

## 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

公表された開示情報・市場データのみに基づく

「資本収益性/資本コスト=価値創造力」とPBRの回帰分析による株価推計

## 冠婚葬祭と介護を軸に地域密着で成長を目指す

平安レイサービス株式会社(以下「平安レイ」)は、神奈川県平塚市に本社を置く東証スタンダード市場上場企業(コード番号2344)で、1969年の設立以来、冠婚葬祭を中心とした生活産業を展開している。代表取締役社長の山田朗弘氏のもと、「真心込めた行動でお客様のお役に立つ」を理念に、結婚式、葬儀、介護サービスを通じて顧客満足と地域貢献を目指している。事業は冠婚、葬祭、互助会、介護の4セグメントで構成され、特に葬祭事業は神奈川県と東京都に50拠点を展開し、小規模化や多様化するニーズに対応した施設拡充を進めている。冠婚事業では「コルティール茅ヶ崎」や「ロイヤルマナーフォートベルジュール」で婚礼を施行し、コロナ後の需要回復で成長中。互助会事業は子会社の株式会社へいあんが湘南エリアで運営し、葬儀利用の増加で安定した収益を上げている。介護事業では訪問介護やグループホームを展開するも、人件費や物価高が課題である。成長戦略として、2027年3月期までの3カ年計画を策定し、小規模対応の施設改修や新規出店(各期3店舗)、生産性向上のための内製化・自動化を推進。サステナビリティにも注力し、太陽光発電や電気自動車導入で脱炭素化を進め、原木椎茸栽培や食品保存技術でロス削減に貢献している。ガバナンス強化やジェンダー平等、育休制度の充実で人材育成も推進中である。人口動態の変化や葬儀の小規模化といったリスクに対し、新商品開発やエリア拡大で対応。2004年の上場以降、地域密着型で事業を拡大し、ISO9001認証を取得するなど品質管理にも力を入れている。2024年5月には「湘和会館竹松」を開業し、さらなる成長を見据える。平安レイサービスは、儀式文化を核に地域に根ざしたサービスで持続的成長を追求する企業である。

## 各種資本利益率は上場企業で平均的な水準

2025年3月期の会社計画ベースで計算すると、期首の有利子負債と株主資本を分母、税引き後営業利益を分子とする「シンプルROIC※」は、5.9%、余剰現預金など事業活動に利用されていない非事業資産を除いた「リーンROIC」は4.9%、ROEは、6.1%。平安レイの計算対象となった上場企業3,671社の中での位置づけは、シンプルROICでは上位44.0%、リーンROICは上位62.6%、ROEは上位61.93%とおおむね平均的な水準である。なお、リーンROICでは、一般的には有利子負債以外の長期負債は投下資本にふくめる。平安レイは有利子負債以外の長期負債が120億円と非常に大きいため、リーンROICがシンプルROICよりも大きくなっている。有利子負債以外の長期負債の性質によっては個別事情を配慮し分母から取り除く定義も可能であるため、その場合はリーンROICが大幅な改善の可能性があるが、今回は取材していないためそのような分析はおこなっていないことは留意すべきである。

※：ROIC=Return on Invested Capital、投下資本利益率、一般的にROICといえば、この「シンプルROIC」の定義を指す。シンプルROIC、リーンROICの言葉はこの資料では利用する。

## 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3,671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、 $0.83 \sim 0.92$ 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、平安レイについて行った。その結果、次ページで示すように、2025/3/28時点の株価830円の約2.1倍の1,778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。平安レイの安定性や上場企業で平均並みの資本収益性が認知されれば、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・フィニックス・リサーチ株式会社  
宮下 修、CFA

## 会社概要

所在地	神奈川県平塚市
代表者	山田 朗弘
設立日	1969年9月17日
資本金残高	785百万円
上場日	2002年12月
URL	https://heian-group.co.jp/
事業内容	サービス業

## 主要指標 2025/3/28現在

株価	830円
52週高値	920円
52週安値	741円
発行済株式数	12,306,795株 (25/4/4 現在)
売買単位	100株
時価総額	10,215百万円
会社予想 年間配当金	33円
予想純利益	1,253百万円
予想EPS	104.62円
予想PER	7.9倍
実績BPS 2024年3月31日現在	399.2円
実績PBR	2.3倍

業績動向	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	株価	
	(百万円)	%	(百万円)	%	(百万円)	%	(百万円)	%	(円)	高値(円)	安値(円)
2021年3月期実績	8,344	-14.9	920	-47.7	1,092	-41.8	705	-39.4	54.43	900	791
2022年3月期実績	8,972	7.5	1,232	33.9	1,366	25.0	931	32.1	75.95	924	818
2023年3月期実績	9,669	7.8	1,492	21.1	1,627	19.1	1,053	13.0	86.30	841	726
2024年3月期実績	10,081	4.3	1,631	9.3	1,762	8.3	888	-15.7	73.27	914	730
2025年3月期会社計画	10,389	3.1	1,759	7.8	1,916	8.7	1,253	41.1	104.62	920	741

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。

## 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、「資本収益性/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、平安レイサービス株式会社（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。

### 平安レイの株価は現状株価830円\*の約2.1倍の1,778円

平安レイを含む上場企業 3,671社の全てについて、①～③の「資本収益性/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。

平安レイについて推計した2025年3月期の「資本収益性/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0.48倍よりも2.16倍の1.04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、3月28日終値830円の2.1倍の1,778円となる。

\* 2025/3/28現在

### 平安レイにとって本分析の内容をIRで活用する意義は大きい

平安レイが三つの「資本収益性/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				平安レイの株価の推計値 <sup>2</sup>			
資本収益性	/	資本コスト	=	価値創造率	推計PBR	推計PBR/現状PBR x現状株価830円=	現状株価からの アップサイド
①リーンROIC	4.92%	WACC 5.98%	=	0.82倍	0.70倍	1,191円	1.43倍
②シンプルROIC	5.70%	WACC 5.98%	=	0.95倍	1.12倍	1,927円	2.32倍
③ROE	6.06%	COE 5.98%	=	1.01倍	1.26倍	2,166円	2.61倍
対象会社の資本収益性/資本コストからの推計値 <sup>1</sup>				<b>0.93倍</b>	<b>1.04倍</b>	<b>1,778円</b>	<b>2.14倍</b>
上記数値の上場企業 3,671社でのランキング [上位%]				<b>49.9%</b>	57.5%		

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

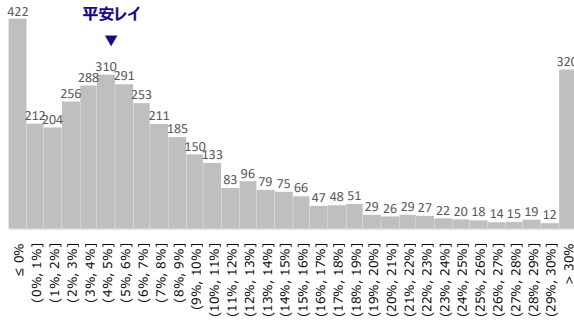
01. 分析の概要とまとめ	p.2
02. PBR-リーンROIC/WACC分析 今期計画ベース	p.3
03. PBR-シンプルROIC/WACC分析 今期計画ベース	p.4
04. PBR-ROE/COE分析 今期計画ベース	p.5
05. 東証業種別中央値との対象企業の比較 今期計画値ベース	p.6
06. 類似会社10社との比較 今期計画値ベース	p.9
07. PBR比較 東証業種及び比較類似会社	p.10
08. 対象企業のROIC・ROEの推移	p.11
09. 対象企業の資本コスト推計	p.12
10. 推計値1,778円の株価を説明する株主価値推計モデル	p.13

