

ホリスティック企業レポート ベガコーポレーション 3542 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2018年2月16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 20180213

「LOWYA」を主ブランドに家具・インテリア分野の EC を展開する企業 ブランド認知度向上によるビジネスモデル強化と越境 EC 育成が今後の焦点

1. 会社概要

・ベガコーポレーション(以下、同社)は、家具・インテリア分野でECを展開している。自社企画の商品を海外の協力工場で製造し、日本に輸入してユーザーに供給するビジネスモデルを有するのが特徴である。また、越境 EC プラットフォームの運営も手掛けている。

アナリスト:藤野敬太
+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

・11/3 期~17/3 期は単体ベースでは、年平均 32.5%の増収、同 30.5%の経常増益であった。同期間中は 6 期連続の増収だったが、消費税率引き上げの影響を受けた 15/3 期に一度減益を経験した。

・家具・インテリア分野で実店舗を有する大手小売企業との比較では、固定長期適合率での優位性が目立つ程度で、収益性では特段の優位性はない。実店舗を持たない類似企業との比較では、収益性や安全性において総じて優位性がある。

【主要指標】

	2018/2/9
株価(円)	1,226
発行済株式数(株)	10,345,000
時価総額(百万円)	12,683

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	15.8	47.9	32.8
PBR(倍)	3.5	3.3	3.0
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、組織資本に属するプロセスにある。各プロセスが磨き上げられ、それらが有機的に結合することで D2C のビジネスモデルとして成立する。その結果、ユーザーの嗜好に合った商品投入が可能となり、流通総額の拡大を通じて顧客資産の蓄積につながっている。

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-7.9	-8.2	-25.2
対TOPIX(%)	-2.3	-5.0	-33.7

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題には、大手ショッピングモールに対する高い依存度、ブランド認知度の低さ、越境 EC プラットフォームの強化が挙げられよう。

・国内の家具 EC 事業では、商品数拡充、自社ブランドの認知度向上、物流の効率化により、ビジネスモデルの強化を図っていく。また、越境 EC プラットフォーム事業での流通総額拡大と、新規事業育成を目指す。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・07 年以降、自社で抱える在庫のリスクに正面から向き合ったことで、現在の D2C のビジネスモデルが確立した点を評価する。ビジネスモデルの完成度を上げるための当面の課題は、自社ブランドの知名度向上である。一方、広告宣伝費や研究開発費をかけ続ける局面にあり、売上高や原価率に変調をきたした際の業績のぶれの可能性には留意しておきたい。

【3542 ベガコーポレーション 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)
2016/3	8,340	32.8	575	7.4	592	8.2	356	14.3	42.2	225.5	0.0
2017/3	10,960	31.4	828	44.0	808	36.6	786	120.2	77.7	346.2	0.0
2018/3 CE	12,800	16.8	400	-51.7	420	-48.1	260	-66.9	25.2	—	0.0
2018/3 E	12,784	16.6	401	-51.6	423	-47.6	262	-66.6	25.6	374.9	0.0
2019/3 E	15,998	25.1	602	50.1	617	45.9	383	45.9	37.4	412.3	0.0
2020/3 E	19,328	20.8	835	38.8	851	37.8	527	37.8	51.4	463.8	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、16年6月の上場時に410,000株(株式分割後ベース820,000株)の公募増資を実施
決算は単体決算、17年4月1日に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。

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

◆ D2C のビジネスモデルで家具・インテリア分野での EC を展開

ベガコーポレーション(以下、同社)は、家具・インテリア分野の EC 事業者である。後述する「D2C」と呼ばれるビジネスモデルのもと、自社企画の商品を海外の協力工場で製造し、日本に輸入してユーザーに供給する。主力の「LOWYA(ロウヤ)」を筆頭に、6つの店舗ブランドを持つが、販売はウェブサイト経由に限定され、原則として実店舗での販売はない。

ECの業界では「ドロップシッピング」と呼ばれる、委託販売に近い形式でのビジネスモデルがある。同社も創業時は「ドロップシッピング」のビジネスモデルを採用していたが、途中で現在のビジネスモデルに転換した。その結果、自社で在庫リスクを抱えることによって利益率を上げ、また、在庫リスクを低減するために販売力の強化を続け、取扱高を増やしてきた。

◆ 越境 EC プラットフォームも運営

家具・インテリア分野での国内向けの EC とは別に、日本の商品を海外のユーザーに提供する越境 EC プラットフォーム「DOKODEMO(ドコデモ)」を運営している。このプラットフォームの出店者は、自社で取り扱う商品を海外へ販売するルートを確認することができる。取扱商品は、「美容」、「ヘルスケア」、「医薬品」のジャンルのものが多く、サービス開始以来、74の国と地域に配送実績を持つ。

◆ 国内の E コマース事業が大半

連結子会社の売却によりデジタルエンターテインメント事業から撤退したことにより、17/3期からは E コマース事業の単一セグメントとなった。国内での E コマース事業が大半で、3つの商材分野に分類されるが、「リビング・ダイニング家具」が売上高の 70%以上を占める(図表 1)。なお、越境 EC プラットフォームの「DOKODEMO」の売上高は「その他」に含まれる。

【図表 1】事業別・商材分野別売上高

(単位:百万円)

事業別・商材分野別	売上高			前期比/前年同期比		構成比		
	16/3期連	17/3期単	18/3期	17/3期単	18/3期	16/3期連	17/3期単	18/3期
			第3四半期累計期間		第3四半期累計期間			第3四半期累計期間
Eコマース事業	8,336	10,960	9,569	31.4%	20.2%	91.2%	100.0%	100.0%
リビング・ダイニング家具	6,000	7,930	-	32.2%	-	65.7%	72.4%	-
ベッド家具	1,831	1,959	-	7.0%	-	20.0%	17.9%	-
その他	504	1,070	-	110.5%	-	5.5%	9.7%	-
デジタルエンターテインメント事業	800	-	-	-	-	8.8%	-	-
合計	9,136	10,960	9,569	31.4%	20.2%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) ベガコーポレーション有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ D2C のビジネスモデル

D2C (Direct To Consumer、ダイレクト・トゥ・コンシューマー) とは、「自らがメーカーとして、自社で企画・製造した商品を、自社の EC サイトで消費者に直接販売するビジネスモデル」を指す。00 年代後半頃より米国のアパレル業界の新たな潮流として登場し、インターネットやスマートフォンの普及とともに成長してきた。

D2C では、従来のビジネスモデルで発生していた中間マージン等を削減することにより、品質を維持したまま商品の低価格を実現することが可能と言われている。

注1) SPA

Specialty store retailer of Private label Apparelの略で、製造小売ともいう。

企画から製造、小売までを一貫して行うアパレル業界のビジネスモデルを指す。消費者の嗜好の移り変わりを迅速に商品に反映させるため、在庫のコントロールが行いやすいとされている。

また、アパレル業界における SPA ^{注1}のビジネスモデルとは異なり、D2C では、固定費がかかる実店舗での販売を行わず、ウェブサイトでの販売に絞られる。そのため、販売やマーケティングのデータの集約が容易となり、商品企画やマーケティングの効率が上がることも特徴とされている。

同社は、同社の事業の中核を成す国内家具 EC 事業において、07 年より家具・インテリアの領域で D2C のビジネスモデルを採用している。

D2C のビジネスモデルのポイントは、「顧客接点」、「商品企画」、「生産・物流」である。

◆ 国内家具 EC 事業 (1) -1

～最大の顧客接点は主力店舗ブランド「LOWYA」

顧客接点を「ウェブサイトでの販売に絞る」ことが D2C の最大の特徴である。同社は、6 つの自社店舗ブランドを持ち、店舗ブランドごとに、販売チャネルを設定している。主力ブランドは「LOWYA」であり、全売上高の 60%を超えている (図表 2)。

「LOWYA」は、数々の受賞歴を有している。特に楽天 (4755 東証一部) が運営する「楽天市場」においては、11 年～17 年の間、7 年連続で「ショップ・オブ・ザ・イヤー」を受賞している。

【 図表 2 】 国内家具 EC 事業の店舗ブランド

店舗ブランド	売上構成比			前期比/前年同期比			出店先			特徴	
	17/3期	18/3期 上期	18/3期 第3四半期 累計期間	17/3期	18/3期 上期	18/3期 第3四半期 累計期間	自社 (本店)	大手インターネットモール			
						楽天		ヤフー	amazon		
LOWYA (ロウヤ)	60.0%	64.4%	66.3%	31.8%	39.0%	32.9%	√	√	√	・総合家具通販サイト ・高品質・低価格がコンセプト	
sumicia (スミシア)	13.3%	11.2%	10.7%	14.7%	-1.7%	-6.0%		√	√	・多様化した生活スタイルに合う商品の提供 ・女性やファミリー層がターゲット	
LaLa Style (ララストایل)	11.9%	9.7%	9.0%	33.0%	7.4%	-5.4%		√		・シンプルで機能的な商品の提供 ・ランドセルや子供机等が中心	
BAROCCA (バロッカ)	10.3%	8.2%	8.0%	24.2%	-3.9%	-9.1%		√		・高級感のある家具	
NoRZY (ノージィ)	2.4%	3.3%	3.3%	63.5%	83.8%	73.0%		√		・北欧テイストのインテリアが中心	
LESMORE (レスモア)	1.7%	2.3%	1.9%	-	236.0%	65.7%		√		・大人の女性に好まれる落ち着いた商品の提供	

(出所) ベガコーポレーション有価証券報告書、決算説明会資料、各店舗サイトより証券リサーチセンター作成

全店舗ブランドを合わせた購入者の属性の特徴として、都市圏を中心に、30代の女性が多いことが挙げられる(図表3)。

【 図表 3 】 購入者の属性

項目	17/3期 (16年4月~17年3月)	18/3期第3四半期 (17年10月~17年12月)
男女比	男性 37.2% 女性 62.8%	男性 31.8% 女性 68.2%
エリア分布	関東 38.2% 近畿 18.5% 東海 11.8% 九州 9.1% その他 22.4%	関東 38.0% 近畿 18.8% 東海 11.7% 九州 9.0% その他 22.5%
世代分布	最も多い30代が37.6% 次に多いのが40代	最も多い30代が41.8% 次に多いのが40代

