

ラクーン (3031 東証マザーズ)

発行日: 2012/5/2
 調査日: 2012/3/30
 調査方法: 企業訪問

アパレル・雑貨に特化した B to B サイト「スーパーデリバリー」を運営

> 要旨

◆ B to B サイト「スーパーデリバリー」で効率的な卸機能を提供

- ・ 同社は自社運営の会員制 B to B サイト「スーパーデリバリー」において、メーカーなど売り手の「出展企業」と買い手の「小売店」に「出会いの場」を提供するほか、代金決済の代行機能や売掛債権の保障なども行う。
- ・ スーパーデリバリーの特徴は、e マーケットプレイスならではの効率性と情報の均一性であろう。出展企業は販路開拓の営業コストを削減できるほか、新商品の提案などを全国にリアルタイムで発信可能。また、代金回収はスーパーデリバリー経由で翌月決済されるため、貸倒れリスクも軽減される。一方、会員小売店にとっては、仕入れ先の開拓が容易なうえ情報の地域格差を無くし、豊富な商材掲載数が他店との差別化を可能としている。

◆ EC 事業の「スーパーデリバリー」が同社の収益源

- ・ 事業セグメントはコア事業の「EC 事業」と、2011 年 4 月期に立ち上げた「売掛債権保証事業」の 2 事業で構成される。
- ・ スーパーデリバリーの収益構造は、サイト内で取引される商品売上高の約 10%をシステム利用料として徴収する「変動収入」と、出展企業と会員小売店から徴収する月額固定料金など「安定収入」の 2 種類。

> 投資判断

◆ アナリストは 2012 年 4 月期会社計画の上振れを予想

- ・ 2012 年 4 月期の会社計画は東日本大震災の影響を読み切れなかったことから、売上高は前期比 3.0%増～6.7%増の 83.0 億円～86.0 億円、営業利益は同 4.2%減～3.7%増の 1.2 億円～1.3 億円を見込む。この計画に対し、第 3 四半期までの進捗率は売上高が 78.0%～80.8%、営業利益は 83.0%～90.8%と計画を上回るペースで推移。担当アナリストの 12 年 4 月期予想は、売上高が前期比 14.0%増の 91.8 億円、営業利益は同 20.0%増の 1.5 億円と、いずれも会社計画の上振れを見込む。

◆ 中長期的な適正株価水準は 92,000 円～110,300 円を想定

- ・ 2013 年 4 月期以降は、新サービスの Paid 効果で出展企業数や商材掲載数、会員小売店数の増加が見込まれる。アナリストは今後 4 年間における営業利益の年平均成長率を 21.6%増と予想している。
- ・ 現在の株価水準から同社のフェアバリューは PER10 倍～12 倍程度と推察される。これをアナリストの 2015 年 4 月期予想 EPS9195.0 円に当てはめると、中長期的な適正株価水準は 92,000 円～110,300 円が想定される。

業種: 卸売業
 アナリスト: 馬目 俊一郎
 +81 (0)3-6858-3216
 manome@holistic-r.org

【主要指標】	2012/4/20
株価(円)	68,000
発行済株式数(株)	18,162
時価総額(百万円)	1,235
上場日	2006/4/6
上場来パフォーマンス	-25.2%

	前期	今期予想
PER(倍)	7.7	13.3
PBR(倍)	1.1	1.0
配当利回り	2.4%	1.5%

	σ	β 値
リスク指標	66.6%	1.0

【主要KPI(業績指標)】

	会員小売店 数(店舗)	商材掲載数 (点)
07/4期末	10,615	105,617
08/4期末	17,573	190,836
09/4期末	22,851	260,287
10/4期末	28,371	266,536
2011/4期末	29,412	275,130

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	9.1%	41.4%	3.5%
対TOPIX	14.9%	31.5%	8.6%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20120427

ラクーン (3031 東証マザーズ)

