

企業価値分析セミナー

吉野家分析レポート

2004/11/29

渡部 中川 大小島

注意)

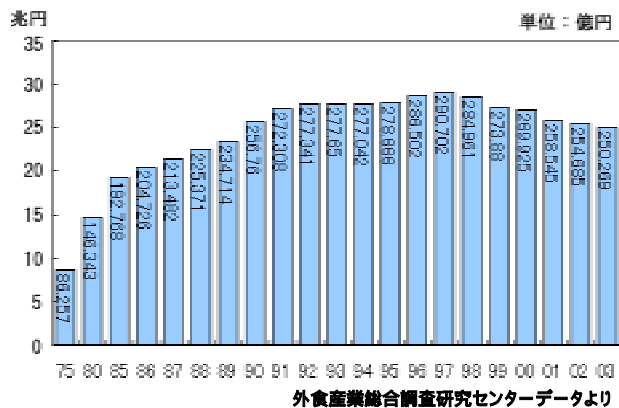
この資料は、板倉雄一郎事務所のパートナーによるコンセンサスを得て、投資情報として提供するものではなく、セミナー受講生の一つの成果例として掲載するものです。

また、資料に掲載されている各種数値は、当該企業の実態を表現する上で、常に正しい結果であることを保証いたしません。よって、この情報による投資による損失が発生しても、当事務所では一切の責任を負いません。

それでは、チーム吉野家の発表させていただきます。

・2003年(平成15年)の一般飲食店はじめ、宿泊施設の飲食、集団給食、料飲店なども含めた外食産業市場規模は25兆269億円。

・弁当、惣菜、小売主体のファーストフードなど料理品小売業を合算した広義の外食市場規模は30兆2,846億円。



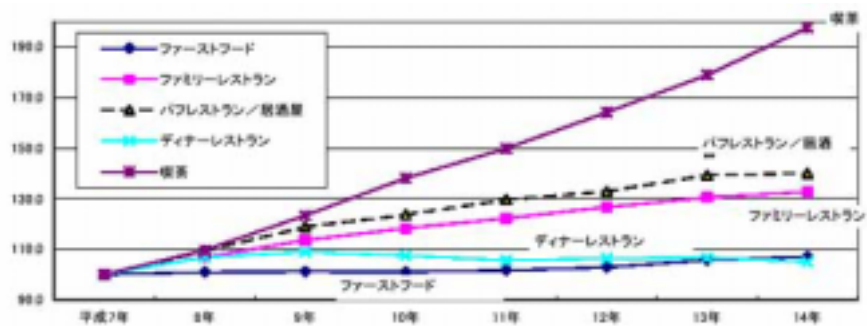
2003年の外食産業全体の市場規模は約25兆円。

1997年の29兆円を最高値として、年平均2.4%の微減となっている。

<平成14年の状況>

ファーストフード業態の売上高は前年比1.1%増

既存店の一店舗当たりの売上高4.8%減



業態全体の売上高が上昇しているにもかかわらず、一店舗当たりの売上高が落ちている。

これは新規出店によって、売上の減小をおぎなっているということである。

< 税率 >

- ・平成17年3月1日より始まる期より、法定税率を
41.8% 40.6%
として適用

< 金利情報 >

- ・金利ヘッジをしているため、金利情報を特定できず…
- ・2.5%と仮定しました。

< 海外売上について >

- ・2. 所在地別セグメント情報

前連結会計年度及び当連結会計年度における全セグメントの売上高の合計及び全セグメント資産の合計額に占める「本邦」の割合がいずれも90%を超えているため、所在地別セグメント情報の記載を省略しております。

