

MARGIN OF SAFETY

BALANCE OF POWER

MANAGEMENT ANALYSIS



# 更なる成長期待とBSマネジメント

2022年11月



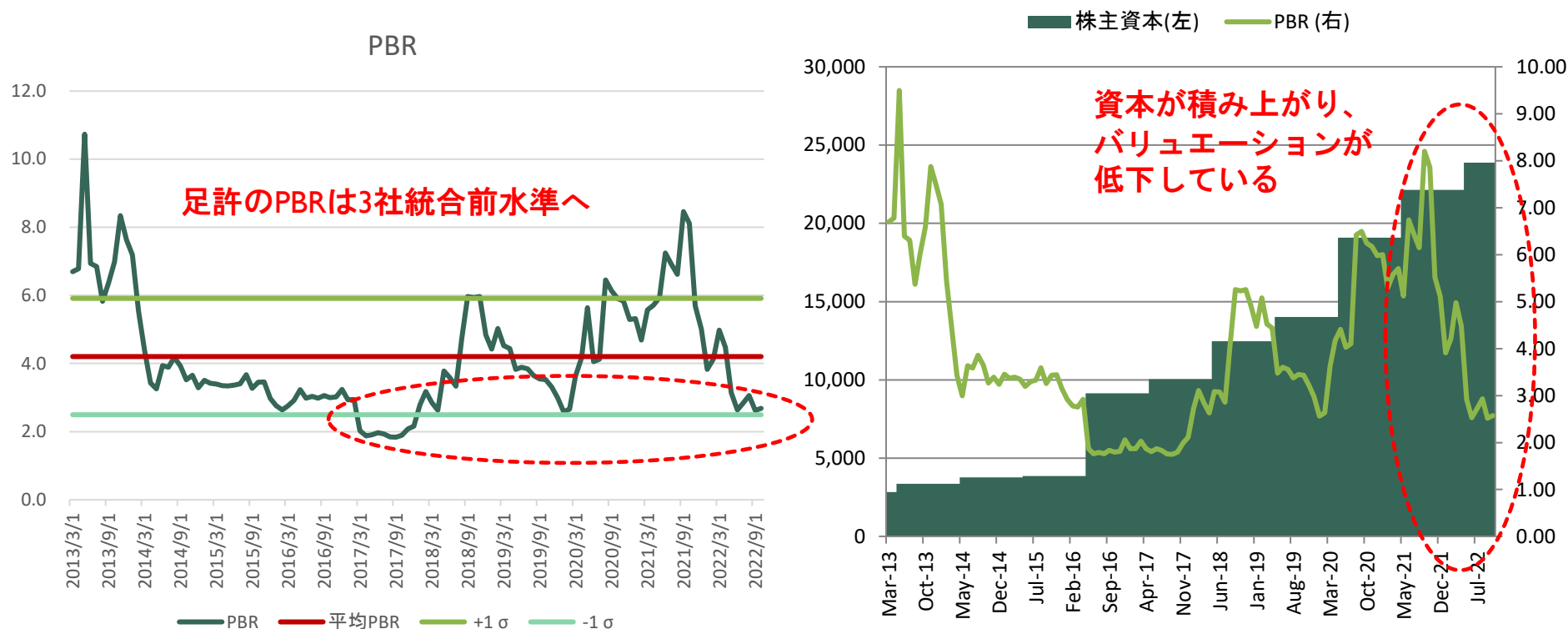
# キーマッセージ



- ヘッドラインインパクトを伴う、複雑化したシダックス社株式の取得が無事完了して、株式市場からの見方はイベントドリブンから平時モードへ
- シダックス株式取得に伴うPL面へのインパクトを一切考慮せず、過去の業績から貴社の実力ベースで簡易なシミュレーションを行うと、株主還元なしにはROEの低下が見通される
- 市場参加者の多くは、貴社の成長性に期待を抱いているものと想像  
⇒**将来の、特にシダックスの取り込みがもたらす追加的な成長余地を示す必要**
- 一方で今次投資を踏まえたバランスシートの状況と、そのマネジメント方針を示すことで、我々のような長期投資家を惹き付けることでグロース銘柄特有の株価の過剰なボラティリティを抑制する施策を打ち出す二正面作戦を推奨  
⇒**DOEをKPIとしたコンスタントな株主還元の余地は大いにあると見られる。最大の単独株主である創業社長により率いられていることに加え、更なるエージェンシーコストの低減に繋がる**

