

# ホリスティック企業レポート ウイルプラスホールディングス 3538 東証 JQS

フル・レポート  
2017年4月7日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20170404

## M&A を成長戦略の柱に据える独立系輸入車販売業者 輸入車市場におけるシェア拡大と子会社の収益性改善による利益成長を目指す

### 1. 会社概要

・ウイルプラスホールディングス(以下、同社)は、連結子会社 3 社により、ジープやフィアット、BMW、MINI、ボルボなど 8 ブランドの輸入車(新車)の正規ディーラーを運営する独立系の純粋持株会社である。新車と同じブランドの中古車も取り扱うほか、車輛整備や保険販売も手掛けている。

アナリスト: 大間知淳  
+81 (0) 3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 2. 財務面の分析

・14/6 期～16/6 期の決算をみると、買収した子会社と新規出店の貢献により、売上高は年平均 10.9%増加したものの、減価償却費やのれん償却費が膨らんだため、経常利益は同 0.2%減少した。  
・他社との比較では、安全性と収益性、成長性の観点で魅力的な水準にある。

#### 【主要指標】

|            | 2017/3/31 |
|------------|-----------|
| 株価 (円)     | 2,320     |
| 発行済株式数 (株) | 4,766,240 |
| 時価総額 (百万円) | 11,058    |

|           | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|-----------|------|------|------|
| PER (倍)   | 19.0 | 15.1 | 13.5 |
| PBR (倍)   | 3.0  | 2.6  | 2.2  |
| 配当利回り (%) | 0.9  | 1.0  | 1.1  |

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、M&A 後の事業再生ノウハウにある。

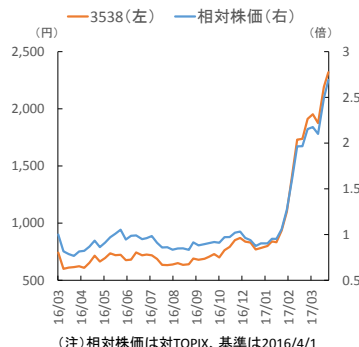
#### 【株価パフォーマンス】

|            | 1 カ月 | 3 カ月  | 12 カ月 |
|------------|------|-------|-------|
| リターン (%)   | 29.6 | 196.7 | 193.7 |
| 対TOPIX (%) | 31.6 | 197.9 | 161.6 |

### 4. 経営戦略の分析

・同社は、マルチブランド戦略とドミナント戦略を基本方針としているが、今後は、上場を前にして、控えていた M&A を再開することで、新ブランドの獲得や新規エリアへの進出、店舗数の拡大を図り、輸入車市場でのシェア拡大と買収した子会社の収益性の改善により利益成長を目指している。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、好調な新車販売がけん引し、17/6 期は会社計画を上回る前期比 29.8%の営業増益を見込んでいる。18/6 期以降も高価格帯の新型モデルの販売増加とセールスマックスの改善などから、年率 10%程度の営業増益を予想している。  
・買収先の業績を短期間で改善してきた実績を当センターは評価しており、新ブランドの獲得や新規エリアの進出が実現できるかに注目したい。

#### 【3538 ウイルプラスホールディングス 業種: 小売業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2015/6    | 19,072       | 11.2       | 705           | -16.2      | 673           | -22.7      | 416          | -16.8      | 113.0      | 613.3      | 0.0        |
| 2016/6    | 21,093       | 10.6       | 886           | 25.6       | 866           | 28.7       | 492          | 18.4       | 122.4      | 763.8      | 21.5       |
| 2017/6 CE | 22,533       | 6.8        | 1,098         | 23.8       | 1,087         | 25.5       | 670          | 35.9       | 145.4      | —          | 22.0       |
| 2017/6 E  | 23,240       | 10.2       | 1,151         | 29.8       | 1,139         | 31.5       | 710          | 44.1       | 154.1      | 891.5      | 23.0       |
| 2018/6 E  | 24,630       | 6.0        | 1,275         | 10.8       | 1,264         | 11.0       | 793          | 11.7       | 172.1      | 1,039.6    | 26.0       |
| 2019/6 E  | 25,910       | 5.2        | 1,403         | 10.0       | 1,398         | 10.6       | 898          | 13.2       | 194.9      | 1,208.5    | 29.0       |

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想。15年12月3日付で1:20、17年4月1日付で1:2の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正。

#### フル・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 新車と中古車の販売が事業の柱

ウイルプラスホールディングス（以下、同社）は、3連結子会社により、ジープやフィアット、BMW、MINI、ボルボなど8ブランドの輸入車（新車）の正規ディーラーを運営する独立系の純粋持株会社である。

新車を購入する顧客から下取りした車輻については、同じブランドであれば、店舗で中古車として販売し、異なるブランドであれば、オートオークションを通じて他社ディーラーに販売している（業販）。販売した車輻を中心に、整備や修理、車検などもショールームに併設した整備工場で行っている（車輻整備）。

その他のサービスとして、損害保険会社の代理店として、自賠責保険や任意保険等の販売を手掛けているほか、一部のブランドでは、インポーター<sup>注1</sup>から仕入れた自動車部品を部品商に対して供給する卸売も行っている。

（注1）インポーターとは、外国自動車メーカーの輸入代理権を基に、日本国内で輸入車を正規ディーラーに販売する代理店を言う。

（注2）FCA（Fiat Chrysler Automobiles）とは、09年に経営が破綻したクライスラー社（米国）をフィアット社（イタリア）が買収し、14年に誕生した自動車メーカーである。

同社グループは、FCA<sup>注2</sup> ジャパン株式会社の正規ディーラーとして、アルファロメオ、フィアット、アバルト、ジープ、クライスラーの販売を行うチェッカーモータース、ビー・エム・ダブリュー株式会社の正規ディーラーとして、BMW、MINIの販売を行うウイルプラスモーター、ボルボ・カー・ジャパン株式会社の正規ディーラーとしてボルボの販売を行う帝欧オートの3つの連結子会社と純粋持株会社である同社によって構成されている（図表1）。

【図表1】連結子会社の取扱ブランドと店舗数

| 会社名        | 取扱ブランド                        | 店舗数 |
|------------|-------------------------------|-----|
| チェッカーモータース | フィアット、アルファロメオ、アバルト、ジープ、クライスラー | 12  |
| ウイルプラスモーター | BMW、MINI                      | 7   |
| 帝欧オート      | ボルボ                           | 4   |

（注）17/6期上期末時点

（出所）ウイルプラスホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

同社グループは、輸入車販売関連事業の単一セグメントであり、商品品目は、新車、中古車、業販、車輻整備、その他である（図表2）。

新車は、各連結子会社が正規ディーラーとして各インポーターから仕入れて、一般消費者や企業に販売されている。16/6期の売上高構成比は47.5%と、同社の売上高の中核を占めている。

【 図表 2 】 品目別売上高の推移

(単位: 千円)

| 品目別  | 15/6期      |       | 16/6期      |        |       |
|------|------------|-------|------------|--------|-------|
|      | 売上高        | 増減率   | 売上高        | 構成比    | 増減率   |
| 新車   | 8,790,045  | 1.4%  | 10,026,682 | 47.5%  | 14.1% |
| 中古車  | 4,347,183  | 25.5% | 4,566,783  | 21.7%  | 5.1%  |
| 業販   | 1,962,230  | 12.2% | 2,141,268  | 10.2%  | 9.1%  |
| 車輛整備 | 2,899,521  | 26.7% | 3,110,929  | 14.7%  | 7.3%  |
| その他  | 1,073,504  | 10.1% | 1,247,780  | 5.9%   | 16.2% |
| 合計   | 19,072,485 | 11.2% | 21,093,443 | 100.0% | 10.6% |

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、報告書より証券リサーチセンター作成

チェッカーモータースは、FCA ジャパン株式会社が取り扱う 5 ブランドを仕入れて、東京都、神奈川県、福岡県の 12 店舗 (17/6 期第 2 四半期末) で販売している。クライスラー/ジープブランド及びフィアット/アルファロメオブランドにおいてはトップクラスの国内販売シェアを有しているのに加え、アバルトブランドにおいては世界有数の販売台数を誇っている。5 ブランド合計の新車販売台数においては、国内正規ディーラー 65 社中、圧倒的な首位 (16 年) となっている。

ウイルプラスモーターレンは、ビー・エム・ダブリュー株式会社が取り扱う 2 ブランドを仕入れて、東京都、福岡県の 7 店舗 (同) で販売している。BMW ブランドは福岡県の 2 店舗 (うち 1 店舗は中古車も販売)、MINI ブランドは福岡県の 3 店舗と東京都の 2 店舗 (うち 1 店舗は中古車の専売店) によって運営されている。MINI ブランドにおいては、インポーター直営店を除いた国内正規ディーラー 59 社中、新車販売台数は第 5 位 (同)、認定中古車販売台数は第 7 位 (同) にランクされている。

帝欧オートは、ボルボ・カー・ジャパン株式会社が取り扱うボルボ車を仕入れて、福岡県の 4 店舗 (同) で販売している。インポーター直営店を除いた国内正規ディーラー 60 社中、新車販売台数は第 6 位 (同)、福岡南店による中古車販売台数は第 1 位 (同) にランクされている。

中古車は、各連結子会社にて、各ブランドの高年式低走行車を中心に販売されている。商品の仕入れは、新車販売時の下取、買取、オートオークションでの購入により行っている。16/6 期の売上高構成比は 21.7% と新車に次ぐ位置にある。

業販とは、各連結子会社にて、顧客から下取した他社ブランドの中古車を主としてオートオークションで販売していることを指している。

新車、中古車、業販は、商品の特性、仕入先、販売先が異なっているものの、自動車を販売するという意味では同じであるため、同社では3品目をまとめて車輛販売事業と称している。

車輛整備は、各連結子会社にて、販売した車輛を中心に、整備や修理、車検などのサービス提供を指している。一部の店舗を除き、各ショールームにはサービス工場が併設されている。

その他には、各連結子会社にて、損害保険会社の代理店として車輛を販売した顧客に提供している自賠責保険や任意保険等の販売手数料や、インポーターから受け取る新車販売に関連するインセンティブ収入のほか、チェッカーモーターズが手掛けている、インポーターから仕入れた自動車部品を部品商に供給する卸売売上が含まれている。

