



マクアケ

東証マザーズ 4479 業種: インターネットサービス、Eコマース

クラウドファンディングの進化系。Buyでカバレッジ開始

目標株価 7,000 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

三田証券(当社)は、株式会社マクアケ(4479、マクアケ、同社)のカバレッジを目標株価 7,000 円、レーティング Buy で開始する。

同社は、新商品の先行販売を行うマーケットプレイス「Makuake」をウェブ及びアプリで展開している。当初はクラウドファンディングとして事業を立ち上げたが、その後の試行錯誤を経て、先行販売に的を絞った「応援購入」という独自のコンセプトを産み出し、市場の拡大に成功してきた。単なる資金調達を目的としたクラウドファンディングと一線を画すことにより、質の高いプロジェクトを数多く掘り起こすことに成功している。また、資金調達を目的としない大企業によるプロジェクトの事例も増えている。GMV(応援購入総額)の成長追求には、良質のプロジェクトの確保に加えて、サポーター(応援購入者)にプロジェクトの魅力を伝えるクリエイティブの作成が重要となるため、同社は、クリエイティブ作成のコンサルティングを行うキュレーターの採用と育成に注力している。今後の成長ドライバーは、1) 既存事業の質を伴った量的拡大、2) 販売チャネルの拡大。など。

当社が想定する株価上昇のカタリストは、GMVの高成長実現、新規事業の早期本格展開、シナジーを実現しやすいM&A、などである。

三田証券による業績予想

当社による22/9期業績予想は、GMV 294 億円(前期比 36.3%増)、売上高 61 億円(同 31.6%増)、営業利益 5 億円(同 42.3%増)。23/9期予想は、GMV 439 億円(前期比 49.5%増)、売上高 89 億円(同 46.2%増)、営業利益 7 億円(同 53.8%増)。26/9期のGMVは1,110 億円、5年CAGRは38.8%と想定している。

新商品のオンライン先行販売の潜在市場規模(TAM)は1兆円と巨大であり(同社試算値)、同社にとっての中長期的な成長余地は非常に大きいと見られる。当面は「Makuake」のブランド認知向上に加えて、キュレーターの体制強化やウェブ・アプリの使い勝手の向上を通じて、GMVの高成長が続くであろう。中長期的には、1) バイヤー向けの応援仕入れサービス、2) 海外サポーター向けの Makuake Global、3) 量産段階に入った新商品を販売する Makuake STORE、等の本格展開により、販路拡大が実現すると見ている。

バリュエーション、リスク要因

目標株価の算出にあたっては、22/9期-26/9期の業績予想をもとに、株主資本コスト 4.75%、永久成長率 3.5%の残余利益モデル(RIM)を用いた。なお、目標株価及び24/9期当社業績予想が示唆する目標倍率は、PER 120 倍、EV/EBITDA 56 倍、EV/売上高 6.1 倍である。

当社見解に対するリスク要因は、GMVの伸び悩み、顧客情報流出、プロジェクトに関するトラブルの頻発、競争環境悪化によるテイクレート低下、赤字を埋めるための増資、大株主による大規模な株式の売出し、など。

三田証券株式会社
調査部長 チーフアナリスト
清水 純一

新規カバレッジ

レーティング
Buy

目標株価(円)	7,000
株価(円) (12/24)	4,435
時価総額(十億円)	55.2

変更の有無	
レーティング	新規
目標株価	新規
業績予想	新規

株価推移(円)



出所: Bloomberg Finance LP

業績推移

	20/9	21/9	22/9予	23/9予	24/9予	
売上高	十億円	3.2	4.6	6.1	8.9	12.0
営業利益	十億円	0.5	0.3	0.5	0.7	1.0
経常利益	十億円	0.5	0.3	0.5	0.7	1.0
当期純利益	十億円	0.4	0.2	0.3	0.5	0.7
EPS	円	31.7	19.9	28.0	40.4	58.3
BPS	円	228.2	551.6	579.6	619.9	678.3
DPS	円	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	倍	335.2	232.6	158.3	109.9	76.0
PBR	倍	46.5	8.4	7.7	7.2	6.5
配当利回り	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	%	9.8	3.0	3.1	3.8	4.4
ROE	%	25.1	5.2	5.0	6.7	9.0

出所: 会社資料、三田証券

会社概要

マクアケは、新商品の先行販売を行うマーケットプレイス「Makuake」をウェブ及びアプリで展開。2013年5月、サイバーエージェントの子会社として創業。2019年12月、東証マザーズへ上場。21/9期の応援購入総額(GMV)は215 億円、売上高は46 億円。21/9期末従業員数は152名。

投資判断のポイント

アウトロック

成長性の高いユニークなマーケットプレイスを展開

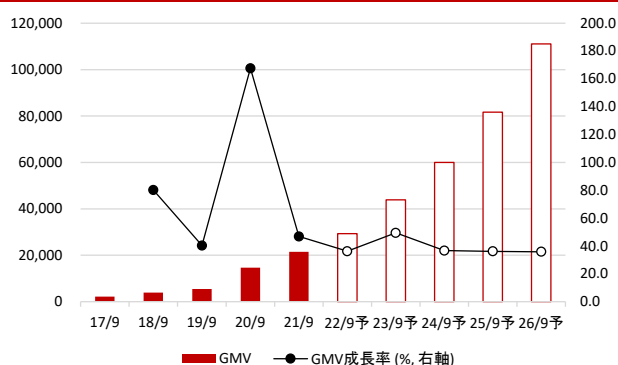
三田証券(当社)は、株式会社マクアケ(4479、マクアケ、同社)のカバレッジを目標株価7,000円、レーティングBuyで開始する。

目標株価7,000円、レーティングBuyでカバレッジ開始

同社は、新商品・新サービスの先行販売を行う独自性の強いマーケットプレイス型ECサイト「Makuake」を展開している。21/9期業績は、GMV(応援購入総額)215億円(前期比46.9%増)、売上高46億円(同43.3%増)、営業利益3億円(同35.5%減)、OPM7.1%であった。当社によるGMV予想は、22/9期294億円(前期比36.3%増)、24/9期600億円、26/9期1,110億円であり、5年CAGR38.8%の成長を見込んでいる。営業利益予想は、22/9期5億円(OPM7.7%)、24/9期10億円(同8.7%)、26/9期23億円(同10.7%)である。さらに長期的な成長余地も大きいと考えている。

