

Jerash Holdings（JRSH）投資戦略レポート - 関税優位の復元と二重集中の岐路

JRSH

FY2026 は過去最高売上 1.66 億ドルと黒字転換、受注は 2026 年 12 月まで満杯で生産能力 +40% を拡張中。8/1 の対米特惠無税復帰コミットが追い風的一方、VF 依存 52.3% とアカバ港の地政学が重石。判定は Watch（目標株価 4.95 ドル、確信度中）。

米国株

アパレル

小型株

高配当

関税

公開日	2026-07-22
著者	Kekke
分析モデル	Claude Fable 5

本レポートは特定の有価証券・金融商品の売買を勧誘・推奨するものではありません。投資判断は読者ご自身の責任において行ってください。詳細は本文末尾の免責事項をご参照ください。

対象銘柄

JRSH / Jerash Holdings (US), Inc.
(NASDAQ・アパレル製造)

結論

Watch / 主目的: バリューストック (6ヶ月~3年) / 目標株価 4.95 ドル / 損切りライン

データソース

SEC EDGAR (10-K、10-Q、8-K、DEF 14A)、Jerash Holdings IR、USTR、Federal Register、ホワイトハウス、米 CBP、米商務省 OTEXA、FRED、米国勢調査局、NASDAQ、Yahoo Finance、ヨルダン中央銀行、申洲国際・Crystal International・Makalot・Eclat 各社 IR

レポート概要

ヨルダン生産・米国輸出のアパレル OEM。FY2026 は過去最高売上 **1 億 6,626 万ドル (+14.0%)** と黒字転換、受注は 2026 年 12 月まで満杯で生産能力 +40% の拡張が進行中です。一方で最大顧客 VF への依存 **52.3%**、アカバ港の地政学、301 条関税の未確定が重なり、PBR 0.88 倍の割安でも「確定待ち」の Watch と判断します。

分析モデル

Claude Fable 5

本資料は情報提供のみを目的とし、投資勧誘・投資助言を行うものではありません。投資判断は読者ご自身の責任で行ってください。なお、本レポートは作成時点のスナップショットであり、公開後の株価・決算・ニュースの変化を反映しません。

関税の追い風と戦争の逆風が同じ週に吹く銘柄を、どこまで待ち、どこで動くべきか——ヨルダン発アパレル OEM の損益構造から出口条件まで整理します。

0. 結論

この章で見えてくること

Jerash Holdings (JRSH) の投資判断と、その根拠となる 6 個の論点を先に示します。本質は「関税と地政学に運命を握られた回復途上のバリューストック株」であり、割安と成長の材料は揃っているものの、主目的の value レンズでも「確定を待ってから動く」Watch が妥当という結論です。詳細は §2 以降の各章で検証します。

レポート時点

作成日 2026-07-22

株価基準日 2026-07-21 終値 \$4.56

長期判断

WATCH 対象期間 12～24か月

スイング判断

様子見 想定保有 —

本レポートは作成時点のスナップショットです。公開後の株価・決算・ニュースは自動反映されません。投資判断に使う場合は、基準日以降の変化を必ずご確認ください。

中長期見通し

WATCH

確信度 中

目標株価
**4.95 (弱
気 3 ～ 強
気 6.75)**

想定保有
**12～24か
月**

割安圏だが関税確定とアカバ情勢の霧が晴れるまで様子見が妥当な回復途上株

スイング見通し

様子見

2026-07-21 時点

RSI 中立上限・MA25 攻防・需給スコア低位でセットアップ不成立

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

業績モメンタム — 過去最高売上と受注満杯、ただし出荷は港次第

FY2026（2026 年 3 月期）は過去最高売上と黒字転換を達成し、翌 FY2027 も 2 桁増収ガイダンスと「2026 年 12 月まで受注満杯」という強い需要シグナルが出ています。さらに生産能力を 4 割増やす拡張投資が進行中で、供給が売上の上限になるほどの活況です。ただし、この勢いを最終的に決めるのは注文ではなく「関税制度と輸出港」という外部要因です。

株価とバリュエーション — 市場はまだ縮小シナリオを織り込んだまま

株価は移動平均線を上回る回復トレンドにありますが、バリュエーションは依然として解散価値近辺にとどまります。現値が織り込む成長率はマイナスであり、回復シナリオが半分でも実現すれば再評価余地がある一方、配当だけでは現値を正当化できない点も見逃せません。詳しい水準は §4 で整理します。

構造リスク — 一社依存と単一国生産という二重集中

リスクは突出しています。以下が同時並行で進行している点を、まずご確認ください。

- **最大顧客 VF Corporation への売上依存が過半**（長期契約なしの注文書ベース）

- **生産拠点はヨルダンー国**で、輸出の生命線アカバ港に安全保障上の警報
- 米国の関税制度が 2026 年 7～8 月に立て続けに切り替わる過渡期
- 創業者の株式売却と会長交代が重なるガバナンスの転換点
- マイクロキャップ特有の低流動性（浮動株が薄く値が飛びやすい）

判定 — Watch（確信度: 中）

論点「**関税相対優位の復元**」と「**フル稼働と能力増強の成長モメンタム**」「**悲観を織り込む逆 DCF と割安圏**」が positive 側に、論点「**VF 依存 52% と価格転嫁力の弱さ**」と「**アカバ港をめぐる地政学の急性リスク**」が negative 側に立ちます。positive 側は関税→受注→再評価という一本の連鎖で繋がっているため、鎖のどこか一つが切れると全体が崩れる構造です。したがって、関税官報とアカバ情勢という 2 つのバイナリイベントの通過を確認してからでも遅くない、が現時点の結論です。

この章のまとめ

- 判定: Watch（確信度: 中）。ポジションは新規取得せず、イベント通過を待ちます
- 目標株価と各レンズのフェアバリューは §4、押し目の目安は §7 で扱います
- 主要論点 6 個のうち positive 3・negative 2・neutral 1。論点連鎖の総合検証は §10 で行います

目次

0. 結論
1. 銘柄の現在地
2. 業績 — フル稼働と能力増強の成長モメンタム
3. 業界・競合 — 関税相対優位の復元
4. バリュエーション — 悲観を織り込む逆 DCF と割安圏
5. マネジメント・ガバナンス — 会長・CEO 分離と創業者売却の両義シグナル
6. マクロ・ニュースフロー
7. テクニカル・需給とスイング戦略
8. シナリオ・反証・モニタリング KPI
9. リスク・カタリスト
10. 投資判断
11. 用語集
12. 参考資料

1. 銘柄の現在地

この章で見えてくること

§0 結論で示した投資判断の前提となる、Jerash Holdings の事業構造・株価水準・主要指標を 1 章にまとめて確認します。論点「フル稼働と能力増強の成長モメンタム」の土台となる生産能力と、「VF 依存」の背景にあるビジネスモデルも併せて見ていきます。

1.1 事業構造 — ヨルダン発・米国向けのアパレル OEM

Jerash Holdings は、ヨルダン Amman の自社工場群でスポーツウェア・アウトターウェアを受託製造し輸出 **A** する米国上場企業です。いわば「The North Face のジャケットの、タグには載らない作り手」であり、自社ブランドは持たずブランド企業からの注文で生産する OEM（相手先ブランドによる受託製造）に徹しています。生産能力は年間約 2,400 万着（8 工場）**A**、従業員は約 6,300 名 **A** に達します。

従業員数は FY2022 **A** から FY2023 **A**・FY2024 **A**・FY2025 **A**・FY2026 **A** へと一貫して増え続けており、労働集約型の同社では従業員数がそのまま生産能力の代理指標になります。そのため §2 で見る増員計画は、売上見通しの先行指標として読むことができます。なお、事業分類は製造業で、財務健全性の評価も製造業基準で行っています。

1.2 株価・主要指標

基準株価

4.56 ドル **B**

時価総額

57,276,729 ドル

PER（実績）

16.7倍

予想 PER

10倍

PBR

0.88倍

EV/EBITDA

5.5倍

配当利回り

4.43%

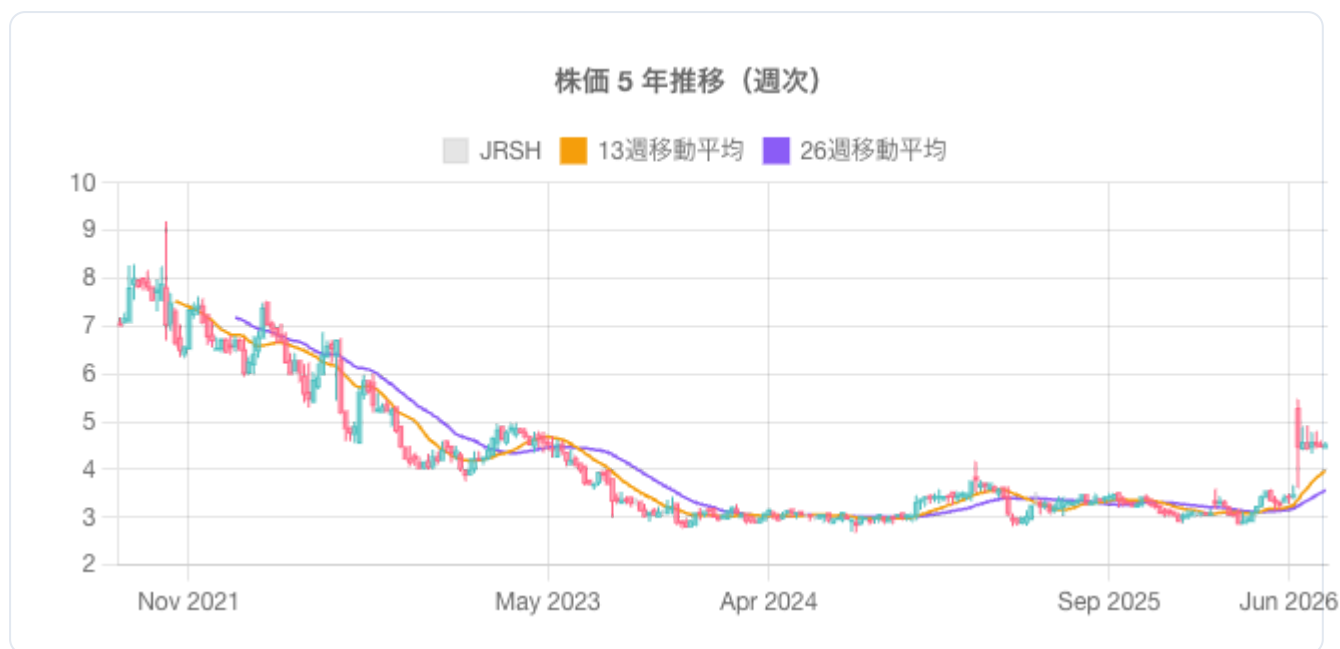
ネットキャッシュ

5,851,593 ドル

直近終値は 2026-07-21 確定終値 4.56 ドル（前日比 +1.79%）**B** で、52 週レンジは安値 2.85 ドル **B** ～ 高値 5.47 ドル（決算発表当日）**B** です。時価総額は約 5,730 万ドル **B**、発行済株式は 1,269.99 万株 **A** にすぎず、東証で言えば小型株の中でもさらに小さい「マイク

