ホリスティック企業レポート
ブティックス
9272　東証マザーズ

ベーシック・レポート
2019年7月19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 20190716

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

介護関連業界を対象にした商談型展示会と M&A 仲介が主力事業
既存事業で蓄積したノウハウ・情報・信頼を活用し、新たなサービスの創造を目指す

アナリスト：前田吉弘
+81 (0) 3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

1. 会社概要

・ ブティックス（以下、同社）は、介護関連業界を対象とした「商談型展示会事業」、「M&A 仲介事業」で構成される BtoB 事業セグメント、介護用品等の商材を一般消費者向けに販売する「e コマース事業」で構成される BtoC 事業セグメントを展開している。

2. 財務面の分析

・売上高は 15/3 期から 5 期連続増収、経常利益は 17/3 期から 3 期連続増益となっている。
・イベント企画や M&A 仲介に関連した企業との比較では、規模を除く、安全性、成長性、収益性の大部分で中位以上の水準にあり、稼ぐ力と財務体質は良好といえる。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、「異なるスキルセットを持った経営陣の存在」と「商談型展示会事業を通じたノウハウ・情報・信頼の蓄積」といえる。創業者で現代表取締役社長は強いリーダーシップを発揮しつつ、多様性を重視した人材登用によって人的資本と組織資本の基礎を成した。そして、独自のビジネスモデルによるノウハウ・情報・信頼の蓄積を通じて組織資本が強化され、顧客力やブランド力、ネットワーク力等の関係資本における優位性が形成されている。

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、「BtoB 事業における複数軸拡大への対応」、「新規事業への取り組み」、「BtoC 事業の縮小と最適化」が列挙できる。
・今後の成長戦略としては、「既存事業拡大」、「介護業界深掘り」、「他業種展開」が推進される見通しである。

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、成長分野で事業トランスフォーメーションを実現し、独自のビジネスモデルを構築した経営戦略を高く評価している。
・一方、同社が将来的に目指す「他業種展開」はこれまでの事業戦略よりも難易度が高いように思える。パートナー戦略の積極活用を含め、どのような具体策が実行されるかを注視したい。

【主要指標】

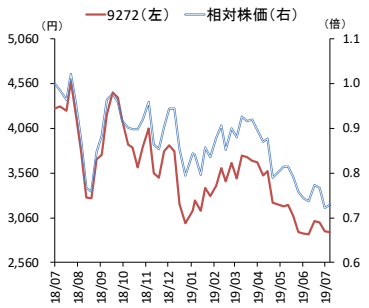
	2019/7/12
株価 （円）	2,904
発行済株式数 （株）	2,418,100
時価総額 （百万円）	7,022

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	84.4	44.1	26.6
PBR （倍）	10.5	8.5	6.4
配当利回り （%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン （%）	-3.4	-10.1	-39.0
対TOPIX （%）	-4.9	-7.7	-32.1

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2018/7/6

【 9272 ブティックス 業種：小売業 】

決算期	営業収益 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/3	1,333	19.8	122	82.1	105	57.4	73	53.9	34.6	121.6	0.0
2019/3	1,435	7.7	123	0.9	121	15.9	82	12.0	34.4	276.2	0.0
2020/3 CE	1,459	1.7	254	106.2	254	108.7	176	114.1	72.0	-	0.0
2020/3 E	1,450	1.0	229	86.1	229	88.6	159	93.2	65.8	342.0	0.0
2021/3 E	1,861	28.4	381	65.9	381	65.9	264	65.9	109.2	451.2	0.0
2022/3 E	2,188	17.6	475	24.8	475	24.8	329	24.8	136.3	587.5	0.0

（注）1. CE：会社予想、E:証券リサーチセンター予想
2. 18年4月の上場時に200,000株の公募増資、18年5月に62,100株のオーバーアロットメントに伴う有償第三者割当増資を実施

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。

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

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。

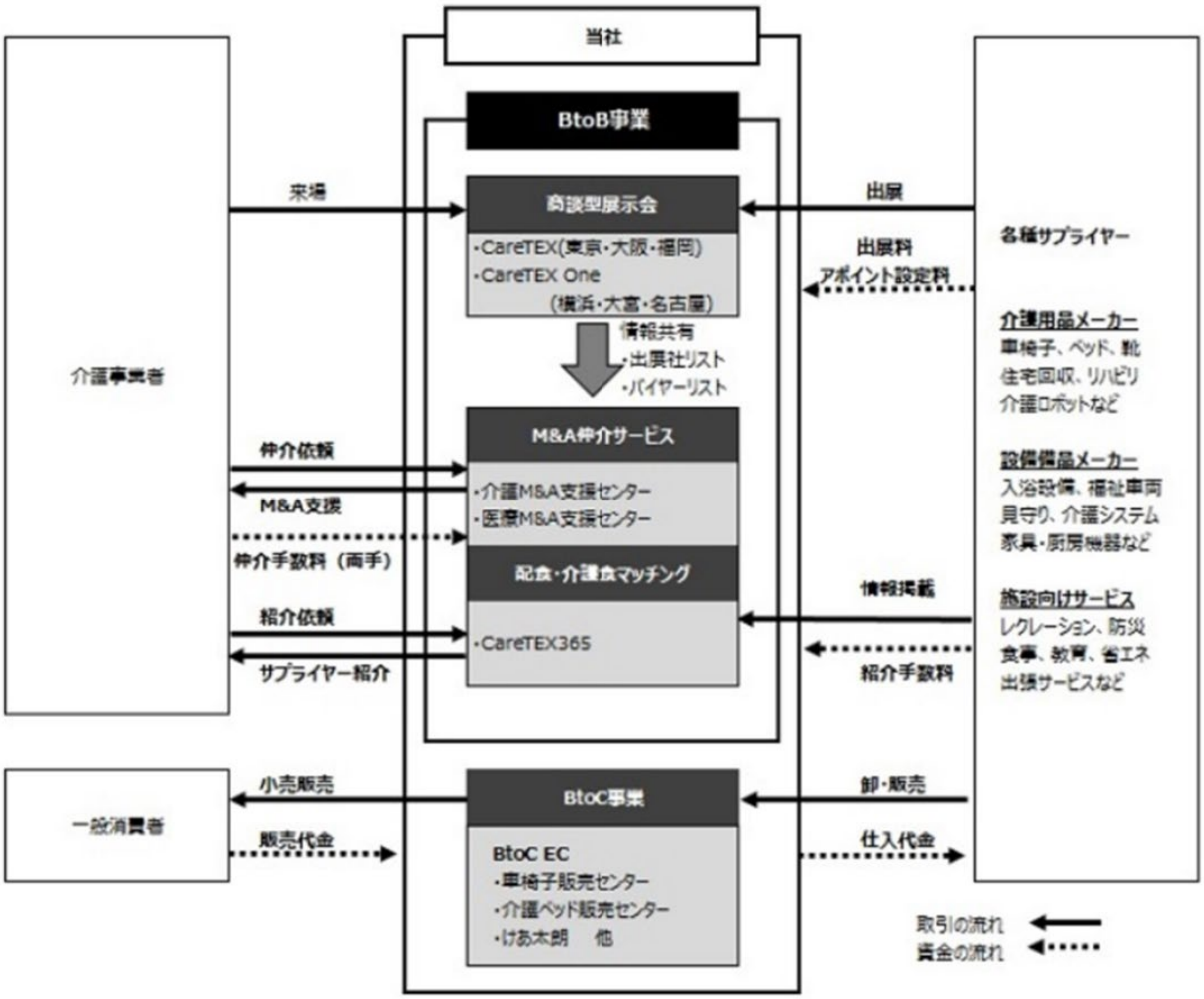
1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ 介護業界に特化したマッチング・プラットフォーム企業

ブティックス（以下、同社）は、介護業界に特化したマッチング・プラットフォーム企業である。具体的には、介護・高齢者関連業界を対象とした「商談型展示会事業」、「M&A 仲介事業」で構成される BtoB 事業セグメント、介護用品等の商材を一般消費者向けに販売する「e コマース事業」で構成される BtoC 事業セグメントを展開している（図表 1）。なお、従来 BtoB 事業セグメントを構成していた「WEB マッチング事業」は 19/3 期に販売実績がなくなり、20/3 期からは配食・介護食マッチング事業と海外事業で構成される「新規事業」が新たなセグメントとして設けられる（図表 2）。

【 図表 1 】事業系統図



（出所）ブティックス有価証券報告書

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。

【 図表２ 】セグメント別売上高の推移

（単位：百万円）

	2017年3月期		2018年3月期			2019年3月期		
	金額	構成比	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
BtoB	498	44.8%	774	58.1%	55.3%	993	69.2%	28.3%
（商談型展示会）	344	30.9%	477	35.8%	38.7%	596	41.6%	25.1%
（M＆A仲介）	152	13.7%	286	21.5%	88.2%	396	27.6%	38.5%
（WEBマッチング）	2	0.2%	10	0.8%	375.6%	0	0.0%	-
BtoC（eコマース）	614	55.2%	558	41.9%	-9.0%	442	30.8%	-20.9%
合計	1,112	100.0%	1,333	100.0%	19.8%	1,435	100.0%	7.7%

（出所）ブティックス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 全国展開局面に進んだ商談型展示会事業

商談型展示会事業は、同社が主催する「ＣａｒｅＴＥＸ」、「ＣａｒｅＴＥＸ Ｏｎｅ」において各種サプライヤー（介護用品メーカー・卸、施設向け設備・備品メーカー等）と介護事業者・流通関係者等とのマッチングの場を提供するものである。収入源は出展社からの出展料金等であり、招待客は無料である（招待客以外からは入場料を徴収）。

BtoB 特化型の商談型展示会である「ＣａｒｅＴＥＸ」、「ＣａｒｅＴＥＸ Ｏｎｅ」は、一般個人の来場者も多く含まれる通常の PR 型展示会とは異なり、各種サプライヤーの新商品の発表や PR だけでなく、各種サプライヤーと介護事業者・流通関係者が一堂に会し商談する場を提供するものである。よって、規模が小さく情報収集・発信力に課題を抱えている先が多い介護関連各社にとっては、情報不足の解消や販路拡大・販売の促進、商談成果の向上等を効率的に進める絶好の機会となる。また、同社としても単なる場の提供にとどまらず、出展社向け展示会活用セミナーの開催、決裁権限者の来場促進、出展社ブースへの来場者のアポイント取得代行、VIP 交流パーティー開催等、様々な企画を通じて展示会の魅力向上とマッチング促進を図っている。

