

M&Aシニアエキスパート養成スクール

企業評価概論

日本M&Aセンター

コーポレートアドバイザー部 シニアマネージャー 公認会計士

慎 純敏

アジェンダ

1 企業評価の概要

2 マーケットアプローチの概要

3 インカムアプローチの概要

4 コストアプローチの概要

注：本資料の数値の一部は、表計算ソフトを使用して作成した関係上、小数点以下が四捨五入等により表示されていない部分もあるため、表示されている数字のみで計算された場合、端数が合わないこともございますので、ご了承ください。

テーマ1

企業評価の概要

日本M&Aセンター



Question

企業評価とは？

企業の経済的価値（いくら「価値」があるか）を評価すること

- 「価値」は、評価者の立場（「価値観」）によって異なるもの
- 絶対的な客観的な価値はない
- 最終的な価格は、当事者の価格交渉で決まるもの

Question

じゃあ、何故評価する？

価格交渉には「叩き台」がないと話が進まない

- 「叩き台」である以上、両方で共有しうる事実に基づいて、合理的説明ができる範囲である必要がある

本講座では、この合理的な説明ができる
「理論的価値」を出す手法について解説する

一般的に容認されている株式価値算定の方法は次のとおり分類されています

COST

企業の純資産価値に着目した評価手法

いくらかかるか？

…**時価純資産価額法**など

MARKET

株式市場における
評価に着目した評価手法

相場はどうなのか？

…**倍率法**（PER、EBITDA）など

INCOME

企業の収益力に着目した
評価手法

将来いくら儲かるか？

…**DCF法・収益還元法**など

POINT

- いずれの手法にも長所・短所がある
- これらの評価手法のうち、どの手法を採用するかについては対象会社の特性・評価の目的等を総合的に勘案して決定すべきであると考えられる

上場会社の場合

- 市場株価平均法を軸に
DCF法と類似会社比準法での検討が主流

非上場会社（中堅・中小企業）の場合

- 時価純資産法に
一定の営業権を加味する方法が主流

なぜ？



テーマ2

マーケットアプローチの 概要

日本M&Aセンター



概要

- 株式市場における評価に着目した評価手法

類型

市場株価法

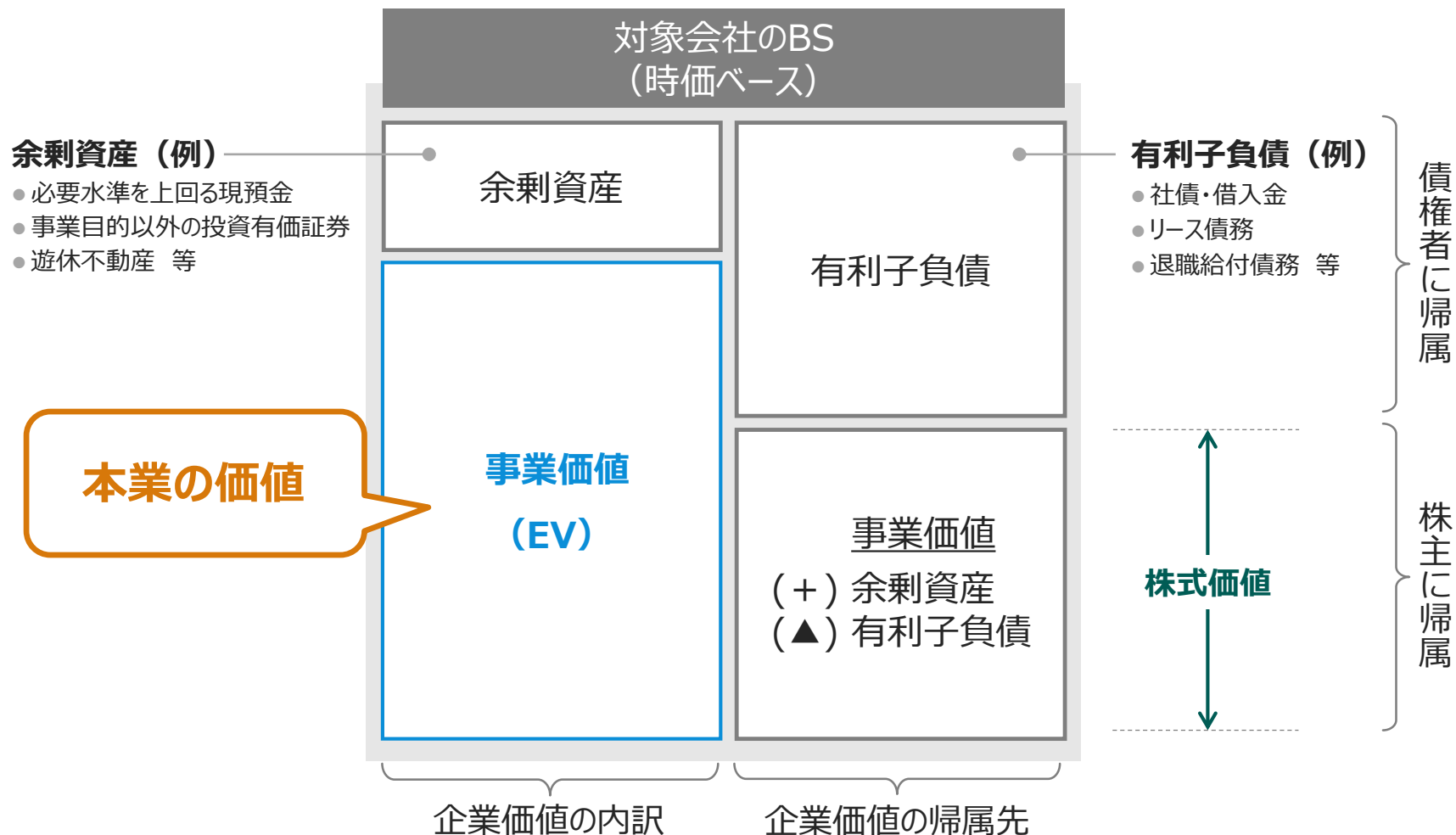
- 市場株価法とは、株式市場における（対象会社の）株価を基に株式価値を算定する方法
 - ▶ 市場相場のある上場企業同士の合併比率や株式交換比率等の算定、少数株主の株式の売買目的に利用できる

類似会社比準法（倍率法、マルチプル法）

- 対象会社（未上場会社）と規模・業種が類似する上場会社を数社選定し、株価・利益・純資産等をベンチマークすることにより、対象会社の株式価値を算定する方法
 - ▶ 上場会社の財務数値と比準することを正当化するためには対象会社に相応の規模が求められる

類似取引法

- 類似会社のM&A取引の売買価格と対象会社の財務数値に関する情報に基づいて計算する方法
 - ▶ 未上場会社のM&Aデータを大量に収集できる組織でないと、利用することは難しい



POINT

- 事業価値、企業価値、株式価値の意味の違いを正確に理解する必要があります

基本算式

① 類似会社の**株式時価総額**と比較する場合

$$\frac{\text{類似会社の**株式時価総額**}}{\text{類似会社の比準指標}} \times \text{対象会社の比準指標} = \text{対象会社の**株式価値**}$$

② 類似会社の**事業価値**と比較する場合（詳細は、後述）

$$\frac{\text{類似会社の**事業価値（EV）**}}{\text{類似会社の比準指標}} \times \text{対象会社の比準指標} = \text{対象会社の**事業価値**}$$

▶ 対象会社の株式価値 = 対象会社の事業価値（EV） + 非事業用資産価値 - 有利子負債

比準指標

としては、

利益、配当、純資産などがあるが、
実務上は、当期利益（PER法）とEBITDA（償却前営業利益）を指標とするのが一般的

株価

は、

業績予想に応じて変動する傾向があるため、
比準指標としては予想数値を利用することが一般的

PER

（Price Earnings Ratio）

… 株価収益率

= 株式時価総額 ÷ 当期利益（予想）

計算手順

- 複数の類似上場会社のPERを計算し、その平均値を計算
- 対象会社の当期利益（予想）に類似会社平均のPERを乗じ、対象会社の株式価値を計算

計算例

- **前提**：類似会社の時価総額 500億円、当期利益 25億円、
対象会社の時価総額 X 億円、当期利益 10億円
- **計算**：類似会社のPER：500億円 ÷ 25億円 = 20倍
対象会社の時価総額（X）：10億円 × 20倍 = 200億円



EBITDA

(Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization)

… 利払前・税引前・償却前利益

▶ 簡便的には「営業利益＋減価償却費」

EBITDA倍率

(EV／EBITDA)

