

ホリスティック企業レポート

そ う
SOU

9270 東証マザーズ

アップデート・レポート
2019年12月13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 20191210

SOU(9270 東証マザーズ)

発行日:2019/12/13

一般消費者から買取ったブランド品等を業者中心に販売するリユース会社 新オークションシステムへの移行による影響に留意したい

> 要旨

◆ 買取ったブランド品等を主に業者へ販売するリユース会社

- ・SOU(そう、以下、同社)は、バッグ等のブランド品、時計、宝飾品、貴金属、骨董・美術品を一般消費者から買取り、商品の種類や特性に応じて異なる販路で販売するリユース会社である。
- ・19/8 期の販路別売上高構成比は、業者向け自社オークションが 62.3%、自社オークション以外の経路での業者への卸販売である他社販路が 33.2%、小売が 4.5%である。

◆ 19 年 8 月期決算は 20%増収、19%営業増益

- ・19/8 期決算は 19.9%増収、19.4%営業増益であった。円高や、利益率が低い地金の買取量増加等による売上総利益率の低下を、新規出店効果による仕入高の拡大や、コストの伸びの抑制で補い、大幅増益となった。

◆ 20 年 8 月期の会社計画は 16%増収、18%営業増益

- ・20/8 期について同社は、新規出店による仕入高の拡大や、オークション参加業者の競争活性化等による売上総利益率の改善を見込み、15.6%増収、18.3%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、19/8 期実績や同社の施策を踏まえて 20/8 期の業績予想を見直し、売上高は 41,030 百万円→43,760 百万円(前期比 15.8%増)に、営業利益は 2,393 百万円→2,694 百万円(同 20.3%増)に修正した。

◆ 新オークションシステムへの移行による影響に留意したい

- ・同社は、20 年 9 月を目処に国内のリアルオークションを、国内外の事業者が売り手としても参加でき、海外の事業者も買い手として活発に参加できる新オンラインオークションシステム「グローバルプラットフォーム」へ移行することを目指している。当センターでは、その移行による業績への影響について注意深く見守りたいと考えている。

アナリスト:大間知 淳
+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】

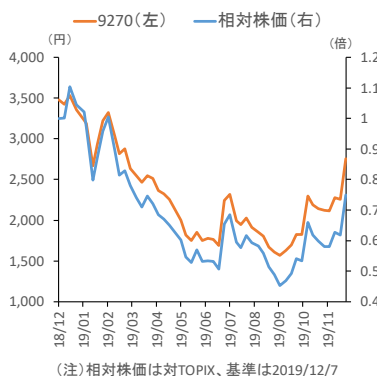
	2019/12/6
株価 (円)	2,756
発行済株式数 (株)	12,758,810
時価総額 (百万円)	35,163

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	23.0	21.1	19.4
PBR (倍)	5.2	4.4	3.8
配当利回り (%)	1.3	1.5	1.5

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	1.8	35.2	-37.0
対TOPIX (%)	-0.1	20.3	-38.2

【株価チャート】



【9270 SOU 業種：卸売業】

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)
2018/8	31,529	39.0	1,876	82.2	1,806	58.5	1,242	117.7	107.1	477.5	25.8
2019/8	37,799	19.9	2,240	19.4	2,262	25.3	1,458	17.4	119.7	526.1	35.0
2020/8 CE	43,700	15.6	2,650	18.3	2,600	14.9	1,650	13.1	129.7	-	未定
2020/8 E	43,760	15.8	2,694	20.3	2,658	17.5	1,666	14.2	130.8	621.7	40.0
2021/8 E	47,060	7.5	2,913	8.1	2,878	8.3	1,812	8.8	142.3	724.0	42.0
2022/8 E	49,700	5.6	3,086	5.9	3,052	6.0	1,952	7.7	153.3	835.3	45.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。19年9月1日付で1：2の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

アップデート・レポート

2/18

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。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

◆ 買取ったブランド品等を主に業者へ販売するリユース会社

SOU(そう、以下、同社)は、バッグ等のブランド品、時計、宝飾品、貴金属、骨董・美術品を一般消費者から買取り、商品の種類や特性に応じて異なる販路で販売するリユース会社である。ブランド品、時計、宝飾品の販売については、主に自社グループが国内外で運営している業者向けオークションを用いている。貴金属や骨董・美術品については、自社オークション以外の経路での業者への卸販売が主体となっていたが、骨董・美術品に関しては業者向け自社オークションを18年8月に開始した。その他、一部のブランド品については一般消費者への小売販売も行っている。

◆ 取り扱う商品をブランド品等に絞っている

同社は、リユース市場の中でも自社の強みが活かせるブランド品等に絞って商品を仕入れ(買取)、販売している。19/8期の商品別売上高構成比は、時計35.9%、地金(貴金属)19.4%、宝飾品17.3%、バッグ13.1%、骨董品6.2%、アパレル・小物等その他8.1%となっている。

◆ 同社グループは同社と国内外の連結子会社2社で構成される

同社グループは、同社及び国内連結子会社の古美術八光堂、香港の連結子会社STAR BUYERS LIMITEDによって構成されている。同社は、ブランド品、時計、宝飾品、貴金属の買取と、販売(自社運営の国内業者向けオークションでの売却、その他の業者向け卸販売、一般消費者向け小売販売)を担当している。

古美術八光堂(17年2月に完全子会社化)は、骨董・美術品の買取と、業者への卸販売(他社が運営しているオークション等や自社運営の業者向けオークションでの売却)を行っている。

STAR BUYERS LIMITED(15年9月に完全子会社化)は、同社が日本で買取ったダイヤモンド等の宝飾品と時計の一部を、香港で自社運営するオークションや、他社が開催する時計・宝飾展にて業者への卸販売を行っている。

