

ホリスティック企業レポート

Mマート

4380 東証マザーズ

アップデート・レポート

2020年5月29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 20200526

M マート(4380 東証マザーズ)

発行日:2020/5/29

食材を中心とした B2B 型のインターネットマーケットプレイス事業を展開 業界 No.1 サイトの運営企業として、ウィズ・コロナ時代を見据えた事業戦略に着手

> 要旨

◆ 業務用食材の業者間 EC サイト「M マート」等を運営

- ・M マート(以下、同社)は、飲食業界、宿泊業界、中食・内食業界などを買い手とし、メーカー、問屋、輸入商社、生産者などを売り手とする業者間取引に特化したオープン型のインターネットマーケットプレイス事業を展開している。
- ・業務用食材卸サイトの「M マート」を主力に、厨房機器・食器等の総合業務用卸サイトの「Bnet」、食材処分量サイトの「卸・即売市場」、厨房機器・食器等の処分量サイトの「ソクハン市場」等も運営している。

◆ 20 年 1 月期は 4.5%増収、0.3%営業増益を確保

- ・20/1 期決算は、営業収益が前期比 4.5%増となるなかで、人件費増を主に営業費用が同 5.7%増となったため、営業利益は同 0.3%増とほぼ横ばいにとどまった。

◆ 21 年 1 月期会社計画は 11.9%増収、6.6%営業増益を見込む

- ・21/1 期について同社は、「M マート」の成長持続と「Bnet」等の回復を織り込み、11.9%増収、6.6%営業増益を計画している。
- ・証券リサーチセンターは、20/1 期実績等を踏まえて21/1 期の業績予想を見直し、営業収益は702 百万円(前期比 2.6%増)、営業利益は135 百万円(同 8.0%減)と予想した。

◆ ウィズ・コロナ時代を見据えた事業戦略に注目

- ・同社は、新型コロナウイルスの感染拡大による業績への影響は限定的としている。
- ・その一方で、流通の正常化や売り手の手元流動性確保への貢献を目的に、「緊急流通促進フェア」や「環境・衛生フェア~新型コロナウイルス対策~」の開催、「即金・即売市場」の緊急開設を矢継ぎ早に実施しており、ウィズ・コロナ時代を見据えた事業戦略として注目できる。

アナリスト:前田 吉弘

+81(0)3-6812-2521

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】

	2020/5/22		
株価 (円)	1,770		
発行済株式数 (株)	2,445,400		
時価総額 (百万円)	4,328		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	44.0	48.4	44.6
PBR (倍)	4.9	4.6	4.4
配当利回り (%)	0.6	1.1	1.1

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	22.0	74.2	-3.4
対TOPIX (%)	20.8	78.1	-1.1

【株価チャート】



【4380 Mマート 業種:情報・通信業】

決算期	営業収益	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2019/1	655	8.1	146	17.7	135	13.9	84	8.4	35.0	319.8	0.0
2020/1	684	4.5	147	0.3	147	8.5	98	16.0	40.2	360.0	10.0
2021/1 CE	766	11.9	156	6.6	156	6.4	103	5.3	42.3	-	20.0
2021/1 E	702	2.6	135	-8.0	135	-8.1	89	-9.1	36.6	385.9	20.0
2022/1 E	756	7.7	146	8.5	146	8.5	96	8.5	39.7	405.6	20.0
2023/1 E	793	4.8	163	11.3	163	11.3	107	11.3	44.2	429.7	20.0

(注) 1. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2. 20年8月1日付けで1:2の株式分割を実施する予定

アップデート・レポート

2/20

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

注1) B2B

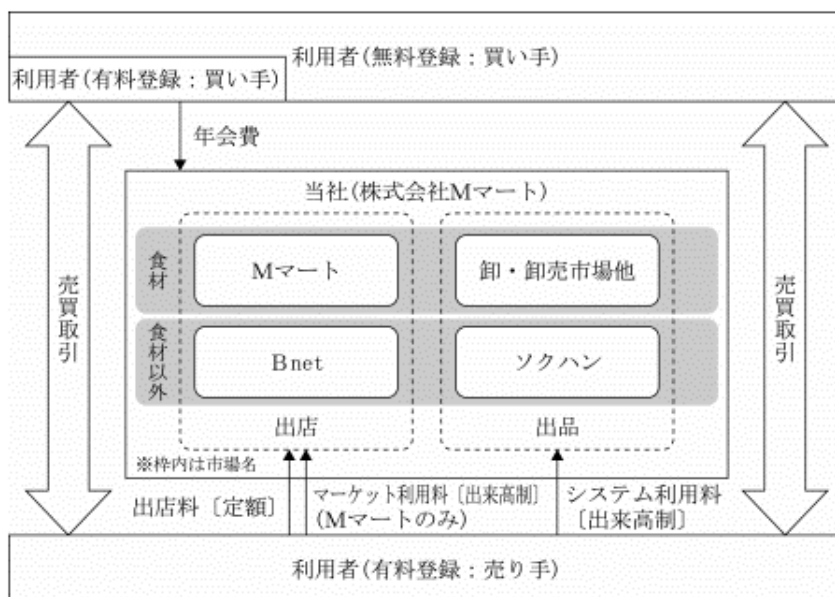
一般的に企業間取引を指す。ここではMマートが仲立ちとなって売り手企業と買い手企業を結びつけるビジネスモデルを意味しており、Business(売り手) to Business(買い手)を表している。

◆ 業務用食材の業者間 EC サイト「Mマート」等を運営

M マート(以下、同社)は、飲食業界、宿泊業界、中食・内食業界などを買い手とし、メーカー、問屋、輸入商社、生産者などを売り手とする B2B^{注1}に特化したオープン型のインターネットマーケットプレイス事業を展開している。

同社が運営する主なマーケットプレイスは、業務用食材卸サイトの「Mマート」、厨房機器・食器等の総合業務用卸サイトの「Bnet」、食材処分品サイトの「卸・即売市場」、厨房機器・食器等の処分品サイトの「ソクハン市場」である(図表1)。なかでも、「Mマート」が全社営業収益の4分の3弱を占める主力サイトとなっている(図表2)。

【図表1】事業系統図



(出所) M マート有価証券報告書

【図表2】カテゴリ別営業収益の推移

(単位: 百万円)

