

16/3 期上期は大幅営業増益。QBR 予想を増額修正

アップデートレポート

(株) QBR
堀内 敏成

主要指標 2015/12/24 現在

株 価	4,900 円
年初来高値	5,600 円 (12/18)
年初来安値	2,370 円 (01/05)
発行済株式数	2,552,946 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	12,509 百万円
予 想 配 当 (会 社)	100.0 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	594.16 円
実 績 P B R	1.07 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2015/06/26
-------	------------

上期は全てのセグメントが好調に推移。会社計画を大幅超過

16/3 期上期の連結業績は、売上高 240.2 億円(前年同期比 19.3%増)、営業利益 11.2 億円(同 8.5 倍)、経常利益 12.1 億円(同 6.8 倍)となり、1Q 業績公表時の会社側計画に対し、特に利益面で大幅に上回った。同社の事業の両輪である OEM(相手先ブランドによる製造)事業、ブランド事業はともに増収を達成。家具・家庭用品事業、服飾雑貨事業、家電事業の全てのセグメントが好調に推移し、営業損益は大きく改善した。これらを踏まえ会社側は、16/3 期通期の連結業績見通しを大幅に上方修正した。1 株当たりの年間配当金は 15/3 期実績(90 円)との比較で 10 円増配となる 100 円を計画。自己資本利益率(ROE)の目標も、これまでの 8%から 15%に引き上げた。

16/3 期 QBR 予想を大幅増額修正。17/3 期も小幅増収増益予想

QBR では 16/3 期通期の連結業績について、会社計画とほぼ同水準の予想としていたが、上期の実績を踏まえて増額修正し、会社側修正値とほぼ同水準に引き上げる。14 年秋以降進行した外為市場での円安の一服、OEM 事業の好調持続などから、会社側修正計画は達成可能と考えている。

続く 17/3 期の予想も増額修正し、小幅増収増益を見込む。国内では、安倍内閣の景気浮揚策の強化、17 年 4 月実施予定の消費増税(8%→10%)に向けた駆け込み需要の拡大などにより、消費環境は改善に向かうと想定。好調が見込まれる 16/3 期業績の反動も予想されるが、外為相場の安定、原油市況低迷の長期化などに伴うコスト低減なども寄与して、小幅ながら増収・営業増益を確保するとみている。

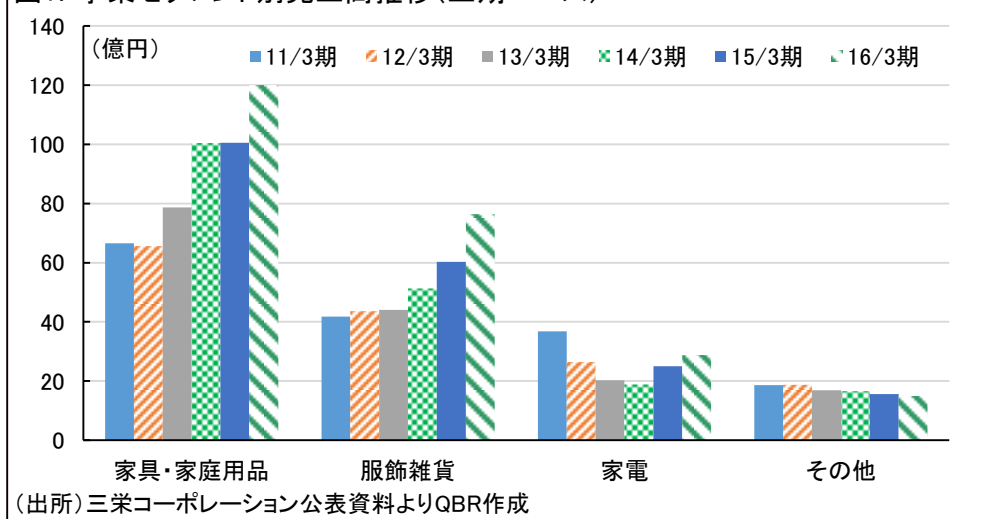
業 績 動 向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2014/09	2Q(4-9月)	実 績	20,132	7.6	131	6.2	177	23.6	64	-86.2	27.68
2015/09	2Q(4-9月)	実 績	24,015	19.3	1,124	753.1	1,212	582.8	828	-	350.88
2015/03	通 期	実 績	44,454	11.4	780	96.5	1,018	110.0	580	26.7	247.25
2016/03	通 期	新・会社予想 (2015年10月発表)	48,000	8.0	2,000	156.3	2,000	96.3	1,400	141.1	591.20
		会社予想 (2015年05月発表)	45,000	1.2	1,100	41.0	1,100	8.0	750	29.2	319.16
		新・アナリスト予想	48,000	8.0	2,000	156.3	2,120	108.1	1,407	142.3	594.16
		アナリスト予想 (2015年06月発表)	45,000	1.2	1,100	41.0	1,140	11.9	757	30.4	322.14
2017/03	通 期	新・アナリスト予想	49,000	2.1	2,100	5.0	2,140	0.9	1,427	1.4	602.61
		アナリスト予想 (2015年06月発表)	46,000	2.2	1,300	18.2	1,340	17.5	897	18.5	381.72

