

ホリスティック企業レポート

Hamee

3134 東証一部

アップデート・レポート
2017年2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 20170214

Hamee (3134 東証一部)

発行日:2017/2/17

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 アジア・日本のコマース事業とIT事業で稼ぐ独自の利益モデルを構築した

> 要旨

◆ スマホグッズの販売とECバックオフィスシステム開発を兼営

・Hamee(ハミイ、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。

◆ 17年4月期上期決算は26%増収167%営業増益

・17/4期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、前年同期比26.1%増収、166.6%営業増益であった。プラットフォーム事業の順調な成長が継続したことに加え、「iFace」シリーズの爆発的な売れ行きにより、コマース事業の利益が急拡大したことが大幅増益の主因である。

◆ 17年4月期の会社計画は71%営業増益に上方修正された

・上期実績を踏まえて、同社は、前期比15.0%増収、18.1%営業増益としていた17/4期計画を、15.0%増収、70.8%営業増益に修正した。プラットフォーム事業及びコマース事業全体の売上高については期初予想を据え置き、商標権を取得したiFace商品の拡販により収益性が大幅に向上したコマース事業の営業利益の計画を引き上げた。

・証券リサーチセンターは、想定以上に売上総利益率が上昇しているコマース事業を中心に従来予想を見直し、売上高7,481百万円→7,697百万円(前期比18.4%増)、営業利益547百万円→882百万円(同95.8%増)に修正した。

◆ アジア・日本のコマース事業とIT事業で稼ぐ利益モデルを構築

・iFace商品の商標権の獲得と拡販、自社企画商品比率の上昇によって、収益性が小売を下回る卸売を兼営したままで、同社のコマース事業の収益性はSPA企業並みに向上した。

・17/4期上期決算において、韓国を中心とするアジアのコマース事業、日本のコマース事業、IT事業(プラットフォーム事業)の順番で利益を上げるという、日本企業としては極めて珍しい独自の利益モデルを構築した点を評価したい。

【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)
2015/4	5,657	20.9	336	48.1	329	47.9	192	58.4	15.5	113.5	0.0
2016/4	6,501	14.9	450	34.0	427	29.6	257	33.8	16.6	127.2	1.5
2017/4 CE	7,479	15.0	769	70.8	732	71.6	457	77.3	29.1	—	2.0
2017/4 E	7,697	18.4	882	95.8	845	97.9	584	126.6	37.1	161.5	4.0
2018/4 E	8,834	14.8	1,075	21.9	1,065	26.0	756	29.3	48.0	205.5	5.0
2019/4 E	10,015	13.4	1,303	21.2	1,296	21.7	916	21.2	58.2	258.6	6.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、16年3月1日付で1:4、16年11月1日付で1:2の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正。

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】

	2017/2/10
株価(円)	935
発行済株式数(株)	15,751,200
時価総額(百万円)	14,727

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	56.4	25.2	19.5
PBR(倍)	7.3	5.8	4.6
配当利回り(%)	0.2	0.4	0.5

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.0	-1.1	236.3
対TOPIX(%)	0.3	-6.0	182.2

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/16

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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

◆ 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 (ハミイ、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。

99 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16/4期において61.1%にまで上昇してきている。

コマース事業の売上高の52.1%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高は、同社の16/4期の全社売上高の10.2%、コマース事業の売上高の11.6%を占める。その他、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、通常は採算が低い卸売事業が、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8種類のサイト(店舗)を、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。

17/4期第2四半期累計期間(以下、上期)の国内での出店は、8月にスタートトゥデイ(3092 東証一部)が運営するファッション通販サイト「ZOZOTOWN」に開設した1店舗だけであった。上期において海外の出店はなく、17/4期上期末時点の連結決算対象の店舗数は、国内17店、海外29店であった。

◆ 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こと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年に同システムを外部の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、複数のネットショップを運営する EC 事業者にも評価され、契約社数は順調に増加した。17/4 期上期末の契約社数は 2,457 社に達している。

(注 1)API

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。

同社は 13 年にネクストエンジンの API^{注1}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。

◆ 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で構成される。売上の柱は 16/4 期売上構成比で 87.6%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、営業利益の構成比は 40.5%と利益の柱に育っている(図表 1)。

