ホリスティック企業レポート
サンワカンパニー
3187　東証マザーズ

フル・レポート
2014年3月20日　発行

一般社団法人　証券リサーチセンター

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20140317

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

サンワカンパニー（3187東証マザーズ） 発行日2014/3/20

要旨

アナリスト：高坂 茂樹
+81（0）3-6858-3216
kousaka@stock-r.org

1. 会社概要

・サンワカンパニー（以下、同社）は、住宅用建築資材及び設備機器のインターネット通信販売事業を営んでいる。取扱商品はシステムキッチンや洗面台、タイル等多岐に亘る。

・同社の事業の特徴は、イ）流通過程を簡素化し、ネットを通じて施主等に直販すること、ロ）ウェブやカタログで価格を明示すること、ハ）売上高の 8 割超をプライベートブランド商品が占めること等である。

2. 財務面の分析

・13/9 期までの 5 年間で同社の売上高は年率 22.5%の高成長を遂げた。また、ネット通販業、住宅用建材メーカーのいずれと比較しても収益性は高い。

・証券リサーチセンターでは、上場による知名度向上及び適切な施策により顧客数増を主因に高成長が持続すると予想する。

3. 非財務面の分析

・幅広いカテゴリーでオリジナル商品を揃える開発力と、ネット通販に特化し簡素化したサプライチェーンが同社の事業推進基盤である。業界の常識を覆すビジネスモデルを構想し、実行する経営陣も評価したい。

4. 経営戦略

・ショールームの増設及び機能強化、設計事務所や工務店などリピート発注が見込まれる顧客の獲得及びサポート体制整備、商品開発力の強化を重点施策として進めている。

・将来は中国及び ASEAN 地域でも事業を拡大させる意向である。

5. アナリストの評価

・建材輸入商社として開発力を保持していた同社が、しがらみを持たずに簡素なサプライチェーンを構築したために実現したビジネスであり、他社の追随は容易でないと考えられる。

・同社の株価には、成長力の高さが反映されていると考えられる。

【主要指標】

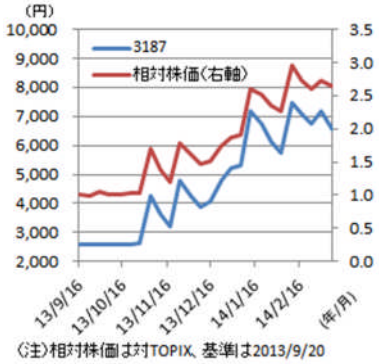
	2014/3/14
株価（円）	6,560
発行済株式数（千株）	2,982
時価総額（百万円）	19,565

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	74.3	66.3	44.6
PBR（倍）	16.8	14.2	10.9
配当利回り（%）	0.2	0.2	0.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン（%）	10.3	40.3	—
対TOPIX（%）	11.1	45.7	—

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2013/9/20

【3187 サンワカンパニー 業種：小売業】

決算期		売上高（百万円）	前期比（%）	営業利益（百万円）	前期比（%）	経常利益（百万円）	前期比（%）	純利益（百万円）	前期比（%）	EPS（円）	BPS（円）	配当金（円）
2012/9		4,640	32.8	401	45.0	377	57.6	176	60.6	73.4	245.4	10.0
2013/9		5,320	14.6	339	-15.5	296	-21.6	214	21.6	88.3	391.6	10.0
2014/9	CE	6,655	25.1	485	43.1	468	58.2	296	38.4	94.7	—	10.0
2014/9	E	6,700	25.9	520	53.4	500	68.9	310	44.9	99.0	462.3	10.0
2015/9	E	7,800	16.4	750	44.2	720	44.0	460	48.4	147.0	599.3	15.0
2016/9	E	9,200	17.9	1,050	40.0	1,000	38.9	640	39.1	204.5	788.8	20.0

（注）13 年 5 月に 1 株→20 株の株式分割を実施、14 年 4 月にも 1 株→5 株の分割を予定している
CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、無印は実績

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

目次

1. 会社概要

- 事業内容
- ビジネスモデル
- 業界環境と競合
- 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- 過去の業績推移
- 同業他社との比較
- 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- 知的資本分析
- ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- 対処すべき課題
- 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- 強み・弱みの評価
- 経営戦略の評価
- 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

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

1. 会社概要

＞ 事業内容

建築主に直接販売する建材、住設機器等のネット通販サイトを運営。

◆ 住宅用建築資材のインターネット通販事業者

サンワカンパニー（以下、同社）は、住宅用建築資材のインターネット通信販売事業を営んでいる。連結子会社 SANWA COMPANY HUB PTE. Ltd.はシンガポールにあり、商品仕入れ先の開拓や東南アジアにおける販売活動の拠点としている。

取扱商品は、タイルやフローリング、ウッドデッキ、洗面ボウル、システムキッチンやユニットバス、建具やドア、収納家具、エクステリアまで多岐に亘り、4,000 アイテム以上を品揃えしている。

販売先は、新築戸建やリフォームを検討する一般消費者及び賃貸住宅のオーナー等の建築主（施主）、施主からの依頼を受けて住宅建築や機器据え付け工事を行う工務店、新築やリフォームの相談を受ける設計事務所等で、代理店を介さずに直接ユーザーに販売している。なお、新築とリフォームの工事別販売構成は、概ね 4 対 6 となっている。

同社の事業運営手法には、以下のような特徴がある。

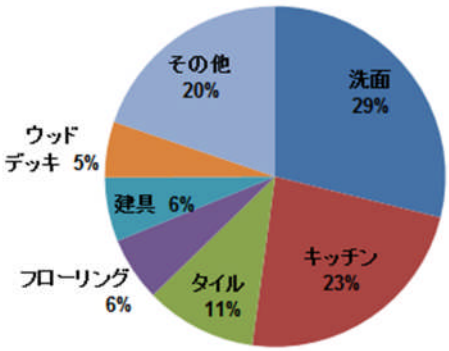
1） インターネット通信販売（以下、ネット通販）：インターネット上にショッピングサイトを構築し、希望者にはカタログを送付して、サイト上のショッピングカート及びファクシミリで注文を受け付ける販売手法を採っている。営業担当や販売代理店が不要で、販売費の削減が図られている[注1]。

2） ワンプライス：同社は、国内外のメーカーから仕入れた商品を、ウェブサイト及びカタログに販売価格を明示して掲載し、購入者の属性に関わらず同一価格で販売している[注2]。

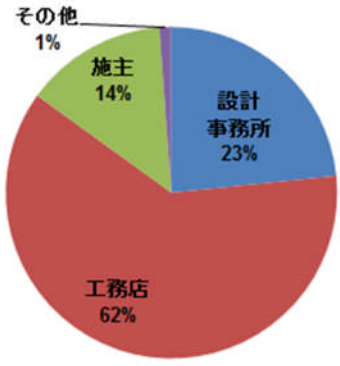
（注 1）設計事務所や工務店をフォローし、クレーム対応や商品の共同開発などを行うための法人サポート部門は存在する。

（注 2）施主に直接販売するネット通販なので価格の明示は当然である。ボリュームディスカウントは行っていないため、工務店から好かれにくい業態であるが、施主や設計事務所の指定により、工務店の購入比率が高くなっている（図表 2）。

図表 1 商品の種類別売上構成（13/9 期）



図表 2 顧客属性別売上構成（13/9 期）



（出所）図表 1、2 ともにサンワカンパニー決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

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

3） 国内外のメーカーから直接仕入れ：主な仕入先は、国内約120社、海外約55社の建材メーカーである。ハウスメーカーやゼネコン、デベロッパー等と取引のある板金加工や木材加工技術を持つ国内建築資材メーカー、デザイン性に優れたタイルや陶器製洗面ボウル等を製造している欧州メーカー、日本と同等の製造技術を持つ中国や東南アジアの建材メーカー等である。

4） 受発注及び納品プロセス：輸入品及び国内オリジナル品の一部は賃借している神戸、横浜、東大阪等 7 カ所の営業倉庫に在庫し、受注受付の翌日に出荷している。その他の商品はメーカーからの直送で、キッチンや建具などの寸法を採って受注生産する商品は約 3 週間後、タイルやフローリング等のメーカー在庫品は受注翌日の出荷となる。在庫補充については、受注履歴やリードタイムを基に適時自動発注する自社開発システムを利用している。

