

DRAFT

株式会社 フカヒレ 御中

企業価値試算報告書

2023年6月15日

日本M&Aセンター

東証プライム上場 日本M&Aセンターホールディングス

■ 留意事項：

- 本書における試算結果は対象会社より提出を受けた資料及び一般に公開されている情報並びに対象会社及びその関係者へのインタビューに基づいております。これらの資料、情報及びインタビュー内容の正確性、妥当性、適法性、網羅性または完全性について当社独自の調査・検証は行われておりません。従って、試算の基礎となった資料や情報、インタビュー内容の誤謬に基づく試算結果等への影響について、当社は何らの責任も負いません。
- 本書において、対象会社の基準日における資産及び負債等の評価（不動産の簡易価格調査結果を含む）、損益実績値の調整、将来予測数値等の分析結果について当社のコメントを付したものがありますが、これらの正確性、妥当性、適法性、網羅性、完全性または実現可能性を保証するものではありません。
- 本書における試算結果は、限定された情報及び調査機会に基づき本書の日付現在における当社としての意見を述べるものであり、その絶対性を保証するものではありません。従って、本書の試算結果はM&A実行時の譲渡価額（売買取引価額）を保証するものではありません。
- 本書を本件試算目的以外で利用する場合及び本件取引の関連当事者以外に開示する場合には、当社の書面による承諾が必要となります。

■ 用語の定義：

本書で用いられる「本件取引」「本件試算目的」の定義は、「企業価値試算結果」のページに記載しております。

■ 本書に関する問い合わせ先：

株式会社 日本M&Aセンター（本社：東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング24階）

所 属	氏 名	電話番号（直通）	E-mailアドレス
XXXXXX部 ディールマネージャー	X X X X	XXX-XXXX-XXXX	XXXX@nihon-ma.co.jp
コーポレートアドバイザー部 公認会計士	X X X X	—	—
株式会社企業評価総合研究所	X X X X	—	—

- はじめに

- 株式価値試算

 - Section 1. 試算結果

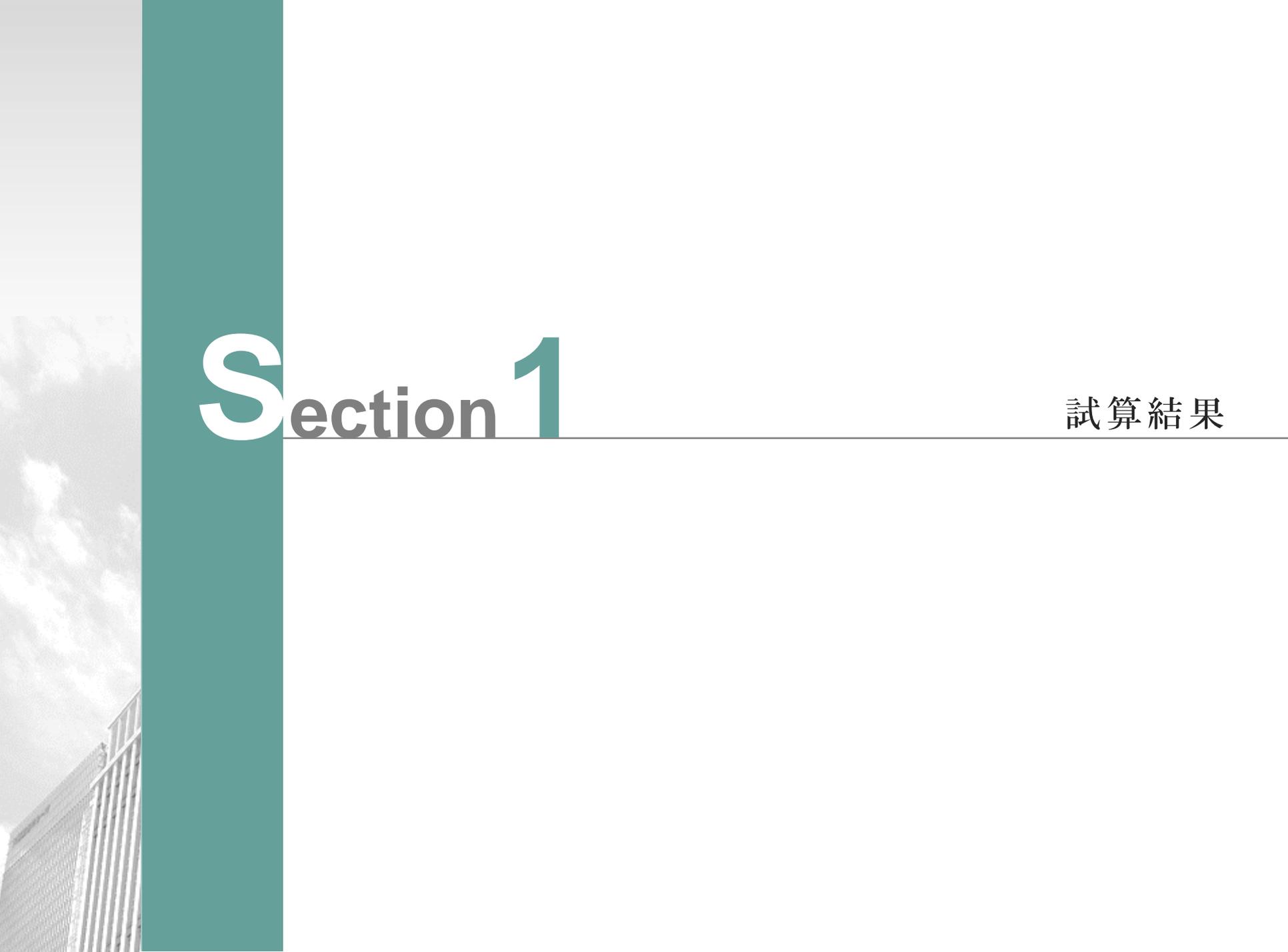
 - Section 2. 財務情報の分析

 - Section 3. 株式価値の試算

- 補足説明

 - Appendix 1. 株式価値の考え方

 - Appendix 2. 評価手法について



Section 1

試算結果

評価手法の選定

現在、一般的に容認されている株式価値計算の方法は次のとおり分類されています。

一般的な評価手法

採用手法と理由

コスト アプローチ

企業の純資産価値に着目

- 簿価純資産価額法
- 時価純資産価額法
- 時価純資産 + 営業権法**

採用 時価純資産 + 営業権法

時価純資産に、会社の超過収益力である営業権を考慮することにより、単なる清算価値あるいは再調達価値のみならず、将来の企業価値を加味した継続企業価値を表す方法。

・ 採用理由 ・

現実の財政状態と経営成績をバランスよく反映させることができる「時価純資産価額法」に「営業権」を考慮する方法を採用しました。なお、この方法は、中堅中小企業のM&Aにおける株式価値計算において最も多く採用されています。

