

# 杉村倉庫 (9307)

## 保管を基盤にトータル物流システムを提供

### Executive Summary

2017年9月28日

	売上高		営業利益		営業利益率
	百万円	前年比	百万円	前年比	
15.03	9949	0.90%	1,094	15.68%	10.98%
16.03	10,263	3.16%	1,250	14.29%	12.16%
17.03	10,189	-0.72%	1,102	-11.78%	10.81%
18.03 予想	10,275	0.84%	1,014	-7.88%	9.87%
19.03 予想	10,363	0.86%	1,055	4.05%	10.18%
20.03 予想	10,456	0.90%	1,098	4.04%	10.50%
21.03 予想	10,552	0.92%	1,142	4.03%	10.83%
22.03 予想	10,652	0.95%	1,188	4.03%	11.16%

(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

株価(2017/09/20) 562 円  
高値 625 円  
安値 545 円

発行済株式数  
16,046,310 株

時価総額  
8,807 百万円

PER(16.03 期) 6.36 倍  
PER(17.03 期) 6.00 倍

EV/EBITDA (16.03 期)  
5.54 倍  
EV/EBITDA(17.03 期)  
6.84 倍

大阪市立大学商学部  
宮川研究室 4 回生  
杉村倉庫分析チーム

衣笠有紀  
小松愛実  
西尾美幸  
柳田恵里  
吉村綾香

当社は安定的な売上高・営業利益を維持し、当期純利益は 2012 年から右肩上がりに上昇している。2014 年にはセグメントを物流事業・不動産賃貸業・その他の事業の 3 事業に変更し、物流事業で安定的な売上を獲得しつつ、不動産賃貸業・その他の事業で更なる成長を続けようとしている。当分析チームでは、売上高構成比に大幅な変更はないが、新倉庫が建設された物流事業や利益率が高い不動産賃貸業が成長していくと予想した。また、業績予想をもとに算出した理論株価は 548 円となり、現在の市場価格 562 円はやや割高であると判断できる。今後当分析チームが予想したように市場が当社の事業を再評価することで、市場価格と理論株価との間に乖離がなく推移することが予想される。

- 【新倉庫建設による物流事業の成長】売上高は安定しているが、営業利益は徐々に低下している。2016 年に建設した新倉庫を十分に活用することで、今後物流事業において利益の増加が予想される。
- 【不動産賃貸業の堅調な成長】不動産賃貸業の売上高は 2012 年から安定的に増加し、これをもとに成長率を 4%と算出した。物流事業とともに、今後も持続的な成長が見込める。

## 目 次

---

1. 会社概要：築き上げた信頼を基盤にトータル物流システムを提供
  - (1) 会社概要
  - (2) 事業概要
  - (3) 沿革
  - (4) 株主構成
  
2. 事業戦略分析：安定した物流事業と収益性の高い不動産賃貸業の2本柱
  - (1) 事業別売上高・売上高構成比の推移
  - (2) 事業別営業利益・営業利益構成比の推移
  
3. マルチプル分析：株価は市場の影響を受けやすく、割安に評価される傾向
  - (1) 株価推移
  - (2) PER と PBR
  - (3) EV/EBITDA 倍率
  
4. 財務分析：資産をより効率的に活用することで、ROE・ROAが改善できる
  - (1) ROEの分解分析
  - (2) ROAの分解分析
  
5. 業績予想：売上の安定的な成長を予想
  - (1) 売上高予想
  - (2) 営業利益予想
  - (3) 減価償却費予想
  - (4) 設備投資額予想
  - (5) 運転資本増減額予想
  
6. バリュエーション：市場は当社の成長を適切に評価できていない
  - (1) 予想フリーキャッシュフローの算出
  - (2) 加重平均資本コスト(WACC)の算出
  - (3) 企業価値の算出
  - (4) 理論株価の算出
  
7. 財務諸表
  
8. 指標一覧

## 1. 会社概要：築き上げた信頼を基盤にトータル物流システムを提供

### (1) 会社概要

商号：株式会社 杉村倉庫

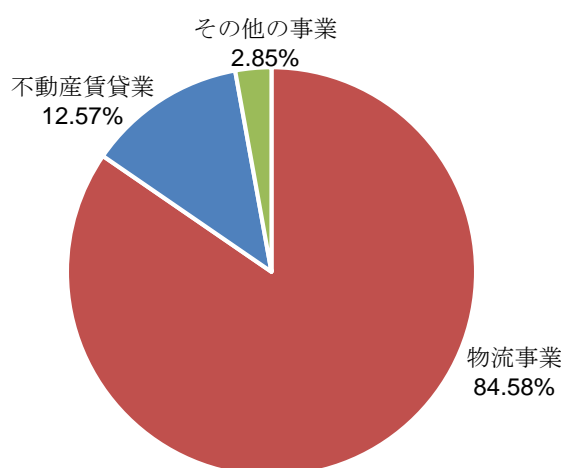
本店所在地：大阪市港区福崎1丁目1番57号

創業：明治28年10月

営業種目：倉庫業・運送業・通関業・貨物運送取扱業・不動産賃貸業・  
損害保険代理業

### (2) 事業概要

【図表1】事業別売上高構成比(2017年3月期)



(出所 日経Needs FQより筆者作成)

当社の事業は、物流事業・不動産賃貸業・その他の事業の3事業に分類される。2013年までは倉庫業・運送業・不動産事業・その他の事業の4事業に分かれていたが、競合他社との開示体制の統一のため2014年以降3事業に変更された。

#### ➤ 物流事業

#### 主力事業は売上高の85%を占める物流事業

売上高の85%を占める物流事業は、当社の主力事業として位置している。事業内容としては、受託した貨物の保管業務や貨物利用運送業務を行っている。また、杉村物流サービス(株)が保管貨物の梱包作業及び流通加工業務を、杉村運輸(株)が自動車運送業務の一部を行っている。物流事業における差別化要因としては以下4点が挙げられる。

1点目は、立地条件である。倉庫業は立地条件が重要な事業である。立地場所は特に港湾や内陸地域における需給状況や道路事情などの環境変化に関係しており、

保管商品等によっても限定されやすく、経営は非弾力的になりやすい。

2点目は物的基盤である。具体的には倉庫の構造、輸送手段の有無、施設の老朽化度合や自動化機器等の物的基盤のほか、保管品目の構成、安定荷主の有無、顧客の新規開拓状況、人的育成状況や情報システム状況等も重要な要素である。倉庫の単位当たり収容力に限界があること、貨物の荷姿が一定ではないことなどから、生産性の向上には限界がある。

3点目は財務内容である。人件費の節減と同時に収益強化を図ることを目的とする。主な指標は倉庫利用率、貨物回転率、単位所管面積当たり営業収益及び営業費用となっている。なお、平成14年の倉庫業法改正に伴った料金設定の自由化による料金水準についても確認する必要がある。

4点目は経営多角化である。倉庫業者は港湾運送業、貨物利用運送業、農水産品販売業等を兼営している場合が多く、当社も該当している。経営多角化による収益基盤強化が進んでいるか、また過度なリスクを抱え込んでいないかが注目すべきところとなる。

➤ 不動産賃貸業

**不動産賃貸業は売上高の約1割を占めている**

売上高の約1割を占める不動産賃貸業については、土地、建物などの貸付を行っており、一部を杉村興産(株)に貸し付けている。当社の賃貸形態としては大きく2つに分けられる。現存している施設及びその一部を貸す場合と、取引先の要望に応じて倉庫を建設し貸し出す場合である。取引先は主に商社や卸売業者となる。契約年数は20年からが一般的であり、比較的安定した収入源となっている。また、杉村興産(株)は、その施設を利用して駐車場業務を行っている。

➤ その他の事業

**物流事業・不動産賃貸業の他に、ゴルフ練習場経営・売電事業を行っている**

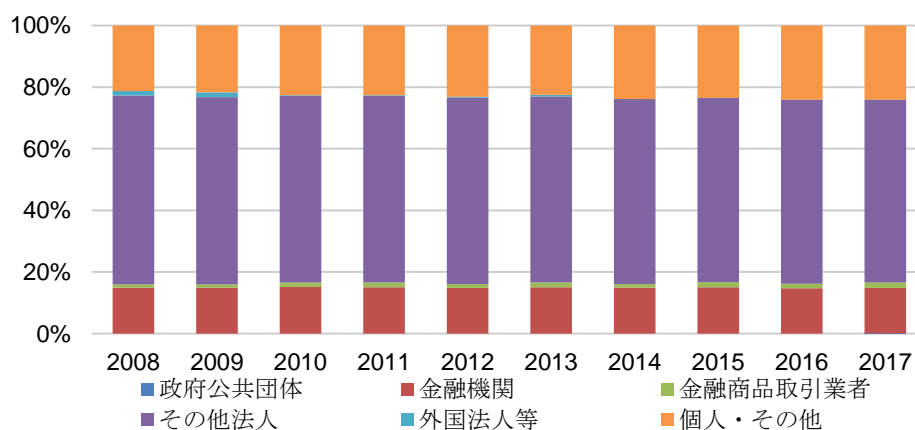
その他の事業としては、当社が貸付している施設を杉村興産(株)が利用してゴルフ練習場を営んでいる。また当社の倉庫屋上にて、太陽光発電機が2基稼働しており、売電を行っている。倉庫屋上に太陽光発電機を設置することで、太陽光が妨げられ倉庫内の温度上昇が緩やかになるというメリットもある。