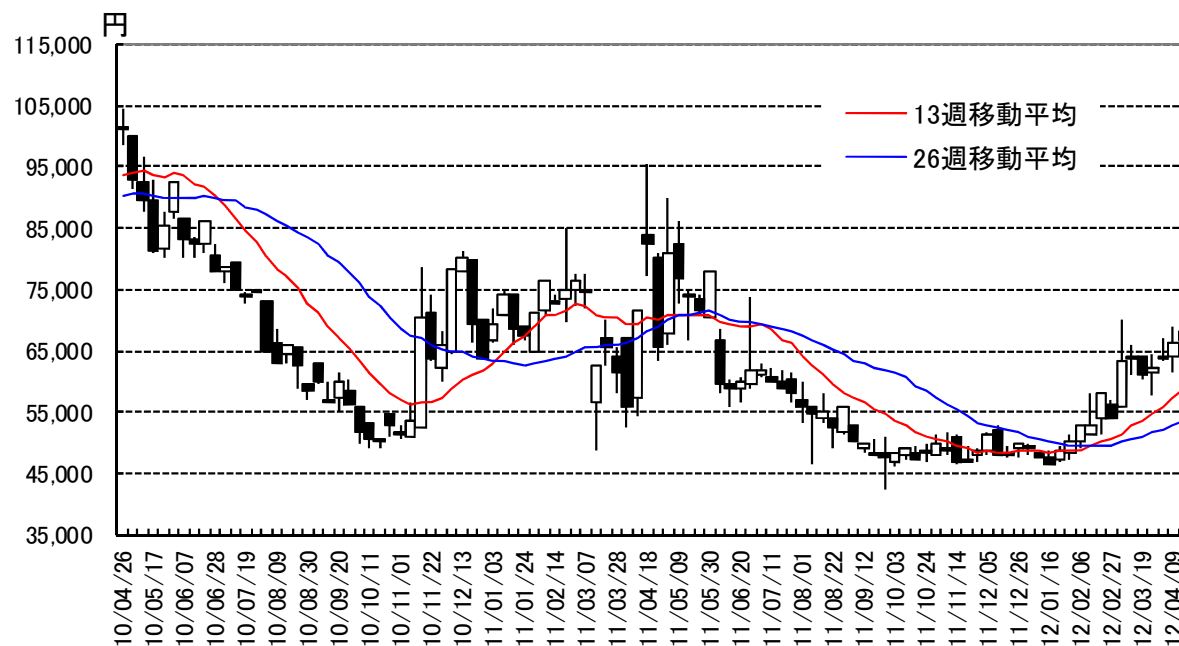
> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/4期 実績	2011/4期 実績	2012/4期 会社予想	2012/4期 予想	2013/4期 予想	2014/4期 予想	2015/4期 予想
売上高	7,642	8,057	8,300~8,600	9,185	10,130	11,170	12,320
前年比	8.9%	-	3.0%~6.7%	14.0%	10.3%	10.3%	10.3%
営業利益	102	125	120~130	150	190	230	270
前年比	9.7%	-	▲4.2%~3.7%	20.0%	26.7%	21.1%	17.4%
経常利益	102	116	110~120	145	190	230	270
前年比	8.9%	-	▲5.8%~2.7%	25.0%	31.0%	21.1%	17.4%
当期純利益	108	160	77~84	93	118	143	167
前年比	21.2%	-	▲52.1%~▲47.4%	-41.9%	26.9%	21.2%	16.8%
期末株主資本	985	1,131	-	1,208	1,308	1,429	1,570
発行済株式数	9,081	9,081	18,162	18,162	18,162	18,162	18,162
EPS(円)	11,909.5	17,718.2	4,239.6~4,625.0	5,120.6	6,497.1	7,873.6	9,195.0
配当(円)	1,600.0	1,650.0	1,000.0	1,000.0	1,200.0	1,450.0	1,700.0
BPS(円)	108,073.4	124,652.0	-	66,513.4	72,010.5	78,684.1	86,429.1
ROE	11.6%	15.2%	-	8.0%	9.4%	10.4%	11.1%
株価(円)	203,000	155,500	68,000	68,000	-	-	-
PER(倍)	17.0	8.8	14.7~16.0	13.3	10.5	8.6	7.4
配当利回り	0.8%	1.1%	1.5%	1.5%	1.8%	2.1%	2.5%
PBR(倍)	1.9	1.2	-	1.0	0.9	0.9	0.8