3. 海外売上高

前連結会計年度及び当連結会計年度における海外売上高が、いずれも連結売上高の10%未満のため、記載を省略しております。

海外売上については、連結で10%未満のため省略。



牛丼の販売

吉野家の売上高は

「店舗数」×「客数」×「客単価」

で推測される。

牛丼ひ~とす~じ 300ね~ん
の吉野家は「牛丼」にこだわったお店。
= 牛肉の問題は売上に直結
BSE(牛海綿状脳症)は大問題になった。



牛丼の材料の安定調達にリスクがあると考えた。

牛丼の材料のうち、コメ、タマネギに関しては、産地によって味が変わらないため代替がきく。

しかし、牛肉のみ味が大きく変わるため、代替がきかず、大きなリスクとなった。

売上高と営業利益の関係

科目	期別 (平成12年)		(平成13年)		(平成14年)		(平成15年)		(平成16年)	
	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %
(資産の部)										
売上高	97,164	100.0	140,681	100.0	149,227	100.0	145,979	100.0	141,054	100.0
売上原価	36,326	37.4	51,648	36.7	56,078	37.6	55,581	38.1	54,558	38.7
売上総利益	60,838	62.6	89,033	63.3	93,149	62.4	90,398	61.9	86,496	61.3
販売費及び一般管理費	46,016	47.4	73,525	52.3	77,030	51.6	76,018	52.1	74,421	52.8
営業利益	14,822	15.3	15,508	11.0	16,119	10.8	14,380	9.9	12,075	8.6

売上高について

H12 H13の大幅な売上増は京樽買収のため。

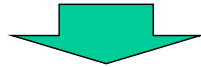
しかし、新規出店も3年間で200店舗と旺盛であるにもかかわらず、

H14 H16では、売上高が年率約3%ずつ減少。

営業利益について

H14に最高の161億円の利益を上げるが、その後下げ続けている。

H13 H16の売上原価、販管費が共に上がり続けている。



これは、業界内の低価格競争が原因。また、中国などの牛肉消費の伸びを背景にBSE発生以前から、相場がじりじり上昇。

過去の業績分析をしていく。

2. 会社の利益配分に関する基本方針

当社グループは、常に企業価値を向上させることによって、株主利益を増大させることを目指しております。従いまして株主の皆様への利益還元のため、株主資本利益率(ROE)の向上、1株当たり利益高(EPS)の増大が重要な課題であると考えております。

配当につきましては、安定的配当の継続を重視する一方、業績の進展状況に応じて増配等により利益還元を行なうことを基本方針としております。

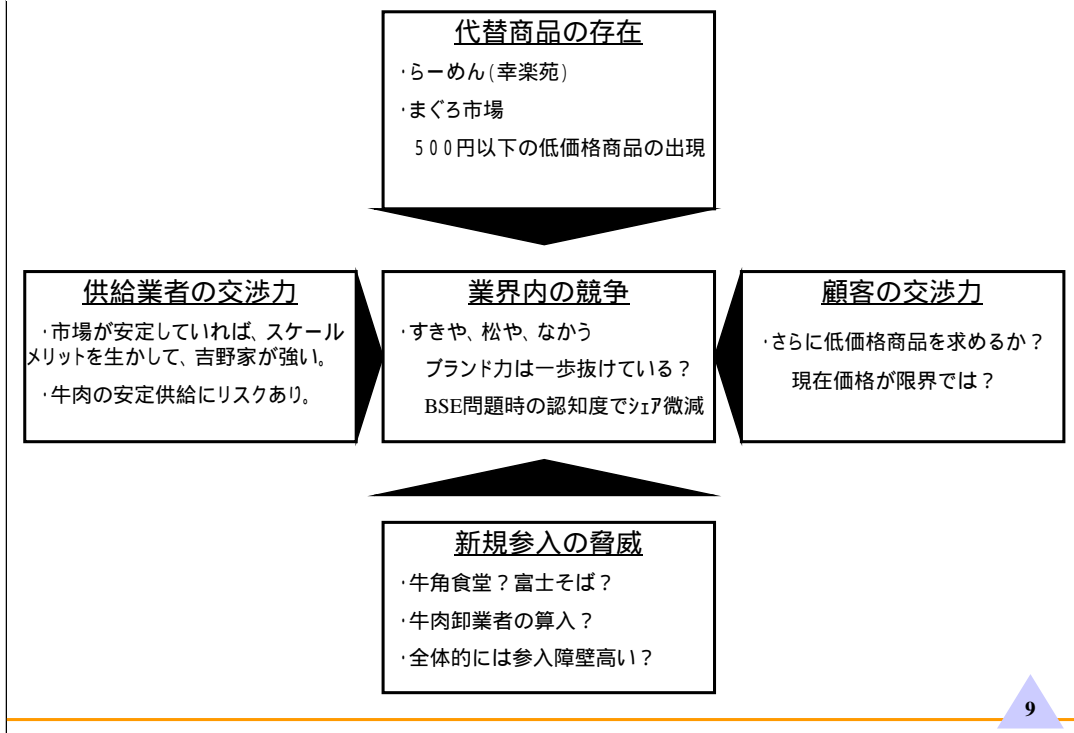
なお、内部留保金の活用につきましては、当面高収益な事業投資やM&A等、将来にわたって株主利益を増大させるための投資を優先してまいりたいと考えております。