【図表 1】事業別売上高・営業利益

(単位:百万円)

事業	売上高			営業利益			
	16/4期	構成比	前期比	16/4期	構成比	前期比	利益率
コマース事業	5,694	87.6%	13.3%	268	59.5%	26.0%	4.7%
プラットフォーム事業	806	12.4%	27.5%	182	40.5%	47.8%	22.6%
合計	6,501	100.0%	14.9%	450	100.0%	34.0%	6.9%

(出所) Hamee 決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 15 年より海外展開を加速している

同社は、15 年 8 月に米国と韓国の両連結子会社で増資を実施したほか、同年 7 月に台湾と中国、10 月にインドに現地法人を設立した。

中国は元々、同社の商品の主要な調達先であるため、子会社を設立することで自社企画商品の開発強化に繋がるうえ、15 年に開始した現地モール「タオバオ」での EC 展開が好調に推移したため、中国法人は 16/4 期に小幅ながら黒字を確保した模様である。

16 年 10 月には、中国 EC 大手「京東集団(ジンドン)」の越境プラットフォーム「京東全球購(JD Worldwide)」に「Hamee 全球購官方旗舰店」を、中国 EC 最大手「亜里巴巴集団(アリババ)」の越境プラットフォーム「天猫国際(TMALL GLOBAL)」に「Hamee 海外旗艦店」を開設するなど展開を強化した。

台湾法人は好調な EC 販売により黒字化を実現し、重要性が増したため、16/4 期から連結対象に加わった。また、中国、台湾で提供することを視野に入れた中華版ネクストエンジンの開発に向けて準備を進めている。

インド法人は、米国子会社の EC バックオフィス業務から事業を始め、現地の EC 企業に向けたスマホグッズの卸販売にも乗り出しているが、16/4 期はまだ赤字である。今後については、英語版ネクストエンジンの開発や、英語圏向け EC 支援サービスの展開を検討している。

◆ 東証一部に市場変更

同社は、15 年 4 月に東京証券取引所のマザーズ市場に上場したが、16 年 7 月 27 日に第一部市場に市場変更した。

> SWOT分析

◆ 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 2 のようにまとめられる。

【 図表 2 】 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 ・「iFace」シリーズの国内外での拡販 ・アジアを中心とした海外展開 ・ビッグデータを活用した新規サービスへの進出
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

> 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

同社はコマース事業において、ネット（小売）とリアル（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 EC の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(図表3)。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3】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・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	412社
			・ネクストエンジン総契約数	1,816社	2,228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	9百万件
			・受注処理件数	33百万件	42百万件
	ブランド	・ECの顧客基盤	・小売の顧客数	非開示	非開示
		・ECの顧客満足度の高さ	・小売の既存店増収率	7.4%	非開示
		・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%	61.1%
		・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	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	16店(16年10月末)
		・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	26店(16年10月末、連結子会社のみ)
		・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	19モール(16年10月末)
		・プラットフォーム事業のSIパートナー	・海外モール数	2モール	2モール(16年10月末)
組織資本	プロセス	・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	非開示
			・無料体験コース申込社数	非開示	非開示
		・EC事業におけるサイトへの誘導/成約状況	・サイトアクセス数	非開示	非開示
	知的財産	・プラットフォーム事業の研究開発活動に注力	・成約率	非開示	非開示
			・研究開発費	12,954千円	42,947千円
人的資本	経営陣	・若い優れた経営センスを持つ取締役メンバー			
		・シナジー効果を追求した事業構成			
		・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%	40.5%
		・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	31.6歳
		・平均勤続年数(単体)	4.0年	3.6年	
		・従業員持株会	75,600株(4.0%)	103,000株(1.3%)	
		・ストックオプション	115,200株(6.0%)	280,000株(3.6%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は15/4期または15/4期末、今回は16/4期または16/4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保有分も含む。

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

> 決算概要

◆ 17年4月期上期は26.1%増収166.6%営業増益

17/4期上期決算は、売上高3,581百万円(前年同期比26.1%増)、営業利益387百万円(同166.6%増)、経常利益356百万円(同168.3%増)、四半期純利益237百万円(同304.6%増)であった(図表4)。

【 図表 4 】 17 年 4 月期上期の業績

(単位:百万円)

