

# ホリスティック企業レポート

ミサワ

3169 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2013年10月4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20131001

# ミサワ(3169 東証マザーズ)

発行日:2013/10/4

**14/1 期上期は、工場移転コストなどにより増収だが減益、通期については既存店の好調持続と新店 4 店舗の寄与で増収増益を見込む**

## > 要旨

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

### ◆ カジュアル家具を全国展開

- ・ミサワ(以下、同社)はカジュアル家具の物販が主力だが、都内にレストランも運営している。主要顧客層は20歳代~30歳代の女性である。独自ブランドの商品企画、生産委託、直販体制が強みとなっている。
- ・カジュアル家具のブランド力と商品力の向上、多店舗展開及びオンラインショップで持続的な成長を目指している。

### ◆ 同社が見込む14年1月期業績は据え置き

- ・14/1 期第2四半期累計決算(以下、上期)は、前年同期比22%増収、23%経常減益だった。新店効果及びオンラインショップ販売の好調持続により売上高は期初見込みを上回ったものの、円安や工場移転コストなどにより原価率が想定以上に悪化し、経常利益は同社の期初見込みに対して9.2%の未達となった。
- ・同社は14/1 期の通期について、既存店売上高を前期比1.5%増、新店4店舗の寄与とコスト削減を考慮に入れ、期初の業績予想を据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、下期の売上高も上期同様に好調に推移すると見込むが、円安による原価率悪化が続くと思われる、同社予想を下回る可能性が高いと予想する。

### ◆ 15年1月期以降も多店舗展開を軸に成長持続へ

- ・カジュアル家具市場は個性を求める顧客意識の高まりにより、中期的にも安定的な成長が期待される。
- ・15/1 期以降も物販店舗を毎年5店程度新設する計画であり、多店舗展開、オンラインショップ販売の増加で増収増益基調が続くと予想される。中期的には年率10%~15%程度の利益成長を当センターでは見込んでいる。
- ・今期予想基準 PER は8.5倍と低いのは、時価総額が小さく流動性が乏しいことと、家具の小売業態であり中期的な成長性が認識されていないことがディスカウントの要因であると推測される。

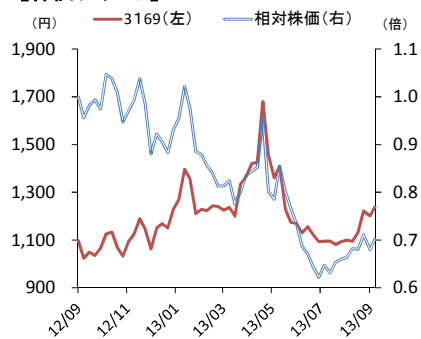
### 【主要指標】

	2013/9/27		
株価(円)	1,239		
発行済株式数(株)	2,084,400		
時価総額(百万円)	2,583		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	10.9	8.5	6.9
PBR(倍)	2.8	2.1	1.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	13.3	9.6	21.1
対TOPIX(%)	3.2	2.3	-44.0

### 【株価チャート】



### 【3169 ミサワ 業種:小売業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)	
2011/1	3,786	28.3	210	482.3	191	309.3	58	165.1	36.3	51.8	0.0	
2012/1	4,621	22.0	392	86.8	375	96.2	228	292.8	138.5	330.9	0.0	
2013/1	5,136	11.2	381	-2.7	452	20.6	235	3.3	113.7	437.5	0.0	
2014/1	CE	6,202	20.7	564	47.8	558	23.2	312	32.5	149.7	NA	0.0
2014/1	E	6,300	22.7	536	40.6	526	16.3	305	29.7	146.2	583.3	0.0
2015/1	E	7,150	13.5	644	20.2	624	18.6	374	22.7	179.5	762.8	0.0
2016/1	E	8,100	13.3	770	19.6	750	20.2	450	20.2	215.8	978.6	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、予想は全て連結ベース

### アップデート・レポート

2/10

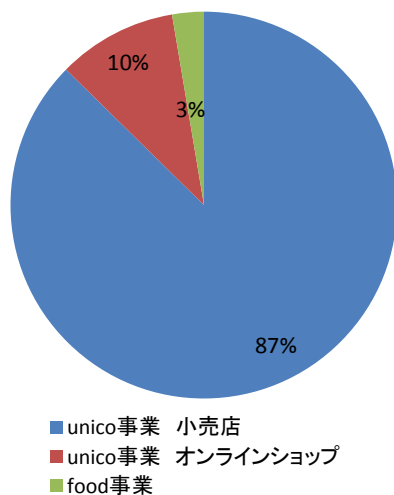
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所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

