



東大金融研究会

株式会社BuySell Technologies **(7685)**



今回のポイント

1；リユース市場の成長を大きく上回る成長を遂げてきた。前期には株式会社ダイヤコーポレーション（現株式会社タイムレス）を完全子会社化し、販路としてのオークションも手に入れた。市場自体の成長に加えて当社の積極的な事業展開により、今期の売上及び利益の計画も大きく伸びる想定になっている。

2；当社の主要経営指標（KPI）として出張訪問数と出張訪問当たりの変動利益がある。営業部隊の緻密なコントロールに加えて、博報堂出身の岩田社長による広告宣伝費の効率化も奏功し、前期はコロナ禍でも順調な成長を遂げた。マネジメントクオリティが高く、今後とも期待ができる。

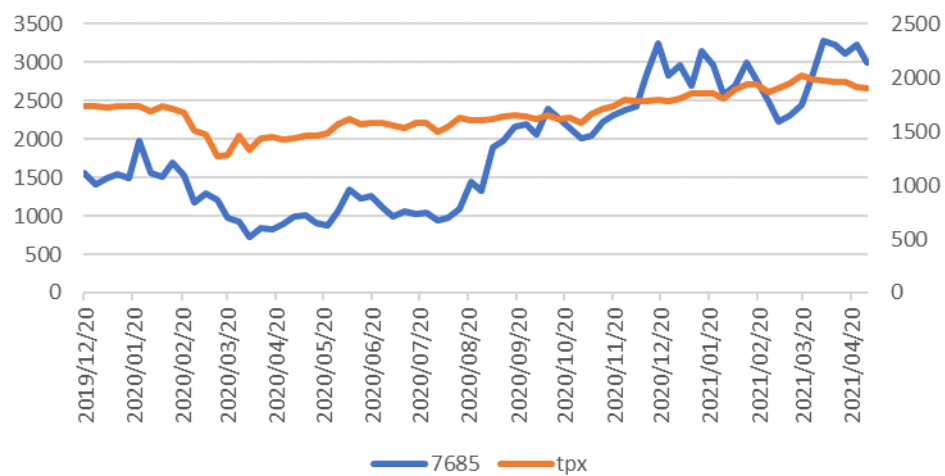
3；バリュエーションは平均的。ただし、リユース関連銘柄が全体的に割高なこともあり、ここからはしっかり業績を出していくべきフェーズ。特に、今年は新卒採用にも踏み込んでおり、彼らが戦力化するまではやや利益率が悪化するのかなど興味深い。

4；前期は買収などもあり一時的にフリーキャッシュフローが悪化したが、基本は黒字基調を予測。ただし、やや資本が小さくみえ、時間をかけて準備金を積み立てていく戦略か。

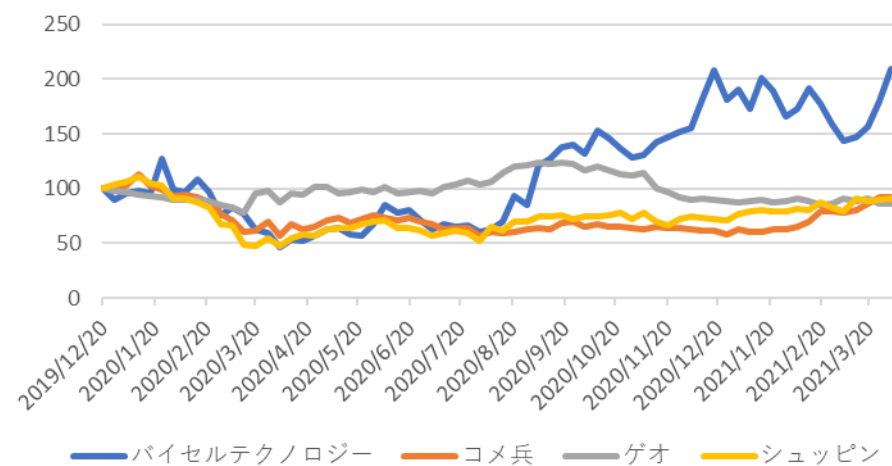
過去の株価推移

リユース市場の拡大ペースを上回る成長を遂げ、株価は同業他社を大きくアウトパフォームした。

過去の株価推移



競合比株価推移





(株) BuySell Technologies

株価；2,984円（2021/4/30終値）
時価総額；418.2億円
EV；373.0億円

Valuation

FY21 EBITDA；17.6億円
FY21 EV/EBITDA；21.2x
Net Cash；45.1億円

FY222EPS；68.6円
FY21 PER；43.5x

PBR；12.9x

事業概要

2001年1月に人材紹介事業を目的としてアイ・マネジメント・ジャパン有限公司を設立。2015年4月に事業譲受によりネット型リユース事業の“スピード買取.jp”サービスを開始。2016年11月に商号を“BuySell Technologies”へ変更。2017年9月にミダス第1号投資事業有限責任組合、ミダス第2号投資事業有限責任組合が当社株式を取得。その後、ネット型リユース事業のサービス名を“スピード買取.jp”から“バイセル”に変更。2020年10月には、株式会社ダイヤコーポレーション（現株式会社タイムレス）を完全子会社化。出張訪問買取を中心とした総合リユースサービス“バイセル”を展開し、月間2万件を超える査定の実績を有する。

1；商品買取

取扱商品は主に着物、切手、古銭、貴金属、ジュエリー、ブランド品、時計、骨董品、毛皮などの高単価商材。出張訪問と親和性が高いシニア層が主な顧客で50代以上が75%を占める。

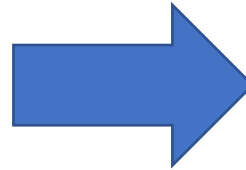
2；商品販売

販売事業は、主に古物市場や業者向けオークションによる法人販売を中心に販売を実施しており売上構成の90%を占める。また、ToC向けにはECモールでの販売に加えて、2つの自社ECサイトを運営。

2020年に完全子会社化したタイムレスは、ブランドバッグや時計・ジュエリーなどを扱う古物オークション“TIMELESS AUCTION”及び百貨店の常設店舗や催事にて買取を行う総合買取サロン“TIMELESS”の運営を中心としたリユース事業を展開。

事業計画の考え方、見せ方

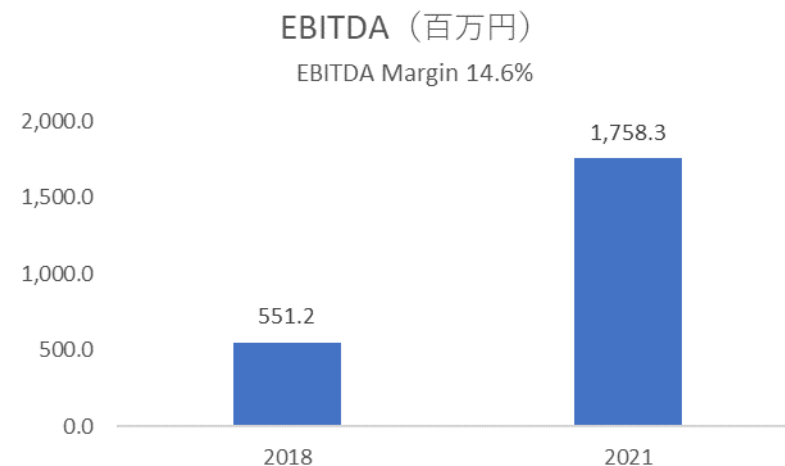
- タイムレス買収後、かつ、新卒の本格採用に踏み込んでおり、これらが利益率にどう影響するのか。
- 岩田社長が指揮をとってからのKPIの変化などを俯瞰できるグラフの提示。
- 資本政策について。



