

ミサワ (3169 東証マザーズ)

発行日: 2013/3/29
 調査日: 2013/3/22
 調査方法: 決算説明会等

オリジナルブランドのカジュアル家具・インテリアショップ運営 前期業績会社予想未達も、今期は大幅増収増益へ

> 要旨

◆ オリジナルブランドのカジュアル家具・インテリアショップを経営

- ・物販が主力で、都内にレストランも経営。主要顧客層は女性。物販は、独自ブランドの商品企画・生産委託・直販体制が強み。
- ・国内の一般家具・インテリア市場は成熟化しつつあるが、カジュアル家具市場は成長分野。カジュアル家具市場において、ブランド力と商品力のアップ、リアル店舗の多店舗展開、オンラインショップで持続的な成長を目指す。

◆ 前期決算は会社予想未達

- ・出店計画の未達、円高、システムの不具合、原価率の悪化などが重なり、前2013年1月期業績は会社及び当センター予想を下回った。11.2%増収、20.6%経常増益ながら、会社予想に対し売上高は5.1%、経常利益1.6%の未達だった。

◆ 今期会社予想は大幅増収増益

- ・今14年1月期の会社予想は、既存店売上高が前期比3%増、新店(5店舗)寄与とコスト削減を前提に、業績は好調に推移する見込みであり、18.7%増収、23.2%経常増益。無配は継続予定。
- ・現状では、当センターは、会社予想利益がほぼ妥当なものであると判断しており、実質的に前回レポートの業績見通しを大きく変えていない。

> 投資判断

◆ 連続最高益更新が見込まれる

- ・カジュアル家具市場は個性を求める意識の高まりにより、中期的には安定的成長が予想される。
- ・来期以降も物販リアル店舗を毎年5店程度新設する計画であり、多店舗展開、マルチブランド戦略、オンラインショップ売上高の増加で増収増益基調が予想される。当センターでは、今後3年程度は、年率10~15%程度のEPS成長が可能であると考えている。

◆ 中期的な株価想定レンジは1,820円~2,275円

- ・年率2桁近い中期利益成長力を考慮すると、現状の株価はPERでは割安感がある。PERを8倍から10倍のレンジと想定すると、今後3年程度の想定株価は1,820円~2,275円。
- ・リスク要因は、円高、海外協力工場国でのカントリーリスク、人材不足、システムトラブル等であり、店舗展開・既存店売上・原価率推移に注目していきたい。

業種: 小売業
 アナリスト: 松尾 十作
 +81 (0)3-6858-3216
 matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	2013/3/22
株価(円)	1,225
発行済株式数	2,082,676
時価総額(百万円)	2,551
上場日	2011/12/22
上場来パフォーマンス	15.3%

	前期	今期予想
PER(倍)	10.8	8.5
PBR(倍)	2.8	2.2
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β値
リスク指標	49.4%	1.16

【主要KPI(業績指標)】

期末現在	店舗数	伸長率
2007.1期	11	22.2%
2008.1期	12	33.3%
2009.1期	17	41.7%
2010.1期	19	11.8%
2011.1期	22	15.8%
2012.1期	25	13.6%
2013.1期	28	12.0%

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-2.0%	8.7%	-0.8%
対TOPIX(%)	-8.4%	-12.1%	-22.4%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20130326

