

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 9 月 13 日 (木)

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. 2019 年 3 月期第 1 四半期決算は売上高が減収ながら、大幅増益を達成	01
2. 3 つの事業のシナジー実現が成長戦略の本質。フロウ収入の拡大による成長を目指す	01
3. 今期は増収減益予想。成長投資と組織改編による来期以降の収益成長加速に注目	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	05
■ 業績の動向	06
● 2019 年 3 月期第 1 四半期決算の概要	06
■ 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. EC システムの成長戦略	08
3. マーケティングサービス事業の成長戦略	11
4. マーケティングシステム事業の成長戦略	12
5. 大規模組織改編の進捗状況	13
6. 電子認証事業への参入	14
■ 今後の見通し	14
● 2019 年 3 月期通期見通し	14
■ 株主還元	17
■ 情報セキュリティについて	18

■ 要約

EC システム、マーケティングサービスにマーケティングシステムが 加わり、3 事業のシナジーで成長加速を目指す

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. 2019 年 3 月期第 1 四半期決算は売上高が減収ながら、大幅増益を達成

同社の 2019 年 3 月期第 1 四半期決算は、売上高 1,206 百万円（前年同期比 1.0% 減）、営業利益 144 百万円（同 33.5% 増）と、微減収ながら大幅増益となった。売上高はマーケティングサービス収入や販売システムのうちのフロウ収入が伸び悩み、前年同期比でわずかに減収となった。一方利益は、人材獲得や育成などの成長投資にかかる費用が、人手不足などの影響から進捗が遅れたため想定を下回り、大幅増益へとつながった。

2. 3 つの事業のシナジー実現が成長戦略の本質。フロウ収入の拡大による成長を目指す

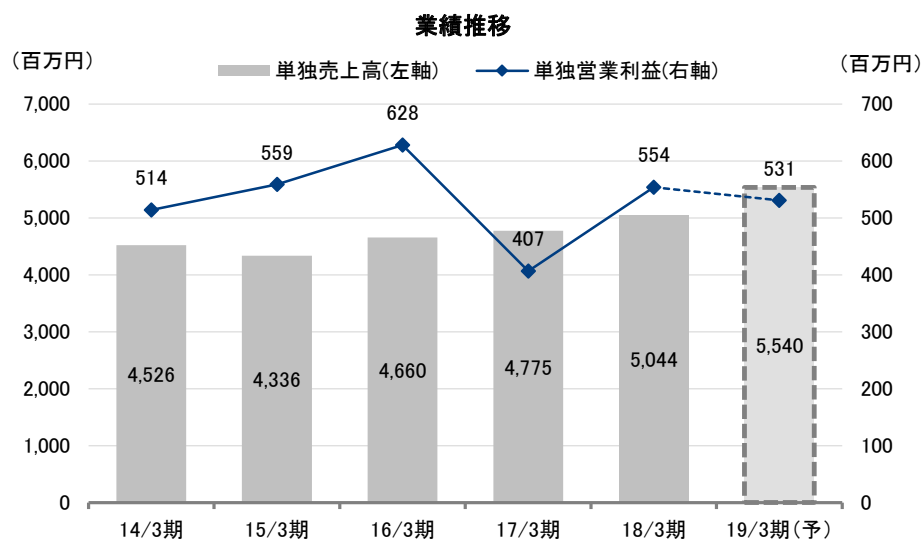
同社は EC 支援サービスを事業ドメインとしているが、具体的な事業戦略では、販売と販促の軸とシステムとサービスの軸とを掛け合わせて 4 つの象限に分けて戦略を立て、事業を展開している。2017 年秋に MA（マーケティングオートメーション）ツールの『コンペア』と『クエリー』をローンチしてマーケティングシステム事業がスタートし、販売システム（ASP サービス『ショップサーブ』）及びマーケティングサービス（コンサルティングや業務代行）と合わせて 3 つの事業によって成長を目指している。3 事業の相互連携を図り、シナジーを追求することが成長戦略の本質となっている。当面は、マーケティングサービスとマーケティングシステムをショップサーブの既存顧客に販売して顧客の売上高拡大を実現し、それに連動するフロウ収入の拡大を成長シナリオの中核においている。

3. 今期は増収減益予想。成長投資と組織改編による来期以降の収益成長加速に注目

同社はまた、2017 年 8 月に若手社員を全社的に幹部ポストに起用する大規模組織改編を行った。多少の機会口スを甘受してでも、次の高成長回帰のタイミングに向けた先回り投資を実行したということだ。過去 1 年間では行動力や瞬発力と言った点で明確に効果がみられており、今後、決定力や執行力が備わってくれば、当初の期待どおりの結果が得られるとの手応えを感じているもようだ。前述の人材獲得・育成のための成長投資もあり、2019 年 3 月期は増収減益の予想で臨んでいるが、今期にきっちりと費用を投下して成長のための人材を獲得することが、中長期的に株主リターンの拡大につながると弊社では考えている。

