

GCC経営™分析によるターゲット株価1,688円の1年以内の達成可能性

都市土木に磨きをかけ、強みの非都市部土木と併せた総合的な都市デザインを提案

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。

国土強靱化と環境負荷を低減により安全・安心な国土造りに貢献

日特建設株式会社（以下、日特）は、ダム基礎処理を創業工種とし、現在は法面工事とダム基礎工事でのリーディングカンパニーとなっている。地震や台風・豪雨などの災害が頻発する日本では、国土強靱化および減災への対応が必要であり、温暖化対策のためのエネルギー変換とCO₂削減や環境汚染対策のための産業廃棄物抑制や、脱プラスチックなどの課題も山積している。また、建設市場は、政府支出による公共事業として安定成長をつづけており、特に維持補修工事市場はインフラ更新期の到来と国土強靱化のため、インフラ再構築が必要なる地域を除き成長市場として注目される。日特は、こうした環境において、非都市部土木と都市土木による災害に強い国土づくりと、環境負荷を低減できる技術の開発と適用により、安全・安心な国土造りに貢献していく。

ITとヒトへの投資により土木建設特有のコストを圧縮し収益性向上

成長市場の補修工事市場では、独自の材料を保有している会社が有利であり、一部を除き各社横並びの状況にある。一方で、すべての工事においてリーダーの創生につながるのには、技術提案力⇄営業渉外力⇄施工実現力の3要素であり、これらの強化が重要となる。土木建設は建築事業と比較して労働集約的であり、現場での作業が大前提となる。ITとヒトへの投資と、ダム事業由来の技術力や全国の営業ネットワーク等の強みを活用した、非都市部土木+都市土木の総合力強化やオリジナルの材料開発によるブランド確立と商社機能強化により、コストを圧縮し収益性向上を図る。中期経営計画2023において目標ROICの設定を行っており、今後の開示も期待される。

ROIC15%という高い収益力の1年以内の評価がターゲット株価達成の条件

株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算し、さらにROICとWACCと企業価値とPBRの関係（「6. 参照資料」参照）から1年後に達成可能な株価について試算した。結果として、株主価値は865億円、現状の時価総額の約2.1倍と推計された。また日特の2024年3月期のJPR推計値ベースによるROIC/WACCとPBR、企業価値の関係からターゲット株価は1,688円と試算された。ROICとWACCについては、東証が今年3月31日において、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願い」に言及され重要性の認識が高まっている。日特のIR活動の強化により日特の高い15%程度のROICが認識されれば1,688円の株価（現状株価比アップサイド1.75倍）は、1年以内に達成される可能性もあろう（本文「インバースメントサマリー」参照）。

ターゲット株価の推計値

ターゲット株価	現状株価	6/1終値からのアップサイド
1,688円	965円	1.75倍

*1「概念デザイン」*2「実装デザイン」の詳細、及び評価体系は、巻末資料は巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために参照。

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3月期通期実績	67,955	3.7%	5,358	9.3%	5,419	11.1%	3,500	7.4%	83.93	872	669
2022年3月期通期実績	66,076	-2.8%	4,523	-15.6%	4,626	-14.6%	3,329	-4.9%	79.83	836	634
2023年3月期通期実績	72,918	10.4%	5,451	20.5%	5,462	18.1%	3,526	5.9%	84.56	1,014	683
2024年3月期会社計画	71,200	-2.4%	5,030	-7.7%	5,050	-7.6%	3,350	-5.0%	80.33	-	-

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、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。

ベースレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニクス・リサーチ
本田泰三

会社概要

所在地	東京都中央区
代表者	和田康夫
設立年月	1947/12/17
資本金	6,052百万円
上場日	1983/12/19
URL	https://www.nittoc.co.jp/
業種	建設業

主要指標 2023/06/01 現在

株価	965円
52週高値	1,035円
52週安値	774円
発行済株式数	41,708,367株
売買単位	100株
時価総額	40,249百万円
会社予想配当	47円
予想当期利益 ペー ス EPS	80.33円
予想PER	12.01倍
実績BPS (2023年3月末)	763.67円
実績PBR	1.26倍

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2.1倍と試算。一年以内のターゲット株価は1,688円（後述詳細）

超過利潤法、ROIC/WACCと 企業価値の関係からの試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド2.1倍

JPRは、日特の事業展開に関する将来性を踏まえて、株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。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。また、一年以内のターゲット株価は1,688円（後述詳細）と推計された。ただし、これは日特の高いROICが投資家に認識されることが条件となる。

