

# ホリスティック企業レポート インターファクトリー 4057 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2021年10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 20211026

## 中・大規模 EC 事業者向けにクラウド特化の EC サイト構築プラットフォームを提供 22年5月期の減益を我慢しつつ、中長期戦略に関連する新規事業の動向に注目

### 1. 会社概要

・インターファクトリー(以下、同社)は、中・大規模 EC 事業者向けにクラウド特化の EC サイト構築プラットフォーム「ebisumart」を提供している。

アナリスト:藤野敬太  
+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

### 2. 財務面の分析

・15/5 期以降、レベニューシェアの増加をベースに、21/5 期まで年平均 23.3%のペースで連続増収となった。大型案件導入時の開発費用の増加で 16/5 期だけは経常減益となったが、開発体制が強化された 17/5 期以降は増益を続け、15/5 期以降の年平均増益率は 70.2%となった。

・財務指標では、EC サイト構築関連のサービスを展開する上場企業より顕著に優位性があるものはない。売上規模がまだ小さく、開発コストを相対的に多くかけていることがひとつの要因と考えられるが、今後、規模拡大による利益率上昇の余地があるとも言えよう。

#### 【主要指標】

	2021/10/22
株価 (円)	1,142
発行済株式数 (株)	3,991,500
時価総額 (百万円)	4,558
	前期実績 今期予想 来期予想
PER (倍)	33.0 50.8 23.5
PBR (倍)	4.8 4.4 3.7
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、経営を牽引する創業者(人的資本)である。創業者の意思決定で、他社に先駆けてクラウドサービスに転換し、顧客の利用実績とノウハウの蓄積が進んだ。蓄積したノウハウをもとに機能拡充を続け、顧客満足度向上から顧客増加につながるという好循環を描くことになった。

#### 【株価パフォーマンス】

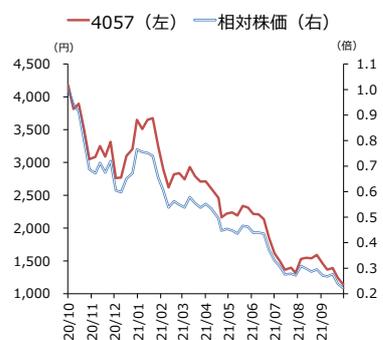
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-18.1	-23.9	-70.1
対TOPIX (%)	-16.9	-27.8	-76.4

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、「ebisumart」のサービスの更なる充実、案件の大型化への対応、営業力の強化と知名度向上が挙げられる。

・当面は、既存の中・大規模事業者向けクラウド EC 市場のトップランナーとして、新規顧客獲得を中心とした成長を続けていく。中長期的には、オープンプラットフォーム化、EC 市場でのデファクトスタンダード化を目指していくとしている。

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2020/10/23

### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、クラウド化と中・大規模 EC 向けへのシフトにより、業界内での競争優位性のあるポジションを獲得したことを評価している。先般、新規事業として小・中規模 EC 向けサービスを開始する開示があった。中長期の戦略に関係する施策のためその動向に注目したい。

#### 【4057 インターファクトリー 業種: 情報・通信業】

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)
2020/5	1,830	21.8	171	83.5	162	89.4	103	91.7	32.2	83.5	0.0
2021/5	2,170	18.6	208	21.7	193	19.2	131	26.5	34.6	238.7	0.0
2022/5 CE	2,577	18.7	159	-23.4	157	-18.5	108	-16.8	27.3	-	0.0
2022/5 E	2,423	11.7	131	-36.9	131	-32.3	90	-31.1	22.5	261.3	0.0
2023/5 E	2,943	21.5	283	115.5	283	116.0	194	116.0	48.6	310.2	0.0
2024/5 E	3,390	15.2	388	36.8	387	36.9	266	36.9	66.6	377.0	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2020年7月の上場時に466,000株の公募増資を実施(別途オーバーアロットメント分の第三者割当増資144,900株あり)

#### ベーシック・レポート

2/28

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

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 中・大規模 EC 事業者向けの EC サイト構築プラットフォーム「ebisumart」を提供

インターファクトリー（以下、同社）は、中・大規模 EC 事業者向けに EC サイト構築プラットフォーム「ebisumart（読み方は『えびすまーと』）」を提供している。業界で最も早くに完全クラウド化を果たし、中・大規模 EC 事業者向けクラウドサービスの分野においてパイオニア的な存在である。

#### ◆ 3つの計上区分に分類されるも、ほぼ「ebisumart」からの収益

同社はクラウド型 EC プラットフォーム構築事業の単一セグメントだが、売上高は「ebisumart」に関連するシステム受託開発、システム運用保守、その他の3つの計上区分に分類される（図表1）。

システム受託開発は「ebisumart」導入時に発生するフロー型売上、システム運用保守は「ebisumart」利用期間中にかかるストック型売上である。全売上高の50%超をシステム運用保守が占めており、安定的な業績成長の一要因となっている。

【図表1】計上区分別売上高

(単位:百万円)

	売上高(単体)								
	19/5期	20/5期	21/5期	前期比			売上構成比		
				19/5期	20/5期	21/5期	19/5期	20/5期	21/5期
システム受託開発	597	714	919	-0.4%	19.5%	28.7%	39.8%	39.0%	42.4%
システム運用保守	866	1,083	1,203	24.4%	25.1%	11.1%	57.6%	59.2%	55.5%
その他	38	32	47	-0.8%	-15.8%	45.7%	2.6%	1.8%	2.1%
合計	1,502	1,830	2,170	12.3%	21.8%	18.6%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) インターファクトリー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

#### ◆ EC サイトを開設する際の選択肢

ネット上で物やサービスを販売しようとした際、ウェブ上に販売する場所を用意しなくてはならない。その方法は、(1) ショッピングモールに出店する、(2) 自社で EC サイトを構築するという2つの方法に大別される。また、自社で EC サイトを構築する場合の手法は5つある（図表2）。

それぞれの手法について、メリットとデメリットがある。EC サイトを構築しようとする企業は、EC サイトの販売規模、EC サイト構築時の自由度、自社のシステム部門の対応能力を考慮しながら、どの手法を利用するか検討している。

【 図表 2 】 EC サイト構築の際の選択肢

ECサイト開設の手法		メリット	デメリット
ショッピングモールへの出店		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ショッピングモールの知名度で集客ができる</li> <li>・サポートがついている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・出店料やロイヤリティの支払いが必要である</li> <li>・自社ショップのブランディングは難しい</li> <li>・出店者同士の競争が激しく、価格競争になりやすい</li> <li>・顧客情報がとれない</li> </ul>
自社構築	カートASPのサービスを用いる	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ショッピングモールへの出店に比べて初期費用は安い</li> <li>・短期間での導入が可能</li> <li>・システムの運用保守やバージョンアップは不要(運営会社が行う)</li> <li>・顧客情報がとれる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・個別カスタマイズはできない</li> <li>・他のシステムとの連携が難しい</li> </ul>
	オープンソースで構築する	<ul style="list-style-type: none"> <li>・カスタマイズの自由度がある</li> <li>・サービス提供会社がシステム開発を行うため、システムは陳腐化しない</li> <li>・繁忙期のサーバーダウンも防ぐことができる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ある程度の高い技術力がないと対応できない</li> <li>・外部公開のオープンソースを使うため、セキュリティが弱い</li> </ul>
	クラウドサービスを用いる	<ul style="list-style-type: none"> <li>・カスタマイズの自由度がある</li> <li>・一般的に求められる機能はほぼ網羅している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ランニングコストは高い</li> <li>・自社で保守管理やソースコードの把握はできない</li> </ul>
	パッケージを用いて構築する	<ul style="list-style-type: none"> <li>・カスタマイズの自由度がある</li> <li>・一般的に求められる機能はほぼ網羅している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・初期費用が高めである</li> <li>・システムが陳腐化しやすいため、定期的なリニューアルが必要となる(費用が高くなる)</li> </ul>
	フルスクラッチ(ゼロから構築する)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・完全オリジナルの自社ECを構築できる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・相応のエンジニアをそろえる必要がある</li> <li>・費用と時間がかかる</li> <li>・システムの陳腐化への対応にも手間がかかる</li> </ul>