16/3 期上期業績
は、1Q 時会社計
画を大幅に超過

● 16/3 期上期は全てのセグメントが好調に推移

16/3 期上期の連結業績は、売上高 240.2 億円（前年同期比 19.3%増）、営業利益 11.2 億円（同 8.5 倍）、経常利益 12.1 億円（同 6.8 倍）となり、大幅増収増益を達成。また、1Q 業績公表時に上方修正した会社計画（売上高 220 億円、営業利益 6.5 億円、経常利益 7.0 億円）に対しては特に利益面で大きく上回った。同社の事業の両輪である OEM 事業、ブランド事業がともに増収を達成。家具・家庭用品事業、服飾雑貨事業、家電事業の全てのセグメントも増収となったほか、国内、欧州、北米、中国の全ての地域で増収となるなど販売は極めて順調に推移。増収効果もあり、売上総利益率は 25.7%、同 1.0 ポイント改善。ローコストオペレーションの徹底により、販管費の伸びは同 4.3%にとどまり、売上高販管費比率は 21.0%、同 3.0 ポイント改善、大幅な営業増益に結びついた。為替差益の増加など営業外収益の増加もあり、経常利益も大幅に増加。固定資産売却益（特別利益）の増加、固定資産除却損（特別損失）の減少など特別損益の改善もあり、純利益は同 12.8 倍の 8.3 億円に拡大した。

図1. 事業セグメント別売上高推移(上期ベース)



OEM 事業、ブラン
ド事業がともに増
収

● OEM 事業、ブランド事業がいずれも好調に推移

同社は OEM（相手先ブランドによる製造）事業とブランド事業を展開しており、16/3 期上期の売上高構成比は OEM 事業 73.6%、ブランド事業 26.4% であった。OEM 事業の特長は、(1) 海外調達力（長年の海外展開で構築してきたアジアの製造ネットワークが武器）、(2) 生産管理能力（生産エリアに同社の専任スタッフが常駐）、(3) 海外拠点から海外顧客へ（国内のみならず欧米にも輸出。中国国内での販売も手掛ける）、など。

ブランド事業では、OEM 事業で培ってきた海外ビジネスの知識と経験を活

用し、自社ブランドや海外で発掘したブランドを主に国内市場で展開している。ブランド事業の特長は、(1) 本質にこだわった秀逸な商品を手掛けている、(2) 販売戦略に応じて、小売展開も積極的に行っている（直営店 74 店舗）、(3) 長く使い続けていただくためのアフターサービス事業も運営している、などである。

16/3 期上期の売上高は、OEM 事業が 176.7 億円（前年同期比 18.8%増）、ブランド事業が 63.4 億円（同 20.8%増）といずれも大幅に伸長した。

表1. 三栄コーポレーショングループの主な会社と所属セグメント

■OEM事業

法人名	決算期	主な取り扱い商品	所属セグメント
(株)三栄コーポレーション	3月	生活関連用品全般	全セグメント
TRIACE LIMITED	12月	同上	家電以外全て
三發電器	12月	調理家電、理美容家電	家電

■ブランド事業

法人名	決算期	主な取り扱いブランド	直営店数	所属セグメント
ヴェーエムエフ ジャパン コンシューマーグッズ(株)	12月	「WMF」、「Silit」ほか	1	家具・家庭用品
(株)ビルケンシュトックジャパン	12月	「ビルケンシュトック」	52	服飾雑貨
(株)L&Sコーポレーション	12月	「キプリング」	13	服飾雑貨
(株)mhエンタープライズ	12月	「モッズ・ヘア」、「ビタントニオ」	-	家電
(株)ペットランド	12月	「ペットランド」	7	その他

