

## Eストアー (東証STD・4304)

**UPDATE!**

**DX(デジタルトランスフォーメーション)は大きなビジネスチャンスが到来。先を見据え、EC支援からインキュベーションへと収益モデルを修正中。来期以降の大きな飛躍に期待が高まる。**

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<br>CEO<br>石村 賢一<br>代表取締役 社長<br>COO<br>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  | <a href="https://estore.co.jp/">https://estore.co.jp/</a> |
| 業種   | 情報・通信業  |

## 株価DATA (6月5日終値)

|        |            |
|--------|------------|
| 株価     | 1,165円     |
| 発行済株式数 | 5,636,636株 |
| 時価総額   | 6,567百万円   |
| 予想配当   | -          |
| 予想PER  | -          |
| 実績PBR  | 2.1倍       |

## 要約 (Executive Summary)

- \* 2023.3月期の業績は、売上高94.5億円(前年同期比64.4%増)、営業利益9.0億円(同14.5%減)で着地した。既存事業が順調に伸びていることに加え、新規にスタートしたHOI(ハンズオンインキュベーション)事業でのM&Aにより、売上高は大きく伸びた。一方、利益については、既存のEC支援サービスの強化を目的に、戦略的先行投資を拡大したことで減益となった。
- \* EC支援のパイオニアであるEストアーグループは、多くのナショナルブランド企業を顧客としており「自社EC構築」市場でトップシェアを誇る。顧客企業の収益拡大をミッションに、常に市場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。今を大きなビジネスチャンスとして先行投資を拡大している。
- \* コロナ禍による働き方・生活スタイルの変化によりDX(デジタルトランスフォーメーション)への注目度があがり、企業のDX投資意欲は旺盛である。良好な事業環境であるが、競争も激化している。市場の先を見据えHOI事業を立ち上げたが、これは今後の収益モデルを大きく変えるものである。とはいえ、インキュベーションはこれまで培ってきたEC支援の延長線上にあり、同社の強みが活かせる事業である。EC支援事業をキャッシュカウとして、経営資源をHOI事業に振り向けることで、グループ全体での成長を目指している。
- \* 2024.3月期は、売上高125.0億円(前年同期比32.3%増)、営業利益8.4億円(同7.2%減)を見込む。堅調なEC消費と活発化する企業のDX投資を背景に売上は順調に伸びる。一方で、顧客の利便性を高めるべくECシステムへの先行投資は継続するため、2期連続の減益となる見込み。しかしながら、これはあくまで成長のための戦略的な投資で、今期でおおむね終了する予定であり、来期以降はその成果が表れてこよう。中期経営計画の最終年度である2025.3月期の営業利益は20億円を見込んでいる。グループのシナジーを最大限に活用しDXという大きな流れを捉えることで、来期以降の飛躍が期待される。

# 概要／決算概況

## ■ 概要

EC支援のパイオニア。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、顧客の収益拡大をミッションとして「企業の自社ECサイト」のサポートを行っている。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。自社の収益性を高めるべく、2022年にハンズオンインキュベーション(HOI)事業を立ち上げた。