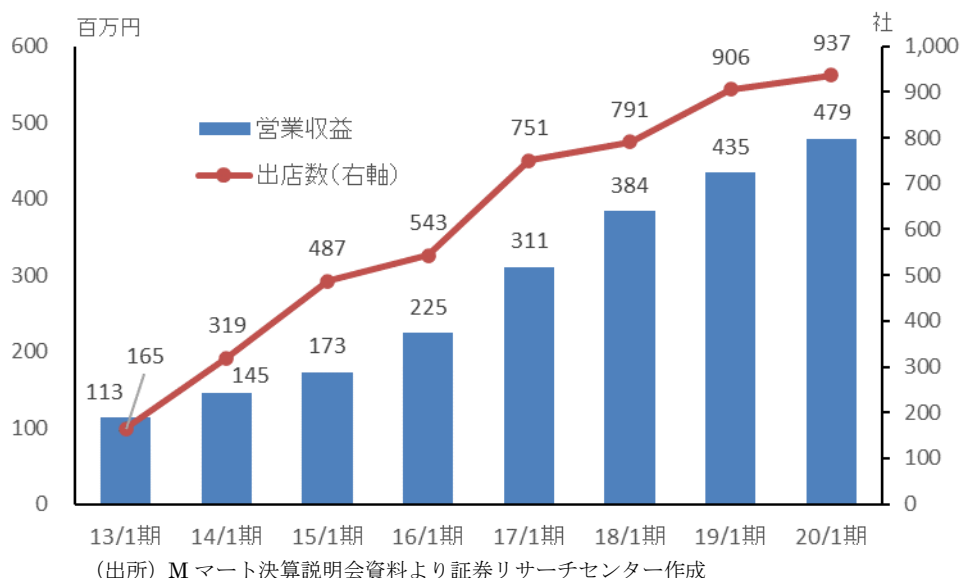
	2018年1月期			2019年1月期			2020年1月期		
	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
Mマート	384	63.4%	23.5%	435	66.4%	13.4%	479	70.0%	10.1%
Bnet	93	15.3%	2.2%	88	13.4%	-5.6%	79	11.5%	-10.5%
卸・即売市場他、ソクハン	124	20.5%	-0.8%	123	18.8%	-1.2%	114	16.7%	-7.7%
その他	3	0.8%	-	8	1.4%	-	11	1.8%	-
合計	606	100.0%	14.0%	655	100.0%	8.1%	684	100.0%	4.5%

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 拡大が続く業務用食材卸サイトの「M マート」

2000年2月開設の業務用食材卸サイトの「M マート」は営業収益、出店数ともに拡大を続けている(図表3)。買い手会員登録数(20年5月17日現在162,528社、Bnet等の会員数も含む)、20/1期における総流通高は4,706百万円と、同社によれば業務用食材卸売に特化したインターネットマーケットプレイスとしては業界No.1サイトとのことである。

【図表3】「M マート」の営業収益と出店数の推移



「M マート」の売り手(出店社)は、同社に商品数別に定められた月額出店料(年間契約)を支払って同サイトに出品(掲載)する。同社システムを利用した売買には販売代金に応じたマーケット利用料が売り手企業に課せられるが、買い手企業との直接取引は可能であり、その場合はマーケット利用料の負担はない(図表4)。

【図表4】「M マート」の概要

特徴	出店料/マーケット利用料			
		初年度	2~3年目	4年目以降
・食材商品を取り扱う市場。 ・売り手企業は同社に出店料を支払って商品をサイトに掲載のうえ販売する。 ・買い手企業との、直接取引が可能。 ・同社システムを利用した場合、販売代金に応じたマーケット利用料を同社に支払う。	定額制 (月額:商品数別)	100点: 25,000円	35,000円	45,000円
		400点: 40,000円	50,000円	60,000円
		800点: 50,000円	60,000円	70,000円
		2,000点: 100,000円	110,000円	120,000円
	出来高制	同社システム利用時に販売代金の1%		

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同サイトに出品されている代表的な商品は、畜産品、水産品、農産品、加工品等であるが、商品カテゴリーは極めて豊富であり、飲食業等の買い手からみると、日々の仕入れを満たす商材商品が幅広く揃っている。また、「畜産品、水産品、農産品、加工品」といった分類だけでなく、「ブランド食材、大量販売、少量販売、格安、輸入品、鮮度、評価」といった独自のキーワードでも買い手と売り手のマッチングを図っている。

「M マート」のトップページをみると、その中央を「食品業界ニュース」と「業界情報」が占めていることが特徴的である(図表 5)。同社が19年12月からスタートした「食品業界活性化プロジェクト」の一環として、サイトの中で最も情報発信力が高い場所を活用しているわけだが、生産者、メーカー、卸業者、飲食業者、業界メディアといった食品業界に関わる全ての事業者が協力することで業界全体の発展と拡大を目指す取り組みとして注目される。

【図表 5】「M マート」のトップページ抜粋



(出所) M マート ホームページ

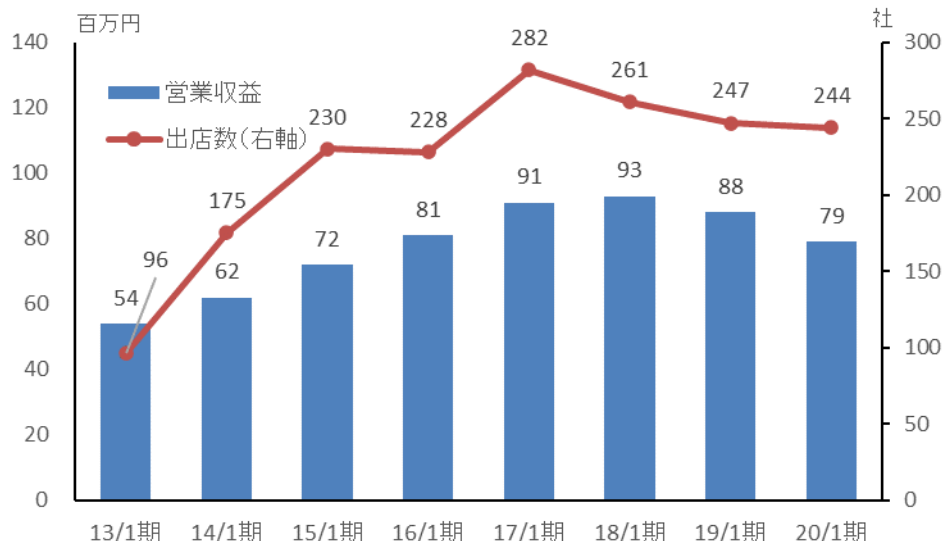
◆ 食材以外の商品を取扱う業務用総合卸サイト「Bnet」

03年3月に開設された「Bnet」は、食材以外の商品を取扱う業務用総合卸サイトである。買い手会員数(顧客企業数)は16万社以上で、うち飲食店、ホテル・旅館、弁当・給食、スーパーが過半を占め飲食関連業界では圧倒的な存在感を誇っている。20/1期の総流通高は207百万円となっている。ただ、出店数は17/1期末の282店をピークに20/1期末には244店へと減少、営業収益も19/1期以降2期連続で減少している(図表6)。

