

### Oak キャピタル ～株式市場改革を追い風に成長～

アナリスト 堀 篤

東証2部 3113

株価 346円 (1月21日) 想定株価 490円 中期目標 850円

時価総額 166億円

単位 100株

Price Gap 要因：

中小型上場企業向けの投資銀行業務へ事業転換を行ってから5年近くが経過し、事業モデルとしての確立が評価されるべき環境が出来た。

株価位置は変わり始めているが、市況要因以外の企業価値が注目され始める局面にある。

Oak キャピタルは、主に時価総額が50億～100億程度の上場企業向け投資銀行業務を行う企業。ファイナンスのアドバイスを行い、投資するだけでなく、そのノウハウの中心は、投資先の企業をどのようにバリューアップさせるか、という部分にある。

ハンズオンで未上場企業へ投資をしていたノウハウの積み重ねを、上場企業の再生・バリューアップ事業にフルに活かし、2014年決算からは、その成果が業績に明確に表れ始めた。投資先企業の株式売買益が、売上総利益の全額と一致しており、その他の収益モデルを展開してはいないが、中期的には今後の新たな展開を模索している。

#### ① 投資先企業との共存共栄を目指す事業モデル

ここ1年程度の間、Oak キャピタルの投資主体としての名前は、急激に売れてきている。投資したフライトHD (3753) の業績の急反発と、30倍にまでなった株価が話題になって以降、「Oak 銘柄」なる言葉まで出始めるほど、同社の投資先には、期待値が高まるようになってきた。

同社はもともと、未上場企業への投資をハンズオンで展開してきた企業だったが、2010年頃から、上場企業向けの投資を本格化させ、そちらに経営資源をシフトさせてきた。

Oak キャピタルの2015年3月期2Qの売上高は51億52百万円、売上総利益（キャピタルゲイン）が19億14百万円、営業利益は15億円であったが、この数字は、前年同期比で、それぞれ2.9倍、2.6倍、4.1倍という数値だ。

もちろん「異次元緩和」による株式市場全体の明るさもプラス要因であるのは確かだが、

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

同社が投資対象としている中小型銘柄は、当然のことながら公的資金の官製相場とは関係がない。

つまり、同社の投資対象は、やはり業績に対する支援によって、企業価値がきちんと向上させないと、株価は十分には上がらないだろう。

そこで、直近の投資先の今期の業績動向を、概観してみる。

銘柄コード	銘柄	前期 営業利益	今期 営業利益 (四季報予想)	差額
3656	KLAB	▼1223 (変則)	2300	3341
2321	ソフトフロント	▼207	▼250	▼37
7992	セーラー	▼287	80	261
3753	フライト HD	179	200	21
3823	アクロティア	▼387	▼100	287
6721	ウインテスト	▼217	▼70	147
6618	大泉製作所	▼32	▼105	▼73
3840	パス	▼97	▼20	77
3350	レッド・プラネット・ジャパン	▼382	250	632
3323	レカム	101	160	59
合計		▼2552	2445	4715

同社資料から抽出できる、最近の投資先 10 社のうち、前期の黒字企業は 2 社しかないが、実は同社が投資した時期には、この 2 社も赤字であったと考えられる。

そして、これら 8 社の赤字企業のうち 6 社が業績好転を見込み、うち 3 社は黒字化が期待されている。ちなみに、この 10 社の前期営業利益の総額は 25 億 52 百万円の赤字だが、今

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

期予想（会社四季報）では、24億45百万円の黒字と、劇的な改善見通しとなっている。株価の上昇もさることながら、まだ予想とはいえ、こういった業績回復への支援、あるいは見通しの確かさが、同社の利益の源泉となっている。

## ② 投資方針など

同社は、時価総額50億円ほどの中小型銘柄で、優秀な技術や強い経営力を持っているにも関わらず、業績が思うようにいかないような企業と積極的に対話し、投資を進めてきた。

