

ソフトバンク

覆面会計士 T の財務調査報告書～ソフトバンク 2009 年 3 月期分析

2009 年 8 月 31 日

目次

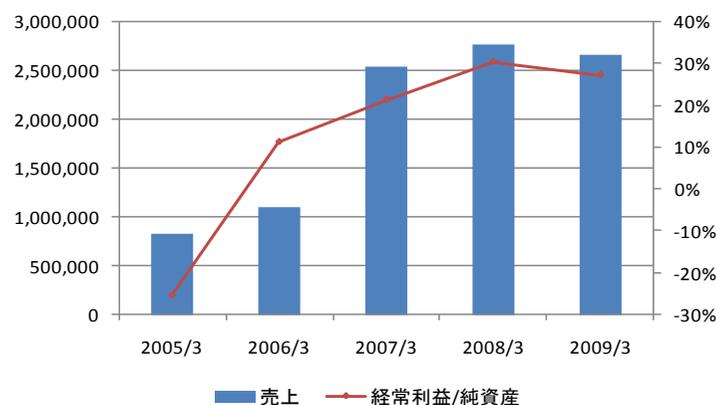
1. 概要
2. 損益計算書分析
3. 貸借対照表分析
4. キャッシュ・フロー分析
5. 同業他社分析
6. T の視点

免責事項

この財務調査報告書は、筆者の私見に基づくものであり、報告書内の数値、記述について保証を行うものではない。使用している情報は公表されているもののみであり、筆者の試算、分析数値を除き、誰でもが入手可能なものである。この報告書は、特定の顧客に向けて作成されたものではなく、当該報告書の情報の利用について、筆者は何らの責任を負うものではない。

1. 概要

直近 5 年売上高、ROE 推移



- 左表は、直近 5 年の売上高及び ROE 推移である。
- 2007/3 期にボーダフォンを取得しており、それ以降売上高約 2.5 倍、ROE も 2 倍以上となっている。

企業業績の概要

百万円	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3
売上	837,018	1,108,665	2,544,219	2,776,168	2,673,035
経常利益	-45,248	27,492	153,423	258,614	225,661
経常利益率	-5%	2%	6%	9%	8%
当期利益	-59,871	57,550	28,815	108,624	43,172
当期利益率	-7%	5%	1%	4%	2%
純資産	178,016	242,767	716,237	848,725	824,798
経常利益/純資産	-25%	11%	21%	30%	27%
営業CF	-45,989	57,806	311,201	158,257	447,857
投資CF	-242,944	27,852	-2,097,937	-322,461	-266,295
財務CF	277,770	30,078	1,718,384	284,727	-210,348
CF増減	-11,163	115,736	-68,352	120,523	-28,786

- 2007/3 期にボーダフォンを取得しており、そのため 2007/3 期の投資 CF、財務 CF が大きくなっている。
- 直近は利益の出る体質となっており、営業 CF も生み出せる体質となっている。

2. 損益計算書分析

2009/3 期 営業利益、EBITDA

百万円	2009/3期	
売上	2,673,035	100%
売上原価	1,365,903	51%
販管費	948,011	35%
営業利益	359,121	13%
減価・のれん償却費	297,124	11%
EBITDA	656,245	25%

- 2009/3 期は営業利益率 13%、EBITDA 率 25%となっている。

企業概要の情報及び損益計算書を見ると、成長企業であるように見える。売上は伸びているし、ROE は 25%超である。

しかし、損益計算書をよく見てみると、支払利息が 1,123 億円と多額であることに気づく。そこで有利子負債はどの程度あるのか、貸借対照表を見てみる。

2009/3 期 EBIT

百万円	2009/3期
経常利益	225,661
支払利息	112,345
受取利息	-1,399
EBIT	336,607

- 支払利息が 1,123 億と多額に発生している。
- EBIT は、3,366 億円である。

3. 貸借対照表分析

連結貸借対照表

百万円	2009/3末
現金及び預金	457,953
売掛金	858,084
その他	204,276
流動資産	1,520,313
有形固定資産	1,000,946
のれん	956,730
ソフトウェア	226,131
その他無形資産	39,245
無形固定資産合計	1,222,108
投資その他の資産	641,980
固定資産合計	2,865,036
繰延資産	1,322
資産合計	4,386,672
短期借入金	575,532
その他流動負債	774,051
流動負債	1,349,583
社債	324,566
長期借入金	1,436,292
その他固定負債	451,432
固定負債	2,212,290
負債合計	3,561,873
純資産	824,798
負債・純資産合計	4,386,672

