

## 業界別の企業価値分析レポート

## マンション開発・分譲/不動産仲介

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 2020年10月28日

## 時価総額に対して株主価値2倍シナリオを提示

本レポートにおいて、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）は、特定の業界ごとに ROIC でランキングをおこない、上位企業について時価総額2倍シナリオの前提条件を示す。今回は、日経業種分類で、マンション開発・分譲/不動産仲介に分類されている企業で、分析時点で今期の売上高計画値が発表済で、会社計画売上高で300億円以上の企業を対象とした。

## 分析対象企業リスト

code	name	企業概要	直前決算期	直前期売上高	今期売上高計画値	直前期営業利益	今期営業利益会社計画値	直前期当期利益	今期当期利益会社計画値	時価総額	直前期当期利益ベース PER
8850	スターツコーポレーション(株)	賃貸仲介事業および売買仲介事業は、不動産営業店舗「ピタットハウス」を出店し、賃貸アパート・マンションの募集管理、住宅の販売代理等を行う。	2020/03	209,091	190,000	23,912	15,500	15,059	10,000	129,164	12.9
8909	㈱ シノケングループ	サテライト層を対象に「資産づくり」を目的とした投資用アパート経営の提案を行う不動産セールス事業が主力。	2019/12	95,787	102,000	9,754	10,500	5,875	7,000	37,981	5.4
8928	六吹興産(株)	中国・四国地方などで「アルファ」シリーズなどのマンション分譲、不動産仲介などを中心とした不動産関連事業を手がける。	2020/06	95,379	99,000	5,744	4,500	3,282	2,700	17,996	6.7
3244	サムティ(株)	賃貸収益をベースに賃貸マンションの企画・開発・販売、資産運用を行うアセットマネジメント事業、物件管理を行うプロパティマネジメント事業、ビジネスホテルの企画・開発・保有・運営までを行い、「総合不動産業」を標榜する。	2019/11	85,552	95,500	15,395	15,300	9,740	9,100	69,652	7.7
8935	㈱ エフ・ジー・ネクス	主に首都圏で資産運用を目的とした都市型マンションの企画、開発、分譲を行う。	2020/03	84,840	71,000	10,412	7,500	6,732	5,000	33,053	6.6
8881	㈱ 日神グループホールディングス	首都圏を営業基盤として分譲マンションの企画・販売、不動産の賃貸・受託管理などを行うマンションデベロッパー。	2020/03	82,116	75,000	5,058	4,500	3,949	3,800	18,781	4.9
8892	㈱ 日本エスコン	分譲マンションの開発を中核に、商業開発、ホテル開発などを展開する不動産デベロッパー。	2019/12	72,106	86,000	12,912	13,300	8,155	8,500	69,160	8.1
8877	エスリード(株)	関西を地盤とするマンションデベロッパー。	2020/03	61,638	64,000	7,948	7,200	5,070	4,050	20,879	5.2
3491	㈱ GA technologies	中古不動産と購入希望者をウェブサイトなどでマッチングする「RENOSEY（リノシー）」を運営。	2019/10	39,286	61,000	1,193	1,800	510	770	99,945	129.8

(出所) FactSet,日経 Needs データより JPR 作成, 2020年10月20日時点、以下すべて出所は同じ。

## 重要メッセージ

2020年10月20日時点で入手可能なデータによる会社計画値ベースの ROIC のランキング（次頁）において、第一位シノケングループ(8909)、第二位 GA technologies(3491)、第三位、日本エスコン(8892)の上位3社について時価総額に対して株主価値2倍シナリオの分析をおこなった。分析結果からは、すべて実現可能性のある時価総額2倍シナリオは構築可能と判断している。2倍シナリオの実現可能性で順位をつけるとシノケングループ> 日本エスコン> GA technologies となろう。

## 2倍シナリオの実現可能性

シノケングループについては、ストレステストを行い検証した結果を反映して2倍シナリオの実現可能性が最も高いと判断した。仮に2020年12月期は会社計画比で10%減益（その後も2031年まで予想値から10%減少）、売上が5%減少（同様にその後も5%減少）した場合でも、株主価値は時価総額の2倍以上と推計されるからである。

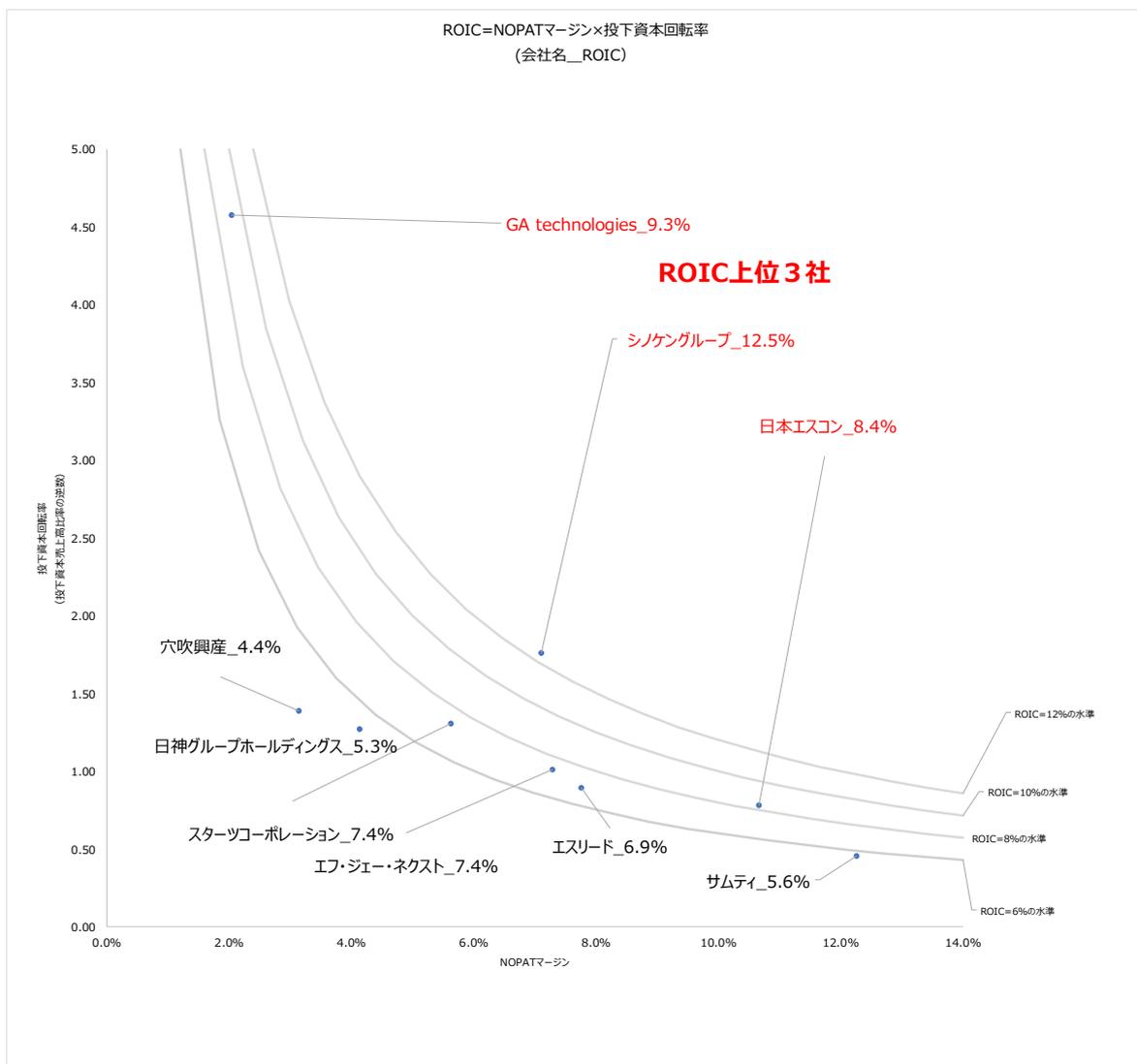
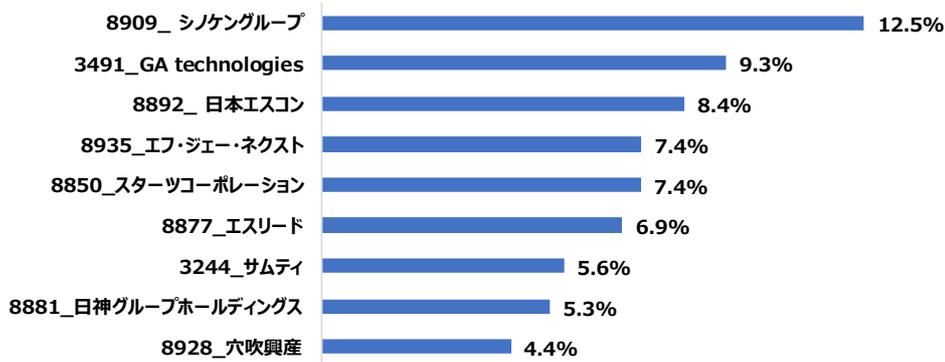
シノケングループは、「アパート」のイメージが強く、業界の不正問題などに引っ張られ、過少評価されているようだが、直近のリリースや説明資料等を分析すると、近年は介護やエネルギー事業など幅広く事業構造を変化させ、不動産テックにも注力し、海外（特にインドネシア）においても成果を上げつつある。当分析のような客観的な切り口・事実が一般投資家に広く認識されるならば、2倍シナリオの実現可能性が十分あるといえる。