- サービスやソフトウェアの会社で散見されるように、新卒が戦力化するまでにどの程度の時間を要し、それが利益率にどう影響するのか対話を進めて欲しい。
- 当社の魅力の1つは岩田社長の経営力。これを時系列で確認できる定量的なものがあると非常に投資家に対して納得感がある。
- 株式の流動性を高める為にミダス保有分の一部を既に売却。と、同時に、今回の買収でも負債で対応しており、やや資本が薄く見える。資本政策に関して踏み込んだ説明があるとよい。

利益率も高く業績も堅調に推移してきた

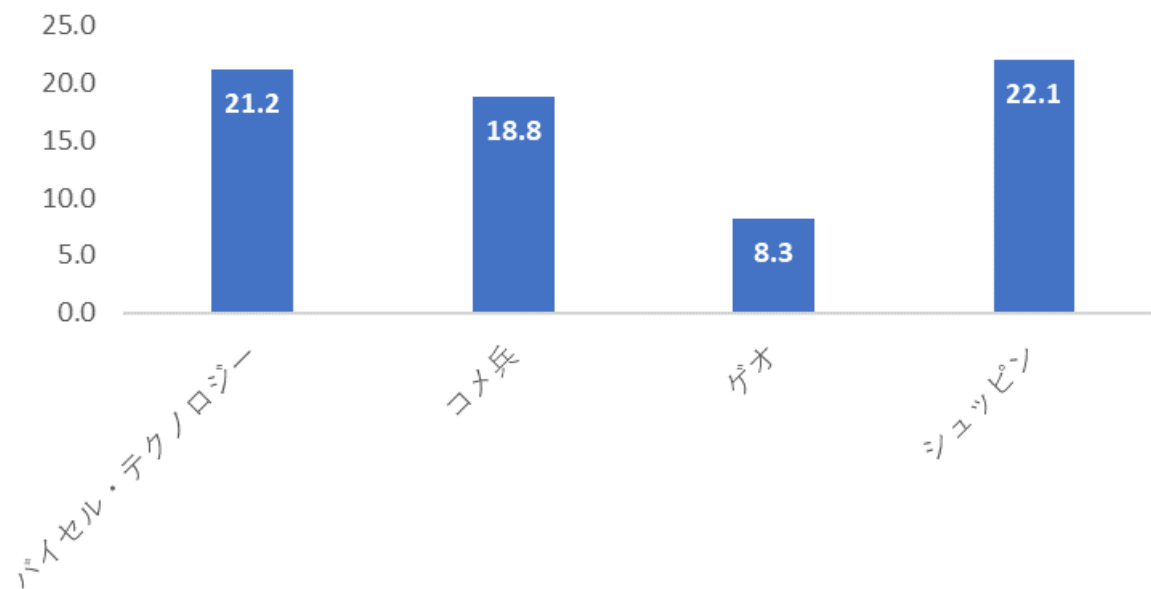
過去の業績は堅調に推移。2020年のタイムレス買収により売上成長率がかさ上げされた。労働集約的なビジネスを強いられる業界にあって利益率を高く維持してこれたのはマネジメントのクオリティによるところも多いと考える。



バリュエーションは許容範囲か

FY20 EV/EBITDAの競合比較

EV/EBITDA



バリュエーションは比較的割高。ただし、競合も同水準の銘柄が多く、際立った割高感はないといった感じか。

今後は期待されている成長に沿った業績を達成していけるかが重要になってくる。

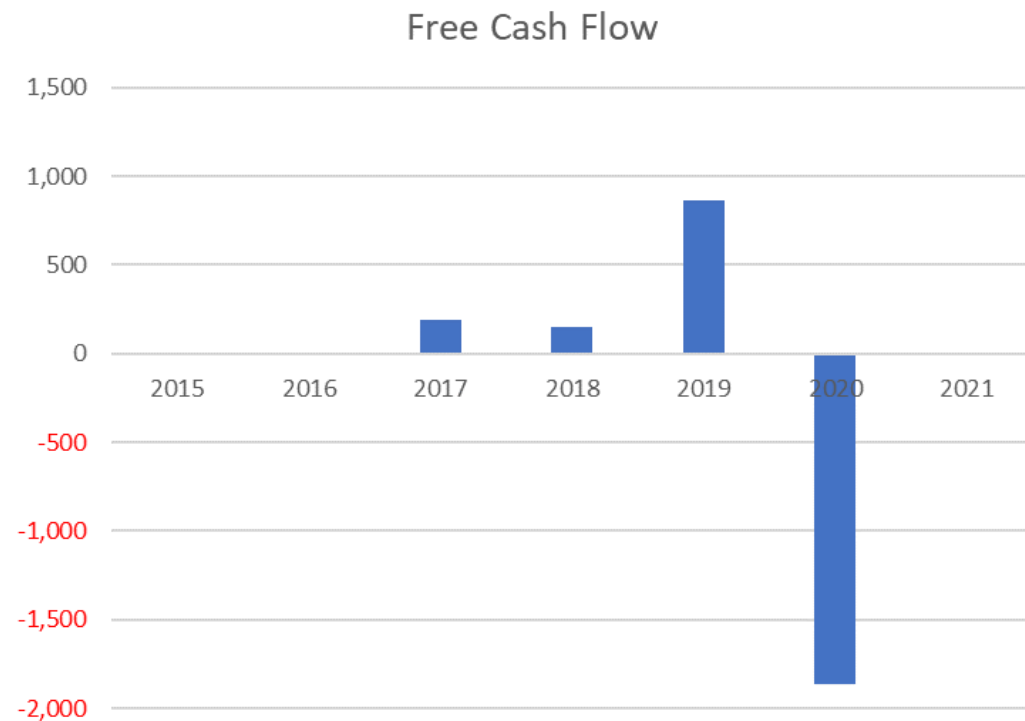
利益率、収益性とも高さが際立つ

利益率は従来より同業他社と比較して高い。圧倒的な仕入力によるところが大きい。資本収益性も申し分ない。一方で、現時点でのバランスシートは競合と比較して負債が重い。今後、着実の創出される利益が自己資本に溜まっていくことで時間と共に解消されていくのであろう。

	バイセル・テクノロジー		同業他社（コメ兵）		同業他社		評価
	前期(20/12)	今期計画	前期(20/3)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	65.9%		25.3%		29.3%		高い
営業利益率	6.6%	6.2%	0.5%	-1.4%	4.2%	2.9%	高い
EBITDAマージン	7.8%		1.7%		5.3%		高い
当期純利益率	3.9%	3.8%	-0.4%	-2.5%	2.4%	1.8%	高い
収益性							
ROIC	12.7%	25.4%	-0.8%	-3.6%	8.8%	5.3%	高い
WACC	3.3%	3.3%	4.7%	4.7%	2.8%	2.8%	低い
ROE	28.5%	26.5%	-1.2%	-6.6%	14.6%	9.8%	高い
CAPM	6.5%	6.5%	7.7%	7.7%	4.7%	4.7%	平均的
財務安定性							
D/Eレシオ	1.72		0.86		1.02		高い
株主資本比率	36.6%		53.4%		46.6%		低い
自己資本比率	36.6%		53.3%		46.6%		低い
当座比率	118.0%		52.6%		96.2%		高い
流動比率	188.8%		207.9%		279.7%		低い
PBR	12.9		0.5		2.7		高い
投資有価証券比率	0.1%		0.0%		0.0%		平均的
10%変動/OP	0.1%		#DIV/0!				