ミサワ (3169 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2012/1期	2013/1期	2014/1期	2014/1期	2015/1期	2016/1期	2017/1期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	4,621	5,136	6,202	6,200	7,100	8,000	9,000
前年比	22.1%	11.2%	20.7%	20.7%	14.5%	12.7%	12.5%
営業利益	392	381	564	560	700	810	900
前年比	86.8%	-2.7%	47.8%	47.0%	25.0%	15.7%	11.1%
経常利益	375	452	558	550	670	780	870
前年比	96.2%	20.6%	23.2%	21.7%	21.8%	16.4%	11.5%
当期純利益	228	235	312	319	388	452	505
前年比	292.8%	3.3%	32.5%	35.7%	21.6%	16.5%	11.7%
期末株主資本	684	911	—	1,230	1,618	2,070	2,575
発行済株式数(株)	2,070,000	2,082,676	2,082,676	2,082,676	2,082,676	2,082,676	2,082,676
EPS	126.9	106.3	140.6	143.7	174.8	203.7	227.5
配当	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS	330.9	437.5	—	554.2	729.0	932.7	1,160.2
ROE	59.4%	29.5%	—	29.8%	27.2%	24.5%	21.7%
株価	890	1,325	1,225	1,225			
PER	7.0	12.5	8.7	8.5	0.0	0.0	0.0
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR	2.7	3.0	—	2.2	1.7	1.3	1.1

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

事業内容

◆カジュアル家具で成長

オリジナルデザインの家具・インテリア専門店（小売り事業：unico 事業）とレストラン（food 事業、3 店舗）を運営。「肩の力を抜いた自分らしい暮らしの提案」をコンセプトに、女性をターゲットとした小売り事業を全国に展開。一般消費者に“心地よい暮らし”の提案を目的としている。物販事業（unico 事業）がセグメント別売上構成の約 97%、営業利益の全てを占める（飲食事業は赤字）。

①unico 事業

“unico”ブランドによるオリジナル家具、ファブリック、インテリア・雑貨等を、全国 24 店の直営リアル店舗（全て直営で都市型立地、2013 年 1 月末現在）、及びオンラインショップで販売している。家具及びファブリック商品のほぼ全てを自社で企画開発。インテリア・雑貨に関しては、“unico”ブランドの持つブランドイメージ及びメッセージ性を補完するような商品を国内・海外より仕入れて販売している。

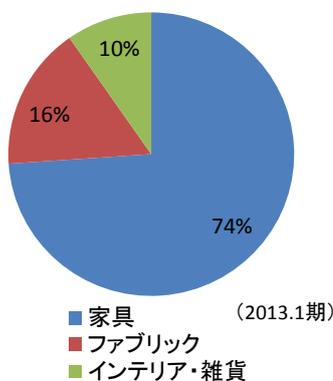
オリジナル商品は国内・海外の協力工場へ製造委託、あるいは海外子会社の直営工場にて製造を行い、消費者のニーズをダイレクトに反映させる目的で企画から生産、販売までの機能を垂直統合したビジネスモデルである SPA モデル（製造直販型専門店）を採用。海外生産比率は約 7 割と高く、円安はデメリット（1 円の円高による営業利益への単純なインパクトは年間 170～180 百万円程度）となる。

商品価格とデザインや機能とのバランスを重視。多品種、小ロットの自社限定商品で差別化を図っている。リピート率が高く、固定ファンが多い。店舗の規格化や画一化は行わず、それぞれの店舗の顧客層にあったテーマの提案を行っている。物販事業での売上構成は、家具 74%、ファブリック 16%、インテリア・雑貨 10%で、収益性が高いのは家具となっている。

②food 事業

都内で 3 店のフレンチレストランを直営。直輸入の自然派ワインと産地直送のオーガニック食材など個性的な料理を、25～40 才の女性層に提供。小売店とのブランド・顧客の相互共有・補完として位置付け。フード売上高は、同社全体の 3%以内にするとの目安を設けている。

<unico事業カテゴリ別売上高>



(出所)会社資料より証券リサーチセンター作成

決算サマリー

> 前期業績

出店計画の未達、年度末にかけての円高、原価率悪化などが重なり、前期業績は会社予想未達。

◆前期実績は会社予想未達

前13年1月期連結決算は、売上高5,136百万円(前期比11.2%増)、営業利益381百万円(同2.7%減)、経常利益452百万円(同20.6%増)、当期純利益235百万円(同3.3%増)となった。2桁増収、経常増益ながら、同社予想に対し売上高で5.1%、経常利益で1.6%未達、当センター予想比では、それぞれ同5.4%、13.1%の未達となった。セグメント別売上高ではunico事業5,001百万円(同11.7%増)、food事業135百万円(同7.3%減)だった。