Key Points

- ・ EC システム、マーケティングサービス、マーケティングシステムの 3 事業を展開し、各事業間でシナジーを追求して成長を目指す
- ・ マーケティングサービスでは成長戦略の実現に向けて人的資源の拡充を急ぐ
- ・ マーケティングシステムでは『コンペア』が高い実績と評価を獲得。今期から本格的に拡販を目指す



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。
2018 年はマーケティングシステムの本格展開に挑む**

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ながら成長してきている。それまでの事業が軌道にの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 3 つ目のサイクルから 4 つ目のサイクルに切り替わり期にある。

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	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	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	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	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	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	システム事業/OEM 契約
2005年11月	ヤフー<4689>と業務提携	システム事業/OEM 契約
2005年11月	カカコム<2371>と業務提携	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	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	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	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	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	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	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	EC 事業
2016年 8月	ショップサーブが Amazon Pay に対応	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)	EC 事業
2017年 7月	販促システムの「E ストアーコンペア」を提供開始	マーケティングシステム
2017年 9月	販促システムの「E ストアーキューエリー」を提供開始	マーケティングシステム

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主軸にしつつ、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～ 2018 年

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ー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。

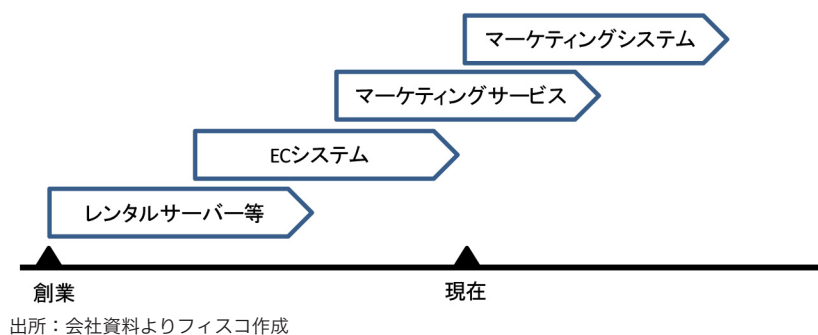
当初は、マーケティング事業の内容として、コンサルティング・業務運営代行を行う「販促事業」と、EC ショッピングモール『PARK』を運営する「メディア事業」の 2 つがあった。販促事業こそが同社が最も注力すべき事業領域として位置付けられ、後述するマーケティングシステム事業と区別して、現在ではマーケティングサービス事業と呼称されている。一方、メディア事業については Amazon など強力なライバルが存在することや一定の目的を果たしことから非注力事業と位置付けている。

(4) 2018 年～

前述のマーケティング事業は販促をメインとしつつ販売のためのクリエイション（ホームページ制作等）も含めてカバーしているが、ポイントはそのサービス内容がコンサルタントやホームページ制作者等の人の手によって成されるということだ。

そこで同社は、販促のためのシステム開発に取り組み、2017 年秋から『E ストアー コンペア』と『E ストアークエリー』の 2 つのソフトウェアの提供を開始した（これらを総称して「バックストア群」と呼ぶこともある）。この販促システムの事業をマーケティングシステム事業と称し、同じ販促事業ではあるものの、人手によるマーケティングサービス事業と区別している。2018 年からはこのマーケティングシステムの拡販を本格化し、収益拡大につなげる戦略だ。

事業変遷のイメージ図



販売と販促、システムとサービス、 それぞれの組み合わせから成る 4 象限で事業を展開

2. 事業セグメントの変遷と現在の収益構造

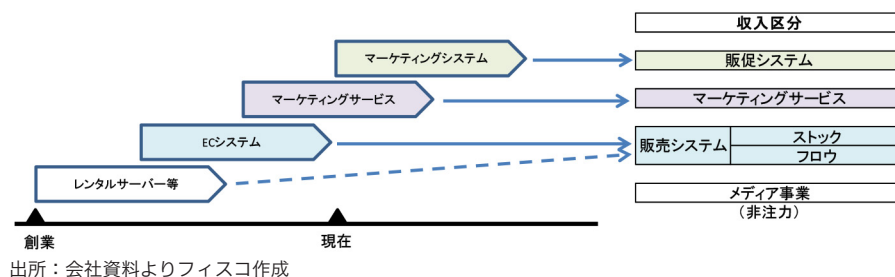
前述のような事業の注力分野の変遷を反映して同社の事業セグメントや情報開示の在り方も変化してきている。

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に関与した理由は、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。

事業セグメントは単一だが、事業領域は、販売と販促の 2 つの軸と、システム（機械・ソフト）とサービス（人的労働）の 2 つの軸を組み合わせた 4 つの象限に切り分けることができる。マーケティングシステム事業の開始で、4 象限すべてをカバーする体制が整った（中長期の成長戦略の項も参照）。

これを受けて同社は 2018 年 3 月期本決算から、事業別・収入タイプ別に、売上高の内訳を、マーケティングサービス、販売システム（さらにフローとストックに細分）、販促システム、メディア事業に分けて開示している。レンタルサーバー事業の収益は販売システムに含まれるが事業の縮小で収益インパクトは限定的となっている。