	セグメント	15/4期	16/4期			17/4期		
		通期	上期	下期	通期	増減率	上期	増減率
売上高		5,657	2,839	3,662	6,501	14.9%	3,581	26.1%
	コマース事業	5,024	2,462	3,232	5,694	13.3%	3,115	26.5%
	うち小売	2,458	1,205	1,525	2,730	11.1%	1,253	3.9%
	うち卸売	2,566	1,256	1,708	2,964	15.5%	1,862	48.2%
	プラットフォーム事業	632	376	429	806	27.5%	466	23.7%
差引売上総利益		2,270	1,205	1,482	2,687	18.4%	1,704	41.4%
売上総利益率		40.1%	42.5%	40.5%	41.3%	-	47.6%	
販売費及び一般管理費		1,934	1,059	1,177	2,237	15.6%	1,316	24.2%
販管費率		34.2%	37.3%	32.1%	34.4%	-	36.8%	
営業利益		336	145	305	450	34.0%	387	166.6%
営業利益率		5.9%	5.1%	8.3%	6.9%	-	10.8%	
	コマース事業	212	64	203	268	26.0%	292	352.7%
	プラットフォーム事業	123	80	101	182	47.8%	95	17.7%
経常利益		329	132	294	427	29.6%	356	168.3%
経常利益率		5.8%	4.7%	8.0%	6.6%	-	9.9%	
当期(四半期) 純利益		192	58	199	257	33.8%	237	304.6%

(出所) Hamee 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

(注2) iFace

iPhone 向けを中心に、各種のキャラクター商品などの複数のシリーズを展開するスマートフォンケース。16 年 6 月末時点で、シリーズ累計の世界販売実績は 850 万個を超えている。日本では同社が独占販売権を有していたが、16 年 3 月に同社が商標権を取得して、全世界での販売が可能となった。

返品調整引当金の変動を考慮した差引売上総利益率は、前年同期の 42.5%から 47.6%に上昇した。人件費の増加によってプラットフォーム事業の売上総利益率は前年同期比 3.4%ポイント悪化したものの、商標権を取得した「iFace^{注2} (アイフェイス)」商品の利幅改善や自社商品比率の上昇によりコマース事業の売上総利益率が同 6.5%ポイントの大幅改善となったことがその要因である。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)に関しては、16/4 期上期の 1,059 百万円から 1,316 百万円に膨らんだ。コマース事業における小売の販売数量にリンクする物流費は、前期同期比 9 百万円の増加にとどまった。しかしながら、積極的な人員採用によって人件費が同 56 百万円増加したほか、出店手数料を主体とした支払手数料が同 33 百万円、広告宣伝費が 19 百万円、コマース事業の卸売に係る運賃が 17 百万円、商標権の償却費が 15 百万円増加するなど販管費全体では大幅な増加を余儀なくされた。

なお、17/4 期上期末の連結従業員数は、16/4 期末の 184 名から 203 名に増加した。

営業外費用として東証一部への市場変更費用(22 百万円)を計上したほか、海外メーカー製スマートフォンの発火トラブルに伴い、関連商品において商品回収関連費用(36 百万円)を特別損失に計上した。

同社は上期計画を公表していないが、プラットフォーム事業についてはほぼ想定通りであった模様である。コマース事業は卸売の好調により、売上高はやや社内計画を上回った一方、営業利益は社内計画を大きく上回ったとしている。

◆ 主力のコマース事業は 26.5%増収 352.7%営業増益

事業別にみると、主力のコマース事業は、売上高が 3,115 百万円（前年同期比 26.5%増）、営業利益が 292 百万円（同 352.7%増）と急拡大した。

コマース事業のうち、小売が前年同期比 3.9%増の 1,253 百万円であったのに対して、卸売は同 48.2%増の 1,862 百万円と増収率の格差が顕著であった。商標権を取得した iFace 商品の販売が日本において大幅に伸び、売上高の拡大をけん引したが、大口の発注をする卸売の得意先に優先的に出荷したことで、結果的に自社の EC サイトでは品不足に陥った模様である。

