

# ホリスティック企業レポート

## Mマート

### 4380 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2019年5月17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 20190515

## 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運営 主力サイトの「M マート」は順調な拡大が続く

### 1. 会社概要

・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。

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

### 2. 財務面の分析

・開示のある13/1期以降、営業収益は13/1期を起点に6期連続増収、経常利益は17/1期から3期連続増益を継続中である。  
・業務用食材卸売関連のインターネット関連企業との比較では、規模、安全性、成長性、収益性の大部分で同社は見劣りするも、絶対水準自体は高く、稼ぐ力と財務体質は優れた部類に属している。

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、「創業者の存在」と「先行者メリットの蓄積」といえる。創業者である現代表取締役社長は業務用食材卸サイトである「M マート」開設から19年超の長きに亘り、リーダーシップを発揮し続け、自身の理念・手法を人的資本と組織資本に転化した。そして、「M マート」の先行者メリットが蓄積される形で、顧客力やブランド力、ネットワーク力などの関係資本において優位性が形成されている。

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、「競争力の強化」、「技術革新への対応」、「財務戦略の進化」、「人材の確保・育成」が挙げられる。  
・今後の成長戦略としては、「ストックの積み上げ」、「同一ストックの深掘り・細分化を通じた事業拡張」、「全ての領域における最適化」が推進される見通しである。

### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、買い手目線のサイト運営を基本に据えた軸のブレない経営戦略を高く評価している。  
・一方、業界環境の変化が加速するなかで、長期的観点で同社の業界ポジションや差別化戦略が見通せないところがあるため、それらの点を踏まえた経営戦略が策定されることを期待している。

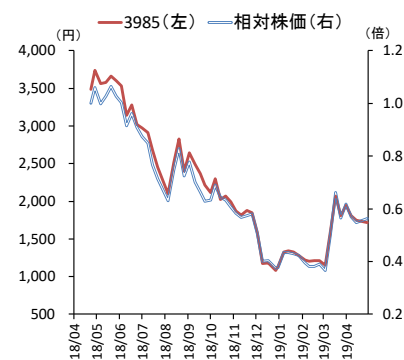
#### 【主要指標】

2019/5/10			
株価 (円)	1,719		
発行済株式数 (株)	2,445,400		
時価総額 (百万円)	4,204		
前期実績 今期予想 来期予想			
PER (倍)	49.1	32.1	28.5
PBR (倍)	5.4	4.6	4.1
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 (%)	-1.5	39.9	-51.8
対TOPIX (%)	2.8	45.1	-45.6

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2018/5/2

#### 【4380 Mマート 業種:情報・通信】

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	708	8.1	190	29.6	188	39.0	130	54.4	53.5	373.3	10.0
2021/1 E	767	8.2	214	12.8	213	12.9	147	12.9	60.4	423.7	10.0
2022/1 E	816	6.5	231	7.7	229	7.7	159	7.7	65.1	478.8	10.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、18年2月の上場時に453,400株の公募増資を実施

#### ベーシック・レポート

2/31

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。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 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

注1) B2B

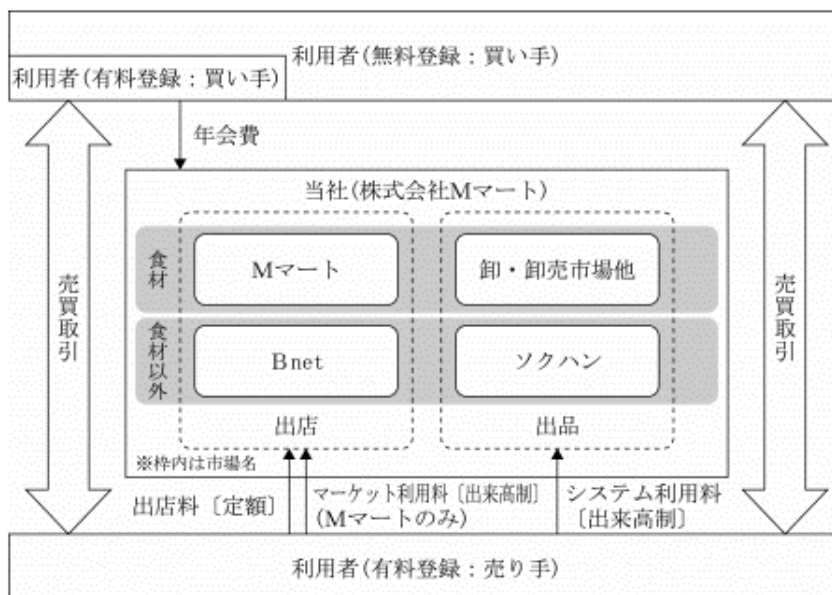
一般的に企業間取引を指す。ここではMマートが仲立ちとなって売り手企業と買い手企業を結びつけるビジネスモデルを意味しており、Business (売り手) to Business (買い手) を表している。

#### ◆ 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<sup>注1</sup> 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】カテゴリー別営業収益の推移

(単位: 百万円)

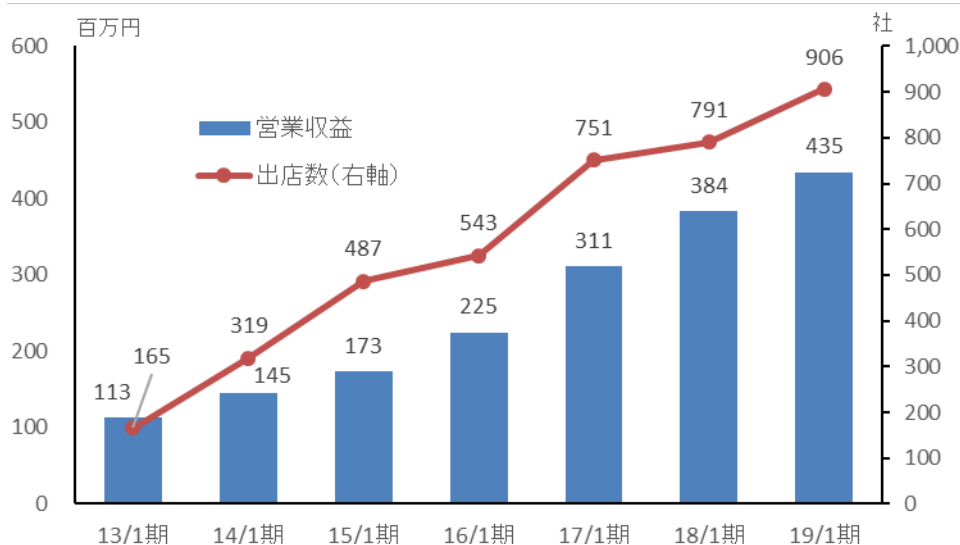
	2017年1月期		2018年1月期			2019年1月期		
	金額	構成比	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
Mマート	311	58.6%	384	63.4%	23.5%	435	66.4%	13.4%
Bnet	91	17.2%	93	15.3%	2.2%	88	13.4%	-5.6%
卸・即売市場他、ソクハン	125	23.6%	124	20.5%	-0.8%	123	18.8%	-1.2%
その他	3	0.6%	3	0.8%	0.0%	8	1.4%	166.7%
合計	532	100.0%	606	100.0%	14.0%	655	100.0%	8.1%