### 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

## ■ 2023年3月期決算概況

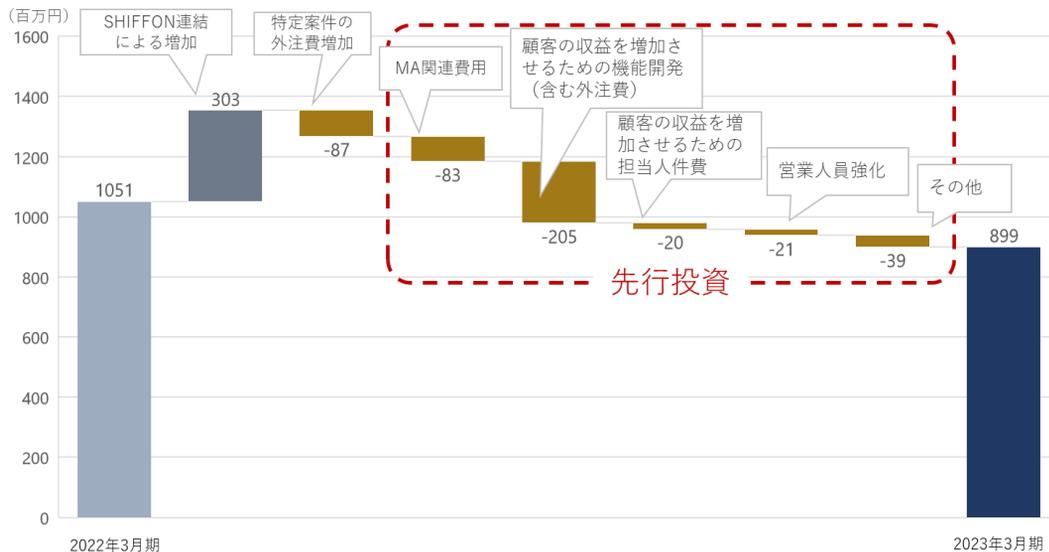
2023.3月期は、売上高945億円(前年同期比64.4%増)、営業利益9億円(同14.5%減)と増収減益となった。2022年8月に株式会社SHIFFONを連結子会社化し、HOI事業を立ち上げたことで売上高が大きく伸びた。

| (百万円)     | 2019.3 | 2020.3 | 2021.3 | 2022.3 | 2023.3 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高       | 4,932  | 4,852  | 10,504 | *5,746 | 9,449  |
| 営業利益      | 515    | 478    | 906    | 1,051  | 899    |
| 営業利益率 (%) | 10.4   | 9.9    | 8.6    | 18.3   | 9.5    |
| 経常利益      | 582    | 526    | 1,073  | 1,078  | 751    |
| 当期利益      | 409    | 367    | 482    | 677    | 307    |

\* 2022年3月期の売上は取引表示を総額表示から純額表示に切り替えたため減収に見えるが実際は6%の増収。

# 決算概況

一方、利益が減少したのは、EC支援事業の先行投資が期初計画以上に拡大したためである。顧客の利便性を図るべく、システム機能開発や採用を含む人員体制を強化中。



## 事業セグメントと売上推移

“SHIFFON”のM&Aを機にHOI事業を立ち上げたことにより、セグメントはEC支援事業とHOI事業の2本柱となった。市場の拡大により、EC支援事業の売上は伸びているものの競争激化により成長率は鈍化している。

| (百万円)        | 2020.3 | 2021.3 | YoY(%) | 2022.3 | YoY(%) | 2023.3 | YoY(%) |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>EC事業</b>  |        |        |        |        |        |        |        |
| ECシステム       | 1,935  | 3,900  | 101.6  | 4,293  | 10.1   | 4,541  | 5.8    |
| 決済           | 582    | 835    | 43.5   | 854    | 2.3    | 868    | 1.6    |
| マーケティング      | 396    | 678    | 71.2   | 599    | -11.7  | 522    | -12.9  |
| <b>HOI事業</b> |        |        |        |        |        | 3,516  | -      |
| <b>合計</b>    | 4,852  | 5,415  | 11.6   | 5,746  | 6.1    | 9,446  | 64.4   |

