



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# 日吉エール株式会社

2009年の初め、神奈川県港北区日吉に本社と工場を持つ地ビールメーカーの日吉エールの社長の鈴木は、米国マサチューセッツ州ケンブリッジに本社を持つビールメーカーのケンブリッジエールからの提携提案を受けるかについて、同社の筆頭株主でベンチャーキャピタルのKBパートナーズとの打ち合わせに臨もうとしていた。鈴木にとって、この提携とそれに伴う増資受け入れは日吉エールを現状の生産規模の制約を打破し、成長を遂げる上で最高の機会になると考えていた。

日吉エールは、2000年に鈴木が立ち上げたベンチャー企業である。大手ビール会社カントリービールの技術者としてキャリアをスタートした鈴木は、1994年4月の酒税法改正により、ビールの最低製造数量基準が緩和されたことを受けて全国各地に地域密着・小規模醸造のビール会社が誕生したのを見て、自らもビール会社を立ち上げようと思い立った。鈴木は、農学部出身の技術者であり、技術者として自分のビールを醸造してみたいという思いで地ビール生産の検討を開始したのだが、同時にビジネスとして成功させたいと願い、まずは経営を学ぶことを志し、慶應義塾大学ビジネススクール（KBS）に入学し、2年間に渡り経営管理を学んだ。一方で、鈴木は以前の勤務先のカントリービールの上司と交渉を重ね、主要な生産設備を、市場で購入すれば4千万円相当の中古設備を実質的には現物出資という形で提供してもらった。さらに、KBSの財務担当教員の紹介で、ベンチャーキャピタルのKBパートナーに出資を要請し、当初資本として4千万円の出資を引き出すことに成功した。その他、鈴木本人と家族が合計2千万円を出資した（添付資料1、日吉エールの資本構成）。日吉ブルワリーは、鈴木の実家の妻が保有していた日吉郊外の空き家となっていた倉庫を使用させてもらい、工場兼本社として操業を開始した。当初は、鈴木と妻、アルバイトのみでの出発だった。

本ケースは、慶應義塾大学大学院経営管理研究科 准教授 井上光太郎が、専ら企業価値評価に関するクラス討論のために創作したものである。本文中に記載された全ての会社および人物は実在しない。ただし、添付資料に記載された上場ビール会社は全て実在会社であり、実際の数値を使用している。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/>へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 井上光太郎（2010年1月作成）

1994年の酒税法改正後、一時的な地ビールブームが訪れたが、その後は下火になってきていた。最初のものめずらしさがなくなると、高価格の地ビールは売上が伸び悩み、窮地に立たされる業者も出るようになった。もともと日本では大手ビールメーカーによるピルスナー(ラガーの一種。淡色の下面発酵ビールであり、ホップの苦味が特長)の大量生産が主流であるため、なじみのない味で、かつ割高な少量生産の地ビールが一般に浸透しなかったのはいわば当然で、地方色を打ち出し、ご当地ビールとして観光客向けに販売されているものが大半であった。

こうした中で、都市部で地ビール生産業を営もうという鈴木を、KBSの同級生は無謀と評した。しかし、鈴木は日吉を通る私鉄の沿線や、多摩川流域は、比較的所得水準の高い住民からなる人口集中地域であるにも関わらず、特に目立った地ビール会社がないことに目をつけ、当初は小さいながらもビジネス機会はあると信じていた。また、日吉の名前を冠することで、慶應生やそのOBが愛せるビールを生産したいと思っていた。既に早稲田の名を冠した地ビールはあり、早稲田大学のイベントなどで供されているようだった。鈴木がモデルにしたのは、日本の地方都市の観光客目当ての地ビール会社ではなく、米国のマイクロ・ブルーワーと呼ばれる都市部の地ビール会社であった。元々、1980年代後半より米国東海岸のボストンなどで小規模な醸造所や、レストランに併設された醸造施設によって生産されるビールが人気を得ていた。KBSに来ていた米国のビジネススクールからの留学生の話に興味を覚えた鈴木は、KBSの夏休みを利用して、ボストンを訪れ、代表的な地ビールメーカーであるサミュエル・アダムスなどを精力的に見学し、インタビューをして回った。その中で、MITやハーバード大学のあるケンブリッジ市に本社を持つケンブリッジエールの若い経営者デービッド・ミラーとは、同じ技術者出身で地ビール会社経営者としての成功を志す者同士として、意気投合した。その経営者は鈴木に、日吉エールが成功したら、業務提携をしようと持ちかけた。

