

# イハラサイエンス株式会社御中 貴社と米国パーカーハネフィン社の財務比較



イハラサイエンス株式会社  
IHARA SCIENCE CORPORATION



## 概略

- 貴社とパーカーハネフィン（”PH社”）の過去15年間の一株純資産の成長はほぼ同率
- 利益率は貴社に軍配だが、バランスシートやM&Aの利活用はPH社に軍配
- PH社は設立以来80社も買収しており、相対的な財務リスクが高いが収益性は維持
- 事業成長とROE水準維持、さらに配当成長もあり、PH社の株価評価は持続的に上昇

## 考察

- 両社とも高収益体質で、経営力は強いと断言できるが貴社の高収益性は相対的にも魅力的
- PH社は、M&Aで自己株を利用する場合も含め、株価の評価を高めることの大切さを身をもって示しているように見受けられる
- PH社は自社の株価をしっかりと評価させつつ、相手方を「自社より割安に買収する」という基本原則を徹底、それによりROEも維持され、配当も伸び、市場評価を高めた

# 目次



セクション	内容
1.	運転資本と現金回収スピード
2.	総資産の特徴比較
3.	売上利益の成長比較
4.	株主資本関連比較
5.	ROEとDOEについて
6.	結論
7.	ヴァリュエーション比較
付録	2022年3月Parker Hannifin社説明会の興味深い資料集（必見）

# 1. 運転資本と現金回収スピード

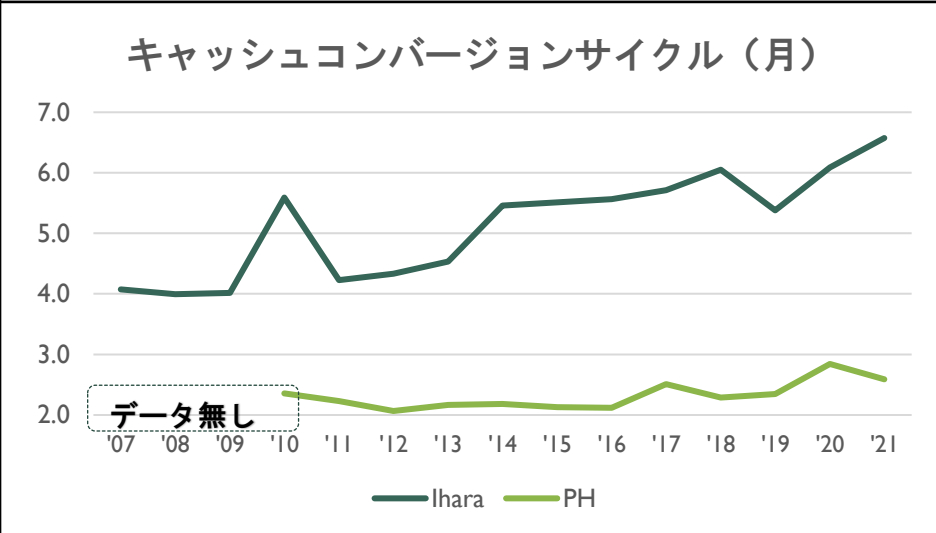
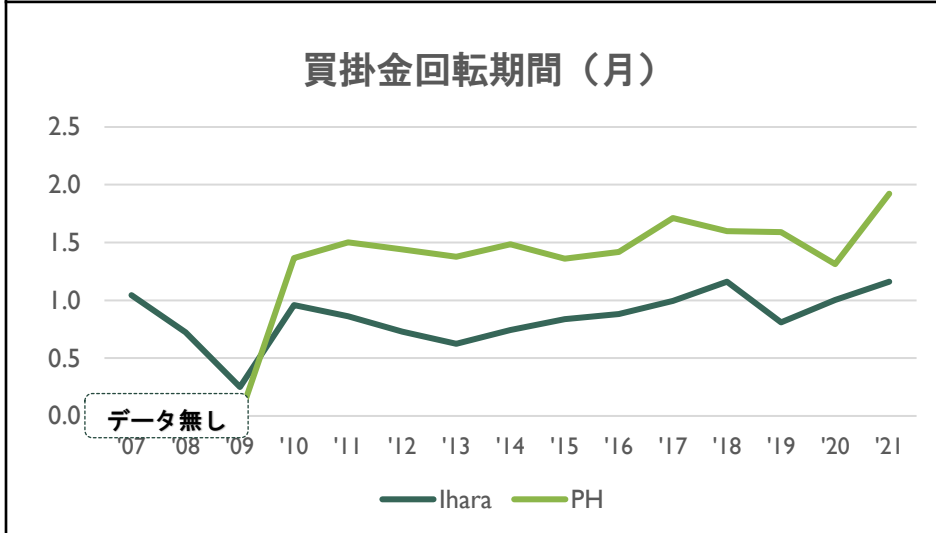
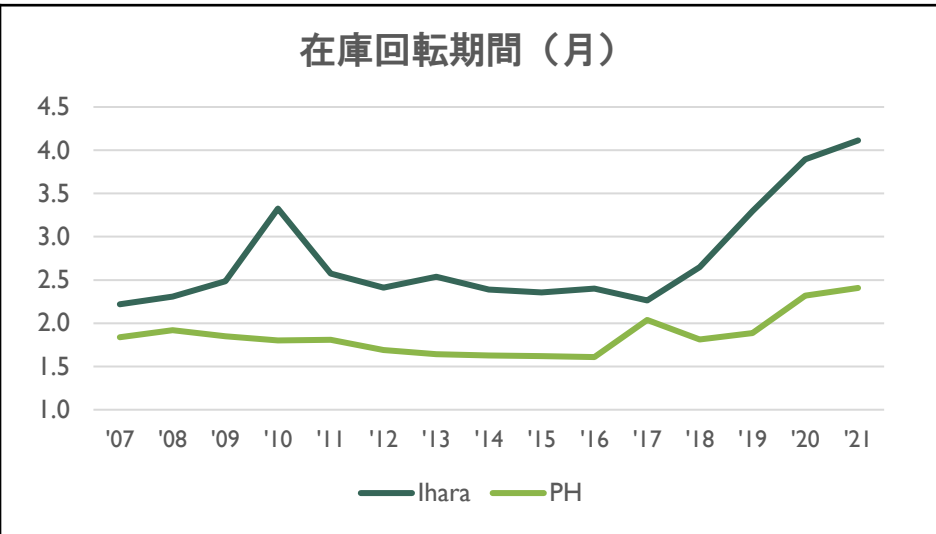
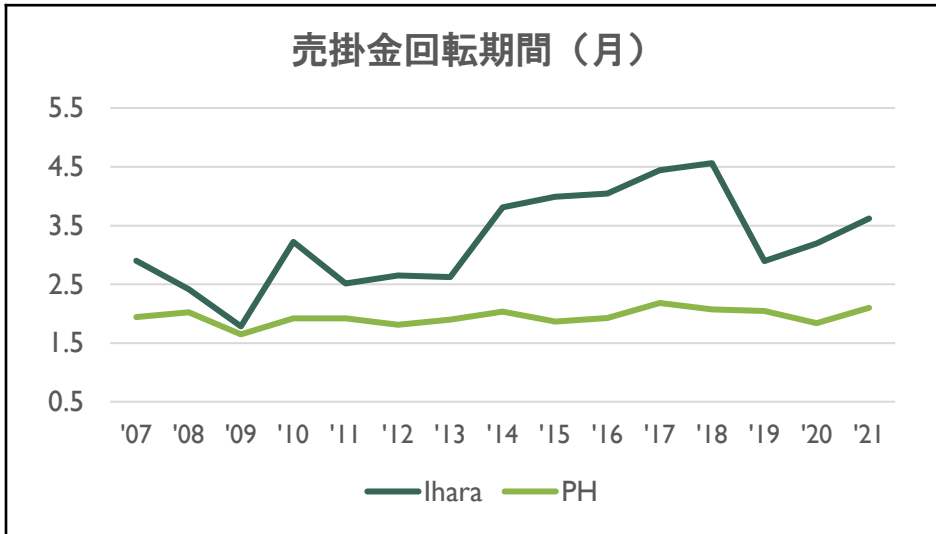


