

Company Report

2025 年 11 月 6 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
チームカバレッジ



DX・AI 活用力を武器に古物売買業をオンライン上で本格展開：LINE ヤフー、メルカリとの提携、Stripe 導入を行い、キーストーン等との資本業務提携によってゲームチェンジの兆しが見える

大黒屋ホールディングス（以下、同社）は、質屋、古物売買業および電機事業を手掛けている。質屋、古物売買業が売上高の 95%以上を占めている。質屋業で培った鑑定力をベースにしつつ、DX・AI 活用力を武器に古物売買業においてオンライン事業を拡大している。2023 年から財務を拡充させつつ LINE ヤフー、メルカリとの提携、グローバル決済プラットフォーム Stripe 導入を行っており、同社は中古品在庫を積み上げること業績回復の基盤が確立され则认为している。

同社の歴史は 1915 年に設立された「森新治郎商店」に遡る。照明器具の製造・販売を手掛けており、1961 年には森電機株式会社（以下、森電機）として東証第二部に上場した。その後の業績悪化時期を経て、1997 年に現代表取締役社長の小川浩平氏（以下、小川氏）が代表を務めていた香港の事業投資会社ファー・イースト・コンソーシアム・インターナショナル・リミテッド（以下、ファー・イースト社）からの支援を得た。さらに、1947 年に創業して質屋、古物売買業を営んでいた株式会社大黒屋（以下、大黒屋）が 2013 年に子会社として加わり、現在のように質屋、古物売買業、電機事業を手掛ける体制となった。

同社の DNA は「オールドビジネスにおいて、最先端の技術を組み合わせ高効率の事業運営を追求する企業文化」である。安定はしているものの大きな成長は見込みにくい質屋業、電機事業を基盤に、最先端の DX・AI を活用してオンラインにおける古物売買業にて急速な事業拡大を図っている。収益性、効率性を重視する姿勢は企業の DNA として根付きつつある。

同社の模倣困難性は、「質屋業、電機事業により安定的な収益源を確保しつつ、高度な鑑定力、DX・AI 活用力、金融技術を併せ持ち古物売買業を拡大していく体制」である。リユース業界において、質屋業、電機事業という安定的な収益源を確保していることは強みと言える。高い水準の鑑定力、DX・AI 活用力、金融技術を併せ持つことも、他社が模倣するには時間を要すると考えられる。

同社のエクイティ・ストーリーは「財務の足場固めが一段落し、DX・AI 活用力、金融技術を基盤として SBI グループとの連携を梃子とした一気の『攻め』への転換」である。同社の株価は、2010 年代半ば以降の海外展開の不調により下落した。2020 年代に入っても海外事業の撤退に伴って国内の中古品在庫の積み増しを抑制したことで売上高・利益とも低迷し、株価の下落も続いた。しかしその間に売上総利益率を引き上げて交叉比率（在庫回転率×売上総利益率）の上昇を図り、徐々に資本増強を進めてきた。2025 年 10 月には合同会社 S バンク（以下、S バンク）からの資金調達を発表しており、大幅に財務が拡充する見込みである。2023 年から LINE ヤフー、メルカリとの提携、Stripe 導入を行ったことに加えて今回の資金調達により、中古品在庫積み増し、売上高拡大という好循環に入る可能性が高まったと考えられる。また資金調達の発表と合わせて、SBI グループを筆頭株主とする株式会社キーストーン・パートナーズ（以下、キーストーン）、S バンクとの資本業務提携契約締結も発表している。提携内容には、同社グループと SBI グループ全体での連携による同社グループの事業拡大が含まれており、同社が大きく業容を拡大する「ゲームチェンジ」となる兆しが見える。

株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(2025/11/5)	48
52週高値(2025/6/30)	89
52週安値(2025/4/7)	19
上場来高値(1984/4/27)	22,323.53
上場来安値(2020/3/16)	17
発行済株式数(百万株)	179.0
時価総額(十億円)	8.6
EV (十億円)	77.8
自己資本比率(25/3、%)	6.8
ROE (25/3、%)	-228.4
PER (26/3 会予、倍)	-
PBR (25/3 実績、倍)	20.5
配当利回り (26/3 会予、%)	0.0

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
22/3	17,381	37.9	63	-	-98	-	-292	-	-2.50	0.0
23/3	12,452	28.4	129	103.0	-31	-	-275	-	-2.35	0.0
24/3	10,967	-11.9	-143	-	-446	-	-539	-	-4.60	0.0
25/3	10,232	-6.7	-904	-	-1,076	-	-968	-	-6.58	0.0
26/3 会社予想	10,415	1.8	-600	-	-723	-	-677	-	-3.23	0.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

エグゼクティブサマリー	3
1. 会社概要	4
1) 事業全般	4
2) 過去の業績トレンド	5
3) 株主構成と資本増強	8
2. 傘下企業の特徴と現・新経営陣について	11
1) 大黒屋の特徴	11
2) 森電機の特徴	12
3) 現・新経営体制について	13
4) 企業の DNA	15
3. 経営戦略	15
1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ	15
2) リソース・バースト・ビュー (RBV) からのアプローチ	16
3) 大黒屋の模倣困難性の要因	16
4. エクイティ・ストーリー	19
5. ビジネスの現状と直近の業績動向	19
1) ビジネスの現状	19
2) 直近の通期業績と業績予想	22
6. 中長期展望	23
1) 市場/業界の動向	23
2) 成長戦略/中期経営計画	26
3) 他社との比較	31
7. 株価動向とバリュエーション	34
8. ESG の取り組み	37

エグゼクティブサマリー

質屋、古物売買業および電機事業を手掛ける

大黒屋ホールディングス（以下、同社）は、質屋、古物売買業および電機事業を手掛けている。質屋、古物売買業が売上高の 95%以上を占める主力事業となっている。質屋業で培った鑑定力をベースにしつつ、DX・AI 活用力を武器に古物売買業においてオンライン事業の拡大を加速している。リユース市場の拡大を捉えて、事業規模が大きく拡大する可能性がある。電機事業は工場等の防爆エリアで用いられる電気機械器具を製造・販売している。各種製造業や防衛産業の企業を顧客としており、今後も安定的な収益を見込める事業である。

企業支援として各事業を傘下に収める

同社が質屋、古物売買業および電機事業という多様な事業を行っているのは、現代表取締役社長の小川氏が、投資事業の一環として 1997 年に森電機、2013 年に大黒屋を傘下に収めたためである。小川氏は、NY の投資銀行、香港の事業投資会社社長を経験しており、日本企業の支援として森電機、大黒屋を子会社化した。その後は DX・AI の力をグローバルに結集し、最先端の金融技術を用いることで同社の体制の基礎を構築している。

同社の DNA は、オールドビジネスにおいて、最先端の技術を組み合わせ高効率の事業運営を追求する企業文化

同社の「企業の DNA」は、「オールドビジネスにおいて、最先端の技術を組み合わせ高効率の事業運営を追求する企業文化」である。質屋業および防爆構造電気機械器具を手掛ける電機事業はオールドビジネスであり、安定しているものの大きな成長は見込みにくい。その領域を基盤として古物売買業を組み合わせ、最先端の DX・AI や資金調達等の金融技術を駆使してオンライン事業に集中することで急速な事業拡大を図っている。グローバルに同社を支える DX チームや、能力の高い鑑定士等の人材も同社に集まっており、収益性、効率性を重視する姿勢は企業の DNA として根付きつつある。

安定した事業を持ちつつ、鑑定力、DX・AI 活用力、金融技術をもって古物売買業に展開する体制は、同業他社には模倣困難

同社の模倣困難性は、「質屋業、電機事業により安定的な収益源を確保しつつ、高度な鑑定力、DX・AI 活用力、金融技術を併せ持ち古物売買業を拡大していく体制」である。質屋業、電機事業は安定した収益源であるが、事業の性格は異なり古物売買業も含めて一つの傘下に収めることは難しい。金融技術を用いてそれらの事業を傘下に収めつつ、高い水準の鑑定力、DX・AI 活用力により古物売買業を拡大していく体制はユニークかつ模倣困難と言える。

海外事業の損失処理のため国内事業低迷

同社の営業損益は、2010 年代後半から 1-3 億円前後の黒字/赤字を繰り返している。また営業外費用が大きく、経常赤字、当期純損失を出す年がある。これは、1) 2015 年に英国で買収した中古宝飾品の買取・販売、質屋などを営む SFL グループの事業について 2019 年に撤退の意思決定をしたこと、2) 2017 年に CITIC（中国中信集团公司）傘下企業と提携のうでで設立した合併会社を 2021 年に清算したことによるものである。それら海外事業に関する損失処理のために国内における資金が不十分となり、中古品在庫を積み増すことができず、苦しい業績が続いている。25/3 期においては、LINE ヤフー、メルカリとの提携による事業展開を進めるために経費を投入しており、将来の反転拡大を企図している。

LINE ヤフー、メルカリ、Stripe との提携により急成長する中期経営計画を策定

同社は中期経営計画を公表していないが、子会社の大黒屋が 2024 年 7 月に公表し、3 度のアップデートを行っている。25/3 期実績から 29/3 期計画に掛けて売上高は 99 億円⇒702 億円（CAGR63.2%）売上総利益は 29 億円⇒181 億円（CAGR57.9%）と伸ばす計画である。営業利益（のれん償却額を除く）、EBITDA、当期純利益について中期経営計画の上では黒字転換を予定している 26/3 期計画から 29/3 期計画に掛けての CAGR は、83.1%、81.9%、137.7%であり、大変高い成長率で増収増益となることを見込んでいる。この要因は、LINE ヤフー（4689 東証プライム）との提携による「おてがるナンデモ買取」、メルカリ（4385 東証プライム）との提携による「買取リクエスト」による中古品在庫の大きな積み増し、グローバル決済プラットフォーム Stripe の導入等による国内外での売上高が増加することによるものである。ただし、26/3 期の業績予想については 2025 年 10 月 31 日に下方修正を発表しており、順調な立ち上がりとは言えない。

同社のエクイティ・ストーリーは、「財務の足場固めが一段落し、DX カ・金融技術を基盤として

同社のエクイティ・ストーリーは「財務の足場固めが一段落し、DX・AI 活用力、金融技術を基盤として SBI グループとの連携を梃子とした一気の『攻め』への転換」である。同社の株価は、2010 年代半ば以降の海外展開の不調により下落した。2020 年代に入っても英国事業および中国合併会社の撤退に伴って国内の中古品在庫積み増しを抑制したことで売上高・利益とも低迷し、株価の下落も続いた。赤字が続いて純資産を棄損し、

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

SBI グループとの連携を 挺子とした一気の「攻め」 への転換」

24/3 期から継続企業の前提に関する重要事象等が記載されたことで株価は 50 円を挟んだ推移となっている。2024 年に掛けて海外事業の整理もほぼ終わり、さらに売上総利益率を引き上げて交叉比率の向上を図り、徐々に資本増強を進めたことで攻めの姿勢を取れるようになってきた。2025 年 10 月には業績下方修正とともに S バンクからの資金調達を発表しており、大幅に財務が拡充する見込みである。2023 年から LINE ヤフー、メルカリとの提携、Stripe 導入を行ったことに加えて今回の資金調達により、中古品在庫積み増し、売上高拡大という好循環に入る可能性が高まったと考えられる。また資金調達の発表と合わせて、SBI グループを筆頭株主とするキーストーン、S バンクとの資本業務提携契約締結も発表している。提携内容には、同社グループと SBI グループ全体での連携による同社グループの事業拡大が含まれており、同社が、大きく業容を拡大する「ゲームチェンジ」となる兆しが見える。

1. 会社概要

1) 事業全般

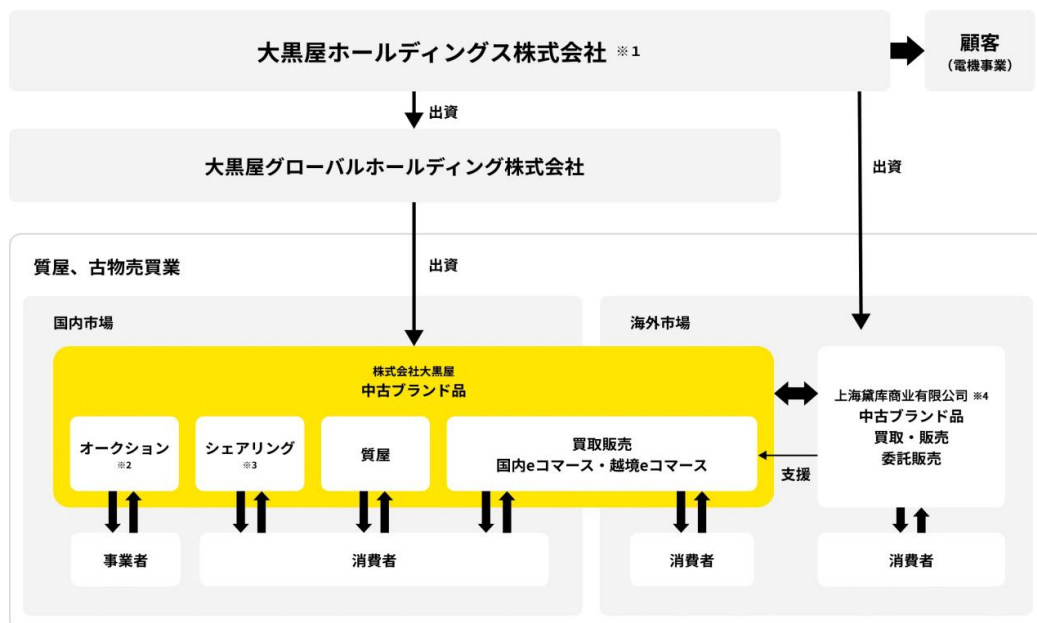
質屋、古物売買業と電 機事業を手掛ける

同社グループは図表 1 のような事業系統となっている。同社と連結対象会社 10 社で構成され、質屋、古物売買業、電機事業を手掛けている。質屋、古物売買業は主に子会社大黒屋、電機事業は同社にて行っており、同社は事業持株会社と事業会社双方の性格を持っている。

質屋、古物売買業は、質屋営業法に基づく質屋業、および古物営業法に基づく中古ブランド品（バッグ、時計、宝飾品等）の買取と販売を主体としている。25/3 期で同社売上高の 96.8%、従業員の 91.3%を占める主力事業である。古物売買においては CtoB の商品買取を基本とし、BtoC の商品販売を展開している。全国に 24 店舗を構えるほか、オンラインによる買取販売を進めている。

電機事業の製品は、産業用照明器具群、制御機器群、電気工事材群から構成されている。産業用照明器具群と電気工事材群は各地区の代行店・代理店を通じて販売しており、制御機器群は主として OEM 商品、特定ユーザー向け製品として販売している。また投資事業としてエスビーオー、オリオン・キャピタル・マネージメントにて事業再生投資を行うことも可能な体制である。

図表 1. 同社グループの事業系統図



- ※1)株式会社エスピーオー及びオリオン・キャピタル・マネージメント株式会社を含む
- ※2)BtoB オンラインオークション事業
- ※3)高級バッグのシェアリングサービス事業
- ※4)中国上海子会社 (2021 年 3 月 8 日開示)

