

## イーレックス株式会社

(9517 東証一部) 発行日 2017年12月8日

## 中期経営計画は十分に達成可能 EVA<sup>®</sup>分析によれば大きなアップサイドが期待可能

### 自社保有のバイオマス発電を活用した高成長が注目

新電力のイーレックス社の最大の強みは、独自調達ルートで開拓したパーム椰子の殻（PKS）を燃料にした自社のバイオマス発電を有することである。バイオマス発電の固定価格買取制度により得た利益等を基盤に、マーケティング活動を行い年率 30-50%の高成長を実現している。強固な全国の代理店網を利用した開拓力が高成長を支えている。

### 2020年3月期の営業利益 109 億円は十分達成可能

足元で四半期ごとに売上高は平均的に 10%程度で成長している。中期経営計画の成長前提はその水準から見れば十分に達成可能である。営業利益率のトレンド、収益向上が期待される低圧小売が拡大することから見て 2020年3月期の中期経営計画の目標、売上高 935 億円、営業利益 109 億円は十分に達成可能と考えられる。

### 最大で 2.7 倍の時価総額の上昇余地も

イーレックス社の分析を行う上で、成長性の評価が極めて重要である。そこで、足元の利益水準の企業価値の貢献度合いと、将来の成長の貢献度合いを明確に分析が可能な EVA によって企業価値分析をおこなった。中期経営計画の売上高、営業利益の前提を利用した。また、投下資本の売上高比の前提については、足元で 80%程度、2020年3月期に総額 485 億円をかけた二つのバイオマス発電が新たに稼働するため 90%程度に上昇するとした。加重平均資本コスト（WACC）4%で時価総額 1,458 億円と推計された。現状の時価総額の 2.7 倍である。あくまで前提が達成できればというベースの試算だが、潜在的に極めて大きなアップサイドがあるとも言える。（EVA<sup>®</sup>は SternStewart&Co.の登録商標）

### ベーシックレポート

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下 修, CFA

会社概要	概要
所在地	東京都中央区
代表者	本名 均
設立年月	1999年12月
資本金	51.4 億円
上場日	2014年12月
URL	www.erec.co.jp
業種	電力
主要指標 2017/12/7 現在	
株価	1,021 円
52週高値	1,397 円
52週安値	921 円
発行済株式数	50,598,000
売買単位	100 株
時価総額	51,661 百万円
会社予想配当	10.1 円
予想当期利益ベース EPS	60.06 円
予想 PER	17.0 倍
実績 BPS (2017年3月末)	299.3 円
実績 PBR	3.4 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 %	当期利益 (百万円)	前期比 %	EPS 円	希薄化後EPS 円	株価円	
											終値高値	終値安値
2015/3通期実績	17,074	11.5%	1,475	4.9%	1,132	-18.6%	922	13.2%	29.78	28.75	554	322
2016/3通期実績	22,877	34.0%	1,723	16.8%	1,614	42.5%	1,112	20.6%	26.78	26.00	777	288
2017/3通期実績	31,167	36.2%	3,535	105.1%	3,219	99.4%	1,917	72.3%	38.40	37.65	1,313	485
2018/3通期計画	50,345	61.5%	4,492	27.1%	4,512	40.1%	3,020	57.5%	60.06	-	-	-
2016/4-9実績	13,965	24.9%	1,461	207.9%	1,417	228.9%	1,012	233.7%	20.37	20.01	1,017	485
2017/4-9実績	21,950	57.2%	2,455	67.9%	2,317	63.5%	1,401	38.4%	27.84	27.53	1,397	931

## 会社概要

### バイオマス発電で高成長を実現

### バイオマス発電をベースとした強みで事業拡大

### 「FIT 適用の再生可能エネルギー発電所」を持っていることで長期的な価格競争力が保証

### 顧客開拓を推進する原資となり成長を促進する要因へ

## 新電力の老舗企業

### 新電力（PPS）としては日本で3番目

当社グループは、自由化により電力の市場取引が広がる見通しの中で、短資会社の新規事業として1999年に設立された。新電力（PPS）としては日本で3番目に届出した老舗である。独立系の新電力パイオニアとして、持続可能な競争優位性を築き、挑む文化を醸成し、成長してきた。

### 三つの重要戦略

当社は、①供給安定力のある再生可能エネルギー、②高圧部門と低圧部門のベストミックスを重視し、①と②を支える施策として③電力・燃料市場共にトレーディング力の向上を強化している。具体的には、①PKS（パーム椰子の殻）を燃料とするバイオマス発電を大手企業とのパートナーシップにより事業化、②高圧部門・低圧部門共に代理店制度を用いた地域に密着型の顧客開拓、を推進している。

### ベース電源を持つ強み

当社の強みは、PKS（パーム椰子の殻）を主燃料として利用したバイオマス発電所「FIT（固定価格買取制度）適用の再生可能エネルギー発電所」を持っていることである。供給安定性やFIT制度による長期的な価格競争力が保証されるとともに、原子力発電が停止した後のベース電源という社会的ニーズに合致した電源であり、長期的な競争力の向上に大きく貢献する。安定的な収益源を持つことで、自由化による顧客開拓を推進する原資となることが成長を促進する要因となる。

## 会社概要

本社	東京都中央区日本橋本石町三丁目3番14号
事業内容	電気事業(発電・電力小売・電力卸売)
代表者	代表取締役会長 渡邊 博、代表取締役社長 本名 均
設立	1999年12月
資本金	5,142百万円 (2017年9月30日現在)
販売子会社 (計4社)	イーレックス・スパーク・マーケティング株式会社 イーレックス・スパーク・エリアマーケティング株式会社 株式会社沖縄ガスニューパワー イーレックス販売3号株式会社
連結子会社 (計9社)	イーレックスニューエナジー株式会社 イーレックスニューエナジー佐伯株式会社 佐伯バイオマスセンター株式会社 豊前ニューエナジー合同会社 豊前バイオマスセンター株式会社
持分法適用会社 (1社)	発電関連 大船渡発電株式会社