(出所) ベガコーポレーション決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、ウェブサイトへのアクセス状況を端末別に見ると、17/3期第4四半期の時点で、スマートフォンからのアクセスが70.0%に達し、モバイルからのアクセスの29.5%、PCからのアクセスの0.5%を大きく引き離している。

◆ 国内家具 EC 事業 (1) - 2

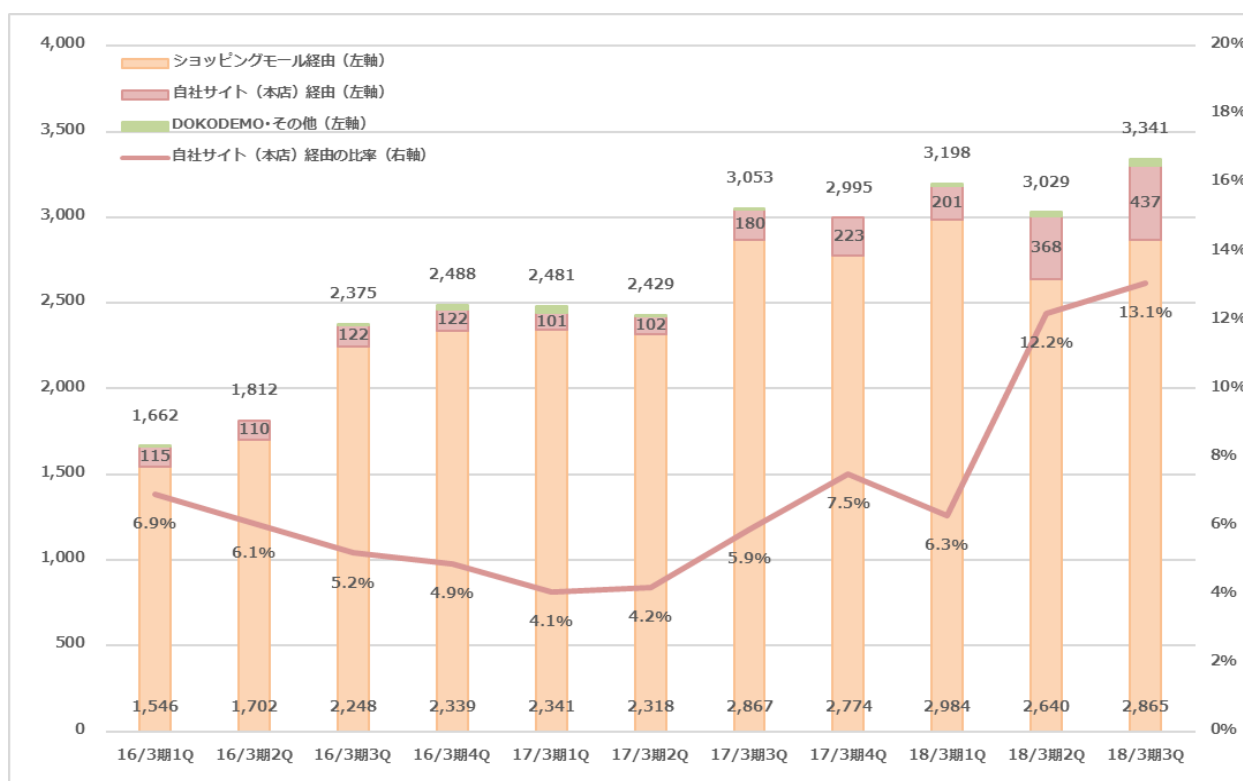
～販売は大手ショッピングモール経由中心

同社の販路はウェブサイト経由に限定されるものの、自社直営サイト経由はまだ少なく、大手ショッピングモール経由が圧倒的に多い。

18/3 期第 2 四半期以降、全売上高に占める自社直営サイト経由の比率(本店比率)は上昇しているが、16/3 期は 5.6%、17/3 期は 5.5%に留まっていた(図表 4)。

【図表 4】 四半期別売上高・自社サイト経由売上高の比率の推移

(単位:百万円)



(出所) ベガコーポレーション決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 国内家具 EC 事業 (2) ~商品企画は自社開発中心

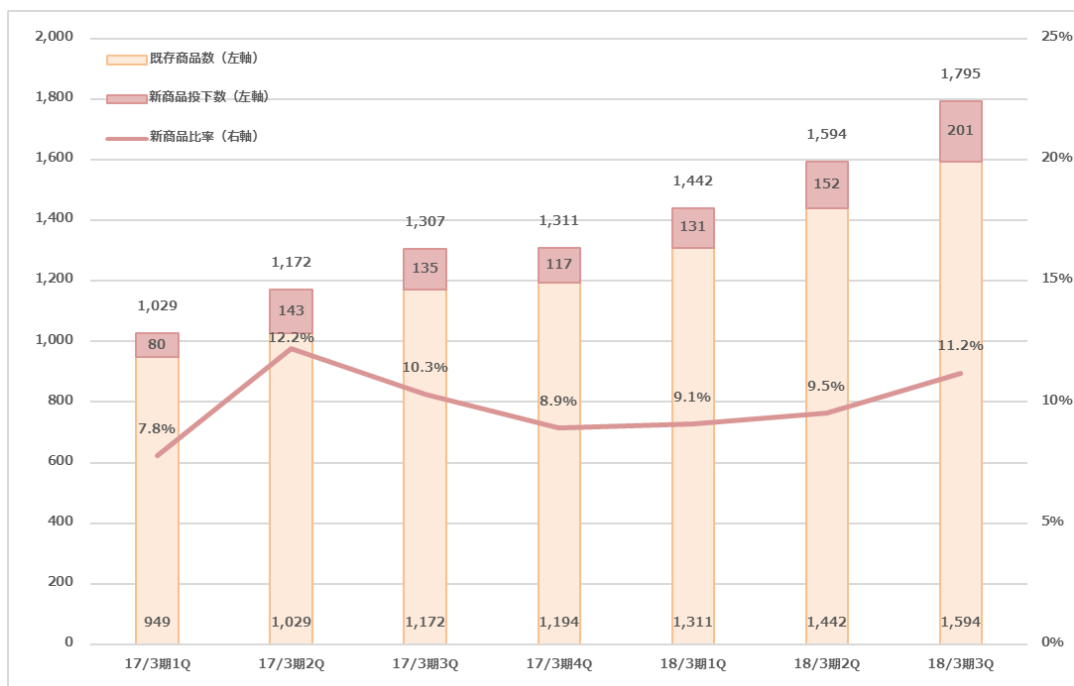
中間業者を通さずに直接の顧客接点を自身で持つことが D2C のビジネスモデルの特徴であり、同社も各店舗ブランドでの顧客接点を通じて得たデータを商品開発に活用している。

同社が取り扱うのは、リビング・ダイニング家具(ソファ、チェア、デスク等)、ベッド・寝具(ベッド、寝具、マットレス)が中心となるが、販売データを活用しながら、照明器具や日用家電等の取り扱いも増やし、対象領域を拡大してきている。

その結果、18/3 期第 3 四半期末時点で商品数は 1,795 アイテムまで増加している。また、四半期ベースで見た新商品比率(各四半期末商品数のうち、期中に投入された新商品数の比率)は 10%前後を推移している(図表 5)。新商品の 90%以上が、自社での企画・開発によるプライベートブランドとなっている。

【 図表 5 】 四半期別商品数の推移

(単位:アイテム)



(注) 17/3 期 3Q から 4Q にかけて廃番商品が除かれている。

(出所) ベガコーポレーション決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

自社開発商品の中にはヒット商品も存在する。代表的なのは着る毛布「GROONY」で、10年の発売開始から17年12月末までの累計で484,000枚を出荷している。

◆ 国内家具 EC 事業 (3) ～海外工場のネットワークと物流

同社の1,795アイテムの商品の90%以上がプライベートブランドであるため、一部のヒット商品以外は、必ずしも大量生産には向いているとは言えない。それでいて、大量生産が可能な大手と同水準の商品原価率となるのは、調達先を海外の工場とし、自社自身が在庫リスクを取って仕入を行っているためである。

また、海外から家具等の大型の商品を輸送するため、物流効率の最適化が求められる。同社は、委託により、国内に4カ所の物流拠点(福岡県北九州市、千葉県野田市、愛知県豊川市、兵庫県神戸市)を設け、在庫の保管及び配送をコントロールしている。

