

GCC経営™分析による4.4倍のアップサイドの可能性

ITと防災・減災技術を強みに、コンサル・人材・DX・インフラ整備で地方創生で頼りになるパートナーへ

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。

事業ポートフォリオを総合して地方創生に貢献

ITbookホールディングス株式会社（以下、「ITbookHD」）は2018年にITソリューションを提供するITbook(株)と地盤改良を手掛けるサムシングホールディングス(株)の経営統合により設立された。建設・IT人材の提供、関連ソフトの提供やDX関連事業などM&Aも活用して拡充してきた。ITと防災・減災により長年築いてきた自治体との強固な信頼関係を軸に、コンサル・人材・DX・インフラ整備の提供力で地方創生で自治体から見て頼りになるパートナーへと変貌しつつある。

地方創生に貢献する事業ポートフォリオへと変貌

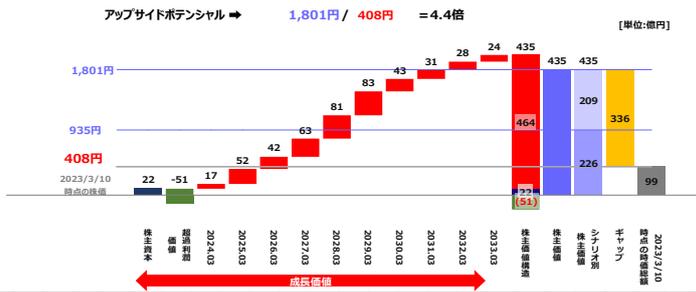
ITbookHDは、設立以来黒字を保っているものの、営業利益率が1%以下と苦戦してきた。しかし、自治体等へのコンサルティングを起点とし、自社事業につなげるワンストップソリューションに好感触を得ており、コンサルティングから得意なITや防災・減災を核とし、さらに細やかなニーズに対応した事業ポートフォリオへの転換を目指した。

地方創生を主なターゲットとし、赤字会社の統廃合・閉鎖を進め、一方で、M&Aを活用してドローンや英会話やスポーツジムなど単体事業としては小さいがワンストップソリューションを構成する上で重要と判断した事業を矢継ぎ早に加えてきた。

事業シナジーによる売上・損益の成果はまだ途上であるが、各地の自治体と連携した実績は事業ポートフォリオを活用した様々なソリューションで着実に積み上げており、自治体からの信頼が蓄積している。この信頼の蓄積がITbookHDの飛躍を牽引する要因となろう。

最大アップサイド4.4倍、実現すれば東証プライムも狙える

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、DX・インフラ整備で地方創生で頼りになるパートナーになっていくという、価値創造プロセスの概念が実装・実現する前提で、10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は435億円、現状の時価総額の約4.4倍と推計された（本文「インベストメントサマリー」参照）。



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(株)
柏尾陽介

会社概要

所在地	東京都江東区
代表者	前 俊守
設立年月	2018年10月
資本金	18億円
上場日	2018年10月1日
URL	https://www.itbook-hd.co.jp
業種	建設業

主要指標 2023/3/20 現在

株 価	370円
52 週 高 値	661円
52 週 安 値	336円
発行済株式数	24,152,701株
売買単位	100株
時価総額	8,936百万円
会社予想配当	-円
予想当期利益 ペー入 EPS	15.94円
予想 PER	23.21倍
実績 BPS (2022年12月末)	90.79円
実績 PBR	4.08倍

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3月期通期実績	21,225	88.3%	156	139.3%	141	133.8%	83	黒字化	4.20	596	266
2021年3月期通期実績	22,830	7.6%	152	-2.2%	196	39.9%	-358	nm	-17.78	1006	316
2022年3月期通期実績	26,286	15.1%	97	-36.3%	15	-92.1%	-935	nm	-43.48	639	349
2022年3月期実績累積 3Q	18,498	14.4%	-365	nm	-376	nm	-654	nm	-	543	367
2023年3月期実績累積 3Q	21,809	17.9%	-144	nm	-134	nm	-535	nm	-	580	363
2023年3月期会社計画	28,500	8.4%	650	569.9%	590	3687.1%	370	黒字化	17.19	-	-

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は直接的・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4.4
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4.4倍

JPRは、ITbookHD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。なお、想定した成長が実現した場合、資本コスト（WACC）が下がるケースも想定される。参考までに3.5%にWACCが下がった場合の試算を18ページに示す。

株主価値の分析

定性ストーリーの骨子

Growth : 事業ポートフォリオを総合して地方創生に貢献

Connection : 社会課題の解決に向けグループシナジーの発揮へ

Confidence : 地方創生への貢献が事業安定性にもつながる

定量ストーリーの骨子

時価総額

99億円

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = 4.4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22+超過利潤価値-51+成長価値464= 435 億円

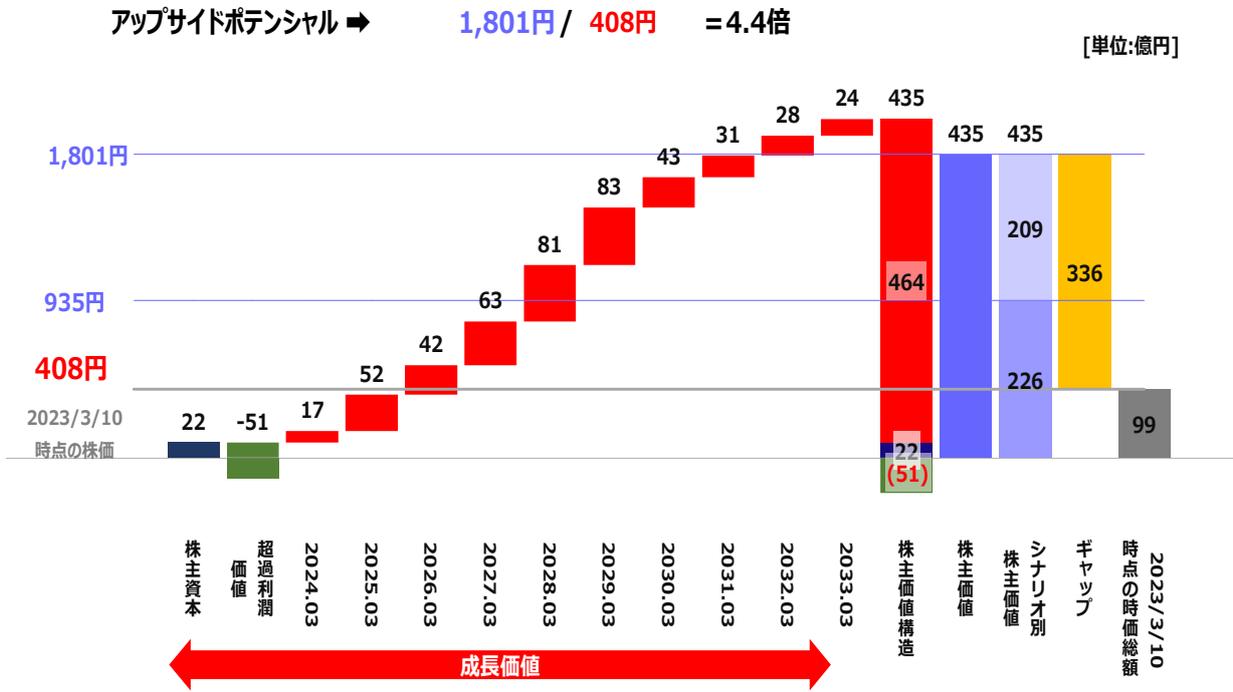
株主資本	超過利潤価値	成長価値
22	-51	464

[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ギャップ分析



[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ギャップ分析 (詳細)

