

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 >>>](#)

2018 年 3 月 19 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. マーケティング事業が順調に伸長し、増収増益で着地。利益の進捗率は 100% 超	01
2. マーケティングシステムの新商品を発売。高利益率やシナジー効果に注目	01
3. 若手の大規模抜擢による来期以降の収益拡大に注目	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
● 2018 年 3 月期第 3 四半期決算の概要	05
■ 中長期の成長戦略と進捗状況	07
1. 成長戦略の全体像	07
2. マーケティング事業の成長戦略	07
3. 若返りを主眼とする大規模組織改革	09
4. ストック事業の成長戦略	10
5. フロウ事業の成長戦略	12
■ 今後の見通し	13
1. 2018 年 3 月期通期見通し	13
2. 2019 年 3 月期の考え方	14
■ 株主還元	17
■ 情報セキュリティについて	18

■ 要約

マーケティング事業が順調に拡大。新商品の販促システムや若手抜擢による効果で、成長加速へ期待が高まる

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. マーケティング事業が順調に伸長し、増収増益で着地。利益の進捗率は 100% 超

同社の 2018 年 3 月期第 3 四半期決算は、売上高 3,815 百万円 (前年同期比 6.8% 増)、営業利益 419 百万円 (同 27.4% 増) と増収増益で着地した。収入タイプ別売上高内訳では、同社が最も注力するマーケティング収入が前年同期比 49.0% 増と大幅増収となり、全社の業績を牽引した。利益面では、人材などの投資が計画通りに進まなかったことや 8 月に行った若手社員の大胆な抜擢が経費節減につながり、第 3 四半期までの利益が通期予想の利益を超え、前期比でも大幅増益となった

2. マーケティングシステムの新商品を発売。高利益率やシナジー効果に注目

同社は 7 年サイクルで次代の収益を担う事業に注力することを繰り返しながら成長を達成してきた。現在の同社は、マーケティング事業の育成に注力している。前述のように、今第 3 四半期は前年同期比 50% 近い増収となり、通期では売上高が 10 億円の台越えとなる見通しだ。そうした中今期は、マーケティング事業における新商品として、マーケティングシステムの商品を新たに発売した。従来のマーケティング事業はコンサルティングや業務運営代行という性質上、人的依存度が高く低収益性の事業モデルだが、マーケティングシステムは人的依存度が低く、高利益率を実現できるポテンシャルがあるため、今後の展開が注目される。

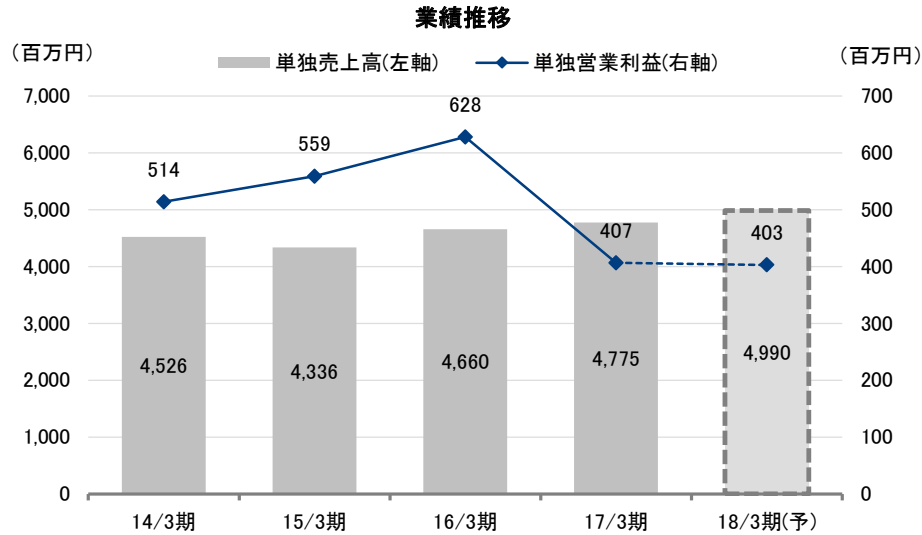
3. 若手の大規模抜擢による来期以降の収益拡大に注目

今期のもう 1 つの注目は、大胆な組織改編だ。同社は 2017 年 8 月末の組織改編で、キーマン (幹部) のポジションに全社的に 30 代の若手社員を抜擢した。この施策は、今第 3 四半期までに経費 (人件費、広告宣伝費など) 節減による利益押し上げという、想定外の効果をもたらし、早速収益に貢献した。しかしこの組織改革の目的はあくまでトップライングロース (売上高の拡大) だ。スマホネイティブ世代である若手の抜擢が、新商品・サービスなどを生かしながらどのようにトップライン及び利益を伸ばしてくるか、大いに注目されるどころだ。