マーケット アプローチ

株式市場における株価に着目

- 市場価額法
- 類似業種比準法
- 類似会社比準法

不採用 このアプローチ各手法を採用できなかった理由

- 対象会社の株式は証券取引所等の株式市場で取引されておらず、また最近における独立第三者間の取引事例がないため、市場価額法は採用できません。
- 類似業種比準法は、相続対策や同族間での株式の移動を検討する際に適した計算方法ですが、独立した第三者間の取引価格を計算する際に利用することは適当ではありません。
- 対象会社と規模・業種が類似する会社を複数選定できなかったため、類似会社比準法は採用できません。

インカム アプローチ

企業の収益力に着目

- 収益還元法
- DCF法（ディスカунティドキャッシュフロー法）
- 配当還元法

不採用 このアプローチ各手法を採用できなかった理由

- 収益還元法及びDCF法による株価計算のためには、信頼性の高い利益あるいはキャッシュフローの計画値が必要となります。そのため、詳細な事業計画がなければ採用が難しく、これらの株価計算方法は採用しません。
- 配当還元法は、一般的には投資目的が主に配当期待である少数株主の立場から株式価値を計算する場合に適切な方法であり、本件取引の場合には適当ではないと判断しました。

Point

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ます。各評価手法の概要については、「Appendix2. 評価手法について」をご参照下さい。

企業価値試算結果

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

試算の前提条件

評価対象	株式会社フカヒレ
算定日	2023年06月15日
基準日	2023年03月31日（基準となる貸借対照表日）
目的	対象会社の過半数の株式を第三者間で売買取引・M & Aする場合（「本件取引」といいます）の譲渡価額決定の参考資料とすること（「本件試算目的」といいます）を目的に本株式価値試算報告書は作成されております。
評価手法	● 時価純資産 + 営業権法（超過利益法）

株式価値試算結果

● 時価純資産 + 営業権法

【超過利益法】

(単位：千円)

簿価純資産	修正額	時価純資産	超過利益金額	[持続年数]	営業権	株式価値
422,420	△ 63,239	359,181	36,930	[2.0年]	70,621	429,801
				[3.0年]	104,375	463,556
				[4.0年]	137,133	496,314

● EBITDA倍率法

EBITDA	[EBITDA倍率]	事業価値	非事業用資産	有利子負債	調整額	株式価値
--------	------------	------	--------	-------	-----	------

※※※※※※※※※※ 不採用 ※※※※※※※※※※

● DCF法

FCF	[割引・成長率]	事業価値	非事業用資産	有利子負債	調整額	株式価値
-----	----------	------	--------	-------	-----	------

※※※※※※※※※※ 不採用 ※※※※※※※※※※

注) 本試算報告書において採用された手法のみ、結果として表示しています。

0 100,000 200,000 300,000 400,000 500,000 600,000

・本報告書における試算結果は、対象会社より提出を受けた資料及び一般に公開されている情報並びに対象会社及びその関係者へのインタビューに基づいております。これらの資料、情報及びインタビュー内容の正確性、妥当性、適法性、網羅性または完全性について当社独自の調査・検証は行われておりません。従って、試算の基礎となった資料や情報、インタビュー内容の誤謬に基づく試算結果への影響について、当社は何らの責任も負いません。

・本報告書による株式価値試算結果は限定された情報及び資料に基づき、当社としての意見を述べるものであり、その絶対性を保証するものではありません。従って、本報告書の試算額は実際の譲渡価額（売買取引価額）を保証するものではありません。



Section 2

財務情報の分析

時価純資産の計算（貸借対照表の修正①）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

資産の部			
科目	2023年3月期	修正額	評価額
【流動資産】	【423,729】	【△30,608】	【393,121】
現金・預金	158,432		158,432
売掛金	125,963	△ 28,696	97,267
棚卸資産	104,771	△ 1,912	102,859
前払費用	35,045		35,045
仮払金	303		303
貸倒引当金	△ 785		△ 785
【固定資産】	【633,778】	【110,104】	【743,882】
〔有形固定資産〕	〔546,072〕	〔122,124〕	〔668,196〕
建物	172,500	△ 8,050	164,450
建物付属設備	58,317		58,317
車両運搬具	7,525		7,525
工具器具備品	243,614		243,614
土地	46,234	130,174	176,408
一括償却資産	17,882		17,882
リース資産			
〔無形固定資産〕	〔7,913〕	〔△4,440〕	〔3,473〕
電話加入権	4,440	△ 4,440	
ソフトウェア	3,473		3,473
〔投資等〕	〔79,793〕	〔△7,580〕	〔72,213〕
投資有価証券	14,799	△ 3,315	11,484
敷金保証金	53,411	△ 7,000	46,411
保険積立金	11,583	2,735	14,318
【繰延資産】	【0】	【0】	【0】
【繰延税金資産】	【0】	【6,820】	【6,820】
資産合計	1,057,507	86,316	1,143,823

Comment
預金は金融機関の残高証明との一致を確認したため、帳簿価額により評価する。 別頁のとおり、回収不能見込額を減額するものとする。 別頁のとおり、売却不能見込額を減額するものとする。
適正償却額に再計算したところ、建物に償却不足額が認められたため帳簿価額から減額する。
別頁のとおり時価へ評価替えを行う。
資産性がないため、ゼロ評価とする
評価実施日の終値により評価する。 賃貸借契約書に基づき、契約解除時の返還金額に評価替えを行う。 解約返戻金額により評価する。

時価純資産の計算（貸借対照表の修正 ②）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

負債の部			
科目	2023年3月期	修正額	評価額
【流動負債】	【302,389】	【73,850】	【376,239】
買掛金	204,122		204,122
未払金	62,476		62,476
未払費用	2,631	6,600	9,231
預り金	12,227		12,227
未払消費税等	9,058		9,058
未払法人税等	11,875		11,875
賞与引当金		17,250	17,250
未払配当金		50,000	50,000
【固定負債】	【332,698】	【75,705】	【408,403】
社債	90,000		90,000
長期借入金	242,698		242,698
リース債務			
退職給付引当金		75,705	75,705
役員退職慰労引当金			
【繰延税金負債】	【0】	【0】	【0】
負債合計	635,087	149,555	784,642

純資産の部			
科目	2023年3月期	修正額	評価額
【資本金】	【10,000】		【10,000】
【資本剰余金】	【0】	【0】	【0】
【利益剰余金】	【412,420】	【0】	【412,420】
利益準備金	20,000		20,000
別途積立金	176,626		176,626
繰越利益剰余金	215,794		215,794
【自己株式】	【0】	【0】	【0】
【評価修正額】		【△63,239】	【△63,239】
修正額		△ 70,059	△ 70,059
修正税効果		6,820	6,820
純資産合計	422,420	△ 63,239	359,181
負債・純資産合計	1,057,507	86,316	1,143,823