ロキャップ」に分類されます。したがって、指標の割安さだけでなく流動性リスク (§7) とセットで評価する必要があります。

利益面ではFY2026 希薄化後 EPS 0.27 ドル **A** と黒字転換を果たしました（前年はEPS -0.07 ドル **A**）。実績 PER は 16.7 倍 **B** と一見割高に見えますが、これは赤字からの回復初年度という歪みを含みます。一方で配当利回りは 4.43% **B** と、米国小型株としては高水準の還元が続いています。



この章のまとめ

- ヨルダン生産・米国輸出のアパレル OEM で、従業員数≒生産能力の労働集約モデル
- 時価総額約 5,730 万ドルのマイクロキャップで、割安指標と低流動性が同居
- EPS は黒字転換済み、配当利回り 4.43% が下支え
- §2 業績では、受注満杯と能力拡張がもたらす成長モメンタムを検証します

2. 業績 — フル稼働と能力増強の成長モメンタム

この章で見えてくること

§1 で見た「従業員数≒生産能力」の構造を踏まえ、§0 結論で positive 側の柱とした論点「フル稼働と能力増強の成長モメンタム」を、FY2026 実績・FY2027 ガイダンス・能力拡張計画の 3 点から掘り下げます。あわせて negative 側の論点「VF 依存 52% と価格転嫁力の弱さ」の実態も本章で確認します。

FY2026 通期（2025年4月～2026年3月）

P&L

売上高	1億6,626万ドル
営業利益	633万ドル
純利益（親会社帰属）	354万ドル
希薄化後EPS	0.27ドル
粗利率	16.1%

Balance Sheet

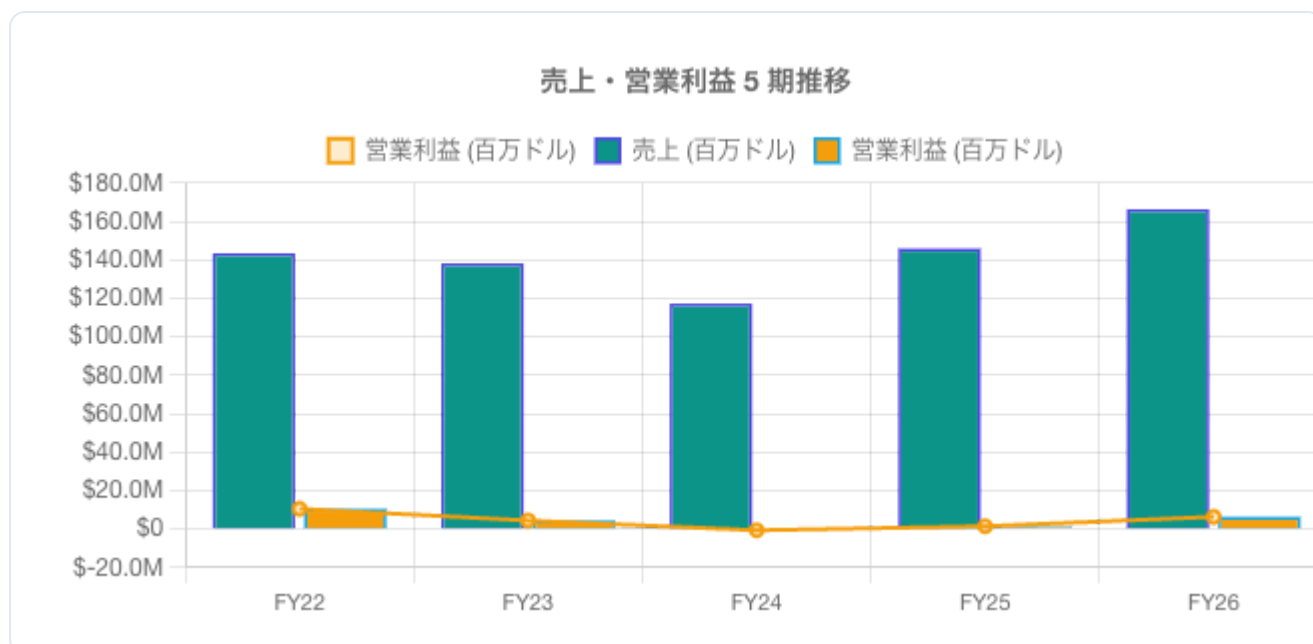
自己資本比率	72.2%
ネットキャッシュ	+585万ドル
流動比率	2.7倍
CCC	72.1日

Cash Flow

営業CF	249万ドル
フリーCF	-263万ドル
年間配当	0.20ドル/株

2.1 FY2026 実績 — 過去最高売上と黒字転換

FY2026 の売上高は過去最高の 1 億 6,626 万ドル（+14.0%）[A](#) となり、前年の 1 億 4,581 万ドル [A](#) から明確に加速しました。売上の 5 年推移は FY2022 [A](#) ・ FY2023 [A](#) ・ FY2024 [A](#) と踊り場を挟みつつ、直近 2 年で再成長軌道に乗っています。



利益面はさらに劇的です。営業利益はFY2026に632.7万ドル^Aと、前年の144.5万ドル^Aから約4.4倍に拡大しました。過去を遡るとFY2022^AをピークにFY2023^A・FY2024^Aと沈んだ後のV字回復です。最終損益も親会社株主帰属純利益353.8万ドル（希薄化後EPS 0.27ドル）で黒字転換^Aしました（前年は純損失^A）。

四半期ベースの勢いはより鮮明です。Q4売上は4,290万ドル（+46.6%）^A・純利益170万ドル（前年同期は赤字）^Aと、期末に向けて加速しました。Q3も増収^A・黒字^Aを確保しています。ただし、収益性の絶対水準はまだ低く、粗利率16.1%（前年15.3%）^A・営業利益率3.8%^A・純利益率2.1%^Aにとどまります。この「薄利」の構造的背景は§3のピア比較で明らかになります。

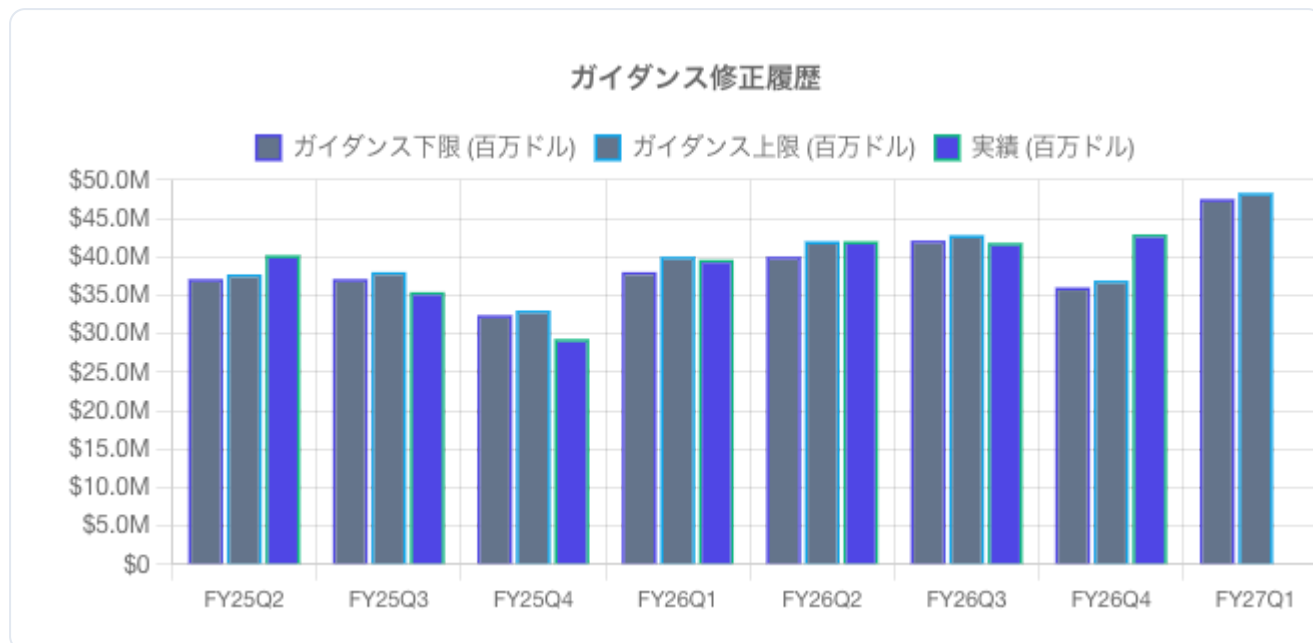
資本効率もROE 5.5%^A・ROA 4.1%^Aと改善途上です。運転資金の効率を測るCCC（キャッシュが仕入から回収まで一巡する日数）は72.1日（FY2021の132.9日から改善）^Aまで短縮しましたが、在庫回転日数は78.4日^Aと在庫の重さは残ります。

2.2 ガイダンスと受注 — 「2026年12月まで満杯」の意味

FY2027の滑り出しを示すガイダンスは、Q1売上が前年同期比+20～22%^A（中央値約4,790万ドル^A）、粗利率15～17%^Aです。粗利率ガイダンスはQ4実績17.1%比で保守的な設定^Aとなっています（会社発表は売上ガイダンス^A・粗利率ガイダンス^Aとして登録済み）。

そして受注です。「生産設備は2026年12月まで受注で満杯」とCEOが言明^Aしており（会社側説明^A・受注状況の開示^Aでも確認）、需要ではなく供給能力が売上の上限になっている状態です。飲食店に例えれば「年内の予約が埋まっている人気店」であり、成長のボトルネックは客足ではなく席数にあります。

このガイダンスはどこまで信じられるでしょうか。過去実績を見ると、Q4 FY2026 は +23~26% ガイダンスに対し実績 +46.6% と大幅超過 A（粗利率も 14~16% ガイドに対し 17.1% A）で、FY2026 は Q1 A・Q2 A・Q3 A とともにレンジ内~超過で着地しています。粗利率も 6 期中 4 期で実績がガイダンスを上回る保守設定 A が続きます。一方で FY2025 は期中に上方修正した後に未達 A となり、Q3 は港湾混雑による約 380 万ドルの出荷繰延で未達 A、Q2 も同様の物流要因 A でした（Q4 で正常化 A）。つまり過去の未達はすべて「需要不足」ではなく「物流障害」が原因であり、これは §6・§9 で扱うアカバ港リスクが業績に直結することの証拠でもあります。



経営陣のトーンも需要の強さと整合しています。Q4 発表時は強気（強気フレーズ 5・中立 4・弱気 0）A、Q3 も強気（強気 10・中立 3・弱気 0）A で、弱気表現は 2 四半期連続でゼロでした。

2.3 能力増強 — 4 割の上乗せを段階実行中

供給制約を解くための投資も既に動いています。2026 年 2 月に約 18.4 万平方フィートの工場ビルと土地を約 340 万ドルで取得し、改修・設備に約 500 万ドルを追加投資して生産能力を最低 40% 増強する計画 A で、最大 2,500 名の段階雇用 A を見込みます。時間軸は 2 段階です。第 1 段階は +約 15%・作業員 700 名追加を 2026 暦年末までに完了予定 A（+15% は財務側の開示でも確認 A）、残りは 2027 暦年央までに +20~25% A（会社側説明と整合 A）です。受注満杯の状態で能力を 4 割積み増すのですから、計画どおりなら FY2028 にかけての増収余地は大きいと言えます。

