健康コーポレーション株式会社

（2928　札証アンビシャス）　発行日 2015 年 3 月 10 日

自己投資産業フォーカスの急速拡大ビジネスモデル

「自己実現の欲求」に応える高限界利益率の商品・サービスで高成長

2003 年創業の当社は、いつまでも健康で輝きたいという「自己実現の欲求」を満たす「自己投資」の支援を事業ドメインとする。①高度な商品・サービスの企画力による高限界利益率の商品・サービスの拡充、②データ分析による再現性の高いマーケティング戦略、③社員への手厚い研修・動機付けによる顧客満足度向上、④積極的 M&A、により、創業以来リーマンショックまで、および、それ以降は 2010 年 3 月期～2011 年 3 月期、2013 年 3 月期～2014 年 3 月期において年率 30%超の成長を実現してきた。2013 年 12 月発表の中期ビジョン 2018 では、1.M&A 推進、2. 販売と運営の分離、3.「自己投資」ブランド確立を掲げ、前倒しで達成した。特に、2012 年度に立上げたパーソナルトレーニングジム「RIZAP」事業はゼロから 100 億円の売上を達成した。RIZAP は①少ない設備投資、②少ない立地制約、③7割超の限界利益率、④再現性の高いデータ分析に基づくマーケティング戦略で短期的に顧客獲得が可能、という特徴をもつ。RIZAP により「自己投資産業」における「急速拡大ビジネスモデル」を確立したといえる。本年度は連結売上高で年率 50%超の成長の見込である。RIZAP の足元の問い合わせ数から判断すると 2,3 月は過去最高の月次ベースの売上高となる模様。

「COMMIT　2020」で「急速拡大ビジネスモデル」が質・量ともに進化へ

2015 年 2 月 12 日には中期経営計画「COMMIT　2020」を発表した。1. 医療分野への進出、2. 海外への本格進出、3. 成長基盤の一層の強化により、「自己投資産業」における「急速拡大ビジネスモデル」を質・量ともに進化させる。2021 年 3 月期までに今期見込み比で売上高は年率 40%超成長の 3,000 億円、営業利益は 17.5 倍の 350 億円をコミットした。「いつまでも健康で輝きたいという自己実現の欲求」はグローバルに共通に存在し上限がない。いよいよ当社の「上限のない成長のグローバル追求が本格化」する。

DCF 分析により総合的に見てなお株価上昇余地はあり

「COMMIT2020」発表と同時にインターネットやスマートフォン等を通じた販売ノウハウを持つ夢展望㈱（東証マザーズ コード番号 3185）との間で資本業務提携契約も発表した。同提携により一層の販売力強化が期待される。さらに新株予約権を用いた資本増強策も発表された。一連の施策により急速拡大ビジネスモデルが一層進化する前提で DCF 分析をした結果、完全希薄化後でも 2000 円程度までは株価上昇余地があると判断している。

ベーシックレポート

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)
宮下修、CFA

会社概要	
所在地	東京都 新宿区
代表者	瀬戸 健
設立年月	2003 年 4 月
資本金	100 百万円
上場日	2006 年 5 月
URL	www.kenkoucorp.co.jp
業種	化学
従業員数	931 名

主要指標　2015/3/9 現在	
株価	1,380 円
52 週高値終値	1,513 円
52 週安値終値	217 円
発行済株式数	61,718,000
売買単位	100 株
時価総額	85,171 百万円
会社予想配当	3.36-3.74 円
予想当期利益ベースEPS	18.68 円
予想 PER	73.88 倍
実績 BPS	98.35 円
実績 PBR	14.03 倍

業績動向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	年度終値株価 円 高値	安値
FY2012/3 実績	13,445	△0.9	909	△24.3	938	△17.7	887	41.5	14.4	221	166
FY2013/3 実績	17,840	32.7	832	△8.5	941	0.3	402	△54.7	6.5	345	190
FY2014/3 実績	23,910	34.0	1,127	35.5	1,303	38.5	2,698	571.1	43.7	614	217
FY2014/3 3Q 累積実績	15,448	15.0	229	黒字化	481	597.1	1,979	黒字化	32.1	614	286
FY2015/3 3Q 累積実績	28,365	83.6	1,402	512.2	1,210	151.5	1,172	△40.8	19.0	925	273
FY2015/3 会社予想	37,062	55.0	2,018	79.0	1,931	48.2	1,153	△57.3	18.6	-	-

（注）EPS、株価は 61,718,000 株数ベースで調整、なお本レポートの会社資料抜粋等は承諾得て利用。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

沿革及び事業ポートフォリオ

沿革及び事業ポートフォリオの特色

■現瀬戸健社長が 2003 年に創業

2003 年に現瀬戸健社長が創業した当社は、いつまでも健康で輝きたいという「自己実現の欲求」を満たす「自己投資」の支援を事業ドメインとする。設立後3年で札幌証券取引所アンビシャス市場に上場し、その後、事業ドメインに合致する商品・サービスの拡充、M&A を積極的に進めてきた。

積極的 M&A 展開で事業拡大

2003 年	健康食品の通信販売を目的として「健康コーポレーション株式会社」設立。
	自社 Web サイトにてインターネット通信販売を開始。
2004 年	インターネットショッピングモール「楽天市場」へ出店。
2006 年	札幌証券取引所アンビシャス市場に上場。
2007 年	株式会社ジャパンギャルズを子会社化／システムパーツ株式会社を子会社化／株式会社弘乳舎を子会社化／純粋持株会社体制へ、「健康ホールディングス株式会社」へ商号変更
2010 年	グローバルメディカル研究所株式会社を設立（現 RIZAP 株式会社）
2011 年	ミウ・コスメティックス株式会社を子会社化／株式会社アスティ（現 株式会社ジャパンギャルズ SC）子会社化
2012 年	健康コーポレーション株式会社を吸収合併し、事業持株会社へ移行／株式会社エンジェリーベ子会社化
2013 年	株式会社ジャパンギャルズの新設分割により、株式会社 JG Beauty 設立。
	日本リレント化粧品株式会社子会社化／株式会社弘乳舎の全株式を譲渡／株式会社イデアインターナショナル子会社化／株式会社馬里邑子会社化
2014 年	株式会社ゲオディノス（現 SD エンターテインメント株式会社）子会社化／株式会社DropWave（現株式会社 Xio）子会社化／株式会社アンティローザ子会社化／株式会社エーエーディ子会社化
2015 年	夢展望株式会社との間で資本業務提携契約

現在は美容・健康関連、アパレル関連、住関連ライフスタイル、エンターテインメントの四つのセグメント

当初健康関連事業からスタートしたが、その後新規事業育成、M＆A、事業統合により、最新のセグメントは以下のように美容・健康関連、アパレル関連、住関連ライフスタイル、エンターテインメントの四つとなっている。

2010 年度	美容・健康関連、食品関連
2011 年度	美容・健康関連、食品関連
2012 年度	美容・健康関連、食品関連、アパレル関連
2013 年度	美容・健康関連、アパレル関連、 住関連ライフスタイル、エンターテインメント

全ての商品・サービスの唯一の目的は「自己投資」支援

全ての事業は、以下に示すように、いつまでも健康で輝きたいという「自己実現の欲求」の満足、すなわち「自己投資」支援にフォーカスしている。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

ビジネスモデルの特徴

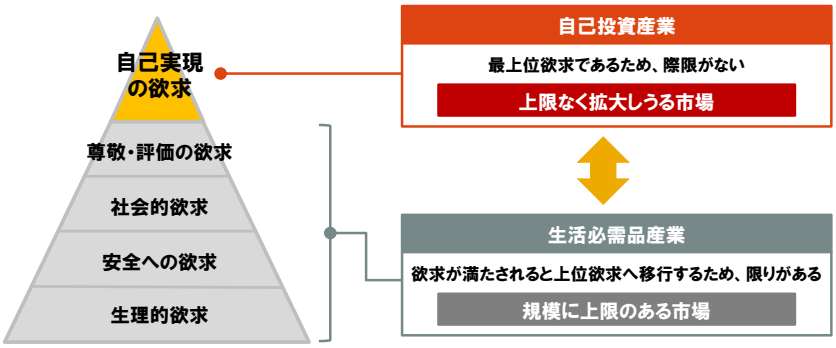
急速拡大ビジネスモデル

■当社の事業ドメインの意義：市場成長に上限がない

当社の事業ドメインは、マズローの欲求5段階説で分類すれば、最上位の欲求に相当する。こうした最上位の欲求は、経済発展の成熟した先進国においても市場が飽和することなく、市場成長が可能である。デフレ下で供給が需要を上回っている状況の中で市場拡大を追求するためには極めて有効な事業ドメインといえる。

