

GCC経営™分析によるターゲット株価4,340円の可能性

低PBR是正の動きによるパワーソースNo.1の企業としての株主価値に注目

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。

可搬型発電機No.1、溶接機No.1

デンヨー(株)（以下、「デンヨー」とする。）は1948年創業の歴史ある企業で、主力の発電機や溶接機も約60年の歴史を誇る。経営理念として「三者の得」を掲げており、主力製品である発電機の供給で社会課題に貢献する。具体例として、電力インフラがない場所などの他、電力の喪失が命の危険につながる病院や、ITの進展で重要性が増すデータセンターなどでの補助電源の供給が挙げられる。

成長ポテンシャルにおいては、急激な市場伸長は期待されないものの、老朽設備の更新など一定の需要が担保されており、近年では防災意識の高まりによる需要が増加した。また、アジアを中心とした途上国など海外でのニーズも高く、2023年3月期の売上高では米国の需要が高まり、売上の約半分を海外売上が占めており、海外の拡大余地は高い。

パワーソースのNo.1企業へ

デンヨーの戦略は、安定的な成長とバランスのとれた事業構造の確立で、パワーソースのパイオニアとしての信頼と販売ネットワークを駆使し、日本をはじめ世界各地で、高性能発電機マーケットのナンバーワンを目指すと共に、発電機製造のノウハウを最大限に発揮できる周辺事業の拡充や新規事業への参入等に注力する。

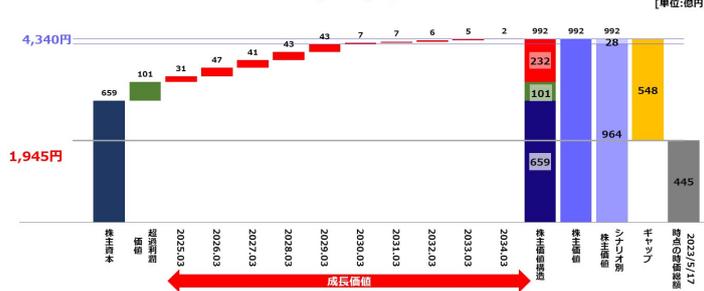
強みは、一貫生産体制、顧客要求への柔軟な対応、高性能・耐久性などが挙げられ、これらの強みにより現在の高シェアを構築している。

電力供給で社会貢献をしている反面、エンジン駆動によりCO2排出で環境負荷をかけているジレンマがあり、カーボンニュートラルへの対策として水素を燃料とした発電機の開発に取り組んでおり、次世代への布石を進めている。

10年成長シナリオ次第で、最大アップサイド2.2倍

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、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んだ株価は4,340円と推計された。割安株是正の流れにより、長期の成長価値が今後数年程度で株価に織り込まれる可能性は十分ある。

アップサイドポテンシャル ⇒ $4,340円 / 1,945円 = 2.2倍$



「概念デザイン」「実装デザイン」の詳細、及び評価体系は、巻末資料は巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のためにを参照。

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)
2019年3月期通期実績	55,554	10.7%	4,201	7.7%	4,592	9.7%	3,167	14.7%	149.83	1,982	1,236
2020年3月期通期実績	62,887	13.2%	6,057	44.2%	6,202	35.1%	4,071	28.5%	194.32	2,225	1,310
2021年3月期通期実績	55,006	-12.5%	5,332	-12.0%	5,645	-9.0%	3,860	-5.2%	185.13	2,649	1,723
2022年3月期通期実績	55,168	0.3%	3,653	-31.5%	4,029	-28.6%	2,752	-28.7%	132.02	2,321	1,591
2023年3月期通期実績	64,311	16.6%	4,874	33.4%	5,180	28.6%	3,634	32.0%	175.64	1,719	1,361
2024年3月期会社計画	65,000	1.1%	5,000	2.6%	5,350	3.3%	3,700	1.8%	179.33	-	-

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。

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	東京都中央区
代表者	吉永隆法
設立年月	1948/07/02
資本金	1,954百万円
上場日	1980/09/10
URL	https://www.denyo.co.jp/
業種	電気機器

主要指標 2023/05/24 現在

株価	1,952円
52週高値	2,000円
52週安値	1,354円
発行済株式数	22,859,660株
売買単位	100株
時価総額	44,622百万円
会社予想配当	51円
予想当期利益 ペー ス EPS	179円
予想 PER	10.88倍
実績 BPS (2023年3月末)	3193.67円
実績 PBR	0.61倍

1. インvestmentサマリー

株主価値 分析

時価総額の最大
アップサイドは2.2
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2.2倍

JPRは、デンヨー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 : Powering up for the future

Connection : パワースOURCEのNo.1企業へ

Confidence : 社会インフラを支える安心・安全な企業

定量ストーリーの骨子

時価総額

445

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = **2.2倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹

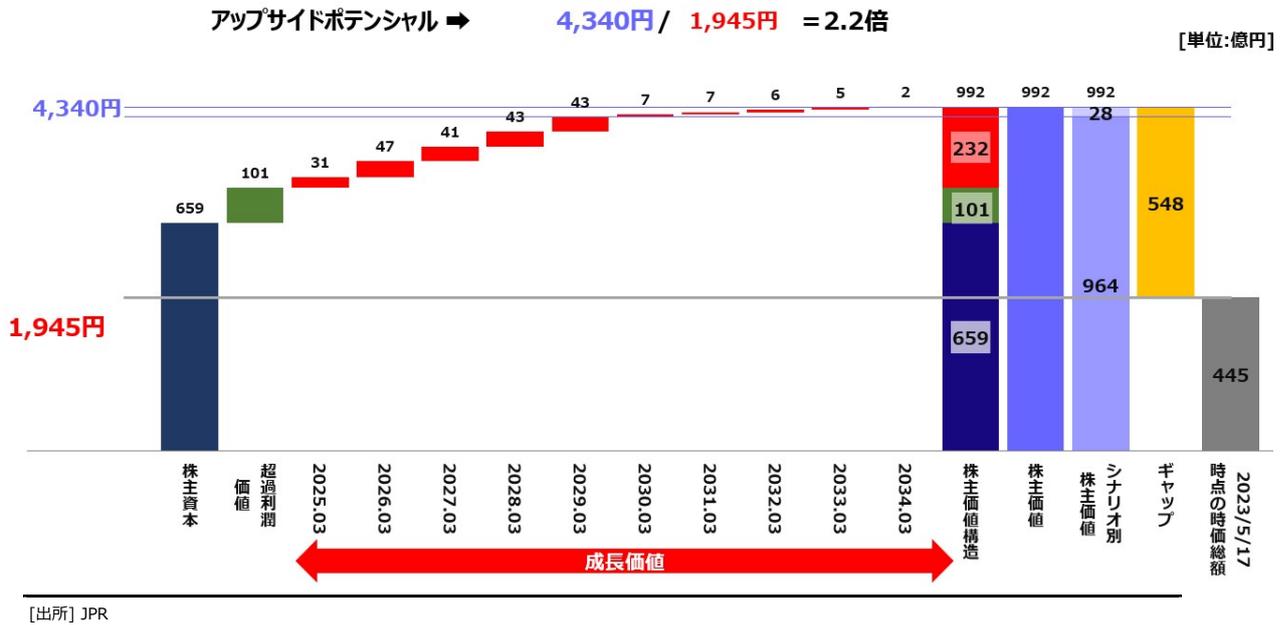
株主資本659+超過利潤価値101+成長価値232= **992**

株主資本	超過利潤価値	成長価値
659	101	232

[出所]JPR作成

1 : 四捨五入のため端数は一致しない。

■ 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



■ 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]	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	永久価値
	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03	
売上高	650	670	690	710	732	754	772	786	799	808	816	
営業利益	50	54	59	64	70	75	77	79	80	81	82	
営業利益率	7.7%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
売上高成長率	1.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.4%	1.9%	1.5%	1.2%	1.0%	
NOPATマージン	5.3%	5.5%	5.9%	6.2%	6.6%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	
投下資本売上高比率	75.0%	74.2%	73.0%	72.8%	72.3%	71.8%	71.6%	71.1%	70.6%	70.0%	70.0%	
WACC	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.876%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	7.1%	7.5%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	9.7%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥1.2	¥1.3	¥1.4	¥1.5	¥1.5	¥1.6	¥1.6	¥1.7	¥1.7	¥1.7	¥1.7	
NOPAT	34.57	37.03	40.53	44.20	48.05	52.10	53.35	54.37	55.21	55.89	56.44	
投下資本×WACC	28.63	29.18	29.57	30.37	31.08	31.80	32.44	32.87	33.12	33.27	33.60	
超過利潤	5.94	7.85	10.95	13.82	16.97	20.30	20.91	21.50	22.09	22.62	22.84	
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	5.94	7.85	10.96	13.82	16.97	20.30	20.91	21.50	22.09	22.62	22.84	
各年で創出する価値	101	31	47	41	43	43	7	7	6	5	2	
ディスカウントレート	100%	94%	89%	84%	80%	75%	71%	67%	63%	60%	56%	
超過利潤の現在価値		101.043	31	47	41	43	43	7	7	6	5	2
投下資本① 元手	487											
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	101											
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	232											
非事業資産価値④	252											
企業価値=①+②+③+④	1,073											
有利子負債等	-80											
株主価値	992											

[出所] JPR

※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。

■ 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 (単位：億円)

Growth : Powering up for the future

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高				
Powering up for the future	電力の安定供給でインフラに貢献	CAGR2.3%が期待				
デンヨーは「三者の得」を経営理念に掲げ、発電機や溶接機を提供し、顧客、販売店、自身の発展を目指している。対象としている社会課題は、離島など電力網がない場所、途上国など電力供給が不安定な地域、病院やデータセンターなど安定的な電源が必要な場所に必需品である電力の供給だ。	デンヨーは社会課題の設定で特定した安定した電源を必要としている国内外に高品質な電気を安定的に供給することで、インフラ整備や防災・減災など安全かつ強靱で豊かな社会造りへの貢献を目指す。また、エンジン発電による環境負荷にも配慮した取り組みも推進しており、次世代への対応も目指している。	<table border="1"> <tr> <td>FY2024</td> <td>FY2034</td> </tr> <tr> <td>650</td> <td>816</td> </tr> </table> <p>売上高は国内は既に高シェアのため、海外展開も含めて緩やかな成長の前提</p>	FY2024	FY2034	650	816
FY2024	FY2034					
650	816					
		成長価値				
		232				