注2) 越境EC

経済産業省の調査では、「消費者と、当該消費者が居住している国以外に国籍を持つ事業者との電子商取引(購買)」と定義されている。

◆ 越境 EC プラットフォーム事業

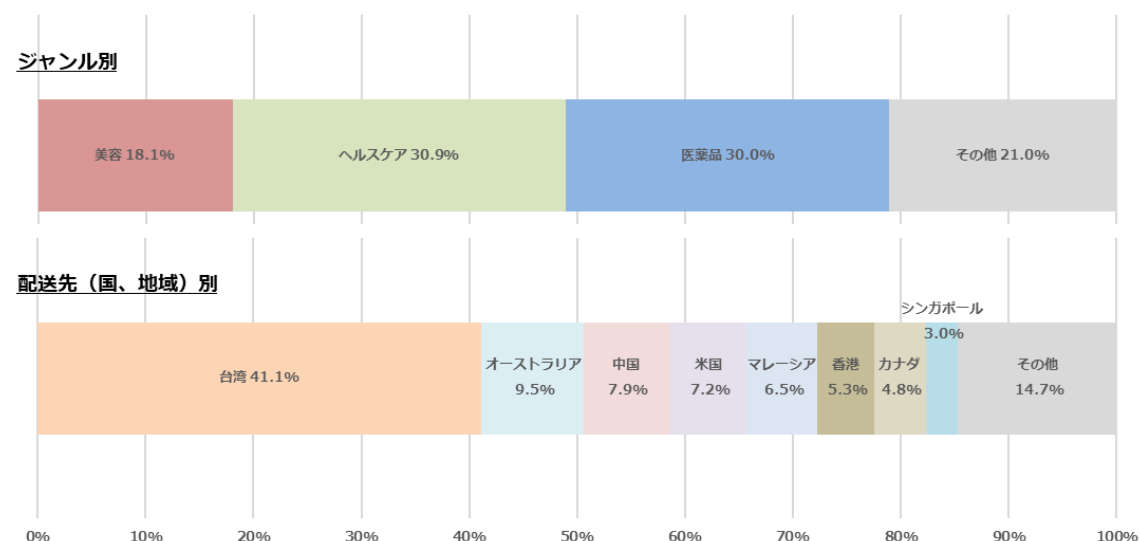
国内ユーザーに販売する EC とは別に、海外ユーザーを対象に日本の商品を販売する越境 EC ^{注2}に関するプラットフォームを運営している。それが、15年12月(テスト運用期間を含む)より開始した「DOKODEMO」である。

このプラットフォームを通じて、海外のユーザーは、輸出免税価格で日本のコスメや食品、日用品等を購入することができる。一方、同プラットフォームを利用する出店者は、自社で取り扱う商品を海外へ販売するルートを確保することができる。

「DOKODEMO」では、個別配送の場合、出店者が海外のユーザーに直接配送することになる。一方、複数の出店者をまたいで購入する場合、「おまとめ配送サービス」を使えば、1回の海外配送、1度の決済で完結する。「おまとめ配送サービス」は、同社の国内倉庫に一旦集約した上で配送するもので、同社の物流機能を活用したサービスとなっている。

こうした利便性から、17年12月末時点で、会員数は約150,000人、取扱商品数は約65,000点、サービス開始以降の配送先は74の国と地域に及ぶ。また、ジャンル別では「美容」、「ヘルスケア」、「医薬品」の割合が多く、配送国・地域別では、台湾、オーストラリア、中国が上位にある(図表6)。

【図表6】 「DOKODEMO」のジャンル別、配送先別売上割合(17年10月~12月)



(出所) ベガコーポレーション決算説明会資料

一方、出店者側を見ると、九州旅客鉄道(9142 東証一部)の子会社のJR九州ドラッグイレブン(福岡県大野城市)、薬王堂(3385 東証一部)といった大手ドラッグストアが出店している。

◆ 家具プラットフォーム事業

家具を購入するユーザーの視点に立つと、実店舗で家具を購入するユーザーがまだ多く、また、実物を見てからでないで購入に至らないケースも多い。

これらの需要は、ネットだけで完結する家具 EC 事業では対応しづらいのが現状である。その判断のもと、立ち上げに向けて開発中のサービスが「Laig (ライグ)」である。

「Laig」は、オンラインとオフラインを融合し、ユーザーとテナント(中小の家具店)とを結びつけるプラットフォームサービスとなる予定である。具体的には、出店したテナントが「Laig」に出品し、その商品に興味を持ったユーザーを出店テナントの実店舗へ誘導し、ユーザーが実物の家具を見る機会を提供する。購入はスマートフォン経由で「Laig」上で行い、出店テナントからユーザーに配送されることになろう。

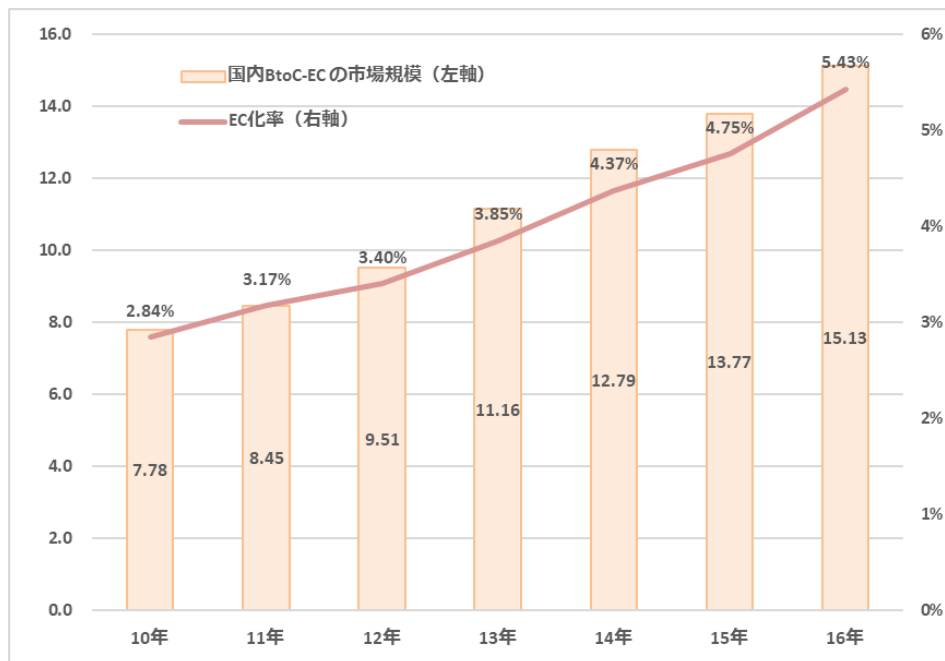
> 業界環境と競合

◆ 国内 BtoC-EC 市場の推移

経済産業省の「我が国経済社会の情報化・サービス化に係る基盤整備(電子商取引に関する市場調査)」によると、国内の BtoC-EC の市場規模は 16 年に 15.1 兆円となり、10 年以降、年 11.7% 増のペースで拡大してきた(図表 7)。

【図表 7】国内 BtoC-EC の市場規模の推移

(単位:兆円)



(出所) 経済産業省「平成 28 年度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)」

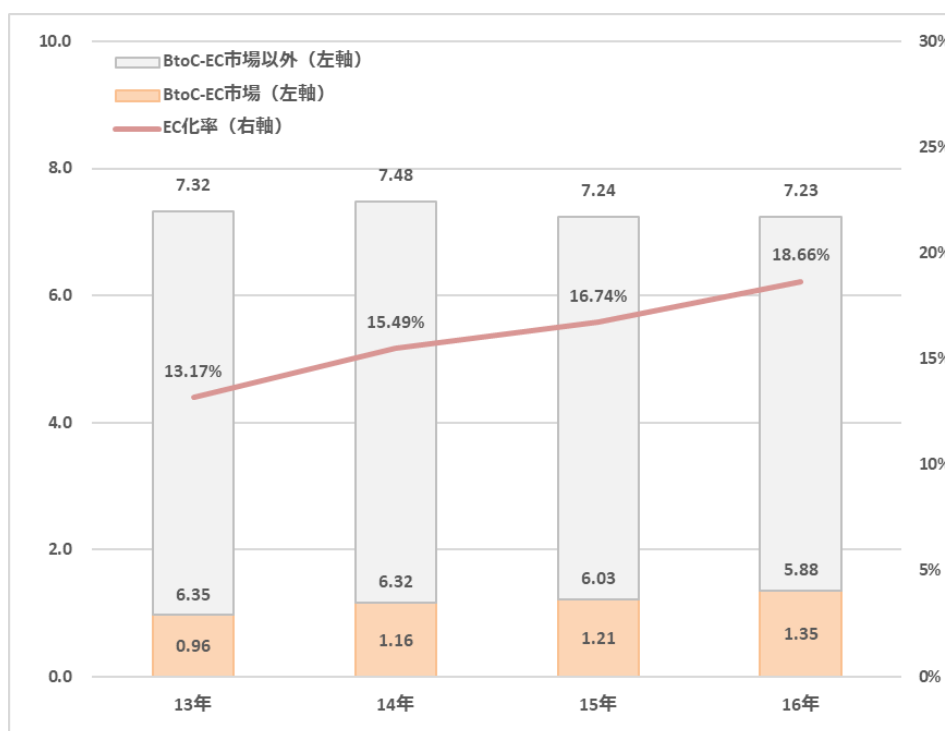
◆ 雑貨・家具・インテリア分野の BtoC-EC 市場の推移

同調査によると、雑貨・家具・インテリア分野の BtoC-EC 市場は、16 年に 1.35 兆円となり、13 年～16 年の間で年平均 11.9% 増のペースで拡大してきた。また、EC 化率は 18.66% まで上昇してきた(図表 8)。雑貨・家具・インテリア市場の全体が伸びない中で、BtoC-EC 市場のみが伸びている状況がうかがえよう。

なお、雑貨・家具・インテリア分野の BtoC-EC 市場のうち、約 7 割が家事雑貨、家事用消耗品、残りの約 3 割が一般家具、インテリア、寝具類となっている模様である。

【 図表 8 】 雑貨・家具・インテリアの市場規模の推移

(単位:兆円)



(注) 全体の市場規模は BtoC-EC 市場規模と EC 化率から推算した

(出所) 経済産業省「平成 28 年度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)」、
「平成 26 年度、27 年度我が国経済社会の情報化・サービス化に係る基盤整備 (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

◆ 日米中 3 カ国間の越境 EC 市場規模

経済産業省の「平成 28 年度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)」によると、16 年の日米中 3 カ国の越境 EC 市場の規模は 3.45 兆円とされる。購入金額ベースでは日本からの購入額が 47.8%、消費金額ベースでは中国での消費が 62.9%を占めている (図表 9)。

14~16 年の推移を見ても、越境 EC 市場規模の拡大は、中国での消費の伸びと、日本からの購入額 (日本の販売額) の伸びが牽引していることがうかがえよう (図表 10)。

