

# ホリスティック企業レポート

## エニグモ

### 3665 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2015年5月22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 20150519

# エニグモ(3665 東証マザーズ)

発行日: 2015/5/22

## C to C 型のソーシャル・ショッピング・サイト「BUYMA(バイマ)」を展開 認知拡大やサービス拡充等による会員数拡大が業績の伸びを牽引

### > 要旨

#### ◆ 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、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 115 カ国に在住する約 6.5 万人のパーソナルショッパー(出品者、主に海外在住の日本人)を組織化して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に支持され高い成長性を実現してきた。

#### ◆ 15 年 1 月期決算は大幅な増収増益

- ・15/1 期決算は、会員数の伸長と1人当たり年間購入単価の回復により、前期比 25.4%の増収、同 40.4%増の営業増益となった。
- ・TV や雑誌等への露出による認知拡大やパーソナルショッパーの育成及びサービス拡充による利便性向上等が会員数拡大に貢献した。

#### ◆ 16 年 1 月期は戦略投資により増収ながら減益を見込む

- ・16/1 期業績予想について同社は、売上高が前期比 50.3%増、営業利益が同 41.3%減と増収ながら減益と見込んでいる。
- ・成長スピードの更なる加速を図るため、16/1 期は積極投資の期間と位置づけており、前期比 8.6 倍に及ぶ大規模な広告宣伝費の投入が利益を圧迫する見通しである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、前回レポート(14 年 10 月)の16/1 期の利益予想を見直した。売上高は同社予想を若干下回るものの、営業利益は概ね同社予想と同水準を予想している。

#### ◆ 中期業績予想

- ・同社は、様々な施策を通じた会員数の拡大と1人当たり年間購入単価の維持により、成長スピードの更なる加速を目指している。
- ・当センターでも、認知度拡大や新しい価値提案等により、会員数拡大の余地は大きいと判断しており、18/1 期までの成長率として、売上高を年率 36.4%、営業利益を同 35.9%と見込んでいる。
- ・加えて、海外展開の進展が業績の上振れ要因となる可能性もある。

#### 【3665 エニグモ 業種: 情報・通信業】

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)
2013/1	1,439	69.0	597	191.3	592	187.0	377	53.0	21.9	68.4	0.0
2014/1	1,823	26.7	852	42.5	855	44.5	523	38.8	25.9	92.6	0.0
2015/1	2,285	25.4	1,196	40.4	1,200	40.3	708	35.3	33.6	124.3	0.0
2016/1 GE	3,436	50.3	702	-41.3	702	-41.5	432	-39.0	20.3	-	0.0
2016/1 E	3,380	47.9	700	-41.5	700	-41.7	430	-39.3	20.2	143.9	0.0
2017/1 E	4,400	30.2	2,150	207.1	2,150	207.1	1,400	225.6	65.7	209.6	0.0
2018/1 E	5,800	31.8	3,000	39.5	3,000	39.5	2,000	42.9	93.9	303.5	0.0

(注)GE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想。2014年8月1日に株式分割(1:5)を実施

アナリスト: 柴田 郁夫

+81 (0) 3-6858-3216

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】

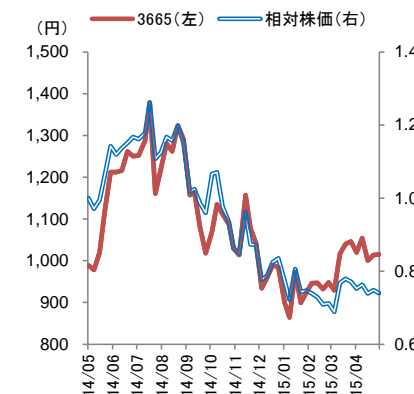
	2015/5/15
株価(円)	1,015
発行済株式数(株)	21,300,000
時価総額(百万円)	21,620

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	30.2	50.3	15.4
PBR(倍)	8.2	7.1	4.8
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	0.1	7.2	-0.5
対TOPIX(%)	0.4	2.9	-24.7

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/5/16

#### アップデート・レポート

2/16

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

## > 事業内容

注 1) パーソナルショッパーとは、商品の売り手（出品者）のことである。同社は、15/1 期より、出品者の呼称をバイヤーからパーソナルショッパーに変更した。顧客のために、個々のセンスやホスピタリティを活かして、満足のいく商品を提案し買い物を行うスペシャリスト。