(注)15年9月末現在のグループ全体の直営店舗数は74店舗

(三栄コーポレーションの直営家具ショップ1店舗を含む)

(出所)三栄コーポレーション公表資料よりQBR作成

家具・家庭用品は
営業黒字に転換

● 家具・家庭用品事業、服飾雑貨事業とも営業損益が大幅改善

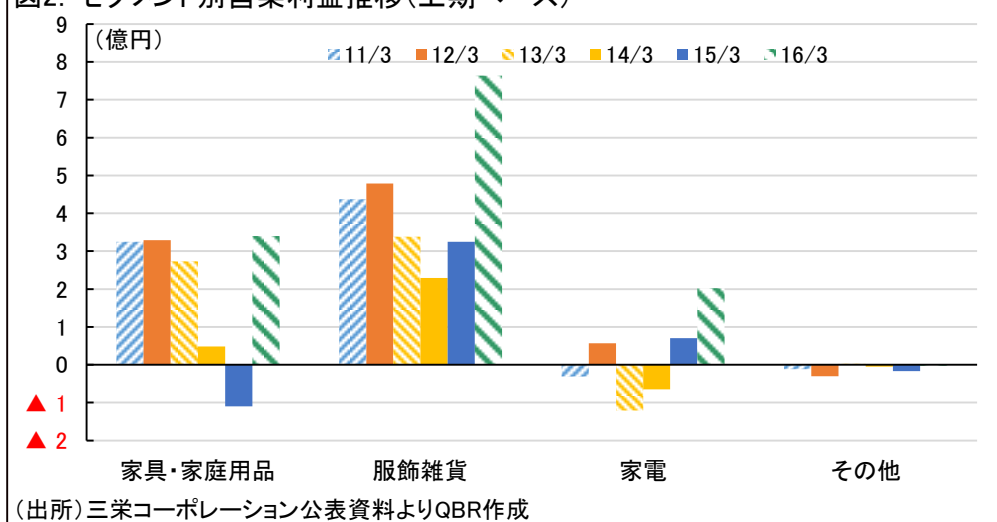
16/3 期上期のセグメント別業績は、それぞれ営業損益が大きく改善した。家具・家庭用品事業セグメントは、売上高 120.0 億円（前年同期比 19.3%増）、営業損益は 3.4 億円の黒字に転換した（前年同期は 1.1 億円の赤字）。ブランド事業の売上高がほぼ横ばいであったものの、セグメントの売上高の大半を占める OEM 事業が、国内向けのリビング家具の販売好調、北米向けキッチン・クッキング用品の伸長などで好調に推移し、全体で増収を達成。利益面では、ブランド事業で人員増強等による経費増があったものの、OEM 事業における増収効果、コスト削減効果などでカバーし、営業損益は大きく改善した。

服飾雑貨事業は、売上高 76.4 億円（前年同期比 26.8%増）、営業利益が 7.6 億円（同 2.3 倍）となった。OEM 事業、ブランド事業ともに、売上高、営業利益が好調に推移。OEM 事業は国内外でトラベル商材の売上が伸び、増収効果で営業利益も増加。ブランド事業は、「ビルケンシュトック」（ドイツ

業績

製コンフォートシューズ)が大幅な増収となったほか、「キプリング」(ベルギーのファッションバッグ)も増収に。営業利益はビルケンシュトックの寄与が大きかった。子会社ビルケンシュトックジャパン(12月決算)の15/12期上期の業績は、売上高36.6億円(同41.3%増)、経常利益3.8億円(同3.2倍)。直営店の増加(今上期に5店舗増加)に加え、販売足数を増やす戦略の奏功、米国発の「フラットサンダル」ブームも寄与して、大幅増収増益。都心店舗では、インバウンド需要も販売増に貢献したようだ。

図2. セグメント別営業利益推移(上期ベース)