Key Points

- ・ マーケティングシステム事業として、高利益率の販促システムの販売をスタート
- ・ 30 代の若手を大幅に抜擢。費用面では早くも効果が発現。今後は売上増での効果に期待
- ・ フロウ収入は、マーケティング事業とのシナジー効果による成長期待が高まる

要約



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。それまでの事業が軌道によって収益のベースを形成する段階に入ると、その収益を使って次の新たな収益事業づくりに進出するというサイクルの繰り返した。詳細は後述するが、2018年の現在は創業事業から数えて3つ目のサイクルにあり、そのちょうど半ばに差し掛かったところに当たる。

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	ストック収入	システム事業
1999年 9月	レンタルサーバー「サイトサーブ」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「ショップサーブ」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	ショップサーブが Amazon Pay に対応	フロー収入	EC 事業
2017年 3月	ショップサーブに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年頃

同社の事業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を開始し、このレンタルサーバー事業が同社の創成期を支える事業となった。同社はレンタルサーバー事業を軸にしつつ、ショッピングカートに加えてECを行ううえで必要なサービスを逐次追加し、2006年にスタートするEC総合支援のASPサービス『ショップサーブ』の素地を蓄えていった。

(2) 2006年～2012年

2006年からの7年間は、ECシステム事業、すなわち、EC総合支援のASPサービス『ショップサーブ』が収益源となった。ショップサーブは店舗の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サービスの月次利用料を徴収するもので、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だ。ショップサーブの顧客数は順調に拡大し、同社の成長と経営安定化に大きく貢献した。

ECシステム事業が軌道に乗ると、同社は並行して、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。これは収入のタイプとしてはフロー型収入と言え、同じ客からの収入ではあるが、ショップサーブの月次利用料(ストック収入)とは分けて管理している。

事業の概要

(3) 2012 年～現在

既存顧客（EC システムの顧客）の売上高が順調に拡大し、内容的にもストック収入とフロウ収入の構成がバランス良く順調に伸長するなか、同社は「マーケティング事業」を次の収益の中核事業として育成すべく、その強化に乗りだした。これは、顧客の売上高増大をもたらす販促支援のノウハウを事業化したもので、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（EC システム顧客）以外にも外販することにしたこと、の 2 つだ。

当初は、マーケティング事業の内容として、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 つがあった。現在では、販促事業こそが同社が最も注力すべき事業領域として（狭義の）マーケティング事業と称している。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。

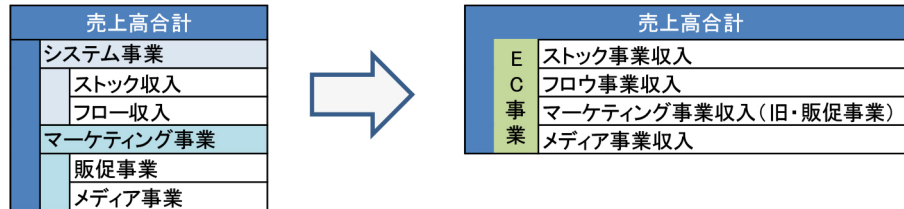
従来は事業タイプによってレンタルサーバー事業や EC システム事業で構成する「システム事業」と、顧客の売上増大をサポートする事業の「マーケティング事業」の 2 事業体制としていた。しかし 2017 年 3 月期からは、2 つを統合して「EC 事業」の単一セグメントへと変更した。同社がこうした変更で踏み切った理由は、従来の 2 つの事業が顧客の売上高増大を支援するという目的において同一であり、両者を区別することの意義が薄れたためだ。

単一事業セグメントに移行する一方、同社は売上高の収入タイプに基づき、「ストック」「フロウ」「マーケティング」及び「メディア」の 4 区分の内訳を開示している。その定義は前述のとおりで、ストックは EC システムの月次利用料、フロウは顧客の売上高の一定料率、マーケティングは販促支援に関する手数料収入、メディアはショッピングモール運営に関する収入、となっている。これら 4 区分は収入タイプの区分であると同時に事業区分でもある。

弊社では、同社の事業において何が目的で何が手段かを整理して考えれば、今回の単一事業セグメントへの移行は自然の流れだと考えている。単一事業セグメントとなって、いわゆるセグメント情報の開示がなくなったものの、売上高について収入タイプに基づく 4 区分の内訳が開示されており、かつ、過去からの一貫性もあるため、情報開示の観点において決して後退はしていないと弊社では評価している

事業の概要

事業セグメントの変更



出所：会社資料よりフィスコ作成

業績の動向

増収増益で着地。通期予想に対する利益の進捗率は 100% を超過

● 2018 年 3 月期第 3 四半期決算の概要

同社の 2018 年 3 月期第 3 四半期決算は、売上高 3,815 百万円（前年同期比 6.8% 増）、営業利益 419 百万円（同 27.4% 増）、経常利益 446 百万円（同 38.1% 増）、四半期純利益 305 百万円（同 38.3% 増）と、増収増益で着地した。

