HIBIKI PATH ADVISORS

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

〒136-8671
東京都江東区東砂 2 丁目 14 番 5 号
パラマウントベッドホールディングス株式会社
代表取締役会長　木村 恭介 様
代表取締役社長　木村 友彦 様

私ども、シンガポールベースの機関投資家で、ひびき・パース・アドバイザーズと申します。この度は、一少数株主として取締役会にご検討いただきたい内容を、書簡の形で送付させていただきます。ひびきはバリュー投資家として主に海外や国内の企業年金等の資金を中長期で運用させていただいております。投資先の皆様と真摯な対話を通じて企業価値や株主価値の最大化を「一緒に」実現することを是としております。IR 取材では熊谷様に丁寧に事業の考え方等につき教えていただいており、感謝申し上げます。

さて、私どもは貴社の過去からの事業内容やその成果を様々な角度から分析させていただく中で、貴社株価がその本質的価値に比して非常に低位で推移している状態が慢性化しているものの、企業価値向上の取り組みを着実に実行することで、現在の株価を遥かに超える価値創出が可能であるとの考えに至り、今般保有をさせていただくことと致しました。

貴社は医療・介護用ベッド業界で国内シェア約 7 割と、長期間に亘り、業界の圧倒的 No.1 プレーヤーであり、更にはインドネシアにおいても約 5 割のシェアを有し、中国市場においても着実に売上を伸ばされ、事業の安定性と優位性が非常に秀でていると考えております。また、貴社がビジネスを展開する各国においては、今後益々高齢者人口が増えることが想定され、貴社の高いブランド認知度とも相まって今後の更なる成長も期待でき、且つ、ベッドは人にとってなくてはならないもので、ベッドという製品へのニーズの不変性と非常に社会的意義も高い事業であることを投資家として高く評価させて頂いております。また、2020 年度より純資産配当率（DOE）を配当方針の一つとして追加導入されており、一時的に仮に減益になったとしても配当は減配したくない、といった経営陣の皆様の意志の表れだと認識しており、この点私どものような長期の投資家にとっては大変有難く、この点も評価し投資させて頂いております。

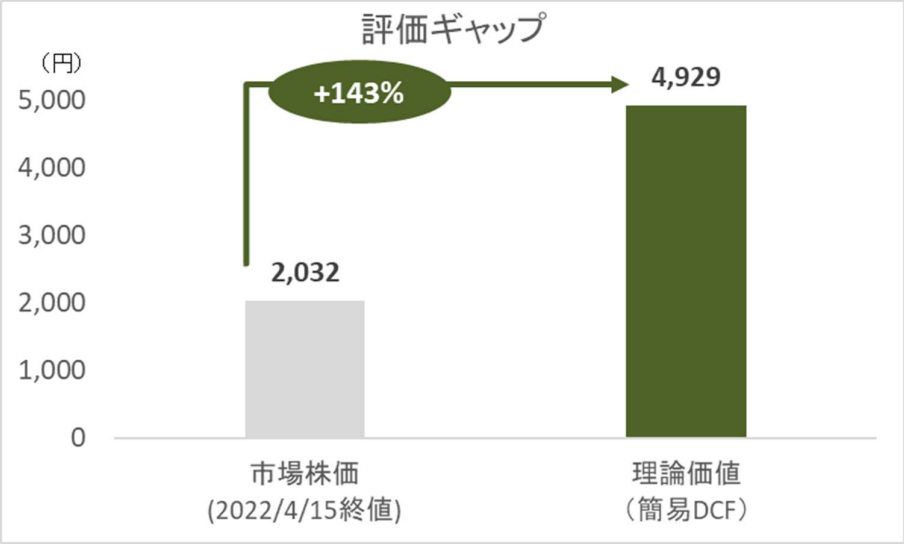
弊社は中長期視点で保有しているため、足元の業績や株価変動には重きを置いておりません。しかしながら、貴社の株価水準を見ますと、残念ながら、投資家は貴社の価値を評価していな