フリーキャッシュフローは低位ながら安定

前期は株式会社タイムレスの買収によりフリーキャッシュフローは大きく毀損した。

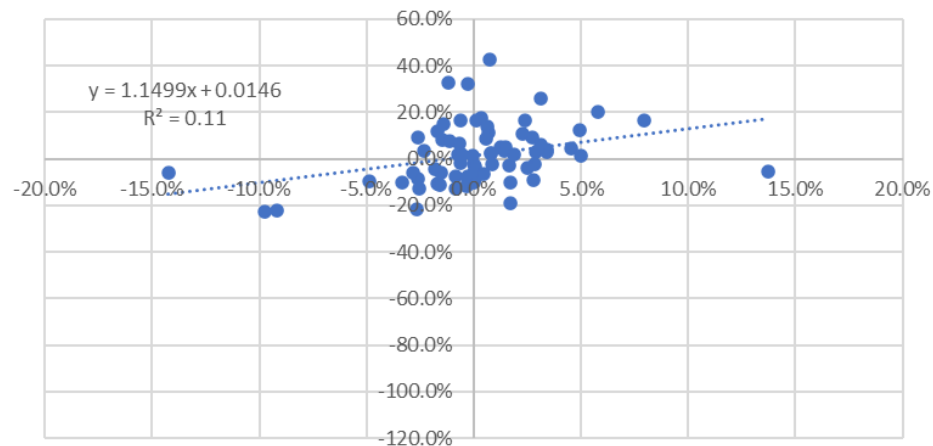




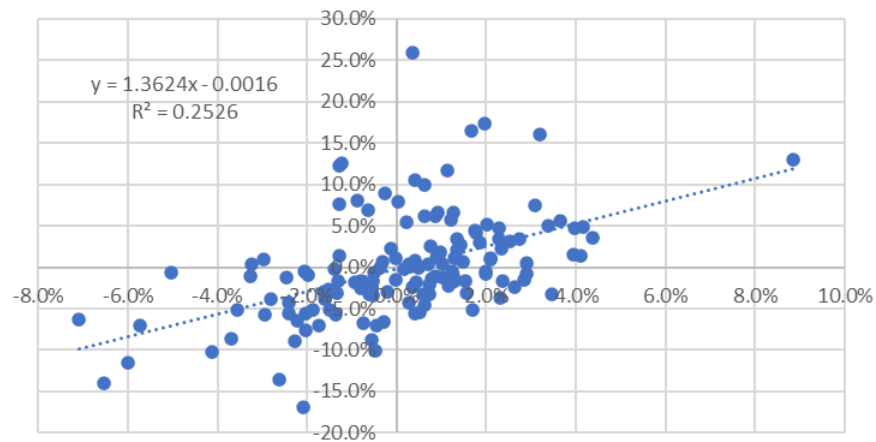
現在の株式 β はコメ兵並み

当社の株式 β は競合他社と比較するとほぼ平均値。

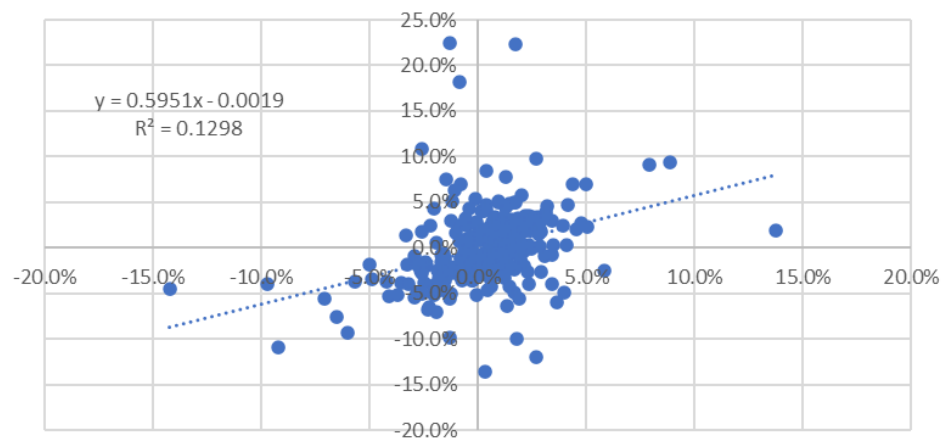
BuySell Technologies対Topix



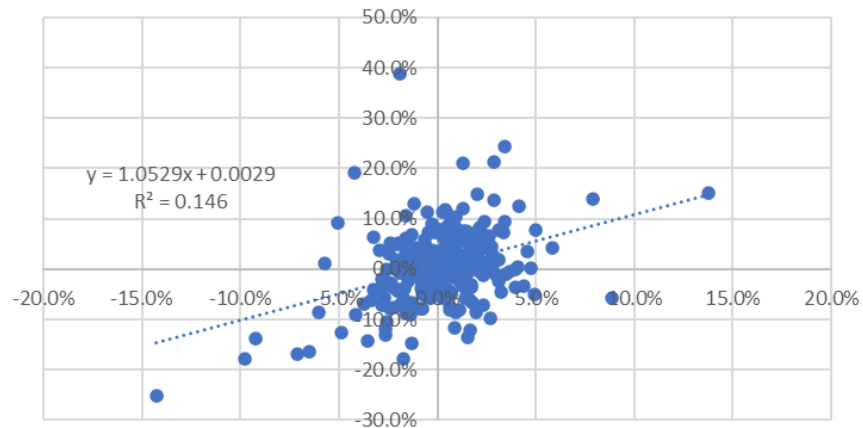
コメ兵対Topix



ゲオ対Topix



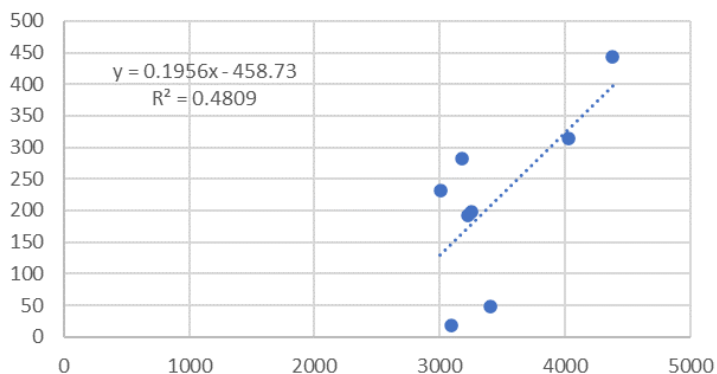
シュッピン対Topix



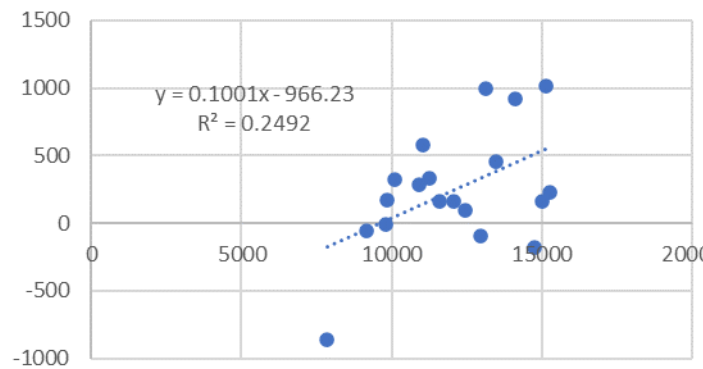
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