平成 16 年 2 月期 決算短信(連結) より



増配・自社株買いの動きにはならない

利益剰余金 = 次期投資



全般的に吉野家への影響は高くない。
大きな影響要因は、「供給業者の交渉力」
今回のような牛肉への直接影響が大ダメージとなる。

最良のシナリオ

- ・年内に米国産牛肉の輸入が全面解禁し、顧客が吉野家に殺到

普通のシナリオ

- ・05年以降、徐々に米国産牛肉の輸入が解禁、2年後に元の業績を回復

最悪のシナリオ

- ・米国産牛肉の輸入が解禁されず、豪州産牛肉で代替も顧客離れが止まらない。

(前提)

1. BSE問題による米国産牛肉の輸入禁止措置は2005年内に解除され、2年で元の業績に回復。
BSE解禁時にキャンペーンをして、一気に売上を戻していく。
2. BSE解禁後の吉野家の業界シェアはBSE問題前の微減だが、新規出店で売上は維持。
3. 客単価(牛丼の価格)はこれ以上下げない。
BSE解禁時には 以前と同じ、並¥280 / 杯にすると予測。
4. BSE解禁後も、牛肉の相場は上がり続ける。しかし調達ルートの多角化である一定の所までで抑えられる。
5. 利益は次期投資に回し、増配・自社株買いは行わない。
6. 2005年2月期については、10月の業績予想修正の数字より、売上高1152億
経常損失21億円と予測。

以上を前提として、将来性分析に入ろう。

将来予測をする前に、今までに出てきた前提条件を整理してみます。

今回は「普通のシナリオ」を元に考える。

よって…。

売上高と営業利益の推移予測

科目	期別 (平成12年)		期別 (平成13年)		期別 (平成13年)		期別 (平成15年)		期別 (平成16年)	
	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %
(資産の部)										
売上高	97,164	100.0	140,681	100.0	149,227	100.0	145,979	100.0	141,054	100.0
売上原価	36,326	37.4	51,648	36.7	56,078	37.6	55,581	38.1	54,558	38.7
売上総利益	60,838	62.6	89,033	63.3	93,149	62.4	90,398	61.9	86,496	61.3
(店舗数)			735		849		913		992	
販売費及び一般管理費	46,016	47.4	73,525	52.3	77,030	51.6	76,018	52.1	74,421	52.8
営業利益	14,822	15.3	15,508	11.0	16,119	10.8	14,380	9.9	12,075	8.6
営業外収益	1,149	1.2	1,524	1.1	1,380	0.9	1,081	0.7	1,318	0.9

科目	期別 (平成17年)		期別 (平成18年)		期別 (平成19年)		期別 (平成20年)		期別 (平成21年)	
	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %	金額	構成比 %
(資産の部)										
売上高	115,200	100.0	127,000	100.0	140,000	100.0	140,000	100.0	140,000	100.0
売上原価	44,928	39.0	50,165	39.5	56,000	40.0	56,000	40.0	56,000	40.0
売上総利益	70,272	61.0	76,835	60.5	84,000	60.0	84,000	60.0	84,000	60.0
(店舗数)										
販売費及び一般管理費	74,000	64.2	72,000	56.7	74,000	52.9	74,000	52.9	74,000	52.9
営業利益	-3,728	-3.2	4,835	3.8	10,000	7.1	10,000	7.1	10,000	7.1
営業外収益	1,200	1.0	1,300	1.0	1,400	1.0	1,300	0.9	1,400	1.0