(出所) インターファクトリー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

### ◆ クラウドサービスに特化した「ebisumart」

図表2の分類で言えば、同社の「ebisumart」は、自社構築のためのクラウドサービスに該当する。

「ebisumart」の大きな特徴は、カートASPのサービスが持つ「システムが陳腐化しない」というメリットと、パッケージが持つ「他のシステムとの連携をはじめとしたカスタマイズができる」というメリットの両方を兼ね備えていることである。

「システムが陳腐化しない」というのは、競合するパッケージに対する大きな利点である。「ebisumart」は機能の追加やアップデートを毎週実施しており、解約しない限り、すべての顧客が最新の状態でサービスを利用することができる。一方、クラウドサービスには、ASPサービスではほぼ不可能なカスタマイズが可能なものもあり、特に「ebisumart」はフルカスタマイズも可能である。

また、インフラ環境の柔軟な変更が可能なため、アクセスが突然集中するといった一時的に高負荷がかかる状況にも十分対応できることが、クラウドサービスならではの特徴として挙げられる。また、セキュリティ対策も、常に最新の状態で行われている。

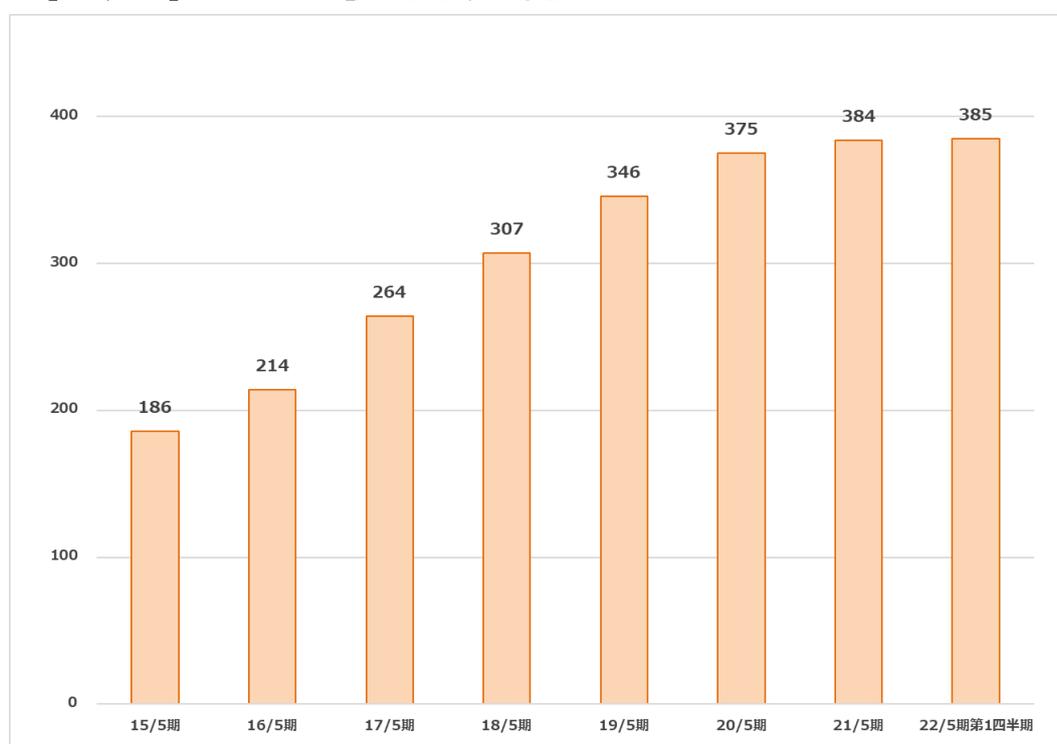
こうした特徴から、「ebisumart」は、中・大規模ECの構築に向いてい

るとされており、パッケージを用いた構築、フルスクラッチでの開発と比較検討されながら、導入が進んできた。そのため、新規顧客の約7割が、パッケージやカート型 ASP を利用していた顧客、またはフルスクラッチで EC サイトを構築していた顧客が「ebisumart」に乗り換えるリプレースである。なお、「ebisumart」は、BtoC の EC サイトだけでなく、BtoB の EC サイトの構築にも十分に威力を発揮する。

こうした顧客を獲得してきた結果、「ebisumart」の店舗数は21/5 期末で384 店舗、22/5 期第1 四半期末で385 店舗となっている(図表3)。

【図表3】「ebisumart」の店舗数の推移

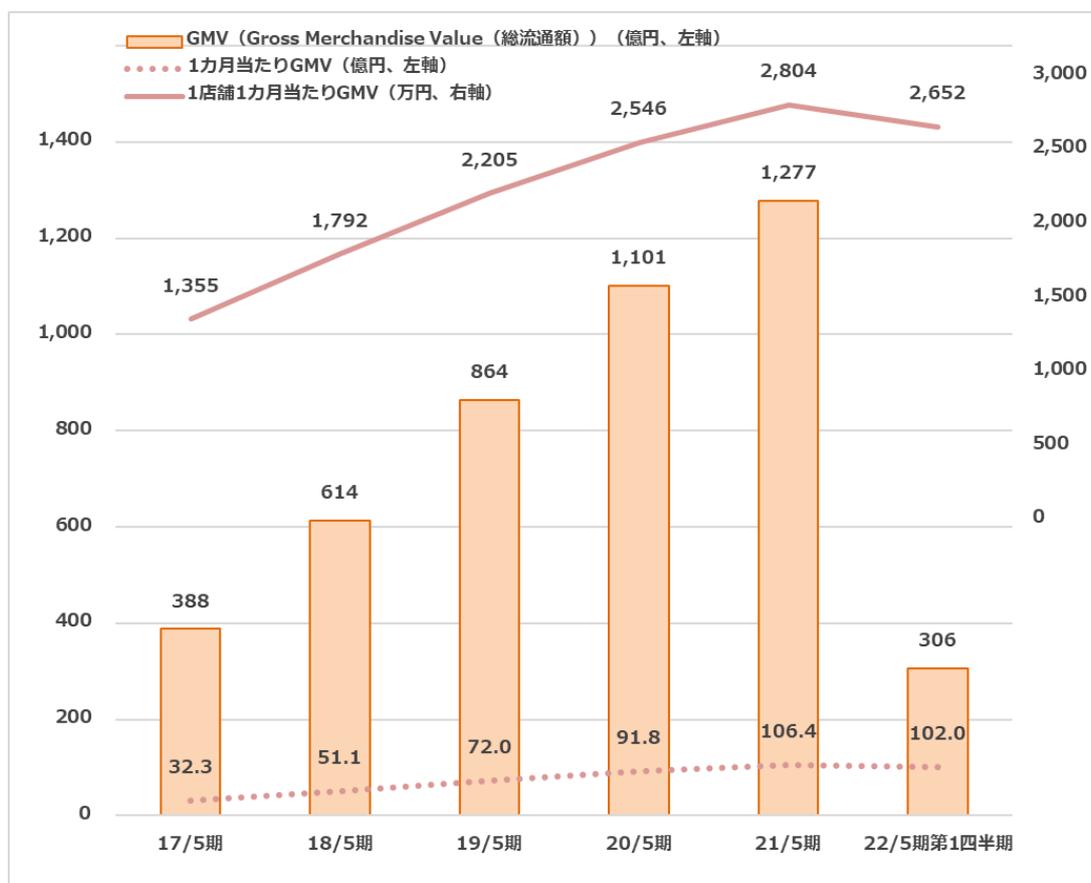
(単位：店舗)