(注) 2011/4期は連結決算開始で前年同期比較なし、期末株価は分割権利落ち前。

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

スーパーデリバリーで効率的な卸機能を提供

◆ B to B サイト「スーパーデリバリー」で効率的な卸機能を提供
 同社は B to B (企業間取引) の効率化を目指し、アパレル・雑貨に特化したインターネット上の e マーケットプレイス (電子市場) を運営している。具体的には自社運営の会員制 B to B サイト「スーパーデリバリー」において、メーカーなど売り手の「出展企業」と買い手の「小売店」に「出会いの場」を提供するほか、代金決済の代行機能や売掛債権の保障なども行う。

すなわち、同社は会員企業の日常業務である販売・仕入れに深く関与しながら、B to B サイト「スーパーデリバリー」を通して商社や卸的な役割を担っている。

事業セグメントはコア事業の「EC 事業」と、2011 年 4 月期に立ち上げた「売掛債権保証事業」の 2 事業で構成される。

◆ EC 事業の「スーパーデリバリー」が同社の収益源

EC 事業はアパレル・雑貨に特化した会員制の B to B サイト「スーパーデリバリー」を運営するほか、2011 年 10 月からは後払い決済サービス「Paid (ペイド)」のサービス提供を開始した。12 年 4 月期第 3 四半期末のスーパーデリバリー会員数は、売り手の出展企業が 934 社、買い手の会員小売店は 31,831 店舗、商材掲載数は 28.4 万点に及び、年度ごとの会員小売店と商材掲載数は順調に増加している。

スーパーデリバリーの特徴は、e マーケットプレイスならではの効率性と情報の均一性であろう。メーカーや輸入代理店などの出展企業 (売り手) は、販路開拓の営業コストを削減できるほか、新商品の提案などを全国にリアルタイムで発信可能。また、販売先を出展企業側が選択できるのでブランド力の確立などに役立つうえ、代金回収はスーパーデリバリー経由で翌月決済されるので、貸倒れリスクも軽減される。一方、会員小売店 (買い手) にとっては、仕入れ先の開拓が容易なうえ情報の地域格差が存在せず、豊富な商材掲載数が他店との差別化を可能としている。実際、会員小売店の約 70% は従業員が 10 人未満の地方小規模店舗で占められている模様。

スーパーデリバリーの売上高は、サイト上で取引される商品売上 (商品流通) などの「変動収入」と、会員から徴収する会費などの「安定収入」に分けられる。このうち売上高の大部分を占める変動収入の粗利益は、取引される商品売上高の約 10% をシステム利用料として徴収する仕組み。したがって、変動収入の収益性構造はスーパーデリバリーの取引量に大きく依存することとなる。

一方、安定収入は出展企業と会員小売店から徴収する出展基本料及び会費などの月額固定料金。売り手の出展企業から徴収する出展基本料は月額 40,000 円で、会員小売店からの月会費は同 2,000 円。これら

は全て粗利益と考えられることから、安定収入の収益構造は出展企業数や会員小売店数などの会員数に連動する。

11年10月スタートの「Paid (ペイド)」は、出展企業の代金回収を保証するサービス。通常、新規取引先(小売店)に対する後払い決済(掛売決済)は、与信審査や限度額設定の必要から出展企業は慎重な与信管理に迫られ、営業活動は消極的になりがち。その点、Paidで出展企業の代金回収を保証することで、出展企業の積極的な営業を促し、最終的にはスーパーデリバリーの取引金額の拡大を目論む。Paidの売上高は、当該サービス加盟企業(売り方)の取扱高に3%~4.5%を乗じた保証料を徴収する仕組みで、保証期間は数ヶ月と短期的なもの。加えて、中期的には年間利用料50,000円を設定する方針である。

