

ホリスティック企業レポート

そ う
SOU

9270 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2019年2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 20190205

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 国内外で展開する自社オークションの拡大により増益基調が継続しよう

1. 会社概要

- ・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。
- ・18/8 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 62.0%(うち、国内 56.2%、海外 5.8%)、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 33.6%、小売が 4.4%である。

2. 財務面の分析

- ・16/8 期～18/8 期の連結決算では、買取店舗の拡大による仕入れの増加や、仕入れ時の値付け精度の向上等による利益率の改善等を背景に、売上高は年平均 19.8%、営業利益は同 82.6%増加した。
- ・類似企業に比べ、収益性と成長性の観点で魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、同業他社への商材供給モデルにある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、継続的な買取店舗の出店によって、ブランドリユース業界における国内シェア首位を目指すと共に、次の成長の柱として、海外ビジネスの強化にも取り組んでいる。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、19/8 期第 1 四半期の実績や同社の施策を踏まえ、同社の売上高や営業利益の計画はやや保守的であると判断し、19/8 期は前期比 14.2%増収、21.5%営業増益と予想した。
- ・20/8 期以降は、国内外の自社オークションが業績を牽引すると想定し、20/8 期は前期比 11.2%営業増益、21/8 期は同 15.1%営業増益と予想している。

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】

	2019/2/1
株価 (円)	6,440
発行済株式数 (株)	6,072,580
時価総額 (百万円)	39,107

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	30.1	28.4	25.8
PBR (倍)	6.7	5.7	4.9
配当利回り (%)	0.8	0.9	1.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	6 カ月
リターン (%)	-3.3	5.9	14.3
対TOPIX (%)	-7.8	11.2	27.8

【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)
2017/8	22,685	3.2	1,030	83.1	1,139	153.6	570	8.4X	102.4	583.7	88.0
2018/8	31,529	39.0	1,876	82.2	1,806	58.5	1,242	117.7	214.2	954.9	51.5
2019/8 CE	35,650	13.1	2,200	17.2	2,130	17.9	1,450	16.7	238.9	—	未定
2019/8 E	36,017	14.2	2,281	21.5	2,229	23.4	1,378	10.9	226.9	1,130.3	60.0
2020/8 E	39,350	9.3	2,537	11.2	2,487	11.6	1,516	10.0	249.7	1,320.0	65.0
2021/8 E	42,800	8.8	2,921	15.1	2,872	15.5	1,769	16.7	291.3	1,546.3	75.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。17年11月25日付で1:5の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正。

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・経営理念・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

◆ 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

S O U (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、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事業を展開している。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。また、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。

◆ 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(07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。

◆ 商品仕入れは3つの業態の買取店舗を中心に行っている

同社グループは、ブランド品、時計、宝飾品、貴金属、骨董・美術品等の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、18/8期末時点で全国に48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	24	12	4	3	2	1	1	1	48
BRAND CONCIER	4	1	1	0	0	0	0	0	6
古美術八光堂	3	2	1	1	0	1	1	0	9
合計	31	15	6	4	2	2	2	1	63

(注) 18/8 期末時点

(出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

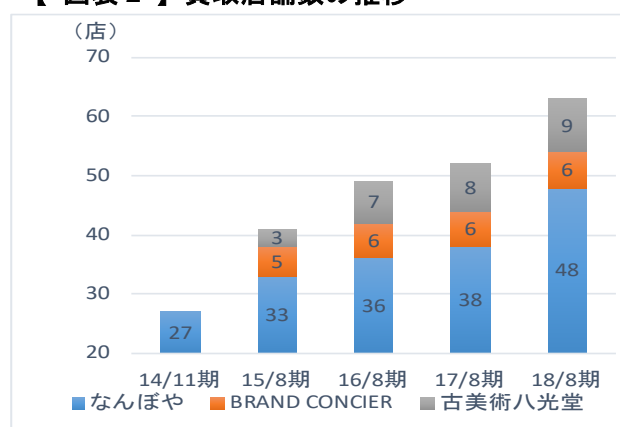
なんぼやでは、サロンのような入店しやすい店舗デザインと、利用者のブランド品との出会いと別れのストーリーを聞くという独自の接客スタイルで顧客満足度を高める取り組みに力を入れている。

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 18/8 期末時点で東名阪に 6 店を展開している。BRAND CONCIER は、業界で初めて、電話やインターネットで予約できる買取専門店であり、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、18/8 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) 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

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売却希望商品を所有する個人の自宅にバイヤーが訪問して、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 40 名が在籍している古美術八光堂で行われており、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くなっている模様である。

同社の従業員数は、18/8 期末時点で連結ベースが 421 名、単体ベースが 342 名である。単体従業員の業務別内訳は、バイヤー約 130 名を含む営業本部が約 160 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、カスタマーサポートや品質管理等を含む事業戦略本部が約 60 名、管理部門が約 50 名となっている。

◆ 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。18/8 期の商品別売上高構成比は、時計 38.7%、地金（貴金属）18.6%、宝飾品 18.4%、バッグ 10.6%、骨董品 7.1%、アパレル・小物等その他 6.6%となっている。

◆ 業者向けオークションでの卸販売が主力販路

一般消費者から店頭買取等によって仕入れた商品は、同社及び STAR BUYERS LIMITED、古美術八光堂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。

18/8 期の販路別売上高構成比は、自社オークションが 62.0%（うち、国内 56.2%、海外 5.8%）、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 33.6%、小売が 4.4%である（図表 3）。

【図表3】販路別売上高の推移

(単位:百万円)

品目別	17/8期 売上高	18/8期		
		売上高	構成比	増減率
自社オークション	14,502	19,557	62.0%	34.9%
うち国内	13,792	17,732	56.2%	28.6%
うち海外	710	1,824	5.8%	156.9%
他社販路	7,292	10,589	33.6%	45.2%
小売	890	1,382	4.4%	55.3%
合計	22,685	31,529	100.0%	39.0%

(出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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。

18/8期は月間平均で約16,000点の商品が出品され、15,000点以上が落札された(落札率は約95%)。

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、17/8期2回、18/8期4回の開催実績がある。18/8期においては、試験的に時計のオークションを2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 売上高	16/8期 売上高	17/8期 売上高	18/8期		
				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	100.0%	34.9%
うち国内	11,100	15,500	13,792	17,732	90.7%	28.6%
うち海外	-	-	710	1,824	9.3%	156.9%
落札率	98.6%	95.1%	95.6%	94.7%		

(出所) SOU決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 国内他社市場での骨董・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、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 期以降については、国内他社市場での卸販売は縮小に向かうと推測される。

◆ 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。18/8 期の海外売上高 3,191 百万円のうち、自社オークションでの売上高 1,824 百万円を除いた 1,367 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		19/8期	
	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%

