

株式会社ベガコーポレーション

東証グロス 証券コード:3542

2023年3月3日

GCC経営™分析による4.0倍のアップサイドの可能性

4.3兆円市場を取り込みつつ損益安定化を狙う。為替が好転すればさらなるアップサイドへ

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」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

ECの可能性を無限大に：ECを通じて生活者のLTV向上に貢献

(株)ベガコーポレーション（以下、「ベガ」）は売上は170億円ほどで家具・インテリア業界全体ではまだ小さいが、今や当たり前となったECでの家具・インテリアの購入を2004年の創業時から開始した先見の明を持つ。ベガが画期的なのは単にモノを届けるEC業者や家具の製造業者ではなく、生活者のニーズを探求し、ニーズに合致する最適な家具をマッチングする点だ。ニーズに合うものがなければ自ら製品やサービスを創出し、生活者のLTV向上の貢献につながる、ECの可能性の拡大に挑戦し続けている。

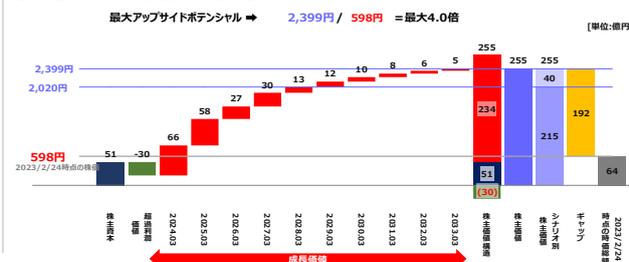
4.3兆円市場での拡大を狙いつつ、損益面での安定性も確保

家具・インテリア分野、EC化率は関連市場を含めても10%程度と拡大の余地はまだ大きい。シェア拡大のために、他社ブランド販売、卸売、リアル店の強化などの施策で、集客力、品揃え力を強化し、ECへの送客へと顧客接点の拡大に取り組む。これらの取り組みでオンライン/オフラインのチャンネル複線化による顧客利便性も向上する。

一方で、自社製品の製造は顧客ニーズに応える面では有利だが、円安の状況で損益面で苦しんだ。成長の余地は大きいだけに機会を逃さぬようアクセルを踏み続けたい思いはあったものの、浮城社長は巣ごもり需要の反省から、成長を取れるだけとる姿勢から損益を確保する姿勢に経営方針を変化させた。これにより社内・社外ステークホルダーにとって単なる成長企業ではなく、安心も得られる企業へと変貌が期待される。

最大アップサイド4.0倍、為替125円の試算では5.7倍

株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。結果として、価値創造プロセスの概念が実装・実現する前提で、10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は255億円。これは現状の時価総額の約4.0倍と推計された（本文「インバーストメントサマリー」参照）。なお、為替レートは130～135円が10年続く前提を用いている¹。仮に120～125円に為替レートになれば、株主価値は364億円現状の時価総額の5.7倍と試算される。



ベーシックレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)
柏尾陽介

会社概要

所在地	福岡県福岡市
代表者	浮城 智和
設立年月	2004年7月21日
資本金	10億2821万円
上場日	2016年6月
URL	https://www.vega-c.com/
業種	小売業
主要指標	2023/3/1現在
株価	627円
52週高値	962円
52週安値	456円
発行済株式数	10,635,400株
売買単位	100株
時価総額	6,668百万円
会社予想配当	10円
予想当期利益 ペー入EPS	3.95～9.59円
予想PER	156.36倍
実績BPS (2022年6月末)	487.57円
実績PBR	1.29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 %	純利益 (百万円)	前期比 %	EPS (円)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年3月期通期実績	13,570	1.9%	116	黒字化	146	黒字化	40	黒字化	3.94	830	416
2021年3月期通期実績	19,313	42.3%	1,824	1472.4%	1,851	1167.8%	1,159	2760.8%	110.99	3,890	399
2022年3月期通期実績	16,833	-12.8%	596	-67.3%	621	-66.5%	383	-67.0%	36.43	2,030	589
2022年3月期3Q実績	12,456	-12.6%	449	-68.1%	472	-66.9%	309	-64.4%	8.18	2,030	940
2023年3月期3Q実績	12,468	0.1%	215	-52.1%	235	-50.2%	25	-91.8%	-3.27	962	461
2023年3月期会社計画	16800 ～17300	△0.2 ～-2.8	250 ～350	△58.1% ～△41.3%	270 ～370	△56.5% ～△40.4%	42 ～102	△89.3% ～△73.3%	6.77	-	-

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・資料に基づいていますが、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

1. インベストメントサマリー

株主価値 分析

時価総額の最大
アップサイドは4.0
倍と試算

超過利潤法による試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド4.0倍

JPRは、ベガの事業展開に関する将来性を踏まえて、株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。為替レートは130～135円が10年続く前提を用いている。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。

なお、為替レートを120～125円に仮定した前提での試算を12ページ以降で示しており、その場合のアップサイドは5.7倍となる。

*為替レートの前提については過去の開示情報を元に平均的な為替レートを当てはめ過去の分析及び将来の予測をおこなっています。実際には為替ヘッジ等により前提条件が変動するリスクがあり、それによってJPRが試算した株主価値が変動する点にご留意ください。