【 図表 9 】 越境 EC 市場規模 (16 年)

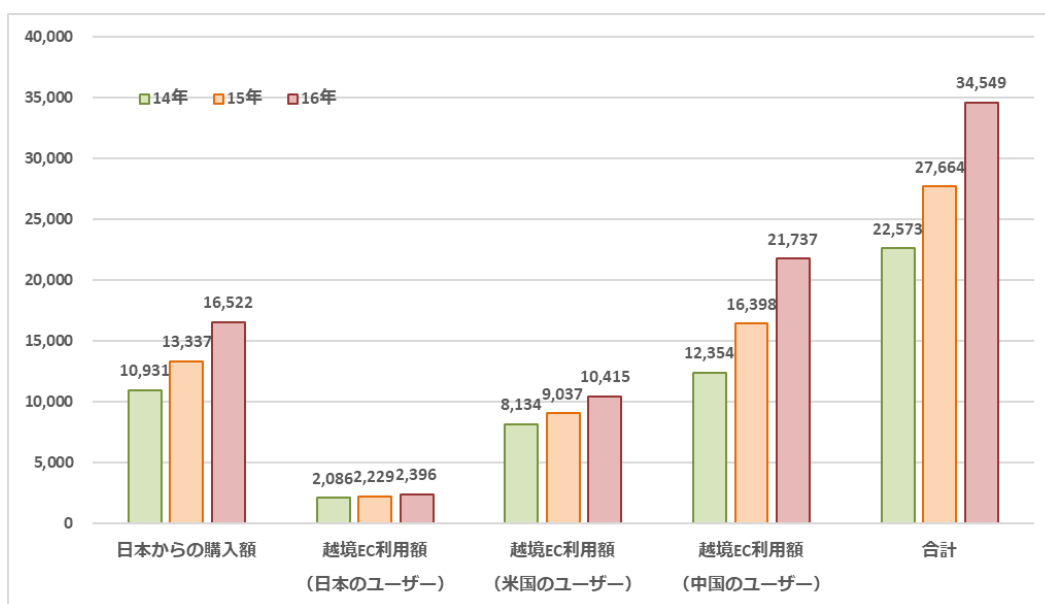
(単位: 億円)

国 (消費国)	日本からの 購入額	米国からの 購入額	中国からの 購入額	合計
日本	/	2,170	226	2,396
対前年比		7.5%	7.9%	24.9%
構成比		6.3%	0.7%	7.0%
米国	6,156	/	4,259	10,415
対前年比	14.4%		16.5%	15.2%
構成比	17.8%		12.3%	30.1%
中国	10,366	11,371	/	21,737
対前年比	30.3%	34.7%		32.6%
構成比	30.0%	32.9%		62.9%
合計	16,522	13,542	4,486	34,549
対前年比	23.9%	29.5%	16.0%	24.9%
構成比	47.8%	39.2%	13.0%	100.0%

(出所) 経済産業省「平成 28 年度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)」に証券リサーチセンター加筆

【 図表 10 】 越境 EC 市場規模の推移

(単位: 億円)



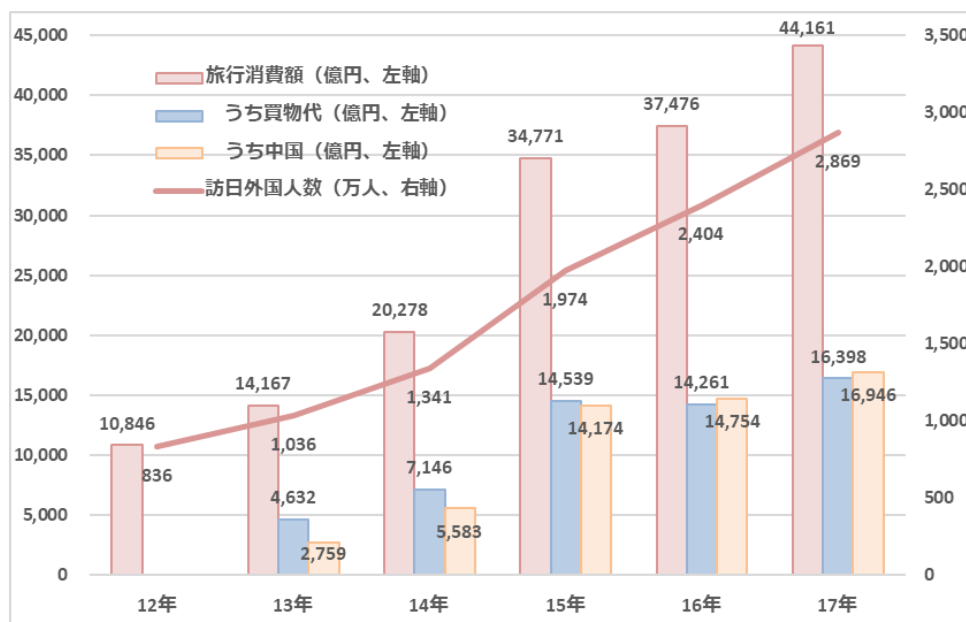
(出所) 経済産業省「平成 28 年度我が国におけるデータ駆動型社会に係る基盤整備 (電子商取引に関する市場調査)」、「平成 26 年度、27 年度我が国経済社会の情報化・サービス化に係る基盤整備 (電子商取引に関する市場調査)」より証券リサーチセンター作成

◆ 訪日外国人消費動向

観光庁の「訪日外国人消費動向調査」によると、17 年の訪日外国人人数は 2,869 万人まで増加し、旅行消費額も 4.4 兆円に達した。旅行消費額のうち約 37%が買物代、約 38%が中国からの訪日客による消費

とされている。日本での買物の経験が、将来的な越境 EC での購買につながると考えられており、今後の越境 EC 市場の更なる拡大が予想される(図表 11)。

【図表 11】訪日外国人と旅行消費額の推移



(注) 17年は速報値

(出所) 観光庁「訪日外国人消費動向調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合 ~ 国内の家具・インテリア分野の販売

ユーザーが家具・インテリア分野の商品を購入する経路は、(1) 実店舗での購入、(2) 通信販売(インターネット販売を含む)での購入に大別されよう。

実店舗を中心に展開する競合先としては、ニトリホールディングス(9843 東証一部)、良品計画(7453 東証一部)、大塚家具(8186 東証JQS)等が挙げられる。また、スウェーデンのIKEAも日本法人のイケア・ジャパン(千葉県船橋市)を通じて日本市場に参入している。

通信販売のうち、インターネット販売では、大きく2種類の競合先があると言えよう。

ひとつは、上記の実店舗中心で展開する大手企業による通販サイトである。ニトリホールディングスの「ニトリネット」、良品計画の「無印良品ネットストア」のほか、イケア・ジャパンも「IKEA オンラインストア」を通じてインターネット販売を本格化させている。

もうひとつは、Yahoo!ショッピングや楽天市場、Amazonといった大手ショッピングモールの出店企業であり、同社の直接の競合先となっている。これらの出店企業は中小企業が多いが、「リコメン堂」を運営するジェネレーションパス(3195 東証マザーズ)のように、ECプラットフォームに特化したマーケティングを行うことを特徴とする企業もある。

また、新しい販売形態として、ディノス・セシール(東京都中野区)の「flect(フレクト)」のように、購入検討型家具レンタルを行う企業も見られるようになってきている。

◆ 競合 ～ 越境 EC プラットフォーム

EC事業者が越境ECで商品を販売しようとした場合、自力でECサイトを構築・運営する方法と、ECプラットフォームを活用する(出店する)方法の2つがある。

後者のECプラットフォームはさらに、日本国内に物流拠点を置くタイプのもの、海外(ユーザーが居住する国)に物流拠点を置くタイプのものがある。同社の「DOKODEMO」は前者に分類される。「DOKODEMO」の配送先は74の国と地域にのぼるが、同社と同じ前者のタイプで、配送先を中国に特化した「豌豆(ワンドウ)プラットフォーム」を運営するInagora(インアゴラ、東京都港区)といった企業もある。

なお、先述したジェネレーションパスも中国向けの越境ECを手掛けているが、中国現地のプラットフォーム運営会社のほか、複数社との協業で成り立っており、その一部の機能を担う形で展開している。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革1 ～ 04年に家具のドロップシッピング販売を開始

代表取締役社長の浮城智和氏は、家具や雑貨を輸入する卸販売を行う企業に勤務した後、インターネットの普及が急速に進んだ時期である04年に、福岡にて、家具・インテリアをインターネット販売する有限会社ベガコーポレーションを創業した。

創業当初は、ドロップシッピングという手法で事業を行っていた。ドロップシッピングとは、販売するためのウェブサイトを作成し、商品の写真を掲載して受注をとり、受注後に国内メーカーに発注を行い、仕入先から顧客に直接配送する手法である。インターネット販売という特性を活かし、リアル店舗では難しい品数の豊富さで勝負しようと、創業後数年で販路と商品を拡大していった。創業と同じ04年に、

「LOWYA Yahoo!ショッピング店」、「LOWYA 楽天市場店」を相次いでオープンさせた。

◆ 沿革2 ～ ドロップシッピング販売からのビジネスモデル転換

ドロップシッピングは自社在庫を持たないで販売ができるため、経営効率が良い一方、参入障壁が低い。実際、06年頃から新規参入が増加した。さらに、家具メーカーもインターネット直販を手掛け始めるようになった。安値にしても利益が出る家具メーカーの直販は、価格競争力がある。こうした競争激化により、同社の業績は一時悪化した。

◆ 沿革3 ～ D2Cのビジネスモデルの確立

そこで同社は、07年に、商品の価格競争力をつけるために、海外の家具メーカーの商品をコンテナで大量輸入する方式を開始した。この結果、ドロップシッピング販売をやめ、自社在庫を保有するビジネスモデルに転換した。

