

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## Eストアー

4304 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年9月25日(月)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. ストック、フロウ、マーケティングのそれぞれで収益の「質」の改善に取り組む	01
2. 2017年3月期は想定線で着地。収入の構成変化は顧客構成の変化を示唆	01
3. 2018年3月期見通しの達成可能性は十分高い。新製品の販促システムに注目	01
■ 事業の概要	02
1. 沿革と注力事業の変遷	02
2. 事業セグメントの変遷と現在の収益構造	04
■ 業績の動向	05
● 2017年3月期決算の概要	05
■ 成長戦略	07
1. 成長戦略の全体像	07
2. ストック収入の成長戦略	07
3. フロウ収入の成長戦略	09
4. マーケティング収入の成長戦略	11
5. 販促システムの販売	13
■ 今後の見通し	14
■ 株主還元	17
■ 情報セキュリティについて	18

## ■ 要約

### 売上高の中身が着実に変化。 顧客構成と将来の収益性・採算性の改善を示唆

E ストアー <4304> は、e コマース (EC) の総合支援サービス企業。EC のための“仕組み”を ASP サービスで提供するシステム事業からスタートし、現在は顧客企業の収益拡大を支援するコンサルティング・業務運営代行サービスに注力している。今後はさらに販促システムの販売も強化する計画だ。

#### 1. ストック、フロー、マーケティングのそれぞれで収益の「質」の改善に取り組む

同社は EC 支援の単一セグメント企業であるが、売上高はタイプ別にストック (システムの月次利用料)、フロー (顧客売上高の一定割合)、マーケティング (販促のコンサルティング・業務運営代行) の主として 3 つの収入で構成されている。同社はこれらの収入の質を高めて収益基盤の強化に取り組んでいる。具体的には、より大きな規模の企業を顧客化することで 3 つの事業それぞれの収益性を高める方針だ。

#### 2. 2017 年 3 月期は想定線で着地。収入の構成変化は顧客構成の変化を示唆

同社の 2017 年 3 月期決算は、売上高 4,775 百万円 (前期比 2.5% 増)、営業利益 407 百万円 (同 35.2% 減) と想定どおり増収減益決算となった。同社が重視するのは収入タイプの構成で、注力事業のマーケティング収入の拡大を目指している。2017 年 3 月期はマーケティング収入の売上構成比が約 17% に上昇した。またフロー売上高も順調な拡大が続いている。こうした売上高の収入タイプ別構成の変化は、同社が意図するとおりであり、同時に、同社が目指す顧客構成も着実に変化してきていることを示唆している。

#### 3. 2018 年 3 月期見通しの達成可能性は十分高い。新製品の販促システムに注目

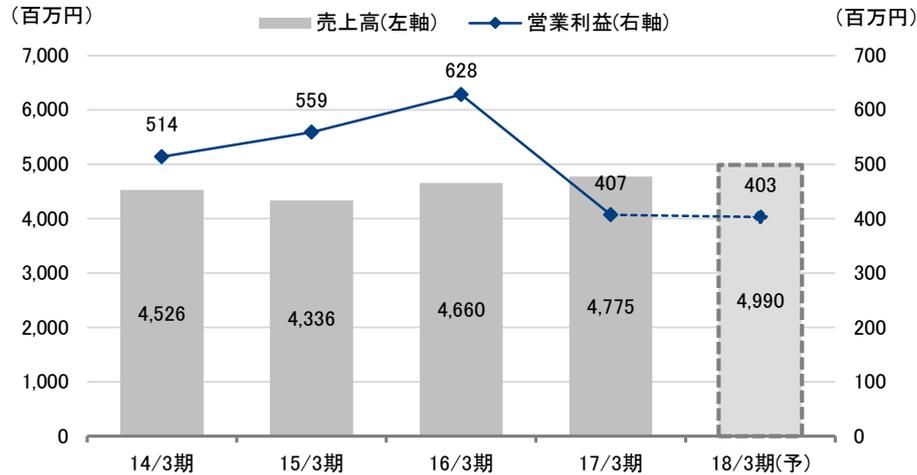
2018 年 3 月期について同社は、売上高 4,990 百万円 (前期比 4.5% 増)、営業利益 403 百万円 (同 1.0% 減) と増収・利益横ばいを予想している。弊社ではこの会社予想の達成可能性は十分高いとみている。ストック収入が前期比 4% 減でとどまり、フロー収入が 6% 増収、マーケティング収入が 1,000 百万円の大台に乗れば売上高は 5,000 百万円を超えてくる計算だ。利益面でも、前述したように顧客構成が大型方向に変化してきており、これは採算性改善につながっていくと期待される。

#### Key Points

- ・ フロー収入は 1 店舗当たりの売上高が着実に改善し、順調な拡大が続く
- ・ マーケティングは人的リソースの拡充を進め、収益は成長が加速するステージに。大型案件も増加基調
- ・ 販促システムの第 1 弾『E ストアーコンペア』を 2017 年 7 月にリリース。第 2 弾以降にも期待

## 要約

## 業績推移(単体ベース)



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 事業の概要

### 7年ごとに注力事業を変遷させ、収益基盤と顧客基盤を着実に強化。目下はマーケティング収入の拡大に注力

#### 1. 沿革と注力事業の変遷

同社は1999年に設立されたのち、大まかに7年ごとにその注力事業を変遷させてきている。設立当初の7年はEC支援システムを構築して顧客基盤を拡大し、ストック収入による経営基盤の確立に注力した。次の7年間はASPサービスを提供する既存顧客を対象に、販売促進・売上高拡大のための支援を提供し、同社は売上高拡大に応じたフロウ収入を上乘せすることに注力した。2012年頃から現在までは、販促支援を販促コンサルティング・業務運営代行の事業に発展させ、新規顧客の獲得に取り組んでいる。以下ではそれぞれのステージごとに詳述する。