(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

◆ 順調な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、出店数ともに順調な拡大を続けている(図表3)。買い手会員登録数(5月10日現在126,407件)、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No1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



(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

「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年目	3年目以降
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 食材商品を取り扱う市場。</li> <li>・ 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。</li> <li>・ 買い手企業との、直接取引が可能。</li> <li>・ 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。</li> </ul>	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



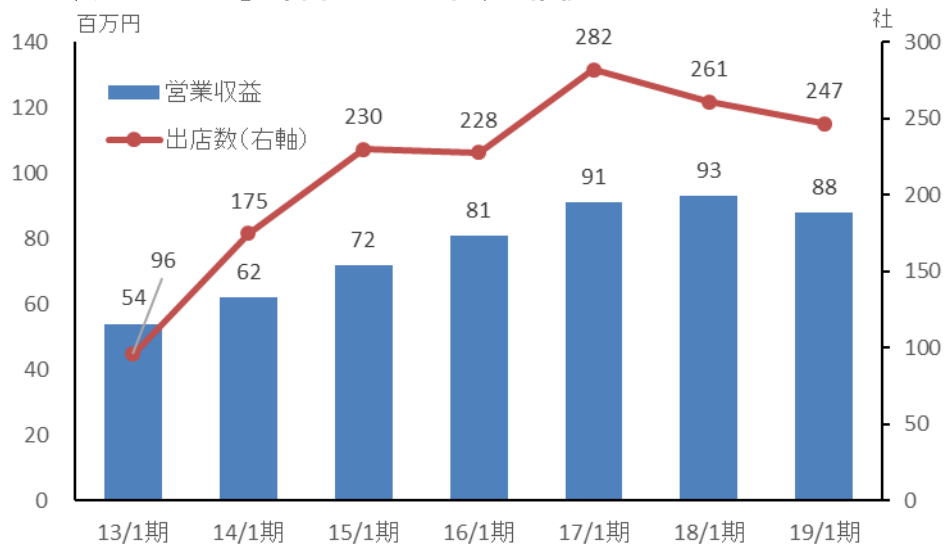
(出所) M マート ホームページ

◆ 食材以外の商品を取扱う業務用総合卸サイトの「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。19/1期末現在の買い手(顧客企業)は166,535社(「Mマート」の登録会員数を含む)、うち飲食店・ホテル・旅館・弁当・給食・スーパーが6割強を占め飲食関連業界では圧倒的な存在感を誇っており、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的にカバーされている(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"> <li>・ 食材以外の商品を取り扱う市場。</li> <li>・ 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。</li> <li>・ 買い手企業との、直接取引が可能。</li> </ul>	定額制 (月額：商品数別)	300点： 25,000円 1,000点： 40,000円 3,000点： 50,000円 5,000点： 70,000円 8,000点： 100,000円

(出所) M マート ホームページ

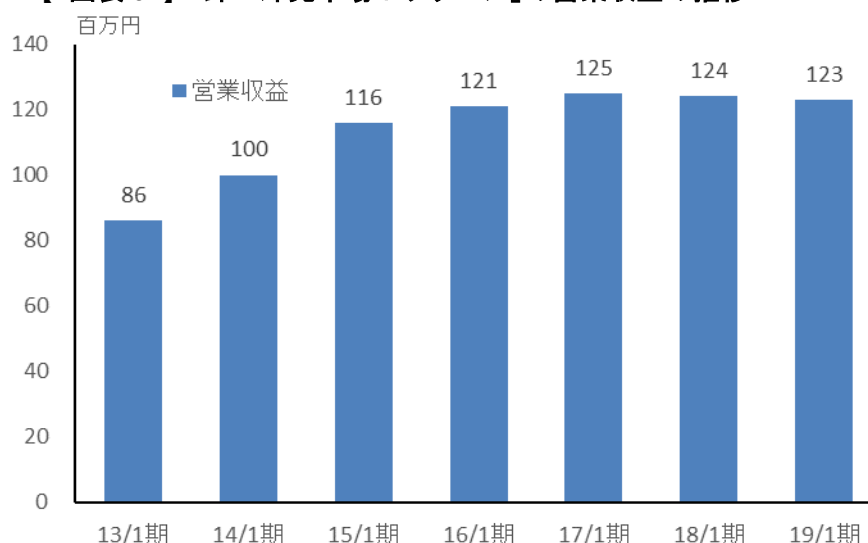
【 図表 8 】 「Bnet」のトップページ抜粋

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



(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

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されている、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、チューオーク	<ul style="list-style-type: none"> <li>・食材商品を取扱う市場。</li> <li>・販売商品を同社に申請のうえ、無料サイトに掲載。</li> <li>・買い手企業との直接取引は禁止。</li> </ul>	出来高制	販売代金の12% (但しアサトレ、チューオークは同6%)
【卸・即売市場】 蔵前渡し	<ul style="list-style-type: none"> <li>・500kg~10tまでの商品を一括販売可能。</li> <li>・買い手企業が配送を手配する。</li> </ul>	出来高制	販売代金の8%
【ソクハン】	<ul style="list-style-type: none"> <li>・食材以外の商品を取り扱う市場。</li> <li>・販売商品を同社に申請のうえ、無料でサイトに掲載。</li> <li>・買い手企業との、直接取引は禁止。</li> </ul>	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】 青釉高台煎茶碗 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 No1 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(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」は開設後 19 年超が経過、業界 No1 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)を凌駕す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、3 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、19/1 期第 4 四半期の全社テイクレートは 14.0%と、楽天(4755 東証一部)の 12.4%(18/12 期第 4 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 9.1%(19/6 期第 3 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高い水準にあり、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

	2017年1月期	2018年1月期	2019年1月期
総流通高 (百万円)	3,330	4,020	4,340
前期比	27.7%	20.7%	8.0%
買い手会員登録数 (件)	95,714	108,250	122,002
前期比	17.4%	13.1%	12.7%
出店数 (社)	751	791	906
前期比	38.3%	5.3%	14.5%
テイクレート	9.3%	9.6%	10.0%
前期比	0.7%P	0.2%P	0.5%P
営業収益 (百万円)	311	384	435
前期比	38.2%	23.5%	13.4%

「Bnet」のKPI推移

	2017年1月期	2018年1月期	2019年1月期
総流通高 (百万円)	305	265	228
前期比	8.9%	-13.1%	-14.0%
顧客企業数 (社)	-	-	166,535
前期比	増加	増加	増加
出店数 (社)	282	261	247
前期比	23.7%	-7.4%	-5.4%
テイクレート	29.8%	35.1%	38.6%
前期比	0.9%P	5.3%P	3.5%P
営業収益 (百万円)	91	93	88
前期比	12.3%	2.2%	-5.6%

