



バリュエーション講座
ケース「晴海汽船株式会社」
第16回

第16回目講義のトピック

- DCF の実施 – 割引率および長期成長率の反映
- DCF の実施 – 割引期間係数の調整
- DCF の実施 – 非事業性資産および有利子負債の考慮

DCFモデルの概要 (復習)

DCFモデルは事業価値部分を、生み出されるキャッシュフロー (現金) によって計算するモデル

$$\text{DCF} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

事業価値 = 各期のキャッシュフロー (CF) の現在価値合計

DCF における価値の分解 (復習)

$$\text{DCF} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$



$$\text{DCF} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^t}$$



計画期間のCF現在価値合計



(事業) 継続価値

WACC (復習)

$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

D と E ... 資本構成から把握可能

K_d ... 借入利率から把握可能

K_e ... 推定が必要

T ... 将来の想定実効税率

CAPM の概要 (復習)

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

- R_i ... 株式 (資産) の期待収益率
- R_f ... リスクフリーレート
- β_i ... ベータ (リスク係数)
- R_m ... マーケットの期待収益率

割引率に係る採用値まとめ

$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

- $K_d = 2.5\%$
- $T = 30.62\%$
- $D\%$ and $E\%$... 39.1% and 60.9%
- K_e ... モデル内で計算
($R_f = 0.466\%$, $\beta_u = 0.71$, $R_m = 6.0\%$)

实训

ケース「晴海汽船株式会社」⑩

CF補足情報

- 貨物運賃および貸船料については今後10年～20年の中期的な期間にわたって値上を実施する計画ではあるが、船舶に係る造船・購入費用の増加や燃料費の上昇によって外航海運事業そのものは長期的には厳しい競争環境になると予想しており、長期的には2%のマイナス成長に耐える必要があると経営陣は考えている

割引期間係数の調整 (1)

$$\text{DCF} = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

CF_1 を $(1+r)^1$ で割り引く

⇒ CF_1 が（評価基準日から）**1年後**に発生する

割引期間係数の調整 (2)

実際は事業運営によって
毎日キャッシュフローは発生している
(明日発生するものもあれば、1年後のものも)

上記を考慮して、1年後に突然CFが発生するのではなく
平均的に期央（6カ月後）に発生すると解釈

⇒ 期央主義

实训

非事業性資産の考慮

企業価値 = 事業価値 + 非事業資産

本件における非事業性資産は？

- ① ゴルフ会員権
- ② 倉庫及び物流センター

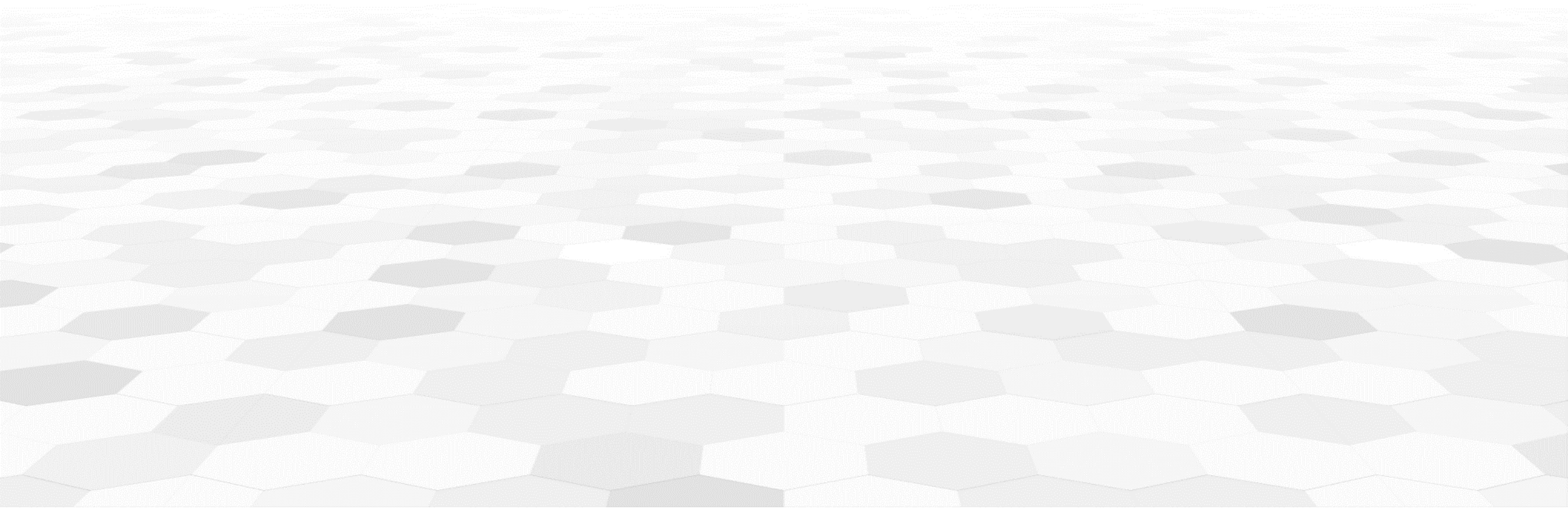
⇒ 非事業性資産は即時売却を前提として計算
(即時売却できないものは価値に含めない)

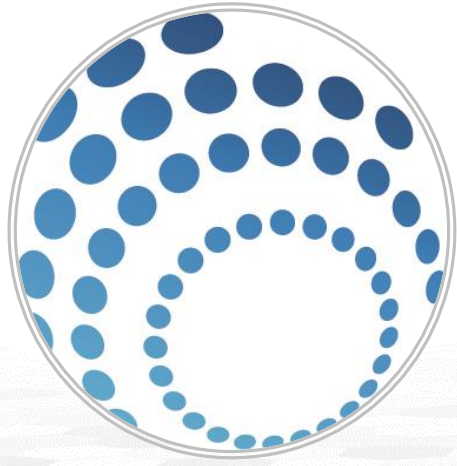
实训

講義まとめ

- DCF の実務ではCFが平均的に期央に発生するという解釈のもと、期央主義による割引計算を頻繁に実施する
- 非事業性資産は即時売却・現金化する前提のもと事業価値に加算する。売却時の税効果を考慮する点に留意
- **非事業性資産を加味する際には、DCFのFCF（事業価値）に影響を及ぼしていないことを必ず確認する**

質疑応答 - Q&A





バリュエーション講座
ケース「晴海汽船株式会社」
第16回

終了