同事業の国内外の売上高の前年同期比増減金額は、自社直営店とアマゾン店舗が好調だった国内小売が 72 百万円増、大手量販店向けを中心に急拡大した国内卸売が 571 百万円増、小売・卸売を合計した海外が 97 百万円増、iFace 商品を日本に供給する韓国子会社の決算期が日本法人とは異なることなどによって生じる内部取引の調整額が 87 百万円減となった。

コマース事業の売上総利益率については、収益性が低い卸売販売の比率が上昇したものの、自社商品比率の上昇と商標権を取得した iFace シリーズの利幅改善効果により、前年同期の 38.4%から 44.9%に急上昇した。

一方、販管費については、小売販売の鈍化に伴い物流費の伸びは前年同期比 4.1%増にとどまったものの、人件費や支払手数料、広告宣伝費、卸売販売に対する運賃、商標権に対する減価償却費等が増加した。

結果として、販管費率の改善幅は前年同期比 0.3%ポイントに抑えられたが、同事業の売上高営業利益率は 16/4 期上期の 2.6%から 9.4%へと、前年同期比 6.8%ポイントの大幅上昇となった。

◆ コマース事業の収益性は SPA 企業並みに向上した

半期ベースとは言え、コマース事業の売上総利益率が 44.9%、営業利益率が 9.4%となったことは、同事業の収益構造がファーストリテイリング (9983 東証一部) やニトリホールディングス (9843 東証一部) などの SPA モデルの小売企業に近づいていることを意味している。

川上の商品企画・デザインから、協力工場への製造委託、川下の販売に至るまでのバリューチェーンを展開する SPA の要件を同社は元々備えているが、今までは、収益性の低い卸売販売も手掛けていることで事業全体としての利益率が低水準となっていた。

しかしながら、iFace シリーズの商標権取得による利幅の改善と拡販、自社企画商品比率の上昇によって、卸売を兼営したままで、同社のコマース事業の収益性は SPA 企業並みに向上した。

◆ **プラットフォーム事業は 23.7%増収 17.7%営業増益**

一方、プラットフォーム事業は、売上高が 466 百万円（前年同期比 23.7%増）、営業利益が 95 百万円（同 17.7%増）であった。

17/4 期上期末のメイン機能契約社数（OEM を除く）が 2,457 社と、同 19.0%増加したことにより、上期の受注処理件数も同 22.6%増加し、売上高の大部分を占める従量課金収入が好調に推移したことや、ネクストエンジン上で提供する有料アプリを 1 件以上契約しているユーザー数の急増を受けて、アプリ収入も増加したことが増収に寄与した（図表 5）。

【 図表 5 】 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2Q	16/4期	前期比	17/4期2Q	前年同期比	17/4期CE
メイン機能契約社数	社	1,197	1,496	1,816	2,065	2,228	22.7%	2,457	19.0%	2,679
	新規	499	546	579	—	695	20.0%	—	—	834
	解約	154	247	259	—	283	9.3%	—	—	383
同店舗数	店	6,640	10,708	13,472	14,864	16,793	24.7%	18,541	24.7%	—
同受注処理件数	万件	1,722	2,656	3,300	2,028	4,259	29.1%	2,486	22.6%	—
アプリ契約数	社	—	—	216	385	576	166.7%	791	105.5%	—

(注) CE は会社予想、メイン機能受注処理件数以外は各決算期末時点、アプリ契約数は、有料の自社製アプリまたは他社製アプリを、それぞれ 1 件以上契約しているユーザー数

(出所) Hamee 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

プラットフォーム事業の売上原価においては、変動費はほとんど存在していないため、本来、増収により売上総利益率は改善するものだが、開発やサポートに係る人件費が大幅に増加したことや、ソフトウェアの減価償却費が増えたことなどにより、同事業の売上総利益率は 65.3%と前年同期比 3.4%ポイントの悪化となった。

一方、販管費については、他社製アプリ向け支払手数料や顧客紹介料は増えたものの、研究開発費がやや減少するなど、その他の費用の伸

びが抑制されたため、販管費率は 2.4%ポイント改善し、営業利益率の悪化幅は 1.0%ポイントにとどまった。

◆ 韓国を中心としたアジア地域が稼ぎ頭に急浮上した

同社は、16/4 期上期から地域別の営業損益の開示を始めているが、17/4 期上期において、収益構造が大きく変化したことが明らかになった。地域別では、従来、営業利益の大部分は日本地域が占めていたが、17/4 期上期においては日本を除くアジアが稼ぎ頭に急浮上した(図表 6)。

