



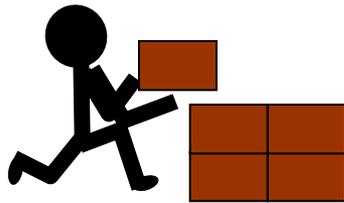
価値創造のIRに向けて

2021年2月10日

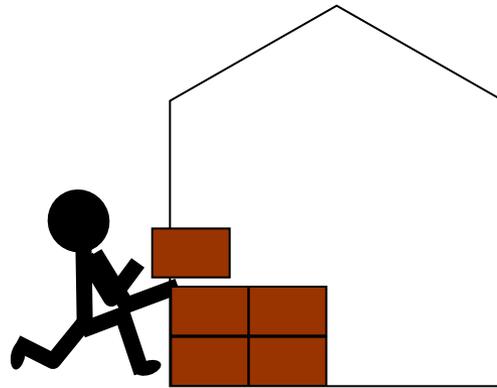
バリュークリエイト
佐藤明

はじめに…

レンガを積む



家を建てる



笑顔あふれる家を作り
豊かな社会を創る



豊かな社会と明るい未来のために

自己紹介です

【経歴】

1987年一橋大学商学部卒 竹内弘高ゼミ（競争戦略） 卒論「日本的M&Aの考察」
1987年野村證券グループ入社、以後1989年に同社証券アナリスト。
総合重機械、運輸などを担当し、国内外の機関投資家向けに投資情報を提供。
日経金融新聞（現日経ヴェリタス）アナリストランキングでは、29歳で企業総合部門で1995年第1位、
1994年～2000年同造船・プラント部門 7年連続第1位。キャピタルグッズチーム・リーダー。
2000年2月よりIT業界に特化した投資調査会社で調査部長。
2001年5月、バリュークリエイト設立（現任）
富士製薬工業（東証1部） 社外監査役など

- EN Asset Management（ヘッジファンド）、あすかコーポレートアドバイザー（エンゲージメントファンド）、レオスキャピタルワークス（成長株ファンド） 社外取締役、コモンズ投信株式会社（長期投資） 取締役を経験
- ベンチャーキャピタル：2社上場
- デジタルハリウッド大学准教授（コーポレートコミュニケーション論）、東京理科大学MOT大学院非常勤講師
- WICI理事、ベーシックレポートアワードコミッティー、IRグッドビジュアル賞発起人
- ローソン調査部長、丸井グループ調査部長（現任）、味の素調査部長（現任）
- 選曲家

【活動】

上場企業複数社のアドバイザー
東京証券取引所、日本IR協議会などゲスト講師、プロネスサク社顧問、同社主催の「IR基礎講座」担当
「企業価値評価の基本と仕組みがよ〜くわかる本」執筆

私のバックグラウンドです

師

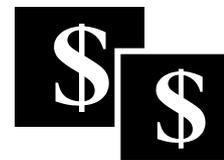
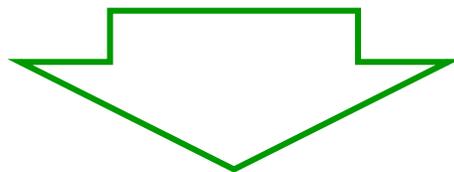


心の師



私の想いです

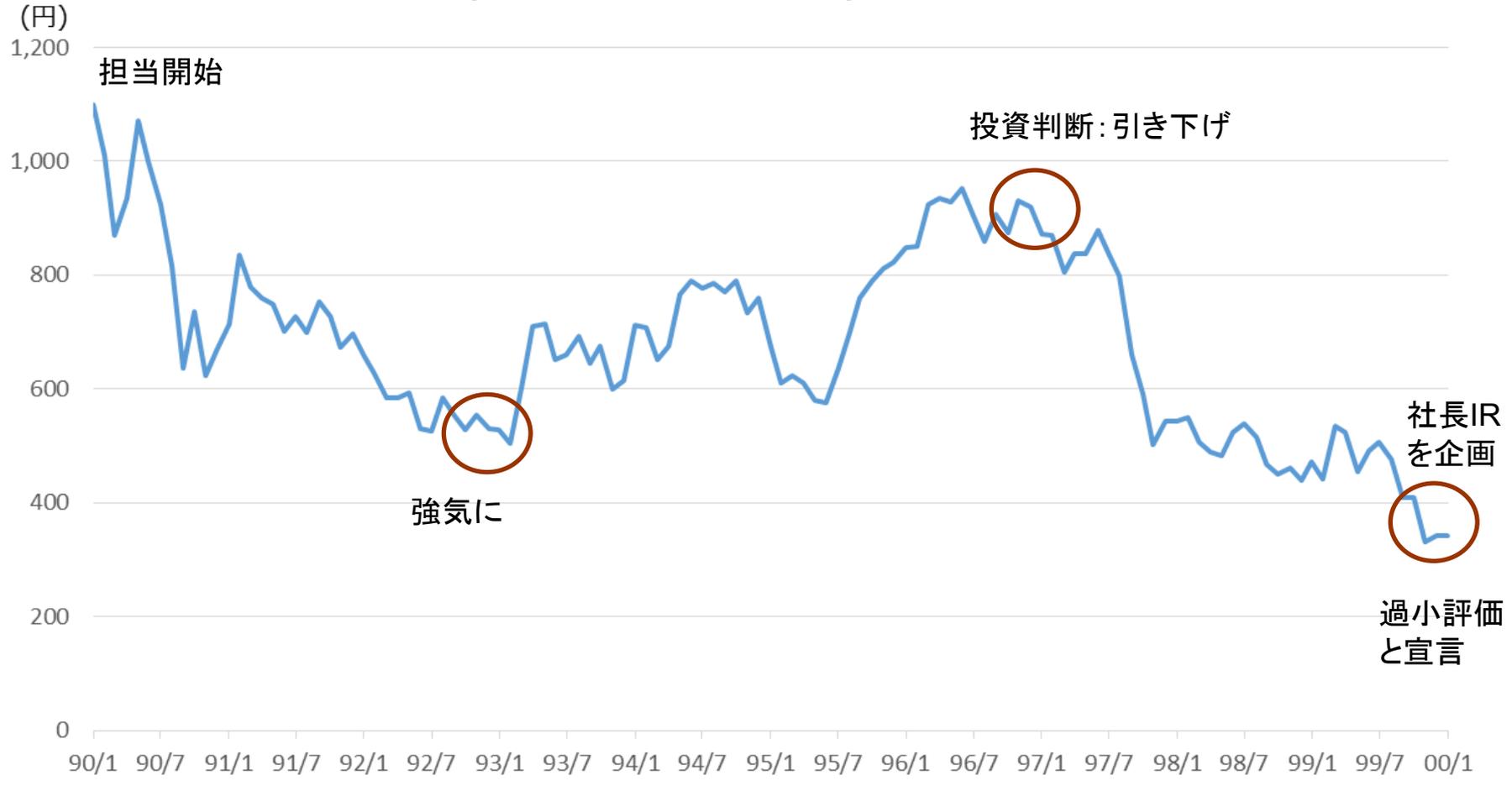
株式市場は市場参加者ひとりひとりの知恵と勇気
と想いで良い企業を応援する仕組みです。
投資基準は、人それぞれです（多様性が重要です）。
良い企業にお金提供されれば、
その企業が素晴らしいサービスや製品、
そして雇用を生み、税金を納めます。



リスクを取った投資家は報われ…
…豊かな社会、明るい未来が実現します
→企業を等身大で伝えるIRの役割は大切です

アナリスト時代の実績

③ 三菱重工業 株価推移(1990年-2000年1月)



他のアナリストと何が違ったのか？

私

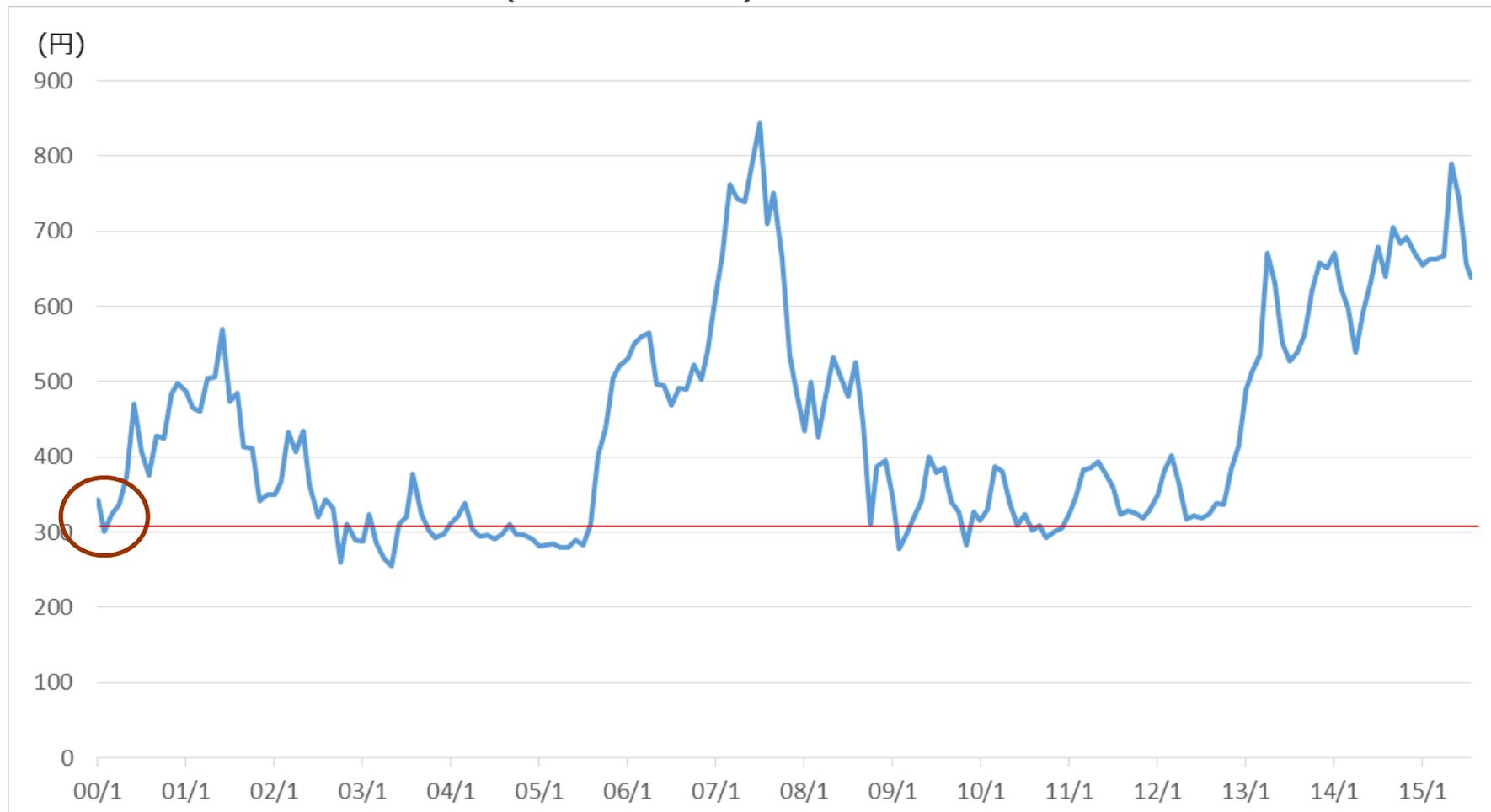
- ③ 経営者と対話
- ③ エンジニアと対話
- ③ 年間50工場を訪問
- ③ 世界の競合を調査
- ③ 四半期を追いかけてなかった
- ③ アニュアルレポートマニア
- ③ 世界の投資家と対話
- ③ 他のアナリストと対話

多くのアナリスト

- ③ 決算説明会重視
- ③ IR担当者取材
- ③ 本社会議室を訪問
- ③ 国内企業を比較
- ③ 四半期業績重視
- ③ 決算短信・月次数値フォロー
- ③ エクセルシートに没頭
- ③ 自分の城（業種）に籠りがち

アナリスト時代の実績（その後）

① 三菱重工業 株価推移(2000年1月-)

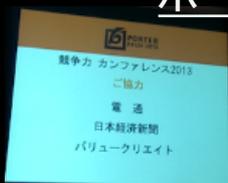


バリュークリエイトの紹介

バリュークリエイトは
企業価値創造のサポートをする会社です。

- ◆ 2001年創業の会社です。
- ◆ お客様は、大企業からスタートアップのベンチャーまで様々です。
- ◆ 企業価値創造をテーマに様々なサービスを提供しています。
- ◆ 日本発世界のビジョナリーカンパニーの企業価値創造を応援します。
- ◆ 財務諸表に載らない資産（見えない資産）を重視します。
- ◆ 企業価値を創造し、価値を正しく伝えていくお手伝いをします。

ポーター賞をサポート



経営戦略の優良企業を表彰する
「ポーター賞」を応援しています。



IIRCに投資家として参加



IIRCのインベスターネットワークに参加しています。
日本からの参加は、ニッセイアセットと弊社のみです。

バリュークリエイトのパートナー

アナリスト



- 元野村証券トップアナリスト
・アナリストランキング
企業総合部門第1位
- 資産運用会社 取締役歴任
- 富士製薬社外取締役など

クリエイティブ・ディレクター



- 元上場会社の経営者
エルゴ・ブレインズCOO
<現スパイア>
- 大手広告代理店出身
(株)アサツ・ディケイ

日米公認会計士



- 元アーサーアンダーセン
日米公認会計士
・9年間米国会計士事務所に
勤務
・慶応ビジネススクール講師
・SUMCO社外取締役

アドバイザーの実績例①



- 経営者との定期的な対話
- 中期経営改革作成支援
- 四半期ごとの説明会資料の作成とフィードバック
- 企業価値の視点の導入
- アドバイザリーボードMTGに出席
- 資本政策のアドバイス

アドバイザーの実績例②



- 経営者との定期的な対話
- 中期経営改革作成支援
- 企業価値の視点の導入
- 統合報告書監修
- 投資・調査
- 資本政策のアドバイス

アドバイザーの実績例③



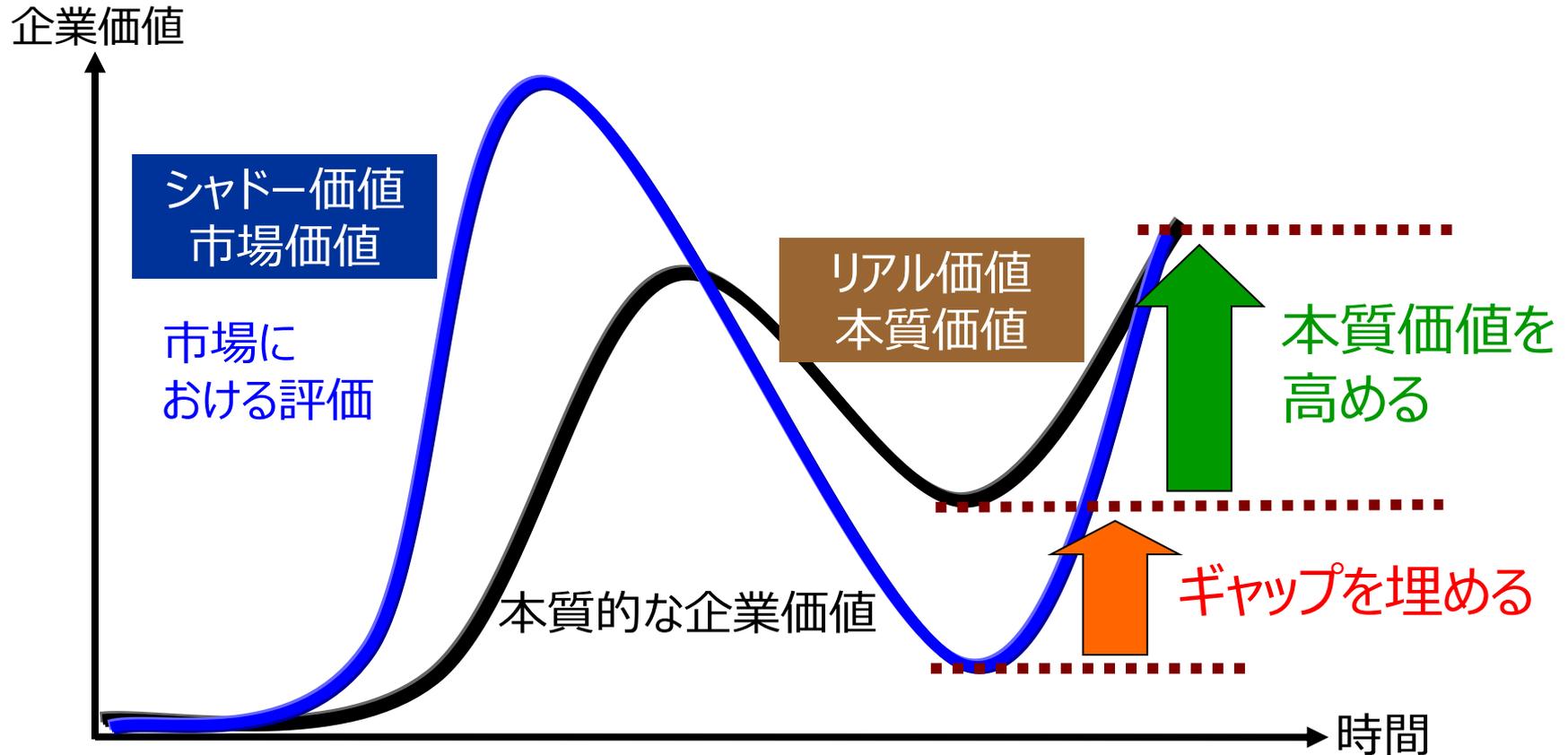
- CEO、CFOとの定期的な対話
- 中期経営計画作成支援
- アドバイザリーボードMTGに出席
- 企業価値の視点の導入
- 資本政策のアドバイス
- M&Aアドバイス
- 意思決定のためのリサーチ

