

〒135-0061

東京都江東区豊洲五丁目6番52号

オリエンタル白石株式会社

代表取締役社長

大野達也 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・パス・アドバイザーズ（「弊社」及び「私ども」）の共同代表取締役 CEO の浅野弘揮と申します。本日は、株式購入のご挨拶及び、一少数株主として、今後の貴社の企業価値向上の施策に関し取締役会にご提言があり、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、2007年にオリエンタル建設と白石が合併、2011年には日本橋梁をグループ化、2021年4月に貴社を存続会社として親会社であるOSJBホールディングスを吸収合併されたかたちで、現在の橋梁から湾岸工事に至るまでニッチでコアな高い専門性を持つ総合建設グループを築き、強靱な国土づくりに貢献されています。コロナ禍においても安定成長を遂げられて、現中期計画「2020-2022」の3年目予算の売上高650億円は、「2030年のあるべき姿」として掲げられた640億円を前倒し達成する進捗状況にあります。

今回、このような書簡をお送りするのは、長期投資主体の投資家として、私どもが何故貴社に投資をさせていただいたかのポイントを整理してお伝えし、「投資家から見たオリエンタル白石」の姿を改めて知っていただきたいと同時に、今後の企業価値最大化のために IR

活動や財務施策などいくつかの点に関し、いくつかの課題に関してご提言をさせていただき、資本市場との対話のご参考にさせていただきたいとの気持ちからです。

私どもは、貴社の持つ、業界内で評判の高い技術力と資本市場での株価の評価には、極めて甚大な乖離が存在していると感じており、その点も踏まえてのご提言となっております。一部耳障りの良くない部分もあろうかと存じますが、叱咤激励の気持ちであることをご容赦いただきたく存じます。是非とも貴社取締役会及び経営会議体にてご参考にしていただき、今後の貴社の市場出の評価が抜本的に変化するべく矢継ぎ早に施策を講じ、公表をいただきたくお願いを申し上げます。

私どもは、貴社の主力事業の1つであるニューマチックケーソンを中心とした技術開発により、貴社グループの総合橋梁建設事業に対して資本市場においても認められ、さらに企業価値評価が高まっていくべきものと信じております。しかし、そのためには、資本市場に対しても覚悟を持った「攻め」の施策が必要であるとも考えております。

何卒宜しくお願い致します。

2023年5月8日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584
Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.
共同代表取締役 CEO
浅野弘揮

オリエンタル白石株式会社
取締役会御中

2023年5月8日

企業価値向上施策ご提言書

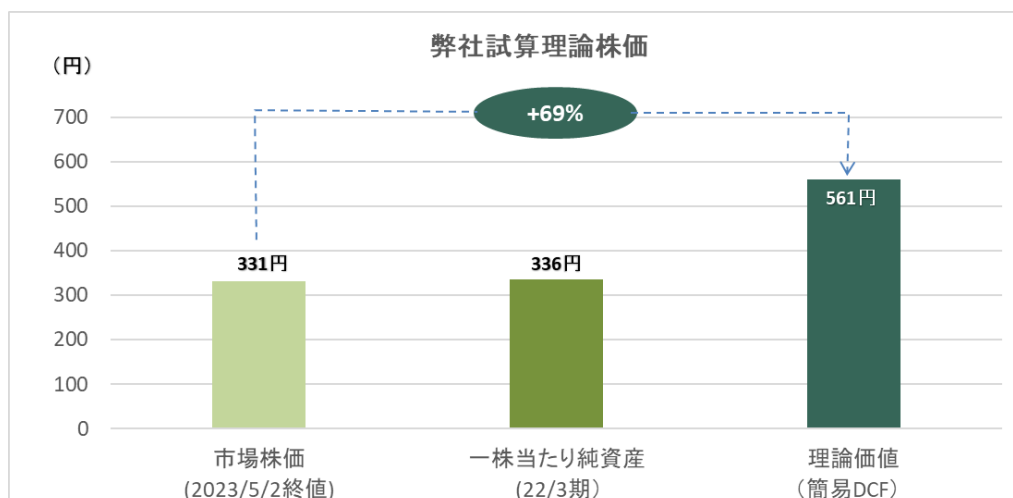
目次

1. 弊社の考える貴社の理論的企業価値について
2. 貴社の現在までのご実績について
3. 貴社の現在の資本市場で受けている評価について
4. 弊社からのご提言

1. 弊社の考える貴社の理論的企業価値について

私どもの考える貴社の理論株式価値についてご説明させていただきます。非常に単純な前提を置いた私どもの簡易 DCF（割引現在価値）計算によれば、貴社株価は 561 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 69%程度**に至ります。