出所：同社 Web ページ

2013 年にアジアグロースキャピタル株式会社（現大黒屋ホールディングス株式会社、旧森電機株式会社）が株式会社ディーワンダーランド（現大黒屋グローバルホールディング株式会社）の株式を取得し、大黒屋も含めて子会社化して概ね現在と同じ体制となった。14/3 期の業績は売上高 91.7 億円、営業利益 11.4 億円、時価総額 133.3 億円（14/3 末）であり、25/3 期においては売上高 102.3 億円、営業損失 9.0 億円、時価総額 38.7 億円（25/3 末）となっている。19/3 期以降は営業赤字もしくは低水準の営業黒字が続いているが、25/3 期は同社が「AI と DX を用いた先進的な技術を世に送り出したキックオフの年度」と位置付けている通り、LINE ヤフー、メルカリとの提携を深化させている。2025 年 10 月には S バンクからの資金調達を発表しており、財務を拡充することで中古品在庫積み増し、売上高拡大という好循環に入る可能性がある。キーストーン等との業務提携と合わせて、大きく業容を拡大する「ゲームチェンジ」となる兆しが見える。

2) 過去の業績トレンド

**2020 年代は海外事業
整理のために業績回復
鈍い**

図表 2 は 19/3 期からの連結損益計算書である。営業損益は 1-3 億円前後の黒字/赤字を繰り返している。営業外費用や特別損失が大きい年が多く、経常赤字、当期純損失を出している。これは、2015 年に英国で買収した中古宝飾品の買取・販売、質屋などを営む SFL グループについて 2019 年に事業撤退の意思決定を行ったり、2017 年に CITIC（中国中信集団公司）傘下の CITIC XINBANG ASSET MANAGEMENT CORPORATION LTD. と提携のうえで設立した合併会社を 2021 年に清算したりしたことによるものである。海外事業の整理のために国内における資金が不十分となり、販売に向けて中古品在庫を十分に積み増すことができなかった。25/3 期においては、メルカリ、LINE ヤフーとの提携による事業展開を進めて経費を投入しており、営業赤字が大きくなっている。

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

図表 2.連結損益計算書(百万円)

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3 会社予想
売上高	20,439	17,270	12,606	17,195	12,447	10,967	10,232	10,415
売上原価	14,019	12,172	9,480	13,779	8,966	7,693	7,175	
売上総利益	6,419	5,098	3,125	3,416	3,480	3,273	3,056	
(売上総利益率)	31.4%	29.5%	24.8%	19.9%	28.0%	29.8%	29.9%	
販売費及び一般管理費	6,582	4,961	3,478	3,538	3,356	3,417	3,960	
営業利益	-163	136	-352	-122	124	-143	-904	-600
(売上高営業利益率)	-0.8%	0.8%	-2.8%	-0.7%	1.0%	-1.3%	-8.8%	-5.8%
営業外収益	24	36	53	31	31	30	16	
営業外費用	583	564	413	193	191	333	188	
経常利益	-722	-391	-712	-283	-35	-446	-1,076	-723
(売上高経常利益率)	-3.5%	-2.3%	-5.6%	-1.6%	-0.3%	-4.1%	-10.5%	-6.9%
特別利益	7	249	0	13	0	0	0	
特別損失	24	1,563	58	26	34	106	47	
税金等調整前当期純利益	-740	-1,706	-771	-297	-70	-552	-1,123	
法人税等	330	275	-31	159	182	-15	-120	
(法人税率)	-44.6%	-16.1%	4.0%	-53.5%	-260.0%	2.7%	10.7%	
当期純利益	-1,070	-1,981	-739	-456	-252	-537	-1,002	
非支配株主に帰属する当期純利益	-31	-137	-22	5	26	2	-34	
親会社株主に帰属する当期純利益	-1,039	-1,844	-716	-462	-279	-539	-968	-677
(売上高当期純利益率)	-5.1%	-10.7%	-5.7%	-2.7%	-2.2%	-4.9%	-9.5%	-6.5%
EPS (円)	-9.19	-15.77	-6.13	-3.95	-2.39	-4.60	-6.58	-3.23
ROE	-25.6%	-63.6%	-45.8%	-48.5%	-49.1%	-236.3%	-426.4%	
ROIC (投下資本)	-3.9%	-1.4%	-4.1%	-4.1%	-0.9%	-2.3%	-14.1%	
ROIC (事業資産)	-9.0%	-3.1%	-8.0%	-7.6%	-2.0%	-5.4%	-33.4%	
配当金 (円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期中平均株式数 (百万株)	113	116	116	116	116	117	147	
期末発行済株式数 (百万株)	116	116	116	116	116	120	168	

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2つのセグメントで構成されるが、質屋、古物売買業が大半

同社のセグメントは質屋、古物売買業、電機事業で構成されている。投資事業は現在「その他」に区分されている。図表 3 の通り、売上高の大半は質屋、古物売買業によるものである。質屋業は質草を担保として融資を行う金融業であり、貸付を行うことで質料収益を得る。よって営業貸付金残高の水準が質料収益を左右する。営業貸付金残高は近年 20 億円台前半、質料収益は 8 億円前後で安定的に推移している。質料収益は全てが売上総利益となり、安定した収益源と言える。営業利益については多くが質屋、古物売買業から生まれているものの、営業赤字となる年もある。電機事業は安定して営業利益率が 20%以上となっており、確実な営業利益を獲得する事業となっている。

図表 3.セグメント別売上高・営業利益 (単位：百万円)

	売上高	セグメント別						(営業貸付金)	(質料収益)
		電機事業	売上構成比	質屋、古物 売買業	売上構成比	その他	売上構成比		
19/3	20,439	393	1.9%	20,045	98.1%	0	0.0%	1,789	—
20/3	17,270	333	1.9%	16,936	98.1%	0	0.0%	1,963	—
21/3	12,606	287	2.3%	12,319	97.7%	—	—	1,615	—
22/3	17,195	277	1.6%	16,918	98.4%	—	—	1,802	785
23/3	12,447	277	2.2%	12,170	97.8%	—	—	2,136	845
24/3	10,967	295	2.7%	10,671	97.3%	—	—	2,108	880
25/3	10,232	330	3.2%	9,901	96.8%	—	—	2,118	841

	営業利益	セグメント別						
		電機事業	利益率	質屋、古物 売買取業	利益率	その他	利益率	調整額
19/3	-163	125	32.0%	285	1.4%	-88	—	-486
20/3	136	65	19.5%	537	3.2%	-67	—	-399
21/3	-43	64	22.3%	-64	-0.5%	-42	—	-309
22/3	-122	63	23.0%	166	1.0%	-42	—	-310
23/3	124	62	22.7%	457	3.8%	-44	—	-351
24/3	228	77	26.1%	192	1.8%	40	—	-372
25/3	-449	113	34.2%	-517	-5.2%	-45	—	-454

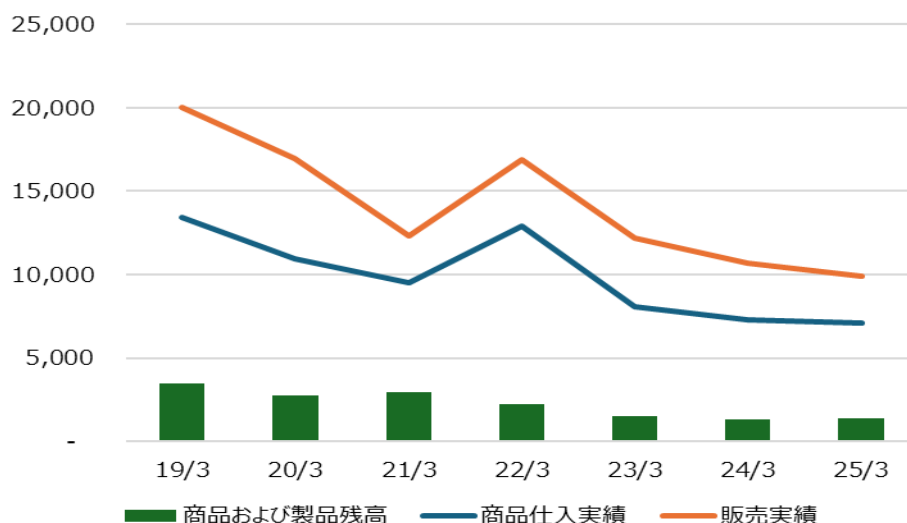
注：営業貸付金は担保に供しているもの

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

質屋、古物売買取業の売上拡大のためには仕入拡大のための資金が必要

同社の質屋、古物売買取業の売上高は、図表 4 の通り商品仕入れの実績、商品および製品残高（≒中古品在庫残高）とほぼ連動している。すなわち、仕入れを拡大し中古品在庫を積み上げれば、売上高は拡大していく。中古品在庫積み上げに際し、最も重要となるのは仕入れの資金である。十分な資金があれば、豊富に中古品在庫を積み上げて販売することで、次の仕入れを行う資金を得ることができる。資金が不足しているときは何らかの資金調達を行うことが求められる。

図表 4. 質屋、古物売買取業の販売実績、商品仕入実績、商品および製品残高（百万円）



注：商品および製品残高は担保に供しているもの

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

これまでの仕入を抑制してきたが、中古品在庫積み上げに転じる局面を迎えつつある

22/3 期はコロナ影響長期化に伴って中古ブランド品売買取業が高まったが、その時期を除けばほぼ一貫して商品仕入れを抑制し、中古品在庫を縮減してきた。25/3 期において海外事業の整理が一段落し、中古品在庫残高が概ね底打ちしている。次節に記載するとおり資本増強を進めており、仕入れを拡大し、中古品在庫を積み上げる局面にある。

3) 株主構成と資本増強

個人株主が多い株主構成であった

2020年代の同社の株主構成としては、図表5の通り個人その他の保有割合が8割超と大半を占めてきた。(国内)金融機関は1%未満であり、金融商品取引業者、その他法人、外国法人等(個人以外)はいずれも数%である。2025年3月末時点の株主数は29,999人、一人当たりの平均保有単元数は56.1であった。17/3期以降は当期純損失が続いており、24/3期からは継続企業の前提に関する重要事象等が記載されていることから、機関投資家は多く見られない。上位10位株主には証券会社、個人が多く、入れ替わりが激しくなっている。

株主資本は増強されてきた

同社の株主構成の変化の要因として、資金不足に対応するために2023年と2024年に小川氏等に割り当てて発行された新株予約権および転換社債型新株予約権付社債の行使が挙げられる。資本金および資本準備金額は増加しつつあり、株主資本は増強されてきている(図表6)。

図表5.株主構成/上位10位株主の推移

＜株主構成の比率＞		保有比率				
区分	21/3 末	22/3 末	23/3 末	24/3 末	25/3 末	
政府及び地方公共団体	－	－	－	－	－	
金融機関	4.851%	0.029%	0.548%	0.306%	0.358%	
金融商品取引業者	6.872%	3.398%	7.184%	3.441%	3.913%	
その他の法人	3.959%	3.981%	4.225%	6.760%	3.141%	
外国法人等　－　個人以外	2.127%	4.537%	3.241%	1.223%	5.688%	
－　個人	0.422%	0.619%	0.748%	1.268%	1.447%	
個人その他	81.767%	87.434%	84.050%	86.998%	85.450%	

＜上位 10 位株主推移＞		保有数（千株）				
区分	21/3 末	22/3 末	23/3 末	24/3 末	25/3 末	
小川浩平氏	18,161 (15.53%)	18,161 (15.53%)	18,161 (15.53%)	14,228 (11.84%)	18,509 (10.98%)	
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENTS ACCOUNTS M LSCB RD	－	－	－	－	3,779 (2.24%)	
BNYM AS AGT/CLTS NON TREATY JASDEC	－	－	－	－	2,835 (1.68%)	
野村證券		－	－	1,378 (1.15%)	1,885 (1.12%)	
新井清久男氏	－	633 (0.54%)	－	633 (0.53%)	1,795 (1.07%)	
モルガン・スタンレーMUFG 証券	－	－	650 (0.56%)	－	1,713 (1.02%)	
魚津海陸運輸倉庫株式会社	1,136 (0.97%)	1,136 (0.97%)	1,136 (0.97%)	1,136 (0.95%)	1,516 (0.90%)	
後藤知近氏	－	－	－	－	1,488 (0.88%)	
浅井真一氏	－	－	－	－	1,299 (0.77%)	
小川信二氏	－	－	－	－	1,100 (0.65%)	
東京短資	－	－	－	3,000 (2.50%)	－	
SBI 証券	2,310 (1.98%)	830 (0.71%)	2,015 (1.72%)	1,253 (1.04%)	－	

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

田村都志雄氏	652 (0.56%)	652 (0.56%)	652 (0.56%)	652 (0.54%)	—
北海道カイルック	—	—	—	630 (0.52%)	—
高橋幹治氏	—	—	—	535 (0.45%)	—
古賀裕己氏	—	—	—	513 (0.42%)	—
楽天証券	2,151 (1.84%)	—	1,900 (1.62%)	—	—
SMBC 日興証券	—	742 (0.63%)	1,085 (0.93%)	—	—
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENTS ACCOUNTS M ILM FE	—	—	1,013 (0.87%)	—	—
マネックス証券	2,388 (2.04%)	—	830 (0.71%)	—	—
松井証券	—	—	674 (0.58%)	—	—
BNYM GCM CLIENTS ACCOUNTS JPRD AC ISG	—	1,489 (1.27%)	—	—	—
田名部誠悦氏	1,071 (0.92%)	1,071 (0.92%)	—	—	—
CREDIT SUISSE AG,SINGAPORE BRANCH - FIRM EQUITY (POETS)	—	735 (0.63%)	—	—	—
NOMURA INTERNATIONAL PLC A/C JAPAN FLOW	—	734 (0.63%)	—	—	—
日本証券金融株式会社	5,672 (4.85%)	—	—	—	—
赤津知孝氏	956 (0.82%)	—	—	—	—
水野英行氏	862 (0.74%)	—	—	—	—

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 6. 資本増強の状況/株主資本額の推移

<資本増強の状況>

	発行済株式 総数残高(株)	資本金残高 (千円)	資本準備金 残高(千円)	株主資本額 (千円)
2024/3	120,213,866	3,039,646	1,405,028	1,051,360
2024/9	123,785,294	3,089,646	1,455,028	1,647,823
2025/3	168,569,594	3,722,834	2,088,216	1,449,677
2025/10	222,767,198	4,323,742	2,689,124	—

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10月31日にSバンク に対する第三者割当増 資を決議して約43億 円を調達

2025年10月31日には、Sバンクに対する第三者割当増資を決議し、2025年12月10日に開催予定の臨時株主総会において承認を得られることを条件として、約43億円の資金調達を行うことになった。SバンクはSBIグループを筆頭株主とするキーストーンが管理・運用するファンドが匿名組合出資を行っている先である。あわせて、同社、キーストーン、Sバンクによる資本業務提携契約を締結している。

第三者割当増資および業務提携の概要、第三者割当後の大株主の状況は図表7の通りである。資本金および資本準備金は計43.6億円増加する見通しであり、中古品在庫仕入れに24.5億円の資金が充てられる。26/3期Q2の平均在庫は12億円台であり、約2倍の資金が投入されることで2026年の中古品在庫が大

