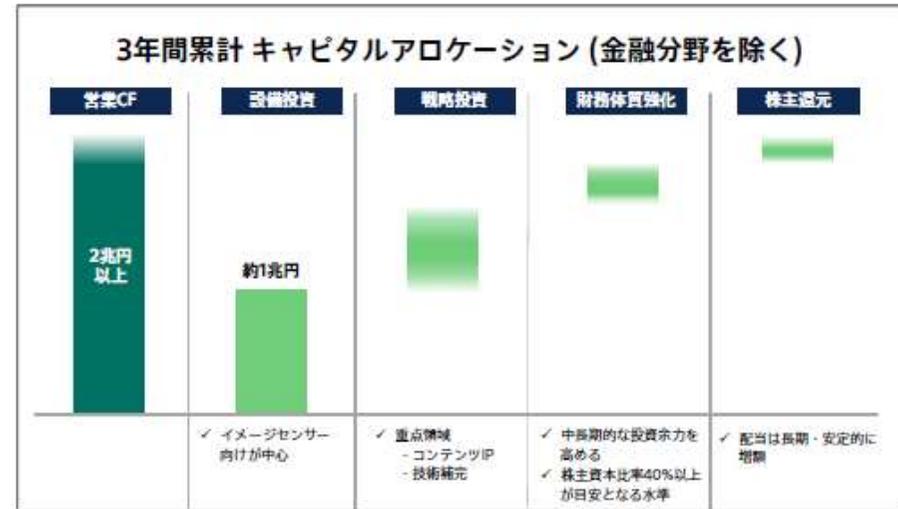
- 戦略投資は継続強化
- 株主還元には依然として消極的(低い配当性向の早急な引き上げはしない方針)

### 5 事業特性に即したKPIの模索

- 例)ゲーム&ネットワークサービス事業にて、LTV/MAU/FCFを強調

# (参考) 第3次中計 (FY18-20) で発表された数値目標とキャピタルアロケーション方針

高営業キャッシュフローの安定創出に力点

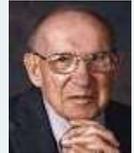


# 1 「利益」についての格言／真言:ステイクホルダーモデル

## Peter F. Drucker (経営学者、未来学者)

利益は、「目的」ではなく「制約条件」であり「コスト」である。適正な利益をあげることは当たり前のことである

- 利益とは、企業が事業を継続・発展させていくための条件である。明日さらに優れた事業を行なうためのコスト、それが利益である
- 利益がなければ、コストを賄うことも、リスクに備えることもできない。社会が必要とする財・サービスを提供できず、人を雇用することもできない。したがって、利益を上げることが企業にとっての第一の社会的責任である
- たとえ天使を取締役にもってきたとしても、すなわち利益に対する興味を全くなくしたとしても、利益には重大な関心を払わざるを得ない



## Herbert D Kelleher (サウスウエスト航空共同創業者・前CEO)

従業員第一、顧客第二、株主第三

- 従業員を大切に扱えば、彼らは顧客を大切に扱う。そうすれば顧客はまた戻ってくるから、株主も満足する



## 塚越寛(伊那食品工業代表取締役会長兼CEO)<sup>1</sup>

利益とは健康な企業が出す「うんこ」

- ヒトは、排出物を多くするために食べているわけではない。健康になるため。健康だと良い結果も出る。企業も同じ
- 企業も稼いだお金は栄養として会社の隅々まで行き渡らせなければならない。一番大事なことは社員のモチベーション。十分な給料を払わなければならない。研究や社会貢献もしなければならない。残ったものが利益である



## 伊藤レポート

リスクに見合う最低限の「期待」と「失望」の分水嶺が「資本コスト」

- 製品には通常、何らかの「保証」(ギャランティー)が付されている。(中略)ところが、「株式」という商品にはそうした「保証」が基本的に何ら付されていない。にもかかわらず投資家は株式を購入する。投資家が株式を購入するインセンティブは (中略)「期待」である。そうした「期待」を裏切られれば、株主は失望や不満を株主総会等で表明し「ボイス(voice)」、あるいは資本市場で現金化「エグジット(exit)」する。つまり、企業は株主の「期待」と「失望」と背中合わせなのである。