日吉エールが、自社の主力商品としてフォーカスしたエールとは、大麦麦芽を使用し、ホップを使用して苦味と香りを与えて麦芽の甘味とバランスを取り、上面発酵で醸造するビールである。常温で短い時間で発酵を行う点で、低温で長時間発酵を行うラガーよりは、醸造が容易である。ただし、ラガーの方が、一定の品質の商品を大量生産するのには向いており、日本ではこちらが主流となっている。ただし、日吉エールは、ラガーよりも甘味とコクがあり、香りが高く、これこそが一般のラガービールから差別化するものであると鈴木は信じており、日吉エールという社名も、彼のエールへのこだわりを示していた。

日吉エールは、当初は日吉、自由が丘、中目黒の居酒屋、バー・クラブ、レストラン・料理屋に焦点を当てて、売上を伸ばしていった。また、慶應大学出身者が代表を務める飲食チェーンなどにも積極的に売り込みを図っていた。同時に、他の地ビール会社や、ハウスビールを提供しようというレストランや居酒屋チェーンなどからエールビールのOEM生産を引き受け、生産規模

を確保していった。2008年には、KBSの新校舎となった日吉キャンパスビルの地下1階に、クラシックな雰囲気のパブ、日吉エール&パブを開店し、これを日吉エールの旗艦店として、ブランドイメージの向上を図っていった。当初計画より時間はかかったものの2007年12月期で創業以来初めて黒字化し、2008年12月期には当期利益4百万円を計上した。

しかし、すでに生産設備の稼働状況はフル稼働に近づいており、このままでは今後は年3%程度の成長に鈍化することが見込まれた。そのため、日吉エールはさらなる成長のために、新たな生産設備を必要としていた。ちょうどこの時、ケンブリッジエールの経営者デービット・ミラーから提携の申し入れがあった。ケンブリッジエールは、ボストン、ニューヨークなど主として東海岸の市場で知名度を上げ、米国に次ぐ第二の市場として東京への進出を検討していた。そのため、日吉エールに生産を委託し、ケンブリッジエールの名の下で売り出したいと考えていた。日吉エールは、ケンブリッジエールの販売には関わらず、同社の日本代理店にライセンス生産したエールを卸すというものだった。

ケンブリッジエールの提携提案は、日吉エールの割り当て増資に応募する形で出資し、持分34%超を取得するというものだった。この34%超の出資比率は、日吉エールへのライセンス生産に依存する以上、経営の重要事項への拒否権を確保したいと言うケンブリッジエールの要望を反映したものだった。ミラーと鈴木は、日吉エールの現在の価値は、今後の成長性を反映した場合も、おおむね元々の資本金額の1億円程度ではないかということに一致していた。これは、将来発生するはずの税率40%の税コストを現状の当期利益に反映させた将来の当期利益の見込み水準約250万円～300万円の33倍から40倍は、既存の出資者も同意する水準と思われたからだった。2008年決算では、過去5年内の赤字決算の税務上の繰越損失があり法人税等は発生していなかったが、2008年12月期水準の業績を継続できれば、2009年12月期には税コストが発生することが見込まれた。ただし、KBパートナーズは投資の専門家であり、異なる意見を持つ可能性もあった。仮に1億円の株主価値の場合、34%の持ち分を前提とするとケンブリッジエールの出資額は50百万円を若干超える金額となり、この増資資金は、日吉エールの生産設備の拡充のための資金に当てられることになっていた。鈴木は、検討の結果、この業務提携を前提に必要な生産設備の拡充に必要な資金は1億円に達することを確認した。鈴木は、ケンブリッジエールの出資額ではこの必要資金に不足すると予測しており、その不足部分50百万円は、銀行からの借入で補おうと考えていた。これまで、日吉エールは無借金できたが、銀行からは現状なら3%程度の利率でローンが組めると言われていた。

