

## 価値創造力の回帰分析による株価アップサイドは2.1倍

「資本利益率/資本コスト=価値創造力」とPBRの回帰分析による株価推計

## 日本を代表するディスクロージャー・IR支援のリーダー企業

1952年の創業の株式会社TAKARA & COMPANY(以下、「TAKARA&Co.」)は、ディスクロージャー・IR支援のリーダー企業として、独自の強みを築き上げ、通訳・翻訳も幅広く手掛け総合サービスを展開している。特に有価証券報告書の作成支援業務に強みをもち、自社開発のデータの一元管理により大幅な開示業務の効率化を支援する統合型ビジネスレポートシステム「WizLabo」ツールが注目される。サステナビリティ情報や環境・社会・ガバナンス、いわゆるESG、その他財務情報の拡充、英文開示のニーズ拡大など複雑化、高度化する上場企業の開示ニーズの拡大はTAKARA&Co.にとって追い風である。本レポートでは特に会社ヒアリングは行わず、開示資料と資本利益率、資本コスト、PBRの回帰分析のみでTAKARA&Co.の株主価値の推計を試みた。以下分析内容を解説する。

## 各種資本利益率は上場企業でトップ12~17%の高さ

既に述べたように、上場企業の投資家に対する情報開示のニーズの高度化・複雑化、英文化ニーズの拡大によりTAKARA&Co.の売上高は堅調な成長を示している。また、資本利益率の改善も進捗しており、価値創造力の量も質も改善傾向にある。2020年5月期実績値から2024年5月期会社計画値で見ると、売上高は、年率平均成長率10.8%で成長し、191億円から288億円へと1.5倍と拡大基調である。有利子負債と株主資本に対する税引き後営業利益のリターン「シンプルROIC」は、10.2%→10.8%へ、余剰現預金などを除いた「リーンROIC」は16.2%→19.0%へ、ROEは、10.4%→10.5%へ改善している。TAKARA&Co.の上場企業3,736社の中での位置づけは、シンプルROICでは上位14.6%、リーンROICは上位13.9%、ROEは上位17.1%と相対的に高い水準である。さらに、TAKARA&Co.は、中期経営計画で2026年5月期に売上高330億円、営業利益43億円の達成を掲げている。今後も堅調な売上成長とROIC・ROEの改善が期待。

## 回帰分析から推計した株価水準は現行株価の約2.1倍

資本利益率は、「①企業が資本を利用して儲けたリターン」、資本コストは「②投資家から見て資本に対して儲けてほしいリターン」と定義できる。また、「①資本利益率/②資本コスト」は「価値創造力」と定義できる。「価値創造力」と資本の時価と簿価の比率、例えばPBRとはプラスの相関関係がある。JPRではデータ入手可能な上場企業3,736社を対象に分析を行った。分析における回帰式の決定係数が0.5以上ならば高い説明力を示唆する。結果は、 $p.3 \sim p.5$ に示した通り、 $0.51 \sim 0.58$ と $0.5$ を上回っている。そのうえで、その回帰分析から株価推計を、TAKARA&Co.について行った。その結果、次ページで示すように、2023/10/13時点の株価2,308円の約2.1倍の4,881円と推計された。ROIC、WACCなどを利用した開示は東証も推奨しており、本レポートの視点をベースにした株価形成が急速に定着する可能性がある。TAKARA&Co.の成長性、高いROICなどの価値創造力が認知されれば、推計株価が1-2年で達成される可能性は十分ある。

## データ解析レポート

編集・執筆  
ジェイ・フェニックス・リサーチ機構  
宮下 修  
www.j-phoenix.com

## 会社概要

|      |                                                                                   |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 所在地  | 東京都豊島区                                                                            |
| 代表者  | 堆 誠一郎                                                                             |
| 設立年月 | 1960年<br>(創業 1952年)                                                               |
| 資本金  | 2,278百万円                                                                          |
| 上場日  | 1988年12月                                                                          |
| URL  | <a href="https://www.takara-company.co.jp/">https://www.takara-company.co.jp/</a> |
| 業種   | その他製品                                                                             |

## 主要指標 2023/10/13現在

|                      |                             |
|----------------------|-----------------------------|
| 株価                   | 2,308円                      |
| 52週高値                | 2,539円                      |
| 52週安値                | 1,940円                      |
| 発行済株式数               | 13,153,293株<br>(23/5/31 現在) |
| 売買単位                 | 100株                        |
| 時価総額                 | 30,358百万円                   |
| 会社年間予想配当             | 80円                         |
| 予想当期利益<br>ペー ス EPS   | 199.06円                     |
| 予想 PER               | 11.59倍                      |
| 実績 BPS<br>(2023年5月末) | 1,895.87円                   |
| 実績 PBR               | 1.22倍                       |

| 業績動向         | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>% | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>% | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>% | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>% | EPS<br>(円) | 株価    |       |
|--------------|--------------|----------|---------------|----------|---------------|----------|--------------|----------|------------|-------|-------|
|              |              |          |               |          |               |          |              |          |            | 高値(円) | 安値(円) |
| 2021年5月期会社実績 | 24,777       | 29.6     | 2,707         | 20.5     | 2,881         | 21.9     | 1,639        | 5.4      | 130.01     | 171   | 100   |
| 2022年5月期会社実績 | 25,317       | 2.2      | 3,560         | 31.5     | 3,680         | 27.7     | 2,249        | 37.2     | 171.29     | 171   | 80    |
| 2023年5月期会社実績 | 27,568       | 8.9      | 3,811         | 7.1      | 3,983         | 8.2      | 2,595        | 15.4     | 197.66     | 269   | 139   |
| 2023年5月期1Q実績 | 8,318        | 7.7      | 1,803         | -0.0     | 1,867         | 1.4      | 1,267        | 11.4     | 96.45      | 469   | 136   |
| 2024年5月期1Q実績 | 8,418        | 1.2      | 1,832         | 1.6      | 1,880         | 0.7      | 1,283        | 1.2      | 98.24      | 469   | 136   |
| 2024年5月期会社計画 | 28,800       | 4.5      | 3,900         | 2.3      | -             | -        | 2,600        | 0.2      | 199.06     | 469   | 136   |

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。

## 01. 分析の概要とまとめ

### 価値創造力の回帰分析の概要

ジェイ・フェニックス・リサーチ（JPR）では、ROIC、ROEなどの資本利益率と、加重平均資本コスト（WACC）や株主資本コストなどの資本コストの比率、「資本利益率/資本コスト」を「価値創造率」と定義する。公表された開示情報・市場データをベースに、株式会社TAKARA & COMPANY（以上「対象企業」）について、「価値創造率」とPBRの回帰分析による株価推計を行った。なお、この分析において対象会社に対しては特にヒアリングは行っていない。純粋に回帰分析のみで推計を行っている。

ROICについては、余剰現預金や短期有価証券など、企業の価値創造力を分析する上で省くべき要素を排除した「リーンROIC」と、単純に有利子負債と株主簿価の合計値を分母とする「シンプルROIC」の二つを計算している。そのうえで、「①リーンROIC/WACCベース」、「②シンプルROIC/WACC」、「③ROE/COE（Cost of Equity）」を計算しPBRとの回帰分析を行っている。詳細は、本資料の次ページ以降で説明している。なお、リーンROIC、WACCの計算式等は、「08. 対象企業のROIC・ROEの推移」及び「09. 対象企業の資本コスト推計」で詳細に説明している。

### 対象企業の株価は現状株価2,308円\*の約2.1倍の4,881円

対象企業を含む上場企業 3,736社の全てについて、①～③の「資本利益率/資本コスト」を計算した。この比率が大きいほど、価値創造力が大きいと考えられる。対象企業は、上場企業の中で価値創造力が上位20%以内と推計された。

対象企業について推計した2024年5月期の「資本利益率/資本コスト」とPBRの回帰分析から対象企業のPBR及び株価を推計した。PBRは、現状の1.17倍よりも2.12倍の2.48倍と推計された。投資家の対象会社に対する価値創造力への理解が高まることで、この推計PBRが仮に株価に反映されると、推計株価は、10月13日終値2,308円の2.1倍の4,881円となる。

