

# 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

アップデート・レポート  
2016年12月16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 20161213

# サンワカンパニー (3187 東証マザーズ)

発行日:2016/12/16

## 住設機器及び建材のオリジナル商品開発及びインターネット通販を手掛ける 17年9月期は情報システム刷新効果等で二桁営業増益目指す

### > 要旨

#### ◆ 事業内容

- ・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、(ア)流通過程を簡素化し、インターネットを通じて施主等に直販すること、(イ)ウェブやカタログで価格を明示すること、(ウ)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。

#### ◆ 16年9月期決算

- ・16/9期決算は前期単体比 14.0%増収、35.8%営業減益であった。新設住宅着工の回復や堅調なリフォーム需要を背景に、売上高は大幅に伸長した。
- ・東京ショールームの移転増床、ブランディングのための欧州展示会出展、人員拡充等に伴い諸コストが増加し、16年8月に公表(単体は下方修正)した通り、連結営業利益は前期単体比で大幅減益となった。

#### ◆ 17年9月期予想

- ・17/9期業績について同社は、前期比 21.9%増収、18.0%営業増益を見込んでいる。基本戦略のオリジナル商品や施工サービスの拡充に加え、海外事業の推進とインターネット販売の強化を重点施策としている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、超低金利下での新設住宅着工やリフォーム工事の堅調な推移、重点施策の遂行を前提に、同社計画と同水準の業績を見込んでいる。

#### ◆ 投資に際しての留意点

- ・16/9期は大幅減益ながら売上高が順調に拡大したことを受けて、1株当たり配当金を1円増配する予定である。当センターでは17/9期の1株当たり配当金も16/9期と同額の年5円と予想する。

アナリスト:高坂 茂樹

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

#### 【主要指標】

	2016/12/9
株価(円)	410
発行済株式数(千株)	15,978
時価総額(百万円)	6,551

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	43.2	34.5	17.7
PBR(倍)	3.6	3.5	3.0
配当利回り(%)	1.2	1.2	1.5

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.2	5.4	-5.1
対TOPIX(%)	-1.5	-8.6	-3.7

#### 【株価チャート】



#### 【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	6,899	29.7	474	39.8	468	58.1	277	29.7	17.6	63.6	2.0
2013/9	7,196	4.3	464	-9.4	458	-8.6	322	135.1	20.2	111.1	4.0
2014/9	8,202	14.0	298	-35.8	279	-39.1	151	-53.0	9.5	115.0	5.0
2015/9 CE	10,000	21.9	352	18.0	295	5.7	186	23.0	11.7	—	未定
2015/9 E	10,000	21.9	350	17.4	300	7.5	190	25.8	11.9	118.8	5.0
2016/9 E	12,000	20.0	650	85.7	600	100.0	370	94.7	23.2	137.0	6.0
2017/9 E	15,000	25.0	1,100	69.2	1,100	83.3	670	81.1	41.9	172.9	10.0

(注) CE:会社予想、E:担当アナリスト予想、2015/9期のみ単体、前期比については2015/9期、2016/9期とも前期比単体業績と比較。

2017/9期配当金について決算短信上は2016/9期と同額の同額の4円であったが、2016/9期増配決議の後、2017/9期配当金予想についてコメントは発せられていない

#### アップデート・レポート

2/13

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ない。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。

> 事業内容

◆ 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。取扱商品はタイル、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バス、建具、収納家具、エクステリアまで多岐に亘り（図表 1）、約 6,000 アイテムに上る。

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、売上構成比約 2 割）、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（同約 6 割）、新築やリフォームの相談を受ける設計事務所等（同約 2 割）である。なお、同社の売上高に占める新築とリフォームの比率は概ね半々である。

