

ホリスティック企業レポート

Hamee

3134 東証マザーズ

フル・レポート

2015年8月21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 20150818

スマホグッズの販売とネット通販支援のシステム開発を手掛ける複合型ネット企業 両事業のシナジー効果と海外展開で成長を目指す

1. 会社概要

・Hamee(ハミィ、以下、同社)は、スマートフォン用のアクセサリを中心としたインターネット販売と卸販売(コマース事業)、EC 事業者向けクラウド型バックオフィス業務支援システムの開発・提供(プラットフォーム事業)を手掛ける複合型のインターネット関連企業である。

2. 財務面の分析

・10/4 期～15/4 期の業績は年平均 20.2%増収、41.6%営業増益と、売上高、営業利益ベースで過去最高を更新し続けている。
・他社との比較では、財務体質が健全であるほか、コマース事業、プラットフォーム事業ともに成長性が高く、収益性に優れている。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、小売と卸売、コマース事業とプラットフォーム事業など事業間のシナジーを追求する経営センスにある。

4. 経営戦略の分析

・13 年のシステムのプラットフォーム化により、契約社数の増加と顧客単価の引き上げが期待され、プラットフォーム事業を今後の利益成長のけん引役とすることを目指している。
・コマース事業を運営している米国と韓国の子会社では現地版ネクストエンジン(クラウド型 EC バックオフィス業務支援システム)の開発を進めており、早期のサービス開始を目論んでいる。

5. アナリストの評価

・EC 運営のノウハウを、小さな市場における競争力の源泉にとどめず、自社の開発したシステムを通じて外部に広く提供することで、より大きな収益獲得を目指した同社の経営戦略を評価する。
・現在、小売業に指定されている所属業種が、将来、情報通信業に変更される可能性がある。「仕入れ販売中心で収益性の低い小売企業」という市場の認識が、「限界利益率や資産収益率の高い IT 企業」という評価にシフトする可能性がある。

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】

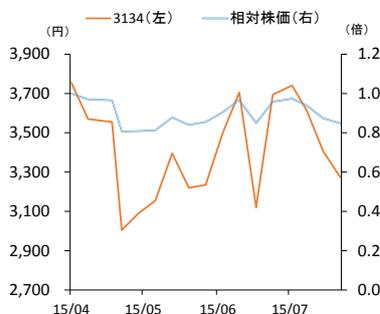
	2015/8/14
株価(円)	3,275
発行済株式数(株)	1,935,900
時価総額(百万円)	6,340

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	26.4	20.6	15.7
PBR(倍)	3.6	3.1	2.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	-9.4	3.8	—
対TOPIX(%)	-9.7	4.4	—

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2015/4/20

【3134 Hamee 業種:小売業】

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)
2014/4	4,681	12.3	226	23.8	222	5.3	121	-14.0	78.9	437.7	0.0
2015/4	5,657	20.9	336	48.1	329	47.9	192	58.4	123.9	907.6	0.0
2016/4 CE	6,349	12.2	464	38.3	432	31.3	271	40.7	141.8	—	0.0
2016/4 E	6,412	13.3	501	49.1	490	48.9	307	59.5	158.9	1,055.9	0.0
2017/4 E	7,205	12.4	644	28.5	634	29.4	402	31.0	208.2	1,264.1	0.0
2018/4 E	8,040	11.6	810	25.7	801	26.3	509	26.3	262.9	1,527.0	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

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

- － 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

◆ モバイル周辺アクセサリーのネット通販と卸売が創業事業

Hamee (ハミィ、以下、同社) は、スマートフォン用のアクセサリーを中心とした一般消費者向けインターネット販売と卸販売(コマース事業)、EC 事業者向けクラウド型バックオフィス業務支援システムの開発・提供(プラットフォーム事業)を手掛ける複合型のインターネット関連企業である。1999 年から携帯電話用ストラップを中心とした雑貨等の商品の販売を、小売(自社直営サイトによるネット通販)と卸売(大手雑貨店、大手家電量販店などへの供給)の2つの形態で開始した。

他社商品の仕入れ販売だけに安住するのではなく、自社で企画、デザインした自社企画商品も手掛けており、コマース事業における自社企画商品売上高の比率は 15/4 期において 54.2%にまで上昇してきている。

コマース事業の売上の 51.1%は卸売によって構成されている。最大顧客のロフト向けの売上は、同社の全社売上の 9.5%、コマース事業の売上の 10.7%を占める他、東急ハンズ、ヴィレッジヴァンガードコーポレーション(2769 東証 JQS)、ヨドバシカメラ、ビックカメラ(3048 東証一部)、ドンキホーテホールディングス(7532 東証一部)などが主要販売先となっており、通常は採算が悪い卸売事業が同社では自社企画商品の拡販につながり、収益力向上の手段となっている。リアルとネットを上手く融合させている点では、オムニチャネル的な企業と言えよう。

小売では、顧客ターゲットの属性に合わせた、品揃えが異なる7種類のサイト(店舗)を、自社の直営サイトの他、楽天(4755 東証一部)、ヤフー(4689 東証一部)、アマゾンなど他社の運営するインターネットショッピングモール内に出店している。15/4 期末現在のネット通販の店舗数は、国内 14 店、海外 9 店に達している。

◆ EC バックオフィスのデファクトスタンダードを目指す

同社は、07 年に自社のネットショップを効率的に運営するのを目的にメール自動対応、受注伝票一括管理、在庫自動連携、商品ページ一括アップロードなどの機能を備えたクラウド型バックオフィス業務支援システム「ネクストエンジン」を開発した。その使い勝手の良さに自信を持った同社は、08 年に同システムを社外の EC 事業者に対して提供する新規事業(プラットフォーム事業)を始めた。

同システムは、異なるインターネットショッピングモールに出店した複数のネットショップの管理を一元化したり、在庫数表示を同期させ

たりする機能を持つことから、特に複数のネットショップを運営する EC 事業者には評価された結果、契約社数は順調に増加し、15/4 期末の契約社数は 1,816 社に達しているが、日本ネット経済新聞 (2014 年 8 月 28 日号) によれば、14 年時点で同社が契約社数で業界トップとなっている。

また、同社は 13 年にネクストエンジンの API (注) を公開し、従来のメイン機能 (標準仕様) に加え、顧客毎に異なる特殊なニーズに対して、同社だけではなく他社が開発したアプリケーション (拡張機能、以下「アプリ」) を利用できるように進化させた。このことで、顧客の支持が更に広がることが期待できるため、同社はネクストエンジンを EC バックオフィスのデファクトスタンダードにすることを目指している。

(注) API (=Application Programming Interface) とは、あるコンピュータプログラム (ソフトウェア) の機能や管理するデータなどを、外部の他のプログラムから簡単に呼び出して利用できるようにするインターフェース (機能の呼び出し手順や記述方法などを定めた仕様) のこと。

◆ プラットフォーム事業が将来の利益成長の鍵に

同社の事業はコマース事業とプラットフォーム事業からなるが、売上の柱は売上構成比で 88.8% を占めるコマース事業である。一方、プラットフォーム事業は売上構成比こそ低いものの、営業利益率 (19.5%) と増収率 (29.2%、以上 15/4 期) が高いため、営業利益の構成比は 14/4 期の 32.6% から 15/4 期の 36.7% へと急速に高まってきている (図表 1)。

同社は今後、両事業の海外展開にも注力する方針であるが、当面は国内のプラットフォーム事業が利益成長のけん引役となろう。プラットフォーム事業では顧客数拡大と顧客単価の上昇が期待され、同社では 3~5 年の内に、プラットフォーム事業の営業利益がコマース事業を大きく上回ることをイメージしている。