「Bnet」の売り手(出店社)は、「Mマート」と同じく商品数別に定められた月額出店料(年間契約)を支払って同サイトに出品(掲載)したうえで商品を販売する(図表7)。一方、「Mマート」でいうマーケット利用料(販売手数料)の徴収はなく、出店社の獲得に際しては直接商談やマーケティング活動が自由なマッチング・サイトである点が強調されている。

同サイトに出品されているのは、食器・厨房機器や什器・備品、家具・インテリアから各種消耗品等であり、新規開店や店舗運営に必要な商材商品が網羅されている(図表8)。また、買い手新着情報がサイトのトップページに掲載されるなど、売り手による能動的なマーケティング活動を支援する工夫がなされていることが特徴といえる。

【図表6】「Bnet」の営業収益と出店数の推移



(出所) Mマート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表7】「Bnet」の概要

特徴	出店料		
	初年度	2年目以降	
<ul style="list-style-type: none"> ・食材以外の商品を取り扱う市場。 ・売り手企業は同社に出店料を支払って商品をサイトに掲載のうえ販売する。 ・買い手企業との、直接取引が可能。 	定額制 (月額：商品数別)	300点： 25,000円	35,000円
		1,000点： 40,000円	50,000円
		3,000点： 50,000円	60,000円
		5,000点： 70,000円	80,000円
		8,000点： 100,000円	110,000円

(出所) Mマート ホームページ

【 図表 8 】 「Bnet」 のトップページ抜粋

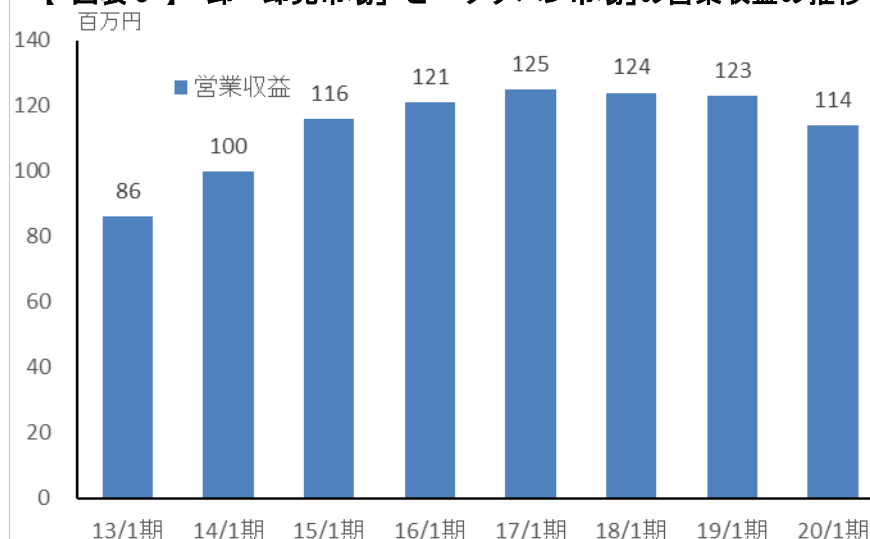
 格安商品市場 備品・消耗品・食器・制服	 食器市場 皿・鉢・グラス・茶器・介護用	 少量販売市場 1枚食器の少量販売・食材も
 厨房機器市場 調理道具・調理機・設備・加工機	 什器・備品市場 各種備品・什器・レジ周辺機器	 環境・衛生市場 清掃道具・消耗品・環境設備
 消耗品市場 容器・客室桌上・梱包資材・肥料	 ユニフォーム市場 サービスウェア・白衣・作業服	 照明市場 白熱球・蛍光灯・ハロゲン・LED
 家具市場 イス・テーブル・オフィス家具	 インテリア市場 室内装飾・置物・室内サイン	 店舗サポート・販促用品市場 店舗装飾・システム・ノベルティー
 美容用品市場 美容備品・設備・機器・消耗品	 医薬品・介護・サプリメント市場 医薬品・介護用品・サプリメント	 雑貨・その他市場 小売雑貨・アウトドア・時計
 リフォーム・資材・工具市場 店舗設計・部品・資材・機械・工具	 専門市場・特設会場 中華・カフェ・プライダル・介護	 メーカー直販 直販プライスでご提供

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ アウトレット市場である「卸・即売市場」と「ソクハン市場」

食材の処分品サイト「卸・即売市場」は 08 年 1 月に「食材アウトレット市場」として、厨房機器・食器等の処分品サイト「ソクハン市場」は 09 年 3 月には「Bnet アウトレット市場」として開設され、20/1 期の営業収益は「卸・即売市場」と「ソクハン市場」の合計で 114 百万円となっている(図表 9)。また、20/1 期の総流通高は、「卸・即売市場」が 933 百万円、「ソクハン市場」が 72 百万円となっている。

【 図表 9 】 「卸・即売市場」と「ソクハン市場」の営業収益の推移



(注) 営業収益は卸・即売市場とソクハン市場の合計

(出所) M マート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

両サイトの特徴としては、①買い手や出品商品カテゴリーは、「卸・即売市場」は「Mマート」に「ソクハン市場」は「Bnet」に準じている、②売り手(出品社)には出店料が課されない一方で、買い手との直接取引を禁止している、③売り手は、「Mマート」におけるマーケット利用料(販売代金の1%)より高率なシステム利用料(同6~12%)を同社に支払う、④トップページでは、その時々の新着商品、注目商品が大きく取り上げられている、⑤アウトレット市場に相応しい圧倒的に安価な値付けとなっている、⑥「Mマート」や「Bnet」から自然な形で送客される仕組みが確立されているといった点が指摘できる(図表10、図表11)。