(出所) 会社説明会資料

全国で事業展開

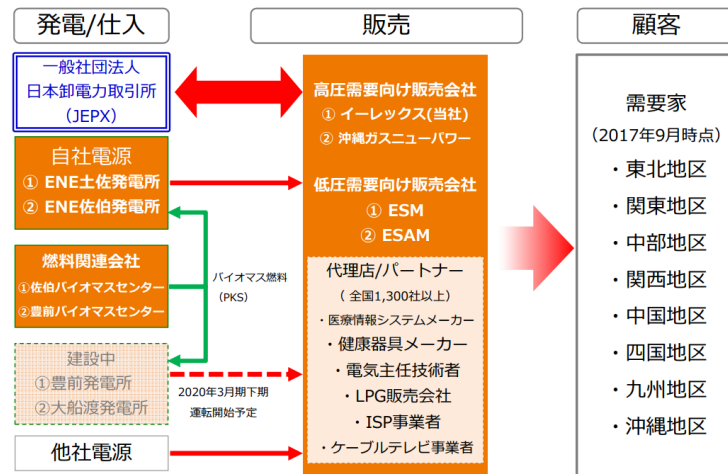
代理店活用が強み

市場仕入、他社電  
仕入れ、自社電源仕  
入れがバランス

発電仕入・販売・顧客ベース

仕入れは、①PKS をベースにした自社発電設備と、②契約している他社からの電源からの仕入れ、③そして余った電力等が取引されている日本卸電力取引所からの仕入れの三つがある。販売は全国に代理店網を築き全国で営業活動を行っている。事業会社を中心とする高圧の電力供給施設数は、平成 29 年 9 月末時点において、高圧分野では約 10,800 件（前年同期比 + 1,400 件）、家庭を中心とする低圧分野では約 74,000 件となっている。

事業概要

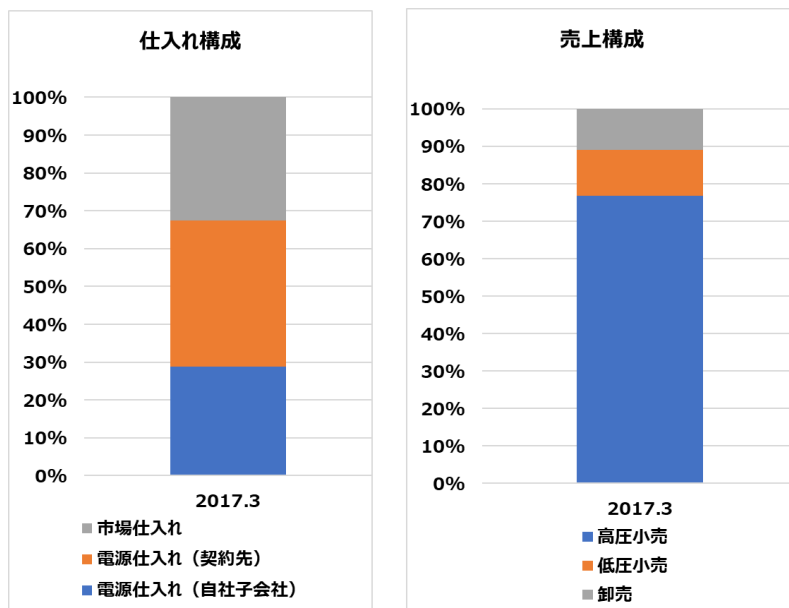


(出所) 会社説明会資料

電源構成と売上構成

2017年3月期における売上構成と仕入れ構成は以下の通りである。

2017年3月の電源構成と売上構成



(出所) 会社説明会資料等より、発電実績等から JPR 作成

# ビジネスモデルの構造と中期経営計画の達成可能性

**足元で高成長が実現**

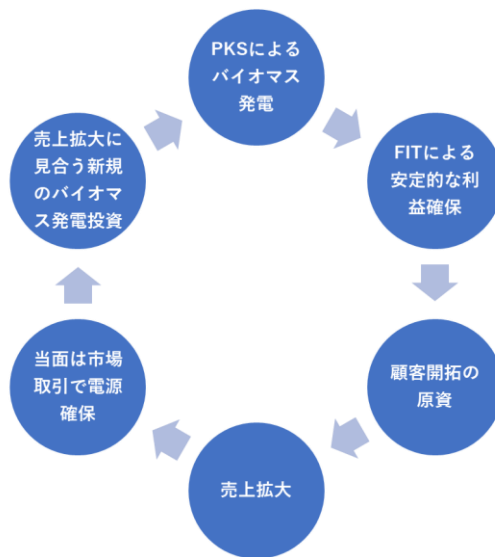
**四半期ごとに10%売上が伸びる高成長を実現**

**小売自由化、二つ目の自社の発電設備が稼働して以降、営業利益率10%超が定着**

## バイオマスのベース電源を軸にした好循環

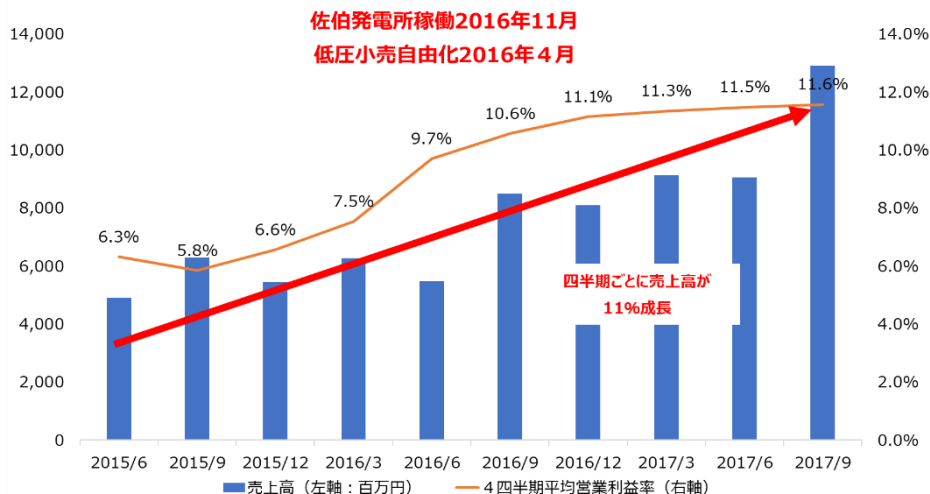
これまでのヒアリングから JPR ではバイオマスのベース電源を軸にした企業価値向上の好循環が機能しているとみている。バイオマスは再生可能エネルギーとして政府が固定買取を保証していることから、安定的な収益を得ることができる。その利益を原資に自由化の流れで積極的な顧客開拓を行うことが可能となり、ある程度売上規模が大きくなったところでさらにバイオマス発電を建設するという好循環を生む。

### 長期的な成長がビルドインしたモデル



こうした好循環により、年率で四半期ごとに売上高が二桁増となっている。利益率は2016年に低圧小売が自由化され、当社二つ目のバイオマス発電が稼働した時期以降10%以上が定着してきている。