連結子会社別にみると、買収時期が最も早く、店舗数も最も多いチェッカーモーターズが、3社の数値を単純合計した売上高や経常利益の5割弱を占めている(図表3)。

【図表3】連結子会社の業績推移

(単位:千円)

|                     | 15/6期     | 16/6期      |        |       |
|---------------------|-----------|------------|--------|-------|
|                     |           | 増減率        | 構成比    |       |
| チェッカーモーターズ(8年7月買収)  |           |            |        |       |
| 売上高                 | 9,291,098 | 10,545,337 | 13.5%  | 49.6% |
| 経常利益                | 205,009   | 359,880    | 75.5%  | 45.8% |
| 経常利益率               | 2.2%      | 3.4%       | —      | —     |
| 当期純利益               | 105,908   | 198,766    | 87.7%  | 42.0% |
| ウイルプラスモーターズ(9年9月買収) |           |            |        |       |
| 売上高                 | 7,042,652 | 7,503,444  | 6.5%   | 35.3% |
| 経常利益                | 330,706   | 285,812    | -13.6% | 36.4% |
| 経常利益率               | 4.7%      | 3.8%       | —      | —     |
| 当期純利益               | 208,571   | 186,644    | -10.5% | 39.5% |
| 帝欧オート(14年4月買収)      |           |            |        |       |
| 売上高                 | 2,899,113 | 3,201,832  | 10.4%  | 15.1% |
| 経常利益                | 43,446    | 140,567    | 223.5% | 17.9% |
| 経常利益率               | 1.5%      | 4.4%       | —      | —     |
| 当期純利益               | 131,610   | 87,520     | -33.5% | 18.5% |

(注) 構成比は、連結子会社3社の単純合計に対する数値

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、報告書より証券リサーチセンター作成

取扱ブランド毎の数値について、同社は販売台数や売上高を開示していない。16年の国内登録台数や輸入車市場における販売シェア、同順位、販売価格帯は以下の通りとなっている(図表4)。

【図表4】取扱ブランドの国内輸入車市場における状況

|                       | 単位 | BMW       | MINI    | ボルボ       | ジープ     | FIAT    | アバルト    | アルファロメオ | クライスラー  |
|-----------------------|----|-----------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国内登録台数(16年)           | 台  | 50,571    | 24,548  | 14,914    | 9,392   | 6,717   | 1,857   | 1,767   | 283     |
| 輸入車市場における販売シェア(16年)   | %  | 17.14     | 8.32    | 5.05      | 3.18    | 2.28    | 0.63    | 0.60    | 0.10    |
| 輸入車市場における販売シェア順位(16年) | 位  | 2         | 5       | 6         | 7       | 10      | 17      | 18      | 28      |
| 販売価格帯                 | 万円 | 310~2,420 | 226~530 | 299~1,299 | 297~805 | 183~349 | 286~845 | 330~891 | 577~756 |

(注) 国内登録台数は、乗用車、貨物車、バスの合計。販売シェアと同順位は外国メーカーだけを集計

(出所) ウイルプラスホールディングス決算説明会資料、日本自動車輸入組合輸入車ニュースより証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ フロー型の自動車販売ビジネスにおいてストック収益を追求

同社が展開する自動車販売ビジネスは、新車であれ、中古車であれ、顧客に一度、自動車を売ると、通常、少なくとも数年間、次の販売機会は訪れないという事業特性がある。また、場合によっては、同業他社に顧客を奪われたり、顧客が自動車の購入(保有)を止めてしまったりすることもある。このようなビジネスの特性から、基本的には自動車販売はフロー型ビジネスと言えよう。

加えて、自動車メーカーは、販売する車種毎に、数年に一度の頻度でモデルチェンジ(全面改良)を実施することが多いが、モデルチェンジ直後の販売台数が多く、モデル末期に掛けて販売台数が減少するという販売サイクルが存在する。自動車メーカーは、通常、複数の車種を展開し、異なったタイミングで各車種のモデルチェンジを実施しているものの、人気車種のモデルチェンジに会社全体の販売台数が左右される傾向がある。

結果として、正規ディーラーの新車の売上高も、取り扱うメーカーの販売台数の変動による影響を強く受けることになる。同社では、こうした自動車販売ビジネスが内包する収益の変動性を軽減しつつ、事業の成長を目指すことを経営の基本方針としており、具体的には3つの経営戦略の柱を有している。

経営戦略の第一の柱は、ストック収益の追求である。新車、中古車、業販から構成される車輛販売がフロー収益であるのに対し、車輛整備、その他の中の保険の販売手数料は、顧客が一度、利用、契約すると、取引を継続する傾向が強く、店舗開設後、時間の経過と共に関連収入が積み上がっていく点においてストック収益と言える。



同社では、任意保険を中心とした自動車保険の販売に注力しており、車輛販売時の保険契約率は、16/6期において32.5%に達しており、業界平均(17.6%)に比べて大幅に高い数値となっている。また、車輛販売後、定期点検、整備や車検の取り込みにも力を入れており、車輛整備の売上高は着実に増加している。

車輛整備や保険契約で取引している顧客を、同社では管理顧客と呼んでおり、その維持、増加に積極的に取り組んでいる。新車販売以外の売上総利益に対する販売費及び一般管理費(以下、販管費)の比率である基礎収益カバー率は、自動車ディーラーにとって景気変動や新型車のモデルサイクルに対する抵抗力を示す重要な指標となるが、その向上には車輛整備や保険契約への積極的な取り組みが不可欠である。同社も基礎収益カバー率をKPIとして重視しているが、その数値は開示されていない。

#### ◆ フロー型ビジネスの波の平準化を目指すマルチブランド戦略

経営戦略の第二の柱がマルチブランド戦略である。ストック型収益の追求がフロー型収益への依存を低下させる戦略であるのに対し、マルチブランド戦略は、フロー型ビジネスである新車販売において、その変動リスクの抑制を図りつつ、売上高の成長を目指す戦略である。具体的には、M&Aによって新しいブランドの販売権を獲得することで規模の拡大を追求すると同時に、発売時期が異なる新型モデルを数多く扱うことにより、グループ全体としては販売台数の変動を極力平準化させることを志向するものである(図表5)。

また、同社は、年間の国内新規登録台数が10,000台以上のメジャーブランド(取扱いブランドではBMW、MINI、ボルボが該当)においては販売の安定を、10,000台未満のニッチブランドにおいては販売シェアトップを確立(取扱いブランドではアバルトが該当)することにより、高収益の実現を目指している。

同社はM&Aによる新たなブランドの獲得にも積極的な姿勢を見せており、メルセデス・ベンツ、フォルクスワーゲン(以下、VW)などの年間登録台数10,000台以上のメジャーブランドから、ポルシェやフェラーリといった10,000台未満の高級車ブランドまで幅広いブランドをターゲットとしている模様である。

マルチブランド戦略は、同一敷地内に複数のブランドを組み合わせた複合型店舗の展開にも繋がっており、集客力の向上や経営効率の改善に寄与している。14年に出店したチェッカーモータース藤沢湘南店は、本州で初めてFCAジャパンが取り扱う5ブランド併売店となっ



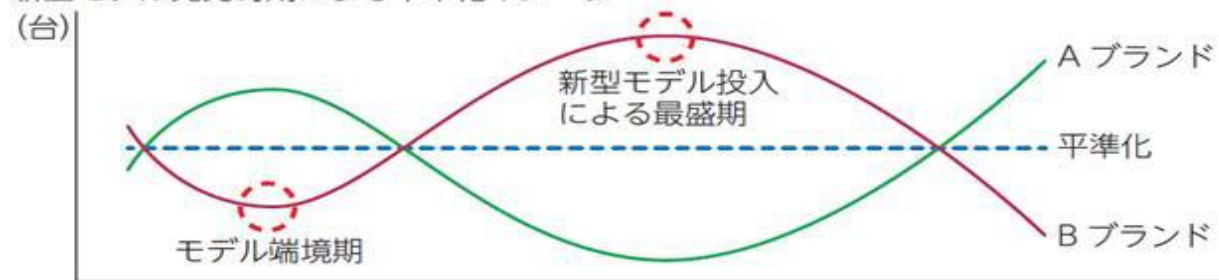
たほか、11年に出店したウイルプラスモーターレン MINI 博多店は、インポーターが異なるチェッカーモータースのジープ福岡店と同一敷地内に店舗を構えるなど、同社ならではの店舗展開を推進している。

【 図表 5 】 ブランド別の新型モデル発売時期と販売台数の平準化イメージ

主な新型モデル発売時期

|            | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Chrysler   |       |       |       | ●     |       |       |
| Jeep       |       | ●     | ●     |       | ●     | ●     |
| FIAT       | ●     |       |       | ●     |       | ●     |
| Alfa Romeo |       |       | ●     |       | ●     |       |
| ABARTH     |       | ●     |       | ●     |       |       |
| BMW        | ● ●   | ●     | ● ●   | ● ●   | ● ● ● | ● ●   |
| MINI       |       | ● ●   | ●     | ●     | ● ●   | ●     |
| VOLVO      |       | ● ●   |       | ● ●   |       | ●     |

新型モデル発売時期による平準化イメージ



(出所) ウイルプラスホールディングス決算説明会資料

◆ 輸入車の中核市場で顧客の囲い込みを狙うドミナント戦略

一定の地域に集中的に店舗を配置して、当該地域における支配的な地位の獲得を狙うドミナント戦略が第3の柱である。同社グループの営業エリアは現時点において、東京都、神奈川県、福岡県に限られており、同社は一都二県で新規出店によるドミナント強化を図っているが、各ブランドにおいて、新規出店はインポーターによって管理されているため、既存エリア内であれ、新しいエリアであれ、店舗数の大幅拡大にはM&Aが不可欠である。

M&A を実施する際、同社は地域の判断基準として、1) 輸入車の新規登録台数や保有台数が上位の地域であるか、2) 進出地域でドミナントが形成できるかを重視している。

ドミナント形成のメリットとして、同社は、コスト面ではなく、顧客を囲い込める点を挙げている。自動車販売事業においては、物流費や折り込みチラシ等の広告宣伝費の負担は大きくない。一方、輸入車を

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

好む消費者は、あるブランドから他のブランド乗り換える際も輸入車を選好しやすい傾向にあるようであり、複数の輸入車ブランドを同一グループで展開することで同社では顧客の囲い込みを志向している。

輸入車の新規登録台数や保有台数が多い都道府県としては、同社の営業エリアである東京都、神奈川県、福岡県のほか、愛知県、大阪府、兵庫県、埼玉県等、3大都市圏に含まれる地域が挙げられる(図表 6)。

【図表 6】都道府県別の輸入車登録台数と輸入車保有台数 (単位:台)

| 順位 | 都道府県 | 新車登録台数 | 順位 | 都道府県 | 保有台数    |
|----|------|--------|----|------|---------|
| 1  | 東京   | 50,998 | 1  | 東京   | 492,292 |
| 2  | 神奈川  | 27,434 | 2  | 神奈川  | 297,208 |
| 3  | 愛知   | 26,707 | 3  | 愛知   | 244,275 |
| 4  | 大阪   | 20,426 | 4  | 大阪   | 203,329 |
| 5  | 兵庫   | 15,115 | 5  | 埼玉   | 170,238 |
| 6  | 埼玉   | 14,852 | 6  | 兵庫   | 165,269 |
| 7  | 千葉   | 12,877 | 7  | 千葉   | 157,236 |
| 8  | 福岡   | 10,612 | 8  | 福岡   | 125,530 |
| 9  | 静岡   | 10,061 | 9  | 静岡   | 109,012 |
| 10 | 茨城   | 9,247  | 10 | 北海道  | 103,047 |