【 図表 1 】 事業別売上高及び営業利益

(単位: 百万円)

事業	売上高			営業利益			
	14/4	15/4	前期比	14/4	15/4	前期比	利益率
コマース事業	4,191	5,024	19.9%	153	212	38.6%	4.2%
プラットフォーム事業	489	632	29.2%	73	123	68.5%	19.5%
合計	4,681	5,657	20.9%	226	336	48.1%	5.9%

(出所)決算短信より証券リサーチセンター作成

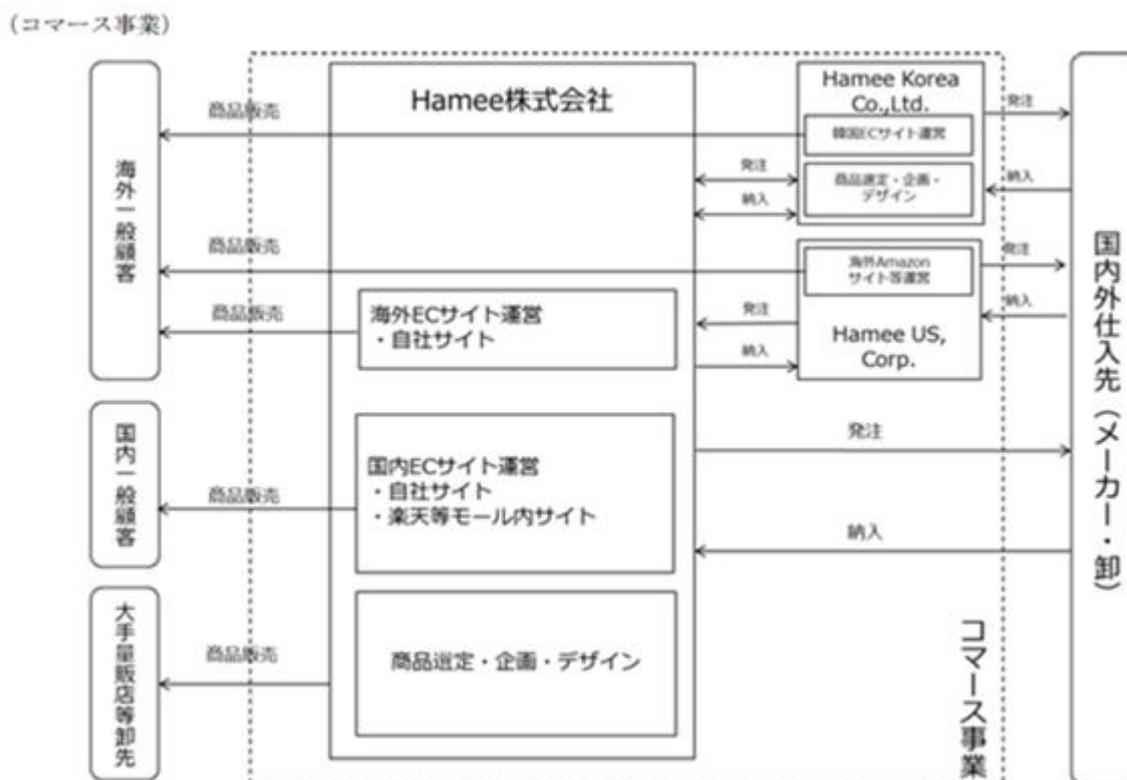
> ビジネスモデル

◆ 卸販売を兼営することで規模の利益を追求するコマース事業

小売業と卸売業は対象とする顧客に違いがあり（一般消費者か、小売業者か）、商売の仕方が異なるため、通常、別々の事業者により行われている。ただし、同社は自社で企画、デザインしたモバイルグッズ（単純な仕入れ商品よりも利益率が高い）を自社のサイトだけで売のではコスト負担が重く、規模の利益を得られないと判断し、他社のインターネットショッピングモールで売のにとどまらず、大手家電量販店や大手雑貨量販店へも積極的に卸売で供給している。こうした方針により、小売業・卸売業でありながら、販売数量の拡大だけでなく自社の企画・デザインの付加価値を取り込むことで利益率の向上も狙えるビジネスモデルとなっている（図表 2）。

15/4 期の国内小売の粗利率が 50.0%であるのに対し、卸売の粗利率は 27.7%にとどまるが、自社企画商品のコマース事業における売上構成比が、13/4 期の 37.4%から 15/4 期には 54.2%へと上昇したことから、卸売の粗利率も 13/4 期の 26.9%から改善してきている。

【 図表 2 】 コマース事業の事業系統図



(出所) 目論見書

商品に関しては自社企画商品を含め、1万種類以上のアイテムについて国内外 500社を超える仕入れ先から調達しているが、その多くが中国で製造されている。近年の円安の影響は皆無ではないが、競合相手も調達先が似通っているほか、商品サイクルが短いため価格改定が容易であり、為替変動による事業への影響は軽微と判断される。

販管費に計上されている物流アウトソーシング費はコマース事業の物流費であり、コマース事業の売上の10.0%(15/4期)に相当する。単体のコマース事業全体の粗利率は34.8%(同)であるため、当事業の限界利益率は約25%と推測される。

15/4期のコマース事業の営業利益率は4.2%にとどまっているが、自社企画商品の売上構成を更に引き上げると共に、省力化により部門人員を増やさずに多店舗化による増収を実現させることで、同社は中期的には営業利益率を7~8%以上に改善させることを目指している。

◆ EC支援システムを収益源に変えたプラットフォーム事業

ネクストエンジンはEC事業者の業務フローを包括的に管理するクラウド型サービスであり、基本機能(メイン機能)については月額1万円(以下、全て税抜き)の基本料金に受注件数に応じた従量課金が加わるというシンプルな料金体系で提供している。月間受注件数400件まで1件当たり0円(基本料金のみ)、401から1,000件までは同25円、1,001から3,000件までは20円、3,001から5,000件までは15円、5,001から5,500件までは10円、5,501から15,000件までは0円、15,000件超は別途相談となっている(他に、年間サポート料が、契約2年目から年15,000円)。

前述したように、ネクストエンジンは複数のネットショップを一元管理できる機能面のメリットが評価されているが、何店増やしても店舗追加にかかわる料金が発生しないという料金面でのメリットもあるため、契約社数の伸び(13/4期1,197社→15/4期1,816社、+51.7%)以上に、利用店舗数(同6,640店→13,472店、+102.9%)、受注処理件数(1,722万件→3,300万件、+91.6%)の拡大が続いている(図表3)。

【図表3】プラットフォーム事業の契約社数等の推移

項目		13/4期	14/4期	15/4期	16/4期CE
契約社数	社	1,197	1,496	1,816	2,320
	新規社	499	546	579	762
	解約社	154	247	259	258
店舗数	店	6,640	10,708	13,472	—
受注処理件数	万件	1,722	2,656	3,300	—

