

ホリスティック企業レポート

エニグモ

3665 東証マザーズ

フル・レポート
2014年2月24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20140219

要旨

1. 会社概要

- ・エニグモ(以下、同社)は、C to C 型のソーシャル・ショッピング・サイト「BUYMA(バイマ)」の運営を主力事業としている。
- ・世界 75 カ国に約 4.4 万人存在するバイヤー(主に海外在住の日本人)をネットワーク化して幅広い品揃えを可能としたことにより、ファッション感度の高い消費者に支持され高い成長性を実現してきた。

アナリスト: 柴田 郁夫
+81 (0) 3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

2. 財務面の分析

- ・13/1 期決算は、バイヤーの育成及び連携による品揃え拡大やメンズカテゴリーの強化、スマートフォンの強化等が奏功し、総会員数及びアクティブ会員数ともに大きく伸長して大幅な増収増益となった。
- ・14/1 期についても、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、売上高 1,900 百万円(前期比 32.0%増)、営業利益 825 百万円(同 38.2%増)と会社予想と同水準を見込んでいる。

【主要指標】

	2014/2/14
株価(円)	4,560
発行済株式数(株)	4,090,000
時価総額(百万円)	18,650

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	41.7	34.4	26.6
PBR(倍)	13.3	10.2	7.4
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、独自のC to C型のプラットフォームの構築により、従来の流通システムとは異なる新しい価値を創出する事業モデルにある。
- ・加えて、約4.4万人のバイヤーネットワークや約154万人の会員基盤はもちろん、マーケティングやオペレーション力など、試行錯誤を通じて組織内に蓄積されたデータやノウハウがその事業モデルを支えている。

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-17.8	-34.5	22.7
対TOPIX(%)	-15.3	-30.3	1.2

4. 経営戦略

- ・同社の成長戦略は、既存事業の持続的成長に加えて、海外展開の本格化と新規事業の育成にある。
- ・海外事業及び新規事業は、転換社債や優先株式での出資が主となる非連結子会社に運営されている。事業が軌道に乗れば普通株式への転換権行使(連結化)により成長を取り込む戦略である。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

- ・当センターでは、16/1 期までの成長率について売上高は年率 31.2%、営業利益は同 35.9%と予想している。
- ・なお、海外事業や新規事業は現時点で業績予想には織り込んでいない。従って、転換権行使の時期によっては上振れ要因となろう。

【3665 エニグモ 業種: サービス業】

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)
2012/1	851	-7.4	205	140.7	206	143.0	246	56.5	83.3	210.8	0.0
2013/1	1,439	69.0	597	191.3	592	187.0	377	53.0	109.5	341.9	0.0
2014/1 CE	1,900	32.0	827	38.3	827	39.7	509	34.9	132.5	-	0.0
2014/1 E	1,900	32.0	825	38.2	825	39.4	500	32.6	122.2	443.3	0.0
2015/1 E	2,500	31.6	1,130	37.0	1,130	37.0	700	40.0	171.1	614.4	0.0
2016/1 E	3,250	30.0	1,500	32.7	1,500	32.7	900	28.6	220.0	834.5	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。2013年8月1日に株式分割(1:2)を実施

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 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

◆ C to C 型のショッピング・サイトを展開

エニグモ(以下、同社)は、ソーシャル・ショッピング・サイト「BUYMA(バイマ)」の運営を主力事業としている。「BUYMA」は、個人がバイヤー(商品の売り手)となつて、服飾、美容、生活雑貨等、ファッション関連を中心とする世界中の話題のアイテムを紹介及び出品、販売できるC to C型(一般消費者間で行われる取引)プラットフォームであり、同社は取引金額に応じて、バイヤー及び購入者の双方から手数料を受領する事業モデルとなっている。

バイヤー業務(出品した商品の買い付け)を個人に開放してネットワーク化したことで、世界各国の最先端アイテムや希少性の高いアイテムなど、日本では入手困難な幅広い品揃えを可能としたことがファッション感度の高い消費者の支持を受けて高い成長性を実現してきた。

(注1)アクティブ会員とは、過去1年間に購入履歴のある会員。

現在、世界75カ国に存在する約4.4万人のバイヤー(主に海外在住の日本人)により、登録ブランド数4,600以上、年間240万点以上のアイテムが出品されている。また、総会員数が約154万人(その内、アクティブ会員数^{注1}は約41万人)となっている(13/10末現在)。なお、商品のやりとりはユーザー間で行われることから、物流拠点等は保有していない。

事業セグメントは、ソーシャルコマース事業の単一セグメントである(13/1期)。連結子会社は存在しないが、資本・業務提携先を含めた非連結子会社(関係会社)は3社となっている(図表1)。

◆ 海外展開及び新規事業による事業領域の拡充を目指す

同社は海外展開の一環として、13年7月に資本・業務提携先の米国Image Network社による英語版「BUYMA」サービス「AVENUE・K」を開始するとともに、13年12月にはエニグモ 코리아が韓国版「BUYMA」サービスを開始した。

また、13年10月からは、国内でSNSコマース事業「STULIO」を開始し、ユーザー同士の中古品売買等のプラットフォーム事業にも参入した。

【図表 1】 関係会社 (非連結子会社) の概要

名称	出資日	資本金	出資比率	事業内容
Image Network, Inc (米国)	2012/12/24	6,037千ドル	19.24%	米国大手出版社Hearst Communications, Incの子会社 13年7月より英語版「BUYMA」サービス 「AVENUE・K」を展開
エニグモ 코리아 (韓国)	2013/6/13	117百万ウォン	14.53% (転換社債による潜在普通株式を含めると88.24%)	13年12月より韓国版「BUYMA」を展開
stulio (東京)	2013/7/19	41百万円	14.00% (優先株式による潜在普通株式を含めると98.04%)	13年10月よりSNSコマース事業「STULIO」を展開

