

D2C市場を追求するEC支援企業

投資判断 (6/14)

Eストアー (4304・東証スタンダード)

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,350円 (6/14)	100株	82.8億円 (6/14)	1,464円 (24/2/28)	1,220円 (24/1/4)	— (6/14)

「HOI事業」本格化で成長軌道へ

■売上・営業益・EBITDAのピーク更新続く

24年3月期の連結業績は売上高が12,566百万円（前期比33.0%増）、営業利益が1,086百万円（同23.0%増）となった。企業のDX需要が引き続き旺盛に推移する中で、大企業向けECシステムを主力とするコマース21を中心に好採算の大型案件を順調に獲得した。これにより、EC事業の部門営業利益が同14.5%増の722百万円に伸長した。コマース21で収益力を強化できるようなシステム構築の提案が奏功し、顧客との接点の近接化に成功している。また、HOI（ハンズオンインキュベーション）事業は、22年8月に連結子会社化したアパレルのSHIFFONの収益が通期で寄与（前期は半期）して大幅な増収増益となった。売上高、営業利益とも過去最高を更新したほか、先行投資コスト控除前EBITDA（注）も1,844百万円（同22.4%増）とレコードを記録した。

注・先行投資コスト控除前EBITDA = EBITDA（営業利益 + 減価償却費 + のれん償却費） + 先行投資コスト

■中期計画の実質利益目標も射程圏に

25年3月期の連結業績は、売上高13,350百万円（前期比6.2%増）、営業利益1,206百万円（同11.0%増）を計画。また、先行投資コスト控除前EBITDAは1,966百万円（同6.6%増）を見込み、いずれも前期に続くピーク更新を視野に入れている。企業のDXニーズが高水準で推移する中で、コマース21を中心に大型案件の取り込みが進む。また、HOI事業に関しては、収益力向上のためにM&Aを積極的に検討する企業が増加しており、同社への追い風が強まっている。

同期は中期経営計画（21年3月期～25年3月期）の最終年度に当たる。同計画における戦略を、当初のグルー

業績動向 (6/14時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	先行投資 コスト控除前 EBITDA (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
24年3月期	実績	12,566	33.0	1,086	23.0	1,844	22.4	462	52.0	90.4
25年3月期	会社予想	13,350	6.2	1,206	11.0	1,966	6.6	—	—	—
	WA予想	13,350	6.2	1,300	19.7	2,060	11.7	685	48.3	133.8
26年3月期	WA予想	14,700	10.1	1,420	9.2	2,230	8.3	740	8.0	144.5



プ間のシナジー追求から個社ごとのDXの取り込みに変更し、さらにはHOI事業に軸足を移したことで、売上高目標（10,100百万円）は大幅に超過する方向。また、25年3月期の先行投資コスト控除前EBITDAの予想は同計画の目標（=のれん償却前営業利益、2,100百万円）を下回るものの、HOI事業の伸び代を踏まえると射程圏にある。

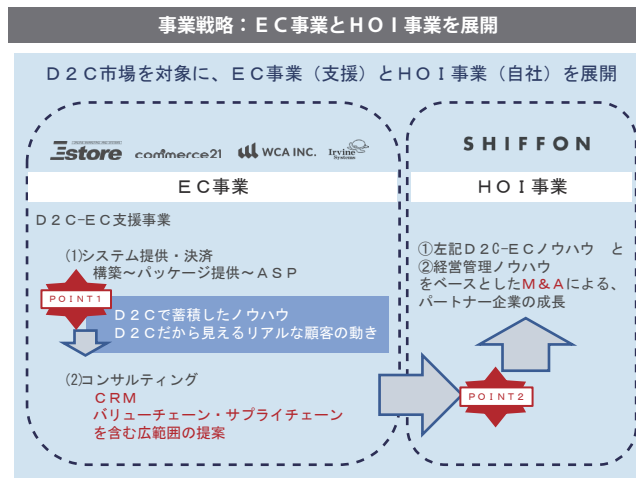
ウエルスアドバイザー（WA）ではEC、DX市場は今後も拡大が続くと予想する。そうした中で、企業がECサイトを通じて自社製品を顧客と直に取引するD2C（ダイレクト・トゥ・コンシューマー、中間業者を bypass して消費者に直接販売するビジネスモデル）の支援を長年手掛けてきた同社の商機は大きく、HOI事業に関しても出資先の収益底上げと継続的なM&Aによる成長が期待される。また、25年3月期からはWCAののれん減損がなくなるため、純利益（会社計画は非開示）の水準が低い状況も解消されると考えられる。26年3月期業績のWA予想にPER15倍程度を適用し、想定株価レンジを2,050～2,250円とする。時価との乖離により投資判断は「Overweight」とした。（鈴木 草太）