コストなどの投下、セグメントのバランスなどにより売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。目指すは修正営業利益ベースでの限界利益率の直線の確からしさ。人材会社の安定度は総体的に低い。

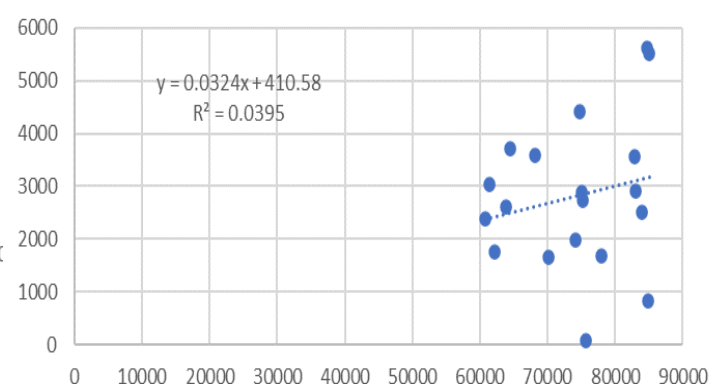
BuySell Technologies



コメ兵

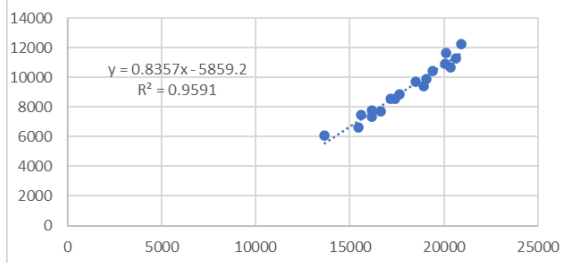


ゲオ

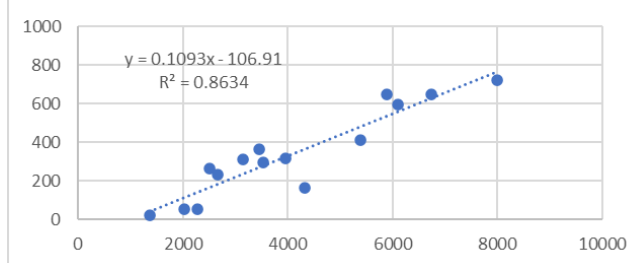


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

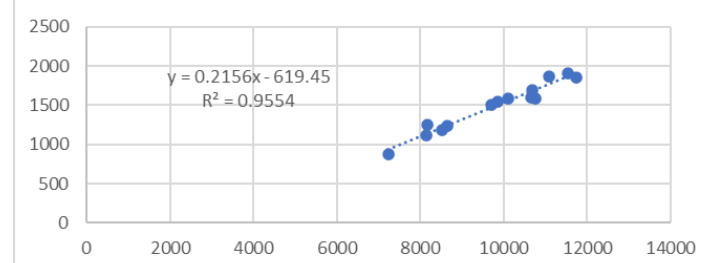
OBIC



Shift



Fullcast



効率性とレバレッジで過去のROEは高い

高い回転率とレバレッジに支えられてROEは非常に高い。今期計画ベースの利益が達成されると、更にROEは上昇することになる。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA		#DIV/0!	#DIV/0!		13.1%	9.4%
ROE		#DIV/0!	#DIV/0!		33.9%	28.5%
売上高純利益率	0.0%	0.0%	2.5%	3.3%	3.9%	3.8%
回転率		#DIV/0!	#DIV/0!		3.31	2.20
レバレッジ	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	4.37	2.60	2.45

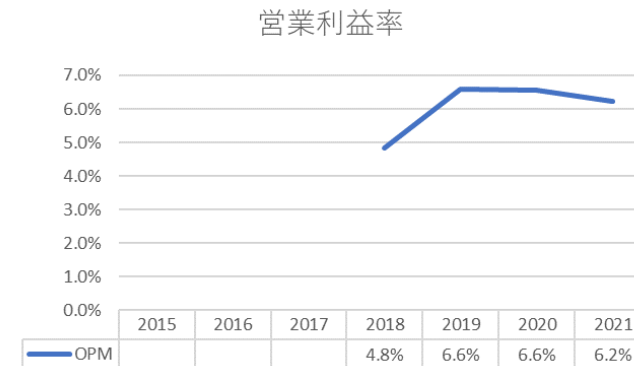
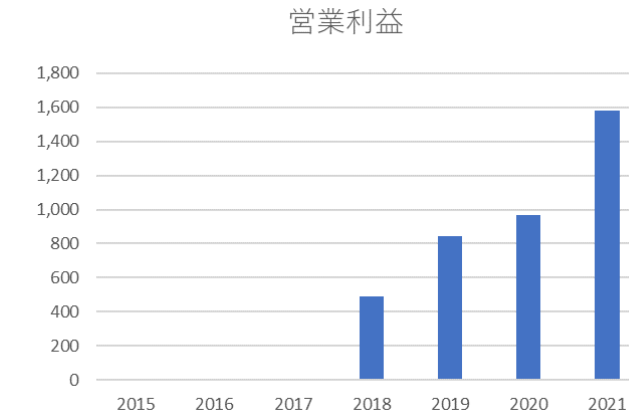
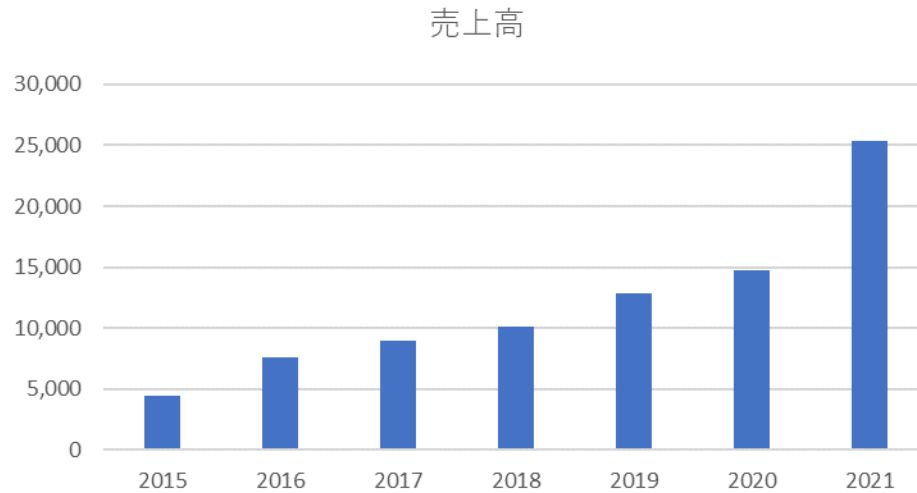
コメ兵のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA		6.9%	1.4%	4.1%	3.5%	-0.7%
ROE		9.7%	2.0%	5.8%	5.2%	-1.2%
売上高純利益率	4.7%	3.7%	0.9%	2.4%	2.0%	-0.4%
回転率		1.86	1.60	1.73	1.77	1.74
レバレッジ	1.47	1.41	1.38	1.42	1.50	1.72

