

## GCC経営™分析による25.9倍のアップサイドの可能性

### SOKUYAKU経済圏確立によるだれでもどこでも健康を享受できる世界の実現

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。

#### 7.7兆円と巨大な調剤薬局市場でSOKUYAKU経済圏を確立

ジェイフロンティア株式会社（以下ジェイフロンティア、旧モバイルフロンティア株式会社）は2008年に広告代理店及び通信販売・卸売を目的として設立され、医薬品や健康食品の通販を柱にオンライン診療・薬宅配システム「SOKUYAKU」に注力し、2021年8月に東証グロスに上場した。企業理念「人と社会を健康に美しく」のもと、デジタル技術を活用してSOKUYAKU経済圏を確立することで、ヘルスケアテックカンパニーとして社会全ての人々の健康で幸福な生活の実現に貢献しつつ、医療費抑制や効率的な医療体制整備に取り組む。7.7兆円と巨大な主要ターゲット市場の調剤薬局市場において、中長期アクションプランにおいて2025年300億円、2028年1,000億円の売上高を計画している。

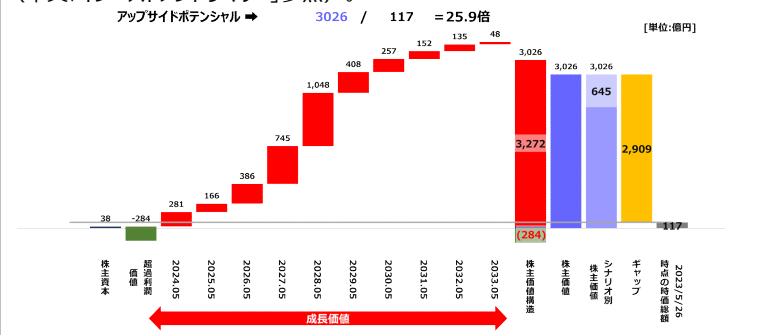
#### インサイト獲得とITの強みでSOKUYAKU経済圏の圧倒的な改善サイクル実現

ジェイフロンティアは、患者・医者・薬局を重要なステークホルダーとし、患者ファーストの顧客体験を通じて医者・薬局との良好な関係構築を図る。ユーザー数を増加させつつ医者・薬局と連携強化を進め、それぞれの最大ニーズ患者：快適な医療体験、医者：初診患者の獲得、薬局：医薬品の販売を充足させる価値創造サイクルの確立が期待される。ここでは、中村社長の経歴にある、ドラッグストアのマネジメント、広告代理店的なアナログ・デジタルでの営業能力、ITの知見が活用されることによる圧倒的な改善サイクルが重要となる。また、D2C商品のラインナップを拡大しつつ、SOKUYAKUの利便性向上とエリア拡大を進めることにより、相互送客体制のさらなる強化が期待される。

急速なシェア拡大のための広告投資により足元は赤字であるが、2025年5月期計画では営業利益25億円となっており、急速なROICの改善（22.5%と推計）が見込まれる。

#### 10年成長シナリオ次第で、最大アップサイド25.9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3,026億円、現状の時価総額の約25.9倍と推計された（本文「インベストメントサマリー」参照）。



\*1「概念デザイン」\*2「実装デザイン」の詳細、及び評価体系は、巻末資料は巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のためにを参照。

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)
2022年5月期通期実績	11,876	-	732	-	712	-	400	-	90.64	4,290	1,622
2022年5月期3Q実績	7,448	-	575	-	549	-	352	-	80.60	2,627	1,622
2023年5月期3Q実績	12,720	70.8%	-690	-	-709	-	-603	-	-131.07	3,025	2,110
2023年5月期会社計画	16,669	40.4%	-2,028	-	-2,068	-	-2,190	-	-480.59	-	-

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。

# 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25.9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25.9倍

JPRは、ジェイフロンティア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。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。

### 株主価値の分析（億円）

## 定性ストーリーの骨子

**Growth** : 「ケンビキョウイイ」\*2を充足させるSOKUYAKU経済圏確立

**Connection** : インサイト獲得とITの強みで圧倒的な改善サイクルを実現

**Confidence** : 高い参入障壁構築と医療・社会保障費問題解決への貢献

## 定量ストーリーの骨子

時価総額

117

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = **25.9倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値<sup>1</sup>