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。

## 02. PBR-リーンROIC/WACC分析 今期計画ベース

### ■ リーンROIC

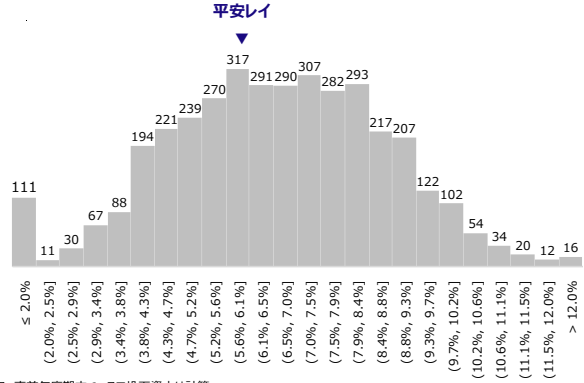
平安レイ 4.92% 上位61.7%  
上場企業 3,671社



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。

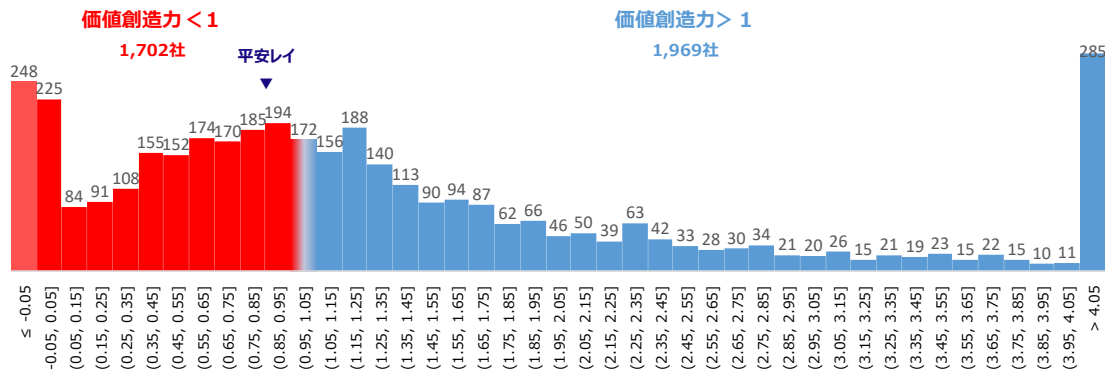
### ■ WACC

平安レイ 5.98%



### ■ リーンROIC/WACC

対象企業 0.82倍 上位62.6%  
上場企業 3,671社

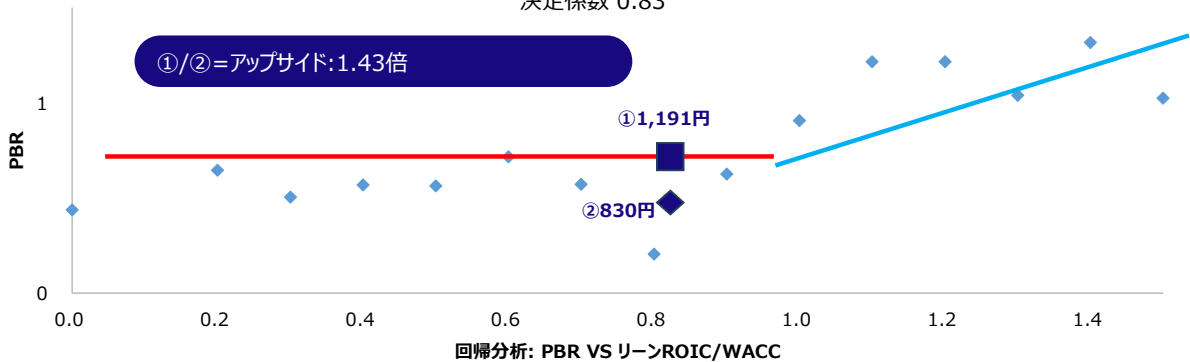


出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

### ■ 回帰分析: PBR VS リーンROIC/WACC

$$PBR = (\text{リーンROIC/WACC} - 1) \times 0.88 + 0.85 \text{ [前提: リーンROIC/WACC} > 1 \text{]}$$

決定係数 0.83



①/②=アップサイド:1.43倍

■ 推計値  
◆ 03/28終値

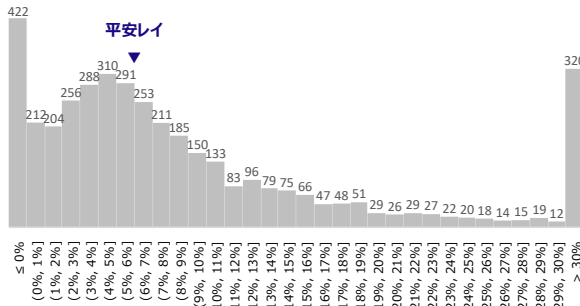
出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

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、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。