【 図表 6 】 17 年 4 月期上期の地域別営業損益の状況 (単位: 百万円)

		日本	日本を除くアジア	米国	その他調整等	連結
16/4期	上期	152	5	Δ 21	8	145
	下期	292	28	Δ 6	Δ 8	305
	通期	444	33	Δ 27	—	450
17/4期	上期	196	204	Δ 13	—	387

(出所) Hamee 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

日本を除くアジアの営業利益は、16/4 期上期の 5 百万円(韓国のみ)、16/4 期下期の 28 百万円(うち、韓国 16 百万円、台湾 12 百万円)に対し、17/4 期上期は 204 百万円に急拡大した。内訳は非開示だが、韓国の利益が大部分を占めている模様である。

韓国子会社は、iFace シリーズを企画、調達して、韓国内で小売、卸売を行うほか、日本を中心に海外にも輸出(卸売)している。商標権の取得により、iFace シリーズの仕入価格が大幅に下がった一方、日本などへの販売価格はあまり変化していないと見られ、韓国子会社の利鞘が大きく向上した。加えて、日本において iFace の販売数量が急増したため、韓国の利益が飛躍的に増えたものと考えられる。

日本の営業利益は、前年同期の 152 百万円から 196 百万円へと 44 百万円増加した。現時点ではほぼ日本のみで展開するプラットフォーム事業の営業利益は、前年同期の 80 百万円から 95 百万円に増加しており、日本におけるコマース事業の営業利益は 16/4 期上期の 72 百万円から 101 百万円に増加したことになる。

当センターでは、従来からネット(小売)とリアル(卸売)を融合したコマース事業と、自社 EC での経験を活かしたプラットフォーム事業のシナジー効果を追求した同社のビジネスモデルを高く評価していた。

今回の決算において、半期ベースではあるものの、アジアのコマース事業、日本のコマース事業、IT 事業（プラットフォーム事業）の順番で利益を上げているという、日本企業としては極めて珍しい独自の利益モデルを構築した点についても敬意を表したい。

16/4 期にリストラを実施した米国子会社(欧州でも事業を展開している)の営業損失は継続しているが、上期よりも売上高が拡大する下期に向けて、iFace シリーズの拡販などの商品戦略の見直しにより、早期の黒字化を目指していく方針である。

◆ 将来への投資の拡大が継続している

貸借対照表の主要な変動については、商品在庫の増加(16/4 期上期末 474 百万円→16/4 期末 589 百万円→17/4 期上期末 765 百万円)が気になるが、自社企画商品の増加による仕入ロットの拡大や、期中に一時、品不足となった iFace 商品の在庫積み増しが主因であるとしている。

在庫回転期間を見ても、16/4 期上期の 1.15 カ月(商品在庫÷コマース事業の平均月商)に対し、17/4 期上期は 1.47 カ月と、10 日程度の伸びにとどまっていることから、大きな懸念はないと見られる。

その他の流動資産が 16/4 期末の 113 百万円から 221 百万円へと 108 百万円増えたのは、自社企画商品比率の上昇に伴い前渡金が増加(43 百万円)したほか、未収入金などが増加したためである。

また、関係会社株式も、16/4 期末の 41 百万円から 17/4 期上期末に 164 百万円へと増加した。8 月にアウトドアスマートフォングッズを企画、販売する 100%子会社「ROOT」(資本金 12 百万円、非連結)を設立したほか、9 月に自動出荷 Web サービス「SHIPPINNO(シッピーノ)」を開発、運営する株式会社 Web の匠(非上場、本社神奈川県茅ヶ崎市)と資本・業務提携(発行済み株式数の 36.7%を 100 百万円で取得)したことが主な内容である。

> 業績見通し

◆ Hamee は 17 年 4 月期の利益予想を上方修正した

17/4 期の期初計画は、売上高 7,479 百万円(前期比 15.0%増)、営業利益 531 百万円(同 18.1%増)、経常利益 511 百万円(同 19.9%増)、当期純利益 338 百万円(同 31.3%増)であったが、上期業績の発表時に、売上高は据え置かれたものの、営業利益は 769 百万円(同 70.8%増)、経常利益は 732 百万円(同 71.6%増)、当期純利益は 457 百万円(同 77.3%増)に引き上げられた(図表 7)。