きく増加する可能性がある。また M&A、資本・業務提携費用に 13.37 億円を充てている。業務提携においては、「キーストーンによる同社への投資案件情報の紹介、共有、共同投資検討の機会付与」および「同社の投資へのキーストーングループのファイナンス」が定められている。キーストーンは既に複数のリユース業界関連企業との間で M&A に係る協議を開始しており、具体的な協議を開始しているリユース企業が 1 社、興味・関心の意向確認を受けている企業が 3 社程度あり、今後紹介を受ける可能性がある。また業務提携において「同社グループと SBI グループ全体での連携による同社グループの事業拡大」も定められている。大株主の状況として、S バンクが約 68%の株式を保有する形となり、今後の新たな展開も期待できる。

図表 7. 第三者割当増資および業務提携の概要、第三者割当後の大株主の状況

＜第三者割当増資の概要＞

決議日	2025 年 10 月 31 日
新規発行株式数	485,055,672 株
発行価格	9 円 (決議日株価終値 : 40 円)
発行価額総額	4,365,501,048 円 (決議日終値時価総額 : 89.1 億円)
割当先	合同会社 S バンク
手取金の使途	手取金概算額 : 4,337 百万円 大黒屋による金融機関からの借入金の返済 (タームローン) : 550 百万円 大黒屋の運転資金 (在庫買取資金) : 2,450 百万円 M&A 及び資本・業務提携に係る費用 : 1,337 百万円

＜業務提携の概要＞

- ① キーストーンおよび S バンクによる同社の経営管理体制の構築、運用支援
- ② キーストーンおよび S バンクによる同社への投資案件情報の紹介、共有、共同投資検討の機会付与
- ③ 同社グループが企図する投資へのキーストーングループのファイナンス
- ④ 同社グループと SBI グループ全体での連携による同社グループの事業拡大

＜第三者割当後の大株主の状況＞

氏名又は名称	割当後の所有株式数 (株)	割当後の総議決権数に対する 所有議決権数の割合 (%)
合同会社 S バンク	485,055,672	68.54
小川浩平氏	41,404,232	5.85
楽天証券株式会社	5,333,100	0.75
小高功嗣氏	4,632,200	0.65
BNYM SA/NV FOR BNYM F OR BNY GCM CLIENTS ACC OUNTS M LSCB RD	2,765,735	0.39
森田健一郎氏	2,690,000	0.38
日本証券金融株式会社	2,490,900	0.35
魚津海陸運輸倉庫株式会社	1,516,000	0.21
阿部翔太氏	1,000,000	0.14
JP モルガン証券株式会社	932,407	0.13
計	547,820,246	77.40

注 : 2025 年 9 月 30 日現在の株主名簿を基準とし、第三者割当増資による増加分を加えて算出したもの

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 傘下企業の特徴と現・新経営陣について

1) 大黒屋の特徴

**質屋、古物売買業は、
宝石・貴金属、時計、ブ
ランド品バッグを扱う株
式会社大黒屋が発祥**

同社の質屋、古物売買業は、1947年に創業した株式会社大黒屋に端を発する。宝石・貴金属、時計、ブランド品バッグなどの販売・買取・質預りを店舗及びオンラインにて行っている。店舗については図表8のように、東京・千葉・神奈川・埼玉・愛知・大阪・兵庫・福岡・静岡・宮城で計24店舗を展開している

店舗は百貨店などが集まる繁華街やターミナル駅に設置している。新宿本店は靖国通り、六本木店は外苑東通り、銀座店は外堀通り沿いなど地域の中心となる通りに面しており、黄色い「質大黒屋」の看板を掲げて目立つ存在となっている。一部のテナント店を除けば質屋を併設している。

図表 8.大黒屋の店舗展開

所在地	店舗名	質屋併設
東京都	新宿本店	○
	新宿二番館	○
	渋谷店	○
	銀座店	○
	六本木店	○
	麻布十番店	○
	池袋店	○
	上野店	○
	吉祥寺パルク店	
千葉県	船橋店	○
	柏店	○
	成田店	○
	千葉店	○
神奈川県	川崎店	○
	横浜店	○
埼玉県	大宮店	○
愛知県	名古屋大須店	○
大阪府	心斎橋店	○
	大阪ミナミ店	○
	梅田店	○
兵庫県	神戸元町店	○
福岡県	福岡天神本館	○
静岡県	静岡パルク店	
宮城県	仙台パルク店	

新宿本店



六本木店

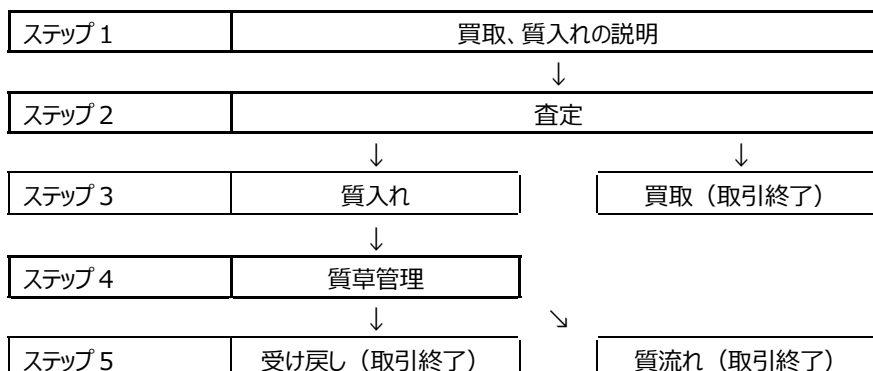


注：オレンジの看板の「大黒屋」は別企業である

出所：会社資料

質屋業と古物売買業を併設することにより、中古品の持ち込みに対する大黒屋店舗の顧客対応フローは図表9ようになる。

図表 9. 大黒屋の店舗顧客対応フロー



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

質屋業を行うことで鑑定力、説明力を強化し安定収益確保

ステップ 1 として、買取と質入れの違いを説明し、顧客に理解してもらうことが求められる。査定においては、質入れの場合は返済期限（通常 3 か月）における質草の価格変動リスクを質屋が負うこととなるため、一般的には買取より査定金額が安くなる。しかし元金と質料を支払えば受け戻しは可能であり、延長料を払えば期限の延長も可能である。返済期限までは質草の管理を質屋が受託する形となる。

買取専門店であれば、ステップ 1 における質入れの説明は不要であり、査定・買取を行って顧客との取引は終了する。大黒屋の場合は、ステップ 1 で質入れの説明を行い、ステップ 4 にて質草管理、ステップ 5 にて受け戻し、質流れの意思決定を顧客に促すということになる。質屋業の方が顧客とのタッチポイントが多くなり、顧客ロイヤリティを高めやすい。一方で店舗スタッフは、商品の鑑定力、買取・質入れに関する説明力のみならず、商品の保管や商品の相場動向、金利、税金やライフプランニングなどの知識を求められる。スキルの高い店舗スタッフは顧客のリピーターと呼ぶこととなる。特に宝石・貴金属、時計、ブランド品バッグなどの高級品を持ち込むことが多い大黒屋の顧客に対応することで、金融機関におけるプライベートバンカー、百貨店の外商、ブランド品や高級自動車の販売員などに類するスキルを身に着けることとなる。

大黒屋が質屋業も行っていることで、質料による安定収益を確保している。質屋業は貸金業法の総量規制や金利の制約は受けておらず需要は底堅い。また担保を取得することで安全な融資を行うことができる。即日融資を行うためにキャッシュを確保する必要はあるが、安定的な収益を得ることに貢献している。

大黒屋の特色としては、質屋併設による商品の鑑定力、説明力の高さおよび質料による安定収益が挙げられる。2013 年に大黒屋は、当時のアジアグロースキャピタル株式会社（現大黒屋ホールディングス株式会社）の子会社となり、現在の同社の主力事業を担うこととなった。子会社化して以降は、特に交叉比率（在庫回転率×売上総利益率）を重視して高効率の事業運営を追求している。

2) 森電機の特徴

電機事業は 1915 年に設立された森新治郎商店にさかのぼる

同社の電機事業は、1915 年に創業者の森新治郎氏が「森新治郎商店」を設立し、照明器具の製造及び販売を開始したことに始まる。1892 年に東京で生まれた森新治郎氏は、小学校を出た後に鋼管問屋である齋藤長八郎商店に小僧として入った。15 歳のころから顧客廻りを行っており、大人に混じって好成績を収めていたという。やがて商才を見込まれて電気工事業である八重洲商会に引き抜かれた。病を得た時期もあったものの、「森新治郎商店」設立後は順調に事業を拡大していった。

ある時、扱っていた製品の性能が良くないのに価格が高いことに憤慨し、自ら開発したのが森式亜鉛引外灯である。従来品より性能が良く価格は安かったため好評であった。当初は下請負に製造させていたが、やがて自社工場を持つに至り、さらに新工場も設立した。当時としては画期的な取り組みである量産方式を採用し、プレス機械を多数駆使して森式亜鉛引外灯をはじめとした森式照明器具を製造していった。事業拡大に伴って 1935 年には森電機株式会社に改組した。

1946年には、戦後の経済復興と共に事業を再開し、照明器具や電路器具のパイオニアとして、安全性、耐久性、省力化を追求した製品の開発に取り組んだ。「防爆の森電機」「西の松下、東の森電機」と言われるほどの評判を確立し、1961年には東証二部上場を果たして企業としての信用力を高めていった。1970年には、塩害、各種ガスに強いオールステンレス製防爆型照明器具を開発し、日米で特許を取得した。一時業績が悪化した1997年にはファー・イースト社からの支援を得て事業を継続した。1980年代に拡大した事業の撤退などを行い、防爆構造電気機械器具に特化している。

工場の防爆エリア（危険場所）にて用いられる製品を主に製造・販売

電機事業で製造している主な製品は図表 10 の通りである。主に工場の「防爆エリア(危険場所)」にて用いられる。「防爆エリア」とは、火災や爆発が起こり得る、空気中に可燃性物質が存在する場所のことである。労働安全衛生規則及び電気機械器具防爆構造規格により、危険場所で電子機器を使用する場合には防爆構造を施した機器を用いなければならない。ガス・蒸気・粉じん・圧力など、電子機器に求められる条件はさまざまであり、製造できる企業は限られる。各種製造業や防衛産業からの需要が今後も見込まれる領域である。

図表 10. 電機事業における主な製品

＜ステンレス製 森式安全増防爆型白熱灯＞



＜森式耐圧防爆型壁付灯＞



出所：会社資料

電機事業の特色は、防爆構造電子機械器具というニッチな業界において、少人数で高効率の事業を行っていることにある。2025年3月期末の同事業の従業員数は9名であり、一人当たり売上高は約3,674万円となっている。半導体製造工場などの各種製造業や防衛産業などに向けて今後も高効率の事業運営を行うと思われる。

3) 現・新経営体制について

現代表取締役社長小川氏は、収益性、効率性を重視する姿勢を根付かせつつあった

同社の現在の体制は、現代表取締役社長の小川氏によって構築された部分が多い。小川氏は、ニューヨークの投資銀行業務、香港の事業投資会社社長を経験しており、森電機、サクラダ、大黒屋といった企業をM&Aやファイナンスの技能を駆使して傘下に収めて整理した。また交叉比率の考え方を社内に徹底しつつ、高度なAI・DX活用を用いて収益性、効率性を重視する姿勢を根付かせつつあった。

キーストーンは、企業再生・成長支援ファンドの管理・運営会社

経営体制については、2025年10月31日に公表した同社、キーストーン、Sバンクとの資本業務提携契約に基づいて変更される予定である。キーストーンは、2009年5月に設立された企業再生・成長支援ファンド（投資事業有限責任組合）の管理・運営を行う会社である。2020年10月にはSBIフィナンシャルサービス株式の33.4%を取得し、SBIホールディングスの持分法適用会社となった。金融組成ノウハウ、事業ノウハウにより、企業再生を通じて「雇用の創造」「技術ノウハウの伝承」等社会的に意義のある投資へ還流し、適切なリターンを出すことに尽力しており、累計投資額は1,400億円を超えている。

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

キーストーン Web ページには、以下のような当社の特徴が挙げられている。

- ・Person (人材) – 幅広いキャリアと実績を有するメンバーが終結
GP 運営会社の代表取締役 2 名があらゆる融資や投資領域に精通
各業務領域のトップキャリアがファンド運営と業務を執行 (高いノウハウ)
- ・Philosophy (投資哲学) – 安定的かつ着実な運用
高い安全性とリターンの共存 (銀行よりも低いロス率、銀行よりもはるかに高いリターン)
三方良しのファンド運営
企業のあらゆる経営ニーズをサポートし、社会に貢献する
- ・Performance (実績) – ファンド運営会社として確固たる実績
創業以来安定してファンドレイズ実施、高い配当を安定的に継続実施

キーストーンの主な投資案件は図表 11 の通りである。様々な手法を用いて企業再生・成長支援を行っている。

図表 11.キーストーンの企業再生・成長支援実績

企業名	主な事業内容	企業再生・成長支援概要
藤久	手芸に関連した店舗販売、EC、教育・教室、出版事業	第三者割当増資、事業再生、持株会社体制への移行
LeTech	不動産に関するソリューション事業、不動産管理事業、不動産仲介事業	第三者割当増資、キーストーンからの投資案件紹介・ファイナンスサポート、住友林業株式会社による完全子会社化
ジョンブル	アパレル製造・販売	全株式取得、事業再生、MBO
ダイヤモンドアセット ファイナンス	法人向け不動産融資事業、投資用マンション融資事業、不動産賃貸事業	事業再生、株式会社 SBI 新生銀行へ全株式売却
アセンテック	仮想デスクトップ関連のソリューション	株式一部譲受、協業推進

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

2025 年 12 月 10 日
に取締役会移行予定

取締役会は、2025 年 12 月 10 日に開催される臨時株主総会での取締役選任を条件として、図表 12 のようになる。

図表 12.取締役会構成 (予定)

氏名	新役職名 (予定)	キーストーンでの役職
岩岡 迪弘	代表取締役社長	執行役員
堤 智章	取締役会長	代表取締役
西浦 敦士	取締役	(キーストーンの資本業務提携先であるジャパンクラフトホールディングス株式会社の元代表取締役社長)
白石 正	社外取締役	社外取締役
山崎 篤士	社外取締役	—

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

取締役会長就任予定の
堤智章氏は同社にマッチ
すると考えられる

取締役会長に就任予定の堤智章キーストーン代表取締役は、1989 年のセーリング世界選手権 470 級にて金メダルを獲得した経歴を持つ。「ヨット競技からは戦略と戦術の立て方や実践法を学べた。金融ビジネスの世界に入って非常に役立った。」と語る。入行した三和銀行 (現三菱 UFJ 銀行) では、当時の最年少でニューヨーク支店勤務となり、デリバティブやストラクチャード・ファイナンスなどの最先端の金融工学に触れ、金融取引の知識やドキュメンテーション、語学力などを磨くことができた。帰国後は、三菱 UFJ 銀行にて国内外のストラクチャード・ファイナンス業務に従事し、コーポレートローン、売掛債権流動化 (ABL)、LBO ローン、S&L バック、事業承継、M&A、企業再生、ハンズオンなど幅広いキャリアを背景にキーストーンを設立することとなった。グローバルな視点でビジネスを俯瞰し、金融技術を駆使して収益性高い事業運営を行う姿勢は同社とマッチするだろう。

キーストーンとの資本業務提携により、同社の成長可能性は高まる

キーストーンは企業再生・成長支援に十分な実績を持っている。「バランスシートの整理」「損益の改善」「マネジメント体制の強化」の3つのバリューアップ手法および「垂直」「水平」「多角化」の3つの事業再編手法を活用して企業再生・成長支援を進めるノウハウがある。キーストーンの代表取締役をはじめとして高いノウハウを持つ人材が同社の会長・社長としてハンズオンで経営にあたることで、成長に向かう可能性は高まっていると考えられる。