注 2) アクティブ会員とは、過去 1 年間に購入履歴のある会員。

注 3) 15 年 2 月にキュレーションサイトを運営しているロケットベンチャー社を買収（100%子会社化）した。

### ◆ 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、個人がパーソナルショッパー<sup>注1</sup>（以下、ショッパー）なって、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し出品、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、取扱金額に応じて、ショッパ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、個人のセンスで発掘した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。

また、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いる。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。

現在、世界 115 カ国に在住する約 6.5 万人のショッパー（主に海外在住の日本人）により、1 日当たり 8,700 品以上のアイテムが出品されている。商品の買い手は会員制で、総会員数約 223 万人（うちアクティブ会員数<sup>注2</sup>は約 51 万人）である（15/1 期末現在）。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。15/1 期末時点で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<sup>注3</sup>（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」を開始し、13 年 12 月にはエニグモコリアが韓国版「BUYMA」サービスを開始した。

また、13 年 7 月には stulio への出資（出資比率 14%）により国内で SNS コマース事業「STULIO」にも参入した。会員同士の中古品売買等のプラットフォーム事業を展開している。

【 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	5,736千ドル	32.40%	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
エニグモコア(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92.60%)	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99.23%)	13年10月よりSNSコマース事業「STULIO」を展開

(出所) エニグモ開示資料及びHPより証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ C to C 型のプラットフォームにより新たな価値を創出

「BUYMA」の特徴は以下の通りである。

#### 1) 幅広い品揃えの実現

出品者であるショッパーは、主に海外在住の日本人が個人として登録されているが、法人として豊富な出品数と独自のラインナップを獲得する法人ショップがある他、個人ではあるが取引実績等により同社から優良と認定されたプレミアムショッパーも存在する。注文を受けてから買い付けるシステムであるため、ショッパーは在庫リスクを持たずに販売でき、世界 115 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、ショッパー約 6.5 万人の嗜好が反映されることから、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。

同社は、保有する膨大な取引データや国内の消費トレンド等から有望な商品を分析しショッパーへのアドバイスをを行っている。購入者からもショッパ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もある。

#### 2) C to C 取引を円滑に行う仕組み

ショッパー及び購入者は、「BUYMA」を介することで直接金銭をやりとりせず、詐欺やトラブルを回避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、

注4) 「あんしんプラス」(有料)を申し込むと、標準サービス(無料)となっている「本物保証制度」のほかに、「初期不良補償制度」や「紛失補償制度」を利用することができる。

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つの補償サービス<sup>注4</sup>を選択することができるうえ、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、ショッパーに対しては、購入者との対応や商品の梱包などの教育を行い、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。

注5) 14年4月より、手数料率の改定を行っており、プレミアムショッパーの手数料(消費税前)を7%から5%へ引き下げ一方、一般のショッパーの手数料(同)を5%から7%へ引き上げた。

### 3) ショッパ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、ショッパーと購入者の双方から受領する手数料収入(各々7%ずつ)が基本となっている(但し、プレミアムショッパーの場合は5%、及び法人ショップの場合は取引実績に応じて5%~7%で変動)<sup>注5</sup>。出品価格の1.4%を購入者から徴収する「あんしんプラス」の利用料も収益源になっている。

同社の売上高は取扱高にほぼ連動し、購入者1人当たりの年間購入単価(以下、ARPU)は4万円前後で推移していることから、総会員数、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構造になっている。

注6) SEO対策とは、Googleなど、検索エンジンで検索結果の上位に表示されることを目的に行なわれる対策のこと。

#### ◆ ソーシャルメディア等を活用した集客力の仕組み

「BUYMA」の会員基盤の拡大は、幅広い品揃えを実現することにより検索エンジンで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ることで実現されてきた。人気ブランドにだけ依存した品揃えでは限界があるSEO対策<sup>注6</sup>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。また、集客力が増すにつれてショッパ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。

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、それに対して会員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、それを經由して他の会員が「BUYMA」で購入するとポイントが貯まる仕組みとなっている。

「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、広告宣伝費の低減にも繋がり、同社の高い利益率の要因のひとつになっている。

また、15年2月にはファッションに特化した情報メディアである「STYLE HAUS」を立ち上げるとともに、女性向けキュレーションメディア<sup>注7</sup>を運営するロケットベンチャー社を買収しており、潜在顧客に効果的にリーチするための様々な施策に取り組んでいる。