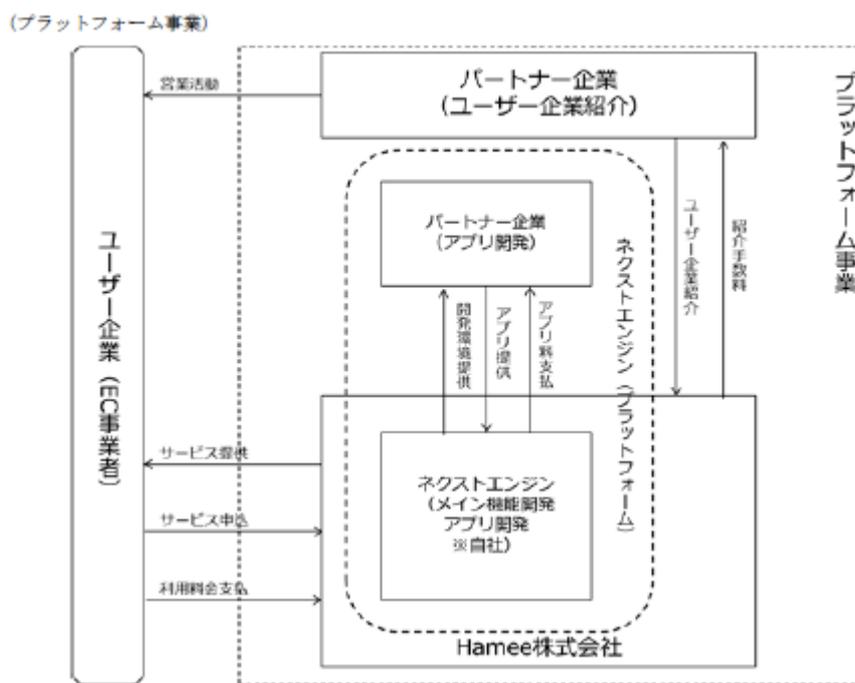
(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社は現在、API を公開することで、メイン機能以外の機能を使用したいユーザーからアプリ利用にかかわる追加収入を受け取り始めたが、その比率はまだ小さいものと思われる。よって、当事業の売上を全てメイン機能からの収入と仮定して一顧客当たりの平均受注処理件数（年間）を算出すると、15/4 期で前期比ほぼ横ばいの約 1 万件であった。このことから、同社の現在の顧客の中心は月間の取引件数が 8 百件程度の中規模 EC 事業者とみられる。

ネクストエンジンの営業方法は、まず EC 業者向けのイベントやセミナーに参加、出展して、興味を持った見込み客に 30 日間の無料体験を提案することから始まる。その後、同意した見込み客に対し同社サポート要員によるコンサルテーションと初期設定のサポートを行い、実際にテスト運用をしてもらう。無料体験終了後、本契約のセールスを行うと、契約する顧客はすぐ本契約/本サービス開始に至るということである。また、同社に代わって営業活動を行う代理店や紹介をするユーザーに対してはパートナー制度の中で顧客紹介手数料（紹介客が支払うメイン機能に対する料金の 3 割をサービス開始時から 5 年間）を支払っている（図表 4）。

ネクストエンジンのアプリ開発を行う企業（パートナー）に対しては、そのアプリから得られた利用料の 7 割をパートナーに支払っている。

【 図表 4 】プラットフォーム事業の事業系統図



(出所) 目論見書

> 業界環境と競合

◆ 同じ業態の会社は見当たらない

同社のように、ある商材を自社で企画・デザインして、インターネットを使って一般消費者に販売しつつ、大手量販店にも卸販売し、自社で使用している情報システムを外部にもクラウド形態で提供している会社は今のところ見当たらない。一つの企業で、小売業、卸売業、情報通信業を手掛けている珍しい例であると言える。そのため、ここではコマース事業とプラットフォーム事業に分けて分析を行う。

◆ コマース事業はエレコムとの棲み分け

スマートフォン、タブレット端末などのケースや充電器などのモバイルアクセサリーのメーカーとなると、日本のトップ企業はエレコム(6750 東証一部)と言われている。ちなみに、14年のスマートフォン用ケースの販売個数シェアでエレコムは30.7%とトップシェアを誇っている(デジタル家電の実売調査会社の株式会社BCN調べ)。モバイルアクセサリーのEC市場だけを調べた統計は発表されていない。エレコムのスマートフォン・タブレット関連の売上は15/3期で194.7億円であるが、そのほとんどは家電量販店などを通じてリアル店舗での販売と推測され、自社のECサイトを通じた販売はかなり少ないと思われる。

一方、同社の小売売上(15/4期24.6億円)から、一般の雑貨などの非モバイルアクセサリーの販売を除くと20~23億円程度と推測されるが、同社はほとんどタブレット関連商品を扱っていないため、スマートフォン用アクセサリーのEC市場において同社がトップクラスの存在であることは間違いないと思われる。

商品特性においては、同社が若い女性や学生の趣味に合った可愛いデザインや機能性を謳ったスマートフォン用ケースや充電器などを、機種に左右されない汎用タイプの商品を中心に企画しているのに対し、エレコムはビジネスマン向けをメインターゲットとしてiPhoneなどの特定機種専用商品を中心に開発しているようであり、現状においては同社とエレコムの間にはある種の棲み分けがなされていると思われる。また、同社はこうした特定機種専用商品を中心にエレコムからも商品を仕入れており、エレコムは同社にとって競合相手であると同時に、取引先としての面も有している。

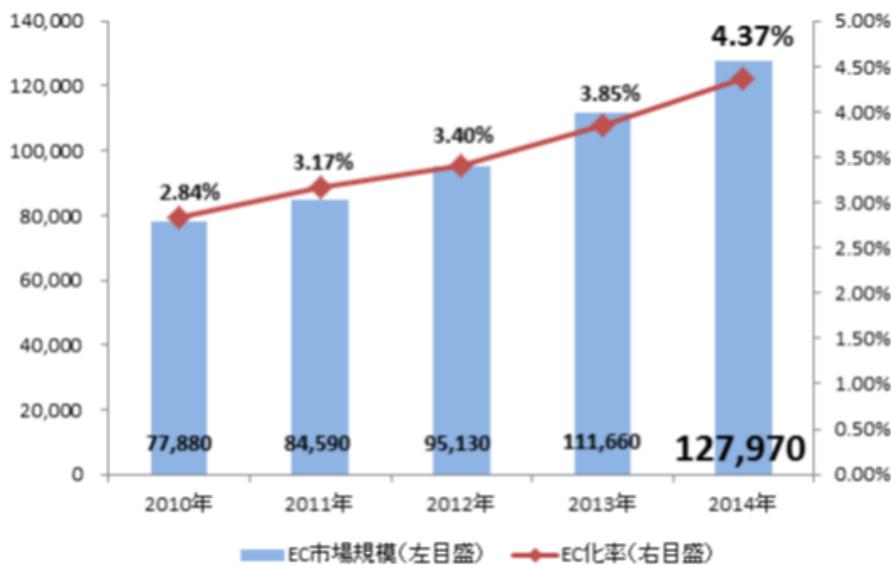
◆ 国内のB to C EC市場と越境EC市場の状況

同社は07年までは、モバイルアクセサリーという小さな市場でECを主体とする小さなプレーヤーに過ぎなかったが、ECバックオフィス業務支援システムをクラウドサービスの形で提供することにより、広大なB to C EC(消費者向け電子商取引)市場に存在する事業者全体を対象とするインフラサービス企業へと変貌を遂げる機会を持つに至った。

本年5月29日に発表された経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によると、14年の日本国内のB to C EC市場規模は、12.8兆円（前年比14.6%増）まで拡大し、全ての商取引金額に占める電子商取引の比率を表すEC化率は4.37%（前年比0.52%ポイント増）とインターネット技術の進歩やユーザーのリテラシーの向上などにより、近年着実に上昇している（図表5）。同社のプラットフォーム事業は、この市場に存在している膨大な数のEC事業者がシステム関連にかかる費用が同社にとっては売上となる性質上、ほぼB to C ECの市場の伸びと連動してECバックオフィス業務支援システムの市場も伸びているものと推測される。

【図表5】日本のB to C EC市場規模の推移

(単位：億円)



