

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

■顧客の売上拡大で収益を稼ぐモデルへ変革中

Eストアー<4304> (以下、同社) は現在、創業以来4度目となる事業モデルの改革に取り組んでいる。創業以来、同社の中核事業は店舗や企業がネットショップを開設するためのシステムの提供であった。現在は、ネットショップを開設したそれらの企業の売上高を拡大させることで収益を稼ぐモデルへと、事業構造を変革中である。

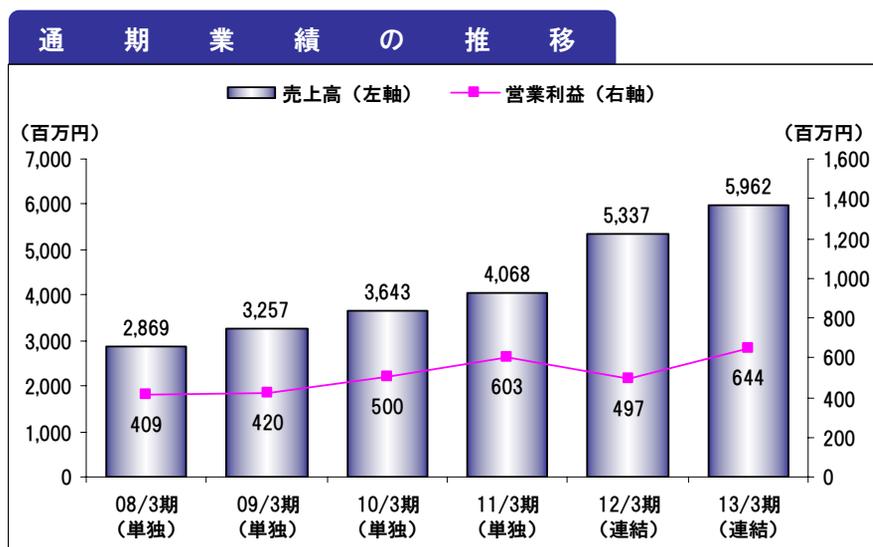
具体的には、同社は中堅企業、中小企業という未開拓の領域において、Eコマースでの売上高の拡大につながるコンサルティングや、「PARK」と呼ぶ独自の商品検索サイトの運営などが当面の柱だ。まだ始まったばかりであるが、一部で成果が出始めている。

こうした事業構造の変革の取り組みは費用負担の先行発生が避けられないため、2014年3月期は減収減益となる可能性がある。しかし問題はここではなく、現在行っている投資が来年度以降、着実に収穫できる見込みが確認できるかどうかだ。その意味では、2014年3月期の集客事業のトップライングロース(売上・営業収益の成長)に注目だ。

株主還元に対する姿勢は不変。ヤフー<4689>から大量の株式を自己株式として取得したこともあり、仮に2014年3月期が減益になっても、1株当たり利益は前年比増加となる可能性がある。それが実現された場合には、2013年3月期に続いて増配が検討される可能性も出てこよう。

■Check Point

- ・「ストックからフローへ」の取り組みは順調に推移
- ・Eコマース自体は依然としてブルーオーシャンの状況
- ・自己株式の引き取りによるEPS増加で今期も増配の可能性



■ 会社概要

業界の変化に応じて、創業以来4回目の事業構造の転換中

(1) 会社の沿革

技術進歩のスピードが速いインターネット業界にあっては、個々の企業も当然に素早い変化を求められる。現実には、Eストアーは目下、創業以来4回目の事業構造の転換にチャレンジ中である。同社のように変化のスピードが速い企業の事業内容をより良く理解するためには、時間の変化に応じたダイナミックなアプローチが有効であろう。その前提として同社の創業以来の事業の流れを述べる。