ただし、この拡張は財務的な無理を伴います。営業キャッシュフロー 249 万ドル A に対し設備投資は 513 万ドルと過去 5 年で最大 A となり、フリーキャッシュフローは -263 万ドル A（FCF マージンもマイナス A）に沈みました。手元現金は約 1,080 万ドルと前年の 1,330 万ドルから減少 A（期末現金同等物 1,076 万ドル A）し、拡張資金は金利 8% の銀

行ローン（2027 年 2 月から 96 回月賦）に依存 **A** しています。また支払利息 163 万ドルのうち 130 万ドルは売掛債権の早期回収手数料 **A** で、実質的に運転資本を金利で買っている状態です（利息カバレッジは 3.9 倍 **A**）。なお、ヨルダンの優遇税率 10%+1% が 2025 年 10 月から適用 **A** されており、税負担面は EPS の追い風になります。

2.4 顧客構成 — VF 依存 52% の実態と分散の進捗

成長の「質」を左右するのが顧客集中です。最大顧客 VF Corporation（The North Face、Timberland など）向け売上は FY2026 に 8,700 万ドル・全体の 52.3%（前年は 9,420 万ドル・64.6%） **A** を占めます（10-K の顧客集中開示でも 52.3% を確認 **A**）。第 2 位は New Balance の 2,280 万ドル・13.7% **A** で、上位 2 社だけで 3 分の 2 に達します。しかも VF とは長期契約や最低購入保証がなく、FY2026 は約 14,300 件の個別注文書ベース **A** という、いつでも発注を絞れる取引形態です。

とはいえ、分散は着実に進んでいます。韓国 Hansoll が 4.2%、Suzhou Unitex が 6.2%（+81%）と新規・既存顧客が拡大 **A** し、経営陣も VF 比率の低下（64.6%→52.3%）を繰り返し強調 **A** しています。かつて期待された Busana との提携は FY2025 Q1 を最後に言及が消え、Hansoll へ提携主軸が移行 **A** しました。地域面でも米国向けは 83%（前年 88%） **A**（中国・香港 10%・韓国 4% **A**）と、わずかながら米国一極から動き始めています。この分散スピードが、§4 で見るバリュエーションのディスカウント解消ペースを決めることになるでしょう。

この章のまとめ

- FY2026 は過去最高売上 1.66 億ドル・黒字転換、Q4 は +46.6% と期末加速
- 受注は 2026 年 12 月まで満杯で、能力 +40% の拡張が 2 段階で進行中。ただし FCF マイナス・借入依存の拡張である点は要注意
- ガイダンス未達の過去 2 回はいずれも物流障害が原因で、需要の強さは一貫
- VF 依存は 64.6%→52.3% へ低下も、注文書ベースの取引形態は不変
- §3 業界・競合では、この受注の強さを支える「関税の地政学」を検証します

3. 業界・競合 — 関税相対優位の復元

この章で見えてくること

§2 で確認した受注の強さは、同社の実力だけでなく「ヨルダンという立地」の関税優位に支えられています。§0 結論で最重要と位置づけた論点「関税相対優位の復元」を、2025 年以降の関税制度の変遷・直近 1 週間の急展開・グローバル競合との比較から掘り下げます。

3.1 関税タイムライン — 無関税の楽園から一律課税へ、そして再び

まず前提です。米・ヨルダン FTA は 2001 年 12 月発効・2010 年完全実施で、原産地規則を満たす繊維・アパレルは無関税 [A](#) でした（2025 年 4 月以前は対米輸出が無関税・無枠 [A](#)）。この「無関税の高速道路」が 2025 年に封鎖されます。2025 年 4 月にベースライン関税 10% と相互関税 20%（後に 15% へ修正）が導入 [A](#) され（ベースライン 10% は現在も存続 [A](#)）、大統領令 14326 でヨルダン 15% vs ベトナム 20%・バングラデシュ 20%・カンボジア 19% [A](#)（インド等との比較でも 4~5pt の相対優位 [A](#)）という「割高だが競合よりマシ」な位置に置かれました。

ところが 2026 年に入り制度が根底から揺れます。2026 年 2 月に連邦最高裁が相互関税を違法と判断 [A](#) し、政権は代替として通商法 122 条による全世界一律 10% サーチャージ（2026 年 2 月 24 日発効・150 日間）[A](#)（官報公示済み [A](#)）を発動しました。「一律」ですからヨルダンの相対優位は消滅です。しかしこのサーチャージは 2026 年 7 月 24 日に失効予定 [A](#) で、本レポート作成のわずか 2 日後に期限を迎えます。

そして直近 1 週間の急展開です。2026 年 7 月 21 日、米ヨルダン相互貿易協定（ART）が署名 [A](#) され、2026 年 8 月 1 日または発効日の遅い方から FTA 特惠（無税）への復帰を米国がコミット [A](#) しました。対象品目を定める Schedule 1 はニット衣類 245 ライン・布帛衣類 395 ラインと、同社主力品目を含むアパレルを広範に収録 [A](#) しています。

3.2 301 条の分岐 — 10% 側か 12.5% 側かはまだ決まっていない

もう一つの変数が強制労働をめぐる 301 条です。USTR は 2026 年 6 月に 60 経済圏の強制労働品輸入禁止制度の不備を「措置可能」と決定し、ヨルダンは禁止制度を持たない 54 経済圏に分類 [A](#) されました。提案されている構造は「制度保有国・相互貿易協定でコミットした国は 10%、その他は 12.5% + テキスタイル・メカニズム」[A](#) です。ここで効いてくるのが ART の労働条項で、ヨルダンは強制労働品の輸入禁止を 5 年以内に法制化するとコミ

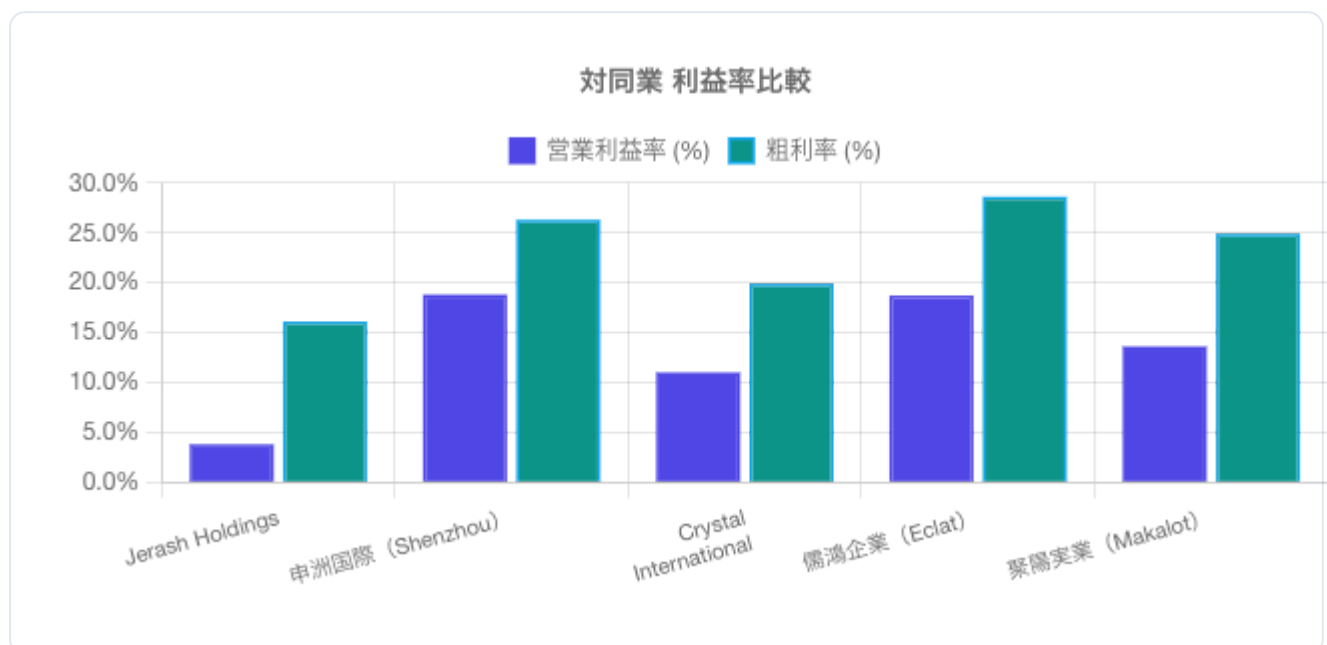
ット **A** したため、文言上は「低い方の 10%」の適格条件に合致 **A** します。ただし、最終措置の官報はまだ公示されておらず、この解釈が確定したわけではありません。ここは「事実」と「見通し」を分けて監視すべき、本レポート最大の分岐点です。

3.3 数字で見る追い風 — 縮む市場で伸びるヨルダン

制度の話を市場データで裏づけます。米国のアパレル輸入市場全体は 2024 年 792 億ドル **A** → 2025 年 777 億ドル (-1.9%) **A** → 2026 年 1~5 月累計 288 億ドル (前年比 -9.1%) **A** と縮小局面です。ところがヨルダンからの輸入は 2024 年 18.7 億ドル **A** → 2025 年 19.7 億ドル (+5.2%) **A** と逆行して伸びています。最大の要因は中国の退場で、中国からの輸入は 2025 年に 106 億ドルへ急減 (-35.7%) **A** し、その受け皿を各国が奪い合う構図です。ヨルダン側も縫製品輸出が 2024 年に過去最高の約 24 億ドル (+24%) **B** と絶好調で、「ヨルダン発・対米 OEM のニッチとしては拡大期、米輸入市場全体は底ばい」という非対称なサイクル位置にあります。なお、この産業は雇用約 8.4 万人の 4 分の 3 が移民労働者 **B** という構造で、だからこそ §3.2 の強制労働論点と §9 の労務監査リスクが常につきまといます。

3.4 グローバル競合との比較 — 規模で劣り、成長率と関税で勝負

競合と並べると、同社の立ち位置がはっきりします。売上規模では申洲国際が FY2025 に RMB 309.9 億 (+8.1%) **A**、Crystal International が 26.4 億ドル (+6.9%) **A**、Eclat (儒鴻) が 379.9 億台湾ドル (+3.15%) **A**、Makalot (聚陽) が 344.3 億台湾ドル (-3.1%) **A** と、いずれも JRSH の 15~30 倍です。収益性でも申洲の粗利率 26.3% (関税コスト分担で -1.8pt) **A**、Crystal 19.9% **A**、営業利益率では Eclat 18.7% **A**・Makalot 13.6% **A** に対し、JRSH は営業 3.8% と 5 社中最弱です。