株主資本38 + 超過利潤価値-284 + 成長価値3,272 = **3,026**

株主資本	超過利潤価値	成長価値
38	-284	3272

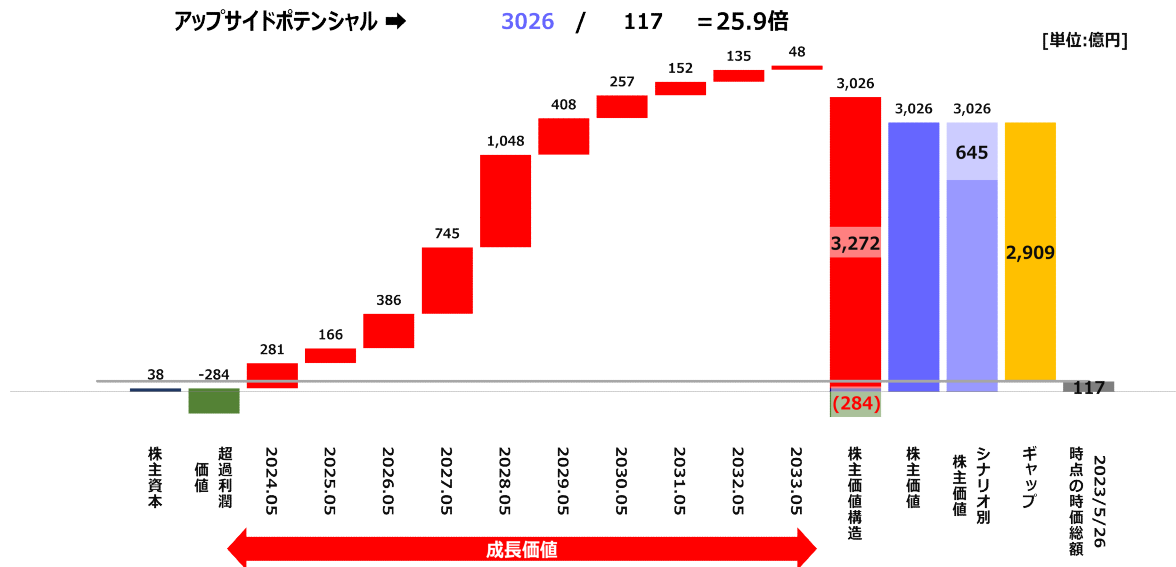
[出所]JPR作成

\*1健康・美容・教育・癒し・医薬・医療

\*2四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。

## ■ 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

## ■ 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	
	2023.05	2024.05	2025.05	2026.05	2027.05	2028.05	2029.05	2030.05	2031.05	2032.05	2033.05	
売上高		167	250	300	469	688	1,000	1,197	1,322	1,400	1,472	1,500
営業利益		-20	6	25	70	164	300	364	401	423	444	452
営業利益率		-12.2%	2.4%	8.3%	14.9%	23.8%	30.0%	30.4%	30.3%	30.2%	30.2%	30.1%
売上高成長率		40.4%	50.0%	20.0%	56.4%	46.5%	45.4%	19.7%	10.5%	5.9%	5.2%	1.9%
NOPATマージン		-8.4%	1.7%	5.8%	10.3%	16.5%	20.7%	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	20.8%
投下資本売上高比率		34.3%	20.9%	25.5%	24.2%	31.3%	31.9%	37.2%	35.1%	33.6%	32.2%	31.3%
WACC		6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
ROIC=NOPATマージン+投下資本売上高比率		-24.5%	8.0%	22.6%	42.4%	52.7%	65.1%	56.5%	59.7%	62.2%	64.7%	66.5%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)		(¥4.0)	¥1.3	¥3.6	¥6.8	¥8.5	¥10.5	¥9.1	¥9.6	¥10.0	¥10.4	¥10.7
NOPAT		-14.02	4.15	17.29	48.23	113.26	207.42	251.51	276.94	292.60	307.20	312.34
投下資本×WACC		3.55	3.23	4.75	7.05	13.32	19.74	27.58	28.74	29.15	29.42	29.10
超過利潤		-17.57	0.92	12.54	41.19	99.94	187.68	223.93	248.20	263.45	277.78	283.24
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC		-17.57	0.92	12.54	41.19	99.94	187.68	223.93	248.20	263.45	277.78	283.24
各年で創造する価値		-294	298	188	462	948	1,416	585	392	246	231	88
ディスカウントレート		100%	94%	89%	83%	79%	74%	70%	66%	62%	58%	55%
超過利潤の現在価値		-284	281	166	386	745	1,048	408	257	152	135	48
投下資本① 元手		57										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②		-284										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③			3,272									
非事業資産価値 ④		3										
企業価値=①+②+③+④		3,048										
有利子負債等		-23										
株主価値		3,026										

[出所] JPR

※NOPATについて、累積損失の影響から法人税率の推計が困難であるため、保守的に実効法人税率として30.9%を適用している。  
 なお、より詳細な財務モデルは「5. 参考資料：財務モデルの詳細」に記載。

## ■ 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（単位：億円）

## Growth : 「ケンビキョウイイ」\*2を充足させるSOKUYAKU経済圏確立

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
人と社会を健康に美しく	健康で幸福な生活に貢献	CAGR25.0%が期待
オンライン診療と調剤薬局を結びつけるSOKUYAKUを中心に健康と社会の美しさを追求。デジタル技術を活用してSOKUYAKU経済圏を確立を図り、医療費抑制や効率的な医療体制整備に取り組む。	7.7兆円と巨大市場である調剤薬局市場を中心に、SOKUYAKU・D2C販売・プランディング・BPOサービスを展開するSOKUYAKU経済圏により、ヘルスケアテックカンパニーとして社会全ての人々の健康で幸福な生活の実現に貢献する。強固な流通体制と決済機能の組み込み、製薬領域への拡大も期待される。	2023.03 167 2033.03 1,500
		中長期アクションプランにおける計画売上高、2025年300億円、2028年1,000億円を前提。
		成長価値
		3,272

## Connection : インサイト獲得とITの強みで圧倒的な改善サイクルを実現

戦略	ビジネスモデル	ROIC
患者起点の関係構築	相互送客体制の強化	91.0ポイント改善が期待
患者・医者・薬局を重要なステークホルダーとし、患者ファーストの顧客体験を通じて医者・薬局との良好な関係を構築。ユーザー数を増加させつつ医者・薬局との連携を進めることにより、それぞれの最大ニーズ患者：快適な医療体験、医者：初診患者の獲得、薬局：医薬品の販売を充足させる価値創造サイクルを確立する。	D2C商品へのSOKUYAKUのロゴ掲載によるSOKUYAKUの認知拡大が期待される。また、取り扱うD2C商品数が拡大することにより、未病・予防分野でのSOKUYAKUからの送客とD2C商品利用をきっかけとするSOKUYAKU利用という相互送客体制が確立される。このため、D2C商品のラインナップを拡大しつつ、SOKUYAKUの利便性向上とエリア拡大を進めることにより、相互送客体制のさらなる強化が期待される。	2023.03 -24.5% 2033.03 66.5%
		2025年の計画営業利益25億円達成と、2028年に営業利益300億円を前提。
		超過利潤価値
		-284