Comment

従業員給与について、給与規程に基づき、評価基準日において経過している未払いの金額を追加計上する。

評価基準日において経過している賞与の支給対象期間について、以下の金額を引当計上する。
2023年6月28日効力発生の配当金を負債計上する。

従業員退職金規程に基づき、下表の通り、期末時点における退職金要支給額を算出し、引当計上する。
役員は全員株主であり、株式価値試算後に検討するため引当計上しない。

評価差額に税効果を適用する。

時価純資産の計算（貸借対照表の修正詳細 ①）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

売掛金

相手先	帳簿価額	評価差額	評価額	修正事由
得意先D	14,234	△ 14,234	0	手形交換所による取引停止処分を受けた
123456789	6,175	△ 6,175	0	粉飾につき全額控除する
得意先B	16,574	△ 8,287	8,287	経営状態が悪く、半年以上回収できていないため債権金額の50%を評価額とする。
その他	88,980		88,980	
合計	125,963	△ 28,696	97,267	

棚卸資産

内容	帳簿価額	評価差額	評価額	修正事由
商品A	3,299	△ 990	2,309	滞留している商品であり、原価から30%引きであれば販売可能とのことであるため、30%減額評価する
商品C	1,025	△ 922	103	商品単価の誤りであり、14,240円を1,424円に修正の上評価する
その他	100,447		100,447	
合計	104,771	△ 1,912	102,859	

時価純資産の計算（貸借対照表の修正詳細 ②）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

減価償却資産

資産	帳簿価額	評価差額	評価額
建物	172,500	△ 8,050	164,450
建物付属設備	58,317	-	58,317
車両運搬具	7,525	-	7,525
工具器具備品	243,614	-	243,614
合 計	481,956	△ 8,050	473,906

※償却不足額を減額

土地

所在地	地積(m ²)	帳簿価額	評価差額	時価評価額
大阪市北区梅田2-4-9（大阪店）	242.00	40,394	129,006	169,408
名古屋市天白区土原1-5-2（名古屋店）	267.25	5,840	1,168	7,008
合 計	509.25	46,234	130,174	176,408

※1 路線価（700千円）× 地積 242.00m²

※2 固定資産税評価額（5,840千円）× 倍率（1.2）

時価純資産の計算（貸借対照表の修正詳細 ③）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

投資有価証券

相手先	帳簿価額	数量	評価差額	評価額
(株)J社	14,799	3,000	△ 3,315	11,484

敷金保証金

相手先	内容	帳簿価額	評価差額	評価額
(株)三井不動産	東京本店・保証金	52,000	△ 7,000	45,000 ※1
(株)パーク	駐車場・敷金	1,411	-	1,411 ※2
合 計		53,411	△ 7,000	46,411

※1 保証金 (35,000千円) ×償却 (20%)

※2 全額返還を確認

保険積立金

保険会社	被保険者	受取人	帳簿価額	評価差額	解約返戻金
ポリネシアライフ	田島亮輔	会社	5,799	1,372	7,171
ポリネシアライフ	田島信輔	会社	5,784	1,363	7,147
合 計			11,583	2,735	14,318

時価純資産の計算（貸借対照表の修正詳細 ④）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

未払費用

2023年4月末支払給与(千円)	未払日数	未払給与額(千円)
18,600	11日/31日	6,600

賞与引当金（6月賞与の対象期間は、規程により12月～5月であり、以下のとおり経過分については当該期負担分として計上）

2023年6月支給予定賞与(千円)	支給対象月数	経過月数	引当額(千円)
22,500	6月	4月	15,000
社会保険料	※引当額 15,000千円×15% =		2,250
合 計			17,250

※賞与引当額に対し、概算料率15%として社会保険料分を加算して引き当てる

退職給付引当金

氏名	勤続年数	基本給 (千円)	支給倍率	退職理由率	退職金要支給額 (千円)	中退共積立額 (千円)	差引退職給付引当金 (千円)
甲	16.4年	320	11	0.8	2,816	1,150	1,666
乙	12.1年	255	7	0.8	1,428	755	673
丙	7.9年	195	4	0.8	624	700	0
他96名	-	-	-	-	92,657	19,291	73,366
合 計					97,525		75,705

時価純資産の計算（税効果の検討）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

(基本方針)

毎期十分な課税所得が発生していると判断できるため、スケジューリング不能な（将来減算）一時差異についても税効果を認識することとする。

※「修正額」の符号は、純資産への影響を示す

※「繰延税金資産/負債」の符号は、正が繰延税金資産、負が繰延税金負債を示す

科目	適用判定	修正額 (一時差異等)	繰延税金資産/負債	備 考
(評価修正項目)				
売掛金	○	△ 28,696	9,757	
棚卸資産	○	△ 1,912	650	
建物	○	△ 8,050	2,737	
土地	○	130,174	△ 44,259	
電話加入権	○	△ 4,440	1,510	
投資有価証券	○	△ 3,315	1,127	
敷金保証金	○	△ 7,000	2,380	
保険積立金	○	2,735	△ 930	
未払費用	○	△ 6,600	2,244	
賞与引当金	○	△ 17,250	5,865	
未払配当金	×	△ 50,000		永久差異のため対象外
退職給付引当金	○	△ 75,705	25,740	
小 計 ①		△70,059	6,820	
(評価修正項目以外)				
小 計 ②		0	0	
調 整 額 ③				
合 計		△70,059	6,820	修正税効果額 (①+②+③)