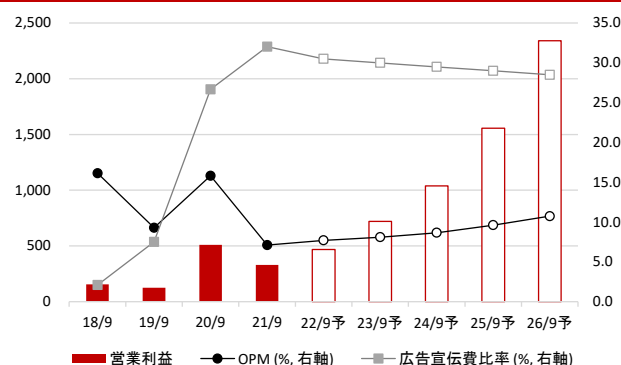
GMVの5年CAGR39%と予想

図表: GMV(百万円)、GMV成長率(%)



出所: 各社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 営業利益(百万円)、OPM、広告宣伝費比率(%)



出所: 各社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

成長余地及び成長ドライバーの整理

当社にとってのTAM(total addressable market、獲得可能な最大市場規模)は1兆円と見積もられている(同社試算値)。これに対して足元のGMVは2%強の規模に過ぎず、中長期的に大きな成長余地があると考えられる。

TAM1兆円に対してGMV実績は2%強

当面のGMV成長をもたらすのは、掲載プロジェクトの増加、及び、サポーターによる応援購入の増加である。これには、1)質の高いプロジェクト実行者を確保し、リピーターになってもらうこと、2)プロジェクトの魅力を引き出し、サポーターの購入意欲を高めるクリエイティブの作成を支援するキュレーター体制を強化すること、3)プロジェクトとサポーターのマッチングを最大化するためのウェブ及びアプリの仕組みを改善していくこと、などが重要である。

知名度向上によりプロジェクト実行者やサポーターが増加中。オペレーション改善により一層の成長加速が可能

「Makuake」の知名度向上により、プロジェクト実行者やサポーターの自然流入が増えている様子である。また、現時点で上記各項目に関するオペレーションには改善余地があり、同社の取り組み次第で成長の加速が可能であると当社は見ている。

中長期的には、販路の拡大が進み、さらなる GMV 成長が期待できるようになると当社は想定している。当社が注目しているのは、1) セレクトショップ等のバイヤーが新商品をウェブで仕入れられる「応援仕入れサービス」、2) 海外サポーターからの応援購入を受け付ける Makuake Global、3) 「Makuake」掲載終了後に量産段階に入った新商品を扱う EC セレクトショップ Makuake STORE、である。

中長期的には販路拡大が期待できる

カタリスト

当社が想定する株価上昇のカタリストは、GMV の高成長実現、新規事業の早期本格展開、シナジーを実現しやすい M&A、などである。

図表: 三田証券による業績予想サマリー (単体)

単位: 百万円	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	22/9	22/9	23/9	24/9
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	会社予想	コンセンサス	コンセンサス	コンセンサス
業績										
売上高	1,344	3,225	4,621	6,084	8,892	11,996	6,200	6,239	8,628	12,053
(YoY, %)	40.3	139.9	43.3	31.6	46.2	34.9				
営業利益	125	510	329	468	720	1,039	465	450	634	1,144
(YoY, %)	-19.1	308.5	-35.5	42.3	53.8	44.2				
OPM (%)	9.3	15.8	7.1	7.7	8.1	8.7				
経常利益	127	512	326	463	715	1,034	460	448	632	1,142
(YoY, %)	-18.4	302.2	-36.3	42.1	54.3	44.5				
当期純利益	89	370	247	348	501	724	350	323	451	811
(YoY, %)	-20.5	315.3	-33.3	40.9	44.0	44.5				
減価償却費及びのれん償却額	31	65	102	142	204	273				
設備投資額	224	220	313	416	612	830				
フリーCF	165	2,317	-435	966	1,988	2,287				
KPI										
GMV (応援購入総額)	5,480	14,664	21,536	29,351	43,865	59,980	30,000			
(YoY, %)	40.4	167.6	46.9	36.3	49.5	36.7				
掲載開始数 (件)	2,471	4,631	7,914	10,273	13,758	18,160				
(YoY, %)	35.2	87.4	70.9	29.8	33.9	32.0				
GMV/掲載開始数 (千円)	2,218	3,166	2,721	2,857	3,188	3,303				
応援購入件数 (千件)	505	1,495	1,963	2,668	3,988	5,453				
(YoY, %)	NA	196.1	31.3	36.0	49.5	36.7				
GMV/応援購入件数 (円)	10,855	9,810	10,973	11,000	11,000	11,000				
テイクレート (%)	27.0	24.2	23.6	22.8	22.3	22.0				
1株当たり指標										
EPS (円)	8.91	31.68	19.88	28.02	40.36	58.34	28.22	25.93	36.24	65.19
BPS (円)	28.57	228.20	551.56	579.58	619.94	678.28				
DPS (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
バリュエーション、収益性等										
EV/売上高 (倍)	NA	36.8	10.6	7.5	4.9	3.4				
EV/EBITDA (倍)	NA	206.4	113.2	74.5	47.0	31.4				
PER (倍)	NA	335.2	232.6	158.3	109.9	76.0				
PBR (倍)	NA	46.5	8.4	7.7	7.2	6.5				
配当性向 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
配当利回り (%)	NA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				
ROA (%)	7.6	9.8	3.0	3.1	3.8	4.4				
ROE (%)	37.0	25.1	5.2	5.0	6.7	9.0				
財務健全性指標										
自己資本比率 (%)	20.4	43.1	66.2	60.4	52.3	46.8				
D/Eレシオ (倍)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				