自社在庫を保有するため原価率は下がるが、その分、在庫リスクを負うことになる。この在庫リスクを下げるのに最も効果的なことは、販売力を上げることである。そのため、同社は、商品説明の重要性を認識し、販売手法も変えていった。

こうした、ビジネスモデルの転換の結果、商品開発の機能と商社機能を自社で持つ形となり、D2Cのビジネスモデルが確立した。

◆ 沿革4 ～ デジタルコンテンツ分野への参入と撤退

創業から5年が経過し、家具のECで収益が安定してきた頃、スマートフォンの普及を背景に、ソーシャルゲームで急成長する企業が現れた。同社は、顧客接点の観点から、家具のECとソーシャルゲームの類似性に注目した。その結果、家具のECとは異なるタイプの収益を得ることを目的に、10年に子会社のNUBEE PTE.,LTD.をシンガポールに設立し、デジタルコンテンツの分野へ参入した。

当初は、正式リリースしたゲームタイトルでダウンロード数を一気に獲得するなど、急成長の兆候を見せた。しかし、大手ゲームメーカーが同社の想定より早いタイミングで参入したこともあり、ゲームタイトルの当たり外れに依存する、収益が不安定な事業となった。

そのため、13年には事業再編に着手し、16年1月の子会社の解散をもって、デジタルコンテンツ事業からは完全に撤退した。

◆ 沿革5 ～ 東証マザーズに上場

デジタルコンテンツ事業からの撤退により、同社の事業は家具・インテリアのECに集約された。しかし、デジタルコンテンツ事業を経験

したことで海外市場への展開を強く志向するようになり、越境 EC の分野にも早くから着手することとなった。こうした状況の下、16年6月に東証マザーズに上場した。

◆ 企業理念

同社は、「誠実・愛・感謝 人との繋がりを大切に」を企業理念に、「満足と感動を叶える唯一の E コマース企業」をビジョンに掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と 18/3 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 12 の通りである。

18/3 期第 2 四半期末時点で、筆頭株主は 34.79%を保有する代表取締役社長の資産管理会社のアルタイトル、第 2 位株主は 29.11%を保有する代表取締役社長の浮城智和氏である。両者を合わせると 63.91%となる。後は、第 4 位の専務取締役の手島武雄氏の 5.31%、第 7 位の従業員持株会の 1.13%、第 8 位の個人投資家以外は、機関投資家が上位を占めている。

なお、上場前はベンチャーキャピタルのジャフコ (8595 東証一部) のファンドの保有があったが、売却を進め、現在は上位株主には入っていない。

【 図表 12 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前(16年5月)			17年9月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
株式会社アルタイル	1,800,000	37.95%	1	3,600,000	34.79%	1	代表取締役社長の資産管理会社
浮城 智和	1,632,000	34.41%	2	3,012,000	29.11%	2	代表取締役社長 上場時の16年7月に126,000株売り出し (株式分割後ベースでは252,000株)
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	0	-	-	587,400	5.67%	3	
手島 武雄	275,000	5.80%	4	550,000	5.31%	4	専務取締役
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	-	-	491,300	4.74%	5	
BNY GCM ACCOUNTS M NOM	0	-	-	341,900	3.30%	6	
ベガコーポレーション従業員持株会	37,200	0.78%	5	117,100	1.13%	7	
野村信託銀行株式会社(投信口)	0	-	-	113,900	1.10%	8	
時津 昭彦	0	-	-	112,800	1.09%	9	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD ACISG (FE-AC)	0	-	-	103,100	0.99%	10	
ジャフコ・スーパーV3 共有投資事業有限責任組合	945,000	19.92%	3	-	-	-	上場時に430,000株売り出し (株式分割後ベースでは860,000株) 上場後16年6月に115,000株売り出し (株式分割後ベースでは230,000株)
CHEW SU BEE	20,000	0.42%	6	-	-	-	代表取締役社長の配偶者
末永 絵美	20,000	0.42%	6	-	-	-	
亀山 光晴	3,000	0.06%	8	-	-	-	従業員
山手 寛道	3,000	0.06%	8	-	-	-	従業員
中野 国弘	1,500	0.03%	10	-	-	-	従業員
湯山 義則	1,500	0.03%	10	-	-	-	従業員
(大株主上位10名)	4,738,200	99.90%	-	9,029,500	87.28%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	175,500	3.7%	-	369,000	3.57%	-	
発行済株式総数	4,742,900	100.0%	-	10,345,000	100.0%	-	

(出所) ベガコーポレーション有価証券届出書、四半期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

デジタルコンテンツ事業が加わったことで、14/3 期から 16/3 期までは連結決算での開示だったが、同事業からの撤退により単体決算に戻っている。従って、数値が開示されている 11/3 期以降は、11/3 期～13/3 期、17/3 期が単体決算のみでの開示となっている。

単体ベースで見ると、11/3 期から 17/3 期まで、売上高は年平均 32.5% 増、経常利益は同 30.5% 増のペースで拡大してきた。同期間中 6 期連続の増収となったが、経常利益は 15/3 期のみ減益となった。

15/3 期が減益となったのは、14 年 4 月の消費税率引き上げによるところが大きかった。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減の影響で前期比 7.6% の増収に留まったことに加え、価格競争の激化で売上総利益率が 53.5% と 14/3 期の 55.6% に対して 2.1% ポイント低下し、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の増加を吸収しきれなかった。16/3 期も売上総利益率は 49.6% まで低下したが、前期比 32.8% の増収により増益基調に戻った。

◆ 17 年 3 月期は増収が牽引して大幅営業増益

17/3 期は、売上高が前期比 31.4% 増の 10,960 百万円、営業利益が同 44.0% 増の 828 百万円、経常利益が同 36.6% 増の 808 百万円、当期純利益が同 120.2% 増の 786 百万円となり、売上高と営業利益は過去最高となった(前期比は 16/3 期単体業績との比較)。

主要指数は、アクセス人員数が前期比 27.9% 増、CVR^{注3)}が同 2.7% 改善、客単価が同 0.4% 増、出荷個数が同 29.1% 増であった。アクセス人員数の増加によってもたらされた出荷個数の増加が主な増収要因になったと言えよう。

また、ブランド別には、売上構成比の約 60% を占める主力ブランドの「LOWYA」が同 31.8% 増となり、全体を牽引した。なお、期中に 6 番目のブランドとして「LESMORE (レスモア)」が新規に立ち上がった。

想定以上に円高に推移したために売上総利益率は 52.4% となり、前期の 49.6% から 2.8% ポイント改善した。一方、販管費は前期比 38.1% 増と増収率を上回った。人員が前期比 30 名増の 163 名となったことによる人件費の増加、売上高に対する販売手数料や荷造配送費の比率の上昇、研究開発費の増加が要因である。それでも、売上総利益率の改善効果が上回った結果、17/3 期の売上高営業利益率は 7.6% となり、前期比 0.7% ポイントの改善となった。

注3) CVR

Conversion Rateの略。

ウェブサイトのアクセス人員数に対する、そのウェブサイトで商品を購入した人の割合。

ウェブサイトの投資対効果を計る上で重要な指標である。

なお、子会社清算に伴う影響により法人税等の負担率が低下したため、17/3 期の当期純利益の増益率は、経常利益の増益率よりも大幅に高くなった。

◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

16 年 6 月の東証マザーズ上場で調達した資金により借入金の一部が返済されたことにより、16/3 期末に連結で 55.2%、単体で 53.9%であった同社の自己資本比率は、17/3 期末には 67.1%まで上昇し、財務の安全性が改善された。

➤ 他社との比較

◆ 家具・インテリアの小売企業と D2C に近いビジネスモデルを持つ企業と比較

家具・インテリア分野の小売上場企業と、家具・インテリア分野以外で D2C に近いビジネスモデルを有すると考えられる上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業として、前者では、実店舗を中心に展開するニトリホールディングス、良品計画のほか、「リコメン堂」の店舗ブランドで家具・インテリアの EC を展開するジェネレーションパスを取り上げた。後者では、靴・ファッションの分野で D2C のビジネスモデルに近い形で展開するロコンド (3558 東証マザーズ) を取り上げた (図表 13)。

【 図表 13 】 財務指標比較：家具・インテリアの小売企業と D2C に近いビジネスモデルの企業

項目	銘柄	コード	ベガコーポレーション		ニトリ	良品計画	ジェネレーション	ロコンド	
			3542		ホールディングス		パス	3558	
			17/3期	(参考)	17/2期	17/2期	17/10期	17/2期	(参考)
規模	売上高	百万円	10,960	—	512,958	333,281	7,632	2,893	—
	経常利益	百万円	808	—	87,563	38,582	42	195	—
	総資産	百万円	5,336	—	487,814	214,705	2,650	2,189	—
収益性	自己資本利益率	%	27.5	22.0	16.6	17.7	-0.4	26.5	23.4
	総資産経常利益率	%	17.4	15.2	19.4	18.6	1.8	10.1	8.9
	売上高営業利益率	%	7.6	—	16.7	11.5	0.2	6.7	—
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	13.4	—	9.8	14.7	20.0	38.3	—
	経常利益(同上)	%	3.7	—	11.3	18.7	-23.2	-172.4	—
	総資産(同上)	%	13.9	—	14.9	15.3	32.5	63.9	—
安全性	自己資本比率	%	67.1	—	80.7	71.3	58.3	58.3	—
	流動比率	%	276.2	—	224.7	259.2	235.4	200.9	—
	固定長期適合率	%	13.9	—	77.3	52.0	9.7	28.0	—

(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)

ベガコーポレーションは17/3期に上場した際、ロコンドは17/2期に上場した際、資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表示した

(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

同社の自己資本利益率の高さが目立つが、17/3期の法人税負担が軽く、当期純利益が通常の期より高く出たことが影響している。そのため、自己資本利益率は、参考程度に留めておきたい。

