

平成 29 年 1 月 25 日  
ひびき監査法人  
公認会計士 小林 修一

皆さん、新年明けましておめでとう御座います。ひびき監査法人アドバイザリーサービス部/小林です。本年もどうぞよろしくお願い申し上げます。さて、バリュエーションのマルチプルの話で今年のメルマガを始めさせて頂きたいと思います。

バリュエーション、マルチプルとは

前号では、「バリュエーションとは“値決め”です。マンションを買うとき、中古車を買う時、その土地その年式であれば、およそいくらという相場情報をみなさん利用されると思います」とお伝えしたと思います。今日は類似業種のマルチプルについて、EBITDA 倍率(企業価値/EBITDA)について具体的な指標を使ってお話してみようと思います。

<再掲:用語補足>

EBITDA:EBITDA は、イービットディーイー・イビツダーなどと呼ばれています。税引前・支払利息控除前・減価償却費及びその他償却費控除前利益です。簡便的には営業利益+減価償却費を用います。キャッシュ・フローベースの営業利益です。

マルチプル:倍率法と呼ばれます。対象会社の類似企業の EBITDA・売上高等と企業価値との比率/倍率を利用して企業価値を計算する方法です。

はじめに、以下、業界指標をご覧ください。この一覧にはあらゆる業種の指標を載せていますが、企業価値/EBITDA 欄に注目してください。企業価値/EBITDA とは「企業価値は EBITDA の何倍か」を表す指標です。ズバリ、対象会社の属する業種の EBITDA 倍率を用いれば、簡易にその会社の企業価値がわかります。

ひとつ、サンプルである業種に注目してみましょう。昨今癌治療の画期的な薬を開発した小野薬品工業とその業界に注目してみることになります。

## 業界指標

---

	売上高増加率	売上高営業利益率	企業価値/EBITDA
単位	%	%	倍
建設・不動産	4.1	9.6	12.3
資源・エネルギー	-12.7	-4.3	6.1
素材・素材加工品	-2.1	5.0	11.7
機械・電気製品	2.8	4.7	13.5
輸送機械	2.4	5.6	10.8
食料・生活用品	2.2	6.0	12.3
<b>医薬・バイオ</b>	<b>9.4</b>	<b>7.6</b>	<b>16.7</b>
中間流通	0.4	2.6	11.6
小売	2.6	4.0	10.5
外食・中食	5.8	5.2	12.5
金融	6.8	20.3	10.9
運輸サービス	3.1	9.5	9.7
広告・情報通信サービス	7.5	5.1	12.7
消費者サービス	5.3	8.4	12.9
法人サービス	6.1	6.2	10.5
公共サービス	3.0	15.5	10.9

※業界平均値の算出は、異常値を排除するため業界に所属する企業の値のうち最上位 5%、最下位 5%を計算から除き単純平均にて計算された結果です。(抽出時点は 2017 年 1 月 11 日)

この会社の属する医薬・バイオの平均は 16.7 ですので、これを使えば、仮に対象会社の純利益が 1 億円であれば、企業価値は 16.7 億円ですね。ただ、医薬・バイオの会社はもう少し、ジャンル別で絞られます。

#### 医薬・バイオ業界平均 EBITDA 倍率および各ジャンル別平均 EBITDA 倍率

	売上高増加率	売上高営業利益率	企業価値/EBITDA
<b>医薬・バイオ</b>	<b>9.4</b>	<b>7.6</b>	<b>16.7</b>
バイオ・医薬品製造	8.9	4.6	17.8
<b>医療用医薬品</b>	<b>7.8</b>	<b>12.3</b>	<b>21.1</b>
一般用医薬品	6.4	10.7	24.6
後発医薬品	9.2	10.7	11.8
動物用医薬品	17.6	-689.9	22.3

	売上高増加率	売上高営業 利益率	企業価値 /EBITDA
検査薬・試薬	7.0	12.2	26.2
バイオテクノロジー	17.4	-73.1	3.3
医療・福祉関連品製造	8.0	9.0	14.7
福祉用具製造・レンタル卸	5.5	7.6	14.2
衛生ゴム	11.7	11.1	3.9
医療用サプライ	8.8	12.5	13.0
医療用器具	8.0	9.6	14.7
医療用電子機器	8.5	9.4	18.1
遺伝子検出・解析機器	5.2	-86.2	8.7
医療・福祉関連サービス	12.3	8.7	15.8
医療情報サービス	17.3	0.8	16.8
病院運営	11.4	10.1	16.7
医療業務支援	18.4	7.0	43.1
臨床検査受託	15.3	7.3	23.3
臨床試験受託	22.0	8.5	-1.4
介護サービス	11.1	5.4	12.9