NIS リース子会社の「トラスト & グロース」買収で売掛債権保証事業を立ち上げ

◆ 売掛債権保証事業は高い審査精度で収益性を確保

売掛債権保証事業は10年のM&Aで取得した100%子会社のトラスト&グロースが主体となり、スーパーデリバリーの出展企業に限らず一般事業会社の売掛債権を保証するサービス。具体的には、売り方と保証契約を結び、買い方が支払い不能に陥った場合に、あらかじめ設定した保証金額を支払う仕組みで、一部はあいおいニッセイ同和損害保険に再保証を依頼している。

当該事業の収益構造は、売り方(契約先)の保証残高に一定料率(推定1.5%前後)を乗じた保証料を売上高に計上し、貸倒れコストや経費等を差し引いたものが利益となり、保証期間は数ヶ月と短期的なもの。したがって、売掛債権保証事業の売上高は保証残高に連動し、収益性は貸倒れコストを適正水準に抑える高い審査精度に依存する。

EC事業の概要図



出所) 同社 HP より抜粋

> 経営陣

◆ 社長は橋梁エンジニア出身

同社の経営陣は代表取締役社長の小方氏を含む取締役4名と、監査役3名で構成されている。橋梁エンジニア出身の小方氏は、コンサルタントを経て同社を設立。公認会計士の今野氏が財務担当副社長を務め、事業開発担当副社長の石井氏はハウスメーカー出身である。監査役3名はいずれも社外監査役で、それぞれ不動産業界や金融業界出身者、司法書士という顔ぶれである。

> 株主構成

◆ 2011年4月末の株主数は1,329名に過ぎず

大株主の状況	(%)
小方功	32.8
安原幹雄	4.3
松浦俊見	3.1
OCBC SECURITIES	2.0
石井俊之	1.9
広明通信社	1.8
都竹洋彦	1.7
今野智	1.5

出所)有価証券報告書 (11年4月末)

2011年4月末の株主数は1,329名にとどまり、上場後5年経過する割には株主数が少ない印象を受ける。所有者別状況は金融機関等が2.1%、法人は3.4%、外国人も2.7%と保有比率が少なく、個人その他が91.9%と大部分を占める。

大株主の状況は創業社長の小方氏が32.8%の筆頭株主。次いで個人の安原氏と松浦氏がそれぞれ4.3%、3.1%を保有し、副社長の石井氏と今野氏はそれぞれ1.9%、1.5%を保有。外国人ではOCBC SECURITIESが2.0%を保有し、取引先の広明通信社は1.8%を保有する。株主構成では同社の取締役が発行株数の1/3超を保有するものの、継続的な事業運営には安定株主作りが中長期的な課題と考えられる。

> 沿革・企業理念

◆ 沿革

同社は創業社長の小方氏が1993年に個人事務所として創業し、96年に株式会社化。98年には消費関連企業の過剰在庫品を取扱うB to Bサイト「オンライン激安問屋」を開設し、2000年には「日経インターネット・アワード 2000」のビジネス部門で表彰されるなど、同社のビジネスモデルが注目された。

2002年には現在の基盤事業でもあるB to Bサイト「スーパーデリバリー」立ち上げてビジネスモデルを構築し、06年に東証マザーズに上場した。

07年に大阪支社を新設し、10年にはトラスト&グロースを買収。11年10月からEC事業の新サービス「Paid(ペイド)」を立ち上げるなど、エリア拡大と事業ポートフォリオの拡充を進めている。

◆ 企業理念

同社は経営理念として「ニーズ=存在意義」を掲げている。これは、「流通の効率化」を進めながら、「ないと困る」というインフラ的な「存在意義」を意味する。この取り組みとして、「利便性・専門性・先進性を追求した今までにない企業間取引のインフラを創造する」ことをグループビジョンに掲げている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