### 03. PBR-シンプルROIC/WACC分析 今期計画ベース

#### ■ シンプルROIC

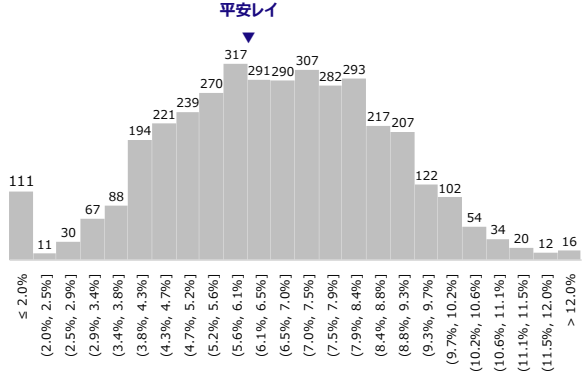
対象企業 5.70% 上位44.0%  
上場企業 3,671社



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。

#### ■ WACC

対象企業 5.98%

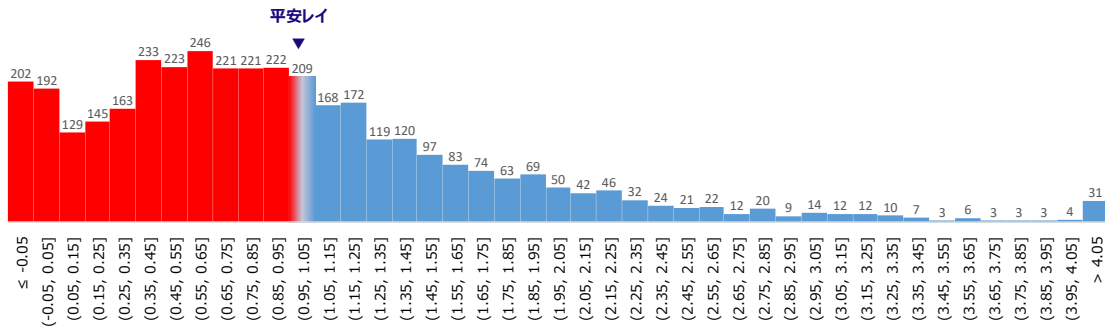


#### ■ シンプルROIC/WACC

対象企業 0.95倍 上位55.71%  
上場企業 3,671社

価値創造力 < 1  
2,194社

価値創造力 > 1  
1,477社

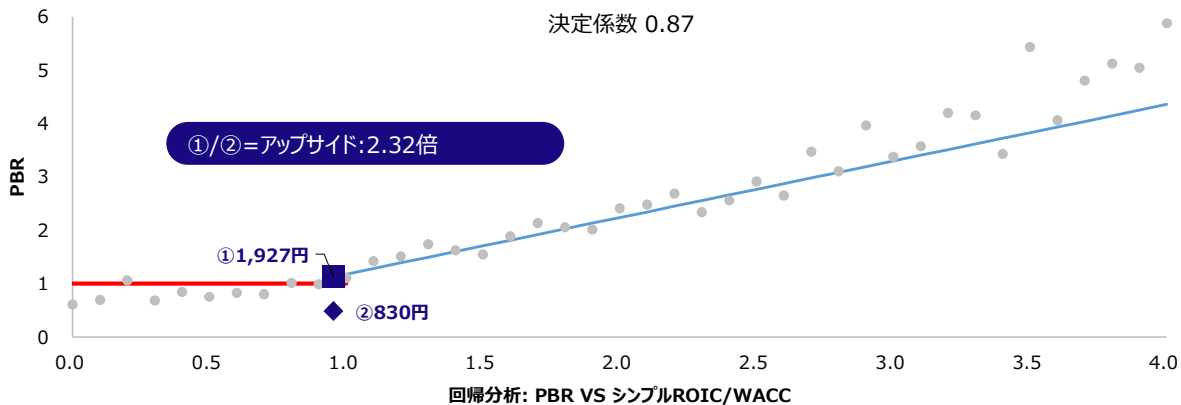


出所) FactSetデータよりPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

#### ■ 回帰分析: PBR VS シンプルROIC/WACC

$$PBR = (\text{シンプルROIC/WACC} - 1) \times 1.06 + 1.17 \quad [\text{前提: シンプルROIC/WACC} > 1]$$

決定係数 0.87



①/②=アップサイド:2.32倍

■ 推計値 PBR 1.12倍 株価 ① 1,927円  
◆ 03/28終値

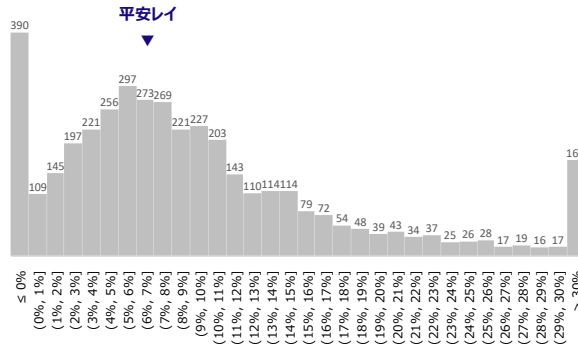
出所) FactSetデータよりPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

本レポートは、ジェイ・エフ・エックス・サービス株式会社（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. PBR-ROE/COE分析 今期計画ベース

### ROE

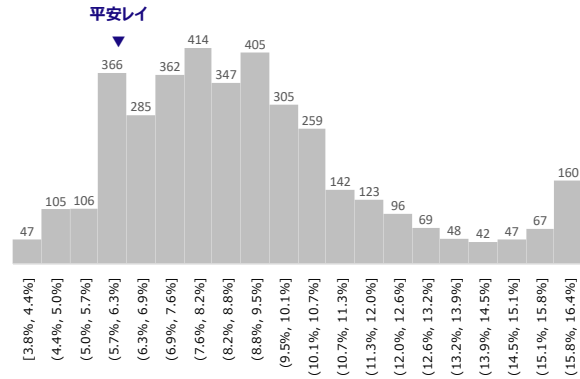
対象企業 6.06% 上位 61.93%  
上場企業 3,671社



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。

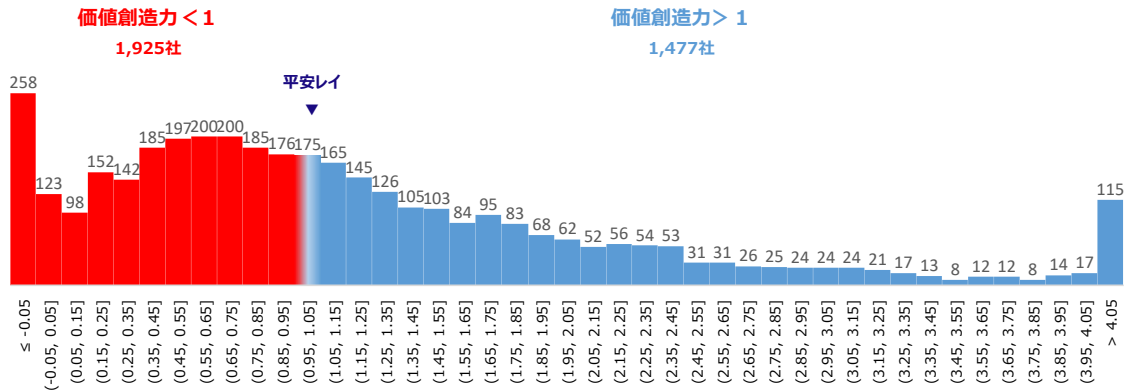
### COE

対象企業 5.98%



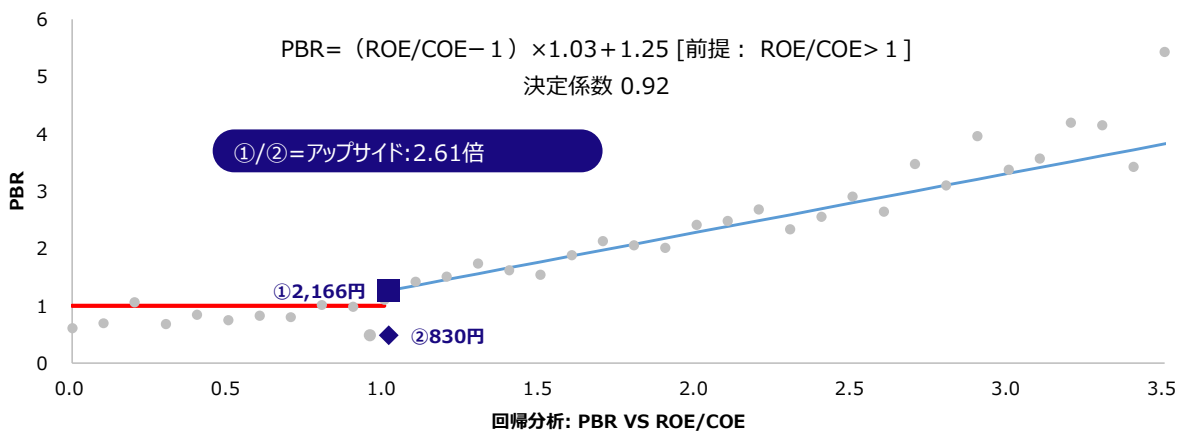
### ROE/COE

対象企業 1.01倍 上位 46.76%  
上位3,671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。