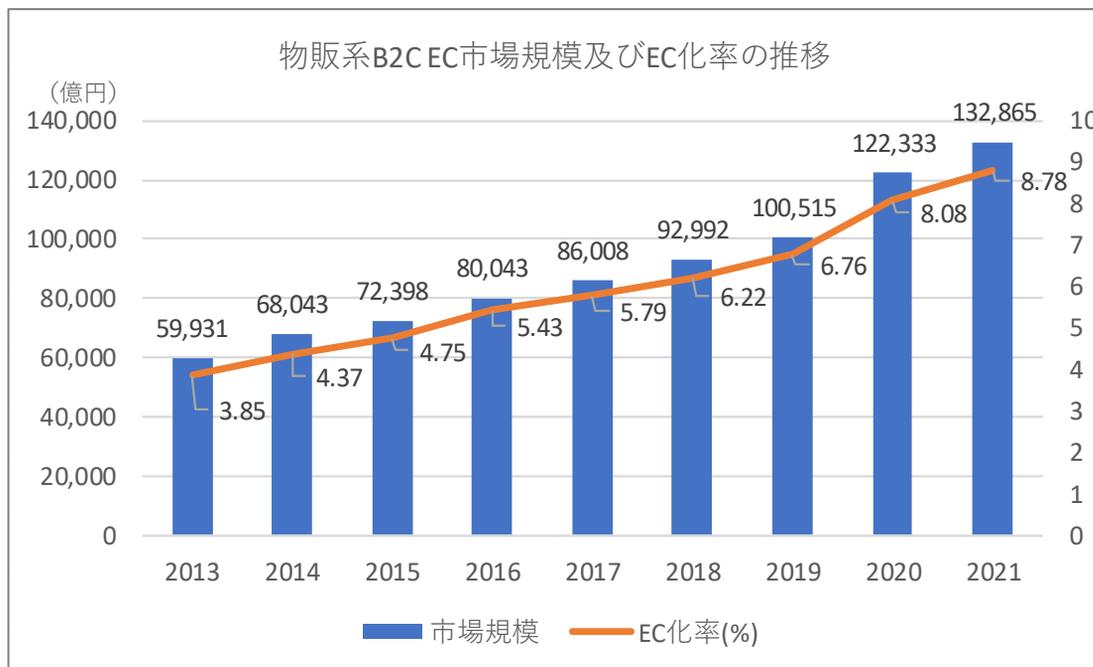
## 強み

EC支援では、ECシステム、決済、販促提案・販促代行のサービスを提供してきた。ECシステムの構築に携わることで、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。収益拡大という顧客ニーズに的確に応えることのできる総合力が最大の強みである。

## 業界ポジション

### □ EC支援事業の市場環境とビジネスモデル

下表の経済産業省の統計が示す通り、わが国のB2C-EC市場はコロナ禍における巣ごもり需要の拡大を受け2020年に大きく伸び、その後も順調に拡大し、EC化率も8%台後半まで上昇している。それでもまだ世界のEC化率17.8%(2020年)に比べ大きく後れをとっている。EC消費は定着しつつあるとはいえ、まだ十分に成長余地があると考えられる。



出所：経済産業省 令和3年度電子商取引に関する調査

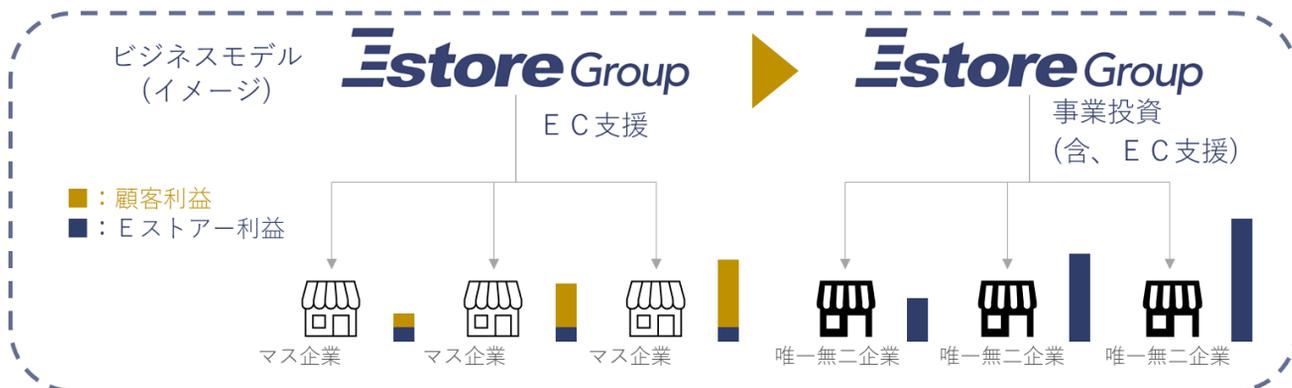
同社は、つねに市場動向に先行して提供するサービスを拡充してきた。それらのクロスセルによる顧客企業の収益拡大を実現し、同社も自社EC構築支援のトップ企業となった。今後D2Cが加速する中で、「自社EC」は有望な市場である。それゆえ、新規参入も増え競争が激化している。もともとローリスク・ローリターンなビジネスモデルであるため、これまでのような利益成長が期待しにくいものとなりつつある。このような外部環境の変化を鑑み、ビジネスモデルの修正を図っている。

