

株価評価報告書

××××年××月××日

事務所

士

××××年××月××日

株価評価報告書

××××××××××
××××××殿

×××××事務所
××××××

拝啓 時下益々ご清祥のこととお慶び申し上げます。

さて、弊事務所は、貴社のご依頼により、評価対象会社である××××××の普通株式の株価評価を行いましたので、その結果についてご報告申し上げます。

敬具

評価報告書目次

1. 評価の対象、目的及び限定事項

- 1 - 1. 評価の対象
- 1 - 2. 評価の目的
- 1 - 3. 評価基準日
- 1 - 4. 評価にあたって使用した資料等
- 1 - 5. 業務受託の前提及び責任の限定について

2. 評価結果

- 2 - 1. 結論
- 2 - 2. 評価方法について
 - (1) 評価アプローチと評価方法について
 - インカム・アプローチ
 - マーケット・アプローチ
 - ネットアセット・アプローチ
 - (2) 評価アプローチの一般的な特徴について
 - (3) 評価アプローチ及び評価方法の選定及び選定理由について

3. 株価評価過程

- 3 - 1. DCF法とは
- 3 - 2. DCF法による評価の計算方法と手順及び必要なパラメータについて
 - (1) 算定方法について
 - (2) 算定手順について
- 3 - 3. DCF法に基づく株価評価
 - (1) DCF法に基づく企業価値の算定
 - 予測期間のFCFの推計
 - 加重平均資本コスト(WACC)の算出
 - 予測期間のFCFの現在価値の算定
 - 予測期間後の継続価値の算定
 - DCF法に基づく企業価値の算定
 - (2) DCF法に基づく株主資本価値の算定
 - (3) DCF法に基づく株価の算定

1. 評価の対象、目的及び限定事項

1 - 1. 評価の対象

(以下、評価対象会社)の普通株式株価評価

1 - 2. 評価の目的

適正な価格で評価対象会社の既発行普通株式を売買するため、報告書作成時点における評価対象会社の普通株式株価を算定し、その結果を報告すること。

(注)本報告書では、評価対象会社が作成した中期利益計画及び設備投資計画を基礎として普通株式株価評価を行っております。したがって、評価対象会社と売買当事者などの利害関係者間で利益計画等の妥当性について合意されていることが株価算定の妥当性の前提となっております。また、当該株価は上記のような前提の上で算定された価格であるため、評価対象会社の絶対的な価値を表すものではなく、売買検討にあたっての基準を示すものであります。

1 - 3. 評価基準日

XXXX 年 XX 月末

1 - 4. 評価にあたって使用した評価対象会社から提出を受けた資料

- ・評価対象会社の XXXX - 3 年 XX 月期 ~ XXXX 年 XX 月期の計算書類
- ・評価対象会社の XXXX + 1 年 XX 月期 ~ XXXX + 3 年 XX 月期の中期利益計画
- ・評価対象会社の XXXX + 1 年 XX 月期 ~ XXXX + 3 年 XX 月期の設備投資計画

1 - 5. 業務受託の前提及び責任の限定について

評価に使用した資料の正当性に関する作成者責任は弊事務所にはありません。したがって、提出を受けた資料の正当性に関する第三者からの損害賠償請求については、弊事務所は一切の責任を負う事は出来ません。

株価評価業務は保証業務ではないため、弊事務所は本評価報告書の結論について信頼性の保証を行うものではありません。

評価者である弊事務所は貴社との間に報告書作成日現在において、利害関係はありません。

また、評価業務報酬は成功報酬ではなく、評価者である弊事務所は今回の株式売買取引が成立するか否かについても、利害関係はありません。

2. 評価結果

2 - 1. 結論

評価対象会社の1株あたり普通株式株価評価額は、DCF法によると *KKKKK 円*と評価される。

2 - 2. 評価方法について

(1) 評価アプローチと評価方法について

インカム・アプローチ

インカム・アプローチは評価対象会社から期待される利益又はキャッシュフロー(CF)に基づいて企業価値を評価する方法である。将来の収益獲得能力を企業価値に反映させやすいアプローチと言われ、評価対象会社の固有の価値を示しやすいアプローチと言われる。一定時点の評価ではなく、将来の利益獲得能力を反映する評価であることから、動的な評価アプローチと言われる。

継続企業を前提とした場合の価値評価には理論的に優れたアプローチである。

インカム・アプローチによる評価方法には下記のものがある。

- ・DCF法(ディスカунテッド・キャッシュフロー法)
- ・収益還元法
- ・配当還元法

近年では、継続企業の企業価値評価においては、DCF法が理論的に最も正しいとされ、実務的にも当該方法によって評価することが主流となりつつある。

マーケット・アプローチ

マーケット・アプローチは上場している類似会社や類似業種又は類似取引事例等と比較することによって相対的に企業価値を評価するアプローチである。比較対象とする会社株価や取引事例は当該会社や事業の継続価値と考えられ、それと比較して評価された対象会社の価値も将来価値を含んだ継続価値となり、動的な評価アプローチである。