[億円]	[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
		2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03
基本財務指標	売上高	285	398	420	510	619	751	864	976	1,084	1,187	1,288
	営業利益	6.5	10.0	17.5	25.5	37.1	52.6	69.1	78.1	86.7	94.9	103.0
	営業利益率	2.3%	2.5%	4.2%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
4ドライバー	売上高成長率	8.4%	39.5%	5.6%	21.4%	21.4%	21.4%	15.0%	13.0%	11.0%	9.5%	8.5%
	NOPATマージン	1.6%	1.7%	2.9%	3.5%	4.1%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
	投下資本売上高比率	41.0%	33.9%	36.2%	35.7%	35.4%	35.1%	35.8%	34.1%	33.9%	33.8%	33.9%
	WACC	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
企業価値の創造力	ROIC=NOPATマージン÷投下資本売上高比率	3.8%	5.1%	8.0%	9.7%	11.7%	13.8%	15.4%	16.2%	16.3%	16.4%	16.3%
	ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥0.6	¥0.8	¥1.2	¥1.4	¥1.7	¥2.0	¥2.3	¥2.4	¥2.4	¥2.4	¥2.4
超過利潤	NOPAT	4.49	6.91	12.10	17.63	25.68	36.36	47.79	54.01	59.95	65.64	71.22
	投下資本×WACC	7.94	9.15	10.31	12.36	14.86	17.92	21.01	22.60	24.96	27.21	29.64
	超過利潤	-3.44	-2.23	1.7908	5.27	10.81	18.44	26.79	31.41	34.99	38.43	41.58
	超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-3.44	-2.23	1.79	5.27	10.81	18.44	26.79	31.41	34.99	38.43	41.58
	各年で創出する価値	-51	18	59	51	82	112	123	68	53	51	46
	ディスカウントレート	100%	94%	88%	82%	77%	72%	67%	63%	59%	55%	52%
	超過利潤の現在価値	-50.725	17	52	42	63	81	83	43	31	28	24
	投下資本① 元手	117										
	超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	-51										
	成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	464										
非事業資産価値④	22											
企業価値=①+②+③+④	552.25											
有利子負債等	-117											
株主価値	435											

[出所]JPR作成

※NOPATについて、累積損失の影響から法人税率の推計が困難であるため、保守的に実効法人税率として30.9%を適用している。
 なお、より詳細な財務モデルは「5.参考資料：財務モデルの詳細」に記載。

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。

■ 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 : 事業ポートフォリオを総合して地方創生に貢献

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
社会課題を解決	自治体との連携を推進	CAGR16%が期待
ITbookHDは、事業を通して地球規模の環境問題や自然災害、エネルギー・資源・食糧問題、少子高齢化・生産人口の減少、地方の過疎化、インフラの老朽化、情報社会の光と影等の様々な社会課題の解決に挑戦している。マテリアリティは「防災・減災」「地方創生」としている。	コンサルティング事業を中心に「地方創生」を目標に地方公共団体や企業にアプローチを行っている。川上のコンサルティング事業で特定した課題を各事業で解決する。顧客ニーズに応じて事業を増やし、地方創生へのソリューション提供に向けて自治体との信頼関係の構築や実績を積み上げてきている。	2023.3 2033.3 285 億円 ▶ 1288 億円
		地方創生関連の政府・自治体との連携による売上成長が期待
		成長価値
		464 億円

Connection : 社会課題の解決に向けグループシナジーの発揮へ

戦略	ビジネスモデル	ROIC
コア事業への選択と集中	事業シナジーで増収増益を狙う	12.5%ポイント改善が期待
ITbookHDは、設立以来黒字を保っているものの、営業利益率が1%以下であった。そこでコア事業を中心とした投資にシフトし、地方創生をターゲットとしたコンサルティングからのワンストップソリューションの注力へとシフトした。これにより、単体事業拡大路線から事業シナジー抽出を目指す。	コア事業への集中へと赤字会社の統廃合・閉鎖を進め、一方で、M&Aを活用して顧客ニーズに適った事業の追加しており、より筋肉質な企業となった。また、効率化や販売拡大の施策を挙げているが、一括受注の数や規模が拡大すれば、単体事業での受注よりも利益率が向上するケースも狙える。	2023.3 2033.3 3.8 % ▶ 16.3 %
		事業シナジー発揮により収益性を高める特段の投資を必要とせず、投資は現状維持以下となる仮定
		超過利潤価値
		-51 億円

Confidence : 地方創生への貢献が事業安定性にもつながる

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
増資と事業ポートフォリオ改善	地方創生への貢献	現状維持
ITbookHDは事業ポートフォリオの入れ替えにより今期は大幅に損益改善の見通し。事業撤退・解散だけでなくM&A等の投資のため第三者割当による増資で財務体制も強化と攻めと守りをバランスよくかつ迅速に実施してきた。	ITbookHDは英語やスポーツ、ドローンといったエッジの効いた事業を増強しているが、それらは全て自治体のニーズに応えたもの。得意なインフラ整備からソフト提供まで幅広く地方創生に貢献する。	6.8 %
		投資によるリスクを考慮しても現状レベルの安定性は維持される 現状レベルのWACC据え置きと仮定
		株主資本
		22 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。

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。

2.会社概要

会社概要

会社名	ITbookホールディングス株式会社 (英語表記: ITbook Holdings Co., Ltd.)
設立	2018/10/1
代表	前 俊守
本社所在地	東京都江東区豊洲三丁目2番24号豊洲フォレシア9階
資本金	18億円
従業員数	2351人(連結)
決算期	3月
事業内容	ITコンサルティング、システム開発、システム機器販売、地盤調査改良等
上場日	2018/10/1
上場証券取引所	東京証券取引所グロス [証券コード: 1447]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
2018	10	ITbook(株)およびサムシングホールディングス(株)が共同株式移転の方法により当社を設立 普通株式を東京証券取引所マザーズに上場
2019	3	連結子会社ITbook(株)が望夢英語寺子屋有限会社の口数(100%)を取得
	5	連結子会社ITbook(株)が(株)カナックの株式(38.8%)を取得 東京都中央区にITloan(株)を設立 連結子会社ITbook(株)が秋田県秋田市に東北ITbook(株)を設立 子会社ITグローバル(株)が、ワタミ(株)との共同出資(ITグローバル(株):50%、ワタミ(株):50%)によりシンガポール共和国にGlobal Dream Street Pte.Ltd.を設立
	6	連結子会社サムシングホールディングス(株)が(株)アースプライムの株式(100%)を取得
	9	連結子会社ジオサイン(株)が第三者割当増資を実施
2020	2	東京都港区にITbookテクノロジー(株)を設立
	3	連結子会社東京アプリケーションシステム(株)が(株)三鈴の株式(100%)を取得し連結子会社化
	4	連結子会社ITbook(株)が所有するデータテクノロジー(株)、エスアイ技研(株)、(株)R I N E Tの全株式を連結子会社のITbookテクノロジー(株)へ譲渡
	5	連結子会社NEXT(株)および(株)アイニードが保有する子会社i-N E X T(株)の全株式をワタミ(株)に譲渡
	6	群馬県長野原町において「水陸両用無人運転技術の開発 ~ハッ場スマートモビリティ~」の無人運行船実証実験プロジェクトを開始
	9	神奈川県横浜市鶴見区にクリードパフォーマンス(株)を設立
	10	東京都港区にZ O X(株)を設立 連結子会社ITbookテクノロジー(株)を存続会社、同社が保有する連結子会社(株)R I N E T、エスアイ技研(株)を消滅会社とする吸収合併を実施