図 1：理論的株価の試算



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

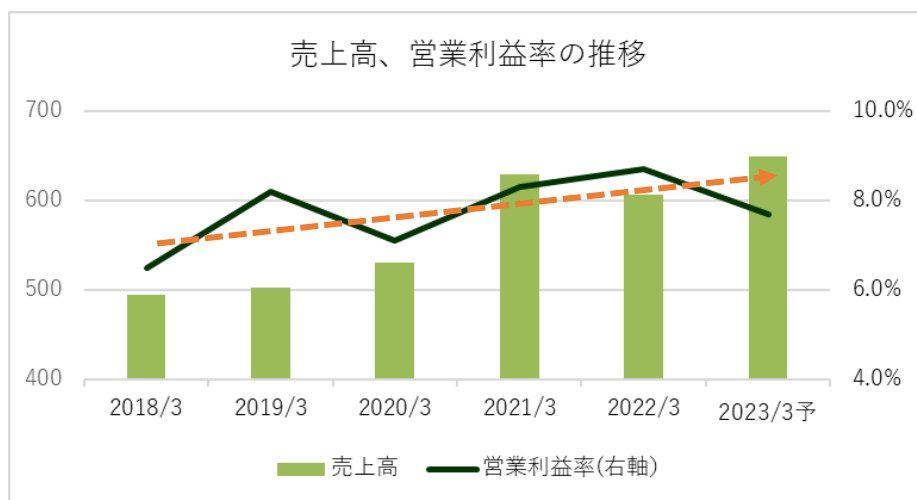
計算に用いる簡易 DCF では、企業が「自然体で安定的に創出できる」フリーキャッシュフロー（FCF）、成長率、割引率（WACC=加重平均資本コスト）のみに着目し、敢えて簡易に企業価値を試算しております。この方法で私どもが計算上、前提とする FCF は 30 億円、永久成長率は 0%、WACC は 5.6%としております¹。「FCF30 億円」という数字は、過去 5 年間の貴社の FCF の平均水準を基に、2025 年 3 月期までの 3 年期間にて自然体で設備投資合計 36 億円程度投下されるという前提としております。それでもなお 2022 年 3 月期の 42 億円と比較して著しく低い水準であります。また、永久成長率及び資本コスト（WACC）をそれぞれ 0%、5.6%としている点は、投資家の間でも議論が分かれる部分ですが、弊社では恣意的な調整をせず、資本資産理論（CAPM）をもとに算出しております。

現在の株価は 330 円前後であり、私どもの上記前提の理論株価と比較して、市場評価が著しく低く、弊社のようなバリュー投資家には魅力的な投資機会である一方で、大変もったいないことであるとの思いもあります。今後は皆様と共に貴社の潜在価値をどのように世に示し、適切な評価を得られるかを模索して参りたく、本書簡のご送付に至りました。

2. 貴社の現在までのご実績について

貴社の合併後の収益構造を拝見すると、18/3 期以降は増収増益基調にあり、利益率の改善という点でも、上昇傾向にあると伺えます（図 2）。

図 2：貴社粗利益率、売上、営業利益率ご実績



(出所：Bloomberg より Hibiki 作成)