(注) 数値は、外国メーカーの乗用車のみが対象。新車登録台数は 16 年、保有台数は 16 年 3 月末時点

(出所) 日本自動車輸入組合及び(財)自動車検査登録情報協会資料に基づいたウイルプラスホールディングス決算説明会資料により証券リサーチセンター作成

また、同社は、新規出店や M&A による今後の出店候補都市として、東京 23 区に加え、人口 100 万人超の政令指定都市 (11 都市) や人口 40 万人超の中核都市 (36 都市) を挙げている。

従って、今後の正規ディーラーの買収に際しては、一都二県の既存エリアの強化や、愛知県、大阪府、兵庫県、埼玉県、千葉県など、輸入車の販売・保有台数が上位の府県及び政令指定都市や中核都市へ進出する可能性が高いと思われる。

また、同社は、営業スタッフを主体に連結子会社間での人材の移動も積極的に実施しており、顧客への対応の強化と共に、各子会社における生産性の向上を実現している模様である。同社の KPI の一つである営業スタッフ 1 人当たりの販売台数は、各社ベース、連結ベースのどちらも開示されていないが、期首期末の連結従業員数の平均に対する売上高は、15/6 期の 62 百万円から 16/6 期には 66 百万円に増加している。

同社が展開するドミナント戦略は、単に各子会社の収益力の向上に寄与するだけでなく、グループ内での人材の流動化というシナジー効果を通じて、グループ全体の生産性や収益性の改善に貢献しているようである。

◆ 売上原価は仕入れによる変動費が中心

売上原価の中心を占めるのは新車の仕入れである。その他に下取りなどによる中古車の仕入れや、車輻整備やパーツ卸売のための自動車部品の仕入れ、車輻整備に係る外注費など、ほとんどが変動費であるものの、車輻整備の技術スタッフの労務費など固定費も多少含まれている。

同社は品目別の売上総利益率を開示していないが、その順番は、高い順にその他に含まれる保険の販売手数料と新車販売に関連するインセンティブ、車輻整備、中古車、業販、新車となっている模様である。

◆ 販管費は人件費や地代家賃などの固定費が中心

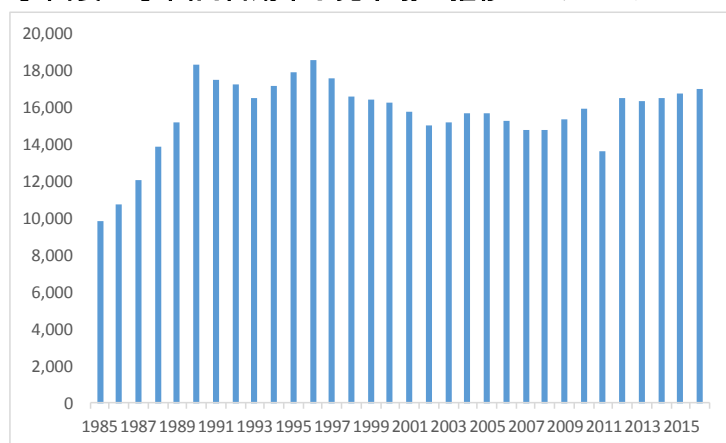
販管費の中心を占めるのは、人件費、地代家賃、減価償却費、のれん償却費などの固定費である。固定費は、新規出店によっても多少増加するが、M&A においては非連続的に急増する場合があります、注意が必要である。

> 業界環境と競合

◆ 国内自動車小売業は 17 兆円市場

同社が属する国内自動車小売業の市場規模は、経済産業省の商業動態統計調査によれば、16 年で 17.0 兆円 (前年比 1.4% 増) に達している。調査が開始された 80 年当時の国内自動車小売市場は 8.1 兆円に過ぎなかったが、バブル景気によって販売台数が増加すると同時に、販売単価も上昇したため、ピークを記録した 90 年には 18.3 兆円に急拡大した (図表 7)。

【図表 7】国内自動車小売市場の推移 (単位: 10 億円)



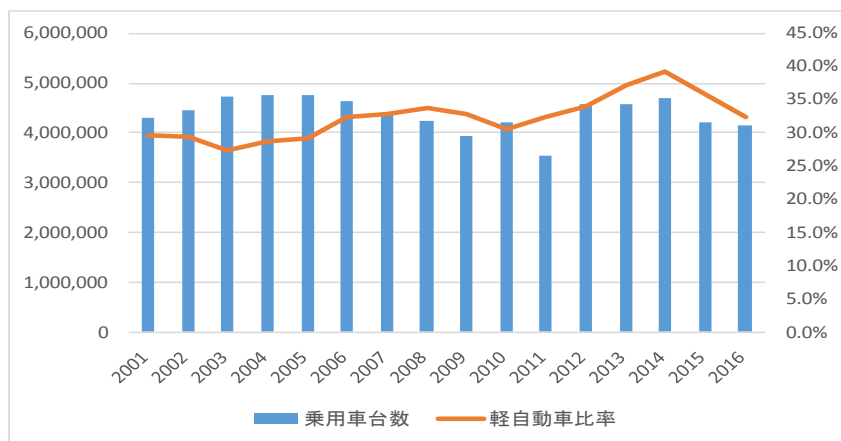
(出所) 経済産業省商業動態統計調査より証券リサーチセンター作成

同市場は、バブル崩壊や金融危機、リーマンショックなどの経済環境の悪化や、少子化及び若者世代の車離れ、性能向上等による保有期間

の長期化などを背景に縮小してきたが、東日本大震災による自動車生産の落ち込みを受けて、11年には13.6兆円のボトムをつけた。

その後、14年に掛けては軽自動車をけん引役とする販売台数の増加を受けて市場規模も回復した(図表8)。15年以降は、軽自動車離れにより販売台数は減少したものの、輸入車や高級車の販売台数が堅調に推移したのに加え、ハイブリッド車に搭載する電池容量が増加したことや、安全運転支援システムなどの新機能が搭載された乗用車の人気が高まったことから、販売単価が上昇したため、市場規模は微増で推移している。

【図表8】国内乗用車登録台数と軽自動車比率の推移 (単位: 台)



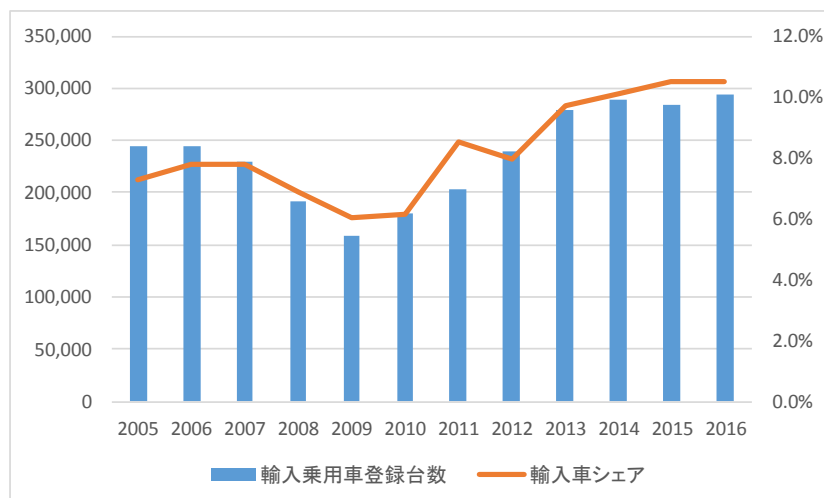
(注) 国内乗用車登録台数は軽自動車を含む

(出所) 一般社団法人日本自動車工業会資料より証券リサーチセンター作成

同社は国内自動車小売市場の中でも海外メーカー製の乗用車の販売に特化している。国内輸入車小売市場には日本メーカーの海外生産拠点で製造されている輸入車も含まれているが、同社を分析する上で重視すべきは海外メーカー製乗用車市場である。

海外メーカー製輸入乗用車の登録台数は、2000年以降は20万台から25万台で推移していたが、リーマンショックの影響を受けて急減し、09年には15.9万台に落ち込んだ。しかしながら、その後は、海外メーカー各社から、環境性能やデザイン、価格等で魅力的な製品が投入され、顧客層が広がったことや、株式市場の回復により、富裕層の消費が立ち直ったことから、13年には27.8万台に拡大し、その後も堅調に推移している(図表9)。

【 図表 9 】 輸入乗用車登録台数と輸入車シェアの推移 (単位: 台)



(注) 輸入車シェアは軽自動車を除く  
 (出所) 一般社団法人日本自動車工業会資料及び日本自動車輸入組合資料より  
 証券リサーチセンター作成

また、輸入車シェアについても、09年に6.0%まで落ち込んだものの、その後は急上昇し、13年以降は過去最高水準にある。

海外ブランドの中で、近年、販売が増加傾向にあるのが、メルセデス・ベンツや、BMW、MINI (以上、ドイツ)、ボルボ (スウェーデン)、ジープ (米国) などであり、同社の取扱いブランドの多くは好調組に属している。

一方、排ガス不正問題が発覚した VW が販売台数を大幅に落としたため、輸入車市場は15年9月以降前年割れを余儀なくされたが、16年4月から17年1月までは前年同月に比べ増加している (17年2月は営業日が減少した影響もあり、小幅ながら減少した)。

◆ 輸入車販売業における売上高上位には非上場会社が多い

輸入乗用車ディーラーは、非上場会社が売上高上位に位置しており、業界情報が乏しい状況にある。

但し、売上高業界トップと推定されるヤナセは非上場会社ながら有価証券報告書を公表しており、売上高4,091億円、経常利益91億円 (16/9期) と開示されている。ヤナセの取扱いブランドの中心はメルセデス・ベンツであるが、BMW や、アウディ、VW、GM (キャデラック、シボレー) も販売している。主要品目の売上高構成比は、新車62.2%、中古車19.1%、車輛整備や周辺商品販売などのアフターセールスが17.2%となっている。

同社の調べによると、2位は、BMW、MINI、アウディを中心に14ブランドの輸入車を関東、関西、山陰エリアで展開するジーライオングループ（非上場）であり、3位にケーユーホールディングス（9856 東証一部）が位置する。