注7) ある特定の価値観をもって情報を収集・発信するサイト

> 強み・弱みの評価

◆ 独自の事業モデルによる市場創出が同社成長の源泉

同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）は以下のようにまとめられる。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・増え続ける会員基盤(総会員数約223万人、アクティブ会員数約51万人)</li> <li>・世界115カ国に在住するショッパーとのネットワーク</li> <li>・圧倒的な品揃え</li> <li>・C to C取引を円滑に行うオペレーション</li> <li>・効率経営により高い利益率を実現</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・円安による業績への影響</li> <li>・ショッパー(個人)による商品供給の安定性に懸念</li> <li>・他社に模倣される可能性</li> <li>・流行や嗜好の変化など、移り気な消費者心理の影響</li> <li>・ショッパーへの依存度の高さ(ショッパーが育たない、他に引き抜かれるリスクなど)</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・EC市場の成長</li> <li>・海外での事業機会の拡大</li> <li>・ソーシャルメディアの影響力の高まり</li> <li>・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</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気後退や消費税増税などによる個人消費の冷え込み</li> <li>・大手を含めたファッションEC市場への参入企業の増加</li> <li>・類似会社の出現による競争激化</li> <li>・トラブル発生等に伴う会員離れや取引規制の強化</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

## > 決算概要

### ◆ 15年1月期は大幅な増収増益

15/1 期決算は、売上高が 2,285 百万円 (前期比 25.4%増)、営業利益が 1,196 百万円 (同 40.4%増)、経常利益が 1,200 百万円 (同 40.3%増)、当期純利益が 708 百万円 (同 35.3%増) と増収増益となった。

期初会社予想との対比では、売上高が若干下回ったものの、営業利益は上回った。一方、同社予想を上回る水準を想定していた証券リサーチセンターによる業績予想との対比では、売上高が下回ったものの、営業利益はほぼ予想通りとなった。

テレビや雑誌等の各メディアへの露出を高めたことによる認知度拡大や品揃えの強化、ショッパーの育成 (及びサービス拡充) やサイトリニューアルによる利便性向上などが奏功し、総会員数及びアクティブ会員数が順調に拡大したことや ARPU の回復が業績の伸びに寄与した。なお、ARPU の回復には消費の 2 極化による高価格帯商品の伸長のほか、円安による影響 (円換算単価の上昇) もあったようである。

利益面では、回収業務委託先へ支払う決済代行手数料率の低減を図ったことにより原価率が低下した一方、認知度拡大やテストマーケティングのための広告費 160 百万円 (前期比 37.5%増) や、スタッフ増員による人件費 372 百万円 (同 12.2%増) などにより販管費が 689 百万円 (同 12.9%増) に増加したが、売上高の伸びで吸収することにより営業利益率は 52.3% (前期は 46.7%) と高い水準が更に引き上がった。

なお、同社並びに当センターによる売上高予想とのかい離は、消費税増税の影響や円安の影響等により 14 年 8 月～15 年 1 月期 (15/1 期下期) の売上高の伸びが想定よりも低い水準 (前年同期比 16.2%増) にとどまったことが要因である。ただ、営業利益に関しては、販売促進費等を事業の進捗に応じて抑制したことや、あんしん補償サービス拡大による補償コストの増加が想定を下回ったことで同社予想を上回った (当センター予想との対比ではほぼ同水準)。

財務面では、総資産が 4,142 百万円 (前期末比 39.6%増)、自己資本が 2,649 百万円 (同 39.9%増) とそれぞれ拡大したことで、自己資本比率は 64.0% (前期末は 63.8%) とほぼ横ばいとなった。また、資本効率を示す ROE も 31.2% (前期は 32.7%) と高い水準を維持している。

なお、総資産のうち「現金及び預金」の期末残高が 3,533 百万円 (前期末比 40.3%増) と積み上がっているが、そのうち約 500 百万円は 15 年 2 月に決定したロケットベンチャーの買収資金に充てられたものとみられる。

【 図表 3 】 15 年 1 月期の決算概要

(単位：百万円)

	14/1期 実績		15/1期 実績		増減		15/1期 当センター予想	乖離率	15/1期 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率				構成比	
売上高	1,823		2,285		462	25.4%	2,600		-12.1%	2,379	96.0%
売上原価	360	19.7%	400	17.5%	40	11.1%	550	21.2%	-27.3%	-	-
販管費	610	33.5%	689	30.2%	79	13.0%	850	32.7%	-18.9%	-	-
営業利益	852	46.7%	1,196	52.3%	344	40.4%	1,200	46.2%	-0.3%	1,000	42.0%
経常利益	855	46.9%	1,200	52.5%	345	40.3%	1,200	46.2%	0.0%	1,000	42.0%
当期純利益	523	28.7%	708	31.0%	185	35.3%	750	28.8%	-5.6%	616	25.9%