<前2013年1月期連結業績一覧>

(百万円、%)	会社予想	当センター 予想	実績
売上高	5,415	5,430	5,136
前期比	17.2	17.5	11.2
営業利益	494	505	381
前期比	25.9	28.8	-2.7
経常利益	460	520	452
前年比	22.5	38.7	20.6
当期純利益	291	300	235
前年比	27.6	31.6	3.3

(出所)当センター作成

下期に計画していた新店2店舗がオープンできず、同社全体の売上高が減額(下期会社予想比179百万円の未達)となったほか、円高・プロダクトミックスの差異などにより、当センター予想との乖離が生じた。家具・インテリア業界においても、消費者の低価格志向・販売競争の激化が継続したものの、同社グループの中核であるunico事業売上高は、3店の新店効果を含めリアル店舗11.4%増、オンラインショップ同15.4%増、いずれも二桁増収と堅調に推移した。

特に、オーク材を使用した北ビンテージテイストのキッチンシリーズSIGNEや、スモールスペースに収まるコンパクトなサイズ感が特徴のKURTシリーズ、カーテン什器においては素材・デザイン・品質にこだわった同社デザイナーによるオリジナル企画アイテムを投入するなどの商品の企画開発が奏功した。加えて、工夫した展示スペースと店舗スタッフの知識の深まりを背景に、接客の際の具体的なライフスタイル提案が好感を受け、増収に繋がった。

food事業においては、各メディア媒体への広告宣伝が功を奏し新規顧客を獲得することができたものの、恒常的な人員不足から営業時間の短縮を余儀なくされ、連続赤字となっている。

> 今期業績予想

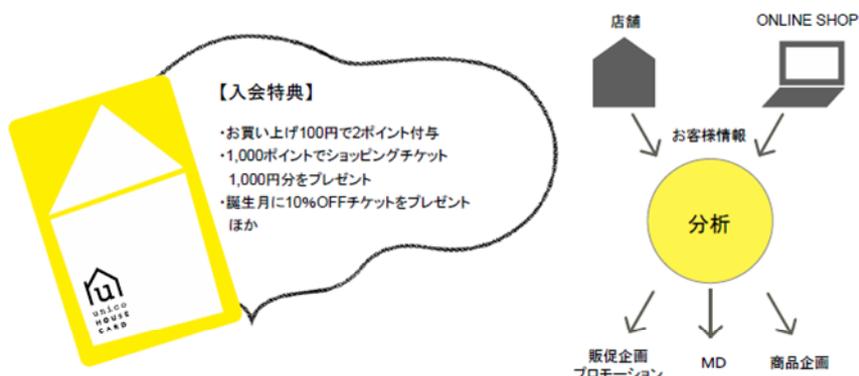
◆会社予想

今 14 年 1 月期連結業績の会社予想は、欧州諸国の経済不安、アジア経済の成長鈍化が懸念される一方、デフレ脱却期待による市場の活性化、消費税増税前の駆け込み需要、住宅市場の回復などにより経営環境の好転が見込まれ、売上高 6,202 百万円（前期比 20.7%増）、営業利益 564 百万円（同 47.8%増）、経常利益 558 百万円（同 23.2%増）、当期純利益 312 百万円（同 32.5%増）。売上高及び利益は、過去最高を連続して更新する見込みとなっている。

unico 事業リアル店舗の既存店売上高は前期比 3%増予想。新規顧客獲得とブランド認知向上のため、年 5 店舗の新規出店を予定（内 4 店は契約済み、LUMINE 新宿、あべのハルカスなど）。オンラインショップ売上高予想は前期比 20.6%増となっている。