株主価値の分析

定性ストーリーの骨子

Growth : 4.3兆円市場でのシェア拡大と安定成長

Connection : オンライン/オフライン統合で新たな顧客を獲得

Confidence : 安定成長に向けた損益安定化が鍵

定量ストーリーの骨子

時価総額

64億円

バリュージェット

時価総額の最大アップサイド = **4.0倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹

株主資本51 + 超過利潤価値-30 + 成長価値234 = **255** 億円

株主
資本

51

超過利潤
価値

-30

成長価値

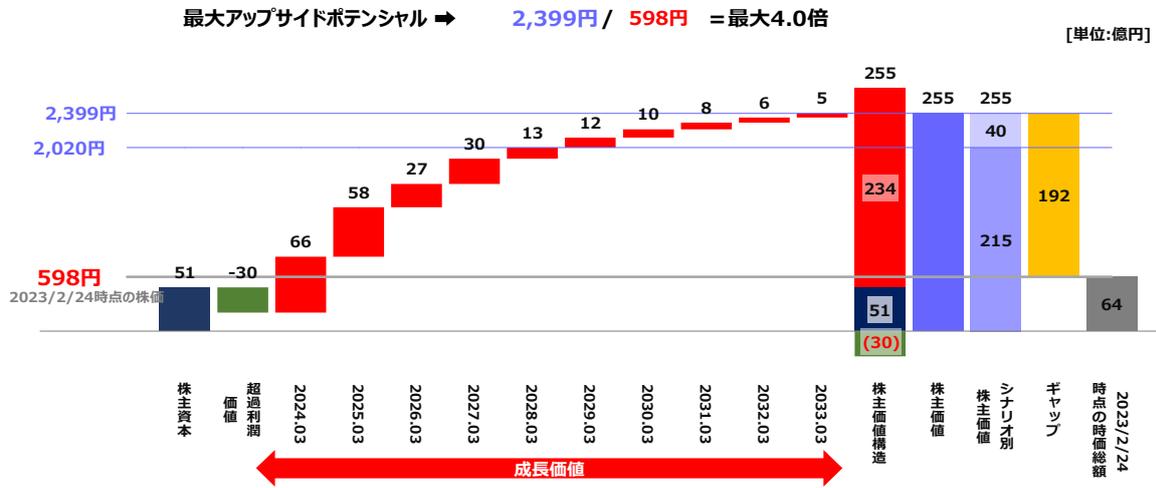
234

[出所]JPR作成

1：四捨五入のため端数は一致しない。

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したが、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリューギャップ分析



[出所]JPR作成。時価総額は2023年2月24日終値

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリューギャップ分析 (詳細)

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03
売上高	171	184	203	223	245	270	294	315	333	349	361
営業利益	3.0	9.2	16.3	20.1	24.6	27.0	29.5	31.6	33.4	34.9	36.2
営業利益率	1.8%	5.0%	8.0%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
売上高成長率	1.3%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	7.2%	5.8%	4.6%	3.7%
NOPATマージン	1.2%	3.5%	5.5%	6.2%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
投下資本売上高比率	35.3%	29.2%	29.2%	29.3%	29.3%	29.3%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
WACC	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	3.4%	11.9%	19.0%	21.3%	23.7%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%	23.5%	23.5%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥0.5	¥1.8	¥2.8	¥3.1	¥3.5	¥3.5	¥3.5	¥3.5	¥3.5	¥3.5	¥3.5
NOPAT	2.07	6.40	11.24	13.90	16.98	18.68	20.36	21.83	23.09	24.15	25.04
投下資本×WACC	4.08	3.64	4.02	4.42	4.87	5.37	5.86	6.29	6.65	6.96	7.22
超過利潤	-2.01	2.75	7.22	9.48	12.11	13.31	14.51	15.54	16.44	17.19	17.82
超過利潤 = NOPAT - 投下資本×WACC	-2.01	2.75	7.22	9.48	12.11	13.31	14.51	15.54	16.44	17.19	17.82
各年で創造する価値	-30	70	66	33	39	18	15	13	11	9	
ディスカウントレート	100%	94%	88%	82%	77%	72%	67%	63%	59%	55%	52%
超過利潤の現在価値	-30	66	58	27	30	13	12	10	8	6	5
投下資本① 元手	60										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	-30										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	234										
非事業資産価値④	3										
企業価値 = ①+②+③+④	267										
有利子負債等	-12										
株主価値	255										

[出所]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したが、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提*1

Growth : 4.3兆円市場でのシェア拡大と安定成長

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
ECの可能性を無限大に	家具・インテリア等市場は4.3兆円	CAGR8%で推計
EC黎明期よりインターネット専業で創業したベガはECを単にモノを届ける装置としてではなく、生活者に新たな価値を創出する装置として無限大の可能性を感じている。 創業当時、家具・インテリアの分野では手頃な価格とデザインの両立が欠けていた。そこで、自ら生活者が欲するであろう家具・インテリアの新しい分野をECで切り開いた。	家具・インテリアに家電や雑貨など関連市場を含めると市場規模は4.3兆円。しかし、EC化比率は10%程度。ベガの認知率も15.4%とまだ低い。 ベガは①主力である家具領域のEC化率の向上、②関連領域におけるカテゴリ拡充とEC化率の向上、③リアル店舗への進出とECへの送客、と3つの方向性により成長を目指している。	2023.3 2033.3 171 億円 ▶ 361 億円 今期を含む2年は8%、その後は2028年3月期まで10%の成長率、その後は低減する仮定で計算。
		成長価値
		234 億円