(注) EC化率とは、全ての商取引金額に占める電子商取引の割合を表す
(出所) 経済産業省

なお、同社がこれから本格展開を目指す海外に関しては、経済産業省の同じ調査において公表された「日本・米国・中国の3か国間における越境電子商取引の市場規模」が参考になる。同調査によれば、14年の日本の消費者による米国及び中国からの越境ECによる購入額は2千億円（前年比8.9%増）、米国の消費者による日本及び中国事業者からの越境ECによる購入額は8千億円（前年比13.0%増）、中国の消費者による日本及び米国事業者からの購入額は1.2兆円（前年比53.0%増）ということであり、18年までの日米中3か国間の越境EC規模を試算したところ、消費国としての推計市場規模は、14年から

18年までの間に、日本は約1.4倍、米国は約1.6倍、中国は約2.3倍の規模となり、日米中3か国間における越境ECによる購入総額合計は、18年までに約4.4兆円にまで拡大する可能性があるとしている。

◆ プラットフォーム事業は業界のリーダーの地位にある

EC事業者はECショップを運営する場合、ECサイトの構築、運用に関わる機能(フロント機能)に関し、汎用性のあるクラウドやパッケージを利用するか、顧客専用のシステムを開発するかを決定する。次に、在庫管理や、商品登録、注文管理などバックオフィス業務に関しては、小規模業者であれば人手で対応する場合もあるが、それでもビジネスが軌道に乗れば、クラウド型のシステムか専用システムを利用せざるを得ない。

同社はクラウド型のECバックオフィス業務支援システムを提供しており、この分野では契約社数で2位以下に大差をつけ、業界トップと言われている(日本ネット経済新聞2014年8月28日号)。ただ、契約社数のデータは競合各社からの開示が乏しいほか、各社のサービスの売上に関しても同社以外の数値は全く分からない。しかしながら、各種媒体の報道などから、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社が業界におけるリーディング・カンパニーであるとみている。

同社の競合相手として挙げられるのが、上場企業ではアイル(3854 東証 JQS、サービス名クロスモール)と、楽天グループのテクマトリックス(3762 東証一部、同楽々バックオフィス)である。アイルの同サービスの契約社数は800社程度と言われているが、会社からの正式な開示は見当たらない。同サービスの売上が含まれているWebソリューション事業の売上は14/7期において9.8億円となっているが、同サービスだけの数値は開示されていない。テクマトリックスに関しても、契約社数、サービスの売上は非開示だが、フロントシステムとのトータルソリューションに強みがあり、トレンドマイクロ(4704 東証一部)や山善(8051 東証一部)などの大企業と取引があるようである。

非上場企業の競合製品としては、テコラス社の「テンポスター」とソフテル社の「通販する蔵」が挙げられる。テコラス社の契約社数は非開示だが、楽天、ヤフオクやアマゾンに出店するネットショップからの評価が高いと推測される。一方、インプレスホールディングス(9479 東証一部)が運営するサイト「ネット担当者フォーラム」の調べによると、ソフテル社の契約社数は約250社で、カスタマイズ性が高い点が評価され、やはり楽天やアマゾンの有力ネットショップに強みを持っている模様である。

> 沿革・経営理念・株主**◆ 樋口社長が大学在学中にストラップのネット通販事業を開始**

同社は1998年に神奈川県小田原市において、現社長の樋口敦士氏が慶応大学在学中に、携帯電話用のストラップなどのモバイル周辺アクセサリーの企画・販売・ECを目的にマクロウィル有限会社(01年に株式会社ストラップヤ.com、13年にHamee株式会社に組織、社名変更)を設立したことで誕生した。樋口社長は家族が企業を経営していたことから、元々自分も起業するつもりだったらしい。当時、ちょうどネット通販が日本においても勃興期を迎えていた中、資本や在庫スペースが少なくて済み、配送も容易な携帯電話用ストラップという商材であればベンチャー企業でも競争に勝てると判断したことが起業のきっかけとなった。

◆ 自社企画商品と卸販売への注力でECの競争力が向上

同社は設立時から売れる商品を自社で企画・デザインするメーカー発想を持っていた。しかし、売れると確信した自社企画商品であっても、まだ知名度が低い自社のECだけでは十分な量をさばけなかったようである。そこで、樋口社長は繁華街の雑貨店などに対し飛び込み外交を繰り返し、自社企画商品を店頭に置かせてもらったところ、同社の商品は結構な売れ行きとなり、卸販売も徐々に軌道に乗っていった。数年前からはロフトや東急ハンズといった大手雑貨店や、ヨドバシカメラ、ビックカメラといった大手家電量販店との取引が本格化し、卸販売は単にコマース事業の売上拡大に大きく貢献するだけでなく、今では自社企画商品の拡販を通じてEC事業にもスケールメリットをもたらしている。

◆ インターネットショッピングモールを利用した多店舗化展開

会社設立時は自社直営サイトのみでECを実施していたが、00年に「楽天市場」、03年に「Yahoo!ショッピングモール」と他社が運営するインターネットショッピングモールへ出店したほか、10年にiPhoneグッズ専門店「iPlus」、可愛いモバイルアクセサリー専門店「KAWAII館」の運営を開始するなど、商品の品揃えを変更した専門店の展開も始めた。また、07年に米アップル社がiPhoneを発売し、スマートフォンが世界的に普及し始めると、同社の主力商材も従来型携帯電話用のストラップからスマートフォン用ケースへと移行した。

◆ 「ネクストエンジン」の自社開発と外部向けサービス開始

多店舗展開によりEC事業は急速に忙しくなったが、外部に依存していたシステムではバックオフィス業務に支障をきたしていたことから、同社では05年に入社した技術者の鈴木淳也氏(13年取締役就任)を中心にバックオフィスシステムの内製化を目指した。こうして07年に出来上がったのが、クラウド型ECバックオフィス業務支援システムの「ネクストエンジン」だった。まず、自社のECサイトで導入

し、その使い勝手の良さに自信を持った同社は、08年に外部向けのサービス提供に乗り出した。複数のネットショップを管理する機能面に優れたネクストエンジンは09年ごろから契約社数が伸び始め、11/4期以降は年間の契約社数の純増数が300社前後のペースで急拡大し、今では契約社数で業界トップと言われる存在となっている。

13年には同社はネクストエンジンのAPI公開に踏み切り、ネクストエンジン上で自社のみならず外部の会社が開発した各種のアプリの展開を可能とする、いわゆるプラットフォーム化に動いた。このことにより、顧客ニーズに合わせたネクストエンジンのカスタマイズ化が容易となり、それまでは難しかった大規模EC事業者の開拓が可能となった。

◆ 海外展開へも挑戦

01年にグローバル対応ECサイト「StrapyaWorld」の自社サイトでの運営を開始するなど、同社は海外への取り組みも早くから始めていたが、展開が本格化したのは11年に「StrapyaWorld」を世界最大のECサイトである米国アマゾンへ出店してからである。同年には韓国に、13年には米国に現地法人（現在は両社とも連結子会社）を設立した。同社では15/4期末現在9店の海外ECサイトを運営するほか、米国と韓国で現地版ネクストエンジンを開発中である。

◆ 経営理念

同社は「より“e”世界につながるもっと“e”を創造する。」という経営理念の下、「happy mobile, easy e-commerce」（下線部分をつけて社名としている）というビジョンを掲げ、個人のモバイルユーザーをハッピーにするためのモバイル（スマートフォン及び携帯電話）アクセサリ企画・デザイン、インターネット販売及び卸販売事業（コマース事業）と、企業がより簡単にネット販売を行えるようにするためのEC事業者向けクラウド型ECバックオフィス業務支援システムの開発・提供事業（プラットフォーム事業）の2事業を展開している。