4) 企業の DNA

企業の DNA とは

企業には DNA がある。企業の DNA とは、組織や社員全体に根付く独自の価値観、経営哲学であり、それらが企業の競争力の源泉となることが少なくない。創業者が熱い想いをもって起業し、その商品やサービスが世の中に広く受け入れられた時に、企業は本格的な成長を始める。そして企業の成長過程において、創業者の想いが企業の DNA へと進化していくと考えられる。また経営の承継や M&A が行われた際には、新たに理念を策定したり、新たな企業文化を植え付けたりするケースもある。企業の DNA を活かした事業戦略を立て、それを実践することが成功の確率を高めると考えられる。

同社の DNA は、オールドビジネスにおいて最先端の技術を組み合わせて高効率の事業運営を追求する企業文化

同社の DNA は、「オールドビジネスにおいて最先端の技術を組み合わせて高効率の事業運営を追求する企業文化」である。森電機の防爆構造電子機械器具、大黒屋の質屋業はオールドビジネスであり、単独で大きな成長性は見込みにくいものであった。それらを最先端の金融技術を用いて傘下に取り込み、資本収益性を重視して財務面・事業面の整理を行うことで収益基盤とした。その基盤を元に、成長しているリユース市場に DX・AI の技術を用いて進出している。また大黒屋の事業運営においては交叉比率を重視しており、質屋、古物売買業の店舗スタッフの鑑定に至るまでその考え方が徹底されている。高効率の追求は同社の DNA として根付いてきている。今後は SBI グループを筆頭株主とするキーストーンとの業務提携により、その DNA はさらに強化、発展していくであろう。

3. 経営戦略

1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ

集中戦略と差別化戦略に注力

マイケル・ポーターは、ある業界の中で成功を収めるためには、明確なポジションを取ることが必要と説いている。ポジショニング理論においては、具体的なポジションの取り方、競争優位の築き方として、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、の3つの基本戦略があり、いずれかに舵を切ることが不可欠とされている。同社の主力事業である大黒屋は、②集中戦略と③差別化戦略に注力して、将来的にはコスト・リーダーシップを取ることにはチャレンジしている。

DX・AI を活用した古物売買業に集中

集中戦略は、狭い範囲の特定市場（顧客セグメント、地域、特定商品等）で、経営資源を集中して競争優位に立つ戦略である。競争優位を得るためには、競合他社と異なる選択をすることが不可欠となる。

大黒屋は、「DX・AI を活用した古物売買業」への集中戦略・差別化戦略を取っている。今後に見込む増収の大半はオンラインによる古物売買から生まれるものであり、DX 人材や資金などのリソース投入も多くはオンラインに集中している。オンラインによる古物売買業拡大を支えるのが質屋業および電機事業である。質屋業による質料収益は全てが売上総利益となる。電機事業においても防爆の分野での地位を基盤に安定的なキャッシュインを獲得している。また、店舗での質屋業、古物売買業が鑑定力を高める基盤となっている。

DX・AI を活用した古物売買業に集中することで、将来的に大黒屋がコスト・リーダーシップを取る可能性がある。質屋、古物売買業界は、取り扱う中古品ごとに状態が異なり、標準的な価格が分かりにくい状態にある。古物取扱業者によっては、価格が分かりにくいことを利用して、対面で不当と思われる価格で売買を行うなどグレーな領域が残っている。大黒屋が DX・AI を活用した古物売買業を拡大することで、透明性を持った基準となる価格を世間に提示することができる。適切な収益性を確保してシェアを高めつつ、業界を拡大する一助となる可能性がある。

大黒屋の事業戦略を図式化すると図表 13 のようになる。

図表 13.大黒屋の事業戦略とポーターによる分類

	仕入れ	販売
オンライン	お手軽ナンデモ買取②③ 買取リクエスト②③⇒①	Stripe との提携③
	商品データベースの構築・活用②③	
店舗	DX・AI 力の活用②③	
	質屋併設③	

- ①コスト・リーダーシップ戦略
- ②集中戦略
- ③差別化戦略

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

オンライン/店舗、仕入れ/販売すべての基礎になっているのが商品データベースである。オンラインの情報及び店舗の情報を DX により融合してデータベースを構築し、仕入れ/販売における価格付け、収益性向上に活用している。店舗においては質屋を併設していることで鑑定力、説明力を強化し、仕入れ/販売ともに活かしている。「お手軽ナンデモ買取」は、LINE において他のリユース会社より利便性の高いサービスを提供している。「買取リクエスト」は、メルカリを活用することで CtoC に流れていたリユース商品を仕入れることを想定している。そのように DX・AI を活用して仕入れを増加させる一方で、Stripe との提携により販売先として海外を拡大している。仕入れ、販売とも増加させることで好循環を形成しようとしている。

2) リソース・ベースト・ビュー (RBV) からのアプローチ

同社の模倣困難性は「質屋業、電機事業により安定的な収益源を確保しつつ、高度な鑑定力、DX・AI 活用力、金融技術を併せ持つ体制」

ポーターのポジショニング理論に対して、自社の経営資源（リソース）に着目する「リソース・ベースト・ビュー (RBV)」と呼ばれるアプローチがある。RBV の大家であるジェイ・バーニーは、自社のリソースがどのくらいの強みになるかをチェックするフレームワークとして VRIO を提唱している。自社のリソースの有効活用可能性に関する評価軸として、「経済価値<Value>」、「希少性<Rarity>」、「模倣困難性<Inimitability>」、「組織<Organization>」を挙げている。VRIO は、これら 4 つの評価軸の頭文字をとったものだが、バーニーはこれの中でも特に、「模倣困難性」があり、「組織」による裏付けがあるリソースが、競争優位に資するとしている。

同社のリソースを VRIO を用いて評価すると以下の通りになる。

V：拡大しているブランド品リユース市場において、高い鑑定力を基盤に DX・AI を活用して買取、販売のネットワークを持つことは大きな成長機会を得ることとなり、経済価値は高い。

R：LINE ヤフー、メルカリとの API（Application Programming Interface）連携、価格提示エンジン、画像認識などを支える DX・AI 活用力は、古物売買業界において希少である。

I：質屋業、電機事業により安定的な収益源を確保しつつ、高度な鑑定力、DX・AI 活用力、金融技術を併せ持つ体制は、他社には模倣困難である。

O：質屋、古物売買業においては高度な鑑定力を維持する安定的な組織となっており、かつグローバルに最先端の DX・AI 活用力を結集する柔軟な組織となっている。

これらのリソースは今後の事業拡大に大いに貢献すると考える。

3) 大黒屋の模倣困難性の要因

大黒屋の 4 つの強みが共鳴し合うことで他社が

大黒屋の模倣困難性の要因は、以下の 4 つの強みとなる。

- ・強み 1：質屋併設による収益下支えと鑑定力・説明力の強化

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

らは模倣困難なものとなる

・強み 2 : 高度な人材を保持するエンゲージメント力

・強み 3 : プラットフォームとの連携

・強み 4 : 収益性・資本コスト意識の高さ

これらの強みは、それぞれ単独では業界 No.1 と言えないかもしれない。しかしこの 4 つが共鳴し合うことで、大黒屋は拡大しつつあるリユース市場において確固たるポジションを得られると考えている。同業他社が模倣するには困難なものである。

強み 1 : 質屋併設による収益下支えと鑑定力・説明力の強化

・強み 1 : 質屋併設による収益下支えと鑑定力・説明力の強化

強みの 1 つ目は、質屋併設による収益下支えと鑑定力・説明力の強化である。

質屋業による質料収益は安定的に毎年 8 億円程度ある。また質流れ品について担保価値以上の価格で売却できた場合は、超過収益を獲得することができる。質屋数は減少する中で、信用情報に影響しない質屋からの融資に対する需要は底堅く、今後も安定した収益が見込まれる。また質屋業を行っていることにより、商品の鑑定力・説明力が継続的に強化される。例えば顧客が 100 万円で買った商品について、「買取価格 25 万円、質入れの担保価値 20 万円」などと説明し、買取と質入れを判断させる説明力を持たなければならない。さらに、模造品を排除しつつ商品の状態を判断し、値付けを行う鑑定力をつける必要がある。鑑定の時点でどの程度の価格・期間で売却できるかを勘案し、最も適切な価格を提示する必要がある。

大黒屋は最高級品の鑑定を得意としている。例えば時計のリシャール・ミルや宝飾品のハリー・ウィンストン、エルメスのバーキンなど販売価格が数千万円に及ぶこともある商品に対して、数百万円の価格で買取などを行っている。庶民金融として、高額な資金を即時に提供できる企業は希少である。このような最高級品を取り扱うことで、店舗スタッフは鑑定力・説明力をつけ、高いスキルを備えることとなる。

質屋併設による収益性下支えは、今後の店舗展開にもプラスに働く。大黒屋は今後新設する店舗にも質屋を併設する意向だが、店舗の損益分岐点を引き下げる効果がある。上場しているリユース企業の中では質屋併設は一部でしか行われておらず、差別化要因となっている。

強み 2 : 高度な人材を保持するエンゲージメント力

・強み 2 : 高度な人材を保持するエンゲージメント力

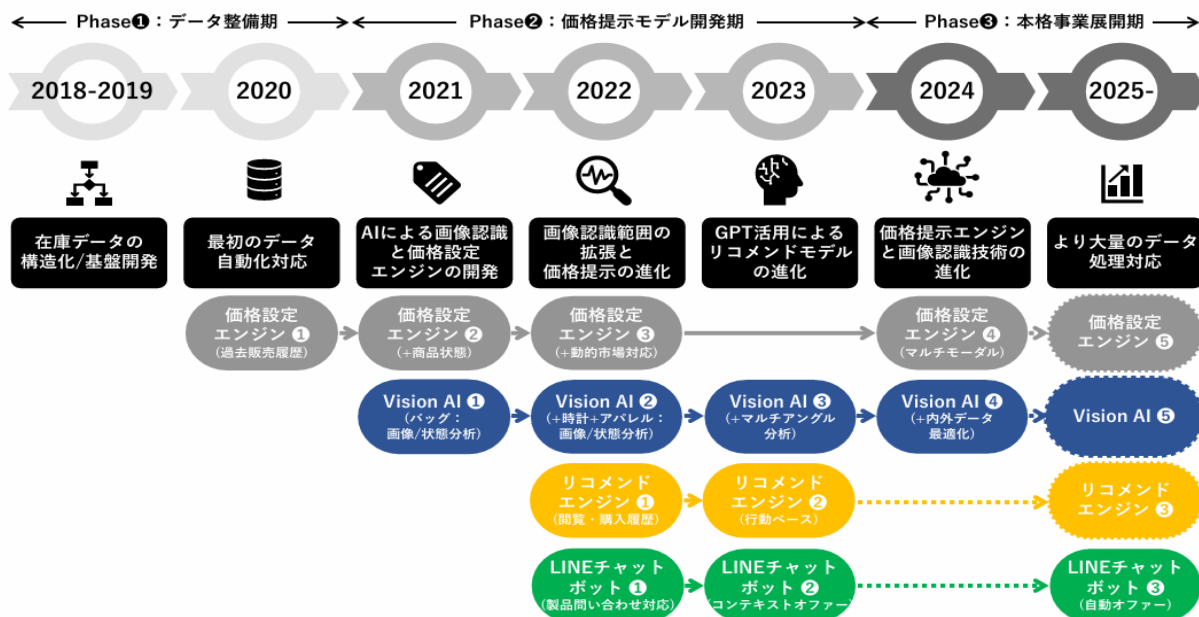
強みの 2 つ目は、高度な人材を保持するエンゲージメント力である。

高度な人材として挙げられるのは、大黒屋の DX・AI を支えるロシア系アメリカ人の Yoela Palkin 氏である。同氏は米国の有力な IT 研究拠点の一つであるカリフォルニア大学バークレー校で学び、在学中に起業した企業を経営、売却したのちには、IT エンジニア、ベンチャーキャピタリスト、コンサルタントなど様々な形で活動している。大黒屋の EC サイト開発や、LINE ヤフー、メルカリとの提携、Stripe 導入における DX 設計に従事している。同氏はグローバルに IT 関連業務を分散して従事するネットワークを持っている。大黒屋は Palkin 氏とともに業界の最先端を行く DX を検討することで、同氏を通じてグローバルで最高水準の IT 技術を活用できる状況にある。例えば AI に関しては図表 14 に示されるような発展段階をたどっている。

スキルを身に着けた店舗スタッフも高度な人材である。相応の報酬を支払うのみならず、企業としての方向性を示してエンゲージメントを向上させることで、今後の事業展開を支える鑑定力を維持向上させている。

図表 14. 大黒屋の AI 技術年表

● 参考)大黒屋のAI技術年表(2018-2025年)



13

出所：会社資料

強み 3：プラットフォームとの連携

強みの 3 つ目は、プラットフォームとの連携である。

大黒屋は LINE ヤフーと業務提携して「おてがるナンデモ買取」のサービスを始めており、メルカリと業務提携した「買取リクエスト」のサービスも概念実証の段階に入っている。LINE はソーシャルメディア系サービス/アプリの中で 91.1%と最も高い利用率（出典：総務省情報通信政策研究所『令和 6 年度 情報通信メディアの利用時間と情報行動に関する調査報告書』）であり、メルカリは CtoC リユース市場においてフリマアプリの最大手である。両社と提携することで、実績の積み上げや情報の蓄積、システムの改善は加速度的になされと考えられる。単なる LINE の活用であれば他のリユース業者も行っているが、大黒屋は API 連携を行っており利便性が高い。いずれ他社も追随してくる可能性はあるが、徐々に実績が積み上げることで同社が先行者メリットを得られると考えられる。

強み 4：収益性・資本コスト意識の高さ

強みの 4 つ目は、収益性・資本コスト意識の高さである。

同社は交叉比率を徹底的に重視している。仕入れの段階で在庫期間を意識しており、オンライン/店舗に販売チャネルを持つことで高い在庫回転率となっている。また適正価格での買取および販売を行い、インフレによる価格転嫁を進めることで適切な売上総利益率を確保している。収益性への意識の高さは従業員にも徹底されている。また金融技術を持ち多様な資金調達方法を駆使してきたことで資本コスト意識も高くなっている。

4. エクイティ・ストーリー

同社のエクイティ・ストーリーは「財務の足場固めが一段落し、DX・AI 活用力、金融技術を基盤として SBI グループとの連携を梃子とした一気の『攻め』への転換」

ストラテジー・アドバイザーズが考えるエクイティ・ストーリーは、a) 実現可能で緻密な経営戦略、b) ワクワクする夢、で構成される。またエクイティ・ストーリーは、企業 DNA を基に培われた模倣困難性を最大限に活用することが条件となる。現在、同社は DX・AI を活用したオンラインでの古物売買業で大きな売上拡大が見込まれること、財務的な裏付けを取れていることから、a) と b) を同時に満たすことが期待できる。同社のエクイティ・ストーリーは「財務の足場固めが一段落し、DX・AI 活用力、金融技術を基盤として、SBI グループとの連携を梃子とした一気の『攻め』への転換」とする。

