

関通 (Kantsu)

EC・通販向けを得意とする物流サービス企業

東証マザーズ 9326

株価 2513 円 (11月25日)

想定株価 2300 円～ 2850 円

時価総額	76 億円	株価	2513 円
単位	100 株	PER	31.69 倍
買付目標価格	2600 円まで	PBR	7.23 倍
売却目標価格	2850 円	ROE	31.135%
Risk	2300 円	今期予想増収率	27.0%
		今期予想営業増益率	48.2%



2020年3月に新規上場した、EC・通販向けを主とした物流サービス会社。インターネット通販業界の初期から物流を担ってきており、その知見を活かした独自の倉庫管理システム、「クラウドマックス」で、EC業界に貢献。また今期から、自立走行ロボット「シリウス」を投入し、作業効率の大幅改善に成功するなど、IT化、RPAで業界をリードしている。楽天が第3位株主であり、新型コロナ下の巣ごもり消費への対応で業績を伸ばしている。

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。

1. 成長する EC 業界を支える物流システム

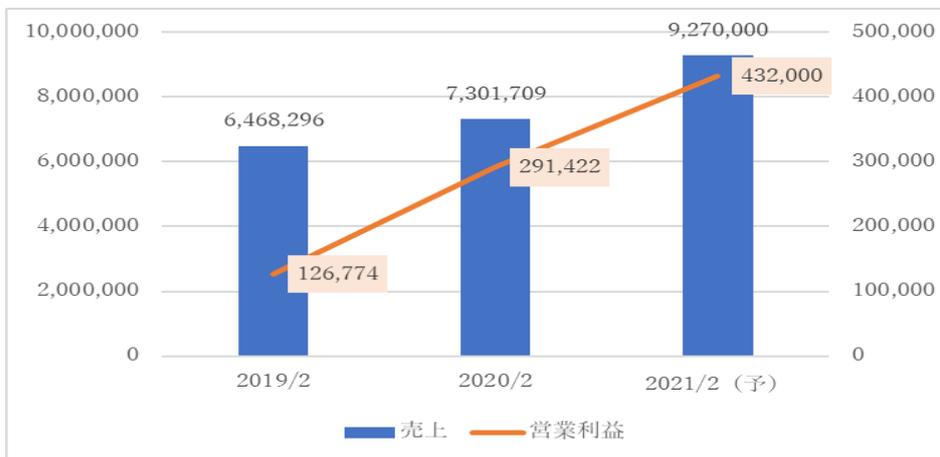
巣ごもり消費の盛り上りによって、倉庫・物流会社の一部では、業績が大きく伸長する企業を見ることが出来る。

関通（東証マザーズ 9364）もその一つだ。

同社は、通販・EC 業界の黎明期と言える 2000 年頃から、業界を支える物流サービス会社として事業を開始した。EC 業界の巨人である楽天が同社に出資し、第 3 位の株主になっていることから、同社への期待と信頼が厚いことがわかる。

同社は、IT 化やクラウド、ロボット化という、中期的な成長に必要な要素を取りそろえた事業展開によって、業績を堅調に伸ばしてきた。

連結業績推移 単位・千円 売上：左軸 営業利益：右軸 ※2021 年 2 月期は会社予想数値



上場した 2020 年 3 月は、まさに新型コロナ感染拡大による株式市場への影響が表出した時期だが、もちろん上場申請時に、このような消費形態の大きな変化を取込んでいたわけではない。その点では、上場時の公募価格は、現在の株式市場の基本的なテーマである「コロナ後の社会」について考慮されておらず、結果的に公募価格は、大幅に割安な価格に決定したことになる。

