

Eストアー (東証STD・4304)

EC支援のパイオニア。 DX（デジタルトランスフォーメーション）の波は大きなビジネスチャンスであり、飛躍が期待される。

ケイ・アセット代表 CEO
マーケットアナリスト
平野 憲一

会社概要

所在地	東京都港区虎ノ門
代表者	代表取締役 CEO 石村 賢一 代表取締役 社長 COO 柳田 要一
設立年月	1999年
資本金	768百万円
上場日	2001年9月19日
URL	https://estore.co.jp/
業種	情報・通信業

株価DATA (12月19日終値)

株 価	1,407
発行済株式数	5,636,636株
時価総額	7,931百万円
予想配当	50.0円
予想PER	8.8倍
実績PBR	2.8倍

要約 (Executive Summary)

- * Eストアーグループは、企業のEC支援を行っている。「自社EC支援」のパイオニアでありトップ企業である。同グループは、事業持株会社のEストアーと連結子会社4社で構成されており、ECサイトの構築・運営から、マーケティングサポート、決済サービスまでワンストップで提供できることが強み。
- * 創業来、EC市場の「ショッピングモール」ではなく「（企業の）自社本店EC」のサポートをしており、自社本店EC構築の市場シェア25%を有し、トップシェアを誇る。変化の激しいIT業界で、常にその変化を予測し、タイムリーなサービスを提供することで成長してきた。デジタル化が急速に進む現在、DX競争に勝ち抜くべく「高度 & 総合」をキーワードに、積極的なM&A・業務提携を行っている。今期は株式会社志風音（現SHIFFON）を子会社化し、既存のサービスに加え、ハンズオンインキューベーション（HOI）事業をスタートさせた。
- * 直近2023.3月期第2四半期の業績は、売上高28.5億円（前年同期比0.3%増）、営業利益2.5億円（同54.3%減）となった。利益が大幅に減少したのは、新機能の開発等の先行投資を積極化していることに加え、大型プロジェクトにおける開発コストが高んだことやM&A費用など一過性のコストが発生したためである。下期はクリスマス・年末年始などのギフトシーズンがあり、例年EC消費が増加する傾向にあることに加え、新規子会社SHIFFONが寄与するので業績は大幅に伸びる見込み。
- * コロナ禍の外出規制を機にEC市場は拡大した。その後もEC消費は堅調で、企業のDX投資意欲も旺盛である。EC市場は今後も拡大していくことは明白で、事業環境は良好である。しかしながら、競争激化も予想される。凄まじいスピードで変化する市場の流れを読み取り、グループのシナジーを最大限に活かせるマーケットで、サービスのラインナップを拡充し、DX化の波に乗り大きな成長を目指す。中期経営計画の最終年度である2025.3月期には、売上高101億円、営業利益21億円を見込んでいる。
- * ユニファイドコマースを勝ち抜くための「シンDX」とも言える「顧客に必要なECソリューション（システム・マーケティング・決済）を一括提供」して、顧客の利益を増加させる「自社本店EC」支援事業を展開する当社は2023年の出世株として期待される。

概要／沿革

■ 概要

企業の自社ECサイトの支援を生業としている。2022年11月現在、同グループは事業持株会社であるEストアと連結子会社4社で構成されている。提供するサービスは、(1) ECシステム、(2) 決済サービス、(3) マーケティングサービス。顧客の自社ECの競争力を高めるためのサービスをワンストップで提供できることを強みとする。今期は蓄積したノウハウを「支援する」ためだけでなく、「自社事業」とすることを目指し、ハンズオンインキュベーション (HOI) 事業を立ち上げている。

Eストアグループ



中型ECシステム

commerce21

大型ECシステム
(持分100%)

WCA INC.