ケーユーホールディングスの連結売上高は725.0億円、営業利益は43.8億円（16/3期）であるが、国産車販売事業が含まれており、輸入車ディーラー事業のみでは、売上高428.4億円、営業利益21.4億円となっている。メルセデス・ベンツ、BMW、MINI、VW、クライスラー・ジープ、キャデラック・シボレーなどを東京都と神奈川県を中心に販売している。

4位から7位までは非上場会社が占めている模様である。北海道を中心にアウディ、VWなどを取り扱う北海道ブブグループ、埼玉県、東京都に拠点をもち、BMW、MINIの国内有数の正規ディーラーであるセントラルグループ、広島県、岡山県、山口県、福岡県でBMW、MINIを販売するバルコム、神奈川県でBMW、MINI、フェラーリ、ロールス・ロイスを販売するニコルグループの名前が挙げられている。

#### ◆ 同社は現在の8位からM&Aによって3位を目指している

同社は現在、業界8位に位置しているが、上場前は控えていたM&Aを実施することで、近い将来において、業界3位を目指している。現時点では、業界上位企業とは、ブランドやエリアである程度棲み分けがなされているものの、同社がM&Aによって、新たなブランドを獲得したり、新たなエリアに進出したりすれば、上位企業との競合が激しくなると想定され、状況を注視する必要がある。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 実父が設立したクライスラーの正規ディーラーが前身

同社は、代表取締役社長である成瀬隆章氏の実父が福岡県北九州市において97年1月に設立した株式会社さんふらわあシージェイ（同年1月に株式会社福岡クライスラーに社名変更）を前身としている。

福岡クライスラーは、西日本地区で最初のクライスラーの正規ディーラーとして新車販売事業に乗り出したが、収益状況は厳しく、間もなく事業撤退が検討されていた。しかしながら、98年12月に福岡クライスラー社の取締役就任した成瀬氏は、輸入車販売事業の将来性に自信を持ち、04年3月に代表取締役就任した。同年10月には自己資金等により福岡クライスラーの株式を全株取得し、実父が経営する企業グループから独立すると共に、積極的な事業展開を開始した。



#### ◆ 05年から積極的な出店とM&Aを実行

05年7月に東京都大田区に、06年5月に福岡県久留米市に相次いで店舗を開設した後、米国フォード車のディーラー事業、インポーター事業、PDI(納車前検査)事業、パーツ(自動車部品)卸売事業を営む株式会社フォーピラーズを07年7月に買収した(フォード車の取り扱いが販売不振により12/6期に撤退した)。

07年10月に、福岡クライスラー(3店舗運営)とフォーピラーズ(1店舗運営)を完全子会社とする株式会社ウイルプラスホールディングスを設立した。

08年7月にフィアット、アルファロメオの正規ディーラーであるチェッカーモータース株式会社(4店舗運営)を完全子会社化した。

09年には株式会社ウイルプラスモーターレンを設立し、事業譲受によって、BMW(2店舗運営)、MINI(2店舗運営)の取り扱いを開始した(その後3店の新規出店を実施し、16年12月末では7店舗となった)。

10年7月に、福岡クライスラー、フォーピラーズ、チェッカーモータースの3社は事業の効率化を目指して合併し、新生チェッカーモータースとして再出発した(合併前後の出店と閉店によって、16年12月末では12店舗となった)。

14年4月にボルボの正規ディーラーである帝欧オート株式会社(5店舗運営)、並びにその子会社でありジャガーの車輜整備を行う株式会社帝欧オートサービスを完全子会社化した(その後、福岡の2店を1店に統合し、16年12月末では4店舗となった)。

16年3月、同社は東京証券取引所ジャスダック(スタンダード)市場に上場した。

#### ◆ 成瀬社長が実質的な創業者

同社社長の成瀬隆章氏は、学生時代から家業であった中古車販売などを手伝っていたが、新車販売事業を学ぶため、95年に千葉トヨペット株式会社に入社した。家業の事業環境が悪化したことから、96年には実父が経営する会社に呼び戻され、マツダやフォードの新車、中古車販売を中心とした業務に携わっていたが、古参の幹部と意見の相違が大きかったことから、独立を模索していた。

成瀬氏も取締役として経営に参画していた福岡クライスラーが経営

不振により事業撤退が検討されると、04年に代表取締役役に就任すると共に、自己資金等によりその株式を全株取得して、実父の経営する企業グループから完全に独立を果たした。

独立した時点では、福岡県にクライスラーの正規ディーラーを1店舗運営するだけの企業であり、同じ輸入車販売会社とは言え、現在は経営形態や規模の点で全く異なる企業となっている。従って、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、成瀬社長はいわゆる二代目経営者ではなく、実質的には創業者であると捉えている。

#### ◆ 経営理念

同社は、「我々は輸入車のある生活を提案し、より多くの皆様と豊かさ・楽しさ・喜びを分かち合い、関わるすべての人々を温かい笑顔に変えていく挑戦を続ける」という企業理念を持つ。また、より多くの顧客に「心を動かすサービス」を通じて輸入車と共にある未来(WILL)の提案と、プラス(PLUS)して、関わるすべての皆様に「喜び」を提供すべく、挑戦を続けるという想いが社名の由来となっている。

同社は、こだわりとして、以下の7つの項目を掲げている。

- 1) 車を愛し、仲間を愛し、誇りを持って働く。
- 2) 常に挑戦し、自らの限界を打ち破る。
- 3) チームプレーで大きな結果を出す。
- 4) 必ず期限までに目標にたどり着く。
- 5) 最後まで諦めない、できるまでやる。
- 6) 豊かさ、楽しさ、喜びを提供する。
- 7) 誠実さと感謝の気持ちを忘れない。

#### ◆ 株主

17/6期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表10の通りである。

16年12月末時点において、代表取締役社長の成瀬隆章氏が発行済株式総数の46.67%を保有する筆頭株主である。その他の株主には、自動車の輸送や自動車保険等の取引先や取締役、機関投資家、金融機関、従業員持株会が名を連ね、大株主上位10名が75.36%の株式を保有している。また、同社が3.30%の自己株式を保有している。

【 図表 10 】 大株主の状況

| 株主 (敬称略)                          | 16年12月末時点 |         |    | 備考                             |
|-----------------------------------|-----------|---------|----|--------------------------------|
|                                   | 株数 (株)    | 割合      | 順位 |                                |
| 成瀬隆章                              | 1,112,120 | 46.67%  | 1  | 代表取締役社長<br><br><br><br><br>取締役 |
| 株式会社ゼロ                            | 143,400   | 6.01%   | 2  |                                |
| 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)        | 136,100   | 5.71%   | 3  |                                |
| 三井住友海上火災保険株式会社                    | 121,680   | 5.10%   | 4  |                                |
| 損害保険ジャパン日本興亜株式会社                  | 66,660    | 2.79%   | 5  |                                |
| 齊田勇                               | 50,660    | 2.12%   | 6  |                                |
| 吉岡裕之                              | 50,500    | 2.11%   | 7  |                                |
| GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL 常任代理人 |           |         |    |                                |
| ゴールドマン・サックス証券株式会社                 | 44,400    | 1.86%   | 8  |                                |
| ウイルプラス社員持株会                       | 35,520    | 1.49%   | 9  |                                |
| 株式会社SBI証券                         | 34,600    | 1.45%   | 10 |                                |
| (大株主上位10位)                        | 1,795,640 | 75.36%  | -  |                                |
| 発行済株式総数                           | 2,382,720 | 100.00% | -  |                                |
| 自社 (自己株式)                         | 78,640    | 3.30%   | -  |                                |

(出所) ウイルプラスホールディングス 17/6 期第 2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は 11/6 期以降の数値が開示されているが、13/6 期までは持株会社である同社単体の数値であるため、業績のトレンドを見る上で参考にはならない。連結決算が開示された 14/6 期から 16/6 期までの 2 期間では、14 年 4 月に子会社化した帝欧オートの業績寄与や、新規出店の貢献を背景に、売上高は年平均 10.9%増加したものの、減価償却費やのれん償却費の増加が負担となり、経常利益は同 0.2%の減少を余儀なくされた（図表 11）。

【 図表 11 】ウイルプラスホールディングスの業績推移

(単位: 百万円)

|            | 11/6期単 | 12/6期単 | 13/6期単 | 14/6期連 | 15/6期連 | 16/6期連 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高        | 357    | 330    | 452    | 17,146 | 19,072 | 21,093 |
| 売上総利益      | —      | —      | —      | 3,751  | 4,169  | 4,608  |
| 売上総利益率     | —      | —      | —      | 21.9%  | 21.9%  | 21.8%  |
| 販売費及び一般管理費 | —      | —      | —      | 2,909  | 3,463  | 3,721  |
| 販管費率       | —      | —      | —      | 17.0%  | 18.2%  | 17.6%  |
| 営業利益       | —      | —      | —      | 842    | 705    | 886    |
| 営業利益率      | —      | —      | —      | 4.9%   | 3.7%   | 4.2%   |
| 経常利益       | 57     | 2      | 49     | 870    | 673    | 866    |
|            | 16.0%  | 0.6%   | 10.9%  | 5.1%   | 3.5%   | 4.1%   |
| 当期純利益      | 57     | -14    | 11     | 500    | 416    | 492    |
| EBITDA     | —      | —      | —      | 1,124  | 1,127  | 1,356  |
| EBITDAマージン | —      | —      | —      | 6.6%   | 5.9%   | 6.4%   |
| 従業員数 (人)   | 17     | 26     | 41     | 296    | 310    | 326    |

(注) 11/6 期から 13/6 期までは未監査

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

但し、営業利益に減価償却費とのれん償却費を加算した EBITDA は、年平均 9.9%のペースで増加しており、実態としての業績は良好であったと当センターでは判断している。

#### ◆ 16 年 6 月期決算は前期比 10.6%増収、25.6%営業増益

16/6 期決算は、売上高が前期比 10.6%増の 21,093 百万円、営業利益が同 25.6%増の 886 百万円、経常利益が同 28.7%増の 866 百万円、当期純利益が同 18.4%増の 492 百万円となった（図表 12）。

16 年 3 月 24 日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が 104.5%、営業利益は 108.2%、経常利益は 112.0%、当期純利益は 109.3%であった。

