

# ホリスティック企業レポート

## ペットゴー

### 7140 東証グロース

アップデート・レポート  
2024年5月31日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20240528

# ペットゴー(7140 東証グロース)

発行日: 2024/5/31

## ペットヘルスケア商品に特化したEコマース事業を展開 売上高は伸び悩むが、注力する自社ブランド製品の拡大による増益を予想

### > 要旨

#### ◆ ペットヘルスケア商品に特化したEコマース事業を展開

- ・ペットゴー(以下、同社)は、犬猫の食事療法食や動物用医薬品等のペットヘルスケア商品に特化したEコマース事業を展開している。
- ・24/3期の店舗形態別売上高構成比は、自社オンラインサイト 34.3%、他社オンラインモール等 65.7%であった。海外メーカーのナショナルブランド(以下、NB)商品が主力商品であるが、自社で企画・開発する製品(D2Cブランド)の売上高比率は前期比 4%ポイント上昇の 14%に達した。

#### ◆ 24年3月期決算は1%減収、5%営業増益

- ・24/3期決算は、前期比 1.2%減収、4.6%営業増益であった。注力している定期購入やD2Cブランドは拡大したものの、NB商品の不振により、会社計画に対する達成率は売上高 90.8%、営業利益 91.7%だった。

#### ◆ 25年3月期の会社計画は5%増収、27%営業増益

- ・25/3期決算について同社は、本格的に経営資源を集中するD2Cブランド製品を牽引役として、4.9%増収、26.7%営業増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、24/3期実績を踏まえて25/3期予想について、売上高を11,160百万円→10,200百万円(前期比3.0%増)、営業利益を322百万円→305百万円(同23.5%増)に下方修正した。D2Cブランド売上高をやや増額したものの、NB商品売上高を減額したほか、売上総利益率を引下げた。

#### ◆ 経営資源を集中するD2Cブランドの拡大による増益を予想

- ・当センターでは、26/3期予想も、NB商品売上高を減額したほか、売上総利益率を引下げたため、売上高と営業利益を減額した。
- ・26/3期と27/3期については、戦略的なD2Cシフトに伴い、D2Cブランド売上高の拡大と売上総利益率の上昇を想定する一方、NB商品売上高は減少が続くと考え、二桁増益ながら増収率は小幅にとどまると見込んでいる。26/3期は前期比2.0%増収、11.4%営業増益、27/3期は同1.9%増収、13.2%営業増益と予想した。

### 【7140 ペットゴー 業種：小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)
2023/3	10,025	3.9	236	43.0	230	50.8	153	45.8	85.8	507.8
2024/3	9,905	-1.2	247	4.6	241	4.6	172	12.4	93.1	604.8
2025/3 CE	10,395	4.9	313	26.7	305	26.8	212	23.1	114.2	-
2025/3 E	10,200	3.0	305	23.5	300	24.5	209	21.3	112.6	717.4
2026/3 E	10,400	2.0	340	11.4	335	11.7	234	12.0	126.0	843.4
2027/3 E	10,600	1.9	385	13.2	380	13.4	266	13.7	143.3	986.7

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アナリスト: 大間知 淳  
+81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 【主要指標】

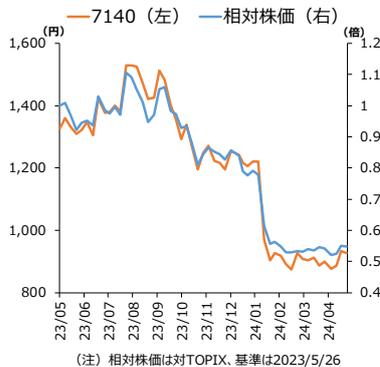
	2024/5/24
株価 (円)	928
発行済株式数 (株)	1,857,800
時価総額 (百万円)	1,724

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	10.0	8.2	7.4
PBR (倍)	1.5	1.3	1.1
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	4.6	0.8	-33.3
対TOPIX (%)	4.6	-1.7	-48.2

### 【株価チャート】



### アップデート・レポート

2/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## > 事業内容

(注1) ペットのQOL (Quality Of Life) とは、ペットの生活が健康で豊かであることの指標と概念を意味する。

### ◆ ペットヘルスケア商品に特化したEコマース事業を展開

ペットゴー (以下、同社) は、犬猫の食事療法食、動物用医薬品、総合栄養食、サプリメント、デンタルケア用品等のペットヘルスケア商品に特化したEコマース事業を中心に展開している。

「ペットの家族化」と形容される、ペットの健康に対する飼い主の意識の高まりに伴い、犬猫の平均寿命が長期化しているため、近年、動物用医薬品、食事療法食、サプリメント等、「ペットのQOL<sup>注1</sup>」向上に不可欠な犬猫用のペットヘルスケア商品に対するニーズが拡大している。しかし、ペットヘルスケア商品の大半は、仕入れルートの制約から動物病院で販売されており、長期間に亘って食べ続ける必要がある食事療法食を購入したい時期とペットの通院時期が必ずしも一致しないことが飼い主の不満の種となっていた。そこで、同社は、動物病院に通院できない飼い主の負担を軽減するため、08年からペットヘルスケア商品のEコマース等での販売に乗り出した。

### ◆ 取扱商品の中心は食事療法食

同社の取扱商品は、犬猫の動物用医薬品、食事療法食、その他のペットヘルスケア商品に大別される。24/3期売上高構成比は、食事療法食及び総合栄養食 (同社は両者を合わせて機能性フードと称している) 75~80%、動物用医薬品約1割、サプリメント数%、デンタルケア用品等数%と説明されていた23/3期から大きな変動はない模様である。

#### ① 動物用医薬品

動物用医薬品には、「指定医薬品」(リスクが高く、薬剤師が取扱うものとして農林水産大臣が指定したもの) と「要指示医薬品」(獣医師が発行する処方箋が必要なもの) の2種類の規制区分があるが、同社はいずれの区分にも指定されていないものだけを販売している。同社では、ノミ・マダニ駆除薬を中心に、目薬、皮膚薬、外耳炎薬、胃腸薬等を販売している。