通期予想に対する進捗率を見ると、売上高は 76.5% と全体の 4 分の 3 をわずかに超える一方、利益面では営業利益以下のすべての利益項目が 100% 超え、すなわち通期予想を上回っており、極めて順調に進捗していることがうかがえる。

2018 年 3 月期第 3 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	17/3 期		18/3 期			
	3Q 累計	通期	3Q 累計実績	前年同期比	進捗率	通期（予）
売上高	3,574	4,775	3,815	6.8%	76.5%	4,990
営業利益	329	407	419	27.4%	104.1%	403
売上高営業利益率	9.2%	8.5%	11.0%	-	-	8.1%
経常利益	323	401	446	38.1%	112.6%	397
四半期（当期）純利益	221	285	305	38.3%	111.7%	274

出所：決算短信よりフィスコ作成

前述のように、第 3 四半期の利益面での進捗率が通期予想に対して 100% 超となったが、同社はこの結果を手放して喜んでいるわけではない。第 3 四半期に利益が伸びた要因について、1) 投資（主として人材獲得費用及び採用後の人件費）が予定よりも遅れている、2) 大規模組織改編の影響で一時的に人件費が減少した、3) 大規模組織改編の影響で広告宣伝費の見直しをおこない計画を下回った、の 3 つの要因が大きいと、冷静に分析している。大規模組織改編については成長戦略の項で詳述するが、キーマン（幹部）ポストにおける大幅な若返り人事の断行がその中心的内容だ。

業績の動向

一方、売上高についても、同社自身は決して満足していない。前述のように、同社は収入のタイプ別に事業を区分し、ストック、フロウ、マーケティング及びメディアの4つに分けて内訳を公表している。今第3四半期は、ストック収入が1,405百万円（前年同期比5.4%減）、フロウ収入が1,543百万円（同4.2%増）、マーケティング収入が842百万円（同49.0%増）、メディアその他が26百万円（同40.1%減）となった。

現状、同社が最も注力しているのはマーケティング収入であり、ここは50%近い増収となり、通期売上高が10億円超となることが見えてきているため、同社の期待どおりに進捗していると言える。しかしフロウ収入とストック収入については、同社の期待値には届かなかったものとみられる。

売上高の収入タイプ別内訳

(単位：百万円)

	2017/3 期		2018/3 期	
	3Q 累計実績	通期実績	3Q 累計実績	前年同期比 伸び率
売上高合計	3,574	4,775	3,816	6.8%
ストック	1,484	1,967	1,405	-5.4%
フロウ	1,481	1,967	1,543	4.2%
マーケティング	565	788	842	49.0%
メディア	44	54	26	-40.1%

注：百万円以下を四捨五入で表示

出所：決算短信よりフィスコ作成

弊社では、今第3四半期決算について、素直に好決算と評価できる内容だったと考えている。売上高については、マーケティング収入の伸びはストック収入の減収を補って余りあるものであった。また、フロウ収入の増収は、マーケティング事業からのシナジー効果（あるいは波及効果）の結果であり、これはその事業構造に照らすと今後も継続が期待できると考えている。利益面については、同社自身は上記3つの理由のうち、2)と3)について“一時的”なものとしているが、恒久的・構造的なものへとなる可能性もある（詳細は後述）。今第3四半期決算の好業績は、前述した7年サイクルの収益基盤事業の変遷や社内での人材育成が実を結んだ結果であり、かつ、将来の成長につながる様々な要素を包含しているという点で、非常に示唆に富む、良い決算だと弊社では考えている。

■ 中長期の成長戦略と進捗状況

ストック、フロウ、 マーケティングの 3 事業の収入増により成長を目指す

1. 成長戦略の全体像

同社の収入は事業別・タイプ別にストック、フロウ、マーケティング及びメディアの 4 つの事業・収入に分類されているのは前述のとおりだ。これらのうち、注力事業であるストック、フロウ、及びマーケティングの 3 つの事業について、その収入をそれぞれ拡大させることが同社の成長戦略の骨格となっている。言うまでもなく、それぞれの事業ごとに具体的な成長戦略の具体的な内容は異なる。

前述のように、同社は収益の軸となる事業をおよそ 7 年単位で移行しながら成長を遂げてきた。2012 年ごろからマーケティング事業の育成に注力しており、2018 年 3 月期中の現在はその折り返し地点にいるということだ。

今 2018 年 3 月期の大きな進捗、変化としては、1) マーケティング事業において、マーケティングシステム事業（販促システム事業）がスタートして、具体的商品が 2 本ローンチされたこと、2) “若返り” を主眼とする、全社的な大規模組織改革が断行されたこと、の 2 つが挙げられる。

ストック事業、フロウ事業については、従来からの成長戦略に基づき、粛々とその進捗に努めている状況にある。また、メディア事業は非注力事業と位置付けられて投資が抑制されており、縮小方向にあるのも従来から変化はない。