<sup>1</sup> 創業以来48年連続増収増益を達成

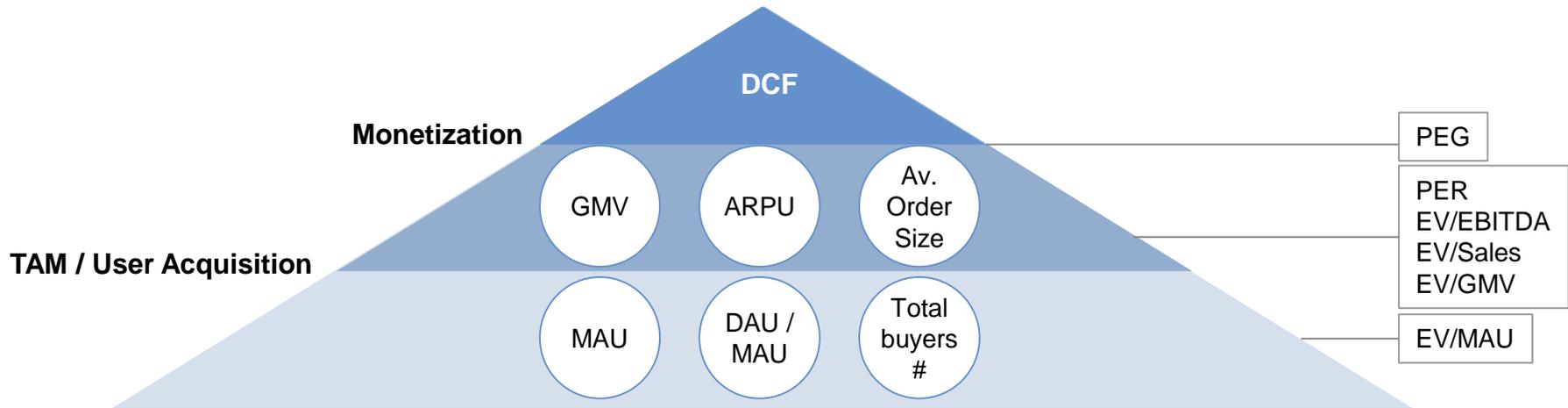
# 1 未来志向のKPIとは～The End of Accounting and The Path Forward for Investors and Managers(伊藤邦雄監訳:会計の再生)より

「戦略的資産」に焦点を当てた開示へ

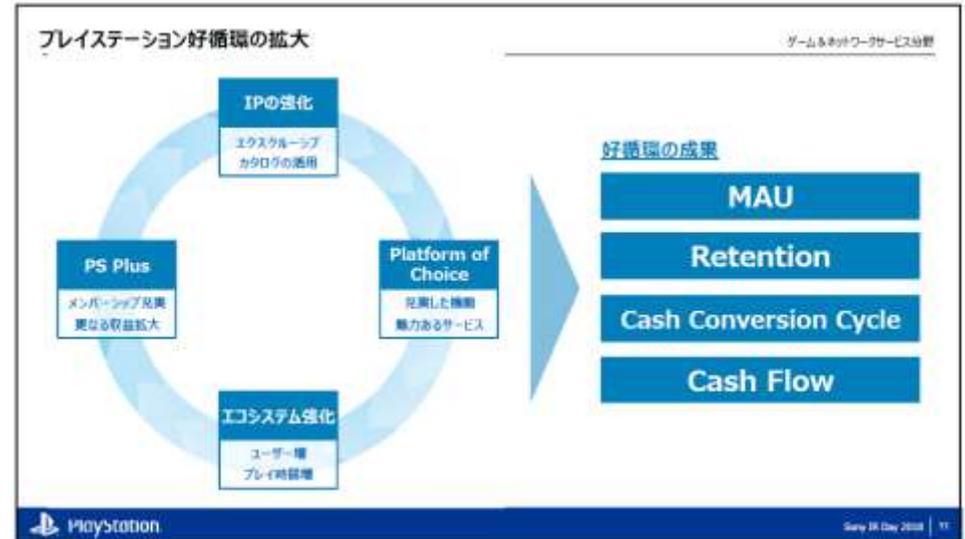
	伝統的証券分析	既に起こりつつある未来
<b>KPI</b>	売上高、営業利益、ROS、ROE、ROIC、Debt/EBITDA	「戦略的資産」に焦点をあてた指標
<b>特徴</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 過去に投入された「戦略的資産」から得られた過去志向の「帰結」であり、将来に関しては「兆候」を示すに過ぎない</li> <li>■ 「Profit is an Opinion」であり、意図的に加工される余地が大きい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 企業の競争優位を維持、向上する能力を決定づけるもの</li> <li>■ 将来業績を決定づける経営資源であり、結果ではなく「原因となる要素」</li> </ul>
	バランスシートにない「戦略的資産」の棚卸し	戦略的資産の創造と維持/拡大
<b>顧客基盤</b>	ネットワークサービス、メディア、保険、通信会社	顧客獲得費用 IT投資 ブランド投資 R&D投資
<b>製品 パイプライン</b>	医薬品、バイオテック	
<b>ブランド</b>	家電/消費財メーカー、小売、ホテル、レジャー	
<b>人材/特許</b>	すべての業種	
	総顧客数、新規顧客の成長率、解約率、顧客契約の価値(LTV)	
	(Phase3の臨床試験/FDA審査)製品/装置数、新薬の潜在市場規模、特許期間、月次処方率	
	金額シェア、価格プレミアム、再購入率	
	エンジニア評価のための論文数/引用数	

# 1 ネット企業のバリュエーション事例

将来のFCFにつながる戦略的資産に着目



PlayStationハードウェア台数 × 対レシオ → MAUへ



## 2 ROE/ROICが注目される中、CCCは忘れられたフリー・キャッシュフローの構成要素

CCCはビジネスモデルに直結し、キャッシュフロー(企業価値)に直結

### フリー・キャッシュフロー(FCF)とROIC、CCCとの関係

フリー・キャッシュフロー = 税引後営業利益 + 減価償却費等 - 設備投資 - Δ運転資本

投下資本の収益性(ROIC)