【IPO 時価格】

仮条件 : 470 円～490 円

公開価格 : 490 円

初値 : 1032 円

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。

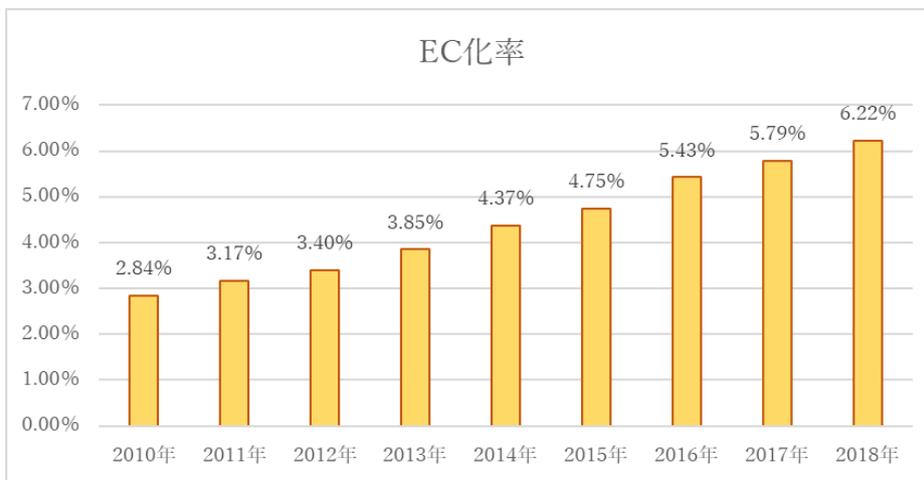
2. 通販市場の成長と先端技術の活用

(1) 通販市場の拡大

関通への投資メリットは、同社の主要顧客である通販・EC事業者の高い成長率と、関通自身の先端技術の活用による差別化にある。

2018年度の国内EC事業の市場規模は17兆9845億円、うち物販系の市場は9兆2992億円で、EC化率は6.22%、対前年度比の成長率は8.12%とされている。一方、海外のEC化率は、米国で10%、中国で15%超の水準であり、日本においては、まだ伸長する余地がある。たとえば、これまでEC化が進んでいなかった分野、食品・飲料・スーパーなどが、ネットスーパーなどによるEC化の試みにより、2018年度には前年比+8.6%と、平均値を上回る成長率を達成するなど、新たな業態の取組が、EC業界規模を押し上げ始めていた。そういった状況の中で、新型コロナ感染拡大により、これらの動きは足下で大きく加速していると考えられる。また、モバイルフォンの5G化も、その傾向を後押しするだろう。

B2C市場のEC化率推移



(2) クラウド、ロボットの活用による差別化

同社の差別化の要因は、その先端技術への取組にある。

今後の人手不足対策、コスト管理の為には、ロジスティクスの現場におけるIT化、自動化はその利益率と成長率に直結する。

倉庫の管理システムをWMSと呼ぶが、関通は、自社開発のWMSを活用し、かつこのシステムを販売することでも収益を上げている。

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。

関通の WMS は、「トーマス」と呼ばれるクラウドシステムで、いかなる規模の倉庫にも対応することが出来、スマートフォン上でアプリを操作することでも稼働することが可能。価格面でも、月額 75000 円と、類似の管理システム中では低価格と評価することが出来る。また、今期から導入している、自走型ロボット「シリウス」は早稲田大学との共同開発で、現在、同社関西主管センターで試用されている。

3. 楽天との連携

同社の第 3 位株主は、大手通販事業者であり、携帯電話事業者でもある楽天だ。楽天とは、業務提携をしており、現在は、「楽天スーパーロジスティクスサービス」を同社が提供している。同社の関西主管センターの 14700 坪のうち、4000 坪を、同サービスの拠点、「Rakuten Fulfilment Center Amagasaki」として運用している。

このサービスは、楽天が目指す「ワンデリバリーサービス」の一環で、楽天によれば、楽天スーパーロジスティクスのアウトソーシングコストは、Amazon が提供する「FBA」の価格帯よりもコストが低くなるとしている。

この試みは、ロジスティクスのコスト低減のモデルとして、同社として実地試験ともなり、その面では有用だが、同ビジネスの比率が拡大すると、利益率の低下につながることは否めず、今後の推移を注視したい。

4. ファイナンスに課題が残る

同社が 10 月 21 日に発表した、新株予約権付社債は、行使価格が株価に連動する（下限価格 2346 円、行使価格：時価×90%）スキームとなっている。同社は、行使タイミングについて一定の抑止力を持っていること、行使価格は変動するが、発行株式数は当初から決まっていることで、既存株主への配慮をしたと説明をしている。しかしこの点については、株価上昇の抑止圧力を減じるには不十分であり、多くの投資家からは批判的な意見があるだろう。