【図表10】「卸・即売市場」と「ソクハン市場」の概要

サイト	特徴	システム利用料	
【卸・即売市場】 大口、アサトレ、 チューオーク、アグリ	・食材商品を取扱う市場。 ・販売商品を同社に申請のうえ、無料サイトに掲載。 ・買い手企業との直接取引は禁止。	出来高制	販売代金の12% (但しアサトレ、チューオーク、アグリは販売代金の6%)
【卸・即売市場】 蔵前渡し	・500kg~10tまでの商品を一括販売可能。 ・買い手企業が配送を手配する。	出来高制	販売代金の8%
【ソクハン市場】	・食材以外の商品を取り扱う市場。 ・販売商品を同社に申請のうえ、無料でサイトに掲載。 ・買い手企業との、直接取引は禁止。	出来高制	販売代金の12%

(出所) Mマート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表11】「卸・即売市場」と「ソクハン市場」のトップページの抜粋

【卸・即売市場】



完売!



【ソクハン市場】



<p>【送料無料】【生食可】マグロほほ肉 天然インド(南)</p> <p>kg 非売 → 2,160円 【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「17」日</p> <p>最小ロット 5kg/ケース (1kg入×5袋)</p> <p>賞味期限 2019年5月25日(冷凍)</p> <p>この商品の評価 ★★★★★(4.3)</p> <p>当該企業過去出品全品評価 ★★★★★(4.6) 評価総件数: 132件 お客様の声</p>	<p>【送料無料】うす切りポークハムスライス</p> <p>kg 1,180円 → 560円 【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「18」日</p> <p>最小ロット 1.1kg×13</p> <p>賞味期限 2019年12月11日(冷凍)</p> <p>この商品の評価 ★★★★★(3.9)</p> <p>当該企業過去出品全品評価 ★★★★★(4.1) 評価総件数: 20,178件 お客様の声</p>	<p>【送料無料】青釉高台煎茶碗 完売!</p> <p>1個 600円 → 処分品価格 70円 【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「27」日</p> <p>最小ロット 1ロット(80個入り)</p> <p>サイズ 径7.5x高6.3cm</p> <p>過去出品品質評価 ★★★★★(4.3) 評価総件数: 7件 お客様の声</p>	<p>【送料無料】ちりめん桜(赤) 粉引マルチカップ</p> <p>1個 450円 → 処分品価格 93円 【送料・代引き手数料無料】残り掲載日「27」日</p> <p>最小ロット 1ロット(120個入)</p> <p>サイズ 径約8.4cm×高さ約5.7cm 重量約150g</p> <p>過去出品品質評価 ★★★★★(4.4) 評価総件数: 303件 お客様の声</p>
--	--	--	---

(出所) Mマート ホームページ

> ビジネスモデル

◆ ネットワーク効果が期待されるマーケットプレイス事業

同社が展開するインターネットマーケットプレイス事業は、参入障壁自体は高くないものの、「買い手の増加が売り手の増加を呼び、売り手の増加が市場の魅力度を高め、さらに買い手の増加につながる」というネットワーク効果が発揮されることから、業界 No.1 企業が競合先に対して相当程度の優位性を持つビジネスモデルといえる。その事業規模は「総流通高×テイクレート(サイト運営者の取り分:出店料、販売手数料、広告掲載料等)」で決定されるため、事業拡大を実現するためには、まずは総流通高を引き上げていく必要がある。そして、競合先に対して圧倒的なポジションが獲得できた場合、テイクレートの引き上げが可能となり、収益は加速度的に拡大する。

よって、「総流通高」、「売り手の数」、「出品数」、「買い手の数」、「テイクレートの状況」、「ユニークユーザー数 (UU: 当該サイトに訪れた利用者数)」、「ページビュー数 (PV: ページが閲覧された回数)」、「月間アクティブユーザー数 (MAU: Monthly Active Users)」、「コンバージョンレート (CVR: サイト訪問者のうち購買に至った比率)」といった指標が KPI (Key Performance Indicator: 重要業績評価指標) として用いられることが多い。

◆ 主力サイトの「M マート」では好循環が継続している

同社の主力サイトである「M マート」は開設来 20 年が経過、業界 No.1 の食材卸売インターネットマーケットプレイスにまで成長し、開示されている KPI からはネットワーク効果による好循環が続いていることが読み取れる(図表 12)。買い手数(会員登録数)の二桁成長が継続するなかで、売り手数(出店数)も順調に増加しており、総流通高の伸び率は鈍化(18/1 期 20.7%増→19/1 期 8.0%増→20/1 期 8.4%増)したとはいえ、市場全体の動き(国内 B2B-EC 市場は 17 年 9.5%増→18 年 8.0%)との比較では特に問題視する必要はなさそうである。

テイクレートについては、マーケット利用料の導入(17 年 3 月)や出店料が 2 年目、4 年目と引き上がる仕組みにより、16/1 期を起点に強含み傾向(16/1 期 8.6%→19/1 期 10.0%→20/1 期 10.2%)にある。「M マート」と密接に連携し、「M マート」の買い手にとって便利かつ有益な役割を務める「Bnet」や「卸・即売市場」、「ソクハン市場」の総流通高は、直近 2~3 年において足踏み状態にあるが、テイクレートは「M マート」を上回る高水準で推移している。結果、20/1 期の全社テイクレートは 11.6%と、楽天(4755 東証一部)の 12.6%(19/12 期の国内 EC 事業、ただしトラベルやダイレクトなど一部直販事業を含む)やメルカリ(4385 東証マザーズ)の 9.4%(19/6 期の国内メルカリ事業)など、国内で圧倒的な存在感を示す事業者と比較しても遜色ない水準にあり、評価に値しよう。

【 図表 12 】 カテゴリー別の KPI 推移

	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期
総流通高 (百万円)	3,330	4,020	4,340	4,706
前期比	27.7%	20.7%	8.0%	8.4%
買い手会員数 (件) ^{注2}	95,714	108,250	122,002	158,088
前期末比	17.4%	13.1%	12.7%	比較できず
出店数 (社)	751	791	906	937
前期末比	38.3%	5.3%	14.5%	3.4%
テイクレート ^{注1}	9.3%	9.6%	10.0%	10.2%
前期比	0.7%P	0.2%P	0.5%P	0.2%P
営業収益 (百万円)	311	384	435	479
前期比	38.2%	23.5%	13.4%	10.1%