株主価値の分析（億円）

定性ストーリーの骨子

Growth : 非都市部土木と都市土木による都市デザインの提案

Connection : 優位性を最大限に発揮する3要素のつながりの強化

Confidence : グリーンな土木工事による高い財務安定性と社会貢献性

定量ストーリーの骨子

時価総額

414

バリュギャップ

時価総額の最大アップサイド = **2.1倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹

株主資本319+超過利潤価値353+成長価値194= **865**

株主
資本

319

超過利潤
価値

353

成長価値

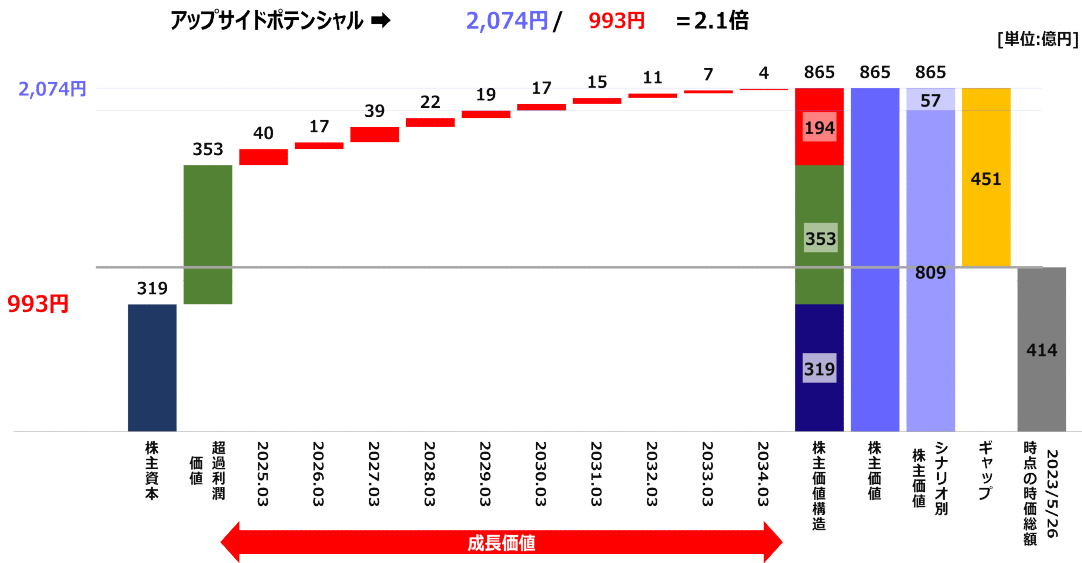
194

[出所]JPR作成

1：四捨五入のため端数は一致しない。

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

■ 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



[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
	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03
売上高	712	728	747	788	835	877	916	953	981	1,001	1,011
営業利益	50	54	56	62	65	68	72	74	77	78	79
営業利益率	7.1%	7.5%	7.6%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
売上高成長率	-2.4%	2.3%	2.5%	5.5%	6.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
NOPATマージン	4.9%	5.2%	5.2%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
投下資本売上高比率	34.6%	34.5%	34.6%	34.6%	34.5%	34.5%	34.4%	34.3%	34.2%	34.1%	34.0%
WACC	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%	5.81%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	14.1%	15.0%	15.1%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	15.8%	15.8%	15.9%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥2.4	¥2.6	¥2.6	¥2.7	¥2.7	¥2.7	¥2.7	¥2.7	¥2.7	¥2.7	¥2.7
NOPAT	34.78	37.53	39.06	42.53	45.08	47.34	49.47	51.45	52.99	54.05	54.59
投下資本×WACC	14.30	14.57	14.99	15.81	16.72	17.54	18.30	18.97	19.48	19.82	19.98
超過利潤	20.48	22.96	24.069	26.73	28.36	29.80	31.17	32.47	33.51	34.23	34.61
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	20.48	22.96	24.07	26.73	28.36	29.80	31.17	32.47	33.51	34.23	34.61
各年で創造する価値	353	43	19	46	28	25	24	23	18	12	7
ディスカウントレート	100%	95%	89%	84%	80%	75%	71%	67%	64%	60%	57%
超過利潤の現在価値	353	40	17	39	22	19	17	15	11	7	4
投下資本① 元手	246										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	353										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	194										
非事業資産価値④	116										
企業価値 = ①+②+③+④	909										
有利子負債等	-44										
株主価値	865										

[出所] JPR

※NOPATについて、法人税率の推計が困難であるため、保守的に実効法人税率として30.9%を適用している。また、日特の中期経営計画2023では目標ROICを10%程度としているが、これは、余剰現預金を保守的に試算しているためである。JPRでは余剰現預金を、手元流動性月商比1.5倍として試算している。この説明については5ページを参照。なお、より詳細な財務モデルは「5.参考資料：財務モデルの詳細」に記載。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、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。

日特への投資における注目ポイント

ROIC14.1%*¹によるアップサイドが認識されていない

JPRは前項の通り、日特のROICを14.1%、WACCを5.84%等と推計することにより、将来10年で創出される株主価値を865億円と推計した。これは、現在の時価総額414億円の2.1倍にあたる。また、成長価値を除いた株主価値+超過利潤価値からなる足元の数字の評価672億円においても、1.62倍のアップサイドが見込まれるため、現状では非常に割安に評価されていると考えられる。

過去4年の中央値5.21%と高い配当利回り

日特の配当利回りは、2020年3月期から2023年3月期の過去四年間において、4.13%から6.81%と非常に高い数値となっている。一株当たりの配当自体も、2021年3月期の36円を最小に2024年3月期計画の47円まで増配を続けており、中期経営計画2023においても前年度実績を下回らない配当実施を目指すとしている。このため、今後も配当利回りは安定して高い数値で推移していくと考えられる。

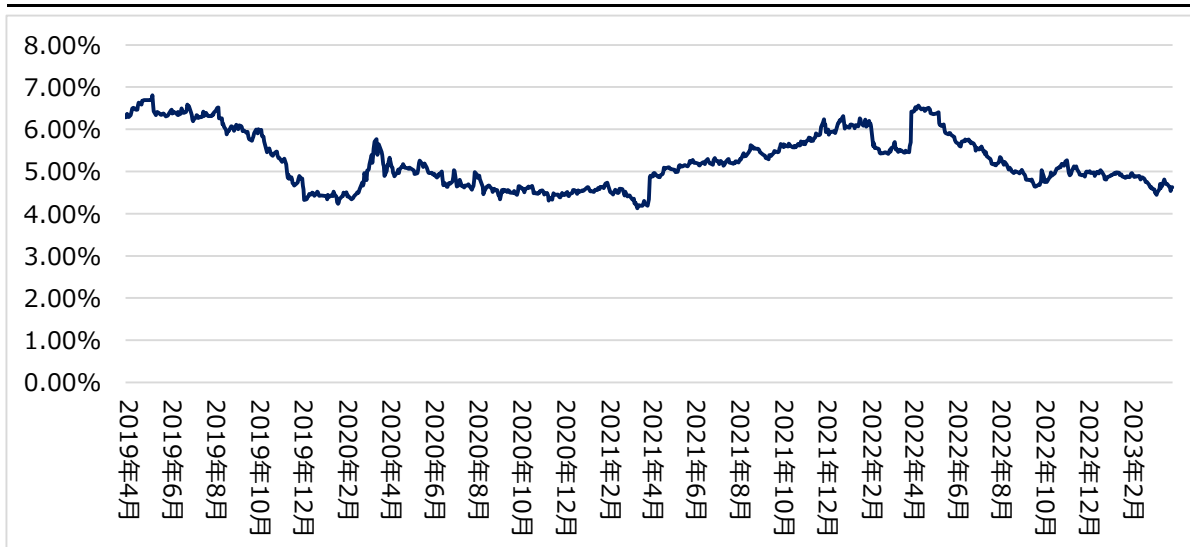
明確なアップサイドと高い配当利回りの両立に注目

一般に、配当利回りの高い企業はアップサイドが低いと判断されることが多い。しかし、日特は超過利潤法による分析では2.1倍のアップサイドがあり、後述するROIC/WACCによるターゲット株価の推計においても1.75倍のアップサイドが推計されている。こうしたアップサイドと安定して高い配当利回りを両立している点が日特への投資における魅力と言えよう。