同社の歴史的な事業の流れは沿革表のようにになっている。同社は1999年2月にイーストアーを設立。最初はショッピングカートサービスの「ストアツール」提供、レンタルサーバー「サイトサーバ」提供からスタートした。その後、USEN<4842>（当時は大阪有線放送）やソネット（当時はソニーコミュニケーションネットワーク）、GMOインターネット<9449>（当時はグローバルメディアオンライン）などと販売提携を行い、業容を拡大させていった。その後も、サービス内容のリニューアルや提携などを行い、2005年にはヤフー<4689>やカカクコム<2371>とも業務提携を行った。

また、サービス面では前述の「ストアツール」や「サイトサーバ」を進化・発展させるとともに、2006年に「ショップサーバ」というウェブショップの総合支援サービスを開始し、主力事業となっている。他にもプレゼンションマーケティングの連結子会社化（2011年）、そして商品検索サイト「ショッピングフィード」の立ち上げや「PARK」へのリニューアルといった経緯を経て現在に至っている。

会社沿革

沿革	
1999年 2月	「イーストアー」として設立
1999年 7月	ショッピングカートサービス「ストアツール」提供開始
1999年 9月	レンタルサーバー「サイトサーバ」提供開始
2000年 3月	USEN(当時は大阪有線放送社)と販売提携
2000年 6月	ソネットエンタテインメント（当時はソニーコミュニケーションネットワーク）等と販売提携
2001年 5月	GMOインターネット（当時はグローバルメディアオンライン）と販売提携
2003年 6月	社名を「Eストアー」に変更
2004年 7月	アイフラッグ（当時はテレウェイブ）と業務資本提携
2005年 11月	ヤフーと業務提携
2005年 11月	カカクコムと業務提携
2006年 1月	独自ドメインウェブショップ総合支援サービス「ショップサーバ」提供開始
2007年 12月	ベトナムのホーチミン市にシステム開発拠点を開設
2010年 10月	Googleショッピングとパートナー契約
2011年 6月	プレゼンションマーケティングを連結子会社化
2012年 7月	札幌マーケティングファクトリー開設
2012年 10月	「ショッピングフィード」を「PARK」にリニューアル

■会社概要

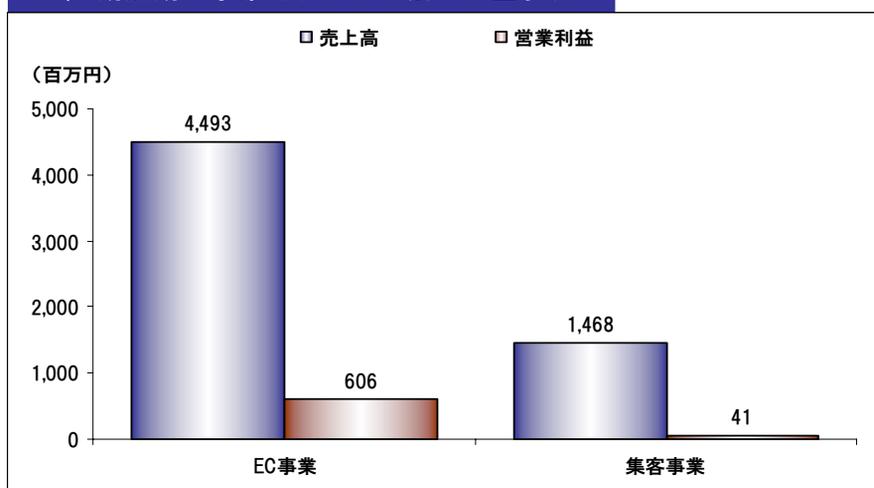
収益の中核を担うのは創業以来のEC事業

(2) 事業の概要

同社は創業以来、単独決算のみを発表してきたが、2011年6月にインターネット広告を手掛けるプレジジョンマーケティング（以下、プレジジョン社）を連結子会社化したことを契機に、2012年3月期から連結ベースでの決算発表へと変更し、2013年3月期からは事業セグメントごとの情報開示も開始した。

