

ホリスティック企業レポート

ジェイフロンティア

2934 東証グロース

ベーシック・レポート
2022年12月16日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20221213

健康食品・医薬品の通販から医療プラットフォーム「SOKUYAKU」へ事業領域拡大 将来の成長加速に向けた戦略投資により23年5月期は大幅営業損失を見込む

1. 会社概要

・ジェイフロンティア(以下、同社)は、自社ブランドの健康食品と医薬品の通信販売を主力としてきたが、オンライン診療、オンライン服薬指導、処方薬の宅配サービスをワンストップで提供する医療プラットフォームサービス「SOKUYAKU(ソクヤク)」が本格化な拡大局面を迎えつつある。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2022/12/9
株価(円)	2,716
発行済株式数(株)	4,771,024
時価総額(百万円)	12,958

2. 財務面の分析

・17/5期以降22/5期まで増収が続いたが、19/5期は新商品立ち上げの費用増で、20/5期はのれん償却費増と新型コロナウイルス禍対応の費用増で、2期連続で減益となった。

・同社の自己資本利益率(ROE)は、高水準な健康食品や化粧品等の通信販売企業と、投資フェーズにある医療関連のプラットフォーム運営企業の両方の特徴を持っているため、両者の中間あたりの水準にある。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	30.0	-6.4	37.6
PBR(倍)	3.0	5.5	4.8
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、BtoCのEC通販の経験とノウハウの蓄積にある。EC通販においては、経験とノウハウの蓄積が顧客増につながり、顧客増がさらなる経験とノウハウの蓄積につながったが、「SOKUYAKU」についても、同様の好循環を描くことによる成長が期待されている。

【株価パフォーマンス】

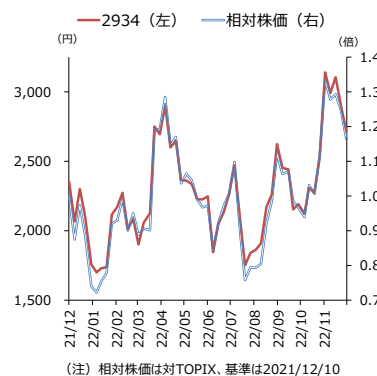
	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	-9.8	26.1	29.2
対TOPIX(%)	-8.7	18.0	31.2

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題は「SOKUYAKU」の拡大、広告投資の費用対効果の引き上げ、子会社化した企業への適切な統合マネジメントの実施である。

・長期的には「SOKUYAKUヘルスケア経済圏」の創造を目指している。「SOKUYAKU」は拡大期を迎えたと同社は判断しており、プラットフォームの一層の拡大に向けて、23/5期は大幅営業損失を覚悟の上で、戦略投資を実行していく方針である。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、その開発の経緯から、「SOKUYAKU」は競争力のあるプラットフォームと認識している。一段高い成長を目指しての23/5期の戦略投資の成果に注目したい。

【2934 ジェイフロンティア 業種:食料品】

決算期	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)	BPS (円)	配当金 (円)
2021/5	8,493	19.5	671	294.3	679	289.4	424	340.9	110.8	330.0	0.0
2022/5	11,876	39.8	732	9.0	712	5.0	400	-5.7	90.6	907.4	0.0
2023/5 CE	16,669	40.4	-2,028	-	-2,068	-	-2,190	-	-480.6	-	0.0
2023/5 E	16,534	39.2	-1,928	-	-1,928	-	-1,928	-	-422.9	491.3	0.0
2024/5 E	22,729	37.5	352	-	346	-	329	-	72.2	563.5	0.0
2025/5 E	29,366	29.2	2,412	584.6	2,406	594.9	1,805	448.6	395.9	959.4	0.0

(注)1. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想
2. 2022/5期より連結業績の開示を開始。2022/5期の前期比は2021/5期単体業績との比較
3. 2021年8月の上場時に750,000株の公募増資を実施

ベーシック・レポート

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 健康食品や医薬品の EC 通販と医療プラットフォーム「SOKUYAKU」運営

ジェイフロンティア(以下、同社)は、ヘルスケア分野を対象にソリューションを提供する企業である。08年6月にヘルスケア分野におけるインターネット広告代理業として創業し、販売促進支援を行ってきたが、蓄積した販売促進のノウハウをもとに、12年8月に健康食品の自社ブランドの企画、開発、販売を開始した。その結果、健康食品と医薬品の通信販売が主力事業となっている。

さらに、21年2月に開始した医療機関の検索、医師によるオンライン診療の予約及び受診、薬剤師によるオンライン服薬指導、処方薬の宅配サービスをワンストップで提供する医療プラットフォームサービス「SOKUYAKU」が23/5期になって本格的な拡大期を迎えようとしている。

> ビジネスモデル

◆ 事業ポートフォリオ

同社の事業は、ヘルスケアセールス事業、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の3つの報告セグメントに分類されている(図表1)。21/5期までは健康食品の通信販売を担うヘルスケアセールス事業が全売上高の約7割を占めていたが、22/5期になると、医療プラットフォーム「SOKUYAKU」と医薬品の通信販売を担うメディカルケアセールス事業の売上構成比が4割を超えるまでに上昇している。

3つの報告セグメントに分類されているものの、事業ポートフォリオとしては、D2C(EC通販)、SOKUYAKU、B2Bの3つに分けられ、同社の事業状況や今後の事業の拡大を見る上では事業ポートフォリオに注目した方が理解しやすい(図表2)。報告セグメントと事業ポートフォリオの関係についてはD2Cが2つの報告セグメントにまたがっているために注意が必要だが、D2Cのうち、医薬品が関わるのがメディカルケアセールス事業と区分され、医薬品が関わらないのがヘルスケアセールス事業として区分されている。

以下、D2C(EC通販)、SOKUYAKU、B2Bという同社の事業ポートフォリオに即して同社の事業内容を紹介したい。

【 図表 1 】セグメント別売上高・利益

(単位:百万円)

	売上高												
	19/5期	20/5期	21/5期	22/5期	23/5期 1Q	前期比 / 前年同期比				売上構成比			
						20/5期	21/5期	22/5期	23/5期 1Q	20/5期	21/5期	22/5期	23/5期 1Q
ヘルスケアセールス事業	4,918	5,161	5,911	3,043	930	4.9%	14.5%	-48.5%	-10.4%	72.6%	69.6%	25.6%	16.8%
メディカルケアセールス事業	837	1,300	1,827	4,988	2,782	55.3%	40.5%	173.0%	321.4%	18.3%	21.5%	42.0%	50.2%
ヘルスケアマーケティング事業	369	644	754	3,844	1,829	74.3%	17.1%	409.7%	874.0%	9.1%	8.9%	32.4%	33.0%
合計	6,125	7,106	8,493	11,876	5,542	16.0%	19.5%	39.8%	193.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益												
	19/5期	20/5期	21/5期	22/5期	23/5期 1Q	前期比 / 前年同期比				セグメント利益率			
						20/5期	21/5期	22/5期	23/5期 1Q	20/5期	21/5期	22/5期	23/5期 1Q
ヘルスケアセールス事業	1,080	700	1,280	779	130	-35.1%	82.8%	-39.1%	-20.0%	13.6%	21.7%	25.6%	14.0%
メディカルケアセールス事業	-453	-224	-219	339	-141	-	-	-	-	-17.3%	-12.0%	6.8%	-5.1%
ヘルスケアマーケティング事業	-13	-23	-26	37	60	-	-	-	906.3%	-3.7%	-3.6%	1.0%	3.3%
調整額	-244	-281	-362	-424	-219	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	368	170	671	732	-170	-53.7%	294.3%	9.0%	-	2.4%	7.9%	6.2%	-3.1%

(出所) ジェイフロンティア有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【 図表 2 】事業ポートフォリオ

報告セグメント	事業内容	詳細	売上構成比 (22/5期)
ヘルスケアセールス事業	健康食品D2C	健康食品のEC通販	25.6%
	化粧品D2C	化粧品のEC通販	*23/5期から
メディカルケアセールス事業	医薬品D2C	医薬品のEC通販	29.2%
	SOKUYAKU	オンライン診療・服薬指導・薬の宅配プラットフォームの運営	12.8%
ヘルスケアマーケティング事業	B2B	ヘルスケア関連のD2C事業者に対するブランディング・BPOサービス	32.4%

(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ D2C (EC 通販)

D2C (EC 通販) は、上述したように報告セグメント上は、取り扱う商品により、ヘルスケアセールス事業 (健康食品と化粧品) とメディカルケアセールス事業 (医薬品や医薬部外品等) に分類されているが、ともに EC 通販を行う事業である。

健康食品と化粧品の通販については、健康食品はダイエット用の商品が中心で、複数の大学教授と連携して開発した「酵素素 328 選」を主力ブランドに、生サプリメントや生スムージー等を販売している。化粧品は、22 年 7 月に EC スタジオを子会社化したことで参入した新しいジャンルである。

医薬品・医薬部外品と漢方薬の通販については、医薬品・医薬部外品の主力ブランドは、しみ・そばかす対応の「ホワイピュア」シリーズである。漢方薬は、事業譲受した後に19年11月にリニューアル開設した「JFD オンラインショップ」で展開しており、「防風通聖散」が中心である(図表3)。

【図表3】D2C(EC通販)の主な商品・ブランド

セグメント	ジャンル	商品ブランド	内容
ヘルスケアセールス事業	健康食品	酵素素328選もぎたて生スムージー	置き換えダイエット食品
		酵素素328選生サプリメント カフェリーチェ	ダイエット時の栄養補給サプリメント ダイエットコーヒー
	化粧品	WEED	ボディーケア (子会社化したECスタジオのブランド)
メディカルケアセールス事業	医薬品・医薬部外品	ホワイピュア	しみ・そばかす対応
		ホワイピュア 薬用美白クリーム ミノカミング(第一類医薬品)	しみ・そばかす対応 発毛剤
	漢方薬	防風通聖散 八味地黄丸	肥満・便秘・むくみ改善 頻尿・尿漏れの改善

(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

主力の健康食品の場合、商品の製造は東洋新薬(佐賀県鳥栖市)をはじめとするOEMメーカーが担っている。また、商品の保管・発送は物流倉庫事業者に、消費者からの受注のうち電話注文は外部のコールセンター運営会社にそれぞれ委託しており、同社は商品企画、品質管理、電話以外での受注、販売を行っている。

ヘルスケア分野での販売促進支援が創業事業であるため、販売のプロセスでは同社は強みを発揮している。一番の特徴は、インターネット経由のオンラインの通信販売にもインターネット経由以外のオフラインの通信販売にも強いという点にある。そのため、相対的に若い世代向けにはオンライン中心に、中高年齢層向けにはオフライン中心に販売するという展開が可能である。