マーケティング
(持分100%)

Irvine
Systems
システム開発
(持分100%)

SHIFFON

アパレル商品企画
・製造・販売
(持分50%)

EC支援

HOI

■ 沿革

1999年2月、現代表取締役CEOの石村賢一氏が、「専門店WEBショップ」の支援を目的に創業した。当時はEC創世記で、ECのショッピングモールは楽天とNTT関連企業の2社のみ、自社ECの支援企業は当社だけという時代である。自社EC支援のパイオニアで、今やどのECサイトにもあるショッピングカートを日本で最初に提供したのは当社である。IT社会の変化は激しく、技術・サービスはすぐにレッド・オーシャンとなる。当社はつねにその変化を的確にとらえ、レンタルサーバーの提供、マーケティングサポートと、ほぼ7年スパンで主力サービスを変化させてきた。数々の資本・業務提携を繰り返し、2019年まではEストア1社で、システム・マーケティング・決済の3サービスを提供してきた。しかしながら、社会が劇的に変化するパラダイムシフト時代に自らも変化すべく、2020年のコマースニジュウイチ（以下C21）を皮切りに、ウェブクルーエージェンシー（以下WCA）、アーヴァイン・システムズと立て続けにM&Aを行っている。これらにより、ECの構築・運営から決済、マーケティングまでECサイトのサポートをグループで一貫して行える体制を整えた。さらに、2022年8月にはアパレル事業者のSHIFFONを連結子会社化し、ハンズオンインキュベーション (HOI) 事業を立ち上げている。

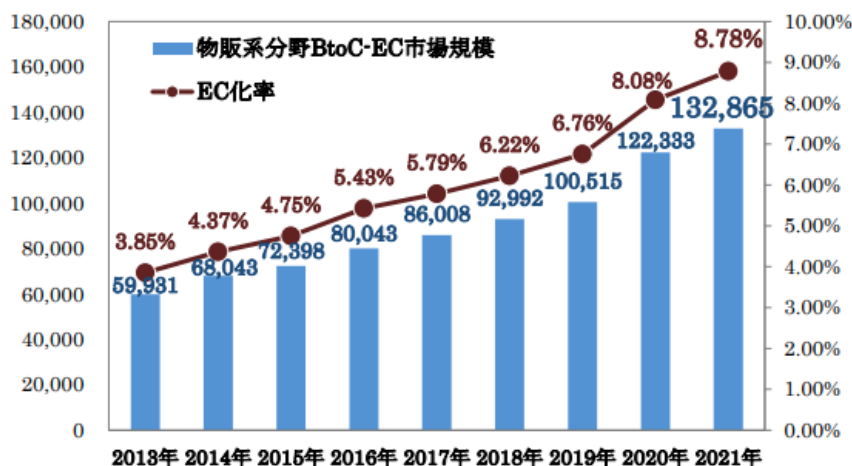
事業環境

経済産業省の統計によると、2021年の物販系分野のB2C-EC市場規模は13.3兆円で、前年から1.5兆円増加し、EC化率も8.78%と0.7ポイント増加した。新型コロナウイルス感染拡大による巣ごもり需要の高まりでEC市場が大きく拡大した2020年に比べると、伸び率はやや落ちるものの、EC化率は増加しておりEC消費は定着したとみられる。

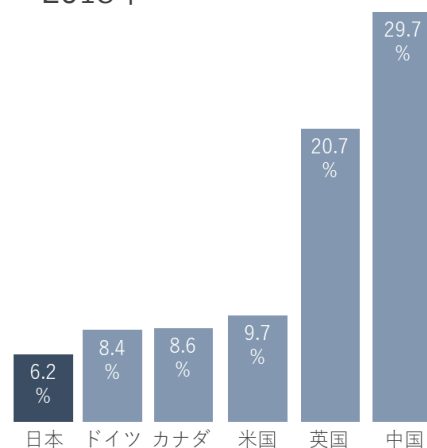
高成長を続けているとはいえ、下図の通りわが国のEC化率はいまだ8%台で先進諸国に後れをとっている。したがって、わが国のEC市場は十分な成長余地があり、少なくとも18%までは伸びると言われている。

物販系B2C-EC市場は「プラットフォーム」と「自社EC」に分けられるが、その約70%を大手ECプラットフォームが占めると推定されている。大手ECプラットフォームへの出店・出品は、高い集客性というメリットがある反面、手数料、競合企業とのバッティング、顧客情報の入手に制約がある。一方で、自社ECはブランドの世界観の直接的な訴求が可能であり、消費者の情報も入手できる。しかしながら技術やノウハウが必要で安易ではない。それでも定量的な観点から捉えれば、企業が自社ECサイトで直販するB2C（D2C）が成長するものと考えられる。当社が自社ECサイトに焦点を絞った事業展開を行う理由はここにある。人口減+デジタル化の進む現在、経営効率化を図る企業にとって自社ECサイトは必然で、本格的な成長はこれからである。