マーケット・アプローチによる評価方法には下記のものがある。

- ・市場株価法
- ・類似公開会社法
- ・取引事例法

ネットアセット・アプローチ

ネットアセット・アプローチは、会社の貸借対照表上の純資産に着目したアプローチであり、一定時点の純資産を基に評価する事から、静的なアプローチである。

ネットアセット・アプローチによる評価方法には下記のものがある。

- ・簿価純資産法

・時価純資産法

(2) 評価アプローチの一般的な特徴について

下記は各評価アプローチ及び評価方法を選定するにあたり、ポイントとなると思われる各アプローチの特徴である。

項目	インカム	マーケット	ネットアセット
客観性			
市場での取引環境の反映			
将来の収益獲得能力の反映			
固有の性質の反映			

:優れている :やや優れている :問題となるケースもある

(出典:企業価値評価ガイドライン(増補版) 日本公認会計士協会編 35 頁)

(3) 評価アプローチ及び評価方法の選定及び選定理由について

(1)、(2)に記述の通り、企業価値評価、株価評価のアプローチと評価方法には様々な種類があり、又二つ以上の評価方法によって評価し、併用したり折衷したりする総合評価の方法もある。

今回の評価対象会社の評価アプローチ及び評価方法を選定するにあたり、当該会社がどのようなステージにあるのか、継続企業の前提に疑義がないか、貸借対照表に計上されていない知的財産等に基づく超過収益力をもつ企業であるのか否か、はたまた類似上場会社が存在しないような新規性のあるビジネスを主力事業としているのか否か、等々を留意した上で本件株価評価においては、以下の理由により、インカム・アプローチに属する DCF 法によって評価する事とした。

評価対象会社は中期的に株式上場を志向しており、取引当事者は評価対象会社の現時点での解散価値ではなく、将来価値を含んだ継続価値を評価しているものと考えられ、評価対象会社の将来の収益獲得能力を適正に評価しえないアプローチ即ちネットアセット・アプローチは採用出来ないと判断した。

また、評価対象会社は株式上場を志向しているとは言え、具体的な上場までの道筋が明確にはなっていない段階であり、かつその利益水準も上場企業のそれとは大幅にマイナス乖離があるため、類似上場企業等との比較において評価を行うマーケット・アプローチも採用出来ないと判断した。

取引当事者が評価対象会社の立案している中期利益計画について合意をしている事を前提にすれば、前述(2)にあるようなインカム・アプローチの他のアプローチに対する客観性項目の劣位についても、カバー出来ていると判断し、将来の成長可能性を評価に含められ、かつ評価対象会社の固有の性質も反映出来るインカム・アプローチを採用すべきという結論に達し、当該アプローチによる評価方法の中で最も理論的であると言われている DCF 法による単独法によって株価評価を行う事とした。

3. 株価評価過程

3 - 1. DCF法とは

DCF法は、会社が将来獲得するであろうフリーキャッシュフロー(FCF)を加重平均資本コスト(WACC)で除して現在価値に置き換え、その1株当たりの価値を算出する方法である。

会計上の利益を割引率で除して算出する収益還元法と考え方が近似するが、会計上の利益が内包する諸問題(棚卸資産の評価方法、減価償却の方法など会計方針の違い)に影響を受けやすい、 減価償却費、各種引当金など実際には現金支出を伴わないものを費用として扱い導き出されている、 基本的に発生主義会計によって算出された数値であり、利益として計上する時期とそれが実際の現金収入となる時期にズレが生じる、など)を考慮し、当該決算期における実際の現金収入(事業価値)を端的に表すキャッシュフローを用いたのがDCF法である。

DCF法においては資本コストが評価額を決する大きなポイントとなる。資本コストは投資期待収益率にあたるが、過去の市場価格の動きや当該企業のリスク度合い()から導出した株主資本コストと負債コストの加重平均資本コスト(WACC)が使用されることが多い。

3 - 2. DCF 法による評価の計算方法と手順及び必要なパラメータについて

(1) 算定方法について

DCF 法に基づく株価=DCF 法に基づいて算定された株主価値 ÷ 発行済株式数 × (1 - 流動性ディスカウント率)