## 圧倒的にPH社が優位

- 売掛債権回転期間、在庫回転期間は過去から継続して貴社の方が長め
- 反対に買掛債権回転期間は圧倒的にPH社が長め
- PH社は支払いを遅め、回収は早めを徹底している模様
- そのため、キャッシュ・コンバージョン・サイクル (※1) は両社に3か月の大きい差
- PH社は効率的な資金回収を行い、余資を①成長投資及びM&A、②配当に振向け拡大
- 商慣習や収益性と回収のバランスが米国と日本で違っていると推察されるが、過去より強く意識して回収を早め、その資金的余裕により株主還元の拡充が可能ではないか？

(次ページに関連図表)

(※1) 売上債権回転期間＋在庫回転期間－買掛債権回転期間  
原材料支払いから売上資金回収までの実現期間(月数)を表す  
(狭義の運転資本)



## 2. 総資産の特徴比較

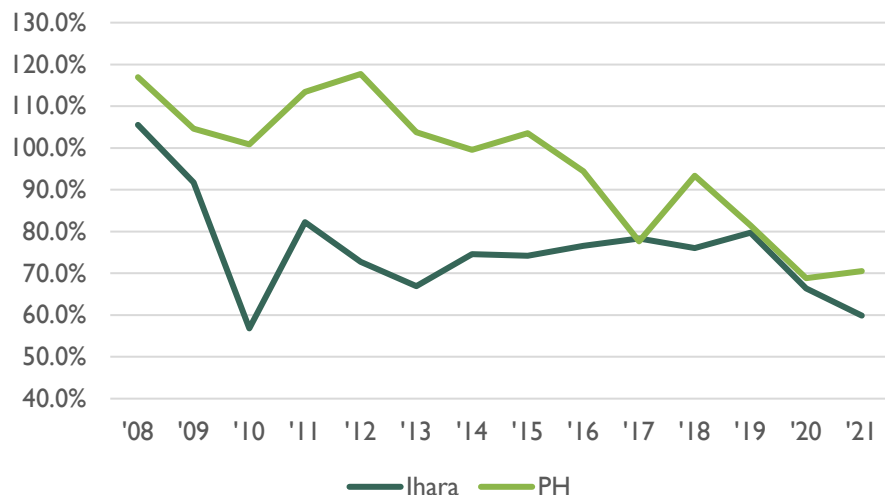


### PH社の過去15年の資産増加が著しい！

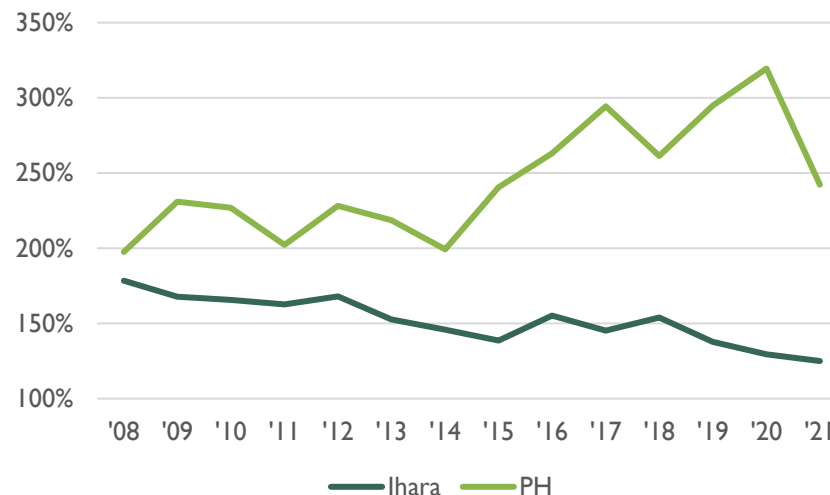
- PH社は買収に次ぐ買収で資産が15年で2.4倍に拡大。貴社は大きな買収なしに2.0倍
- PH社の総資産の内、何と40%が買収に関わる「のれん」資産である
- のれんと対の形で増えているのが借入。PH社は財務レバレッジを活用し成長を志向
- PH社は資産が増える程には売上が伸びず資産回転率が大幅に低下
- 両社とも闇雲な売上増よりはその「質」に重心があったと推察