(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も行っている。

16 年 10 月に東京・銀座に旗艦店を開設した「ALLU(アリュー)」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。EC サイトも運営しており、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」にも出店している。18 年 9 月には、大阪の心斎橋にも 2 号店をオープンした。

18/8 期の ALLU の売上高の 15.7%は EC によるものである。ALLU での購入者の割合を国籍別にみると、中国が 61%、日本が 19%、東南アジアが 8%、その他が 12%となっている。

◆ 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)」の運営を 17 年 10 月から行っている。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、時計、ブランドジュエリー、バッグ、ブランド小物（財布等）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。登録した商品の過去からの価格推移や、登録商品の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プロモーションを実施していないが、18/8 期末時点で、アプリのユーザー数は約 1.8 万人、登録資産総額は約 29 億円に達している。miney は、同社の買取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、18/8 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 63.9 日、総

資産回転期間（期中平均総資産÷1日当たり売上高）は129.4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63店を展開する買取店舗では、その利用者（18/8期で3業態合計で約22万人）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2.4%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。高額のブランド品等、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。18/8期の取扱商品の平均単価は約5万円、買入点数は約50万点となっている。

(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、一般消費者から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、18/8期の原価率は72.8%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%の水準でコントロールする方針を採っている。

> 業界環境と競合**◆ フリマアプリを牽引役とした中古品売買市場は更に拡大へ**

経済産業省が30年4月に公表した電子商取引に関する市場調査によれば、国内における個人の中古品売買(リユース)市場は約2.1兆円と推測されている。内訳としては、中古業者による店舗での取引額が約1兆円、中古業者によるネットショップでの取引額が約2,600億円、フリマアプリが4,835億円、ネットオークション(C to C)が約3,569億円となっている。尚、これらの数値には、中古の自動車やバイク等の取引が含まれていないほか、C to C以外のネットオークションや、B to Bでの取引、フリーマーケット・バザー等での取引は含まれておらず、実際の市場規模はもっと大きいと言われている。

また、経済産業省が環境省発表のデータ等を基にした試算したところ、過去一年間に使われなくなった商品の推定価値は7兆6,254億円に達している。急速に普及するフリマアプリ等を通じて、眠っていた商品がリユース取引の場に出てくると、中古品売買市場は更に拡大すると期待されている。

同社は買取店舗で商品を買取るものの、自社の小売店舗での販売は僅かであるため、同社の売上高が経済産業省の調査に直接反映されているわけではない。しかしながら、同社が買取った商品の多くは、同業他社の小売店舗やネットショップを通じて販売されており、中古業者による取引においては、急成長を続ける同社の存在感は大きくなっていると推測される。

◆ 上場する同業他社とはビジネスモデルが異なっている

同社グループの主要取扱品であるブランド品や宝飾品のリサイクル事業を手掛ける企業としては、同社の様な買取業者のほか、フリマアプリやネットオークションを展開するサービス事業者が挙げられる。サービス事業者としては、フリマアプリ「mercari」を手掛け

るメルカリ(4385 東証マザーズ)や、同「ラクマ」を展開する楽天(4755 東証一部)、ネットオークション「ヤフオク!」を提供するヤフー(4689 東証一部)が挙げられる。但し、サービス事業者は、ブランド品や宝飾品等に特化したサービスではないことや、買取販売ではなく、販売手数料を受領するビジネスモデルであることから、証券リサーチセンター(以下、当センター)では比較対象から除外した。

ブランド品や宝飾品の買取事業は、古物営業法による法的規制を受けているものの、参入障壁が高くないため、非上場企業を含めて、多くの企業がビジネスを展開している。同社以外の上場企業としては、店舗を通じた買取・販売を主力とするコメ兵(2780 東証二部)と大黒屋ホールディングス(6993 東証二部)、ネットを経由した宅配で買取った商品を主として自社及び他社サイトで販売するデファクトスタンダード(3545 東証一部)が挙げられる。

コメ兵は、03年に上場したブランド品リサイクル企業であり、本社のある愛知県名古屋市だけでなく、東京都や全国主要都市に店舗を展開している。18/3期の売上高構成比(外部顧客ベース)は、ブランド・ファッション事業が89.3%、タイヤ・ホイール等自動車用品を販売するタイヤ・ホイール事業が10.5%、その他事業が0.2%である。

主力のブランド・ファッション事業の18/3期の業績を見てみると、売上高(外部顧客ベース)が40,617百万円、セグメント利益が1,476百万円(同利益率3.6%)に達している。4社の中ではコメ兵が売上高トップであり、非上場企業を含めても最大手であると推測される。ただ、近年ではインバウンド消費の鈍化から高額品を中心に売上高が伸び悩んでおり、セグメント利益はピークであった15/3期(2,979百万円)から半減している。

大黒屋ホールディングスは、照明器具の製造販売を祖業とする森電機が、47年に質屋として創業し、中古ブランド品の買取業者として成長した大黒屋を13年に買収して業態転換した企業グループである。18/3期の売上高構成比は、質屋・古物売買業が98.2%、電機事業が1.8%である。

主力の質屋・古物売買業の18/3期の業績を見てみると、売上高が20,090百万円(うち、日本15,089百万円、欧州5,001百万円)、セグメント利益が1,188百万円(同利益率5.9%、但し、各セグメントに配分されていない全社費用を売上高で按分すると3.6%に低下する)となっている。近年ではインバウンド消費の鈍化や円高による商品価格の割高感から高額品を中心に売上高が伸び悩んでおり、セグメント利益はピークであった15/3期(2,805百万円)の約4割に落ち込んでいる。

デファクトスタンダードは、04年に設立され、16年に上場したブランド・ファッション商品のリユース企業である。主力事業は、一般消費者からの宅配買取によって仕入れた商品を自社運営する「ブランドフェアオークション」や、ヤフオク!等の他社が運営するオークションやECサイトを通じて販売するネット専業リユース事業である。リユース品としての販売価格が1,000円～10,000円の商品を主力商品としている。18/9期の売上高構成比は、ネット専業リユース事業が94.3%、外部業者への卸販売やシステム販売等によって構成されるその他事業が5.7%である。

18/9期業績は、売上高11,568百万円(前期比10.0%増)、営業利益423百万円(同3.4%減)であった。売上高は10%前後の伸びを維持したものの、販売単価が10,000円前後となる商品の買取を強化したことに伴い、売上総利益率が前期の51.4%から49.0%に低下したため、営業減益を余儀なくされた。

ここで取り上げた3社は、一般消費者から商品を仕入れて、別の一般消費者に転売するC to B to Cのビジネスモデルであり、東京証券取引所による業種分類も小売業となっている。一方、同社はC to B to Bのビジネスモデルであり、卸売業に分類されている。