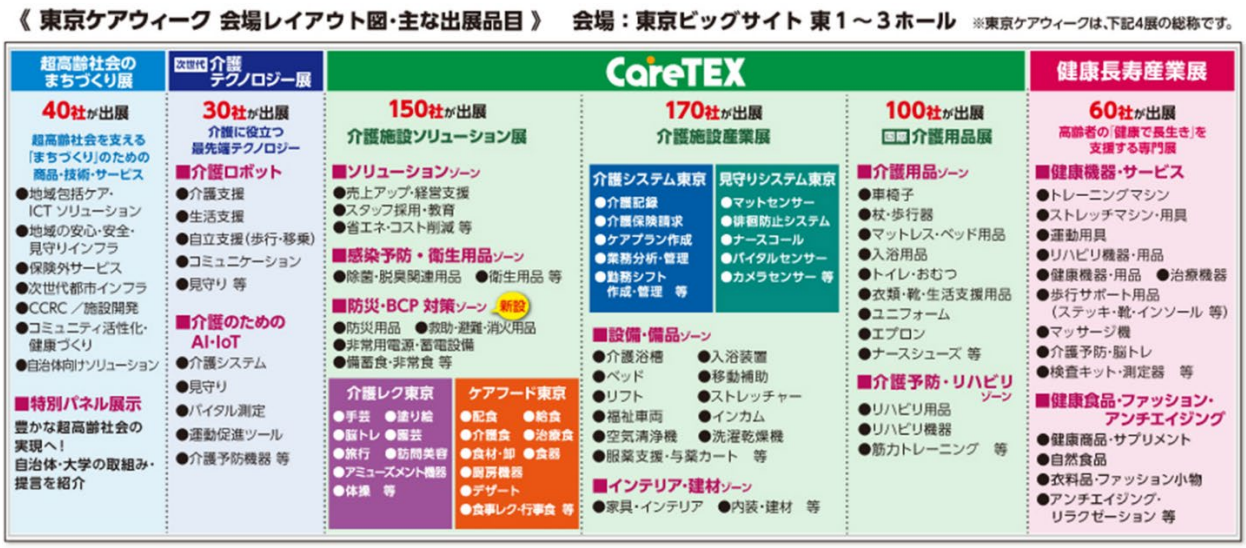
「ＣａｒｅＴＥＸ」は 15 年 3 月に東京ビッグサイトで初開催して以来、年々規模を拡大し、介護業界の商談型展示会としては日本最大級に発展している。18 年からは同時開催される「健康長寿産業展」、「【次世代】介護テクノロジー展」、「超高齢社会のまちづくり展」とともに「東京ケアウィーク」を構成している（図表 3）。第 5 回目の「ＣａｒｅＴＥＸ2019」をメインとする「東京ケアウィーク 2019」では、出展社数が 550 社、来場者数は 2 万人弱となっている。

加えて、地域最大級規模の地方版「ＣａｒｅＴＥＸ」を 16 年からは大阪で、18 年からは福岡で毎年開催し、19 年からは名古屋でも開催することが決定している。さらに、17 年 10 月からは、「ＣａｒｅＴ

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。

ＥＸ」で特にニーズの強い単一分野に限定し、集客エリアを都道府県レベルにまで絞り込んだミニ展示商談会「ＣａｒｅＴＥＸ Ｏｎｅ」を全国主要都市で順次展開しており、17 年からは横浜で、18 年からは名古屋と大宮で毎年開催（名古屋は 19 年から総合展示会である「ＣａｒｅＴＥＸ」へ移行）をスタート、19 年からは仙台と広島での開催を予定している。

【 図表 3 】東京ケアウィークの概要



（出所）ブティックス　ホームページ

◆　急成長過程にある M&A 仲介事業

同社は「ＣａｒｅＴＥＸ」来場者の中に M&A による事業承継ニーズを有する介護事業者が散見されることから、15 年 4 月に介護事業特化型の M&A 仲介事業に参入した。17 年からは医療事業にもサービス提供領域を拡大している。収入源は譲渡契約締結時に得る成功報酬型の仲介手数料である。

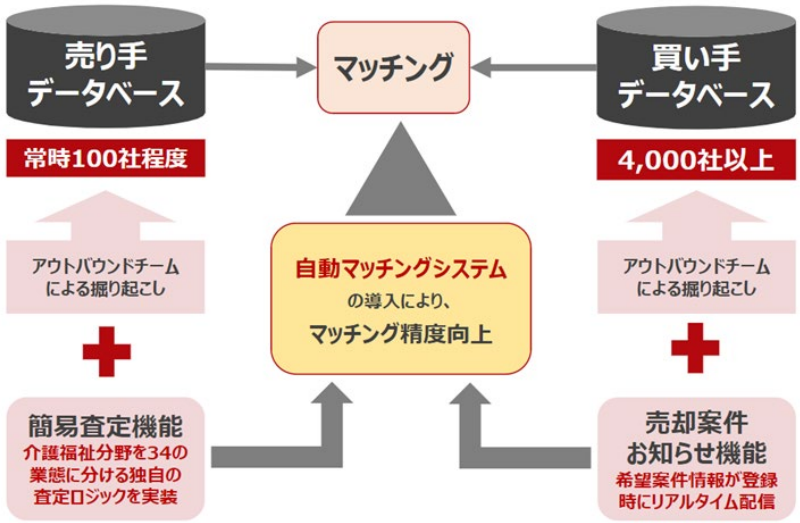
介護・医療業界の M&A は、事業参入・拡大や事業分離・承継、スタッフの獲得や雇用継続、利用者へのサービス提供の多角化や継続を図るための重要な選択肢となる一方で、①収益性が高いとはいえない介護事業者にとって高額な M&A 仲介手数料は負担が大きい、②メインの承継資産が人的資源であることから、社風の相性等、業界事情に精通したきめ細かな対応が必要となる、③小規模案件が多く、M&A 専門会社が取扱いに消極的なケースもあるといった諸問題を抱えている。

これらの点に対し、同社は介護業界最大級の商談型展示会の開催や、e コマース事業で培ってきた介護業界での豊富な知識と人脈を武器に「業界最安水準の手数料体系（最低手数料を 100 万円に設定）」と「業

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。

界に特化した最適かつスピーディーなマッチング（4,000 社以上の買い手データベースを活用）」を実現している（図表 4）。その結果、参入から 4 年程度ながら、介護事業に限れば業界 No.1 の M&A 仲介実績を積上げている模様である。

【 図表 4 】M&A 仲介サービスの概要



（出所）ブティックス決算説明会資料

◆ 「いつでも・どこでも」に対応した WEB マッチング事業

WEB マッチング事業は、介護業界最大級のプロ向け情報検索・マッチングサイトである「ＣａｒｅＴＥＸクラウド」を運営している。収入源は各種サプライヤーから徴収する掲載料であり、商談型展示会事業や M&A 仲介事業、e コマース事業へのゲートウェイとしても機能している。

同社は、WEB/リアルの形態にとらわれない介護業界に特化したマッチング・プラットフォーム企業を標榜しており、商談型展示会形態を補完し「365 日 24 時間」、「全国どこからでも」マッチングが可能な WEB サービスとして「ＣａｒｅＴＥＸクラウド」を 16 年 6 月よりスタートした。サイトに掲載された情報を閲覧した介護事業者が資料請求、見積依頼、取引交渉を行うことで、各種サプライヤーとのマッチングを実現している。

◆ 介護用品としては日本トップクラスの e コマース事業

BtoC 事業セグメントの e コマース事業は、介護・健康・医療・ベビー等の商材を各種サプライヤーから仕入れ、一般消費者に対してインターネット販売を行うものである。具体的には、総合通販サイトである「けあ太朗」のほか、商品分野ごとに特化した「車椅子販売センタ

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。

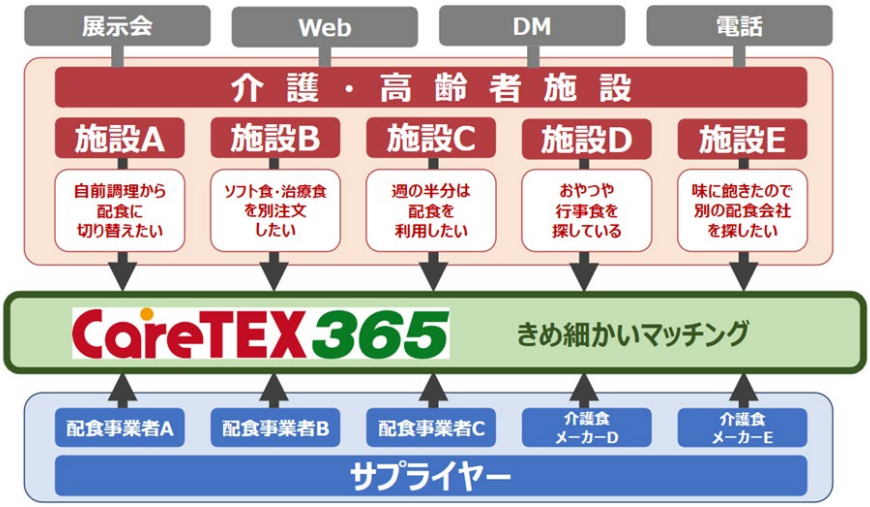
ー」や「介護ベッド販売センター」、「赤ちゃんタウン」等、当該分野で国内 No.1 の品揃えを目標に 24 サイトを運営しており、取扱アイテム数は 10 万点、年間総来店者数は 250 万人に達している。

同社は 06 年 11 月の創業時から 13/3 期までは e コマース事業専業であった。しかしながら、19/3 期における売上構成比は 30.8%にまで低下、BtoC 事業のセグメント利益は 18/3 期、19/3 期と 2 期連続で赤字を余儀なくされている。こうした点を踏まえ、同社は e コマース事業を利益率の高い商材に絞り込むことにより、20/3 期の BtoC 事業の売上規模を前期の 4 分の 1 程度へと一気に縮小する方針を打ち出している。

◆ 20 年 3 月期に新設される「新規事業」セグメント

18 年 12 月、同社は介護事業者と配食・介護食のサプライヤーをマッチングする「ＣａｒｅＴＥＸ３６５」を新事業として立ち上げた。「ＣａｒｅＴＥＸ３６５」は、商談型展示会事業を通じて寄せられたニーズをもとに開始した「介護業界深掘り」サービスであり、従来の WEB マッチング事業と同様、WEB や電話接客等を通じて「いつでも、どこでも」を実現し、展示会形態を補完する形でマッチングのニーズに応えるものである（図表 5）。

【 図表 5 】CareTEX365 事業の展開イメージ



（出所）ブティックス決算説明会資料

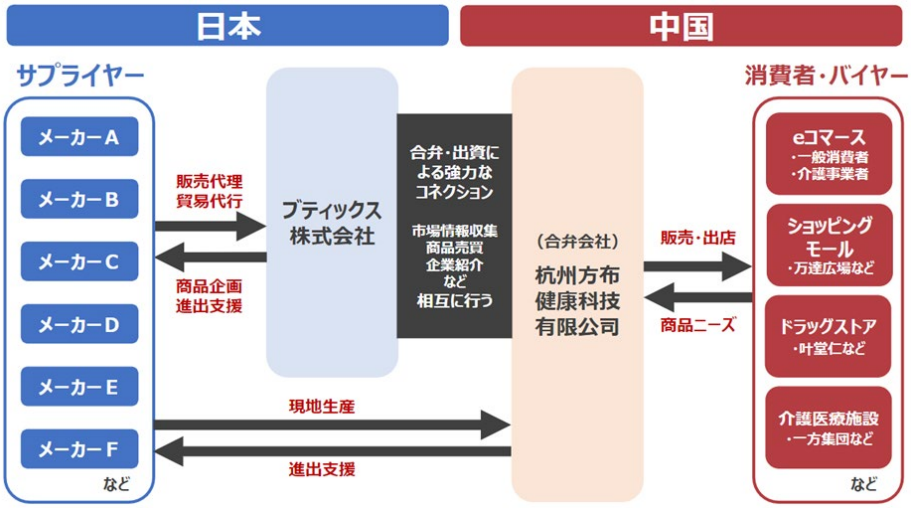
もう一つの新規事業である海外事業は、高齢化が急激に進みながらも介護用品・介護サービスの普及が遅れている中国市場へ早期に参入するため、18 年 11 月に中国に販路を持つ現地企業 2 社と合弁会社（杭州方布健康科技有限公司）を設立した。まずは中国における介護関連