一方で、リスク構造はまったく異なります。対米依存度は Makalot 68.9% [A](#) ・ Eclat 米州 50.87% [A](#) ・ Crystal 北米 37.4% [A](#) ・ 申洲はわずか 18.0% [A](#) に対し、JRSH は 83% と突出しています。顧客集中も Eclat の最大顧客 16.44% [A](#) ・ Makalot 35.64% [A](#) に対し JRSH は 52.3%（業界分析側でも同値を確認 [A](#)）で、「対米依存 × 顧客集中」の二重集中の極に位置します。つまり JRSH は、関税優位というヨルダン立地の一点に賭けた集中戦略の会社なのです。

その関税優位も、独占ではありません。Makalot は米・エルサルバドル合意による中米ニアショアの相互関税免除を確保しており、Crystal は 2026 年 1 月にエジプトの土地約 80 万 m² を 3,040 万ドルで取得予約 [A](#) して中東・北アフリカの低関税立地へ資本を投じ始めました。世界大手がヨルダンの隣まで来ているという事実は、関税優位の「賞味期限」を測るうえで最も重要な中期シグナルと考えられます。

関税コストの負担構造も確認しておきます。10-K は「関税の支払いは通常、輸入者（= Jerash の顧客）の責任」で、影響は他国との相対水準を通じた需要経由と説明 [A](#) しています。ただし裏を返せば、顧客が関税コストの一部を FOB 価格（輸出港渡し価格）の引き下げとして押しつけてくる余地があるということです。FOB 価格を 1pt 下げただけで営業利益は約 138 万ドル（約 22%）毀損する [A](#) 試算であり、営業利益率 3.8% の同社にとって、この転嫁圧力への耐性の低さが §0 で negative 側に置いた理由です。

この章のまとめ

- 関税は「FTA 無税 → 一律 10% → 8/1 無税復帰コミット」と激動中で、301 条の 10%/12.5% 分岐が最後の変数
- 米輸入市場が縮む中でヨルダンは +5.2% と逆行成長、中国退場の受け皿を確保
- ピア比較では規模・利益率で最弱だが、直近の受注成長率は突出。ただし二重集中の極
- Crystal のエジプト進出は関税優位の賞味期限を縮め得る中期シグナル
- §4 バリュエーションでは、この非対称なリスク・リワードを株価がどこまで織り込んでいるかを確認します

4. バリュエーションー悲観を織り込む逆 DCF と割安圏

この章で見えてくること

§3 で見た「関税次第で振れる事業環境」を、市場がどう値付けしているかを確認します。§0 結論で positive 側に数えた論点「悲観を織り込む逆 DCF と割安圏」を、3 系統のフェアバリュー・逆 DCF・アナリスト目標の順で検証します。

4.1 バランスシートと基礎指標ー解散価値近辺の値付け

まず財務体質です。自己資本比率は 72.2% [A](#)、ネットキャッシュは +585 万ドルと時価総額の約 10% [A](#)、流動比率 2.7 倍 [A](#)・ネット有利子負債/EBITDA は -0.62 倍 [A](#) と、拡張投資中にもかかわらず健全です。この土台の上で、PBR は 0.88 倍 [B](#)・PSR 0.34 倍 [B](#)・EV/EBITDA 5.5 倍 [B](#)、そして予想 PER は 10.0 倍 [B](#) という値付けです。純資産を下回る評価は、市場が「回復は続かない」と見ていることを意味します。

4.2 3 系統のフェアバリューー誰にとって安いのか

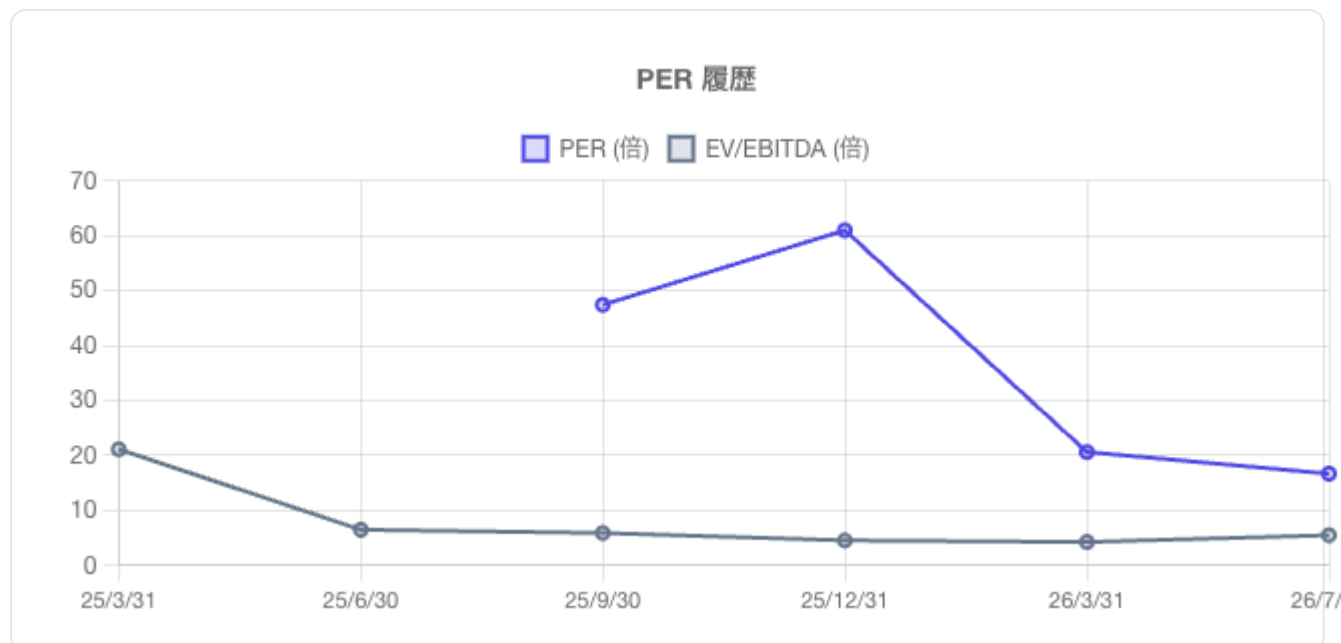
本レポートでは投資目的別に 3 つのモデルで公正価値を試算しています。主軸の value レンズはフェア PER 11.0 倍 [A](#) × FY2027 予想 EPS 0.45 ドル [A](#) を核に、EV/EBITDA 5.75 倍で 6.26 ドル [B](#)・PBR 0.85 倍で 4.34 ドル [B](#) のクロスチェックを踏まえ、base 4.95 ドル（弱気 3.00 ドル～強気 6.75 ドル）[A](#) に係留しました。これが目標株価 4.95 ドル [A](#) の正体で、現値 4.56 ドル比の上値余地は +8.6% にとどまります。

成長を織り込む growth レンズでは DCF の base 公正価値は 6.62 ドル [A](#)（WACC 11.5% = リスクフリー 4.63% + $\beta 0.53 \times$ 株式リスクプレミアム 5% + サイズプレミアム 3.5% + 固有 1.2% [B](#)、リスクフリーは米 10 年債 4.63% [B](#)）と、現値比 +45% の余地が出ます。シナリオ幅は弱気 2.71 ドル [A](#)～強気 10.08 ドル [A](#)、永久成長率 2.0% を軸に感応度は 5.63～8.14 ドル [A](#) です。

▶ バリュエーション・モデルの前提（クリックで展開）

一方、配当だけを頼りにする income レンズは厳しい結果です。配当割引モデルの公正価値は 2.04 ドル [A](#) と現値の半分以下で、その水準でようやく翌期利回り 10.0% が立つ [A](#) 計算になります。年間配当 0.20 ドルは赤字期を含め 5 期維持 [A](#)（四半期 0.05 ドル [A](#)、年間支払総額 254 万ドル [A](#)）と実績は立派ですが、配当性向は 71% [A](#) と既に高く、FCF マイ

ナスの拡張期に増配余力は乏しいと考えられます。つまり「割安」は成長回復を信じる投資家にとっての割安であり、配当投資家にとってはまったく割安ではない、というのがこの銘柄の面白いところです。



4.3 逆 DCF — 市場が織り込む「恒久縮小」

現値を出発点に市場の期待を逆算すると、織り込まれた永久成長率は $-5.65\%/年$ **B** です。実績の売上 3 年 CAGR $+6.4\%$ **A** ・ 5 年 CAGR $+13.0\%$ **A** と比べると、市場は「VF 喪失か関税劣位化による構造縮小」をすでに価格へ埋め込んでいることになります。したがって、§3 の関税分岐が 10% 側で確定するだけでも織り込みの修正余地が生じる一方、bear シナリオが現実化しても下値の織り込みは相応に進んでいる、という非対称性が読み取れます。参考までに、少数ながらアナリスト目標株価の平均は 6.00 ドル (5.00~7.00) **C** と、当方の growth レンズ寄りの水準です。

この章のまとめ

- ネットキャッシュ + 自己資本比率 72.2% の健全なバランスシートに PBR 0.88 倍の値付け
- フェアバリューは value 4.95 ドル / growth 6.62 ドル / income 2.04 ドルと目的次第で別物
- 逆 DCF は -5.65% 成長を織り込み済みで、悲観の剥落だけでも修正余地
- ただし収斂には関税確定か決算での証明というカタリスト通過が必要
- §5 では、この割安を放置させている一因でもあるガバナンスの転換点を確認します

5. マネジメント・ガバナンス — 会長・CEO 分離と創業者売却の両義シグナル

この章で見えてくること

§4 で見た割安の背景には、ガバナンスと流動性のディスカウントもあります。§0 結論で neutral とした論点「会長・CEO 分離と創業者売却の両義シグナル」を、直近の会長交代発表・株式保有構造・報酬設計・内部統制の 4 点から掘り下げます。

5.1 会長・CEO 分離 — 形式は改善、実質は続投

2026 年 7 月 16 日、創業者で会長兼 CEO の Choi 氏が 9 月総会での取締役・会長再任に立候補しないと通知（意見相違によらないと 8-K に明記）し、CEO・社長は続投。共同創業者 Ng 氏（71 歳・本取締役経験なし）が会長候補に指名 [A](#) されました（選任後に会長就任予定 [A](#)、8-K での裏づけ [A](#)、会社側発表 [A](#)）。Ng 氏は 2018 年からマーケティング責任者を務める人物 [A](#) です。会長と CEO の分離は教科書的には前進ですが、非独立の共同創業者が会長に就く形であり、CEO が取締役会の外に出るという珍しい体制になる点は評価が分かれるところでしょう。

5.2 保有構造と創業者の売却 — スキンインザゲームの二面性

Choi 氏は 388.4 万株・30.6% を実質保有 [A](#) し、役員・取締役 7 名の合計では 42.7% [A](#) に達します。経営陣と株主の利害は強く一致している一方、浮動株が薄くなる原因でもあります。気掛かりなのは新会長候補の動きです。Ng 氏は 2025 年に計 17.54 万株を売却（3 月に平均 3.55 ドル、10 月に平均 3.07 ドル）[A](#) し、保有は 100.1 万株・7.9% [A](#) まで低下しました。しかも両取引とも遅延報告となり、委任状資料の「全員適時遵守」記載と矛盾 [A](#) しています。会長就任を控えた人物の売却と開示の綻びは、ガバナンス改善のシグナルを打ち消す方向に働きます。