同社は、他3社に比べて、棚卸資産回転率や総資産回転率等によって測定される資産効率が高いが、その主因はビジネスモデルの違いにあると当センターでは考えている(図表6)。また、従業員(臨時雇用者を含む)1人当たりの売上高も高いことから、営業利益率も他社を上回る水準となっている。

【図表6】ブランド品等のリユースを主力事業とする上場企業

(単位:百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	サービス名・主要店舗名	期中平均従業員数	一人当たり売上高	棚卸資産回転率(回)	総資産回転率(回)
9270	SOU	2018年8月期	31,529	1,876	6.0%	なんぼや	533	59	5.7	2.8
2780	コメ兵	2018年3月期	45,497	1,625	3.6%	KOMEHYO	949	47	3.1	1.7
6993	大黒屋ホールディングス	2018年3月期	20,452	699	3.4%	大黒屋	615	33	3.5	1.5
3545	デファクトスタンダード	2018年9月期	11,568	423	3.7%	ブランドフェア	821	14	4.6	2.8

(注) 各指標の数値は、ブランド品等のリユース以外の事業を含む。期中平均従業員数は臨時雇用者を含む。棚卸資産回転率は売上原価÷期中平均棚卸資産、総資産回転率は売上高÷期中平均総資産

(出所) SOU及び各社の有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

骨董・美術品を対象とする古美術八光堂の競合先としては、鑑定士 27 人を擁する本郷美術骨董館（東京都文京区）、創業 80 年超を誇る思文閣（京都府京都市）、年間 3 万点以上の買取実績を持つアート買取協会（愛知県名古屋市）等が挙げられる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 寄本社長がブランド品等のリユース業を目的として 11 年に設立
同社の創業者である寄本晋輔^{さきもとしんすけ}氏は、サッカー J リーグのガンバ大阪等でプレーした後、父親がリサイクル業を営んでいたことから、兄二人と家電や厨房機器等のリサイクル販売を行う株式会社 MKS コーポレーション（現株式会社ニュースタンダードグローバルオフィス）を 04 年に設立し、常務取締役役に就任した。

その後、兄二人が洋菓子の製造販売に乗り出した一方、寄本晋輔氏は、リユース品の中でも成長が見込めると判断したブランド品に取扱品目を切り替えた上で、リユース業を取り仕切るようになった。07 年 3 月に、なんぼや業態の 1 号店となる難波本店をオープンし、その後、大阪府、東京都、神奈川県に計 9 店出店した（11 年 12 月時点）。

11 年 12 月、事業分割によって設立された同社に、ブランド品リユース事業が移管され、寄本晋輔氏が同社の代表取締役社長に就任した。

13 年 4 月には、大阪より市場が大きく、リユース品を高い価格で売却できると判断し、業者向けオークションである東京 STAR AUCTION（現 STAR BUYERS AUCTION）を東京オフィス内で開始した。

14 年には、利用者の店舗での待ち時間が長くなっていたことを受けて、業界初の予約可能な買取専門店 BRAND CONCIER の展開を開始し、銀座店をオープンした。

15 年には、世界有数のジュエリー市場である香港に事業基盤を有していた STAR BUYERS LIMITED を買収し、完全子会社化した。

16 年 10 月、小売ブランド ALLU の展開を開始し、銀座に 1 号店を出店すると共に、EC サイトを開設した。

17 年 2 月には、骨董品・美術品分野の強化を目的に、株式会社古美術八光堂を買収し、完全子会社化した。

18 年 3 月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場した。

◆ 経営理念

同社は、「そうきたか！をつくる。」というミッションを掲げている。顧客や共に働く仲間への想い、取り扱う商品に込められた想いを大切にしながら、企業活動を通して世の中に「そうきたか！」と言わせるような新たな視点を提供したいと願っている。

「世界のプライスをもっとオープンにし、売買をスマートにする。」という経営ビジョンを表明している。

◆ 株主

18/8 期株主総会招集通知に記載されている株主の状況は図表 7 の通りである。18 年 8 月末時点において、寄本晋輔社長、社長の資産管理会社である S F プロパティマネジメント合同会社の保有分は合計で発行済株式総数の 67.3%に達している。その他の株主には、機関投資家、社長の兄等が名を連ね、大株主上位 10 名で 91.8%の株式を保有している。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主（敬称略）	18年8月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	
S F プロパティマネジメント合同会社	3,863,100	63.64%	1	代表取締役社長の資産管理会社
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	667,300	10.99%	2	
寄本晃次	224,000	3.69%	3	代表取締役社長の兄
寄本晋輔	224,000	3.69%	3	代表取締役社長
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	174,300	2.87%	5	
岡村茂樹	147,300	2.43%	6	
BBH/SUMITOMO MITSUI TRUST (UK) LIMITED FOR SMT TRUSTEES (IRELAND) LIMITED FOR JAPAN SMALL CAP FUND CLT AC 常任代理人 株式会社三井住友銀行	82,400	1.36%	7	
野村信託銀行株式会社（投信口）	75,800	1.25%	8	
資産管理サービス信託銀行株式会社（証券投資信託口）	71,000	1.17%	9	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC) 常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行	45,378	0.75%	10	
(大株主上位10位)	5,574,578	91.83%	-	
発行済株式総数	6,070,510	100.00%	-	

（出所）S O U 18/8 期株主総会招集通知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13/11期以降の数値が開示されている。15/8期は、決算期変更による9カ月決算であったため、過去5期の年平均成長率は算出できない。13/11期と18/8期の単体決算を比較すると、買取店舗数の拡大等を背景に、売上高は4.6倍、経常利益は6.6倍に拡大した(図表8)。

【図表8】SOUの単体業績推移

(単位:百万円)

	13/11期	14/11期	15/8期	16/8期	17/8期	18/8期
売上高	6,347	12,406	15,587	21,451	21,849	29,478
売上総利益	—	—	—	5,539	6,134	7,503
売上総利益率	—	—	—	25.8%	28.1%	25.5%
販売費及び一般管理費	—	—	—	4,937	5,278	5,826
販管費率	—	—	—	23.0%	24.2%	19.8%
営業利益	—	—	—	601	856	1,676
営業利益率	—	—	—	2.8%	3.9%	5.7%
経常利益	247	3,114	1,018	553	976	1,621
経常利益率	3.9%	25.1%	6.5%	2.6%	4.5%	5.5%
当期純利益	141	1,754	714	34	488	1,126
従業員数(人)	81	184	304	339	320	342
期末買取店舗数(店)	—	27	38	42	44	54

(注) 13/11期から15/8期までは未監査、15/8期は決算期変更による9カ月決算

(出所) SOU有価証券届出書、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

14/11期は、買取店舗の拡大やインバウンド需要の恩恵等によって、大幅な増収増益となった。9カ月決算となった15/8期と16/8期においては、買取店舗の増加を受けて、売上高の拡大は続いたものの、管理体制の強化に伴う人件費等のコスト増や本社移転関連費用の計上等により、経常利益は大幅な減益を余儀なくされた。