■会社概要

インターネットを中心とした各種サービスの提供を目的に1999年に創業し、事業者が独自のECサイトを開設する際に必要なショッピングカートサービスやレンタルサーバーの提供を始めた。06年に独自ドメインネットショップ総合支援サービス「ショップサーブ」を投入。非マーケットプレイス型のD2Cビジネスを支援する「EC事業」と、出資先の経営支援およびEC(D2C)支援を行う「HOI(ハンズオンインキュベーション)事業」を展開。EC事業では、中小企業向けに自社ECサイトの構築に必要な機能が盛り込まれたSaaSシステムを、大企業向けにエンタープライズクラスのECサイト構築・運用をトータルにサポートするパッケージソリューションをそれぞれ提供している。また、仕入れや在庫の適正化を通じた顧客の収益力強化や、クラウド環境の提供を新たな成長ドライバーに位置付けている。HOI事業では、直接投資を通じて企業のEC(D2C)展開の活性化および経営体制の強化を図る。同事業は出資した企業に同社が創業来培ってきたEC(D2C)ならびに経営のノウハウを提供するもの。システムとコンサルのいずれにも強みを持つことで、出資先の顧客データをもとに効率的にEC戦略をサポートすることができる。EC事業、HOI事業ともに、EC市場の中でもLTV(顧客生涯価値)の追求に優れたD2Cの領域をターゲットにしている点が同社の特徴だ。グループはEストアー本体のほか、連結子会社にコマース21(大企業向けECシステム)、WCA(マーケティングサービス)、SHIFFON(HOI)と、システム開発のアーヴァイン・システムズなどで構成する。

■事業環境と展望

経済産業省の「令和4年度デジタル取引環境整備事業(電子商取引に関する市場調査)」によれば、22年の国内のBtoC-EC(消費者向け電子商取引)市場規模は22.7兆円で、前年の20.7兆円から9.7%拡大し、EC化率は9.13%(前年比0.35ポイント増)となった。コロナ禍を経てIT化が加速している一方、EC化率に関しては依然



出所:会社資料

として上昇余地が大きい。そうした中、同社は自社サービスのECシステム「ショップサーブ」が安定的な収益を生み出しているほか、コマース21を中心に大企業向けのDX需要を取り込んでいる。一方、22年にアパレルのSHIFFONを連結子会社化したことを機に本格化したHOI事業は、直接投資を通じて対象企業への経営支援や管理業務支援を行う。足元ではDX推進、経営ノウハウ取得のためにM&Aを検討する企業が増えており、同事業の追い風になっている。また、将来のための先行投資を積極化していることや、HOI事業に軸足をシフトしていることから、事業の実力値を表す指標として先行投資コスト控除前EBITDAを重視している。

リスク要因

同社は大企業から個人事業主まで、幅広い層をターゲットにEC関連のサービスを展開している。市場の成長性は大きい一方、ネットショップASPサービスや決済代行サービスの分野は競争環境も激しい。同社は創業以来培ってきたノウハウを生かしたサービス機能の強化などを通じて優位性を保っているものの、新たなビジネスモデルの登場や強力な事業者の参入によって競争力が影響を受けるリスクがある。

株主還元 (6/14時点)

■配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
24年3月期	実績	0円	53円	53円
25年3月期	会社予想	未定	未定	未定

■株主優待、

3、9月末 100株以上保有の株主にQUOカード1,000円相当

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (6/14時点)

	Eストアー (4304・東証スタンダード)	ソフトクリエイト ホールディングス (3371・東証プライム)	ヨシムラ・フード・ ホールディングス (2884・東証プライム)	
基本事項	株価	1,350円	2,032円	1,809円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	135,000円	203,200円	180,900円
	決算月	3月	3月	2月
株価指標	PER(予)	—	14.8倍	38.5倍
	PBR(実)	2.2倍	2.7倍	4.9倍
	配当利回り(予)	—	2.7%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	6.2%	7.5%	16.9%
	営業利益成長率(予)	11.0%	6.0%	13.0%
	EPS成長率(予)	—	5.9%	8.3%
収益性	売上高営業利益率(予)	9.0%	18.3%	4.7%
	自己資本当期純利益率(実)	15.4%	19.4%	12.7%
	総資産経常利益率(実)	10.6%	19.0%	7.3%
	自己資本比率(実)	25.0%	59.4%	16.7%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	90.6%	0.0%	251.1%
	流動比率(実)	143.0%	278.4%	113.4%

比較企業は EC サイト構築ソフトを手掛けるソフトクリエイトホールディングス（3371）と、HOI 事業に類似するビジネスモデルを持つヨシムラ・フード・ホールディングス（2884）を選んだ。

■成長性

EC と DX 市場の継続的な成長に加え、M&A を通じた業容の拡大により売上高は 24 年 3 月期が前期比 33.0% 増となった。25 年 3 月期の増収率の会社計画は 6.2% に縮小するものの、M&A を織り込んでいないため HOI 事業を中心に上ブレする余地がある。

■収益性

24 年 3 月期の営業利益率は 8.6% となり、うち EC 事業は 11.8% と前期 (10.6%) から改善した。大企業の DX 需要が旺盛な中で、顧客が収益化できるようなシステム構築の提案が奏功し、利益率を高めている。

■財務安定性

24 年 3 月期の自己資本比率は 25.0% (前期は 23.1%) に上昇した。流動負債は前期の 68 億円から 63 億円に減少した。

ウエルスアドバイザー株式会社
株式分析部 アナリスト 鈴木草太
03-6229-0078 sotsuzuki@wealthadvisor.co.jp

ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウエルスアドバイザーが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。ウエルスアドバイザーがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、ウエルスアドバイザーの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

ウエルスアドバイザーでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびウエルスアドバイザーの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（=有利子負債/自己資本×100）、流動比率（=流動資産/流動負債×100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。