### 四半期別の売上高と4半期平均の営業利益率の推移



(出所) 会社資料より JPR 作成

## 仕入・売上 構成と 企業価値

### 複雑に絡み合う要因でベストを尽くすことが重要

当社の企業価値を評価する上で、仕入と売上の構造が重要である。以下の図で示したように、仕入れは①市場仕入れ、②電源仕入れ（契約先）、③電源仕入れ（自社子会社）がある。

#### 仕入れ：自社仕入れの割合の拡大とトレーディング力向上がカギ

当社の場合、固定買取制度により価格競争力のある自社仕入れが高いほうが、利益率が向上する。他社からの電源仕入れが高くなると、石油などの価格上昇による調達価格への転嫁のリスクが高くなる。市場取引は、トレーディング力が高ければプロフィットセンターとなる可能性がある。

#### 売上高：低圧小売の割合の上昇がカギ

売上高については、高圧以上（高圧小売）、低圧小売、卸売の三つがある。卸売は最も販売単価が低いので抑制することが重要である。高圧小売と低圧小売については、最適なバランスをとることが重要である。低圧は夜の需要が高く、高圧は昼の需要が高くなるため、最適なミックスとなると販売が一定となる。安定的に昼夜を問わず発電可能な電源を持っている場合は最適ミックスとなると予測可能性が増大し利益率が增大する。

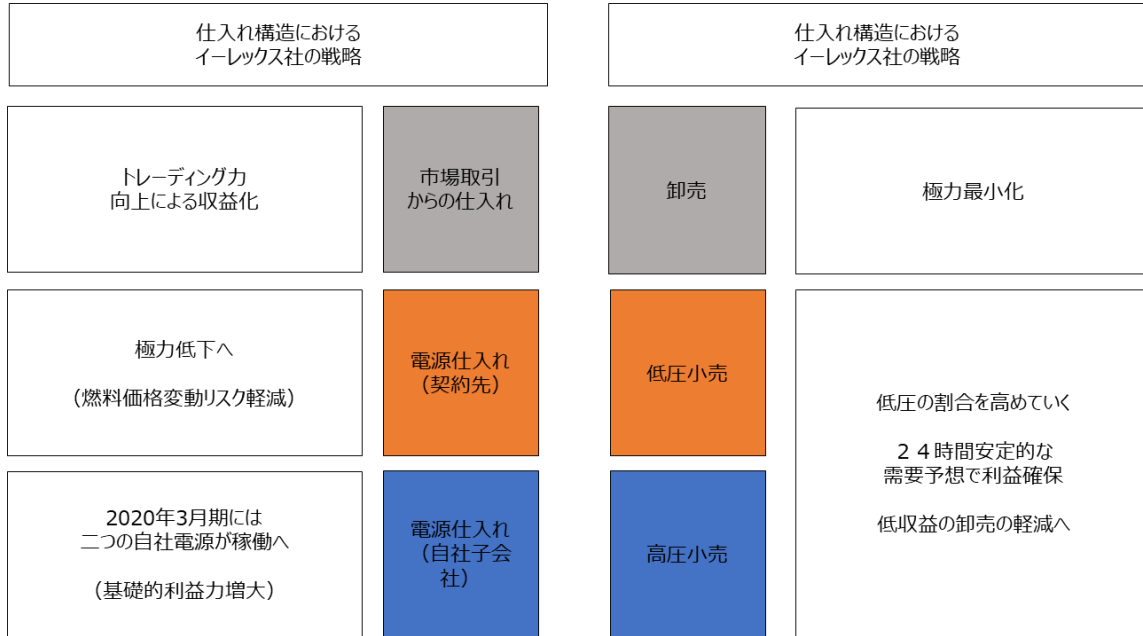
### 仕入れ・売上構造と企業価値の関係

仕入構造と 企業価値についての影響		売上構造と 企業価値についての影響	
市場取引が増えるとコスト変動リスクが高まるがトレーディング力が強くなれば逆に利益の源泉となる	市場取引からの仕入れ	卸売	卸売は最も価格や安いため拡大する利益率が低下
この部分が多くなると石炭や石油の価格上昇のリスクが増大する	電源仕入れ（契約先）	低圧小売	低圧は夜需要が高く、高圧は昼需要が高くなるため、最適なミックスとなると販売が一定となる
独自の安定的な低コストのエネルギー源を持つと極めて高い利益率の源泉になる 特に再生可能エネルギーの場合は安定的に昼夜を問わず発電可能な電源（ベース）電源を持つこと強み	電源仕入れ（自社子会社）	高圧小売	安定的に昼夜を問わず発電可能な電源を持っている場合は最適ミックスとなると利益率が增大する

**イーレックス社の戦略：総合的に利益率を改善しリスク軽減へ**

イーレックス社の戦略をまとめたのが以下の図である。すべてにわたって、利益率の向上とリスク軽減に寄与する戦略をとることがわかる。

**イーレックス社の仕入れ・売上構造における企業価値向上策（収益向上&リスク軽減）**



**中計経営  
計画の概要**

**2020年3月期に  
売上935億円  
営業利益  
109億円の達成**

**中期経営計画の概要**

イーレックス社が今年5月に公表した中期経営計画の概要は以下の通りである。

**中期経営計画の概要**

**「Dash 1000」**

(単位：百万円、下段は売上比)

	2017年3月期実績		2018年3月期		2019年3月期		2020年3月期	
		前年比		前年比		前年比		前年比
売上高	31,167 (100.0%)	+36.2%	50,345 (100.0%)	+61.5%	67,850 (100.0%)	+34.8%	93,579 (100.0%)	+37.9%
営業利益	3,535 (11.3%)	+105.1%	4,492 (8.9%)	+27.1%	6,661 (9.8%)	+48.3%	10,967 (11.7%)	+64.6%
経常利益	3,219 (10.3%)	+99.4%	4,512 (9.0%)	+40.2%	6,578 (9.7%)	+45.8%	10,792 (11.5%)	+64.0%
当期純利益	1,917 (6.2%)	+72.3%	3,020 (6.0%)	+57.6%	4,047 (6.0%)	+34.0%	6,254 (6.7%)	+54.5%