アドバイザーの実績例④



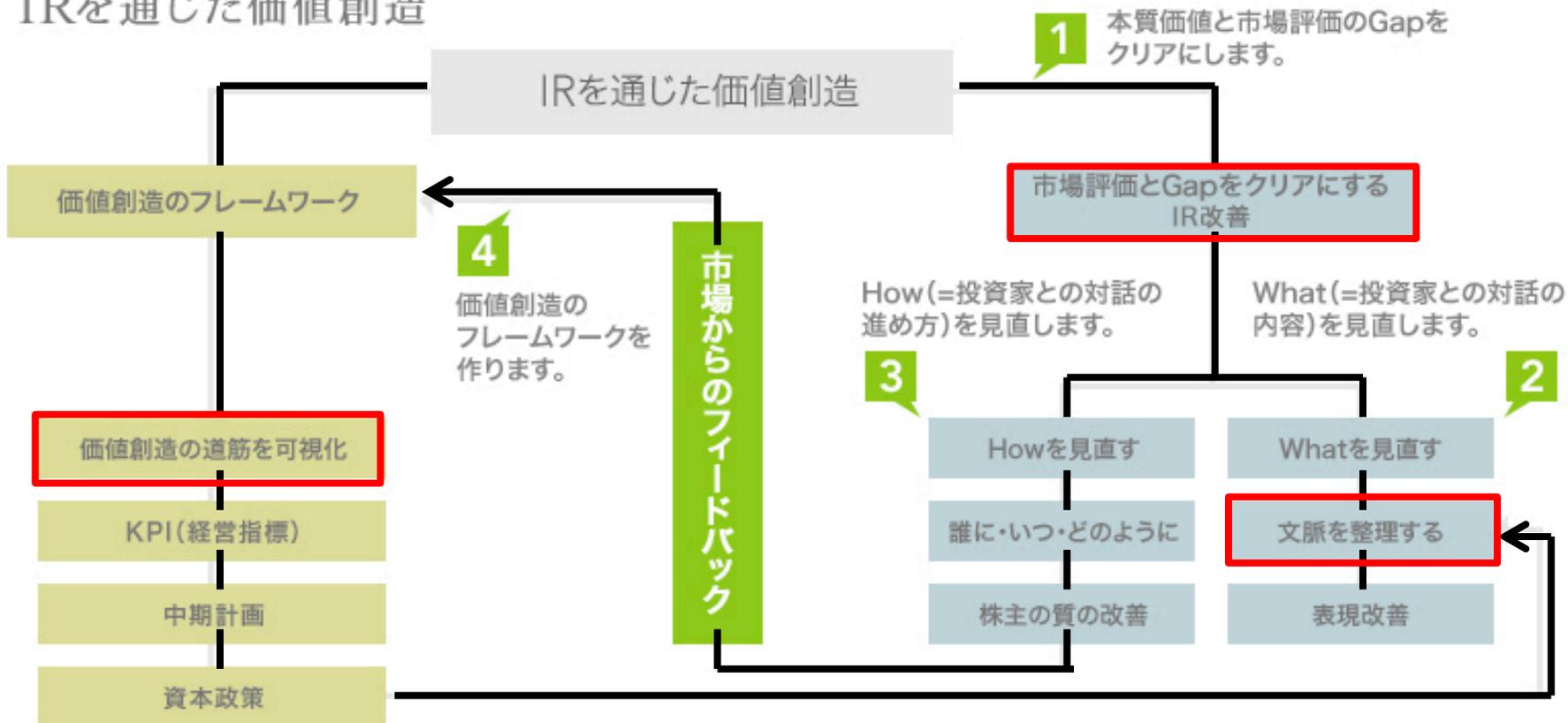
- 初めの数年はCEO、CFO、IR担当者との定期的な対話
- 半期ごとの説明会資料作成とフィードバック
- 企業価値の視点の導入
- グローバル会議に出席
- 中期経営計画発信支援
- 資本政策のアドバイス
- アニュアルレポートの制作

価値創造の2つのステップ



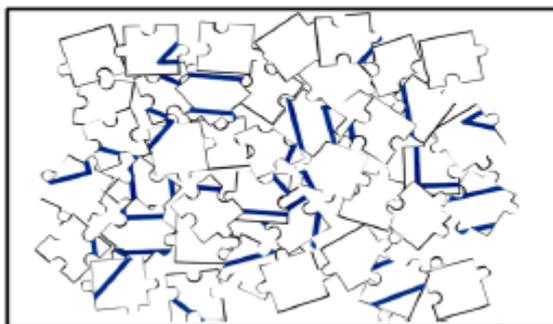
企業価値創造のフレームワーク

IRを通じた価値創造



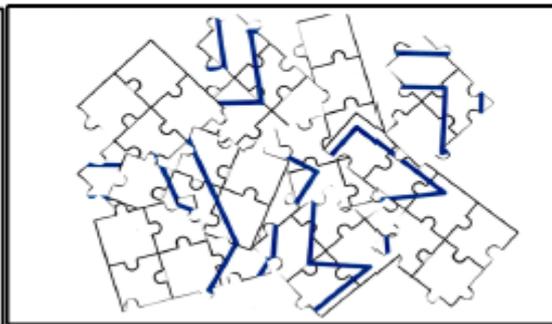
価値創造の道すじの見える化

【図A】
結合性ゼロ



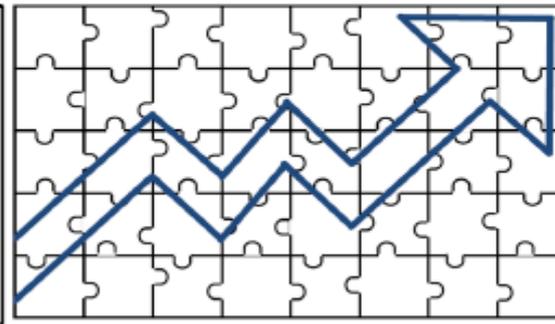
ピースの数=40

【図B】
部分的な結合性あり



ピースの数=40

【図C】
全体的な結合性あり

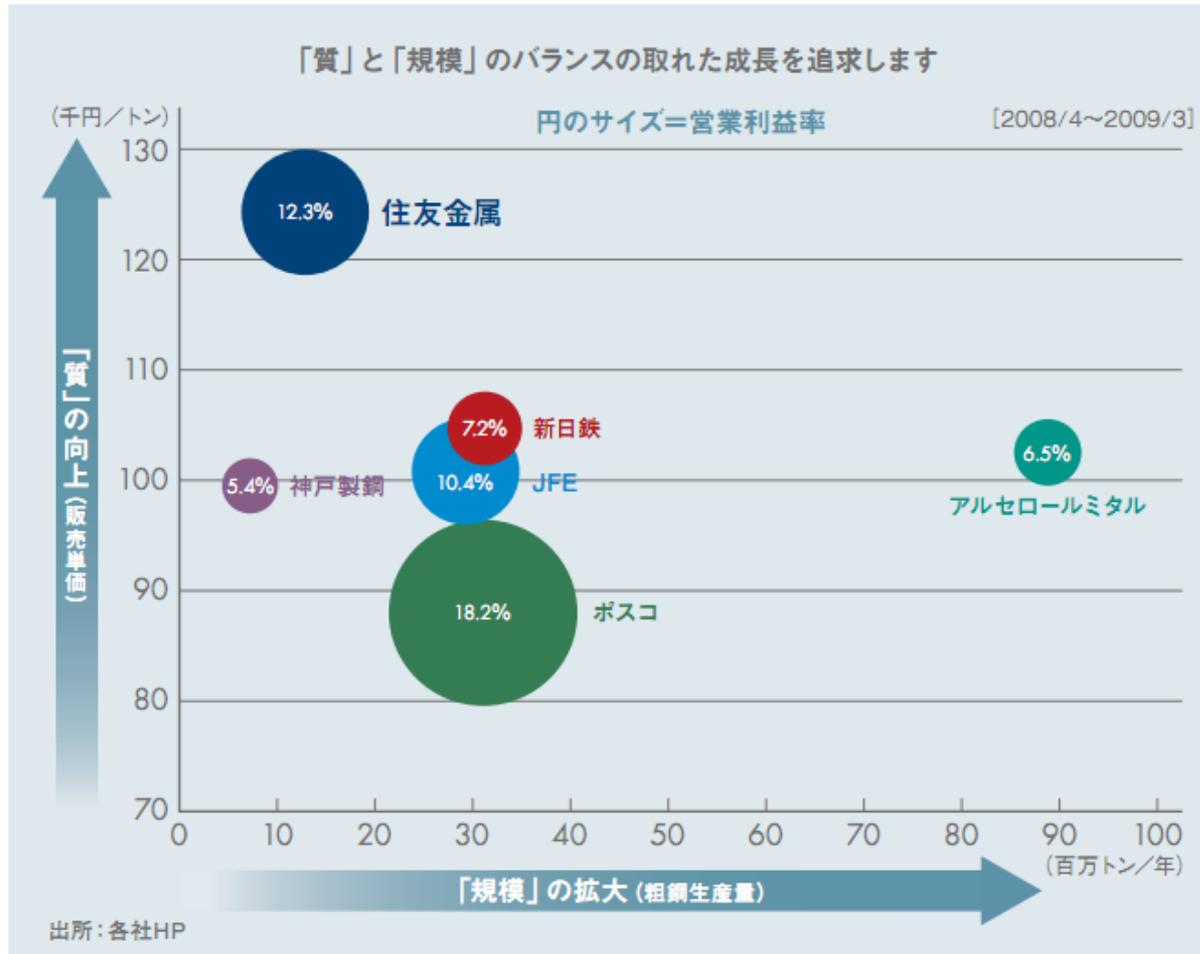


ピースの数=40

(出所) WICI三代まり子氏資料より

本質的な価値を考え、文脈が見える化

価値創造の文脈を整理 & 表現する



国内・海外の競合と比較することで自社のポジショニング、実績を表現

IRの仕事について

① 中期的なIRの目的

- ③ 中期的な**企業価値の創造**を貴社のマネジメント、投資家と共に考え、実現していくこと
- ③ 貴社と資本（＝リスクマネー）の提供者である**株式市場の参加者と円滑な対話を促進**することが最も重要である
- ③ 常に**等身大（＝フェアバリュー）**で評価されることが大切であり、過大評価も過小評価も望ましくない
- ③ 投資家（投機家ではなく）の視点を**社内にフィードバック**することも重要な役割

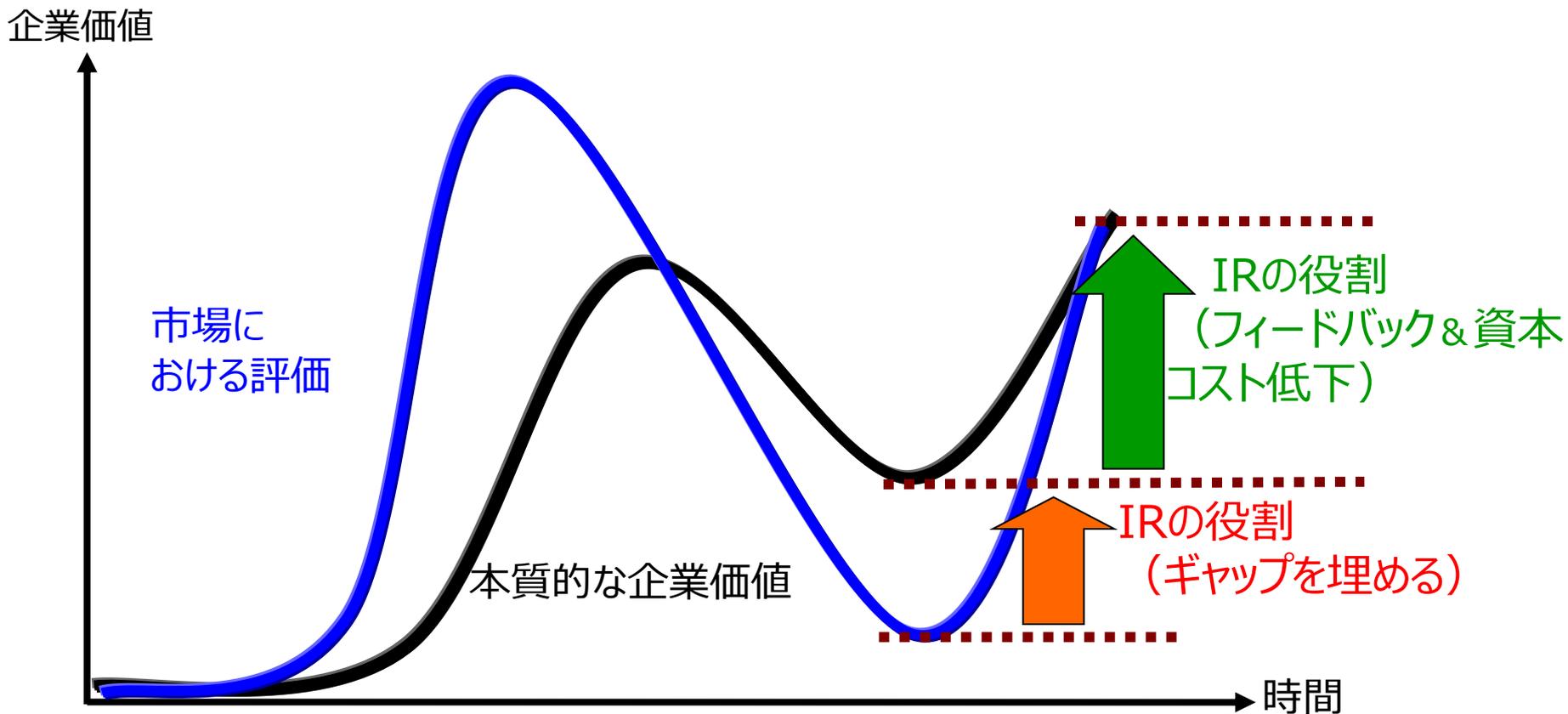
IRの仕事について

②なぜIRが必要か？

- ① 株主の質が経営の質を決めます
(短期的な株主中心では長期的な経営ができません)
⇒ 継続的なIRでサポーター株主を増やすことが必要です
- ② 株価が低迷した場合、顧客、取引先からの信用、従業員の満足度が下がり、本業に影響します
- ③ 過小評価されている場合、敵対的買収の対象になります
⇒ 継続的なIRを通じて、株価が等身大（本質価値）で評価されるようにする必要があります
- ④ 株主数が減少すると公開基準をクリアできなくなるリスクがあります ⇒ IRで個人株主を増やすことが必要です

IRの仕事について

③企業価値創造の2つのステップ



ギャップを埋めて本質的な企業価値を高めること！

資本コストを下げるには...

③ 事業のリスクを低くする

- コスト構造を変動費化する
- リスクが高く、リターンが低い事業から撤退する

IRから経営に
フィードバック

③ 投資家の理解を深め、信頼を得る

- 情報開示を改善する
- IRを強化する（説明会、アニュアルレポートなど）
- 信頼できる決算をする（対極はエンロン）
- 約束したことは守る = 業績予想は約束手形と考えましょう！
- 達成が難しい努力目標を業績予想にしない
 - ▶ 安易に業績予想の下方修正をしない

IRの役割

③ 資本構成を変える

- 適正な資本構成を考える
- 高コストの株主資本が多い場合、自社株償却、増配などを考える
- 株主の質を高める（IR活動を通じて）

IRから経営に
フィードバック

IRの役割が大きいです！



見えない資産のフレームワーク

5つの資産



お金やモノだけが資産ではないと考えます！

Quotation ARTHUR ANDERSEN "Value Code"

簡単に言うと

財務諸表

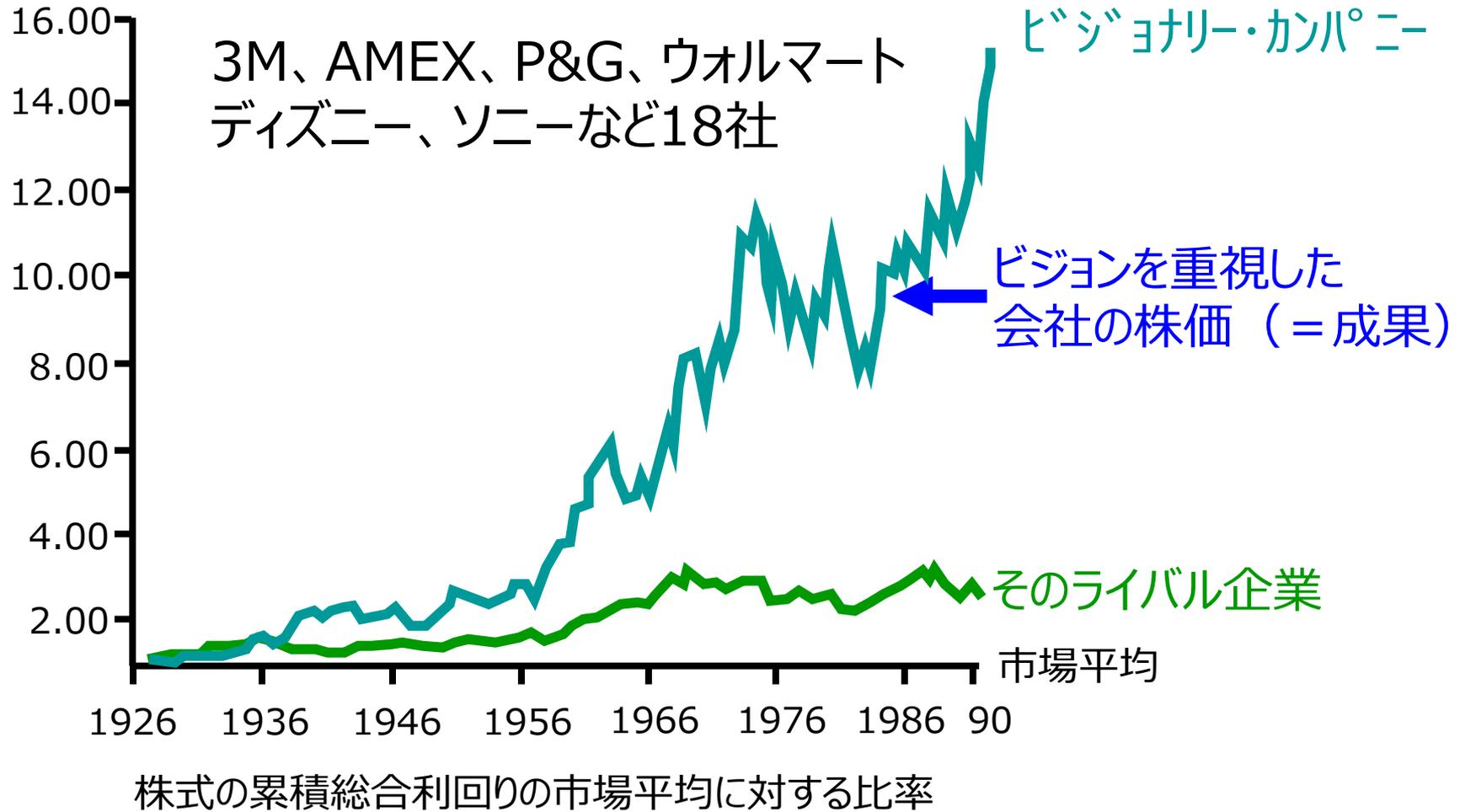


ここにこ

見えない資産

いきいき

組織資産の価値



出所：ビジョナリーカンパニー

組織資産の価値

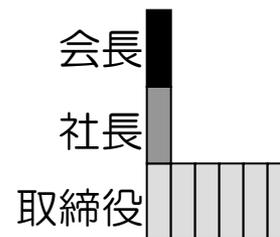
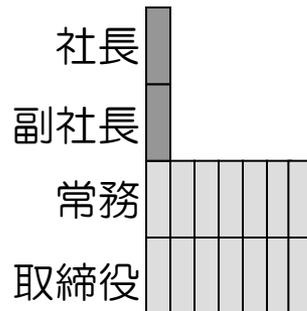
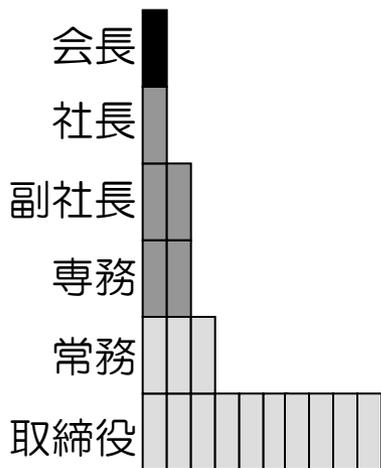
ガバナンスの評価例

