

〒322-8666

栃木県鹿沼市下日向 700 番地 株式会社ナカニシ 代表取締役社長 中西 英一様 代表取締役副社長 中西 賢介様

貴社株式を、運用顧客口座にて保有しております、シンガポールに拠点を置く機関投資家のひびき・パース・アドバイザーズ代表、清水雄也と申します。本日は、一少数株主として、 ご提言があり、このような書簡を送付させていただきました。

弊社は国内外の年金基金を中心とした長期の資金を運用させて頂いていることから、投資 先企業の選定に際しては「技術・製品・サービスが差別化され長期で競争力を保てること (経済的お堀 economic moat の考え方)」「企業の本源的価値に対して株価が割安であるこ と」「経営陣と建設的な対話ができ、共に価値を高められること」といった要素を多面的に 評価し、日々の値動きや四半期業績に振り回されることなく、中長期の視点で投資を行なっ ております。貴社はこうした基準を十分に満たしており、大変素晴らしい会社と出会えたと 思っております。

貴社は「ダントツの最優良グローバル医療機器メーカー」になることを長期ビジョンに設定されました。海外での売上が全体の8割を占め、海外市場の成長を積極果敢に取り込んでおられる貴社の姿はまさしくグローバル企業と呼ばれるにふさわしく、今となっては当たり前ではない、技術力と製品の質で差別化しジャパン・クォリティを輸出できる製造業の一角としてますます存在感を強めていかれるものと強い期待を抱いております。崇介様がタカラベルモント社とのインタビューでもお話しされていらっしゃるように、創業以来一貫してものづくりにこだわられてきたのみならず、積極的な宣伝活動と海外進出にも注力されてこられたからこそ、今日の発展があるものと受け止めております。貴社のウェブサイトや説明会資料なども大変に洗練されており、ニッポンの製造業の弱点とされてきたデザインに対するこだわりもまた強く感じ取れるところでございます。



さて、これまで着実に長期の視点で業績を拡大してこられた貴社の市場での評価、即ち株価に目を向けるといかがでしょうか。着実な利益の積み重ねにより株主資本が積み上がってきた一方で、その株主資本に対する株価の比率(PBR)は2018年以降低下傾向にあり、足許の水準(2.0x程度)は2017年前後と同等の水準です。



(出所: Bloomberg より Hibiki 作成)

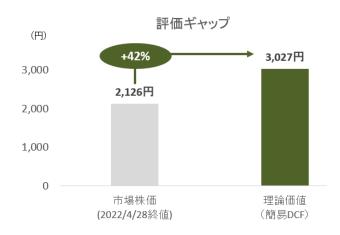
2017年と言えば、新工場 A1 の建設、Integration Diagnostics Sweden や DCI International のグループ入り、そして長期ビジョン「VISION2030」や中期経営計画「NV2025」の公表前のステージです。事業の土台が強化され、実際財務面でも過去最高業績を達成されておられる中、株価がついてきていない状態だと私どもは感じています。

市場評価が割安に放置されているという事実は、弊社のようなバリュー投資家には願ってもない投資のチャンスである一方で、大変もったいないことであるとの思いを新たにしております。今後は皆様と共に貴社の潜在価値をいかにして世に示し、適切な評価を得られるかを模索して参りたく、本書簡では貴社の本源的価値と、資本市場への適切なコミュニケーションにつき私どもの考えを共有させて頂きます。

弊社の考える貴社の本源的価値

ここで私どもの考える貴社株式価値についてご説明させて頂きます。非常に単純な前提を置いた簡易 DCF (割引現在価値) 計算によれば、貴社株価は 3,000 円超となっても全くおかしくないと言える状況にあり、**足許の株価との乖離は 40%超**に至ります。





(出所: Bloomberg より Hibiki 作成。詳細な計算は Appendix. ご参照)