\* 2023/10/13現在

### 対象企業にとって本分析の内容をIRで活用する意義は大きい

対象企業が三つの「資本利益率/資本コスト」を把握したうえで、IRや企業経営に活用する意義は大きいと考えられる。特にランキングが上位水準の「リーンROIC/WACC」の活用が検討されよう。下記に本レポートの内容と活用方法をまとめた。対象企業が企業価値の創造力の維持向上や、IRを強化するために、これらの情報を活用していただければ幸いである。

| 三つの価値創造力の概要                         |        |            |         | 対象企業株価の推計値 <sup>2</sup> |                           |                   |
|-------------------------------------|--------|------------|---------|-------------------------|---------------------------|-------------------|
| 資本利益率                               | /      | 資本コスト      | = 価値創造率 | 推計PBR                   | 推計PBR<br>×現状株価<br>2,308円= | 現状株価からの<br>アップサイド |
| ①リーンROIC                            | 18.98% | WACC 6.47% | = 2.93倍 | 2.90倍                   | 5,693円                    | 2.47倍             |
| ②シンプルROIC                           | 10.30% | WACC 6.47% | = 1.59倍 | 2.42倍                   | 4,760円                    | 2.06倍             |
| ③ROE                                | 10.50% | COE 6.52%  | = 1.61倍 | 2.08倍                   | 4,096円                    | 1.77倍             |
| 対象会社の資本利益率/資本コストからの推計値 <sup>1</sup> |        |            |         | <b>2.48倍</b>            | <b>4,881円</b>             | <b>2.11倍</b>      |
| 上記数値の上場企業 3,736社でのランキング [上位%]       |        |            |         | 22.5%                   |                           |                   |

注1、2：①～③の回帰分析の説明力を指数化した「決定係数」で加重平均

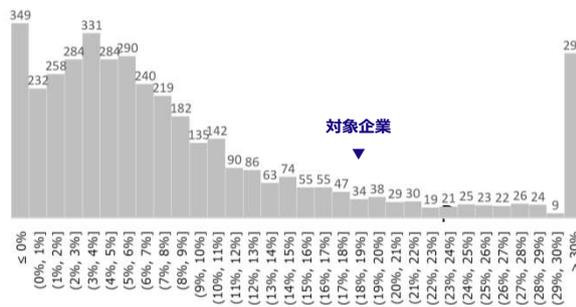
### 本レポートの内容

|                                |      |
|--------------------------------|------|
| 01. 分析の概要とまとめ                  | p.2  |
| 02. リーンROIC/WACC分析 今期計画ベース     | p.3  |
| 03. シンプルROIC/WACC分析 今期計画ベース    | p.4  |
| 04. ROE/COE分析 今期計画ベース          | p.5  |
| 05. 東証業種別中央値との対象企業の比較 今期計画値ベース | p.6  |
| 06. 類似会社10社との比較 今期計画値ベース       | p.8  |
| 07. PBR比較 東証業種及び比較類似会社         | p.10 |
| 08. 対象企業のROIC・ROEの推移           | p.11 |
| 09. 対象企業の資本コスト推計               | p.12 |
| 10. 推計値4,881円の株価を説明する株主価値推計モデル | p.13 |

## 02. リーンROIC/WACC分析 今期計画ベース

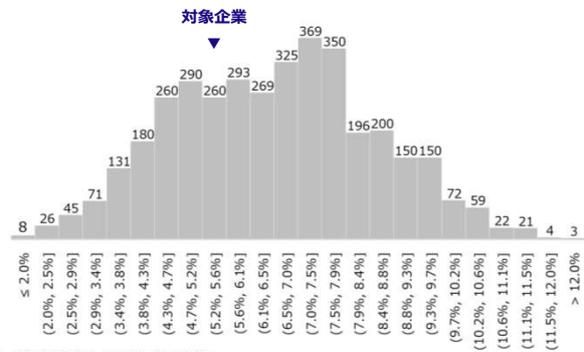
### ■ リーンROIC

対象企業 18.98% 上位 14.6%  
上場企業 3,736社



### ■ WACC

対象企業 6.47%

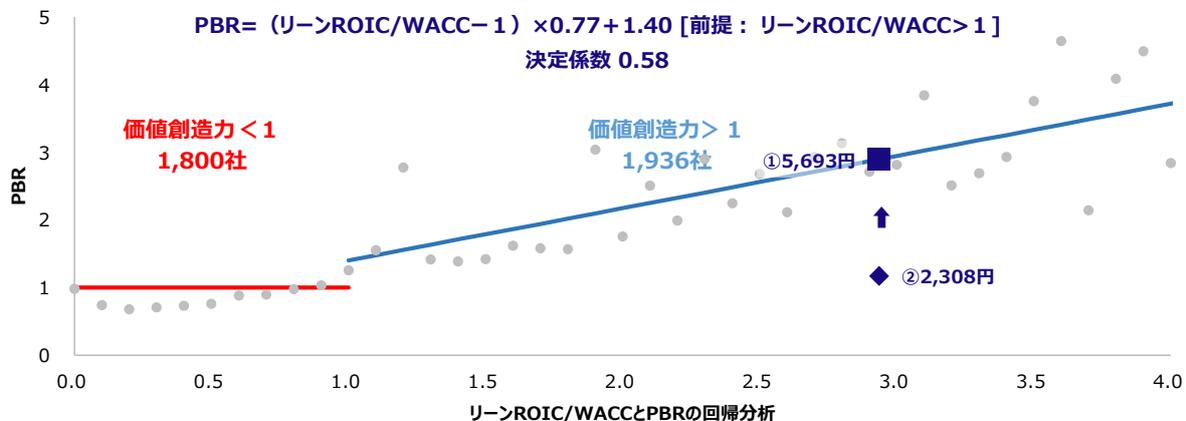


### ■ リーンROIC/WACC

対象企業 2.94倍 上位 13.9%  
上場企業 3,736社



### ■ リーンROIC/WACCとPBRの回帰分析



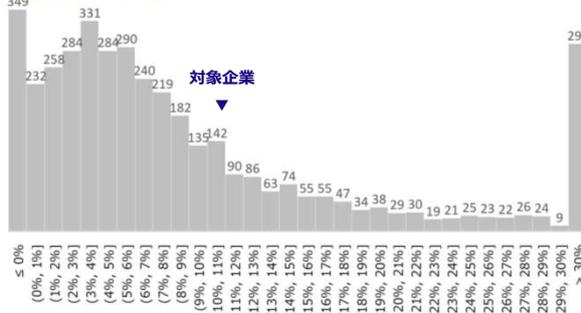
本レポートは、ジェイ・フエニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、受領企業への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は情報利用者自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

### 03. シンプルROIC/WACC分析 今期計画ベース

#### ■ シンプルROIC

対象企業 10.30% 上位 17.1%

上場企業 3,736社



出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

#### ■ WACC

対象企業 6.47%

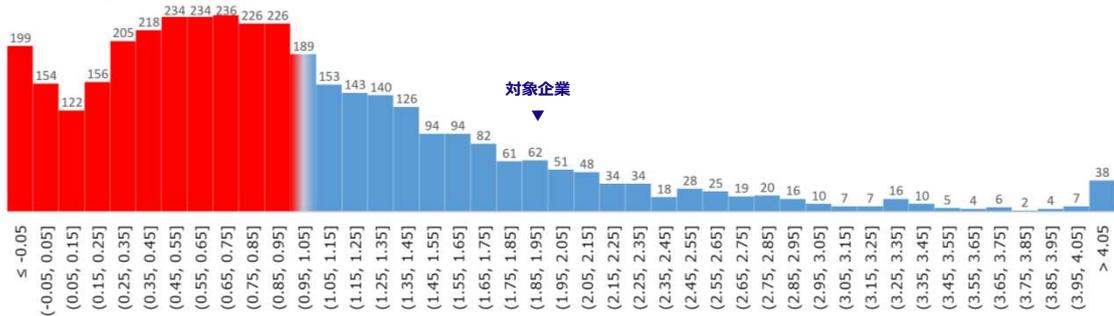


#### ■ シンプルROIC/WACC

対象企業 1.59倍 上位 31.84%

価値創造力 < 1  
2,275社

価値創造力 > 1  
1,461社

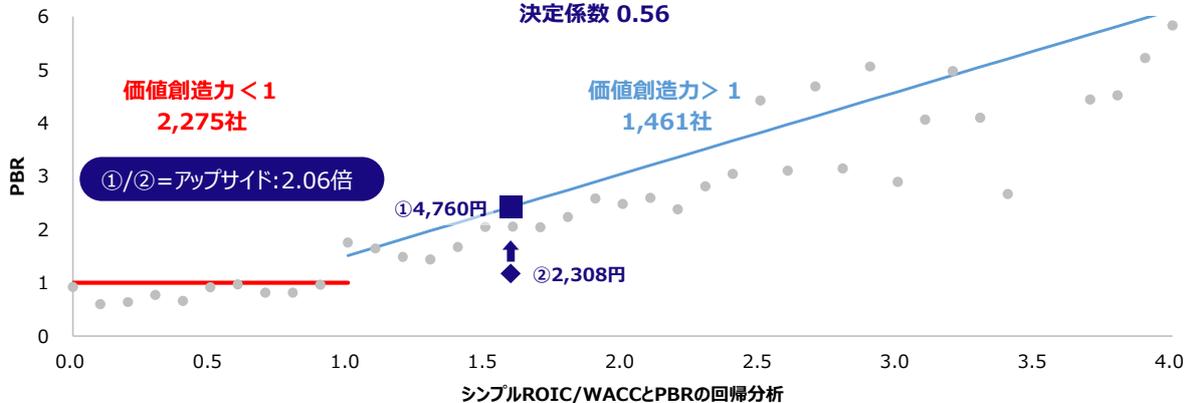


出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

#### ■ シンプルROIC/WACCとPBRの回帰分析

$$PBR = (\text{シンプルROIC/WACC} - 1) \times 1.54 + 1.51 \text{ [前提: シンプルROIC/WACC} > 1 \text{]}$$

