

## 株式会社フィル・カンパニー

東証スタンダード証券コード:3267

2024年2月19日

## ターゲット株価：2025年1月末で1,312円、5年後、5,336円の可能性

## 3つの改革で事業スケール化。中期経営計画の売上高2.5倍の確度は高い

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。なお、このレポートは会社取材は行わず開示資料をベースにJPRが独自予測したものである。

## 駐車場上部空間等の利用の市場は青天井。ポトルネック解消で売上高2.5倍

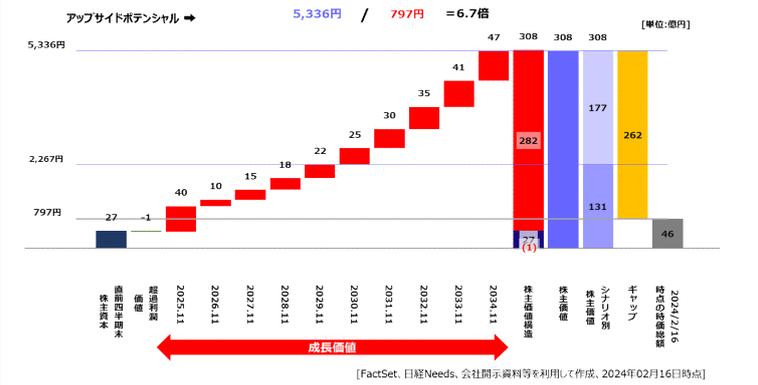
フィル・カンパニー(以下、フィル)は、「まちのスキマを「創造」で満たす。」という理念のもと、社会課題である「未活性空間の増加」を解決するべく、駐車場の上部空間等を利用した土地オーナー・入居者・地域にとって三方良しとなる企画である「空中店舗フィル・パーク」等の空間ソリューション事業を展開している。フィルの事業の魅力は、駐車場の上空という膨大な手つかずの空間の活用ノウハウであり、そのターゲット市場は無限とも取れるほど大きい。フィルはこれを利用して魅力的なソリューションを価値する先駆者であり、法規制や難解な建物構造計算をパッケージ化することで、2016年には17億円だった売上高が2019年に70億円にまで成長した。しかし2020年以降、①コロナ禍②繁閑の偏りという2つの理由により成長が停滞している。これらのポトルネックが、2023年に就任した金子社長の改革によって解決しつつあり、2024年1月に発表された中期経営計画によると、2026年に売上高2.5倍となる150億円、営業利益は12億円となる見込みとしている。

## 金子社長による3つの改革で駐車場市場の独占へ

フィルの強みは、オーダーメイドの企画力と、それを一気に通貫で実現する実行力である。創業以来、少数精鋭で営業・建設を行い事業を拡大してきたが、契約時期の偏重による作業量の偏りや個人に依拠した案件獲得という属人性の課題に直面した。このポトルネック解消のために金子社長は3つの打開策を打ち出した。①事業プロセス改革②組織改革③事業ポートフォリオ改革である。これが達成されれば、契約時期、作業量が分散し、人材のスケール、事業の拡大が順調に進み、10年後まで大きく成長していくと予想できる。また、売上高拡大への施策として、これまでの請負受注に加え、自社で土地を購入して企画を行う開発販売を拡大し棟数増加を図る。開発販売では、土地を厳選できるため高品質な建物だけを作ることができ、土地を持っていない投資家への販売も視野に入るため、販売経路の拡大につながる。リスクとしては大手の参入であるが、駐車場上部空間や変形地、狭小地といった「まちのスキマ」の利用分野は建設業界においてマイナーな市場であり、一件一件の企画にも手間がかかるため、参入障壁は高くリスクは低いと考えられる。JPRとしては、3つの改革の解像度・実現可能性は高いため、フィルは中期経営計画の目標を達成し、さらに10年後までに大きな成長を見せると予想している。

## ターゲット株価：2025年1月末で1,312円、5年後、5,336円

以上のシナリオで株主価値をGCC経営™のフレームワークより「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308億円、2024年2月16日終値ベースの時価総額の約6.7倍、株価換算5,336円と推計された。ただし、この水準は長期的に3～5年かけて達成されるものである。より現実的には2025年11月期までの株主価値＝株主資本27+2023年11月期の超過利潤価値-1億円+2024年11月期～2026年11月期の成長価値50の合計額76億円、株価換算で1,312円が2026年11月期の会社中計の数字が織り込まれる2025年1月時点でのターゲット株価になる。



## 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)  
www.j-phoenix.com  
宮下修 小松麟

## 会社概要

所在地	東京都中央区築地
代表者	金子 麻理
設立年月	2005/06/03
資本金	789百万円
上場日	2016/11/18
URL	https://philcompany.jp/
業種	建設業

## 主要指標2024/02/16現在

株価	797円
52週高値	1,240円
52週安値	493円
発行済株式数	5,778,000株
売買単位	100株
時価総額	4,605百万円
会社予想配当	5円
予想当期利益	35.38円
ベースEPS	
予想PER	22.53倍
実績BPS	507.74円
(2023年11月末)	
実績PBR	1.57倍