注1) 顧客会員基盤

同社では、「商品販売開始日以降、一度でも商品を購入したことがある会員の累計数」を「顧客会員基盤」と定義している。

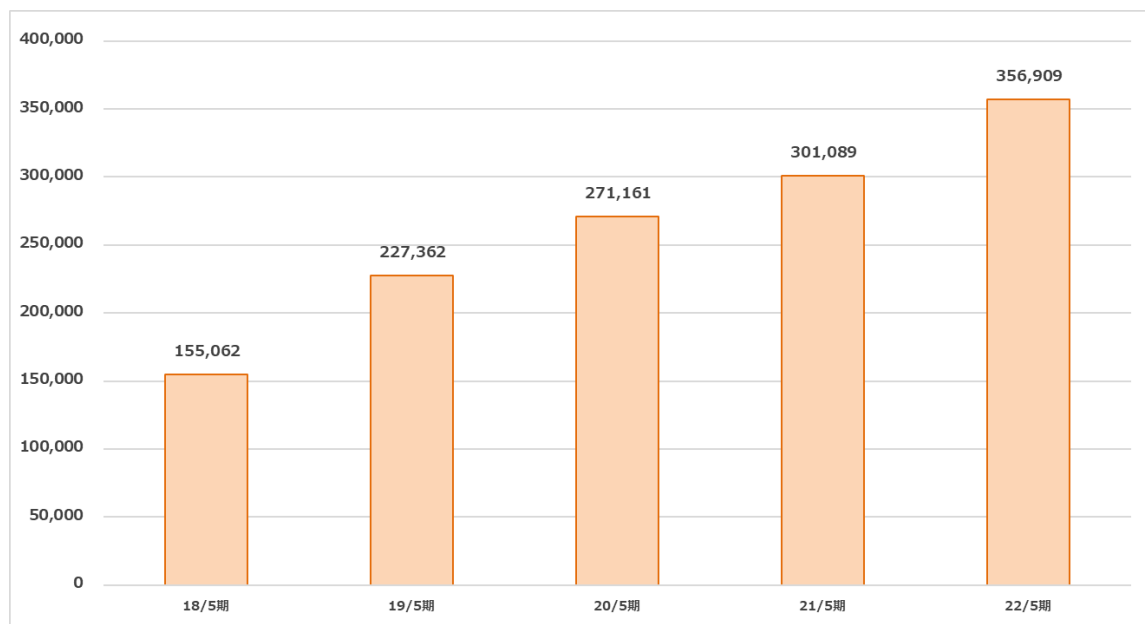
その結果、21年11月末時点の同社の顧客会員基盤^{注1}は187万人となっている。また、同社では、利益率が高い定期購入会員数を重視しており、22/5期に新規獲得した定期顧客数^{注2}は35.6万人となっている(図表4)。

注2) 定期顧客数

同社では、「全商品の定期コースの会員の延べ人数」を「定期顧客数」と定義している。

【 図表 4 】 D2C で新規獲得した定期顧客数の推移

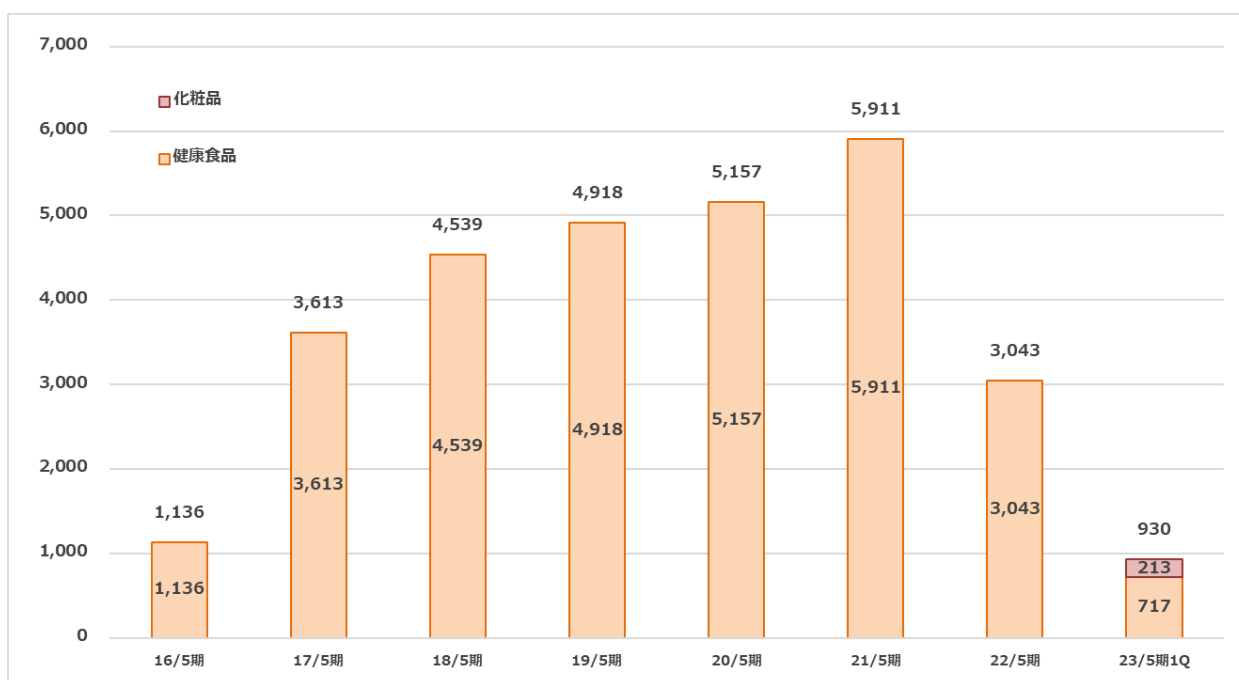
(単位:人)



(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料、事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

【 図表 5 】 D2C の健康食品・化粧品の売上高の推移

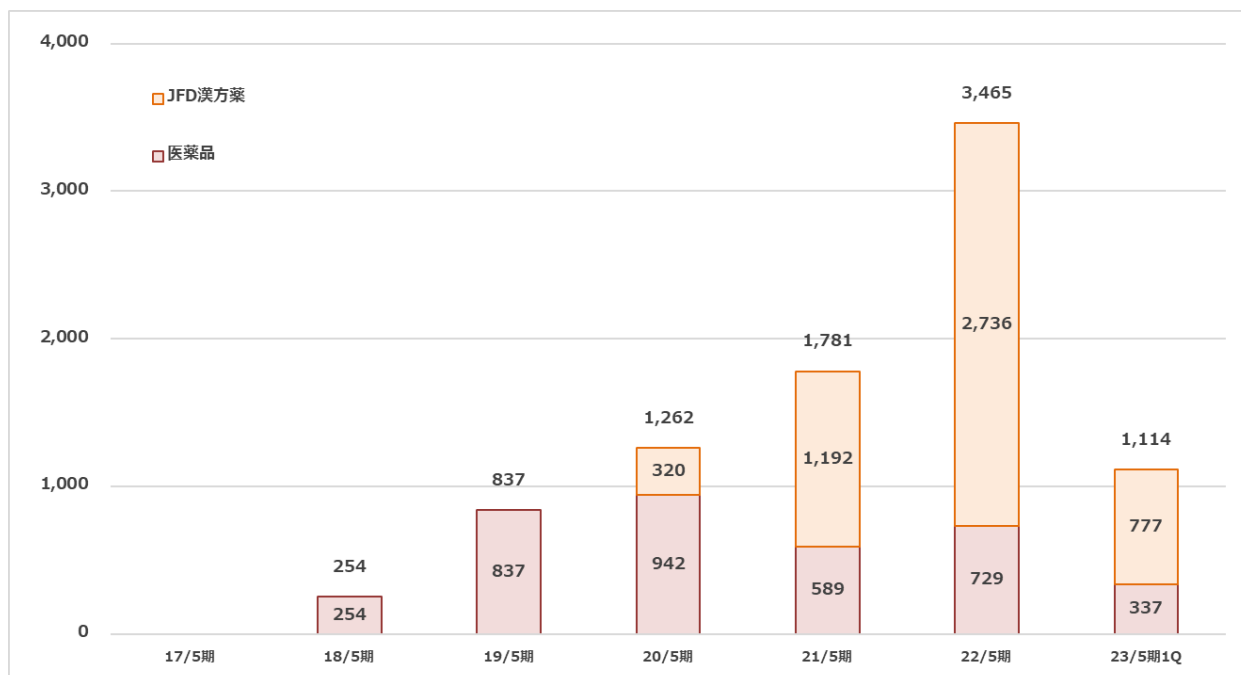
(単位:百万円)



(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料、事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

【 図表 6 】 D2C の医薬品の売上高の推移

(単位:百万円)



(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料、事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

◆ SOKUYAKU (1) : プラットフォームの成り立ち

同社は、通信販売以外の販売チャネルとして、19年5月に開設した「健康日本堂調剤薬局」を運営している。他の調剤薬局と同様、近隣病院が発行する処方箋に基づいて調剤を行うほか、患者が薬局で待たずに薬を受け取ることができるよう処方箋を薬局に事前送信する「速薬」アプリの提供を行ってきた。

20年4月からは、新型コロナウイルス感染症の拡大抑制の目的で、時限措置として、初診でのオンライン診療やオンライン服薬指導、医療用医薬品の宅配が可能となった。同社の調剤薬局でも、この特別措置に準拠して、電話による服薬指導と処方箋医薬品の宅配サービスを行うようになった。なお、21年6月には初診でのオンライン診療が恒久的なものとなり、22年4月には、オンライン診療受診後にのみ可能であったオンライン服薬指導が、対面診療後においても可能となった。

こうした一連の規制緩和の流れに対応し、調剤薬局における電話やウェブ面談を通じた服薬指導や処方箋医薬品の宅配の仕組みをさらに進化させたのが、医療プラットフォームサービス「SOKUYAKU」である。

「SOKUYAKU」のプラットフォームに乗るサービスは、(1) 患者向けの「To C サービス」、(2) 病院、薬局、企業向けの「To B サービス」に大別される。

◆ SOKUYAKU (2) : 患者向けの To C サービス

「SOKUYAKU」のプラットフォーム上で、患者は、「SOKUYAKU」アプリひとつで、以下のことすべてをワンストップで完結することができる。なお、(2) のオンライン診療の予約から (5) の宅配される処方薬の受け取りまでの完結率は 95%を超えている。

- (1) 同社が提携する病院やクリニックの検索
- (2) オンライン診療の予約
- (3) ビデオチャットによるオンライン診療の受診
- (4) 提携先調剤薬局の薬剤師によるオンライン服薬指導
- (5) 宅配される処方薬の受け取り (配送方法は患者が選択)

