

会社分析レポート

株式会社ジェイアイエヌ

楽しい投資研究所

平成 25 年 3 月

## ■当分析レポートの要約

・ PC メガネ “JINS PC” で最近話題の会社、株式会社ジェイアイエヌを投資対象候補として分析した。

・ 家内、友人、知人の高い評価を耳にしたのがきっかけである。店舗を訪れてみたところ、スタッフの方たちの対応も感じ良く、製品（JINS PC）を購入したところ、実際、使い心地が良い。個人的にも投資対象として、興味を持った。

・ いつものとおり、有価証券報告書を手に入れて、会社を深く理解すべく努めた。概して良い会社である。

・ ROE の水準（実績）は申し分なし。自己資本比率も低くない。今は、積極的な事業拡大を推し進めているという印象である。利益率は高いが FCF はマイナス継続。現状、「金の成る木」の会社ではない。

・ 現在の株価は高い。将来の成長も取り込んで、市場はこの会社を高く評価している。

・ 結論として、今あせってこの会社の株式を取得するのはリスクが高いと判断した。

・ とはいえ、良い会社である。メガネという成熟しきった市場の中にいて、新たな市場を創造、近視でも遠視でもない人を顧客として取り込んでいる。クリエイティブな会社である。

・ なので、個人的に、投資先候補リストに加えた。株価が魅力的な（割安と確信できるような）水準に近付いてきたときに、買えるよう、待ち構えることとした。

※当レポートは、楽しい投資友の会・会員の皆様へ一般に先駆けて先行公開したものです。

※楽しい投資友の会への入会手続きはこちらから行えます（入会金・年会費は一切かかりません）。ご興味がおありの方だけ、こちらからどうぞ。 <http://www.1toushi.com/oc/>

## ■分析を行った動機

家内が、良いメガネを見つけた、買い替えたい、買って欲しい、という。いくらか、と問うたところ、高くない、というか安い。どこの店かと訊けば JINS だという。

年若の友人が、最近仕事場にメガネをしてくるようになった。眼は良かったはずでは？と問うと、これはただのメガネではない、PC メガネである、これをつけているのといわないのでは眼の疲労感がまるでちがうのです、という。どこの店で買ったのか、と訊けばこれもまた JINS であるという。

これは調べてみる他あるまい。

## ■目的

JINS を展開している会社は株式会社ジェイアイエヌであると分かった。身近な人々がこ  
うも支持する製品を供給する会社は投資先として有望である。良い会社であれば、そして  
株価が割安であれば、魅力的な投資先となるかもしれない。投資先候補として現れてくれ  
たこの会社を理解するために、投資対象候補として、分析することとした。

## ■情報源

情報源はいつもの通り、主に有価証券報告書である。それにプラスアルファといったか  
たちで、下記のとおり、決算短信や会社四季報を眺めてみた。

- ・有価証券報告書（EDINET で入手）
- ・決算短信（会社の HP から入手）
- ・会社四季報
- ・日経新聞（ちょうど社長インタビュー記事が載っていた）