【 図表 7 】 過去の実績と 17 年 4 月期の会社計画

(単位:百万円)

	セグメント	14/4期	15/4期	16/4期	17/4期		前期比
		実績	実績	実績	会社期初計画	会社修正計画	
売上高		4,681	5,657	6,501	7,479	7,479	15.0%
	コマース事業	4,191	5,024	5,694	6,518	6,518	14.5%
	うち小売	2,138	2,458	2,730	3,126	2,802	2.6%
	うち卸売	2,053	2,566	2,964	3,391	3,715	25.3%
	プラットフォーム事業	489	632	806	960	960	19.1%
差引売上総利益		1,894	2,270	2,687	3,239	3,530	31.3%
売上総利益率		40.5%	40.1%	41.3%	43.3%	47.2%	—
販売費及び一般管理費		1,667	1,934	2,237	2,708	2,761	23.4%
販管費率		35.6%	34.2%	34.4%	36.2%	36.9%	—
営業利益		226	336	450	531	769	70.8%
営業利益率		4.8%	5.9%	6.9%	7.1%	10.3%	—
	コマース事業	153	212	268	313	551	105.6%
	営業利益率	3.7%	4.2%	4.7%	4.8%	8.5%	—
	プラットフォーム事業	73	123	182	218	218	19.7%
	営業利益率	14.9%	19.5%	22.6%	22.7%	22.7%	—
経常利益		222	329	427	511	732	71.6%
経常利益率		4.8%	5.8%	6.6%	6.8%	9.8%	—
当期純利益		121	192	257	338	457	77.3%

(出所) Hamee 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

上期実績を踏まえて、期初計画に比べ、販管費を 53 百万円増額した一方で、コマース事業の売上総利益率の大幅な改善を受けて、差引売上総利益率を期初計画の 43.3%から 47.2%に引き上げたことが営業利益の上方修正に繋がった。

セグメント別では、コマース事業においては、6,518 百万円（前期比 14.5%増）を見込む事業全体の売上高は据え置かれたが、小売は期初計画の 3,126 百万円（同 14.5%増）から 2,802 百万円（同 2.6%増）に減額された一方、卸売は 3,391 百万円（同 14.4%増）から 3,715 百万円（同 25.3%増）に増額された。営業利益は 313 百万円（同 16.9%増）から 551 百万円（同 105.6%増）に引き上げられた。

コマース事業の通期計画の修正に関し、同社は、同事業全体の 17/4 期上期売上高はほぼ計画通りであり、自社企画商品の比率と売上高に占める物流費の割合が計画よりも改善したため、営業利益のみを増額したとしている。

プラットフォーム事業については、売上高、営業利益共に、17/4 期上期はほぼ予想通りであったため、売上高 960 百万円（同 19.1%増）、営業利益 218 百万円（同 19.7%増）の期初計画に変更はなかった。

◆ 証券リサーチセンターの 17 年 4 月期予想

当センターは、上期決算を踏まえて予想を見直した結果、17/4 期の従来予想（売上高 7,481 百万円、営業利益 547 百万円、経常利益 535 百万円、純利益 354 百万円）を、売上高 7,697 百万円、営業利益 882 百万円、経常利益 845 百万円、当期純利益 584 百万円に変更する。なお、前期比では、15.1%増収、21.4%営業増益から、18.4%増収、95.8%営業増益へと修正した（図表 8）。

主な修正点は、以下の通りである。

(1) 売上高

コマース事業に関しては、17/4 期上期に想定を大幅に上回る伸びをみせた卸売を増額した一方で、想定よりも伸び悩んだ小売を減額し、ネットで 216 百万円引き上げた。プラットフォーム事業に関しては、ほぼ想定通りの推移であったため、予想を据え置いた。

(2) 営業利益

コマース事業に関しては、iFace 商品の利幅改善や自社企画商品比率の上昇による収益性の改善が想定を大きく上回ったことから 345 百万円増額した。

プラットフォーム事業に関しては、人件費などを中心に売上原価が従来想定以上に増える見通しとなったため、10 百万円引き下げた。

(3) 営業外収支

17/4 期上期に市場変更費用（22 百万円）や為替差損（4 百万円）などが計上されたことを受けて、営業外収支の予想を 12 百万円の支払超過から 37 百万円に修正した。

