

株式会社エルテス

東証グロース 証券コード:3967

2023年3月17日

GCC経営™分析による10.6倍の時価総額アップサイドの可能性

フィジカルなセキュリティ対策とデジタルリスク対策とセットにしたDX支援による高成長が本格化

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

デジタルリスクとの戦いのリーダー企業として高成長が本格化

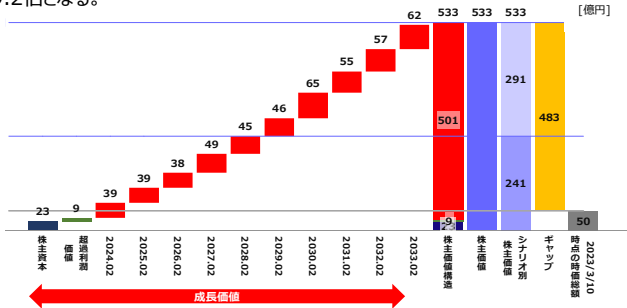
株式会社エルテス（以下、「エルテス」）は2004年に創業。SNSの発展によるネット炎上や風評被害対策など、テクノロジーの発展で新たに生じる「デジタルリスク」から社会を守る事業を展開してきた。デジタルリスクの対応と一体化したDXを企業・自治体に展開している。また、フィジカルなリスク対応との融合を図るために警備事業にもM&Aで進出している。テクノロジーの発展の支援と同時に発生するデジタルリスクへの対応を一体的に提供する独自ノウハウで高成長が本格化すると期待される。JPRとして、内部成長率15%、2024年1月期～2029年1月期にかけて、前年の売上高の10～20%の売上規模を持つ企業を毎年買収することが実現すると前提をのいた。

総額4～5兆円の市場領域で高成長・高収益を追求へ

前提の根拠として重視しているのが、中期計画「The Road To 2024」の内容である。この中で、エルテスは、デジタルリスク検知、AIセキュリティ、DX推進の3つの事業領域でリーダー企業のポジショニングを確立し、合計で4～5兆円市場において、M&Aも活用し高い成長を目指している。同社のビジネスモデルは、企業や自治体に対して、リスクモニタリングやコンサルティング、AIやIoTを使った警備・セキュリティ業界のDX推進、デジタルガバナメント領域での幅広い取り組みを推進する。エルテスは最先端のテクノロジーを活用し、イノベーションを生み出すことで、デジタルリスクに対処し、デジタルリスク事業において高い成長性と収益性が本格化すると予想される。その結果、財務的な持続可能性を確保し、社会の持続可能性に大きく貢献すると予想される。

シナリオ実現で時価総額のアップサイド10.6倍の可能性

インベストメントサマリーで説明する前提が実現すると仮定し株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2.」参照）」で試算した。結果として、10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は533億円、現状の時価総額の約10.6倍と推計された（本文「インベストメントサマリー」参照）。株価換算すると、8,803円となるが、M&A資金のために株式資金調達を行うとの前提を置いているため、7,603円、希薄化のためアップサイドは9.2倍となる。



希薄化後の発行済み株式数7,006,121株

業績動向	売上高 (百万円)	前期比 %	営業利益 (百万円)	前期比 %	経常利益 (百万円)	前期比 %	純利益 (百万円)	前期比 %	EPS (円)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年2月期通期実績	1,963	18.6%	186	378.7%	174	431.5%	86	nm	16.77	2,517	1,415
2021年2月期通期実績	1,989	1.3%	-333	nm	-357	nm	-529	nm	-102.02	1,987	1,024
2022年2月期通期実績	2,682	34.8%	80	nm	94	nm	127	nm	24.46	1,444	717
2022年2月期3Q実績	1,899	43.7%	-37	nm	-17	nm	52	nm	10.07	1,410	756
2023年2月期3Q実績	3,230	70.0%	94	nm	35	nm	-1	nm	-0.20	1,141	753
2023年2月期会社計画	4,500	67.8%	200	150.0%	180	91.5%	80	nm	15.31	-	-

*期間中配当は0円

ベーシックレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ㈱
宮下修

会社概要

所在地	東京都千代田区
代表者	菅原 貴弘
設立年月	2004年4月28日
資本金	1,217百万円
上場日	2016年11月29日
URL	https://eltes.co.jp/
業種	情報・通信業

主要指標 2023/3/16 現在

株価	784円
52週高値	1,141円
52週安値	753円
発行済株式数	6,050,880株
売買単位	100株
時価総額	4,744百万円
会社予想配当	0円
予想当期利益 ペー ス EPS	13.79円
予想 PER	59.17倍
実績 BPS (2022年2月末)	370.74円
実績 PBR	2.20倍

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1. インベストメントサマリー

株主価値
分析時価総額の最大
アップサイドは10.6
倍と試算

超過利潤法による試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド10.6倍

エルテスの今後10年を展望すると、デジタルリスクとの戦いのリーダー企業として高成長が本格化すると見られる。JPRは、エルテスの事業展開に関する将来性を踏まえて、株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。