業績動向	売上高 (百万円)	前期比 %	営業利益 (百万円)	前期比 %	経常利益 (百万円)	前期比 %	純利益 (百万円)	前期比 %	EPS (円)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2021年11月期通期実績	5,432	36.8	724	456.5	713	626.4	407	-	72.25	3,835	1,756
2022年11月期通期実績	4,378	-19.4	169	-76.6	200	-71.9	142	-65.1	27.22	2,410	854
2023年11月期通期実績	5,963	36.2	214	26.5	135	-32.1	38	-73.2	7.16	1,240	493
2024年11月期会社計画	7,500	25.8	300	39.7	280	106.2	190	399.5	35.38	-	-

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。

## 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308  
億円と試算

### 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6.7倍

JPRは、フィル・カンパニ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。成長シナリオの実現次第で最大アップサイド6.7倍、時価総額の最大アップサイドは308億円と試算。

### ■ 定性ストーリーの骨子と企業価値の創造サイクル

#### 定性ストーリーの骨子

**Growth: 価値をそのまま販路を拡大し3年売上高成長2.5倍を目指す**

**Connection: 3つの内部改革で業務を効率化**

**Confidence: 投資に向けた十分な収益安定化と高い社会貢献**

駐車場上部空間利用の先駆者



少数精鋭の一気通貫体制で高成長



コロナや事業運営の属人性がネックとなり低迷



2023年就任の金子社長のもと、3つの改革を実施



2026年に売上高2.5倍の計画

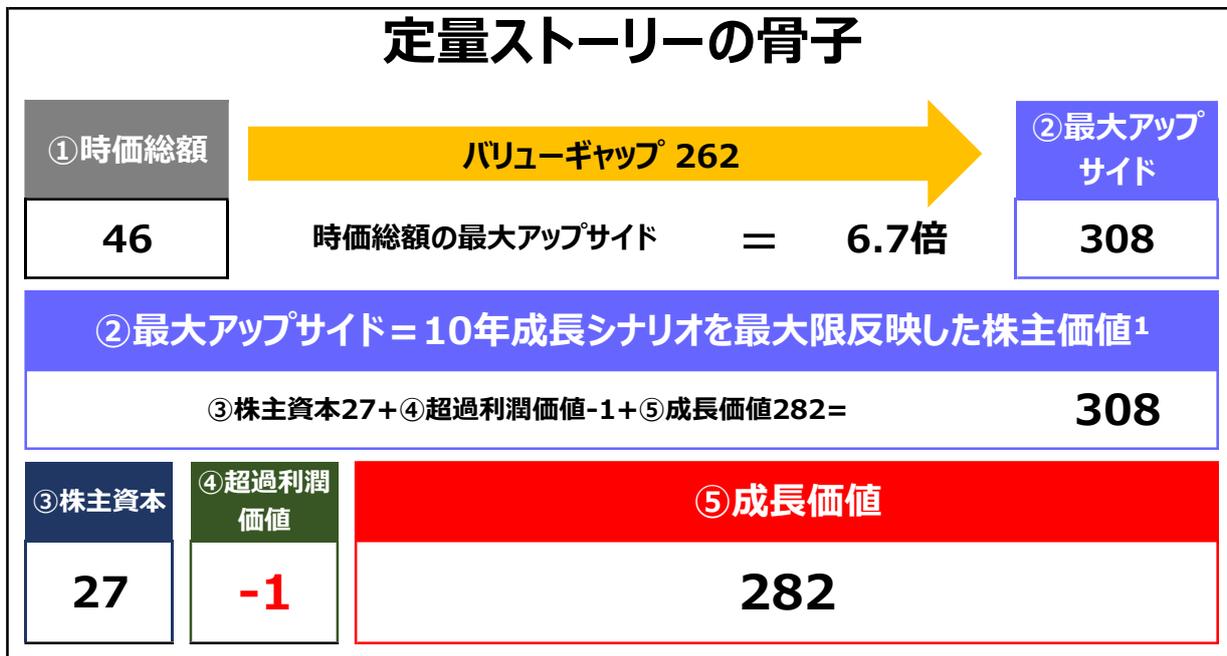


地域密着の新規事業でさらなる成長

[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。

■ 株主価値の分析 (億円)



[出所] JPR作成

1: 四捨五入のため端数は一致しない。

[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)