(次ページに関連図表)

資産回転率（売上/総資産）



財務レバレッジ（資産/株主資本）



- ・ 15年で総資産がPH社は2.4倍、貴社は2.0倍に増加
- ・ 貴社は総資産/売上がバランスよく成長
- ・ PH社の成長の源泉は買収（合計80社）

- ・ 財務レバレッジはPH社は元々高く更に拡大で野心的
- ・ 貴社はレバレッジ大幅縮小、安全性は高いが、過度な守りではないか

### 3. 売上利益の成長比較



売上利益共に「成長度合い」ではPH社がリード、「利益率」は貴社に軍配

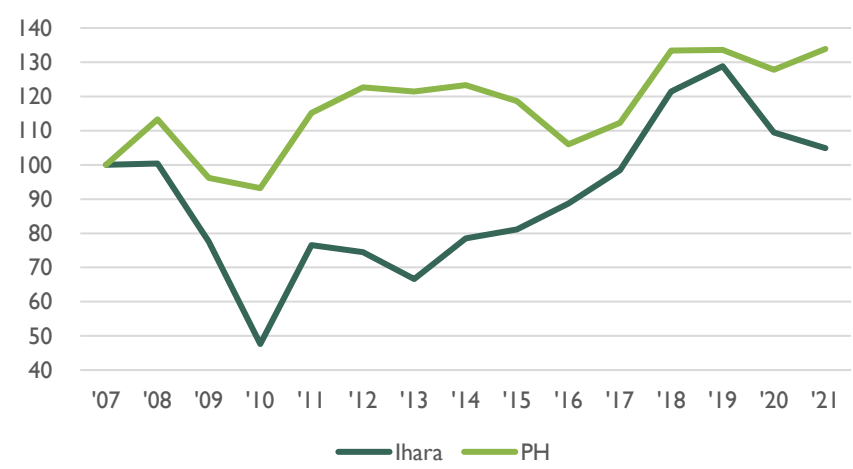
- 貴社はリーマンショック時の売上利益の落ち込みが大きかった
- PH社はリーマンショック後も買収を積み上げる形で成長
- しかし、営業利益「率」ではリーマンショックの一時期「以外」は貴社が優位。事業運営の哲学と顧客への付加価値がしっかり定着している証拠
- 「拡大」と「質」の経営の微妙な重心の違いが背景にあると推測
- とはいえ、PH社も**営業利益率10%→15%に中期的に改善**してきており優秀であり、特に数々のM&Aを上手に本業に統合し「買収巧者」である

(次ページに関連図表)

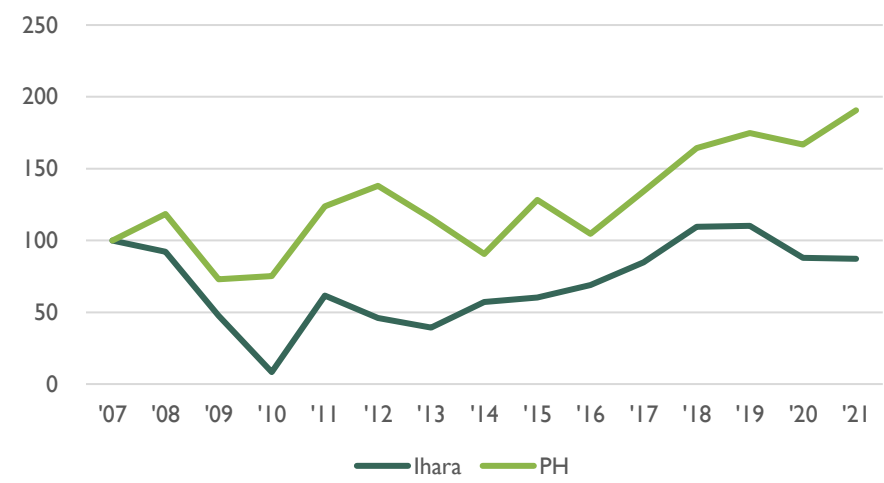


出所：両社決算資料よりHibiki作成

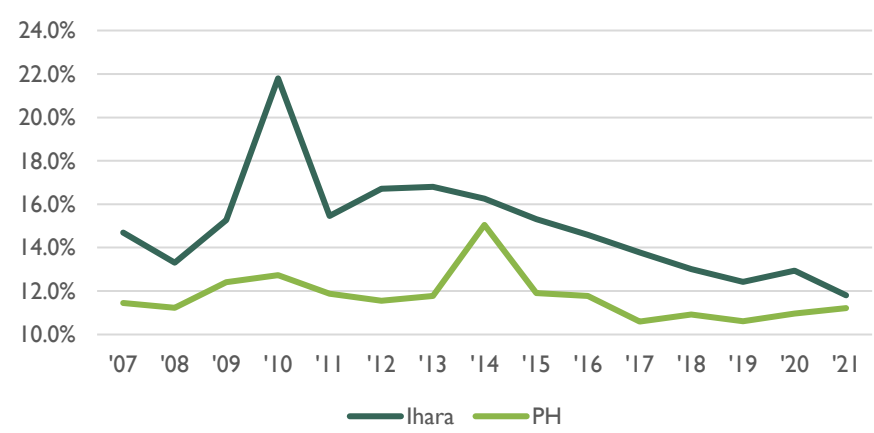
売上(2007=100とする)