【 図表 12 】 16 年 6 月期の業績

(単位: 百万円)

|            | サービス別  | 15/6期  |       | 16/6期 |       |        |        | 増減率   |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
|            |        | 通期     | 上期    | 第3四半期 | 第4四半期 | 下期     | 通期     |       |
| 売上高        |        | 19,072 | 9,819 | 5,637 | 5,636 | 11,273 | 21,093 | 10.6% |
|            | 新車     | 8,790  | 4,487 | —     | —     | 5,539  | 10,026 | 14.1% |
|            | 中古車    | 4,347  | 2,194 | —     | —     | 2,371  | 4,566  | 5.1%  |
|            | 業販     | 1,962  | 949   | —     | —     | 1,191  | 2,141  | 9.1%  |
|            | 車輛整備   | 2,899  | 1,568 | —     | —     | 1,542  | 3,110  | 7.3%  |
|            | その他    | 1,073  | 619   | —     | —     | 628    | 1,247  | 16.2% |
| 売上総利益      |        | 4,169  | 2,240 | 1,210 | 1,158 | 2,368  | 4,608  | 10.5% |
|            | 売上総利益率 | 21.9%  | 22.8% | 21.5% | 20.6% | 21.0%  | 21.8%  | —     |
| 販売費及び一般管理費 |        | 3,463  | 1,774 | 911   | 1,036 | 1,947  | 3,721  | 7.5%  |
|            | 販管費率   | 18.2%  | 18.1% | 16.2% | 18.4% | 17.3%  | 17.6%  | —     |
| 営業利益       |        | 705    | 465   | 298   | 122   | 421    | 886    | 25.6% |
|            | 営業利益率  | 3.7%   | 4.7%  | 5.3%  | 2.2%  | 3.7%   | 4.2%   | —     |
| 経常利益       |        | 673    | 460   | 285   | 119   | 405    | 866    | 28.7% |
|            | 経常利益率  | 3.5%   | 4.7%  | 5.1%  | 2.1%  | 3.6%   | 4.1%   | —     |
| 当期(四半期)純利益 |        | 416    | 281   | 175   | 35    | 210    | 492    | 18.4% |

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高については、新車、中古車、業販を合計した車両販売は計画比微増にとどまったものの、保守的な前提となっていた車輛整備が計画を大幅に上回ったことが計画超過の主因となった。

営業利益が計画を上回ったのは売上高の計画超過が主な要因である。支払利息や上場関連費用が計画を下回ったため、経常利益の達成度合いは営業利益に比べて高くなった。

前期との比較では、売上総利益率は前期の 21.9% から 21.8% に小幅ながら悪化したものの、増収効果により、地代家賃やのれん償却費などの負担が軽減し、販管費率が前期の 18.2% から 17.6% に低下したことが営業利益率の改善につながった。

のれん償却費は横ばいだったが、営業利益の増加に加え、減価償却費が前期の 326 百万円から 375 百万円に増えたことから、EBITDA は、前期の 1,127 百万円から 1,356 百万円に増加し、EBITDA マージンも、前期の 5.9% から 6.4% に上昇した。

また、ジャスダック市場への上場に伴い、営業外費用として 11 百万円の上場関連費用を計上したものの、支払利息が 15/6 期の 36 百万円から 17 百万円に減少したため、営業外収支の赤字は前期の 32 百万円から 20 百万円へと改善した。

品目別売上高をみると、ジープやMINIを中心にニューモデルの販売が好調であった新車が前期比14.1%増と、全体の増収をけん引した。

管理顧客の増加に伴い、車輛整備(同7.3%増)や保険の販売手数料が含まれているその他(同16.2%増)も好調に伸びたほか、中古車(同5.1%増)、業販(同9.1%増)も堅調に推移した。

子会社別では、買収後、KPIを重視した経営改善策が効果を上げてきた帝欧オートの経常利益が、前期の43百万円(経常利益率1.5%)から140百万円(同4.4%)に増加したほか、14年10月にオープンした大型店である藤沢湘南店が通期で寄与したチェッカーモータースの経常利益も、前期の205百万円(同2.2%)から359百万円(同3.4%)に拡大した。

一方、BMWの多くの車種がモデル末期となったウイルプラスモトレンの経常利益は、前期の330百万円(同4.7%)から285百万円(同3.8%)に減少した。

◆ 17年6月期上期決算は前期比18.1%増収、35.8%営業増益

17/6期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高11,600百万円(前年同期比18.1%増)、営業利益631百万円(同35.8%増)、経常利益627百万円(同36.1%増)、四半期純利益387百万円(同37.5%増)であった(図表13)。

【図表13】17年6月期上期の業績

(単位:百万円)

|            | 16/6期 |        |        | 17/6期 |       |        | 増減率   | 上期計画   |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|
|            | 上期    | 下期     | 通期     | 第1四半期 | 第2四半期 | 上期     |       |        |
| 売上高        | 9,819 | 11,273 | 21,093 | 5,658 | 5,941 | 11,600 | 18.1% | 10,609 |
| 売上総利益      | 2,240 | 2,368  | 4,608  | 1,221 | 1,231 | 2,453  | 9.5%  | -      |
| 売上総利益率     | 22.8% | 21.0%  | 21.8%  | 21.6% | 20.7% | 21.2%  | -     | -      |
| 販売費及び一般管理費 | 1,774 | 1,947  | 3,721  | 921   | 900   | 1,821  | 2.7%  | -      |
| 販管費率       | 18.1% | 17.3%  | 17.6%  | 16.3% | 15.2% | 15.7%  | -     | -      |
| 営業利益       | 465   | 421    | 886    | 300   | 331   | 631    | 35.8% | 421    |
| 営業利益率      | 4.7%  | 3.7%   | 4.2%   | 5.3%  | 5.6%  | 5.4%   | -     | 4.0%   |
| 経常利益       | 460   | 405    | 866    | 297   | 329   | 627    | 36.1% | 415    |
| 経常利益率      | 4.7%  | 3.6%   | 4.1%   | 5.3%  | 5.5%  | 5.4%   | -     | 3.9%   |
| 当期(四半期)純利益 | 281   | 210    | 492    | 179   | 208   | 387    | 37.5% | 251    |

(出所)ウイルプラスホールディングス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

期初計画に対する達成率は、売上高が109.3%、営業利益は149.9%、四半期純利益は154.2%であった。



売上高については、ジープにおいて、オフロード車の Wrangler (ラングラー) とスモール SUV の Renegade (レネゲード) の販売台数が予算比約 1.5 倍となったことが計画超過の主因となった。特に、07 年のモデルチェンジから 9 年が経過しても、ラングラーの販売は高水準を維持している模様である。

営業利益が計画を上回った要因としては、1) 16 年 7 月に移転オープンした MINI 福岡西店の好調な立ち上がり、2) VOLVO XC60 等のミドルクラス以上の車種の販売割合の上昇による粗利単価の向上、3) 管理顧客の増加に伴う車輛整備の拡大が挙げられている。

#### ◆ 新車販売の伸長と販管費の抑制が大幅増益の主因

前期との比較では、ジープ、MINI 等を中心に新車販売が好調であったことに加え、ストック型収益である車輛整備や保険の販売手数料が順調に拡大したことから、売上高が前年同期比 18.1% 増と大幅に伸長した。

売上総利益率は前年同期の 22.8% から 21.2% に悪化した。新車販売におけるミドルクラス以上の車種の販売割合の増加や、付帯サービス (コーティング、延長保証等) の販売増加による台当たり粗利の向上が見られたものの、相対的に売上総利益率が低い新車販売の構成比が上昇したことによるセールスマックスの悪化が大きかったためと推測される。

販管費率は前年同期の 18.1% から 15.7% に大幅に低下した。MINI 福岡西店の移転やジープ福岡西店の新規出店 (16 年 10 月) に伴い、販管費に計上された減価償却費は前年同期比 8.3% 増加したものの、人件費や地代家賃などのその他の費用は抑制されたため、販管費全体では、同 2.7% 増にとどまったためである。

のれん償却費は 16/6 期上期に比べて横ばいだったが、営業利益の増加に加え、減価償却費 (売上原価分を含む) が前年同期の 174 百万円から 187 百万円に増えたことから、EBITDA は、前年同期の 687 百万円から 867 百万円に増加し、EBITDA マージンも、前期の 7.0% から 7.5% に上昇した。

なお、子会社の中では、帝欧オートの営業利益率の改善 (16/6 期通期の 4.4% に対して 17/6 期上期は 5.5%) が連結ベースでの向上に最も寄与した模様である。

> 競合他社との比較

◆ 輸入車ディーラー事業を営む企業と比較

輸入車ディーラー事業が経営の柱となっている企業や、国産車ディーラー事業を中心としつつも、同社と同様に、M&A 経営やストック型ビジネスを志向する企業を比較対象として選定した。具体的には、ヤナセ、ケーユーホールディングス、ファミリー (8298 東証 JQS)、VT ホールディング (7593 東証一部) である (図表 14)。

【 図表 14 】 競合企業との財務指標比較

| 項目  | 銘柄            | コード   | ウイルプラス        | ヤナセ     | VT            | ケーユー          | ファミリー         |
|-----|---------------|-------|---------------|---------|---------------|---------------|---------------|
|     |               |       | ホールディングス      | 非上場     | ホールディングス      | ホールディングス      |               |
|     |               | 直近決算期 | 3538<br>16/6期 | 16/9期   | 7593<br>16/3期 | 9856<br>16/3期 | 8298<br>16/3期 |
| 規模  | 売上高           | 百万円   | 21,093        | 409,157 | 146,468       | 72,507        | 12,938        |
|     | 経常利益          | 百万円   | 866           | 9,177   | 7,603         | 4,440         | 655           |
|     | 総資産           | 百万円   | 7,914         | 194,103 | 94,979        | 46,341        | 10,813        |
| 収益性 | 自己資本利益率       | %     | 16.8          | 13.6    | 12.9          | 9.1           | 7.8           |
|     | 総資産経常利益率      | %     | 11.7          | 4.8     | 8.1           | 10.0          | 6.1           |
|     | 売上高営業利益率      | %     | 4.2           | 2.3     | 5.2           | 6.0           | 5.1           |
|     | EBITDAマージン    | %     | 6.4           | 3.1     | 8.4           | 7.5           | 7.0           |
| 成長性 | 売上高 (2年平均成長率) | %     | 10.9          | 2.3     | 5.1           | 8.8           | -5.4          |
|     | 経常利益 (同上)     | %     | -0.2          | -2.0    | -12.7         | 3.6           | -17.5         |
|     | EBITDA (同上)   | %     | 9.9           | -8.2    | -6.7          | 5.9           | -14.7         |
|     | 総資産 (同上)      | %     | 6.6           | 2.2     | 7.4           | 8.9           | 0.5           |
| 安全性 | 自己資本比率        | %     | 44.5          | 25.0    | 34.4          | 73.7          | 48.9          |
|     | 流動比率          | %     | 127.6         | 102.1   | 85.5          | 285.4         | 83.9          |
|     | 固定長期適合率       | %     | 73.9          | 98.4    | 117.7         | 65.4          | 108.4         |

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、EBITDA については、営業利益に減価償却費とのれん償却費を加算して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)  
(出所) ウイルプラスホールディングス及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