… EV（Enterprise Value：事業価値）をEBITDAで除したもの

EV = 株式時価総額＋有利子負債－非事業用資産

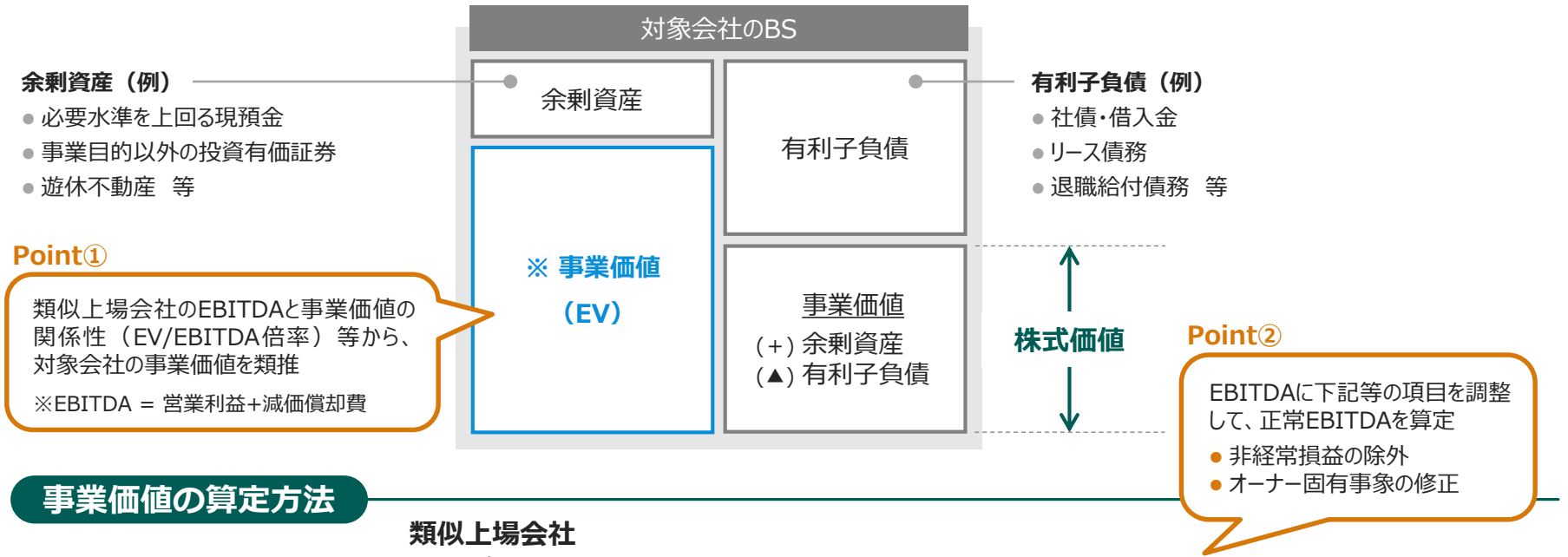
計算手順

- ① 複数の類似上場会社のEVおよび
EBITDAから各社のEV／EBITDAを計算し、その平均値を計算
- ② 対象会社のEBITDAに
類似会社平均のEV／EBITDA乗じることで、対象会社のEVを計算
- ③ 上記手順で計算された対象会社のEVに非事業用資産を加算し、有利子負債を控除

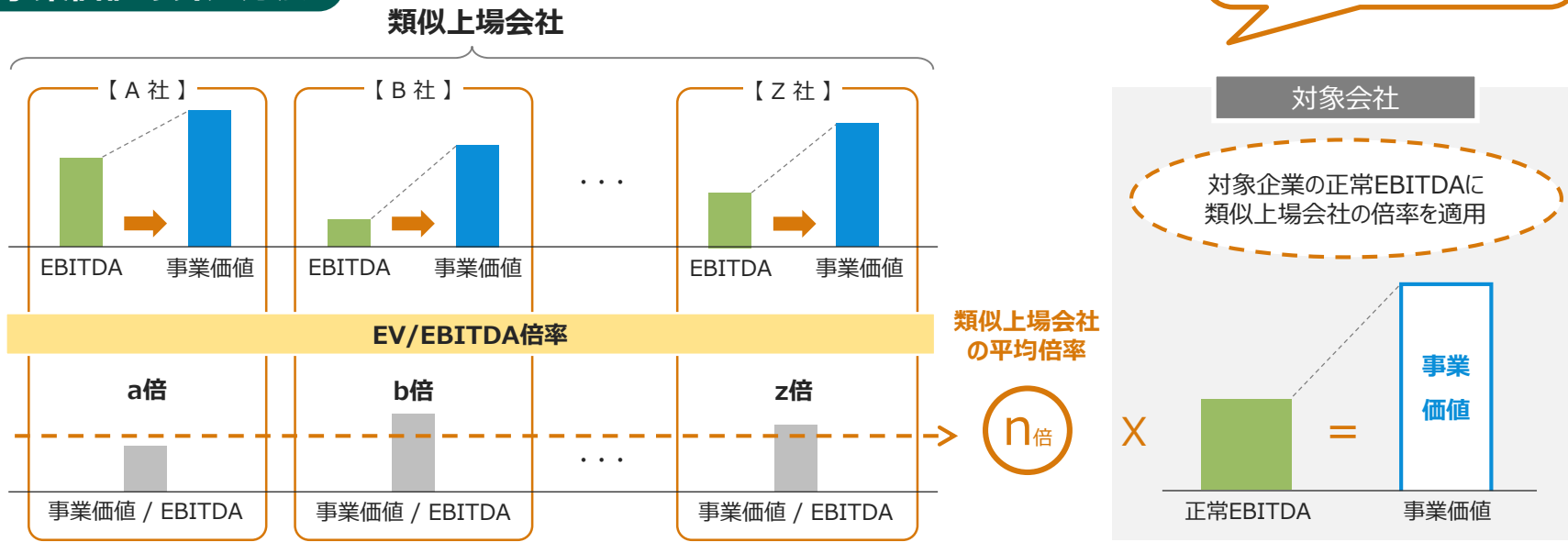
POINT

- 非事業用資産は、簡便的に現預金とすることが多いが厳密には事業上必要な現預金（運転資金）は除く必要がある
また、現預金以外の余剰資産の場合はそれを現金化したベースで考える

類似会社の事業価値算定方法



事業価値の算定方法



類似会社 3 社の財務データは以下のとおり

	A社	B社	C社
株式時価総額	300億円	540億円	600億円
有利子負債	400億円	ゼロ	600億円
非事業用資産	70億円	140億円	ゼロ
予想営業利益	60億円	40億円	150億円
予想当期利益	25億円	30億円	40億円
予想減価償却費	30億円	10億円	50億円

対象会社の財務データ

売上	500億円	現預金	30億円 (うち半分は事業用)	余剰資金運用の 有価証券の 帳簿価額	30億円
経常利益	66億円	借入金	120億円	時価	100億円
営業利益	65億円	純資産	290億円	実効税率	40%
当期利益	40億円				
減価償却費	20億円				

PER法による株式価値

- A社 PER = $300 \div 25 = 12$ 倍
 - B社 PER = $540 \div 30 = 18$ 倍
 - C社 PER = $600 \div 40 = 15$ 倍
- ▶ 平均 = 15倍

対象会社の予想当期利益 40 × 類似会社平均PER 15倍 = 600

EBITDA法による株式価値

- A社 EV/EBITDA = $(300 + 400 - 70) \div (60 + 30) = 7$ 倍
 - B社 EV/EBITDA = $(540 - 140) \div (40 + 10) = 8$ 倍
 - C社 EV/EBITDA = $(600 + 600) \div (150 + 50) = 6$ 倍
- ▶ 平均 = 7倍

◆対象会社の予想EBITDA = 対象会社の予想営業利益65 + 予想減価償却費20 = 85

◆対象会社の事業価値 = 対象会社予想EBITDA85 × 類似会社平均EBITDA倍率7 = 595

◆対象会社の非事業用資産 = 余剰現預金15 ($30 \times 1/2$) + 有価証券時価100 - 有価証券売却益課税28 ($((100 - 30) \times 40\%) = 87$

◆対象会社の株式価値 = 対象会社事業価値595 + 対象会社非事業用資産87 - 有利子負債120 = **562**

長所

- 株式市場での評価に基づくものでありDCFより客観性がある
- 特にEBITDAだと会社間の会計処理や資本構成の差による影響を排除できる

短所

- 類似会社選定が難しい
- 株価は日々変動する



非上場会社特有の問題

- 経営体制の違い（オーナー社長への依存度が高いケースが多い）
- 規模の違い
 - ▶ ディスカウント要因となる

プレミアム

- **上場会社を買収対象**となる場合は、その市場株価の2～3割程度の**価格上乗せ（プレミアム）**がつけられることが多い
- プレミアムの根拠は、**経営権獲得の対価**といわれる
- 逆にいえば、通常の市場株価をベースとしたPERやEBITDAにはプレミアムが考慮されていないため、M&A価格としてはこれにプレミアムを考慮する必要がある

ディスカウント

- **非上場会社を買収対象**となる場合、PERやEBITDA倍率による株価から2～3割程度の**ディスカウント**が実施されることが多い
- ディスカウントの根拠は、株式の流動性の欠如などがあげられる

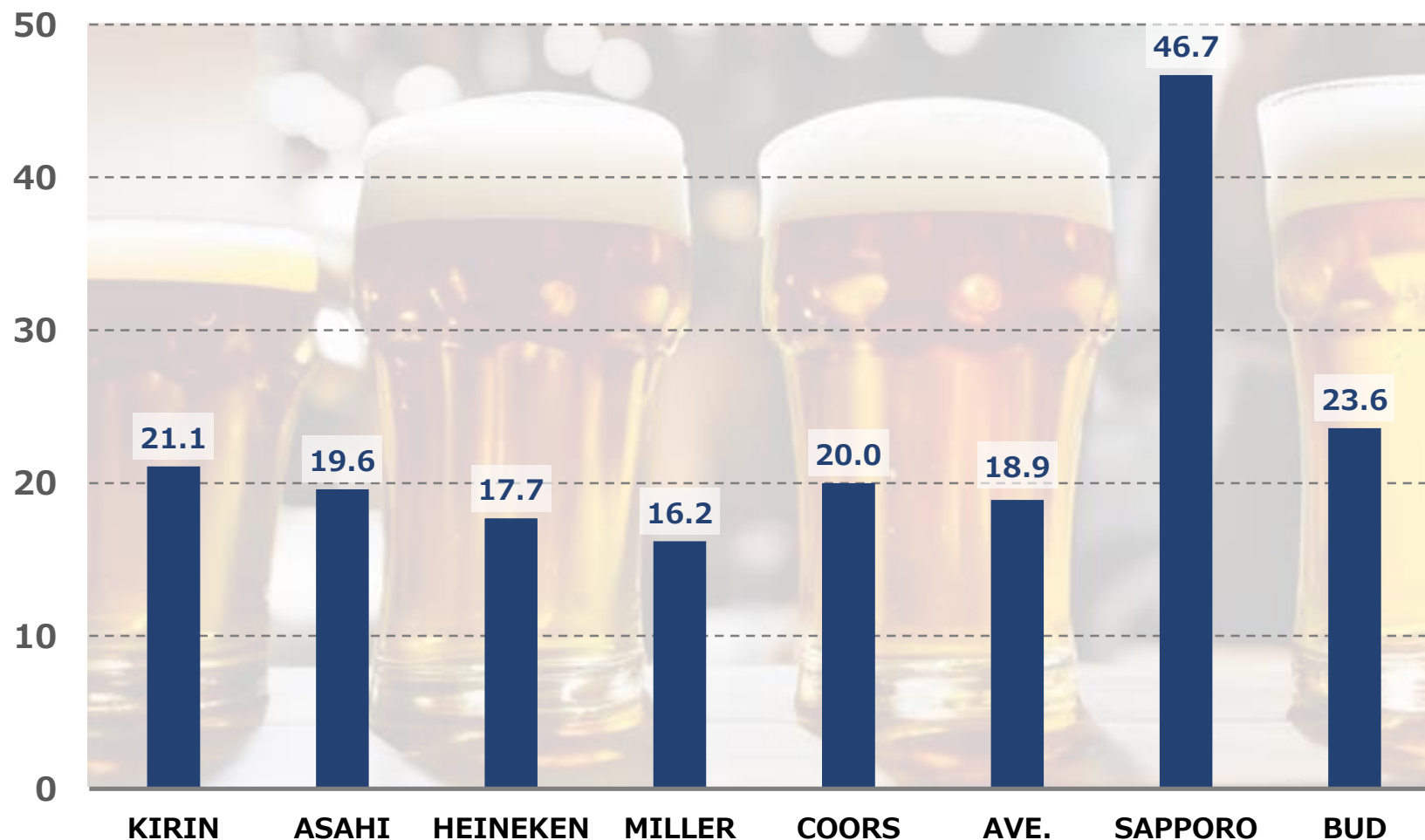
期間	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期	2022/3期	2023/3期	Av
件数	84	66	51	74	68	70	79	74	70.75
プレミアム	9.53	25.70	19.09	18.16	28.03	39.93	26.76	32.95	25.02