[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
	2024.11	2025.11	2026.11	2027.11	2028.11	2029.11	2030.11	2031.11	2032.11	2033.11	2034.11
売上高	75	120	150	180	216	259	311	373	448	537	645
営業利益	3	10	12	15	19	25	31	39	49	62	77
営業利益率	4.0%	8.0%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
売上高成長率	25.8%	60.0%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPATマージン	2.8%	5.5%	5.5%	5.9%	6.2%	6.6%	6.9%	7.2%	7.6%	7.9%	8.3%
投下資本売上高比率	36.4%	34.2%	33.4%	32.9%	32.4%	32.1%	31.9%	31.5%	31.3%	31.2%	31.1%
期末投下資本売上高比率	34.2%	33.4%	32.9%	32.4%	32.1%	31.9%	31.5%	31.3%	31.2%	31.1%	31.1%
WACC	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	7.6%	16.1%	16.5%	17.8%	19.1%	20.4%	21.6%	23.0%	24.2%	25.5%	26.7%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥0.9	¥2.0	¥2.1	¥2.2	¥2.4	¥2.6	¥2.7	¥2.9	¥3.0	¥3.2	¥3.3
NOPAT	2.07	6.62	8.28	10.56	13.41	16.99	21.46	27.04	34.00	42.65	53.40
投下資本×WACC	2.18	3.28	4.01	4.74	5.61	6.65	7.93	9.42	11.23	13.40	16.03
超過利潤	-0.11	3.34	4.2707	5.82	7.81	10.34	13.53	17.62	22.76	29.24	37.38
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-0.11	3.34	4.27	5.82	7.81	10.34	13.53	17.62	22.76	29.24	37.38
各年で創出する価値	-1	43	12	19	25	32	40	51	64	81	102
ディスカウントレート	100%	93%	86%	79%	74%	68%	63%	58%	54%	50%	46%
超過利潤の現在価値	-1	40	10	15	18	22	25	30	35	41	47
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	-1										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	282										
非事業資産価値④	16										
企業価値=①+②+③+④	325										
有利子負債等	-16										
直前四半期末と年度期末の株主資本簿価の増分	-0										
株主価値	308										

[出所] JPR

※より詳細な前提となる財務モデルは「5.財務モデル」に記載。なお、投下資本

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：価値をそのまま販路を拡大し3年売上高成長2.5倍を目指す

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高										
<b>駐車場を生まれ変わらせる</b>	<b>主事業をスケールし売上2.5倍へ</b>	<b>CAGR24.0%が期待</b>										
フィルの理念は「まちのスキマを「創造」で満たす」ことである。これは、社会課題である未活性空間の増加に対処するために、空中店舗フィル・パークとガレージ付賃貸住宅プレミアムガレージハウスなどの空間ソリューションサービスを提供し、中心市街地の衰退や空き家・空き地の問題に取り組んできた。これにより、社会的価値創造に貢献している。	フィル・パークとプレミアムガレージハウス両方について、これまで主事業として伸ばしてきた請負受注と、自社で土地を購入して企画を行う開発販売を拡大し棟数を拡大していく。開発販売では、土地を厳選できるため高品質な建物だけを作ることができ、土地を所有していない投資家への販売も視野に入らため、販売経路の拡大につながる。2026年に売上高2.5倍となる150億円、営業利益は12億円となる見込みとしている。	<table border="1"> <tr> <td>FY2024.11</td> <td>FY2034.11</td> </tr> <tr> <td><b>75</b></td> <td><b>645</b></td> </tr> <tr> <td colspan="2">高成長を享受</td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>成長価値</b></td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>282</b></td> </tr> </table>	FY2024.11	FY2034.11	<b>75</b>	<b>645</b>	高成長を享受		<b>成長価値</b>		<b>282</b>	
FY2024.11	FY2034.11											
<b>75</b>	<b>645</b>											
高成長を享受												
<b>成長価値</b>												
<b>282</b>												

## Connection:3つの内部改革で業務を効率化

戦略	ビジネスモデル	ROIC										
<b>一気通貫の体制</b>	<b>着実に実装されるビジネスモデル</b>	<b>19.1ポイント改善が期待</b>										
フィルの強みは、空間の特性や土地オーナーのニーズに合った最適なプランを企画する能力と、企画から物件管理まで一貫して実行する能力である。各物件に丁寧なソリューションを提供するため、属人的なプロセスでは人員と時間を削減することができない。そのため、営業から企画までの業務と物件管理に関して、さらなる効率化を図ることが利益率向上に繋がる。	フィルはスケール化を実現するため以下の3つの施策を打ち出した。①事業プロセス改革：デジタル活用・プロジェクトマネジメントによる効率化。②組織改革：人員増強により、高い質を保ったまま事業をスケールする。③事業ポートフォリオの改革：特にESGの観点を取り入れた新たな領域へ挑戦を進める。	<table border="1"> <tr> <td>FY2024.11</td> <td>FY2034.11</td> </tr> <tr> <td><b>7.6 %</b></td> <td><b>26.7 %</b></td> </tr> <tr> <td colspan="2">非常に高い水準へ</td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>超過利潤価値</b></td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>-1</b></td> </tr> </table>	FY2024.11	FY2034.11	<b>7.6 %</b>	<b>26.7 %</b>	非常に高い水準へ		<b>超過利潤価値</b>		<b>-1</b>	
FY2024.11	FY2034.11											
<b>7.6 %</b>	<b>26.7 %</b>											
非常に高い水準へ												
<b>超過利潤価値</b>												
<b>-1</b>												

## Confidence:投資に向けた十分な収益安定化と高い社会貢献

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC								
<b>収益安定を前提に投資</b>	<b>土地利用と自然保護</b>	<b>現状維持</b>								
2023年11月期の自己資本比率は50.0%であり、長期的な安全性も高い。バランスシートの安定性は高く、基本方針としては、自己資本比率を30%以上に保ちつつ、既存のコア事業の安定化と共に、成長投資として開発販売の拡大、人的資本・デジタル投資、新規事業への投資を行っている。	フィルの事業は、時代や社会、地域に適した空間の企画と創造を通じて、社会課題である「未活性空間の増加」を解決し、持続可能なまちづくりを促進している。同時に、温室効果ガス排出量の削減目標を掲げ、2030年までには新築建物において100%のZEB・ZEH対応を目指している。こうした取り組みから、地域活性化と自然保護に対する社会的貢献性が高いと言える。	<table border="1"> <tr> <td><b>8.0</b></td> <td><b>%</b></td> </tr> <tr> <td colspan="2">現状維持</td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>株主資本</b></td> </tr> <tr> <td colspan="2"><b>27</b></td> </tr> </table>	<b>8.0</b>	<b>%</b>	現状維持		<b>株主資本</b>		<b>27</b>	
<b>8.0</b>	<b>%</b>									
現状維持										
<b>株主資本</b>										
<b>27</b>										