Connection : パワースOURCEのNo.1企業へ

戦略	ビジネスモデル	ROIC				
パワースOURCEのNo.1企業へ	強みを活かしてシェアの拡大へ	2.8ポイント改善が期待				
基本的な経営戦略は、デンヨーグループの安定的な成長とバランスのとれた事業構造を確立で、パワースOURCEのバイオニアとしての信頼と販売ネットワークを駆使し、日本をはじめ世界各地で、高性能発電機マーケットのナンバーワンを目指すと共に、発電機製造のノウハウを最大限に発揮できる周辺事業の拡充や新規事業への参入等に注力する。	デンヨー製品は一貫生産体制で、顧客要求にも柔軟に対応する。また、高性能・高耐久により高い信頼性が求められる場所でも需要が高い。こうした強みを活かして売上の拡大を目指す。さらに、遠隔操作等のDX化やカーボンニュートラルなど次世代の開発にも取り組む。それらを支える人材に対する取り組みも進めておりグループ力を強化する。	<table border="1"> <tr> <td>FY2024</td> <td>FY2034</td> </tr> <tr> <td>7.1 %</td> <td>9.9 %</td> </tr> </table> <p>投下資本売上高比率は約70%で固定、売上原価、販管費が緩やかに逓減の想定</p>	FY2024	FY2034	7.1 %	9.9 %
FY2024	FY2034					
7.1 %	9.9 %					
		超過利潤価値				
		101				

Confidence : 社会インフラを支える安心・安全な企業

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC	
財務バランスは健全	安定的な電力源の供給	現状維持	
過去10年推移で業績は安定、財務安定性も保たれている。成長に向けた緊急の資金調達についても準備をしている。また、成長投資だけでなく株主還元も単年度業績によらず安定的な還元を目指している。	デンヨーの事業は今や当たり前となった電気が通っていない場所、停電などの影響が大きい場所、そうした場所に電源や非常用電源を供給するため社会貢献性は非常に大きい。海外では電力インフラが脆弱な途上国への貢献も可能だ。	<table border="1"> <tr> <td>5.9 %</td> </tr> </table> <p>安定的な事業基盤からWACCは変動無し の想定</p>	5.9 %
5.9 %			
		株主資本	
		659	

*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

会社概要

会社名	デンヨー株式会社 (英語表記: Denyo Co.,Ltd.)
設立	1948/07/02
代表	吉永隆法
本社所在地	東京都中央区日本橋堀留町二丁目8番5号
資本金	1,954百万円
従業員数	1,381人 (連結、2023年3月末現在)
決算期	3月
事業内容	発電機、溶接機、コンプレッサ、他の製造販売
上場日	1980/09/10
上場証券取引所	東京証券取引所プライム市場 [証券コード: 6517]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
1948年	7月	日本電気溶接機材株式会社を東京入船町 (現 新富町) に設立
1959年	3月	わが国最初の高速度エンジン溶接機を開発、生産を開始
1966年	7月	社名をデンヨー株式会社と改称
1976年	3月	インドネシアに合弁会社 P.T.デンヨーインドネシア (現 P.T. Dein Prima Generator) を設立
1981年	5月	シンガポールに現地資本との合弁会社 United Machinery Services Pte. Ltd. (現 Denyo United Machinery Pte. Ltd.) を設立
1983年	2月	東京証券取引所市場第2部に上場
1984年	5月	水関連機器分野に参入、第一弾としてエンジン高圧水ポンプと排水洗浄装置を開発・生産を開始
1988年	4月	新規事業へ参入、コージェネレーションシステムおよび無停電電源装置を開発・販売開始。株式会社ディー・ビー・エス (現 デンヨー興産株式会社) の株式を取得
1991年	10月	高所作業車分野に参入、販売開始
1992年	12月	アメリカに子会社 Denyo America Corporation を設立
1995年	8月	アメリカに合弁会社 Denyo Manufacturing Corporation を設立
2000年	3月	東京証券取引所市場第1部に上場
	6月	シンガポールに子会社 Denyo Asia Pte. Ltd. を設立
2007年	6月	株式取得により西日本発電機株式会社 (現 ニシハツ株式会社) を子会社化
	10月	オランダにDenyo Europe B.V.を設立
2009年	7月	デンヨーテクノサービスとデンヨー貿易を吸収合併
2010年	5月	ベトナムに子会社Denyo Vietnam Co.,Ltd.を設立
2020年	2月	ベトナムに子会社Denyo Trading Vietnam Co.,Ltd.を設立
2022年	4月	東京証券取引所プライム市場に移行