「Bnet」のKPI推移

	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期
総流通高 (百万円)	305	265	228	207
前期比	8.9%	-13.1%	-14.0%	-9.2%
買い手会員数 (件) ^{注2}	-	-	166,535	158,088
前期末比	増加	増加	増加	比較できず
出店数 (社)	282	261	247	244
前期末比	23.7%	-7.4%	-5.4%	-1.2%
テイクレート ^{注1}	29.8%	35.1%	38.6%	38.2%
前期比	0.9%P	5.3%P	3.5%P	-0.4%P
営業収益 (百万円)	91	93	88	79
前期比	12.3%	2.2%	-5.6%	-10.5%

「卸・即売市場+ソクハン市場」のKPI推移

	17/1期	18/1期	19/1期	20/1期
総流通高 (百万円)	1,094	1,109	1,086	1,005
前期比	2.1%	1.4%	-2.1%	-7.5%
買い手数 (件)	「Mマート」、「Bnet」に準ずる			
前期末比				
出品社数 (社)	-	-	5,000社強	-
前期末比	増加	増加	増加	-
テイクレート ^{注1}	11.4%	11.2%	11.3%	11.3%
前期比	0.1%P	-0.2%P	0.1%P	0.0%P
営業収益 (百万円)	125	124	123	114
前期比	3.3%	-0.8%	-0.8%	-7.7%

(注1) テイクレートは営業収益/総流通高で算出

(注2) 19年5月より、MマートとBnet等の会員数を統合

(出所) Mマート決算説明会資料と取材により証券リサーチセンター作成

> 強み・弱みの分析

◆ 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 13 のようにまとめられる。なお、前回レポート(19年11月発行)からの変更点はない。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 業務用食材卸サイトで業界No1である優位性 - 買い手増→売り手増→市場の魅力増大→買い手増という好循環 - 各種データ(売買価格や口コミ・評価等)の蓄積 ・ 高品質と低価格を両立する仕組みの確立 ・ 完全自社システムならではの柔軟性 ・ 売り手と買い手が抱える課題を的確に捉えたサービス提供
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大きくない事業規模 ・ 創業者である代表取締役社長への高い依存度 ・ 模倣されやすいビジネスプロセス ・ 不十分なパートナー戦略(特に物流・決済分野) ・ 一段のテイクレート引上げが難しい顧客特性(売り手の低い粗利率)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ B2B-EC市場の拡大継続 ・ 既存ストック(売り手と買い手)に対する深掘り余地 ・ 上場による知名度の向上(ブランド認知、人材採用) ・ オープン型マーケットプレイスの特性を活かした広告モデル型事業展開 ・ 事業承継や人材採用等の新領域におけるパートナー戦略
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 競争の激化 - 強みに述べた好循環の変調 - テイクレートの低下 ・ 技術革新に伴うビジネスモデルの陳腐化 - 標準EDIの普及とAIによるマッチング技術の進化など ・ 売り手・買い手に対するリテンションコストの増大 ・ 大規模なシステム障害発生 ・ 営業要員とシステム開発要員の不足

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、「創業者の存在」と「先行者メリットの蓄積」

同社の知的資本を、顧客や取引先など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 14)。

【 図表 14 】 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	・「Mマート」の出店数	906社 (前期末比115社増)	937社 (前期末比31社増)		
		・「Bnet」の出店数	247社 (前期末比14社減)	244社 (前期末比3社減)		
		・「卸・即売市場、ソクハン」の出品社数	開示なし (5,000社強で増加傾向)	開示なし		
		・「各サイト」における1店舗当たり出品数	開示なし	開示なし		
	・主力サイトである「Mマート」の出店数成長が鈍化	・「Mマート」の総流通高	4,340百万円 (前期比8.0%増)	4,706百万円 (前期比8.4%増)		
		・「Bnet」の総流通高	228百万円 (前期比14.0%減)	207百万円 (前期比9.2%減)		
		・「卸・即売市場、ソクハン」の総流通高	1,086百万円 (前期比2.1%減)	1,005百万円 (前期比7.5%減)		
		・「各サイト」におけるCVR	開示なし	開示なし		
	・主力サイトである「Mマート」を牽引役に前者ベースの総流通高は増加	・「Mマート」のテイクレート	10.0%(前期比0.4%ポイント増)	10.2%(前期比0.2%ポイント増)		
		・「Bnet」のテイクレート	38.6%(前期比3.5%ポイント増)	38.2%(前期比0.4%ポイント減)		
		・「卸・即売市場、ソクハン」のテイクレート	11.3%(前期比0.1%ポイント増)	11.3%(前期比横ばい)		
		・全社ベースの テイクレートは横ばい				
ブランド	・業務用食材卸サイト分野における存在感あり	・業界でのシェア	業務用食材卸サイトではNo.1	同左		
		・トラフィック量 (UU、PV、MAU等)	開示なし	同左		
		・買い手による口コミ・評価の蓄積	開示なし	同左		
		・サーチエンジンによる検索順位	開示なし	同左		
		・メディア (マス、キュレーター等) 露出度	開示なし (トップインタビュー等はHPで紹介)	同左		
		・ネットワーク	・「Mマート」登録会員数	122,002社 (前期比13,752社増)	158,088社 (集計方法変更で比較できないが、毎月1,000社を超えて増加)	
・「Bnet」顧客企業数	166,535社 (「Mマート」登録会員数を含む)					
組織資本	プロセス	・全社ベースの買い手 (利用者) は増加している模様	・経営上の重要な契約等	サーバー委託管理が2社から1社に変化	変化なし	
		・物流・決済・サーバー管理は業務契約等で対応	・営業要員数	全社員の2/3程度	同左	
	知的財産ノウハウ	・架電営業による出店獲得	・システム開発要員数	10名弱	10名程度	
		・広告宣伝に頼らない買い手会員の獲得	・長年にわたり蓄積してきた各種データを活用し、販売促進担当者が売り手にアドバイス		販売促進担当者の人員数は非開示だが、営業要員数に含まれる	同左
		・自社によるシステム開発	・既存ビジネスの拡張と細分化の実践		マネジメントチームが日々検討	同左
		・運営サイト内で「品質と価格」の両立を実現する仕組みを確立	・創業からの期間	2000年2月の創業から19年3カ月経過	2000年2月の創業から20年3カ月経過	
	人的資本	経営陣	・「買い手・売り手」双方の切実な課題に迅速に対応し生産性向上に貢献するサービスを提供	・代表取締役社長による保有	745千株(30.50%)、資産管理会社の持分380千株(15.53%)との合計は1,125千株(46.03%)	変化なし
			・特別インセンティブ制度はない	・代表取締役社長以外の取締役による保有 (監査役は除く)	380千株 (15.52%)	変化なし
				・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査役は除く	79,350千円 (6名)	73,350千円 (5名)
				・サクセッションプラン	特になし	同左
従業員		・企業理念や行動規範が毎朝確認されていること、正社員の平均年齢が比較的高い (会社側の認識) ことから、企業風土の醸成は進んでいる。一方、営業要員の契約社員について契約更新がなされないケースも多い	・正社員数	33名 (前期比横ばい)	42名 (前期比9名増)	
			・平均年齢	46歳10ヵ月 (前期比1ヵ月増)	49歳1ヵ月 (前期比2歳3ヵ月増)	
			・平均勤続年数	4年2ヵ月 (前期比5ヵ月増)	3年8ヵ月 (前期比6ヵ月減)	
			・平均年間給与	4,134千円 (前期比11.5%増)	4,279千円 (前期比3.5%増)	
	・特別インセンティブ制度はない	・従業員持株会	あり (上場後発足、加入社員数の開示なし)	同左		
		・ストックオプション	なし	同左		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は19/1期または19/1期末、今回は20/1期または20/1期末のものとする
(出所) Mマート有価証券報告書、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、創業者のリーダーシップが20年超の長きに亘り発揮されるなかで、特別なインセンティブ制度を持たずとも創業者や古参社員を中心に企業風土が醸成されている様子がうかがえる。つぎに「組織資本」の項目をみると、飲食業を経営していた創業者が、インターネットの可能性に着目し、仕入先確保に苦勞する同業者の課題解決を目的に設立した「Mマート」の運営で実践してきたことが「プロセス」に転化され、「ノウハウ」として蓄積されていることに気付かされる。