93年6月

98年6月

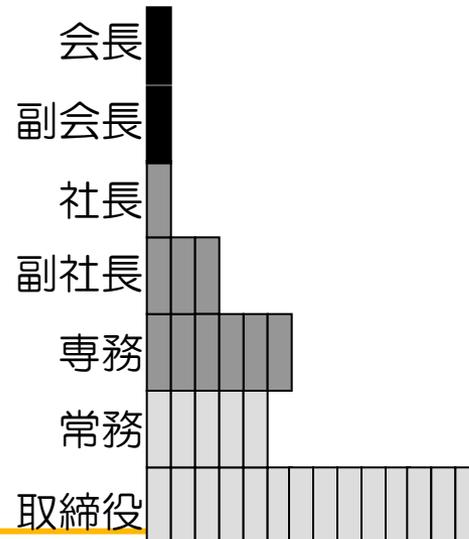
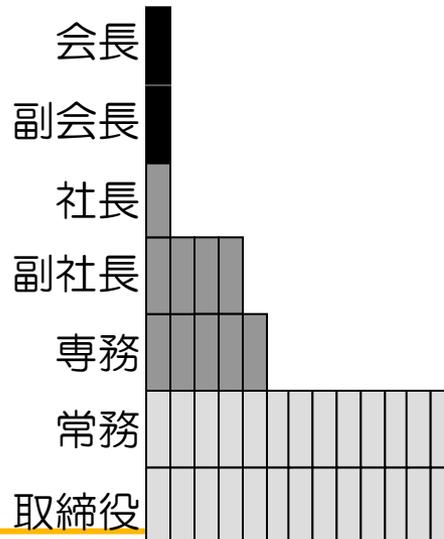
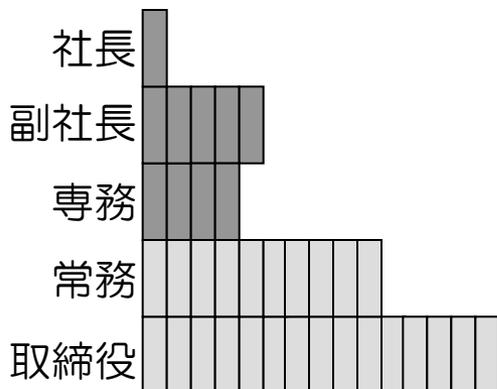
99年6月

A社



役員の数と階層からガバナンスと意思決定のスピードを推測できます

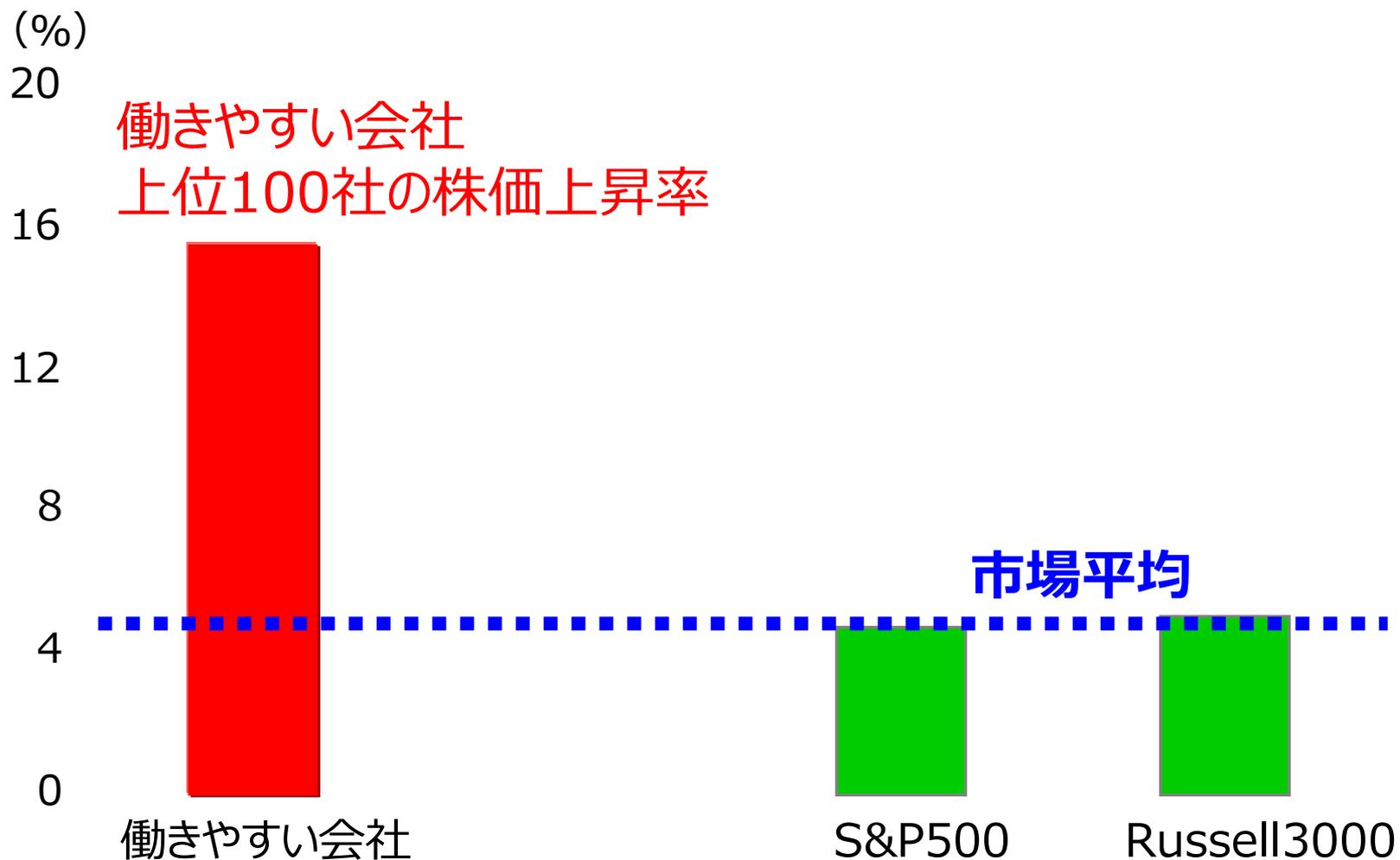
B社



組織資産の価値



人的資産の価値



GPTW : Great Place to Work : フォーチュン

働やすい会社ベスト100社 : 株価の試算 (1998-2004 : 毎年入替)

※米国の例

Glassdoor.comについて

67m

unique monthly visitors

12m

job listings

50m

reviews, salaries & insights

1m

employers

3.4

average company rating

88%

search and/or apply to jobs

88%

hiring managers view informed candidates as quality candidates

95%

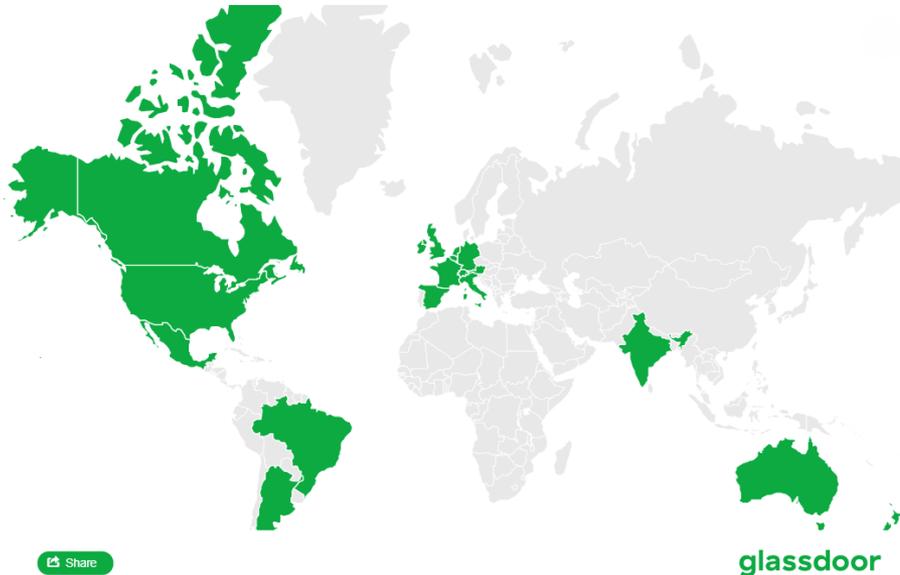
job seekers want to be informed about all aspects of a job before accepting

30%

greater retention rate among hires who use Glassdoor

74%

employees are 'ok' or 'satisfied' at work



Share

- ❑ Glassdoorは2007年の創業。
- ❑ リクルートが2018年に約1,300億円で取得。
- ❑ 社員や求職者による企業の口コミ情報を軸にした、求人情報検索サイトを提供。
- ❑ 同サービスには約100万社、5000万件以上の口コミが掲載。求人は1200万件。
- ❑ 月間ユーザー数6700万を超える。

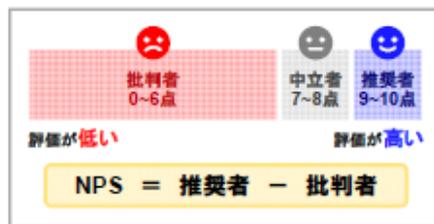
人的資産：従業員の幸福 = \$

- Happy employees = better returns: Glassdoor.comの従業員の満足度レーティングの高い企業が、低い企業をアウトパフォーム。

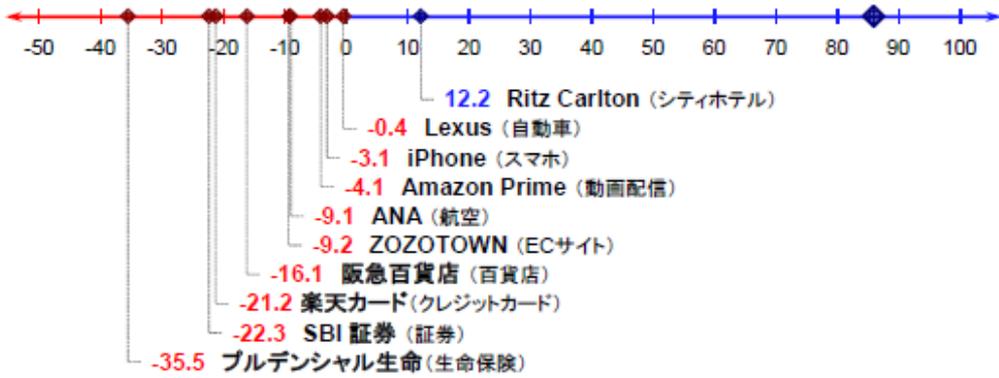


エムスリーからの示唆

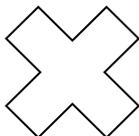
NPS® 業界トップスコア企業との比較



M3 PSP 87
(直近半年では96)

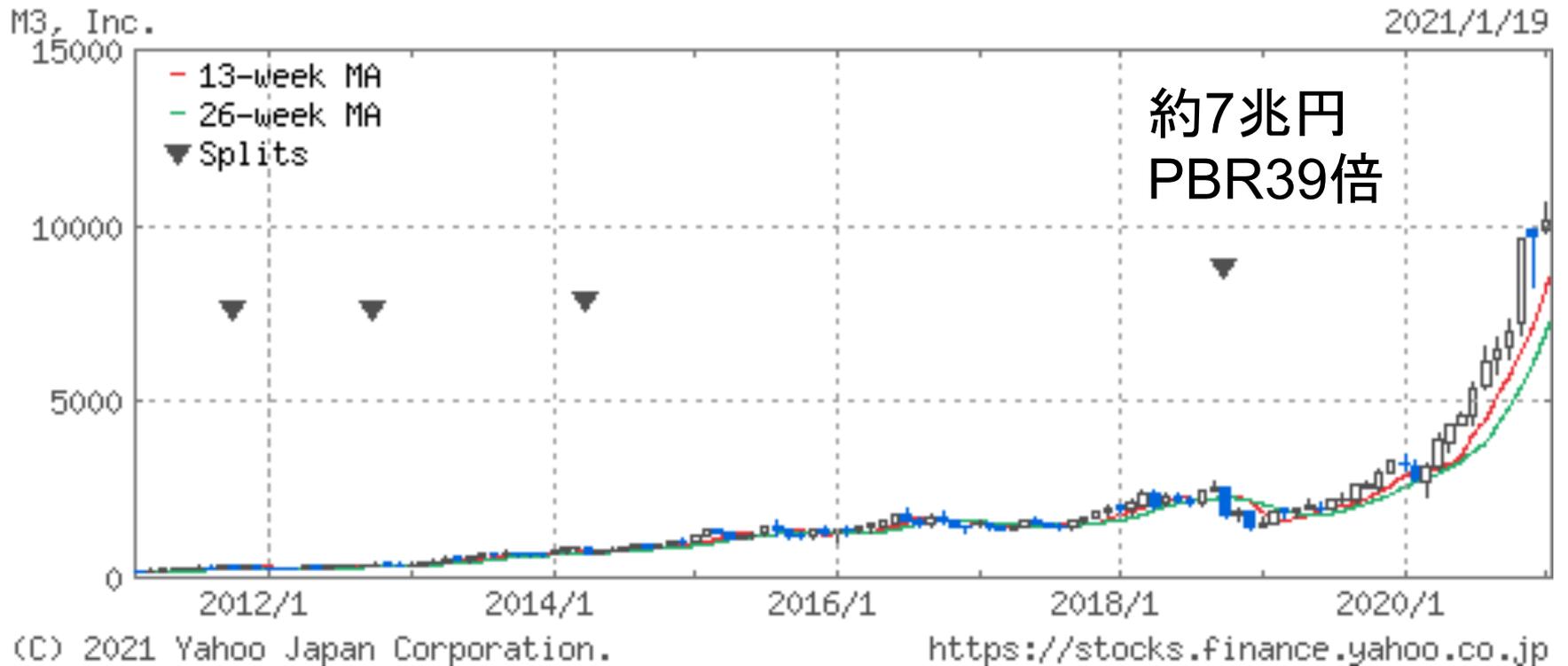


適切な戦略



Copyright © 2019 M3, Inc. All rights reserved.