医療用医薬品は 21.1 です。ですので、この例では企業価値は 21.1 億円になります。本当でしょうか？では、さらに医療用医薬品の個別の会社を展開してみましょう。

#### 医療用医薬品平均 EBITDA 倍率および個社別 EBITDA 倍率

	売上高増加率	売上高営業 利益率	企業価値 /EBITDA
<b>医療用医薬品</b>	<b>7.8</b>	<b>12.3</b>	<b>21.1</b>
1 Johnson & Johnson	-5.7	25.8	12.7
2 Bayer AG	11.9	13.9	10.6
3 Novartis AG	-15.0	17.8	13.3
4 Roche Holding AG	1.4	28.7	12.9
5 Pfizer Inc	-1.5	24.2	14.8
6 China National Pharmaceutical Group Corporation(非上場)	12.7		
7 Merck & Co Inc	-6.5	17.5	14.9
8 Sanofi SA	2.3	16.1	10.8
9 GlaxoSmithKline plc	4.0	43.0	7.2
10 Fresenius SE & Co. KGaA	20.5	14.1	12.0
11 AstraZeneca plc	-6.9	12.4	11.5

		売上高増加率	売上高営業 利益率	企業価値 /EBITDA
12	AbbVie Inc	14.5	33.0	15.6
13	Eli Lilly and Company	1.7	15.3	20.8
14	SHANGHAI PHARMACEUTICALS HOLDING COMPANY LIMITED	14.2	3.7	10.6
15	Bristol-Myers Squibb Company	4.3	11.4	38.8
16	Novo Nordisk A/S	21.5	45.8	12.5
17	Allergan plc	123.6	-18.5	45.2
18	武田薬品工業	1.7	7.2	13.1
19	Merck KGaA	11.7	14.3	7.8
20	大塚ホールディングス		10.5	13.3
75	<b>小野薬品工業</b>	<b>18.1</b>	<b>19.0</b>	<b>38.3</b>
76	SANOFI (HANGZHOU) PHARMACEUTICAL CO., LTD.(非上場)	15.3		
77	Sichuan Kelun Pharmaceutical Co., Ltd	-3.2	14.1	17.0

実は、21.1 は、海外の会社を含み 120 社の平均で出したものでした。120 社は多すぎますので、小野薬品工業を含む数社を挙げてみます。およそ上記サンプルの会社(20~74 社非表示)では平均 21 となり、やはり 21 台には入っています。さらに、イメージをつけるために 1 社個別サンプルとして小野薬品工業を見てみましょう。

#### 小野薬品工業の時価総額・企業価値・EBITDA 倍率

時価総額	2017/01/10 (Local time)	1,546,748 百万円
企業価値※1	LTM※2	1,438,596 百万円
企業価値/EBITDA	直近年度	<b>38.3 倍</b>
	LTM※2	27.1 倍
	当期予想	23.6 倍
企業価値/営業利益	直近年度	46.5 倍
	LTM※2	31.1 倍
	当期予想	26.6 倍

※1 企業価値=時価総額+ネットデット(有利子負債等-余剰資金等)

※2 LTM: Last Twelve Months 直近 12 ヶ月

## 小野薬品工業の EBITDA 等推移

(単位:百万円)		2014/03 期	2015/03 期	2016/03 期
		連結決算 実績	連結決算 実績	連結決算 実績
PL 項目	売上高合計	143,247	135,775	160,284
	EBITDA	31,532	20,894	37,041
	EBITDA マージン	22.00%	15.40%	23.10%
	営業利益	26,423	14,794	30,507
	売上高営業利益率	18.40%	10.90%	19.00%

2017 年 1 月 11 日時点、小野薬品工業の企業価値は 1,438,596 百万円であり、2016 年 3 月期の EBITDA 37,041 百万円をもとにすると EBITDA 倍率は 38.3 倍です。これまでみた医薬・バイオ、医療用医薬品の業界カテゴリーの EBITDA 倍率平均の 21 台の数字と個社の EBITDA 倍率 38.3 とではかなり異なりますね。

また、単に直近年度だけではなく、LTM、今後の予想利益を用いる、あるいは過去の利益を考慮(平均)するなど時系列でどの利益を用いるかによっても、マルチプルによる企業価値の結果は変わってきます。

ですので皆さん、マルチプル(EBITDA 倍率)で企業価値を出すときの注意点はズバリ 2 点です。

- ① どの会社を類似会社として選定するか。
- ② どのタイミングの EBITDA を用いるか。

ですね。

なお、マルチプルがなぜ理論的に成立するかは実務的にはあまり気にしないことが多いと思いますが、EBITDA 倍率と成長率の線形の関係から説明がつけられると言われます。もう少し、進んだ段階でまたこのあたりは話が出来ればと思います。

では、皆さん、次回はインカムアプローチのバリュエーションについてお話しようと思います。