# 貴社PBRは低下局面にある

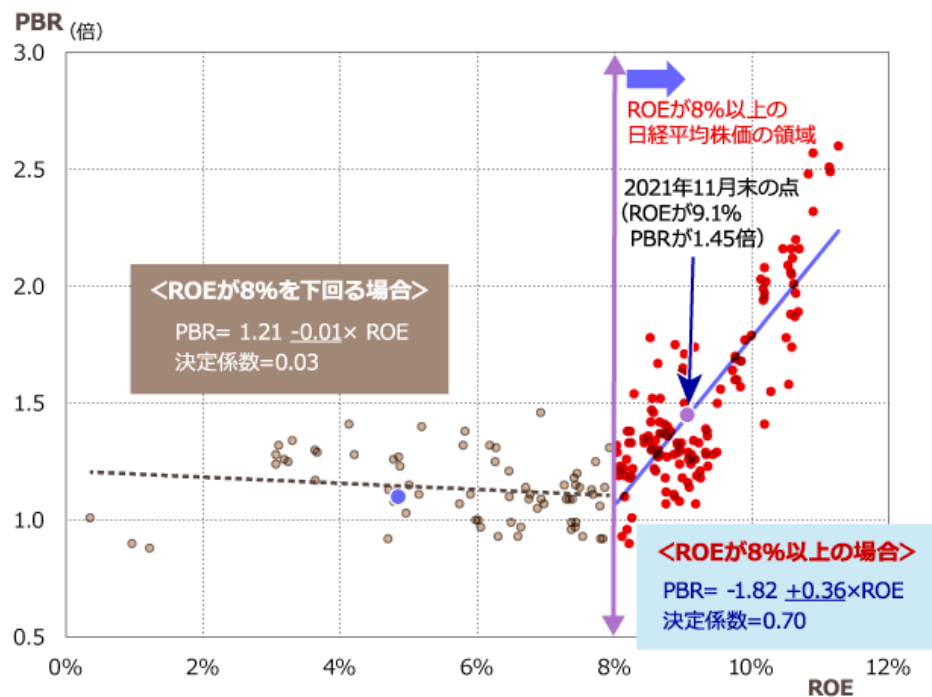
- 貴社の投資家の多くは将来成長期待、即ち予想PERに注目していると推察。ただし利益はコロナや配送センターのトラブルなど、一過性要因により大きく変動してしまい、企業価値に着目する長期投資の指標としては不十分
- PBRに目を向けると、資本の積み上がりと共にPBRの低下局面にある。2017年10月は3社統合以前のステージであり、当時と今とでは利益にして10倍ほどの開きがあり、実力が適正に評価されているとは考えにくい