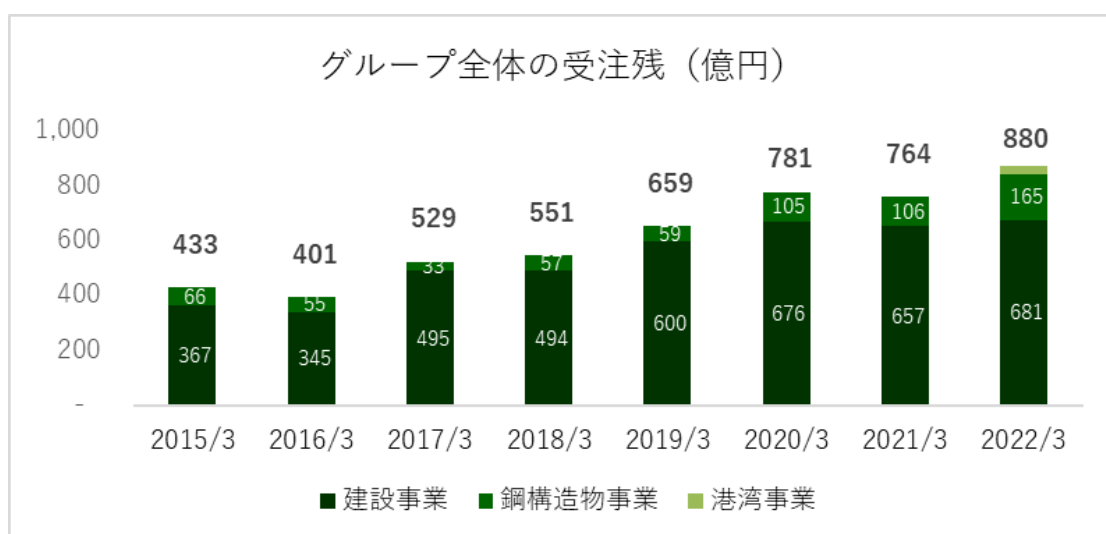
¹ 詳細な計算式は Appendix をご覧ください

弊社の考察にはなりますが、この要因として、貴社の2つの主力建設事業及び鋼構造事業の受注残がともに OSJB 発足以来9年間ほぼ毎年順調に積み上がっていること（図3）から、大規模更新などの補修補強工事、ニューマチックケーソンなどにおいて貴社の強みを発揮され、採算性の高い受注に繋がれていると伺われます。また、将来的に追加契約が確実な『潜在的な受注残』を有することを勘案すると、2023年3月期以降も過去最多の受注残を記録を更新されることが期待される状況にあります。

22/3期の売上高では、補修補強セグメントが全体の約40%を占めていることから、国内インフラの老朽化対策による建設需要の増加を背景に構造的な需要増加を享受されたように考えております。次に、約21%を占める新設橋梁事業では、高速道路の複車線化や都市ネットワークの構築、リニア新幹線など大規模工事が目白押しにあり、旧オリエンタル白石だけでなく旧日本橋梁のシナジー効果を発揮されると思われれます。

また、貴社の特徴であるニューマチックケーソン事業におきましては、22/3期の100億円から23/3期は147億円への大幅な増加を予想されていることから、世界的気候変動に端を発するゲリラ豪雨による洪水対策などの治水関係の大型工事による堅調な需要を享受されると思われれます。