(出所) 会社決算説明資料より引用

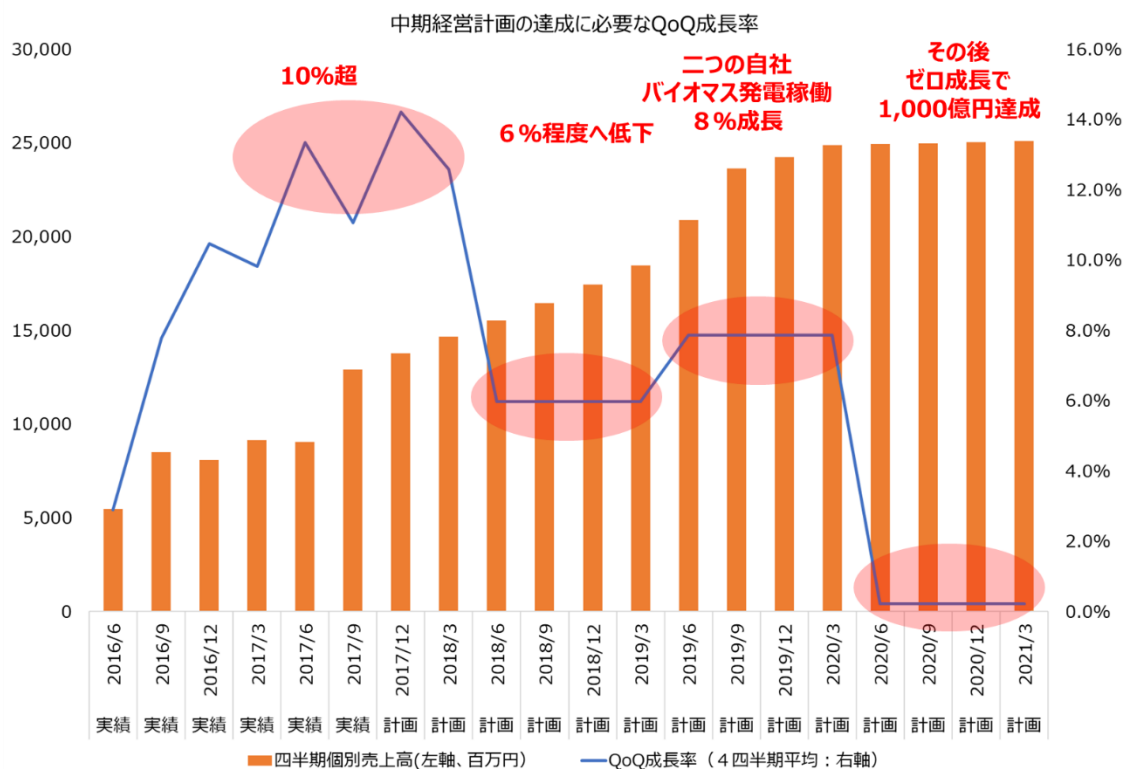
## 売上成長率の蓋然性は十分にある

## 四半期別のトレンドを分析すれば達成可能な目標

### 足元は四半期ごとに 10%成長だが、それよりも低下する前提

中期経営計画の目標を達成できる前提となる四半期別の売上高成長率を（QoQ 成長率）試算したのが以下の図である。2018 年 3 月期では実績で 10%以上の成長となっているが、それ以降は 10%未満と成長率が低下する前提となっている。新電力のシェアは経済産業省の電力需給速報によると 2017 年 8 月で低圧・高圧の合計で 12%程度である。仮にあと 2 年で 20%までシェアが高まるとすると四半期別に新電力の売上高は 6%程度で成長することになる。過去 2 年で 5%から 12%までシェアが伸びたこと、低圧の自由化はまだ 1 年半に過ぎないことから、イーレックス社のバイオマスのベース電源を軸とした強みを鑑みると中期経営計画の売上高成長の蓋然性は十分にあると言えよう。

中期経営計画の達成の四半期売上高の成長率（QoQ）を試算～足元のトレンドから見て十分達成可能



(出所) 会社資料より JPR 作成

## 仕入・売上構成は利益率の向上がビルドイン

## 自社電源拡大・低圧売上拡大→利益率拡大

### 仕入れ：市場取引拡大・自社電源拡大・他社電源縮小

イーレックス社は、市場取引と電源仕入れの内訳の見通しは中期経営計画では、グラフで示しているが、電源仕入れのうち自社と他社の内訳は明示していない。しかし、それぞれの開示された自社発電の能力と過去の発電実績からある程度推測可能であり、それをベースに JPR が作成した内訳が以下のグラフである。

**自社電源拡大**

→利益率向上

**他社電源縮小**

→エネルギー価格変動リ

スク低減

**市場取引拡大**

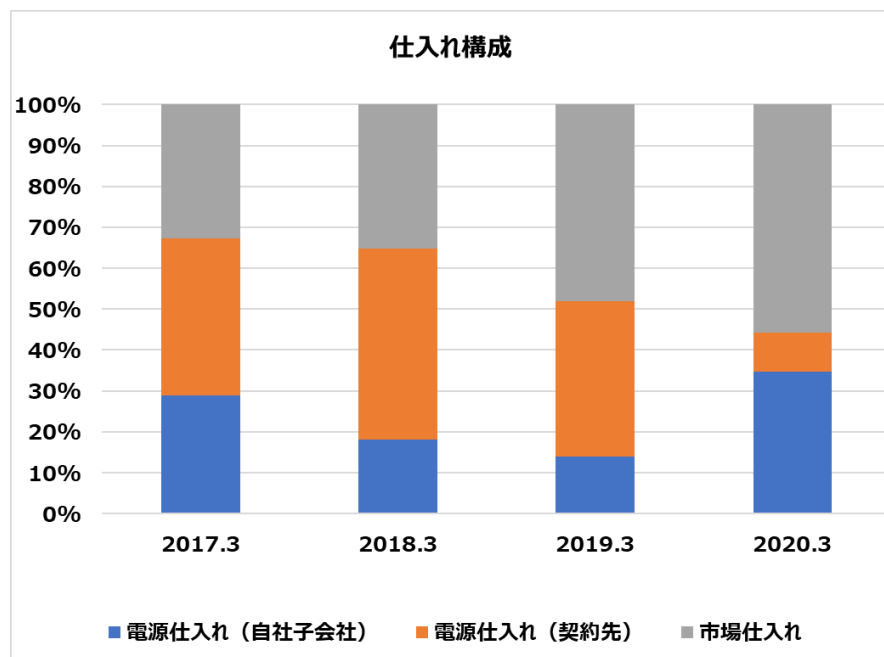
→トレーディング力向上

があれば 保守的に見て

利益率の効果は中立

自社電源拡大は利益率向上に貢献、他社（自社子会社以外）電源縮小はエネルギー価格変動のリスク低減に寄与すると考えられる。市場取引拡大は、トレーディング力向上があれば保守的に見て利益率の効果は中立と考えられる。2020年3月には半分以上が自社電源となるとみられるため、利益率向上の効果は高いと考えられる。また、他社電源が低下することは石油価格の変動リスクが小さくなるため、企業価値にとってはプラスとなろう。