[出所]会社資料よりJPR作成。

■ 主な連結子会社・グループ会社

会社名	事業概要	資本金	出資比率
デンヨー興産(株)	産業用電気機械器具等の部品の販売	50百万円	100%
ニシハツ(株)	産業用電気機械器具等（発電機関連等）の製造及び販売	50百万円	100%
デンヨー アメリカ コーポレーション	産業用電気機械器具等の部品の販売	5百万米ドル	100%
デンヨー マニュファクチャリング コーポレーション	産業用電気機械器具等（発電機関連等）の製造及び販売	6百万米ドル	80%
デンヨー アジア PTE.LTD.	アジアにおける統括管理業務	600百万円	100%
デンヨー ユナイテッド マシナリー PTE.LTD.	産業用電気機械器具等（発電機関連等）の販売及びリース・レンタル	3百万シンガポールドル	76%
デンヨー ヨーロッパ B.V.	産業用電気機械器具等の販売	4百万ユーロ	100%
デンヨー ベトナム CO.,LTD.	産業用電気機械器具等(発電機関連等)の製造及び販売	10百万米ドル	100%
P.T.デイン プリマ ジェネレーター	産業用電気機械器具等の製造及び販売	130億ルピア	51%
新日本建販(株) *持分法適用関連会社	産業用電気機械器具等の販売及びリース・レンタル	495百万円	16%

[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年	9月	トヨタ	水素を使って発電する燃料電池電源車（FC電源車）を共同開発し、今後、実証運転を通じて実用化に向けた取り組みを進める。
2021年	11月	コマツ	デンヨーが取り組む250kW水素混焼発電機の開発に関して、コマツが発電機用エンジンの提供およびエンジン分野における技術協力する。

[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価値創造ストーリー

Growth

価値観・世界観は
一貫としており、社
会課題に対しても
適切なものである

提供価値は社会貢
献性が高い

国内市場は緩やか
に成長

海外は電力事情が
不安定な地域で
ニーズが高い

Powering up for the future

価値観・世界観

経営理念：三者の得

デンヨーの経営理念「三者の得」は、「使う人(顧客)」「売人(販売店)」「造る人(デンヨー)」がデンヨー製品を通じて、ともに繁栄を目指す。

背景となる社会課題

電気は今や必需品であるが、土木・建築現場、資源開発現場、離島や山間部、被災地の避難所など電気が通っていない場所が沢山ある。また、アジアやアフリカなど国や地域によっては経済発展のレベルによって電力供給が不安定な場所も多くある。さらに、病院やデータセンター、工場など、災害などで停電すると人命や人々の生活、事業活動に大きな脅威となるため、安定的な電力源を必要としている。

提供価値

デンヨーは社会課題の設定で特定した安定した電力が確保出来ない場所や、非常用の電源を必要としている場所に高品質な電気を安定的に供給することで、インフラ整備や防災・減災など安全かつ強靱で豊かな社会造りへの貢献を目指す。

成長性

発電機：国内可搬型市場規模200-250億円

インフラ老朽化対策工事、都市開発工事、半導体工場の建設等、堅調な推移を見込む。

発電機：国内防災（非常）用市場規模：300-350億円

近年の自然災害の頻発からBCP対策用として非常用発電機市場の裾野は引き続き広がることを見込む。

国内エンジン溶接機市場規模：60-70億円

建築・インフラ老朽化対策工事などが見込めるが、溶接工不足などで現場での溶接はやや減少傾向（工場での溶接や曲げ加工が増加）。

可搬型発電機の海外市場の見通し

米国市場：老朽化したインフラ整備、オリンピック需要など堅調
アジア市場：インフラ建設、資源開発、停電対策用など需要増
欧州・中近東市場：中近東は堅調、欧州は厳しい

Connection

基本戦略は現状の
事業ポートフォリオ
での拡大

特に国内での競争
力は高く、ブランド
力を構築している

提供する製品の市
場評価は高い

パワーソースのNo.1企業へ

戦略のデザイン

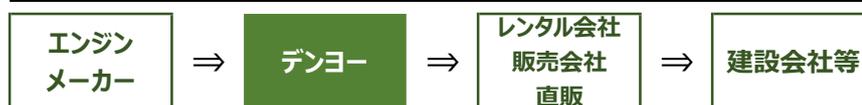
基本的な経営戦略は、デンヨーグループの安定的な成長とバランスのとれた事業構造を確立し、パワーソースのパイオニアとしての信頼と販売ネットワークを駆使することで、日本をはじめ世界各地で、高性能発電機マーケットのナンバーワンを目指すと共に、発電機製造のノウハウを最大限に発揮できる周辺事業の拡充や新規事業への参入等に注力する。

■ 目標とするシェアと現状

製品	現状のシェア	目標	競合
可搬形発電機	70% (1位)	トップシェア堅持	北越工業
防災用発電機	25% (2位)	シェア拡大	ヤンマーエネルギーシステム 45% (1位)、東京電機 20% (3位)
溶接機	55% (1位)	トップシェア堅持	やまびこ
可搬形発電機 (海外)	不明	高品質ニーズの市場 での販売拡大	キャタピラ、カミンズなど欧米 メーカー

ビジネスモデル

■ バリューチェーン上での位置づけ



一貫生産体制

主力の可搬形発電機、溶接機については、エンジンを除き、発電機の心臓部分である発電体を初めとするほとんどの部品を、自社で開発・製造し、エンジン発電機の組立てから仕上げまで一貫して実施。