鈴木は、日吉エールの株主に、この業務提携と増資への理解を得ることが必要不可欠であることを理解していた。ただ、この業務提携自体は日吉エールの売り上げの成長につながるものであり、株主にとっても魅力的であるはずだと鈴木は考えていた。

鈴木が今回の提携と増資について説明するため、KB パートナーズに電話連絡を入れると、ファンドの担当マネージャーは、基本的には前向きな話のように思うが、工場の移転、生産設備の拡大、業務提携の費用と効果を反映した事業計画が必要になると語った。そこで、鈴木がその事業計画をKB パートナーズに提出した後で、鈴木とKB パートナーズのミーティングを開くことになった。

5 鈴木は、ケンブリッジエールに彼らの日本進出の計画を入手し、日吉エールの新たな事業計画を作成した。生産力増大のための先行投資コストで一時的に赤字化することが見込まれたが、その後は黒字化し、5年後の2013年にかけて急成長することが見込まれた。その後は、成長率は鈍化し2%程度で推移するのではと予測した。

鈴木は、業務時間が終わり、他の従業員の帰った閑散としたオフィスで、一人、業務提携の細部の検討を開始していた。果たして、ケンブリッジエールとの提携は日吉エールにとって企業価値の増大につながるものなのか、現状の日吉エールの株主価値は本当に1億円で良いのか、この増資や提携は既存株主のためになるのか、またこの計画にはどのようなリスクがあるのだろうか。こうした問題を考える上で、KBS時代に学んだ財務の考え方や知識が役立つことに気がついた。当時は、株式市場や上場企業を中心としたテーマが多かった財務のクラスについて、あまり自分

10 には関係ないと考えていたため、試験終了後に細かい話は忘れていたが、DCF法、資本構成、資本コストなどの大体の議論は覚えていた。早速、KBS時代の教科書やレクチャーノートを引き張り出して、今回の問題を考える上で必要な知識を呼び起こす努力を始めた。

まず、株主価値の算出方法として、貸借対照表上の資産を時価評価し、時価を反映した純資産価値から株主価値を算定する時価純資産法、将来のキャッシュフローの現在価値から株主価値を算定するDCF法(Discounted Cash-flow Method)、類似する上場企業の株価と利益指標の間の倍率から、評価対象企業の企業価値を算定しようという株価倍率法などがあることを思い出した。時価純資産法なら、日吉エールの資産は流動資産と生産設備くらいしかなく、算定は簡単だった。しかし、レクチャーノートには、時価純資産法は、将来の収益力が反映されないことが欠点だと指摘されていた。

DCF法は、将来の収益力を反映した株主価値を算定できそうだが、現在価値を求めるための割引率として使用する資本コストの推定が難しかった。上場企業であれば、CAPM(Capital Asset Pricing Model)を利用して資本コストを求められるが、日吉エールのような非上場のベンチャー企業の資本コストはどのように推定すれば良いのだろうか?地ビール会社で上場している企業はなく、上場しているのは大手企業のみで、JASDAQなど新興市場に上場している企業はなかった。

25 レクチャーノートには、米国ではベンチャー企業の資本コストには、ベンチャーキャピタルの平均的な収益率である15%から20%前後の割引率を使用すると書いてあった。一方、地ビール生産は、バイオベンチャーやITベンチャーと比べて飛躍的な成長もないがキャッシュフローは

安定したビジネスであり、黒字化に成功もしているので20%の割引率は明らかに過大と思われ、むしろ上場しているビール会社の資本コストを参考にする方が適切と考えた。KBパートナーズも、日吉エールへの投資については、ミドルリスク・ミドルリターンを前提にしていると語っていた。また、今回の生産増大資金の一部を借入で調達した場合、株主資本コストではなく、加重平均資本コスト(WACC:Weighted Average Cost of Capital)を使用することになりそうだった。