- ① レッドオーシャン化しているEC支援は、収益性の高い大口顧客へのサービスにフォーカスすることとした。同社は多くのナショナルブランド企業を主要顧客としてかかえており、大口顧客向けのEC支援にはまだ成長ポテンシャルが十分にある。従って、現在は顧客の決済収益拡大に不可欠なシステム(オートスケーリング：ピーク時の売り逃し防止システム、CRM：メルマガ配信強化)の開発に注力している。前期・今期は先行投資が優先するが、来期以降は同事業がキャッシュカウとなる見込み。
- ② EC支援で得た経営資源を、HOI事業に振り向け、今後は軸足をシフトしていく方針。有望な商材を持つ企業にJVやM&Aなどの直接投資によりグループ企業とし、その事業利益を取り込むHOI事業が今後の成長を牽引する。

# 事業モデル

## □ HOI事業のポテンシャル

経済活動の正常化により、人流や消費が活発化する一方で、所得や資産の格差も広がっている。加えて、消費者の価値観も多様化する中で、自分の気に入ったものには対価を払う「プレミアム消費」が拡大していくと予想されている。すなわち、企業は人々が購入する価値を見出す商材をもっていないということになる。さらに、価値ある商材をもっているDXの知見と資金を有する企業でなければ勝ち残れない。ターゲットとなる“価値ある商材を持ちながら自社ECサイトでの訴求ができていない”中小企業は多数存在している。HOIはそのような企業に直接投資を行い、これまで培ったノウハウの提供により収益を最大化する事業である。パートナーとして事業を発展させ、事業利益をともに享受するビジネスモデルで大きな飛躍が期待できる。



会社決算説明会資料より

前述の通り、HOI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によりグループ事業としたうえで、バリューアップした事業利益を取り込むビジネスである。ソーシング力\*が必然だが、同社はEC支援で培った目利き、収益改善の提案・交渉力を有しているのでリスクを軽減できるとみている。さらにはEC改善にとどまらない企業価値の向上が実現できる。

\* ソーシング = M&Aにおいて、ターゲットとなる企業を選定し、さらに交渉を行うこと。

## □ 今後の業績

開発投資やM&Aの影響で利益の増減はあるものの、長期スパンで見ると業界トップとして着実な成長を遂げてきた。2024.3月期は、売上高125.0億円(前年同期比32.3%増)、営業利益8.4億円(同7.2%減)を見込んでいる。堅調なEC消費と活発化する企業のDX投資を背景に売上は順調に伸びる。一方で、顧客の利便性を高めるべくECシステムへの先行投資は継続するため、2期連続の減益を予想している。しかしながら、これはあくまで成長のための戦略的な投資で、今期でおおむね終了する予定であり、来期以降はその成果が表れてこよう。