5） サンプル提供：通信販売を主体としている同社は、実物を見ないと決められない施主のために、同社サイトからサンプルの請求も受け付けている（10 点まで無料、ファクシミリでも受付け）。

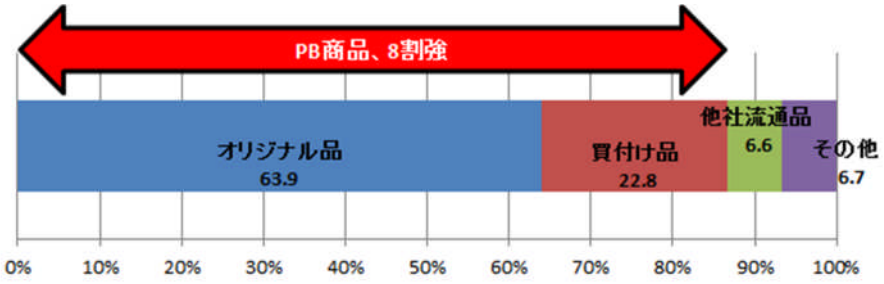
6） ショールーム：東京、大阪、名古屋及びシンガポールに各 1 カ所ショールームを設けている。ショールームでは人気商品の実物展示を行うと共に、同社スタッフのインテリア・コーディネータが顧客の相談に応じている。大阪店では一級建築士の資格を持つ同社スタッフによる住まいづくりの無料相談会を毎週 2 回開催している。

7） オリジナル商品：同社は自社で企画及び設計を行い、主に国内メーカーに製造委託しているオリジナル品や、独占的に輸入販売する買付け品など、プライベートブランド（以下、PB）商品の販売に注力している。PB 商品の売上構成比は 8 割超に達している（図表 3）。

8） 決済方法は現金先払い若しくはクレジットカード決済を原則として、信用リスクを回避し、資金効率を高めている[注3]。

（注 3）工務店の一部に対しては、購買頻度及び購買額に応じてオリエントコーポレーション（8585 東証一部）やネットプロテクションズ社の後払いサービスも導入している。

図表 3 仕入種類別売上構成（13/9 期）



（出所）サンワカンパニー決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

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

＞ ビジネスモデル

流通経路を短縮して価格帯を下げた PB 商品を提供し、施主の満足度を高めている。

◆ 流通工程の簡素化、プライスダウンを実現

同社は、建設業界の変革を通じて社会に豊かさを提供することを経営の基本方針としている。体質の古い建設業界では、経験に裏付けされた工務店やゼネコンなどの作り手が主導して物事が決定されている。同社はこれを、施主が主導する業界に変えようとしている。

例えば、工務店は、自分にとってインセンティブが働くメーカーの商品を推奨し、材料及び工事一式をまとめて受注してきた。これに対して、施主が納得のいく材料を選択し、工務店は施主が支給する、若しくは指定する材料を用いて工事のみ引き受ける、材工分離があるべき姿であると同社は考えている。そこで同社が変革を試みたのは、以下の点である。

1) 多段階に亘る複雑な流通経路を短縮する。メーカーから直接仕入れ、施主に直販することで中間マージンを廃し、大幅なコストダウンを図る（図表 4）。

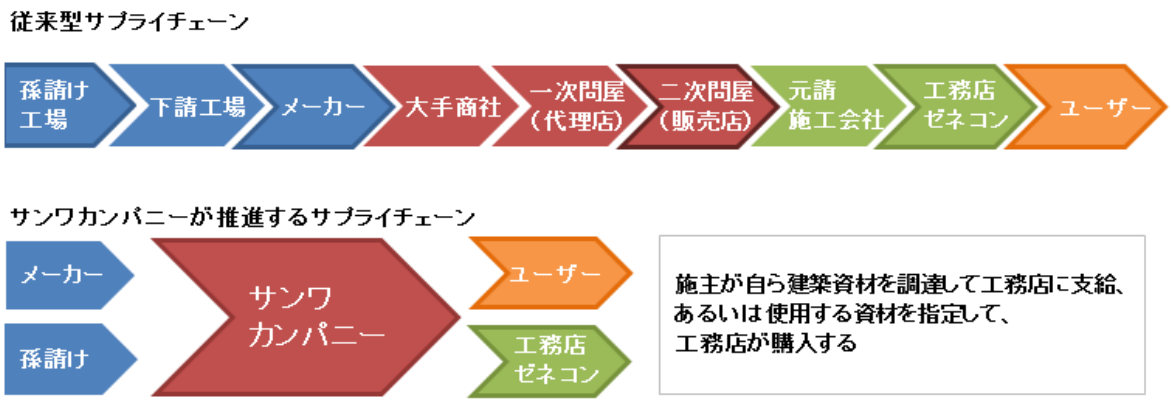
   また、大手メーカーの下請け、孫請けの中小企業等にオリジナル商品の製造を委託することで、コスト削減と納期の短縮を図る。

2) 商流に係らず同一条件であれば同一価格とする。相対取引でその都度値決めされる業界の従来の商慣習と一線を画す販売手法により、取引の透明化を図る。

3) オリジナル商品を通じて新しい価値を施主に提供する。国内外の建築家等と交流を持ち、意匠性に優れた商品を企画及び開発している。しかも、中間流通マージンの排除により、ナショナルブランドより格段に安い、リーズナブルな価格で提供する。

ネット通販による簡素な流通、ワンプライス、おしゃれなオリジナル商品開発による豊富な品ぞろえ、低コストを反映した低価格で、

図表 4 従来の建築業界のサプライチェーンとサンワカンパニーのサプライチェーン

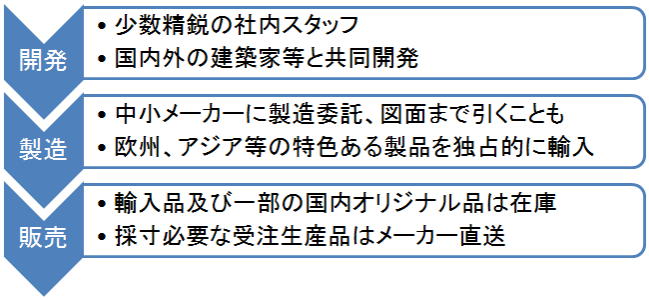


（出所）サンワカンパニー決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

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

しかも短納期という要素が、建築資材のファブレスメーカーと言い得る同社独自のビジネスモデルの根幹を支えている（図表 5）。

図表 5 ファブレスメーカーとしての業務プロセス



（出所）ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

施主や設計事務所へのアプローチを重視。

◆ ターゲット市場

同社はターゲットとすべき市場について、以下のように考えている。

1） 顧客属性別には、設計事務所及び施主に注目している。同社は B to ABC と称して、それぞれに営業戦略を考案している。ABC とは、A は Architect、つまり建築家、設計事務所、B は工務店、C は施主を指す。同社は施主に対する直接販売、材工分離を指向しているのは前述の通りである。

2） 設計事務所は施主の相談相手であり、同社オリジナル商品の評価を得ることができれば、他の施主への提案というリピートオーダーが期待できる顧客であり、重視している。なお、設計事務所は基本的には建築資材を購入せず、工務店に使用する材料の指定を行うのであるが、工務店を併営しているケースでは、設計事務所としてカウントしている（図表 2 参照）。

リフォーム、小規模案件がターゲット市場である。

3） 工務店については、建築資材の施主支給や施主指定材料の使用により、ビジネス上の利点が薄まることから、現状では同社材料の積極的な利用は望めないと考えている。但し小規模事業者については、同社ショールームでの施主の紹介等により収益機会を与えることで、良好な関係を構築できる可能性があるとみている。

4） リフォーム工事については、戸建、集合住宅の差異無く、攻略対象となる。施主や設計事務所が発注する小規模工事であり、ネット通販の強みが活かされるためである。

5） 新築工事については、イ）戸建て住宅は攻略対象とみるが、ロ）集合住宅は案件の規模により異なる。a) 建築資材の一括納入でスケールメリットが働く分譲マンションは、大手メーカーの営業対象となるため、同社は攻めない。b）賃貸住宅は、小規模な個人

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

オーナー物件であれば攻略対象だが、規模の大きな賃貸マンションならば大手メーカーの領分と同社は考えている。

＞ 業界環境と競合

中古住宅の流通促進により、リフォーム市場の拡大が見込まれる。

（注 4）中古住宅の流通シェアは、既存住宅流通戸数＋新築着工戸数の合計に対する比率。米国 90.3%、英国 85.8%、フランス 64.0%で、いずれも 09 年データ。中古住宅の流通促進・活用に関する研究会報告の参考資料より引用。