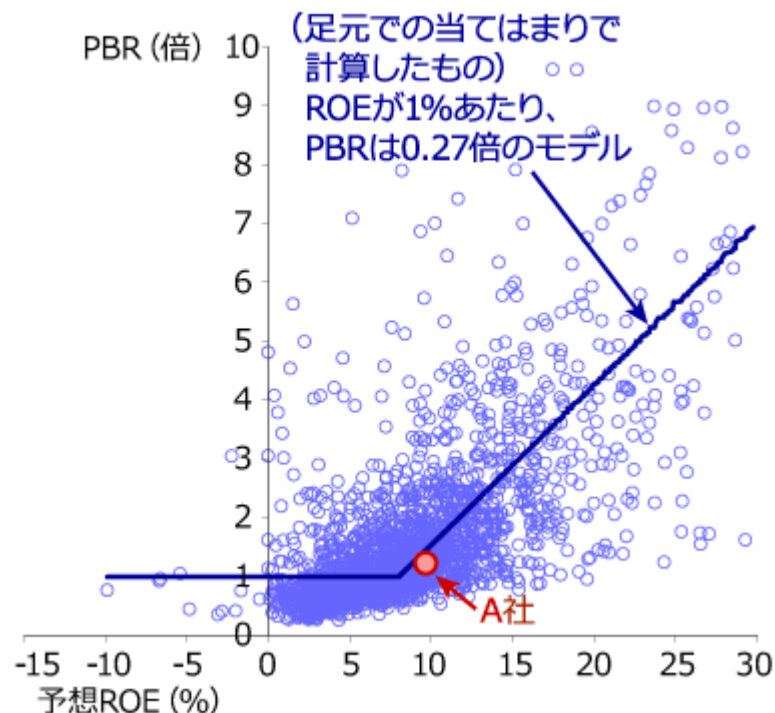
# ROEとPBRとの密接な相関

- 貴社のROEが伊藤レポートで語られた8%ラインを下回るとはすぐには見通されないものの、ROEが低下していく絵姿は長期投資家に嫌気され、バリュエーション低下をもたらす

## 日経平均を用いた分析



## 個別銘柄を用いた分析



# 簡易シミュレーションの諸前提



主要項目	簡易シミュレーション上の仮定
シミュレーション期間	将来5年間
トップライン成長率	今期5.75%、以降6.00%
EBITDAマージン	今期5.50%、以降0.25%ずつ改善
実効税率	33.5%で一定
運転資本	2021/3期実績に近似する、CCCが1日となる水準の回転日数で一定
減価償却	売上対比今期1.75%、以後3.00%
CAPEX	今期40億円、以後売上の2%
SHIDAX株の取得価額	84億円
取得資金の調達	全額Debt
Debt返済	既存債務と合わせて10億円/年
オイシックス株価	1,800円で一定
株主還元	全額を自己株取得

# 簡易シミュレーションの結果から得られる示唆



- シダックス株取得によるPL影響を考慮しない非常に簡易なシミュレーションによれば、年に30億円の自己株取得を実施することでようやく貴社の掲げる「キャッシュ100億円、ROE10%超の継続」が達成される

## Case1：株主還元なし

単位：百万円	2022/3期	2023/3期	2024/3期	2025/3期	2026/3期	2027/3期
Cash	13,071	14,356	16,714	19,428	22,602	26,278
ROE	13.2%	11.5%	7.8%	8.4%	9.0%	9.4%
EPS	74.6	73.8	55.1	64.6	74.9	86.3
BPS	605.6	679.2	734.4	798.9	873.8	960.1
総還元性向		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
DOE		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net D/E	0.03x	0.32x	0.17x	0.03x	(0.11x)	(0.23x)