(4) 特別損益及び見掛け上の税率

17/4 期上期に発生した特別損失（36 百万円）を予想に織り込んだ。また、法人税率が 22.0%と日本に比べて低い韓国での利益が、同下期においても上期並みに計上されると想定した。結果、見掛け上の税率は前回予想の 33.8%から 27.7%となる。

なお、コマース事業の当センターの予想は、同社に比べ、売上高は 198 百万円、営業利益は 113 百万円上回っている。

小売の売上高に関し、同社は、上期に前年同期比 3.9%増収に対して、下期は同 1.6%増収と増収率が鈍化すると見込んでいる一方、当セン

ターでは、iFace 商品の品不足が解消したことを考慮し、下期は同11.6%増とむしろ増収率が高まると想定した。

卸売の売上高については、同社は上期の1,862百万円に対し、下期は1,853百万円と、上期よりもやや減少すると見込んでいるが、当センターは、季節性を考慮すれば上期より減るとは考えにくいと判断し、下期を1,900百万円と予想した。

コマース事業における下期の営業利益については、同社は258百万円(営業利益率7.6%)と上期の292百万円(同9.4%)よりも減少すると予想している。一方、季節性から上期よりも売上高が増える下期に営業利益率が低下するとは考えにくいことや、下期の方が収益性の高い小売の売上高構成比が高まると見込まれることなどにより、当センターでは371百万円(同10.1%)と予想した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターは17/4期上期実績を踏まえ、18/4期以降についても、前回の業績予想を見直した。

18/4期のコマース事業の予想については、17/4期と同様に、売上高は小売を引き下げ一方、卸売を引き上げ、同事業全体で280百万円増額した。営業利益は、iFace商品の利幅改善や自社企画商品比率の上昇による売上総利益率の向上を想定したことから、438百万円引き上げた。

プラットフォーム事業については、売上高は前回予想を据え置いたものの、人件費を中心とした売上原価の増加が従来想定を上回ると見込んだことから、営業利益を25百万円引き下げた。

19/4期のコマース事業の売上高は、小売を減額、卸売を増額し、同事業全体で440百万円引き上げた。営業利益は、売上総利益率の向上を想定し、545百万円引き上げた。

プラットフォーム事業については、売上高は前回予想を据え置いたものの、営業利益は、売上原価が従来想定を上回ると考え、31百万円引き下げた。

同社は、国内でのプラットフォーム事業が利益成長のけん引役となり、3~5年の内に、同事業の営業利益がコマース事業を大きく上回ることを想定していたが、コマース事業の利益成長率が急速に高まった結果、当センターでは、両事業の利益の逆転は少なくとも19/4期までは起こらないと考えている。

【 図表 8 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	16/4期	17/4期CE	旧17/4期E	17/4期E	旧18/4期E	18/4期E	旧19/4期E	19/4期E
売上高	6,501	7,479	7,481	7,697	8,554	8,834	9,575	10,015
前期比	14.9%	15.0%	15.1%	18.4%	14.3%	14.8%	11.9%	13.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
コマース事業	5,694	6,518	6,500	6,716	7,380	7,660	8,210	8,650
プラットフォーム事業	806	960	981	981	1,174	1,174	1,365	1,365
差引売上総利益	2,687	3,530	3,229	3,688	3,746	4,284	4,242	4,905
前期比	18.3%	31.3%	20.1%	37.2%	16.0%	16.1%	13.2%	14.5%
売上総利益率	41.3%	47.2%	43.2%	47.9%	43.8%	48.5%	44.3%	49.0%
販売費及び一般管理費	2,237	2,761	2,682	2,806	3,084	3,209	3,453	3,602
販管費率	34.4%	36.9%	35.9%	36.5%	36.1%	36.3%	36.1%	36.0%
営業利益	450	769	547	882	662	1,075	789	1,303
前期比	34.0%	70.8%	21.4%	95.8%	21.0%	21.9%	19.2%	21.2%
営業利益率	6.9%	10.3%	7.3%	11.5%	7.7%	12.2%	8.2%	13.0%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
コマース事業	268	551	319	664	366	804	416	961
プラットフォーム事業	182	218	228	218	296	271	373	342
経常利益	427	732	535	845	651	1,065	781	1,296
前期比	29.6%	71.6%	25.3%	97.9%	21.7%	26.0%	20.0%	21.7%
経常利益率	6.6%	9.8%	7.2%	11.0%	7.6%	12.1%	8.2%	12.9%
当期純利益	257	457	354	584	439	756	529	916
前期比	33.8%	77.3%	37.2%	126.6%	24.0%	29.3%	20.7%	21.2%