決定係数 0.56



①/②=アップサイド:2.06倍

■ 推計値 PBR 2.42倍 株価 ① 4,760円  
◆ 10/13終値 PBR 1.17倍 株価 ② 2,308円

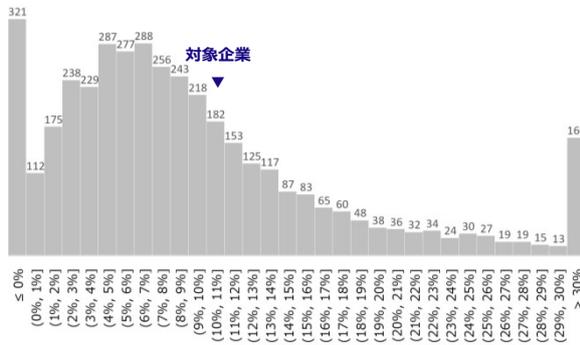
出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

本レポートは、ジェイ・エフ・エックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、受領企業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情報利用者自身にあります。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。

## 04. ROE/COE分析 今期計画ベース

### ROE

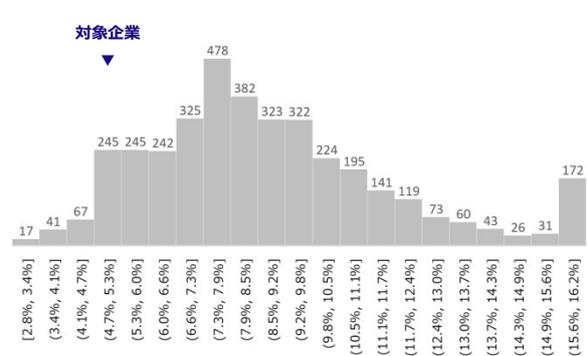
対象企業 10.50% 上位 32.85%  
計算企業数 3,736社



出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

### COE

対象企業 6.52%



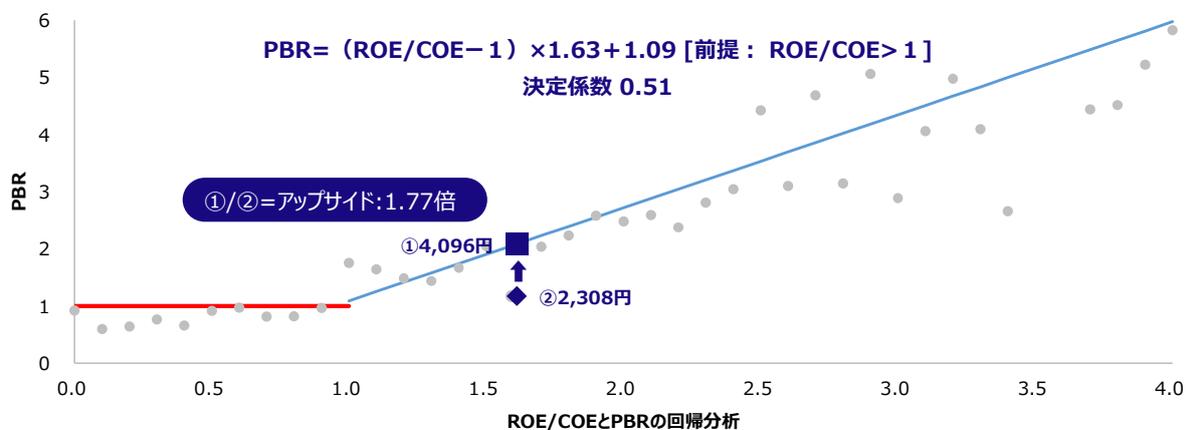
### ROE/COE

対象企業 1.61倍 上位 25.62%



出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

### ROE/COEとPBRの回帰分析



①/②=アップサイド: 1.77倍

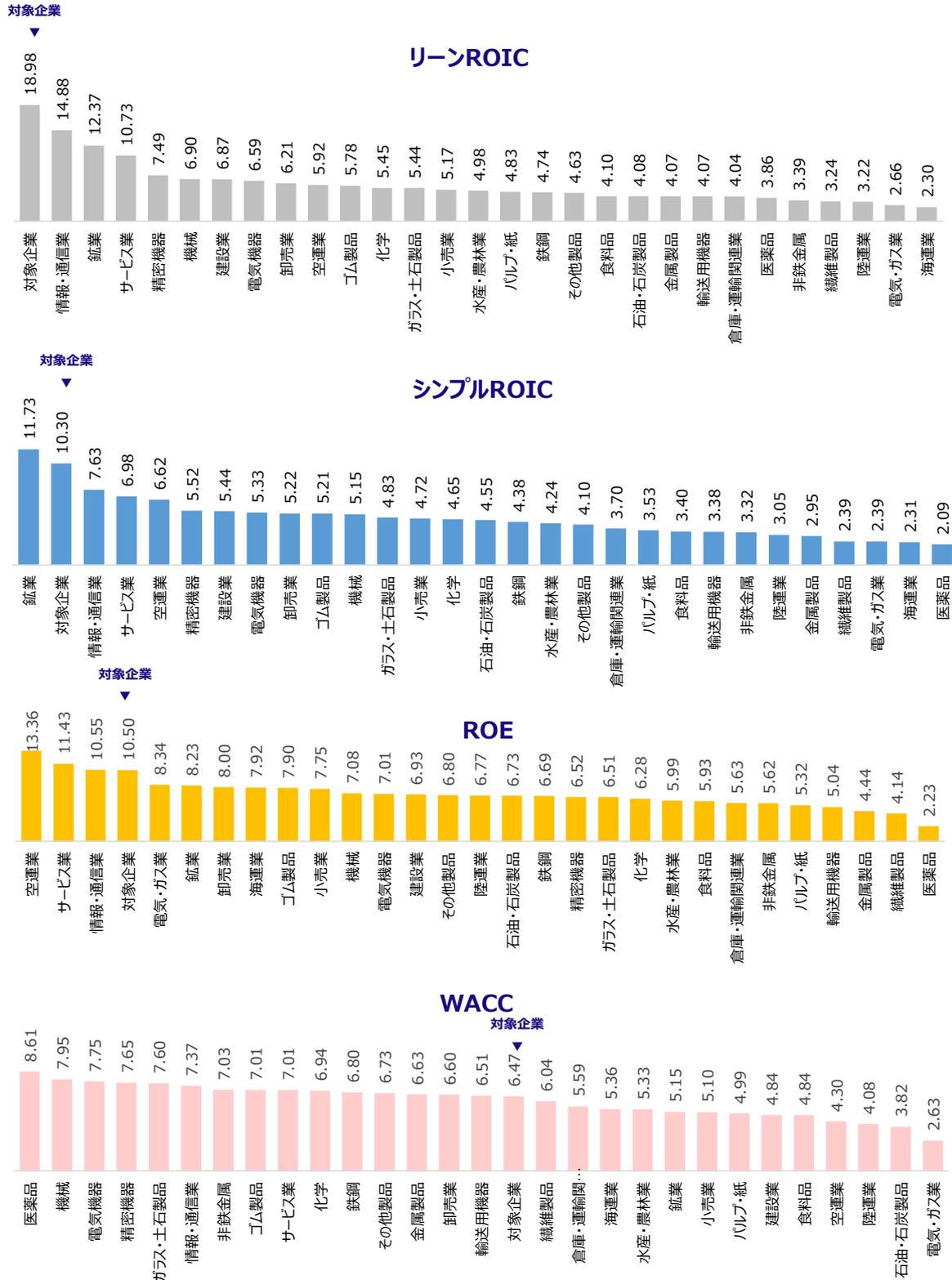
■ 推計値 PBR 2.08倍 株価 ① 4,096円  
◆ 10/13終値 PBR 1.17倍 株価 ② 2,308円

出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

本レポートは、ジェイ・フエニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、受領企業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情報利用者自身にあります。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。