（注 5）公益財団法人住宅リフォーム・紛争処理支援センターによる推計。狭義のリフォームは増築及び改築工事費と設備等の修繕維持費の合計額で、分譲マンションの大規模修繕等共用部分のリフォーム、賃貸住宅所有者による賃貸住宅のリフォーム、外構等のエクステリア工事は含まれない。広義のリフォームには、戸数増を伴う増築・改築工事費と、リフォーム関連の家庭用耐久消費財、インテリア商品等の購入費が加算されている。

◆ 中古住宅流通市場

国土交通省によれば、13 年の新設住宅着工戸数は約 98 万戸（前年比 11.0%増）で、4 年連続の前年比増加となった。しかし、その水準はバブル期の 1990 年の 171 万戸、3%から 5%への消費税引き上げ前の 96 年の 164 万戸には遠く及ばず、また 14 年は前回と同様に消費税引き上げ前の駆け込み需要の反動減が懸念されている（図表 6）。

既に世帯数を上回る住宅ストックがあり、少子化による人口減少時代を迎えた我が国では、住宅新設よりも適確なリフォームがなされた既存（中古）住宅の流通を促進することが求められている。08 年度現在の中古住宅の流通シェアは 13.5%で、欧米諸国に比べ低水準にとどまっている[注4]。

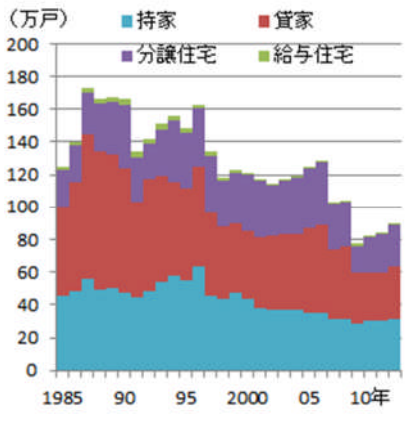
国土交通省が設置した「中古住宅の流通促進・活用に関する研究会」では、中古住宅評価の適正化、中古住宅の質に対する不安の解消、金融機関の担保評価の見直しに向けて行政も必要な支援を行い、中古住宅流通シェアを 20 年には 25%に引き上げるとしている（図表 7、13 年 6 月の報告書）。

◆ リフォーム市場

わが国のリフォーム市場に関する公式統計はないが、国土交通省の前掲報告書参考資料では、住宅の増・改築工事費と設備等の修繕維持費を合わせた 11 年の市場規模は約 5.25 兆円（図表 8）、12 年は約 5.43 兆円（前年比 3.4%増）である[注5]。

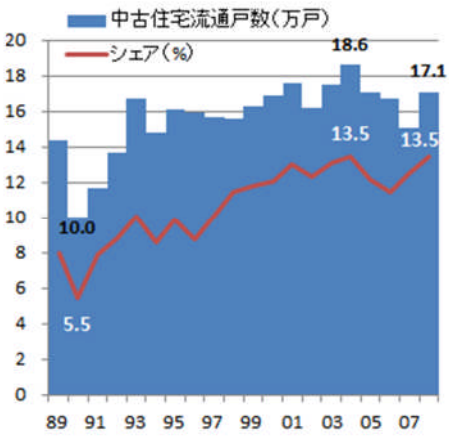
国土交通省の研究会報告の通り、適切な施策により中古住宅流通が増加すれば、リフォーム市場も今後拡大していくものと推察される。

図表 6　新設住宅着工戸数の推移

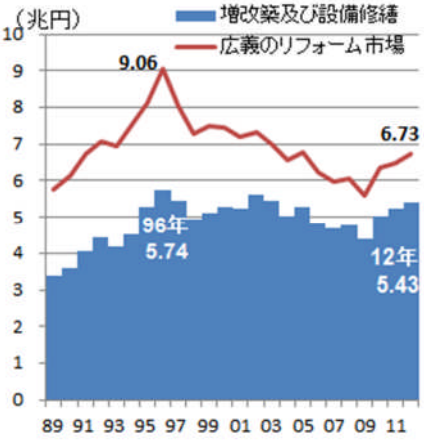


（出所）国土交通省「住宅着工統計」に基づき証券リサーチセンター作成

図表 7　中古住宅の流通量の推移



図表 8　リフォーム市場規模



（出所）図表 7、8 ともに国土交通省「中古住宅の流通促進・活用に関する研究会」報告参考資料に基づき証券リサーチセンター作成

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

系列店など商流の制約がなく、オリジナル商品が豊富。オンリーワンの通販会社。

◆ ポジショニング

同社と取扱い品目の面で競合する企業は、建築資材及び住設機器全般を手掛ける LIXIL グループ（5938 東証一部）、住設機器全般を手掛ける TOTO（5932 東証一部）やタカラスタンダード（7981 東証一部）、建材メーカーの大建工業（7905 東証一部）やウッドワン（7898 東証一部）、永大産業（7822 東証一部）、建材商社のアドヴァン（7463 東証一部）等が挙げられる。ただしこれらは何れも代理店網を持っており、従来の常識ではそのネットワークが販売力の強さにつながっていたが、ワンプライスのネット通販に参入するためには代理店網が大きな障害になってしまう。

住宅建材や設備機器をネット通販している同業者には非上場のサンリフレホールディングス（本社東京都渋谷区、業務内容は住宅設備機器の通信販売及び施工、12/9 期売上高約 15 億円）やオオムラ（本社京都府亀岡市、タイル等輸入建材の通信販売業、年商約 10 億円）等がある。しかし、前者は個人の施主を対象とするリフォーム事業の一環としてネット通販で大手メーカー品のディスカウント販売を行っている模様であり、後者は工務店向け専門のネット通販で、会員以外に価格は非開示であること、同社に比べると品揃えに偏りがあり、規模も小さい。住宅建材及び設備機器全般のネット通販を展開する製造小売業という同社のポジションは他に類例を見ないと言っても過言ではあるまい。

＞ 沿革と経営理念

ゼネコン向け輸入建材商社から PB 主体のネット通販業者へ。

◆ 1979 年創業、2000 年よりネット通販に業態転換

同社は 79 年 8 月に、先代社長の山根幸治氏（故人）により大阪市に設立された。ロンドンの大学で貿易関係の学問を修めた山根氏は材木輸入商社を手掛けていたのだが、海外の取引先や建築家との交流を経て、事業は建材や設備機器の開発、販売業へと展開していったという（House Vison 第 3 回研究会における山根氏の講演録より）。

創業来、同社の業態は住宅用建設資材の開発及び販売業であるが、かつては大規模マンション建設を手掛けるゼネコン向けの販売が主体であった。97 年の金融不況は、同社の主要取引先を軒並み経営危機に陥れ、そのうちの 1 社である多田建設は会社更生法を申請した。同社はこれを機に、与信管理の仕方、将来の建築業界の在り方を再考し、ゼネコンや工務店が主導権を握る業界構造を施主や建築家（設計事務所）中心に改めたいと考えた。そして、当時人口普及率が急速に上昇し始めたインターネットを利用し、工務店やゼネコンだけでなく、施主や設計事務所にも同じ価格で直接販売する通信販売業に業態を転換したという。

同社がネット通販に転換した当初は、ゼネコンや工務店の理解を得られず様々な抵抗にもあったようだ。しかし、ネット通販そのものが住

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

宅購入世代にも普及し始めると、意匠性に優れたタイル等の輸入商品が消費者の関心を集め、同社サイトへのアクセス数が徐々に増加し始めた。ネット通販が軌道に乗り始めると、販売数量の見込みを付けてオリジナル商品の企画開発ができるようになり、そこでの収益が次の開発投資及び在庫リスク引き受けの基盤となって、品揃えが拡充するという好循環が巡り始めている（図表 9）。

同社は 04 年にショールームの開設に乗り出した。その結果、ネット上での単品販売だけでなく、室内環境の調和を求めた複数購買の事例が増え、業績拡大につながっているという。

同社は現在、国内ショールームの増設や、11 年に設けたシンガポールのショールームを拠点とする海外販売の拡大に注力している。なお、東証マザーズ上場は 13 年 9 月である。