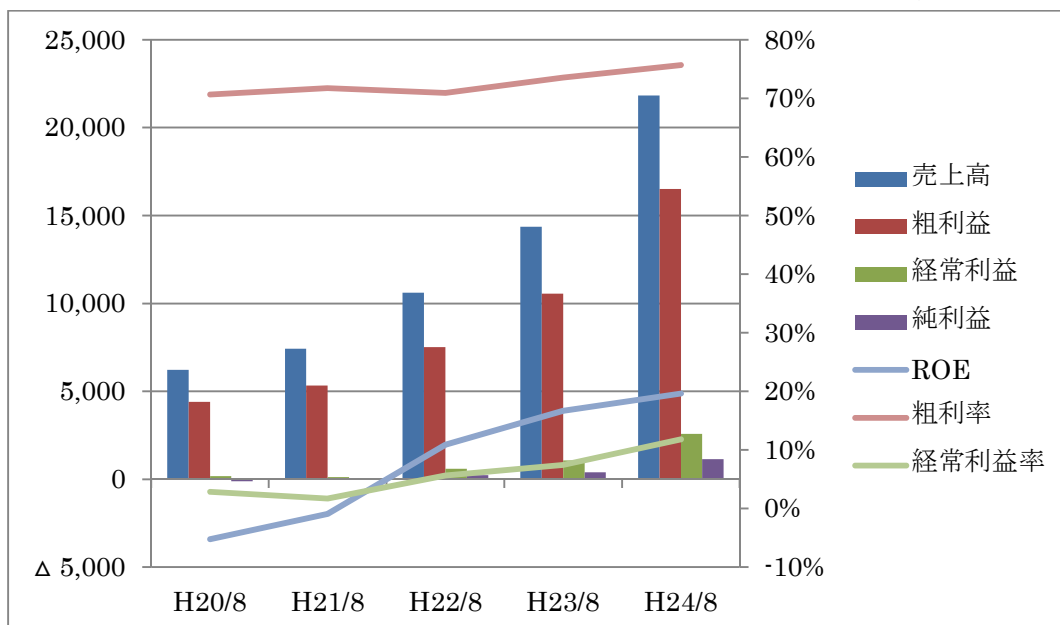
## ■分析のなかで気付いたこと

まずは全体像を俯瞰したい。こちらは親会社のみでの単体ベース業績である。

こういう情報は有価証券報告書の「主要な経営指標等の推移」の頁が便利である。

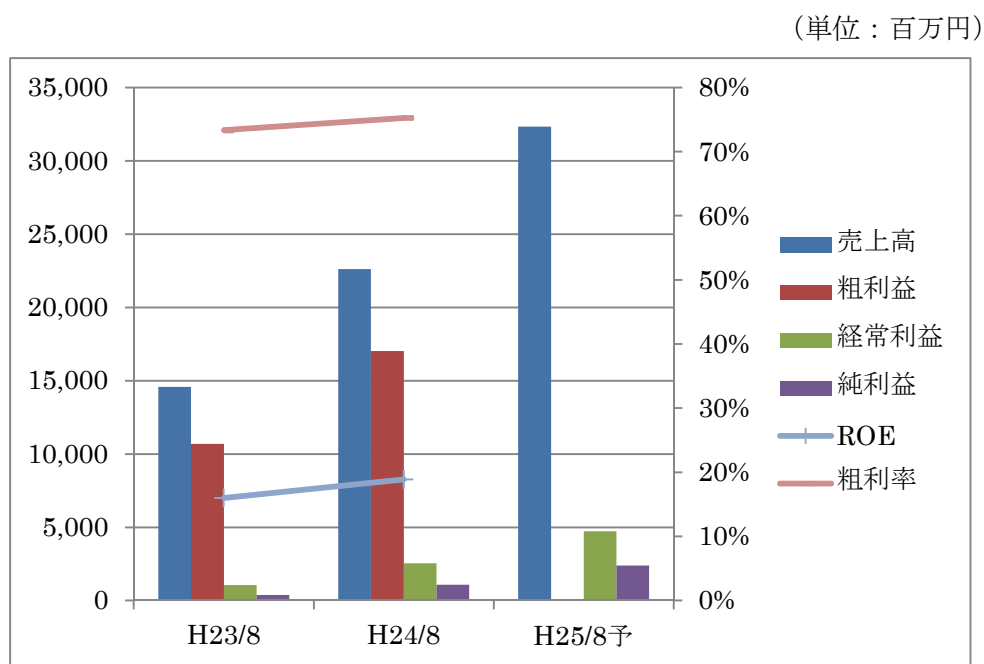
なお、特にことわりのない限り、金額の単位は百万円である。

(単位：百万円)



売上高を急激に伸ばし、粗利率も上昇、結果的に ROE（自己資本利益率）も驚異的な改善ぶり。粗利率は緩やかな右肩上がり。

次は連結ベースで見ておこう。連結数値の大部分は親会社からなる（連結子会社の数は 1 社、連結対象から外した会社は 2 社、いずれの会社も親会社に比べ、規模的に小さい）。