(参考) プレミアムがマイナスの案件を除外

期間	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期	2020/3期	2021/3期	2022/3期	2023/3期	Av
件数	42	44	34	46	48	60	60	60	49.25
プレミアム	32.94	45.25	33.81	37.37	43.67	49.04	39.59	44.52	40.77

- ※ 1 公表前6カ月平均のプレミアムとしています
- ※ 2 株価データのないTOB案件はデータより除外してます

参考：ビール会社のPER（2008年夏）



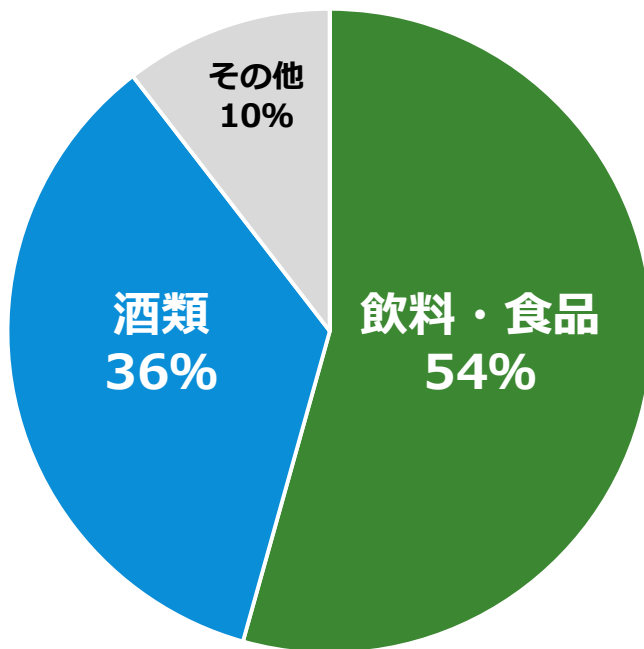
注：出典は各国のYAHOO FINANCE、本資料作成時時点
利益は実績ベース（本来は予想利益）

- キリンホールディングスとサントリーホールディングスは8日、経営統合交渉を打ち切ると発表した。最大の焦点だった統合比率について、折り合わなかった。国内食品メーカー1位と2位による「勝ち組」同士の経営統合計画は、昨年7月に両社が交渉を認めてから半年余りで破談になった。【窪田淳】
- キリンの加藤壹康社長とサントリーの佐治信忠社長が8日午前、東京都内で会談し、交渉打ち切りで合意した。キリンは「新会社は経営の独立性・透明性が十分に担保されるべきだと考えていたが、認識の相違があった」、サントリーも「統合比率をはじめ、認識の相違があった」とコメントしている。
- 両社の統合交渉で、統合比率についてキリン側はキリン1対サントリー0.7程度を主張する一方、サントリー側は0.9程度を要求。平行線が続き、このまま交渉を続けても進展は見込めないと判断した。
- キリン側は当初、サントリー株の89.33%を握る創業家が、統合後の新会社で重要議案について拒否権を持つ株式3分の1以上を保有することを警戒。昨年11月下旬、キリン1対サントリー0.5程度を提示した。昨年末には3分の1をギリギリ超える0.6程度まで歩み寄り、先月下旬には0.7程度まで譲歩したが、0.9程度の統合比率を主張するサントリー側との溝は埋まらなかった。
- 両社の主張で、最も大きく食い違っていたのは、キリンの医薬事業に対する評価だった。キリンは08年に協和発酵工業を連結子会社化し、傘下の医薬品子会社と合併して協和発酵キリンを誕生させるなど、医薬を酒類、飲料に続く収益源と位置づけている。
- 一方サントリーは、新薬開発に膨大な開発費がかかるため、世界の手順大手専門メーカーと戦っていくのは難しいと、将来収益を懸念。キリンが協和発酵買収時に締結した外部への売却禁止契約の見直しと、統合比率算定から医薬事業を除外することを求めている。
- さらに、酒類や清涼飲料事業に対する評価も両社で隔たりがあり、トップ会談でもその溝は埋められなかった。