\*1会社開示資料に基づいて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	株式会社フィル・カンパニー Phil Company, Inc.
設立	2005/6/3
代表	金子 麻理
本社所在地	東京都中央区築地三丁目1-12 フィル・パークTOKYO GINZA Shintomi Lab.
資本金	7.8億円
従業員数	正社員数 69名 (2023年11月末日現在)
決算期	11月
事業内容	空間ソリューション事業
上場日	2016年11月18日
上場証券取引所	東証スタンダード [証券コード: 3267]

[出所]会社資料よりJPR作成。

### 沿革

年	月	内容
2005年	6月	東京都世田谷区にて当社設立
2006年	1月	東京都千代田区へ本社移転
2007年	1月	宅地建物取引業者免許取得
	9月	東京都渋谷区へ本社移転 (フィル・パーク千駄ヶ谷に入居)
2008年	11月	一般建設業免許取得
2009年	11月	一級建築士事務所登録
2010年	4月	東京都目黒区へ本社移転 (フィル・パーク中目黒に入居)
2011年	7月	東京都千代田区飯田橋へ本社移転 (フィル・パーク飯田橋に入居)
2014年	1月	東京都千代田区平河町へ本社移転 (フィル・パーク永田町に入居)
	3月	株式会社フィル・コンストラクション設立 (100%出資の完全子会社)
	3月	株式会社フィル・コンストラクション 特定建設業免許取得
	7月	株式会社フィル・コンストラクション 一級建築士事務所登録
2016年	6月	株式会社みずほ銀行とビジネスマッチング契約締結
	6月	株式会社横浜銀行とビジネスマッチング契約締結
	11月	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2017年	8月	城南信用金庫とビジネスマッチング契約締結
	8月	東京急行電鉄株式会社と連携した空中保育園モデルのフィル・パークを開発
	9月	東京都千代田区富士見へ本社移転 (フィル・パークKaguLab. IIDABASHIに入居)
	9月	新本社をモデルケースとして、株式会社ママスクエアと連携した託児機能付オフィスを開発
	10月	株式会社東日本銀行とビジネスマッチング契約締結
	11月	日本郵政キャピタル株式会社及びいちご株式会社に対する第三者割当増資
	11月	株式会社武蔵野銀行とビジネスマッチング契約締結
	12月	株式会社バリュープランニング (現株式会社プレミアムガレージハウス) と資本業務提携
	12月	本社をモデルケースとして、OpenStreet株式会社と連携したシェアサイクリングを設置
2018年	1月	SBIマネーブラザ株式会社と連携した第1号ファンド物件のフィル・パーク販売完了
	9月	株式会社みずほ銀行と特別当座貸越契約の締結 (借入限度額10億円)
	10月	いちご株式会社のグループ会社である株式会社セントロとの間で、合弁会社・株式会社Trophy設立

[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。

## 沿革(前項の続き)

年	月	内容
2019年	1月	株式会社りそな銀行とビジネスマッチング契約締結
	1月	株式会社バリュープランニング（現株式会社プレミアムガレージハウス）の株式を追加取得し、100%出資の完全子会社化
	3月	株式会社北陸銀行とビジネスマッチング契約締結
	3月	株式会社クラウドポートと連携したフィル・パークのクラウドファンディングモデルを開発（募集開始から99秒で満額申込達成）
	10月	株式会社三井住友銀行とビジネスマッチング契約締結
	12月	東京証券取引所市場第一部に市場変更
2020年	3月	株式会社十六銀行とビジネスマッチング契約締結
	4月	株式会社東京スター銀行とビジネスマッチング契約締結
	4月	SBIマネーブラザ株式会社とビジネスマッチング契約締結
	9月	三菱UFJ個人財務アドバイザーズ株式会社とビジネスマッチング契約締結
2021年	11月	多摩信用金庫とビジネスマッチング契約締結
	3月	株式会社SBI証券とビジネスマッチング契約締結
2022年	10月	株式会社京葉銀行とビジネスマッチング契約締結
	1月	株式会社プレミアムガレージハウスのロゴ及びサービスサイトリニューアル
	4月	東京証券取引所の市場区分再編により、市場第一部からプライム市場に移行
	4月	株式会社北日本銀行とビジネスマッチング契約締結
	12月	東京都中央区築地へ本社移転（フィル・パークTOKYO GINZA Shintomi Lab. に入居）
2023年	12月	株式会社ストラボ設立（100%出資の完全子会社）
	2月	株式会社ONGAESHI Holdings及び株式会社Tryfundsと資本業務提携
	2月	株式会社カヤックと資本業務提携
	2月	株式会社埼玉りそな銀行とビジネスマッチング契約締結
	4月	株式会社きらぼし銀行とビジネスマッチング契約締結
	9月	両備ホールディングス株式会社と不動産関連事業における包括的な協業を開始
	10月	東京証券取引市場 プライム市場からスタンダード市場に変更
10月	株式会社京都銀行とビジネスマッチング契約締結	