## 05. 東証業種別中央値との対象企業の比較 今期計画値ベース

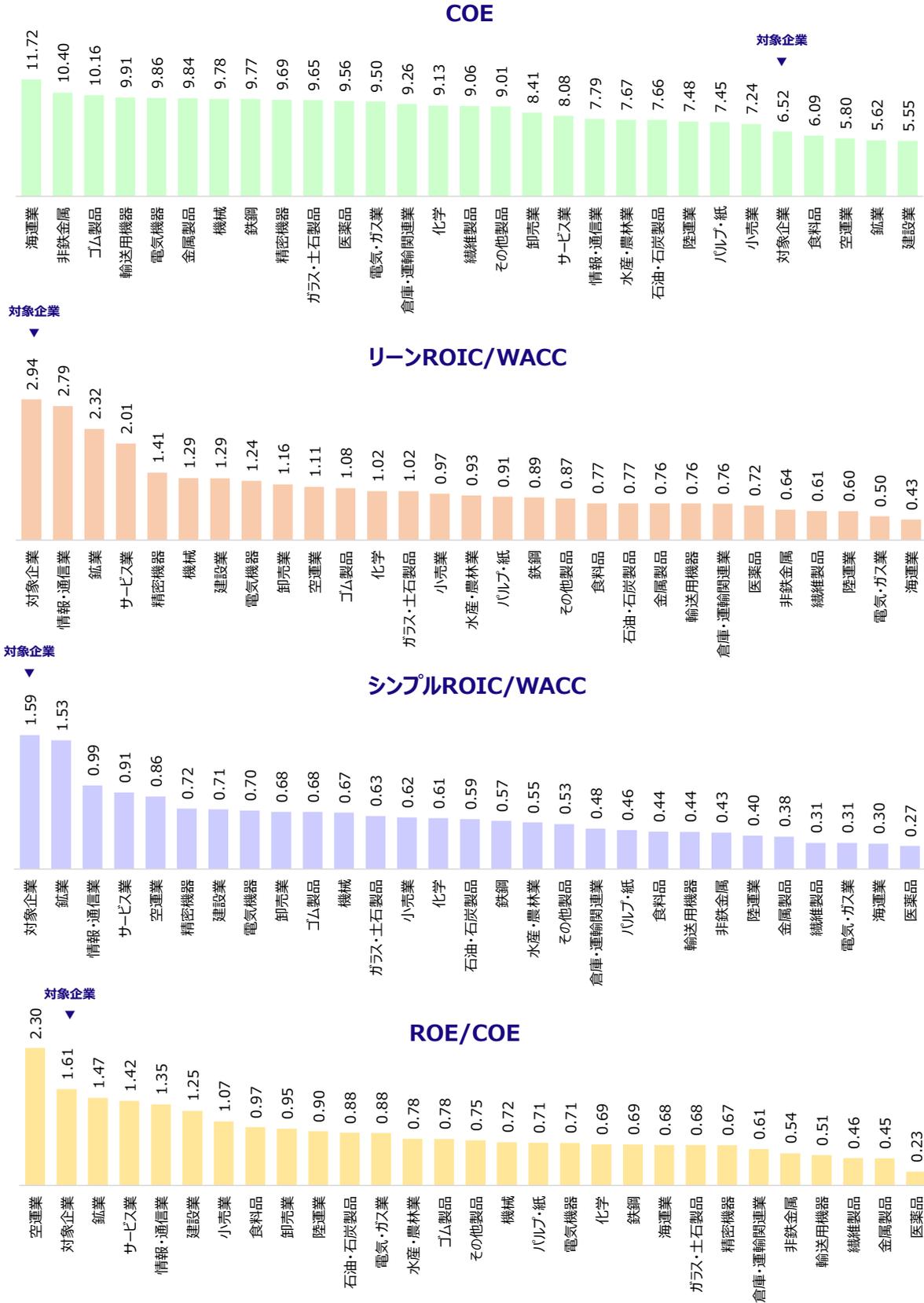
### ROIC, ROE, WACC



出所) FactSetデータよりPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

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、受領企業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情報利用者自身にあります。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。

## ■ COE, ROIC/WACC, ROE, COE

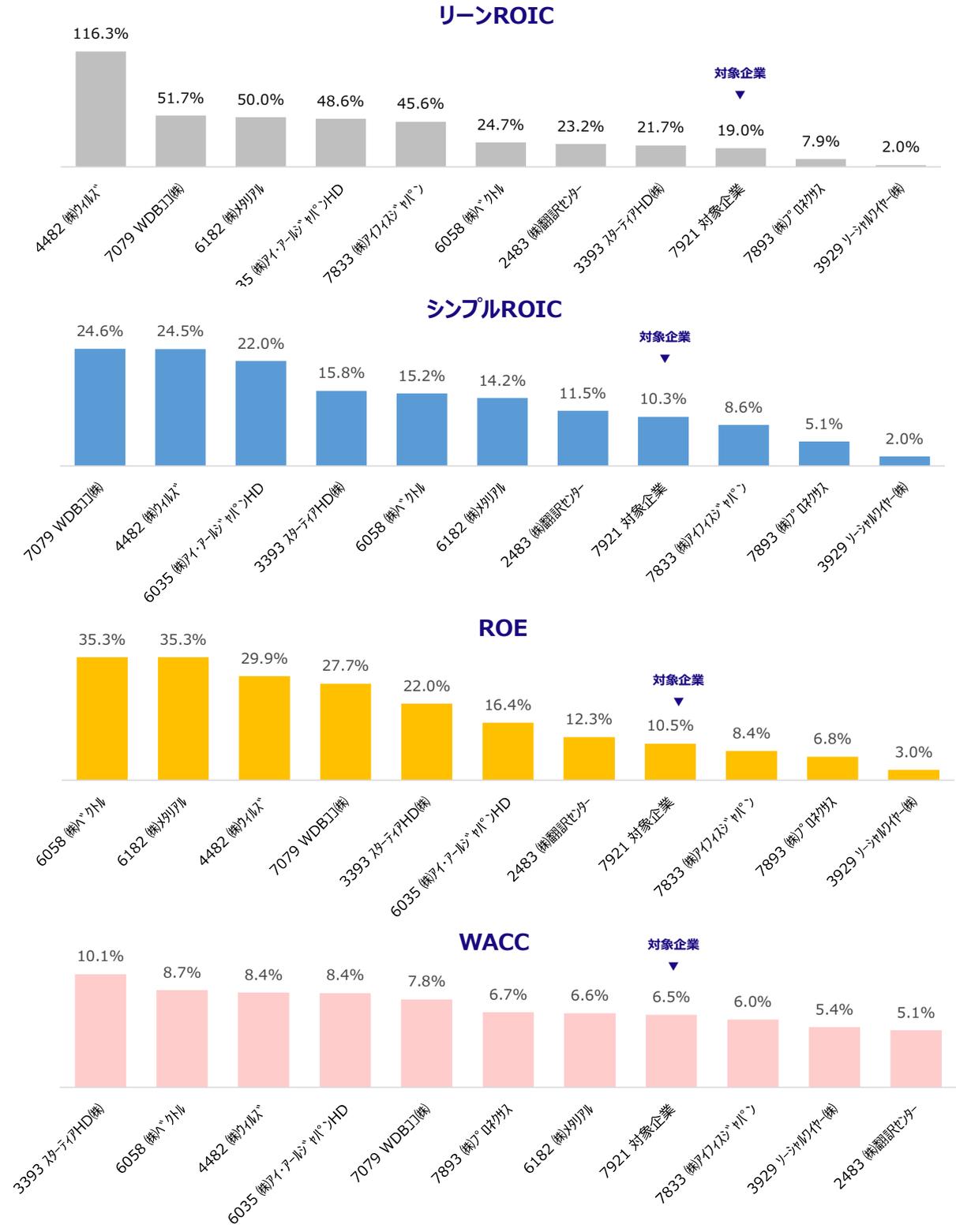


出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

本レポートは、ジェイ・エフ・エックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、受領企業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情報利用者自身にあります。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。