## Confidence : 高い参入障壁構築と医療・社会保障費問題解決への貢献

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
業界特有の高い参入障壁	QoL向上・社会保障費削減	現状維持
関係構築において、医者は必要不可欠、薬局は競争力強化に重要であるため、ある程度シェアが拡大すれば参入障壁がより強固になる。また、日本の医療用医薬品に関する規制下ではAmazon等の参入は考えられない。	SOKUYAKU経済圏でQoL向上には欠かせない「ケンビキョウイイ」（健康・美容・教育・癒し・医薬・医療）に特化したサービスを展開し、いつでも・どこでも・誰でも、医師・薬剤師と繋がり、薬が受け取れる社会を実現。未病・予防領域での医薬品提供活発化により、医療用医薬品の必要量や医療機関利用の長期化等が軽減され、社会保障費の削減に貢献。	6.2%
		高い参入障壁と事業自体の社会貢献性により事業リスク・資本コストが上昇する可能性は低い。
		株主資本
		38

\*1会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。

\*2健康・美容・教育・癒し・医薬・医療

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。

## 2.会社概要

### 会社概要

会社名	ジェイフロンティア株式会社 (英語表記: J Frontier Co., Ltd)
設立	2008/06/10
代表	中村 篤弘
本社所在地	東京都渋谷区渋谷2-9-9 SANWA青山bldg.8階
資本金	165百万円
従業員数	369人(2022年7月31日現在)
決算期	5月
事業内容	SOKUYAKU事業(オンライン診療・オンライン服薬指導・薬の宅配プラットフォームの運営、医療機関のDX支援、調剤薬局の運営)、D2C事業(医薬品を含むヘルスケア商品のD2C事業)、B2B事業(医療機関・ヘルスケア企業に対するBPO支援(マーケティング、物流、コールセンター等))
上場日	2021/08/27
上場証券取引所	東京証券取引所グロス [証券コード: 2934]

[出所]会社資料よりJPR作成。

### 沿革

年	月	内容
2008年	6月	モバイルフロンティア株式会社(現 ジェイフロンティア)を資本金900万円で設立 広告代理業におけるキャスティング広告を開始
2011年	6月	広告代店業におけるSNS(ソーシャル・ネットワーキング・サービス)広告を開始
2012年	4月	広告代理業におけるPRイベント(記者発表会)広告を開始
	8月	自社ブランドの健康食品の公式サイト「酵素水素328選」を開設
2014年	6月	ジェイフロンティア株式会社に商号変更
2016年	12月	くすりの健康日本堂公式通販サイト開設
2018年	11月	インフルエンサーマーケティングサイト「BooMStar」を開設
2019年	5月	調剤薬局「健康日本堂調剤薬局 赤坂店」を開設 顧客サービスプラットフォーム「速薬」アプリを配信開始
	11月	漢方薬「生漢煎®防風通聖散」等を扱うオンラインショップを(株)アインファーマシーより事業譲受し、「JFDオンラインショップ」としてリニューアル開設
2020年	4月	電話による服薬指導及び処方箋医薬品の宅配開始
2021年	2月	医療プラットフォームサービスSOKUYAKUアプリをリリース
	8月	東京証券取引所マザーズ市場への上場
	11月	株式会社シーディ、株式会社バイオセーフの株式取得(現 連結子会社)
	12月	株式会社アルファランの株式取得、AIGATE キャリア株式会社の株式取得(現 連結子会社)
2022年	1月	株式会社Lyckaヘアケア・ボディケアブランド「LILAY」シリーズ事業譲渡により取得
	3月	株式会社イーエックス・パートナーズの株式取得(現 連結子会社)
	4月	SOKUYAKUオンライン薬局の提供を開始
	7月	株式会社ECスタジオの株式取得(現 連結子会社)

[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。



## ■ 主な連結子会社・グループ会社（単位：百万円）

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
メディカルケアセールス事業	株式会社シーディ	医薬品等のECサイト運営、医薬品卸販売事業、調剤薬局運営	30	100%
ヘルスケアマーケティング事業	株式会社アルファラン	封入・封緘・梱包等作業、郵便・DM及び小荷物の発送代行、物流コンサルティング/セールスプロモーション事業、倉庫業	20	100%
メディカルケアセールス事業、ヘルスケアマーケティング事業	AIGATEキャリア株式会社	営業人材派遣事業、職業紹介事業、委託・請負事業、M&Aアドバイザー事業	80	100%
メディカルケアセールス事業	株式会社イーエックス・パートナーズ	医療機関専門ホームページ制作、SEO対策、MEO対策、VSEO対策、リスティング広告代行（Google/Yahoo）、予約システム導入支援、オンライン診療導入支援（オンライン診療・服薬指導アプリ SOKUYAKU）、求人募集支援業務	10	90%