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

(出所) Hamee 決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

なお、17/4期における同社の配当予想は、業績予想の上方修正にもかかわらず、1株当たり2円(期初計画の4円から1:2の株式分割を考慮して修正)と実質据え置きとなっているが、当センターは大幅増配となる4円を予想する。18/4期、19/4期についても、5円、6円と増配が継続されると予想する。

当面の配当性向は10%を確保し、将来的には20%~30%の安定配当を目指すというのが同社の配当方針であるが、当センターでは約10%の配当性向が維持されることを配当予想の前提としている。

> 投資に際しての留意点

◆ 韓国事業が大きく利益に貢献し始めた

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 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、2) iPhoneの発売時期や売れ行きに株価が影響を受ける可能性、3) 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、4) 海外事業が想定以上に急拡大する可能性、5) ビッグデータを活用した新規サービスが利益貢献す

る可能性を投資に際しての留意点に挙げていた。

このうち、海外事業の収益貢献について、当センターは、16年1月時点では、韓国事業におけるプラットフォーム事業の迅速な立ち上がりや、中国、台湾、インドでの事業の収益化及び早期の連結子会社化を期待していた。このうち、16/4期に、設立初年度に黒字化した台湾法人は連結子会社となったものの、連結業績に対する海外子会社の利益貢献は限定的なものにとどまっていた。

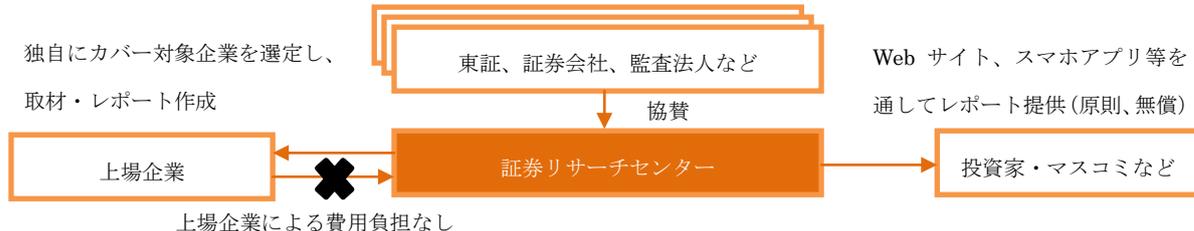
17/4期上期に iFace 商品の商標権取得をきっかけに韓国子会社が大きく利益に貢献し始めたが、韓国のコマース事業が海外利益の拡大をけん引するとは想定していなかった。当センターは、経営センスに秀でる同社の取り組みが成果を上げれば、他の海外子会社においても連結業績にインパクトを与える可能性はあると見ており、同社の海外展開には今後も注視すべきだと考えている。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を15年8月21日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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

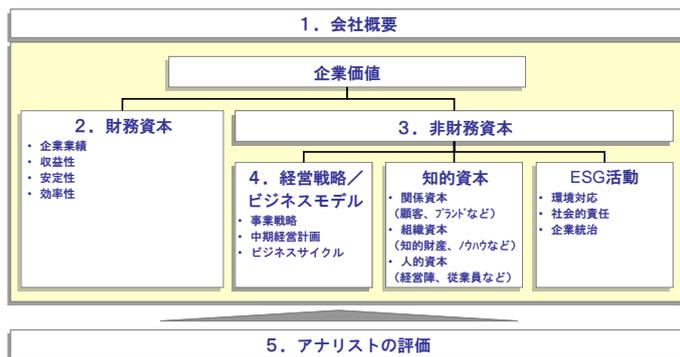
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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。