To C サービスで患者に対して直接サービスを提供するのは、病院やクリニック、調剤薬局、宅配業者である。

同社の収益源は、患者から同社に支払われる以下の 2 つの利用料である。

- (1) オンライン診断 1 回当たり 150 円
- (2) オンライン服薬指導 1 回当たり 150 円

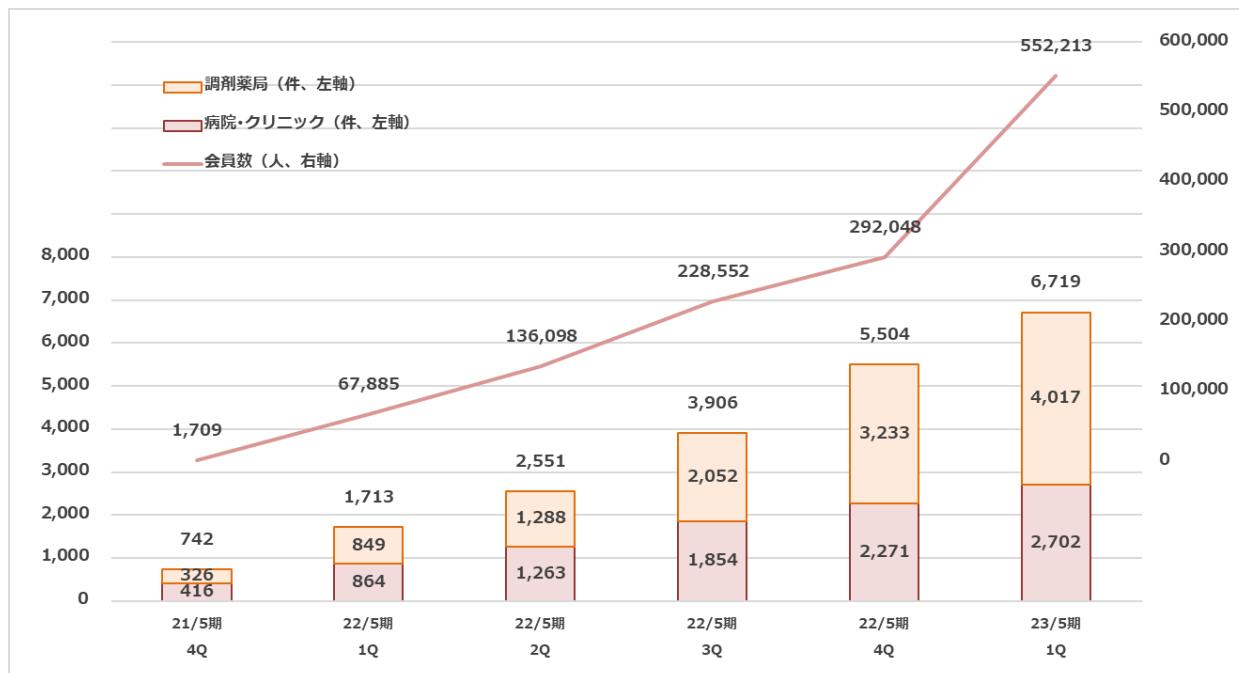
この 2 つの利用料のほかに、サービスを利用する患者は、宅配の送料を払う必要があるが、同社の収益にはならない。

一方、初期導入手数料や月額利用料といった、病院・クリニック及び調剤薬局からの収益はない。

22 年 8 月末時点で、提携した病院・クリニックは 2,702 件、調剤薬局は 4,017 件、登録会員数は 552,213 人である (図表 7)。

また、処方薬の宅配サービスは、翌日配送、メール便、当日配送の 3 種類がある。宅配サービスの展開地域は、翌日配送とメール便は日本全国、当日配送は 22 年 8 月時点で、札幌市、東京 23 区、横浜市、名古屋市、大阪市、広島市、福岡市となっている。

【 図表 7 】 「SOKUYAKU」の提携先(病院・クリニック、調剤薬局)及び会員数の推移



(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ SOKUYAKU (3) : 提携先向けの To B サービス

上述の通り、病院・クリニック及び調剤薬局から成る提携先からは初期導入費用や月額利用料といったもの受け取っておらず、提携先は無償で「SOKUYAKU」のシステムを導入することができる。このことは、提携先にとって大きなメリットになっている。

こうした提携先や一般企業に対して、それぞれのニーズに合わせて有償で提供されるサービスが To B サービスである(図表 8)。サービスごとに得られる収益の性格は異なるが、収益源の多様化を図ることができ、M&A も活用しながら提供するサービスを増やしてきている。

【 図表 8 】 「SOKUYAKU」 の To B サービス

サービス	サービス内容	サービスの対象	得られる収益
SOKUYAKU 端末設置サービス	・病院が遠隔地にしかない、または医師が不足している地域において、介護施設や公民館等に「SOKUYAKU」端末を設置する	病院・クリニック 介護施設	・初期導入費用 ・月額システム利用料
SOKUYAKU ASPサービス	・セキュリティ要件が厳しい法人に対し、法人顧客専用のオンライン診療環境をASPとして提供する	病院・クリニック 調剤薬局 一般企業	・初期導入費用 ・月額システム利用料
ついで買いサービス	・処方箋とあわせて、日用品や食料品等の配送を行う	ドラッグストア	・商品購入額に対する定率利用料
SOKUYAKU オンライン薬局	・ウェブブラウザの仕様にする事で、オンライン服薬指導利用者を効果的に取り込むことができる	調剤薬局 ドラッグストア	・初期導入費用 ・月額システム利用料
医療機関のDX化支援	・ホームページ制作・保守や広告運用等を行う ・子会社イーエックス・パートナーズが担当	病院・クリニック	・ホームページ制作料(保守管理は月額料金) ・広告運用は契約内容に応じて設定
医療人材紹介サービス	・「SOKUYAKU」提携先の病院や薬局等に医療人材を紹介 ・子会社AIGATEが担当	病院・クリニック 調剤薬局	・人材紹介料

(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

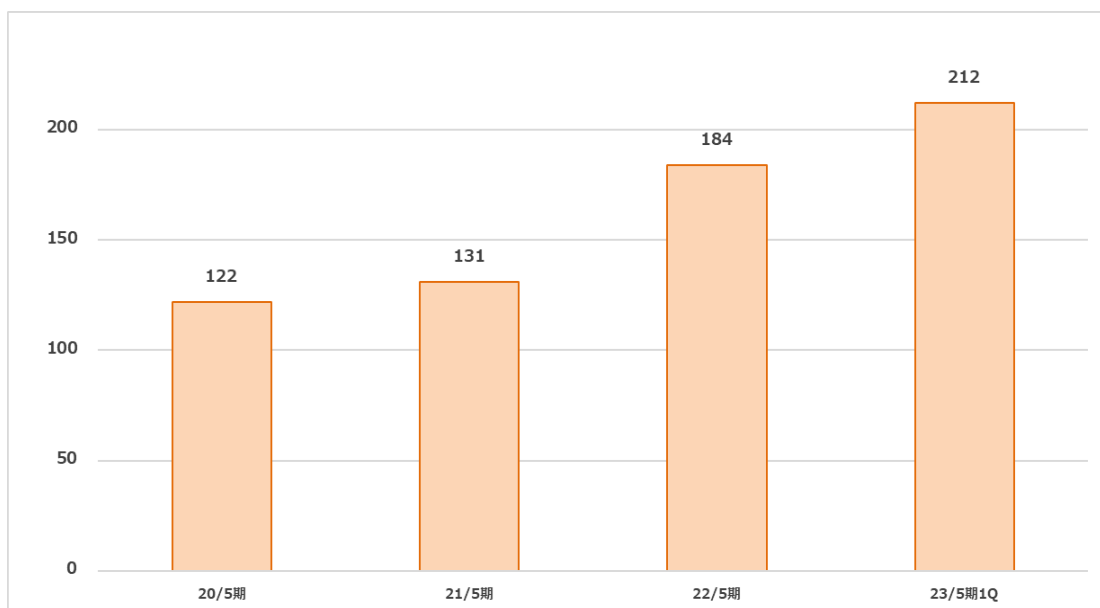
◆ B2B

ヘルスケア領域の D2C 事業者を対象に、ブランディングや BPO サービスを提供している。自社で活用しているノウハウ等をサービスに仕立てて外販しているという言い方もできる。

B2B では取引社数の増加が増収に結びつくため、取引社数が KPI となる(図表 9)。

【 図表 9 】 B2B の取引社数の推移

(単位:社)



(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合**◆ D2C : 健康食品**

矢野経済研究所の調査によると、20年度の健康食品の市場規模は8,659億円で、16年度以降、年平均成長率1.4%のペースで拡大してきた。21年度は8,880億円、22年度には9,000億円を超え、緩やかな拡大が続くと予測されている。このうち、半分弱が通販経由のものとなっているが、通販経由の比率は徐々に上昇している模様である。

◆ D2C 及び SOKUYAKU : 医薬品のネット販売

通信販売全体ではなく、ECに限っての話となるが、経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によると、化粧品及び医薬品のBtoC-EC市場規模は、20年7,787億円(前年比17.8%増)、21年8,552億円(同9.8%増)であった。

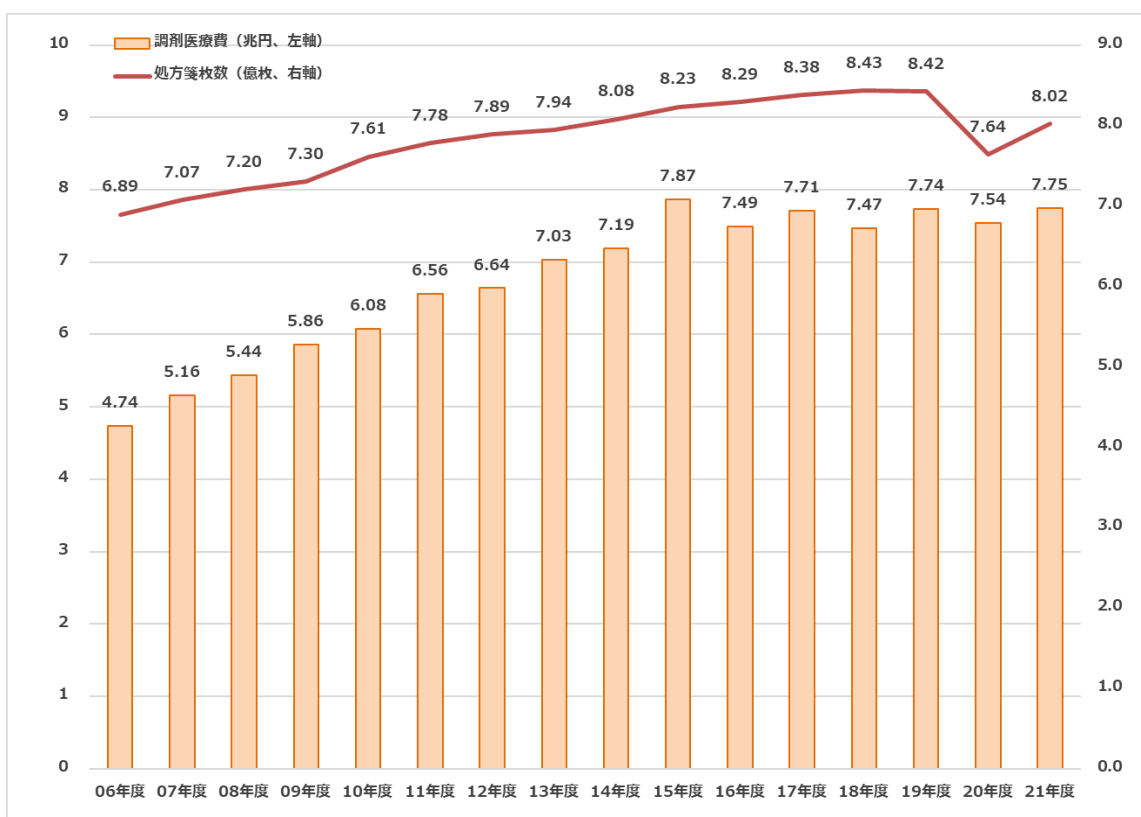
同調査によると、薬事法の改正によってほとんどの一般用医薬品のインターネット販売が可能となっており、市場規模はまだ小さいものの、医薬品のEC売上が右肩上がり伸びている。