「卸・即売市場+ソクハン」のKPI推移

	2017年1月期	2018年1月期	2019年1月期
総流通高 (百万円)	1,094	1,109	1,086
前期比	2.1%	1.4%	-2.1%
買い手数 (件)	「Mマート」、「Bnet」に準ずる		
前期比			
出品社数 (社)	-	-	5,000社強
前期比	増加	増加	増加
テイクレート	11.4%	11.2%	11.3%
前期比	0.1%P	-0.2%P	0.1%P
営業収益 (百万円)	125	124	123
前期比	3.3%	-0.8%	-0.8%

(注) テイクレートは営業収益/総流通高で算出

(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

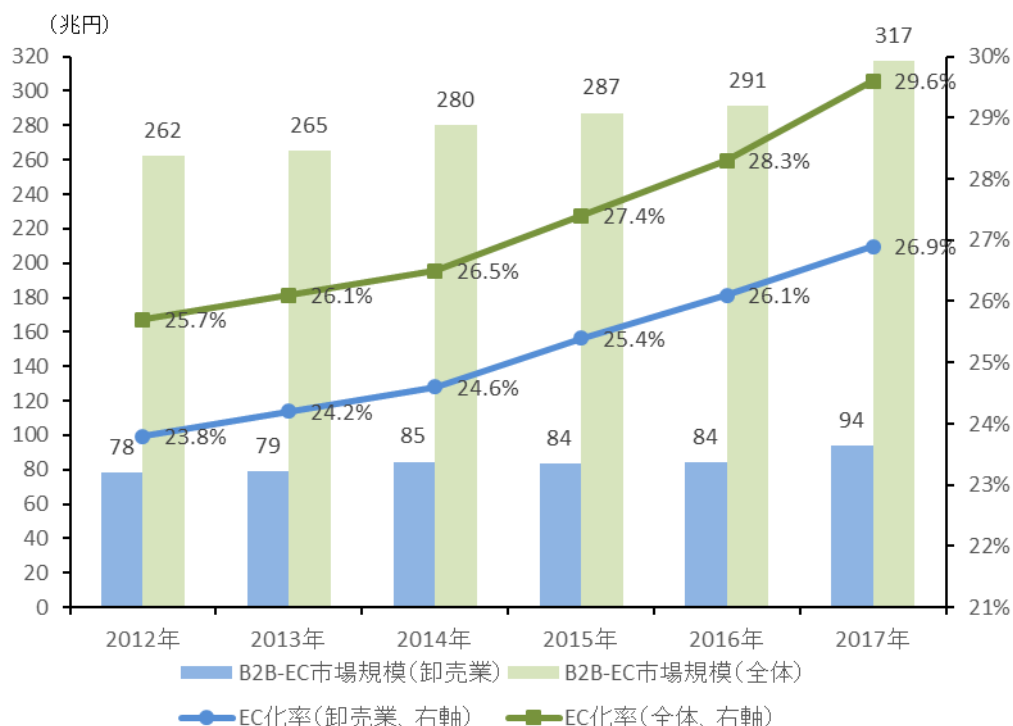
> 業界環境と競合

◆ 国内卸売業の EC 化率は着実に上昇

経済産業省の調べによると、同社の事業と関連性が深い 17 年の国内卸売業の B2B-EC 市場は、前年比 12.0%増の 94 兆円と大きく伸長した。市場成長率が国内全体の B2B-EC 市場の伸び率(前年比 9.0%増)を上回った主因は業界環境の好転であり、業界が有するマクロ感応度の高さは注意を要する。

一方、国内卸売業の EC 化率は着実な上昇傾向にある。加えて、その水準は 17 年で 26.9%と B2B 市場全体の 29.6%を下回っており、十分な伸び代が残されている(図表 13)。

【 図表 13 】 国内 BtoB-EC 市場の市場規模と EC 化率



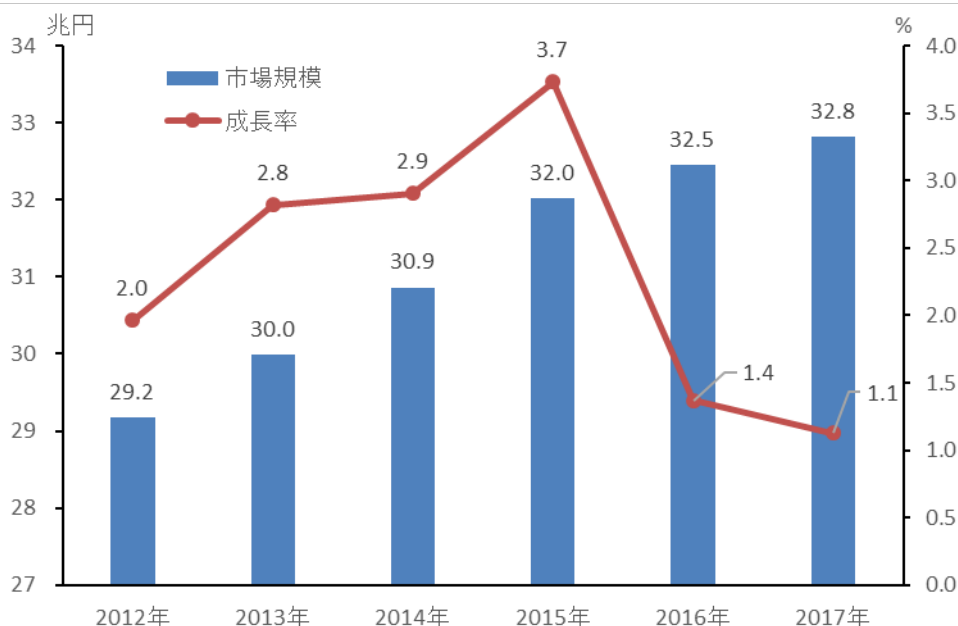
(出所) 経済産業省「我が国におけるデータ駆動型社会に係る基盤整備(電子商取引に関する市場調査)」より証券リサーチセンター作成

◆ Mマートの市場占有率は小さく、競争環境は厳しい

同社の 18/1 期の全社総流通高は前期比 14.1%増の 5,396 百万円、主力サイトである「M マート」の総流通高は同 20.7%増の 4,020 百万円と B2B-EC 市場のなかにあって相対的に高い成長率を示している。食材卸売の B2B 特化型インターネットマーケットプレイス事業において業界 No1 のポジションを築いている同社は、そのネットワーク効果から直接競合する事業者に対しては相当程度の競争優位を有すると考えられる。

とはいえ、日本フードサービス協会によると17年の国内外食産業の市場規模(持帰り弁当店等の料理品小売業を含む)は32兆8,176億円に達しており、その食材調達市場全体における同社の市場占有率は微々たるものである(図表14)。成熟しつつも巨大な市場だけに、食材調達関連のB2Bプラットフォーム事業への新規参入や既存事業者のEC対応といった動きが続き、メーカーや食品卸売業との競合もあるだけに、競争環境自体は楽観視できるものではない。

【図表14】国内外食産業の市場規模



(出所) 一般社団法人日本フードサービス協会「平成29年外食産業市場規模推計」より  
証券リサーチセンター作成

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革1 ~ 業務用食材卸サイト「Mマート」を開設

同社は2000年2月に有限会社エムマートとして資本金3百万円で設立された。飲食業を経営していた創業者の村橋純雄氏が、多くの同業者が仕入先確保に苦勞する状況を解消する目的で64歳のときに同社を設立した。創業と同時に、自身の経験を活用した自社開発システムによるB2Bの業務用食材卸サイト「Mマート」を立ち上げ、その運営及びコンサルティング業務を開始した。2度の増資を経て02年7月に株式会社へと組織変更した(その時点での資本金は10百万円)。