CCC

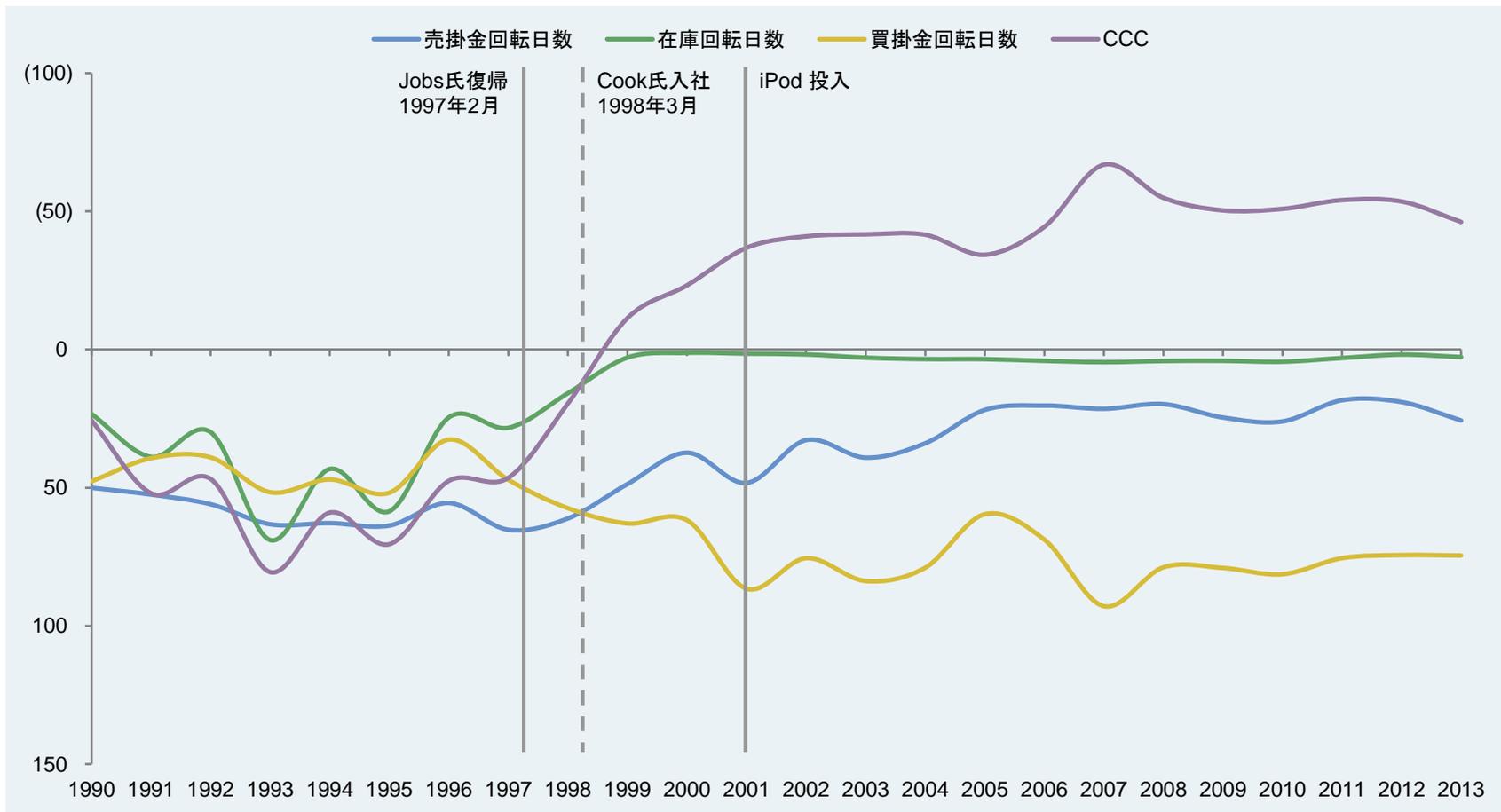
### フリー・キャッシュフローの算出: 会計利益からフリーキャッシュフローへの還元プロセス

(億円)	2016	2017	2018	2019	2020
営業利益 (EBIT)	90	144	142	187	232
税金	38	60	60	79	97
税引後営業利益 (EBIAT)	52	84	82	108	135
+ 減価償却費	10	20	22	20	18
- 設備投資	10	30	10	12	15
- 増加運転資本	2	4	4	6	8
フリーキャッシュフロー	50	70	90	110	130

<sup>1</sup> Weighted Average Cost of Capital (加重平均資本コスト)