また、20年の医薬品医療機器法の改正により、オンライン指導を介した「ネット処方薬」が解禁となった。オンライン服薬指導の利用率はすぐに上がるものではないが、今後オンラインでの診療や服薬指導に関する課題が解決されれば、一般用医薬品のECに対する消費者の心理的ハードルが下がる可能性があるとしている。

◆ SOKUYAKU : 医薬品のネット販売

「SOKUYAKU」のビジネスモデルは、処方箋に基づいた処方薬の宅配をベースとしたものであり、既存の調剤医療費及び処方箋が対象マーケットとなる。厚生労働省の「調剤医療費(電算処理分)の動向」によると、21年度の調剤医療費は7.75兆円、処方箋枚数は8.02億枚であり、ここを対象に、いかに同社のサービスの利用を増やしていくかが成長シナリオの中核となる(図表10)。

【 図表 10 】 調剤医療費及び処方箋枚数の推移



(出所) 厚生労働省「調剤医療費(電算処理分)の動向」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合 (1) : 健康食品等の通信販売

日本流通産業新聞の調査によると、21年1月～12月の間に決算期を迎えた健康食品通販企業の売上高は103社合計で6,752億円としている。そのうち、健康食品の売上高が1,000億円近くのサントリーウエルネス(東京都港区)と、約500億円のディーエイチシー(東京都港区)が上位企業となる。その後は、世田谷自然食品(東京都世田谷区)、ユーグレナ(2931 東証プライム)、ファンケル(4921 東証プライム)が200億円台で続き、上位20位までが100億円台となっている。この調査では同社は約75億円で26位につけている。

同社の通信販売は、商品を絞り込む単品通販で、かつ、オンラインでもオフライン(テレビ、新聞、雑誌、カタログ)でも販売していることが特徴である。他社はオンライン中心かオフライン中心のどちらかに偏ることが多い。健康食品だけでなく化粧品も含まれるが、オンライン中心で展開している例としては、基礎化粧品のプレミアアンチエイジング(4934 東証グロース)や、ヒアルロン酸化粧品や目元クリームが主力の北の達人コーポレーション(2930 東証プライム、札証)

が挙げられる。オフライン中心で展開している例としては、卵黄由来のサプリや化粧品が主力のファーマフーズ(2929 東証プライム)、ポーラ・オルビスホールディングス(4927 東証プライム)傘下のオルビス、オールインワン化粧品が主力の新日本製薬(4931 東証プライム)等が挙げられる。

◆ 競合(2): 「SOKUYAKU」に関連するサービス

病院・薬局検索、オンライン診察、オンライン服薬指導、処方薬の配送という一連のバリューチェーンの全プロセスをワンストップでカバーするサービスは「SOKUYAKU」以外では見当たらない。しかし、プロセスごとには類似サービスは存在している(図表11)。

【図表11】「SOKUYAKU」の主な類似サービス

「SOKUYAKU」がカバーするバリューチェーン	類似サービス名	運営会社
病院・薬局の検索	EPARKクリニック・病院	エンパワーヘルスケア(東京都港区)
	ドクターズファイル	ギミック(東京都渋谷区)
	HOSPITA.JP(ホスピタ)	イーエックス・パートナーズ(東京都渋谷区)
	SCUEL(スクエル)	ミーカンパニー(東京都港区) *主要株主はJMDC(4483東証プライム)
オンライン診療	CLINICS(クリニックス)	メドレー(4480東証プライム)
	curon(クロン)	MICIN(東京都千代田区)
	LINEドクター	LINEヘルスケア(東京都新宿区) *株主はLINE(東京都新宿区)、エムスリー(2413東証プライム)
オンライン服薬指導	Pharms(ファームス)	メドレー
	curon(クロン)	MICIN
	とどくすり	おかびファーマシーシステム(東京都千代田区) *凸版印刷(7911東証プライム)子会社
医薬品の宅配	minacolor(ミナカラ)	ミナカラ(東京都千代田区)
	とどくすり	おかびファーマシーシステム

(出所) ジェイフロンティア決算説明会資料、各社ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

これらの企業は、以下の2つの展開方法に大別される。

- (1) バリューチェーンの特定の領域に特化して展開する企業
- (2) 複数の領域にまたがって展開する企業

特定の領域に特化して展開している企業としては、病院・薬局の検索の「EPARKクリニック・病院」を運営するEPARK(東京都港区)や、オンライン診療の「LINEドクター」を運営するLINEヘルスケア(東京都新宿区)が挙げられる。一方、複数の領域にまたがって展開する企業としては、オンライン診療とオンライン服薬指導をセットで展開しているメドレー(4480 東証プライム)やMICIN(東京都千代田区)、オンライン服薬指導と薬の配送をセットで行うおかびファーマシー

システム(東京都千代田区)が挙げられる。

バリューチェーン全体をひとつのシステムで対応する同社と、複数のシステムで対応せざるをえない他社という構図となっている。提供価値に対する思想がそもそも違うことから、「SOKUYAKU」は他社のサービスとはビジネスモデルのコンセプトや主な収益源が異なっている。

> 沿革・企業理念・株主

◆ 沿革 1: ヘルスケア領域に特化した広告代理業として創業

現代表取締役社長の中村篤弘氏は、03年頃にクリエイティブSDホールディングス(3148 東証プライム)傘下のクリエイティブエス・ディーでドラッグストアの店舗マネジメントに携わっていた。当時、楽天やAmazonが急拡大してきた時期であり、Eコマースやウェブマーケティングに高い成長可能性を感じた中村氏は、ウェブサービスの業界に身を投じ、POSシステム会社のシーコム(神奈川県横浜市)、インターネット広告代理店のビクタウン(東京都中央区)で経験を積んできた。

その中で、中村氏は、販売促進のためには、単に広告出稿だけでなく、商品開発やシステム構築にも踏み込む必要性を感じるようになっていった。そこで中村氏は、08年6月のモバイルフロンティア(現同社)の設立に参画し、10年6月には代表取締役に就任した。

◆ 沿革 2: 自社ブランドの健康食品の販売に参入

設立当初、同社はヘルスケア分野に特化した広告代理店であり、担当した商品の拡販で実績を上げていた。しかし、ある程度の拡販に成功すると、顧客は同社のサービスを終えてしまうことが多かった。そのことに広告代理店事業の限界を感じ、同社は自社商品を取り扱うことを志向するようになった。

そこで、同社は、12年8月に自社ブランドの健康食品の公式通販サイト「酵素328選」を開設し、12年から13年にかけて「酵素328選」ブランドの商品を次々と投入した。

◆ 沿革 3: 自社ブランド商品を医薬品分野へ拡大

自社ブランド商品の展開は、健康食品に留まらなかった。11年10月に高度管理医療機器等販売業・貸与業許可の取得を皮切りに、13年4月に化粧品製造販売業許可、同年5月に医薬品販売業許可(卸)、16年11月に医薬品販売業許可(店頭販売)を取得し、化粧品及び医薬品の取り扱いに向けて準備を整えていった。この医薬品参入の動きの背景は、ゆくゆくは処方箋を必要とする医薬品等の宅配事業に参入するという将来構想への足掛かりを作っていく狙いがあった。

また、こうした将来構想を踏まえた主力業態の転換に合わせて、処方箋医薬品の宅配という新市場を切り開く(「フロンティア」、日本を代表する企業となる(「ジェイ(Japanの頭文字)」)ことを企図して、14年6月に、ジェイフロンティアへ商号を変更した。

そして、16年12月に、自社ブランドの医薬品・医薬部外品の公式通販サイト「くすりの健康日本堂」を開設し、16年から17年にかけて、医薬品・医薬部外品の自社ブランド「ホワイピュア」の商品を投入した。また17年6月には自社ブランドの医薬品「トンデケア」の販売を開始した。

◆ 沿革4: 「SOKUYAKU」の立ち上げ

上述の通り、同社は医薬品へ参入した頃から処方箋を必要とする医薬品等の宅配システムの構築を構想してきたが、具体的な動きが見られ始めたのは、19年5月の調剤薬局「健康日本堂調剤薬局 赤坂店」の開設からである。実店舗を持つことで宅配のノウハウを蓄積しながら、19年5月には、医療用医薬品を薬局店舗から直接配送する顧客サービスプラットフォーム「速薬」アプリの配信を開始した。

大きな転換点となったのは、新型コロナウイルス感染症の流行に伴い日本初の緊急事態宣言が発出された20年4月に、オンライン診療・服薬指導が初診から解禁となる規制緩和が発令されたことである。この規制緩和を受けて、電話による服薬指導及び処方箋医薬品の宅配を開始し、21年2月には、病院・薬局の検索、オンライン診療、オンライン服薬指導、薬の宅配をワンストップでカバーする「SOKUYAKU」アプリの配信開始に至った。

こうして、21年8月に東京証券取引所マザーズ市場への上場を果たした(市場区分の変更に伴い22年4月からはグロース市場へ上場)。

◆ 企業理念

同社は、「人と社会を健康に美しく」を経営理念(パーパス)に掲げている。そして、実現したいこと(ミッション)として、「健康寿命の伸長による医療費の抑制」と「医療機関のDX化による効率的・効果的な医療体制構築」の2点を掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と22/5期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表12の通りである。

22年5月末時点で、筆頭株主は代表取締役社長執行役員の中村篤弘氏で53.03%を、第2位株主は中村篤弘氏の資産管理会社である篤志で21.94%を保有している。

会社関係者では第3位の元役員の竹尾昌大氏が2.19%を保有しており、上場前は、中村篤弘氏、篤志、竹尾昌大氏の3者で全株式を保有していた。

第4位以下は、上場後の株主で、金融機関または純投資を目的とした保有となっている。

【 図表 12 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			22年5月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	
中村 篤弘	2,467,000	64.30%	1	2,417,000	53.03%	1	代表取締役社長 上場時に50,000株売り出し
株式会社 篤志	1,000,000	26.06%	2	1,000,000	21.94%	2	代表取締役社長の資産管理会社
竹尾 昌大	370,000	9.64%	3	100,000	2.19%	3	元役員
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	0	0.00%	-	42,200	0.93%	4	
青木 拡憲	0	0.00%	-	40,000	0.88%	5	
ファーストヴィレッジ株式会社	0	0.00%	-	40,000	0.88%	5	
野村信託銀行株式会社(投信口)	0	0.00%	-	35,200	0.77%	7	
大和証券株式会社	0	0.00%	-	31,000	0.68%	8	
塩川 万造	0	0.00%	-	27,800	0.61%	9	
BNP PARIBAS ARBITRAGE SNC	0	0.00%	-	21,900	0.48%	10	
(大株主上位10名)	3,837,000	100.00%	-	3,755,100	82.39%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	322,850	8.41%	-	151,818	3.33%	-	
発行済株式総数(自己株式数含まず)	3,837,000	100.00%	-	4,557,616	100.00%	-	
発行済株式総数(自己株式数含む)	3,837,000	-	-	4,757,616	-	-	
参考:自己株式数	0	0.00%	-	200,000	4.38%	-	