「あくなき挑戦」を続けるトップランナー。

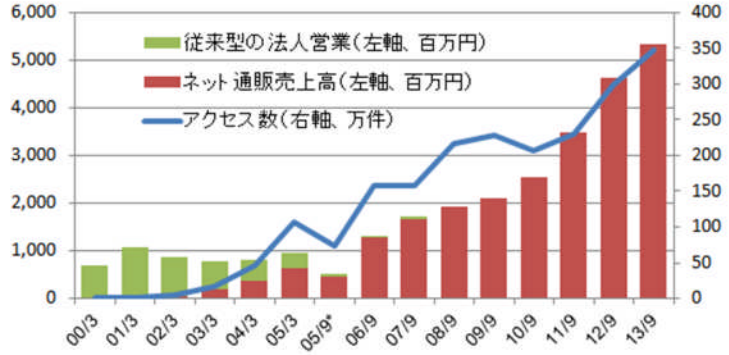
◆ 経営理念と行動指針

同社の経営理念は、「公正で透明性の高い社会の実現をめざし、『飽くなき挑戦』をすることで社会に貢献する」というものである。建築資材のネット通販業のトップランナーとして、根強い業界慣行に挑み、「ワンプライスの明示」で施主の満足度を高めようとする姿勢は、この理念に裏付けられている。

同社は行動指針として、「おしゃれであること」、「スマートであること」、「頼られること」の 3 つを挙げている。その背景は、イ）「家を建てる」という夢に係るビジネスに従事しているからには身嗜みに気を付けおしゃれをする心の余裕を持とう、ロ）目先の利益に惑わされず、高い志と誇りを持ってスマートに行動しよう、ハ）人に信頼されるスタッフが集まった会社は社会から信頼されるの 3 点である。

創業者の打ち出した経営理念の実践により、会社の永続的な成長、そして面白い会社をつくるのが、自身のミッションであると、二代目社長の谷口 亙氏は述べている。

図表 9 サンワカンパニーのネット通販事業の成長過程



（注）05/9 期は決算期変更で 6 カ月決算
（出所）ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

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

2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

独自のビジネスモデルが認知されはじめ、収益は右肩上がりで急拡大。

◆ 急拡大を続ける収益

同社の過去 8 年間の売上高と、新設住宅着工戸数の推移を図表 10 に示した。新設住宅着工が低迷するなかでも、同社の売上高が右肩上がりで拡大しているのは、同社の事業規模がまだ小さく、市場の変動よりも、イ）ショールームの設置やリスティング広告等の販促活動による、施主や設計事務所における認知度の上昇、ロ）新商品開発の推進による、取扱いアイテム数の増加など販売機会の拡大の影響が大きいためと考えられる。また、ハ）リフォーム市場はこの間にも大きな落ち込みを見せていないこと（前掲図表 8）、ニ）ネット通販の一般消費者への浸透等も考慮する必要があろう。

同社の経常利益は、09/9 期の黒字転換から 12/9 期にかけて急拡大してきた。この期間に従業員数は 9 名の増加に止まり、一人当たり売上高も着実に増加してきた。法人営業マンを持たずネット通販に徹しているため、売上高の増大とともに収益性が高まっている（図表 11）。

13/9 期は前期比 14.6%増収を達成したが、21.6%経常減益となった。増益要因は増収効果 235 百万円、一方減益要因は、イ）一時的な中国からの仕入途絶や円安による仕入原価上昇等を背景にした粗利率低下（102 百万円）、ロ）ショールーム移転[注6]等の施設費増（69 百万円）、ハ）人員増強に伴う人件費の増加（49 百万円）、ニ）広告宣伝費の増加（39 百万円）等で、減益要因の方が大きかった。

13/9 期は、東証マザーズ上場による資金調達の結果、自己資本比率が 34.3%に高まった。自己資本の充実と前期比減益により、ROE は 24.4%と前期比 10%ポイント低下したが、通販大手の千趣会（8165 東証一部、13/12 期 ROE8.5%、売上高経常利益率 3.3%）などと比べれば、同社の利益率は高い水準にあると考えられる。

（注 6）大阪ショールームを北浜から JR 大阪駅北口の複合商業施設「グランフロント大阪」内に移転、約 2 倍に増床（1,300 平米）。

図表 10　サンワカンパニーの売上高と住宅着工の推移

図表 11　主な経営指標の推移

決算期		08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9
売上高	百万円	1,927	2,099	2,551	3,493	4,640	5,320
経常利益	百万円	-8	4	100	239	377	296
当期純利益	百万円	-9	40	29	109	176	214
純資産	百万円	256	297	327	433	588	1,167
総資産	百万円	1,308	1,391	1,550	1,896	2,311	3,405
自己資本比率	%	19.6	21.4	21.1	22.9	25.5	34.3
自己資本利益率	%	—	14.7	9.5	28.8	34.4	24.4
売上高経常利益率	%	—	0.2	3.9	6.8	8.1	5.6
従業員数	人	25	30	29	34	39	52
一人当たり売上高	百万円	77	70	88	102	118	102

（注）11/9 期より連結決算に移行
（出所）図表 10、11 ともにサンワカンパニー新株式発行並びに株式売出届出目論見書、有価証券報告書、決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成、住宅着工戸数の出典は国土交通省「建築着工統計調査報告」

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

＞ 同業他社との比較

工業用間接資材のネット通販業 MonotaRO がベンチマーク。

◆ 類似会社との財務指標比較

同社がベンチマークと認識する類似企業は、工具やねじ等の規格品、清掃用品や手袋やマスクなどの工業用の間接材のネット通販を手掛ける MonotaRO（3064 東証一部）である。このほか住宅用建設資材メーカーとして前掲の企業のうち、比較的小規模なアドヴァンと永大産業を取り上げ、各種財務指標を比較した（図表 12）。

同社と同様に、業界の商慣習に抗って新たなビジネスモデルを打ち出し、中小企業をターゲットにネット通販で成長する MonotaRO は、収益性を示す指標で同社を上回り、事業規模が大きく異なるのに成長性は同等である。取扱商品の業界特性等相違点はあるが、同社にもまだ収益拡大及び利益率改善の余地があるとみることもできよう。

建築資材業界大手の多くは直近期売上高営業利益率5%未満。

ゼネコンや工務店、商社向けにタイルや石材を中心とする建材販売業で、一部ネット通販も手掛けるアドヴァンは、同社と同等かそれ以上の収益性を示している。これはアドヴァンが施工部門を持ち、材工一式提供で高い粗利率を確保しているとみられること、不動産賃貸事業（13/3 期売上高 1,297 百万円、セグメント利益 701 百万円）で高い利益率をあげていること等が要因とみられる。

建材業界では永大産業のように一桁台の利益率が一般的である。例えば同業最大手の LIXIL グループの 13/3 期の ROE は 3.9%、売上高営業利益率は 3.5%、TOTO は同順で 8.8%、4.9%であり、同社の収益性は建材業界では高い水準にあると考えられる。

図表 12　類似会社との財務指標比較

項目	銘柄		サンワカンパニー	アドヴァン	永大産業	MonotaRO
	証券コード		3187 東証マザーズ	7463 東証一部	7822 東証一部	3064 東証一部
	決算期		13/9	13/3	13/3	13/12
	主力分野		建材ネット通販	建材卸売	建材卸売	工業資材ネット通販
規模	売上高	百万円	5,320	15,413	61,453	34,556
規模	経常利益	百万円	296	4,611	2,363	3,901
規模	総資産	百万円	3,405	37,129	63,670	14,505
収益性	自己資本利益率	%	24.4	12.1	4.2	35.9
収益性	総資産経常利益率	%	10.4	13.3	3.8	30.3
収益性	売上高営業利益率	%	6.4	24.5	3.3	11.2
成長性	売上高（3年平成長率）	%	27.8	12.8	3.7	25.0
成長性	経常利益（同上）	%	43.4	31.2	100.3	43.3
成長性	総資産（同上）	%	30.0	8.7	4.0	29.2
安全性	自己資本比率	%	34.3	64.8	64.7	50.2
安全性	流動比率	%	246.6	189.8	247.8	178.4
安全性	固定長期適合率	%	32.4	75.3	35.9	24.1