エムスリーの株価



人的資産の価値「私の経験から…」

- ▶ 1996年に米国のジェットエンジン工場を訪問した時の驚きは、私のアナリスト経験の中でも最も衝撃的な出来事でした
- ▶ 私が驚いたのは、同工場の従業員が、一丸となって「KAIZEN」活動に取り組み、実にイキイキと働いている姿を目にしたからです
- ▶ 同工場は、工場閉鎖の可能性すらあった「最悪の工場」でした。日本の「カイゼン活動」のノウハウを吸収して、「製品製造サイクル半減」、「部品の在庫数半減」など大きな成果が生まれました
- ▶ 最も変化したのは、従業員の意識とモチベーションです。彼らと会話をしていると「センス・オブ・オーナーシップ（当事者意識）」という言葉が良く出てくるのが印象的でした
- ▶ 経営陣は、ワーカーを人的資産として意識するようになり、マネジメント、ホワイトカラー、ブルカラーと分かれていた食堂の統合、研修の充実、リストラ時に閉鎖した工場内のスポーツジムの再開など、様々なことを実行しました
- ▶ その後、この会社の時価総額は10倍になりました

見えない資産の評価例:スリッパの法則

- ③ 社長の自伝を本人からプレゼントされたら、その会社への投資を控える
- ③ 人の話を聞かない社長には投資をしない
- ③ 相手の肩書きによって態度を変える経営者は信用できない
- ③ 豪華な新社屋ビルを建てたときは業績のピークか株価のピーク、またはその両方である
- ③ トイレの汚い会社への投資は必ず損をする
- ③ 社員同士を「さん」づけで呼ぶ合う会社への投資のリターンが高い（一部抜粋）



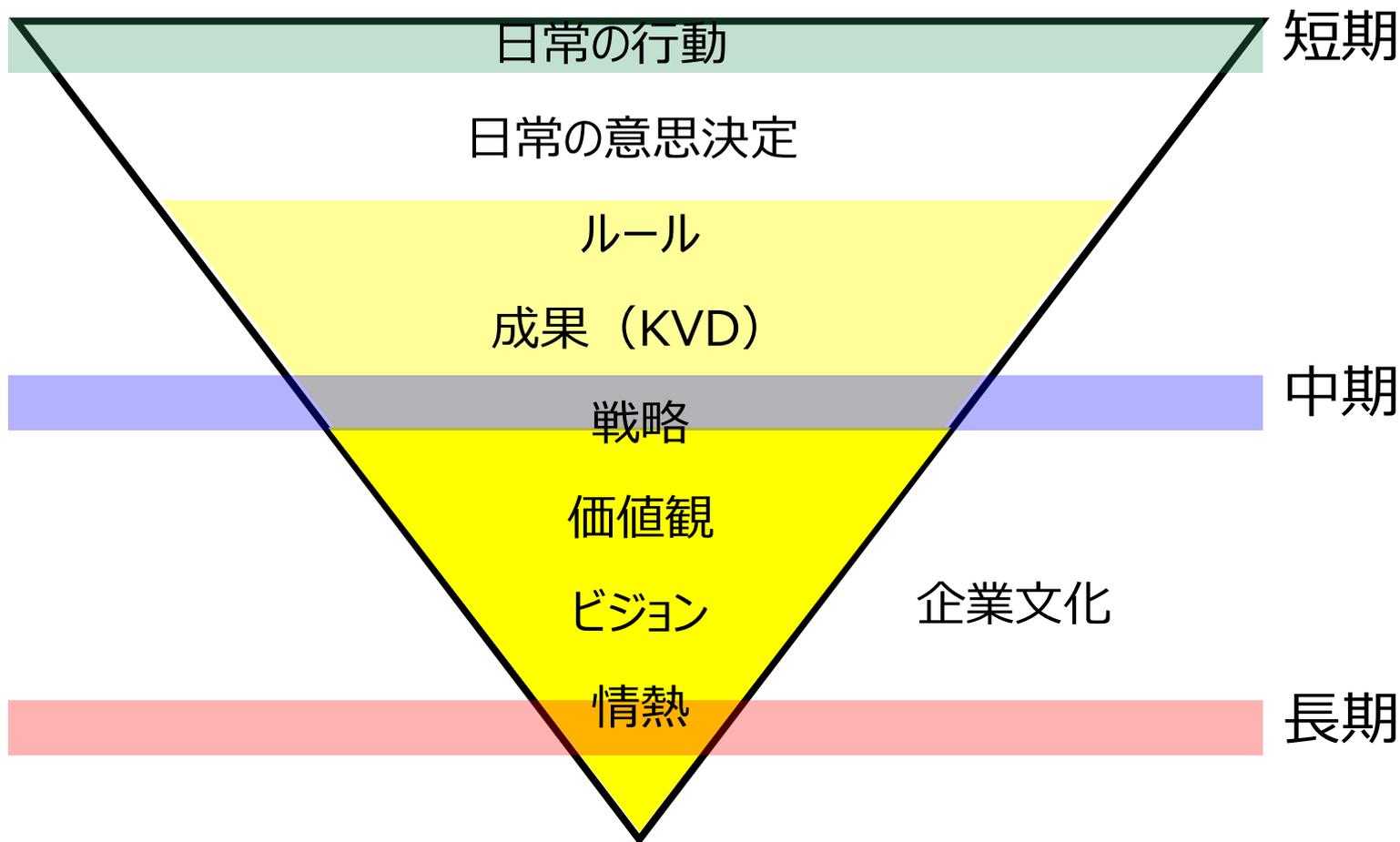
藤野英人氏著「スリッパの法則」



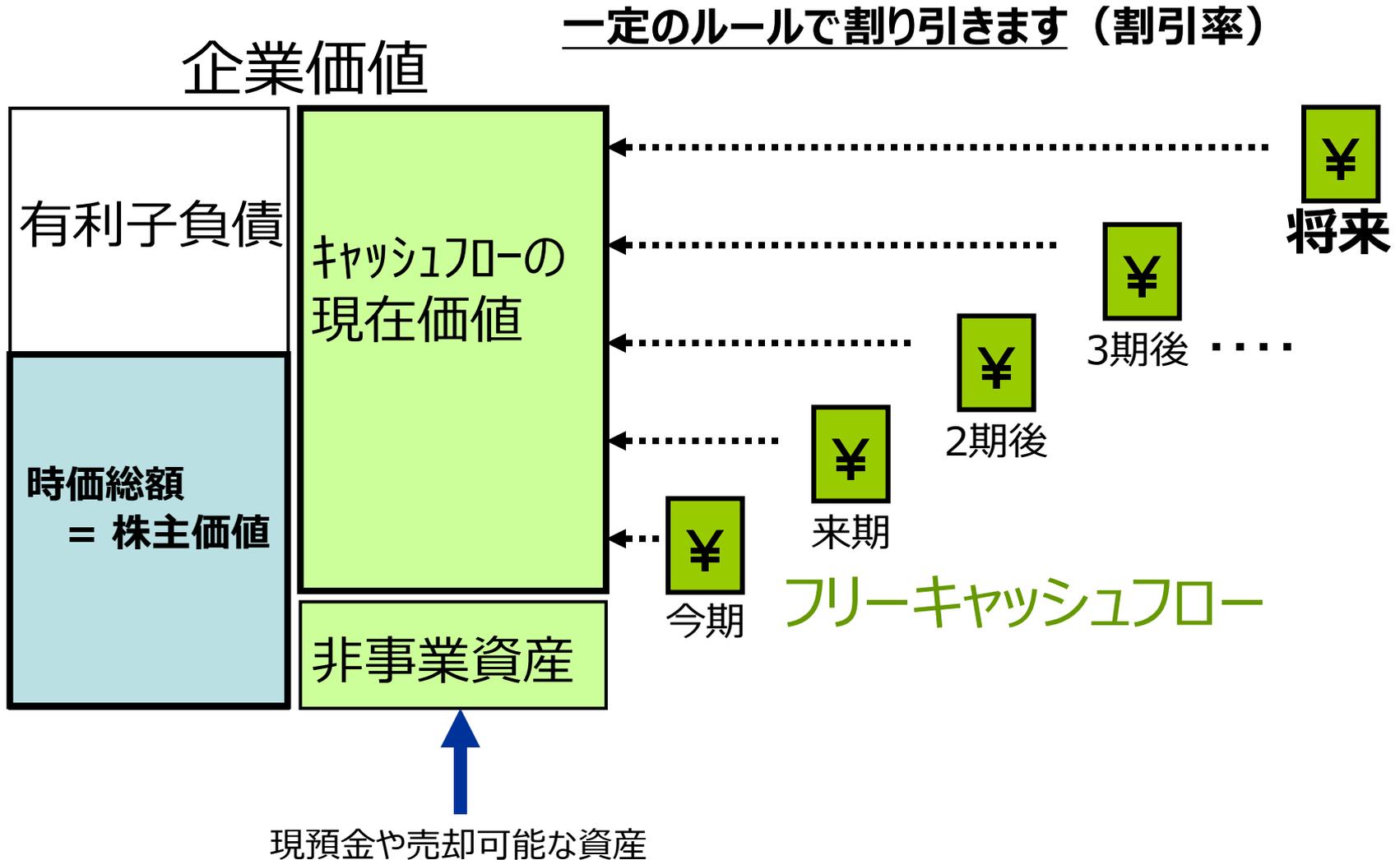
DCFモデルからの考察

②バリュートライアングルという考え方

一般的なマインドシェア

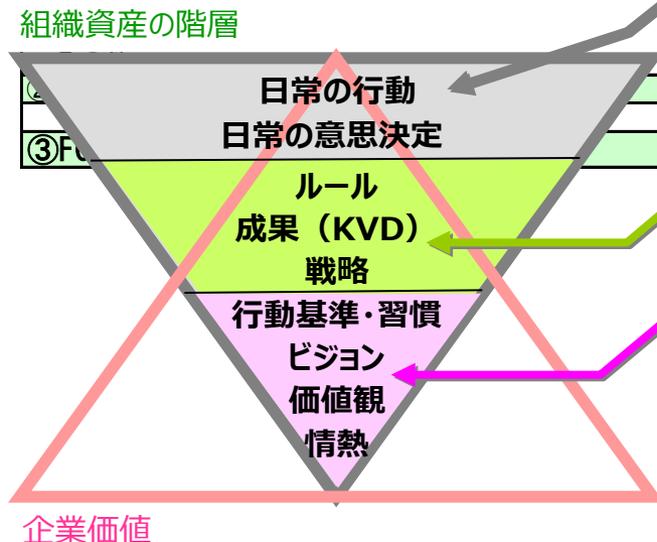


企業価値は将来のことであり…



…価値は長期から生まれる

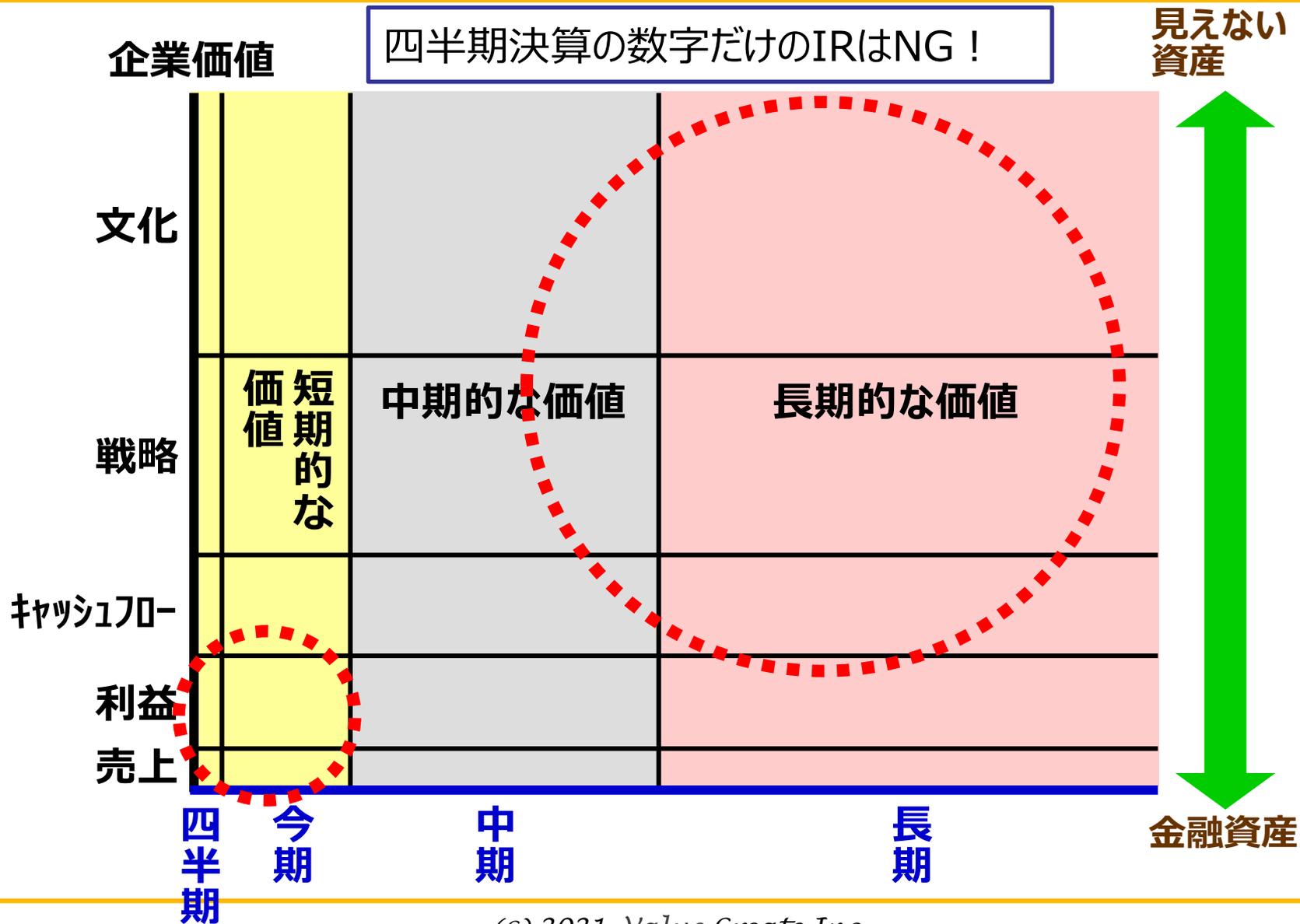
	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	税引後 営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本 増減	FCF	割引率	FCFの 現在価値	一株当り 価値
年度	(億円)		(億円)		(億円)	(億円)	(億円)	(億円)	(億円)		(億円)	(円/株)
2007	11,209		930	8.3%	558	1,211	746	0	1,023			
2008	12,369		1,828	14.8%	1,097	804	609	0	1,292			
2009	15,100	22.1%	2,750	18.2%	1,650	750	880	0	1,520	1.05	1,449	30
2010	15,100	0.0%	2,300	15.2%	1,380	790	900	0	1,270	1.10	1,153	24
2011	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	800	820	0	1,298	1.16	1,123	23
2012	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.21	1,087	23
2013	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.27	1,035	22
2014	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.34	987	21
2015	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.40	940	20
2016	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.47	896	19
2017	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.54	854	18
2018	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	1,318	1.62	813	17
残余価値	15,100	0.0%	2,197	14.6%	1,318	820	820	0	27,802	1.62	17,253	359
①FCFの現在価値合計											27,589	574
その他の資産の価値												
現預金											424	9
市場性のある有価証券											0	0
組織資産の階層											0	0
											8,859	184
											0	0
②											-8,435	-176
③FCF											19,154	399



一例ですが…

- 1年間1-5%
- 2年～10年間の合計:30%程度
- 10年以降の合計:60%程度

長期 & 見えない資産の評価が大切



価値創造のためには...