販売促進策では店舗増のほかに、①13 年 2 月に「unico ハウスカード」を導入（ポイント付与による特典）、高度な CRM（Customer Relationship Management）分析により、商品開発・販売促進を進め、新シリーズ・新商品の開発や販売促進の精度を高めること、②オンラインショップでは、サイトのリニューアル効果が見込まれることに加え、顧客層がリアル店舗の顧客で 7 割程度を占めることから、店舗増効果が期待できること、などが挙げられる。

<ハウスカード概要>



(出所) 決算説明会資料

円安デメリット対策では、①フィリピンの連結子会社・LBF (Lamon Bay Furniture Corp.) の工場を経済特区へ拡張移転し、生産能力を向上させること（現状の 4 倍に引き上げ、2 年以内に家具全体の 30%を生産する計画）で委託工場生産比率を下げること、②国内物流の合理化（兵庫物流センターのフル稼働により年間 33 百万円のコスト削減予定）に取り組むこと、などが挙げられる。

前期決算の反省をふまえ、組織の成長スピードに「人」の成長が追いついていないとの判断から、社内に採用・育成・労務を専門的に扱う部署を新設(人材開発戦略チーム)した。この部署で、リアルショップの店長マネジメント能力、店員の接客力向上など、より体系だった研修を行う。また全社に新勤怠管理システムを導入、リアルショップでのシフト自動作成ソフトなどを導入し業務効率化を進める。

◆当センター予想

当センター予想業績は、前回レポート時予想(12年9月27日)とほぼ変わらず売上高6,200万円(前期比20.7%増)、営業利益560万円(同47.0%増)、経常利益550百万円(同21.7%増)、当期純利益319百万円(同35.7%増)。会社側の今期予想と当センターの前回予想との比較では、売上高はほぼ同じであるが、利益は当センターの予想を若干下回った。前回予想時点に比べ為替が円安にふれ、現状の為替水準を考慮して当センターの利益予想も若干下方に修正し、ほぼ会社予想並みとした。因みに、同社は今期の為替前提は公表していない。

＜今2014年1月期連結業績予想一覧＞

(百万円、%)	会社予想	当センター 予想	当センター 前回予想
売上高	6,202	6,200	6,200
前年比	20.7	20.7	20.7
営業利益	564	560	595
前年比	47.8	47.0	56.2
経常利益	558	550	565
前年比	23.2	21.7	25.0
当期純利益	312	319	339
前年比	32.5	35.7	44.3

(出所)当センター作成

➤ 来期以降の業績

多店舗展開により、中期的には年率二桁近い利益成長へ

◆中期経営計画

同社は、中期経営計画を公表した。16年1月期を最終年度とする3カ年計画で、売上高86億円、売上高営業利益率10%超(前13年1月期7.9%)を目指すもの。16年1月期は売上高8,640百万円、営業利益率11.0%を掲げている。

unico事業のリアル店舗数は24店(13年1月末)から39店(毎期5店舗増)に増やし、多店舗展開による増収効果と事業拡大とともにスケールメリットが働くことに加え、オンラインショッピングの売上構成比(現在約10%→3年後約15%)が増えていくこと、グローバルベースでの生産体制の最適化等から販売管理費比率の低下を見込んでいる。

> アナリストの評価

◆前期

前13年1月期は、売上高など業績指標面では残念な結果となったが、12年9月に新規出店した LUMINE 北千住店を評価したい。20～30代女性に高い支持を受ける「LUMINE」への初出店となった。9月開店から13年1月末までの売上高は会社予算比155%となり、「LUMINE」との関係強化につながったことから、今14年1月期にあたる3月12日に LUMINE 新宿店開店の運びとなった。今後も全国主要都市に点在する LUMINE での出店計画があるようだ。

◆今期

前期に5店出店予定が3店出店の実績に留まった反省に立ち、今期出店予想のうち、既に4店の出店が確定となっている。リアル店舗における人員配置・養成も計画が立ちやすいと思われる。また13年2月から導入スタートとなったハウスカードだが、ハウスカード配布数が約1カ月で1万人を突破するなど、順調な滑り出し。効果的な販促企画やマーチャンダイジング・商品企画を期待したい。