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。

商材の販売・普及等を目指す調査段階にあり、次の展開としては、①WEB とリアルによる介護関連商材等の販売事業に BtoB 型／BtoC 型の双方で参入、②OEM 等を通じた独自ブランドによる製造販売事業に参入する方針である。

なお、今回の共同出資者である中国の 2 社のうち、1 社は中国のコングロマリットとして有名な大連ワンダ・グループの一員であり、もう 1 社はドラッグストアを広く運営している企業グループの子会社である。両社とも同社の商談型展示会への来場者であり、日本の介護関連業界における同社の存在感を評価し、中国で介護用品・介護サービス分野の事業を推進するためのビジネス・パートナーとして同社を選んだとのことである。

【 図表 6 】海外事業の展開イメージ



（出所）ブティックス決算説明会資料

＞ ビジネスモデル

◆ 業界最大級の商談型展示会を核に据えた独自のビジネスモデル

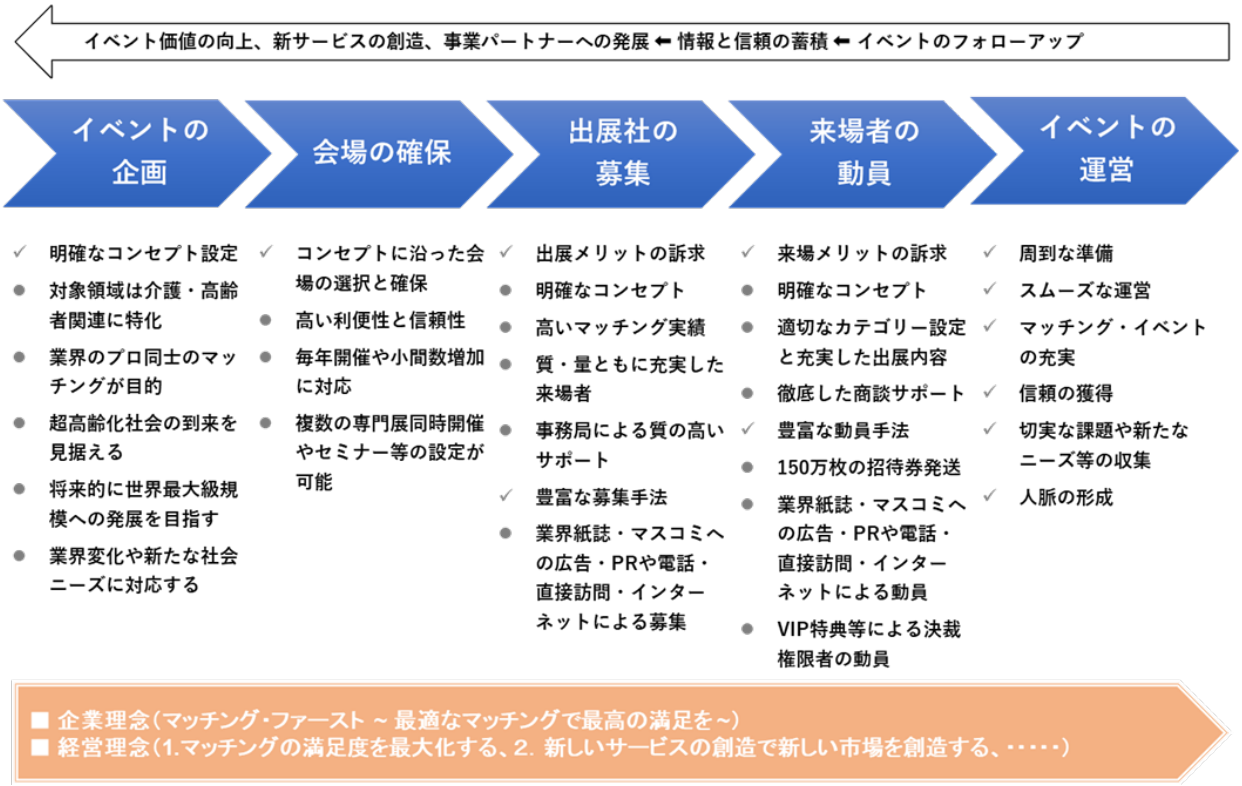
同社は 創業事業である e コマース事業の取引先から相談された「情報不足からくるマーケティング上の悩み」を何とか解消したいとの思いから商談型展示会事業に参入した。そして、展示会に来場した介護事業者が少なからず抱えていた事業承継問題を解決するために M&A 仲介サービスに進出しており、その経営戦略は典型的な「マーケットイン型」である。

商談型展示会事業を核とし、そこで蓄積・発掘されるデータや課題、ニーズを新たな自社サービスとして事業化するという独自のビジネスモデルは、後述する経営理念に裏打ちされており、堅実さと発展性を併せ持ったものとして高く評価したい。

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。

同社のコア事業である商談型展示会は、「イベントの企画」→「イベント会場の確保」→「出展社の募集」→「来場者の動員」→「イベントの運営」→「イベントのフォローアップ」といったプロセスで構成される。同社の場合、①対象領域を介護用・高齢者関連に特化しながらも、超高齢者社会到来を見据えた規模拡大を目指す、②業界のプロ同士のマッチングが目的といったコンセプトが企画段階から明確であり、それが各プロセスにおける創意工夫につながっていることが特徴といえる（図表 7）。

【 図表 7 】商談型展示会事業のプロセスチャート



（出所）証券リサーチセンター

例えば、「ＣａｒｅＴＥＸ（東京）」は 15 年 3 月の第 1 回目から日本最大のコンベンション・センターである東京ビッグサイトで開催されており、その後スムーズな規模拡大（小間[注1]数増や複数展示会の同時開催）が可能となった。「ＣａｒｅＴＥＸ関西」や「ＣａｒｅＴＥＸ福岡」もインテックス大阪やマリンメッセ福岡という地域最大級の会場で毎年開催しながら規模拡大を実現している。

注1）小間
出展社に貸し出すために仕切られたスペースの単位

また、介護・高齢者関連に特化しつつも、高齢化社会が加速度的に進行するなかで、取扱いカテゴリーは当初の介護用品・設備備品中心（車

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。

椅子、ベッド、靴、入浴設備、福祉車両、厨房機器等）から、介護施設ソリューション（配食、防災、教育、レクリエーション等）や介護テクノロジー（介護ロボット、AI・IoT 等）、まちづくり（地域包括ケアシステム、各種インフラ、自治体向けソリューション等）、健康長寿（健康機器・サービス、健康食品・ファッション等）といった隣接領域に拡大、業界変化や新たな社会ニーズに着実に対応している。

これらの点を通じ、同社の商談型展示会事業は「出展社の増加が来場者の増加を呼び、来場者の増加が出展社の増加を呼ぶ」という好循環を生み、イベント価値の向上（業界最大級の出展社数、決裁権限者が約 7 割を占める来場者、マッチングを促進する充実した事務局のサポート等）や会場の確保実績（地域最大級・全国カバーで発展性を確保）とも相まって相当程度の競争優位性を確立したと考えられる。

◆ 既存事業拡大をベースに介護業界深掘りフェーズ入りを目指す

同社は現在の成長ステージを「既存事業拡大フェーズ」と「介護業界深掘りフェーズ」が併存する段階と位置づけ、①商談型展示会事業については、開催エリアの拡大と出展規模の拡大を図り、各地域の介護事業者や各種サプライヤーに、更にきめ細かいマッチング・サービスを提供する、②M&A 仲介事業については、各地域で商談型展示会を新規開催することによって得られる情報を有効活用することで、買い手データベースの増強とアウトバウンド（持ち込み案件ではなく M&A コンサルタントが開拓）の売り案件掘り起こしを進め、成約組数の更なる増加に努める、③創業時の主力事業である e コマース事業については、利益率の高い商材に絞り込むことで売上規模を大幅縮小する、④20/3 期より新規事業セグメントを新たに設け、「ＣａｒｅＴＥＸ３６５」と「中国事業」に注力する方針である。

ここで注目すべきは、①全ての事業カテゴリーで戦略の軸が完全に一致している、②「拡張／深掘り」といいながらもビジネスモデルを BtoC 型から BtoB 型へと加速度的にシフトする事業トランスフォーメーションが実践されている、③新規事業では商談型展示会事業の出展社／来場者とのパートナー戦略を積極活用している点である。これらにより、成長分野ゆえ競争の厳しい介護・高齢者領域において、経営資源が限られるなかでも、同社のビジネスモデルは堅実さと発展性を確保している。

＞ 業界環境と競合

◆ 高齢化が進展するなかで、介護サービス需要の拡大は続く

内閣府の「平成 30 年度版高齢化白書」によると、わが国では総人口が減少するなかで、75 歳以上の人口は 15 年の 1,613 万人から 30 年には 2,288 万人と 41.9%増加する見通しである。これを総人口に占める

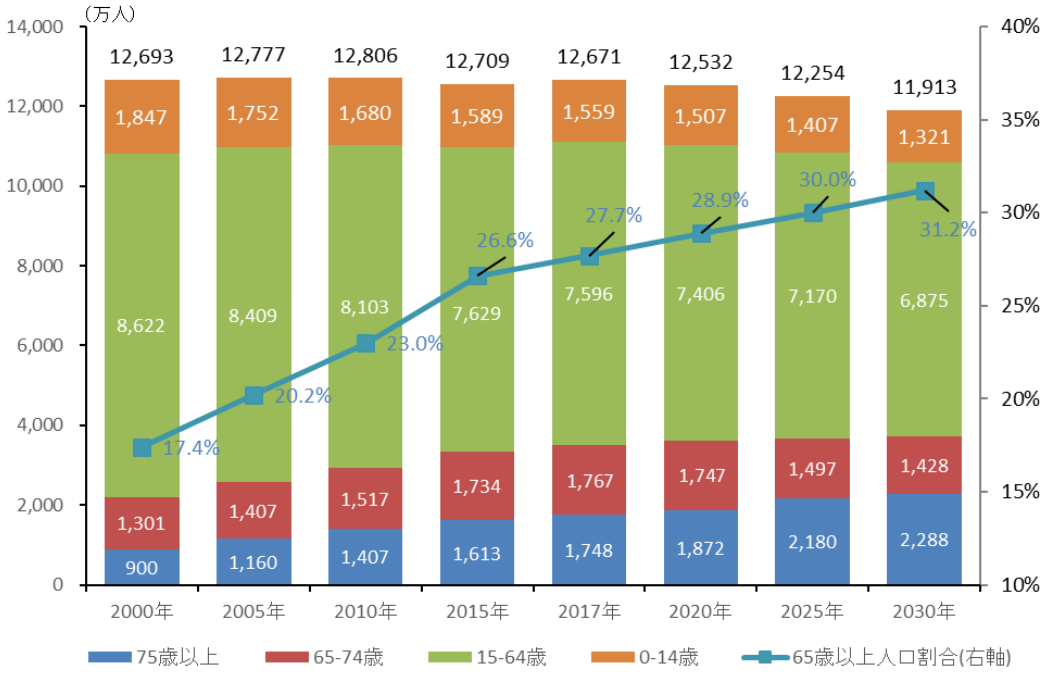
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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。

65 歳以上人口の割合で示される高齢化率でみると、15 年の 26.6%から 30 年には 31.2%に上昇すると推計されている（図表 8）。

高齢化は、要支援・要介護者の増大に直結する。経済産業省の「将来の介護需給に対する高齢者ケアシステムに関する研究会報告書」によれば、15 年に 620 万人であった要支援・要介護認定者数は 30 年には 900 万人へと 45.2%増加し、要介護認定に限っても 15 年の 445 万人から 30 年には 660 万人と 48.3%もの増加が見込まれている（図表 9）。いずれも 75 歳以上の人口増加率予想を上回るペースでの増加であり、高齢化率の上昇を勘案すれば、まさに看過できない喫緊の社会課題といえる。