(東大金融研究会作成)

業績モメンタムは加速

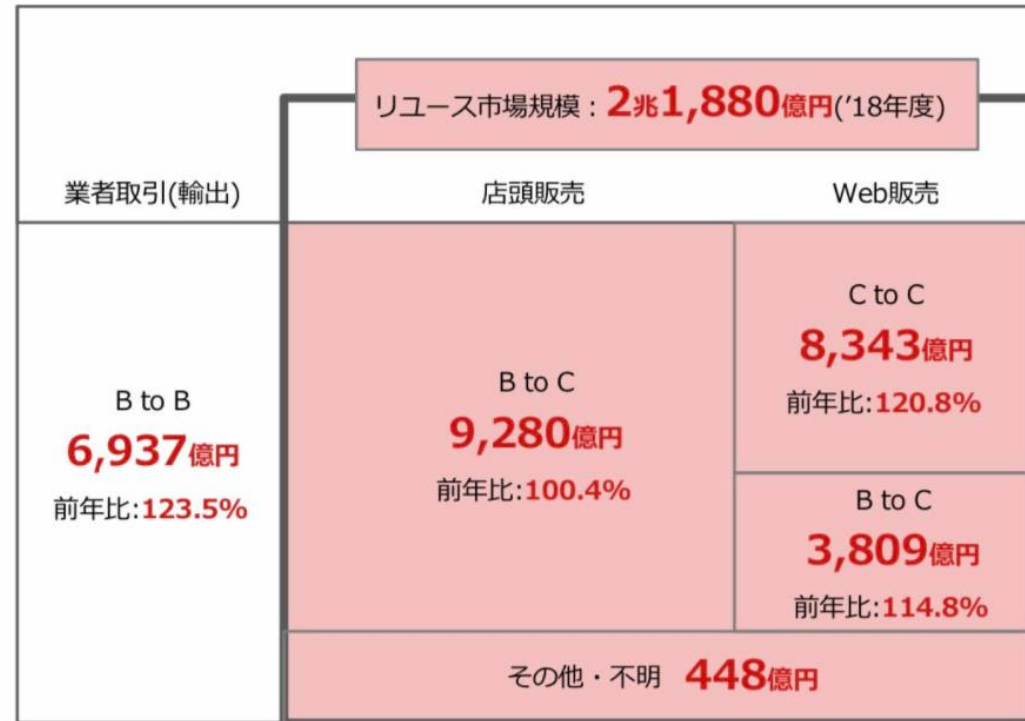
株式会社タイムレスの買収による売上高、利益の伸びは加速する。



(会社資料より作成)

リユース市場の俯瞰

中高年齢層を巻き込み9年連続で市場は成長しており、今後とも堅調な成長を見込む。



出所:中古市場データブック2020

カテゴリー別リユース市場

高単価で市場規模がそれなりにあるブランド品は魅力的な市場。

ブランド品カテゴリ：市場規模が大きく、単価が高い

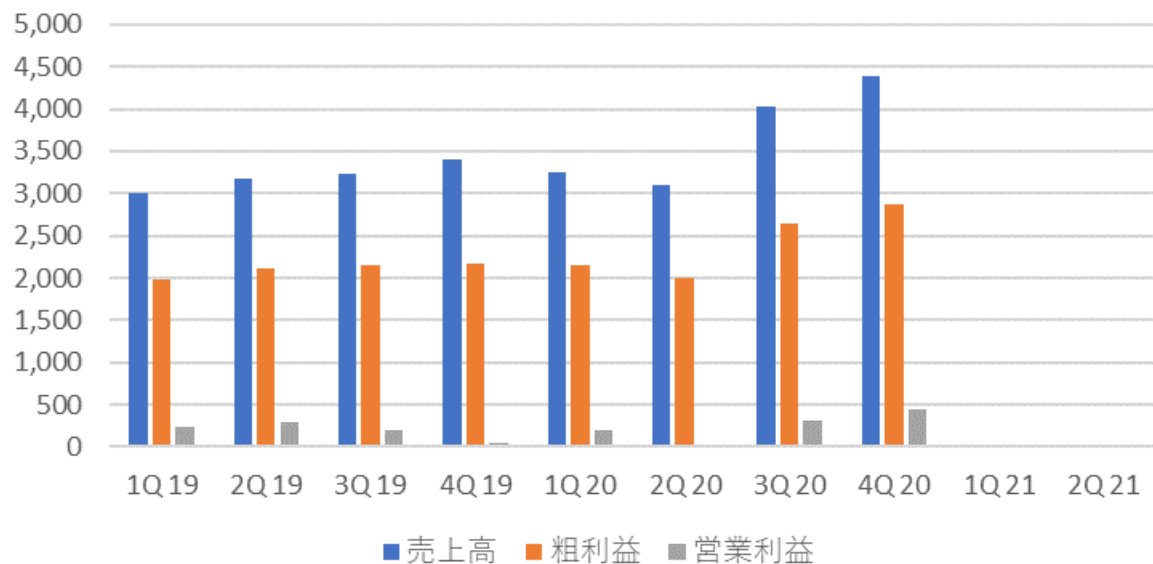
カテゴリ	市場規模	購入単価
ブランド品	2,614億円	38,974円
衣料・服飾品	3,379億円	11,459円
家具・家電	2,013億円	21,590円
ゲーム・メディア	1,046億円	9,135円
書籍	1,025億円	4,461円