出所: 会社資料、QUICK 資料、三田証券

注: コンセンサス予想は QUICK コンセンサス

図表: 四半期ベースの業績及び KPI

単位: 百万円	19/9				20/9			21/9				22/9予				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	317	286	313	427	520	603	970	1,133	993	1,108	1,233	1,288	1,285	1,389	1,569	1,840
売上総利益	257	230	258	340	418	483	818	937	805	933	1,036	1,032	1,057	1,142	1,290	1,513
営業利益	36	-10	29	69	103	137	291	-20	152	-89	138	128	99	107	121	142
売上高成長率 (%)	73.2	31.8	20.4	44.4	63.9	110.7	210.0	165.0	91.1	83.8	27.0	13.7	29.5	25.4	27.3	42.8
GPM (%)	81.1	80.4	82.4	79.5	80.5	80.1	84.3	82.7	81.1	84.3	84.0	80.1	82.2	82.2	82.2	82.2
OPM (%)	11.4	-3.3	9.3	16.1	19.8	22.7	30.0	-1.8	15.3	-8.0	11.2	9.9	7.7	7.7	7.7	7.7
GMV	1,256	1,167	1,367	1,689	2,182	2,597	4,633	5,252	4,512	5,299	5,917	5,807	6,148	6,729	7,672	8,802
GMV成長率 (%)	62.5	37.0	28.7	39.0	73.7	122.6	238.9	211.0	106.8	104.1	27.7	10.6	36.3	27.0	29.7	51.6
テイクレート (%)	27.8	27.0	25.2	27.8	26.2	25.5	23.0	23.7	24.2	23.0	22.9	24.4	23.0	22.7	22.5	23.0
掲載開始数 (件)	538	524	635	774	890	863	1,319	1,559	1,826	1,660	2,213	2,215	2,414	2,294	2,638	2,928
GMV/掲載開始数 (千円)	2,335	2,227	2,153	2,182	2,452	3,009	3,512	3,369	2,471	3,192	2,674	2,622	2,546	2,934	2,908	3,006
アクセスUU (千件)	3,328	3,341	4,149	4,519	4,968	5,749	11,400	10,585	9,027	11,257	13,650	14,442	15,525	16,534	18,353	20,005
CVR (%)	3.3	3.1	3.1	3.6	3.9	4.1	4.9	4.7	4.6	4.5	3.8	3.6	3.6	3.7	3.8	4.0
応援購入件数 (千件)	110	105	129	160	196	237	562	499	414	508	516	525	559	612	697	800
GMV/応援購入件数 (円)	11,439	11,102	10,560	10,526	11,125	10,937	8,246	10,517	10,890	10,434	11,472	11,066	11,000	11,000	11,000	11,000

出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

バリュエーション

残余利益モデル (RIM) による株式評価

目標株価 7,000 円の算出にあたっては、22/9 期-26/9 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 4.75%、永久成長率 3.5%の残余利益モデル (RIM) を用いた。なお、目標株価及び 24/9 期当社業績予想が示唆する目標倍率は、PER 120 倍、EV/EBITDA 56 倍、EV/売上高 6.1 倍である。

RIM に基づく目標株価は
7,000 円

図表: 残余利益モデル (RIM)

10億円	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
	実績 21/9	三田予想 22/9	三田予想 23/9	三田予想 24/9	三田予想 25/9	三田予想 26/9	三田予想 27/9
自己資本 (期末)	6.8	7.2	7.7	8.4	9.5	11.1	
当期純利益		0.3	0.5	0.7	1.1	1.6	
株主資本コスト		0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	
残余利益		0.0	0.2	0.4	0.7	1.2	
残余利益の現在価値		0.0	0.1	0.3	0.6	0.9	
ターミナルバリュエーションの現在価値							77.7
ベータ	0.85						株主資本価値合計 (10億円) 86.5
リスクフリーレート (%)	0.50						発行済株式数 (百万株) 12.4
市場リスクプレミアム (%)	5.00						目標株価 (円) 7,000
株主資本コスト (%)	4.75						
永久成長率 (%)	3.50						

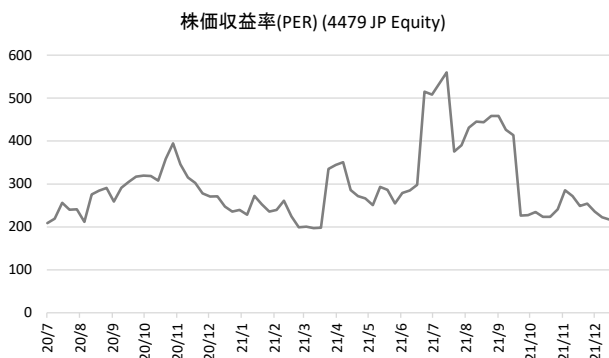
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率 (%)	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1
目標株価	4,900	5,150	5,450	5,750	6,100	6,500	7,000	7,550	8,200	9,000	9,950	11,200	12,850

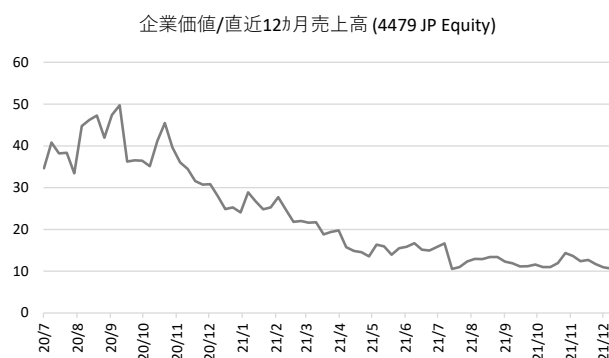
出所: 三田証券

図表: PER (倍)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: EV/売上高 (倍)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

類似企業とのバリュエーション・株価比較

図表: 類似企業のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 12/24	時価総額 10億円	売上YoY		EBITDA Mgn 直近12M	ROE 直近12M	ROE 今期予	PER		PBR 前期	EV/EBITDA		EV/Sales			配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
				直近12M	今期予				直近12M	今期予		直近12M	今期予	直近12M	今期予	来期予				
クリーム	4017	1,376	9.2	NA	NA	7.6	11.7	NA	110.1	NA	7.5	96.6	NA	7.7	NA	NA	NA	-7.5	-49.9	-70.7
スマレジ	4431	2,213	43.4	29.7	NA	27.2	17.2	NA	52.0	95.2	10.7	64.6	53.3	17.7	9.6	7.2	0.0	-28.1	-38.4	-19.1
ギフトィ	4449	2,106	60.0	152.3	-44.8	30.6	15.9	4.7	79.1	260.0	11.2	80.8	105.4	25.1	16.4	12.1	0.0	-31.3	-48.8	-29.1
B A S E	4477	645	71.9	33.0	16.0	-8.3	-8.3	-4.7	NA	NA	4.5	NA	NA	10.5	5.0	3.9	0.0	-12.8	-43.2	-64.9
マクアケ	4479	4,435	55.2	43.3	32.1	9.3	5.2	5.3	217.0	148.8	8.0	119.5	NA	11.1	7.8	5.6	0.0	-12.9	-8.9	-45.6
ジモティー	7082	3,550	21.3	19.0	NA	19.6	23.2	NA	77.5	NA	22.4	54.3	NA	11.0	NA	NA	NA	-6.1	-5.0	31.2
平均値				55.5	1.1	14.3	10.8	1.8	107.2	168.0	10.7	83.1	79.3	13.9	9.7	7.2	0.0	-16.4	-32.3	-33.0
中央値				33.0	16.0	14.4	13.8	4.7	79.1	148.8	9.4	80.8	79.3	11.1	8.7	6.4	0.0	-12.9	-40.8	-37.4