Connection : オンライン/オフライン統合で新たな顧客を獲得

戦略	ビジネスモデル	ROIC
LTV向上に貢献する仕組みづくり	集客、品揃え、サービスを強化	20.1ポイント改善が期待
ベガが目指すのは、お客様が喜ぶ仕組みとは何か、お客様にとって魅力的な商品とは何か?、お客様にとって魅力的なお店とは何か?お客様にとってUI/UXは何か?、など生活者のLTV向上に貢献する取り組み。ベガは、単に家具・インテリアの提供ではなく、生活者のニーズを収集・分析した上での最適なマッチングを目指している。	家具・インテリアおよび関連市場でのシェア拡大のために、オンラインにとどまらずオフラインに進出する。他社ブランドの販売、卸売販売、リアル店など新たな施策を次々と発表しているが、あくまでも本丸のECへの送客が目的。 オフラインのメリットも活用し、オンラインと統合したOMOでの新たなサービスも展開する。	2023.3 2033.3 3.4 % ▶ 23.5 % 投下資本売上高比率を現状と同じ仮定、営業利益の改善により改善
		超過利潤価値
		-30 億円

Confidence : 安定成長に向けた損益安定化が鍵

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
安定的な損益確保へ	生活者のLTVに貢献	現状維持
2020年の巣ごもり需要の大幅成長の反動と円安による原価高で現状の損益は苦戦しているが、家具・インテリア市場のEC化比率向上も含めると今後も10%以上の成長が期待される。 こうした環境の中、浮城社長は成長を一定とした損益重視の姿勢を明確にしており、将来的に営業利益率10%、為替相場によってはさらなる上振れもあり、安定成長以上が期待される。	IT企業であるベガはモノづくりが起点ではなく、生活者のニーズが出发点。そのニーズを実現するために自ら製品やサービスの開発から製造を手掛けている。つまり、新たな価値創出とともに、その価値を届ける仕組みも自ら作り出し、オペレーションの改善サイクルを回し続けている。このサイクルにより生活者のLTV向上に貢献する製品・サービスの創出が今後も期待される。	6.8 % 現状で財務状況は比較的不安定である。一方で事業とその将来性は社会の持続可能性に大きく貢献する。
		株主資本
		51 億円

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・資料に基づいていますが、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2.会社概要

会社概要

会社名	株式会社ベガコーポレーション (英語表記: Vega corporation Co.,Ltd.)
設立	2004年 7月
代表	浮城 智和
本社所在地	福岡県福岡市博多区祇園町7-20博多祇園センタープレイス4階
資本金	10億2821万円
従業員数	243人 (2022年9月末現在)
決算期	3月
事業内容	家具・インテリア等のインターネット通信販売事業、越境ECプラットフォームの運営等
上場日	2016年6月28日
上場証券取引所	東京証券取引所グロス [証券コード: 3542]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
2004年	7月	福岡県北九州市若松区に有限会社ベガコーポレーション (資本金 3 百万円) を設立
	10月	LOWYA Yahoo!ショッピング店をオープン
	12月	LOWYA 楽天市場店をオープン
2006年	10月	LOWYA 自社サイト旗艦店をオープン
2007年	6月	株式会社ベガコーポレーションに商号変更
	9月	海外家具メーカーから商品の大量仕入れ、コンテナ直輸入販売を開始
2010年	11月	本社を福岡市博多区祇園町に移転 (現在の本社) シンガポールに、子会社NUBEE PTE.,LTD.設立
2012年	1月	東京都港区六本木に子会社 株式会社Nubee Tokyoを設立。
2013年	10月	子会社事業の再編を行い、NUBEE PTE.LTD.は、全事業を株式会社Nubee Tokyoへ譲渡のうえ解散
2014年	4月	LOWYA Amazon店をオープン
2015年	12月	日本の商品を世界へお届けする越境ECプラットフォーム (DOKODEMO) を本格稼働
2016年	3月	東京都渋谷区恵比寿に東京支社及びショールームを開設
	6月	東京証券取引所マザーズ (現 東京証券取引所グロス市場) に株式を上場
2018年	11月	東京支社を東京都港区北青山に移転
2022年	4月	東京証券取引所の市場区分見直しに伴い、グロス市場へ移行
	9月	イオンリテール株式会社向け卸売販売を開始
	9月	リアル店舗展開戦略を開示
2023年	4月	LOWYA初となる直営店を福岡に開業予定

[出所]会社資料よりJPR作成。

3.GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリー

Growth

概念デザインは論理的かつ創業以来一貫としている

整備進捗状況: 100%

従来: EC化された7300億円
↓
家具・関連市場4.3兆円を狙う

ステークホルダーの幸福価値を重視して、より安定重視に

整備進捗状況: 70%

実績への反映の進捗状況: 50%

結果は来期以降に

概念～4.3兆円市場でのシェア拡大と安定成長

概念デザイン: ECの可能性を無限大に

着眼点: ECの可能性に早くから着目

ベガが創業したのは2004年。1996年に楽天市場、1999年にYahoo!ショッピング、Yahoo!オークション、2001年にAmazonマーケットプレイスと大手企業がECに進出した黎明期ではあったが、インターネット専門が一般的でなかった時代に早くもインターネットの可能性と魅力に着目し、現在でもそのスタンスは一貫としている。

課題の設定: 若者にも手が届き、デザイン性が高い家具の提供

ECの中でベガが着目したのが家具・インテリア。創業当時は家具は高価であったり、安価な場合はデザイン性に魅力が足りないなど選択肢が偏在していた。そこでベガは若者でも手が届く価格かつデザインも魅力ある家具・インテリアをECによりマッチングさせようと考えた。

