

超過利潤法による企業価値分析レポートの特徴

CGコードで注目の資本コスト・ROICで株主価値を可視化
成長ストーリーと株主価値の関係を投資家と対話したい企業に有用

超過利潤法 とは？

CGコードやスチュワードシップコードでますます重要になる「投資家との建設的な対話」のツール

投下資本利益率と資本コストの差を利用

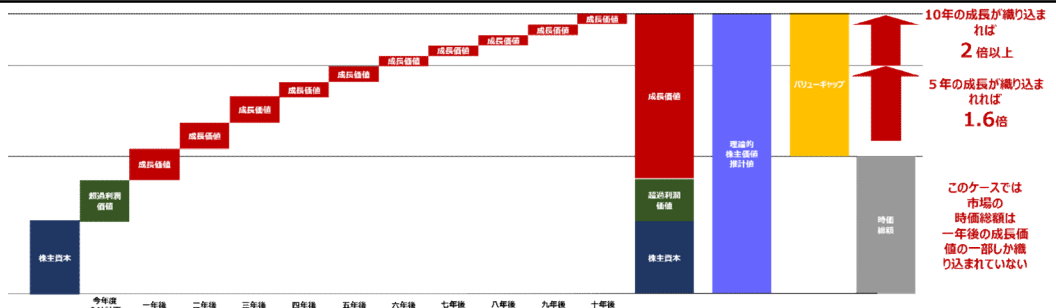
株主価値を経営に活用し、可視化する手法として注目

超過利潤法は、コーポレートガバナンス（CG）コードで注目される資本コストや、投下資本利益率（ROIC）などを用いて、成長ストーリーの毎年度の進展により、増加していく株主価値を毎年計算する方法です。花王やオムロンなど株主価値を重視した経営で著名な企業が利用している概念と類似の手法です。資本コストとROICの差が大きければ、多くの株主価値を生み出していると考えて、その差を数値化します。理論的に、株主価値は、①株主資本＋②今期の超過利潤の現在価値＋③成長ストーリーで試算される毎年の超過利潤の増分の現在の価値で計算可能です。

株主価値に織り込まれている成長価値の年数を階段グラフで可視化

②を超過利潤価値、③を成長価値とよびます。成長価値は各年度別に計算可能です。この計算により、例えば、1年分、2年分、、、10年分の成長価値により生み出される株主価値の累計値を階段グラフとして可視化することが可能です。10年の累計値を可視化したのが以下のグラフです。実際の時価総額と階段グラフを比較すれば、何年までの未来の成長価値が織り込まれているのか？最大どの程度のアップサイドが10年でみこめるのか、または5年で見込めるのか可視化できます。このような計算を理解したうえで投資家とIRをおこなうことで、建設的な対話が促進されます。

時価総額が何年度までの未来の成長価値を織り込んでいるのかを可視化



[出所]JPR

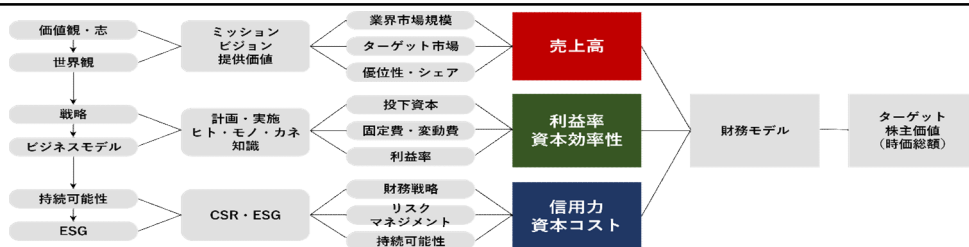
価値観・志と 時価総額を統合

非財務情報を統合して可視化

価値観・志を起点に体系的に株主価値のターゲットを可視化可能

以下の図で示したように、価値観・志を売上、戦略・ビジネスモデルを収益性や資本効率性、持続可能性（ESG、SDGs、CSRなど）を、資本コストに結びつける体系化により、価値観・志を株主価値や時価総額に結びつけることが可能となります。非財務情報と財務情報の統合の体系化が容易になります。

