
SONYの経営改革から学ぶ企業価値論

2021年1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のみに作成されたもので、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 SONYの経営パフォーマンス: SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2 SOTP分析: バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
3 ROIC経営: 外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
4 真のKPI: 財務KPIの意義と限界	23
5 資本市場の活用: 市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
6 添付	39

ソニーの株価と経営改革の推移



株価(2012年5月10日～2021年1月5日)



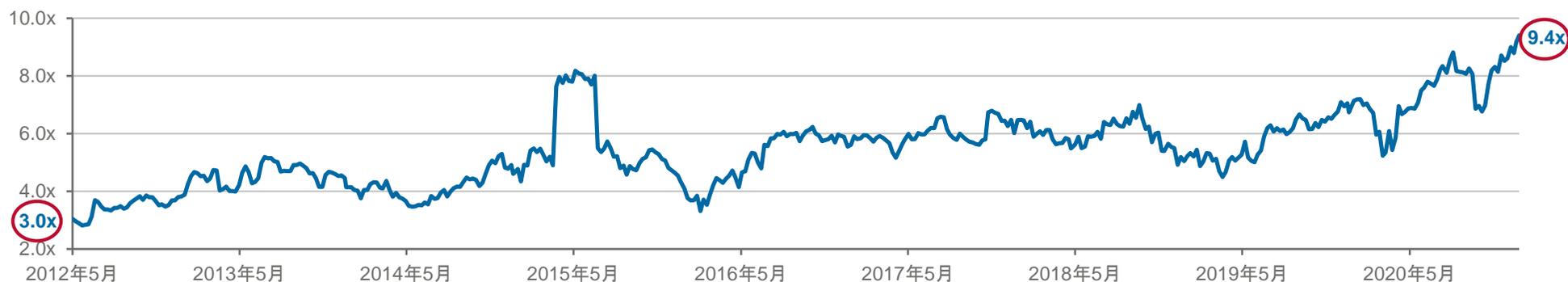
- | | | |
|--|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ① 2012/8/9: ソネットエンタテインメント完全子会社化を発表 ② 2012/9/28: オリンパスと資本及び業務提携を発表 ③ 2012/11/14: ユーロ円建転換社債発行発表 ④ 2013/5/22: 13年度経営方針発表 ⑤ 2013/11/22: 初のエンタテインIR Day ⑥ 2014/2/6: 本社・販社改革及びPC事業の売却を発表 ⑦ 2014/7/1: テレビ事業分社化 ⑧ 2014/9/17: 上場来初の無配を発表 ⑨ 2014/11/25: 初のエレクトロニクスIR Day | <ul style="list-style-type: none"> ⑩ 2015/2/18: 中期経営方針発表 ⑪ 2015/5/27: エレクトロニクスIR Day ⑫ 2015/6/30: 公募増資を発表 ⑬ 2016/4/18: 熊本地震による工場の生産停止を発表 ⑭ 2016/6/29: Sony IR Day ⑮ 2016/10/26: イメージング事業分社化を発表(2017年4月) ⑯ 2017/1/30: 映画事業で減損損失1,121億円を計上 ⑰ 2017/10/31: 営業利益通期見通しを5,000 ⇒6,300億円に引き上げ ⑱ 2018/2/2: 営業利益通期見通しを7,200億円に引き上げ、CEOの交代(平井氏→吉田氏)を発表 | <ul style="list-style-type: none"> ⑲ 2018/5/22: 新中期経営計画を発表 ⑳ 2018/10/30: 営業利益通期見通しを6,700⇒8,700億円に引き上げ ㉑ 2019/2/8: 自社株買い(1,000億円)を発表 ㉒ 2019/5/16: 自社株買い(2,000億円)を発表 ㉓ 2019/10/30: 営業利益通期見通しを8,100⇒8,400億円に引き上げ ㉔ 2020/2/4: 営業利益通期見通しを8,400 ⇒8,800億円に引き上げ ㉕ 2020/5/19: 持株会社への以降、SFHの100%子会社化を発表 ㉖ 2020/8/4: 自社株買い(1,000億円)を発表 ㉗ 2020/10/28: 営業利益通期見通しを6,200⇒7,000億円に引き上げ |
|--|---|---|

出所: FactSet

注: TOPIXは2012年5月10日のソニー株価に指数化

ソニー株のバリュエーションの推移(2012年5月10日～2021年1月5日)

EV / EBITDA (NTM)



PER (NTM)



PBR (NTM)



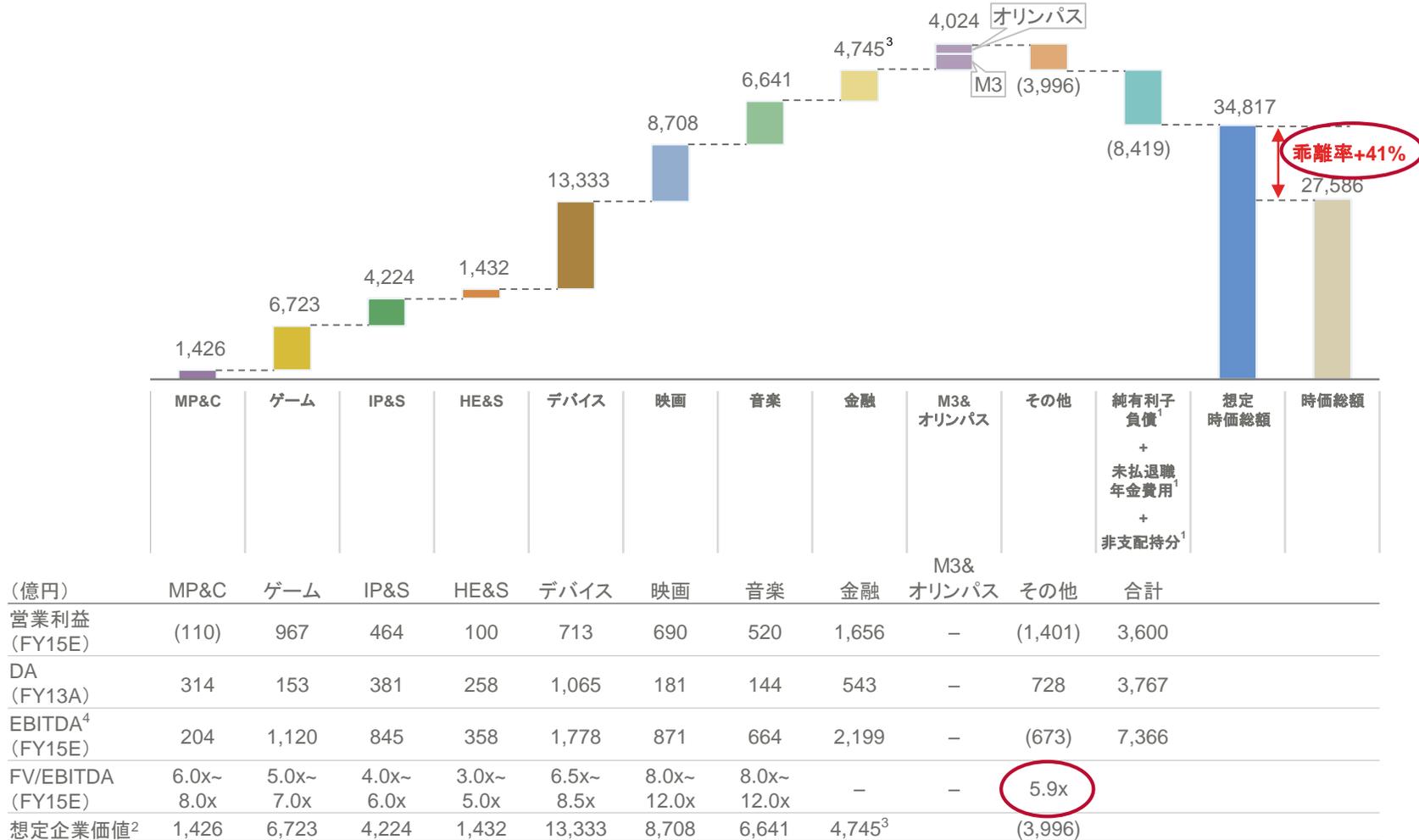
目次

	ページ
1 SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2 SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
■ SOTPで見たSONYの企業価値	3
■ マルチプル拡大のための3要素	9
3 ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
4 真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5 資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
6 添付	39

Sum-of-the-Partsに基づき当初から考えていたこと(2014年11月時点)

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

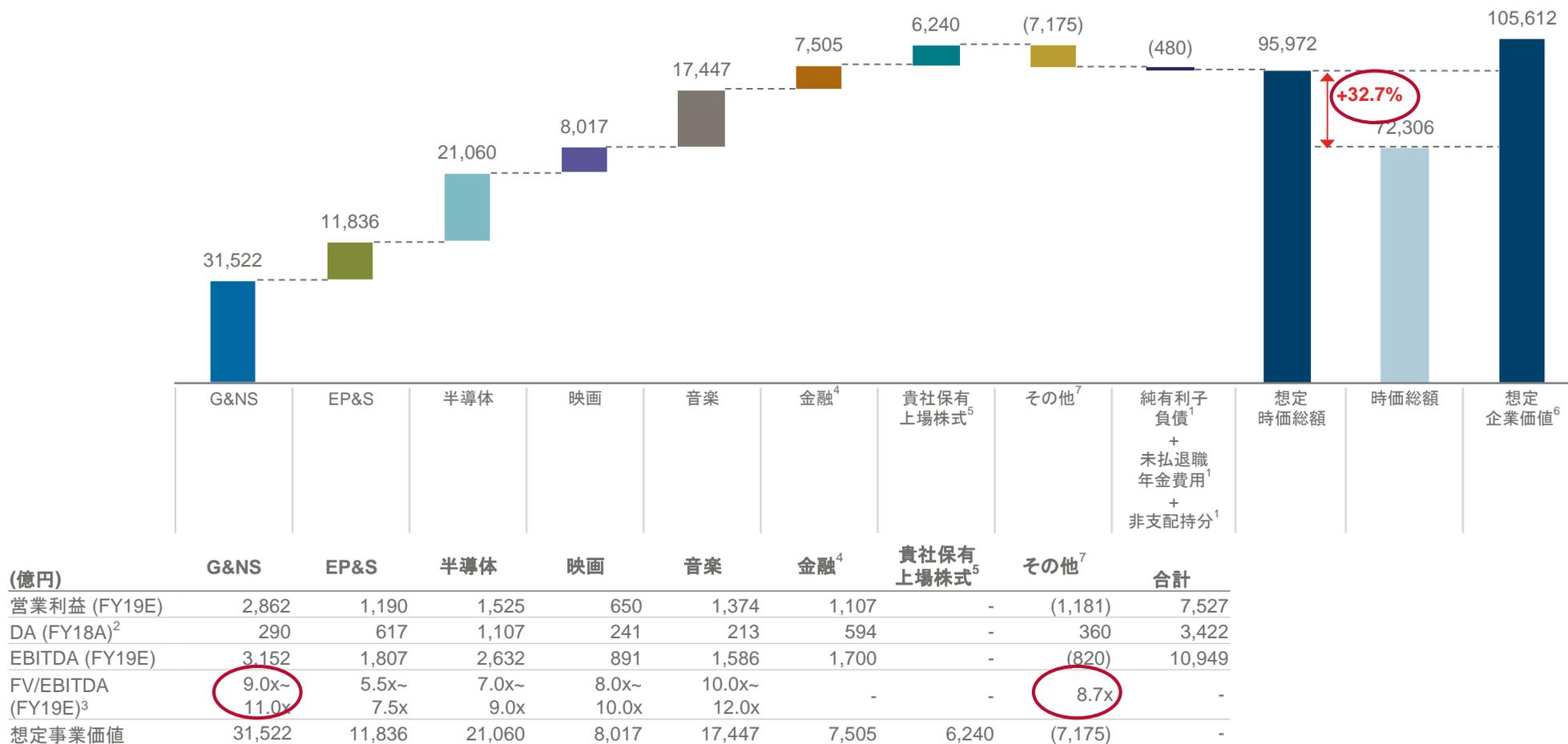
注: 2014年11月14日時点

¹ 金融セグメントを除く、² 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)、³ 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、⁴ 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

2019年7月1日時点

想定株式価値(億円)



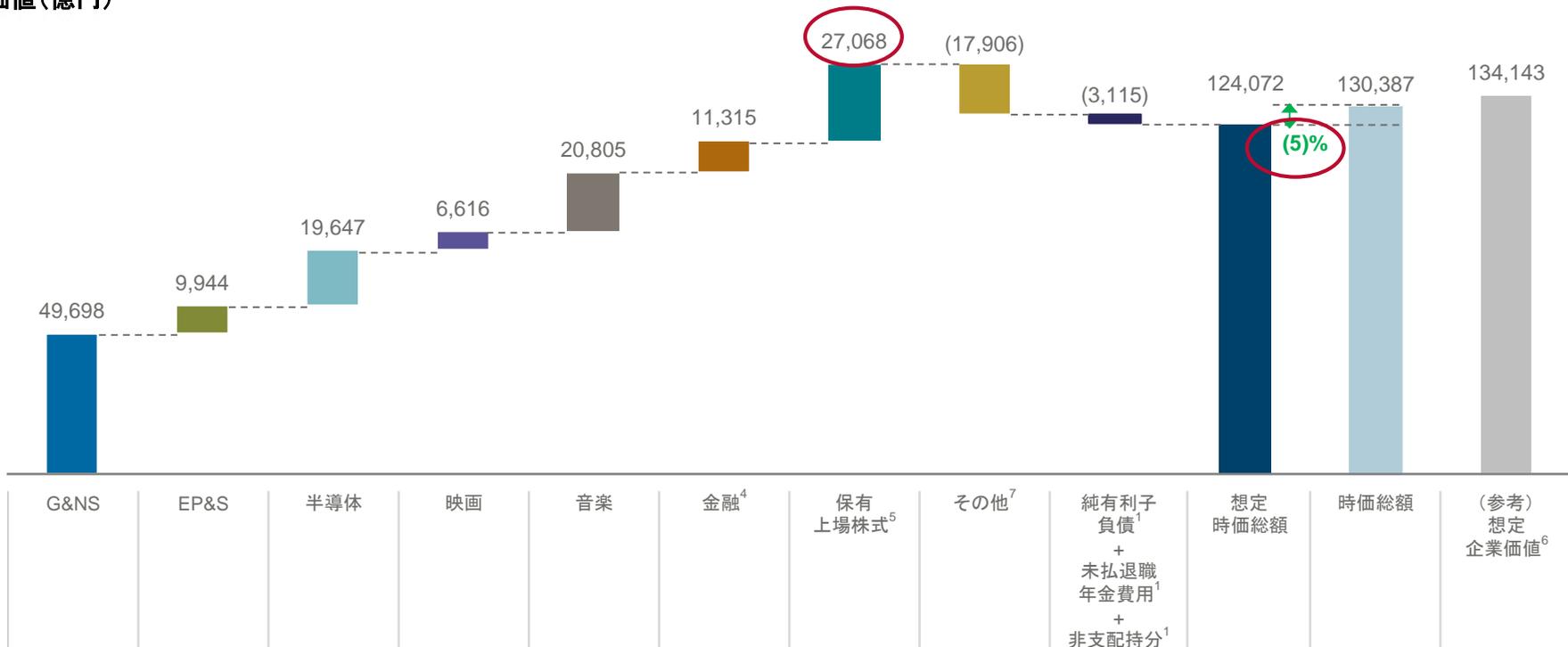
出所: 会社資料、FactSet、アナリストレポート

注: 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; ¹ 金融セグメントを除く; ² DAは2018年度実績値と同額を想定; ³ 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)); ⁴ 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; ⁵ 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 ⁶ 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; ⁷ 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;

Sum-of-the-Partsに基づくソニーの株式価値試算(続き)

2021年1月5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 ⁴	保有上場株式 ⁵	その他 ⁷	合計
営業利益 (FY21E)	3,259	897	1,116	519	1,600	1,550	-	(2,029)	6,911
DA (FY19A) ²	291	633	1,340	217	291	1,067	-	327	4,166
EBITDA (FY21E)	3,550	1,530	2,456	735	1,891	2,617	-	(1,702)	11,077
FV/EBITDA (FY21E) ³	13.0x~ 15.0x	5.5x~ 7.5x	7.0x~ 9.0x	8.0x~ 10.0x	10.0x~ 12.0x	-	-	10.5x	-
想定事業価値	49,698	9,944	19,647	6,616	20,805	11,315	27,068	(17,906)	124,072

出所: 会社資料、FactSet、アナリストレポート
 注: 2021年1月5日時点: 営業利益はアナリスト予想の中央値を使用; ¹ 金融セグメントを除く; ² DAは2019年度実績値と同額を想定; ³ 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、I&SS、及びG&NSのEBITDA加重平均マルチプル(中央値を適用)); ⁴ ソニーフィナンシャルホールディングスの時価総額を示す、2020年5月に発表されたソニーによるSFH買収時のTOB価格に基づき算出; ⁵ エムスリーの時価総額の34.0%(ソニー持分)、Spotifyの時価総額の2.9%(ソニー想定持分)を適用、Bilibiliの時価総額の5.0%(ソニー持分)、ソニーによるEpic Gamesへの投資額268億円を含む; ⁶ 想定時価総額に全社の純有利子負債(▲104億円、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(2,821億円)、非支配持分(399億円)を加算して算出; ⁷ 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;