本レポートは、シェイ・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。

2020	11	連結子会社ITbookテクノロジー(株)を存続会社、同社が保有する連結子会社データテクノロジー(株)、(株)プロネットを消滅会社とする吸収合併を実施
	12	静岡県藤枝市にITbook藤枝支社を開所
2021	1	当社とアクロホールディングス(株)との共同出資(当社:51%、アクロホールディングス(株):49%)により東京都港区にA&Iアウトソーシング(株)を設立
	3	連結子会社ITbook(株)が所有する連結子会社NEXT(株)の全株式を取得し直接子会社とし、当社を割当先とする第三者割当増資による新株を発行
		連結子会社ITbook(株)が所有する連結子会社ITbook, H.L(株)の全株式を取得し直接子会社化とし、当社を割当先とする第三者割当増資による新株を発行
		連結子会社(株)サムシングが(株)ジオプロ(現(株)kiipl&nap)の株式(100%)を取得
	4	東京都港区にMovy(株)を設立
	6	連結子会社(株)サムシングを存続会社、連結子会社サムシングホールディングス(株)を消滅会社とする吸収合併を実施
	7	(株)ジオプロが連結子会社(株)サムシングおよび長崎放送(株)を割当先とする第三者割当増資を実施し、会社名を「(株)kiipl&nap」へ変更
		連結子会社ITbookテクノロジー(株)を存続会社、同社が保有する連結子会社(株)システムハウスわが家を消滅会社とする吸収合併を実施
東京都港区にITbook XCloud(株)を設立		
当社および連結子会社ITloan(株)の共同出資により、栃木県栃木市に信栄保険サービス(株)を設立		
8	広島県山県郡安芸太田町にITbookひろしま(株)を設立	
	連結子会社(株)GIRが(株)三愛ホームの株式(80%)を取得し連結子会社化	
2022	2	連結子会社(株)サムシングが(株)東名の株式(80%)を取得し連結子会社化

[出所]会社資料よりJPR作成。

■ 主な連結子会社・グループ会社

セグメント	会社名	事業概要	資本金	出資比率
コンサルティング	ITbook(株)	子会社の管理運営、「行政向け」、「独立行政法人向け」、「民間企業向け」、「金融業界向け」の4つの事業領域で、ITコンサルティング等を展開	1,048百万円	100.0%
	みらい(株)	あらゆる専門分野を有するメンバーが地方に拠点を置き、各自の知見や経験を融合させて国内外の地域創生・再生に取り組むコンサルティング業、シンクタンク業	80百万円	100.0%
システム開発	ITbookテクノロジー(株)	システムソリューション、IoTソリューション、組み込みソリューションの3つに集中し、様々な製品とサービスを提供	100百万円	100.0%
	東京アプリケーションシステム(株)	IT販売、ソフトウェア開発、コンピュータインフラ構築を軸に総合的なITソリューションを提供	50百万円	100.0%
	フロント・アプリケーションズ(株)	金融情報システムや取引システムの構築、市場系フロントシステム・バックオフィスシステム構築などフィンテックシステム開発	1百万円	100.0%
	(株)コスモエンジニアリング	ソフトウェア開発事業、建設コンサルティング事業	30百万円	100.0%
人材	NEXT(株)	ICTサービス事業、IoTサービス事業、エンジニアリングサービス事業	150百万円	100.0%
	(株)アイニード	人材派遣・人材紹介・アウトソーシングなど、総合人材サービス	50百万円	100.0%
	(株)イスト	教育人材サービスを行うEMPS事業、家庭教師サービスを行う代々木進学会事業	75百万円	100.0%
その他事業	ITloan(株)	ICTを活用したニーズにあった事業者向け、個人向けのファイナンス事業	70百万円	100.0%
	M&A マックス(株)	M&A仲介、M&A実行後の統合支援、M&Aマッチングサイト(M&A+)の開発・運営	20百万円	100.0%
	グリードパフォーマンス(株)	パーソナルトレーニングジム運営、ヨガスタジオ運営など	12百万円	83.3%
	(株)kiipl&nap	ドローン・AI・IoTに関わる業務、コンサルティング、機器販売等	53百万円	80.0%
地盤調査改良	(株)サムシング	事業子会社の経営管理、企画、財務、新規事業開発等および地盤調査・改良・保証事業	50百万円	100.0%
	(株)アースプライム	ボーリング調査、現場試験及び探査、土壌・地下水調査、解析・検討、室内試験、測量を行う	49百万円	100.0%
	(株)東名	建設基礎工事・鉄道関連の建設・土木基礎専門工事、現場造成杭工事・耐震工事・ボーリング工事	40百万円	80.0%
	(株)三愛ホーム	埼玉県を中心に住宅の分譲、建築請合、賃貸及び仲介を営む	80百万円	70.0%
保証検査	(株)GIR	地盤保証、住宅完成保証、水処理装置の製造販売、地盤調査、地盤改良、不動産売買	100百万円	100.0%
	Something Re.Co.,Ltd	保証事業のキャプティブを行う	13百万円	100.0%
建設テック	ジオサイン(株)	主に地盤調査に関わる住宅地盤システムソリューション、住宅検査システムソリューション等を提供	97百万円	51.4%
海外	SOMETHING VIETNAM CO.,LTD.	地盤調査、地盤改良工事、土木工事、建材の輸入販売等	30,630百万VND	100.0%
	JAPANEL HOME (CAMBODIA)CO.,LTD	WPC（壁式プレキャスト鉄筋コンクリート工法による）住宅建設請負および関連事業、地盤調査	300,000 USD	70.0%

[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。

■ 主なM&A/出資

年	月	対象	目的/概要
2019	5	(株)アースプライム	子会社サムシングHD(株)による取得。関東地区を中心に地質調査・試験業務を展開する対象会社を子会社化することにより、新規の事業展開が図れ、売上増加・収益拡大が見込めるものと判断。
2021	3	(株)ジオプロ (現(株)kiipl&nap)	連結子会社(株)サムシングが産業用ドローン分野で様々なソリューションサービスを展開している(株)ジオプロ (現(株)kiipl&nap) の株式 (100%) を取得。同年7月には長崎放送(株)を割当先とする第三者割当増資を実施。
	7	株式会社三愛ホーム	埼玉県を中心に住宅の分譲、建築請合、賃貸及び仲介を営む三愛ホームを、連結子会社であるGIRが子会社化 することにより、同社が長年培ってきたノウハウを獲得でき、事業拡大を見込める。
2022	1	株式会社東名	連結子会社であるサムシングが東名を子会社化することにより、地盤関連サービスの拡充と事業規模および営業・技術面等の融合による事業機会の拡大等を図る。
2023	2	株式会社ネクスト	同社が取り扱う年間100棟以上の新築戸建住宅の地盤調査・改良工事の受注増加、事業連携による住宅基礎工事分野への本格進出等、サムシングの総合施工会社化を狙う。また、クロスセル戦略として、住宅購入者への各種ローン・保険等の金融事業との協業や、システム開発事業が得意とする防災IoTから派生する減災サービスの開発・提供など、新たな付加価値の創出を検討。