**中期経営計画の仕入の内訳（自社と自社子会社以外の内訳は JPR が推計）**



（出所）会社資料等より JPR が推計

各期末の自社発電力と発電実績、販売単価等から推計

**売上構成も利益率の向上がビルドイン**

**低圧小売の割合が上昇**

中期経営計画では低圧小売と高圧小売の割合がグラフで開示されている。この数値と販売実績等から、卸売上を推計し、中期経営計画の売上構成を試算したのが次のグラフである。これを見ると、最も利益率の低いと考えられる卸売上高は抑制され、低圧小売の割合が上昇していることがわかる。すでに説明したように、低圧は夜需要が高く、高圧は昼需要が高くなるため、低圧と高圧がバランスよく最適なミックスとなると時間ごとの電力の販売量が一定となり、安定的に昼夜を問わず発電可能な電源を持っている場合は、余剰電力を卸売で捌く必要がなくなり、利益率が増大する。まさにこれはイーレックス社に当てはまることであり、低圧の割合が増加することで利益率は増大すると考えられる。

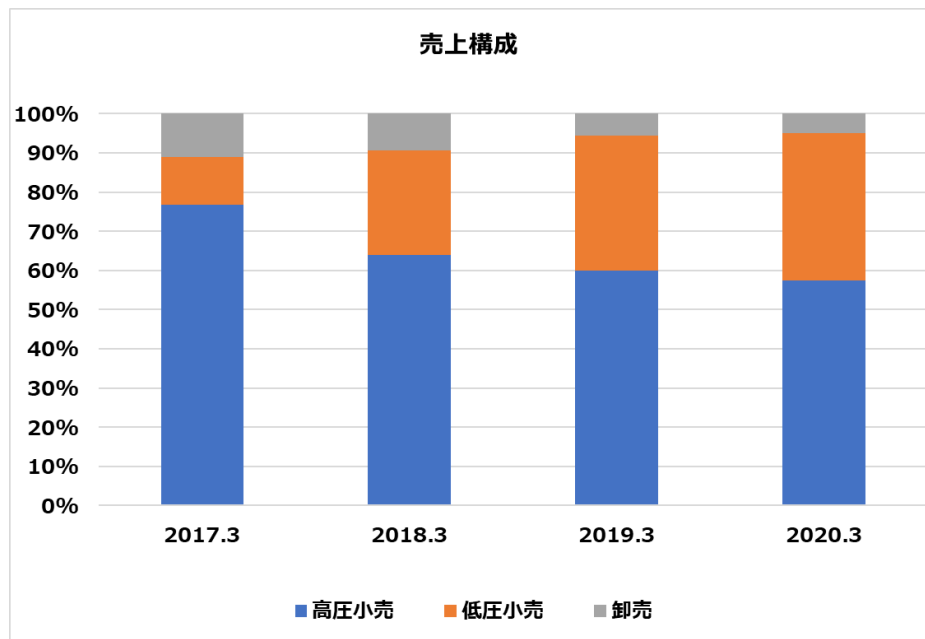


**低圧小売の売上構成が**

**拡大**

ベース電源を持っている  
イーレックス社にとっては  
利益率向上の要因

**低圧小売の割合が大拡大・低収益の卸売は縮小**



(出所) 会社資料等より JPR が推計

**利益率は  
保守的**

**営業利益率は低下から横ばいの前提**

**足元の営業利益率は 11% 台で推移**

過去の四半期別の売上総利益率、販売管理費比率、営業利益率の推移と、販売管理費比率を 10%とした場合の、中期経営計画の売上総利益率と営業利益率の前提を試算したのが次の図である。短期的な変動を取り除くため 4 つの四半期の数字の平均としている。2016 年からの低圧小売の自由化、2016 年 11 月の二つめの自社発電の稼働により、現状では、売上総利益率は 4 四半期平均で見ると 20%を超えている。販売管理費比率は 10%程度であり、結果として営業利益率は 10%を超えている。

保守的な見通し

**中計では利益率は低下から横ばいの前提**

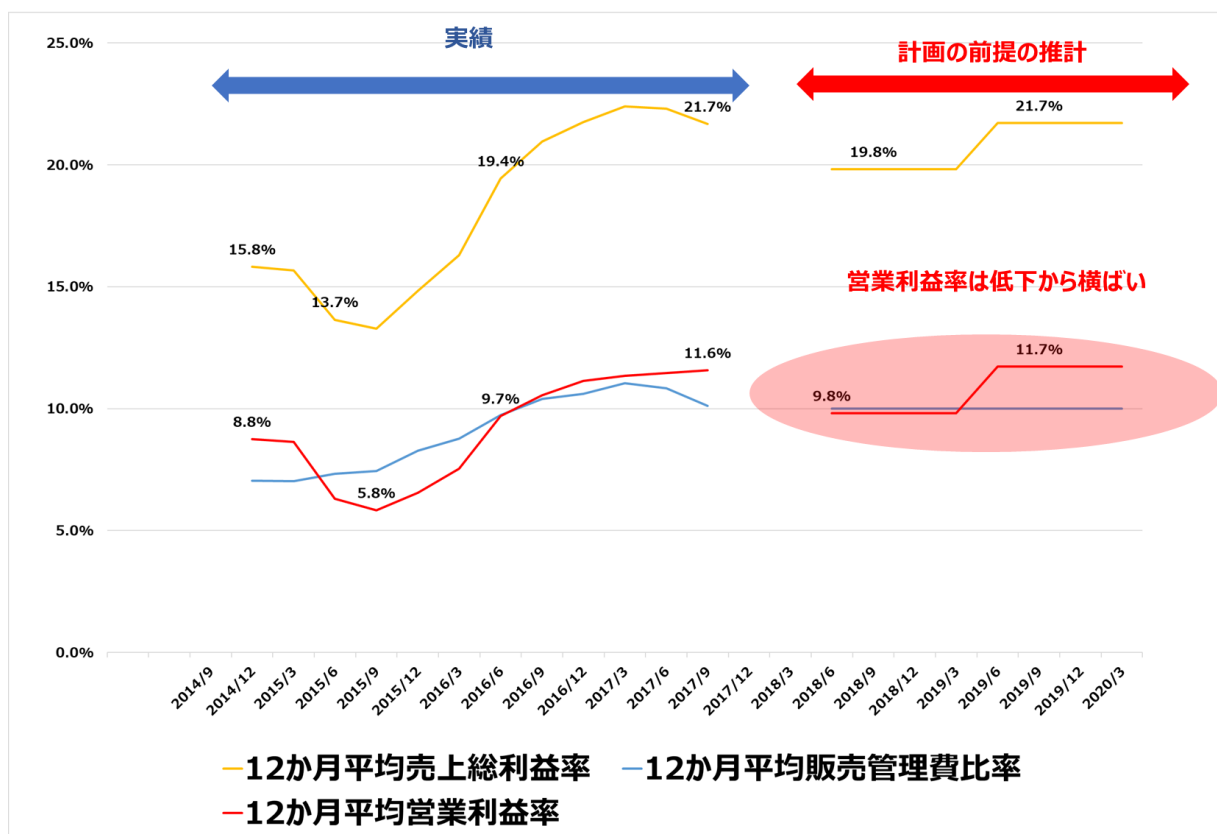
これに対して、中計の営業利益率の前提は 2019 年 3 月期、9.8%、2020 年 3 月期では、11.7%と低下から横ばいで推移する前提となっている。仕入れ構成、売上構成の利益率の向上効果は織り込んでいない保守的な見通しであると JPR は考えている。代理店手数料等の高騰などのリスクもあろうが、少なくともこの営業利益率は、利益率の高い自社電源が 2020 年 3 月期には大幅に拡大することを考え見ると、長期的に達成可能と考えられる。