(参照)ソニーの主要比較対象企業のバリュエーション指標一覧

(億円)	時価総額	企業価値	FV/EBITDA		PER		PBR	ROE	EBITDA margin			NI margin		CAGR (FY21-FY23E)			D/E	Net D / EBITDA
			FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	直近	FY21E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	Sales	EBITDA	NI	Latest	LTM	
Sony	130,387	115,130	9.3x	8.3x	21.5x	18.2x	2.6x	12.1%	13.7%	14.5%	6.7%	7.5%	2.8%	6.5%	6.5%	0.5x	(1.2)x	
1. G&NS																		
Console																		
Microsoft	1,693,396	1,637,107	19.3x	16.8x	29.3x	25.3x	13.4x	45.6%	47.0%	47.8%	32.1%	32.7%	N/A	N/A	N/A	0.7x	(0.8)x	
Nintendo	78,729	65,234	12.9x	13.0x	20.8x	19.4x	4.7x	22.7%	33.2%	33.4%	24.8%	27.1%	(3.8)%	1.9%	(0.6)%	0.0x	(2.5)x	
Activision Blizzard	72,046	68,129	18.7x	17.0x	25.4x	22.2x	4.9x	19.2%	42.1%	42.3%	32.8%	34.2%	7.2%	(3.2)%	16.7%	0.3x	(1.2)x	
Electronic Arts	42,137	37,050	15.8x	15.3x	23.5x	21.1x	5.1x	21.6%	36.0%	35.3%	27.6%	29.1%	10.3%	0.4%	15.3%	0.1x	(3.3)x	
Take-Two	24,207	21,476	24.7x	19.2x	35.1x	27.1x	8.1x	23.1%	24.9%	26.0%	19.7%	20.7%	N/A	18.4%	N/A	0.1x	(3.5)x	
Bandai Namco	19,257	17,572	13.0x	12.3x	25.2x	23.2x	4.1x	16.3%	17.5%	17.7%	9.9%	10.3%	1.9%	13.7%	(5.1)%	0.0x	(1.8)x	
Ubisoft	12,520	13,103	8.3x	7.4x	31.6x	27.9x	6.6x	20.7%	49.1%	51.7%	12.4%	13.2%	N/A	N/A	N/A	1.1x	0.7x	
Konami	7,820	6,824	9.2x	8.5x	20.9x	19.1x	2.8x	13.3%	26.9%	28.7%	13.5%	14.5%	1.4%	8.3%	1.3%	0.3x	(1.4)x	
Square Enix	7,329	6,074	10.0x	9.2x	19.7x	18.5x	3.1x	15.9%	18.4%	20.0%	11.2%	11.9%	(5.6)%	(11.1)%	(17.8)%	0.0x	(2.3)x	
Capcom	7,259	6,662	16.8x	14.7x	30.1x	26.1x	6.6x	21.9%	38.8%	39.1%	23.5%	24.0%	8.5%	9.4%	7.0%	0.1x	(2.1)x	
		平均値	14.9x	13.3x	26.2x	23.0x	5.9x	22.0%	33.4%	34.2%	20.8%	21.8%	2.8%	4.7%	2.4%	0.3x	(1.8)x	
		中央値	14.4x	13.9x	25.3x	22.7x	5.0x	21.2%	34.6%	34.4%	21.6%	22.4%	1.9%	5.1%	1.3%	0.1x	(1.9)x	
Social game																		
Nexon	27,839	23,128	15.0x	13.2x	21.4x	20.2x	4.0x	18.6%	45.9%	48.2%	38.7%	38.0%	11.1%	20.7%	19.9%	0.0x	(3.8)x	
DeNA	2,219	1,654	6.3x	6.1x	12.7x	12.8x	1.0x	8.0%	18.7%	19.4%	12.5%	12.4%	7.6%	6.2%	(7.4)%	0.1x	(4.4)x	
GunHo	1,552	718	2.5x	2.7x	9.4x	11.0x	1.7x	18.0%	31.7%	30.4%	18.0%	16.4%	(5.0)%	N/A	(11.5)%	0.0x	(3.8)x	
GREE	1,362	517	10.7x	12.3x	43.7x	50.0x	1.2x	2.8%	7.4%	6.7%	4.8%	4.3%	N/A	N/A	N/A	0.0x	(19.1)x	
Colopl	1,253	600	11.5x	N/M	24.6x	34.3x	1.7x	6.7%	11.9%	11.3%	11.6%	9.6%	(2.3)%	N/A	(12.6)%	0.0x	(5.1)x	
		平均値	9.2x	8.6x	22.3x	25.6x	1.9x	10.8%	23.1%	23.2%	17.1%	16.2%	2.8%	13.5%	(2.9)%	0.0x	(7.2)x	
		中央値	10.7x	9.2x	21.4x	20.2x	1.7x	8.0%	18.7%	19.4%	12.5%	12.4%	2.6%	13.5%	(9.4)%	0.0x	(4.4)x	
Network																		
Amazon	1,659,946	1,688,123	24.3x	19.2x	69.8x	48.4x	19.5x	28.0%	15.0%	16.3%	5.1%	6.4%	15.8%	23.6%	41.7%	1.2x	0.6x	
Alphabet	1,209,854	1,101,869	13.8x	11.8x	28.0x	24.1x	5.5x	19.8%	35.9%	36.3%	19.5%	19.5%	14.9%	14.8%	13.4%	0.1x	(2.2)x	
Netflix	236,506	246,523	38.5x	29.0x	55.2x	40.1x	22.3x	40.3%	21.1%	23.9%	14.1%	16.6%	15.5%	31.1%	36.6%	1.8x	0.7x	
Spotify	59,338	57,685	N/M	N/M	N/M	N/M	16.3x	N/M	0.2%	2.0%	(1.6)%	0.1%	17.3%	N/M	N/A	0.2x	N/M	
Bilibili	36,591	35,821	N/M	N/M	N/M	N/M	29.5x	N/M	(4.8)%	4.4%	(10.6)%	(0.7)%	27.8%	N/A	N/A	1.1x	N/M	
		平均値	25.5x	20.0x	51.0x	37.5x	18.6x	29.3%	13.5%	16.6%	5.3%	8.4%	18.3%	23.2%	30.6%	0.9x	(0.3)x	
		中央値	24.3x	19.2x	55.2x	40.1x	19.5x	28.0%	15.0%	16.3%	5.1%	6.4%	15.8%	23.6%	36.6%	1.1x	0.6x	
		平均値 (G&NS)	15.1x	13.4x	29.2x	26.2x	8.1x	20.1%	25.8%	27.0%	16.0%	17.0%	7.7%	10.3%	6.9%	0.4x	(3.1)x	
		中央値 (G&NS)	13.4x	13.0x	25.3x	23.6x	5.0x	19.5%	25.9%	27.3%	13.8%	15.5%	8.0%	9.4%	4.2%	0.1x	(2.2)x	

(参照)ソニーの主要比較対象企業のバリュエーション指標一覧(続き)

(億円)	時価総額	企業価値	FV/EBITDA		PER		PBR	ROE	EBITDA margin			NI margin		CAGR (FY20-FY22E)			D/E	Net D / EBITDA
			FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	直近	FY21E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	Sales	EBITDA	NI	Latest	LTM	
Sony	130,387	115,130	9.3x	8.3x	21.5x	18.2x	2.6x	12.1%	13.7%	14.5%	6.7%	7.5%	2.8%	6.5%	6.5%	0.5x	(1.2)x	
2. EP&S																		
IP&S																		
Hikvision	81,399	79,024	28.2x	24.3x	30.7x	26.6x	10.7x	34.8%	23.8%	23.6%	22.5%	22.2%	20.5%	24.2%	18.9%	0.2x	(1.2)x	
Canon	20,204	27,818	8.0x	7.9x	20.9x	19.3x	0.8x	3.9%	10.8%	11.0%	3.0%	3.3%	(0.0)%	7.2%	15.2%	0.3x	0.6x	
NICE Systems	18,013	16,230	7.7x	7.0x	12.5x	10.7x	2.1x	16.6%	34.4%	33.9%	23.6%	24.6%	N/A	N/A	N/A	0.4x	(1.2)x	
Dahua Tech.	10,346	10,240	14.5x	12.2x	14.4x	12.5x	3.5x	24.4%	13.5%	13.9%	13.7%	13.7%	N/A	N/A	N/A	0.2x	(0.4)x	
Verint Systems	4,463	4,699	13.2x	11.7x	16.9x	15.3x	3.0x	17.6%	25.7%	26.6%	19.0%	19.4%	N/A	N/A	N/A	0.6x	1.1x	
Nikon	2,442	758	1.6x	2.3x	14.7x	20.7x	0.5x	3.2%	9.6%	7.3%	3.4%	2.6%	(1.6)%	2.7%	(1.7)%	0.2x	(34.2)x	
Ushio	1,595	1,179	8.3x	6.3x	25.1x	17.5x	0.8x	3.2%	9.8%	11.9%	4.4%	5.7%	N/A	N/A	N/A	0.2x	(5.5)x	
GoPro	1,317	1,392	9.9x	10.8x	12.2x	14.2x	9.0x	73.7%	12.5%	12.2%	9.7%	8.7%	N/A	N/A	N/A	1.5x	1.2x	
JVCKenwood	271	854	3.3x	3.1x	9.6x	6.8x	0.5x	5.3%	9.4%	9.7%	1.0%	1.4%	N/A	N/A	N/A	1.5x	1.5x	
		平均値	10.5x	9.5x	17.4x	15.9x	3.4x	20.3%	16.6%	16.7%	11.1%	11.3%	6.3%	11.4%	10.8%	0.6x	(4.2)x	
		中央値	8.3x	7.9x	14.7x	15.3x	2.1x	16.6%	12.5%	12.2%	9.7%	8.7%	(0.0)%	7.2%	15.2%	0.3x	(0.4)x	
MP&C																		
Mobile																		
Apple	2,289,550	2,321,723	24.7x	23.5x	33.0x	31.4x	N/M	N/M	28.9%	28.9%	21.3%	21.4%	6.1%	4.8%	5.3%	1.9x	0.4x	
Lenovo	12,181	35,602	1.6x	1.6x	1.6x	1.4x	0.4x	27.2%	4.8%	4.8%	1.7%	1.8%	N/A	N/A	N/A	1.8x	0.9x	
BlackBerry	3,892	3,779	18.3x	21.6x	39.0x	37.0x	1.6x	4.2%	14.8%	12.0%	7.2%	7.2%	N/A	N/A	N/A	0.3x	(0.6)x	
		平均値	14.9x	15.6x	24.5x	23.3x	1.0x	15.7%	16.2%	15.2%	10.1%	10.1%	6.1%	4.8%	5.3%	1.3x	0.2x	
		中央値	18.3x	21.6x	33.0x	31.4x	1.0x	15.7%	14.8%	12.0%	7.2%	7.2%	6.1%	4.8%	5.3%	1.8x	0.4x	
Internet Service Providers																		
Charterhouse	142,505	231,380	11.4x	10.5x	31.0x	26.1x	5.2x	16.6%	38.8%	40.1%	8.8%	9.9%	4.8%	8.1%	20.4%	3.0x	4.5x	
CenturyLink	11,198	49,034	5.5x	5.8x	7.2x	7.5x	0.8x	11.1%	43.1%	42.5%	7.6%	7.6%	(2.3)%	(4.0)%	(5.5)%	2.4x	3.8x	
Cogent	2,782	3,595	15.5x	14.0x	59.3x	56.1x	N/M	N/M	38.5%	39.7%	7.7%	7.7%	3.5%	4.2%	12.8%	(4.5)x	4.2x	
GTT	194	3,813	9.5x	N/A	N/M	N/A	1.0x	N/M	23.6%	N/A	(6.5)%	N/A	N/A	N/A	N/A	18.4x	9.4x	
		平均値	10.5x	10.1x	32.5x	29.9x	2.3x	13.9%	36.0%	40.8%	4.4%	8.4%	2.0%	2.8%	9.2%	4.8x	5.5x	
		中央値	10.4x	10.5x	31.0x	26.1x	1.0x	13.9%	38.6%	40.1%	7.7%	7.7%	3.5%	4.2%	12.8%	2.7x	4.3x	
HE&S																		
Samsung	538,597	453,455	6.0x	5.2x	16.0x	12.6x	2.1x	13.3%	30.6%	31.6%	13.6%	15.4%	4.3%	N/A	N/A	0.1x	(1.5)x	
LG	23,824	31,326	5.3x	4.9x	11.3x	9.9x	1.6x	14.3%	9.1%	9.4%	3.3%	3.6%	N/A	N/A	N/A	0.7x	0.9x	
Skyworth	772	1,715	2.6x	N/A	4.1x	4.0x	0.3x	6.8%	8.0%	N/A	2.3%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.7x	2.1x	
		平均値	4.6x	5.1x	10.5x	8.9x	1.3x	11.5%	15.9%	20.5%	6.4%	9.5%	4.3%	N/A	N/A	0.5x	0.5x	
		中央値	5.3x	5.1x	11.3x	9.9x	1.6x	13.3%	9.1%	20.5%	3.3%	9.5%	4.3%	N/A	N/A	0.7x	0.9x	
		平均値 (G&NS)	10.3x	10.2x	20.0x	18.3x	2.6x	17.3%	20.5%	21.1%	8.8%	10.4%	4.4%	6.7%	9.3%	1.6x	(0.7)x	
		中央値 (G&NS)	8.3x	7.9x	15.3x	14.7x	1.6x	13.8%	14.8%	13.9%	7.6%	7.7%	3.9%	4.8%	12.8%	0.6x	0.9x	

(参照)ソニーの主要比較対象企業のバリュエーション指標一覧(続き)

(億円)	時価総額	企業価値	FV/EBITDA		PER		PBR 直近	ROE FY21E	EBITDA margin			NI margin		CAGR (FY20-FY22E)			D/E Latest	Net D / EBITDA LTM
			FY21E	FY22E	FY21E	FY22E			FY21E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	Sales	EBITDA	NI		
Sony	130,387	115,130	9.3x	8.3x	21.5x	18.2x	2.6x	12.1%	13.7%	14.5%	6.7%	7.5%	2.8%	6.5%	6.5%	0.5x	(1.2)x	
3. I&SS																		
NVIDIA	341,162	338,676	35.6x	32.1x	59.5x	48.4x	21.6x	36.4%	46.6%	46.9%	28.1%	31.3%	11.5%	(21.7)%	(7.4)%	0.5x	(0.5)x	
Qualcomm	177,208	182,499	16.0x	15.1x	21.2x	19.3x	28.4x	N/M	36.9%	36.0%	27.0%	27.3%	4.3%	1.0%	1.1%	2.7x	0.7x	
Texas Instruments	154,186	155,606	20.7x	19.6x	27.7x	24.9x	18.0x	65.1%	48.4%	48.2%	35.9%	37.5%	(0.2)%	(5.5)%	(4.2)%	0.8x	0.2x	
Infineon Technology	52,087	59,712	16.5x	13.9x	33.0x	26.8x	4.6x	13.9%	27.1%	29.3%	11.8%	13.3%	9.3%	12.1%	12.6%	0.9x	2.8x	
NXP	47,639	54,022	15.3x	13.6x	20.3x	17.9x	5.2x	25.7%	35.6%	37.2%	23.6%	24.9%	7.4%	17.9%	13.7%	1.1x	2.3x	
Mediatek	46,327	40,924	16.1x	14.0x	22.9x	19.9x	3.7x	16.3%	17.9%	18.8%	14.2%	14.9%	N/A	N/A	N/A	0.1x	(3.5)x	
STMicroelectronics	36,467	36,353	16.9x	14.8x	32.8x	27.5x	5.4x	16.5%	23.3%	25.0%	12.0%	13.5%	6.6%	13.8%	15.3%	0.4x	(0.3)x	
ON Semiconductor	14,042	16,876	12.8x	10.6x	24.4x	18.3x	4.0x	16.3%	22.5%	25.4%	9.8%	12.2%	N/A	N/A	N/A	1.3x	2.7x	
		平均値	18.7x	16.7x	30.2x	25.4x	11.4x	27.2%	32.3%	33.3%	20.3%	21.9%	6.5%	2.9%	5.2%	1.0x	0.5x	
		中央値	16.3x	14.4x	26.1x	22.4x	5.3x	16.5%	31.3%	32.6%	18.9%	19.9%	7.0%	6.5%	6.9%	0.9x	0.4x	
4. Pictures and music																		
Disney	332,077	398,671	41.1x	22.7x	N/M	42.2x	3.9x	1.9%	13.6%	20.4%	2.3%	9.1%	16.2%	46.2%	N/M	0.7x	5.0x	
Vivendi	37,569	43,988	13.5x	12.5x	20.3x	18.7x	1.8x	8.8%	15.4%	15.9%	8.7%	9.1%	4.0%	7.3%	8.9%	0.4x	1.8x	
ViacomCBS	23,723	45,652	9.1x	8.7x	8.9x	8.3x	1.6x	17.8%	17.6%	18.1%	9.4%	9.8%	1.6%	0.5%	2.8%	1.5x	4.1x	
Discovery	16,431	31,899	7.9x	7.6x	7.5x	7.1x	1.6x	21.2%	34.3%	34.3%	18.7%	18.9%	1.9%	6.2%	2.4%	1.5x	3.2x	
Lionsgate	2,537	5,573	11.6x	9.9x	N/M	N/M	0.9x	N/M	12.6%	13.1%	(1.6)%	0.3%	N/A	24.2%	N/A	1.2x	1.5x	
AMC Networks	1,532	3,976	5.8x	5.9x	4.8x	5.0x	2.0x	41.7%	23.8%	23.0%	11.0%	10.5%	1.0%	(5.4)%	(2.4)%	4.2x	1.2x	
		平均値	14.8x	11.2x	10.4x	16.2x	2.0x	18.3%	19.5%	20.8%	8.1%	9.6%	5.0%	13.2%	2.9%	1.6x	2.8x	
		中央値	10.4x	9.3x	8.2x	8.3x	1.7x	17.8%	16.5%	19.2%	9.1%	9.5%	1.9%	6.8%	2.6%	1.3x	2.5x	