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」フリーキャッシュフロー(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定常 FCF は 90 億円、永久成長率は 1.5%、WACC は 5.8%です。「FCF90 億円」という数字を聞いていかがお感じでしょうか。弊社の見立てでは、より強化された生産能力、より磨きがかかり国際市場に深く認知された製品ブランディング、新たな海外拠点群での販売拡大を加味すれば、全く突っ張っている数値ではないものと推察致しております。

貴社の本源的価値が市場に適正に評価されるために

① ROE 低下への手当て、キャッシュ・アロケーションの開示

貴社のビジネスモデルは非常に強固で高い利益率を誇り、安定したキャッシュフローを生んでいます。純利益からフリーキャッシュフローへの変換率を計算すると、大きな設備投資がなければほとんど 100%であり、驚異的な効率経営の賜物であると認識しております。それでは、このキャッシュの使い道についてはいかがでしょうか。バランスシートには 2021年 12 月末時点で凡そ 360 億円の現預金があり、一方で有利子負債はほとんどゼロの無借金経営状態です。今次の新工場「M1」の建設費用でも 60 億円程度であることを考えると、外部から見ると実は過剰に現預金を抱えているように見えるのも事実です。



ROE と PBR の間には強い相関があることが知られていますが、貴社のバリュエーション低下については、株主資本の増大により、ROE が低下してしまっていることも要因の一つであると見ております。これは、キャッシュフロー創出力の高い企業が、その収益性故に陥る合成の誤謬とも言える状態です。



(出所: Bloomberg より Hibiki 作成)

中期経営計画 NV2025 において売上高 500 億円、営業利益率 28%を掲げておられますが、これは 2021 年 12 月期にコロナ特需があったとはいえ、営業利益にして 140 億円はもうほとんど達成済みの数値です。仮にこの調子で 2025 年まで横ばいであったと仮定した場合どうなるでしょうか。決算資料でお示し頂いている総還元性向 50%を用いた非常に簡単な試算によれば、足許追い風を受けて 12%の ROE が、10%にまで低下していくことになります。

(百万円)					
	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
営業利益	13,750	14,000	14,000	14,000	14,000
<i>法人税率</i>		30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
純利益		9,800	9,800	9,800	9,800
FCF/純利益比率		90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
FCF		8,820	8,820	8,820	8,820
総還元性向		50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
株主還元後CF		4,410	4,410	4,410	4,410
期末現金	36,000	40,410	44,820	49,230	53,640
株主資本	80,000	84,410	88,820	93,230	97,640
ROE		11.9%	11.3%	10.8%	10.3%

(出所:貴社開示情報より Hibiki 作成)



弊社の主張は、いたずらに株主還元を増やして欲しい、というものではありません。そうではなく、キャッシュの使途につき明確なメッセージを打ち出して頂くようお願い致します。 業種は異なりますが、弊社投資先の中にもキャッシュアロケーション・ポリシーを開示して下さる企業様が増えて参りました。末尾 Appendix.にスライド事例を掲載いたしましたので、ご参照頂けますと幸いです。

② プライム市場への速やかな移行

貴社は今次の東証市場再編においてスタンダード市場に移られることを決定されました。 決算説明会でもご説明頂いているように資金調達の必要性、社内体制の構築や開示に係るコストにつき総合的にご勘案されてのことであり、将来のどこかの時点でプライム市場へ移行されるご意向がおありであるものと認識しております。弊社としましても、貴社に是非ともプライム市場への速やかな移行を前向きにご検討いただきたく、改めてお願い申し上げます。

プライム市場は「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場」であり、売上の8割が海外で非常に高い利益率を誇り、海外投資家の保有比率が40%を超える貴社に相応しい市場ではないでしょうか。今回の市場再編は結果として、その多くが旧市場区分からのスライド・現状維持を是認するものであり、経過措置に関してはその期限も厳格に定められないような始末であって、多くの投資家から企業価値向上と世界の投資マネーを集める目的に対し「有効でない」との声が上がっています。逆に、どういう期待があったかという点につき示唆のあるアンケート結果があり、この調査によればプライム市場に相応しい企業の規模は時価総額で2,000億円以上であるとする投資家が50%いたのです。すなわち、おおよそ貴社くらいの規模以上を目安とした500社~300社程度に絞られた上場企業こそが、本当の意味でプライム市場に相応しいとのメッセージであると受け取れます。