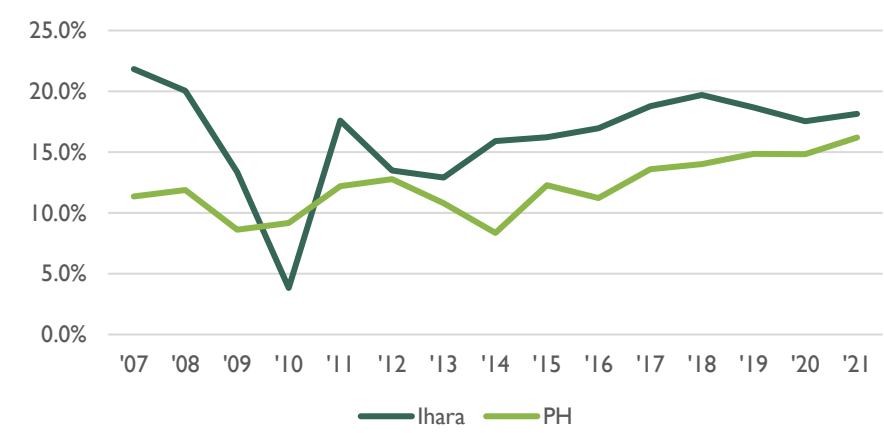
営業利益 (2007=100とする)



販管费率



営業利益率



# (参考) 部門別分類



## Parker Hannifin

Engineered Materials Group	Filtration Group	Fluid Connectors Group	Instrumentation Group	Motion Systems Group	Aerospace Systems Segment
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aerospace</li> <li>- Agriculture</li> <li>- Chemical Processing</li> <li>- Construction</li> <li>- Defense</li> <li>- IT</li> <li>- Life Sciences</li> <li>- Microelectronics</li> <li>- Oil &amp; Gas</li> <li>- Power Generation</li> <li>- Renewable energy</li> <li>- Telecommunications</li> <li>- Transportation</li> <li>- Truck &amp; Bus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aerospace</li> <li>- Agriculture</li> <li>- Construction</li> <li>- Food &amp; Beverage</li> <li>- HVAC</li> <li>- Industrial machinery</li> <li>- Life Sciences</li> <li>- Marine</li> <li>- Mining</li> <li>- Oil &amp; gas</li> <li>- Power generation</li> <li>- Renewable energy</li> <li>- Transportation</li> <li>- Water purification</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aerial lift</li> <li>- Agriculture</li> <li>- Bulk chemical handling</li> <li>- Constuction</li> <li>- Food &amp; beverage</li> <li>- Forestry</li> <li>- Industrial machinery</li> <li>- Life sciences</li> <li>- Material handling</li> <li>- Mining</li> <li>- Oil &amp; gas</li> <li>- Renewable energy</li> <li>- Transporation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Air conditioning</li> <li>- Alternative fuels</li> <li>- Analytical</li> <li>- Chemical</li> <li>- Food &amp; beverage</li> <li>- Life sciences</li> <li>- Microelectronics</li> <li>- Oil &amp; gas</li> <li>- Refining</li> <li>- Refrigeration</li> <li>- Transporation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Mobile:</b></li> <li>- Agriculture</li> <li>- Construction</li> <li>- Marine</li> <li>- Material handling</li> <li>- Military</li> <li>- Transporation</li> <li>- Turf</li> </ul> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Industrial:</b></li> <li>- Distribution</li> <li>- General machinery</li> <li>- Machine tool</li> <li>- Mining</li> <li>- Oil &amp; gas</li> <li>- Power generation</li> <li>- <b>Semiconductor</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aftermarket services</li> <li>- Commercial transport aircraft</li> <li>- Engines</li> <li>- General &amp; business aviation</li> <li>- Helicopters</li> <li>- Military aircraft</li> <li>- Missiles</li> <li>- Power generation</li> <li>- Regional transport aircraft</li> <li>- Unmanned aerial vehicles</li> </ul>

