

東証マザーズ 3328
株価 80,000 円
単位 1 株

目標 97,000 円

① インターネット通信販売・ギャザリング（共同購入）事業のパイオニア

同社は、サイバーエージェント、USEN などの共同出資で設立された IT 企業。

社長の佐藤輝英氏は、最年少で経団連の会員になるなど、その先見性、人物性などは、インターネットビジネスの勃興期から、多くの人に評価されている。2000 年前後、インターネット事業が急拡大する中であって、E コマースの成長とともに、ギャザリング（共同購入のシステムを利用し、注文が多いほど価格が下がる仕組み）事業をそこに組み入れ、非常に注目された企業。

しかし、同社がいま一つ流れに乗り切れなかったのは、他のネット系企業と比べ、資本市場へのデビューが遅れたことに原因のひとつがある。会社設立が 1999 年、上場が 2004 年と、すでにネットバブルが終了した後に市場に現れたのが同社だが、その頃には、E コマース分野の覇者、楽天が独走態勢に入っていた。

2007 年、米国 eBay との業務提携を発表するなど、アライアンスの力はあるものの、それを大きく数値に反映させるのが苦手な企業のように見える。その後、ネット参入者の増加による競争激化とビジネスモデル・サービスの多様化で、ギャザリング事業が伸び悩む中、最近になって数字が伸びてきたのは、ネットでの中古品買取・販売事業だ。「宅配・買取事業」と呼ばれるこの分野は、7 年かけて、現在では国内最大規模の流通量にまで成長した。また、その他にも、将来が楽しみな IT 系事業に対して投資をしており、これらインキュベーションの中から、ヒットする事業が生まれる可能性もある。

事業構成

1. E コマース事業

- (1) ギャザリング部門
- (2) バリューサイクル部門
- (3) クロスボーダー部門

2. インキュベーション事業

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

② 中古品買取・販売事業とギャザリング事業の相乗効果に期待

従前のギャザリング事業に関しては、現状の対策では今後の新規性に乏しく、良くても赤字から脱するのが精一杯だろう。3年前から「価格から価値へのシフト」を続けており、今後はオリジナル商品の割合を増やすことで利益率を上げる、という会社側の説明は、理屈に過ぎ、実効性の説得力に欠ける。オリジナル商品への期待、というのは、PB商品にこだわった頃のスーパー各社と同じ発想だが、プロのバイヤーを多く抱え、積年の情報・経験を持つスーパーならともかく、同社にそういったノウハウがあるかどうかは未知数だ。2012年1Qに17億36百万円の流通総額が、2013年1Qで13億40百万円に落ちている。今年10月～12月期にも、さらに数値は落ちることが予想されるが、今のところ明確な回復の手は打たれていない。

eBayとの提携によるクロスボーダー取引は、「sekaimon」という、eBayの公式日本語サイトになっているが、流通総額に大きな伸びはまだ見られない。ただし、売上高が6億程度と規模が少なく見えるのは、当部門のみ、手数料表示で売上げが計上されているからだ。

しかし、ここ7年間、経験と試行錯誤を重ねたバリューサイクル部門の黒字が、今度こそ定着すれば、そこに成長回復のきっかけを得ることはできる。中古品の宅配買取事業を行う、子会社の「株式会社ディファクトスタンダード」は、ブランディアというサービス名で、この事業を行っており、「YAHOO 買取！」にプラットフォームを提供し、ヤマダ電機の「ヤマダ買取」でもサービスを開始し始めた。

ただし、問題はこの事業が「地味なこと」にある。中古品の買取・販売事業、オークション事業には多くの参加者がいるが、事業形態にかかわらず、そのバリュエーションは、独占的なものを除けば、決して高くはない。また、ウェブでのエンジンの提供という裏方に徹するのであれば、そこにもまた、バリュエーションの限界がある。

同社の高株価を説明するには、どうしてもB2B2Cではなく、B2Cのモデルで、ある程度の集客力があることが、利益に結びついていないといけな。現在のギャザリング事業の収益自体が黒字になるか否かよりも、この事業による集客が、利益を生むバリューサイクル事業などに誘導するなど、生かすことができるかどうか、今後のポイントになるだろう。

また、同社は事業成長の「物差し」として「流通総額」を挙げ、2011年以降のFYで、この流通総額が伸びていることを成功の手がかりとしているが、それは、バリューコマース部門の好調と、クロスボーダー部門の流通額減少の影響がまだ十分に反映されていないことに原因がある。したがって、今期第一四半期決算における流通総額の数値が注目されるだろう。

③ インキュベーションと海外投資

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

意外に期待できるかもしれない、と思われるのが、これら投資事業だ。佐藤社長のプレゼンは、金融機関、あるいはベンチャーキャピタルのそれに、雰囲気似ている。つまり、彼が本当に評価されるべきは、事業評価や投資事業であり、ネット事業の推進ではないのかもしれない。事業推進には、佐藤社長よりも豪腕な幹部がいればそれでよいだろう。

