

GCC経営™分析による時価総額18.7倍のアップサイドの可能性

深刻化する中小企業の事業承継問題を解決する「中小企業支援プラットフォーム」戦略で持続的な年率29%成長へ

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。

中小企業が集まり、協働・成長し、地域社会を共に支える

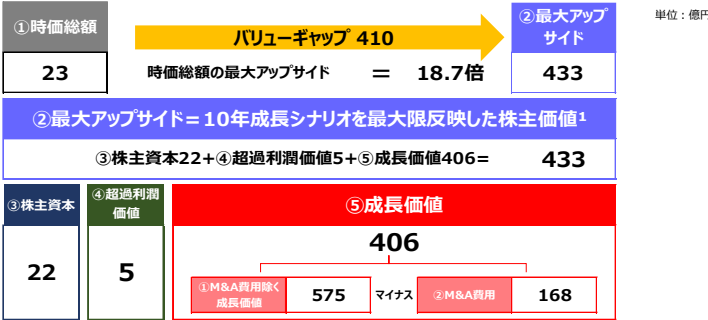
株式会社メイホーホールディングス（以下「メイホー」）は、「地域社会の発展に貢献しているが、深刻化する事業承継問題を抱える中小企業」をM&Aし経営支援する「中小企業支援プラットフォーム」を展開している。長期的に300社のM&A、売上高1,000億円、営業利益50億円の達成を目指している。建設、建設関連、人材、介護などの企業を買収し、買収した企業の競争力・経営力向上、規模拡大・利益率改善、雇用の安定・従業員の幸福の実現により地域創生を推進する。実績のある企業を選定し、のれんの償却を最小限に抑え、連結営業利益の確実な向上を目指す。

PBR 1 倍は低評価。JPRが理論的に「真の株主価値」を推計

メイホーの株主価値の評価は困難である。永久的にM&Aを続け、のれん代やM&Aアドバイザー費用がかさむため、真の価値創造力が見えにくく、PBR 1 倍程度と低評価である。そこでJPRは独自フレームワークで分析を試みた。メイホーは長期的に300社買収を目指している。そこで保守的に2033年6 月期までに200社買収する前提で、①のれん・M&A費用の効果を除いた「株主価値の現在価値の合計値」、②200社買収による「のれん・M&A費用の現在価値の合計値」、を試算した。①マイナス②でメイホーが達成を目指している「真の株主価値」を可視化する。各種前提はメイホーが行った過去5年のM&Aのデータ、及び会社ヒアリングにより試算した。シナジーとして、買収企業では、2-3年で2-3%ポイント営業利益率が改善するとした。保守的に2033年6月期以降はM&Aを全くせず売上・利益成長をゼロとした。

10年成長シナリオ次第で、時価総額の最大アップサイド18.7倍

以上のシナリオで株主価値を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。10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は433億円、現状の時価総額の約18.7倍と推計された。なお、成長資金として今後5年間で希薄化比率20%で株式資金調達する前提で株価アップサイドを試算すると、現行株価の15.0倍、22,111円と試算された。買収候補はいくらでもあるため実現可能性は十分ある。



1：四捨五入のため端数は一致しない。

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6月期通期実績	5,234	11.6%	286	22.8%	323	22.7%	210	65.6%	-	-	-
2021年6月期通期実績	5,274	0.8%	384	34.1%	403	24.8%	237	12.8%	193.54	4,875	2,683
2022年6月期通期実績	6,113	15.9%	343	-10.7%	397	-1.5%	224	-5.5%	143.66	3,155	1,100
2022年6月期3Q実績	4,825	23.4%	471	25.2%	498	24.2%	303	16.8%	193.97	3,155	1,100
2023年6月期3Q実績	5,802	20.3%	546	16.0%	561	12.7%	313	3.5%	200.60	1,772	1,090
2023年6月期会社計画	7,300	19.4%	330	-3.7%	340	-14.3%	150	-33.1%	96.06	1,772	1,090

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・適時性をいかなる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。

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18.7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18.7倍

JPRは、メイホーの事業展開に関する将来性を踏まえて、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）」で株主価値を試算した。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）