◆ 株主

上場直前の15年2月末と上場直後の15年4月末の株主の状況は図表6の通りである。

15年4月末時点で、社長の樋口敦士氏の資産管理会社であるAOI株式会社が筆頭株主であり、社長個人の保有分と合わせて66.3%を保有している。第3位の北村和順氏は同社執行役員、第7位の樋口知成氏は社長の弟で、以前は同社の社員であったが退職し、現在は同社との関係は単なる株主に過ぎない。その他の大株主には、従業員持株会

や、海外のカストディアン名義、信託銀行（信託口）、金融機関が名を連ね、大株主上位 10 名で 82.4%の株式が保有されている。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	15年2月末時点			15年4月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
AOI株式会社	664,000	40.0%	1	664,000	34.7%	1	代表取締役社長の資産管理会社
樋口敦士	664,000	40.0%	1	604,000	31.6%	2	代表取締役社長 上場時に60,000株売り出し
北村和順	80,000	4.8%	3	80,000	4.2%	3	執行役員
Hamee従業員持株会	65,600	4.0%	4	75,600	4.0%	4	
BNYMSA/NV FOR BNYMCLIENT ACCOUNT MPCJ JAPAN	-	-	-	43,700	2.3%	5	
株式会社SBI証券	-	-	-	28,000	1.5%	6	
樋口知成	20,000	1.2%	5	20,000	1.0%	7	代表取締役社長の二親等以内の血族
日本証券金融株式会社	-	-	-	18,900	1.0%	8	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	11,900	0.6%	9	
大澤孝嗣	-	-	-	10,000	0.5%	10	
中根正登	20,000	1.2%	5	10,000	0.5%	10	上場時に10,000株売り出し
松井証券株式会社	-	-	-	10,000	0.5%	10	
小俣勇次	8,000	0.5%	7	-	-	-	元取締役副社長(15年7月退任) 上場時に8,000株売り出し
鈴木淳也	7,000	0.4%	8	-	-	-	取締役 上場時に3,000株売り出し
三尋木準	7,000	0.4%	8	-	-	-	取締役 上場時に3,000株売り出し
水島育大	4,400	0.3%	10	-	-	-	取締役 上場時に3,000株売り出し
(大株主上位10位)	1,540,000	92.8%	-	1,576,100	82.4%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	115,200	6.9%	-	115,200	6.0%	-	
発行済株式総数	1,659,200	100.0%	-	1,913,500	100.0%	-	

(出所)有価証券報告書、目論見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、10/4 期以降の分が開示されているが、10/4 期～15/4 期まで年平均 20.2%のペースで売上高が拡大してきた。直近の 2 期の平均でも、年 16.5%の増収と、売上拡大ペースはさほど鈍化していない。

一方、営業利益は、同期間で年平均 41.6%増加してきている。特筆すべきは、この間、営業利益ベースでの減益が一期もないことである。成長投資を継続しつつ、営業利益を着実に増やしてきた経営姿勢は社歴の短い新興企業の中では高く評価されてしかるべきであろう。

なお、14/4 期の当期利益段階での減益は、自社企画商品の携帯電話用ソーラー式充電器の充電時間に係る表示について、消費者庁より一般消費者に実際のものよりも著しく優良であることを示す「優良誤認」に該当するとの指摘を受けて商品回収費用 (27 百万円) を計上するなど、総額 36 百万円の特別損失が発生したことが影響した。

◆ 15 年 4 月期は大幅な増収で営業利益は連続最高益を更新

15/4 期は、売上高が前期比 20.9%増の 5,657 百万円、営業利益が同 48.1%増の 336 万円、経常利益が同 47.9%増の 329 百万円、当期利益が同 58.4%増の 192 百万円という大幅な増収増益となり、営業利益は 10/4 期より 5 期連続して過去最高を更新した。

4 月 20 日の上場時に発表した会社計画に対する達成率は、売上高が 110.0%、営業利益は 95.2%、経常利益は 95.1%、当期利益は 90.1%となった。売上高については、保守的に前期並みと想定していた卸販売が例年閑散期となる 2 月以降も堅調であったため、計画を超過した。

一方、利益に関しては、海外子会社における人件費などの先行投資負担が想定よりも増加したことや、長期滞留在庫について棚卸資産健全化を目的に商品廃棄損を 24 百万円計上したことなどから、計画をやや下回った。利益計画の未達は、予想がやや強気だったことが影響しており、前期比で利益率が改善した事実をより評価すべきと考える。

> 他社との比較

◆ モバイルアクセサリ、EC、クラウド業界の企業と比較

前述したように同社と同じ事業形態の競合企業は見当たらないため、同社が事業展開しているそれぞれの業界において比較する意味がある企業との比較を試みた。

モバイルアクセサリ業界からはメーカーではあるが有力な競合先であるエレコム、EC 業界からは野菜などの食品を販売するオイシックス (3182 東証マザーズ) と PC 家電ショップ「EC カレント」を運営するストリーム (3071 東証マザーズ)、クラウド業界からは EC バックオフィス運営支援サービスで直接競合するアイルを比較対象企業として選定した (図表 7)。

【 図表 7 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード 直近決算期	Hamee	エレコム	オイシックス	ストリーム	アイル
			3134 15/4	6750 15/3	3182 15/3	3071 15/1	3854 14/7
規模	売上高	百万円	5,657	75,785	18,060	20,344	6,786
	経常利益	百万円	329	7,553	668	300	626
	総資産	百万円	2,906	49,721	6,331	4,223	3,494
収益性	自己資本利益率	%	16.0	17.5	9.7	24.6	22.4
	総資産経常利益率	%	14.2	16.5	11.1	8.2	20.0
	売上高原価率	%	59.9	67.1	52.3	81.1	59.2
	売上高販管費率	%	34.2	22.2	44.1	17.5	31.8
	売上高営業利益率	%	5.9	10.7	3.6	1.4	9.0
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	17.0	6.6	12.7	-15.7	21.0
	経常利益 (同上)	%	32.1	7.2	3.9	133.7	58.2
	総資産 (同上)	%	40.5	16.4	23.0	-9.5	21.4
安全性	自己資本比率	%	59.8	55.7	59.7	32.1	51.5
	流動比率	%	345.6	225.1	204.0	131.8	215.5
	固定長期適合率	%	9.1	19.1	33.0	55.1	38.6

(出所) 有決算短信、目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

各社を全社ベースで比較すると、安全性に関しては同社が他社比で健全な財務体質を有していると言える。収益性、成長性に関しては、同社の 2 つの事業に分けて他社と比較する必要があると考える (同社のセグメント情報の開示期間に合わせて他社も過去 2 期で比較する)。

コマース事業に関しては、エレコムのスマートフォン・タブレット関連の売上は 15/3 期で 194.7 億円であるが、過去 2 期の平均増収率は 22.3% となっている。オイシックスは、同期間で年平均 11.3% 増収、6.0% 営業減益、前期営業利益率 3.6%、ストリームは同じく 5.2% 減収、黒字転換、1.4% であった。一方、同社のコマース事業は 14.6% 増収 32.0% 営業増益、4.2% と比較企業に比べて好調であった。まだ、売上規模が小さい面もあるが、同社のコマース事業は他社によりも成長性、収益性に優れていると言えそうである。