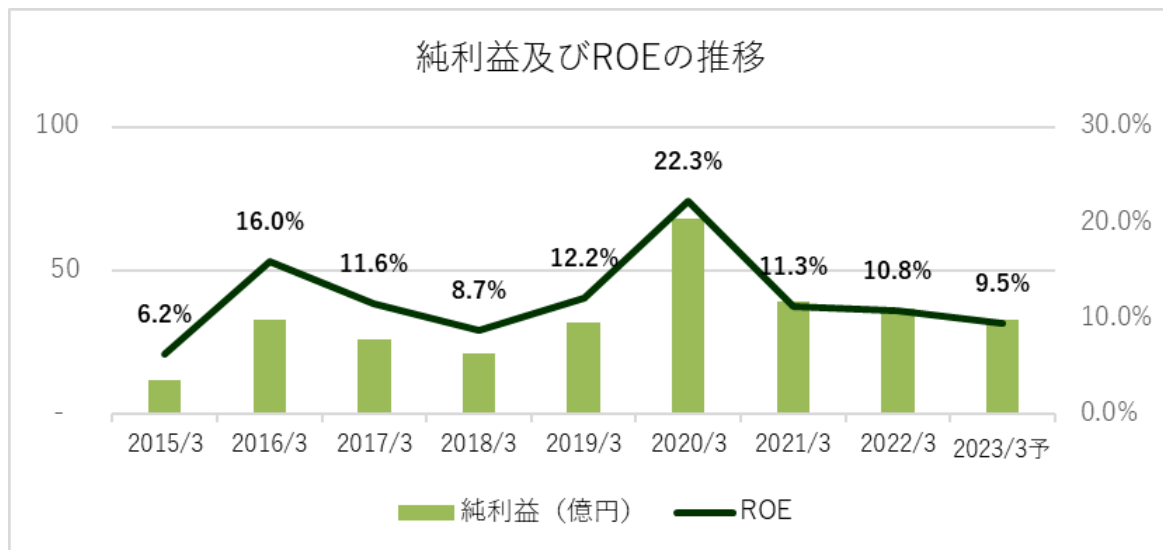
図3：貴社グループ受注残の推移



（出所：会社資料より Hibiki 作成）

尚、純利益と ROE（図 4）に関しては、収益性に連動している部分がありますが、ROE は過去 8 年平均で 12.4%と資本コストを大きく上回っており、企業価値を創造してきたこともうかがえます。現中計では最終年度（23/3 期）で ROE8%以上を謳っておられますが、過去平均でも 12%以上な上に、それでいても現状の貴社の PBR が依然 1 倍程度なことを鑑みると 10%以上を最低ラインとし、さらなる高みを目指していくべきではないかと私どもは思料しております。こちらの財務戦略等に関しては、「4. 弊社からのご提言」にて詳しく触れさせていただきたく存じます。

図 4：貴社の純利益及び ROE



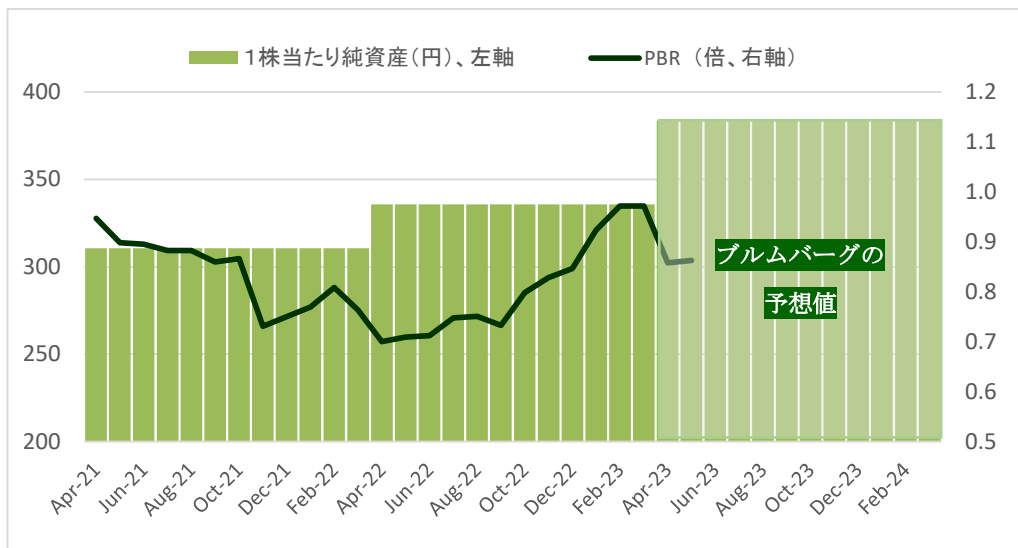
(出所：会社資料、Bloomberg より Hibiki 作成)

3. 貴社の現在の資本市場で受けている評価について

前節でも申し述べました通り、貴社は、着実に事業成長させ、22/3 期に大型工事需要を確保されて過去最高益を達成されました。23/3 期においても、事業全体の方向性も良く、「2030 年のあるべき姿」で掲げられた 640 億円の売上高を既に前倒し達成される見込みである上、さらに、中期経営計画の ROE8%以上や総還元性向 40%以上の経営指標目標が既に前倒し達成されています。