こうしたなかで、介護サービス需要の高まりを背景に、介護事業者および各種サプライヤーの新規参入意欲は引き続き旺盛であり、介護関連市場の成長継続が見込まれる。また、小規模な介護事業者にとっては、オーナー社長の高齢化が後継者問題につながる場合があり、M&A による事業承継ニーズを生み出している。

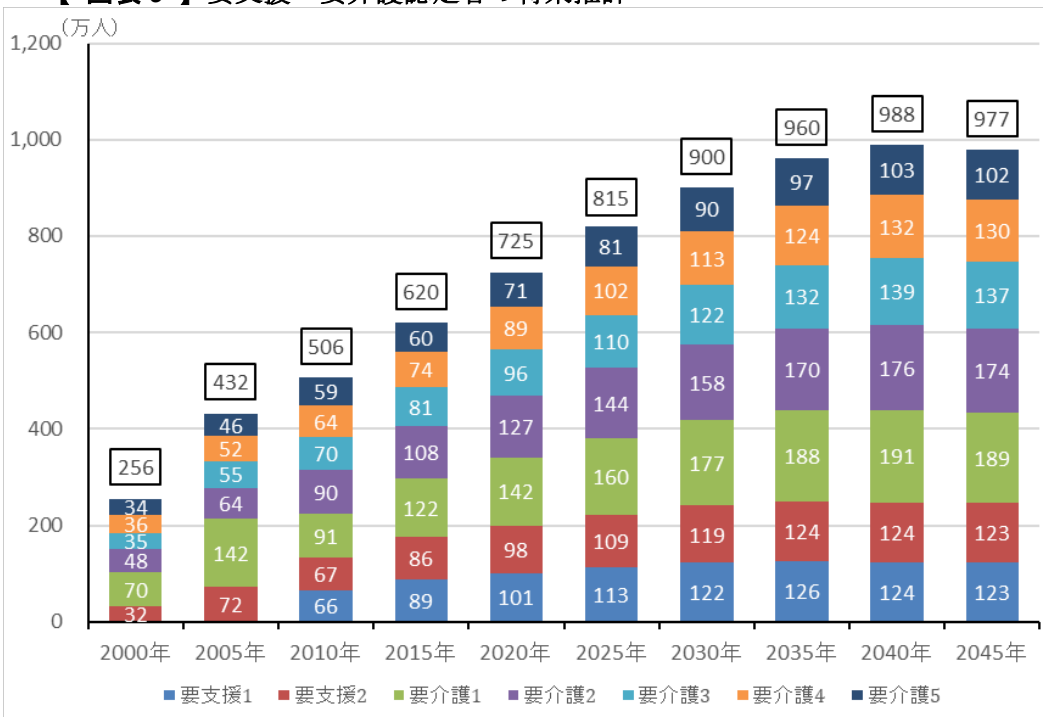
【 図表 8 】日本の高齢化の推移と将来推計



（注） 2020 年以降は推計結果
（出所）内閣府「平成 30 年度版高齢化白書」を基に証券リサーチセンター作成

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。

【 図表 9 】要支援・要介護認定者の将来推計



（注）2005 年までは要支援が 1 段階しかなく、要支援 2 には要支援 1 相当の認定者も含まれる
2020 年以降は推計値
（出所）経済産業省「将来の介護需給に対する高齢者ケアシステムに関する研究会報告書」を基に証券リサーチセンター作成

◆ 効率化・生産性向上が求められる介護関連業界

高齢化の進展は、国民負担の大幅な増加につながっている。介護対策給付費は 2000 年度の 3 兆 2,806 億円から 16 年度には 9 兆 6,045 億円へと大幅に増加している。国民所得比でみると 2000 年度の 0.8%から 16 年度には 2.5%となり、社会保障給付費全体に占める比率は 2000 年度の 4.2%から 16 年度には 8.2%に達している。高齢化の将来推計を勘案すれば、事態の深刻さは明らかである（図表 10）。

こうした国民負担の増大は、介護業界に効率的で生産性の高い施設・サービス運営を迫っている。一般的に、効率化や生産性向上のためには、ICT 利活用や事業規模拡大等が有効となるわけだが、経済産業省の調べでは、従業員 19 名以下の介護施設（事業所）が全体の 54.1%（17 年度）を占め、大手に比べ投資余力が乏しいばかりか、高い離職率に悩まされ介護サービスの継続にすら支障をきたしかねないという業界構図が浮かび上がる。

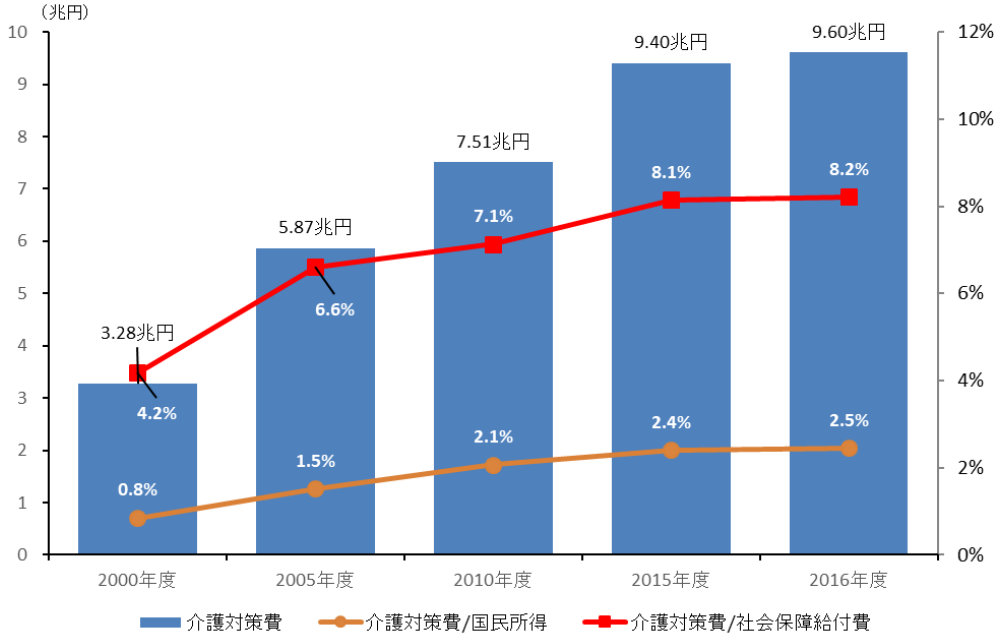
同社が提供するマッチング機能は、開業準備から開業・運営に至るまでの設備投資や購買、各種サービス導入において介護事業者の事業拡大・事業運営効率化を支援するものだが、「人手不足、働き方改革、

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。

生産性向上」への取り組みが急務となるなかで、とりわけ M&A 仲介事業に対するニーズは、事業拡大と事業承継の双方から高まる方向にあるといえよう。

こうした環境下で、同社は商談型展示会事業を核に独自のビジネスモデルを構築しており、直接的な競合は少ないとしている。しかしながら、介護関連分野が成長市場であるだけに、イベント企画会社や金融機関、M&A 専業会社等との潜在的な競合は常に存在すると考えられ、今後の状況には注視しておく必要がある。

【 図表 10 】介護対策給付費の推移



（出所）国立社会保障・人口問題研究所「平成 28 年度社会保障費用統計」を基に証券リサーチセンター作成

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。

＞沿革・経営理念・株主

◆ 沿革１ ～ 介護用品・シニア向け雑貨でｅコマース事業を開始

同社は創業者かつ現代表取締役社長である新村祐三氏により、06 年 11 月にケアシティ・ホールディングスとして設立された。07 年 2 月にインターネット通販事業を行うために 100%出資でケアセレクトを設立、6 月に介護用品・シニア向け雑貨の通販ショップ「ケアセレクト」を開設し事業をスタートした。10 月には介護靴の専門通販「くつ急便」、12 月には車椅子の専門通販「車椅子販売センター」をオープンした。08 年には介護関連の通販専門店として「シルバーカー販売センター」（2 月）、「介護ベッド販売センター」（5 月）、「杖・ステッキ販売センター」（7 月）、「介護ベッド販売センター新館」（10 月）を、インテリアのインターネット通販 1 号店として「電動ベッド販売センター」（11 月）を相次いでオープンした。

◆ 沿革２ ～ ｅコマース事業を介護分野以外に拡大

09 年 2 月、ケアセレクトの社名をブティックス（以下、旧ブティックス）に変更、11 年 7 月にケアシティ・ホールディングスと旧ブティックスが合併し、ケアシティ・ホールディングスの社名をブティックスとした。

事業展開としては、13 年にかけてｅコマース事業を積極的に拡大した。具体的には、09 年に介護関連で「介護パジャマ販売センター」（2 月）、その他分野では「ＴＯＥＩＣ学習センター」（6 月）、「ベビーベッド販売センター」（7 月）、「ルームランナー販売センター」（10 月）を開設。その後、11 年にかけて、介護用品を販売する日本最大級の通販ショップ「ケアタウン」（10 年 3 月）や日本最大級のフィットネス用品・健康器具の通販ショップ「フィットネスタウン」（11 年 4 月）、車椅子専門通販「車椅子直販センター」（11 年 6 月）をオープンした。さらに、12 年には日本最大級のベビー用品専門通販「赤ちゃんタウン」（1 月）、店舗・業務用ベビー用品専門通販「赤ちゃんタウン・ビズ」、業務用・高級フィットネス機器専門通販「フィットネスタウン PRO」（7 月）、アジア No.1 のフィットネス機器の専門通販「ジョンソンヘルステック専門店」（8 月）を、13 年には日本最大級の介護用品・健康用品総合通販ショップ「けあ太朗」（3 月）、病院・クリニックの備品と医療機器の総合通販「医療の王様」（9 月）、リハビリ用品の総合通販「リハビリの王様」、業務用物流機器の専門通販「物流の王様」（12 月）をオープンした。

◆ 沿革３ ～ マッチング事業へと事業領域を拡大

13 年 9 月に有料老人ホームの紹介事業「けあ太朗 老人ホーム無料紹介センター」でマッチング事業に参入した後、14 年 2 月に「第 1 回 介護用品・介護施設産業展（ＣａｒｅＴＥＸ）」の開催を発表、商談型展示会事業へと事業領域を拡大した。

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。

◆ 沿革 4 ～ 商談型展示会事業、M&A 仲介事業を本格展開

商談型展示会事業については、15 年 3 月から「ＣａｒｅＴＥＸ（東京）」の毎年開催を開始したのに続き、16 年 6 月に「ＣａｒｅＴＥＸクラウド」をオープン、16 年 12 月からは「ＣａｒｅＴＥＸ関西」の毎年開催を、17 年 8 月からは「ＣａｒｅＴＥＸ福岡」の毎年開催をスタートした。さらに、17 年 10 月の横浜開催を皮切りに「ＣａｒｅＴＥＸ Ｏｎｅ」の全国主要都市での順次開催にも着手し、現在に至るまで商談型展示会事業への注力が継続している。

他方、15 年 4 月には、介護事業に特化した M&A 仲介事業へと参入、「介護Ｍ＆Ａ支援センター」を開設した。その後、17 年 5 月に、病院・クリニックに特化した医療専門の M&A 仲介サービス「医療Ｍ＆Ａ支援センター」をスタートした。現在の M&A 仲介事業は、商談型展示会事業と並ぶ主力事業にまで成長し、同社の事業トランスフォーメーション（BtoC 型から BtoB 型への転換）を牽引している。

