

※数値は全てダミーです。算定書のイメージが分かるように整えました

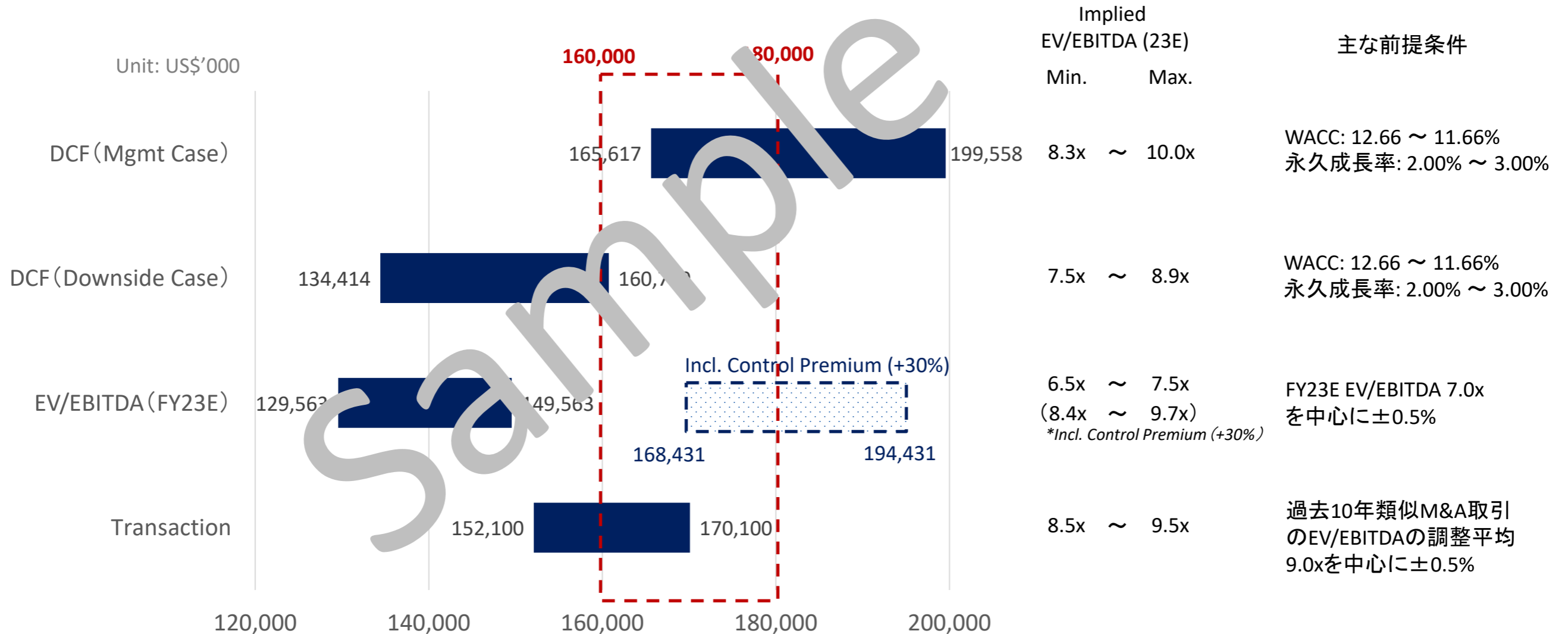
2022年XX月XX日

PJ XYZ 企業価値評価の参考資料

MKA Advisors株式会社

PJ XYZ 企業価値評価サマリー

- DCF法、類似取引比較法（Transaction）、EV/EBITDAにて算出したEV（企業価値）は以下の通り。
- ご参考までに、**US\$160~180m**が本件の参考EVレンジとなる



1. DCF法

Sample

DCF法 (Management Case)

- マネジメントケースにおけるDCF法の計算シートは以下の通り。

DCF Calculation	Mgmt Case											
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	Terminal
Revenues	60,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000	125,000	135,000	145,000	155,000	158,875
Annual growth %		0%	17%	14%	11%	11%	10%	14%	8%	7%	7%	2.50%
EBITDA	12,000	12,000	14,000	16,000	18,000	20,000	22,000	25,000	28,620	30,740	32,860	33,682
EBITDA margin % of revenues	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	21%	21%	21%	21%
-) D&A	-3,232	-3,127	-3,299	-3,349	-3,377	-3,136	-3,055	-3,031	-5,998	-6,111	-6,450	-6,667
EBIT	8,768	8,873	10,701	12,651	14,623	16,864	18,945	21,969	22,622	24,629	26,410	27,015
EBIT margin % of revenues	15%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	18%	17%	17%	17%	17%
-) Corporate taxes	-3	-387	184	-29	2,887	-4,047	-4,547	-5,273	-5,429	-5,911	-6,338	-6,484
Tax rate	0%	4%	2%	3%	3%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
NOPAT	8,765	8,486	10,515	12,622	11,736	12,817	14,398	16,696	17,193	18,718	20,072	20,531
+) D&A	3,232	3,127	3,299	3,349	3,377	3,136	3,055	3,031	5,998	6,111	6,450	6,667
-) Capital expenditure	-2,005	-1,801	-1,027	-541	-422	-1,000	-7,900	-17,000	-12,500	-900	-700	-6,667
±) Changes in working capital	-7,069	6,900	-778	618	-1,867	-218	137	205	1,986	2,260	2,534	212
Free cashflow (FCF)	2,723	10,767	12,011	16,048	12,824	15,171	9,416	2,522	8,704	21,669	23,287	20,319

Discount period	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	5.5
Discount factor	0.94	0.84	0.75	0.67	0.60	0.53	0.53
Discount rate (WACC)	12.16%						
Present value of FCF	14,325	7,928	1,893	5,826	12,931	12,390	125,566
Total EV	180,859						

DCF法 (Downside Case)