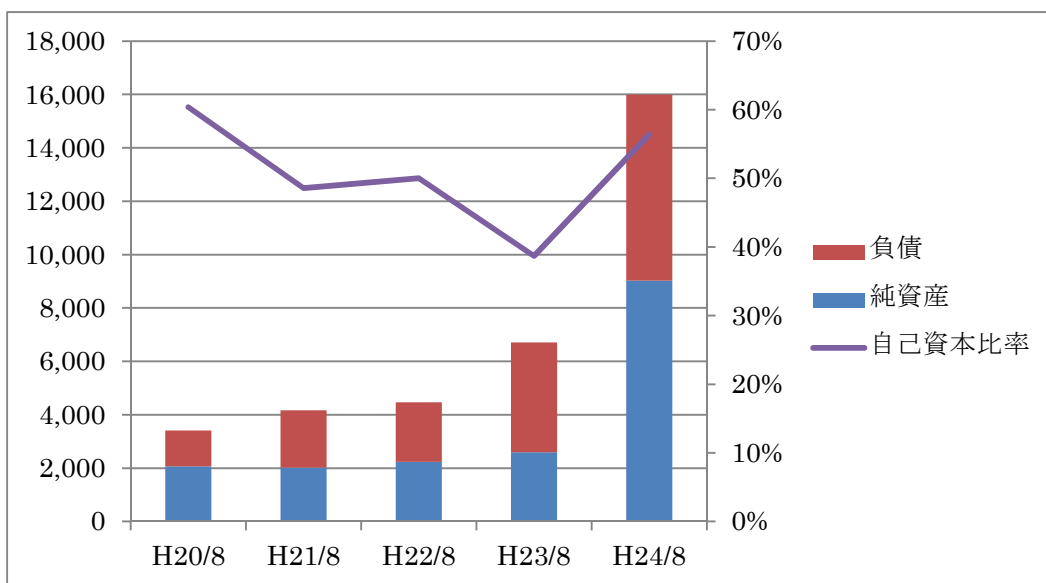


連結財務諸表の作成が必要になったのは前期からなので、直近 2 期のみ。なお H25/8 期は会社予測値として売上高と経常利益、純利益のみ記してある（粗利益の予想は開示されていない）。

純資産と負債のバランス、ファイナンスの状況、資金調達を、どのようなかたちで行っているのかを見ておこう。

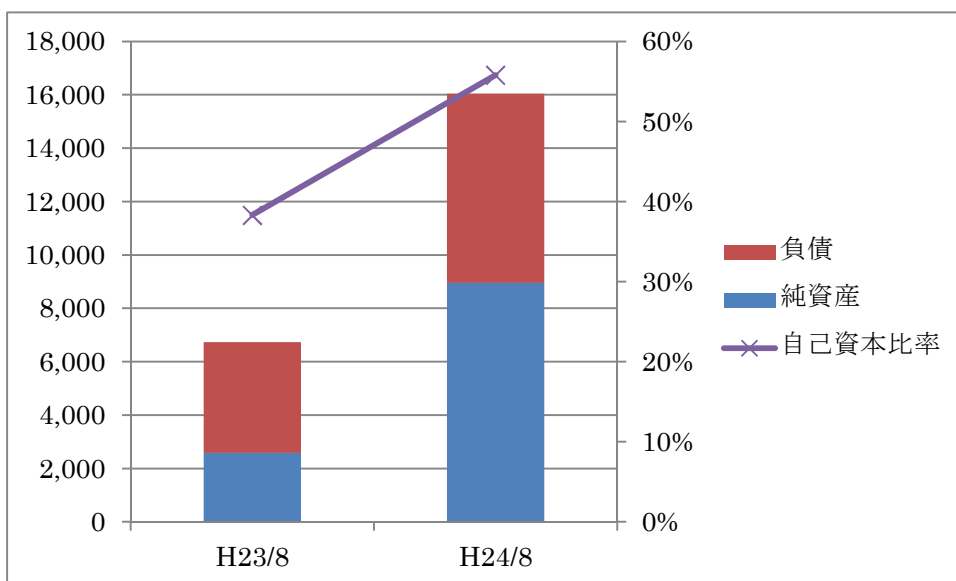
まず単体ベース。H24/8 期に大規模な増資（第三者割当増資）を実施。それにより、自己資本（この会社の場合は、純資産＝自己資本）は大幅に増加、結果、自己資本比率も大きく改善、自己資本の厚みが増している。

(単位：百万円)