マズローの欲求 5 段階の最上位、自己実現の欲求にフォーカス

＜マズローの欲求5段階説＞



■成長ポテンシャル

日本再生戦略で示されたように、健康関連の市場規模はグローバルで見れば 163 兆円と極めて大きく、また高い成長性が期待される。さらにその中で自己実現の欲求にフォーカスすることで当社の商品・サービスの対象市場は、極めて高い成長率が期待できる。

グローバルで見れば 2013 年で 163 兆円、2030 年で 500 兆円の市場規模がターゲット

2013年6月閣議決定：日本再興戦略

テーマ1：国民の「健康寿命」の延伸
戦略分野：健康増進・予防サービス、生活支援サービス
医薬品・医療機器、高齢者向け住宅

市場規模推計	2013年		2020年		2030年
国内	16兆円	CAGR 7.1%	26兆円	CAGR 3.4%	37兆円
海外	163兆円	CAGR 9.6%	311兆円	CAGR 5.3%	525兆円

（出所）日本再興戦略 ～JAPAN is Back～ 2013年6月14日

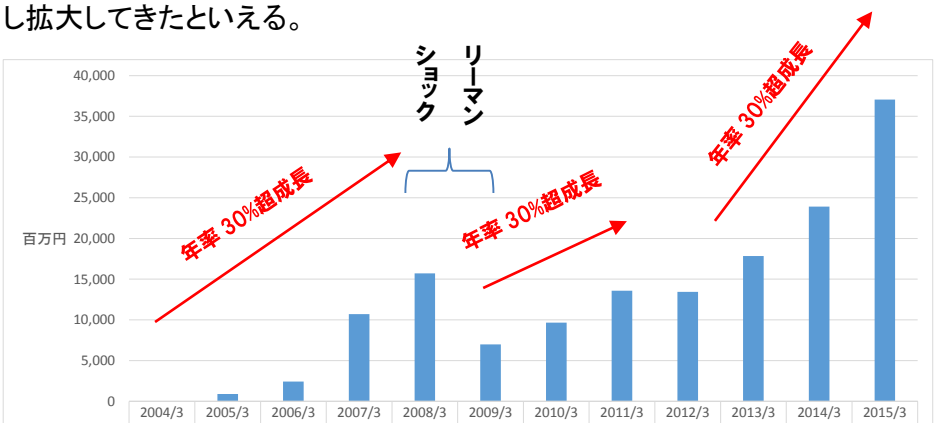
自己実現の欲求が高まる中で
自己投資産業は上記市場の中でも特に高い成長が期待

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

リーマンショック後、2010 年 3 月期～2011 年 3 月期、2013 年 3 月期～2014 年 3 月期において年率 30%超成長。直近、2015 年 3 月期においては年率 55%超を計画

■2 年間を除いて年率 30%以上成長

2003 年創業以来の成長率をみると、リーマンショックまで、および、それ以降は以下のグラフで示すように、2010 年 3 月期～2011 年 3 月期、2013 年 3 月期～2014 年 3 月期において年率 30%超成長を実現してきた。上限のない最上位の欲求を満たす商品・サービスを企画することで、あらたな需要を創造し拡大してきたといえる。



	2004/3 実績	2005/3 実績	2006/3 実績	2007/3 実績	2008/3 実績	2009/3 実績	2010/3 実績	2011/3 実績	2012/3 実績	2013/3 実績	2014/3 実績	2015/3 計画
売上高	24	898	2,429	10,701	15,707	6,993	9,667	13,574	13,445	17,840	23,910	37,062
前期比成長率		3641.7%	170.5%	340.6%	46.8%	-55.5%	38.2%	40.4%	-1.0%	32.7%	34.0%	55.0%

高成長を支える4要素

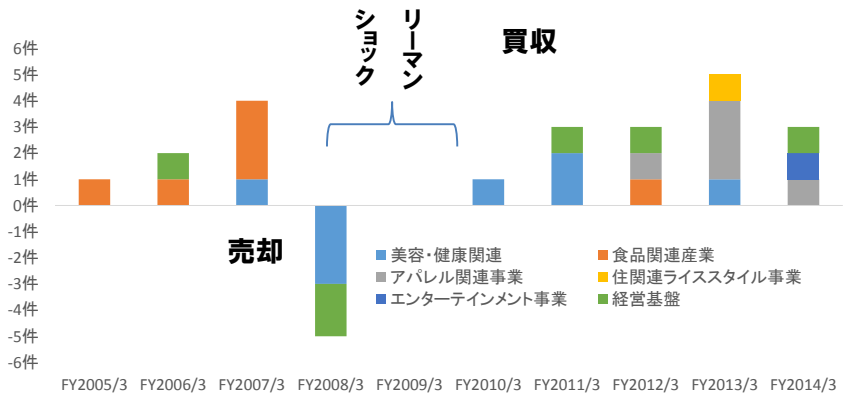
■高成長をささえる「急速拡大ビジネスモデル」の4要素

当社のこうした高成長は以下の4つの要素により実現されてきた。

①	高度な商品・サービス企画力による高い限界利益率	・いつまでも健康で輝きたいという「自己実現の欲求」を満たす「自己投資」の支援を事業ドメインとする。 ・こうした欲求を満たす高付加価値になり、高い限界利益率を実現しやすい。 ・こうした商品・サービスは設備投資がさほどかからず急速な拡大も柔軟に可能。
②	データに基づくマーケティング戦略	・当社は当初から自前で広告宣伝戦略、マーケティング戦略を推進してきた。 ・宣伝効果、顧客満足度等を緻密にデータ分析し、再現性が高く、予測可能性の高いマーケティング戦略を構築し、着実に成長する事業モデルの開発に注力してきた。
③	充実した社員教育	・自己実現の欲求を満たす高付加値の商品・サービスを提供するためには、顧客が望んでいるものを理解し、きめ細かく対応する社員の能力が非常に重要である。 ・そのため多大な投資をおこない社員の専門知識を向上させるとともに、社員自体がイキイキワクワクしてはたらけるような職場環境づくりを重視してきた。
④	積極的なM&A 戦略（提携戦略）	・当社のマーケティング力、自己実現の欲求を満たす商品・サービスの提供力のノウハウを活かせば、より高い価値の実現できる余地のある企業を積極的に買収

これらの四つの要素により、当社はいわば「急速拡大ビジネスモデル」を構築しているといえる。具体的には以下のように展開されていく。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

ステップごとに確実に高成長を実現する仕組みが制度化 再現性の高い、データに基づくマーケティング戦略 高成長を支える積極的買収戦略	**【ステップ1：企画】** ● 自己投資支援を追求する高い限界利益率の商品・サービスを立案 ● 少ない設備投資で柔軟な供給拡大が可能な商品・サービスを重視 ● 過去のデータに基づく効果の高い広告手法を多数検討 ● 提供体制を準備 **【ステップ2：テストマーケティング】** ● テストマーケティングを実施 ● 問い合わせ数、顧客獲得率等を分析 ● 最も顧客獲得率の高い広告投資手段を把握 **【ステップ3：大胆な広告宣伝投資及び供給力の同時拡大】** ● 最も顧客獲得率の高い広告宣伝に資金投入 ● 信頼性の高いデータ分析にもとづく顧客獲得 ● 商品・サービス供給体制を拡大 **【ステップ4：売上計上・利益追求】** ● 広告宣伝費を抑制し利益回収 ● 充実した社員教育により総合的に顧客満足度を向上 ● 顧客の定着率、リピート率を改善し広告宣伝費をかけず売上計上 **【ステップ5：買収】** ● 価値向上を図ることができる企業を積極的に買収することでさらなる成長を実現（下記図参照、リーマンショック時期以外は買収実行） 

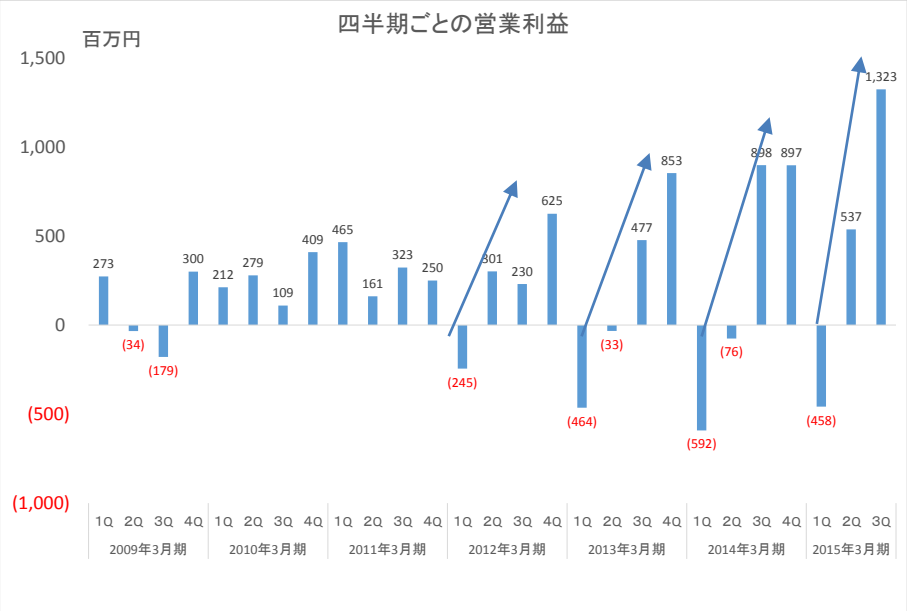
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