マーケティングシステム事業として、 2 種類の販促システムの販売をスタート。 高利益率ゆえ今後の展開が注目される

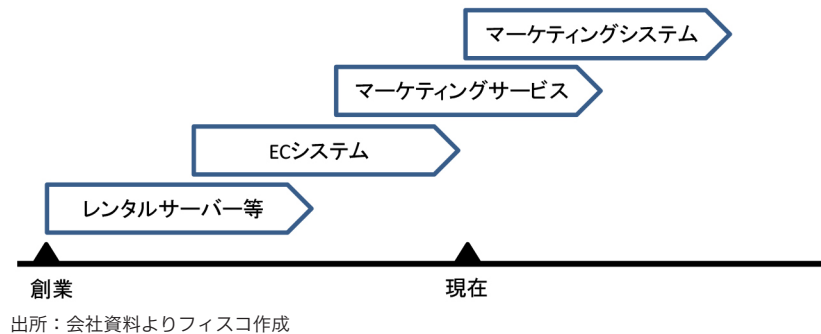
2. マーケティング事業の成長戦略

マーケティング事業は顧客に対して販売促進（マーケティング）のためのコンサルティングや業務運営代行といった役務を提供し、それに対する対価（フィー）を得るのが事業モデルだ。対象顧客は EC 支援の ASP サービス『ショップサーブ』の既存顧客は言うまでもないが、マーケティング事業だけの新規顧客の開拓も進めている。

2018 年 3 月期における大きな変化は、マーケティング事業において、“マーケティングシステム事業”を開始したことだ。マーケティングシステム事業は、広義ではマーケティング事業に含まれるが、その内容や収益モデルはこれまでのマーケティング事業のそれとは大きく異なる。以下では、従来からのコンサルティングや業務運営代行などを“マーケティングサービス事業”と称し、マーケティングサービス事業とマーケティングシステム事業を合わせてマーケティング事業という構成で説明する。

中長期の成長戦略と進捗状況

事業の変遷のイメージ図



マーケティングシステム事業とは、販売促進支援システム、すなわちソフトウェアの開発と販売だ。目的は顧客の売上高拡大ということでマーケティング事業の中に含まれているが、収益モデルは固定の月額基本利用料とサービスの利用度数に応じた従量制課金から成り立っている。言わばストック収入とフロー収入のハイブリッド型と言える。

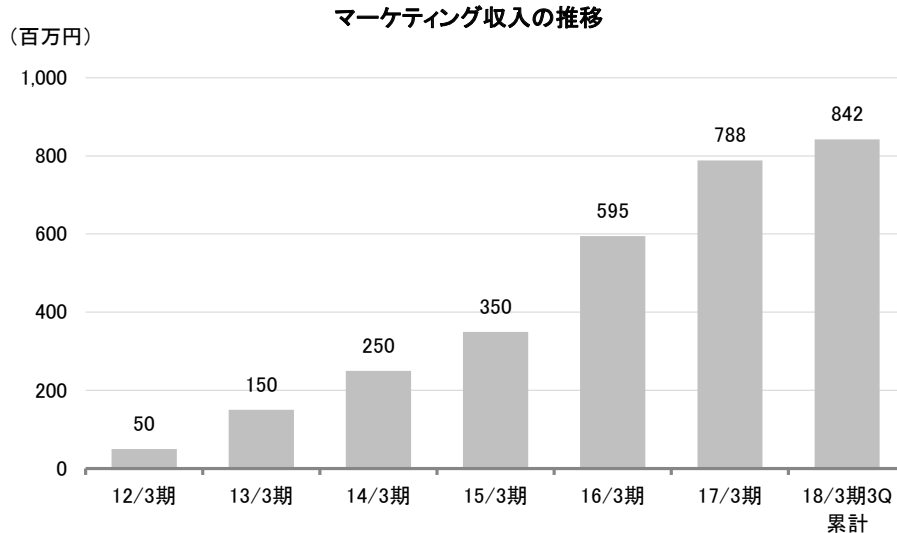
同社は 2017 年秋までに『Estore Compare (コンペア)』、『Estore Query (クエリー)』の 2 つのサービスをローンチした。コンペアは EC サイトについて、AB 比較テストを行ってコンバージョン率(転換率、CVR)や成約数、LTV (生涯価値) の高い方をリアルタイムで突き止め、EC 売上高の拡大につなげるツールだ。一方クエリーは、既存客を一定数有する事業者向けの、メールマーケティングツールで、顧客の属性を細分化し、パーソナライズしたメールを配信できる点に特長がある。

マーケティングサービス事業とマーケティングシステム事業は、顧客の販売促進という点では一致しているが、事業としての収益性においては大きな違いがある。マーケティングサービス事業は、コンサルティングや業務運営代行という業務の特性上、生産性の人的依存度が高く、利益率が上がりにくい収益構造となっている。それに対してマーケティングシステム事業は、人的依存度が低いため、契約顧客数が一定数を超えてくると利益率が非常に高くなるのが期待できる。