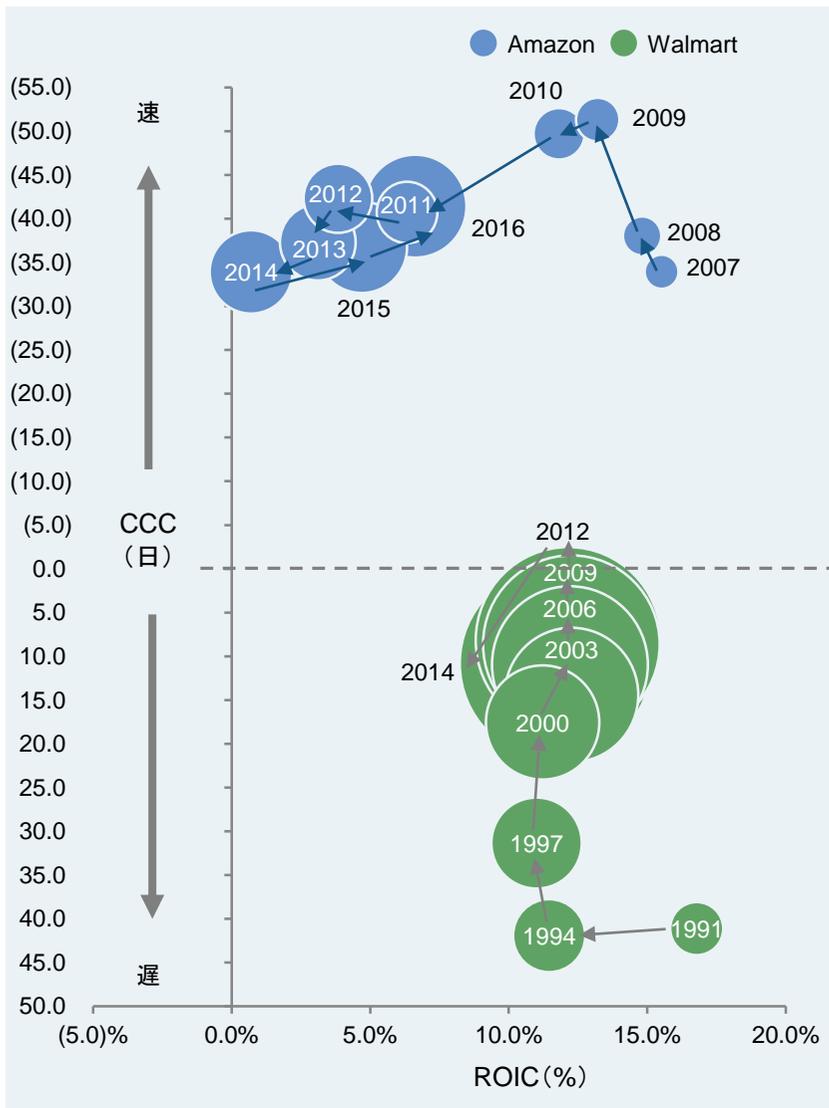


## Inventory Cycle



出所:社内資料

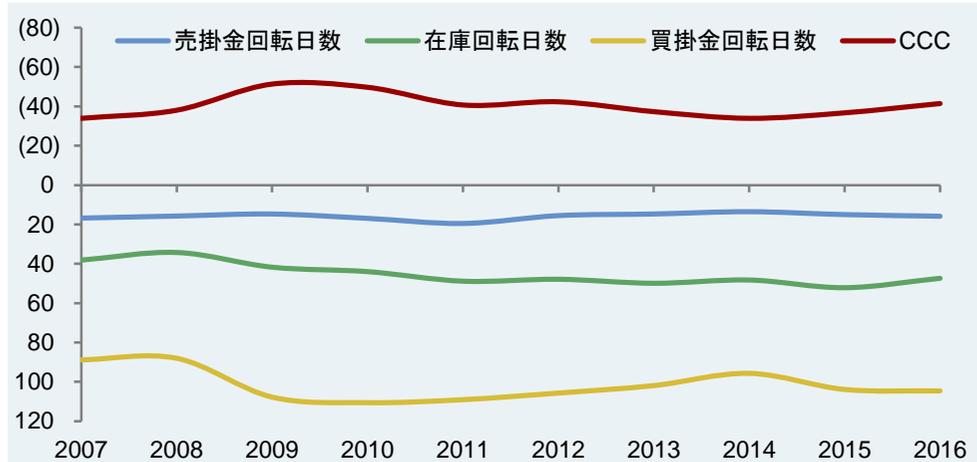
Velocity of Cash



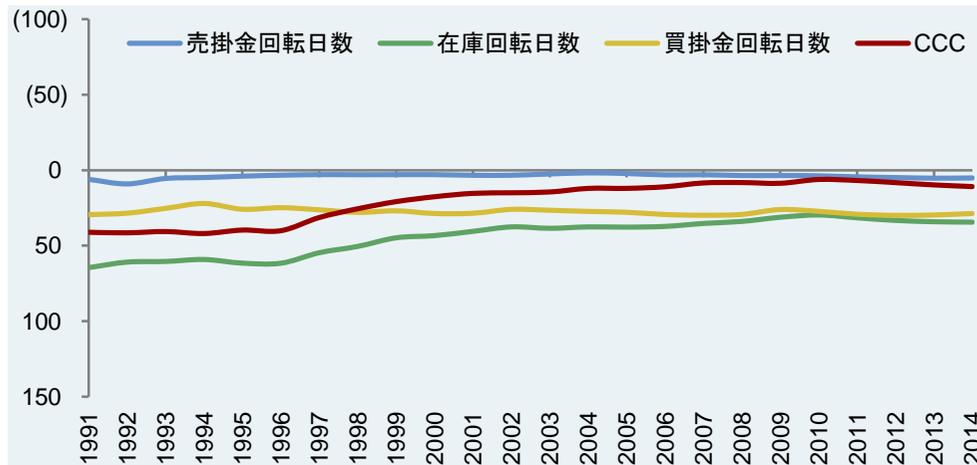
出所: 会社資料  
注: 円の大きさは売上高

Cash Conversion Cycle

Amazon



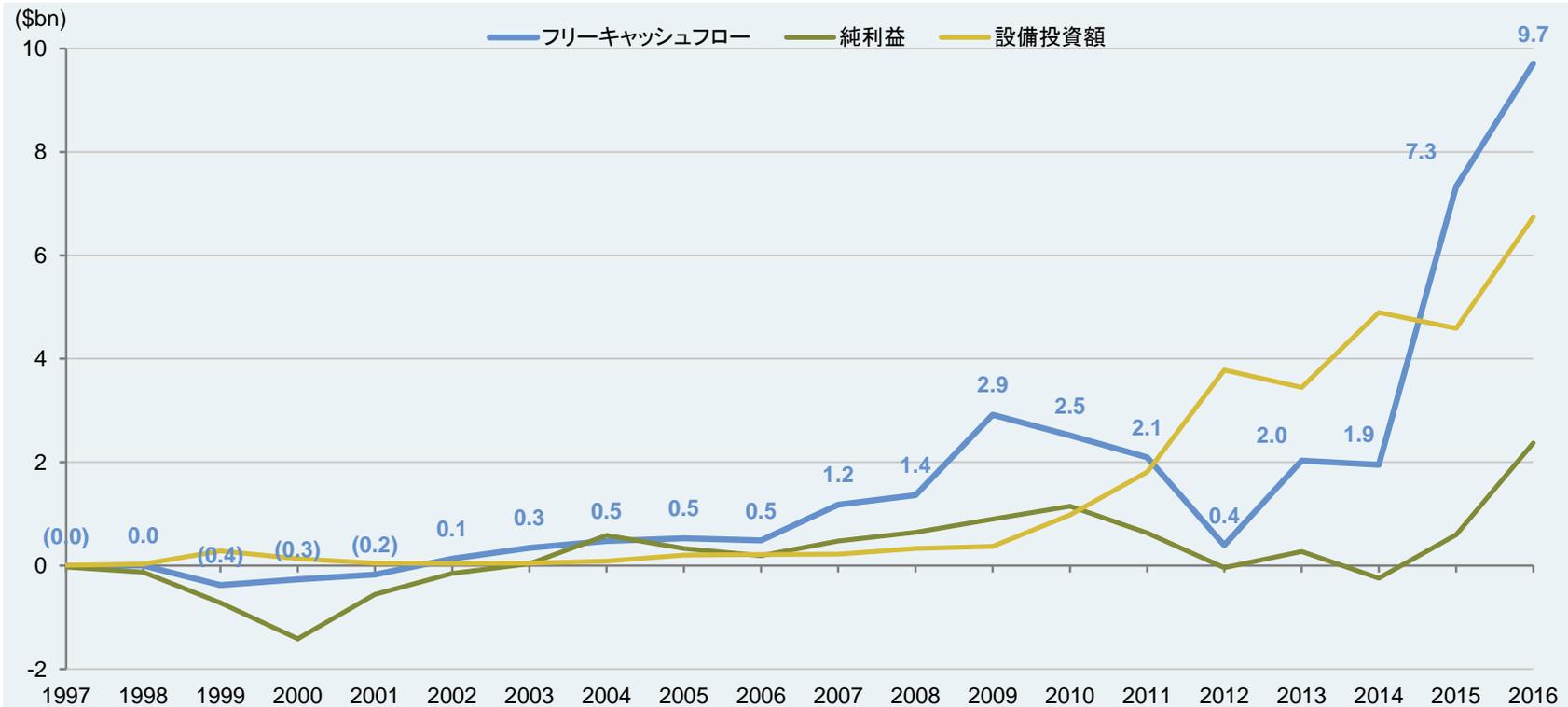
Walmart



## 2 Amazonのフリーキャッシュフローの推移

Amazonは収益計上前に現金化するビジネスモデルにより、潤沢なフリーキャッシュフローを確保