同社のような好業績・成長企業であれば、ごく普通のファイナンスが出来て当然だったからであり、あえて行使価格が変動するスキームにする必要はなかったからだ。会社側とのディスカッションによれば、今後については、ファイナンス及びファイナンススキームについて、より慎重に検討していく（又は当面ファイナンスは実施しない）とのことだった。しかし、現状のような負債比率が高い（DE レシオ 168%）状況では、エクイティによる調達はいずれ必要となるだろう。今後、資本市場との会話が進むと共に、同社の資本政策のスキルが高まることを期待したい。

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。

5. 業績推移

2020年2月期～2021年2月期（予想）損益推移

単位：千円

	2020/2	伸び率	売上比	2020/8	伸び率	売上比	2021/2	伸び率	売上比
売上	7,301,709	12.9%		4,356,885	25.4%		9,270,000	27.0%	
売上総利益	974,465	26.4%	13.3%	478,169	18.4%	11.0%	1,203,000	23.5%	13.0%
販売管理費	683,043	6.0%	9.4%	348,364	3.4%	8.0%	770,000	12.7%	8.3%
減価償却費	173,214	32.8%	2.4%	108,422					
暖簾償却			0.0%						
営業利益	291,422	129.9%	4.0%	129,805	93.7%	3.0%	432,000	48.2%	4.7%
経常利益	255,515	145.8%	3.5%	110,674	105.0%	2.5%	395,000	54.6%	4.3%
親会社当期利益	170,505	117.0%	2.3%	78,399	117.8%	1.8%	248,000	45.5%	2.7%

	2020/2	伸び率		2020/8			2021/2	伸び率	
ROE	31.2%						14.7%	-16.5%	
ROA	4.4%						5.3%	1.0%	
配当性向									
総還元性向									
発行済み株式数	2,275,000			3,002,500			3,373,500	48.3%	
自己株				0					
平均	2,275,000			2,880,357			3,126,929	37.4%	
EPS 1	74.95						79.31	5.8%	
BPS1	275.21						333.56	21.2%	

	2020/2	伸び率		2020/8			2021/2	伸び率	
純資産	626,096	34.1%	自己資本比率	1,043,027		自己資本比率	2,744,924	338.4%	自己資本比率
除非支配・予約権	626,096	34.1%	9.8%	1,043,027		15.6%	2,738,780	337.4%	32.7%
平均	546,442			834,562			1,682,438	207.9%	
総資産	6,420,488	20.9%		6,670,033			8,371,930	30.4%	
平均	5,865,430		DEレシオ	6,545,261		DEレシオ	7,396,209	26.1%	DEレシオ
有利子負債	4,670,936	16.3%	746.0%	4,638,729		444.7%	4,606,522	-1.4%	168.2%
平均	4,344,270			4,654,833			4,638,729	6.8%	
商品	0	-100.0%		0			0		
現預金同等物	2,450,903	28.5%		2,451,286					
売掛金・受取手形	850,263	36.9%		819,982					
買掛金・買掛手形	380,115	47.8%		296,983					
運転資金	470,148	21.9%		522,999					
投資額	364,201	-75.0%		566,068					

※ 2021年2月期予想数値は、新株予約権が全部行使された前提

※ 借入金の返済が行われない前提

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。

6. 株価想定

同社の属するEC業界は、今後年率9.0%程度の成長が見込めると考える。
増加分の相当の部分を同社が受注する可能性は高く、同社のシェア拡大を加味した成長率は平均で15.4%とする。

この数値を基礎とし、ロボット化（ロボット化市場成長率12%）などによる市場開拓、及びコストの効率化を加味し、今後5年間のEPS成長率は平均でEC成長率の2倍、18%を見込む。

PEG=1.5~2.0

PER=27倍~36倍

EPS：79.3円

株価：2141円~2854円

ただし、新株予約権の行使下限価格=2346円であり、同価格以下の場面では需給が好転することを考え、下限価格は2300円とする。

ただし、新株予約権未行使残が大きい状態から、未行使残が減少するに従い、PEGは上昇すると考えられる。

株価：2300円~2850円

担当アナリスト 堀 篤

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。