HIBIKI PATH ADVISORS
39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

い模様であり、早期に、そして堅実に、各種取り組みに着手する必要があると考えております。貴社経営陣の皆様は現状の株価について悔しい思いであろうと推察しておりますが、市場からの再評価は、貴社の価値創造に向けた取り組みと、当該取り組みに対する株主の評価が車の両輪の如く相互作用することが必要です。この手紙では、まず私どもが考える貴社の企業価値（理論株価）をご紹介させていただき、貴社の価値が理論的には、これほどまであるということをご認識いただいた上で、次に価値創出に向けて貴社が実行された方が良い取り組みをいくつか紹介させていただきます。

貴社の企業価値評価

まず私どもの考える貴社の株主価値（株式価値）について解説させていただきます。2022 年 4 月 15 日の株価終値 2,032 円を弊社の考える理論株価と比較します。



（出典: 貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki Path Advisors 作成）

私どもの算定では、**<u>現在の株価と貴社の本質的理論株価には実に約 140%（2.4 倍）もの乖離があります。</u>**理論株価は広く一般に企業価値算定に使用される DCF 法を用い、算出しております（詳細な前提数値や計算式等は最終頁の Appendix をご参照下さい。）。

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

先ず、簡易 DCF 法はご存じの通り、将来に亘って事業から創出される各期のフリー・キャッシュ・フロー（“FCF”）を現在の価値に割引き（ディスカウントする）合計することで企業価値を算定する手法です。通常は向こう数年の FCF を見積もり、予想最終年度の年間の FCF に永久成長率を用いて企業価値を試算しますが、私どもの用いる簡易 DCF では企業が「自然体で安定的に創出できる」FCF、成長率、割引率（WACC、加重平均資本コスト）のみに着目し、敢えて簡易に企業価値を試算しております。この方法で前提となる最終年度の FCF は 120 億円、永久成長率は 0%、WACC は 5.4%です。それでは以下に各前提を順番にご説明いたします。

FCF120 億円は、貴社の過去 5 年の FCF の状況を考慮し、貴社の実力であれば自然体で継続的に出せると思われる水準としております。そして FCF の永続成長率を 0%と設定しています。つまり、この前提には貴社の**今後の事業の成長性は全く織り込んでおらず、控え目な前提となっております。**

次に FCF を現在価値に割戻す割引率となる WACC の前提ですが、WACC は借入の調達コスト（負債コスト：金利）と株式市場での調達コスト（株主資本コスト：株主や投資家の期待（要求）リターン）の加重平均により導き出されます。貴社は借入がなく現金超過である為、貴社の WACC は株主資本コストそのものとなります。貴社の株式資本コストは、市場リスクプレミアムの 6%に貴社の市場ベータ値 0.73 を乗じ、市場無リスク金利（1%と仮定します。）を加算した 5.4%となります（弊社試算、Appendix ご参照）。

そして、WACC を用いて現在価値に割り引くと、【計算式 120 億円÷（5.4% - 0%）】により、企業価値は約 2,235 億円となります。さらに算出した企業価値に直近の貸借対照表に計上されているネットキャッシュ（約 630 億円）を加算し、自己株式控除後の発行済株式数で除算すると、理論株価は 4,929 円となり、株価 2,032 円（2022/ 4/15 時点）を驚くほど大きく上回っています。つまり、現状の貴社の PBR は、0.99 倍ですが（2022/4/15 時点）、貴社の事業が全く成長しないと仮定したとしても、理論上では PBR 約 2.5 倍の評価がついても全く不思議ではありません。また、理論的には中長期的に株価は本質的価値（理論株価）に収れんするとも言われています。では、なぜ貴社はこれほどまでにその本来の実力値よりも低く評価されている状況なのでしょうか。私どもの理解では、主に 3 つの要因があると考えております。