2012 年 3 月期以降急速拡大ビジネスモデルが定着

■特徴的な四半期事業展開：急速拡大ビジネスモデルの定着

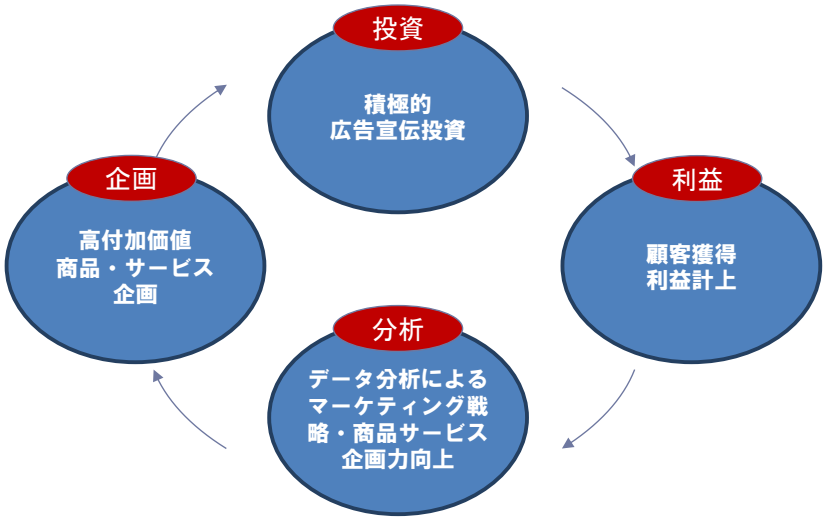
当社の四半期の営業利益の推移をみると、2012 年 3 月期からは、第 1 四半期は赤字でその後利益が第 4 四半期にかけて改善していくという特徴を持つ。

第 1 四半期は広告宣伝投資で赤字、その後着実に顧客獲得を実現し、しり上がりに利益が増大



分析→企画→投資→利益の好循環モデルが確立

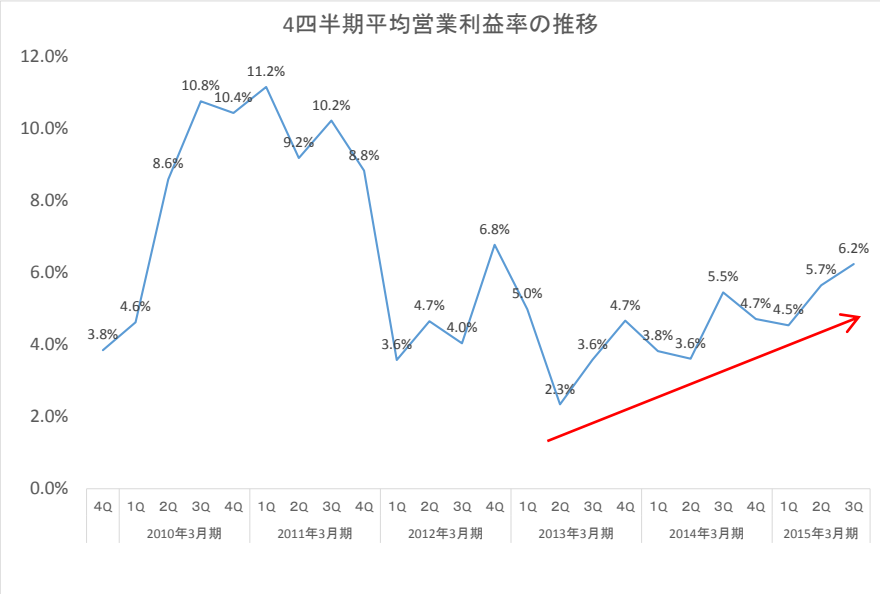
これは、各年度で売上拡大に注力する商品・サービスに関して第1四半期に積極的に広告宣伝投資を行い、その後顧客獲得がすすむと売上が拡大し、利益が年度末にかけて積みあがっていくことを示している。2012 年 3 月期よりこのパターンが定着したといえる。データ分析による再現性の高いマーケティングが定着し、以下の分析→企画→投資→利益、という好循環サイクルが構築されたと評価できる。既に説明した「急速拡大ビジネスモデル」の年度サイクルが定着したといえる。



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

M&A の積極化で、急速拡大ビジネスモデルを完全に実行できていない子会社が増大したため、足元の営業利益率は 10%未満台で推移

4 四半期の営業利益率の推移は以下である。M&A を積極化していることがあり、コスト増が先行し営業利益率は、2011 年 3 月以降は 10%未満で推移している。ただし、経営基盤の強化により足元では順調に改善している。



COMMIT 2020 の経営体質の強化で営業利益率の改善が期待

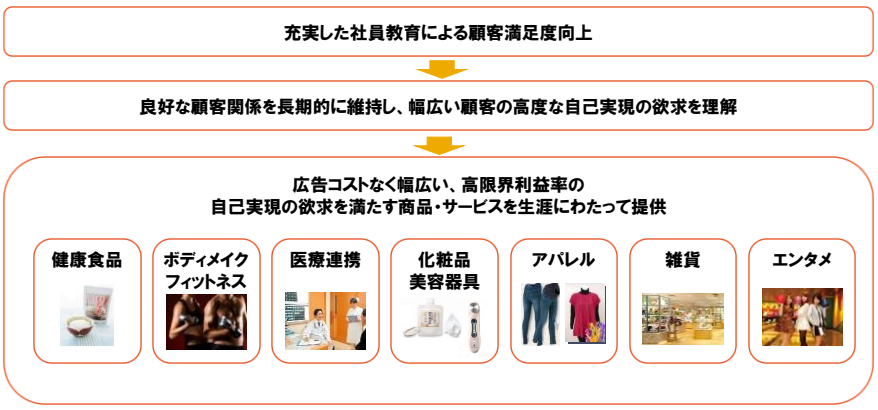
後述するように COMMIT 2020 で取り組まれていく経営体質の強化により、買収した企業の価値向上の取り組みが本格化していくことで、営業利益率の向上が期待される。

イキイキワクワクした社員が急速拡大ビジネスモデルを支える

充実した社員研修で顧客満足度向上

■充実した社員教育がもたらす利益へのインパクト

急速拡大モデルの４要素のうち、「充実した社員教育」の意義を深堀してみたい。自己実現の欲求を満たす高付加値の商品・サービスを提供するためには、顧客が望んでいるものを理解し、きめ細かく対応する社員の能力が非常に重要である。そのため多大な投資をおこない社員の専門知識を向上させるとともに、社員自体がイキイキワクワクしてはたらけるような職場環境づくりを重視してきた。こうした取り組みにより顧客との関係が強化され、より長い顧客関係の維持、及び深い顧客の欲求に応え、幅広い商品・サービスの提供が可能となる。また、イキイキワクワクして従業員が働くことにより社員の定着率が向上し、自己実現の欲求を満たすための知識、技能、接客態度等の向上が期待できる。



顧客定着率、リピート率の向上で利益率改善に寄与

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

RIZAP 事業

■急速拡大ビジネスモデルの成功事例 RIZAP

急速拡大ビジネスモデルとして注目されるのがパーソナルトレーニングジムの RIZAP である。立ち上げから3年で 100 億円の売上を達成し、来年度は 200 億円の売上が視野に入っている。急速拡大ビジネスモデルの四つ要素に沿って急速な拡大の背景を見てみたい。

世界に類を見ない高付加価値パーソナルトレーニングジムで高限界利益率を達成

1）高度な商品・サービス企画力による高い限界利益率

RIZAP は、以下の5つの特徴を持つ世界でも類をみない「結果をコミットしたパーソナルトレーニングジム」である。

結果にコミットすることをイメージした訴求力の高い広告宣伝戦略

①結果を出すための、科学的根拠に基づいたトレーニング・食事サポート
②厳選されたパーソナルトレーナー陣によるマンツーマントレーニング
③集中できる贅沢なプライベート空間
④30 日間全額返金保証制度
⑤正しい生活習慣・健康までも手に入れることができるプログラム