顧客要求に柔軟な対応

エンジンは基本的に性能の高い国内のエンジンメーカー（ヤマハ、ホンダ、ヤンマー、クボタ、いすゞ、コマツなど）からデンヨー独自仕様で調達している。このため、顧客要求の仕様に柔軟に対応が可能。

高品質・耐久性で中古市場で人気

高品質・耐久性：即時の修理が難しい極地での修理リスクを低減、レンタル会社は高値での中古転売による再利用が可能な点もデンヨー製品購入のインセンティブとして機能している。

サービス網

国内はサービス網を全国に構築しており、アフターサービスに対応する。

次なる成長に向けた
施策も実施

■ ビジネスモデルを強化するその他の取り組み

DXの取り組み	複数のサイトや遠隔地に設置される発電機をネットでつないで、今まで現場に行き人が確認していた故障検知や燃料残量の遠隔監視や、起動・停止などの遠隔運転が可能なシステムにも注力。主要顧客であるレンタル会社向けを中心に国内業界で初の運転データ記録機能付発電機を開発・販売開始するなどの取り組みもしている。
知財の取り組み	中長期的にはカーボンニュートラルに向け、水素をはじめとした次世代エネルギー対応製品やバッテリー製品の研究開発（投資）を強化する。また、発電機、溶接機の国内トップシェアを堅持するため、特許取得を重視。海外においては、高品質・高耐久性の発電機を意味する「Denyoブランド」の価値毀損（商標侵害）防止を重視する。
人材の取り組み	企業文化や経営理念を共有する社員一人ひとりが「働きがい」を感じながら活躍できる企業に相応しい人事制度の構築・運用を目指す。人材育成方針や継続的な就業環境の改善、人材多様性の促進に取り組んでいる。

本レポートは、ジェイ・フェニクス・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

財務バランスは健全

電力供給が必須な場所への電力供給は社会貢献性が非常に高く、グローバルで貢献が可能

社会的貢献性の評価：90%

社会インフラを支える安心・安全な企業

財務安定性：安定性は高い

財務の状況

即時返済可能な借入金のみであり、実質無借金経営。

資金調達の方針

先行き不透明な経済環境下で、財務体質の安定性維持が重要であると考え、今後の事業展開に必要な資金流動性を確保しつつ、強固な財務体質を維持することを基本方針としている。成長投資に必要な資金は、事業が生み出す営業キャッシュ・フロー及び手元資金で賄うことを基本としているが、急な資金需要に備えて、取引銀行との間でコミットメントライン 契約を締結し、資金調達の機動性・安定性を維持している。

配当政策

製品競争力の維持・強化に向けた研究開発投資及び設備投資を行い、収益力の向上と財務体質の強化に努めながら、株主に対する利益の還元をより充実していくことが重要と認識し、業績や配当性向などを総合的に勘案した成果配分を基本方針としている。この基本方針のもと、配当と自社株式の取得を併せた総還元性向を勘案し、また、単年度業績に左右されすぎない安定配当を重視して株主還元を実施している。

社会貢献性：電力ニーズに応える

緊急時に対応する補助電源として貢献

現在は多くのものが電力で動いているため停電がおきると大きな影響を及ぼす。例えば鉄道やデータセンターなど社会インフラのストップは生活に障害をきたす。また、病院で電力が止まると人命にも関わる。企業においても工場などの稼働の停止は事業活動に影響を及ぼす。このような場所では必ず非常用電源が設置されており、社会の必需品である。

電力インフラが未整備な場所での貢献

電気は便利であるが、発電所や送電網などインフラは大規模で投資もかかるためどこにでも電力が届くわけではない。土木・建築現場、資源開発現場、離島や山間部、被災地の避難所など電力インフラが未整備な場所において発電機は貴重な電力源として活用される。

開発途上国のエネルギー問題に貢献

2017年の国際エネルギー機関（IEA）の調査によると、電力が使えない人は世界に約10億人いる。これらの人はほとんどが発展途上国に属しており、電力がないためにさらなる貧困につながっている。こうした国においても発電機は貴重な電力源として活用されている。

4. カーボンニュートラルに向けた取り組み

将来への布石

概念デザイン

進捗状況：90%

実証デザイン

進捗状況：20%

実績への反映の 進捗状況:10%

提携も活用

カーボンニュートラルに向けた取り組み

概念デザイン

デンヨーの主力製品であるエンジン発電機は電力供給面で社会貢献性がある反面、エンジンの性質上CO2排出により環境負荷を与える。補助電源的な用途も多いため環境負荷は限定的ではあるものの、地球環境問題も重要な経営課題と認識しており、カーボンニュートラルへの取り組みを推進する。

実装デザイン

デンヨーは環境負荷軽減のために燃料電池をはじめとする水素社会への取り組みが有効であると考えている。バッテリーの動力を燃焼時にCO2を排出するガソリンやガスから、CO2を排出しない水素への転換を主要な解決策として試みる。