[出所]会社資料等よりJPR作成

## ■ 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2022年	5月	一般社団法人技美会	技美会に所属する医療スタッフ及び美容医療に関する知見と、ジェイフロンティア提供の医療機関・薬局向けオンライン診療・服薬指導・薬の宅配サービス「SOKUYAKU」を掛け合わせ、最短一時間で処方薬の受け取りができるなど、患者さまにとって更に利便性の高い美容医療専門オンラインクリニックサービスをご提供するため
2022年	7月	株式会社フィナンシャル・エージェンシー	フィナンシャル・エージェンシーおよびその提携する保険会社・保険代理店等が有する顧客基盤に「SOKUYAKU」の利用を促し、本サービスの普及・拡大を図るため。また、オンライン診療での診察結果等に応じて、リマインド機能や保険金請求機能を「SOKUYAKU」に実装するため。加えて、よりパーソナライズされた新たな保険商品の開発を推進するため。
2022年	9月	日本航空株式会社	「SOKUYAKU」を通して、どこに住んでいても手軽に受けられるオンライン診療の普及を推進し、これからの時代にあった医療、健康のサポートの実現に取り組むため。
2022年	11月	I&H 株式会社	へき地や離島等における強固な医療体制の構築に貢献するデジタル技術の開発・検証を実施し、これまでの両社の取り組みをさらに強力に推進するため。
2022年	11月	WellBe Holdings Limited	「SOKUYAKU」の活用による海外駐在日本人に向けた日本の医療サービスの提供を促進することで、海外に住んでいても手軽に受けられるオンライン診療の普及を推進し、これからの時代にあった医療、健康のサポートの実現に取り組むため。
2023年	3月	株式会社エアトリプレミアム倶楽部	「SOKUYAKU」を活用したオンライン診療・服薬指導・宅配による処方薬の受け取りなど、旅先・出張先で医療が受けられる環境を提供することで、より安心して旅行や出張ができる環境を構築するため。

[出所]会社資料等より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、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。

### 3.GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリーと評価

#### Growth

#### 概念デザイン

進捗状況：90%

#### 実装デザイン

進捗状況：70%

実績への反映の  
進捗状況：30%

#### 「ケンビキョウイ」\*1を充足させるSOKUYAKU経済圏確立

#### 衣食住に次ぐインフラとしてだれでもどこでも健康を享受できる世界へ

ジェイフロンティアは「人と社会を健康に美しく」を企業理念に掲げ、デジタル技術の活用により、「健康寿命伸長による医療費抑制」「医療機関のDX化による効率的・効果的な体制整備」に取り組み、ヘルスケアテックカンパニーとして社会全ての人々の健康で幸福な生活の実現に貢献する。規制緩和が進むオンライン診療と調剤薬局をつなぐ新たなビジネスモデルを確立し、医療・医薬分野のDX化推進とともに、未病・予防段階における商品やサービスの開発を通じて、人々の健康で幸福な生活をサポートしている。

#### TAM/SAM/SOM

TAM（2021年度）：調剤医療費が7兆7,059億円\*2、化粧品が2兆2,900億円\*3、健康食品が8,880億円\*4の計10兆8,839億円

SAM：SOKUYAKUが処方箋8億枚\*2×利用料150円/回\*5＝1,200億円、化粧品業界10位程度の約400億円\*6、健康食品通販業界5位程度の約180億円\*7の計1,780億円

SOM：ジェイフロンティアの2023年5月期通期計画売上高166億円

#### 調剤薬局業界の改革から美容・健康・流通・決済への拡大

SOKUYAKU経済圏確立のため、オンライン診療「SOKUYAKU」と医薬品・健康食品・化粧品等のD2C販売、ブランディング・BPOサービスを展開し、未病・予防期間の長期化と疾病期間の短縮化を図っている。ここに強固な流通体制を確立し決済機能を組込むことで、ヘルスケア全般を扱う楽天のような存在となることが期待される。また、経済圏拡大のため、汲み上げたニーズを活用して、製薬領域への拡大による更なる健康への貢献の可能性も考えられる。

#### 巨大市場でローンチから急速なシェア拡大

2023年5月期3QにおけるSOKUYAKUの提携数は病院が3,009、薬局が6,014、ユーザー数は1,085,451人と急伸。D2Cにおける「SOKUYAKUビューティー」で新規獲得した定期顧客数は2023年5月期計画400,000人。B2B事業における取引先数も、計画新規取引先数における進捗率は82%と順調。

\*1健康・美容・教育・癒し・医薬・医療

\*2厚生労働省「調剤医療費（電算処理分）の動向～令和3年度版～」

\*3矢野経済研究所「化粧品市場に関する調査を実施（2022年）」

\*4矢野経済研究所「健康食品市場に関する調査を実施（2022年）」

\*5ジェイフロンティア「2023年5月期 第3四半期決算説明資料」

\*6株式会社デジタル&ワークス「業界動向リサーチ 化粧品業界 売上高ランキング」

\*7株式会社PRECS「D2C・定期通販ノウハウ講座 健康食品ECの売上高ランキング」

## Connection

### 概念デザイン

進捗状況：90%

### 実装デザイン

進捗状況：70%

### 実績への反映の

進捗状況：10%

## インサイト獲得とITの強みで圧倒的な改善サイクルを実現

### 患者ファーストを起点とするステークホルダーとの関係構築

ジェイフロンティアの主なステークホルダーは、患者・医者・薬局と言える。これらステークホルダー間でのバリューチェーンにおいて、患者は快適な医療体験、医者は初診患者の獲得、薬局は医薬品の販売が最大のニーズとなるため、特に患者ファーストでの顧客体験を提供することにより、医者・薬局のニーズ充足も可能と考えられる。このため、ジェイフロンティアはユーザー数を増加させつつ医者・薬局との連携を進めることにより、快適な顧客体験を提供できる価値創造サイクル確立を進めていると言える。