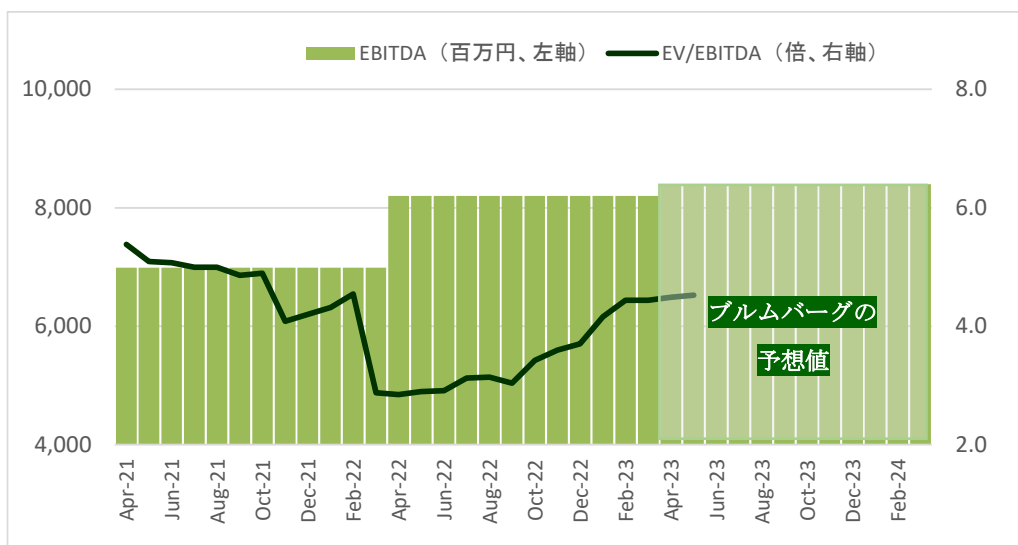
しかしながら、そのような非常に良い事業状況にあるにもかかわらず、資本市場での貴社の現在の株価評価は過去のレンジと比較しても 2021 年の合併後、足元の株価水準は戻り基調にありますが、資本市場からの成長期待が高まらず株価バリュエーションは事業実態に比べ依然として低水準の状況であります。以下図 6 に、一株当たり純資産の推移と PBR のグラフ、そして EBITDA の推移と EV/EBITDA 倍率の推移を掲げます。

図 6-1：一株当たり純資産の推移と PBR



(出所：Bloomberg、会社四季報より Hibiki 作成)

図 6-2：EBITDA の推移と EV/EBITDA 倍率



(出所：Bloomberg、会社四季報より Hibiki 作成)

特に PBR 倍率は、過去 8 年の平均で ROE が 12%を超えているにも関わらず、1 倍前後というのは、貴社の本質的な魅力に市場が気づいていないことの裏返しとも言えるのです。そこで、以下に、私どもが考える、現状の株価評価が低い要因を箇条書きの形で記載させていただきます。

- (1) IR（投資家向け情報開示）の手法が旧態依然であり貴社の魅力が伝わっていない
- (2) 財務比率が優良で現金超過にも関わらず株主還元が同業に比べても低い

この 2 つの課題につき、一少数株主としての私どもの考える対応可能案につき、次の「4. 弊社からのご提言」のセクションにてご提言させていただきます。

4. 弊社からのご提言

こちらでは、貴社の事業価値が市場で十分に評価されない点に関して、先述の以下のポイントにつき、私どもの見解及び提言を述べさせていただきます。

ご提言 1：IR 施策の高度化及び PR との連携

まず、私どもの感じる「良い IR」についてポイントをお伝えさせていただきます。端的に申し上げますと、過去の財務状況や事業の実績は、脚色なく、成功や失敗のケースを真摯に投資家に伝えるといことは言うまでもないですが、それと同時に、①貴社の未来を予測する上で大切な KPI を正確に投資家に伝えること、②貴社の目指す将来像（つまり戦略の本質）を理解してもらうこと、③上場している現状に向き合って、様々な株主に対して広く平等に情報開示をすること、に尽きると考えております。

株主は、会社の財産の平等な持ち主であると同時にその価値の向上可能性、将来の発展可能性に投資をするのであり、やはり情報不足や伝達力の不足は、投資家の不安に直結し、その不安や不信は企業価値の低下に直結します。以下（図 7）の計算式にある通り、理論的な企業価値とは、キャッシュフローと割引率の割り算であり、IR の仕方によりこの子の分母の部分が大きく変化します。