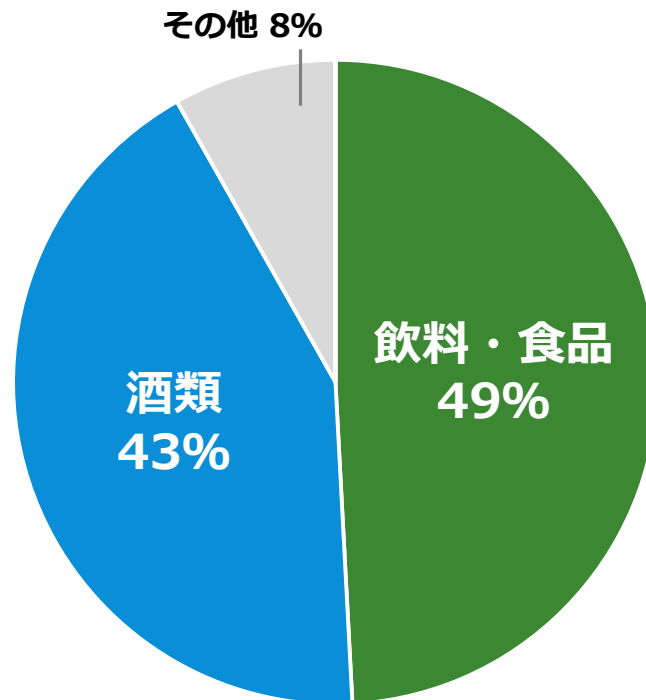
出典：毎日JP

サントリーはビール会社？

売上構成



セグメント利益構成



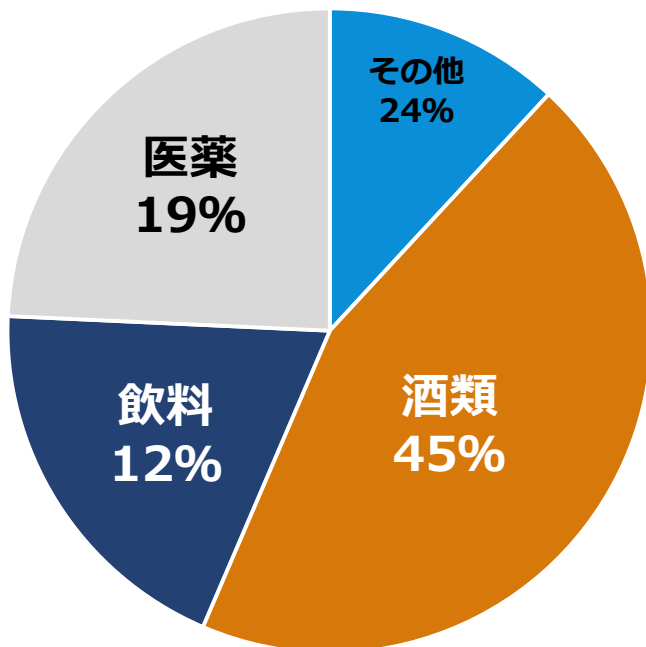
類似会社はビール会社でよいのか？



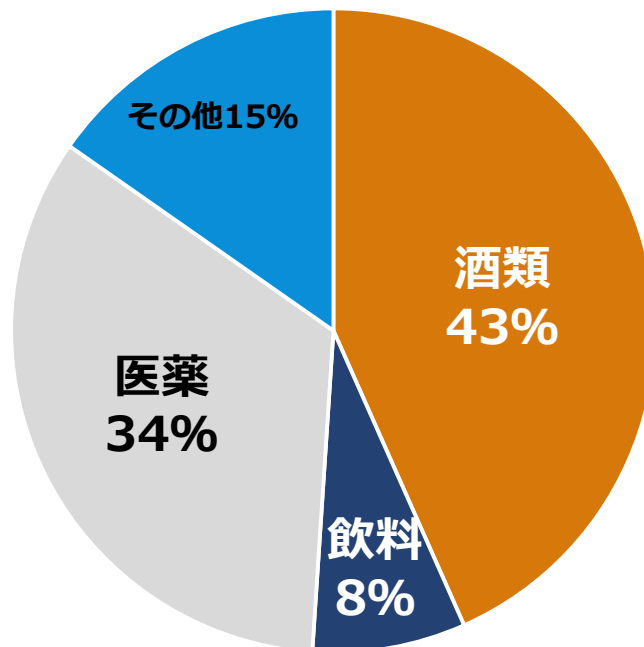
一方のキリンは？



売上構成



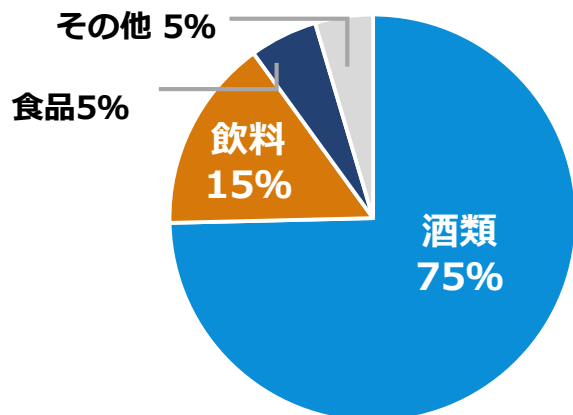
セグメント利益構成



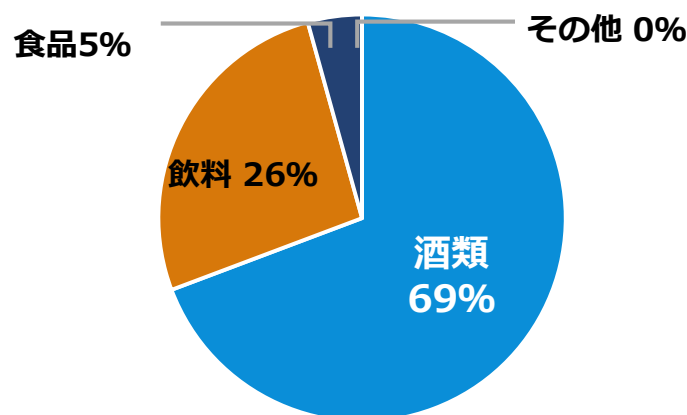
出典：22/12期有価証券報告書 *売上、セグメント利益は調整額（主に、全社損益）を除き算出

アサヒ

売上構成



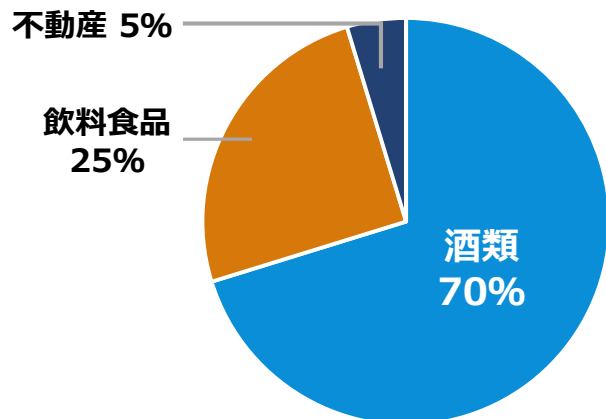
セグメント利益構成



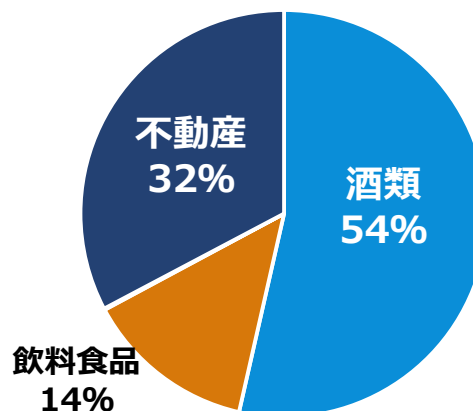
出典：21/12期有価証券報告書 *売上、セグメント利益は調整額（主に、全社損益）を除き算出。「国際」セグメントは酒類として集計

サッポロ

売上構成



セグメント利益構成



出典：22/12期有価証券報告書 *売上、セグメント利益は調整額（主に、全社損益）を除き算出。

テーマ3

インカムアプローチの 概要

日本M&Aセンター



概要

- 企業の収益力に着目した評価手法

類型

- **収益還元法**：企業の会計上の利益に着目する方法
- **配当還元法**：企業が生み出す配当に着目する方法
- **DCF法**：企業が生み出すキャッシュフローに着目する方法

算式

基本：毎年一定の収益

$$\text{対象会社の事業価値} = \frac{\text{対象事業の収益等}}{\text{対象事業の期待利回り}}$$

例)

投資対象からは、
毎年10のインカムが見込まれる

投資するには、
年10%の利回りを期待する

→ 投資額が $10 \div 10\% = 100$ なら、期待利回りを充足

応用：毎年一定の収益＋一定率の成長が見込める場合の算式

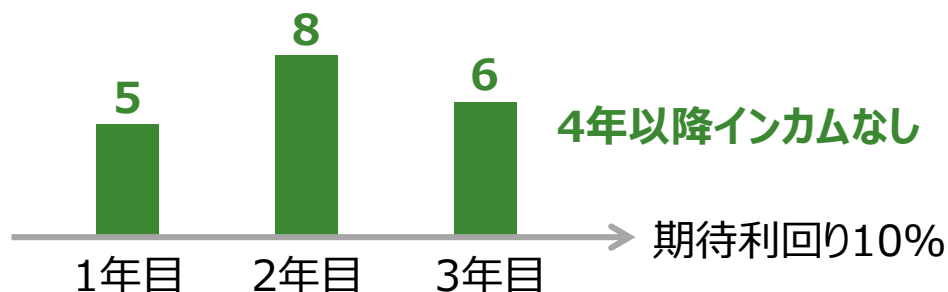
$$\text{対象会社の価値} = \frac{\text{対象事業の収益等}}{\text{対象事業の期待利回り} - \text{期待成長率}}$$

数年の見通しはあるが、
規則性がない場合は？

POINT

- インカムアプローチを理解するには、割引現在価値の概念を理解しておく必要がある

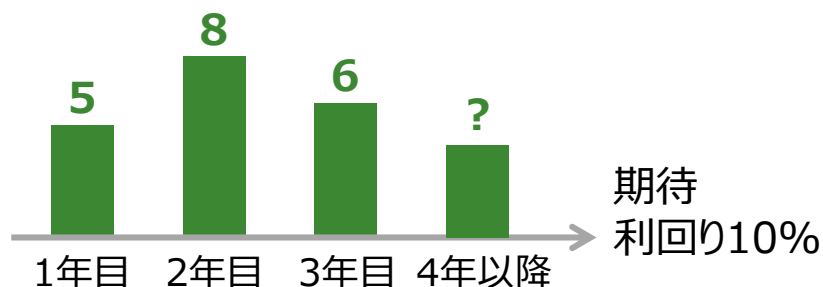
事業計画でのインカム見通し（3年で事業清算）



- 年度ごとに、投資清算があったとみなして、期待利回りを実現する投資額を計算
- その累計が、本件投資全体で、期待利回りを実現する投資額

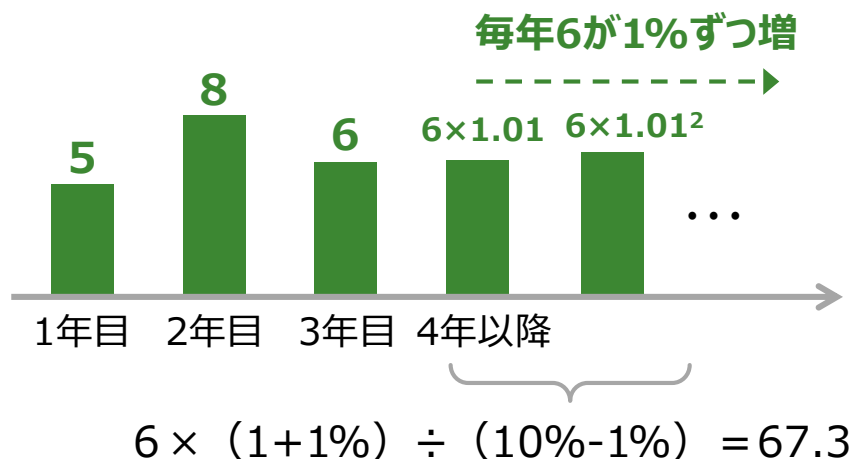
- 1年後に元利込みで5 となって返ってくる投資、期待利回りは10%
 - ▶ これを実現するための投資額をAとすると
 - ▶ $A = 5 \div (1 + 10\%) = 4.545$
 - 2年後に元利込みで8 となって返ってくる投資、期待利回りは10%
 - ▶ これを実現するための投資額をBとすると
 - ▶ $B = 8 \div (1 + 10\%)^2 = 6.612$
 - 3年後に元利込みで6 となって返ってくる、投資、期待利回り10%
 - ▶ これを実現するための投資額をCとすると
 - ▶ $C = 6 \div (1 + 10\%)^3 = 4.508$
- ▶ 合計 **15.665** で投資すれば10%の利回りが実現

事業計画でのインカム見通し（4年目以降も事業継続）

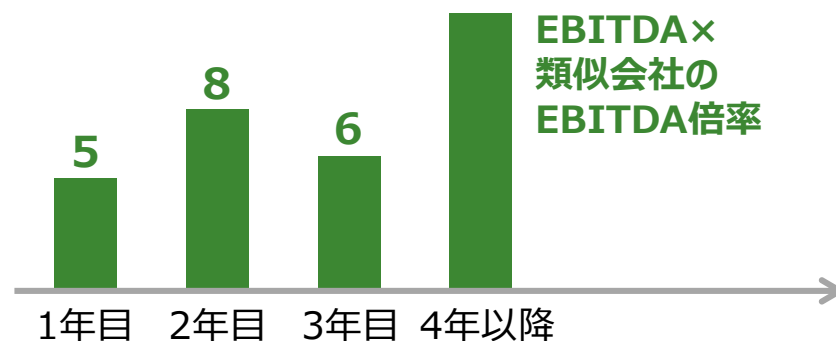


- 事業計画以降の価値をターミナルバリュー（TV、残存価値）という
- TVの見方は様々な考え方があり、一定の仮定（例、3年目の6が1%ずつ増加など）をおく考え（永久成長モデル）や3年目のEBITDAを元に、EV/EBITDA倍率で4年目以降の価値を計算する考え（マルチプルモデル）、もしくは、まったく考慮しないといった考え方もある