## 06. 類似会社10社との比較 今期計画値ベース

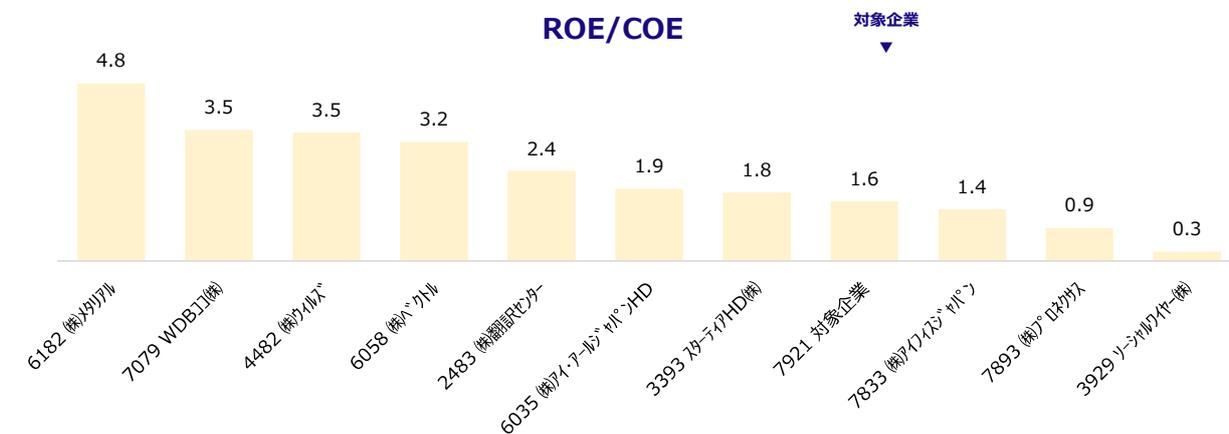
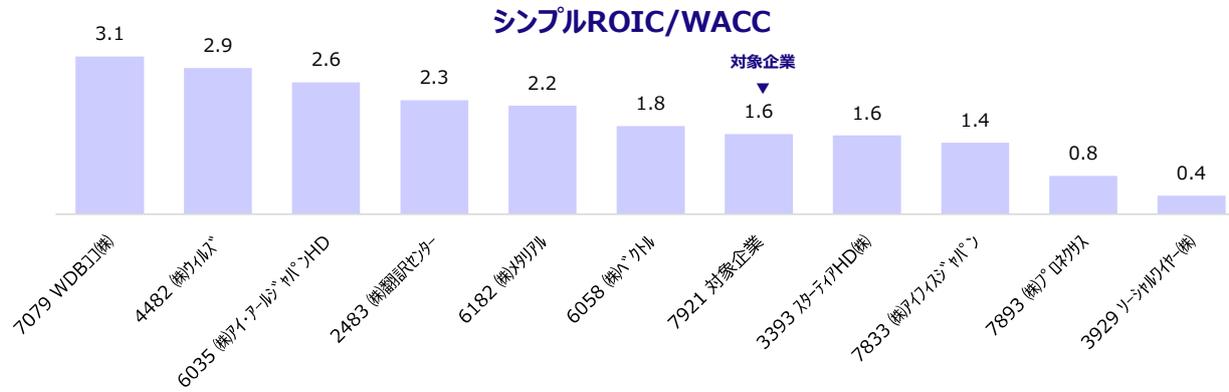
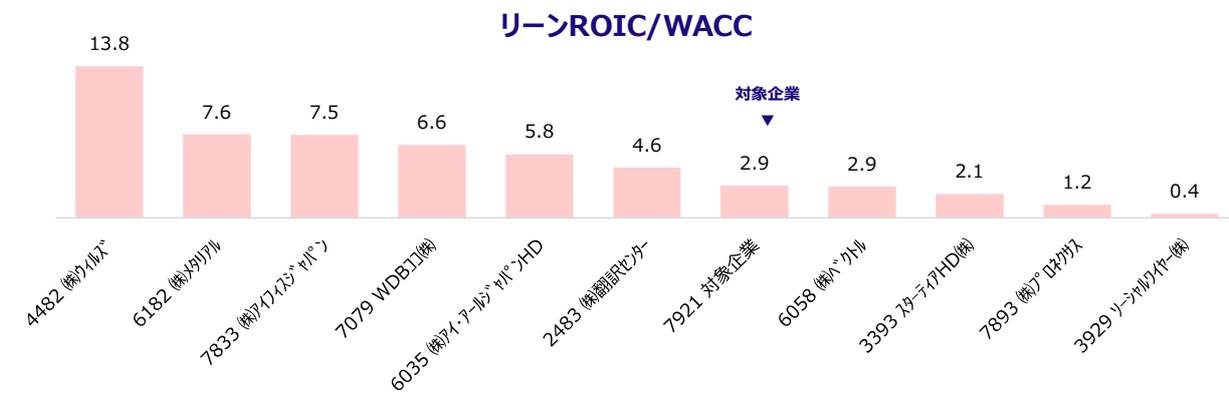
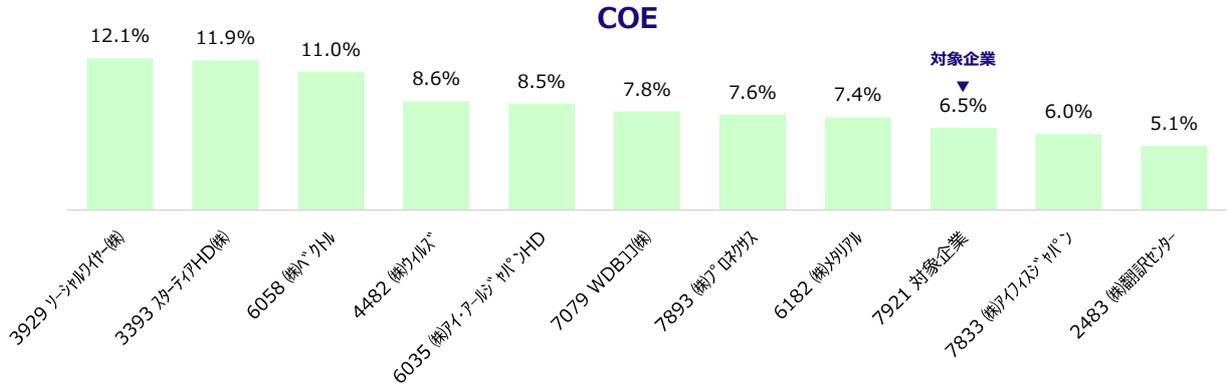
### ■ ROIC,ROE,WACC



出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

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、受領企業への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依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情報利用者自身にあります。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。