ROIC14.2%
アップサイド2.2倍

来期配当は47円を
計画

日特の配当利回りの推移



[出所]JPR作成

*¹会社目標との差異については前項下部に注記

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。

日特の目標ROICとJPRの推計ROICとの差異について

ROICの差異は投下資本の差異によるもの

中期経営計画2023において、日特は2026年3月期の目標ROICを10%以上としている。ここで用いる投下資本の算出方法は有利子負債+純資産となっている。この方法でJPRが試算したところ、投下資本は362億円、ROICは9.7%となった。一方、JPRでは投下資本を総資産-非事業資産-有利子負債以外の流動負債で算出しており、投下資本は246億円、ROICは14.2%と推計された。

投下資本の差異は余剰現預金の設定によるもの

JPR投下資本 = 総資産-非事業資産-有利子負債以外の流動負債
 日特投下資本 = 純資産+有利子負債
 純資産 = 株主資本+その他の包括利益累計額+非支配株主持分
 = (JPR投下資本-有利子負債-非支配株主持分+非事業資産) +その他の包括利益累計額+非支配株主持分
 = JPR投下資本-有利子負債+非事業資産+その他の包括利益累計額

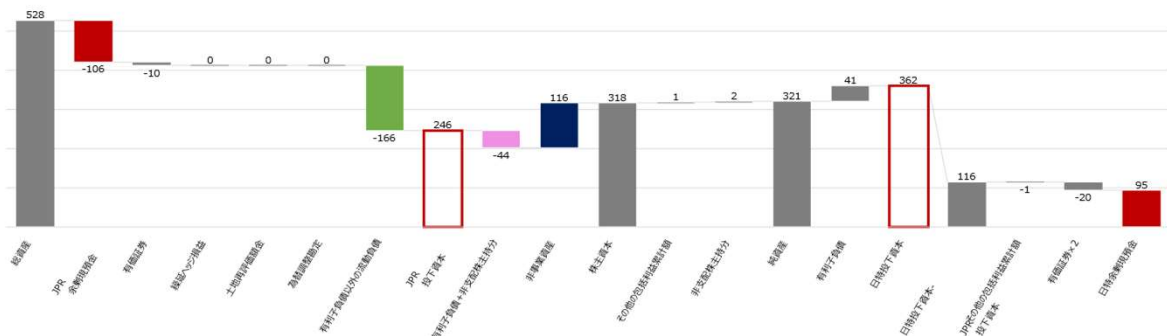
より、

日特投下資本 = JPR投下資本+非事業資産+その他の包括利益累計額
 = (JPR投下資本+その他の包括利益累計額+有価証券)
 +余剰現預金

と日特の投下資本を分解できる。このうち () 内は決算資料より引用されるため、余剰現預金の算出方法に差異があると考えられる。JPR試算の余剰現預金が106億円、日特算出の余剰現預金が95億円であるため、日特が手元流動性日商比を保守的に5日分多く設定していると推計された。

JPR余剰現預金 = 現預金- (45/365) * 売上高
 = 194- (45/365) * 712
 = 106
 日特余剰現預金 = 現預金- (50/365) * 売上高
 = 95

日特の余剰現預金推計



[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。

ROIC/WACCによるターゲット株価の推計

【日特のターゲット株価推計に必要なインプットデータ】

出所	データ名	データ値	単位	出所	データ名	データ値	単位
JPR推計	投下資本① ¹	246	億円	JPR推計	ROIC	14.1	%
JPR推計	非事業資産② ²	116	億円	JPR推計	WACC	5.8	%
実績	株主資本簿価③	318	億円	JPR推計	ROIC/WACC	2.43	倍
実績	時価総額④	402	億円	JPR推計	企業価値時価 /企業価値簿価	1.26	倍
JPR推計	企業価値簿価 =①+②	363	億円	JPR推計	PBR	1.26	倍
JPR推計	企業価値時価 =①+②-③+④	458	億円	JPR推計	ROE/COE ³	1.81	倍

上場企業データからの推計：ROIC/WACCと企業価値のPBRの関係

統計学的な推計の<結果A>

企業価値時価/企業価値簿価 = $0.89 + (ROIC/WACC - 0.89) \times 0.87$ 決定係数0.76
(統計学的な説明力の決定係数0.76)

統計学的な推計の<結果B>

PBR = $1.08 + (ROE/COE - 1.08) \times 1.72$ 決定係数0.82
(統計学的な説明力の決定係数0.82)