#### ② 食事療法食

食事療法食とは、犬猫のペットフードのうち、栄養成分の量や比率等を調節することによって、特定の疾病に対して、いわゆる食事療法として使用されることを意図して作られたものである。同社では、皮膚、消化器、肥満/体重管理、下部尿路、腎臓、肝臓、心臓、糖尿等の疾患・疾病カテゴリーに対応した多くの商品を販売している。

#### ③ その他のヘルスケア商品

その他のヘルスケア商品としては、総合栄養食、サプリメント、ケア商品等を取扱っている。

**◆ 販売チャネルは自社サイト、他社オンラインモール等に分散**

同社の取扱商材は、定期的に消費されるペットヘルスケア商品が大半を占めているため、出来るだけ多くの飼い主が利用しやすいように、自社オンラインサイト (petgo.jp) に加え、他社オンラインモールにも複数出店する「マルチコマース戦略」を採用しており、販売チャネルは分散している。

24/3 期の販路別売上高構成比は、自社オンラインサイトが 34.3%、他社オンラインモール等が 65.7%であった。なお、他社オンラインモール等には、ホームセンター等への卸販売が含まれている。

24/3 期末時点での他社オンラインモールへの出店数は、楽天グループ (4755 東証プライム) が運営する「楽天市場」に 3 店、Z ホールディングス (4689 東証プライム) の連結子会社であるヤフージャパンが運営する「Yahoo!ショッピング」に 3 店、アマゾンジャパンが運営する「Amazon.co.jp」、KDDI (9433 東証プライム) が運営する「au PAY マーケット」、eBay Japan が運営する「Qoo10 (キューテン)」、NTT ドコモが運営する「d ショッピング」に各 1 店の合計 10 店であった。

同社店舗は、各オンラインモールにおいて顧客から評価されており、ヤフーショッピング・ベストストアアワード 2023「ペット用品、生き物部門第 1 位」、au PAY マーケット・BEST SHOP AWARD 2023「ペットグッズカテゴリ賞」、楽天ショップ・オブ・ザ・イヤー 2020「ペットフード・ペット用品ジャンル賞」等、多数の表彰を受けている。

**◆ 自社サイトでは定期購入の割合が上昇している**

定期的に消費される食事療法食と定期購入の相性の良さに着目し、同社は、自社オンラインサイトにおいて、通常の購入形態である都度購入に加えて、定期購入のサービスを 13 年に開始した。

同社は、定期購入の拡大を「サブスクコマース戦略」として推進している。同社の定期購入では、飼い主が購入タイミングや配送日時を自由に設定できるほか、解約もし易い仕組みとなっている。利便性の高さやコロナ禍による生活様式の変化もあり、20 年 4 月以降、定期購入は急拡大している。24/3 期における自社オンラインサイト内の定期購入による売上高 (サブスクコマース売上高) の割合は、前期の 49.9% から 56.8%に上昇した。

**◆ D2C ブランド製品の販売も急増している**

国内の食事療法食市場は、ROYAL CANIN (フランス、日本法人はロイヤルカナン ジャポン) と Hill's Pet Nutrition (米国、日本法人は日本ヒルズ・コルゲート) が保有するナショナルブランド<sup>注 2</sup> 商品 (以

(注 2) ナショナルブランドとは、大手メーカーが全国規模で展開するブランドを意味する。

下、NB 商品) が大半を占めており、従来は、同社が販売する食事療法食の中心も 2 社のブランド商品が中心であった。しかし、両社の商品は海外で生産された後、日本に輸入されており、サプライチェーンに問題が生じた場合、供給に支障が出る可能性が懸念されていた。

(注 3) D2C (Direct to Consumer) ブランドとは、自ら企画、生産した商品を、自社オンラインサイト等を通じて消費者に直接販売するブランドを意味する。

同社は、サブスクコマース戦略の推進のためには、欠品リスクの低減が必要であると考え、15 年頃から D2C ブランド<sup>注 3</sup>製品の開発に乗り出した。18 年 2 月に実施した第三者割当増資の相手先である住友商事 (8053 東証プライム) が同社の D2C ブランド製品の OEM パートナーとなり、原材料の調達や製造を担当しているため、同社は工場を所有していない。食事療法食と総合栄養食はタイで、その他の製品は国内の製造委託先で生産されている。

同社は、18 年 6 月、ニュージーランド産モエギイガイ脂質を利用した犬猫用栄養補助食品を発売したが、「獣医師 (Vets) が薦める最高峰 (One) のブランド」という想いを込め、「VETSOne (ベッツワン) モエギイガイオイル」と名付けた。19 年には栄養補助食品「VETSOne (ベッツワン) マルチ乳酸菌 犬猫用 細粒」を発売した。

同社は、20 年 4 月、D2C ブランド「ベッツワン (VETSOne)」として初の本格製品となる食事療法食「ベッツワンベテリナリー犬用 pH ケアライト チキン小粒」、「ベッツワンベテリナリー猫用 pH ケア チキン」、総合栄養食「ベッツワンプレミアム 毎日の健康維持 小型成犬用チキン小粒」、「ベッツワンプレミアム 毎日の健康維持 成猫用インドアチキン」、ノミ・マダニ駆除薬 (ジェネリック動物用医薬品)「ベッツワン ドッグプロテクトプラス」「ベッツワン キャットプロテクトプラス」の販売を開始した。

同社はその後も、蓄積したペットデータの徹底的な分析から、顧客ニーズに沿った製品開発を行い、対象疾病・疾患を広げて製品群を拡充している。また、販売に際してはメーカーや卸業者を介さないことで競争力のある価格で販売しているため、D2C ブランド売上高は、20/3 期の 57 百万円から 24/3 期には 1,371 百万円に急増している。24/3 期の D2C ブランド売上高比率は、前期比 4%ポイント上昇の 14%に達した。

#### ◆ 従業員数は少ないが、システムを自社開発する技術力がある

同社グループは、同社と 100%出資の連結子会社ペットゴープロダクツで構成されている。ペットゴープロダクツは、同社が仕入れをしていない商品の調達を行っているが小規模であり、24/3 期の連単倍率は、売上高 1.04 倍、営業利益 1.27 倍にとどまっている。24/3 期の連結従業員数は 53 名と小規模ながら、顧客は全国に広がっている。