(出所) インターファクトリー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

店舗数の増加と、各店舗での販売額の増加により、「ebisumart」を用いて構築された EC サイト経由での総流通額 (GMV: Gross Merchandise Value) は、21/5 期の1,277 億円まで増加傾向が続いてきた。また、1 店舗1 カ月当たり GMV は21/5 期で2,804 万円、22/5 期第1 四半期で2,652 万円となった(図表4)。

【 図表 4 】「ebisumart」の総流通額 (GMV) の推移



(注) 1店舗当たり GMV は期中平均店舗数を用いて算出

(出所) インターファクトリー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 「ebisumart」の収益モデル

「ebisumart」に関する収益は、以下の2つから構成される。

- (1) 導入時の初期費用となるシステム受託開発
- (2) 導入後に月額費用として課金されるシステム運用保守

「ebisumart」の利用にあたり、同社は、従量課金、固定課金、レベニューシェアの3つの料金プランを用意している(図表5)。それぞれにシステム受託開発の売上と、システム運用保守の売上が発生するようになっている。この3つの料金プランのうち、レベニューシェアはまだ多くなく、システム運用保守売上高に占めるレベニューシェアによる売上高の割合は、20/5期で9.3%、21/5期で7.1%に留まっている。

【 図表 5 】 「ebisumart」 の 3 つの料金プラン

プラン	従量課金プラン	固定料金プラン	レベニューシェア
システム受託開発 (初期構築費用)	・ 300万円～ (カスタマイズの内容により変動する)	・ 300万円～ (カスタマイズの内容により変動する)	・ 1,000万円～ (カスタマイズの内容により変動する)
システム運用保守 (月額費用)	・ 基本保守料金 ・ カスタマイズ機能保守費用 ・ オプション利用料金 ・ アクセス課金 (PV数により変動)	・ 基本保守料金 ・ カスタマイズ機能保守費用 ・ オプション利用料金 ・ アクセス課金 (PV数に関係なく固定)	・ 毎月の売上金額の2.5%～
レベニューシェア	・ アクセス数に応じた課金となるため、 繁忙期と閑散期の予算調整がしやすい	・ アクセス集中月も費用が増加しないため、 予算管理が安定する	・ 自社サイトの成長・拡大のための施策を、 追加費用の負担を最小限にして取り組める

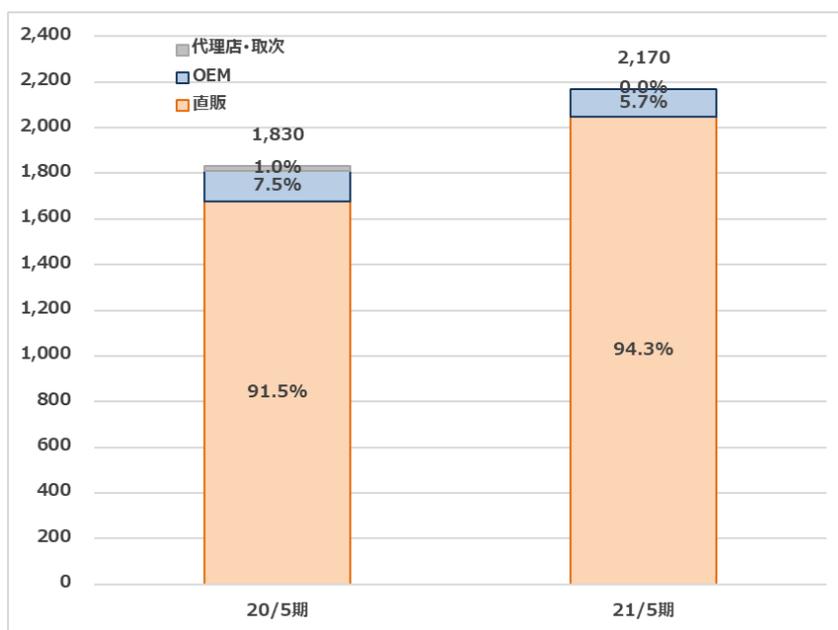
(出所) インターファクトリー決算説明会資料、「ebisumart」ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 「ebisumart」の販売

「ebisumart」の販売は直販が主体であり、全売上高の9割以上が直販によるものである(図表6)。

【 図表 6 】 販売チャネル別売上構成比

(単位:百万円)



(出所) インターファクトリー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

割合は少ないが、直販以外は、パートナー経由での販売になる。パートナーの種類は複数あり、「ebisumart」の販売代理店であるセールスパートナー、「ebisumart」を利用したシステムインテグレーションを行うソリューションパートナー、「ebisumart」を自社ブランドで提供するOEMパートナーがある。

なお、販売に関わる上の3つのパートナーのほかに、同社が受託した

システム開発やサイトデザインの委託先であるアウトソースパートナーや、「ebisumart」向けのアプリケーションを開発するアプリケーションパートナーが存在している。

◆ **他のシステムとの連携**

カスタマイズの自由度の高さを決める要因のひとつに、顧客企業が使用する他のシステムと接続できるかどうかという点がある。

そのため、同社では他のシステムとの連携を重視しており、21/5 期末時点で 82 のシステムと連携している (図表 7)。

【 図表 7 】「ebisumart」の機能連携先システム

連携先システムの分野	連携先システムの数 (21/5期末)
CRM・MAツール	6
在庫管理・商品管理	5
レコメンド	6
店舗連携	2
接客ツール	9
メール配信・リターゲティング	4
アクセス解析・行動分析	3
ログイン連携	2
フォーム入力最適化 (EFO)	3
サイト内検索・サジェスト	6
カスタムオーダー	1
アプリ・スマホ対応 表示最適化	3
セキュリティ	4
動画配信	2
決済システム	26
合計	82

(出所) インターファクトリー決算説明会資料より  
証券リサーチセンター作成

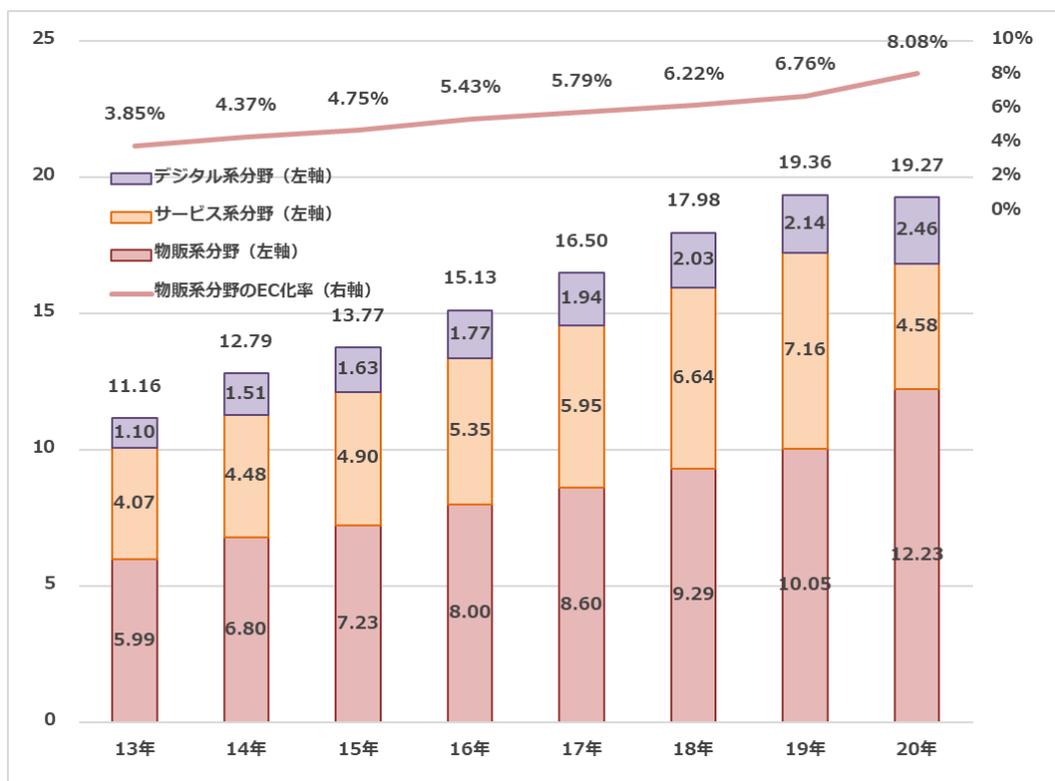
> **業界環境と競合**

◆ **国内 BtoC-EC 市場と EC 化率の推移**

経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によると、国内の BtoC-EC 市場は 19.27 兆円となり、物販系分野の EC 化率も 8.08%まで上昇した (図表 8)。20 年は、新型コロナウイルス禍の影響を受けた旅行予約、チケット販売、飲食関連を含むサービス系分野が減少したものの、物販系分野やデジタル系分野が増加して、全体として微減に留まっている。このことから、国内の BtoC-EC 市場の拡大余地はまだあると考えられる。