第一のポイントは、「財務の足場固め」である。大黒屋は質屋を併設することで高い鑑定力を持っており、今後も維持向上すると考えられる。リユース市場にて事業拡大を図る場合、鑑定力を持たなければ収益性を伴った事業拡大はできない。大黒屋はその基盤を有していると考えられる。また財務については、電機事業が同社のキャッシュインの基盤となっている。さらに質屋業による質料収益は安定感あるキャッシュインを生んでいる。2020 年以降同社は海外事業整理のために特別損失を計上し、国内での中古品在庫積み上げがままならない状況が続いていた。しかし現在では整理も終わり、2023 年と 2024 年に小川氏等に割り当てた新株予約権および転換社債型新株予約権付社債の行使が進んだ。さらに 2025 年 10 月に公表した S バンクからの資金調達により、財務面での足場固めも一段落した。中古品在庫を大きく積み上げて販売を行う準備ができている。

第二のポイントは、「DX・AI 活用力、金融技術を基盤として SBI グループとの連携を梃子とした一気の『攻め』への転換」である。同社は 9 期連続で当期純損失を計上し、純資産が毀損して継続企業の前提に関する重要事象等の記載がなされている。2025 年 10 月の第三者割当増資決議前において、時価総額は 100 億円以下、株価は 50 円を挟んで推移しており、PER は 70 倍程度、PBR は 25 倍程度と極端に高い水準になっている。同社はコロナ禍において、AI システムによるネットワーク型ビジネスへの移行を図った。2023 年以降、LINE ヤフー、メルカリと提携を行い、Stripe を導入して、買取、販売面で大きくネットワークを広げて一気に『攻め』に転換している。拡大するリユース市場において鑑定力を武器に交叉比率を維持向上させて収益性を確保し、SBI グループを筆頭株主とするキーストーン等との資本業務提携に基づいて財務基盤も大幅に強化され、新たに 24.5 億円の中古品在庫仕入れ資金が投入される。提携内容には「同社グループと SBI グループ全体での連携による同社グループの事業拡大」といった項目も含まれ、中期的には SBI グループとの協業による事業拡大も想定される。

5. ビジネスの現状と直近の業績動向

1) ビジネスの現状

コロナ禍はグローバル化加速のためのシステム再構築の時期として活用

2020 年初頭からの新型コロナウイルスの感染拡大は、同社ビジネスにも大きな影響を与えた。2020 年 4 月に緊急事態宣言が発令されたときに、質屋は「社会生活を維持するうえで必要な施設」として休業要請の対象に入らなかったものの、インバウンド需要は低迷し、外出自粛も足を引っ張った。同社はこの時期に庶民金融として質屋業を継続する一方で、グローバル化加速の機会ととらえ、オンライン事業強化のため DX・AI を活用したシステムを再構築した。コロナ終息後はインバウンド需要が回復の兆しを見せるも、海外事業の整理のために在庫積み増しを抑制したことから本格的な回復には至っていない。

利便性の高い「おてがるナンデモ買取」

DX・AI 活用の一例として、2024 年には「LINE」を利用した「おてがるナンデモ買取」のサービスを開始している。AI 査定チャットボットを用いて、大黒屋の保有するブランド品データを元に 24 時間いつでも、写真から即座に特定のブランド・モデル・価格を提示することができる。図表 15 のように、アンケート項目、受付時間等の観点から他社のオンライン査定サービスと比較しても利便性の高い設計となっている。なお筆者が試したところ、同社については査定開始後 2 分で概算見積額が提示された。他社では査定依頼から数時間後に写真の再撮影を求める連絡がきた。

図表 15. 「おてがるナンデモ買取」の画面/他社とのオンライン買取サービスとの比較



	同社	A 社	B 社
査定の流れ	品物カテゴリ選択 写真撮影 写真送付	品物カテゴリ選択 アンケート回答（4 - 5 程度） 写真撮影 写真送付	鑑定士とのビデオ通話による査定
使用アプリ	LINE	LINE	—
受付時間	24 時間	10 - 17	10 - 21
出所：会社資料およびストラテジー・アドバイザーズ作成			

AI 活用による自動買取は、人力を大きく上回る処理能力

他の DX・AI 活用の例としては、メルカリを活用した「買取リクエスト」がある。メルカリと API 連携の上、メルカリに出品された商品データをリアルタイムで分析し、最新の市場価格に基づいて自動で買取価格を提示することができ、概念実証の段階にある。自動買取と人力による処理を比較すると図表 16 の通りである。

図表 16. 自動買取機能の処理と人力による処理の比較

● 大黒屋の強み | AIによる自動買取オファー

AIによる自動買取オファーにより、一日あたりの処理件数は飛躍的に増加。人員数に制限を受けることなく、事業の拡大が可能

AIと人力での想定処理件数/日		
	AIによる自動化	一人当たり件数
商品情報の抽出	100万件 画像診断を行い、商品情報を自動で抽出 =千人力	1,000~2,000件
オファー先の選別 (=商品の簡易査定)	自動で査定 データベースを参照し査定を実施	目視で商品情報を確認 データベースを見合わせながら 査定を実施
買取オファー	10万件 有効なオファー先から自動で実施	10~20件

出所：会社資料

自動買取における一日当たりの想定処理件数では、AIにより 500 - 1,000 人分の商品情報の抽出を行い、5,000 - 10,000 人分の買取オファーを出すことができる。オファーに際しては、大黒屋の店舗スタッフによって継続的に補正が行われるデータベースを参照し、市場の需要・価格等から優先すべきものを自動選別して買取オファーを自動的に実行することができる。大黒屋の鑑定士は査定・真贋鑑定のみに注力することが可能となる。2025 年 5 月に 3 日間行われた実証実験においては、最大で一日に 1,452 件のオファーを出し、353 件、約 34 百万円の買取実績を挙げることができた。商品情報の自動判別や出品時における商品情報の自動登録などオペレーションの効率化、不正検知への活用も進めている。同社は、想定通り 1 日 1 万件の買取オファーを出すことができれば一日で 2,000 件、年間で 856 億円の買取ができると見込んでおり、大きく在庫を積み増すことができる。

メルカリにとって大黒屋は買取事業者との連携の第 1 弾の事例となる。メルカリユーザーは、出品して売れ残った場合に改めて買取事業者に申し込む手間が不要になり、利便性が高まっている。「おてがるナンデモ買取」「買取リクエスト」においては、

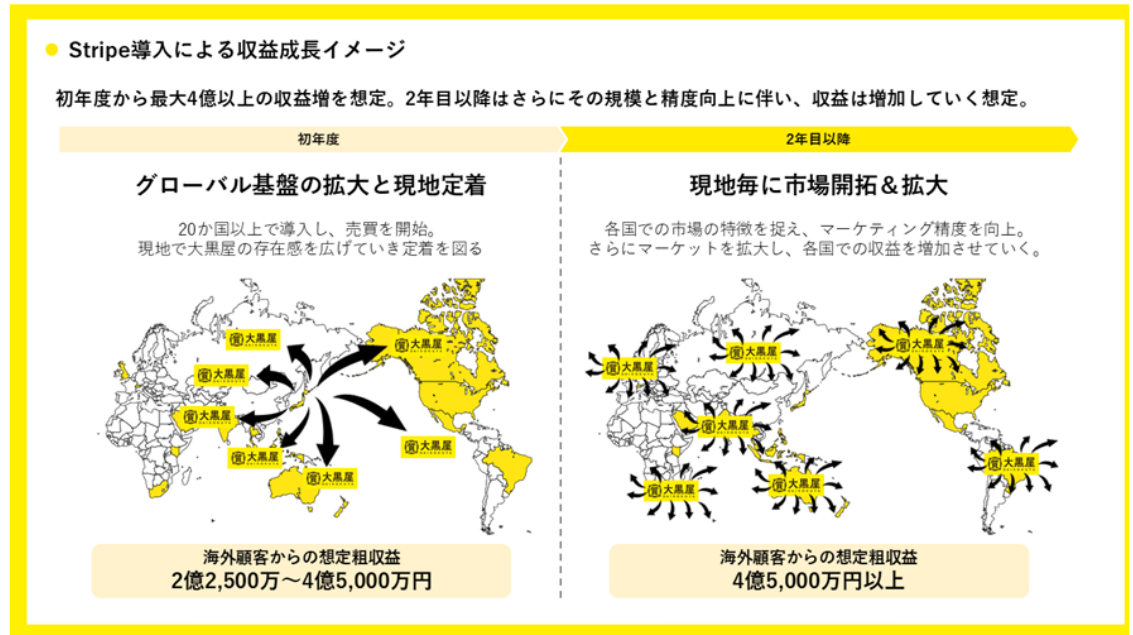
- ・画像認識技術（グーグルビジョン AI）－入力された商品画像データをもとに、ブランド・商品カテゴリを特定
- ・ダイナミック・プライシング－入力された商品データをもとに、最新の市場価格を提示。機械学習により、プレを含む商品データから傾向をつかみ、商品の特定や最適な査定を実現
- ・自然言語処理－チャット上の文章を解析し、鑑定や査定に活用できるデータに成形した上で取り込み。査定結果の提示や買取契約の締結なども自然な応答の中で自動的に実施

といった技術が用いられている。大黒屋の強みを活かしている。

Stripe 導入により大幅な収益成長を企図

2025 年 6 月には、グローバル決済プラットフォーム Stripe の導入を開示している。Stripe のセキュリティとブランド認知度を活かして取引におけるグローバルな信頼を獲得することを目的としている。利便性の高い決済手段を提供することで、図表 17 のような大幅な収益成長を企図している。

図表 17. Stripe 導入による収益成長イメージ



出所：会社資料

2) 直近の通期業績と業績予想

25/3 期は DX・AI を用いた先進的な技術のキックオフの年

25/3 期の業績および 26/3 期の業績予想は、図表 2 の通りである。25/3 期は、日本経済は緩やかに回復する中で資産効果もありブランド品の需要は回復しつつある。古物売買業界としてもリユース意識の高まりにより追い風である。25/3 期は、大黒屋が DX・AI を用いた先進的な技術を世に送り出したキックオフの年度となった。

25/3 期においては、Q2 決算、Q3 決算発表時に通期業績予想を下方修正しており、通期決算発表時には予想値と下方の差異が発生したことを開示している。インバウンド需要の増加を期待していたが想定した水準に至らなかったこと、収益性を確保した在庫積み増しを図る中で、他社との競合もあり想定通りに在庫積み増しができなかったことによる。また、LINE ヤフーやメルカリとの提携が順調に進捗したことでシステム関連の経費を要し、下方修正になっている。

26/3 期も赤字は継続見込み

同社は当初 26/3 期について営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益とも黒字を計上すると見込んでいた。しかし、2025 年 10 月の第三者割当増資、資本業務提携契約締結の決議と合わせて業績予想の下方修正を行っている。営業利益以下が赤字となり、10 期連続の当期純損失を計上する見込みとなった。LINE ヤフーとの提携による「おてがるナンデモ買取」による中古品在庫積み上げが想定通りに行かなかったことおよび店頭・オンラインによる販売が不調だったことがその要因である。資本増強が進んだことでコロナ禍により抑制していた在庫水準をコロナ前に戻す準備はできている。コロナ禍を含めて交叉比率を重視した運営を徹底していること、AI を用いたダイナミック・プライシングの高度化やリスク管理の強化、価格調整機能の強化を進めていることから一定の収益性を維持することは可能と考えられる。当社の将来の業績は「おてがるナンデモ買取」や「買取リクエスト」による中古品在庫の積み上げおよび販売がどの程度順調に回復するか大きく依存している。

6. 中長期展望

1) 市場/業界の動向

日本の一般家庭内にある かくれ資産は増加傾向

日本の一般家庭内にあるかくれ資産（＝1年以上利用していない不要品）の総額を推計すると、図表 18 のようになる。2023 年には約 66.7 兆円となり、同年の名目 GDP（591.9 兆円）の 11.3%を占めるほどになっている。2018 年から比較すると 5 年間で約 1.8 倍に増加している。サステナビリティに対する意識の高まりにより、家庭内にある不用品を「資産」として認識する割合が増えていると考えられる。リユース市場に流入する商品は増加することが想定されよう。

図表 18. 日本のかくれ資産額推移

項目	2018	2021	2023
かくれ資産総額	約 37.0 兆円	約 43.7 兆円	約 66.7 兆円
一人当たりかくれ資産額 (うち服飾雑貨)	約 28.1 万円 (約 11.7 万円)	約 34.5 万円 (約 11.7 万円)	約 53.2 万円 (約 20.7 万円)

出所：株式会社メルカリ（2018、2021、2023）「日本の家庭に眠る“かくれ資産”調査」よりストラテジー・アドバイザーズ作成

リユース市場は今後も拡大の見込み

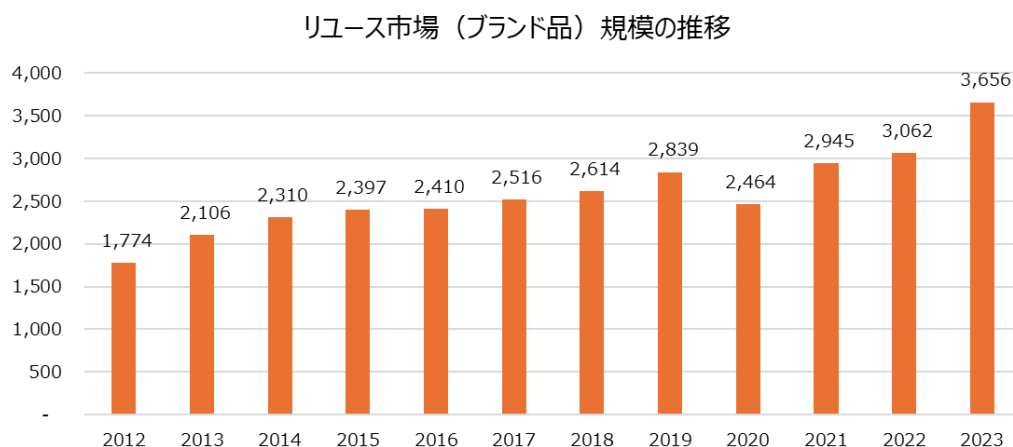
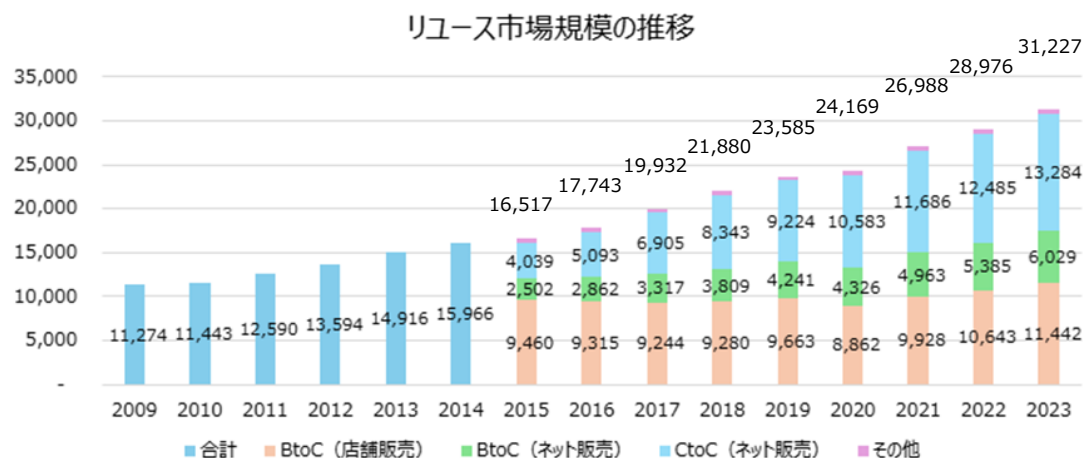
国内のリユース市場規模の推移は図表 19 の上グラフの通りである。調査が開始された 2009 年から一貫して規模が拡大し、2023 年には 3.1 兆円を超えている。同年の百貨店売上高は約 5.4 兆円（出典：日本百貨店協会）、ホームセンター売上高は約 3.3 兆円（出典：経済産業省「商業動態統計調査」）であり、小売業の中でも急速にプレゼンスは拡大している。リユース市場が急速に拡大している理由としては、①消費者の環境配慮意識の高まり、②インバウンド需要の拡大、③物価上昇に伴う生活防衛意識の高まり、が挙げられる。2015 年に SDGs が国連総会にて採択されて以降、日本国内の消費者も急速に環境配慮への意識を高めている。インバウンド需要については、観光立国推進基本計画に基づいて各種政策が実行されており、コロナ禍により一時落ち込んだものの、回復途上にある。物価上昇に伴う生活防衛意識の高まりとしては、日用品での節約志向は見られるものの、高級品では需要があるものと考えられる。2025 年 6 月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2025」においても、観光立国の実現やリユースの促進が提唱されており、今後も市場の拡大が持続すると考えられる。