「投資先の経営陣と経営課題を共有でき、共にソリューションできるか」

「業績・株価のシミュレーションで30%以上の収益が見込めるか」

などが、同社の投資条件だ。

業績については同社からも販路を紹介し、新事業への展開を支援するが、これらの見通しには、4人のインベストメントバンカーが中心的な役割を果たす。

投資事業本部副本部長には、日本MAソリューション代表であった榎野氏（執行役員）が就き、投資検討会議で選別された案件を投資委員会で議論し、投資を決定する。

投資スキームは通常、第三者割当増資による新株と新株予約権を活用した手法をとることが多い。しかし、同社が注目する事項は、過去の市場動向・値動きから見た、「利益が出せる引受価格・行使価格の算定」ではなく、あくまで、経営陣と共に業績を伸ばし、株価をそれによって上昇させることができるかどうか、だという。

これらのコンサルテーション的な業務について、大きな付加価値はあるものの、それ自体を収益にすることはこれまでできてきたことがない。

また、投資決定には十分な議論を踏まえるが、撤退のルールもあり、これらの意思決定と運用が、同社業績の生命線となる。

## ③ 「上場廃止制度」など取引所の方向性が事業を後押しする

同社は、2010年来の事業方針の転換以来、最初の成功段階にある。しかしこれまで日本では、事業へのアドバイスと共に自前で投資をする事業スタイルは、上場企業としての成功事例があまりない。やはり、日本では株主が経営に口を出すには、役員を派遣しなくてはならない環境があり、そうすると結局は「買収」あるいは「敵対的買収」という形式をもってしか、大型の投資は成功しない（投資家側から見て）ことになってしまう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

そうでない場合、つまり純粋な株主として、経営に的確なアドバイスをを行い、かつ、それを経営陣が受け入れ、実践する、という理想的な形を実現するのは、これまでは「上場」という共通の目標を持った「VC（ベンチャーキャピタル）と未上場企業」という関係にしかみられなかった。

しかし、ここ数年で環境は変わったと言える。特に大きいのは、継続疑義や上場廃止に関するルールが明確化してきたことだ。取引所によってこれらのルールが確立され、上場企業は、このルールと戦わなくてはならなくなった。そして、そのために優良な株主がパートナーになってくれれば、株主と投資家は一体になれる、という状況が醸成されてきたと言える。

また、新株の引き受け手に関するチェックやコンプライアンスのバーが高くなっていることで、上場企業は、安易にファイナンスの引き受け手を決めることができなくなった。その点でも、上場企業であり、実績もある同社が、信頼できる引き受け手として注目されるのは、当然の流れだろう。

**Oak** キャピタルの事業モデルには、これらの環境変化が追い風になっている。

今後も、このような状況は続くだろう。取引所が導入を進める「スチュアードシップ・コード」などは、まさに同社の事業モデルを、制度にしてみた、という内容に近い。しかし、市場でのセカンダリー売買が主であるファンドと、新株の引き受けを前提とした事業支援をする同社では、会話の深さも真剣さも大きく異なるだろう。

いずれにしても、いま、資本市場の仕組みは、同社事業の推進を後押ししている。

投資事業で重要なのは、「実績と評判」だ。「**Oak** が引き受ければ、株価は上がる」という評価が定まれば、投資をただで勝手に他の投資家はその銘柄を買ってくれる。そのことが、株価を押し上げ、投資先の更なる調達力や事業能力を生み出す。そのことはもちろん、**Oak** の収益に結び付いていく。

いま、同社はこの好循環の入り口に立ちつつある。

## ① リスクと将来性

同社が急成長の段階にあるとはいえ、ビジネスモデルはいずれ変えていく必要に迫られるのは間違いないだろう。

この売り上げ規模で満足するのであれば、その必要はあまりないかもしれないが、事業を拡大していく上で、現在のような投資セグメントは、いずれ限界が来る。「時価総額が大きくなく、現状の業績は芳しくないがポテンシャルがある企業」は、徐々に減っていくから

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

だ。その一方で同社の投資資金が膨張するとなると、投資先のセグメントを変える必要に迫られるだろう。そのときに、同社は新たな事業モデル・投資モデルを構築することになる。

同社は現在、第一弾の高度成長期にある。これがあと 2 年程度で規模を拡大した状態で、事業構造が変化を起こすだろう。

中期的な投資対象として同社を考える場合、次にくるビジネスモデルと事業構造を、想定しておく必要はある。

同社によれば、現在少しずつ進めている「事業投資部門」（＜FM 軽井沢＞＜Digital POST＞などへの投資）の売り上げを、将来的には 50%程度まで高めたいと言う。