TAM/SAM/SOM: 4.3兆円の市場

家具・インテリアと家電や雑貨など関連市場を合わせた合計は4.3兆円。その内、ECの市場は家具・インテリアは3,289億円、関連市場は3,952億円。ベガは①主力である家具領域のEC化率の向上、②関連領域におけるカテゴリ拡充とEC化率の向上、③リアル店舗への進出とECへの送客、この3点の施策で4.3兆円市場をターゲットとする。

実装デザイン: 安定成長へと社長の意思変革

ベガはコロナ禍の巣ごもり需要を受け2021年3月期に大きく売上を伸ばさせそこでアクセルを大きく踏んだが、その反動を受けた2022年3月期や直近の円安によるコスト高により利益面で苦戦した。浮城社長の志向としては成長を出来るだけ取り込みたい考えであったようだが、ブレーキの局面での社員の疲弊や外部ステークホルダーの反応を目にし、成長は一定に抑えたとしても利益を安定期に計上する方向へと考えを改めた。この前提として、家具・関連市場の非EC化率がまだ十分に余地があり、安全策でも年10%程度の成長が取り込めると考えている。

実績: 未顕在化。これからのライフスタイル事業の拡充に期待

ベガの基本的なビジネスモデルは一貫としているため、その意味での実績は充分であるが、コスト高にも耐えうる、利益安定重視の成果が見えるのは来期以降のため、これからの決算状況が注目される。

Connection

創業から一貫
整備進捗状
況:100%

課題設定と戦略は
妥当性が高い
整備進捗状
況:70%

従来より強みとして
いる領域

施策は次々と実施

成果の刈り取り度
合いは来期以降の
注目ポイント

実績への反映の
進捗状況 : 30%

オンライン/オフライン統合で新たな顧客を獲得

概念デザイン : LTV向上に貢献する仕組みづくり

ベガが目指すのは、お客様が喜ぶ仕組みとは何か、お客様にとって魅力的な商品とは何か?、お客様にとって魅力的なお店とは何か?、お客様にとってUI/UXは何か?、など生活者のLTV向上に貢献する取り組み。ベガは単に家具・インテリアの提供ではなく、生活者のニーズを収集・分析した上での最適なマッチングを目指している。

実装デザイン : 集客、品揃え、サービスを強化

概念デザインは固まっているが、ベガがリーチ可能な顧客は、EC化された10%。また、認知度は15.4%に留まっており上積みの余地は大きい。そこで、ベガは集客の強化、品揃えの強化、サービスの強化を実行する。

実績 : 顧客接点増加への施策を続々と展開中

コスト削減に寄与するEC&D2C

ECであるため、リアル店と比較し家賃や人件費が少ない。また、D2Cのため中間マージンも必要とせず、製品の低価格化を実現している。

魅力的なデザインを開発する体制

90%のPB製品は自社でデザインをしている。商品開発部は24名体制とデザインに対するこだわり実現のために人材にも力を入れている。

集客 : リアル店の展開

創業以来初の直営店を2023年4月に開業予定。実際にLOWYAの商品を目にしてECでの購入へと結び付ける送客が狙い。

集客 : 卸売販売の開始

顧客との接点増加のために卸売先においてLOWYAコーナーを2店で開設。売場も共に作る協業のスタイルでこちらもECへの送客を視野に。

集客 : SNSやメディアの活用

Instagramのフォロワーは80万人、TikTokも他社に先行。TVCMも規模・タイミングを再検討中と露出をさらに拡大する。

品路揃えの強化 : 他社ブランドの取扱い開始

90%のPB商品の強みはそのままに、他社ブランドも加えプラットフォーム化を目指し、新規顧客獲得と顧客の囲い込みを強化する。

サービスの強化 : OMO (オンライン/オフライン) 体制の構築

強みとしている、UI/UXやARの強化の他、卸売店を含むリアル店を活用し、認知・購入・受取の選択肢をオンライン/オフラインで複線化で用意しサービスを大幅に拡充する。

Confidence

急成長の反動で損益面は苦しむも、今後は為替によらない体質を目指し改善の見通し。評価としては30%程度。

家具・インテリアにおいて、それまではなかったサービスを生みだしてきた。社会貢献性への評価はなお途上だが、上場企業の平均程度50%はあると判断。

越境ECであるDOKODEMOのような新たなサービスの登場も今後期待される。

安定成長に向けた損益安定化が鍵

財務安定性：損益安定化に経営方針を転換

大きな成長の代償

家具・インテリアおよび関連市場はコロナ禍の巣ごもり需要の影響で2020年は過去最高の1.5兆円であった。ベガもその恩恵を受け2021年3月期は売上を42.3%と大きく伸長させた。しかし緊急事態宣言解除の影響もあり翌年は12.9%の売上減の反動が出て、今期も微増で着地の見込み。さらに、為替安の影響で損益も苦しんだ。

利益重視の方針へ

大きな成長の取り込みによる果実はスポットでは大きいですが、変動の大きさは社内に疲弊感を産み、投資家からは成長に対する不信感を産んだ。そこで、浮城社長は成長は固定費を大きく増やさない範囲で10%以上キープで良しとし、それよりも損益を為替等の変動を十分に吸収可能な水準を目指す方向に方針を転換した。これにより、現状の為替でも営業利益率10%を目指せるとしており、円高に触れればさらに損益は上振れとなる。

社会貢献性：LTV向上への貢献

家具・インテリアの新たな楽しむ環境を創出

ベガが創業以来目指してきたのはインターネットを活用した最適な商品・サービスの提供。そのためにそれまでは無かった手頃な価格の家具・インテリアを自ら産み出し、それにより高級製品ではなくとも家具・インテリアの魅力を楽しむ環境を生み出してきた。