(出所) 各種資料により証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ C to C型プラットフォームにより新たな価値を創出

同社の基幹事業である「BUYMA」は、世界各国に存在する約 4.4 万人のバイヤーと約 154 万人の会員基盤に支えられた C to C 型のプラットフォームである。バイヤー業務を個人に開放して組織化したことにより、個人のセンスで発掘した幅広い品揃えや中間業者を介さないことによる価格訴求を実現したことが最大の特徴となっており、数名のバイヤーが売れ筋を大量に仕入れるのが定石となっている従来の流通システムとは異なる新しい価値を創出してきた。

「BUYMA」の特徴は以下の通りである。

1) 幅広い品揃えの実現

出品者であるバイヤーとしては主に海外在住の日本人が登録されているが、取引実績等から同社が優良と認定したプレミアムバイヤー、及び法人として豊富な出品数と独自のラインナップを構成する法人ショップも含まれている。バイヤーは在庫リスクを持たずに販売できる（注文が入ってから買い付ける）ため、世界 75 カ国から最先端のアイテムや希少性のあるアイテム等がラインナップされるうえ、バイヤー約 4.4 万人の嗜好が反映されるため、多様化する消費者の趣味を幅広くカバーすることができる。

また、同社が保有する膨大な取引データや国内のトレンド等から売れる商品を分析することでバイヤーへのアドバイスも行っている。購入者からもバイヤーに対して欲しいアイテムの買い付けを依頼できるリクエスト機能を利用することができる。

2) C to C 取引を円滑に行う仕組み

バイヤー及び購入者は、「BUYMA」を介することにより直接金銭をやりとりすることなく、詐欺やトラブルを回避することができる安全で安心な決済システムを利用することができる。また、購入者は、購入したアイテムの紛失、破損、及び汚損など、品質におけるトラブルや不安に対して、「あんしんベーシック」(標準)と「あんしんプラス」(有料オプション)の2つから補償サービスを選択することができる。また、品質保証サービス「BUYMA 鑑定サービス」を無料で利用することもできる。また、バイヤーに対しては、購入者との対応や商品の梱包などの教育も行い、煩雑となりがちな C to C 取引を円滑に行う仕組みを提供している。

3) バイヤー及び購入者からの手数料による収益モデル

「BUYMA」の収益モデルは、取引されたアイテムの価格に応じて、バイヤーと購入者の双方から受領する手数料収入(各々5.25%ずつ)が基本(但し、プレミアムバイヤー及び法人ショップからの手数料は5.25%~7.35%と3カ月間の取扱高実績により変動する体系)となっている。また、「あんしんプラス」の利用料としては、出品価格の1.4%を購入者が負担する仕組みである。従って、同社の売上高は取扱高にほぼ連動するが、購入者1人当たりの購入単価(年間)は4万円前後で推移していることから、会員数、特にアクティブ会員数を増やすことが同社の業績を牽引する収益モデルと言える。

◆ ソーシャルメディアを活用した集客力にも特徴

「BUYMA」の会員基盤の拡大を支えてきたものは、幅広い品揃えを実現することにより検索エンジンでの検索結果の上位に表示されることで認知度や集客力を高めてきたところにある。人気ブランドに依存した品揃えだけでは限界がある SEO 対策^{注1}も、希少性の高いアイテムをもつことによって上位に表示される可能性が高くなるのが有利に働いてきた。また、集客力が増すにつれてバイヤーからの出品の数や種類も増加し、それが更に集客力を高める正の循環が成立していることも会員基盤の拡大を加速させている。

(注1) SEO 対策とは、Google など、検索エンジンでの検索結果の上位に表示されるために行う対策のこと

また、ソーシャルメディアを活用した集客の仕組みにも特徴がある。同社が「BUYMA」上で展開する「STYLIST (スタイリスト)」は、「BUYMA」に出品されているお薦めのアイテムやスタイリングを披露し、それに対してユーザー同士でコミュニケーションすることを可能とした場(ショッピングボード)であるとともに、自身がセレクトしたアイテムを「BUYMA」及びソーシャルメディア(ブログ、twitter、Facebook 等)で紹介し、そこを經由して他のユーザーが「BUYMA」で購入するとポイントが貯まる仕組みとなっている。

また、「STYLIST」には、オフィシャルスタイリストとして著名人やモデルも参加しており、購入以外の目的で「BUYMA」を訪れるきっかけとなっている。なお、ソーシャルメディアを活用した集客（マーケティング）は、低コスト運営を可能としており、同社の高い利益率の要因の1つになっている。

> 市場構造とポジション

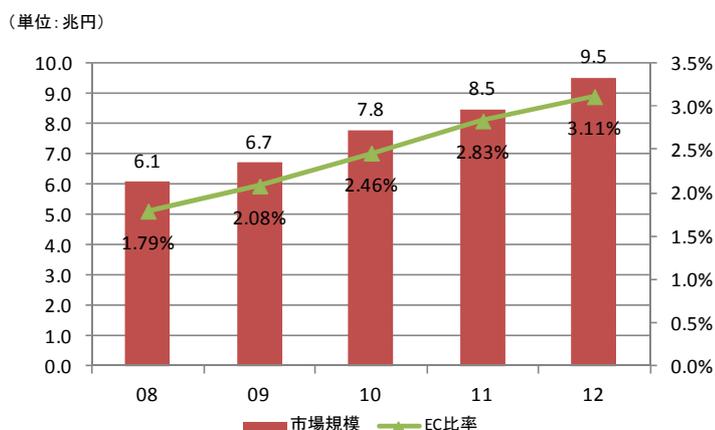
◆ ファッション EC 分野は成長市場

経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によれば、12年の消費者向けEC市場の規模は9兆5,130億円でEC比率は3.11%、過去4年間の成長率は年率11.8%となっている（図表2）。一方、同社が属する衣料・アクセサリEC市場に限定すれば、12年の市場規模は1,750億円でEC比率は1.33%と低いものの、過去4年間の成長率は年率24.4%と高い水準で伸びている（図表3）。