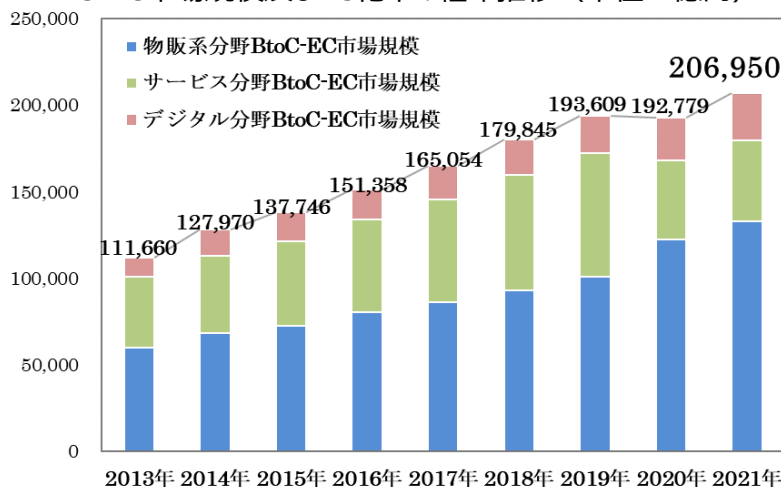
□ 物販系B2C-EC市場規模及びEC化率の経年推移（単位：億円）



□ 世界のEC化率（BtoC）2018年



□ B2C-EC市場規模及びEC化率の経年推移（単位：億円）

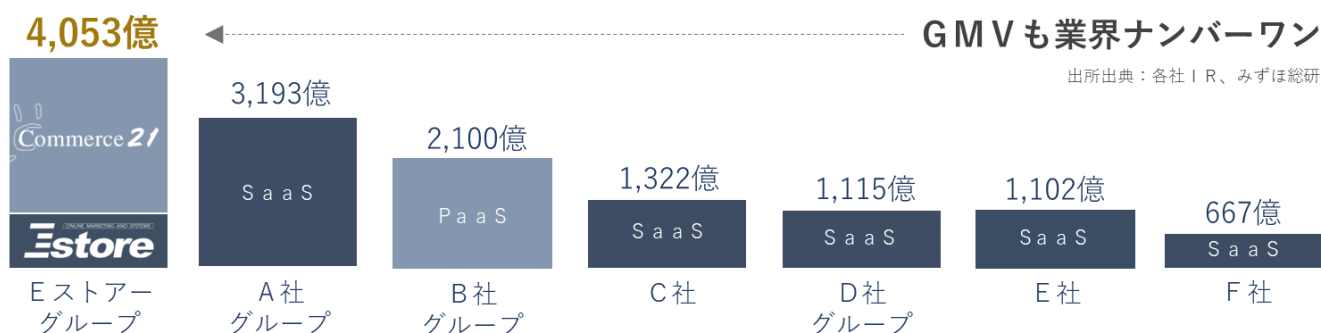
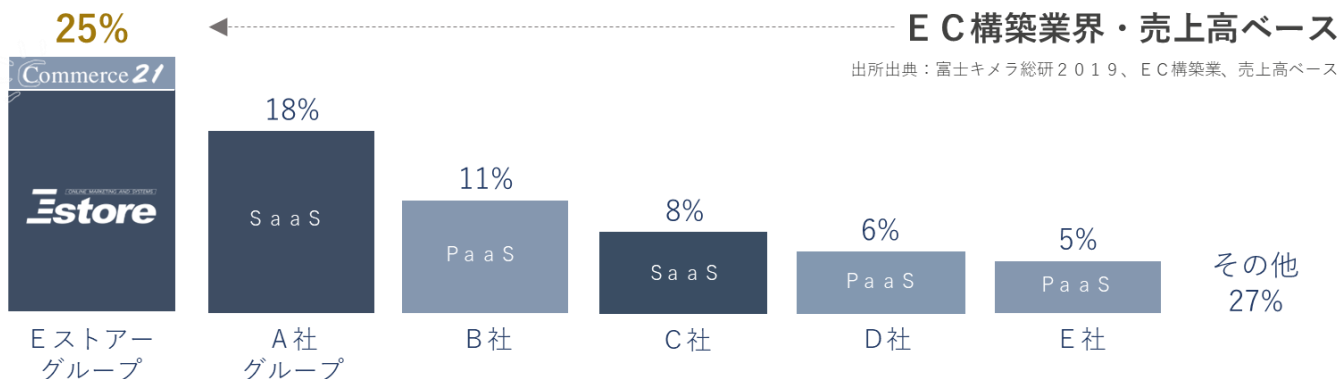