- ダウンサイドケースにおけるDCF法の計算シートは以下の通り。

DCF Calculation	Downside Case											
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	Terminal
Revenues	60,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000	125,000	131,226	139,352	148,446	152,157
<i>Annual growth %</i>		0%	17%	14%	11%	11%	10%	14%	5%	6%	7%	2.50%
EBITDA	12,000	12,000	14,000	16,000	18,000	20,000	22,000	25,000	25,223	25,656	26,947	27,621
<i>EBITDA margin % of revenues</i>	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	19%	18%	18%	18%
-) D&A	-3,232	-3,127	-3,299	-3,349	-3,377	-3,136	-3,055	-3,031	-5,998	-6,111	-6,450	-6,667
EBIT	8,768	8,873	10,701	12,651	14,623	16,864	18,945	21,969	19,225	19,545	20,497	20,954
<i>EBIT margin % of revenues</i>	15%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	18%	15%	14%	14%	14%
-) Corporate taxes	-3	-387	184	-29	2,887	-4,047	-4,547	-5,273	-4,614	-4,691	-4,919	-5,029
<i>Tax rate</i>	0%	4%	2%	3%	2%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
NOPAT	8,765	8,486	10,515	12,622	11,736	12,817	14,398	16,696	14,611	14,854	15,578	15,925
+) D&A	3,232	3,127	3,299	3,349	3,377	3,136	3,055	3,031	5,998	6,111	6,450	6,667
-) Capital expenditure	-2,005	-1,801	-1,027	-541	-422	-1,000	-7,900	-17,000	-12,500	-900	-700	-6,667
±) Changes in working capital	-7,069	6,900	-778	618	-1,867	-218	137	205	1,883	2,132	2,407	203
Free cashflow (FCF)	2,763	10,767	12,011	16,048	12,824	15,171	9,416	2,522	6,226	17,933	18,921	15,722
Discount period						0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	5.5
Discount factor						0.94	0.84	0.75	0.67	0.60	0.53	0.53
Discount rate (WACC)						12.16%						
Present value of FCF						14,325	7,928	1,893	4,167	10,702	10,067	97,159
Total EV						146,240						

感応度分析

- それぞれのケースにおける感応度分析は以下の通り。
- 永久成長率・WACCとも、それぞれ±0.5%ずつの感応度を分析した。

マネジメントケース

		永久成長率				
		1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
W A C C	11.16%	186,520	194,160	202,682	212,250	223,067
	11.66%	176,883	183,659	191,174	199,558	208,975
	12.16%	168,153	174,193	180,859	188,200	196,501
	12.66%	160,207	165,617	171,560	177,918	184,693
	13.16%	152,946	157,812	163,136	168,913	175,145

ダウングレードケース

		永久成長率				
		1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
W A C C	11.16%	150,737	156,636	163,216	170,604	178,956
	11.66%	143,233	148,464	154,266	160,739	168,005
	12.16%	136,431	141,094	146,240	151,948	158,315
	12.66%	130,238	134,414	139,001	144,063	149,678
	13.16%	124,574	128,330	132,439	136,952	141,932

対象企業のWACCの算出

WACCの計算

WACCは、加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital)と言い、投資家の期待収益率(資本コスト)のこと。資本コストは、①株式調達にかかるコスト(株主資本コスト)と②借入にかかるコスト(負債コスト)を加重平均したものの。

【計算式】

$$WACC = [K_e \times E / (D + E)] + [K_d \times (1-T) \times D / (D + E)]$$

株主資本コスト(K_e)の算出: ① **12.60%**

$$(1) K_e = R_f + (\beta_L \times R_e) + R_s$$

R_f: リスクフリーレート **4.201%** □□□□国10年国債
 β_L: レバードベータ **0.99** 上場類似会社のβの中間値をもとに算出
 R_e: エクイティリスクプレミアム **5.430%** Damodaran教授の算出データをもとに算出
 R_s: サイズリスクプレミアム **3.0%** □□□レポートより

借入コスト(K_d)の算出: ② **3.62%** 対象会社の事業期間の借入コストの平均

D/E Ratioの算出: ③ **0.04** 上場類似会社の中間値

税率 (T): ④ **25.00%** 対象会社の税率

WACC **12.16%** ①×(1-③)+②×(1-④)*③

上場類似会社

EV/EBITDA(マルチプル法)で採用した、上場類似会社をもとに、β及びD/E Raioの算出を行う。なお、BBBB及びKKKKのβは、決定係数が0.1以下)、信頼性に欠ける為、採用していない。D/Eレシオ及びβともにばらつきがあるため、中央値 (Median) を採用している。

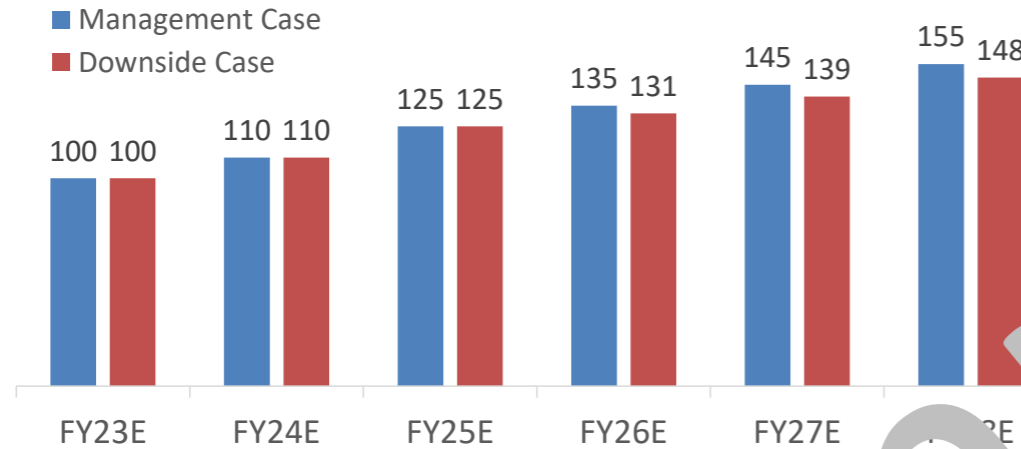
上場類似会社	Net Debt(D)	時価総額(E)	D/E	税率	β _L	β _U	決定係数(β _L)
AAAA	2,063	2,364	0.87	25.00%	0.988	0.60	0.427
BBBB	1,552	3,222	0.48	25.00%	0.351	0.26	0.048
CCCC	772	3,698	0.21	25.00%	0.731	0.63	0.380
DDDD	-506	4,360	-0.12	25.00%	0.987	1.08	0.372
EEEE	155	3,484	0.04	25.00%	0.984	0.95	0.359
FFFF	298	2,566	0.12	25.00%	0.735	0.68	0.145
GGGG	-199	2,645	-0.08	25.00%	1.015	1.08	0.309
HHHH	218	1,658	0.13	25.00%	0.865	0.79	0.160
IIII	-58	1,657	-0.04	25.00%	1.036	1.06	0.180
JJJJ	-4	755	-0.01	25.00%	0.998	1.00	0.141
KKKK	5	478	0.01	25.00%	0.348	0.35	0.032
			AVE.	0.13	0.93	0.87	
			Median	0.04	0.99	0.95	