◆ 沿革2 ~ 厨房機器・食器等の業務用卸サイト「Bnet」を開設

03年3月には、厨房機器・食器等の業務用卸サイト「Bnet」を開設した。「Mマート」事業における買い手の中核である飲食業界は、新

規出店やチェーン店化、改装・業態転換等が多いことから、取扱商材を厨房機器・食器分野に拡大する動きは、買い手目線のサイト運営と既存ストックの深掘り・細分化で事業拡張を目指す同社の経営戦略に沿ったものといえる。

#### ◆ 沿革3 ～ 既存領域のアウトレット市場を開設

08年1月に食材の処分品を取扱うサイトである「食材アウトレット市場」(現「卸・即売市場」)を、09年3月には厨房機器・食器等の処分品を取扱うサイトである「Bnetアウトレット市場」(現「ソクハン」)を開設した。その名の通り、「Mマート」と「Bnet」のアウトレット市場との位置づけであり、同社の経営戦略に沿った動きである。この間、3度の増資を実施し、15年11月時点の資本金は60百万円であった。

#### ◆ 沿革4 ～ 取扱商材を限定した特色あるサイトを開設

16年7月に原則50kg以上の食材販売のみに限定したサイト「大口一括コーナー」を、16年8月に農業生産者から新鮮野菜を直送するサイト「アサトレ」を、17年4月に規格外のお米(中米)のオークションサイト「チューオーク」を、17年8月に500kgから10tまでの大量販売が可能なサイト「蔵前渡し」を開設した。いずれも既存の事業領域を深掘り・細分化することで買い手と売り手とのマッチングを効率的に実現する工夫である。

#### ◆ 沿革5 ～ 東証マザーズ上場

このように創業時から続く買い手目線のサイト運営と飛び地進出しない着実・堅実な経営方針のもと同社は成長を続け、18年2月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した。上場による増資で資本金は318百万円となった。そして、18年6月に食材以外の大口販売のみに限定したサイト「ソクハン大口一括販売市場」を開設した。

#### ◆ 企業理念

同社は、企業理念として「商売は道徳であり、誠実さである。仕事とは自分を育ててくれた社会に対する報恩の志と行為である。社会に必要とされる企業・社会に必要とされる人間になる。」を掲げている。

#### ◆ 株主

有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表15の通りである。19年1月末時点の筆頭株主は、代表取締役社長の村橋純雄氏で発行済株式総数(自己株除く)の30.50%を保有、第2位で15.53%を保有する合同会社エムホールディングスは同氏の資産管理会社であり、両者合計で46.03%の保有となる。

大株主上位 10 名の保有割合は 75.60%と高い。その内訳をみると、第 2 位の資産管理会社を含めた創業者一族の 4 名と 同社取締役と社員の 3 名は上場前からの大株主である。残りは金融機関が保有しているが、いずれも上場前は未保有であった。

【 図表 15 】 大株主の状況

株主(敬称略)	18年1月末時点(上場前)			19年1月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
村橋 純雄	874,000	43.88%	1	745,000	30.50%	1	創業者、代表取締役社長
合同会社エムホールディングス	398,000	19.98%	2	380,000	15.53%	2	創業者の資産管理会社
宇井 裕希乃	246,000	12.35%	3	190,000	7.76%	3	取締役
九谷田 登志恵	210,000	10.54%	4	190,000	7.76%	3	常務取締役
村橋 勝子	120,000	6.02%	6	120,000	4.90%	5	創業者一族
村橋 伸繁	120,000	6.02%	5	119,000	4.86%	6	創業者一族
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	-	-	-	33,000	1.34%	7	
株式会社SBI証券	-	-	-	25,000	1.03%	8	
相地 朱美	24,000	1.20%	7	24,000	0.98%	9	社員
楽天証券株式会社	-	-	-	21,000	0.88%	10	
(大株主上位10名)	1,992,000	100.00%	-	1,848,000	75.60%	-	
発行済株式総数(自己株式含む)	1,992,000	100.00%	-	2,445,400	100.00%	-	

(注) 大株主の保有株数は千株未満を切り捨て、割合は自己株式を除く発行済株式総数に対するもので小数点以下第 3 位を四捨五入

(出所) M マート有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

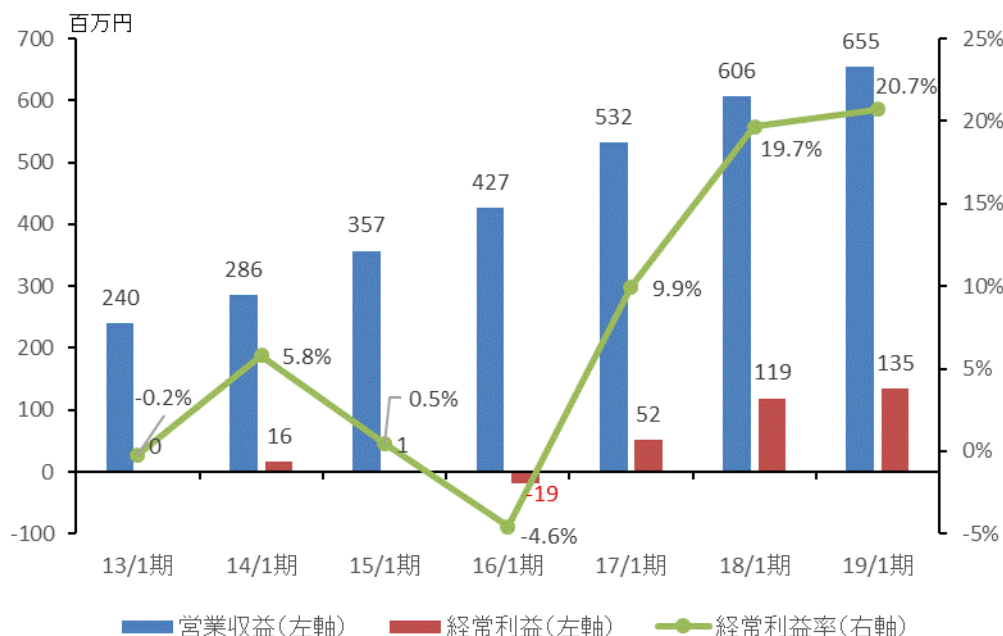
### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は、13/1期以降の数値が開示されている。営業収益は13/1期を起点に19/1期まで6期連続で増加している。

一方、経常利益は7期中2期において赤字であったことが目につく。ただ、16/1期の赤字転落については会計基準の変更や事業所の倍増といった一過性要因によるものであり、17/1期以降は3期連続増益を実現している。経常利益率の推移をみると、16/1期をボトムに上昇を続け19/1期には20.7%と高い収益性を確保している(図表16)。