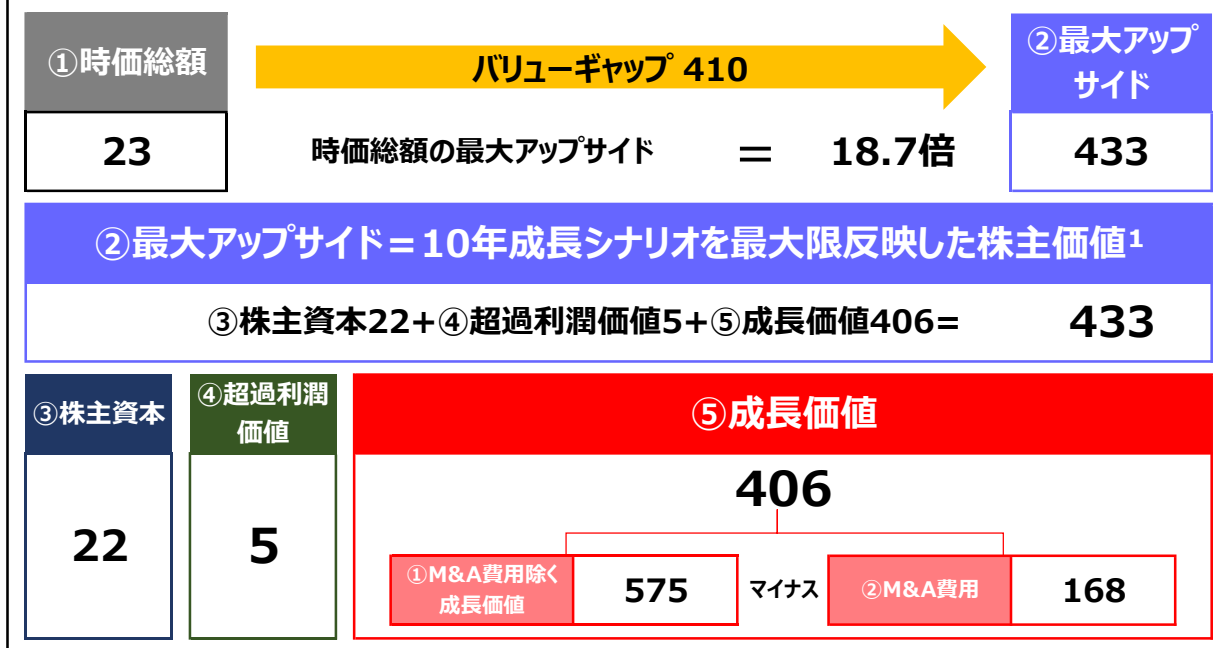
定性ストーリーの骨子

Growth:300社をM&Aし、対象企業の社員の幸せを追求

Connection:中小企業の経営を支援するプラットフォーム

Confidence:中小企業が集まり、協働・成長し、地域社会を共に支える

定量ストーリーの骨子



[出所]JPR作成

1：四捨五入のため端数は一致しない。

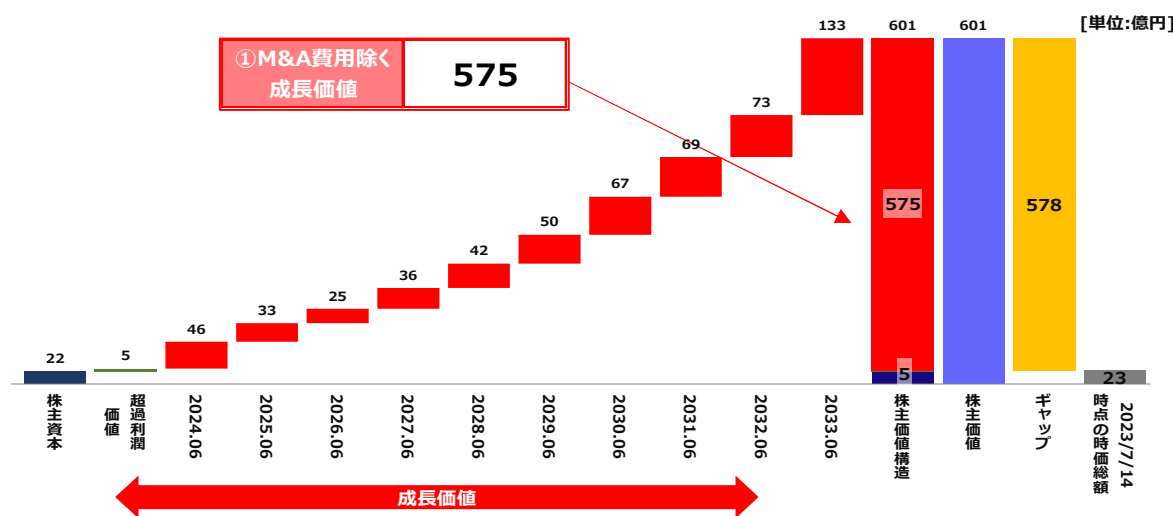
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2033年6月期までに累積する成長価値のアップサイドは575億円と試算

M&A費用、のれんの影響をゼロにした成長価値の推計

2033年6月期までに200社買収した場合に、M&A費用を完全にのぞいて推計した10年累積される「株主価値の現在価値の合計値」を試算したのが以下の図表である。結果は601億円、そのうちの10年で累積される成長価値は575億円と試算された。シナジー効果など各種前提は、会社ヒアリングに基づく。なお保守的に2033年6月期以降はメイホーはM&Aは行わず、売上、利益ともにゼロ成長と仮定した。

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 (M&A費用、のれん代除く)



[出所] JPR

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、M&A費用、のれん代除く)

[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
	2023.06	2024.06	2025.06	2026.06	2027.06	2028.06	2029.06	2030.06	2031.06	2032.06	2033.06
売上高	73	96	124	157	205	265	341	447	569	707	962
営業利益	3	9	13	17	23	31	41	55	71	89	120
営業利益率	4.5%	9.4%	10.5%	10.9%	11.3%	11.7%	12.1%	12.3%	12.4%	12.6%	12.5%
売上高成長率	19.4%	31.0%	29.1%	27.2%	30.6%	29.3%	28.4%	31.2%	27.3%	24.4%	36.0%
NOPATマージン	3.1%	6.5%	7.2%	7.5%	7.8%	8.1%	8.3%	8.5%	8.6%	8.7%	8.6%
投下資本売上高比率	36.7%	33.4%	26.3%	26.9%	25.9%	26.2%	26.4%	25.6%	26.0%	26.5%	22.9%
WACC	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%	7.1622%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	8.5%	19.5%	27.5%	28.0%	30.2%	30.9%	31.5%	33.1%	33.1%	32.8%	37.6%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥1.2	¥2.7	¥3.8	¥3.9	¥4.2	¥4.3	¥4.4	¥4.6	¥4.6	¥4.6	¥5.2
NOPAT	2.28	6.21	8.93	11.82	16.04	21.49	28.40	37.88	48.85	61.43	82.91
投下資本×WACC	1.92	2.29	2.33	3.02	3.81	4.98	6.45	8.20	10.59	13.41	15.81
超過利潤	0.36	3.92	6.5995	8.80	12.23	16.51	21.95	29.69	38.27	48.02	67.11
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	0.36	3.92	6.60	8.80	12.23	16.51	21.95	29.69	38.27	48.02	67.11
各年で創出する価値	5	50	37	31	48	60	76	108	120	136	266
ディスカウントレート	100%	93%	87%	81%	76%	71%	66%	62%	57%	54%	50%
超過利潤の現在価値	5.069	46	33	25	36	42	50	67	69	73	133
投下資本① 元手	27										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	5										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③		575									
非事業資産価値④	0										
企業価値=①+②+③+④		607									
有利子負債等		-5									
株主価値		601									