一方、実現可能性が相対的に低いと思われるGA technologiesが2倍シナリオを達成するには、今後も業績を大きく伸ばし続ける必要があり、さらに利益率についても改善する必要がある。現状のトレンドから見て不可能ではないが、減益のうえで全く成長しなくても2倍シナリオが実現するシノケングループと比較すると実現可能性は相対的に低いと判断した。GA technologiesについては現状株価は成長価値が既に相当織り込まれているものと思われ、期待感が剥落すると大きく株価が下がるリスクがある。

## ROIC ランキング

ROIC のランキングを見ると、第一位は、シノケングループ(8909)、第二位は GA technologies (3491)、第三位は、日本エスコ(8892)である。それらについて一律 WACC5%を前提に株主価値分析をおこない分析時点での時価総額 2 倍シナリオについて仮説を立ててみる。

## ROIC (投下資本は直近四半期末、税引き後営業利益は今期計画ベース)



(出所) FactSet,日経 Needs データより JPR 作成, 2020 年 10 月 20 日時点、以下すべて出所は同じ。

# ROIC 上位 3 社の株主価値 = 時価総額 2 倍シナリオ分析

## 8909:(株) シノケングループの株主価値 = 時価総額 2 倍シナリオ

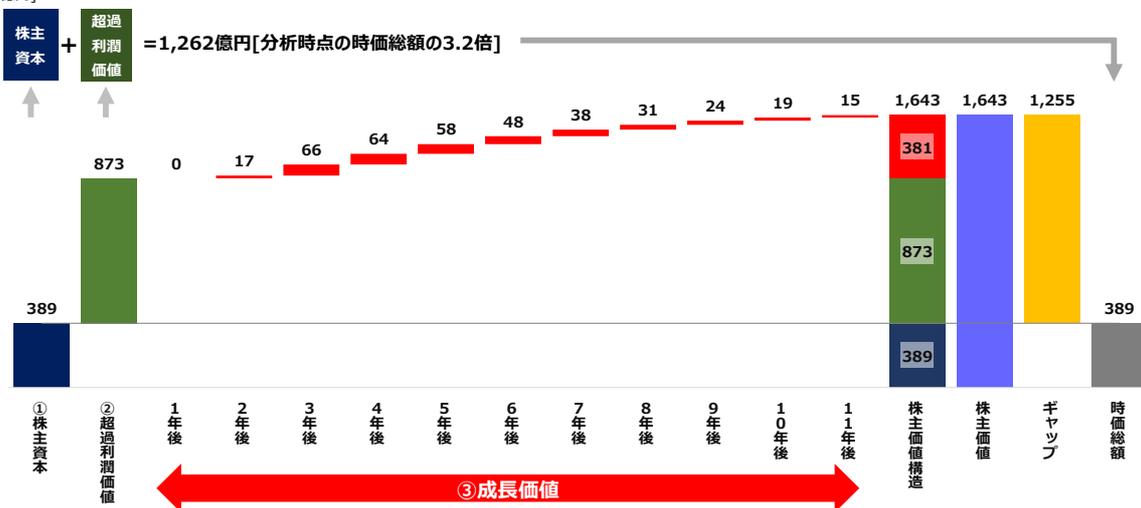
会社計画値ベースのシミュレーション : WACC5%前提

2021 年 12 月期以降成長しなくても株主価値は 3.2 倍と推計され 2 倍シナリオが達成済。

シノケングループ(8909)は業界内トップの ROIC にも関わらず、PBR が 1 倍以下で割安である。原因として、2019 年 12 月期に前期比で売上高がマイナス 14%となったことがあげられる。投資家から低評価となり、超過利潤価値 873 億円 + 株主資本簿価 389 億円 (=成長ゼロの株主価値) だけで 1,262 億円の株主価値と試算されるが、時価総額は 400 億円以下にとどまっている。

### ■ 会社計画ベース : 現状の株主価値 VS 時価総額分析

[単位: 億円]



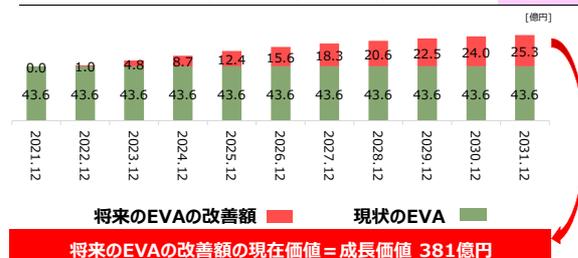
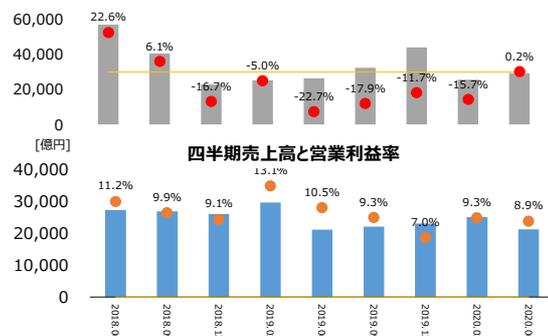
過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

年度	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
売上高	1,020	1,230	1,338	1,444	1,901
前年比成長率	0.0%	20.6%	8.8%	7.9%	1.9%
営業利益	105.0	115.0	125.0	135.0	177.8
営業利益率	10.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
NOPAT	72.6	79.5	86.4	93.3	122.9
NOPATマージン	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
投下資本/売上高	56.8%	56.8%	56.8%	56.8%	56.8%
ROIC	12.5%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

過去の業績 (今期は会社計画)

	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12 (今期計画)
売上高	813	1,059	1,114	958	1,020
成長率	47.6%	30.3%	5.1%	-14.0%	6.5%
営業利益	105.7	129.2	118.4	97.5	105.0
営業利益率	13.0%	12.2%	10.6%	10.2%	10.3%
NOPATマージン	9.0%	8.4%	7.4%	7.1%	7.1%
投下資本/売上高	51.2%	53.6%	59.0%	77.0%	56.8%
ROIC	17.6%	15.7%	12.5%	9.2%	12.5%

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

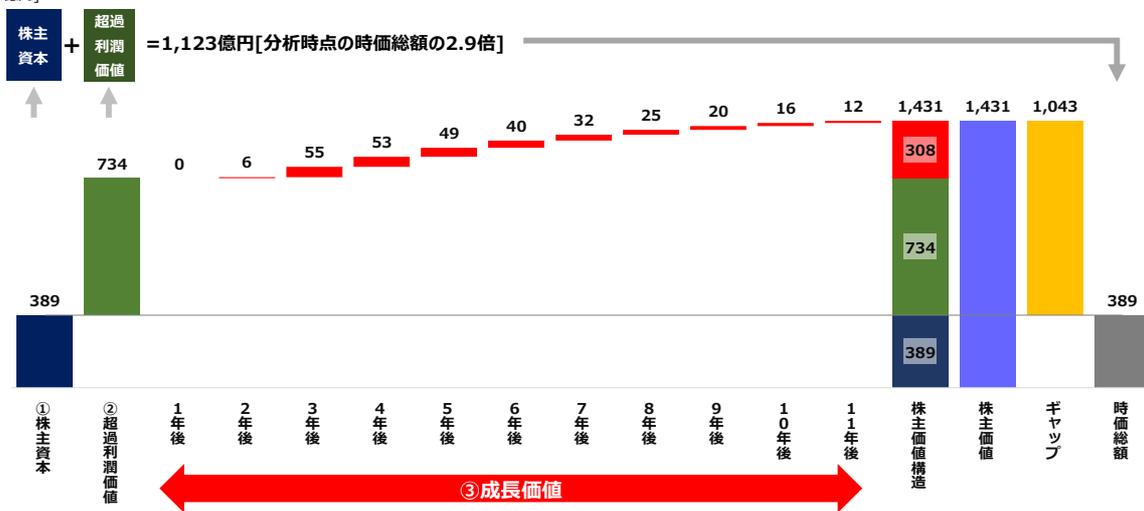
[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

## ストレステスト：会社計画値より営業利益が減益 10%、その後も 10%減益 WACC5%前提 株主資本+超過利潤価値は時価総額の 2.9 倍と推計。ストレステストでも 2 倍シナリオ達成

前頁の前提（2031 年までの 11 年後までの会社予想値）に対して、一律で 2031 年まで営業利益を 10%減少、売上を 5%減少する想定ストレステストをおこなった。それでも超過利潤価値+株主資本簿価の合計は 1,123 億円となり分析時点での時価総額の 2.9 倍となっている。会社計画が 1 割下ぶれても、時価総額 2 倍は理論的には実現可能といえる。なお、分析時点で株主資本+超過利潤価値が時価総額の 2 倍以上となっているため「株主価値 = 時価総額 2 倍シナリオ」のシミュレーション分析の提示は省略する。