事業・サービスと売上高の内訳開示の対応関係



業績の動向

微減収も、営業利益以下は大幅増益で着地

● 2019 年 3 月期第 1 四半期決算の概要

同社の 2019 年 3 月期第 1 四半期決算は、売上高 1,206 百万円（前年同期比 1.0% 減）、営業利益 144 百万円（同 33.5% 増）、経常利益 143 百万円（同 35.1% 増）、当期純利益 97 百万円（同 36.0% 増）と、減収ながら大幅増益で着地した。

2019 年 3 月期第 1 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	18/3 期		19/3 期				
	1Q 実績	通期	1Q 実績	前年同期比	進捗率	通期（予）	前期比
売上高	1,218	5,044	1,206	-1.0%	21.8%	5,540	9.8%
営業利益	108	554	144	33.5%	27.2%	531	-4.1%
売上高営業利益率	8.9%	11.0%	12.0%	-	-	9.6%	-
経常利益	106	582	143	35.1%	27.0%	531	-8.7%
四半期純利益	71	411	97	36.0%	26.7%	367	-10.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社の 2018 年 3 月期通期決算は売上高が前期比 5.6% 増、営業利益が同 36.1% 増と、増収・増益で、期初予想を大きく上振れて手着地した。しかし、同社自身はこの結果を好決算と単純に喜んだわけではない。増収は狙いどおりだったものの、増益の理由が成長投資のために計画した費用投下が進まなかったことだからだ。今の同社にとって成長投資とは人材の獲得を意味する。一定以上のスキルを持つ人材をそれに見合った待遇で採用・育成しようとしているが、計画どおりには進んでいない（これはここ数年続いている）。

2019 年 3 月期は改めて成長投資の実施を織り込んで増収・減益の期初予想で臨んだが、第 1 四半期決算も微減収ながら大幅増益となり、前期と同じ構図となった。当然ながら、同社自身の評価も前期と同じだ。

売上高の事業別内訳を見ると、マーケティングサービスの売上高は 267 百万円（前年同期比 12.0% 増）となった。前期までの伸び率と比べて 2019 年 3 月期第 1 四半期の伸び率が鈍化しているのは、前期ほど大口顧客の契約が出来ていないこと、またこの事業の拡大に向けて人材強化（外部からの獲得、内部での育成）を図っているが計画どおり進んでいないのも売上高の伸びを抑えたとみられる。

ASP サービス「ショップサーブ」からの収入である販売システムのうち、ストック収入は前年同期比 7.1% 減の 442 百万円となった。約 12,000 の既存契約軒数のうち一定割合で解約が発生するなか、新規契約の獲得については大口顧客主体に数を絞り込んでおり、その結果契約数の純減によりストック売上高が減収となるという状況が続いている。このこと自体は同社の想定どおりと言える。

業績の動向

フロー売上高は前年同期比 1.7% 減の 486 百万円となった。成長戦略上の大きな柱であるフロー売上高が減収となったことは深刻に捉える必要がある。しかしながら懸念する必要はないと弊社では考えている。フロー売上高の大元となる 1 顧客当たりの流通額は前年同期比 8% 増となったことも、また今後もマーケティングサービスを拡充していくことで、フロー売上は成長すると言えるだろう。

マーケティングシステム（販促システム）の売上高は 2 百万円となった。マーケティングシステムは 2017 年秋に開始し、2019 年 3 月期より本格的に拡販を開始した。2 百万円という数値は同社の期待値を下回っているとみられるが、利用している顧客からのフィードバックは良好で、今後、客数、売上高に弾みがついていくと期待される。

売上高の事業別内訳

(単位: 百万円)

		18/3 期					19/3 期		
		1Q 実績	2Q 実績	3Q 実績	4Q 実績	通期 実績	前期比 伸び率	1Q 実績	前年同期比 伸び率
マーケティングサービス		238	276	326	291	1,131	43.6%	267	12.0%
販売システム	ストック	476	467	460	452	1,855	-5.7%	442	-7.1%
	フロー	494	481	567	482	2,024	2.9%	486	-1.7%
販促システム		-	-	-	2	2	-	2	-
メディア事業、他		8	8	9	5	31	-41.6%	8	-1.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略と進捗状況

EC システム、マーケティングサービス、マーケティングシステムの 3 事業を展開し、各事業間でシナジーを追求して成長を目指す

1. 成長戦略の全体像

事業の概要の項で述べたように、同社は創業以来、約 7 年のサイクルで収益の軸となる事業の移行を重ねて業容拡大してきた。2017 年秋に新たにマーケティングシステム事業をスタートさせた結果、現在は EC システム、マーケティングサービス、及びマーケティングシステムの 3 事業体制となった。

一方同社の事業領域は、販売と販促の 2 つの軸と、システム（機械・ソフト）とサービス（人的労働）の 2 つの軸を組み合わせた 4 つの象限に切り分けることができる。マーケティングシステム事業の開始で、4 象限すべてをカバーする体制が整った。