このインキュベーション事業や、海外、特にインド、インドネシアへの投資は、中長期的な期待を持たせる。インドのインターネット通販の市場規模は現在 1000 億円程度と見られるが、今後 10 年で、5 兆円以上のマーケットに成長するといわれている。これから「人口ボーナス」による高度成長が期待される国で、もっともポテンシャルが高いのが、このインドだ。同社が出資する、「ショッピングクルーズ」は、他 3 社とともに、大手とされるが、アマゾンなどのように、出店料だけをとる場所貸しビジネス「マーケットプレイス」事業が信頼性が低く、評価が下がる中、相対的に評価を上げており、今後の展開が楽しみだ。

④ バリュエーション

想定株価 85000 円とした場合

PBR 2.3 倍

PSR 0.87 倍

PER 237 倍

配当利回り 0%

売上高成長率 (2013to2014) 6% (四季報予想ベース)

予想 ROE 0.9%

自己資本比率 63.9%

浮動株 16.2%

バリュエーションは、PER,PBR などでは説明がつく状況にはない。現在、米国の IT 関連銘柄が、ツイッター上場前の状況下で、赤字でも高い株価が形成されている。その根拠が PSR であり、ツイッターの PSR は 24.1 倍になる。

一方で、米国 S&P500 の PSR 平均は 1.5 倍、米国インターネット関連銘柄の、IPO5 年後の平均 PSR は 5.87 倍。

日本では、やはりツイッター関連銘柄としてアドウェイズが、約 3 倍の PSR をつけている。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

⑤ テクニカル



*チャートは野村ネット&コールより引用

上記チャートでは、大勢として上昇基調にあるように見えるが、長期的には、高値がじりじりと下がっており、大きな三角持合の中にある。ただし、株価が動き出したのが最近なので、あまり短期的には意識されないだろう。

高値はまだ切り下がると見て 120,000 円まで。ただし 11 月 15 日に予定されるツイッター社の価格によっては、一時それを上回る可能性もある。さらに同社株価が上昇するようだと、当社株価にも良い影響を与える。その場合は、チャート形成がやり直されることになる。

⑥ 株価評価

97000 円～120000 円

1. PSR1 倍を想定
2. 目先はツイッター社の動向に左右される可能性が高い

同社をバリュエーション評価する一般的なツールは PSR しかないだろう。しかし売上高成長率が 0 に近い同社の PSR は、1 倍にしか評価ができない。もちろん、近い将来的な可能性はあるが、少なくとも今期 1Q の数値の検証が必要だろう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

同社の株価が本当に成長期に入るのは、インド事業の伸びなどが寄与する2,3年後だろう。その頃には、今の10倍以上の株価が正当化される可能性がある。逆に、目先にツイッター社があまりに割高なバリュエーションで推移した場合、同社株にとっても、不要な乱高下が待っていることが考えられ、デイトレーディングにむいた銘柄になるだろう。

■ 参考資料 ■

3328												
	2010		2011	成長率	2012	成長率	2013	成長率	会社2014	成長率	四季2014	
売上	12,165		10,790	-11.3%	9,950	-7.8%	10,308	3.6%			10,900	6%
		利益率		利益率		利益率		利益率				利益率
売上総利益	4,879	40%	4,697	44%	4,471	44.9%	5,488	53.2%				
販売管理費	4,744	39%	4,779	44%	4,782	48.1%	5,045	48.9%				
営業利益	135	1%	-83	-1%	-311	-3.1%	-225	-2.2%			-80	-0.7%
経常利益	53	0%	-241	-2%	-130	-1.3%	134	1.3%			170	2%
純利益	76	1%	-77	-1%	-351	-3.5%	36	0.3%			40	0%
配当	0		0		0.0		0				0	
純資産	4,362	68%	4,256	62.8%	3,857	64.0%	4,112	63.9%				
総資産	6,369		6,778		6,024		6,435					
ROE	2%		-2%		-9.10%		0.87%		0.0%		1%	
ROA					-2.16%		2.08%					
キャピタル売上	9,088		6,833	-25%	5,517	-19.3%	4,591	-16.8%				
営業利益	119		-351	-0	-270	-0	-61	-1%				
ハードウェア売上	2,182		2,935	0	3,405	16.0%	4,361	28.1%				
営業利益	68		91	0	-20	-0.6%	131	3.0%				
ガスホーダー売上					712		647					
営業利益					122	17%	-3	0%				
ソフトウェア売上	894		1,022		316		710					
営業利益	-214		63		-13		-40					
発行済み自己株	111,622											
EPS							321.62		0.00		358.35	
BPS							36838.62					
SPS							92347.39				97651	
PER									85000		237.1968	
PSR									85000		0.870447	

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。

2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。