現状では、マーケティングシステム事業は開始直後ということでもあり、顧客数はごく少数にとどまっている。システム自体も日々改良を重ねているステージでもあり、売上高・利益の両面で、収益には貢献できていない段階にある。しかしながら、弊社ではマーケティングシステム事業を開始した意義は非常に大きいと考えている。理由の大きな 1 つは、マーケティングサービス事業の低収益性を補完する商品・サービスという役割だ。また、人材不足や働き方改革という時代の流れにマッチした商品・サービスという点でも意義が大きい。さらには、マーケティングシステムの機能は、マーケティングサービスで働く同社のコンサルタントにとっても有用性が高いと考えられることだ。換言すれば、両者のシナジーを追求しやすい商品・サービスであると言える。将来的には、マーケティングサービスとマーケティングシステムとが融合することで、両者の収入が大きく伸びる可能性があるともみている。

同社は今後も、マーケティングシステム事業において新たな商品を投入予定であり、今後の展開が注目される。

中長期の成長戦略と進捗状況



出所：決算短信よりフィスコ作成

30 代の若手を大幅に抜擢する大規模組織改編を断行。 人件費や広告宣伝費の面で効果が具現化。 恒久的・構造的に定着するかに注目

3. 若返りを主眼とする大規模組織改革

同社は 2017 年 8 月末日付で、過去最大規模のリストラクチャリングを行った。ここでいうリストラは“首切り”という意味ではなく、文字どおりの事業構造の転換を意味するもので、その中心の施策はキーマン（幹部）ポジションにおける人材の大幅な若返りだ。端的に言えば、40 代～50 代の社員が占めていたポジションに、30 代社員を全社的に抜擢したというものだ。

同社がこうした若手の大幅抜擢を行った理由は、過去 5 年～10 年の時間をかけて育成してきた人材が育ち、その能力を今後 10 年～15 年程度にわたって存分に発揮させ、活用するためだ。別な角度から見ると、パソコン世代（40 代～50 代）からスマホ世代（20 代～30 代）へのシフトということもできるだろう。様々なサービスが（パソコンではなく）スマートフォンによって利用されることが主流となった今、スマホネイティブ世代でなければ対応が困難になってきたという現実への対応ということだ。今回の若手抜擢人事について、極めて合理的な経営判断であると弊社では評価している。

中長期の成長戦略と進捗状況

若手抜擢の効果は既に様々な面で効果を発揮しているもようだ。具体的には人件費の削減と、広告宣伝費の削減という形で、今第3四半期の決算に貢献した。これらは大規模人事異動に伴って人手不足が露呈したり出稿活動が一時的に停滞するなか、若手リーダーを中心に、費用投下（人員採用や広告出稿再開など）を伴わない形で、あるいは、より効率的な費用投下によって、異動前の水準に営業成績を戻したということが背景にある。言わば“けがの功名”的な効果ではあるが、この成功体験によって、現在の縮小した人員体制や広告宣伝費の水準が、来期以降も恒常化する可能性が見えてきているということが最大のポイントだと弊社では考えている。

2019年3月期は、費用のベースの引き下げという側面だけでなく、トップライングロス（売上高の成長）においても若手人材の抜擢の効果が顕在化してくるかが最大のポイントだ。前述のように、スマホネイティブ世代ならではの施策によって、トップライングロスも実現できると弊社では期待しており、今後の推移を見守りたいと考えている。

ストック収入では顧客単価の上昇による成長を狙う

4. ストック事業の成長戦略

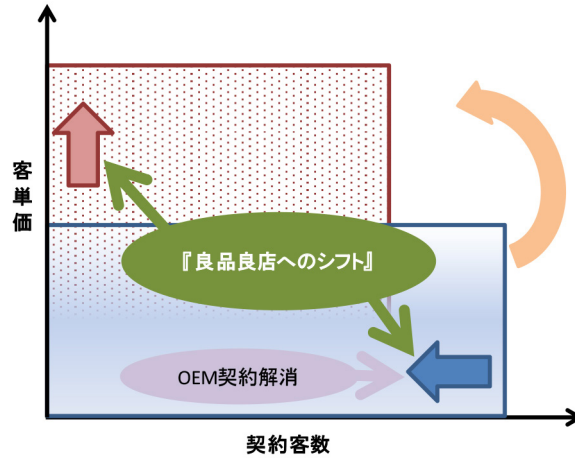
ストック事業収入については、いくつかのステップを経て、現在は顧客単価の上昇に取り組んでいる。顧客単価の引き上げは、顧客構成比の変化（大口顧客の割合上昇）による平均単価の上昇と、既存顧客における利用サービス拡大による月次利用料の底上げという2つのアプローチが考えられる。

同社は両方の施策に取り組んでいるが、なかでも注力するのは前者だ。“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。