出所:中古市場データブック2020

四半期の売上・利益推移

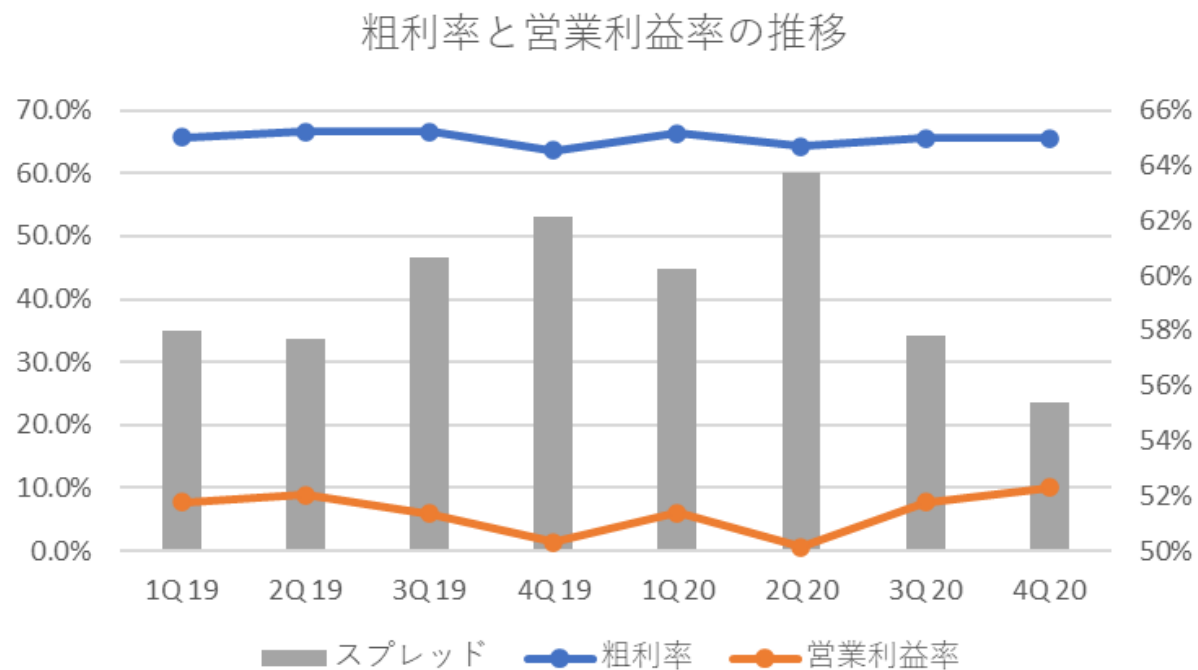
コロナの影響を特に強く受けた19年4Q～20年2Qから売上、利益ともに成長スピードに加速感が出てきた。

四半期業績の推移



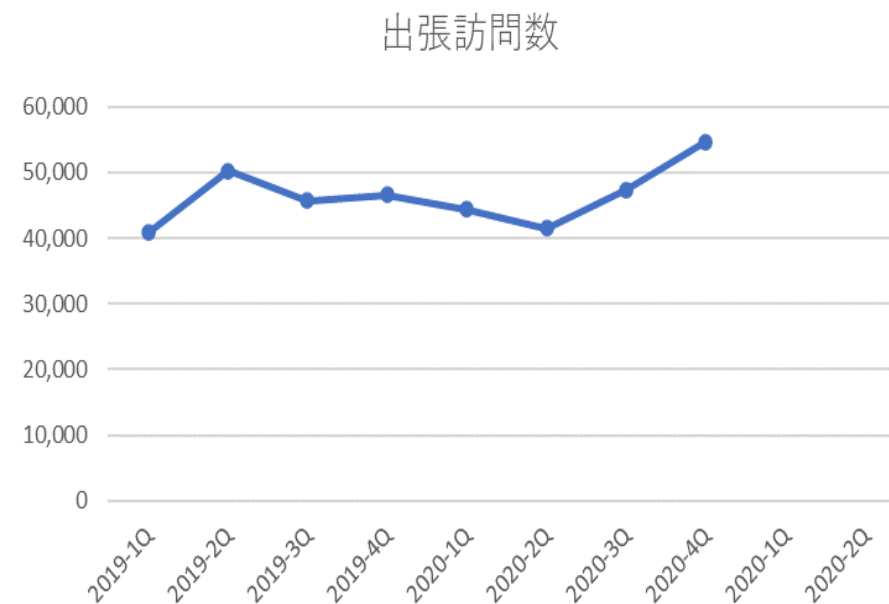
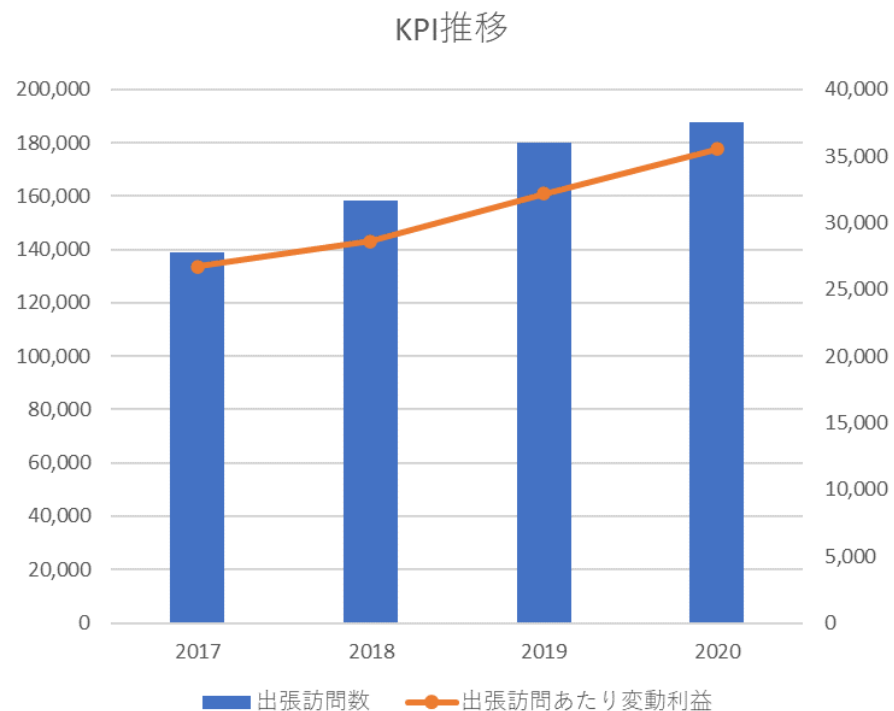
コスト管理は万全

利益率は安定しており、コストコントロールが非常に効いている。今年から新卒採用を積極化しており、この影響（戦力になるまでの期間なども含めて）がどう売上、利益面で効いてくるが暫くは注視したい。



主要KPIの推移

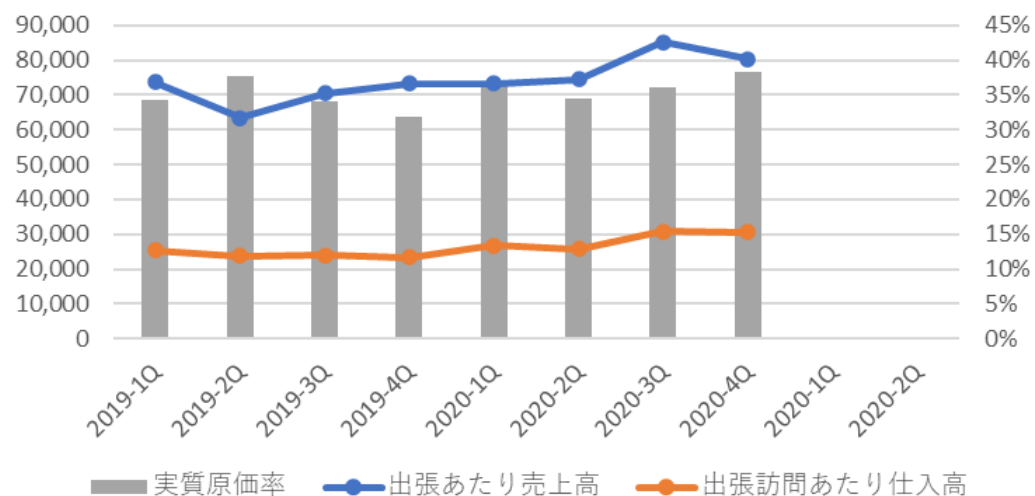
主要KPIは出張訪問数と出張訪問あたり変動利益（粗利益-広告宣伝費）である。2020年はコロナの影響もあり、訪問件数の伸び率は大きく減少した。しかしながら、前期1Qを底に回復傾向が鮮明。