【図表16】営業収益、経常利益、経常利益率の推移



(出所) Mマート有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 19年1月期は会社計画を下回って着地

19/1期は、営業収益が655百万円(前期比8.1%増)、営業利益が146百万円(同17.7%増)、経常利益が135百万円(同13.9%増)、当期純利益が84百万円(同8.4%増)と、増収増益となった。当期純利益の伸び率が経常利益の伸び率を下回った理由は、留保金課税負担が発生したためである。また、KPIの動向としては、期末出店数がMマート:906店(前期末比115店増)、Bnet:247店(同14店減)、期中総流通高が5,655百万円(前期比258百万円増)、期末買い手会員数が122千件(前期末比13千件増)となった。



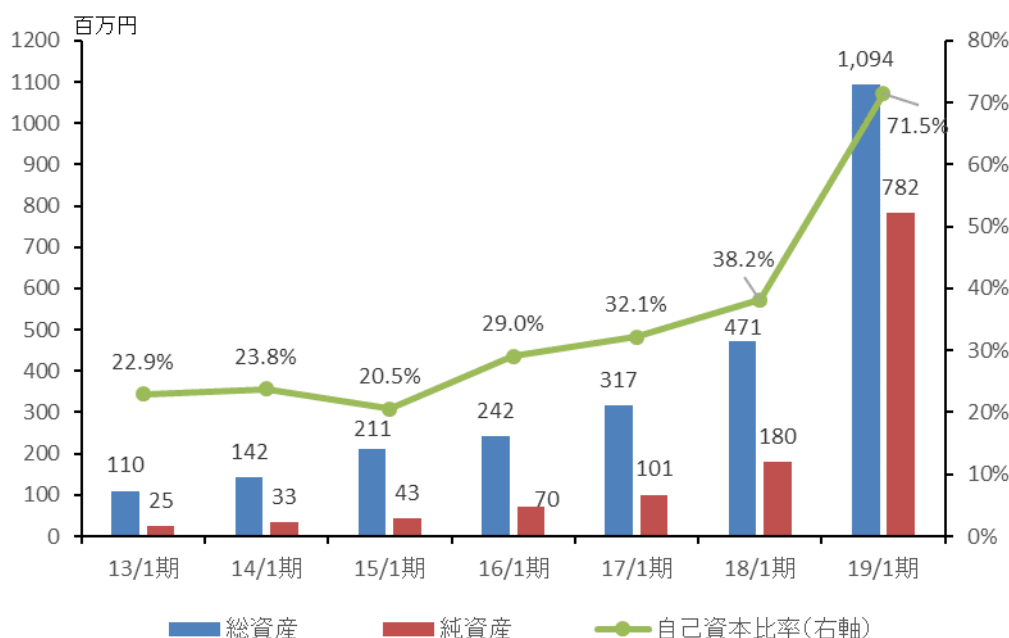
期初会社計画(営業収益 702 百万円、営業利益 178 百万円、経常利益 178 百万円、当期純利益 118 百万円)に対する達成率は、営業収益は 93.3%、営業利益は 82.0%、経常利益は 75.8%、当期純利益は 71.2% となった。また、カテゴリー別の営業収益は、「M マート」が前期比 13.4%増、「Bnet」が同 5.6%減、「卸・即売市場他、ソクハン」が同 1.2% 減となり、期初会社計画に対する達成率は、それぞれ 93.5%、92.6%、88.5%であった。

営業費用(販管費)は前期比 27 百万円増の 508 百万円となった。うち人件費は 324 百万円(前期比 5 百万円増)と期初会社計画の 347 百万円を下回ったが、人材採用費や上場感謝パーティー関連費用等が嵩み、人件費以外の営業費用は 184 百万円(同 22 百万円増)と期初会社計画の 176 百万円を上回った。この結果、19/1 期の営業利益率は 22.4%と期初会社計画の 25.4%を下回ったものの、前期比では 1.8%ポイント改善した。

◆ 上場時の公募増資により財務体質は大幅に良化

18 年 2 月上場時の公募増資を受けて、同社の自己資本比率は 18/1 期末の 38.2%から 19/1 期末は 71.5%へと上昇、財務体質は大幅に良化している(図表 17)。

【図表 17】 営業収益、経常利益、経常利益率の推移



(出所) M マート有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ 業務用食材卸売関連の上場企業との財務指標比較

業務用食材卸売関連の上場企業と財務指標を比較した。具体的には、食材の B2B 型 EC プラットフォームを提供するインフォーマート(2492 東証一部)、業務用食材卸大手で EC サイトも運営する久世(2708 東証 JQS)、飲食店支援サイトを運営し食材仕入先情報等を提供するシンクロ・フード(3963 東証一部)を比較対象企業とした。(図表 17)。

収益規模やビジネスモデル、増資タイミング等が異なっていることに留意する必要があるものの、同社の数値は、規模を除く、安全性、成長性、収益性の各項目において従来型卸売業がメインの久世を大きく上回っている。一方、インターネット型事業が主力であるインフォーマートやシンクロ・フードとの比較では、自己資本利益率と売上高成長率がインフォーマートを、固定長期適合率が両社を凌ぐものの、規模、収益性、成長性、安全性の大部分において、同社の数値は両社に対して見劣りする。

とはいえ、各指標の絶対水準自体は優れたレベルに達しており、同社の稼ぐ力や財務体質は、当該業界のなかで優良な部類に属していると考えられる。

【 図表 18 】 財務指標比較：業務用食材卸売関連の上場企業

項目	銘柄	コード	Mマート	インフォーマート	久世	シンクロ・フード
			4380	2492	2708	3963
		直近決算期	19/1期	18/12期	19/3期	19/3期
規模	売上高	百万円	655	7,639	66,006	1,787
	経常利益	百万円	135	2,335	372	687
	総資産	百万円	1,094	12,130	22,564	2,836
収益性	自己資本利益率	%	17.6	15.1	3.4	19.2
	総資産経常利益率	%	17.4	20.0	1.7	25.5
	売上高営業利益率	%	22.4	30.8	0.3	38.5
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	15.3	10.7	-0.6	28.2
	経常利益(同上)	%	黒字転換	4.6	-14.4	28.6
	総資産(同上)	%	65.3	3.2	6.1	54.0
安全性	自己資本比率	%	71.5	84.6	27.2	84.8
	流動比率	%	329.8	434.2	111.9	608.1
	固定長期適合率	%	8.2	40.2	79.9	14.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出  
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### 3. 非財務面の分析