実効税率 34.0%

106,520

(適用上限参考値)「修正後」利払後税引前当期純利益の3期加重平均の5年分×実効税率

正常利益の計算（損益計算書の推移）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

（単位：千円）

科 目	2021年3月期	売上高比	2022年3月期	売上高比	2023年3月期	売上高比
【売上高】	【2,097,090】	100.0%	【2,220,972】	100.0%	【2,514,523】	100.0%
商品売上	1,331,174	63.5%	1,399,267	63.0%	1,602,967	63.7%
店舗売上	768,030	36.6%	824,472	37.1%	913,317	36.3%
売上値引	△ 2,114	0.1%	△ 2,767	0.1%	△ 1,761	0.1%
【売上原価】	【1,677,672】	80.0%	【1,754,567】	79.0%	【1,986,473】	79.0%
期首棚卸高	104,891	5.0%	135,020	6.1%	123,500	4.9%
商品仕入高	1,408,959	67.2%	1,426,923	64.2%	1,530,897	60.9%
外注加工費	298,842	14.3%	316,124	14.2%	436,847	17.4%
期末棚卸高	△ 135,020	6.4%	△ 123,500	5.6%	△ 104,771	4.2%
売上総利益	419,418	20.0%	466,405	21.0%	528,050	21.0%
【販売費及び一般管理費】	【403,932】	19.3%	【430,098】	19.4%	【468,187】	18.6%
営業利益	15,486	0.7%	36,307	1.6%	59,863	2.4%
【営業外収益】	【28,030】	1.3%	【5,438】	0.2%	【5,630】	0.2%
受取利息	24	0.0%	9	0.0%	58	0.0%
受取家賃	517	0.0%	517	0.0%	517	0.0%
受取配当金	32	0.0%	28	0.0%	27	0.0%
雑収入	27,457	1.3%	4,884	0.2%	5,028	0.2%
【営業外費用】	【7,810】	0.4%	【8,122】	0.4%	【10,641】	0.4%
支払利息	6,945	0.3%	7,493	0.3%	9,678	0.4%
手形売却損	205	0.0%	225	0.0%	963	0.0%
有価証券売却損	660	0.0%	404	0.0%		
経常利益	35,706	1.7%	33,623	1.5%	54,852	2.2%
【特別利益】	【0】	0.0%	【540】	0.0%	【0】	0.0%
固定資産売却益			540	0.0%		
【特別損失】	【11,821】	0.6%	【41,427】	1.9%	【827】	0.0%
固定資産除却損	11,821	0.6%			175	0.0%
固定資産売却損			41,427	1.9%	652	0.0%
税引前当期純利益	23,885	1.1%	△ 7,264	-0.3%	54,025	2.1%
法人税住民税及び事業税	8,121	0.4%			11,583	0.5%
当期純利益	15,764	0.8%	△ 7,264	-0.3%	42,442	1.7%

正常利益の計算（販売費及び一般管理費の修正）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

科 目	2021年3月期			2022年3月期			2023年3月期		
	帳簿価額	修正額	修正後	帳簿価額	修正額	修正後	帳簿価額	修正額	修正後
【売上高】	(2,097,090)		(2,097,090)	(2,220,972)		(2,220,972)	(2,514,523)		(2,514,523)
役員報酬	54,000	△ 16,790	37,210	58,800	△ 21,590	37,210	58,800	△ 21,590	37,210
給与	154,213		154,213	153,424		153,424	162,431		162,431
法定福利費	23,131		23,131	23,014		23,014	24,624		24,624
厚生費	7,484		7,484	5,707		5,707	5,138		5,138
退職金	740	△ 740		2,592	△ 2,592		5,069	△ 5,069	
役員退職慰労引当金繰入額									
退職給付費用		4,136	4,136		4,558	4,558		5,030	5,030
【人件費計】	【239,568】	【△13,394】	【226,174】	【243,537】	【△19,624】	【223,913】	【256,062】	【△21,629】	【234,433】
旅費交通費	16,581		16,581	13,405		13,405	18,349		18,349
広告宣伝費	6,528		6,528	5,151		5,151	8,353		8,353
荷造運賃	3,050		3,050	3,727		3,727	3,412		3,412
会議費	1,303		1,303	826		826	994		994
賃借料	9,402		9,402	14,498		14,498	15,467		15,467
地代家賃	12,454		12,454	12,351		12,351	13,451		13,451
修繕費	4,873		4,873	5,192		5,192	4,215		4,215
事務用消耗品費	4,533		4,533	4,543		4,543	5,614		5,614
通信費	9,249		9,249	7,958		7,958	8,578		8,578
水道光熱費	2,323		2,323	2,580		2,580	4,001		4,001
租税公課	3,538	△ 2,101	1,437	1,527		1,527	6,751	△ 5,198	1,553
減価償却費	54,166	1,150	55,316	79,294	3,450	82,744	82,153	3,450	85,603
接待交際費	3,578		3,578	4,141		4,141	5,306		5,306
保険料	13,632	△ 5,046	8,586	9,812	△ 2,317	7,495	9,277	△ 2,317	6,960
備品・消耗品費	1,404		1,404	1,940		1,940	2,840		2,840
支払手数料	2,560		2,560	3,751		3,751	4,369		4,369
燃料費	8,361		8,361	9,065		9,065	10,143		10,143
諸会費	1,235		1,235	1,315		1,315	1,670		1,670
貸倒引当金繰入	110		110	49		49	282		282
雑費	5,484		5,484	5,436		5,436	6,900		6,900
販売費及び一般管理費合計	403,932	△ 19,391	384,541	430,098	△ 18,491	411,607	468,187	△ 25,694	442,493

Comment

- 役員報酬：別頁参照
- 退職金：各期の退職給付費用を再計算するため、一旦控除するものとする。
- 退職給付費用：別頁参照
- 租税公課：租税公課に含まれる事業税を控除する。
- 減価償却費：別頁参照
- 保険料：別頁参照

正常利益の計算（損益計算書の修正詳細 ①）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

役員報酬

役員報酬については、○×総合研究所の2023年度版規模別常勤役員の年間収入平均額データに基づき売上高別の常勤役員年間収入平均額を標準役員報酬として計上し直す。

氏名	役位	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期	標準報酬
田島 亮輔	社長	30,000	33,600	33,600	22,210
田島 信輔	専務	24,000	25,200	25,200	15,000
合 計		54,000	58,800	58,800	37,210

退職給付費用

要支給額の増加分について、各期の退職給付費用として計上する。

2020/3末要支給額	2021/3末要支給額	2022/3末要支給額	2023/3末要支給額
61,981	66,117	70,675	75,705
	2021/3期要繰入額	2022/3期要繰入額	2023/3期要繰入額
	4,136	4,558	5,030

正常利益の計算（損益計算書の修正詳細 ②）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

減価償却費

減価償却に不足が生じている建物について、算出した不足額を各期の減価償却費として追加計上する。

修正内容	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期
建物償却不足	1,150	3,450	3,450
合 計	1,150	3,450	3,450

保険料

保険料のうち以下の金額はオーナー族に係るものであるため除外する。

保険会社	契約日	被保険者	2021年3月期	2022年3月期	2023年3月期
日生命	2005/5/24	田島亮輔	2,729	-	-
ポリネシアンライフ	2009/3/31	田島亮輔	1,212	1,212	1,212
ポリネシアンライフ	2010/3/31	田島信輔	1,105	1,105	1,105
合 計			5,046	2,317	2,317