[出所] JPR

※より詳細な前提となる財務モデルは「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。

2033年6月期までに200社買収するM&A費用は168億円と試算

2033年6月期までに200社M&Aする費用の推計

2033年6月期までに200社買収することで累積される「M&A費用の現在価値の合計値」を試算したのが以下の表である。2023年7月時点で開示された過去5件のM&A案件の条件等からM&A関連費用、のれん償却等を推計した。結果は168億円と試算された。なお、2033年6月期以降は全く買収しないとの前提とした。もちろんメイホーはその後も買収を続けると予想されるが、株主価値を計算するために、あえて200社で買収は終了すると仮定した。

200社M&A費用の現在価値の推計

[単位:百万円]	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	2024.06	2025.06	2026.06	2027.06	2028.06	2029.06	2030.06	2031.06	2032.06	2033.06
のれん	295	372	599	902	1,213	1,499	1,999	2,552	3,176	4,283
M&Aアドバイザー費用	137	164	191	273	328	382	546	655	764	1,529
合計	432	536	790	1,175	1,541	1,881	2,545	3,207	3,941	5,812
①合計 (税引き後)	298	370	545	811	1,063	1,298	1,756	2,213	2,719	4,010
期首のれん	366	963	1,661	2,312	3,194	4,122	5,121	6,692	8,423	10,243
②期首のれん×WACC	26	69	119	166	229	295	367	479	603	733
期末のれん	963	1,661	2,312	3,194	4,122	5,121	6,692	8,423	10,243	15,953
①+②	324	439	664	976	1,292	1,593	2,122	2,692	3,322	4,743
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
DF	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.66	0.62	0.58	0.54	0.50
PV	302	382	540	740	914	1,052	1,308	1,548	1,783	2,376

[単位:百万円]	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想
FY	2034.06	2035.06	2036.06	2037.06	2038.06
のれん	4,818	4,211	3,426	2,498	999
M&Aアドバイザー費用	0	0	0	0	0
合計	4,818	4,211	3,426	2,498	999
①合計 (税引き後)	3,324	2,906	2,364	1,724	690
期首のれん	15,953	11,135	6,924	3,498	999
②期首のれん×WACC	1,142	797	496	250	72
期末のれん	11,135	6,924	3,498	999	0
①+②	4,467	3,703	2,860	1,974	761
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
DF	0.47	0.44	0.41	0.38	0.35
PV	2,088	1,615	1,164	750	270

PVの合計 **16,831** 百万円

② M&A費用

168

[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。

■ 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 : 300社をM&Aし、対象企業の社員の幸せを追求

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
中小企業の支援で未来を変える メイホーは従業員10名の企業から上場企業へと成長した経験をベースに、中小企業のM&Aを通じて中小企業の活性化と地域の発展に貢献し、社員の幸せを追求している。自身の経験に基づいた課題意識と目指す姿が説得力を持つ。メイホーは中小企業の経営力を向上させるために上場企業の出資とネットワークを活用し、日本の閉塞感を打破しようとしている。	300社のM&Aを目指す メイホーはM&Aを通じて中小企業の成長と社会課題解決に取り組んでいる。事業ポートフォリオは建設、建設関連、人材、介護で、地域の優れた企業も対象にする。経営改善と雇用の安定により地域創生を推進し、長期的に300社のグループを目指している。2023年の業績は好調、国内18社とカンボジアに1社展開し、M&Aの加速も予想されている。M&A候補は全国に多数あり、長期的には、300社M&Aは十分に達成可能である。	CAGR29.0%が期待 FY2023.6 FY2023.6 73 ▶ 962 保守的に2033年6月期までに200社買収する前提 成長価値 406

Connection: 中小企業の経営を支援するプラットフォーム

戦略	ビジネスモデル	ROIC
M&Aした中小企業の力を高める メイホーは中小企業の成長と株主価値の増大を追求し、買収企業と協力して規模拡大を実現する。買収により地域成長と他地域への参入が可能となり、グループの拡大により競争力と参画インセンティブが高まる。メイホーは中小企業のプラットフォームを創出し、相互に総合力を高める好循環を目指す。中小企業はメイホー参画で営業利益率が2-5%改善する。	中小企業支援プラットフォーム メイホーは2つのプラットフォームで構成され、事業プラットフォームでは4分野の中核持株会社を配置し、子会社を支援。メイホーHDは管理部門を担当。実績のある企業に限定してM&Aを行い、ブランド力や顧客基盤などを重視。のれんは最小限で償却し、営業利益が向上。中小企業が集まり協働することで共に成長。のれん償却後の企業が優良資産となり、利益貢献と安定性が増す。	2.9ポイント改善が期待 FY2023.6 FY2023.6 8.5 % ▶ 11.4 % M&A費用がかさむが、費用を入れても着実にROICは改善 超過利潤価値 5

Confidence: 中小企業が集まり、協働・成長し、地域社会を共に支える

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
規模がまだ小さい点はマイナス メイホーのM&Aにより、成長した企業は規模拡大による安定化効果を得る。中小企業はグループの信用度により資金調達が可能になる。M&A後の企業の業績改善は財務の安定性に寄与する。自己資本比率は41.7%でD/Eレシオは0.43倍と財務安定性は高い。ただし、まだ規模が小さい点は財務安定長の評価としてはマイナス。	地域を支える企業発展を促進 メイホーの理念は、従業員の幸福と雇用創出を通じて地域に貢献し、企業の持続的発展を促進すること。中小企業の事業承継課題が地域を脅かしており、メイホーはM&Aによって事業継承を安定化させ、大型案件やグループ企業のシナジーを通じて社会的貢献を実現している。	現状維持 7.16 % 規模の大きさによる安定から見て現状よりも低くなるのが想定されるが保守的に現状維持とした 株主資本 22