#### > 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 19)。

【図表 19】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・「Mマート」の出店数	906社(前期比115社増)	
		・「Bnet」の出店数	247社(前期比14社減)	
		・「卸・卸売市場、ソクハン」の出品社数	開示なし(5,000社強で増加傾向)	
		・「各サイト」における1店舗当たり出品数	開示なし	
		・「Mマート」の総流通高	4,340百万円(前期比8.0%増)	
		・「Bnet」の総流通高	228百万円(前期比14.0%減)	
	関係資本	・運営サイト毎にバラツキはあるが、全社ベースの総流通高の増加	・「卸・卸売市場、ソクハン」の総流通高	1,086百万円(前期比2.1%減)
			・「各サイト」におけるCVR	開示なし
			・「Mマート」のテイクレイト	10.0%(前期比0.4%ポイント増)
			・「Bnet」のテイクレイト	38.6%(前期比3.5%ポイント増)
			・「卸・卸売市場、ソクハン」のテイクレイト	11.3%(前期比0.1%ポイント増)
			・テイクレイトは総じて向上	
ブランド	・業務用食材卸サイト分野における存在感あり	・業界でのシェア	業務用食材卸サイトではNo.1	
		・トラフィック量(UU、PV、MAU等)	開示なし	
		・買い手による口コミ・評価の蓄積	開示なし	
		・サーチエンジンによる検索順位	開示なし	
		・メディア(マス、キュレーション等)露出度	開示なし(トップインタビュー等はHPで紹介)	
		・「Mマート」登録会員数	122,002件(前期比13,752件増)	
ネットワーク	・全社ベースの買い手(利用者)は増加	・「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
		・架電営業による出店獲得	・営業要員数	全社員の2/3程度
		・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
		・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
組織資本	・「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	
		・創業期からの期間	2000年2月の創業から19年3カ月経過	
		・代表取締役社長による保有	745千株(30.50%)	
		・代表取締役社長以外の取締役による保有(監査役は除く)	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%)	
		・役員報酬総額(取締役)	79,350千円(6名)	
		・社外取締役、監査役は除く		
人的資本	経営陣	・サクセッションプラン	特になし	
		・正社員数	33名(前期比横ばい)	
		・平均年齢	46歳10カ月(前期比1ヵ月増)	
		・平均勤続年数	4年2カ月(前期比5ヵ月増)	
		・平均年間給与	4,134千円(前期比11.5%増)	
		・契約社員等臨時従業員数	11名(前期比横ばい)	
	従業員	・離職率	開示なし	
		・従業員持株会	あり(上場後発足、加入社員数の開示なし)	
		・特別インセンティブ制度はない	・ストックオプション	なし
		・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		
		・特別インセンティブ制度はない		
		・創業期である代表取締役社長の存在		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は19/1期、または19/1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年超が経過するなかで、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ろう。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、環境対応に関する領域において、業界内で食品が大量廃棄されている現実に対して高い問題意識を有しており、食材の処分品サイト等を運営することで、いわゆる「食材ロス問題」の改善に取り組んでいる。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、行動規範のなかで、「Mマートは、法令を遵守し、行動します。Mマートは、基本的人権を尊重します(私たちは、人種・皮膚の色・宗教・信条・性別・社会的身分・門地・障害・性的指向などのあらゆる差別を否定し、法令に基づき正しい行動をとります)。Mマートは、知的財産権を尊重します(私たちは、財産的価値を有する知的財産権の保全に努め、また、第三者の知的財産権も尊重します)。Mマートは、公正な商取引を尊重します(私たちは、道徳や商慣習も含めた法令に基づき、公正な商取引による適正な企業活動を実践します)。Mマートは、法令遵守の社員教育を徹底します(私たちは、社員が社会の一員として相応しい行動をとることを目的に必要な教育を実施します)。Mマートは、反社会的取引を防止します(私たちは、反社会的勢力との関係を一切持たず、断固とした態度であらゆる不当要求を拒否します)。」を社会に対する誓いとして掲げている。

また、創業者で代表取締役社長の村橋氏は「業者間取引のあらゆる要望に対応可能な効率的市場を運営することで、流通業界の生産性を高めることを目指す」、「常に買い手目線のサイト運営を基本とする」としており、事業活動を通じて、飲食店や業者向け食材卸売業者、生産者等の中小企業が抱える問題解決に貢献している。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は監査役会設置会社である。

同社の取締役会は6名で構成され、うち1名が社外取締役である。社外取締役の神崎行哉氏は、伊藤忠商事(8001 東証一部)に入社後、東日本フレッシュベーカーリーの代表取締役社長、伊藤忠米国の副社長、伊藤忠フレッシュの代表取締役社長、イセデリカの代表取締役社長を歴任し、17年4月から同社社外取締役を務め、独立役員に指定されている。

同社の監査役会は、常勤監査役1名、非常勤監査役3名の合計4名で構成されている。非常勤監査役の3名全員が社外監査役であり、独立役員に指定されている。

16年1月から同社常勤監査役の橋本秀雄氏は、安宅産業(現伊藤忠商事)に入社、総合商社での22年を経て、米久やチムニー(3178 東証一部)、Distinctive Foods LLCで要職を歴任し、現在に至っている。16年8月に非常勤監査役に就任した中田秀幸氏は、税理士・行政書士で中田会計事務所の代表との兼任である。17年4月から社外監査役を務める土居明史氏は公認会計士であり、監査法人トーマツを経て、現在はシティア公認会計士共同事務所、エイゾン・パートナーズの代表パートナーとの兼任である。17年12月に非常勤監査役に就任した石田敦信氏は、公認会計士で青山監査法人、中央監査法人、エスプール(2471 東証二部)を経て、現在はトキワユナイテッドパートナーズのパートナー、トキワフィナンシャルアドバイザーの代表取締役との兼任である。

なお、同社は行動規範のなかで、「Mマートは、業績の向上、業務の効率化を迫及し、適正な株主還元に努めます。Mマートは、自分の目標数字に責任を持ちます。私たちは、株主の皆様と約束したことは、必ず達成できるよう一生懸命尽くします。Mマートは、株主の皆様との積極的な会話に努めます。私たちは、株主の皆様からの声を尊重し、経営に活かします。Mマートは、コンプライアンスを何よりも大事に行動します。私たちは、いかなる時も法令に従って行動し、透明性の高い経営に努めます。」を株主への誓いとして掲げている。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 競争力の強化

同社は現在のところ業務用食材卸サイトの分野で順調な事業拡大を継続しているが、競合各社との競争は厳しく、業界を取り巻く環境も絶えず変化している。この点、同社は競争力を強化するために、売り手・買い手双方が抱える課題を素早く察知し、解決の手段・機会を提供することに注力している。安定的に増加する買い手会員登録数に比べて、ボラティリティが高くみえる出店社獲得の動向に引き続き注目しておきたい。

#### ◆ 技術革新への対応

同社は、システム開発を全て内製化しているため、常に外部環境における IT の進化を注視しながら対応する必要がある。また、サイバーセキュリティへの対応も重要である。IT の進化は極めて早く、サイバー攻撃によるリスクも一段と高まっており、技術革新への適切な対応は大きな課題である。

#### ◆ 財務戦略の進化

同社は、企業価値を高めるためにキャッシュ・フロー重視の経営を推進しており、着実に財務体質を強化してきた点は評価できる。ただ、上場時の公募増資によるものとはいえ、19/1 期末の総資産に占める現預金の比率は自己資本比率の 71.5%を上回る 82.9%に達し、19/1 期の ROE (自己資本利益率) は 17.6%と 18/1 期の 55.4%から大きく低下している。東証マザーズ上場企業として、一段の企業成長を目指すことは当然として、今後は資本効率にも十分配慮した財務戦略への進化が求められよう。