**(3) 沿革**

- 1895年 大阪市西区で開業
- 1919年 株式会社杉村倉庫に組織変更
- 1949年 大阪証券取引所に株式上場
- 1958年 福崎梱包運輸(株)(現 杉村物流サービス(株))の株式を譲り受け、  
子会社とする
- 1961年 マルエス運輸(株)(現 杉村運輸(株))を子会社として設立
- 1968年 浪速海運(株)(現 近畿港運(株))に出資し関連会社となる  
港湾運送事業法の改正に基づき、現行の港湾貨物取扱の体制を  
本格的に展開
- 1972年 杉村興産(株)を子会社として設立
- 1976年 杉村運輸(株)と共同出資によって、厚木マルエス運輸(株)  
(旧 東京杉村運輸(株))を子会社として設立
- 1999年 大阪市福島区に阪神杉村ビルを設立
- 2006年 杉村運輸(株)は同社を存続会社として東京杉村運輸(株)と合併
- 2013年 大阪市港区の倉庫の屋上に太陽光電気設備完成

**(4) 株主構成****株式の過半数を野村  
グループが保有している**

当社の株主構成は過去 10 年間ほぼ変化はない。当社の株主の大部分を占めるのは  
はその他法人であり、野村土地建物(株)が発行済株式数の半分近くを保有している。  
野村ホールディングスも 4.5%保有しており、野村グループが株式の過半数を保有  
している状況にある。2017 年からは、新たに政府公共団体との取引が行われている。

**【図表 2】 株主構成の推移**

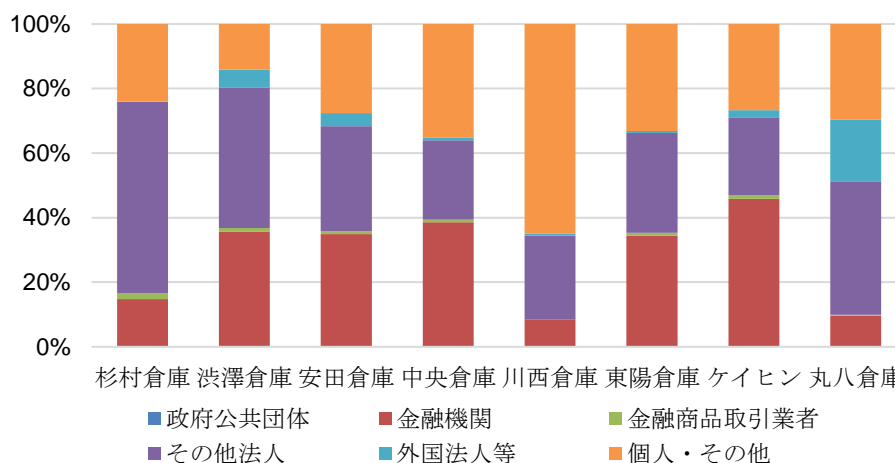
(出所 有価証券報告書より筆者作成)

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

**外国法人の割合が極めて少なく、株主の大多数は機関投資家である**

当社の株主構成を競合他社と比較すると、その他法人が非常に多く、外国法人等が極めて少ないという特徴が見て取れる。このことから、当社の株式のほとんどが国内の投資家によって取引されていることがわかる。また、個人・その他が少ないことから、競合他社と比較して株価の変動が少ないと考えられる。

**【図表 3】 倉庫業界における株主構成**



(出所 有価証券報告書より筆者作成)

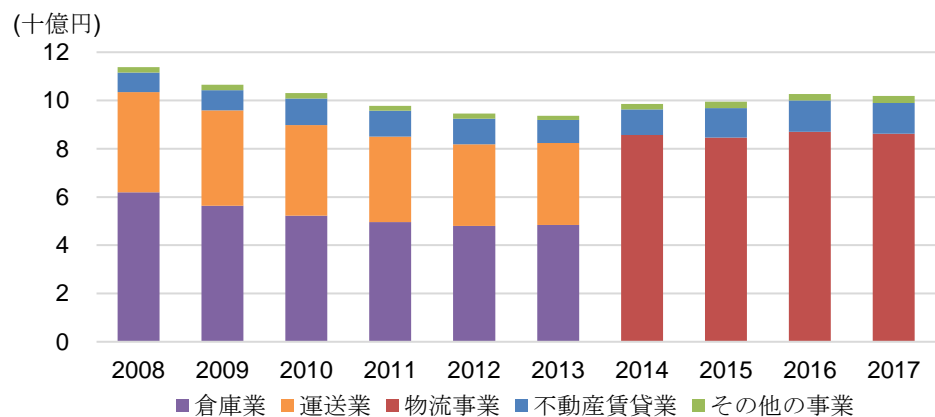
## 2. 事業戦略分析：安定した物流事業と収益性の高い不動産賃貸業の2本柱

### (1) 事業別売上高・売上高構成比の推移

倉庫業・運送業の売上の  
変動に全体の売上が左右  
される

売上高は2008年から緩やかに減少しているが、2014年以降少しずつ増加しており、回復の兆しがみられる。事業別に注目すると、不動産賃貸事業とその他の事業の売上高の変動は少なく、売上高全体の半分を占める倉庫業と約4割を占める運送業および物流事業の売上高の変動が、当社の売上高に大きな影響を与えているといえる。

【図表4】 事業別売上高の推移

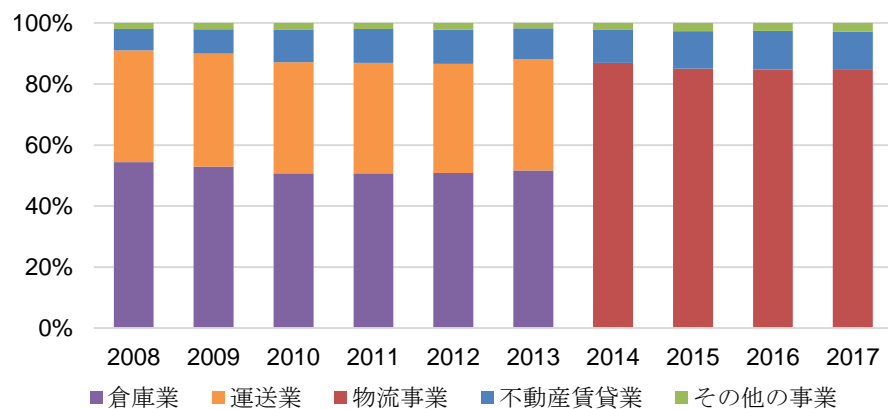


(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

全体の売上における  
不動産賃貸業の割合は  
増加している

図表5からは、売上高に占める不動産賃貸業の割合の拡大が見て取れる。不動産賃貸業の割合は、2008年の7%から増加を続け、2017年には13%まで上昇している。

【図表5】 事業別売上高構成比の推移



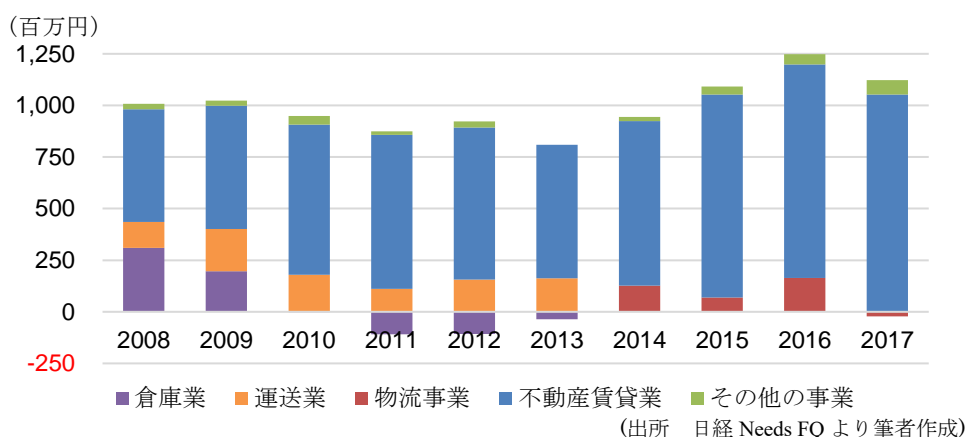
(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

**(2) 事業別営業利益・営業利益構成比の推移**

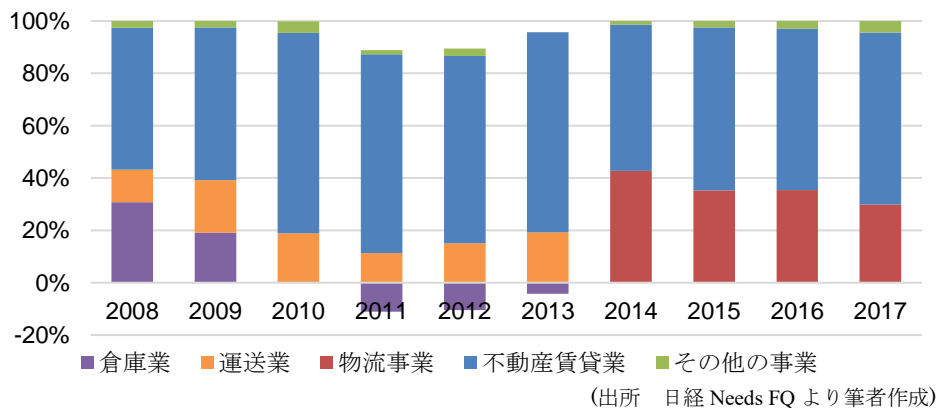
不動産賃貸業が営業利益全体の半数以上を占めている

図表 6 より、倉庫業の営業利益は 2008 年から 2010 年にかけて徐々に減少し、2011 年から 2013 年においてはマイナスとなっている。当社は 2014 年以降セグメントを変更して、倉庫業と運送業を統合し物流事業としている。また、本社管理費用を 2013 年までは倉庫業に、2014 年以降は物流事業に負担させて示している。不動産賃貸業は 2008 年から緩やかに増加しており、2017 年には 2008 年の 2 倍近く利益をあげている。全体としては過去 3 年間 10 億円以上の利益を維持している。