◆ 商品は3つの形態で仕入れている

同社グループは、リユース品を取扱商品とし、中でも、鑑定難易度が高く、販売時に5万円以上の単価を見込める高額品を主体に仕入れている。店頭買取、宅配買取、出張買取の3形態で買取を行っているが、店頭買取が中心となっている模様である。

店頭買取では、売却したい商品を一般消費者(個人)が店舗に持ち込むと、同社のバイヤー(コンシェルジュ、鑑定士とも呼ばれているが、バイヤーに統一)が鑑定・査定を実施し、その場で買取が行われる。

宅配買取では、売却したい商品を個人が店舗に宅配便で送ると、同社のバイヤーが鑑定・査定を実施し、買取金額をメールや電話等で連絡する。買取不成立の場合は商品を返送している。

出張買取では、持ち運びや配送が困難な商品を所有する個人の自宅で、バイヤーが鑑定・査定、買取を実施している。主に骨董専門のバイヤー約 35 名を擁する古美術八光堂が行っており、古美術八光堂では、遺品整理、生前整理等を通じた出張買取の割合が高いようである。

同社の従業員数は、19/8 期末時点で連結ベースが 471 名、単体ベースが 387 名である。単体従業員の業務別内訳は、バイヤー約 180 名を含む営業本部（カスタマーサポートや品質管理等も含む）が約 230 名、商品管理やオークション運営スタッフ等を含む販売管理本部が約 70 名、管理本部が約 50 名、デジタルマーケティングや新規事業開発を担当する事業開発本部が約 20 名、その他部署が約 20 名となっている。

◆ 商品仕入れは 3 つの業態の買取店舗を中心に行っている

店頭買取は、取扱商品と顧客属性に応じて、「なんぼや」、「BRAND CONCIER (ブランド コンシェル)」、「古美術八光堂」という 3 つの業態の買取店舗で行われており、大都市圏や駅前を中心に出店している。なんぼやは、ブランド品等を取り扱う買取店舗の旗艦ブランドであり、19/8 期末時点で全国に 61 店舗を同社が展開している(図表 1)。

【 図表 1 】 買取店舗の地域別展開状況

店舗/地域	関東	関西	中部	九州	北海道	中国	北陸	東北	合計
なんぼや	34	14	4	3	2	2	1	1	61
BRAND CONCIER	3	0	1	0	0	0	0	0	4
古美術八光堂	2	3	1	1	0	1	1	0	9
合計	39	17	6	4	2	3	2	1	74

(注) 19/8 期末時点

(出所) SOU決算説明会資料、会社リリースより証券リサーチセンター作成

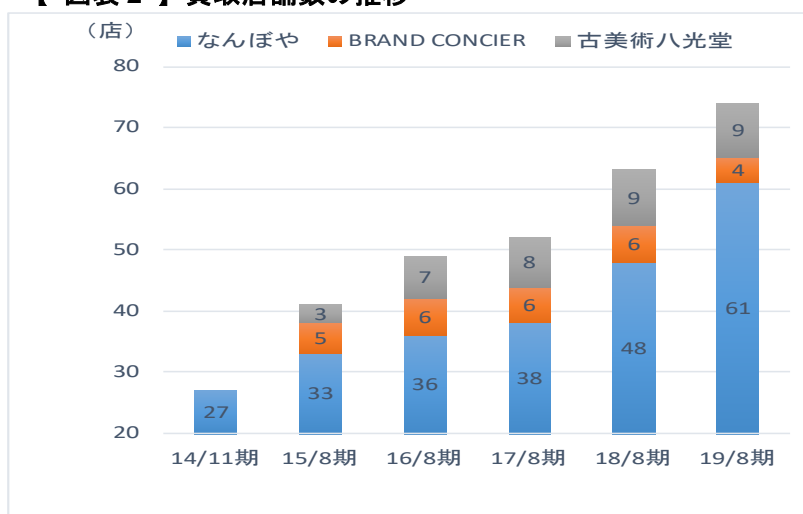
なんぼやでは、サロンのような入店しやすい店舗デザインと、利用者のブランド品との出会いと別れのストーリーを聞くという独自の接客スタイルで顧客満足度を高める取り組みに力を入れている。

BRAND CONCIER は、なんぼやの姉妹ブランドとして百貨店等のビル内に立地するブランド品等の買取店舗であり、同社が 19/8 期末時点で東京都と静岡県に 4 店を出店している。BRAND CONCIER は、業界で初めて、電話やネットでの予約を可能にした買取専門店であり、長い待ち時間を嫌う富裕層のニーズに応えた店舗になっている。

古美術八光堂は、連結子会社の古美術八光堂が運営する骨董品、古美術品、現代美術品に特化した買取専門店であり、19/8 期末時点で全国に 9 店舗を展開している。

同社は、買取店舗の出店による仕入れの拡大を成長戦略の柱としている。07 年から 13/11 期までの出店は年 1~4 店であったが、14/11 期以降は、17/8 期を除いて、年 5 店以上の出店を継続している (図表 2)。

【 図表 2 】 買取店舗数の推移



(注) 各決算期末、15/8 期より決算期変更、古美術八光堂は 17 年 2 月に連結子会社化 (出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 業者向けオークションでの卸販売が主力販路

仕入れた商品は、同社及び連結子会社が運営する業者向けオークションへの出品を通じて主に売却される。他の販路としては、その他の国内外の卸販売形態 (国内他社が運営するオークションや、市場、海外での展示会での販売及び、相対取引等) と、同社が運営する小売店と EC サイトを通じた個人への小売販売が存在している。

19/8 期の販路別売上高構成比は、自社オークションが 62.3%、自社オークション以外の経路を通じた業者への卸販売である他社販路が 33.2%、小売が 4.5%である (図表 3)。

同社は、東京都港区の本社内にあるオークション会場において、商品を分けて「STAR BUYERS AUCTION」を毎月 4 日間開催していた。具体的には、毎月 11 日はアパレル・小物、12 日は時計、13 日はブランドジュエリー、14 日はバッグを対象としている。仕入れ量の増加に伴い、会場方式だけでは物理的に販売しきれなくなったため、18