## ■ COE, ROIC/WACC, ROE,COE

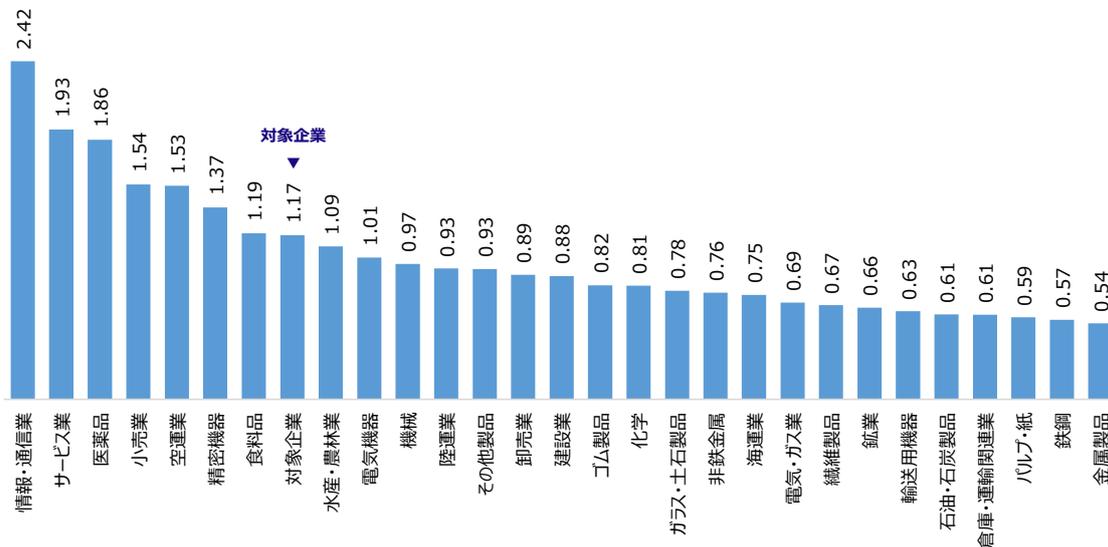


出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

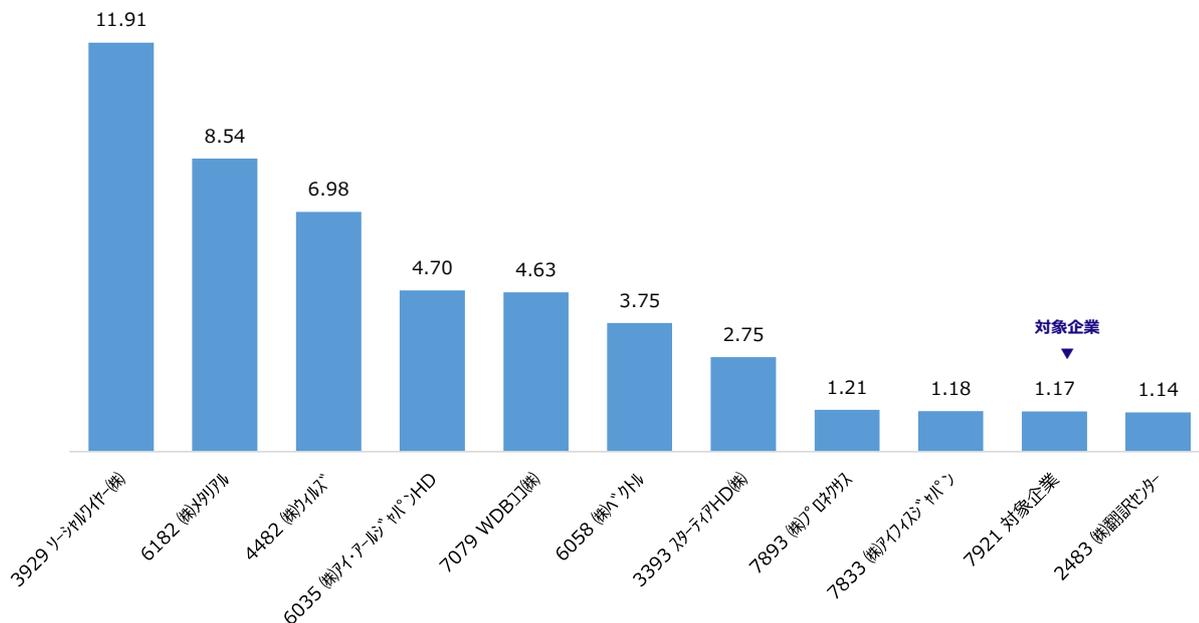
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、受領企業への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は情報利用者自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 07. PBR比較 東証業種及び比較類似会社

### ■ 東証業種別中央値との対象企業の比較 今期計画値ベース



### ■ 類似会社10社との比較 今期計画値ベース



出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCIは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

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、受領企業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情報利用者自身にあります。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。

## 08. 対象企業のROIC・ROEの推移

### ■ シンプルROIC、リーンROIC、ROEの構造<sup>1</sup>

| 算出式                                                     | [番号] 項目                    | FY20/5       | FY21/5       | FY22/5       | FY23/5       | 計画<br>FY24/5 |
|---------------------------------------------------------|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                                         | <b>[1] 売上高・営業収益</b>        | 19,117       | 24,777       | 25,318       | 27,568       | 28,800       |
|                                                         | [2] 売上原価率                  | 60.1%        | 60.8%        | 58.8%        | 60.2%        | 61.0%        |
|                                                         | [3] 販売管理費比率                | 27.4%        | 27.8%        | 26.2%        | 25.1%        | 25.4%        |
|                                                         | [4] 営業利益                   | 2,247        | 2,707        | 3,560        | 3,811        | 3,900        |
| <b>[4] ÷ [1] =</b>                                      | <b>[5] 営業利益率</b>           | <b>11.8%</b> | <b>10.9%</b> | <b>14.1%</b> | <b>13.8%</b> | <b>13.5%</b> |
|                                                         | [6] 減価償却・減耗比率              | 3.2%         | 3.8%         | 4.6%         | 4.4%         | 4.4%         |
| <b>[5] + [6] =</b>                                      | <b>[7] EBITDAマージン</b>      | <b>14.9%</b> | <b>14.7%</b> | <b>18.7%</b> | <b>18.2%</b> | <b>18.0%</b> |
|                                                         | [8] (1-実効税率)               | 69.0%        | 69.0%        | 69.0%        | 69.0%        | 69.0%        |
|                                                         | [9] NOPAT                  | 1,550        | 1,868        | 2,456        | 2,630        | 2,691        |
| <b>[5] x [8] =</b>                                      | <b>[10] NOPATマージン</b>      | <b>8.1%</b>  | <b>7.5%</b>  | <b>9.7%</b>  | <b>9.5%</b>  | <b>9.3%</b>  |
|                                                         | [11] 有利子負債                 | 257          | 257          | 257          | 257          | 257          |
| <b>[11] ÷ [1] =</b>                                     | <b>[12] 有利子負債売上高比率</b>     | <b>1.3%</b>  | <b>1.0%</b>  | <b>1.0%</b>  | <b>0.9%</b>  | <b>0.9%</b>  |
|                                                         | [13] 株主資本                  | 15,000       | 16,083       | 21,920       | 23,069       | 24,763       |
| <b>[13] ÷ [1] =</b>                                     | <b>[14] 株主資本売上高比率</b>      | <b>78.5%</b> | <b>64.9%</b> | <b>86.6%</b> | <b>83.7%</b> | <b>86.0%</b> |
| <b>[11] + [13] =</b>                                    | [15] シンプル投下資本              | 15,257       | 16,340       | 22,177       | 23,326       | 25,020       |
| <b>[15] ÷ [1] =</b>                                     | <b>[16] シンプル投下資本売上高比率</b>  | <b>79.8%</b> | <b>65.9%</b> | <b>87.6%</b> | <b>84.6%</b> | <b>86.9%</b> |
| <b>[10] ÷ [16] =</b>                                    | <b>[17] シンプルROIC</b>       | <b>10.2%</b> | <b>11.4%</b> | <b>11.1%</b> | <b>11.3%</b> | <b>10.8%</b> |
|                                                         | [18] 総資産                   | 22,201       | 26,450       | 30,972       | 30,923       | 33,443       |
|                                                         | [19] 手元流動性 <sup>2</sup>    | 2,390        | 3,097        | 3,165        | 3,446        | 3,600        |
|                                                         | [20] その他流動資産 <sup>3</sup>  | 5,066        | 5,105        | 6,218        | 6,281        | 6,331        |
|                                                         | [21] 有利子負債以外の流動負債          | 5,044        | 5,620        | 6,532        | 5,937        | 6,954        |
| <b>[19] + [20] - [21] =</b>                             | [22] ネット運転資本               | 2,411        | 2,582        | 2,850        | 3,790        | 2,977        |
| <b>[22] ÷ [1] =</b>                                     | <b>[23] ネット運転資本売上高比率</b>   | <b>12.6%</b> | <b>10.4%</b> | <b>11.3%</b> | <b>13.7%</b> | <b>10.3%</b> |
|                                                         | [24] のれん                   | 388          | 2,739        | 2,529        | 2,320        | 2,110        |
| <b>[24] ÷ [1] =</b>                                     | <b>[25] のれん売上高比率</b>       | <b>2.0%</b>  | <b>11.1%</b> | <b>10.0%</b> | <b>8.4%</b>  | <b>7.3%</b>  |
|                                                         | [26] 投資有価証券                | 2,157        | 2,044        | 3,053        | 2,583        | 2,756        |
|                                                         | [27] 繰延ヘッジ損益               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                                                         | [28] 土地再評価差額金              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                                                         | [29] 為替換算調整勘定              | 0            | -5           | -3           | 5            | 17           |
| <b>[18] - [22] - [24] - [26] - [27] - [28] - [29] =</b> | [30] ネット固定資産               | 6,746        | 9,202        | 9,431        | 9,438        | 9,090        |
| <b>[30] ÷ [1] =</b>                                     | <b>[31] ネット固定資産売上高比率</b>   | <b>35.3%</b> | <b>37.1%</b> | <b>37.2%</b> | <b>34.2%</b> | <b>31.6%</b> |
| <b>[22] + [24] + [30] =</b>                             | [32] リーン投下資本               | 9,545        | 14,523       | 14,810       | 15,548       | 14,177       |
| <b>[32] ÷ [1] =</b>                                     | <b>[33] リーン投下資本売上高比率</b>   | <b>49.9%</b> | <b>58.6%</b> | <b>58.5%</b> | <b>56.4%</b> | <b>49.2%</b> |
| <b>[10] ÷ [33] =</b>                                    | <b>[34] リーンROIC</b>        | <b>16.2%</b> | <b>12.9%</b> | <b>16.6%</b> | <b>16.9%</b> | <b>19.0%</b> |
|                                                         | [35] 当期利益                  | 1,555        | 1,640        | 2,250        | 2,596        | 2,600        |
| <b>[35] ÷ [13] =</b>                                    | <b>[36] ROE</b>            | <b>10.4%</b> | <b>10.2%</b> | <b>10.3%</b> | <b>11.3%</b> | <b>10.5%</b> |
| <b>[34] ÷ [17] =</b>                                    | <b>[37] リーン/シンプルROIC比率</b> | <b>1.60</b>  | <b>1.13</b>  | <b>1.50</b>  | <b>1.50</b>  | <b>1.76</b>  |

出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCIは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

注1: バランスシート関連項目はすべて期首の数字(前期の期末)。注2: 手元流動性 = 売上高 ÷ 12 × 1.5 (月商比1.5ヵ月分の現預金のみを対象。この値よりも現預金残高が少なければ現預金すべてを手元流動性とする)。

注3: 流動資産マイナス短期有価証券マイナス現預金で算出。

本レポートは、ジェイ・フィニックス・リサーチ株式会社(以下、JPR)が、受領企業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情報利用者自身にあります。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。