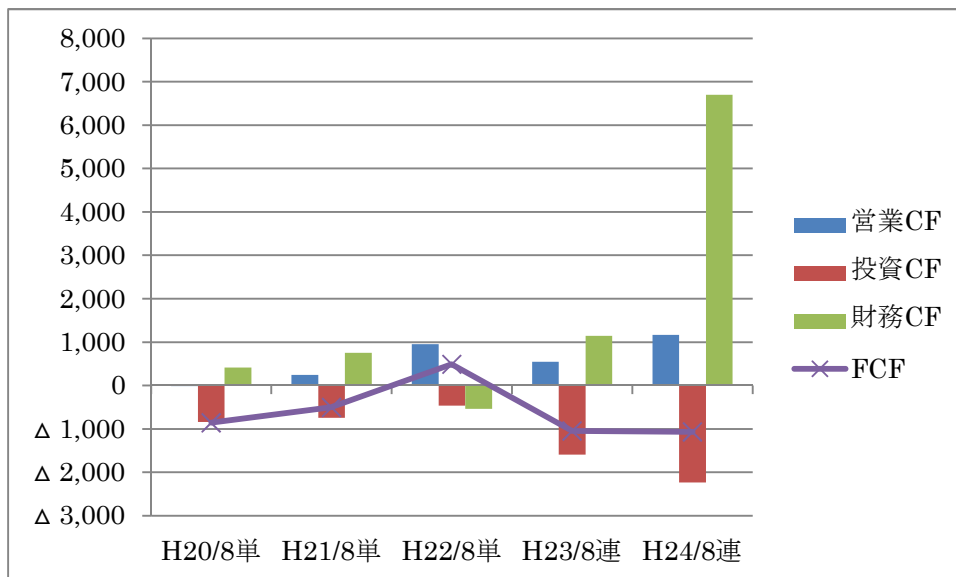
ちなみに連結ベースでは次のとおり。

(単位：百万円)



キャッシュフロー (CF) の状況はこちら。稼いだ営業 CF を上回る規模での投資 CF のマイナス (支出)。つまりフリー・キャッシュ・フロー (FCF) はマイナス。積極的な投資の実行 (投資支出) の結果である。

(単位：百万円)



H20/8 期から H22/8 期までは親会社単体のみ、H23/8 期と H24/8 期は連結ベース。本当なら並べるべき数字ではないのだけれど、連単数値の乖離幅がさほど大きくなかったため、このようなグラフとした。FCF は便宜的に営業 CF と投資 CF をネットした数値 (純額) とした。

売上高と粗利益、純利益の順調な (というか急激な) 伸びを見てきたが、FCF は概してマイナス (キャッシュの純流出) が続いている (H22/8 期のみプラス)。積極的な出店、店舗網拡大方針を採っているため、投資が先行しての結果なのだろう。H24/8 期の財務 CF の巨額の収入は主に新株発行による。

数値はこちら。すべて有報と短信から持ってきている。

JIN	(単位:百万円)							
	親会社単体					連結		
	H20/8	H21/8	H22/8	H23/8	H24/8	H23/8	H24/8	H25/8 *1
売上高	6,222	7,433	10,603	14,371	21,834	14,574	22,613	32,340
粗利益	4,395	5,333	7,521	10,565	16,519	10,688	17,015	
経常利益	179	127	600	1,069	2,582	1,052	2,551	4,730
純利益	△ 112	△ 18	232	403	1,141	384	1,089	2,400
営業CF	△ 14	245	952			545	1,169	
投資CF	△ 843	△ 747	△ 461			△ 1,591	△ 2,237	
ROE	-5.2%	-0.9%	10.9%	16.7%	19.6%	16.0%	18.9%	
粗利率	70.6%	71.7%	70.9%	73.5%	75.7%	73.3%	75.2%	
経常利益率	2.9%	1.7%	5.7%	7.4%	11.8%	7.2%	11.3%	
純利益率	-1.8%	-0.2%	2.2%	2.8%	5.2%	2.6%	4.8%	
純資産	2,063	2,024	2,235	2,597	9,024	2,578	8,952	
負債	1,350	2,142	2,235	4,107	6,975	4,156	7,089	
自己資本比率	60.4%	48.6%	50.0%	38.7%	56.4%	38.3%	55.8%	
財務CF	414	752	△ 539			1,146	6,703	
一株益	△ 5.51	△ 0.91	11.35	19.72	55.23	18.75	52.69	100.10
一株配	1.00	1.00	1.00	2.00	4.00			
一株配/一株益	-18.1%	-109.9%	8.8%	10.1%	7.2%			
FCF	△ 857	△ 502	491			△ 1,046	△ 1,068	
一株FCF	△ 42	△ 25	24			△ 51	△ 52	
*1: 会社予想								
*2: FCF=営業CF+投資CF								

・従業員数は大きく減少しているように見える（一千人から六百人に）（H24/8 期の有報「従業員の状況」に記載）が、これは人事制度改定により準社員を有期雇用化し、1 年以下の有期雇用契約者数を除外したことによるもの。実質人員数は増加しているもよう。