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

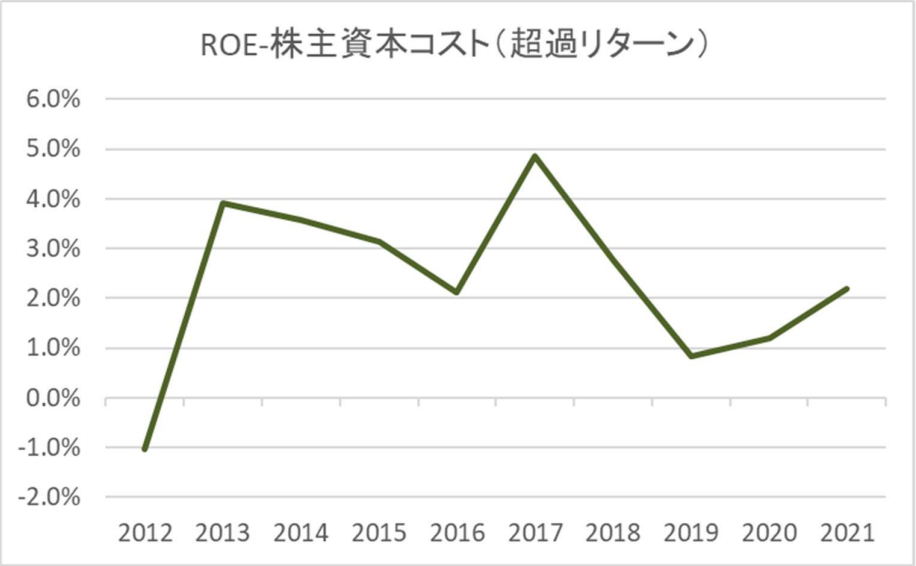
企業価値評価が伴わない要因

1 つ目は、貴社が株主資本コスト（≒株主の要求リターン）を大きく超過する株主資本利益率（ROE）を生み出せておらず、また今後 ROE が悪化することが投資家に懸念されていることです。貴社の PBR 評価は 0.99 倍（2022/4/15 時点）といった状況で、解散価値未満の評価の状態です。貴社の事業内容、業界のポジショニングや今後の成長性などを考慮すると適切とは言えない評価であると私どもは考え投資を実行致しましたが、実は理論的には、残念ながら現状の低い PBR 評価も正当化される状況にあるとも考えられます。統計上、株主資本コスト未満の ROE しか生み出せていない企業の場合、その PBR 評価は 1 倍を割れる傾向にあります。つまり、株主が求めているリターン以上の ROE を生み出せていない企業は、解散し負債を返済し余った資産を株主に返却した方が、事業を継続して営んで頂くよりも良いと資本市場から思われているということも暗示しているということです。

当然、株主にとっては ROE と株主資本コストの差額（ROE-株主資本コスト＝超過リターン）がプラスの方が好ましく、この値が大きければ大きいほど、企業の評価は高くなる傾向にあります（超過リターンの水準と PBR には一定の正の相関関係）。裏返せば、この差額がマイナスであるということは、株主から預かっている資本を経営者が活用した結果、株主が求めているリターンをあげられていないことを意味するため、貴社が保有する資産の価値がディスカウントで評価されることにつながり、それが結果として PBR1 倍未満になるということです。貴社の PBR が過去長期間に亘りたったの 1 倍強、直近では 1 倍割れが生じている要因は、貴社が大きな超過リターンを生み出せていないから、また今後超過リターンさえも生み出せない状況になり得ると投資家が懸念しているからと推察しております。

事実、下図は貴社の超過リターンの過去 10 年の推移ですが、ご覧の通りここ直近では貴社は殆ど超過リターンを生み出せていない状況で（高くても 2%程度）、また貴社の現状の株主還元の水準が継続すると仮定すると、今後益々内部留保が溜まっていき、ROE が損なわれ、結果として超過リターンがマイナスになることが想定されます。