総資産	2,966	4,142	1,176	39.6%
自己資本	1,893	2,649	756	39.9%
自己資本比率	63.8%	64.0%	0.2%	-
ROE	32.7%	31.2%	-1.5%	-

商品取扱高(百万円)	17,115	20,684	3,569	20.9%	20,518	100.8%
総会員数(人)	1,693,994	2,235,261	541,267	32.0%	-	-
アクティブ会員数(人)	449,620	514,989	65,369	14.5%	-	-
ARPU(円)	38,067	40,166	2,099	5.5%	-	-

(出所) エニグモ決算短信より証券リサーチセンター作成

## > 戦略の進捗

### ◆ 中期目標達成に向けた取り組み

同社は、成長スピードの更なる加速を図るために中期目標を掲げているが、その達成に向けて会員数の拡大と高 ARPU の維持を 2 大施策とした成長戦略に取り組んでいる。

#### 1) 会員数拡大に向けた施策

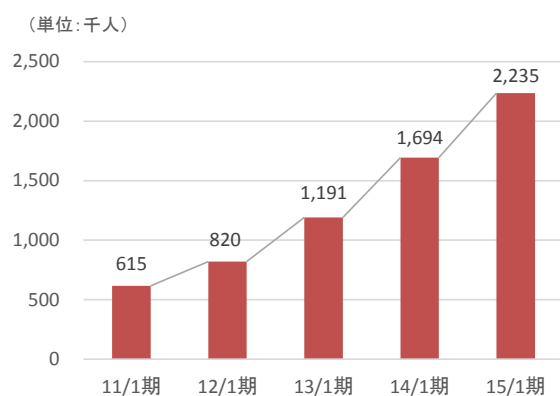
15/1 期は、認知度拡大や品揃えの強化、利便性の向上などにより会員数及びアクティブ会員数が順調に拡大したが、アクティブ会員数の伸び率にはやや鈍化傾向がみられた。同社は、会員数の更なる拡大を図るため、1,000 万人の女性を潜在顧客として絞り込み、そのターゲット層に効果的にリーチするための短期及び中期施策に取り組む方針としている。

短期施策については、テレビ CM を中心としたマスキャンペーンを展開する計画であり、16/1 期には約 12 億円の広告宣伝費を投入する。更に、その後の成長を支えるための中期施策として、15 年 2 月に買収したロケットベンチャー社の運営するキュレーションメディアの活用を図る。ロケットベンチャー社は、女子向けキュレーションメディア「4mee!」、及び主婦・ママ向けキュレーションサイト「4yuuu!」

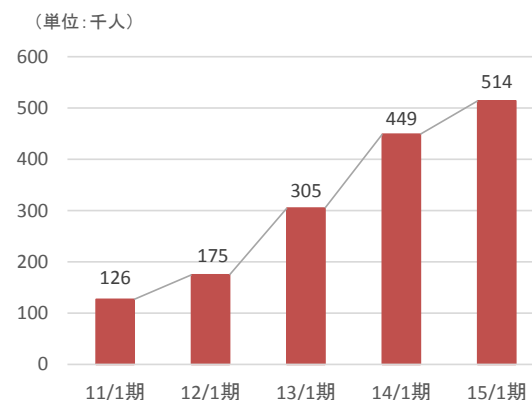


を運営している。現役有名モデル(キュレーター)が記事を執筆するとともに、4コマで完結するスマホ特化型メディアであることやクオリティにこだわったネイティブ広告であるところに特徴があり、直近の月間訪問数(15年2月)は約600万人(約7,000万PV)と足元で急成長している。16年12月には月間訪問者数3,000万人を目指している。同社は、「4mee!」「4yuuu!」との連携により、広告に頼らない継続的な顧客流入経路の確保に加えて、これまでの検索エンジン経由(SEO対策等)で獲得してきた目的買いの顧客以外のターゲット層へのリーチを狙っている。