◆中期予想

当センターでは、従来の中期的な見通しを大きくは変えておらず、新たに17年1月期予想を付け加えた。中期的には年率10～15%程度の増収率及び増益率を予想している。国内の企業業績の回復・住宅着工の回復により、国内の個性的なカジュアル家具市場は堅調に推移するものと思われる。中期トレンドでは、売上高営業利益率は逡増していくと考えているが、為替動向や今後の先行投資負担を勘案し、会社予想の営業利益率に対し若干慎重に予想している。

<中期業績予想一覧>

(単位:百万円)		2013/1期	2014/1期	2015/1期	2016/1期	2017/1期
		予想/実績	予想	予想	予想	予想
前回 2012年9月 時点	売上高	5,430	6,200	7,100	8,000	—
	営業利益	505	595	700	810	—
	経常利益	470	565	670	780	—
	当期純利益	300	339	402	468	—
今回	売上高	5,136	6,200	7,100	8,000	9,000
	営業利益	381	560	700	810	900
	経常利益	452	550	670	780	870
	当期純利益	235	319	402	468	505
会社 予想	売上高		6,202	7,541	8,640	—
	営業利益		564	800	950	—
	経常利益		558	—	—	—
	当期純利益		312	—	—	—

(出所)決算説明会資料等より当センター作成

投資判断

> 株主還元

◆無配を継続

同社は依然成長段階にあり、将来の事業展開と経営体質の強化のために、新規出店による事業規模の拡大及び財務基盤の強化を目的とした内部留保の充実を優先させる方針を有している。そのため、現在無配を継続中である。一方、株主優待制度を13年1月から以下の内容で導入した。これにより、株主数は前々期末約600名から前期末約1,900名に急増したようだ。

- ① “unico” 15%割引券2枚 かつ
- ② 選択商品 (全3種類の中から一つを選択: 5千円相当)

> 株価バリュエーション

◆類似会社に比べ割安

同社の株価バリュエーションは、今期(14年1月期)予想EPSに基づくPERが約8倍、来期予想で7倍弱、PBR(実績)約2倍、配当利回りが0%。一方、大塚家具、良品計画、ユナイテッドアローズなどの類似上場企業、東証一部平均予想と予想PERで比較すると割安感があると思われる。

< 株価バリュエーション同業比較 >

	3169東証マザーズ	8186JQ	7453東証1部	7606東証1部
社名	同社	大塚家具	良品計画	ユナイテッドアローズ
販売商品	家具・インテリア	家具・インテリア	衣類・生活雑貨	カジュアルウエア
	14/1月期予想	13/12予想	13/2予想	13/3予想
株価(3/22)	1,225	921	6,570	3,125
PER(予想)	8.71	21.66	16.69	14.32
PBR(直近通期・実績)	2.80	0.52	2.15	5.13
配当利回り(予想)	0.00	4.34	1.67	1.47
時価総額(百万円)	2,551	17,867	184,472	118,125

(注)バリュエーションは今期予想数値に基づく。ミサワのみアナリスト予想、他社は会社予想。

(出所)当センター作成

> 今期の株価見通し

◆中期的な想定株価レンジは1,820円~2,275円

輸入依存度の高い内需小型の成長株と考えられ、円高はデメリット。中期的に年率EPS成長は10~15%程度が見込まれ、PERの絶対水準は低いものの、株価の水準訂正には業績の伸長の確認や株主還元(配当の実施)などが必要と考えられる。

当センターでは、今回新しく加えた17年1月期のEPSを約227.5円と見込んでおり、現時点の株価で計算すると予想PERは5倍台となる。中期的な妥当PERを8~10倍のレンジと想定すると、今後3年程度の想定株価は、1,820円~2,275円と考えられる。リスク要因は、円高、海外協力工場国でのカントリーリスク、人材不足、システムトラブル等であり、新規出店展開・既存店売上推移に注目していきたい。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

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