（注）数値は基本的に直近決算期実績。平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で計算。サンワカンパニー及び MonotaRO の成長性については 3 期前に連結決算を作成していないため、単体業績との比較。収益性については、期間利益÷（期首・期末平均資本）。流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本＋固定負債）。
（出所）各社有価証券報告書に基づき当センター作成

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

＞ 今後の業績見通し

ショールーム移転効果や新商品の拡充等による客数増を主因に、増収増益を予想。

◆ サンワカンパニーの 14 年 9 月期業績予想

同社の 14/9 期業績予想は、売上高 6,655 百万円（前期比 25.1%増）、営業利益 485 百万円（同 43.1%増）、経常利益 468 百万円（同 58.2%増）、当期純利益 296 百万円（同 38.4%増）である（図表 13）。

14/9 期の重点施策は、イ）福岡ショールームの開設、ロ）法人サポート部門の設置により設計事務所、工務店等からリピートオーダーを獲得に努め、大口顧客化する、ハ）オリジナル商品の強化、特に前期に発売を開始したユニットバスや、システム収納家具等の単価の高い商品の品揃え拡充等を掲げている。

これらの施策に、前期に移転拡張した大阪ショールームの通期寄与、消費税引き上げ前の駆け込み需要という追い風も加わり、顧客数の増加によって高い増収率が実現すると同社は見込んでいる。

利益面について同社は、イ）高い粗利率が見込まれる新商品の投入による、増収率を上回る売上総利益の伸長を想定し、ロ）増収効果による人件費等の固定費負担の軽減、ハ）IPO 関連費用の消滅等の要因により、営業利益 43.1%増、経常利益 58.2%増の大幅増益を見込んでいる。

なお、13/9 期に発生した一部商品の調達難は前期中に解消されており、円安による仕入れ価格の上昇は半期に一度のカタログ改訂時に見直されている。

13/9 期に特別利益として計上された受取保険金等 101 百万円がなくなるため、当期純利益の伸び率は経常増益率を下回る見込みである。

図表 13 サンワカンパニーの 14/9 期業績予想 （単位：百万円）

項目／ 決算期	2011/9	2012/9	2013/9	2014/9 CE	対前期比
売上高	3,493	4,640	5,320	6,655	25.1%
売上総利益	1,160	1,605	1,738	2,203	26.7%
（対売上高比）	33.2%	34.6%	32.7%	33.1%	0.4%
販売費及び一般管理費	883	1,203	1,399	1,717	22.7%
（対売上高比）	25.3%	25.9%	26.3%	25.8%	-0.5%
営業利益	276	401	339	485	43.1%
（対売上高比）	7.9%	8.7%	6.4%	7.3%	0.9%
経常利益	239	377	296	468	58.2%
（対売上高比）	6.8%	8.1%	5.6%	7.0%	1.4%
当期純利益	109	176	214	296	38.4%
（対売上高比）		3.8%	4.0%	4.5%	0.5%
設備投資	N.A.	101	302	293	-3.1%
減価償却費	48	67	93	103	10.3%
従業員数（人）	34	39	52	58	11.5%
一人当たり売上高	102	118	102	114	12.2%

（出所）サンワカンパニー決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

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

◆ 証券リサーチセンターの 14 年 9 月期業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、14/9 期の同社の業績を、売上高 6,700 百万円（前期比 25.9%増）、営業利益 520 百万円（同 53.4%増）、経常利益 500 百万円（同 68.9%増）当期純利益 310 百万円（同 44.9%増）と予想する。当センターでは予想策定のうえで以下の点に留意した。

知名度上昇による顧客増や調達難の解消により、大幅増収増益を予想。

1） 売上高については、株式上場による知名度及び信用力の向上、及び 13//9 期に発生した調達難の解消に伴い、住宅新設需要の減退という環境変化を吸収して、同社が見込む増収率の達成は可能であると判断した。

顧客数は 2 割増加、客単価も若上昇へ。PB 商品比率上昇で粗利率も改善しよう。

2） 当センターでは、顧客数が設計事務所を中心に前期比 21.5%増加すると想定し、トータルコーディネートの提案による顧客当たり買付点数の増加により 3.6%の客単価上昇も見込んだ。

3） 売上総利益については、オリジナル品や買付け品等の粗利率の高い商品の伸長に伴い、増収率を上回る伸長を見込んだ。

4） 販売費及び一般管理費については、広告宣伝費の増加やショールーム増設に伴う人件費の増加を織り込んだが、4 月と想定されていた福岡ショールームの開設時期が夏頃にずれ込む可能性が高いと考え、同社予想よりも減額した。

◆ 中期業績見通し

同社は中長期的な成長を目指す上での数値目標として、売上高の成長率 20%以上、売上高経常利益率及び ROE10%以上を挙げている。当センターでは、同社の 15/9 期及び 16/9 期業績について、次頁図表 14 のように顧客数の増加を主因とする二桁増収、利益率の改善による大幅増益が続くものと予想した。

顧客数の増加、品揃えの拡充により、住宅着工の如何に係らず増収可能と判断。

以下の要因により、新設住宅着工への消費増税の影響に係らず、増収基調を持続できるものと予想した。

ショールームは 13/9 期の大阪店移転増床、東京店改装、14 年夏の福岡店新設、15 年秋の横浜店新設と投資が続けられ、来店客の増加、設計事務所や工務店の紹介等による商談活性化が期待される。

知名度及び信用力の向上による顧客数の拡大を見込み、販売予定数量の増加に伴う商品開発力の強化[注 7]、それに伴う同社ショッピングサイトの魅力向上という好循環を想定した。

利益率は、オリジナル商品や買付け品（PB 商品）の比率上昇による粗利率の改善、増収効果による固定費的な要素の強い販売費及び一般管理費の負担軽減で高まると想定した。

（注 7）一例として、これまで取引のなかったパワービルダーから標準仕様の商品開発の引き合いがあるという。パワービルダーとは住宅一次取得者層向けに比較的安価な住宅を分譲する建売業者。

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

図表 14　サンワカンパニーの収益モデル　（単位：百万円）

	項目／ 決算期	2011/9	2012/9	2013/9	2014/9 CE	2014/9 E	2015/9 E	2016/9 E
	売上高	3,493	4,640	5,320	6,655	6,700	7,800	9,200
	（前期比増減率）	—	32.8%	14.6%	25.1%	25.9%	16.4%	17.9%
	客数（社及び人）		23,926	29,044	N.A.	35,300	39,700	45,800
	（前期比増減率）	—	—	21.4%	—	21.5%	12.5%	15.4%
	客単価（千円）		194	183	N.A.	190	196	201
	（前期比増減率）	—	—	-5.5%	—	3.6%	3.5%	2.2%
	売上総利益	1,160	1,605	1,738	2,203	2,220	2,650	3,200
	（前期比増減率）	—	38.4%	8.3%	26.7%	27.7%	19.4%	20.8%
	（対売上高比）	33.2%	34.6%	32.7%	33.1%	33.1%	34.0%	34.8%
	販売費及び一般管理費	883	1,203	1,399	1,717	1,700	1,900	2,150
	（前期比増減率）	—	36.2%	16.3%	22.7%	21.5%	11.8%	13.2%
	（対売上高比）	25.3%	25.9%	26.3%	25.8%	25.4%	24.4%	23.4%
内訳	給料手当	189	242	314	N.A.	350	400	450
内訳	広告宣伝費	127	234	273	N.A.	350	400	500
内訳	その他	567	727	812	N.A.	1,000	1,100	1,200
	営業利益	276	401	339	485	520	750	1,050
	（前期比増減率）	—	45.0%	-15.5%	43.1%	53.4%	44.2%	40.0%
	（対売上高比）	7.9%	8.7%	6.4%	7.3%	7.8%	9.6%	11.4%
	経常利益	239	377	296	468	500	720	1,000
	（前期比増減率）	—	57.6%	-21.6%	58.2%	68.9%	44.0%	38.9%
	（対売上高比）	6.8%	8.1%	5.6%	7.0%	7.5%	9.2%	10.9%
	当期純利益	109	176	214	296	310	460	640
	（前期比増減率）	—	60.6%	21.6%	38.4%	44.9%	48.4%	39.1%
	設備投資	N.A.	101	302	293	293	300	300
	減価償却費	48	67	93	103	103	105	105
	従業員数（人）	34	39	52	58	58	65	73
	一人当たり売上高	102	118	102	114	115	120	126
顧客属性別売上内訳	設計事務所	N.A.	766	1,244	N.A.	1,750	2,150	2,550
顧客属性別売上内訳	（前期比増減率）	—	—	62.4%	—	40.7%	22.9%	18.6%
顧客属性別売上内訳	客数（社）		4,060	7,139	N.A.	10,000	12,000	14,000
顧客属性別売上内訳	客単価（千円）		189	174	N.A.	175	179	182
顧客属性別売上内訳	工務店	N.A.	2,774	3,278	N.A.	4,100	4,750	5,700
顧客属性別売上内訳	（前期比増減率）	—	—	18.2%	—	25.1%	15.9%	20.0%
顧客属性別売上内訳	客数（社）		11,745	13,493	N.A.	16,500	18,500	22,000
顧客属性別売上内訳	客単価（千円）		236	243	N.A.	248	257	259
顧客属性別売上内訳	施主	N.A.	805	737	N.A.	800	850	900
顧客属性別売上内訳	（前期比増減率）	—	—	-8.4%	—	8.5%	6.3%	5.9%
顧客属性別売上内訳	客数（人）		8,121	8,412	N.A.	8,800	9,200	9,800
顧客属性別売上内訳	客単価（千円）		99	88	N.A.	91	92	92
顧客属性別売上内訳	その他売上高	N.A.	293	63	N.A.	50	50	50
再掲・仕入種類別内訳	オリジナル品	N.A.	2,902	3,397	N.A.	4,320	5,100	6,140
再掲・仕入種類別内訳	（前期比増減率）	—	—	17.1%	—	27.2%	18.1%	20.4%
再掲・仕入種類別内訳	買付け品	N.A.	1,237	1,213	N.A.	1,500	1,720	1,980
再掲・仕入種類別内訳	（前期比増減率）	—	—	-1.9%	—	23.7%	14.7%	15.1%
再掲・仕入種類別内訳	他社流通品	N.A.	363	352	N.A.	380	430	480
再掲・仕入種類別内訳	（前期比増減率）	—	—	-3.0%	—	8.0%	13.2%	11.6%
再掲・仕入種類別内訳	その他(運賃等)	N.A.	136	357	N.A.	500	550	600
再掲・仕入種類別内訳	（前期比増減率）	—	—	162.5%	—	40.1%	10.0%	9.1%