年9月から毎月23日を、全商品ジャンルを対象としたオンライン入札によるオークションの開催日と定め、運営を開始した。

【図表3】販路別売上高の推移

(単位:百万円)

品目別	17/8期	18/8期	19/8期		
	売上高	売上高	売上高	構成比	増減率
自社オークション	14,502	19,557	23,566	62.3%	20.5%
他社販路	7,292	10,588	12,531	33.2%	18.3%
小売	890	1,383	1,701	4.5%	23.0%
合計	22,685	31,529	37,799	100.0%	19.9%

(出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

19/8期は月間平均で約28,000点の商品が出品され、25,000点以上が落札された(落札率は約91%)。

STAR BUYERS LIMITEDは、ダイヤモンドとメレダイヤ(0.1カラット以下の小さなダイヤモンド)を対象としたオークションを17年3月から香港で運営しており、19/8期は4回(前期比横ばい)開催した。19/8期においては、これに加えて、時計オークションを2回、ジュエリーオークション(テスト)を1回開催した。

なお、骨董・美術品については、古美術八光堂が18年8月に「THE EIGHT AUCTION(以下、エイトオークション)」の運営を開始した。偶数月の8日は骨董品、9日は茶道具、奇数月の8日は絵画、9日は書画を対象としている。

オークション売上高と落札率の推移は図表4の通りである。

【図表4】オークション売上高と落札率の推移 (単位:百万円)

	15/8期	16/8期	17/8期	18/8期	19/8期		
	売上高	売上高	売上高	売上高	売上高	構成比	増減率
自社オークション	11,100	15,500	14,502	19,557	23,566	100.0%	20.5%
うち国内	11,100	15,500	13,792	17,732	21,489	91.2%	21.2%
うち海外	-	-	710	1,824	2,077	8.8%	13.8%
落札率	98.6%	95.1%	95.6%	94.7%	90.6%		

(出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 他社販路での骨董・美術品の卸販売は縮小へ

主に古美術八光堂で仕入れた骨董・美術品は、従来、商品特性やSTAR BUYERS AUCTIONの顧客属性を考慮し、他社が運営する骨董・美術品のオークションや市場(他社販路)で卸販売されていた。エイトオ

ークションの開始に伴い、19/8 期の骨董・美術品の販路別売上高の構成比は、自社オークションが 4~5 割に上昇し、他社販路が 5~6 割に低下した模様である。

◆ 海外では展示場参加等による卸販売も行っている

同社で仕入れた時計や宝飾品の一部は、STAR BUYERS LIMITED を通じて、主に香港で開催される時計・宝飾展にて卸販売される場合もある。19/8 期の海外売上高 3,761 百万円のうち、自社オークションでの売上高 2,077 百万円を除いた 1,684 百万円が展示会参加等による卸販売であると推測される。

◆ 貴金属・地金は主として専門業者に相対で卸販売している

金やプラチナ等の貴金属・地金は、これらを専門に扱う業者に相対で卸販売されており、特定の業者と継続的に取引している。具体的には、貴金属、宝飾品、ブランド時計の総合商社であるネットジャパン（東京都台東区）に対する売上高が、16/8 期以降、継続して総売上高の 10%を上回っており、同社の最大手顧客となっている（図表 5）。

【 図表 5 】 相手先別の売上高の推移 (単位：百万円)

相手先	16/8期		17/8期		18/8期		19/8期	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
ネットジャパン	3,126	14.2%	2,978	13.1%	3,759	11.9%	4,496	11.9%

(注) 割合は総売上高に対する比率
(出所) SOU有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ バッグ等のブランド品は店舗・EC による小売販売も行っている

バッグや時計、宝飾品等のブランド品の一部は、国内の一般消費者や訪日外国人をターゲットにして、店舗や EC サイトにて小売販売（ブランドは「ALUU (アリュウ)」と「usus (ウズウズ)」) も行っている。

ALLU は、ヴィンテージ品、アンティーク品を中心にラインナップしており、平均販売単価は約 37 万円と高額である。16 年 10 月、東京・銀座に 1 号店を、18 年 9 月には、大阪の心斎橋に 2 号店をオープンした。EC では、自社サイトやインアゴーラ（東京都港区）が運営する中国向け越境ショッピングアプリ「ワンドウ」等に出店している。ALLU での国籍別購入者の割合は、中国が 60~65%、日本が 20~25%、東南アジアが 5~10%、その他が 5~15%となっている。

usus は、ラグジュアリーブランドからセカンドブランドまでを幅広く扱う EC サイトである。自社サイトのほか、ヤフー！ショッピングや KDDI (9433 東証一部) グループが運営する au Wowma!等に出店している。

◆ **資産管理アプリの運営によって潜在利用者の開拓を狙っている**

同社は資産管理アプリ「miney (マイニー)」を17年10月から運営している。mineyは同社店舗の利用者でなくても使える無料アプリであり、スマートフォンにアプリをダウンロードした後、ブランド品の写真を撮影し、商品情報を登録すると、その商品の参考査定額がすぐわかるサービスである。登録した商品の価格推移や、総金額を確認したり、アプリ上で宅配買取を依頼したりできる機能等を有している。

同社はこれまで積極的な広告宣伝を行っていないが、19/8 期末時点で、アプリのユーザー数は54,525人、登録資産総額は89.5億円に達している。mineyは、同社の店舗を利用したことがない他社店舗の利用者や、まだブランド品の買取サービスを利用したことがない潜在利用者を獲得するための有力なツールとして位置付けられている。

> **ビジネスモデル**

◆ **ブランド品リユースでは珍しいC to B to B型のビジネスモデル**

ブランド品等のリユース事業は、自社生産や安定的な仕入先からの調達に基づいていないことや、販売先も一部を除けば継続的な取引関係はないことから、フロー型のビジネスであると位置づけられる。