オフラインの進出でこれまでリーチ出来ていなかった層にもサービスを提供

ベガの主戦場はこれからもECであるが、オフラインの進出によりこれまでベガの存在を知らなかった層や、実際に実物を見てみたいと考えていた層にもアプローチ可能となり、ベガがもたらす世界観に触れる機会が拡大し、新たな顧客もその価値が体験可能となる。

情報インタラクティブデザインのサイクルでさらなる改善をもたらす

ベガは創業以来、ECにより生活者に最適なサービスを提供し、LTV向上への貢献を目指してきた。重要なのは、生活者のニーズを取り込み、それを反映したサービスの開発と提供、これを可能とするビジネスモデルの構築・改善、これらのループの継続である。ベガのベースはIT企業のため、IT/DXを活用した分析・改善ループの構築は得意とするところである。このサイクルにより、これまで社会に存在しなかった、新たな製品やサービスの創出が期待される。

4.2023年3月期3Q業績概要

損益概要

売上は回復基調だが、減益が続く

減益なるもコスト削減により予想を上回る推移に

3Qの売上は好調

減益だがコストコントロールが続く

損益概要

全社業績

概要

売上高は12,467百万円（前年同期比0.1%）、営業利益は215百万円（同△52.2%）、経常利益は235百万円（同△50.2%）、四半期利益は25百万円（同△91.8%）と、減益となった。

円安による減益とコスト削減

3Qとしての売上高は過去最高を更新したものの、円安の進行により、前年同期の原価率が44.2%であるところ、当期は49.2%となり、大きな減益の要因となった。一方で、原価率上昇に対処すべく販管費の見直しを行い、前年同期比で6.8ptの削減を達成しており、当初の予想を上回る利益となった。

LOWYA事業

概要

3Q単独のGMV（流通総額）は4,232百万（前年同期比+5.9%）、売上高は4,017百万円（同+7.5%）と好調、1Q、2Qの減収をカバーしつつあり累積のGMVは12,673百万円（同△3.1%）、売上高は11,938百万円（同△1.7%）とマイナス幅が改善してきている。

収益基盤の確立

重視している経営指標である会員数は131万人を突破し（同+24.4%）、リピーター比率も25.4%と、収益基盤の確立が進んでいる。一方、原価率は7.4pt上昇となり減益となったものの、物流拠点の集約等にも取り組み、前年同期比で6.3ptの販管費を削減した。

主な取り組み

- ・イオンリテール株式会社向け卸売販売2店目を開設
- ・福岡県福岡市西区の複合施設にて直営店を2023年4月に開業予定

LOWYA事業 主要指標

	会員数（千人）	リピーター比率	会員：平均バスケット単価（円）	ゲスト：平均バスケット単価（円）
2022年3月期3Q	1,057	21.8%	23,047	20,210
2023年3月期3Q	1,313	25.4%	22,436	19,139

出所：会社資料より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、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

DOKODEMO事業

概要

2023年3月期3Q単体では、GMVは1,198百万円（前年同期比+17.4%）、売上高は163百万円（同+24.2%）、年度累計ではGMVは4,017百万円（前年同期比+58.1%）、売上高は529百万円（同+69.9%）となった。

増収の要因

会員数が983千人（前年同期比+17.2%）、アプリダウンロード数が1,425千人（同+9.5%）と順調に推移。リピーター比率が83.6%と高い。さらに、一人あたり購入金額も増加している。

事業収支は改善

3Q単体では5百万円のマイナスも前期比較16百万円の改善。累計でも大幅に改善しており、先行投資を抑えた上での成長を継続している。

主な取り組み

- ・アプリケーションは英語、中国語（簡体字・繁体字）、韓国語、日本語に対応
- ・化粧品・医薬品・食品などの様々な日本製品を購入できるプラットフォームを提供

単体・累計
ともに増収

会員数、購入金額
ともに上昇

先行投資は抑制

DOKODEMO事業 主要指標

	会員数（千人）	APP DL数	一人当たり購入金額（円）	リピーター比率
2022年3月期3Q	839	1,301	12,661	70.7%
2023年3月期3Q	983	1,425	13,582	83.6%

出所：会社資料よりJPR作成

5. 為替効果130~135円→120~125円の効果

株主価値 分析

時価総額の最大
アップサイドは5.7
倍と試算

超過利潤法による試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド5.7倍

最初ページで示したように為替レートが120~125円となった場合の試算は以下の通りである。

*為替レートの前提については過去の開示情報を元に平均的な為替レートを当てはめ過去の分析及び将来の予測をおこなっています。実際には為替ヘッジ等により前提条件が変動するリスクがあり、それによってJPRが試算した株主価値が変動する点にご留意ください。

株主価値の分析

定性ストーリーの骨子

Growth : 4.3兆円市場でのシェア拡大と安定成長

Connection : オンライン/オフライン統合で新たな顧客を獲得

Confidence : 安定成長に向けた損益安定化が鍵

定量ストーリーの骨子

時価総額

64億円

バリュギャップ

時価総額の最大アップサイド = **5.7倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹ + 為替レート125円効果