**【図表 6】 事業別営業利益の推移**

不動産賃貸業が営業利益全体の 6 割近くを占める

当社は 2013 年までは倉庫業から全社管理費用を控除していたが、セグメント変更に伴い 2014 年以降はその費用を全事業の合計額から控除するようになった。そのため、図表 7 では 2014 年以降全社費用は反映されていない。物流事業の割合は徐々に減少し、不動産賃貸業の割合が上昇している。2015 年以降には不動産賃貸業の営業利益が全体の 60% 近くを占めるようになり、不動産賃貸業が当社の収入源となっているといえる。

**【図表 7】 事業別営業利益構成比の推移**



### 3. マルチプル分析：株価は市場の影響を受けやすく、割安に評価される傾向

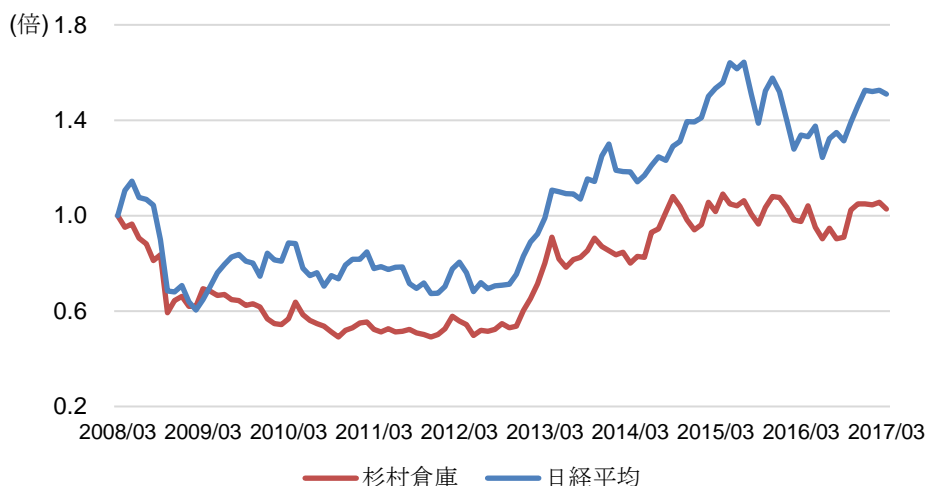
#### (1) 株価推移

杉村倉庫の株価は、リーマンショックやアベノミクスなど、市場の影響を受けやすい

図表 8 は、2008 年 3 月時点の杉村倉庫の株価、日経平均株価それぞれを 1 としたときの、各株価の変動を表したグラフである。杉村倉庫の株価と日経平均株価はほぼ同じ動きをしていることが見てとれる。

2009 年にはリーマンショックの影響を受け、どちらの株価も大きく下落している。その後、日経平均株価は 2013 年に 2008 年の株価以上まで回復している。一方、2013 年 3 月時点で杉村倉庫の株価は 2008 年 3 月時点の株価まで回復していないが、2013 年以降アベノミクスの影響を受け、株価の緩やかな上昇傾向が見られ、現在は 2008 年 3 月時点の株価と同程度の株価を推移している。

【図表 8】 杉村倉庫の株価と日経平均株価の推移



(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

#### (2) PER と PBR

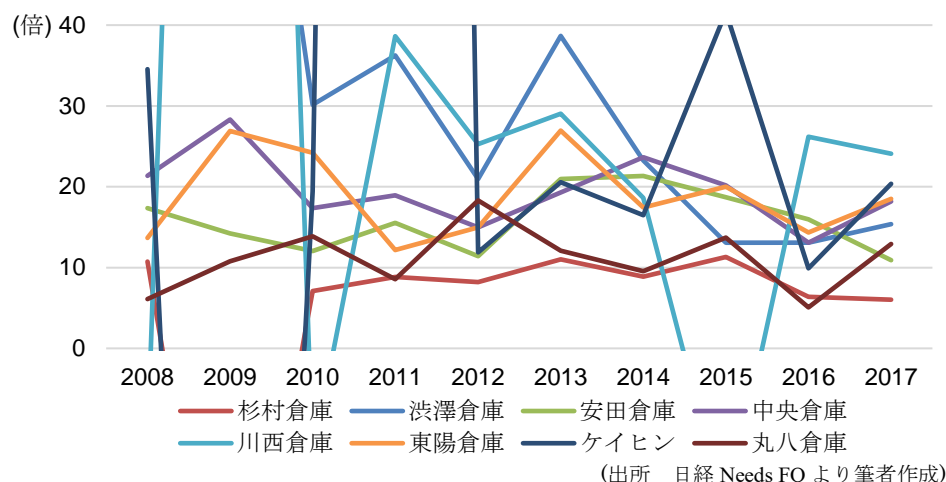
##### ➤ PER

$$\text{PER(倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり当期純利益}}$$

当社の PER は安定しており、割安評価を受けている

近年、当社の PER は 10 倍前後で安定している。2009 年は当期純利益がマイナスになっているため、PER もマイナスとなっている。また、当社の PER は競合他社と比べて低い値をとっている。このことから、当社の株価は競合他社と比較して割安評価を受けていると考えられる。

【図表 9】 倉庫業界における PER の推移



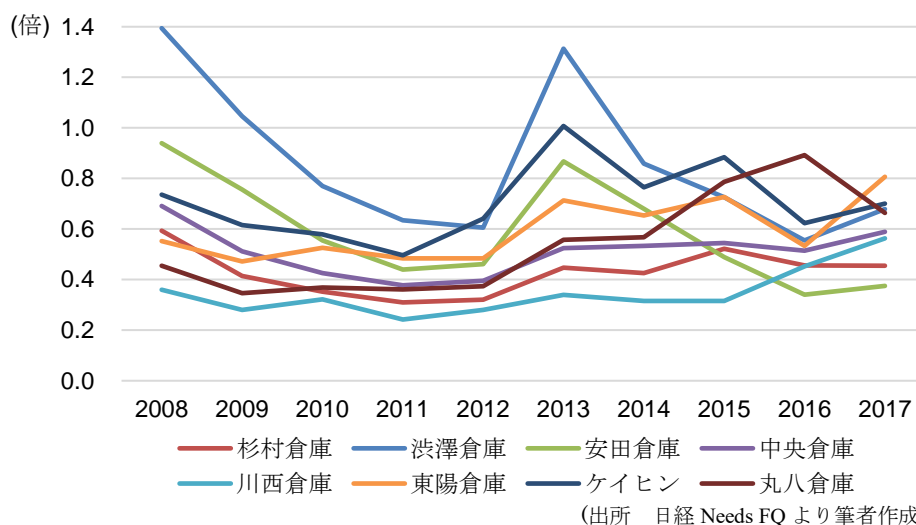
➤ PBR

$$PBR(\text{倍}) = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり純資産}}$$

過去 10 年間 PBR は 1 倍を割っている

図表 10 より、当社の PBR の数値は 0.5 倍前後で安定しており、2008 年からの 10 年間割安評価を受けている。2009 年以降はリーマンショックによる影響でその後の株価が下がり、純資産にも大きな変化が見られないため PBR が減少している。2013 年はアベノミクスの影響を受け市場の株価が回復し、当社の PBR もやや上昇している。倉庫業は純資産額の変化が少ないため、PBR は株価の変動に大きく左右される。

【図表 10】 倉庫業界における PBR の推移



本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

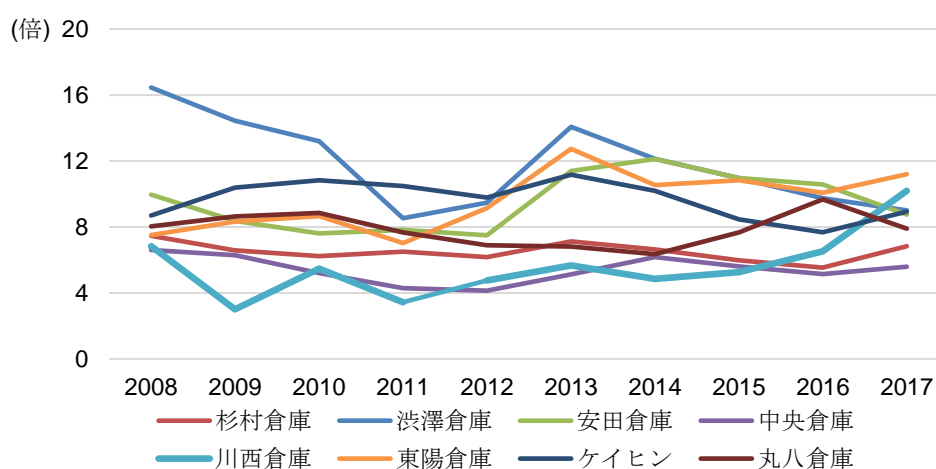
## (3) EV/EBITDA 倍率

$$\text{EV/EBITDA 倍率} = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債} - \text{保有現預金}}{\text{営業利益} + \text{減価償却費}}$$

競合他社と比較すると  
買収されやすい状態にある

当社の EV/EBITDA 倍率は 10 年間安定しているが、競合他社と比較すると低い。EV/EBITDA 倍率は時価の企業価値が年間に創出される企業のキャッシュフローの何倍になるかを表した数値である。EV/EBITDA 倍率が低いということは、買収に必要な投資額の回収期間が短く、買収されやすい状況にあるといえる。