[出所]会社資料等よりJPR作成

■ 主な事業提携

年	月	対象	目的
2018	12	JBAA（日本ビジネス能力認定協会）	JBAAは日本企業へ就労を希望する外国人材に日本の文化・ビジネスマナー・職業倫理などの研修／教育カリキュラムを提供。ITbookHD全体で外国人材受入、地方創生（ICT化）に取り組む。
2019	9	LABOUR AND EXPERT EXPORT SERVICE JOINT STOCK COMPANY	ベトナム・ホーチミン市で技能実習生を送り出している同社と国際交流協定を締結。日本での外国人材受入れやきめ細かい日本語教育に取り組むITbookHDが提携することで相乗効果を見込む。
		ベトナム ドンタップ省職業紹介センター	東南アジア諸国での外国人材ビジネス拡大を目的に国際交流協定を締結。特定技能教育、日本国内での就職先の紹介および生活のサポートを実施する。
2020	10	埼玉県戸田市	「デジタルトランスフォーメーション」に関する包括連携協定を締結。行政サービスの効率化を進めるほか、デジタル人材の育成で協力。
	12	静岡県藤枝市 藤枝ICTコンソーシアム	3者間で地域DX推進に向けた連携協定を締結。分散型社会への更なる促進及び、行政のデジタル化による業務効率化と利便性の高い住民サービスの実現を目指す。
2021	12	栃木県宇都宮市	宇都宮市と「行政DX推進」に関する連携協定を締結。同市の行政デジタル化による住民サービスの充実や業務効率化を目指す。
2022	4	長崎県諫早市	(株)kiipl&napと長崎県諫早市で自然災害時におけるドローンの活用に向け活動協力協定を締結。同市の防災と災害時・平時におけるドローンの必要性の普及を目指す
	9	(株)INNOVATION LEADERS	業界に特化したM&Aを得意とし、大手上場企業のM&Aアドバイザーの豊富な実績もある(株)INNOVATION LEADERSとM&Aマックス(株)の業務連携。この締結により両社が保有している案件を共同で取り組み、迅速かつ的確に顧客へ提案が可能となる。
2023	2	広島県立加計高等学校	地方創生を目的とした地域社会の発展と人材育成に関する連携・協力、中山間地域に立地する高等学校の課題解決モデル構築のため、子会社みらい(株)と広島県立加計高等学校が包括連携協定を締結。

[出所]会社資料等よりJPR作成

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

進捗状況：80%

コンサル事業を起点
としたワンストップ
ソリューションの事業
ポートフォリオは既
に構築

ポートフォリオの評
価は今後の実績に
て判断必要

進捗状況：50%

実績への反映の
進捗状況：20%

自治体の頼りになるパートナーへ

概念デザイン：社会課題を解決

社会課題の特定：マテリアリティは「防災・減災」「地方創生」

ITbookHDは、事業を通して地球規模の環境問題や自然災害、エネルギー・資源・食糧問題、少子高齢化・生産人口の減少、地方の過疎化、インフラの老朽化、情報社会の光と影等の様々な社会課題の解決に挑戦している。マテリアリティは「防災・減災」「地方創生」としている。

TAM/SAM/SOM

ITbookHDが今後注力する地方創生においては、近年政府の予算では2兆円規模で推移しており、自治体や民間も加えると総額は大きい。また、DX市場では国内は2020年で1兆3800億円、2030年には5兆円と調査会社が予想している。

実装デザイン：上流から下流まで、ワンストップソリューション

地方創生が事業の主軸の起点

コンサルティング事業を中心に地方の過疎化を解決するため、「地方創生」を目標に地方公共団体や企業にアプローチを実施。また、アプローチの中でヒアリングした社会課題の解決も優先すべき事項と考えている。

上流から下流までの事業ポートフォリオを構築

川上のコンサルティング事業で特定した課題を、川下でITbookHDが持つ各事業で解決する。ベースはITbookとサムシングの地盤改良とIT関係や人材派遣が中核となる。その他、顧客ニーズを元にM&Aを活用してエッジの効いた事業を増やしており、これら事業のシナジーが飛躍の鍵となる。

コンサル事業	IT以外に子会社のみらいは地方創生関連のコンサルタントを実施
ベース事業	地盤調査改良、人材派遣、システム開発が中心のコア事業
エッジの効いた事業	教育、フィットネス、ドローンなど主にソフト面でニーズがある事業

実績：自治体との信頼構築が進む

ITbookHDが描く価値観は既に数多く、自治体等で広がっている。実績の詳細は次項の「Confidence」の章にて紹介をする。これら実績の積み上げは自治体をはじめとする顧客からの信頼の証左であり、自治体から見た頼りになるパートナーとしての存在感が高まると期待される。

Connection

方向性は明確

進捗状況：70%

事業ポートフォリオ
の中核は構築済

進捗状況：50%

社会課題の解決に向けグループシナジーの発揮へ

概念デザイン：コンサルティングを起点とした事業への再編

ITbookHDは設立以来黒字は保っているものの営業利益率は1%以下。そこで、新規事業投資からコア事業を中心とした投資にシフトし企業基盤の安定・拡大への路線を変更した。コア事業はGrowthの項で解説した、コンサルティングからのワンストップソリューションを形成する、主に地方創生をターゲットとした事業を指す。単体事業での事業性は難しくとも、ワンストップソリューションの構成要素として機能を発揮すれば、全体として売上が増加し、効率化により利益率も改善するとみている。

実装デザイン：利益率向上に向けて

事業の選択と集中

コア事業への集中のため赤字会社の統廃合・閉鎖を進め、アパレル事業も売却した。一方で、M&Aを活用して顧客ニーズに合う事業の追加をしており、今後も事業性の判断で選択と集中を繰り返し、より筋肉質な企業を目指す。

利益率向上の鍵となるシナジーの強化

利益率アップのためにITbookHDは各事業で効率化や販売拡大の施策を挙げているが、単体事業の努力に加え、コンサルからの一括受注の数や規模が拡大すれば営業等の効率向上にもつながり、単体事業での受注よりも利益率が向上するケースが狙える可能性も考えられる。

実績：主に地方創生に係るワンストップソリューションの事例

埼玉でのDXの推進などに関する包括連携協定

地方創生へのソリューション提供に向けて、自治体との信頼関係の構築や実績も積み上げてきている。2020年8月には埼玉県戸田市とDXの推進などに関する包括連携協定を結んだ。2021年4月には同じく戸田市に加え、奈良県田原本町、広島県安芸太田町を発起人（顧問）として、Cos-DEC（自治体DX協議会）を設立した。