これらの施策は徐々に結果につながってきており、顧客単価は着実に上昇しつつあるが、一方で、顧客数の減少傾向が依然として続いている。ストック収入は「顧客単価×顧客数」で求められるが、顧客数減少のマイナス影響が顧客単価上昇のプラス効果を上回っているため、ストック収入は減収トレンドから脱し切れていない状況となっている。

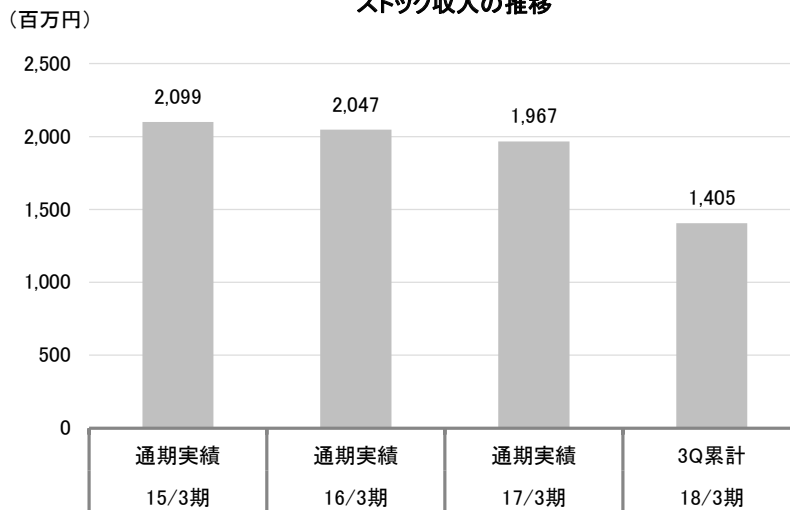
中長期の成長戦略と進捗状況

ストック収入におけ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

ストック収入の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

フロー収入は、 マーケティング事業とのシナジー効果による成長期待が高まる

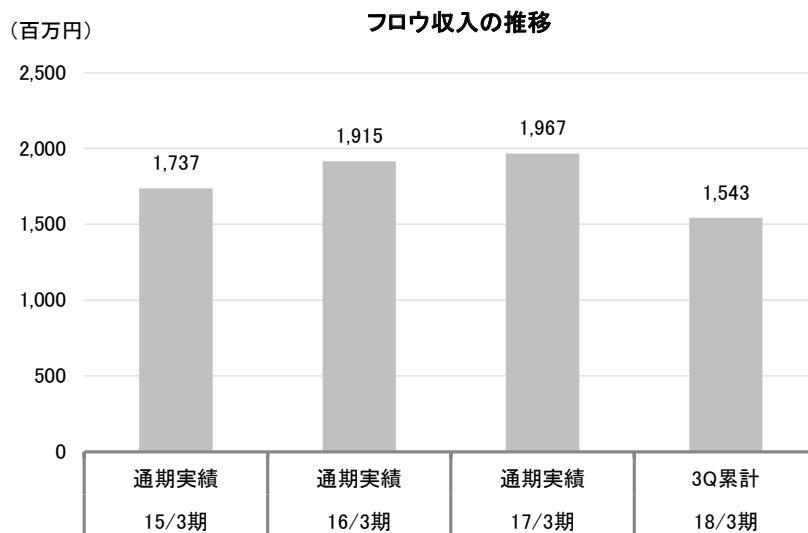
5. フロー事業の成長戦略

フロー収入は ASP サービスのショップサー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だ。フロー収入の成長戦略は顧客の属性によって複数のアプローチがある。現在同社が主として取り組んでいるのは、1) 既存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。

1) については、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、業務運営代行等）サービス提供契約をショップサーブの既存顧客と契約し、その成果として売上高が拡大させてフロー収入の拡大につなげるというものだ。このアプローチは言わば、フロー収入とマーケティング収入のシナジー追求型だ。

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。こちらは、ストック収入とフロー収入が表裏一体で改善を図ることができる取り組みと言える。

フロー収入の総額は着実に右肩上がりを歩んでいる。その要因は、これまでは前述の2)のアプローチの効果が大きかったとみられるが、今後期待が高いのは1)のアプローチ、すなわちマーケティング収入とフロー収入のシナジー効果だと弊社では考えている。



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

第 3 四半期までの進捗から、上振れでの着地の可能性が高まる

1. 2018 年 3 月期通期見通し

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。これらの予想数値は期初予想から変更はない。

2018 年 3 月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	17/3 期			18/3 期				
	3Q 累計	4Q	通期	3Q 累計	4Q (予)	前年同期比	通期 (予)	前期比
売上高	3,574	1,201	4,775	3,815	1,174	-2.2%	4,990	4.5%
営業利益	329	78	407	419	-16	-	403	-1.0%
売上高営業利益率	9.2%	6.5%	8.5%	11.0%	-1.4%	-	8.1%	-
経常利益	323	77	401	446	-50	-	397	-1.1%
当期 (四半期) 純利益	221	64	285	305	-32	-	274	-3.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