[出所]会社資料よりJPR作成。

## 主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
建設業	株式会社フィル・コンストラクション	「空中店舗フィル・パーク」及びガレージ付き賃貸住宅「プレミアムガレージハウス」の建築	2,000万円	100%
建設業	株式会社プレミアムガレージハウス	ガレージ付き賃貸住宅「プレミアムガレージハウス」事業	3,510万円	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・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 3.GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリーと評価

### Growth

#### 概念デザイン

#### 明確な使命

進捗状況：90%

#### 実装デザイン

既存事業の拡大  
で  
3年で売上高  
2.5倍の計画

進捗状況：70%

実績への反映の  
進捗状況：40%

### 価値をそのまま販路を拡大し3年売上高成長2.5倍を目指す

#### 概念デザイン：価値観・世界観、提供価値

##### フィル・カンパニーしかできない「暮らしやすさ」を創り続ける

フィルの理念は「まちのスキマを「創造」で満たす。」である。空き家や空き地、市街地の拡散による中心市街地の空き地増大など、「まちづくり」の未活性空間の増加という社会課題に対して、駐車場の上部空間に建物を作る「空中店舗フィル・パーク」および、ガレージ付賃貸住宅「プレミアムガレージハウス」などの空間ソリューションサービスの提供で社会価値創造。

#### 実装デザイン：溢れている未活性空間を利用し、売上高2.5倍へ

##### 課題の発見から運用まで

フィルは駐車場の上部空間に対し潜在力や可能性と課題を洗い、独自のノウハウを生かし、街の変化や解体まで未来を見据えながら最適解となる土地利用法を企画・設計。特徴的なガラス張りのテイストの建築を施す。オーナーに対して、テナント誘致、開業支援、投資回収まで支援。

##### 青天井の駐車場上部空間市場。業務効率化で独占を目指す

フィルの事業の潜在市場は青天井である。フィルの調べによるとターゲット市場は約4.9兆円。供給力があればいくらでも成長できる事業環境にある。新規参入リスクはいまのところ少ない。駐車場の上部を開発するには、各種法規制、複雑な構造計算、多様なステークホルダーとの調整などがからみ高度な事業ノウハウが必要であり、おいそれと参入することは容易ではない。競合はほぼいないブルーオーシャン状態である。この状況の中、供給力・ブランドを高め高成長の実現を追求。金子社長の改革によりフィルの供給力が増大し、2026年に売上高2.5倍となる150億円、営業利益は12億円となる見込みとしている。その後も供給力が継続的に高め高成長へ。

##### 請負受注と開発販売を両立させ、棟数拡大へ

空中店舗フィル・パークとプレミアムガレージハウス両方について、これまで主事業として伸ばしてきた請負受注と、自社で土地を購入して企画を行う開発販売を拡大し棟数を拡大していく。開発販売では、土地を厳選できるため高品質な建物だけを作ることができ、土地を所有していない投資家へ販売拡大。

#### 実績

売上高は2020年11月期39億円から2023年11月期に60億円に成長。今期の請負受注件数は前期と同様だったが、受注高は前期比で1.5倍に増加し、2019年11月期以来の過去最高水準に回復した。

## Connection

### 概念デザイン

進捗状況：70%

### 実装デザイン

進捗状況：90%

### 実績への反映の

進捗状況：30%

## 3つの内部改革で業務を効率化

### 概念デザイン：一気通貫のビジネスモデル

#### スケール化を実現することが課題

フィルの強みは、企画から物件管理まで一気通貫で実現する実行力である。少数精鋭の営業・企画人員によりこれを成し遂げてきた。JPRのヒアリングによると、フィルの課題は契約の時期が重なって、繁忙期が特定の時期に集中することだとしている。金子社長は、人的資本の強化によって人繰りを行うことで効率化し、デジタル化によって、作業量を可視化し、繁忙と受注量のバランスをとることでこの課題の解決に臨む。

### 実装デザイン：成長のための3つの柱

#### ①事業プロセス改革

「オーダーメイドのまちづくり」をさらにスケールさせるために、デジタル活用によって精度の高い進捗管理、意思決定と戦略・戦術の立案をサポートする。また、営業から提供までをプロジェクトマネジメント事業化し、営業人員が制作陣営の業務量を把握し契約時期、作業を分散し、供給力拡大。

#### ②組織改革

特に人的資本開発を活性化する。属人的な少数精鋭体制から、スケール化のための投資を実行する。営業人員増強による問合せの「数」を拡大するとともに、「質」を落とさず運営できる体制を構築する。

#### ③事業ポートフォリオの改革

持続的な成長を実現するために、新規事業への投資は継続し、事業ポートフォリオの変革を促す。特にESGの観点を取り入れた新たな領域へ挑戦を進める。第一の施策として、地方案件を証券化し、地域のまちづくりへの貢献を実現する事業が始動している。