顧客ごとに減量目標は個人の体格、体重、体質などに合わせた限界数値を、カウンセリングを通して決定し、目標設定し、全店舗において 99%の減量達成率を維持している。

理想の体型、理想の人生を実現するという「自己実現の欲求」を満たす「自己投資産業」としてのブランドにふさわしい事業であり、以下の表で示すように 70%の利益率を達成している。

顧客ごとにきめ細かくカウンセリング実施し、減量の目標設定。全店舗において99%の減量達成率を維持

高い収益率

	RIZAP	一般
売上高	100%	100%
原価	28%	65～78%
人件費	18%	20～30%
地代家賃	5%	20%
水道光熱費	1%	10%
設備維持費	1%	5～8%
減価償却費	1%	7～10%
限界利益	74%	22～35%

「もの」の価値ではなく
「行動・生活スタイルを支援」する価値に比重

設備投資が少額で、また、立地に過度に依拠せず顧客獲得が可能なため急速な拡大に対する制約が少ないことも急速な拡大を可能にする重要な要素である。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

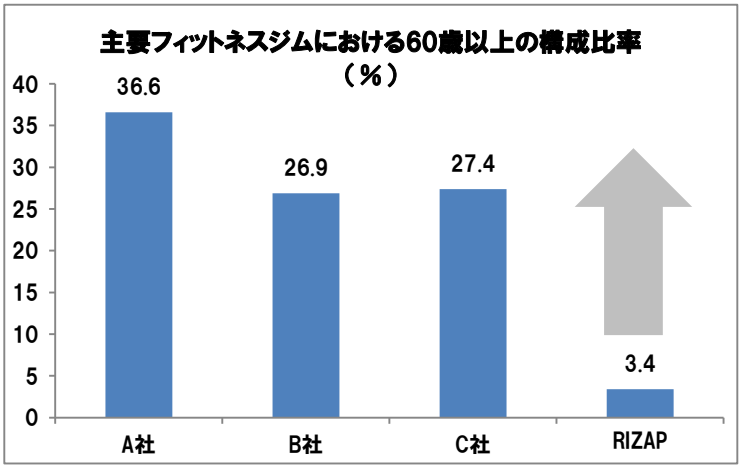
拡大制約の少ないビジネスモデル
再現性の高いデータに基づくマーケティング戦略

2）データに基づくマーケティング戦略

ブランド訴求力を高めたマーケティング戦略により、2013 年4月において3000名だった会員は 2015 年 1 月において 25000 人となった。1 月には、50 歳代の俳優、赤井英和さんを起用することで、過去最高の問い合わせ件数を記録しているため一層の拡大が期待される。海外でも上海店が黒字達成するなど海外においても再現性の高いマーケティング戦略が有効である。

膨大なシニア層の拡大余地

通常のフィットネスジムに比べて、RIZAP の 60 歳以上の構成比率は 3.4%と低水準にとどまっており、成長余地はなお非常に大きい。



社員に対する多岐にわたる科学的な研修メニュー

3）充実した社員教育

トレーナーは、顧客の目標達成を支援するために、科学的、心理学的、運動生理学的、栄養学的知識を手厚い研修制度で学び、顧客との良好な関係を築く接客技術も学ぶ。全店舗において 99%という高い減量達成率を維持するために全店の顧客の個人情報以外の情報、トレーニングメニューを共有している。トレーニングメニューの細かな調整、モチベーションアップの方法などを顧客の個別事情に合わせて、確実に結果を出すために情報共有やサービスアップのための集中討議を行っている。どんな顧客にも必ず満足してもらえるようなカリキュラムを行っている。

イキイキワクワクして顧客の自己実現を達成したいという動機づけの強いトレーナーの育成、及び徹底的な情報共有、議論により、類を見ない高い品質を達成している。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

医療機関との連携でさらに高付加価値化、市場拡大を推進

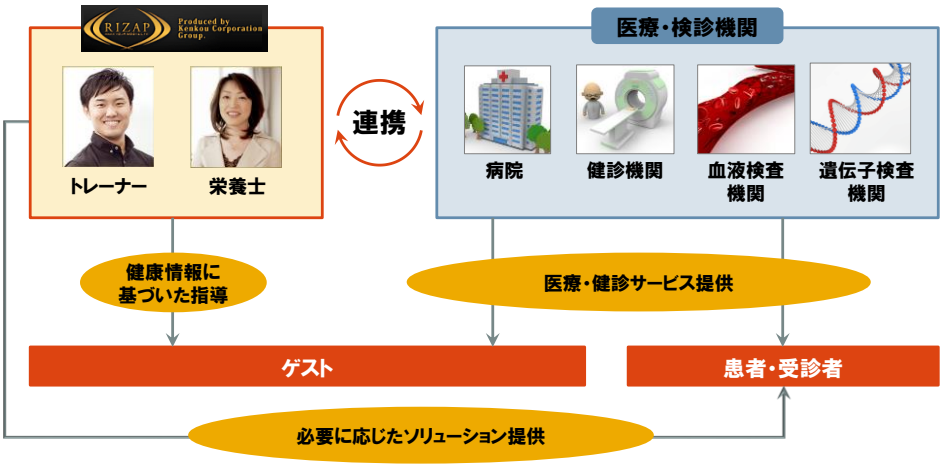
4）積極的な M&A 戦略（提携戦略）

RIZAP のノウハウと融合することで相乗効果的な価値向上が期待できるのが医療機関である。医療連携事業が足元で開始され、まずは以下の三つに取り組む

医療機関の価値、RIZAP の価値の双方が拡大、期待されるシナジー効果

① 提供するプログラムの監修（権威づけ）を専門医などと共同で構築
② 提携医療機関で RIZAP メソッドの健康改善に関する臨床データの取得
③ 専門医の監修プログラムと臨床データをもとに日本全国の医療機関との事業提携を推進

こうした取り組みをベースに、提携医療機関からの人間ドック利用者や患者を紹介してもらい、会員制医療サービスの提供を進めていく予定である。提携医療機関にとっては集客増、あらたな収益源の創出が期待できる。



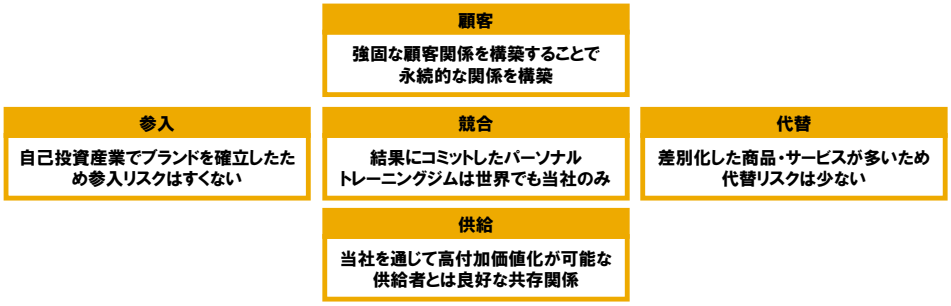
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

ビジネスモデルの評価

5フォースの視点からの評価

■極めて競争環境は良好である

当社の主力製品の RIZAP 事業について分析すると、非常に差別化したサービスを展開し、顧客と強固なリレーションを築くことができ、今後さらにブランドがグローバルでみても確立すれば、参入リスク、代替リスクも極めて小さくなる。5フォースのすべての要素で非常に強固な競争優位性を築いているといえる。



VRIO 分析の評価

■極めて強固な経営基盤、経営資源を構築している

VRIO 分析（Value, Rareness, Imitability、Organization）の視点で整理すると、四つの視点のすべてにおいて極めて強固な経営基盤、経営資源を有しているといえる。特に希少性の観点では、自己実現の欲求を満たすための自己投資にフォーカスしているため極めて強固であるといえる。また、組織的に急速拡大ビジネスの各要素を模倣することは極めて困難である。当社のビジネスモデルは総じて極めて強固な競争優位性をもつと評価できよう。

差別化したサービス内容及びそれを支える組織的な価値提供力の模倣困難性は極めて大きい

RIZAP は、フィットネスジム/パーソナルトレーニングジムの模倣困難性の詳細は以下で示されている。他のサービスに比べると極めて内容が多岐にわたり、提供する価値が極めて強く差別化されていることがわかる。