> 事業内容

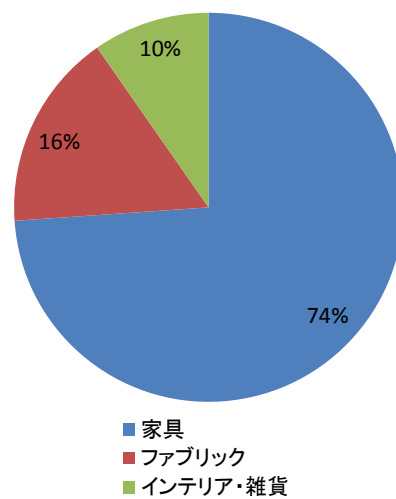
◆ オリジナルデザインの家具及びインテリアの物販が主力

ミサワ (以下、同社) は、オリジナルデザインの家具及びインテリア専門店 (小売り事業 : unico 事業) とレストラン (food 事業 : 3 店舗) を運営している。「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、20 歳代～30 歳代の女性をメインターゲットとした小売り事業を全国に展開している。“心地よい暮らし”を、一般消費者に提案することを目的としている。unico (ユニコ) 事業がセグメント別売上構成の 97%、営業利益の全てを占めている (food 事業のセグメント利益は赤字)。

【図表 1】事業別売上高



【図表 2】unico 事業別売上高



(注) 13/1 期決算

(出所) 図表 1 及び 2 ともミサワ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

1. unico 事業

注 1) ファブリック  
カーテンやテーブルクロス、椅子やソファの張り布地、クッション、ベッドカバーなど、布を使ったもの全般を指す。

“unico”ブランドによるオリジナル家具及びファブリック<sup>注1</sup>、インテリア及び雑貨等を、全国 26 店の店舗(全て直営で都市型立地、13 年 8 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を自社で企画開発(プライベートブランド比率は約 8 割)している。インテリアは、“unico”ブランドのイメージに合ったデザインの商品を国内及び海外より仕入れて販売している。

注 2) SPA  
製造直販：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。

プライベートブランド商品は、国内及び海外の協力工場へ製造委託、あるいは海外子会社(フィリピン)で製造を行うなど、SPA<sup>注2</sup>で販売している。家具の海外生産比率は約 7 割と高く、ドル高円安はデメリットで、1 円/ドルの円安による利益への単純な影響額は、年間 170 万円～180 百万円のマイナスである。

注 3) CRM

企業と顧客の間に生じた、顧客情報や購入履歴、クレームなどの情報を総合的に管理し、それらのデータを効率的に活用することで顧客満足度を高め、顧客の購買頻度を高めることが目的のシステムである。

商品価格とデザインや機能のバランスを重視し、多品種、小ロットの自社限定商品で、他社との差別化を図っている。顧客のリピート率が高く、固定ファンが多い。店舗の規格化や画一化は行わず、店舗毎にテーマを設定し、暮らしの提案を行っている。13年2月からハウスカード(ポイント付与、割引券の提供など)を導入し7月末の会員数は3万人を突破した。今後は、CRM<sup>注3</sup>分析により商品企画及び販売促進に活用したい意向である。

2. food 事業

都内で3店のフレンチレストランを直営している。直輸入の自然派ワイン<sup>注4</sup>と産地直送のオーガニック食材など個性的な食材を、25歳~40歳代の女性層をターゲットに提供している。小売店とのブランド及び顧客の相互共有、補完として位置付けている。少額だが毎期赤字を計上している。尚、food事業売上については、売上高の3%以内にするとの目安を設けている。

注 4) 自然派ワイン

無農薬及び有機栽培で育てられた葡萄のみを使用して造られたワインを指す。

> 決算概要

注 5) フィリピン工場移転  
フィリピンの連結子会社の工場を経済特区に拡張移転し、生産能力を移転前の4倍に引き上げ、2年以内に家具全体の30%を生産する計画である。13年4月から稼働開始、13年晩秋から本格稼働予定である。