永久成長モデル

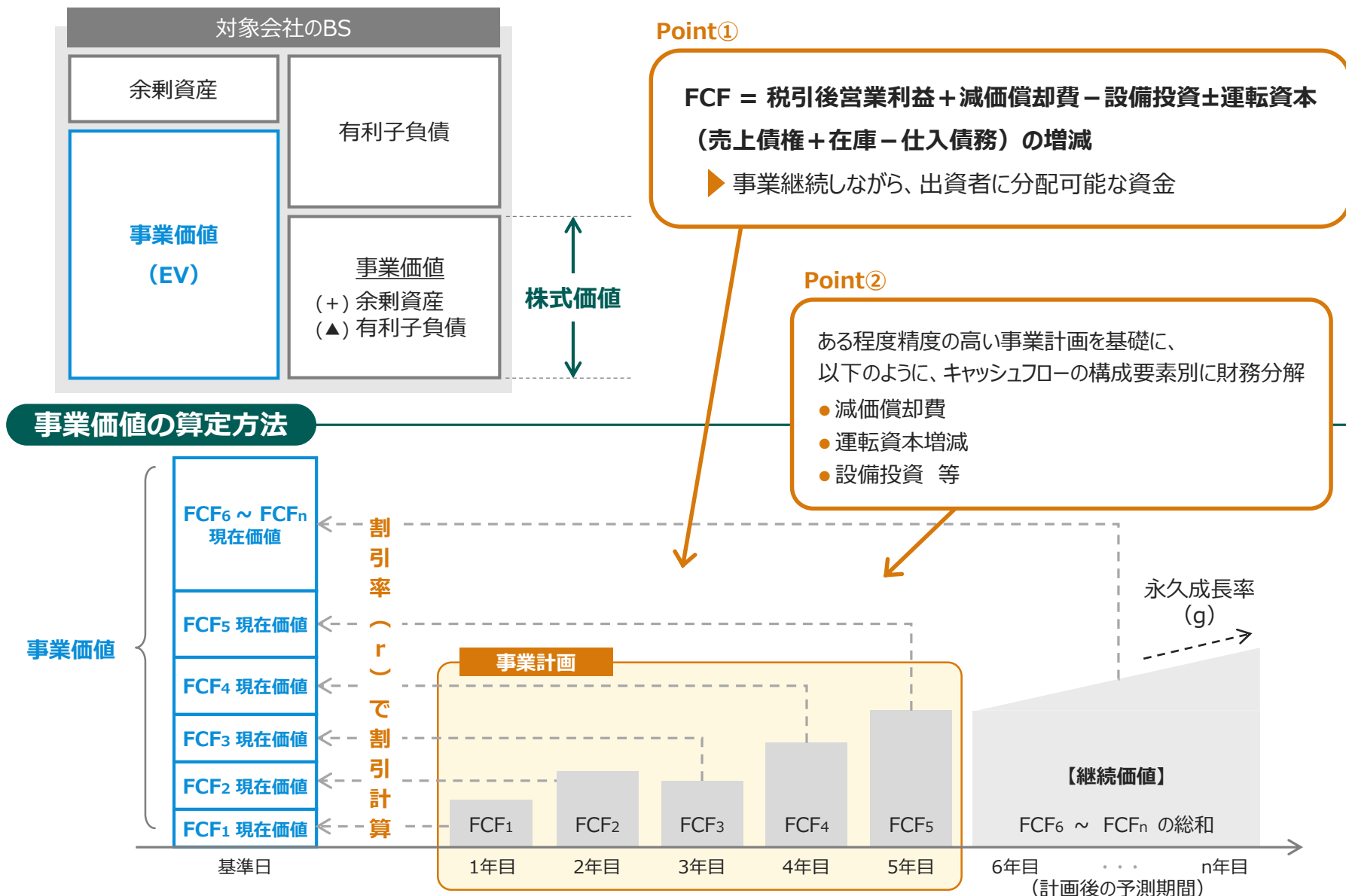


マルチプルモデル

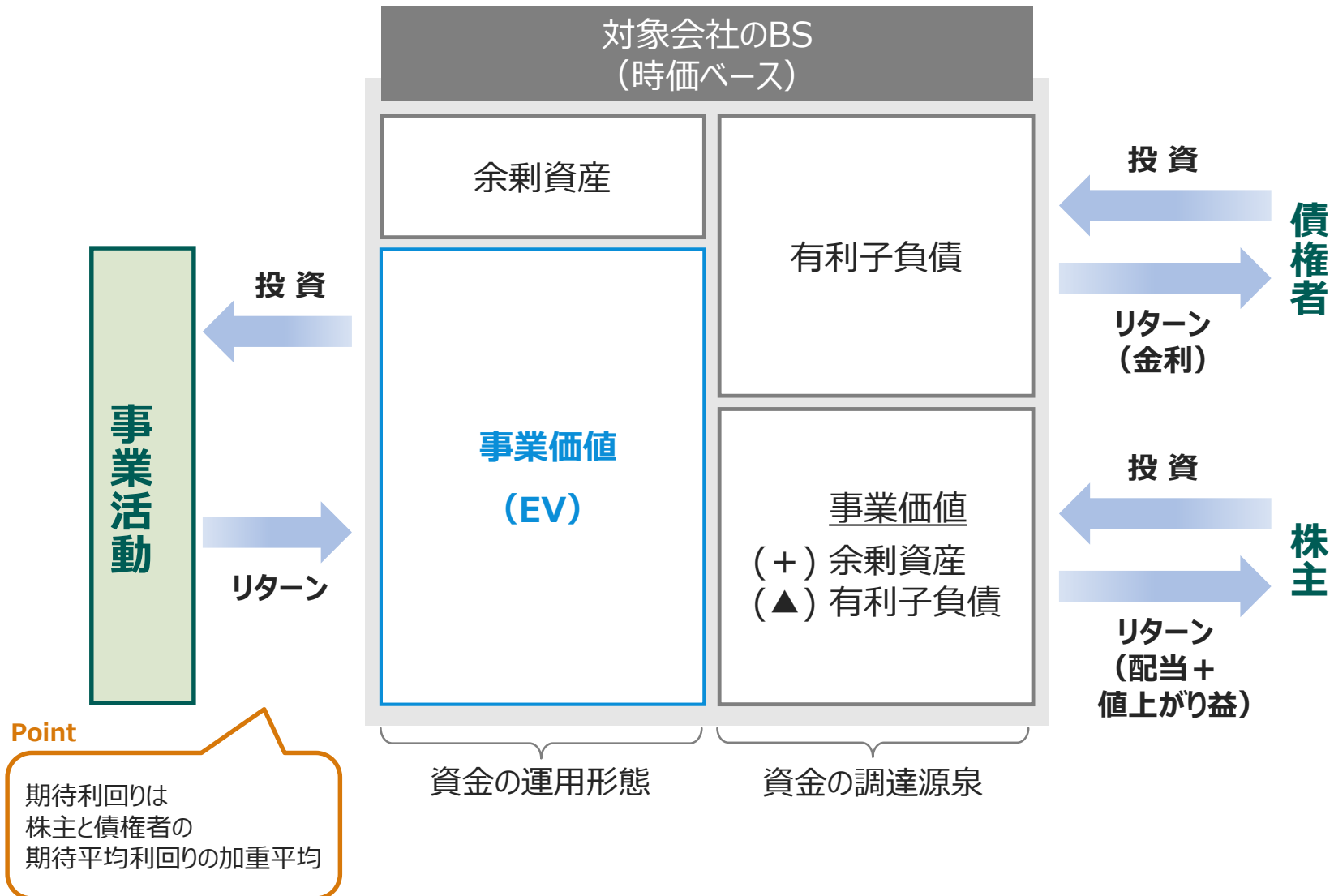


POINT ● 永久成長モデルの計算式を理解する

DCF法（割引現在価値法）



株式会社の期待利回りとは



WACC

(Weighted Average Cost of Capital)

… 加重平均資本コスト

- ▶ 株主の要求利回りである株主資本コストと、
債権者の要求利回りである他人資本コストの加重平均値

$$\text{自己資本コスト} \times \frac{\text{自己資本時価}}{\text{自己資本時価} + \text{他人資本時価}} + \text{他人資本コスト} \times (1 - \text{実効税率}) \times \frac{\text{他人資本時価}}{\text{自己資本時価} + \text{他人資本時価}}$$

自己資本コスト

- CAPM理論（Capital Asset Pricing Model）で算定することが一般的
- リスクフリーレート + 株式投資リスクプレミアム $\times \beta$