## 事業の概要

## Eストアーの沿革と事業展開の変遷

年月	イベント	収入タイプ	事業セグメント
1999年 2月	株式会社イ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	ストック収入	システム事業
1999年 9月	レンタルサーバー「サイトサーバ」提供開始	ストック収入	システム事業
2000年 3月	(株)大阪有線放送社(現(株)USEN)と販売提携	ストック収入	システム事業/OEM 契約
2000年 6月	ソニーコミュニケーションネットワーク(株)(現ソネットエンタテインメント(株))等と販売提携	ストック収入	システム事業/OEM 契約
2004年 7月	(株)テレウェイヴ(現(株)アイフラッグ)と業務資本提携	ストック収入	システム事業/OEM 契約
2005年11月	ヤフー<4689>と業務提携	ストック収入	システム事業/OEM 契約
2005年11月	カカコム<2371>と業務提携	ストック収入	システム事業/OEM 契約
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	ストック収入	システム事業
2006年11月	商品検索サイト「ショッピングフィード」提供開始	フロー収入	システム事業
2011年 6月	プレジジョンマーケティングを連結子会社化	フロー/マーケティング収入	マーケティング事業
2012年 7月	札幌マーケティングファクトリー開設	フロー/マーケティング収入	マーケティング事業
2012年10月	34ジャンルのキュレーターがおすすめするショッピングサイト「park」開設	フロー/マーケティング収入	マーケティング事業
2013年10月	簡単集客サービス「シングルハンド」を提供開始	フロー/マーケティング収入	マーケティング事業
2016年 1月	プレジジョンマーケティング社を非連結子会社化		マーケティング事業
2016年 4月	販促事業の営業部隊強化	マーケティング収入	EC 事業
2016年 8月	ショップサーバが Amazon Pay に対応	フロー収入	EC 事業
2017年 3月	ショップサーバビットコイン決済を標準搭載(12,500店舗に提供)	フロー収入	EC 事業

出所：会社資料よりフィスコ作成

## (1) 1999年～2006年

同社の事業は当初はショッピングカートサービスからスタートした。その後サイトを開設するうえで必要なレンタルサーバーの提供など、ECを行ううえで必要なサービスを逐次追加し、2006年のECを総合的に支援する『ショップサーバ』の提供で、EC支援システムとして現行のサービス体系が完成した。ショップサーバは店舗のWebサイト、ドメイン、メール、決済、受注・顧客の管理などが1つになったASPサービスで、その収益モデルは顧客からASPサービスの利用料を月ぎめで徴収するもので、タイプとしてはいわゆるストック型モデルと言われるものだ。ストック収入は経営基盤を安定させるためには非常に有効であり、顧客ベースが多いほど収入も増大する。同社は様々な企業と業務提携を行いEC支援システムの契約獲得を進めた。

## 事業の概要

**(2) 2006年～2012年**

こうしたASPサービスの提供によるEC支援システム事業（同社のセグメント名は“システム事業”）は設立当初の数年間の同社の成長を支え、今も顧客のベースを作る重要な事業であるが、同時にまた、参入企業が多く競争が激しいため、レッドオーシャン市場となることが予見されていた。経営上もシステム投資に要する費用と個々の顧客からの収入のバランスが悪いケースも数多く存在した。これは過去の業務提携で獲得した顧客（同社内でOEM契約と呼称するもの）が該当した。同社はシステム事業のこうした問題点に対して早期に対応し、システム構築が一段落した後は顧客企業の売上高拡大を支援し、顧客から決済代行手数料などの名目で（Eストアーのショップサーブ上の店舗サイトを経由した）売上高の一定割合を徴収する収入の拡大に乗り出した。これはシステム事業における同じ顧客からの収益ではあるが、ストック型のシステムの月次利用料とは性格が異なる。同社は売上高に応じて変動する性格に着目しこの収入をフロー型収入として、ストック収入とは分けて管理してきた。

**(3) 2012年～現在**

既存顧客の売上高は順調に拡大し、同社の売上高に占めるフロー収入の構成比も順調に伸長している。そうしたなか同社は、更なる収益拡大を目指して、顧客の売上高増大をもたらす販促支援のノウハウを、もっと幅広い顧客層に販売すべく、新たに「マーケティング事業」を立ち上げた。マーケティング事業のポイントは、1) 販促支援のノウハウや施策を“商品化”し、コンサルティングや業務運営代行に伴うフィーを得るようにしたこと、2) このサービスを既存客以外にも外販することにしたこと、の2つだ。マーケティング事業の内容は、コンサルティング・業務運営代行を行う「販促事業」と、ECショッピングモール『PARK』を運営する「メディア事業」の2つがある。このうち、販促事業は同社が最も注力する事業領域であり、現在では、(狭義の) マーケティング事業へと名を変えている。一方、メディア事業についてはAmazonなど強力なライバルが存在することや一定の目的を果たしことから非注力事業と位置付けている。

## EC事業の単一セグメントのもと、4つの収入タイプ別に事業を管理

### 2. 事業セグメントの変遷と現在の収益構造

前述のような事業の注力分野の変遷を反映して同社の事業セグメントや情報開示の在り方も変化してきている。

2017年3月期から同社は、システム事業とマーケティング事業とに区分することをやめ、「EC事業」の単一セグメントへと変更した。同社がこうした変更になった理由は、従来の2つの事業が顧客の売上高増大を支援するという目的において同一であり、両者を区別することの意義が薄れたためだ。

従来の2セグメント制においても、システム事業ではシステムの月次利用料を中心とするストック収入と、売上高の一定率をから成るフロー収入とに分けて管理及び開示をしていた。またマーケティング事業においては、コンサルティング・業務運営代行業を主体とする販促事業と、ECショッピングモール『PARK』の運営のメディア事業とに分かれていた。そこで同社は単一セグメントへ移行後も、売上高を収入タイプ別に「ストック」「フロー」「マーケティング」及び「メディア」の4分野の内訳を開示している。「マーケティング」は従来区分における「販促事業」に相当し、販促事業から名称変更されたものだ。