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R



※簡便化のため、超過リターンの試算において、株主資本コストは上述した 5.4%を全期間で使用

（出典: Bloomberg より Hibiki Path Advisors 作成）

2 つ目は、貴社が保有する現預金ないしは今後事業を営む中で稼得される現金の価値が大きくディスカウントされて評価されてしまっていることです。つまり、貸借対照表上の約 700 億円（2021/12/31 時点）の現預金及び有価証券や今後貴社の強力な事業から生まれる FCF の価値が、例えばその額面よりも数十%程度も割引いて評価されてしまっていることも考えられます。日々、経営陣の皆様や従業員の皆様が汗水垂らし一生懸命に働かれた、その果実ともいえる現金が実額よりもディスカウントで評価されてしまっていることについては、経営者の皆様にとっては俄かに信じられないかもしれません。しかしながら、これが実情だと私どもは考えており、実際、一般的に日本企業の現金及び有価証券の価値が約 50%もディスカウントで評価されているといった研究結果もございます（同封参考資料の 7 ページ目ご参照）。

ではなぜこのような事態が生じてしまうのかを、身近な例でご説明いたします。例えば、ある方が銀行預金に 1,000 万円持っているとします。しかし、実はその 1,000 万円は半永久的に引き出せない性質のお金だとした場合、果たしてそれはその方にとって本当に 1,000 万円の価値があるのでしょうか？この問いに対して、恐らくほとんどの方が”No”と答えると思います。企業に投資する株主も全く同じで、本来株主に帰属する（貴社の場合借入もありませんので）はずの現預金及び有価証券ならびに事業から将来稼得される FCF が、十分に株主に還元されない場合、どうしてもその価値を実額よりもディスカウントして評価せざるを得ないということでございます。これが、上述させて頂いた、多くの投資家が企業の現預金及び有価証券の価値を割

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

り引いて評価している一つの理由です。貴社のように、どれほど魅力的で社会的にも意義のある事業を営んでいたとしても、その事業から創出される果実であるキャッシュが十分に最終受益者である株主に共有されるという安心感がなければ、投資家/株主にとっては魅力的ではなく低評価を付けざるを得ないのです。

3 つ目は、貴社の中期経営計画や業績予想の出し方が、相当程度保守的な点です。貴社の過去の事業成長性、足元の状況、決算説明会でのご説明や Q&A のやり取り等、諸々の事項に鑑みると、どうしても貴社の業績予想の出し方は、その実力値よりもかなり保守的であるといった結論にならざるを得ませんでした。実際、現行の中期経営計画の 2024 年 3 月期の営業利益 120 億円の目標値に対して、2022 年 3 月期の業績予想数値は営業利益 118 億円となっており、2 年前倒しでほぼ達成されることを見込まれており、この点経営陣の皆様も既にご理解頂いている状況であると推察いたします。

貴社の実力値が正当に評価されていない要因を 3 つ述べさせていただきましたが、では対策としてはどのようなものがあるのでしょうか。恐縮ですが、貴社の現状や業容に鑑み、私どもが特に効果的であると考える、企業価値評価の改善策を 3 つ、以下に提案させて頂きます。是非、早期実行のご検討を貴社の一株主としてお願い申し上げます。

HIBIKI PATH ADVISORS

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

企業価値評価の改善施策

1. **自己株式の取得/増配**
2. **キャッシュ・アロケーション方針の開示**
3. **中期経営計画の上方修正の実施と業績予想の保守的発表の中止**

1. 自己株式の取得/増配

言わずもがなですが、自己株式を取得することにより、ROE が改善され、その結果、上記要因の 1 点目で記載した超過リターンが高くなり、貴社の PBR 評価もそれに伴い改善することが想定されます。また、自己株式の取得は、本質的には自社の株式が割安な際に実施することを検討するべき重要な一つの経営施策ですが、上述のとおり現状の貴社の株価は非常に割安であり、貴社にとっても自社の株式を割安な価格で購入できる絶好のタイミングであると存じます。