◆ 事業運営上の特徴

同社の事業運営手法には、以下のような特徴がある。

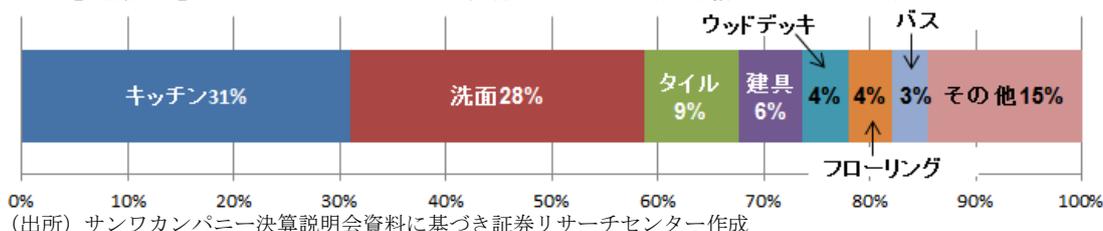
- 1) **インターネット通信販売**（以下、ネット通販）：インターネット上にショッピングサイトを構築し、希望者にはカタログを送付して、サイト上のショッピングカート及びファクシミリで注文を受け付ける販売手法を採っている。営業担当や販売代理店が不要で、販売費の削減が図られている<sup>注1</sup>。
- 2) **ワンプライス**：同社は、国内外のメーカーから仕入れた商品を、ウェブサイト及びカタログにおいて販売価格を明示しており、購入者の属性に関わらず同一価格で販売している<sup>注2</sup>。
- 3) **国内外のメーカーから直接仕入れ**：主な仕入先はハウスメーカーやデベロッパー等と取引のある国内建築資材メーカー、意匠性に優れたタイル等を製造する欧州メーカー、高い製造技術を持つアジアの建材メーカー等で、国内約 125 社、海外約 55 社（15 年 3 月末現在、以後非開示だが大きな変動はないと推定）である。
- 4) **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おり、PB 商品の売上構成比は約 8 割に達する。新商品は日本のグッドデザイン賞、ドイツの iF デザイン賞<sup>注3</sup>などを毎年のように受賞している。

（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。また全国 4 カ所のショールームで施主の相談を受け付けている。

（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、工務店が購入するケースは少なくない。

（注 3）世界三大デザイン賞の一つで、ハノーバー工業デザイン協会が主催するデザイン賞。造形の美しさだけでなく、機能性、革新性、環境対応等も評価基準としている。16 年は 7 件受賞した。

【図表 1】 サンワカンパニーの商品カテゴリー別販売構成（16 年 9 月期）



- 5) **ショールーム** : 実物を確認したい顧客のために東京、大阪、名古屋、福岡に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・コーディネーターが顧客の相談に応じており、新商品発表会、リフォーム相談会、デザインコンペ等のイベントも頻繁に開催している。
- 6) **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営業倉庫に在庫し、受注翌日に出荷している。その他はメーカーからの直送で、受注後採寸して生産する商品は約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。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。

◆ **サンワカンパニーのビジネスモデルと強み**

同社のビジネスモデルは、(ア) 自社で商品企画を行い販売するアパレルの製造小売 (SPA <sup>注4</sup>モデル) と同様に、他の小売業者と競合しない魅力ある PB 商品を開発していること、(イ) 施主をターゲットとするネット通販及びメーカーからの直接仕入れ等の簡素なサプライチェーンの構築 (図表2) で価格競争力を獲得していること、(ウ) 幅広いカテゴリーの商品を揃え、ワンストップで住空間のトータルコーディネートができる体制を整えていることを特徴としている。

(注4) SPA : Specialty store retailer of Private label Apparel の略で日本語では製造小売。企画から製造、小売までを一貫して手掛けるアパレルのビジネスモデルを指す。

知的資本分析のアプローチによれば同社の優位性は、大手住宅建材メーカーや小売業者が追随できない独自の業務プロセスの確立 (組織資本)、代理店網を持たない弱みをインターネットの活用により強みに転換した創業者やそれを磨き上げた後継者の存在 (人的資本)、オリジナル商品を開発する人材の育成 (人的資本)、国内外の建材製造業者、建築家やデザイナー等との良好な関係 (関係資本) 等に基づいていると証券リサーチセンター (以下、当センター) は考えている。