同社の事業セグメントはEC事業と集客事業の2つに分けられている。収益の中核を担うのは創業以来のEC事業である。一方、集客事業は、現在同社が取り組む創業以来4回目の事業構造の変革に伴って出てきた新しい事業部門だ。したがって、売上高は多少伸びているが、利益貢献という意味では、まだ親のすねをかじっている状況にある。しかし、この集客事業部門が行っていることこそが、同社が全力を挙げて取り組み中の事業構造改革であり、集客事業部門の収益動向が事業構造改革の成否をそのまま表すことになる。その意味では、これからの数年間、同社を見るうえで最も注目すべきは、この集客部門である。

13/3期通期の事業セグメント別の収益状況



※14/3期第1四半期連結会計期間より、従来「EC事業」に含まれていた同社が行う集客サービスを「集客事業」へと変更している

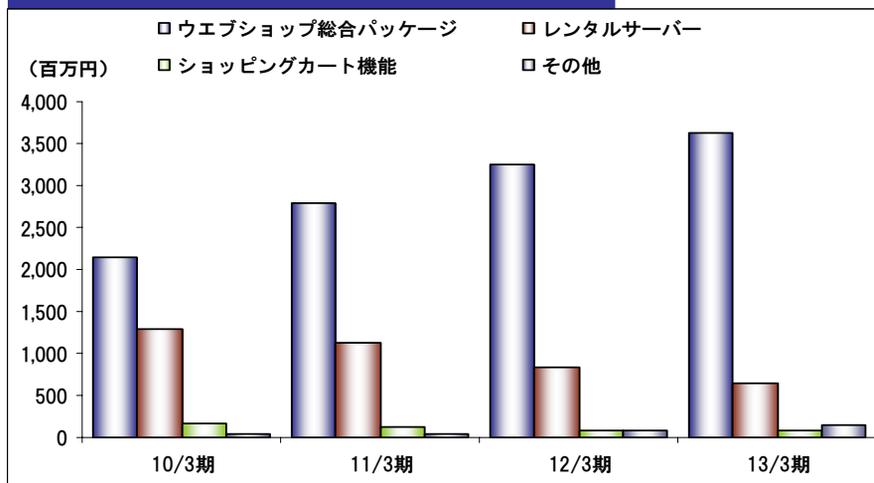
「ストックからフローへ」の取り組みは順調に推移

●EC事業

EC事業は主要商品ごとに大きく3つに分けられる。すなわち、「ウェブショップ総合パッケージ」「Eコマース用レンタルサーバー」及び「ショッピングカートASP」だ。図にあるように、3つの商品それぞれの売上高の絶対額及び増減のトレンドには明確な差がある。その背景について以下に詳述する。

■会社概要

EC事業の商品別売上高の推移



Eストアーの創業期の事業は、お店のホームページにEストアーの提供するショッピングカート機能を設置することで、一般のお店のホームページにネットショップ機能を持たせることができる「ストアツール」と、お店のECマース用にサーバーをレンタルする「サイトサーバ」の2つだった。これらのサービスはその後順調に成長し、創業期の同社の成長を支えた。これらの販売促進の有効な手段として、同社がUSEN<4842>やテレウェイヴ（現アイフラッグ<2759>）等の各社と販売提携を行ったのは前述した通りである。