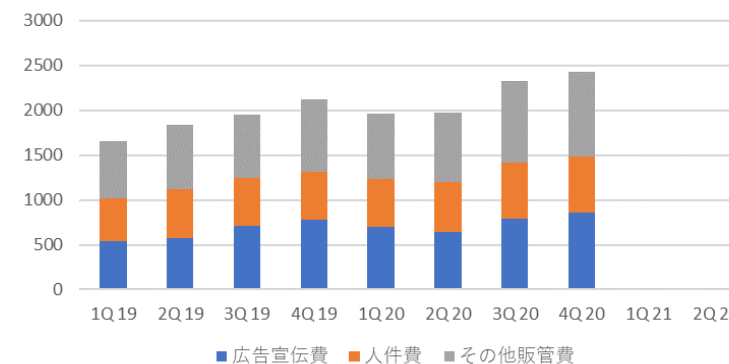
コスト要因分析

競合と比較して実質原価率は低位に安定して抑えられている。広告宣伝費は粗利益対比で判断した方が理解が深まるか。

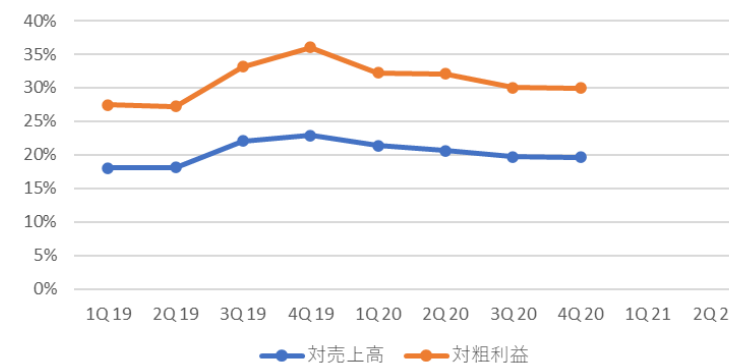
実質原価率



コストの四半期推移



広告宣伝費の推移



Websiteへのアクセス分析

Engagement ⓘ

📅 Jan 2020 - Mar 2021 🌐 Worldwide 🗒 All traffic

Metric	● buysell-kaitori.com	● nanboya.com	● brand-concier.com	● mapcamera.com	● gmt-j.com
📅 Monthly visits	140,174	742,623	9,727	1.054M 🏆	231,449
👤 Monthly unique visitors	90,770	511,142 🏆	7,423	281,839	110,888
👤 Visits / Unique visitors	1.54	1.45	1.31	3.74 🏆	2.09
👤 Deduplicated audience BETA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
🕒 Visit duration	00:02:02	00:01:33	00:00:20	00:04:41 🏆	00:02:40
📄 Pages per visit	1.84	1.54	1.27	4.84 🏆	4.78
📄 Bounce rate	55.13%	74.89%	82.93%	42.16% 🏆	48.31%

過去の業績信頼度

過去はサンプル数が少ない上に、コロナの影響などもあり業績達成率はあまり参考にはならない。

売上高

	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
計画					15,202	25,345	
着地				12,828	14,764		
乖離		▼ #DIV/0!	▼ #DIV/0!	▼ #DIV/0!	-2.9%	-100.0%	▼ #DIV/0!

営業利益

	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
計画					1,110	1,580	
着地				846	968		
乖離		▼ #DIV/0!	▼ #DIV/0!	▼ #DIV/0!	-12.8%	-100.0%	▼ #DIV/0!

これまでの業績推移

1人当たりの売上高は同業他社と遜色ないことから、仕入の匠さが競争力に繋がっていると考える。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	0	0	-397	-2,269	-86	-4,513
発行済み株式数（百万株）				12	14	14	14
株価					1,225	2,281	2,984
時価総額	0	0	0	0	16,641	31,966	41,815
EV	0	0	0	-397	14,373	31,881	37,302
EBITDA	0	0	0	551	928	1,113	1,563
EBITDA margin	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	7.2%	7.5%	6.2%
EV/EBITDA(pre-tax based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.7	15.5	28.6	23.9
EBITDA	0	0	0	553	947	1,147	1,758
EV/EBITDA(OP based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.7	15.2	27.8	21.2
EPS	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	27.5	37.2	40.4	68.6
PER	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	32.9	56.5	43.5
流動資産				2,674	3,924	5,823	
現金				1,959	3,197	3,641	7,957
受取手形							
売掛金				67	73	156	
棚卸資産				494	551	1,863	
投資有価証券				31	30	11	
流動負債				1,447	1,763	3,085	
買掛金				7	4	22	
短期借入金				8	0	150	150
1年以内返済長期借入				605	378	909	798
長期借入				949	550	2,496	2,496
株主資本				733	2,273	3,233	3,233
その他包括利益				-12	-14	0	0
自己資本	0	0	0	720	2,259	3,233	4,026
純資産				728	2,262	3,251	
総資産				3,150	4,592	8,838	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	4,425	7,560	8,918	10,119	12,829	14,765	25,345
粗利売上			18.0%	13.5%	26.8%	15.1%	71.7%
売上総利益				6,454	8,410	9,665	
	0.0%	0.0%	0.0%	63.8%	65.6%	65.5%	
営業利益				490	846	968	1,580
	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	6.6%	6.6%	6.2%
支払利息				15	10	12	12
特別利益				1	1	1	
特別損失				3	25	42	
税前当期利益				472	793	882	1,373
親会社に帰属する利益			226	330	506	566	961
減価償却費				63	101	178	178
のれん償却							
金利		#DIV/0!	#DIV/0!	1.9%	0.8%	0.5%	
営業CF			222	326	1,116	425	
投資CF			-33	-174	-251	-2,285	
FCF		0	189	152	865	-1,860	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		341	356	473	537	652	
					13.5%	21.4%	
1名当たり売上		22	25	21	24	23	