リユース市場は BtoC（店舗販売、オンライン販売）、CtoC（オンライン販売）に分けられる。2015 年以降の年平均成長率は順に 2.4%、11.6%、16.0%である。CtoC（オンライン販売）市場の成長は、メルカリ、ラクマといったフリマアプリが牽引している。2020 年以降はやや成長が減速しており、越境販売に活路を見出している。BtoC（店舗販売）は、コロナ以降の成長率が著しい。リユース企業は店舗販売、オンライン販売ともに強化しているが、フリマアプリや法人による公式ショップを解禁するなど拡大を図っている。

リユース市場（ブランド品）も拡大を続ける

さらに、リユース市場におけるブランド品の市場規模については図表 19 の下グラフの通りである。ブランド品の新品価格が上昇したことは中古品販売価格の上昇につながっており、インバウンド需要も価格を引き上げている。高い成長率となっている。

図表 19. リユース市場規模/リユース市場規模（ブランド品）の推移（単位：億円）

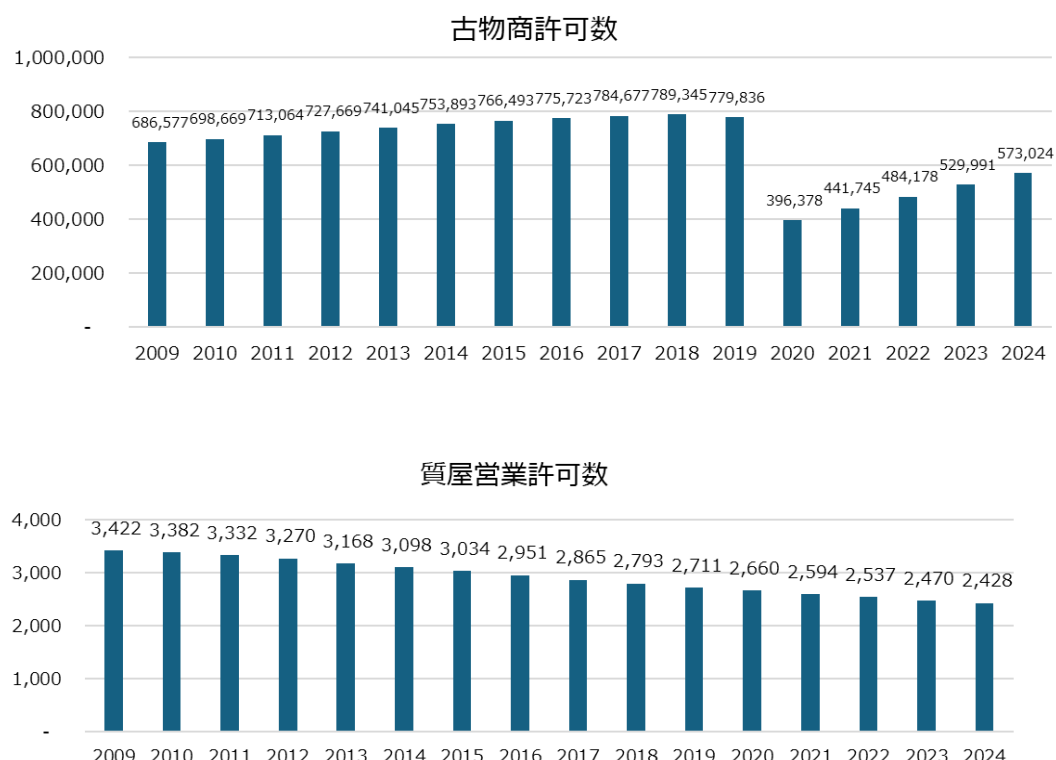


出所：リサイクル通信統計よりストラテジー・アドバイザーズ作成

古物商営業許可数は増加、質屋営業許可数は減少

リユース市場が拡大する中で、古物商営業許可数、質屋営業許可数の推移は図表 20 の通りである。古物商については、ほぼ一貫して上昇を続けているが、質屋については一貫して減少している。古物商許可数はリユース市場拡大に即して増加する一方で、質屋については家族営業の後継者難などにより廃業が多く、減少している。古物売買市場内での競争は激化する反面、質屋市場における競争は軟化している。

図表 20. 古物商営業許可数/質屋営業許可数の推移



注：2020年に古物営業法の一部が改正され、古物商等の許可について、営業所等の所在する都道府県ごとの公安委員会の許可から主たる営業所等の所在地を管轄する都道府県公安委員会の許可に改められたことで許可数が減少している

出所：警察庁「古物営業・質屋営業の概況」よりストラテジー・アドバイザーズ作成

古物売買業者は質屋を併設しにくい

ここで、古物売買業者が質屋を併設しにくい理由について考察する。質屋については質屋営業法、古物売買については古物営業法が根拠法となる。共通とする部分も多いが、図表 21 のような相違点がある。

図表 21. 質屋営業法と古物営業法の主な相違点

項目	質屋営業法および同法施行規則	古物営業法および同法施行規則
営業許可	営業所ごとの許可が必要	主たる営業所所在地での一つの許可で全国営業可能
保管設備	防火、盗難防止、防湿、防鼠などの基準を満たした質物保管設備が営業所ごとに必要	-
廃業	質契約については、当該質契約の内容に従い、貸付金の回収、質物の返還その他当該質契約を終了させるため必要な行為をしなければならない	-

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

質屋については営業所ごとの許可が必要であるため、古物売買のみの店舗を展開するのと比較して許可取得が煩雑である。また質物保管設備を設けることが法で定められており、その基準は都道府県ごとに異なっている。警察署や建築業者との綿密な打ち合わせの上で質物保管設備を設置しなければならない。また営業所を廃業させる際には、質契約を終了させるための行為を行うことが義務化されており、質預けをしている全ての顧客と調整を行う必要がある。すなわち質屋については出退店に時間・コストが必要であり、機敏な出退店が難しい。上場している古物売買業者で質屋を併設している企業はごく一部である。

2) 成長戦略/中期経営計画

子会社大黒屋が 2025 年 5 月に公表している中期経営計画は、順調に立ち上がっていない

同社は中期経営計画を提示していないが、子会社の大黒屋が公表している。25/5 に公表した計画数値は図表 22 のようになっている。25/3 期実績から 29/3 期計画に掛けて売上高は 99 億円⇒702 億円

(CAGR63.2%)、売上総利益は 29 億円⇒181 億円 (CAGR57.9%) と伸ばす計画である。営業利益 (のれん償却額を除く)、EBITDA、当期純利益について黒字転換する 26/3 期計画から 29/3 期計画に掛けての CAGR は、83.1%、81.9%、137.7%であり、大変高い成長率で増収増益となることを見込んでいる。この要因は LINE ヤフーとの提携による「おてがるナンデモ買取」、メルカリとの提携による「買取リクエスト」によるものである。

この中期経営計画は、2025 年 10 月の業績予想下方修正によって順調に立ち上がっていないことが明らかになった。資本増強は行ったが、調達した資金を買取りに充て、在庫評価額の 8 割の借入をアレンジすることで中古品在庫を積み増すめどは立ったものの、売上、利益の計画が達成できるかは不透明である。

図表 22. 大黒屋の中期経営計画 (単位: 百万円)

財務項目	24/3 実績	25/3 会社計画 (24/7 時点)	25/3 実績	26/3 中期計画 (25/5 時点)	27/3 中期計画 (25/5 時点)	28/3 中期計画 (25/5 時点)	29/3 中期計画 (25/5 時点)
売上高	10,671	15,666	9,900	16,838	27,399	45,189	70,244
売上総利益	3,164	4,533	2,920	4,702	7,307	11,760	18,130
売上総利益率	29.6%	28.9%	29.5%	27.9%	26.7%	26.0%	25.8%
営業利益 (のれん償却額を除く)	226	1,081	△484	1,376	2,705	5,073	8,446
営業利益率	2.1%	6.9%	△4.9%	8.2%	9.9%	11.2%	12.0%
EBITDA	273	1,134	△436	1,431	2,774	5,179	8,612
EBITDA マージン	2.6%	7.2%	△4.4%	8.5%	10.1%	11.5%	12.3%
当期純利益	△452	199	△827	439	1,920	3,562	5,896
資産	14,867	15,240	13,455	15,148	17,794	23,680	32,211
負債	5,385	5,559	4,797	6,051	6,776	9,101	11,736
純資産	9,482	9,681	8,658	9,097	11,017	14,579	20,474

注: 上記数値は同社 2025 年 5 月 15 日プレスリリース『当社連結子会社の株式会社大黒屋における「中期経営計画 (2025~2029)」の見直しのお知らせ』から抜粋している。

出所: ストラテジー・アドバイザーズ作成

大黒屋ホールディングス | 6993（東証スタンダード）

大黒屋の中期経営計画の特徴として、図表 23 のように短期間にアップデートを繰り返していることがある。徐々に具体的な施策が追加されており、非常に速いスピードで事業を展開していることが見て取れる。

図表 23. 大黒屋の中期経営計画アップデート

日付	追加された内容
2024/7/3	中期経営計画 2025 - 2029
2024/11/29	アップデート版_中期経営計画 おてがるナンデモ買取（LINE ヤフーとの提携）概要 買取サービス（メルカリとの提携）の概要
2025/2/14	第 2 回アップデート版_中期経営計画 おてがるナンデモ買取（LINE ヤフーとの提携）詳細
2025/5/15	第 3 回アップデート版_中期経営計画 おてがるナンデモ買取（LINE ヤフーとの提携）画面、ビジネスモデルなどの詳細 買取リクエスト（メルカリとの提携）の処理件数、ビジネスモデルなどの詳細

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

「おてがるナンデモ買取」が具体的に進捗

例えばこの中で「おてがるナンデモ買取」については、図表 24 のように具体化が一気に進捗していることが理解できる。

図表 24. 「おてがるナンデモ買取」の進捗

<2024/7/3>

● 買取強化方針 | 買取サービス機能提供(実現可能性)

LINEチャットボットによる完全AIの即時査定機能により、提携企業へ査定士を派遣せず買取機能を提供でき、提携企業は顧客に対し買取サービスを提供できる

AI査定を実装したチャットボット機能

クローゼット写真から自動でアイテムを認識し、資産価格を即座に算出。



資産総額だけでなく、各アイテムの資産推移をダイナミックプライシングで表示。売買のタイミングを検討可能に。



チャットボットによる査定士不要の買取モデルの実現



提携企業へ査定士を派遣せず買取機能を提供可能

<2024/11/29>

● 今後の方針_提携事例

AIを軸にしたシステムと店舗オペレーションモデルの提供によって、新たな小売業態の実現を加速。既に日本を代表する大手プラットフォームとの取り組みを開始し、一層日本経済の活性化及び循環型社会の促進に貢献していく

	LINEヤフー株式会社	株式会社メルカリ
背景	・大黒屋は中古ブランド品に関わる各種システム(買取・販売、機械学習を活用した画像査定、ダイナミック・プライシング、国内外での在庫連動システム等)を開発・運用し、更に拡大するため異業種との提携を検討していた	・大黒屋の定評の高い鑑定技術に基づく査定機能を有効活用出来る異業種との提携を検討していた
狙い	・LINEヤフー社が持つ国内最大規模の顧客基盤やオークションシステムに、大黒屋の培ってきたシステムを掛け合わせ、両社のオンライン買取・販売を強化する狙い	・出品時の手間に悩むメルカリ社の顧客に、出品を簡単にご利用いただけるサービス開発を目指しており、大黒屋のシステムを掛け合わせることで、両社のオンライン買取・販売を強化する狙い
実施概要	おてがるナンデモ買取 ・LINEを利用して中古品を大黒屋が買い取り、Yahoo!オークションに出品し、落札金額に応じた追加の買取代金を利用者に還元 ・利用者は事前にLINEアカウント上のAI査定士による簡易画像査定を通じて、目安となる買取額を把握することが可能 ・買取に関わる登録・集荷・査定・振込などの全てのやりとりがLINE公式アカウント上のチャットボット上で完結	メルカリ買取サービス (※詳細開示前のため仮称) ・メルカリのマーケットプレイスに出品される商品を大黒屋が買い取るサービス ・本サービスを通じ、両社が協力してリユース社会の実現を目指す

12

<2025/2/14>

● 大黒屋の強み | AI査定チャットボット

8年以上蓄積した大黒屋のブランド品データをベースに、写真から即座に特定のブランド・モデル・価格を提示。
ダイナミックプライシングAIにより、現在の相場価格に基づいた正確な査定額を表示することが可能。



<2025/2/14>

● 大黒屋の強み | 生成AIによる音声対話アバターの活用

音声対話アバターを開発したことで、店舗において生成AIを活用した無人買取及びインタラクティブな広告ツールの提供が可能となった

チャットボットを進化させたAI音声対話アバターによるビデオ通話査定機能を開発。画像認識AI・音声認識AI・画像生成AI・自然言語処理等を組み合わせ、より自然に近い音声の生成AIによって、消費者とインタラクティブな対話によりクロスセリングの後押しが可能



大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

<2025/5/15>

● 大黒屋の強み | AI査定チャットボット(24時間即時査定)

8年以上蓄積した大黒屋のブランド品データをベースに、24時間いつでも、写真から即座に特定のブランド・モデル・価格を提示できることが、当社チャットボットの強みである

AI査定チャットボット



自然言語処理(NLP)とAIを組み合わせた自動チャットボット

- 24時間いつでも対応
- ブランド・モデル・価格を即時査定

この2点が、他社チャットボットにはない強みである

※他社チャットサービスは、
人対人のため、営業時間内のみ
の対応かつ最短当日査定

出所：会社資料

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

図表 25. 半期/四半期業績動向 (百万円)