【 図表 8 】 国内 BtoC-EC 市場と EC 化率の推移

(単位:兆円)



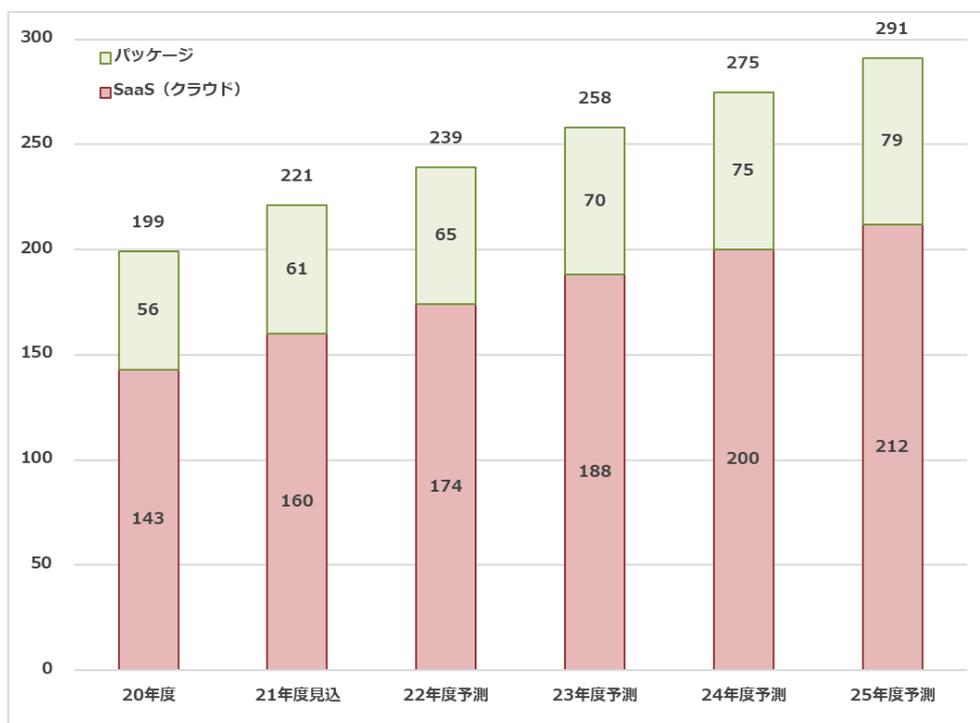
(出所) 経済産業省「電子商取引に関する市場調査」より証券リサーチセンター作成

#### ◆ EC サイト構築パッケージソリューションの市場規模

富士キメラ総研の「富士マーケティング・レポート EC サイト構築パッケージソリューション市場占有率調査」によると、20年度のECサイト構築パッケージソリューションの市場規模は199億円とされている。そのうち、SaaS(クラウド)で提供されるものが143億円で全体の71.9%を占めている。今後この市場はパッケージもSaaS(クラウド)も成長が続き、25年度には両者合わせて291億円、うちSaaS(クラウド)は212億円まで拡大すると予測されている(図表9)。

【 図表 9 】 EC サイト構築パッケージソリューションの市場規模

(単位: 億円)



(出所) 富士キメラ総研「富士マーケティング・レポート EC サイト構築パッケージソリューション市場占有率調査」より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 競合 (1) : クラウドサービス

図表 2 で示した通り、EC サイトを自社構築する手法は 5 つあり、「ebisumart」は同じクラウドサービスか、パッケージと競合する関係にある。

富士キメラ総研の調査によれば、クラウドサービスに該当する「クラウド EC 市場」に限ると、「ebisumart」と salesforce.com の「Commerce Cloud」がともに 40%台のシェアを持ち、市場を二分する状況になっている。ほかには、w2 ソリューション（東京都中央区）の「w2 Commerce Value5」も、3 番手ながら競合サービスに位置づけられている。

#### ◆ 競合 (2) : パッケージサービス

パッケージの分野では、ソフトクリエイティブホールディングス（3371 東証一部）のグループ会社の ecbeing（東京都渋谷区）の「ecbeing」が最大手である。他には、エスキュービズム（東京都港区）の「EC-ORANGE」や、E ストアー（4304 東証 JQS）傘下のコマースニジュウイチ（東京都港区）の「Commerce21 Sell-Side Solution」、シス

テムインテグレータ(3826 東証一部)の「SI Web Shopping」等が挙げられる。

## > 沿革・企業理念・株主

### ◆ 沿革 1： ソフトウェア受託開発会社として創業

現代表取締役社長兼 CEO の蕪木登氏は、98 年以降、システム開発を行う企業に勤務し、ソフトウェアの受託開発に従事していた。プログラマーとして 5 年強のキャリアを積んだ後に独立し、03 年 6 月に、インターネット関連のソフトウェア受託開発を行う、同社の前身となる有限会社インターファクトリーを設立した。

### ◆ 沿革 2： EC サイト構築パッケージの提供開始

創業当時はいろいろな分野のソフトウェアの受託開発を行っていたが、そのうちの一部に、EC 関連の開発案件もあった。当時はブロードバンドが急速に普及していった時期であった。受託開発の案件に携わっている中で EC の普及に可能性を見いだした蕪木氏は、EC サイト構築パッケージの開発に着手し、04 年 1 月より提供を開始した。

その後、顧客の増加に伴い事業規模が拡大し、06 年 7 月には有限会社から株式会社へ組織変更した。また、07 年 1 月にはパッケージのバージョンアップに合わせて、サービス名称を「えびすスマート」とした。

### ◆ 沿革 3： 国内 EC 市場に先駆けてクラウド化を実現

10 年 1 月に、同社は「えびすスマート」をクラウドサービスにバージョンアップした。当時も EC サイト構築関連のサービスは多く存在していたが、「えびすスマート」が、国内 EC 市場で先駆けてカスタマイズ可能なクラウドサービスとして展開することとなった。これが大きな先行優位性を持つ契機となり、事業規模拡大につながった。

### ◆ 沿革 4： 「えびすスマート」から「ebisumart」へ

14 年 12 月、同社は、顧客ターゲットを中・大規模 EC 事業者にシフトしていくことを明確にしたのを機に、ブランド強化の目的で、サービス名称を「えびすスマート」から「ebisumart」へ変更した。その後、中・大規模 EC 事業者向け EC サイト構築ツールのクラウドサービスにおいて、パイオニア的存在として事業規模を拡大していき、20 年 8 月に東京証券取引所マザーズ市場への上場を果たした。

### ◆ 企業理念

同社は、「私たちは関わる従業員、お客様、取引先様の幸せを実現します」を企業理念として掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と 21/5 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 10 の通りである。

21 年 5 月末時点で、筆頭株主は代表取締役社長兼 CEO の蕪木登氏で 40.09%を、第 2 位株主はその妻である蕪木有紀氏で 5.01%を保有している。

取締役では、第 5 位の兼井聡氏が 1.88%を、第 8 位の三石祐輔氏が 1.13%を、第 9 位の赤荻隆氏が 0.88%をそれぞれ保有している。なお、第 6 位で 1.88%を保有する小出勝洋氏は元取締役である。また、従業員持株会が 1.45%を保有して第 7 位に入っている。

