

ホリスティック企業レポート

Mマート

4380 東証マザーズ

アップデート・レポート

2019年11月8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 20191105

M マート(4380 東証マザーズ)

発行日: 2019/11/8

**食材を中心とした B2B 型のインターネットマーケットプレイス事業を展開
業界 No.1 サイトである「M マート」を運営し、営業利益率は 20%超を確保**

> 要旨

◆ 業務用食材の業者間 EC サイト「M マート」等を運営

- ・M マート(以下、同社)は、飲食業界、宿泊業界、中食業界などを買い手とし、メーカー、問屋、輸入商社、生産者などを売り手とする業者間取引に特化したオープン型のインターネットマーケットプレイス事業を展開している。
- ・業務用食材卸サイトの「M マート」を主力に、厨房機器・食器等の総合業務用卸サイトの「Bnet」、食材処分量サイトの「卸・即売市場」、厨房機器・食器等の処分量サイトの「ソクハン」等も運営している。

◆ 20 年 1 月期第 2 四半期累計期間は増収・営業減益決算

- ・20/1 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、5.1%増収ながら 4.6%営業減益であった。減益となった理由は、増収率が鈍化する一方で、人件費を主とする営業費用の増加が続いたためである。

◆ 20 年 1 月期会社計画は 14.0%増収、44.7%営業増益で据え置き

- ・20/1 期について同社は、「M マート」の成長持続と「Bnet」等の回復を織り込み、14.0%増収、44.7%営業増益を計画している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、20/1 期上期実績等を踏まえて20/1 期の業績予想を見直し、売上高を682 百万円(前期比 4.1%増)、営業利益を 156 百万円(同 6.9%増)に下方修正した。

◆ 主力サイトである「M マート」の出店獲得動向に注目したい

- ・これまで同社の成長を牽引してきた「M マート」の出店数(売り手)が伸び悩んでいる。同社の収入はほぼ全て売り手から得ているだけに、今後の動きが注目される。
- ・今回の業績予想では、前提となる「M マート」の出店数を引き下げたが、買い手会員数は順調に伸びていること、架電営業要員の育成が進みつつあることから、下期以降の出店増ペース回復を見込んでいる。

アナリスト: 前田 吉弘
+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】

	2019/11/1
株価 (円)	1,730
発行済株式数 (株)	2,445,400
時価総額 (百万円)	4,231

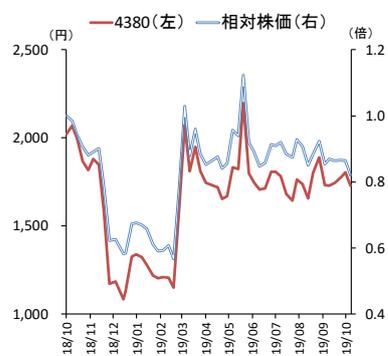
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	49.4	38.9	38.8
PBR (倍)	5.4	4.7	4.3
配当利回り (%)	0.0	0.6	0.6

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-1.7	-2.5	-19.4
対TOPIX (%)	-6.3	-8.4	-20.4

(注: 10/31 株価を基にしたパフォーマンス)

【株価チャート】



【4380 M マート 業種: 情報・通信業】

決算期	営業収益 (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)
2018/1	606	14.0	124	136.2	119	125.5	78	146.6	39.3	90.5	0.0
2019/1	655	8.1	146	17.7	135	13.9	84	8.4	35.0	319.8	0.0
2020/1 CE	747	14.0	212	44.7	205	51.4	142	67.7	58.1	-	10.0
2020/1 E	682	4.1	156	6.9	157	15.6	108	28.3	44.5	364.3	10.0
2021/1 E	707	3.6	157	0.6	157	0.3	109	0.3	44.6	398.9	10.0
2022/1 E	740	4.6	173	9.9	173	9.9	119	9.9	49.0	437.9	10.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2018年2月の上場時に453,400株の公募増資を実施

アップデート・レポート

2/20

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) B2B

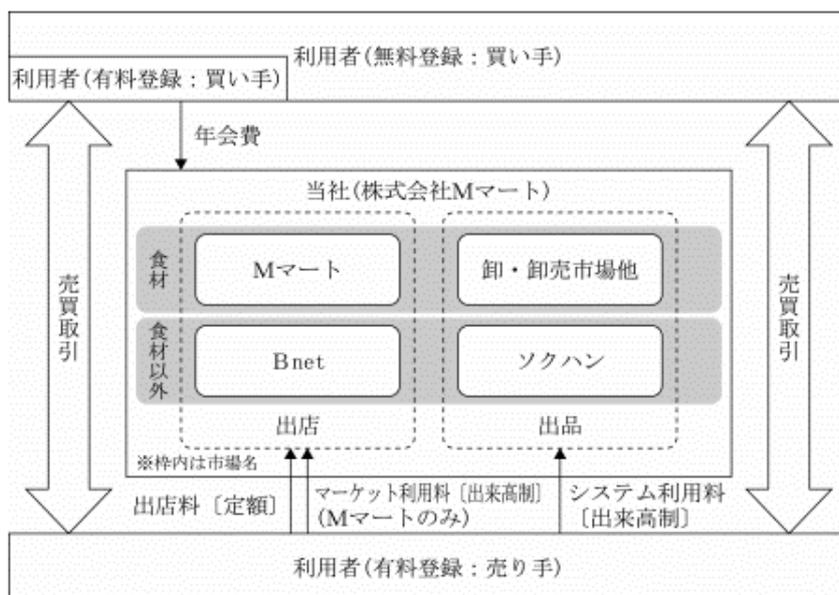
一般的に企業間取引を指す。ここではMマートが仲立ちとなって売り手企業と買い手企業を結びつけるビジネスモデルを意味しており、Business(売り手) to Business(買い手)を表している。

◆ 業務用食材の業者間 EC サイト「Mマート」等を運営

M マート(以下、同社)は、飲食業界、宿泊業界、中食業界などを買い手とし、メーカー、問屋、輸入商社、生産者などを売り手とするB2B^{注1}に特化したオープン型のインターネットマーケットプレイス事業を展開している。

同社が運営する主なマーケットプレイスは、業務用食材卸サイトの「Mマート」、厨房機器・食器等の総合業務用卸サイトの「Bnet」、食材処分品サイトの「卸・即売市場」、厨房機器・食器等の処分品サイトの「ソクハン」である(図表1)。なかでも、「Mマート」が全社営業収益の3分の2を占める主力サイトとなっている(図表2)。

【図表1】事業系統図



(出所) M マート有価証券報告書

【図表2】カテゴリ別営業収益の推移

(単位: 百万円)