(百万円)	23/3		24/3		25/3	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
損益計算書						
売上高	6,688	5,760	5,514	5,453	5,000	5,232
売上原価	4,972	3,995	3,854	3,840	3,439	3,737
売上総利益	1,716	1,765	1,660	1,613	1,561	1,495
売上総利益率	25.7%	30.6%	30.1%	29.6%	31.2%	28.6%
販売管理費	1,748	1,609	1,669	1,748	1,926	2,035
売上高販売管理費率	26.1%	27.9%	30.3%	32.1%	38.5%	38.9%
営業利益	-32	157	-9	-135	-364	-540
売上高営業利益率	-0.5%	2.7%	-0.2%	-2.5%	-7.3%	-10.3%
営業外収支	-78	-81	-55	-246	-109	-62
経常利益	-111	75	-65	-382	-474	-603
売上高経常利益率	-1.7%	1.3%	-1.2%	-7.0%	-9.5%	-11.5%
特別損益	-14	-20	-13	-92	-27	-18
税前利益	-125	55	-78	-474	-502	-622
法人税等合計	73	109	74	-89	-39	-82
(法人税率)	-58.5%	200.1%	-93.9%	18.7%	7.8%	13.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-208	-71	-165	-375	-449	-519
売上高当期純利益率	-3.1%	-1.2%	-3.0%	-6.9%	-9.0%	-9.9%

(百万円)	23/3				24/3				25/3				26/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
損益計算書													
売上高	3,711	2,977	3,291	2,469	2,865	2,649	2,941	2,512	2,655	2,346	2,751	2,481	2,459
売上原価	2,818	2,154	2,307	1,687	1,985	1,869	2,064	1,776	1,849	1,590	2,013	1,723	1,764
売上総利益	893	823	983	782	880	780	877	736	805	756	738	758	695
売上総利益率	24.1%	27.6%	29.9%	31.7%	30.7%	29.4%	29.8%	29.3%	30.3%	32.2%	26.8%	30.5%	28.3%
販売管理費	891	857	814	794	836	833	870	878	969	957	1,012	1,023	978
売上高販売管理費率	24.0%	28.8%	24.7%	32.2%	29.2%	31.4%	29.6%	35.0%	36.5%	40.8%	36.8%	41.2%	39.8%
営業利益	2	-34	169	-12	44	-53	7	-142	-163	-201	-275	-265	-283
売上高営業利益率	0.1%	-1.1%	5.1%	-0.5%	1.5%	-2.0%	0.2%	-5.7%	-6.2%	-8.6%	-10.0%	-10.7%	-11.5%
営業外収支	-37	-40	-52	-29	-25	-30	-228	-18	-20	-89	-32	-30	-27
経常利益	-36	-74	116	-41	18	-83	-221	-161	-184	-290	-307	-296	-310
売上高経常利益率	-1.0%	-2.5%	3.5%	-1.7%	0.6%	-3.1%	-7.5%	-6.4%	-6.9%	-12.4%	-11.2%	-11.9%	-12.6%
特別損益	-5	-9	-15	-4	-10	-2	-76	-16	-16	-11	0	-19	-3
税前利益	-41	-83	101	-46	7	-86	-297	-177	-201	-301	-306	-315	-314
法人税等合計	44	29	78	31	83	-10	-75	-13	-2	-37	-31	-51	-41
(法人税率)	-107.1%	-34.5%	77.2%	-67.8%	1163.9%	11.2%	25.4%	7.6%	1.1%	12.2%	10.0%	16.1%	13.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-93	-115	10	-82	-84	-81	-213	-161	-196	-253	-265	-254	-262
売上高当期純利益率	-2.5%	-3.9%	0.3%	-3.3%	-2.9%	-3.1%	-7.3%	-6.4%	-7.4%	-10.8%	-9.6%	-10.2%	-10.7%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 他社との比較

2 ケタ成長が十分に可能性ある業界

収益性については図表 26 のようになっている。他社は売上高、営業利益でも 2 ケタの成長をしているところが多い。同社は 25/3 期まで営業赤字を計上しているため参考にならないが、業界としては在庫の積み増しができれば十分に 2 ケタ成長をする可能性のある業界である。

図表 26. 同業他社との収益性比較

企業名	コード	決算期	売上高 (百万円)	売上高 平均成長率 (%)	営業利益 (百万円)	営業利益 平均成長率 (%)	売上高 営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本 比率 (%)
大黒屋 HD	6993	25/3	10,232	-9.9	-904	n.a.	-8.8	-494.7	-14.1	6.3
コメ兵 HD	2780	25/3	158,995	22.6	6,177	83.5	3.9	15.6	6.6	37.0
BuySell Technologies	7685	24/12	59,974	36.1	4734	41.1	7.9	22.8	10.4	26.9
バリュエンス HD	9270	25/8	84,841	17.5	1,454	18.2	1.7	-21.8	-2.4	23.8
ライフクリエイト	216A	24/12	2,026	11.1	13	n.a.	0.6	27.1	0.3	11.8
ゼロジャパン	171A	25/6	3,725	7.1	211	6.2	5.7	14.4	4.2	17.2
テイツー	7610	25/2	36,478	11.2	912	28.5	2.5	8.4	6.8	45.9
GT HD	5883	25/5	38,917	39.2	1,293	45.3	3.3	19.9	5.7	19.6
シュッピン	3179	25/3	52,658	8.7	3,397	14.1	6.5	21.9	18.1	56.2
ワットマン	9927	25/3	8,383	17.9	584	13.5	7.0	10.4	10.2	67.2

注：成長率は過去 5 期の平均。ただし、ライフクリエイトは 2 年、ゼロジャパンは 3 年、GT HD は 4 年平均成長率

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

さらに、他社との店舗展開、中期経営計画を比較すると図表 27 の通りになる。店舗数は、コメ兵 HD は 4 年間で 39.5%、Buysell Technologies は 3 年間で 55.5%増やす計画となっており、積極的な出店戦略を取っている。売上高 CAGR は、コメ兵 HD が 20%、Buysell Technologies が 32.7%であり、リユース市場の拡大を受けて積極的に拡大する方針である。なお、質屋を併設しているのは、大黒屋 HD、ライフクリエイト、GT ホールディングスのみであり、ライフクリエイトは 1 店舗、GT ホールディングスは 10 店舗のみの展開となっている。

図表 27. 同業他社との業況比較

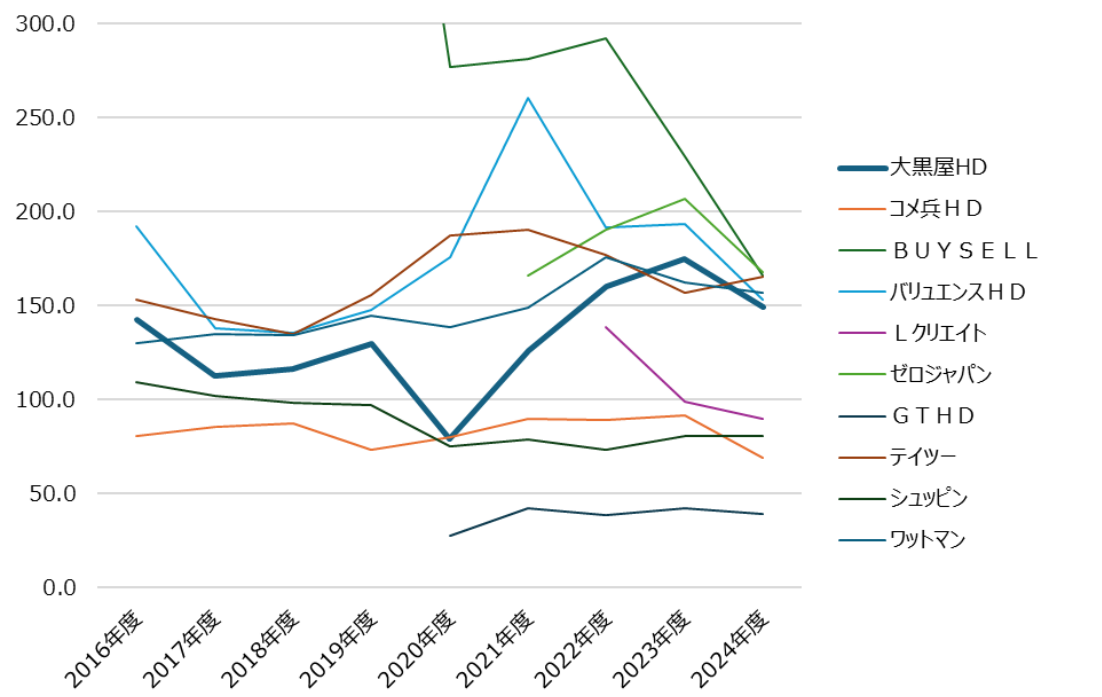
企業名	主要ブランド	決算期	店舗数	中期経営計画			目標
				質屋併設	策定期間	終了時期	
大黒屋 HD	大黒屋	25/3	国内 24	21	24/7	29/3	(25/5 計画修正) 売上高 CAGR63.2%
コメ兵 HD	KOMEHYO、BRAND OFF、 RodeoDrive 等	25/3	301 (国内 273、 海外 28)	—	24/5	28/3	売上高 CAGR20%、グループ店舗数 420 店、海外売上高比率 15%
Buysell Technologies	バイセル、タイムレス、WAKABA、 THIERRY、買取むすび、福ちゃん 等	24/12	国内 418	—	25/2	27/12	売上高 CAGR32.7%、グループ店舗数 650 店、出張買取一強ポジション
バリュエンス HD	なんぼや、BRAND CONCIER、 八光堂、ALLU	25/8	188 (国内 139、 海外 49)	—	24/10	27/8	国内店舗数 240 店 (30/8 期)、海 外 90 店
ライフクリエイト	エコプラス、ハンズクラフト	24/12	国内 15	1	—	—	—
ゼロジャパン	ワンダープライス	25/6	国内 26	—	—	—	—
テイソー	古本市場、ふるいち、トレカパー ク、ベクトル、 BRANDOFF	25/2	国内 172	—	—	—	—
GT HD	東京ぶらんど、コレクションシバ、宝 美堂、 大阪屋、マルベニ質店等	25/5	国内 19	10	—	—	—
シュッピン	MapCamera、GMT、BRILLER 等	25/3	国内 4	—	25/5	28/3	売上高 CAGR9.4%
ワットマン	ワットマン等	25/3	国内 60	—	—	—	—

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

交叉比率は上昇傾向

同社は「交叉比率（在庫回転率×売上総利益率）」を重要な指標としている。各社と比較すると、図表 28 の通りになる。

図表 28.各社の交叉比率（単位：％）



<同社の順位>

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
交叉比率（％）	142.2	112.1	116.0	129.7	78.9	125.6	160.2	174.7	148.8
順位	3/6	4/6	5/7	5/7	6/8	6/9	6/10	4/10	6/10
期末棚卸資産 （百万円）	3,297	4,175	3,796	2,771	2,978	2,274	1,567	1,315	1,440

注：交叉比率はリサイクル通信の計算式「期末棚卸資産回転率（売上原価/期末棚卸資産）×売上総利益率」に従って算出されており、各社の開示資料とは異なる場合がある

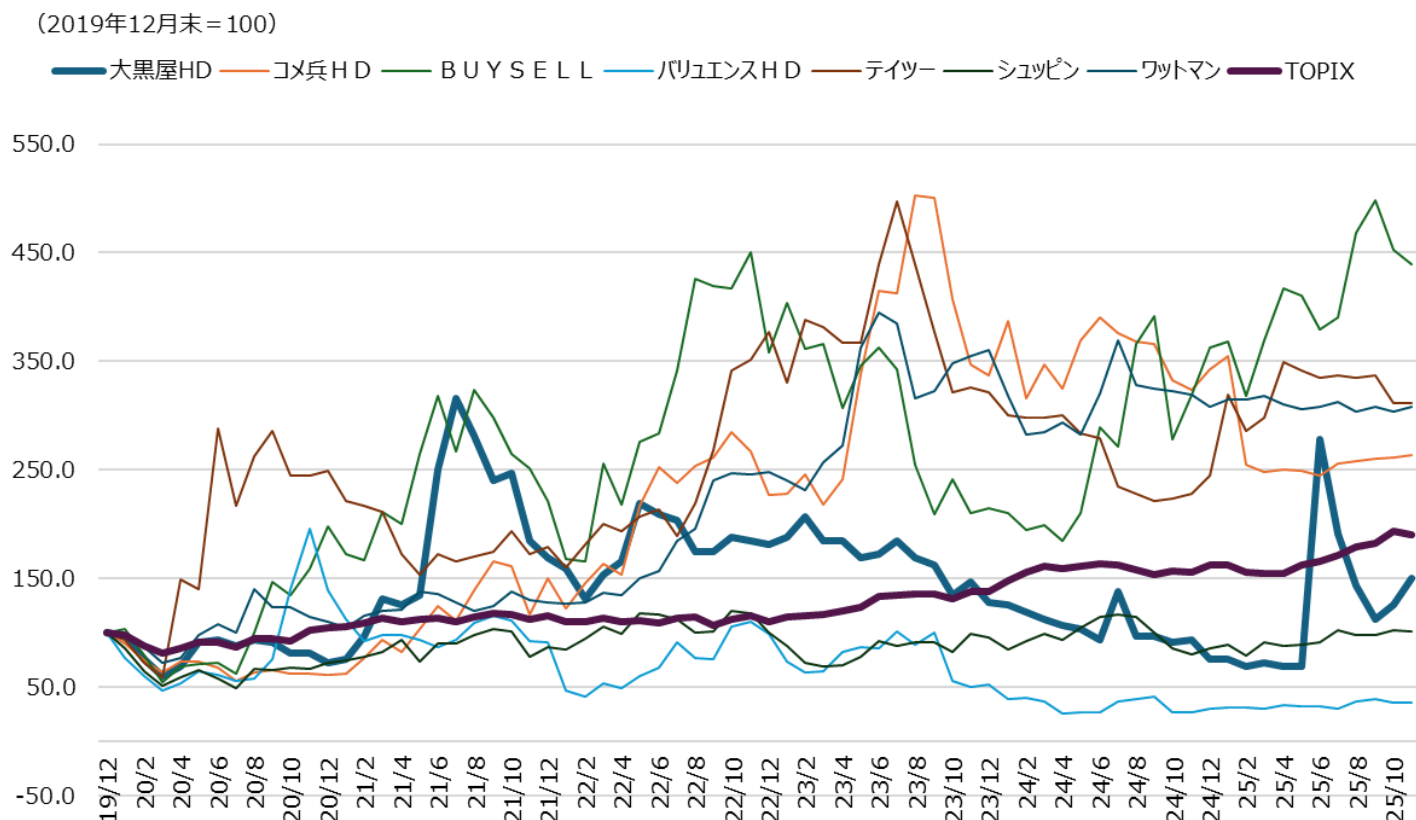
出所：リサイクル通信統計よりストラテジー・アドバイザーズ作成

同社は海外子会社の整理などで在庫積み増しを控えていた 2010 年代後半は下位にあったものの、近年の順位は業界内中位まで回復基調である。店舗やオンラインを通じてさらに在庫回転率を上昇させることを見込んでいる。売上高が拡大する中で交叉比率を向上させることで、大きく収益を拡大することができる。

7. 株価動向とバリュエーション

図表 29 は 2019 年末の株価を 100 とした時の同業他社および TOPIX (東証株価指数) の相対株価推移を示している。

図表 29. 同業他社の株価推移 (2020 年以降)