PKS は安定的に供給源  
を確保

**PKS の安定共有について**

なお、原価上昇のリスクとして PKS の確保が困難になる可能性が考えられるが、最新の中期経営計画の説明によると、外部へのバイオマス燃料販売と記載されていることからむしろ外部に供給できるほど多くの PKS を確保していると推察されるため、PKS の確保が困難になるリスクは少ないと考えられる。

12か月平均の利益率、販売管理費比率の推移：実績と中期経営計画の前提の試算



(出所) 会社資料等より JPR が推計

# EVA<sup>®</sup>による企業価値の分析

## EVA<sup>®</sup>とは？

投資家の要求するリターンを上回る超過利潤に着目して企業価値を分析

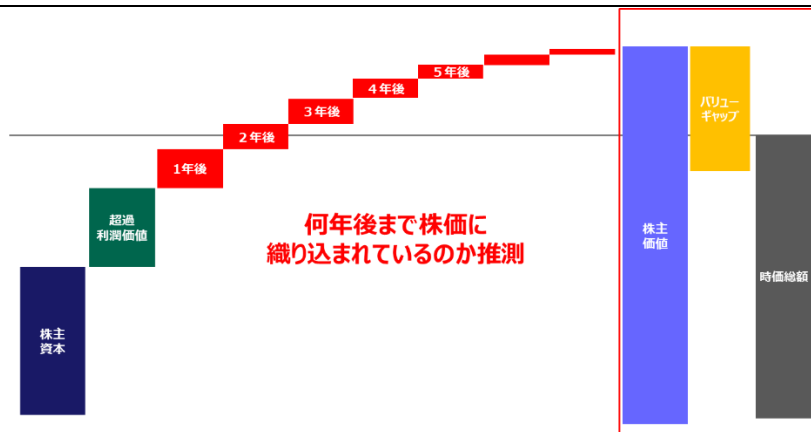
企業価値を各種分解

DCF 法と同じ結果

## EVA<sup>®</sup>分析のフレームワーク

EVAとはスターンズチュワート社が開発した企業価値指標であり、株式会社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。EVAにより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つの分解し、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以下の図のようにビジュアル化することが可能である。以下の図では株主資本 = 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。

### EVAによる企業価値分解



EVA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、EVA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EVAによる企業価値推計値は同じになる。

本レポートでは、簡易的に以下のように計算した数値を用いてEVAを計算している。

$$EVA = \text{税引き後営業利益(NOPAT マージン)} - \text{投下資本} \times \text{加重平均資本コスト}$$

$$\text{税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT)} = \text{営業利益} \times (1 - \text{実効税率})$$

$$\text{投下資本} = \text{総資産} - \text{非事業資産価値} - \text{有利子負債以外の流動負債}$$

$$\text{非事業資産価値} = \text{売上高の 10\% を超える現預金} + \text{短期有価証券} + \text{投資有価証券} + \text{繰り延べヘッジ損益} + \text{土地再評価額金} + \text{為替調整勘定}$$

$$\text{加重平均資本コスト} = \text{税引き後有利子負債利率} \times (D / (E + D)) + \text{株主資本コスト} \times (E / (E + D))$$

$$\text{株主資本コスト} = 0.5\% + 5\% \times \beta$$

$$\beta = \text{TOPIX と対象企業株価の 5 年間の日次リターンの一次回帰式の傾き}$$

$$E = \text{計算時点での時価総額}$$

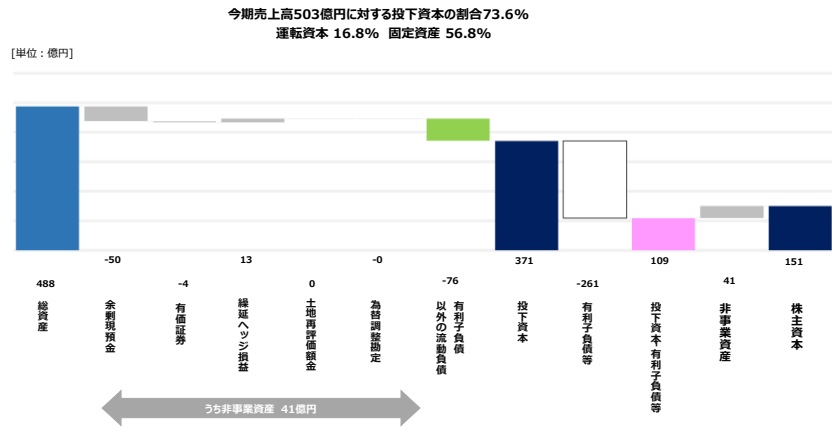
$$D = \text{計算時点での直近決算の短期有利子負債} + \text{固定負債} + \text{少数株主持ち分}$$

## 株主資本

### 投下資本売上高比 : 73.6%株主資本は 151 億円

直前四半期末の投下資本は 371 億円、投下資本/今期売上高の比は④73.6%と推計。有利子負債等を差し引いて非事業資産を加えた株主資本は 151 億円と推計。[株主資本 = 投下資本 - 有利子負債等 + 非事業資産]