取引先では、第 4 位のヤマトフィナンシャル (21 年 4 月にヤマト運輸に統合) が 2.25%を保有している。

また、上場前には、SMB Cベンチャーキャピタル 1号投資事業有限責任組合が 31.06%を保有して第 2 位株主であった。上場時に保有株の半分を売り出し、その後も売却を進めていき、現在の保有はない。

【 図表 10 】大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			21年5月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
蕪木 登	1,600,000	49.69%	1	1,600,000	40.09%	1	代表取締役CEO
蕪木 有紀	330,000	10.25%	3	200,000	5.01%	2	代表取締役CEOの配偶者
野村證券株式会社	0	0.00%	-	184,500	4.62%	3	
ヤマトフィナンシャル株式会社	90,000	2.80%	4	90,000	2.25%	4	21年4月にヤマト運輸に統合
兼井 聡	75,000	2.33%	5	75,000	1.88%	5	取締役
小出 勝洋	75,000	2.33%	5	75,000	1.88%	5	元取締役
インターファクトリー従業員持株会	0	0.00%	-	58,000	1.45%	7	
三石 祐輔	15,000	0.47%	7	45,000	1.13%	8	取締役
赤荻 隆	15,000	0.47%	7	35,000	0.88%	9	取締役
川端 修三	0	0.00%	-	24,600	0.62%	10	
SMB Cベンチャーキャピタル1号 投資事業有限責任組合	1,000,000	31.06%	2	-	-	-	上場時に500,000株売り出し
加山 宏	15,000	0.47%	7	-	-	-	監査役
高橋 亮人	5,000	0.16%	10	-	-	-	執行役員
(大株主上位10名)	3,220,000	100.00%	-	2,387,100	59.80%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	211,600	6.57%	-	51,000	1.28%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含まず)	3,220,000	100.00%	-	3,991,500	100.00%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含む)	3,220,000	-	-	3,991,500	-	-	
参考: 自己株式数	0	0.00%	-	0	0.00%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合							

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) インターファクトリー有価証券届出書、有価証券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

15/5期以降の業績が開示されているが、21/5期までの年平均成長率は、売上高が23.3%、経常利益が70.2%である。

15/5期以降、レベニューシェアの増加により増収を続けてきたが、大規模案件の導入がある期は増収率が平均より高くなるため、期ごとの増収率は10%台から30%台の範囲で変動してきた。

経常利益は、16/5期に減益となった。これは、大型案件の導入に際して、開発に想定以上の費用がかかったことが要因であった。ただし、17/5期以降は、案件管理能力が向上し、開発体制も強化したことにより、レベニューシェアの増加をベースとした安定的な経常増益を続けてきた。売上高経常利益率も15/5期の1.3%、16/5期の0.9%といった水準から、20/5期、21/5期には8.9%へと上昇していった。

#### ◆ 21年5月期は上場時に公表の会社計画をやや上回って増収増益

21/5期は、売上高が2,170百万円(前期比18.6%増)、営業利益が208百万円(同21.7%増)、経常利益が193百万円(同19.2%増)、当期純利益が131百万円(同26.5%増)となった。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は102.3%、営業利益は101.7%、経常利益は106.4%、当期純利益は104.8%であった。

サービス別売上高は、システム受託開発が前期比28.7%増、システム運用保守が同11.1%増、その他が同50.0%増となった。新型コロナウイルス禍によりEC販売への需要が喚起され、システム受託開発の新規受注が増加した。また、既存店舗でのアクセス増や総流通額(GMV)の拡大により、システム運用保守の増収につながった。

売上総利益率は前期比0.7%ポイント低下の41.8%となった。開発量の増加に伴う労務費や外注費の増加、案件の大型化によるサーバー費の増加が原価増につながった。販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同15.1%増となったが、同23.3%増としていた上場時計画よりは抑えられた。期末従業員数は前期末比15人増の133人となって人件費が増加した一方、新型コロナウイルス禍によるリモートワークの浸透や営業活動のウェブ化によって費用が抑制され、売上高販管費率は同1.0%ポイント低下の32.2%となった。

これらより、全体の売上高営業利益率は前期比0.2%ポイント上昇の9.6%となった。

◆ 上場時の公募増資で自己資本比率は大幅改善

20年8月の上場時に公募増資を行った結果、20/5期末に31.5%であった同社の自己資本比率は21/5期末には65.8%へと大幅に改善した。

> 他社との比較

◆ ECサイト構築関連のサービスを展開している企業と比較

ECサイト構築関連のサービスを展開している上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、中堅・中小企業向けにSaaSでサービスを提供する「future shop」の運営会社を傘下に持つコマースONEホールディングス(4496 東証マザーズ)、個人や小規模事業者向けにECプラットフォームを提供するBASE(4477 東証マザーズ)、「ecbeing」の運営会社を傘下に持つソフトクリエイティブホールディングスとした(図表11)。

サービス対象の違いや成長段階の違い等により単純比較は難しいが、直近の財務指標に関して同社に優位性があるのは経常利益の成長性くらいで、他には顕著に優位性がある指標はない。

むしろ売上高営業利益率については、大規模な広告を実施しているBASEと同水準に留まっている。売上高の規模がまだ小さく、開発コストを相対的に多くかけていることがひとつの要因と考えられるが、逆を言えば、今後、規模拡大によって利益率が上昇する余地があるとも言えよう。

【 図表 11 】 財務指標比較 : EC サイト構築に関するサービスを提供している企業

項目	銘柄	コード	インターファクトリー		コマースOneホールディングス		B A S E	ソフトクリエイト ホールディングス
			4057		4496		4477	3371
			直近決算期	21/5期	(参考)	21/3期	(参考)	20/12期
規模	売上高	百万円	2,170	—	2,520	—	8,288	24,238
	経常利益	百万円	193	—	588	—	747	3,247
	総資産	百万円	1,448	—	2,592	—	28,505	21,141
収益性	自己資本利益率	%	21.4	13.7	27.7	21.7	6.0	16.3
	総資産経常利益率	%	16.8	13.4	26.6	22.7	3.8	17.1
	売上高営業利益率	%	9.6	—	22.7	—	9.7	13.3
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	17.5	—	14.8	—	93.3	15.8
	経常利益(同上)	%	68.9	—	28.1	—	—	21.9
	総資産(同上)	%	29.8	—	17.6	—	75.1	15.3
安全性	自己資本比率	%	65.8	—	69.9	—	56.9	60.2
	流動比率	%	232.7	—	219.3	—	226.5	286.9
	固定長期適合率	%	34.1	—	56.1	—	5.0	44.9

(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)  
 B A S Eの3期前は経常赤字  
 インターファクトリーとコマースONEホールディングスは期中の上場により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記する  
 (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

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

◆ **先行優位性を獲得した経営を牽引した創業者が知的資本の源泉**  
 同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 12 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「クラウドサービスへの転換を牽引した創業者」である。

一般的に、クラウドサービスは一定のサービス規模に到達するまで利益が出にくいものであり、既存のサービスをクラウドサービスに転換するのは躊躇するものである。しかし、創業者で代表取締役社長の蕪木登氏のリーダーシップの下、他社のサービスに先駆けて、同社の EC サイト構築パッケージをカスタマイズ可能なクラウドサービスに転換した。