### 回帰分析: PBR VS ROE/COE



①/②=アップサイド:2.61倍

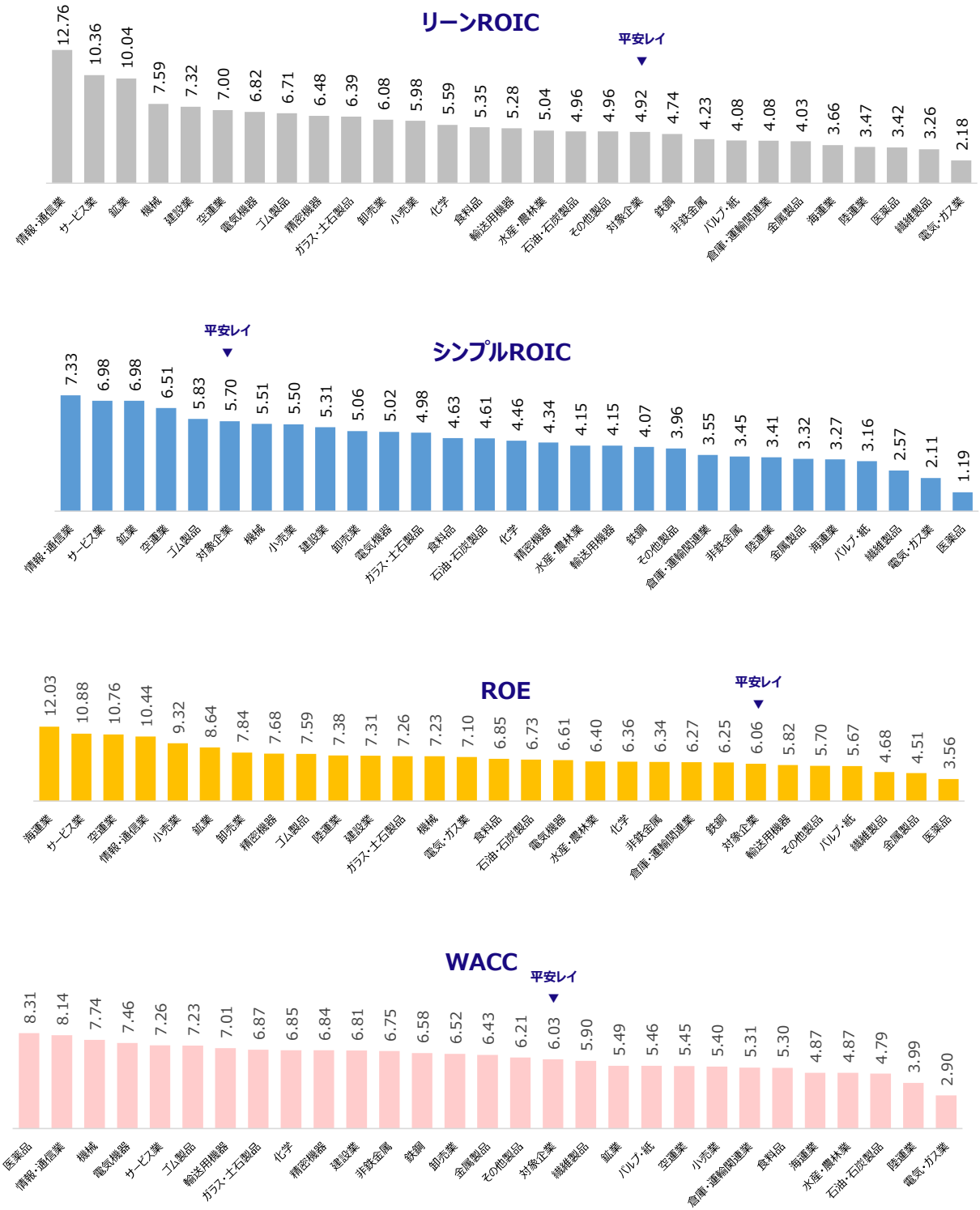
■ 推計値 PBR 1.26倍 株価 ① 2,166円  
◆ 03/28終値

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。

本レポートは、ジェイ・フエニックス・サービス株式会社（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

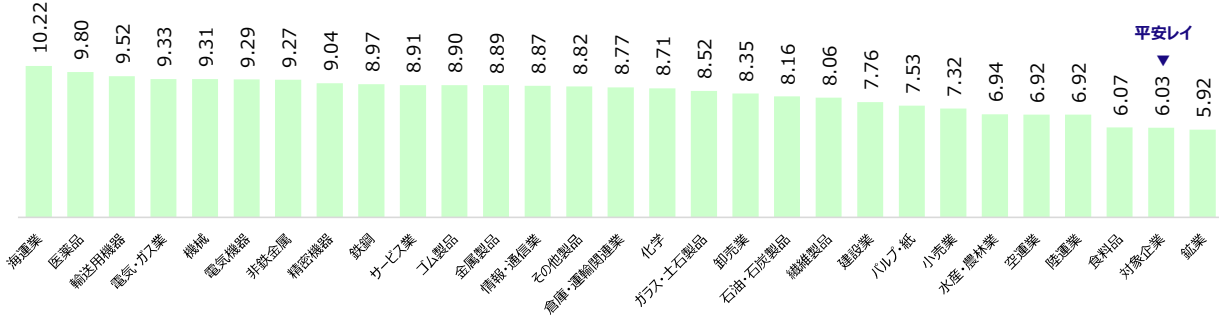


出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

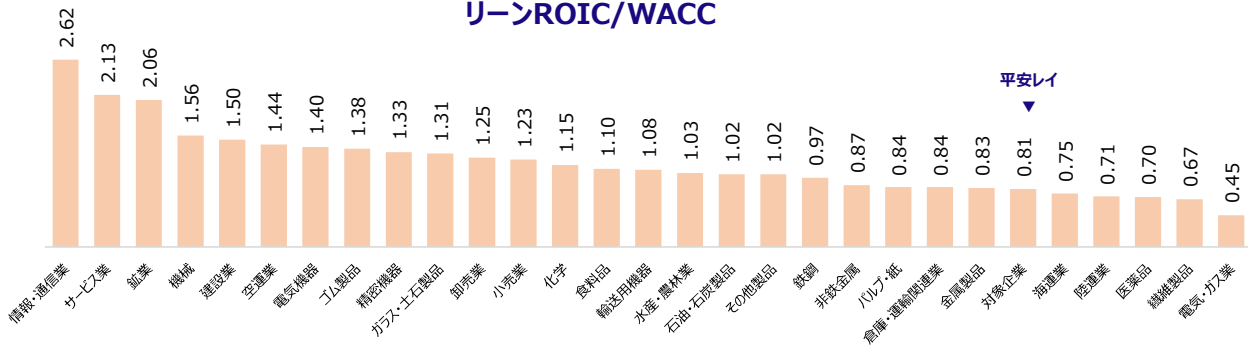
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、受領企業への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は情報利用者自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## ■ COE, ROIC/WACC, ROE, COE