ブランド品等のリユース事業を展開するにあたり、同社グループは、ほとんどの商品を一般消費者から仕入れて(C to B)、一部の商品を除いて、オークションやその他の販売手法で業者に卸販売する(B to B) ビジネスを展開している。C to B to B型のビジネスモデルは、オークションや輸出を活用する中古車事業者には良く見られる形態であるが、ブランド品リユース事業者では珍しい形態である。

◆ **独自のビジネスモデルが高い資産効率を支えている**

ブランド品のリユース市場においては、メーカーによる新モデルの発売や、経年劣化に伴う品質の低下等により、一旦市場に出回った商品の価値(中古品価格)は時間の経過と共に下落する傾向にある。仕入れたリユース品をなるべく高く一般消費者に売ろうとすると、在庫期間が長期化して、値下げ販売に追い込まれたり、評価損の計上を余儀なくされたりする場合がある。

同社は、売れる商品为目标とする利幅を確保できる水準で買取り、毎月開催する業者向けオークションを主力販路として短期で売り切るという独自のビジネスモデルを構築している。結果、19/8期の棚卸資産回転期間(期中平均棚卸資産÷1日当たり売上原価)は61.4日、総資産回転期間(期中平均総資産÷1日当たり売上高)は127.3日と、小売販売を中心とする同業他社の多くよりも高い資産効率を誇っている。

◆ 自社システムと3つの力を強みとしている

同社は、仕入れ商品に関する査定、買取、検品・出品、販売の各時点で取得したデータを蓄積した自社システムである「SOU Brain」を活用して培った、「売り手集客力」、「仕入力（買取力）」、「販売力」という3つの力を強みとしている。

(1) 売り手集客力

同社が全国に展開する買取店舗では、その利用者（19/8期で3業態合計27～29万人）の90%はWEBを通して集客している。同社は、インターネットの広告手法を駆使して、ブランド品の買取先を探している利用者の自宅から近い自社店舗に誘導するノウハウに長けており、売上高広告宣伝費率は2.2%と低水準に抑制できている。

来店前に大まかな買取査定価格を提示する「LINEで査定」というスマートフォンアプリを通じたサービスも効果を上げている。サービスの新規ユーザーの約2割（総来店者数の約1割）が実際、買取店舗に来店しており、同社にとっては低コストの集客手段となっている。

(2) 仕入力（買取力）

同社は、バッグや時計等の中でも価格が低いノンブランド品を買取対象から除外している。高額ブランド品等、鑑定難易度が高いものを中心に買取することで、低価格品が多いフリマアプリやインターネットオークションとは市場の棲み分けが出来ているようである。詳細なデータベースと本部からのサポートを受けて、店舗のバイヤーが精度の高いプライシング（査定価格の提示）を行っている。19/8期の買入点数は約70万点（前期は約50万点）であった。

(3) 販売力

適切な価格で仕入れた商品を、毎月開催する自社オークションという安定的かつ強力な販路を中心に販売することにより、棚卸資産回転期間は約2カ月という業界では異例の短さを実現している。

商品の買い手が業者であるため、通常の経済環境下においては、一定の需要が安定的に存在していることや、多様な商材を大量に販売することで、適正市場価格の把握が可能となっていることが販売の安定性に繋がっている。

◆ 売上原価は変動費、販管費はほぼ固定費と推測される

同社の売上原価は、買取った商品の仕入れコスト（変動費）によって構成されており、19/8期の原価率は74.5%となっている。業者への販売が中心であるため、小売マージンをほとんど獲得出来ていないものの、卸売業として見れば高い売上総利益率を確保している。

一方、販売費及び一般管理費（以下、販管費）については、給与及び賞与や、地代家賃、広告宣伝費等の固定費が主体となっている。従業員一人当たりの売上高を高めることで、販管費率の抑制、改善に努めている。また、売上高広告宣伝費率については2~3%（19/8期は2.2%）の水準でコントロールする方針を採っている。

> SWOT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6のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・WEBを効果的に利用することで低コストで高水準の集客に成功している ・充実した全国の買取拠点ネットワーク ・鑑定難易度が高い高額品を中心とした取り扱い ・国内外でのオークション運営によって蓄積されたブランド品等の販売データベース ・業者向けの自社オークションによる販売等によって確立した高い資産効率（資産利益率）
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・リユース業態の特徴として、仕入量の調整が難しいこと ・多店舗化を推進する中、店舗の有形固定資産に係る減損損失を過去数期にわたって計上していること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・香港でのオークション開催回数の拡大と、香港以外での海外販路の構築 ・国内での買取拠点の拡大 ・古美術八光堂による自社オークションの開催増加に伴う将来的な利益率上昇 ・mineyの普及に伴って買取店舗に来店する利用者が急激に増加すること
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・為替相場や貴金属・地金相場の急激な変動によって在庫に評価損が発生したり、販売量が急減したりする可能性があること ・少子高齢化や流行の変化等によって、ブランド品や貴金属・宝飾品等に対する需要が減少（変動）すること

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は同業他社への商材供給モデルにある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、同業他社への商材供給に対応するために同社が行っている取り組みと関係している（図表7）。

同業他社の多くが、個人客を中心に店舗や宅配で買い取った商品を店舗やECで個人に販売するC to B to Cモデルを採っているのに対し、同社は、個人から店舗で買い取った商品を、自社で運営するオークションを通じて事業者へ販売するC to B to Bモデルを採用している。

ブランドバッグや時計は、メーカーによる新製品の投入に伴い、旧製品の価格が下落する傾向にある。結果、ブランドバッグや時計を一般消費者に販売する場合、在庫期間が長期化すると、評価損を計上したり、想定よりも売上総利益率が悪化したりするリスクが生じる。一方、同社は、毎月のオークションで蓄積された販売価格データを基に一般消費者から買い取り、オークションや卸販売等を通じて短期で売却しているため、棚卸資産回転期間が短くなり、資産効率や資産収益率を高水準で維持出来ている。