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース。網掛けは三田証券カバー銘柄

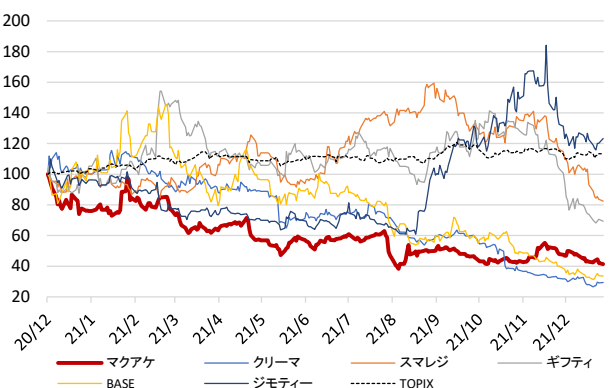
図表: 類似企業のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 12/24	時価総額 10億円	売上YoY		EBITDA Mgn 直近12M	ROE 直近12M	ROE 今期予	PER		PBR 前期	EV/EBITDA		EV/Sales			配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
				直近12M	今期予				直近12M	今期予		直近12M	今期予	直近12M	今期予	来期予				
ZOZO	3092	3,570	1,112.6	16.5	9.9	31.7	77.5	58.5	32.2	30.5	24.7	24.4	20.5	7.8	6.6	6.1	1.5	-2.3	-18.4	41.8
メルカリ	4385	6,150	982.6	40.2	47.8	5.4	3.4	10.4	734.8	292.8	23.5	138.2	87.3	7.6	6.1	5.1	0.0	-13.0	-0.8	39.8
マクアケ	4479	4,435	55.2	43.3	32.1	9.3	5.2	5.3	217.0	148.8	8.0	119.5	NA	11.1	7.8	5.6	0.0	-12.9	-8.9	-45.6
平均値				33.3	29.9	15.5	28.7	24.7	328.0	157.4	18.7	94.0	53.9	8.9	6.8	5.6	0.5	-9.4	-9.4	12.0
中央値				40.2	32.1	9.3	5.2	10.4	217.0	148.8	23.5	119.5	53.9	7.8	6.6	5.6	0.0	-12.9	-8.9	39.8

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース。網掛けは三田証券カバー銘柄

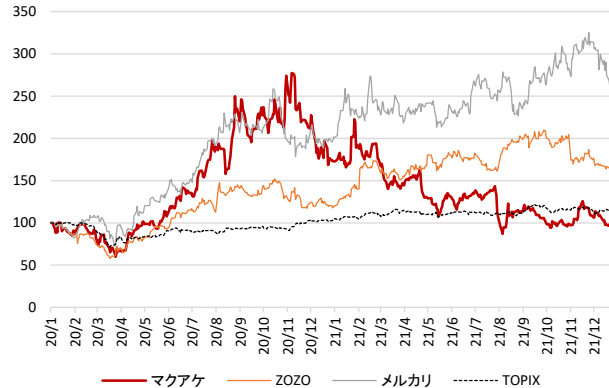
図表: 株価推移



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 2020年11月末を100として指数化

図表: 株価推移



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 2019年末を100として指数化

図表: 比較対象会社の概要

会社名	事業内容	創業
クリーマ	ハンドメイドマーケットプレイス「Creema」を運営	2009年3月
スマレジ	クラウド型POSレジシステム。サブスクリプションモデル	2005年5月
ギフトイ	電子チケット「eギフト」のプラットフォーム	2010年8月
B A S E	ネットショップ開設支援サービス「BASE」を運営	2012年12月
マクアケ	新商品テスト販売マーケットプレイス「Makuake」を運営	2013年5月
ジモティー	掲示板サイト「ジモティー」を運営。広告モデル	2011年2月

出所: 各社資料、三田証券

図表: 比較対象会社の概要

会社名	事業内容	創業
ZOZO	ファッションECサイト「ZOZOTOWN」を運営	1998年5月
メルカリ	CtoCマーケットプレイス「メルカリ」を運営	2013年2月
マクアケ	新商品テスト販売マーケットプレイス「Makuake」を運営	2013年5月

出所: 各社資料、三田証券

リスク要因

当社見解に対するリスク要因は、GMVの伸び悩み、顧客情報流出、プロジェクトに関するトラブルの頻発、競争環境悪化によるテイクレイト低下、赤字を埋めるための増資、大株主による大規模な株式の売出し、など。

会社概要

沿革

同社は2013年5月、株式会社サイバーエージェントの100%子会社として、共同創業者3名（代表取締役社長・中山亮太郎氏、取締役・坊垣佳奈氏、取締役・木内文昭氏）を中心に創業。創業時の商号は株式会社サイバーエージェント・クラウドファンディング。同年8月に「Makuake」サービスの提供を開始。2017年10月、商号を株式会社マクアケに変更。2019年12月、東京証券取引所マザーズに株式を上場。当初、「Makuake」はクラウドファンディングサービスとして出発したが、試行錯誤を経て、新商品の先行販売サービスへと進化した。

サイバーエージェントによるクラウドファンディング事業としてスタート。新商品の先行販売サービスへと進化

図表: 沿革

年月	概要
2013年5月	(株)サイバーエージェント・クラウドファンディングを設立。中山亮太郎氏が代表取締役社長に就任（現任）
2013年8月	アタラシイものや体験の応援購入サービス「Makuake」の提供開始
2015年6月	プロジェクト実行者向けにプロジェクト分析ツール「Makuakeアナリティクス」機能の提供開始
2016年1月	企業向け新製品開発サポートサービス「Makuake Enterprise（現 Makuake Incubation Studio）」の提供開始
2016年3月	ECサイト「Makuake STORE」の提供開始
2017年10月	(株)マクアケに商号変更
2018年5月	地方自治体がプロジェクト実行者となりプロジェクトへの寄附を募る「ふるさと納税型サービス：Makuakeガバメント」の提供開始
2019年12月	東京証券取引所マザーズに株式を上場
2021年2月	海外募集による新株式発行
2021年6月	韓国拠点を開設
2021年8月	海外サポーターから応援購入を受け付ける機能「Makuake Global」の提供開始

出所: 会社資料、三田証券

主要株主

同社の筆頭株主はサイバーエージェントである。サイバーエージェントは同社を連結対象としている。

親会社のサイバーエージェントが52%の株式を保有

図表: 主要株主 (21/9 期末)

主要株主	保有比率 (%)
(株)サイバーエージェント	52.28
中山亮太郎	2.52
(株)日本カストディ銀行(証券投資信託口)	2.46
日本マスタートラスト信託銀行(株)(信託口)	2.01