こうして得たクラウドサービスとしての先行優位性は、関係資本である顧客による「『ebisumart』の利用実績」を増やす要因となった。利用実績が増加すると、組織資本の知的財産ノウハウに属する「EC サイト構築サービス及びクラウドサービスのノウハウの蓄積」が進む。そして、蓄積されたノウハウをもとに機能拡充がなされることで顧客満足度が高まり、新規顧客の獲得と既存顧客の定着につながるという好循環を描くようになっていった。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客 ・「ebisumart」の利用実績	・導入累計実績店舗数	700店舗以上	
		・稼働店舗数	384店舗	
		・GMV(総流通額)	1,277億円	
		・1店舗当たりGMV(総流通額)	332百万円	
	ブランド ・「ebisumart」の知名度	・シェア	クラウドEC市場占有率が4割強でトップシェア (富士キメラ総研の調査)(19年)	
	ネットワーク	・「ebisumart」の外部ネットワーク	・連携している外部システムの数	82のシステム・サービス
・販売に関する外部パートナー		・ソリューションパートナー、 セールspartner、OEMパートナー の数	開示なし	
・販売以外(開発等)に関する外部パートナー		・アウトソースパートナー、 アプリケーションパートナーの数	開示なし	
組織資本	プロセス ・直販中心の販売	・売上高に占める直販の割合	94.3%	
		・売上高に占める直販以外の割合	5.7%(OEM)	
		・販売拠点	2カ所(東京、大阪)	
		・販売部門の人員	開示なし	
		・エンジニアの人数	開示なし	
	知的財産 ノウハウ	・開発体制	・開発拠点	2カ所の開発ラボ(福岡、宮崎)
			・ECサイト構築パッケージの提供の経験	04年1月の前身のサービス開始より17年経過
			・クラウドサービスの経験	10年1月のクラウド化より10年経過
			・資産計上されているソフトウェア	104百万円 別途ソフトウェア仮勘定に99百万円
			・研究開発費	12百万円
人的資本	経営陣 ・クラウドサービスへの転換を牽引した創業者	・創業以来の年数	03年6月の会社設立より18年経過	
		・クラウドサービスの経験	10年1月のクラウド化より10年経過	
		・従業員数	単体133人	
	従業員 ・企業風土	・平均年齢	32.9歳(単体)	
		・平均勤続年数	3.7年(単体)	
		・平均年間給与	587万円(単体)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は21/5期、または21/5期末のものとする

(出所) インターファクトリー有価証券報告書、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

## > 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)

同社は、「私たちは関わる従業員、お客様、取引先様の幸せを実現します」を企業理念として掲げている。同社では、事業の運営を通じて、関わる様々な人々の幸せを実現することを目指していくとしているが、最終的な人の幸福は人や社会の役に立つことと認識しており、本業を通じて社会的責任を果たしていく方針を採っている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名の取締役で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の菅野雅之氏は、東芝(6502 東証一部)でキャリアを積み、そのグループ会社で代表取締役や監査役を歴任してきた。現在はバルテックの非常勤監査役を兼任している。

社外取締役の鳥山亜弓氏は、公認会計士、弁護士で、千代田国際法律会計事務所の所長である。現在は、セントラル総合開発(3238 東証二部)の社外取締役、独立行政法人北方領土問題対策協会の監事(非常勤)を兼任している。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成されている。3名とも社外監査役である。

常勤監査役の加山宏氏は、東京中小企業同友会を経て、スズデン(7480 東証一部)に入社し、取締役や常勤監査役の経験を持つ。

非常勤監査役の藤田裕二氏は藤田公認会計士事務所の所長を務める公認会計士である。アーク監査法人を設立し社員となっていた時期もあった。

非常勤監査役の南出浩一氏は、南出公認会計士事務所の所長である。現在は、Mipox(5381 東証JQS)の社外監査役、やまと監査法人の代表社員を兼任している。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 「ebisumart」のサービスの更なる充実

顧客満足度をさらに向上させ、競合サービスに対する優位性を維持するために、顧客のニーズに合った機能を追加し、提供し続けていくことが必要である。そのために、開発を継続していくことが必要となる。

また、柔軟なカスタマイズが可能であることを特徴としていることから、「ebisumart」のカスタマイズに参加するパートナー企業の開拓を進め、「ebisumart」のオープンプラットフォーム化の戦略につなげていく。

#### ◆ 案件の大型化への対応

同社の案件は大型化していく傾向にあり、大型案件が不採算化、または低採算化すると、同社の全体の利益を大きく毀損してしまう可能性がある。そうした状況を避けるため、プロジェクトマネジメントの体制の強化を図ることが求められる。

#### ◆ 営業力の強化と知名度向上

現在のところ、「ebisumart」の販売は直販が中心であり、当面はその状況は変わらないと考えられる。そのため、営業部門の強化を継続していく必要がある。また、新規受注の獲得につなげていくために、販売促進及び広告宣伝を行い、「ebisumart」の知名度を上げていくことも必要である。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ オープンプラットフォーム化からデファクトスタンダード化を目指す成長戦略

当面は、特に中・大規模事業者向けクラウド EC 市場のトップランナーとしての成長を続けていく。同社は顧客数が増加している状況から収益拡大フェーズに入っているという認識を持っており、顧客数増加に加えて、標準機能拡充や外部システムとの連携増加を通じた利用の増加を通じて、利益率向上も図っていく。

中期的には、オープンプラットフォーム化を進めることで、国内 EC の情報が集まるポジションの構築を目指していく。そして、オープンプラットフォームとしてさらに成長していくことで、「ebisumart」がエンタープライズ向けクラウド市場におけるデファクトスタンダードになっていくと同社は考えている。

その過程で、顧客拡大と機能拡充を進めていくのと合わせて、レベニューシェアでのサービス提供を浸透させていくことで利益率を上げていくのが、同社の方針である。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、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。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中・大規模EC事業者向けのクラウドECサービスのパイオニアとして確立したポジション                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ASPサービスとパッケージサービスの利点の良いところ取りのサービスの確立</li> </ul> </li> <li>・「ebisumart」のサービスの優位性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 豊富な導入実績</li> <li>- 「ebisumart」経由の販売額(GMV:総流通額)の拡大</li> <li>- 増加が続く提供機能</li> <li>- 連携する外部システムの数の多さ</li> </ul> </li> <li>・エンジニア(技術職)中心の組織</li> <li>・直販中心の販売を支える営業体制</li> <li>・パートナー企業との関係</li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「ebisumart」への業績依存度の高さ</li> <li>・創業者である代表取締役社長への依存度の高さ</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・EC市場の成長の持続を背景とした既存領域での成長                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 新規店舗の受注獲得の機会</li> <li>- 案件の大型化</li> <li>- 既存店舗の総流通額の増加</li> </ul> </li> <li>・レベニューシェアの普及も含めた料金上昇の余地</li> <li>・利益率改善の余地</li> <li>・新規事業の成長余地</li> <li>・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業拡大に必要とする人材(特にエンジニア)を集めることができない可能性</li> <li>・競争の激化の可能性</li> <li>・サービスの競争力が相対的に低減する可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ソフトウェア減損の可能性</li> </ul> </li> <li>・サービス品質が維持できない時のリスク                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- SLA(サービスレベルアグリーメント)にまつわる賠償適用の可能性</li> </ul> </li> <li>・案件の大型化に伴い業績の変動が大きくなる可能性</li> <li>・新規事業が思ったような成果をあげない可能性</li> <li>・新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の可能性と、その影響による先行きの不透明さ</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 現在の競争優位性の獲得に至った2つの「シフト」を評価

「ebisumart」は2つの「シフト」を経て現在のポジションを獲得したと考えられる。ひとつは、パッケージを捨ててクラウドサービスに特化するという「シフト」、もうひとつは、中・大規模 EC 事業者向けへの「シフト」である。

パッケージの形態で展開している企業がクラウドサービスに移行することは思った以上に難しい。クラウドサービスでは、一定規模の売上高に到達するまで損失の状態が続くためである。全既存顧客がクラウドサービスに移行するとも限らず、既存のパッケージから得られた利益を失う可能性もある。

そのため、クラウドサービスにシフトするとしても、パッケージを捨てられないことが多い。そうすると、保守運用の仕方が異なる2つのサービスが併存することになってコストが高くつき、また、顧客ターゲットが絞り込めないというデメリットも生じうる。