DCF 法に基づいて算定された株主価値=DCF 法に基づいて算定された企業価値 - 負債の価値 + 非事業用資産の価値

DCF 法に基づいて算定された企業価値=予測期間の FCF の現在価値+予測期間後の継続価値
ここでいう継続価値とは、予測期間後も予測期間最終年度の FCF がある一定の成長率で永久に継続し続ける事を仮定して各年度の FCF を算出し、その FCF を各年度毎に現在価値に割り引いた価値の総計

(2) 算定手順について

算定手順は上述(1)の の順番に行う。算定に必要な主な変数情報(パラメーター)としては下記がある。

1. 予測期間の FCF
2. 加重平均資本コスト
3. 永久成長率
4. 流動性ディスカウント率

3 - 3. DCF 法に基づく株価評価

(1) DCF 法に基づく企業価値の算定

予測期間の FCF の推計

評価対象会社が立案している今後3期間の中期利益計画及び設備投資計画は以下の通りであり、FCFはこの利益計画と設備投資計画及び直前期であるXXXX年XX月期の税務上の繰越欠損金の額、当該期の売掛債権回転期間及び買掛債務回転期間から推計した。

中期利益計画

(単位:千円)

決算期	XXXX+1年XX月	XXXX+2年XX月	XXXX+3年XX月
売上			
売上原価			
売上総利益			
販管費			
営業利益			
減価償却費			

中期設備投資計画

(単位:千円)

決算期	XXXX+1年XX月	XXXX+2年XX月	XXXX+3年XX月
設備投資金額			

XXXX年XX月期の繰越欠損金及び回転期間

繰越欠損金	売上債権回転期間	仕入債務回転期間
千円	カ月	カ月

FCFの算定結果

(単位:千円)

決算期	XXXX+1年XX月	XXXX+2年XX月	XXXX+3年XX月
営業利益			
法人税等			
減価償却費			
設備投資			
運転資本増減			
FCF			

(注)FCF = 営業利益 - 営業利益に対する法人税等 + 減価償却費 - 設備投資 + - 運転資本増減
 ・営業利益は評価対象会社作成の中期利益計画の営業利益の数値をそのまま用いた。

・法人税等については、営業利益に実効税率(41%)を乗じて算出した。ただし、XXXX年XX月期の

繰越欠損金の控除による税額計算を行った。

・減価償却費は評価対象会社の中期利益計画の減価償却費をそのまま用いた。

・運転資本増減については、評価対象会社の XXXX 年 XX 月期の売上債権回転期間と仕入債務回転期間及び XXXX 年 XX 月期末の売掛金及び買掛金残高から下記のように算出した。

運転資本

	XXXX 年 XX 月	XXXX+1 年 XX 月	XXXX+2 年 XX 月	XXXX+3 年 XX 月
売掛金				
買掛金				
運転資本				
運転資本増減				

	XXXX 年 XX 月	XXXX+1 年 XX 月	XXXX+2 年 XX 月	XXXX+3 年 XX 月
売上債権				
売上				
売上 / 12				
売上債権回転期間				
仕入債務				
売上原価				
売上原価 / 12				
仕入債務回転期間				

(注) XXXX + 1 年 XX 月期 ~ XXXX + 3 年 XX 月期の売掛金及び買掛金残高は XXXX 年 XX 月期の同回転期間と各年度の月平均売上及び月平均原価から予測した。

運転資本 = 売上債権(売掛金) - 仕入債務(買掛金)

運転資本増減 = 前期末運転資本残高 - 当期末運転資本残高

加重平均資本コスト(WACC)の算出

FCF を現在価値に割引く割引率は、加重平均資本コスト(WACC)を使用する。

WACC = 株主資本コスト(CAPM) × Eレシオ + 負債利率(R(d)) × (1 - 実効税率(t)) × Dレシオ

株主資本コスト(CAPM) = リスクフリーレート(R(f)) + 株式リスクプレミアム(R(p)) × 株式レバレッジ(relevered)

指標名	使用数値	使用数値として理由とその根拠
リスクフリーレート(R(f))	f%	10年物日本長期国債の 月 日現在利回り。数値はブルームバーグの金利・債券情報から入手した。過去の平均利回りは過去の期待インフレ率によって形成されたものであり、現在の期待インフレ率が反映されないという理論的な問題があるため、過去数年間の平均利回りは使用せず、現在の期待インフレ率が最も反映していると考えられる直近の利回りを採用した。
株式リスクプレミアム(R(p))	p%	投資家の期待する株式に対するリスクプレミアム。過去の企業価値評価の実務及び企業価値評価に関する書籍等から4~6%が妥当な水準であると判断し、p%とした。
株式ベータ(relevered)		TOPIX の変動率に対する株価の乖離度合。評価対象会社は非上場会社であるため、類似公開会社の株式ベータ(levered)の単純平均値を算出し、同類似公開会社の直近四半期決算上の有利子負債残高を加味して資産 (unlevered)を算出。資産 から評価対象会社の将来の資本構成と負債 から評価対象会社の株式ベータ(relevered)を算出した。詳細は後述。
Eレシオ	E	株主資本価値 ÷ (負債価値 + 株主資本価値) 評価対象会社は将来において新規上場によるエクイティファイナンスを予定しているため、後述する類似公開会社の直近四半期末のEレシオを参考にし、1.0とした。
負債利率(R(d))	d%	評価対象会社の XXXX 年 XX 月期の単純平均利率を算定した。
実効税率(t)	t%	評価対象会社の実効税率を計算した。
Dレシオ	1 - E	上記Eレシオから 1 - Eとした。