その上で、実店舗での販売を中心に展開するニトリホールディングスや良品計画と比較すると、実店舗を抱えていない分、固定長期適合率での優位性が目立つ程度である。一方、収益性では特段の優位性はなく、売上高営業利益率に至っては、同社の方が明らかに劣後している。これは、比較対象企業の2社の売上高販管費率が相対的に低く抑えられていることから分かる通り、損益分岐点を大きく超える売上規模になっているためと考えられる。

実店舗を持たないジェネレーションパスやロコンドとの比較では、収益性や安全性において総じて優位性があると言えよう。ただし、成長ステージの差、または、直近期での成長投資のかけ方の違いが影響している可能性はある。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、10年以上かけて磨き上げてきた、D2Cのビジネスモデルを構成する各プロセスにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表14に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本に属するプロセスにある。商品企画、販売、製造、物流の各プロセスがそれぞれ改良を加えられていくとともに、それぞれが有機的に結合することで、一気通貫のD2Cのビジネスモデルとして機能している。ビジネスモデル全体として機能するよう、10年以上かけて各プロセスが磨かれるとともに、ノウハウが蓄積されてきた。

その結果、ユーザーの嗜好に合った商品を投入し続けることが可能となり、流通総額の拡大を通じて顧客資産が蓄積されている。

【 図表 14 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・流通総額 (売上高) (注)	10,960百万円 (17/3期) 9,569百万円 (18/3期3Q累計)		
		・全店舗サイトへのアクセス人数 (重複含む)	16/3期2,800万人 17/3期3,500万人		
		・客単価	具体的な数値の開示はなし 18/3期1Q前年同期比4.6%低下 18/3期2Q同5.7%低下 18/3期3Q同2.9%低下		
		・コンバージョンレート (CVR)	具体的な数値の開示はなし 18/3期1Q前年同期比11.9%上昇 18/3期2Q同6.3%上昇 18/3期3Q同7.7%上昇		
		・購入者属性 (男女比)	男性31.8% 女性68.2% (18/3期3Q)		
		・購入者属性 (エリア分布)	関東38.0% 関東以外62.0% (18/3期3Q)		
		・購入者属性 (世代分布)	最も多い30代が41.8% (18/3期3Q)		
		・越境ECプラットフォーム事業「DOKODEMO」	・流通総額	月間約5,000万円	
			・会員数	約150,000人 (18/3期3Q末)	
	・配送国 (15年12月のテスト運用以降)		74の国と地域 (17年12月までの累計)		
	ブランド	・独自ブランド	・家具ECマース事業の店舗ブランド	6ブランド	
		・受賞	・主ブランド「LOWYJA」の認知度	首都圏12.0% 全国5.4%	
	ネットワーク	・協業先	・「DOKODEMO」の展開	アライドアーキテクト	
		・「DOKODEMO」の outlet	・主要 outlet 企業	JR九州ドラッグイレブン 薬王堂	
		・出資先	・EC販売技術の強化	ニューワールド	
組織資本	商品企画力	・商品開発部門の人員	開示なし		
		・新商品投下数	475商品 (17/3期) 283商品 (18/3期2Q累計) 484商品 (18/3期3Q累計)		
		・販売	・ outlet サイト	3サイト (楽天、Yahoo!、Amazon)	
	製造	・国内EC事業の商品数	1,311商品 (17/3期末) 1,795商品 (18/3期3Q末)		
		・物流	・協力工場のネットワーク	開示なし	
	物流	・物流拠点	4カ所 (福岡県北九州市、千葉県野田市、 愛知県豊川市、兵庫県神戸市)		
		・国内EC事業の出荷数	開示なし		
		・「DOKODEMO」の取扱商品数	約65,000点 (18/3期3Q末)		
	知的財産 ノウハウ	・蓄積されたノウハウ	・D2Cのビジネスモデルの知見	07年の採用から約11年の経験	
		・ソフトウェア	・研究開発費	263百万円 (17/3期)	
		・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	178百万円 (17/3期末)	
	人的資本	経営陣	・現社長 (創業者) の存在	・創業以来の年数	04年より13年経過
			・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	6,612,000株 (63.90%) *資産管理会社の持分を含む
				・代表取締役社長以外の 取締役による保有	551,400株 (5.33%) (17年4月1日時点)
				・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	169百万円 (4名) (17/3期)
従業員		・企業風土	・従業員数	163名 (17/3期末)	
		・インセンティブ	・平均年齢	32.8歳 (17/3期末)	
			・平均勤続年数	3.4年 (17/3期末)	
			・従業員持株会	117,100株 (1.13%)	
			・ストックオプション	369,000株 (3.57%) *取締役保有分も含む	

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 18/3 期上期、または 18/3 期上期末のものとする

売上高は国内 EC の流通総額と「DOKODEMO」の手数料から構成されるため、売上高は必ずしも流通総額とは一致しない (出所)ベガコーポレーション有価証券報告書、四半期報告書、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

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

「誠実・愛・感謝 人との繋がりを大切に」という企業理念のもと、「満足と感動を叶える唯一の E コマース企業」になるというビジョンの達成を目指すことを通じて、社会に貢献する方針をとっている。

また、社会貢献活動にも取り組んでおり、過去、小学生を対象にしたプログラミングセミナーの開催、収益金を東日本大震災の被災地の子供に寄付をするスポーツの試合での「着る毛布」の配布、ネパールへの救急車の寄贈を行った実績がある。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は監査等委員会設置会社であり、取締役会を構成する 7 名の取締役のうち、3 名が監査等委員である。監査等委員全員が社外取締役である。

取締役監査等委員の池田浩之氏は、東芝 (6502 東証二部) で長くキャリアを積み、東芝テック (6588 東証一部) ドイツ画像情報システム社の副社長、グローバルソリューション事業本部営業統括責任者、常勤監査役等を歴任した。

取締役監査等委員の敷地健康氏は、福岡県弁護士会に登録する弁護士、九州北部税理士会に登録する税理士である。弁護士法人北浜法律事務所のパートナー弁護士を兼任している。

取締役監査等委員の日下健太氏は公認会計士・税理士で、監査法人朝日新和会計社 (現有限責任あずさ監査法人)、監査法人トーマツ (現有限責任監査法人トーマツ) を経て、日下健太公認会計士税理士事務所を開設した。現在、同事務所の代表を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 大手ショッピングモールに対する高い依存度

国内家具EC事業の販路を自社直営サイト経由と大手ショッピングモール経由に分類すると、後者経由が圧倒的に多い(図表4)。

ショッピングモールにおいては、常に他の出店者との競争にさらされやすく、特に価格競争に陥りやすくなる。実際、「今後の業績見通し」の項でも後述する通り、18/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の利益が伸び悩んだ要因のひとつとして、ショッピングモール内での他の出店企業との競争激化による原価率の上昇が挙げられた。

また、ショッピングモールに支払う手数料率の改定が起きた場合、同社の利益率に影響を及ぼすことになる。

こうした課題を同社も認識しており、大手ショッピングモールへの依存度を低くすることを志向している。

◆ ブランド認知度の低さ

大手ショッピングモールへの依存度の高さは、同社のブランド認知度の低さの裏返しでもある。直近のプロモーション活動や広告宣伝により上昇傾向にあるとは言え、18/3期上期時点で、主力ブランド「LOWYA」の認知度は、首都圏で12.0%、全国で5.4%に留まっている。

同社では、ブランド認知度の向上を目指し、引き続き、プロモーション及び広告宣伝に一定の費用をかける方針としている。

◆ 越境ECプラットフォームの強化

今後の越境ECの市場の拡大を考えると、「DOKODEMO」への期待は大きい。一方、参入企業の増加も想定されることから、利便性の向上、品揃えの拡充といった、プラットフォームの機能強化が欠かせない。

同社では、研究開発を継続して機能強化を図っていくと同時に、早い段階で収益体質になるだけの流通総額の増大を目指していく。

> 今後の事業戦略

◆ 国内の家具EC事業のビジネスモデルの強化

同社では、以下の施策により、国内の家具EC事業を更に深耕していくとしている。事業環境としてはEC化率の上昇による市場規模の拡大が続くことが見込まれるが、市場拡大ペース以上の拡大を目指すと同時に、収益体質の強化を図っていく。

具体的には、以下の3点がポイントとなる。

- (1) 商品数の拡充
- (2) 自社店舗ブランドの認知度向上
- (3) 物流の最適化

(1)の商品数の拡充について、四半期末の商品数に対する当該四半期に投入した商品数の割合は10%前後で推移している(図表5)。同社は品揃えの豊富さを追求し、商品開発スピードの向上を図る方針である。

(2)の自社店舗ブランドの認知度向上は、大手ショッピングモールに対する過度の依存度を下げ、自社直営サイト経由での販売比率を上げるために重要な施策となる。最近も、「LOWYA」以外の5ブランドにも「LOWYA」を併記するようになり、「LOWYA」ブランドの統一感を醸成しようとしている。

当面は、広告宣伝費や販促費をかけて継続的に「LOWYA」のブランディングを行い、「LOWYA」ブランドに対するユーザーのロイヤリティを高め、ユーザーの囲い込みを図っていくとしている。

(3)の物流の最適化について、後述する通り、物流業務の委託先の1社の事業撤退によって物流体制が乱れ、18/3期第2四半期の業績に影響が及んだ。現在、物流体制の再構築は完了しているが、家具という大型の商品を扱うだけあって、商品ごと、倉庫ごとの在庫の持ち方の最適化を図ることで、物流効率の上昇を目指していく。

◆ 越境 EC プラットフォーム「DOKODEMO」の流通総額の増大

「DOKODEMO」は開始して日の浅いサービスであるため、プラットフォームとして日本と海外をつなぐ基盤強化をしていくとともに、流通総額の増大を目指して、出店企業数、取扱商品数の増加を図っていく方針である。