	2017年1月期		2018年1月期			2019年1月期		
	金額	構成比	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
Mマート	311	58.6%	384	63.4%	23.5%	435	66.4%	13.4%
Bnet	91	17.2%	93	15.3%	2.2%	88	13.4%	-5.6%
卸・即売市場他、ソクハン	125	23.6%	124	20.5%	-0.8%	123	18.8%	-1.2%
その他	3	0.6%	3	0.8%	0.0%	8	1.4%	166.7%
合計	532	100.0%	606	100.0%	14.0%	655	100.0%	8.1%

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 拡大が続く業務用食材卸サイトの「M マート」

2000年2月開設の業務用食材卸サイトの「M マート」は営業収益、出店数ともに拡大を続けている(図表3)。買い手会員登録数(19年10月30日現在154,906社、Bnet等の会員数も含む)、19/1期における総流通高は4,340百万円で、同社によれば業務用食材卸売に特化したインターネットマーケットプレイスとしては業界No.1サイトとのことである。

【図表3】「M マート」の営業収益と出店数の推移



「M マート」の売り手(出店社)は、同社に商品数別に定められた月額出店料(年間契約)を支払って同サイトに出品(掲載)する。同社システムを利用した売買には販売代金に応じたマーケット利用料が売り手企業に課せられるが、買い手企業との直接取引は可能であり、その場合はマーケット利用料の負担はない(図表4)。

【図表4】「M マート」の概要

特徴	出店料/マーケット利用料			
		初年度	2~3年目	4年目以降
・食材商品を取り扱う市場。 ・売り手企業は同社に出店料を支払って商品をサイトに掲載のうえ販売する。 ・買い手企業との、直接取引が可能。 ・同社システムを利用した場合、販売代金に応じたマーケット利用料を同社に支払う。	定額制 (月額:商品数別)	100点: 25,000円 400点: 40,000円 800点: 50,000円 2,000点: 100,000円	35,000円 50,000円 60,000円 110,000円	45,000円 60,000円 70,000円 120,000円
	出来高制	同社システム利用時に販売代金の1%		

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同サイトに出品されている代表的な商品は、畜産品、水産品、農産品、

加工品等であるが、商品カテゴリーは極めて豊富であり、飲食業等の買い手からみると、日々の仕入れを満たす商材商品が幅広く揃っている。また、「畜産品、水産品、農産品、加工品」といった分類だけでなく、「ブランド食材、大量販売、少量販売、格安、輸入品、鮮度、評価」といった独自のキーワードでも買い手と売り手のマッチングを図っている(図表5)。

【図表5】「Mマート」のトップページ抜粋

畜産市場 原料肉、加工肉、卵・乳製品	水産市場 魚、甲殻類、貝類、海藻、魚卵	卸・即売市場 激安お買い得品!	大口即売 大口一括販売!
農産市場 米類、パン種、粉、豆、野菜他	生鮮(チルド)市場 肉、水産、活魚、青果	アグリ 農産物集結!	アサトレ 朝獲れ新鮮野菜!
惣菜・調理品市場 和食、洋食、中華、エスニック	ブランド食材 ブランド品、高級食材	大量販売市場 20kg～・50kg～・100kg以上食材・送料込み	
酒・飲料・調味料市場 酒、飲料、お茶、調味料他	菓子・果物市場 ケーキ、菓子、アイスクリーム	割安大量販売市場 まとめて買えば安くなる!しかも送料込み!	

格安商品コーナー さらに安く!期間限定!	差別化商品コーナー メニュー提案など情報満載!	原材料・パブリック 粉類などの原材料	メニュー別商品 メニュー毎に食材探し!	少量販売市場 1ロット1kg以下・食器も
すぐ出せる調理品 スーパー・小売店向け	チューオク 中米オークション	入札中 高評価商品 平均4.7点以上の評価商品!	買い手業種別商品 焼肉店など業種別商品!	イベント用食材市場 ギフト用市場

(出所) Mマート ホームページ

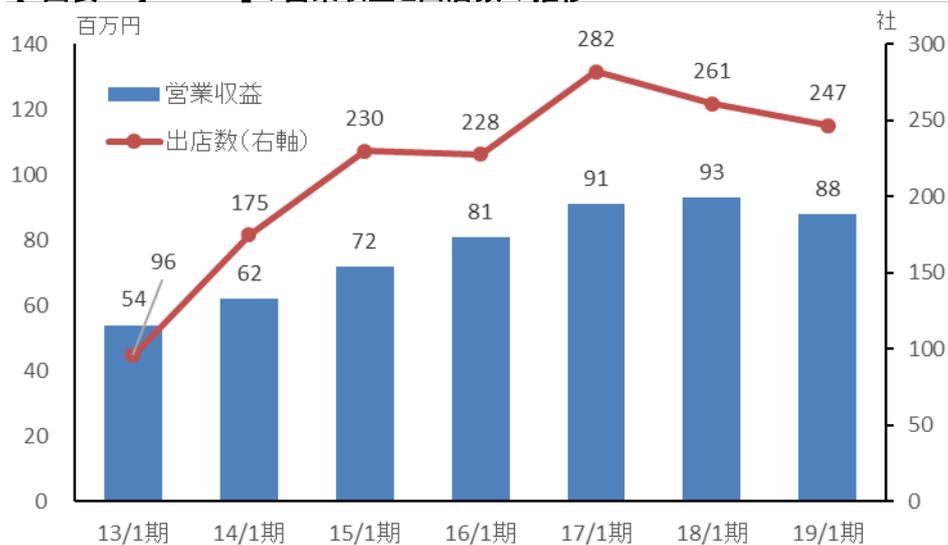
◆ 食材以外の商品を取扱う業務用総合卸サイト「Bnet」

03年3月に開設された「Bnet」は、食材以外の商品を取扱う業務用総合卸サイトである。買い手会員数(顧客企業数)は約15万社(「Mマート」の登録会員数を含む)で、うち飲食店、ホテル・旅館、弁当・給食、スーパーが過半を占め飲食関連業界では圧倒的な存在感を誇っている。19/1期の総流通高は228百万円となっている。ただ、出店数は17/1期末の282店をピークに19/1期末には247店へと減少、ベテラン営業社員が退職した19/1期には営業収益も減少に転じている(図表6)。

「Bnet」の売り手(出店社)は、「Mマート」と同じく商品数別に定められた月額出店料(年間契約)を支払って同サイトに出品(掲載)したうえで商品を販売する(図表7)。一方、「Mマート」でいうマーケット利用料(販売手数料)の徴収はなく、出店社の獲得に際しては直接商談やマーケティング活動が自由なマッチング・サイトである点が強調されている。