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) ジェイフロンティア有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

16/5 期以降の業績が開示されているが、21/5 期までの売上高の年平均成長率は 33.2%である。

17/5 期以降 21/5 期までは、主力であるヘルスケアセールス事業の増収に加え、18/5 期に開始したメディカルケアセールス事業の貢献等により増収が続いた。

一方、利益面では 18/5 期まで経常増益が続いたが、19/5 期と 20/5 期は連続して減益となり、20/5 期には売上高経常利益率は 2.5%まで低下した。19/5 期は、ヘルスケアセールス事業での新商品立ち上げのために広告宣伝費を増やしたことが減益につながった。20/5 期は、「SOKUYAKU」の開発、19 年 11 月に事業譲受した漢方薬のオンラインショップ(現 JFD オンラインショップ)のれん償却費が加わったことや新型コロナウイルス禍が始まったことへの対応のための広告宣伝費の増加といった減益要因が重なった。

21/5 期は前期に広告宣伝費をかけた効果が表れ、増益に転じた。なお、19/5 期から 21/5 期にかけて、メディカルケアセールス事業とヘルスケアマーケティング事業はセグメント損失を計上し続けており、ヘルスケアセールス事業が全体の利益を支えている状況が続いている。

◆ 22 年 5 月期の売上高は計画を上回るも、費用増で利益は未達

シーディ及びバイオセーフの子会社化により、同社は 22/5 期第 2 四半期から連結業績の開示を開始した。22/5 期連結業績は、売上高 11,876 百万円(前期単体実績比 39.8%増)、営業利益 732 百万円(同 9.0%増)、経常利益 712 百万円(同 5.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 400 百万円(同 5.7%減)となった。なお、同社は 22/5 期から新収益認識基準を適用しており、比較した前期業績は旧基準に基づくものである。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 113.1%、営業利益は 85.7%、経常利益は 87.2%、親会社株主に帰属する当期純利益は 76.6%であった。

メディカルケアセールス事業は、売上高 4,958 百万円(前期単体実績比 173.0%増)、セグメント利益 339 百万円(前期単体実績は 219 百万円の損失)となり、売上高、利益とも計画を上回った。漢方薬が前期比約 2.3 倍と大幅増収となったことと、「SOKUYAKU」の収益源の多角化が進んだことが貢献した。

ヘルスケアセールス事業は、売上高 3,043 百万円（前期単体実績比 48.5%減）、セグメント利益 779 百万円（同 39.1%減）と前期実績を下回った。また、計画に対しても、売上高、利益とも下回った。22/5 期は経営資源をメディカルケアセールス事業に集中させたため、ヘルスケアセールス事業への広告宣伝費が抑制され、大幅減収につながった。

ヘルスケアマーケティング事業は、売上高 3,844 百万円（前期単体実績比 409.7%増）、セグメント利益 37 百万円（前期単体実績は 26 百万円の損失）となった。機能強化した BPO サービスに関して、顧客獲得を優先した営業を行ったため、売上高は計画を上回ったものの、利益は下回った。

これらより、全体の売上高営業利益率は前期比 1.7%ポイント低下の 6.2%となった。

◆ 上場時の公募増資で自己資本比率は大幅改善

21 年 8 月の上場時に公募増資を行った結果、21/5 期末に 48.8%であった自己資本比率は、22/5 期末には 68.2%へと大幅に改善した（21/5 期は単体、22/5 期は連結）。

> 他社との比較

◆ 医療関連のプラットフォーム運営企業と、健康食品や化粧品等の通信販売企業と比較

医療関連のプラットフォームを運営している上場企業及び健康食品や化粧品等の通信販売をオンライン主体で展開している上場企業と財務指標を比較した。前者に関する比較対象企業は、医療人材プラットフォームが主体だが、オンライン診療サービスも展開しているメドレーとした。後者に関する比較対象企業は、無添加化粧品が中心のファンケル、エイジングケア化粧品が中心のプレミアアンチエイジング、自社ブランドの化粧品や健康食品等のネット販売を行う北の達人コーポレーションとした（図表 13）。

同社の直近の財務指標に関して、売上高営業利益率が最も低い点を除けば、目立って優位にある指標も、劣位にある指標もない。

収益性を示す自己資本利益率（ROE）を見ると、同社は、プラットフォーム運営企業のメドレーと通信販売各社の中間あたりに位置している。

自己資本比率（財務レバレッジの逆数）は他社と大きく変わらないの

で、自己資本利益率の違いは、総資産経常利益率の違いが主な要因となる。通信販売各社の総資産経常利益率が総じて高い一方、プラットフォーム運営企業は投資フェーズにあり、費用の増加または総資産の増加、あるいはその両方が総資産経常利益率の低下につながっている。同社が両者の中間にあるのは、高い総資産経常利益率の通信販売会社としての特徴と、投資フェーズにあるプラットフォーム運営企業としての特徴を兼ね揃えているためだと考えられる。

【 図表 13 】 財務指標比較：医療関連のプラットフォーム運営企業と、健康食品や化粧品等の通信販売企業

項目	銘柄	コード	通信販売+プラットフォーム		プラットフォーム	通信販売	通信販売	通信販売
			ジェイフロンティア		メドレー	ファンケル	プレミア	北の達人
			2934	(参考)	4480	4921	アンチエイジング	コーポレーション
直近決算期		22/5期		21/12期	22/3期	22/7期	22/2期	
規模	売上高	百万円	11,876	—	10,863	103,992	33,911	9,510
	経常利益	百万円	712	—	743	10,401	2,572	2,102
	総資産	百万円	6,060	—	20,208	100,121	12,300	7,555
収益性	自己資本利益率	%	9.7	9.7	4.7	10.3	18.7	21.8
	総資産経常利益率	%	16.5	11.8	4.2	10.5	20.3	30.6
	売上高営業利益率	%	6.2	—	6.7	9.4	7.1	21.9
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	24.7	—	54.7	-5.3	41.7	4.6
	経常利益(同上)	%	24.7	—	—	-5.6	121.8	4.1
	総資産(同上)	%	47.0	—	106.0	7.6	59.2	21.2
安全性	自己資本比率	%	68.2	—	69.1	73.3	67.9	81.3
	流動比率	%	340.9	—	465.1	386.9	357.6	551.0
	固定長期適合率	%	24.8	—	27.8	52.3	8.6	11.8

- (注) 1. 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 2. 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 3. 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 4. ジェイフロンティアは22/5期より連結決算のため、3期前は19/5期単体の数値との比較。自己資本利益率は期中平均ではなく22/5期末の自己資本を用いて算出
 5. プレミアアンチエイジングは21/7期より連結決算のため、3期前は19/7期単体の数値との比較
 6. 北の達人コーポレーションは22/2期より連結決算のため、3期前は19/2期単体の数値との比較。自己資本利益率は期中平均ではなく22/2期末の自己資本を用いて算出
 7. メドレーは3期前の経常利益が赤字
 8. ジェイフロンティアは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記している

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ BtoC の EC 通販の経験とノウハウの蓄積が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 14 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本の知的財産・ノウハウに分類される「BtoC の EC 通販の経験とノウハウの蓄積」にある。

同社が現在注力している「SOKUYAKU」には類似サービスが存在しているが、大きな違いがある。それは、他のサービスの多くが BtoB のビジネスとして構築されているのに対し、「SOKUYAKU」は BtoC のビジネスを基盤として構築されているという点である。プラットフォームの拡大のためには患者の利用の増加が必要不可欠であり、利用を促すためにも BtoC のビジネスの視点は重要である。

同社の場合は、自社ブランドの EC 通販の事業年数が長く、関係資本である顧客の増加に伴い、BtoC の EC 通販の経験やノウハウを蓄積してきた。「SOKUYAKU」にもそれらが存分に活かされ、顧客の増加と提携先（病院・クリニック、調剤薬局）の増加が進み、更なる経験とノウハウの蓄積が進んでいくという好循環が描かれていくものと思われる。

【 図表 14 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・「SOKUYAKU」の利用実績	・「SOKUYAKU」の累計会員数	292,048人(22/5期末) 552,213人(23/5期1Q末)
		・D2Cの利用実績	・定期顧客の新規獲得数	356,909人
		・B2Bの利用実績	・B2Bの取引先数	184社(22/5期末) 212社(23/5期1Q末)
	ブランド	・「SOKUYAKU」ブランド	・「SOKUYAKU」の認知度・知名度	詳細の開示なし
		・D2Cの自社ブランド	・ヘルスケアセールス事業の主なブランド	健康食品3種類 化粧品1種類
	ネットワーク	・D2Cのファブレス運営のための業務委託	・製造委託先	東洋新薬等
			・その他業務委託先	物流倉庫事業者やコールセンター事業者等
		・D2Cの新商品開発の際の外部連携	・大学や製薬会社等の連携先	複数の実績あり
		・「SOKUYAKU」の事業拡大のための業務提携	・最近の業務提携先(M&Aは除く)	オーロラクリニック
組織資本	プロセス	・「SOKUYAKU」のプラットフォームとしての規模拡大	・提携先病院数	2,271件(22/5期末) 2,702件(23/5期1Q末)
			・提携先薬局数	3,233件(22/5期末) 4,017件(23/5期1Q末)
			・処方薬の当日配送を実現しているエリア	全国7エリア(23/5期1Q末)
			・To Bサービスの種類	6種類(子会社のサービスを含む)
			・To Bサービス拡充のためのM&A(子会社化、事業譲受)実施数	2件 (イーエックス・パートナーズ、AIGATEキャリア)
	D2Cの拡販	・商品ラインナップ拡充のためのM&A(子会社化、事業譲受)実施数	・商品ラインナップ拡充のためのM&A(子会社化、事業譲受)実施数	3件(シーディ、ECスタジオ、LILAY事業)
			・BtoCの販売に関わってきた経験	08年6月の会社設立より14年経過
	知的財産 ノウハウ	・BtoCのEC通販の経験とノウハウの蓄積	・自社ブランド商品販売の経験	12年8月の通販サイト「酵素素328選」開設より10年経過
			・「SOKUYAKU」の経験とノウハウの蓄積	21年2月の「SOKUYAKU」アプリ開始から1年経過
		・特許	オンライン診療・服薬指導・処方薬の配送まで、ワンストップで提供できるサービスとして特許取得(特許 第6995174号)	
人的資本	経営陣	・事業を牽引してきた創業者	・創業以来の年数	08年6月の会社設立より14年経過
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結278人 単体54人
			・平均年齢	37.2歳(単体)
			・平均勤続年数	2.8年(単体)
			・平均年間給与	603万円(単体)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は22/5期、または22/5期末のものとする