E ストアー | 2018 年 9 月 13 日 (木)
 4304 東証 JASDAQ | <https://estore.co.jp/investors/>

中長期の成長戦略と進捗状況

同社の事業領域

	システム	サービス
販 売	A ECシステム (『ショップサーブ』)	B マーケティングサービス (クリエイション)
販 促	C マーケティングシステム (『コンペア』、『クエリー』)	D (宣伝・広告)

出所：会社資料、取材よりフィスコ作成

A～Dの4つの事業領域のそれぞれが重要であることは疑いないが、A～Dが同一平面上にほかから区切られて（独立して）存在しているわけではなく、因果関係や代替関係、補完関係など、様々な種類の関係性を持ち、関係性に応じて立体的・重層的に存在しているというのが現実に近いイメージと言えるだろう。

このイメージを常に頭に置きながら同社の成長戦略を考えることが、実は非常に重要だと弊社では考えている。なぜならば、同社が成長戦略として3つの事業それぞれを成長させることを目指しているのは疑いないが、そこからもう一段踏み込んだところでは、3つの事業（あるいはA～Dの4領域）間に存在する関係性を能動的に活用してシナジー効果を追求していくことこそが、同社の成長戦略の本質であるためだ。

詳細は後述するが、弊社では、中期的な時間軸（3年～5年程度を想定）で見た場合、各事業の成長のための施策の成果は、ECシステムの中のフロー売上高の成長と、それと連動性の高いマーケティングサービスの売上高の成長という形で具現化してくるとみている。逆の見方をすれば、この2つの売上高の成長こそがKPI（重要経営評価指標）であり、これを伴わない利益成長は評価できず、反対にこれがあるならば足元の利益がどうであれいずれ利益はついてくるということだ。同社がここ数年、目先の利益成長を犠牲にしてでも成長投資の実行にこだわっている理由は、まさにここにあると弊社ではみている。

マーケティングサービス、マーケティングシステムとのシナジーで、フロー売上高の成長再加速を目指す

2. ECシステムの成長戦略

ECシステムはEC総合支援のASPサービス『ショップサーブ』が具体的な商材だ。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、販売に関係する一連の要素が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というものだ。この収入がストック売上高として計上されている。同社はまた、ショップサーブの顧客との間で、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（同社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契約を結んでいる。この売上連動型収入がフロー収入として計上されている。ストック収入とフロー収入とはタイプが異なるため成長戦略も当然異なってくる。

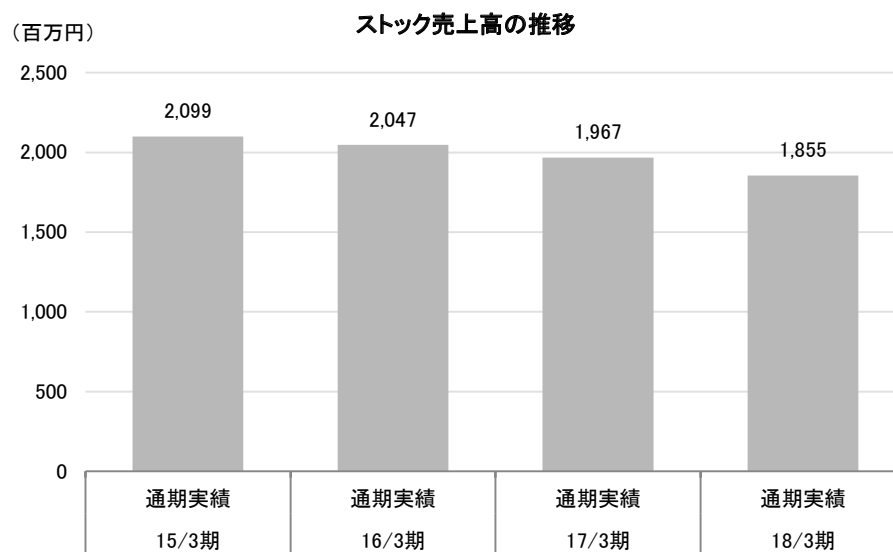
(1) ストック売上高の成長戦略

ストック売上高はショッピングの契約顧客数と顧客単価の積で決まる。このうち、契約顧客数は追わないことを同社は明言している。代わりに注力するのは顧客単価の上昇だ。

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。その結果、ストック売上高は減少傾向が続いている。同社自身はこの点については想定内であるとして、まったく懸念していない。

後述するように、前述の“良品良店へのシフト”策は、フロー売上高拡大策でもある。すなわち、ストック売上高の減収が続いたとしても、フロー売上高の増収で取り返すということが水面下で起きていることだ。これが、同社はストック売上高の減収を懸念していない理由の 1 つとみられる。