同サイトに出品されているのは、食器・厨房機器や什器・備品、家具・インテリアから各種消耗品等であり、新規開店や店舗運営に必要な商材商品が網羅されている(図表8)。また、買い手新着情報がサイトのトップページに掲載されるなど、売り手による能動的なマーケティング活動を支援する工夫がなされていることが特徴といえる。

【 図表 6 】 「Bnet」の営業収益と出店数の推移



(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 7 】 「Bnet」の概要

特徴	出店料		
	初年度	2年目以降	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 食材以外の商品を取り扱う市場。 ・ 売り手企業は同社に出店料を支払って商品をサイトに掲載のうえ販売する。 ・ 買い手企業との、直接取引が可能。 	定額制 (月額：商品数別)	300点： 25,000円	35,000円
		1,000点： 40,000円	50,000円
		3,000点： 50,000円	60,000円
		5,000点： 70,000円	80,000円
		8,000点： 100,000円	110,000円

(出所) M マート ホームページ

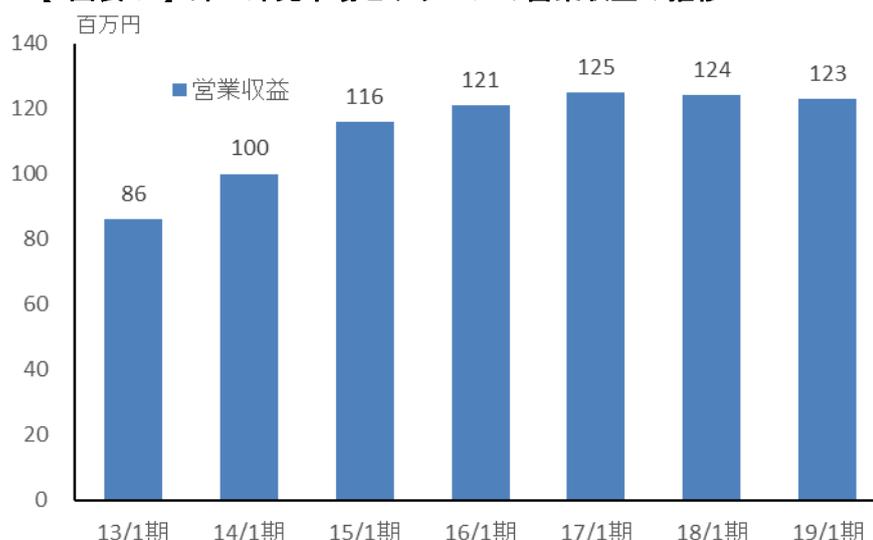
【 図表 8 】 「Bnet」のトップページ抜粋

格安商品市場 備品・消耗品・食器・制服	食器市場 皿・鉢・グラス・茶器・介護用	少量販売市場 1枚食器の少量販売・食材も
厨房機器市場 調理道具・調理機・設備・加工機	什器・備品市場 各種備品・什器・レンジ周辺機器	環境・衛生市場 清掃道具・消耗品・環境設備
消耗品市場 容器・客室卓上・梱包資材・肥料	ユニフォーム市場 サービスウェア・白衣・作業服	照明市場 白熱球・蛍光灯・ハロゲン・LED
家具市場 イス・テーブル・オフィス家具	インテリア市場 室内装飾・置物・室内サイン	店舗サポート・販促用品市場 店舗サポート・システム・ノベルティ
美容用品市場 美容備品・設備・機器・消耗品	医薬品・介護・サプリメント市場 医薬品・介護用品・サプリメント	雑貨・その他市場 小売雑貨・アウトドア・時計
リフォーム・資材・工具市場 店舗設計・部品・資材・機械・工具	専門市場・特設会場 中華・カフェ・プライダル・介護	メーカー直販 直販プライスでご提供

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ **アウトレット市場として誕生した「卸・即売市場」と「ソクハン」**
 食材の処分品サイト「卸・即売市場」は08年1月に「食材アウトレット市場」として、厨房機器・食器等の処分品サイト「ソクハン」は09年3月には「Bnet アウトレット市場」として開設され、19/1期の営業収益は「卸・即売市場」と「ソクハン」の合計で123百万円となっている(図表9)。また、19/1期の総流通高は、「卸・即売市場」が1,000百万円、「ソクハン」が86百万円となっている。

【図表9】卸・即売市場とソクハンの営業収益の推移



(注) 営業収益は卸・即売市場とソクハンの合計

(出所) Mマート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

両サイトの特徴としては、①買い手や出品商品カテゴリーは、「卸・即売市場」は「Mマート」に「ソクハン」は「Bnet」に準じている、②売り手(出品社)には出店料が課されない一方で、買い手との直接取引を禁止している、③売り手は、「Mマート」におけるマーケット利用料(販売代金の1%)より高率なシステム利用料(同6~12%)を同社に支払う、④トップページでは、その時々々の新着商品、注目商品が大きく取り上げられている、⑤アウトレット市場に相応しい圧倒的に安価な値付けとなっている、⑥「Mマート」や「Bnet」から自然な形で送客される仕組みが確立されているといった点が指摘できる(図表10、図表11)。

【 図表 10 】 「卸・即売市場」と「ソクハン」の概要

サイト	特徴	システム利用料	
【卸・即売市場】 大口、アサトレ、 チューオク、アグリ	<ul style="list-style-type: none"> ・食材商品を取扱う市場。 ・販売商品を同社に申請のうえ、無料サイトに掲載。 ・買い手企業との直接取引は禁止。 	出来高制	販売代金の12% (但しアサトレ、チューオク、アグリは販売代金の6%)
【卸・即売市場】 蔵前渡し	<ul style="list-style-type: none"> ・500kg~10tまでの商品を一括販売可能。 ・買い手企業が配送を手配する。 	出来高制	販売代金の8%
【ソクハン】	<ul style="list-style-type: none"> ・食材以外の商品を取り扱う市場。 ・販売商品を同社に申請のうえ、無料でサイトに掲載。 ・買い手企業との、直接取引は禁止。 	出来高制	販売代金の12%

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 11 】 「卸・即売市場」と「ソクハン」のトップページの抜粋
【卸・即売市場】