（注）仕入種類別売上内訳において 12/9 期実績及び 13/9 期の前期比増減率は 13/9 期からの新基準に統一した
（出所）実績はサンワカンパニー及び会社予想（CE）は決算短信及び決算説明会資料、予想（E）は証券リサーチセンター作成

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

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

業界の常識に抗う勇気と、実行するために必要な商品開発力を評価したい。

◆ 商品開発力を背景に確立した業界慣習を覆すビジネスモデル

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 15 に示した。特筆すべき同社の知的資本は、業界の常識に抗して施主第一のビジネスモデルの構築を企図し、確立した経営陣の事業構想力、そして取引先の反発を抑えるべく高められた商品提案力であると考えられる。

同社の開発したオリジナル商品は、最近 4 年連続でグッドデザイン賞を受賞している。同社の行動指針に「おしゃれであれ」というフレーズがあるが、「安かろう、悪かろう」に堕することなく、品質で勝負できる商品ゆえに、施主に支持されていると考えられる。

顧客基盤の拡充はこれからの課題であるが、創業者の理念である「あくなき挑戦」を続けることで、設計事務所はもとより、工務店からも徐々に支持を得られるようになってきたようだ。

図表 15 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客基盤 ・ブランド	● 設計事務所へのオリジナル品提案及び広告を推進 ● 他社で入手できない商品の開発により施主の支持を得て、工務店との取引が増加している ● ショールーム（SR）開設による施主への直接 PR	1）購入者（社）数 A 設計事務所 B 工務店 C 施主 2）SR 来場者数（人）	13/9 期(前期比) A 7,139、+76% B13,493、+15% C 8,412、+4% 2）50,541、+183%
	事業 パートナー	● 国内外のメーカーとの直接取引 ● 国内外の建築家、中小メーカーとの共同開発を推進	・仕入先 メーカー数	国内約 120 社 海外約 55 社
組織資本	業務 プロセス	● 独自のビジネスモデルの構築により高い収益性を実現 ● インターネット通販の採用による販売コストの削減 ● 建築家との共同開発により意匠性と低開発費を両立 ● 中小企業に製造委託し原価削減、納期短縮を実現	1）売上高 営業利益率 2）販売費及び一般管理費の売上比	13/9 期（12/9 期） 1）6.4%（8.7%） 2）26.3%（25.9%）
	知的財産 ・ノウハウ	● オリジナル商品の企画、開発力 ● 国内外の建築家等と共同開発した独自性高い商品 ● 商品在庫自動発注システムを自社開発	1）新商品投入数 2）グッドデザイン賞 3）特許、商標や意匠登録数	1）半期 30～50 2）13 年まで 4 年連続で受賞 3）特許 4、商標 79、意匠 20
人的資本	経営陣	● 業界の改革を目指した創業者の精神を継承し、発展させる CEO を中心とするマネジメント層 ● 所有と経営が分離され、適材適所の人材配置がなされている	過去 3 年平均成長率 1）売上高 2）経常利益	1）27.8% 2）43.4%
	従業員	● 経営トップと従業員との直接対話の機会がある ● 新卒社員定期採用は未実施、スキルある人材を適宜採用し、少数精鋭の事業運営を行っている	1）従業員 1 人当たり売上高 2）正社員勤続年数	13/9 期（12/9 期） 1）102 百万円 （118） 2）5.1 年(単体)

（注）過去 3 年平均成長率は、13/9 期連結実績と 10/9 期単体実績の比較
（出所）サンワカンパニー有価証券報告書、決算説明会資料及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

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

＞ ESG活動の分析

（注 8）陶器は高温で焼き上げるため製造時に大量の二酸化炭素を排出する。レジンコンクリートはトンネルや橋梁などの土木工事で使用される素材で、同社はガラス繊維と樹脂でコーティングした材料を洗面ボウルに世界で初めて採用した。

環境に配慮し、社会貢献も意識した経営を進めている。

◆ 環境対応（Environment）

同社は高いデザイン性や機能性を重視しつつ、森林資源の保全や地球温暖化問題等にも配慮した商品開発に積極的に取り組んでいる。具体的には、イ）システムキッチンに加工くずの再生利用が容易なステンレスを多用している、ロ）製材所から排出される鋸屑や木片、ペットボトルのキャップ等の廃プラスチックを再生して原料に使用したウッドデッキの開発、ハ）陶器が一般的な洗面ボウルに、製造時に二酸化炭素を一切排出しないレジンコンクリートをベースにした新材料の採用[注8]等の事例がある。

◆ 社会的責任（Society）

同社の「建築業界の変革を通じて社会に豊かさを提供する」という経営の基本方針は、同社の社会との関わり方を端的に表すメッセージである。建築業界の商慣習に一石を投じ、施主の満足度を高めることが、同社の考える豊かな社会の実現方法である。

同社は東日本大震災後の復興支援活動に取り組んだ実績がある。宮城県女川町において 11 年 11 月にオープンした理髪店と食料品及び日用品販売店のコンテナ建築による仮設店舗 2 店について、在阪企業 12 社とともに建築し寄贈した。同社は当該プロジェクトの全体企画及び監理を行った。金品の支援でなく、被災者に活動の場を提供することが大阪人らしい支援であると同社は考えており、今後も同様の活動を継続する意向である。

所有と経営は分離されている。監査役は独立性が高い。

◆ 企業統治（Governance）

同社の取締役は社長の谷口 亙氏、WEB 事業部長の荒砂康行氏、管理部長の平井靖人氏の 3 名であり、小規模組織であることを理由に社外取締役を置いていない。監査役 3 名は何れも社外監査役であり、過去に取引関係等の利害関係がなく高い独立性を有しており、経営監視機能は十分に機能しているものと推察される。

同社の筆頭株主はベンチャーキャピタルであり、創業者（故人）一族は持ち株会社を含め大株主上位 10 名のうち 4 名（持株比率 43.4%）を占めるが、同社の経営には関与していない（同社在籍者もいない）。同社では所有と経営は分離されている。

図表 16 13/9 期末の大株主及び株主属性別株式保有状況（単位：%）

氏名又は名称	所有比率
ドリームインキュベータ	15.8
山根 太郎（創業者一族）	13.8
山根 良太（創業者一族）	13.8
山根 知子（創業者一族）	10.8
谷口 亙（同社社長）	7.7
上位5名の所有比率	61.9