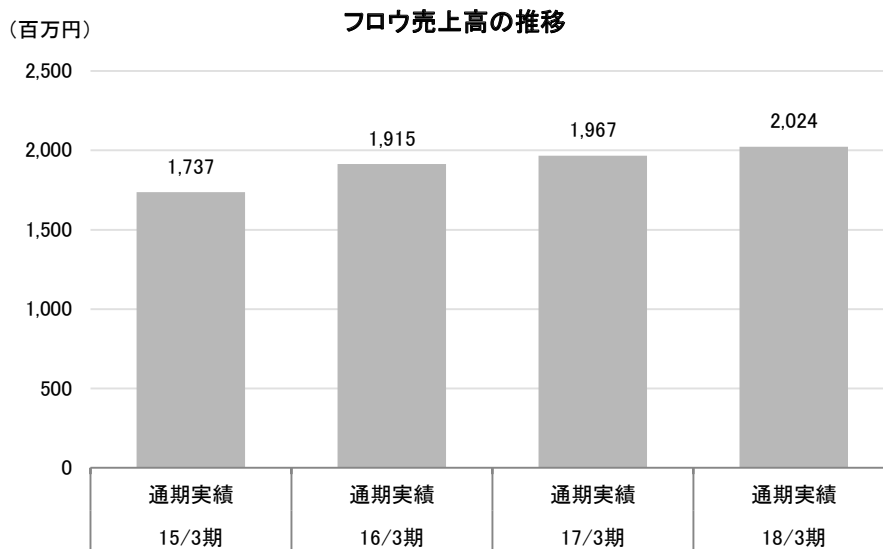
出所：決算短信よりフィスコ作成

(2) フロー売上高の成長戦略

前述のように、フロー売上高は同社の成長を実際にけん引するメインエンジンの 1 つであり、これをいかに実現するかが経営上の優先課題の 1 つだと言える。

そのフロー売上高の現状は、一旦踊り場に差し掛かりつつある。これを乗り越えて成長へと回帰させることができるかどうか、ポイントとなる。

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

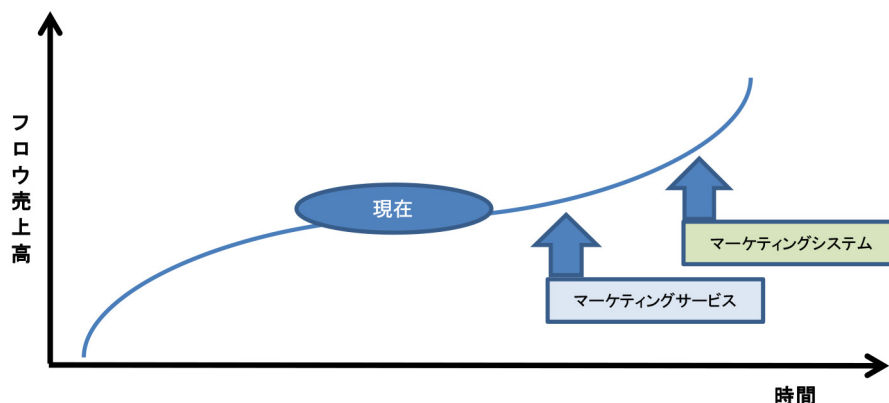
これまで当社が主として取り組んできたのは、1) 既存顧客のマーケティングを支援し、売上高増大を実現することと、2) 顧客企業の構成を変えて売上高の大きい企業の割合を増やすことの 2 点だ。

1) については、当社が注力するマーケティングサービス事業において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を拡大させてフロウ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、フロウ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ウ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。

これらに加えて、今後はマーケティングシステム事業とのシナジーによるフロウ売上高の拡大が期待できる。マーケティングシステム事業で提供する『コンペア』と『クエリー』（詳細は後述）はいずれも、売上高拡大を目指す販促支援ツールだ。当社は、本格展開初年度の 2019 年 3 月期は既存顧客（すなわちショップサーブ既契約者）への販売に注力する方針だ。

フロウ売上高の成長再加速のイメージ



出所：会社資料、取材よりフィスコ作成

顧客数拡大と大口顧客獲得が成長戦略。 実現に向けて人的資源の拡充を急ぐ

3. マーケティングサービス事業の成長戦略

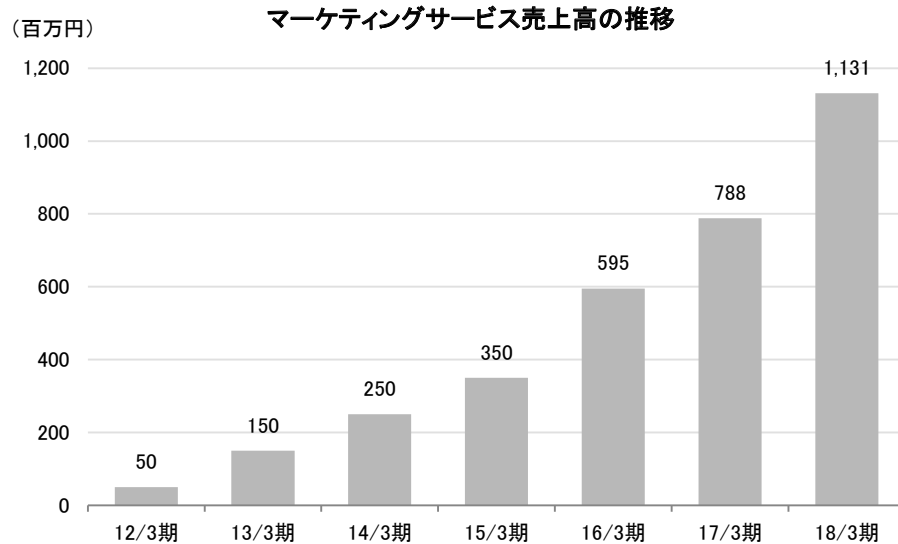
マーケティングサービス事業は顧客に対して販売促進（マーケティング）のためのコンサルティングや業務運営代行といった役務を提供し、それに対する対価（フィー）を得るのが事業モデルだ。実際の事業は、販売支援と販促支援の 2 つの領域にまたがっている。