前提条件

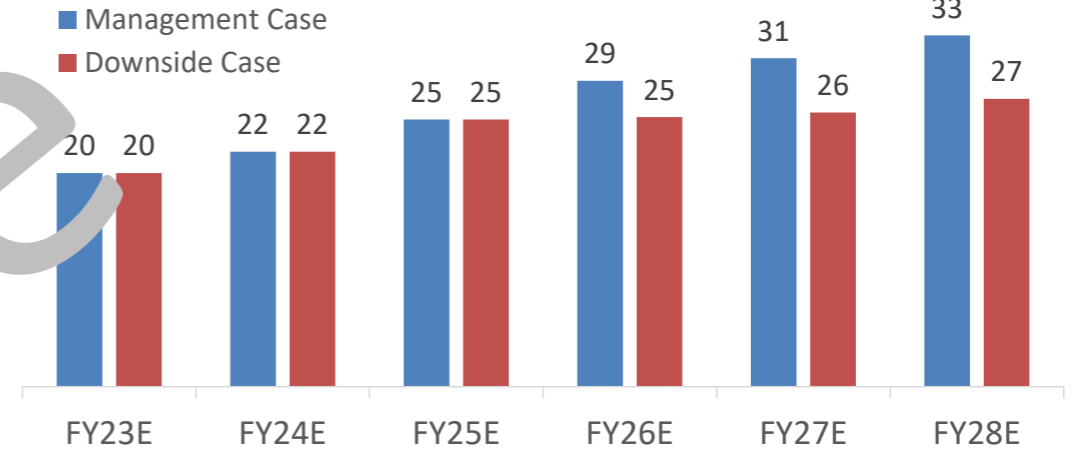
項目	前提条件の説明
EV(企業価値)	Cash Free / Debt Freeベースであり、情報が限定的なため、非事業用資産は考慮していない。
永久成長率	2.5%と設定。□□□□国の2027年予想インフレ率を採用。IMF - World Economic Outlook Databases (2022年4月版)より
継続期間におけるEBITDA	2028年度予想EBITDA利益率を採用。
継続期間における税率	対象会社開示の事業計画の計画期間(2023年度、2028年度)の税率を採用。
継続期間における設備投資額	事業計画期間における設備投資金額の平均値を採用。
継続期間における減価償却費	上記、継続期間における設備投資金額と同額
運転資本	対象会社開示の事業計画における在庫回転日数、売上債権回転日数、支払債務回転日数を採用。
Discount Period	フリーキャッシュフロー(FCF)の発生タイミングは、期央とし、それに応じた割引期間を設定。
基準日	本件M&A取引を今年度末(2023年〇月末)と想定し、2023年〇月末を基準として、DCFを算出。