■プライム市場は何社が適当か

300社程度(全株式の時価総額4000億円以上)	21%
500社程度(2000億円以上)	50%
1000社程度(500億円以上)	18%
1500社程度(300億円以上)	6%
2000社程度(150億円以上)	2%
その他	4%

■今回の市場再編の評価は

■ 7 回 07 円 20 円 mm 07 計 mm vs	
各市場区分の特徴が明確になり投資しやすくなる	5%
グローバルに通用する企業が明確になり東証の国際化に寄与する	
東証1部の際限ない社数増加を止められたことは評価する	
投資家から見れば実質的には何も変わらない	
プライム市場に基準未適合企業が上場し、かえってわかりにくくなる	23%
その他	2%

(出所:QUICK)



一方で貴社が移行を決められたスタンダード市場の顔ぶれはどうなったのでしょうか。スタンダード市場に上場する企業は約1,400社あり、旧2部+JASDAQスタンダードの計1,100社と、旧1部2,100社のうち300社程度により構成されています。この中で貴社はなんと13位(5月2日時点)に位置しています。

順位	会社名	時価総額(億円)
1	日本オラクル	10,850
2	日本マクドナルド	6,874
3	新生銀行	5,792
4	アコム	5,373
5	大正製薬	4,350
6	東映アニメーション	4,234
7	ワークマン	3,740
8	ハーモニック・ドライブ・システムズ	3,111
9	ダイビル	2,531
10	ウエスト	2,481
11	アンビス	2,360
12	三谷商事	1,987
13	ナカニシ	1,981
14	セリア	1,956
15	ユニバーサルエンターテインメント	1,839

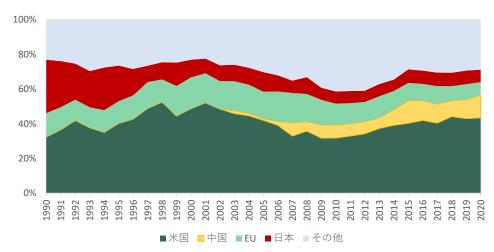
(出所:会社四季報より Hibiki 作成)

上位の顔ぶれを見ていかがお感じでしょうか。日本オラクル、日本マクドナルドなどは言うに及ばず、その他も多くが特定の親会社株主による保有が大きく、テクニカルに流通株式比率が足りないか、あるいは親会社の意向を受けてスタンダード市場を選択したことが窺える企業ばかりです。一方で必ずしも海外売上比率が高かったり、海外投資家の保有比率が高かったりするわけではありません。貴社こそが、プライム市場に相応しい企業の代表格であると考えております。TOPIXの見直しなど、市場の整備にはなお時間を要する状況ではありますが、機先を制してプライム市場へ移行を進めることは市場に対するポジティブなメッセージとなり、後述する海外投資家によるジャパン・パッシングを打ち返す旗印となることと確信しております。



弊社の問題意識

下記、世界の時価総額の推移図をご覧ください。



世界の上場株式時価総額構成比の推移

(出所:世界銀行より Hibiki 作成)

※2019-2020 年の EU は構成国のデータ欠損を市場インデックスの値動きに比例したものと仮定して補った 全期間に一律の為替レートを乗じた米ドル建て換算

ご承知の通り、世界に占める日本企業の存在感はバブル崩壊から一貫して 30 年間、低下の一途を辿っています。世界銀行の統計によれば、東証に上場する企業の時価総額合計は、1990 年には世界全体の 30%を占めていたものの、直近では 7%と、グローバルに投資する投資家から見たら「わざわざリソースを割いてまで調査・分析する価値のない」市場と映っています(私どもの顧客からも同様のニュアンスを感じます)。また、世界的なインフレが進行する中、経済状態・財政状態等の理由で本邦では金利を上げにくいところをヘッジファンド等に見透かされ急速に進行する円安が、この悲しい現実に"激しい"リアリティをもたらしていると言えるでしょう。