防災・減災に関する専門チームを立ち上げ

広島県で同地の子会社みらいがコンサルティング活動をしており、2021年8月には防災・減災の工事を施工するサムシング、センシング技術で観測するITbookテクノロジーとで土木建築分野におけるデジタル技術活用を推進する専門チームを設立した。このチームで効率的なデジタル社会を実現するためのコンサル業務、システム開発業務、人材業務、及び国のインフラに安全を提供する地盤に関する事業活動を展開する。

自治体を中心とした連携
&
事業ポートフォリオを総合した取り組みに対する実績は数多く蓄積

これらの取り組みが開花し、企業価値向上への貢献に期待

実績への反映の進捗状況：20%

第一次産業者・地方創生組織へのサポート

コンサルティングを担当する子会社のみらいは第一次産業者や地方創生組織との対話で「やりたいこと・やるべきこと」に着手しきれないジレンマに気づいた。その背景は地域の人材不足はもちろんのこと、業界特性・業務特性、絶えず変化する社会・地域ニーズへの対応から業務の整理・切り分けが難しく、既存のサービスやソリューションのフル活用が難しかった。そこで、2022年1月より顧客ニーズに応え・顧客と共にバックオフィス機能を再構成するオーダーメイド&インタラクティブ型BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）サービス『recopit』の提供を開始した。

自然災害時におけるドローンの活用

2022年4月にITbookHDは諫早市とドローン事業において活動協力協定を締結した。点検や測量をはじめとする様々な産業用ドローン事業を展開している子会社のkiipl&napによりドローンを活用した災害からの早期復旧・復興および同市の職員に対しドローン技術研修を行い、災害に強いまちづくりに協力する。なお、kiipl&napは長崎放送が出資しており、地域との関係性を深めている。

群馬県妻恋村の内閣総理大臣賞受賞をサポート

2022年9月にITbookHDグループのフロント・アプリケーションズ(株)がシステム開発を担当した群馬県妻恋村「観光・関係人口増加のためのスマートシティ」が、内閣官房主催の「夏の Digi 田甲子園」実装部門町村の部において、内閣総理大臣賞優勝を受賞した。群馬県妻恋村は、今回の取り組みにより、都市 OS(FIWARE)を活用することで観光スマートシティを実現し、「妻恋ブランド」の強化と観光活性化に成功した。

高等学校の課題解決モデルの構築

ITbookHDは2023年2月28日に広島県立加計高等学校と包括連携協定を締結を公表した。子会社のみらいは2019年度から学校運営を支援するコーディネーターとして、特に起業家精神を育む学びの実現とそれによる地域人材の育成、加計高校が立地する安芸太田町の活性化に資する活動の支援を行っており、入学志願者の増加、大学進学率の向上、安芸太田町への企画提案と採用数の増加など、着実に成果を上げてきたが、今後も支援を推進する。

海外の自治体とも関係を構築

ITbookHD子会社のサムシングは東南アジアに拠点を置き事業活動をしている。ベトナムではドンタップ省と提携して外国人実習生を受け入れ、日本で得た技術をベトナムで活用する取り組みを行っている。このような取り組みをする企業は少なく、人手不足解消と技術獲得の両面で効果があるとして今後も加速していく予定だ。また、同省とは農業DXに関する覚書も出しており、ベトナムとの関係を重視し、ベトナム人を積極的に採用したいという考えがある。

Confidence

経営安定と成長の両立が目指されているが、ROIC向上の実績が待たれる

財務安定性評価：
30%

地域の安心につながる防災・減災から、地域インフラの活用、コミュニケーションの活性化まで幅広く貢献

テーマは国策とも沿い高く評価するが、実績のさらなる積み上げを期待

社会貢献性への評価：50%

投資効果を発揮し、盤石な経営体制へ

財務安定性：増資と事業ポートフォリオの改善

第三者割当の実施

ITbookHDは2022年3月に大和ハウス工業を対象に第三者割当による新株発行を行った。これにより、総額で344,879,700円資金調達をする。目的は、財務基盤の拡充と新規事業への投資。これまでもM&Aを積極的に実施してきており、今後も事業ポートフォリオの補強が期待され、コア事業の強化が結果的に安定性に寄与すると考えられる。

2023年3月期は損益大幅改善の見通し

ITbookHDは不採算事業の解散・譲渡により、今期は営業利益650百万円と前期比569.9%増の大幅改善の見通し。コア事業も各セグメントでは損益が苦しい事業もあるが、単体事業の改善に加え事業シナジーが発揮されれば上振れへと転じるとみられる。

社会貢献性：地方創生への貢献

ITbookHDは主に自治体をターゲットとしており、コンサルティングにより自治体の様々な課題への解決を試みている。ITと防災・減災を中核に、近年ではドローン、スポーツ、英会話などより細部のニーズにも貢献している。貢献事例はConnectionの項でも例示しているが、改めて以下に事例をまとめた。

防災・減災への貢献

広島県でため池（各地で老朽化等の問題）破堤に関して、システム開発と地盤調査改良でモニタリングや強度、原因究明を行い解決を目指している。防災・減災は近年の大雨による洪水の被害などから防災・減災への関心は高いと考えられ、日本全国での貢献も期待される。

廃校の活用

少子化に伴う児童生徒数の減少等により、全国では毎年約450校程度の廃校施設が生じている。廃校施設は地方公共団体にとって貴重な財産であることから、地域の実情やニーズを踏まえながら有効活用していくことが求められている。ITbookHDは得意であるITや土地改良といったインフラ整備だけでなく、地域ニーズの高い英語やスポーツといったコンテンツを自社事業で保有しており、自治体のニーズに寄り添い今後もソフト面でも強化し、地方創生への貢献を高める。

4.2023年3月期3Q業績概要

損益概要

損益概要

概況

2023年3月期3Q累計での売上高は21,809,354千円（前年同期比117.9%）、売上総利益は5,231,449千円（前年同期比117.2%）、販売費及び一般管理費は5,375,201千円（前年同期比111.3%）、営業損失は△143,752千円（前年同期は営業損失△364,976千円）、経常損失は△134,437千円（前年同期は経常損失△375,882千円）、親会社株主に帰属する四半期純損失は△534,661千円（前年同期は親会社株主に帰属する四半期純損失△654,121千円）となった。

コンサルティング事業

マイナンバー制度やマイキープラットフォームへの対応等、過去から蓄積してきた顧客からの信頼・知見を活かし、中央官庁・独立行政法人・地方自治体等からのコンサルティング案件の受注拡大に努めた。民間向けコンサルティングにおいては、企業が保有するレガシーシステムを分析・活用し、DX推進を可能とする独自技術サービスの「Smart Tool」および、プログラミング言語の「COBOL」から、DX化のベースとなるオープンシステムでスタンダードとされている「JAVA」への自動変換ツールを幅広く提案した。この結果、売上高は283,960千円（前年同期比106.8%）となった。

システム開発事業

ニアショア開発事業を中心に、ソフトウェア開発、FinTechおよび、IoT機器分野等での製品の開発・販売を促進した。この結果、売上高は2,525,842千円（前年同期比107.6%）となった。

人材事業

技術者派遣業および、製造業・流通業・教員向け人材派遣において、人材確保および派遣先企業開拓など営業努力が奏功し、売上を伸ばした。この結果、売上高は4,890,166千円（前年同期比116.5%）となった。