今第 3 四半期までの進捗率が高いため、今通期決算を達成に必要な第 4 四半期の業績水準は売上高が前年同期比 2.2% 減、営業利益が 16 百万円の損失というものだ。第 3 四半期までの進捗や足元の動向などに照らすと、今第 4 四半期に営業損失となる可能性は極めて低いと弊社では考えている。したがって、今通期の同社の業績は、現在の会社予想を上回って着地する可能性が非常に高くなってきたと言える。

一方で、上振れの幅が業績予想の修正の基準（売上高で 10% 以上、利益で 30% 以上の変動）にかかるかについては、慎重にみている。営業利益がこの基準に達するには、第 4 四半期の営業利益が前年同期比 34% 増とならねばならない。前述のように、同社は 2017 年 8 月末に大規模組織改編を行ったが完全には新体制が固まっていないとみられ、それに関する費用が増加する可能性がある。また、マーケティング事業ではコンサルタントなどの人材獲得ニーズを常に抱えているほか、マーケティングシステム事業の新商品開発費用、知名度・認知度向上のための広告宣伝費用など、成長投資としての資金需要自体は旺盛と考えられる。今通期は、第 3 四半期までの流れが継続し、通期予想を 10% 程度上回って着地するというのが現時点で弊社が考えるメインシナリオだ。

トップライングロース、 なかでもマーケティング収入の伸びが最大の注目点

2. 2019年3月期の考え方

2019年3月期について、弊社では以下のようなポイントに注目すべきと考えている。

売上高については、増収を目指してくるのは間違いないが、その度合いとしては10%成長を1つの基準として考えている。事業別・収入タイプ内訳では、言うまでもなくマーケティング事業の動向が最大の注目点だ。マーケティング事業の売上高は2018年3月期において10億円の大台を超える可能性が高い。一方成長率は、2019年3月期においても前期と同水準すなわち50%増程度を目指してくると弊社ではみている。すなわち、マーケティング事業において10億円を発射台として50%増収を達成できれば、全社ベースの売上高の10%増収をほぼ達成できる計算となる。

マーケティング事業収入の規模についての具体的な当面の目標値は20億円であり、これをいかに早期に達成するかが同社にとっての最大の課題だ。20億円という水準は、従来のECシステム事業売上高、すなわち現在のストック収入とフロウ収入の合計値の規模の半分に相当する。マーケティング収入が20億円に達することは、ストック、フロウと並ぶ3本柱体制の確立を意味し、また利益への貢献も見えてくる水準でもある。2019年3月期の50%増収は、20億円の早期達成への重要な一里塚と言えるだろう。

マーケティング事業におけるもう1つの注目点は、マーケティングシステム事業の動向だ。前述のように、これは本質的に利益率が高い事業であるほか、マーケティングサービス事業とのシナジーも期待できるサービスだ。サービスメニューの拡充も含めて、マーケティングシステム事業の今後の展開は、ここから2、3年の同社にあっては非常に重要なポイントだと弊社では考えている。

その他の収入については、フロウ収入についてはマーケティング事業との相乗効果もあって引き続き増収基調をたどるとみている。一方、ストック収入については、ショップサブ契約数の減少が継続すれば減収となる可能性はあるが、減収幅は徐々に縮小するとみており、仮に減収となってもフロウ収入の増収でオフセットできるものとみている。

利益面での注目点は、大規模市式改編の結果として2018年3月期に具現化した人件費と広告宣伝費の減少が、恒久的な形で2019年3月期も起こるかどうかだ。仮にそうなれば、2019年3月期の営業利益は5億円を大きく超えてくる可能性が高い。

しかし、人件費や広告宣伝費が元の水準に戻ったとしても、それは決して悲観すべきことではないと弊社では考えている。前述のように、マーケティング収入の拡大こそが最優先課題であるためだ。同社はそれに向けて先行投資を行うことをかねてより計画してきたのであり、大規模組織改編に際しての費用削減こそが想定外のイベントであったということだ。

今後の見通し

簡略化損益計算書及び主要指標

(単位: 百万円)

	14/3 期 通期	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期		
				通期	3Q 累計	通期 (予)
売上高	4,526	4,336	4,660	4,775	3,815	4,990
前期比	0.7%	-4.2%	7.5%	2.5%	6.8%	4.5%
売上総利益	1,728	1,649	1,769	1,548	1,104	-
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	685	-
売上高販管費率	26.8%	25.1%	24.5%	23.9%	18.0%	-
営業利益	514	559	628	407	419	403
前期比	-15.3%	8.7%	12.5%	-35.2%	27.4%	-1.0%
売上高営業利益率	11.4%	12.9%	13.5%	8.5%	11.0%	8.1%
経常利益	516	562	628	401	446	397
前期比	-17.0%	8.9%	11.9%	-36.1%	38.1%	-1.1%
当期 (四半期) 純利益	314	330	420	285	305	274
前期比	-17.4%	5.0%	27.3%	-32.1%	38.3%	-3.8%
分割調整後 EPS (円)	47.56	55.27	78.66	55.32	59.28	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