裏返せば、現状明らかに割安な貴社の株価に対して経営陣の皆様が何もアクションを取らない場合、実は現状の株価を経営陣の皆様が適当であると認識しているのではないか、などといった憶測が、投資家や株主に広がってしまい、今後も貴社の株価が低迷してしまう恐れもございます。と言いますのも、経営陣の皆様が一番事業に精通しており、投資家がアクセスできない内部情報にもアクセス可能で、誰よりも貴社の事業の価値をご理解されているからです。その皆様が何もアクションを取らない場合、投資家や株主が認知できていない貴社の事業にとってのマイナスの内部情報があるのではないか、などと懸念してしまう恐れもあり、そういった誤解を生じさせないためにも、また貴社の事業価値はもっと高い評価が付けられるべきであると思われるのであれば、是非自己株式の取得を実行頂けますと幸いです。

また、仮に自己株式取得を実行される場合には、その効果を高めるためにも、数%程度の小規模ではなく、大胆にかつ継続的に株価水準と比較しながら、実行して頂きたく存じます。その方がディスカウント評価の解消の効果が高いと思われますし、また、現状の貴社の財務状況ならびに足元の事業環境を考慮したとしても、仮に手元の現金及び有価証券の合計額約 700 億円から貴社の運転資金に相当すると考えられる約 200 億円（貴社の 21 年 3 月期売上の凡そ 3 ヶ

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

月分）を減算した、500 億円を自己株式取得に使用いただいたとしても、貴社の事業継続性や財務健全性を脅かさない状況であると考えております（500 億円の自己株式取得を依頼させて頂いているわけではなく、これほどの財務体力及び株主還元余力が貴社にはあるという一例として挙げております。）。自己株式の取得は、ある種、今後の事業成長性や安定性を経営陣の皆様が資本市場に対して示す一つのツールでもございますので、このような財務状況下で数%程度の小規模の自己株式取得ですと、それこそ、投資家や株主から、「貴社は今後の事業運営にあまり自信がないのではないか？」といったような疑念が生まれる恐れもございます。是非、投資家や株主が驚くくらいの規模での、大胆かつ継続的な自己株式取得の実行をお願いいたします。

尚、貴社が正当に評価されない理由の 2 点目として述べさせていただいた、現預金や FCF の価値が割り引かれて評価されている事象に関しても、解決するのが自己株式の取得ないしは増配です。上述のとおり、貴社の DOE 施策の導入は高く評価させて頂いているものの、事業のビジネスモデルやポジショニング、足元の財務状況や今後稼得される FCF に鑑みると、配当の水準も十分ではないと考えております。これにより、今後も現状の配当水準が継続してしまい十分に貴社の事業価値（≒FCF）が共有されないのであれば、その実力値よりも割り引いて貴社の事業を評価せざるを得ない投資家が多いと推察しますので、是非配当水準の一段の引き上げの検討も合わせてお願いできますと幸いです。こちらも貴社の財務や事業の状況から考えますと、DOE4%程度、つまり一株当たり配当約 80 円（配当総額約 45 億円）を目標値としたとしても、上記試算で使用した安定的に貴社が生み出せると考えられる FCF120 億円に鑑みれば、その 40%程度にすぎず（つまり、DOE4%に設定したとしても今後も現金が積み上がることが想定され）、財務状態は非常に健全なまま事業を今後も営むことができつつ、貴社への評価も改善すると存じます。

2.キャッシュ・アロケーション方針の開示

企業の現預金や将来の FCF の価値がディスカウントで評価されてしまうもう一つの理由として、企業のキャッシュの今後の使用方針が不明確な点も挙げられると考えております。このキャッシュ・アロケーションが不透明な場合、株主にとっては自分たちが経営者に預けている大事な資本がどのように使用される予定なのか分からないため、不安につながります。不安であるならば、本来の実額よりも割り引いてキャッシュを評価せざるを得なくなるということです。

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

どの程度の運転資金が手元に必要なのか、設備投資は幾らなのか、株主還元はどの程度を考えているのか、等の総合的なキャッシュ・アロケーションを開示し、合理的な説明をして頂くことで、投資家や株主は安心し、結果として貴社の企業価値評価は向上すると考えます。是非、貴社の中長期的なキャッシュ・アロケーション方針のご開示もお願い申し上げます。また、同封させて頂いたプレゼンテーション資料の P.5 にご参考となると思われる企業様の事例を拝借し、掲載しておりますので、ご参照頂けますと幸いです。