同社は、利益を生み出さない時期を許容してでも、クラウドサービスにおける先行優位性を獲得することを優先し、クラウドサービスへの特化に舵を切った。その結果として、「システムが陳腐化しない」というメリットと、「カスタマイズの自由度が高い」というメリットの両方を兼ね備えたクラウドサービスの領域でパイオニア的なポジションを得たと考えられる。

また、カスタマイズの自由度の高さを求める顧客によりフォーカスするために、中・大規模 EC 事業者向けへのシフトを明確にしたことと合わせ、業界におけるポジション確立に向けたこれまでの戦略を評価している。

#### ◆ 新規事業の小・中規模 EC 事業者向けサービスの動向に注目

21年9月15日に、同社は新規事業開始を取締役会で決議したことを開示した。新規事業の概要は、22年1月から、小・中規模 EC 事業者向けに、EC サイト構築サービスを展開していくというものである。この新規事業が軌道に乗れば、全方位的に顧客をカバーすることになる。一方、中・大規模 EC 事業者向けとは、顧客のニーズも競争状況も異なると考えられることから、まずはサービスの詳細と軌道に乗るまでに必要な投資の内容に注目していきたい。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 22年5月期会社計画

22/5 期の会社計画は、売上高 2,577 百万円 (前期比 18.7%増)、営業利益 159 百万円 (同 23.4%減)、経常利益 157 百万円 (同 18.5%減)、当期純利益 108 百万円 (同 16.8%減) である (図表 14)。同社は 22/3 期から新収益認識基準を適用するが、前期比は旧基準の前期の数値との比較となる。

サービス別売上高は、システム受託開発が前期比 30.3%増、システム運用保守が同 8.7%増、その他が同 47.9%増を計画している。

大規模案件の受注と納品が続くことで大幅に増加するシステム受託開発が、全体の増収を牽引する展開を想定している。開発アウトソースパートナーの拡張と開発リソースの強化が、新規案件の獲得を支える要因になるとしている。

売上総利益率は、前期比0.4%ポイント低下の41.4%を計画している。22/5期はシステム移行期にあたり、現行クラウドシステムから新クラウドシステムへの移行作業を実行するために原価が増加する。将来への投資という側面もあり、システム移行後のサービス強化とインフラ費用削減を見込んでいる。

販管費は前期比29.7%増、売上高販管費率は同3.0%ポイント上昇の35.2%を計画している。(1)サービスの認知拡大とブランド力拡大のための、サービスサイトのリニューアルをはじめとするウェブマーケティングのための費用、(2)エンジニア採用強化による採用費や人件費の増加を見込んでいる。

同社は、これらの費用増のため22/5期は減益になると計画しており、売上高営業利益率は前期比3.4%ポイント低下の6.1%と予想している。

【 図表 14 】 インターファクトリーの22年5月期の業績計画

(単位：百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前			「収益認識に関する会計基準」 適用後	
	19/5期 実績	20/5期 実績	21/5期 実績	22/5期会社計画	前期比
売上高	1,502	1,830	2,170	2,577	18.7%
システム受託開発	597	714	919	1,198	30.3%
売上構成比	39.8%	39.0%	42.4%	46.5%	-
システム運用保守	866	1,083	1,203	1,308	8.7%
売上構成比	57.6%	59.2%	55.5%	50.8%	-
その他	38	32	47	71	47.9%
売上構成比	2.6%	1.8%	2.1%	2.7%	-
売上総利益	603	778	907	1,066	17.5%
売上総利益率	40.2%	42.5%	41.8%	41.4%	-
販売費及び一般管理費	510	607	699	907	29.7%
売上高販管費率	34.0%	33.2%	32.2%	35.2%	-
営業利益	93	171	208	159	-23.4%
売上高営業利益率	6.2%	9.4%	9.6%	6.1%	-
経常利益	85	162	193	157	-18.5%
売上高経常利益率	5.7%	8.9%	8.9%	6.0%	-
当期純利益	54	103	131	108	-16.8%
売上高当期純利益率	3.6%	5.7%	6.0%	4.1%	-

(注) 22/5期より新収益認識基準適用。22/5期の前期比は新基準適用前の21/5期実績値との比較  
(出所) インターファクトリー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

**◆ 22年5月期第1四半期業績**

22/5期第1四半期は、売上高498百万円(前年同期比8.3%増)、営業損失29百万円(前年同期は25百万円の利益)、経常損失30百万円(同13百万円の利益)、四半期純損失24百万円(同9百万円の利益)であった(22/5期から新収益認識基準を適用しており、前年同期比は旧基準の前年同期の数値との比較)。売上高の通期計画に対する進捗率は19.3%である。

新収益認識基準導入の影響として、システム受託開発において、大規模案件を中心に、導入に一定の期間を要する案件に対して進行基準が適用されることになった。そのため、旧来の会計基準での計上額と比較して、売上高は34百万円、原価は19百万円それぞれ減少し、営業損失は15百万円増加している。

サービス別売上高の通期計画に対する進捗率は、システム受託開発が14.8%、システム運用保守が23.4%、その他が16.9%となり、システム受託開発の売上高の進捗が低い。21/5期第4四半期の新規受注の減少がシステム受託開発の売上高の伸び悩みにつながった。

一方、費用面では、予定していたクラウドシステム移行の費用の想定以上の増加と、新収益認識基準導入による利益減で、売上総利益率は前年同期比7.6%ポイント低下の31.7%となった。販管費も同21.1%増、売上高販管費率も同3.9%ポイント上昇となり、営業損失につながった。

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想：22年5月期**

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の22/5期業績について、第1四半期の進捗も踏まえ、売上高2,423百万円(前期比11.7%増)、営業利益131百万円(同36.9%減)、経常利益131百万円(同32.3%減)、当期純利益90百万円(同31.1%減)と、会社計画を下回る水準を予想した(図表15)。

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) システム受託開発の売上高は、22/5期末の店舗数が前期末比10店舗の純増となるという想定のもとで、前期比14.2%増と予想した(会社計画は前期比30.3%増)。案件の大型化の流れは継続するとみているが、第1四半期の状況を踏まえて慎重な予想とした。
- (2) システム運用保守の売上高は前期比8.2%増と予想した(会

社計画は前期比 8.7%増)。当センターではシステム運用保守は総流通額(GMV)とある程度連動するものと見ており、総流通額(GMV)を同 9.7%増と想定した上で、システム運用保守の売上高を予想した。

- (3) 売上総利益率は前期比 0.9%ポイント低下の 40.9%とした(会社計画は 41.4%)。会社計画の通りシステム移行に伴う費用増を織り込んだが、予想以上の費用増になっていることと、売上高も会社計画ほどには伸びないと考えたため、売上総利益率の低下幅は会社計画を上回ると予想した。
- (4) 販管費は人員増による人件費の増加やマーケティング費用の増加により、前期比 22.8%増とし、売上高販管費率は同 3.2%ポイント上昇の 35.4%とした(会社計画は 35.2%)。これらの結果、22/5 期の売上高営業利益率は同 4.2%ポイント低下の 5.4%になるものと予想した(会社計画は 6.1%)。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年5月期以降

23/5 期以降について、23/5 期は前期比 21.5%、24/5 期は同 15.2%の増収を予想した。システム受託開発については、前期に伸びが抑えられた新規案件の受注が一旦加速するものとして 23/5 期は同 36.2%増収とし、24/5 期は同 20.6%増収とした。システム運用保守については、24/5 期まで安定的に年 9%程度のペースで増収が続くものとした。