ファミリーは、千葉県を地盤に、VW、アウディ、ポルシェ、ジャガー、ジープ、フィアットなど 11 ブランドを展開する輸入車ディーラーであり、車輛販売関連事業の売上高構成比が 98.1%に達している。

VT ホールディングスは、日産自動車 (7201 東証一部)、本田技研工業 (7267 東証一部) の国産車ディーラー事業が収益の柱であり、フォード (愛知県、岐阜県、三重県) と BMW (静岡県) を販売する輸入車ディーラー事業の売上高構成比は小さいが、積極的な M&A 展開とストック型収益の拡大を追求する経営姿勢は同社と共通しているため、比較対象企業に加えた。

各社を比較すると、規模は創業 102 年を誇るヤナセが他を圧倒している。98 年の上場後、積極的な M&A を展開して急成長した VT ホールディングスと、89 年の上場以降、着実に取扱い輸入車ブランドを広げ、国産中古車の販売店舗網を拡大したケーユーホールディングスも、ファミリーと同社に比べ、優位なポジションにある。

安全性に関しては、ケーユーホールディングスが全ての指標で最も良好な数値である。同社は、M&A や新規出店に積極的ではあるものの、原則として、年間の投資額を営業キャッシュ・フローの範囲内に抑えているため、安全性の指標はケーユーホールディングスに次いで健全な位置にある。一方、土地、建物等、多額の有形固定資産を保有するヤナセと、有形固定資産や、のれん、投資有価証券の残高が膨らんでいる VT ホールディングスはやや見劣りする。

同社の収益性は、売上高営業利益率や EBITDA マージンにおいては相対的に低位にあるものの、総資産や自己資本が小規模であるため、自己資本利益率や総資産経常利益率では他社に比べ良好な数値であった。

成長性については、同社の連結決算の開示期間に合わせて、過去 2 期の数値で比較した。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動や、VW グループの排ガス不正問題の影響から、減収減益となったファミリーが最も低調な数値となった。VT ホールディングスも消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動と固定費の増加により減益となったほか、主力ブランドのメルセデス・ベンツにおいて、量販主力モデルの C クラスの新車効果が一巡したヤナセも小幅ながら減益となった。

一方、同社も経常利益こそ若干の減少を余儀なくされたものの、売上高、EBITDA、総資産は増加しており、実態としては良好な伸びであると評価できる。

全体的には、収益性、安全性、成長性で魅力的な水準にあると言える。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は M&A 後の事業再生ノウハウにある

同社は、実質的な創業を果たした 04 年以降、多店舗化と M&A による多ブランド化による成長戦略を推進し、売上高 200 億円、8 ブランドを扱う業界 8 位の企業へと短期間で変貌を遂げた。

新規出店については、インポーター各社がエリア毎に出店を管理しているため、同社が主導的に行えるわけではない。そこで同社は、複数の輸入車販売店舗を運営する企業の中でも、経営状況が芳しくない企業や後継者問題を抱えている企業を探し出して買収し、短期間で買収先の収益性を改善することで利益成長を実現してきた。

M&A とその後の経営改革は成瀬社長が主導して進められているものの、各子会社の収益性が短期間で改善していることを踏まえると、事業再生のノウハウは成瀬社長個人だけにあるのではなく、各子会社において組織的に蓄積されているものと思われる。M&A を成長戦略の中核に据える企業は多いが、M&A 後の経営に苦しむ例も少なからず存在する。同社の M&A 後の事業再生ノウハウは成長の原動力となっており、同社の知的資本の源泉を形成していると言えよう(図表 15)。

【 図表 15 】 知的資本の分析

| 項目   | 分析結果         | KPI   |  |                 |
|--|--------------|---|--|-----------------|
|  |              | 項目  | 数値   |                 |
| 関係資本   | 顧客           | ・ 出店やM&Aによって、継続的に接触している管理顧客は着実に増加                                   | ・ 管理顧客数  | 非開示             |
|  | ブランド         | ・ インポーターからの信頼は厚いが、社名変更や上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない                | ・ 社名変更からの経過年数  | 10年             |
|  |              | ・ 取扱ブランドの国内輸入車市場における市場シェアは高い  | ・ 上場からの経過年数  | 1年              |
|  | 事業パートナー      | ・ 持株会社経営により、複数のインポーターと良好な関係を構築している                                  | ・ 取扱ブランド (BMW、MINI、VOLVO、FIAT/Alfa Romeo/ABARTH、JEEP) の国内輸入車市場における市場シェア順位 (2016年暦年、除く日系ブランド) | 2位、5位、6位、7位、8位  |
| ・ 各子会社はインポーター各社 (FCAジャパン、ピー・エム・ダブ                                  |              | ・ 契約しているインポーター数   | 3社   |                 |
| ・ リュー、ボルボ・カー・ジャパン) と契約している正規ディーラーの中でトップクラスの新车販売台数 (2016年暦年) を誇っている |              | ・ チェッカーモータス   | 1位/65社   |                 |
| ・ 自動車保険において、複数の損害保険会社と良好な関係を構築している                                 |              | ・ ウイルプラスモーター (インポーターの直営店は除く)  | 5位/59社 (MINIのみ)  |                 |
| 組織資本   | プロセス         | ・ 代理店契約している損害保険会社数  | 6位/60社   |                 |
|  |              | ・ 代理店契約している損害保険会社数  | 非開示  |                 |
|  | 知的財産<br>ノウハウ | ・ 新车販売時に下取りした中古車輛を自社店舗で販売するほか、他社ブランド車はオートオークションで転売する                | ・ 中古車、業販の売上高比率   | 21.7%、10.2%     |
|  |              | ・ 車輛販売に加え、整備、修理、車検などのサービス提供や、自動車保険の販売を行い、ストック収入比率の上昇による収益性の向上を図っている | ・ 車輛販売時の保険契約率  | 32.5%           |
| 人的資本   | 経営陣          | ・ 従業員1人当たりの売上高 (従業員数は期首期末平均)  | 66百万円  |                 |
|  |              | ・ 買収した子会社の収益性を短期間で改善する事業再生ノウハウがある                                   | ・ 帝欧オート (インポーターの直営店は除く)  | 6位/60社          |
| 従業員  | 従業員          | ・ 社長は業界に22年間身を置いており、その内、19年は経営者としての経験を蓄積している                        | ・ 帝欧オート (インポーターの直営店は除く)  | 6位/60社          |
|  |              | ・ インセンティブ制度   | ・ ストックオプション  | 187,260株 (7.9%) |
|  |              | ・ 従業員持株会 (17/6期2Q末)   | 35,520株 (1.5%)   |                 |

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/6期または16/6期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、同社及び同社子会社の取締役保有分も含む。

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は現時点では環境に関する対外的な活動を行っていないものの、今後については検討すべき事項としている。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は現時点では企業の社会的責任に関して、具体的な取り組みを行っていないものの、今後については検討すべき事項としている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役 4 名(うち、社外取締役は 1 名)及び社外監査役 3 名で構成されている。

社外取締役の廣田聡氏は、ロコンド (3558 東証マザーズ) の社外監査役などを兼任する弁護士であり、15 年 9 月から同社の社外取締役 に就任している。

監査役会は、社外監査役 3 名で構成されている。常勤監査役の野田光治氏は大手損害保険会社や独立行政法人自動車事故対策機構での勤務経験を有している。非常勤の岩淵信夫氏は公認会計士であるが、ビジネスブレイン太田昭和 (9658 東証一部) の社外取締役 (監査等委員) 及びコーセー (4922 東証一部) の社外監査役を兼務している。もう一人の非常勤監査役の宮島渉氏は弁護士であるが、ユニバーサル・サウンドデザイン株式会社 (非上場) の社外取締役を兼務している。

16 年 6 月期の株主総会招集通知によれば、16/6 期に開催された 22 回の取締役会において、野田監査役は全 22 回、岩淵監査役は 17 回、廣田取締役と宮島監査役は就任後に開かれた全 17 回に出席した。

16/6 期中に開催された監査役協議会において、野田監査役と岩淵監査役は全 3 回に出席した。監査役会設置以降に開催された監査役会に関しては、野田監査役と宮島監査役は全 11 回、岩淵監査役は 9 回に出席した。

以上のことから、岩淵監査役の取締役会ならびに監査役会への出席状況には改善の余地があるものの、全般的には経営監視体制は機能しているものと思われる。



## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 国内輸入乗用車市場の縮小への対応

近年、国内輸入乗用車市場は拡大傾向にあるものの、少子化や若者世代の車離れ、高齢者ドライバーの引退、車輛保有期間の長期化、カーシェアリングやタクシー配車サービスの普及などから、国内乗用車市場においてシェアが上昇している輸入車においても、長期的には販売台数の縮小は避けられない状況にある。

#### ◆ 福岡県が主体となっているメジャーブランドの展開エリア

同社は、国内新規登録台数が年間1万台を超えるメジャーブランドを販売の中心に据える方針を採っているが、同社グループが取り扱っているメジャーブランド (BMW、MINI、ボルボ) の新車販売店舗10店のうち、福岡県に立地している店舗が9店と、都道府県別で1位と2位の市場である東京都、神奈川県においては、MINI新宿店の1店舗だけを運営するに過ぎない。

16年の国内新規登録台数が9,392台に達し、成長著しいジープが1万台を超えたとしても、世田谷店と湘南藤沢店が加わるだけであり、メジャーブランドの販売強化の面からも市場の大きなエリアでの店舗網の拡充が求められている。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ M&A が今後の成長戦略の中核

同社は、マルチブランド戦略とドミナント戦略を基本方針としているが、積極的なM&Aによって、1) 新たなエリアへの進出、2) 新たなブランドの獲得 (マルチブランド戦略の推進)、3) 拠点数増加による既存ブランドのシェア拡大を目指すことで更なる成長を目指している。

M&Aによって、まとまった規模の店舗、商圈、新ブランドを獲得した後、買収した子会社の事業再生を進めることで収益性の改善を図ると共に、周辺に新規出店を行って商圈を強化することで、売上高の拡大も志向している。

#### ◆ ターゲットエリアは東京23区と政令指定都市・地方中核都市

同社は、M&Aや新規出店を行う候補地域として、東京23区、人口100万人超の政令指定都市(11都市)、人口40万人超の地方中核都市(36都市)を挙げている。未展開地域では、特に、愛知県、大阪府、兵庫県、埼玉県、千葉県など、輸入車の登録台数や保有台数が多い府県の中核都市が有力なターゲットになっているものと見られる。



◆ **新規ブランドでは販売上位車種と超高級車種がターゲット**

同社がターゲットとしている新規ブランドは、メルスデス・ベンツ (16年国内新規登録台数 67,386 台)、VW (同 47,234 台)、アウディ (同 28,502 台) といった年間台数が 1 万台を超える販売上位車種 (メジャーブランド) だけではなく、1 万台未満のニッチブランドの中でも、ポルシェ (同 6,887 台) や、フェラーリ (同 678 台) などの超高級車種を有力な対象としている。