出所: 会社資料、三田証券

事業の詳細

「Makuake」のビジネスモデル

新商品先行販売のためのマーケットプレイス

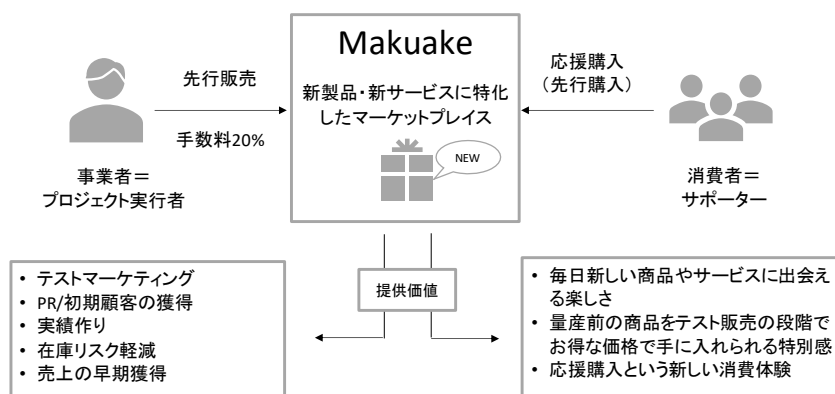
「Makuake」は、新商品・新サービスの先行販売に特化した EC マーケットプレイスである。新商品・新サービスの提供を行うプロジェクト実行者と、そのプロジェクトを購入する消費者（サポーター）とを、ウェブ及びアプリ上でマッチングさせている。

同社は、1) プロジェクト実行者に対して、新商品・新サービスのテストマーケティングに関するコンサルティングを行い、2) プロジェクトの適正性や実現可能性に関する審査を実施した上で、3) プロジェクトを「Makuake」に公開し、応援購入を募る。

サポーターから応援購入金額が前払いされ、プロジェクトが成立すると、同社はプロジェクト実行者からプラットフォーム利用料（応援購入金額の 20%）を受領する。その後、準備ができ次第、プロジェクト実行者からサポーターに対してリターン（新商品・新サービス）が提供される。

新商品の先行販売を行う事業者に対してコンサルティングを行うとともに、「応援購入」を行う消費者とマッチングさせるサービス

図表: 「Makuake」の概要



出所: 会社資料、三田証券

オペレーションの特徴

同社はすべてのプロジェクトに対して、担当キュレーターを配置し、コンサルティングサポートを実施している。キュレーターは、プロジェクト内容の明確化、サポーターに対する訴求力向上、応援購入金額の最大化に向けたサポートを行う。プロジェクトの数が増えると、キュレーターの数も増やす必要がある。「Makuake」のGMVを拡大していく上では、十分に教育されたキュレーターの数を確保することが重要になる。

また、プロジェクトの品質を担保するため、同社は審査専門チームによる審査を実施している。審査項目は、プロジェクトの適正性・実現可能性、プロジェクト実行者の評価、リターンの実現可能性、サイト掲載情報の適正性、適法性、など。

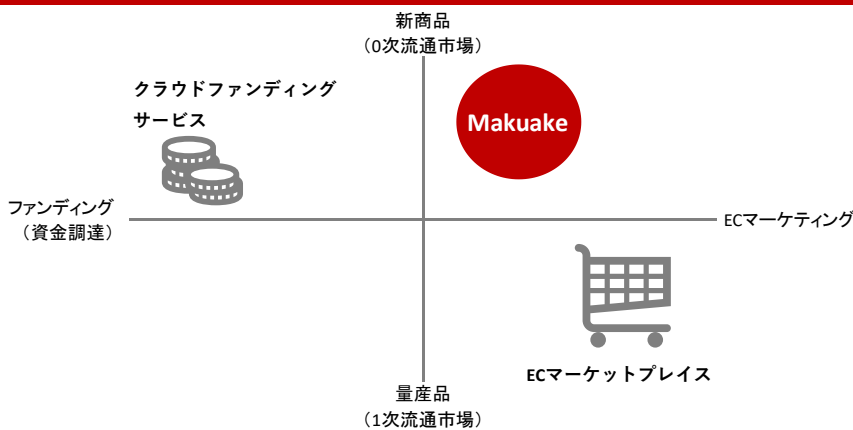
「Makuake」のエンジンは、プロジェクトのコンサルティングを行うキュレーター、及び、プロジェクトの品質管理を行う審査チームで構成

「Makuake」のポジショニング

当初、同社は「Makuake」をクラウドファンディングのプラットフォームとしてスタートさせたが、試行錯誤を経て、資金調達よりも新商品・新サービスのテストマーケティングに需要を見出し、独自のポジショニングを築くに至った。同社が参入するまで、オンラインの新商品デビュー市場は未開拓の分野だった。なお、日本のクラウドファンディングサービスとしては、CAMPFIRE、READYFORなどがよく知られている。

クラウドファンディングから進化し、独自のポジショニングを創出

図表: 「Makuake」のポジショニング



出所: 会社資料、三田証券

収益構造

GMV、売上高、営業利益の構成

同社にとってのGMV (gross merchandise value、流通取引総額) は、サポーターによる応援購入総額である。GMVは、1) プロジェクト掲載開始件数×1プロジェクト当たり決済金額、または、2) 応援購入件数×1件当たり応援購入単価、と分解できる。さらに、応援購入件数は、アクセスユニークユーザー (UU) 数×コンバージョンレート (CVR) に分解できる。

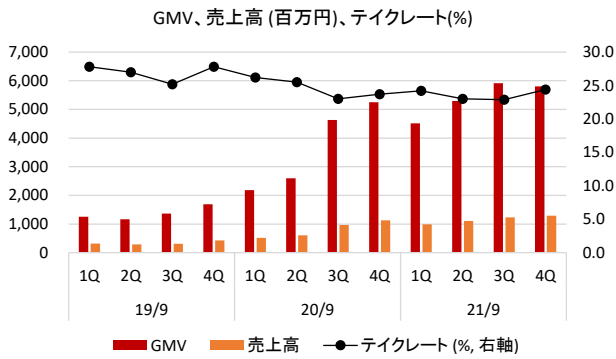
売上高は主に、決済金額に対する20%の手数料で構成。多額の広告宣伝費が営業利益水準に大きく影響

売上高の80%強は、応援購入金額 (決済金額) の20%に相当するプラットフォーム利用手数料で構成されている (プロジェクト実行者には、応援購入額から手数料を控除した後の金額が支払われる)。GMV (消費税を除く) に対する売上高の比率をテイクレートという。テイクレートは概ね20%前半で安定的に推移している。売上高のうち、残りの20%弱は、Makuake Incubation Studio (MIS)、広告配信代行などに関するものである。

売上原価には、広告媒体費 (広告配信代行に関するもの)、ソフトウェア償却費、サーバー利用料、エンジニア人件費、などが含まれる。売上原価率は概ね18%程度で安定的に推移している。