*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

会社概要

会社名	株式会社メイホーホールディングス (英語表記: Meiho Holdings, Inc.)
創業・設立	創業 1981/7/25 (前身 株式会社メイホーエンジニアリング) 設立 2017/2/1 株式会社メイホーホールディングス
代表	尾松 豪紀
継者が未定の127万	岐阜県岐阜市吹上町六丁目21番
資本金	446百万円
従業員数	1,118名 (2023年6月末日現在)
決算期	6月
業や生産体制の強化、 関連では小規模だと大	建設関連サービス事業、建設事業、人材関連サービス事業、介護事業 など 2021年6月2日
上場証券取引所	東京証券取引所グロス 名古屋証券取引所ネクスト [証券コード: 7369]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
1981年	7月	有限会社メイホーエンジニアリング設立 資本金1,000千円
1990年	11月	資本金を10,000千円に増資し、株式会社メイホーエンジニアリングに改組
2017年	2月	株式移転により株式会社メイホーホールディングスを設立し、 持株会社制へ移行 資本金10,000千円
2017年	2月	株式会社メイホーエンジニアリングが株式会社メイホーアティーボ及び 株式会社メイホーエクステックを設立
2017年	4月	MEIHO APHIVAT CO.,LTD.の設立に資本参加し子会社化
2017年	6月	株式会社メイホーエクステックが株式会社愛木 (建設事業) の全株式取得
2017年	6月	株式会社メイホーエクステックが株式会社東組 (建設事業) の全株式取得
2017年	6月	株式会社メイホーアティーボが第一防災株式会社 (人材関連サービス業) の全株式取得
2017年	6月	株式会社メイホーエンジニアリングより、株式会社メイホーアティーボ、株式会社 メイホーエクステック及び株式会社アルトの株式を現物配当により取得し、子会社化
2017年	7月	株式会社メイホーエンジニアリングの事業の一部を会社分割により株式会社メイホー アティーボに施工管理事業を、株式会社メイホーエクステックに土壌・水質浄化、 環境修復事業をそれぞれ移転
2017年	7月	株式会社メイホーアティーボが新和工業株式会社を株式会社メイホーエクステックが、 株式会社ソイル・テクノスをそれぞれ吸収合併
2017年	12月	株式会社メイホーエンジニアリングが株式会社エコー技術コンサルタント (建設関連サービス事業) の全株式取得
2018年	4月	株式会社メイホーエンジニアリングが株式会社地域コンサルタント (建設関連サービス事業) の全株式取得
2018年	9月	株式会社メイホーエンジニアリングが株式会社エスジエ技術コンサルタント (建設関連サービス事業) の全株式取得
2021年	6月	株式会社メイホーホールディングスが東京証券取引所マザーズ(現グロス)及び名古屋証券取引所セントレックス (現ネクスト) 市場へ上場
2021年	10月	株式会社メイホーエンジニアリングが株式会社ノース技研 (建設関連サービス事業) の全株式取得 株式会社メイホーエクステックが株式会社有坂建設 (建設事業) の全株式取得
2022年	7月	株式会社メイホーエンジニアリングが株式会社安芸建設コンサルタント (建設関連サービス事業) の全株式取得
2023年	1月	株式会社メイホーエクステックが株式会社三川土建 (建設事業) の全株式取得
2023年	7月	株式会社メイホーエンジニアリングが株式会社フジ土木設計 (建設関連サービス) の全株式取得

[出所]会社資料より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。

■ 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
建設関連サービス事業	(株)メイホーエンジニアリング	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	1億円	100%
建設関連サービス事業	(株)オースギ	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	3,800万円	100%
建設関連サービス事業	(株)エイコー技術コンサルタント	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	4,000万円	100%
建設関連サービス事業	(株)地域コンサルタント	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	1,000万円	100%
建設関連サービス事業	(株)エスジー技術コンサルタント	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	5,000万円	100%
建設関連サービス事業	(株)ノース技研	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	3,000万円	100%
建設関連サービス事業	(株)安芸建設コンサルタント	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	5,300万円	100%
建設関連サービス事業	(株)フジ土木設計	建設コンサルタント、補償コンサルタント、測量業	1,000万円	100%
人材関連サービス事業	(株)メイホーアティーボ	建設技術者派遣、海外アウトソーシング	5,000万円	100%
人材関連サービス事業	(株)スタッフアドバンス	人材派遣業	2,000万円	100%
人材関連サービス事業	第一防災(株)	警備業	1,000万円	100%
人材関連サービス事業	MEIHO APHIVAT CO.,LTD.	送り出し機関	1,000米ドル	49%
建設事業	(株)メイホーエクステック	建設セグメントの経営管理	5,000万円	100%
建設事業	(株)愛木	のり面保護工事、緑化工事	1,000万円	100%
建設事業	(株)東組	総合建設業	2,000万円	100%
建設事業	(株)有坂建設	総合建設業	2,000万円	100%
建設事業	(株)三川土建	総合建設業	2,000万円	100%
介護事業	(株)アルト	通所介護（デイサービス）、居宅介護支援事業所（ケアマネ事業所）	1,000万円	100%

[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・資料に基づいてありますが、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。

3. GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリーと評価

Growth

概念デザイン

課題意識、目指す姿の設定は適切であり、自らの経験に基づいているため説得力もある

進捗状況：90%

実装デザイン

社会課題解決に資する価値を提供

市場ポテンシャルも充分

進捗状況：90%

実績への反映の進捗状況：10%

300社をM&Aし、対象企業の社員の幸せを追求

概念デザイン：価値観・世界観

中小企業を活性化し地域の発展に貢献

メイホーは従業員10人程度の規模から上場までの成長を経験した。この経験をM&Aにより中小企業、特に後継者が未定の127万社*に活用し、共に成長を目指す。M&Aした企業の従業員のしあわせを追求し、地域社会の発展に貢献する。