17/8期は、接客スタイルの見直しや、買取精度の向上等の取り組みに注力した一方、買取店舗の出店ペースを抑制した結果、売上高の伸びは大幅に鈍化したものの、採算の改善を目指した買取の実施や、小売店舗での販売強化による利幅の拡大を受けて、売上総利益率が改善したため、経常利益は大幅増益となった。

18/8期までの3期の連結決算では、1) 買取店舗の拡大によって仕入れが順調に増加したこと、2) 商品仕入れ時の値付け精度の向上や、小売販売や海外でのオークション開催による好採算の販路拡大により、売上総利益率が上昇したこと、3) 17年2月に子会社化した古美術八光堂の業績が貢献したこと、4) 従業員の採用抑制に伴い、販管費率が改善したことを受けて、売上高は年平均19.8%、営業利益は同82.6%増加した(図表9)。

【 図表 9 】 S O Uの連結業績推移 (単位: 百万円)

	16/8期	17/8期	18/8期
売上高	21,980	22,685	31,529
売上総利益	5,632	6,667	8,570
売上総利益率	25.6%	29.4%	27.2%
販売費及び一般管理費	5,070	5,637	6,693
販管費率	23.1%	24.9%	21.2%
営業利益	562	1,030	1,876
営業利益率	2.6%	4.5%	6.0%
経常利益	449	1,139	1,806
経常利益率	2.0%	5.0%	5.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	67	570	1,242
減価償却費	342	312	288
のれん償却額	1	83	147
EBITDA	906	1,425	2,312
EBITDAマージン	4.1%	6.3%	7.3%
従業員数 (人)	339	379	421
期末買取店舗数 (店)	42	52	63

(出所) S O U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

◆ 18 年 8 月期決算は前期比 39.0%増収、82.2%営業増益

18/8 期決算は、売上高が前期比 39.0%増の 31,529 百万円、営業利益が同 82.2%増の 1,876 百万円、経常利益が同 58.5%減の 1,806 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 117.7%増の 1,242 百万円となった (図表 10)。

【 図表 10 】 18 年 8 月期の業績

(単位: 百万円)

	販路別	17/8期	18/8期							
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		22,685	7,590	7,799	15,390	7,694	8,444	16,138	31,529	39.0%
	自社オークション	14,502	4,352	4,826	—	4,524	5,853	—	19,557	34.9%
	うち国内	13,792	—	—	—	—	—	—	17,732	28.6%
	うち海外	710	—	—	—	—	—	—	1,824	156.9%
	他社販路	7,292	2,918	2,620	—	2,808	2,241	—	10,589	45.2%
	小売	890	320	353	—	361	349	—	1,382	55.3%
売上総利益		6,667	2,215	2,186	4,401	2,030	2,137	4,168	8,570	28.5%
売上総利益率		29.4%	29.2%	28.0%	28.6%	26.4%	25.3%	25.8%	27.2%	—
販売費及び一般管理費		5,637	1,616	1,594	3,210	1,763	1,719	3,482	6,693	18.7%
販管費率		24.9%	21.3%	20.4%	20.9%	22.9%	20.4%	21.6%	21.2%	—
営業利益		1,030	598	592	1,191	267	418	685	1,876	82.2%
営業利益率		4.5%	7.9%	7.6%	7.7%	3.5%	5.0%	4.2%	6.0%	—
経常利益		1,139	601	572	1,174	221	409	631	1,806	58.5%
経常利益率		5.0%	7.9%	7.3%	7.6%	2.9%	4.9%	3.9%	5.7%	—
親会社株主に帰属する当期 (四半期) 純利益		570	391	475	867	90	284	375	1,242	117.7%
国内売上高		—	6,664	6,802	—	7,312	7,557	—	28,337	—
海外売上高		—	925	996	—	381	887	—	3,191	—
海外売上高比率		5.5%	12.2%	12.8%	—	5.0%	10.5%	—	10.1%	—

(出所) S O U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

販路別売上高については、自社オークションのうち、国内が前期比28.6%増であった一方、ダイヤモンドオークションの開催回数が前期の2回から4回に増えた海外は同156.9%増加した。他社販路は、17年2月に子会社化した古美術八光堂が年間を通して寄与したことから、同45.2%増加した。小売は、16年10月に出店したALLU銀座店の販売が徐々に拡大したことから、同55.3%増加した。

海外売上高は、自社オークションの拡大に加え、他社販路（他社が開催する展示会等による卸販売）も大幅に増加し、3,191百万円となった。結果、海外売上高比率は17/8期の5.5%から10.1%に上昇した。

売上総利益の拡大を意図して単価が高い時計や貴金属、宝飾品の買取を強化したことや、18/8期下期を中心に在庫期間が長期化していた商品の処分を進めたことを受けて、売上総利益率は前期の29.4%から27.2%に低下した。

販管費は前期比1,056百万円増加した。主な内訳としては、給与及び賞与が前期比180百万円増、広告宣伝費が同161百万円増、地代家賃が同148百万円、人材採用費が同70百万円増、のれん償却額が同64百万円増であった。結果、販管費率は前期の24.9%から21.2%に低下した。売上総利益率の低下幅よりも販管費率の改善幅が大きかったため、営業利益率は前期の4.5%から6.0%に上昇した。

商品別売上高については、古美術八光堂が年間を通して貢献した骨董品が前期比96.0%増、買取を強化した時計が同47.2%増、香港でのダイヤモンドオークションの開催増加が寄与した宝飾品が同32.3%増であった。その他、バッグが同36.3%増、地金が同22.5%増であった。

◆ 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110.8%、経常利益105.6%、親会社株主に帰属する当期純利益110.7%の達成率となった。

売上高は、時計等の高額品の仕入れを強化した結果、計画を1,796百万円上回った。売上総利益率は、高額品等の仕入れ強化によって計画の28.6%に対して27.2%にとどまった一方、人件費や広告宣伝費等が計画より圧縮できたこと等から、販管費は計画を113百万円下回った。

◆ 19年8月期第1四半期決算は前年同期比18%増収、4%営業増益

19/8期第1四半期の業績は、売上高8,961百万円(前年同期比18.1%増)、営業利益620百万円(同3.6%増)、経常利益627百万円(同4.3%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益422百万円(同7.7%増)であった(図表11)。

【図表 11】19 年 8 月期第 1 四半期の業績

(単位:百万円)