出所：経済産業省

業界ポジション

■ 業界ポジション

創業来、顧客の自社ECサポートをしており、自社EC構築のマーケットシェアは25%（売上高ベース）と業界トップを誇り、GMV（流通総額）も4,053億円と業界トップである。（2020年公表中期経営計画資料より）



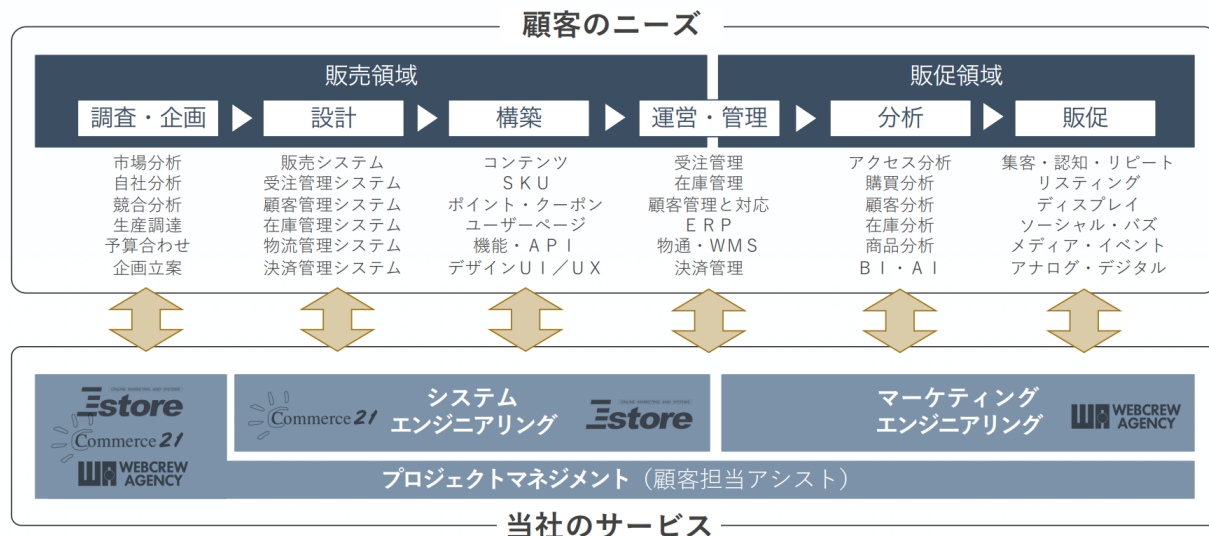
主要顧客には数々のナショナルブランドが名を連ねている。（決算補足資料より）



事業モデル

■ 収益構造

提供するサービスはECシステム、決済、販促提案・販促代行の3サービス。下図のとおり、ECシステムの構築に携わることで決済や販促など他のサービス提供につなげることができ、各サービスが循環的なシナジーを生む収益構造となっている。



多くの競合他社は顧客のニーズに部分的に対応しているのに対し、当社は市場分析・システム構築などの販売領域から、決済・購入データ分析に基づいた販促領域までワンストップで対応できる。情報が分断されないため、顧客ニーズに的確に応えることができる。この総合力は最大の強みであり、トップである所以である。