他人資本コスト

- 簡便的には借入金の金利であるが、厳密には
現状の財務状況に対応する格付け等に応じた金利などを用いる



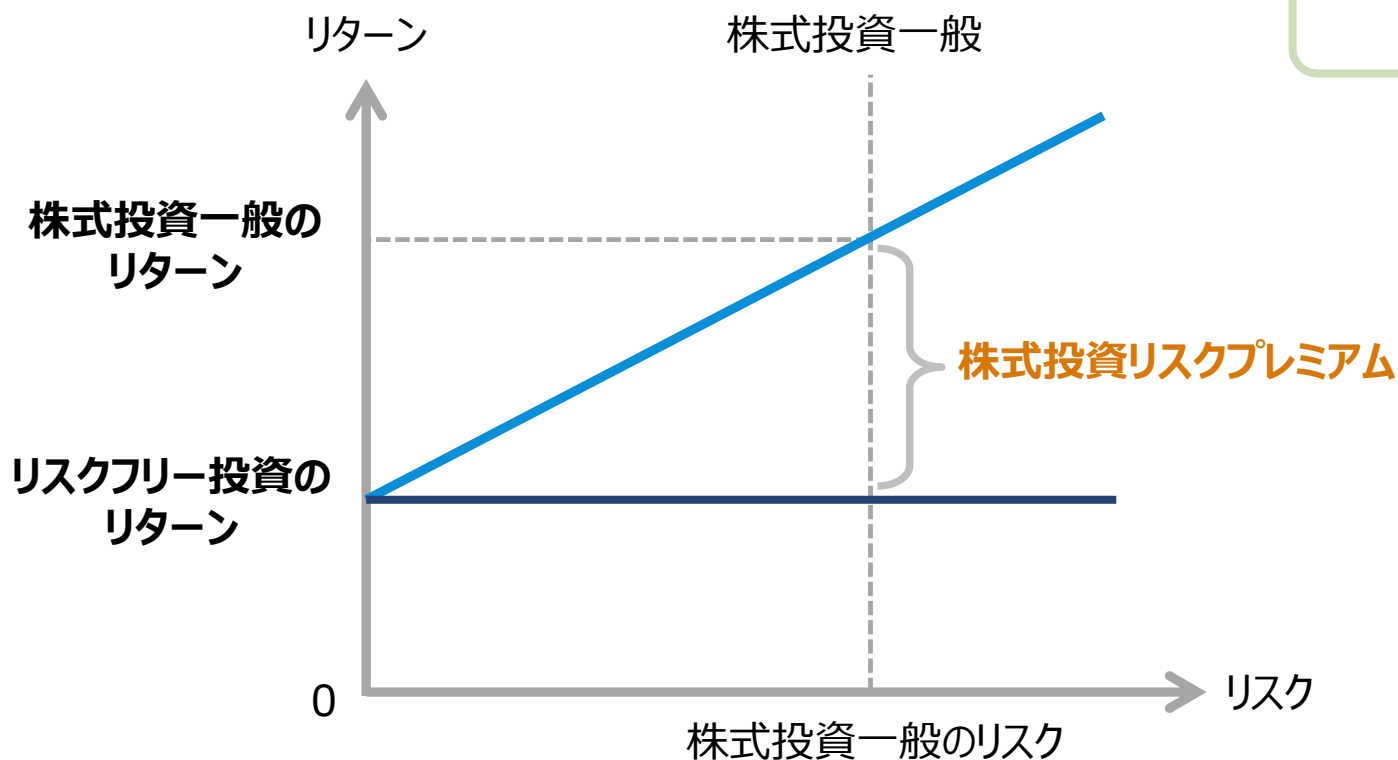
CAPM

(Capital Asset Pricing Model)

… 資本資産価格モデル

▶ リスクフリーレート + 株式投資リスクプレミアム × β

個別銘柄のリスク
調整



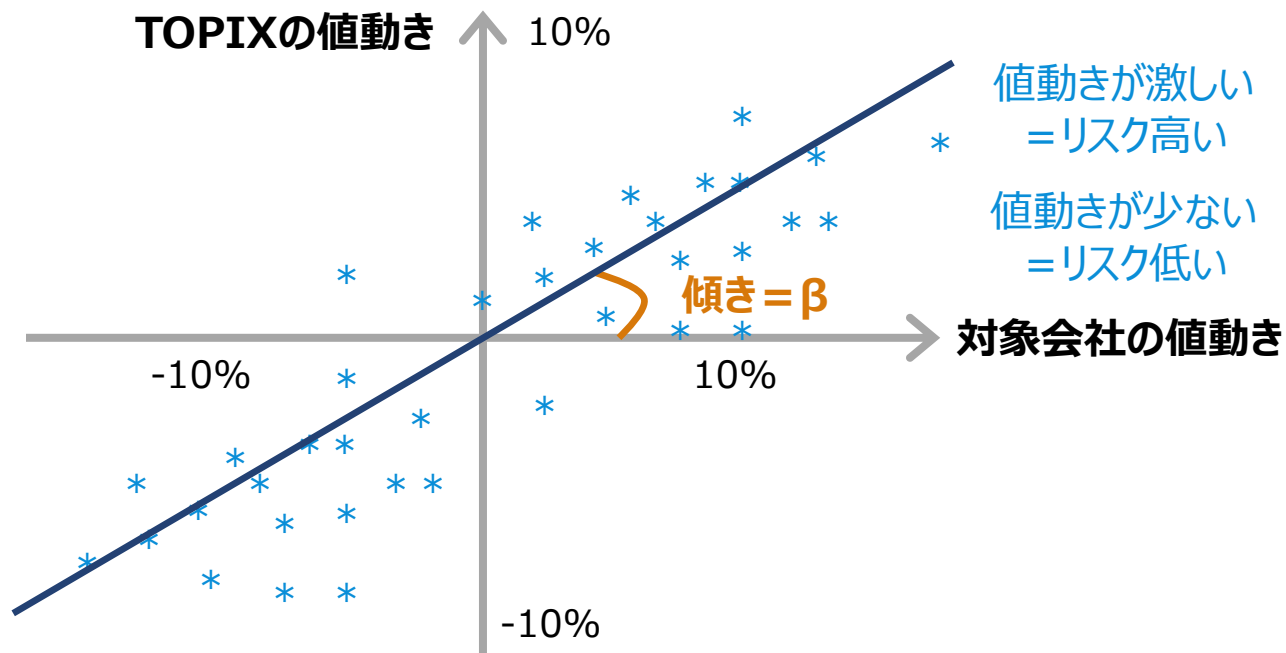
β

(ベータ)

… ポートフォリオ全体の動きに対する、連動性を示す指標

▶ 日本株の自己資本コスト算定目的では、**TOPIXの動き**に対して、**各企業の株価がどのような動き**となっているかを示す

- 例：
- TOPIXが1%増減するとき、対象の株価も1.0%増減… $\beta = 1$
 - TOPIXが1%増減するとき、対象の株価は1.5%増減… $\beta = 1.5$
 - TOPIXが1%増減するとき、対象の株価は0.5%増減… $\beta = 0.5$



例題2 以下の前提条件における株式価値を算定せよ

将来FCF

(単位：千円)

■ FCF予測	初年度	2年目	3年目	4年目	5年目
FCF	20,000	21,000	22,000	23,000	24,000

- FCFは各期の期末に発生するものとする

WACC

(加重平均資本コスト)

- 10% なお、永久成長率は0%とする

非事業用資産

- 20,000千円

有利子負債

- 50,000千円

事業計画終了後の見通し

- 5年目のFCFが永続

(単位：千円)

■ FCF予測	初年度	2年目	3年目	4年目	5年目
FCF	20,000	21,000	22,000	23,000	24,000

	Year 1.0	Year 2.0	Year 3.0	Year 4.0	Year 5.0
割引現価係数	0.909	0.826	0.751	0.683	0.621
割引現在価値	18,182	17,355	16,529	15,709	14,902

(単位：千円)

■ 予測期間FCFの算定	
事業予測期間FCF合計	82,678 a

(単位：千円)

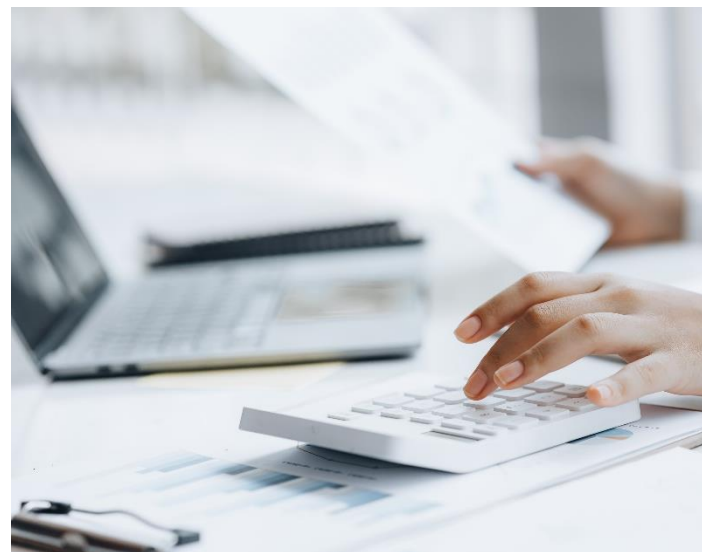
■ 継続価値の算定	
永続するFCF	24,000 b
WACC	10.0% c
永久成長率	0.0% d
継続価値	240,000 $e=(b \times (1+d))/(c-d)$
継続価値に対応する割引現価係数	0.621 f
継続価値の割引現在価値	149,021 $g=e \times f$

(単位：千円)

■ 株式価値の算定	
事業価値	231,699 $h=a+g$
余剰資産（非事業用資産）	20,000 i
有利子負債	50,000 j
株式価値	201,699 $=h+i-j$

前提条件

- リスクフリーレート 1.5%
- 株式投資リスクプレミアム 6%
- β 1.2
- 調達金利 3%
- 実効税率 40%
- 自己資本時価 580、他人資本時価 120



長 所

- 将来の収益性を加味できる
 - ▶ 最も理論的

短 所

- 事業計画の見積もりに主観性が入る
- 割引率の算出にあたってのパラメータに絶対的基準値がない
 - ▶ リスクフリーレートは、何を用いる？
 - ▶ 株式投資リスクプレミアムは、何%？
 - ▶ β を計算する期間は？
- 成長率は、考え方しだい
- 割引率や成長率が少しズレるだけで評価額が大きく変動

(単位：百万円)

	2006	2007	2008	2009	2010
売上	48	14,649	59,712	77,704	97,798
営業利益	△198	1,336	6,460	8,412	13,783

- 毎年のFCFが 10、有利子負債 180
- 割引率 5% ± 1、成長率 0% ± 1の条件で株価を試算すると…

割引率 成長率	4%	5%	6%
-1%	20	△13	△37
0%	70	20	△13
+1%	153	70	20

- 事業計画はある？
- 経営から手を引く売り手が作った計画が意味あるか？
- β は何を用いる？
- 最適資本構成はどう考える？
- 担保や社長の個人保証を前提にした
他人資本コストでいいの？
- 非上場であるリスクをどう考慮する？
- 小規模であるリスクをどう考慮する？