一方同社の弱みは、知名度が高くないこと、明瞭な価格表示が工務店やハウスメーカー等にとって好ましいとは言えないこと等であると、当センターは考えている。

【図表2】 中間マージンを顧客に還元する簡素な流通経路



(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

> 業界環境と競合

◆ 事業環境

国土交通省によれば、15年度の新設住宅着工戸数は92.0万戸（前年度比4.6%増）となり、消費税率引き上げ後の減少から再び増加に転じた（図表3）。16年度に入っても、持家が10月まで7カ月連続で前年同月を上回るなど堅調に推移しており、4月～10月の累計は前年同期比7.1%増となった。

住宅リフォーム受注高も、15年度上半期は同4.7%増、下半期は同10.0%増となり、年度合計で前年度比7.2%増となった（図表4）。

このような環境下、同社単体の売上高の前期比伸び率は14/9期の29.8%増から15/9期は4.3%増へと大きく減速したが、16/9期は14.0%増と回復した。

◆ ポジショニング

同社と取扱い品目の観点で競合する企業として、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(5332 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、これらの企業は何れも代理店網を持っており、それが従来は販売力の強さに繋がっていたが、ワンプライスのネット通販参入には逆に大きな障害になってしまう。従って、同じ土俵で競争しているわけではないと同社は考えている。

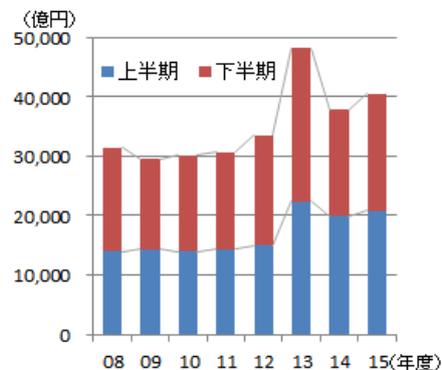
住宅建材や設備機器のネット通販業者として複数の非上場企業が存在する。しかし、同社のような幅広い品揃えで、PB商品を中心にワンストップショッピングを実現している企業は見当たらない。

【図表3】 新設住宅着工戸数とサンワカンパニーの売上高の推移



(出所) 国土交通省「建築着工調査統計報告」及びサンワカンパニー決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

【図表4】 住宅リフォーム工事の受注高の推移



(出所) 国土交通省「建築物リフォーム・リニューアル調査統計報告」に基づき証券リサーチセンター作成

## > 重点施策

### ◆ 海外展開への布石と EC 基幹システムの再構築

同社は事業拡大に向けて、商品開発による品揃えの拡充や雑誌及びインターネット広告等を活用した知名度の向上を進めるという基本戦略に加え、15/9 期からはショールーム周辺地域で施工サービスにも取り組んでいる。キッチンやバスのリフォームの場合に、商品設置が可能か否かの現地調査、屋内への運搬及び設置（給排水、ガス、電気工事を除く）等のコンシェルジュサービスを行っており、今後は設計、工事全体にもサービスの内容を拡充していく意向である。

このほか、16/9 期は以下の3点に取り組んだ。

第一に、人口減少国日本から海外への展開である。16 年 4 月に、台湾市場における同社製品の販売を目的として、現地の建設資材販売業者など 2 社と合弁会社を設立した（資本金 1 億新台幣ドル、同社の出資比率は 40%）。同年 8 月には台北市内にショールームを開設した。

同社は 11 年 2 月、シンガポールに 100% 子会社を設け、東南アジアでの商品販売を目論んでいたが、債務超過に陥り撤退を余儀なくされた（14/9 期に在庫処分）。再度の海外進出は、欧州のデザイン賞獲得や見本市出展を通じて欧州発のブランドを確立したうえで、現地資本との協業によるスムーズな市場浸透を目指している。

第二に、ネット通販の基盤となる EC 基幹システムの刷新で、PIM（Product Information Management：製品情報の一元管理）導入、コンテンツ管理システムの改良、キッチン見積りシステム構築等を行った。これを受けて 16 年 11 月に、新しいショッピングサイトがリリースされた。大幅な操作性の向上やスマートフォンでの見易さ向上、受注業務の効率化等が図られている。