従来、ファッション分野では、サイズや素材感、色彩など、実際に現物を手にしてみないと伝わりづらいという理由からEコマースは難しいとされ、EC比率が低く留まる原因となっていたと推察されるが、画像技術の進歩や各社サービスの向上、ソーシャルメディア（ブログ等）の普及による情報入手経路の多様化などにより一度抵抗感が払拭されると、その利便性の高さから急速に浸透し始めたと考えられる。

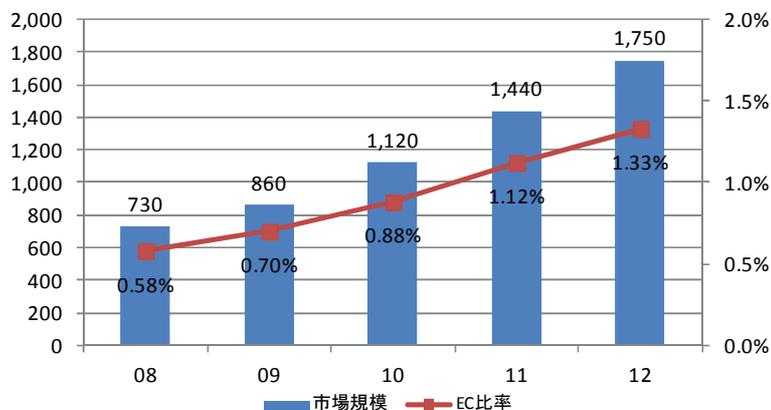
また、今や国内最大のファッションECモールにまで成長したスタートトゥデイが運営する「ZOZOTOWN」が、人気ブランドによる品揃えとCM等を通じた認知度向上等により、消費者の支持や信頼を集めたことも市場拡大を加速させた。

【図表2】消費者向けEC市場規模とEC比率



【図表 3】 衣料・アクセサリ―EC 市場規模と EC 比率

(単位: 億円)



(出所) 図表 2 及び図表 3 とも、経済産業省「電子商取引に関する市場調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 大手参入による競争激化が予想される

そのような環境下、アマゾンや楽天など大手 EC 企業がファッション分野を強化する方針を打ち出しており、楽天がファッションサイトを運営するスタイライフを、同様に NTT ドコモがマガシークを子会社化するなど、大手参入による業界再編や競争激化も進展している。なお、同社のような C to C 型のプラットフォームを展開する競合他社は現時点で見当たらない。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は、04年2月にショッピングコミュニティサイトの運営を目的として、現社長の須田将啓氏等によって東京都港区南青山にて設立された。大学院卒業後、ネットビジネスで起業したいと考えていた須田氏が、マーケティングを学ぶために博報堂に入社し、そこで創業メンバーと出会うとともに、ネット社会の進展により個人が主役となる時代をイメージした「BUYMA」のアイデア（個人のセンスで発掘した商品を売買する仕組み）に共感し合ったことが創業の経緯となった。

05年2月に、グローバル・ショッピング・コミュニティ「BuyMa」のサービスを開始し、現在の「BUYMA」事業の原型がスタートした。最初はファッションに限らずあらゆるものを取り扱っていたが、会員数が思うように伸びず、広告事業に依存した経営が続き、06年3月には、資金調達とトラフィック強化を目的としてソネットエンタテイメント（現ソネット）からの出資を受けた。

「BUYMA」事業が軌道に乗り始めたのは、ファッション分野の品揃えを徐々に強化したことにより感度の高い女性に支持されたことが要因である。また、ソーシャルメディアの普及が「BUYMA」の認知度や集客力を高めたことも同社の成長を後押ししたと考えられる。

10年11月に、ファッションを主軸した現在のソーシャル・ショッピング・サイト「BUYMA」へサービスをリニューアルしたことで同社の成長が加速し、11年8月には「BUYMA」事業へ経営資源を集中する目的で広告事業から撤退した。12年7月に東証マザーズ市場へ上場を果たした。

海外展開の一環として、12年12月に米国 Image Network 社と資本・業務提携、13年6月にはエニグモコリアを設立すると、13年7月から英語版「BUYMA」サービス「AVENUE・K」を、13年12月からは韓国版「BUYMA」をそれぞれスタートさせた。

また、国内でも13年10月にはファッション感度の高いユーザーが集まる SNS にコマース機能を追加した「STULIO」を開始し、中古品売買のプラットフォーム事業にも参入した。

◆ 経営理念

創業の経緯である「業界構造を変える」「個人を価値化する」「世界を舞台にビジネスを行う」の3つをまとめて「世界が変わる、新しい価値を。」をミッションステートメントに掲げている。