株主属性	所有比率
個人その他	71.74
その他の法人	19.96
金融商品取引業者	3.32
金融機関	2.94
外国法人等	2.04
株主数 （人）	963

（出所）サンワカンパニー13/9 期有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

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

4. 経営戦略

＞対処すべき課題

商品拡充、調達コスト引き下げ、知名度向上による顧客数の増加を図る。

◆ 収益規模の拡大に向けた取り組み

同社は 13/9 期有価証券報告書等において、自社の事業規模に比べ住宅用建築資材の市場規模が巨大であることから、業界内の競争激化があっても成長余地は大いにあるとしたうえで、対処すべき課題として以下の 4 点を掲げている。

1） **オリジナル商品の拡充**：同社以外では購入できない独占輸入商品や、意匠的に独創性の高い自社開発商品の品揃えを拡充することが重要であると同社は考えている。

2） **価格競争力の追及**：ネット通販という業態で、既存の商流、流通を経由しないことにより獲得した価格競争力が自社の強みであると同社は認識している。価格競争力を維持するために、同一商品を複数の仕入先から購入する等、商品調達コストの引き下げに注力していく必要があると同社は考えている。

3） **知名度の向上**：ネット通販業を営む同社は、リスティング広告を軸とした広告宣伝を展開している。この手法は既に購入すべき商品を特定している顧客には有効だが、漠然とした住宅新築ないしリフォーム意向を持つ潜在顧客にはアプローチできない可能性があるため、テレビ、雑誌、インターネットメディアのディスプレイ広告や、ショールームの新増設等、多様な戦術を検討する必要があると同社は認識している。

4） **内部管理体制の充実**：事業規模の拡大に応じて、内部管理体制を拡充する必要があると同社は認識している。

＞ 今後の事業戦略

商品確認だけでなく、設計事務所や工務店の紹介により購買行動を促進させる。

◆ 施主支給、材工分離による顧客満足

同社の中長期的な経営目標は、建築資材や住宅設備機器のネット通販事業を通じて建築業界に変革をもたらし、施主の顧客満足度を高めることとしている。その実現のため、同社は以下の戦略を進めている。

1）ショールーム機能の強化

主要都市で集客に適した立地条件を探り、ショールームの出店を進める。知名度をあげ、3 年後に顧客になるような、明確な発注意欲を固めていない顧客を開拓していきたいと同社は考えている。14 年夏に福岡、15 年秋には横浜に出店する計画である。

また、ショールームにはサンプル展示機能ではなく、施主に設計事務所や工務店の紹介機能も持たせる意向である。施主と共に同社のカタログを隅々まで閲覧し、トータルコーディネートされた住空間が提案できれば、施主 1 件当たり単価の向上につながると同社は考えている。

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

2）既存顧客の深耕

材料指定権限ある設計事務所を重視、工務店にも利用促進策を導入。

リピートオーダーが期待される顧客は、工務店及び設計事務所である。そこで同社は、設計事務所向けの広告宣伝（業界専門誌への広告掲載やダイレクトメール送付等）に注力している。

さらに、設計事務所や工務店などの法人顧客に向けて、アフターサービスを提供するサポート組織を新設した。クレームの受け付けやオリジナル商品の共同開発等によって法人顧客の満足度を高め、リピート率の向上を図る意向である。

また、同社は発注頻度の高い工務店向けに、後払いサービスを拡充した。これも利便性向上によるリピート率の引き上げを狙った施策である。

3）商品開発力の強化

設計初期段階で選定される商品の品揃え拡充、購買力の強化に注力。

同社は、住宅設計の初期段階で仕様が確定される商品群、即ちシステムキッチンやユニットバス等の品揃えの拡充を進める意向である。システム化されたこれらの商品はそもそも単価が高く、またこれらの商品に合わせて選定されるタイル等も一括受注する機会も生まれると同社は考えている。

同社はこの他、新たな仕入先の開拓による複数購買の実施や仕入れ価格の見直し等、購買部門の強化も進める意向である。

◆ 中長期ビジョン

アジアでは大型物件向けの卸売を開始。

シンガポールの現地法人を拠点とする同社の海外販売戦略は、中国及び ASEAN 市場において、メイドインジャパンと同等の品質を持った現地調達の PB 商品を、B to B の卸売り事業として展開し、中期的な成長事業に育成するというものである。現在は老人ホーム、ホテル等の大型プロジェクトに取り組んでいる。

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

5. アナリストの評価

＞ 強み・弱みの評価

簡素な商流、優れた商品調達力を併せ持つオンリーワン企業。

◆ しがらみを持たずワンプライスのネット通販を貫く

同社の強みは、歴史ある建築資材メーカーや商社には真似できないネット通販という簡素な商流と、歴史の無い新規参入者には真似できない幅広い品揃え、意匠性の高い PB 商品を調達するサプライチェーンを、併せ持っていることである。従って同社にとって業界内競争の激化、新規参入の脅威は殆どないと考えられる。

一方弱みとして販路の問題を二つ取り上げたい。材工分離によって余得を失うことになる工務店から支持されるのは容易ではないこと、施主となる一般消費者からは、ネット通販業者といえば単なるディスカウンターと見られかねないことである。株式上場により知名度の向上で、販路に係る弱みは徐々に克服される可能性があると思われる。

機会として、工事業界の競争激化により、同社がメリットを享受する可能性と国の中古住宅流通の促進策に伴うリフォーム市場の拡大支援[注9]を指摘したい。

（注 9）前掲の「中古住宅の流通促進・活用に関する研究会」報告では、中古住宅流通の促進ためのリフォーム済み住宅の性能評価基準の整備が必要としている。中古住宅にも長期優良住宅の認定を与える等インセンティブを付与し性能を向上させるリフォーム事業の拡大を後押しする可能性があろう。

競争激化による同社の販売先の拡大に期待、国の中古住宅流通支援策も後押しに。

少子化及び住宅ストックの充足による住宅新設需要の低迷は、法人顧客となるハウスメーカーや工務店の競争激化を招こう。リフォーム市場においても、家電量販店やホームセンター等が参入している。

これに伴い、受注競争力を高めるために、同社の商品採用を検討する施工業者等が現れる可能性がある。ヒアリングによれば、上場後に、パワービルダーからの商品開発の引き合いや、イオンリテールからの商品卸売の引き合いが来ているようである。

脅威として、住宅新設需要の低迷があげられる。同社のターゲット市場の一つで成長機会が失われることを意味するが、前述の通りリフォーム市場の拡大や新規販路の獲得により、吸収できるものであろう。

図表 17　SWOT 分析

項目	サンワカンパニーの特質・事情
強み Strength	◇透明性の高いワンプライスの販売手法 ◇ファブレスメーカーとして簡素なサプライチェーンを確立していること ◇幅広いカテゴリーで商品開発を行ってきた実績
弱み Weakness	◆ブランドが浸透していない ◆成長速度に対し人材が量的に不足している
機会 Opportunity	◇ハウスメーカーや工務店の競争激化が、販売先拡大の要因に ◇株式上場で信用力が高まったことに伴う販路の拡大 ◇既存の住宅ストックをリフォームし活用しようとする機運の高まり
脅威 Threat	◆少子高齢化による新設住宅着工の減少

（出所）ヒアリングに基づき当センター作成

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

＞ 経営戦略の評価

ワンプライスの提示に代表される透明な経営は施主の評価を得られるだろう。

◆ リフォームの際に消費者が重視する「価格の透明性」

メーカー希望小売価格と卸売価格の格差や、大口ユーザーと一見の客との値引き率の差別といったダブルスタンダードを廃した同社の販売手法の導入は、かつて大口ユーザーであったゼネコンや工務店の拒絶反応にあった。しかし、同社の「ワンプライスによる材工分離」、「流通過程の短縮によるコストダウン」という二つの基本戦略は、今後拡大が見込まれるリフォームを企図する施主に支持される可能性が高いと思われる。

国土交通省が新成長戦略（10 年 6 月閣議決定）の一つ「中古住宅・リフォーム市場の倍増」に向けてまとめた「中古住宅・リフォームトータルプラン」参考資料（12 年 3 月）によれば、リフォーム経験者が業者選びの際に重視した点として選択したのは「価格の透明性・明朗さ」が 39.4％で最も高く、「説明の分かり易さ・丁寧さ」（33.4％）、「価格の安さが」（31.5％）が続いている。