図7：ファイナンス理論上の企業価値の計算式

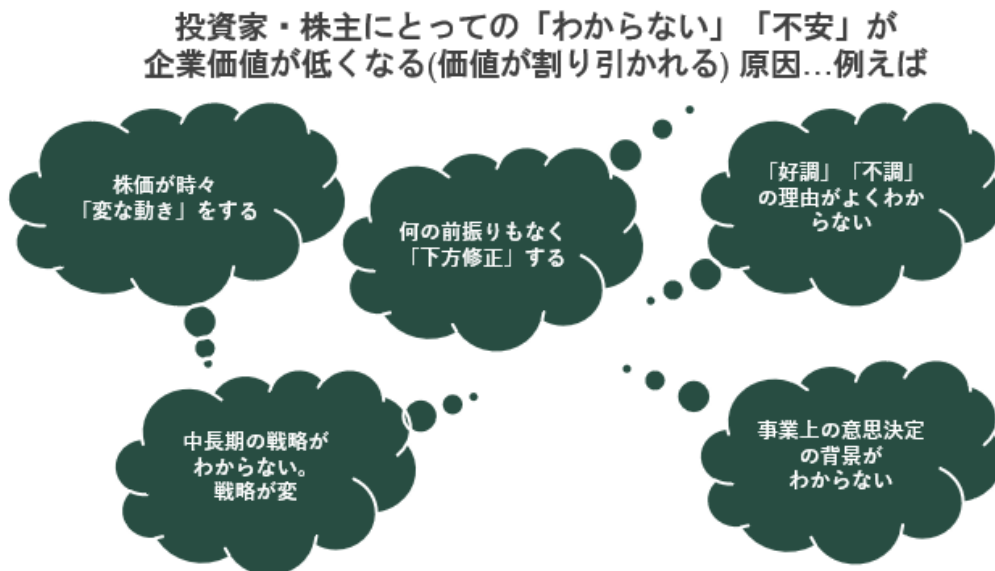
$$\text{企業価値 (PV)} = \frac{\text{定常的なフリーキャッシュフロー (C)}}{\text{割引率 (r) - 将来の成長率 (g)}}$$

「これからどうなるか？」の見立て次第で企業価値は大きく変わる

リスクに応じて投資家が求めるリターン(利率)

貴社の、PER 倍率（23/3 四季報予想利益で3月末株価で10倍）の逆数として計算される市場逆算資本コストが10.0%と、弊社が計算する理論資本コスト5.6%に比べて高くなってしまっているのには、様々な外部要因が影響している可能性は否定出来ないとは言え、貴社の伝達不足が招いている面も、同時に否定出来ません。ちなみに、以下は、ご参考までに、私どもが投資先の経営陣の皆様へ IR の効果に関してプレゼンテーションをする際にお見せする、投資家が懸念する一般的な事項の例をまとめた図となります。

図8：投資家の一般的懸念事項の例



こういった不安、不信を解消することが IR の極めて大切な役割であり、資料作成と説明会、個別面談等を通じてコツコツと積み上げていかねばならない部分です。そして、IR の手法や手段は、時価総額の水準や株式の流動性、現在の株主構成によっても大きく変化しま

す。日本の総人口、そして主に年金である国内の投資資金が今後減少していく中で、中長期で10年以上のスパンで上場企業としての資本政策、株主政策を考えるにおいて、外国人投資家との対話も実は避けて通れません。実際、海外の資金に選好されない上場企業は現状いかに時価総額が大きくとも、中長期的に株主の母体が縮小してしまうリスクが相対的に高いと言わざるを得ません。

現在の貴社の時価総額（405億円）と流動性（1日当たり取引1億円程度）では、大口の機関投資家が貴社株式を購入するハードルは依然高い状況です。よって、貴社の場合には、日本を代表する総合橋梁建設業として社会インフラを支えている信頼を最大限に活用して、機関投資家のみならず国内外の個人投資家にも積極的にアプローチすることは、先ずは戦略的に優先順位が高い状況であると考えます。尚、昨年、弊社からお送りした[東京証券取引所への公開書簡](#)の中では、私どもは以下の通り申し述べました（p.10より抜粋）。