推計されたターゲットの株主価値の関連データ

<結果A>からの推計値

企業価値時価/企業価値簿価	時価総額	株価
2.23倍	668億円	1,602円

<結果B>からの推計値

PBR	時価総額	株価
2.34倍	746億円	1,789円

ターゲット株価の推計値

ターゲット株価	現状株価	6/1終値からのアップサイド
1,688円	965円	1.75倍

[出所]JPR作成

1, 2の定義は6.参考資料。3のCOEは株主資本コストターゲット株価の推計値は、<結果A>と<結果B>の決定係数による加重平均値。

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 : 非都市部土木と都市土木による都市デザインの提案

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高				
<p>安全・安心な国土造りに貢献する会社</p> <p>災害が頻発する日本では、国土強靱化および減災化への対応が必要であり、温暖化対策のための課題も山積している。日特は、非都市部土木と都市土木による災害に強い国土づくりと、環境負荷を低減できる技術の開発と適用により、安全・安心な国土造りに貢献していく。</p>	<p>成長市場の維持補修市場で展開</p> <p>日特は、災害協定をにより災害復旧事業に積極的に参画してきた。また、法面工事とダム基礎工事ではリーディングカンパニーとして安全・安心な国土造りに貢献している。建設市場は、公共事業として安定成長。特に維持補修工事市場は、インフラ更新期の到来と国土強靱化のため、インフラ再構築が必要なる地域を除き成長市場。</p>	<p>CAGR4.0%が期待</p> <table border="1"> <tr> <td>2024.3</td> <td>2034.3</td> </tr> <tr> <td>712</td> <td>1,011</td> </tr> </table> <p>非都市部土木+都市土木による都市デザインによりシェア拡大。</p>	2024.3	2034.3	712	1,011
2024.3	2034.3					
712	1,011					
		<p>成長価値</p> <p>194</p>				

Connection : 優位性を最大限に発揮する3要素のつながりの強化

戦略	ビジネスモデル	ROIC				
<p>技術・営業・施工の強化</p> <p>補修工事市場では、独自の材料を保有している会社が有利であり、一部を除き各社横並びの状況。一方で、すべての工事においてリピーターの創生につながるの、技術提案力⇔営業渉外力⇔施工実現力の3要素であり、これらの強化が重要となる。</p>	<p>現場+労働集約型のコスト圧縮</p> <p>土木建設は労働集約的であり、現場での作業が大前提となる。ITとヒトへの投資と、ダム事業由来の技術力や全国の営業ネットワーク等の強みを活用した、非都市部土木+都市土木の総合力強化やオリジナルの材料開発によるブランド確立と商社機能強化により、コストを圧縮し収益性向上を図る。</p>	<p>1.8ポイント改善が期待</p> <table border="1"> <tr> <td>2024.3</td> <td>2034.3</td> </tr> <tr> <td>14.1 %</td> <td>15.9 %</td> </tr> </table> <p>ITとヒトへの投資により技術提案力・営業渉外力・施工実現力を総合的に強化してROICを改善。</p>	2024.3	2034.3	14.1 %	15.9 %
2024.3	2034.3					
14.1 %	15.9 %					
		<p>超過利潤価値</p> <p>353</p>				

Confidence : グリーンな土木工事による高い財務安定性と社会貢献性

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
<p>参入障壁が高く安定した土木建設</p> <p>土木建設業の中でも、特に安定した公共土木事業を主力としているため収益は安定している。また、法面工事とダム基礎工事ではリーディングカンパニーとして担い手を絶やさず技術を継承していくポジションにある。現状での参入障壁は非常に高く、戦略実現により、参入障壁はさらに強固になると考えられる。</p>	<p>環境に配慮しつつ国土強靱化へ貢献</p> <p>事業自体が、安心安全な国土づくりに直接貢献しており、カールドグリーン工法・ジオファイバー工法・New スリーブ工法など環境に配慮した工法の取り入れにより、社会の持続可能性へ大きく貢献している。</p>	<p>現状維持</p> <p>5.84 %</p> <p>財務安定性・社会貢献性がともに高く、事業リスクおよび資本コストが増加する要因はほとんどない。</p>
		<p>株主資本</p> <p>319</p>

*1会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。

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

2.会社概要

会社概要

会社名	日特建設株式会社 (英語表記: NITTOC CONSTRUCTION CO.,LTD.)
設立	1947/12/17
代表	和田康夫
本社所在地	東京都中央区東日本橋3-10-6 Daiwa東日本橋ビル4階・5階・6階
資本金	6,052百万円
従業員数	1,049人 (連結、2023年3月31日現在)
決算期	3月
事業内容	総合建設業(土木・基礎・環境・地質コンサルタント)
上場日	1983/12/19
上場証券取引所	東京証券取引所プライム [証券コード: 1929]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
1953年	4月	地質調査、基礎工事を主たる目的として北海道札幌市に八千代地下工業株式会社を設立
1959年	12月	商号を日本特殊土木工業株式会社に変更
1962年	12月	株式額面金額変更のため、日本特殊土木工業株式会社（昭和22年12月設立の株式会社光商会の商号及び営業目的を変更）に吸収合併
1972年	5月	商号を日特建設株式会社に変更
1979年	12月	緑興産株式会社設立（現・連結子会社）
1983年	12月	東京証券取引所市場第二部へ上場
1985年	9月	東京証券取引所市場第一部へ上場
2004年	10月	島根アースエンジニアリング株式会社を設立（現・連結子会社）
2013年	12月	山口アースエンジニアリング株式会社を設立（現・連結子会社）
2016年	3月	PT NITTOC CONSTRUCTION INDONESIAを設立（現・連結子会社）
2019年	1月	愛媛アースエンジニアリング株式会社を設立（現・連結子会社）
2021年	10月	福井アースエンジニアリング株式会社を設立（現・連結子会社）
2022年	4月	東京証券取引所プライム市場へ上場

[出所]会社資料よりJPR作成。

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

■ 主な連結子会社・グループ会社（単位：百万円）

事業系統	会社名	事業概要	資本金	所有割合
建設事業 その他の事業	緑興産株式会社	材料・資材販売、保険代理店（損害保険・生命保険）、建設業	31	100%
建設事業	山口アースエンジニアリング株式会社	土木工事業、とび・土工工事業、舗装工事業、水道施設工事業	20	100%
建設事業	島根アースエンジニアリング株式会社	土木工事業、とび・土工工事業、石工事業、鋼構造物工事業、舗装工事業、しゅんせつ工事業、塗装工事業、水道施設工事業	10	100%
建設事業	愛媛アースエンジニアリング株式会社	土木工事業、とび・土工工事業、石工事業、鋼構造物工事業、舗装工事業、しゅんせつ工事業、塗装工事業、水道施設工事業	40	100%
建設事業	福井アースエンジニアリング株式会社	土木工事業、とび・土工工事業、石工事業、鋼構造物工事業、舗装工事業、しゅんせつ工事業、塗装工事業、さく井工事業、水道施設工事業	40	100%
建設事業	PT NITTOC CONSTRUCTION INDONESIA	土木工事業	IDR 510 億	65%