純利益、設備投資額、FCFの推移



フリー・キャッシュフロー(FCF)とROIC、CCCとの関係

フリー・キャッシュフロー = 税引後営業利益 + 減価償却費等 - 設備投資 - Δ運転資本

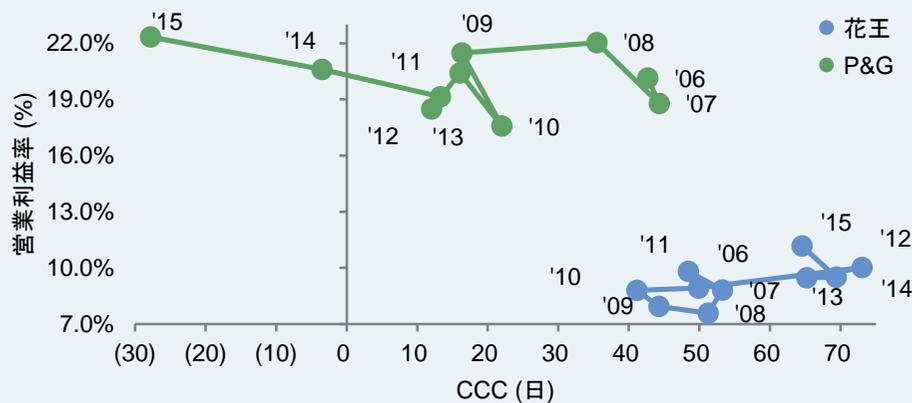
出所: FactSet

投下資本の収益性(ROIC)

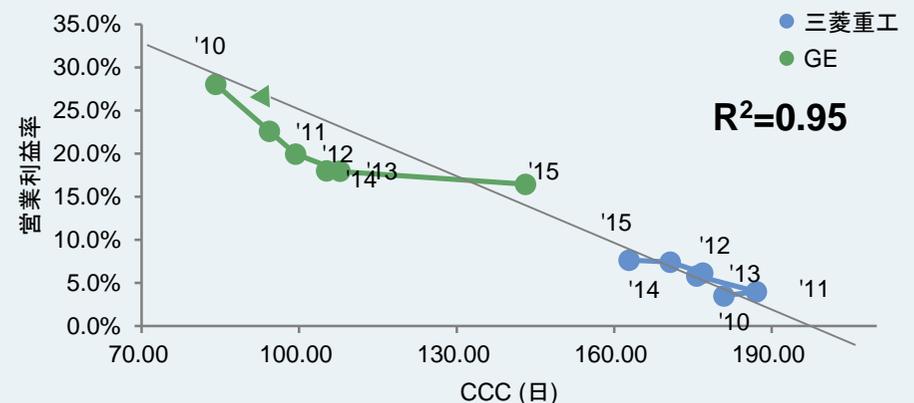
CCC  
J.P.Morgan

## 2 CCCに無頓着な日本企業は、競合企業に結果的にファイナンスしている可能性あり

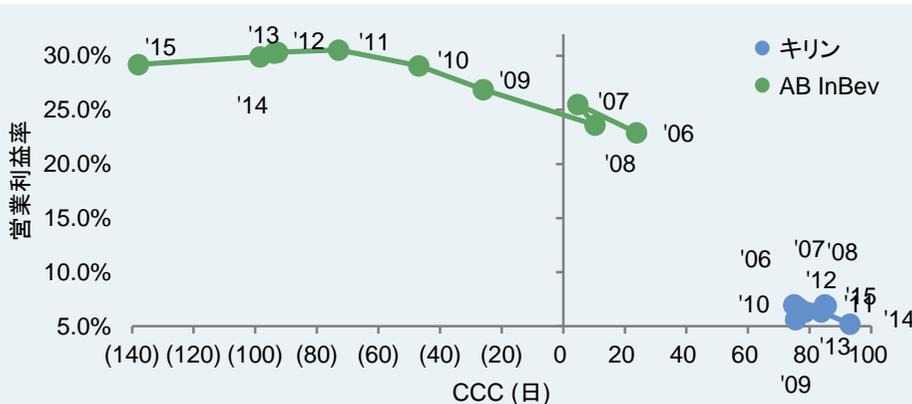
CCCと営業利益率との相関(花王vsP&G)