またこれに先立ち 7 月から、ネット上で見積もりから決済まで完了した顧客に、2%のポイント（1 ポイント＝1 円として同社サイトで買い物に利用できる）を付与するサービスを開始した。顧客の継続的な購買促進、潜在的な接客コストの節減が見込まれる。

### ◆ 東京ショールームの移転増床

第三はショールームの機能強化で、16/9 期は東京ショールームの移転増床を行った（8 月開場）。従前は東京メトロ表参道駅徒歩 5 分のビル地下 1 階のワンフロアだったが、新施設は同外苑前駅徒歩 1 分のビル 1 階及び 2 階のツーフロアとなり床面積はほぼ倍増、接客人数も増員された。漠然としたリフォーム意欲を持つ見込み客の購入決断を後押しするだけでなく、ブランド認知向上に繋がるよう、カフェ併設、スポーツ型電気自動車の展示など、大阪ショールームと並ぶ旗艦店として内装、設備には工夫を凝らしている。

> 業績動向

◆ 16年9月期決算

16/9期決算(連結)は、売上高 8,202 百万円(前期単体比 14.0%増)、営業利益 298 百万円(同 35.8%減)、経常利益 279 百万円(同 39.1%減)、当期純利益 151 百万円(同 53.0%減)であった(図表 5)。

同社は中長期的な事業拡大を見据え、前述のように積極的な投資を行った結果、販売費及び一般管理費(以下、販管費)が大幅に増加して増収効果を消し込んでしまい、営業利益は前期単体比大幅減益となった。

なお、設計及び施工サービスを担う子会社サンワカンパニー P L U S の重要性が増したことによる第 3 四半期からの連結決算移行を踏まえ、同社は 16 年 8 月に連結業績予想を公表すると共に、積極的な先行投資決断を主因とする単体業績予想の修正を行っている。

売上高はリピート顧客数の維持と新規顧客の増加により、二桁の伸び率を示した。商品カテゴリー別には 14 年より良品計画(7453 東証一部)と共同開発及び販売を進めているキッチンが好調を維持しているほか、新商品発売の有無などで濃淡はあるものの、いずれも前期単体比増収となった(次頁図表 6)。新築戸建向け、マンションのリノベーション<sup>注 5</sup>を含むリフォームのいずれも好調だった模様である。

売上総利益は前期単体比 17.8%(同 441 百万円)増加し、利益率は同 1.1%ポイント改善した。不人気商品の廃番等を含む在庫管理の徹底、円高による輸入商品の仕入れ値低下が主な改善要因となった。

販管費は前期単体比 30.1%(607 百万円)増加し、売上高に対する比率は 32.0%と同 4.0%ポイント上昇した。主な増加費目と増加額は、人件費 188 百万円、ミラノ展示会出展やカタログ拡充、積極的なメデ

(注 5) リフォームが壊れたり汚れたりした部位の機能回復を指すのに対し、リノベーションは間取りの変更など大規模な改修により機能や価値を高めるといった意味合いを持つ。

【図表 5】 要約損益計算書

項目/決算期 (単位:百万円)	15/9期	16/9期	前期	16年8月公表		15年11月公表(単体基準)		
	単体	連結	単体比	計画値	達成率	計画値	実績	達成率
売上高	7,196	8,202	14.0%	8,200	100.0%	8,000	8,201	102.5%
売上総利益	2,480	2,921	17.8%	—	—	—	—	—
対売上高比率	34.5%	35.6%	1.1%	—	—	—	—	—
販売費及び一般管理費	2,015	2,623	30.1%	—	—	—	—	—
対売上高比率	28.0%	32.0%	4.0%	—	—	—	—	—
営業利益	464	298	-35.8%	300	99.4%	540	315	58.3%
対売上高比率	6.5%	3.6%	-2.9%	3.7%	—	6.8%	3.8%	—
営業外収益	6	2	-61.1%	—	—	—	—	—
営業外費用	13	21	65.3%	—	—	—	—	—
経常利益	458	279	-39.1%	293	95.2%	535	307	57.4%
当期純利益	322	151	-53.0%	167	90.7%	340	180	52.9%