出所: FactSet (2021年1月5日時点)

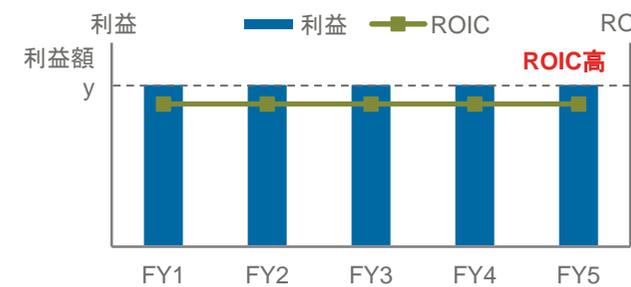
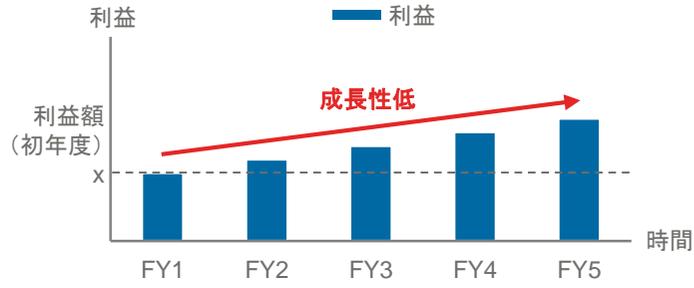
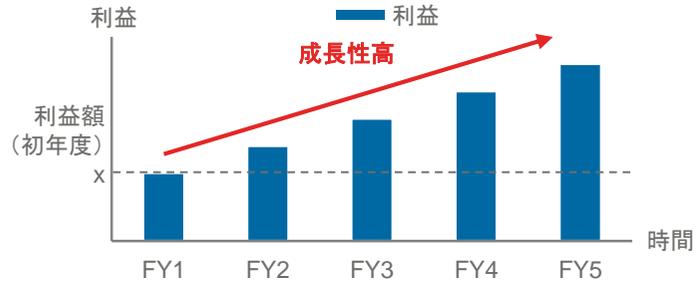
目次

	ページ	
1	SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2	SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
	■ SOTPで見たSONYの企業価値	3
	■ マルチプル拡大のための3要素	9
3	ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
4	真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5	資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
6	添付	39

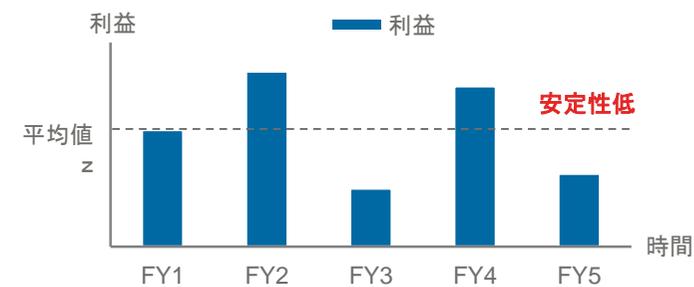
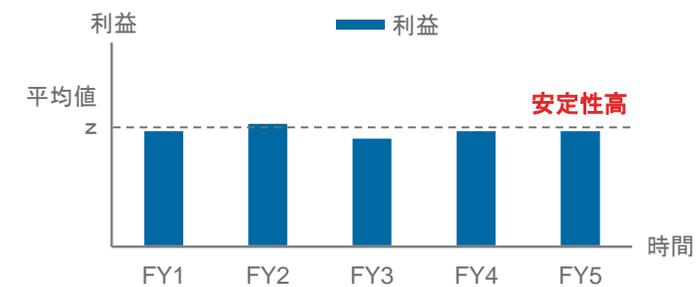
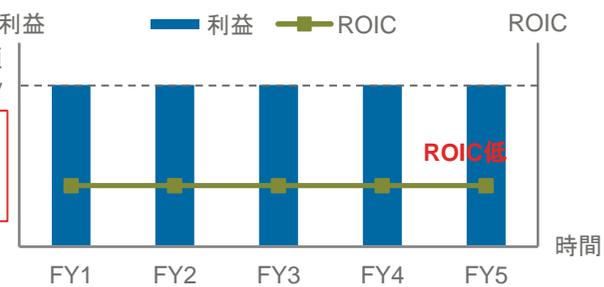
バリュエーション・マルチプルの決定要因：直感的な理解



- 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)

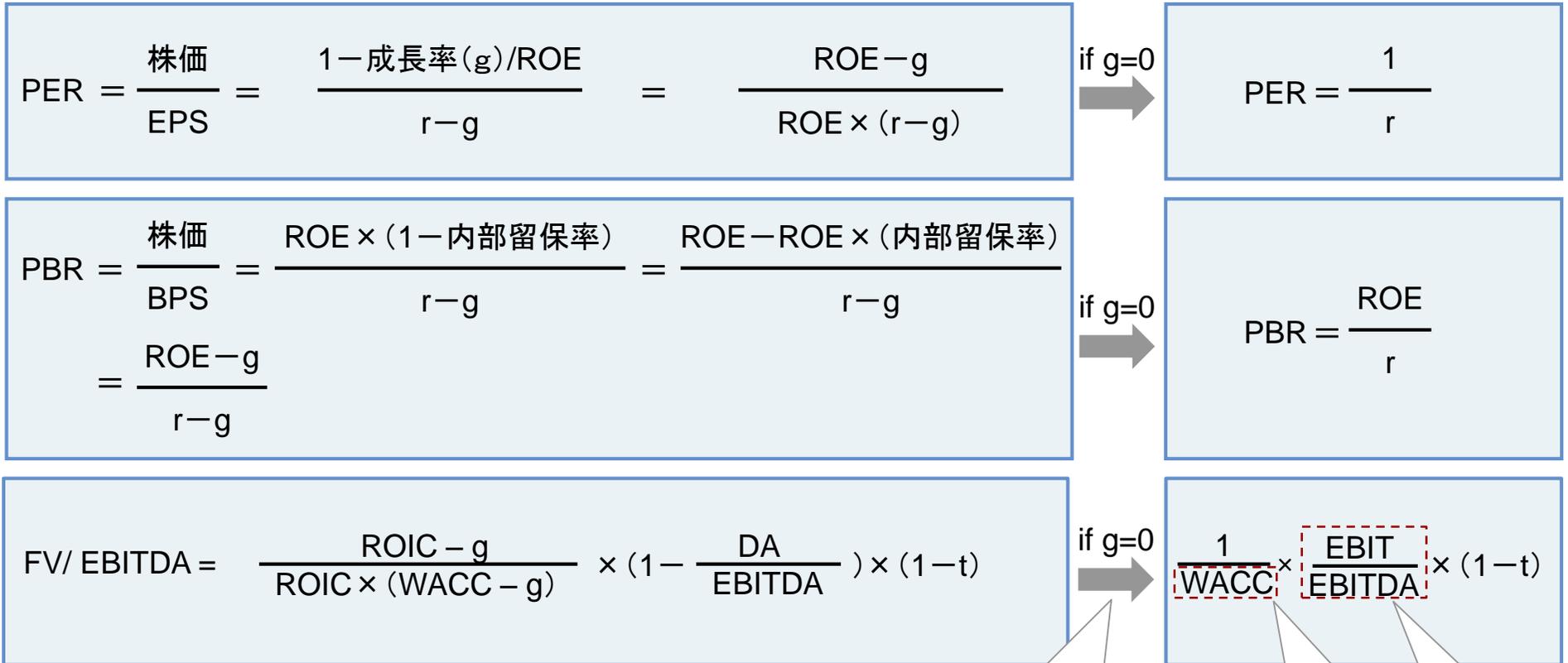


少ない投下資本で同じ額の利益を上げている



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EV/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



マルチプル拡大のための3要素

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)

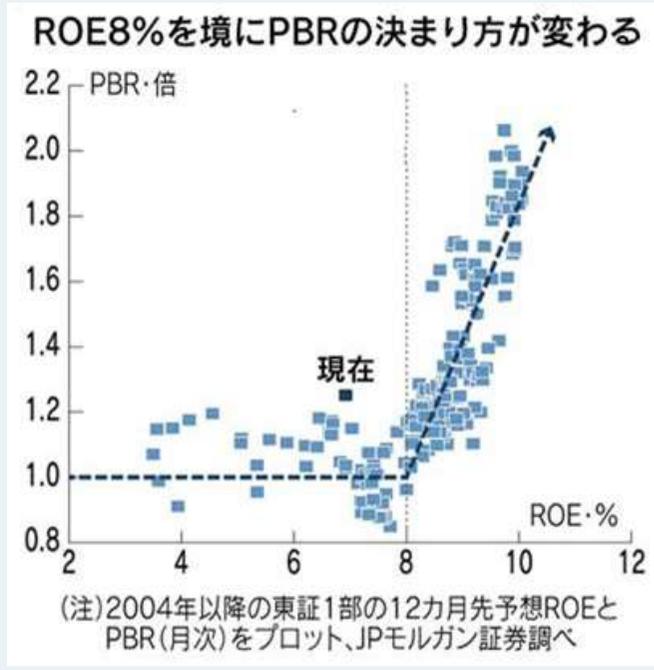
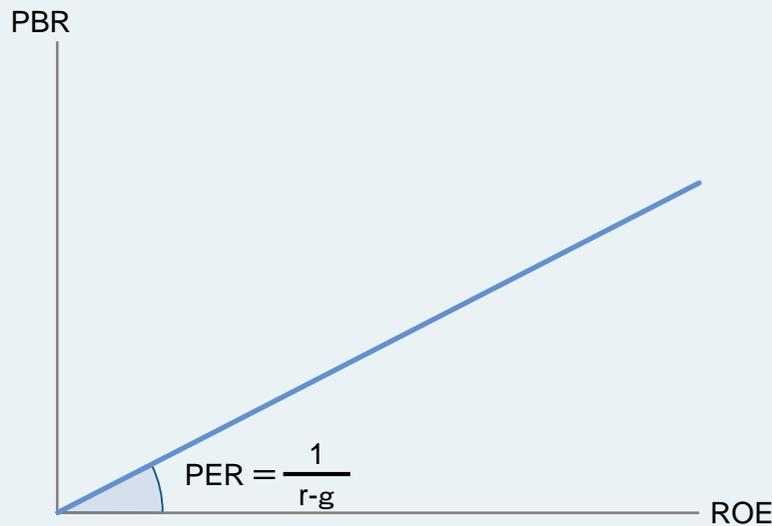
- 利益の成長性 (ここでは0と仮定)
- 利益の安定性
- 資本効率性

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

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



出所：日経新聞(2019年12月)

目次

	ページ
1 SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2 SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
3 ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
■ 透明な経営を愚直に進めた外様マネジメント	12
■ ROICと企業価値との関係を正しく理解	19
4 真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5 資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
6 添付	39

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: 透明な経営

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">■ 事業を3つに大別、各事業の当面の貢献のあり方を定義<ul style="list-style-type: none">■ 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■ 分社化により、B/Sを含めて経営を見える化■ リカーリング型事業の強化
2 新KPI (ROEとROIC)	<ul style="list-style-type: none">■ 売上至上主義からの脱却<ul style="list-style-type: none">■ 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■ 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<ul style="list-style-type: none">■ 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
3 投資家目線 (公募増資の実弾)	<ul style="list-style-type: none">■ 投資家が分析し易いように開示を充実<ul style="list-style-type: none">■ 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■ Sum-of-the-parts分析の浸透によりディスカウントを解消■ IR-Day(事業部門別説明会)により、事業責任者のアカウントビリティを強化■ 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■ 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<ul style="list-style-type: none">■ NDRではない実弾勝負で、経営の緊張感を醸成
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">■ PC事業からの撤退、早期減損、上場来初の無配<ul style="list-style-type: none">■ 不作為の罪を起こさないマネジメントとの評価を獲得■ 信賞必罰人事<ul style="list-style-type: none">■ IR-Dayの評価が低い事業責任者は結果的に交代

ソニーが対外的に打ち出したKPI



外から分かりやすくし、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

J.P.モルガンによるIR Dayのフィードバック(SONY、2018)

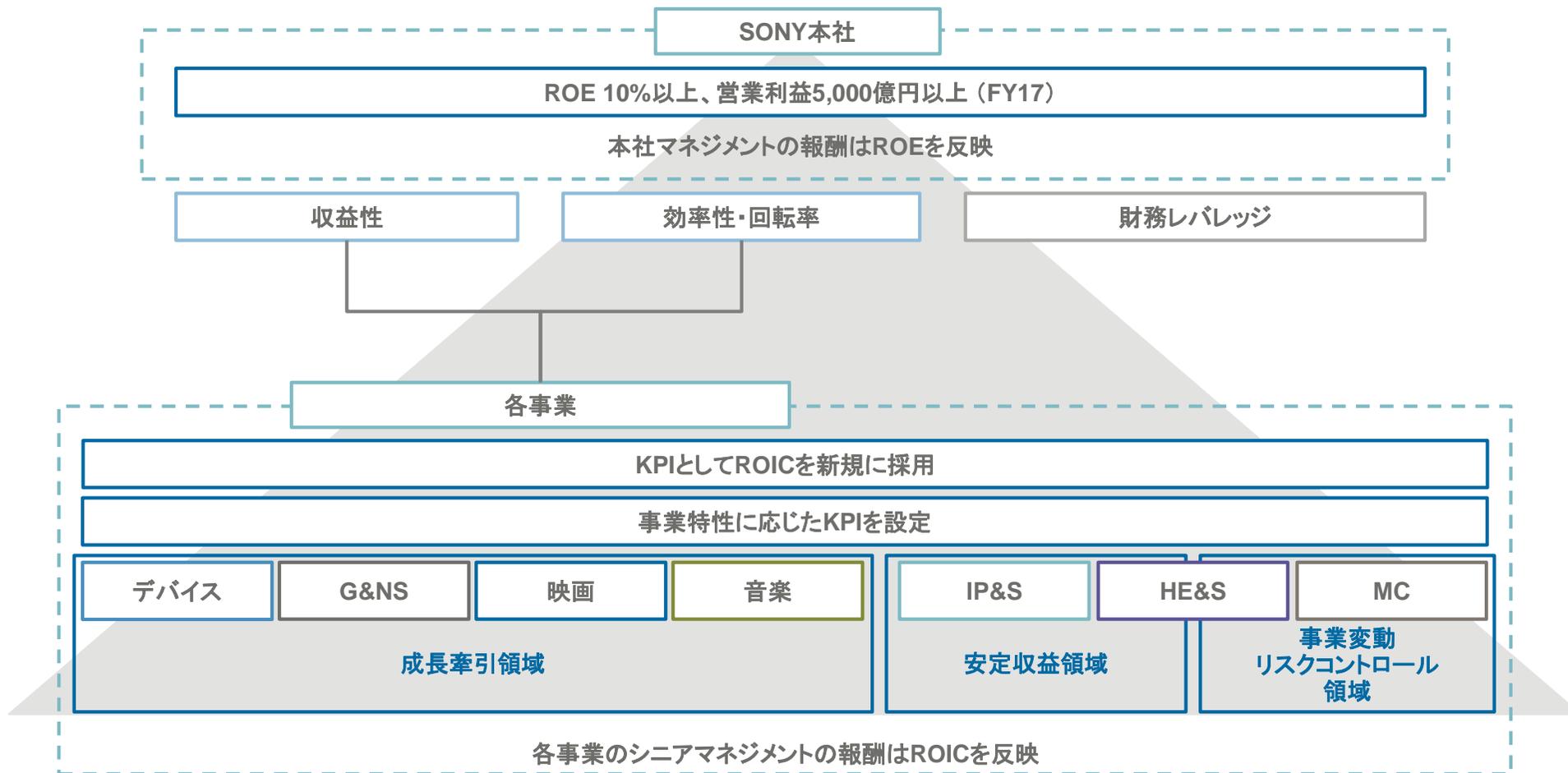
評点 1-----2-----3-----4-----5
Negative-----Positive