株主は上場企業の経営陣、従業員や関係取引先と同様、株式会社の「参加者」であり、それぞれ様々な欲求を持って参加していますが、煎じ詰めればファンクラブです（そして経営者はそのファンクラブの運営実行委員長です）。残念ながら、現代社会のファン層は、多様な「新しいもの」に目がないようで、株式市場の相対的なパイ（特に日本市場）は減少傾向です。外国人含め世界の投資家に株を買ってもらわなければ、池の水は干上がってしまうので、外国人含めファンを増やす施策が必要不可欠です。

貴社は、ニューマチックケーンソンを強みに総合的な橋梁建設事業を提供し、信頼を積み上げられており、さらにROEも高く、知る人ぞ知る「超」のつく優良企業ではありますが、この「知る人ぞ知る」状態から脱皮させることは、今後のIR業務の大切な使命なのだと私どもは考えます。

貴社の株主構造を拝見すると、①株主数が2万人程度、②上位株主の3社が国内外の機関投資家の信託保有名義、③外国人株主比率が22.8%²となっており、概形的には問題ないレベルと見受けられますが、知る人ぞ知る状態を脱皮する上で、先ずは株主数を、機関投資家、個人投資家、外国人投資家とさらに増やし、株式の流動性を高めることが大切なKPIになるうかと考えます。市場から注目をされない限り流動性は高まらず、流動性が低いと、それだ

² 四季報オンラインより

けの理由で市場からディスカウントされる要因になってしまう、という「鶏と卵」の状態に貴社のみならず多くの企業が陥っています。

貴社の場合、事業が B2B であり、多くの投資家にとってその事業内容が今一つピンとこない状況にもあり、より積極的に市場に多様な手段で市場に働きかけることが必要かと存じます。機関投資家向けの説明会も積極的にやられていることと存じますが、より事業を知ってもらうように、企業 PR 及び採用 PR もかねて（シナジー効果もあると考えると）、今までにない媒体であるウェブ動画、ショート動画など含め、予算化し、日本語と英語の両方で広く企業イメージを社会に広めることで個人投資家や海外投資家をも引き込むことは、この極度に情報化し、情報収集手段も多様化した時代に必要なことであると考えます。

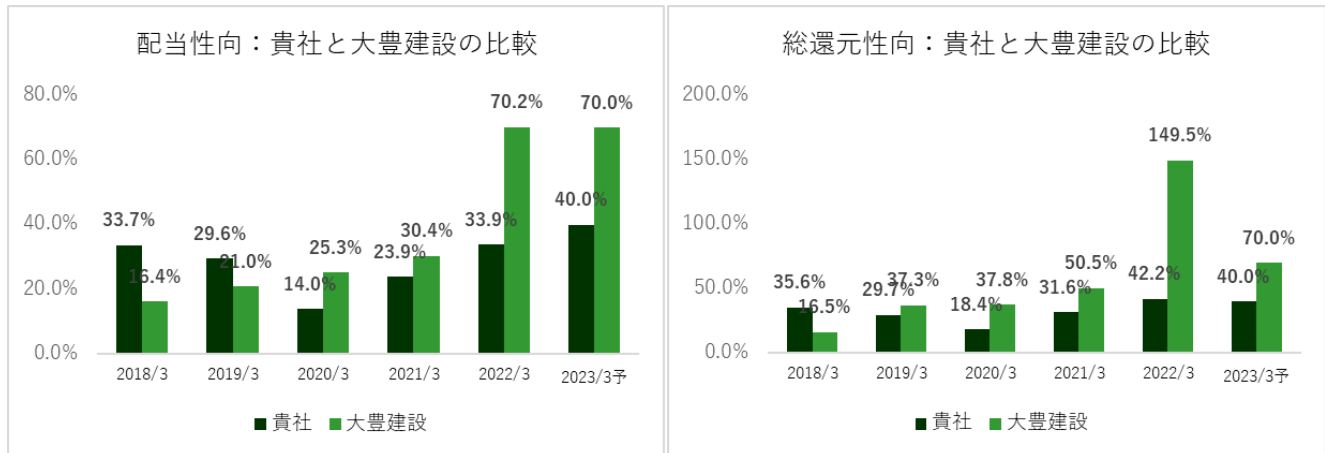
尚、私どもも様々な IR 支援企業と面談及び情報交換を行ってきておりますので、貴社のこのような課題に真摯に向き合い並走いただける IR コンサルティング会社をご紹介しますことも可能です。是非ご検討いただければ幸いです。