5.3 報酬・取締役会・内部統制 — 小粒な体制の実像

報酬設計も独特です。CEO 報酬の主体は本人が全株保有する法人へのコンサルティング料 30 万ドル/年という関連当事者構造 [A](#) で、FY2025 の総報酬 49.5 万ドルは全額固定・業績連動なし [A](#) です。独立取締役の報酬は各 6 万ドルの現金のみ [A](#)、株式報酬は 2024 年の RSU 91.5 万個一括付与（3 年権利確定）[A](#) が唯一で、業績と報酬の連動は事実上ありません。株主総会の会場が Choi 氏の資産管理会社と同住所の香港拠点 [A](#) という点も、創業者色の濃さを物語ります。

取締役会は5名・独立60%・女性20%・筆頭独立取締役なし [A](#) で、FY2025は報酬委員会・指名委員会の開催がゼロ [A](#) でした。内部統制ではFY2025に識別されたIT全般統制の重要な不備がFY2026末までに是正 [A](#) されており、これは素直な改善材料です。監査人は買収に伴いMarcumからCBIZへ承継交代（意見不一致なし） [A](#)、ESGは太陽光で消費電力の最大5割を賄う計画やシリア難民の同一賃金雇用がある一方、第三者スコアの開示はなし [A](#) という段階です。総じて、ガバナンスは「改善の芽はあるが、マイクロキャップ相応のディスカウント要因」として§4の割安と表裏一体と考えられます。

この章のまとめ

- 会長・CEO分離は形式的前進だが、新会長は非独立の共同創業者で支配構造は不変
- 新会長候補の2025年売却17.54万株と遅延報告は、改善シグナルを相殺する汚点
- 報酬は関連当事者構造・業績連動なし、委員会は実働ゼロ。ICFR是正は好材料
- §6では、こうした内部要因の外側で急変しているマクロ・ニュース環境を確認します

6. マクロ・ニュースフロー

この章で見えてくること

§2～§5で深掘りした論点のうち、「アカバ港をめぐる地政学の急性リスク」と「関税相対優位の復元」に直結する直近のマクロ環境とニュースを、報道と公式発表を突き合わせながら確認します。

6.1 アカバ港 — 報道と公式発表の食い違い

最重要はアカバ港です。在アンマン米大使館は2026年7月19日の安全警報で「特定かつ信頼できる脅威により、ヨルダン当局がアカバの国際空港と海港を退避させた」と発表 [A](#) しました。一方、Reutersはこの回避勧告とともに、ヨルダン政府報道官が退避命令を否定したことを報道 [B](#) しており、現地の事実関係は割れています。背景にはヨルダン領内へのイランの攻撃で米軍人2名が死亡（7/18報道） [B](#)、Houthiによるサウジ海上封鎖宣言（7/20報道） [B](#)、ホルムズ海峡通航の減少（7/17報道） [B](#)、紅海でのタンカー引き返し（7/21報道） [B](#) と、中東の海上輸送リスクが同時多発しています。なお米 국무省は3月2

日時点で非緊急職員のヨルダン退避命令を発出済み **A** であり、緊張は突発ではなく累積してきたものです。§2 で見たとおり過去のガイダンス未達はすべて物流起因であり、このニュース群は業績に直結する変数として §9 で行動基準に落とし込みます。

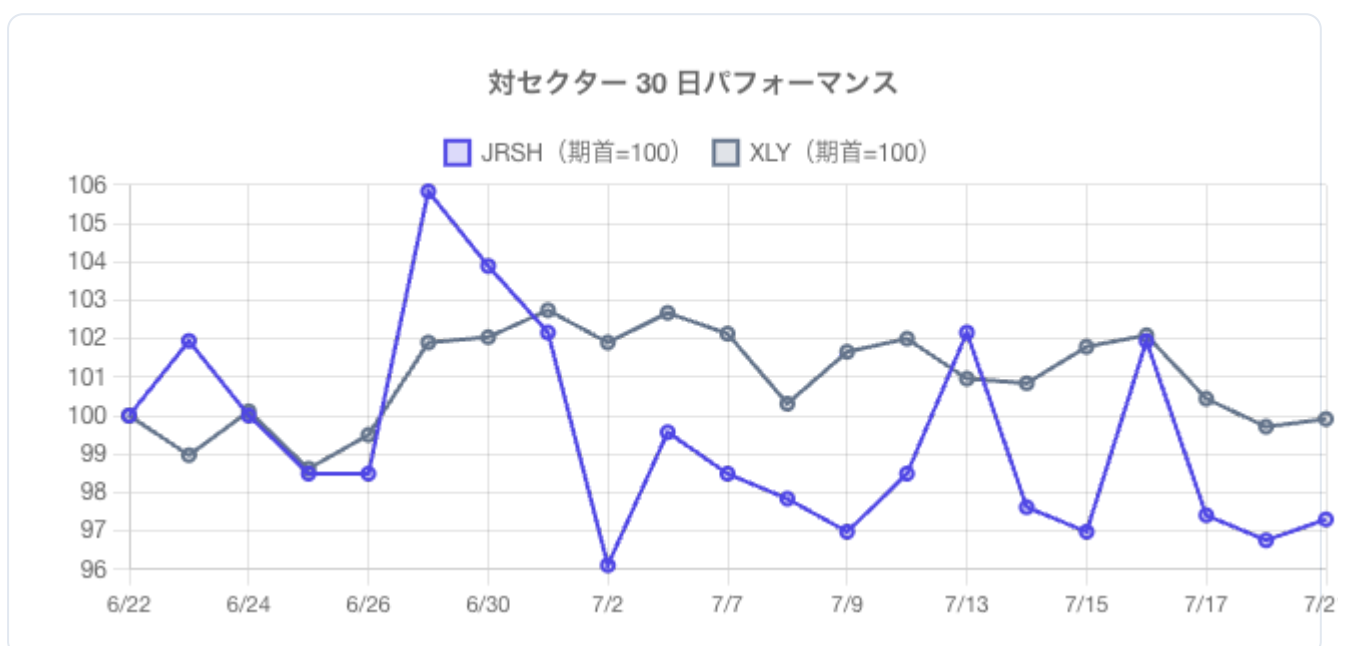
6.2 通商・業界ニュース — 追い風と逆風が同じ週に

通商面では米ヨルダン貿易合意の発表（7/21 報道、一次資料はホワイトハウス発表） **C** が最大の追い風です（制度の詳細は §3 で検証済み）。業界団体もヨルダン縫製業界のワシントンへの働きかけ（7/21 報道） **C** を強めています。一方でヨルダン縫製 2 工場への輸入差止命令（WRO）の報道（6/26） **C** はセクターの逆風で、一次資料ベースの発出日や JRSH との関係は §9 で整理します。また、対ブラジル関税の報道（7/16） **B** が示すように、関税政策そのものが週替わりで動く環境が続いています。

顧客サイドでは VF などが女性向け市場を成長ドライバーに位置づける報道（7/2） **B**、JRSH の会長・CEO 分離の報道（7/21、一次資料は 8-K） **C** がありました。需要環境は Levi の通期見通し引き上げ（7/8 報道） **B** や米小売の年末商戦向け発注前倒し（6/30 報道） **B** が示すとおり、底堅さを保っています。

6.3 米消費データと株価の相対位置

統計面でも需要は悪くありません。米衣料品店売上は 6 月に前年比 +4.8% **B**（月間 278.6 億ドル **B**、6 月小売統計の報道でも小幅増を確認 **B**）で、在庫/売上比率は 2.11 と歴史的低位 **B** にあります。在庫が軽いということは、小売が発注を絞る理由が乏しいということです。ただし消費者マインドは 5 月時点で軟調 **B**、6 月 CPI の報道 **B** が示す物価動向次第で年後半の消費は変わり得ます。株価の相対位置を見ると、直近 30 日の JRSH は一般消費財セクター ETF を約 1.4pt 下回るアンダーパフォーム **B** で、決算急騰後の調整局面にあります。



この章のまとめ

- アカバ港は「米大使館の退避発表 vs ヨルダン政府の否定」と情報が割れたまま緊張が累積
- 同じ週に貿易合意（追い風）と WRO・海上封鎖（逆風）が並ぶ、方向感の定まらないニュース環境
- 米衣料品消費は +4.8%・在庫は歴史的低位で、需要面の基盤は崩れていません
- §7 では、この不確実性の中での株価のテクニカルな位置と需給を確認します

7. テクニカル・需給とスイング戦略

この章で見えてくること

§6 で確認したニュースの霧の中で、株価チャートと需給がどんな位置にあるかを整理し、数日～数週間のスイング売買の観点で「今動くべきか」を判定します。

7.1 トレンドと水準 — 上向き、ただし紙一重

トレンドは週足が上向き（5 週移動平均 4.50 > 13 週移動平均 3.98）^B、日足も上向きですが、25 日移動平均との乖離は +0.3% と紙一重^Bです。移動平均線は 25 日線 4.54 ドル^B・50 日線 3.96 ドル^B・75 日線 3.74 ドル^B・200 日線 3.37 ドル^Bと強気の並びで、RSI は 55.8 と中立圏^B・20 日ボラティリティは年率 52.2%^B・1 日の平均値幅は 0.22 ドル（終値比約 4.9%）^Bです。値幅 5% 前後が日常という荒い銘柄であることは、ポジションサイズを考えるうえで大前提になります。

水準としては、直近サポートは 4.33 ドル^B、その下の主要サポートは 3.24 ドル（8 回反発の長期滞留帯）^Bまで明確な買い支え帯がなく、間の 3.64～4.16 ドルは出来高の空白地帯です。上値は 4.86 ドル（2 回反落）^Bと 5.47 ドル（52 週高値）^Bが壁になります（52 週高値 5.47 ドル^B・52 週安値 2.85 ドル^B）。



7.2 需給 — 決算日に株主が入れ替わった

需給は弱含みです。需給スコアは 26/100 と低く、その内訳は象徴的です。FY2026 決算発表日（6/15）に出来高 3,669 万株と 60 日平均の約 299 倍・発行済株式数の約 2.9 倍 **B** という異常な商いが発生し、株主構成が一日で入れ替わった可能性があります。その後は 20/60 日出来高比 0.13 と 52 週レンジ最低 **B** まで枯れました。平常時の売買代金は日次 300 万ドル程度（決算スパイクによる歪み込み、平常時出来高は 1 日 8 万株程度） **B** で、まとまった資金の出入りには不向きです。

主体別に見ると、直近 1 年の大量保有報告はゼロ **A** で機関投資家の関与は限定的、直近 6 ヶ月のインサイダー届出は全て売却で買いゼロ **A**（次期会長候補の売却 17.54 万株を含む **A**）です。役員・取締役の保有 42.7% **A** に加え実質浮動株は発行済の約 48% 以下 **A** と推定され、3 年ベータは 0.53 ながら指数との相関は 0.27 と低く **B**、指数に連動しない独歩の値動きをします。空売りは 6.4 万株・発行済の 0.50% **A** と僅少ですが前月比 +36.2% **A** と増加方向です。なお、自社株買いは直近 2 事業年度ゼロ **A**（自己株式残高も不変 **A**）で、需給の下支え役は不在です。