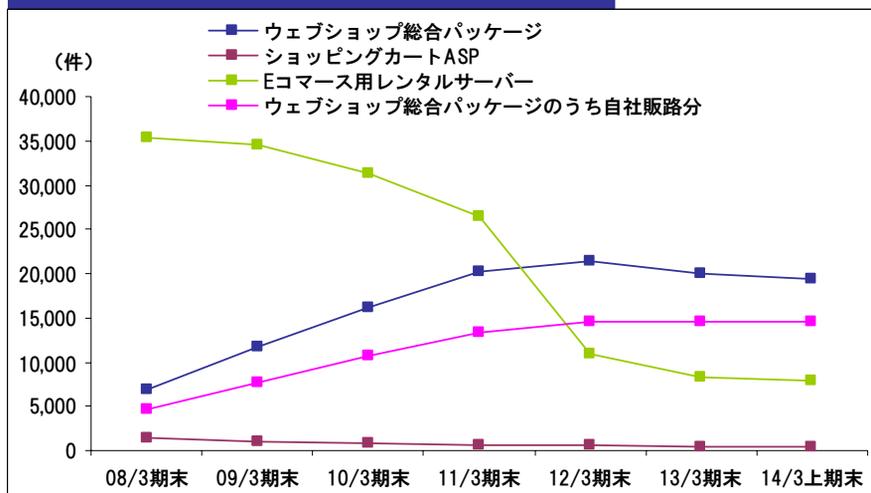
その後、同社は、レンタルサーバーやショッピングカート単品のサービスから、ECマースを包括的にサポートするサービスへと舵を切った。この新サービスが「ショップサーバ」と言われるウェブショップ総合支援サービスである。たとえば、街のお菓子屋さんがインターネットを利用したネットショップに乗り出して売上高を増やしたいと考えたとき、それを簡便に実現するための様々なサービスを提供するのがこの「ショップサーバ」だ。ネットショップを開くという行為には、ホームページの制作、集客、販売促進、運用、決済など様々な要素が含まれているが、「ショップサーバ」にはこれらのすべての機能が盛り込まれている。中小の店舗にショップサーバというネットショップ開設・運営のためのアプリケーションを提供するという意味で、ショップサーバを「EC-ASP事業」と表現している。「ショップサーバ」は現在、EC事業の、ひいては同社の中核事業へと成長した。

レンタルサーバーやショッピングカートの単機能サービスから、総合的・包括的ウェブショップ支援サービスへの切り替えが、同社にとっての最初の事業構造改革であった。

その後も同社は時代の流れや自社の成長の状況に応じて次々と事業構造の変革を行った。第2の事業構造改革は、「依存販路から直販へ」というものであった。これは、前述の「サイトサーバ」「ストアツール」「ショップサーバ」の各サービスの販売において、販売提携先を通じて獲得した契約の見直しである。すなわち、このようなプロセスで獲得した契約先は、売上高と利益の両面で貢献度が小さく、場合によってはマイナスとなるリスクもあった。そこで同社は、自社及び小型取次店による顧客獲得に努めると同時に、提携先の営業による契約先店舗に関しては解約やむなしというスタンスで対応してきた。その結果、表面的な契約件数は大きく減少することとなったが、顧客との関係性ひいては収益性という意味で、現在抱え込んでいる顧客の質は大きく向上した。

■会社概要

主要商品別契約件数の推移



第3の事業構造改革は、収入のタイプに着目しての体質強化で、「ストックからフローへ」というものだ。前述した第2の事業構造改革が、契約数の減少を受忍するものである以上、この「ストックからフローへ」という変革は必然だったと言えよう。図でも示したように、ストックは月額利用料と店舗数の積で決まってくる。店舗数が減少する以上は店舗数に影響されない収入がより重要になってくる。それが店舗の売上高に連動した収入である。