### SOKUYAKUとD2C商品の相互送客体制強化

ジェイフロンティアが提供するD2C商品には、SOKUYAKUのロゴを掲載しているため、D2C商品利用によるSOKUYAKUの認知拡大が期待される。また、ユーザーの利用する美容・健康商品と医療機関の相性も連動しているため、取り扱うD2C商品数が拡大することにより、未病・予防分野でのSOKUYAKUからの送客とD2C商品利用をきっかけとするSOKUYAKU利用という相互送客体制が確立される。このため、自社開発やOEM、M&A等により、D2C商品のラインナップを拡大しつつ、流通・決済機能の拡充等による利便性向上とエリア拡大を進めることにより、相互送客体制のさらなる強化が期待される。

### アナログ対応も両立したきめ細かいオンライン診療サービス展開

#### 広告投資により足元では赤字

急速なシェア拡大のため、ジェイフロンティアは広告投資に注力している。このため、SOKUYAKUの赤字が全体の業績に影響を及ぼしており、2023年5月期3Q時点では営業利益-576百万円となっている。2025年5月期計画では営業利益25億円となっており、急速なROICの改善（22.5%と推計）が見込まれる。

#### きめ細かいサービスによるユーザー定着

SOKUYAKUでは、オンライン診療から薬局への予約入れや薬剤の配達まで一貫したサービスを提供している。診療においては、医者による料金表示の改善指示等、SNSを活用した積極的な顧客体験改善を行っている。薬局では、処方薬が在庫にない場合があるため、在庫に応じて近い薬局へ予約を付け替えるといった対応をとっている。こうしたきめ細かいサービスを提供することで、認知拡大により獲得した新規ユーザーの定着を図っている。こうした取り組みは、中村社長の経歴にある、ドラッグストアのマネジメント、広告代理店的なアナログ・デジタルでの営業能力、ITの知見が活用されたものと考えられる。



## Confidence

現状の安定性は  
70%

社会的貢献性は  
90%

## 高い参入障壁構築と医療・社会保障費問題解決への貢献

### 財務安定性：医者との連携・日本特有の規制による高い参入障壁

#### オンライン診療サービスには医者・薬局との関係構築が不可欠

オンライン診療サービスを展開するためには、実際に診療を行う医者との連携が必要不可欠である。この関係構築のために重要なのは、オンライン診療への取り組みやすさと初診患者を獲得する能力と考えられる。ジェイフロンティアはオンライン診療の環境構築と患者向け広告への投資、薬局への処方箋の予約取り付けによりこの競争力を発揮している。薬局との関係構築も非常に上手く進んでおり、テスト導入した薬局チェーンの全店に導入する件が見られている。このように既に参入障壁はある程度構築されており、今後のシェア拡大によりさらに強固になることが予想される。

#### 日本の規制下ではAmazon等の参入可能性は低く予想される

海外事例よりAmazon等の参入が危惧されるケースがあるが、ジェイフロンティアと同等の業態への参入は考え難い。これは、日本の規制下では一か所の物流センターから医療用医薬品を配送することはできず、薬価が決まっているため価格競争もできないためである。また、医者との連携がなければ診察情報が得られず、クラウド化された電子カルテも全体のごく少数であるため、電子処方箋の本格的な利用にはまだ時間がかかる。薬局もAmazon等と競合するため提携の可能性は低いと考えられる。

### 社会貢献性：「ケンビキョウイ」充足と社会保障費削減への貢献

#### SOKUYAKU経済圏による「ケンビキョウイ」充足

ジェイフロンティアが確立を目指すSOKUYAKU経済圏では、「ケンビキョウイ」（健康・美容・教育・癒し・医薬・医療）に特化したサービスを展開する。これらは衣食住に次ぐインフラと言え、QoL向上には欠かせない。

また、SOKUYAKU単体でもオンライン診療、オンライン服薬指導、処方薬の配送までワンストップで提供するプラットフォームとして、いつでも・どこでも・誰でも、医師・薬剤師と繋がり、薬が受け取れる社会の実現が期待される。

#### 未病・予防領域の活性化による社会保障費削減への貢献

SOKUYAKU経済圏によるQoL向上により未病・予防領域での医薬品提供が活発化することにより、健康寿命の延伸が期待され、医療用医薬品の必要量や医療機関利用の長期化等が軽減される。このため、増大を続けている社会保障費の削減に貢献できると考えられる。

参考

M&Aによる売上拡大の加速

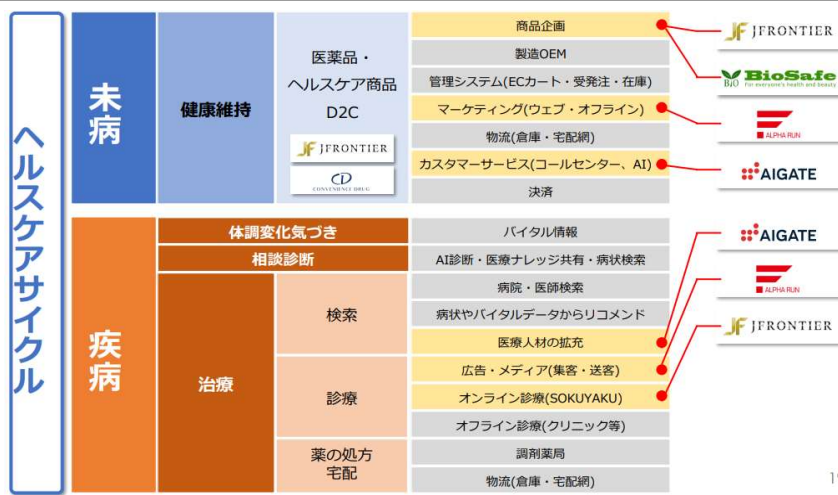
販管費圧縮による営業利益率改善に期待

売上高、営業利益率の前提

売上高：会社計画をもとに毎年1社のM&Aを前提

ジェイフロンティアは中長期アクションプラン\*1における売上高を、2025年5月期に300億円、2028年5月期に1,000億円としている。SOKUYAKUヘルスケア経済圏の確立に向けて、“ヘルスケアサイクル”に関連するサービスを拡充するM&Aを加速するとしており、特に2025年5月期におけるD2C事業では、オリジナル商品数200種類（2022年5月期比で2倍）を目指している。このため、2033年5月期まで毎年1社のM&Aと、それに付随した資金調達を数回行うことを前提としている。