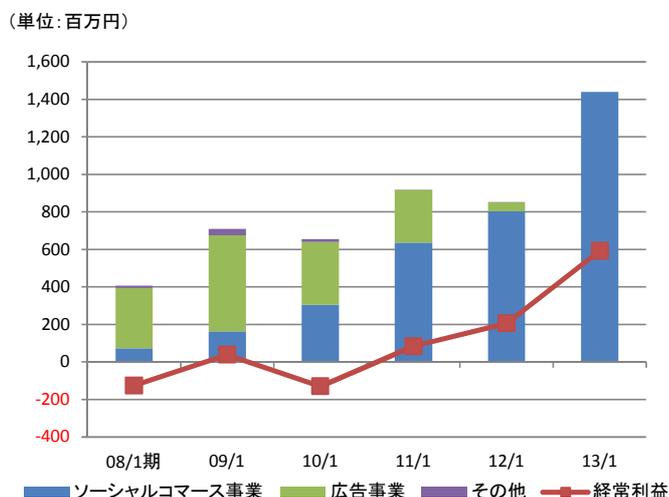
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

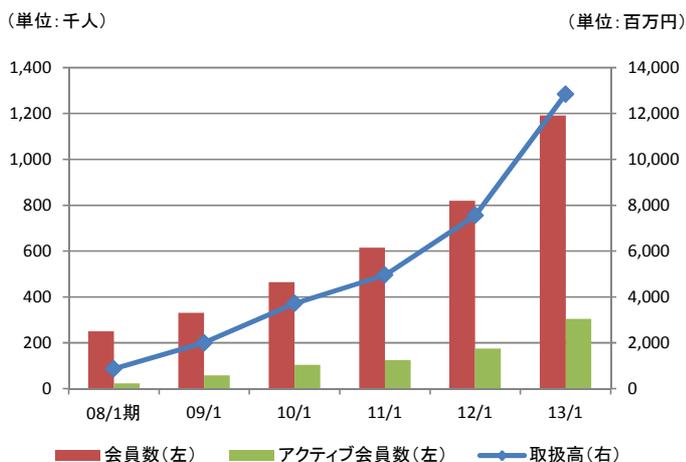
◆ ソーシャルコマース事業の伸長がエニグモの成長を牽引

過去6期の業績を振り返ると、主力のソーシャルコマース事業の伸長が成長を牽引してきた。10/1期まで高い構成比を占めていた広告事業からは12/1期に撤退したが、ソーシャルコマース事業だけに限定すれば、会員数の拡大とともに増収基調を辿ってきたと言える(図表4、図表5)。また、利益面では、固定費が少ないことに加えて変動費率の低い事業モデルであることから、売上高の拡大とともに利益率も大きく改善し、13/1期の経常利益率は41.1%に達している。

【図表4】業績推移



【図表5】会員数及び取扱高の推移



(出所) 図表4及び図表5とも、目論見書及び有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 13年1月期決算の概要

13/1期決算は、売上高1,439百万円(前期比69.0%増)、営業利益597百万円(同191.3%増)、経常利益592百万円(同187.0%増)、純利益377百万円(同53.0%増)と大幅な増収増益となった(図表6)。

バイヤーの育成及び連携による品揃え拡大やメンズカテゴリの強化、スマートフォンの強化等が奏功して、総会員数及びアクティブ会員数がともに大きく拡大したことが増収に寄与した。なお、年間の出品商品数は240万点(前期は133万点)、商品取扱高は12,843百万円(前期比70.0%増)となり、強化したメンズカテゴリの取扱高は1,365百万円(同166.1%増)となった。また、スマートフォン経由の年間登録者数は約195千人(新規登録者の半数以上を構成)となった。一方、利益面では、クレジット会社への料率改善等による原価率の低下や、増収による固定費吸収等により営業利益率は41.5%(前期比17.4%ポイント増)と大きく上昇した。

【図表6】13/1期の決算及び前期比較

(単位:百万円)	12/1期 実績		13/1期 実績		前期比
		構成比		構成比	
売上高	851		1,439		69.0%
ソーシャルコマース事業	804	94.5%	1,439	100.0%	79.0%
広告事業	47	5.5%	-	-	-
売上原価	202	23.7%	309	21.5%	53.0%
販管費	444	52.2%	532	37.0%	19.8%
営業利益	205	24.1%	597	41.5%	191.3%
経常利益	206	24.2%	592	41.1%	187.0%
純利益	246	28.9%	377	26.2%	53.0%
商品取扱高(百万円)	7,555		12,843		70.0%
総会員数(人)	819,886		1,190,574		45.2%
アクティブ会員数(人)	174,797		304,816		74.4%
APRU(円)	43,224		42,136		-2.5%

(注) APRUはアクティブ会員1人当たりの年間購入額(以下同じ)

(出所) 決算短信及び説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

◆ 高い収益性と成長性を誇る

同社の比較対象企業として、ファッションECサイト「ZOZOTOWN」を運営するスタートトゥデイ(3092 東証一部)と、衣料と雑貨に特化したB to B型ECサイト「スーパーデリバリー」を運営するラクーン(3031 東証マザーズ)を選定した(図表7)。

収益性

(注1) モール型のECサイトとは、自社がネット上で運営するショッピングモールに専門店を出店させ手数料を徴収する事業モデルであり、「楽天市場」や「ZOZOTOWN」が代表例である。

同社の営業利益率は著しく高い水準にある。モール型^{注1}のファッションECサイトを展開するスタートトゥデイも一般的に見れば高い利益率と言えるが、同社はそれをも大きく上回っている。両社の原価率はほぼ同水準であるところから、営業利益率の違いは販管費率の差によるものであるが、その最大の要因は物流コスト(荷造運搬費、減価償却費等)の有無にあると考えられる。また、ラクーンはB to B型であるがゆえに原価率の水準に違いが見られる。