<https://investors.parker.com/static-files/bb351415-5c07-4fe0-81fc-80b803fdb9e9>

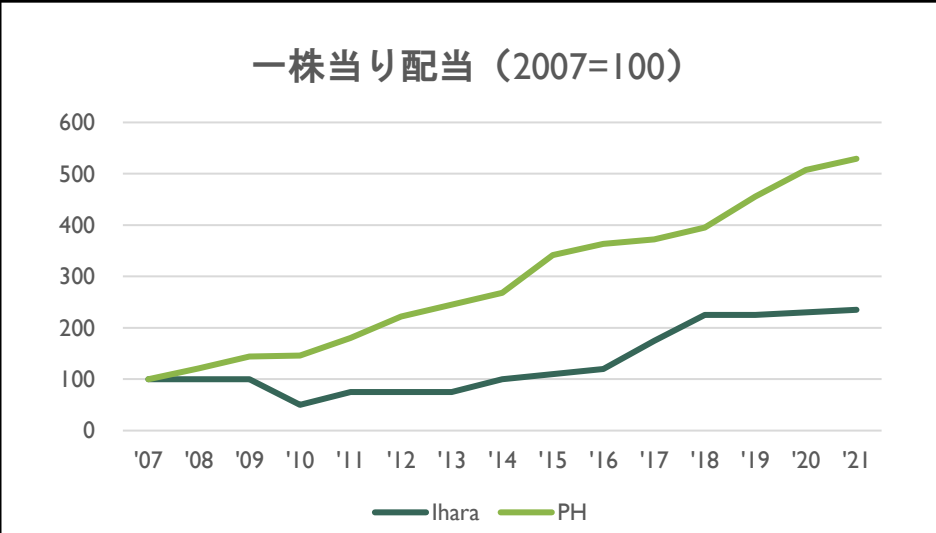
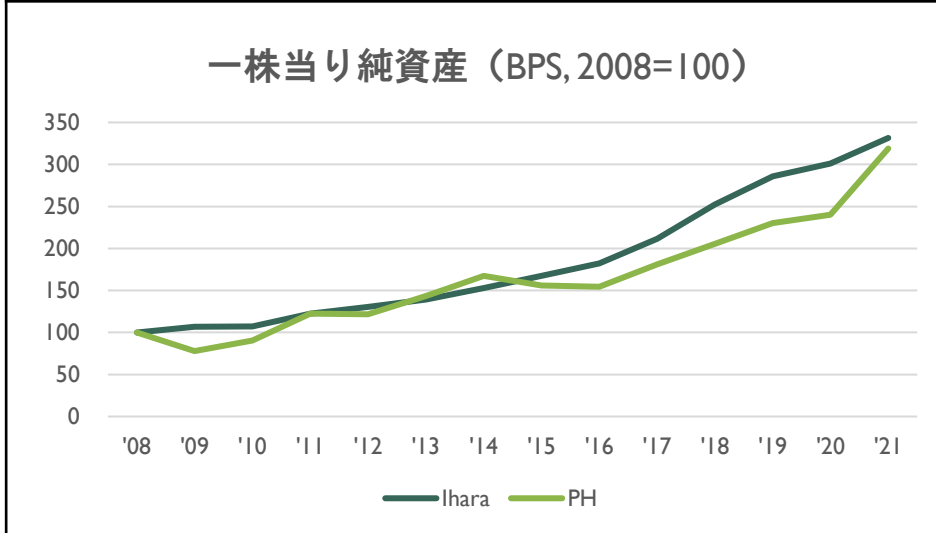
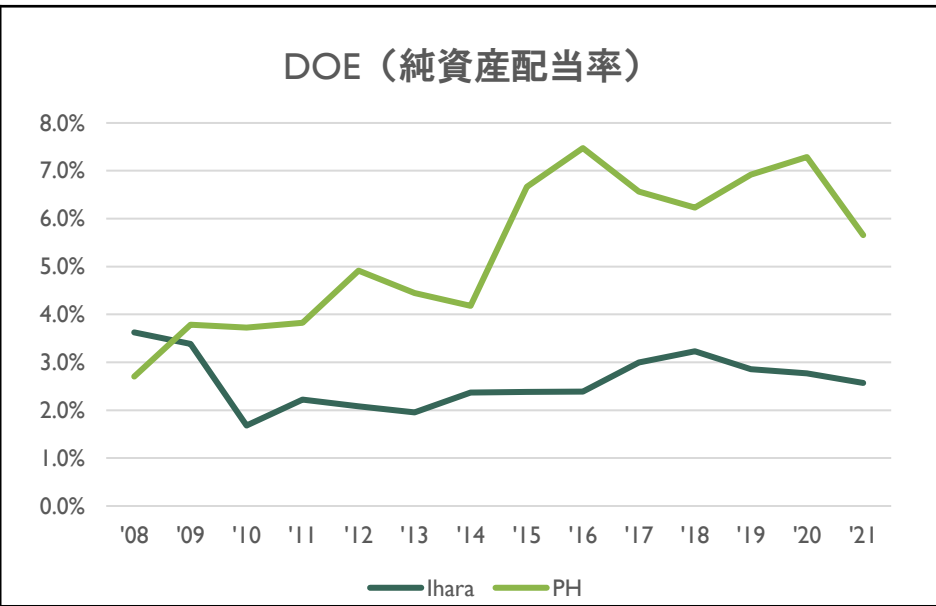
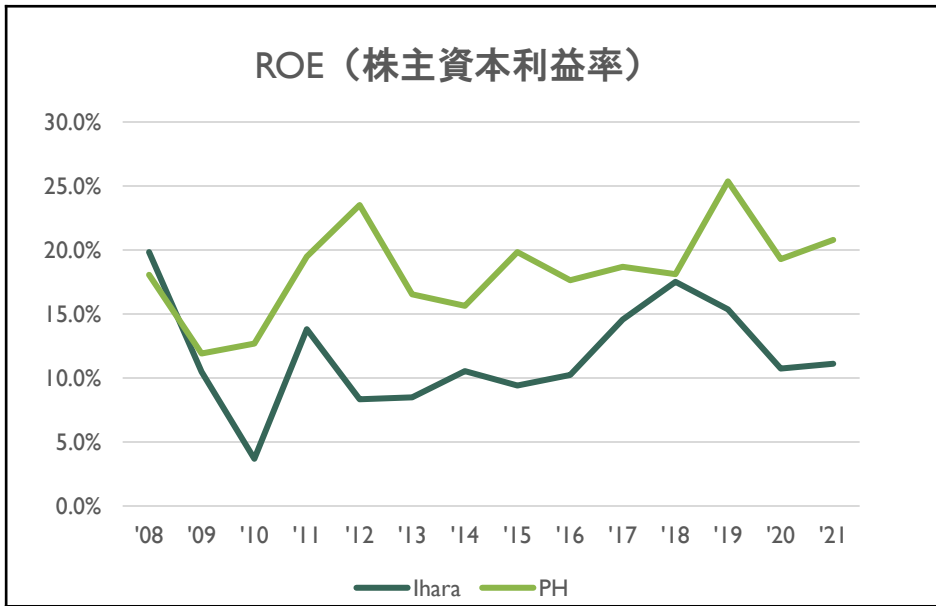
## 4. 株主資本関連比較



株主リターンの意識はPH社が強いと考えられるがBPSの伸びは同率！

- ROEは過去10年間PH社は15%~25%と安定して高い
- DOE（純資産配当率）もPH社は4%~7%と高い
- 上二つの関係性が組み合わさり、実はBPS（一株当り純資産）の伸びは2社でほぼ一緒！なんと15年で3倍になっている
- PH社は、（1）より株主高いリターンを上げ、それを（2）株主にも高く分配
- 配当の過去15年の推移は**PH社5倍、貴社は2倍強**（2020年度までの計算）