[出所]会社資料等よりJPR作成

■ 関係会社（被所有割合の（）内は間接所有割合で内数）

事業系統	会社名	事業概要	資本金	被所有割合
株式・持分の取得 及び保有	株式会社エーエヌホールディングス	日特建設株式の取得	100	58.12%
医療関連事業 建設関連事業	株式会社麻生	医療関連事業、建設コンサルティング事業、環境関連事業、不動産事業	3,580	(58.12%)

[出所]会社資料等よりJPR作成

3. GCC経営™の視点による価値創造ストーリーと評価

Growth

概念デザイン

進捗状況：90%

実装デザイン

進捗状況：50%

実績への反映の
進捗状況：30%

安全・安心な国土造りに貢献する会社

概念デザイン：非都市部土木と都市土木による都市デザインの提案

日本では地震や台風・豪雨などによる甚大な災害が頻発しており、建設業界には国土強靱化、および減災化への対応が求められている。また、地球規模で見ても気候変動の要因とされる温暖化対策のためのエネルギー変換とCO2削減や環境汚染対策のための産業廃棄物抑制や、脱プラスチックなど喫緊の課題が山積している。

こうした課題に対して、非都市部土木と都市土木による災害に強い国土づくりと、従来の技術・工法の環境負荷を評価してより負荷を低減できる技術の開発とその適用に努めることで、人命及び財産が奪われない安全・安心な国土造りに貢献していく。

建設市場の動向

建設市場は、主に政府支出による公共事業により安定して成長している。この中でも維持補修工事市場は、インフラ更新期の到来と自然災害への対応のため成長市場として注目されている。しかし、人口減少を鑑みると、地域によっては維持補修でなくインフラ再構築が求められる可能性もあると言えよう。このため、M&Aを含めた周辺事業への投資により、自然復元能力を含む都市全体のデザイン能力を強化することにより、さらなるシェア拡大が可能と考えられる。

実装デザイン：ダム事業で培った技術を原点に展開

創業以来、ダム事業で培った技術を原点に地下の建設サービスを展開していく。主力の公共事業土木は当面安定した事業量が見込めるが、国の財政状況を鑑みれば長期的には縮小傾向のため、まだ伸ばせる余地が大きい都市土木事業の拡大を図る。ほぼ独占状態にあるダム事業で発生したキャッシュを活用すれば、山間での工事と異なり埋設物や車の多い都市での工事に必要な設備と技術者の獲得が可能と考えられる。具体的な成長性としては、技術者と担い手の施工体制の制限から、3ヶ年中期経営計画毎の事業量は5～7%の成長が見込まれる。

実績：法面工事とダム基礎工事ではTOPシェアを獲得

日特はこれまで、関係企業と災害協定を締結して、災害復旧事業に積極的に参画してきた。専門工事の中でも法面工事とダム基礎工事ではTOPシェアを確保しており、ライバル他社に十分勝機がある状況だが、生産性の高い地盤改良工事では他社に先を越されており今後の成長に注力している。

Connection

概念デザイン

進捗状況：90%

実装デザイン

進捗状況：70%

実績への反映の

進捗状況：50%

優位性を最大限に発揮する3要素のつながりの強化

概念デザイン：技術提案力・営業渉外力・施工実現力の強化

今後市場が広がる補修工事市場では、独自の材料を保有している会社が有利な状況であり、この点での競争力は一部を除き各社横並びの状況にある。一方で、すべての工事において、技術提案力・営業渉外力・施工実現力が相互にうまくかみ合えばリピーターの創生につながり事業が継続する。このため、既存の弱みの克服と強みの強化を進めつつ、特にこれら3点の並行した強化を図る。

実装デザイン：ITとヒトへの投資による収益性向上

土木建設は労働集約的であり、現場での作業が大前提となる。ICT技術・XR技術などを活用した業務を現場以外で行えるシステム構築による仕事のやり方変革や、担い手不足に対応する自動化・省力化技術の開発、システム導入による業務整理により、社員間コミュニケーション強化、就労改革の推進を進めている。これらにより、包括的な若手技術者の教育とベテラン技術者のモチベーション保持を図り、全国各拠点での売上を拡大することでコストの圧縮を実現していく。

活用していく強み

- ・ダム事業で培った「掘る」技術と「圧送」する技術により顧客対応力
- ・全国に張り巡らせた営業ネットワークによる機動的な顧客対応体制
- ・土木技術に地質のノウハウを付加した高い技術サービス
- ・上記による災害に対する迅速な対応ができる体制（災害協定）
- ・目標に向かって地道にコツコツ努力する実直な社員の気質
- ・地元に根付いた建設会社を主体に一千社を超す顧客基盤

今後取り組みを進める事項

- ・機材センターの設備や機能と技術者への投資による都市土木の拡大
- ・グローバル展開を視野に入れた非都市+都市土木の総合力強化
- ・オリジナルの材料開発によるブランド確立と商社機能強化
- ・中堅技術者が少なく若手・高齢の技術者が多い年齢構成改善

実績：中期経営計画2020の達成

中期経営計画2020では、重点施策「働き方改革の実現を軸に働き手の確保と生産性の向上を図ると共に、顧客信頼を確保し、市場の期待に応え事業拡大を図る。同時に長期的な建設市場の変化を見据え、維持補修分野における技術力・営業力を強化し、優位性のある技術開発でシェアの拡大を目指す。」に取り組んだ。これにより課題「人的資源の確保と育成」「生産性の向上」「法面補修技術の開発」「新しい分野への挑戦」の解決図った。この結果、各種経営目標・指標を達成した。