連結貸借対照表サマリー

百万円	2009/3期	
現金及び預金	457,953	10%
のれん	956,730	22%
その他資産	2,971,989	68%
資産合計	4,386,672	100%
有利子負債	2,336,390	53%
その他負債	1,225,483	28%
負債合計	3,561,873	81%
純資産	824,798	19%
負債・純資産合計	4,386,672	100%

運転資本

百万円	2009/3末
売上債権	858,084
棚卸資産	42,320
仕入債務	-160,339
運転資本	740,065

月数	2009/3期
売上債権回転期間	3.9
在庫回転期間	0.4
仕入債務回転期間	-0.7
運転資本回転期間	3.5

4. キャッシュ・フロー分析

連結キャッシュ・フロー計算書

百万円	2009/3期
営業CF	447,857
投資CF	-266,295
財務CF	-210,348
差額	-3836
増減	-32,622
期首	490,266
期末	457,644
営業CF+投資CF	181,562

有利子負債関連

百万円	2009/3末	うち1年内
短期借入金	575,532	575,532
社債	324,566	64,000
長期借入金	1,436,292	0
リース債務(流動)	88,241	88,241
リース債務(固定)	233,314	0
未経過リース料(Fリース)	141,378	30,726
未経過リース料(Oリース)	63,059	21,930
合計	2,862,382	780,429

貸借対照表を見ると、有利子負債が2兆3千億円あることがわかり、総資産の53%である。資産側ではのれんの9,567億円(約1兆円)が目立つ。のれん1兆円に対して、純資産は8,250億円であり、のれんが純資産を支えている状況である。

運転資本が7,400億円に対して短期借入金が5,755億円あり、営業活動においても借入金が欠かせない状況であることがわかる。

次に、キャッシュ・フローの状況を見てみると、営業CFは順調に出ている様子がうかがえる。営業CFと投資CFの合計を簡易なフリー・キャッシュ・フローと考えると、FCFが1,815億円であることがわかる。

有利子負債関連の情報を見てみる。借入金、社債に合わせてリース債務も有利子負債なのでここに含める。オフバランス情報は注記から拾ってくる。すると、有利子負債が2兆8千億円あることがわかる。さらに、そのうち1年内に返済期限の来るものが7,800億円ある。

FCFは1,800億円である。営業活動で稼いだキャッシュと、その営業活動を維持するために必要な投資をした残りは1,800億円であり、これが借金の返済財源となるはずである。7,800億円は返せない。FCFを約2,000億円とすると、差額5,800億円は返せない。現預金が4,500億円あるが、これを取り崩してもまだ1,300億円足りない。

5. 同業他社分析

2009/3 期 各社携帯電話事業セグメント情報

百万円	SoftBank	NTTドコモ	KDDI
売上高	1,562,890	4,381,254	2,719,211
営業費用	1,391,500	3,525,967	2,217,750
営業利益	171,390	855,287	501,461
営業利益率	11.0%	19.5%	18.4%
資産	3,033,653	4,960,000	1,974,648
減価償却費	212,946	796,807	305,306
減損損失	0	0	43,614
資本的支出	199,568	601,307	445,846
償却費/資産	7.0%	16.1%	15.5%

減価償却方法	SoftBank	NTTドコモ	KDDI
機械設備	定額法	定率法	定率法
耐用年数	N/A	8~16年	2~17年

減価償却方法の調整

百万円	調整前	のれん控除	控除後
資産	3,033,653	956,730	2,076,923
減価償却費	212,946	61,111	151,835
償却率	7.0%	6.4%	7.3%

百万円	のれん控除後	16%償却	追加償却費
資産	2,076,923	-	-
減価償却費	151,835	332,308	-180,473
営業利益	171,390	-	-9,083

各社携帯電話事業セグメント情報

- 左上表は、2009/3 期のソフトバンク、NTT ドコモ、KDDI の携帯電話事業セグメントの情報である。
- NTTドコモが、売上、営業利益率ともトップであることがわかる。
- 注目していただきたいのは、減価償却費である。NTT ドコモ及び KDDI が償却率 16%前後に対して、ソフトバンクは 7%と低い。
- そこで、減価償却方法の情報を探してみると、ソフトバンクは機械設備を定額法で償却していることがわかる。さらに、その耐用年数の開示はされていない。