・ H20/8 期と H21/8 期は純損失であった。

・ ストックオプション制度はなし。潜在株式もなし。

・ 会社は昭和 63 年に設立。創業の地は群馬県前橋市、当初のビジネスは服飾雑貨、生活雑貨の企画・製造・卸売であった。

・ 会社は、メガネをファッションアイテムととらえ、メガネ、サングラス、グラスコードなどのメガネ、また眼鏡周辺商品を総称して、「アイウェア」と呼ぶ。この視点が、頭打ちの国内眼鏡市場の中にあって、新たな市場、新たな需要を創り出した。

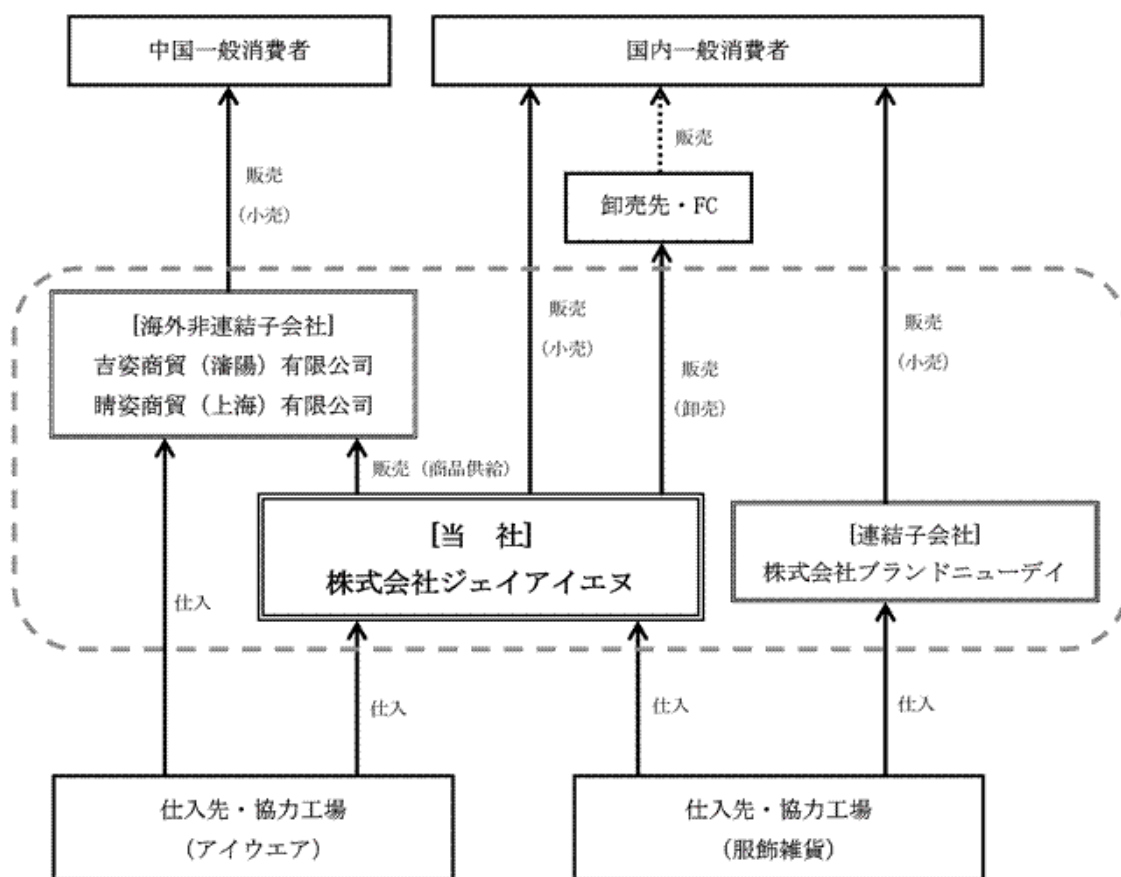
・ 会社の事業はアイウェア事業とその他の 2 セグメントに区分される。

アイウェア事業は、眼鏡フレーム、サングラス、その他めがね周辺商品の企画、輸入、

卸売り、店舗販売。企画から販売まで一貫して行う SPA 体制。高品質、圧倒的低価格での商品提供を旨とする。自社で企画し、海外の協力工場で委託生産したオリジナルフレームを提供。「JINS（ジンズ）」ブランドとしてショッピングセンター、駅ビル、百貨店等へのテナントタイプを中心に店舗展開。アイウェア専門ショップは現在 172 店舗。