成長性

同社の成長率は、スタートトゥデイと同様に高い水準にある。スタートトゥデイは、ファッションECサイトに特化し、人気ブランドの品揃えによりファッション感度の高い消費者から圧倒的な支持を受け、急速に会員基盤(13/3期末の会員数約540万人)を拡大してきた。同社は、スタートトゥデイを凌ぐ高い成長率を誇っている。

安全性

自己資本比率や流動比率の水準から、同社の財務基盤の安定性や短期の支払い能力に懸念はない。

【図表7】 主要な財務指標の他社比較

	銘柄 証券コード 決算期	エニグモ 3665 1月	ラクーン 3031 4月	スタートトゥデイ 3092 3月
規模	売上高(百万円)	1,439	9,790	35,050
	営業利益(同上)	597	181	8,529
	総資産(同上)	2,386	2,837	23,873
収益性	自己資本利益率	38.8%	10.4%	41.5%
	総資本経常利益率	33.7%	6.5%	36.4%
	売上高営業利益率 (売上原価率)	41.5%	1.9%	24.3%
	(販管費率)	37.0%	14.9%	56.0%
成長性	売上高(3年成長率)	29.9%	8.6%	26.9%
	経常利益(同上)	—	19.9%	38.2%
	純資産(同上)	91.8%	11.1%	22.8%
安全性	自己資本比率	55.0%	47.3%	52.0%
	流動比率	210.2%	183.7%	198.1%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	—	25.7	—

(出所) 各種資料より証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

◆ 14年1月期エニグモ予想も大幅な増収増益を見込む

同社は、現時点で14/1期の期初予想を据え置いており、売上高1,900百万円(同32.0%増)、営業利益827百万円(同38.3%増)、経常利益827百万円(同39.7%増)、純利益509百万円(同34.9%増)と大幅な増収増益を見込んでいる。

購入者を広範囲にカバーする圧倒的な品揃えの実現や、バイヤーに対するサポート体制の強化、海外展開の本格化等により、商品取扱高を17,063百万円(前期比32.9%増)に伸ばす計画である。また、スタッフ増強等による販管費の増加を見込んでいるが、増収による固定費吸収等で前期と同水準の営業利益率を見込んでいる。

◆ 14年1月期上期実績はほぼ計画通りの進捗

14/期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高806百万円(前年同期比31.8%)、営業利益349百万円(同59.7%増)、経常利益351百万円(同67.4%増)、純利益212百万円(同38.1%増)となった(図表8)。会社通期予想に対する進捗率が40%程度と若干出遅れ感があるものの、季節要因による下期偏重の傾向を考慮すればほぼ計画通りと言える。

円安による影響はあったものの、バイヤーとの連携による品揃え強化やクーポン企画及びキャンペーン企画等の販売促進策が増収に寄与した。また、スマートフォン会員の増加により総会員数及びアクティブ会員数ともに大きく伸びた。なお、1人当たりの平均単価(APRU)が38,186円と13/1期通期の42,136円から低下したのは、スマートフォン会員の増加により平均年齢が下がっていることが要因である。同社は限界利益率が極めて高い収益構造であり、高い増収率から営業利益率は大きく上昇した。

【図表8】14/1期上期決算及び前期比較

(単位:百万円)	13/1期上期		14/1期上期		前期比	14/1期		進捗率
	実績	構成比	実績	構成比		会社通期予想	構成比	
売上高	611		806		31.8%	1,900		42.4%
売上原価	140	22.9%	165	20.5%	17.9%	-	-	-
販管費	251	41.1%	291	36.1%	15.9%	-	-	-
営業利益	218	35.7%	349	43.3%	59.7%	827	43.5%	42.3%
経常利益	209	34.2%	351	43.5%	67.4%	827	43.5%	42.5%
純利益	153	25.0%	212	26.3%	38.1%	509	26.8%	41.8%
商品取扱高(百万円)	5,542		7,088		27.9%	17,063		41.5%
総会員数(人)	977,008		1,422,183		45.6%	-		-
アクティブ会員数(人)	224,444		376,811		67.9%	-		-
APRU(円)	-		38,186		-	-		-

(出所) 決算短信及び説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターによる 14 年 1 月期業績予想

当センターでは、14/1 期通期業績予想について、第 3 四半期までの実績等を勘案して、売上高 1,900 百万円（前期比 32.0%増）、営業利益 825 百万円（同 38.2%増）と会社予想とほぼ同水準を見込んでいる(図表 9)。

総会員数及びアクティブ会員数がともに伸び続けていることや、第 4 四半期（13 年 11 月～14 年 1 月）には、冬場の重衣料が伸びる傾向にあることから、期初会社予想はほぼ達成可能と判断している。

なお、海外展開や新規事業については、まだ立ち上がったばかりであるうえ、現時点では非連結会社での展開であることから、14/1 期の業績予想には織り込んでいない。

【図表 9】 14/1 期の業績予想

(単位:百万円)	13/1期 実績		14/1期 当センター予想		前期比	14/1期 会社通期予想		前期比	14/1期第3Q累計 実績		進捗率
		構成比		構成比			構成比			構成比	
売上高	1,439		1,900		32.0%	1,900		32.0%	1,239		65.2%
売上原価	309	21.5%	400	21.1%	29.4%	-	-	-	250	20.2%	-
販管費	532	37.0%	675	35.5%	26.9%	-	-	-	450	36.3%	-
営業利益	597	41.5%	825	43.4%	38.2%	827	43.5%	38.3%	539	43.5%	65.2%
経常利益	592	41.1%	825	43.4%	39.4%	827	43.5%	39.7%	541	43.7%	65.4%
純利益	377	26.2%	500	26.3%	32.6%	509	26.8%	34.9%	329	26.6%	64.6%
商品取扱高(百万円)	12,843		-		-	17,063		32.9%	10,900		63.9%
総会員数(人)	1,190,574		-		-	-		-	1,505,785		-
アクティブ会員数(人)	304,816		-		-	-		-	415,235		-
APRU(円)	42,136		-		-	-		-	36,302		-