正常利益の計算（損益計算書の修正）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

科 目	2021年3月期			2022年3月期			2023年3月期		
	帳簿価額	修正額	修正後	帳簿価額	修正額	修正後	帳簿価額	修正額	修正後
【売上高】	【2,097,090】	【0】	【2,097,090】	【2,220,972】	【0】	【2,220,972】	【2,514,523】	【0】	【2,514,523】
商品売上	1,331,174		1,331,174	1,399,267		1,399,267	1,602,967		1,602,967
店舗売上	768,030		768,030	824,472		824,472	913,317		913,317
売上値引	△ 2,114		△ 2,114	△ 2,767		△ 2,767	△ 1,761		△ 1,761
【売上原価】	【1,677,672】	【0】	【1,677,672】	【1,754,567】	【0】	【1,754,567】	【1,986,473】	【0】	【1,986,473】
期首棚卸高	104,891		104,891	135,020		135,020	123,500		123,500
商品仕入高	1,408,959		1,408,959	1,426,923		1,426,923	1,530,897		1,530,897
外注加工費	298,842		298,842	316,124		316,124	436,847		436,847
期末棚卸高	△ 135,020		△ 135,020	△ 123,500		△ 123,500	△ 104,771		△ 104,771
売上総利益	419,418	0	419,418	466,405	0	466,405	528,050	0	528,050
【販売費及び一般管理費】	【403,932】	【△19,391】	【384,541】	【430,098】	【△18,491】	【411,607】	【468,187】	【△25,694】	【442,493】
営業利益	15,486	19,391	34,877	36,307	18,491	54,798	59,863	25,694	85,557
【営業外収益】	【28,030】	【△22,605】	【5,425】	【5,438】	【0】	【5,438】	【5,630】	【0】	【5,630】
受取利息	24		24	9		9	58		58
受取家賃	517		517	517		517	517		517
受取配当金	32		32	28		28	27		27
雑収入	27,457	△ 22,605	4,852	4,884		4,884	5,028		5,028
【営業外費用】	【7,810】	【△7,810】	【0】	【8,122】	【△8,122】	【0】	【10,641】	【△10,641】	【0】
支払利息	6,945	△ 6,945		7,493	△ 7,493		9,678	△ 9,678	
手形売却損	205	△ 205		225	△ 225		963	△ 963	
有価証券売却損	660	△ 660		404	△ 404				
経常利益	35,706	4,596	40,302	33,623	26,613	60,236	54,852	36,335	91,187
【特別利益】	【0】	【0】	【0】	【540】	【△540】	【0】	【0】	【0】	【0】
固定資産売却益				540	△ 540				
【特別損失】	【11,821】	【△11,821】	【0】	【41,427】	【△41,427】	【0】	【827】	【△827】	【0】
固定資産売却損	11,821	△ 11,821					175	△ 175	
固定資産売却損				41,427	△ 41,427		652	△ 652	
税引前当期純利益	23,885	16,417	40,302	△ 7,264	67,500	60,236	54,025	37,162	91,187

加重平均割合：

20%

30%

50%

「修正後」税引前当期純利益の3期加重平均 = **71,725**

Comment

- 雑収入：保険解約金について非経常的・臨時的なものであるため控除する。
- 支払利息／手形売却損：資金調達方法に影響されない収益力を検討するため控除する。
- 有価証券売却損：非経常的・臨時的なものであるため、全額除外する。
- 特別損益：非経常的・臨時的なものであるため、全額除外する。



Section 3

株式価値の試算

時価純資産 + 営業権法による試算

コストアプローチ

営業権の検討及び株式価値の試算

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

(単位：千円)

営業権の評価

超過利益金額の計算	「修正後」税引前当期純利益			71,725	①
	時価総資産価額	1,143,823 ※営業権評価前			②
	10年国債利回り	0.042%	a ※算定日時点の利回り		
	リスクプレミアム	3.000%	b		
	期待利子率	3.042%	c=a+b		
期待利益			34,795	③=②×c	
超過利益金額			36,930	④=①-③	
営業権の計算	営業権の持続年数	2.0	3.0	4.0	
	複利年金現価係数	1.912	2.826	3.713	⑤
		(基準年数-1)	(基準年数)	(基準年数+1)	
営業権評価額	70,621	104,375	137,133	⑥=④×⑤	

【営業権の計算要素について】

- c 期待利子率は、試算日時点における長期金利（10年国債利回り）に、リスクプレミアムとして3%を加算したレートとしております。
ただし、試算日時点で10年国債利回りがマイナスである場合には、長期金利を0%とし、リスクプレミアム3%を期待利子率として試算しております。
- ④ 超過利益金額
= 正常利益（「修正後」税引前当期純利益）
- 一般的期待利益（時価総資産 × 期待利子率）

株式価値試算結果

簿価純資産			422,420	⑦
時価修正			△ 63,239	⑧
時価純資産			359,181	⑨=⑦+⑧
営業権評価額	70,621	104,375	137,133	⑩ ←
	(基準年数-1)	(基準年数)	(基準年数+1)	
株式価値評価額	429,801	463,556	496,314	⑪=⑨+⑩
発行済み株式総数（自己株式を除く）			20,000	
	(基準年数-1)	(基準年数)	(基準年数+1)	
1株あたり評価額	21.490	23.178	24.816	

! Point

営業権評価額を考慮した結果、株式価値評価額がマイナスとなる場合でも、株式価値評価額の最低価額はゼロとしております。

・本報告書における試算結果は、対象会社より提出を受けた資料及び一般に公開されている情報並びに対象会社及びその関係者へのインタビューに基づいております。これらの資料、情報及びインタビュー内容の正確性、妥当性、適法性、網羅性または完全性について当社独自の調査・検証は行われておりません。従って、試算の基礎となった資料や情報、インタビュー内容の誤謬に基づく試算結果への影響について、当社は何らの責任も負いません。
・本報告書による株式価値試算結果は限定された情報及び資料に基づき、当社としての意見を述べるものであり、その絶対性を保証するものではありません。従って、本報告書の試算額は実際の譲渡価額（売買取引価額）を保証するものではありません。