同社はマーケティングサービス事業について、ショップサーブの既存顧客を対象に販売するところから開始して、その後、外部の新規顧客との契約獲得にも進出し、事業を拡大してきた。

マーケティングサービス事業の売上高の推移を見ると、毎年高い伸びが続いており、2018 年 3 月期は前期比 43.6% 増の 1,131 百万円に達した。しかしながら、業績動向の項で述べたように、2019 年 3 月期第 1 四半期は、増収率が 12.0% に減速した。

この点について同社は、前期は、大口顧客の契約があり高い伸びとなったが、その後大口顧客の契約が出来ていないことが原因としている。今後の見通し・対応としては、第 1 四半期の影響が第 2 四半期も一部で残る見通しであるものの、別の大口顧客との契約が下期から開始予定であり、顧客数獲得に向けて営業を強化するため、下期には再び高い成長を回復できるとしている。

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

弊社では何よりも人材確保が急務だと考えている。ここでの人材強化が同社がかねてより注力する“成長投資”の本丸であり、この点は同社自身が最も痛感していることと思われる。それでもあえて指摘したのは、人的キャパシティ拡大による事業収益拡大という戦略は良いとして、人材を実際に獲得するための戦術において、もうひと工夫が必要ではないかと考えたためだ。予想よりも経費が少なくして利益が上振れする状況は、(同社自身が指摘するように)短期的にはプラスに評価されたとしても、同社の中長期的成長戦略の観点からは決して手放しては喜べない。人的キャパシティの拡大は引き続き最大の注目点と言える。

『コンペア』は高い実績と評価を獲得。 これをテコに顧客数の急拡大を狙う

4. マーケティングシステム事業の成長戦略

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サービス事業とも重なるが、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。

同社は 2017 年秋までに『E ストアー Compare (コンペア)』、『E ストアー Query (クエリー)』の 2 つのサービスをローンチした。これら 2 つはともに、MA (マーケティングオートメーション) ツールで、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。

マーケティングシステム事業の売上高は売上高内訳では販促システム売上高として開示されている。2018 年 3 月期の売上高は 2 百万円 (年度後半の 4～5 ヶ月分) だった。2019 年 3 月期第 1 四半期の売上高も 2 百万円となっている。

同社はマーケティングシステムの 2 つの商品について、2019 年 3 月期から本格的な拡販に乗り出した。第 1 四半期の 2 百万円という実績には決して満足していないと思われる。この売上実績と平均単価 4 万円 / 月から逆算すると、現在の顧客数は 15 社前後ということになる。同社は今後、ショップサーブの既存顧客を対象に、先発利用者における実績などを踏まえて拡販を図る計画だ。

同社によれば、これまでの実績としては、特にコンペアへの評価が高く、売上高が導入前後で 3 倍増となった事例もあるようだ。こうした実績が積み重なれば、説得力も高まりマーケティングシステムの契約社数増大につながると期待される。またショップサーブの既存客に販売することは、マーケティングシステムの売上高拡大と、フロウ売上高拡大の両方につながるため、極めて合理的であると言える。今後の推移を見守りたい。

若手の抜擢で組織に勢いと行動力。 経験の積み重ねで一段の実力アップを目指す

5. 大規模組織改編の進捗状況

同社は 2017 年 8 月に、過去最大規模のリストラクチャリングを行った。ここで言うリストラは“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（この詳細については 2018 年 3 月 19 日付の前回レポートを参照）。

それからほぼ 1 年後の現在、大規模組織改編の効果や進捗について同社は、組織としての勢いや行動力という点では明確に、狙いどおりの効果が出ているとしている。一方で、例えば最後のエクセキューション（執行力、決定力）といった面で経験不足が顔を出すと言ったこともあるようだ。そうしたネガティブな面を考慮してもなお、大規模組織改編は成功であったというのが同社の自己評価だ。

弊社でも今回の大胆な組織改編は意義があると評価している。過去数年から今後 1～2 年は同社にとっては成長投資の時期に当たる。その期間は業績的には一時的な停滞を甘受する覚悟で臨んでいる。ベテランから若手への切り替えに際して一定の機会損失などが発生するのは十分想定できることだ。そうした一時的な機会ロスや費用の増加を先送りせず、成長投資ともに一気に行うという判断は、その後の収穫・回収のタイミングにおいて業績の垂直立ち上げを実現するためには不可欠だと弊社では考えている。その点で同社の大胆な組織改編はタイミングとして正しい判断だったというのが弊社の評価だ。