同社は、EC 事業を展開する上での複雑な業務プロセスをデジタル化する「DX プラットフォーム」を自社開発しており、低コスト運営を実現している。24/3 期末のソフトウェア残高は 923 千円と総資産の 0.03%に過ぎず、24/3 期において、有形固定資産を含めた減価償却費も 15 百万円と、売上高比で 0.15%にとどまっている。

DX プラットフォームの具体的な機能としては、複数のオンライン店舗に跨る各種データを一元管理し、受発注処理、在庫引当、商品データの更新、販売価格設定等を自動化するマルチコマース機能や、ペットデータ等、マルチコマース機能で収集された複数店舗に跨っている各種データを一元管理するプライベート DMP<sup>注4</sup>機能、リアルタイムでデータ連携を行い、複数拠点の入出荷データや在庫データをクラウド上で一元管理するクラウド WMS<sup>注5</sup>機能が挙げられる。

(注 4) プライベート DMP (Data Management Platform) とは、自社で保有する様々な情報データを管理するシステムを意味する。

(注 5) WMS (Warehouse Management System) とは、入荷から出荷までの物流業務を効率化する倉庫管理システムを意味する。

#### ◆ アクティブ購入者数と累計ユニーク購入者数を重視している

同社は経営指標として、売上高、営業利益、アクティブ購入者数、累計ユニーク購入者数を重視している。各指標の年度推移は図表 1 の通りである。累計ユニーク購入者数については、後述するペットデータを蓄積する上で重要であることや、休眠客の再顧客化にも取り組んでいることが重要指標としている理由である。

【 図表 1 】 重要経営指標の年度推移

	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
売上高 (百万円)	8,131	9,455	9,650	10,025	9,905
営業利益 (百万円)	-3	99	165	236	247
アクティブ購入者数 (人)	543,153	589,371	608,720	584,996	約51万
累計ユニーク購入者数 (人)	1,449,009	1,727,880	1,997,981	2,235,525	約242万

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

24/3 期末において、過去 1 年間に同社のいずれかのオンライン店舗を 1 回以上利用した顧客数である「アクティブ購入者数」は約 51 万人、同社のいずれかのオンライン店舗を過去 1 回でも利用したことがある顧客数である「累計ユニーク購入者数」は約 242 万人であった。

#### ◆ 特定顧客への依存度は低い

同社は定期購入に注力しているものの、24/3 期末のアクティブ購入者数は約 51 万人にのぼり、特定顧客への依存度は低い。自社オンラインサイトにおける会員データによると、24/3 期における飼い主 (購入者) の属性比率 (売上高構成比) については、性別では、女性 73.5%、男性 26.5%、居住地では、東京都 15.5%、神奈川県 10.4%、大阪府 8.4%、千葉県 6.3%、埼玉県 6.2%、その他の道府県 53.2%となっている。ペ

ットの属性比率(同)については、犬猫別では、犬 61.2%、猫 38.2%、その他 0.6%、ライフステージ別では、アダルト(成犬・成猫) 43.7%、シニア(高齢犬・高齢猫) 54.5%、パピー(幼犬) & キトン(幼猫) 1.8%となっている。

## > ビジネスモデル

### ◆ 従来型の小売業から製造小売業への変革に取り組んでいる

同社は、基本的には商品を仕入れて販売する小売業であるが、ホームセンターへの卸売も行っている。小売については、他社オンラインモールでの販売にとどまらず、自社オンラインサイトでも販売している。また、自ら製品を企画開発して、製造を委託する製造小売業の機能も兼ね備えている。

店舗形態別売上高構成比を見ると、20/3期においては、自社オンラインサイトが17.4%、卸売を含む他社オンラインモール等が82.6%であったが、24/3期には各々34.3%、65.7%となっており、急速に自社オンラインサイトでの販売が拡大している。ブランド別売上高構成比では、20/3期ではD2Cブランド製品が1%、NB商品が99%であったが、22/3期では各々14%、86%となる等、D2Cブランド製品が急速に顧客に浸透してきており、製造小売業への変革に取り組んでいる。

自社オンラインサイトでの販売拡大の牽引役となっているのが、自由度の高い仕組みで顧客の利便性の向上に寄与しているサブスクコマースである。サブスクコマース売上高は、20/3期の414百万円(自社オンラインサイトでの売上高構成比29.3%)から24/3期には1,929百万円(同56.8%)に急拡大している。

同社の売上高は、商品売上高(D2Cブランド製品を含む)及びそれに付随する送料売上高、手数料売上高の合計から、売上戻り高、クーポン費、ポイント費等を差し引いた純売上高となっている。21/3期まで販売費及び一般管理費(以下、販管費)として計上されていたクーポン費、ポイント費は、24/3期において393百万円(売上高比4.0%)に達している。

24/3期の売上総利益率は27.9%であった。同社の売上原価は大部分が商品仕入れによって構成されている。商品群別売上高及び売上総利益率は開示されておらず、商品群別の売上高構成比の変動による影響は不明である。但し、D2Cブランド製品の売上総利益率はNB商品に比べて高く設定されているため、D2Cブランド製品の売上高比率の上昇が売上総利益率の改善に繋がる収益構造となっている。

24/3期の販管費率は25.4%であった。販管費について同社は、変動費、

投資費用、固定費に分類している。変動費は、運賃等、販売手数料、決済手数料によって構成されており、24/3 期の売上高変動費率は 14.7%であった。運賃等は、売上高ではなく、配送件数と連動する性質を持つため、商品価格の値上げが実施された際は、宅配業者が設定する配送料金に変更がなければ、売上高に対する運賃等の比率は改善することとなる。

販売手数料は、自社オンラインサイトでは計上されず、他社オンラインモールに対して支払いが生じるものであるが、モール運営会社によって手数料の仕組みが異なっているため、売上高に対する比率は期によって多少の変動が見られる。決済手数料は、決済方法による違いがあるものの、自社サイト、他社オンラインモールの売上高構成比の変動による影響は小さく、売上高に対する比率は比較的安定している。