	販路別	18/8期					19/8期	
		1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	増減率
売上高		7,590	7,799	7,694	8,444	31,529	8,961	18.1%
	自社オークション	4,352	4,826	4,524	5,853	19,557	6,099	40.2%
	うち国内	-	-	-	-	17,732	5,143	37.3%
	うち海外	-	-	-	-	1,824	956	58.2%
	他社販路	2,918	2,620	2,808	2,242	10,589	2,477	-15.1%
	小売	320	352	361	347	1,382	383	19.7%
売上総利益		2,215	2,186	2,030	2,137	8,570	2,441	10.2%
売上総利益率		29.2%	28.0%	26.4%	25.3%	27.2%	27.2%	-
販売費及び一般管理費		1,616	1,594	1,763	1,719	6,693	1,821	12.7%
販管費率		21.3%	20.4%	22.9%	20.4%	21.2%	20.3%	-
営業利益		598	592	267	418	1,876	620	3.6%
営業利益率		7.9%	7.6%	3.5%	5.0%	6.0%	6.9%	-
経常利益		601	572	221	409	1,806	627	4.3%
経常利益率		7.9%	7.3%	2.9%	4.9%	5.7%	7.0%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		391	475	90	284	1,242	422	7.7%
国内売上高		6,664	6,802	7,312	7,557	28,337	7,578	13.7%
海外売上高		925	996	381	887	3,191	1,383	49.4%
海外売上高比率		12.2%	12.8%	5.0%	10.5%	10.1%	15.4%	-

(出所) SOU決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

販路別売上高については、自社オークションのうち、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)が貢献したため、前年同期比約14.0億円増加した。一方、海外は、オークションの開催回数が前年同期の2回(うち、ダイヤモンド大会2回)から3回(うち、ダイヤモンド大会2回、時計大会1回)に増えたため、同約3.5億円増加した。

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から前年同期比約4.4億円減少した。小売は、18年9月にALLU心斎橋店を出店したこと等により、同約0.6億円増加した。

海外売上高は、自社オークションの拡大に加え、他社販路(他社が開催する展示会等による卸販売)も前年同期比約1.1億円したこと、全体で同約4.6億円増加した。結果、海外売上高比率は前年同期の12.2%から15.4%に上昇した。

18/8期下期から取り組んでいる高額商品の買取強化が影響したため、売上総利益率は前年同期の29.2%から27.2%に低下した。しかしながら、18/8期第4四半期の25.3%からは回復しているほか、19/8期通期の会社計画である26.9%を上回る水準を確保した。

一方、販管費率は前年同期の 21.3%から 20.3%に改善した。販管費の項目別では、人件費が前年同期比 89 百万円、地代家賃が同 38 百万円増加したが、販管費全体では、売上高の伸びを下回った。

買取専門店については、BRAND CONCIER3 店舗（難波店、大宮店、池袋店）を 19/8 期第 1 四半期の契約満了を持って閉店した（うち、難波店はなんぼや NAMBA なんなん店にブランド変更の上、18 年 9 月に移転した）一方、11 月に、マルイシティ横浜店とマルイファミリー溝口店を開店した。結果、19/8 期第 1 四半期末の買取店舗数は、18/8 期末から横ばいの 63 店となった。

> 他社との比較

◆ 各種セールスプロモーションを手掛けている広告会社と比較

ブランド品等のリユース事業を展開している企業として、コメ兵、大黒屋ホールディングス、デファクトスタンダードを、オークションによる売却も行っている中古車流通企業として I DOM（7599 東証一部）を同社と類似している企業として比較した（図表 12）。

【図表 12】類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	S O U 9270 18/8期	コメ兵 2780 18/3期	大黒屋 ホールディングス 6993 18/3期	デファクト スタンダード 3545 18/9期	I D O M 7599 18/2期
売上高	百万円	31,529	45,497	20,452	11,568	276,157
規模 経常利益	百万円	1,806	1,610	10	429	5,797
総資産	百万円	12,258	27,147	14,879	4,348	130,089
自己資本利益率	%	27.4	5.8	-20.3	8.5	9.0
収益性 総資産経常利益率	%	16.2	6.1	0.1	10.2	4.7
売上高営業利益率	%	6.0	3.6	3.4	3.7	2.5
EBITDAマージン	%	7.3	4.8	6.1	4.0	3.7
売上高（2年平均成長率）	%	19.8	-0.4	0.7	9.6	14.7
成長性 経常利益（同上）	%	100.5	-23.4	-89.8	16.6	-7.9
EBITDA（同上）	%	59.8	-20.3	-18.9	13.7	0.4
総資産（同上）	%	27.2	4.9	-8.1	6.8	17.5
自己資本比率	%	47.3	69.7	28.3	83.2	31.5
安全性 流動比率	%	181.1	344.3	208.1	659.8	239.5
固定長期適合率	%	46.6	39.9	30.8	11.1	54.4

（注）数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 2 期前との対比で算出、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）S O U 及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

I D O M は、直営店舗「ガリバー」で中古車の買取、販売を行っている。同社とは取扱商品が異なるものの、18/2 期の直営店車両販売台数

のうち、小売台数は約 6 割であり、残り約 4 割はオークション会場等を通した卸売であるため、同社との比較対象に選定した。

各社を比較すると、規模については、中古車買取で業界首位である I DOMの数値が群を抜く。ブランド品等のリユース企業の中では、コメ兵が、売上高と総資産で 1 位、経常利益で 2 位に位置している。同社は、経常利益で 1 位、売上高で 2 位、総資産で 3 位と、後発企業ながら既に業界を代表する企業の一つとなっている。

安全性に関しては、買取店舗を持たず、無借金であるデファクトスタンダードの数値が全ての項目で最も良好である。次いで、利益剰余金が総資産の 56.3%を占めているコメ兵が自己資本比率等で相対的に優位にある。一方、同社は、賃借物件ではあるが、都心を中心に買取店舗を 63 店 (18/8 期末) 有していることや、機動的な買取に備えて、短期借入金で調達した資金の多くを現金及び預金として保有していることから、自己資本比率では中位ながら、流動比率や固定長期適合率では、他社に比べて劣後している。

収益性では、全ての項目で同社の数値が最も良好である。同社は、売上高利益率だけではなく、棚卸資産回転率や総資産回転率も高いため、資産利益率の数値で見ると、更に他社との差が広がっている。

成長性についても、全ての項目で同社が最も良好である。コメ兵や大黒屋ホールディングスが訪日外国人による高額品消費の落ち込みの影響を受けて経常利益を大きく減らす中、同社の経常利益が大幅に伸びている点は特に評価できる。

全体としては、比較対象会社と比べ、安全性ではやや見劣りするが、収益性と成長性では魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 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13)。