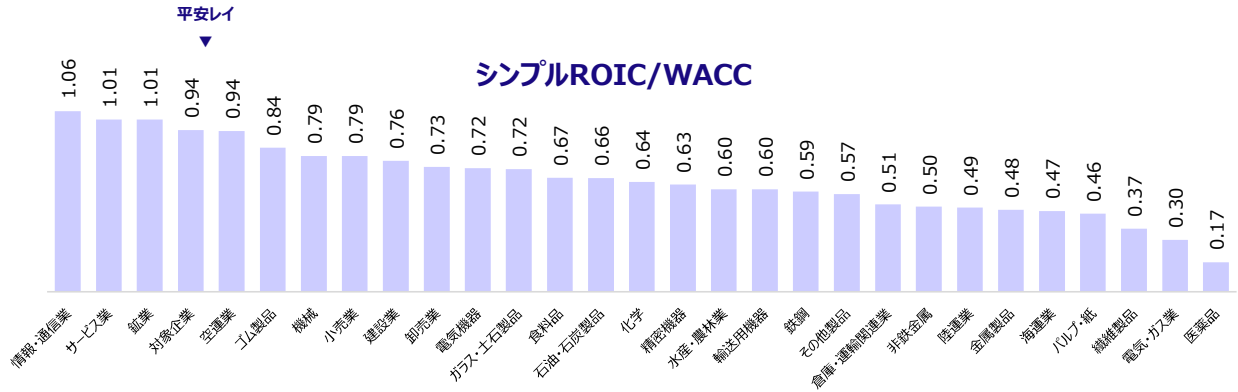
COE



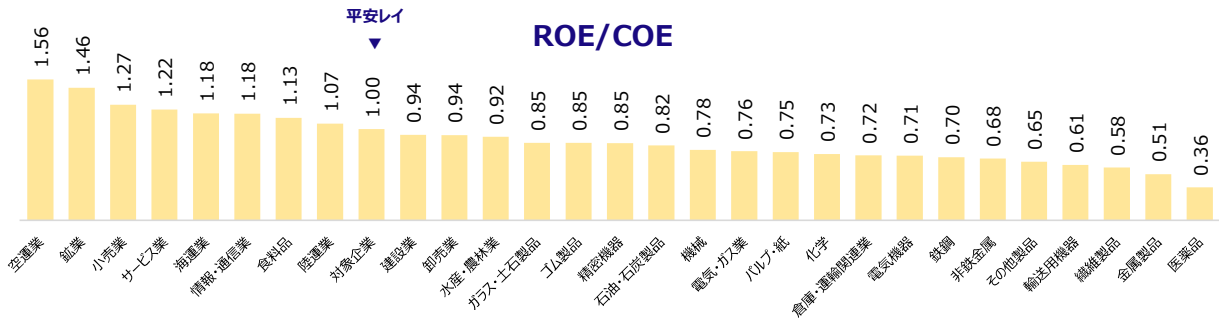
リーマンROIC/WACC



シンプルROIC/WACC



ROE/COE



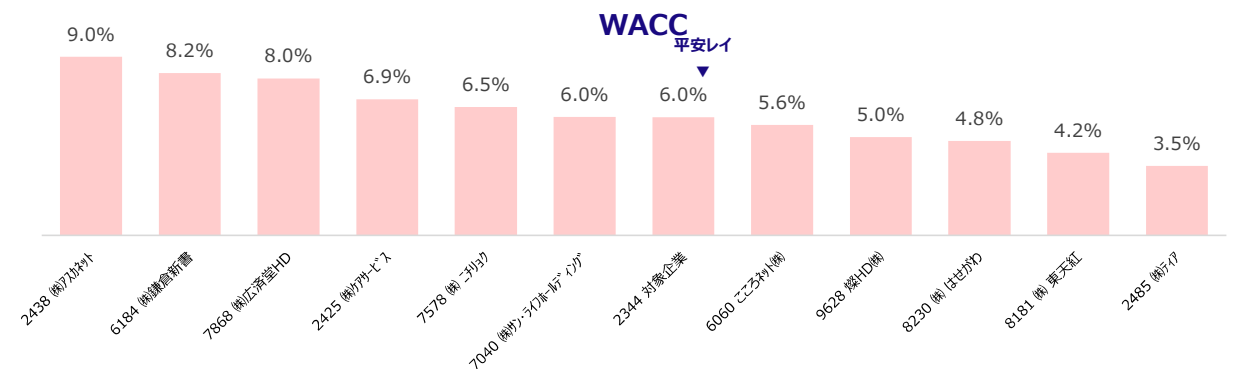
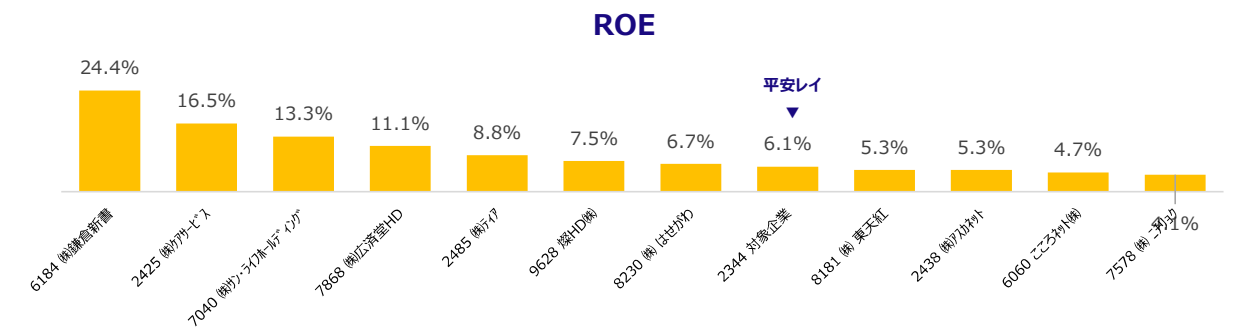
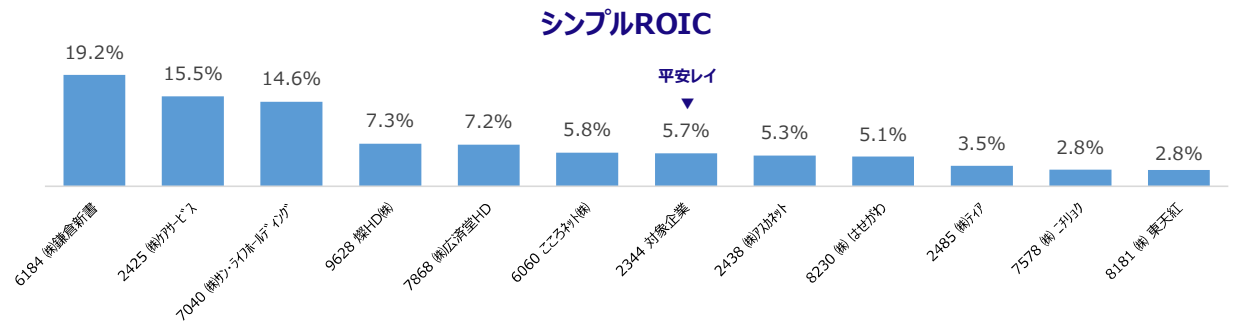
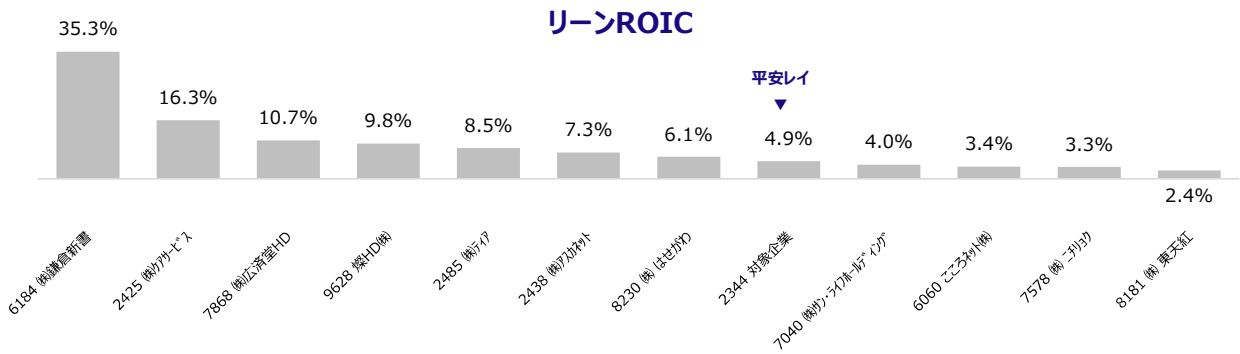
出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