	評点	投資家の関心事	総評
経営方針説明会	4.5	<ul style="list-style-type: none"> ■ 吉田体制における経営の方向性と成長戦略 ■ モバイルを含めた長期的な事業ポートフォリオのあり方 ■ 第二次中計からの変化点と目玉 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 投資家への挑戦状: 吉田色を織り交ぜたスピーチと目標設定は対話の次元を昇華するもの。但し、短期も含めた結果はより注視される局面へ
IR Day 総評	4.0	<ul style="list-style-type: none"> ■ FY17年度の総括と中期の取り組み／方向性 ■ 中期経営目標 ■ 中期的な事業ポートフォリオ 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 毎日をIR DAYに: SMEJセッションの創設など進化し続けるIR Dayに脱帽。各事業の経営の質に如何に注目させるかが今後の課題。
 映画	5.0	<ul style="list-style-type: none"> ■ 収益性改善への覚悟と確度 ■ 再編が進む業界の中でのSONYの戦い方 ■ メディアネットワークにおける勝算 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 改革前夜、その采配に期待: マージン改善への覚悟が伝わった。再編に対する見方と戦略は秀逸。改革への期待は大きく、今後の進捗に注目したい
 イメージング・プロダクツ & ソリューション	5.0	<ul style="list-style-type: none"> ■ フルサイズミラーレスにおける優位性の持続可能性 ■ PSGの収益改善余地 ■ メディカルの黒字化戦略 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 私失敗しないので: PSGの収益改善余地とメディカルの収益貢献時期が示されたのは好印象。経営者としての覚悟が伝わり、絶対的安心感を醸成
ホームエンタテインメント & サウンド	4.5	<ul style="list-style-type: none"> ■ HE&SIに成長余地はまだあるか ■ TVの更なる高付加価値化及び差別化戦略 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 大崎のアルカポネ: オペレーション力に疑いの余地はなく、いい意味でノーサプライズ。チーム高木を演出した登壇陣はもはや反則技
SMEJ	4.5	<ul style="list-style-type: none"> ■ モバイルゲームの持続性 ■ 他事業との協業余地 ■ 中長期的なSMEJのあり方 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 初舞台は期待以上: Q&Aはほぼ完璧で、SMEJの現状と戦略が良く伝わった。コンテンツIPの強化・活用策は他事業のお手本
ゲーム & ネットワークサービス	4.0	<ul style="list-style-type: none"> ■ コンソールサイクルピークアウト後の利益水準 ■ NSやSWの成長余地 ■ VR/Vue等の課題事業における戦略と方針 	<ul style="list-style-type: none"> ■ もったいない: トップバッター故かやや緊張? MAU目標の提示は好印象も、中期の減益ガイダンスに失望の声。スモール等で小寺ファンを作る努力が有効か
SME	3.5	<ul style="list-style-type: none"> ■ マーケットに対する見立てと更なる成長戦略 ■ 急速に変化する外部環境への対応策 ■ 好調な中でのリスク要因 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 勝って兜の緒を締めよ: 構造的拡大の恩恵は続きそうだが、将来的な構造変化リスクへの考え方はもう少し丁寧な説明が欲しかったところ
半導体	3.5	<ul style="list-style-type: none"> ■ スマホ用CISの成長持続性 ■ ノンスマホ領域における成果と具体戦略 ■ Sensingにおける具体戦略 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 4番打者の自覚を: 2020年度の数値目標はポジティブだったが、センシング No.1に向けた清水社長のコミットメントは、やや弱い印象。
モバイル・コミュニケーション	3.0	<ul style="list-style-type: none"> ■ モバイル事業の位置づけ ■ モバイルは本当に黒字化できるのか ■ ノンモバイルビジネスの将来性 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 君たちはどう生きるか: 市場の関心は「HOW」ではなく「WHY」。岸田色は伝わりにくかった。2020年目標はゴールではなく、その次の目線が欲しい

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



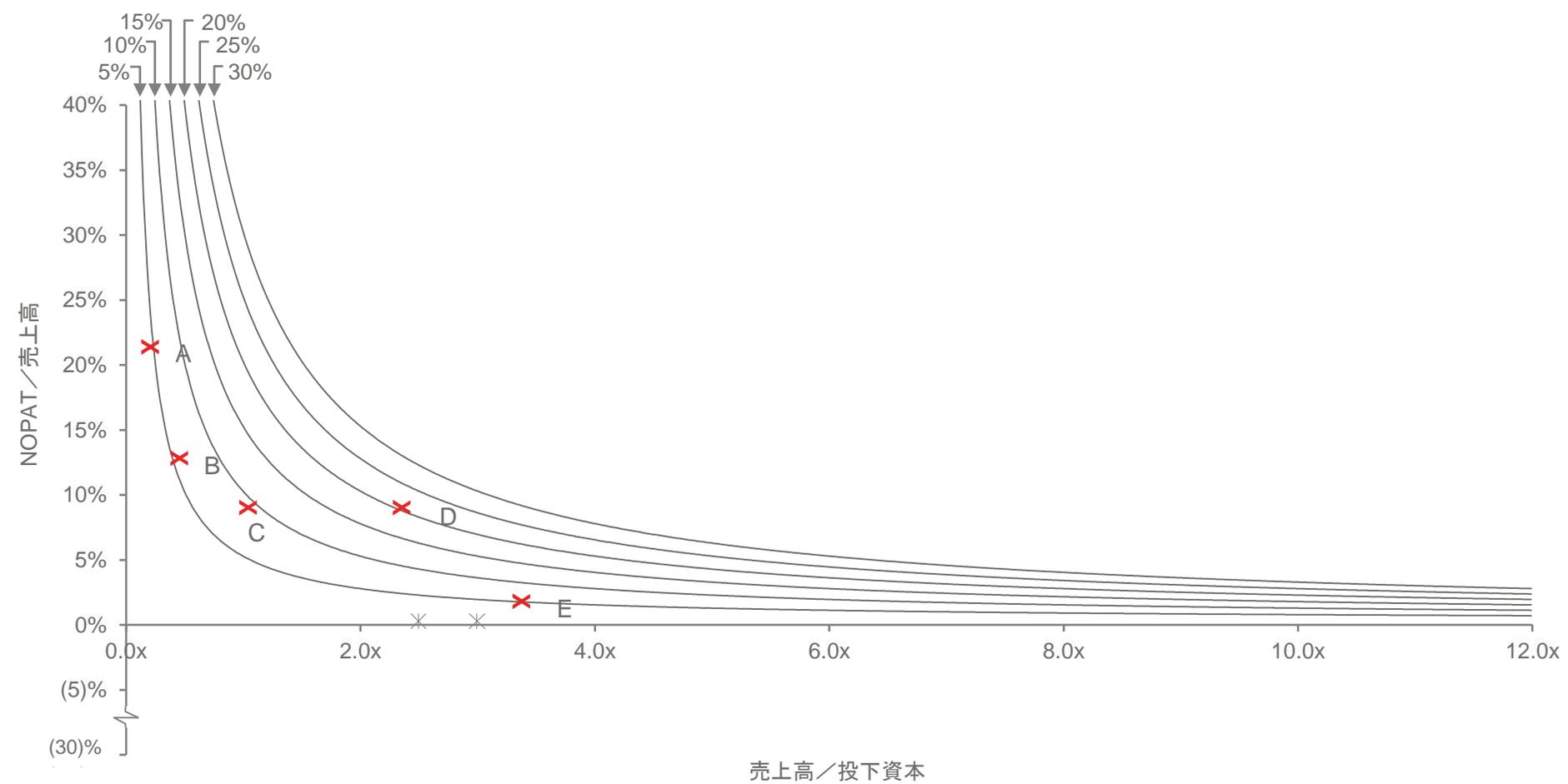
出所: 会社資料

なぜROICなのか？②

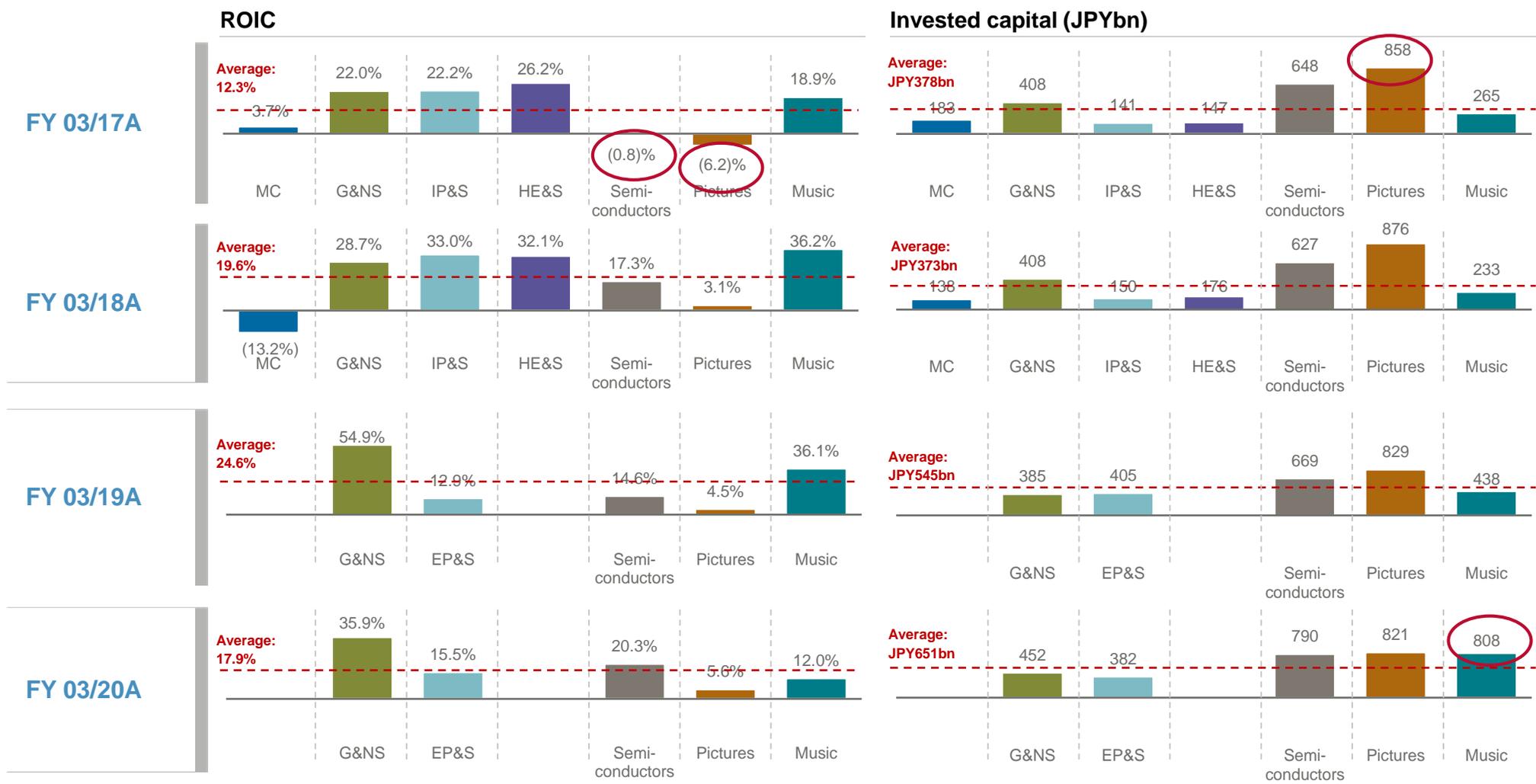
異なる事業間の経営パフォーマンスをより正しく評価することが可能

ROIC(NOPAT)によるポジショニング分析

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



セグメント別のROICと投下資本の推移

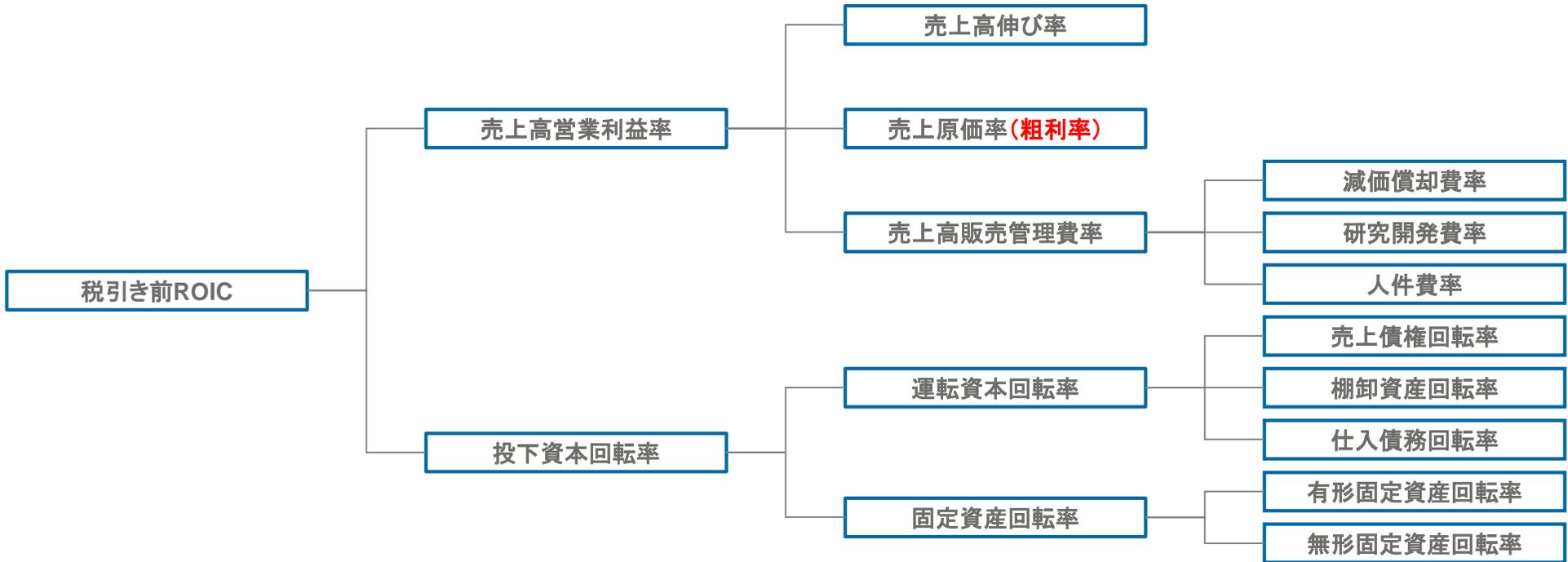


なぜROICなのか？③

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)

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



目次

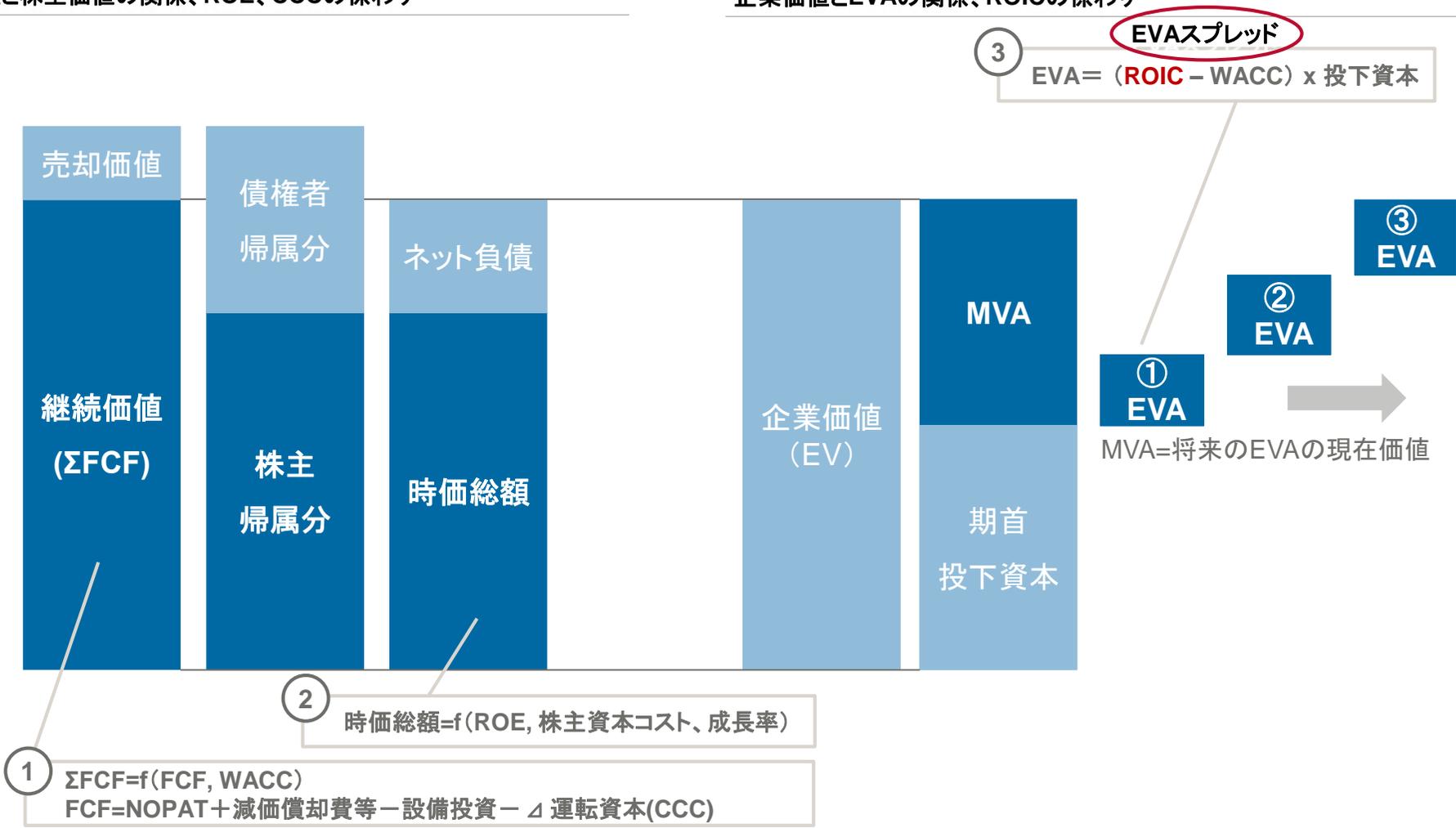
	ページ
1 SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2 SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
3 ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
■ 透明な経営を愚直に進めた外様マネジメント	12
■ ROICと企業価値との関係を正しく理解	19
4 真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5 資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
6 添付	39