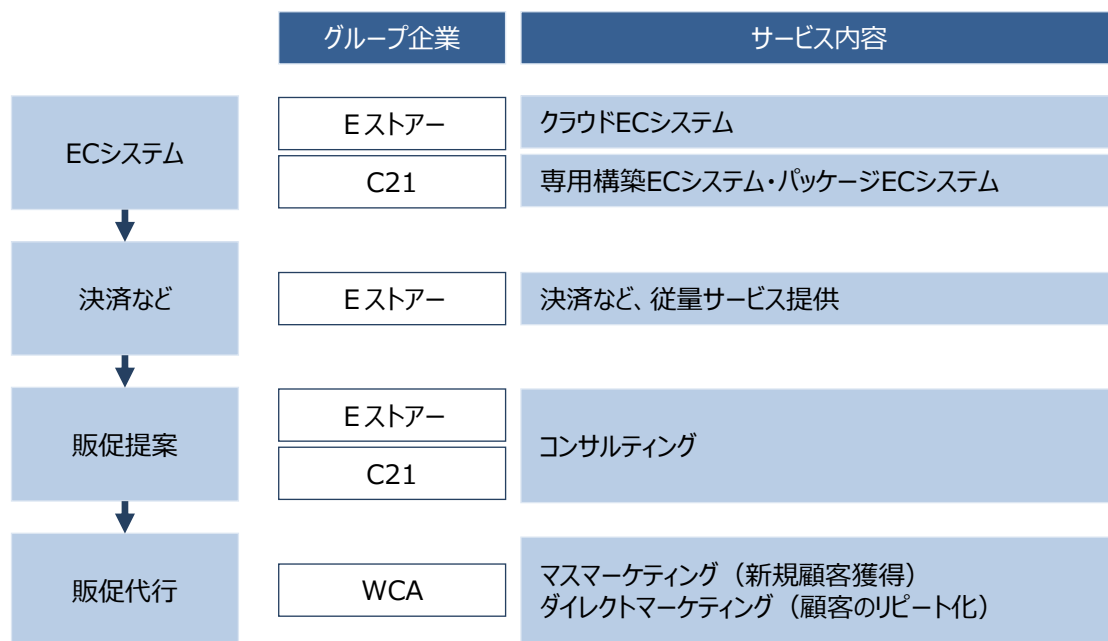
■ サービス別収益モデル

ECシステムは、Eストアーが提供する「ショップサブ」& C21が受託開発する「セルサイドソリューション」がある。前者は中小企業向けSaaS型ECサイト構築システムで安定運用と圧倒的APIが特徴。後者はPaaS型システムで、初期構築に加え、保守運営と追加開発で高いストック性を誇る。国内ナショナルブランドの売上高ベスト100社のうち10%以上を顧客としている。

決済（ペイメントサービス）は決済の代行手数料ビジネスで、顧客数・商流額に応じて収益が入るリニア型収益モデルである。

マーケティングは、顧客企業のEC売上拡大と運営効率改善を目的に集客とWEB制作をサポートする事業。継続率が高いほど顧客獲得単価が下がり、継続が長いほど発注額もあがるストック性が高いビジネスモデル。

事業モデル



これらに加え、2022年8月にアパレル企画・販売のSIFFONを連結子会社化し、HOI事業を本格的にスタートした。同事業は、ECを強化することで業績躍進が期待できる企業をM&Aにより「自社事業」として取り込み、収益改善を図るビジネス。案件の有無、業績改善スピードにより業績のブレが予想されるが、基本的には収益性改善が見込め、大きなリターンが期待できる事業である。