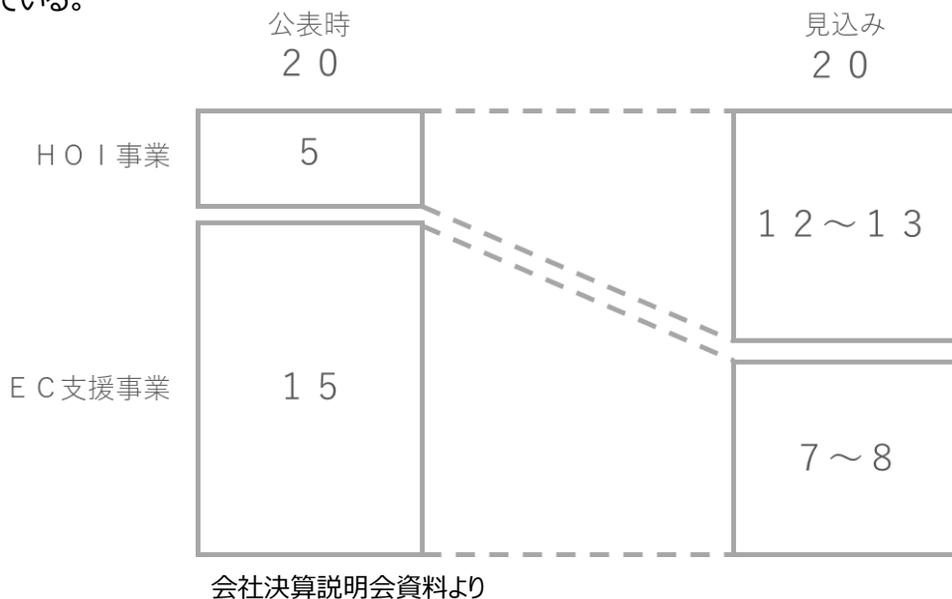
| (百万円)     | 2020.3 | 2021.3 | 2022.3 | 2023.3 | 2024.3 (予) |
|-----------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 売上高       | 4,852  | 10,504 | *5,746 | 9,449  | 12,498     |
| 営業利益      | 478    | 906    | 1,051  | 899    | 835        |
| 営業利益率 (%) | 9.9    | 8.6    | 18.3   | 9.5    | 6.7        |
| 経常利益      | 526    | 1,073  | 1,078  | 751    | -          |
| 当期利益      | 367    | 482    | 677    | 307    | -          |