投資費用は、広告宣伝費、研究開発費、販売促進費によって構成されており、24/3 期の売上高投資費用率は 2.5%であった。ネット広告を中心とした四半期毎の広告宣伝費は、22/3 期第 1 四半期以降では 24 百万円から 80 百万円となっており、売上高に対する比率は 0.9%から 3.4%と比較的低水準にとどまっている。研究開発費については、D2C ブランド製品の開発に注力した 20/3 期は 46 百万円であったが、21/3 期以降は 5~24 百万円で推移しており、期によって変動しているものの、大きな負担とはなっていない。販売促進費は、新収益認識基準の適用により、販管費で計上されるものが大幅に減っており、24/3 期は 35 百万円にとどまった。

固定費は、人件費や地代家賃(本社オフィス、物流センター、動物病院)等によって構成されており、24/3 期の売上高固定費率は 8.2%であった。

売上総利益率が低い結果、24/3 期の営業利益率は 2.5%となっている。なお、同社は、広告宣伝費やクーポンやポイントでの販促施策を自社サイトだけでなく、各オンラインモールの出店サイトでも実施しているが、同じ商品であれば、顧客がどのサイトで購入しても同じ水準の営業利益率が確保できるように各種施策を行っている。また、自社サイトで展開する定期購入は、都度購入に比べて購入 1 回当たりの販売価格を低く設定しているが、各種費用を考慮した定期購入の営業利益率は都度購入と同水準を確保するように運営している模様である。

## > SWOT分析

### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 2 のようにまとめられる。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長性の高いペットヘルスケア分野のEC市場において高い市場シェアを確保していること</li> <li>自社オンラインサイトにおいて、サブスクコマースが成長の牽引役となっていること</li> <li>05年のサービス開始から収集してきた膨大なペットデータを製品企画、マーケティング等に活用していること</li> <li>マルチコマース機能やプライベートDMP機能等を有するDXプラットフォームにより、業務の大半をデジタル化していること</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業規模の小ささ</li> <li>D2Cブランド製品の開発強化のための人件費等の費用負担等が要因とは言え、営業利益率が低いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ペットヘルスケア市場の成長</li> <li>ペットフード・用品市場におけるEC化率の上昇</li> <li>マルチコマース戦略による市場シェアの拡大</li> <li>D2Cブランド戦略による売上総利益率の上昇</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内外の経済社会情勢の変化に伴う商品供給の遅延や仕入価格の上昇</li> <li>サイバー攻撃やシステム障害等に伴う自社システムの稼働停止</li> <li>飼い主の高齢化等による犬猫の飼育頭数の減少</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

➤ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は付加価値の高いペットデータにある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、創業以来蓄積してきた、膨大な量の付加価値の高いペットデータに関係している(図表3)。

同社は、創業以来、自社サイトで登録した会員属性データを数多く蓄積している。対象ペットの属性としては、犬種猫種、ライフステージ(パピー&キトン、アダルト、シニア)、疾患等のデータを、飼い主の属性としては、居住地、性別、購入商品、閲覧商品等のデータを蓄積し、これらの全てを「ペットデータ」として重視している。同社がマルチコマース戦略を推進し、現在は取引がない顧客を含んでいる累計ユニーク購入者数を KPI としている理由の一つは、大量のペットデータを蓄積するためである。

同社は、収集したペットデータを、自社が開発し、運用するプライベート DMP に蓄積し、マーケティングや製品開発に活用している。特に、対象のペットが、犬か猫か、小型犬か大型犬か、幼犬か幼猫か、高齢犬か高齢猫か、避妊去勢済みか、どのような疾患や悩みか等に関するペット情報は、それぞれの顧客を識別し、最適な商品提供と製品企画を行う上で、高い付加価値を生む重要なリソースとなっている。

蓄積されたペットデータは、マーケティング活動においては、顧客属性分析や広告販促ターゲットングの最適化等に用いられているほか、製品企画においては、購買動向分析や疾患や悩みの分析等を通じて、D2C ブランドの新製品開発に利用されている。こうしたペットデータの活用が定期購入や D2C ブランドの売上高拡大に繋がっていると見られる。以上のことから、「膨大な量の付加価値の高いペットデータ」が同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

【 図表 3 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)
関係資本 顧客	・NB商品の値上げに伴い、過去1年間で同社のいずれかのオンライン店舗で1回以上購入したアクティブ購入者数は減少が続いている一方、創業以来、同社のいずれかのオンライン店舗で購入した累計ユニーク購入者数は着実に増加している	・過去1年間のアクティブ購入者数	584,996人	約51万人
	・オンライン売上高の多くが過去1回でも同社で購入したことがあるリピート顧客によるものである	・累計ユニーク購入者数	2,235,525人	約242万人
	・売上高の半分弱が上位5都府県 (東京都、神奈川県、大阪府、埼玉県、千葉県) に居住する顧客によるものである	・オンライン売上高に占めるリピート顧客の構成比	約8割	非開示
		・上位5都府県に居住する顧客の売上高構成比	約47%	46.8%
関係資本 ブランド	・会社の設立は04年であるが、D2Cブランド製品「ベッツワン」シリーズの本格発売や上場から日が浅く、ブランド名や会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	19年 (24年1月時点)	19.5年 (24年5月時点)
		・「ベッツワン」シリーズの本格発売からの経過年数	3.5年 (24年1月時点)	4年 (24年5月時点)
		・上場からの経過年数	1.5年 (24年1月時点)	2年 (24年5月時点)
関係資本 事業パートナー	・顧客層の拡大のため、楽天市場、ヤフーショッピング、アマゾン等のオンラインモールに多数出店している	・他社オンラインモールへの出店数	9店	10店
	・仕入先上位2社 (会社名は非開示) からの仕入比率が高くなっている	・上位2社からの仕入比率	約77%	
	・D2Cブランド製品「ベッツワン」の製造委託に関しては往友商事をOEMパートナーとしている			
	・D2Cブランド製品「ベッツワン」の拡販を目的にホームセンターにも卸販売している	・ホームセンター向け販売比率	約9%	
組織資本 プロセス	・ペットフード・用品カテゴリ市場の中でも成長率が相対的に高いペットヘルスケア市場を主力領域としている			
	・市場シェアの向上を目的として、自社オンラインサイトだけでなく、複数の大手オンラインモールやオフラインに販路を広げるマルチコマース戦略を採用している	・自社オンラインサイトの売上高構成比	31.7%	34.3%
	・自社オンラインサイトでは、取扱商品と相性が良い定期購入 (サブスクコマース) に力を入れている	・他社オンラインモール等の売上高構成比	68.3%	65.7%
	・売上総利益率が高いD2Cブランドの拡販に取り組んでいる	・自社オンラインサイトにおける定期購入の売上高構成比	49.9%	56.8%
	・売上高、営業利益を重視した経営を行っている	・D2Cブランド製品の売上高構成比	約110%	約14%
		・売上高	10,025百万円	9,905百万円
		・営業利益	236百万円	247百万円
知的財産 ノウハウ	・閲覧商品や購入商品、対象疾患、顧客属性等に関する、膨大な量の付加価値の高い「ペットデータ」を蓄積している			
	・業務プロセスをデジタル化する「DXプラットフォーム」を内製化し、低コスト運営を実現している	・総資産に占めるソフトウェアの比率	0.1%	0.03%
人的資本 経営陣	・黒澤社長は04年の設立以来、同社を経営している	・社長の在任年数	19年 (24年1月時点)	19.5年 (24年5月時点)
	・黒澤社長による経営へのコミットメント	・社長の保有株数	282,200株 (15.3%)	
	・社外取締役と社内取締役のバランスに配慮したガバナンス体制	・取締役会における社外取締役比率	50%	50%
人的資本 従業員	・24/3期末の従業員数は18/3期末比8名増の53名と、少数精鋭の組織体制となっている	・従業員数	52名	53名
	・多様な人材がやりがいをもって働ける組織の構築を目指しており、在宅勤務、育児休業取得等を推進している	・管理職における女性従業員の割合	36.4%	
	・インセンティブ制度	・ストックオプション	143,200株 (12.0%)	
		・従業員持株会	23年7月設置予定	23年7月設置