実績

開発においては、トヨタと燃料電池電源車、コマツと水素混焼発電機など提携も活用し取り組みを推進している。

■ 実績例

製品	概要	想定用途
燃料電池式可搬形発電装置	<ul style="list-style-type: none"> 環境省「CO2排出削減対策強化誘導型技術開発・実証事業」採択 燃料電池専用パワーコンディショナーを新たに開発・搭載 2021年6月から実証運転開始 	土木・建設工事、災害発生時の生活電源、テレビ中継や各種イベント等
水素混焼発電機	<ul style="list-style-type: none"> 軽油に水素の混焼率50%で運転 軽油のみを燃料とする場合と比較してCO2の発生を50%削減 2023年の250kW水素混焼発電機量産化を目指す 	副生水素を活用した自家消費、停電対策用電源等
水素専焼発電機	<ul style="list-style-type: none"> 水素のみを燃料としCO2を排出しない ボリュームゾーンである45kVAクラスの開発から着手 2025年以降の市場投入を目指す 	土木・建設・港湾工事、テレビ中継や各種イベント、レジャー等
モバイルバッテリー搭載LED投光機	<ul style="list-style-type: none"> 騒音やCO2を排出しない 着脱できるカートリッジ式のリチウムイオンバッテリーを使用 長時間運転可能 	夜間工事、イベント等

5.2023年3月期業績概要

決算概要

売上高が過去最高

発電機が売上を牽引

発電機がアメリカ、アジアで好調

原価上昇分を取り組みの成果で吸収

過去最高の売上高を更新

全体の概況（連結）

売上高は64,311百万円（前期比16.6%増）となり過去最高を更新。営業利益は4,874百万円（前期比33.4%）となった。

売上高の状況（連結）

製品別

発電機は、国内は可搬形発電機の出荷が堅調に推移したが、防災設備用の非常用発電機は減少。海外は、アメリカやアジア市場向けが増加。これにより53,700百万円（前期比22.7%増）となった。

溶接機は、部品の一部調達難の影響もあり、国内、海外向けともに減少し4,401百万円（前期比△8.9%）となった。

コンプレッサは、国内向けは減少するも、アメリカ向けは増加し727百万円（前期比0.0%）となった。

その他では、高所作業車の出荷が増加するも、製品に付随する部品売上等が減少し5,482百万円（前期比△6.4%）となった。

地域別

アメリカが21,617百万円（前期比65.6%増）、アジアが1,306百万円（28.4%増）で牽引した。その他は2,547百万円（前期比△11.8%）。

営業利益の状況（連結）

販管費率は13.6%で前期比1%の減少、原価上昇分の一部を販売価格に反映した成果もあり、営業利益は4,874百万円で営業利益率は7.6%（前期比1%増）となった。

貸借対照表（連結）

流動資産は、主に棚卸資産などの増加により4,644百万円増。固定資産は、主に有形固定資産などの増加により4,324百万円増。流動負債は、主に短期借入金などの増加により3,430百万円増。負債資産全体では89,744百万円（前期比8,969百万円増）となった。

キャッシュフロー（連結）

主に有形資産の取得によりフリーキャッシュフローは△2,085百万円、財務活動のキャッシュフローは主に短期借入金の増加により937百万円増加したが、現金及び現金同等物の残高は、1,027百万円減少。