	フィットネスジム	パーソナルトレーニングサービス	RIZAP
顧客提供価値	継続して運動できる空間	個人指導によるトレーニング	人生最高の体と自信、そして期待を上回る感動
価値を届ける為のサービス内容	設備の快適さ・利便性	結果に対するコミットのない、1回で完結する単発でのサービス	ゲストに長期にわたって寄り添い、減量やボディメイク目標に対する結果をコミット
トレーナーに求められる資質	運動の経験・マシンの使用方法等	トレーニング理論	トレーニング理論に加え、身体理論、解剖学、生理学、栄養学、心理学、人間力、コミュニケーション能力、コーチング、ホスピタリティ など
他社の追随を許さない特徴	–	トレーニング理論の独自性	健康コーポレーションの広告宣伝ノウハウを活用した集客力 ＋ 約2万人のボディメイク実績に基づく法則性の抽出、再現性への展開等の科学的アプローチ

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

中期経営計画 COMMIT 2020

背景

中期ビジョン 2018 で、RIZAP により「自己投資」ブランド確立

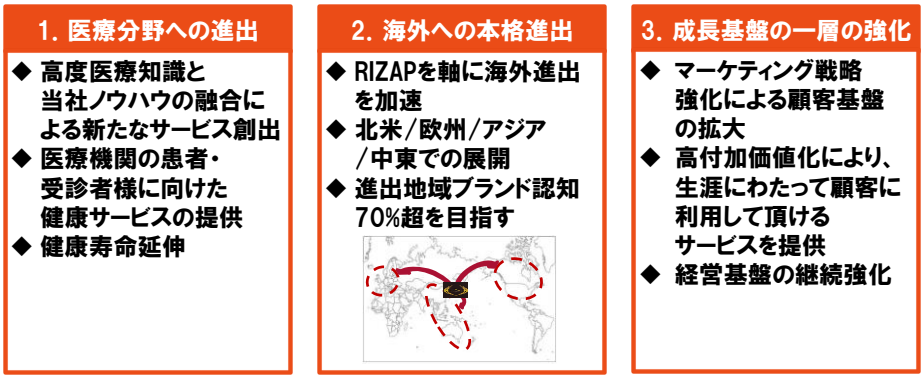
■2013 年公表の中期ビジョン 2018 は前倒しで達成

既に示したように、中期 2018 は前倒しで達成されたため COMMIT2020 が策定された。1.医療分野への進出、2.海外への本格進出、3.成長基盤の一層の強化が柱である。

積極的な宣伝広告により、自己投資ブランドとして、定着したのが RIZAP である。RIZAP は、立上げ後 3 年という短期間で、売上高 100 億円を突破した。今後もさらに大きな成長を見込んでおり、他に類を見ないスピードで成長を継続している。既にのべたように RIZAP により「急速拡大ビジネスモデル」が完成したといっても過言ではない。

急速拡大ビジネスモデルが質・量ともに進化

三つの柱の詳細を示したのが以下である。この柱により「自己投資産業」における「急速拡大ビジネスモデル」を質・量ともに進化させる。



自己投資産業グローバル No.1 ブランドの達成へ

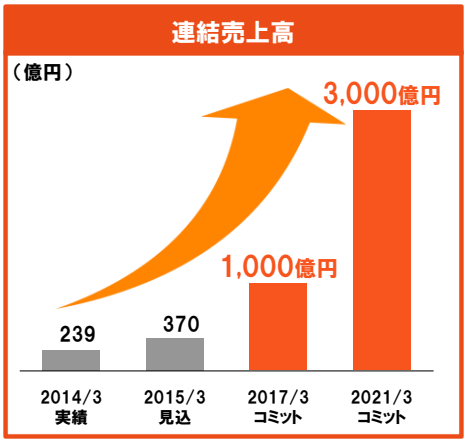
自己投資産業グローバルNo.1ブランド達成

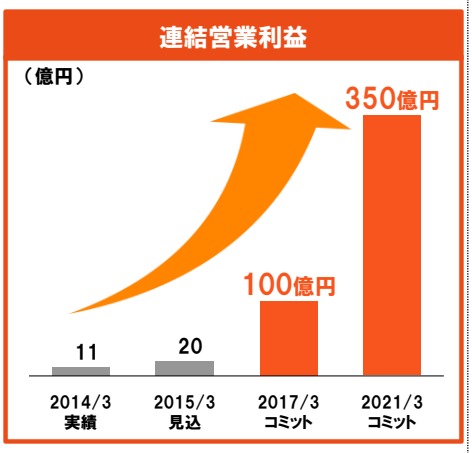
2021 年3月期までに今期見込み比で売上高は年率 40%超成長の 3,000 億円、営業利益は 17.5 倍の 350 億円をコミットした。「いつまでも健康で輝きたいという自己実現の欲求」はグローバルに共通に存在し上限がない。「COMMIT 2020」により、当社の「上限のない成長のグローバル追求が本格化」する。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

「いつまでも健康で輝きたいという自己実現の欲求」はグローバルに共通に存在し上限がない

「COMMIT　2020」により、当社の「上限のない成長のグローバル追求が本格化」

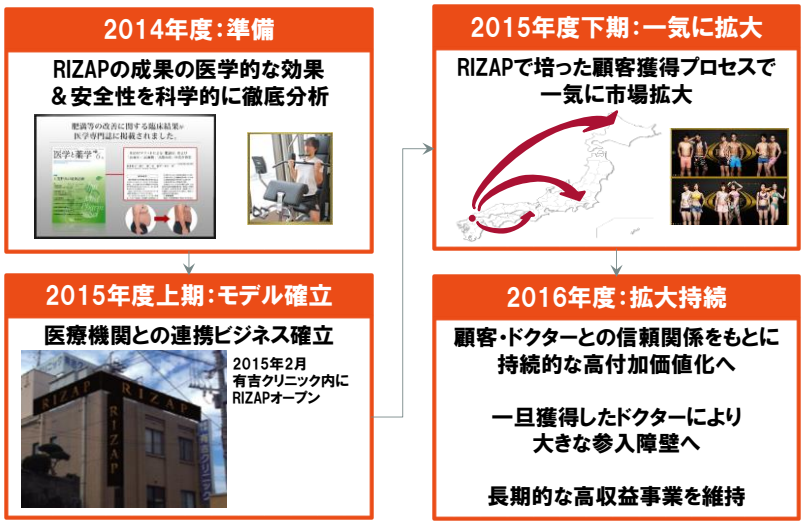




医療分野への進出は 2015 年に本格化

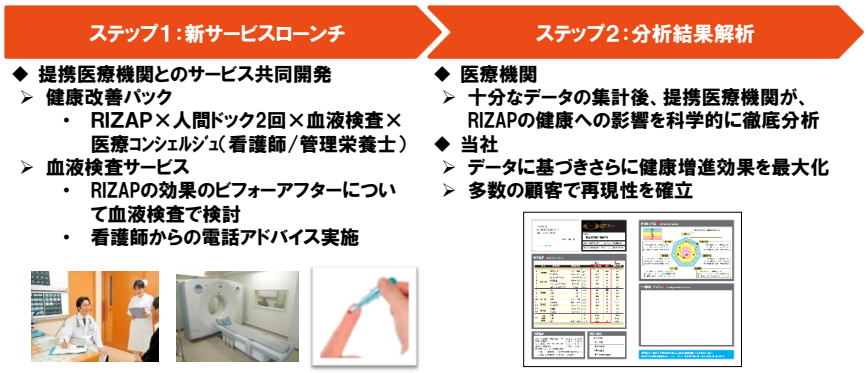
医療分野への進出の全体像は以下のとおりである。2015 年に一気に拡大する予定である。RIZAP で培ったノウハウにより「急速拡大ビジネスモデル」がさらに進化することが期待される。