◆ 沿革 5 ～ 東証マザーズ上場

このように、同社は創業事業である e コマース事業で得た知見をベースに事業トランスフォーメーションを実践、商談型展示会事業を核とする独自のビジネスを築き上げながら成長を続け、18 年 4 月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した。19/3 期における BtoB 事業の売上比率は 70%に迫り、20/3 期には新規事業セグメントを新たに設け、BtoB 事業の売上比率を 90%強に引き上げる目標を掲げている。

◆ 企業理念

同社は、「マッチング・ファースト ～最適なマッチングで最高の満足を～」という企業理念のもと、「1.マッチングの満足度を最大化する、2.新しいサービスの創造で新しい市場を創造する、3.利益を伸ばし続けることがみんなの幸せになる、4.不正を行わず、誠実にビジネスを行う、5.変わらず生き続けるために変わり続ける」を経営理念として定めている。

◆ 株主

有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 11 の通りである。19 年 3 月末時点の筆頭株主は、創業者で代表取締役社長の新村祐三氏で発行株式総数（単元未満株式除く）の 52.65%を直接所有、親族の持ち分（16.42%）を含めた議決権所有割合は 69.07%と開示されている。

大株主上位 10 名の保有割合は 85.08%と高い。その内訳をみると、創業者一族の 5 名と同社取締役と従業員の 2 名は上場前からの大株主であるが、それ以外の金融機関 3 社はいずれも上場後に株主となった先である。

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。

【 図表 11 】大株主の状況

株主（敬称略）	18年3月末時点(上場前)			19年3月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	株数（株）	割合	順位	
新村 祐三	1,310,000	61.68%	1	1,272,900	52.65%	1	創業者、代表取締役社長
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	-	-	-	240,800	9.96%	2	
新村 佐麻美	160,000	7.53%	3	160,000	6.62%	3	創業者一族
天池 祥子	170,000	8.00%	2	120,000	4.96%	4	創業者一族
松尾 由美	60,000	2.82%	5	57,000	2.36%	5	創業者一族
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	-	-	-	54,300	2.25%	6	
野村信託銀行株式会社（信託口）	-	-	-	44,000	1.82%	7	
新村 理紗	40,000	1.88%	8	40,000	1.65%	8	創業者一族
天野 桂介	50,000	2.35%	7	35,000	1.45%	9	従業員
速水 健史	38,000	1.79%	9	33,000	1.36%	10	常務取締役
（大株主上位10名）	2,004,000	94.35%	-	2,057,000	85.08%	-	
発行済株式総数	2,124,000	100.00%	-	2,418,100	100.00%	-	

（注）割合は完全議決権株式（発行株式総数－単元未満株式）に対するもので、小数点以下第３位を四捨五入
（出所）ブティックス有価証券報告書及びびコーポレート・ガバナンス報告書より証券リサーチセンター作成

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。

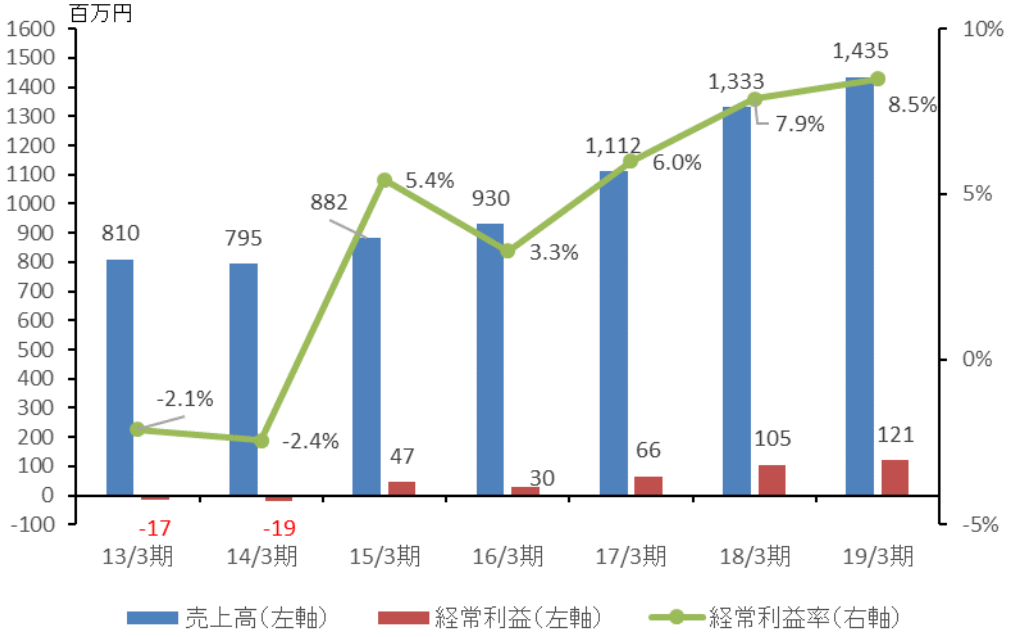
2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、13/3 期以降の数値が開示されている。売上高は 15/3 期から 19/3 期まで 5 期連続増収を、経常利益は 17/3 期から 19/3 期まで 3 期連続増益となっている（図表 12）。e コマース事業専業であった 13/3 期と 14/3 期は、広告宣伝費が増加したことで経常損失および当期純損失を余儀なくされた。BtoB 型事業に参入した 15/3 期に前期比 10.9%増収、経常黒字転換となり、16/3 期は人材採用強化によるコスト増のため増収減益となったが、17/3 期以降は BtoC 事業セグメントの業績低迷を BtoB 事業セグメントの拡大で補い、増収増益ならびに経常利益率の上昇が続いている。

【 図表 12 】売上高、経常利益、経常利益率の推移



（出所）ブティックス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 3 月期は期初会社計画を下回って着地

19/3 期は、売上高が 1,435 百万円（前期比 7.7%増）、営業利益が 123 百万円（同 0.9%増）、経常利益が 121 百万円（同 15.9%増）、当期純利益が 82 百万円（同 12.0%増）と、増収増益となった。これを期初会社計画（売上高 1,604 百万円、営業利益 207 百万円、経常利益 207 百万円、当期純利益 134 百万円）に対する達成率でみると、売上高は 89.5%、営業利益は 59.6%、経常利益は 58.8%、当期純利益は 61.5%にとどまった。なお、増収率より営業増益率が低いのは、先行投資としての人件費増と本社移転等に伴う経費増によるものである。一方、経常増益率が営業増益率より高いのは、営業外費用で計上されていた株式公開費用が剥落したためである。

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。

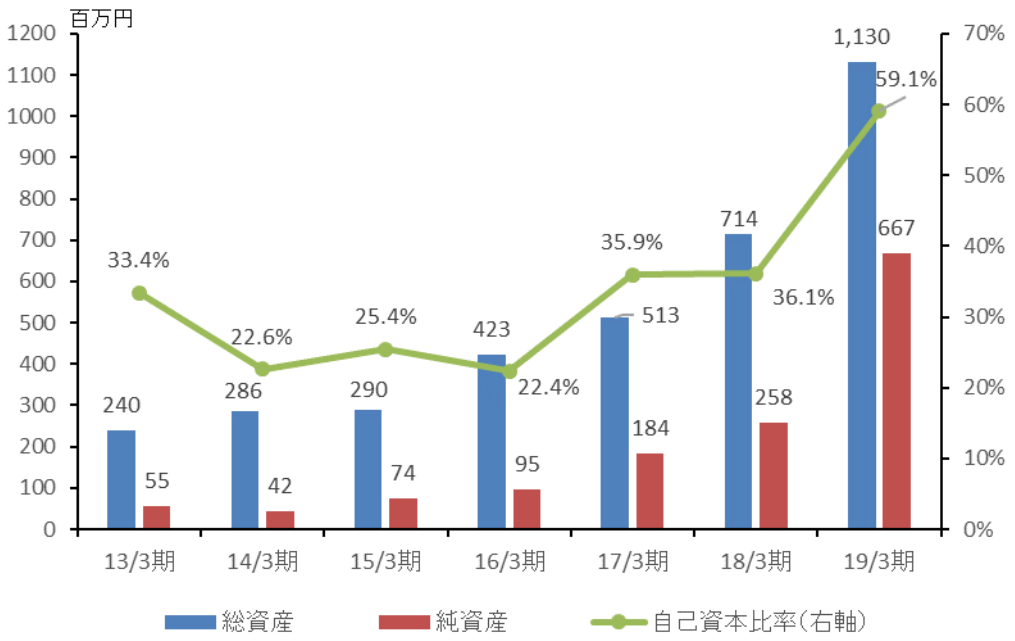
セグメント別では、BtoB 事業の売上高が 993 百万円（前期比 28.3%増）、セグメント利益が 384 百万円（同 23.3%増）、セグメント利益率が 38.7%（同 1.6%ポイント低下）であった。BtoC 事業は、売上高が 442 百万円（同 20.9%減）、セグメント損失が 40 百万円（同 19 百万円損失増）となり、セグメント別売上高でみた達成率は、BtoB 事業が 90.5%、BtoC 事業が 87.6%であった。また、主な KPI 動向としては、商談展示会事業における出展小間数が 1,369 小間（同 251 小間増、同 22.5%増）、M&A 仲介事業における成約組数が 51 組（同 9 組増、同 21.4%増）となった。

コスト動向をみると、売上原価は 538 百万円（前期比 8.2%減）となり、原価率は 37.5%と前期比 6.5%ポイント低下した。販売費及び一般管理費（以下、販管費）は 773 百万（同 23.9%増）、うち人件費は 287 百万円（同 25.3%増）となり、販管費率は 53.9%と同 7.1%ポイント上昇した。これらの結果、19/3 期の売上高営業利益率は 8.6%と同 0.6%ポイント低下し、期初会社計画の 12.9%を下回った。

◆上場時の公募増資により財務体質は大幅に良化

18 年 4 月上場時の公募増資等を受けて、同社の自己資本比率は 18/3 期末の 36.1%から 19/3 期末は 59.1%へと上昇、財務体質は大幅に改善している（図表 13）。

【 図表 13 】総資産、純資産、自己資本比率の推移



（出所）ブティックス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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。

＞ 他社との比較

◆ 介護関連等の上場企業との財務指標比較

同社が展開する事業と関連性ないし類似性を持つ事業内容の上場企業と財務指標を比較した。具体的には、中堅中小企業の M&A 仲介で業界最大手の日本 M&A センター（2127 東証一部）、イベント・プロモーション業界で独立系 No.1 のテー・オー・ダブリュー（4767 東証一部）、介護首位のニチイ学館（9792 東証一部）を比較対象企業とした。（図表 14）。

同社の数値は、規模において大きく見劣りするものの、安全性、成長性、収益性の各項目についは総じて良好な水準にある。まず、収益性については、日本でトップクラスの高収益企業である日本 M&A センターは別格ながら、同社は各項目で 2 番手、3 番手につけ、増資後の期末ベースでも自己資本利益率と総資産経常利益率は 10%を超えており良好な水準にある。次に、成長性においては各項目で日本 M&A センターと 1 番手を競い合い、絶対水準も優れたレベルにある。最後に、安全性については、全ての項目で 2 番手、3 番手にあるが、絶対水準自体は健全性を示している。