地盤調査改良事業

これまで主力であった「柱状改良工法」に加え、らせん状の節を持つ安定した品質の補強体を構築する「スクリーフクッションパイル工法」の販売促進に努めた。また、戸建住宅市場だけに頼らない顧客層拡大に注力し、小型商業施設や低層マンション等に対応した「コラムZ工法」、地盤改良工法の拡販商品と位置づけ、「SDGs」にも関連する自然砕石のみを使用した「エコジオ工法」の販売促進に努めた。

土質調査試験事業を営む株式会社アースプライムは、大手ゼネコンからの大型造成工事等による土質試験や、大手建設デベロッパーからのボーリング調査の受注に注力した。

鉄道関連の土木基礎専門工事を主力とする株式会社東名は、大手ゼネコンからの受注工事を中心に、狭小、低空間での施工条件下で大口径掘削が可能な「TBH工法」や「BH工法」の受注に注力した。

不動産事業を営む株式会社三愛ホームは、埼玉県の川越市・東武東上線を中心に、地元企業の特性を活かした不動産売買に注力した。

この結果、売上高は12,876,301千円（前年同期比124.2%）となった。

保証検査事業

保証部門の地盤総合保証「THE LAND」の販売促進に加え、住宅建築完成保証から派生する新築住宅建設請負工事と、賃貸住宅建物の品質検査および、それに付随した修繕工事の受注に注力した。この結果、売上高は223,736百万円（前年同期比95.7%）となった。

建設テック事業

主力販売商品である「GeoWebシステム」が、住宅建築にかかわる各種業務データの記録・管理の強化（不正・改ざん防止機能）や業務の自動化が図れるため、大手ハウスメーカーの基盤システムにも採用されており、本商品の販売に注力した。また、クライアントの基盤システムとの連携による業務拡大や、カスタマイズの開発案件にも注力した。この結果、売上高は353,174千円（前年同期比104.3%）となった。

海外事業

ベトナムのインフラ整備（護岸・道路・橋梁）、再生エネルギー発電事業の太陽光発電・風力発電の地盤調査および、下水道工事に関わる仮設工事等の受注に注力した。新型コロナウイルスによる感染再拡大の影響はあるものの、営業努力が奏功し、売上を伸ばした。この結果、売上高は393,557千円（前年同期比105.2%）となった。

その他事業

金融事業、教育事業およびM & Aアドバイザー事業の売上高の総計は262,614千円（前年同期比152.4%）となった。

5.参考資料①: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	JPR予想										
FY		2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03
PL	売上高	28,500	34,400	42,000	50,986	61,895	75,137	86,408	97,641	108,382	118,678	128,765	128,765
	売上原価	21,663	25,628	31,080	37,475	45,183	54,475	62,214	70,302	78,035	85,448	92,711	92,711
	販売管理費	6,187	7,772	9,170	10,962	12,998	15,403	17,282	19,528	21,676	23,736	25,753	25,753
	EBITDA	1,236	1,685	2,567	3,518	4,869	6,605	8,307	9,220	10,179	11,092	11,940	11,937
	減価償却費合計	586	685	817	969	1,155	1,346	1,394	1,409	1,508	1,598	1,639	1,636
	営業利益	650	1,000	1,750	2,549	3,714	5,260	6,913	7,811	8,671	9,494	10,301	10,301
	支払利息	88	67	71	79	87	96	99	101	107	118	125	81
	その他営業外損益	101	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	経常利益	662	933	1,679	2,470	3,626	5,164	6,814	7,710	8,564	9,376	10,176	10,220
	特別損益	▲ 103	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	税金等調整前当期純利益	560	933	1,679	2,470	3,626	5,164	6,814	7,710	8,564	9,376	10,176	10,220
	法人税等	173	288	519	763	1,121	1,596	2,105	2,383	2,646	2,897	3,144	3,158
	親会社株主に係る包括利益	387	645	1,160	1,707	2,506	3,568	4,708	5,328	5,917	6,479	7,032	7,062
	期首発行済株式数(千株)	22,331	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133
	発行株式数(千株)	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	期末発行済株式数(千株)	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133	24,133
	EPS(円)	16.0	26.7	48.1	70.7	103.8	147.9	195.1	220.8	245.2	268.5	291.4	292.6
	配当	0	0	0	0	0	1,070	1,883	3,197	4,142	6,479	7,032	7,062
	内部留保	387	645	1,160	1,707	2,506	2,498	2,825	2,131	1,775	0	0	0
	BS	手元流動性	4,300	5,250	6,373	7,737	9,392	11,521	13,832	16,257	18,791	21,461	21,461
余剰現預金		1,760	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	12,589
運転資本		6,963	8,501	10,320	12,528	15,208	17,489	18,191	19,301	20,159	21,167	21,167	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		1,719	2,154	2,614	3,174	3,853	4,431	4,199	4,552	4,866	5,151	5,151	5,151
のれん		806	725	653	587	529	476	428	385	347	312	281	253
ソフトウェア		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券		178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178
その他資産		2,356	4,033	4,896	5,943	7,215	8,297	9,376	10,407	11,396	12,365	12,365	0
総資産		18,082	20,841	25,034	30,147	36,375	42,392	46,204	51,081	55,737	60,634	60,602	39,632
有利子負債以外の流動負債		4,486	5,477	6,648	8,071	9,798	11,267	12,732	14,132	15,475	16,790	16,790	16,790
短期借入金		7,239	7,126	8,987	10,970	12,965	15,015	14,538	15,883	17,421	21,002	20,971	0
長期借入金		3,368	3,368	3,368	3,368	3,368	3,368	3,368	3,368	3,368	3,368	3,368	3,368
その他固定負債		459	459	459	459	459	459	459	459	459	459	459	459
資本金等	4,819	6,055	6,055	6,055	6,055	6,055	6,055	6,055	6,055	6,055	6,055	6,055	
内部留保等	▲ 2,288	▲ 1,643	▲ 483	1,224	3,730	6,228	9,053	11,184	12,959	12,959	12,959	12,959	
純資産・負債	18,082	20,841	25,034	30,147	36,375	42,392	46,204	51,081	55,737	60,634	60,602	39,632	
CF	手元流動性	▲ 738	▲ 950	▲ 1,123	▲ 1,364	▲ 1,655	▲ 2,129	▲ 2,311	▲ 2,425	▲ 2,533	▲ 2,670	0	0
	運転資本	196	▲ 1,538	▲ 1,819	▲ 2,208	▲ 2,680	▲ 2,281	▲ 702	▲ 1,110	▲ 858	▲ 1,008	0	21,167
	有利子負債以外の流動負債	122	991	1,172	1,422	1,727	1,470	1,465	1,401	1,343	1,315	0	0
	有形固定資産投資	▲ 754	▲ 1,039	▲ 1,205	▲ 1,463	▲ 1,776	▲ 1,871	▲ 1,114	▲ 1,719	▲ 1,784	▲ 1,848	▲ 1,608	▲ 1,608
	有形固定資産償却	496	604	744	903	1,097	1,293	1,347	1,366	1,470	1,563	1,608	1,608
	ソフトウェア投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	ソフトウェア償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	のれん投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	のれん償却	90	81	73	65	59	53	48	43	39	35	31	28
	短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	投資有価証券	76	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	その他資産	381	▲ 1,677	▲ 863	▲ 1,048	▲ 1,272	▲ 1,082	▲ 1,079	▲ 1,031	▲ 989	▲ 969	0	12,365
	内部留保等	▲ 706	645	1,160	1,707	2,506	2,498	2,825	2,131	1,775	0	0	0
	営業CF	▲ 837	▲ 2,884	▲ 1,861	▲ 1,984	▲ 1,995	▲ 2,050	478	▲ 1,345	▲ 1,538	▲ 3,582	31	33,560
	短期借入金	▲ 187	▲ 113	1,861	1,984	1,995	2,050	▲ 478	1,345	1,538	3,582	▲ 31	▲ 20,971
	長期借入金	▲ 407	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	その他固定負債	223	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	747	1,236	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
金融CF	376	1,123	1,861	1,984	1,995	2,050	▲ 478	1,345	1,538	3,582	▲ 31	▲ 20,971	
余剰現預金増減	▲ 461	▲ 1,760	0	▲ 0	0	0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	0	12,589	