急速拡大ビジネスモデルがさらにどう変化を遂げるのかが注目



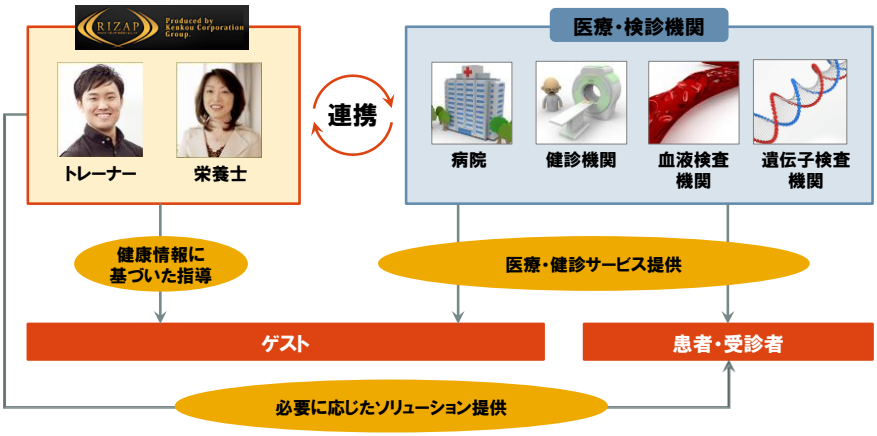
足元のデータ分析は力強い成長を約束する結果を示している

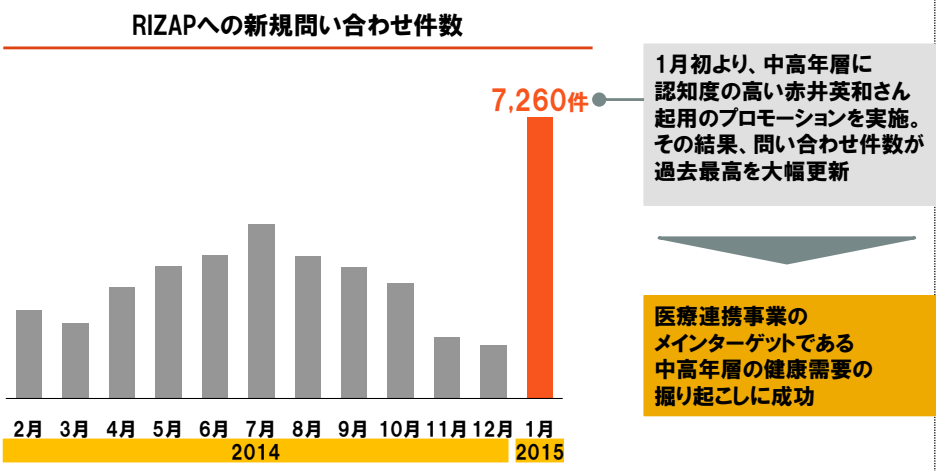
以下に示すように、医学的に再現可能な健康増進効果について結果をコミットできるプロセスフローを確立中である。また、人間ドック・検査サービスを注力している医療機関へのマーケティング戦略を構築中であり、極めて強い手ごたえを得ている。



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

医療機関との Win-Win との関係で相乗効果期待	ビジネスモデルとしては以下のように医療機関と RIZAP でお互いに顧客を紹介しあう形で Win-Win の関係を築いていく。医療・健診機関との適切な連携により、健康増進における当社の役割が拡大していくことが期待される（下記図参照、再掲）。
シニア層の関心の高さが今後の成長エンジン	1 月より実施した赤井英和さん起用のプロモーションの結果、過去最高の問い合わせを獲得している。医療連携事業のメインターゲットである中高年層の健康需要の大きさを確認できたことでより長期的な拡大の確度が極めて高くなったといえよう。
海外でも着実に実績。急速拡大ビジネスモデルのグローバル化が本格化	海外への支出においては既にこれまでに、上海・台北・シンガポールに RIZAP 出店し、上海店では現地の顧客も多数獲得し、海外での大きな市場性を確認されている。また、競合となるフィットネスジム／パーソナルトレーニングジムが存在する海外においても最後まで顧客に寄り添い結果にコミットする RIZAP 方式は十分優位性があることが確認されている。





本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

海外進出を加速化させ、
・ アジア/オセアニア
・ 北米
・ 欧州
への展開を圧倒的スピードで実現

FY2016/3中に10拠点、
COMMIT 2020期間中には、国内店舗数を上回る店舗数を目指す

グローバルブランドとして、
世界No.1のポジションを確立

成長基盤の強化で買収企業の利益率向上が期待

成長基盤の強化としては、顧客基盤の拡大、エリア販売の拡大、顧客への付加価値提供力の最大化に取り組む。RIZAP で一定の完成形となった急速拡大ビジネスモデルを、こうした取り組みにより買収企業に当てはめていくことで、利益率の全体的な底上げが期待される。

戦略	個別施策
顧客基盤の拡大	① 研究機関とのデータベースド・エビデンスの強化 ➢ 客観的なデータ検証による信頼性・訴求力の向上 ② 健康コーポレーションのマーケティング力のグループ全体活用 ➢ グループのマーケティングノウハウを集約化し、効率的なマーケティングを実施
エリア販路の拡大	① グループ全体でのEC化の加速 ② 出店戦略におけるグループ全体シナジーの発揮
顧客への付加価値提供の最大化	① 顧客に生涯にわたって利用して頂けるサービスの提供 ➢ 顧客データに基づく最適なサービスの提案 ② サービスの高付加価値化 ➢ データに基づくRIZAPトレーニングの進化 ➢ グループ各社の持つ強みの共有 ➢ SDフィットネスとRIZAP連携、グループECを活用した他グループ会社の商材活用など

当面は成長優先の株主還元政策

なお、株主還元策、及び財務戦略は以下の通りである。まずは配当よりも成長を優先させる。また、機動的成長を支えるデットとエクイティの調達手段の最適利用により、事業拡大、財務安定性、EPS成長のバランスを考慮しながら成長を達成していく。

機動的成長を支えるデットとエクイティの調達手段の最適利用で、財務面でも成長支援

	方針	ターゲット
財務安定性・資金調達政策	・機動的成長を支えるデットとエクイティの調達手段の最適利用 ・事業拡大、財務安定性、EPS成長のバランスを考慮	ネットD/Eレシオ ・事業拡大期：最大2倍程度 ・事業安定期：1倍未満目安
株主還元策	・2020年度までは成長優先 ・その後は成長、株主還元の双方をバランスよく達成	配当性向 ・2020年度まで：18～20%（現状と同水準を維持） ・2021年度：30%（ターゲット水準）

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

2015 年 3 月期の業績

過去最高の売上高
過去最高の営業利益

■RIZAP の影響及び M&A で過去最高の売上高と営業利益達成見込み

第三四半期の実績でみると、売上高は前期比で 83.6%増の 28,365 百万円、営業利益は5倍の 1,402 百万円となった。成長著しい RIZAP の足元の問い合わせ数から判断すると 2,3 月は過去最高の月次ベースの売上高となる模様。2015 年 3 月期通期では前期比で 55%増の 37,062 百万円、営業利益は 79.1 増の 2,018 百万円の見通しである。

（百万円）

	2012年3月期 3Q累積	2013年3月期 3Q累積	2014年3月期 3Q累積	2015年3月期 3Q累積	前年同期比
売上高	10,014	13,435	15,448	28,365	83.6%
販売管理費	5,835	7,278	8,439	16,691	97.8%
営業利益	283	▲ 21	229	1,402	512.2%
経常利益	302	69	481	1,210	151.6%
当期純利益	97	▲ 80	1,979	1,172	−40.8%

	2012年3月期 実績	2013年3月期 実績	2014年3月期 実績	2015年3月期 予想	前年同期比
売上高	13,445	17,840	23,910	37,062	55.0%
営業利益	909	832	1,127	2,018	79.1%
経常利益	938	941	1,303	1,931	48.2%
当期純利益	887	402	2,968	1,153	−61.2%

バランスシートを見ると、前期末と比較すると55億円ほど拡大しているが、RIZAP 業績拡大による売掛金増加 28 億円、買収によるのれん代拡大 4 億円、その他現金 14 億円の増加が主な要因である。

（百万円）

	2014年3月期 期末	2015年3月期 3Q
流動資産	14,404	19,158
固定資産	13,483	14,259
流動負債	13,685	16,927
固定負債	8,587	9,776
純資産	5,675	6,794
総資産	27,948	33,498

自己資本比率は低下傾向であるが、内部留保拡大、後述する 75 億円の増資につながる資金調達施策により改善が期待

積極的な M&A 戦略におけるファイナンスによる借入金の増加により自己資本比率は 18%となっている。なお、今後であるが、今後買収した企業において、当社のノウハウによる価値増加が顕在化することによる利益増大、後述する総額 75 億円程度の資本増強につながる新株予約権の発行をおこなっていることで自己資本比率の増強が期待される。

（百万円）

	2011年3月期 期末	2012年3月期 期末	2013年3月期 期末	2014年3月期 期末	2015年3月期 3Q
手元流動性	2,284	2,517	2,437	4,373	5,845
有利子負債	4,164	4,902	5,399	12,947	15,033
純有利子負債	1,880	2,385	2,962	8,574	9,188
株主資本	1,369	2,209	2,494	5,142	6,070
総資産	7,624	9,159	11,469	27,948	33,498
純有利子負債/株主資本	1.37	1.08	1.19	1.67	1.51
自己資本比率	18.0%	24.1%	21.7%	18.4%	18.1%

資本参加した上場3社の株価は軒並み大幅上昇

割安な企業を買収し、価値創造する力への期待が株価に反映

夢展望株式会社（東証マザーズ コード番号 3185）、株式会社イデアインターナショナル（東証 JASDAQ、コード番号 3140）、株式会社ゲオディノス（現 SD エンターテインメント株式会社、東証 JASDAQ、コード番号 4650）は、当社の投資金額及び出資等のニュースの発表日終値よりも株価は大幅に上回っている。業績の改善期待を反映していると推察される。