非財務情報と財務情報の統合化



[出所]JPR

ESG・SDGsの
対話にも有効

インパクトホールディングス株式会社御中

page 1/2

成長シナリオ次第で、株主価値は534億円。バリューギャップは342億円。アップサイドは最大2.8倍。

現時点では、時価総額は、2023年12月期までの1年分の成長価値を反映。

貴社を投下資本、超過利潤価値、成長価値などに分解する超過利潤法によって分析した。業績や将来見通し、中期経営計画などをベースに試算した結果、株主価値は534億円と推計することが可能である。5年程度で売上高が300億円、営業利益が60億円、10年程度で売上高が513億円、営業利益が103億円、投下資本の売上高比が現在の43.8%で一定推移となる前提である。株主価値と時価総額のギャップは342億円であり（時価総額の177%）、期待形成によってはアップサイドあり。

①株主資本 44億円

- 直前四半期末の投下資本は70.0億円、投下資本/今期売上高の比は①43.8%と推計。有利子負債等を差し引いて非事業資産を加えた株主資本は44.0億円と推計。[株主資本＝投下資本-有利子負債等＋非事業資産]

②超過利潤価値 119億円

- 今期の税引後営業利益（NOPAT）は約15.2億円、NOPATマージン（NOPAT÷売上高）は②9.5%と推計。②÷①で算出される投下資本利益率（ROIC）は21.7%となる。
- 投下資本に対し投資家が要求する最低限のリターン、加重平均資本コスト（WACC）について、JPRは株価、財務戦略、事業リスク等から8.1%と推計。1円の投下資本から創出する企業価値の割合を示すROIC/WACCは2.7倍となる。
- これをベースに今期の超過利潤を推計すると9.6億円と推計される。今期のEVAの永久価値（超過利潤価値）は超過利潤÷WACCで計算され、119億円と推計される。

③成長価値 371億円

- 5年後の売上高が300億円、営業利益が60億円となる前提等で、成長価値は371億円と推計。

うち非事業資産 9億円

- 月商1.5か月を超えた現預金など、事業に投下した資本以外の「非事業資産」は9億円と推計。

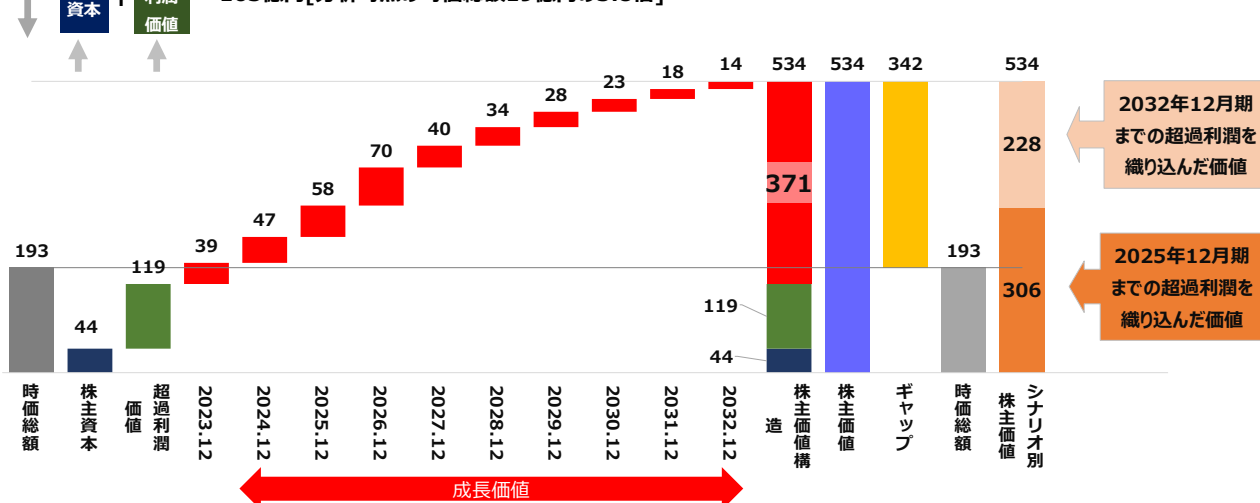
超過利潤法による株主価値構造とバリューギャップ分析

[単位：億円]