株主価値の分析（億円）

定性ストーリーの骨子

Growth: デジタルリスクへの戦いにより高成長の機会拡大が本格化へ

Connection: セキュリティー体型DXが企業・自治体で本格化

Confidence: 財務安定性の向上・社会の持続性貢献が本格化

定量ストーリーの骨子

時価総額

50

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = 10.6倍

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹

株主資本23+超過利潤価値9+成長価値501= 533

株主
資本
23超過利潤
価値
9

成長価値

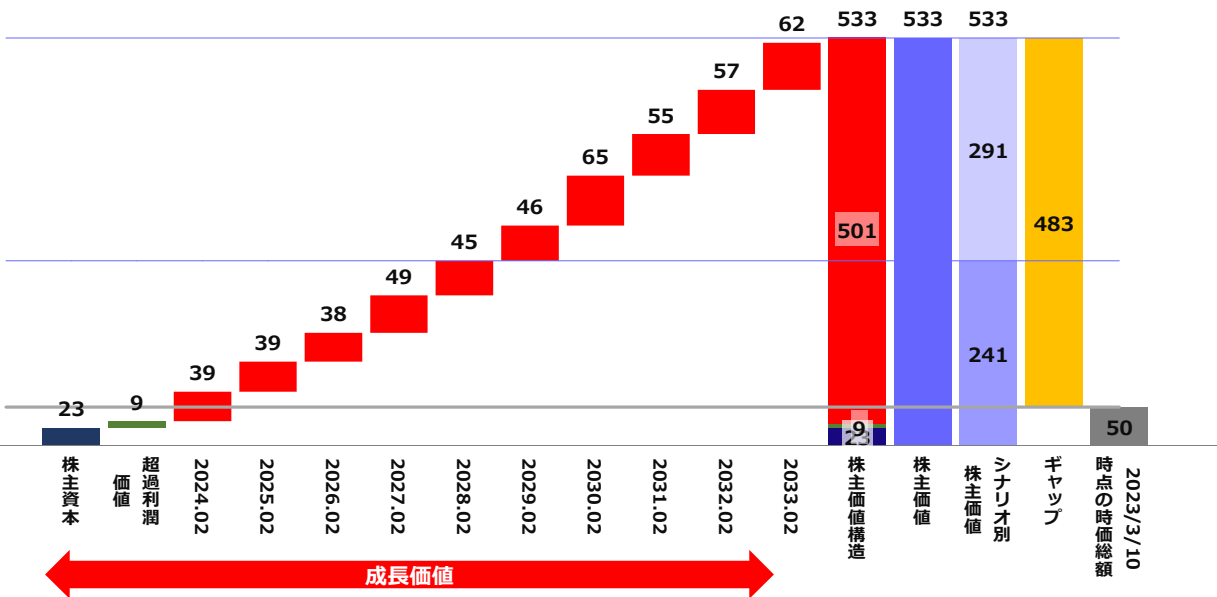
501

[出所]JPR作成

1: 四捨五入のため端数は一致しない。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析（億円）



[出所]JPR作成。時価総額は2023年3月10日終値

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析（詳細）

【億円】	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2023.02	2024.02	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02
売上高	45	70	97	133	184	233	294	372	428	492	566
営業利益	2	7	12	17	24	32	40	52	62	73	87
営業利益率	4.4%	9.4%	12.0%	12.7%	13.2%	13.6%	13.5%	13.8%	14.4%	14.9%	15.3%
売上高成長率	67.7%	55.6%	38.0%	38.0%	38.0%	26.5%	26.5%	26.5%	15.0%	15.0%	15.0%
NOPATマージン	3.1%	6.5%	8.3%	8.8%	9.1%	9.4%	9.3%	9.6%	10.0%	10.3%	10.6%
投下資本売上高比率	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
WACC	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%	6.6734%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	11.7%	24.9%	31.6%	33.5%	34.9%	35.8%	35.6%	36.5%	38.1%	39.3%	40.3%
ROIC/WACC（1円の元手で創出する価値）	¥1.8	¥3.7	¥4.7	¥5.0	¥5.2	¥5.4	¥5.3	¥5.5	¥5.7	¥5.9	¥6.0
NOPAT	1.38	4.57	8.00	11.71	16.82	21.83	27.43	35.65	42.74	50.71	59.85
投下資本×WACC	0.79	1.22	1.69	2.33	3.22	4.07	5.15	6.51	7.49	8.61	9.90
超過利潤	0.60	3.35	6.3109	9.38	13.60	17.77	22.29	29.14	35.25	42.10	49.95
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	0.60	3.35	6.31	9.38	13.60	17.77	22.29	29.14	35.25	42.10	49.95
各年で創出する価値	9	41	44	46	63	62	68	103	92	103	118
ディスカウントレート	100%	94%	88%	82%	77%	72%	68%	64%	60%	56%	52%
超過利潤の現在価値	8,933	39	39	38	49	45	46	65	55	57	62
投下資本① 元手	12										
超過利潤価値（今期の超過利潤の永久価値）②	9										
成長価値（超過利潤の増加分の現在価値）③	501										
非事業資産価値④	10										
企業価値=①+②+③+④	531										
有利子負債等	1										
株主価値	533										

[出所]JPR作成

株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提*1

Growth: デジタルリスクへの戦いにより高成長の機会拡大が本格化へ

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
デジタルリスク*2に戦い続ける	4～5兆円市場で高成長へ	CAGR 28.8%が期待
テクノロジー発展の反動によって生まれるデジタルリスクへの対応を重要な社会課題として認識。課題解決のために「デジタルリスクと戦い続け」、健全なデジタル社会の実現に貢献する。デジタルリスク対策の先駆者の強みを活用し、①デジタルリスク領域のNo.1の企業、②AIセキュリティによる警備業界の変革企業、③行政・企業DX推進のリーディングカンパニーとなる。	①～③の企業として、合計で4-5兆円の市場をターゲットに、デジタルリスクへの対応のために提供価値として、①デジタルリスクの検知、②デジタルポリス、③スマートシティ・デジタルカンパニーの構築支援、を提供。中期計画 “ The Road To 2024 ” を1期として、3年×3期の9年の中長期計画で、加速度的な成長サイクルの実現を目指す。	2023.1 45 億円 ▶ 566 億円 2033.1 内部成長率15%の前提。2024年1月期～2029年1月期にかけて売上高の10～20%の売上規模を持つ企業を毎年買収。
		成長価値 501 億円