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ましたが、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.比較類似会社との比較

### ■ ROIC,ROE,WACC



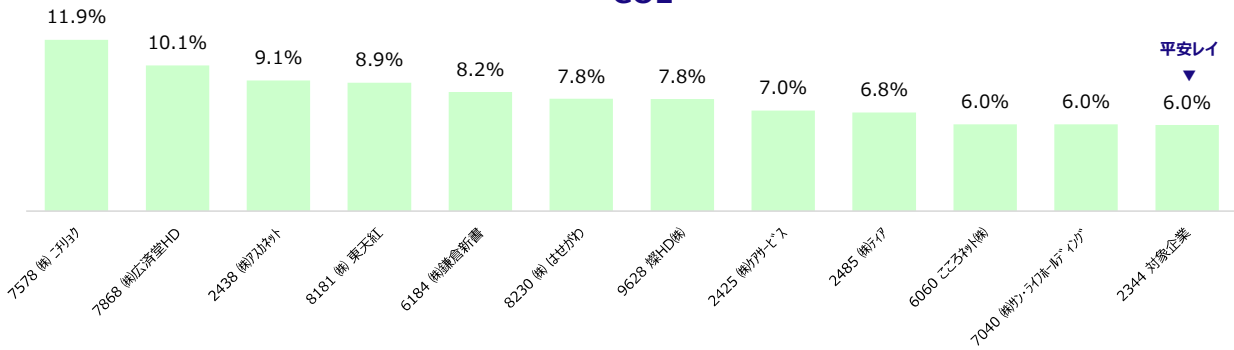
出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