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。

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]	実績	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	64,311	65,000	66,950	68,959	71,027	73,158	75,353	77,161	78,643	79,851	80,832	81,627
売上原価	50,676	50,765	52,288	53,512	54,762	56,039	57,343	58,720	59,847	60,766	61,513	62,118
販売管理費	8,760	9,230	9,306	9,585	9,873	10,169	10,474	10,725	10,931	11,099	11,236	11,346
EBITDA	6,140	8,274	8,696	9,247	9,823	10,426	11,076	11,333	11,543	11,715	11,854	11,918
減価償却費合計	1,266	3,269	3,340	3,386	3,431	3,476	3,540	3,617	3,679	3,730	3,771	3,755
営業利益	4,874	5,005	5,356	5,861	6,392	6,950	7,535	7,716	7,864	7,985	8,083	8,163
支払利息	51	19	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
その他営業外損益	357	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	5,180	5,350	5,341	5,846	6,377	6,935	7,520	7,701	7,849	7,970	8,068	8,147
特別損益	38	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
法人税等	1,507	1,650	1,634	1,789	1,951	2,122	2,301	2,356	2,402	2,439	2,469	2,493
親会社株主に係る包括利益	3,711	3,700	3,706	4,057	4,426	4,813	5,219	5,344	5,447	5,531	5,599	5,654
期首発行済株式数(千株)	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860
発行株式数(千株)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860	22,860
EPS(円)	179.9	179.3	179.6	196.6	214.5	233.3	252.9	259.0	264.0	268.1	271.4	274.0
BS												
手元流動性	5,796	5,970	6,149	6,333	6,523	6,719	6,880	7,012	7,120	7,208	7,278	7,278
運転資本	40,186	41,392	41,564	42,422	43,093	43,767	44,817	45,570	46,270	46,838	47,299	0
短期有価証券	999	999	999	999	999	999	999	999	999	999	999	999
償却対象有形固定資産	10,141	10,445	10,586	10,726	10,865	11,003	11,267	11,483	11,659	11,803	11,919	11,919
のれん	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ソフトウェア	138	142	146	151	155	160	164	167	170	172	173	0
投資有価証券	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669	8,669
その他資産	8,280	6,026	5,861	5,682	5,487	5,275	5,401	5,505	5,590	5,658	5,714	0
総資産	89,744	89,999	93,334	96,983	100,962	105,276	110,912	116,573	122,485	128,368	134,292	139,672
有利子負債以外の流動負債	15,818	14,307	13,981	13,622	13,229	12,800	13,318	13,789	14,439	15,059	15,654	15,654
短期借入金	1,882	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693
その他固定負債	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692	1,692
資本金等	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742	3,742
内部留保等	64,916	68,565	72,226	76,235	80,607	85,349	90,467	95,657	100,919	106,182	111,510	116,890
純資産・負債	89,743	89,999	93,334	96,983	100,962	105,276	110,912	116,573	122,485	128,368	134,292	139,672
CF												
手元流動性	2,243	▲ 174	▲ 179	▲ 184	▲ 190	▲ 196	▲ 161	▲ 132	▲ 108	▲ 87	▲ 71	0
運転資本	▲ 5,672	▲ 1,206	▲ 172	▲ 858	▲ 671	▲ 673	▲ 1,050	▲ 753	▲ 700	▲ 569	▲ 460	47,299
有利子負債以外の流動負債	1,759	▲ 1,511	▲ 326	▲ 359	▲ 393	▲ 429	519	471	649	620	595	0
有形固定資産投資	▲ 2,028	▲ 3,517	▲ 3,423	▲ 3,466	▲ 3,509	▲ 3,550	▲ 3,740	▲ 3,767	▲ 3,788	▲ 3,805	▲ 3,818	▲ 3,720
有形固定資産償却	1,266	3,213	3,282	3,326	3,370	3,413	3,476	3,551	3,612	3,662	3,702	3,720
ソフトウェア投資	▲ 126	▲ 60	▲ 62	▲ 64	▲ 66	▲ 68	▲ 69	▲ 69	▲ 70	▲ 70	▲ 71	139
ソフトウェア償却	37	56	58	59	61	63	65	66	67	68	69	35
のれん投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
のれん償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	▲ 577	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	▲ 2,897	2,255	164	179	195	212	▲ 127	▲ 104	▲ 85	▲ 69	▲ 56	5,714
内部留保等	4,898	3,649	3,661	4,008	4,372	4,743	5,118	5,189	5,262	5,263	5,328	5,380
営業CF	▲ 1,097	2,705	3,002	2,642	3,169	3,515	4,030	4,453	4,840	5,013	5,219	58,566
短期借入金	1,672	▲ 1,882	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	554	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	87	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	2,313	▲ 1,882	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
余剰現金増減	1,216	823	3,002	2,642	3,169	3,515	4,030	4,453	4,840	5,013	5,219	58,566

[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。

FY	[単位:百万円]	実績	会社計画 JPR予想										
			2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03
KPI	期首投下資本売上高比	67.3%	75.0%	74.2%	73.0%	72.8%	72.3%	71.8%	71.6%	71.1%	70.6%	70.0%	70.0%
	期首投下資本	43,304	48,722	49,667	50,326	51,693	52,895	54,123	55,211	55,948	56,369	56,619	56,729
	売上高成長率	16.6%	1.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.4%	1.9%	1.5%	1.2%	1.0%
	売上原価率	78.8%	78.1%	78.1%	77.6%	77.1%	76.6%	76.1%	76.1%	76.1%	76.1%	76.1%	76.1%
	販管費率	13.6%	14.2%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
	NOPAT	3,383	3,473	3,717	4,068	4,436	4,823	5,229	5,355	5,458	5,542	5,610	5,665
	ROIC	7.8%	7.1%	7.5%	8.1%	8.6%	9.1%	9.7%	9.7%	9.8%	9.8%	9.9%	10.0%
	運転資本日商比(日)	196	226	220	218	215	212	212	212	212	212	212	212
	有利子負債以外の流動負債日商比(日)	80	80	78	74	70	66	62	63	64	66	68	70
	手元流動性月商比(カ月)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	短期借入金金利	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
	長期借入金金利	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
	実効税率	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	31%
	配当性向	30.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	30.0%	40.0%	60.0%	70.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	グロスDELシオ	5.2%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	
	ネットDELシオ	-25.9%	-28.5%	-31.3%	-33.3%	-35.6%	-37.8%	-40.2%	-42.7%	-45.3%	-47.8%	-50.2%	
	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%	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%	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%	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。