【図表13】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI			
			項目	数値		
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%		
		・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%		
	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		
			・「なんぼや」の店舗数	48店		
			・「STAR BUYERS AUCTION」の運営開始からの経過年数	5年		
			・上場からの経過年数	1年(19年1月時点)		
	事業パートナー	・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 ・15年3月からLINEのビジネスコネクトを利用した「LINEで査定」サービスを提供している	・なんぼや/BRAND CONCIERの利用者数	208,676人		
			・古美術八光堂の利用者数	9,420人		
			・月間査定件数	約8,500件(18年8月)		
			・月間査定金額	約10億円(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じて事業者に販売している	・WEB集客比率	90%		
		・鑑定難易度が高い高額品を中心に買取りを行っている	・事業者向け売上高比率	95.6%		
		・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、高い資産効率を確保している	・平均買取単価	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			
		・総資産回転日数(期中平均総資産÷1日当たり売上高)	129.4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 ・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 ・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	・売上高広告宣伝費率	2.4%		
			・ユーザー数、登録資産	約1.8万人、約29億円		
			・グループ全体のオークション落札率	94.7%		
			人的資本	経営陣	・社長の在任年数	7年
					・社長、社長の資産管理会社の保有株数	4,087,100株(67.3%)
従業員	・ストックオプション	660,375株(10.9%)				
	・連結従業員に占める鑑定士(バイヤー)の人数	約170人				

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、18/8期または18/8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、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同業他社の多くが、個人を中心とした仕入先から店舗や宅配で買い取った商品を店舗やWEBサイトを通じて個人に販売するC to B to Cモデルを採っているのに対し、同社は、主として、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。

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当センターは考えている。

➤ ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、ブランド品等のリユース事業を展開しており、事業の普及、推進を通じたリユース率の向上が環境対応に繋がると認識している。

従来消費行動では、消費者は購入した高価な商品を「消耗品」として使用、保管し、最終的には廃棄していた。同社は、商品の miney への登録を促すことで消耗品を「資産」に変え、将来、その一部がリユース市場で流通する道を拓き、リユース率の向上に積極的に取り組みたいとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、ビジョンとして掲げている「好きに、しあがれ。」という考えのもと、世界の子供達になりたい自分になるための支援活動である「セーブ・ザ・チルドレン」への寄付を行っている。また、日本の子供達に向けても、寄付プログラム「BLUE BATON」を通じて、同社の買取店舗に持ち込まれたアパレル商材を寄付へつなげる運動を実施している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 5 名（うち社外取締役 1 名）で構成されている。

社外取締役の蒲地正英氏は、千房ホールディングス（大阪府大阪市）の社外取締役等を兼務する公認会計士・税理士であり、16 年 11 月に同社の取締役に就任した。蒲地氏は 18/8 期に開催された取締役会 17 回の全てに出席した。

監査役会は監査役 3 名（すべて社外監査役、うち 1 名は常勤監査役）で構成されている。

常勤監査役の石川直氏は、証券会社で勤務した経験や、その子会社で

監査役を務めた経験があり、16年9月に同社の監査役に就任した。同じく監査役の濱田清仁氏は、キトー(6409 東証一部)、メディカル・データ・ビジョン(3902 東証一部)の社外監査役、コンヴァノ(6574 東証マザーズ)の社外取締役等を兼務する公認会計士・税理士であり、16年9月に同社の監査役に就任した。同じく監査役の後藤高志氏は、プラップジャパン(2449 東証 JQS)の社外監査役や、Langsmith(東京都渋谷区)の代表取締役等を兼務する弁護士であり、17年11月に同社の監査役に就任した。石川氏と濱田氏は、18/2 期に開催された取締役会 17 回及び監査役会 10 回の全てに出席した。後藤氏は、監査役就任以降に開催された取締役会 13 回の全てと、監査役会全 10 回に出席した。

以上のことから、同社の経営に関する監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 新規出店に応じたバイヤーの確保・育成及び買取査定の標準化

同社は、買取店舗の新規出店を継続するためには、店舗での商品仕入れにあたるバイヤーの確保や育成が経営課題になると認識している。また、新人バイヤーの増加に伴い、バイヤーの鑑定・査定能力にバラつきが生じることがないように、買取査定の標準化が重要であると考えている。

◆ 海外展開のための現地ネットワークの開拓

同社は、現在、香港での事業展開を拡充しているが、香港以外での海外展開を検討しており、海外現地法人の設立や、M&A やジョイントベンチャー等による外部企業とのパートナーシップの構築により、現地ネットワークの開拓を進めたいとしている。

> 今後の事業戦略

◆ ブランドリユース業界における国内シェア首位を目指す

同社は、「継続的な出店とデータのオープン化により、国内シェアNo.1 の獲得とグローバル化を推進する」という経営方針のもと、継続的な出店による仕入れ（買取）と売上高の拡大、資産管理アプリ miney の強化による潜在顧客の掘り起こし、海外ビジネスの強化による新たな成長の柱の構築に取り組みたいとしている。

同社は継続的に買取店舗を出店することで、仕入れ（買取）を増やし、売上高の更なる拡大を目指している。店舗数の中期的な目標は明らかにしていないが、19/8 期末まででは 73 店を目標としている。

資産管理アプリ miney については、17 年 12 月にマネーフォワード（3994 東証マザーズ）とアプリ間のサービス連携を開始したほか、18 年 10 月にもワンフィナンシャル株式会社（東京都港区）が提供する画像買取アプリ「ONE」とも連携を始めている。今後も、他社サービスとの連携を進めるほか、不動産や自動車等の異業種との連携も検討する方針である。

海外展開については、18 年 9 月に海外事業本部を設置し、香港以外の販路の開拓や、現地仕入れ現地販売による地産地消型ビジネスモデルの構築にも取り組む方針を掲げている。オークションで扱う商材については、現状はダイヤモンド中心であるが、18 年 11 月から開始した時計を皮切りにアイテムを広げたいとしている。

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 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・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)	・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)	・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)	・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

> 経営戦略の評価

◆ 買取店舗のスクラップアンドビルドにも注目したい

当センターでは、同社が進める買取店舗の継続的な出店は、売上高の拡大に向けて必要不可欠な取り組みであると評価している。自社オークションという有力販路を持っている同社は、売れ残りよりも在庫不足が販売上の制約となりやすい。つまり、買取店舗が増えない限り、売上高を大きく伸ばすことは難しい構造となっている。

一方、財務諸表を開示している 16/8 期以降の每期において、同社は店舗の有形固定資産に係る減損損失を計上しており、事前に想定したキャッシュ・フローを生み出していない店舗も数カ所存在している。総店舗数が増加するにつれて、一定数の不採算店舗が発生するのはやむを得ないことであるが、今後は、不振店舗を閉鎖しつつ新規店舗の出店を進めるスクラップアンドビルドが求められてくると想定され、当センターではその取り組みにも注目している。