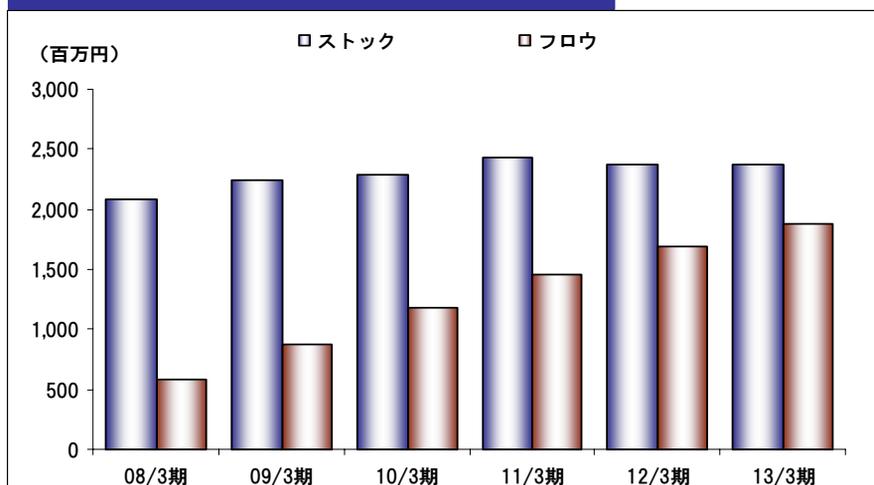
ストック収入とフロー収入の内容



同社の「ストックからフローへ」の取り組みは、これまでのところは順調に推移している。同社の契約顧客数は減少トレンドにあったのは前述の通り。去ってしかるべき店舗はほぼ去った状態になり、契約数については底打ち感が出てきた。しかし、契約数の減少を反映してストックの収入は2011年3月期の2,429百万円をピークに横ばい圏で推移している。一方フローは、5年前の2008年3月期に586百万円だったものが2013年3月期には1,874百万円へと3倍以上に成長した。

■会社概要

ストックとフロウの収入の推移



以上述べたように、EC事業はEストアーそのものであり、創業以来3回にわたり、大きく舵を切りながら成長をたどってきた。創業以来の同社の業績は、必ずしも連続増収増益の右肩上がりばかりというわけではなく、時に減益にもなった。しかしこの収益のアップダウンは、EC事業において様々な変革にチャレンジしてきた同社の歴史そのものである。

集客事業では開放型のECモール「PARK」を運営

●集客事業

集客事業は、同社の第4の事業構造改革に伴ってできた事業部門である。すなわち、EC事業が、顧客のショップに対してネットショップを展開するうえでの仕組みや装置を提供するものであるのに対し、集客事業は、既にネットショップを展開する顧客に対して、売上高の増大を図るための様々な施策を提供するものである。

Eストアーが現在行っている集客事業は、大きく (a) システムの提供と (b) 役務の提供とに分かれる。

システムの提供の部分で中核をなすのは、検索サイト「PARK」の運営だ。PARKは一見すると楽天などと同じECモールに見えるが本質は異なる。楽天がメンバーとなった会員店舗だけを取り込み（もちろん、会員になることについては広く門戸を開放しているが）、他方、ポイントシステムで消費者を囲い込むという、いわば閉鎖的なビジネスモデルであるのに対して、PARKは開放型のモデルとなっている。すなわち、PARKはその名の通り公園であり市場という場の提供に過ぎない。そこに集まるのはそれぞれにお店（ネットショップ）を構える店舗であり、彼らが自由にPARKにやってくる店を出すというイメージだ。PARKの運営主体であるEストアーとしては、当然のことながら、PARKを魅力ある場所にして店舗を呼び込む必要がある。そのための方策が特定分野に絞った特集ページをPARK内に林立させるといった手法である。既にこの効果は出ていて、たとえばサバイバルゲームの分野では、消費者からも店舗側からもダントツNo.1の評価を確立しているとのことだ。同社としてはこのような例を他の分野にもどんどん広げていくことで、EC事業における顧客店舗のみならず、他のモール等で店を出しているネットショップもPARKに取り込む方針である。このようにPARKは外部顧客店舗を積極的に取り込むという意味で開放型のビジネスモデルを目指している。PARKの課金は「クリック課金」と「成約課金」どちらかを選べる課金モデルを採用している。この結果、PARK運営主体のEストアーと顧客ネットショップ側双方にとってフェアで、両者の目指す方向性が合致していると言える。