7.3 スイング判定 — セットアップ不成立、待つのが仕事

以下のスイングプランはあくまで **2026 年 7 月 21 日時点の目安**であり、市況の変化により随時無効になります。

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

現時点でスイングの妙味は限定的です（RSI 中立上限・MA25 攻防・需給スコア低位でセットアップ不成立）。新規のエントリー水準は提示しません。

判定は「待ち」です。押し目買いの型は RSI がわずかに条件を超え、需給スコアも低いいため成立しません。ブレイク狙いも上値抵抗までの距離が遠く時期尚早です。そもそも §3 の関税官報・§6 のアカバ情勢という双方向のバイナリイベントを目前に控えたタイミングであり、テクニカルの優位性が薄い局面で先回りする必要はないと考えられます。再挑戦の条件は、イベント通過後に 25 日線近辺への押し目で過熱感が抜けるか、4.86 ドルを出来高を伴って上抜けるか、のいずれかです。逆に 4.33 ドル割れは出来高空白帯への滑り込みリスクがあるため、逆張りは避けたいところです。

この章のまとめ

- 週足・日足とも上向きだが、日足は 25 日線と紙一重の攻防
- 需給スコア 26/100。決算日の株主入れ替わり級の出来高の後、商いが枯れ、インサイダーは売り一方向
- スイングは「待ち」。イベント通過後の押し目か出来高を伴うブレイクを待ちます
- §8 では、この待ちの間に監視すべきシナリオと反証条件を整理します

8. シナリオ・反証・モニタリング KPI

この章で見えてくること

§2～§7 で検証した論点群を強気・中央・弱気の 3 シナリオに織り込み、どの事実が出れば判断が変わるのか（反証条件）と、何を監視すればよいのか（KPI）をまとめます。

8.1 シナリオウェイト

弱気 (Bear)

24%

3

中央 (Base)

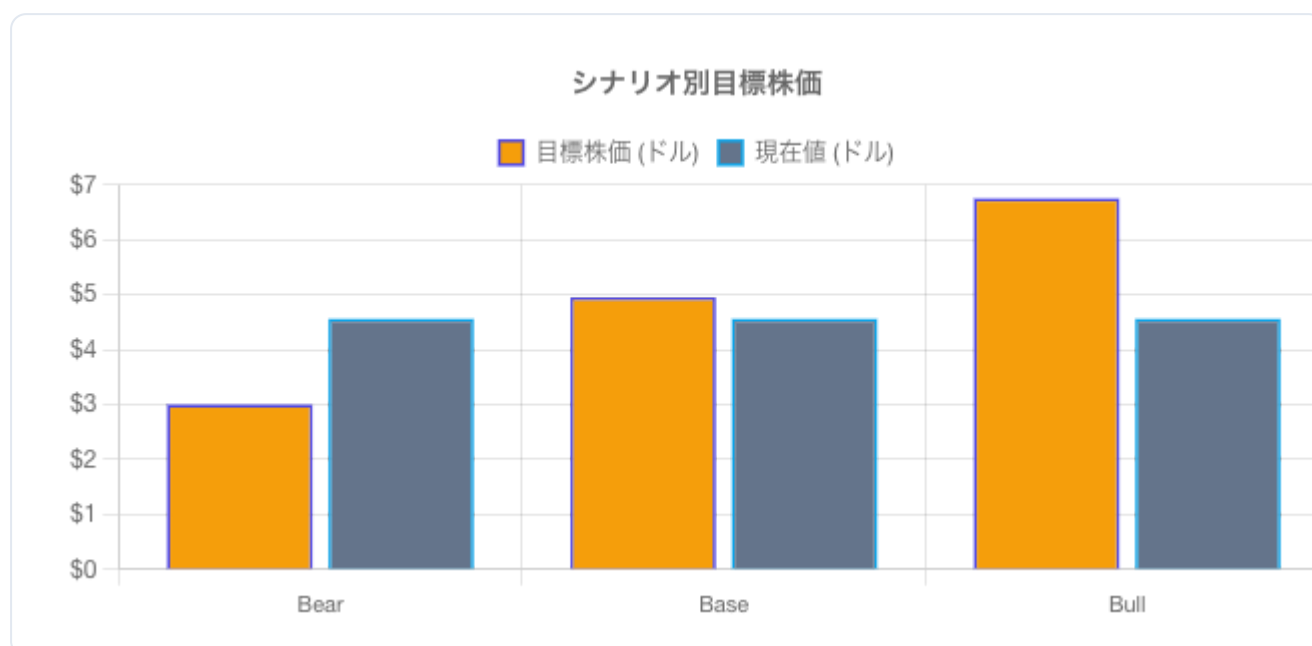
50%

4.95

強気 (Bull)

26%

6.75



各シナリオの前提はこうです。中央シナリオ（確率 50%）は「8/1 の特惠無税復帰が実現し、301 条は 10% 側、アカバ港は緊張含みでも出荷継続」で、フェアバリュー 4.95 ドルへの収斂を想定します。強気シナリオ（26%）は「競合国のみ 301 課税で関税優位が最大化し、能力増強分を即消化」、弱気シナリオ（24%）は「ヨルダンが 12.5% 側に区分されるか、アカバ港が閉鎖され出荷が止まる」です。強気と弱気の目標株価が 2 倍以上離れているのは、§0 で述べた「一本の連鎖」構造ゆえであり、確率のわずかな見立て違いが期待値を大きく動かす点にご注意ください。

8.2 反証ボード — 投資判断を覆す事実セット

事実	関連論点	出現確率 (%)	影響度
301 条最終措置でヨルダンが 12.5% 側に区分され、CAFTA-DR 等の競合国免除が拡大する	関税相対優位の復元、フル稼働と能力増強の成長モメンタム	25	bear 3.00 ドルへ
VF Corporation が発注削減・取引条件悪化を公式化し、FY2027 上期の VF 向け売上が前年同期比 2 桁減となる	VF 依存 52% と価格転嫁力の弱さ、フル稼働と能力増強の成長モメンタム	20	
アカバ港の閉鎖・出荷停止が 1 四半期以上継続し、FY2025 の港湾混乱を超える出荷繰延が発生する	アカバ港をめぐる地政学の急性リスク、フル稼働と能力増強の成長モメンタム	15	
FY2027 Q1 実績が +20% ガイダンスを下回り、fully booked 表現が後退する	フル稼働と能力増強の成長モメンタム	20	
Crystal のエジプト工場稼働などでヨルダン立地の希少性が想定より早く低下する	関税相対優位の復元	15	

投資判断を覆す事実セット

反証ボードの読み方を補足します。最も警戒すべきは「301 条最終措置でヨルダンが 12.5% 側」で、これが出た瞬間に §3 の関税優位の物語は崩れ、弱気シナリオの 3.00 ドルが視野に入ります。次点は「VF の発注削減の公式化」と「アカバ港の 1 四半期以上の閉鎖」で、いずれも §2 の受注満杯を無効化する破壊力を持ちます。Q1 決算のガイダンス割れは単体では致命傷ではありませんが、「受注満杯」の表現後退を伴う場合は質的な転換点として扱います。

8.3 マクロ感応度 — 金利・為替・綿花

マクロ変数の感応度も押さえておきます。金利は SOFR 3.57%（前年比 -77bp）**B** と低下傾向で、短期金利 $\pm 100\text{bp}$ で税引前利益 $\pm$ 約 30 万ドル（ $\pm 6\%$ ）**A** の感応度です（参考: 米 10 年債 4.55% **B** ・ FF 実効金利 3.63% **B**）。利下げ局面は割引率と手数料コストの両面で追い風になります。為替はヨルダンディナールが 1995 年以来ドルにペッグ **A** されており（外貨準備 260.9 億ドル **A** ・ 政策金利 5.75% **A** でペッグは堅固）、仮に 5% 切り上がれば営業利益 - 約 160 万ドル（-25%）**A** というテールリスクにとどまります。原材料では綿花価格が 86.29 セント/lb と前年比 +10% **B** で、小幅な逆風です。いずれも関税・地政学に比べれば二次的な変数と言えます。

8.4 モニタリング KPI

Q1 売上成長（ガイダンス比）

20-22% A

VF 向け売上比率

52.3% A

粗利率

16.1%

予想 PER

10倍

KPI の運用方法を一言で言えば「四半期ごとの数字より、週次の官報とアラートを先に見る」です。関税とアカバ港は株価がイベントに一晩で反応する種類の変数であり、決算 KPI は答え合わせに近いからです。

この章のまとめ

- 中央 50%: 特惠復帰 + 301 は 10% 側でフェアバリュー 4.95 ドルへ収斂
- 反証の筆頭は「ヨルダン 12.5% 区分」「VF 発注削減」「アカバ閉鎖」の 3 点
- マクロ感応度（金利・ペッグ・綿花）は関税・地政学に比べ二次的
- §9 では、これらを具体的な日付を持つカタリストの時間割に落とし込みます

9. リスク・カタリスト

この章で見えてくること

§8 の反証条件を「いつ・何を見れば分かるか」に変換します。今後 30～90 日のカタリストの時間割と、時間が経っても消えない中長期の構造リスクを分けて確認します。

次回決算（推定）

2026-08-11

FY2027 Q1。会社未発表のため予定日は変わり得ます

米ヨルダン相互貿易協定に基づく対米特惠（無税）復帰のコミット適用開始
2026-08-01 日。実際の運用開始と 301 条最終措置の官報公示が、関税優位の復元を確定させる最重要イベントです。

高

9.1 短期カタリスト（30～90 日）

2026-07-24

通商法 122 条 一律 10% サーチャージ失効期限（150 日間・2026-02-24 発効）

後継の 301 条措置でヨルダンの相対関税優位（ART 済み 10% vs 未合意国 12.5% 提案）が復活するかの分岐点

2026-07-29

VF Corporation Q1 FY2027 決算（売上 52.3% の最大顧客）

The North Face の勢い継続なら JRSH 向け発注持続を示唆。VF の在庫調整はガイダンス下振れリスク

2026-08

四半期配当 \$0.05 宣言（例年 8 月上旬、推定）

据え置きで利回り 4.4% のインカム下支え確認。減配なら強い警戒シグナル

2026-08-11

JRSH FY2027 Q1 決算（推定日・会社未発表）

ガイダンス売上 +20～22%・粗利率 15～17%。fully booked に支えられ達成確度は相対的に高いが、粗利率レンジ下限とAqaba 出荷繰延が下振れ経路

2026-09

USTR 301 条 最終措置・テキスタイルメカニズム設計（時期未定、7/7 公聴会終了後）

ヨルダンが 10% 側（ART コミット国）に確定すれば競合比 -2.5pt の相対優位。逆区分なら中核テーゼ毀損

2026-09

年次株主総会（日付未確定）— Ng 氏取締役選任・会長就任、Choi 氏 CEO 専任化

可決は既定路線（インサイダー 42.7%）。注目は DEF 14A 2026 の委員会構成・独立性の変化

各イベントの JRSH への影響経路を整理します。

- **7/24 サーチャージ失効:** 後継措置なしなら 8/1 特惠復帰への地均しとなり、関税優位の復元が一步前進します（§3 参照）
- **7/29 VF 決算:** 売上の 52.3% を握る VF の四半期決算と発注方針 **A** は、同社ガイダンスの前提そのものです
- **8 月中旬 Q1 決算:** 日程は会社未発表（推定 8/11） **C** で、+20～22% ガイダンスと「受注満杯」表現の維持が焦点になります