◆ 14年1月期第2四半期累計決算は21.9%増収、23.0%経常減益

14/1期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比21.9%増、営業利益同6.7%減、経常利益同23.0%減、純利益同30.5%減であった。同社が期初に見込んだ売上高を2.7%上回ったものの、経常利益予想に対しては9.2%の未達となった(図表3)。新店が増収に貢献したものの、ドル高円安(想定レート及び実勢レートは未公表)、フィリピン工場移転<sup>注5</sup>による原価率悪化が利益面に影響した。

【図表3】14/1期上期決算概要

百万円	期初予想		結果	
		前年同期比		前年同期比
売上高	2,986	18.7%	3,066	21.9%
営業利益	264	4.0%	236	-6.7%
経常利益	261	-15.5%	237	-23.0%
純利益	146	-11.7%	114	-30.5%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

unico事業は、既存店増収率が計画の前年同期比3%増に対し0.3%増と振わなかったものの、新宿店(LUMINE新宿店70坪、13年3月開店)やあべの店(大阪の近鉄阿部野橋駅近く:あべのハルカスタワー店68坪、13年6月開店)の出店、札幌店の移転増床(既存店売上高に含まれず)による売上貢献が想定以上で、小売店売上2,700百万円(同23.0%増)、オンラインショップ販売は300百万円(同19.2%増)

と好調であった。家具の新シリーズ(オーク材を使用した北欧ビンテージテイストのシリーズなど)の投入やカーテンフェアが順調だった。一方、同事業のセグメント利益は、239百万円(同7.0%減)となった。

food事業は、メニューの見直しや広告宣伝が功を奏し、リピーターが増加したものの、各店舗のリニューアルコストが負担となり、売上高66百万円(前年同期比1.3%減)、セグメント損失2百万円(前年同期は3百万円の損失)となった。

上期の収益性悪化要因は、生産・仕入活動においてはドル高円安の影響(38百万円の減益効果、売上高原価率1.2%ポイントの悪化要因)、及びフィリピンの工場移転に伴う生産停止に伴う機会損失(10百万円の減益効果、売上高原価率0.3%ポイントの悪化要因)等が挙げられる。上期の原価率は前年同期比1.6%ポイント低下した。加えて、販管費率が、前年同期比0.8%ポイント悪化したが、これは、①13年2月に導入したハウスカードの初期コスト約6.5百万円やカタログ無料配布などのキャンペーン費用約15百万円などの広告宣伝及び販売促進費が前年同期比45.9%増加したことや、②経営コンサルティング費用が発生したためである。

## > 業績見通し

### ◆ 14年1月期の同社予想

14/1期について、同社は売上高前期比20.7%増、営業利益同47.8%増、経常利益同23.2%増、純利益同32.5%増と従来予想を据え置いた。14/1期下期は、景気回復期待、消費税増税前の駆け込み需要といった事業環境面の要因や以下の理由により採算の改善を見込んでいる。なお、ドル高円安による仕入れ価格の上昇に対し、13年末もしくは14年初めにunico事業商品の値上げを検討しているようである。また、food事業は赤字幅が縮小すると見込んでいる。

1. 14/1期上期のフィリピン工場の移転に伴う一時的なコストが、下期にはなくなること。
2. unico事業において、2店舗の新店が開店すること。
  - ① 横浜：港北店(売り場面積70坪、目標年商約2億円、10月開店予定)
  - ② 千葉：船橋店(売り場面積110坪、目標年商約2.5億円、11月開店予定)
3. 広告宣伝費及び販売促進費の圧縮(上期106百万円、下期予定80百万円)。
4. 兵庫物流センター<sup>注6</sup>の本格稼働による物流コストの削減と国内物流の合理化(兵庫物流センターのフル稼働に伴い、年間ベ-

注6) 兵庫物流センター  
11年2月に開設したが、西日本地域への顧客配送は、東の拠点である宇都宮物流センターから全面移管する計画となっている。

- スで 33 百万円のコスト削減を予定)。
5. unico 事業の家具の新シリーズの拡販 (米国のカフェスタイルをイメージした「WYTHE (ワイズ)」シリーズやディスプレイ棚としても使える「ALETTE (アレット)」シリーズ)。
  6. カーテンにおいて、自社開発品比率を引き上げること。

◆ 14 年 1 月期の証券リサーチセンター予想

当センターは、14/1 期業績予想について、前回レポートから売上高は上方修正、営業利益以下の各段階の利益は下方修正し、22.7%増収、40.6%営業増益、16.3%経常増益、29.7%純利益増益と予想する。