#### 投下資本及び株主資本の推計



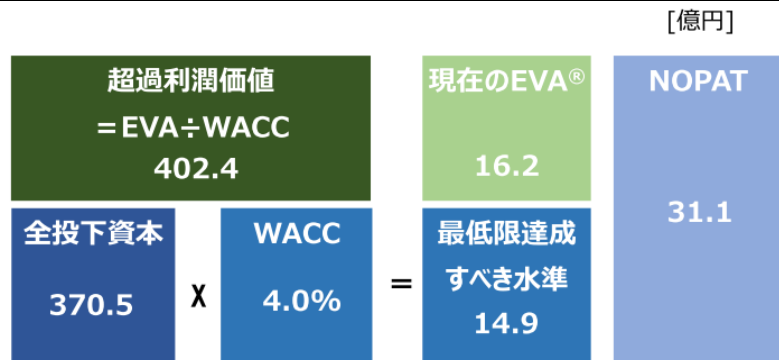
(出所) 第二四半期決算短信より作成

## 超過利潤価値

### 超過利潤価値は 402 億円と推計

NOPAT マージン (NOPAT ÷ 売上高) は⑥6.2%と推計。⑥ ÷ ④で算出される投下資本利益率 (ROIC) は 8.4%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 4.0%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 2.1 倍となる。これをベースに今期の超過利潤 (EVA) を推計すると 16.2 億円と推計される。今期の EVA の永久価値 (超過利潤価値) は EVA ÷ WACC で計算され、402 億円と推計される。2017 年 3 月期営業利益予想で EVA を計算すると 16.2 億円となる。EVA が継続すると的前提で計算すると超過利潤価値は 339 億円と推計される。

#### EVA 及び超過利潤価値の推計



## 成長価値

### 成長価値は 905 億円と推計

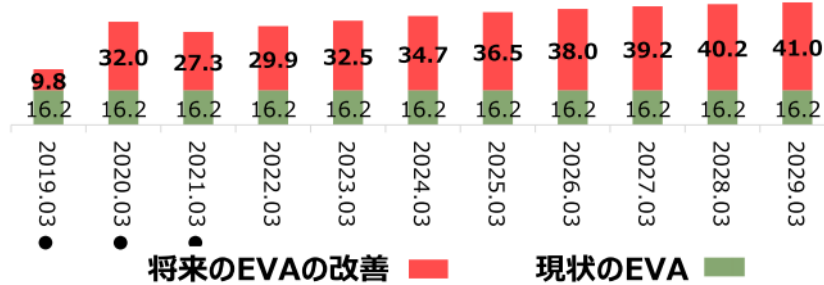
5年後の売上高が1,062億円、営業利益が124億円となる前提等で、成長価値は905億円と推計。中期経営計画の達成後は緩やかに成長率が逡減し、およそ10年後には成長率ゼロとなるとした。

#### 成長価値の推計

●は中計経営計画の前提がある年度。それ以外はJPRが前提設定。

	中計1年後	中計2年後	中計3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
年度	2019.03●	2020.03●	2021.03●	2022.03	2029.03
売上高	679	936	1,000	1,062	1,317
前年比成長率	34.8%	37.9%	6.9%	6.2%	1.5%
営業利益	66.6	109.7	117.2	124.4	154.4
営業利益率	9.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
NOPAT	46.1	75.8	81.0	86.0	106.7
NOPATマージン	6.8%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
投下資本/売上高	73.6%	73.6%	73.6%	73.6%	73.6%
ROIC	9.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

[億円]