(出所) ジェイフロンティア有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のIR資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「人と社会を健康に美しく」を経営理念(パーパス)とし、実現したいこと(ミッション)として、「健康寿命の伸長による医療費の抑制」と「医療機関のDX化による効率的・効果的な医療体制構築」の2点を掲げており、本業を通じて社会的責任を果たしていく方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名の取締役で構成され、うち1名が社外取締役で

ある。

社外取締役の伊藤史哉氏は、アクア会計事務所の代表公認会計士、アクア・フェリクス代表取締役である。現在は、トライアンフィールドホールディングスの社外取締役を兼任している。

同社の監査役会は常勤監査役1名と非常勤監査役2名で構成されている。常勤監査役の小山孔司氏と非常勤監査役である保成久男氏が社外監査役である。

常勤監査役の小山孔司氏は公認会計士で、アクセンチュアのパートナーを務めた後、複数の会社の取締役や監査役を歴任してきた。

非常勤監査役の保成久男氏は、大和証券の常務取締役のほか、大和企業投資の代表取締役副社長、ファンドクリエーショングループ(3266 東証スタンダード)の取締役、FC パートナーズの代表取締役社長等を歴任してきた。現在は、Mt.SQUAREの監査役を兼任している。

非常勤監査役で弁護士の榊原一久氏は、司綜合法律事務所のパートナーである。現在は、ビー・ワイ・オーの監査役を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ プラットフォームとしての「SOKUYAKU」の拡大

「SOKUYAKU」は拡大期を迎えたと同社は認識している。同社は短期的な営業損失を受け入れてでも積極的に投資を行い、プラットフォームの拡大を加速させていく方針である。投資に見合うだけの会員の獲得ができるかどうか、当面の課題となる。

◆ 広告投資の費用対効果の引き上げ

「SOKUYAKU」における知名度向上を通じた会員獲得の動向のほか、D2C の販売拡大の度合いは、広告投資の成果によって大きく左右される。23/5 期は多額の広告投資を行う計画となっているため、D2C の拡販のための広告投資の費用対効果の維持、上昇が求められる。

◆ M&A で取得した企業・事業への適切な統合マネジメントの実施

上場後、同社は、「SOKUYAKU」の To B サービス及び D2C の商品ラインナップの拡充のために、積極的に M&A を行っている。M&A の活用は今後も続く可能性が高く、M&A で期待される効果を確実に得るためにも、取得した企業または事業に対する適切な統合マネジメントがより一層重要になってこよう。

> 今後の事業戦略

◆ 目指すのは「SOKUYAKU ヘルスケア経済圏」の創出

中長期的に同社が実現しようとしていることは、健康寿命の伸長による医療費の抑制と、医療機関の DX 化による効率的、効果的な医療体制の構築である。そして、健康寿命の伸長は、「未病・予防期間の長期化」と、「疾病期間の短縮化」によって達成されると同社は考えている。

同社は、「未病・予防期間の長期化」のソリューションとして健康食品や漢方薬の通販を、「疾病期間の短縮化」のソリューションとして病院検索やオンライン診療、医薬品等の宅配等の医療機関の DX 化に必要な機能をワンストップで提供する「SOKUYAKU」を充てている。

これら両方を拡充していくことで、健康寿命の伸長を支える「SOKUYAKU ヘルスケア経済圏」を創出していくというのが同社の方針である。

◆ 「SOKUYAKU」は拡大期

21/5 期から 22/5 期にかけて立ち上げてきた「SOKUYAKU」は、23/5 期以降、拡大期を迎えたと同社は判断している。

立ち上げ期においては、提携先の病院・クリニックや調剤薬局の開拓

を優先させてきた。提携先が一定数に達したことと、当日宅配網が一部地域で整備できたことを受け、同社は、23/5 期を会員の獲得ペースの加速並びに事業モデルの強化に積極的に取り組む期と位置づけている。

◆ 積極的な戦略投資の実施を織り込んだ中期経営計画

そのため、同社は、23/5 期～25/5 期の中期経営計画の初年度に当たる 23/5 期に戦略的な投資を実行している。投資の中心は、以下の 2 つの広告投資である。

- (1) 「SOKUYAKU」の会員獲得を目的とした、前期比 16 億円増の 18 億円の広告投資
- (2) D2C における新商品の育成を目的とした、前期比 13 億円増の 35 億円の広告投資

そのため、後述する通り、23/5 期は 20 億円の営業損失を見込み、利益の計上は 24/5 期以降になると計画している。

◆ SOKUYAKU の戦略

SOKUYAKU では、認知度向上を通じた会員獲得のほか、医療機関及び調剤薬局の提携先の増加や当日宅配エリアの拡大等のプラットフォーム強化に戦略の主眼が置かれている。22/5 期末時点で 5,504 件の医療機関及び調剤薬局の提携先は 25/5 期末までに 23,000 件に、22/5 期末時点で 292,048 人の会員数は同じく 650 万人にすることを目標としている。

また、プラットフォームの規模拡大に応じて、医療機関、薬局、一般企業のそれぞれに向けた To B サービスの拡充を進めていく。テーマとしては、「医療人財支援」、「マーケティング支援」、「DX 化支援」が挙げられる。これらのテーマについては比較的短期間にサービスとして立ち上げていくことを目指しており、M&A も積極的に活用していく方針である。

◆ D2C の戦略

D2C については、従来通りにマーケティングの精度向上、新商品の投入、休眠会員の掘り起こし等を通じて拡販を進めていく。その上で、M&A を通じた商品ラインナップの拡充や、ヘルスケア関連商品の育成を図っていく。

また、中長期的には現在の健康食品や医薬品だけでなく、食品も投入していくことも選択肢に入れている。その一環として、東京農業大学と共同で低糖質米の開発に着手している。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<p>【共通】</p> <ul style="list-style-type: none"> 創業来蓄積してきたノウハウ <ul style="list-style-type: none"> ヘルスケア分野での販売促進支援のノウハウ 個人向け販売に係る業務プロセスへの深い理解 <p>【D2C (EC通販)】</p> <ul style="list-style-type: none"> 商品に応じて販売スタイルを変えることができる柔軟性 <ul style="list-style-type: none"> オンライン、オフラインの両方でのプロモーション販売 自社ブランド商品及びショップブランドの展開 新商品開発時の製薬会社や大学との連携 商品購入履歴がある顧客会員基盤 <p>【SOKUYAKU】</p> <ul style="list-style-type: none"> 病院・薬局検索、オンライン診療、オンライン服薬指導、薬の宅配までのバリューチェーンをひとつのシステムでワンストップで完結するプラットフォーム（特許取得済み） <ul style="list-style-type: none"> 病院、薬局、患者それぞれにとってメリットがある仕組み EC通販を通じて蓄積してきた個人消費者向けの非対面ビジネスのノウハウ 病院・クリニック、調剤薬局等の提携先、宅配業者との関係
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> D2C (EC通販) におけるライフサイクルが短い健康食品への依存度の高さ 直近業績において営業キャッシュ・フローがマイナスである状況 組織規模の小ささ
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> 健康食品や医薬品のEC市場の成長の持続 オンライン診療等に関する規制緩和等の政策面での追い風 「SOKUYAKU」のプラットフォームの成長 <ul style="list-style-type: none"> 利用する患者の増加 病院・クリニックや調剤薬局等の提携先の増加 宅配網の強化（当日宅配可能エリアの広がり） 「SOKUYAKU」の収益源の多様化（特にTO Bサービス） 23/5期の積極的な戦略投資の成果の発現 業務提携の機会の増加 M&Aの機会の増加 上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> D2C (EC通販) における競争激化の可能性 D2C (EC通販) において自社ブランド商品が陳腐化する可能性 「SOKUYAKU」の利用が期待ほど増えない可能性 個人情報や顧客情報等の漏洩の可能性 案件の大型化に伴い業績の変動が大きくなる可能性 M&Aで期待するほどの成果をあげない可能性 創業者代表取締役社長への依存度が高く、同氏が業務を離れた時に影響が大きくなる可能性 新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の可能性と、その影響による先行きの不透明さ

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 「SOKUYAKU」が長期的視点に基づいて構築されてきた点を評価

21年2月に開始した「SOKUYAKU」は、新型コロナウイルス禍による医療体制の逼迫と、それに伴うオンライン診療や薬の宅配等に関する規制緩和が追い風となって、拡大期を迎えている。新型コロナウイルス禍がきっかけで始まったサービスのようにも見えるが、同社は13年頃より、現在の「SOKUYAKU」のような、処方箋を必要とする医薬品等の宅配サービスが必要とされることを予測していた。

当時、同社は自社ブランドの健康食品の通販サイトを開設して間もない頃であったが、13年5月には医薬品販売業許可(卸)を取得しており、医薬品の販売を見据えた動きは既に始まっていた。

その後、同社は、健康食品を中心とする自社ブランド商品の販売により成長していくが、その傍らでは19年5月に調剤薬局を開設するなど、着実に準備が進んでいた。なお、新型コロナウイルス禍が始まる前年の19年の段階では、同社は、法規制の関係もあって、「SOKUYAKU」のプラットフォームが出来上がるまでには4~5年はゆうにかかると思っていたようである。

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、「SOKUYAKU」が長期的な視点に立って構想、準備されてきたことと、その間に健康食品等のBtoCのEC通販で成長してきたことで、類似サービスとはコンセプトが異なるプラットフォームとして仕上がったことを評価している。

◆ しばらくは戦略投資の成果を見ていく段階

SOKUYAKUを一段高い事業段階に乗せることを目指し、中期経営計画の初年度である23/5期において、20億円の営業損失を計上してでも、戦略的な先行投資を優先すべきと同社は判断した。

現時点において「SOKUYAKU」の知名度または認知度を上げる余地が大きいことを考えると、今のタイミングで大きく投資する戦略を採ることは十分に理解できる。「SOKUYAKU」の会員数は23/5期第1四半期末は55万人となり、22/5期末から約26万人増加していることから、足元では投資の効果は表れているが、ここからは投資の成果を更に見極めてゆく段階にあると考えられ、会員数といったKPIの動向に引き続き注目していきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 23年5月期会社計画

23/5期の会社計画は、売上高16,669百万円(前期比40.4%増)、営業損失2,028百万円(前期は732百万円の利益)、経常損失2,068百万円

(同 712 百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失 2,190 百万円 (同 400 百万円の利益) である (図表 16)。