◆ 新規事業の開発・立ち上げ

家具プラットフォーム事業の「Laig」に見られるように、既存の家具 EC 事業のビジネスモデルでは対応しきれない需要を取り込むために、社内での研究開発を継続し、新規事業へつなげていく方針である。特に16/3期からは積極的に研究開発費を使うようになっている。

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 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・家具インテリア分野でのD2Cのビジネスモデルの確立 <ul style="list-style-type: none"> - 自社製品の開発力（100%自社開発） - スタイル提案に基づいたネット販売力 - 販路をネット経由に絞ることによる運営コストの削減 - 海外からの仕入と協力工場のネットワーク - 一気通貫のビジネスモデルであることによる参入障壁の高さ ・大手ショッピングモール内での表彰実績
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手ショッピングモールへの販路依存度の高さ ・自社ブランドの認知度の低さ ・事業規模の小ささ ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内家具EC事業が対象とする市場の拡大 <ul style="list-style-type: none"> - ECの普及の継続（EC化率の上昇） - スマートフォンの普及 - 国内における展開地域の拡大（現在は首都圏中心） - 主カブランド「LOWYA」の認知度上昇の余地 ・越境ECプラットフォーム事業 <ul style="list-style-type: none"> - 越境EC市場そのものの拡大 - 訪日外国人の増加 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内家具EC事業 <ul style="list-style-type: none"> - 家具インテリア業界自体の市場の縮小の可能性 - 大手家具小売チェーンとの競争の可能性（ECへの参入の本格化を含む） - 大手ショッピングモールの他の出店者との競争激化の可能性（特に価格競争の激化） - ショッピングモールによる出店条件等の改定の可能性（手数料率等） - 物流コストの更なる上昇の可能性 - ブランドの知名度が上がらない可能性 - 急激な為替変動による原価への影響 - 海外の協力工場との関係の変化の可能性 - 消費税率引き上げの影響を受けやすい家具の需要 ・越境ECプラットフォーム事業 <ul style="list-style-type: none"> - 海外の法規制や税制の変更の影響 - 日本製品への興味の減退の可能性 - 為替変動による需要の急激な増減 ・進行中の研究開発で思ったような成果が上がらない可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 在庫リスクと向き合うことで磨かれていった D2C のビジネスモデルを評価

D2C のビジネスモデルは、自社で企画・製造する商品を自社の EC サイトで販売するモデルであり、ビジネスモデルの個々の要素は非常にシンプルである。しかし、それらの要素を組み合わせ一気通貫で展開ができた時に、D2C は高い参入障壁を有する強いビジネスモデルとなりうる。

同社は、高い利益率を求めて、07 年に自社で在庫を持つ方式に切り替えた。それは、在庫リスクと正面から向き合う必要性に迫られることを意味することであった。在庫リスクを下げる最良の方法は、「仕入れた商品をすべて売り切る」ことである。在庫リスクを低減することを追求していった結果、商品企画力、販売力、仕入力(商品調達力)が磨かれていき、それらが有機的に機能することで D2C のビジネスモデルが確立したと言えよう。

◆ 喫緊の課題は知名度の上昇

ただし、同社の D2C のビジネスモデルは、最終完成形ではないと言えよう。その最たる部分が、販売チャネルにおける大手ショッピングモールへの依存度の高さにある。

おそらく、現在は、「LOWYA」の商品購入者であっても、「LOWYA」ブランドを意識していないユーザーが多く存在しているものと考えられる。同社でも認識している通り、「LOWYA」ブランドの知名度の上昇が、流通総額の拡大のみならず、収益性の向上につながるものと考えられる。

◆ 費用のかけ方と業績のぶれには注意

知名度の上昇のためには、継続的に広告宣伝費をかけていく必要がある。また、「DOKODEMO」を始めとした複数の新規事業の開発に向け、研究開発費をかけ続ける方針である。現在の同社は先行投資の性格の強い費用をかける局面にあると言えよう。

これらの費用は固定費的な性格のものであり、売上高や原価率に変調をきたすと、営業利益に大きな影響を及ぼす可能性がある。実際、後述する通り、18/3 期第 2 四半期に業績が悪化した。こうした短期的な業績のぶれには注意が必要である。

> 今後の業績見通し

◆ 18 年 3 月期会社計画

18/3 期の会社計画は、売上高 12,800 百万円(前期比 16.8%増)、営業利益 400 百万円(同 51.7%減)、経常利益 420 百万円(同 48.1%減)、当期純利益 260 百万円(同 66.9%減)である。

18/3 期の期初の会社計画は、売上高 13,700 百万円(前期比 25.0%増)、営業利益 950 百万円(同 14.7%増)、経常利益 930 百万円(同 15.0%増)、当期純利益 580 百万円(同 26.2%減)であった。前期比 25.0%の増収を見込む一方、「LOWYA」ブランドの認知度向上を目指しての広告宣伝費の増加、運送費の値上げ、「DOKODEMO」等の研究開発費の増加を見込み、営業利益以下の各利益の増加率は増収率を下回ると同社は想定していた。

前期比増収・営業増益の期初計画から、第 2 四半期決算公表時の計画では増収・営業減益に転じ、第 3 四半期決算公表時の計画では、営業利益はやや上方修正された(図表 16)。

【 図表 16 】 ベガコーポレーションの 18 年 3 月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/3期 連結実績	16/3期 単体実績	17/3期 単体実績	18/3期単体			前期比
				期初会社計画	修正会社計画 (第2四半期時)	修正会社計画 (第3四半期時)	
売上高	9,136	8,340	10,960	13,700	13,100	12,800	16.8%
Eコマース事業	8,336	-	10,960	13,700	13,100	12,800	16.8%
リビング・ダイニング家具	6,000	-	7,930	-	-	-	-
ベッド・家具	1,831	-	1,959	-	-	-	-
その他	504	-	1,070	-	-	-	-
デジタルエンターテインメント事業	800	-	-	-	-	-	-
売上総利益	4,553	4,134	5,742	-	-	-	-
売上総利益率	49.8%	49.6%	52.4%	-	-	-	-
営業利益	583	575	828	950	350	400	-51.7%
売上高営業利益率	6.4%	6.9%	7.6%	6.9%	2.7%	3.1%	-
経常利益	587	592	808	930	370	420	-48.1%
売上高経常利益率	6.4%	7.1%	7.4%	6.8%	2.8%	3.3%	-
当期純利益	486	356	786	580	230	260	-66.9%
売上高当期純利益率	5.3%	4.3%	7.2%	4.2%	1.8%	2.0%	-

(注) 17/3 期より単体決算での開示

(出所) ベガコーポレーション有価証券報告書、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

◆ 18 年 3 月期第 2 四半期決算公表時に通期計画を下方修正

18/3 期上期は、売上高 6,250 百万円(前年同期比 27.3%増)、営業利益 166 百万円(同 52.9%減)、経常利益 173 百万円(同 47.2%減)、四半期純利益 106 百万円(同 50.8%減)となった。期初の上期計画に対する達成率が、売上高が 99.2%、営業利益が 46.1%だったことから分かる通り、利益の達成率の低さが目立った。

第 2 四半期だけで見ると、営業利益は前年同期比 84.1%減となり、第 2 四半期になって急速に利益が減少したことがうかがえる。その要因として、同社は、(1) ショッピングモールでの競争の激化、(2) 物流コストの上昇の 2 点を挙げている。

(1) は、ショッピングモールの他の出店者との競争への対応の失敗と推察される。17/3 期の後半頃から、購買層を広げて利益を得るために値下げを実施した商品が増えていき、その結果、売上があるのに利益につながらない利益効率の悪い商品が増加した模様である。

(2) は、業界全体で見られた運送費の値上げの影響もあろうが、それよりも、物流業務の委託先の 1 社が物流事業そのものから撤退し、その対応のために倉庫の借り増しが発生した影響の方が大きかったものと考えられる。

この結果、18/3 期上期の売上高営業利益率は 2.7% と、前年同期の 7.2% に比べて 4.5% ポイントの低下となった。そして、18/3 期通期計画の売上高は 13,700 百万円から 13,100 百万円へ、営業利益は 950 百万円から 350 百万円へ、それぞれ下方修正された。

◆ 18 年 3 月期第 3 四半期決算公表時には利益予想を上方修正

18/3 期第 3 四半期累計期間は、売上高 9,569 百万円(前年同期比 20.2% 増)、営業利益 354 百万円(同 43.6% 減)、経常利益 376 百万円(同 37.7% 減)、四半期純利益 230 百万円(同 40.8% 減)であった。修正後の通期計画に対する進捗率は、売上高が 74.8%、営業利益が 88.5% である。

第 3 四半期は、既存商品の販売価格の見直しを行い、また、季節商材が順調に推移したことにより、想定以上に売上総利益率が改善した。四半期別に見ると、第 1 四半期 51.6%、第 2 四半期 50.4% と推移した売上総利益率は、第 3 四半期は 53.6% まで改善した。その結果、18/3 期上期に 2.7% まで低下した売上高営業利益率は、第 3 四半期累計期間では 3.7% まで回復した。

第 3 四半期までの状況と、第 4 四半期にも既存商品の販売価格見直しを実施する予定であることから、18/3 期通期計画の売上高は 13,100 百万円から 12,800 百万円へ再度下方修正となったが、営業利益は 350 百万円から 400 百万円へ上方修正となった。

なお、株主還元に関して、17/3 期まで無配を続けてきており、18/3 期も無配の予定である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の 18/3 期業績について、売上高 12,784 百万円(前期比 16.6% 増)、営業利益 401

百万円(同51.6%減)、経常利益423百万円(同47.6%減)、当期純利益262百万円(同66.6%減)と、会社計画に近い水準を予想する(図表17)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 国内家具EC事業の売上高は、アクセス人数、商品数、1商品1カ月当たり売上高を推算して組み立てた。