【 図表 7 】 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	・オークションを中心に海外での販売を強化している	・海外売上高比率	10.1%	9.9%
		・貴金属や地金は特定の業者を中心に卸販売を行っている	・最大顧客であるネットジャパンに対する売上高構成比	11.9%	11.9%
	ブランド	・ブランド品買取専門店「なんぼや」及びブランド品オークション「STAR BUYERS AUCTION」の存在は個人の利用者や事業者に浸透してきたものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・「なんぼや (旧NANBOYA)」の出店開始からの経過年数	11年	12年
			・「なんぼや」の店舗数	48店	61店
			・「STAR BUYERS AUCTION」の運営開始からの経過年数	5年	6年
			・上場からの経過年数	1.5年 (19年8月時点)	2.0年 (19年12月時点)
	事業	・なんぼや/BRAND CONCIER及び古美術八光堂の利用者は着実に増加している	・なんぼや/BRAND CONCIERの利用者数	208,676人	26万~27万人
			・古美術八光堂の利用者数	9,420人	1.2万~1.3万人
	パートナー	・15年3月からLINEのビジネスコネクタを利用した「LINEで査定」サービスを提供している	・月間査定件数	約8.5千件 (18年8月)	約10千件 (19年8月)
			・月間査定金額	約10億円 (18年8月)	約19.5億円 (18年8月)
組織資本	プロセス	・WEB経由で来店した一般消費者から買取ったブランド品等を主としてオークション等を通して事業者に販売している	・WEB集客比率	90%	90%
		・鑑定難易度が高い高額品を中心に買取を行っている	・事業者向け売上高比率	95.6%	95.5%
		・目標とする利幅を確保できる価格で商品を買取り、自社オークションを主力販路として短期で売り切ることで、高い資産効率を確保している	・想定平均販売単価	約5万円	約5万円
			・棚卸資産回転日数 (期中平均棚卸資産÷1日当たり売上原価)	63.9日	61.4日
	知的財産 ノウハウ	・WEB集客で培われたノウハウを基に低コストでの集客を実現している	・売上高広告宣伝費率	2.4%	2.2%
		・資産管理アプリ「miney」のユーザー数、登録資産額は急拡大している	・ユーザー数、登録資産	約4.6万人、約73億円 (19年5月末時点)	約5.4万人、約89.5億円
		・国内外でのオークション運営により、膨大な販売データベースとノウハウが蓄積されている	・グループ全体のオークション落札率	94.7%	90.6%
			・社長の在任年数	7.5年 (19年8月時点)	8年 (19年12月時点)
			・社長、社長の資産管理会社の保有株数	4,087,100株(67.3%)	3,908,100株(61.3%)
			・ストックオプション	660,375株 (10.9%)	347,300株 (5.4%)
人的資本	経営陣	・インセンティブ制度	・連結従業員に占める鑑定士 (バイヤー) の人数	約170人	約220人
		・鑑定士 (バイヤー) の採用と育成に注力している			

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は18/8期または18/8期末、今回は19/8期または19/8期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は同社及び同社子会社の取締役、監査役の保有分を含む(出所) SOU有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

よって、こうした同業他社への商材供給モデルが、高い資産効率や差別化に繋がり、ひいては、同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター (以下、当センター) は考えている。

➤ 決算概要

◆ 19年8月期は19.9%増収、19.4%営業増益

19/8期決算は、売上高37,799百万円(前期比19.9%増)、営業利益2,240百万円(同19.4%増)、経常利益2,262百万円(同25.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,458百万円(同17.4%増)であった(図表8)。

◆ 仕入高の拡大を背景に売上高は全ての販路で増加した

売上高は、仕入高の拡大を背景に全ての販路で増加した。自社オークションの国内は、エイトオークション(18年8月開始)とSTAR

BUYERS AUCTION のオンライン入札オークション(18年9月開始)の貢献に加え、出品点数の増加に伴う STAR BUYERS AUCTION のリアルオークションの拡大により、前期比 21.2%増加した。一方、海外は、オークションの開催回数が前期の 6 回(ダイヤモンド 4 回、時計オークションの試験開催 2 回)から 7 回(ダイヤモンド 4 回、時計 2 回、ジュエリーオークションの試験開催 1 回)に増えたため、同 13.8%増加した。

【 図表 8 】 19 年 8 月期の業績

(単位: 百万円)