「関係資本」の項目に目を転じると、「Mマート」開設から20年が経過するなかで、業務用食材卸サイト分野における先行者メリットを享受しているように見える。具体的には、ネットワーク効果による買い手と売り手の循環的拡大やブランドとしての認知度向上である。ただ、事業規模が大きくないため、物流・決済等の分野を含めた独自のエコシステム(経済圏)を形成するまでには至っていない。

以上の点を踏まえると、同社の場合、創業者の存在と先行者メリットの蓄積が知的資本の源泉であることは明確であり、今後はサクセッションプランや先行者メリット剥落に対する戦略が重要になる。

> 決算概要

◆ 20年1月期決算は4.5%増収、0.3%営業増益

20/1期の決算は、営業収益684百万円(前期比4.5%増)、営業利益147百万円(同0.3%増)、経常利益147百万円(同8.5%増)、当期純利益98百万円(同16.0%増)となった。

営業利益率は20.4%と前期比1.1%ポイント低下した。増収率が伸び悩み一方で人員拡充がほぼ計画通り進んだため、人件費(前期比9.6%増)負担が増大したことが主因である。なお、経常利益以下の伸び率が高くなっている理由は、営業外費用で計上されていた株式公開関連費用が剥落したためである。

また、20/1期実績を期初会社計画(売上高747百万円、営業利益212百万円、経常利益205百万円、当期純利益142百万円)に対する達成率でみると、売上高が91.7%、営業利益は69.4%、経常利益は71.9%、当期純利益は69.3%にとどまっている。

カテゴリー別の営業収益は、「Mマート」が479百万円(前期比10.1%増)、「Bnet」が79百万円(同10.5%減)、「卸・即売市場他、ソクハン市場」が114百万円(同7.7%減)となった。また、KPIの動向としては、期末出店数はMマートが937店(前期末比31店増)、Bnet

が244店(同3店減)となり、総流通高は5,919百万円(前期比4.7%増)となった。

【 図表 15 】 20年1月期実績と21年1月期会社計画

(百万円、社、名)

	17/1期 単体実績	18/1期 単体実績	19/1期 単体実績	20/1期 単体実績	21/1期単体	
					会社計画	前期比
営業収益	532	606	655	684	766	11.9%
Mマート	311	384	435	479	524	9.3%
Bnet	91	93	88	79	100	26.0%
卸・即売市場他、ソクハン市場	125	124	123	114	131	15.0%
営業費用(販管費)	479	481	508	537	609	13.4%
人件費	324	316	324	355	417	17.2%
その他	155	165	183	181	192	6.0%
営業利益	52	124	146	147	156	6.6%
営業利益率	9.9%	20.6%	22.4%	21.5%	20.4%	-
経常利益	52	119	135	147	156	6.4%
経常利益率	9.9%	19.7%	20.7%	21.5%	20.4%	-
当期純利益	31	78	84	98	103	5.3%
当期純利益率	6.0%	12.9%	12.9%	14.4%	13.4%	-
出店数(社)	1,033	1,052	1,153	1,181	1,343	13.7%
Mマート	751	791	906	937	1,043	11.3%
Bnet	282	261	247	244	300	23.0%
従業員数(名)	53	44	44	51	60	17.6%
正社員	41	33	33	42	51	21.4%
臨時社員	12	11	11	9	9	-

(出所) Mマート決算短信と決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 自己資本比率は72.4%と一段と上昇

20/1期末の総資産は1,216百万円と19/1期末から122百万円増加した。内訳としては、総資産の83.4%を占める現金及び預金が前期末比107百万円増となっている。

一方、負債合計が前期末比24百万円増、自己資本が同98百万円増となり、20/1期末の自己資本比率は72.4%と19/1期末から0.9%ポイント上昇した。

> 業績見通し

◆ 21年1月期会社計画

21/1 期の会社計画は、営業収益 766 百万円（前期比 11.9%増）、営業利益 156 百万円（同 6.6%増）、経常利益 156 百万円（同 6.4%増）、当期純利益 103 百万円（同 5.3%増）である（図表 15）。

営業収益計画をカテゴリ別にみると、「M マート」が 524 百万円（前期比 9.3%増）、「Bnet」が 100 百万円（同 26.0%増）、「卸・即売市場他、ソクハン市場」が 131 百万円（同 15.0%増）となっている。また、業績計画の前提条件として、期末出店数は「M マート」が 1,043 社（前期末比 11.3%増）、「Bnet」が 300 社（同 23.0%増）、期末従業員数は 60 名（同 17.6%増）と見込んでいる。