EC 市場に混乱をもたらすリスクを極小化すべく、 電子認証事業を買収

6. 電子認証事業への参入

同社は 2018 年 8 月 6 日付で電子認証事業を開始した。同社は新規に（株）クロストラストを設立し、同子会社において、電子認証サービスで実績を有するクロストラスト（株）から事業譲渡を受け、今後は同社がクロストラストにおいて電子認証サービス事業を行っていく。具体的には、通信の暗号化や、企業の実在を証明する SSL/TLS サーバー証明書の発行を行うのが電子認証サービスの内容だ。

SSL（Secure Sockets Layer）/TLS（Transport Layer Security）はいずれも、インターネット上で通信を暗号化し、第三者による通信内容の盗み見や改ざんを防ぐ技術だ。SSL と TLS は同じ枠組みであり、SSL がバージョンアップを重ねてその後 TLS に移行したという関係にある。

SSL/TLS サーバー証明書とは、Web サイトを運営する会社の身元を確認できる機能を備えた電子証明書だ。この証明書を導入（取得）しているサイトとそうでないサイトとでは、極めて近い将来に大きな差が出ることが予想されている。具体的には、証明書を取得していないサイトを閲覧しようとすると、ブラウザから警告を受けることになる。これはサイトへの訪問を妨げ、EC 事業者の収益に大きな影響を及ぼす可能性がある。

同社及びクロストラストの最初の事業として、同社の既存顧客（ショッピングサブ契約企業）に対して無料で SSL/TLS サーバー証明書を早期に発効する計画だ。無料というのは奇異に聞こえるかもしれないが、フロウ売上高における損失回避効果で十分正当化できる見込みだ。（SSL/TLS サーバー証明書は通常は有料であり、業界の平均的な料金は年間 30,000 円とされている）。

電子認証事業では、言うまでもなく外部の一般顧客にも SSL/TLS サーバー証明書の発行を行い、独立した収益事業として成長を図る方針だ。電子認証サービスは 1 年契約で更新していくモデルであるためストック型の収益モデルであり、一定の規模に達すれば収益の安定性増大に寄与すると期待される。

■ 今後の見通し

成長投資の着実な実行を想定して増収減益を予想

● 2019 年 3 月期通期見通し

2019 年 3 月期通期について同社は、売上高 5,540 百万円（前期比 9.8% 増）、営業利益 531 百万円（同 4.1% 減）、経常利益 531 百万円（同 8.7% 減）、当期純利益 367 百万円（同 10.7% 減）と増収減益を予想している。これらの数値は期初予想から変更はない。

2019 年 3 月期通期見通しの概要

(単位: 百万円)

	18/3 期		19/3 期			
	通期	1Q 実績	前年同期比	進捗率	通期 (予)	前期比
売上高	5,044	1,206	-1.0%	21.8%	5,540	9.8%
営業利益	554	144	33.5%	27.2%	531	-4.1%
売上高営業利益率	11.0%	12.0%	-	-	9.6%	-
経常利益	582	143	35.1%	27.0%	531	-8.7%
当期純利益	411	97	36.0%	26.6%	367	-10.7%

出所: 決算短信よりフィスコ作成

同社は通期ベースで予算を管理しているため、第 2 四半期 (上期) の業績予想はない。利益面では進捗率が高かったため、通期予想に対する上振れ期待を持つ向きもあるだろうが、同社は人材を中心とした成長投資に費用を積極的に投下する方針であるため、利益の上振れへの過度な期待は避けるべきと弊社では考えている。

むしろ、2019 年 3 月期第 2 四半期以降注目すべきは、売上高の動向だ。通期の期初予想では 2 ケタ近い増収率を掲げているが第 1 四半期は微減となった。これを第 2 四半期以降で取り戻せるかどうかだ。

2019 年 3 月期第 1 四半期における“誤算”はマーケティングサービスにおける売上高の伸び鈍化だったのではないかと弊社では推測している。この点について同社は、ショッピングサービスの既存客以外も含めて新規契約の獲得を目指すとともに、大口顧客の取り込みに注力してリカバリーを目指すとしている。大口顧客獲得も含めてこの戦略の達成に向けて手応えが出てきているもようだ。

フロウ売上高も第 2 四半期以降の回復が十分期待できると弊社ではみている。第 1 四半期は前期比減収となったものの 1 顧客当たり流通額は 8% 増となった。マーケティングサービス事業の成長再加速に伴い、フロウ売上高も増収トレンドを回復すると期待される。加えて、マーケティングシステムの拡販による効果も大いに注目される。コンペアやクエリーといったサービスは売上拡大のためのツールであり、ショッピングサービスの既契約者において採用が進めば、彼らの EC 販売高、ひいては同社のフロウ売上高の押し上げに大きく貢献すると期待される。

今後の見通し

損益計算書

(単位 : 百万円)