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 23/3 期または 23/3 期末、今回は 24/3 期または 24/3 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は従業員が対象に含まれているものに限定 (出所) 有価証券報告書、決算説明資料、IR ニュースを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 24年3月期は1%減収、5%営業増益

24/3 期決算は、売上高 9,905 百万円 (前期比 1.2%減)、営業利益 247 百万円 (同 4.6%増)、経常利益 241 百万円 (同 4.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 172 百万円 (同 12.4%増) となった (図表 4)。

店舗形態別売上高については、他社オンラインモール等は、値上げや一部商品の欠品に伴い、NB 商品の販売数量が落込んだため、前期比 4.9%減少した。一方、自社オンラインサイトは同 6.7%増加した。都

度購入は同 8.1%減となったものの、積極的な広告販促投資の実施によって都度購入からの切替が進み、定期購入(サブスクコマース)が同 21.6%増加した。但し、機能性フードを中心とする定期購入においても、NB商品の値上げの影響等により、定期購入の四半期売上高は第2四半期をピークに第4四半期に掛けてやや減少している。

【図表4】24年3月期の業績

(単位: 百万円)

	内訳	23/3期 通期	24/3期									
			1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		10,025	2,541	2,510	5,052	1.0%	2,520	2,333	4,853	-3.4%	9,905	-1.2%
	他社オンラインモール等	6,842	1,672	1,648	3,320	-3.8%	1,675	1,513	3,188	-6.0%	6,509	-4.9%
	自社オンラインサイト	3,182	869	862	1,731	11.5%	845	819	1,664	2.1%	3,396	6.7%
	都度購入	1,595	379	371	750	-8.1%	369	346	716	-8.1%	1,466	-8.1%
	定期購入	1,587	489	491	981	33.3%	475	473	948	11.5%	1,929	21.6%
売上総利益		2,847	742	733	1,475	2.2%	661	628	1,290	-8.1%	2,765	-2.9%
売上総利益率		28.4%	29.2%	29.2%	29.2%	-	26.2%	26.9%	26.6%	-	27.9%	-
販売費及び一般管理費		2,611	641	632	1,274	2.0%	640	603	1,244	-8.6%	2,518	-3.5%
販管費率		26.0%	25.2%	25.2%	25.2%	-	25.4%	25.9%	25.6%	-	25.4%	-
変動費		1,545	368	366	735	-6.6%	379	345	724	-4%	1,460	-5%
運賃等		856	202	197	399	-9.1%	200	186	386	-7%	786	-8%
販売手数料		412	93	97	190	-9.3%	103	90	194	-4%	385	-7%
決済手数料		276	73	71	144	5.5%	75	68	143	3%	288	4%
投資費用		237	73	64	137	58%	52	53	105	-30%	243	2%
広告宣伝費		185	65	54	119	71%	41	41	83	-28%	202	9%
販売促進費		28	7	9	17	69%	8	9	17	23%	35	23%
研究開発費		24	0	1	1	-81%	2	2	4	-74%	5	-76%
固定費		828	199	201	401	7%	209	204	414	-9%	815	-2%
営業利益		236	100	100	200	3.3%	20	25	46	10.7%	247	4.6%
営業利益率		2.4%	4.0%	4.0%	4.0%	-	0.8%	1.1%	1.0%	-	2.5%	-
経常利益		230	98	98	197	2.9%	19	24	43	4.6%	241	4.6%
経常利益率		2.3%	3.9%	3.9%	3.9%	-	0.8%	1.0%	0.9%	-	2.4%	-
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益		153	70	67	138	5.1%	11	22	34	56.3%	172	12.4%
D2Cブランド売上高		1,020	360	366	726	41%	334	311	645	28%	1,371	34%
D2Cブランド売上高比率		10%	14%	15%	14%	-	13%	13%	13%	-	14%	-
アクティブ購入者数(万人)		58	55	55	55	-12%	53	51	51	-12%	51	-12%
累計ニーク購入者数(万人)		224	229	234	234	10%	238	242	242	8%	242	8%

(注) 24/3期2Qから4Q及び下期に関する販管費の内訳は証券リサーチセンターの推定値  
(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