◆ 資産管理アプリ miney の他ジャンル展開に期待したい

同社は、資産管理アプリ miney のユーザー数や登録資産額の拡大を図ると共に、異業種との連携により、不動産や自動車等、他ジャンルへの拡充を視野に入れている。不動産や自動車等を同社が仕入れて販売することは現実的ではないが、連携する異業種の相手から、アプリの利用料や、取引金額に応じた成功報酬等を受領するスキームなら実現

の可能性はあると思われる。当センターでは、miney の他ジャンルへの拡充は、リスクを抑えつつ、事業領域を広げる手段となると考えており、その展開に期待している。

◆ 海外事業は香港以外での展開手法に注目したい

次の成長の柱に育成することを目指している海外事業は、現時点では香港での展開にとどまっているものの、18/8 期の海外売上高比率は前期の 5.5%から 10.1%へと順調に上昇しており、既に実績が上がり始めている。

香港でのオークションや展示会の参加者は、世界中から集まった業者のバイヤーであるため、世界各地で同社の知名度が向上してくれば、同社が次のステップとしている香港以外での日本仕入れ商品の販売や、現地での仕入れ・販売（地産地消）に進出することも可能であろう。一方、香港以外での海外事業の収益性については、展開する地域や事業形態によって大きく変動すると推測されるため、当センターではその展開手法に注目している。

> 今後の業績見通し

◆ 19 年 8 月期の会社計画は 13%増収、17%営業増益を据え置いた
19/8 期について同社は、売上高 35,650 百万円（前期比 13.1%増）、営業利益 2,200 百万円（同 17.2%増）、経常利益 2,130 百万円（同 17.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,450 百万円（同 16.7%増）を見込む期初計画を第 1 四半期決算公表時に据え置いた（図表 15）。

【図表 15】SOUの過去の業績と 19 年 8 月期の計画（単位：百万円）

	16/8期	17/8期	18/8期	19/8期	
	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	21,980	22,685	31,529	35,650	13.1%
売上総利益	5,632	6,667	8,570	9,600	12.0%
売上総利益率	25.6%	29.4%	27.2%	26.9%	—
販売費及び一般管理費	5,070	5,637	6,693	7,400	10.6%
販管費率	23.1%	24.9%	21.2%	20.8%	—
営業利益	562	1,030	1,876	2,200	17.2%
営業利益率	2.6%	4.5%	6.0%	6.2%	—
経常利益	449	1,139	1,806	2,130	17.9%
経常利益率	2.0%	5.0%	5.7%	6.0%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	67	570	1,242	1,450	16.7%

（出所）SOU 有価証券届出書、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

売上高は、18/8 期に出店した買取店舗による仕入れの増加を背景に前期比 4,120 百万円の増収を計画している。販路別では、国内の STAR BUYERS AUCTION におけるオンライン入札オークションの開始（18 年 9 月）や、古美術八光堂によるエイトオークションの開始（18 年 8

月)、ALLU 心斎橋店の出店(18年9月)、香港でのオークションの開催増加(前期はダイヤモンドを4回、時計のテストを2回。19/8期はダイヤモンド、時計合計で10回を予定)による貢献を見込んでいる。

香港での時計オークションやエイトオークションが軌道に乗るまでの準備期間であることを勘案し、売上総利益率は前期の27.2%から26.9%に低下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を中心に前期比706百万円の増加を見込んでいる。増収率に比べ、販管費の伸びが低くなると想定し、販管費率は18/8期の21.2%から20.8%に低下すると予想している。

◆ 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19/8期業績を、売上高36,017百万円(前期比14.2%増)、営業利益2,281百万円(同21.5%増)、経常利益2,229百万円(同23.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,378百万円(同10.9%増)と予想する(図表16)。

【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)

	17/8期	18/8期	19/8期CE	19/8期E	20/8期E	21/8期E
損益計算書						
売上高	22,685	31,529	35,650	36,017	39,350	42,800
前期比	3.2%	39.0%	13.1%	14.2%	9.3%	8.8%
自社オークション	14,502	19,557	-	25,000	27,600	30,200
うち国内	13,792	17,732	-	22,000	24,000	26,000
うち海外	710	1,824	-	3,000	3,600	4,200
他社販路	7,292	10,589	-	9,417	10,000	10,700
小売	890	1,382	-	1,600	1,750	1,900
売上総利益	6,667	8,570	9,600	9,677	10,597	11,617
売上総利益率	29.4%	27.2%	26.9%	26.9%	26.9%	27.1%
販売費及び一般管理費	5,637	6,693	7,400	7,396	8,060	8,696
販管費率	24.9%	21.2%	20.8%	20.5%	20.5%	20.3%
営業利益	1,030	1,876	2,200	2,281	2,537	2,921
前期比	83.1%	82.2%	17.2%	21.5%	11.2%	15.1%
営業利益率	4.5%	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%	6.8%
経常利益	1,139	1,806	2,130	2,229	2,487	2,872
前期比	153.6%	58.5%	17.9%	23.4%	11.6%	15.5%
経常利益率	5.0%	5.7%	6.0%	6.2%	6.3%	6.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	570	1,242	1,450	1,378	1,516	1,769
前期比	8.4X	117.7%	16.7%	10.9%	10.0%	16.7%

(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

販路別売上高については、オンライン入札オークションとエイトオークションの貢献を見込み、自社オークションの国内は前期比 24.1%増と見込んだ。オークションの開催回数が大幅に増える自社オークションの海外は同 64.5%増と予想した。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すると考え、同 11.1%減と見込んだ。小売は、ALLU 心斎橋店の開店効果と EC 販売の拡大を想定する一方、16 年に開店した同社初の小売店舗である ZIPANG（ジパング）を 19 年 1 月に閉店したことを考慮し、同 15.8%増と予想した。

売上総利益率については、単価が高い時計や貴金属、宝飾品の買取を強化した影響が通期に及ぶことや、新規に開始したオンライン入札オークション、エイトオークション、香港での時計オークションの利益率が当分の間は全社平均以下となると見られることを受けて、前期の 27.2%から 26.9%に低下すると見込んだ。

販管費は、人件費や地代家賃、広告宣伝費を中心に前期比 10.5%増加すると見込んだ。19/8 期末の買取店舗数は、前期末比 7 店増の 70 店と予想した。

20/8 期は、売上高 39,350 百万円（前期比 9.3%増）、営業利益 2,537 百万円（同 11.2%増）と見込んだ。

販路別売上高については、自社オークションの国内は前期比 9.1%増、海外は同 20.0%増と予想した。他社販路は、古美術八光堂の売上高の自社オークションへのシフトが一巡してくると考え、同 6.2%増と見込んだ。小売は、ALLU 心斎橋店と EC の売上高の拡大を想定し、同 9.4%増と予想した。

売上総利益率については、オンライン入札オークション、エイトオークション、香港での時計オークションの利益率が徐々に上昇すると考え、前期と同水準の 26.9%と予想した。