株主資本51 + 超過利潤価値-30 + 成長価値342 = **364** 億円

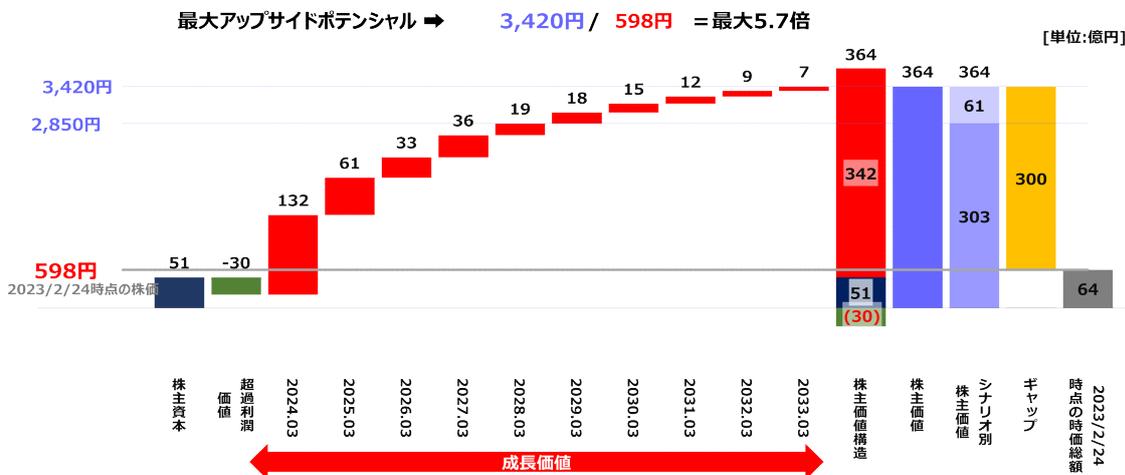
株主資本	超過利潤価値	成長価値
51	-30	342

[出所]JPR作成

1 : 四捨五入のため端数は一致しない。

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、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

超過利潤法による株主価値構造とバリューギャップ分析



[出所]JPR作成。時価総額は2023年2月24日終値

超過利潤法による株主価値構造とバリューギャップ分析（詳細）

[億円]	今期 2023.03	1年後 2024.03	2年後 2025.03	3年後 2026.03	4年後 2027.03	5年後 2028.03	6年後 2029.03	7年後 2030.03	8年後 2031.03	9年後 2032.03	10年後 2033.03
売上高	171	184	203	223	245	270	294	315	333	349	361
営業利益	3.0	16.2	23.5	28.1	33.4	36.7	40.0	42.9	45.4	47.5	49.2
営業利益率	1.8%	8.8%	11.6%	12.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
売上高成長率	1.3%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	7.2%	5.8%	4.6%	3.7%
NOPATマージン	1.2%	6.1%	8.0%	8.7%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
投下資本売上高比率	35.3%	29.2%	29.2%	29.3%	29.3%	29.3%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
WACC	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	3.4%	20.8%	27.5%	29.8%	32.2%	32.1%	32.1%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
ROIC/WACC（1円の元手で創出する価値）	¥0.5	¥3.1	¥4.1	¥4.4	¥4.7	¥4.7	¥4.7	¥4.7	¥4.7	¥4.7	¥4.7
NOPAT	2.07	11.18	16.28	19.45	23.09	25.40	27.68	29.68	31.39	32.83	34.04
投下資本×WACC	4.08	3.64	4.02	4.42	4.87	5.37	5.86	6.29	6.65	6.96	7.22
超過利潤	-2.01	7.54	12.26	15.02	18.21	20.03	21.82	23.39	24.73	25.87	26.82
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-2.01	7.54	12.26	15.02	18.21	20.03	21.82	23.39	24.73	25.87	26.82
各年で創造する価値	-30	141	70	41	47	27	26	23	20	17	14
ディスカウントレート	100%	94%	88%	82%	77%	72%	67%	63%	59%	55%	52%
超過利潤の現在価値	-30	132	61	33	36	19	18	15	12	9	7
投下資本① 元手	60										
超過利潤価値（今期の超過利潤の永久価値）②	-30										
成長価値（超過利潤の増加分の現在価値）③											
企業価値=①+②+③	376										
非事業資産価値④	3										
有利子負債等	-12										
株主価値	364										