ジェイフロンティアのM&Aマッピング



ジェイフロンティア「当社グループ中長期的展望と2025年5月期の中期経営目標」より

営業利益率：会社計画をもとに順次改善を前提

ジェイフロンティアは中期の経営目標における営業利益を25億円（営業利益率8.33%）としており、「SOKUYAKU」経済圏の確立のためにM&Aにも注力し、「SOKUYAKU」自体の売上高が1,000億円になるころには、300億円くらいの利益が出せるようにしたいと考えています。\*2としている。このためJPRは、売上高1,000億円を前提としている2028年5月期の営業利益率を30%に設定している。足元の広告投資の回収とSOKUYAKU経済圏の確立による販管費率の圧縮が期待される。

\*1ジェイフロンティア「当社グループ中長期的展望と2025年5月期の中期経営目標」

\*2ログミー株式会社「ログミーFinance 第53回 個人投資家向けIRセミナー Zoom ウェビナー 第4部・ジェイフロンティア株式会社」

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。

## 4.2023年5月期3Q業績概要

### 決算概要

#### ■ 全社業績

##### 業績概要

3セグメントにおける各種施策の結果、当第3四半期連結累計期間の売上高は12,720,969千円（前年同期比+70.8%）、営業損失は690,424千円（前年同期は営業利益575,475千円）、経常損失は709,004千円（前年同期は経常利益549,763千円）、親会社株主に帰属する四半期純損失は603,631千円（前年同期は親会社株主に帰属する四半期純利益352,531千円）となった。

#### ■ セグメント別業績

##### メディカルケアセールス事業

医薬品のD2C（EC・通販）では、第1類医薬品や第2類医薬品における売上が引き続き好調に推移。また、「SOKUYAKU」では、その利便性の高さから消費者ニーズは依然強く、アプリ会員数は好調に増加し、併せて提携病院数・薬局数も増加した。さらに、自治体向けオンライン診療窓口の受託サービスを開始し、複数の自治体から受託している。

その結果、セグメント売上高は5,843,656千円（前年同期比+101.9%）、セグメント損失は576,157千円（前年同期はセグメント利益134,356千円）となった。

##### ヘルスケアセールス事業

新規ブランドSOKUYAKUビューティーをリリースし、第一弾として美白系の新商品を発売。また、子会社のECスタジオとの連携も引き続き順調に進んでいる。

その結果、セグメント売上高は3,010,136千円（前年同期比+17.5%）、セグメント利益は251,689千円（前年同期比-62.2%）となった。

##### ヘルスケアマーケティング事業

グループ全体での新規顧客の開拓営業及び既存顧客へのクロスセルに注力した結果、セグメント売上高は3,867,176千円（前年同期比+94.1%）、セグメント利益は19,064千円（前年同期比-58.0%）となった。