Connection: セキュリティー体型DXが企業・自治体で本格化

戦略	ビジネスモデル	ROIC
高成長が可能な領域に展開	企業・自治体へ多様なサービス提供	29%ポイント改善が期待
事業構造を変革し、デジタルリスクとの戦いにおいてエルテスが強みを発揮するDXの推進領域に進出し先駆的立場を確立する。デジタルリスク事業では、No.1企業のポジショニング確立のため、サービスの進化と多様化を図り、AIセキュリティ事業では、デジタルとフィジカルの両面で、警備業界の変革をリードする。DX推進事業では、独自の視点で、行政/企業のDX推進を促進する事業を立ち上げる。	①は、24時間365日体制でのリスクモニタリングやコンサルティング、内部脅威検知を月額制で提供する。②は、AIやIoTを使った警備・セキュリティ業界のDX推進を行い、リアルな警備事業も運営する。③は、デジタルガバナメント領域での幅広い取り組みを推進し、デジタルPFI構想により自治体や企業のDX化を促進する。	2023.1 11.7 % ▶ 40.3 % 2033.1 規模拡大効果で大幅に拡大。買収は最近の買収のEBITDA倍率で買収できると前提。減価償却10年で推計。
		超過利潤価値 9 億円

Confidence : 財務安定性の向上・社会の持続性貢献が本格化

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
デジタルリスク領域で安定基盤確立へ	デジタルリスクの軽減で大きく貢献	現状維持
コロナ禍やウクライナ情勢の影響で不透明な状況が続く中、社会全体でデジタル化が進み、主業務のデジタルリスク事業ではKPIクライアント数や内部脅威検知ID数が増加し、高い成長性と収益性を示している。Growth・Connectionストーリーが実現されれば、デジタルリスク領域の知名度の高いブランドの確立したリーダー企業になる可能性がある。	最先端のテクノロジーを駆使し、イノベーションを生み出し続けることがデジタルリスクと戦い続けるための唯一の手段でと考えるエルテスは、デジタルリスクの軽減により社会の持続可能な発展に貢献する。	6.7 % 保守的に現状推計値で維持
		株主資本 23 億円

*1会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。*2エルテスが「テクノロジー発展の反動によって次々と生まれる新しいリスク」として定義

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2.会社概要

概要

<2022年3月末時点>

会社名	株式会社エルテス
設立年月	2004/4/28
代表取締役	菅原 貴弘
本社所在地	東京都千代田区霞が関3-2-5霞が関ビルディング6F
資本金	1,217百万円
従業員	273名
決算期	2月
主要事業	リスク検知に特化したビッグデータ解析によるソリューションの提供
上場日	2016/11/29
上場証券取引所	東京証券取引所グロス市場

[出所]会社資料等よりJPR作成

主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
デジタルリスク事業	株式会社エフエーアイ	インターネットに関する総合コンサルティング	3百万円	100%
デジタルリスク事業	アクター株式会社	Web広告のデザイン、開発、運用のトータルサポートサービスの提供	5百万円	100%
デジタルリスク事業	株式会社エルテスカピタル	セキュリティ・インテリジェンス等のデジタルリスク分野を対象としたベンチャーキャピタル事業	10百万円	100%
AIセキュリティ事業	株式会社AIK	警備DXに関わるソリューションの開発・提供、警備業	114百万円	94.6%
AIセキュリティ事業	株式会社And Security	警備サービスの提供	10百万円	100%(株式会社AIK)
AIセキュリティ事業	ISA株式会社	警備サービスの提供	10百万円	100%(株式会社AIK)
AIセキュリティ事業	SSS株式会社	警備サービスの提供	0.5百万円	100%(株式会社AIK)
DX推進事業	株式会社JAPANDX	DX化ソリューション・電子政府関連のソリューション開発・提供	20百万円	100%
DX推進事業	株式会社GloLing	システム開発支援、トータルITソリューションの提供	5百万円	100%
DX推進事業	株式会社メタウン	住宅不動産のプロパティマネジメントサービスの提供	1百万円	100%(株式会社JPANDX)

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フィックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 主なM&A

年	月	対象	目的
2019	9	株式会社エフイーアイ	エフイーアイの中堅中小企業マーケットにおけるサービス提供のノウハウと、エルテスグループの保有するリスクデータとAI基盤を用いたシステムインフラを掛け合わせ、デジタルリスクマーケットでのプレゼンス向上を目指す。
2020	11	株式会社アサヒ安全業務社（現、(株)And Security）	警備業の創出に共感を持つ伝統的な警備会社と相互に補完関係を築き、セキュリティDX領域へ本格進出を推進。
2022	3	I S A 株式会社及びその関連会社 S S S 株式会社	新時代のデジタル警備サービスを質・量ともに充実させるため
2022	3	株式会社GloLing	グループのエンジニア拡充や、各種ソリューション開発の内製化によるシナジー効果を狙う。
2022	4	アクター株式会社	デジタルマーケティング領域への進出の加速と、アクターが保有する金融機関向けサービスのノウハウ獲得により地方銀行への積極展開、グループが企図するスマートシティ構築における地域金融・経済の活性化への貢献も目指す。
2022	7	バンズ保証株式会社（現、(株)メタタウン）、バンズシティ株式会社のプロパティ・マネジメント事業	そのため住宅や不動産に関するノウハウを有する企業を取り込むことで、人々の生活空間である住宅・不動産に関する営みをDXにより効率化し、周辺リスクに対するマネジメントまで一気通貫で提供へ。

[出所]会社資料等よりJPR作成

■ 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2020	12	株式会社Strobo	IoT活用の低価格ホームセキュリティ事業の立ち上げをサポートする警備会社向けプラットフォームを共同で開発・展開を進め、ホームセキュリティ及び警備業界のDXを推進。
2021	10	かつこ株式会社	かつこの展開するSaaS型アルゴリズム提供事業の強みを生かし、オンライン取引における幅広いセキュリティサービスの提供を目指す。
2022	4	株式会社ラック	ラックの内部不正監視サービスとエルテスのセキュリティ監視サービスを組み合わせることで、企業への提供価値向上を目指す。また、ラックが提供するインシデント対応サービスにおいてエルテスのソーシャルリスク対策を組み合わせることにより、対応範囲の拡大を図る。
2022	12	株式会社ネクスグループ	ネクスグループの持つブロックチェーン技術やトークンの取引のノウハウを活用し、トークンエコノミーに関連するセキュリティサービスの実装を進める。