## 事業の概要

## 事業セグメントの変更

売上高合計		売上高合計	
システム事業	ストック収入	E	ストック収入
	フロー収入	C	フロー
マーケティング事業		事業	マーケティング(旧・販促事業)収入
販促事業			メディア収入
メディア事業			

出所：会社資料よりフィスコ作成

弊社ではこの判断は非常に合理的であると考えている。同社の事業目的は顧客企業の売上増大を実現することだ。その事業目的をどのように実現するかという事業戦略を構築するうえで、また、投資家が同社の事業戦略を理解するうえで、いずれの見地からも従来の2つの事業セグメントよりも4つの収入タイプ別でアプローチするほうが合理的だと弊社では考えている。また、収入タイプ別4分野の区分は従来から一貫しており、数値の連関性も保たれているため、情報開示においても決して後退はしていない。

## 業績の動向

### 2017年3月期は増収減益で同社の想定線で着地。 売上高の中身が同社の狙いどおりに変わりつつある

#### ● 2017年3月期決算の概要

同社の2017年3月期決算は、売上高4,775百万円（前期比2.5%増）、営業利益407百万円（同35.2%減）、経常利益401百万円（同36.1%減）、当期純利益285百万円（同32.1%減）と、増収減益で着地した。

事前予想との対比では、売上高は5.1%（256百万円）の未達となったものの、営業利益以下は計画に対して大幅に上振れての着地となった。

#### 2017年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/3期		17/3期		
	通期	通期(予)	通期	前期比	予想比
売上高	4,660	5,032	4,775	2.5%	-5.1%
営業利益	628	331	407	-35.2%	23.1%
売上高営業利益率	13.5%	6.6%	8.5%	-	-
経常利益	628	331	401	-36.1%	21.4%
当期純利益	420	229	285	-32.1%	24.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績の動向

同社の2017年3月期決算について弊社では、プラス、マイナス両面があるものの、全体としては同社の経営が目指す方向性に沿った内容だったとポジティブに評価している。

売上高の収入タイプ別内訳を見ると、同社が伸ばしたいフロウとマーケティングが順調に拡大する一方、減収を想定していたストックとメディアは想定どおりに減収となった。このように売上高の中身は同社の意図したとおりに変化が進んでいる(詳細は成長戦略の項で詳述)。一方、売上高の実額が計画に対して下振れたことはネガティブなポイントと言える。しかしこれは、営業利益以下が計画を上回ったことと密接に関連しているという側面がある。

## 売上高の収入タイプ別内訳

(単位：百万円)

	15/3 期 通期実績	16/3 期 通期実績	17/3 期			
			通期実績	前期比増減	前期比伸び率	構成比
売上高合計	4,336	4,660	4,775	115	2.5%	100.0%
ストック	2,112	2,060	1,967	-80	-3.9%	41.2%
フロウ	1,737	1,915	1,967	52	2.7%	41.2%
マーケティング	350	582	787	192	32.3%	16.5%
メディア	136	103	53	-49	-47.6%	1.1%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

利益について、同社は当初から減益を計画していた。理由はマーケティングの事業拡大に向けて人材の積極投資を敢行中であるためだ。当初は人件費の発生が先行し、売上高拡大という形での投資回収にはタイムラグが避けられないため“先行投資”となるが、それを甘受しないと前進がないという割り切りだ。

2017年3月期はこの人材採用が計画を下回ったもようだ。そのため人件費を中心に費用が想定を下回った結果、利益は計画を上回った。一方売上高の面でも、人的リソースの不足のためにマーケティングの需要の取り込みが想定を下回り、売上高の計画比未達につながったと弊社では推定している。前述のようにマーケティングの売上高は前期比 32.3% 増の 787 百万円と順調に伸長したが、同社の本音としては一気に 1,000 百万円の大台を狙っていたものと弊社ではみている。現実にはそう期待するだけの潜在的ニーズがあるためだ。

## ■ 成長戦略

### ストック、フロウ、マーケティングのそれぞれで 収益の「質」の改善に取り組む

#### 1. 成長戦略の全体像

前述のように、同社の収益は現状、ストック、フロウ、マーケティング及びメディアの4つ収入タイプで構成されている。このうち非注力分野であるメディアを除く3つの分野と後述する次代の注力事業の収益拡大により中長期の成長を追求することになる。

同社の成長戦略におけるキーワードは、“質”の改善だ。質とは第1義的には顧客の質であり、具体的には顧客の規模やタイプ、属性といった観点で、同社の収益性改善につながるような顧客へのシフトを追求するということだ。これは当初はストック収入、フロウ収入の質的改善を目指して導入された考え方だが、現在ではマーケティング収入の拡大においてもこの“質”という視点が表面的な契約数や売上高の数値以上に重要視されている。

同社が人材獲得を中心とした“先行投資”に取り組んでから既に3年ほど経過している。この先行投資の回収は売上高の増収によることになるが、この間の増収額は目を見張るほどのようなものとはなっていない。ここに、同社が表面の業績よりも顧客の質、ひいては自社の収益の質を上げて、収益基盤をしっかりと固めようという同社のスタンスが良く表れていると弊社では考えている。

一方、前述のように同社は、おおむね7年ごとに注力分野を変えて成長を重ねてきた。現状は2012年ころからスタートしたマーケティング（コンサルティング・業務運営代行）への注力期間の終盤に当たる。マーケティングからの収入の当面の目標である“全社売上高の4分の1”という収入規模は既に視野に入ってきており、2018年ころからは次の注力分野へと徐々に重心が移る見通しだ。この次の注力分野が何かは既に明らかになっている。それは「販促システム」の販売だ。