（次ページに関連図表）



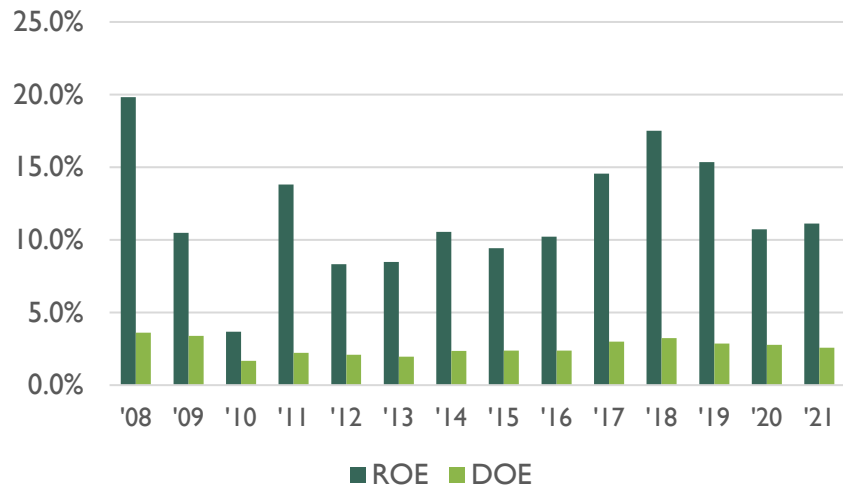
## 5. ROEとDOEについて

ROE, DOEの水準に差があるがそれ以上に市場での評価に差！

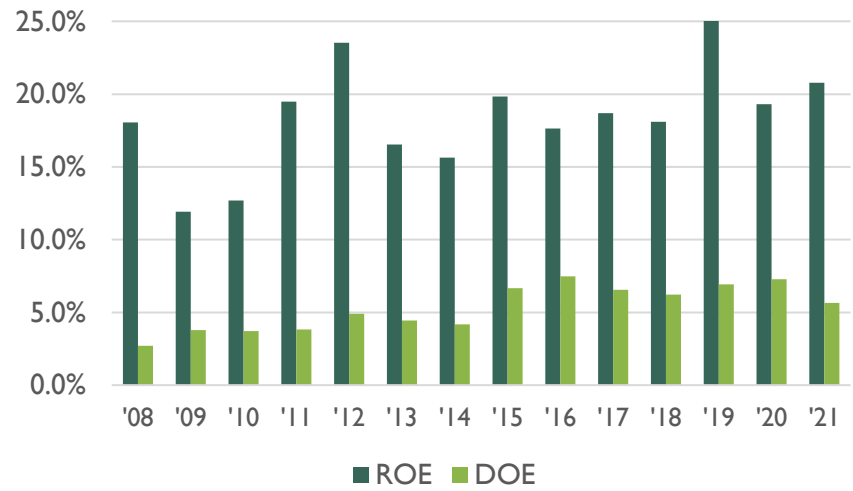
- 次ページ、上段では、左が貴社のROE/DOE、右がPH社のROE/DOE
- ROEもDOEも同じ25%上限縦軸設定でPH社が貴社比で継続して高い（前出p.8 営業利益率は貴社の方が高いにも関わらず、、、）
- 次ページ左下に「DOE/ROE（割り算）」を計算。ROEの内どの程度が配当として分配されたのかを明示。PH社は過去10年25%～42%のレンジで貴社の20～25%より高い
- 多少高いレバレッジであっても買収をし、それが良い買収で収益性も担保されて、ROEが安定的に高く、配当も過去10年で5倍にし、分配にも成長にも強いコミットメントを感じる
- そのような背景からPH社のPBRは過去の2倍弱から5倍強にまで評価が高くなった（次ページ右下）。貴社は業績も事業も収益性も良いのにPBR 1倍前後

（次ページに関連図表）

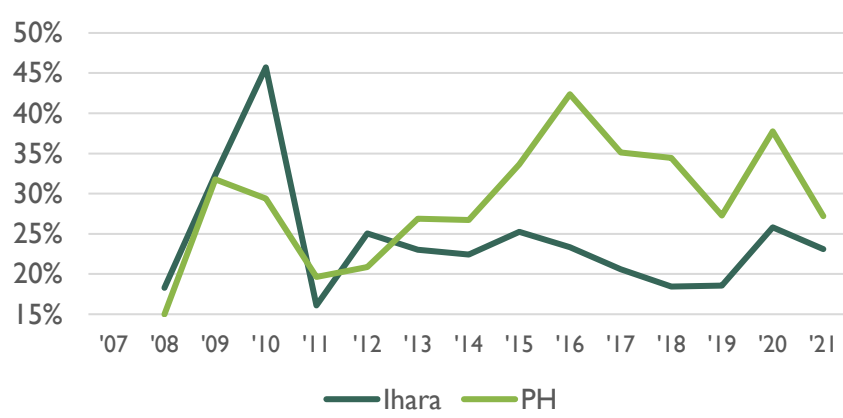
ROEとDOE (貴社)



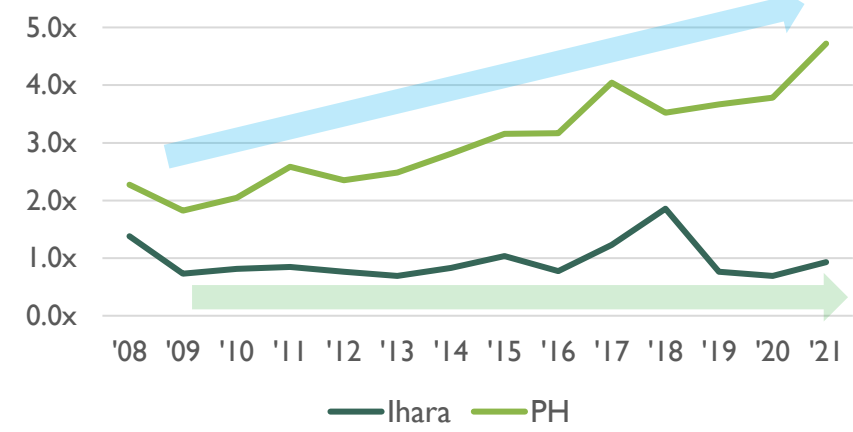
ROEとDOE (Parker Hannifin)