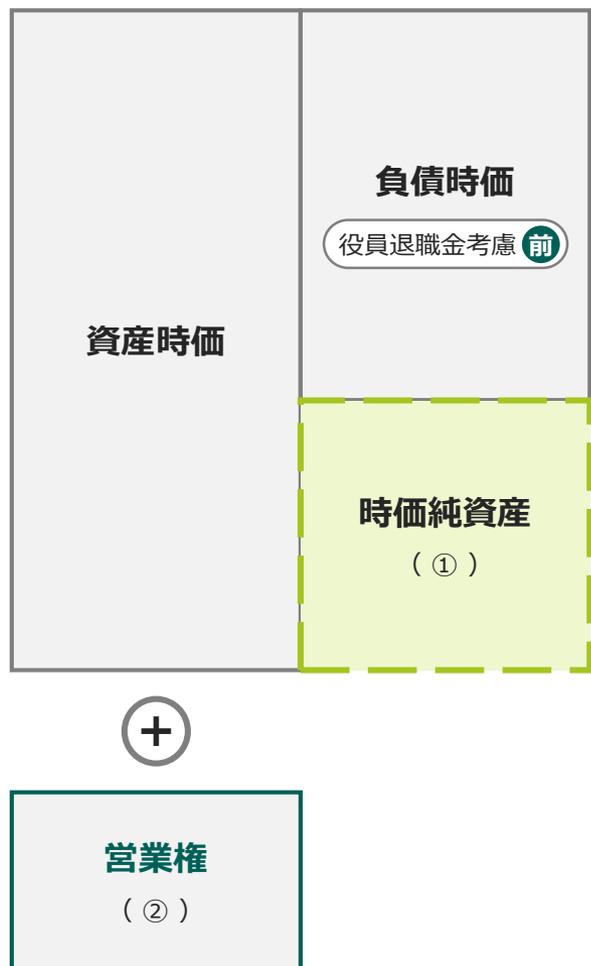


Appendix 1

株式価値の考え方

株式価値の考え方

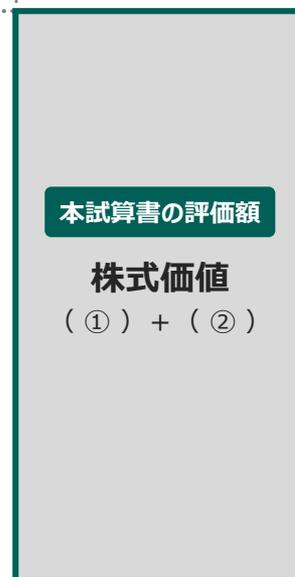
対象会社のBS



① Point

- 基本的に、当社で試算する株価は、株式譲渡時に発生が見込まれるオーナー役員様への役員退職金考慮前で計算いたします。
- 役員退職金の金額は、税務上損金算入が認められる金額等を踏まえ、譲受企業様の資金調達額、対象会社の資金繰、オーナー様の税負担後の手取等を総合的に勘案したうえで、決定されます。
- オーナー様への役員退職金が支払われる場合の株価は、当該役員退職金考慮前の株価から、当該役員退職金を控除した金額となります。

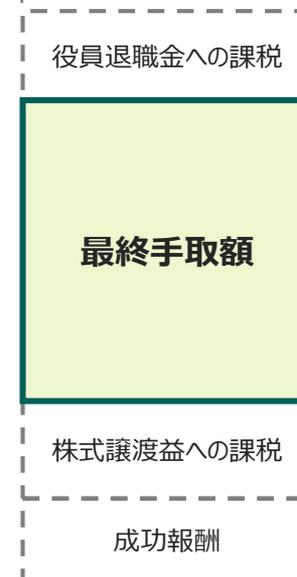
対価の合計



対価の支払方法



個人の手取り





Appendix 2

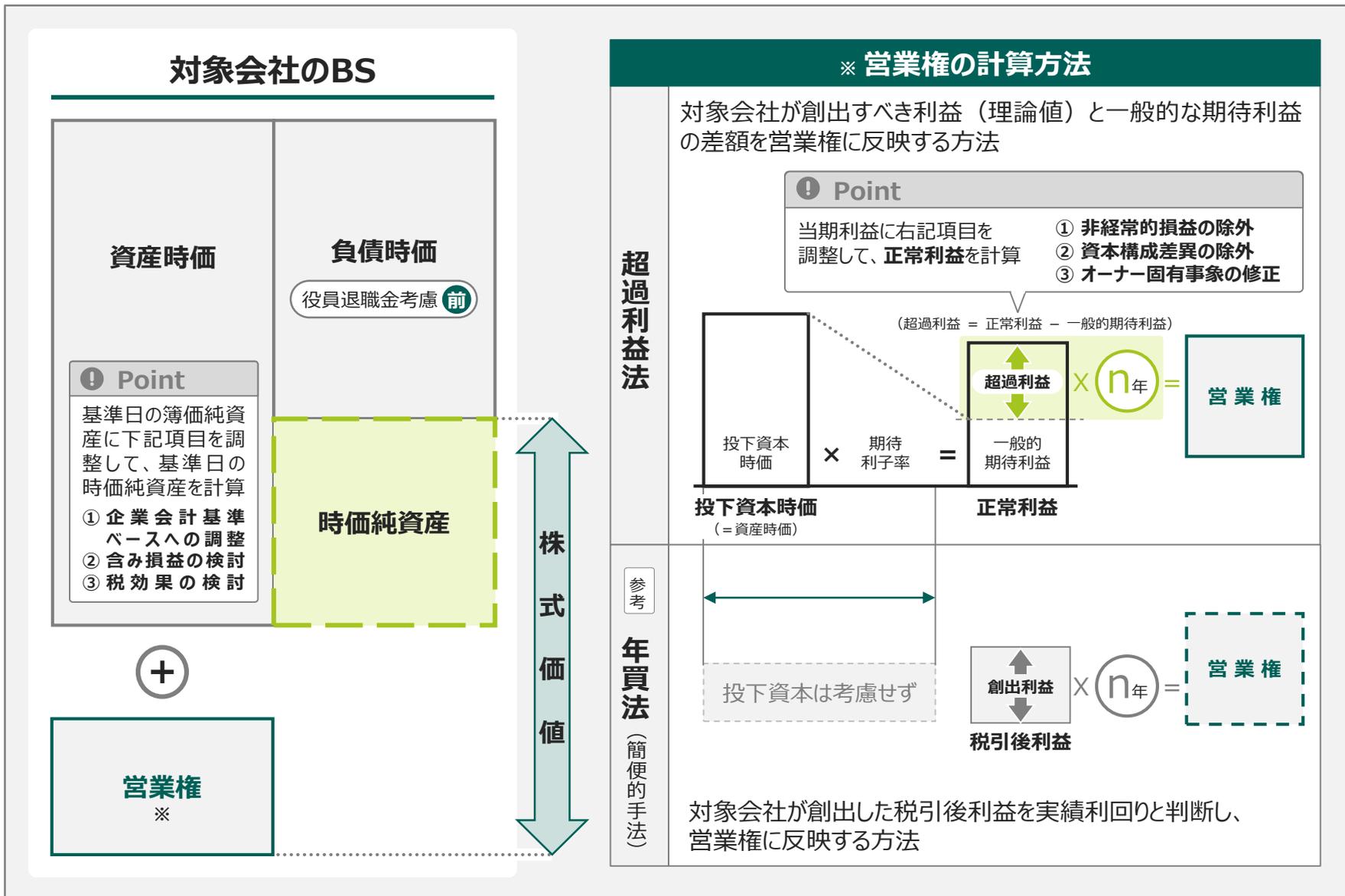
評価手法について

コストアプローチ手法

Point ❶ 企業の純資産価値に着目

コストアプローチ手法	簿価純資産価額法	<ul style="list-style-type: none"> ● 帳簿上の資産から負債を差し引いて株主持分を計算する方法です。 ● 簿価純資産価額法は計算方法としてきわめて容易な方法ですが、一般的に取得原価主義に基づき帳簿上記載されている資産・負債の額は、現時点の価値を表示しているとは言いがたいため、株式売買取引目的で株式価値を計算する局面で直接利用されることは多くなく、重要性の小さな子会社株式の計算等で利用されています。
	時価純資産価額法	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業の資産、負債を時価評価して差額の時価純資産価額を株主持分として計算する方法です。 ● 時価純資産価額法による計算は、簿価純資産価額法よりも真の経済的実態を表していると言えますが、計算には一定の作業が必要になってきます。また、将来の企業価値を加味しているとは言えません。
	時価純資産 + 営業権法	<ul style="list-style-type: none"> ● 時価純資産に、会社の超過収益力である営業権を考慮することにより、単なる清算価値あるいは再調達価値のみならず、将来の企業価値を加味した継続企業価値を表す方法です。