以下では同社の収益を構成する既存の3分野と将来の注力分野である販促システムについて詳述する。

### ストック収入は下落トレンドから底打ちして 上昇トレンドへ転換が視野に

#### 2. ストック収入の成長戦略

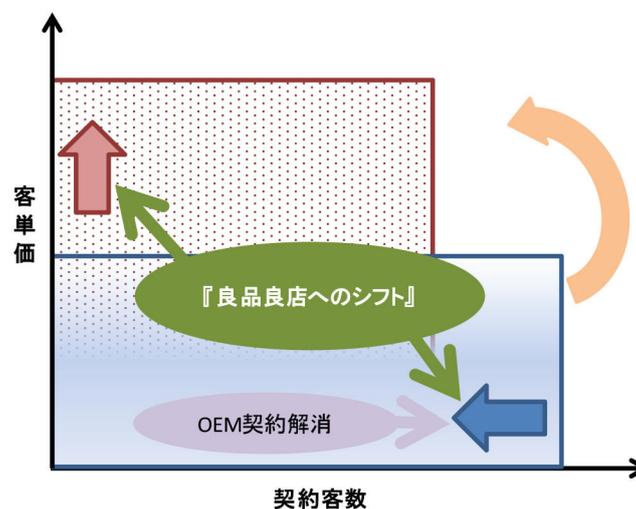
ストック収入は前述のように同社が提供するEC支援のASPサービスであるショップサーブの月次利用料収入だ。ストック収入について同社はここ数年、構造改革に取り組んできた。

## 成長戦略

最初のステップは、ショップサーブの契約顧客の中で、低収益となっている OEM 契約の解消だ。これは同社の草創期において外部の企業と業務提携を結び、それらを通じて獲得した顧客契約のことだ。同社と顧客の間に提携先企業を挟むため、同社にとっては収入と費用のバランスが取れていなかった。同社はこれら OEM 契約の積極的解消に努め、2014年3月期中にすべて解消した。

第2のステップは現在取り組んでいるもので、顧客単価の引き上げだ。言わば、プラス方向への改革とすることができる。具体的には、“良品良店へのシフト”をスローガンに掲げ、新規顧客獲得において、競争力のある商品を扱う店舗や、収益成長性の高い店舗、あるいは、売上規模が大きく、高い月額利用単価が見込める中堅企業などに重点を置くことを徹底している。

システム事業・ストック収入に対する構造改革のイメージ図



出所：会社資料よりフィスコ作成

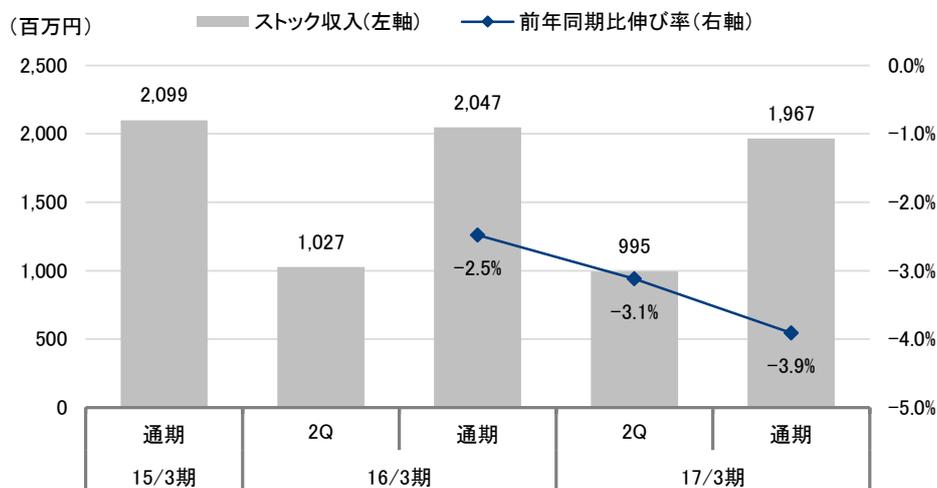
こうした構造改革の取り組みの結果、契約店舗数は減少基調をたどっている。全契約数は、2013年3月期末の時点で28,865件だった（ピークは2010年3月期末の48,333件）が、過去4年間で41.0%減少し、2017年3月末には17,018件となった。過去4年間、あるいはピークからの減少幅が大きすぎる印象を抱くかもしれないが、これは収益にはむしろプラスだ。前述の OEM 契約の占める割合が大きいためだ。

一方、同社の収益においてより重要なのは直販のショップサーブの契約だ。こちらでも前述の“良品良店へのシフト”の一環で減少基調をたどっている。契約顧客数の一定割合は解約していくが、解約数に対して（厳選された）新規顧客数が少ないためだ。ただ、ショップサーブの減少ペースは全契約ベースと比べれば緩やかだ。ショップサーブ契約数のピークは2014年3月期第2四半期末の14,489件だ。2017年3月末の契約件数は11,590件で、この間20.0%減少した。同社は、注力事業のショップサーブの契約件数について、構造改革の過程で契約件数1万店割れも想定しているが、足元の動きからはそこまで落ち込むことなく契約数がボトムアウトする可能性があるとしている。

## 成長戦略

ストック収入における構造改革のポイントは、契約顧客の質の改善であり、ストック収入を減らすことではない。顧客の質的構成が同社の想定どおりになり、かつ、ストック収入が成長軌道に戻って初めて改革が目的を果たしということが出来るだろう。2017年3月期の実績を見ると、契約件数はショッピングサブが1年前から8.0%減少し、全契約数も同じく8.9%減少となったが、ストック収入は1,967百万円で前期比3.9%の減少にとどまった。これは同社が目指す良品良店シフトが順調に進捗し、同社の目指す構造改革が順調に進捗している1つの証左と弊社では評価している。