プラットフォーム事業に関しては、アイルの対象セグメントの Web ソリューション事業の売上は 14/7 期で 9.8 億円であったが、同期間で 9.9% 増収、赤字継続であった。一方、同社の同事業は 36.3% 増収、42.0% 営業増益、営業利益率 19.5% であり、同社の成長性、収益性に軍配が上がる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 事業間のシナジーを追求する経営センスに注目

前述したように、同社はコマース事業において、ネットで小売をリアルで卸売を同時に手掛けることによって、自社で企画・デザインした商品から得られる利益を最大化させようとしている。また、自社のECで利用するために開発したシステムを、外販することで更なる利益成長を目指している。当センターでは、こうした同社の経営方針は、一つの事業形態に囚われることなく、柔軟な発想力で事業間のシナジーを追求する経営センスに由来しており、それこそが同社最大の知的資本であるとみている。同社の手掛ける事業一つ一つに関しては、真似をすることは可能であると思われるが、トータルで同社の脅威となるような競合企業が出現する可能性は低いであろう。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・ネクストエンジンの顧客基盤 (OEM除く)	・ネクストエンジン契約純増数	320社
			・ネクストエンジン総契約数	1,816社
		・ネクストエンジンの利用状況	・受注処理件数の純増数	9百万件
			・受注処理件数	33百万件
	ブランド	・ECの顧客基盤	・小売の顧客数	非開示
		・ECの顧客満足度の高さ	・小売の既存店増収率	7.4%
		・モバイルアクセサリ市場において、消費者や卸売先からのHameeブランド商品への評価は高い	・コマース事業の自社商品比率	54.2%
		ECバックオフィス支援サービス市場における同社システムへの認知度	・ネクストエンジンの市場認知度	特になし
	事業パートナー	・ECの国内他社運営モールへの展開状況	・国内他社運営モールでの店舗数	11店
		・ECの海外他社運営モールへの展開状況	・海外他社運営モールでの店舗数	7店
・ネクストエンジンの国内外ECモールへの対応状況 (受注機能)		・国内モール数	18モール	
		・海外モール数	2モール	
組織資本	プロセス	・プラットフォーム事業のSIパートナー	・パートナー数	9社
		・ネクストエンジンの顧客獲得活動	・イベント/セミナー参加社数	非開示
	知的財産	・EC事業におけるサイトへの誘導/成約状況	・無料体験コース申込社数	非開示
			・サイトアクセス数	非開示
人的資本	経営陣	・若いが優れた経営センスを持つ取締役メンバー	・成約率	非開示
		・シナジー効果を追求した事業構成	・研究開発費	12,954千円
		・大手量販店を開拓した交渉力		
	従業員	・中途入社を中心に若い感性を持つ人材を積極的に採用	・従業員数増加率(連結)	19.1%
		・バランスの取れたインセンティブ制度	・平均年齢 (単体)	31.3歳
			・平均勤続年数 (単体)	4.0年
	・従業員持株会	75,600株 (4.0%)		
		・ストックオプション	115,200株 (発行済株式数の6.0%)	

(注) 開示データは15/4期、又は15/4期末

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のホームページや IR 資料に環境対応に関する考え方、具体的な取り組みなどについての記載は見当たらない。ただし、ネクストエンジンの様なクラウドサービスは、顧客毎に異なる専用システムを構築、運用する場合と比べ、IT インフラを効率的に利用しているため、同社の事業が間接的には環境負荷を軽減する取り組みになっている面はあろう。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「私達は、お取引先様をはじめ、社会との相互発展を目指し、公正な企業活動を行います。」と行動指針で宣言している。同社は小田原市に本社を置いているが、地元経済の活性化に対する意識が高く、具体的には以下の活動に積極的に取り組んでいる。

- 1) 地域クラウドファンディング「FAAVO 小田原箱根」の運営
- 2) 地元の農業法人（六次産業化目的）への出資
- 3) 参加自由型のナレッジ共有コミュニティ「ハミダセ」の運営

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は現在 6 名(その内、社外取締役は 1 名)で構成される。7 月 30 日の株主総会で社外取締役に選任された八木啓太氏は、07 年に富士フイルムに入社した後、11 年にビーサイズを設立した若手経営者である。12 年、「一人家電メーカー」としてメディアにも報道されたが、同社ではその経験や知見、感性を当社経営の様々な側面で活かしたいとして、取締役に招聘した。

監査役会は社外監査役 3 名で構成され、内訳は、常勤監査役 1 名、監査役 2 名である。齊藤修一氏は、一条工務店（住宅メーカー）やリクルーエージェント（転職支援サービス）で内部統制の経験を積み、13 年に同社の常勤監査役に就任している。金島秀人氏は、アストロバイオファーマ代表取締役との兼任であるが、米国のベンチャービジネスの知見が深い。本行隆之氏は、Stand by C Advisory 監査役、Stand by C 取締役、シロウマサイエンス取締役との兼任であるが、公認会計士であり経営の監視役を担っている。

4. 経営戦略

> 対処すべき課題

◆ 優秀な人材の確保、育成

同社においては、プラットフォーム事業と海外事業を今後の成長の柱と位置付けているが、優秀なシステム開発エンジニアや海外のインターネットビジネスの経験者は現在、特に採用難の環境にあり、小田原に本社がある同社にとって、優秀な人材の確保が成長のボトルネックとなる可能性は否定できない。

しかしながら、同社従業員の平均年齢は 31.3 歳と若く、会社全体が伸び盛りの状況にあるため、意欲のある若手社員が短期間に成長していくこともありえよう。また、今回の IPO によって、優秀な人材確保が進むかにも注目したい。

◆ グローバル化への対応

同社では現在、海外において、コマース事業の拡大とプラットフォーム事業の立ち上げを両にらみで展開しようとしているが、EC 市場は国によって言語や商習慣が異なるため、各言語、各国別の対応が必要となってくる。そこで、同社はまず、マーケットが大きい米国を中心とした英語圏で EC 運営の経験を積み、EC バックオフィスシステムに必要とされる機能を見極めつつ、英語版ネクストエンジンの開発に取り組んでいるが、日本と求められる機能が異なるとなると日本で成功した要因が言語や国によっては役に立たないこともありうるため、英語版ネクストエンジンの動向は同社のグローバル展開を占う試金石として注視する必要がある。

> 今後の事業戦略

◆ コマース事業は利益率の向上に軸足

同社はコマース事業において、新規顧客開拓による売上拡大と（海外展開の推進、国内による多店舗展開）、顧客単価の上昇による収益性の向上（自社企画商品の拡販による粗利率の改善、更なる IT 活用による効率改善）を目指しているが、当センターでは、どちらかという利益率の改善に同社の軸足があるとみている。社内人員のリソースをプラットフォーム事業や海外事業に手厚く配分する結果として、コマース事業については人を増やさずに多店舗展開を進める方針を打ち出しているからである。

◆ 国内プラットフォーム事業が中期的な利益成長のけん引役に

先に述べたように、同社は 13 年にネクストエンジンの API を公開し、プラットフォーム化に踏み切った。この結果、それまでの中規模 EC 事業者中心の顧客構成だったが、最近では大規模 EC 事業者との契約が見られるようになってきた。大規模 EC 事業者の顧客化は、契約社

数の増加に繋がるだけでなく、顧客単価の引き上げにも大いに寄与するため、プラットフォーム事業の収益に大きなインパクトをもたらすものと思われる。

顧客全体に提供されるメイン機能に追加して、ユーザーが選択して利用する各種のアプリの拡充や、ユーザー独自システムとの接続に対応する案件に対しては、現状 9 社の SI 事業者からなるパートナーと共同して対応する方針である。