<p>【送料無料】【生食可】マグロはほ肉 天然インド(南)(冷凍)</p> <p>kg 非売 → 2,160円 【詳細を見る】</p> <p>【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「17」日</p> <p>最小ロット 5kg/ケース (1kg入×5袋)</p> <p>賞味期限 2019年5月25日(冷凍)</p> <p>この商品の評価 ★★★★★ (4.3)</p> <p>当該企業過去出品全品評価 ★★★★★ (4.6) 評価総件数: 132件 お客様の声</p>	<p>【送料無料】うす切りポークハムスライス</p> <p>kg 1,180円 → 560円 【詳細を見る】</p> <p>【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「18」日</p> <p>最小ロット 1.1kg×13</p> <p>賞味期限 2019年12月11日(冷凍)</p> <p>この商品の評価 ★★★★★ (3.9)</p> <p>当該企業過去出品全品評価 ★★★★★ (4.1) 評価総件数: 20,178件 お客様の声</p>	<p>【送料無料】道産定塩鮭フィレ真空パック</p> <p>kg 非売 → 980円 【詳細を見る】</p> <p>【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「17」日</p> <p>最小ロット 10Kg/7-10枚/ケース</p> <p>賞味期限 2020年7月31日(冷凍)</p> <p>この商品の評価 ★★★★★ (3.9)</p> <p>当該企業過去出品全品評価 ★★★★★ (4.3) 評価総件数: 3,707件 お客様の声</p>
---	---	---

【ソクハン】



<p>【送料無料】青釉高台茶碗 完売!</p> <p>1個 600円 → 処分品価格 70円</p> <p>【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「27」日</p> <p>最小ロット 1ロット(80個入り)</p> <p>サイズ 径7.5x高6.3cm</p> <p>過去出品品質評価 ★★★★★ (4.3) 評価総件数: 7件 お客様の声</p>	<p>【送料無料】ちりめん桜(赤) 粉引マルチカップ</p> <p>1個 450円 → 処分品価格 93円</p> <p>【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「27」日</p> <p>最小ロット 1ロット(120個入り)</p> <p>サイズ 径約8.4cm×高さ約5.7cm 重量約150g</p> <p>過去出品品質評価 ★★★★★ (4.4) 評価総件数: 303件 お客様の声</p>	<p>【送料無料】【手造りタンブラー】クリア 245</p> <p>1個 1,800円 → 処分品価格 86円</p> <p>【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「27」日</p> <p>最小ロット 48個入り</p> <p>サイズ 直径68mm×高さ118mm</p> <p>過去出品品質評価 ★★★★★ (4.3) 評価総件数: 99件 お客様の声</p>
---	--	--

(出所) M マート ホームページ

> ビジネスモデル

◆ ネットワーク効果が期待されるマーケットプレイス事業

同社が展開するインターネットマーケットプレイス事業は、参入障壁自体は高くないものの、「買い手の増加が売り手の増加を呼び、売り手の増加が市場の魅力度を高め、さらに買い手の増加につながる」というネットワーク効果が発揮されることから、業界 No.1 企業が競合先に対して相当程度の優位性を持つビジネスモデルといえる。その事業規模は「総流通高×テイクレート(サイト運営者の取り分:出店料、販売手数料、広告掲載料等)」で決定されるため、事業拡大を実現するためにはまずは総流通高を引き上げていく必要がある。そして、競合先に対して圧倒的なポジションが獲得できた場合、テイクレートの引き上げが可能となり、収益は加速度的に拡大する。

よって、「総流通高」、「売り手の数」、「出品数」、「買い手の数」、「テイクレートの状況」、「ユニークユーザー数(UU:当該サイトに訪れた利用者数)」、「ページビュー数(PV:ページが閲覧された回数)」、「月間アクティブユーザー数(MAU: Monthly Active Users)」、「コンバージョンレート(CVR:サイト訪問者のうち購買に至った比率)」といった指標がKPI(Key Performance Indicator:重要業績評価指標)として用いられることが多い。

◆ 主力サイトの「M マート」では好循環が継続している

同社の主力サイトである「M マート」は開設来 19 年が経過、業界 No.1 の食材卸売インターネットマーケットプレイスにまで成長し、開示されている KPI からはネットワーク効果による好循環が続いていることが読み取れる(図表 12)。買い手数(会員登録数)の二桁成長が継続するなかで、売り手数(出店数)も順調に増加、総流通高は伸び率こそ鈍化傾向(17/1 期 27.7%増→18/1 期 20.7%増→19/1 期 8.0%増)にあるものの、市場全体の動き(国内卸売業の B2B-EC 市場は 16 年 0.4%増→17 年 12.0%増)を上回る拡大を実現している。

テイクレートについては、マーケット利用料の導入(17 年 3 月)や出店料が 2 年目、4 年目と引き上がる仕組みにより、16/1 期を起点に強含み傾向(16/1 期 8.6%→19/1 期 10.0%)にある。「M マート」と密接に連携し、「M マート」の買い手にとって便利かつ有益な役割を務める「Bnet」や「卸・即売市場」、「ソクハン」の総流通高は、直近 2~3 年において足踏み状態にあるが、テイクレートは「M マート」を上回る高水準で推移している。結果、20/1 期第 2 四半期の全社テイクレートは 11.8%と、楽天(4755 東証一部)の 12.6%(19/12 期第 2 四半期の国内 EC 事業、ただしトラベルやダイレクトなど一部直販事業を含む)やメルカリ(4385 東証マザーズ)の 9.3%(19/6 期第 4 四半期の国内メルカリ事業)など、国内で圧倒的な存在感を示す事業者と比較しても遜色ない水準にあり、評価に値しよう。

【 図表 12 】 カテゴリー別の KPI 推移

「Mマート」のKPI推移

	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期上期
総流通高(百万円)	3,330	4,020	4,340	2,262
前期比 ^{注3}	27.7%	20.7%	8.0%	10.6%
買い手会員登録数(件)	95,714	108,250	122,002	151,564 ^{注2}
前期末比 ^{注3}	17.4%	13.1%	12.7%	増加
出店数(社)	751	791	906	907
前期末比 ^{注3}	38.3%	5.3%	14.5%	5.5%
テイクレート ^{注1}	9.3%	9.6%	10.0%	10.3%
前期比 ^{注3}	0.7%P	0.2%P	0.5%P	0.1%P
営業収益(百万円)	311	384	435	233
前期比 ^{注3}	38.2%	23.5%	13.4%	11.6%

「Bnet」のKPI推移

	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期上期
総流通高(百万円)	305	265	228	108
前期比 ^{注3}	8.9%	-13.1%	-14.0%	-5.3%
顧客企業数(社)	-	-	166,535	151,564 ^{注2}
前期末比 ^{注3}	増加	増加	増加	増加
出店数(社)	282	261	247	219
前期末比 ^{注3}	23.7%	-7.4%	-5.4%	-18.3%
テイクレート ^{注1}	29.8%	35.1%	38.6%	36.1%
前期比 ^{注3}	0.9%P	5.3%P	3.5%P	-3.4%P
営業収益(百万円)	91	93	88	39
前期比 ^{注3}	12.3%	2.2%	-5.6%	-13.3%