## ストック収入の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

最大の関心事は、ストック収入がいつから増収に転じるかだ。前述の様に、契約件数の減少幅に比べてストック収入の落ち込み幅の方が小さい状態が続いている。新規契約企業の収益規模は既存客に比較して明確に大きい。ストック収入は月間のシステム利用料であるため、企業規模に比例して大きくことなるということはないが、オプション契約などで単価が高めという傾向にはある。2018年3月の契約件数の低下がさらに鈍化してくれば、2019年3月期にはストック収入がプラスに転じる可能性は十分にあると弊社ではみている。

## 1 店舗当たりの売上高が着実に改善し、フロー収入は順調な拡大が続く

### 3. フロー収入の成長戦略

フロー収入はASPサービスのショッピングサブを経由する売上高の一定割合を決済代行手数料の形で同社が受け取るもので、顧客はショッピングサブ契約者という意味ではストック収入と同じだ。同社が進めるストック収入の構造改革とフロー収入の成長戦略は表裏一体の関係にある。

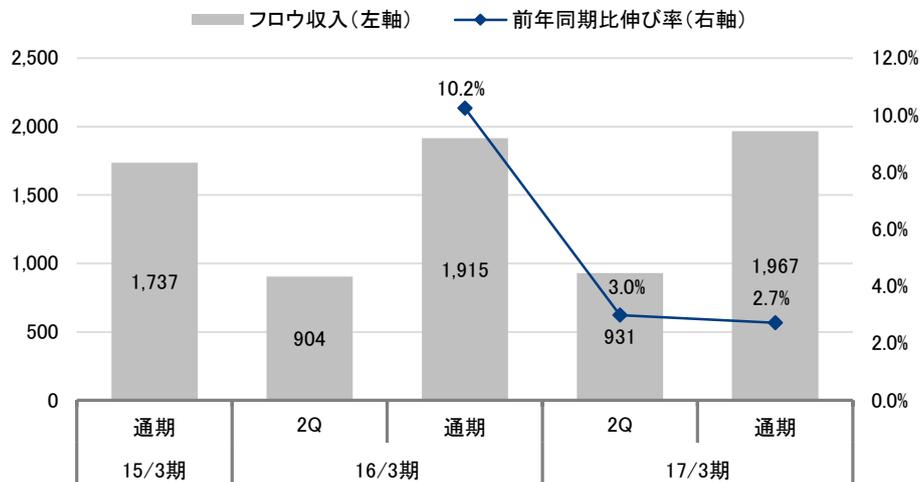
成長戦略

フロウ収入は売上高の一定割合であるから、顧客企業の売上高を拡大させることが収入の増加につながる。そのアプローチはいくつか考えられるが同社が取り組んでいるのは、1) 既存の顧客のマーケティングを支援し、売上高増大を実現すること、2) 顧客企業の構成を変えて売上高の大きい企業の割合を増やすことの2点だ。具体的には、1) については、ショップサーブの既存契約企業を同社が注力するマーケティング（販促のコンサルティング、業務運営代行）の顧客として契約し、その成果として売上高が拡大するケースだ。一方、2) はストック収入の構造改革である“良品良店シフト”の推進で、ショップサーブ契約企業における企業規模別構成変化だ。これが順調に進捗しているのは前述のとおりだ。

同社のこれらの施策が奏功して、顧客の1店舗当たりの売上高は順調に拡大している。2017年3月期通期の顧客店舗当たり売上高は、ショップサーブ契約企業が692万円で、前期の632万円から9.5%増加した。この要因分析として、前述の1)と2)のどちらの要因が大きいかは明らかにされていないが、弊社では良品良店シフトを過去数年にわたり進めてきていることから考えて、2)の効果が現状では大きいのではないかと推測している。前述の1)と2)の2つの施策は選択的関係にあるのではないため、今後、2つの要因が相まって顧客店舗当たり売上高の拡大が加速する状況が望まれる。

顧客店舗当たり売上高の順調な拡大を反映し、同社のフロー売上高も右肩上がりを続けている。

フロー収入の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 人的リソースの拡充を進め、 収益は成長が加速するステージに。大型案件も増加基調

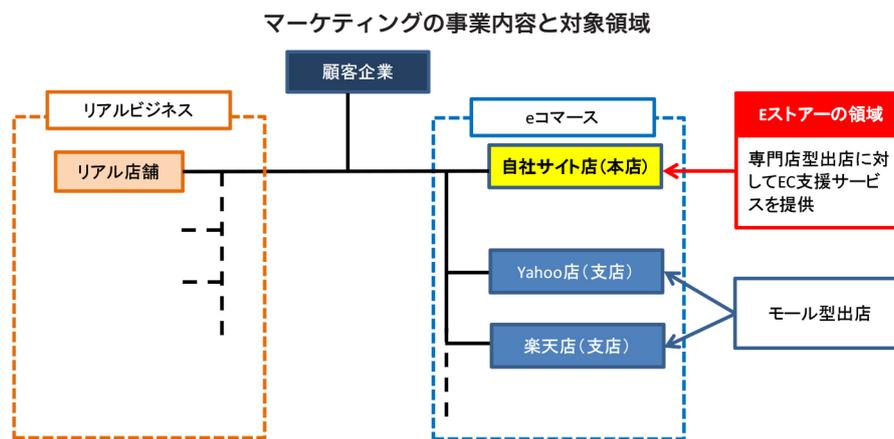
### 4. マーケティング収入の成長戦略

#### (1) 事業の概要

マーケティング収入は販売促進・売上高拡大のためのコンサルティングや業務運営代行という役務提供に対する対価としての収入だ。

マーケティングの事業領域を見ると、ECに進出したほとんどの企業は、EC店舗を自社サイト（本店サイト）に加え、Amazon、楽天<4755>、Yahoo!などに支店を出店しているケースが多い。ショッピングモールに出店した店舗の集客はモール自体の集客力に大きく左右される。それに対して自社サイトは、自助努力で集客しなければならないが支店に比べて採算性は高い（ショッピングモールへの支払いがないため）という特徴がある。同社は本店サイトの集客・売上アップを目指したマーケティング支援サービスを提供している。