◆ **既存ブランド内でのシェア上昇も志向している**

既存ブランドにおける M&A であっても、販売拠点数の増加により、ブランド内でのシェアが大幅に上昇する案件については、インポーターに対する交渉力の向上が期待できるため、積極的に検討する方針である。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

|                     |  |
|---------------------|--|
| 強み<br>(Strength)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 買収した子会社の収益性を短期間で改善する事業再生ノウハウ</li> <li>・ 有力8ブランドを取り扱うインポーター3社との強固な取引関係</li> <li>・ 保険販売や車輜整備などのストック型収益の比率が高い</li> <li>・ 東京、神奈川、福岡など大都市に集中した店舗ネットワーク</li> </ul>                            |
| 弱み<br>(Weakness)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ M&amp;Aや新規出店において、売り手やインポーターの事情に強く制約を受けること</li> <li>・ 有力競合企業に対する事業規模の小ささ、資金調達力の弱さ</li> </ul>   |
| 機会<br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ メルセデス・ベンツなどの有力な未取扱ブランドの販売権の獲得</li> <li>・ 未展開の政令指定都市や地方中核都市への進出</li> <li>・ 店舗数の増加による既存ブランド内でのシェア上昇</li> <li>・ 自動車関連の周辺サービスへの進出</li> </ul>  |
| 脅威<br>(Threat)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 少子高齢化や車輜保有期間の長期化、カーシェアリングやタクシー配車サービスの普及等によって国内自動車販売市場が想定以上に縮小すること</li> <li>・ 税制や規制などの政策によって、国産車に対する輸入車の相対的な魅力が低下すること</li> <li>・ 株価の急落や国内景気的大幅な悪化により、輸入車の有力顧客である富裕層の消費が落ち込むこと</li> </ul> |

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ M&A 戦略は新ブランドの獲得と新規エリアへの進出に注目

同社は過去の M&A において買収先の経営改善を短期間で実現した実績があり、上場を控えて抑制していた買収を再び積極化する方針は評価できる。

M&A に伴って、短期的には買収関連費用の計上やのれん償却費の増加などが利益を圧迫することも想定されるものの、重視すべきは短期的な業績ではなく、長期的な成長ポテンシャルの向上にあることは明らかである。

同社は、M&A に関して、既に取り扱っているブランドを既存エリアで展開する企業を買収することも選択肢としているが、より利益の成長や安定に繋がることが期待される、未扱いブランドの獲得や新規エリアの進出に係る案件を獲得できるかに注目したい。

#### ◆ マルチブランド戦略とドミナント戦略の親和性は高い

同社は基本的な経営方針として、マルチブランド戦略とドミナント戦略を採用している。ブランドメーカーやインポーターの影響を強く受ける輸入車ディーラー事業においては、規模の拡大や利益の安定を実現するにはマルチブランド戦略を採用することが不可欠と言える。

しかしながら、M&A に伴って新規のブランドを次々と獲得しても、展開エリアが重ならない形で広がる形態では、営業面やコスト面でのシナジー効果は乏しくなるため、マルチブランド戦略とドミナント戦略という戦略の組み合わせは効果的であると当センターでは考えている。

> 今後の業績見通し

◆ 17年6月期会社計画は6.8%増収、23.8%営業増益に修正された17/6期の期初計画は、売上高 21,542 百万円（前期比 2.1%増）、営業利益 887 百万円（同 0.1%増）、経常利益 875 百万円（同 1.1%増）、当期純利益 534 百万円（同 8.7%増）であったが、上期業績の発表時に、売上高 22,533 百万円（同 6.8%増）、営業利益 1,098 百万円（同 23.8%増）、経常利益 1,087 百万円（同 25.5%増）、当期純利益 670 百万円（同 35.9%増）に引き上げられた（図表 17）。

【図表 17】ウイルプラスホールディングスの過去の業績と 17年6月期の計画（単位：百万円）

|            | 14/6期<br>実績 | 15/6期<br>実績 | 16/6期<br>実績 | 17/6期  |        |       |
|------------|-------------|-------------|-------------|--------|--------|-------|
|            |             |             |             | 会社期初計画 | 会社修正計画 | 増減率   |
| 売上高        | 17,146      | 19,072      | 21,093      | 21,542 | 22,533 | 6.8%  |
| 売上総利益      | 3,751       | 4,169       | 4,608       | —      | —      | —     |
| 売上総利益率     | 21.9%       | 21.9%       | 21.8%       | —      | —      | —     |
| 販売費及び一般管理費 | 2,909       | 3,463       | 3,721       | —      | —      | —     |
| 販管費率       | 17.0%       | 18.2%       | 17.6%       | —      | —      | —     |
| 営業利益       | 842         | 705         | 886         | 887    | 1,098  | 23.8% |
| 営業利益率      | 4.9%        | 3.7%        | 4.2%        | 4.1%   | 4.9%   | —     |
| 経常利益       | 870         | 673         | 866         | 875    | 1,087  | 25.5% |
| 経常利益率      | 5.1%        | 3.5%        | 4.1%        | 4.1%   | 4.8%   | —     |
| 当期純利益      | 500         | 416         | 492         | 534    | 670    | 35.9% |

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

通期計画の修正額（売上高 991 百万円、営業利益 211 百万円、経常利益 212 百万円、当期純利益 136 百万円）は、上期実績の計画超過額（同じく順に 991 百万円、210 百万円、212 百万円、136 百万円）とほぼ一致しており、下期の計画は据え置かれている。

下期について同社は、ニューモデルの投入やフルモデルチェンジが想定通り実施される見込みである一方、店舗の開設や移転が計画通り完了したことにより、費用の計画にも変更がないとしている。

なお、同社は、好調な業績見通しを受けて、中間配当（10 円）の実施に加え、期末配当を期初計画の 24 円から 34 円に引き上げると発表した。その後、17 年 4 月 1 日付で 1：2 の株式分割を実施したことに伴い、期末配当の予想を 17 円に修正した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 17/6 期業績を、売上高 23,240 百万円（前期比 10.2%増）、営業利益 1,151 百万円（同 29.8%増）、経常利益 1,139 百万円（同 31.5%増）、当期純利益 710 百万円（同 44.1%増）と予想する（図表 18）。

【 図表 18 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

|              | 15/6期  | 16/6期  | 17/6期CE | 17/6期E | 18/6期E | 19/6期E |
|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>損益計算書</b> |        |        |         |        |        |        |
| 売上高          | 19,072 | 21,093 | 22,533  | 23,240 | 24,630 | 25,910 |
| 前期比          | 11.2%  | 10.6%  | 6.8%    | 10.2%  | 6.0%   | 5.2%   |
| 品目別          | -      | -      | -       | -      | -      | -      |
| 新車           | 8,790  | 10,026 | -       | 11,300 | 11,900 | 12,400 |
| 中古車          | 4,347  | 4,566  | -       | 4,900  | 5,200  | 5,500  |
| 業販           | 1,962  | 2,141  | -       | 2,290  | 2,430  | 2,560  |
| 車輛整備         | 2,899  | 3,110  | -       | 3,400  | 3,700  | 4,000  |
| その他          | 1,073  | 1,247  | -       | 1,350  | 1,400  | 1,450  |
| 営業利益         | 705    | 886    | 1,098   | 1,151  | 1,275  | 1,403  |
| 前期比          | -16.2% | 25.6%  | 23.8%   | 29.8%  | 10.8%  | 10.0%  |
| 営業利益率        | 3.7%   | 4.2%   | 4.9%    | 5.0%   | 5.2%   | 5.4%   |
| 経常利益         | 673    | 866    | 1,087   | 1,139  | 1,264  | 1,398  |
| 前期比          | -22.7% | 28.7%  | 25.5%   | 31.5%  | 11.0%  | 10.6%  |
| 経常利益率        | 3.5%   | 4.1%   | 4.8%    | 4.9%   | 5.1%   | 5.4%   |
| 当期純利益        | 416    | 492    | 670     | 710    | 793    | 898    |
| 前期比          | -16.8% | 18.4%  | 35.9%   | 44.1%  | 11.7%  | 13.2%  |

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ウイルプラスホールディングス有価証券報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

会社計画に対しては、売上高は 707 百万円、営業利益は 53 百万円上回ると見込んでいる。

売上高については、1) 16/6 期は上期の 9,819 百万円に対して、下期は 11,274 百万円と、下期の方が多かったことや、2) 17/6 期のモデルチェンジを見ると、上期はアバルト 124 スパイダー（16 年 10 月）のみであったが、下期は、ボルボ S90、同 V90、MINI クロスオーバー、BMW5 シリーズ(いずれも 17 年 2 月)と多いことから、上期実績 11,600 百万円に対して、10,933 百万円と見込んでいる同社の下期計画は保守的過ぎると考えた。

営業利益に関しては、売上高が会社計画を上回ったことによる売上総利益の増加分に対して、賞与や経費が計画より増加する可能性を考慮して、会社計画に対する超過幅を 53 百万円と予想した。

18/6 期と 19/6 期については、年 1 店の新規出店を想定し、売上高が年 5~6%、営業利益が年 10%程度伸長すると予想した。

売上高については、新車販売の増収率が鈍化すると想定したものの、管理顧客の増加によって、車輛整備の増収率は他の品目よりも高い水準を維持すると考えた。

営業利益に関しては、年 15 名程度の人員増強による人件費の増加や、新規出店による減価償却費の増加などを見込んだが、販売単価が高い BMW のモデルチェンジ効果による新車販売の採算改善や、車輛整備の売上高構成比の上昇が営業利益率の向上に繋がると想定した。