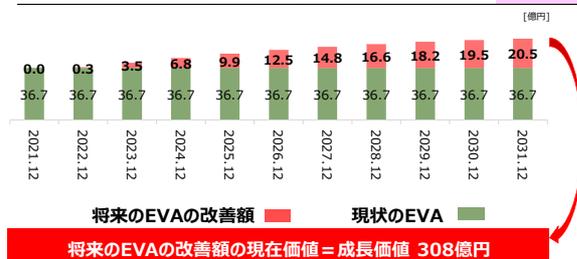
### ■ ストレステスト：現状の株主価値 VS 時価総額分析

[単位：億円]



過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

年度	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
売上高	969	1,169	1,271	1,372	1,806
前年比成長率	0.0%	20.6%	8.8%	7.9%	1.9%
営業利益	94.5	103.5	112.5	121.5	160.0
営業利益率	9.8%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
NOPAT	65.3	71.6	77.8	84.0	110.6
NOPATマージン	6.7%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
投下資本/売上高	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%
ROIC	11.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%



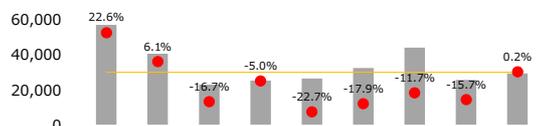
上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

過去の業績（今期は会社計画）

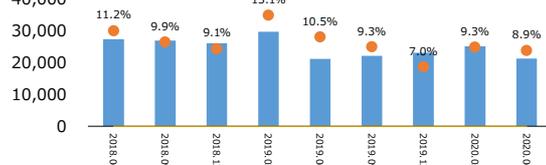
ストレステスト

	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
売上高	813	1,059	1,114	958	969
成長率	47.6%	30.3%	5.1%	-14.0%	1.2%
営業利益	105.7	129.2	118.4	97.5	94.5
営業利益率	13.0%	12.2%	10.6%	10.2%	9.8%
NOPATマージン	9.0%	8.4%	7.4%	7.1%	6.7%
投下資本/売上高	51.2%	53.6%	59.0%	77.0%	59.1%
ROIC	17.6%	15.7%	12.5%	9.2%	11.4%

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



四半期売上高と営業利益率



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

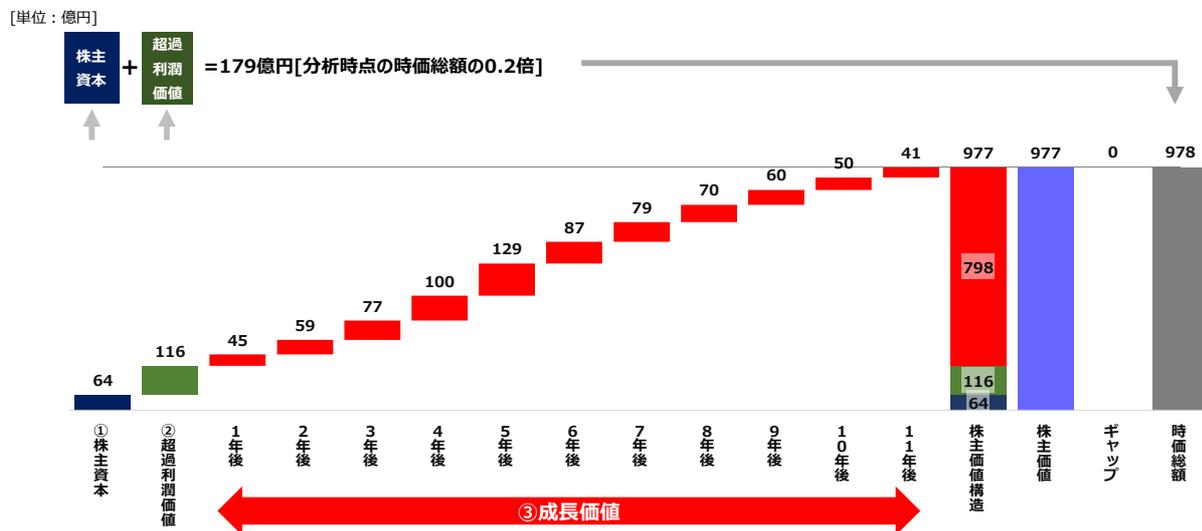
# 3491:株GA technologiesの株主価値 = 時価総額 2倍シナリオ

会社計画値ベースのシミュレーション：WACC5%前提

株主資本 + 超過利潤価値の合計が 200 億だが高成長が評価され成長価値が 800 億円

GA technologies(3491)は株主資本 + 超過利潤価値の合計が 200 億円未満であるが、潜在的な成長価値が 800 億円近くあり、その結果を反映して時価総額が 978 億円となっていると推計される。株主価値 = 時価総額 2 倍のシナリオを分析する前に、現状の時価総額を説明する財務前提を推計した。前年同期比 24%の売上成長を 5 年維持し、営業利益率が現状の 3.0%から 4%近くまで 2024 年 10 月期までに改善することが 978 億円の時価総額を説明する前提となると推計される。成長シナリオに疑義が生じると成長価値が大きく下がるリスクは潜在的に存在している。

## ■ 会社計画値ベース：現状の株主価値 VS 時価総額分析

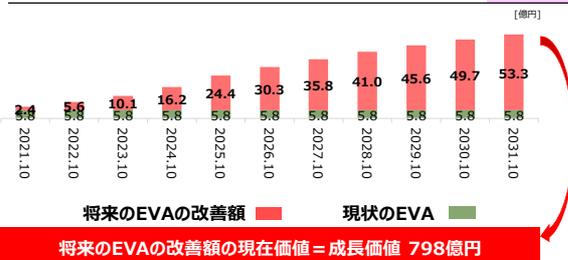


過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

年度	2021.10	2022.10	2023.10	2024.10	2031.10
売上高	758	941	1,169	1,452	3,528
前年比成長率	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	6.3%
営業利益	23.8	31.4	41.4	54.7	141.1
営業利益率	3.1%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%
NOPAT	16.4	21.7	28.6	37.8	97.6
NOPATマージン	2.2%	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%
投下資本/売上高	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
ROIC	9.9%	10.5%	11.2%	11.9%	12.7%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

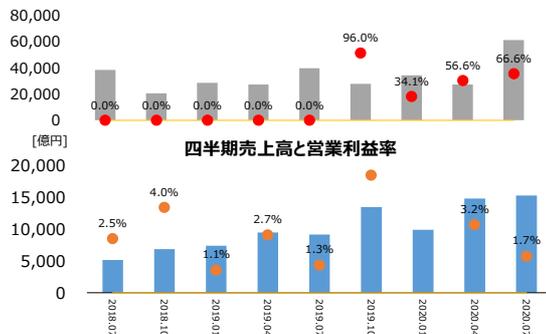
過去の業績（今期は会社計画）

	2016.10	2017.10	2018.10	2019.10	2020.10
売上高	54	96	201	393	610
成長率	NA	77.9%	110.6%	95.2%	55.3%
営業利益	-0.8	3.6	6.8	11.9	18.0
営業利益率	-1.4%	3.7%	3.4%	3.0%	3.0%
NOPATマージン	-1.0%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%
投下資本/売上高	0.0%	5.8%	3.2%	8.5%	21.8%
ROIC	NA	44.1%	72.0%	24.9%	9.3%



上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

## 株主価値=時価総額 2 倍シナリオ

前年同期比 30%の売上成長を 5 年維持し、営業利益率 5 %へ 5 年後に改善すると株主価値=時価総額 2 倍シナリオが見えてくる。過去の実績から見て不可能ではないシナリオである。

### ■ 株主価値 = 時価総額 2 シナリオ

## 3491:(株)GA technologies

### 実績

項目	数値	前提
売上高[億円]	<b>610</b>	2020年10月期（会社計画値）ベース
営業利益[億円]	<b>18</b>	2020年10月期（会社計画値）ベース
営業利益率	<b>3.0%</b>	2020年10月期（会社計画値）ベース
3年間の売上高成長率	<b>74.1%</b>	今期会社計画の営業利益率2020年10月期売上高（実績） ~2020年10月期売上高（会社計画値）
株価[円]	<b>9,980</b>	2020年10月20日終値ベース
時価総額[億円]	<b>978</b>	2020年10月20日終値ベース