販管費は、人件費や地代家賃、広告宣伝費を中心に前期比 9.0%増加すると見込んだ。20/8 期末の買取店舗数は、前期末比 5 店増の 75 店と予想した。

21/8 期は、売上高 42,800 百万円（前期比 8.8%増）、営業利益 2,921 百万円（同 15.1%増）と見込んだ。

販路別売上高については、自社オークションの国内は前期比 8.3%増、海外は同 16.7%増と予想した。一方、他社販路は同 7.0%増、小売は同 8.6%増と予想した。

売上総利益率については、オンライン入札オークション、エイトオークション、香港での時計オークションの利益率が引き続き改善すると考え、前期の 26.9%から 27.1%に上昇すると見込んだ。

販管費は、人件費や地代家賃、広告宣伝費を中心に前期比 9.0%増加すると見込んだ。21/8 期末の買取店舗数は、前期末比 5 店増の 80 店と予想した。

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掲げているが、19/8 期の一株当たり年間配当金については未定としている。当センターでは、同社の配当方針と当センターの業績予想に前提に、19/8 期は 60 円、20/8 期は 65 円、21/8 期は 75 円と見込んでいる。

【 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)

	17/8期	18/8期	19/8期CE	19/8期E	20/8期E	21/8期E
貸借対照表						
現預金	2,994	3,650		3,440	3,766	5,117
売掛金	114	131		149	163	178
棚卸資産	3,430	4,610		4,803	5,603	5,803
その他	339	416		526	406	402
流動資産	6,879	8,808		8,920	9,940	11,501
有形固定資産	1,453	1,703		1,689	1,456	1,239
無形固定資産	818	642		512	375	231
投資その他の資産	942	1,103		1,223	1,298	1,373
固定資産	3,213	3,449		3,425	3,130	2,845
資産合計	10,092	12,258		12,346	13,071	14,346
買掛金	4	13		15	17	18
短期借入金	2,713	3,050		3,050	3,050	3,050
1年内償還予定の社債	160	160		160	0	0
1年内返済予定の長期借入金	438	504		254	231	105
その他	1,044	1,134		887	829	917
流動負債	4,361	4,862		4,367	4,128	4,092
社債	320	160		0	0	0
長期借入金	1,435	826		572	340	234
その他	709	612		543	586	629
固定負債	2,465	1,598		1,115	927	864
純資産合計	3,265	5,796		6,863	8,015	9,390
(自己資本)	3,265	5,796		6,863	8,015	9,390
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		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	982	1,745		2,199	2,427	2,812
減価償却費	312	288		294	312	309
のれん償却額	83	147		147	147	146
減損損失	157	60		30	60	60
売上債権の増減額 (－は増加)	-77	-17		-18	-13	-14
棚卸資産の増減額 (－は増加)	-1,142	-1,179		-193	-800	-200
仕入債務の増減額 (－は減少)	0	9		1	1	1
賞与引当金の増減額 (－は減少)	41	34		32	20	21
その他	-176	-33		15	14	14
法人税等の支払額	-223	-606		-858	-865	-976
営業活動によるキャッシュ・フロー	-41	449		1,651	1,303	2,174
有形固定資産の取得による支出	-203	-446		-219	-51	-51
無形固定資産の取得による支出	-71	-11		-60	-65	-70
その他	-540	-96		-120	-75	-75
投資活動によるキャッシュ・フロー	-814	-554		-399	-191	-196
短期借入金の増減額 (－は減少)	900	336		0	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	513	-544		-504	-254	-231
社債の償還による支出	-160	-160		-160	-160	0
株式の発行による収入	17	1,385		1	0	0
配当金の支払額	-6	-98		-312	-364	-394
その他	-193	-175		-133	-8	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,072	744		-1,108	-786	-626
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	215	639		143	325	1,351
現金及び現金同等物の期首残高	2,442	2,657		3,297	3,440	3,766
現金及び現金同等物の期末残高	2,657	3,297		3,440	3,766	5,117

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) SOU決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ リユース品の仕入れ量の調節が難しいこと

リユース品の買取仕入れは、新品とは異なり、個人の売却希望商品の持込数に依存することから仕入れ量の調節が難しいという特徴がある。仕入れを機動的に調節しにくいため、販売好調時は在庫不足になったり、販売不振時は在庫過剰になったりする場合があることから、事業活動に影響を及ぼす可能性がある。

◆ コピー商品の買取リスク

同社ではバイヤーの真贋チェック能力を養うことで、バッグや時計等のブランド品において広範に流通している「コピー商品」の買取防止に努めているものの、一般消費者から商品を仕入れるという事業の特性上、コピー商品の買取・販売や、トラブルが発生するリスクは常に存在している。

◆ 盗品の買取リスク

買取った商品が盗品であると発覚した場合、古物営業法に関する規制では1年以内、民法の基準では2年以内であれば、同社のような古物商は、その商品が無償で被害者に返還する義務を負っている。同社は各種の対策を実施しているものの、一般消費者から商品を仕入れるという事業の特性上、盗品の買取・販売や、トラブルが発生するリスクは常に存在している。

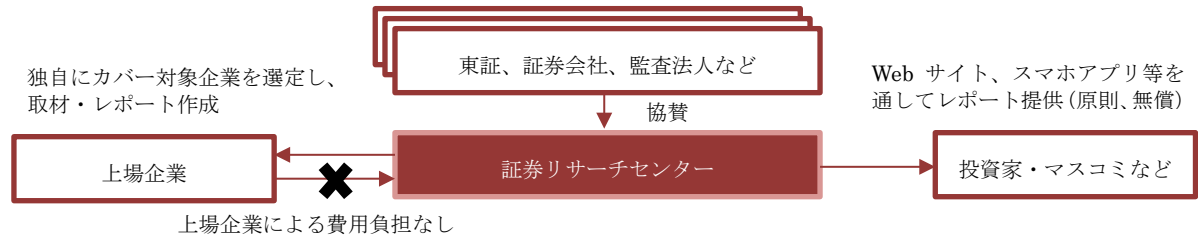
◆ 外部環境の変化に伴う業績への影響

買取った商品によっては、流行の変化による経済的陳腐化や、為替相場及び貴金属・地金相場の変動等によって、価値下落がもたらされるものや、販売量が減少するものが存在しており、消費者の嗜好や為替・商品市場等の外部環境の変化により、同社の業績に影響を受ける可能性がある。

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

みずほ証券株式会社

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

(賛助)

日本証券業協会

宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

太陽有限責任監査法人

日本証券アナリスト協会

株式会社プロネクサス

大和証券株式会社

有限責任監査法人トーマツ

株式会社 SBI 証券

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

いちよし証券株式会社

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・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。