\* 2022年3月期の売上は取引表示を総額表示から純額表示に切り替えたため減収に見えるが実際は6%の増収。

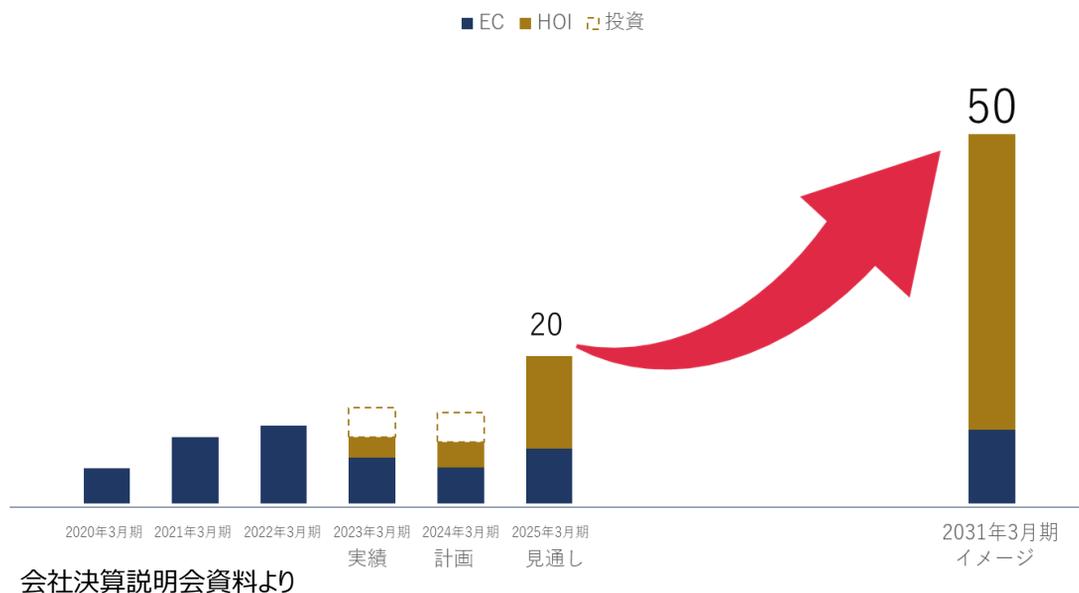
※ 営業外損益は為替変動など現時点で合理的な予測が難しいとして未公表

# 事業モデル

中期経営計画の最終年度である2025.3月期、営業利益20億円を見込んでいる。計画当初と目標数値は変わらないが、セグメントの利益構成は、HOI事業が75%、EC支援事業が25%と大きく変更された。EC支援セグメントは先行投資をほぼ終了し、大口顧客向けサービスで成長。HOIセグメントにおいては、SHIFFONの営業利益6億円程度を見込んでおり、加えて現在進行中の複数のM&A案件のうち1~2件が締結するとみている。



その後もHOI事業へのシフトを進めることで2031.3月期には営業利益50億円まで拡大させる計画である。

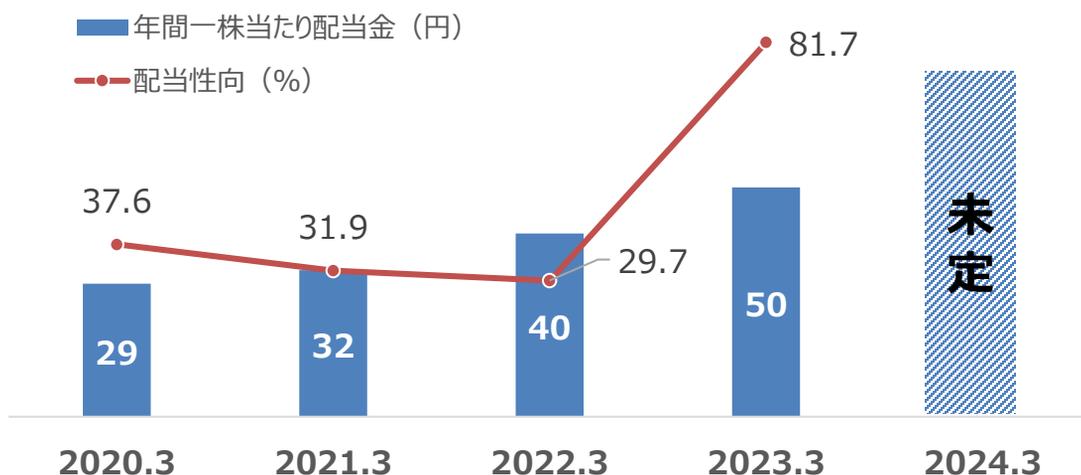


DX化の波は成長の大きなチャンスである。業務提携やM&Aを積極的に行っている。グループシナジーを最大限に活かすことでEC支援の総合ソリューション企業として更なる飛躍を目指す。

## 資本政策・株主還元／課題・リスク

### □ 資本政策と株主還元

株式会社SHIFFONの連結子会社化に伴い、資産及び負債が大きく増加している。2022年の株式取得(50%)は銀行借入で補ったが、6月に追加で20%を取得する予定で、短期及び長期借入金ともに増加する見込み。当面は企業価値の最大化にむけたHOI事業への投資を優先させる方針だが、必要な内部留保が確保できた時点での株主還元には前向きである。



### □ 課題とリスク

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、EC市場の成長は加速する。技術革新スピードの速いIT市場において、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である。また、東証プライム上場基準の達成も資本政策も課題である。営業要員の確保と育成が進まず、アライアンスやM&Aの成果も想定以下であれば、バランスシートの改善は想定通りにはすすまない。変化の激しいITの世界、厳しい世界ではある。