テーマ4

コストアプローチの概要

日本M&Aセンター



概 要

- 企業の純資産価値に着目する評価手法

類 型

簿価純資産価額法

- 帳簿純資産で評価する方法

時価純資産価額法

- 帳簿純資産に含み損益を考慮した時価で評価する方法

時価純資産＋営業権法（当社基本方式）

- 時価純資産に対象会社の収益力を営業権という形で加味した方法

時価純資産 + 営業権法の算定手順（詳細①）

基準日の簿価純資産

基本的に上場企業以外の会社では、法人税の申告のために税務会計ベースで決算書を作成されていることが通常

企業会計基準ベースへの調整

【代表的な修正項目】

- 現金主義処理となっている損益の発生主義ベースへの置き換え
- 賞与引当金の認識
- 退職給付会計に基づく従業員の退職給付引当金の計上
- 減価償却過不足の修正
- 有価証券の時価評価

含み損益の検討

【代表的な修正項目】

- 不動産の含み損益
- 保険積立金の含み損益
- デリバティブの含み損益
- その他含み損益
ーゴルフ会員権、電話加入権、滞留債権や滞留在庫など

税効果の検討

時価と帳簿価額の差額が実現した時の税負担をあらかじめ織り込む

時価純資産の算定

+

正常利益の算定① (非経常的損益の除去) (資本構成差異の除去)

● 税引前当期純利益を修正する目的

- 非経常的・臨時的な項目を排除して真の企業収益力を反映させるため
- 資金の調達方法から独立した会社財産の収益獲得力を算定するため
- 実質的に利益の配分に近い意味を持つ役員報酬を標準的な金額等に修正しないと役員報酬を多く支払っている企業の収益力が過小算定されるため

● このため、以下のような修正を行う

- 特別損益項目はなかったものとして加算減算する
- 借入金はなく、全て無利子資本で調達したものと仮定して支払利息（および手形売却損）はゼロとする
- 役員報酬は対象会社の実際報酬額ではなく標準的な役員報酬額に置き換える
- 節税目的の役員保険を控除する

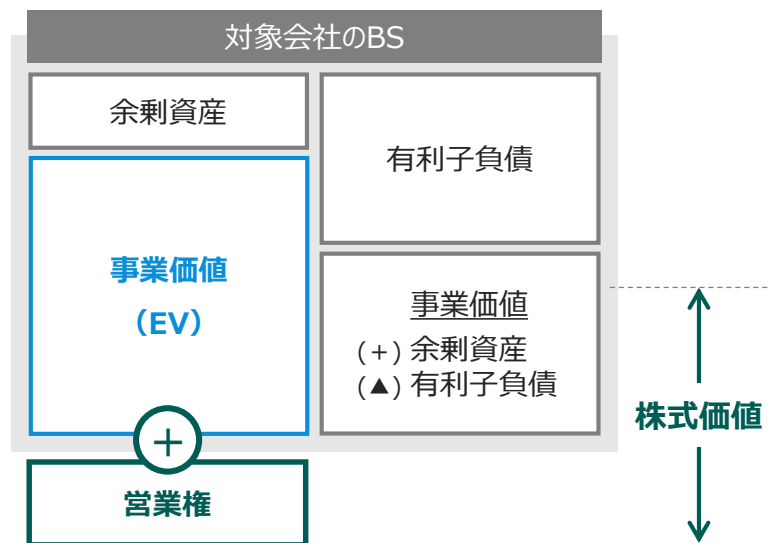
● 直近期がより現時点の現実の収益力を表していると考えられるため、過去三期の正常収益を直近期にウェイトがかかるように加重平均する

正常利益の算定② (オーナー固有事象の修正)

営業権の検討

超過収益法を適用することにより、営業権を算定いたします

日本M&Aセンター方式による営業権の算定手順



Point①

一般的期待利益

…投下資本に見合うだけのリターン

当社方式では、期待利子率はリスクフリーレートにリスクプレミアム3%を加算して算出

Point②

超過利益

…正常利益 - 一般的期待利益

n年

…超過利益の「持続年数の複利年金現価係数」

標準では3年程度としているが、ビジネスの安定性等によって変動

営業権の算定方法

超過収益法

- 対象会社が創出すべき利益（理論値）と一般的な期待利益の差額を営業権に反映する方法

投下資本時価
(= 総資産時価)

× 期待利子率 =

一般的期待利益

正常利益

超過利益 × n年 =

営業権

※参考

年買法（簡便的手法）

- 対象会社が創出した税引後利益を実績利回りと判断し、営業権に反映する方法

投下資本は考慮せず

税引後利益

創出利益 × n年 =

営業権

まとめ

日本M&Aセンター



アプローチ	概要	算定イメージ	メリット	デメリット
マーケット アプローチ	類似会社の 株式市場での 相場に着目	利益×倍率	取引相場に近い	類似会社選択が困難 中小企業の大半は、 上場企業との違いが 大きすぎる
インカム アプローチ	将来の 収益に着目	利益÷割引率	投資判断という 意味で 最も理論的	将来利益予想が困難 割引率に恣意性 価格幅が大きい
コスト アプローチ	現在の 財産に着目	資産時価 －負債時価	シンプルで客観的 わかりやすい	収益性を加味できない 相場を反映できない

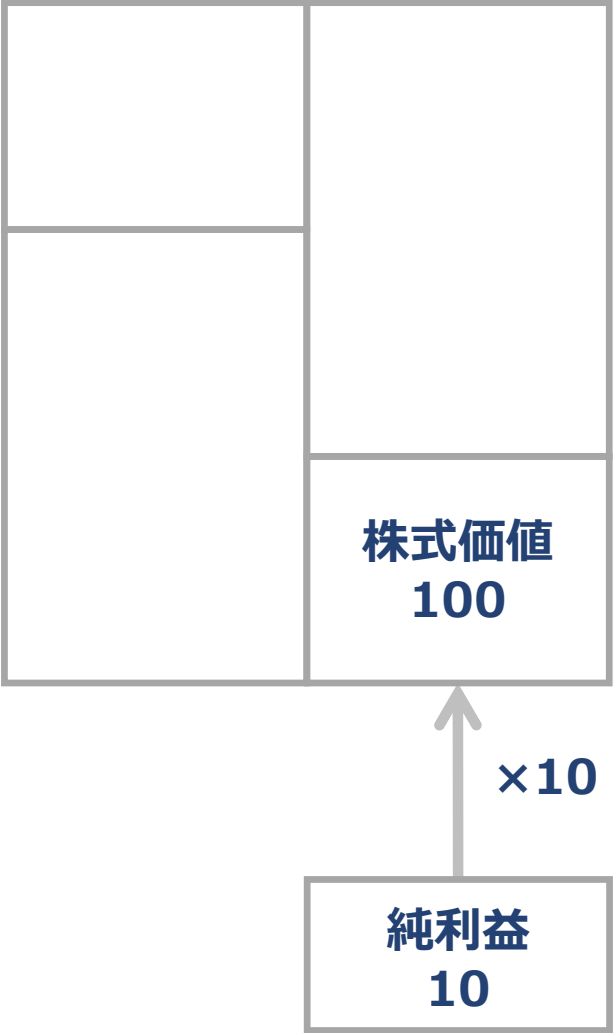
企業評価において絶対的な評価はなく、
交渉によって当事者同士が納得した価格で決まる

中小企業M&Aでは、**時価純資産＋営業権方式**が
納得感が得られやすい

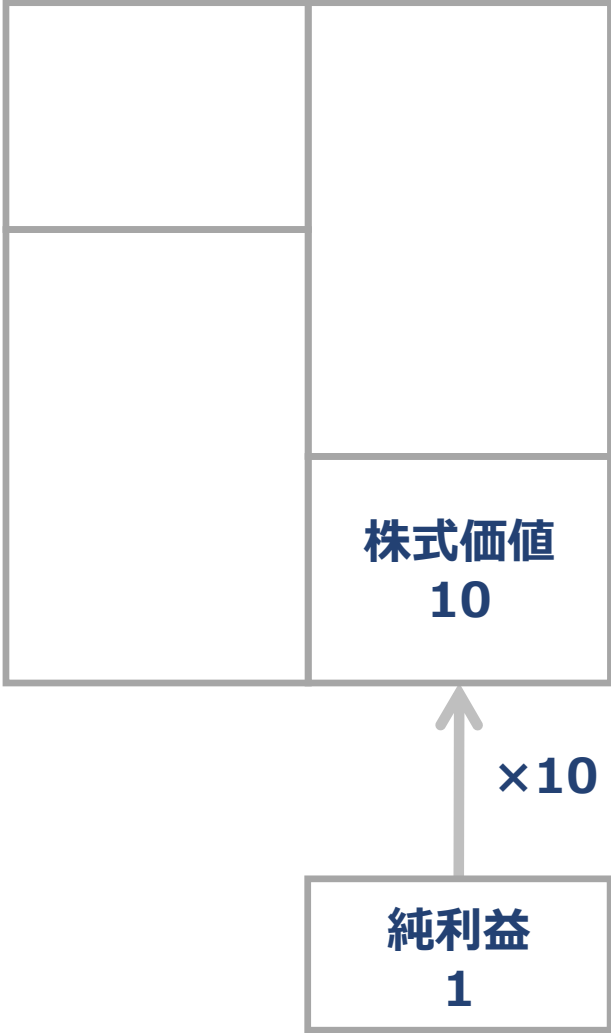
時価純資産＋営業権方式の評価は、一種のプレDDであり、
本番のDDでブレイクするリスクが低減