- **8月上旬 配当宣言:** 四半期配当 0.05 ドルは 5・8・11・2 月上旬～中旬に宣言する既往パターン **A** で、減配があれば重大な変調シグナルです（直近宣言は 2026 年 5 月 4 日 **A**）
- **9月 株主総会:** 会長交代の承認と委任状資料の開示 **A** で、§5 のガバナンス評価を更新します

9.2 中長期の構造リスク

2026-12

新第 6 工場 第 1 段階稼働（能力 +約 15%、作業員 700 人追加）

「能力増 × fully booked」による FY2027 増収の中核前提。遅延・稼働率未達は増収シナリオを直撃

2026-12

受注可視性の端（fully booked through December 2026）

2027 年分の受注更新は関税レジーム・地政学次第。可視性 4～7 ヶ月の受託構造は不変

2027-02

Housing Bank ローン元本返済開始（金利 8%・96 回月賦）

FCF マイナス下で固定返済が始まる。金利 8% は FY2026 ROIC ≒ 8.2% とほぼ同水準で、拡張回収未達なら価値破壊の閾値

2027-06

拡張全体完了（追加 +20～25%、フルで能力 +40% 以上・最大 2,500 人雇用）

フル稼働時の需要確保が前提。301 条・地政学の帰結次第で「攻めの拡張」が「過剰能力」に転じ得る

2027-06

FY2027 通期での構造テーズ検証（VF 依存低下・粗利率 16% 維持・配当の FCF カバー回復）

3 点のいずれかが崩れると「回復ストーリー」から「低マージン受託の巡航速度」に評価が戻る

各リスクの影響経路と定量的な目安です。

- **アカバ港・地政学:** 米大使館の回避勧告とヨルダン政府の否定が併存 **A** し、渡航情報レベル 3+ 非緊急職員の退避命令 **A** が続きます。紅海攻撃による物流コスト増は既に発生済みで、戦争保険はありません **A**。過去の港湾障害は四半期売上を数百万ドル単位で繰り延べさせた実績があります
- **労務・規制:** CBP は 6 月 23 日にヨルダン縫製 2 社へ WRO を発動（JRSH は対象外）**A** し、労務監査枠組みの Better Work Jordan は 2025 年 6 月に活動停止 **A** しました。監査の空白はブランド調達側の審査厳格化を招き、ヨルダン全体の調達コストを押し上げる恐れがあります

- **顧客・流動性:** 一社依存 (§2) に加え、非関係者保有分の時価総額は約 2,190 万ドル **A** しかなく、売りたい時に売れないリスクは常在します。なお 10-K のリスク要因も「事業・産業」と「ヨルダン事業」の 2 本柱 **A** で、当レポートの論点構成と一致します



短期カタリスト（今後 90 日）

週次で答え合わせが進む展開です。サーチャージ失効と特惠復帰のコミット適用が予定どおり進めば、関税面の霧は 8 月中に大きく晴れます。

最大顧客の決算と自社の第 1 四半期決算が需要の強さを追認すれば、受注満杯の物語は数字で裏づけられます。

配当宣言の据え置きが確認できれば、待つ間の利回りというインカム面の安心材料も維持されます。

中長期の構造リスク

時間が解決しない宿題が残ります。単一顧客への過半依存と単一国生産という二重集中は、分散が進んでも数年単位の課題です。

労務監査の空白と輸入差止命令の波及は、ヨルダン立地そのものの調達リスクを高めます。

浮動株の薄さは、悪材料が出た局面で出口が細くなるという形で常に効いてきます。

この章のまとめ

- 7/24 失効 → 7/29 VF 決算 → 8/1 特惠発効 → 8 月中旬 Q1 決算 → 9 月総会と、判断材料が毎週のように出ます
- 中長期はアカバ港・労務監査空白・一社依存・低流動性の 4 本柱
- 次の §10 で、これらを踏まえた最終的な投資判断と行動基準を示します

10. 投資判断

この章で見えてくること

§2～§9 の検証を投資目的別の適性に集約し、§0 で先出しした判定の根拠と、判断を見直す条件を最終確認します。

投資目的別の適性

目的	適性	保有期間	参考フェアバリュー	ひとこと
グロース	○	3～5年	\$6.62 (DCF)	受注満杯と能力 +40% 増強の成長ストーリーは DCF で 6.62 ドル。実現は関税制度の確定と顧客集中の緩和に依存するため、長期前提での妙味。
インカム (配当)	△	3～5年	\$2.04 (配当割引)	利回り 4.4%・5 期配当維持は魅力だが、DDM 公正価値 2.04 ドルが示すとおり配当単独では現値を正当化できない。増配再開が条件。

目的	適性	保有期間	参考フェアバリュー	ひとこと
バリュー 主目的	○	6ヶ月～3年	\$4.95（マルチプル）	PBR 0.88 倍・ネットキャッシュ・forward PER 10 倍の割安だが、顧客集中と地政学のディスカウントの一部は正当であり、フェアバリュー 4.95 ドルへの収斂には関税確定か決算での証明が必要。
クオリティ・ディフェンシブ	×	—	—	営業利益率 3.8%・単一顧客 52.3%・単一国生産・マイクロキャップ流動性のいずれもディフェンシブ適性を欠き、質プレミアムを払う根拠がない。
イベント・短期	○	数日～6ヶ月	—	122 条失効（7/24）・特惠無税復帰（8/1）・301 条最終措置・8 月中旬 Q1 決算・9 月総会とイベントが密集。ただし関税官報とアカバ情勢は双方向のバイナリで、サイズ管理が前提。

5 つの投資目的それぞれへの当てはめは次のとおりです。**バリュー目的**は「○」です。純資産割れ・ネットキャッシュという下値の裏づけがあり、中期（6 ヶ月～3 年）で 4.95 ドルへの収斂を待てる投資家に向きますが、収斂のトリガーが外部要因（関税官報）である点が「◎」にしない理由です。**グロース目的**も「○」で、能力 +40% と受注満杯が実現すれば 6.62 ドルの絵が描けるものの、実現確認まで 3 年以上の長期戦を覚悟すべきです。**インカム目的**は「△」にとどまります。利回り 4.43% は魅力でも、配当性向 71% と FCF マイナスの下では増配余力が乏しく、配当だけでは現値を正当化できないためです。**質重視・ディフェンシブ目的**は「×」で、営業利益率 3.8%・一社依存・単一国生産・低流動性のいずれもが守りの銘柄の条件を欠きます。**イベント志向**は「○」で、7～9 月に判断材料が集中する希有な局面ですが、双方向に大きく動くため小さいサイズが前提です。

中長期見通し

WATCH

確信度 中

目標株価
4.95 (弱)
想定保有
12〜24か
気 3 〜 強
気 6.75)

割安圏だが関税確定とアカバ情勢の霧が晴れるまで様子見が妥当な回復途上株

スイング見通し

様子見

2026-07-21 時点

RSI 中立上限・MA25 攻防・需給スコア低位でセットアップ不成立

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

上のカードが示すとおり、長期は Watch・スイングは待機で、両者は「イベントの通過確認が先」という同じ結論に別経路で到達しています。あくまで主軸は長期判断であり、スイングの水準は短期の目安にすぎません。仮に新規に建てる場合も、低流動性を踏まえてポートフォリオの 3% を上限とするのが妥当と考えられます。

判断を見直す再評価トリガーは、(1) 301 条最終措置の官報公示、(2) アカバ情勢の公式な沈静化または悪化、(3) 8 月中旬の Q1 決算、(4) 9 月総会での委任状資料、の 4 点です。逆にこの Watch 判断自体が誤りだったと認める条件は、ヨルダンに 12.5% が適用され競合が免除される「関税逆転」、VF 向け売上の 2 桁減、アカバ港経由の出荷が 1 四半期以上停止する事態、のいずれかが確定した場合で、その際は Avoid への引き下げを検討します。

強気 (Bull)

26%

6.75 ドル

+48.0%

競合国のみ 301 課税で関税優位が最大化し、能力増強分を即消化

中央 (Base)

50%

4.95 ドル

+8.6%

8/1 特恵無税復帰・301 条は 10% 側・アカバ港は緊張含みでも出荷継続

弱気 (Bear)

24%

3.00 ドル

-34.2%

ヨルダン 12.5% 区分またはアカバ港閉鎖で出荷停止

推奨ウェイト

0% (新規見送り)

イベント通過の確認待ち

上限ウェイト

3%

低流動性・二重集中を考慮

想定期間

12~24 か月

関税確定と能力増強の検証期間

- ! 301 条最終措置の官報公示（ヨルダンの税率区分とテキスタイル・メカニズム配分）
- ! アカバ情勢の公式な沈静化または悪化（米大使館アラートの更新）
- ! 8 月中旬の FY2027 Q1 決算（ガイダンス達成と「受注満杯」表現の維持）
- ! 9 月株主総会と委任状資料（会長交代の内実・委員会構成）
- ✕ ヨルダン 12.5% 適用 + 競合国免除の「関税逆転」が確定した場合は Avoid へ
- ✕ VF 向け売上が前年同期比 2 桁減となった場合は Avoid へ
- ✕ アカバ港経由の出荷が 1 四半期以上停止した場合は Avoid へ

この章のまとめ

- 判定: Watch（確信度: 中）。バリュー・グロースには「○」、インカムは「△」、ディフェンシブは「×」
- 新規エントリーは関税官報とアカバ情勢の通過確認後、上限 3% で
- 判断の生死を分けるのは 301 条の税率区分。週次で官報を監視します
- 専門用語の定義は §11、出典は §12 をご参照ください