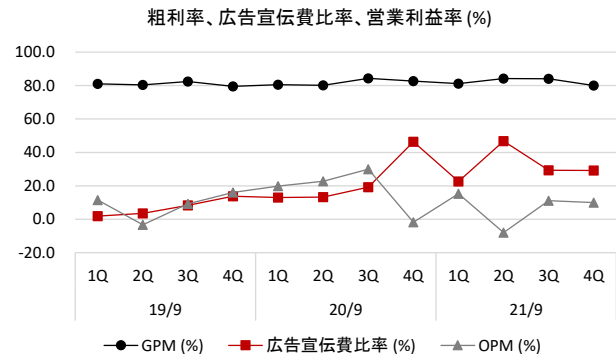
販管費には、広告宣伝費、人件費、回収手数料などが含まれる。最近では広告宣伝費の割合が高まっており、売上高に対する広告宣伝費の比率は20/9期26.7%、21/9期32.0%であった。同社は年度の営業利益ベースで黒字化を達成しているが、営業利益率は広告宣伝費の規模次第で大きく変動している。四半期決算では、広告宣伝費の大きな四半期には営業赤字を計上している。

図表: GMV、売上高 (百万円)、テイクレート (%)



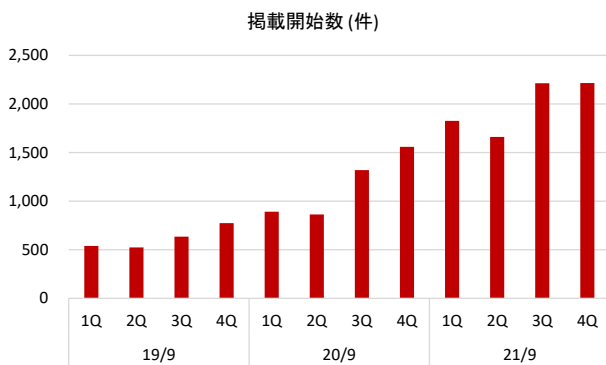
出所: 会社資料、三田証券

図表: 粗利率、広告宣伝費比率、営業利益率 (%)



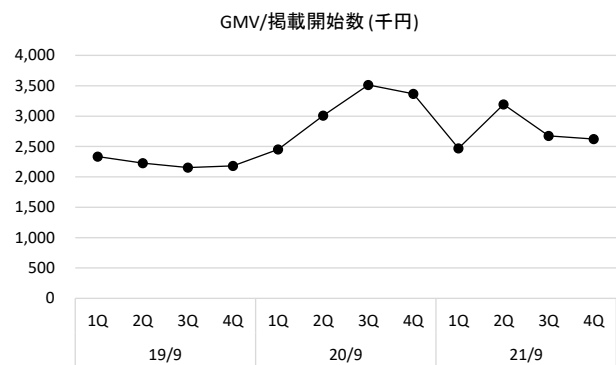
出所: 会社資料、三田証券

図表: プロジェクトの掲載開始数



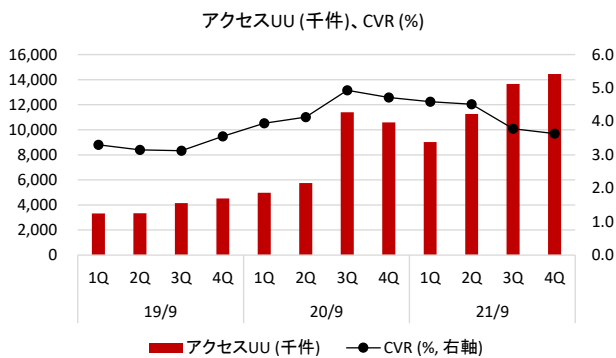
出所: 会社資料、三田証券

図表: 1プロジェクト当たり決済金額 (千円)



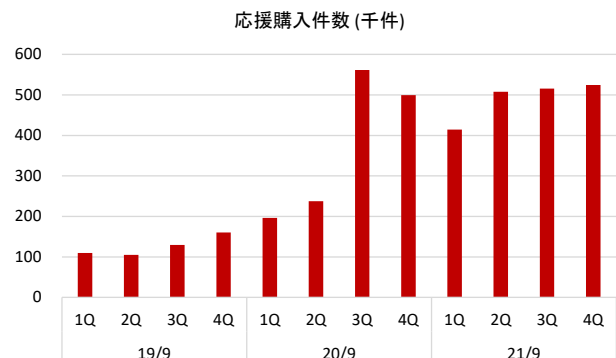
出所: 会社資料、三田証券

図表: アクセスユニークユーザー (千件)、CVR (%)



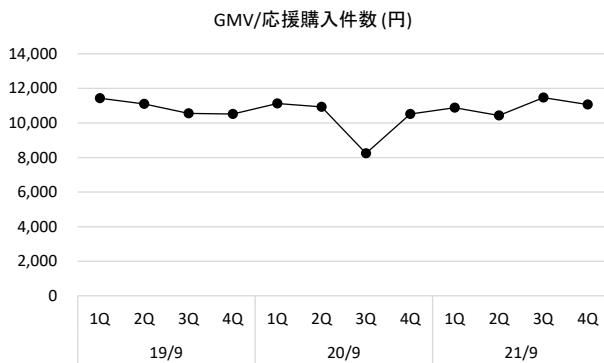
出所: 会社資料、三田証券

図表: 応援購入件数 (千件)



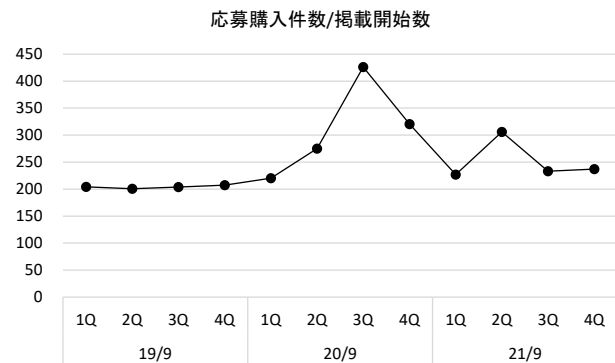
出所: 会社資料、三田証券

図表: 1件当たり応援購入単価 (円)



出所: 会社資料、三田証券

図表: 1プロジェクト当たり応援購入件数



出所: 会社資料、三田証券

プロジェクトの具体例

歴代人気プロジェクトの事例

電動アシスト自転車、大容量ポータブル電源、マスク除菌ケース、分子マスク、ロボット掃除機、自動撮影カメラ、家庭用低温調理器、2Way 完全ワイヤレスイヤホン、多機能ポータブルスキャナー

1億円を超える応援購入金額を達成したプロジェクトが30件以上

最近の人気プロジェクトの事例

日本らしさにこだわった米の蒸留酒、仔犬印ボウルセット、5層構造のブラシとほうき、ミシュラン星付きシェフの新店、望遠鏡型カメラ、洗濯用アダプター、スマートシューズ、ストレッチジーンズ、新感覚ジュエリー

ファッション、レストラン・フードカテゴリの商品、生活関連商品が伸びている

「Makuake」以外のサービス

Makuake Incubation Studio (MIS)