価値 = **規模** × **質** × **持続性**

- ◇売上高
- ◇総資産
- ◇人員
- ◇会員数

- ◇営業利益率
- ◇ROE、ROA
- ◇利益変動
- ◇キャッシュフロー

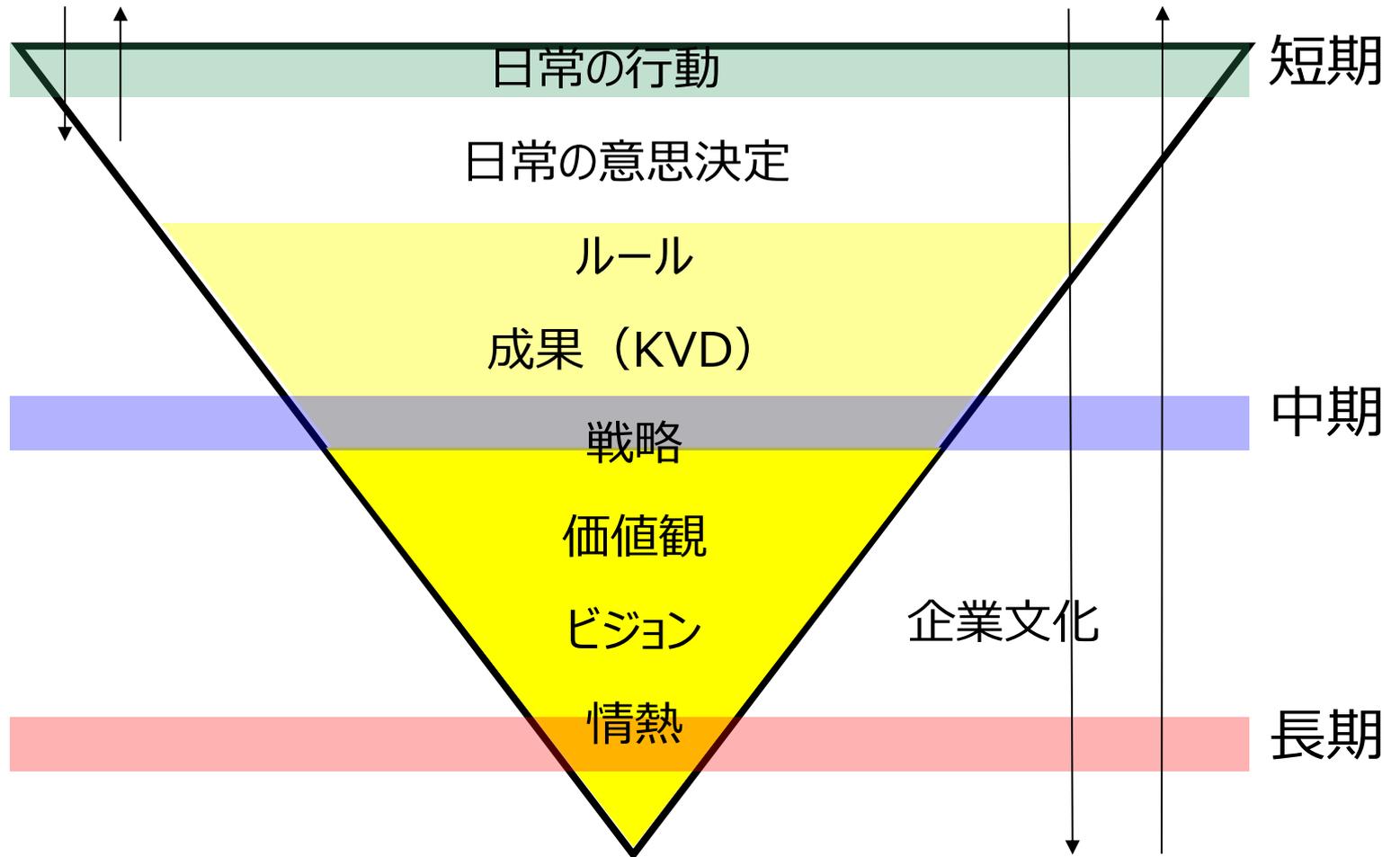
- ◇長期成長率

- ◇市場の成長
- ◇シェアの上昇
- ◇新規市場参入
- ◇能力増強
- ◇生産性改善
- ◇M&A

- ◇生産性改善
- ◇投資効率
- ◇事業のリスク
- ◇投資、運転資本

- ◇企業文化
- ◇ESG
- ◇ガバナンス
- ◇見えない資産の質
- ◇ブランド力

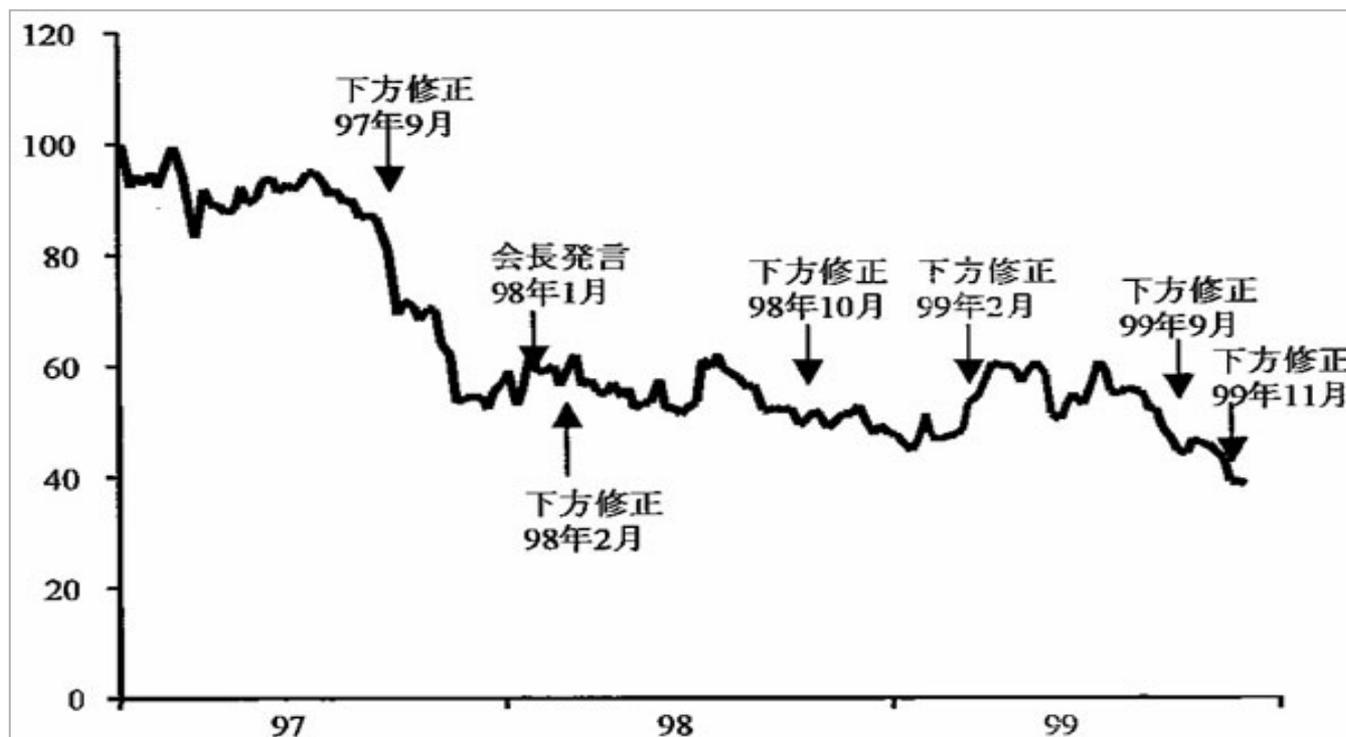
③一貫性が重要





企業との対話
アナリスト時代の事例

度重なる下方修正と株価下落



マネジメントに対する投資家の評価は厳しい

- ① 収益の回復が見えない
- ② 経営改革のスピードが遅く、メッセージが明確でない
- ③ 株主軽視との印象が強い

企業価値は過小評価されている

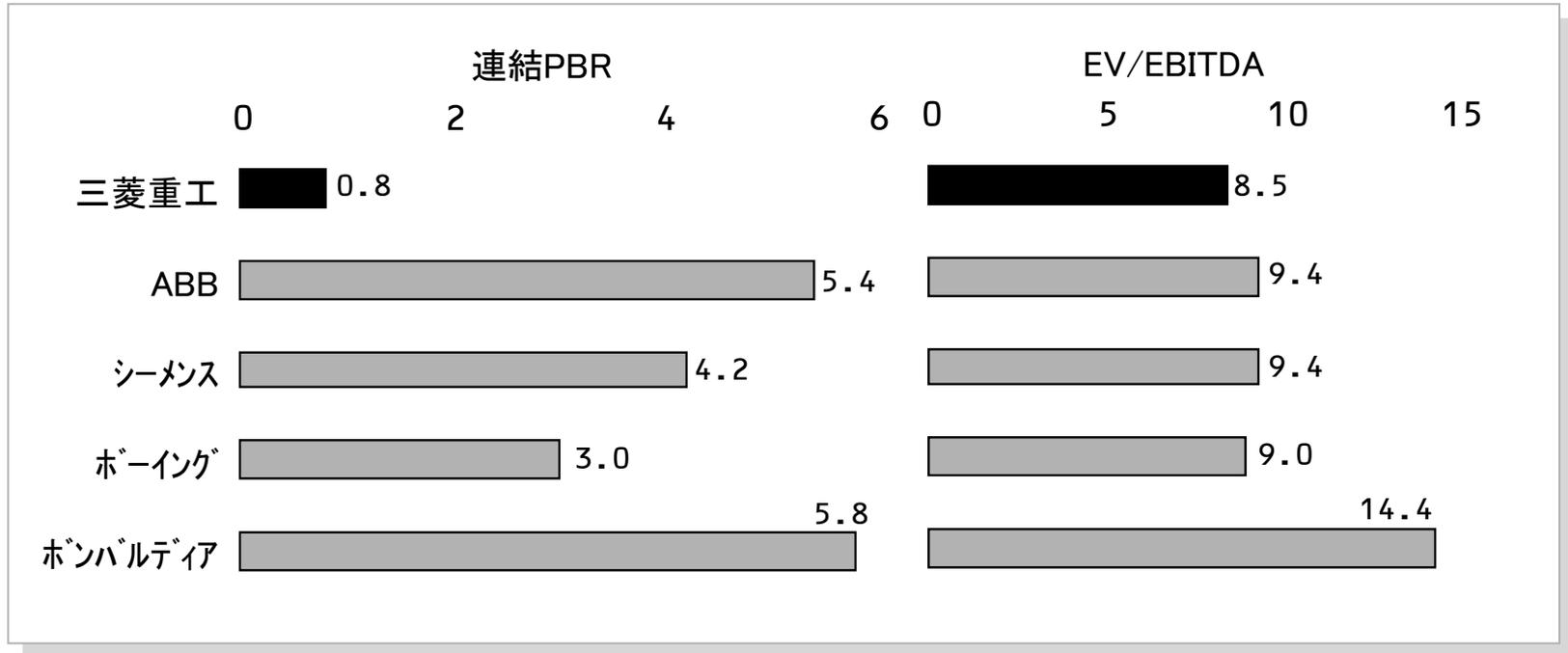
連結PBRは歴史的な割安圏にある



過小評価されている4つのバリュー

- ① バランスシート上の株主資本
- ② 固定資産の含み益などを考慮した時価ベースの株主資本
- ③ 発電機器、航空機などの技術力、製造現場の強さ(知的資本)
- ④ 将来のキャッシュフローの現在価値(FCF評価)

国際比較でも割高感はない



👉 世界の主要競争相手との比較

👉 税率や減価償却方法の違いの影響を排除するため
EV/EBITDA倍率と連結PBRでの比較

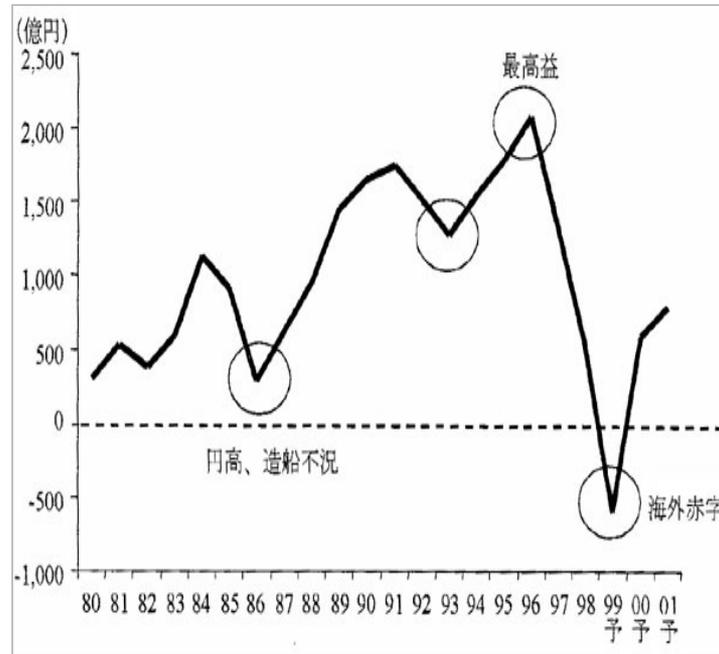
DCF評価では...

年度	(%)		営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本		割引率	FCFの		一株当り
	売上高	増収率						増減	FCF		現在価値	価値	
1999	29,600	1.8	-600	-2.0%	-600	1,000	900	41	-541	1.04	-521	-15	
2000	27,500	-7.1	600	2.2%	348	1,000	900	-810	1,258	1.08	1,166	35	
2001	27,000	-1.8	800	3.0%	464	1,000	900	-2,010	2,574	1.12	2,296	68	
2002	28,000	3.7	1,100	3.9%	638	950	900	-140	828	1.16	711	21	
2003	29,000	3.6	1,300	4.5%	754	900	900	-150	904	1.21	747	22	
2004	29,700	2.4	1,400	4.7%	812	920	920	110	702	1.26	558	17	
2005	30,400	2.4	1,490	4.9%	864	940	940	110	754	1.31	578	17	
2006	31,200	2.6	1,560	5.0%	905	960	960	110	795	1.36	586	17	
2007	32,000	2.6	1,600	5.0%	928	980	980	120	808	1.41	573	17	
2008	32,800	2.5	1,640	5.0%	951	1,000	1,000	120	831	1.46	568	17	
残余価値	32,800	0.0	1,640	5.0%	951	1,000	1,000	0	25,424	1.52	16,714	496	
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											23,976	711	
現預金(月商の3か月分を除く)											1,563	46	
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											4,065	121	
売却可能な土地など(時価)											1,000	30	
運用資産											63	2	
②非事業性資産の合計											6,691	198	
③企業価値(①+②)											30,667	909	
④有利子負債											12,087	358	
有利子負債											11,556	343	
有利子負債のうち実質的には顧客の借入金となる分											-1,258	-37	
退職給付債務×(1-税率)											1,789	53	
⑤株主価値(③-④)											18,580	551	
発行済株式数	(百万株)				3,373	10年債利回り				3.5			
時価総額	(億円)				10,153	リスクプレミアム				2.5			
有利子負債	(億円)				11,556	株式の資本コスト				6.00			
ペータ値	(億円)				1.00	税引後の平均資本コスト				3.89			
税率	(%)				42	(=割引率)							
永久成長率	(%)				0.0								

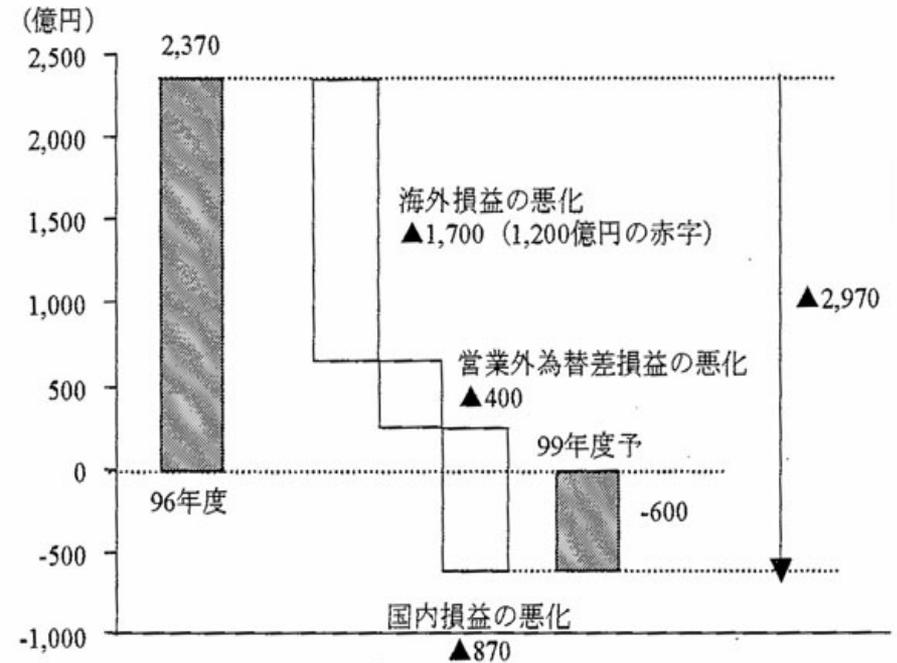
営業利益率5% 運転資本圧縮: 550円

収益が大幅に悪化

連結経常利益は赤字に転落

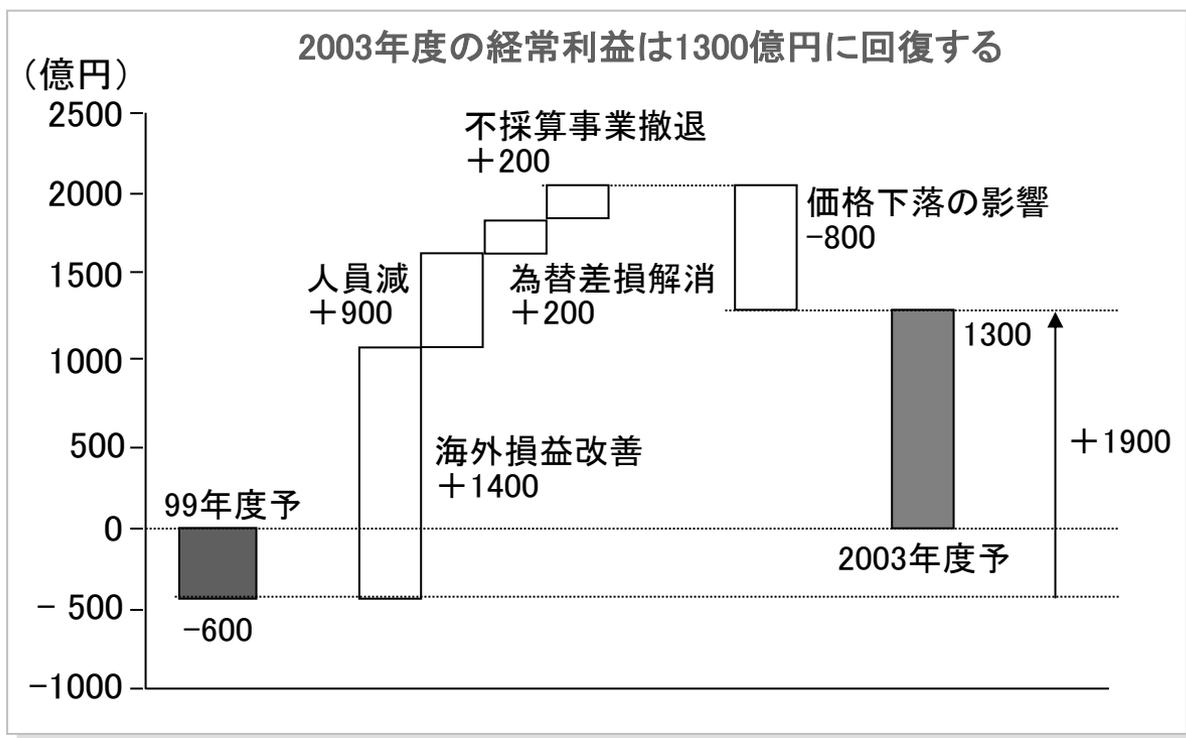


減益の要因は...