### シミュレーション結果・推計値

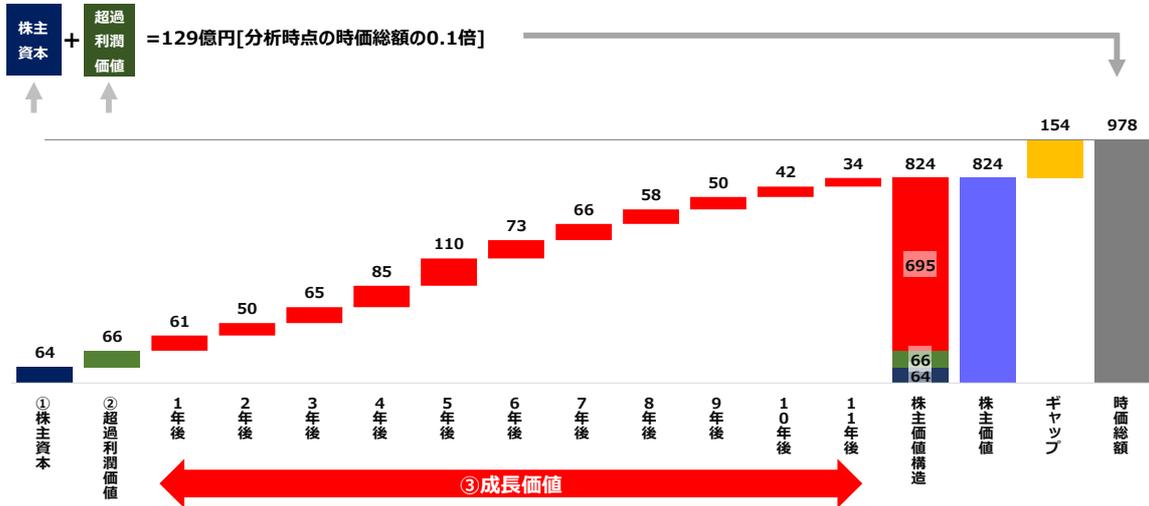
推計の時間軸	2020年10月期売上高 (計画値) ~ 2025年10月期の売上高 年率成長率	推計対象	2025年10月期の営業利益率				
			3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
2025年10月期末	30.0%	<b>売上高</b> [億円]	2,264.9	2,264.9	2,264.9	2,264.9	2,264.9
	20.0%		1,517.9	1,517.9	1,517.9	1,517.9	1,517.9
	10.0%		982.4	982.4	982.4	982.4	982.4
	2.0%		673.5	673.5	673.5	673.5	673.5
	30.0%	<b>営業利益</b> [億円]	67.9	90.6	113.2	135.9	158.5
	20.0%		45.5	60.7	75.9	91.1	106.3
	10.0%		29.5	39.3	49.1	58.9	68.8
	2.0%		20.2	26.9	33.7	40.4	47.1
	30.0%	<b>営業利益上昇 倍率</b> [今期計画値比、倍]	3.8	5.0	6.3	7.5	8.8
	20.0%		2.5	3.4	4.2	5.1	5.9
	10.0%		1.6	2.2	2.7	3.3	3.8
	2.0%		1.1	1.5	1.9	2.2	2.6
シミュレーション結果が 現時点で 株価に 織り込まれた前提	30.0%	<b>時価総額</b> [億円]	835	1,361	1,886	2,410	2,933
	20.0%		485	767	1,048	1,328	1,608
	10.0%		289	435	580	724	868
	2.0%		199	283	366	448	531
	30.0%	<b>株価</b> [円]	8,520	13,889	19,245	24,593	29,933
	20.0%		4,950	7,828	10,695	13,555	16,410
	10.0%		2,950	4,437	5,917	7,391	8,861
	2.0%		2,031	2,885	3,733	4,576	5,415
	30.0%	<b>株価上昇倍率</b> [前提終値比、倍]	0.85	1.39	1.93	2.46	3.00
	20.0%		0.50	0.78	1.07	1.36	1.64
	10.0%		0.30	0.44	0.59	0.74	0.89
	2.0%		0.20	0.29	0.37	0.46	0.54

## ストレステスト：会社計画値より営業利益が減益 10%、その後も 10%減益、WACC5%前提

前頁の前提よりも一律営業利益が 10%減少、売上は 5%減少するというストレステストをおこなった。その結果は、株主価値は 824 億円となり、現状の時価総額よりも 15%低い水準となる。

### ■ ストレステスト：現状の株主価値 VS 時価総額分析

[単位：億円]



過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

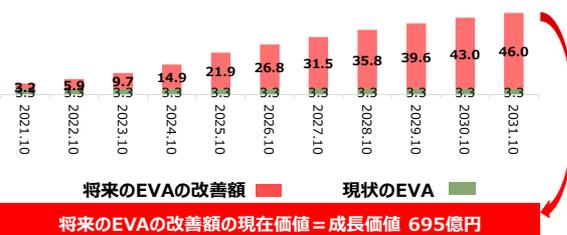
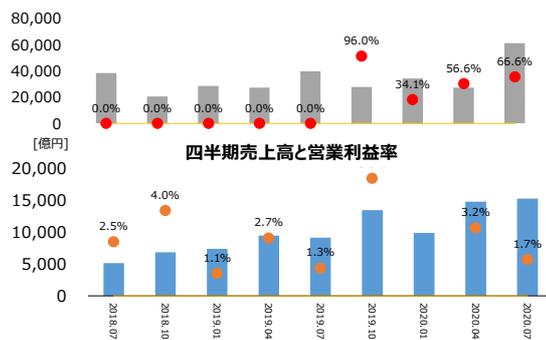
年度	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
2021.10	2022.10	2023.10	2024.10	2031.10	
売上高	720	894	1,111	1,380	3,352
前年比成長率	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	6.3%
営業利益	21.4	28.2	37.3	49.2	127.0
営業利益率	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%
NOPAT	14.8	19.5	25.8	34.0	87.8
NOPATマージン	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%
投下資本/売上高	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
ROIC	8.9%	9.5%	10.1%	10.7%	11.4%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

過去の業績（今期は会社計画）

ストレステスト

	2016.10	2017.10	2018.10	2019.10	2020.10
売上高	54	96	201	393	580
成長率	NA	77.9%	110.6%	95.2%	47.5%
営業利益	-0.8	3.6	6.8	11.9	14.4
営業利益率	-1.4%	3.7%	3.4%	3.0%	2.5%
NOPATマージン	-1.0%	2.6%	2.3%	2.1%	1.7%
投下資本/売上高	0.0%	5.8%	3.2%	8.5%	23.0%
ROIC	NA	44.1%	72.0%	24.9%	7.5%

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

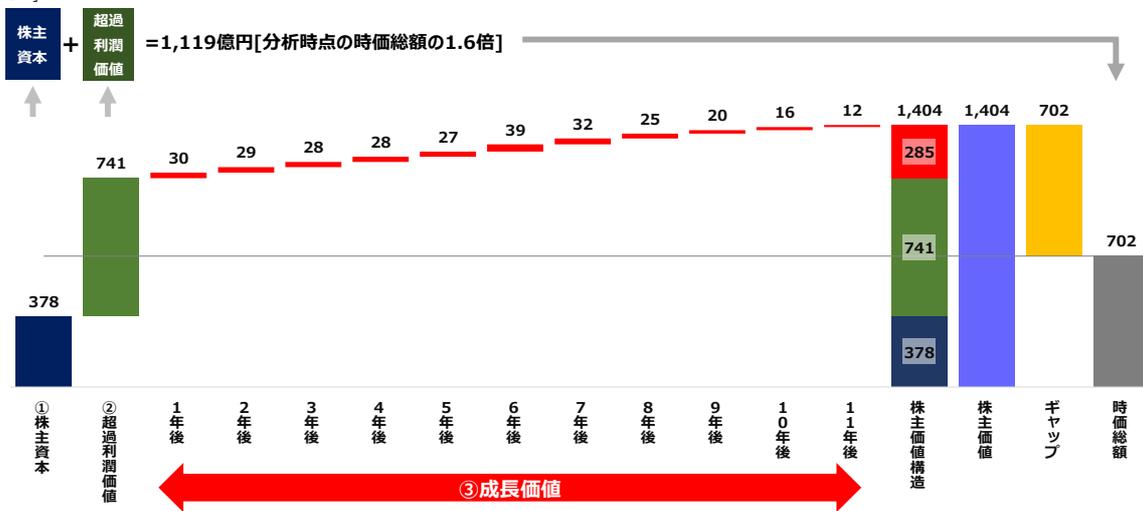
## 8892:(株) 日本エスコンの株主価値 = 時価総額 2倍シナリオ

### 会社計画値ベースのシミュレーション : WACC5%前提

日本エスコンは、PBRが1以上であるが、時価総額は、株主資本 + 超過利潤価値の合計額1,119億円を下回っている。今後5年程度で売上成長率が7%程度で推移し、営業利益率が穏やかに低下して14%台になるシナリオで株主価値 = 時価総額 2倍シナリオの実現が試算できる。売上成長は足元で20%以上を続けていること、今期を含めて営業利益率は4年連続で14%をうわまわっていることを考えると株主価値 = 時価総額 2倍シナリオは十分に現実性があるといえる。そのほかの株主価値 = 時価総額 2倍シナリオのシミュレーションは次頁を参照されたい。

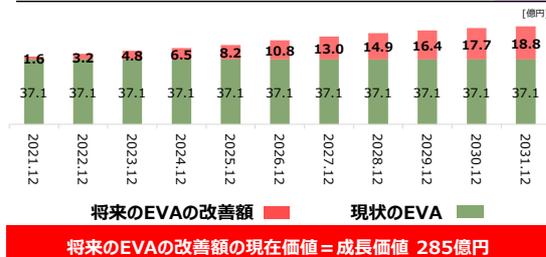
### 現状の株主価値 VS 時価総額分析

[単位: 億円]