また、逆説的ではあるが、自社サイトにしっかり投資できる企業はある程度の規模と体力を持った企業ということもできるだろう。とりあえず低コストでECを始めようとするならショッピングモールに出店するほうが簡単・低コストであり、中小事業者の多くはそれを選択していると考えられるためだ。自社サイトの販促支援を業務とする同社のマーケティングは、顧客企業の規模の面で、これまでのASPサービスであるシップサーブの提供という事業モデルに比べて格段に大きいことを想定しているが、前述した現状から、同社の狙いは現実的なものと評価できるだろう。



出所：会社資料よりフィスコ作成

同社はコンサルティングや業務運営代行サービスを新規顧客はもちろん、ショップサーブ契約をしている既存顧客にも販売している。企業規模の違いから契約金額にも大きな差があるが、一方で既存客は小回りが利き意思決定が速いため、契約件数では新規客を上回っていると弊社では推測している。収入モデルにおいて、既存客の場合はマーケティング収入（役務提供の対価）に加えて、売上高に対する一定割合、すなわちフロウ収入が得られる点も魅力的だと弊社では考えている。

**マーケティングの販売戦略**

	ショップサブ契約を有する既存客	新規顧客
対象顧客	個人商店、草創期の企業でeコマースを行うところ 年商数百万円～数億円	特定の専門商材を扱い、eコマースを行っている企業 年商数億円～数百億円
営業主体	システム事業の営業チーム	専門チーム
業務内容	EC運営のASPサービス「ショップサブ」の顧客に、マーケティング支援サービスを重ね売り	中堅から大手企業を対象に、ECの本店サイトでの集客増・販売増を目指して調査・分析、制作代行、運営代行などのマーケティング支援サービスを提供
収入モデル	役務提供フィー、売上高の一定割合	役務提供フィー

出所：会社資料よりフィスコ作成

### (2) Eストアーの強み

マーケティングの事業モデルは人的パワーに依存する面が大きい労働集約型であり、体制強化・キャパシティ増強とは人材獲得にほかならない。同社はここ数年、コンサルティングや業務運営代行の業務を遂行できる人材の獲得に注力してきた。同社がここ数年行ってきた“利益を犠牲にしての先行投資”は主としてこの領域での積極的人材採用とそれに伴う人件費の増加を意味している

販促のコンサルティングや業務運営代行において同社が強みを発揮できる理由は大きく2つあると弊社では考えている。1つは同社が創業以来蓄積してきたECにおける売上拡大の治験とノウハウだ。累計5万社以上を抱え、そこから得られたデータやノウハウは同社の強みを形成するには十分だと思われる。

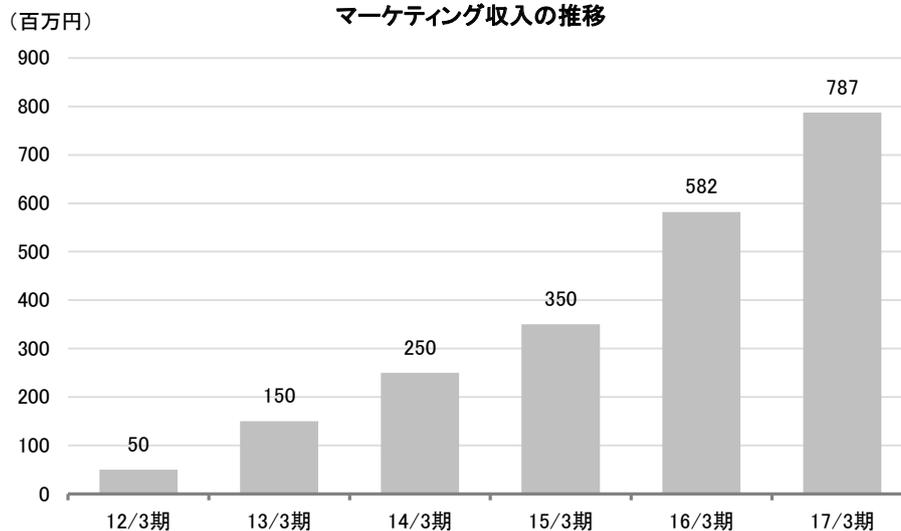
もう1つは同社がEC支援に特化している点だ。EC支援を標榜する企業は多いがそのほとんどは広告代理店、メディア、SEO対策などのオリジン（出自）があり、EC支援においても自社の得意領域でのソリューションを提案するケースが多い。同社はそのいずれでもなくECを総合して支援できるため、顧客優先の姿勢を貫くことができる。同社にとっては、広告、SEO、メディアなどはいずれも売上高拡大のための手段に過ぎない。ゆえに常にベストの手段・手法を顧客に提案できる。これがEC売上拡大という実績につながり、顧客の信頼を獲得し、収益成長に反映されるという流れを作っていると弊社ではみている。

### (3) マーケティングの収益状況

前述のようにマーケティング収入の拡大は人的資源の拡大に制約を受けるという側面がある。ただ、その人材の採用ペースは計画に対して遅れている状況が続いているようだ。しかし、着実な人材の増強を反映し、マーケティング収入が着実に右肩上がりて推移しており、ここ1、2年はマーケティング収入の拡大ペースが加速しつつある。

2017年3月期のマーケティング収入は前期比32.3%増の787百万円に達した。同社の販促支援サービスに対する需要は強く、1件当たり数百万円～1,000万円超の契約も数が増えつつある。この傾向は年を追って強まってきている模様で、今後は、契約件数の増加による成長と、大型契約の割合の増加による成長の2つの軸によるマーケティング収入の拡大が期待できると弊社ではみている。