卸売分野の低い e コマース化率は、市場拡大余地の大きさを示唆

◆ e コマース市場の拡大で事業環境は追い風

同社の事業環境は e コマース (電子商取引) 市場の拡大がプラスに働いていると考えられる。経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によると、インターネットを介した狭義の B to B (企業間取引) e コマース市場は拡大を続け、2010 年にはリーマンショック後の反動増もあり前年比 28.8%増の 168.5 兆円規模に達している。これに伴い国内の B to B 市場全体に占める e コマース化率も、06 年の 12.6% から 10 年には 15.6%に上昇するなど、今や国内 B to B 取引の約 1/6 は e コマースで行われており、この流れは今後も拡大すると予想される。

なかでも同社のようにメーカーと小売店を仲介する「卸売」分野の e コマースは、市場規模が 51.5 兆円と比較的大きい反面、10 年の e コマース化率は 13.5%と全体を下回っている。e コマース化率が低ことは、換言すると成長余力が残されていることの裏返しでもあり、同社の事業分野は中長期的に拡大が見込まれる有望市場とも考えられる。

◆ 直接的な競合の少ないアパレル・雑貨に特化

拡大が続く B to B e コマース市場にあつて、同社の事業分野はアパレル・雑貨に特化しているため、直接の競合関係にある上場企業はほとんど見受けられない。ただし、参入障壁が低いため、アパレル・雑貨分野の市場動向次第では、ブランド力の強い B to B サイトの新規参入リスクが懸念される。

> ビジネスサイクル

◆ 受発注への関与でビジネスサイクルの長期化が可能

出展企業や会員小売店との会員契約は、基本的に 1 年更新と推察されるため、契約期間をベースとしたビジネスサイクルは短期的なものと予想される。しかしながら、スーパーデリバリーを通して売り方 (出展企業) と買い方 (会員小売店) の日常業務である受発注に深く関与することで、出展企業と会員小売店における同社のプレゼンスが高まり、その結果ビジネスサイクルの長期化が可能と考えられる。

> KPI(業績指標)

◆ KPI は会員小売店数に注目

同社の KPI は、決算短信等に公表されている会員小売店数の動向に注目したい。会員小売店を抱える集客力を強化することで、有力ブランドメーカーを出展企業に取り込むことが可能と考えられ、同時に有力ブランドを求めて会員小売店の集客力が高まると予想される。したがって、KPI は集客力のバロメーターでもある会員小売店数が有効と考える。

経営戦略

> 現状の課題と戦略

◆ スーパーデリバリーのブランド力強化に注力

同社は現状の課題をスーパーデリバリーのブランド価値向上と認識している。これは良質な会員小売店及び出展企業を獲得することで客単価や稼働率の向上が見込まれ、継続的な取引拡大で商品売上高の増加を目的としている。

この施策として、一定の審査基準の下、継続的な取引に適応しない会員小売店及び出展企業を排除して良質な会員組織を形成し、スーパーデリバリーのブランド価値を向上させる方針。

また、スーパーデリバリーのブランド力強化策の一環として、売り方(出展企業)の債権回収サービスである Paid を提供している。これは、出展企業の代金回収を保証することで有力ブランドメーカーの取り込みを狙い、ひいては会員小売店の規模拡大を意図するものである。

> 中長期の課題と戦略

◆ メイン仕入先としてのポジショニング確保を目指す

同社はメイン仕入先としてのポジショニング確保を中長期の課題と認識している。既存会員小売店との取引拡大には、ニーズの高い出展企業の獲得や有力ブランドメーカーの取り込みが欠かせない。

この施策として、スーパーデリバリーのブランド力アップで質的向上を図り、有力ブランドメーカーの獲得と商材掲載数の拡大で会員小売店のリピート率を高める方針。これが結果的に競合との差別化につながるうえ、会員小売店におけるメイン仕入先としての地位確保を可能とする見通し。