家電事業も大幅 営業増益

- 家電事業は営業利益が前年同期比 2.9 倍に拡大

家電事業セグメントは、売上高が 28.8 億円(前年同期比 15.4%増)、営業利益が 2.0 億円(同 2.9 倍)であった。同セグメントも、OEM 事業、ブランドが双方、売上高、営業利益ともに増加。OEM 事業は既存商材の販売好調が寄与して増収を達成、増収効果で営業利益も増加。ブランド事業は取扱店舗数がわずかながら増えたことで若干の増収を確保。コスト削減の奏功などにより営業増益となった。子会社三發電器(12月決算)の15/12期上期の業績は、売上高が14.0億円(前年同期比5.3%増)、営業利益が1.2億円(同20.0%増)。現地通貨ベースでは売上高、利益ともにわずかに減少したが、円安効果もあり、邦貨換算ベースでは増収増益となった。

会社側は 16/3 期 通期の連結業績見 通しを上方修正

- 会社側は 16/3 期通期の営業利益見通しを 20.0 億円に増額

上期の実績を踏まえ会社側は、1Q 業績公表時に上方修正した 16/3 期通期の連結業績見通しを再び上方修正し、売上高 460.0 億円→480.0 億円(前期比 8%増)、営業利益 15.0 億円→20.0 億円(同 2.6 倍)、経常利益 15.0 億円

業 績

→20.0 億円（同 96%増）とした。上期の実績の通期修正計画に対する進捗率は、売上高 50.0%、営業利益 56.2%、経常利益 60.6%。下期は、売上高 239.8 億円（前年同期比 1.4%減）、営業利益 8.8 億円（同 35.0%増）、経常利益 7.9 億円（同 6.4%減）を見込む計算。

セグメント別の計画については、上期の実績を踏まえて、全てのセグメントの期初計画を上方修正した（表 2 参照。会社側は 1Q 業績公表時にはセグメント別の修正値は公表せず）。家具・家庭用品事業は、売上高 231.3 億円→241.7 億円（前期比 5%増）、営業利益 2.6 億円→7.0 億円（同 6 倍）に増額。主力の OEM 事業が上期の好調を受けて通期でも増収となる見込みであり、コスト削減の効果などと相まって大幅な営業増益となる見通し。一方、ブランド事業は、子会社 WMF ジャパンコンシューマーグッズで取扱店舗数の増加を図るものの、売上高は横ばい、営業損益は販売コスト増などで赤字がわずかながら拡大する見通し。

服飾雑貨事業も、売上高 125.3 億円→141.2 億円（同 14.2%増）、営業利益 7.4 億円→11.1 億円（同 77.8%増）と増額した。OEM 事業は下期、上期に比べ若干減速するものの、通期で増収・営業増益となる見通し。ブランド事業もビルケンシュトック、キプリングともに好調を維持し、増収・営業増益となる見通し。子会社ビルケンシュトックは下期も 5 店舗を開設の予定で、下期の売上高も同 15%程度伸びると見込んでいる。

家電事業は、売上高 57.8 億円→64.3 億円（同 18.0%増）、営業利益 3.3 億円→4.0 億円（同 22.3%増）と上方修正。OEM 事業、ブランド事業ともに通期でも増収・営業増益となる見通し。OEM 事業は新商品効果による顧客増などが寄与する見込み。ブランド事業は、業務用調理家電ブランドの立ち上げに伴うコストが増加するものの、既存ブランドの伸長で増益を確保する見通しだ。

図3. セグメント別営業利益推移

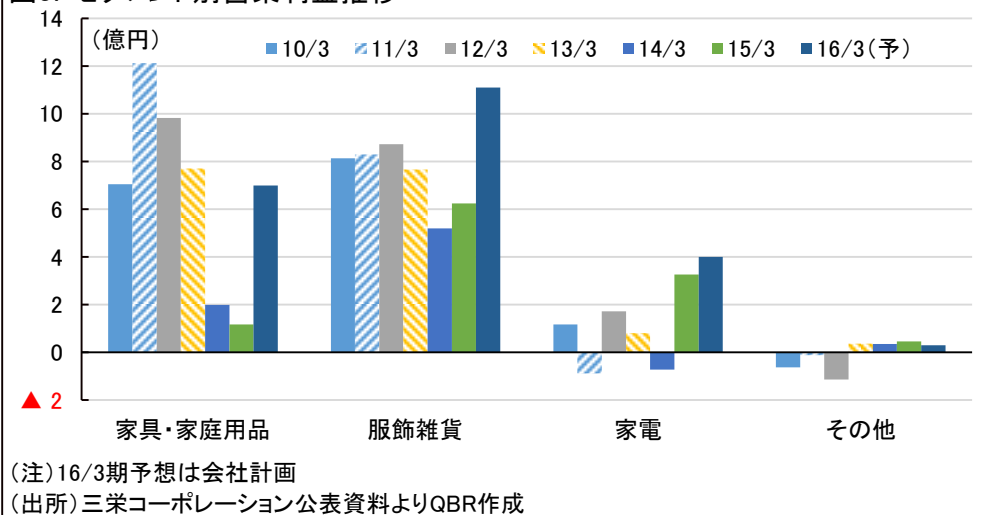


表2. セグメント別営業利益計画 (単位:百万円)