以上のことから、ビジネスモデルの差異や増資の有無といった点を勘案しても、同社の稼ぐ力や財務体質は、当該業界のなかで優良な部類に属していると考えられる。

【 図表 14 】財務指標比較：M&A 仲介、イベント企画、介護関連の上場企業

項目	銘柄		ブティックス	日本M&Aセンター	テー・オー・ダブリュー	ニチイ学館
		コード	9272	2127	4767	9792
		直近決算期	19/3期	19/3期	18/6期	19/3期
規模	売上高	百万円	1,435	28,463	16,688	287,882
	経常利益	百万円	121	12,533	1,873	5,703
	総資産	百万円	1,130	35,638	13,055	193,640
収益性	自己資本利益率	%	17.8	36.1	14.4	16.0
	総資産経常利益率	%	13.2	37.2	15.1	3.0
	売上高営業利益率	%	8.6	44.0	10.9	3.5
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	15.6	24.4	7.5	1.7
	経常利益（同上）	%	58.6	20.8	11.5	黒字転換
	総資産（同上）	%	38.7	20.9	8.8	1.7
安全性	自己資本比率	%	59.1	76.2	66.9	20.6
	流動比率	%	226.0	269.1	306.7	108.3
	固定長期適合率	%	22.2	62.5	18.3	97.0

（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）
（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

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。

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、「経営陣の多様性」と「情報と信頼の蓄積」

同社の知的資本を、顧客や取引先等、社外との関係で形成される「関係資本」、価値創出能力の基盤となる「組織資本」と「人的資本」に落とし込んで整理・分析した（図表 15）。

【 図表 15 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI 項目	KPI 数値
関係資本	顧客	･BtoB事業のうち、商談型展示会事業の各KPIは順調に推移しており、優れた顧客基盤を有する	･商談型展示会の出展小間数	1,369小間（前期比22.5%増）
			･商談型展示会の出展社数	550社（東京ケアウィーク2019、前年比42社増）
			･出展社のリピート率	開示はないが極めて高い水準
		･BtoB事業のうち、M&A仲介事業の各KPIは順調に推移しており、優れた顧客基盤を有する	･成約組数	51組（前期比21.4%増）
			･売り案件流入数	376件（前期比113件増）
			･平均手数料	7,739千円（前期比13.5%増）
		･BtoC事業は、大幅な事業縮小過程で収益性が悪化しており、顧客基盤は再構築中	･セグメント売上高	442百万円（前期比20.9%減）
			･セグメント利益率	-9.1%(前期比5.3%ポイント悪化)
	ブランド	･介護・高齢者関連領域に特化した商談型展示会としては日本最大級。インバウンド来場者が数百名に達するなど、特定分野でのブランド力は高い	･業界でのシェア	介護・高齢者関連領域に限定すれば日本最大級
			･小間単価の動向	30.0~38.5万円程度（価格圧力はなく安定している）
			･顧客等獲得コストの動向	開示はないが、効率化による改善余地は残されている
			･メディア（マス、キュレーション等）露出度	開示なし（トップインタビュー等はHPで紹介）
	ネットワーク	･東京展での来場者数は絶対数として十分に大きく、決裁権限者比率やリピート率も高い。また、毎年開催の実績を積み上げる同社に対する展示会会場からの信頼は厚い。ネットワークは質・量ともに優れている。	･商談型展示会への来場者数	2万名弱（東京ケアウィーク2019、前年比は増加）
			･来場者の決裁権限者比率	70%程度（上昇傾向）
			･来場者のリピート率	開示はないが高い水準
			･毎年開催継続年数	5年（東京）、3年（大阪）、2年（福岡）
			･開催会場数（年間）	6会場（前期比2会場増）
		･M&A仲介事業における買い手は潤沢	･買い手データベース登録数	4,000社超（増加傾向）
		･新規事業ではパートナー戦略を積極活用	･M&A、業務提携、資本提携、出資等	中国２社と中国国内に合弁会社を設立
組織資本	プロセス	･事業戦略のプロセスは明快である	･企画・戦略部門の担当者数・スキルセット	開示なし（現状は経営マターである可能性が高い）
		･顧客基盤、ネットワーク力の充実を図るための人員増と育成が順調に進んでいる	･商談型展示会事業の営業要員数	開示はないが15名程度（前期比は増加）
			･M&A仲介事業のコンサルタント数	9名（前期比2名増）
	知的財産ノウハウ	･商談型展示会事業においては、企画・運営ノウハウに加え、「情報と信頼」の蓄積が進んでいる	･関係資本での項目に加え、的確なテーマ設定（専門展）や新サービス参入	20/3期から配食・介護食マッチングと海外事業で構成される新規事業セグメントを新設
		･M&A仲介事業では、「業界最安水準の手数料体系と迅速なマッチング実績」を実現している	･M&Aコンサルタントの生産性（年間成約組数/期初期末平均コンサル数）	6.38組（M&A専門会社に比べ極めて高い水準）
人的資本	経営陣	･創業者である代表取締役社長の存在	･創業からの期間	2006年11月の創業から12年8カ月経過
		･創業者は強いリーダーシップのもとで、多様性を重視した人材登用によって「異なるスキルセットを持った経営陣」を形成している ･特別なインセンティブ制度はない（ストック・オプション制度は導入している）	･代表取締役社長による保有	1,272,900株(52.65%）を直接所有 親族の持ち分（16.42%）を含めた議決権所有割合は69.07%
			･代表取締役社長以外の取締役による保有（監査役は除く）	90,100株（3.73%）
			･役員報酬総額（取締役） *社外取締役、監査役は除く	55,842千円（4名）
			･経営陣のスキルセット（多様性）	各種IR資料で積極的に開示
			･サクセッションプラン	特になし
	従業員	･営業会社でありながら離職率は高くなく、人気職種であるM&Aコンサルタントを含めて計画通りに人員増を実現していうる。これらから、採用時から業務内容への理解が徹底され、企業理念への共感を獲得していることが読み取れる。	･正社員数	52名（前期比13名増）
			･平均年齢	36.0歳（前期比1.4歳上昇）
			･平均勤続年数	2.9年（前期比0.1年低下）
			･平均年間給与	5,459千円（前期比0.2%減）
			･契約社員等臨時従業員数	6名（前期比2名減）
			･離職率（年間退職者／期初従業員数）	開示はないが10%未満にとどまる
		･特別なインセンティブ制度はないが、営業職やコンサルトタントでは成功報酬制の度合いが高い	･従業員持株会	なし
			･ストック・オプション	あり

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合は 19/3 期、または 19/3 期末のものとする
（出所）ブティックス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

まず、知的資本の最も深層にある「人的資本」の項目をみると、創業者が強いリーダーシップを発揮しつつ、多様性を重視した人材登用によって「異なるスキルセットを持った経営陣」を形成していることが特筆できる。

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。

また、採用段階から業務内容や企業理念への理解や共有が徹底することで、高い従業員満足度を獲得していることも評価できよう。

経営陣が持つ経験やノウハウは商談型展示会事業を核とする独自のビジネスモデルの構築につながり、組織資本に転化されていった。ビジネスモデルの構築から 5 年が経過し、プロセスがブラッシュアップされ、知的財産ノウハウが蓄積されるとともに、顧客力やブランド力、ネットワーク力等の関係資本において優位性が形成されている。

「関係資本」の各項目における KPI を細かくみると、総じて順調ななかでも、東京展は質的充実段階を迎え、商談型展示会事業の量的成長の牽引役は地方展に移りつつある。また、M&A 仲介事業が拡大するなかで新規事業への取り組みも始まっている。そのための準備・対応は周到に進められていると考えるものの、限られた経営資源が如何に最適化され、「人的資本」や「組織資本」と「関係資本」のバランスが整えられるかを注視していきたい。

＞ ESG活動の分析

◆ 環境対応（Environment）

同社の IR 資料等では、環境対応に関する具体的な取り組みは確認できない。

◆ 社会的責任（Society）

同社は、わが国にとって大きな課題である高齢化社会の急速な進行を見据え、事業活動を通じて、介護業界の事業拡大、効率性向上を支援している。

◆ 企業統治（Governance）

同社は、監査役会設置会社である。

同社の取締役会は 5 名で構成され、うち 2 名が社外取締役である。社外取締役の吉崎浩一郎氏は、三菱信託銀行（現三菱 UFJ 信託銀行）に入社後、日本 AT&T、シュローダー・ベンチャーズ（現 MKS パートナーズ）、カーライル・グループを経て、グロース・イニシアティブを設立（代表取締役就任、現任）、複数の企業での取締役を兼務しつつ、16 年 11 月から社外取締役を務めている。もう一人の社外取締役の守屋実氏は、ミスミ（現ミスミグループ本社（9962 東証一部））に入社後、守屋実事務所を設立（代表取締役、現任）、メディカルケアデザインの代表取締役等を兼任しつつ、15 年 10 月に監査役に就任した後、16 年 11 月からは社外取締役を務めている。なお、両名とも独立役員に指定されている。

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。

同社の監査役会は、常勤監査役 1 名、非常勤監査役 2 名で構成されている。非常勤監査役の 2 名全員が社外監査役だが、独立役員には指定されていない。

常勤監査役の城戸沙絵子氏は、富士フイルムイメージングを経て、09 年 10 月に同社へ入社、15 年 2 月に監査役に就任し、現在に至っている。社外監査役の石割由紀人氏は、公認会計士で青山監査法人（現 PwC あらた有限責任監査法人）に入所後、日本アジア投資（8518 東証一部）を経て石割公認会計士事務所を設立、複数の企業の取締役等を兼任しつつ、15 年 6 月より監査役を務めている。もう一人の社外監査役である寺西章悟氏は、弁護士で長島・大野・常松法律事務所に入所後、てらにし法律事務所を開設、田島・寺西法律事務所のパートナー弁護士（現任）とケアプロの社外取締役（現任）を務めつつ、16 年 11 月より監査役に就任、現在は SDV 取締役と辻野取締役も兼任している。

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。

4. 経営戦略の分析

＞ 対処すべき課題

◆ 事業トランスフォーメーションで変化する課題

18/3 期の有価証券報告書において、対処すべき課題は「サービスの継続的成長」、「新技術への対応」、「人材の確保・育成」、「経営管理体制と内部管理体制の強化」という一般的な項目が列挙されていたが、19/3 期では事業セグメント（BtoB 事業、新規事業、BtoC 事業）別に課題認識が整理される形となった。BtoC 型から BtoB 型への事業トランスフォーメーションが進展するなかで、対処する課題は、「組織全体論」から、①BtoB 事業における複数軸拡大への対応、②新規事業への取り組み、③BtoC 事業の縮小と最適化、といった「事業別各論」へと明確化したと考える。

◆ BtoC 事業における複数軸拡大への対応

同社の商談型展示会事業は「東京での毎年開催と拡大→大阪、福岡への展開→適切なテーマの専門展開催と全国展開」、M&A 仲介事業についても「問合わせ対応型のインバウンド中心→コンサルタントが積極的に需要開拓するアウトバウンド展開」へと進化、サービス提供初期段階に比べると事業の拡大軸は複数化している。BtoB 事業セグメントの従業員数は 18 年 1 月末の 29 名（うち臨時雇用者が 2 名）から 19 年 3 月末には 48 名（同 5 名）へと増強されているが、限られた経営資源のもとで、どの様に BtoB 事業における複数軸拡大へ対応していくかは、喫緊かつ大きな課題といえる。

◆ 新規事業への取り組み

同社は、20/3 期から「ＣａｒｅＴＥＸ３６５」と「海外事業」で構成される新規事業に注力している。いずれも、同社と事業パートナーのノウハウ等を結集して取り組むものであるが、新事業の立ち上げには相当程度大きなエネルギーが必要であり、限られた経営資源のもとで、どの様に既存事業と両立していくかは重要な課題である。