【図表 11】 倉庫業界における EV/EBITDA 倍率の推移



(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

【図表 12】 EV/EBITDA 倍率の推移

杉村倉庫(百万円)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
時価総額	4,556	3,159	2,588	2,381	2,540	3,651	3,651	4,648	4,467	4,707
EV										
有利子負債	11,017	10,789	10,049	9,311	8,303	7,362	7,622	7,695	7,296	11,454
保有現預金	1,443	1,617	1,537	1,883	1,034	1,192	1,252	1,607	1,456	2,996
EBITDA										
営業利益	1,006	1,026	948	765	814	774	944	1,094	1,250	1,102
減価償却費	889	812	751	707	651	581	629	642	604	824
EV/EBITDA(倍率)	7.46	6.71	6.53	6.66	6.70	7.25	6.37	6.18	5.56	6.84

(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

## 4. 財務分析：資産をより効率的に活用することで、ROE・ROAが改善できる

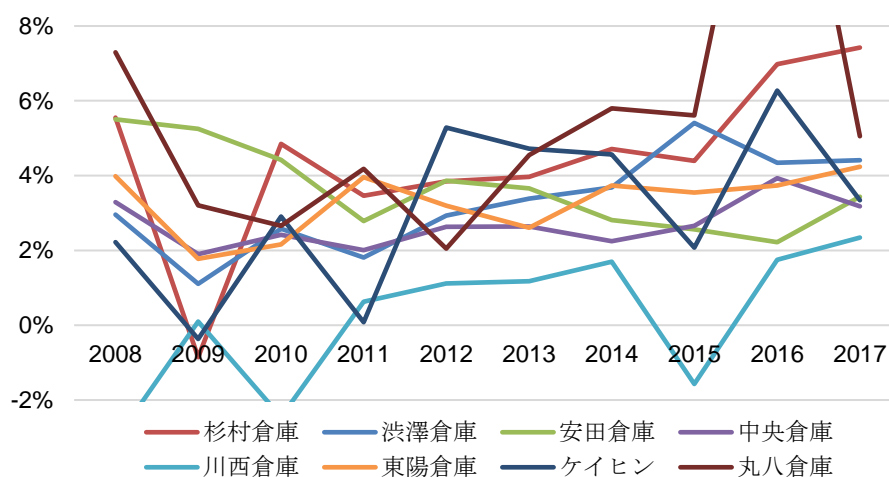
## (1) ROEの分解分析

$$\text{ROE}(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \times 100$$

ROEは安定して推移し、近年は上昇傾向にある

図表13より、当社のROEの数値は当期純利益がマイナスであった2009年においてはマイナスとなっているが、それ以外の年は5%前後を安定して推移している。これは競合他社と比較して高い数値といえる。ROEが高いということは、投資家から得た資金をうまく活用し利益を生み出していることを示している。また、近年は当期純利益の増加により、当社のROEは上昇傾向にある。

【図表13】倉庫業界におけるROEの推移



(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

➤ ROEのデュポン分解

ROEの推移の要因を探るために、ROEをデュポン分解して売上高当期純利益率、使用総資本回転率、財務レバレッジの値を他社と比較する。

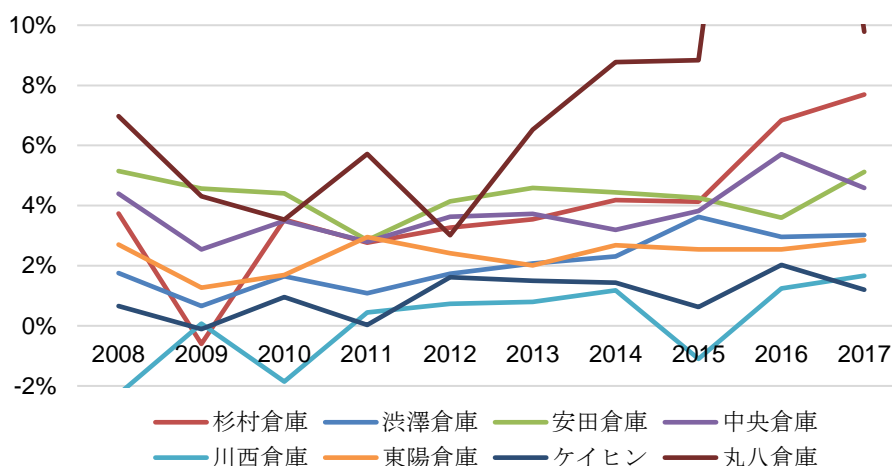
$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{売上高当期純利益率} \times \text{使用総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ} \\ &= \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}} \end{aligned}$$

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

**当社の利益率は比較的高く、近年収益性が高まっている**

図表 14 より、当社の 2009 年の売上高当期純利益率の数値はマイナスとなっている。しかし、その他の年は競合他社の中でも比較的高い 5%前後を推移している。当社の事業は売上に対してコストが少なく、収益性が高い経営を行っているといえる。また、近年は上昇傾向にあるため、売上の増加以上に当期純利益を獲得できていることがわかる。つまり、収益性が一層高まっているといえる。

**【図表 14】 倉庫業界における売上高当期純利益率の推移**

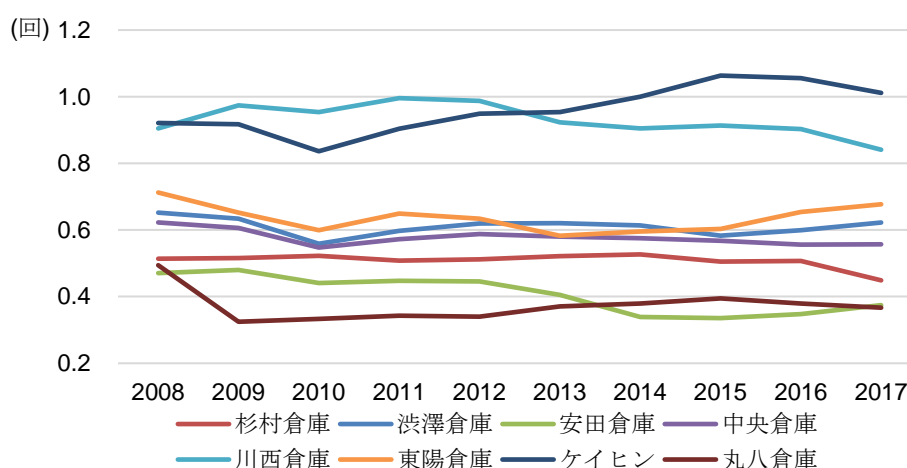


(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

**当社の資産効率性は低い**

図表 15 より、倉庫業界の使用総資本回転率は 1.0 回前後の上位層と 0.5 回前後の下位層の 2 つに分けられる。当社の数値は下位層に属し、0.5 回前後を安定して推移している。よって、当社は投下した資本をうまく活用できていないといえる。

**【図表 15】 倉庫業界における使用総資本回転率の推移**



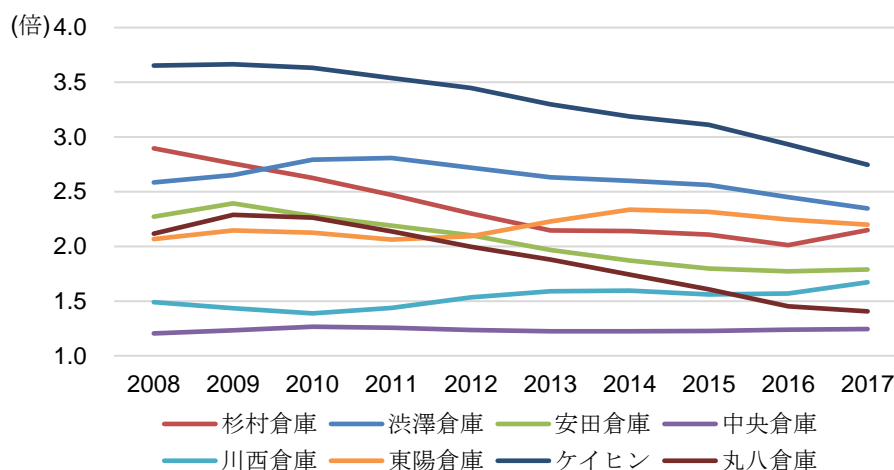
(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

### 当社の財務レバレッジは大きく減少している

図表 16 より、当社の財務レバレッジは 2.0～3.0 倍の間を推移しており、競合他社と比較して数値は平均的であるといえる。しかし、2008 年から 2016 年にかけて負債の減少に伴って大きく減少している。当社の財務レバレッジが適切な値であるかについては、次節の ROE の分解(ROA/有利子負債利率/負債比率)で見えていく。

【図表 16】 倉庫業界における財務レバレッジの推移



(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

### 回転率の上昇により当社の ROE はさらなる向上が見込める

以上から、杉村倉庫の ROE の高さの要因は売上高当期純利益率にあると考えられる。しかし、使用総資本回転率は競合他社に比べて低く、さらに高い ROE を目指すには、資本効率性をあげて使用総資本回転率を改善することが重要であるといえる。

#### ➤ ROE の分解(ROA/有利子負債利率/負債比率)

ROE を ROA、有利子負債利率を中心に分解し、現在の負債比率が適切であるかを見る。

$$ROE = \left\{ ROA + (ROA - \text{有利子負債利率}) \times \frac{\text{負債}}{\text{株主資本}} \right\} \times (1 - \text{税率})$$