18/3期のアクセス人数は前期比20.0%増、18/3期末の商品数は前期末比38.9%増の1,821商品とした。また、1商品1カ月当たり売上高は、17/3期69.7万円、18/3期第3四半期累計期間59.2万円に対し、18/3期は58.0万円とした。新商品投入による商品数の増加が増収を牽引する一方、商品数の増加に連動して平均単価は低下する展開を想定し、その影響で1商品1カ月当たり売上高は低下するものとした。

(2) 18/3期の「DOKODEMO」の売上高は110百万円と予想した。

(3) 売上総利益率は、17/3期の52.4%に対し、0.6%ポイント低下の51.8%と予想した。18/3期上期に起きた原価率上昇を織り込んだ。

(4) 販管費は、17/3期の4,914百万円に対し、18/3期は6,220百万円まで増加するものと予想した。人員増による人件費の増加、18/3期上期の物流の委託先の切り替えによる荷造配送費の増加、「LOWYA」のブランディングのための広告宣伝費の増加、研究開発費の増加を見込んだ。これらの結果、18/3期の売上高営業利益率は、17/3期より4.5%ポイント低下の3.1%と予想した(会社計画も3.1%)。

19/3期は前期比25.1%増収、20/3期は同20.8%増収と予想した。前期比20%台のペースで商品数が増加する一方、商品数の増加に応じて1商品1カ月当たり売上高が緩やかに低下していく展開を想定した。

「DOKODEMO」の売上高は流通総額の伸びに応じて、19/3期200百万円、20/3期400百万円と、増収が続くものとした。

売上総利益率は、収益性重視の商品投入及び、自社サイト経由売上高の比率の上昇によって18/3期の水準から上昇していくものとした。また、物流コストの効率化等により、販管費全体の増加が抑制されるものと想定した。売上総利益率の改善と販管費の増加の抑制により、売上高営業利益率は20/3期に4.3%、21/3期に4.4%まで改善すると予想した。

【 図表 17 】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)

	16/3期連	16/3期単	17/3期単	18/3期単CE	18/3期単E	19/3期単E	20/3期単E	21/3期単E
損益計算書								
売上高	9,136	8,340	10,960	12,800	12,784	15,998	19,328	22,671
前期比	21.9%	32.8%	31.4%	16.8%	16.6%	25.1%	20.8%	17.3%
Eコマース事業	8,336	-	10,960	-	12,784	15,998	19,328	22,671
リビング・ダイニング家具	6,000	-	7,930	-	9,252	11,533	13,817	16,038
ベッド・家具	1,831	-	1,959	-	2,281	2,685	3,028	3,295
その他	504	-	1,070	-	1,250	1,779	2,482	3,336
デジタルエンターテインメント事業	800	-	-	-	-	-	-	-
主要指標								
アクセス人数(万人)	2,800	-	3,500	-	4,200	4,704	5,268	5,901
前期比	-	-	25.0%	-	20.0%	12.0%	12.0%	12.0%
期末商品数(アイテム)	-	-	1,311	-	1,821	2,351	2,921	3,521
前期末比	-	-	-	-	38.9%	29.1%	24.2%	20.5%
1商品1カ月当たり売上高(万円)	-	-	69.7	-	58.0	56.0	54.0	52.0
新商品投入数(アイテム)	-	-	475	-	570	650	730	800
期末商品数に占める割合	-	-	36.2%	-	31.3%	27.6%	25.0%	22.7%
商品廃番数(アイテム)	-	-	113	-	60	120	160	200
売上総利益	4,553	4,134	5,742	-	6,622	8,367	10,185	12,060
前期比	12.8%	-	38.9%	-	15.3%	26.4%	21.7%	18.4%
売上総利益率	49.8%	49.6%	52.4%	-	51.8%	52.3%	52.7%	53.2%
販売費及び一般管理費	3,969	3,558	4,914	-	6,220	7,765	9,349	11,054
売上高販管費率	43.4%	42.7%	44.8%	-	48.7%	48.5%	48.4%	48.8%
営業利益	583	575	828	400	401	602	835	1,006
前期比	9.2%	7.4%	44.0%	-51.7%	-51.6%	50.1%	38.8%	20.4%
売上高営業利益率	6.4%	6.9%	7.6%	3.1%	3.1%	3.8%	4.3%	4.4%
経常利益	587	592	808	420	423	617	851	1,022
前期比	10.4%	8.2%	36.6%	-48.1%	-47.6%	45.9%	37.8%	20.1%
売上高経常利益率	6.4%	7.1%	7.4%	3.3%	3.3%	3.9%	4.4%	4.5%
当期純利益	486	356	786	260	262	383	527	633
前期比	256.3%	14.3%	120.2%	-66.9%	-66.6%	45.9%	37.8%	20.1%
売上高当期純利益率	5.3%	4.3%	7.2%	2.0%	2.1%	2.4%	2.7%	2.8%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ベガコーポレーション有価証券届出書、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

【 図表 18 】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)

	16/3期連	16/3期単	17/3期単	18/3期単CE	18/3期単E	19/3期単E	20/3期単E	21/3期単E
貸借対照表								
現金及び預金	874	843	1,430	-	1,519	1,467	1,653	1,858
受取手形及び売掛金	1,392	1,391	1,694	-	1,808	2,136	2,364	2,604
商品	1,037	1,037	1,532	-	1,549	1,956	2,279	2,689
その他	169	102	182	-	215	240	265	290
流動資産	3,474	3,375	4,839	-	5,092	5,800	6,562	7,442
有形固定資産	56	56	96	-	93	90	86	83
無形固定資産	183	183	178	-	178	178	178	178
投資その他の資産	191	350	221	-	365	365	365	365
固定資産	431	590	497	-	637	634	631	627
資産合計	3,905	3,965	5,336	-	5,730	6,435	7,193	8,070
買掛金	113	113	259	-	195	312	322	360
短期借入金	820	820	820	-	820	820	820	820
1年以内返済予定の長期借入金	33	33	-	-	0	0	0	0
未払金	428	388	528	-	613	767	927	1,088
未払法人税等	149	149	-	-	101	147	203	244
返品調整引当金	12	12	13	-	16	20	25	29
その他	129	246	131	-	131	131	131	131
流動負債	1,687	1,764	1,752	-	1,878	2,200	2,430	2,673
長期借入金	60	60	-	-	0	0	0	0
社債	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	2	2	3	-	8	8	8	8
固定負債	62	62	3	-	8	8	8	8
純資産合計	2,155	2,138	3,580	-	3,843	4,226	4,754	5,388
(自己資本)	2,155	2,138	3,580	-	3,843	4,226	4,754	5,388
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	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	722	-	824	-	423	617	851	1,022
減価償却費	73	-	92	-	78	78	78	78
売上債権の増減額 (-は増加)	-302	-	-303	-	-113	-328	-227	-240
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-272	-	-494	-	-17	-407	-322	-410
仕入債務の増減額 (-は減少)	59	-	147	-	-63	116	10	37
未払金の増減額 (-は減少)	61	-	130	-	85	154	159	160
法人税等の支払額	-229	-	-275	-	-59	-188	-267	-347
その他	-163	-	68	-	-29	-20	-20	-20
営業活動によるキャッシュ・フロー	-52	-	189	-	303	22	261	279
有形固定資産の取得による支出	-42	-	-65	-	-15	-15	-15	-15
有形固定資産の売却による収入	1	-	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-46	-	-58	-	-60	-60	-60	-60
無形固定資産の売却による収入	176	-	-	-	0	0	0	0
投資有価証券の取得・売却による収支	-	-	-20	-	-58	0	0	0
敷金及び保証金の差入・返戻による収支	-96	-	-35	-	-15	0	0	0
その他	0	-	96	-	-69	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-7	-	-82	-	-219	-75	-75	-75
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-61	-	-93	-	0	0	0	0
社債の増減額 (-は減少)	-300	-	-	-	0	0	0	0
株式の発行による収入(公開費用控除後)	24	-	587	-	0	0	0	0
新株予約権の行使による収入	-	-	20	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	-	-	0	-	4	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-337	-	513	-	4	0	0	0
現金及び現金同等物に係る換算価額	6	-	-33	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-391	-	587	-	89	-52	186	204
現金及び現金同等物の期首残高	1,266	-	843	-	1,430	1,519	1,467	1,653
現金及び現金同等物の期末残高	874	-	1,430	-	1,519	1,467	1,653	1,858

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ベガコーポレーション有価証券届出書、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

> 投資に際しての留意点

◆ 消費税率引き上げの影響の可能性

消費税率の8%から10%への引き上げが19年10月に予定されている。前回の14年4月の引き上げ時は、引き上げ前の駆け込み需要と、引き上げ後の反動減が発生した。家具の需要は住宅業界の動向に連動しやすいこともあり、同社の期間業績の大きな変動要因となりうる。

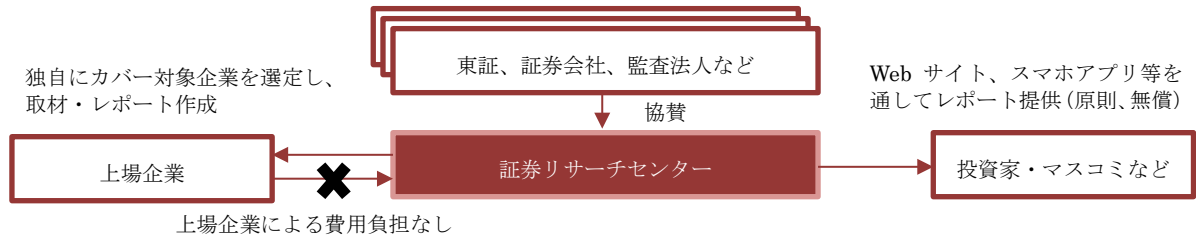
◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

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

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

優成監査法人

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。