10年の成長価値＋超過利潤価値＋株主価値の合計534億円÷時価総額193億円

＝最大アップサイドポテンシャル＝ 2.8 倍

株主資本＋超過利潤価値＝163億円[分析時点の時価総額19億円の3.8倍]



Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved. [FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2022年06月24日時点]

本資料には予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項が含まれております。これらは当社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・仮定は当社の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これらの予想は実現しない事があります。その為、本資料に掲載されている予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項について、当社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はおりません。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、当社は一切責任を負うものではありません。問い合わせ先：http://j-phoenix.com/contact.html

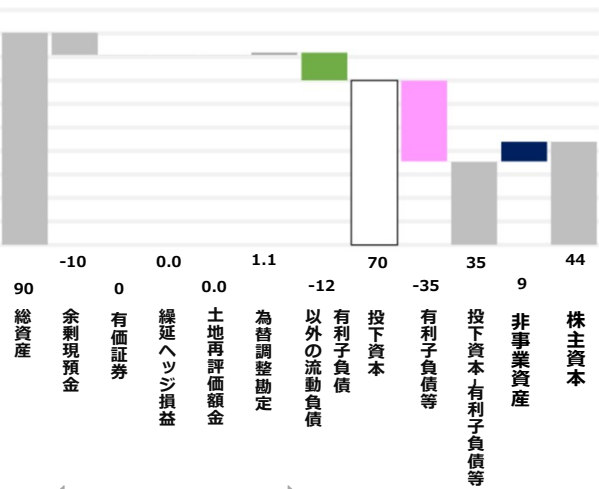
インパクトホールディングス株式会社御中

page 2/2

① 投下資本・株主資本

2022年12月期会社計画の売上高160億円に対する投下資本の割
運転資本 28.2% 固定資産 15.6%

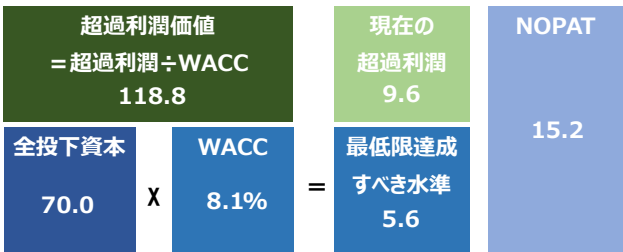
[単位：億円]



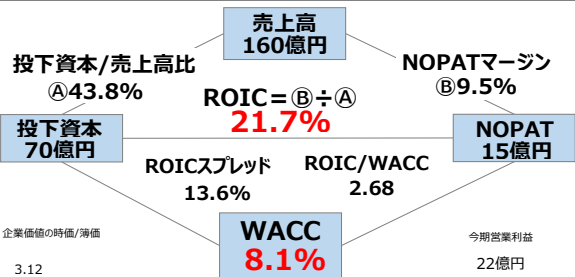
うち非事業資産 9億円

② 超過利潤価値

[億円]