なぜROICなのか？④

企業価値と直結するROIC(EVAとROICの関係) : ROICだと縮小均衡はナンセンス

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

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

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

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

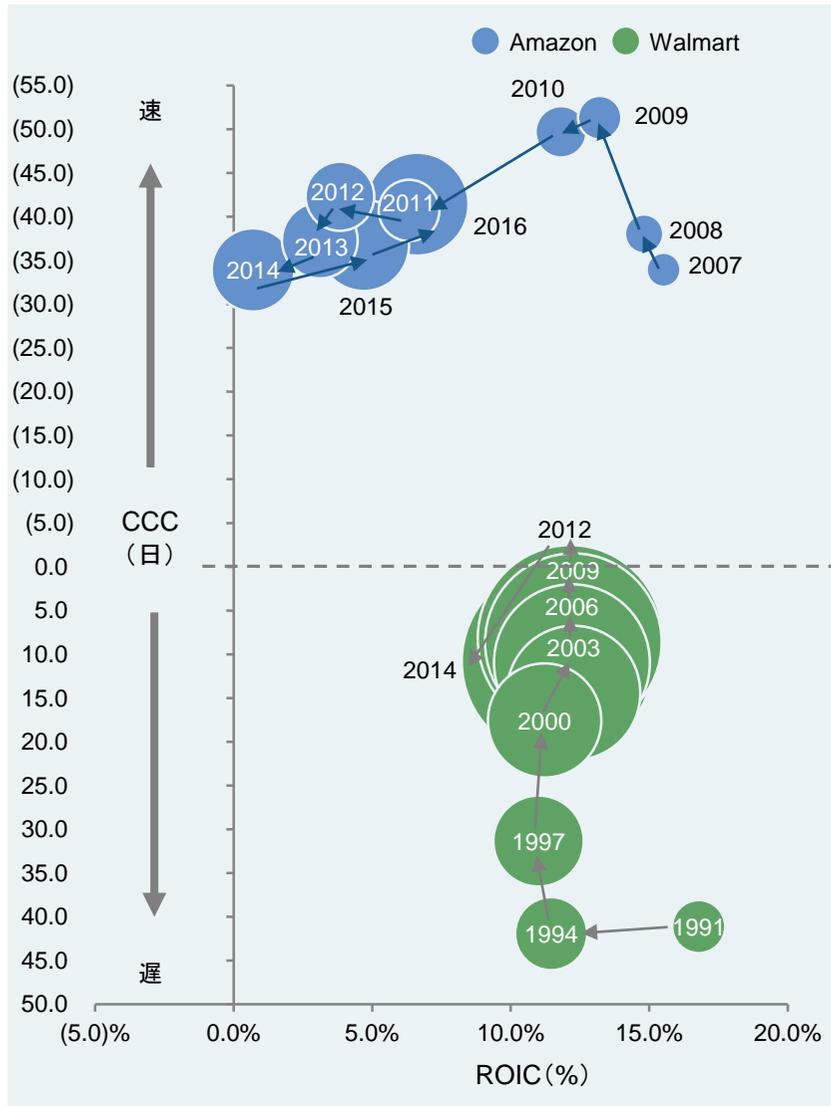
(億円)	2016	2017	2018	2019	2020
営業利益 (EBIT)	90	144	142	187	232
税金	38	60	60	79	97
税引後営業利益 (EBIAT)	52	84	82	108	135
+ 減価償却費	10	20	22	20	18
- 設備投資	10	30	10	12	15
- 増加運転資本	2	4	4	6	8
フリーキャッシュフロー	50	70	90	110	130

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

Amazonが脅威な本当の理由: WalmartのCCC比較



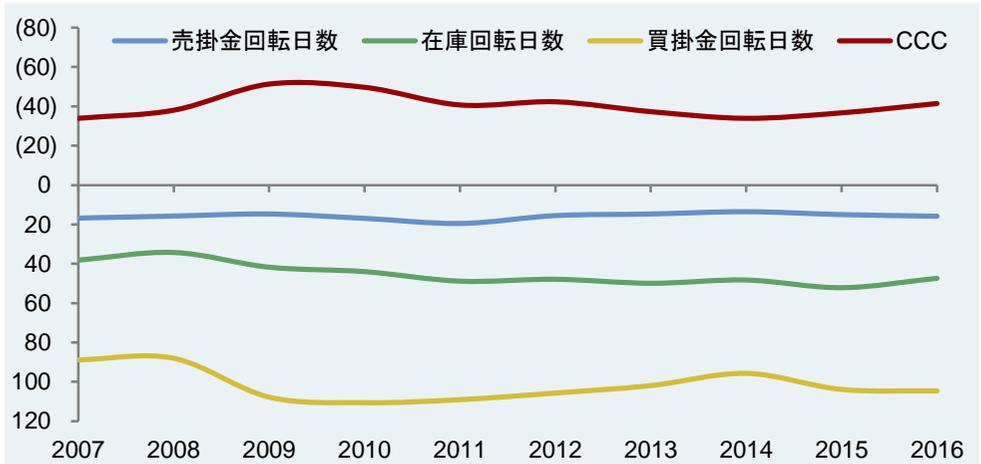
Velocity of Cash



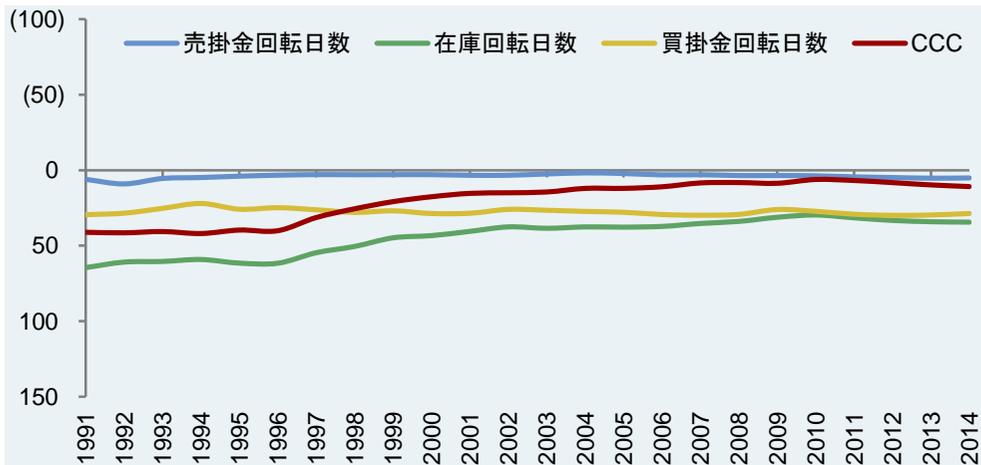
出所: 会社資料
注: 円の大きさは売上高

Cash Conversion Cycle

Amazon

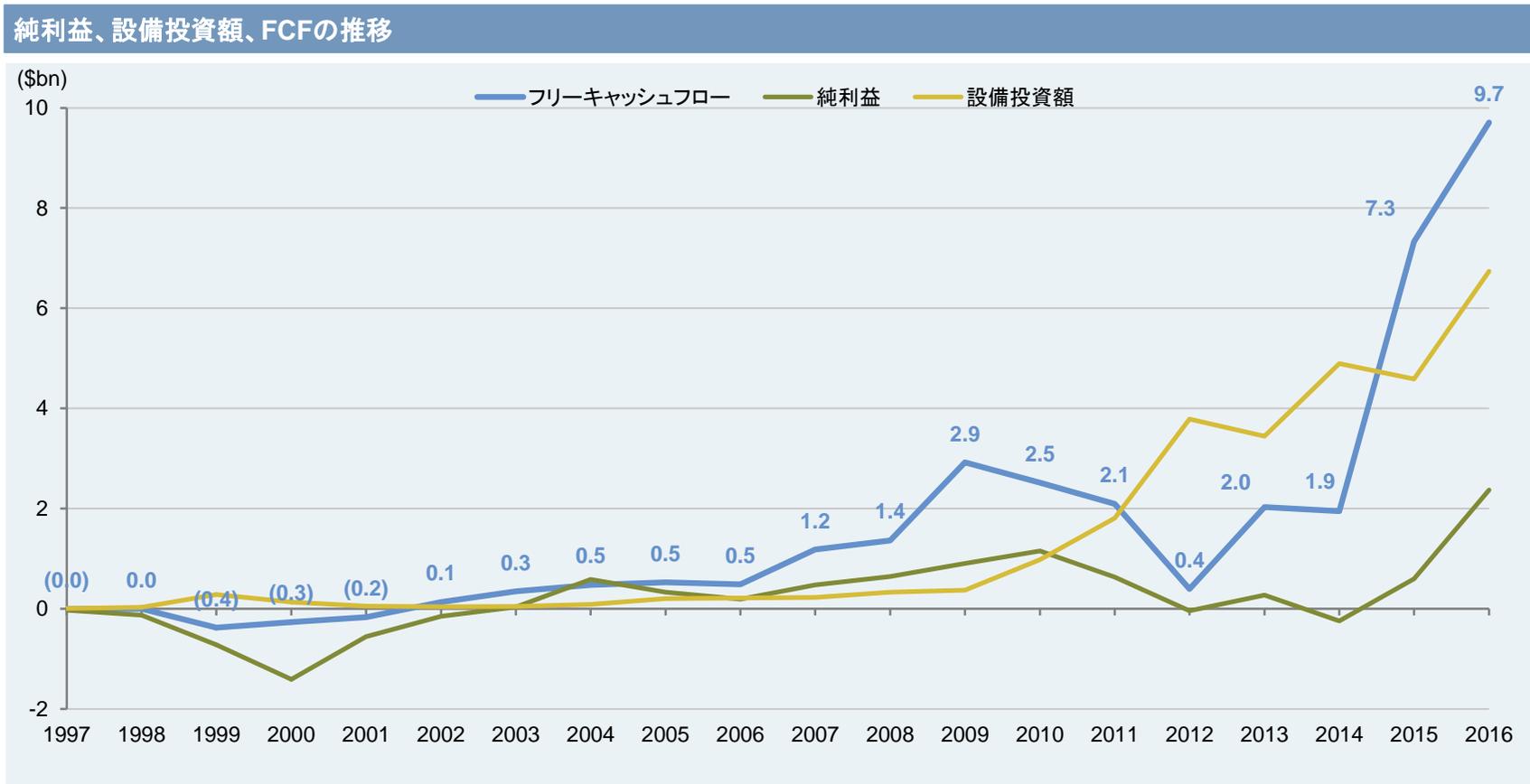


Walmart



Amazonのフリーキャッシュフローの推移

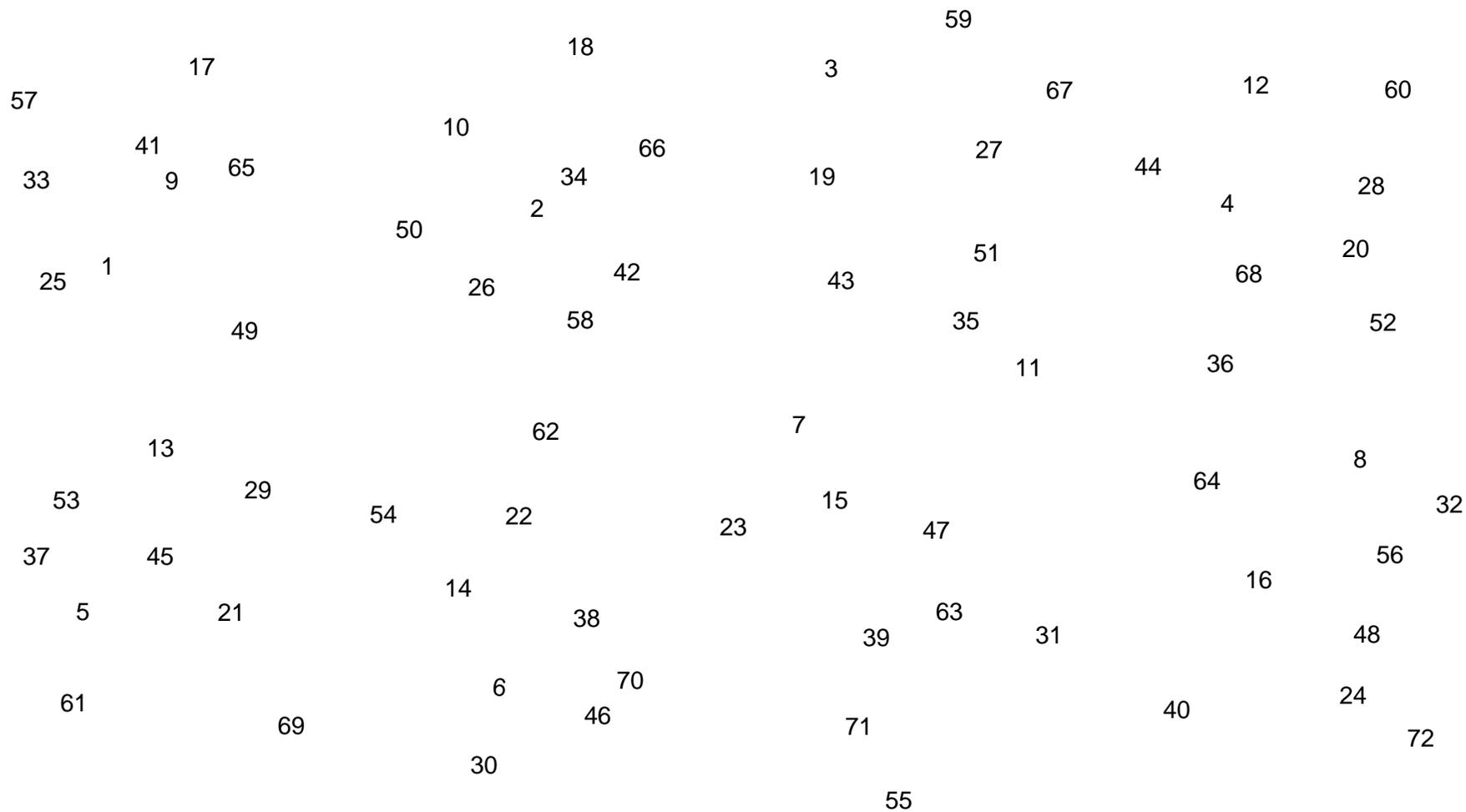
Amazonは収益計上前に現金化するビジネスモデルにより、潤沢なフリーキャッシュフローを確保



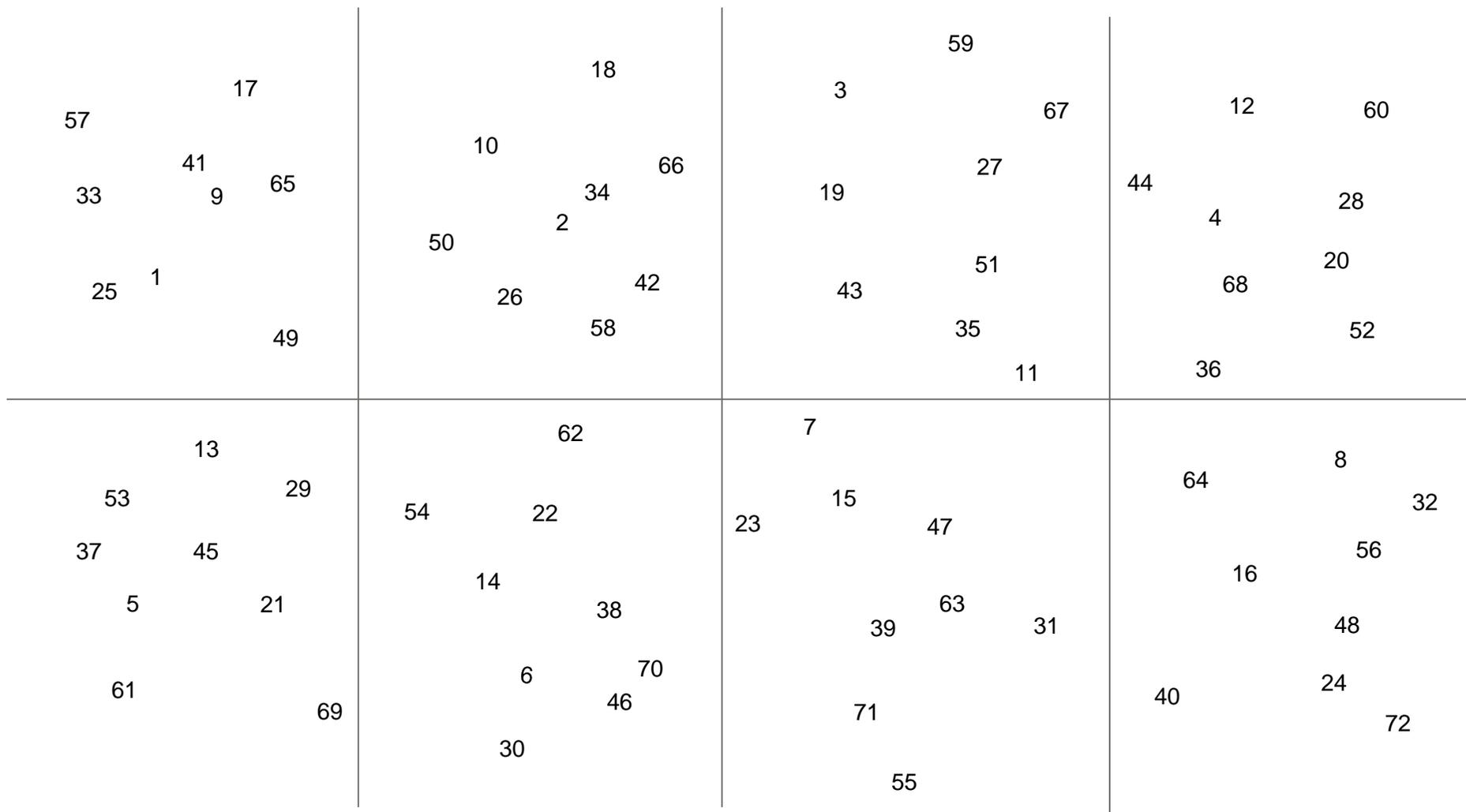
目次

	ページ
1 SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2 SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
3 ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
4 真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5 資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
6 添付	39

ROICの意義と限界:カタ(形)の有効性



形の重要性: 多くの凡人が、よりよい成果を出すためのフレームワーク



SONYが打ち出した第3次中計(FY18-20)