成長戦略



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

マーケティング収入自体は順調な拡大を続けているが、考慮すべきは利益面、すなわち、収益性だ。ストック収入とフロウ収入はともに、固定費をカバーするだけの売上高を確保できれば、そこから上の売上高については利益率が急速に改善する費用構造となっている。それに対してマーケティング収入は、収入獲得のためには人的資源の投入が不可欠であり、利益率が上がりにくい費用構造となっている。

この点に対する改善策の1つとして考えられるのは、前述した大型契約の増加、換言すれば受注単価の上昇だ。顧客企業の販売動向の調査・分析、それに基づいた販促のコンサルティング、あるいは業務運営の代行といったマーケティングの実務作業は、顧客企業の売上規模の大小によってはあまり左右されない。それゆえ同社が提供する販促のための各種サービスを幅広く購入・契約してくれる比較的規模の大きい顧客の獲得が望ましいと言える。

## 販促システムの第1弾『Eストアーコンペア』を7月にリリース

### 5. 販促システムの販売

同社の次代の注力分野は販促支援のためのシステムの販売となるとみられる。同社は2017年7月に、販売促進システム『Eストアーコンペア』を発売した。これは同一URLで2つのECサイトを交互表示し、コンバージョン率(CVR)の測定や顧客生涯価値(LTV)の検証などを行い、どちらのECサイトが高効率かを判断するツールだ。

同社はこうした販促支援のためのシステムを、逐次リリースしていく方針だ。販促システムは既存の客のみならず広く一般に外販していくとみられる。“販売促進”がカバーする領域は幅が広く、マーケティングオートメーション(MA)といった新しいツールが注目を集めるなど、ビジネスチャンスが拡大しつつある市場であるのは間違いない。ECにおける顧客支援で豊富なノウハウを持つ同社が今後どのような販促システムを開発し市場に投入していくのか注目したい。

## ■ 今後の見通し

### 収入の構成変化は顧客構成の変化を示唆。 今通期の会社予想の達成は充分視野に入った

2018年3月期について同社は、売上高4,990百万円（前期比4.5%増）、営業利益403百万円（同1.0%減）、経常利益397百万円（同1.1%減）、当期純利益274百万円（同3.8%減）と、増収ながら微減益を予想している。

2017年8月9日に発表された2018年3月期第1四半期決算は、売上高1,218百万円（前年同期比5.5%増）、営業利益108百万円（同10.6%減）、経常利益106百万円（同11.3%減）、当期純利益71百万円（同12.2%減）と増収減益となり、通期予想の線での着地となった。

#### 2018年3月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	17/3期				18/3期		
	1Q実績	通期	1Q実績	前期比	進捗率	通期(予)	
売上高	1,154	4,775	1,218	5.5%	24.4%	4,990	4.5%
営業利益	121	407	108	-10.6%	26.9%	403	-1.0%
売上高営業利益率	10.5%	8.5%	8.9%	-	-	8.1%	-
経常利益	119	401	106	-11.3%	26.8%	397	-1.1%
当期純利益	82	285	71	-12.2%	26.3%	274	-3.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

前述のように、同社はマーケティング収入の拡大に注力している。一方で現状は過渡期にあるストック収入については、一時的な収益の減少を甘受しているという状況だ。今第1四半期を見ると、同社のそうした狙いどおりに各収入が推移している。

今第1四半期のマーケティング収入は前年同期比41.8%増の238百万円に達した。契約数の増加に加え、大型案件の構成比が順調に上昇していることが背景にあるとみられる。2018年3月期通期では1,000百万円に大台乗せが充分視野に入ったと弊社ではみている。

フロウ収入の今第1四半期の売上高は、前年同期比5.7%増の494百万円と、2017年3月期通期の伸び率2.7%から加速した。こちらも“良品店シフト”による顧客構成の変化と、既存客における売上高の成長との2つの要因から順調に成長が続いている。通期ベースでも5%前後の成長を達成することは充分可能と弊社ではみている。

ストック収入は前年同期比4.9%減の476百万円で着地した。2017年3月末のショッピングサブ契約数が1年前に比較して8.0%減少したことに照らせば、4.9%の減収は当然のことであり、懸念には当たらないと弊社ではみている。

今後の見通し

## 売上高の収入タイプ別内訳

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期		18/3 期	
	通期実績	通期実績	1Q 実績	通期実績	1Q 実績	前年同期比 伸び率
売上高合計	4,336	4,660	1,154	4,775	1,218	5.5%
ストック	2,112	2,060	500	1,967	476	-4.9%
フロー	1,737	1,915	467	1,967	494	5.7%
マーケティング	350	582	168	787	238	41.8%
メディア	136	103	18	53	8	-49.8%

出所：決算説明資料、決算短信よりフィスコ作成

前述の3つの収入タイプ別動向に加え、今期は販促システムの販売状況も大きな注目点だ。7月の第1弾のEストアーコンパアに続き、下半期にも新製品を投入するとみられ、将来的な成長ポテンシャルを見極めたいと考えている。

2018年3月期の会社の期初予想について、弊社では十分達成可能とみている。ストック収入が前期比4%減でとどまり、フロー収入が6%増収、マーケティング収入が1,000百万円の大台に乗れば売上高は5,000百万円を超えてくる計算だ。利益面でも、収入タイプ別内訳の構成比変化は第1四半期も着実に続いている。これは顧客構成が同社の意図するように着実に大型化してきていることを示唆しており、今後、採算性は着実に改善してくると期待される。