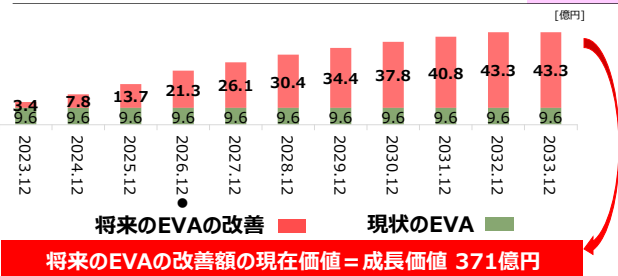
2022年12月期会社計画の超過利潤のドライバ



③ 成長価値

●は中計経営計画の前提がある年度。それ以外は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	中計4年後	JPR予測10年後
年度	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2032.12
売上高	187	219	256	300	513
前年比成長率	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	5.0%
営業利益	28.3	36.3	46.7	60.0	102.6
営業利益率	15.1%	16.6%	18.2%	20.0%	20.0%
NOPAT	19.5	25.1	32.3	41.5	71.0
NOPATマージン	10.4%	11.5%	12.6%	13.8%	13.8%
投下資本/売上高	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%
ROIC	23.8%	26.2%	28.8%	31.6%	31.6%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%



将来のEVAの改善

現状のEVA

将来のEVAの改善額の現在価値 = 成長価値 371億円

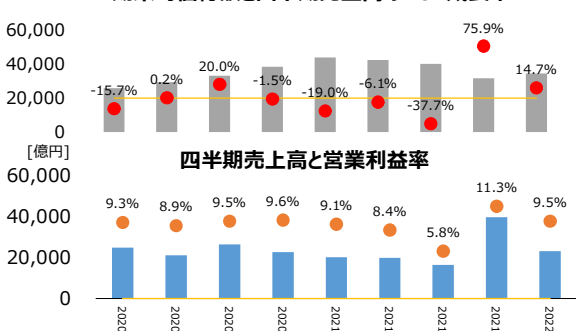
上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

ご参考情報

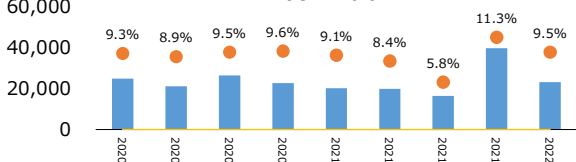
過去の業績（今期は会社計画）

	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12
売上高	63	79	111	133	160
成長率	3.8%	26.0%	40.0%	20.4%	20.0%
営業利益	4.1	5.1	10.3	16.8	22.0
営業利益率	6.5%	6.5%	9.3%	12.6%	13.8%
NOPATマージン	4.5%	4.5%	6.4%	8.7%	9.5%
投下資本/売上高	45.8%	37.0%	41.9%	45.7%	43.8%
ROIC	9.8%	12.2%	15.4%	19.1%	21.7%

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、2022年06月24日時点]

[1]全投下資本は資本市場から調達して事業に利用されている資産として以下の算式で計算 投下資本 = 総資産 - 売上高の月商1.5か月を上回る現預金 - 短期有価証券 - 投資有価証券 - 繰り延ヘッジ損益 - 有価証券評価差額金 - 為替換算勘定 - 土地再評価額金 - 有利子負債以外の流動負債。[2]WACC (加重平均資本コスト) = 税引後支払利息利回り × D / (E + D) + 株主資本コスト × E / (E + D) Eは時価総額、Dは有利負債残高。株主資本コスト = リスクフリーレート + β × リスクプレミアム。β = 東証の日次リターン (X) と貴社株主日次リターン (Y) の一回帰式の係数。β = [XYの相関係数] × [ボラティリティインデックス(VI)]。[VI] = [Yの標準偏差] ÷ [Xの標準偏差]。一回帰式の決定係数が0.3以上は、一回帰式の係数をβとする。決定係数は0.3未満の場合は、貴社の所属する業界平均の無負債βから推計した業界相関係数と貴社のVIからβを推計。リスクフリーレートは国債利回り、リスクプレミアムは時価総額に応じて5-7%。日次リターンは過去5年間。

Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved.

本資料には予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項が含まれております。これは当社が本資料作成時点において入手した情報に基づき、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・仮定は当社の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これらの予想は実現しない事があります。その為、本資料に掲載されている予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項について、当社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ありません。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、当社は一切責任を負うものではありません。問い合わせ先：
<http://j-phoenix.com/contact.html>