【図表4】総会員数の推移



【図表5】アクティブ会員数の推移



(出所) 図表4及び図表5ともにエニグモ決算説明会資料より証券リサーチセンター

## 2) 高ARPUの維持に向けた施策

ARPUについては、14/1期に若干落ち込んだものの、ほぼ4万円を超える水準を維持してきた。会員数の拡大に伴うライトユーザーの増加によりARPUの低下を懸念する見方がある中で、同社は、イメージギャップの解消(幅広い品揃えの伝達)やマーチャンダイジングの充実(上質な低価格帯の開拓)、リピート率の向上により、取扱件数を増やすことで高ARPUの維持に取り組む。

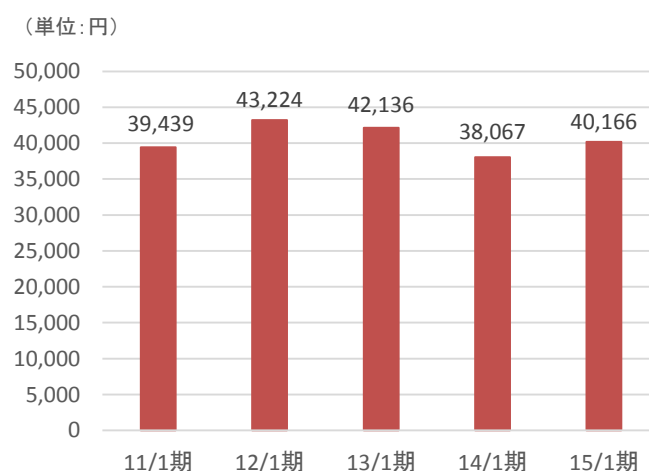
イメージギャップの解消については、15年2月にファッションに特化した情報メディア「STYLE HAUS」を立ち上げ、ECサイトである「BUYMA」の中に埋もれてしまっている幅広いアイテムの魅力を伝えることで購買意欲を刺激する施策を開始した。なお、同社による分析(15年2月)に従えば、「STYLE HAUS」から「BUYMA」に訪問したユーザーは、通常約4.5倍の購買実績があることが判明してい

注 8) 「イメージと違った」「サイズが合わない」など、一定の条件を満たした場合に返品を受け付けるサービスを 14 年 11 月より開始した。

注 9) 取引実績により決定されるランク毎の還元率に応じてポイントが還元されるサービスも 14 年 11 月より開始した。

る。一方、リピート率を高めるための施策として、返品補償サービスの充実<sup>注 8</sup>やプレミアムメンバーズ<sup>注 9</sup>による囲い込みなどを実施している。

【 図表 6 】 ARPU の推移



(出所) エニグモ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 新規事業「STULIO」及び海外展開の進捗

同社が中長期的な成長戦略として位置付けている新規事業「STULIO」及び海外展開については、基盤づくりの段階にあり、業績貢献はまだ先になるとみている。

ただ、海外展開については、日本語のみながら海外ユーザーによるアクセスが増えている「BUYMA」の英語バージョンの立ち上げや、既に中国語版で実績のある「4mee!」との連携により成長スピードを早める戦略である。

また、エニグモコリア (非連結子会社) により先行展開している「BUYMA KOREA」も単価の高い高級アイテムが好調であり、足元で取扱高が好調に推移しているようである。同社は、恒常的な黒字化が見込まれた時点で連結対象とする方針としている。

## > 業績予想

### ◆ エニグモによる 16 年 1 月期の業績予想

16/1 期の業績予想について同社は、売上高 3,436 百万円(前期比 50.3%増)、営業利益 702 百万円(同 41.3%減)、経常利益 702 百万円(同 41.5%減)、当期純利益 432 百万円(同 39.0%減)と大幅な増収ながら減益を見込んでいる。同社は、成長スピードの更なる加速を図るため、16/1 期を積極投資の時期と位置づけていることから、利益水準は一旦大きく低下する計画となっている。

15/1 期に引き続き、積極的なメディア戦略(テレビ露出の強化やサービス企画との連携等)による認知度向上や 15 年 2 月に立ち上げたファッション情報メディア「STYLE HAUS」の活用などにより総会員数及びアクティブ会員数の拡大を図ることで大幅な増収を実現する計画である。ARPU についても前期比ほぼ横ばいの 4 万円を想定している。

利益面では、成長スピードを加速するための積極投資として大規模な広告宣伝費 1,200 百万円(前期は 140 百万円)を予定していることから、営業利益が前期比 41.3%減、営業利益率 20.4%(前期は 52.3%)と大きく落ち込む想定である。なお、広告宣伝費の大部分はテレビ広告によるものとみられる。