97～99年度の経常利益悪化の分析:海外が足かせ

収益回復のシナリオ:2003年度



☞ 増益要因:①海外損益の改善1400億円 ②人員減（自然減による退職）900億円 ③不採算製品からの撤退200億円

☞ 減益要因:コストダウンを上回る価格下落800億円

...中期計画に対する評価

注目点	評価	+/-	評価理由
経営に資本コストの考え方を導入できるか	×	— — —	数値目標はP/L項目中心 有利子負債削減目標は僅か 社長も売上高経常利益率中心の発想
規模の拡大を前提としない計画であるか	△	+ —	売上高目標は横ばい 各事業部の受注目標は全て拡大
不採算事業見直しのルールを明示できるか	△	+ — —	「全製品自主自立」のスローガン 中量産品の実質的な社内分社化の実施 撤退の基準は明確でない
情報開示の改善が進むか	△	+ —	社長が説明会に参加 セグメント情報の開示は不十分
社長が経営革新に対するコミットメントを表明できるか	△	+ —	社長がプレゼンテーションを実施 質疑応答は副社長、常務の対応が多い

(注) ×:評価できない △:一部評価できる +:評価できる点 —:評価できない点



B/S改善の目標は不十分である

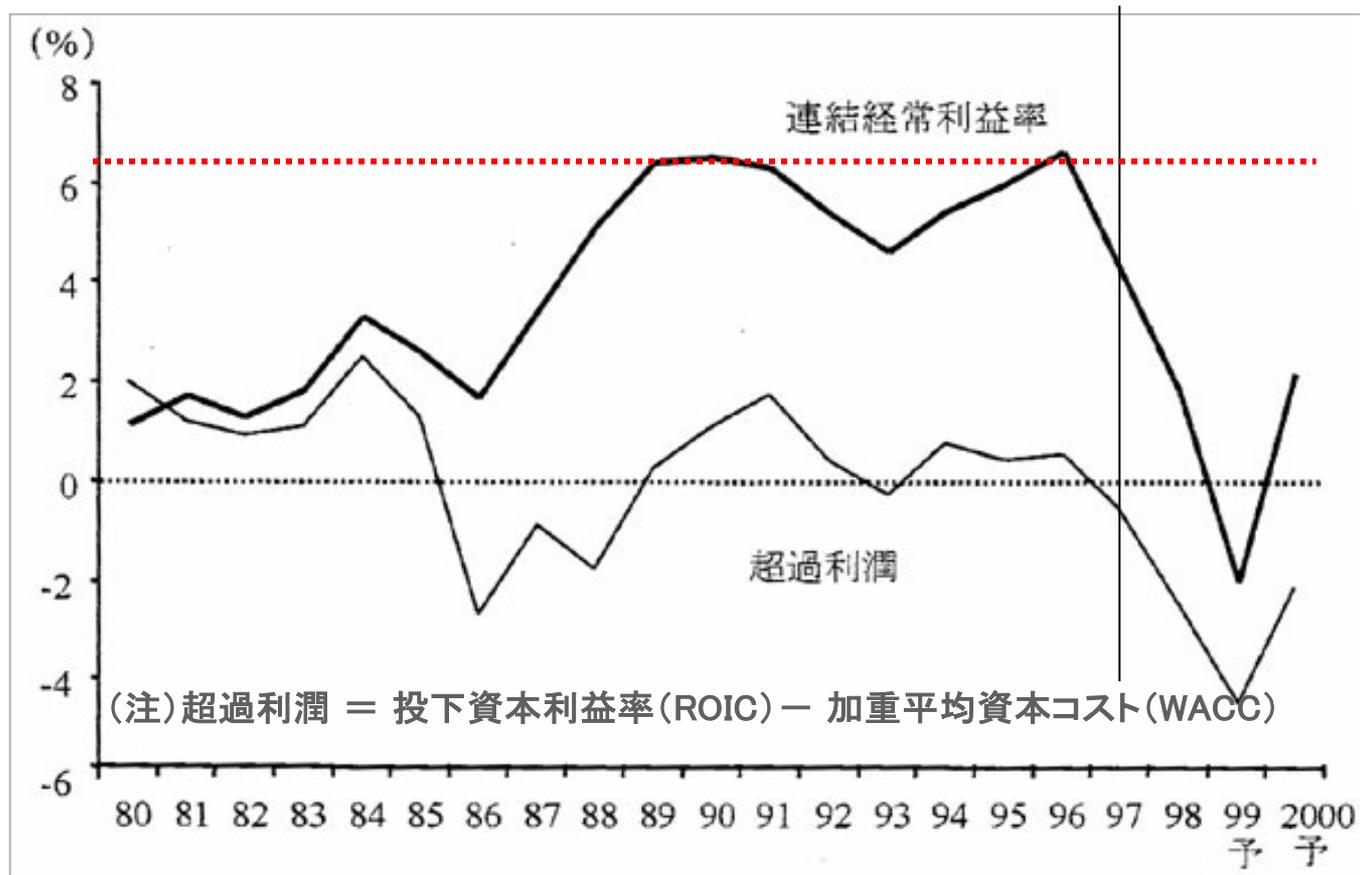
前向きに評価されること

- ① 技術力による差別化を志向し、コストダウンの罠を回避しようとしている
- ② 黒字転換へのトップのコミットメント
- ③ 実現性のある利益目標の設定

克服すべき5つの課題

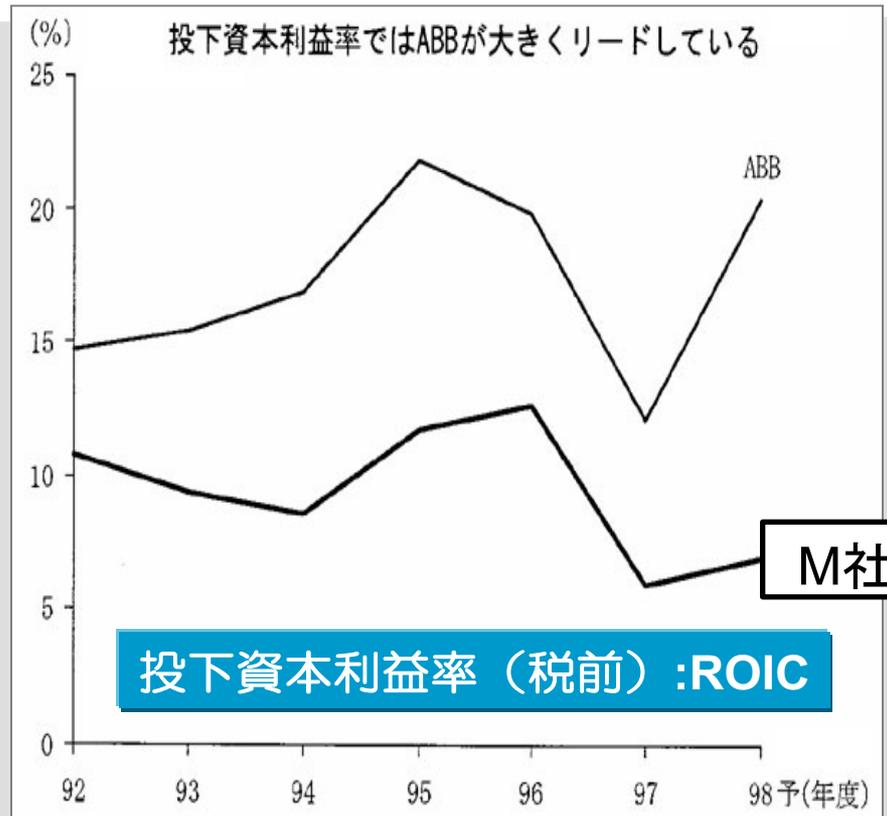
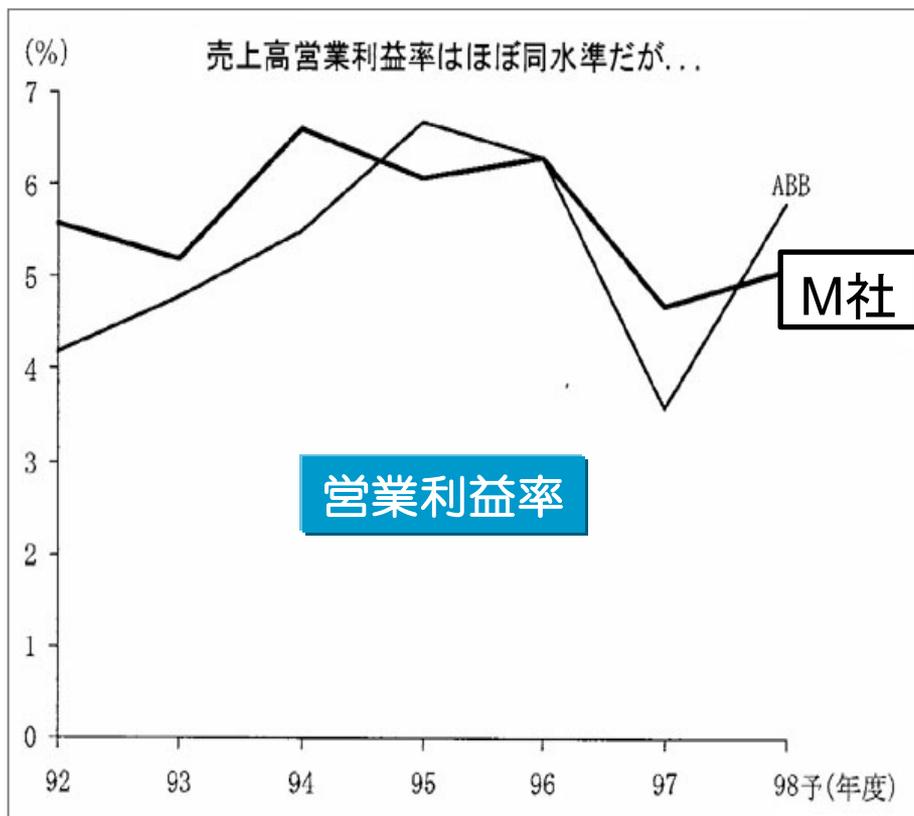
- ① 資本コストの経営計画への導入
- ② 事業所別マトリックス運営(工場プロフィットセンター運営)の見直し
- ③ 「モノ作り」に偏ったビジネスモデルの転換(=サービス事業の強化)
- ④ 有利子負債削減目標の上乗せ
- ⑤ 情報開示の改善
(詳細なセグメント情報の開示、経営方針の明確な説明)