(出所) サンワカンパニー決算短信、業績修正リリースに基づき、証券リサーチセンター作成

【 図表 6 】 商品カテゴリー別売上高 (単位:百万円)

商品カテゴリー/決算期	15/9 (単体)	16/9 (連結)	前期単体比
売上高	7,196	8,202	14.0%
キッチン	2,204	2,553	15.8%
洗面	2,019	2,286	13.2%
タイル	641	696	8.6%
建具	404	499	23.5%
ウッドデッキ	303	358	18.2%
フローリング	296	337	13.9%
バス	209	278	33.0%
その他	1,120	1,195	6.7%

(出所)サンワカンパニー決算説明会資料

インテリア出稿等を行った広告宣伝費 122 百万円、東京ショールーム移転増床等に伴う賃借料 106 百万円、株主優待引当金の新規計上(従来は優待券行使の都度直接値引き処理を行っていた) 66 百万円などである。なお、同社単体の期末従業員数は前期比 26 名増加し 99 名となった。管理部門の充実とショールーム来場者数増加への対応が目的である。

持分法適用の合弁会社に係る投資損失 11 百万円の計上により、経常利益の前期単体比減益率は営業利益のそれを上回った。また特別損失に東京ショールームの移転に伴う減損損失 31 百万円を計上したこと、15/9 期は本社移転に伴う固定資産売却益 39 百万円が計上されていたことなどから、当期純利益の前期単体比減益率はさらに大きなものとなった。

財政状況をみると、総資産は単体前期末比 16 百万円減少、負債合計は同 81 百万円減少、純資産は利益剰余金増により同 65 百万円増加した(図表 7)。現金及び預金が同 802 百万円減少したのは、東京ショールーム移転増床(有形固定資産)、EC 基幹システム刷新(無形固定資産)、台湾合弁会社設立(投資その他資産)等の投資やミラノ展示会出展経費の支出(約 70 百万円)があったためである。

【 図表 7 】 要約貸借対照表 (単位:百万円)

項目/決算期	15/9期			項目/決算期	16/9期		
	単体	連結	単体前期末比		単体	連結	単体前期末比
流動資産	3,153	2,445	-708	流動負債	1,481	1,444	-37
現金及び預金	1,856	1,053	-802	買掛金	404	434	30
売掛金	357	389	32	短期借入金等	453	342	-111
商品	756	761	4	固定負債	885	841	-44
固定資産	986	1,678	692	長期借入金等	728	689	-39
有形固定資産	574	771	196	負債合計	2,367	2,285	-81
無形固定資産	80	310	229	株主資本	1,772	1,850	77
投資その他の資産	332	597	265	純資産合計	1,772	1,838	65
資産合計	4,140	4,124	-16	負債純資産合計	4,140	4,124	-16

(出所)サンワカンパニー決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

【 図表 8 】 要約キャッシュ・フロー計算書

項目/決算期 (百万円)	15/9期	16/9期
営業活動によるキャッシュ・フロー	458	296
税金等調整前当期純利益	496	245
減価償却費	120	117
投資活動によるキャッシュ・フロー	-62	-901
有形固定資産の取得による支出	-245	-281
有形固定資産の売却による収入	330	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-227	-211
現金及び現金同等物の期末残高	1,856	1,053

(注) 15/9 期は親会社単体決算、16/9 期は連結決算

(出所) サンワカンパニー決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

16/9 期のキャッシュ・フローの状況は図表 8 の通りで、ショールーム移転増床、合弁会社設立、基幹システム刷新などの積極的な先行投資の結果、フリー・キャッシュ・フローは 604 百万円の赤字 (15/9 期は本社売却益もあり 395 百万円の黒字) になり、現金及び現金同等物の期末残高は単体前期末比 802 百万円減少した。