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

3.GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリー

Growth

概念デザインはかなり進展

新経営体制で加速が期待

整備進捗状況: 70%

社会変化に伴うイノベーション
整備進捗状況: 50%

実績への反映の進捗状況: 30%

概念～実装デザインに基づいて実績の今後に期待

概念デザイン：デジタルリスクから守る盾となり

エルテスは社会のデジタル加速化に伴い新たに発生する多様なリスクへの対応のために「デジタルリスクと戦い続ける」という理念を持って、デジタルリスクの無い豊かな社会の実現することを目指している。この中核となるのが、①膨大なデジタルリスクデータ。デジタルリスク対策の先駆者として、長年にわたってデジタルリスクに関するデータを収集・蓄積し続けている。②デジタルリスクに対して強い分析とソリューション能力。リスク分析に関するノウハウを強みに、デジタルリスク対策へのイノベーションを生み出すことができる。

エルテスの主力事業がターゲットとするデジタルリスクサービス関連市場は、Webでの情報発信を日常的に行っている企業と個人は益々増加している。2021年度のデジタルリスクサービスの市場規模は77.4億円で、前年度比15.0%拡大した。リスクの高まりとこれに対応するサービスの多様化を背景に、2024年度には139.2億円まで成長させることが期待される。

実装デザイン：社会変化に伴うイノベーション

主力事業は、①デジタルリスク事業となり、これを中心事業とし、②AIセキュリティ事業、③DX推進事業、いずれの事業も新たな収益基盤へと成長させる。2022年2月期から2024年2月期に係る中期経営計画「The Road To 2024」では、再定義した3つの事業セグメントを基盤に企業提携等の手法を活用しながら、一層の事業体制の拡充と新領域への挑戦に取り組んでいる。こうして事業構造の革新に伴い、企業LOGOに込めた思い「デジタルリスクから守る盾になりたい」を実現し続けて、デジタルリスクの無い豊かな社会に向けて新しいテクノロジーとともに常に進化している。

実績：主力事業顕在化。これからのDX推進事業の拡充に期待

主力事業において、①デジタルリスク事業では、No.1企業のポジショニング確立のため、既存プロダクトのノウハウを活かして、新規プロダクトを継続展開している。現在、業界を問わず中小企業から大手企業まで1,000社以上の導入実績を持っている。②AIセキュリティ事業では、主要サービスである「AIK Order」の登録者数は20,000人を突破した。また、建設業や小売店を依頼者としたマッチングによる案件成約事例も増加している。③DX推進事業は、行政の住民サービスのデジタル化支援、エンジニアなどのDX人材の派遣サービスを展開し、今後の拡充が期待される。

Connection

概念デザインはかなり進展

整備進捗状況:80%

特に②の具体化に期待

整備進捗状況 : 50%

実績への反映の進捗状況 : 30%

一気通貫を実現する体制改革に期待

概念デザイン : デジタルリスク領域のナンバーワン企業

デジタルリスク領域のナンバーワン企業を目指すべく、①新プロダクトの開発、アライアンスの強化およびM&Aの実施。②新たな領域に積極的に進出し、業界での確固たるポジションを築く、が重要となる。

デジタル情報の影響力が高まり、デジタル上のレピュテーションの影響力が拡大・多様化することで、IPO検討企業や既存コンテンツへのリスク対策など、多様なニーズに対応するには様々な企業と連携を取り、継続的に新プロダクトの開発が必要である。また、サイバーセキュリティを活用できる新たな領域に進出し、業界で優位なポジションに就くことが期待される。

デジタルリスク事業の内製化や、高単価商材の拡販を通じて収益性の改善を目指し、中長期的には売上は2021.2期比で3.5倍、EBITDAは10億円の実現を目指す。

実装デザイン : M&A・提携の締結により基盤構築

①これまではSNS炎上対策というニッチ市場で先駆的立場を確立した。これからはDXの余地・可能性が高い領域へ広く事業展開を図る。2023年2月期上期において合計4件の戦略的M&A、その中で特にGloLingの完全子会社化により、システム開発力やセキュリティコンサル力を強化した。更に、2022年4月には、ラックとの間で資本業務提携することで、「加速度的な成長サイクルの実現」の基盤を構築している。

実績 : 顧客層のギャップは埋まりつつあり体制改革に期待

「ソーシャルリスク対策」については、リスク検知時の初動対応コンサルティングを含むWebリスクモニタリングを主力サービスとして成長を牽引してきた。これからは営業秘密持ち出しを早期検知する内部脅威検知サービスに注力し、「働き方改革」やテレワーク普及の背景の下で、国内大手企業から中小企業まで幅広くニーズが増加し、今後大きく成長することが期待される。フィジカルな警備事業を運営しつつ、その課題解決のためにAIやIoTを組み合わせた警備業界のDXを推進している。主要サービス「AIK order」の登録企業警備員数が拡大し続けている。PMI推進本部を中心に、警備事業を提供する株式会社And Security、ISA株式会社、SSS株式会社の営業体制強化に取り組んでおり、高利益率案件の受注という成果にも繋がっている。DX推進事業は、行政の住民サービスのデジタル化支援、エンジニアなどのDX人材の派遣サービスを展開している。2022年9月には岩手県紫波町のホームページリニューアル業者に選定され、11月には奈良県田原本町と包括連携協定を締結するなど、着実に事業が前進している。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Confidence

高い成長性と収益性を示す

事業拡充への取り組み
デジタル社会の実現

社会デジタル加速に伴う多様なデジタルリスクを解決
健全にテクノロジーが発展する社会を実現

社会貢献性は高く、財務の安定化に期待

財務安定性：安定性確保の段階

Growth・Connectionストーリー実現で収益性が更に向上

コロナ禍およびウクライナ情勢の影響を受け、先見通しが不透明の一方、社会全体においてビジネスから日常生活のあらゆる場面でのデジタル化が加速する中、連結売上高・営業利益は連続増収、主業務デジタルリスク事業のKPIクライアント数と内部脅威検知ID数も増加し続け、高い成長性と収益性を示している。