過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

年度	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2031.12	
売上高	922	989	1,061	1,137	1,504
前年比成長率	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	1.9%
営業利益	141.0	149.5	158.5	168.0	219.6
営業利益率	15.3%	15.1%	14.9%	14.8%	14.6%
NOPAT	97.5	103.3	109.6	116.1	151.8
NOPATマージン	10.6%	10.4%	10.3%	10.2%	10.1%
投下資本/売上高	127.7%	127.7%	127.7%	127.7%	127.7%
ROIC	8.3%	8.2%	8.1%	8.0%	7.9%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

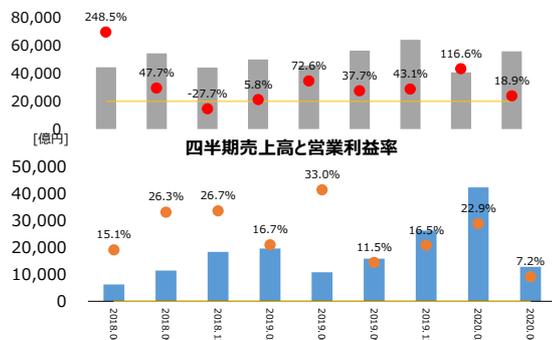


上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

過去の業績 (今期は会社計画)

	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
売上高	343	447	543	721	860
成長率	24.0%	30.2%	21.5%	32.7%	19.3%
営業利益	46.8	70.4	115.6	129.1	133.0
営業利益率	13.6%	15.7%	21.3%	17.9%	15.5%
NOPATマージン	9.4%	10.9%	14.7%	12.4%	10.7%
投下資本/売上高	155.3%	154.0%	135.2%	124.4%	127.7%
ROIC	6.1%	7.1%	10.9%	10.0%	8.4%

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

■ 株主価値 = 時価総額 2 シナリオ

## 8892:(株) 日本エスコ

### 実績

項目	数値	前提
売上高[億円]	<b>860</b>	2020年12月期 (会社計画値) ベース
営業利益[億円]	<b>133</b>	2020年12月期 (会社計画値) ベース
営業利益率	<b>15.5%</b>	2020年12月期 (会社計画値) ベース
3年間の売上高成長率	<b>25.8%</b>	今期会社計画の営業利益率2020年12月期売上高 (実績) ~2020年12月期売上高 (会社計画値)
株価[円]	<b>976</b>	2020年10月20日終値ベース
時価総額[億円]	<b>702</b>	2020年10月20日終値ベース

### シミュレーション結果・推計値

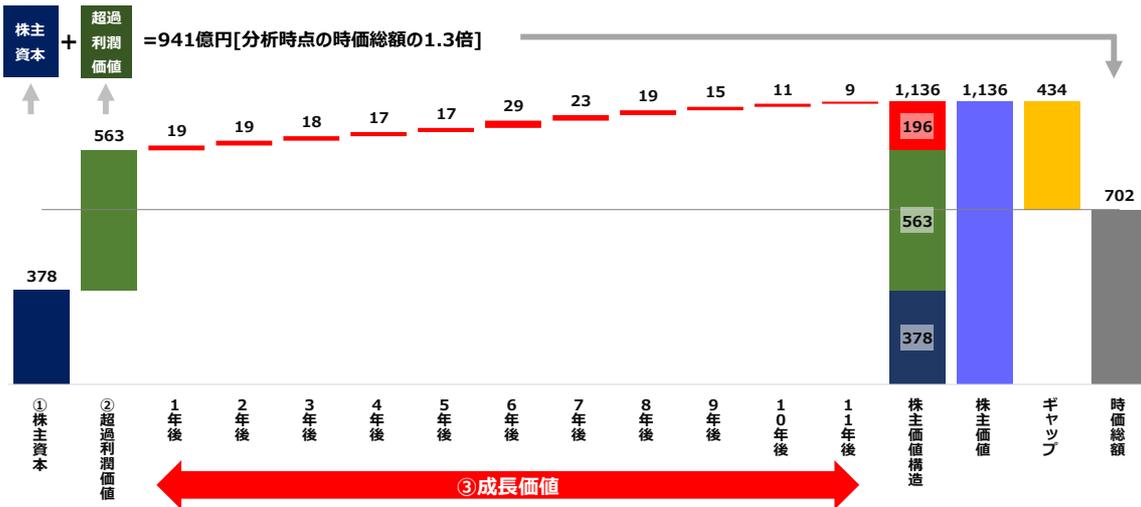
推計の時間軸	2020年12月期売上高 (計画値) ~ 2025年12月期の売上高 年率成長率	推計対象	2025年12月期の営業利益率				
			12.0%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%
2025年12月期末	30.0%	<b>売上高</b> [億円]	3,193.1	3,193.1	3,193.1	3,193.1	3,193.1
	20.0%		2,140.0	2,140.0	2,140.0	2,140.0	2,140.0
	10.0%		1,385.0	1,385.0	1,385.0	1,385.0	1,385.0
	2.0%		949.5	949.5	949.5	949.5	949.5
	30.0%	<b>営業利益</b> [億円]	383.2	447.0	510.9	574.8	638.6
	20.0%		256.8	299.6	342.4	385.2	428.0
	10.0%		166.2	193.9	221.6	249.3	277.0
	2.0%		113.9	132.9	151.9	170.9	189.9
	30.0%	<b>売上高</b> [今期計画値比、倍]	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
	20.0%		2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	10.0%		1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
	2.0%		1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
30.0%	<b>営業利益</b> [今期計画値比、倍]	2.9	3.4	3.8	4.3	4.8	
20.0%		1.9	2.3	2.6	2.9	3.2	
10.0%		1.2	1.5	1.7	1.9	2.1	
2.0%		0.9	1.0	1.1	1.3	1.4	
シミュレーション結果が 現時点で 株価に 織り込まれた前提	30.0%	<b>時価総額</b> [億円]	2,576	4,065	5,552	7,036	8,519
	20.0%		1,606	2,406	3,203	3,999	4,793
	10.0%		1,060	1,474	1,887	2,299	2,710
	2.0%		807	1,045	1,283	1,520	1,755
	30.0%	<b>株価</b> [円]	3,581	5,651	7,717	9,780	11,841
	20.0%		2,233	3,344	4,452	5,559	6,663
	10.0%		1,473	2,049	2,623	3,195	3,766
	2.0%		1,121	1,453	1,783	2,112	2,440
	30.0%	<b>株価</b> [前提終値比、倍]	3.67	5.79	7.91	10.02	12.13
	20.0%		2.29	3.43	4.56	5.70	6.83
	10.0%		1.51	2.10	2.69	3.27	3.86
	2.0%		1.15	1.49	1.83	2.16	2.50

### ストレステスト：会社計画値より営業利益が減益 10%、その後も 10%減益 WACC5%前提

P8 の前提よりも一律営業利益が 10%減少、売上は 5%減少するというストレステストをおこなった。その結果、株主価値は 1,136 億円と時価総額の 1.6 倍と推計された。ストレステストがあっても十分なアップサイドがあるといえる。

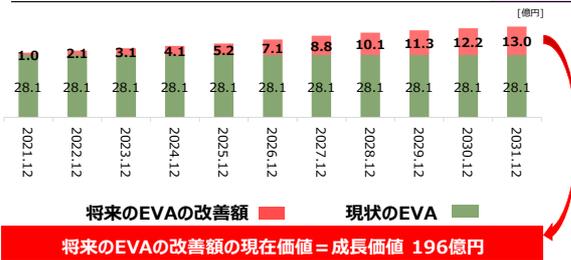
### ■ ストレステスト：現状の株主価値 VS 時価総額分析

[単位：億円]



過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

年度	JPR予測1年後	JPR予測2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
売上高	876	940	1,008	1,081	1,429
前年比成長率	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	1.9%
営業利益	126.9	134.5	142.6	151.2	197.6
営業利益率	14.5%	14.3%	14.2%	14.0%	13.8%
NOPAT	87.7	93.0	98.6	104.5	136.6
NOPATマージン	10.0%	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%
投下資本/売上高	133.7%	133.7%	133.7%	133.7%	133.7%
ROIC	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%	7.2%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%



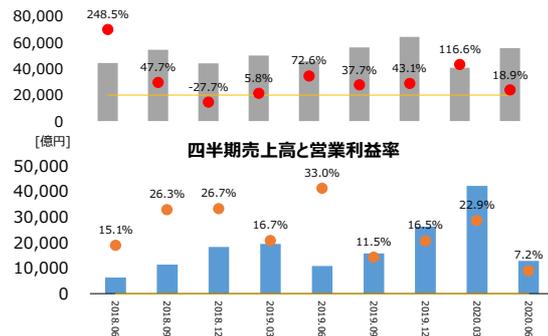
上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

過去の業績 (今期は会社計画)

ストレステスト

	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
売上高	343	447	543	721	817
成長率	24.0%	30.2%	21.5%	32.7%	13.3%
営業利益	46.8	70.4	115.6	129.1	119.7
営業利益率	13.6%	15.7%	21.3%	17.9%	14.7%
NOPATマージン	9.4%	10.9%	14.7%	12.4%	10.1%
投下資本/売上高	155.3%	154.0%	135.2%	124.4%	133.7%
ROIC	6.1%	7.1%	10.9%	10.0%	7.6%