## 5. 参考資料: 財務モデルの詳細

### 実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細

[単位:百万円]	会社計画 JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想
FY	2023.5	2024.5	2025.5	2026.5	2027.5	2028.5	2029.5	2030.5	2031.5	2032.5	2033.5
PL											
売上高	16,669	25,000	30,000	46,928	68,771	100,000	119,685	132,244	139,990	147,209	150,000
売上原価	9,091	13,500	15,954	24,956	36,572	53,180	63,648	70,327	74,447	78,286	79,770
販売管理費	9,606	11,500	14,046	21,971	32,199	46,820	56,036	61,917	65,543	68,923	70,230
EBITDA	▲1,917	718	2,629	7,125	16,557	30,201	36,594	40,282	42,555	44,642	45,326
減価償却費合計	111	118	129	149	175	201	217	227	235	211	151
営業利益	▲2,028	600	2,500	6,976	16,382	30,000	36,377	40,054	42,320	44,431	45,175
支払利息	15	13	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他営業外収益	▲25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	▲2,068	587	2,500	6,976	16,382	30,000	36,377	40,054	42,320	44,431	45,175
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
法人税等	122	181	773	2,156	5,062	9,270	11,240	12,377	13,077	13,729	13,959
親会社株主に係る包括利益	▲1,910	406	1,728	4,821	11,320	20,730	25,136	27,678	29,243	30,702	31,216
期首発行済株式数(千株)	4,892	4,892	5,381	5,381	5,919	5,919	5,919	5,919	5,919	5,919	5,919
発行株式数(千株)	0	489	0	538	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)	4,892	5,381	5,381	5,919	5,919	5,919	5,919	5,919	5,919	5,919	5,919
EPS(円)	▲447.66	75.42	321.02	814.38	1,912.30	3,502.02	4,246.39	4,675.71	4,940.22	5,186.60	5,273.51
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当支払額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
内部留保	▲2,190	406	1,728	4,821	11,320	20,730	25,136	27,678	29,243	30,702	31,216
BS											
手元流動性	3,125	3,750	5,866	8,596	12,500	14,961	16,531	17,499	18,401	18,750	18,806
運転資本	2,947	3,536	5,532	8,107	11,788	14,109	15,589	16,502	17,353	17,682	17,735
償却対象有形固定資産	72	86	135	198	288	345	381	403	424	432	433
のれん	786	2,121	2,355	7,764	11,149	18,833	17,018	14,915	12,597	10,303	8,065
投資有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	322	610	1,304	2,424	4,270	6,004	7,620	9,111	10,679	12,000	12,036
総資産	7,252	18,014	21,119	58,215	72,076	94,409	120,568	148,876	178,707	209,636	240,888
有利子負債以外の流動負債	2,035	2,442	3,820	5,598	8,141	9,743	10,766	11,396	11,984	12,211	12,247
短期借入金	3,250	0	0	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	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
資本金等	2,957	16,156	16,156	46,652	46,652	46,652	46,652	46,652	46,652	46,652	46,652
内部留保等	▲990	▲584	1,143	5,964	17,284	38,014	63,150	90,827	120,071	150,773	181,989
純資産・負債	7,252	18,014	21,119	58,215	72,076	94,409	120,568	148,876	178,707	209,636	240,888
CF											
手元流動性	▲1,041	▲625	▲2,116	▲2,730	▲3,904	▲2,461	▲1,570	▲968	▲902	▲349	▲56
運転資本	▲982	▲589	▲1,995	▲2,575	▲3,681	▲2,321	▲1,481	▲913	▲851	▲329	▲52
有利子負債以外の流動負債	678	407	1,378	1,778	2,542	1,602	1,022	631	588	227	36
有形固定資産投資	▲45	▲42	▲87	▲121	▲175	▲167	▲163	▲159	▲165	▲157	▲152
有形固定資産償却	21	28	39	58	85	110	126	137	144	149	151
のれん投資	0	▲1,500	▲500	▲6,000	▲4,500	▲9,500	▲500	▲250	▲50	▲50	▲50
のれん償却	91	166	266	591	1,116	1,816	2,316	2,353	2,368	2,344	2,288
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	▲107	▲288	▲694	▲1,120	▲1,847	▲1,733	▲1,616	▲1,491	▲1,568	▲1,321	▲36
内部留保等	▲2,190	406	1,728	4,821	11,320	20,730	25,136	27,678	29,243	30,702	31,216
営業CF	▲3,576	▲2,038	▲1,983	▲5,299	956	8,077	23,271	27,017	28,807	31,216	33,345
短期借入金	3,163	▲3,250	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	▲460	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	0	13,199	0	30,496	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	2,703	9,949	0	30,496	0	0	0	0	0	0	0
余剰現金増減	▲873	7,911	▲1,983	25,197	956	8,077	23,271	27,017	28,807	31,216	33,345
KPI											
期首投下資本売上高比	23.0%	20.9%	25.5%	24.2%	31.3%	31.9%	37.2%	35.1%	33.6%	32.2%	31.3%
期首投下資本	3,831	5,217	7,661	11,372	21,491	31,855	44,508	46,373	47,034	47,470	46,956
売上高成長率	40.4%	50.0%	20.0%	56.4%	46.5%	45.4%	19.7%	10.5%	5.9%	5.2%	1.9%
NOPAT	▲1,401	415	1,728	4,821	11,320	20,730	25,136	27,678	29,243	30,702	31,216
ROIC	-36.6%	7.9%	22.5%	42.4%	52.7%	65.1%	56.5%	59.7%	62.2%	64.7%	66.5%
運転資本日商比(日)	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
売上原価率	54.5%	54.0%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%
販管費率	57.6%	46.0%	38.5%	32.0%	23.0%	16.8%	16.4%	16.5%	16.6%	16.6%	16.7%
営業利益率	-12.2%	2.4%	8.3%	14.9%	23.8%	30.0%	30.4%	30.3%	30.2%	30.2%	30.1%
有利子負債以外の流動負債日商比(日)	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
手元流動性月商比(九月)	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
短期借入金金利	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
長期借入金金利	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
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	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
クロスデリシオ	165.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ネットDELシオ	6.4%	-74.9%	-68.2%	-75.5%	-69.7%	-65.1%	-72.8%	-78.5%	-82.6%	-85.7%	-88.6%
有形固定資産減価償却費率	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%
WACC	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
ROIC-WACC	-42.8%	1.7%	16.3%	36.2%	46.5%	58.9%	50.3%	53.5%	56.0%	58.5%	60.3%
超過利潤 = (ROIC-WACC) × 期首投下資本	▲1,639	91	1,253	4,116	9,987	18,755	22,377	24,802	26,327	27,759	28,305
超過利潤の永久価値	▲26,433	1,470	20,202	66,381	161,085	302,500	360,916	400,040	424,633	447,720	456,531
成長価値の各年度末時点での推計値		27,904	18,731	46,179	94,704	141,415	58,416	39,124	24,593	23,088	8,811
現在価値ファクター	94.2%	88.7%	83.5%	78.6%	74.0%	69.7%	65.6%	61.8%	58.2%	54.8%	51.6%

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フロンティア株式会社（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・資料に基づいてありますが、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。