前述のGrowth・Connectionストーリーが実現されれば、収益力を更に強化、デジタルリスク領域のナンバーワン企業の達成が見込まれる。

事業拡充への取り組み

健全なデジタル社会の実現へ向けて、エルテスは3つの事業セグメントを伸長させてきた。M&Aを通じて様々なデジタルリスクをカバーしていく体制となっている。主に、①全方位からのデジタル社会の安全を実現するデジタルリスク事業。②警備事業の全国展開とともにリアル社会の安全と、設備DXを実現するAIセキュリティ事業。③オンライン（デジタル）社会の実現・改善と、オフライン（リアル）社会の実現するDX推進事業。

社会貢献性：デジタルリスク対応力を軸に多様なリスク対策に貢献

デジタルデバイスやITツールに加え、SNSなどをビジネスで活用する場面が増え、多くのメリットが生み出す一方、企業の信用に関わる重大なリスクも発生している。また、DX推進によって、サイバー攻撃の対象となりやすく、情報漏洩の可能性を高めている。デジタル社会の加速することで、もたらすデジタルリスクも大きいと言える。

こうした中で、デジタルリスクの対応を特化したエルテスは、企業潜在リスクを解決、社会課題の解決に貢献していると言える。さらに、Growth・Connectionストーリーが実現すれば、多様化するリスク要因を解析し、様々な業界の顧客ニーズに合わせたサービスを提供し、健全にテクノロジーが発展する豊かなデジタル社会を実現することが可能になる。

ただデジタルリスクの対応ではなく、常に先を見据え、最先端のテクノロジーを駆使し、イノベーションを生み出し続けるからこそデジタルリスクと戦い続けるための唯一の手段である。エルテスはこの理念を持って、デジタルリスクと戦う最前線にある。

5.2023年2月期3Q業績概要

損益概要

過去最大の売上高
を記録し、営業利
益も大幅な増加

過去最高の売上高
を記録

売上高・営業利益
ともに大幅成長

より多様かつ高精
度なリスク分析の
実現を目指す

損益概要

全社業績

売上

M&A諸費用(72,250千円)計上による一時的な影響を受けているものの、既存事業の伸長、グループ参画企業のPMI推進により、第3四半期連結累計期間において3,230,017千円(前年同四半期比70.0%増)となり過去最高となっている。また、営業利益に関しても前年同期を132,462千円上回る大幅な増加となっている。

損益

売上高は3,230,017千円(前年同四半期比70.0%増)となり、EBITDAは226,311千円(前年同四半期比34.2%増)、営業利益は94,887千円(前年同四半期は営業損失37,574千円)、経常利益は35,698千円(前年同四半期は経常損失17,282千円)、親会社株主に帰属する四半期純損失は1,167千円(前年同四半期は親会社株主に帰属する四半期純利益52,771千円)になった。

デジタルリスク事業

売上及び損益

上期より強化しているターゲットセールスチームの取り組みが奏功し、大型PoC案件を多数受注。また、ソーシャルリスク商材の用途開発によって、IPO検討企業のレピュテーション対策、景品表示法厳格化によるリスクモニタリング支援などの受注が増加。内部脅威検知サービスについては、インテック社、CTCシステムマネジメント社(伊藤忠テクノソリューションズ子会社)、テクバン社、丸紅情報システムズ社など8社が参加するパートナーセールス体制の運用を開始。

以上の結果、当第3四半期連結累計期間におけるデジタルリスク事業の売上高は1,704,675千円(前年同四半期比25.1%増)、セグメント利益は624,524千円(前年同四半期比38.2%増)となった。

今後の取り組み

- ・PoC案件の正式導入(来期の売上高への貢献)
- ・営業秘密持ち込みリスクの検知に繋がる、内部脅威検知サービスの自然言語処理機能追加
- ・頻発するバイトテロのリスク対策需要を確実に取り込む

売上高、営業利益
の大幅増加、セグメ
ント別営業利益の
黒字化に成功

・警備サービスの営
業体制強化
・「AIK order」の
さらなる展開

M&Aにより売上高
伸長、
営業利益悪化

政府施策に即した
取り組み

AIセキュリティ事業

売上及び損益

株式会社AIKの主要サービスである「AIK order」の登録者数拡大エリア別に警備会社からの登録が増加し全国の警備員の3%程度が登録するサービスにまで成長。また、建設業や小売店を依頼者としたマッチングによる案件成約事例の増加、警備事業を提供する株式会社And Security、ISA株式会社、SSS 株式会社の営業体制強化による高利益率案件の受注等の結果、売上高、営業利益の大幅増加を達成し、当第3四半期会計期間において、セグメント別営業利益の黒字化を達成した。

今後の取り組み

- ・警備サービスの売上高拡大に向けた、再現性のある強力な営業体制の推進
- ・「AIK order」のカスタマーサクセス体制強化と47都道府県で警備会社登録を推進
- ・「AIK order」の仕組みを異業種へ横展開

DX推進事業

売上及び損益

岩手県紫波町のホームページリニューアル業者への選定、奈良県田原本町との包括連携協定の締結など行政サービスのDX支援を進めた。また、メタウン社を連結子会社化し、計画通りの売上高、営業利益を計上した。GloLing社によるエンジニアへの教育体制の強化や採用への強化が奏功し、高単価の上流案件の獲得が進んだ。

以上の結果、当第3四半期連結累計期間におけるDX推進事業の売上高は大幅に増加し577,590千円(前年同四半期比7978.2%増)となったが、株式会社メタウンのM&Aなどの諸費用の影響で、セグメント損失は100,803千円(前年同四半期は57,085千円のセグメント損失)となった。