超過利潤は97年度からマイナスへ



👉 経営目標は経常利益率6%
 ……資本コストの考えが全く欠けている

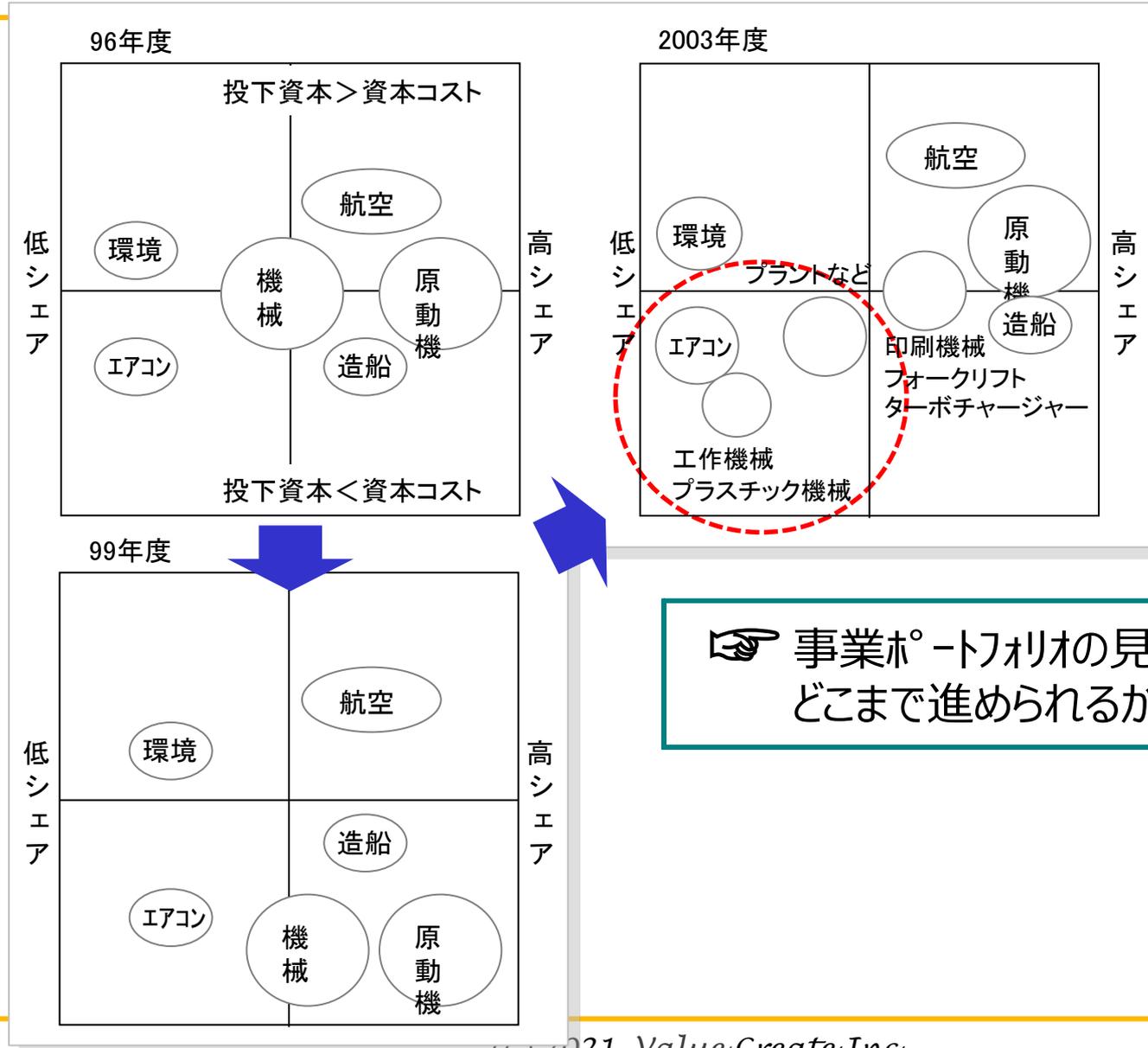
競合に比べ資産効率が悪い



「資産効率」に対する当社の意識の薄さ

- ① 売上高経常利益率が最優先されている
- ② 資産効率（バランスシートの圧縮）に対する意識が薄い

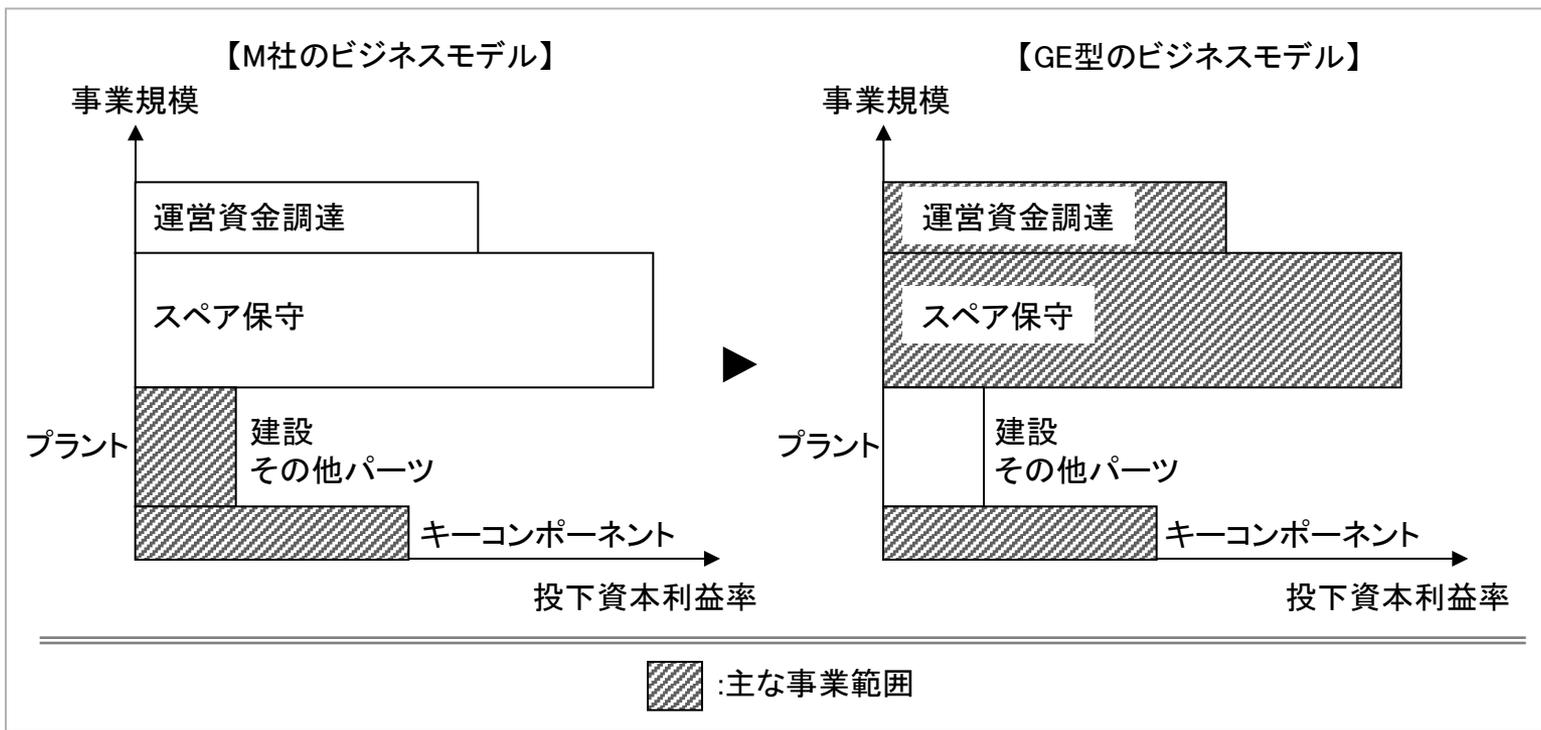
正しい事業を選択しているか①



👉 事業ポートフォリオの見直しがどこまで進められるか

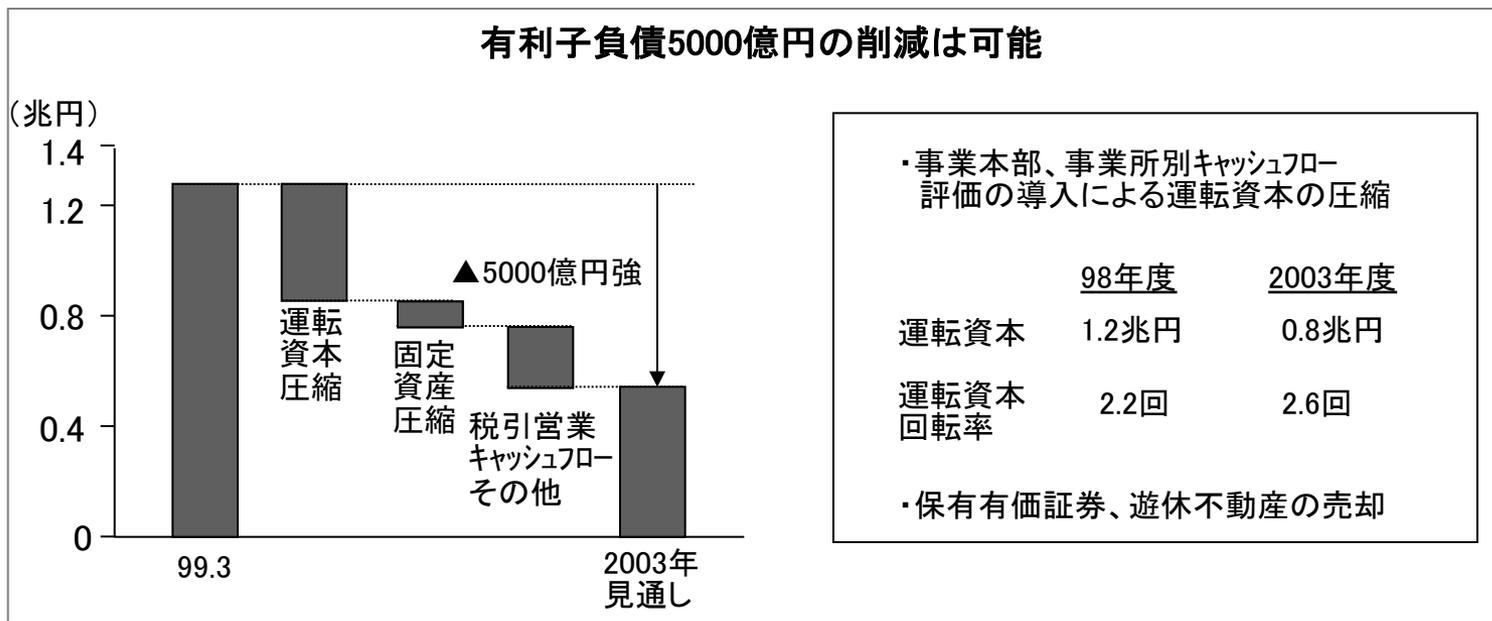
正しい事業を選択しているか②

発電システムのビジネス



👉 「モノ作り」中心のビジネスモデルの見直しが必要

再評価のために残された課題

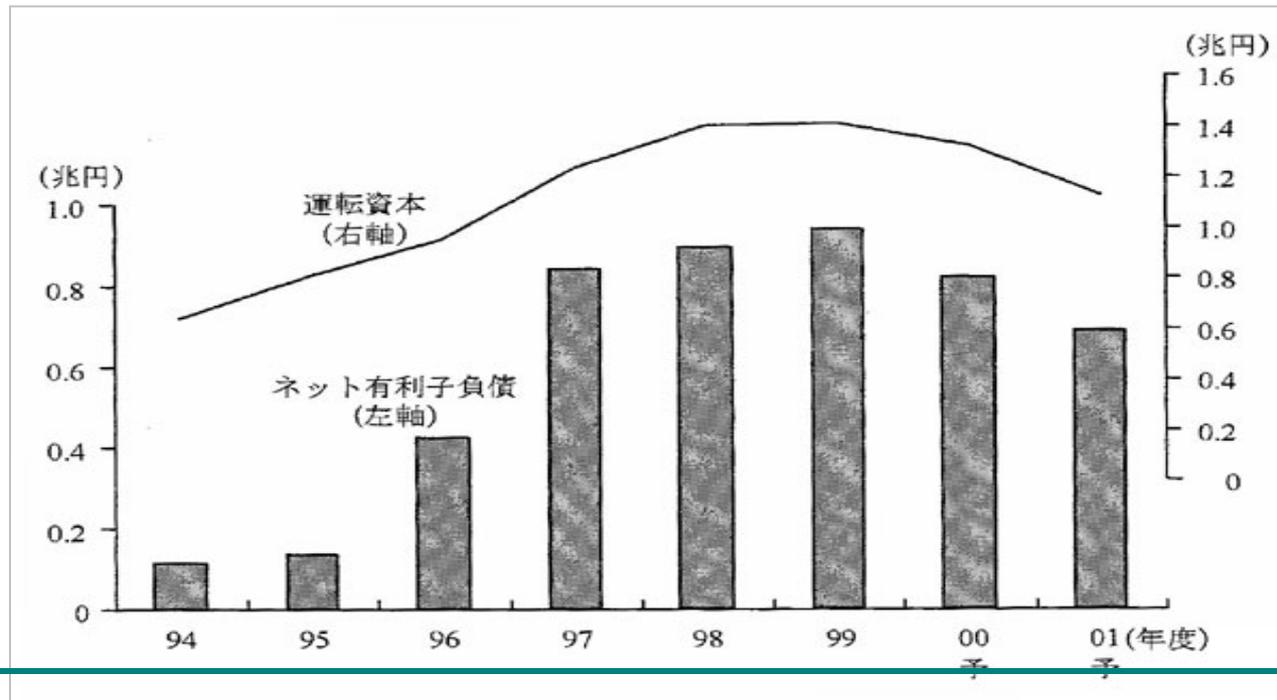


👉 有利子負債5000億円程度の削減が可能（98年度末1兆2千億円）

人員削減に伴うリスク（「雇用」や「技術の伝承」の犠牲）がなく、マネジメントの強いコミットメントがあれば実施できる

運転資本の拡大が有利子負債増加の原因

M社の運転資本が拡大したのは95年度以降



👉 運転資本が拡大した要因

- ① 支払条件の悪い海外案件の増加
- ② 幾つかの海外案件の引渡しの遅れ
- ③ 「顧客の資金需要の肩代わり」するケースがある
- ④ 防衛庁向け新型戦闘機が棚卸資産に計上されている

主要事業の見通し

主な事業	98年度構成比	2003年度までの見通し	課題
航空宇宙	14%	99-2000年は民間航空機サイクルの下降局面 防衛庁向けは緩やかな減少 民需比率は40%に上昇する	B/Sの圧縮
原動機	23%	国内市場の見通しは厳しい 米国が好調、アジアの回復はこれから ガスタービンとサービス事業が成長分野	サービス事業の強化 生産の集約化
機械	16%	環境は現状維持 交通システムはアジアが伸びる 化学、製鉄プラントの需要回復は期待薄	需要減に合わせた 人員減を実施
産業機械	7%	国内需要は設備投資に依存	製品の絞込み 高コスト体制の見直し
冷熱(エアコン)	8%	欧米が成長市場 国内は成熟市場 業界再編が起きる	販売力の強化
汎用機	10%	フォークリフトは海外で成長 ターボチャージャーは欧州で伸びる	建設機械の収益力回復
造船	10%	VLCCなど汎用船からは実質撤退 客船、LNG船などの高付加価値船に特化	客船での利益確保
鉄構	6%	官公需の成長は期待薄 中期的にはアジア向けコンテナ・クレーンが回復	民需シフト

当社の推定シェアとライバル企業

製品	順位	シェア	主な競合相手
製品			
船舶			
新造船			
LNG船			
LPG船			
鉄構			
橋梁			
コンテナクレーン			
原動機			
ガスタービン	世界3位	世界18%	GE、シーメンス、ABB
蒸気タービン	世界1位	世界23%	GE、ABB、シーメンス
ボイラー	世界1位	世界19%	FW、ハルビン、ABB、上海
船舶用大型エンジン	世界3位	世界7%	現代重工、三井造船、三星重工
原動機			
ガスタービン	世界3位	世界18%	GE、シーメンス、ABB
蒸気タービン	世界1位	世界23%	GE、ABB、シーメンス
ボイラー	世界1位	世界19%	FW、ハルビン、ABB、上海
船舶用大型エンジン	世界3位	世界7%	現代重工、三井造船、三星重工
航空宇宙・防衛			
防衛庁向け	日本1位	日本37%	三菱電機、川崎重工、石川島播磨、NEC
民間航空機部品	—	—	ボーイング、エアバス、ボンバルディア
機械			
印刷機械			
オフセット枚葉機	世界5位	世界6%	ハite'カ'ル'、マンローランド、小森、KBA
オフセット新聞輪転機	世界4位	世界10%	ゴス、マンローランド、KBA
オフセット商用輪転機	世界5位	世界5%	ハite'カ'ル'、マンローランド、KBA、ゴス、小森
工作機械	—	世界1%	ヤマザキマザック、オークマ、森精機
射出成形機	—	世界1%	マクネスマン、シンシナイ、ハスキー、エンゲル、住友重機械
製鉄機械	世界2位	—	シュルマン、石川島播磨
製紙機械	世界3位	世界20%	ハite'カ'ル'、ホイット
環境装置			
都市ごみ焼却プラント	日本3位	日本12%	日立造船、NKK、タクマ
排煙脱硫装置	日本1位	日本50%	千代田化工建設
海水淡水化プラント	世界1位	—	日立造船、ササクラ
汎用機・冷熱			
カーエアコン	世界6位	世界4%	デンソー、サンデン、デルファイ、ピステオン、ゼクセル
業務用エアコン	日本4位	日本15%	ダイキン、三菱電機、日立空調システム、東芝キャリア
ルームエアコン	世界7位	世界4%	松下電産、三菱電機、日立製作所、東芝キャリア、三洋電機
フォークリフト	世界4位	世界13%	ナコ、リンデ、トヨタ
ターボチャージャー	世界3位	世界20%	ギャレット、KKK、石川島播磨



DCF評価: アップサイド

年度	売上高	(%) 増収率	営業利益	営業 利益率	税引後 営業利益	減価 償却費	設備投資	運転資本 増減	FCF	割引率	FCFの 現在価値	一株当り 価値
1999	29,600	1.8	-600	-2.0%	-600	1,000	900	94	-594	1.04	-572	-17
2000	27,500	-7.1	600	2.2%	348	1,000	900	48	400	1.08	371	11
2001	27,000	-1.8	800	3.0%	464	1,000	900	-1,400	1,964	1.12	1,752	52
2002	28,000	3.7	1,200	4.3%	696	950	900	-7,600	8,346	1.16	7,165	212
2003	29,000	3.6	1,600	5.5%	928	900	900	0	928	1.21	767	23
2004	29,700	2.4	1,750	5.9%	1,015	920	920	0	1,015	1.26	807	24
2005	30,400	2.4	1,790	5.9%	1,038	940	940	0	1,038	1.31	795	24
2006	31,200	2.6	1,830	5.9%	1,061	960	960	0	1,061	1.36	782	23
2007	32,000	2.6	1,880	5.9%	1,090	989	980	0	1,099	1.41	780	23
2008	32,800	2.5	1,930	5.9%	1,119	1,000	1,000	0	1,119	1.46	765	23
残余価値	32,800	0.0	1,930	5.9%	1,119	1,000	1,000	0	29,920	1.52	19,670	583
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											33,082	981
現預金(月商の3か月分を除く)											1,563	46
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											4,065	121
売却可能な土地など(時価)											1,000	30
関連会社株の売却(時価)											2,000	59
運用資産											63	
②非事業性資産の合計											8,691	258
③企業価値(①+②)											41,773	1,238
④有利子負債											12,087	358
有利子負債											11,556	343
有利子負債のうち実質的には顧客の借入金となる分											-1,258	-37
退職給付債務 × (1-税率)											1,789	53
⑤株主価値(③-④)											29,686	880
発行済株式数	(百万株)			3,373	10年債利回り			3.5				
時価総額	(億円)			10,153	リスクプレミアム			2.5				
有利子負債	(億円)			11,556	株式の資本コスト			6.00				
ベータ値	(億円)			1.00	税引後の平均資本コスト			3.89				
税率	(%)			42	(=割引率)							
永久成長率	(%)			0.0								

営業利益率約6% 運転資本は海外競合企業並みまで回復:880円



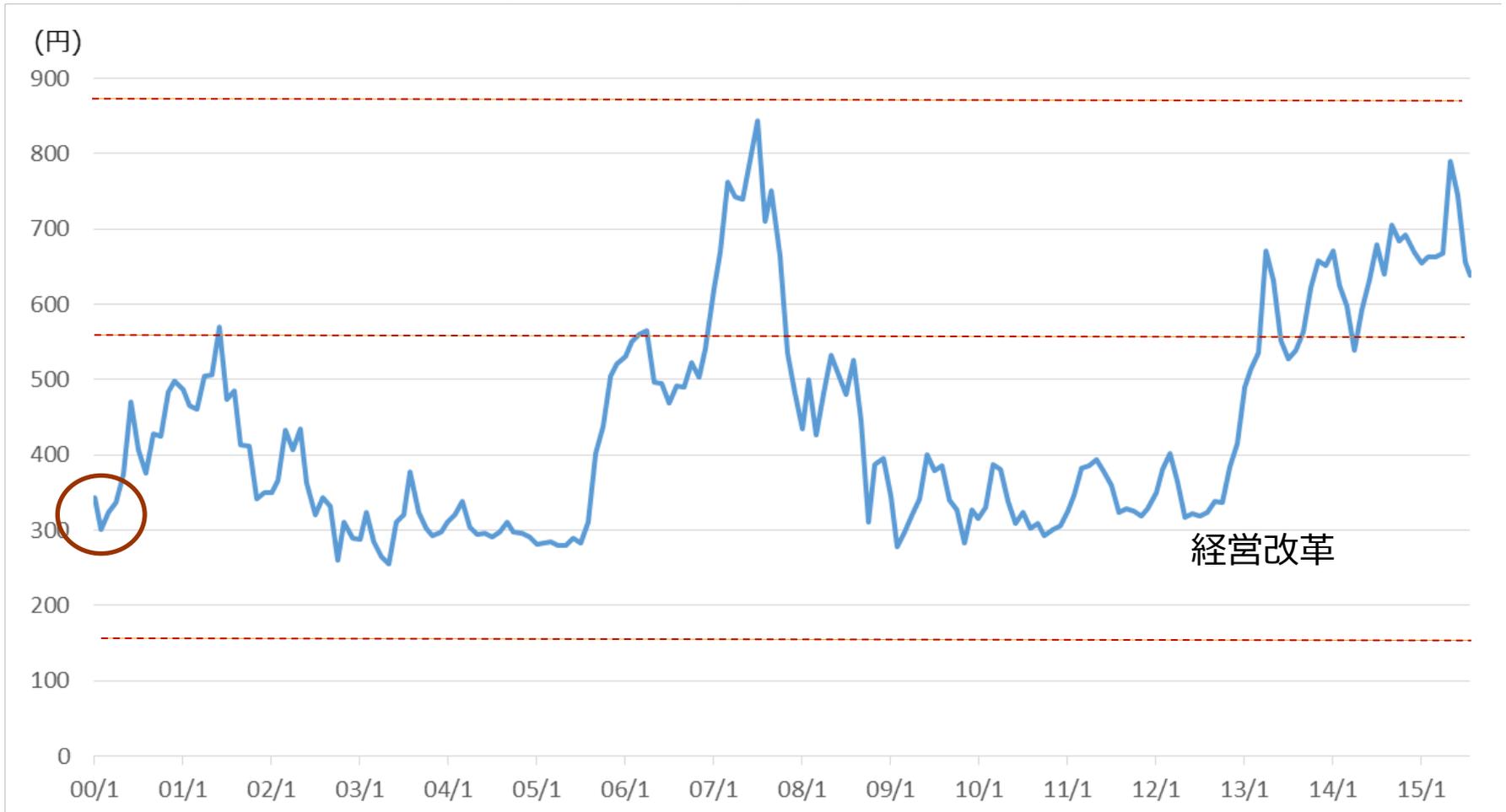
DCF評価: ダウンサイド

年度	売上高	増収率	営業		税引後	減価	運転資本		FCF	割引率	FCFの 一株当たり	
			営業利益	利益率	営業利益	償却費	設備投資	増減			現在価値	価値
1999	29,600	1.8%	-600	-2.0%	-600	1,000	900	100	-600	1.04	-576	-17
2000	27,500	-7.1%	0	0.0%	0	1,000	900	100	0	1.08	0	0
2001	27,000	-1.8%	300	1.1%	174	1,000	900	100	174	1.13	154	5
2002	28,000	3.7%	500	1.8%	290	950	900	100	240	1.18	204	6
2003	29,000	3.6%	600	2.1%	348	900	900	100	248	1.22	203	6
2004	29,700	2.4%	700	2.4%	406	920	920	100	306	1.27	240	7
2005	30,400	2.4%	800	2.6%	464	940	940	100	364	1.33	274	8
2006	31,200	2.6%	900	2.9%	522	960	960	100	422	1.38	306	9
2007	32,000	2.6%	940	2.9%	545	989	980	100	454	1.44	316	9
2008	32,800	2.5%	960	2.9%	557	1,000	1,000	100	457	1.50	305	9
残余価値	32,800	0.0%	960	2.9%	557	1,000	1,000	0	14,070	1.56	9,024	268
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											10,449	310
現預金(月商の3か月分を除く)											1,563	46
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											4,065	121
売却可能な土地など(時価)											1,000	30
関連会社株の売却(時価)											0	0
運用資産											63	2
②非事業性資産の合計											6,691	198
③企業価値(①+②)											17,140	508
④有利子負債											12,087	358
有利子負債											11,556	343
有利子負債のうち実質的には顧客の借入金となる分											-1,258	-37
退職給付債務×(1-税率)											1,789	53
⑤株主価値(③-④)											5,053	150
発行済株式数	(百万株)				3,373	10年債利回り				3.5		
時価総額	(億円)				10,153	リスクプレミアム				2.5		
有利子負債	(億円)				11,556	株式の資本コスト				6.50		
ベータ値	(億円)				1.20	税引後の平均資本コスト				4.12		
税率	(%)				42	(=割引率)						
永久成長率	(%)				0.0							