#### 外部とのつながり：M&A・アライアンス戦略

外部経営資源を活用したビジネス拡大にも積極的である。現在、金融企業17社や工事施工会社とビジネスマッチング契約を結んでおり、顧客基盤へのリーチの最重要ラインとなっている。今後も提携先を拡大する方針である。さらに今後のM&A戦略として、地方創生や社会課題の解決など、当社の事業ドメインと接点のある企業に限定して投資を進めていく。他企業の資本を利用して低コストで新規事業を開拓していく狙いがある。

2022年11月期にはROICが-41.3%と落ち込んだが、2023年11月期には8.3%まで回復した。中期経営計画の見立てでは2026年11月期の営業利益は12.5百万円、ROICは15.3%まで成長すると見込まれる。

## Confidence

財務安定性の評価  
は70%社会的貢献性とし  
ての評価は70%人的資本活用への  
評価は70%

## 投資に向けた十分な収益安定化と高い社会貢献

## 成長フェーズの企業として、積極的に利益の再投資を行っていく

基本方針として、自己資本比率30%以上を保ち既存のコア事業を安定化させつつ、成長投資として、開発販売の拡大、人的資本・デジタル投資、新規事業への投資を行っているとしている。事業拡大に向けた資本力は十分である。需要はいくらでもあり、新規参入リスクは少ない、供給力が高まれば継続的に売上は拡大することで財務安定性は改善していく。

## 社会貢献性：「むずかしい土地」を生まれ変わらせる

フィルの事業は時代・社会・地域に合った空間の企画・創造を通して社会課題「未活性空間の増加」を解決し、まちと暮らしに持続可能な活性化をもたらす。駐車場とデッドスペースの空中活用により、街の変化や解体まで未来を見据え最適解を企画・設計している。

## 人的資本への考え方

当社は、気候変動対応を経営上の重要課題として認識し、取締役会による監督とサステナビリティ委員会を中心とするガバナンス体制を構築している。また女性管理職比率30%以上とするなど、従業員が働きやすい環境づくりにも配慮が見られる。

## サステナビリティへの目標

項目	目標の詳細
SPACE ON DEMANDに基づく サーキュラーな街づくり	フィル・パークとPGHで合計1,000棟
温室効果ガス排出量削減 ※1	Scope1,2の合計 ※2
	2025年 ▲50%削減
	2030年 実質ゼロ
	Scope3の合計 ※3
TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)	2030年 ▲30%削減
	2050年 実質ゼロ
ZEB・ZEHへの対応	2022年にTCFD提言に賛同し、推奨する開示事項について検討と対応を実施の上、提言に即した情報開示を行っている。
国産木材を活用したPGH	2030年以降の新築建築物について、100%ZEB・ZEH対応
サステナビリティ委員会における気候変動モニタリング回数	2030年以降の新築PGHについて、50%以上が国産木材を使用
中小企業テナントの活躍できる環境づくり	各年1回以上
事業経営人材の育成、多様性のある職場づくり	個人・中小テナント入居割合80%以上
	女性管理職比率30%以上

※1 GHGプロトコルに基づいて、温室効果ガスを算定。Scope1及びScope2の集計範囲はフィル・カンパニーがエネルギー管理権限を有している建物。

※2 Scope2の排出量はマーケット基準による排出量。ロケーション基準では29.2t-CO<sub>2</sub>。

※3 対象組織は、株式会社フィル・カンパニー、株式会社フィル・コンストラクション、株式会社プレミアムガレージハウス、株式会社フィル・まちづくりファンディング。

[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。

## 4.2023年11月期業績概要

### 決算概要

売上高、  
利益は拡大  
資産は横ばい

受注高は過去最高

### 全社業績

#### 業績概要

売上高は5,963百万円であり、前年同期に比べて36.2%増加している。営業利益は214百万円で前年同期から26.5%増加している一方で、経常利益は135百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は38百万円となり、前年同期からそれぞれ32.1%、73.2%の減少が見られる。

資産の面では、総資産が5,450百万円であり、前年末に比べて増加している。自己資本比率は前年比1.3%減少の50.0%となりほぼ横ばいとなっている。

#### セグメント情報

##### 事業内容

当連結会計年度における「請負受注スキーム」の請負受注件数は29件で、受注高は4,023百万円となった（前年同期は2,734百万円）。内訳は、空中店舗フィル・パークの請負受注件数が11件、受注高が2,872百万円であり、プレミアムガレージハウスの請負受注件数が18件、受注高が1,151百万円である。請負受注件数は前期と同様だったが、受注高は前期比で1.5倍に増加し、2019年11月期以来の過去最高水準に回復した。特に下期では四半期ごとに10億円を超える受注高を記録し、過去最高を更新している。この回復の要因は、営業プロセスと組織体制の見直しにより、安定的な受注が可能となったことである。営業の主要KPI数値も着実に向上し、引き続き組織体制の強化を目指している。