#### ◆ 人材の確保・育成

同社は、自社によるシステム開発と架電営業による出店獲得を成長の両輪としており、当該分野の人材確保と育成は極めて重要な経営課題である。この点、同社は、上場時に調達した資金全額 (517 百万円) を営業収益増加に直接関係する分野であるシステム開発要員・営業要員の増員費用に充当するとしているが、19/1 期末の従業員数は 44 名と前期比横ばいであった。20/1 期末の従業員数は 52 名と 19/1 期末の 44 名から 8 名増を計画しており、その進捗状況が注目される。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 「ストック、拡張、最適化」で好循環の加速を目指す

同社は、自社の成長ステージが「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」という好循環に突入したと判断している。そして、その好循環を加速する成長戦略として、「ストックの積み上げ」、「同一ストックを利用

したリスクのない新市場の拡張、「全社レベルでの最適化」を推進する方針である。

#### ◆ 出店獲得が鍵を握る「ストック積み上げ戦略」

同社は、買い手を獲得するための広告宣伝は一切行っておらず、買い手目線のサイト運営を通じた安定的・継続的な買い手増加を実現している。一方、売り手については、好循環効果を追い風としながらも、やはり営業活動が出店獲得の重要な原動力となる。

よって、架電による営業力を質・量とも如何に引き上げられるかが「ストック積み上げ戦略」の鍵を握ると考えられる。この点、同社は上場効果として人材市場における知名度向上や継続的な人員強化を可能とする財務体質の強化を実現しており、その効果を実際に人材の確保・育成につなげられるかが注目される。

#### ◆ 深掘り・細分化による「拡張戦略」

同社は、これまでも同ストック（売り手と買い手）に対して、双方のニーズ・課題を素早く察知し、同社の新たなサービスとして提供することを通じ事業を拡張してきた。具体的には、「M マート」を出発点に「Bnet」や「卸・即売市場」、「ソクハン」といったサイトを展開、さらにはサイト内に「大ロー括コーナー」や「アサトレ」、「チューオク」、「蔵前渡し」といった特徴ある販売カテゴリーを設定することで、より効率的な売り手と買い手のマッチングを促進している。

こうした、深掘り・細分化による「拡張戦略（クロスセル・アップセル戦略）」は、一般的にリソース分散を回避しやすく、シナジー効果による事業拡大も期待できる。同社の場合、各サイトの KPI 推移をみる限り、シナジー効果を読み取ることは難しいが、「拡張戦略」が総流通高の拡大とテイクレートの向上につながっていることは明らかである。

#### ◆ 「最適化戦略」の先にみえる新たな成長フロンティア

同社は、「最適化戦略」として、①デジタルマーケティングを駆使した新たな利用者の獲得、②システム全般、経理、営業など全ての領域の効率化を挙げている。とりわけ、デジタルマーケティングに関しては、長年に亘るビッグデータ蓄積と活用実績に加えて、サイト閲覧者の特性が明確であることから、広告モデル型の事業展開やパートナー戦略による新領域開拓につながる可能性を持つと考えられる。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 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 20 のようにまとめられる。

【 図表 20 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 業務用食材卸サイトで業界No1である優位性</li> <li>- 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</li> <li>- 各種データ（売買価格やロコミ・評価等）の蓄積</li> <li>・ 高品質と低価格を両立する仕組みの確立</li> <li>・ 完全自社システムならではの柔軟性</li> <li>・ 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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 大きくない事業規模</li> <li>・ 創業者である代表取締役社長への高い依存度</li> <li>・ 模倣されやすいビジネスプロセス</li> <li>・ 不十分なパートナー戦略（特に物流・決済分野）</li> <li>・ 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)</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ B2B-EC市場の拡大継続</li> <li>・ 既存ストック（売り手と買い手）に対する深掘り余地</li> <li>・ 上場による知名度の向上（ブランド認知、人材採用）</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 競争の激化</li> <li>- 強みに述べた好循環の変調</li> <li>- テイクレートの低下</li> <li>・ 技術革新に伴うビジネスモデルの陳腐化</li> <li>- 標準EDIの普及とAIによるマッチング技術の進化など</li> <li>・ 売り手・買い手に対するリテンションコストの増大</li> <li>・ 大規模なシステム障害発生</li> <li>・ 営業要員とシステム開発要員の不足</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 軸がブレない経営戦略は評価できる

同社は、いち早くインターネットの可能性に気付き、買い手目線のサイト運営を基本に据え、ビッグデータ活用による高品質と低価格の両立やターゲット領域の深掘り・細分化による事業拡張を実践してきた。こうした軸のブレない経営戦略は、収益拡大という財務価値を形成しただけでなく、人的資本や組織資本、関係資本として蓄積されており、高く評価できる。



**◆ EC と AI が当たり前になったときの経営戦略に注目**

現時点における同社の経営戦略は、事業領域における B2B-EC 市場の成長を前提に、先行者メリットとしての好循環を加速させることを目指したものであり、納得度は高い。しかしながら、将来的に EC による食材調達や AI (人工知能) によるマッチングが当たり前になる蓋然性は高く、国策の後押しやデジタルリテラシーが高い世代への事業承継等で産業構造の変化が加速する可能性もある。

証券リサーチセンター (以下、当センター) としては、①人的要員不足が事業拡大のボトルネックとなりうるビジネスモデルであること、②事業規模が小さく独自のエコシステム形成が難しいなかでパートナー戦略が不明瞭であることは長期的観点で留意すべきだと考えている。EC・AI での業務用食材調達が当たり前になったとき、「同社の業界ポジションはどうか」、「同社はどのような差別化戦略を打てるのか」といった点を見据えた議論が社内で行われ、長期的な視点に立った経営戦略が策定されることに期待したい。

**> 今後の業績見通し****◆ 20 年 1 月期会社計画**

20/1 期の会社計画は、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) である (図表 21)。

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%ポイントの向上を予想している。

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。

【 図表 21 】 M マートの 20 年 1 月期の業績計画

(百万円、社、名)

	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期単体	
	単体実績	単体実績	単体実績	会社計画	前期比
営業収益	532	606	655	747	14.0%
Mマート	311	384	435	504	15.8%
Bnet	91	93	88	90	2.0%
卸・即売市場他、ソクハン	125	124	123	145	18.1%
営業費用(販管費)	479	481	508	535	4.9%
人件費	324	316	324	363	11.9%
その他	155	165	183	171	-6.7%
営業利益	52	124	146	212	44.7%
売上高営業利益率	9.9%	20.6%	22.4%	28.4%	-
経常利益	52	119	135	205	51.4%
売上高経常利益率	9.9%	19.7%	20.7%	27.4%	-
当期純利益	31	78	84	142	67.7%
売上高当期純利益率	6.0%	12.9%	12.9%	19.0%	-
出店数(社)	1,033	1,052	1,153	1,332	15.5%
Mマート	751	791	906	1,056	16.6%
Bnet	282	261	247	276	11.7%
従業員数(名)	53	44	44	52	18.1%
正社員	41	33	33	41	24.2%
臨時社員	12	11	11	11	-