Management Case / Downside Case 比較

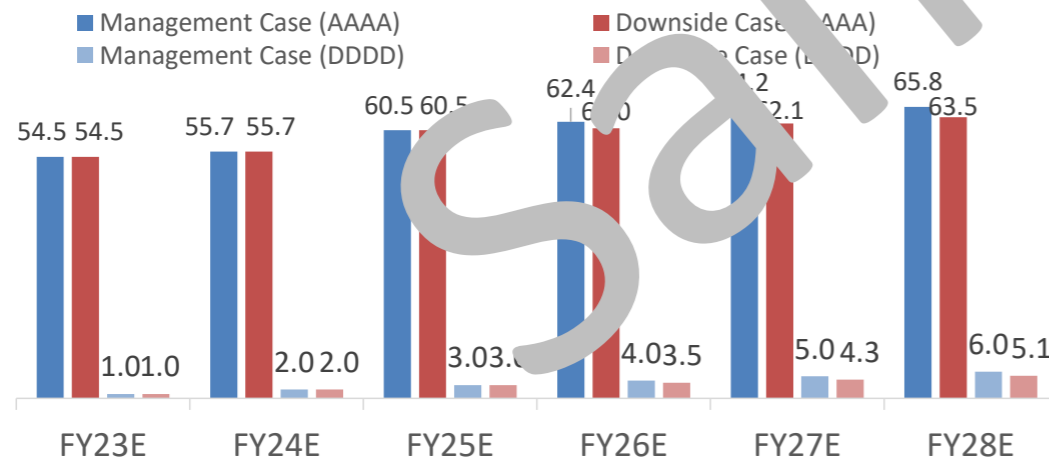
売上高



EBITDA



販売量



補足説明

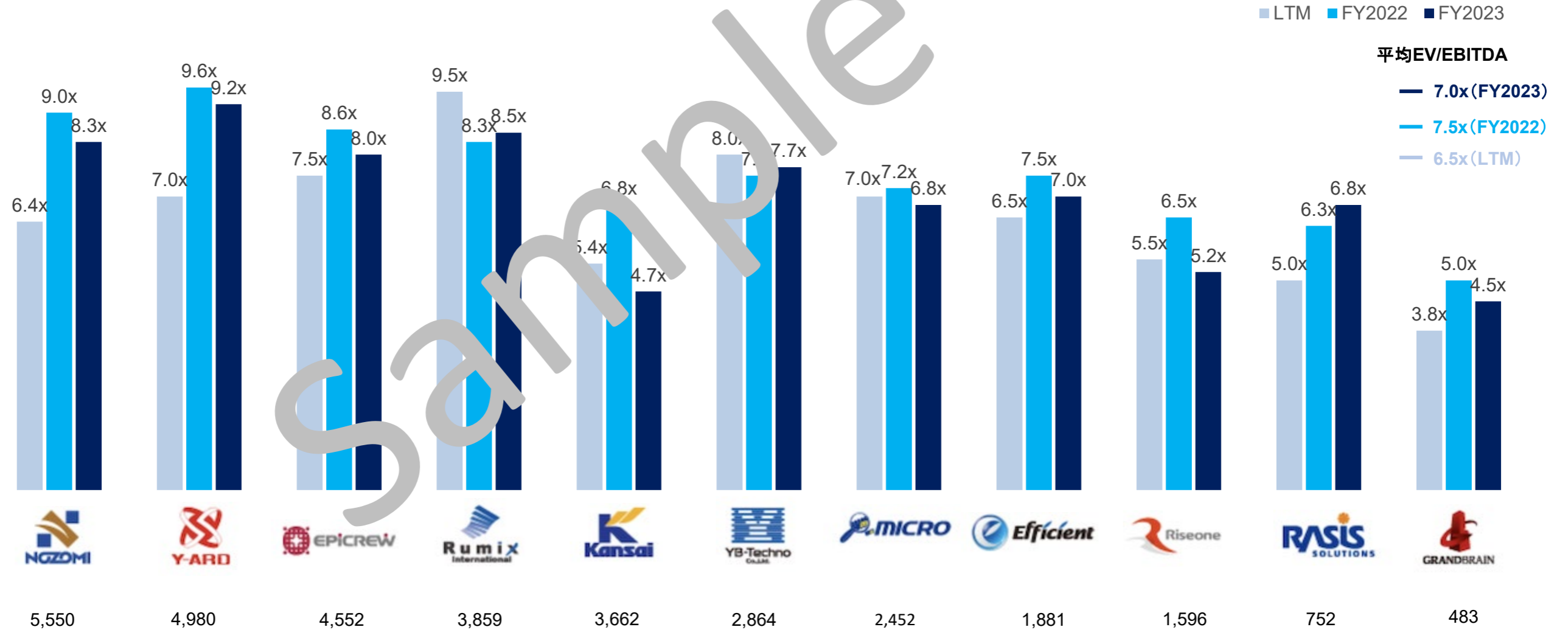
- Downside Caseは、2026～2028年度のAAAA及びDDDDの予想販売量の増量を約50%に抑えた。
- これから3年先の販売量であること、並びに2024～2025年度の大型設備投資による生産量の増加が主な要因であることから、不確定要素が大きいため、2026年度以降の販売量にストレスを負荷した。
- 一方で、販売価格は一定としている。
- 販売量の低減にともない、売上高は減少、変動費への影響も加味して、EBITDA利益にもストレスがかかっている。
- 売上原価は、原価率一定としているため、売上高減少に伴い、売上原価も一定金額低下している。
- その他、固定費、設備投資金額、運転資本に関する回転日数は、一定とした。



2. マルチプル法（上場類似会社比較・類似取引比較）

上場類似会社比較法 (EV/EBITDA)

- 業界における上場類似会社のEV/EBITDA



(注) 株価は2022年〇月〇日時点、財務数値は、PL項目についてはLTM・予想数値をもとに、BS項目についてはLTMをもとに算出。出所は、XXXX。

(ご参考) 上場類似会社の財務数値

単位: US\$mn

上場類似企業	企業価値 (EV)	時価総額	純有利子 負債	非支配 株主持分	売上高			EBITDA			EV/EBITDA		
					LTM	FY22	FY23	LTM	FY22	FY23	LTM	FY22	FY23
AAAA	5,550	2,364	2,063	1,123	5,781	4,111	4,458	867	617	669	6.4x	9.0x	8.3x
BBBB	4,980	3,222	1,552	206	2,952	2,882	3,007	711	519	541	7.0x	9.6x	9.2x
CCCC	4,552	3,698	772	82	3,700	3,200	3,556	607	529	569	7.5x	8.6x	8.0x
DDDD	3,859	4,360	-506	5	2,031	2,325	2,264	406	465	453	9.5x	8.3x	8.5x
EEEE	3,662	3,484	155	3	5,001	4,488	6,444	678	539	773	5.4x	6.8x	4.7x
FFFF	2,864	2,566	205	0	2,754	2,937	2,861	358	382	372	8.0x	7.5x	7.7x
GGGG	2,452	2,645	-10	6	2,335	2,270	2,404	350	341	361	7.0x	7.2x	6.8x
HHHH	1,881	1,658	218	5	2,894	2,508	2,687	289	251	269	6.5x	7.5x	7.0x
IIII	1,596	1,007	-58	-3	3,627	3,069	3,837	290	246	307	5.5x	6.5x	5.2x
JJJJ	752	755	-4	1	2,149	1,705	1,580	150	119	111	5.0x	6.3x	6.8x
KKKK	1,100	1,170	5	0	2,542	1,932	2,147	127	97	107	3.8x	5.0x	4.5x

- 対象企業は、欧米における●●を製造する上場製造企業
- データの出所は、XXXX。株価指標は、2022年〇月〇日時点のもの。
- 予想数値は、アナリストコンセンサスを使用。
- 企業価値 = 時価総額 + 純有利子負債額 + 非支配株主持分。EBITDA = EBIT(営業利益) + 減価償却費+のれん償却費