Makuake Incubation Studio (MIS) とは、企業等が保有している優れた研究開発技術を活かし、新事業を創出することをサポートする各種インキュベーションサービス。企業の研究開発テーマや成果の中には有用な技術であるにもかかわらず事業化に至っていないものが数多く存在するが、同社は、「Makuake」を通じて蓄積した顧客ニーズに関するデータやノウハウ等を活用し、これらの技術を用いた新しい発想の製品開発をサポートしている。以下は具体的なプロジェクトの事例である。

新事業創出サポートサービス

- シャープ：独自開発の蓄冷材料を用いた日本酒専用バッグ。日本酒とセットで「Makuake」で先行予約販売を実施。
- 富士通デザイン：メジャーで採寸した情報を瞬時にスマホに記録できる IoT メジャー。アパレル企業から大きな反響を得た。

Makuake Global

Makuake Global は、海外向けに新商品・新サービスの先行販売を行う日本のプロジェクト実行者と、世界のサポーターを繋ぐグローバル版「Makuake」サービス。2021年8月末にサービスを開始した。同社のパートナー企業（Lingble）が物流やカスタマーサービスを担当している。

新商品の海外向け先行販売サービス

応援仕入れサービス

応援仕入れサービスとは、プロのバイヤーが、デビューしたばかりの新商品の売れ行きを見ながらウェブで仕入を行うことをサポートするサービス。セレクトショップに的を絞り、バイヤーを募集している段階にある。応援仕入れを取り込むことで、プロジェクト実行者の増加が期待できるほか、参入障壁がさらに強化されると考えられる。2022年春にサービス本格提供の予定。

プロバイヤー向け仕入れサービス

Makuake STORE

「Makuake」掲載終了後の量産段階の新商品を販売するための EC セレクトショップ。従来のストアを機能拡充の上、リニューアルオープン予定。「Makuake」に掲載されているプロジェクトの多くは、試作品の受注販売であり、ユーザーが商品の購入を決断してから実際に商品を受け取るまで数カ月を要する。「Makuake」に慣れていない新規ユーザーにとっては、すでに「Makuake」に掲載された実績のある商品を即座に入手できる方が、心理的なハードルが低くなるだろう。また、同社のオペレーション上も、キュレーターの負担が小さく、効率的な販売が可能になるだろう。

アフターMakuake 商品の EC セレクトショップ

広告配信代行

プロジェクト実行者からの依頼に応じて、「Makuake」掲載中の商品のウェブ広告を配信代行するサービス。

ウェブ広告の配信代行

中長期の成長目標

長期的には ZOZOTOWN やメルカリの規模を意識

同社は中期的な経営目標として 2025 年に GMV 1,000 億円の達成を目指している。また、2020 年代中に GMV 5,000 億円達成という野心的な目標を掲げている。同社が長期的に目指しているのは ZOZOTOWN やメルカリに匹敵する規模のマーケットプレイスの構築であると見られる。

野心的な GMV 成長目標

図表: 大手 EC 業者との比較 (10 億円)

会社名	ティッカー	決算期/ セグメント	GMV		売上高		営業利益		広告宣伝費			
				YoY (%)	対GMV (%)	YoY (%)	OPM (%)	対売上高 (%)				
マクアケ	4479	単体 21/9期	21.5	46.9	4.6	21.5	43.3	0.3	7.1	1.5	32.0	
メルカリ	4385	連結 21/6期 メルカリJP	784.5	25.3	106.1	75.1	9.6	39.1	5.2	4.9	31.5	29.7
ZOZO	3092	連結 21/3期	419.4	21.5	147.4	35.1	17.4	44.1	29.9	5.9	4.0	
MonotaRO	3064	連結 20/12期			157.3		19.7	19.6	12.5	5.0	3.2	

出所: 各社資料、三田証券

三田証券による業績予想

図表: 三田証券業績予想 (単体、諸指標)

	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9	26/9	5年平均成長率 (CAGR, %)
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	
売上高成長率 (%)	40.3	139.9	43.3	31.6	46.2	34.9	35.0	34.7	
営業利益成長率 (%)	-19.1	308.5	-35.5	42.3	53.8	44.2	49.8	50.4	
経常利益成長率 (%)	-18.4	302.2	-36.3	42.1	54.3	44.5	50.0	50.6	
当期純利益成長率 (%)	-20.5	315.3	-33.3	40.9	44.0	44.5	50.0	50.6	
売上総利益率 (%)	80.7	82.4	82.4	82.2	82.1	82.0	81.9	81.8	
売上高広告宣伝費比率 (%)	7.5	26.7	32.0	30.5	30.0	29.5	29.0	28.5	
売上高営業利益率 (%)	9.3	15.8	7.1	7.7	8.1	8.7	9.6	10.7	
EBITDAマージン (%)	11.6	17.8	9.3	10.0	10.4	10.9	11.9	13.0	
ROA (%)	7.6	9.8	3.0	3.1	3.8	4.4	5.4	6.4	
ROE (%)	37.0	25.1	5.2	5.0	6.7	9.0	12.1	15.8	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (単体、PL、百万円)

P/L 単体、百万円	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9	26/9	5年平均成長率 (CAGR, %)
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	
売上高	1,344	3,225	4,621	6,084	8,892	11,996	16,189	21,800	36.4
売上原価	259	569	816	1,083	1,592	2,159	2,930	3,968	
売上総利益	1,085	2,656	3,806	5,001	7,300	9,837	13,259	17,833	36.2
販管費	961	2,146	3,477	4,532	6,580	8,798	11,702	15,492	
広告宣伝費	101	860	1,481	1,856	2,668	3,539	4,695	6,213	33.2
営業利益	125	510	329	468	720	1,039	1,556	2,341	48.0
営業外収益	4	8	8	10	15	20	25	30	
営業外費用	1	6	11	15	20	25	30	35	
経常利益	127	512	326	463	715	1,034	1,551	2,336	48.3
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0	
特別損失	0	0	0	0	0	0	0	0	
税引前当期純利益	127	512	326	463	715	1,034	1,551	2,336	48.3
法人税等合計	38	142	79	116	215	310	465	701	
当期純利益	89	370	247	348	501	724	1,086	1,635	46.0
EBITDA	155	576	431	610	924	1,312	1,923	2,834	45.7
発行済株式数 (百万株)	9.986	11.668	12.405	12.405	12.405	12.405	12.405	12.405	
EPS (JPY)	8.91	31.68	19.88	28.02	40.36	58.34	87.53	131.80	46.0
BPS (JPY)	28.57	228.20	551.56	579.58	619.94	678.28	765.82	897.62	10.2
DPS (JPY)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
配当性向 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (KPI)