> アナリストの戦略評価

◆ ブランド力強化に向け事業ポートフォリオを拡充

同社の事業モデルは、商材の仕入れ能力に劣る中小規模の小売店や、情報格差が見受けられる地方の小売店などを B to B サイト「スーパーデリバリー」に集客。この集客力を基盤に有力ブランドメーカーなどを掲載企業(サプライヤー)として取り込み、会員小売店と掲載企業の仲立ちをする卸機能を担っている。

同社の主な収益源はスーパーデリバリーを通して取引される商品売上高の 10%を徴収するほか、会員小売店と出展企業から会費等の月額固定料金を受け取る仕組みである。したがって、同社の持続的な成長には、スーパーデリバリーのブランド力強化で会員小売店と掲載企業の集客力アップに努めたうえ、会員小売店の発注頻度・リピート率を高めるとともに、売買代金の向上が欠かせないと考えられる。

同社の課題とも言えるスーパーデリバリーのブランド力強化には、有力ブランドメーカーの取り込みが効果的と考えられる。その一環として、

同社は掲載企業の代金回収リスクを担保する新サービスの Paid と、売掛債権保証事業をスタートさせた。

通常、有力ブランドメーカーは、ブランドイメージを損なわない販売チャネルを絶えず模索しているものの、中小規模の小売店との取引には慎重な姿勢をとりがち。そこで同社は、代金回収を保証することで有力ブランドメーカーを掲載企業に取り込み、スーパーデリバリー自体のブランド価値を高めて集客力と会員小売店のリピート率アップを図っている。

新サービスの Paid と売掛債権保証事業は、立ち上げ間もないことから、その効果検証にはもう少し時間を要するものの、ブランド力強化に向けた事業ポートフォリオ拡充策として評価できよう。なお、会員小売店の約70%は従業員10人未満の地方小規模店舗で占められており、Paid や売掛債権保証事業の貸倒れリスクは小口に分散されている。

会員小売店のリピート率アップには膨大な取引データの有効活用が必要

◆ 今後は CRM を活用した PUSH 型営業に課題

中長期的な課題と考えられるのは、同社に蓄積されている膨大な取引データの有効活用であろう。商材の物流を除き、会員小売店と掲載企業間の受発注や代金決済は、スーパーデリバリーを経由して行われるため、同社には膨大な取引データが蓄積されているものの、これまでこのデータを基に CRM (Customer Relationship Management : 顧客管理) に踏み込んだ形跡が見受けられない。

現状のスーパーデリバリーは、会員小売店の積み上げで集客力を高め、それを基盤にニーズの高い有力ブランドメーカーの取り込みに注力してきた。今後は、有力 B to B サイトの新規参入に備え、会員小売店のメイン仕入先として確固たる地位を築き、顧客の囲い込みが重要と考えられる。それには同社が進める掲載企業と商材掲載数の拡大による PULL 型営業で、会員小売店のリピート率を高めることも重要と考えられるものの、膨大な取引データを活用した CRM による PUSH 型営業で、会員小売店の仕入により深く関与することが求められよう。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・販売や仕入れなどの日常業務に深く関与して会員の脱退を阻止するビジネスモデル ・豊富な商材掲載数 ・競合の少ないアパレル・雑貨領域への特化 ・小口にリスク分散された会員構成
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・参入障壁の低いビジネスモデル ・スーパーデリバリーのブランド力
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・e コマース市場の拡大 ・有力ブランドメーカーの取り込みによる小売店の会員化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・有力ブランドメーカーや会員小売店の脱退や廃業 ・ブランド力の強い B to B サイトの新規参入 ・Paid や売掛債権保証事業の保証債務悪化

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争

同社の事業領域はアパレル・雑貨に特化しているため、直接的な競合企業は少ないと考えられるものの、参入障壁の低いビジネスモデルのため、集客力に長けた有力 B to B サイトの新規参入による業界内競争で収益性が損なわれるリスクを抱える。