## 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™ 分析の概要

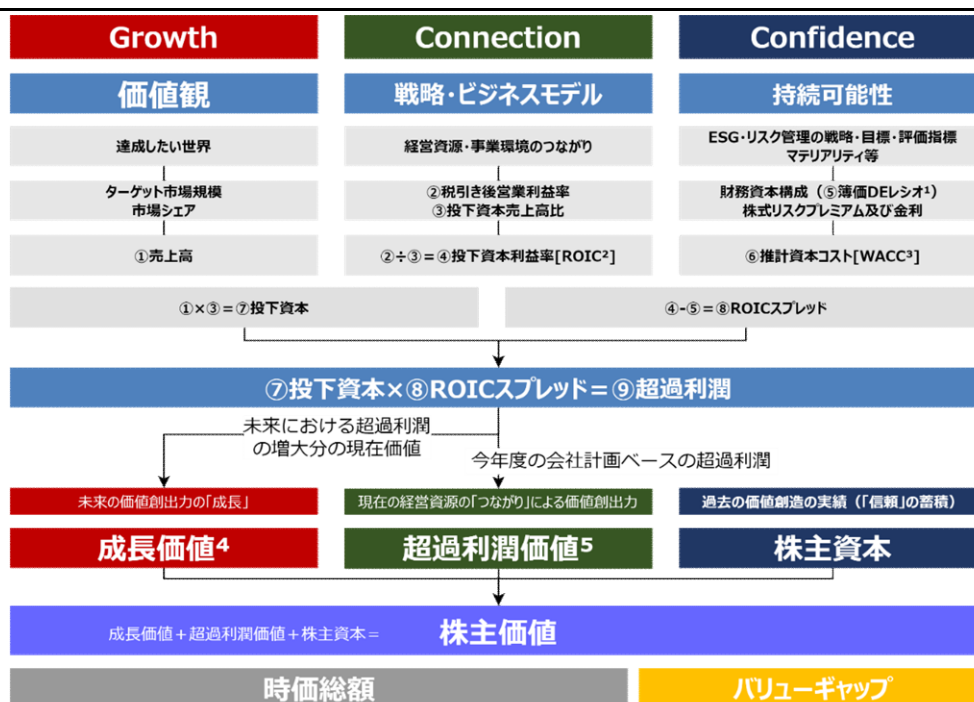
理論的な株主価値  
と時価総額のバ  
リュエギャップを可  
視化

### 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エ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 = 今年会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今年会社計画、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。

[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。



**GCC経営™  
の評価体系**

**価値創造プロセスの  
Growth・  
Connectionストー  
リーの実現可能性を  
3つの視点で評価**

**GrowthとConnectionの評価**

**定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価**

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

**「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク**

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
<b>「概念デザイン」</b>	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
<b>「実装デザイン」</b>	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかだが実装されている
<b>「実績」</b>	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかだが実績として観察される

[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。

## Confidenceの評価

### 財務安定性と社会貢献性について評価

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

価値創造プロセスの信頼性を

### 「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
<b>財務安定性</b> 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化などによる、景気変動や季節変動などの変動リスクがすくなく、資本負債構成が最適化されているという視点で5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
<b>社会貢献性</b> 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たにつくる必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

## 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。

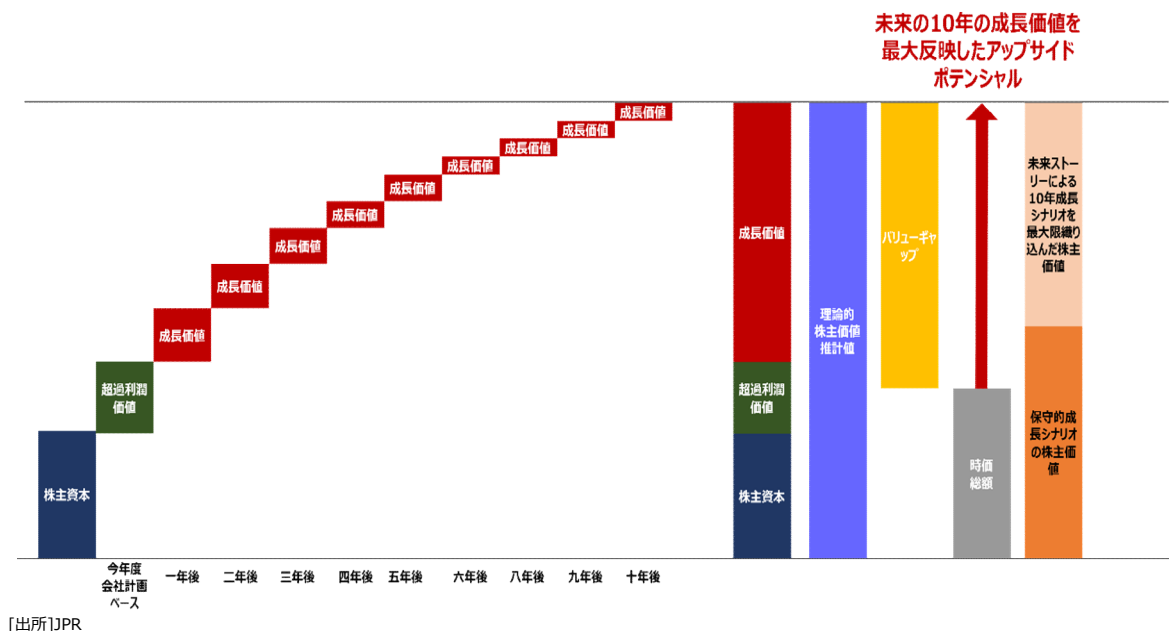
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

### 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。

多様なシナリオ分析の可視化

## バリューギャップの可視化



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。

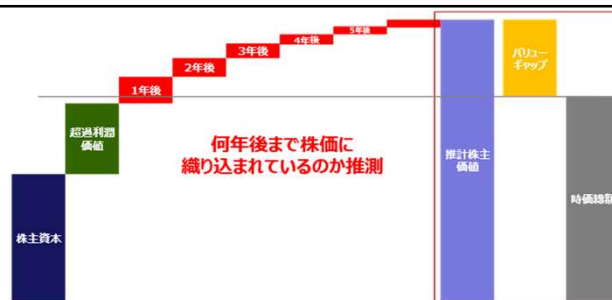
## 巻末資料2.超過利潤の説明

### 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、小さけ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ている。

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 + 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的一次回帰式の傾き  
 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・ダヴリュ/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。