営業費用については、人員増計画を受けて人件費を前期比 17.2%増の 417 百万円、それ以外は同 6.0%増を見込み、全体としては増収率計画を上回る同 13.4%増の 609 百万円となる見通しである。結果、20/1 期の営業利益率は 20.4%と同 1.1%ポイントの低下を予想している。

また、21/1 期の期末配当予定額は一株当たり 10 円（8 月 1 日に行う予定の 1:2 の株式分割を考慮に入れている）と、会社設立来初めて配当を実施した 20/1 期（一株当たり 10 円、8 月 1 日予定の株式分割を考慮に入れると一株当たり 5 円）から実質的に倍増させる方針である。

◆ 証券リサーチセンターの 21 年 1 月期業績予想

証券リサーチセンターでは、20/1 期実績と新型コロナウイルス問題を踏まえて 21/1 期業績予想を 19 年 11 月時点の予想から見直した。営業収益は 702 百万円（前期比 2.6%増）、営業利益 135 百万円（同 8.0%減）、経常利益 135 百万円（同 8.1%減）、当期純利益 89 百万円（同 9.1%減）と、営業収益、利益とも会社計画を下回る水準を予想する（図表 16）。

会社計画未達を予想した主因は、営業収益に直結する「M マート」並びに「Bnet」の期末出店数予想を、前者は 1,009 店、後者は同 250 店と会社前提より慎重にみたことである。また、全社ベースの総流通高が 10%強減少すると予想した。なお、出店増ペースが前期より高まると見込んでいるのは、営業要員数増加と 20/1 期下期における持直し傾向を踏まえたことによる。

この結果、カテゴリ別の営業収益は、「M マート」が 506 百万円（前期比 5.6%増）、「Bnet」が 81 百万円（同 2.5%増）、「卸・即売市場他、ソクハン市場」は 102 百万円（同 10.5%減）と予想している。

営業費用は、567 百万円（前期比 5.5%増）と予想した。営業費用予

想は、人件費、地代家賃、支払報酬、広告宣伝費、通信費、減価償却費、その他に細分化して組み立てている。会社計画に比べて営業費用を少なくみたのは、①営業収益に連動する経費が抑制される、②先行投資的な人員拡充計画が推進されても、上場による知名度向上効果で今期は数名の新卒入社があったことから一人当たり人件費（人件費/期首期末平均従業員数）が会社計画を下回ると考えたことによる。なお、予想の前提とした期末従業員数は58名（前期末比7名増）、一人当たり人件費は前期比5%減である。

結果、21/1期の営業利益率は19.3%と前期比1.2%ポイントの低下を予想している。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

22/1期は、営業収益756百万円（前期比7.7%増）、営業利益146百万円（同8.5%増）、経常利益146百万円（同8.5%増）、当期純利益96百万円（同8.5%増）と予想した。

カテゴリ別の営業収益としては、「Mマート」が553百万円（前期比9.3%増）、「Bnet」が84百万円（同3.7%増）、「卸・即売市場他、ソクハン市場」が105百万円（同2.9%増）を見込んでいる。「Mマート」の期末出店数予想は1,069店と出店ペースの鈍化を織り込み、「Bnet」は同250店と前期末比横ばいとした。なお、テイクレートは同社マーケットプレイスの課金体系を勘案し、若干の上昇を見込んでいる。

営業費用は、前期比7.5%増の610百万円と予想した。営業費用予想の内訳を、人件費とそれ以外でみると、人件費は同9.2%増の422百万円、それ以外は同4.1%増の187百万円である。人件費予想の前提は期末従業員数が59名（前期末比1名増）、一人当たり人件費は前期比1.7%増とした。また、人件費以外については、地代家賃は横ばい、減価償却費は減少を見込む一方で、営業収益連動のコスト増を織り込んでいる。

以上の結果、22/1期の営業利益率は19.4%と前期比0.1%ポイントの上昇を予想している。

23/1期は、営業収益793百万円（前期比4.8%増）、営業利益163百万円（同11.3%増）、経常利益163百万円（同11.3%増）、当期純利益113百万円（同11.3%増）と予想した。

カテゴリ別の営業収益としては、「Mマート」が589百万円（前期比6.5%増）、「Bnet」が85百万円（同1.2%増）、「卸・即売市場他、ソクハン市場」が102百万円（同2.9%減）を見込んでいる。出店数や

テイクレートの前提については、22/1 期と同様の考え方を踏襲して設定している。

営業費用は、前期比 3.2%増の 629 百万円と予想した。営業費用予想の内訳を、人件費とそれ以外でみると、人件費は同 3.4%増の 436 百万円、それ以外は同 2.8%増の 192 百万円である。人件費予想の前提は、期末従業員数は 60 名（前期末比 1 名増）、一人当たり人件費は前期比 1.7%増としている。また、人件費以外については、22/1 期予想と同じく、地代家賃は横ばい、減価償却費は減少予想ながら、営業収益連動のコスト増により増加を見込んでいます。

以上を受けて、23/1 期の営業利益率は前期比 1.2%ポイント改善となる 20.6%を予想している。

◆ ウィズ・コロナ時代を見据えた事業戦略に注目

同社は、①自社マーケットプレイスの利用料体系が売り手に対する定額制をメインとしていること、②買い手では中食・内食事業者（弁当屋や食品スーパー等）が伸びていること等を理由に、新型コロナウイルスの感染拡大による業績への影響は限定的としている。

その一方で、流通の正常化や売り手の手元流動性確保への貢献を目的に、「緊急流通促進フェア」や「環境・衛生フェア~新型コロナウイルス対策~」の開催、「即金・即売市場」の緊急開設を矢継ぎ早に実施している。また、本年 4 月 23 日の株主総会において定款を一部変更し、インターネットマーケットプレイスに関連する事業の多角化を図るために「有料職業紹介事業」を事業目的に追加している。

加えて、先行投資的な人員拡充計画も予定通り進めており、コロナショックが直撃している食品業界にあつて、ウィズ・コロナ時代を見据えた事業戦略に着手している同社の今後に注目したい。