◆ 新規参入の脅威

同社のビジネスモデルは多額の設備投資を必要とせず、技術的な参入障壁も低いため、新規参入の脅威は絶えず存在する。なかでも、集客力に長けた有力 B to B サイトの新規参入は、大きな脅威と考えられる。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

同社はインターネットを媒体としているため、将来これに代わる技術・媒体の出現は脅威と考えられる。しかしながら、中期的にインターネットに代わる技術・媒体の出現は想定しにくい。

◆ 買い手の競争力

同社の主な収益源は掲載企業と会員小売店から徴収するシステム利用料や会費など。アパレル・雑貨への特化で業界内の競合が少なく、現状では会員からの値下げ要求など、買い手の競争力は大きな脅威と考えられない。

◆ 供給者の支配力

同社はサイト運営のサーバ等を賃借しており、事業運営に必要なシステム等には供給者の支配力が絶えず存在する。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は卸売業のため、一般的な製造業の温室効果ガス削減策のように、直接的な環境対応には距離感がある。しかしながら、B to B サイト「スーパーデリバリー」を通じた受発注で会員のペーパーレス化やコスト削減が想定されることから、間接的には環境対応に貢献していると考えられる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の IR 資料等には、社会的責任についての明確な記述はないものの、上場企業としての社会一般的な責任は認識していると推察される。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の経営陣は社長以下4名の取締役と3名の社外監査役で構成されている。このうち、社長の小方氏が32.8%の筆頭株主で、他の取締役の持株比率はそれぞれ2%弱に過ぎず、同社の経営判断は社長の意向が強く働くと予想される。同社は上場企業のため、コーポレート・ガバナンスに関する規定等を整備しているものの、取締役会で社長の経営戦略等を調整する意見が議論されるかは未知数と考えられる。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

2012年4月期は会社計画の上振れを予想

◆ 2012年4月期の会社計画は震災影響を読み切れず保守的

2012年4月期の会社計画は売上高が前期比3.0%増～6.7%増の83.0億円～86.0億円、営業利益は同4.2%減～3.7%増の1.2億円～1.3億円、当期純利益は同52.1%減～47.4%減の0.7億円～0.8億円を見込む。この中で、当期純利益の減益幅を大きく見込む背景は、税負担がほぼ通常税率に戻るため。

◆ 2012年4月期第3四半期までは会社計画を上回るペースの進捗

上記計画に対し、2012年4月期第3四半期決算は売上高が前年同期比12.3%増の67.0億円、営業利益は同11.5%増の1.0億円、四半期純利益は同8.5%増の0.8億円となった。通期計画に対する進捗率では、売上高が78.0%～80.8%、営業利益は83.1%～90.0%と順調に推移している。

事業セグメント別に見ると、EC事業は売上高が前年同期比10.3%増の65.7億円となるも、セグメント利益は同7.5%減の0.7億円となった。売上面では会員小売店数と掲載品目数の増加で商品売上高が牽引したが、利益面では新サービス「Paid」の立ち上げ負担で減益となった。

一方、新規事業の売掛債権保証事業は売上高が2.1億円、セグメント利益は0.2億円。EC事業とのシナジーに加え、大阪支社設立など関西圏へのエリア拡大で、収益基盤の保証残高は順調に増加している模様。

◆ アナリストは2012年4月期会社計画の上振れを予想

担当アナリストの2012年4月期予想は、売上高が前期比14.0%増の91.8億円、営業利益は同20.0%増の1.5億円、当期純利益は同41.9%減の0.9億円と、いずれも会社計画の上振れを見込む。

この要因として、①震災影響が想定を下回る見通し、②EC事業の商材掲載数増加が売上高に寄与、③新事業の売掛債権保証事業が順調に拡大、などが考えられる。

> 来期以降の業績

◆ 中長期的な売上高成長率は年平均10.3%増を予想

2013年4月期以降は、新サービスPaid効果で出展企業数の増加が見込まれ、これに伴い商材掲載数と会員小売店数の増加も予想されるなど、EC事業には正のスパイラル効果が想定される。