証券取引所	東証JASDAQ	東証JASDAQ	東証マザーズ
証券コード	3140	4650	3185
現社名	イデアインターナショナル株式会社	SDエンターテインメント株式会社	夢展望株式会社
旧社名	−	株式会社ゲオディノス	−
発表内容	第三者割当増資	公開買い付けのお知らせ	第三者割当増資
発表日	2013/9/25	2013/12/4	2015/2/12
①当社投資株価(円)	531	178	192
②発表日終値(円)	413	349	656
③2015/3/6終値(円)	1,444	1,534	1,052
③÷①	2.7	8.6	5.5
③÷②	3.5	4.4	1.6

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

エクイティ・ファイナンス動向

新株予約権を活用した第三者割当

新株予約権を利用した 7.8%の希薄化

全予約権が行使されれば 75 億円近く資金調達

資金調達が成功すれば純資産は大幅に強化され、投資活動が加速化へ

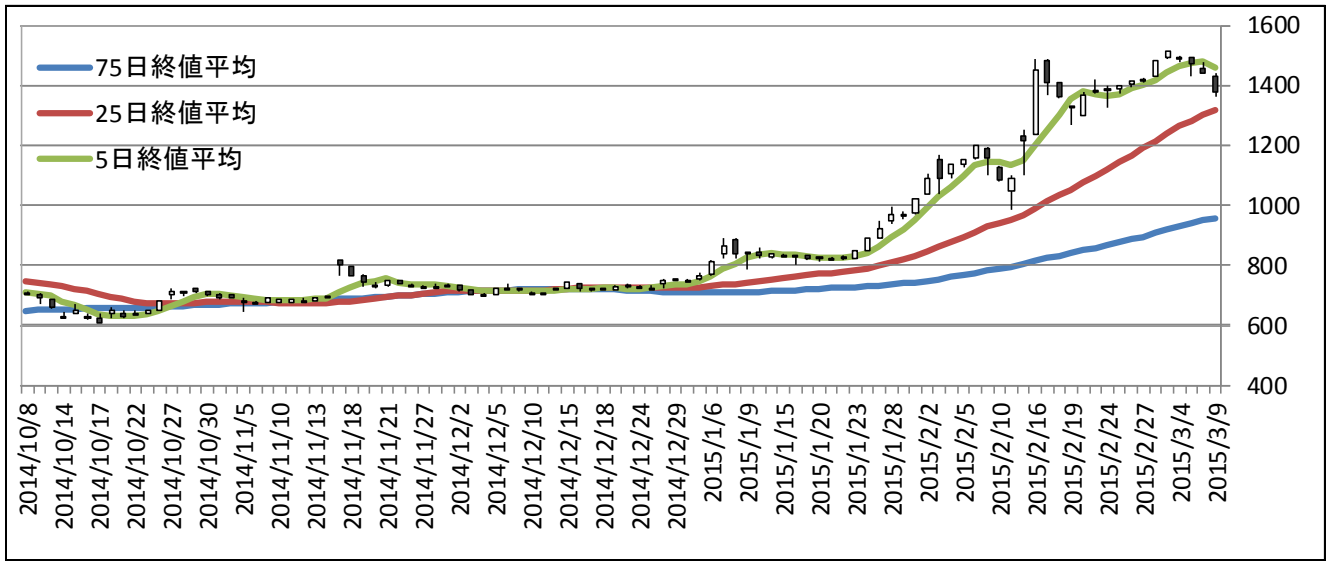
「急速拡大ビジネスによる利益向上」→「株価上昇」→「新株予約権行使による資金調達」→「投資活動拡大によるさらなる利益向上」という好循環が生まれるかどうかが注目

■1300 円、1600 円、2000 円を行使価格とする新株予約権を 4.8 百万個発行

当社は、2015 年 2 月 12 日に、ドイツ銀行ロンドン支店を割当先として、4.8 百万個の新株予約権を発行した。行使の際には 7.8%の希薄化となる。三つの行使価格、1300 円、1600 円、2000 円が設定されて、行使されるとそれぞれ 2 百万株、1.6 百万株、1.2 百万株の株式が発行される。株価が上昇しない限り希薄化はおきないため、既存株主に配慮がなされた資金調達方法とみることができる。資金調達額はこのまま行使されると最大 75 億円となる。行使期間は 2 年である。行使については、当社の承諾を必要とするので、株価インパクトや、第三者割当された後の市場での売却動向などが配慮されることを期待したい。なお、2015 年 3 月 2 日以降当社の判断で行使価額の修正が可能である。資金使途としては、中期経営計画 COMMIT2020 の施策のうち 1）医療分野への進出、2）海外への進出に 60 億円ほど充当する。

	第1回新株予約権	第2回新株予約権	第3回新株予約権
発行数	2,000,000 個	1,600,000 個	1,200,000 個
発行価額の総額	1,500,000 円	560,000 円	300,000 円
発行価額	0.75 円	0.35 円	0.25 円
行使価額	1300 円	1600 円	2000 円
「行使価額の修正」の項目	有	有	有
行使請求期間	2 年間	2 年間	2 年間
行使許可条項	有	有	有

既に述べたように、当社は、RIZAP によって急速拡大ビジネスモデルをほぼ完成させた。中期経営計画 COMMIT2020 でさらに質と量を進化させる。瀬戸健社長の強力なリーダーシップのもと、その実現に向けた施策は既に着々と進めている。こうした期待により足元の株価は第一回新株予約権の行使価格 1300 円を上回っており、3月2日には早速 500,000 個の行使許可が行われた。新株予約権の発行による資金調達によって、「急速拡大ビジネスモデルの質と量の進化による利益向上」→「株価上昇」→「新株予約権行使による資金調達」→「投資活動拡大によるさらなる利益向上」という好循環が生まれるかどうかが注目されよう。



株価チャート（円）、FactSet 等より JPR 作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

DCF 法による企業価値評価の試算

理論的に 2000 円程度の株価に違和感はない

■当社の著しい成長率を反映し DCF 法で企業価値を推計

当社の著しい成長率を前提とした企業価値を試算する上で、比較する企業をみつけることは極めて困難である。よって、高い成長率を前提として将来のキャッシュフローを予測し、DCF 法により企業価値、株主価値の推計を試みる。

主な前提は以下である。βは過去3年間の日次株価リターンをベースに推計した。設備投資については、年間の償却有形固定資産の増分に減価償却を加えた値の売上高比について、2014 年 3 月期までの5年間の平均値 7%をもちいた。売上高、営業利益は COMMIT2020 の数値を基準に推計した。

- 設備投資：売上高の7％
- 加重平均資本コスト（WACC）：6.9%、以下の表参照(単位、百万円、%)

時価総額	83,863
有利子負債	13,779
β	1.50
マーケットリスクプレミアム	5.00
リスクプレミアム	7.50
リスクフリーレート	0.41
株主資本コスト	7.91
負債コスト	1.5
WACC	6.90

- 2022 年 3 月期以降の成長率は保守的にゼロ
- 配当性向は 2021 年 3 月期まで 20%、それ以降は 30%
- 金利は有利子負債残高の平残に 1.5%
- 法人税率：2016 年 3 月期以降は 35.64%
- 運転資本前提（日商ベース、単位：日）は過去を踏襲し以下を採用

現預金/売上高×365	57.6
売掛金/売上高×365	81.9
棚卸資産/売上高×365	33.6
その他流動資産/売上高×365	13.6
支払債務/売上高×365	21.5
未払金等/売上高×365	21.2

WACC が今後さらに上昇しない前提であれば、2000 円の株価までの上昇余地は十分にある

計算結果は次ページにしめすように完全希薄化後で 2,304 円となった。さらに設備投資の売上高比を 7%、8%、9%、WACC について 6%、7%、9%%でセンシティビティー分析をおこなった。その結果、完全希薄化後の株価は以下のようになった。7%の WACC で設備投資が 8%の場合でも 2136 円となる。なお事業が安定すればβは低下するので、WACC は現状の推計値 6.9%を大きく超えることは考えにくい。むしろ下がる可能性が高い。以上を総合すると、COMMIT 2020 の成長を前提とするのであれば 2000 円程度までの株価の上昇余地があっても理論的に見て違和感は全くない。

(単位：円)

WACC	設備投資/売上高			
	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
6.0%	2,949	2,835	2,722	2,602
7.0%	2,244	2,136	2,029	1,916
8.0%	1,733	1,630	1,530	1,423