3. 中期経営計画の上方修正の実施と業績予想の保守的発表の中止

先ず、中期経営計画に関してですが、現行の中計の目標値がほぼ達成される見込みであるにも関わらず、そのまま更新せずにいる場合、1)貴社は資本市場との対話を疎かにしており、株価評価に関心がない、2) 実は今後のビジネス環境は厳しく、そのため上方修正できない状況にあるのではないか、等といった憶測につながり、益々貴社の事業への評価は低迷し続けるリスクがあると感じております。1)は社会の公器である上場会社である以上あってはならないことであり、2)については私どもの調査や貴社への IR 取材を通してそのようなことは無いと考えておりますので、是非、現行中計の上方修正の実施をよろしくお願いいたします。

次に、毎年の貴社の業績予想に関しても、今後はより実態に即した業績予想数値の開示をお願いしたく存じます。貴社は海外でも事業を展開しており、加えて各グループ会社の計数を纏めるなど、複雑さや事業の見通しのしにくさが一定程度あることは承知しております。しかし、そうであれば、業績予想の考え方のポイント、ニュアンス（保守的なのか否か）などを資料に表現して頂くことが重要であると考えております。そうしなければ、投資家や株主は貴社の業績予想がどのような前提に立って作成されたものなのか、保守的なのか楽観的なのかの判断がつかず、発表された数値を額面通りに受けとってしまうリスクがあり、それも貴社の事業が適切に株式市場で評価されていない一因になっていると考えております。是非、今後は、開示資料や決算説明会における表現方法を更に工夫頂き、貴社と投資家・株主との間の情報の非対称性がより緩和されるようにお願い申し上げます。

以上 3 点ご提案申し上げました。尚、私どもは、全ての株主に問うべきと判断した場合は株主提案も辞さない投資家ですが、同時に、不毛な争いに陥るような提案は原則しない方針を持っ

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

ております。今回も現状はこういった提案を株主総会といった場に持ち込むことは企図していないことは明言をさせていただきます。その代わり、株主よりこのような提案があったことを真摯に受け止めていただき、是非とも、木村様や従業員株主、取引先株主含む貴社全ての株主にメリットがあると思われる上記提案を取締役会・経営会議体にてご検討いただき、その経過を適時に開示頂きたくお願い申し上げます。

令和 4 年 4 月 25 日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584
Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

尚、本書簡は弊社のウェブサイト、及びプレスリリース等で開示を行う可能性がございます。

（文責　木村直也　清水雄也）

HIBIKI PATH ADVISORS

39 Temple Street, #02-01 Singapore 058584
Tel. +65-6931-3914; Fax +65-6931-3916
www.hibiki-path-advisors.com
Reg. 201541140R

Appendix：

貴社の企業価値評価における諸前提（Hibiki 社内前提）

	WACC計算		
a	市場無リスク金利		1.0%
b	ベータ値（個別株式の市場に対する相関）		0.73
c	市場リスクプレミアム		6.0%
d	資本コスト (COE)	=a+c*b	5.4%
e	借入コスト (COD)（利息）		2.0%
f	時価総額（百万円）		129,253
g	ネットキャッシュ（百万円）		63,013
h	資本比率		100%
i	税率		32%
j	**WACC**	**=h*d+(1-h)*e*(1-i)**	**5.4%**

	ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法		
k	正常化FCF（百万円）		12,000
j	WACC		5.4%
l	永続成長率		0.0%
m	企業価値（百万円）	=k/(j-l)	223,492
g	ネットキャッシュ（百万円）		63,013
n	株式価値（百万円）	=m+g	286,505
o	自己株控除後株式数（百万株）		58
p	**理論株価（円）**	**n/o**	**4,929**

（出典: 貴社開示資料、Bloomberg により Hibiki Path Advisors 作成）