### ◆ 証券リサーチセンターによる 15 年 1 月期の業績予想

証券リサーチセンターでも、15/1 期実績や同社による 16/1 期の業績予想を踏まえ、前回レポート(14 年 10 月)の 16/1 期の業績予想を見直した。売上高予想については、15/1 期実績が当センター予想を下回ったものの、16/1 期は積極的な広告宣伝費の投入効果が期待できることから同額にて据え置いたが、同社予想にはやや下回る水準となっている。

一方、利益予想は、大規模な広告宣伝費が予定されていることから、同社予想とほぼ同水準に引き下げた。

但し、広告宣伝費の投入効果が期待通りに発現しなかった場合や円安による単価上昇等が業績の下振れ要因となることには注意が必要である。

【 図表 7 】 16 年 1 月期の業績予想

(単位：百万円)

	15/1期 実績		16/1期 当センター予想			前期比		16/1期 会社予想	前期比
		構成比	前回予想	修正後		前回予想	修正後		
				構成比	構成比				
売上高	2,285		3,380	3,380		30.0%	47.9%	3,436	50.3%
売上原価	400	17.5%	730	21.6%	600	17.8%	32.7%	50.0%	-
販管費	689	30.2%	1,050	31.1%	2,080	61.5%	23.5%	201.9%	-
営業利益	1,196	52.3%	1,600	47.3%	700	20.7%	33.3%	-41.5%	702
経常利益	1,200	52.5%	1,600	47.3%	700	20.7%	33.3%	-41.7%	702
当期純利益	708	31.0%	1,000	29.6%	430	12.7%	33.3%	-39.3%	432

商品取扱高(百万円)	20,684
総会員数(人)	2,235,261
アクティブ会員数(人)	514,989
ARPU(円)	40,166

	31,529	52.4%
	-	-
	-	-
	40,000	-0.4%

(出所) 15/1 期実績及び 16/1 期エニグモ予想は決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > 中期業績予想

### ◆ エニグモによる中期業績目標

同社は中期目標を公表しており、2年後(17/1期)の売上高5,000百万円、営業利益3,000百万円、並びに4年後(19/1期)の売上高8,200百万円、営業利益5,000百万円と高い成長を目指している。

アクティブ会員数の拡大が業績を牽引する計画であり、17/1期末に110万人、19/1期末には180万人へと大きく拡大する想定となっている。また、ARPUも4万円の水準を維持する前提である。

また、利益面では、16/1期に大規模な広告宣伝費の投入により営業利益率は大きく落ち込むものの、17/1期以降は60%の水準にまで上昇する想定となっている。

【 図表 8 】 エニグモによる中期目標

(単位：百万円)

	15/1期 実績	16/1期 予想	17/1期 目標	19/1期 目標
売上高	2,285	3,436	5,000	8,200
(伸び率)	25.4%	50.3%	45.5%	-
営業利益	1,196	702	3,000	5,000
(利益率)	52.3%	20.4%	60.0%	61.0%
商品取扱高(百万円)	20,684	31,529	44,000	72,000
アクティブ会員数(人)	514,989	-	1,100,000	1,800,000
ARPU(円)	40,166	40,000	40,000	40,000

(出所) エニグモ決算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中期業績予想

証券リサーチセンターでは、15/1 期実績や 16/1 期業績予想を踏まえ、17/1 期の業績予想を据え置くとともに、新たに 18/1 期の業績予想を策定した。

【 図表 9 】 証券リサーチセンターによる中期業績予想 (単位：百万円)

	15/1期 (実績)		16/1期 予想		17/1期 予想		18/1期 予想	成長率
	前回予想		前回予想	修正後	前回予想	修正後		
売上高 (伸び率)	2,600 42.6%	2,285 25.4%	3,380 30.0%	3,380 47.9%	4,400 30.2%	4,400 30.2%	5,800 31.8%	36.4%
営業利益 (利益率)	1,200 46.2%	1,196 52.3%	1,600 47.3%	700 20.7%	2,150 48.9%	2,150 48.9%	3,000 51.7%	35.9%
経常利益 (利益率)	1,200 46.2%	1,200 52.5%	1,600 47.3%	700 20.7%	2,150 48.9%	2,150 48.9%	3,000 51.7%	35.7%
純利益 (利益率)	750 28.8%	708 31.0%	1,000 29.6%	430 12.7%	1,400 31.8%	1,400 31.8%	2,000 34.5%	41.4%