時価純資産 + 営業権法 (概要)



時価純資産 + 営業権法（詳細）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

代表的な修正項目

現金主義処理となっている損益を発生主義ベースに置換

● 未払費用の計上

例) 給与が15日締め未払いで、支払い時に費用計上している場合
→ 16日～末日分を未払費用認識

● 賞与引当金の認識

例) 3月末決算、賞与は1月～6月を支給対象として7月に200千円
支払いしている場合 → 1月～3月分を期間按分で100千円引き
当て、係る未払社会保険料を計上

● 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

代表的な修正項目

不動産の含み損益

● 直近で不動産鑑定士による評価を入手されている場合はそれによりますが、それがなければ当社が提携している不動産調査会社（㈱三友システムアプレイザル、東洋不動産㈱）、㈱コスモシステム（ほか）による簡易評価結果（または簡便的な相続税評価額）に基づき再評価を行います。

デリバティブの含み損益

● 為替予約、スワップ、オプション等の各種金融派生商品が組み合わされた投資や借入がある場合、急激な為替相場の変動等が生じると多額の含み損となることがあります。
● こうした金融商品をお持ちの場合は、その投資を行った時の説明資料等をご提供下さい。内容によっては販売した金融機関等に時価を問い合わせる必要がございます。

保険積立金の含み損益

● 保険積立金を現在解約した場合に得られる収入（解約返戻金）と帳簿価額との差額を考慮します。
● 現在解約した場合の金額は、保険会社等にご確認頂くこととなります。

その他含み損益

● ゴルフ会員権は、会員権相場等で評価いたします。
● 電話加入権は、加入権制度の廃止でゼロ評価とします。
● 滞留債権や滞留在庫、貸付金等は回収見込みを判断いたします。
● 債権は、債務との相殺や担保、事業特性等に留意しながら倒産先等回収見込みがなければゼロ評価となります。

基準日の

簿価
純資産

※1

時価純資産の計算

企業会計基準
ベースへの調整含み損益の
検討税効果の
検討

正常利益の計算

- 非経常的損益の除外
- 資本構成差異の除外
- オーナー固有事象の修正

営業権
の
検討

※2

試算完了

企業評価

時価純資産
+
営業権

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もうとするもので、結果として含み損益が自己資本の増減に与える影響は緩和されます。

例) 賞与引当金に関して、会社の帳簿価額がゼロ・引当不足額が100千円の場合

税効果

適用「する」場合

賞与支出時に税金の節約効果があると考えられるので、負債の増加額に実効税率（40%と仮定）を乗じたものを資産として認識し、結果として自己資本の減少額が少なくなります。

借方 / 貸方

自己資本 60千円 / 賞与引当金 100千円
繰延税金資産 40千円

適用「しない」場合

負債が増加し、自己資本が減少する取扱いになります。

借方 / 貸方

自己資本 100千円 / 賞与引当金 100千円

税引前当期純利益を修正する目的は以下のとおりです。

- 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計算するため
- 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評価されるため

このため、以下のような修正を行っております。

- 特別損益項目はなかったものとして加算減算します。
- 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）はゼロとします。
- 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ます。
- 節税目的の役員保険を控除します。

直近期ほど現時点の実際の収益力を表していると一般的に考えられるため、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いたします。

※1 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していることが通常です。 ※2 原則として、超過利益法を適用することにより営業権を計算いたします。

Point ❶ 株式市場における株価に着目

マーケットアプローチ手法

市場価額法

- 市場価額法とは、株式市場における株価を基に株式価値を計算する方法です。
- 上場している会社や株式の取引が活発に行われている会社の少数持分株式の売買を目的としたときに適用できます。
- 対象会社の株式は証券取引所等の株式市場で取引されておらず、また最近における独立第三者間の取引事例がないため、市場価額法は採用できません。

類似業種比準法

- 類似業種比準法とは、国税庁が業種ごとに公表する1株当たりの配当金額、1株当たりの利益金額及び1株当たりの純資産価額とそれに対応する株価をベンチマークとし、対象会社の1株当たりの配当金額、1株当たりの利益金額及び1株当たりの純資産価額から対象会社の株式価値を計算する方法で、相続税・贈与税の計算に利用されるケースが多いといえます。
- 類似業種比準法は、相続税の評価通達に定められた未上場株式の計算方法であり、相続対策や同族間での株式の移動を検討する際に適した計算方法ですが、独立した第三者間の取引価格を計算する際に利用することは適当ではありません。

類似会社比準法

- 類似会社比準法とは、基本的な発想は類似業種比準法と同様で、対象会社と規模・業種が類似する会社を数社選定し、株価・利益・純資産等をベンチマークすることにより、株式価値を計算する方法です。
- 類似会社比準法の採用には、対象会社と規模・業種が類似する会社を複数選定できることが求められます。

類似会社比準法（概要）

STRICTLY CONFIDENTIAL
FOR DISCUSSION PURPOSE ONLY

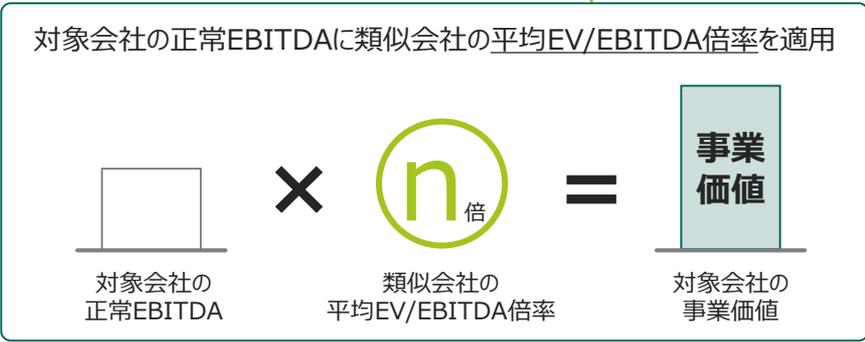
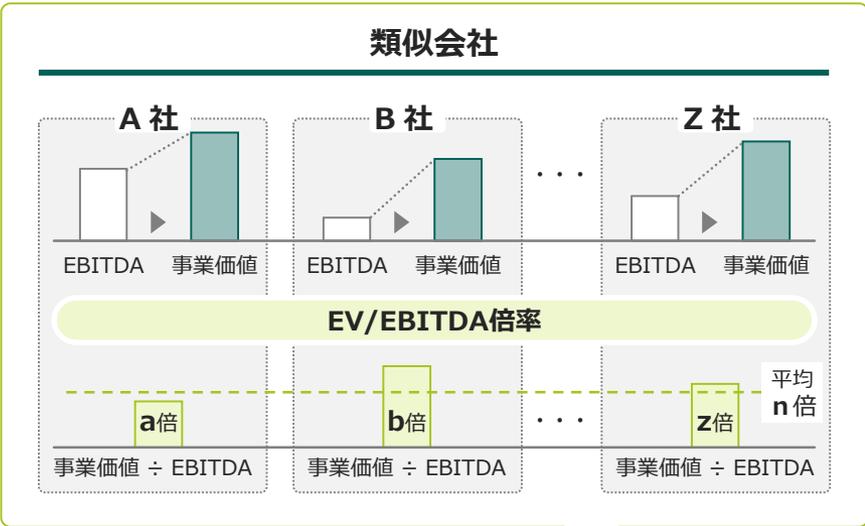