[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。

東証グロス ITbookホールディングス株式会社 [1447] 2023年3月22日 発行

[単位:百万円]	会社計画 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	40.2%	33.9%	36.2%	35.7%	35.4%	35.1%	35.8%	34.1%	33.9%	33.8%	33.9%
期首投下資本	11,452	11,658	15,186	18,208	21,898	26,399	30,947	33,294	36,770	40,083	43,665
売上高成長率	8.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	15.0%	13.0%	11.0%	9.5%	8.5%
売上原価率	76.0%	74.5%	74.0%	73.5%	73.0%	72.5%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%
販管費率	21.7%	22.5%	22.0%	21.5%	21.0%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPAT	449	691	1,209	1,762	2,566	3,634	4,777	5,398	5,991	6,561	7,118
ROIC	3.9%	5.9%	8.0%	9.7%	11.7%	13.8%	15.4%	16.2%	16.3%	16.4%	16.3%
運転資本日商比(日)	92	74	74	74	74	74	68	65	62	60	60
有利子負債以外の流動負債 日商比(日)	56	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48
手元流動性月商比(カ月)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
短期借入金金利	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
長期借入金金利	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%	1.09%
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DELシオ	419.0%	237.9%	221.7%	197.0%	166.9%	149.7%	118.5%	111.7%	109.3%	128.2%	128.0%
ネットDELシオ	179.6%	118.9%	107.3%	90.7%	70.9%	55.9%	27.0%	17.4%	10.5%	15.3%	15.1%
有形固定資産減価償却費率	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%

[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。

6. 参考資料②: WACC3.5%に仮定した場合の試算

株主価値分析

時価総額の最大アップサイドは13.6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13.6倍

2ページの「インベストメントサマリー」で示した、資本コストが低下し、WACCが3.5%と仮定したケースで試算した場合は以下ようになる。

株主価値の分析

定性ストーリーの骨子

Growth : 事業ポートフォリオを総合して地方創生に貢献

Connection : 社会課題の解決に向けグループシナジーの発揮へ

Confidence : 地方創生への貢献が事業安定性にもつながる

定量ストーリーの骨子

時価総額

99億円

バリュウギャップ

時価総額の最大アップサイド = **13.6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22+超過利潤価値11+成長価値1310= **1,343** 億円

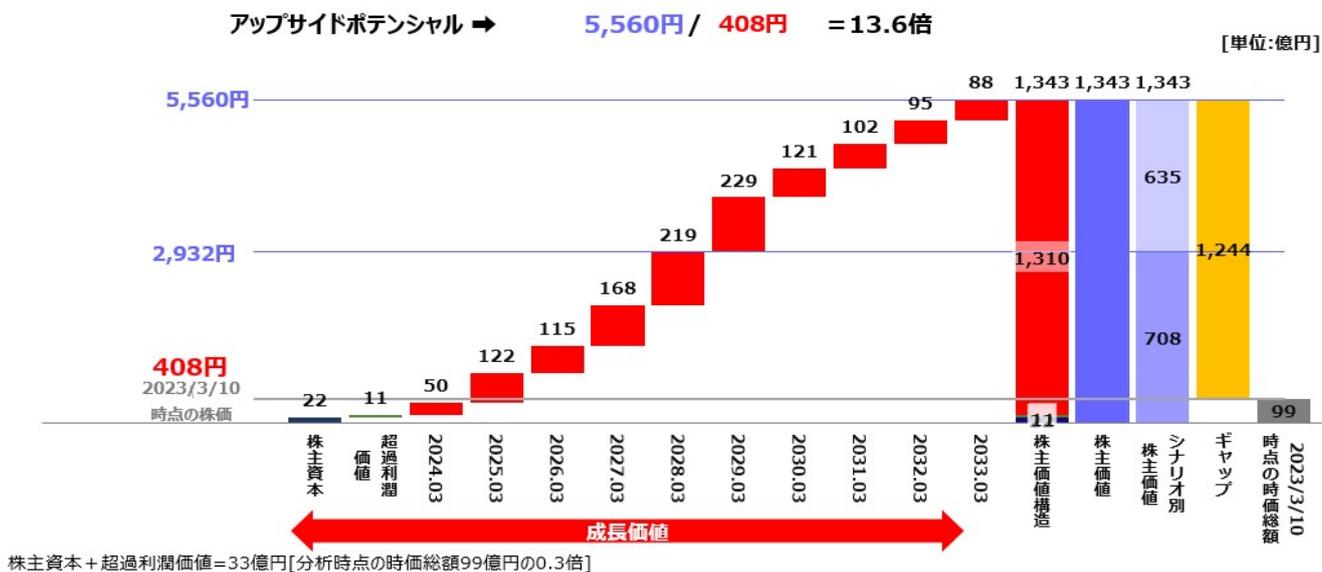
株主資本	超過利潤価値	成長価値
22	11	1310

[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ギャップ分析



[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ギャップ分析 (詳細)

[億円]	[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
		2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03
基本財務指標	売上高	285	398	420	510	619	751	864	976	1,084	1,187	1,288
	営業利益	6.5	10.0	17.5	25.5	37.1	52.6	69.1	78.1	86.7	94.9	103.0
	営業利益率	2.3%	2.5%	4.2%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
4ドライバー	売上高成長率	8.4%	39.5%	5.6%	21.4%	21.4%	21.4%	15.0%	13.0%	11.0%	9.5%	8.5%
	NOPATマージン	1.6%	1.7%	2.9%	3.5%	4.1%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
	投下資本売上高比率	41.0%	33.9%	36.2%	35.7%	35.4%	35.1%	35.8%	34.1%	33.9%	33.8%	33.9%
	WACC	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
企業価値の創造力	ROIC=NOPATマージン+投下資本売上高比率	3.8%	5.1%	8.0%	9.7%	11.7%	13.8%	15.4%	16.2%	16.3%	16.4%	16.3%
	ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥1.1	¥1.5	¥2.3	¥2.8	¥3.4	¥3.9	¥4.4	¥4.6	¥4.7	¥4.7	¥4.7
超過利潤	NOPAT	4.49	6.91	12.10	17.63	25.68	36.36	47.79	54.01	59.95	65.64	71.22
	投下資本×WACC	4.09	4.72	5.32	6.37	7.66	9.24	10.83	11.65	12.87	14.03	15.28
	超過利潤	0.40	2.20	6.7843	11.25	18.01	27.13	36.96	42.35	47.08	51.61	55.94
	超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	0.40	2.20	6.78	11.25	18.01	27.13	36.96	42.35	47.08	51.61	55.94
	各年で創出する価値	11	51	131	128	193	260	281	154	135	130	124
	ディスカントレート	100%	97%	93%	90%	87%	84%	81%	79%	76%	73%	71%
	超過利潤の現在価値	11,473	50	122	115	168	219	229	121	102	95	88
	投下資本① 元手	117										
	超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	11										
	成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	1,310										
非事業資産価値④	22											
企業価値=①+②+③+④	1,460.27											
有利子負債等	-117											
株主価値	1,343											