## 09. 対象企業の資本コスト推計

### ■ WACCの計算

[単位：%、百万円]

#### β<sup>1</sup>の計算

|             | [1] | VI <sup>2</sup> の属性     | 対象企業<br>観察数字 <sup>3</sup> | 対象企業<br>観察数字 <sup>3</sup> | 対象企業<br>調整数字 <sup>5</sup> | 対象企業<br>調整数字 <sup>5</sup> | 業界<br>加重平均 <sup>4</sup> | 業界<br>加重平均 <sup>4</sup>   |
|-------------|-----|-------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|
|             | [2] | VI <sup>2</sup>         | 150.94                    | 150.94                    | 164.97                    | 164.97                    | 170.04                  | 170.04                    |
|             | [3] | 相関係数<br>の属性             | 業界<br>加重平均 <sup>4</sup>   | 対象企業<br>観察数字 <sup>3</sup> | 業界<br>加重平均 <sup>4</sup>   | 対象企業<br>観察数字 <sup>3</sup> | 業界<br>加重平均 <sup>4</sup> | 対象企業<br>観察数字 <sup>3</sup> |
|             | [4] | 相関係数                    | 43.5                      | 44.5                      | 43.5                      | 44.5                      | 43.5                    | 44.5                      |
| [2] x [4] = | [5] | アンレバードβ <sup>6</sup>    | 65.6                      | 67.2                      | 71.7                      | 73.4                      | 73.9                    | 75.7                      |
|             | [6] | 負債効果<br>係数 <sup>7</sup> | 100.6                     | 100.6                     | 100.6                     | 100.6                     | 100.6                   | 100.6                     |
| [5] x [6] = | [7] | レバードβ <sup>8</sup>      | 66.0                      | 67.5                      | 72.2                      | 73.8                      | 74.4                    | 76.1                      |

#### COE : Cost of Equity

|                   |      |                       |      |      |      |      |      |      |
|-------------------|------|-----------------------|------|------|------|------|------|------|
|                   | [8]  | リスクプレミアム <sup>9</sup> | 8.86 | 8.86 | 8.86 | 8.86 | 8.86 | 8.86 |
|                   | [9]  | RFR <sup>10</sup>     | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| [7] x [8] + [9] = | [10] | COE                   | 5.97 | 6.11 | 6.52 | 6.67 | 6.71 | 6.87 |

#### COD : Cost of Debt

|                   |      |                     |       |       |       |       |       |       |
|-------------------|------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                   | [12] | 税前利子率 <sup>11</sup> | 0.58  | 0.58  | 0.58  | 0.58  | 0.58  | 0.58  |
|                   | [13] | 実効税率                | 31.00 | 31.00 | 31.00 | 31.00 | 31.00 | 31.00 |
| [16] x (1-[12]) = | [14] | COD                 | 0.40  | 0.40  | 0.40  | 0.40  | 0.40  | 0.40  |

#### WACC: Weighted Average Cost of Capital

|                             |      |                 |        |        |        |        |        |        |
|-----------------------------|------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                             | [15] | E=時価総額          | 30,358 | 30,358 | 30,358 | 30,358 | 30,358 | 30,358 |
|                             | [11] | D=有利子負債         | 257    | 257    | 257    | 257    | 257    | 257    |
|                             | [16] | E/(E+D)         | 99.16  | 99.16  | 99.16  | 99.16  | 99.16  | 99.16  |
|                             | [17] | D/(E+D)         | 0.84   | 0.84   | 0.84   | 0.84   | 0.84   | 0.84   |
| [11] x [17] + [15] x [14] = | [18] | WACC            | 5.93   | 6.06   | 6.47   | 6.61   | 6.66   | 6.81   |
|                             | [19] | 本レポートで<br>採用した値 |        |        | ●      |        |        |        |

出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

1: β<sup>1</sup>とは、過去5年間の個別対象株の日次リターンをTOPIX日次リターンで回帰した時の係数。

2: VI<sup>2</sup>とは、Volatility Indexの略。被説明変数の標準偏差÷説明変数の標準偏差で定義される。β=VI×被説明変数と説明変数の相関係数、という関係があるため、β÷相関係数=VIの式で求める。

3: 観察数字<sup>3</sup>とは、過去5年間の回帰分析により推計されたデータ。

4: 加重平均<sup>4</sup>は、回帰式の説明力の高さを示す指数。決定係数が加重した値。決定係数が1の場合は完全に説明。0の場合は全く無関係。

5: 調整数字<sup>5</sup>とは、全上場企業のVIの標準偏差に60%をかけた正規分布で調整した数字。より中心的な値に回帰するという前提に基づく。

6: アンレバードβ<sup>6</sup>とは、負債のレバレッジ効果を取り除いた数字。

7: 負債効果係数<sup>7</sup>とは、企業のデットによるレバレッジ効果(レバード、てこ入れ効果)を取り除くための調整係数。企業ごとに以下の数式で計算: 1+(1-t)\*D/E=β/β<sup>6</sup>。ここでtはアンレバード(無負債)、βはレバードを示す。

8: レバードβ<sup>8</sup>とは、アンレバードβに負債効果係数をかけた数字。負債による株主価値変動リスクの増大効果を勘案している。

9: リスクプレミアム<sup>9</sup>は時価総額8000億円以上は5%、時価総額50億円以下は9%、そのほかは時価総額に応じて傾斜配分して設定。規模に応じてリスクが異なるという前提に基づく。回帰分析の決定係数が高まるような数字として設定。

10: RFR<sup>10</sup>(リスクフリーレート)は国債10年物の過去5年間の平均値等を勘案して設定。

11: 税前利子率<sup>11</sup>は、期首期末の有利子負債残高の平準と、支払利息、実効税率から試算。

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、受領企業への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は情報利用者自身にあります。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. 推計値4,881円の株価を説明する株主価値推計モデル

JPRでは、リーンROICとWACCの差にリーン投下資本をかけた値を「超過利潤」として定義し、今期の「超過利潤」の永久価値を「①超過利潤価値」、及び各年度の「超過利潤」の増分の永久価値を10年計算してその現在価値を合計した金額を「②成長価値」と定義して、①+②+株主資本簿価=「株主価値」として推計する、株主価値推計モデル「超過利潤モデル」を作成している。これはいわゆるDCF法と同じ値となる。そのモデルを使って、価値創造力の回帰分析による株価推計値4,881円を説明したのが以下の図表である。

### ■ リーンROIC/WACCをベースにした超過利潤モデル

成長シナリオ次第で、株主価値は631億円。バリュージェットは328億円。アップサイドは最大2.1倍。

現時点では、時価総額は、今年度の超過利潤の一部を反映している。成長価値は全く時価総額に反映されていない。

貴社を投下資本、超過利潤価値、成長価値などに分解する超過利潤法によって分析した。業績や将来見通し、中期経営計画などをベースに試算した結果、株主価値は631億円と推計することが可能である。5年程度で売上高が366億円、営業利益が49億円、10年程度で売上高が444億円、営業利益が60億円、投下資本の売上高比が現在の49.2%で一定推移となる前提である。株主価値と時価総額のギャップは328億円であり（時価総額の108%）、期待形成によってはアップサイドあり。

#### ①株主資本 259億円

- 直前年度末、すなわち今期の期首投下資本は141.8億円、投下資本/今期売上高の比は④49.2%と推計。直前四半期末の株主資本は258.6億円。

#### ②超過利潤価値 274億円

- 今期の税引後営業利益（NOPAT）は約26.9億円、NOPATマージン（NOPAT÷売上高）は⑥9.3%と推計。⑥÷④で算出される投下資本利益率（ROIC）は19.0%となる。
- 投下資本に対し投資家が要求する最低限のリターン、加重平均資本コスト（WACC）について、JPRは株価、財務戦略、事業リスク等から6.5%と推計。1円の投下資本から創出する企業価値の割合を示すROIC/WACCは2.9倍となる。
- これをベースに今期の超過利潤を推計すると17.7億円と推計される。今期のEVAの永久価値（超過利潤価値）は超過利潤÷WACCで計算され、274億円と推計される。