■会社概要

役務提供は各店舗の売上高を増やすことを目的としたコンサルティングである。同様なことを手掛けるITサービス企業は他にもあるが、基本的には日本を代表する、あるいは事業を全国展開するいわゆる大企業が主たる顧客であることが多い。その場合のコンサルティング・フィーは最低でも数百万円と、非常に高額なものとなっている。エストアーは子会社のプレジジョンマーケティング社とともに、中堅、中小企業をターゲットとする点で独自路線を歩んでいる。フィーは大手企業相手の場合に比べて1ケタ小さいようだが、他に有力な競合企業がおらず、収益構造的にも大企業を手掛ける大手競合企業が降りてきにくい分野ということで、同社自身はこのビジネスの市場環境を“ブルーオーシャン”であるとして、非常に期待を寄せている。

同社が提供するコンサルティングの内容には、ホームページ制作やSEO対策などももちろん含まれるが、中核をなすのはリスティング広告に関するものだ。現在のところはプレジジョン社が中堅企業主体で、エストアー本体がその下の規模の中小企業という形で棲み分けながら、コンサルタントがサービス提供を行っている。さらに、コンサルティングのノウハウや知識をシステム化し、零細企業や個人企業が簡単に利用できるソフトウェアを開発した。それが、「シングルハンド」という名のリスティング広告サービスである。リスティング広告自体は効果が期待される広告手法であるが費用のコントロールが難しい側面もある。それゆえ、同社の提供する、人的あるいはシステム活用型のコンサルティングに対する潜在的ニーズは非常に高いと言える。

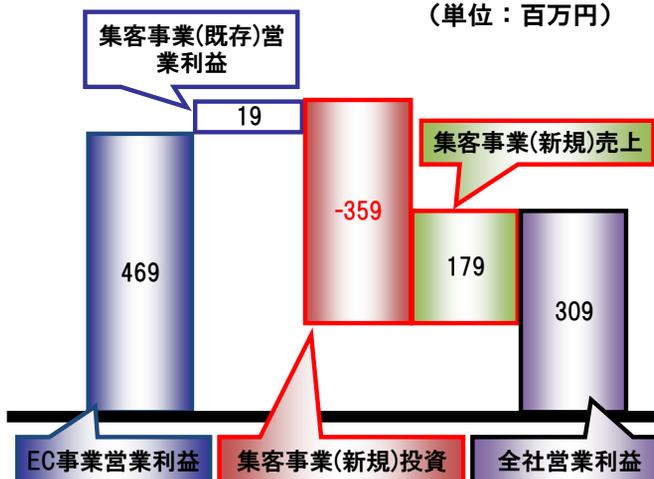
集客事業はまだまだ初期投資の段階にあり、収益面では赤字だ。特に、PARKの立ち上げとコンサルティングという新規分野がそのステージにある。しかしながら、代表の石村賢一（いしむらけんいち）氏は、この分野に対して今この段階でしっかり投資を行うことの重要性を強調している。2014年3月期上期には、全社員の20%、EC事業で稼いだ営業利益の約40%を、集客事業の中の2大新規分野に投入した。しかし、石村代表はそれでも投資がまだ少ないとしており、この事業の中期的な潜在成長性についての同氏の期待の大きさがうかがわれる。

セグメント別の収益と投資の概況（14/3期上期実績）

（単位：百万円、人）

	EC事業	集客事業		全社
		既存	新規	
売上高	2,079	610	179	2,869
費用	1,609	591	-359	2,560
営業利益	469	19	179	309
人員数	138	16	40	194

（単位：百万円）



■ 中期的見通し

ECコマース自体は依然としてブルーオーシャンの状況

石村代表は、ECコマース（EC）業界の現状について「レイトマジョリティの段階に入った」と分析している。レイトマジョリティというのはイノベーター理論における5段階のうち、最後から2番目のステージだ。新しいものやサービスに対して懐疑的な目で見えてきたがいよいよ他の大勢とともに自分もそれらを利用しようという人々だ。次の5番目に残るのはラガードと呼ばれる、最後まで新サービスなどを受容しない人々だ。すなわち、レイトマジョリティに近づいたということは、ECコマースというものがもはや新規開拓の余地がきわめて狭まってきているという状況を意味する。