・その他の事業は、レディース雑貨（ブランド名は「Cours de Couleur（クールドゥクルール）」「HITCH HIKE MARKET（ヒッチハイクマーケット）」）とメンズ雑貨（ブランド名は「NAUGHTIAM（ノーティアム）」）の企画、輸入、販売。

・会社のビジネスの全体像を理解するのに事業系統図は便利（有報 p8 に記載）。



・連結子会社は(株)ブランドニューデイ 1 社のみ。海外に非連結子会社 2 社（瀋陽と上海）あり。

・H24 年 6 月より「JINS PC」に特化した販促活動を展開、結果、従来の「視力矯正市場」に加え、「非視力矯正市場」の需要を創出、成長を果たす。



・ H24/8 期末時点ではジズ業態（アイウェア専門ショップ）新規 45 店舗、退店 1 店舗、その他雑貨純増減△1 店舗。ジズ業態店舗は 160 店舗、その他雑貨は 25 店舗。積極出店攻勢をかけている。

・ 粗利率は上昇。アイウェア事業の利益率が高い（のだろう）。アイウェア事業売上比率の上昇、ボリュームディスカウント効果（生産量増に伴う規模の経済効果か？）、レンズの海外調達開始などにより、粗利率は 75.2%に Up。

・ 販売費及び一般管理費（販管費）は広告宣伝費大幅増だが、売上高増に伴い、売上高販管費比率は低下（63.6%に）

・ アイウェア事業の売上が連結売上高全体の 93.4%を占める。同事業の売上高は前期比+60.5%。

・ 店舗出店、改装に伴う有形固定資産の取得により投資 CF のマイナス（支出）は増加。営業 CF を上回る。

・ 増資（新株発行）により資金調達。

・ 事業等のリスク。医師法に関連する規制。眼鏡販売の際に医師資格を有しない店舗従業員が行う度数測定が医行為に該当するか否かについて、法的に明確な規定はないが、一般的には補助行為に過ぎず、医行為に該当しないといわれている。が、法令・諸規則改正その他解釈の変更などにより万一医師法違反と判断された場合、業績、財政状態に影響を及ぼす可能性あり。こういうリスクも経営者は認識しているということを知っておくべきだろう。

・ 重要な設備の新設等に記されている設備投資計画を見ると、翌期（H25/8 期）には現段階（有報提出日）において 20 店舗増を予定。また店舗改装（店舗オペレーション効率化を図る目的）を予定しているのは 7 店舗。

・ 大株主。筆頭株主は田中仁、47.80%。個人では中村豊 2.75%、田中由佳 0.93%。ジェイアイエヌ取引先持ち株会は 1.08%保有。

・ 筆頭株主の田中仁氏は代表取締役社長。昭和 38 年生まれ。会社のファウンダー。

中村豊氏は専務取締役。昭和 27 年生まれ。役員状況に記されている略歴を見るに、社長とは前橋信用金庫で知り合ったか。

・ P/L 記載の特別損失、積極的な出店戦略投資の後始末的な、固定資産除却損、減損損失、リース解約損など計上。積極的な出店攻勢には伴いがち。今後もこの種の損失は発生してくと予想。特別とあるが、経常的に発生する費用に近いと見る。

・ C/F から読み取れるもの：

減価償却費の大幅増加。大規模投資の反映。

棚卸資産の増加額大きい。積極的な新規出店により、抱える在庫の量が増えていることを表しているのだろう。

有形固定資産投資支出大きい。

当期は新株発行により 53 億円調達。長短借入により 19 億調達。当期は営業 CF では賄い切れなかった投資 CF のマイナス（支出）を新株発行と借入で賄ったイメージ。

※数字の流れを追うことで、この会社にどんな出来事があったかをイメージすることができる。どの数字がどう関わってくるのか、情報の間の相関関係を理解する。あとは財務のボキャブラリ。言葉の意味を正確に理解しておくべきこと。

・ 貸出コミットメント契約の総額が 20 億残っている。出店等設備投資資金の確保。ただしこれには財務制限条項が付いていて、取引先銀行は会社に、一定割合以上の純資産を維持すべきことを要求している（さもないと即時返済が求められる）。