減価償却方法の調整、営業利益調整

- また、ソフトバンクの資産及び減価償却費にはのれんが含まれているため、これを除く調整をする。なお、ソフトバンクののれん償却費は、ポータフォン(現ソフトバンクモバイル)のものがほとんどであるので、全額を控除する。
- のれん控除後の資産は KDDI と同水準となるが、その償却費は約半分である。
- 次に、同業他社の水準である 16%で償却計算をしたらどうなるか試算したところ、減価償却費は 3,323 億円となり、追加で 1,804 億円費用が発生する計算になる。
- 最後に、この追加費用を当該セグメントの営業利益から差し引くと、90 億円の営業損失であると試算された。

のれん償却費調整

百万円	のれん当初 計上額	償却年数	のれん 償却費
20年の場合	1,222,220	20	61,111
5年の場合	1,222,220	5	244,444
差額			-183,333

百万円	調整前	16%償却	5年償却
営業利益	171,390	-9,083	-192,416

のれん償却年数の調整

- ボーダフォン取得のれんは 20 年と日本基準で認められる最長年数で償却されているので、これを 5 年で償却した場合どうなるか試算する。
- のれん償却費 611 億を 20 倍した 1 兆 2 千億をのれんの当初計上額とすると、5 年償却では償却費は 2,444 億円となる。
- 上記の調整計算の結果、最終的に 1,924 億円の営業損失となった。

6. T の視点

減価償却費分析について付け加えておきます。

通常であれば償却費とほぼ同額の設備投資が行われるのが一般的な状態と考えると、ソフトバンクが同業他社並みの償却計算をしたときの償却費 3,320 億円に対して、実際の設備投資は約 2,000 億円であり、維持投資をしていないということになります。設備が陳腐化しているということです。

NTT ドコモや KDDI を見ると、ほぼ償却費と同額の投資をしており、一見するとソフトバンクも同じように見えます。しかし実際は、同業他社ほどのペースでは取替投資をしていないことがわかります。

この試算で、ソフトバンクが粉飾をしていると言っているわけではありません。この償却方法がソフトバンクの実態を表しているのでしょうか。他社よりも長い耐用年数で償却しているということは、つまりソフトバンクは他社よりも長い期間その設備を使うのです。そして、取替投資を抑えて、キャッシュを蓄えている。言い換えれば、積極的な設備投資をするだけのキャッシュがない状態なのでしょう。

このことは、有利子負債分析でわかります。2兆8千億の有利子負債を抱えています。さらに、オフバランスしている社債が750億あります。そして支払利息は1,000億を超えています。フリー・キャッシュが約2,000億であり、これで借金を返していかなければなりません。NTTやKDDIのように5,000億も設備投資に回せないのです。

一見すると、利益が出ているように見えたが、減価償却方法で黒字にもなり、赤字にもなることがわかります。のれん償却費の調整は、

若干数字遊びの嫌いがありますが、それでも耐用年数を何年にするかで、利益金額が大きく変わってくるということがよくわかると思います。

細かく記載しませんでしたでしたが、借金関係の注記がかなりあり、複雑な状況です（財務制限条項や担保、デット・アサンプションなど）。借金返済のために借金を重ねる状況であり、金融機関としても担保をしっかりと押さえたいところでしょう。

ソフトバンク分析をまとめると、下記のようなになるでしょうか。

- ・ 2兆8千億の有利子負債があり、そのうち1年以内に返済期限が来るものが7,800億。それに対して、フリー・キャッシュは2千億、現預金は4,500億であり、差額1,300億は借金が必要な状況。
- ・ のれん1兆円に対して、純資産8,250億円であり、実体があるか分からない「のれん」が純資産を支えている状況。
- ・ 設備の維持投資を同業他社の半分以下の水準に抑えなければならない状況。
- ・ 多額ののれんを抱えているため、その償却負担が大きく、利益を圧迫している状況。

端末純増数ナンバー1というニュース、有名なCM、高い株価。でも、有価証券報告書を読んでも、違った顔が見えてきました。それが、今回の感想です。

ちなみに、2010年3月期に入ってから、8月末までに2度の社債発行をしており、合計900億円の調達を試みているようです。筆者が足りない指摘した1,300億円の調達を行っているようです。

以上