◆ BtoC 事業の縮小と最適化

同社は、「大幅成長が見込まれる BtoB 事業に経営資源を集中することを大方針として定め、BtoC の e コマース事業については、取り扱い商材を大きく絞り込み、事業の縮小、最適化を図る」としている。採算割れ商材の取扱い中止により、赤字幅の大幅な削減を目指す縮小戦略、経営資源を BtoC から BtoB（新規事業である介護食の EC サービス）へとシフトする最適化戦略の行方が注目される。

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。

＞ 今後の事業戦略

◆ 高い目線で成長を目指す既存事業

同社の成長を牽引するのは、引き続き商談型展示会事業と M&A 仲介事業である。

商談型展示会事業について、同社は 8 年後の総出展小間数を 6,000 小間（19/3 期実績は 1,369 小間）と置き、①東京展の既存展拡大、②地方展の既存展拡大、③地方展の開催地拡大、④同一東京展の別時期開催（年間 2 回開催）、⑤同一地方展の別時期開催（同）といった事業戦略で年率 20%成長を目指している。

M&A 仲介事業では、市場ポテンシャルを 1,000 億円、目標シェアを 10%と置き、①商談型展示会の新規開催によって得られる情報・信頼の有効活用、②M&A コンサルタントによる需要掘り起こしの積極化等の事業戦略によって、100 億円程度の売上高（19/3 期実績は 3.96 億円）を目指している。

◆ 新規事業と将来的な他業種展開ではパートナー戦略を積極活用

20/3 期から取り組みを強化している新規事業（「ＣａｒｅＴＥＸ３６５」と「海外事業」）は、M&A 仲介事業と同様に商談型展示会で得たニーズをもとに創出したものだが、ここでは出展社や来場者が事業パートナーにまで発展していることに注目したい。同社は、介護業界深掘りフェーズと他業界展開フェーズでは M&A や資本業務提携を含めたパートナー戦略の積極活用することを明言しており、それが実践されていることは高く評価できよう（図表 16）。

【 図表 16 】ブティックスの中長期成長イメージ

（出所）ブティックス決算説明会資料

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。

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 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】SWOT 分析

強み (Strength)	・介護・高齢者関連の商談型展示会事業で業界No1である優位性 - マッチング・ファーストの企画・運営力の蓄積 - 質・量ともに優れた来場者→大手から地場まで揃った豊富な出展社 →マッチングの満足度増大→来場者・出展社の定着・増加という好循環 - 情報と信頼、ノウハウの蓄積 ・商談型展示会を核にしたビジネスモデルの確立 - 来場者、出展社のニーズ等から新サービスを創出 - 来場者、出展社をパートナーに新領域に参入 ・M&A事業の低コスト・高効率オペレーションの実現 ・事業トランスフォーメーションを実現してきた柔軟性
弱み (Weakness)	・大きくない事業規模 ・一つ一つの事業分野における競争の厳しさ ・成長の牽引役であるM&A仲介事業が労働集約型であること
機会 (Opportunity)	・商談型展示会事業の全国展開 ・介護・高齢者領域での新サービスの提供 ・上場による知名度の向上（ブランド認知、人材採用） ・新事業におけるパートナー戦略 ・商談型展示会事業の他業種展開
脅威 (Threat)	・新規参入等による競争の激化 - 強みに述べた優位性の変調 - 小間単価の低下 ・展示会の来場者・出展社の離散もしくはリテンション・コストの増大 ・展示会会場が確保できないこと ・営業要員やM&Aコンサルタントの不足 ・技術革新（AIを含むICT技術の進化など）に伴うビジネスモデルの陳腐化 ・介護業界において大手企業への集約が著しく進行してしまうこと

（出所）証券リサーチセンター

＞ 経営戦略の評価

◆ 独自のビジネスモデルを確立した経営戦略は高く評価できる

同社は、成長市場ゆえに競争も厳しい介護・高齢者関連領域において、マーケットイン型の経営戦略を実践し、商談型展示会を核とする独自のビジネスモデルを確立した。ビジネスモデルの節で述べた通り、限られた経営資源でありながらも、創業事業であった BtoC 型の e コマース事業から、堅実性と発展性を確保した BtoB 型事業へのトランスフォーメーションを実現した経営戦略は高く評価できよう。また、マ

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。

ッチング・ファーストという軸のブレない企業理念が、事業プロセスのブラッシュアップや知財ノウハウの蓄積を通じて組織資本に転化され、優れた関係資本の形成へとつながっていることにも注目したい。

◆ 「オーガニック成長」超えを目指す経営戦略に注目

同社の当面の成長は、前節の強み・弱みの評価で述べた「介護・高齢者関連の商談型展示会事業で業界 No.1 である優位性」からもたらされる可能性が高く、「既存事業のオーガニック成長」については、相当程度の蓋然性を有しているようにみえる。一方、新規事業や将来的な他業種展開については、「オーガニック成長」超えを目指す目線の高い経営戦略だといえる。この点、「介護・高齢者関連の商談型展示会事業で業界 No.1 である優位性」から創出された事業とはいっても、既存事業同様の「強み」が形成され、高い収益性を確保できるか否かは、予断を許さない。

◆ 周到な準備と時間軸設定が重要となる「他業種展開戦略」

同社は、新規事業の推進においては、M&A を含むパートナー戦略の積極活用を明言している。パートナー戦略では「相手を選ぶ力」はもちろん、「相手から選ばれる力」と「相手を活かす力」が重要となるわけだが、一般的に「他業種展開」において、この「3 つの力」は低下する場合が多い。

証券リサーチセンター（以下、当センター）としては、高い目標を掲げる同社の経営戦略を高く評価している。しかしながら、新規事業への取り組みにおいては、①限られた経営資源がどの様に最適化されるか、②パートナー戦略で「3 つの力」が高い次元で発揮されているか、③新規領域参入に際して競合状況等が深く冷徹に分析されているかといった点には留意すべきだと考えている。とりわけ、同社が早期立ち上げを目指す「他業種展開」については、周到な準備と適切な時間軸設定が示されることを期待したい。

＞ 今後の業績見通し

◆ 20 年 3 月期会社計画

20/3 期の会社計画は、売上高 1,459 百万円（前期比 1.7%増）、営業利益 254 百万円（同 106.2%増）、経常利益 254 百万円（同 108.7%増）、当期純利益 176 百万円（同 114.1%増）である（図表 18）。事業別の売上高計画は、商談型展示会事業が 699 百万円（前期比 17.1%増）、M&A 仲介事業が 621 百万円（同 56.6%増）、BtoC 事業が 114 百万円（同 74.2%減）、新規事業が 25 百万円となっている。また、業績計画の前提条件として、商談型展示会の出展小間数が 1,620 契約（同 18.3%増）、M&A 成約組数が 72 組（同 41.2%増）等を見込んでいる。

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。

売上原価と販管費について計画の開示はないが、セグメント別の見通しとして、BtoB 事業は 562 百万円（前期比 46.3%増）のセグメント利益、BtoC 事業は 7 百万円（同 33 百万円損失減少）のセグメント損失、新規事業は 19 百万円のセグメント損失が開示されている。なお、セグメント利益率計画は、BtoB 事業が 42.6%（同 3.9%ポイント上昇）、BtoC 事業が-9.1%（同 3.0%ポイント上昇）、新規事業が-76.0%となり、全社ベースの売上高営業利益率は 17.4%と前期比 8.8%ポイントの上昇を予想している。

また、同社は、今後の事業展開と財務体質強化のために必要な内部留保の確保を優先し、創業以来配当を実施しておらず、20/3 期についても無配を予定している。

【 図表 18 】ブティックスの 20 年 3 月期の業績計画

（百万円）

	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期単体	
	単体実績	単体実績	単体実績	会社計画	前期比
売上高	1,112	1,333	1,435	1,459	1.7%
BtoB	498	774	993	1,320	32.9%
商談型展示会	344	477	596	699	17.1%
M＆A仲介	152	286	396	621	56.6%
BtoC（eコマース）	614	558	442	114	-74.2%
新規事業（CareTEX365&海外事業）	0	0	0	25	–
販売費及び一般管理費	460	624	773	–	–
人件費	137	229	287	–	–
その他	323	395	485	–	–
営業利益	67	122	123	254	106.2%
売上高営業利益率	6.0%	9.2%	8.6%	17.4%	–
経常利益	66	105	121	254	108.7%
売上高経常利益率	6.0%	7.9%	8.5%	17.4%	–
当期純利益	47	73	82	176	114.1%
売上高当期純利益率	4.3%	5.5%	5.7%	12.1%	–
商談型展示会の出展小間数（契約）	828	1,118	1,369	1,620	18.3%
M＆A成約組数（組）	25	42	51	72	41.2%
M＆A平均手数料	6.07	6.81	7.73	8.62	11.5%
従業員数（名）	31	47	58	–	–
正社員	27	39	52	–	–
臨時社員	4	8	6	–	–

（出所）ブティックス有価証券報告書、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

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。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 20/3 期業績について、売上高 1,450 百万円（前期比 1.0%増）、営業利益 229 百万円（同 86.1%増）、経常利益 229 百万円（同 88.6%増）、当期純利益 159 百万円（同 93.2%増）と、営業収益、利益とも会社計画を下回る水準ながらも順調な業績拡大を予想する（図表 19）。

事業別の売上高は、商談型展示会事業が 699 百万円（前期比 17.1%増）、M&A 仲介事業が 621 百万円（同 56.6%増）、BtoC 事業が 114 百万円（同 74.2%減）、新規事業が 25 百万円とした。具体的な予想手順としては、①商談型展示会事業は、「傾向分析等に基づく期間累計出展小間数予想」に「会社計画から逆算した小間当たり売上高」を乗じて、②M&A 仲介事業については、「採用実績等に基づく M&A コンサルタントの人員数予想」と「傾向分析等に基づく M&A コンサルタントの生産性予想」から成約組数を算出し、「傾向分析等に基づく M&A 平均手数料予想」を乗じることで、それぞれの事業別売上高を予想している。一方、BtoC 事業と新規事業に関しては、会社の意思が重要であると判断し、会社計画をそのまま当センター予想とした。

売上原価は、役務売上原価（BtoB 事業）と商品売上原価（BtoC 事業）に分解して予想している。19/3 期実績の売上高原価率が 75.3%と高い BtoC 事業の売上規模が 19/3 期の水準のほぼ 4 分の 1 にまで縮小することを主因に、前期比 29.4%減となる 380 百万円と予想した。

販管費は、前期比 8.6%増となる 840 百万円と予想した。予想にあたっては、人件費、広告宣伝費、減価償却費、その他に細分化し、各項目の予想を積上げ、セグメント利益率の傾向分析との整合性等も勘案している。なお、積上げ予想において、減価償却を除く各項目で増加を想定しているが、増加寄与度が最も大きいのは人件費である。

結果、20/3 期の売上原価率は 26.2%（前期比 11.3%ポイント低下）、売上高販管費率は 57.9%（同 4.1%ポイント上昇）、営業利益率は 15.8%と会社計画の 17.4%は下回るものの、前期比では 7.2%ポイントの上昇を予想している。

21/3 期は、売上高 1,861 百万円（前期比 28.4%増）、営業利益 381 百万円（同 65.9%増）、経常利益 381 百万円（同 65.9%増）、当期純利益 264 百万円（同 65.9%増）と予想した。