AVE	6.5x	7.5x	7.0x
Median	6.5x	7.5x	7.0x

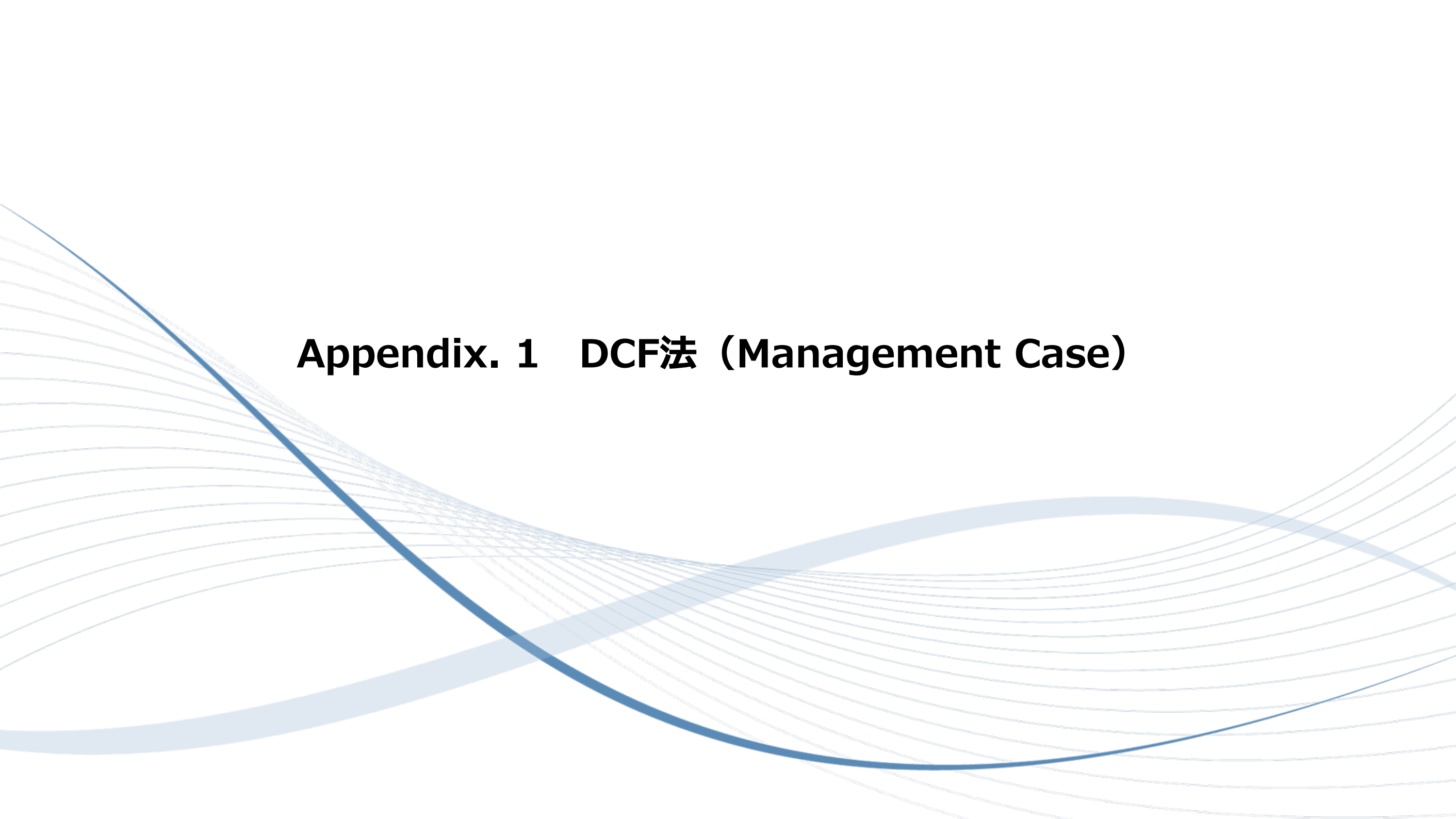
類似取引比較法 (Transaction Multiples)

- 過去10年間の欧米における類似M&A取引のマルチプル水準

Ann. Date	Targets	Target Country	Buyers	Ownership (%)	EV/Sales	EV/EBITDA	Deal Value (\$m)
1/4/2022	AAAA	aaa	KKKK	70%	1.1x	9.8x	1,260
1/4/2021	BBBB	bbb	LLLL	67%	1.5x	11.6x	589
1/4/2020	CCCC	ccc	MMMM	100%	0.4x	13.1x	774
1/4/2019	DDDD	ddd	NNNN	95%	1.2x	6.6x	2,680
1/4/2018	EEEE	eee	OOOO	100%	0.6x	7.5x	4,500
1/4/2017	FFFF	fff	PPPP	100%	2.1x	6.1x	880
1/4/2016	GGGG	ggg	QQQQ	100%	0.8x	9.1x	1,600
1/4/2015	HHHH	hhh	RRRR	85%	1.1x	8.1x	355
1/4/2014	JJJJ	jjj	SSSS	100%	0.7x	7.0x	1,120

- 対象企業は、欧米における●●を製造する製造工メーカー
- 対象M&A取引は、取引額が>US\$100m、かつ株主総数の50%超の買収案件を対象。但し、グループ内再編は除く。
- Adj. AVEとは、最大値・最小値を除いた平均値

AVE	1.1x	8.8x
adj. AVE	1.1x	9.0x
Median	1.1x	8.1x



Appendix. 1 DCF法 (Management Case)

DCF法 (Management Case)

- マネジメントケースにおける売上高構成比及び売上原価。

Income Statement					Mgmt Case						
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	60,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000	125,000	135,000	145,000	155,000
AAAA	60,000	60,000	68,750	77,000	86,000	95,456	100,274	111,990	118,624	125,176	131,646
Annual growth %	na	0%	15%	13%	13%	11%	5%	12%	6%	6%	5%
% of revenues	100%	100%	98%	97%	96%	95%	91%	90%	88%	86%	85%
Subtotal Sales Volume	40,000	38,710	42,969	47,087	50,939	54,546	55,708	60,535	62,434	64,193	65,823
Realization US\$ PMT	1,500	1,550	1,600	1,600	1,700	1,750	1,800	1,850	1,900	1,950	2,000
BBBB	0	0	650	1,330	2,000	2,780	3,550	4,350	5,180	6,040	6,930
Annual growth %	na	na	na	105%	53%	36%	28%	23%	19%	17%	15%
% of revenues	0%	0%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%
Sales Volume	0	0	500	800	1,100	1,400	1,700	2,000	2,300	2,600	2,900
Realization US\$ PMT	0	0	1,300	1,500	1,360	1,390	1,420	1,450	1,480	1,510	1,540
CCCC	0	0	600	900	1,364	1,764	2,176	2,600	3,036	3,484	3,944
Annual growth %	na	na	na	63%	40%	29%	23%	19%	17%	15%	13%
% of revenues	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
Sales Volume	0	0	500	800	1,100	1,400	1,700	2,000	2,300	2,600	2,900
Realization US\$ PMT	0	0	1,200	1,220	1,240	1,260	1,280	1,300	1,320	1,340	1,360
DDDD	0	0	0	0	0	0	4,000	6,060	8,160	10,300	12,480
Annual growth %	na	na	na	na	na	na	na	52%	35%	26%	21%
% of revenues	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	5%	6%	7%	8%
Sales Volume	0	0	0	0	0	1,000	2,000	3,000	4,000	5,000	6,000
Realization US\$ PMT	0	0	0	0	0	0	2,000	2,020	2,040	2,060	2,080
Total Revenues	60,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000	125,000	135,000	145,000	155,000
Revenue growth %		0%	17%	14%	13%	11%	10%	14%	8%	7%	7%
Cost of goods sold	38,102	38,546	45,359	52,507	57,149	64,413	71,274	81,009	85,947	92,394	99,191
Margin %	64%	64%	65%	66%	63%	64%	65%	65%	64%	64%	64%