(i) ROA > 有利子負債利率 のとき 負債比率を上げる

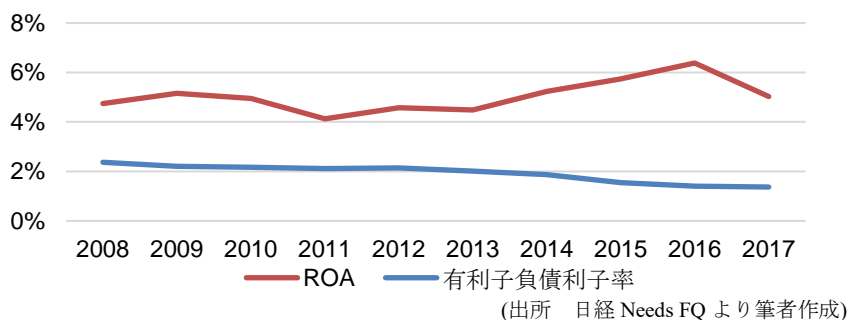
(ii) ROA < 有利子負債利率 のとき 負債比率を下げる

上記のように、ROA と有利子負債利率の差に着目して、負債比率を調節することで、ROE をあげることができ、投資家からの評価を向上させることができる。

**当社は負債比率を増やすことによって、ROE をあげることができる**

当社の有利子負債利率は 2% 前後、ROA は 5% 前後を安定して推移しており、過去 10 年間 ROA が有利子負債利率を上回っていることがわかる。よって、上記の式に当てはめれば負債比率を上げることによって ROE を上昇させることができる。しかし、負債比率を高めることによって倒産リスクが上昇するため、注意が必要である。

【図表 17】 杉村倉庫の ROA と有利子負債利率の推移



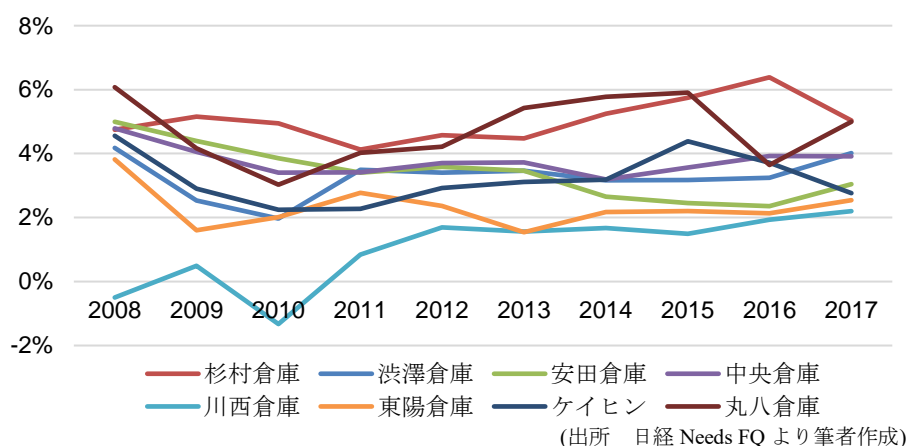
## (2) ROA の分解分析

$$ROA(\%) = \frac{\text{営業利益} + \text{受取利息} \cdot \text{配当金}}{\text{総資産}} \times 100$$

**当社の ROA は平均的である**

当社の ROA を見ると、当期純利益がマイナスとなった 2009 年においては ROA に大きな変動は見られず、3% 前後で安定的な推移をしている。この数値は、競合他社と比較すると、平均的な ROA といえる。つまり、保有する資産に対して生み出される利益は他社と比べて同程度といえる。

【図表 18】 倉庫業界における ROA の推移

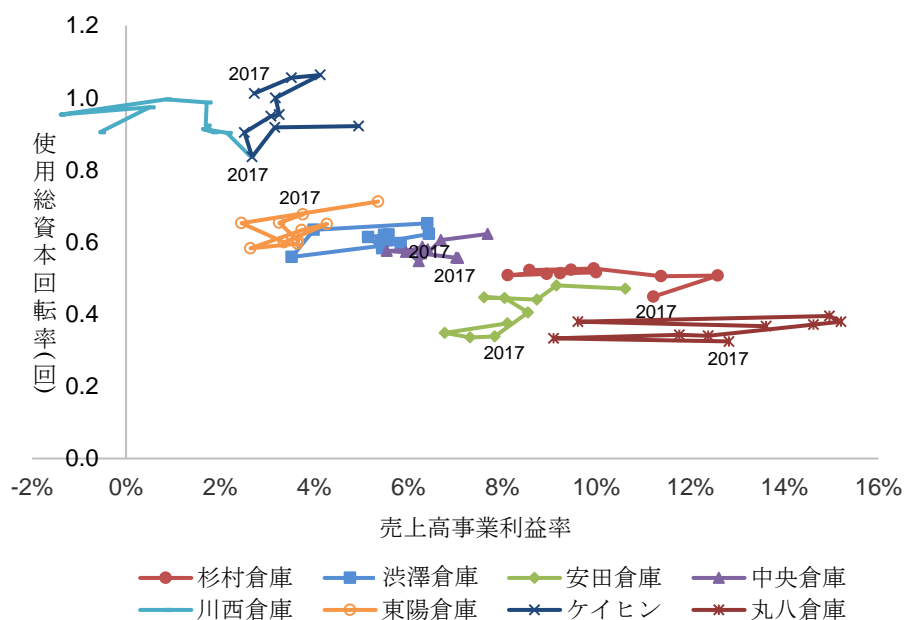


$$ROA(\%) = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$$

**当社の売上高事業利益率は高く、使用総資本回転率は低い**

倉庫業界における売上高事業利益率と総資本回転率の推移は二極化している。売上高事業利益率が高く総資本回転率が低いか、もしくはその逆であり、当社は前者に該当している。当社は競合他社と比較して、回転率が過去 10 年 0.5 回前後と安定している。一方、売上高事業利益率においては過去 10 年でかなりの変動がある。よって、ROA の変動要因は売上高事業利益率にあると推測できる。

【図表 19】 倉庫業界における売上高事業利益率と使用総資本回転率の推移



(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

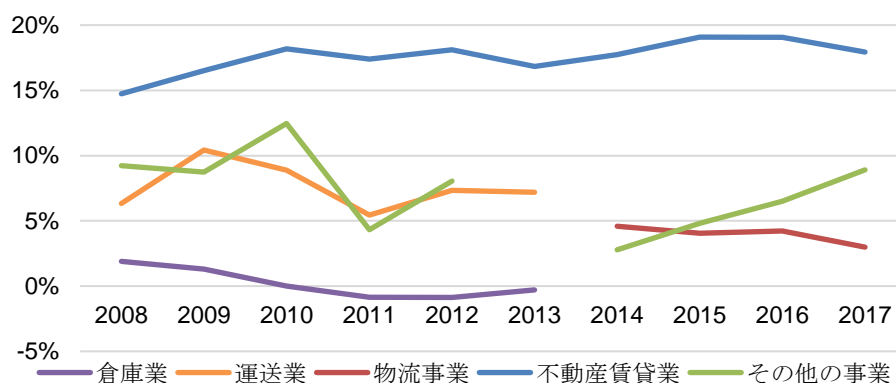


➤ 事業別 ROA

**不動産賃貸業の ROA が非常に高い**

倉庫業の ROA は緩やかに減少しており、2011 年から 2013 年にかけてはマイナスとなっている。運送業においても 2009 年以降減少傾向にある。物流事業となった 2014 年以降も緩やかな減少を続けている。不動産賃貸業の ROA は比較的安定して推移し、10 年間を通して増加している。一方、その他の事業は変動が大きい。2013 年に関しては、ゴルフ場運営がリニューアル工事等により休業となっていたため、データを取得することができなかった。全体を通して見ると、不動産賃貸業の ROA は非常に高く、物流事業の ROA が低いことがわかる。

【図表 20】 事業別 ROA の推移

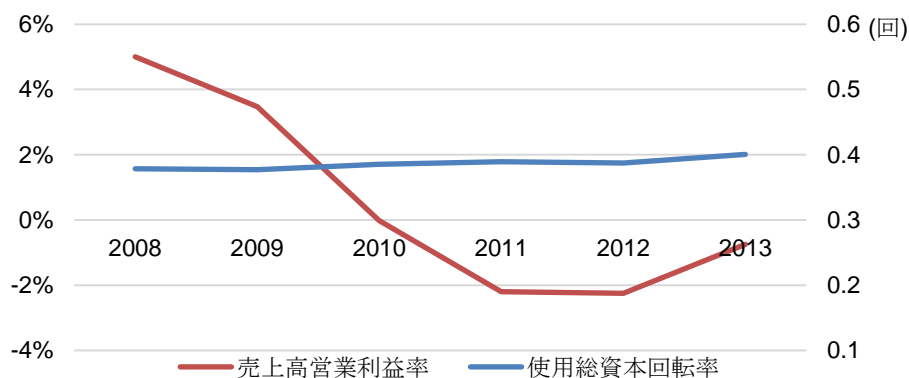


(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

**倉庫業の ROA は売上高営業利益率に大きく影響を受けている**

図表 21 より、倉庫業の売上高営業利益率は 2011 年まで大きく減少し、2012 年は近似値で推移、その後 2013 年にかけて回復傾向にある。2014 年からの新倉庫建替費用を 2011 年から 2013 年にかけて計上したことにより、営業利益がマイナスとなっている。使用総資本回転率には大きな変化が見られないため、倉庫業の ROA は売上高営業利益率に大きく影響を受けているといえる。