売上高: 平成17年にBSEの影響をまともにうけ、大きく売上を落とす。

平成18年に輸入禁止解除になるも、回復しきれない。

平成19年以降、全盛期に戻りつつあるが、BSE時の知名度の低下、競合商品により

全盛期の微減で落ち着く

売上原価: BSE解禁後も、牛肉の相場は上がり続け、原価率40%までいく。しかし、調達ルートの多角化で

それ以上は抑えられる。

販売管理費: 平成18年に人員削減から、減少するが攻勢をかけるため、以降74000で横ばい。

営業利益: 上記により営業利益は17年に赤字計上するも、18年から黒字、しかし伸びはにぶい。

減価償却費の推移予測

吉野家 財務諸表(連結)		キャッシュフロー表				
科目	期別	(平成12年)	(平成13年)	(平成14年)	(平成15年)	(平成16年)
		金額	金額	金額	金額	金額
営業活動によるキャッシュ・フロー						
税金等調整前当期純利益			11,711	7,392	14,627	11,253
減価償却費			3,830	4,006	3,856	3,699
連結調整勘定償却額			299	501	182	84
持分変動損失			0	24		
退職給付金戻入益			0	0	-1,541	0
特別退職金			0	0	1,148	0

科目	期別	(平成17年)	(平成18年)	(平成19年)	(平成20年)	(平成21年)
		金額	金額	金額	金額	金額
営業活動によるキャッシュ・フロー						
税金等調整前当期純利益		-3,928	4,235	9,600	9,900	9,800
減価償却費		4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
連結調整勘定償却額						
持分変動損失						
退職給付金戻入益						
特別退職金						

減価償却費:減価償却費は一定している傾向が見受けられる
しかし、海外への攻勢のため、5%増4000で一定とみた。

投下資本の推移予測

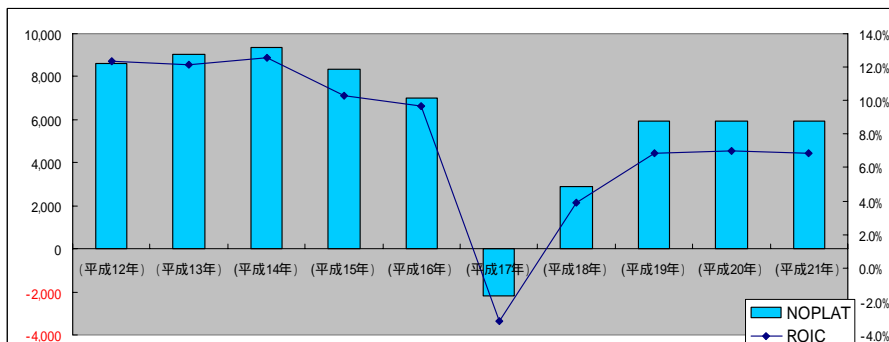
	(平成12年)	(平成13年)	(平成14年)	(平成15年)	(平成16年)
投下資本	69,839	74,312	74,805	81,467	72,745

	(平成17年)	(平成18年)	(平成19年)	(平成20年)	(平成21年)
投下資本	68,700	73,800	86,300	85,300	86,300

投下資本：売上高および営業利益・減価償却費など、BSから組み上げて出した。

そんなに大きくは変動しない。

NOPLATとROICを出してみた。



吉野家 NOPLAT/ROICの計算

	(平成17年)	(平成18年)	(平成19年)	(平成20年)	(平成21年)
投下資本	68,700	73,800	86,300	85,300	86,300
営業利益	-3,728	4,835	10,000	10,000	10,000
税率	41.8%	40.6%	40.6%	40.6%	40.6%
NOPLAT	-2,170	2,872	5,940	5,940	5,940
NOPLAT成長率	-130.9%	-232.4%	106.8%	0.0%	0.0%
ROIC	-3.2%	3.9%	6.9%	7.0%	6.9%

NOPLAT算出時の税率は、決算短信から、40.6%とした。

ROICは5%を推移と予測。

NOPLAT成長率を求めたが、BSE問題時を考慮すると、一定しないので、それ以外の時期を考慮。平成19年からの成長がほぼないと仮定しているため、仮に0.1%と設定する。