*出所：中小企業庁「中小企業・小規模事業者におけるM&Aの現状と課題」

価値観・世界観の背景にある課題

メイホーは日本の閉塞感を打破するには、中小企業の経営者の経営力の水準を引き上げる必要があると考えている。メイホーの主力事業である建設・建設関連では小規模だと大型受注が困難などの課題がある。経営力の引き上げや規模の課題への対応には上場企業が出資する中小企業のネットワークが有用であると考えに至った。

実装デザイン：提供価値・成長性

M&Aで一体化し、中小企業成長のノウハウを駆使

メイホーは現在は建設、建設関連、人材、介護と4事業を展開している。今後さらに地域を支える各種事業もターゲットにしていく。買収後、経営効率化、人材提供、業務連携等の経営改善サポートを通じ、持続的な企業経営の推進、雇用安定と拡大により地域創生を推進する。

TAM/SAM/SOM*：中小企業の事業承継がメイン

メイホーは2006年以降21社、特に2015年以降18社のM&Aを実施している。候補は中小企業約400万社(TAM)で特に事業承継で課題となっている後継者未定の127万人の経営者が属する企業(SAM)。その中で、地域での長年の実績・信用等の条件がある企業(SOM)をM&Aし長期的にグループ300社を目指す。候補企業はいくらでもある。

*TAM (Total Addressable Market)：獲得可能性のある最大市場規模。SAM (Serviceable Available Market)：TAMの中のターゲティングした部分。SOM (Serviceable Obtainable Market)：実際に獲得できであろう市場規模。

実績

M&Aの効果もあり、2023年6月期は過去最高の売上高73億円を見込む。現在グループは国内18社とカンボジアに1社展開している。さらにM&Aの加速が想定される。300社という目標に比べ実績は10%と評価。

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。

Connection

概念デザイン

進捗状況：90%

実装デザイン

進捗状況：90%

実績への反映の
進捗状況：10%

中小企業の経営を支援するプラットフォーム

概念デザイン：戦略

M&Aした中小企業の力を高める

メイホーは、中小企業が無理なく規模拡大するノウハウに精通した経営陣により、買収した企業と共に成長を実現し長期的な株主価値の増大を追求する。買収企業は、地元地域での成長に加えて、他地域での案件にも参入可能となる。さらに、グループが拡大するほど総合力が高まり各案件への競争力が高まり、中小企業がメイホーに参画するインセンティブも高まる。このようにメイホーを中心に中小企業のプラットフォームを創出し、相互に総合力を高める好サイクルの創出が狙いである。メイホーへの参画により、中小企業は、2-3%ポイント程営業利益率が改善する。

実装デザイン：ビジネスモデル

中小企業支援プラットフォーム

メイホーは二つのプラットフォームで構成されている。一つは、事業のプラットフォームで、現在は建設、建設関連、人材、介護の4分野でそれぞれ中核持株会社を持ち、同分野に知見を持つ人材を配置しそれぞれの子会社を支援する。他方はメイホーHDに経理や人事総務など間接分野を置き、中小企業に欠けがちな管理部門を一手に担う。中小企業が集まり、協働することで、ともに成長する仕組みを構築している。

グループに加えるのは実績がある企業に限定

メイホーのM&A対象企業は次の5つの特徴を持つ企業に限定している。①ブランド力、②参入障壁、③顧客基盤、④経営資源、⑤安定収益。これらの条件によりM&Aの成果刈り取りの成功確率を高めている。

のれんは最小限で償却後に利益が上積み

メイホーのM&Aは被買収対象の存続を前提としていることもあり、のれんの金額は最小限とすること。のれん償却は最大でも5年ほどで、のれん償却後は営業利益が上向く。当面はグループ300社を目指すため新規のれんが積み上がるが、その裏でのれん償却後の企業が優良資産として蓄積され利益貢献と安定性が高まる。

実績

長期的に300社、売上高1000億円、営業利益50億円という目標に比べるとまだ実績は緒に就いたばかりといえる。評価は厳しめに10%とする。

Confidence

財務安定性の評価
は30%

社会的貢献性とし
ての評価は70%

中小企業が集まり、協働・成長し、地域社会を共に支える

財務安定性：M&Aした企業が成長し、規模拡大効果で安定化

メイホーへの参画で資金調達が容易に

メイホーの中小企業プラットフォームは資金調達面でのグループ一本化でもメリットがあり、資金調達がしづらい中小企業であっても、メイホーの信用度により成長資金の調達力が向上する。M&Aした企業の業績を着実に改善していく仕組みは長期的な財務安定性に貢献する。

規模がまだ小さい点はマイナス

メイホーは今後もM&Aを積極的に行っていく方針であるため、資金調達が重要になってくるが、自己資本比率は41.7%であり、D/Eレシオは0.43倍であり、財務安定性は高いと言える。また、着実に黒字化を達成することが可能な事業構成、マネジメント力は評価できる。ただ、まだ規模が小さく、また上場審査のためにM&Aの動きがしばらく止まっていたことなどから、安定成長という視点では見劣りがする。厳しめに財務安定性の評価は30%とする。

社会貢献性：従業員の幸せ・雇用創出による地域に貢献

事業継承の課題を解消し地域を支える企業の持続的発展を促進

中小企業庁によると2025年の中小企業の経営者は約381万人。そのうち、70歳以上が約245万人で後継者未定が127万人と1/3を占め、事業承継の課題が解決されなければ地域を支える企業が消える危機にある。このような課題を解決し、「永続的発展的な企業を創り、全従業員のしあわせを追求し、企業価値の向上や雇用の創出を通じて地域社会の発展に貢献していきたい」というのが、メイホーの理念であり、存在する目的である。M&Aした企業において、事業継承を安定的に実現し、単独では困難であった大型案件の受注や、グループ企業間のシナジーによりその理念が着実に実現している。ただし規模がまだ小さいので、社会的貢献性は70%と評価する。