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。

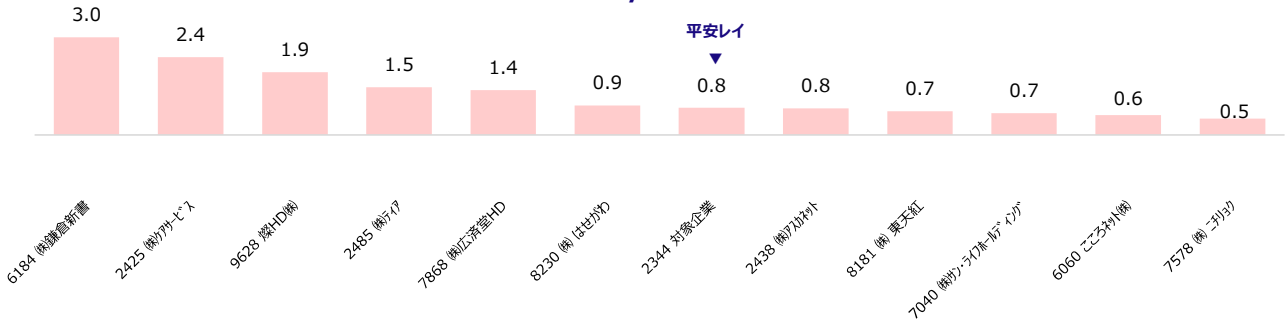


## ■ COE, ROIC/WACC, ROE, COE

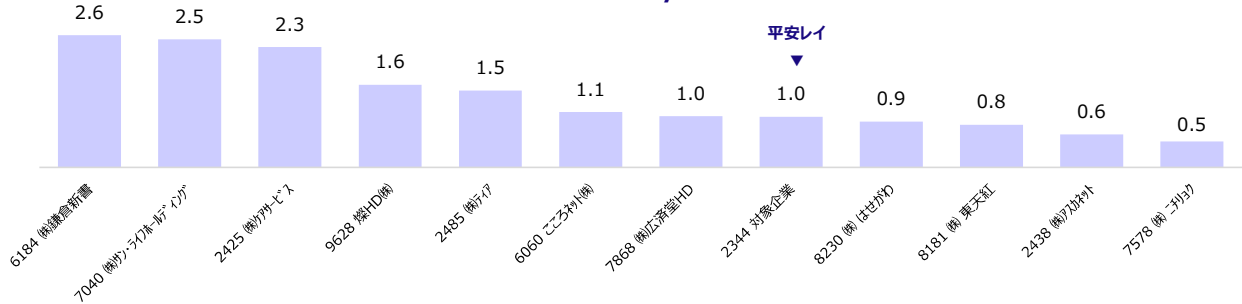
### COE



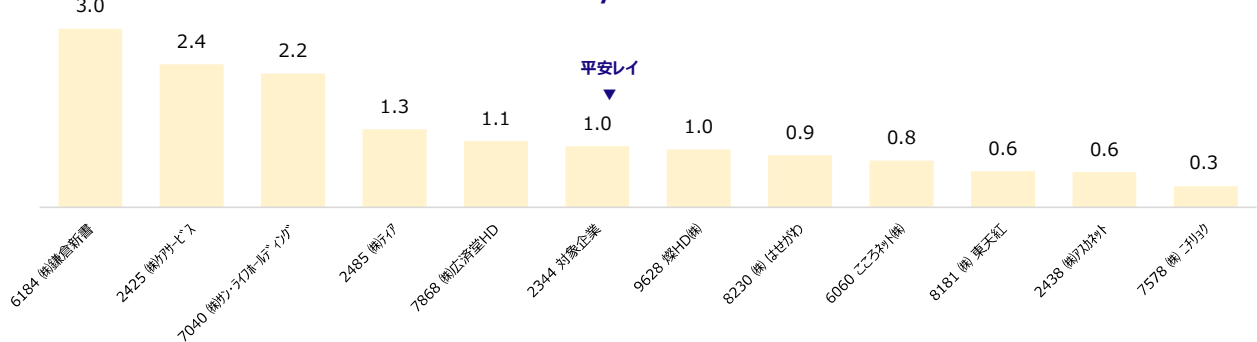
### リーンROIC/WACC



### シンプルROIC/WACC



### ROE/COE

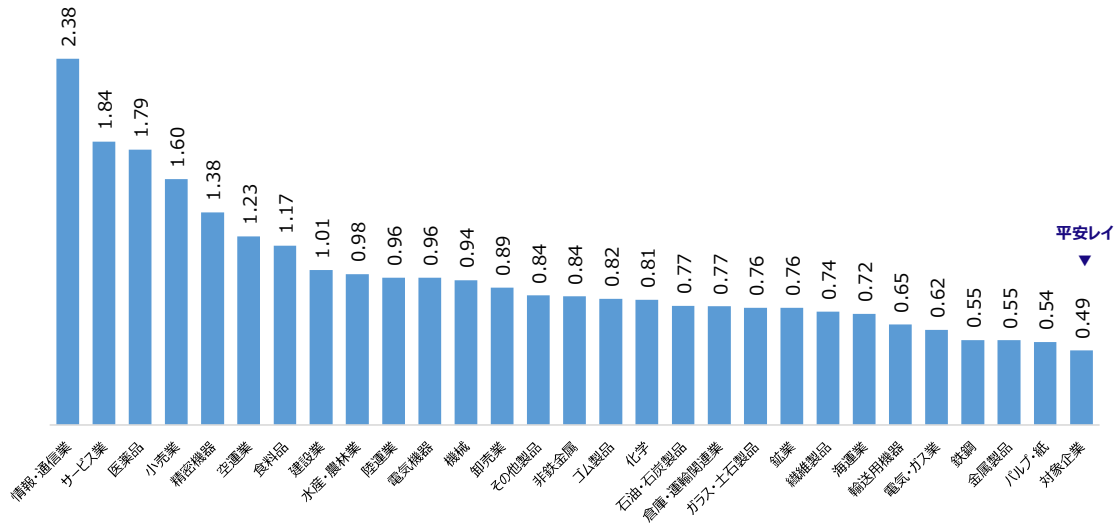


出所) FactSetデータよりJPR作成。対象は全上場企業。WACCは過去5年間の株価データより推計。会社計画ベース。直前年度期末ベースで投下資本は計算。

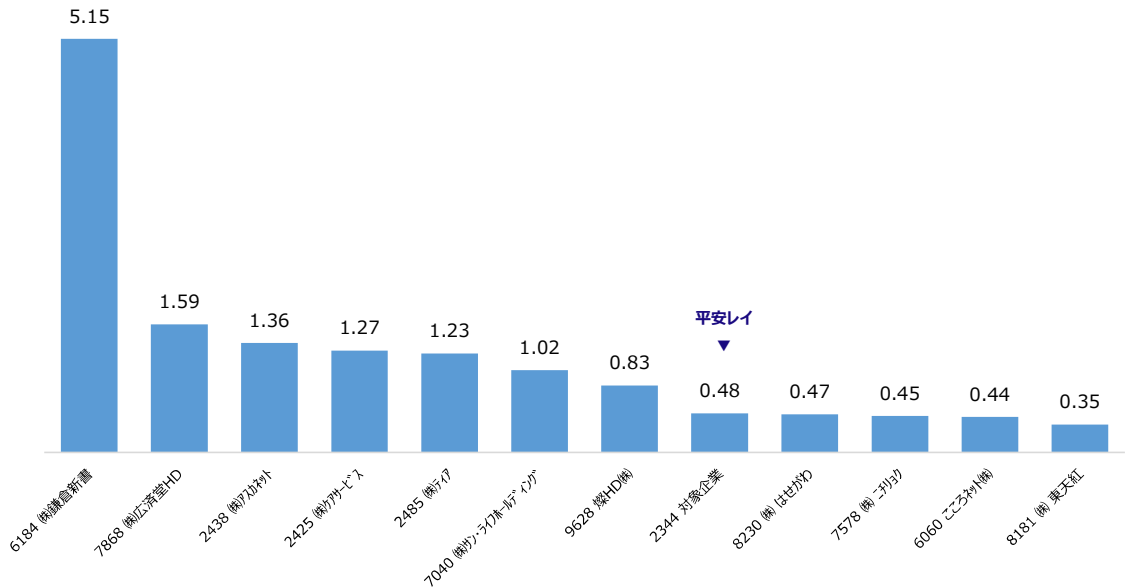
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、受領企業への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は情報利用者自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 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。

## 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	FY21/3	FY22/3	FY23/3	FY24/3	計画 FY25/3
	[1]	売上高・営業収益	8,344	8,972	9,670	10,082	10,389
	[3]	売上原価率	73.6%	71.0%	70.4%	69.5%	68.8%
	[4]	販売管理費比率	15.4%	15.4%	14.3%	14.4%	14.3%
	[5]	営業利益	920	1,232	1,492	1,631	1,759
[5]÷[1]=	[6]	営業利益率	11.0%	13.7%	15.4%	16.2%	16.9%
	[7]	減価償却・減耗比率	6.1%	5.6%	5.8%	6.0%	6.0%
[6]+[7]=	[8]	EBITDAマージン	17.1%	19.3%	21.3%	22.1%	22.9%
	[9]	(1-実効税率)	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%	69.0%
	[10]	NOPAT	635	850	1,029	1,125	1,214
[6]×[9]=	[11]	NOPATマージン	7.6%	9.5%	10.6%	11.2%	11.7%
	[13]	有利子負債	0	0	0	0	0
[13]÷[1]=	[14]	有利子負債売上高比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	[15]	株主資本	19,433	19,073	19,607	20,285	20,668
[15]÷[1]=	[16]	株主資本売上高比率	232.9%	212.6%	202.8%	201.2%	198.9%
[13]+[15]=	[17]	シンプル投下資本	19,433	19,073	19,607	20,285	20,668
[17]÷[1]=	[18]	シンプル投下資本売上高比率	232.9%	212.6%	202.8%	201.2%	198.9%
[11]÷[18]=	[19]	シンプルROIC	3.3%	4.5%	5.3%	5.5%	5.9%
	[21]	総資産	34,125	33,179	33,348	33,932	34,017
	[22]	手元流動性 <sup>2</sup>	1,043	1,122	1,209	1,260	1,299
	[23]	その他流動資産 <sup>3</sup>	493	567	513	563	562
	[24]	有利子負債以外の流動負債	1,340	1,227	1,173	1,409	1,444
[22]+[23]-[24]=	[25]	ネット運転資本	196	462	549	414	417
[25]÷[1]=	[26]	ネット運転資本売上高比率	2.3%	5.1%	5.7%	4.1%	4.0%
	[27]	のれん	0	0	0	0	0
[27]÷[1]=	[28]	のれん売上高比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	[29]	投資有価証券	104	78	79	79	554
	[30]	繰延ヘッジ損益	0	0	0	0	0
	[31]	土地再評価差額金	0	0	0	0	0
	[32]	為替換算調整勘定	0	0	0	0	0
[21]-[25]-[27]-[29]- [30]-[31]-[32]=	[33]	ネット固定資産	22,870	23,207	23,939	24,628	24,270
[33]÷[1]=	[34]	ネット固定資産売上高比率	274.1%	258.7%	247.6%	244.3%	233.6%
[25]+[27]+[33]=	[35]	リーン投下資本	23,066	23,669	24,487	25,042	24,686
[35]÷[1]=	[36]	リーン投下資本売上高比率	276.4%	263.8%	253.2%	248.4%	237.6%
[11]÷[36]=	[37]	リーンROIC	2.8%	3.6%	4.2%	4.5%	4.9%
	[38]	当期利益	706	932	1,053	888	1,253
[38]÷[15]=	[39]	ROE	3.6%	4.9%	5.4%	4.4%	6.1%
[37]÷[19]=	[40]	リーン/シンプルROIC比率	0.84	0.81	0.80	0.81	0.84