また、売掛債権保証事業もエリア拡大による売上高成長に加え、案件の取舍選択などの高い審査精度で収益性は維持可能と考えられる。

一方、コスト面では定期的な新卒採用による人件費増が予想される程度で、固定費は中期的に小幅なコスト増にとどまる見通し。また、投

資面でも大規模なシステム投資等は予定されておらず、想定外のM&A等が無い限り短期的に多額の資金需要は発生しない見通しである。以上から、アナリストは今後4年間の年平均成長率を、売上が10.3%成長、営業利益は21.6%成長を予想している。

	07/4期	08/4期	09/4期	10/4期	11/4期	12/4期予	13/4期予	14/4期予	15/4期予
売上高	3,334	5,662	7,018	7,642	8,057	9,185	10,130	11,170	12,320
EC事業	3,334	5,662	7,018	7,642	8,001	8,990	9,920	10,940	12,070
(商品売上)	—	—	—	7,027	7,408	8,400	9,300	10,300	11,400
(小売店会費)	—	—	—	251	252	240	250	260	270
(出展基本料)	—	—	—	351	342	330	340	340	350
(その他)	—	—	—	0	0	20	30	40	50
売掛債権保証事業	—	—	—	—	55	195	210	230	250
営業利益	-205	-158	93	102	125	150	190	230	270
EC事業	-205	-158	93	102	80	95	110	130	150
売掛債権保証事業	—	—	—	—	23	40	55	65	75
調整額	—	—	—	—	21	15	25	35	45

注) 予想はアナリスト

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来パフォーマンスは年率-25.2%と低調

同社は2006年4月、公募価格800,000円(分割調整後400,000円)に対し、初値3,360,000円(同1,680,000円)で東証マザーズに上場した。上場後まもなく高値3,860,000円(同1,930,000円)を付けるなど期待先行の動きとなったが、07年4月期~08年4月期に営業赤字に陥ったことで株価調整が避けられず、11年9月には安値42,500円まで下落。その後、業績の回復基調が鮮明になったことで、直近の株価は60,000円~70,000円のレンジで推移している。

公募価格を基準とした上場来パフォーマンスは、株価低迷で年率-25.2%と低調である。

> 株主還元

◆ 2012年4月期は75円増配と記念配当100円を実施予定

同社は配当性向等の明確な株主還元策を表明していないものの、2010年4月期以降は増配と概ね13%前後の配当性向を継続している。2012年4月期も75円増配とスーパーデリバリー10周年の記念配当100円が公表されており、同社の株主還元策は配当を軸に構成されている。

> 株価バリュエーション

◆ 中長期的な適正株価水準は92,000円~110,300円を想定

同社のようにアパレル・雑貨に特化したB to Bサイト運営企業が上場会社に存在しないため、株価バリュエーションの比較はできないものの、現在の株価水準から同社のフェアバリューはPER10倍~12倍程度と推察される。これを担当アナリストの2015年4月期予想EPS9,195.0円に当てはめると、中長期的な適正株価水準は92,000円~110,300円が想定される。

> 今期の株価見通し

◆ 株価は短期的に上値切り上げの上昇トレンドを予想

同社の業績は、2009年4月期の営業利益黒字転換を節目に増収営業増益基調が鮮明になっており、これに伴い増配を通して株主還元も厚みを増している。今後は売り方の債権回収をサポートする新サービスPaidや売掛債権保証事業を通して、ブランド力のあるメーカー等を出展企業に取り込むことで会員小売店数の増加が予想されるなど、同社の中期的な成長シナリオは具現化されるステージに入ったと考えられる。

株価は2012年4月期業績と2013年4月期の会社計画を確認しながら、徐々に上値切り上げの展開を予想する。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ 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)

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

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ 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

■ 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

■ 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。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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が、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