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

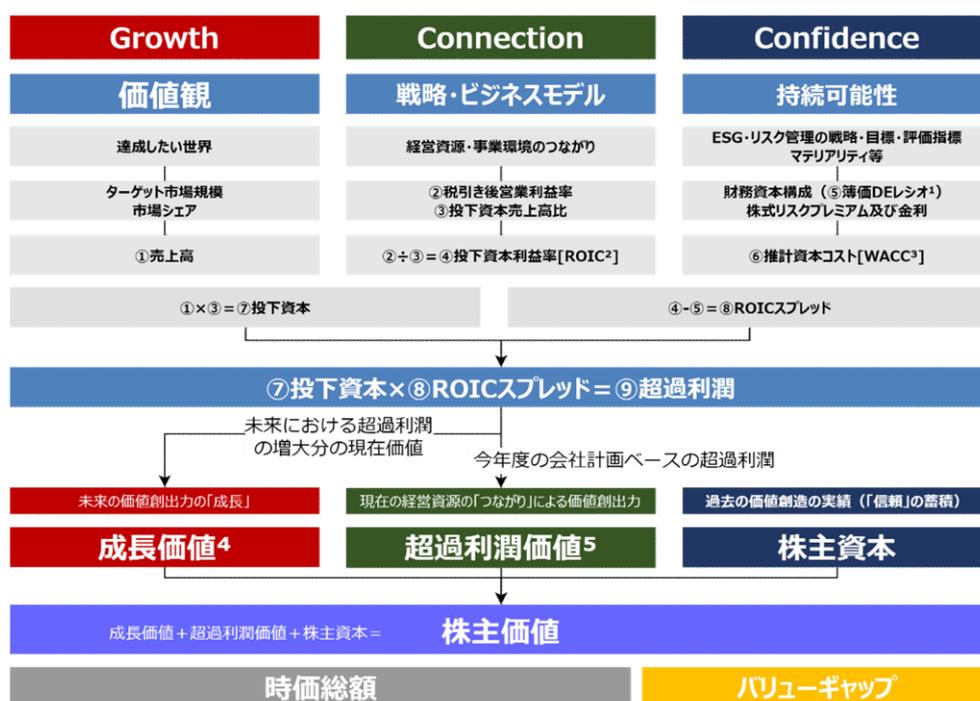
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュエギャップを可
視化

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エ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。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、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

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

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。

価値創造プロセスの
信頼性を

「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すくなく、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、概念さえも新たに作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、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。

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。

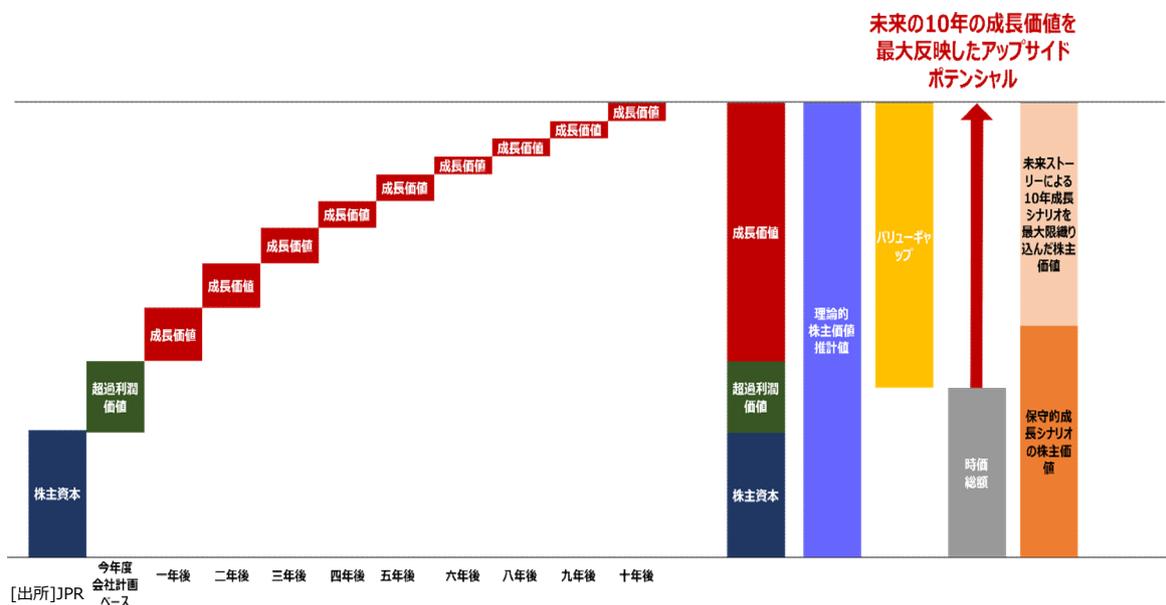
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

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



本レポートは、ジェイ・フェニクス・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。

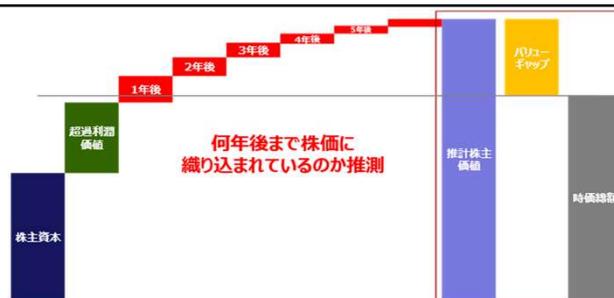
巻末資料2.超過利潤の説明

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、小さ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している。

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重回帰式の傾き
 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います。

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。