増収に加え、システム移行に伴う費用がピークを越える等、22/5 期に売上総利益率を引き下げていた要因の影響が軽減していくことで、売上総利益率は上昇していくものとした。販管費も増加ペースが緩やかになり、売上高販管費率は徐々に低下していくものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 23/5 期 9.6%、24/5 期 11.5%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの単体業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後			
	19/5期	20/5期	21/5期	22/5期CE	22/5期E	23/5期E	24/5期E
<b>損益計算書</b>							
売上高	1,502	1,830	2,170	2,577	2,423	2,943	3,390
前期比	12.3%	21.8%	18.6%	18.7%	11.7%	21.5%	15.2%
製品及びサービス別							
システム受託開発	597	714	919	1,198	1,050	1,430	1,725
前期比	-0.4%	19.5%	28.7%	30.3%	14.2%	36.2%	20.6%
構成比	39.8%	39.0%	42.4%	46.5%	43.3%	48.6%	50.9%
システム運用保守	866	1,083	1,203	1,308	1,302	1,418	1,546
前期比	24.4%	25.1%	11.1%	8.7%	8.2%	8.9%	9.0%
構成比	57.6%	59.2%	55.5%	50.8%	53.7%	48.2%	45.6%
その他	38	32	47	71	71	95	119
前期比	-8.0%	-15.8%	45.7%	47.9%	49.1%	33.8%	25.3%
構成比	5.4%	1.8%	2.1%	2.7%	2.9%	3.2%	3.5%
<b>主要KPI</b>							
期末店舗数(店舗)	346	375	384	-	394	407	422
前期末比純増数(店舗)	39	29	9	-	10	13	15
期中平均店舗数(店舗)	327	361	380	-	389	401	415
GMV(Gross Merchandize Value)	86,429	110,180	127,701	-	140,040	154,193	169,945
前期比	40.7%	27.5%	15.9%	-	9.7%	10.1%	10.2%
1店舗当たりGMV(百万円)	265.1	305.6	332.5	-	360.0	385.0	410.0
売上総利益	603	778	907	1,066	990	1,257	1,469
前期比	28.3%	28.9%	16.6%	17.5%	9.1%	26.9%	16.8%
売上総利益率	40.2%	42.5%	41.8%	41.4%	40.9%	42.7%	43.3%
販売費及び一般管理費	510	607	699	907	859	973	1,081
前期比	20.2%	19.0%	15.1%	29.7%	22.8%	13.4%	11.0%
売上高販管費率	34.0%	33.2%	32.2%	35.2%	35.4%	33.1%	31.9%
営業利益	93	171	208	159	131	283	388
前期比	102.5%	83.5%	21.7%	-23.4%	-36.9%	115.5%	36.8%
売上高営業利益率	6.2%	9.4%	9.6%	6.1%	5.4%	9.6%	11.5%
経常利益	85	162	193	157	131	283	387
前期比	113.5%	89.4%	19.2%	-18.5%	-32.3%	116.0%	36.9%
売上高経常利益率	5.7%	8.9%	8.9%	6.0%	5.4%	9.6%	11.4%
当期純利益	54	103	131	108	90	194	266
前期比	95.1%	91.7%	26.5%	-16.8%	-31.1%	116.0%	36.9%
売上高当期純利益率	3.6%	5.6%	6.0%	4.1%	3.7%	6.6%	7.9%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

22/5期より新収益認識基準適用。22/5期の前期比は新基準適用前の21/5期実績値との比較

(出所) インターファクトリー有価証券届出書、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 16 】証券リサーチセンターの単体業績予想(貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書)(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後			
	19/5期	20/5期	21/5期	22/5期CE	22/5期E	23/5期E	24/5期E
<b>貸借対照表</b>							
現金及び預金	218	273	686	-	579	733	975
売掛金、電子記録債権(21/5期まで)	208	278	358	-	-	-	-
売掛金及び契約財産(22/5期以降)	-	-	-	-	399	485	559
たな卸資産	15	20	25	-	28	34	39
前払費用	39	44	45	-	22	30	36
その他	1	0	1	-	1	1	1
流動資産	483	617	1,117	-	1,030	1,284	1,611
有形固定資産	33	32	30	-	120	105	88
無形固定資産	107	122	203	-	303	362	400
投資その他の資産	80	81	95	-	95	95	95
固定資産	221	237	330	-	519	563	584
資産合計	704	854	1,448	-	1,550	1,847	2,196
買掛金	14	7	33	-	36	44	50
未払金	55	46	69	-	77	94	108
未払費用	81	110	157	-	176	214	247
未払法人税等	35	51	53	-	34	75	103
短期借入金	225	250	100	-	100	100	100
1年内返済予定の長期借入金	50	25	-	-	0	0	0
その他	38	77	66	-	66	66	66
流動負債	501	569	480	-	492	595	676
長期借入金	22	0	-	-	0	0	0
その他	14	14	14	-	14	14	14
固定負債	37	15	14	-	14	14	14
純資産合計	165	268	952	-	1,043	1,238	1,504
(自己資本)	165	268	952	-	1,043	1,238	1,504
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>							
税金等調整前当期純利益	85	162	193	-	131	283	387
減価償却費	28	41	43	-	54	60	63
売上債権の増減額(-は増加)	9	-69	-80	-	-40	-85	-73
たな卸資産の増減額(-は増加)	21	-5	-4	-	-3	-6	-5
仕入債権の増減額(-は減少)	-22	-6	25	-	2	7	6
未払金の増減額(-は減少)	16	-9	20	-	8	16	14
未払費用の増減額(-は減少)	14	28	46	-	19	37	32
法人税等の支払額	-10	-47	-72	-	-59	-47	-93
その他	-16	41	6	-	23	-7	-6
営業活動によるキャッシュ・フロー	126	137	179	-	136	258	326
有形固定資産の取得による支出	-9	-13	-8	-	-104	-4	-4
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-65	-47	-111	-	-140	-100	-80
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0
その他	-1	-	-6	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-81	-60	-127	-	-244	-104	-84
短期借入金の増減額(-は減少)	25	25	-150	-	0	0	0
長期借入金の増減額(-は減少)	-54	-46	-26	-	0	0	0
株式の発行による収入	-	-	539	-	0	0	0
新株予約権の発行による収入	-	-	13	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0
その他	-1	0	-16	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-31	-22	360	-	0	0	0
換算差額	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額(-は減少)	14	55	412	-	-107	154	242
現金及び現金同等物の期首残高	204	218	273	-	686	579	733
現金及び現金同等物の期末残高	218	273	686	-	579	733	975

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) インターファクトリー有価証券届出書、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

### ◆ 案件の大型化による業績変動が大きくなる可能性

案件が大型化していくと、ひとつの案件の遅延や低採算化により、全体の業績の変動が大きくなる可能性がある。

### ◆ 新型コロナウイルス感染症の再拡大の可能性

陽性者数の減少等から感染第5波はおさまったと見られるが、このまま感染が収束するか、冬に向けて感染第6波がくるかは見通しづらい。仮に第6波が到来して陽性者数が大きく増加するような場合、再度、緊急事態宣言が発出される可能性もありうる。その場合、同社の事業活動及び業績に影響が出ることも考えられる。

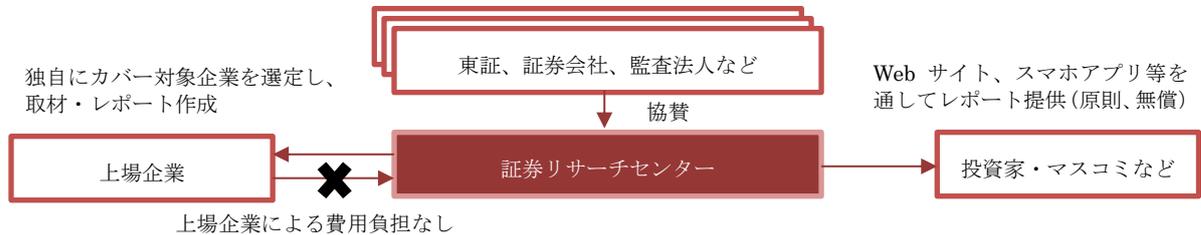
### ◆ 配当について

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としている。

## 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

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
宝印刷株式会社

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
エイチ・エス証券株式会社  
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### 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、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。