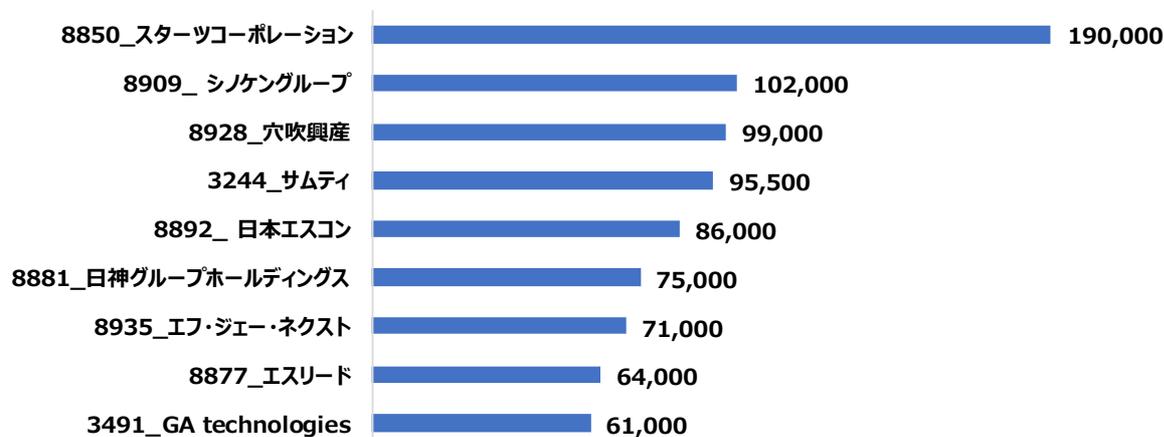
[億円] 期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



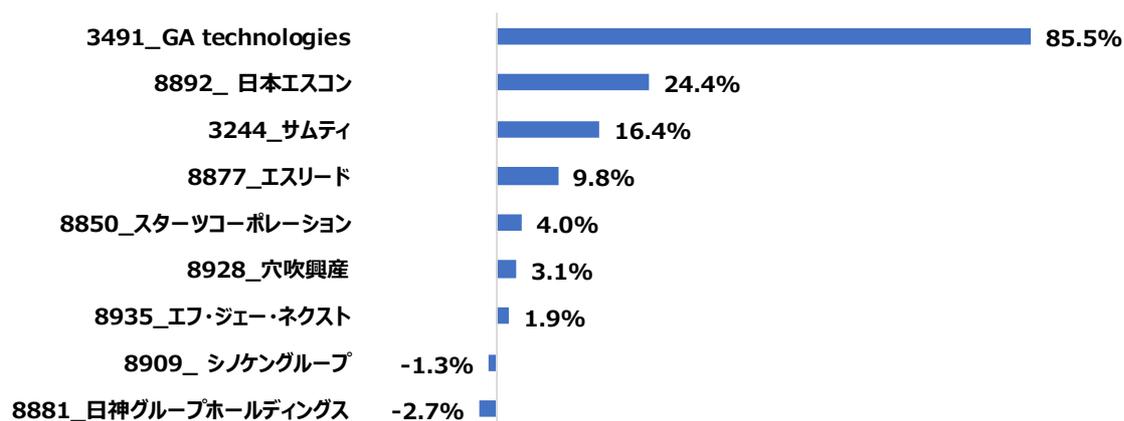
[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2020年10月20日時点]