DCF法 (Management Case)

- マネジメントケースにおける販管費（変動費）及び限界利益。

Income Statement		Mgmt Case									
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
AAAA variable costs	4,850	4,643	5,703	6,856	9,764	9,766	10,603	12,215	12,951	13,712	14,142
<i>Margin % of AAAA revenues</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Feedstock	900	891	1,049	1,200	1,415	1,536	1,551	1,726	2,115	2,528	2,633
Power, gas and water	750	1,041	1,217	1,415	1,536	1,734	1,810	2,014	2,095	2,197	2,294
Packing	800	774	859	942	1,019	1,091	1,114	1,211	1,249	1,284	1,316
Freight / C & F / insurance	2,400	1,935	2,578	3,288	3,994	5,455	6,128	7,264	7,492	7,703	7,899
DDDD variable costs(incl. BBBB, CCCC)	0	0	55	190	305	595	800	1,110	1,420	1,730	2,040
<i>Margin % of DDDD revenues</i>	<i>na</i>	<i>na</i>	<i>4%</i>	<i>8%</i>	<i>17%</i>	<i>13%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>
Feedstock	0	0	20	30	30	40	50	50	50	50	50
Power, gas and water	0	0	0	0	50	50	50	60	70	80	90
Packing	0	0	0	5	5	5	100	200	300	400	500
Freight / C & F / insurance	0	0	30	15	500	500	600	800	1,000	1,200	1,400
Total Variable costs	4,850	4,643	7,758	7,046	9,619	10,361	11,403	13,325	14,371	15,442	16,182
<i>Margin % of Revenues</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>
Contribution Margin	1,048	1,611	18,883	20,447	23,232	25,226	27,323	30,666	34,682	37,164	39,627
<i>Contribution Margin %</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>27%</i>	<i>26%</i>	<i>26%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>26%</i>	<i>26%</i>	<i>26%</i>

DCF法 (Management Case)

- マネジメントケースにおける販管費（固定費）及びEBITDA。

Income Statement	Mgmt Case										
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Salaries and wages	2,000	2,000	2,050	2,150	2,200	2,750	2,750	2,860	2,970	3,080	3,190
<i>Change %</i>		0%	2%	5%	2%	2%	0%	4%	4%	4%	4%
Stores, repair & maintenance	2,200	2,000	2,000	1,500	1,500	1,500	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950
<i>Change %</i>		-9%	0%	-25%	0%	3%	0%	6%	6%	6%	5%
Other Admin expenses	500	500	510	510	510	520	620	720	820	920	1,020
<i>Change %</i>		0%	2%	0%	0%	2%	19%	16%	14%	12%	11%
Marketing expenses	100	100	150	150	150	210	210	220	230	240	250
<i>Change %</i>		0%	50%	0%	7%	31%	0%	5%	5%	4%	4%
Commission	89	47	54	16	41	38	41	50	68	80	86
<i>Change %</i>		-47%	15%	-75%	156%	-7%	8%	22%	36%	18%	8%
Bank charges	159	159	119	119	119	158	152	166	224	254	271
<i>Change %</i>		0%	-27%	2%	-2%	33%	-4%	9%	35%	13%	7%
Other	0	0	0	0	202	0	0	0	0	0	0
Fixed costs	5,048	4,711	4,633	4,447	5,232	5,226	5,323	5,666	6,062	6,424	6,767
<i>Margin %</i>		8%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
EBITDA	12,000	13,000	14,000	16,000	18,000	20,000	22,000	25,000	28,620	30,740	32,860
<i>EBITDA Margin %</i>	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	21%	21%	21%

DCF法 (Management Case)

- マネジメントケースにおける販売量及び販売価格。

Sales volumes and manufacture capacity						Mgmt Case					
y/e Dec, MT	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Sales volumes											
AAAA	40,000	38,710	42,969	47,087	50,839	54,546	55,708	60,535	62,434	64,193	65,823
Growth %		-3%	11%	10%	7%	7%	2%	9%	3%	3%	3%
Production	30,000	29,710	34,969	40,087	44,100	49,116	51,708	57,535	60,434	63,193	65,823
Growth %		-1%	18%	15%	12%	10%	4%	11%	5%	5%	4%
Imports	10,000	9,000	8,000	7,000	6,000	5,000	4,000	3,000	2,000	1,000	0
Growth %		-10%	-11%	-13%	-14%	-17%	-20%	-25%	-33%	-50%	-100%
BBBB	0	0	500	1,000	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000	4,500
Growth %				100%	50%	33%	25%	20%	17%	14%	13%
CCCC	0	0	800	1,100	1,400	1,700	2,000	2,300	2,600	2,900	3,200
Growth %				138%	21%	27%	21%	18%	15%	13%	12%
DDDD	0	0	0	0	0	1,000	2,000	3,000	4,000	5,000	6,000
Growth %								50%	33%	25%	20%
Total sales volumes	40,000	38,710	42,969	48,887	53,539	58,946	61,908	68,535	72,234	75,793	79,223
Realization US\$ PMT											
AAAA	1,500	1,550	1,600	1,650	1,700	1,750	1,800	1,850	1,900	1,950	2,000
Growth %		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
BBBB			1,300	1,330	1,360	1,390	1,420	1,450	1,480	1,510	1,540
Growth %				2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
CCCC			1,200	1,220	1,240	1,260	1,280	1,300	1,320	1,340	1,360
Growth %				2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
DDDD							2,000	2,020	2,040	2,060	2,080
Growth %								1%	1%	1%	1%