	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期 通期	19/3 期	
					1Q 実績	通期 (予)
売上高	4,336	4,660	4,775	5,044	1,206	5,540
前期比	-4.2%	7.5%	2.5%	5.6%	-1.0%	9.8%
売上総利益	1,649	1,769	1,548	1,449	365	-
売上高売上総利益率	38.0%	38.0%	32.4%	28.7%	30.3%	-
販管費	1,090	1,140	1,141	895	220	-
売上高販管費率	25.1%	24.5%	23.9%	17.7%	18.3%	-
営業利益	559	628	407	554	144	531
前期比	8.7%	12.5%	-35.2%	36.1%	33.5%	-4.1%
売上高営業利益率	12.9%	13.5%	8.5%	11.0%	12.0%	9.6%
経常利益	562	628	401	582	143	531
前期比	8.9%	11.9%	-36.1%	44.9%	35.1%	-8.7%
当期純利益	330	420	285	411	97	367
前期比	5.0%	27.3%	-32.1%	44.1%	36.0%	-10.7%
分割調整後 EPS (円)	55.27	78.66	55.32	79.73	18.96	71.11
分割調整後 BPS (円)	197.18	196.74	227.30	283.36	-	-
分割調整後配当 (円)	17.00	24.00	24.00	28.00	-	-

出所 : 決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

単体貸借対照表

(単位: 百万円)

	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期 1Q 末
流動資産	2,797	3,058	3,012	3,568	3,354
現預金	2,155	2,385	2,312	2,778	2,637
売掛金	528	553	575	604	569
固定資産	511	447	480	469	519
有形固定資産	100	82	129	106	105
無形固定資産	116	108	103	74	59
投資等	293	256	247	230	353
資産合計	3,308	3,505	3,492	3,979	3,873
流動負債	2,098	2,471	2,296	2,490	2,428
買掛金	180	173	190	226	205
短期借入金等	102	324	-	-	-
預り金	1,393	1,559	1,740	1,853	1,962
固定負債	40	18	22	26	26
長期借入金	24	-	-	-	-
株主資本	1,162	1,012	1,173	1,461	1,414
資本金	523	523	523	523	523
資本剰余金	539	539	539	539	539
利益剰余金	2,439	2,759	2,921	3,209	3,162
自己株式	-2,339	-2,810	-2,810	-2,810	-2,810
その他	6	3	-0	0	3
新株予約権	0	-	-	-	-
純資産合計	1,170	1,015	1,173	1,462	1,418
負債・純資産合計	3,308	3,505	3,492	3,979	3,873

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 4 円増配の 28 円配を実施

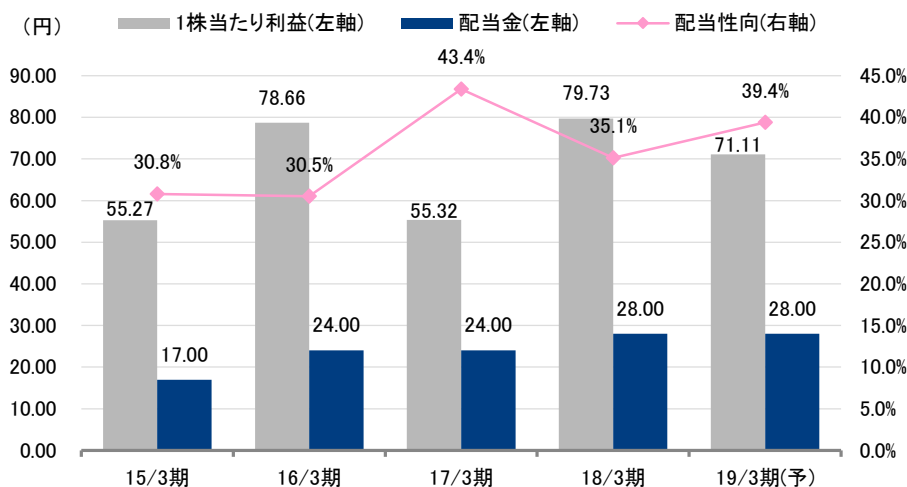
同社は株主還元について、配当によることを基本とし、業績、財政状態、成長のための内部留保などを総合的に勘案して配分を行っている。公約配当性向は設定していないが、利益配分の考え方の根底には「株主、顧客、社員の 3 者で山分け」という基本理念がある。過去においても、この基本理念に基づいて配当額を決定してきた実績がある。

2018 年 3 月期について同社は、前期比 4 円増配の 28 円配を行った。営業利益以下の各利益項目が 40% 前後の高い増益率となったことを反映したものとみられる。配当性向は 35.1% だった。2019 年 3 月期については、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。

株主還元

2019 年 3 月期の会社予想ベースの 1 株当たり当期純利益は 71.11 円と試算される。仮に配当が前期比横ばいの 28 円となれば、配当性向は 39.4% となる。前述の“3 者で山分け”という基本理念からは適切な配当性向を 30% ~ 35% と考えているとも読み取れるが、安定配当という視点を重視した実績もあり、予断を許さない状況と言える。

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：決算短信よりフィスコ作成

■ 情報セキュリティについて

信頼性確保のため外部認証の取得実績を着実に積み上げ

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、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