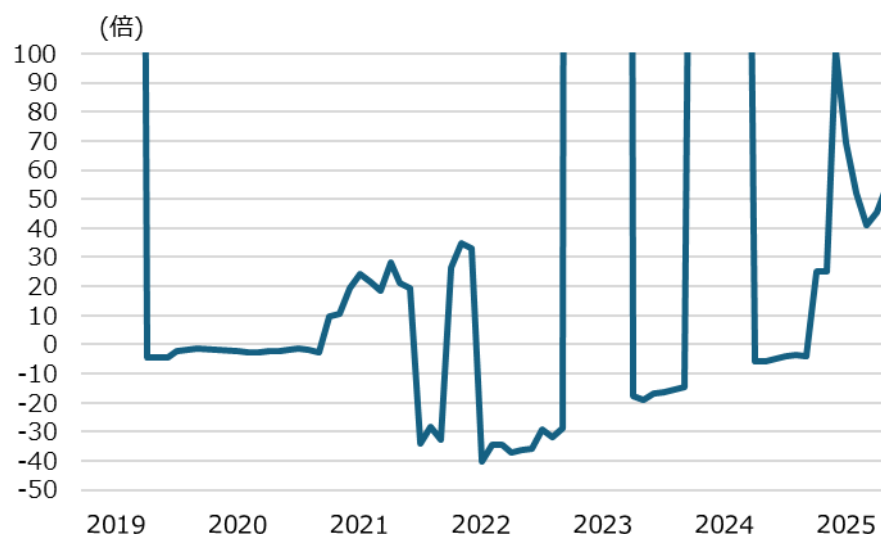


出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

業績悪化を受けて、足元のバリュエーションはあまり参考にならない

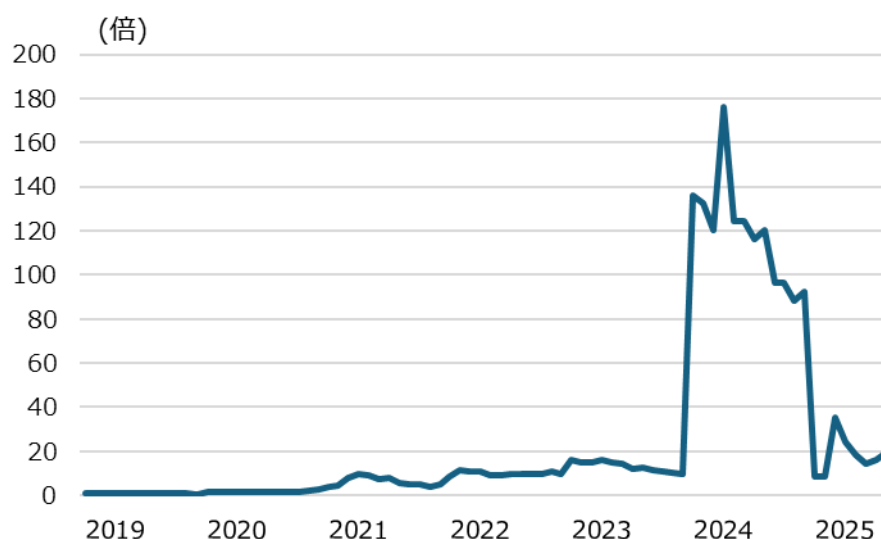
バリュエーション面では、同社の業績が思わしくない中で、2025 年 10 月の第三者割当増資決議前で PER は 70 倍程度、PBR は 25 倍程度と極端に高い水準になっている。ヒストリカルに見ても EPS 水準の変化幅が大きいことから PER の落ち着きどころがなく、PBR も極端な数値変動がある（図表 30、31）。同社を除く同業他社の平均では、PER が 13.6 倍、PBR が 2.6 倍となっている（図表 32）。

図表 30. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 31. PBR の推移 (非支配株主持分控除後)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

図表 32. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価 (11/05) (円)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
大黒屋 HD	6993	25/3	48	8,594	-	22.0	-	-494.7
コメ兵 HD	2780	25/3	3,025	33,152	7.2	1.0	3.5	15.6
Buysell Technologies	7685	24/12	3,285	101,277	19.6	7.9	0.8	22.8
バリュエンス HD	9270	25/8	964	12,676	17.4	1.7	1.6	-21.8
ライフクリエイト	216A	24/12	1,250	500	-	2.7	-	27.1
ゼロジャパン	171A	25/6	2,167	1,734	-	2.6	-	14.4
テイツー	7610	25/2	134	8,527	12.1	1.4	3.0	8.4
GT HD	5883	25/5	1,600	7,423	-	1.9	-	19.9
シュッピン	3179	25/3	1,264	27,274	12.0	2.7	3.7	21.9
ワットマン	9927	25/3	768	6,719	13.5	2.0	2.6	10.4
平均 (除く大黒屋 HD)					13.6	2.6		

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

今後の株価展開は3つのポイントが注目点

今後の同社の株価の展開については、以下の3つのポイントが注目点である。

第1は、株式市場に対して27/3期以降の黒字見込みを認識させることである。22/3期以降、期初では毎年当期黒字を予想していたものの、結果として赤字となっており、9期連続での当期純損失計上となっている。26/3期も期初は黒字を予想していたが、2025年10月に赤字の予想に下方修正を行った。同社の業績予想数値に対する株式市場からの信頼感は高いものと考えられる。資本増強を行って体制が整ったことで27/3期以降の黒字見込みを認識させることが必要である。

第2は、「継続企業の前提に関する重要事象等」の記載が外れることである。この記載があることで投資対象から外している機関投資家・個人投資家がいると考えられる。資金調達や黒字計上により財務状況を改善させ、在庫を積み増して売り上げを拡大させるサイクルに入っていることを示すことが求められる。

第3は、オンラインによる仕入れ、販売が実際に高い成長率で伸びていくことである。大黒屋の中期経営計画では、高いCAGRで売上高、利益とも伸びていくことを見込んでいたが、26/3期ではその実績を示すことはできないと思われる。27/3期以降にて成長軌道に入ったことを示すことが必要である。

8. ESGの取り組み

2025年10月の資本業務提携発表とともに、経営陣の交代も発表されている。以下は25/3期の有価証券報告書が公表された2025年6月時点の内容である。

2025年6月現在の同社取締役5名中2名が独立社外取締役であり、コーポレートガバナンス・コードにおけるスタンダード市場上場企業の基準（原則4-8）を満たしている。女性取締役は選任していない。各取締役のスキル・マトリックスは開示されていないが、今後作成を検討するという。監査役設置会社であり、監査役3名中2名が独立社外役員である。現時点で、最高経営責任者の選任、解任、後継者等に関する具体的な計画は有していない。

従業員は13名、連結グループで187名（2025年3月末現在）であり、女性の職業生活における活躍の推進に関する法律等の公表義務の対象でないため、女性管理職比率、男性育児休業取得率及び労働者の男女の賃金の差異については、開示していない。

同社は「AI即時査定とDXによるブランドリユースグローバルNo.1」の実現により、「持続可能な循環型社会」を構築することを掲げている。主な事業である質屋、古物売買業はリユース事業であり、サステナビリティに対する取組みそのものであるとする。そして同社は、リユース事業は限りある資源を再利用することで廃棄物を削減し、CO2の排出削減に貢献できる事業であるとする。

サステナビリティのガバナンス体制として、外部環境の変化によるリスク及び機会を適宜把握し、取締役会の中で対応策について討議し意思決定をしている。社会・環境の変化に伴うサステナビリティに関する取組みについても、今後取締役会にて活動内容の報告を行い、活動を推進していくとする。

人的資本戦略は、人材を優先すべき資本の一つと位置付け、人材戦略を作成し、国籍・性別等にとらわれず各個人の能力に基づく採用を進めている。ただし、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等多様性確保については、まだ限定的な状況であるという。

中古ブランド品の買取及び販売事業においては、真贋鑑定力及び査定力が備わった人材を育成することが不可欠であるとし、人材育成に継続的に取り組む一方、人材の育成に関する方針並びに社内環境整備に関する方針及び社内環境整備方針の指標について、具体的な目標を設定していない。

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

図表 33 (図表 2 の再掲) . 連結損益計算書(百万円)

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3 会社予想
売上高	20,439	17,270	12,606	17,195	12,447	10,967	10,232	10,415
売上原価	14,019	12,172	9,480	13,779	8,966	7,693	7,175	
売上総利益	6,419	5,098	3,125	3,416	3,480	3,273	3,056	
(売上総利益率)	31.4%	29.5%	24.8%	19.9%	28.0%	29.8%	29.9%	
販売費及び一般管理費	6,582	4,961	3,478	3,538	3,356	3,417	3,960	
営業利益	-163	136	-352	-122	124	-143	-904	-600
(売上高営業利益率)	-0.8%	0.8%	-2.8%	-0.7%	1.0%	-1.3%	-8.8%	-5.8%
営業外収益	24	36	53	31	31	30	16	
営業外費用	583	564	413	193	191	333	188	
経常利益	-722	-391	-712	-283	-35	-446	-1076	-723
(売上高経常利益率)	-3.5%	-2.3%	-5.6%	-1.6%	-0.3%	-4.1%	-10.5%	-6.9%
特別利益	7	249	0	13	0	0	0	
特別損失	24	1,563	58	26	34	106	47	
税金等調整前当期純利益	-740	-1,706	-771	-297	-70	-552	-1,123	
法人税等	330	275	-31	159	182	-15	-120	
(法人税率)	-44.6%	-16.1%	4.0%	-53.5%	-260.0%	2.7%	10.7%	
当期純利益	-1,070	-1,981	-739	-456	-252	-537	-1,002	
非支配株主に帰属する当期純利益	-31	-137	-22	5	26	2	-34	
親会社株主に帰属する当期純利益	-1,039	-1,844	-716	-462	-279	-539	-968	-677
(売上高当期純利益率)	-5.1%	-10.7%	-5.7%	-2.7%	-2.2%	-4.9%	-9.5%	-6.5%
EPS (円)	-9.19	-15.77	-6.13	-3.95	-2.39	-4.60	-6.58	-3.23
ROE	-25.6%	-63.6%	-45.8%	-48.5%	-49.1%	-236.3%	-426.4%	
ROIC (投下資本)	-3.9%	-1.4%	-4.1%	-4.1%	-0.9%	-2.3%	-14.1%	
ROIC (事業資産)	-9.0%	-3.1%	-8.0%	-7.6%	-2.0%	-5.4%	-33.4%	
配当金 (円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期中平均株式数 (百万株)	113	116	116	116	116	117	147	
期末発行済株式数 (百万株)	116	116	116	116	116	120	168	

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

大黒屋ホールディングス | 6993 (東証スタンダード)

図表 34. 連結貸借対照表(百万円)

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
流動資産	10,684	7,646	6,504	5,921	5,370	5,165	4,870
現金及び預金	2,080	1,793	1,003	1,043	901	948	559
売上債権	609	377	430	372	382	444	411
棚卸資産	3,857	2,831	3,034	2,330	1,627	1,385	1,524
短期貸付金	3,049	1,963	1,615	1,802	2,136	2,108	2,118
貸倒引当金	-47	-4	-3	-1	-1	-1	-1
その他流動資産	1,136	686	425	375	325	281	259
固定資産	2,158	1,669	1,603	1,442	1,334	1,353	1,408
有形固定資産	428	309	263	247	217	249	215
無形固定資産	559	476	432	395	361	326	294
投資その他資産	1,170	883	906	798	756	776	898
投資有価証券	245	70	80	34	40	61	66
差入保証金	770	701	674	672	630	606	588
繰延税金資産	132	109	149	85	77	76	205
その他	23	3	3	7	9	33	39
資産合計	12,842	9,315	8,107	7,363	6,705	6,518	6,279
流動負債	3,874	6,688	4,645	4,774	5,575	4,842	4,538
買入債務	356	69	49	36	47	66	35
未払金・未払費用	0	0	0	0	521	566	534
有利子負債	2,789	5,900	3,900	3,900	4,700	4,040	3,800
短期借入金	2,399	3,000	3,500	3,500	3,500	3,890	3,500
1年内返済予定の長期借入金	390	2,900	400	400	1,200	150	300
未払法人税等	208	82	107	132	146	14	15
前受金	0	0	0	0	0	0	0
その他	521	637	589	706	161	156	154
固定負債	4,360	86	1,692	1,298	95	1,039	746
有利子負債	4,265	0	1,600	1,200	0	850	550
退職給付に係る負債	0	0	0	3	8	13	18
資産除去債務	15	15	16	16	16	16	16
その他	80	71	76	79	71	160	162
純資産	4,607	2,541	1,769	1,289	1,034	635	994
株主資本	4,724	2,881	2,164	1,701	1,422	1,051	1,449
資本金	2,955	2,955	2,955	2,955	2,955	3,039	3,722
資本剰余金	1,003	1,003	1,003	1,003	1,003	1,087	1,771
利益剰余金	768	-1,075	-1,792	-2,254	-2,534	-3,073	-4,041
自己株式	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
その他の包括利益累計額	-887	-965	-994	-1,017	-1,019	-1,053	-1,055
新株予約権	25	24	24	24	24	32	29
非支配株主持分	744	600	575	580	607	605	571
負債純資産合計	12,842	9,315	8,107	7,363	6,705	6,518	6,279
有利子負債	7,054	5,900	5,500	5,100	4,700	4,890	4,350
自己資本比率	36.8%	30.9%	26.7%	23.1%	21.2%	16.1%	23.1%
D/E レシオ	1.5	2.0	2.5	3.0	3.3	4.7	3.0

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 35. 連結キャッシュ・フロー計算書(百万円)

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
営業活動によるキャッシュ・フロー							
税金等調整前当期純利益	-740	-1,706	-771	-297	-70	-552	-1,123
減価償却費・のれん償却額	182	130	93	81	72	69	69
持分法による投資損益	79	156	3	0	0	0	0
減損損失	4	122	11	7	7	13	15
運転資本の増減	-548	-971	276	-749	-704	-199	137
その他営業キャッシュ・フロー	1,680	3,072	-10	1,380	949	239	-291
合計	657	803	-398	422	254	-430	-1,193
投資活動によるキャッシュ・フロー							
有形固定資産の取得及び売却による収支	-8	51	-15	-33	-17	-77	-23
無形固定資産の取得及び売却による収支	-3	0	0	0	-3	0	-1
投資有価証券の取得及び売却による収支	0	0	0	0	0	0	0
その他投資キャッシュ・フロー	-119	-1	14	39	20	74	4
合計	-130	50	-1	6	0	-3	-20
財務活動によるキャッシュ・フロー							
短期有利子負債の純増減額	-400	600	500	0	0	390	-390
長期有利子負債の純増減額	-900	-1,755	-900	-400	-400	-200	-150
株式の発行	249	0	0	0	0	0	0
自己株式の取得による支出	0	0	0	0	0	0	0
その他財務活動キャッシュ・フロー	1	0	0	0	0	276	1,364
合計	-1,050	-1,155	-400	-400	-400	466	824
現金及び現金同等物に係る換算差額	-79	13	10	10	4	14	0
現金及び現金同等物の増減額	-603	-287	-789	40	-142	46	-389
現金及び現金同等物期首残高	2,683	2,080	1,793	1,003	1,043	901	948
現金及び現金同等物期末残高	2,080	1,793	1,003	1,043	901	948	559
フリーキャッシュ・フロー	527	853	-399	428	254	-433	-1,213

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレーマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ（以下、発行者）が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家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に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号