ご提言 2：株主還元施策の変更と開示

多くの投資家にファンになっていただく上で、株主還元も同時に避けて通れない議論であることはよくご理解いただけているかと存じます。貴社は、足元の中計では、「配当性向 40%程度、総還元性向 40%以上」と述べるにとどまり、概形的には、過去からの 30%レベルの配当性向からは改善されて、その後、足元の株価は上昇基調にあります。貴社の現金超過のバランスシート及び、高い ROE を反映した還元施策になっているとは言い難く、投資家の目にもとまらない状況であると私どもは考えます。

これに対して競合でもある大豊建設は、2022/3 期より連結配当性向 70%以上という具体的な目標を掲げ、株主還元を強く意識されていることが分かります（図 9 参照）。

図9：配当性向と総還元性向、大豊建設との比較



(出所：会社資料より Hibiki 作成)

事業規模が相対的に小さく、事業成長性を株主から一段と求められる総合建設事業会社として、財務戦略及び株主還元戦略に関しては、貴社におかれましては、財務余力からも「もっと」攻めることにより株主を味方（ファン）につけることが得策であると感じる次第です。そのためにも、弊社としては、連結配当性向 70%以上を目指されていくべきであると考えております。

貴社は、23/3 期の第三四半期の最新の決算短信を前提としても、現金と有価証券の残高から長短借入金及び退職給付債務を控除し、約 110 億円の現金超過となっており、年間ベースで 220 億円程度の運転資本がかかっている前提においても、資金的には十分対応可能であるばかりでなく、生産能力の向上や生産体制強化には改善余地があると外部から見ても感じております。是非とも、市場を味方につけるべく、IR 施策と共に、さらに進化した財務施策及び株主還元策を貴社内で議論いただければ幸いです。過去からの延長線上での議論ではなく、今後何が可能か、という合理的な議論をいただきたく思っております。

東証による市場改革の流れが急激に進化している状況で、上場企業の皆さまにとっては、好むと好まざると、このような市場との対話に対して多大な時間とエネルギーを割くことが今後もさらに求められていくものと存じます。上場を維持する場合は、それと正面と向き合うことが求められます。尚、私どもは、全ての株主に問うべきと判断した場合には株主提案も辞さない投資家ですが、資本主義の中心である崇高な株主総会の場合、不毛な言い争いに陥るような提案は原則しない方針を持っております。今回のこの書簡は「上場企業としての」

貴社の成長を応援したいという気持ちによるご提案だにご理解賜れば幸いですし、貴社のごことを真剣に考えている一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、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、経過を逐次、全ての株主に適時開示を頂きたいようお願い申し上げます。

以上

2023年5月8日

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



※尚、本書簡は私どもよりウェブサイト等に公開される可能性があります。

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.

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)	0.65
c	市場リスクプレミアム	7.0%
d	資本コスト (COE)	=a+c*b
e	借入コスト (COD) (仮定)	2.0%
f	時価総額 (百万円)	40,547
g	ネットキャッシュ (百万円) 22/12期実績 (退職給付債務控除)	11,095
h	資本比率	100.0%
i	税率	30.0%
j	WACC	=h*d+(1-h)*e*(1-i)
ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法		
k	正常化FCF (百万円)	3,000
j	WACC	5.6%
l	成長率 (最終)	0.0%
m	企業価値 (百万円)	=k/(j-l)
n	ネットキャッシュ (百万円) 22/12期実績 (退職給付債務控除)	11,095
o	株式価値 (百万円)	=m+n
p	自己株控除後株式数 (百万株) 22/3期実績	116.2
q	理論株価 (円)	o/p
		561

(出典: 貴社開示資料、Bloomberg より Hibiki 作成)