Confidence

現状の安定性は
90%

社会的貢献性は
90%

グリーンな土木工事による高い財務安定性と社会貢献性

財務安定性：安定した土木建設業で参入障壁がより強固に

日特は、ニーズの絶えない土木建設業の中でも、特に安定した公共土木事業を主力としているため収益は安定している。また、法面工事とダム基礎工事ではTOPシェアを獲得しており、両者において担い手を絶やさず技術を継承していくポジションにある。このため現状での参入障壁も非常に高く、都市土木が拡大し自然の復元を含めた都市デザイン能力を獲得すれば、参入障壁はさらに強固になると考えられる。

社会貢献性：環境に配慮しつつ国土強靱化へ貢献する事業

安心安全な国土づくりに貢献

日特はこれまで、東日本大震災や熊本地震、北海道胆振東部地震等の災害復旧工事を手掛けるほか、防災減災工事を担当しており、この際、災害時に避難者に向けて寄付などを通じて支援してきた。

環境・防災工事を主力とした基礎工事のエキスパートである日特の事業は、地震、台風、豪雨などの自然災害から国土を守る安心安全な国土づくりに貢献する。長期的には、建設市場に到来する本格的な維持補修時代への対応を進めていることから、国土づくりだけでなく災害に強いインフラ街づくりの基盤構築とその維持補修に貢献していくことが期待される。

また、文化財周辺斜面での防災対策を行うことにより、将来的な文化の発展にも寄与している。

環境に配慮した工法の取り入れ

日特は、各種工事に対して、カエルドグリーン工法・ジオファイバー工法・New スリーブ工法を取り入れることで、直接的なCO2発生の抑制や資材削減・緑化促進によるCO2削減に貢献している。特に、カエルドグリーン工法は、沖縄県与那国島での工事における、貴重な生態系や自然環境の保全という課題に対応する点で採用されており、他地域への広がりも期待される。

4.2023年3月期業績概要

決算概要

受注高増と施工促進で売上成長
12.3%

売上増加による販管費率圧縮と原価低減により利益率向上

全体の概況

受注高、売上高

受注高は、基礎・地盤改良工事が31,263百万円（YoY+27.8%）と好調に推移し、また法面工事は地盤改良工事に注力したため、やや減少するも33,397百万円（同-5.9%）と高水準を維持した結果、75,003百万円（同+4.7%）となった。売上高は受注高増に加え、国内民間事業と海外事業の大工事の増加及び施工促進に努めた結果72,918百万円（同+10.4%）となった。

損益

新営業管理システムの導入、工事管理システムの刷新、新基幹システムの償却費、コロナ禍で自粛していた活動の再開などにより、販管費が前年同四半期比で621百万円増加したが、売上高の増加や原価低減により、営業利益は5,451百万円（YoY+20.5%）、経常利益は5,462百万円（同+18.1%）、親会社株主に帰属する当期純利益は3,526百万円（同+5.9%）となった。

中期経営計画2023の策定

事業戦略

「人的資本の確保と育成」「生産性の向上」「安全衛生・品質管理の強化」「サステナビリティ経営の推進」「新分野への挑戦」に取り組み、前中期経営計画期間実績の5%成長に当たる連結営業利益（3年間計）161億円を実現し、得られた利益により継続的な投資を行い、企業価値の持続的な成長を目指す。

経営目標・目標指標

営業面 2025年度	地盤改良工事の拡大	受注高・完工高	230億円
	民間受注の拡大	受注高	230億円
	構造物補修工事の拡大	受注高	100億円
	施行の平準化	上期施行高	構成比50%
業績面	営業利益	3カ年平均	54億円以上
	営業利益率	3カ年平均	7.4%以上
財務面 2025年度	PBR		1.3倍以上
	ROIC		10%以上
	EBITDA	3カ年平均	61億円
株主還元	前年度実績を下回らない配当を目指す		