明らかになった第二次中計の課題

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

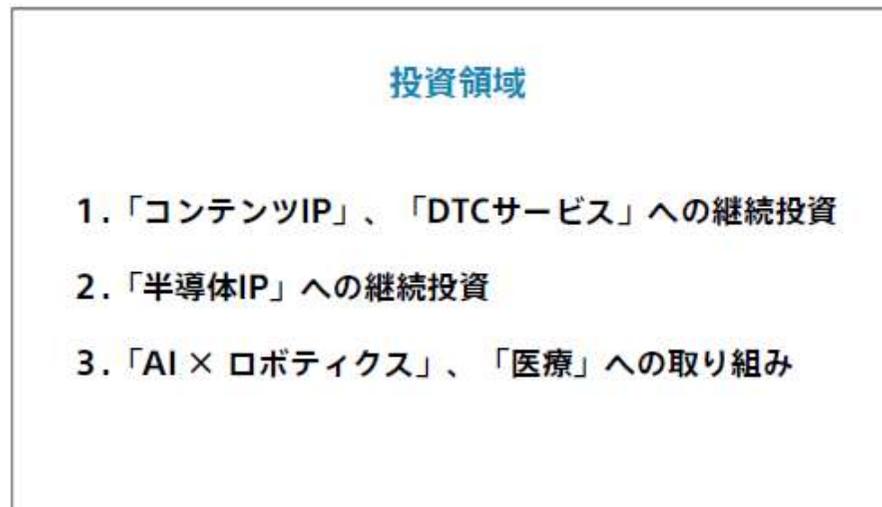
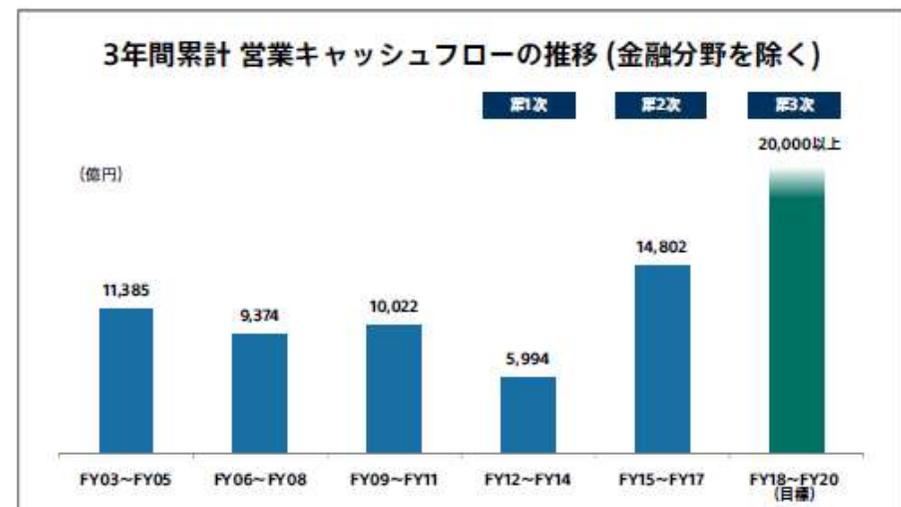
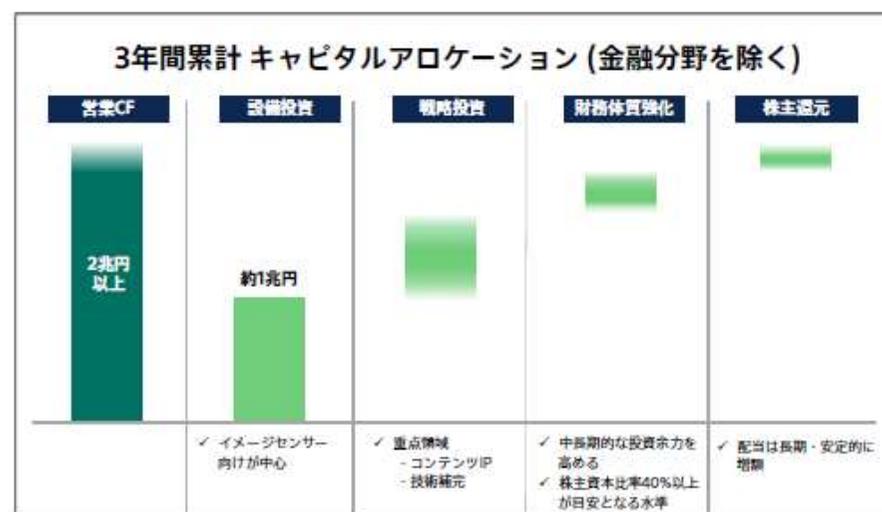
- 戦略投資は継続強化
- 株主還元には依然として消極的(低い配当性向の早急な引き上げはしない方針)

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

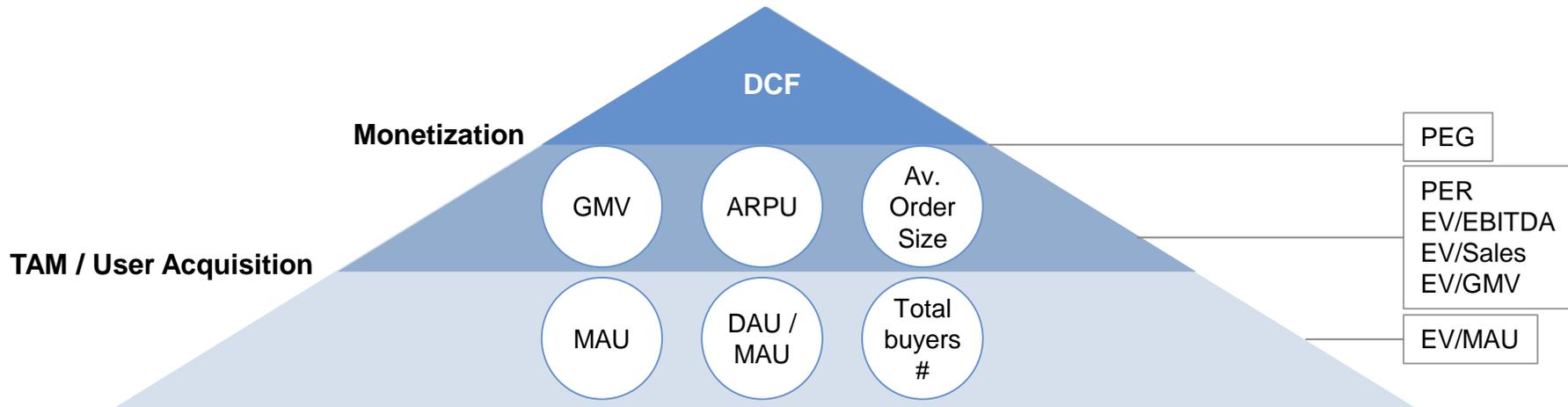
第3次中計 (FY18-20) で発表された数値目標とキャピタルアロケーション方針

高営業キャッシュフローの安定創出に力点



真のKPIとは？ 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



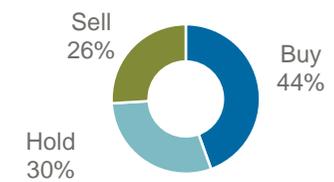
詳しくは。。。～The End of Accounting and The Path Forward for Investors and Managers (伊藤邦雄監訳: 会計の再生)より

「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
KPI	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
特徴	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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 ■ 「Profit is an Opinion」であり、意図的に加工される余地が大きい 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 企業の競争優位を維持、向上する能力を決定づけるもの ■ 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」
	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
顧客基盤	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
製品 パイプライン	医薬品、バイオテック	
ブランド	家電/消費財メーカー、小売、ホテル、レジャー	
人材/特許	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	

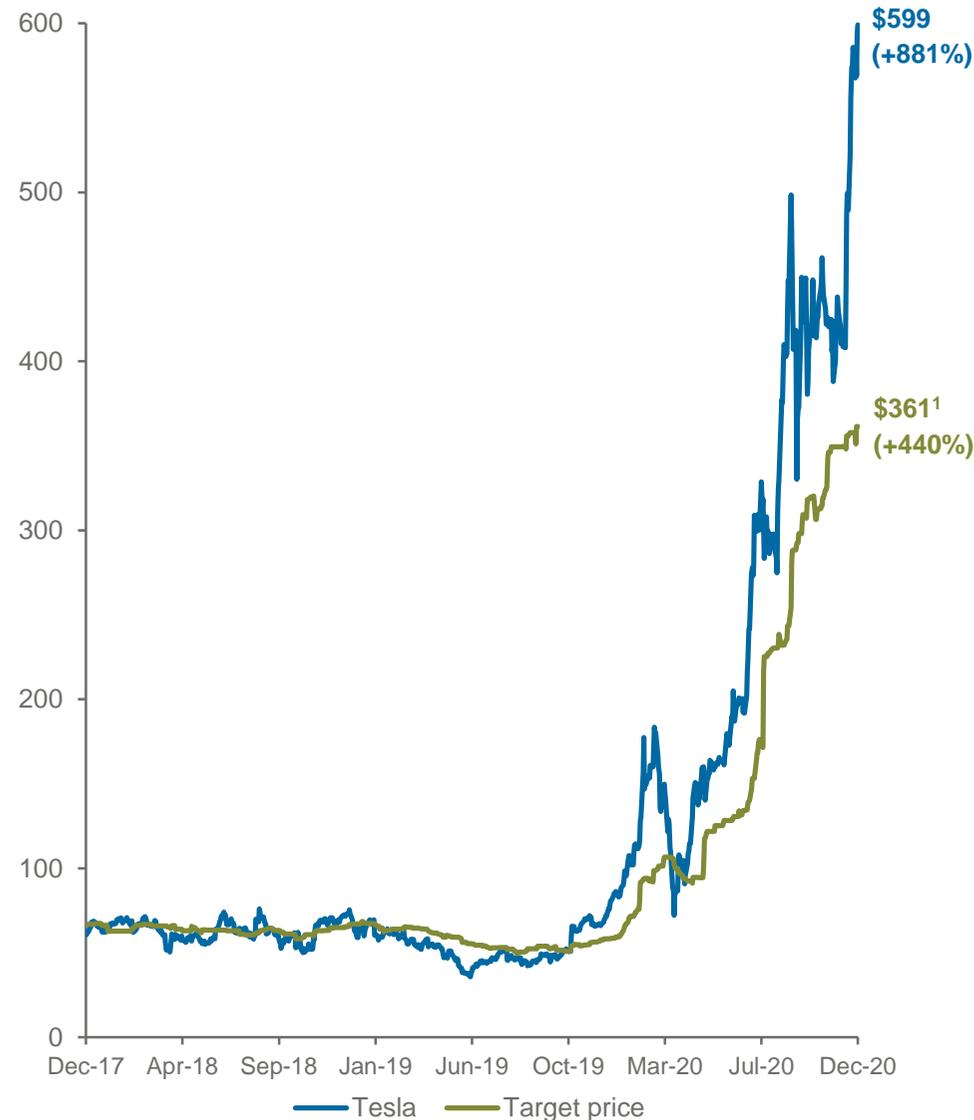
目次

	ページ
1 SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2 SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
3 ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
4 真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5 資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
■ Tesla株に見る株式市場のダイナミズム	29
■ 株式市場を活用したM&Aプラットフォームの活用	33
6 添付	39



Tesla: コロナを機に株価が急騰、2020年に3度の増資を実施

Teslaの株価及びアナリストによる目標株価の推移



主要証券会社の目標株価

Broker	Rating	Target price	As of
Goldman Sachs	Buy	780	2-Dec-20
New Street Research	Buy	578	22-Oct-20
Argus Research	Buy	566	31-Aug-20
Morgan Stanley	Buy	540	18-Nov-20
JMP Securities	Buy	516	17-Nov-20
Piper Sandler Companies	Buy	515	22-Oct-20
Everbright Securities	Buy	515	23-Sep-20
SWS Research	Buy	510	27-Oct-20
Jefferies	Buy	500	18-Nov-20
Deutsche Bank Research	Buy	500	22-Oct-20
Baird	Buy	488	22-Oct-20
Oppenheimer	Buy	486	22-Oct-20
Wedbush Securities	Hold	560	22-Nov-20
Wolfe Research	Hold	450	12-Nov-20
Daiwa Securities Co. Ltd.	Hold	430	22-Oct-20
Canaccord Genuity	Hold	419	22-Oct-20
Credit Suisse	Hold	400	17-Nov-20
BNP Paribas	Hold	385	18-Nov-20
Cowen & Company	Hold	300	4-Dec-20
Roth Capital Partners	Hold	150	22-Oct-20
RBC Capital Markets	Sell	339	21-Oct-20
Evercore ISI	Sell	225	3-Dec-20
DZ Bank AG	Sell	200	22-Oct-20
Nord LB	Sell	190	22-Oct-20
Bernstein	Sell	180	30-Nov-20
Barclays	Sell	125	22-Oct-20
JP Morgan	Sell	80	22-Oct-20
Average Target Price (US\$)		361 ¹	
Latest Price (12/04/20)		599	
Premium related to average target price		64%	



Source: Bloomberg (as of 12/04/2020)

¹ Average target price of brokers that issued the 12-month target price in the last 3 months based on BBG