## 簡略化損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	
	通期	通期	通期	通期	1Q 実績	通期(予)
売上高	4,526	4,336	4,660	4,775	1,218	4,990
前期比	0.7%	-4.2%	7.5%	2.5%	5.5%	4.5%
売上総利益	1,728	1,649	1,769	1,548	351	-
売上高売上総利益率	38.2%	38.0%	38.0%	32.4%	28.9%	-
販管費	1,214	1,090	1,140	1,141	243	-
売上高販管費率	26.8%	25.1%	24.5%	23.9%	20.0%	-
営業利益	514	559	628	407	108	403
前期比	-15.3%	8.7%	12.5%	-35.2%	-10.6%	-1.0%
売上高営業利益率	11.4%	12.9%	13.5%	8.5%	8.9%	8.1%
経常利益	516	562	628	401	106	397
前期比	-17.0%	8.9%	11.9%	-36.1%	-11.3%	-1.1%
当期純利益	314	330	420	285	71	274
前期比	-17.4%	5.0%	27.3%	-32.1%	-12.2%	-3.8%
分割調整後 EPS(円)	47.56	55.27	78.66	55.32	13.94	53.09
分割調整後 BPS(円)	162.04	197.18	196.74	227.30	-	-
分割調整後配当(円)	15.50	17.00	24.00	24.00	-	未定

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

## 単体ベース貸借対照表

(単位：百万円)

	13/3 期 通期	14/3 期 通期	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期 通期
流動資産	3,395	2,562	2,797	3,058	3,012
現預金	2,737	1,910	2,155	2,385	2,312
売掛金	517	544	528	553	575
固定資産	691	589	511	447	480
有形固定資産	197	159	100	82	129
無形固定資産	268	207	116	108	103
投資その他の資産	225	223	293	256	247
資産合計	4,087	3,152	3,308	3,505	3,492
流動負債	1,991	2,036	2,098	2,471	2,296
買掛金	169	178	180	173	190
短期借入金等	-	100	100	324	-
預り金	1,385	1,392	1,393	1,559	1,740
固定負債	11	136	40	18	22
長期借入金	-	124	24	-	-
株主資本	2,078	978	1,162	1,012	1,173
資本金	523	523	523	523	523
資本剰余金	539	539	539	539	539
利益剰余金	2,007	2,203	2,439	2,759	2,921
自己株式	-991	-2,287	-2,339	-2,810	-2,810
評価・換算差額等	3	0	6	3	-0
新株予約権	2	0	0	-	0
純資産合計	2,084	978	1,170	1,015	1,173
負債・純資産合計	4,087	3,152	3,308	3,505	3,492

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 株主還元

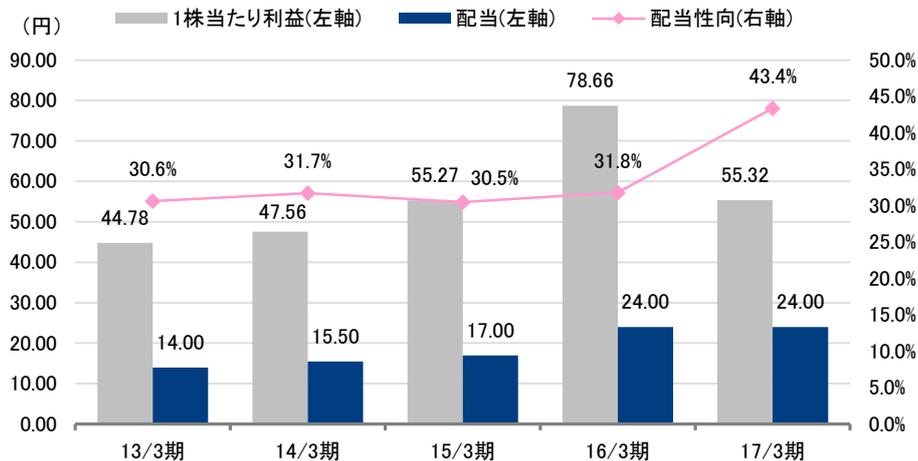
### 「3者で山分け」という基本理念のもと、 2017年3月期は24円配を実施

同社は株主還元について、配当によることを基本とし、業績、財政状態、成長のための内部留保などを総合的に勘案して配分を行っている。公約配当性向は設定していないが、利益配分の考え方の根底には「株主、顧客、社員の3者で山分け」という基本理念がある。過去においても、この基本理念に基づいて配当額を決定してきた実績がある。

2017年3月期は前期比横ばいの24円配（期末のみ）を実施した。配当性向は43.4%となり、ここ数年続いた30%台前半の配当性向よりは高くなった。当期純利益が前期比32.1%の減益となったものの、成長回帰に向けた先行投資期間の減益ということで配当の安定性を重視したものとみられる。

2018年3月期について同社は、配当予想を未定としている。例年期初時点では未定としており、今期も業績動向を見定めながら配当についても決定・見通し公表をしていくとみられる。期初における2018年3月期の当期利益予想は274百万円（前期比3.8%減）と横ばい圏であるため、配当もまた前期比横ばい圏というのが考え方のベースとなってくるだろう。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移(単独決算ベース)



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 情報セキュリティについて

### 定期的に外部チェックを受けるほか、 カード決済については PCI DSS の認定を取得済み

同社は EC 支援のための各種システムについては自社開発を基本としており、その際にはセキュリティ度の高いシステムを構築することを常に意識している。一方で、年に1度のペースで外部に委託して、自社のシステムのセキュリティ度について、第三者の目を通してチェックする体制を敷いている。

同社はまた、EC 支援の ASP サービスにおいて、カード決済のサービスも提供している。このサービスでは同社は収納代行業者として機能するため、消費者のカード情報を保有することになる。この点でのセキュリティを確保するため同社は、国際カードブランド 5 社が共同で設立した PCI SSC によって運用管理されているグローバルセキュリティ基準「PCI DSS」を達成し、その認定を取得済みである（日本における PCI DSS の運用団体である日本カード情報セキュリティ協議会の会員となっている）。

#### 重要事項（ディスクレーマー）

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、企業との電話取材等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・加工することは堅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・譲渡することは堅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いたします。

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