「卸・即売市場+ソクハン」のKPI推移

	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期上期
総流通高(百万円)	1,094	1,109	1,086	517
前期比 ^{注3}	2.1%	1.4%	-2.1%	-5.8%
買い手数(件)	「Mマート」、「Bnet」に準ずる			
前期末比 ^{注3}				
出品社数(社)	-	-	5,000社強	-
前期末比 ^{注3}	増加	増加	増加	-
テイクレート ^{注1}	11.4%	11.2%	11.3%	11.6%
前期比 ^{注3}	0.1%P	-0.2%P	0.1%P	0.1%P
営業収益(百万円)	125	124	123	60
前期比 ^{注3}	3.3%	-0.8%	-0.8%	-5.9%

(注1) テイクレートは営業収益/総流通高で算出

(注2) 19年5月より、MマートとBnet等の会員数を統合

(注3) 20/1期上期の前期(末)比は前年同期(末)比

(出所) Mマート決算説明会資料と取材により証券リサーチセンター作成

> **強み・弱みの分析**

◆ **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 13 のようにまとめられる。なお、前回レポート（19 年 5 月発行）からの変更点はない。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 業務用食材卸サイトで業界No1である優位性 - 買い手増→売り手増→市場の魅力増大→買い手増という好循環 - 各種データ（売買価格や口コミ・評価等）の蓄積 ・ 高品質と低価格を両立する仕組みの確立 ・ 完全自社システムならではの柔軟性 ・ 売り手と買い手が抱える課題を的確に捉えたサービス提供
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大きくない事業規模 ・ 創業者である代表取締役社長への高い依存度 ・ 模倣されやすいビジネスプロセス ・ 不十分なパートナー戦略（特に物流・決済分野） ・ 一段のテイクレート引上げが難しい顧客特性(売り手の低い粗利率)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ B2B-EC市場の拡大継続 ・ 既存ストック（売り手と買い手）に対する深掘り余地 ・ 上場による知名度の向上（ブランド認知、人材採用） ・ オープン型マーケットプレイスの特性を活かした広告モデル型事業展開 ・ 事業承継や人材採用等の新領域におけるパートナー戦略
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 競争の激化 - 強みに述べた好循環の変調 - テイクレートの低下 ・ 技術革新に伴うビジネスモデルの陳腐化 - 標準EDIの普及とAIによるマッチング技術の進化など ・ 売り手・買い手に対するリテンションコストの増大 ・ 大規模なシステム障害発生 ・ 営業要員とシステム開発要員の不足

(出所) 証券リサーチセンター

> **知的資本分析**

◆ **知的資本の源泉は、「創業者の存在」と「先行者メリットの蓄積」**

同社の知的資本を、顧客や取引先など社外との関係で形成される「関係資本」、価値創出能力の基盤となる「組織資本」と「人的資本」に落とし込んで整理・分析した（図表 14）。

【 図表 14 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・「Mマート」の出店数	906社(前期末比115社増)	907社(前年同期末比47社増)	
		・「Bnet」の出店数	247社(前期末比14社減)	219社(前年同期末比49社減)	
		・「卸・即売市場、ソクハン」の出品社数	開示なし(5,000社強で増加傾向)	開示なし	
		・「各サイト」における1店舗当たり出品数	開示なし	開示なし	
		・「Mマート」の総流通高	4,340百万円(前期比8.0%増)	2,262百万円(前年同期比10.6%増)	
	主サイトである「Mマート」を牽引役に前者ベースの総流通高は増加	・「Bnet」の総流通高	228百万円(前期比14.0%減)	108百万円(前年同期比5.3%減)	
		・「卸・即売市場、ソクハン」の総流通高	1,086百万円(前期比2.1%減)	517百万円(前年同期比5.8%減)	
		・「各サイト」におけるCVR	開示なし	開示なし	
		・「Mマート」のテイクレート	10.0%(前期比0.4%ポイント増)	10.3%(前年同期比0.1%ポイント増)	
		・「Bnet」のテイクレート	38.6%(前期比3.5%ポイント増)	36.1%(前年同期比3.4%ポイント減)	
	全社ベースのテイクレートは横ばい	・「卸・即売市場、ソクハン」のテイクレート	11.3%(前期比0.1%ポイント増)	11.6%(前年同期比0.1%ポイント増)	
		ブランド	・業界でのシェア	業務用食材卸サイトではNo.1	同左
			・トラフィック量(UU、PV、MAU等)	開示なし	同左
			・買い手による口コミ・評価の蓄積	開示なし	同左
			・サーチエンジンによる検索順位	開示なし	同左
・メディア(マス、キュレーター等)露出度	開示なし(トップインタビュー等はHPで紹介)		同左		
ネットワーク	・全社ベースの買い手(利用者)は増加している模様	・「Mマート」登録会員数	122,002社(前期比13,752社増)	集計方法が変更されたため、比較できないが、毎月1,000社を超えて増加	
	・「Bnet」顧客企業数	166,535社(「Mマート」登録会員数を含む)			
	・物流・決済・サーバー管理は業務契約等で対応	・経営上の重要な契約等	サーバー委託管理が2社から1社に変化	変化なし	
組織資本	プロセス	・架電営業による出店獲得	・営業要員数	全社員の2/3程度	同左
		・広告宣伝に頼らない買い手会員の獲得	・買い手目線でのサイト運営	—	—
		・自社によるシステム開発	・システム開発要員数	10名弱	同左
	知的財産ノウハウ	・運営サイト内で「品質と価格」の両立を実現する仕組みを確立	・長年にわたり蓄積してきた各種データを活用し、販売促進担当者が売り手にアドバイス	販売促進担当者の人員数は非開示だが、営業要員数に含まれる	同左
		・「買い手・売り手」双方の切実な課題に迅速に対応し生産性向上に貢献するサービスを提供	・既存ビジネスの拡張と細分化の実践	マネジメントチームが日々検討	同左
		・創業期である代表取締役社長の存在	・創業からの期間	2000年2月の創業から19年3カ月経過	2000年2月の創業から19年9カ月経過
人的資本	経営陣	・代表取締役社長による保有	745千株(30.50%)、資産管理会社の持分380千株(15.53%)との合計は1,125千株(46.03%)	同左	
		・特別インセンティブ制度はない	・代表取締役社長以外の取締役による保有(監査役は除く)	380千株(15.52%)	開示なし
		・役員報酬総額(取締役)	79,350千円(6名)	開示なし	
		・社外取締役、監査役は除く			
		・サクセッションプラン	特になし	同左	
	従業員	・企業理念や行動規範が毎朝確認されていること、正社員の平均年齢が比較的高い(会社側の認識)ことから、企業風土の醸成は進んでいる。一方、営業要員の契約社員について契約更新がなされないケースも多い	・正社員数	33名(前期比横ばい)	開示なし
		・平均年齢	46歳10ヵ月(前期比1ヵ月増)	開示なし	
		・平均勤続年数	4年2ヵ月(前期比5ヵ月増)	開示なし	
		・平均年間給与	4,134千円(前期比11.5%増)	開示なし	
		・契約社員等臨時従業員数	11名(前期比横ばい)	開示なし	
・特別インセンティブ制度はない	・従業員持株会	あり(上場後発足、加入社員数の開示なし)	同左		
・離職率	開示なし	開示なし			
・ストックオプション	なし	同左			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は19/1期または19/1期末、今回は19/6期または19/6期末のものとする
(出所) Mマート有価証券報告書、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