[出所]JPR作成

※NOPATについて、累積損失の影響から法人税率の推計が困難であるため、保守的に実効法人税率として30.9%を適用している。
 なお、より詳細な財務モデルは「5. 参考資料：財務モデルの詳細」に記載。

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

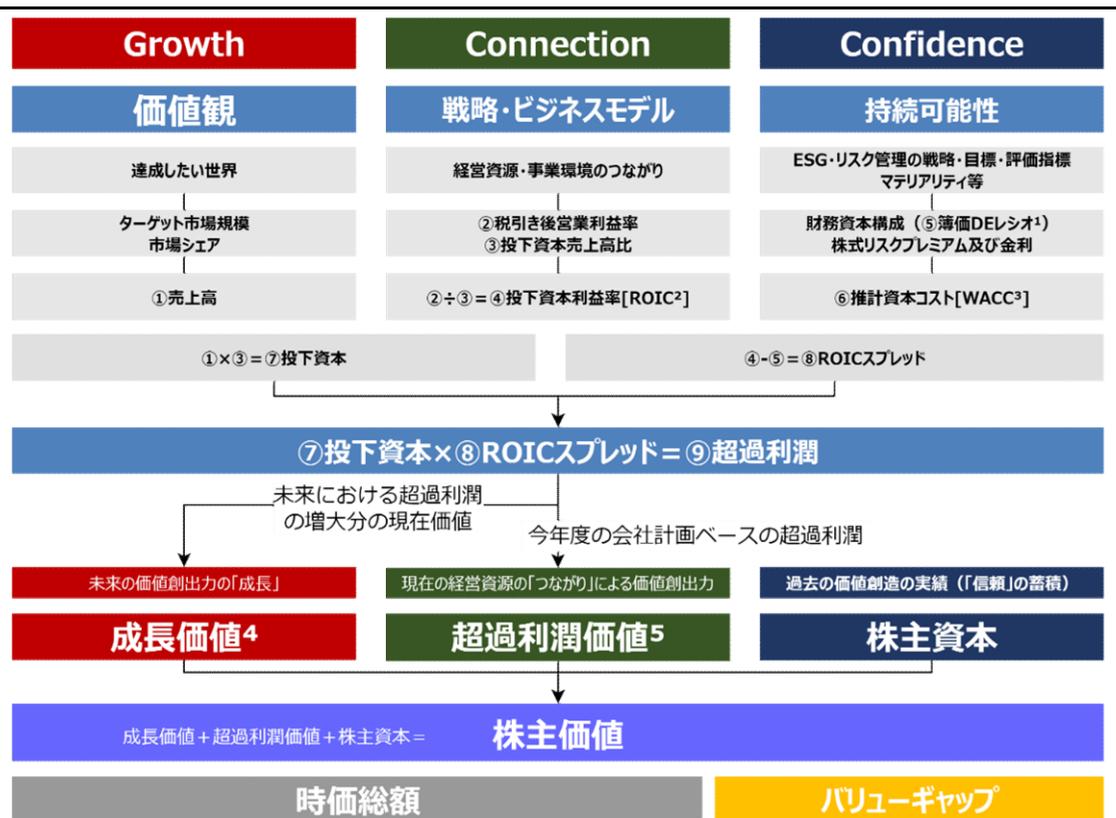
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュギャップを可
視化

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DEレシオ：有利主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 = 今期会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今期会社計画、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、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。

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、わずかだが実装されている
「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だが実績として観察される

[出所]JPR

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小さく、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、概念さえも新たにす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

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ると考えられる。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。

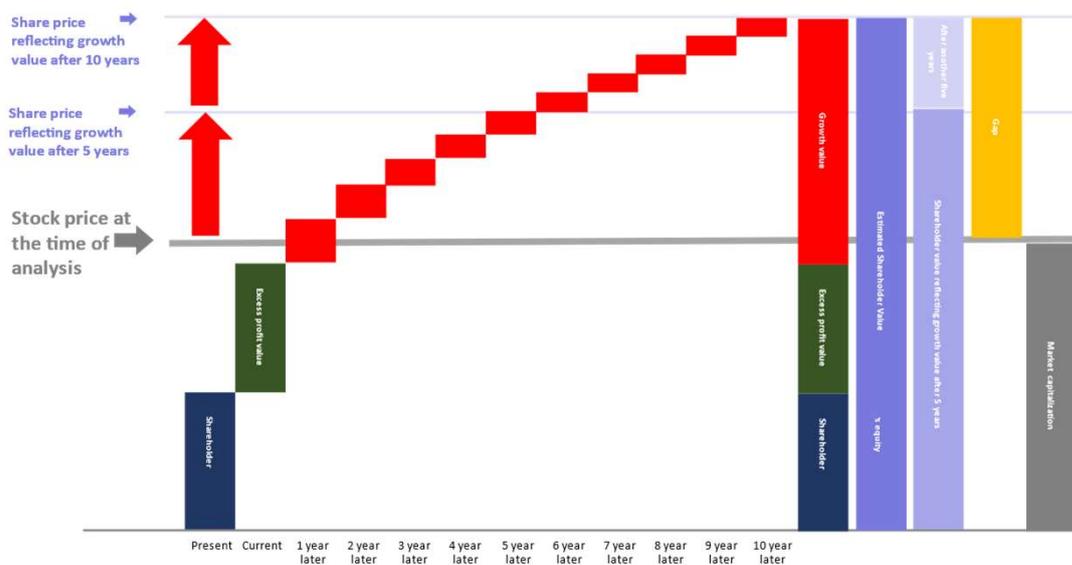
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

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。

多様なシナリオ分析の可視化

バリューギャップの可視化



[出所]JPR

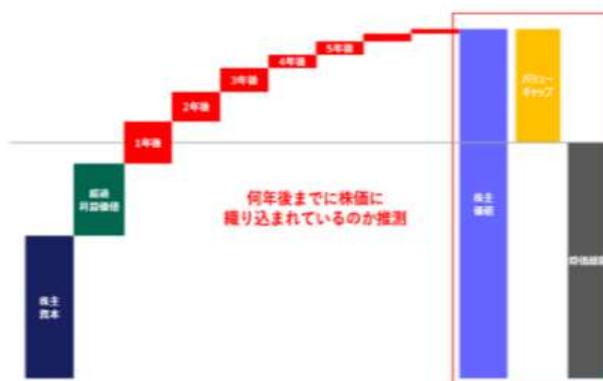
巻末資料2.超過利潤の説明

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、低くけ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

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の一次回帰式の傾き
 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

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダブリュ/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。