## 5. 財務モデル

[単位:百万円]	会社計画 JPR予想	JPR予想									
FY	2024.11	2025.11	2026.11	2027.11	2028.11	2029.11	2030.11	2031.11	2032.11	2033.11	2034.11
PL											
売上高	7,500	12,000	15,000	18,000	21,600	25,920	31,104	37,325	44,790	53,748	64,497
売上原価	5,693	9,204	11,505	13,770	16,481	19,725	23,608	28,255	33,816	40,472	48,437
販売管理費	1,507	1,836	2,295	2,560	2,856	3,186	3,555	3,966	4,424	4,936	5,506
EBITDA	371	1,059	1,320	1,674	2,116	2,671	3,360	4,217	5,284	6,611	8,257
減価償却費合計	71	99	120	144	172	208	250	298	357	430	517
営業利益	300	960	1,200	1,530	1,944	2,462	3,110	3,919	4,927	6,181	7,740
支払利息	7	7	8	9	10	11	12	12	11	10	8
その他営業外収益	▲ 13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	280	953	1,192	1,521	1,934	2,451	3,099	3,908	4,916	6,171	7,732
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税金等調整前当期純利益	280	953	1,192	1,521	1,934	2,451	3,099	3,908	4,916	6,171	7,732
法人税等	90	296	369	471	600	760	961	1,211	1,524	1,913	2,397
親会社株主に係る包括利益	190	658	822	1,049	1,334	1,691	2,138	2,696	3,392	4,258	5,335
期首発行済株式数(千株)	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778
発行株式数(千株)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778	5,778
EPS(円)	32.88	113.84	142.33	181.61	230.94	292.75	370.07	466.63	587.03	736.95	923.36
配当	5	17	22	28	35	45	56	71	89	112	140
配当支払い額	29	98	127	162	202	260	324	410	514	647	809
内部留保	161	560	695	888	1,132	1,431	1,815	2,286	2,878	3,611	4,526
BS											
手元流動性	1,500	1,875	2,250	2,700	3,240	3,888	4,666	5,599	6,718	8,062	9,675
余剰現金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
運転資本	3,164	3,955	4,746	5,695	6,834	8,200	9,840	11,808	14,170	17,004	20,405
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
償却対象有形固定資産	735	916	1,095	1,311	1,569	1,910	2,261	2,713	3,255	3,925	4,708
投資有価証券	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106	106
その他資産	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455	455
総資産	5,959	7,306	8,652	10,267	12,203	14,560	17,327	20,681	24,705	29,552	35,349
有利子負債以外の流動負債	1,751	2,189	2,627	3,152	3,783	4,539	5,447	6,536	7,843	9,412	11,295
短期借入金	217	567	780	982	1,155	1,324	1,369	1,347	1,186	854	242
長期借入金	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795	795
その他固定負債	304	304	304	304	304	304	304	304	304	304	304
資本金等	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
内部留保等	1,312	1,872	2,567	3,455	4,587	6,018	7,833	10,119	12,997	16,608	21,134
純資産・負債	5,959	7,306	8,652	10,267	12,203	14,560	17,327	20,681	24,705	29,552	35,349
CF											
手元流動性	▲ 563	▲ 375	▲ 375	▲ 450	▲ 540	▲ 648	▲ 778	▲ 933	▲ 1,120	▲ 1,344	▲ 1,612
運転資本	▲ 1,186	▲ 791	▲ 791	▲ 949	▲ 1,139	▲ 1,367	▲ 1,640	▲ 1,968	▲ 2,362	▲ 2,834	▲ 3,401
有利子負債以外の流動負債	657	438	438	525	630	757	908	1,089	1,307	1,569	1,882
有形固定資産投資	▲ 350	▲ 280	▲ 300	▲ 360	▲ 430	▲ 550	▲ 600	▲ 750	▲ 900	▲ 1,100	▲ 1,300
有形固定資産償却	71	99	120	144	172	208	250	298	357	430	517
短期有価証券	0	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	0
その他資産	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
内部留保等	161	560	695	888	1,132	1,431	1,815	2,286	2,878	3,611	4,526
営業CF	▲ 1,210	▲ 350	▲ 212	▲ 202	▲ 174	▲ 168	▲ 45	22	161	332	613
短期借入金	▲ 309	350	212	202	174	168	45	▲ 22	▲ 161	▲ 332	▲ 613
長期借入金	0	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	0
株式調達	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	▲ 309	350	212	202	174	168	45	▲ 22	▲ 161	▲ 332	▲ 613