【図表 21】 倉庫業 ROA 分解



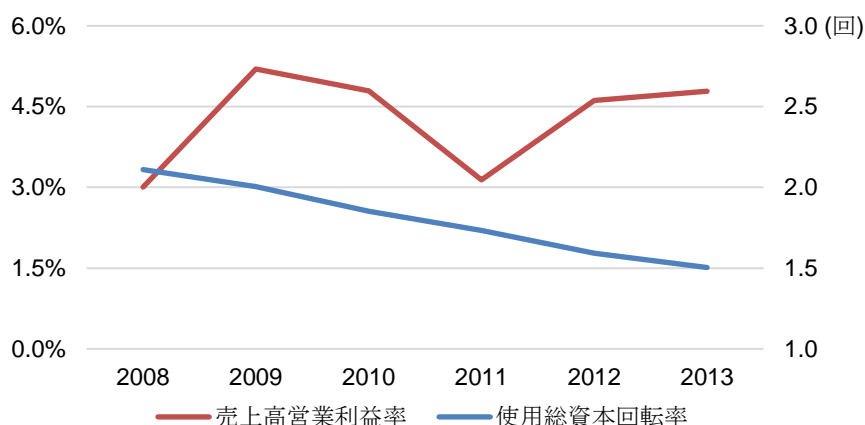
(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

**運送業の ROA の変動要因は使用総資本回転率の減少である**

図表 22 より、過去 6 年間に於いて運送業の売上高営業利益率は 3~5% の間を推移しているのに対し、使用総資本回転率は大きく減少している。運送業の ROA に変動があるのは、主に使用総資本回転率の変動の影響を受けているといえる。

**【図表 22】 運送業 ROA 分解**

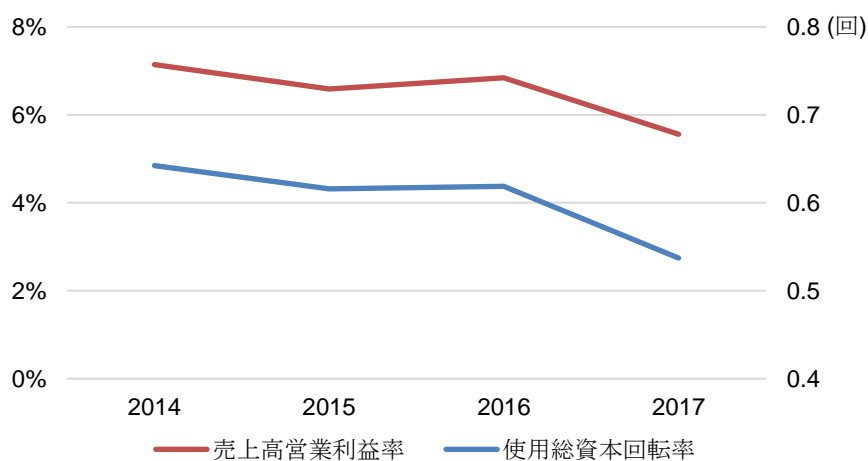


(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

**物流事業では売上高営業利益率、使用総資本回転率ともに減少している**

図表 23 より、物流事業の売上高営業利益率、使用総資本回転率はともに 2014 年以降減少しつづけている。これに伴い、物流事業の ROA は減少を続けているといえる。

**【図表 23】 物流事業 ROA 分解**

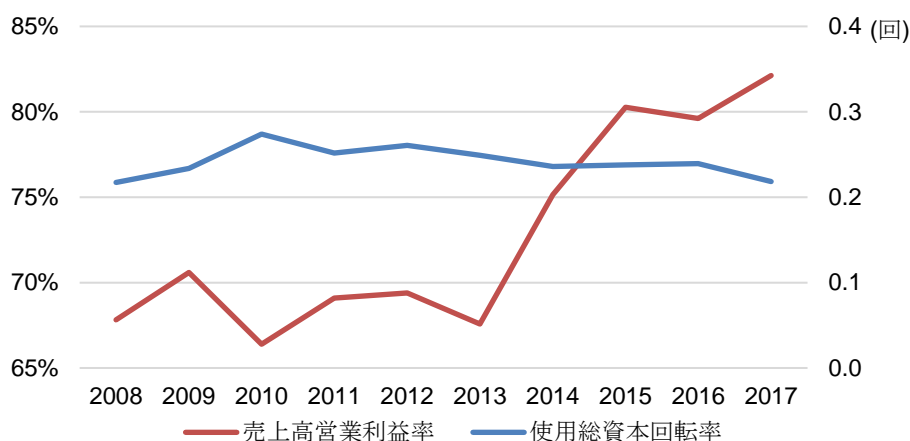


(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

**不動産賃貸業の ROA は  
売上高営業利益率に大きく  
影響を受けている**

図表 24 より、不動産賃貸業の売上高営業利益率は 2013 年以降著しく上昇しており、今後も上昇する可能性が高い。また、使用総資本回転率は安定して推移している。このため、不動産賃貸業の ROA は売上高営業利益率に大きく影響を受けているといえる。

**【図表 24】 不動産賃貸業 ROA 分解**

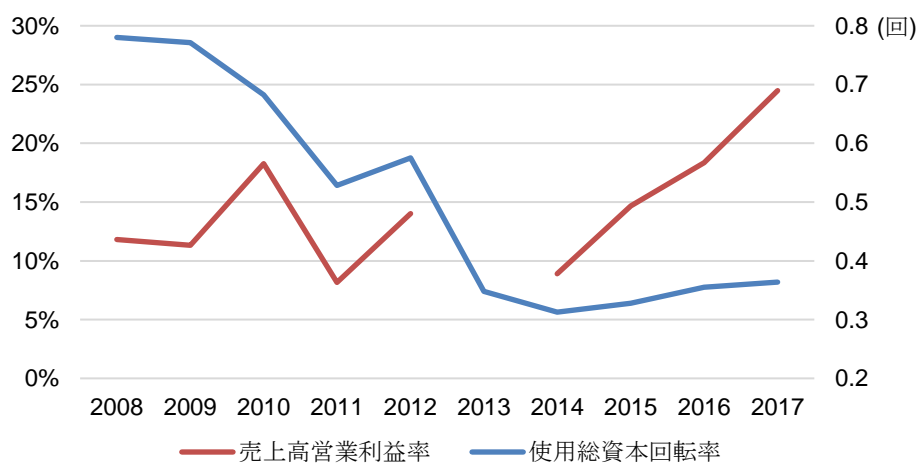


(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

**その他の事業の売上高営業利益率はリニューアル後大きく上昇している**

図表 25 より、その他の事業の売上高営業利益率は営業利益の変動が大きいいため、振れ幅が大きい。その他の事業はゴルフ練習場の運営が主であり、天候によって利用者が大きく変動することが営業利益の変動理由として挙げられる。2014 年以降売上高営業利益率、使用総資本回転率はともに増加しているため、ROA は上昇傾向にある。

**【図表 25】 その他の事業 ROA 分解**



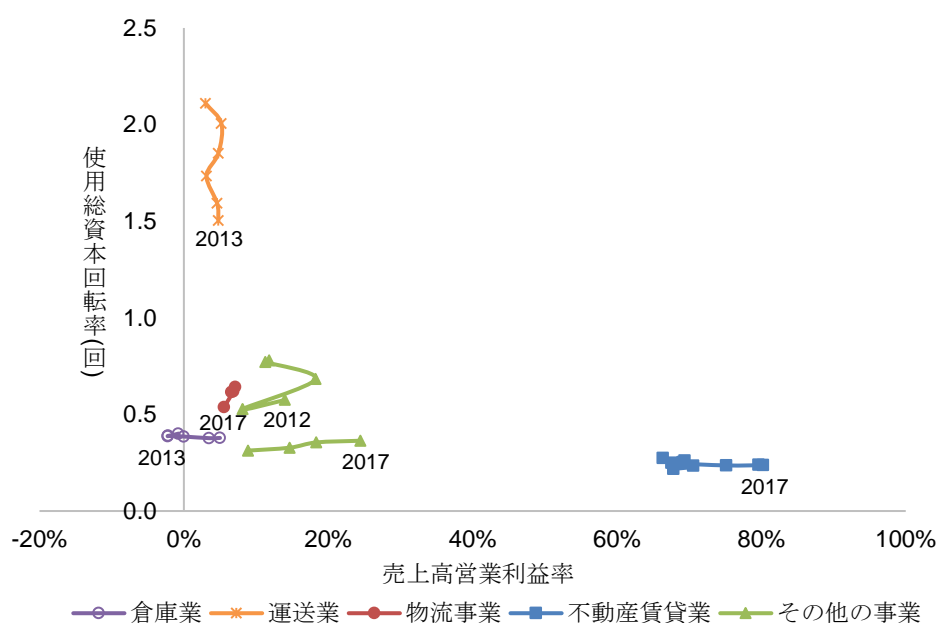
(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

**不動産賃貸業の売上高営業利益率は非常に高く、使用総資本回転率は低い**

事業別の売上高事業利益率と使用総資本回転率の推移は、3つのグループに分けられる。利益率が高く回転率が低い、利益率が低く回転率が高い、もしくは利益率、回転率ともに低いかである。物流事業は利益率、回転率ともに低い。これは、物流事業が資産を多く必要とし、人件費などのコストもかかるためである。一方で、不動産賃貸業は利益率が高く、回転率は低い。これは、不動産賃貸業が資産を多く必要とするが、コストはあまり必要としない事業であるためである。よって、ROAを向上させるためには、物流事業において資産を有効に活用し、利益率、回転率を上げることが重要になる。

【図表 26】 事業別の売上高営業利益率と使用総資本回転率の推移



(出所 日経 Needs FQ より筆者作成)

## 5. 業績予想：売上の安定的な成長を予想

本節では、当社の理論株価を算出するために 2018 年以降の 5 年間の売上高、営業利益、セグメント利益調整額、減価償却費、設備投資額、運転資本増減額の予想を行った。

### (1) 売上高予想

物流事業はセグメントの変更があったため、2014 年から 2017 年の過去 3 年間の売上から年率 0.2%成長するとした。また、不動産賃貸業、その他の事業は 2012 年から 2017 年の過去 5 年間の売上をもとにそれぞれ年率 3.8%、7.0%の成長を見込んだ。