※主要財務諸表以上に注記情報は大切である。

・ 販管費の内、主なものは給与手当 34 億、地代家賃 20 億、広告宣伝費 29 億。当期は広告宣伝費の伸びが大きく、目立つ。

・ 簿外のリース債務は 26 百万円。従前のリース会計基準に則して、簿外処理が認められているもの。また、解約不能のオペレーティングリース債務は 208 百万円。これらは賃貸借取引に準じて処理、つまり賃借料を費用計上、というシンプルな会計処理が施されているわけだが、実質的に会社が負担する債務は、負債の部に記されているもの以外にこれくらいあるんですよという意味の情報。

・ デリバティブ取引は行っていない。

・ 退職給付制度は採用していない。

- ・ 有価証券は保有していない。
- ・ 店舗数が多いから住民税均等割の負担が大きく、その分法人税等負担率が重くなっている。
- ・ GC 注記（継続企業の前提に関する注記）なし。
- ・ 重要な後発事象はなし。
- ・ 借入金利は 0.9%～1.4%程度の水準。
- ・ 会計監査を担当しているのは新日本有限責任監査法人。
- ・ 監査意見は無限定の適正意見。

<当レポートを執筆、庄司 卓矢 の著書>

バフェットの謎（技術評論社） <http://amzn.to/m8lozc>



決算書投資術（綜合法令） <http://amzn.to/137eazR>



■社長のことば

全国に約 170 店ある眼鏡店「JINS」。来店客の 4 割は普段眼鏡をかけない人が占めているという。

パソコンの青色光を減らし、目が疲れにくい効果をうたう眼鏡「JINS PC」が人気。販売開始から約 1 年で百万本を売り上げた。

韓国で安価なメガネを買う友人を見て、日本の数万円する眼鏡価格体系に疑問を持ったのがきっかけで、低価格メガネチェーンを創業。当時 38 歳。

上場は 2006 年。しかし競争激化で赤字転落。

2008 年のクリスマスに、ファーストリテイリングの柳井正会長兼社長と面会。柳井氏が、田中氏に問う。

「あなたの会社は何を目指しているのですか」

田中氏はその場で返答できなかった。

「自分は慢心していたと 2 日間寝込んだ」という。

その翌年、「目を守る、良く見えるための新機能・デザインの開発」を会社が社会に果たす役割と定め、これがヒット商品につながった。

なお、社長の名前は、「じん」さんかと思いきや「ひとし」さんである。

(日本経済新聞インタビュー記事より)

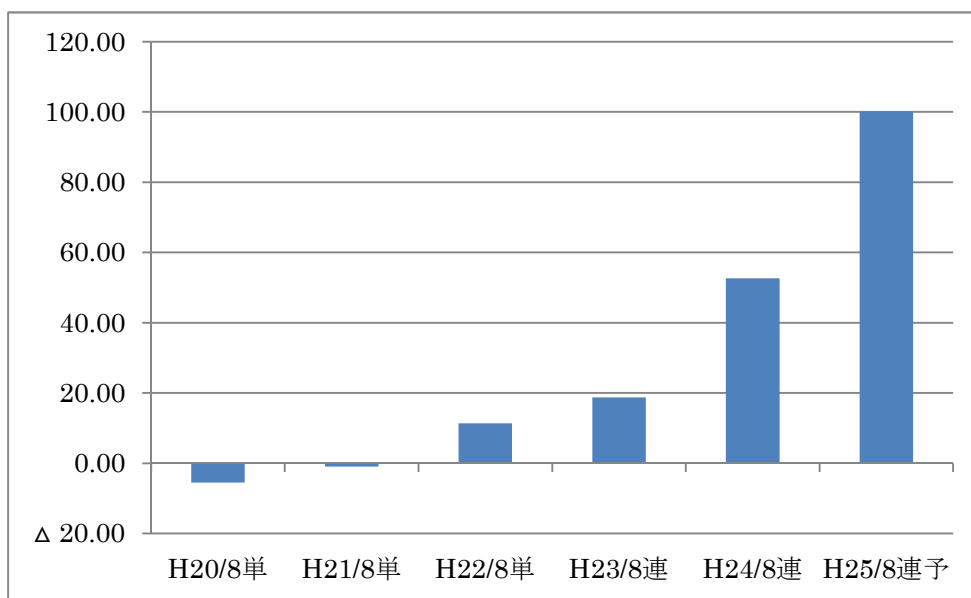
### ■まじめにお伝えしたいこと

- ・理解の深さがカギである。

### ■一株当たり当期純利益

最後に、一株当たり当期純利益の推移をグラフで表してみた。

(単位：円)