また、同社は今期から日本の顧客の海外進出（越境 EC）をサポートするサービス提供を本格化させている。第一弾として 15 年 5 月に「米 Amazon(Amazon.com)用自動連携」というアプリをリリースした。これは国内のネクストエンジンの顧客に、国内の EC と米アマゾンでの EC とで在庫・受注管理の一元化と出荷通知自動反映の機能を提供したものである。料金は売上額の 2% としており、ユーザーにとっては低コスト、低リスクで米アマゾンでの EC が可能となった。同社では、今後も顧客の収益機会を増やすことで同社の売上も拡大するといった、Win-Win なビジネスを構築したいと考えている。

◆ グローバル戦略は米国、韓国、中国、台湾から展開へ

同社は海外においてもまずコマース事業で対象国に進出して現地の EC ビジネスのノウハウを吸収し、その地で必要とされる機能を兼ね備えた各国（各言語）版のネクストエンジンを開発することでプラットフォーム事業を展開していく方針を打ち出している。

既にコマース事業を運営している米国と韓国の子会社では現地版ネクストエンジンの開発を進めており、早期のサービス開始を目論んでいる。15 年 7 月には中国と台湾にもコマース事業（台湾はプラットフォーム事業も事業内容としている）を運営する子会社を設立した。将来には各国で開発したネクストエンジンをネットワーク化し、各国の EC 事業者グローバル展開の機会を提供することを目指している。なお、グローバル展開の基本は自前主義であり、当面、M&A で積極的に進出する考えはないようである。

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）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表9のようにまとめられる。

【 図表 9 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・スマホグッズ流通において川上から川下まで一気通貫で事業展開する仕組み ・スマホグッズ市場における若者向けの自社商品の高い企画力 ・直営ECからのノウハウを活かしたEC事業者向けバックオフィスシステムの開発力 ・API公開によるプラットフォーム化で先行 ・急拡大するネクストエンジンの契約社数
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・社長の経営力に対する高い依存 ・コマース事業における商品ラインナップの少なさ、顧客層の狭さ、売上の季節性の大きさ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・EC市場の拡大(国内&海外) ・ネクストエンジンのプラットフォーム化による大規模事業者の開拓促進、顧客単価の上昇 ・海外展開
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ネクストエンジンの不具合、その他のシステムトラブルの可能性 ・海外子会社のオペレーションに失敗する可能性 ・インターネット業界の技術革新への対応が遅れる可能性

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 経営戦略の評価

◆ 独自性の強い経営戦略が成長の持続性を支えよう

同社の経営戦略のポイントは、スマートフォン市場において自社で企画した魅力的な商品を、自社のECのみならず他社の販路も利用して大量に販売することを狙うと共に、EC運営のノウハウを小さな市場における競争力の源泉に止めるのではなく、自社で開発したシステムを通じてEC業界全般に広くサービスとして提供することでより大きな利益の獲得を目指していることにある。

ネクストエンジンのAPI公開によるプラットフォーム化に関しても、同じ文脈で考えれば理解しやすい。自社の開発リソースではすぐには対応できなかったアプリの拡充、大規模EC事業者への対応や海外モールとの連携といった課題に関し、他社の協力を得て解決への道を開き、対象とする顧客層、市場の拡大に成功しつつあるのは、リスクを恐れて小さな殻に閉じこもるのではなく、大きな可能性にチャレンジする志を持っているからであろう。

プラットフォーム事業の強化と並行して事業拡大を目論むグローバル展開に関しては、人材リソースの不足がボトルネックとなることや、海外子会社のオペレーションで失敗することが懸念されるが、他社の真似ではない、独自性の強い経営戦略を維持できれば、海外事業においても収益源を確立できる可能性はあろう。

> 今後の業績見通し

◆ 会社は 16 年 4 月期も高い増益率の継続を見込む

16/4 期の会社計画は、売上高 6,349 百万円（前期比 12.2%増）、営業利益 464 百万円（同 38.3%増）、経常利益 432 百万円（同 31.3%増）、当期純利益 271 百万円（同 40.7%増）であり、前期に続き大幅増益を見込んでいる（図表 10）。

【 図表 10 】15 年 4 月期と 16 年 4 月期会社計画

(単位：百万円)

	セグメント	14/4 実績	15/4 実績	16/4 会社計画	前期比
売上高		4,681	5,657	6,349	12.2%
	コマー্স事業	4,191	5,024	5,546	10.4%
	うち小売	2,138	2,457	2,762	12.4%
	うち卸売	2,053	2,567	2,783	8.4%
	プラットフォーム事業	489	632	803	27.0%
売上総利益		1,894	2,270	2,704	19.1%
売上総利益率		40.5%	40.1%	42.6%	—
販売管理費		1,667	1,934	2,240	15.8%
販売管理费率		35.6%	34.2%	35.3%	—
営業利益		226	336	464	38.3%
営業利益率		4.8%	5.9%	7.3%	—
	コマー্স事業	153	212	322	51.9%
営業利益率		3.7%	4.2%	5.8%	—
	プラットフォーム事業	73	123	141	14.6%
営業利益率		14.9%	19.5%	17.6%	—
経常利益		222	329	432	31.3%
経常利益率		4.8%	5.8%	6.8%	—
当期純利益		121	192	271	40.7%

(出所) 決算短信及び決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

同社が 16/4 期にコマー্স事業で大幅増益を見込むのは、粗利率が高い自社商品のコマー্স売上に占める構成比（前期 54.2%→今期計画 61.2%）の上昇と、同様に粗利率が相対的に高水準にある、コマー্স事業における小売向け売上比率（同 48.9%→49.8%）の改善により、同事業全体の粗利率が 1.5%ポイント上昇するとみているためである。

プラットフォーム事業に関しては、契約社数の増加（前期比 27.8%増）を前提に 27.0%の増収を見込む一方で、積極的な人員増強に伴う部門の販管費増加を背景に営業利益率が 1.9%ポイント悪化するとみて、14.6%の営業増益を計画している。

◆ 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 16/4 期業績を、売上高 6,412 百万円（前期比 13.3%増）、営業利益 501 百万円（同 49.1%増）、経常利益 490 百万円（同 48.9%増）、当期純利益 307 百万円（同 59.9%増）と、会社計画に対して売上高 63 百万円、営業利益 37 百万円、経常利益 58 百万円、当期純利益 36 百万円の上振れを予想する（図表 11）。

コマース事業に関しては、細かい点では多少の差はあるものの、営業利益は会社計画と同じ 322 百万円と見込んでいる。

プラットフォーム事業に関しては、ネクストエンジンの API 公開の効果が本格的に生じてくると想定し、契約社数、顧客単価共に、会社計画を上回ると考えた。また、同事業のコスト計画は保守的に見積もられていると判断したため、営業利益は会社計画を 38 百万円上回ると予想した。

経常利益については、前期比で 15 百万円増えるとしている営業外費用の同社の前提は保守的と判断した。

17/4 期以降は、コマース事業は、国内売上で年 7~8%程度の伸びを、海外売上は年 1~2 億円程度の増収を見込む中、自社商品比率の上昇を背景とする粗利率の改善を前提に、営業利益は年 2 割前後の増益を予想した。プラットフォーム事業は、同社の越境 EC への対応効果などにより、引き続き契約社数と顧客単価の伸びが売上拡大をけん引するとみる一方、増収効果による利益率の改善を想定して、営業利益は年 3~4 割程度の増益と予想した。

なお、同社は今期から海外においてもプラットフォーム事業をスタートさせるとしているが、その開始時期や事業拡大のペースなどは不透明な状況にあり、当センターの売上予想には織り込んでいない。海外においてネクストエンジンが順調に販売できるようだと、当センターの予想に対して業績の上振れ余地が生じてくると想定される。