ここで混同しがちなのは、レイトマジョリティのステージに入ったのは、同社の手掛けるEC - ASP事業のことであって、ECコマース自体は依然としてブルーオーシャンの状況にある、ということだ。つまり、商店や企業がネットショップにこぞって乗り出す時期はもう終盤戦に入り、あとは、そのネットショップでどれだけ収益を稼ぐかというステージに入ってきたということだ。

同社の説明では、日本のECコマースの究極的な市場規模は320兆円と言われており、現時点での日本でのECコマース関連の市場規模はまだ20～26兆円程度ということだ。この数字にはEストアーが行ってきた、ネットショップを行うための仕組みづくりにかかるような要素も含まれている。一方、まだ手つかずの300兆円はというと、ここでは実際の店舗の売上高やネット上の広告宣伝費といった要素の占める割合が、これまでの20兆円市場に比べて、高くなるとの推論が可能だ。

Eストアーが、創業以来たびたび事業構造の変革に挑戦し、今現在は集客事業に注力しているのも、すべてはこの点に行き着く。石村代表のリーダーシップのもと、同社は正しい方向に進んでいると思われる。あとは、数字として結果を出すのみである。

中期的な業績の数字に関して、同社は一切公表していない。したがって投資家を含めた外部分析者にとっての視点の置き方としては、（1）ECコマース市場が一般に期待されているようなペースで拡大しているかどうか、（2）Eストアーの収益成長のペースが市場自体の成長ペースをアウトパフォームできているかどうか、の2点になってこよう。

■ 14年3月期中間期の業績

集客事業で積極投資、第2四半期の減収は想定内

2014年3月期中間期の業績は売上高が前年同期比3.5%減の2,869百万円、営業利益が同13.0%減の307百万円と減収減益決算となった。経常利益、当期純利益も減益となったが1株あたり利益（EPS）だけは、ヤフー<4689>が保有していた株式を自己株式とした結果1株当たり利益の計算の基礎となる株式数が425万2,500株から359万7,188株へ減少したため、前年同期の48.91円から当中間期は53.31円へと増加した。

当中間期の減収減益決算について、減益となったこと自体については同社の想定通りである。元々、集客事業部門において積極的に投資（固定資産の獲得という意味ではなく人員投入も含めて費用を積極的に使うこと）を行う計画であったためだ。石村代表自身は、むしろ、費用のかけ方がまだ足りないと考えており、集客事業の2015年3月期以降できるだけ早期の本格立ち上げに、強い意志を見せている。

一方、同社にとって予想を下回ったのは、主力の「ショップサーブ」のうち、自社販路で契約した顧客数が1年前と比較して69件の減少となったことである。ただ、2013年3月末との比較では22件の増加となっており、底打ちを確認できているので、過度な悲観はしていない。新人営業社員のスキルも過去1年間で明確に成長していることが見て取れるので、この契約数における底打ちという点について、同社は自信を見せている。

業績概要

(単位：百万円、%)

	14/3期2Q	前年同期比
売上高	2,869	-3
EC事業	2,079	+0
ストック	1,194	+1
フロウ	849	+2
その他	34	-41
集客事業	790	-12
広告	703	-17
メディア	87	+60
営業利益	307	-13
内、EC事業	469	+15
集客事業	-160	-
経常利益	308	-12
四半期純利益	191	-8
EPS (円)	53.31	+9