メディカルケアセールス事業は、売上高 7,347 百万円 (前期比 47.3% 増)、セグメント損失 1,248 百万円 (前期は 340 百万円の利益) を計画している。売上高の内訳は、医薬品 D2C が 4,754 百万円 (前期比 37.2%増)、SOKUYAKU が 2,595 百万円 (同 70.3%増) である。さらに、SOKUYAKU の売上高の内訳は、会員数が 200 万人まで増加する To C サービスが 434 百万円 (同 139.8%増)、To B サービスが 2,161 百万円 (同 60.9%増) としている。SOKUYAKU、D2C ともに広告宣伝費を大きくかけるため、大幅なセグメント損失となることを想定している。

ヘルスケアセールス事業は、売上高 4,369 百万円 (前期比 43.6%増)、セグメント損失 178 百万円 (前期は 779 百万円の利益) を計画している。メディカルケアセールス事業と同様、D2C に広告宣伝費をかけるために営業損失を想定しているが、現在は D2C の中でもメディカルケアセールス事業の方に経営資源をかけているため、相対的に営業損失額は小さい。

ヘルスケアマーケティング事業は、売上高 4,954 百万円 (前期比 28.8% 増)、セグメント利益 58 百万円 (同 54.9%増) を計画している。取引先数が前期比 30.4%増の 240 社となることから、増収を牽引するとしている。

これらより、全体では、営業損失 2,0285 百万円 (前期は 732 百万円の利益) を計画している。

【 図表 16 】ジェイフロンティアの23年5月期の連結業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後		
	19/5期単 実績	20/5期単 実績	21/5期単 実績	22/5期 実績	23/5期会社計画	前期比
売上高	6,125	7,106	8,493	11,876	16,669	40.4%
ヘルスケアセールス事業	4,918	5,161	5,911	3,043	4,369	43.6%
売上構成比	80.3%	72.6%	69.6%	25.6%	26.2%	-
メディカルケアセールス事業	837	1,300	1,827	4,988	7,347	47.3%
売上構成比	13.7%	18.3%	21.5%	42.0%	44.1%	-
ヘルスケアマーケティング事業	369	644	754	3,844	4,954	28.8%
売上構成比	6.0%	9.1%	8.9%	32.4%	29.7%	-
売上総利益	5,153	5,494	6,628	5,399	-	-
売上総利益率	84.1%	77.3%	78.0%	45.5%	-	-
販売費及び一般管理費	4,785	5,324	5,956	4,666	-	-
売上高販管費率	78.1%	74.9%	70.1%	39.3%	-	-
営業利益	368	170	671	732	-2,028	-
売上高営業利益率	6.0%	2.4%	7.9%	6.2%	-12.2%	-
ヘルスケアセールス事業	1,080	700	1,280	779	-178	-
セグメント利益率	22.0%	13.6%	21.7%	25.6%	-4.1%	-
メディカルケアセールス事業	-453	-224	-219	339	-1,248	-
セグメント利益率	-54.2%	-17.3%	-12.0%	6.8%	-17.0%	-
ヘルスケアマーケティング事業	-13	-23	-26	37	58	54.9%
セグメント利益率	-3.7%	-3.7%	-3.6%	1.0%	1.2%	-
調整額	-244	-281	-362	-424	-660	-
経常利益	367	174	679	712	-2,068	-
売上高経常利益率	6.0%	2.5%	8.0%	6.0%	-12.4%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	6	96	424	400	-2,190	-
売上高当期純利益率	0.1%	1.4%	5.0%	3.4%	-13.1%	-

(注) 22/5期より連結業績開示。22/5期より新収益認識基準適用

(出所) ジェイフロンティア有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 中期経営計画

23/5期から25/5期までの中期経営計画では、戦略投資により23/5期は営業損失となるが、24/5期以降は利益を確保する見通しである。

24/5期の金額の開示はないが、25/5期は売上高30,000百万円、営業利益2,500百万円を見込んでいる。内訳は、メディカルケアセールス事業は売上高17,540百万円、セグメント利益2,381百万円、ヘルスケアセールス事業は売上高7,205百万円、セグメント利益629百万円、ヘルスケアマーケティング事業は売上高5,291百万円、セグメント利益111百万円である(図表17)。

【 図表 17 】 ジェイフロンティアの中期計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用後						
	22/5期 実績	23/5期会社計画		24/5期中期計画		23/5期会社計画	
				前期比		前期比	
売上高	11,876	16,669	40.4%	-	-	30,000	152.6%
ヘルスケアセールス事業	3,043	4,369	43.6%	-	-	7,205	136.8%
売上構成比	25.6%	26.2%	-	-	-	24.0%	-
メディカルケアセールス事業	4,988	7,347	47.3%	-	-	17,540	251.6%
売上構成比	42.0%	44.1%	-	-	-	58.5%	-
ヘルスケアマーケティング事業	3,844	4,954	28.8%	-	-	5,291	37.6%
売上構成比	32.4%	29.7%	-	-	-	17.6%	-
売上総利益	5,399	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	45.5%	-	-	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	4,666	-	-	-	-	-	-
売上高販管費率	39.3%	-	-	-	-	-	-
営業利益	732	-2,028	-	-	-	2,500	241.4%
売上高営業利益率	6.2%	-12.2%	-	-	-	8.3%	-
ヘルスケアセールス事業	779	-178	-	-	-	629	-19.3%
セグメント利益率	25.6%	-4.1%	-	-	-	8.7%	-
メディカルケアセールス事業	339	-1,248	-	-	-	2,381	600.6%
セグメント利益率	6.8%	-17.0%	-	-	-	13.6%	-
ヘルスケアマーケティング事業	37	58	54.9%	-	-	111	196.4%
セグメント利益率	1.0%	1.2%	-	-	-	2.1%	-
調整額	-424	-660	-	-	-	-621	-
経常利益	712	-2,068	-	-	-	-	-
売上高経常利益率	6.0%	-12.4%	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	400	-2,190	-	-	-	-	-
売上高当期純利益率	3.4%	-13.1%	-	-	-	-	-

(注) 22/5 期より連結業績開示。22/5 期より新収益認識基準適用

(出所) ジェイフロンティア有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 23 年 5 月期第 1 四半期業績

23/5 期第 1 四半期は、売上高 5,542 百万円（前年同期比 193.8%増）、営業損失 170 百万円（前年同期は 129 百万円の利益）、経常損失 169 百万円（同 103 百万円の利益）、親会社株主に帰属する四半期純損失 130 百万円（同 66 百万円の利益）であった。売上高の通期計画に対する進捗率は 33.2%である。同社は、22/5 期第 2 四半期から連結業績を開示しているため、前年同期比は、22/5 期第 1 四半期の単体業績との比較となる。

メディカルケアセールス事業は、売上高 2,782 百万円（前年同期比 321.4%増）、セグメント損失 141 百万円（前期は 45 百万円の利益）となった。「SOKUYAKU」の利用の増加による To C サービスの増収に加え、To B サービスにおいて、自由診療クリニックの広告運用案件を受注して大幅増収となった。一方、計画通りに費用をかけたため、セグメント損失となった。

ヘルスケアセールス事業は、売上高 930 百万円(前年同期比 10.4%減)、セグメント利益 130 百万円(同 20.0%減)となった。22 年 7 月に子会社化した EC スタジオの貢献はあったものの、経営資源をメディカルケアセールス事業の方へ振り向けているため、積極的な広告を行っておらず、減収減益となった。

ヘルスケアマーケティング事業は、売上高 1,829 百万円(前年同期比 874.0%増)、セグメント利益 60 百万円(同 906.3%増)となった。津通販事業者向けの広告運用案件の受注があり、大幅増収増益となった。

一方、全社費用が 219 百万円と、前年同期の 85 百万円より大きく増加したため、営業損失に陥った。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 5 月期

当センターでは、同社の 23/5 期業績について、第 1 四半期の実績も踏まえ、売上高 16,534 百万円(前期比 39.2%増)、営業損失 1,928 百万円(前期は 732 百万円の利益)、経常損失 1,928 百万円(同 712 百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失 1,928 百万円(同 400 百万円の利益)とした(図表 18)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 健康食品等 D2C のヘルスケアセールス事業は前期比 38.0%増収になるものと予想した。
- (2) SOKUYAKU と医薬品 D2C から構成されるメディカルケアセールス事業の売上高は前期比 49.5%増とした。さらに、SOKUYAKU の売上高は同 66.3%増、医薬品 D2C の売上高は同 42.1%増とした。SOKUYAKU の KPI は、病院・クリニック数 4,500 件、薬局 6,000 件、期末会員数 199.5 万人とした。
- (3) ヘルスケアマーケティング事業は期末取引社数を 240 社とし、前期比 26.8%増収とした。
- (4) 売上総利益率は前期比 10.5%ポイント低下の 35.0%とした。相対的に売上総利益率が低いメディカルケアセールス事業の売上構成比上昇を考慮に入れた。また、広告宣伝費をはじめとする戦略投資を行うため、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比 65.3%増、売上高販管費率は同

7.4%ポイント上昇の46.7%とした。これらの結果、23/5期は1,928百万円の営業損失と予想した(会社計画は2,028百万円の損失)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年5月期以降

24/5期以降について、24/5期は前期比37.5%増収、25/5期は同29.2%増収と予想した。ヘルスケアセールス事業は24/5期は同35.7%増収、25/5期は同22.8%増収、メディカルケアセールス事業は24/5期は同57.4%増収、25/5期は同42.0%増収と予想した。