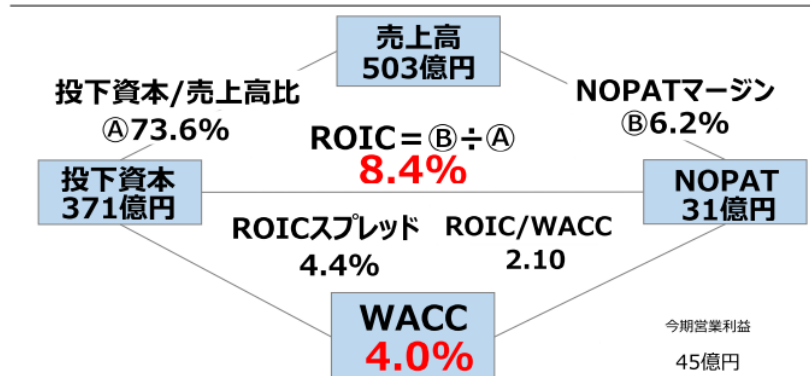
将来のEVAの改善額の現在価値 = 成長価値 905億円

## 超過利潤 ドライバー

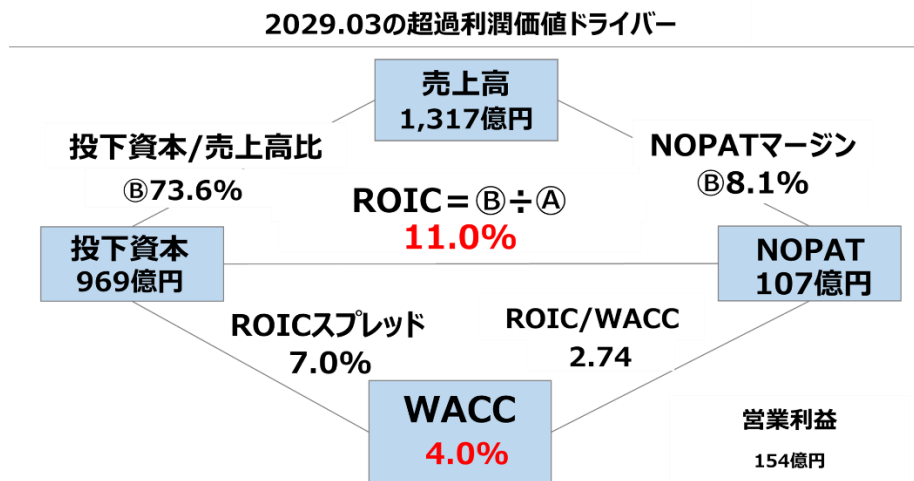
### 投下資本利益率は足元で 8.4%WACC の2倍

NOPAT マージン、投下資本売上高比、投下資本利益率などのバリュードライバーについて今期の前提をベースにしたのが以下の図である。

#### 今期の超過利潤価値のドライバー



将来のドライバーの前提は以下の通りである。



## EVA 分析の結果

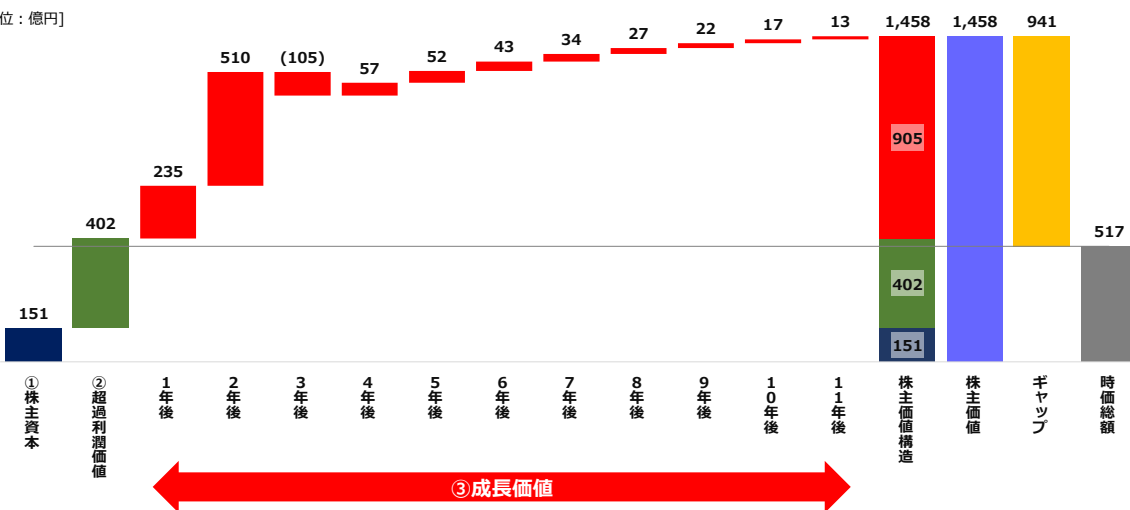
非常に大きなアップサイド余地

## 中期経営計画で株主価値は 1,458 億円と推計

以上をまとめると次のグラフのようになる。3年後に大幅な設備投資があるので、いったん下がる局面もあるが、以上の前提で試算すれば、全体として成長価値は拡大し、株主価値は現状の時価総額の 2.7 倍の 1,453 億円と推計される。仮に 2019 年 3 月期のみ中期経営計画の数字が達成され、その後全く成長価値がないとしても 40% 程度のアップサイド余地があるとみられる（株主資本 151 億円 + 超過利潤価値 402 億円 + 1 年後の成長価値 235 億円 = 788 億円  $788 \div 517 [12/6 \text{ の時価総額}] = 142\%$ ）。

## EVA®のフレームワークによる株主価値構造とバリューギャップ分析

[単位：億円]



EVA®はStern Stewart & Co.の登録商標

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

[会社開示資料等を利用して作成、2017年12月08日時点]

参考として、DCFとEVAの値が同じことを含めてすべての前提を以下に示します。

(●のついている期間は会社の中期経営計画の前提)

[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	11年後	12年後	永久価値
		2018.03	2019.03	2020.03	2021.03	2022.03	2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	
基本財務指標	売上高	503	679	936	1,000	1,062	1,121	1,171	1,212	1,247	1,275	1,298	1,317	1,317	
	営業利益	44.9	66.6	109.7	117.2	124.4	131.3	137.2	142.1	146.1	149.4	152.2	154.4	154.4	
	営業利益率	8.9%	9.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
4ドライバー	売上高成長率	61.5%	34.8%	37.9%	6.9%	6.2%	5.6%	4.4%	3.6%	2.8%	2.3%	1.8%	1.5%	0.0%	
	NOPATマージン	6.2%	6.8%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
	投下資本売上高比率	73.6%	73.6%	73.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%
	期末投下資本売上高比率	73.6%	73.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%	93.6%
企業価値の創造力	WACC	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	8.4%	9.2%	11.0%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
DCF	ROIIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	2.1円	2.3円	2.7円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円	2.2円
	NOPAT	31.06	46.05	75.83	81.03	86.03	90.81	94.85	98.23	101.02	103.32	105.20	106.74	106.74	
	投下資本(元手)	371	499	689	936	994	1,049	1,096	1,135	1,167	1,193	1,215	1,233	1,233	
	期末投下資本	499	689	936	994	1,049	1,096	1,135	1,167	1,193	1,215	1,233	1,233	1,233	
	増加分	129	189	247	58	55	47	39	32	27	22	18	0	0	
	累積値	318	565	623	678	725	764	796	823	845	862	862	862	862	
	NOPAT-投下資本増加分=FCF	-98	-143	-171	23	31	44	56	66	74	82	87	107	107	2,656
	現在価値へのディスカウント	96%	92%	89%	85%	82%	79%	76%	73%	70%	67%	65%	62%	60%	60%
	FCFの現在価値(PV)	-94	-132	-152	20	25	35	42	48	52	55	57	67	64	1,592
	累積値①	1,678													
非事業資産価値②	41														
企業価値=①+②	1,719														
EVA	NOPAT増加インパクト		15	45	50	55	60	64	67	70	72	74	76	76	
	増収分×投下資本/売上高比	129	318	565	623	678	725	764	796	823	845	862	862	862	
	資本費用増加額	5	13	23	25	27	29	31	32	33	34	35	35	35	
	EVAの増加額	10	32	27	30	32	35	36	38	39	40	41	41	41	1,021
	ディスカウントファクター	0.96	0.92	0.89	0.85	0.82	0.79	0.76	0.73	0.70	0.67	0.65	0.62	0.60	0.60
	総増利増価値	402	9	28	23	25	26	26	27	27	26	26	25	25	612
	成長価値NPV	905													
	非事業資産価値	41													
	企業価値	1,719													
	株主価値	1,458													
EVA	NOPAT	31	46	76	81	86	91	95	98	101	103	105	107	107	
	投下資本×WACC	15	20	28	38	40	42	44	46	47	48	49	50	50	
	EVA	16	26	48	43	46	49	51	53	54	55	56	57	57	
	EVA=NOPAT-投下資本×WACC	16	26	48	43	46	49	51	53	54	55	56	57	57	
	増加分	9,820	22,163	-4,732	2,681	2,562	2,164	1,808	1,498	1,232	1,008	821	0,000		
	累積		32	27	30	32	35	36	38	39	40	41	41		
	各年で創造する価値	402	244	552	-118	67	64	54	45	37	31	25	20	0	
	ディスカウントレート	100%	96%	92%	89%	85%	82%	79%	76%	73%	70%	67%	65%	62%	
	EVAの現在価値	102,411.5	235	510	-105	57	52	43	34	27	22	17	13	0	
	投下資本① 元手	371													
総増利増価値 (今期のEVAの永久価値) ②	402														
成長価値 (EVAの増加分の現在価値) ③	905														
非事業資産価値④	41														
企業価値=①+②+③+④	1,719														
有利子負債等	-261														
株主価値	1,458														

## ディスクレーム

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およ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。有価証券およ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。