■今後の業績見通し

15年3月期業績は集客事業の売上高の伸びが最大の評価軸

2014年3月期下期も、基本的な収益動向は同上期と同じ状況が続くと考えられる。年末年始の個人消費が旺盛な時期を含むため、そうした季節要因から対上期比較では増収増益になる可能性がある。しかし、EC事業で稼いだ利益を集客事業の先行投資として積極的に費用を使うというスタンスは同上期から変化はない。したがって、前年同期比では減益になる可能性も十分に高い。同下期の業績で見守るべきポイントは、EC事業で自社販路の「ショップサーブ」の契約顧客数がしっかりと増加に転じるか、集客事業のトップライン（売上高）が費用をかけたなりに伸長しているか、顧客店舗の売上高がきちんと伸びているか、の3点であろう。これらが想定通り伸びているかどうかで同社の2、3年先の収益の大きな方向性が定まってくると思われる。

2015年3月期も、集客事業に向けた投資は継続する見込みである。すなわち、基本的な収益の枠組みも、同社が注力する内容も、その結果としての業績も、基本的には2014年3月期と同じである。当然、同社を見るうえでのポイントも基本的には同じだが、よりフォーカスすべきは集客事業の売上高の伸びということになる。集客事業での「垂直立ち上げ」を狙うからこそ、現時点での積極的な投資が正当化されているという側面は否定できない。2015年3月期の業績では集客事業の売上高の伸びが最大の評価軸となてこよう。仮に、集客事業の売上高が想定線に届き、EC事業における中核的な顧客層の契約が反転増加に転じてくれば、集客で先行投資的に積極的に費用を使ったとしても、増収増益のトレンドに戻ることは十分可能と思われる。



■財務分析

他社保有の自社株式の引き取りでバランスシートが若干悪化

Eストアーの2013年3月期末時点のバランスシートは、株主資本2,087百万円（自己資本比率47.2%）、現預金残高2,873百万円、有利子負債残高15百万円と、強固なバランスシートと評価できる内容であった。

しかし、2014年3月期第1四半期（4-6月）に、大株主であったヤフー<4689>の保有株式のほとんど（12,380株、総発行済み株式数の24%）を引き取り、自己株式（金庫株）としたことで、バランスシートの構造に大きな変化が起こった。2013年9月末時点のバランスシートは、株主資本864百万円（自己資本比率28.3%）、現預金残高1,565百万円、有利子負債残高286百万円と、半年前に比べれば若干見劣りのする内容となった。

バランスシートの悪化の要因は、本業に起因するものではなく、ひとえにヤフー<4689>が保有していた株式の買い取りに伴うものである。したがって、これが起こった背景と、今後自己株式をどうするのか、この2点が大きなポイントになる。

株式移動の背景について石村代表は、「ヤフーが積極的に株を手放したいと考えたわけではなくむしろEストアーが将来の布石として金庫株を増やしたい思惑があり、両者の意見が一致してこういう結論になった。ビジネスにおいてヤフーとの関係にはいささかの変化もない」としている。また、今後の自己株式の扱いについては、「M&A等での活用、消却、売り出しなどいろいろ選択肢があるが、まだ結論には至っていない」としている。

■株主還元に対する考え方

自己株式の引き取りによるEPS増加で今期も増配の可能性

同社の株主還元の考え方の根底には、「利益を株主、顧客、社員の3者で山分け」という基本理念がある。それに基づいて、過去、同社は業績に応じて配当を増額してきた。この基本スタンスは、現在も全くブレはなく、将来的にも利益成長が実現できた場合には増配等を通じて積極的に株主還元に取り組むことを明言している。

2014年3月期は、中間決算の実績や、同下期にも次代の成長分野である集客事業において先行投資を行うことなどを踏まえれば、営業利益、経常利益の段階では前年比減益となる可能性が高いと思われる。しかし、2014年3月期中間期は営業減益ではあっても1株当たり利益（EPS）は前年比増加した。これは、大量のヤフー<4689>の保有株を自己株式としたためである。同中間期に見られたEPS増加が2014年3月期通期でも再現された場合には前年度に引き続き増配に踏み切る可能性は十分に高いと考えられる。

ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い致します。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