4.2023年6月期3Q業績概要

決算概要

M&Aや受注増加
により
売上増・利益増

M&Aや円安により
売上増・利益減

■ 全社業績

業績概要

4セグメントにおける各種施策の結果、当第3四半期連結累計期間の売上高は、5,802,024千円(前年同期比+20.3%)、営業利益は、546,221千円(前年同期比+16.0%)、経常利益は、561,009千円(前年同期比+12.7%)、親会社株主に帰属する当期純利益は、313,231千円(前年同期比+3.5%)となった。

セグメント別業績

建設関連サービス事業

売上高に関しては、官公庁が年度末を迎えたことで各社における受注残高の消化が進んだとともに、一部業務における契約額の増額変更があったことや、2021年10月に買収したノース技研、2022年7月に買収した安芸建設コンサルタントの売上が寄与したことにより、大きく伸長した。また、前述のグループ加入企業や生産体制の強化、災害業務の増加などにより、受注高、受注残高に関しても大幅な増加となった。

売上高は3,042,290千円(前年同期比+24.3%)、セグメント利益は618,545千円(前年同期比+33.7%)、受注高は2,626,667千円(前年同期比+81.2%)、受注残高は1,487,784千円(前年同期比+62.2%)である。

人材関連サービス事業

売上高に関しては、人材派遣事業における稼働人数の増加や、2023年1月に株式会社スタッフアドバンスが株式会社エムアンドエムより事業譲受したことによって、増加した。一方で、セグメント利益に関しては、海外アウトソーシング事業における円安による原価率の上昇や営業管理体制の強化、拠点の移転拡張による販管費の増加などにより、減少となった。

売上高は976,281千円(前年同期比+12.1%)、セグメント利益は84,139千円(前年同期比-16.7%)である。

M&Aや反動減
により
売上増・利益減

建設事業

売上高に関しては、国土交通省工事及び民間ののり面工事において、前年同期の好業績に対して反動減となったものの、2021年10月に買収した有坂建設、2023年1月に買収した三川土建の売上寄与によって、増加した。一方で、セグメント利益に関しては、前年同期の反動減のほか、一部工事の着工遅れや工期の延長、三川土建の買収に伴うのれん償却費の増加から、減少することとなった。また、国土交通省及び地方自治体からの受注が堅調であったことから、受注高、受注残高に関しても大きく伸長した。

売上高は1,278,770千円(前年同期比+22.2%)、セグメント利益は140,399千円(前年同期比-12.7%)、受注高は1,607,132千円(前年同期比+74.9%)、受注残高は964,740千円(前年同期比+111.9%)である。

介護事業

売上高に関しては、ウイズコロナの進展による利用者の増加や2022年1月に事業承継したアルト介護センターえみふるの売上が寄与したことにより、増加となった。一方で、セグメント利益に関しては、一部事業所の稼働率低下や燃料費、食材費の高騰に伴う原価率の上昇により、減少となった。

売上高は515,023千円(前年同期比+8.7%)、セグメント利益は64,137千円(前年同期比-7.9%)である。

M&Aや原価率上
昇により
売上増・利益減

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

のれん・M&A影響なし										
[単位:百万円]	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	2024.06	2025.06	2026.06	2027.06	2028.06	2029.06	2030.06	2031.06	2032.06	2033.06
売上高	9,563	12,350	15,710	20,510	26,528	34,066	44,688	56,867	70,748	96,198
営業利益	898	1,291	1,710	2,320	3,108	4,108	5,479	7,066	8,885	11,992
NOPAT	620	891	1,180	1,601	2,145	2,834	3,780	4,875	6,131	8,275
期首投下資本除く順償	3,192	3,250	4,221	5,315	6,949	9,002	11,443	14,779	18,726	22,216
NOPATマージン	6.5%	7.2%	7.5%	7.8%	8.1%	8.3%	8.5%	8.6%	8.7%	8.6%
投下資本売上高比	33.4%	26.3%	26.9%	25.9%	26.2%	26.4%	25.6%	26.0%	26.5%	23.1%
ROIC: 除くM&A費用・のれん効果	19.4%	27.4%	27.9%	30.1%	30.9%	31.5%	33.0%	33.0%	32.7%	37.2%

M&A費用合計値										
[単位:百万円]	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	2024.06	2025.06	2026.06	2027.06	2028.06	2029.06	2030.06	2031.06	2032.06	2033.06
のれん	295	372	599	902	1,213	1,499	1,999	2,552	3,176	4,283
M&Aアドバイザー費用	137	164	191	273	328	382	546	655	764	1,529
合計	432	536	790	1,175	1,541	1,881	2,545	3,207	3,941	5,812
①合計(税引き後)	298	370	545	811	1,063	1,298	1,756	2,213	2,719	4,010
期首のれん	366	963	1,661	2,312	3,194	4,122	5,121	6,692	8,423	10,243
②期首のれん×WACC	26	69	119	166	229	295	367	479	603	733
期末のれん	963	1,661	2,312	3,194	4,122	5,121	6,692	8,423	10,243	15,953
①+②	324	439	664	976	1,292	1,593	2,122	2,692	3,322	4,743
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
DF	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.66	0.62	0.58	0.54	0.50
PV	302	382	540	740	914	1,052	1,308	1,548	1,783	2,376

[単位:百万円]	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想
FY	2034.06	2035.06	2036.06	2037.06	2038.06
のれん	4,818	4,211	3,426	2,498	999
M&Aアドバイザー費用	0	0	0	0	0
合計	4,818	4,211	3,426	2,498	999
①合計(税引き後)	3,324	2,906	2,364	1,724	690
期首のれん	15,953	11,135	6,924	3,498	999
②期首のれん×WACC	1,142	797	496	250	72
期末のれん	11,135	6,924	3,498	999	0
①+②	4,467	3,703	2,860	1,974	761
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
DF	0.47	0.44	0.41	0.38	0.35
PV	2,088	1,615	1,164	750	270