D2Cブランド売上高については、24/3期第1四半期に実施された値上げに伴う単価上昇と、積極的な広告販促投資の継続に伴う数量増により、前期比34%増の1,371百万円となり、D2Cブランド売上高比率は同4%ポイント上昇の14%に達した。

自社オンラインサイトでの決済方法の拡充や継続的な販売促進投資

により、24/3 期末において、累計ユニーク購入者数は前期末比 8%増の 242 万人に拡大した。一方、NB 商品の値上げの影響により、他社オンラインモール等の顧客の一部が流出したため、アクティブ購入者数は同 12%減の 51 万人となった。

売上総利益率は、D2C ブランド売上高比率は上昇したものの、23/3 期の NB 商品の値上げに際して発生した利益率の上昇効果が軽減したため、前期の 28.4%から 27.9%に低下した。

一方、販管費は、前期比 92 百万円減少した。変動費については、出荷件数にほぼ連動する運賃等は、D2C ブランド製品の販売数量は増加したものの、多数を占める NB 商品の販売数量の減少に伴い、全体の販売数量が減少したため、同 69 百万円減となった。店舗別の販売状況の変化により、決済手数料は同 11 百万円増となった一方、他社オンラインモール等の売上高の減少により、販売手数料は同 26 百万円減となった。

投資費用については、サブスクコマースと D2C ブランドへの広告販促投資を拡大したため広告宣伝費は同 17 百万円増、販売促進費は同 6 百万円増、研究開発費は同 18 百万円減、売上高から控除しているクーポン・ポイント費用は同 68 百万円増となった。固定費は同 12 百万円減となった。なお、24/3 期末の従業員数は前期末比 1 名増の 53 名であった。

販管費の減少率は減収率を上回ったため、販管費率は前期の 26.0%から 25.4%に低下した。販管費率の改善幅が売上総利益率の悪化幅をやや上回った結果、営業利益率は前期比 0.1%ポイント改善した。

#### ◆ 売上高、営業利益共に計画をやや下回った

24/3 期実績の期初計画に対する達成率は、売上高 90.8%、営業利益 91.7%であった。売上高については、NB 商品の仕入価格の上昇に際して、同社は販売価格を一定程度引上げたものの、販売価格をあまり上げなかった他社店舗に顧客が流出し、他社オンラインモール等で想定を大幅に下回ったのが計画未達の主因である。また、サブスクコマース売上高及び D2C ブランド売上高については、各々97%の達成率となっており、全体と比べれば健闘したものの、計画をやや下回った。

営業利益については、売上高の計画未達による影響が、売上総利益率が計画を 0.8%ポイント超過したことや、販管費が計画を 168 百万円下回ったことによる効果を上回り、計画未達となった。売上総利益率については、NB 商品の利益率が想定を上回ったことや、D2C ブランド売上高比率が上昇したことが計画を上回った要因と見られる。販管

費については、売上高の計画未達に伴い、変動費が想定を下回ったことが計画未達の要因と推測される。

◆ 利益蓄積等により自己資本比率は上昇

24/3 期末の総資産は、前期末の 3,075 百万円から 3,299 百万円に増加した。商品が前期末の 1,314 百万円から 1,601 百万円に、未収入金が前期末の 130 百万円から 199 百万円に、現金及び預金が前期末の 844 百万円から 901 百万円に、各々増加した。なお、売掛金は、前期末の 645 百万円から 494 百万円に減少した。

調達サイドでは、有利子負債が前期末比 110 百万円減、未払金が同 58 百万円減、未払法人税等が同 53 百万円減となったものの、買掛金が同 277 百万円増となったため、負債合計は同 35 百万円増加した。一方、自己資本は、利益蓄積等により同 188 百万円増加した。負債の増加に比べ自己資本の増加が大きかったことから、自己資本比率は 23/3 期末の 30.4%から 34.1%に上昇した。

> 業績見通し

◆ ペットゴーの 25 年 3 月期計画

25/3 期の会社計画は、売上高 10,395 百万円 (前期比 4.9%増)、営業利益 313 百万円 (同 26.7%増)、経常利益 305 百万円 (同 26.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 212 百万円 (同 23.1%増) である (図表 5)。

【 図表 5 】 ペットゴーの過去の業績と 25 年 3 月期計画 (単位: 百万円)

		20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	
		実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		8,131	9,455	9,650	10,025	9,905	10,395	4.9%
	うちD2C	57	330	585	1,020	1,371	2,119	54.6%
売上総利益		2,054	2,583	2,573	2,847	2,765	2,934	6.1%
	売上総利益率	25.3%	27.3%	26.7%	28.4%	27.9%	28.2%	-
販売費及び一般管理費		2,058	2,483	2,408	2,611	2,518	2,620	4.1%
	販管費率	25.3%	26.3%	25.0%	26.0%	25.4%	25.2%	-
営業利益		-3	99	165	236	247	313	26.7%
	営業利益率	-	1.1%	1.7%	2.4%	2.5%	3.0%	-
経常利益		22	112	152	230	241	305	26.8%
	経常利益率	0.3%	1.2%	1.6%	2.3%	2.4%	2.9%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		15	71	105	153	172	212	23.1%

(注) 25/3 期計画の販管費は証券リサーチセンターの推定値  
(出所) 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料、事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

NB 商品を主体とする現在の事業構造では、NB 側の戦略や事情により業績が大きく左右されることから、同社は、D2C ブランド製品を主体とした事業構造にシフトすることにより、高い成長性、利益率への

質的転換を目指す方針を打ち出した。D2Cブランド売上高は、前期の1,371百万円(売上高比率14%)から2,119百万円(同20%)に増やす計画である。

売上総利益率が前期の27.9%から28.2%への小幅な上昇にとどまるのは、採算の良いD2Cブランド売上高比率は大幅な上昇を予想している一方、D2Cブランドへの販促投資の強化に伴い、クーポン等を積極的に活用するため、売上高から控除される金額が大幅に増加すると想定しているためである。一方、販管費は、売上高の拡大に伴い、変動費等の増加を見込んでいる模様である。