【 図表 19 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

|                      | 15/6期 | 16/6期 | 17/6期CE | 17/6期E | 18/6期E | 19/6期E |
|----------------------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|
| <b>貸借対照表</b>         |       |       |         |        |        |        |
| 現預金                  | 974   | 1,380 |         | 1,803  | 2,150  | 2,656  |
| 売掛金                  | 207   | 155   |         | 171    | 181    | 191    |
| 棚卸資産                 | 2,359 | 2,782 |         | 3,070  | 3,246  | 3,409  |
| その他                  | 592   | 593   |         | 544    | 544    | 544    |
| 流動資産                 | 4,134 | 4,912 |         | 5,592  | 6,122  | 6,801  |
| 有形固定資産               | 1,791 | 2,030 |         | 2,458  | 2,567  | 2,667  |
| 無形固定資産               | 638   | 561   |         | 483    | 399    | 348    |
| 投資その他の資産             | 389   | 410   |         | 426    | 456    | 486    |
| 固定資産                 | 2,819 | 3,002 |         | 3,369  | 3,423  | 3,502  |
| 資産合計                 | 6,954 | 7,914 |         | 8,961  | 9,546  | 10,304 |
| 買掛金                  | 1,531 | 1,595 |         | 1,757  | 1,862  | 1,959  |
| 短期借入金                | 900   | 600   |         | 600    | 600    | 600    |
| 1年内返済予定の長期借入金        | 280   | 280   |         | 521    | 401    | 148    |
| その他                  | 1,080 | 1,374 |         | 1,284  | 1,603  | 1,889  |
| 流動負債                 | 3,792 | 3,849 |         | 4,163  | 4,468  | 4,597  |
| 長期借入金                | 732   | 452   |         | 550    | 148    | 0      |
| その他                  | 94    | 93    |         | 139    | 138    | 136    |
| 固定負債                 | 826   | 545   |         | 689    | 286    | 136    |
| 純資産合計                | 2,335 | 3,519 |         | 4,108  | 4,791  | 5,570  |
| (自己資本)               | 2,335 | 3,519 |         | 4,108  | 4,791  | 5,570  |
| (非支配株主持分+新株予約権)      | 0     | 0     |         | 0      | 0      | 0      |
| <b>キャッシュ・フロー計算書</b>  |       |       |         |        |        |        |
| 税金等調整前当期純利益          | 709   | 822   |         | 1,124  | 1,249  | 1,383  |
| 減価償却費                | 326   | 375   |         | 402    | 441    | 465    |
| のれん償却費               | 94    | 94    |         | 94     | 94     | 55     |
| 売上債権の増減額 (-は増加)      | 26    | 383   |         | -310   | -10    | -9     |
| 棚卸資産の増減額 (-は増加)      | -103  | -839  |         | -287   | -176   | -162   |
| 仕入債務の増減額 (-は減少)      | -764  | 56    |         | 162    | 105    | 96     |
| 賞与引当金の増減額 (-は減少)     | 0     | 17    |         | 5      | 3      | 2      |
| その他                  | -38   | -45   |         | 60     | 0      | 0      |
| 法人税等の支払額             | -367  | -301  |         | -422   | -393   | -468   |
| 営業活動によるキャッシュ・フロー     | -115  | 562   |         | 830    | 1,313  | 1,363  |
| 有形固定資産の取得による支出       | -278  | -212  |         | -572   | -272   | -272   |
| 無形固定資産の取得による支出       | -19   | -30   |         | -30    | -30    | -30    |
| その他                  | 119   | -23   |         | -18    | -30    | -30    |
| 投資活動によるキャッシュ・フロー     | -178  | -266  |         | -620   | -332   | -332   |
| 長期借入金の純増減額 (-は減少)    | -139  | -280  |         | 338    | -521   | -401   |
| 配当金の支払額              | 0     | 0     |         | -121   | -110   | -119   |
| その他                  | 431   | 389   |         | -3     | -3     | -3     |
| 財務活動によるキャッシュ・フロー     | 292   | 109   |         | 213    | -635   | -525   |
| 現金及び現金同等物の増減額 (-は減少) | -1    | 405   |         | 423    | 346    | 506    |
| 現金及び現金同等物の期首残高       | 976   | 974   |         | 1,380  | 1,803  | 2,150  |
| 現金及び現金同等物の期末残高       | 974   | 1,380 |         | 1,803  | 2,150  | 2,656  |

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ウイルプラスホールディングス決算短信を基に証券リサーチセンター作成



## > 投資に際しての留意点

### ◆ インポーターやメーカーの方針変更から影響を受ける可能性

同社グループは、複数ブランドを取り扱うことにより、1ブランドの販売動向に左右されにくい事業構造の構築に努めているものの、新型車の発売やモデルチェンジ、その他の営業活動に関するインポーターやメーカーの方針の変更や不正等の想定外の行動によって、同社グループの業績は影響を受ける可能性がある。

加えて、各ブランドを展開するメーカーについては、企業同士の統合だけではなく、展開するブランドを他メーカーに売却することもあり、日本のディーラーにおいても、その影響を受ける可能性がある。

インポーターやメーカーの方針の変更や想定外の行動は、必ずしも同社グループの業績に悪影響を及ぼすとは限らないが、その影響に対して懸念が高まることで、同社の株価に影響を与える可能性があり、十分な注意が必要である。

### ◆ M&A による一時的な収益性の低下が株価に影響を与える可能性

同社は M&A を成長戦略の中心に据えている。投資効率を重視する同社は、収益性が悪化しているものの、同社の経営手法を導入すれば再生が期待できる企業を比較的低価格で買収する M&A を繰り返してきた。

M&A 後の事業再生によって、買収先の収益性改善に成功してきた実績はあるものの、M&A の直後においては、同社の売上高営業利益率や総資産経常利益率などは一時的には悪化すると想定され、株価に影響を与える可能性を考慮する必要がある。

### ◆ のれん償却費の増減や会計基準変更による利益への影響

同社は多額ののれんが発生しないように M&A を行う方針であるものの、買収時にはある程度ののれんが発生する可能性が高い。買収に伴ってのれんが増えると、同社が採用する日本の会計基準ではのれんの定期償却が義務付けられているため、のれん償却費の増加が利益成長を抑制する可能性がある。

のれん償却費は税務上の損金に算入できないため、営業利益以上に当期純利益に与える影響が大きい。のれん償却費が増える局面では、当期純利益の伸び率は営業利益よりも低くなり、のれんの償却費が減る局面では、当期純利益の伸び率は営業利益よりも高くなる。

また、将来、同社が国際会計基準に移行すれば、のれんの定期償却が不要になるため、利益水準が押し上げられる点にも留意したい。国際会計基準への移行は、キャッシュ・フローに影響を与えるものではな

く、企業のファンダメンタルズは変わらないものの、株価評価には影響を及ぼす可能性があり、注意が必要である。

**◆ 株式市場の急落が同社の業績や株価に影響を及ぼす可能性**

同社が販売する輸入車の新車価格は、概ね 200 万円から 2,400 万円であり、その多くが高級車に位置付けられる。近年、国内自動車市場における輸入車の販売シェアは上昇傾向にあり、ユーザー層は広がってきているものの、輸入車の主要なユーザーが富裕層であることに変化はないものと見られる。

富裕層の自動車購入意欲には、株式市場の動向も影響を与えていると考えられる。実際、08 年のリーマンショックの前後において、国内輸入車登録台数は、07 年の 262,996 台から 09 年の 167,889 台 (07 年比 36.2%減) へと大幅に落ち込んだ (図表 20)。

**【 図表 20 】 国内輸入乗用車登録台数と TOPIX の推移**

(単位: 台、ポイント)

|                | 2005年    | 2006年    | 2007年    | 2008年   | 2009年   | 2010年   | 2011年   | 2012年   | 2013年    | 2014年    | 2015年    | 2016年    |
|----------------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 輸入乗用車登録台数 (暦年) | 264,729  | 259,562  | 262,996  | 206,278 | 167,889 | 213,283 | 260,707 | 300,594 | 331,286  | 319,677  | 313,081  | 327,607  |
| TOPIX(年末)      | 1,649.76 | 1,681.07 | 1,475.68 | 859.24  | 907.59  | 898.80  | 728.61  | 859.80  | 1,302.29 | 1,407.51 | 1,547.30 | 1,518.61 |

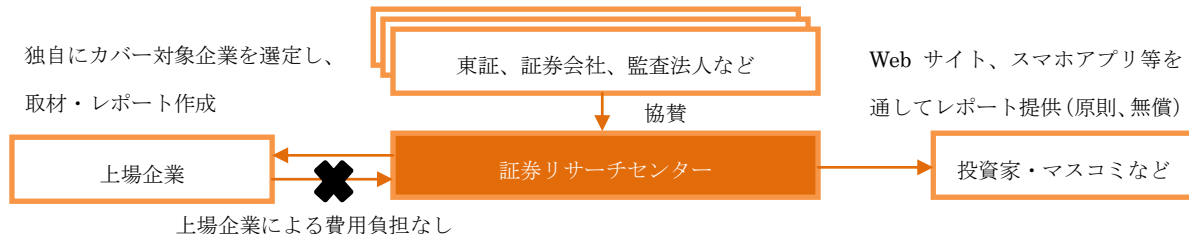
(出所) 日本自動車輸入組合、東京証券取引所データより証券リサーチセンター作成

同社が取り扱うメジャーブランドの国内新規登録台数を 07 年と 09 年で比較すると、比較的価格帯が低い MINI は、14,013 台から 11,002 台 (07 年比 21.5%減) と相対的に落ち込みが少なかったが、価格帯が高い BMW は、47,103 台から 29,090 台 (同 38.2%減)、ボルボは、11,097 台から 6,358 台 (42.7%減) と大幅に減少した。

株式市場が急落した場合、時間の経過と共に同社の業績に悪影響を及ぼすことが想定される。注意すべきは、輸入車の月次販売動向や同社の四半期決算の発表を待たずに行動する投資家も少なからず存在すると見られる点である。その際は、同社の株価が TOPIX などの株価指数に比べて下げがきつくなる可能性もあり、十分に注意する必要がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

|           |               |                 |             |
|-----------|---------------|-----------------|-------------|
| 東京証券取引所   | SMBC 日興証券株式会社 | 大和証券株式会社        | 野村證券株式会社    |
| みずほ証券株式会社 | 有限責任あずさ監査法人   | 有限責任監査法人トーマツ    | 新日本有限責任監査法人 |
| 優成監査法人    | 株式会社 ICMG     |                 |             |
| (準協賛)     |               |                 |             |
| 三優監査法人    | 太陽有限責任監査法人    | 株式会社 SBI 証券     |             |
| (賛助)      |               |                 |             |
| 日本証券業協会   | 日本証券アナリスト協会   | 監査法人 A&A パートナーズ | いちよし証券株式会社  |
| 宝印刷株式会社   | 株式会社プロネクサス    |                 |             |

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

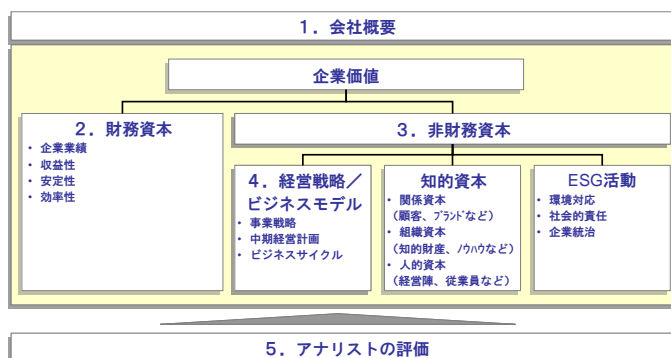
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。