ROEの内何%が配当として分配？



PBR (株価純資産倍率)



## 6. 結論

### PH社の過去の財務施策、市場での評価から得られる教訓

- 市場評価は高い方が戦略オプションは増える（事業戦略 × M&A）
- 買収が多い米国では、市場評価を高めておくことは、自社が被買収候補になってしまうことを防止する上で優先順位が高いと推測→攻撃こそ最大の防御なりの思想
- その買収を可能にしたのが実は地味であるが徹底した早い資金回転と回収
- 売上/利益の成長、ROEの維持、そして配当の成長の組み合わせが評価のカギであり貴社が市場での評価の構成要素でPH社対比で大きく見劣りするの2つ、（1）財務構造（財務レバレッジ）の行き過ぎた安全志向、及び（2）配当の伸び
- 今後、300億円売上60億円の利益、さらにその先のグローバルで闘う500億円規模の売上を目指す上で、市場での評価を味方につけることは、今までとは比較にならない程に重要な戦略要素となる
- その「市場での高い評価」を盾に（品のないことをせずに）優位に戦略的資本提携やM&A（事業、企業買収）を進めることが可能となる

## 7. ヴァリュエーション比較



	イハラサイエンス	Parker Hannifin
売上 (22/3予想)	203億円	1兆7,934億円
営業利益 (22/3予想)	41億円	2,776億円
営業利益率 (5年平均)	18.8%	15.5%
時価総額 (億円)	287億円	4兆3,980億円
PER (23/3四季報予想)	9.2x	15.0x
PBR	1.1x	4.1x
EV/EBITDA (今期予想)	4.7x	12.1x
ROE (実績)	16.4%	22.9%

利益67倍



時価総額  
153倍

利益と同じ倍率  
になるとすると  
時価総額は  
656億円！！

125円/ドル前提



## 2022年3月Parker Hannifin社説明会の興味深い資料集

# 買収実績の開示について (P.108)



## Transformative Acquisitions

Longer Cycle, Accretive to Growth, Margins & Cash Flow

Acquisition	Synergized Deal Multiple <sup>1</sup>	Announced Synergies	Realized Synergies	Adjusted EBITDA Margin (%) <sup>2</sup>
<b>CLARCOR</b> (FY 2017)	10.9x EV/EBITDA	\$140M Cost Synergies in year 3	\$160M Cost Synergies, \$100M Revenue Synergies in year 3	Mid 20%
<b>LORD</b> (FY 2020)	9.9x EV/EBITDA	\$125M Cost Synergies in year 3	\$125M Cost Synergies in year 2	High 20%
<b>EXOTIC METALS</b> FORMING COMPANY LLC (FY 2020)	10.5x EV/EBITDA	\$13M Cost Synergies in year 3	\$13M Cost Synergies in year 3	Mid 20%
<b>MEGGITT</b>	10.9x EV/EBITDA	\$300M Cost Synergies in year 3	Expect Deal Close CY22 Q3	~30%

1. Synergized EBITDA multiples as announced. 2. For Meggitt, ~30% EBITDA margin represents the implied margin calculated by adding estimated synergies \$300m to 2019 adjusted EBITDA. All others represent FY22 forecast; Adjusted numbers include certain non-GAAP financial measures. See deal announcement materials for additional details and reconciliations.

直近のM&Aをシナジー込みで買収価格のValuationを開示。  
この期間のPH社自身のEV/EBITDAは10倍～15倍、自社より割安に他社を買収していることを株主にアピール