#### ◆ サンワカンパニーによる 17 年 9 月期業績予想

17/9 期業績について同社は、売上高 10,000 百万円 (前期比 21.9% 増)、営業利益 352 百万円 (同 18.0% 増)、経常利益 295 百万円 (同 5.7% 増)、当期純利益 186 百万円 (同 23.0% 増) と予想している (図表 9)。

国内景気は緩やかな回復が続くとの環境認識の下、同社は海外事業の早期拡大、インターネット販売の強化を重点施策に掲げ、積極的な広告及び PR 展開や新商品の投入による積極的な新規顧客層の開拓を進める方針を打ち出し、前期を上回る増収率を見込んでいる。

テレビの情報番組に取り上げられただけでなく、テレビ CM を出稿するなど、知名度向上には積極的に取り組んでいる。東京ショールームはリニューアル後、来場者数が前年同月比 2 倍になったという。ショッピングサイトのリニューアル、施工サービスの拡充等も増収に寄与すると見込んでいる。

営業利益の前期比伸び率は 18.0% と増収率 21.9% を下回る計画である。これは、販売拡大に伴う決済手数料や倉庫料等の変動費の増加に加え、前期に実施した先行投資に起因する販管費の増加を見込んでいるためである。具体的には、ア) 新卒採用を含む人員拡充に伴う人件費の増加 265 百万円、イ) 刷新されたシステムの減価償却費及び保守費用の増加 100 百万円、ウ) 東京ショールーム賃料 120 百万円、WEB ポイント引当金 50 百万円、エ) 海外展開拡大に伴う諸経費 50 百万円等であり、上記だけで計 585 百万円、増収率を上回る前期比 22.3% の販

管費増加要因となるため、売上高営業利益率は低下すると見込んでいる。

経常利益は前期比 5.7%増と一桁増益に留まる計画である。海外関連会社が先行投資段階にあり持分法投資損失の拡大を想定している。

当期純利益は、特別損益の発生を想定しておらず(16/9期は特別損失33百万円計上)、前期比23.0%増と高い伸びになる見通しである。

【図表9】サンワカンパニーによる17年9月期業績見通し

(単位:百万円)

項目/決算期	16/9期実績	対売上高比	17/9期計画	対売上高比	前期比
売上高	8,202	100.0%	10,000	100.0%	21.9%
営業利益	298	3.6%	352	3.5%	18.0%
経常利益	279	3.4%	295	3.0%	5.7%
当期純利益	151	1.8%	186	1.9%	23.0%

(出所)サンワカンパニー決算短信

#### ◆ 証券リサーチセンターの17年9月期予想

当センターは同社の16/9期業績見通しは概ね妥当であると判断し、同社計画とほぼ同水準の値を当センターの業績予想とする。KPIとして開示されていた属性別顧客数や客単価、同社サイトへのアクセス数等の指標が14/9期以降非開示となったため、判断材料は乏しいが、

- 1) 新設住宅着工戸数及びリフォーム工事受注は低金利下で今後も堅調な推移が続く、
- 2) 同社のビジネスモデルの優位性は維持されている、
- 3) 販売拡販に向けて、ECサイトの刷新、知名度向上に向けた積極的なメディア対応など適切な施策が打たれている、
- 4) 海外展開も一定の売り上げ貢献がある(当センターは売上構成比5%程度を想定)

との想定に基づき、2割増収は達成可能な計画値と判断した。

売上総利益率については、前期比ほぼ横ばいと予想する。採算改善努力の一方で、WEBポイント制度導入や円安による仕入れ値上昇を懸念したためである。

販管費については、16/9期に実施した先行投資の結果、人件費、減価償却費、賃借料などが膨らむが、広告宣伝経費は対売上高比一定比率でも十分に展開できると考えた。

以上より、営業利益の伸び率は増収率を若干下回ると予想する。経常利益については、台湾の合弁会社において市場開拓に向けた投資が先行するステージにあると想定(持分法投資損失が拡大)、微増益予想とした。

◆ 18年9月期以降の業績見通し

同社は数値目標を含む中期計画等を公表していない。当センターの業績予想モデルは図表10に示した通りで、16/9期から19/9期までの年平均成長率は売上高が22.3%、営業利益は59.1%、純利益は69.1%である。