(出所) 決算短信及び説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 中期業績見通し

◆ 中期業績予想

同社は具体的な中期経営計画を公表していないが、5 年後（19/1 期）には「BUYMA」事業（国内）の取扱高で 800 億円、「STULIO」事業（国内）の取扱高で 200 億円を目標としている。なお、「BUYMA」事業（国内）については、14/1 期の予想取扱高約 170 億円を基準にすると、5 年間の成長率は年率 36.3%を示している。また、それとは別に、「BUYMA」及び「STULIO」の海外展開による上乗せも目指しており、順調に進展すれば 5 年後には国内と同規模にまで拡大できるイメージをもっているようである。

当センターでは、ターゲット層の重なる「ZOZOTOWN」の会員数(約540万人)等から、独自のポジショニングにある「BUYMA」が国内で会員数を伸ばす余地はまだ十分にあると判断しており、同社の中期的な成長を牽引するのは引き続き「BUYMA」事業(国内)と見ている。16/1期までの成長率は14/1期の予想成長率とほぼ同水準を想定して、売上高で年率31.2%、営業利益で同35.9%と予想した。利益面については、特別なコスト要因は想定されないものの、スタッフ増強やシステム投資の他に、販促費の増加などを保守的に見積もって、営業利益率は緩やかに上昇するものと想定した(図表10)。

一方、新規事業「STULIO」及び海外事業については、非連結子会社によるものであり、同社への財務諸表上の業績貢献は転換社債等や優先株式の転換権行使後(連結化後)となるため、現時点では業績予想に織り込んでいない。従って、新規事業や海外展開の進捗(及び転換権行使のタイミング)によっては業績の上振れ要因となる可能性もある。

【図表10】証券リサーチセンターによる中期業績予想

(単位:百万円)	13/1期 (実績)	14/1期 (予想)	15/1期 (予想)	16/1期 (予想)	年成長率
売上高 (伸び率)	1,439 69.0%	1,900 32.0%	2,500 31.6%	3,250 30.0%	31.2%
営業利益 (利益率)	597 41.5%	825 43.4%	1,130 45.2%	1,500 46.2%	35.9%
経常利益 (利益率)	592 41.1%	825 43.4%	1,130 45.2%	1,500 46.2%	36.3%
純利益 (利益率)	377 26.2%	500 26.3%	700 28.0%	900 27.7%	33.6%

(出所) 証券リサーチセンター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 組織内に蓄積されたノウハウにも注目

同社の知的資本の源泉は、独自のC to C型プラットフォームの構築により、従来の流通システムとは異なる新しい価値を創出する事業モデルにある。また、その事業モデルを支えるものとして、世界75カ国に約4.4万人存在するバイヤーと約154万人の会員基盤はもちろん、煩雑なC to C取引を円滑に行うためのオペレーション、膨大な取引データの中から消費者を惹きつける品揃えを整えるノウハウや適正なプライシング力など、試行錯誤を通じて組織内に蓄積された組織資本によるところが大きい。また、経営陣(創業者)のチャレンジ精神を受け継ぐ企業カルチャーにも同社の価値創造の源泉を見ることができる。

【図表 11】 知的資本の状況

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・「BUYMA」会員基盤	①総会員数 ②アクティブ会員数	①約154万人 ②約41万人 (13/10末)
	ブランド ・「BUYMA」の集客力 ・上場による知名度や信頼性	①アクセス件数(PV) ②認知度	①非開示 ②非開示
	事業パートナー ・世界75カ国に存在するバイヤー ・著名人や人気モデルなど、ファッションリーダーとの協業	①バイヤー数 ②協業数(参加人数)	①約4.4万人 ②非開示
組織資本	プロセス ・独自のCtoC型プラットフォームによる価値創造プロセス → 豊富な品揃え(ロングテール)の実現 → バイヤーを含めて在庫リスクを抱えない → リクエスト機能による利便性 → CtoC取引を円滑に行うオペレーション → 安心、安全な取引を可能とする仕組み(決済システム、補償サービス)	①登録ブランド数 ②年間出品数 ③会員満足度 ④トラブル及びクレーム件数	①4,600以上 ②240万アイテム ③非開示 ④非開示
	知的財産・ノウハウ ・膨大な取引データを活かしたマーケティング力 ・バイヤーを育成及び支援するノウハウ ・事業モデルの海外展開力(拡張性の高さ)	①取引データ量 ②バイヤーからの評価 ③海外向けECサイトの数	①非開示 ②非開示 ③2つ
人的資本	経営陣 ・信念をぶらさずにやり抜く力 ・世界を目指す高い志		
	従業員 ・チャレンジ精神を受け継ぐ企業カルチャー ・マーケティング志向とファッション感度の高いスタッフの融合 ・成果重視の評価制度や仕事のやりがいによるモチベーションの高さ ・業績目標コミットメント型ストックオプションによるインセンティブ	①ストックオプション付与株数 ②離職率 ③社員満足度	①273,800株 ②非開示 ③非開示

(出所) 証券リサーチセンター

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社が新規事業として立ち上げた「STULIO」事業は、ユーザー同士の中古品売買の機会を創出し、自社サービスの中で行われた消費活動を次の消費活動に回すことによる省資源化の促進を意識したものである。また、電子書籍サービスの展開や社内業務のペーパーレス化にも取り組んでいる。