まず、知的資本の最も深層にある「人的資本」の項目をみると、創業者のリーダーシップが19年超の長きに亘り発揮されるなかで、特別なインセンティブ制度を持たずとも創業者や古参社員を中心に企業風土が醸成されている様子がうかがえる。つぎに「組織資本」の項目をみると、飲食業を経営していた創業者が、インターネットの可能性に着目し、仕入先確保に苦勞する同業者の課題解決を目的に設立した「Mマート」の運営で実践してきたことが「プロセス」に転化され、「ノウハウ」として蓄積されていることに気付かされる。

「関係資本」の項目に目を転じると、「Mマート」開設から19年が経過するなかで、業務用食材卸サイト分野における先行者メリットを享受しているように見える。具体的には、ネットワーク効果による買い手と売り手の循環的拡大やブランドとしての認知度向上である。ただ、事業規模が大きくないため、物流・決済等の分野を含めた独自のエコシステム(経済圏)を形成するまでには至っていない。

以上の点を踏まえると、同社の場合、創業者の存在と先行者メリットの蓄積が知的資本の源泉であることは明確であり、今後はサクセッションプランや先行者メリット剥落に対する戦略が重要になる。

> 決算概要

◆ 20年1月期第2四半期累計期間は5.1%増収、4.6%営業減益

20/1期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高338百万円(前期比5.1%増)、営業利益69百万円(同4.6%減)、経常利益69百万円(同12.7%増)、四半期純利益48百万円(同13.1%増)であった(図表15)。

営業利益率は20.6%と19/1期上期(22.6%)、同通期(22.4%)のいずれに対しても低下した(図表15)。人件費の増加(前年同期比9.3%増)が主因である。

カテゴリ別の営業収益は、「Mマート」が233百万円(前年同期比11.6%増)、「Bnet」が39百万円(同13.3%減)、「卸・即売市場他、ソクハン」が60百万円(同5.9%減)となった。また、KPIの動向としては、上期末出店数はMマートが907店(19/1期末比1店増)、Bnetが219店(同28店減)となり、総流通高は5,655百万円(前年同期比6.5%増)となった。

【 図表 15 】 20年1月期上期実績と20年1月期会社計画

(百万円、社)

	19年1月期(単体)						20年1月期(単体)					
	上期	増減率	下期	増減率	通期	増減率	上期	増減率	下期 (CE)	増減率	通期 (CE)	増減率
営業収益	321	7.5%	333	8.5%	655	8.1%	338	5.1%	408	22.5%	747	14.0%
Mマート	209	12.2%	226	14.1%	435	13.4%	233	11.6%	271	19.9%	504	15.8%
Bnet	45	-5.3%	43	-4.4%	88	-5.6%	39	-13.3%	51	18.6%	90	2.0%
卸・即売市場他、ソクハン	63	0.2%	60	-1.6%	123	-1.2%	60	-5.9%	85	41.7%	145	18.1%
営業費用(販管費)	248	1.7%	259	9.3%	508	5.6%	268	7.9%	266	2.4%	535	4.9%
人件費	160	-2.6%	164	8.6%	324	1.8%	175	9.3%	188	14.6%	363	11.9%
その他	88	12.6%	95	10.5%	184	11.5%	93	5.3%	78	-18.4%	172	-6.7%
営業利益	72	34.0%	73	4.5%	146	17.7%	69	-4.6%	142	92.9%	212	44.7%
営業利益率	22.6%	-	22.1%	-	22.4%	-	20.6%	-	34.9%	-	28.4%	-
経常利益	61	14.2%	73	13.3%	135	13.9%	69	12.7%	135	82.9%	205	51.4%
経常利益率	19.2%	-	22.1%	-	20.7%	-	20.6%	-	33.1%	-	27.4%	-
当期純利益	42	19.2%	41	-3.0%	84	8.4%	48	13.1%	93	123.2%	142	67.7%
当期純利益率	13.3%	-	12.6%	-	12.9%	-	14.3%	-	22.9%	-	19.0%	-
出店数(社)	1,128	-	1,153	-	1,153	9.6%	1,126	-0.2%	1,332	15.5%	1,332	15.5%
Mマート	860	-	906	-	906	14.5%	907	5.5%	1,056	16.6%	1,056	16.6%
Bnet	268	-	247	-	247	-5.4%	219	-18.3%	276	11.7%	276	11.7%
総流通高(合計)	2,710	-	2,945	-	5,655	4.8%	2,887	6.5%	-	-	-	-
Mマート	2,046	-	2,294	-	4,340	8.0%	2,262	10.6%	-	-	-	-
Bnet	114	-	114	-	228	-14.0%	108	-5.3%	-	-	-	-
卸・即売、ソクハン	549	-	537	-	1,086	-2.1%	517	-5.8%	-	-	-	-

(注) 1. 半期の増減率は前年同期比、通期は前期比。増減率は概算値に基づく計算値を含む
 2. 20年1月期下期の会社予想は通期会社予想から上期実績を差し引いて算出
 (出所) Mマート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

◆ 自己資本比率は72.5%と一段と上昇

20/1 期上期末の総資産は1,145百万円と19/1 期末から51百万円増加した。内訳としては、総資産の81.3%を占める現金及び預金が同24百万円増となっている。

一方、負債合計が同3百万円増、自己資本が同48百万円増となり、20/1 上期末の自己資本比率は72.5%と19/1 期末から1.0%ポイント上昇した。

> 業績見通し

◆ 20年1月期会社計画

20/1 期について同社は、営業収益747百万円(前期比14.0%増)、営業利益212百万円(同44.7%増)、経常利益205百万円(同51.4%増)、当期純利益142百万円(同67.7%増)とする期初予想を据え置いた。