[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。

# 東証スタンダード株式会社フィル・カンパニー[3267]2024年2月19日発行

[単位:百万円]	会社計画 JPR予想	JPR予想									
FY	2024.11	2025.11	2026.11	2027.11	2028.11	2029.11	2030.11	2031.11	2032.11	2033.11	2034.11
KPI											
期首投下資本売上高比	36.4%	34.2%	33.4%	32.9%	32.4%	32.1%	31.9%	31.5%	31.3%	31.2%	31.1%
期首投下資本	2,732	4,102	5,012	5,919	7,009	8,315	9,915	11,775	14,039	16,755	20,034
売上高成長率	25.8%	60.0%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
NOPAT	207	662	828	1,056	1,341	1,699	2,146	2,704	3,400	4,265	5,340
ROIC	7.6%	16.1%	16.5%	17.8%	19.1%	20.4%	21.6%	23.0%	24.2%	25.5%	26.7%
運転資本日商比(日)	96	96	96	96	96	96	96	96	96	96	96
売上原価率	75.91%	76.70%	76.70%	76.50%	76.30%	76.10%	75.90%	75.70%	75.50%	75.30%	75.10%
販管費率	20.09%	15.30%	15.30%	15.00%	14.70%	14.40%	14.10%	13.80%	13.50%	13.20%	12.90%
営業利益率	4.00%	8.00%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%
有利子負債以外の流動負債日商比(日)	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
手元流動性月商比(カ月)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
短期借入金金利	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
長期借入金金利	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
実効税率	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
配当性向	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
グロスDELシオ	35.0%	39.5%	38.0%	35.3%	31.6%	27.9%	23.0%	18.3%	13.6%	9.1%	4.6%
ネットDELシオ	-16.9%	-14.9%	-16.3%	-18.3%	-20.9%	-23.3%	-26.6%	-29.5%	-32.5%	-35.3%	-38.0%
有形固定資産減価償却費率	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
WACC	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
ROIC-WACC	-0.4%	8.1%	8.5%	9.8%	11.1%	12.4%	13.6%	15.0%	16.2%	17.5%	18.7%
超過利潤 = (ROIC-WACC) ×期首投下資本	-12	334	427	582	781	1,034	1,353	1,762	2,276	2,924	3,738
超過利潤の永久価値	-144	4,178	5,338	7,277	9,758	12,923	16,912	22,028	28,456	36,556	46,720
成長価値の各年度末時点での 推計値		4,322	1,161	1,939	2,481	3,165	3,989	5,115	6,428	8,100	10,165
現在価値ファクター	100%	93%	86%	79%	74%	68%	63%	58%	54%	50%	46%

[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

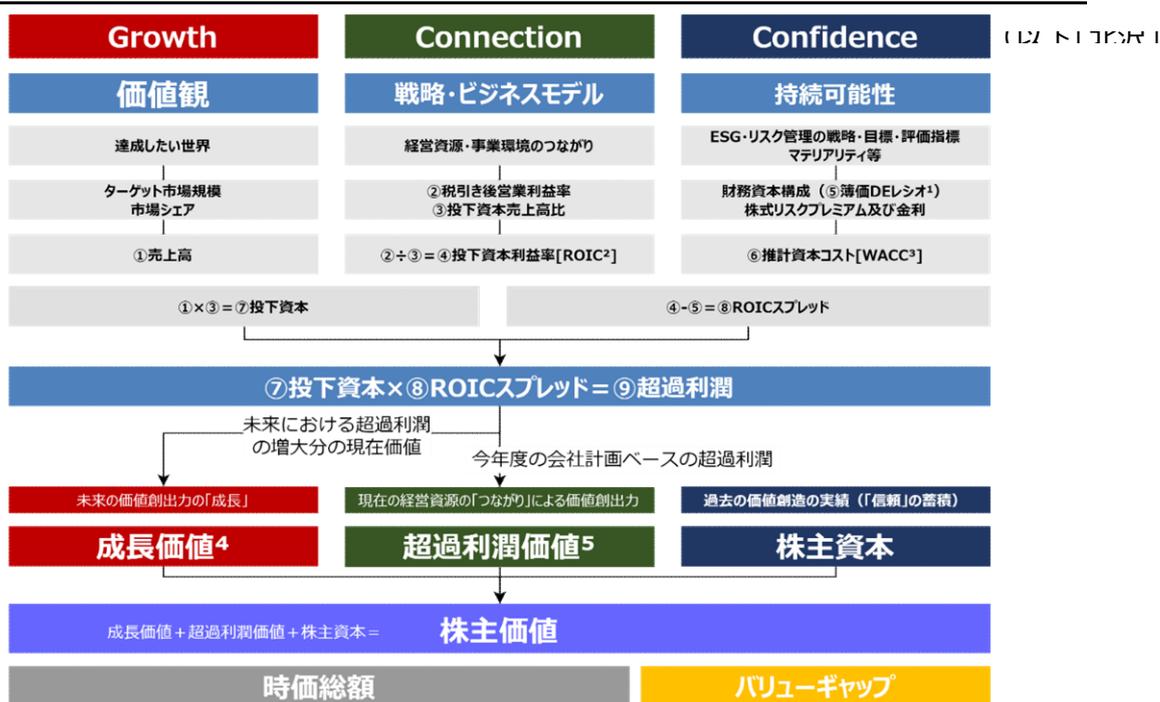
理論的な株主価値  
と時価総額のバ  
リュエギャップを可  
視化

### 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%
<b>財務安定性</b> 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
<b>社会貢献性</b> 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。

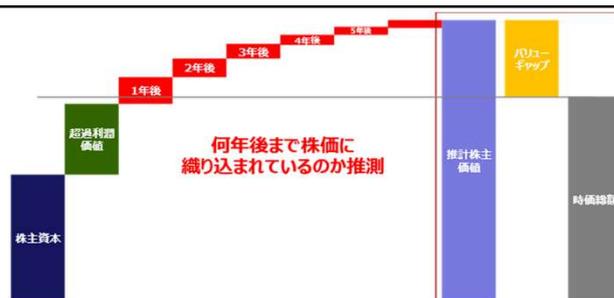
## 巻末資料2.超過利潤の説明

### 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、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。