一方、株価倍率法も、算定方法自体は簡単そうだったが、急成長段階にある日吉エールが、キリンホールディングスやアサヒビールと類似した状況にあるとは言えず、同じ株価倍率をそのまま使用して済むとは思えなかった。しかし、日吉エールの成長が落ち着いた状況になった時点の価値評価の参考にはなるだろうと考えた。鈴木は、将来の事業計画を踏まえた価値を算定可能なDCF法をベースに、それ以外の方法の結果も参考に、日吉エールの株主価値を算定してみることにした。長い夜になりそうだった。

### 添付資料1 日吉エールの株主構成

1.	KB パートナーズ	40%
2.	カントリービール	40%
3.	鈴木博之（創業者）	10%
4.	鈴木ひろみ（創業者妻）	5%
5.	鈴木太郎（創業者父）	5%

### 添付資料2 資本コストの算定資料

2009年の年初時点

CD3ヶ月物レート	0.40%
新発国債（10年）市場金利	1.40%
日本の株式市場の平均リターン（年）	12%
日本の無リスク長期債（10年）の平均発行レート（年） （いずれも過去55年平均）	5%

ビール会社のベータ値 0.80  
（純有利子負債比率が30%程度であるアサヒビールとキリンHDの過去1年ベータ値の平均）

### 添付資料3 日吉エールの過去3年間の売り上げの内容

	2006/12	2007/12	2008/12
本数（本）	250,000	320,000	350,000
卸単価（円）	200	200	200
酒税（46.5%、円）	93	93	93
卸単価（酒税除く、円）	107	107	107

添付資料 4 日吉エールの財務諸表（過去 3 年実績）

注：酒税に伴う貸借対照表への影響は無視して作成している。

日吉エールの損益計算書（過去3年）

（単位：円）

	2006/12	2007/12	2008/12
売上	26,750,000	34,240,000	37,450,000
売上原価	20,215,000	23,074,700	23,986,285
原価率	75.6%	67.4%	64.0%
販売管理費	6,687,500	8,217,600	9,362,500
販管费率	25.0%	24.0%	25.0%
営業利益	-152,500	2,947,700	4,101,215
営業利益率	-0.6%	8.6%	11.0%
経常収益	0	0	0
経常費用	0	0	0
経常利益	-152,500	2,947,700	4,101,215
特別損益	0	0	0
税前利益	-152,500	2,947,700	4,101,215
法人税等	0	0	0
当期利益	-152,500	2,947,700	4,101,215

日吉エールの貸借対照表

	2006/12	2007/12	2008/12
流動資産			
現預金	20,000,000	23,262,200	27,972,200
売掛金	2,229,167	2,853,333	3,120,833
商品	445,833	570,667	624,167
原材料	891,667	1,141,333	1,248,333
敷金	3,000,000	3,000,000	3,000,000
流動資産計	26,566,667	30,827,533	35,965,533
固定資産			
設備・備品	52,550,000	51,486,500	50,556,715
総資産	79,116,667	82,314,033	86,522,248
流動負債			
買掛金	891,667	1,141,333	1,248,333
負債計	891,667	1,141,333	1,248,333
資本			
繰越損失	-11,775,000	-8,827,300	-4,726,085
資本準備金	45,000,000	45,000,000	45,000,000
資本金	45,000,000	45,000,000	45,000,000
資本合計	78,225,000	81,172,700	85,273,915
負債・資本計	79,116,667	82,314,033	86,522,248

添付資料 5 業務提携効果を反映した今後 5 年間の日吉エールの損益見込み

(金額単位：千円)