事業別売上高としては、商談型展示会事業が 831 百万円（前期比 19.1%増）、M&A 仲介事業が 891 百万円（同 45.4%増）、BtoC 事業が 114 百万円（同横ばい）、新規事業が 25 百万円（同横ばい）を見込んでいる。

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。

商談型展示会事業の増収率が高まる理由は、東京オリンピック・パラリンピックを前に縮小していた東京展のスペースが回復するためであり、M&A 仲介事業については 20/3 期と同様、順調な KPI 推移を前提に予想した。BtoC 事業と新規事業を横ばいと見込んでいるのは、外部分析者として十分な予想材料が得られないためである。なお、縮小と最適化が続く BtoC 事業に関連する資産は決済機関に対する売掛金が大半を占めており、回収不能となるリスクは小さいと考えている。

売上原価は、20/3 期と同様の手順で、前期比 24.3%増の 473 百万円と予想した。大幅増ではあるが伸び率は増収率を下回り、売上原価率は 25.4%と同 0.8%ポイント低下する見通しである。販管費は、同 19.9%増となる 1,007 百万円と予想した。減価償却費を除く人件費、広告宣伝費、その他は業容拡大に応じて増加するものの、売上高販売費率は 54.1%と同 3.8%ポイントの低下見込みである。結果、21/3 期の営業利益率は 20.5%と同 4.6%ポイントの向上を予想している。

22/3 期は、売上高 2,188 百万円（前期比 17.6%増）、営業利益 475 百万円（同 24.8%増）、経常利益 475 百万円（同 24.8%増）、当期純利益 329 百万円（同 24.8%増）と予想した。

事業別の売上高予想としては、商談型展示会事業が 952 百万円（前期比 14.6%増）、M&A 仲介事業が 1,097 百万円（同 23.1%増）とそれぞれ KPI 推移が若干スローダウンすることを織り込んでいる。また、BtoC 事業と新規事業については、21/3 期と同様、いずれも横ばいと想定した。

売上原価は 546 百万円（前期比 15.6%増）、販管費は 1,166 百万円（同 15.8%増）と予想した。予想手順は 20/3 期、21/3 期と同様である。以上を受けて、売上原価率は 25.0%（同 0.4%ポイント低下）、売上高販管費率は 53.3%（同 0.8%ポイント低下）、営業利益率は 21.7%（同 1.3%ポイント上昇）と、いずれも改善傾向が続くことを見込んでいる。

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。

【 図表 19 】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）

	17/3単	18/3単	19/3単	20/3単(CE)	20/3単(E)	21/3単(E)	22/3単(E)
損益計算書							
売上高	1,112	1,333	1,435	1,459	1,450	1,861	2,188
前期比	19.6%	19.8%	7.7%	1.7%	1.0%	28.4%	17.6%
BtoB	498	774	993	1,320	1,311	1,722	2,049
商談型展示会	344	477	596	699	698	831	952
M＆A仲介	152	286	396	621	613	891	1,097
BtoC（eコマース）	614	558	442	114	114	114	114
新規事業（CareTEX365&海外事業）	0	0	0	25	25	25	25
商談型展示会の期間累計出展小間数（契約）	828	1,118	1,369	1,620	1,620	1,930	2,210
小間当たり売上高	0.42	0.43	0.44	0.43	0.43	0.43	0.43
M＆A成約組数（組）	25	42	51	72	71	99	125
M＆A平均手数料	6.07	6.81	7.73	8.62	8.60	9.00	8.80
M＆Aコンサルタント人員数（期末、名）	4	7	9	–	14	19	24
稼働コンサル当たり成約組数（組）	8.33	7.64	6.38	–	6.20	6.00	5.80
売上総利益	527	746	896	–	1,069	1,388	1,642
前期比	38.4%	41.6%	20.2%	–	19.3%	29.8%	18.3%
売上総利益率	47.4%	56.0%	62.5%	–	73.8%	74.6%	75.0%
販売費及び一般管理費	460	624	773	–	840	1,007	1,166
売上高販管費率	41.4%	46.8%	53.9%	–	57.9%	54.1%	53.3%
営業利益	67	122	123	254	229	381	475
前期比	–	82.1%	0.9%	106.2%	86.1%	65.9%	24.8%
売上高営業利益率	6.0%	9.2%	8.6%	17.4%	15.8%	20.5%	21.7%
経常利益	66	105	121	254	229	381	475
前期比	–	57.4%	15.9%	108.7%	88.6%	65.9%	24.8%
売上高経常利益率	6.0%	7.9%	8.5%	17.4%	15.8%	20.5%	21.7%
当期純利益	47	73	82	176	159	264	329
前期比	–	53.9%	12.0%	114.3%	93.2%	65.9%	24.8%
売上高当期純利益率	4.3%	5.5%	5.7%	12.1%	11.0%	14.2%	15.1%

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想
（出所）ブティックス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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。

【 図表 20 】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）

	17/3単	18/3単	19/3単	20/3単(CE)	20/3単(E)	21/3単(E)	22/3単(E)
貸借対照表							
現金及び預金	372	599	906	–	1,127	1,542	1,987
売掛金	95	72	48	–	12	12	12
前渡金	6	11	11	–	13	16	19
その他	17	7	10	–	8	9	10
流動資産	490	689	975	–	1,160	1,579	2,028
有形固定資産	4	3	49	–	48	42	37
無形固定資産	3	0	4	–	4	5	5
投資その他の資産	14	20	100	–	100	100	100
固定資産	22	25	154	–	153	148	144
資産合計	513	714	1,130	–	1,314	1,728	2,172
買掛金	90	134	23	–	6	6	6
1年内返済予定の長期借入金	40	32	29	–	21	6	4
未払金	27	64	89	–	89	115	135
未払法人税等	16	23	34	–	59	99	124
前受金	47	96	185	–	245	322	383
その他	20	42	71	–	57	85	100
流動負債	240	391	431	–	477	633	752
長期借入金	84	61	31	–	10	4	0
資産除去債務	3	4	0	–	0	0	0
固定負債	88	65	31	–	10	4	0
純資産合計	184	258	667	–	826	1,090	1,420
(自己資本)	184	258	667	–	826	1,090	1,420
(少数株主持分及び新株予約権)	0	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	66	105	119	–	229	381	475
減価償却費	4	4	7	–	7	6	5
売上債権の増減額（－は増加）	-18	23	23	–	36	0	0
仕入債務の増減額（－は減少）	4	43	-110	–	-17	0	0
前受金の増減額（－は減少）	32	49	89	–	59	76	61
賞与引当金の増減額（－は減少）	5	13	8	–	7	6	6
法人税等の支払額	-11	-27	-33	–	-45	-77	-121
その他	10	47	6	–	11	30	24
営業活動によるキャッシュ・フロー	92	257	109	–	287	422	450
有形固定資産の取得による支出	–	–	-3	–	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	–	–	-4	–	-1	-1	-1
定期預金の預入による支出	-2	-2	-1	–	0	0	0
定期預金の払戻による収入	–	–	7	–	0	0	0
その他	13	0	-72	–	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	11	-2	-73	–	-1	-1	-1
短期借入金の増減額（－は減少）	–	–	–	–	–	–	–
長期借入金の増減額（－は減少）	-62	-31	-32	–	-29	-21	-6
株式の発行による収入	–	–	325	–	0	0	0
新株予約権の行使による収入	28	–	1	–	0	0	0
配当金の支払額	–	–	–	–	–	–	–
その他	14	-3	-17	–	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-20	-34	277	–	-29	-21	-6
現金及び現金同等物に係る換算価額	–	–	–	–	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	82	220	313	–	256	399	443
現金及び現金同等物の期首残高	289	372	592	–	906	1,163	1,563
現金及び現金同等物の期末残高	372	592	906	–	1,163	1,563	2,006

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想
（出所）ブティックス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

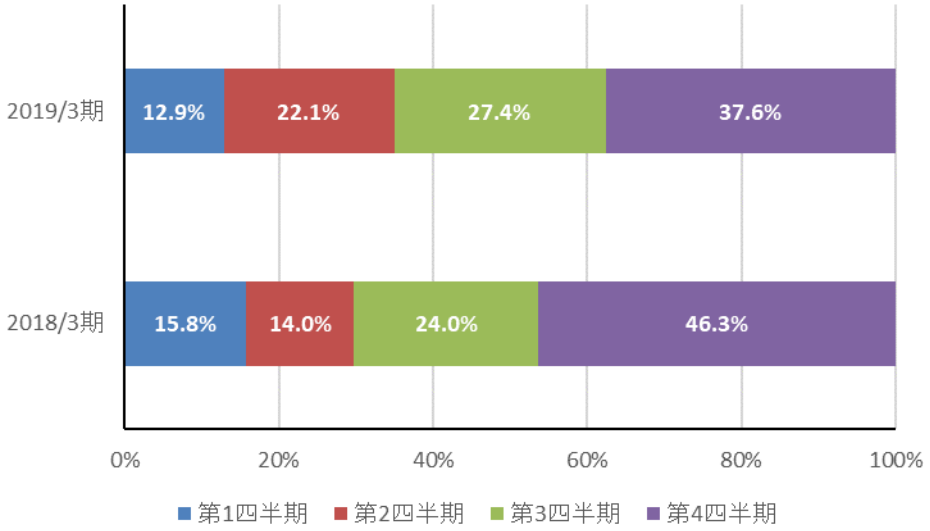
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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。

＞ 投資に際しての留意点

◆ ブティックスの収益構造に伴う業績の季節性について

同社の主力事業である商談型展示会事業は、売上高と営業利益の計上が展示会開催月に集中する。このため、同社の業績は第 4 四半期偏重型となり、四半期ごとのボラティリティーも大きい（図表 21）。今後は全国展開に伴う開催月の広がりと M&A 仲介事業の成長により、期間収益の平準化が進むことが予想されるが、投資に際しては留意する必要がある。

【 図表 21 】ブティックスの四半期別売上高構成比



（出所）ブティックス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 業績見通しの修正タイミングについて

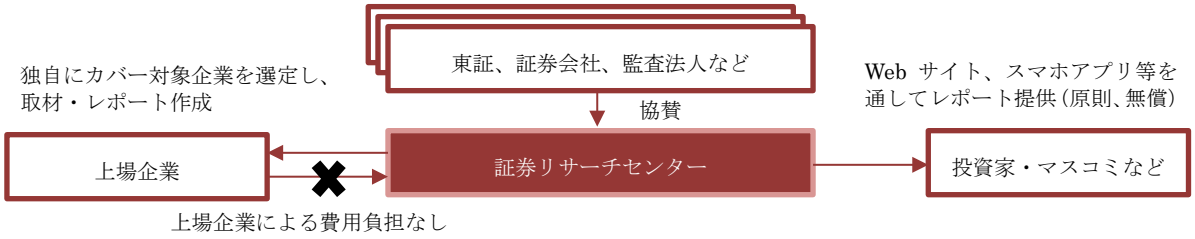
同社は 19/3 期第 3 四半期業績発表（19 年 2 月 13 日）まで据え置いていた 19/3 期の通期業績予想を 19 年 4 月 24 日に下方修正した。内容的には、売上高で 10.4%、営業利益で 40.6%もの大幅下方修正であり、株価への影響も大きかった。公表タイミングの遅れは、前述した収益構造によるところが大きいと考えられるものの、投資に際しては留意が必要である。

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。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

（協賛）

株式会社東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	EY 新日本有限責任監査法人
株式会社 ICMG			

（準協賛）

三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券

（賛助）

日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接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。
- 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。