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	18/1単	19/1単	20/1単	21/1単(CE)	21/1単(E)	22/1単(E)	23/1単(E)
損益計算書							
営業収益	606	655	684	766	702	756	793
前期比	14.0%	8.1%	4.5%	11.9%	2.6%	7.7%	4.8%
Mマート	384	435	479	524	506	553	589
Bnet	93	88	79	100	81	84	85
卸・即売市場他、ソクハン市場	124	123	114	131	102	105	102
その他	3	8	11	11	11	12	13
総流通高	5,396	5,655	5,919	-	5,305	6,314	6,659
Mマート	4,020	4,340	4,706	-	4,223	5,195	5,574
Bnet	265	228	207	-	177	185	175
卸・即売市場	1,003	1,000	933	-	839	870	850
ソクハン	106	86	72	-	64	64	60
出店数							
Mマート	791	906	937	1,043	1,009	1,069	1,117
Bnet	261	247	244	300	250	250	250
買い手会員数(店)	108,250	122,002	158,088		170,088	181,488	192,288
営業費用(販管費)	481	508	537	609	567	610	629
前期比	0.5%	5.6%	5.7%	13.4%	5.5%	7.5%	3.2%
販管費率	79.4%	77.6%	78.5%	79.5%	80.7%	80.6%	79.4%
営業利益	124	146	147	156	135	146	163
前期比	136.2%	17.7%	0.3%	6.6%	-8.0%	8.5%	11.3%
営業利益率	20.6%	22.4%	21.5%	20.4%	19.3%	19.4%	20.6%
経常利益	119	135	147	156	135	146	163
前期比	125.5%	13.9%	8.5%	6.4%	-8.1%	8.5%	11.3%
経常利益率	19.7%	20.7%	21.5%	20.4%	19.3%	19.4%	20.6%
当期純利益	78	84	98	103	89	96	107
前期比	146.6%	167.2%	25.7%	5.3%	-9.1%	8.5%	11.3%
当期純利益率	12.9%	12.9%	14.4%	13.4%	12.7%	12.8%	13.6%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) Mマート有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 17 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	18/1単	19/1単	20/1単	21/1単(CE)	21/1単(E)	22/1単(E)	23/1単(E)
貸借対照表							
現金及び預金	295	906	1,014	-	1,074	1,141	1,210
売掛金	12	16	19	-	21	22	23
営業未収金	84	95	103	-	105	113	118
その他	14	9	10	-	7	7	8
流動資産	405	1,026	1,146	-	1,207	1,283	1,359
有形固定資産	5	5	4	-	3	2	2
無形固定資産	0	-	-	-	0	0	0
投資その他の資産	60	62	66	-	65	56	55
固定資産	65	67	70	-	68	59	57
資産合計	471	1,094	1,216	-	1,275	1,343	1,417
短期借入金	30	30	-	-	0	0	0
未払金	12	3	3	-	3	3	3
未払法人税等	43	34	33	-	31	34	38
前受金	52	55	65	-	63	68	71
その他	154	190	235	-	235	246	254
流動負債	291	312	336	-	332	351	366
純資産合計	180	782	880	-	943	991	1,050
(自己資本)	180	782	880	-	943	991	1,050
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	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	119	135	147	-	135	146	163
減価償却費	1	1	1	-	1	0	0
売上債権の増減額 (-は増加)	-1	-3	-3	-	-1	-1	-1
ポイント引当金の増減額 (-は減少)	0	1	0	-	0	1	1
前受金の増減額 (-は減少)	-8	2	10	-	-1	4	3
預り金の増減額 (-は減少)	38	23	25	-	0	0	0
法人税等の支払額	-2	-66	-63	-	-47	-47	-51
その他	10	2	22	-	-3	13	3
営業活動によるキャッシュ・フロー	157	95	139	-	84	116	118
有形固定資産の取得による支出	-	-1	0	-	0	0	0
定期預金の預入による支出	-30	-30	-30	-	-30	-30	-30
その他	0	0	-2	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-30	-31	-32	-	-30	-30	-30
株式の発行による収入	-	517	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-24	-48	-48
その他	-	-	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	517	-30	-	-24	-48	-48
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)	127	581	77	-	29	37	39
現金及び現金同等物の期首残高	95	222	804	-	881	911	948
現金及び現金同等物の期末残高	222	804	881	-	911	948	988

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) Mマート有価証券報告書、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

◆ 総流通高が減少する可能性

同社の総流通高は全体として増加が続いているものの、成長ペースは鈍化傾向にある。B2B-EC 市場の拡大は続き、主力の「M マート」ではネットワーク効果による好循環が生じているが、「M マート」以外では一時的な要因が含まれているとはいえ、総流通高が減少に転じている。

19/1 期は上場後にも関わらず人員拡充計画が未達に終わり、20/1 期は計画をほぼ達成したものの、人員拡充に応じた出店数増は実現できなかったように見える。以上の課題に対し、同社は適切に対応していると考えられるものの、全社ベースの総流通高が減少する可能性には留意する必要がある。

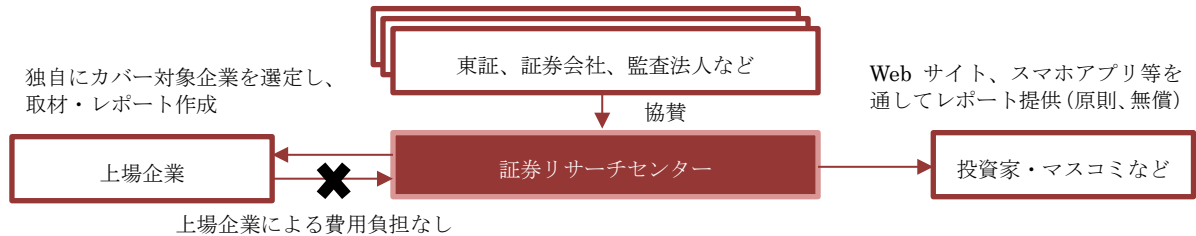
◆ テイクレートが低下する可能性

同社はテイクレートの引き上げを目標としていないが、2 年目以降に出店料が値上がりする課金形態を採用しているため、結果としてテイクレートは上昇気味である。しかしながら、何らかの理由で継続的に出店している優良企業の囲い込みができない場合や競争激化により業界内でテイクレートの引き下げ競争が生じた場合、営業収益に大きな影響を与える可能性があることには留意する必要がある。

証券リサーチセンターについて

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

※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・間接的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ため、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。