	実績 ←			予測 →			14年以降
	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	
売上	37,450	44,940	53,500	69,550	77,040	85,600	売上高 2%成長
売上原価	23,986	35,836	43,756	49,475	52,022	55,026	
売上原価率	64.0%	79.7%	81.8%	71.1%	67.5%	64.3%	
販売管理費	9,363	9,887	10,700	13,910	14,638	16,264	
販管费率	25.0%	22.0%	20.0%	20.0%	19.0%	19.0%	
営業利益	4,101	-783	-956	6,165	10,381	14,310	
営業利益率	11.0%	-1.7%	-1.8%	8.9%	13.5%	16.7%	
経常収益	0	0	0	0	0	0	
経常費用*	0	0	0	0	0	0	
経常利益	4,101	-783	-956	6,165	10,381	14,310	
特別損益	0	0	0	0	0	1	
税前利益	4,101	-783	-956	6,165	10,381	14,311	
法人税等	0	0	0	1,771	4,152	5,724	
当期利益	4,101	-783	-956	4,395	6,228	8,587	

\* 経常費用には支払利息発生が見込まれるが、返済スケジュール未定のため、0で仮置きしている。



添付資料 6 日吉エールの事業計画の前提

(金額単位：千円)

	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
日吉エールの運転資本						
売掛金	3,121	3,745	4,458	5,796	6,420	7,133
商品	624	749	892	1,159	1,284	1,427
原材料	1,248	1,498	1,783	2,318	2,568	2,853
敷金	3,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
買掛金	1,248	1,498	1,783	2,318	2,568	2,853
2008/12末保有現金	27,972					

日吉エールの設備投資と減価償却

設備						
創業時設備・取得簿価	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
(当期) 減価償却費	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
減価償却累計額	16,200	18,000	19,800	21,600	23,400	25,200
(当期) 設備簿価	23,800	22,000	20,200	18,400	16,600	14,800
償却残存年	11	10	9	8	7	6
(前期) 追加設備・簿価	25,887	26,757	119,349	115,688	111,947	109,230
(当期) 新規設備投資	3,200	95,000	3,500	3,200	4,000	4,000
減価償却費	2,330	2,408	7,161	6,941	6,717	6,554
(当期) 設備簿価	50,557	141,349	135,888	130,347	125,830	121,476
減価償却費合計	4,130	4,208	8,961	8,741	8,517	8,354

で囲った敷金増大と新規設備投資は提携に関する新規投資部分

売上原価の構成

原材料費	9,363	11,235	13,375	17,388	19,260	21,400
その他変動費	4,494	5,393	6,420	8,346	9,245	10,272
工場賃貸料	6,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
減価償却費	4,130	4,208	8,961	8,741	8,517	8,354
売上原価合計	23,986	35,836	43,756	49,475	52,022	55,026

添付資料 7 上場ビール会社の財務状況と市場評価

上場大手ビール会社の3社の財務と株式市場評価

(単位：百万円)

	アサヒビール		キリンHD		サッポロHD	
	2008年実績	2009年見込	2008年実績	2009年見込	2008年実績	2009年見込
売上高	1,462,747	1,486,348	2,303,568	2,310,990	414,558	401,717
EBIT	101,494	89,722	128,450	130,110	14,240	12,946
EBITDA	148,847	146,485	246,774	253,323	36,711	37,377
当期利益	45,014	48,265	80,182	60,998	7,640	4,251
簿価純資産	529,782		1,149,998		116,862	
株式時価総額 (2009年10月現在)	755,803		1,411,484		185,773	
有利子負債	295,259		663,890		189,251	
純有利子負債	193,950		316,626		141,933	
総企業価値(EV)	949,753		1,728,110		327,706	
EV / EBIT倍率	9.36	10.59	13.45	13.28	23.01	25.31
EV / EBITDA倍率	6.38	6.48	7.00	6.82	8.93	8.77
PER	16.79	15.66	17.60	23.14	24.32	43.70
PBR	1.43		1.23		1.59	
EBIT マージン	6.9%	6.0%	5.6%	5.6%	3.4%	3.2%
D/E*	0.26		0.22		0.76	

注 2009年見込は、アナリスト予測の平均

総企業価値 (EV:Enterprise Value)は、株式時価総額と純有利子負債の合計金額

D/E倍率は純有利子負債と株式時価総額に基づく

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール