

タメニー株式会社

東証グロース 証券コード:6181

2023年1月31日

GCC経営™分析による7.3倍のアップサイドの可能性

婚活・ウェディング支援とライフスタイル支援の接続によるLTV最大化の展望

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。

婚活・ウェディングを起点に「よりよい人生をつくる。」

タメニー株式会社（以下、タメニー）（旧 株式会社パートナーエージェント）は、2004年に設立され、2008年より結婚相談所「パートナーエージェント」を含むブライダル関連事業を運営している。2015年には東京証券取引所マザーズ（現在は東証グロース）に上場し、2020年にタメニーへ商号を変更。現在は、「よりよい人生をつくる。」を旗印に婚活事業・カジュアルウェディング事業・ライフスタイル事業・テック事業・法人・自治体向け事業の展開を進めている。

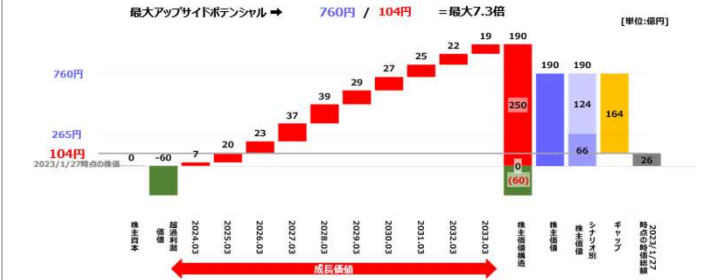
第二創業期において、事業間シナジー本格化を目指す

成長ストーリー「成婚・ウェディングを起点としたLTVの最大化」は、ライフスタイル支援への接続を計画しており、このために体制改革による事業間シナジー顕在化を図る点から、将来的な概念デザイン\*1進展が伺える。一方で、目下3か年では短期業績回復と中長期的な成長基盤構築の段階にあり、事業間シナジー顕在化にも既存組織の改革とM&A・事業提携の迅速化・効果最大化を目指す段階にあることから、実装デザイン\*2は道半ばにあると言える。実績としては、成婚率や「スマ婚」知名度が業界No.1である一方、事業間の送客体制が整備されておらず、総客先のサービスも数少ない状況にある。

財務は安定化を図る状況にあるが、社会貢献性については、国の少子化対策が本格化し始めた点から、タメニーの貢献性に対して社会が追い付いてきたと評価できる。成長ストーリーが実現すれば、単に結婚支援により少子化対策を行うだけでなく、再婚や健康寿命対策等、タメニーの貢献性はさらに向上していくと考えられる。

最大アップサイド7.3倍で少子高齢化関連主力銘柄のポテンシャル

2028年3月期に売上高300億円、営業利益30億円を達成する前提で株主価値を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190億円、現状の時価総額の約7.3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)
2020年3月期通期実績	8,187	97.2%	78	-63.8%	41	-80.1%	2	-97.1%	0.25	469	136
2021年3月期通期実績	4,429	-45.9%	-2,176	-	-2,089	-	-2,316	-	-202.70	269	139
2022年3月期通期実績	5,574	25.9%	-153	-	-218	-	-320	-	-15.28	171	80
2022年3月期2Q実績	2,801	64.6%	-215	-	-288	-	-416	-	-22.46	171	100
2023年3月期2Q実績	2,692	-3.9%	-152	-	-177	-	-193	-	-7.76	168	91
2023年3月期会社計画	5,756	3.3%	-195	-	-246	-	-230	-	-	-	-

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頼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。

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  
本田泰三  
www.j-phenix.com

会社概要

所在地	東京都品川区
代表者	栗沢 研丞
設立年月	2004年6月
資本金	44百万円
上場日	2015年10月27日
URL	https://tameny.jp/
業種	サービス業
主要指標	2023/1/30 現在
株価	103円
52週高値	168円
52週安値	80円
発行済株式数	24,988,000株
売買単位	100株
時価総額	2,599百万円
会社予想配当	-円
予想当期利益	-9.21円
EPS	-
予想PER	-
実績BPS	1.72
実績PBR	60.47倍

## 1. インベストメントサマリー

株主価値  
分析

## 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7.3倍

時価総額の最大アップ  
サイドは7.3倍と試  
算

タメニーは、「よりよい人生をつくる。」という企業理念のもと、婚活事業、カジュアルウェディング事業、テック事業、ライフスタイル事業、法人・自治体向け事業を展開している。

JPRは、タメニー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

## 定性ストーリーの骨子

Growth : 婚活・ウェディング支援とライフスタイル支援の接続によるLTV最大化

Connection : 事業間シナジーがこれから本格化

Confidence : 少子高齢化・健康寿命増大へ貢献

## 定量ストーリーの骨子

時価総額

26億円

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = 7.3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0+超過利潤価値-60+成長価値250= 190 億円

株主  
資本

0

超過利潤  
価値

-60

成長価値

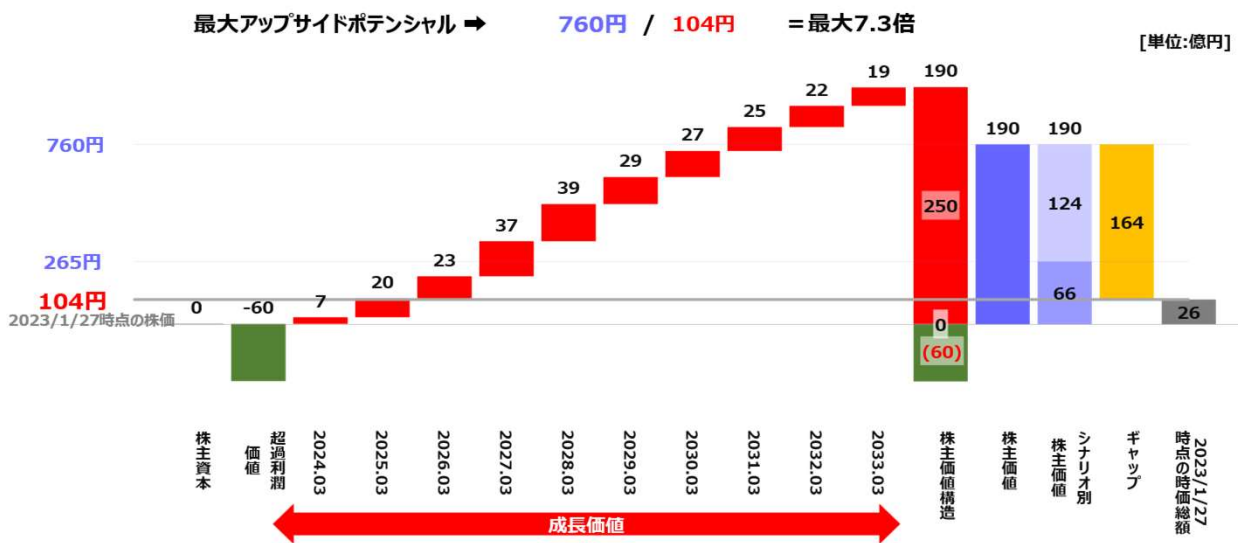
250

[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1月27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	58	80	111	155	215	300	394	493	592	688	776
営業利益	-2.0	1.6	5.6	10.8	19.4	30.0	39.4	49.3	59.2	68.8	77.6
営業利益率	-3.4%	2.0%	5.0%	7.0%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
売上高成長率	3.3%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.2%	31.4%	25.1%	20.1%	16.1%	12.9%
NOPATマージン	-2.3%	1.4%	3.5%	4.8%	6.2%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
投下資本売上高比率	76.5%	82.7%	68.4%	58.7%	52.0%	47.5%	44.5%	42.7%	41.6%	40.8%	40.3%
期末投下資本売上高比率	82.7%	68.4%	58.7%	52.0%	47.5%	44.5%	42.7%	41.6%	40.8%	40.3%	40.1%
WACC	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	-3.1%	1.7%	5.0%	8.2%	12.0%	14.5%	15.5%	16.2%	16.6%	16.9%	17.2%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	(¥0.4)	¥0.2	¥0.6	¥1.0	¥1.5	¥1.8	¥1.9	¥2.0	¥2.0	¥2.1	¥2.1
NOPAT	-1.35	1.11	3.85	7.49	13.40	20.73	27.24	34.07	40.92	47.51	53.64
投下資本×WACC	3.63	5.46	6.28	7.49	9.24	11.75	14.46	17.35	20.29	23.12	25.76
超過利潤	-4.98	-4.35	-2.43	0.00	4.16	8.98	12.78	16.72	20.64	24.39	27.87
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-4.98	-4.35	-2.43	0.00	4.16	8.98	12.78	16.72	20.64	24.39	27.87
各年で創出する価値	-60	8	23	30	50	58	46	48	48	46	42
ディスカウントレート	100%	92%	85%	79%	73%	67%	62%	57%	53%	49%	45%
超過利潤の現在価値	-60	7	20	23	37	39	29	27	25	22	19
投下資本① 元手	44										
超過利潤価値(今期の超過利潤の永久価値)②	-60										
成長価値(超過利潤の増加分の現在価値)③	250										
非事業資産価値④	0										
企業価値=①+②+③+④	233										
有利子負債等	-44										
株主価値	189										

[出所]JPR作成

※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

## Growth : 婚活・ウェディング支援とライフスタイル支援の接続によるLTV最大化

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
よりよい人生をつくる	1.6+α兆円市場で高成長へ	CAGR 39%が期待
日本の人口減少と少子高齢化への対応を重要な社会課題として認識。課題解決のために「創造する力とおもいやり、おもてなしで、人々の心を満たし、活力ある社会の実現を支えます。」とパーパスを定めている。企業理念「よりよい人生をつくる。」を旗印として、①約27.0%と業界No.1の成婚率とこれを実現するコンシェルジュへのコーチング教育能力と、②約55.2%と業界No.1で他サービスの約2倍の認知度を誇る「スマ婚」ブランド、を中核に、結婚へのアドバイスを起点にライフ全体でのLTV最大を目指す。	1.6兆円*2の市場をターゲットに、人口減少・少子高齢化への対応のために提供価値として、①オンライン・オフラインでの婚活支援、②カジュアルウェディング、③ライフスタイルサポート、を提供。3カ年中期経営計画“Re-FINE”では、短期業績回復を実現し、中長期的な成長基盤を構築する。確立した柔軟な事業構造の下で、単に結婚周辺サービスに留まらない、ライフスタイル全般のサポートサービス提供へ拡大することにより、+α*3の市場におけるLTVの最大化を目指す。	2023.3 58 億円 ▶ 2028.3 300 億円 2023年3月期から2028年3月期の5年間で、売上高6倍へ。その後安定成長を前提。
		成長価値 250 億円

## Connection : 事業間シナジーがこれから本格化

戦略	ビジネスモデル	ROIC
体制改革で事業間シナジーを顕在化	送客力と送客先サービス拡充	17.6%ポイント改善が期待
タメニーの最大の顧客基盤は、成婚・結婚式プロデュースを行った約7,700組/年の新郎新婦である。これを起点にLTV最大化を目指すべく、①組織変革による事業間の送客力強化、②M&A・事業提携を迅速に実現してその効果を最大化する体制構築、が重要となる。これにより、強固な顧客基盤を活用して、事業間シナジーを顕在化することで、短期的には黒字化を、中長期的には営業利益率10.0%、ROIC14.5%の実現を目指す。	①では、カジュアルウェディング事業からライフスタイル事業への送客力強化を図る。「スマ婚」はM&Aで取得した事業であり、結婚式成功だけでなくグループ全体へと組織的な変革を実施していく。②では、ライフスタイル事業の拡充を図る。成婚・結婚式支援という密な関係を構築した顧客基盤を活用し、その後の新婚生活・子育て・老後や、次世代の教育・就活までの幅広いライフスタイル支援への拡充を目指す。また、この動きを加速し効果を最大化するため基幹システム改善が求められる。	2023.3 -3.1 % ▶ 2028.3 14.5 % 事業間シナジーが顕在化すれば利益率が改善。
		超過利潤価値 -60 億円

## Confidence : 少子高齢化・健康寿命増大へ貢献

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
財務安定性確保の段階	結婚・パートナーにまつわる課題解決	現状維持 8.2 %
2022年3月期までに、段階利益の黒字化と新株予約権発行及び第三者割当による新株発行を主因として、純資産額が正となったため、債務超過を解消。2024年3月期までの3年間で配当実施ができるような財務安定性の確保を目指す。	単に結婚を実現するだけでなく、寿命延長による老後の再婚需要や、結婚を必要としないパートナー需要が顕在化しつつあり、パートナーとの生活での生理的欲求・安全欲求や社会的欲求・承認欲求の充足から、自己実現欲求充足の段階に移りつつある。高品質なマッチングと、その後のサポートを提供するタメニーは、単に人口減少と少子高齢化への対応策を提供するだけでなく、寿命延長やライフスタイルの多様化へも対応していくことが期待される。	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 0 億円

\*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矢野経済研究所「ブライダル産業年鑑 2022」より、ブライダル関連市場規模の2022年度推計値

\*3結婚後の子育て・老後、次世代の教育・就活に関するサポートサービスにあたり、1.6兆円の市場規模を遥かに上回ることが予想される。

## 2.会社概要

### 会社概要

会社名	タメニー株式会社 (英語表記: Tameny Inc.)
設立	2004年6月15日
代表	栗沢 研丞
本社所在地	東京都品川区大崎1-20-3イマス大崎ビル 3階
資本金	44百万円
従業員数	444人 (2022年4月1日現在)
決算期	3月
事業内容	婚活事業、カジュアルウェディング事業、テック事業、ライフスタイル事業、法人・自治体向け事業
上場日	2015年10月27日
上場証券取引所	東京証券取引所グロス [証券コード: 6181]

[出所]会社資料よりJPR作成。

### 沿革

年	月	内容
2004年	6月	(新) 株式会社パートナーエージェント (旧商号: 株式会社ドリームドア) 設立
2006年	9月	(旧) 株式会社パートナーエージェント設立 (株式会社テイクアンドグヴ・ニーズ100%子会社)
2008年	5月	株式会社ドリームドア商号を株式会社パートナーエージェントに変更株式会社テイクアンドグヴ・ニーズより独立して、(新) 株式会社パートナーエージェントが (旧) 株式会社パートナーエージェントより事業を全部譲受け
2010年	9月	広告代理業を事業目的に、株式会社 P A マーケティング (現・タメニーエージェンシー株式会社) を設立 ウェディング情報サービスを事業目的に、株式会社アニバーサリーウェディングを設立
2013年	4月	株式会社アニバーサリーウェディングを吸収合併
2015年	10月	東京証券取引所マザーズに株式を上場 (現在は東京証券取引所グロス市場)
2018年	4月	婚活パーティー情報サイト運営を事業目的に、共同出資により株式会社ichieを設立
	7月	ウェディング周辺サービスの提供を事業目的に、株式会社IROGAMIを設立
2019年	4月	株式会社メイションをグループ化
2020年	3月	株式会社Mクリエイティブワークスをグループ化
	4月	連結子会社3社 (株式会社IROGAMI、株式会社ichie、株式会社Mクリエイティブワークス) を統合し (新) 株式会社Mクリエイティブワークス (現・タメニーアートワークス株式会社) に商号変更
	4月	株式会社pma (2020年10月にタメニーパーティーエージェント株式会社へ商号変更) をグループ化
	10月	株式会社メイションを統合し商号をタメニー株式会社に変更
	10月	連結子会社である株式会社Mクリエイティブワークス、株式会社pma、株式会社シンクパートナーズをそれぞれタメニーアートワークス株式会社、タメニーパーティーエージェント株式会社、タメニーエージェンシー株式会社に商号変更
2022年	3月	タメニーパーティーエージェント株式会社を統合

[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。



## ■ 主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
ウェディング事業	タメニーアークワークス株式会社	ウェディングフォトスタジオの運営、企業向けイベントの企画・運営、新規事業開発等	10百万円	100%
広告代理業務	タメニーエージェンシー株式会社	広告代理店業務委託先、有料職業紹介事業委託先	5百万円	100%

[出所]会社資料等よりJPR作成

## ■ 主なM&A

年	月	対象	目的
2019	1	株式会社メイション	①婚活支援とブライダル領域は相乗効果が高く、婚活から成婚後まで一貫通貫したサービスを提供することによる顧客利益の最大化②市場拡大が見込めるナシ婚市場において知見やノウハウを融合させることによる新たな価値提供③マーケティングにおける、「パートナーエージェント」「スマ婚」双方ブランドの利活用。
2020	2	株式会社 M クリエイトワークス	実施割合増加が続くフォトウェディングの更なる市場拡大を見込み、グループ全体でカジュアルウェディングの全顧客ニーズに対応することによるグループシナジーの最大化

[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
2021	12	株式会社フォーシス アンド カンパニー	日本を代表する婚礼衣装ブランドを展開するフォーシス アンド カンパニーから衣装提供・フィッティング等の業務全般の支援を受ける資本業務提携契約。業界に先んじて競争力強化施策として、業界大手の有力パートナーとアライアンスを通じて結婚式の決定要因として重要な役割を担う婚礼衣装の強化するため。
2021	12	アイ・ケイ・ケイホールディングス株式会社	婚礼、介護、食品、海外、金融事業を手掛けるアイ・ケイ・ケイホールディングスの新たな事業領域となる婚活領域において協力関係を構築する資本業務提携契約。婚活事業で有する知見やノウハウ、またはマッチングプール等を同社に開放することによる、同社の結婚仲介事業の早期の立ち上げや事業軌道化による業界活性化と、タメニーの新たな収益獲得のため。
2021	12	株式会社 T M S ホールディングス	婚活総合カンパニーとして、結婚相談所、婚活イベント事業、ブライダル事業を手掛ける T M S グループとの中長期的に強固な協力関係を構築する資本業務提携契約。より強固な協力体制のもと各々が運営する結婚相談所やマッチングプラットフォームのデータ連携を発展させることにより、会員へ更なる成婚機会を提供し、収益拡大と同時に、成婚増大による婚活に対する安心安全の醸成と、業界全体の活性化のため。

[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

概念デザインはかなり進展

新経営体制で加速が期待

整備進捗状況：  
70%

業績回復が進展中  
整備進捗状況：  
30%

実績への反映の  
進捗状況：10%

#### 概念～実装デザインに基づいて実績の今後を期待

##### 概念デザイン：成婚・ウェディングを起点としたLTVの最大化

タメニーは、日本の人口減少と少子高齢化への対応を重要な社会課題として認識しており、課題解決のために「創造する力とおもいやり、おもてなしで、人々の心を満たし」、活力ある社会の実現することを目指している。この中核となるのが、①業界No.1の成婚率とこれを実現するコンシェルジュへのコーチング教育能力と、②業界No.1で他サービスの約2倍の認知度を誇る「スマ婚」ブランド、であり、成婚・結婚式を起点としたその後のライフスタイル全般へとサポートサービスを展開し、LTVの最大化を目指す。

タメニーの主力事業がターゲットとするブライダル関連市場は、新型コロナ影響を受けるも前年度から持ち直しており、2022年度時点での市場規模は1.6兆円\*1と推計されている。2023年3月期から2028年3月期にかけて、この市場において58億円から100億円への成長を実現し、これ以外のライフスタイル全般へのサポートサービスを200億円まで成長させることが期待される。

##### 実装デザイン：短期業績回復から成長基盤構築へ

主力事業は、①婚活事業、②カジュアルウェディング事業、③ライフスタイル事業、となり、これらのインフラとなる④テック事業と、顧客接点を拡大する⑤法人・自治体事業を展開している。2022年3月期から2024年3月期における3か年中期経営計画“Re-FINE”では、短期業績回復を実現し、中長期的な成長基盤を構築することを目指している。こうして確立した柔軟な事業構造の下で、企業理念「よりよい人生をつくる。」を旗印として単に結婚周辺サービスに留まらない、ライフスタイル全般のサポートサービス提供へ拡大していく。

##### 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

主力事業において、①婚活事業では、約27.0%と業界No.1の成婚率とこれを実現するコンシェルジュ人材が注目される。②カジュアルウェディング事業では、カジュアル挙式披露宴等プロデュース「スマ婚」と高クオリティフォトウェディング「studio LUMINOUS」を主力する。特に「スマ婚」は約55.2%と業界No.1で他サービスの約2倍の認知度を誇る。③ライフスタイル事業は、現状で提供できるサービスが少なく、今後の拡充が期待される。

\*1矢野経済研究所「ブライダル産業年鑑 2022」より、ブライダル関連市場規模の2022年度推計値

## Connection

概念デザインはかなり進展

整備進捗状況：  
80%

特に②の具体化に期待

整備進捗状況：  
30%

実績への反映の  
進捗状況：10%

## 一気通貫を実現する体制改革に期待

### 概念デザイン：体制改革で事業間シナジーを顕在化する座組構築

最大の顧客基盤である新郎新婦を起点にLTV最大化を目指すべく、①組織変革による事業間の送客力強化、②M&A・事業提携を迅速に実現してその効果を最大化する体制構築、が重要となる。

成婚・結婚式支援という密な関係を構築した顧客基盤を活用し、その後の新婚生活・子育て・老後や、次世代の教育・就活までの幅広いライフスタイル支援への拡充を目指すには、M&Aや事業提携が有効となる。この座組を構築する際に、タメニーの持つ顧客との強い信頼関係が決め手となり、優位なポジションに就くことが期待される。これにより、事業間シナジーを顕在化することで、短期的には黒字化を、中長期的には営業利益率10.0%、ROIC14.5%の実現を目指す。

### 実装デザイン：送客体制とM&A・提携の締結迅速化体制の確立

①組織変革による事業間の送客力強化においては、特にカジュアルウェディング事業からライフスタイル事業への送客力強化を図る。カジュアルウェディング事業はM&Aで取得した事業であるが、現状で婚活事業の3倍以上の新郎新婦を顧客としているため、結婚式成功だけでなくグループ全体へ送客する意識を強化すべく組織的な変革を実施していく。

②M&A・事業提携を迅速に実現してその効果を最大化する体制構築においては、基幹システム改善等による契約の迅速化とライフスタイル事業の拡充を図る。

### 実績：顧客層のギャップは埋まりつつあり体制改革に期待

婚活事業において婚活パーティーの開催により結婚相談所への集客を行い、成婚後にカジュアルウェディング事業へ送客、その後ライフスタイル事業へ送客する一貫した送客体制となっている。ここに対してテック事業や法人・自治体向け事業からのライフスタイル事業への送客も合わさっている。

婚活事業とカジュアルウェディング事業の顧客層の違いからこの2事業間の送客率は高くない。婚活事業の主要顧客は比較的30-40代の富裕層に、カジュアルウェディング事業の主要顧客は若年層に偏っていた。しかし、近年では婚活事業における若年層の利用者も増えつつあり、数年程度で顧客層のギャップが埋まっていくことが予想される。また、婚活事業においては、対応ニーズ拡大のため年齢・年収制限の撤廃あるいは緩和が予想される。

婚活事業とライフスタイル事業間の送客力と比較すると、カジュアルウェディング事業ライフスタイル事業間の送客力も高くない。婚活事業と異なり、M&Aによる拡大を続けてきたカジュアルウェディング事業ではグループ間でのつながりが弱いのが現状と言えよう。



## Confidence

### 利益率は改善中

債務超過は解消済みだが、全体として財務安定性の評価は現状では10%程度。

単に結婚を支援するだけでないサービス展開が、ライフスタイル多様化に伴う社会課題に対応。非常に社会的貢献性の高い課題に取り組んでおり、社会的貢献性の評価としては、70~90%といっても良いであろう。

## 社会貢献性は高く、財務の安定化に期待

### 財務安定性：安定性確保の段階

#### Growth・Connectionストーリー実現で収益性改善へ

コロナ禍の影響を受け、2020年3月期から2021年3月期にかけて、売上高は半減し赤字となった。これをうけて、コロナ前の社内目標「2026年3月期のグループ売上高300億円」は変更され、2022年3月期から2024年3月期の3カ年にかけて利益率を高める中期経営計画“Re-FINE”が打ち立てられた。

前述のGrowth・Connectionストーリーが実現されれば、収益力強化とコスト構造改革により短期的な業績回復とコロナ前の社内目標の後ろ倒しでの達成が見込まれる。

#### 財務基盤安定化への取り組み

2021年3月期において債務超過となったことから上場廃止に係る猶予期間入り銘柄となっていた。2022年3月期において、段階利益の黒字化と新株予約権発行及び第三者割当による新株発行を主因として、純資産額が正となったため、債務超過を解消され、猶予期間入り銘柄から解除された。2024年3月期までの3年間で配当実施ができるような財務安定性の確保を目指す。

### 社会貢献性：少子化・人口減少対策とライフスタイル多様化に対応

結婚観の変化に伴って、単純に結婚するだけでなく、寿命延長による老後の再婚需要や、結婚を必要としないパートナー需要が顕在化しつつある。パートナーとの生活への目的が、生理的欲求・安全欲求や社会的欲求・承認欲求の充足から、自己実現欲求充足の段階に移りつつあると言えよう。

こうした中で、主要サービスは、結婚を実現することにより、少子高齢化や人口減少といった社会課題の解決に貢献していると言える。さらに、Growth・Connectionストーリーが実現すれば、婚活事業の顧客層が若年層から高齢者まで幅広くカバーするようになり、ライフスタイル事業で人生のあらゆる段階においてもライフスタイル支援を提供することが可能になる。

コンシェルジュやマッチング技術による高品質なマッチングと、その後のライフスタイル支援を提供するタメニーは、単に人口減少と少子高齢化への対応策を提供するだけでなく、寿命延長やライフスタイルの多様化に対して、リアルとデジタル技術の両方に対応していくことが期待される。

## 4.2023年3月期2Q業績概要

## 損益概要

微減収も販管費削減等により利益改善

段階的な広告投資と営業体制強化に注力

## 損益概要

## 全社業績

売上高は2,692百万円（前年同期比△3.9%）と微減収となるも、営業損失は152百万円（前年同期は営業損失215百万円）、経常損失は177百万円（同 経常損失288百万円）、親会社株主に帰属する四半期純損失は193百万円（同 親会社株主に帰属する四半期純損失416百万円）と引き続き利益改善となった。

これらは、婚活事業以外の4事業が増収となったこと、広告の段階的再開で広告販促費が増加したものの経営合理化効果等で販管費及び一般管理費が前年同期比△9.8%となったことによるものである。なお、特別損益は、休業等に係る助成金収入134百万円を特別利益に、臨時休業等による損失（人件費等）152百万円を特別損失に計上している。重要な経営指標と位置付けているEBITDAは73百万円（前年同期は△0百万円）と前第3四半期以降、引き続きの黒字となっている。

## 婚活事業

## 概要

売上高は1,168百万円（前年同期比△12.6%）、営業利益は295百万円（同△21.1%）となった。これは、結婚相談所で広告効果の最大化を目指し、期初に計画した積極的な広告投資を段階的に実施し、先んじた営業体制強化による新規入会者数の減少と、婚活パーティー開催数と参加者数及び一開催当たりの参加者数増加によるものである。なお、従来「テック事業」に含めて表示していた婚活アプリ関連の収益は、当期より「婚活事業」に含めて表示している。

## 主な取り組み

- ・婚活パーティーで参加資格を22歳から18歳以上へ引き下げ
- ・新成人限定の婚活サポートセンター開設
- ・結婚相談所で首都圏を中心に交通広告再開、東海／関西に拡大
- ・婚活パーティーで業界初のカップル成立仲介料型システム導入
- ・婚活パーティーから結婚相談所への送客259名(前年同期比+48.0%)

## 主要指標

	新規入会者数	成婚退会者数	成婚率	在籍会員数（期末）	パーティー開催数	パーティー参加者数
2022年3月期2Q	2,683	1,168	22.3%	10,147	2,259	26,104
2023年3月期2Q	2,323	1,129	24.4%	8,962	2,592	29,290

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。

## カジュアルウェディング事業

### 概要

売上高は1,276百万円（前年同期比+1.7%）、営業損失はのれん償却費76百万円を計上し133百万円（前年同期は営業損失129百万円）となった。これは、スマ婚シリーズの前期の受注活動の制限等による施行件数減少（ただし、成約件数は前年同期比+8.1%）と、2次会くんの好調な受注活動による施行件数増加、LUMINOUSの施行件数減少及び品質強化による施行単価上昇によるものである。

### 主な取り組み

- ・スマ婚、2022年 オリコン顧客満足度®調査「格安ウェディング」総合ランキング第1位獲得
- ・「LUMINOUS Nagoya」リニューアルオープン
- ・「LUMINOUS」リアルフォトウェディング体験フェア開催

## ■ 主要指標（左：成約件数、右：施行件数）

	スマ婚シリーズ		2次会くん		LUMINOUS	
2022年3月期2Q	307	445	192	125	2,797	2,261
2023年3月期2Q	332	295	459	319	2,482	2,175

出所：会社資料よりJPR作成

## テック事業

### 概要

売上高は81百万円（前年同期比+24.6%）、営業利益は30百万円（同+22.7%）となった。これは、コネクトシップに新たな利用事業者が加わったことによる利用会員数増加、4月に設立した結婚相談所連盟への複数企業の加盟、7月に開始したコネクトシップを活用した婚活パーティーの順調な立ち上がりによるものである。

### 主な取り組み

- ・コネクトシップに「TMSコネクト」（株式会社TMS運営）加入
- ・新結婚相談所連盟「婚活アライアンスパートナーズ」設立（コネクトシップとデータ連携可能）
- ・コネクトシップを活用した婚活パーティー「CONNECT-ship Party」始動

## ■ コネクトシップの主要指標

	利用会員数（期末）	お見合い成立件数	利用事業者数
2022年3月期2Q	30,807	159,250	13
2023年3月期2Q	31,217	149,881	13

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。

## ライフスタイル事業

### 概要

売上高は36百万円（前年同期比+2.1%）、営業利益は14百万円（同+195.3%）となった。これは、保険販売で顧客ニーズに即した提案活動による新規保険契約証券数の伸長および生産性向上と、グループ内外からの顧客送客体制構築への注力によるものである。

### 主な取り組み

- ・グループ外からの送客体制構築、ジュエリー関連企業等との連携開始
- ・結婚相談所で活動中の会員様向け金融セミナー等の開催強化

## ライフスタイル事業の主要指標

	新規保険契約証券数
2022年3月期2Q	219
2023年3月期2Q	293

出所：会社資料よりJPR作成

## 法人・自治体向け事業

### 概要

売上高は140百万円（前年同期比+14.8%）、営業損失は14百万円（前年同期は営業利益8百万円）となった。これは、企業イベントプロデュースでフルプロデュース型が主流となったことから施行件数が減少したものの施行単価の上昇したことによる増収と、今後の顧客獲得に向けた広告投資強化による先行費用の発生によるものである。なお、婚活支援システムの開発提供に係る収益の大部分は第4四半期計上となる。

### 主な取り組み

- ・婚活支援システム「parms」、青森県、滋賀県、大分県、京都府へ提供決定
- ・婚活支援センター運営、滋賀県より新たに受託
- ・各種イベント・セミナー、和歌山県、秋田県、兵庫県等より33案件を受託、13案件を開催

## 法人・自治体向け事業におけるイベントプロデュース「イベモン」の主要指標

	イベモン成約件数	イベモン施行件数
2022年3月期2Q	162	100
2023年3月期2Q	83	75

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。

## 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:億円]	実績	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		2022.3	2023.3	2024.3	2025.3	2026.3	2027.3	2028.3	2029.3	2030.3	2031.3	2032.3	2033.3
PL	売上高	5,574	5,756	8,007	11,137	15,492	21,549	29,996	39,415	49,308	59,219	68,754	77,623
	売上原価	1,302	1,345	1,870	2,601	3,619	5,034	7,007	9,207	11,518	13,833	16,060	18,132
	販売管理費	4,425	4,606	5,976	7,979	10,789	14,576	19,990	26,267	32,860	39,465	45,819	51,729
	営業利益	-153	-195	160	557	1,084	1,939	3,000	3,942	4,931	5,922	6,875	7,762
	支払利息	58	63	75	88	105	127	149	167	179	183	179	149
	経常利益	-211	-246	85	468	979	1,813	2,851	3,775	4,752	5,739	6,697	7,613
	法人税	109	-16	26	145	303	560	881	1,166	1,468	1,773	2,069	2,353
	当期利益	-320	-230	59	324	677	1,253	1,970	2,608	3,284	3,965	4,627	5,261
	発行済株式数 (千株)	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988	24,988
	EPS (円)	-12.8	-9.2	2.4	13.0	27.1	50.1	78.8	104.4	131.4	158.7	185.2	210.5
	配当	0	0	6	32	68	125	197	261	328	397	463	526
	内部留保	-320	-230	53	291	609	1,127	1,773	2,348	2,955	3,569	4,165	4,735
BS	手元流動性	647	900	1,252	1,741	2,422	3,372	4,430	5,542	6,657	7,728	8,725	8,725
	運転資本	1,418	1,972	2,744	3,816	5,309	7,390	9,710	12,147	14,589	16,938	19,123	19,708
	償却対象有形 固定資産	725	1,008	1,403	1,951	2,714	3,778	4,965	6,211	7,459	8,660	9,777	9,777
	のれん	1,376	1,223	1,070	917	764	612	459	306	153	0	0	0
	その他資産	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166	1,166
	総資産	5,332	6,270	7,635	9,592	12,376	16,317	20,730	25,372	30,023	34,492	38,791	39,376
	有利子負債以 外の流動負債	569	791	1,101	1,531	2,130	2,965	3,896	4,874	5,854	6,797	7,673	7,908
	短期借入金	1,476	2,322	3,224	4,360	5,835	7,714	9,323	10,540	11,156	11,013	10,171	5,687
	長期借入金	2,765	2,865	2,965	3,065	3,165	3,265	3,365	3,465	3,565	3,665	3,765	3,865
	その他負債等	328	328	328	328	328	328	328	328	328	328	328	328
	資本金等	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
	内部留保	-946	-1,176	-1,123	-832	-223	905	2,678	5,025	7,980	11,549	15,714	20,449
	純資産・負債	5,332	6,270	7,635	9,592	12,376	16,317	20,730	25,372	30,023	34,492	38,791	39,376
CF	手元流動性	-85	-253	-352	-489	-681	-950	-1,059	-1,112	-1,114	-1,072	-997	0
	運転資本	-501	-554	-771	-1,073	-1,492	-2,081	-2,320	-2,437	-2,442	-2,349	-2,185	-586
	有利子負債以 外の流動負債	-353	222	309	430	599	835	931	978	980	943	877	235
	有形固定資産 償却	294	339	471	655	912	1,269	1,708	2,184	2,671	3,150	3,603	3,821
	のれん償却	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153	0	0
	グロス投資	-239	-622	-865	-1,204	-1,675	-2,333	-2,895	-3,430	-3,919	-4,351	-4,720	-3,821
	内部留保	-320	-230	53	291	609	1,127	1,773	2,348	2,955	3,569	4,165	4,735
	営業CF	-1,052	-946	-1,002	-1,236	-1,575	-1,979	-1,708	-1,317	-716	43	742	4,384
	短期借入金	-66	846	902	1,136	1,475	1,879	1,608	1,217	616	-143	-842	-4,484
	長期借入金	26	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	株式調達	493	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	金融CF	453	946	1,002	1,236	1,575	1,979	1,708	1,317	716	-43	-742	-4,384
	余剰現預金増 減	-599	0	0	0	0	0	0	0	-0	-0	-0	0
	期首投下資本 売上高比		82.7%	68.4%	58.7%	52.0%	47.5%	44.5%	42.7%	41.6%	40.8%	40.3%	40.1%
	期首投下資本		4,763	5,479	6,534	8,061	10,245	13,352	16,833	20,498	24,169	27,695	31,118
KPI	売上高成長率		3.3%	39.1%	39.1%	39.1%	39.1%	39.2%	31.4%	25.1%	20.1%	16.1%	12.9%
	運転資本日商 比(日)		60	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
	売上原価率		23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
	有利子負債以 外の流動負債 日商比(日)		60	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
	手元流動性月 商比(カ月)		1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
	短期借入金金 利		1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%
	長期借入金金 利		1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
	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%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
	減価償却費率		33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%