PVの合計 16,831 百万円

連結										
[単位:百万円]	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	2024.06	2025.06	2026.06	2027.06	2028.06	2029.06	2030.06	2031.06	2032.06	2033.06
売上高	9,563	12,350	15,710	20,510	26,528	34,066	44,688	56,867	70,748	96,198
内部売上高	6,593	6,790	6,994	7,204	7,420	7,643	7,872	8,108	8,351	8,602
内部成長率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
M&A売上高	2,971	5,560	8,716	13,306	19,108	26,424	36,816	48,759	62,397	87,596
売上原価	6,516	8,415	10,704	13,976	18,076	23,212	30,450	38,748	48,207	65,548
販売管理費	2,580	3,180	4,085	5,390	6,885	8,627	11,304	14,260	17,597	24,469
EBITDA	340	546	634	762	1,058	1,545	2,030	2,690	3,373	4,297
減価償却費合計	▲126	▲209	▲286	▲383	▲509	▲681	▲904	▲1,168	▲1,572	▲1,884
営業利益	467	755	920	1,145	1,567	2,226	2,934	3,859	4,944	6,181
内部営業利益	461	543	560	576	594	611	630	649	668	688
のれん償却	295	372	599	902	1,213	1,499	1,999	2,552	3,176	4,283
アドバイザー費用等	137	164	191	273	328	382	546	655	764	1,529
M&A企業の営業利益	437	748	1,150	1,744	2,515	3,496	4,849	6,417	8,217	11,304
支払利息	13	17	17	23	36	52	71	93	125	154
その他営業外収益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	454	739	903	1,122	1,531	2,175	2,863	3,766	4,820	6,026
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税金等調整前当期純利益	454	739	903	1,122	1,531	2,175	2,863	3,766	4,820	6,026
法人税等	140	228	279	347	473	672	885	1,164	1,489	1,862
親会社株主に係る包括利益	314	511	624	775	1,058	1,503	1,978	2,602	3,330	4,164
期首発行済株式数(千株)	1,563	1,563	1,719	1,891	1,891	1,891	1,891	1,891	1,891	1,891
発行株式数(千株)	0	156	172	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)	1,563	1,719	1,891	1,891	1,891	1,891	1,891	1,891	1,891	1,891
自己株式(千株)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EPS(円)	200.62	296.91	330.01	410.02	559.52	794.57	1,046.01	1,375.75	1,760.88	2,201.72
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当支払い額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
内部留保	314	511	624	775	1,058	1,503	1,978	2,602	3,330	4,164

[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。

■ 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]	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
手元流動性	1,511	1,922	2,509	3,246	4,168	5,467	6,957	8,655	11,769	12,120
余剰現預金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
運転資本	2,542	3,233	4,221	5,460	7,011	9,197	11,703	14,560	19,798	20,389
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
償却対象有形固定資産	914	1,202	1,621	2,163	2,862	3,866	5,062	6,475	9,044	9,562
のれん	963	1,661	2,312	3,194	4,122	5,121	6,692	8,423	10,243	15,953
投資有価証券	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
その他資産	701	701	701	701	701	701	701	701	701	701
総資産	6,649	8,738	11,382	14,781	18,882	24,371	31,134	38,832	51,573	58,743
有利子負債以外の流動負債	1,719	2,186	2,854	3,691	4,740	6,218	7,913	9,845	13,386	13,786
短期借入金	1,741	1,814	1,745	3,532	5,525	8,034	11,123	14,288	20,157	22,763
長期借入金	470	470	470	470	470	470	470	470	470	470
その他固定負債	231	231	231	231	231	231	231	231	231	231
資本金等	792	1,830	3,251	3,251	3,251	3,251	3,251	3,251	3,251	3,251
内部留保等	1,697	2,207	2,832	3,607	4,665	6,168	8,146	10,748	14,079	18,243
純資産・負債	6,649	8,738	11,382	14,781	18,882	24,371	31,134	38,832	51,573	58,743
[単位:百万円]	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
手元流動性	▲ 341	▲ 411	▲ 587	▲ 736	▲ 922	▲ 1,300	▲ 1,490	▲ 1,698	▲ 3,114	▲ 351
運転資本	▲ 574	▲ 691	▲ 988	▲ 1,238	▲ 1,551	▲ 2,186	▲ 2,506	▲ 2,857	▲ 5,238	▲ 591
有利子負債以外の流動負債	388	467	668	837	1,049	1,478	1,695	1,932	3,541	399
有形固定資産投資	▲ 68	▲ 74	▲ 133	▲ 159	▲ 191	▲ 323	▲ 292	▲ 244	▲ 998	1,367
有形固定資産償却	▲ 162	▲ 214	▲ 286	▲ 383	▲ 509	▲ 681	▲ 904	▲ 1,168	▲ 1,572	▲ 1,884
のれん投資	▲ 892	▲ 1,071	▲ 1,249	▲ 1,784	▲ 2,141	▲ 2,498	▲ 3,569	▲ 4,283	▲ 4,997	▲ 9,993
のれん償却	295	372	599	902	1,213	1,499	1,999	2,552	3,176	4,283
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
内部留保等	314	511	624	775	1,058	1,503	1,978	2,602	3,330	4,164
営業CF	▲ 1,040	▲ 1,111	▲ 1,352	▲ 1,786	▲ 1,994	▲ 2,508	▲ 3,090	▲ 3,165	▲ 5,869	▲ 2,606
短期借入金	1,040	73	▲ 69	1,786	1,994	2,508	3,090	3,165	5,869	2,606
長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	0	1,038	1,421	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	1,040	1,111	1,352	1,786	1,994	2,508	3,090	3,165	5,869	2,606
余剰現預金増減	0	0	▲ 0	0	0	0	0	0	0	▲ 0
[単位:百万円]	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	2024.06	2025.06	2026.06	2027.06	2028.06	2029.06	2030.06	2031.06	2032.06	2033.06
期首投下資本売上高比	37.2%	39.8%	41.6%	41.5%	41.7%	41.5%	40.6%	40.8%	40.9%	39.7%
期首投下資本	3,558	4,912	6,533	8,510	11,071	14,123	18,134	23,202	28,969	38,169
売上高成長率	31.0%	29.1%	27.2%	30.6%	29.3%	28.4%	31.2%	27.3%	24.4%	36.0%
NOPAT	322	522	636	791	1,083	1,538	2,028	2,666	3,417	4,271
ROIC	9.1%	10.6%	9.7%	9.3%	9.8%	10.9%	11.2%	11.5%	11.8%	11.2%
運転資本日商比(日)	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
売上原価率	68.14%	68.14%	68.14%	68.14%	68.14%	68.14%	68.14%	68.14%	68.14%	68.14%
販管費率	24.46%	24.46%	24.46%	24.46%	24.46%	24.46%	24.46%	24.46%	24.46%	24.46%
営業利益率	4.88%	6.12%	5.86%	5.58%	5.91%	6.54%	6.57%	6.79%	6.99%	6.43%
内部営業利益率	7.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
有利子負債以外の流動負債日商比(日)	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
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
短期借入金金利	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
長期借入金金利	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
実効税率	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%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
グロスDELシオ	88.8%	56.6%	36.4%	58.3%	75.7%	90.3%	101.7%	105.4%	119.0%	108.1%
ネットDELシオ	28.1%	9.0%	-4.8%	11.0%	23.1%	32.2%	40.7%	43.6%	51.1%	51.7%
有形固定資産減価償却費率	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%
WACC	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
ROIC-WACC	1.9%	3.5%	2.6%	2.1%	2.6%	3.7%	4.0%	4.3%	4.6%	4.0%
超過利潤 = (ROIC-WACC) × 期首投下資本	68	170	168	182	290	527	729	1,005	1,342	1,538
超過利潤の永久価値	944	2,378	2,344	2,539	4,055	7,363	10,183	14,037	18,748	21,480
成長価値の各年度末時点での推計値		1,434	-34	195	1,515	3,309	2,820	3,854	4,711	2,732
現在価値ファクター	87%	81%	76%	71%	66%	62%	58%	54%	50%	47%
成長価値の株価値織り込み年数	5	5	5	5	5	5	4	3	2	1
推計時価総額	8,060	11,531	15,786	19,137	22,006	16,782	21,580	28,036	36,078	42,974
ファイナンス		10.0%	10.0%							
ファイナンス前株価		7,377	9,181							
ファイナンス株価ディスカウント		10.0%	10.0%							
発行価格		6,639	8,263							
発行株式数(千株)		156	172							
資金調達額		1,038	1,421							