この「事業投資部門」がうまくいけば、これを継続的に収益にしていくことができる可能性は高い。あるいは、このような事業を M&A として上場企業に売り込むことも考えられる。しかし、それらの成功は、ここ 2 年間でどれだけの上場企業を育成し、この市場に影響力を残せるか、にかかっている。

現在の成功しつつある投資と全く別のラインの事業を育てるよりも、それをベースに活かした、別の投資銀行業務を展開することが、今のリードを中期的に保つ最も効率が良い戦略だろう。

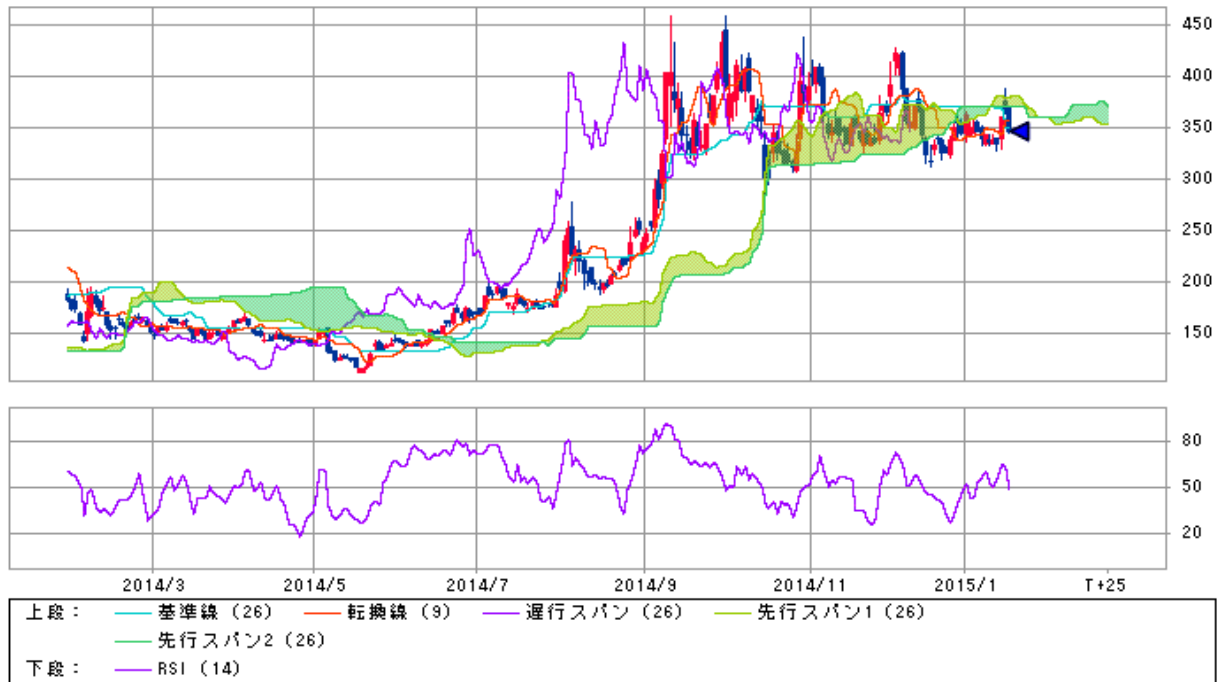
## ② バリュエーション

株価	346 円（1 月 21 日）	売上高成長率	
PBR	2.47 倍	予想 ROE	26.2%
予想 PER	9.73 倍 (当社予想EPSから算出)	自己資本比率	90.3%
予想EPS	36.5 円 (当社予想)	一株当たり包括利益 (当社予想)	43.9 円