上記の結果、WACC は下記のように算出された。

$$\text{CAPM} = f\% + p\% \times \text{ } = \text{Y.YYY}\%$$

$$\text{WACC} = \text{CAPMYYYY}\% \times E + d\% \times (1 - t) \times (1 - E)$$

$$= \text{Z.ZZZZ}\%$$

・ 値の算定

項目	類似公開会社 A	類似公開会社 B	類似公開会社 C	類似公開会社 D	類似公開会社 E	単純平均
株式 (levered)(注 1)						
株価(注 2)(円)						
発行済株式数 (注 3)(株)						
株主資本価値 (注 4)(千円)						
有利子負債残高(注 5)(千円)						
企業価値(注 6)(千円)						
D レシオ(注 7)						
E レシオ(注 8)						
資産 (unlevered)(注 9)						
各企業決算数 値使用年度	年 月期	年 月期	年 月期	年 月期	年 月期	

(注 1)各会社の新規上場日から 年 月 日までの週次終値変動率の同期間の TOPIX の週次終値変動率に対する 値を算出した。ヤフーファイナンスから各データを取得して、統計的な処理を行った。

(注 2)各社の直近四半期決算日である 年 月末日の終値

(注 3)各社の直近四半期決算期末の発行済株式数

(注 4)株主資本価値 = 株価 × 発行済株式数

(注 5)各社の直近四半期決算期末の有利子負債残高

(注 6)企業価値 = 株主資本価値 + 有利子負債

(注 7)D レシオ = 有利子負債 ÷ 企業価値

(注 8)E レシオ = 株主資本価値 ÷ 企業価値

(注 9)資産 (unlevered) = 負債 × D レシオ + 株式 × E レシオ
負債 にはマーケットリスクはないもの(負債 はゼロ)として計算した。

類似公開会社の資産 (unlevered) VVVVVVV をそのまま評価対象会社の unlevered と仮定し、この unlevered を評価対象会社の株式 (relevered) に引き直す。

上記(注 9)の算式を負債 ゼロとして修正すると、株式 は下記の算式で求められる。
 株式 (relevered) = (D + E) / E × 資産 (unlevered) = 1 / 1 × VVVVVVV = VVVVVVV

したがって、評価対象会社の株式 (relevered) は VVVVVVV で計算する。

予測期間の FCF の現在価値の算定

	XXXX+1 年 XX 月	XXXX+2 年 XX 月	XXXX+3 年 XX 月	合計
予測期間の FCF 現在価値				

予測期間後の継続価値の算定

XXXX + 3 年 XX 月期の FCF 千円が成長率ゼロで永久に継続すると仮定して、計算すると 千円と算定される。

DCF 法に基づく企業価値の算定

株主価値 = 予測期間 FCF の現在価値 + 予測期間後の継続価値 = + = HHHHH 千円

以上の結果、DCF 法に基づく企業価値は、HHHHH 千円と算定される。

(2) DCF 法に基づく株主資本価値の算定

株主資本価値 = 企業価値 - 負債価値 + 非事業性資産の価値

評価対象会社は XXXX 年 XX 月期末現在において非事業性資産を保有していないため、 で計算された企業価値から XXXX 年 XX 月期末の評価対象会社の有利子負債残高 GGGGG 千円を差し引き、株主資本価値を算定した。

以上の結果、DCF 法に基づく株主資本価値は、JJJJJ 千円と算定される。

(3) DCF 法に基づく株価の算定

株価 = 株主資本価値 ÷ 発行済株式数 × (1 - 流動性ディスカウント率)

非上場会社の株式は上場株式に対して流動性が低いため、一般的に実務上 30%のディスカウントを行っている。本評価においても評価対象会社は非上場会社のため、30%の流動性ディスカウント

を行う。

$$\text{株価} = \text{JJJJJ 千円} \div \text{株} \times (1 - 0.3) = \text{KKKKK 円}$$

以上の結果、DCF法に基づく株価は、KKKKK円であると評価する。