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。

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カ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)。

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 観察数字 <sup>3</sup>	対象企業 観察数字 <sup>3</sup>	対象企業 調整数字 <sup>5</sup>	対象企業 調整数字 <sup>5</sup>	業界 加重平均 <sup>4</sup>	業界 加重平均 <sup>4</sup>
	[2]	VI	75.00	75.00	104.50	104.50	158.40	158.40
	[3]	相関係数の属性	業界 加重平均 <sup>4</sup>	対象企業 観察数字 <sup>3</sup>	業界 加重平均 <sup>4</sup>	対象企業 観察数字 <sup>3</sup>	業界 加重平均 <sup>4</sup>	対象企業 観察数字 <sup>3</sup>
	[4]	相関係数	31.6	39.3	31.6	39.3	32.5	39.3
[2] x [4] =	[5]	アンレバードβ <sup>6</sup>	23.7	29.480	33.0	41.1	51.4	62.3
	[6]	負債効果係数 <sup>7</sup>	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
[5] x [6] =	[7]	レバードβ <sup>8</sup>	23.7	29.5	33.0	41.1	51.4	62.3

#### COE : Cost of Equity

	[8]	リスクプレミアム <sup>9</sup>	8.94	8.94	8.94	8.94	8.94	8.94
	[9]	RFR <sup>10</sup>	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
[7] x [8] + [9] =	[10]	COE	3.49	4.01	4.33	5.05	5.98	6.95

#### COD : Cost of Debt

	[12]	税前利率 <sup>11</sup>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	[13]	実効税率	31.00	31.00	31.00	31.00	31.00	31.00
[16] x (1-[12]) =	[14]	COD	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

#### WACC: Weighted Average Cost of Capital

	[15]	E=時価総額	10,215	10,215	10,215	10,215	10,215	10,215
	[11]	D=有利子負債	0	0	0	0	0	0
	[16]	E/(E+D)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	[17]	D/(E+D)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
[11] x [17] + [15] x [14] =	[18]	WACC	3.49	4.01	4.33	5.05	5.98	6.95
	[19]	本レポートで採用した値					○	

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年間の個別対象株価の日次リターンを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 / u ÷ β。ここでuはアンレバード（無負債）。ll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・フィニクス・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、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. 推定値1,778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、

### ■ 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215億円。バリュージェットは113億円。アップサイドは最大2.1倍。

時価総額は、現時点では、直前四半期末株主資本の簿価の価値を下回る。

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。業績や将来見通しなどをベースに試算した結果、株主価値は215億円と推計することが可能である。5年程度で売上高が116億円、営業利益が24億円、10年程度で売上高が132億円、営業利益が29億円、投下資本の売上高比が現在の237.6%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113億円であり（時価総額の110%）、期待形成によってはアップサイドあり。

#### ① 株主資本 211億円

- 直前年度末、すなわち今期の期首投下資本は246.9億円、投下資本/今期売上高の比は④237.6%と推計。直前四半期末の株主資本は210.8億円。

#### ② 超過利潤価値 -42億円

- 今期の税引後営業利益（NOPAT）は約12.2億円、NOPATマージン（NOPAT÷売上高）は⑥11.8%と推計。⑥÷④で算出される投下資本利益率（ROIC）は5.0%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6.0%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0.8倍となる。
- これをベースに今期の超過利潤を推計すると-2.5億円と推計される。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、-42億円と推計される。

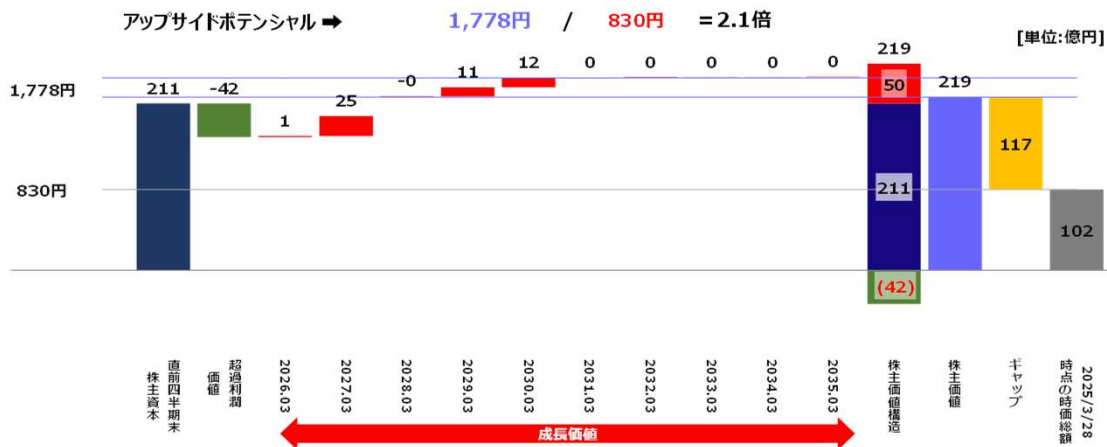
#### ③ 成長価値 50億円

- 5年後の売上高が116億円、営業利益が24億円となる前提等で、成長価値は50億円と推計。

#### うち非事業資産 79億円

- 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79億円と推計。

## 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



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。

## ■ リーンROIC/WACCをベースにした超過利潤モデル(続き)



●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

## ■ 超過利潤モデルの将来予測前提

年度	会社計画 2025.03	予測 2026.03	予測 2027.03	予測 2028.03	予測 2029.03	予測 2030.03	予測 2031.03	予測 2032.03	予測 2033.03	予測 2034.03	予測 2035.03
売上高	103.9	106.7	109.1	112.4	116.4	120.4	123.8	126.6	128.9	130.7	132.2
成長率	3.0%	2.7%	2.2%	3.0%	3.5%	2.8%	2.8%	2.2%	1.8%	1.4%	1.1%
営業利益	17.6	18.3	21.2	21.8	23.9	26.1	26.8	27.4	27.9	28.3	28.6
営業利益率	16.9%	17.1%	19.4%	19.4%	20.5%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
NOPATマージン	11.8%	11.9%	13.5%	13.5%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
投下資本/売上高	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%	237.6%
ROIC	5.0%	5.0%	5.7%	5.7%	6.0%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
WACC	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
超過利潤	-2.5	-2.5	-0.8	-0.8	0.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
超過利潤価値・成長価値	-42.3	1.2	25.1	-0.3	11.2	12.0	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9

出所: JPR

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。



## 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。