DCF法 (Management Case / Downside Case)

- マネジメントケースにおける設備投資計画及び運転資本項目の回転日数 (Downside Caseも同じ)。

Capital expenditure	Mgmt Case											
y/e Mar, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	Total of
XXXX							5,000	10,000	10,000			25,000
YYYY	1,000	8,000	500				1,000	5,000	1,000			7,000
ZZZZ						500	500	500				1,500
Total project capex	1,000	8,000	500	0		500	6,500	15,500	11,000	0	0	33,500
aaaa		500	500		500		500		500			1,000
bbbb		1,500	500		500			1,000		300		1,300
cccc	500			100			300		300			600
dddd	500			100			100		100		100	300
Total Sub-Project capex	1,000	2,000	1,000	200	1,500	0	900	1,000	900	300	100	3,200
Replacement capex	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	3,000
Other expences									100	100	100	300
Total capital expenditure	2,500	4,000	2,000	700	2,000	1,000	7,900	17,000	12,500	900	700	40,000

- マネジメントケース (IM通り) における運転資本項目の回転日数 (Downside Caseも同じ)。

Working capital (Days)	Mgmt Case										
y/e Mar, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Days inventory outstanding (DIO)	15	15	15	15	15	20	20	20	25	30	35
Days sales outstanding (DSO)	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Days payable outstanding (DPO)	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60

Appendix. 2 DCF法 (Downside Case)

DCF法 (Downside Case)

- ダウンサイドケースにおける売上高構成比及び売上原価。

Income Statement		Downside Case									
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Revenues	60,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000	125,000	131,226	139,352	148,446
AAAA	60,000	60,000	68,750	77,694	86,000	95,556	100,274	111,990	115,870	121,073	126,912
Annual growth %	na	0%	15%	13%	11%	10%	5%	12%	3%	4%	5%
% of revenues	100%	100%	98%	97%	96%	95%	91%	90%	88%	87%	85%
Subtotal Sales Volume	40,000	38,710	42,969	47,000	50,939	54,546	55,708	60,535	60,984	62,089	63,456
Realization US\$ PMT	1,500	1,550	1,600	1,650	1,700	1,750	1,800	1,850	1,900	1,950	2,000
BBBB	0	0	650	1,330	2,040	2,780	3,550	4,350	5,180	6,040	6,930
Annual growth %	na	na	na	105%	53%	36%	28%	23%	19%	17%	15%
% of revenues	0%	0%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	5%
Sales Volume	0	0	500	1,000	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000	4,500
Realization US\$ PMT	0	0	1,300	1,350	1,360	1,390	1,420	1,450	1,480	1,510	1,540
CCCC	0	0	600	976	1,364	1,764	2,176	2,600	3,036	3,484	3,944
Annual growth %	na	na	na	63%	40%	29%	23%	19%	17%	15%	13%
% of revenues	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
Sales Volume	0	0	500	800	1,100	1,400	1,700	2,000	2,300	2,600	2,900
Realization US\$ PMT	0	0	1,200	1,220	1,240	1,260	1,280	1,300	1,320	1,340	1,360
DDDD	0	0	0	0	0	0	4,000	6,060	7,140	8,755	10,660
Annual growth %	na	na	na	na	na	na	na	52%	18%	23%	22%
% of revenues	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	5%	5%	6%	7%
Sales Volume	0	0	0	0	0	1,000	2,000	3,000	3,500	4,250	5,125
Realization US\$ PMT	0	0	0	0	0	0	2,000	2,020	2,040	2,060	2,080
Total Revenues	60,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000	125,000	131,226	139,352	148,446
Revenue growth %		0%	17%	14%	13%	11%	10%	14%	5%	6%	7%
Cost of goods sold	38,102	38,546	45,359	52,507	57,149	64,413	71,274	81,009	85,947	92,394	99,191
Margin %	64%	64%	65%	66%	63%	64%	65%	65%	65%	66%	67%

DCF法 (Downside Case)

- ダウンサイドケースにおける販管費（変動費）及び限界利益。

Income Statement		Downside Case									
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
AAAA variable costs	4,850	4,643	5,703	6,856	9,764	9,766	10,603	12,215	12,647	13,260	13,634
<i>Margin % of AAAA revenues</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
Feedstock	900	891	1,049	1,200	1,415	1,536	1,551	1,726	2,064	2,444	2,538
Power, gas and water	750	1,041	1,217	1,415	1,536	1,734	1,810	2,014	2,045	2,124	2,212
Packing	800	774	859	942	1,019	1,091	1,114	1,211	1,220	1,242	1,269
Freight / C & F / insurance	2,400	1,935	2,578	3,289	3,994	5,455	6,128	7,264	7,318	7,451	7,615
DDDD variable costs(incl. BBBB, CCCC)	0	0	55	190	305	595	800	1,110	1,348	1,618	1,907
<i>Margin % of DDDD revenues</i>	<i>na</i>	<i>na</i>	<i>4%</i>	<i>8%</i>	<i>17%</i>	<i>13%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>
Feedstock	0	0	20	30	30	40	50	50	47	47	47
Power, gas and water	0	0	0	0	50	50	50	60	66	75	84
Packing	0	0	0	5	5	5	100	200	285	374	467
Freight / C & F / insurance	0	0	30	15	500	500	600	800	949	1,122	1,309
Total Variable costs	4,850	4,643	5,758	7,046	9,619	10,361	11,403	13,325	13,995	14,878	15,541
<i>Margin % of Revenues</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>
Contribution Margin	11,048	16,811	18,883	20,447	23,232	25,226	27,323	30,666	31,285	32,080	33,714
<i>Contribution Margin %</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>27%</i>	<i>26%</i>	<i>26%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>24%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>