【図表 27】売上高予想(単位：百万円)

	2018	2019	2020	2021	2022
物流事業	8,634	8,651	8,667	8,684	8,700
不動産賃貸業	1,330	1,381	1,434	1,488	1,545
その他の事業	310	332	355	380	406

### (2) 営業利益予想

売上高と同様に、過去の営業利益から各セグメントの営業利益率を算出した。その結果、物流事業、不動産賃貸業、その他の事業の営業利益率はそれぞれ 5.2%、76.9%、13.3%となった。これをもとに営業利益予想を行った。

【図表 28】営業利益予想(単位：百万円)

	2018	2019	2020	2021	2022
物流事業	451	452	453	454	455
不動産賃貸業	1,023	1,062	1,103	1,145	1,189
その他の事業	16	17	19	20	21

**(3) セグメント利益調整額予想**

セグメント利益調整額は本社管理部門にかかる費用であり、多少変動はあるが今後も大幅な変化はないと考えられる。よって、セグメント利益調整額は、データの取得できる過去4年間の平均である477百万円と予想する。

**【図表 29】 セグメント利益調整額予想(単位：百万円)**

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
-	486	488	431	501	477	477	477	477	477

**(4) 減価償却費予想**

減価償却費は増減を繰り返しているものの大きな変動は見られない。よって、今後も現在の水準から大幅な変動はないと考えられる。そのため、減価償却費は過去5年間の平均である656百万円と予想する。

**【図表 30】 減価償却費予想(単位：百万円)**

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
581	629	642	604	824	656	656	656	656	656

**(5) 設備投資額予想**

設備投資額は過去5年間のうち比較的安定した増減を繰り返している。しかし、2017年は新倉庫の建設のため設備投資額が大幅に増加している。そのため、設備投資額は2017年を除いた過去4年間の平均である577百万円と予想する。

**【図表 31】 設備投資額予想(単位：百万円)**

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
569	580	657	501	4690	577	577	577	577	577

**(6) 運転資本増減額予想**

運転資本増減額はその年によって多少変動はあるが、今後も大幅な変化はないと考えられる。よって、運転資本増減額も減価償却費と同様に、過去5年間の平均である20百万円と予想する。

**【図表 32】 運転資本増減額予想(単位：百万円)**

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
-4	83	25	-30	24	20	20	20	20	20

## 6. バリュエーション：市場は当社の成長を適切に評価できていない

理論株価の算出にあたり、予想フリーキャッシュフロー、加重平均資本コストを求め、これをもとに企業価値を算出する。そして、企業価値から負債を引いた株主価値を発行済株式数で割り引くことで理論株価を算出する。

### (1) 予想フリーキャッシュフローの算出

$$\text{FCF} = \text{税引後営業利益(税率 31.8\%)} - \text{セグメント利益調整額} \\ + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資本増減額}$$

【図表 33】 予想フリーキャッシュフロー(百万円)

	2018	2019	2020	2021	2022
税引後営業利益	1,017	1,045	1,074	1,104	1,135
セグメント利益調整額	477	477	477	477	477
減価償却費	656	656	656	656	656
設備投資額	577	577	577	577	577
運転資本増減額	20	20	20	20	20
FCF	600	628	657	687	718

### (2) 加重平均資本コスト(WACC)の算出

当社の加重平均資本コストは3.60%と算出される。算出にあたっては以下の公式を用いた。株主資本コスト( $r_e$ )は、2012年4月から2017年3月における月次株価収益率から算出した $\beta$ 値0.4731、リスクフリーレート( $r_f$ )0.026%(10年物国債金利2017年9月20日時点)、市場収益率( $r_m$ )15%から算出した7.06%を用いた。また、負債の資本コスト( $r_d$ )は、2017年3月期の有利子負債利率1.37%を用いた。法人税率は2017年3月期の税効果会計適用後の法人税の負担率である31.8%を使用した。負債合計と純資産合計は2017年3月期と同様の比率で推移すると予想し、それぞれ14,069百万円、10,835百万円を用いた。

$$\text{加重平均資本コスト(WACC)} = \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d \times (1-t) \\ = 3.60\%$$

D：負債合計 E：純資産合計 t：法人税率

**(3) 企業価値の算出**

当社の企業価値は DCF 法を用いて 32,897 百万円と算出した。予測した 5 年分のフリーキャッシュフローと継続価値(TV)を加重平均資本コストで割り引くことで企業価値を導いた。なお、継続価値の算出において、永久成長率は 0%、6 年目以降も加重平均資本コストは変動しないと仮定した。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \sum_{n=1}^5 \left\{ \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} \right\} + \frac{TV}{(1+WACC)^5} \\ &= 19665(\text{百万円}) \end{aligned}$$

**(4) 理論株価の算出**

(3)で算出した企業価値から過去 5 年間の負債の平均 10,865 百万円を除き、それを発行済株式数 16,046,310 株で割り引くことで当社の理論株価を導いた。これにより理論株価は 548.39 円と算出され、現在の市場価格 562 円(2017 年 9 月 20 日時点)は割安であると判断できる。現実と理論株価の間に乖離が見られる理由としては、今後の当社の成長を市場が評価できていないということが考えられる。

$$\begin{aligned} \text{理論株価} &= \frac{19,665 - 10,865(\text{百万円})}{16,046,310} \\ &= 548.39 \text{ 円} \end{aligned}$$

**今後より積極的な情報開示が必要**

当社は保管を基盤とし搬入から搬出までの一貫した物流サービスを提供することで安定的な業績をあげてきた。当社が更なる成長を遂げるためには、物流事業と不動産賃貸業が重要となる。物流事業においては、当分析から売上高が横ばいとなっていることが分かる。そのため、2016 年に建設した新倉庫をより効率的に活用し売上高を伸ばしていくことが必要である。また不動産賃貸業は、2012 年から売上高が安定的に増加し利益率も高い水準を維持しているため、今後も持続的に成長していくことが期待できる。

また、当社の事業を市場で適切に評価してもらうためには、今後の情報開示が重要となる。現在株式数の半数以上を親会社である野村グループが所有しているが、徐々に個人投資家が所有する割合も増加している。そのため、ホームページの IR 情報を充実させるなどより積極的な情報開示を行うべきである。これにより、現在の市場価格と理論株価との間に乖離がなく推移していくと考えられる。



## 7. 財務諸表

## 損益計算書(単位:百万円)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
売上高・営業収益	11,379	10,652	10,309	9,776	9,454	9,366	9,857	9,949	10,264	10,190
売上原価・営業原価	9,392	8,702	8,481	8,173	7,823	7,813	8,125	8,054	8,318	8,306
売上総利益	1,987	1,950	1,827	1,603	1,630	1,553	1,731	1,895	1,945	1,884
販売費及び一般管理費	981	923	878	838	815	779	787	801	695	781
営業利益	1,006	1,026	948	765	814	774	944	1,094	1,250	1,102
営業外収益	119	92	85	104	106	112	88	100	102	106
受取利息・配当金	45	39	28	29	32	30	37	38	42	41
その他営業外収益	74	53	57	75	74	82	51	62	60	65
営業外費用	296	272	309	236	207	179	168	185	151	159
支払利息・割引料	261	238	218	197	178	148	142	119	102	128
その他営業外費用	35	34	91	39	29	31	26	66	49	31
経常利益	829	846	724	633	714	706	864	1,008	1,202	1,049
特別利益	5	3	-	-	23	-	-	5	3	235
特別損失	31	612	63	98	123	119	188	476	120	132
税金等調整前当期純利益	804	236	661	535	614	587	676	538	1,084	1,153
法人税・住民税及び事業税合計	313	245	259	234	298	262	253	148	441	224
法人税等調整額／繰延税金費用	65	55	38	30	6	-7	11	-21	-59	144
親会社株主に帰属する当期純利益	425	-64	364	270	309	332	412	411	702	784

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

## 貸借対照表(単位:百万円)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
流動資産	3,878	4,029	3,860	4,011	3,486	3,466	4,958	5,186	5,991	6,920
現金・預金	1,443	1,617	1,537	1,883	1,034	1,192	1,252	1,607	1,456	2,996
受取手形・売掛金	1,159	1,034	1,102	951	1,016	985	1,120	1,135	1,101	1,119
有価証券	1,105	1,210	1,059	1,016	1,286	927	823	712	939	-
繰延税金資産	114	106	107	96	99	99	89	52	57	45
その他流動資産	70	69	62	73	58	122	55	51	60	67
貸倒引当金	-13	-7	-8	-10	-8	-5	-4	-4	-4	-4
固定資産／非流動資産	17,371	15,997	15,556	15,059	14,408	14,532	14,476	14,780	14,510	17,984
有形固定資産	14,473	13,432	12,976	12,486	11,805	11,693	11,572	11,191	11,062	14,895
無形固定資産／無形資産	329	346	321	315	310	310	309	329	324	327
投資・その他の資産合計	2,568	2,218	2,258	2,257	2,292	2,528	2,594	3,259	3,124	2,761
資産合計	21,249	20,027	19,417	19,070	17,895	17,999	19,434	19,967	20,502	24,904
流動負債	3,829	3,659	2,846	2,896	2,571	3,280	3,062	2,747	2,877	2,563
支払手形・買掛金	694	449	447	374	382	355	407	397	393	387
短期借入金・社債合計	2,407	2,570	1,708	1,900	1,427	2,240	1,878	1,363	1,522	1,549
未払金・未払費用	81	191	220	203	252	239	329	414	251	226
その他流動負債	647	449	471	419	510	446	448	573	711	401
固定負債	9,792	9,022	8,882	8,265	7,161	6,128	7,458	7,417	7,286	11,505
社債・転換社債・長期借入金	8620	7980	7839	7174	6104	4953	6172	5997	5730	9905
引当金合計	791	713	620	603	600	650	746	747	934	931
繰延税金負債	109	76	147	182	166	246	260	410	313	355
その他固定負債	272	253	276	306	291	279	280	283	309	314
負債合計	13,621	12,681	11,728	11,162	9,732	9,408	10,521	10,164	10,163	14,069
純資産合計／資本合計	7,628	7,345	7,688	7,908	8,163	8,590	8,913	9,802	10,338	10,835
資本金	2,539	2,539	2,539	2,539	2,539	2,539	2,539	2,546	2,551	2,551
資本剰余金	2,315	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,314	2,321	2,326	2,326
利益剰余金	2,542	2,382	2,651	2,826	3,041	3,278	3,596	3,884	4,491	5,141
自己株式	-10	-13	-15	-15	-16	-16	-16	-17	-18	-19
評価・換算差額等	242	118	190	235	276	465	470	1,059	977	793
新株予約権	0	3	6	7	7	7	9	9	9	41
負債・純資産合計	21,249	20,027	19,417	19,070	17,895	17,999	19,434	19,967	20,502	24,904