# 株価的アプローチ

海外投資家の日本株を見る目が大きく変わり、大量の日本株買いとなっている。日経平均は33年振りの高値になり、更に上値が期待される勢いだ。ただ、外国人投資家の買う大型株や値高株、更には指数ベースの上昇が先行し、スタンダード市場やグロース市場に属する小型株の動きは相対的に重い。時価総額65億円でスタンダード市場に属する当社の株価も低迷している。しかし、外国人投資家の今までの日本株の見直し買いのスタイルは、時価総額の大きい大型・主力株を買ったあと、徐々に小型成長株に手を伸ばして来る。ここまで外国人投資家の買いに売り向かっていた個人投資家の手持ち資金は蓄積される一方で、今後は国内・海外投資家ともに出遅れ銘柄に資金を向けて来ると思われる。

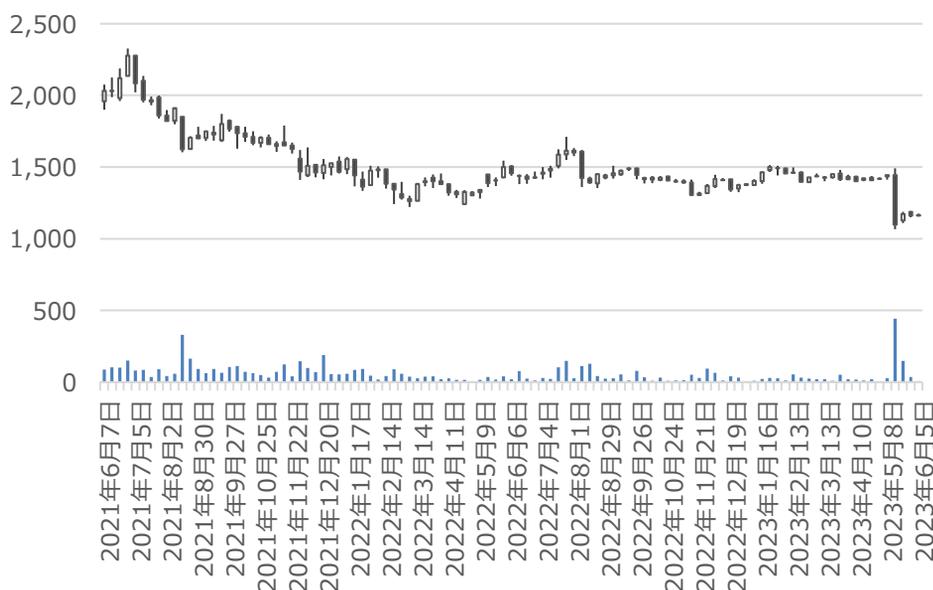
当社は、先を見据えた戦略的投資で2023年3月期の収益が、営業利益14.5%、経常利益30.3%の減益決算となった為、決算発表（5月15日）以後の株価は大きな下落となっている。しかも表面上は今24年3月期は大幅増収ながら、利益の回復は不透明で株価の回復も鈍い。

しかしながら、この減益のもとになっている先行投資は、今後の当社の収益モデルを大きく変える可能性があり、この株価的下げ局面は投資家にとってエントリーのタイミングと考える。何よりも過去1度も減配していない事は、変化の多いこの種の企業としては特筆すべき事で、減益となった前期でも10円増配の年間配当50円としたように、株主還元も前向きである。企業のDX化は今後益々加速度が加わって来る。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BtoC「自社本店EC」の流れも更に高まって来よう。DXは「高度総合化の時代」に入った。今後は、唯一無二の商材・サービスを提供する企業への直接投資まで踏み込み、事業利益を丸ごと取り込むHOI（ハンズオンインキュベーション）事業へ軸足を移して行く。「Eストアの時代」を築く為の先行投資は身を結ぶのか。これからの株価が証明しようが、まずは一票投ずるところではないか。

## 株価（ヒストリカル）

|       |         |
|-------|---------|
| 年初来高値 | 1,513   |
| 年初来安値 | 1,066   |
| 上場来高値 | 590,000 |
| 上場来安値 | 620     |

## 株価推移（週足）



## 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](mailto:report@finantec-net.com)

〒103-0026 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