【図表 4】14/1 期業績予想

百万円	ミサワ予想		証券リサーチセンター予想			
		前期比	前回	前期比	今回	前期比
売上高	6,202	20.7%	6,202	20.7%	6,300	22.7%
営業利益	564	47.8%	564	47.8%	536	40.6%
経常利益	558	23.2%	558	23.2%	526	16.3%
純利益	312	32.5%	312	32.5%	305	29.7%

(出所) 決算短信等より証券リサーチセンター作成

当センターでは、14/1 期下期の既存店増収率を同社計画の前年同期比 3%増に対して、同 1%増と見込む一方で、上期に開店した新店 2 店舗の売上高が、下期も上期同様に好調に推移すると見込み、同社計画をやや上回る増収率を予想した。利益面では、上期同様のドル高円安のデメリットの発生と、food 事業は 13/1 期レベルの赤字 (セグメント利益は 12 百万円の損失) が続くと見込んだ。

> 中期見通し

注 7) カニバリゼーション  
自社の製品もしくはブランドが自社の他の製品もしくはブランドとシェア争いをする「共食い」現象のこと。同社の場合、消費者が新店開店の店舗を利用することで、従来利用していた店舗の売上減少につながる。

◆ 同社の中期経営計画

同社は、16/1 期を最終年度とする中期経営目標を発表している。14/1 期は、新規出店を 5 店舗から 4 店舗に減らしたが、15/1 期及び 16/1 期の新規出店は 5 店舗の目標を変更していない。したがって、unico 事業の店舗数は 13 年 1 月末 24 店から 16 年 1 月末には 38 店舗とし、16/1 期売上高は 8,640 百万円、売上高営業利益率を 11.0%と 13/1 期の 7.4%から大きく改善する計画である。

◆ 証券リサーチセンターの中期予想

当センターでは、前回の中期的な業績予想を見直したが、ほぼ従来予想を踏襲している。多店舗展開による自社内のカニバリゼーション<sup>注 7</sup>や出店リスク、為替動向や今後の新ブランドなどに対する先行投資

負担を勘案し、当センターでは会社計画の売上高及び営業利益率に対し、やや慎重に予想している。

会社の中期計画数値との差異は、①当センターでは 15/1 期以降の出店数を 4 店舗(同社計画は 5 店舗)としていること、②会社計画に対し平均店舗あたりの売上高を 5%程度割り引いて売上を算出していることによる。①で、年間 4 店の出店を想定したのは、毎期 5 店の出店計画が 13/1 期は 3 店、14/1 期も 4 店と下回るもしくは下回る見通しのため。②はカニバリゼーションなどのリスクを考慮したためである。

消費税増税及びドル高円安による利益率悪化要因に対しては、13 年末もしくは 14 年初めの値上げで対処するようである。

今後の課題は、現在の主力である女性顧客層のやや上の年代を取り込むための新ブランドの開発や男性顧客の取り込み、為替変動に伴う最適な生産体制の調整、投資効果を活かすためにもハウスカードの活用が挙げられよう。

【図表 5】 中期業績予想

百万円		14/1 期	15/1 期	16/1 期
		予想	予想	予想
前回 13年3月 時点※	売上高	6,200	7,100	8,000
	営業利益	560	700	810
	経常利益	550	670	780
	当期純利益	319	402	468
今回※	売上高	6,300	7,150	8,100
	営業利益	536	644	770
	経常利益	526	624	750
	当期純利益	305	374	450
同社中期 経営計画	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	—	—

(注) ※欄の予想は、証券リサーチセンター予想  
(出所) 証券リサーチセンター

## > 株主還元

### ◆ 無配継続模様

同社は成長段階にあり、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に、内部留保の充実を優先させる方針である。現在、無配を継続中であるが、業績は安定し増益トレンドであることから初配当が待たれる。尚、1 単元 (100 株) 以上を保有する株主に対し、店舗での購入を対象とした割引券に加え、5,000 円相当分の限定商品もしくは同社レストランの食事券などの株主優待制度を 13 年 1 月から導入するなど、株主還元も意識し始めている。