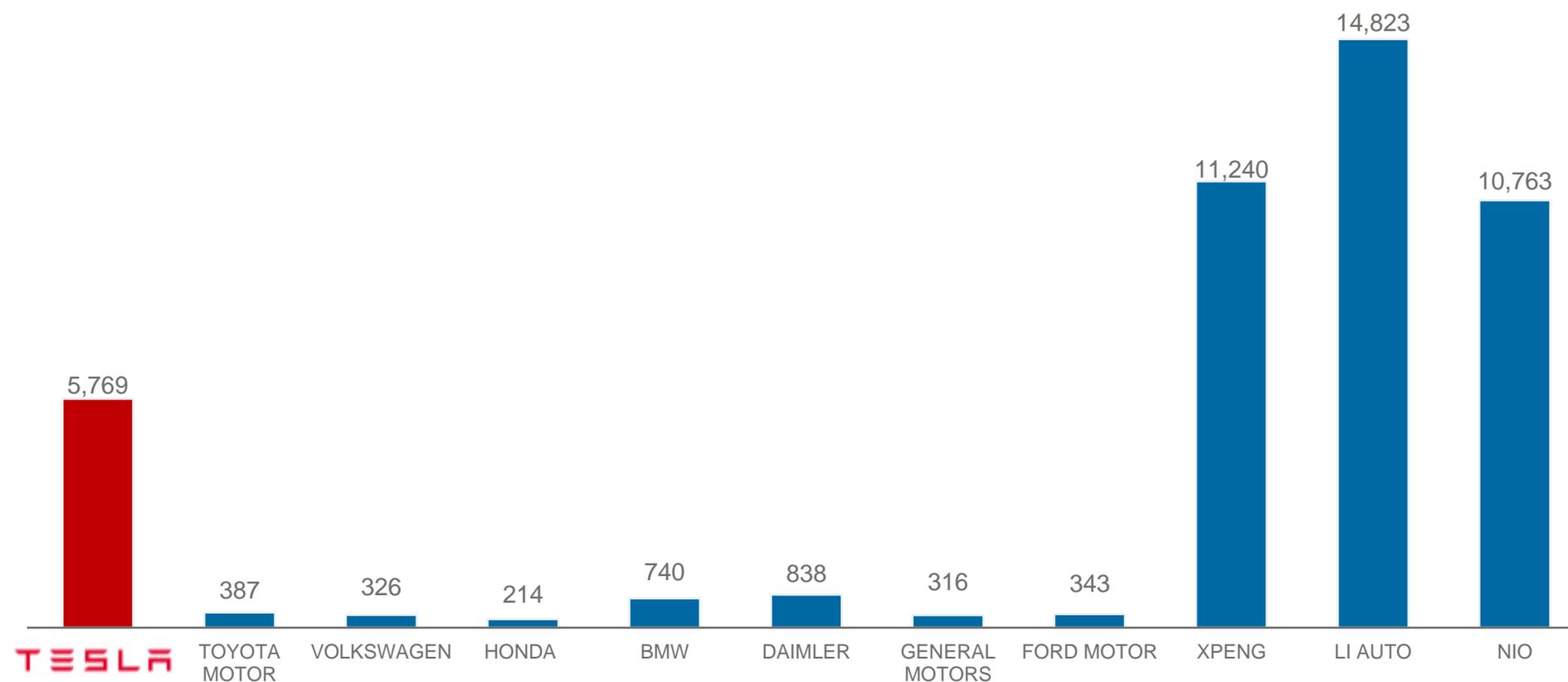
EV/自動車OEMのバリュエーション:EVメーカーはFAANGを上回る高評価

Name (JPY100mm)	Mkt Cap 12/04/2020	Firm Value 12/04/2020	FV/Sales			FV/EBITDA			PER			EBITDA Margin			CAGR (FY21E-FY22E)		Net D /EBITDA	
			FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	FY20E	FY21E	FY22E	Sales	EBITDA	EPS	LTM
1. Automotive (US/EMEA/Japan)																		
TOYOTA MOTOR	200,778	399,503	1.5x	1.4x	1.3x	16.9x	12.9x	11.8x	13.6x	10.3x	9.3x	9.1%	10.7%	11.3%	3.9%	9.9%	11.0%	5.9x
VOLKSWAGEN	92,222	352,809	1.3x	1.2x	1.1x	9.4x	7.9x	7.6x	16.5x	6.5x	5.2x	13.6%	14.6%	14.2%	6.4%	4.0%	25.2%	4.8x
DAIMLER	78,784	249,033	1.3x	1.2x	1.1x	15.1x	11.2x	10.8x	26.2x	9.2x	7.8x	8.5%	10.4%	10.3%	5.4%	4.3%	17.8%	10.9x
GENERAL MOTORS	66,216	172,736	1.4x	1.2x	1.2x	13.2x	10.9x	10.4x	9.1x	7.2x	6.7x	10.4%	11.3%	11.6%	3.4%	5.6%	6.5%	4.6x
BMW	62,352	186,504	1.5x	1.4x	1.4x	13.8x	11.1x	10.2x	13.6x	9.2x	8.2x	11.0%	12.9%	13.6%	3.5%	8.8%	12.5%	8.6x
HONDA MOTOR	54,044	109,307	0.8x	0.8x	0.7x	13.1x	9.5x	8.7x	12.6x	9.4x	7.7x	6.5%	8.1%	8.4%	5.7%	9.4%	21.4%	3.4x
FORD MOTOR	38,717	174,476	1.3x	1.1x	1.1x	28.9x	14.1x	12.7x	N/M	8.9x	7.2x	4.5%	7.8%	8.3%	3.9%	11.2%	23.6%	20.1x
Average			1.3x	1.2x	1.1x	15.8x	11.1x	10.3x	15.3x	8.7x	7.4x	9.1%	10.8%	11.1%	4.6%	7.6%	16.9%	8.3x
Median			1.3x	1.2x	1.1x	13.8x	11.1x	10.4x	13.6x	9.2x	7.7x	9.1%	10.7%	11.3%	3.9%	8.8%	17.8%	5.9x
2. Automotive (China)																		
BYD COMPANY	64,366	77,632	2.8x	2.3x	2.1x	21.1x	19.7x	18.2x	77.3x	67.6x	55.6x	13.2%	11.8%	11.3%	13.0%	8.2%	21.5%	5.1x
SAIC MOTOR	47,050	66,763	0.6x	0.5x	0.5x	16.0x	12.2x	11.0x	12.7x	10.1x	8.9x	3.4%	4.1%	4.3%	7.1%	11.0%	12.6%	2.9x
Average			1.7x	1.4x	1.3x	18.6x	15.9x	14.6x	45.0x	38.8x	32.3x	8.3%	8.0%	7.8%	10.0%	9.6%	17.1%	4.0x
Median			1.7x	1.4x	1.3x	18.6x	15.9x	14.6x	45.0x	38.8x	32.3x	8.3%	8.0%	7.8%	10.0%	9.6%	17.1%	4.0x
3. Automotive (EV)																		
TESLA INC	591,651	593,659	18.5x	12.6x	10.5x	92.7x	65.8x	52.4x	N/M	N/M	N/M	20.0%	19.2%	20.1%	20.0%	25.4%	37.8%	0.1x
XPENG ¹	74,004	71,305	N/M	32.0x	17.6x	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	(70.1)%	(14.7)%	(0.2)%	81.7%	N/M	N/M	N/M
NIO ¹	61,088	60,117	23.5x	11.4x	7.0x	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	(22.0)%	(4.6)%	3.8%	62.3%	N/M	N/M	N/M
LI AUTO ¹	57,106	54,536	38.7x	20.3x	11.0x	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	(5.8)%	0.2%	6.3%	84.6%	N/M	N/M	N/M
NIKOLA	7,556	6,604	N/M	N/M	26.0x	N/M	N/M	N/M	N/M	N/M	0.9%	N/M						
Average			26.9x	19.1x	14.4x	92.7x	65.8x	52.4x	N/M	N/M	N/M	(19.5)%	0.0%	7.5%	62.1%	25.4%	19.4%	0.1x
Median			23.5x	16.5x	11.0x	92.7x	65.8x	52.4x	N/M	N/M	N/M	(13.9)%	(2.2)%	5.0%	72.0%	25.4%	19.4%	0.1x
4. FAANG																		
APPLE	2,165,662	2,198,274	7.7x	6.7x	6.4x	27.6x	23.1x	22.2x	36.2x	30.8x	29.3x	27.9%	29.1%	28.7%	5.7%	4.2%	5.2%	0.4x
AMAZON.COM	1,653,395	1,681,957	4.2x	3.6x	3.1x	29.7x	23.9x	18.9x	90.3x	68.3x	47.6x	14.3%	15.1%	16.3%	16.8%	26.5%	43.7%	0.6x
ALPHABET	1,288,371	1,178,910	6.3x	5.2x	4.5x	17.7x	14.6x	12.6x	34.6x	29.4x	25.4x	35.8%	35.8%	35.8%	15.9%	15.9%	15.7%	(2.2)x
FACEBOOK	830,088	783,515	8.9x	7.2x	6.0x	17.1x	14.8x	12.3x	29.5x	26.1x	21.2x	52.1%	48.6%	48.6%	19.9%	19.8%	23.3%	(1.3)x
NETFLIX	229,386	239,540	9.2x	7.8x	6.7x	45.6x	36.8x	27.9x	77.6x	52.9x	38.4x	20.2%	21.2%	24.0%	16.5%	31.9%	37.9%	0.7x
Average			7.3x	6.1x	5.3x	27.6x	22.6x	18.8x	53.6x	41.5x	32.4x	30.1%	29.9%	30.7%	15.0%	19.7%	25.2%	(0.4)x
Median			7.7x	6.7x	6.0x	27.6x	23.1x	18.9x	36.2x	30.8x	29.3x	27.9%	29.1%	28.7%	16.5%	19.8%	23.3%	0.4x

Tesla: 類似企業との販売台数当たりEVの比較

Tesla及び主要類似企業の販売台数当たりEVマルチプル

販売台数あたりFV比較(万円)



Tesla株式のバリュエーションに関する強気な見方

	2019A		2030E
Units	368k		7.5mm
<i>% share</i>	0.5%		8.0%
x ASP	\$55k		\$40k
Revenue	\$20bn		\$300bn
<i>Gross margin %</i>	17%		30%
<i>EBIT margin %</i>	3%		20%
<i>% EBIT from software</i>	10%		40%
Net income	\$0.5bn		\$45.0bn
Multiple	N/M		20.0x
Market cap	\$180bn		~\$900bn

Today's fully diluted market cap: \$568bn

目次

	ページ	
1	SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2	SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
3	ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
4	真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5	資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
	■ Tesla株に見る株式市場のダイナミズム	29
	■ 株式市場を活用したM&Aプラットフォームの活用	33
6	添付	39

本邦における上場子会社の現状

海外と比較して本邦の親子上場の件数は突出して高い(2019年度に259社)が、近年はCOVID19の感染拡大による全体最適を目指す流れや、コーポレートファイナンスを重視する市場の意向を受けて、親子上場解消が加速

「親子上場」解消加速、20年度はや15社 市場圧力強く

親会社とその子会社がともに上場する「親子上場」を解消する機運が高まっている。2020年度は上場子会社が少なくとも15社減の見通しだ。NTTがNTTドコモを完全子会社にするなど大がかりなグループ再編が相次ぐ。企業統治の足かせになりかねない親子上場に対する市場の圧力も強まっており、親子関係の見直しが広がる可能性があるという。

NTTとドコモに先行し、20年度に入ってからソニーが金融子会社ソニーフィナンシャルホールディングス、伊藤忠商事がファミリーマートの株式公開買い付け(TOB)に踏み切った。20年度の親子上場の解消は早いペースで進んでいる。日本経済新聞社が集計したところ、9月末時点で今後の予定も含め15社。中でも上場親会社による実質的な完全子会社化は12社と、すでに前年度の実績に並ぶ。

NTTの澤田純社長は9月29日の記者会見で、上場子会社ドコモについて「少数株主の権利やベネフィット(便益)を重視すると、議論や意思決定に時間がかかる」と問題点を指摘した。NTTグループ全体にとって望ましくても、ドコモの株価が下がり少数株主にしわ寄せがいく経営戦略は取りにくいからだ。親子上場は子会社の成長資金の調達のほか、上場企業としてのステータスやブランド、従業員の士気向上などが狙いだ。上場企業同士のM&A(合併・買収)も被買収会社の上場維持を条件にすることがある。

世界的にみても日本に特有のグループ形態で、野村資本市場研究所によると、親子上場の子会社数(中間持ち株会社の傘下の孫会社など除く)はピークの06年度末に417社と上場企業の2割近くを占めていた。その後、19年度末には259社と上場企業の約7%に減ったが、海外と比べると突出して多い。経済産業省によると、米国市場では上場する親会社が50%以上の株式を持つ上場子会社は1%にも満たない。

もともと、日本でもここ数年、親子上場のデメリットが意識されることが増えた。たとえば19年にはヤフー(現・Zホールディングス)が子会社のアスクルの通販事業「ロハコ」をめぐるアスクル経営陣と対立。最終的に同経営陣を解任する事態に発展すると、少数株主保護の観点からも批判を浴びた。一方で上場子会社の発言力が強ければ、グループ経営が非効率になりかねず、「親会社の企業価値をディスカウントする」(海外機関投資家)という面も指摘されてきた。

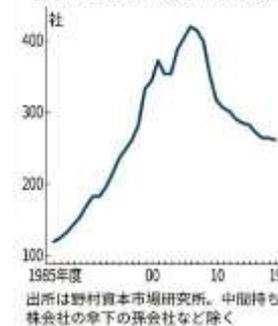
ここにきて親子上場の解消が加速してきたのは、新型コロナウイルス禍を乗り切るためにグループの「全体最適」を目指す動きが広がったのが一因だ。ソニーはソニーフィナンシャルの完全子会社化について「流出している利益を取り込み、そのうえでソニーのテクノロジーを生かす」(吉田憲一郎社長)と説明した。

もうひとつはコーポレートガバナンス(企業統治)を一段と重視するようになった市場からの圧力だ。上場子会社については、少数株主の権利を守るための独立性が厳しく問われる。議決権行使助言会社の米ISSは20年2月から上場子会社の独立社外取締役が3分の1未満の場合は経営トップ選任に反対を推奨している。アセットマネジメントOneなど機関投資家も議決権の行使基準を見直した。

ストラテジックキャピタルは20年6月の東の総会で、上場子会社を維持する合理的理由や統治体制の実効性を審議し、開示するよう株主提案で迫った。来春に予定されるコーポレートガバナンス・コード(企業統治指針)の改訂でも、グループ経営のあり方が焦点のひとつになっている。

野村資本市場研究所の西山賢吾主任研究員は「グループ戦略上、子会社をどう位置づけ、なぜ上場させるのかといった説明責任が重視される」と指摘する。親子上場の解消を起点とする日本企業のグループ再編の芽は少なくない。

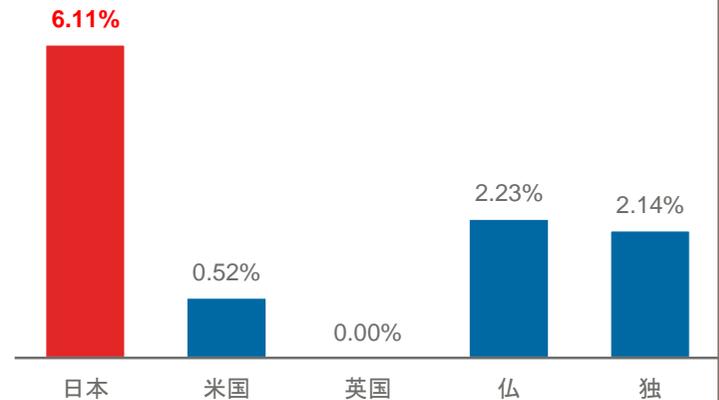
親子上場する上場子会社の数



大型の「親子上場」解消が相次ぐ

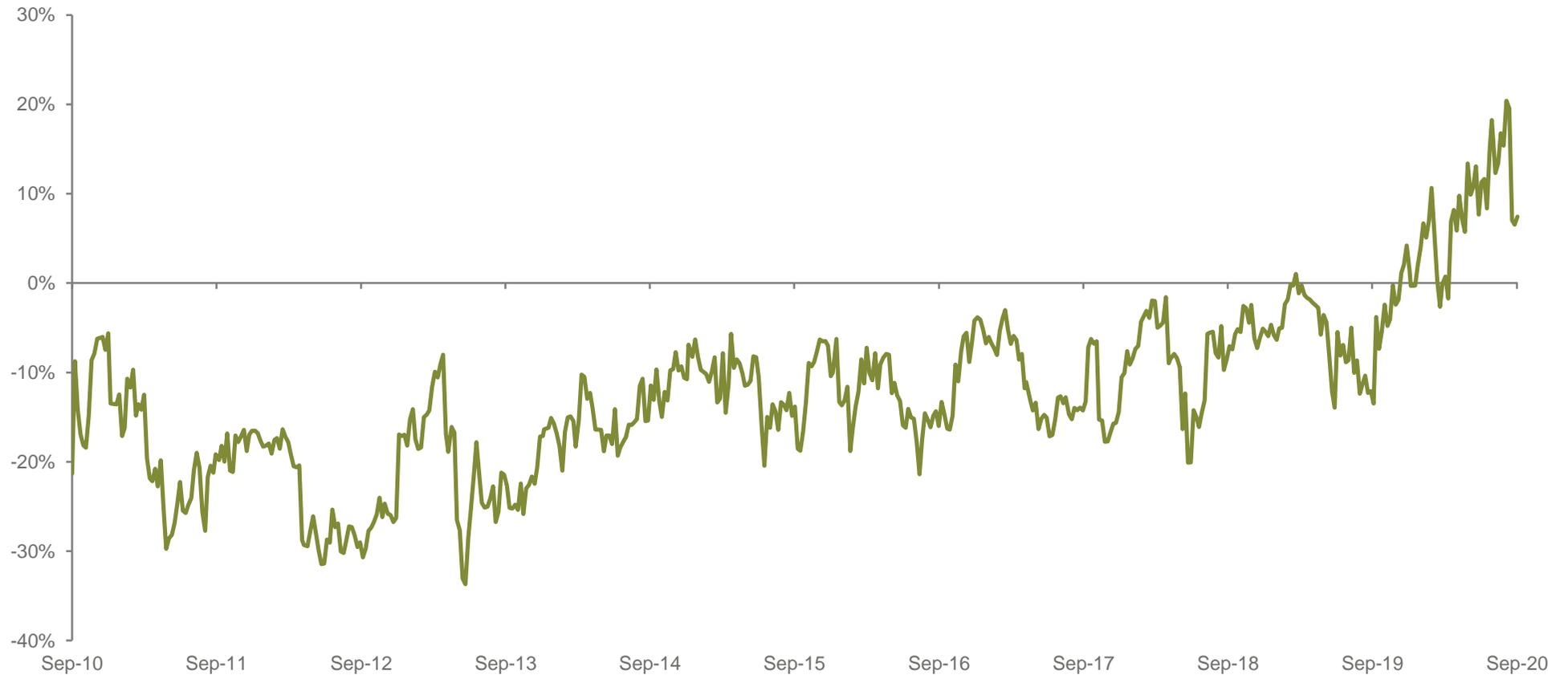
上場子会社	親会社
NTTドコモ	NTTが9月30日からTOB開始
ファミリーマート	伊藤忠商事のTOBが8月成立、非上場化へ
ソニーフィナンシャルHD	ソニーのTOBが成立、8月上場廃止
LIXILビバ	LIXILグループが売却、10月上場廃止
日立化成	日立製作所が昭和電工に売却、6月上場廃止

国別の上場会社総数に占める上場子会社の割合¹⁾



上場子会社における流動性及びマルチプルの推移

対象上場子会社の相対マルチプル(FV/EBITDA FY1)は近年上昇傾向¹



注: 対象上場子会社(60社)は、日本の市場に上場している時価総額\$1bn以上の企業で、かつ単一の株主が50%以上を保有している企業(対象企業)

¹相対マルチプルは、翌年度のコンセンサス予想に基づくFV/EBITDA倍率とその類似企業のFV/EBITDA倍率の差で表示(中央値)

上場子会社を「買収プラットフォーム」として活用し事業ポートフォリオを変革

課題

- 多角化した大企業の多くが、既存のコア事業以外の領域でのM&Aの執行にあたり、以下のような共通の課題を抱えている
 - 買収ターゲットのバリュエーション水準が自社のバリュエーションを大きく上回る
 - DNA / カルチャーが異なる買収ターゲットの執行
 - 買収通貨がなく、現金による買収を余儀なくされる
- 高いバリュエーションの成長事業を買収すればするほど、現金が不足する悪循環

解決方法

- 上場買収プラットフォームにより上記の課題を解決
 - 買収ターゲットと類似した独立したバリュエーションの付与された事業体を確保
 - “company within the company”として、独自のブランドやDNAを保持
 - 買収通貨として株式を活用でき、資金調達も可能
- 上場買収プラットフォームは、通常の上場手続き、リバースIPO, 部分スピンオフ(日本では不可)で実現可能に

最近の事例

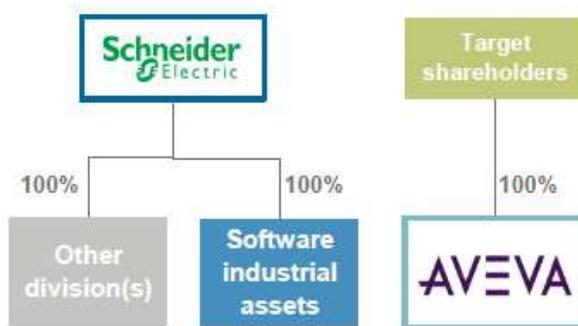
- 2020年に発表された主な事例
 - Schneider / AVEVA / OSISOFT
 - Siemens / Siemens Healthineers / Varian
 - Atos / Worldline / Six + Ingenico
- 少し前の事例
 - DELL / EMC / VMware