◆ 社会的責任 (Society)

今や消費活動には欠かせない EC 取引について、安心して安全な取引の推進はもちろん、品揃えの充実や利便性を高めることにより豊かな消費生活を支えるプラットフォームの提供が最大の社会貢献と考えている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は3名(その内1名は社外取締役)で構成される。なお、創業メンバーであり、現在でも大株主である田中禎人氏は13年6月に一身上の都合を理由に退任している。社外取締役の十時裕樹氏は、ソニー銀行代表取締役、ソネットの代表取締役執行役員(副社長CFO)を経て現在はソネットの取締役であり、ソニーの業務執行役員である。監査役会は3名(全員が社外監査役)で構成される。雨宮哲二氏(常勤)は、福助(靴下、ストッキング等の製造販売)出身者である。石本忠次氏(非常勤)は、税務事務所所長であり、他2社の監査役も務めている。西本強氏(非常勤)は、日比谷パーク法律事務所パートナー弁護士である。なお、独立役員は雨宮哲二氏1名である。

13年1月末の株主構成は、筆頭株主であるソネット(ISP事業を主力とするソニーの子会社)が26.0%を保有し、創業メンバー3名(須田将啓氏、田中禎人氏、安藤英男氏)の持ち分は合計27.8%に留まる。大株主には、信託銀行(信託口)や海外のカストディアン名義が並んでおり、国内外の機関投資家の保有比率は少なくとも21.1%を占めていると見られる。

【図表 12】大株主の状況

	(%)
ソネットエンタテインメント	26.00
須田将啓	11.20
田中禎人	9.20
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	8.10
安藤英男	7.40
日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口)	5.30
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505041 (常任代理人 香港上海銀行東京支店カストディ業務部)	2.70
野村信託銀行(信託口)	1.90
NORTHERN TRUST CO. AVFCRE FIDELITY FUNDS (常任代理人 香港上海銀行東京支店カストディ業務部)	1.70
JP MORGAN CHASE BANK 385181 (常任代理人 みずほコーポレート銀行決済営業部)	1.40
合計	75.00

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成(2013年1月末)

【図表 13】所有者別状況

	(%)
金融機関等	19.50
法人	26.30
外国人等	10.50
個人その他	43.70
合計	100.0

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成(2013年1月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 既存事業の更なる基盤強化と新事業の立ち上げに注力

同社の当面の課題は、既存事業の更なる基盤強化と新規事業を円滑に立ち上げることで次に掲げる成長戦略を軌道に乗せることである。既存事業の基盤強化としては、品揃えの拡充とバイヤーの育成を掲げている。品揃えの拡充に関しては、人気ブランドによる着実な成長に加えて、ストリート系アイテム、水着、時計及びアクセサリ、ホームリネン等の新機軸のジャンルを強化しており、14/1 期上期では前年同期比 200%を超える実績を残した。また、バイヤーの育成に関しては、バイヤー自らが「BUYMA」上で企画、編成、プロモーションでファンを増やせるプラットフォームを整備した他、「BUYMA BAZAAR」をネット上に開設し、ブランドに依存しない世界中の逸品が世界中のバイヤーのセンスで発掘されるマーケットを創設した。

> 中長期戦略

◆ 海外展開と新規事業により成長を加速

同社の中長期戦略は、既存事業の持続的成長に加えて、次世代の成長ドライバーとして、(1) 海外展開の本格化と (2) 新規事業の育成の 2つの方向性を示している。

1) 海外展開の本格化

現在、英語版の「AVENUE・K」と韓国版の「BUYMA」による海外展開を進めているが、特に韓国版については、日本のアイテムが売れる可能性が高いことや既存のバイヤーが韓国に向けて販売することが可能であることから、これまでに蓄積したノウハウを横展開することにより順調に滑り出す可能性が高いと見込んでいる。

韓国版で成功すれば、同様に台湾、タイ等への進出も視野に入れている。一方、英語版は主に米国、英国、カナダ、オーストラリアをターゲットにしているが、まだ仕込みの段階であり大々的なプロモーションは行っておらず、じっくりと進めていく方針のようである。

2) 新規事業の育成

同社が新規事業として展開している「STULIO」は、これまでの写真共有 SNS「stulio」にコマース機能を付加することでリニューアルし、ユーザー同士の中古品売買(フリマ)に加えて、人気ブランドからのアイテム購入(E-commerce)も可能としている。ファッションアイテムを通じてコミュニケーションをとりながら、感性の近い人から欲しいアイテムを購入する新しいファッション体験が味わえることが

特徴である。また、すでに著名人や人気モデル、ショップスタッフも数多く参加することが決定している。これまでの写真共有 SNS を通じて、ファッション感度の高い女性を中心とした会員基盤が既に約 8.4 万人存在しており、また月間 PV 数も約 2,000 万 PV あることから、事業として軌道に乗るまでの時間は長くはないと見ている。また、年齢層が比較的若いことから、「BUYMA」ではカバーできなかった層の会員獲得にも期待をもっている。また、この事業に関しても海外展開を目指している。

なお、海外事業及び新規事業を展開する子会社への出資比率を低く抑えているのは、転換社債及び優先株式での資金提供により、成長が実現した時点で普通株式に転換し成長を取り込んでいく戦略によるものである。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ バイヤー約 4.4 万人による豊富な品揃えが最大の強み