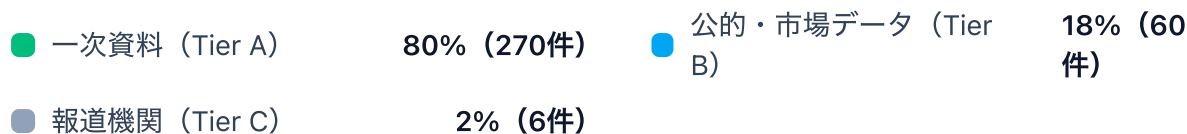
11. 用語集

主要用語

OEM	相手先ブランドによる受託製造。自社ブランドを持たず、ブランド企業の注文で生産する事業形態。
FTA(自由貿易協定)	2 国間で関税を撤廃・削減する協定。米ヨルダン FTA は 2001 年発効で、条件を満たすアパレルは無関税だった。
通商法 122 条	国際収支対策として大統領が最大 150 日間・15% までの輸入課徴金を課せる米国の条項。2026 年 2 月に全世界一律 10% で発動された。
301 条	不公正な貿易慣行に対して米国が制裁関税を課せる条項。2026 年は強制労働品の輸入禁止制度の不備が対象になった。
ART(相互貿易協定)	2026 年 7 月 21 日に署名された米ヨルダン間の新しい貿易協定。アパレルの特恵無税復帰と強制労働禁止の法制化コミットを含む。
WRO(違反商品保留命令)	強制労働の疑いがある製品の輸入を米税関が差し止める命令。ヨルダンでは 2026 年 6 月に縫製 2 工場へ発動された。
FOB 価格	輸出港渡しの取引価格。関税は輸入者負担でも、FOB 価格の引き下げ要求という形で製造者に転嫁され得る。
PO(購入注文書)	個別の注文単位で結ぶ発注契約。長期契約と違い、発注者はいつでも数量を絞れる。
逆 DCF	現在の株価から「市場が織り込む成長率」を逆算する手法。実績や見通しと比べることで、株価の楽観・悲観の度合いが分かる。
WACC(加重平均資本コスト)	株主と債権者の要求リターンを加重平均した割引率。DCF で将来キャッシュフローを現在価値に割り引く際に使う。
DDM(配当割引モデル)	将来の配当だけを割り引いて株式価値を求めるモデル。配当目的の投資家にとっての理論価格に近い。
CCC(キャッシュ・コンバージョン・サイクル)	仕入代金の支払いから販売代金の回収までにかかる日数。短いほど運転資金の効率がよい。
ICFR(財務報告に係る内部統制)	財務諸表の信頼性を担保する社内の統制プロセス。重要な不備(material weakness)の有無が開示される。
fully booked(受注満杯)	生産枠が受注で埋まり、追加注文を受けられない状態。需要ではなく供給能力が売上の上限になる。

12. 参考資料

情報の出典



本レポートで出典タグを付した情報 336 件の品質内訳です。一次資料 (Tier A) の比率が高いほど、公開情報から再現しやすい構成です。

Tier A CBP National Media Release 「CBP issues 2 Withhold Release Orders on Needle Craft and Casual Wear, garment factories in Jordan」 (2026-06-23) [↗](#)

Tier A Classic Fashion 公式サイト What we do [↗](#)

Tier A Classic Fashion 公式サイト Who we are [↗](#)

Tier A Crystal International FY2021 年次業績公告 (HKEX、2022-03-16) [↗](#)

Tier A Crystal International FY2023 年次業績公告 (HKEX、2024-03-21) [↗](#)

Tier A Crystal International FY2025 年次業績公告 (HKEX、2026-03-19) [↗](#)

Tier A Crystal International Voluntary Announcement — Possible Acquisition of Land in Egypt (HKEX、2026-01-20) [↗](#)

Tier A Eclat Textile FY2025 年次報告書 (英語版) 4.2.1 Market Analysis [↗](#)

Tier A Executive Order 14326 「Further Modifying the Reciprocal Tariff Rates」 Annex I [↗](#)

Tier A Federal Register Proclamation 11012 (2026-02-25 掲載) [↗](#)

Tier A Federal Register: Executive Order 14326 「Further Modifying the Reciprocal Tariff Rates」 [↗](#)

Tier A Federal Reserve G.5A Foreign Exchange Rates (Annual) [↗](#)

Tier A ILO/IFC Better Work Jordan 公式 (programme ページ・Annual Report 2025) [↗](#)

Tier A Jerash Holdings 10-K FY2022 (2022-06-27 提出) [↗](#)

Tier A Jerash Holdings 10-K FY2023 (2023-06-28 提出) [↗](#)

Tier A Jerash Holdings 10-K FY2024 (2024-06-28 提出) [↗](#)

Tier A Jerash Holdings 10-K FY2025 (2025-06-26 提出) [↗](#)

Tier A Jerash Holdings 10-K FY2026 (2026-06-18 提出) [↗](#)

Tier A Jerash Holdings 8-K (2026-02-05、新工場取得) Ex-99.1 [↗](#)

Tier A Jerash Holdings 8-K (2026-05-04、配当宣言) Ex-99.1 ↗

Tier A Jerash Holdings 8-K (2026-07-21、Item 5.02) ↗

Tier A Jerash Holdings 8-K (2026-07-21、取締役会移行) Ex-99.1 ↗

Tier A Jerash Holdings DEF 14A 2025 (Governance Highlights・Board and Committee Independence、printed p.iii, 9-10) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2025 Q1 決算リリース (8-K Ex-99.1、2024-08-13、最後の Busana 言及) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2025 Q1/Q2/Q4 決算リリース (8-K Ex-99.1、SEC EDGAR) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2025 Q3 決算リリース (8-K Ex-99.1、2025-02-11) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2025 Q4・通期決算リリース (8-K Ex-99.1、2025-06-23) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2026 Q1 決算リリース (8-K Ex-99.1、2025-08-12) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2026 Q2 決算リリース (8-K Ex-99.1、2025-11-12) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2026 Q3 決算リリース (8-K Ex-99.1、2026-02-09) ↗

Tier A Jerash Holdings FY2026 Q4/通期決算リリース (8-K Ex-99.1) ↗

Tier A Jerash Holdings IRプレゼンテーション2026年6月版 p.12 / DEF 14A 2025 株主レター ↗

Tier A Jerash Holdings 新工場取得リリース (8-K Ex-99.1、2026-02-05) ↗

Tier A JRSH FY2026 Q4 決算リリース (8-K Ex-99.1、2026-06-15) Outlook ↗

Tier A Makalot FY2025 年次報告書 (英語版、TWSE 電子書 2026-05-26 株主総会) ↗

Tier A Makalot 公式サイト About ↗

Tier A NASDAQ 公式 Short Interest (JRSH) ↗

Tier A OTEXA (米商務省 ITA) U.S. Textile and Apparel Imports by Country (World/Jordan 値から算出) ↗

Tier A SEC EDGAR Form 4 (2026-04-23 提出、CFO Gilbert K. Lee) ほか Form 5×3 ↗

Tier A SEC EDGAR Form 5 (2026-04-15 提出) + SCHEDULE 13G/A (2026-02-17 提出) ↗

Tier A SEC EDGAR Form 5 (Ng Tsze Lun、2026-01-29提出) / DEF 14A 2025 Section 16(a) Compliance (printed p.22) ↗

Tier A SEC EDGAR Form 5 (Ng Tsze Lun、2026-04-15提出、period 2026-03-31) および Form 5 (2026-01-29提出、period 2025-03-31) ↗

Tier A SEC EDGAR Schedule 13G/A (Ng Tsze Lun、2026-02-17提出) ↗

Tier A SEC EDGAR 提出履歴 (CIK 0001696558、submissions API 全件確認) ↗

Tier A SEC XBRL companyfacts CIK0001696558 ↗

Tier A Shenzhou International FY2021 年次業績公告 (HKEX、2022-03-30) ↗

Tier A Shenzhou International FY2023 年次業績公告 (HKEX、2024-03-26) ↗

- Tier A** [Shenzhou International FY2025 年次業績公告 \(HKEX、2026-03-30\)](#) ↗
- Tier A** [Shenzhou International 公式サイト Overview](#) ↗
- Tier A** [TWSE OpenAPI 上場会社月次売上 \(t187ap05_L、2026 年 6 月分\)](#) ↗
- Tier A** [USTR Jordan Free Trade Agreement / ITA Summary of Jordan FTA Textiles](#) ↗
- Tier A** [USTR プレスリリース「USTR Makes Findings and Proposes Action in 60 Section 301 Investigations Relating to Failures to Take Action on Trade in Forced Labor Goods」](#) ↗
- Tier A** [VF Corporation press release 2026-05-20: VF Corporation Returns to Revenue Growth for the Full Year in FY'26](#) ↗
- Tier A** [VF Corporation プレスリリース「VF Corporation Announces First Quarter Fiscal 2027 Earnings and Conference Call Date」\(2026-07-08\)](#) ↗
- Tier A** [White House ファクトシート「Fact Sheet: President Donald J. Trump Announces Trade Deal with Jordan」\(2026-07-21\)](#) ↗
- Tier A** [White House: US-Jordan ART Schedule 1 \(Jordan-ART-Schedule.pdf, 143 頁\)](#) ↗
- Tier A** [White House「Agreement Between the United States of America and the Hashemite Kingdom of Jordan on Reciprocal Trade」本文 + Annex I \(Jordan-Annex-I.pdf\)](#) ↗
- Tier A** [ヨルダン中央銀行 \(CBJ\) 公式サイト Central Bank Main Interest Rates](#) ↗
- Tier A** [台湾 公開資訊觀測站 \(MOPS\) 営益分析彙總表 民國114年Q4](#) ↗
- Tier A** [在アンマン米国大使館 Security Alert: U.S. Embassy Amman – July 19, 2026](#) ↗
- Tier B** [Better Work Jordan - Our Programme \(公式ページ\)](#) ↗
- Tier B** [CNBC](#) ↗
- Tier B** [FRED / Census Bureau: Retailers Inventories to Sales Ratio - Clothing and Clothing Accessory Stores \(MRTSIR448USS\)](#) ↗
- Tier B** [FRED / IMF PCOTTINDUSDM: Global price of Cotton](#) ↗
- Tier B** [FRED / ミシガン大学 UMCSENT: University of Michigan Consumer Sentiment](#) ↗
- Tier B** [FRED / 米センサス局 RSCCAS: Retail Sales: Clothing and Clothing Accessory Stores](#) ↗
- Tier B** [FRED \(セントルイス連銀\) DGS10: Market Yield on U.S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity](#) ↗
- Tier B** [FRED \(セントルイス連銀\) FEDFUNDS: Effective Federal Funds Rate](#) ↗
- Tier B** [FRED \(セントルイス連銀\) SOFR: Secured Overnight Financing Rate](#) ↗
- Tier B** [ILO/IFC Better Work Jordan Annual Report 2025](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [Reuters](#) ↗
- Tier B** [WTO Stats \(世界衣料品輸出、二次経路経由で確認\)](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance ^TNX（米 10 年国債利回り、2026-07-21 終値 4.628%）](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance JRSH Key Statistics（EV/EBITDA 四半期履歴）](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance JRSH（株価） + 10-K FY2026（DPS）](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance 株価履歴（JRSH・^GSPC、取引所配信 OHLC）](#) ↗

[Tier C](#) [citybiz](#) ↗

[Tier C](#) [Ecotextile News](#) ↗

[Tier C](#) [Jordan News](#) ↗

[Tier C](#) [The Times of Israel \(Reuters wire\)](#) ↗

[Tier C](#) [Yahoo Finance JRSH Analyst Price Targets（集計値・参考）](#) ↗

[Tier C](#) [Yahoo Finance JRSH（Earnings Date est.）](#) ↗

本レポートは、特定の有価証券・金融商品の売買を勧誘・推奨することを目的としたものではなく、執筆者が個人的に整理した投資調査メモを共有するものです。記載内容は作成時点で入手可能な公開情報に基づいていますが、情報の正確性・完全性・適時性について保証するものではありません。

投資判断はすべて読者ご自身の責任において行ってください。本レポートの利用により生じたいかなる損害についても、執筆者は一切の責任を負いません。為替変動・流動性低下・規制変更・地政学的事象などにより、想定外のリスクが顕在化する可能性があります。

記載される目標株価・損切ライン・タイムホライズン等は、公開時点での執筆者の見解であり、将来の運用成果を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示唆するものではありません。