営業利益率約3%、運転資本の圧縮は進まない:150円

その後の株価

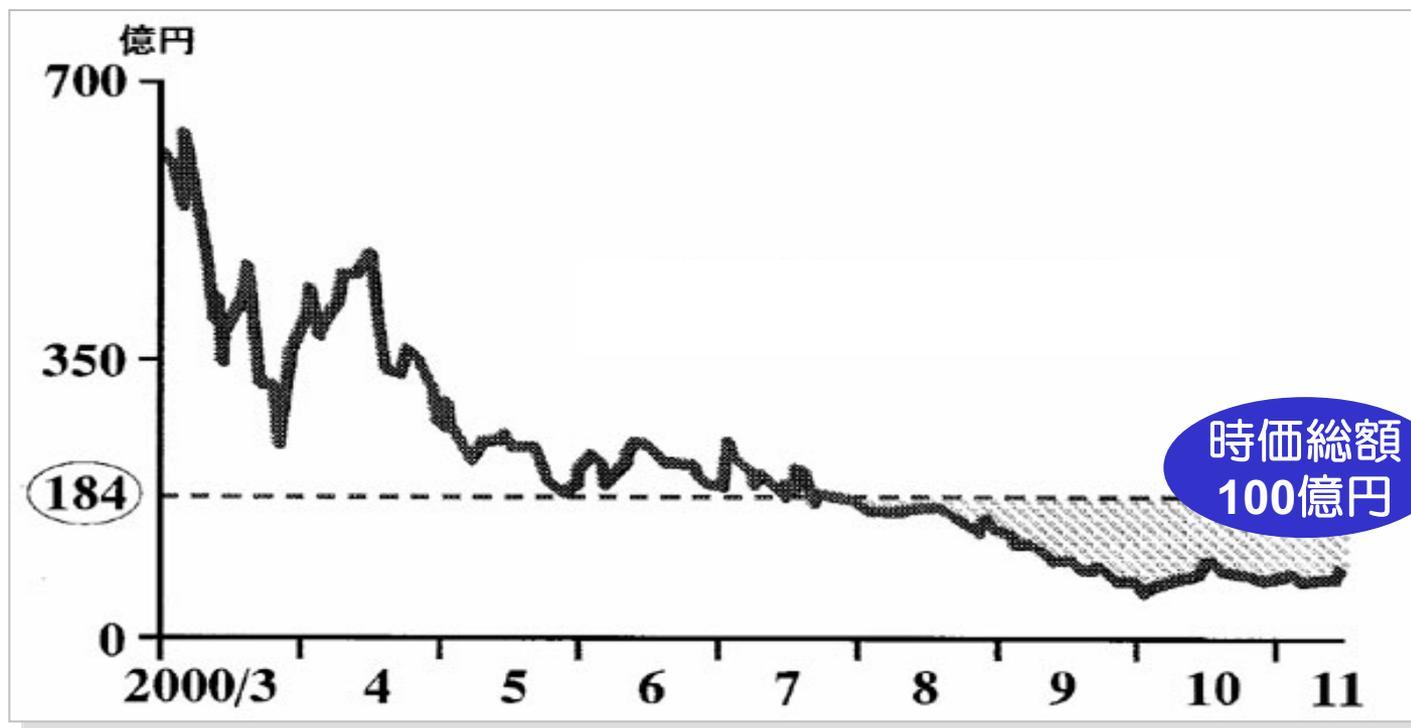
三菱重工業 株価推移(2000年1月-)





企業との対話
アドバイザーとしての事例

株価は大幅に下落



👉 2000年3月から91%の下落！

- ① 投資家の新興市場離れ
- ② インターネット広告の将来性に対する不安
- ③ 収益の悪化(予想以上の赤字の拡大)
- ④ 業績予想の下方修正

DCF評価:市場評価

年度	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本増減	FCF	割引率	FCFの現在価値
2001	75		-6	-8.0%	-6	0.2	0.3	0	-6	1.07	-6
2002	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.15	-5
2003	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.23	-5
2004	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.32	-5
2005	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.42	-4
2006	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.52	-4
2007	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.63	-4
2008	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.75	-3
2009	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	1.88	-3
2010	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-6	2.01	-3
残余価値	75	0.0%	-6	-8.0%	-6	0.3	0.3	0	-89	2.16	-41
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											-83
現預金(月商の3か月分を除く)											122
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											62
②非事業性資産の合計											184
③企業価値(①+②)											101
④有利子負債											0
⑤株主価値(③-④)											101
発行済株式数	(百万株)				3,373	10年債利回り			3.5		
時価総額	(億円)				101	リスクプレミアム			2.5		
有利子負債	(億円)				0	株式の資本コスト			7.25		
ベータ値	(億円)				1.50	税引後の平均資本コスト			7.25		
税率	(%)				40	(=割引率)					
永久成長率	(%)				0.0						

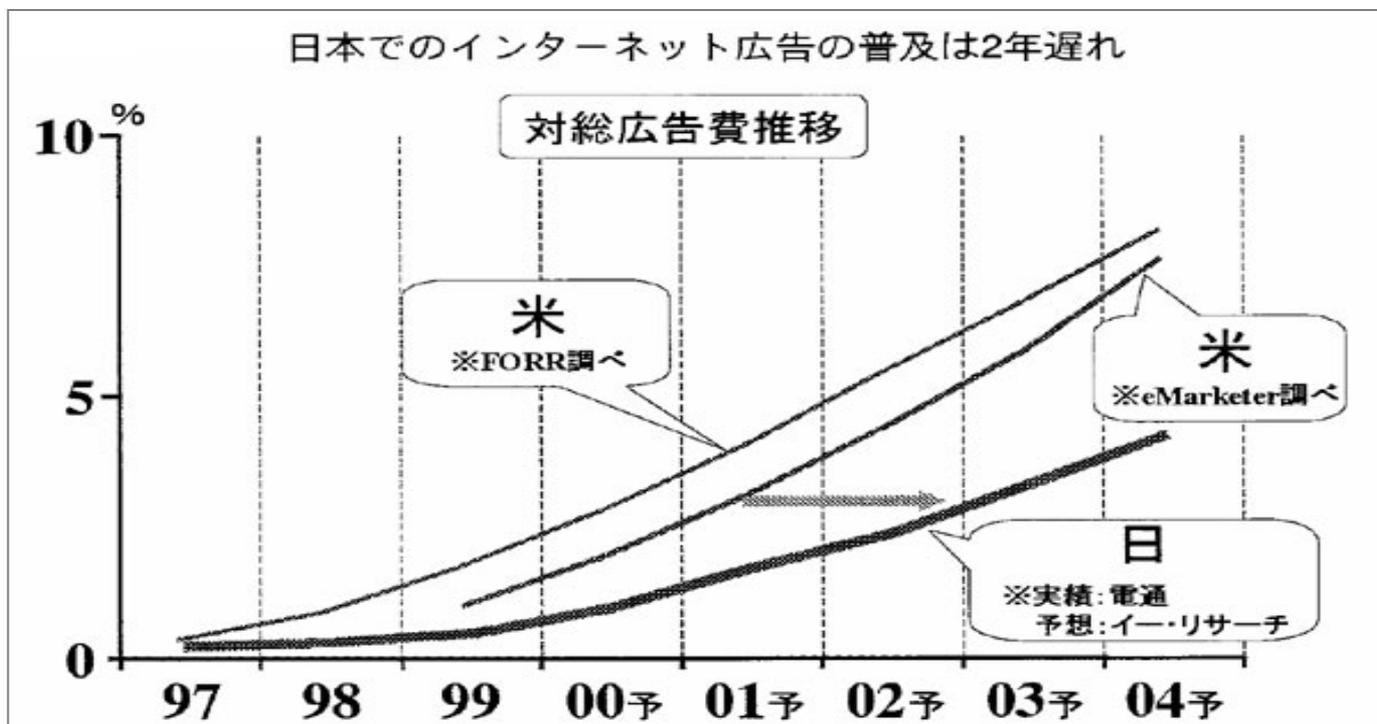
市場の評価が正しいとすれば0%成長 & 赤字が続く

DCF評価:成長 & 黒字化できれば

年度	売上高	増収率	営業利益	営業利益率	税引後営業利益	減価償却費	設備投資	運転資本増減	FCF	割引率	FCFの現在価値
2001	75		0	0.0%	0	0.2	0.3	0	-0	1.06	-0
2002	120	60.0%	5	4.2%	3	0.3	0.3	0	3	1.12	3
2003	170	41.7%	16	9.4%	10	0.3	0.3	0	10	1.19	8
2004	220	29.4%	28	12.7%	17	0.3	0.3	0	17	1.26	13
2005	280	27.3%	40	14.3%	24	0.3	0.3	0	24	1.34	18
2006	294	5.0%	42	14.3%	25	0.3	0.3	0	25	1.42	18
2007	309	5.1%	44	14.2%	26	0.3	0.3	0	26	1.50	18
2008	324	4.9%	47	14.5%	28	0.3	0.3	0	28	1.59	18
2009	340	4.9%	49	14.4%	29	0.3	0.3	0	29	1.69	17
2010	357	5.0%	51	14.3%	31	0.3	0.3	0	31	1.79	17
残余価値	357	0.0%	51	14.3%	31	0.3	0.3	0	541	1.90	285
①事業価値(FCFの割引現在価値の合計)											414
現預金(月商の3か月分を除く)											122
市場性のある有価証券(時価:短期有価証券の税引き後時価評価)											62
②非事業性資産の合計											184
③企業価値(①+②)											598
④有利子負債											0
⑤株主価値(③-④)											598
発行済株式数	(百万株)				3,373	10年債利回り			3.5		
時価総額	(億円)				101	リスクプレミアム			2.5		
有利子負債	(億円)				0	株式の資本コスト			6.00		
ベータ値	(億円)				1.00	税引後の平均資本コスト			6.00		
税率	(%)				40	(=割引率)					
永久成長率	(%)				0.0						

2006年300億円に成長、営業利益率14%ならば約600億円

米国市場からの推定



- ① 米国市場の予想: フォルスターリサーチ、eMarketerを採用
- ② 日米のインターネット普及格差を考慮して、
日本のインターネット広告の浸透度は、米国の約2年遅れと想定
- ③ 日本のインターネット広告の浸透度
2000年: 1%未満 ⇒ 2005年: 5%程度まで上昇 (予想)

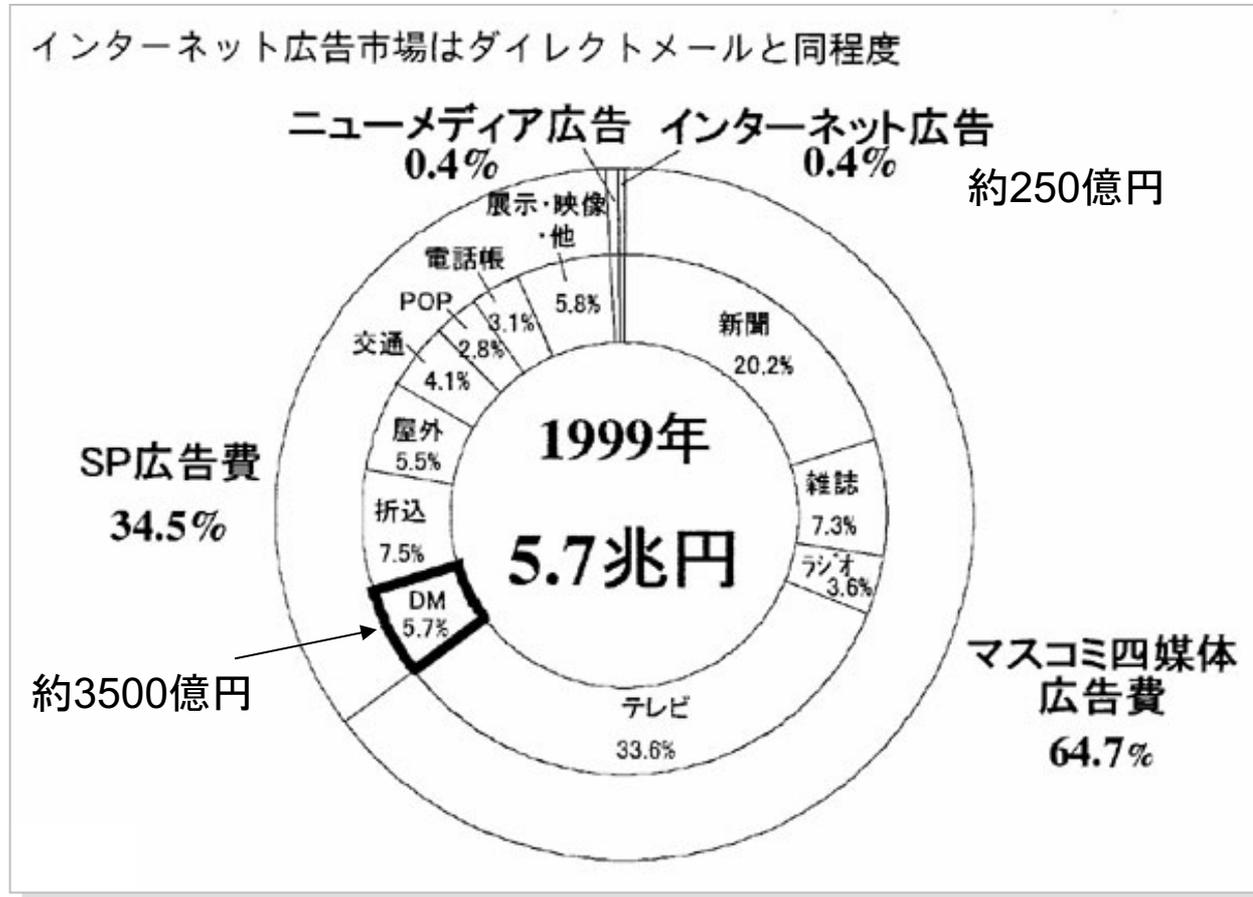
メディア価値の視点から検証

主要広告メディアの価値は2万円程度

媒体	1999年市場(億円)	発行部数・普及率	視聴者1人当り広告費
テレビ	19,121	1億人(世帯普及率99.1%)	19.121円
新聞	11,535	5,000万部/1日	23.070円
雑誌	4,183	1,800万部/1日	23.238円
ラジオ	2,043	週間接触率47.3%	—
インターネット	241	1,400万人	1,721円
インターネットユーザーが5千万人に達すれば市場は1兆円でもおかしくない?			
インターネット	1兆円?	if5,000万人	約2万円

- ☞ インターネット人口:テレビや新聞の利用者に近づく
- インターネット側:視聴者の絞込み
- ⇒インターネット一人あたり広告費:テレビと同等、それ以上の評価も可能

リアル（従来型）の広告費との関係



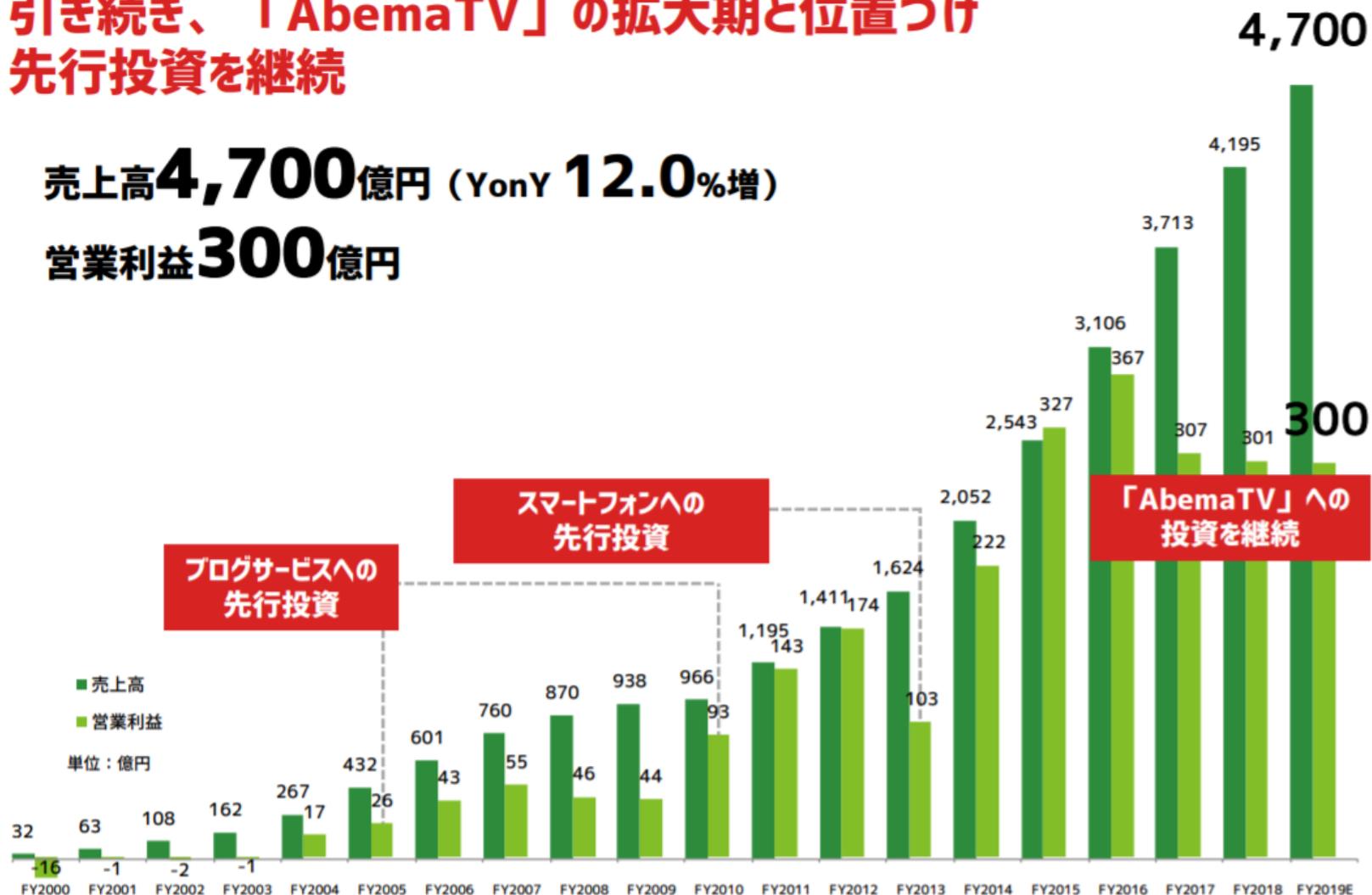
👉 ダイレクトメール（DM）並に成長すれば3,500億円

実際の業績は...

引き続き、「AbemaTV」の拡大期と位置づけ
先行投資を継続

売上高**4,700**億円 (YonY **12.0%**増)

営業利益**300**億円



株価は…