十分な調査に基づき、売り手・買い手双方に説明をし、
両者が納得した価格で取引を行うことが重要

上場類似会社



対象会社



上場類似会社

余剰資産 10	有利子負債 100
事業価値 190 (差引)	株式価値 100

×5

EBITDA
38

※EBITDA=営業利益+減価償却費

対象会社

余剰資産 2	有利子負債 12
事業価値 20	株式価値 10 差引

×5

EBITDA
4

上場類似会社A

余剰資産 70	有利子負債 400
事業価値 ???	株式価値 300

上場類似会社B

余剰資産 140	有利子負債 0
事業価値 ???	株式価値 540

上場類似会社C

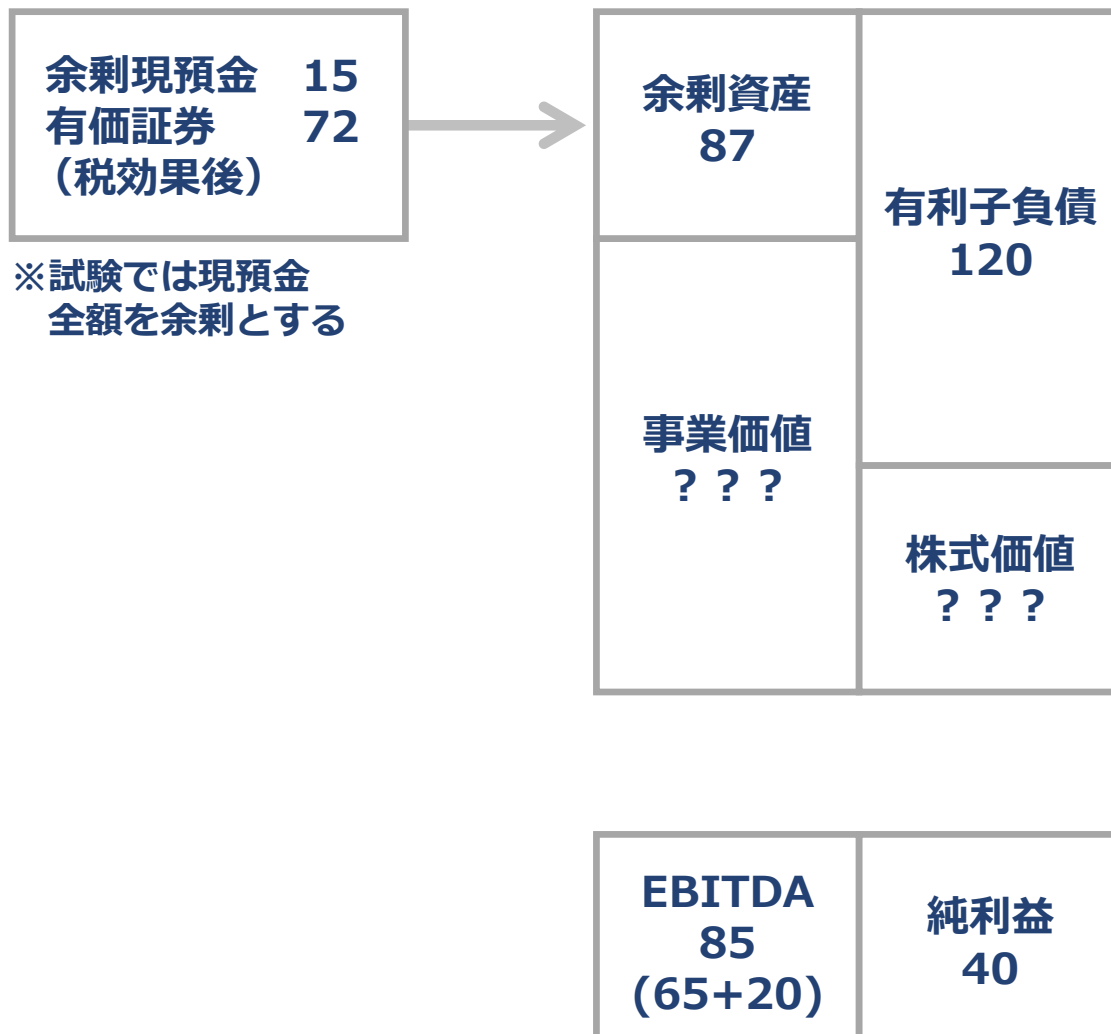
余剰資産 0	有利子負債 600
事業価値 ???	株式価値 600

EBITDA 90 (60+30)	純利益 25
-------------------------	-----------

EBITDA 50 (40+10)	純利益 30
-------------------------	-----------

EBITDA 200 (150+50)	純利益 40
---------------------------	-----------

対象会社



上場類似会社A

余剰資産 70	有利子負債 400
事業価値 ???	株式価値 300

上場類似会社B

余剰資産 140	有利子負債 0
事業価値 ???	株式価値 540

上場類似会社C

余剰資産 0	有利子負債 600
事業価値 ???	株式価値 600

平均15倍

×12

×18

×15

EBITDA 90 (60+30)	純利益 25
-------------------------	-----------

EBITDA 50 (40+10)	純利益 30
-------------------------	-----------

EBITDA 200 (150+50)	純利益 40
---------------------------	-----------

対象会社



上場類似会社A

余剰資産 70	有利子負債 400
事業価値 630 (差引)	株式価値 300

上場類似会社B

余剰資産 140	有利子負債 0
事業価値 400 (差引)	株式価値 540

上場類似会社C

余剰資産 0	有利子負債 600
事業価値 1,200 (差引)	株式価値 600

EBITDA 90 (60+30)	純利益 25
-------------------------	-----------

EBITDA 50 (40+10)	純利益 30
-------------------------	-----------

EBITDA 200 (150+50)	純利益 40
---------------------------	-----------

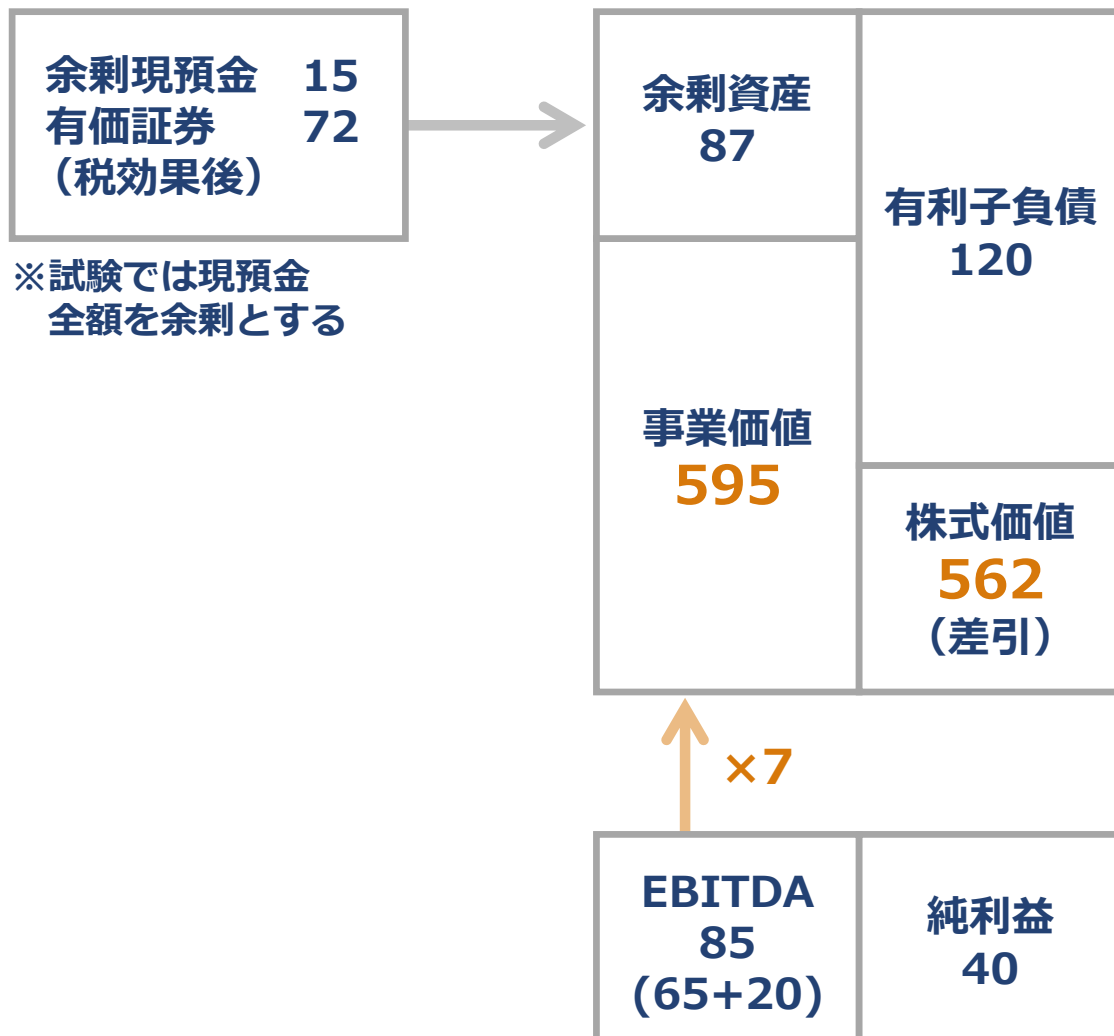
×7

×8

×6

平均7倍

対象会社



$$\begin{array}{c} \text{FCF} \\ \text{(将来CF)} \end{array} \div \begin{array}{c} \text{割引率} \\ \text{(投資家の期待利回り)} \end{array} = \begin{array}{c} \text{事業価値} \\ \text{(事業価値)} \end{array}$$



現 在

1 年後

100

100

同じ価値か？

100 $\xrightarrow[\times 1.1]{10\% \text{の} \text{期待利回り}}$ 110

現在の100は
1年後の110
と同じ価値

100 $\xleftarrow[\div 1.1]{10\% \text{の} \text{期待利回り}}$ 110

1年後の110は
現在の100
と同じ価値

100以下なら
投資意思決定

期待利回りで割引いて
現在価値を算定

日本M&Aセンター

M&Aシニアエキスパート養成スクール