【 図表 11 】 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)

	14/4	15/4	16/4CE	16/4E	17/4E	18/4E
損益計算書						
売上高	4,681	5,657	6,349	6,412	7,205	8,040
前期比	12.3%	20.9%	12.2%	13.3%	12.4%	11.6%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
コマース事業	4,191	5,024	5,546	5,570	6,095	6,665
プラットフォーム事業	489	632	803	842	1,110	1,375
売上総利益	1,894	2,270	2,704	2,692	3,111	3,560
前期比	9.4%	19.8%	19.1%	18.6%	15.6%	14.4%
売上総利益率	40.5%	40.1%	42.6%	42.0%	43.2%	44.3%
販売管理費	1,667	1,934	2,240	2,190	2,467	2,750
販売管理費率	35.6%	34.2%	35.3%	34.2%	34.2%	34.2%
営業利益	226	336	464	501	644	810
前期比	23.8%	48.1%	38.3%	49.1%	28.5%	25.7%
営業利益率	4.8%	5.9%	7.3%	7.8%	8.9%	10.1%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
コマース事業	153	212	322	322	393	475
プラットフォーム事業	73	123	141	179	251	335
経常利益	222	329	432	490	634	801
前期比	5.3%	47.9%	31.3%	48.9%	29.4%	26.3%
経常利益率	4.7%	5.8%	6.8%	7.6%	8.8%	10.0%
当期純利益	121	192	271	307	402	509
前期比	-14.0%	58.4%	40.7%	59.5%	31.0%	26.3%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 目論見書、有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 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)

	14/4	15/4	16/4CE	16/4E	17/4E	18/4E
貸借対照表						
現預金	526	1,437	-	1,446	1,554	1,706
売掛金	640	757	-	869	986	1,128
棚卸資産	238	374	-	380	416	454
その他	128	143	-	141	165	173
流動資産	1,533	2,712	-	2,837	3,106	3,449
有形固定資産	54	46	-	55	56	133
無形固定資産	66	77	-	90	105	122
投資その他の資産	85	57	-	90	125	140
固定資産	206	181	-	235	286	395
繰延資産	0	11	-	7	3	0
資産合計	1,740	2,906	-	2,082	2,574	3,016
買掛金	219	174	-	231	252	276
短期借入金	120	0	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	119	174	-	154	134	58
未払金	120	205	-	227	249	272
未払費用	57	66	-	75	85	95
その他	88	163	-	110	120	130
流動負債	725	785	-	800	841	832
社債および長期借入金	318	357	-	202	68	9
その他	20	26	-	32	39	45
固定負債	338	384	-	235	107	55
純資産合計 (自己資本)	675	1,736	-	2,044	2,447	2,956
キャッシュフロー計算書						
税金等調整前当期純利益	187	328	-	490	634	801
減価償却費	47	58	-	68	83	102
売上債権の増減額 (-は増加)	-176	-117	-	-111	-117	-141
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-15	-136	-	-5	-35	-38
仕入債務の増減額 (-は減少)	64	-44	-	57	21	23
未収入金の増減額 (-は増加)	-54	-10	-	0	-25	-10
未払金の増減額 (-は減少)	20	44	-	22	21	23
その他	18	39	-	-13	20	-3
法人税等の支払額	-93	-52	-	-202	-204	-259
営業活動によるキャッシュフロー	-1	110	-	304	397	497
有形固定資産の取得による支出	-43	-6	-	-24	-17	-93
無形固定資産の取得による支出	-41	-54	-	-63	-81	-102
その他	-50	-8	-	-32	-35	-15
投資活動によるキャッシュ・フロー	-135	-69	-	-121	-134	-211
短期借入金の増減額 (-は減少)	120	-120	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	189	94	-	-174	-154	-134
株式の発行による収入	0	840	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	309	814	-	-174	-154	-134
現金及び現金同等物に係る換算差額	4	11	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	175	867	-	9	108	151
現金及び現金同等物の期首残高	350	526	-	1,437	1,446	1,554
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	0	43	-	0	0	0
現金及び現金同等物の期末残高	526	1,437	-	1,446	1,554	1,706

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所)目論見書、有価証券報告書、決算説明資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 当面は配当が見送られる公算が大きい

同社は、利益配分について、経営成績及び財政状態を勘案して、株主への利益配当を実現することを基本方針としているが、成長過程にあるため、将来の事業展開と財務体質強化のための必要な内部留保の確保を優先しているとして、創業以来無配を続けている。

配当を実施する条件となる利益水準や財務指標は公表しておらず、海外展開での先行投資が当分続く可能性もあることから、配当というかたちでの株主への還元は、しばらくは見送られる公算が大きいと予想される。

◆ 留保金課税の適用除外により法人税率が低下する可能性

同社は現在、特定同族会社と認定され、留保金課税の対象となっているため、対象となっていない場合と比べ、4.9%ポイント高い法人税率が課せられている。将来、社長や社長の資産管理会社が保有する株式の売り出しなどが行われ、留保金課税の適用から外れた場合は、法人税率は4.9%ポイント引き下げられ、当期利益が当センターの予想に比べ約8%上方修正される要因となる。

◆ iPhone の販売時期や売れ行きに株価が影響を受ける可能性

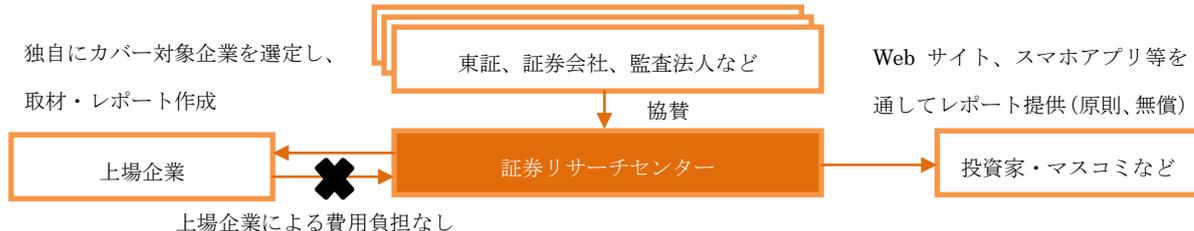
同社のスマートフォンアクセサリの中で、米アップル社の iPhone に用いられるケースの売上構成比は比較的高く、iPhone の新製品の発売時期には特に大きくなる傾向がある。従って、iPhone の発売時期が延期されたり、その売れ行きが市場の予想と大きくかい離したりする場合は、同社の株価が乱高下する可能性がある。

◆ 所属業種の変更や収益構造の変化が株価に影響を及ぼす可能性

同社は現在、小売業種に指定されているが、会社の思惑通りに利益構成比でプラットフォーム事業がコマース事業を大きく上回った場合、将来、所属業種が情報通信業に変更される可能性がある。また、所属業種が変更されなかったとしても、収益構造の変化を市場が正しく理解すれば、「仕入れ販売中心で収益性の低い小売企業」という市場の認識が、「限界利益率や資産収益率の高い IT 企業」という評価にシフトする可能性がある。通常、高収益の IT 企業については株価の変動性が株式市場の平均に比べて大きくなりがちであるものの、そのバリュエーション指標（株価評価指標）も高くなる傾向があり、同社の収益構造の変化には注視する必要がある。

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。



■ **協賛会員**

(協賛)			
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	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	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

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」
 ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **魅力ある上場企業を発掘**

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ **企業の隠れた強み・成長性を評価**

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ **第三者が中立的・客観的に分析**

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。
 「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。
 それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。
 本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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 Ratio)

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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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。