こうしたジャパン・パッシングは株式市場に留まりません。

日本のコロナ対策は既に科学的な合理性を欠いた水準の厳しさを維持しており、競って制限を緩和していく諸外国との対比ではまさに「鎖国」の様相を呈しています。企業のガバナンスの変化も遅く、さらに、国境は閉鎖に近い状態である日本に対して「世界は関心を失っ



てしまっている」状態です。金融現象で見ても「円安でも輸出企業の株価が上がらない」のは、日本の経済や市場の根本的な立ち位置が地盤沈下を起こして、外国の投資資金も日本に来ていない現実を物語っています。この深刻な懸念点につき私から 4 月 27 日に岸田首相宛に陳情書(http://www.hibiki-path-advisors.com/message/2022/post-2943/)をお送りしました。

是非とも、貴社のことを真剣に考えている一少数株主よりこのような提言があったことを 真摯に受け止めていただき、経営陣、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、ダントツの最優 良グローバル医療機器メーカーの姿を世界中の投資家にお見せいただきたく心よりお願い申 し上げます。何か、本書簡の内容で不明点あれば、ご遠慮なくお問合せいただければ幸いで す。

以上

2022年5月12日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

代表取締役運用責任者

清水雄也

※尚、本書簡は私どもより公開される可能性がございます。

本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。



Appendix.

m 企業価値(百万円)

o 株式価値(百万円)

q 理論株価(円)

n ネットキャッシュ(百万円)

p 自己株控除後株式数(百万株)

貴社の企業価値評価における諸前提 (Hibiki 社内前提)

	WACC計算		
а	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)		0.80
С	市場リスクプレミアム		6.0%
d	資本コスト (COE)	=a+c*b	5.8%
е	借入コスト (COD) (利息)		2.0%
f	時価総額(百万円)		198,887
g	ネットキャッシュ(百万円)		50,336
h	資本比率		100.0%
i	税率		30.0%
j	WACC	=h*d+(1-h)*e*(1-i)	5.8%
	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)		9,000
j	WACC		5.8%
I	成長率(最終)		1.5%

(出典: 貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki 作成)

=k/(j-1)

o/p

210,472

50,336

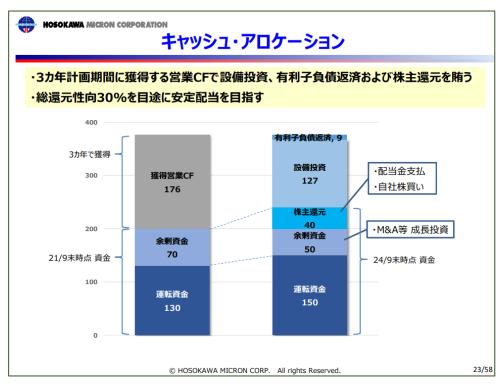
260,808

86.2

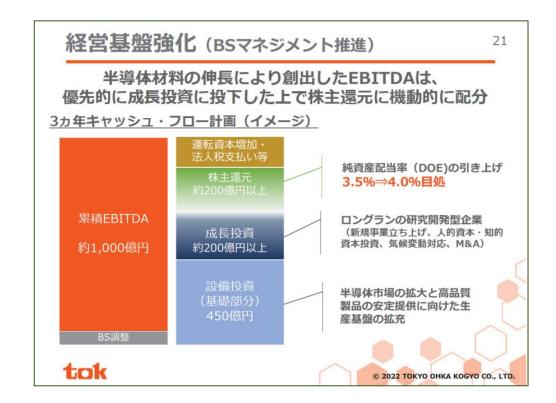
3,027



キャッシュ・アロケーション開示事例



(出所:ホソカワミクロン)



(出所:東京応化工業)