同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 14】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・増え続ける会員基盤 ・世界75カ国に存在するバイヤーとのネットワーク ・圧倒的な品揃え ・C to C取引を円滑に行うオペレーション ・効率経営により高い利益率を実現
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・円安による業績への影響 ・バイヤー(個人)による商品供給の安定性に懸念 ・他社に模倣される可能性 ・流行や嗜好の変化など、移り気な消費者心理の影響 ・バイヤーへの依存度の高さ(バイヤーが育たない、他社に引き抜かれるリスクなど)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・EC市場の成長 ・海外での事業機会の拡大 ・ソーシャルメディアの影響力の高まり ・人気ブランドに依存しないファッション等に対するこだわり
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・景気後退や消費税増税などによる個人消費の冷え込み ・大手を含めたファッションEC市場への参入企業の増加 ・類似会社の出現による競争激化 ・トラブル発生等に伴う会員離れや取引規制の強化

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 経営戦略の評価

◆ 模倣リスクへの対応が今後の課題となろう

同社の成功要因は、ネット社会の進展による新しい時代を見据え、個人のもつ能力をソーシャル化した独自の事業モデルを構築し、C to C型の新しい市場を切り開いたところにある。特に、海外在住の日本人(個人)をバイヤーとして育成することで、これまでの流通システムでは実現し得ない幅広い品揃え(ロングテール)を可能としたことが、新しい価値を創出したと評価できる。

今後の課題は、模倣されるリスクにどう対応するかであろう。同社は、バイヤーは売れるサイトに集まり、それによって更に品揃えが強化さ

れ、集客力も高まる正の循環が働いており、競争力を維持できるものと見込んでいるが、同社が市場を拡大すればするほど、参入する企業が出現する可能性も高くなると考えられる。加えて、類似サイトの出現により、同社が育成したバイヤーが他のサイトに出品したり、同社のオペレーションノウハウ等が流出する懸念も否定できない。特に、「ヤフーオークション」に見られるような手数料無料化など、異なった収益モデルによる参入があった場合には、同社の事業基盤を揺るがす可能性も考えられよう。

一方、今後の成長戦略の軸は海外展開と新規事業である。海外展開は日本人バイヤーによる出品がそのまま横展開できる点で、韓国や他のアジアへの進出には期待がもてる半面、英語圏ではバイヤーの確保等を含めて現時点で未知数な部分が多い。また、新規事業は、既に一定の会員基盤を有していることから、順調に軌道に乗るものと考えられる。

> 投資に際しての留意点

◆ 当面は配当が見送られる公算が大きい

同社は、「株主利益の最大化を重要な経営目標の一つ」として認識しているが、「現在成長過程にあり、経営基盤の長期安定に向けた財務体質の強化及び事業の継続的な拡大発展を目指すため、内部留保の充実が重要である」と考え、会社設立以来配当は実施していない。

同社は今後も積極的に海外展開と新規事業に取り組んでゆくものと予想されることから、中期的にも内部留保を優先し配当という形での株主還元を見送る公算が大きいと考えられる。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

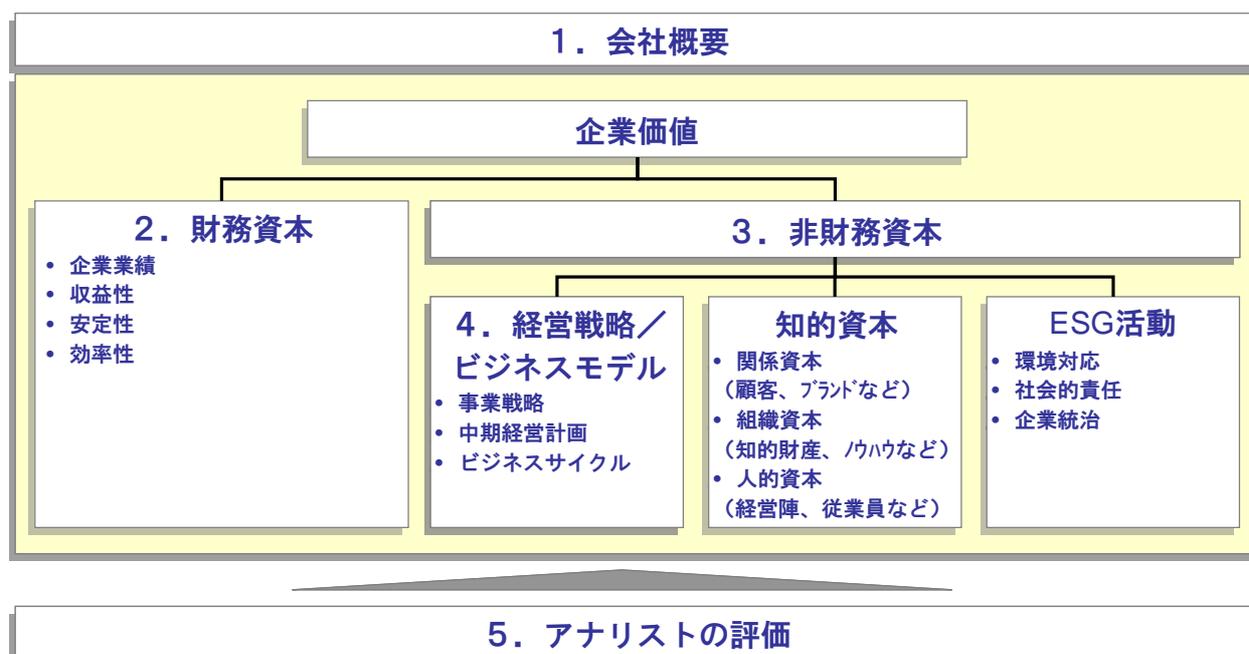
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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ため、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。