営業収益計画をカテゴリー別にみると、「Mマート」が504百万円(前期比15.8%増)、「Bnet」が90百万円(同2.0%増)、「卸・即売市場他、ソクハン」が145百万円(同18.1%増)となっている。また、業績計画の前提条件として、期末出店数は「Mマート」が1,056社(前期末比16.6%増)、「Bnet」が276社(同11.7%増)、期末従業員数は52名(同18.1%増)を見込んでいる。

営業費用については、人員増計画を受けて人件費を前期比 11.9%増の 363 百万円と計画する一方で、それ以外は同 6.7%減を見込み、全体としては増収率を下回る同 4.9%増の 535 百万円となる見通しである。結果、20/1 期の営業利益率は 28.4%と同 6.0%ポイントの上昇を予想している。

また、財務体質の強化と成長投資を優先し、会社設立来配当を実施してこなかった同社であるが、20/1 期は 1 株当たり 10 円の期末配当を予定している。

なお、通期業績予想から上期実績を差し引いて算出される下期予想は営業収益 408 百万円(前年同期比 22.5%増)、営業利益 142 百万円(同 92.9%増)、経常利益 135 百万円(同 82.9%増)、当期純利益 142 百万円(同 123.2%増)と過去実績に比べると極めて高い成長を見込んでいることになる。

◆ 証券リサーチセンターの 20 年 1 月期業績予想

当センターでは、20/1 期上期実績を踏まえて 20/1 期業績予想を 19 年 5 月時点の予想から下方修正した。営業収益は 708 百万円→682 百万円(前期比 4.1%増)、営業利益 190 百万円→156 百万円(同 6.9%増)、経常利益 188 百万円→157 百万円(同 15.6%増)、当期純利益 130 百万円→108 百万円(同 28.3%増)と、前回レポート同様に営業収益、利益とも会社計画を下回る水準を予想する(図表 16)。なお、経常利益以下の増益率が高まる理由は、営業外で計上された株式公開費用の剥落によるところが大きい。

下方修正した主因は、上期実績を受けて「M マート」並びに「Bnet」の出店数前提と「Bnet」のテイクレート前提を引き下げたことである。この結果、カテゴリー別の営業収益予想は、「M マート」が 493 百万円→472 百万円(前期比 8.6%増)、「Bnet」が 85 百万円→77 百万円(同 12.4%減)と下方修正、「卸・即売市場他、ソクハン」は 122 百万円(同 0.8%減)と据え置いている。

営業費用は、518 百万円→525 百万円(前期比 3.3%増)と微修正した。営業費用については、人件費、地代家賃、支払報酬、広告宣伝費、通信費、減価償却費、その他に細分化し、予想を組み立てているが、今回の修正は人件費前提の見直し(期末従業員数 47 名→48 名)によるところが大きい。

若干増額したとはいえ、人手不足問題が継続するなかで優秀な架電営業要員を計画通りに確保することは難しいと判断しているため、会社

計画に比べれば人件費増は控え目にみている。

結果、20/1 期の営業利益率は 23.0%と会社計画の 28.4%は下回るも、19/1 期に対しては 0.6%ポイントの改善を予想している。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

21/1 期は、営業収益 707 百万円（前期比 3.6%増）、営業利益 157 百万円（同 0.6%増）、経常利益 157 百万円（同 0.3%増）、当期純利益 109 百万円（同 0.3%増）と予想した。

カテゴリー別の営業収益としては、「M マート」が 497 百万円（前期比 5.3%増）、「Bnet」が 76 百万円（同 0.6%減）、「卸・即売市場他、ソクハン」が 122 百万円（同横ばい）、を見込んでいる。微減収と予想した「Bnet」について、期末出店数は 20/1 期末と同じ 220 社を維持すると予想した。「Bnet」の出店数は 17/1 期に急増（16/1 期末 228 社→17/1 期末 282 社）したわけだが、急増前の水準以下に戻ったことで減少傾向に歯止めが掛かると考えたためである。

営業費用は、前期比 4.5%増の 549 百万円と予想した。営業費用予想の内訳を、人件費とそれ以外でみると、人件費は同 5.7%増の 374 百万円、それ以外は同 2.1%増の 175 百万円である。人件費予想は期末従業員数 48 名（前期末比横ばい）を前提としている。また、人件費以外については、地代家賃は横ばい、減価償却費は減少を見込む一方で、営業収益連動のコスト増を織り込んでいる。

以上の結果、21/1 期の営業利益率は 22.3%と前期比 0.7%ポイントの悪化を予想している。

22/1 期は、営業収益 740 百万円（前期比 4.6%増）、営業利益 173 百万円（同 9.9%増）、経常利益 173 百万円（同 9.9%増）、当期純利益 119 百万円（同 9.9%増）と予想した。

カテゴリー別の営業収益としては、「M マート」が 529 百万円（前期比 6.3%増）、「Bnet」が 77 百万円（同 1.7%増）、「卸・即売市場他、ソクハン」が 122 百万円（同横ばい）を見込んでいる。「Bnet」については、出店数横ばい前提のもとテイクレートの微増を織り込み、18/1 期以来となる増収を予想した。

営業費用は、前期比 3.1%増の 566 百万円と予想した。営業費用予想の内訳を、人件費とそれ以外でみると、人件費は同 3.4%増の 387 百万円、それ以外は同 2.6%増の 179 百万円である。人件費予想は期末従業員数 50 名（前期末比 2 名増）を前提としている。また、人件費

以外については、21/1 期予想と同じく、地代家賃は横ばい前提、減価償却費は減少予想ながら、営業収益連動のコスト増により増加を見込んでいる。

以上を受けて、22/1 期の営業利益率は 23.4%と前期比 1.1%ポイントの上昇を予想している。

◆ 「M マート」の出店獲得動向に注目

今回の業績下方修正の主因は、主力サイトである「M マート」の月平均出店増ペース前提を 20/1 期 9 社増→1.1 社増(下期 2 社増)、21/1 期 8 社増→4 社増、22/1 期 7 社増→4 社増と大幅に引き下げたことである。この見直しは、20/1 期上期実績の同出店増ペースが 0.2 社増と 19/1 期実績の 9.6 社増から急減速したことを踏まえたものだが、その背景には、ベテラン架電営業要員の退職があった模様である。