## 株主価値指標ランキング

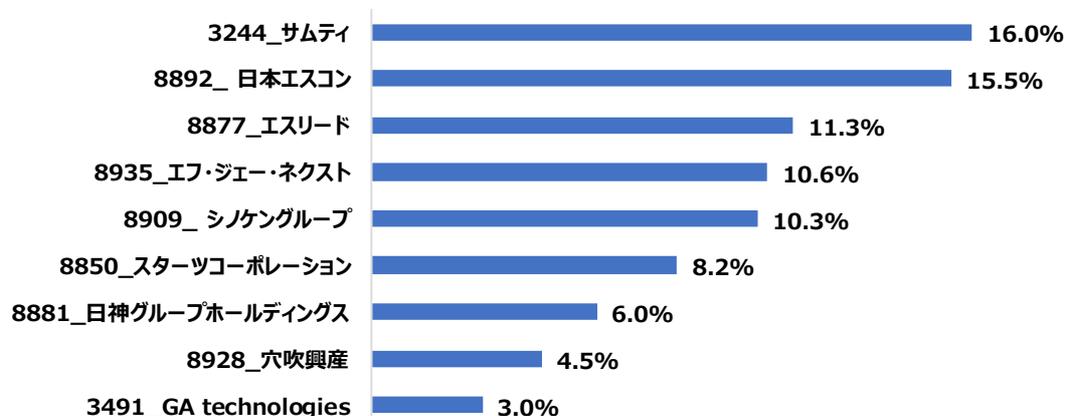
### ■ 今期会社計画・売上高（百万円）



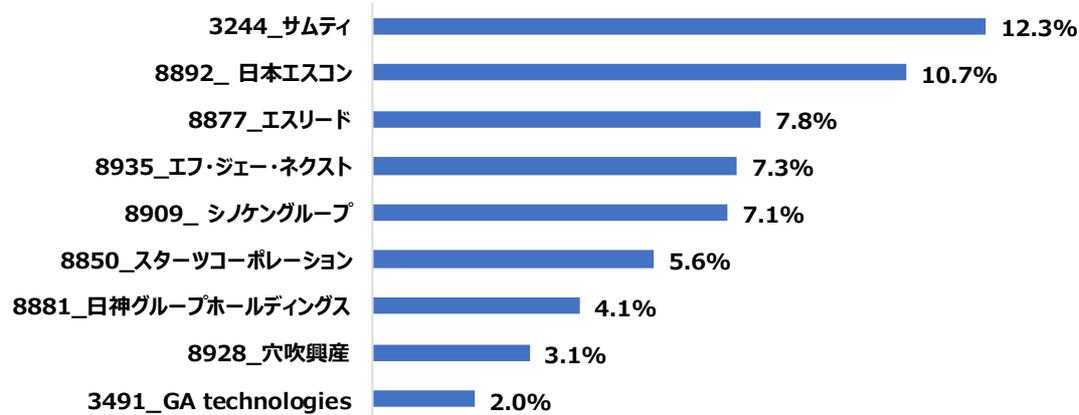
### ■ 売上高成長率（2期前～今期、年率換算）



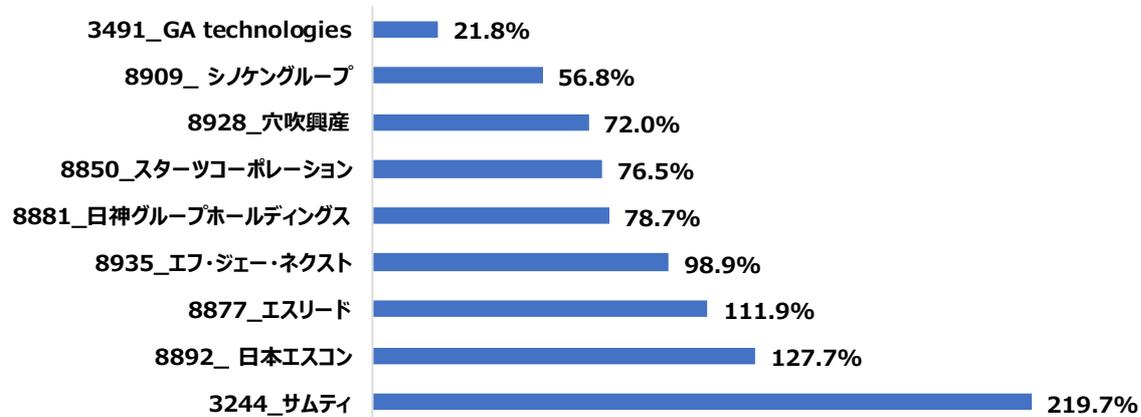
### ■ 営業利益率（今期会社計画）



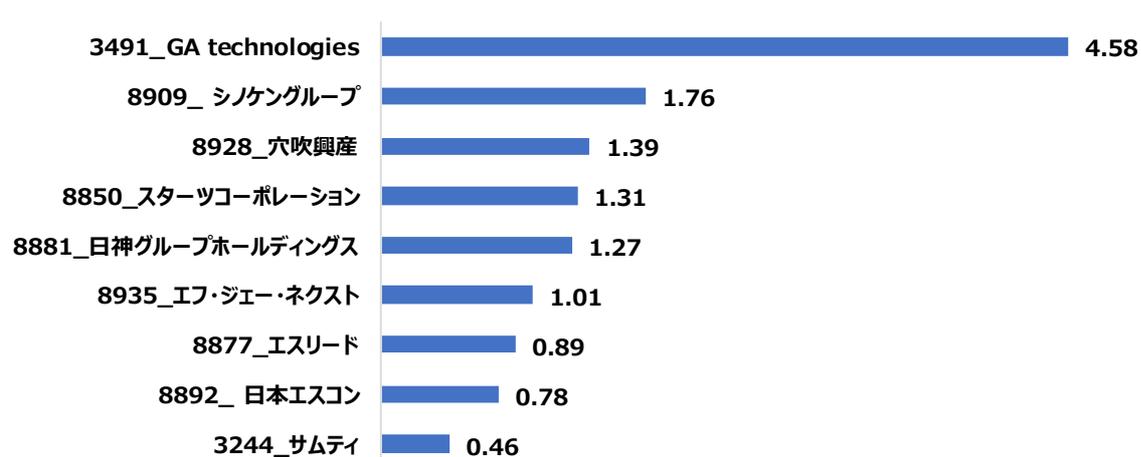
### ■ 税引後営業利益率（今期会社計画）



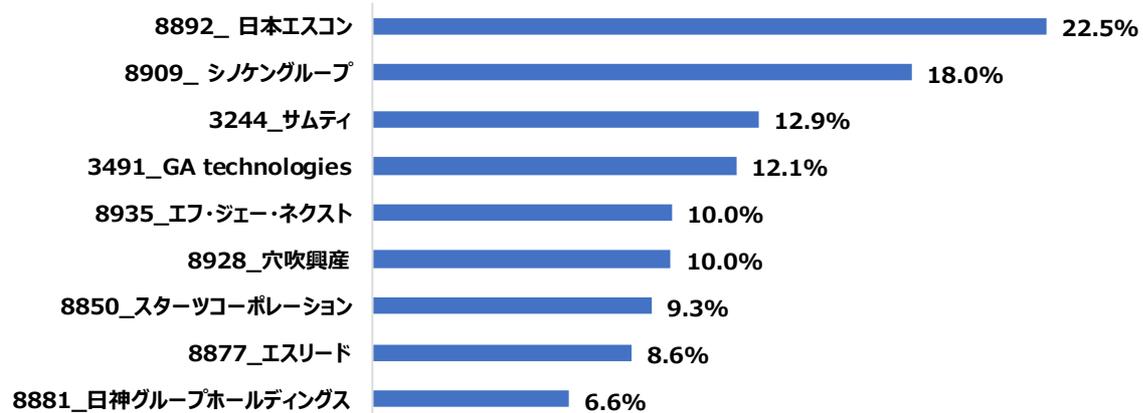
### ■ 投下資本売上高比率（投下資本は直近四半期末、売上高は今期計画値ベース）



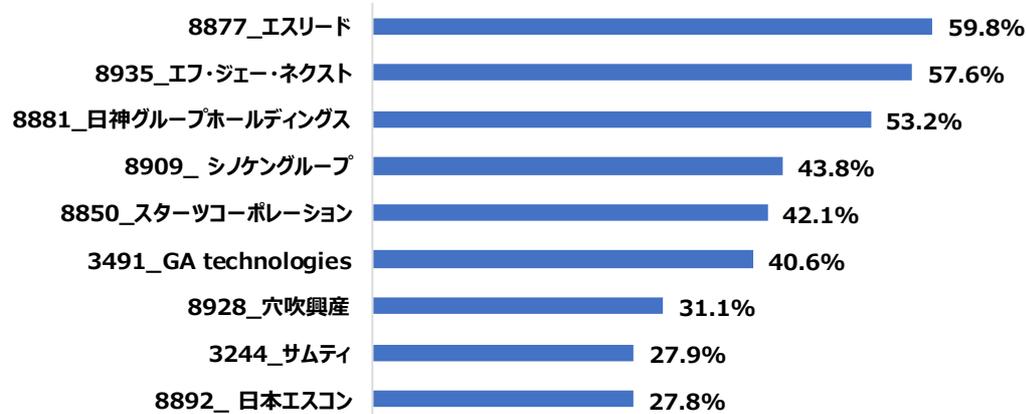
### ■ 投下資本回転期間（投下資本は直近四半期末、売上高は今期計画ベース）



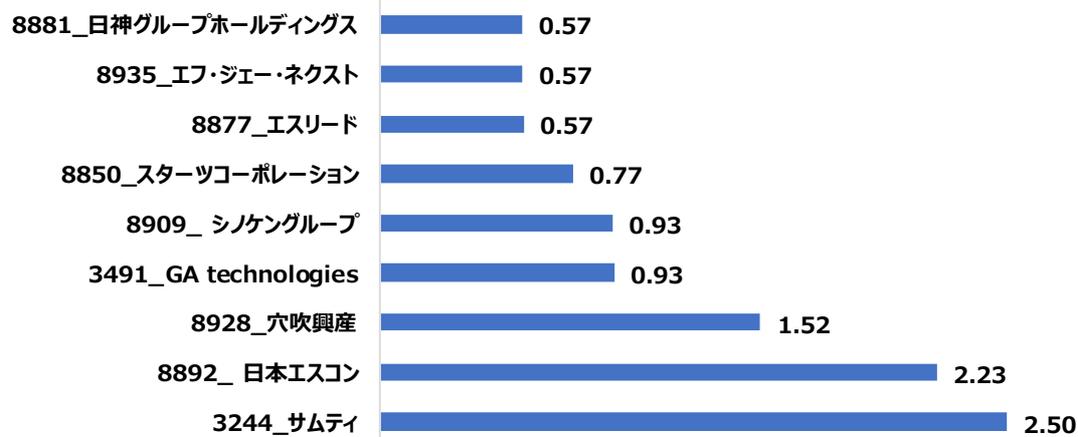
## ■ ROE（株主資本は直近四半期末、当期利益は今期計画ベース）



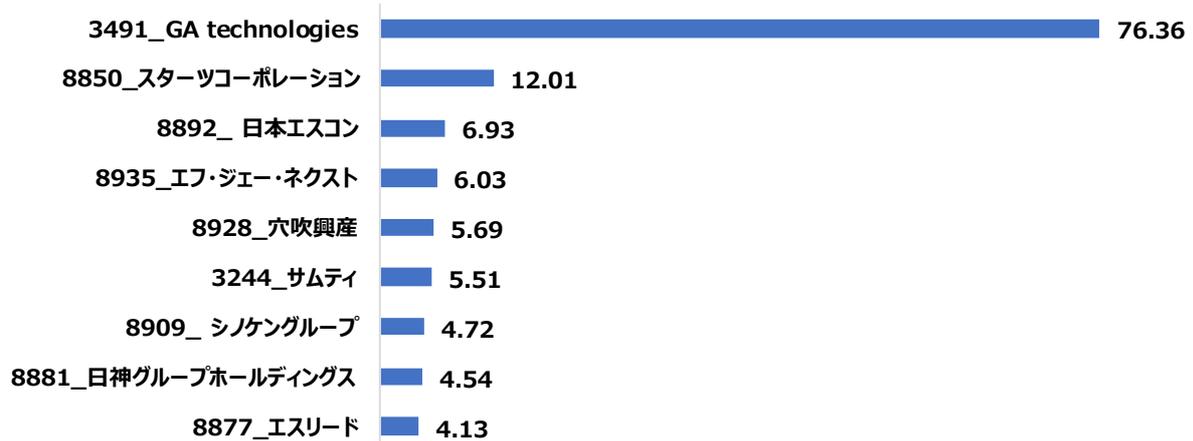
## ■ 株主資本比率（直近四半期末）



## ■ DEレシオ（倍、直近四半期末）



## ■ PER（倍、時価総額は2020年10月20日終値、当期利益は今期会社計画ベース）



## 参考資料①：株主価値の要素とは？

株主価値は、以下の4つの要素で整理することが有用である。

- ① 高い売上高成長を実現すること
- ② 高い利益率を達成すること
- ③ 少ない資本でより多くの売上高を獲得すること
- ④ 事業リスクを低くすること

なお、②と③を合わせるとより少ない資本でより高い利益を得ることと言い換えることも可能である。それぞれの計測方法は、以下である。

① = 売上高成長率

② = NOPAT マージン

(税引後営業利益率) (NetOperatingProfitAfterTax)

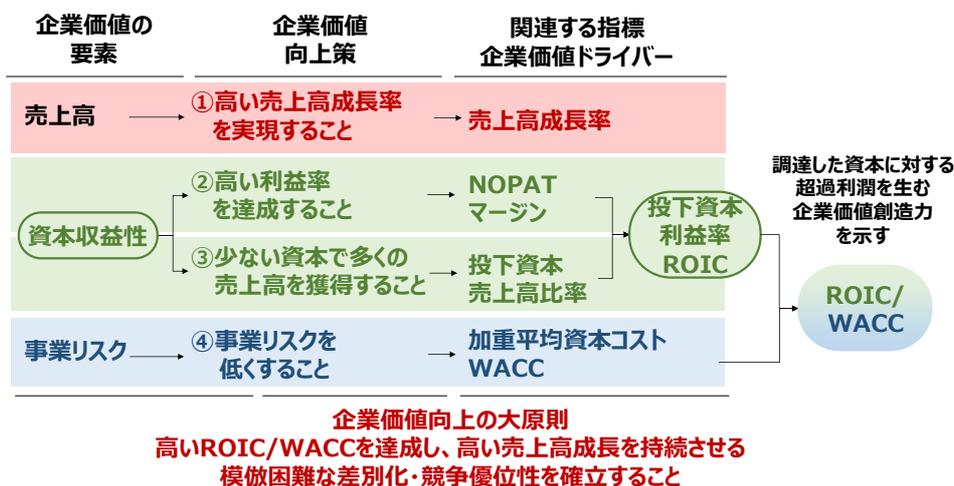
③ = 投下資本売上高比率

④ = WACC (加重平均資本コスト) (WeightedAverageCostofCapital)