DCF法 (Downside Case)

- ダウンサイドケースにおける販管費（固定費）及びEBITDA。

Income Statement	Downside Case										
y/e Dec, US'000	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Salaries and wages	2,000	2,000	2,050	2,150	2,200	2,750	2,750	2,860	2,970	3,080	3,190
<i>Change %</i>		0%	2%	5%	2%	2%	0%	4%	4%	4%	4%
Stores, repair & maintenance	2,200	2,000	2,000	1,500	1,500	1,500	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950
<i>Change %</i>		-9%	0%	-25%	0%	3%	0%	6%	6%	6%	5%
Other Admin expenses	500	500	510	510	510	520	620	720	820	920	1,020
<i>Change %</i>		0%	2%	0%	0%	2%	19%	16%	14%	12%	11%
Marketing expenses	100	100	150	150	150	210	210	220	230	240	250
<i>Change %</i>		0%	50%	0%	7%	31%	0%	5%	5%	4%	4%
Commission	89	47	54	16	41	38	41	50	68	80	86
<i>Change %</i>		-47%	15%	-87%	156%	-7%	8%	22%	36%	18%	8%
Bank charges	159	159	119	119	119	158	152	166	224	254	271
<i>Change %</i>		0%	-27%	2%	-2%	33%	-4%	9%	35%	13%	7%
Other	0	0	0	0	202	0	0	0	0	0	0
Fixed costs	5,048	4,711	4,733	4,447	5,232	5,226	5,323	5,666	6,062	6,424	6,767
<i>Margin %</i>		8%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
EBITDA	12,000	12,000	14,000	16,000	18,000	20,000	22,000	25,000	25,223	25,656	26,947
<i>EBITDA Margin %</i>		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	19%	18%	18%

DCF法 (Downside Case)

- ダウンサイドケースにおける販売量及び販売価格。

Sales volumes and manufacture capacity						Downside Case					
y/e Dec, MT	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22B	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Sales volumes											
AAAA	40,000	38,710	42,969	47,087	50,839	54,546	55,708	60,535	60,984	62,089	63,456
Growth %		-3%	11%	10%	7%	7%	2%	9%	1%	2%	2%
Production	30,000	29,710	34,969	40,087	44,100	49,116	51,708	57,535	58,984	61,089	63,456
Growth %		-1%	18%	15%	12%	10%	4%	11%	3%	4%	4%
Imports	10,000	9,000	8,000	7,000	6,000	5,000	4,000	3,000	2,000	1,000	0
Growth %		-10%	-11%	-13%	-14%	-17%	-20%	-25%	-33%	-50%	-100%
BBBB	0	0	500	1,000	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000	4,500
Growth %				100%	50%	33%	25%	20%	17%	14%	13%
CCCC	0	0	800	800	1,100	1,400	1,700	2,000	2,300	2,600	2,900
Growth %					38%	27%	21%	18%	15%	13%	12%
DDDD	0	0	0	0	0	1,000	2,000	3,000	3,500	4,250	5,125
Growth %								50%	17%	21%	21%
Total sales volumes	40,000	38,710	42,969	48,887	53,539	58,946	61,908	68,535	70,284	72,939	75,981
Realization US\$ PMT											
AAAA	1,500	1,550	1,600	1,650	1,700	1,750	1,800	1,850	1,900	1,950	2,000
Growth %		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
BBBB			1,300	1,330	1,360	1,390	1,420	1,450	1,480	1,510	1,540
Growth %				2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
CCCC			1,200	1,220	1,240	1,260	1,280	1,300	1,320	1,340	1,360
Growth %				2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%
DDDD							2,000	2,020	2,040	2,060	2,080
Growth %								1%	1%	1%	1%

免責事項

- 本価格算定の分析・算定を行うに当たり、MKA Advisorsに提供された情報及び公開されている情報その他一切の情報が、全て正確かつ完全であることを前提としており、また、これらの情報の正確性及び完全性に依拠し、その正確性及び完全性について独自に検証を行っておりません。
- MKA Advisorsは、本価格算定につき重大な影響を与えることが有り得る情報で、MKA Advisorsに対して未開示である情報が存在しないことを前提としています。また、本価格算定の分析・算定を行うに当たり、対象会社の資産又は負債（金融派生商品、簿外資産及び負債、その他の偶発債務を含みます。）について、個別の各資産及び各負債の分析及び評価を含め、MKA Advisorsによる独自の評価、鑑定、査定、調査及びその実在性の検証は行っておらず、また、第三者機関への鑑定、査定、調査又はその実在性の検証の依頼も行っておりません。
- MKA Advisorsに提供された対象会社に関する財務予測並びにその他将来に関する事項については、対象会社の経営陣の現時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成され、その予測等に従って、対象会社の財務状況が推移することを前提としており、MKA Advisorsは、本価格算定の分析・算定を行うに当たり、独自の調査をすることなく、これらの予測及びそれに関連する資料に依拠しています。
- MKA Advisorsは、かかる財務状況等の予測が実現可能であること、及び実際の結果がこれらの予測に近似することについて、何らの保証をするものではありません。上記の算定結果は、本件の実行に必要な一切の許可、監督官庁その他による同意若しくは許認可の取得、その時期又は条件等が、本件を実行した場合に対象会社の事業の予測される利益に負の影響を与えることなくかかる同意又は許認可が得られるものであることを前提としており、これらについて独自の調査を行う義務を負うものではありません。
- 本価格算定結果は、令和4年〇月〇日現在の金融及び資本市場、経済状況並びにその他の情勢を前提としており、また、令和4年〇月〇日までにMKA Advisorsに提供され又はMKA Advisorsが入手した情報に基づいて、令和4年□月□日時点における本価格算定結果を述べたものです。今後の状況の変化により上記の算定結果の内容に影響を受けることがありますが、MKA Advisorsはその意見を修正、変更又は補足する義務を負いません。また、上記の算定結果は、本書に明示的に記載された事項以外、又は令和4年□月□日以降に関して、何らの意見を推論させ、示唆するものではありません。
- 本価格算定結果に記載された内容は、貴社取締役会が本件の買収価格を検討するに当たり参考情報を提供することのみを目的としています。