従って、「ワンプライス」、「材工分離」戦略を進める同社のネット通販事業は、消費者の支持を獲得し、市場平均を上回る成長を遂げる可能性が高いと当センターでは考えている。

協業先を広げて商品開発を進めることがブラント確立につながろう。

◆ 協業先の拡大

同社はこれまでも、国内外の建築家と商品の共同開発を進めてきた。最近では、同社商品を用いて中古住宅（戸建、マンション）のリノベーションのアイデアを競う「第 1 回サンワカンパニーデザインコンペ（最優秀賞の賞金 100 万円、応募期間は 14 年 2 月～4 月）」を開催している。

また、同社ウェブサイトによれば、電解還元整水器首位の日本トリム（6788 東証一部）と共同で整水器内蔵ウォーターサーバを開発し、システムキッチンのオプション商品にすると紹介されている。

品揃えの拡充はどこまで進むのか。

今後の商品開発戦略においても、コスト削減ニーズに偏らず、意匠性と妥当な価格のバランスを維持して、ブランド確立を目指すことが重要であると当センターでは考えている。ハウスビルダーと商品開発で協業する可能性がある模様だが、その際にも、先方のブランドを高めるような開発スタンスが、新たな収益獲得の機会に繋がるものと考えられる。

同社は、商品販売先は B to ABC であるとしている。B to B（工務店）を意識すれば、別のウェブページを設けて工事用間接材等の取り扱いを始めること、B to C（施主、住まう消費者）を意識すれば、家具や台所用品等に商品カテゴリーを広げることも、長期的なビジネスプランとして検討の余地があろう。

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

◆ 商品開発力を基盤とする海外戦略

LIXIL グループや TOTO 等の住設機器大手は、高級ブランドとして海外市場に参入してきた。後発する同社のアジア戦略は、意匠性の高さと価格競争力のバランスをどう調整するかが課題となろう。

◆ 人材戦略

同社はこれまで定期的な新卒採用を実施しておらず、適時プロフェッショナルを採用して事業を拡大させてきた。株式上場を機に、事業の成長が加速する可能性もあり、人材の拡充を急ぐとともに、生え抜き人材の育成、企業文化の醸成を図ることも検討すべきと当センターでは考えている。

＞投資に際しての留意点

◆ 株主への利益還元策

同社は株主への利益還元策について、内部留保とのバランスを考慮しつつ、業績と市場動向に応じた柔軟な対応をする方針を示している。13/9 期の 1 株当たり配当金は年 10 円で、配当性向は 11.3%であった。14/9 期についても、年 10 円を継続する予定で、同社の利益予想に基づく配当性向は 10.1%になる。

事業拡大に向け資金需要がある。配当性向を維持しつつ増配実施か。

また同社は 3 月末において 1 単元（100 株）以上を保有する株主に対して、自社のネット通販サイトで販売される商品を対象に 3 万円を割り引く優待券を送付する株主優待制度を 14 年に導入している。

ネット通販モデルにより成長過程にあるとみられる同社においては、ショールーム新設に向けた設備投資資金が必要である他、品揃え及び収益の拡大に伴い在庫投資のための運転資金需要も増加するものとみられる。同社の自己資本比率は 34.3%、総資産に対する有利子負債依存度は 46.7%であり、財務体質は強固とは言い難い。

以上より、同社は当面、大幅な配当性向の引き上げに踏み切る可能性は低いが、利益成長に伴う 10%程度の配当性向維持のため、毎期増配を行う可能性が高いと考えた。

◆ 13 年 9 月期末の筆頭株主はベンチャーキャピタル

MonotaRO とのバリュエーション比較を次頁図表 18 示した。同社の株価（公開価格 950 円）は、上場後に右肩上がりの上昇を続けている。3 月 14 日の株価 6,560 円で算出した今期会社予想基準 PER は 69.3 倍、実績基準 PBR は 16.8 倍である。

ベンチマークとみている MonotaRO の予想基準 PER や実績基準 PBR も、東証一部上場企業の平均値（同順で 15.1 倍、1.3 倍）を大幅に上回っており、同社のそれと近い水準にある。高成長を遂げてきた MonotaRO を追いかけようとする同社の株価の評価は、同社が目論む中期的にみた平均増収率 20%、売上高経常利益率 10%以上という目

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

標の達成如何にかかっている。

なお、13/9 期末における同社の筆頭株主はベンチャーキャピタルのドリームインキュベータ（4310 東証一部）で、持株比率は 15.75%である。保有する株式についてのロックアップ期間は 13 年 12 月 11 日までで、その後の保有比率の異動について確認されていないことも留意しておきたい

図表 18　MonotaRO との株価バリュエーション比較

銘柄 コード 市場 直前決算期		サンワカンパニー 3187 東証マザーズ 13/9	MontaRO 3064 東証一部 13/12
株価（3月14 日）	円	6,560	2,328
時価総額	百万円	19,566	143,075
今期予想売上高	百万円	6,655	42,647
前期比増減率	%	25.1	23.4
今期予想営業利益	百万円	485	4,210
前期比増減率	%	43.1	8.4
今期予想売上高営業利益率	%	7.3	9.9
今期予想基準PER	倍	69.3	58.0
前期実績基準PBR	倍	16.8	19.5
今期予想配当利回り	%	0.2	0.6

（出所）サンワカンパニー及び MonotaRO の直近期決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

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

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI（業績指標）を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

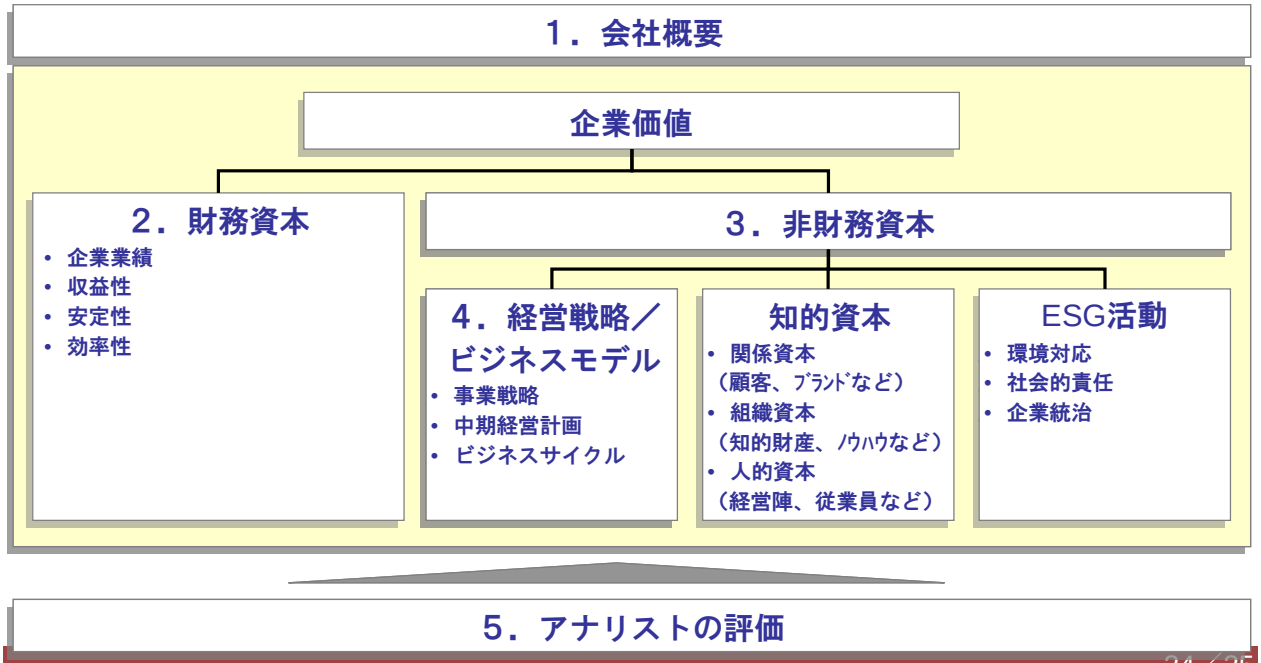
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



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

指標･分析用語の説明

■ **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

■ **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

■ **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

■ **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

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

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