	販路別	18/8期			19/8期									
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		15,390	16,138	31,529	8,961	9,995	18,956	23.2%	8,581	10,260	18,842	16.8%	37,799	19.9%
	自社オークション	9,178	10,379	19,557	6,099	6,071	12,171	32.6%	5,188	6,206	11,394	9.8%	23,566	20.5%
	うち国内	8,001	9,731	17,732	5,143	5,454	10,597	32.4%	5,188	5,704	10,892	11.9%	21,489	21.2%
	うち海外	1,177	648	1,824	956	618	1,574	33.7%	0	503	502	-22.4%	2,077	13.8%
	他社販路	5,538	5,050	10,588	2,476	3,540	6,016	8.6%	2,897	3,617	6,514	29.0%	12,531	18.3%
	小売	673	710	1,383	384	384	768	14.2%	495	437	932	31.3%	1,701	23.0%
売上総利益		4,401	4,168	8,570	2,441	2,375	4,817	9.4%	2,256	2,559	4,816	15.5%	9,633	12.4%
	売上総利益率	28.6%	25.8%	27.2%	27.2%	23.8%	25.4%	-	26.3%	24.9%	25.6%	-	25.5%	-
販売費及び一般管理費		3,210	3,482	6,693	1,821	1,843	3,665	14.2%	1,871	1,856	3,727	7.0%	7,393	10.5%
	販管費率	20.9%	21.6%	21.2%	20.3%	18.4%	19.3%	-	21.8%	18.1%	19.8%	-	19.6%	-
営業利益		1,191	685	1,876	620	532	1,152	-3.3%	384	703	1,088	58.7%	2,240	19.4%
	営業利益率	7.7%	4.2%	6.0%	6.9%	5.3%	6.1%	-	4.5%	6.9%	5.8%	-	5.9%	-
経常利益		1,174	631	1,806	627	522	1,149	-2.1%	387	725	1,112	76.1%	2,262	25.3%
	経常利益率	7.6%	3.9%	5.7%	7.0%	5.2%	6.1%	-	4.5%	7.1%	5.9%	-	6.0%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		867	375	1,242	422	348	770	-11.2%	245	443	688	83.5%	1,458	17.4%
国内売上高		13,467	14,870	28,336	7,578	8,900	16,478	22.4%	8,161	9,398	17,559	18.1%	34,037	20.1%
海外売上高		1,922	1,269	3,191	1,383	1,095	2,478	28.9%	420	862	1,282	1.1%	3,761	17.9%
海外売上高比率		12.5%	7.9%	10.1%	15.4%	11.0%	13.1%	-	4.9%	8.4%	6.8%	-	9.9%	-

(出所) SOU決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、オンライン入札オークションの落札率がまだ低い状態であるため、全体の落札比率は、前期の 94.7%から 90.6% (うち、リアルオークションは前期並みの 94.8%) に低下した。

他社販路は、古美術八光堂の売上高が自社オークションにシフトしたことによる減少はあったものの、仕入高の急拡大に伴い(18/8 期 24,107 百万円→19/8 期 28,405 百万円)、本来は自社オークションで売却している時計やバッグ等の商品のうち、オークションのキャパシティを超えた分について業者に相対で売却する取引が拡大したことや、第 4 四半期における価格高騰に伴い買取量が急増した金地金の販売が大幅に伸長したことから、前期比 18.3%増加した。

小売は、関西国際空港近接の複合商業施設内にあった「ZIPANG (ジ

パンダ)」を19年1月に閉店した影響や、中国での電子商取引法の施行(19年1月)に伴い、中国人に人気がある商品を帰国後に転売する「代購」と呼ばれる需要が落ち込んだ影響を、ALLU心斎橋店の出店(18年9月)や、EC新ブランド「usus(ウズウズ)」のオープン(19年1月)等でカバーし、前期比23.0%増加した。

海外売上高は、自社オークションが前期比253百万円増となったことに加え、他社販路も同317百万円増加したことから、全体で同570百万円増加した。海外売上高の伸び率は同17.9%増と全体の増収率をやや下回ったため、海外売上高比率は前期の10.1%から9.9%に低下した。

取扱商品別売上高については、買取の注力分野である時計(前期比11.1%増、19/8期売上高比率35.9%)と宝飾品(同12.8%増、17.3%)が増加した他、買取専門店の新規出店効果等からバッグ(同47.6%増、13.1%)が大幅増となった。加えて、第4四半期の金相場の高騰に伴い買取量が急増した地金(同25.2%増、19.4%)も高い伸びとなった。一方、骨董品(同5.7%増、6.2%)は相対的に伸び悩んだ。

◆ 売上総利益率の悪化が販管費率の改善を若干上回った

売上総利益率は、前期の27.2%から25.5%に低下した。要因としては、1)18年12月から19年1月に掛けての円高により、円安時に仕入れた商品の販売価格が想定よりも低下したことや、2)相対的に利益率が低い地金の売上高構成比の上昇(前期18.6%→19/8期19.4%)、3)買取価格におけるバイヤーの裁量拡大による採算の悪化(下期から元に戻した)、4)時計の香港オークションやエイトオークションの開始に伴う悪影響等が挙げられる。

一方、販管費率は前期の21.2%から19.6%に改善した。販管費の項目別では、人件費が前期比3.1億円、地代家賃が同0.9億円、広告宣伝費が同0.6億円増加したが、販管費全体の増加率は、売上高の伸びを下回った。結果、売上総利益率の悪化が販管費率の改善を上回ったため、営業利益率は前期の6.0%から5.9%に若干低下した。

買取専門店の出退店については、なんぼやは、商業施設を中心に12店舗を開店し、4店舗を移転した。古美術八光堂は1店を閉店したが、1店を開店した。BRAND CONCIERは3店を閉店(うち、1店はなんぼやにブランド変更の上、移転した)したが、1店を開店した。結果、19/8期末の買取店舗数は、18/8期末比11店増の74店となった。なお、19年7月に香港子会社オフィスが開始した買取については、取扱量はまだ小規模にとどまっている模様である。

◆ 小幅減益だった上期に対し、下期の利益は急回復した

19/8 期決算を第 2 四半期累計期間（以下、上期）と下期に分けてみると、売上総利益率の悪化を販管費率の改善で吸収しきれなかった上期は、前年同期比 23.2%増収、3.3%営業減益となった。一方、下期については、売上総利益率は前年同期の 25.8%から 25.6%への悪化にとどまった一方、販管費率が前年同期の 21.6%から 19.8%に改善したため、前年同期比 16.8%増収、58.7%営業増益と、営業利益は急回復した。

◆ 売上高と営業利益は期初計画を上回った

期初計画に対しては、売上高 106.0%、営業利益 101.8%、経常利益 106.2%、親会社株主に帰属する当期純利益 100.6%の達成率となった。

売上高については、出店効果等によって仕入高が想定を上回ったことに加え、仕入から数日間で販売する方針を採っている地金の買取量が第 4 四半期に急増したこと等から計画を超過した。営業利益については、売上総利益率は計画を下回ったものの、売上高が計画を超過したため、計画をやや上回った。