➤ 株価バリュエーション

◆ 現株価水準は割安感

類似企業として良品計画 (7453 東証一部)、ユナイテッドアローズ (7606 東証一部)、大塚家具 (8186 東証 JQS) とバリュエーション指標の比較を行った。ユナイテッドアローズを取り上げたのは、顧客層が重なっているためである。類似企業に比べ前期実績水準の ROE 水準が高く、前期実績水準 PBR はそれに見合った形の水準と考えられる。今期予想基準 PER は 8.5 倍と低いのは、時価総額が小さく流動性が乏しいことと、家具の小売業態であり中期的な成長性が認識されていないことがディスカウントの要因であると推測される。

【図表 6】 株価バリュエーション

	3169東証マザーズ	8186東証JQS	7453東証一部	7606東証一部
	ミサワ	大塚家具	良品計画	ユナイテッドアローズ
業態	家具及びインテリア	家具及びインテリア	衣類及び生活雑貨	カジュアルウエア
決算期	1月	12月	2月	3月
株価(9/27、円)	1,239	1,007	8,810	4,125
PER(今期予想基準、倍)	8.5	18.7	17.1	16.9
PBR(前期実績基準、倍)	2.8	0.6	2.5	5.2
配当利回り(今期予想基準)	0.0%	4.0%	1.8%	1.5%
時価総額(百万円)	2,580	19,536	247,367	155,925
ROE(前期実績基準、%)	29.5	2.0	12.5	32.7
純利益成長率	4.0%	126.6%	11.3%	23.8%

(注) ミサワの予想は証券リサーチセンター予想、他 3 社の予想は会社予想、純利益成長率は今期予想/前々期実績の年率成長率

(出所) 証券リサーチセンター



### 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

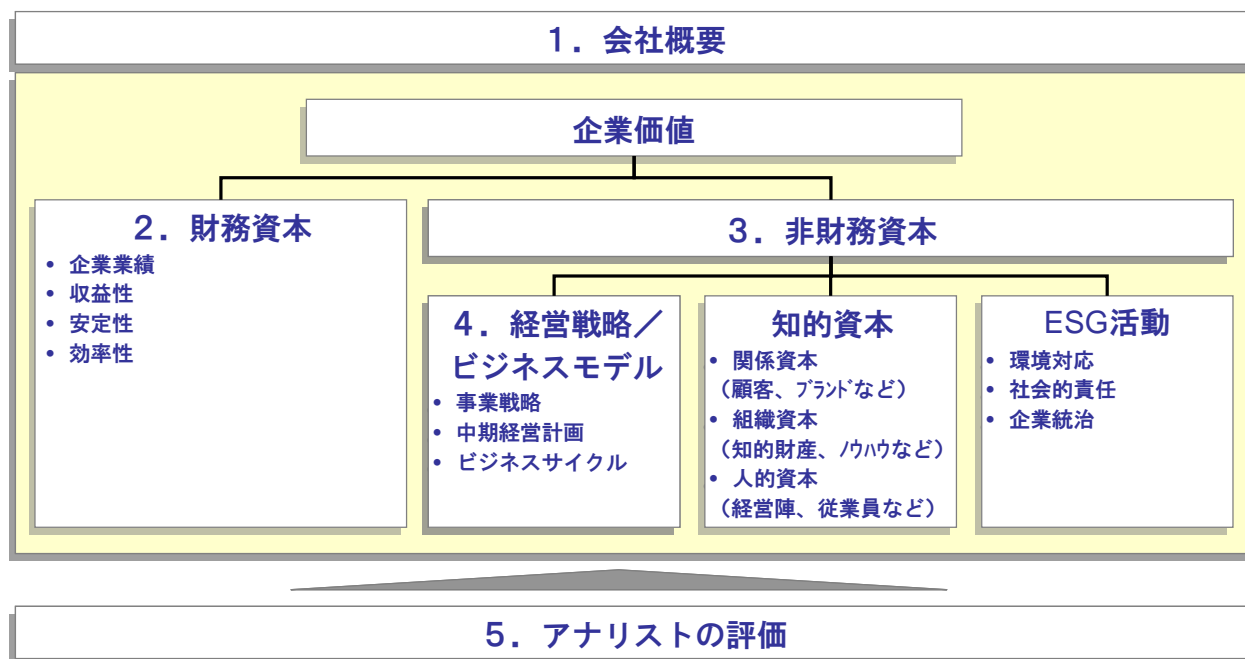
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。



## 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。