他に類のないビジネスモデルを競争力の源泉として、(ア)知名度向上に向けたSNSを含むメディアミックスの広告宣伝活動、(イ)ショールームを利用したイベント開催等による知名度の向上や商品購入を検討する機会の増加、(ウ)施工サービスの充実を通じた客単価の上昇等の施策を進めれば、市場環境に関わらず収益を拡大することは可能との当センターの判断は変えていない。

人口減少社会を迎え新設住宅着工が逡減する将来にも、中古住宅の流通促進政策を追い風に拡大が見込まれるリフォーム市場で認知を高める施策の実行や海外展開により、同社は持続的に成長することが可能と当センターは考えている。なお、予想策定に当たり国内金利に大幅な上昇はないとの前提の他、以下の点に留意した。

- 1) 18/9期はリフォーム需要及び海外販売が牽引役となり、今期と同程度の増収率が達成できると考えた。リフォーム需要についてはインテリックス(8940 東証一部)のグループ会社と連携したリノベーションのDIY化の取り組み(16年11月発表)が一定の効果を上げると考えた。海外市場開拓については、売上構成比8%程度を想定した。
- 2) 19/9期は19年10月に予定される消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の発生を織り込んで増収率の加速を見込んだ。海外売上比率は国内における駆け込み需要を考慮し18/9期と同じ約8%と想定した。

【図表10】 中期業績予想モデル

(単位:百万円)

項目/ 決算期	13/9	14/9	15/9	16/9	17/9旧E	17/9 E	18/9旧E	18/9E	19/9E
売上高	5,320	6,899	7,196	8,202	9,000	10,000	10,000	12,000	15,000
(前期比増減率)	14.6%	29.7%	4.3%	14.0%	12.5%	21.9%	11.1%	20.0%	25.0%
売上総利益	1,738	2,263	2,480	2,921	3,105	3,550	3,450	4,300	5,400
(前期比増減率)	8.3%	30.2%	9.6%	17.8%	12.5%	21.5%	11.1%	21.1%	25.6%
(対売上高比率)	32.7%	32.8%	34.5%	35.6%	34.5%	35.5%	34.5%	35.8%	36.0%
販売費及び一般管理費	1,399	1,789	2,015	2,623	2,450	3,200	2,695	3,650	4,300
(前期比増減率)	16.3%	27.8%	12.7%	30.1%	10.4%	22.0%	10.0%	14.1%	17.8%
(対売上高比率)	26.3%	25.9%	28.0%	32.0%	27.2%	32.0%	27.0%	30.4%	28.7%
営業利益	339	474	464	298	655	350	755	650	1,100
(前期比増減率)	-15.5%	39.8%	-2.1%	-35.8%	21.3%	17.4%	15.3%	85.7%	69.2%
(対売上高比率)	6.4%	6.9%	6.4%	3.6%	7.3%	3.5%	7.6%	5.4%	7.3%
経常利益	296	468	458	279	650	300	750	600	1,100
(前期比増減率)	-21.6%	58.1%	-2.2%	-39.1%	21.5%	7.5%	15.4%	100.0%	83.3%
当期純利益	214	277	322	151	420	190	490	370	670
(前期比増減率)	21.6%	29.7%	16.1%	-53.0%	23.5%	25.8%	16.7%	94.7%	81.1%

(注) 15/9期は親会社単体、その他は連結決算、Eは証券リサーチセンター予想、前期比は連単の差異を考慮せず算出(出所)証券リサーチセンター

3) 為替変動については売価の見直しで吸収できるものと考え、ECシステム刷新による業務効率改善効果で、売上総利益率は僅かながらも上昇が続くと想定した。

4) 販管費の対売上高比は漸減傾向を想定した。大きな経費増に繋がるショールームの新設ないし増床は見込まず、システム投資も16/9期までで一巡し減価償却費の増加はないと想定した。17/9期までで一巡し、18/9期以降は若干名の新卒採用などにとどまり、業績に大きな影響を与えないと想定した。