コストコントロールは万全

広告宣伝費が大きく見えるが、しっかりとコントロールされている。

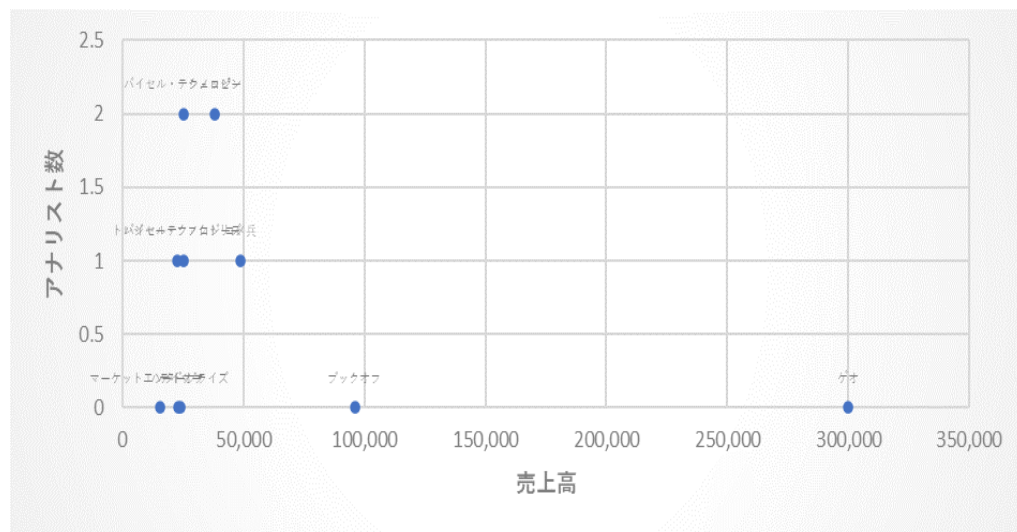
7685バイセル・ラボ	FY2018	FY2019	FY2020
売上	10,119	12,829	14,765
売上原価	3,665	4,418	5,100
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	6,454	8,410	9,665
	63.8%	65.6%	65.5%
販管費	5,964	7,564	8,697
広告宣伝費	1,927	2,611	2,988
人件費	1,745	2,082	2,347
役員報酬			
給与手当	1,745	2,082	2,347
福利厚生			
賞与引当金			
退職給付費用			
ポイント引当金			2
地代家賃			
業務委託料			
減価償却費	63	101	178
支払手数料			
倉庫委託料			
営業利益	490	846	968
	4.8%	6.6%	6.6%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	36	34	35
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	64	66	65
販管費	59	59	59
広告宣伝費	19	20	20
人件費	17	16	16
役員報酬	0	0	0
給与手当	17	16	16
福利厚生	0	0	0
賞与引当金	0	0	0
退職給付費用			
ポイント引当金	0	0	0
地代家賃	0	0	0
業務委託料	0	0	0
減価償却費	1	1	1
支払手数料	0	0	0
倉庫委託料	0	0	0
営業利益	5	7	7

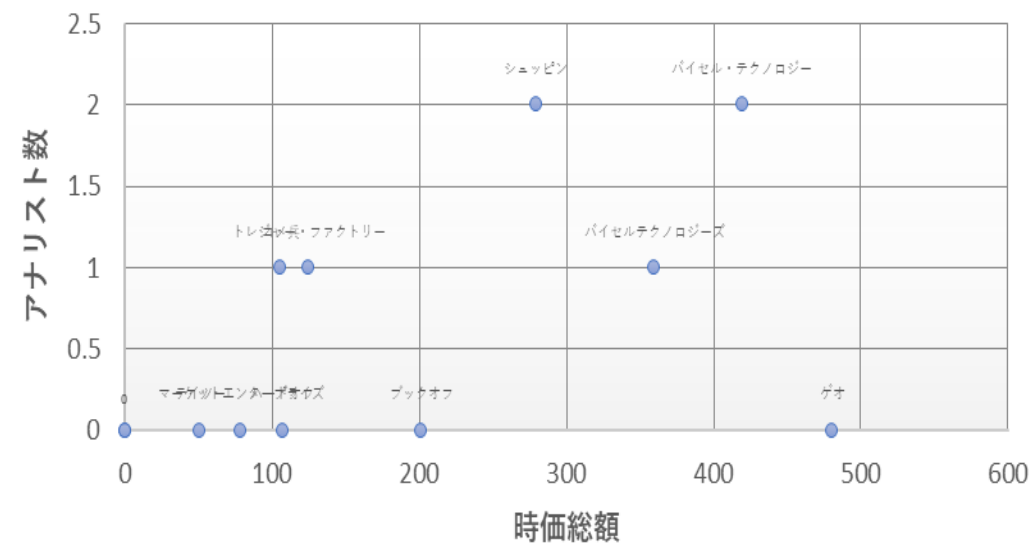
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

セルサイド・アナリストのカバレッジの拡大余地は限定的か。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



(東大金融研究会作成)

ガバナンスの独立性は確保している

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は44%と許容範囲。ただし、女性役員はの比率は11%と低調。取締役の平均年齢は48.5歳と比較的若い。

役職名		氏名		
代表取締役	社長兼CEO	岩田匡平	37	男性
取締役	会長	吉村英毅	39	男性
取締役	CFO	尾野晃嗣	40	男性
取締役	CTO	今村雅幸	38	男性
取締役		柏木茂雄	71	男性
取締役		原敏弘	63	男性
常勤監査役		鈴木真美	39	女性
監査役		杉山真一	61	男性
監査役		川崎晴一郎	43	男性

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
7685	バイセル・テクノロジー	96.7%
2780	コメ兵	95.4%
2681	ゲオ	97.1%
3179	シュッピン	99.8%

株式売買高は許容範囲

株式売買高は同業他社では十分ではあるが、中小型株に資金流入が続く中でのこの水準は絶対的には物足りない。

リユース関連	売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
7685 jt equip バイセル・テクノロジー	0.7%	314	105,092	14,046,100
2780 jt equip コメ兵	0.3%	27	28,202	11,257,000
2681 jt equip ゲオ	0.5%	238	209,901	42,405,950
3179 jt equip シュッピン	0.8%	234	201,053	23,974,180
9270 jt equip バイセルテクノロジーズ	0.6%	223	82,494	13,312,830
9278 jt equip ブックオフ	0.1%	29	29,681	20,547,410
2674 jt equip ハードオフ	0.2%	26	34,184	13,954,000
3135 jt equip マーケットエンタープライ	0.9%	74	49,908	5,287,800
3093 jt equip トレジャー・ファクトリー	0.3%	41	38,102	11,598,800
7610 jt equip テイソー	2.9%	145	1,960,429	68,664,340

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

固定株主比率が高い。海外IRがやや不足している点が伺える。

		保有比率	保有額	株数
ミダス第1号投資事業有限責任組合	VC	42.8%	17,940,703,200	6,012,300
ミダス第2号投資事業有限責任組合	VC	17.8%	7,460,000,000	2,500,000
OOISHI TAKANORI	個人	8.5%	3,580,800,000	1,200,000
岩田匡平	経営者	6.2%	2,596,080,000	870,000 ↑
ゴールドマン・サックス・グループ	機関投資家	4.3%	1,781,448,000	597,000 ↑
みずほフィナンシャル	機関投資家	2.0%	833,729,600	279,400 ↑
ノーザン・トラスト	機関投資家	1.5%	624,849,600	209,400 ↑
BNPパリバ	機関投資家	1.1%	445,511,200	149,300 ↑
OHTA HIROYA	個人	1.0%	417,760,000	140,000 ↑
吉村英毅	経営者	0.9%	378,968,000	127,000
INGLEWOOD	政策	0.9%	358,080,000	120,000
R&T Partners	政策	0.9%	358,080,000	120,000
Soltec Investment	政策	0.9%	358,080,000	120,000
三菱UFJフィナンシャル	機関投資家	0.5%	189,782,400	63,600 ↑

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。