②÷③により ROIC (投下資本利益率：ReturnOnInvestedCapital) が算出され、**投下資本の収益性**が把握できる。また ROIC/WACC は調達した資本に対して、**超過利潤を生む企業価値の創造力**を示している。

企業価値を向上させるにはより高い ROIC/WACC を達成し、より高い売上高成長を持続させる模倣困難な差別化・競争優位性を確立することが必要である。

### ■ 企業価値の要素と企業価値向上の大原則



(出所) JPR 作成

## 参考資料②：EVA分析のフレームワーク

超過利潤が毎年どの程度生まれ、どの程度理論的に株主価値向上に寄与するかは、**NOPAT**、**ROIC**、**WACC**を組み合わせた指標を用いることで測ることができる。

その指標が**EVA**（経済付加価値、Stern Stewart & Co.の登録商標）として導き出され、「**EVA = NOPAT - WACC × 投下資本**」により算出される。

**EVAは、每期どの程度のキャッシュフローが株主価値に寄与するのか**を示す。各期のEVAをWACCで割ることで各期のEVAの永久価値が算出されそれらを組み合わせることで、p7で示したような階段グラフを作成し、株主価値の構造を可視化することができる。

### EVAの計算のフレームワーク

- EVA = 税引後営業利益 - 投下資本 × 加重平均資本コスト
- NOPAT（税引後営業利益：Net Operating Profit After Tax） = 営業利益 × （1 - 実効税率）
- 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - 有利子負債以外の流動負債
- 非事業資産価値 = 会社計画の売上高の1.5カ月の月商比を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券 + 繰延ヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
- 有利子負債等 = 短期有利子負債 + 他固定負債 + 少数株主持分
- 株主資本 = 投下資本 - 有利子負債等 + 非事業資産価値
- 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × D / (E + D) + 株主資本コスト × E / (D + E)
- 株主資本コスト = 0.3% + (5% ~ 9%) × β

β = TOPIX と対象企業株価の5年間の日次リターンの一重回帰式の傾き  
（類似業態の上場企業を参照）

E = 計算時点での時価総額

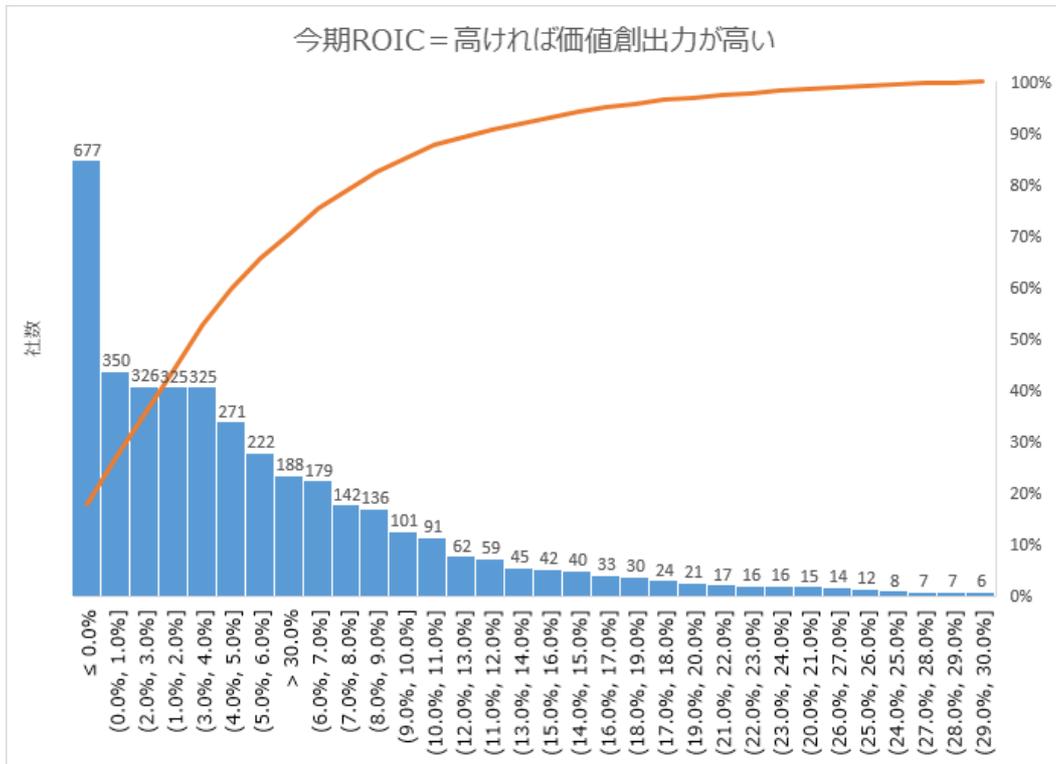
D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持分

0.3%は2020年7月末時点の10年物国債の過去5年の平均利回り。

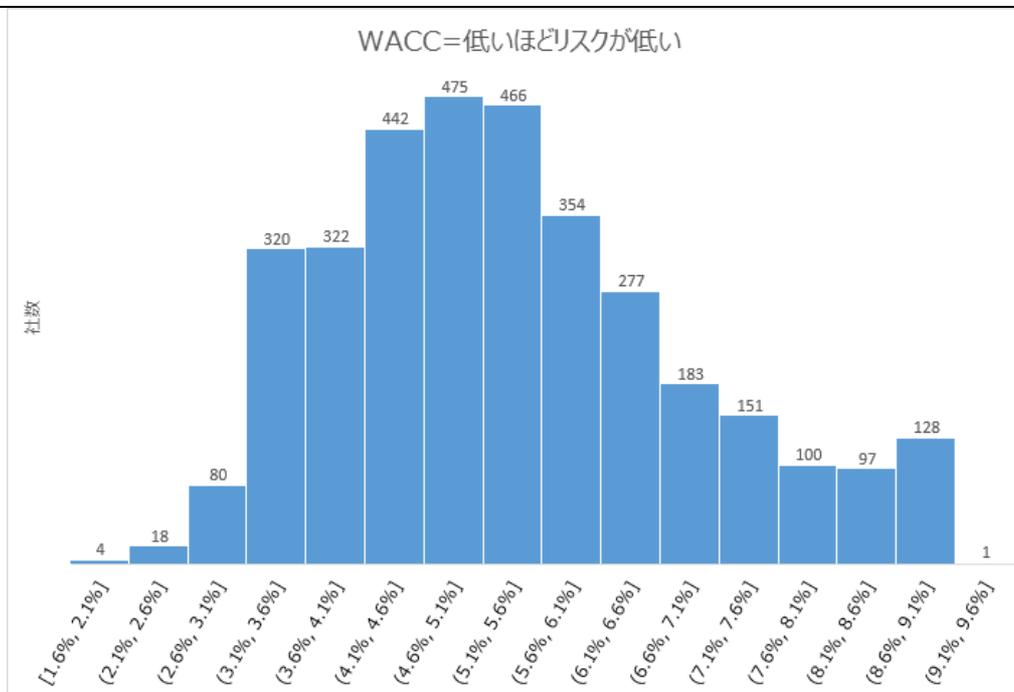
5% ~ 9%は2020年6月時点での株式投資に対する推計リスクプレミアム、赤字企業、金融を除く全上場企業の時価総額が適正であるとの前提で、内包されるリスクプレミアムを推計し、かつ時価総額の大きさに応じて流動性ディスカウントを考慮して5% ~ 9%と試算

# 参考資料③：日本企業の ROIC, WACC 分布

## ROIC 分布



## WACC 分布



対象：分析時点で黒字の会社計画発表企業のうち、金融セクターを除いた上場企業

## 免責事項

本資料には分析対象企業に関連する予想・見通し・目標・計画等の将来に関する事項が含まれております。これらは JPR が本資料作成時点において入手した情報に基づく、当該時点における予測等を基礎として作成されております。これらの事項には一定の前提・仮定を採用しており、一定の前提・仮定はメディカルネットの経営陣の判断ないし主観的な予想を含むものも含まれております。

また、様々なリスク及び不確実性により、将来において不正確である事が判明し、あるいは将来において実現しない事があります。従って、分析対象企業の実際の実績、経営成績・財政状態等については分析対象企業の予想・見通し・目標・計画とは異なる結果となる可能性が有ります。

その為、本資料に掲載されている予想・見通し・目標・計画等の将来に関する事項について、JPR はそれらの情報を最新のものに随時更新するという義務も方針も有しておりません。

本資料に掲載されている情報は、情報提供を目的としたものであり、いかなる有価証券・金融商品または取引についての募集、投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。また、同時にその内容の正確性、完全性、公平性及び確実性を保証するものではありません。従いまして、本資料を利用した結果生じたいかなる損害についても、JPR は一切責任を負うものではございません。

なお、本資料の著作権やその他本資料にかかる一切の権利は JPR に属します。