吉野家 企業価値分析

	割合	機会費用	税率	税効果後コスト	コスト*割合
有利子負債	6.59%	2.50%	40.60%	1.49%	0.10%
株式	93.41%	8.40%		8.40%	7.85%
WACC	7.94%				

	1.2
リスクフリーレート	2.00%
マーケットリスクプレミアム	5.00%

(百万円)

年次	相対期	FCF予測	将来CF
	1	¥4,983	¥4,617
	2	¥14,472	¥12,420
	3	¥14,540	¥11,560
	4	¥8,940	¥6,585
	5	¥10,940	¥7,465
継続価値	5	¥74,770	¥51,018
事業価値			¥93,665
非事業用資産の価値			
企業全体の価値			¥93,665
有利子負債			7,429
株主価値(理論値)			86,236
理論株価			130,186

継続価値	74,770
平成21年NOPLAT	5,940
ROIC(i)	7.94%
NOPLAT成長率	0.10%
WACC	7.94%

	株式数	株価	時価総額
株主価値(時価)	662,405	159,000	105,322

11/29現在

時価乖離率	-22.1%
-------	--------

ここまで出したものを式に算入。

有利子負債と株式の比率を下記で求めた。

(短期借入金 + 長期借入金) : (資本合計) 1 : 9

についてはヒストリカル 入手困難に付き、以下のように予測。

まず、BSE発生以前は、業績も安定していたこと、および、株価の動きを「感覚的に」みたところ、は1以下の0.8程度と予測します。BSE発生後は、業績見通しが不安定にな

り、かつ現実の株価もBSE以前に比べて大きくブレる傾向があるようなので、BSE発生

以降のは、1以上の1.2と推測しました。そのときの株式機会費用は8.4%。

吉野家 企業価値分析

	割合	機会費用	税率	税効果後コスト	コスト*割合
有利子負債	6.59%	2.50%	40.60%	1.49%	0.10%
株式	93.41%	6.74%		6.74%	6.30%
WACC	6.39%				

(百万円)

年次	相対期	FCF予測	将来CF
	1	¥4,983	¥4,684
	2	¥14,472	¥12,785
	3	¥14,540	¥12,073
	4	¥8,940	¥6,977
	5	¥10,940	¥8,025
継続価値	5	¥93,021	¥68,237
事業価値			¥112,782
非事業用資産の価値			
企業全体の価値			¥112,782
有利子負債			7,429
株主価値(理論値)			105,353
理論株価			159,046

継続価値	93,021
平成21年NOPLAT	5,940
ROIC(i)	6.88%
NOPLAT成長率	0.10%
WACC	6.39%

	株式数	株価	時価総額
株主価値(時価)	662,405	159,000	105,322

11/29現在

時価乖離率	0.0%
-------	------

今度は現在の時価総額が正しいと前提のもとに事業価値と時価総額の乖離率が0%となるように株式機会費用を求めたところ6.7%と前項と若干のずれ(1.7%)であったことから 値は1.2を採用しました。

10%のリターンを得るための投資判断をする場合

その判断は……

「Sell」

でした。

最高のシナリオでは……

平成18年に全盛期まで回復すると考えると、

適正株価¥128,000

最悪のシナリオでは……

輸入解禁が平成18年であると仮定すると、

適正株価¥94,000

(株式の機会費用 10%と仮定)

最高のシナリオと最悪のシナリオでの変化があまりないため、
輸入がずっと解禁にならないことを想定した価格をだした。
すると、株価はマイナスになり、買収の対象となってしまう。

四季報によると、吉野家の分析をするにあたり重要となるのが、海外の動きでした。しかし、今回分析をするにあたり、この「海外」にあたる部分はアジア、特に中国での動きと捕らえました。現在中国での店舗数は8点と、大勢に影響を与えるものでなく、結果、海外での営業収益を無視しました。

また、設定シナリオを全盛期を超える成長はないと仮定したため、先の結果となりましたが、成長度合を上方に設定しなおした場合、十分に投資に値するかもしれません。

しかし、それを含めても、吉野家をとりにくく状況は非常に厳しく、社債発行で調達した100億での投資活動が大きな鍵を握っているといえます。

以上