5) 台湾の持分法適用関連会社については、18/9期に損失が縮小に向かい、19/9期は利益貢献すると想定した。ただし、その他のアジア地域での合弁会社設立の検討が進行中とみており、19/9期の持分法投資損益全体はバランスする程度と想定している。

## ➤ 投資に際しての留意点

### ◆ 株主への利益還元方針

同社は株主への利益還元について、環境の変化を先取りした積極的な事業展開を行ううえで必要な内部留保資金の充実に留意しつつ、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。内部留保の資金使途としては、運転資金に加え、ショールームの新・増設、商品開発体制の拡充、海外展開のための新拠点設立等が考えられる。

16/9期の1株当たり配当金は、期初計画と異なり大幅減額ながら計画通り年4円予定と16/9期決算短信(11月14日公表)に記載された。しかしその後の取締役会(11月18日開催)において、1円増配し年5円にすることが決議された。売上高は順調に拡大しており、積極投資がなかったならば大幅減益は回避できたであろうことが背景にある。

17/9期の配当金について、16/9期決算短信上では年4円を予想しており、同社業績予想に基づく配当性向は34.3%(16/9期は5円配で52.7%)となる。配当金予想変更の有無について、同社からコメントは得られていない。17/9期の1株当たり配当金を減額せず16/9期と同じ5円配とすれば、配当性向は同社予想基準で42.9%となる。

この他、同社は自社のネット通販サイトで商品購入時に利用できる割引券を送付する株主優待策を14年より実施している。現在の優待内容は、3月末時点で500株以上保有していれば3万円分、5,000株以上の保有株主には35万円分の優待割引券を6月頃に発送するというものである。

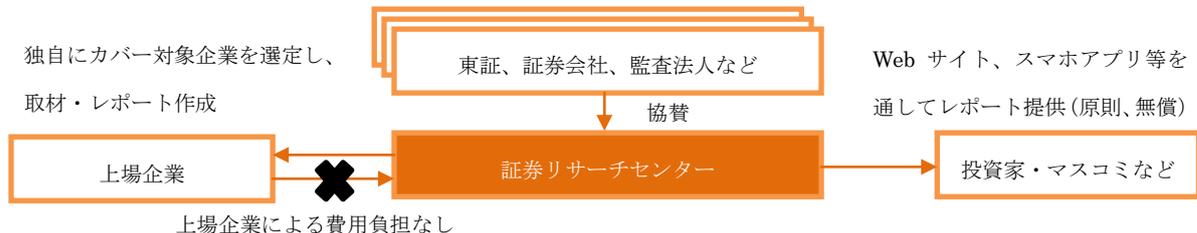
当センターは同社の1株当たり配当金について、17/9期は増益に転じるなかで減配することはないと考え、16/9期と同額の5円(配当性向42.0%)を予想する。さらに業績の好転に伴い、18/9期は6円(同25.9%)19/9期は10円(同23.8%)と連続増配を予想する。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を14年3月20日より開始いたしました。

初回レポートの発行から3年弱経過したことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

**証券リサーチセンターについて**

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

**本レポートの特徴**

「ホリスティック企業レポートとは」  
 ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **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

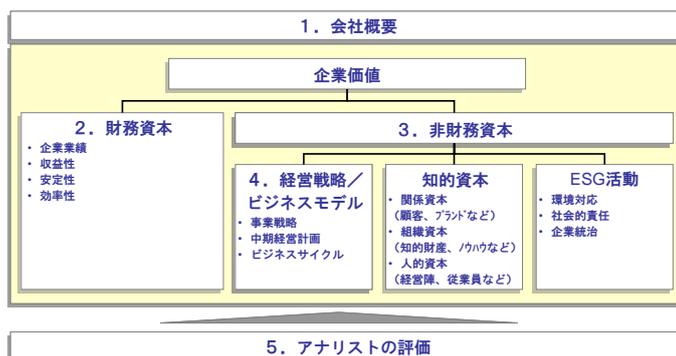
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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

**本レポートの構成**

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。



## 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 Ratio)

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ない、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。