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

## 8. 指標一覧

## PER(単位：倍)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	10.72	-49.36	7.11	8.82	8.22	11.00	8.86	11.31	6.36	6.00
渋澤倉庫	50.52	100.72	30.15	36.26	20.94	38.66	23.25	13.08	13.08	15.37
安田倉庫	17.35	14.21	12.05	15.53	11.42	20.97	21.33	18.71	15.96	10.91
中央倉庫	21.36	28.32	17.37	18.94	14.97	19.29	23.64	20.15	13.08	18.19
川西倉庫	-11.81	281.30	-13.36	38.62	25.26	29.04	18.60	-20.48	26.20	24.08
東陽倉庫	13.65	26.90	24.20	12.17	14.97	26.95	17.44	20.00	14.33	18.49
ケイヒン	34.54	-175.76	19.40	607.89	11.88	20.56	16.47	41.62	9.92	20.38
丸八倉庫	6.09	10.76	13.87	8.58	18.30	12.10	9.55	13.70	5.07	12.93

## PBR(単位：倍)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	0.59	0.41	0.35	0.31	0.32	0.45	0.43	0.52	0.46	0.46
渋澤倉庫	1.39	1.05	0.77	0.63	0.61	1.31	0.86	0.73	0.55	0.68
安田倉庫	0.94	0.76	0.55	0.44	0.46	0.87	0.68	0.49	0.34	0.37
中央倉庫	0.69	0.51	0.43	0.38	0.40	0.52	0.53	0.54	0.51	0.59
川西倉庫	0.36	0.28	0.32	0.24	0.28	0.34	0.32	0.32	0.45	0.56
東陽倉庫	0.55	0.47	0.53	0.48	0.48	0.71	0.65	0.73	0.53	0.81
ケイヒン	0.74	0.62	0.58	0.50	0.64	1.01	0.76	0.88	0.62	0.70
丸八倉庫	0.45	0.35	0.37	0.36	0.37	0.56	0.57	0.79	0.89	0.66

## EV/EVITDA(単位：倍)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	7.46	6.58	6.24	6.50	6.17	7.12	6.64	5.98	5.54	6.84
渋澤倉庫	16.46	14.44	13.21	8.53	9.47	14.07	12.14	10.97	9.74	9.01
安田倉庫	9.95	8.37	7.60	7.82	7.50	11.40	12.12	10.97	10.58	8.76
中央倉庫	6.60	6.30	5.21	4.28	4.14	5.12	6.18	5.61	5.15	5.60
川西倉庫	6.84	3.01	5.48	3.44	4.76	5.67	4.86	5.27	6.52	10.20
東陽倉庫	7.50	8.33	8.66	7.02	9.14	12.74	10.54	10.84	10.08	11.20
ケイヒン	8.70	10.39	10.84	10.49	9.78	11.17	10.19	8.46	7.68	8.93
丸八倉庫	8.04	8.63	8.86	7.66	6.89	6.80	6.35	7.67	9.68	7.90

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

## ROE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	5.55%	-0.86%	4.85%	3.47%	3.85%	3.97%	4.71%	4.40%	6.98%	7.42%
洪澤倉庫	2.96%	1.11%	2.58%	1.81%	2.93%	3.38%	3.68%	5.41%	4.35%	4.41%
安田倉庫	5.50%	5.25%	4.42%	2.79%	3.87%	3.66%	2.81%	2.56%	2.22%	3.43%
中央倉庫	3.29%	1.90%	2.42%	2.01%	2.63%	2.64%	2.25%	2.66%	3.93%	3.18%
川西倉庫	-3.07%	0.10%	-2.46%	0.63%	1.12%	1.17%	1.70%	-1.57%	1.75%	2.34%
東陽倉庫	3.98%	1.77%	2.16%	3.96%	3.20%	2.61%	3.73%	3.55%	3.73%	4.24%
ケイヒン	2.22%	-0.37%	2.91%	0.08%	5.29%	4.72%	4.57%	2.08%	6.27%	3.35%
丸八倉庫	7.30%	3.20%	2.66%	4.18%	2.05%	4.55%	5.80%	5.61%	16.25%	5.05%

## 売上高当期純利益率

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	3.73%	-0.60%	3.53%	2.76%	3.27%	3.54%	4.18%	4.13%	6.84%	7.69%
洪澤倉庫	1.75%	0.66%	1.65%	1.08%	1.74%	2.07%	2.31%	3.62%	2.96%	3.02%
安田倉庫	5.15%	4.57%	4.40%	2.85%	4.14%	4.59%	4.44%	4.26%	3.60%	5.12%
中央倉庫	4.39%	2.54%	3.49%	2.80%	3.63%	3.72%	3.19%	3.82%	5.71%	4.59%
川西倉庫	-2.27%	0.07%	-1.86%	0.44%	0.74%	0.80%	1.18%	-1.10%	1.24%	1.67%
東陽倉庫	2.71%	1.27%	1.70%	2.95%	2.41%	2.01%	2.68%	2.54%	2.54%	2.85%
ケイヒン	0.66%	-0.11%	0.96%	0.03%	1.62%	1.50%	1.43%	0.63%	2.03%	1.20%
丸八倉庫	6.98%	4.31%	3.53%	5.71%	3.01%	6.53%	8.77%	8.84%	29.55%	9.78%

## 使用総資本回転率(単位：回)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	0.51	0.52	0.52	0.51	0.51	0.52	0.53	0.51	0.51	0.45
洪澤倉庫	0.65	0.63	0.56	0.60	0.62	0.62	0.61	0.58	0.60	0.62
安田倉庫	0.47	0.48	0.44	0.45	0.45	0.41	0.34	0.34	0.35	0.37
中央倉庫	0.62	0.61	0.55	0.57	0.59	0.58	0.58	0.57	0.56	0.56
川西倉庫	0.91	0.97	0.95	1.00	0.99	0.92	0.90	0.91	0.90	0.84
東陽倉庫	0.71	0.65	0.60	0.65	0.63	0.58	0.60	0.60	0.65	0.68
ケイヒン	0.92	0.92	0.84	0.90	0.95	0.95	1.00	1.06	1.06	1.01
丸八倉庫	0.49	0.32	0.33	0.34	0.34	0.37	0.38	0.40	0.38	0.37

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

## 財務レバレッジ(単位：倍)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	2.90	2.76	2.63	2.47	2.30	2.14	2.14	2.11	2.01	2.15
渋沢倉庫	2.58	2.65	2.79	2.81	2.72	2.63	2.60	2.56	2.45	2.35
安田倉庫	2.27	2.39	2.28	2.19	2.10	1.97	1.87	1.80	1.77	1.79
中央倉庫	1.20	1.23	1.27	1.25	1.23	1.22	1.22	1.23	1.24	1.24
川西倉庫	1.49	1.43	1.39	1.44	1.54	1.59	1.60	1.56	1.57	1.67
東陽倉庫	2.07	2.14	2.13	2.06	2.09	2.23	2.34	2.32	2.24	2.20
ケイヒン	3.65	3.66	3.63	3.54	3.45	3.30	3.19	3.11	2.93	2.75
丸八倉庫	2.12	2.29	2.26	2.14	2.00	1.88	1.74	1.61	1.45	1.41

## ROA

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
杉村倉庫	4.74%	5.16%	4.95%	4.13%	4.58%	4.48%	5.24%	5.75%	6.39%	5.03%
渋沢倉庫	4.18%	2.53%	1.97%	3.49%	3.40%	3.47%	3.16%	3.17%	3.25%	4.01%
安田倉庫	4.93%	4.77%	4.34%	3.83%	3.35%	3.29%	2.92%	2.53%	2.67%	2.47%
中央倉庫	4.79%	4.06%	3.41%	3.41%	3.70%	3.72%	3.19%	3.56%	3.92%	3.91%
川西倉庫	-0.50%	0.49%	-1.33%	0.85%	1.69%	1.57%	1.68%	1.49%	1.93%	2.20%
東陽倉庫	3.82%	1.60%	2.01%	2.78%	2.37%	1.54%	2.17%	2.21%	2.13%	2.54%
ケイヒン	4.56%	2.90%	2.24%	2.28%	2.93%	3.11%	3.18%	4.39%	3.71%	2.76%
丸八倉庫	6.08%	4.16%	3.03%	4.03%	4.21%	5.42%	5.77%	5.91%	3.64%	5.00%