## Case2：自己株取得30億円/年

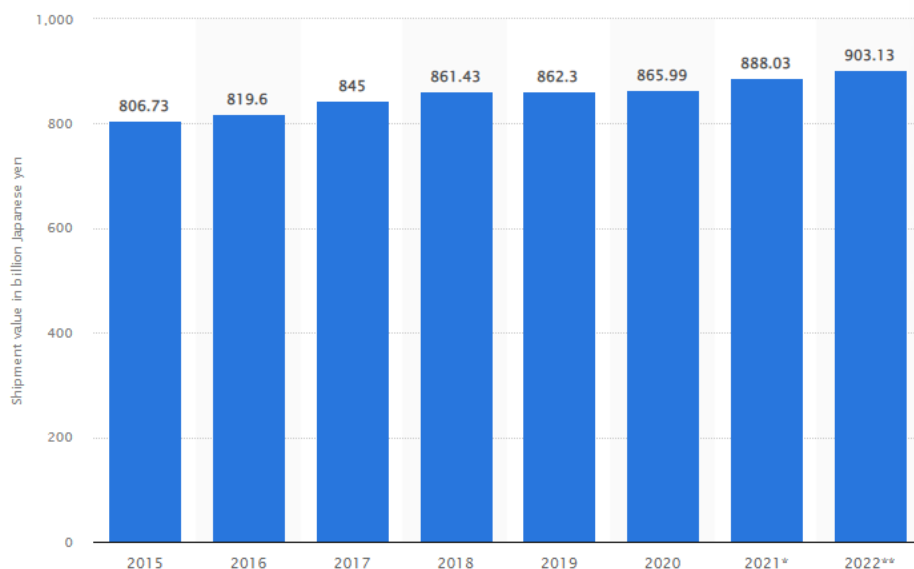
単位：百万円	2022/3期	2023/3期	2024/3期	2025/3期	2026/3期	2027/3期
Cash	13,071	11,356	10,714	10,428	10,602	11,278
ROE	13.2%	12.3%	9.4%	11.5%	13.6%	15.8%
EPS	74.6	77.3	60.6	74.8	91.6	111.8
BPS	605.6	625.7	627.4	640.3	667.3	712.2
総還元性向		111.2%	148.9%	127.1%	109.5%	95.1%
DOE		13.7%	14.4%	14.8%	15.0%	14.9%
Net D/E	0.03x	0.50x	0.50x	0.48x	0.43x	0.34x

# シダックスとの協業→新たな成長期待



- 定義にもよるが、日本における「メディカルフード」即ち医療施設や介護施設、自宅療養者を含めた広義の健康食品デリバリーにおける強みが次なる成長のドライバーとなるのでは？
- 説明会でお話しいただいた「完食率をもって健康管理デリバリーのKPI」とするノウハウ・仕掛けをシダックスのデリバリーに適用することでどういうインパクト（財務に限らない）をもたらすのか？

## Shipment value of the health foods in Japan



## シダックスは保育園を高成長領域と位置付け、中小病院にも強み

### トップ10プレイヤーの一角

- 当社はオフィスから病院、保育園に至るまで幅広い顧客ニーズに対応し、400社超の顧客基盤を有するトップ10プレイヤーの一角

### 病院・高齢者施設

- 中小病院を主なターゲットとし、中小病院特有の多様なサービスニーズにきめ細かに対応
- 人財不足への対応として、自社セントラルキッチン<sup>※3</sup>を活用した現場調達の軽減を積極推進

### 保育園・幼稚園

- 保育園は、施設数の増大×委託化率の向上（現在15%未満<sup>※4</sup>）が見込まれる高成長領域
- 学校給食・学童保育で培った子ども領域の知見（アレルギー対応力・食育コンテンツ）での差別化

# DISCLAIMER



## **Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.**

**Tel:** +65 6931 3914

**Email:** [info@hibiki-path-advisors.com](mailto:info@hibiki-path-advisors.com)

**Website:** [www.hibiki-path-advisors.com](http://www.hibiki-path-advisors.com)

**Address:** 39 Temple Street, #02-01 Singapore (058584)

*Capital Market Services License (Singapore) – CMS100710-1*

■ Important Information: This document is prepared and issued by Hibiki Path Advisors Pte. Ltd. (HPA) and has not been reviewed by any regulatory authority. This document does not constitute an offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or enter into any other transaction. Its content must not be reproduced, distributed or transmitted without the prior written consent of HPA. Past performance is not indicative of future performance or returns. HPA does not guarantee or make any representations or warranties that any performance or returns referred to in this document will be achieved by the investment. This document contains general information only. HPA does not purport to provide any investment, financial, legal or other expert advice or recommendation in this document. You must not rely on this document as any such advice or any offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or to implement any investment strategy.