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

### ③ テクニカル

日足・一目均衡表・RSI



\*チャートは野村ネット&コールより引用

株価は、昨年9月以降の急騰局面から、三角持合いに入っている。2月の3Q発表タイミングの頃に照準があった動きになり、同時期から株価は動意を見せそうだ。

一目均衡表は雲が薄く、上下にあまり抵抗帯があるとはいえない。RSIが、2月初頭に向け、少し下降する傾向を見せている。

短期的には3Qの発表まではボラティリティが減少し、その数値によっては大きな動きが出るのではないかと見られる。

### ④ 株価評価

想定する株価は、以下の方法によって算定を試みる。

同社の運用資可能資産を現状55億円とし、ここからの利回りを初年度35%、2年目3年目

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

を22%とする。

その後、90 億円近い運用資産から、事業モデル変化の可能性と法人税を考慮し、利回りは下がるものの、安定して毎年約12億円の税後キャッシュフローを生み出すことを想定。

3年後純資産額 110.5 億円

キャッシュフローのTV 119.5 億

とした場合、同社の時価総額=230 億円 株価 496 円

より単純化したモデルとしては、同社の一株当たり予想包括利益=43.9 円に対して、VCなどの平均的PERを10倍として、439円、コンサルティング等その他付加価値を勘案したPERを20倍として878円。

テクニカル的には、450円への挑戦を幾度か行っているが、ここが抜けていない状況。市場全体のエネルギーにもよるが、今後の中小型銘柄への物色期待も含め、450円程度を中心としてボックス圏の動きに移行し、一定のもみ合い期間の後は、更なる上昇に繋がる事が期待される。

結論：2月中旬以降からの動意で、430円～490円のボックス圏を形成し、更に第二段階として850円前後まで上昇する動きが期待できる。

## ■ 参考資料 ■

	2011年 (H23年)		2012年 (H24年)		2013年 (H25年)		2014年 (H26年)		四季2015 (H27年)		当社予想	
	売上	利益率	売上	成長率・利益率	売上	成長率・利益率	売上	成長率・利益率	売上	成長率・利益率	2015年 (H27年)	成長率・利益率
売上	4,351		926	-78.7%	1,538	66.1%	4,167	170.9%	7,500	80%	7,300	75.2%
売上総利益	1,015	23%	274	30%	576	37.5%	1,506	36.2%			2,520	34.5%
販売管理費	976	22%	920	9%	905	58.6%	936	22.5%			810	11.1%
営業利益	39	1%	-645	-70%	-329	-21.4%	570	13.7%	1,800	25.3%	1,710	23.4%
経常利益	8	0%	-656	-71%	-342	-22.2%	564	13.5%	1,800	25.3%	1,700	23.3%
純利益	115	3%	-659	-71%	-485	-31.5%	554	13.3%	1,800	25.3%	1,700	23.3%
包括利益	8	0%	-763	-82%	-543	-5.5%	884	21.2%			2,100	28.8%
配当	0		0		0		0		0			
純資産	2,637	63%	1,891	77.5%	1,269	71.1%	4,192	95.7%	6,500	90.3%	6,500	90.3%
総資産	3,179		2,439		1,785		4,380		7,200		7,200	
ROE	4.36%		-34.85%		-38.22%		13.22%		29.23%		26.2%	
ROA	0.25%		-26.90%		-19.16%		12.85%		26.38%		23.6%	
一株当たり包括利益							19.06				43.93	
EPS							11.95		40.97		35.56	
BPS							90.40		140.17		135.98	

	2011	2012	成長率	2013	成長率	2014	成長率	株価	346
インベストメント・サービス	3,450	232	-93%	879	279%	3,799	332%	PER	9.73
営業利益	-6	-579	-2	-276	-0	650	17%	PBR	2.47
アパレル事業	108	62	-43%	11	-82%	10	-9%		
営業利益	35	-37	-1	-45	-4	-48	-480%		
産業資材事業	662	523	-21%	545	4%	356	-35%		
営業利益	9	-35	-0	-18	-0	-34	-10%		
リース・マネジメント事業	130	108	-17%	101	-6%	0			
営業利益	2	6	0	11	0	0			
発行済み株式数	22,164,598	22,342,247		24,242,244		46,372,756			

PERは四季報予想に基づく今期末予想PER  
PBRは2Q期末、自己資本の期首期末平均はせず期末ベース  
ROE、ROA、D/E/EL/シオとも、期首期末平均はせず期末ベース

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

## 本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。