◆ 27年3月期を最終年度とする中期経営計画を公表した

同社は、D2Cブランドに本格的に経営資源を集中する「D2Cシフト」を成長戦略の骨子として、27/3期に売上高10,546百万円、うちD2Cブランド売上高4,663百万円、営業利益率5.2%の達成を目標とする中期経営計画を公表した(図表6)。

【図表6】ペットゴーの中期経営計画 (単位: 百万円)

内訳	24/3期	25/3期	27/3期		
	実績	計画	計画	24/3期比 年率増減率	
売上高	9,905	10,395	10,546	2.1%	
D2C	1,371	2,119	4,663	50.4%	
NB	8,534	8,276	5,883	-11.7%	
売上原価	7,140	7,461	7,266	0.6%	
原価率	72.1%	71.8%	68.9%	-	
売上総利益	2,765	2,934	3,279	5.8%	
売上総利益率	27.9%	28.2%	31.1%	-	
販売費及び一般管理費	2,518	2,620	2,731	2.7%	
販管費率	25.4%	25.2%	25.9%	-	
変動費率	14.7%	-	15.6%	-	
	投資費用率	2.5%	-	1.6%	-
	固定比率	8.2%	-	8.7%	-
営業利益	247	313	548	30.4%	
営業利益率	2.5%	3.0%	5.2%	-	

(注) NB売上高、25/3期及び27/3期の売上原価と販管費、27/3期の売上総利益と営業利益は証券リサーチセンターによる推定値  
(出所) 事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

24/3期と27/3期の比較において、年平均増収率は2.1%(D2Cブランド50.4%増、NB商品11.7%減)、年平均営業増益率は30.4%を見込んでいる。品揃えの拡充、販売チャネルの拡張、プロモーションの強化により、D2Cブランドは高い成長を見込んでいるものの、経営資源の投入を抑制するNB商品の減収を想定し、総売上高は小幅な伸びを計画している。一方、利益率が高いD2Cブランドの売上高比率が大幅

に上昇することにより、売上総利益率及び営業利益率の改善を想定している。

「D2C シフト」を加速するためのアプローチとして同社は、プロダクト、チャネル、プロモーションの3つの軸で戦略を掲げている。プロダクトでは、既製品のお試し少量パッケージの投入や、機能性フードにおける未対応疾患での新製品開発、既存のドライフードとは異なる形状の機能性フードの開発により、品揃えを拡充する方針である。

チャネルでは、他社オンラインモールでの D2C ブランド特化型店舗の新規出店や D2C ブランドのサブスクコマースの開始、ホームセンター等のオフラインチャネルでの D2C ブランドの販売強化に取り組む方針である。

プロモーションでは、D2C ブランドへの広告・販促投資(クーポン付与)の強化に伴うサブスクコマースの拡大や、動物保護団体への寄付需要を見据えた自社オンラインサイトでのソーシャルギフト機能の開発により、D2C ブランドの購入者を大幅に拡大する方針である。

また、同社は、機能性フード等の既存領域にとどまらず、サービスを含めた新規領域においても D2C ブランドでの展開を進めることにより、長期的な目標として営業利益率 10~20%を目指す公表した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 25 年 3 月期予想

当センターは、24/3 期実績や同社の施策を踏まえて 25/3 期予想を見直した結果、売上高を 11,160 百万円→10,200 百万円(前期比 3.0%増)、営業利益を 322 百万円→305 百万円(同 23.5%増)、経常利益を 316 百万円→300 百万円(同 24.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益を 218 百万円→209 百万円(同 21.3%増)に下方修正した(図表 7)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

店舗形態別売上高については、アクティブ購入者の減少に伴う NB 商品の不振により、24/3 期実績が想定を下回ったことから、他社オンラインモール等を 400 百万円、自社オンラインサイトを 560 百万円、各々減額した。なお、自社オンラインサイトの減額幅に比べ他社オンラインモール等の減額幅が小さいのは、他社オンラインモールにおいて、D2C ブランドの特化型店舗の新規出店やサブスクコマースの開始、ホームセンター等での D2C ブランドの販売強化を織り込んだためである。

D2C ブランド売上高は、24/3 期実績が想定をやや下回ったものの、

同社の D2C シフトに伴う、品揃えの拡充、販売チャネルの拡張、プロモーションの強化を考慮したため、30 百万円増額し、1,900 百万円（前期比 38.6%増）と予想した。一方、NB 商品売上高は、販促費や広告宣伝費を D2C ブランドにシフトすることから、990 百万円減額し、8,300 百万円（同 2.7%減）と予想した。

【 図表 7 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	24/3期	25/3期CE	旧25/3期E	25/3期E	旧26/3期E	26/3期E	27/3期E
売上高	9,905	10,395	11,160	10,200	11,850	10,400	10,600
前期比	-1.2%	4.9%	7.4%	3.0%	6.2%	2.0%	1.9%
店舗形態別							
自社オンラインサイト	3,396	-	4,060	3,500	4,550	3,640	3,820
他社オンラインモール等	6,509	-	7,100	6,700	7,300	6,760	6,780
D2C,NB別							
D2C	1,371	2,119	1,870	1,900	2,300	2,500	3,100
NB	8,534	8,276	9,290	8,300	9,550	7,900	7,500
売上総利益	2,765	2,934	3,249	2,879	3,476	2,980	3,100
売上総利益率	27.9%	28.2%	29.1%	28.2%	29.3%	28.7%	29.2%
販売費及び一般管理費	2,518	2,620	2,927	2,574	3,124	2,640	2,715
販管費率	25.4%	25.2%	26.2%	25.2%	26.4%	25.4%	25.6%
営業利益	247	313	322	305	352	340	385
前期比	4.6%	26.7%	11.8%	23.5%	9.3%	11.4%	13.2%
営業利益率	2.5%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.3%	3.6%
経常利益	241	305	316	300	347	335	380
前期比	4.6%	26.8%	12.1%	24.5%	9.8%	11.7%	13.4%
経常利益率	2.4%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	3.2%	3.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	172	212	218	209	240	234	266
前期比	12.4%	23.1%	12.4%	21.3%	10.1%	12.0%	13.7%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、24/3 期実績が想定を下回ったことや、D2C ブランドの拡販に向けたクーポン付与の積極化による影響を考慮し、前回予想の 29.1%から 28.2%に引下げた。前期比では、D2C ブランド売上高比率の上昇による利益率押し上げ効果等により、0.3%ポイントの改善を予想した。