[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

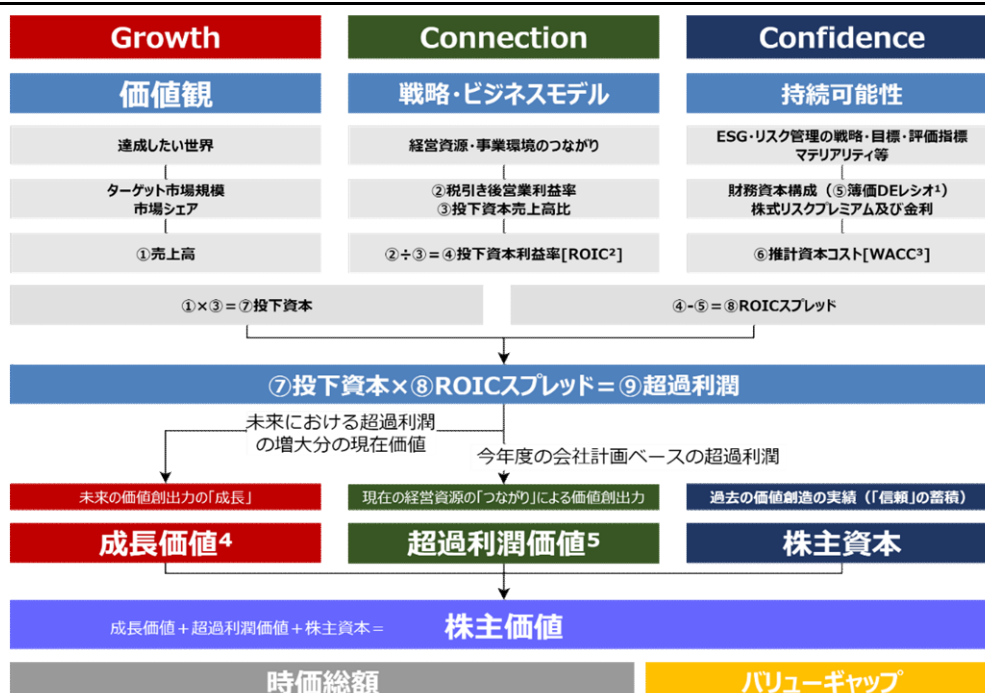
理論的な株主価値  
と時価総額のバ  
リュューギャップを可  
視化

### 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ュー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。

## GCC経営™ の評価体系

### 価値創造プロセス のGrowth・ Connection入 トリーの実現可 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%
「概念デザイン」	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
「実装デザイン」	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
「実績」	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

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確認ください。

## 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。

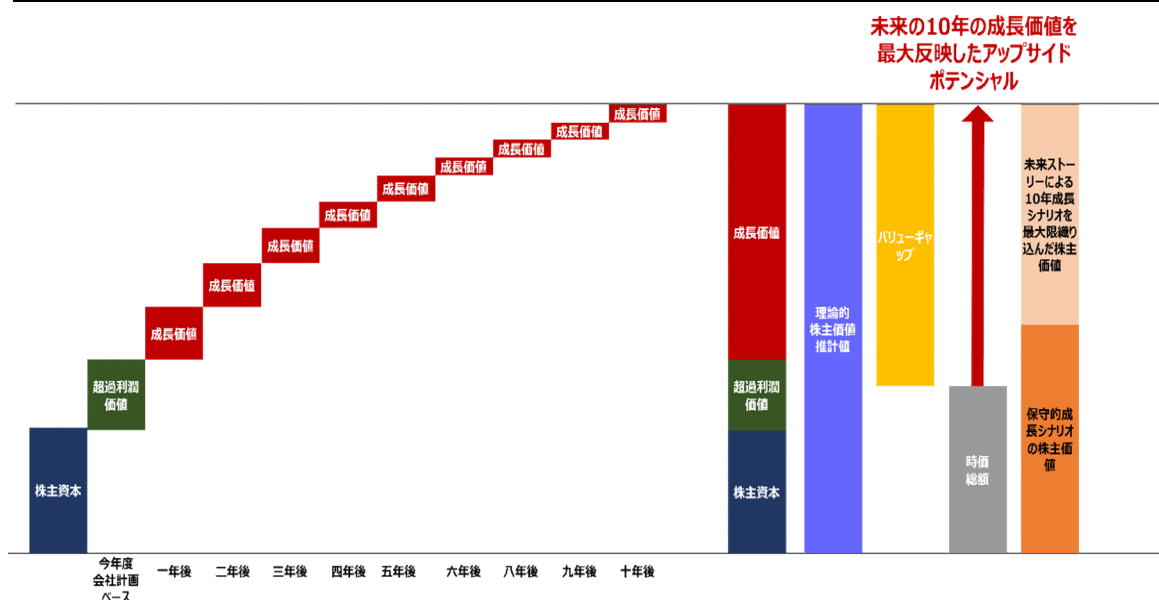
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

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。

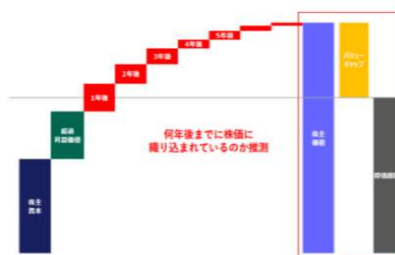
## 巻末資料2.超過利潤の説明

### 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

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。