(出所) Mマート有価証券報告書、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

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 20/1 期業績について、営業収益 708 百万円(前期比 8.1%増)、営業利益 190 百万円(同 29.6%増)、経常利益 188 百万円(同 39.0%増)、当期純利益 130 百万円(同 54.4%増)と、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 22)。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を見込んだためである。

カテゴリー別の営業収益は、「M マート」が 493 百万円(前期比 13.3%増)、「Bnet」が 85 百万円(同 3.4%減)、「卸・即売市場他、ソクハン」が 122 百万円(同 0.8%減)とした。具体的な手順としては、①カテゴリー別に店数と 1 店舗当たり流通高の傾向分析を行い、そこから算出した総流通高に、②1 店舗当たり平均出店料動向等を踏まえて想定したテイクレートを乗じることでカテゴリー別営業収益を予想している。

会社計画では、19/1期における「Bnet」と「卸・即売市場他、ソクハン」の減収を営業要員の退社や配送業者の値上げと相次ぐ自然災害の影響等によるものとし、20/1期には増収に転じることを予想している。これに対し、当センターでは過去3年の各種KPI動向を勘案し、慎重に見通すこととした。

営業費用は、前期比1.9%増の518百万円と予想した。予想手順としては、営業費用を人件費、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、各項目の予想を積み上げる手法を用いている。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6.2%増の344百万円、それ以外は同5.6%減の174百万円である。

会社計画に比べ、人件費の増加を低めにみた理由は、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、期末従業員数を前期比3名増の47名（会社計画は52名）と置いたためである。なお、人件費以外については、上場感謝パーティー費用の剥落を織り込み、会社計画並みの水準を見込んでいる。

結果、20/1期の営業利益率は26.8%と会社計画の28.4%は下回るも、19/1期に対しては4.4%ポイントの改善を予想している。

21/1期は、営業収益767百万円（前期比8.2%増）、営業利益214百万円（同12.8%増）、経常利益213百万円（同12.9%増）、当期純利益147百万円（同12.9%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553百万円（前期比12.2%増）、「Bnet」が83百万円（同2.4%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。「Bnet」の減収継続を見込んでいるのは、17/1期をピークに減少傾向にある出店数の反転に確信が持てないためである。

営業費用は、前期比6.5%増の552百万円と予想した。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7.7%増の370百万円、それ以外は同4.2%増の181百万円である。人件費予想は期末従業員数50名（前期末比3名増）を前提としている。また、人件費以外については、地代家賃は横ばい前提、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28.0%と前期比1.2%ポイントの改善を予想している。

22/1 期は、営業収益 816 百万円（前期比 6.5%増）、営業利益 231 百万円（同 7.7%増）、経常利益 229 百万円（同 7.7%増）、当期純利益 159 百万円（同 7.7%増）と予想した。

カテゴリ別の営業収益としては、「M マート」が 606 百万円（前期比 9.6%増）、「Bnet」が 80 百万円（同 3.6%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。「Bnet」を減収としている理由は、21/1 期予想と同様である。

営業費用は、前期比 6.0%増の 585 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 7.2%増の 397 百万円、それ以外は同 3.6%増の 188 百万円である。人件費予想は期末従業員数 53 名（前期末比 3 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 28.3%と前期比 0.3%ポイントの上昇を予想している。

【 図表 22 】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)
<b>損益計算書</b>							
営業収益	532	606	655	747	708	767	816
前期比	24.4%	14.0%	8.1%	14.0%	8.1%	8.2%	6.5%
Mマート	311	384	435	504	493	553	606
Bnet	91	93	88	90	85	83	80
卸・即売市場他、ソクハン	125	124	123	145	122	122	122
その他	3	3	8	7	7	7	7
総流通高	4,729	5,396	5,655	-	6,096	6,492	6,809
Mマート	3,330	4,020	4,340	-	4,800	5,203	5,529
Bnet	305	265	228	-	216	209	200
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	1,014	1,110	1,194
Bnet	282	261	247	276	240	230	220
買い手会員数(店)	91,714	108,250	122,002		134,002	144,202	152,602
営業費用(販管費)	479	481	508	535	518	552	585
売上高販管費率	90.1%	79.4%	77.6%	71.6%	73.2%	72.0%	71.7%
営業利益	52	124	146	212	190	214	231
前期比	-	136.2%	17.7%	44.7%	29.6%	12.8%	7.7%
売上高営業利益率	9.9%	20.6%	22.4%	28.4%	26.8%	28.0%	28.3%
経常利益	52	119	135	205	188	213	229
前期比	-	125.5%	13.9%	51.4%	39.0%	12.9%	7.7%
売上高経常利益率	9.9%	19.7%	20.7%	27.4%	26.6%	27.8%	28.1%
当期純利益	31	78	84	142	130	147	159
前期比	-	146.6%	8.4%	67.7%	54.4%	12.9%	7.7%
売上高当期純利益率	6.0%	12.9%	12.9%	19.0%	18.5%	19.3%	19.5%

(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 23 】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)
<b>貸借対照表</b>							
現金及び預金	138	295	906	-	1,052	1,188	1,333
売掛金	11	12	15	-	17	19	20
営業未収金	86	84	95	-	106	115	122
その他	13	14	13	-	12	11	12
流動資産	248	405	1,029	-	1,187	1,333	1,487
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	-	1,250	1,395	1,547
短期借入金	30	30	30	-	30	30	30
未払金	2	12	3	-	3	3	4
未払法人税等	1	43	34	-	40	45	49
前受金	61	52	55	-	59	64	68
その他	121	154	190	-	206	217	225
流動負債	215	291	312	-	338	359	376
純資産合計	101	180	782	-	912	1,036	1,170
(自己資本)	101	180	782	-	912	1,036	1,170
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>							
税金等調整前当期純利益	50	119	135	-	188	213	229
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	-	-2	-1	-1
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	-	4	4	4
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	-	-52	-60	-67
その他	15	10	2	-	6	4	4
営業活動によるキャッシュ・フロー	95	157	95	-	145	161	169
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	-	115	106	114
現金及び現金同等物の期首残高	30	95	222	-	804	919	1,025
現金及び現金同等物の期末残高	95	222	804	-	919	1,025	1,140

(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。

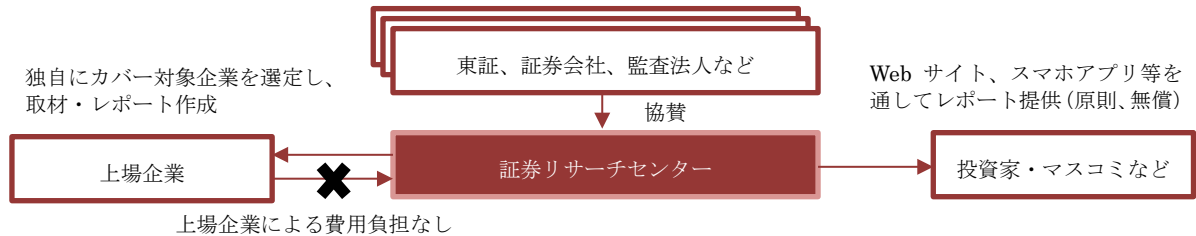
### ◆ テイクレートが低下する可能性

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、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。