24/5期以降の売上総利益率は23/5期と同水準の35%台の水準で大きく動かず、また、戦略投資による費用増が23/5期でいったんピークを越えるものとして販管費は80億円弱の水準で推移するものとした。これらの結果、24/5期には営業黒字を回復し、売上高営業利益率は24/5期は1.6%、25/5期には8.2%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 18 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前			「収益認識に関する会計基準」 適用後						
	20/5期単	21/5期単	22/5期	23/5期CE	24/5期CE (中計)	25/5期CE (中計)	23/5期E	24/5期E	25/5期E	
損益計算書										
売上高										
	前期比									
		7,106	8,493	11,876	16,669	-	30,000	16,534	22,729	29,366
		16.0%	19.5%	39.8%	40.4%	-	-	39.2%	37.5%	29.2%
セグメント別										
ヘルスケアセールス事業										
	前期比	5,161	5,911	3,043	4,369	-	7,205	4,200	5,700	7,000
	構成比	4.9%	14.5%	-48.5%	43.6%	-	-	38.0%	35.7%	22.8%
		72.6%	69.6%	25.6%	26.2%	-	24.0%	25.4%	25.1%	23.8%
メディカルケアセールス事業										
	前期比	1,300	1,827	4,988	7,347	-	17,540	7,458	11,738	16,666
	構成比	55.3%	40.5%	173.0%	47.3%	-	-	49.5%	57.4%	42.0%
		18.3%	21.5%	42.0%	44.1%	-	58.5%	45.1%	51.6%	56.8%
ヘルスケアマーケティング事業										
	前期比	644	754	3,844	4,954	-	5,291	4,876	5,291	5,700
	構成比	74.3%	17.1%	409.7%	28.8%	-	-	26.8%	8.5%	7.7%
		9.1%	8.9%	32.4%	29.7%	-	17.6%	29.5%	23.3%	19.4%
主要KPI										
[D2C]										
健康食品D2C売上高										
		5,157	5,912	3,043	4,369	-	7,204	4,200	5,700	7,000
健康食品D2C売上高										
		5,157	5,912	3,043	-	-	-	3,000	4,200	5,200
化粧品D2C売上高										
		-	-	-	-	-	-	1,200	1,500	1,800
医薬品D2C売上高										
		1,262	1,781	3,465	4,754	-	8,378	4,924	6,324	7,724
[SOKUYAKU]										
SOKUYAKU売上高										
		-	-	1,524	2,595	-	9,163	2,534	5,414	8,942
TO C										
		-	-	181	434	-	2,229	434	1,174	2,162
TO B										
		-	-	1,343	2,161	-	6,934	2,100	4,240	6,780
提携先数(件)										
		-	742	5,504	10,000	16,000	23,000	10,500	15,500	21,000
病院数										
		-	416	2,271	5,000	8,000	11,500	4,500	6,500	9,000
薬局数										
		-	326	3,233	5,000	8,000	11,500	6,000	9,000	12,000
期末会員数(人)										
		-	1,709	292,048	2,000,000	4,000,000	6,500,000	1,995,000	3,875,000	6,300,000
[B2B]										
取引社数(社)										
		122	131	184	240	270	300	240	270	300
売上総利益										
	前期比	5,494	6,628	5,399	-	-	-	5,786	8,012	10,395
		6.6%	20.6%	-18.5%	-	-	-	7.2%	38.5%	29.7%
		77.3%	78.0%	45.5%	-	-	-	35.0%	35.3%	35.4%
販売費及び一般管理費										
	前期比	5,324	5,956	4,666	-	-	-	7,715	7,659	7,983
		11.3%	11.9%	-21.7%	-	-	-	65.3%	-0.7%	4.2%
		74.9%	70.1%	39.3%	-	-	-	46.7%	33.7%	27.2%
営業利益										
	前期比	170	671	732	-2,028	-	2,500	-1,928	352	2,412
		-53.7%	294.3%	9.0%	-	-	-	-	-	584.6%
		2.4%	7.9%	6.2%	-12.2%	-	8.3%	-11.7%	1.6%	8.2%
ヘルスケアセールス事業										
	前期比	700	1,280	779	-178	-	629	-168	57	595
		-35.1%	82.8%	-39.1%	-	-	-	-	-	943.9%
		13.6%	21.7%	25.6%	-4.1%	-	8.7%	-4.0%	1.0%	8.5%
メディカルケアセールス事業										
	前期比	-224	-219	339	-1,248	-	2,381	-1,267	586	2,249
		-50.4%	-2.6%	-255.1%	-	-	-	-	-	283.4%
		-17.3%	-12.0%	6.8%	-17.0%	-	13.6%	-17.0%	5.0%	13.5%
ヘルスケアマーケティング事業										
	前期比	-23	-26	37	58	-	111	48	79	114
		21.2%	402.9%	3.3%	-	-	-	-	62.8%	43.6%
		-3.7%	-3.6%	1.0%	1.2%	-	2.1%	1.0%	1.5%	2.0%
		-281	-362	-424	-660	-	-621	-541	-370	-546
経常利益										
	前期比	174	679	712	-2,068	-	-	-1,928	346	2,406
		-52.5%	289.4%	5.0%	-	-	-	-	-	594.9%
		2.5%	8.0%	6.0%	-12.4%	-	-	-11.7%	1.5%	8.2%
親会社株主に帰属する当期純利益										
	前期比	96	424	400	-2,190	-	-	-1,928	329	1,805
		1472.2%	340.9%	-5.7%	-	-	-	-	-	448.6%
		1.4%	5.6%	3.4%	-13.1%	-	-	-11.7%	1.4%	6.1%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/5期より新収益認識基準適用。22/5期の前期比は新基準適用前の21/5期実績値との比較

(出所) ジェイフロンティア有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 19 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後					
	20/5期単	21/5期単	22/5期連	23/5期CE	24/5期CE (中計)	25/5期CE (中計)	23/5期連E	24/5期連E	25/5期連E
貸借対照表									
現金及び預金	908	1,638	2,956	-	-	-	344	362	2,180
売掛金、電子記録債権 (21/5期まで)	404	362	-	-	-	-	-	-	-
売掛金 (22/5期以降)	-	-	1,334	-	-	-	1,769	2,386	3,083
たな卸資産 (21/5期まで)	396	350	-	-	-	-	-	-	-
たな卸資産 (22/5期以降)	-	-	468	-	-	-	638	817	986
前払費用	133	61	126	-	-	-	181	245	317
その他	21	-5	35	-	-	-	35	35	35
流動資産	1,863	2,407	4,921	-	-	-	2,970	3,847	6,603
有形固定資産	8	10	47	-	-	-	47	47	47
無形固定資産	40	18	886	-	-	-	1,717	1,552	1,386
投資その他の資産	120	157	204	-	-	-	430	430	430
固定資産	168	186	1,139	-	-	-	2,196	2,031	1,865
資産合計	2,032	2,594	6,060	-	-	-	5,166	5,878	8,469
買掛金	102	107	524	-	-	-	744	1,022	1,321
未払金	670	779	357	-	-	-	496	681	880
未払費用	35	48	114	-	-	-	165	227	293
未払法人税等	67	238	188	-	-	-	0	10	379
短期借入金	-	-	-	-	-	-	165	165	165
1年内返済予定の長期借入金	93	66	84	-	-	-	88	105	104
1年内償還予定の社債	-	-	-	-	-	-	66	41	41
その他	145	77	174	-	-	-	174	174	174
流動負債	1,114	1,318	1,443	-	-	-	1,899	2,429	3,360
長期借入金	75	8	446	-	-	-	930	824	720
社債	-	-	-	-	-	-	83	41	0
その他	-	-	13	-	-	-	13	13	13
固定負債	75	8	460	-	-	-	1,027	880	734
純資産合計	842	1,267	4,156	-	-	-	2,240	2,569	4,374
(自己資本)	841	1,266	4,135	-	-	-	2,219	2,548	4,353
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	134	678	701	-	-	-	-1,928	346	2,406
減価償却費	12	5	10	-	-	-	10	10	10
のれん償却費	3	5	47	-	-	-	165	165	165
売上債権の増減額 (-は増加)	-64	-40	-476	-	-	-	-434	-617	-696
たな卸資産の増減額 (-は増加)	113	45	10	-	-	-	-170	-178	-168
前払費用の増減額 (△は増加)	-46	71	-55	-	-	-	-55	-63	-71
仕入債権の増減額 (-は減少)	71	4	151	-	-	-	219	278	298
未払金の増減額 (-は減少)	178	108	-486	-	-	-	138	185	199
未払費用の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	50	61	66
法人税等の支払額・還付額	-56	-120	-400	-	-	-	-188	-6	-233
その他	-127	70	130	-	-	-	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	218	830	-366	-	-	-	-2,193	181	1,975
有形固定資産の取得による支出	-5	-6	-7	-	-	-	-10	-10	-10
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	-	-2	-	-	-	-3	-3	-3
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-	-	-855	-	-	-	-863	0	0
事業譲受による支出	-159	-	-85	-	-	-	0	0	0
数金及び保証金の回収・差入による収支	0	0	16	-	-	-	0	0	0
その他	0	0	73	-	-	-	-355	3	3
投資活動によるキャッシュ・フロー	-165	-7	-860	-	-	-	-1,232	-10	-10
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	165	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-100	-93	122	-	-	-	488	-88	-105
株式の発行による収入	-	-	2,865	-	-	-	0	0	0
新株予約権の発行による収入	1	-	-	-	-	-	11	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	-	29	-	-	-	0	0	0
社債の発行・償還による収支	-	-	-	-	-	-	149	-66	-41
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	0	0	0
その他	-	-	-453	-	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-99	-93	2,564	-	-	-	814	-154	-146
換算差額	-	-	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-45	729	1,337	-	-	-	-2,611	17	1,818
現金及び現金同等物の期首残高	947	901	1,631	-	-	-	2,968	357	374
現金及び現金同等物の期末残高	901	1,631	2,968	-	-	-	357	374	2,192

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ジェイフロンティア有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

◆ 東証グロース市場の上場維持基準について

22年5月末時点で、代表取締役である中村篤弘氏と同氏の資産管理会社である株式会社篤志で、自己株式を含む発行済株式総数に対して約72%の株式を保有している。その他の流通株式とは認められない分を含めると、同社が上場する東証グロース市場の上場維持基準である25%を下回っており、何らかの対応をとる必要がある。

対応の一環として、22年8月に中村篤弘氏は発行済株式数の約1.0%にあたる48,000株を市場で売却した。また、既に発行している役職員等向けストック・オプションの行使を推奨することで、2%以上の流通株式比率の上昇を図り、25年5月末までに流通株式比率25%以上という上場維持基準を充たすように取り組んでいく方針である。

◆ 営業キャッシュ・フローが2期連続赤字になる可能性について

同社の22/5期の営業キャッシュ・フローは366百万円の赤字だったが、戦略投資により営業損失となる計画であるため、23/5期も大幅赤字となる見込みである。そのため、何かしらの形で資金の手当てをする必要が高いと考えられる。

◆ 新株予約権発行による資金調達と株式希薄化の可能性

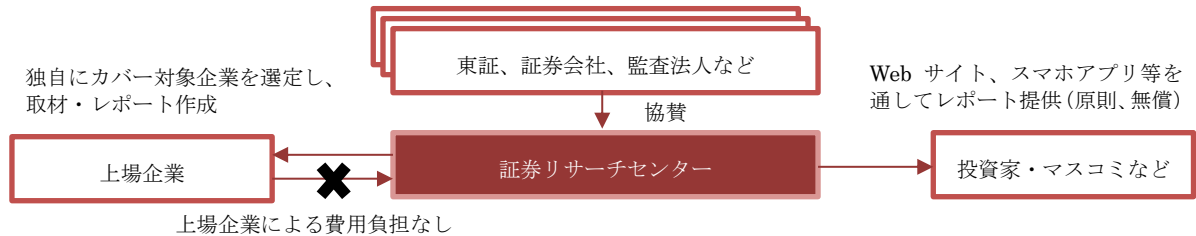
上記の資金需要もあり、同社は22年11月7日付けで新株予約権を発行した。仮にすべてが権利行使されると、2,012百万円の資金調達となる。

潜在株式数は674,700株で、発行済株式数の約14%に相当する。行使価格は416,700株分が2,421円、138,900株分が3,600円、119,100株分が4,200円であり、行使期間はいずれも25年11月7日までである。22年12月9日時点で株価は2,716円であるため、現時点でも、416,700株分の希薄化が進む可能性はある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

SMB C日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
いちよし証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社SBI証券
Jトラストグローバル証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社ICMG
三優監査法人
宝印刷株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。