[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。

5.参考資料:財務モデルの詳細

実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細

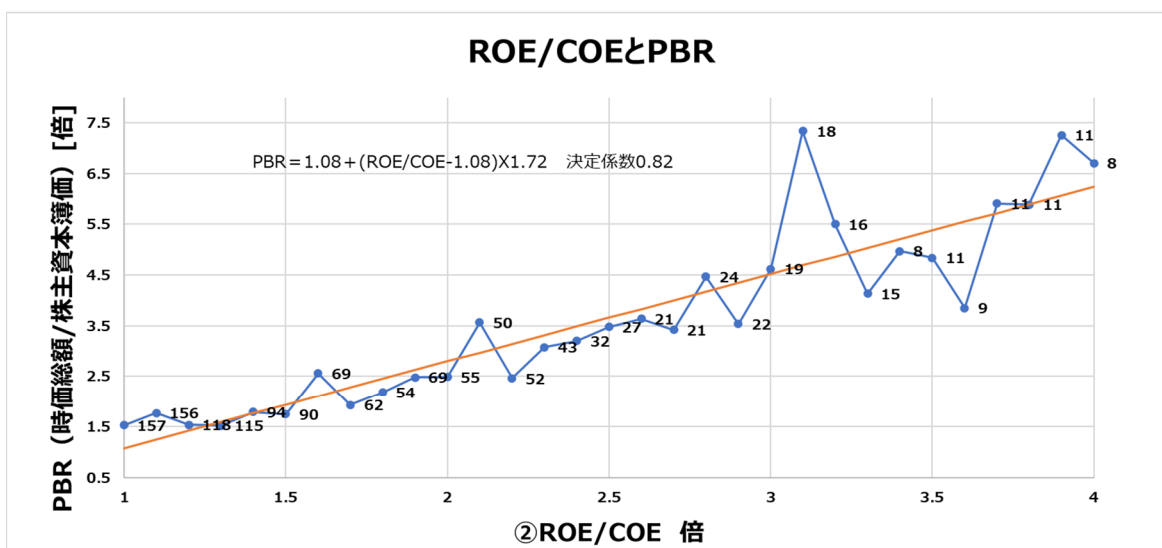
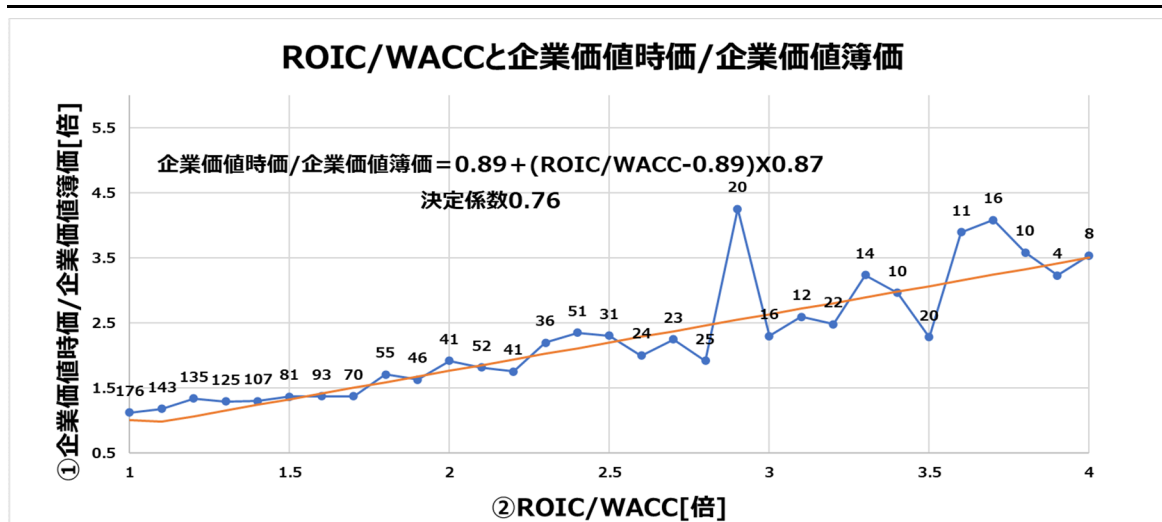
[単位:百万円]	会社計画 JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想
FY	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03	2034.03
PL											
売上高	71,200	72,838	74,659	78,765	83,491	87,665	91,610	95,275	98,133	100,095	101,096
売上原価	57,837	58,962	60,436	63,760	67,586	70,965	74,158	77,125	79,438	81,027	81,838
販売管理費	8,333	8,447	8,573	8,853	9,168	9,440	9,693	9,924	10,101	10,222	10,283
EBITDA	5,733	6,151	6,429	6,981	7,397	7,769	8,114	8,424	8,665	8,830	8,914
減価償却費合計	703	723	780	829	876	922	959	983	1,000	1,013	1,018
営業利益	5,030	5,429	5,649	6,152	6,521	6,847	7,155	7,441	7,664	7,818	7,896
支払利息	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他営業外収益	20	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
経常利益	5,050	5,419	5,639	6,152	6,521	6,847	7,155	7,441	7,664	7,818	7,896
特別損益	70	350	350	0	0	0	0	0	0	0	0
法人税等	1,770	1,782	1,851	1,901	2,015	2,116	2,211	2,299	2,368	2,416	2,440
親会社株主に係る包括利益	3,350	3,636	3,789	4,251	4,506	4,731	4,944	5,142	5,296	5,402	5,456
期首発行済株式数(千株)	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708
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)	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708	41,708
EPS(円)	80.32	87.18	90.84	101.92	108.03	113.43	118.54	123.28	126.98	129.52	130.81
配当	47	51	53	60	63	66	69	72	74	76	77
配当支払い額	1,960	2,127	2,211	2,503	2,628	2,753	2,878	3,003	3,086	3,170	3,212
内部留保	1,390	1,509	1,578	1,748	1,878	1,978	2,066	2,139	2,210	2,232	2,244
BS											
手元流動性	9,105	9,332	9,846	10,436	10,958	11,451	11,909	12,267	12,512	12,637	12,637
運転資本	23,502	24,090	25,415	26,940	28,287	29,560	30,742	31,664	32,298	32,621	32,621
償却対象有形固定資産	3,178	3,400	3,621	3,838	4,050	4,252	4,380	4,467	4,534	4,580	4,580
投資有価証券	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040	1,040
その他資産	6,260	6,367	6,665	7,010	7,303	7,571	7,811	7,980	8,074	8,088	8,088
総資産	54,580	56,512	59,045	61,892	64,742	67,637	70,556	73,359	76,026	78,491	80,735
有利負債以外の流動負債	16,940	17,363	18,318	19,417	20,388	21,306	22,158	22,823	23,279	23,512	23,512
短期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	4,123	4,123	4,123	4,123	4,123	4,123	4,123	4,123	4,123	4,123	4,123
資本金等	7,805	7,805	7,805	7,805	7,805	7,805	7,805	7,805	7,805	7,805	7,805
内部留保等	25,712	27,221	28,799	30,547	32,425	34,404	36,470	38,609	40,818	43,051	45,295
純資産・負債	54,580	56,512	59,045	61,892	64,742	67,637	70,556	73,359	76,026	78,491	80,735
CF											
手元流動性	▲205	▲228	▲513	▲591	▲522	▲493	▲458	▲357	▲245	▲125	0
運転資本	▲528	▲588	▲1,325	▲1,525	▲1,347	▲1,273	▲1,182	▲922	▲633	▲323	0
有利負債以外の流動負債	381	423	955	1,099	971	917	852	665	456	233	0
有形固定資産投資	▲662	▲945	▲1,001	▲1,046	▲1,088	▲1,125	▲1,087	▲1,071	▲1,058	▲1,058	▲1,018
有形固定資産償却	703	723	780	829	876	922	959	983	1,000	1,013	1,018
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	▲141	▲107	▲298	▲345	▲293	▲268	▲240	▲170	▲94	▲14	0
内部留保等	1,390	1,509	1,578	1,748	1,878	1,978	2,066	2,139	2,210	2,232	2,244
営業CF	938	788	176	170	477	659	910	1,267	1,627	1,957	2,244
短期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
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	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
余剰現金増減	938	788	176	170	477	659	910	1,267	1,627	1,957	2,244
KPI											
期首投下資本売上高比	34.6%	34.5%	34.6%	34.6%	34.5%	34.5%	34.4%	34.3%	34.2%	34.1%	34.0%
期首投下資本	24,653	25,105	25,826	27,228	28,807	30,209	31,528	32,684	33,556	34,138	34,413
売上高成長率	-2.4%	2.3%	2.5%	5.5%	6.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
NOPAT	3,476	3,751	3,904	4,251	4,506	4,731	4,944	5,142	5,296	5,402	5,456
ROIC	14.1%	14.9%	15.1%	15.6%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%	15.8%	15.8%	15.9%
運転資本日商比(日)	118	118	118	118	118	118	118	118	118	118	118
売上原価率	81.23%	80.95%	80.95%	80.95%	80.95%	80.95%	80.95%	80.95%	80.95%	80.95%	80.95%
販管費率	11.70%	11.60%	11.48%	11.24%	11.24%	11.24%	11.24%	11.24%	11.24%	11.24%	11.24%
営業利益率	7.06%	7.45%	7.57%	7.81%	7.81%	7.81%	7.81%	7.81%	7.81%	7.81%	7.81%
有利負債以外の流動負債日商比(日)	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
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	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
長期借入金金利	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
配当性向	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%	58.5%
グロスDELシオ	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ネットDELシオ	-61.5%	-61.7%	-60.9%	-60.1%	-59.8%	-59.7%	-60.0%	-60.8%	-61.9%	-63.2%	-64.8%
有形固定資産減価償却費率	19.8%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
WACC	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
ROIC-WACC	8.3%	9.1%	9.3%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0%	10.0%
超過利潤=(ROIC-WACC) ×期首投下資本	2,036	2,285	2,395	2,661	2,824	2,967	3,103	3,233	3,336	3,408	3,446
超過利潤の永久価値	34,863	39,127	41,018	45,560	48,348	50,804	53,131	55,361	57,131	58,362	59,012
成長価値の各年度末時点での 推計値		4,264	1,891	4,542	2,789	2,456	2,326	2,231	1,769	1,231	650
現在価値ファクター	94%	89%	84%	80%	75%	71%	67%	64%	60%	57%	54%