◆ 利益蓄積等によって自己資本比率は若干上昇した

19/8 期末の総資産は、前期末の 12,258 百万円から 14,111 百万円へと増加した。業容拡大に備えて手元流動性を潤沢にしたことで、現金及び預金が前期末比 452 百万円増加したことや、仕入れの拡大により、棚卸資産が同 255 百万円増加したこと、新規出店等により、有形固定資産が同 225 百万円増加したこと等が要因である。

調達サイドでは、有利子負債が前期末比 713 百万円増加したこと等を受けて、負債合計は同 955 百万円増加した。一方、利益蓄積等により自己資本は同 899 百万円増加した。結果、自己資本比率は前期末の 47.3%から 47.4%へと若干上昇した。

◆ 海外から参加可能なオンラインオークションシステムを開発中

同社は、海外からも参加可能なオンラインオークションシステム「グローバルプラットフォーム」を現在開発している。現状の国内リアルオークションを段階的にオンラインオークションに移行すると共に、海外業者向けのオンラインオークションサイトを 20/8 期中に先行的に開始した後、20 年 9 月を目処に両サイトをグローバルプラットフォームに集約（本格稼働）する方針である。新システムが開始されると、海外業者の買い手としての参加が容易になるほか、国内外の業者からの出品も可能になる予定である。

同社は、新システムへの移行により、オークションの取扱高の増加、新たな収益源となる出品手数料の獲得、海外売上高の増加、国内外の

入札参加業者の競争拡大による売却価格及び売上総利益率の上昇、在庫回転期間の短縮等を期待している。

> 業績見通し

◆ SOUの20年8月期予想

20/8期の会社計画は、売上高 43,700 百万円（前期比 15.6%増）、営業利益 2,650 百万円（同 18.3%増）、経常利益 2,600 百万円（同 14.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,650 百万円（同 13.1%増）である（図表 9）。

【図表 9】 SOUの過去の業績と 20年8月期の計画 (単位: 百万円)

	16/8期	17/8期	18/8期	19/8期	20/8期	
	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	21,980	22,685	31,529	37,799	43,700	15.6%
売上総利益	5,632	6,667	8,570	9,633	11,450	18.9%
売上総利益率	25.6%	29.4%	27.2%	25.5%	26.2%	-
販売費及び一般管理費	5,070	5,637	6,693	7,393	8,800	19.0%
販管費率	23.1%	24.9%	21.2%	19.6%	20.1%	-
営業利益	562	1,030	1,876	2,240	2,650	18.3%
営業利益率	2.6%	4.5%	6.0%	5.9%	6.1%	-
経常利益	449	1,139	1,806	2,262	2,600	14.9%
経常利益率	2.0%	5.0%	5.7%	6.0%	5.9%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	67	570	1,242	1,458	1,650	13.1%

(出所) SOUホールディングス有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高は、19/8期に出店した14店の買取店舗と、20/8期に出店予定の買取店舗（11店以上）による仕入れの増加を背景に前期比 5,900 百万円の増収を計画している。

20年9月に予定するグローバルプラットフォームの本格始動を前に、海外業者向けのオンラインサイトを先行開始すること等で業者間の競争を刺激することを勘案し、売上総利益率は前期の 25.5%から 26.2%に上昇すると計画している。

販管費は、出店による人件費や地代家賃等の増加や、広告宣伝費の増加を見込むほか、19年8月に実施した譲渡制限付株式報酬や20年3月に予定する持株会社体制への移行費用等の計上を踏まえ、前期比 1,406 百万円の増加を予想している。

◆ 証券リサーチセンターの20年8月期予想

当センターは、19/8期実績や同社の施策を踏まえて20/8期予想を見直した結果、売上高を 41,030 百万円→43,760 百万円、営業利益を 2,393 百万円→2,694 百万円、経常利益を 2,327 百万円→2,658 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 1,536 百万円→1,666 百万円に修正し

た。前期比では 9.5%増収、10.9%営業増益から、15.8%増収、20.3%営業増益へと修正した(図表 10)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

販路別売上高については、自社オークションは 26,580 百万円→27,850 百万円(前期比 18.2%増)、他社販路は 12,500 百万円→14,000 百万円(同 11.7%増)、小売は 1,950 百万円→1,910 百万円(同 12.3%増)に修正した。

【図表 10】中期業績予想

(単位: 百万円)

	19/8期	20/8期CE	旧20/8期E	20/8期E	旧21/8期E	21/8期E	22/8期E
売上高	37,799	43,700	41,030	43,760	44,430	47,060	49,700
前期比	19.9%	15.6%	9.5%	15.8%	8.3%	7.5%	5.6%
自社オークション	23,566	-	26,580	27,850	29,330	30,800	32,650
他社販路	12,531	-	12,500	14,000	13,000	14,200	14,900
小売	1,701	-	1,950	1,910	2,100	2,060	2,150
売上総利益	9,633	11,450	10,610	11,440	11,630	12,320	13,000
売上総利益率	25.5%	26.2%	25.9%	26.1%	26.2%	26.2%	26.2%
販売費及び一般管理費	7,393	8,800	8,217	8,746	9,026	9,407	9,914
販管費率	19.6%	20.1%	20.0%	20.0%	20.3%	20.0%	19.9%
営業利益	2,240	2,650	2,393	2,694	2,604	2,913	3,086
前期比	19.4%	18.3%	10.9%	20.3%	8.8%	8.1%	5.9%
営業利益率	5.9%	6.1%	5.8%	6.2%	5.9%	6.2%	6.2%
経常利益	2,262	2,600	2,327	2,658	2,539	2,878	3,052
前期比	25.3%	14.9%	9.2%	17.5%	9.1%	8.3%	6.0%
経常利益率	6.0%	5.9%	5.7%	6.1%	5.7%	6.1%	6.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,458	1,650	1,536	1,666	1,682	1,812	1,952
前期比	17.4%	13.1%	8.2%	14.2%	9.5%	8.8%	7.7%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) SOU決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