単独ベース貸借対照表

(単位:百万円)

	14/3 期 通期	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期 3Q 累計
流動資産	2,562	2,797	3,058	3,012	3,986
現預金	1,910	2,155	2,385	2,312	3,106
売掛金	544	528	553	575	698
その他	108	114	120	125	182
固定資産	589	511	447	480	422
有形固定資産	159	100	82	129	102
無形固定資産	207	116	108	103	82
投資等	223	293	256	247	236
資産合計	3,152	3,308	3,505	3,492	4,408
流動負債	2,036	2,098	2,471	2,296	3,028
買掛金	178	180	173	190	261
短期借入金等	106	102	324	-	-
預り金	1,392	1,393	1,559	1,740	2,444
その他	360	423	415	366	323
固定負債	136	40	18	22	21
長期借入金	124	24	-	-	0
その他	12	16	18	22	21
株主資本	978	1,162	1,012	1,173	1,356
資本金	523	523	523	523	523
資本剰余金	539	539	539	539	539
利益剰余金	2,203	2,439	2,759	2,921	3,103
自己株式	-2,287	-2,339	-2,810	-2,810	-2,810
その他有価証券評価差額金	0	6	3	-0	1
新株予約権	0	0	-	-	-
純資産合計	978	1,170	1,015	1,173	1,358
負債・純資産合計	3,152	3,308	3,505	3,492	4,408

出所: 決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

(単位:百万円)

	14/3 期 通期	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期 2Q 累計
営業活動キャッシュ・フロー	443	678	613	465	122
投資活動キャッシュ・フロー	283	-122	-163	-88	-62
財務活動キャッシュ・フロー	-1,197	-252	-376	-449	-124
現預金換算差額	3	1	0	-0	-0
現預金増減	-468	305	74	-72	-64
期首現預金残高	2,473	2,005	2,310	2,385	2,312
期末現預金残高	2,005	2,310	2,385	2,312	2,248

注: 14/3 期~16/3 期は連結

出所: 決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元

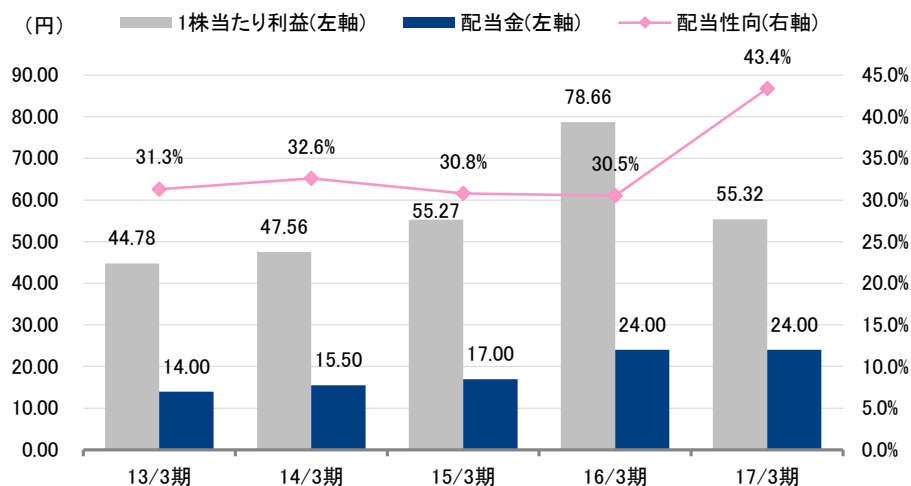
2018 年 3 月期の配当については、前期比横ばいを想定

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。

2018 年 3 月期について同社は、従来どおり配当予想を未定としている。例年、通期決算が固まった段階で配当についても決定・見直し公表をしており、今期も同様の流れになるとみられる。前述のように、今第 3 四半期の利益面での進捗が高かったため、通期決算は現在の予想を上回ってくる可能性が強まっている。その場合の今期末の配当については、弊社では慎重に考えており、前期比横ばいの 24 円を基本シナリオとみている。

前述した「3 者で山分け」の基本理念のもと、同社は配当性向 30% を目安に配当を実施してきた。しかしながら 2017 年 3 月期は安定配当という観点から、当期利益が前期比減益にも関わらず前期比横ばいの 24 円を実施し、配当性向は 43% に達した。それに対して 2018 年 3 月期は再び 30% という基本路線に戻ってくるのではないかとというのが弊社の見方だ。1 株当たり利益が大きく伸長して配当性向が 30% を大きく下回るような事態になれば増配の可能性も出てくるだろうが、現状では慎重にみておくのが妥当だろうと考える。

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：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、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