(出所) 証券リサーチセンター

独自の事業モデルにより新たな市場を創出してきた会社にとって、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」事業におけるアクティブ会員数の伸びとみている。

ただ、16/1 期に予定している大規模な広告宣伝費やロケットベンチャー買収による効果が期待される中で 17/1 期の業績予想を据え置いたのは、前回予想においても高い伸び率を織り込んでいたことや 15/1 期下期における業績の伸びにやや鈍化傾向がみられたことなどを勘案したうえで、更なる業績の上積みには 16/1 期の実績等を見極める必要があると判断したことが理由である。また、18/1 期もほぼ同水準の売上高の伸び率が継続する想定とした。

一方、利益面では、17/1 期以降も広告宣伝費などの政策的な費用のかけ方が利益率の水準を左右するものとみているが、営業利益率 50% 前後を想定している。

従って、大規模な広告宣伝費やロケットベンチャー買収による効果、低価格帯のボリュームゾーンの強化等が会員獲得に及ぼす影響のほか、会員数の拡大（及び属性の変化等）に伴う ARPU の変化、広告宣伝費や販売促進費などの政策的な費用のかけ方が業績の変動要因となることに注意が必要である。

また、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がある。

## > 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、「現在は成長過程にあり、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、大規模な広告宣伝費の投入による会員数の拡大に加えて、海外展開や新規事業にも積極的に取り組んで行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。

なお、円安の進行に伴って、ショッパーが出品を差し控えることなどにより、同社業績が下振れる可能性があることには注意が必要である。

また、非連結子会社に対する転換社債や優先株式の転換権行使による連結化が、同社の業績に重要な影響を及ぼす可能性があることにも留意しておきたい。

## 本レポートの特徴

### 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

### ■ 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

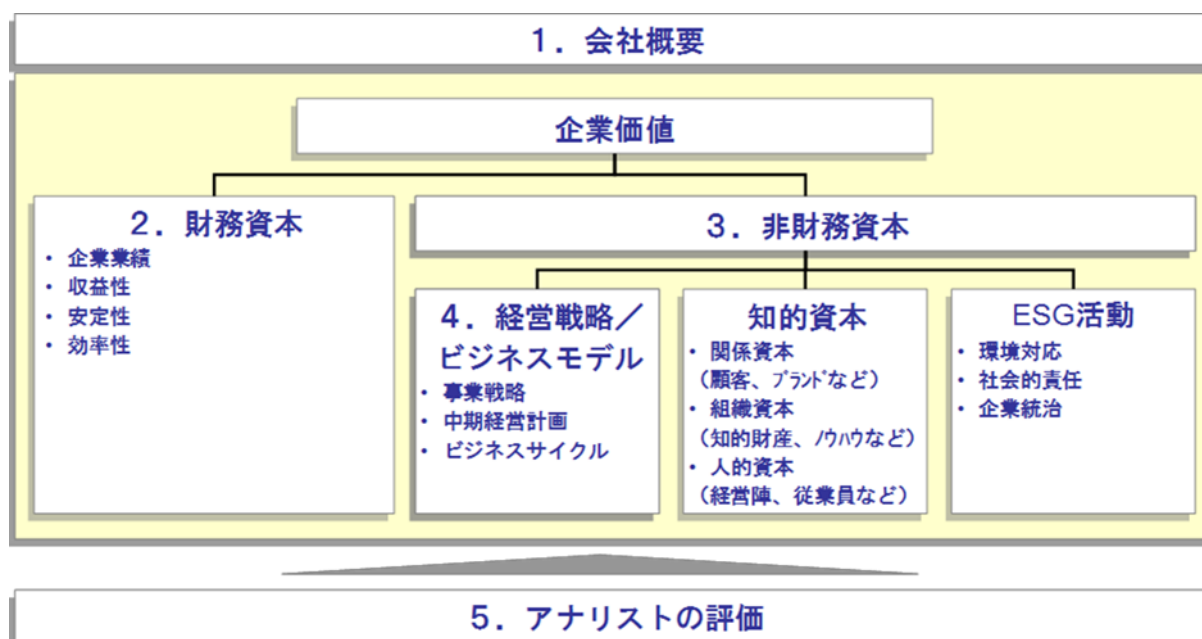
## 本レポートの構成

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、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。