業績動向

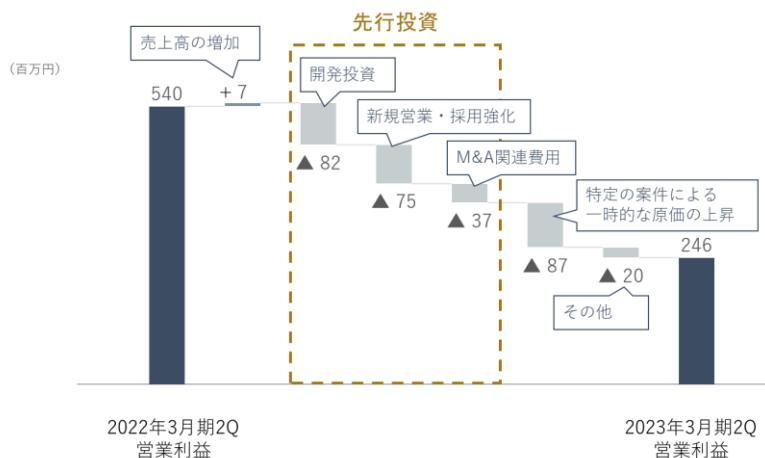
業績は堅調に推移している。2020年から2021年のコロナ禍では、いわゆる巣ごもり消費によりEC市場は飛躍的に拡大した。外出規制が解かれた後、EC市場の伸びは緩やかになったとはいえネットで物を購入する層が広がりEC消費は安定的に伸びている。企業側もEC・DXを意識せざるを得なくなっており、投資意欲も旺盛である。そのような環境で当社の業績も、開発投資やM&Aの影響で利益の増減はあるものの、業界トップとして着実な成長を遂げている。

(百万円)	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3 (予)
売上高	4,932	4,852	10,504	* 5,746	9,600
営業利益	515	478	906	1,051	1,250
営業利益率 (%)	10.4	9.9	8.6	18.3	13.0
経常利益	582	526	1,073	1,078	1,270
当期利益	409	367	482	677	800

※2022.3月期の売上減は取引を総額表示から純額表示に切り替えたため。従来表示では6%の増収。

直近の2023.3月期第2四半期、EC消費は踊り場にあったものの、顧客企業のDX投資に支えられ、売上高は28.5億円と前年同期比0.3%の増収を確保した。しかしながら、営業利益は2.5億円（同54.3%減）と大幅に減少している。これは、新機能の開発等への投資を積極化していることに加え、上期はM&A費用の発生や一部の大型プロジェクトで開発コストが高んだことなど一過性の要因があったため（下図参照）。計画との差異は大きくない模様。

□ 営業利益増減要因（決算説明資料より）



□ 上期業績比較

(百万円)	2022.3		2023.3	
	上期	下期	上期	前期比 (%)
売上高	2,842	2,904	2,849	0.3
営業利益	540	511	246	-54.3
営業利益率 (%)	19.0	17.6	8.6	
経常利益	540	538	168	-68.9
当期利益	348	329	92	-73.6

下期はクリスマス・年末年始などのギフトシーズンがあり、例年EC消費がEC消費の需要が増加する傾向にあることに加え、新規子会社SHIFFONの寄与もあり、業績は大幅に伸びる見込み。

資本政策

■ 概要

2022年8月31日付でSHIFFONを連結子会社化したことで、資産及び負債が大きく増加している。資産残高は、前連結会計年度末比で37.8億円増加した。一方、新子会社の株式取得は銀行借入で補ったため、短期及び長期借入金ともに増加している。営業キャッシュフローから投資キャッシュフローを引いたフリーキャッシュフローも投資の増加で現時点ではマイナスとなっている。

□ 2023年3月期 第2四半期 連結貸借対照表 (決算説明資料より)

(百万円)

流動資産	8,075	流動負債	6,543
主な内訳		主な内訳	
現預金	4,628	支払手形、買掛金・未払金	1,724
受取手形・売掛金・契約資産	2,282	短期・1年内返済借入	1,930
商品	818	預り金	2,189
		固定負債	2,383
固定資産	3,912	純資産	3,061
有形無形	2,675	株主資本	2,551
投資その他	1,237	ほか	509
資産合計	11,987		11,987

(2022年3月期末資産合計 8,211)

負債

長期借入金 1,590百万円
 転換社債 510百万円

SHIFFONのM&Aは2段階、2022年8月に50%取得、2023.6月に追加で20%を取得する予定。当面は成長のための先行投資を優先させる方針である。

中期計画

■ 経営方針

創業来の「自社EC支援」という基本方針に変更はない。情報が氾濫するデジタル社会において、その情報量は消化できる量を超えている。そのような状況にあって、消費者は生活合理化を、事業者は経営合理化を必要としている。消費者は、「モール店」には品揃えと価格競争力を求めるが、「自社EC」には専門性やクオリティを求める。したがって、「自社EC」運営企業を顧客とする当社は、新規顧客の獲得はもちろん必要ではあるが、むしろARPU（Average Revenue Per User = 1ユーザー当たり平均売上）とLTV（Life Time Value = 顧客生涯価値）を重視していく方針である。