Point

類似会社EBITDAと事業価値の関係性 (EV/EBITDA倍率) 等から、対象会社の事業価値を類推。

注) EBITDA = 営業利益+減価償却費

※ 事業価値の計算方法



インカムアプローチ手法

Point ❶ 企業の収益力に着目

インカムアプローチ手法

収益還元法

- 収益還元法とは、企業の予想利益を資本還元率で除して株式価値を計算する方法です。
- 収益還元法による株価計算のためには、信頼性の高い利益あるいはキャッシュフローの計画値が必要となります。そのため、詳細な事業計画がなければ採用が難しく、この株価計算方法は採用できません。

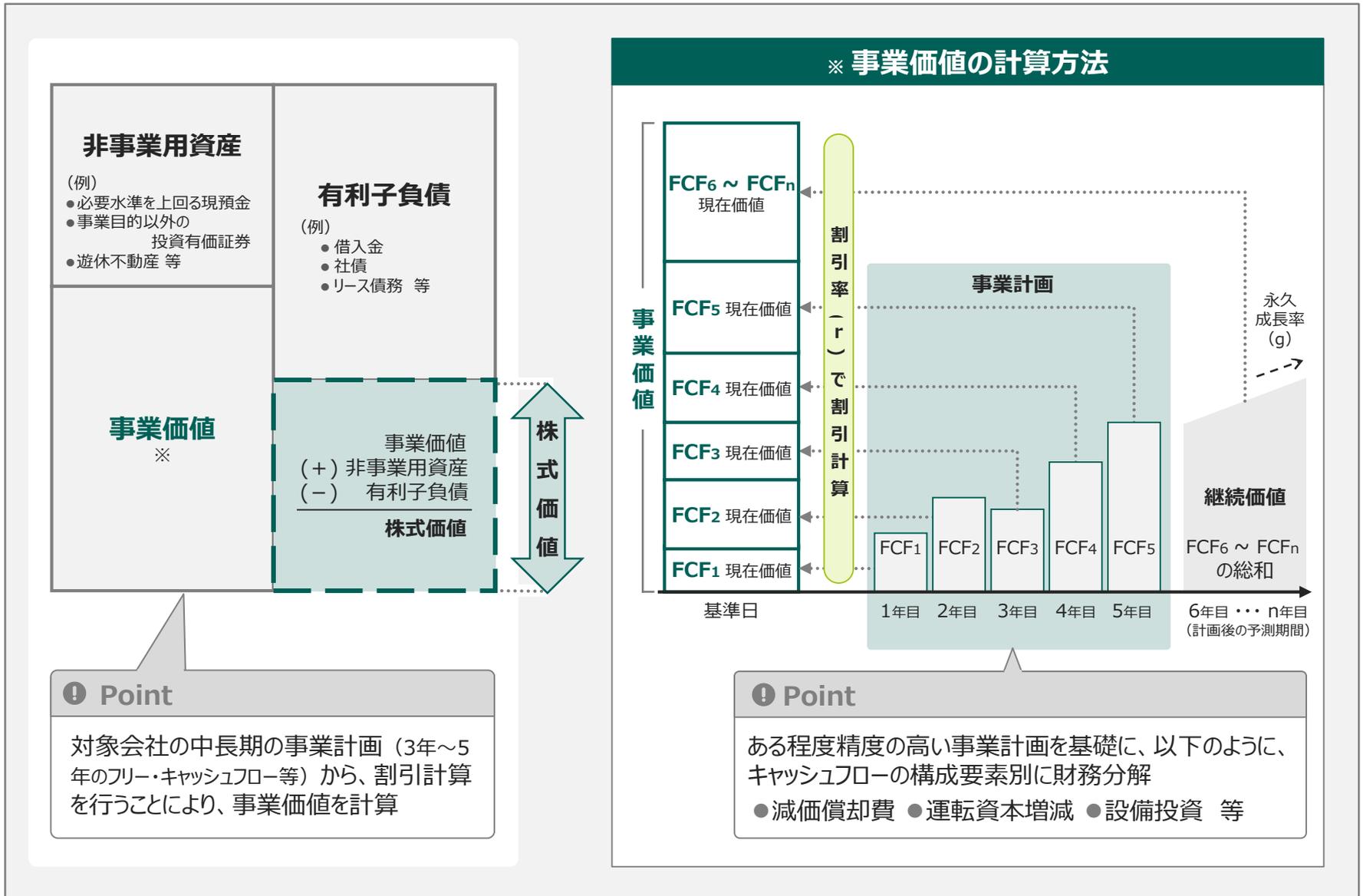
DCF法 (ディスカунティドキャッシュフロー法)

- DCF法は、企業が将来獲得すると期待されるキャッシュフローを現在価値に還元した合計額を基礎に株式価値を計算する方法です。
- 現状、利益がでておらず純資産も少ない研究開発型ベンチャーにおいては、他の計算方法によると株式価値がゼロあるいは少額となってしまいます。このような場合、事業計画をもとに、リスク要素を相応に反映させることにより、DCF法による試算を検討することがあります。
- なお、この方法を採用するためには少なくとも3～5年の一定の信頼できる事業計画が必要となります。

配当還元法

- 配当還元法とは、企業からの配当金額を資本還元率で除して株式価値を計算する方法です。
- 収益還元法が企業の収益獲得能力に着目しているのに対し、配当還元法は企業の配当金額に着目して、その投資効率の面から株式価値を計算する方法です。したがって、事業のシナジーを求める通常のM & Aにおいて採用されるケースは殆どありません。

DCF法（概要）



日本M&Aセンター

M&A業務を通じて企業の「存続と発展」に貢献する