KPI	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9	26/9	5年平均成長率 (CAGR, %)
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	
GMV (応援購入総額、百万円)	5,480	14,664	21,536	29,351	43,865	59,980	81,687	111,020	38.8
(YoY, %)	40.4	167.6	46.9	36.3	49.5	36.7	36.2	35.9	
掲載開始数 (件)	2,471	4,631	7,914	10,273	13,758	18,160	23,608	30,691	31.1
(YoY, %)	35.2	87.4	70.9	29.8	33.9	32.0	30.0	30.0	
GMV/掲載開始数 (千円)	2,218	3,166	2,721	2,857	3,188	3,303	3,460	3,617	5.9
応援購入件数 (千件)	505	1,495	1,963	2,668	3,988	5,453	7,426	10,093	38.7
(YoY, %)	NA	196.1	31.3	36.0	49.5	36.7	36.2	35.9	
GMV/応援購入件数 (円)	10,855	9,810	10,973	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	0.0
テイクレート (%)	27.0	24.2	23.6	22.8	22.3	22.0	21.8	21.6	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (単体、BS、百万円)

B/S 単体、百万円	19/9 実績	20/9 実績	21/9 実績	22/9 三田予想	23/9 三田予想	24/9 三田予想	25/9 三田予想	26/9 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
資産の部									
流動資産合計	1,079	5,648	9,270	10,525	12,814	15,537	19,354	24,710	21.7
現金及び預金	879	5,109	8,591	9,526	11,447	13,774	16,942	21,556	
売掛金	195	530	551	849	1,198	1,563	2,163	2,854	
棚卸資産	0	0	0	0	0	0	0	0	
その他	5	8	127	150	170	200	250	300	
固定資産合計	320	513	1,042	1,359	1,860	2,404	3,103	4,011	31.0
有形固定資産	50	47	43	50	50	50	50	50	
無形固定資産	201	356	594	809	1,210	1,654	2,253	3,061	
投資その他の資産	69	110	405	500	600	700	800	900	
繰延資産	0	12	20	20	20	20	20	20	
資産合計	1,399	6,173	10,332	11,904	14,694	17,961	22,477	28,742	22.7
負債の部									
流動負債合計	1,099	3,472	3,415	4,628	6,892	9,407	12,802	17,385	38.5
預り金	801	2,346	2,652	3,615	5,403	7,387	10,061	13,674	
短期有利子負債	78	0	0	0	0	0	0	0	
その他	220	1,126	763	1,013	1,489	2,020	2,741	3,712	
固定負債合計	15	28	43	56	81	108	144	191	34.8
長期有利子負債	0	0	0	0	0	0	0	0	
その他	15	28	43	56	81	108	144	191	
負債合計	1,114	3,500	3,458	4,684	6,973	9,516	12,946	17,576	38.4
純資産の部									
自己資本	285	2,663	6,842	7,189	7,690	8,414	9,500	11,135	10.2
新株予約権	0	10	31	31	31	31	31	31	
純資産合計	285	2,673	6,873	7,220	7,721	8,445	9,531	11,166	10.2
有利子負債									
有利子負債	78	0	0	0	0	0	0	0	
D/E (x)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
自己資本比率 (%)	20.4	43.1	66.2	60.4	52.3	46.8	42.3	38.7	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (単体、CF、百万円)

CF 単体、百万円	19/9 実績	20/9 実績	21/9 実績	22/9 三田予想	23/9 三田予想	24/9 三田予想	25/9 三田予想	26/9 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
営業CF									
営業CF	388	2,564	151	1,382	2,599	3,117	4,198	5,969	
当期純利益	89	370	247	348	501	724	1,086	1,635	
減価償却費及びのれん償却額	31	65	102	142	204	273	367	493	
その他	269	2,129	-197	892	1,895	2,120	2,745	3,841	
投資CF									
投資CF	-224	-248	-586	-416	-612	-830	-1,126	-1,525	
有形・無形固定資産の取得	-224	-220	-313	-416	-612	-830	-1,126	-1,525	
有形・無形固定資産の売却	0	0	0	0	0	0	0	0	
その他	0	-27	-273	0	0	0	0	0	
財務CF									
財務CF	20	1,913	3,915	0	0	0	0	0	
有利子負債の増減	20	-78	0	0	0	0	0	0	
株式の発行・取得(ネット)	0	1,991	3,915	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	0	0	0	0	0	0	0	0	
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の期末残高									
現金及び現金同等物の期末残高	879	5,109	8,591	9,557	11,544	13,832	16,903	21,348	
フリーCF	165	2,317	-435	966	1,988	2,287	3,072	4,445	

出所: 会社資料、三田証券

留意事項

【アナリストによる証明】

本レポートに示された有価証券や発行体に関する見解は、本レポートの表紙に記載されたアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明します。また、当該アナリストは、直接間接を問わず、本レポートで特定の見解を表明することに対して報酬を受領していないこと、また、報酬の受領を約していないことをここに証明します。

【目標株価及びレーティングについて】

レーティングの定義は以下の通りです。

目標株価及びレーティングの対象期間は今後12カ月程度です。

Buy：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が+15%以上と判断する銘柄。

Hold：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%から+15%の間にあると判断する銘柄。

Sell：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%以下と判断する銘柄。

RS：一時的に目標株価及びレーティングを停止した銘柄。

NR：目標株価又はレーティングを付与しない銘柄。

【利益相反関係の可能性について】

三田証券株式会社及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。三田証券株式会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、三田証券株式会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する又は整合しない態様で、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

【重要な開示事項】

1. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります：該当なし
2. 三田証券株式会社の役員は、本レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
3. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の5%以上を保有しています（前月末時点）：該当なし
4. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去12ヵ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. 本レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
6. 本レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
7. 本レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券（普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など）を保有しています：該当なし

【その他の留意事項】

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。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、三田証券株式会社は、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。三田証券株式会社は、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。当社が行う情報提供に関しましては、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、将来の結果をお約束するものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本レポートの著作権は三田証券株式会社に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

【英語版レポートに関する免責事項】

本レポートは日本語版が正規版であり、英語版レポートは日本語版を英語に翻訳したものです。日本語版と英語版の内容に齟齬がある場合、常に日本語版が優先します。三田証券株式会社は、英語版レポートの内容の正確性、完全性等についていかなる保証をするものではありません。

【金融商品取引法における表示事項（手数料及びリスク情報等）】

本レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各サービス又は各商品ごとに所定の手数料や諸経費等をお客様にご負担いただく場合があります。また、各サービス又は各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。各サービス又は各商品ごとに手数料等、リスクは異なりますので、上場有価証券等書面、当該サービス又は商品等の契約締結前交付書面又はお客様向け資料をよくお読みください。

商号等：三田証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第175号
加入協会：日本証券業協会