一方、買い手会員数は毎月 1,000 社を超える増加ペースで順調に伸び続けており、出店社側からみた「M マート」のマーケットプレイスとしての魅力は高まる方向にある。また、人の入れ替わりにより実質稼働までには時間を要するものの、架電営業要員の数自体は前期末に比べて増加している。

これらの点を受けて、当センターでは下期以降の出店増ペース回復を見込んでいるわけだが、人手不足が続くなかで架電営業要員の育成・定着が難しいことには変わりはなく、今後とも「M マート」の出店獲得動向からは目が離せないと考えている。

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	17/1単	18/1単	19/1単	20/1単(CE)	20/1単(E)	21/1単(E)	22/1単(E)
損益計算書							
営業収益	532	606	655	747	682	707	740
前期比	24.4%	14.0%	8.1%	14.0%	4.1%	3.6%	4.6%
Mマート	311	384	435	504	472	497	529
Bnet	91	93	88	90	77	76	77
卸・即売市場他、ソクハン	125	124	123	145	122	122	122
その他	3	3	8	7	10	10	10
総流通高	4,729	5,396	5,655	-	5,944	6,182	6,432
Mマート	3,330	4,020	4,340	-	4,654	4,904	5,154
Bnet	305	265	228	-	210	198	198
卸・即売市場	980	1,003	1,000	-	1,000	1,000	1,000
ソクハン	114	106	86	-	80	80	80
出店数							
Mマート	751	791	906	1,056	919	967	1,015
Bnet	282	261	247	276	220	220	220
買い手会員数(店)	91,714	108,250	122,002		136,402	149,602	161,602
営業費用(販管費)	479	481	508	535	525	549	566
販管費率	90.1%	79.4%	77.6%	71.6%	77.0%	77.7%	76.6%
営業利益	52	124	146	212	156	157	173
前期比	-	136.2%	17.7%	44.7%	6.9%	0.6%	9.9%
営業利益率	9.9%	20.6%	22.4%	28.4%	23.0%	22.3%	23.4%
経常利益	52	119	135	205	157	157	173
前期比	-	125.5%	13.9%	51.4%	15.6%	0.3%	9.9%
経常利益率	9.9%	19.7%	20.7%	27.4%	23.0%	22.3%	23.4%
当期純利益	31	78	84	142	108	109	119
前期比	-	146.6%	8.4%	67.7%	28.3%	0.3%	9.9%
当期純利益率	6.0%	12.9%	12.9%	19.0%	15.9%	15.4%	16.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) Mマート有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 17 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/1単	18/1単	19/1単	20/1単(CE)	20/1単(E)	21/1単(E)	22/1単(E)
貸借対照表							
現金及び預金	138	295	906	-	1,020	1,109	1,213
売掛金	11	12	15	-	17	17	18
営業未収金	86	84	95	-	102	106	111
その他	13	14	10	-	12	12	11
流動資産	248	405	1,026	-	1,151	1,244	1,353
有形固定資産	6	5	5	-	4	3	3
無形固定資産	0	0	-	-	0	0	0
投資その他の資産	61	60	59	-	58	57	56
固定資産	68	65	64	-	63	61	60
資産合計	317	471	1,094	-	1,214	1,306	1,414
短期借入金	30	30	30	-	30	30	30
未払金	2	12	3	-	3	3	3
未払法人税等	1	43	34	-	33	33	37
前受金	61	52	55	-	57	59	62
その他	121	154	190	-	200	205	211
流動負債	215	291	312	-	323	330	343
純資産合計	101	180	782	-	890	975	1,070
(自己資本)	101	180	782	-	890	975	1,070
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書							
税金等調整前当期純利益	50	119	135	-	157	157	173
減価償却費	2	1	1	-	1	1	0
売上債権の増減額 (-は増加)	0	-1	-3	-	-1	0	0
ポイント引当金の増減額 (-は減少)	-1	0	1	-	0	0	0
前受金の増減額 (-は減少)	28	-8	2	-	2	2	2
預り金の増減額 (-は減少)	1	38	23	-	0	0	0
法人税等の支払額	0	-2	-66	-	-49	-48	-49
その他	15	10	2	-	4	1	2
営業活動によるキャッシュ・フロー	95	157	95	-	114	113	128
有形固定資産の取得による支出	0	0	-1	-	0	0	0
定期預金の預入による支出	-30	-30	-30	-	-30	-30	-30
投資活動によるキャッシュ・フロー	-30	-30	-31	-	-30	-30	-30
株式の発行による収入	-	-	517	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	-24	-24
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	-	517	-	0	-24	-24
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	64	127	581	-	83	58	73
現金及び現金同等物の期首残高	30	95	222	-	804	888	946
現金及び現金同等物の期末残高	95	222	804	-	888	946	1,020

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) Mマート有価証券報告書、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

◆ 総流通高が減少する可能性

現在のところ、同社の総流通高は増加傾向にある。B2B-EC 市場の拡大は続き、主力の「M マート」ではネットワーク効果による好循環が生じている。しかしながら、「M マート」以外では一時的な要因が含まれているとはいえ、出店数や総流通高の成長に足踏み状況にあり、上場後でありながら 19/1 期の人員拡充計画は未達となった。以上の課題に対し、同社は適切に対応していると考えられるものの、全社ベースの総流通高が減少する可能性には留意する必要がある。

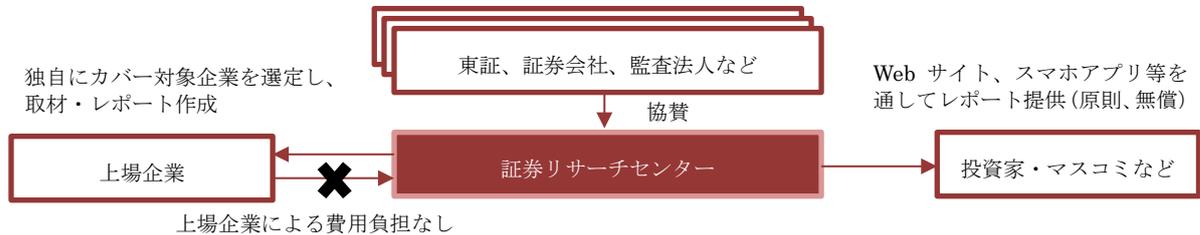
◆ テイクレートが低下する可能性

同社はテイクレートの引き上げを目標としていないが、2 年目以降に出店料が値上がりする課金形態を採用しているため、結果としてテイクレートは上昇気味である。しかしながら、何らかの理由で継続的に出店している優良企業の囲い込みができない場合や競争激化により業界内でテイクレートの引き下げ競争が生じた場合、営業収益に大きな影響を与える可能性があることには留意する必要がある。

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

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

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・間接的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。