■ 中期計画

社会のパラダイムシフトが急速にすすみ、DX化が必然となっている現在、その中心に位置するEC市場の成長は加速するとみている。また、実店舗とECとの融合（ユニファイドコマース化）も進むことが想定され、DX化の波は成長の大きなチャンスである。中期経営計画（2021.3年～2025.3年）では、「より高度で総合的なサービス」を提供するECの総合ソリューション企業として成長を加速すべく、業務提携やM&Aを積極的に行っている。前述のとおり、今期はSHIFFONを子会社化し、HOIという新たな事業を本格的にスタートした。同事業は下期より業績に貢献してくる。

中期計画の数値目標は以下の通り。2021.3年比で売上は2倍の101億円、営業利益は4倍の20億円を目指している。EC支援事業とHOI事業の構成比は75：25としている。

□ 中期業績計画（中期経営計画資料より）

セクター		2020年度 新会計基準				2024年度 新会計基準			
		売上高	営業利益	営業利益率	利益ポートフォリオ	売上高	営業利益	営業利益率	利益ポートフォリオ
EC支援	PaaS	19.0億円	1.2億円	6%	19%	44億円	6億円	15%	28%
	SaaS	24.4億円	4.9億円	20%	80%	26億円	8億円	30%	38%
	マーケティング	7.4億円	0.1億円	1%	1%	16億円	2億円	12%	10%
ハンズオンDX		—	—	—	—	15億円	5億円	34%	24%
合計（のれん償却前）		50.8億円	6.2億円	12%		101億円	21億円	21%	
のれん償却後			5.0億円	10%			20億円	20%	
M & A一時費用後			4.0億円		←オフィス統合など一時費用後				

2020～2021年の特殊要因（コロナ禍の巣ごもり需要）を除くと、B2C-EC市場は2015年から年率平均8%強の成長を遂げている。先駆者とはいえ、前述の通り2020年まではEストアー1社でサービスを提供してきたため、同社の成長速度はこれに劣っていた。しかしながら、2020年以降のM&Aでワンストップサービス体制が整ったことで今後の成長速度は加速する見込み。

企業のDX投資が加速する今をこれまでにない飛躍のチャンスと捉え、今後も積極的に業務提携やM&Aを行っていく方針。HOI事業からの大きなリターンも期待される。EC支援の総合ソリューション企業として更なる飛躍を目指す。

課題とリスク

技術革新スピードの速いIT市場で事業展開する同社にとって、システム開発は必然。システムエンジニアや営業要員の確保と育成は課題。更に、今後HOI事業を拡大（M&Aが増加）させるうえでも、ECシステム顧客の満足度を高めるうえでもマーケティングコンサルティング能力の高い人材の確保も重要課題。

また、C21の顧客への決済サービス導入が当初の計画通りに進んでいない模様であり、今後も想定通りに進まない場合、中期経営計画の達成には他のサービス分野により不足分をカバーすることが必要となる。