[出所]JPR作成

6. 詳細財務モデル

[単位:百万円]	会社計画 JPR予想	JPR予想									
FY	2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03
PL											
売上高	17,050	18,414	20,255	22,281	24,509	26,960	29,386	31,502	33,317	34,852	36,137
売上原価	8,383	8,686	9,149	10,064	11,071	12,178	13,274	14,230	15,049	15,743	16,323
販売管理費	8,367	8,803	9,481	10,206	10,982	12,080	13,167	14,115	14,928	15,616	16,192
EBITDA	446	1,067	1,782	2,183	2,646	2,910	3,170	3,396	3,590	3,755	3,888
減価償却費合計	146	142	157	172	190	208	224	239	251	261	266
営業利益	300	925	1,625	2,010	2,457	2,702	2,945	3,157	3,339	3,493	3,622
支払利息	2	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
その他営業外収益	22	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	320	924	1,625	2,010	2,457	2,702	2,945	3,157	3,339	3,493	3,622
特別損益	▲ 120	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
法人税等	128	286	502	621	759	835	910	976	1,032	1,079	1,119
当期純利益	72	638	1,123	1,389	1,697	1,867	2,035	2,182	2,308	2,414	2,503
期首発行済株式数(千株)	10,634	10,635	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637
発行株式数(千株)	1	1,200	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)	10,635	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637	10,637
EPS(円)	6.8	60	106	131	160	176	191	205	217	227	235
配当(円)	10	11	13	15	18	21	24	28	32	36	40
配当	106.34	116	136	161	191	224	260	298	338	379	421
内部留保	▲ 34	522	986	1,228	1,506	1,643	1,775	1,884	1,969	2,035	2,082
BS											
手元流動性	2,302	2,532	2,785	3,064	3,370	3,673	3,938	4,165	4,356	4,517	4,517
運転資本	4,025	4,428	4,871	5,358	5,894	6,424	6,886	7,283	7,619	7,900	7,900
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
償却対象有形固定資産	177	194	214	235	259	282	302	320	335	347	347
のれん	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ソフトウェア	227	250	275	302	332	362	388	411	430	445	445
投資有価証券	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182	182
その他資産	614	676	743	817	899	980	1,051	1,111	1,162	1,205	1,205
総資産	7,527	8,262	9,070	10,504	12,258	14,147	16,137	18,205	20,330	22,495	24,577
有利子負債以外の流動負債	1,868	2,055	2,260	2,486	2,735	2,981	3,196	3,380	3,535	3,666	3,666
短期借入金	379	404	20	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
資本金等	2,016	2,016	2,016	2,016	2,016	2,016	2,016	2,016	2,016	2,016	2,016
内部留保等	3,220	3,742	4,728	5,957	7,463	9,106	10,881	12,764	14,734	16,769	18,850
純資産・負債	7,527	8,262	9,070	10,504	12,258	14,147	16,137	18,205	20,330	22,495	24,577
CF											
手元流動性	▲ 1,231	▲ 230	▲ 253	▲ 279	▲ 306	▲ 303	▲ 264	▲ 227	▲ 192	▲ 161	0
運転資本	1,581	▲ 403	▲ 443	▲ 487	▲ 536	▲ 530	▲ 463	▲ 397	▲ 336	▲ 281	0
有利子負債以外の流動負債	167	187	205	226	249	246	215	184	156	130	0
有形固定資産投資	▲ 12	▲ 65	▲ 71	▲ 78	▲ 86	▲ 92	▲ 94	▲ 96	▲ 98	▲ 99	▲ 88
有形固定資産償却	50	47	52	57	63	69	74	79	83	86	88
ソフトウェア投資	▲ 69	▲ 118	▲ 130	▲ 143	▲ 157	▲ 169	▲ 176	▲ 182	▲ 187	▲ 191	▲ 178
ソフトウェア償却	96	95	105	115	127	139	150	160	168	175	178
のれん投資	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
のれん償却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	122	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	▲ 42	▲ 61	▲ 68	▲ 74	▲ 82	▲ 81	▲ 71	▲ 61	▲ 51	▲ 43	0
内部留保等	▲ 34	522	986	1,228	1,506	1,643	1,775	1,884	1,969	2,035	2,082
営業CF	626	▲ 25	384	566	777	921	1,146	1,344	1,513	1,653	2,082
短期借入金	▲ 621	25	▲ 384	▲ 20	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	▲ 5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	▲ 626	25	▲ 384	▲ 20	0	0	0	0	0	0	0

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、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

東証グロース 株式会社ベガコーポレーション [3542] 2023年3月3日 発行

FY	2023.02	2024.02	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02
KPI											
期首投下資本売上高比	35.3%	29.2%	29.2%	29.3%	29.3%	29.3%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%	29.4%
繰延ヘッジ損益	-0.1	-109	-109	-109	-109	-109	-109	-109	-109	-109	-109
土地再評価額金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
為替調整勘定	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期首投下資本	6,015	5,368	5,916	6,518	7,181	7,910	8,632	9,261	9,801	10,257	10,640
売上高成長率	1.3%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	7.2%	5.8%	4.6%	3.7%
売上原価率 (為替レート130.2円)	49%	47.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
売上原価率 (為替レート120.0円)	49%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
販売管理費率	47.4%	42.1%	37.1%	36.1%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%	35.1%
営業利益率		5.0%	8.0%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
NOPAT	207	1,118	1,627	1,944	2,307	2,538	2,767	2,966	3,137	3,281	3,402
ROIC	3.4%	20.8%	27.5%	29.8%	32.1%	32.1%	32.1%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
運転資本日商比(日)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
有利子負債以外の流動負債日商比(日)	36	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
手元流動性月商比(カ月)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
短期借入金金利	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
長期借入金金利	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
配当性向	83.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	40.0%	60.0%	70.0%	100.0%	100.0%
配当÷株主資本簿価(DOE)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
グロスDELレシオ	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ネットDELレシオ	-36.7%	-41.7%	-48.3%	-53.8%	-58.5%	-62.2%	-65.7%	-68.7%	-71.4%	-73.8%	-76.6%
有形固定資産減価償却費率	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
のれん償却率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ソフトウェア償却率	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
海外調達割合	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
国内調達原価[百万円]	419	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
海外調達原価[百万円]	7,964	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
海外調達原価[千ドル]	58,366	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
為替レート[ドル/円]	136.5	130.2	130.2	130.2	130.2	130.2	130.2	130.2	130.2	130.2	130.2
円安シナリオ 為替レート[ドル/円]		120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
円安シナリオ 為替レート[ドル/円]		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
海外調達原価[千ドル]											
営業利益上乗せ効果		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPAT改善額		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
円安営業利益		925	1,625	2,010	2,457	2,702	2,945	3,157	3,339	3,493	3,622

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、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