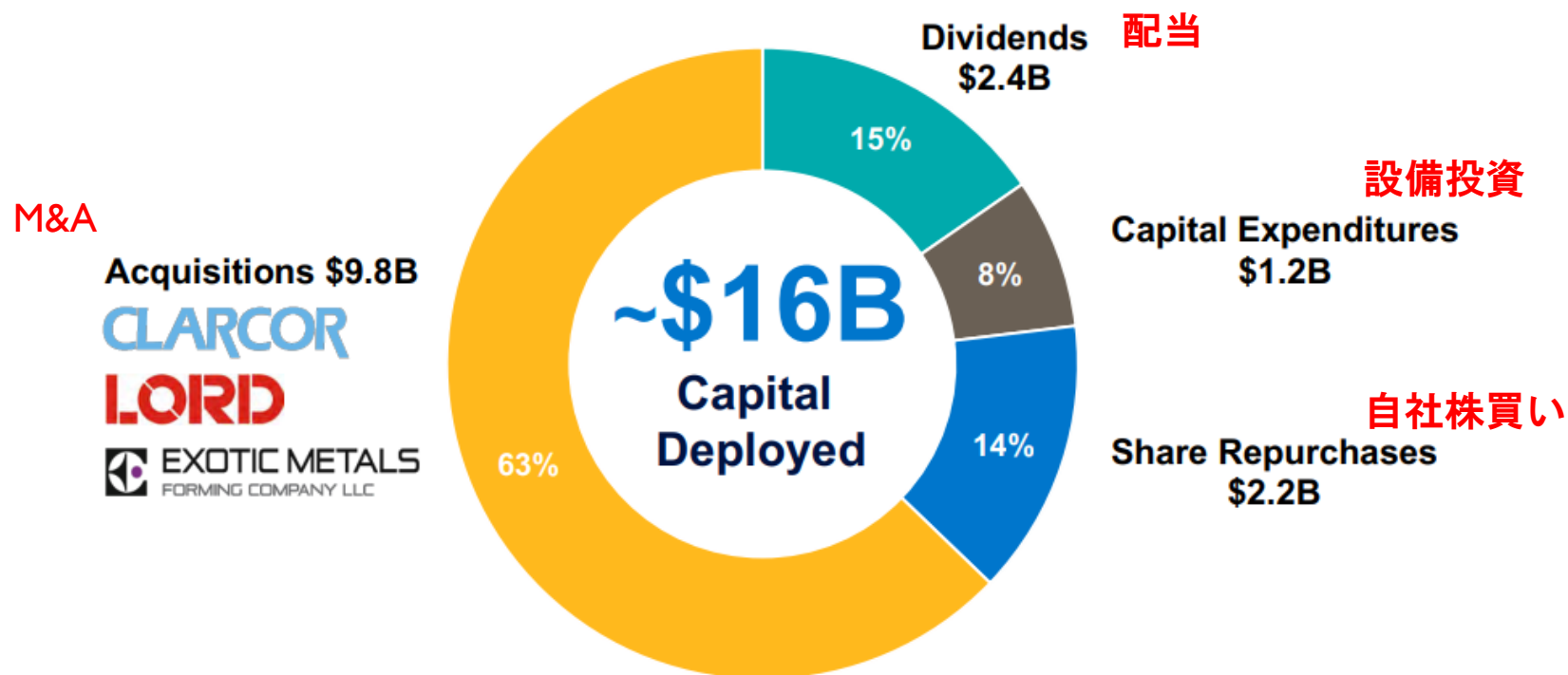
利益率も悪くないことを開示

# 過去6年の資金使途の見える化 (P.105)



## Active Capital Deployment Strategy

Prior 6 Year Period FY16 - FY21



# 今後6年の資金使途計画の見える化 (P.III)

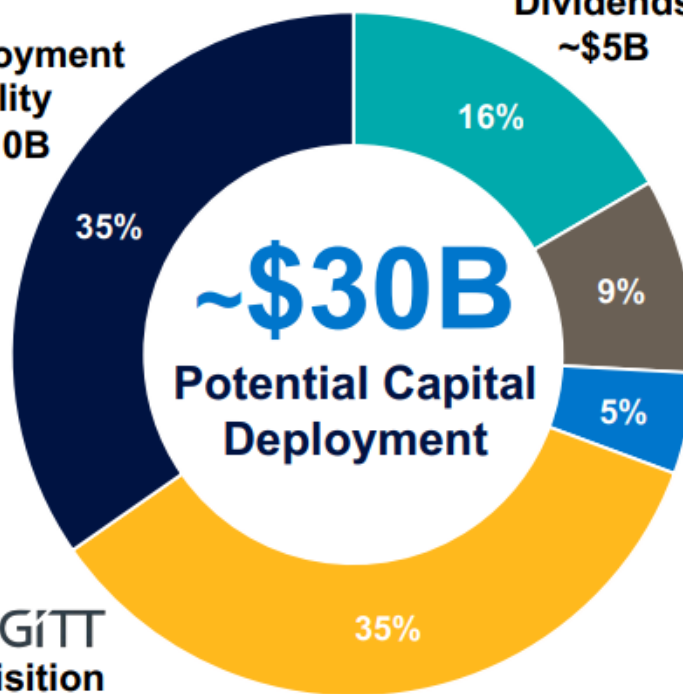


## Future Capital Deployment

Next 6 Year Period FY22G - FY27

臨機応変に機動性のある資金

Capital Deployment  
Optionality  
~\$5B-\$10B



~\$30B

Potential Capital  
Deployment

配当

過去6年対比で配当も設備投資も倍増、自社株買いは減らします、と明示

設備投資

Capital Expenditures  
~\$3B

自社株買い

Share Repurchases  
~\$1B

MEGGITT  
Acquisition  
~\$10B

M&A (既に発表済みでクローリング前の案件)

# 日本の会社に近い価値基準 “KAIZEN”

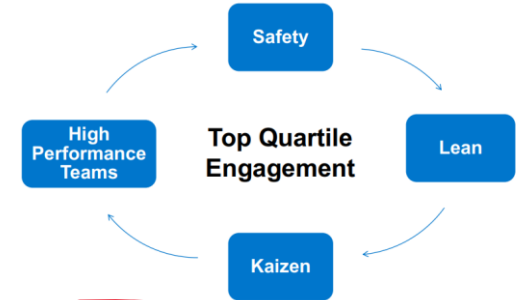


## Kaizen – “A Way of Life”

- Kaizen = Action
- Operator is the Focus
- Speed of Execution
- Step Change Mentality
- Drives Engagement
- Better Customer Experience



### Parker's Brand of Kaizen



## Engaged People Create an Ownership Culture

400+ Kaizen Weeks, ~10,000 Participants



# DISCLAIMER



## Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

**Tel:** +65 6931 3914

**Email:** [info@hibiki-path-advisors.com](mailto:info@hibiki-path-advisors.com)

**Website:** [www.hibiki-path-advisors.com](http://www.hibiki-path-advisors.com)

**Address:** 39 Temple Street, #02-01 Singapore (058584)

*Capital Market Services License (Singapore) – CMS100710-1*

■ Important Information: This document is prepared and issued by Hibiki Path Advisors Pte. Ltd. (HPA) and has not been reviewed by any regulatory authority. This document does not constitute an offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or enter into any other transaction. Its content must not be reproduced, distributed or transmitted without the prior written consent of HPA. Past performance is not indicative of future performance or returns. HPA does not guarantee or make any representations or warranties that any performance or returns referred to in this document will be achieved by the investment. This document contains general information only. HPA does not purport to provide any investment, financial, legal or other expert advice or recommendation in this document. You must not rely on this document as any such advice or any offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or to implement any investment strategy.