CCCと営業利益率との相関(三菱重工vsGE)



CCCと営業利益率との相関(キリンvs AB InBev)



### 個別施策の進捗状況② - 運転資金改善

19

#### キャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)の改善

当初計画81日を引き上げた新目標70日\*の達成に向け、抜本的な対策を下記の通り推進中

\* 競合他社をベンチマークに目標値を引き上げ

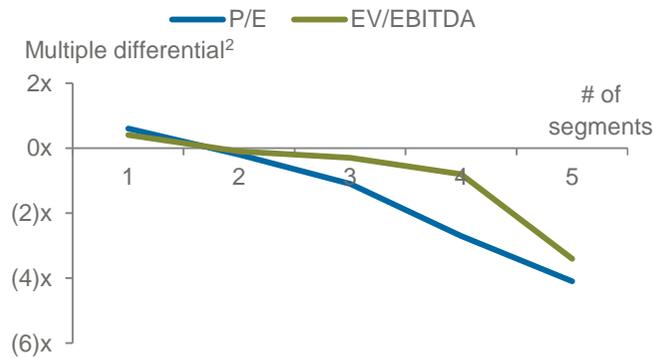
- ・ SBU毎にCCC目標を設定 定期的にフォローを実施中
- ・ サプライチェーン、業務プロセス及び工場管理等の見直しに加え、拠点や工場の再編等の対策を強力に推進中



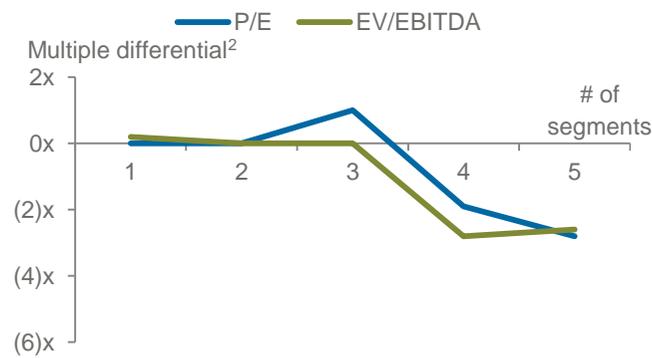
### 3 株式市場は企業の透明性と規模を評価(米国の事例)

開示セグメント数の増加に応じて、株価バリュエーションのディスカウントが今なお発生<sup>1</sup>

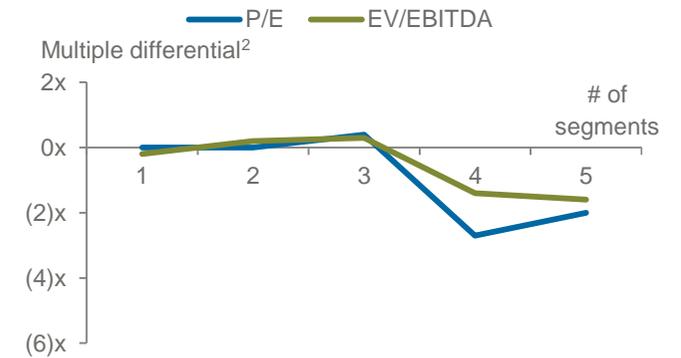
2016



2017



2018

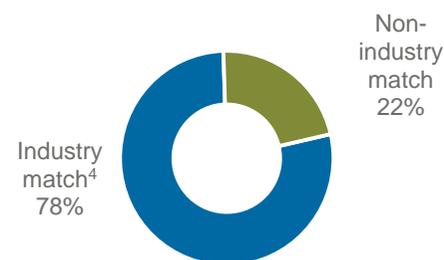


被買収企業と買収企業の所属産業との関係(2013と2018の比較)<sup>3</sup>

2013



2018



Key takeaways

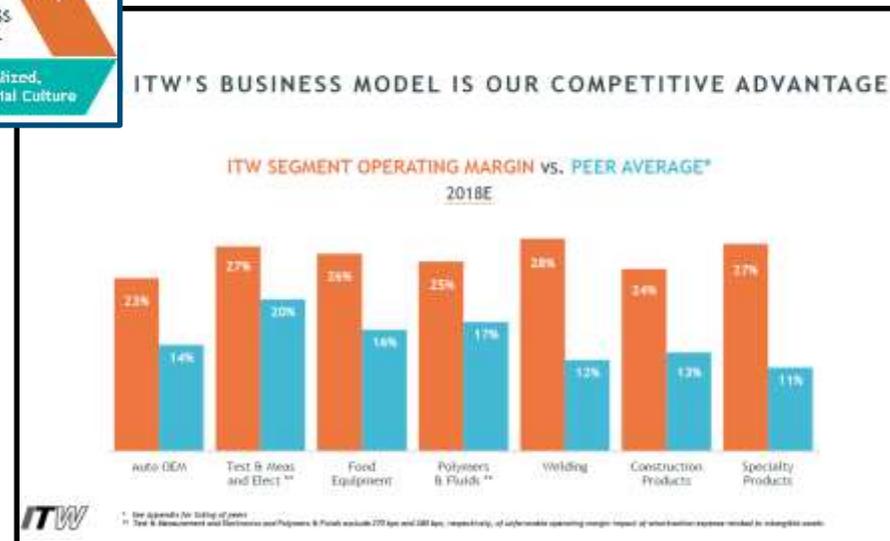
- Firms with more segments are valued at a lower multiple suggesting the trend of divestitures and separation transactions is likely to continue
- At the same time, acquisitions are happening at a record pace with an increased focus on increasing scale within industries

Source: J.P. Morgan Corporate Finance Advisory, Bloomberg, Factset, Dealogic

<sup>1</sup> Sample population includes all S&P 500 companies; <sup>2</sup> Y-axis is the difference between the median multiple of all firms in the sector and the median multiple of firms with certain number of segments;

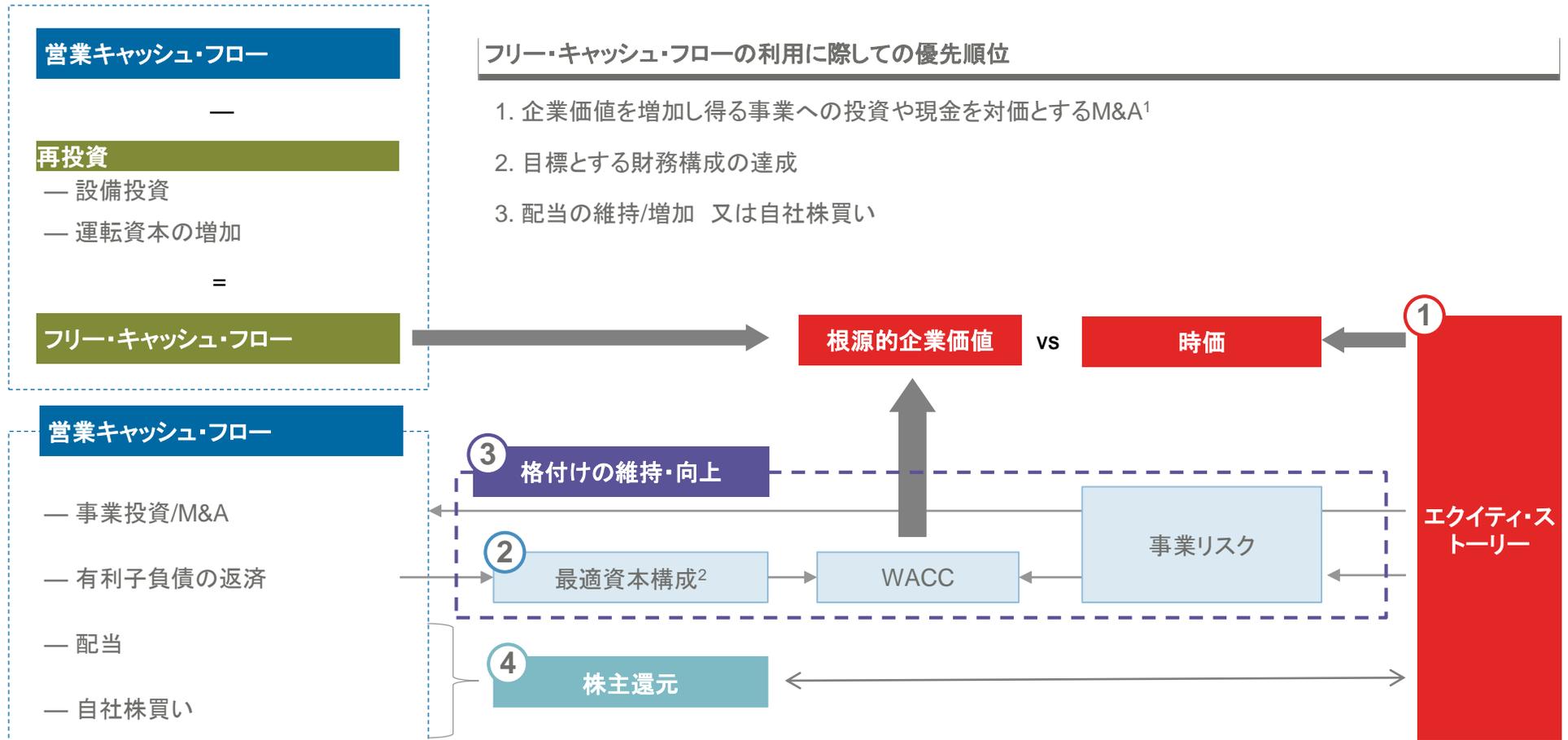
<sup>3</sup> Sample includes public U.S. companies for both buyer and target; <sup>4</sup> Industry classification using Standard Industrial Classification (SIC), a four-digit classification code used by government departments to categorize industries

### 3 コングロマリット=ディスカウントは古い議論？ 米ITWの挑戦



### 3 企業固有のエクイティ・ストーリーがすべての原点：財務戦略のフレームワーク

#### 財務戦略フレームワーク



<sup>1</sup> WACC (加重資本コスト) 以上のリターンが期待できる事業及びM&Aへの活用; <sup>2</sup> 目標とするクレジット・レーティングを維持することも肝要

## まとめ

---

1

### SOTP分析/バリュエーション・マルチプル

- 企業価値の拡大に至る道は、「利益の絶対額」の拡大のみならず、「利益の質」の改善によるマルチプル改善の経路もあり

2

### ROIC経営

- ポートフォリオ経営の導入と、WACCを上回るROICの創出 (EVAスプレッドの重要性)

3

### 真のKPI

- 会計上の利益は結果に過ぎない、戦略的資産を重視した経営と発信を

3

### CCC経営

- $ROIC > WACC$ である限り、ROICを犠牲にしてもCCCの改善を通じてフリー・キャッシュフローを拡大することは可能

3

### アクティビズム

- コングロマリットだからディスカウントされるのではない
- Value Unlockではなく、Value Creationを実現する自社のエクイティ・ストーリーの構築を