※H22/8 期までは親会社単体の数値、H23/8 期から H24/8 期は連結数値、H25/8 期は連結予想の数値である (会社は H23/8 期から連結財務諸表を作成、開示しているため)。

## ■結論

さて、現在の株価は 5,200 円（平成 25 年 3 月 12 日終値）。

直近 5 期の平均一株益を用いて PER を算出すると、その値は 340 倍となる。非常に高い。直近の会社予想値を用いると 52 倍。それでも高い。

一株当たり FCF（独自に算出）を用いて PFCFR（株価フリーキャッシュフローレシオ）を計算してみると、そもそも FCF 平均値がマイナスなので算出できず（計算しても無意味な数値になってしまう）。

会社の株価水準は現時点のものというよりは、将来性を強く買われていることを示しているものといえそう。市場の期待値は高い。

現状は、投資が先行している状態。FCF を安定的に稼ぎ出せている状態ではない。

有報を読んで、もし感触が良ければ僕自身買ってもいいなと思いつつ臨んだ今回の会社分析であったけれど、僕が注目する以前に世間の投資家はすでにこの会社におおいに注目していたわけである。現状、会社の株価は割安とはいえない水準にある。

継続的にウォッチする投資対象候補のリストには入れておいて、様子見とするのが得策、との結論にいたった。

今後、なんらかのショックで株価が十分に割安と判断できる水準まで戻ってきたときには（こういうことは案外よくある）、投資を実行に移す可能性は高い。魅力的な会社である。

以上。

文責： 庄司 卓矢（楽しい投資研究所 主宰）

## <楽しい投資友の会 へのお誘い>

楽しい投資友の会は楽しい投資研究所のオフィシャル・クラブです。

友の会・会員さんには楽しい投資研究所 特製の会社分析レポートや、各種お知らせを一般に先駆けて先行公開しています。

入会金・年会費は無料。コストは一切かかりません。入会手続はとても簡単。2 分でできます。ご興味がおありの方だけこちらからどうぞ。 <http://www.1toushi.com/oc/>

## <楽しい投資研究所>

HP <http://www.1toushi.com/>

□楽しい投資研究所のミッション：

決算書を、投資家にとって身近なものとする。ひいては日本の証券取引の場を、健全な資本市場とし、市場を通じた コーポレートガバナンスによって、優れた、尊敬できる会社をバックアップし、さらには豊かで幸せな国づくりに資する。

## ■最後にひとこと

今回の会社分析レポート、ジェイアイエヌ社を対象として近々公開する、と宣言したのが昨年 12 月です。その後、株価は急騰、H24.12.25 の終値 3,030 円から、H25.3.11 終値 5,200 円とおおよそ 72%の上昇をみせています (H25.1.10 の業績予想上方修正の影響が大きかったのだと思われます)。

このレポートを、もっと早く公開すべきであったのに、と思われる方もいるかもしれませんが。しかし結論は変わらなかったのです。昨年 12 月の時点で (業績予想修正後の数値でもって考えたとしても) すでにこの会社の株価は、割安とは決していえない水準にありました。

遅筆は反省しております。

## <こちらもおすすめ>

追伸です。

楽しい投資研究所の庄司が、私財の大部分を投じて行いつづけている投資実験 (11 年経過) の現状をせきさらに公開。"投資実験レポート 2012" もあわせてどうぞ。

### その 1

「ほったらかし株式投資で大多数のプロを出し抜き続けた私の方法」とフランクなタイトルを付けてまとめました。投資実験レポート 2012 (PDF ファイル)

[http://www.1toushi.com/repo/121231inv\\_exp\\_repo2012.pdf](http://www.1toushi.com/repo/121231inv_exp_repo2012.pdf)

### その 2 (続編)

「時間の効用 ～リスクを削り取る～ 続・投資実験レポート 2012」(PDF)

<http://www.1toushi.com/repo/InvExpRepoTimeRisk2012.pdf>

**<ご注意>**

このレポートに記載された情報をもとに投資を行い、仮に損失を被ってしまったりしても、その責任は楽しい投資研究所および執筆者には負いかねますのでご了承ください。  
といたしますか、それは当たり前ですよ。自己責任であります。

Copyright © 楽しい投資研究所 2013 All rights reserved