[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

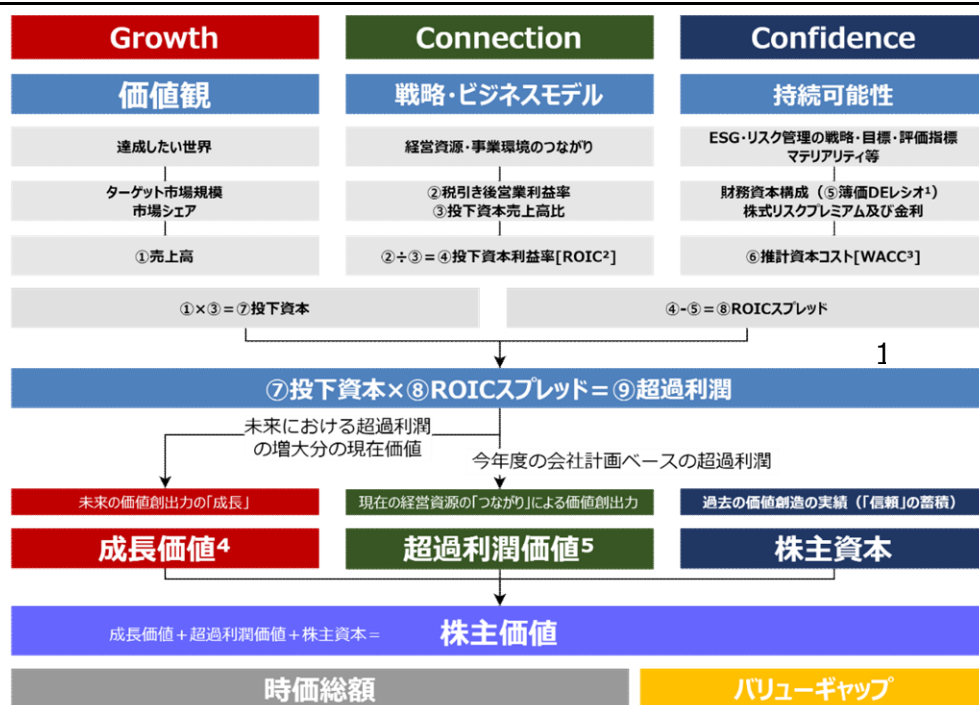
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュエギャップを可
視化

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、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・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

財務安定性・社会貢献性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。

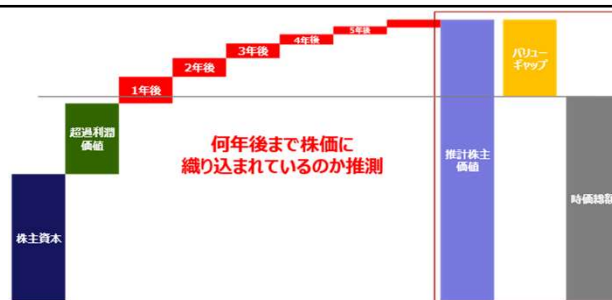
巻末資料2.超過利潤の説明

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 - 短期有価証券 - 投資有価証券、有利子負債以外の流動負債

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

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。