GCC経営™ 分析

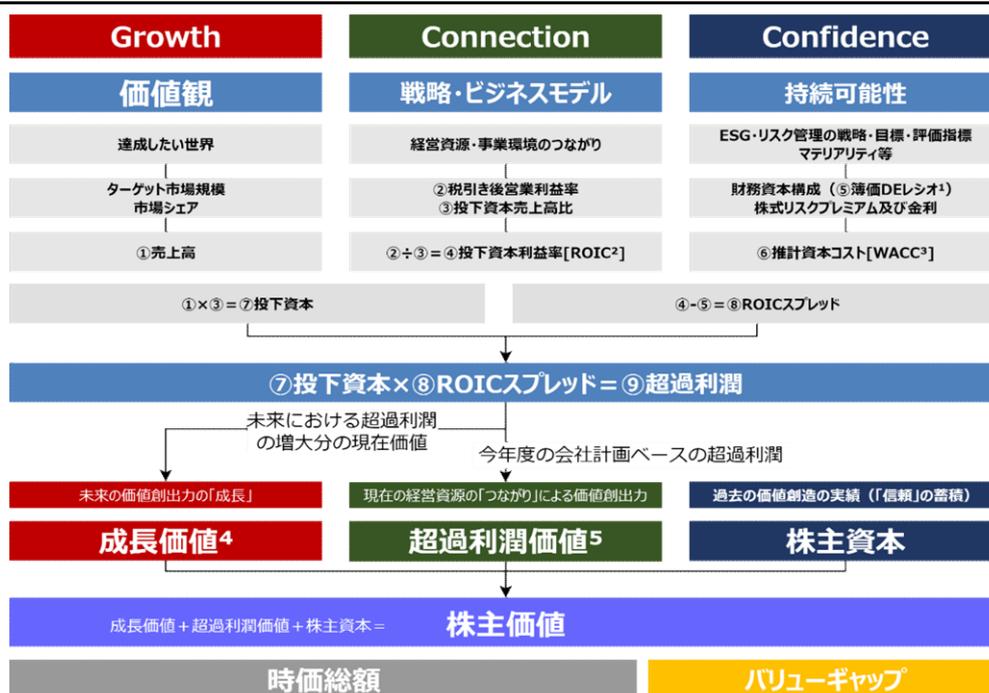
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュギャップを可
視化

Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

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」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法（「巻末資料2.」参照）により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリュギャップを可視化する。

GCC経営™分析のフレームワーク



【出所：JPR】[注]1. 簿価DELシオ：有利負債と株主資本の割合。2. ROIC：Return on Invested Capital. 投下資本利益率。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。3. WACC: Weighted Cost of Capital. 加重平均資本コスト。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。4. 成長価値＝X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値。永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積価値。5. 超過利潤価値＝今年度会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今年度会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

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・資料に基づいていますが、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

10年成長シナリオ分析によるバリューギャップの可視化

年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのかを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されと考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

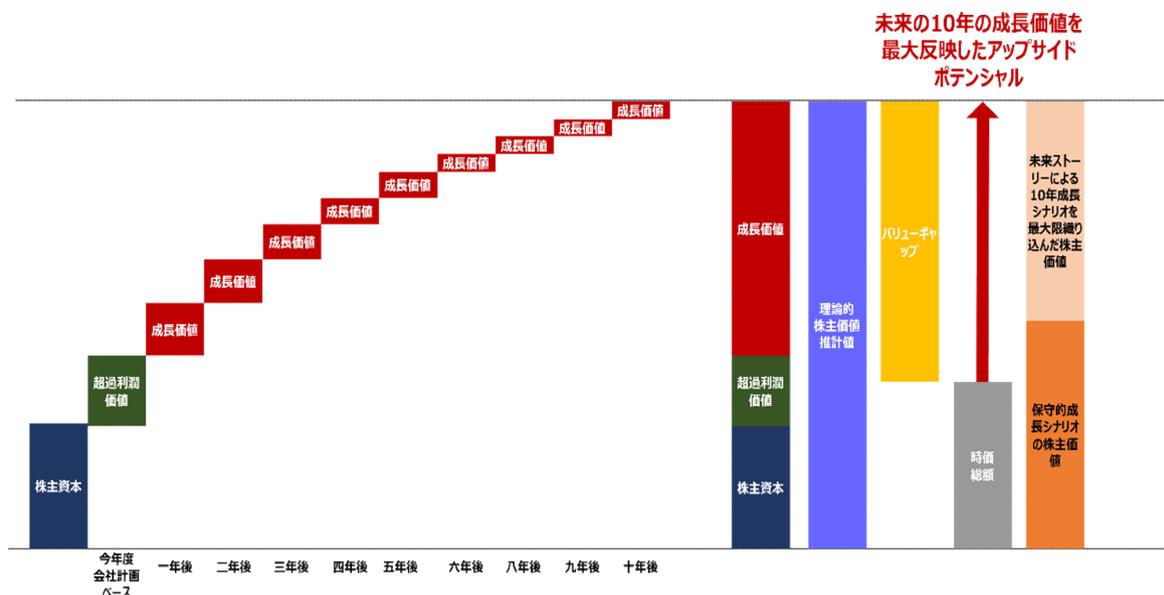
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

多様なシナリオ分析の可視化

保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するとき有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

バリューギャップの可視化



[出所]JPR

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、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

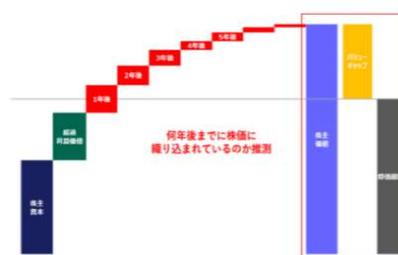
巻末資料2.超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くれば割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本＝投下資本＋非事業資産－有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算し

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額)
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 0.5% + 5% × β
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンとの一次回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分

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、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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダブリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）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。発行者は原則、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）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及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。有価証券及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、発行者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、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、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。

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。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。