[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。

6.参考資料：ROIC/WACCにと企業価値の関係

ROIC/WACCと企業価値の関係



[出所]JPR、FactSet2023年6月1日終値ベース。巻末資料の定義に基づき、企業価値簿価は投下資本+非事業資産+株主資本簿価、企業価値時価は投下資本+非事業資産+株式時価総額で計算。ROIC/WACCについて、0.95~1.05倍（中央値1倍）から0.1刻みで3.95~4.05倍（中央値4倍）に分類される会社について、それぞれの分類ごとの企業価値時価/企業価値簿価、PBRに平均値を計算し、ROIC/WACCの中央値との関係を回帰分析をおこなって算出。対象企業は1,492社。なお、金融・証券・保険は除いて計算。

[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

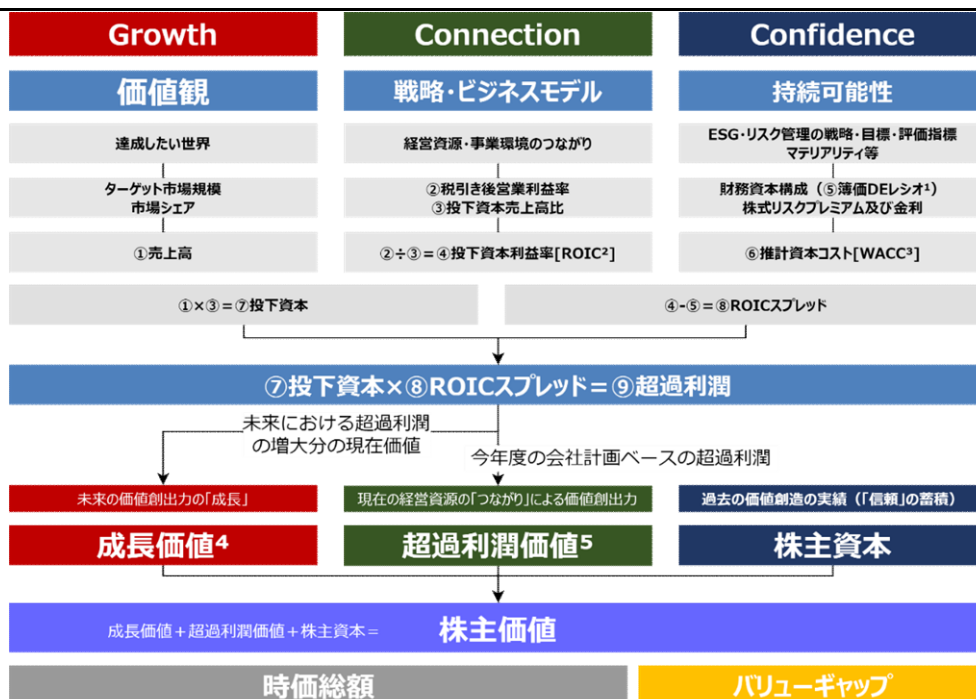
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュエギャップを可
視化

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年までの未来累積値。 5. 超過利潤価値 = 今期会社計画に基づく超過利潤の永久価値、今期会社計画、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。

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

「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%
財務安定性 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化などによる、景気変動や季節変動などの変動リスクがすくなく、資本負債構成が最適化されているという視点で5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
社会貢献性 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たに作る必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

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

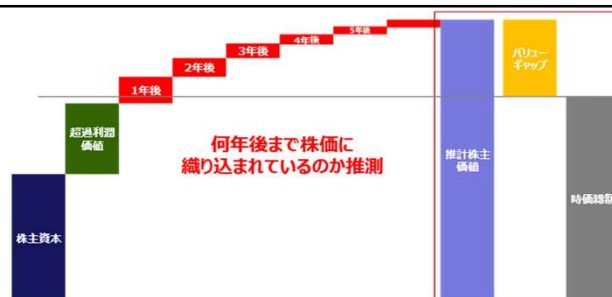
巻末資料2.超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、小さければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計、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的一次回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分

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

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

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