販管費については 353 百万円減額した。変動費は、売上高予想の減額に伴い、80 百万円減額した。投資費用は、24/3 期実績が想定を大幅に下回ったことや、中期経営計画の最終年度である 27/3 期においても、広告宣伝費や研究開発費が抑制されることが示唆されたことから、134 百万円減額した。固定費は、24/3 期実績が想定を大幅に下回ったため、139 百万円減額した。

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、24/3 期実績や同社の施策等を踏まえ、26/3 期予想を見直すと共に、27/3 期予想を新たに策定した。

26/3 期予想については、売上高を 1,450 百万円、営業利益を 12 百万円減額した。前期比では、D2C ブランド製品の拡大と NB 商品の減少を見込み、2.0%増収、11.4%営業増益と予想した。

店舗形態別売上高については、25/3 期予想の見直しと同じ理由により、他社オンラインモール等を 540 百万円、自社オンラインサイトを 910 百万円、各々減額した。D2C ブランド売上高は、25/3 期予想の見直しと同じ理由により 200 百万円増額し、2,500 百万円(前期比 31.6%増)と予想した。NB 商品売上高は、1,650 百万円減額し、7,900 百万円(同 4.8%減)と予想した。

売上総利益率は、25/3 期予想を引下げたことから、前回予想の 29.3%から 28.7%に引下げた。前期比では、D2C ブランド売上高比率の上昇による利益率押し上げ効果により、0.5%ポイントの改善を予想した。

販管費については 484 百万円減額した。25/3 期予想の見直しと同じ理由により、変動費は 125 百万円、投資費用は 179 百万円、固定費は 180 百万円、各々減額した。

27/3 期予想については、売上高 10,600 百万円(前期比 1.9%増)、営業利益 385 百万円(同 13.2%増)と予想した。

店舗形態別売上高については、他社オンラインモール等は、NB 商品の減少を D2C ブランドの拡大に補い、6,780 百万円(前期比 0.3%増)と予想した。自社オンラインサイトは、D2C ブランドの拡大により 3,820 百万円(同 4.9%増)と予想した。

D2C ブランド売上高は 3,100 百万円(前期比 24.0%増)、NB 商品売上高は 7,500 百万円(同 5.1%減)と予想した。なお、同社の中期経営計画と比べ、D2C ブランド売上高を慎重に予想しているのは、22 年以降に投入された新製品による売上高への影響が短期的にはあまり大きくなかったことを考慮したためである。一方、D2C への移行ペースが同社の想定よりも遅いと想定したため、NB 商品売上高は会社計画を上回ると考えた。

売上総利益率は、D2C ブランド売上高比率の上昇により、前期比 0.5%ポイント改善の 29.2%と予想した。

販管費については前期比 75 百万円増の 2,715 百万円と予想した。変動費は同 40 百万円増、投資費用は同 12 百万円減、固定費は 47 百万円増と予想した。

同社は、経営基盤の強化と積極的な事業展開に備えるため、内部留保の充実を優先し、創業以来、無配を続けている。事業規模や収益が安定成長に入ったと判断した時点で、配当による株主への還元をめぐる方針を掲げているものの、配当の実施時期等については現時点で未定としている。こうしたことから、当センターでは、25/3 期から 27/3 期においても配当は実施されないと予想している。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ D2C ブランドの新製品売上高の拡大ペースを追加する

当センターでは、これまでのレポートで、1) 四半期営業利益が大幅に変動する可能性、2) 需要予測に基づく商品仕入れと価格変動による影響、3) 特定の仕入先に対する依存、4) 当面は無配が続く可能性、5) 商品在庫の増加による財務体質の悪化リスクを投資に際しての留意点として指摘した。

当センターでは、今回、アクティブ購入者数の減少に伴う NB 商品売上高の減少等により、全体としては業績予想を引下げるとともに、同社による D2C ブランドへの経営資源の集中を考慮し、D2C ブランド売上高予想を上げた。しかしながら、27/3 期の D2C ブランド売上高は同社の計画にはとどかないと想定しているため、全体の売上高は会社計画並みながら、営業利益は会社計画よりも低い水準を予想した。

同社の中期経営計画と比べ、D2C ブランド売上高を慎重に予想しているのは、22 年以降に投入された新製品による売上高への影響が短期的にはあまり大きくなかったことを考慮したためである。同社は、新製品の多くは、投入から時間の経過とともに徐々に売上高が拡大すると説明している。

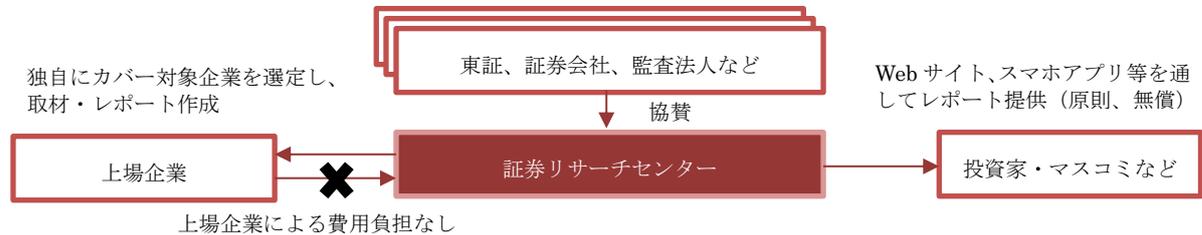
当センターでは、D2C シフト戦略の 3 つの軸のうち、品揃えの拡充の効果を大きくは見込んでいない一方、販売チャネルの拡張やプロモーションの強化の効果は売上高の増加の牽引役として織り込んでいる。D2C ブランドの新製品の投入ペースや拡販ペースが当センターの想定を上回った場合は、当センターの業績予想を上回る可能性はあると思われる。よって、D2C ブランドの新製品売上高の拡大ペースを投資に際しての留意点に追加し、今後の状況に十分注意する必要があると考えている。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 22 年 5 月 2 日より開始いたしました。  
新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

### ■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。