今後の取り組み

- ・メタウン社のPMIの実施とメタシティ構想に向けた具体的取り組みの加速
- ・マイナンバーとの連携を目的としたスーパーアプリのさらなる機能拡充
- ・第4四半期に宮城県延岡市、四国1自治体でのスーパーアプリのリリースを予定

5.参考資料:財務モデルの詳細

実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細

[単位:百万円]		会社計画 JPR予想												
FY		2023.02	2024.02	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02	2034.02	
PL	売上高	4,500	7,000	9,660	13,331	18,397	23,272	29,439	37,240	42,826	49,250	56,637	56,637	
	売上原価	2,563	3,987	5,501	7,592	10,477	13,253	16,766	21,208	24,390	28,048	32,255	32,255	
	販売管理費	1,737	2,353	3,001	4,045	5,487	6,860	8,705	10,875	12,255	13,866	15,725	15,600	
	EBITDA	350	1,000	1,594	2,266	3,127	3,956	5,005	6,331	7,280	8,372	9,628	9,628	
	減価償却費合計	150	339	437	572	695	798	1,037	1,175	1,099	1,037	971	846	
	営業利益	200	661	1,157	1,694	2,433	3,158	3,968	5,156	6,181	7,335	8,657	8,782	
	支払利息	27	39	35	35	35	37	61	74	59	57	57	43	
	その他営業外収益	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	経常利益	180	622	1,122	1,660	2,398	3,121	3,906	5,082	6,123	7,278	8,600	8,739	
	特別損益	24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	税金等調整前当期純利益	204	622	1,122	1,660	2,398	3,121	3,906	5,082	6,123	7,278	8,600	8,739	
	法人税等	124	192	347	513	741	964	1,207	1,570	1,892	2,249	2,657	2,700	
	親会社株主に係る包括利益	80	430	776	1,147	1,657	2,157	2,699	3,511	4,231	5,029	5,943	6,038	
	期首発行済株式数(千株)	5,226	6,051	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	
	発行株式数(千株)	825	955	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	期末発行済株式数(千株)	6,051	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	
	EPS(円)	13.2	61.3	110.7	163.7	236.5	307.8	385.3	501.2	603.9	717.8	848.2	861.9	
	配当	0	0	0	0	0	647	1,080	2,107	2,962	5,029	5,943	6,038	
	内部留保	80	430	776	1,147	1,657	1,510	1,620	1,405	1,269	0	0	0	
	BS	手元流動性	875	1,208	1,666	2,300	2,909	3,680	4,655	5,353	6,156	7,080	7,080	7,080
余剰現預金		965	2,405	1,513	328	353	0	0	0	0	0	0	7,792	
運転資本		849	1,109	1,530	2,112	2,671	3,379	4,275	4,916	5,653	6,501	6,501	0	
短期有価証券		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
償却対象有形固定資産		39	73	101	140	177	224	283	326	375	431	431	431	
のれん		2,591	3,233	4,152	5,452	6,091	6,979	10,068	9,061	8,155	7,340	6,606	5,945	
ソフトウェア		32	44	61	84	106	134	169	194	224	257	257	0	
投資有価証券		281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	281	
その他資産		315	261	360	497	629	796	1,006	1,157	1,331	1,531	1,531	0	
総資産		5,947	8,614	9,666	11,193	13,217	15,472	20,738	21,289	22,175	23,420	22,687	21,529	
有利子負債以外の流動負債		569	726	1,002	1,383	1,750	2,214	2,800	3,220	3,703	4,259	4,259	4,259	
短期借入金		614	0	0	0	0	282	3,341	2,068	1,202	1,892	1,158	0	
長期借入金		2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303	
その他固定負債		180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	
資本金等		2,408	5,101	5,101	5,101	5,101	5,101	5,101	5,101	5,101	5,101	5,101	5,101	
内部留保等		▲ 126	303	1,079	2,226	3,883	5,393	7,012	8,417	9,686	9,686	9,686	9,686	
純資産・負債		5,947	8,614	9,666	11,193	13,217	15,472	20,738	21,289	22,175	23,420	22,687	21,529	
CF		手元流動性	▲ 313	▲ 333	▲ 459	▲ 633	▲ 609	▲ 771	▲ 975	▲ 698	▲ 803	▲ 923	0	0
		運転資本	▲ 333	▲ 260	▲ 421	▲ 581	▲ 560	▲ 708	▲ 895	▲ 641	▲ 737	▲ 848	0	6,501
		有利子負債以外の流動負債	230	158	276	381	367	464	587	420	483	555	0	0
	有形固定資産投資	▲ 16	▲ 52	▲ 55	▲ 76	▲ 87	▲ 109	▲ 139	▲ 138	▲ 158	▲ 182	▲ 134	▲ 134	
	有形固定資産償却	11	18	27	38	49	63	79	95	109	126	134	134	
	ソフトウェア投資	4	▲ 27	▲ 38	▲ 52	▲ 60	▲ 76	▲ 96	▲ 98	▲ 113	▲ 130	▲ 103	206	
	ソフトウェア償却	17	15	21	29	38	48	61	73	84	96	103	51	
	のれん投資	▲ 2,483	▲ 948	▲ 1,308	▲ 1,805	▲ 1,246	▲ 1,576	▲ 3,987	0	0	0	0	0	
	のれん償却	122	307	389	506	608	688	897	1,007	906	816	734	661	
	短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	投資有価証券	▲ 32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	その他資産	▲ 193	54	▲ 99	▲ 137	▲ 132	▲ 167	▲ 211	▲ 151	▲ 174	▲ 200	0	1,531	
	内部留保等	80	430	776	1,147	1,657	1,510	1,620	1,405	1,269	0	0	0	
	営業CF	▲ 2,906	▲ 639	▲ 892	▲ 1,185	25	▲ 635	▲ 3,060	1,273	866	▲ 690	734	8,950	
	短期借入金	520	▲ 614	0	0	0	282	3,060	▲ 1,273	▲ 866	690	▲ 734	▲ 1,158	
	長期借入金	1,665	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	その他固定負債	180	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	株式調達	801	2,693	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	金融CF	3,166	2,080	0	0	0	282	3,060	▲ 1,273	▲ 866	690	▲ 734	▲ 1,158	
	余剰現預金増減	261	1,440	▲ 892	▲ 1,185	25	▲ 353	0	▲ 0	▲ 0	0	▲ 0	7,792	
余剰現預金増減BS	261	1,440	▲ 892	▲ 1,185	25	▲ 353	0	0	0	0	0	7,792		
Check	0	0	▲ 0	0	▲ 0	▲ 0	0	▲ 0	▲ 0	0	▲ 0	0		