Case study: Schneider によるAVEVA (UK上場)を活用したM&A

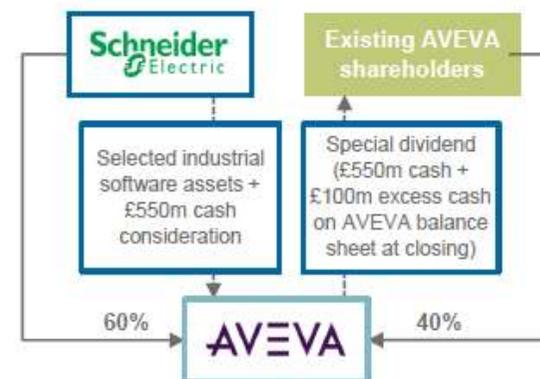
Context and rationale

- Schneider Electric's industrial software assets contribution to AVEVA announced in 2017 created a global leader with scale, generating substantial synergies
- Allowed Schneider Electric to create a separately listed industrial software vehicle to be used to execute an ambitious repositioning of the Group industrial software activities
- Schneider Electric assets within a diversified company were contributed at trading multiple of AVEVA at that time (c.17x), significantly above parent trading levels
- The new Acquisition Platform allowed the \$5bn OSIsoft acquisition notably through:
 - A small issuance of shares to the seller who had expressed willingness to own directly AVEVA stock
 - An equity issuance at AVEVA level (rights issue) at multiples in line with price paid to Target
- Acquisition multiple of 32.9x EV / Adj. LTM EBIT broadly in line with AVEVA's multiple (vs. c.19.5x for Schneider Electric)
- Governance rights given to seller (Chairman Emeritus status)
- Schneider will maintain its control over the combined business by subscribing pro-rata to the rights issue

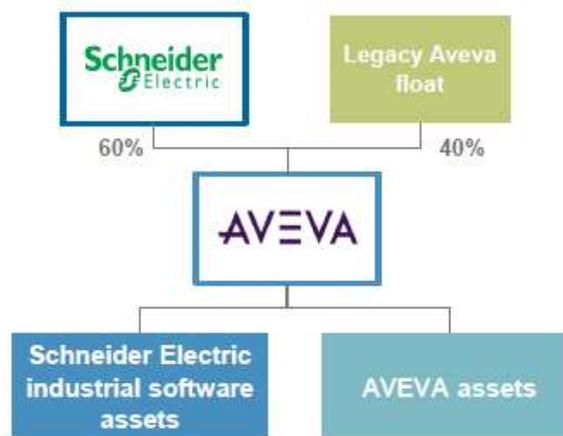
A Before initial transaction



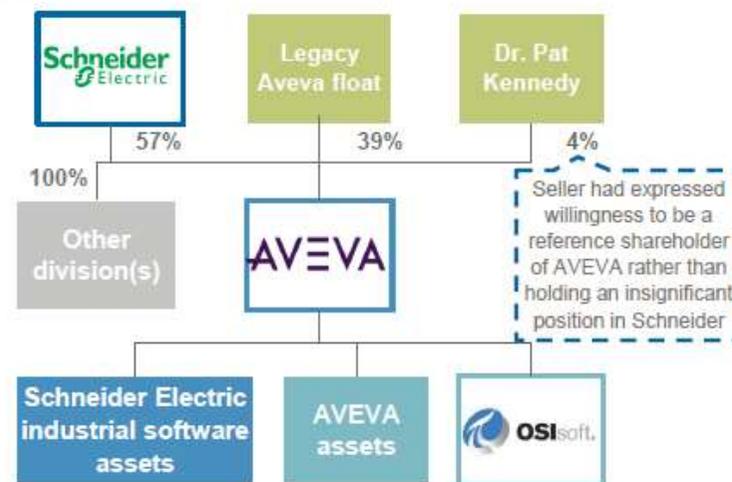
B 5-Sep-17: Combination structure announced



C 1-Mar-18: Completion of combination



D 25-Aug-20: Acquisition of OSIsoft



Case study: Schneider によるAVEVA (UK上場)を活用したM&A (続き)

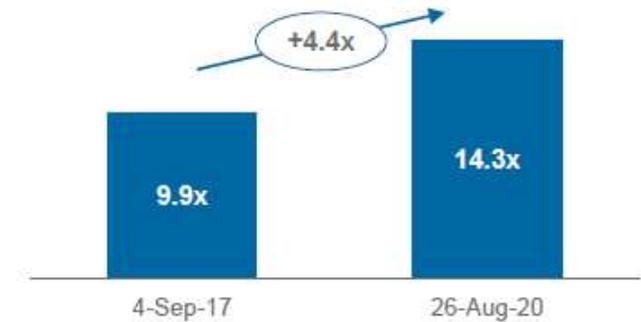
Share price performance since contribution (rebased to Schneider Electric)

Performance	Since 4-Sep-17	L2Y	LY	L6m	L3m
Schneider Electric	55.8%	54.6%	45.4%	10.5%	24.8%
AVEVA	320.2%	86.1%	33.7%	4.3%	27.5%
CAC 40	(1.1%)	(7.1%)	(5.7%)	(11.2%)	9.6%
FTSE 250	(7.5%)	(13.4%)	(6.3%)	(19.2%)	4.0%



Multiple accretion over time

Schneider Electric's EV/NTM EBITDA



AVEVA's EV/NTM EBITDA



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に不可欠。WACCを上回るROICの創出こそが重要（成長指標としてのEVAスプレッドが重要）

3

真のKPI

- 財務KPIは結果に過ぎない。「カタ」を習得したうえで、戦略的資産を重視した経営と発信を

4

資本市場の活用

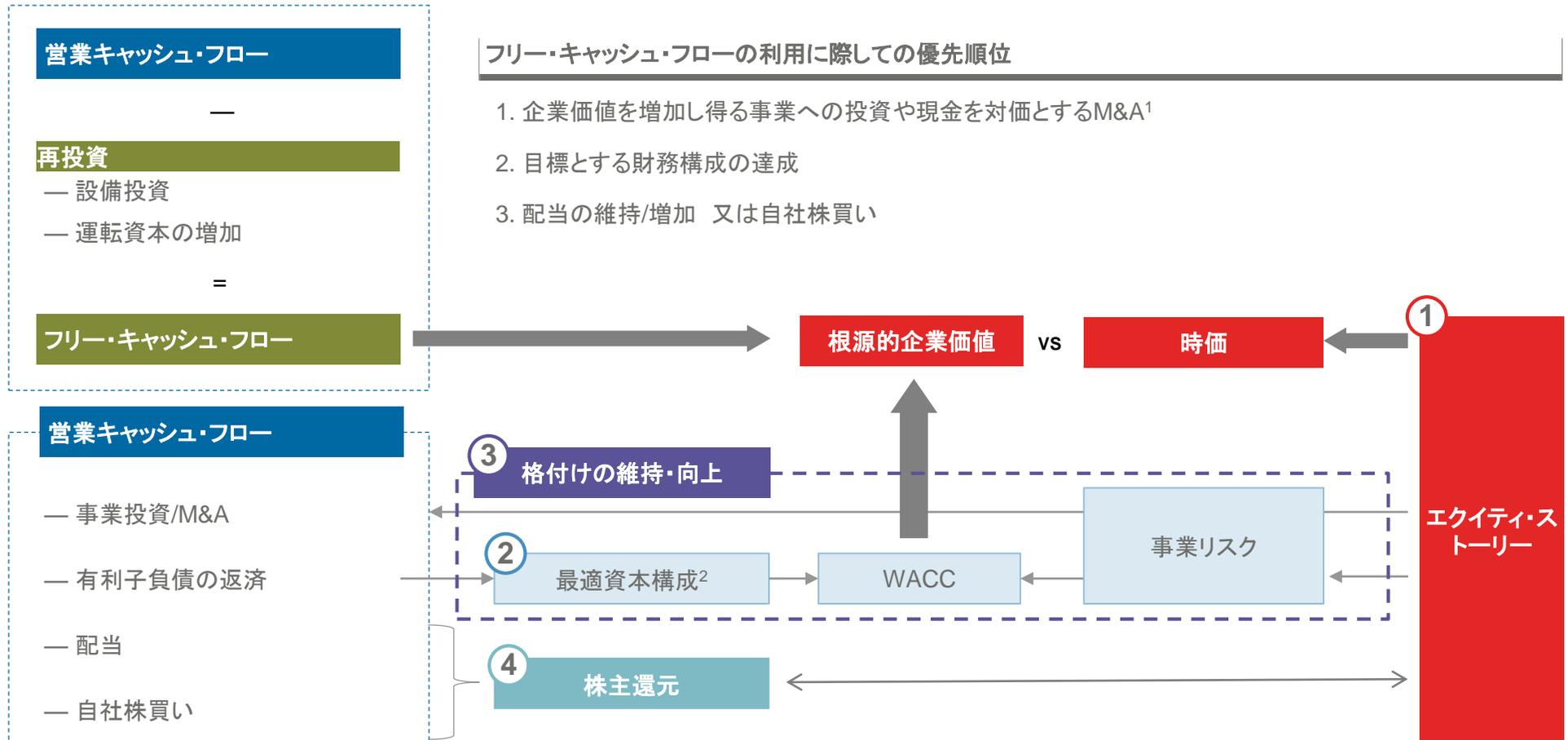
- Value Unlockのみならず、Value Creationを実現するためのエクイティ・ストーリーの構築と資本市場の活用を

目次

	ページ
1 SONYの経営パフォーマンス:SONYから学ぶ企業価値創造ストーリー	1
2 SOTP分析:バリュエーション・マルチプル拡大による企業価値拡大	3
3 ROIC経営:外様マネジメントがいかに経営改革を断行したか	12
4 真のKPI:財務KPIの意義と限界	23
5 資本市場の活用:市場は鏡のみならず、実像を変え得る存在	29
6 添付	39

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



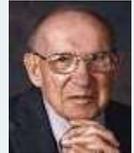
¹ WACC(加重資本コスト)以上のリターンが期待できる事業及びM&Aへの活用;² 目標とするクレジット・レーティングを維持することも肝要

「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)¹

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」

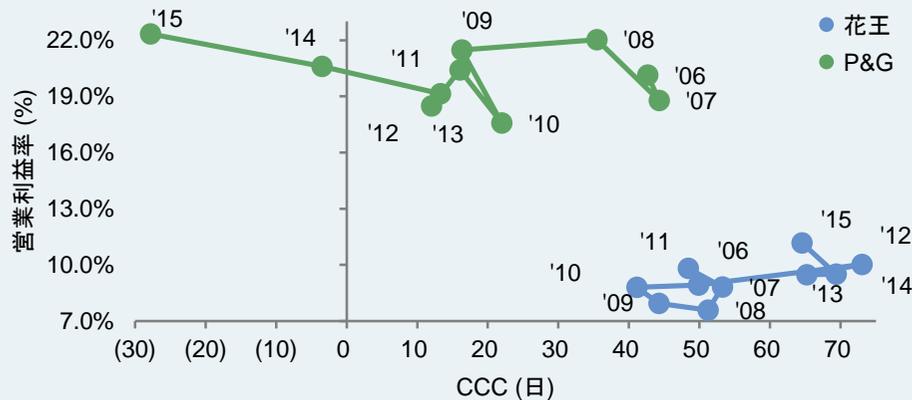
- 製品には通常、何らかの「保証」(ギャランティー)が付されている。(中略)ところが、「株式」という商品にはそうした「保証」が基本的に何ら付されていない。にもかかわらず投資家は株式を購入する。投資家が株式を購入するインセンティブは (中略)「期待」である。そうした「期待」を裏切られれば、株主は失望や不満を株主総会等で表明し「ボイス(voice)」、あるいは資本市場で現金化「エグジット(exit)」する。つまり、企業は株主の「期待」と「失望」と背中合わせなのである。



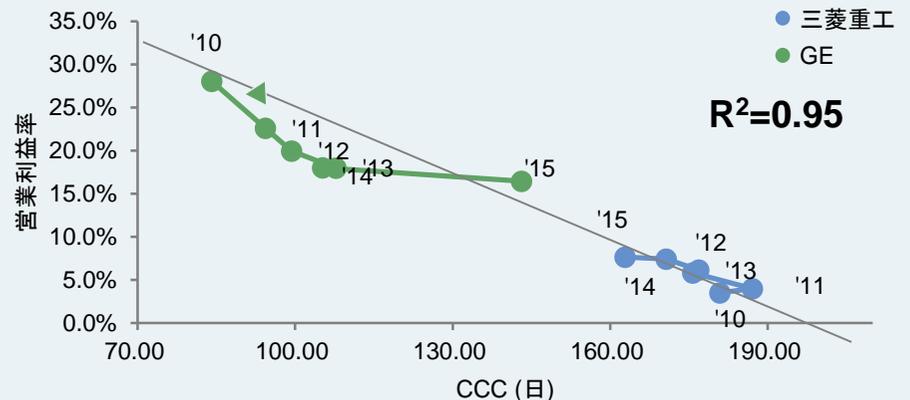
¹ 創業以来48年連続増収増益を達成

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

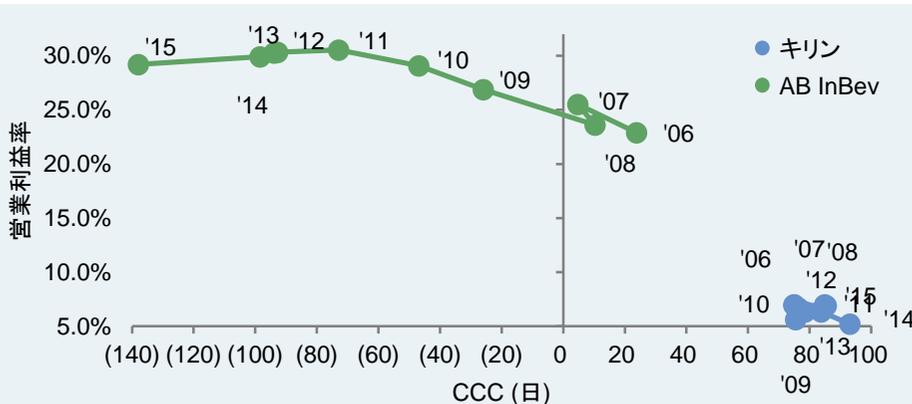
CCCと営業利益率との相関(花王vsP&G)



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

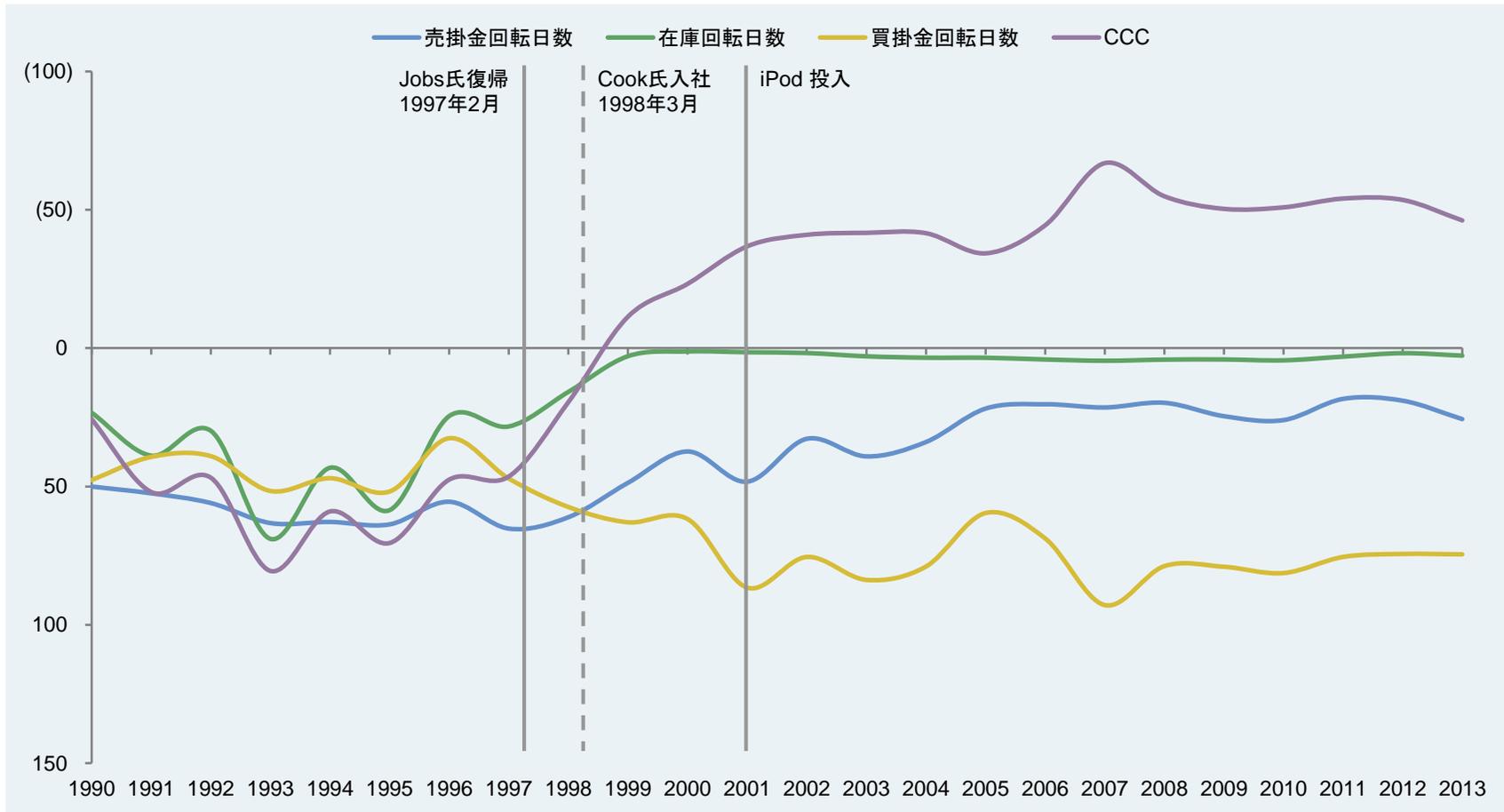
- ・ SBU毎にCCC目標を設定 定期的にフォローを実施中
- ・ サプライチェーン、業務プロセス及び工場管理等の見直しに加え、拠点や工場の再編等の対策を強力に推進中



AppleのCCC:アップルのビジネスモデルはi-Pod投入までに完結していた



Inventory Cycle



出所:社内資料