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

（単位：百万円、倍、日）

	2004年3月期 実績	2015年3月期 計画	2016年3月期 計画	2017年3月期 推計	2018年3月期 推計	2019年3月期 推計	2020年3月期 計画	2021年3月期 計画	2022年3月期 計画	2023年3月期 計画	永久価値
売上高	24	37,062	65,000	100,000	140,000	190,000	240,000	300,000	300,000	300,000	
売上原価		15,454	26,715	41,100	57,540	78,090	98,640	123,300	123,300	123,300	
売上総利益		22,146	38,285	58,900	82,460	111,910	141,360	176,700	176,700	176,700	
販売管理費		19,446	32,685	48,900	67,760	91,010	113,760	141,700	141,700	141,700	
営業利益		2,018	5,600	10,000	14,700	20,900	27,600	35,000	35,000	35,000	
支払利息		195	234	328	504	736	971	1,204	1,269	1,141	
営業外損益		108	108	108	108	108	108	108	108	108	
経常利益		1,931	5,258	9,564	14,088	20,057	26,521	33,689	33,623	33,751	
特別損益		371	0	0	0	0	0	0	0	0	
税前利益		2,302	5,258	9,564	14,088	20,057	26,521	33,689	33,623	33,751	
法人税等		1,109	1,860	3,394	5,007	7,134	9,438	11,992	11,969	12,015	
少数株主利益		40	40	40	40	40	40	40	40	40	
当期利益		1,153	3,359	6,130	9,041	12,883	17,043	21,656	21,614	21,697	
配当		209	672	1,226	1,808	2,577	3,409	4,331	6,484	6,509	
内部留保		944	2,687	4,904	7,233	10,306	13,635	17,325	15,130	15,188	
現預金		5,845	10,251	15,771	22,079	29,965	37,850	47,313	47,313	47,313	
余剰金		716	0	0	0	0	0	0	0	0	
売掛金		8,321	14,594	22,452	31,432	42,658	53,884	67,355	67,355	67,355	
棚卸資産		3,415	5,989	9,213	12,899	17,506	22,112	27,640	27,640	27,640	
その他流動資産		1,378	2,416	3,717	5,204	7,063	8,922	11,152	11,152	11,152	
流動資産		19,674	33,250	51,153	71,615	97,191	122,768	153,460	153,460	153,460	
償却対象有形固定資産		6,408	7,958	11,958	17,758	25,058	33,858	43,858	51,858	57,858	
土地		2,749	2,749	2,749	2,749	2,749	2,749	2,749	2,749	2,749	
のれん		2,028	1,770	1,513	1,256	999	741	484	227	1	
その他資産		3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	3,156	
総資産		34,015	48,883	70,529	96,533	129,153	163,272	203,707	211,449	217,223	
支払債務		2,182	3,827	5,888	8,243	11,187	14,131	17,664	17,664	17,664	
未払金等		2,150	3,770	5,801	8,121	11,021	13,921	17,402	17,402	17,402	
その他流動負債		6,856	6,856	6,856	6,856	6,856	6,856	6,856	6,856	6,856	
短期借入金		5,739	7,551	11,606	17,831	25,106	31,572	38,682	35,393	31,207	
流動負債		16,927	22,004	30,151	41,051	54,170	66,480	80,604	77,315	73,129	
長期借入金		8,040	9,500	14,602	22,433	31,587	39,721	48,667	44,529	39,262	
有利子負債合計		13,779	17,051	26,208	40,264	56,693	71,293	87,349	79,922	70,468	
その他固定負債		3,887	3,887	3,887	3,887	3,887	3,887	3,887	3,887	3,887	
負債		26,704	35,391	48,640	67,371	89,644	110,088	133,158	125,731	116,277	
資本金等		939	4,394	7,849	7,849	7,849	7,849	7,849	7,849	7,849	
内部留保		5,797	8,484	13,388	20,621	30,927	44,561	61,886	77,016	92,204	
株主資本		6,736	12,878	21,237	28,470	38,776	52,410	69,735	84,865	100,053	
少数株主持ち分		567	607	647	687	727	767	807	847	887	
純資産		7,311	13,492	21,890	29,163	39,509	53,183	70,548	85,718	100,946	
純資産負債		34,015	48,883	70,529	96,533	129,153	163,272	203,707	211,449	217,223	
設備投資		2,594	4,550	7,000	9,800	13,300	16,800	21,000	21,000	21,000	
減価償却費		2,000	3,000	3,000	4,000	6,000	8,000	11,000	13,000	15,000	
暖簾償却費		257	257	257	257	257	257	257	257	257	226
売上高成長率		55.0%	75.4%	53.8%	40.0%	35.7%	26.3%	25.0%	0.0%	0.0%	
売上総利益率		41.7%	41.1%	41.1%	41.1%	41.1%	41.1%	41.1%	41.1%	41.1%	
販売管理費比率		52.5%	50.3%	48.9%	48.4%	47.9%	47.4%	47.2%	47.2%	47.2%	
営業利益率		5.4%	8.6%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	11.7%	11.7%	11.7%	
法人税率		49.0%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%	
配当性向		18.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	30.0%	30.0%	
減価償却率		23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	
設備投資/売上高		7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	
有形固定資産/売上高		5.8	8.2	8.4	7.9	7.6	7.1	6.8	5.8	5.2	
金利		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
現預金/売上高×365		57.6	57.6	57.6	57.6	57.6	57.6	57.6	57.6	57.6	
売掛金/売上高×365		81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9	
棚卸資産/売上高×365		33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	33.6	
その他流動資産/売上高×365		13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	13.6	
支払債務/売上高×365		21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	
未払金等/売上高×365		21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	
自己資本比率		19.8%	26.3%	30.1%	29.5%	30.0%	32.1%	34.2%	40.1%	46.1%	
ネットデット		7,217.8	6,799.6	10,437.3	18,184.5	26,727.9	33,442.7	40,036.6	32,609.5	23,155.9	
ネットデット/株主資本		1.07	0.53	0.49	0.64	0.69	0.64	0.57	0.38	0.23	
株式数		62,218,000	64,368,000	66,518,000	66,518,000	66,518,000	66,518,000	66,518,000	66,518,000	66,518,000	
第一回新株予約権		2,000,000	1,500,000	750,000	0	0	0	0	0	0	
行使数		500,000	750,000	750,000	0	0	0	0	0	0	
残高数		1,500,000	750,000	0	0	0	0	0	0	0	
新株予約権単価		0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	
新株予約権価値合計		1.13	0.56	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
第二回新株予約権		1,600,000	1,600,000	800,000	0	0	0	0	0	0	
行使数		0	800,000	800,000	0	0	0	0	0	0	
残高数		1,600,000	800,000	0	0	0	0	0	0	0	
新株予約権単価		0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	
新株予約権価値合計		0.56	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
第三回新株予約権		1,200,000	1,200,000	600,000	0	0	0	0	0	0	
行使数		0	600,000	600,000	0	0	0	0	0	0	
残高数		1,200,000	600,000	0	0	0	0	0	0	0	
新株予約権単価		0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
新株予約権価値合計		0.30	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
新株予約権単価		4,300,000	66,518,001	66,518,001	66,518,001	66,518,001	66,518,001	66,518,001	66,518,001	66,518,001	
新株予約権価値合計		1.99	0.99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
増資額		650	3,455	3,455	0	0	0	0	0	0	
行使数合計		500,000	2,150,000	2,150,000	0	0	0	0	0	0	
NOPAT			3,509	6,341	9,366	13,356	17,668	22,431	22,431	22,431	
減価償却費			3,257	3,257	4,257	6,257	8,257	11,257	13,257	15,226	
設備投資			4,550	7,000	9,800	13,300	16,800	21,000	21,000	21,000	
運転資本増減			8,240	10,323	11,798	14,747	14,747	17,697	0	0	
FCF			-6,024	-7,725	-7,975	-8,434	-5,622	-5,008	14,688	16,657	
WACC			6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	6.90	
DF			0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.67	0.63	0.59	
PV			-5,635	-6,760	-6,528	-6,458	-4,027	-3,356	9,207	9,767	174,969
NPV			161,180								
現預金			5,845								
有利子負債			13,779								
株主価値			153,246								
完全希薄化後発行済株式数			66,518,000								
希薄化後株価（円）			2,304								

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

ディスクレーマー

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュが「ANALYST NET」のブランド名で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。株式会社ティー・アイ・ダヴリュは原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 株式会社ティー・アイ・ダヴリュは、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、株式会社ティー・アイ・ダヴリュの承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は株式会社ティー・アイ・ダヴリュの登録商標です。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPR が信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPR は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は株式会社ティー・アイ・ダヴリュに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。