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細（続き）

[単位:百万円]	会社計画 JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想
FY	2023.02	2024.02	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02
KPI											
期首投下資本売上高比	26.2%	59.0%	53.8%	51.5%	50.0%	46.5%	44.1%	47.4%	41.5%	36.9%	33.3%
期首投下資本	1,179	4,132	5,201	6,869	9,201	10,833	12,977	17,657	17,788	18,191	18,881
売上高成長率	67.8%	55.6%	38.0%	38.0%	38.0%	26.5%	26.5%	26.5%	15.0%	15.0%	15.0%
NOPAT	138	457	800	1,171	1,681	2,182	2,742	3,563	4,271	5,069	5,982
ROIC	11.7%	11.0%	15.4%	17.0%	18.3%	20.1%	21.1%	20.2%	24.0%	27.9%	31.7%
運転資本日商比（日）	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42	42
売上原価率	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%
有利子負債以外の流動負債 日商比(日)	27	30	27	27	27	27	27	27	27	27	27
手元流動性月商比（カ月）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
短期借入金金利	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
長期借入金金利	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
配当性向	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	40.0%	60.0%	70.0%	100.0%	100.0%
グロスDEレシオ	127.9%	42.6%	37.3%	31.4%	25.6%	24.6%	46.6%	32.3%	23.7%	28.4%	23.4%
ネットDEレシオ	47.2%	-24.2%	-14.2%	-4.4%	-10.7%	-10.4%	8.2%	-7.3%	-17.9%	-19.5%	-24.5%
有形固定資産減価償却率	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
のれん償却率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ソフトウェア償却率	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
WACC	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
ROIC-WACC	5.0%	4.4%	8.7%	10.4%	11.6%	13.5%	14.4%	13.5%	17.3%	21.2%	25.0%
超過利潤 = (ROIC- WACC) × 期首投下資本	59	180	452	711	1,066	1,458	1,874	2,382	3,082	3,852	4,720
超過利潤の永久価値	888	2,697	6,756	10,641	15,939	21,803	28,028	35,631	46,095	57,615	70,587
成長価値の各年度末時点での 推計値		1,809	4,059	3,884	5,298	5,864	6,224	7,604	10,463	11,521	12,972
現在価値ファクター	94%	88%	82%	77%	72%	68%	64%	60%	56%	52%	49%
織り込まれた成長価値の年度別の推定時価総額 = 超過利潤価値 + 成長価値の推計時点での現在価値											
2024.02	4,865	11,668	16,136	22,058	29,166	36,518	44,975	55,384	67,316	79,193	85,375
2025.02	8,432	14,867	20,225	26,301	33,387	41,352	51,209	61,818	74,107	72,402	85,375
2026.02	11,631	18,957	24,468	30,522	38,221	47,586	57,643	68,609	60,882	72,402	85,375
2027.02	15,720	23,200	28,689	35,356	44,455	54,021	64,434	49,149	60,882	72,402	85,375
2028.02	19,963	27,421	33,523	41,590	50,890	60,812	40,141	49,149	60,882	72,402	85,375
2029.02	24,185	32,255	39,758	48,024	57,681	32,297	40,141	49,149	60,882	72,402	85,375
2030.02	29,018	38,489	46,192	54,815	24,923	32,297	40,141	49,149	60,882	72,402	85,375
2031.02	35,253	44,923	52,983	17,968	24,923	32,297	40,141	49,149	60,882	72,402	85,375
2032.02	41,687	51,714	12,937	17,968	24,923	32,297	40,141	49,149	60,882	72,402	85,375
2033.02	48,478	8,101	12,937	17,968	24,923	32,297	40,141	49,149	60,882	72,402	85,375
成長価値の株価織り込み年 数	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	1
推計時価総額	11,631	18,957	24,468	30,522	38,221	47,586	57,643	68,609	60,882	72,402	85,375
ファイナンス	15.8%	15.8%									
ファイナンス前株価		3,133									
ファイナンス株価ディスカウント		10.0%									
発行価格		2,820									
発行株式数（千株）		955,241									
資金調達額		2,693									

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

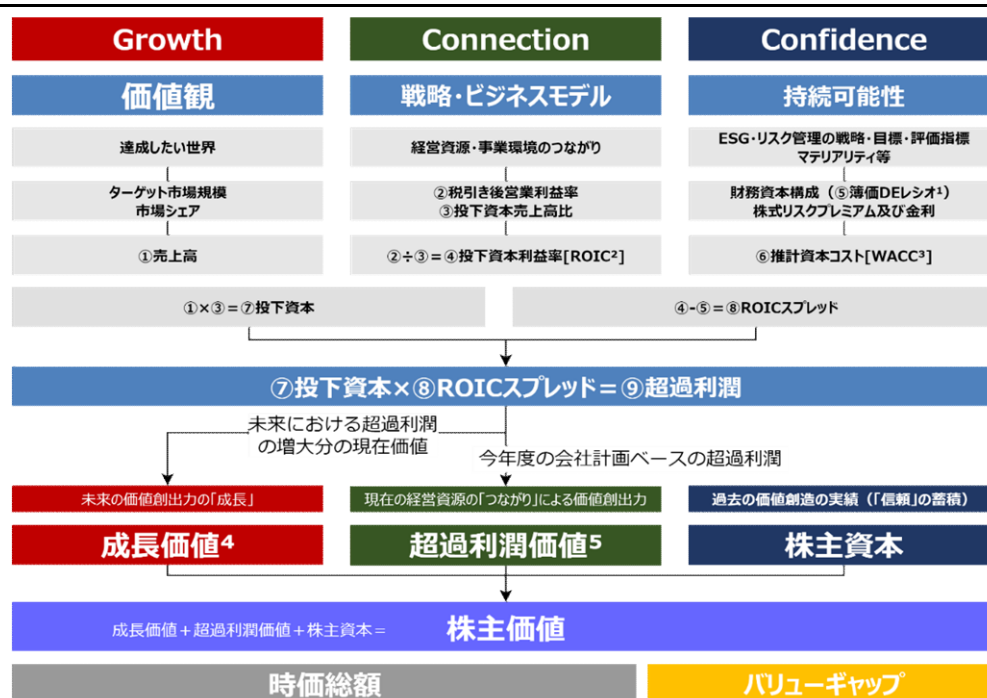
GCC経営™
分析の概要理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュギャップを可
視化

Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法（「巻末資料2.」参照）により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリュギャップを可視化する。

GCC経営™分析のフレームワーク



【出所】JPR 【注】1. 簿価DELシオ：有利負債と株主資本の割合。 2. ROIC：Return on Invested Capital. 投下資本利益率。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。 3. WACC: Weighted Cost of Capital. 加重平均資本コスト。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。 4. 成長価値＝X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値。永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積価値。 5. 超過利潤価値＝今年度会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今年度会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

GCC経営™
の評価体系価値創造プロセス
のGrowth・
Connectionス
トーリーの実現可
能性を3つの視点
で評価

GrowthとConnectionの評価

定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

■「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
「概念デザイン」	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
「実装デザイン」	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかが実装されている
「実績」	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかが実績として観察される

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Confidenceの評価

財務安定性と社会貢献性について評価

価値創造プロセス の信頼性を

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

■「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
財務安定性 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化などによる、景気変動や季節変動などの変動リスクが少なく、資本負債構成が最適化されているという視点で5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
社会貢献性 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たにつくる必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

多様なシナリオ分析の可視化

10年成長シナリオ分析によるバリューギャップの可視化

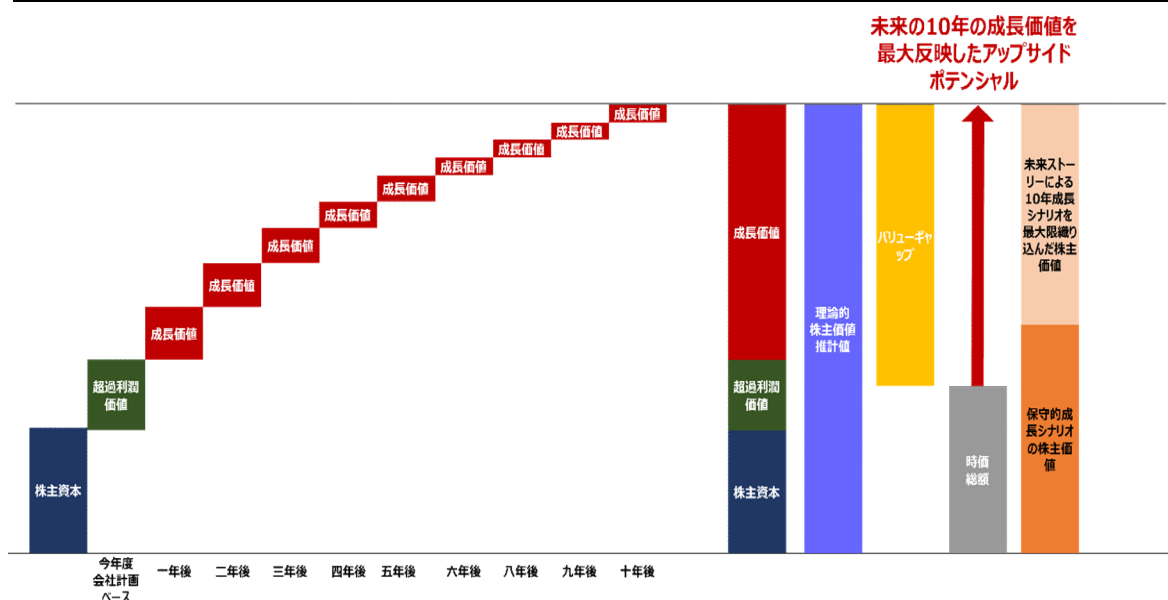
年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのかを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されと考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するとき有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

バリューギャップの可視化



[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

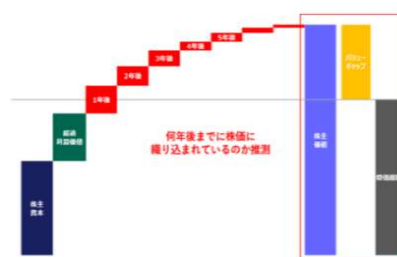
巻末資料2.超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くれば割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本＝投下資本＋非事業資産－有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算し

超過利潤＝税引き後営業利益(NOPAT)－投下資本×加重平均資本コスト
 税引き後営業利益（Net Operating Profit After Tax: NOPAT）＝営業利益×（1-実効税率）
 投下資本＝総資産－非事業資産価値－（余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額）
 非事業資産価値＝繰り延べヘッジ損益＋土地再評価額金＋為替調整勘定
 余剰資金の合計＝売上高の月商1.5カ月を超える現預金＋短期有価証券＋投資有価証券
 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＝0.5%＋5%×β
 β＝TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターン的一次回帰式の傾き
 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＋少数株主持ち分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- ☐ 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- ☐ 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- ☐ 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- ☐ 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- ☐ 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- ☐ 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- ☐ 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家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に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- ☐ 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりませんが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。