M&Aの成果が想定以下であった場合には財務状態が悪化する可能性があり注視する必要がある。

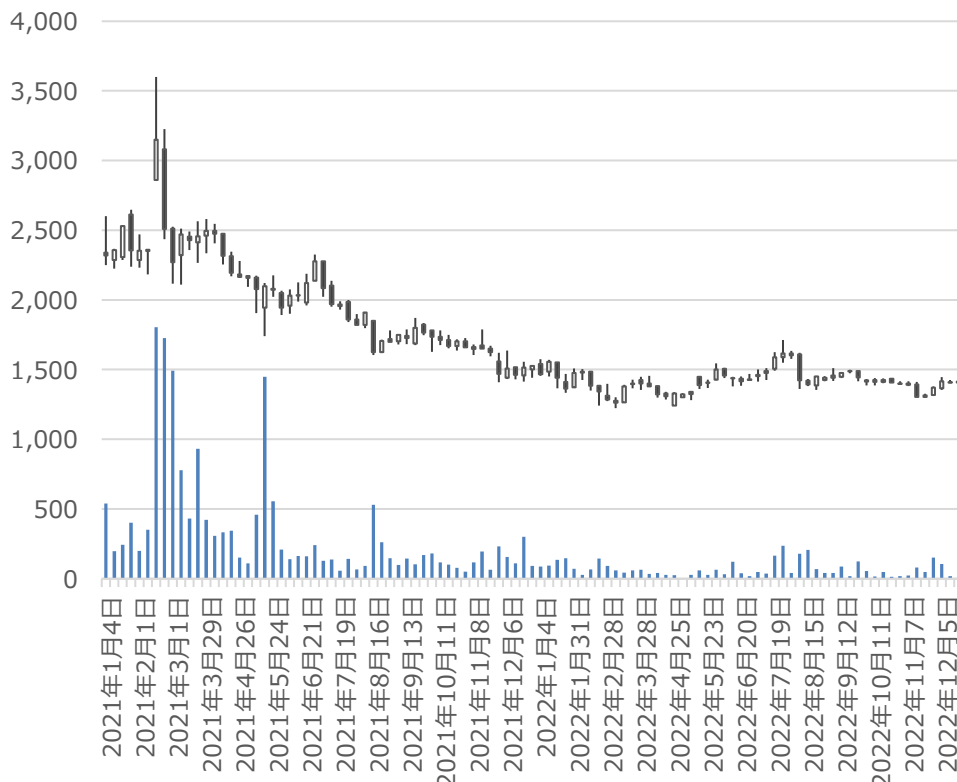
株価的アプローチ

2023年3月期第2四半期連結業績は、売上高こそ28億4900万円と微増益ながら、営業利益2億4600万円（前年同期比54.3%減）、経常利益1億6800万円（同68.9%減）、四半期純利益9200万円（同73.5%減）と、大幅減益決算となった為、一段安となったが、ここはエントリーのタイミングと見る。その理由の第一は、第2四半期の大幅減益は優良顧客の獲得に向けた販売活動の強化や人員体制強化のための採用活動のほか、M&Aに伴う関連費用の発生によるもので、23年通期の連結業績見通しは、売上高96億円（前期比67.0%増）、営業利益12億5000万円（同18.9%増）、経常利益12億7000万円（同17.8%増）、当期純利益8億円（同18.1%増）で変わっていない。第二は、配当も10円増配の50円は変えておらず、20年の29円から連続増配となり、過去1度も減配していない事は特筆すべき事だ。12月2日現在の配当利回りは3.65%と、所謂グロース株としては妙味がある。第三に、システムとマーケティングを連動させて、事業領域を広げている事。シンDXとも言える「顧客に必要なECソリューション（システム・マーケティング・決済）を一括提供」して、顧客の利益を増加させる「自社本店EC」支援を主力事業とする体制は、マーケティング事業を展開するWCAをグループ化したことによって強化された。またもう1つのグループ企業、ECインフラの企画力とコンサルティング力を持つC21とのシナジー効果はこれから当社を更に強くする。EC業界はユニファイドコマースの時代に入っており、「高度総合化」はその中心だ。この高度総合化時代の勝ち組が当社だと見る。その意味において、2021年2月15日の高値3600円から長期に渡る低迷で、2022年12月19日現在の株価1,407円は納得できない。2023年の出世株として期待したい。

株価推移（週足）

株価（ヒストリカル）

年初来高値	1,712
年初来安値	1,222
上場来高値	590,000
上場来安値	620



ディスクレマー

本レポートは、株式会社フィナンテックの委託に基づき、ケイ・アセットのアナリストが作成しております。作成アナリストは、対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成を委託されたアナリストの分析及び評価によるものです。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の勧誘または誘引を目的とするものではありません。

いかなる場合におきましても、投資の最終決定は投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、株式会社フィナンテックおよび受託者である作成アナリストは一切の責任を負わないものとします。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

なお、本レポートの著作権は株式会社フィナンテック及びケイ・アセットに帰属します。本レポートの無断複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

本レポートに関するお問合せ：

株式会社フィナンテック

Mail: report@finantec-net.com

〒107-0052 東京都中央区日本橋兜町13-1 兜町偕成ビル別館4F

TEL: 03-4500-6880 FAX: 03-4500-6888