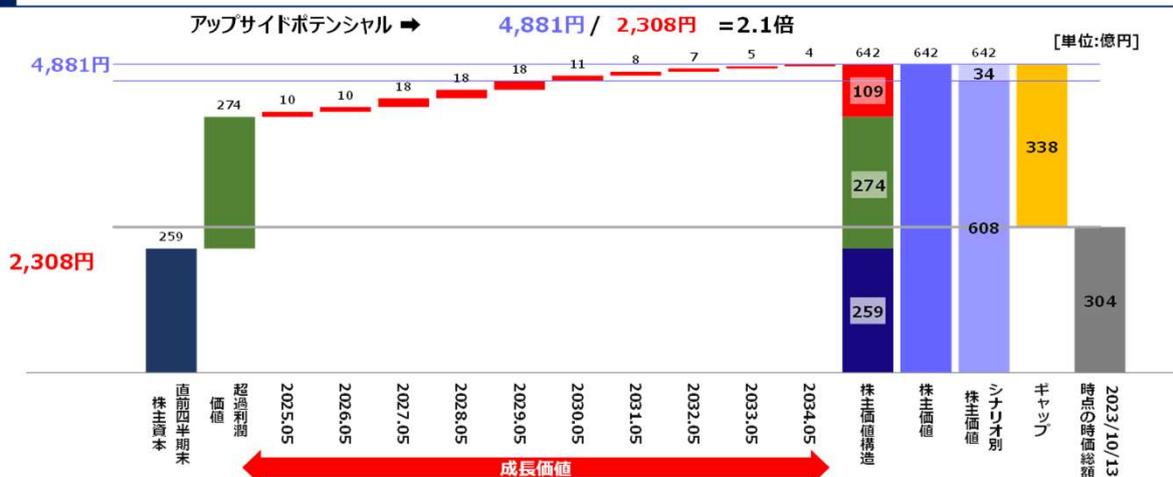
#### ③成長価値 109億円

- 5年後の売上高が366億円、営業利益が49億円となる前提等で、成長価値は109億円と推計。

#### うち非事業資産 123億円

- 月商1.5か月を超えた現預金など、事業に投下した資本以外の「非事業資産」は123億円と推計。

### 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



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

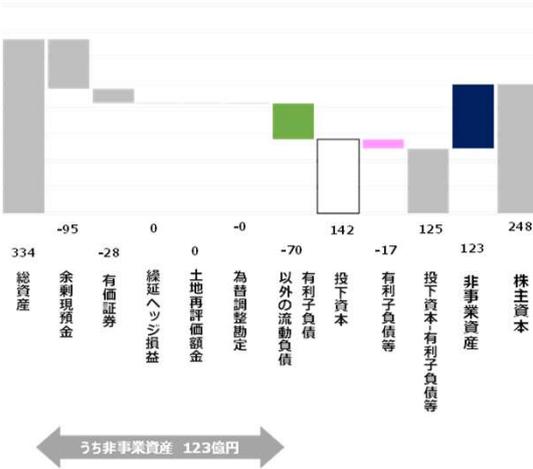
[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2023年10月13日時点]

## ■ リーンROIC/WACCをベースにした超過利潤モデル(続き)

### ① 期首投下資本・株主資本

2024年5月期会社計画の売上高288億円に対する期首投下資本の割合  
運転資本 9.8% 固定資産 39.4%

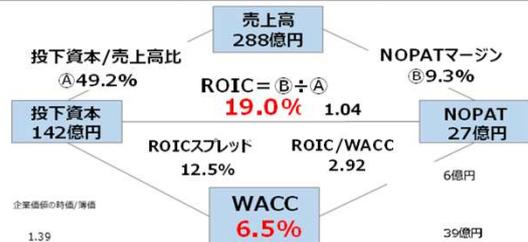
[単位: 億円]



### ② 超過利潤価値



### 2024年5月期会社計画の超過利潤のドライバー



### ③ 成長価値

過去の成長率や業績動向等からJPRが前提設定

| 年度        | 2025.05 | 2026.05 | 2027.05 | 2028.05 | 2034.05 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高       | 308     | 330     | 348     | 366     | 444     |
| 前年比成長率    | 7.0%    | 7.0%    | 5.3%    | 5.3%    | 1.7%    |
| 営業利益      | 41.0    | 43.0    | 45.9    | 48.9    | 60.0    |
| 営業利益率     | 13.3%   | 13.0%   | 13.2%   | 13.4%   | 13.5%   |
| NOPAT     | 28.3    | 29.7    | 31.6    | 33.7    | 41.4    |
| NOPATマージン | 9.2%    | 9.0%    | 9.1%    | 9.2%    | 9.3%    |
| 投下資本/売上高  | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   |
| ROIC      | 18.6%   | 18.3%   | 18.5%   | 18.7%   | 19.0%   |
| 実効税率      | 31.0%   | 31.0%   | 31.0%   | 31.0%   | 31.0%   |
| WACC      | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    |



上記期間を超えた成長率は2.0%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

### ご参考情報

過去の業績(今期は会社計画)

|           | 2020.05 | 2021.05 | 2022.05 | 2023.05 | 今期計画  |
|-----------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 売上高       | 191     | 248     | 253     | 276     | 288   |
| 成長率       | 4.7%    | 29.6%   | 2.2%    | 8.9%    | 4.5%  |
| 営業利益      | 22.5    | 27.1    | 35.6    | 38.1    | 39.0  |
| 営業利益率     | 11.8%   | 10.9%   | 14.1%   | 13.8%   | 13.5% |
| NOPATマージン | 8.1%    | 7.5%    | 9.7%    | 9.5%    | 9.3%  |
| 投下資本/売上高  | 49.9%   | 58.6%   | 58.5%   | 56.4%   | 49.2% |
| ROIC      | 16.2%   | 12.9%   | 16.6%   | 16.9%   | 19.0% |

### 期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



[FactSet、日経Need、会社開示資料等を利用して作成、2023年10月13日時点]

●の年度は会社の中期経営計画ベースの売上高、営業利益を利用

[1] 全投下資本は資本市場から調達して事業に利用されている資産として以下の算式で計算。投下資本 = 総資産 - 売上高の月高1.5か月を上回る現預金 - 短期有価証券 - 投資有価証券 - 繰上償還 - 有価証券評価差額金 - 為替換算勘定 - 土地再評価差額金 - 有利子負債以外の流動負債。[2] WACC (加重平均資本コスト) = 税引後支払利息利回り ÷ (E + D) + 株主資本コスト × E ÷ (E + D) Eは時価総額、Dは有利負債総額、株主資本コスト = リスクフリーレート + β × リスクプレミアム、β = 東証の日報対年率 × 貴社株価日報対年率、(Y)の一回帰帰式の係数、β = (Y)の相関係数、[ボラティリティ・テクニクス(VI)]、[VI] = [Y]の標準偏差、[X]の標準偏差、一次帰帰式の決定係数が0.3以上は、一次帰帰式の係数を0とする。決定係数が0.3未満の場合は、貴社の所属する業界平均の無負債比率から推計した業界相関係数と貴社のリスクフリーレートを相乗利回り、リスクプレミアムは時価総額に成りて5-7%、日報対年率は過去5年間。

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

## ■ 超過利潤モデルの将来予測前提

前提: 2024年5月期から2034年5月期までの売上高年率平均成長率は4.4%

[単位: 億円]

| 年度          | 会社計画    | 予測      |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|             | 2024.05 | 2025.05 | 2026.05 | 2027.05 | 2028.05 | 2029.05 | 2030.05 | 2031.05 | 2032.05 | 2033.05 | 2034.05 |
| 売上高         | 288.0   | 308.3   | 330.0   | 347.5   | 366.0   | 385.4   | 401.8   | 415.4   | 426.7   | 436.0   | 443.6   |
| 成長率         | 4.5%    | 7.0%    | 7.0%    | 5.3%    | 5.3%    | 5.3%    | 4.2%    | 3.4%    | 2.7%    | 2.2%    | 1.7%    |
| 営業利益        | 39.0    | 41.0    | 43.0    | 45.9    | 48.9    | 52.1    | 54.4    | 56.2    | 57.7    | 59.0    | 60.0    |
| 営業利益率       | 13.5%   | 13.3%   | 13.0%   | 13.2%   | 13.4%   | 13.5%   | 13.5%   | 13.5%   | 13.5%   | 13.5%   | 13.5%   |
| NOPATマージン   | 9.3%    | 9.2%    | 9.0%    | 9.1%    | 9.2%    | 9.3%    | 9.3%    | 9.3%    | 9.3%    | 9.3%    | 9.3%    |
| 投下資本/売上高    | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   | 49.2%   |
| ROIC        | 19.0%   | 18.6%   | 18.3%   | 18.5%   | 18.7%   | 19.0%   | 19.0%   | 19.0%   | 19.0%   | 19.0%   | 19.0%   |
| WACC        | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    | 6.5%    |
| 超過利潤        | 17.7    | 18.4    | 19.2    | 20.6    | 22.1    | 23.7    | 24.7    | 25.6    | 26.3    | 26.8    | 27.3    |
| 超過利潤価値・成長価値 | 274.4   | 10.2    | 9.9     | 18.1    | 18.2    | 18.3    | 9.7     | 7.4     | 5.5     | 3.0     | 1.9     |

注: 2026年5月期の売上高、営業利益は、会社の中期経営計画の値に基づく。

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、受託企業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情報利用者自身にあります。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(本レポートではジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社)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せん。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、受領企業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情報利用者自身にあります。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。