自社オークションについては、20/8 期がグローバルプラットフォームの本格始動に向けた移行期間となったことや、海外でのオークションの開催予定が非開示となったことから、売上高を国内と海外に分けて予想するのが困難となったため、国内外を合計した数値だけを予想する方式に変更した。買取店舗の新規出店について、19/8 期実績と 20/8 期計画が当センターの想定を上回ったことや、同社が自社オークションに一層注力する方針を示したことから、1,270 百万円増額した。

他社販路については、地金の買取量の増加等の影響に加え、海外での拡大もあり、19/8 期実績が当センターの想定を上回ったことを受けて 1,500 百万円増額した。小売については、19/8 期実績が想定をやや下回ったことを受けて 40 百万円減額した。

売上総利益率については、円高に伴う一時的な採算悪化からの回復が見込めると考え、前回予想の25.9%から26.1%へと引き上げた。

販管費は、買取店舗の新規出店について19/8期実績と20/8期計画が当センターの想定を上回っていたことや、同社グループの役員員に対する譲渡制限付株式報酬に係る費用等の計上を新たに見込んだことから、前回予想から529百万円増額した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは19/8期実績や同社の施策を踏まえ、前回の21/8期予想を見直すと共に22/8期予想を新たに策定した。

21/8期予想については、売上高を2,630百万円増額する一方、営業利益を309百万円減額した。

販路別売上高では、自社オークションは29,330百万円→30,800百万円(前期比10.6%増)、他社販路は13,000百万円→14,200百万円(同1.4%増)、小売は2,100百万円→2,060百万円(同7.9%増)に修正した。

自社オークションは、20/8期予想を引き上げたことを踏まえ1,470百万円増額した。なお、同社は20年9月を目処にグローバルプラットフォームを稼働し、出品業者からの出品手数料を新たな収益源とすることを目指しているが、現時点では外部からの出品量を予測するのは困難であるため、当センターの今回の予想には織り込んでいない。

他社販路については、海外での拡大が継続すると考え1,200百万円増額した。小売りについては、20/8期予想を減額したことを踏まえ40百万円減額した。

売上総利益率は、前回予想と同様の26.2%に据え置いた。販管費は、20/8期予想と同様な理由等から280百万円増額した。

22/8期については、売上高49,700百万円(前期比5.6%増)、営業利益3,086百万円(同5.9%増)と予想した。

販路別売上高では、自社オークションは32,650百万円(前期比6.0%増)、他社販路は14,900百万円(同4.9%増)、小売は2,150百万円(同4.4%増)と見込んだ。

売上総利益率は、21/8期と横ばいの26.2%と予想した。販管費は、買

取店を前期末比 5 店の純増と想定し 9,914 百万円 (前期比 5.4%増) と予想した。

配当に関して同社は、連結配当性向 25%以上を目処に株主への利益還元を実施する方針を掲げているが、20/8 期の一株当たり配当金については未定としている。当センターでは、親会社株主に帰属する当期純利益の予想を増額したことに伴い、配当金の予想を見直した。20/8 期は 32.5 円から 40 円へ、21/8 期は 35 円から 42 円へと引き上げた。22/8 期については、45 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 新オークションシステムへの移行による影響を追加した

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) リユース品の仕入れ量の調節が難しいこと、2) コピー商品の買取りリスク、3) 盗品の買取りリスク、4) 為替相場の変動等の外部環境の変化に伴う業績への影響を投資に際しての留意点に挙げていた。

同社は、20/8 期において、国内で開催しているリアルオークションを段階的にオンラインオークションに移行すると共に、海外業者向けのオンラインオークションサイトを開始することを計画している。両者は、20 年 9 月を目処に開発中の新オークションシステム「グローバルプラットフォーム」に統合され、同社のオークションの運営方法は一新される見通しである。

新オークションシステムの開始により、同社の国内オークションは、自社だけが売り手となっている形態から、外部の事業者も売り手になれることでオークションの流通規模の拡大要因となるだけでなく、海外の事業者が買い手として参加することを増やすことで売却価格及び売上総利益率の上昇要因にもなると見込まれる。

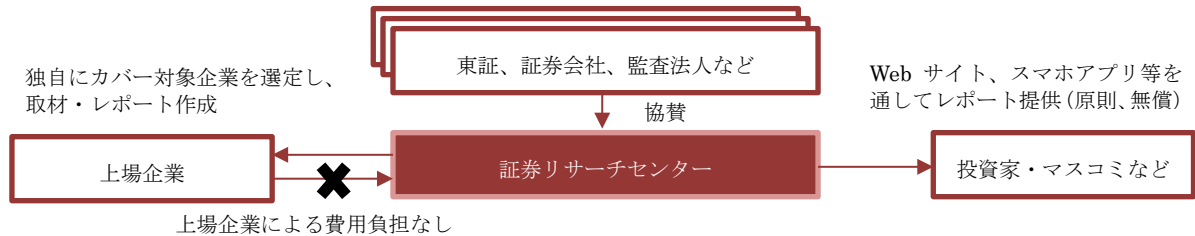
一方、新オークションシステムの移行に伴い、外部の事業者からの出品手数料がどの程度見込めるのか、海外の事業者の買い手としての参加拡大によって売上総利益率がどの程度上昇するのかという点を、現時点で予想するのは困難である。

当センターでは今回の業績予想に当たり、新オークションシステムの稼働による影響として、減価償却費の増加を織り込む一方、売上高の増加や売上総利益率の上昇という点に関してはほとんど見込んでいない。新オークションシステムが効果を上げれば、同社の業績は当センターの予想を上回る可能性があるため、新オークションシステムへの移行による影響を投資に際しての留意点に追加すると共に、今後の移行状況を注意深く見守りたい。

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、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。