	15/3期 実績	16/3期 期初計画	16/3期 修正計画
家具・家庭用品事業	117	260	700
服飾雑貨事業	624	740	1,110
家電事業	327	330	400
その他	47	60	30
調整額	▲ 335	▲ 290	▲ 240
連結	780	1,100	2,000

(注)修正計画は16/3期上期業績公表時計画

(出所)三栄コーポレーション公表資料

ROE の目標を 15%
に引き上げ

● 自己資本利益率 (ROE) の目標を 15%に引き上げる

同社の財務指標の推移をみると、外為市場での円安の進行に伴う原価の上昇などにより、13/3 期、14/3 期は連続して営業減益を余儀なくされた。これに伴い、資産効率、資本効率も悪化したが、15/3 期の連結業績が回復したことで、財務指標も改善。16/3 期は一段の改善が見込まれる。D/E レシオ (有利子負債÷自己資本) は自己資本の着実な増加もあり、良好な水準といえる。ブランド事業などで M&Aなどを一段と強化する財務基盤は十分に有するものと評価できよう。

また、株主への利益還元に関し同社は、(1) 安定的かつ継続的な配当実施、(2) 配当性向 30%を目処、(3) 企業体質の強化を図るための内部留保の充実、を基本方針としている。15/3 期の 1 株当たり年間配当金は 90 円 (上期末 40 円、期末 50 円) を実施。続く 16/3 期は 10 円の増配となる 100 円を計画している (上期末、期末ともに 50 円)。同社は過去、業績が振るわなかった時期に無配の期間 (93/3 期~97/3 期) があったものの、配当を再開した 98/3 期以降は 15/3 期まで 18 期連続で 1 株当たり年間配当金を維持または増配している。株主優待の実施を含めた同社の株主還元への配慮は高く評価できよう。また、会社側は自己資本利益率 (ROE) の目標を 8%から 15%に引き上げている (15/3 期実績は 6.2%)。株主還元と成長投資の両立、自己資本利益率 (ROE) の一段の改善に期待したい。

図4. 財務バランス推移

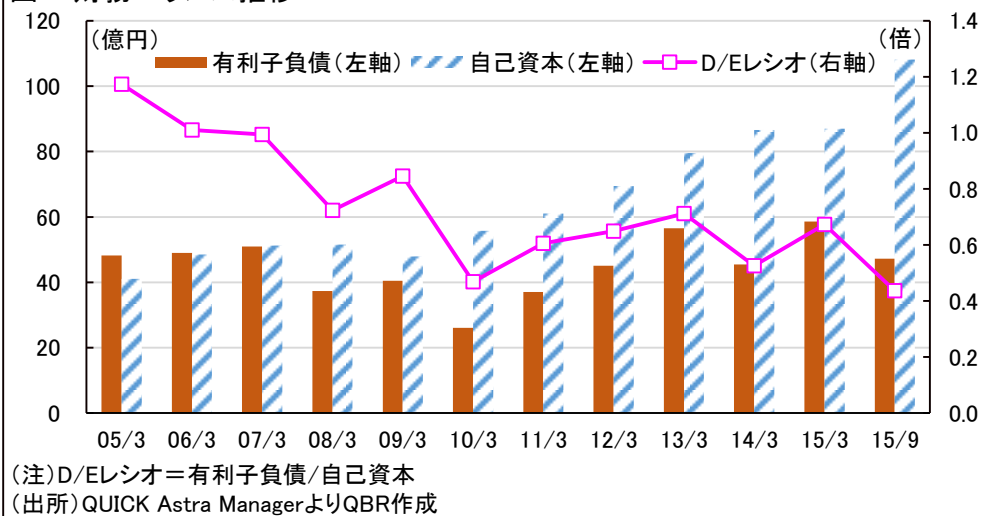
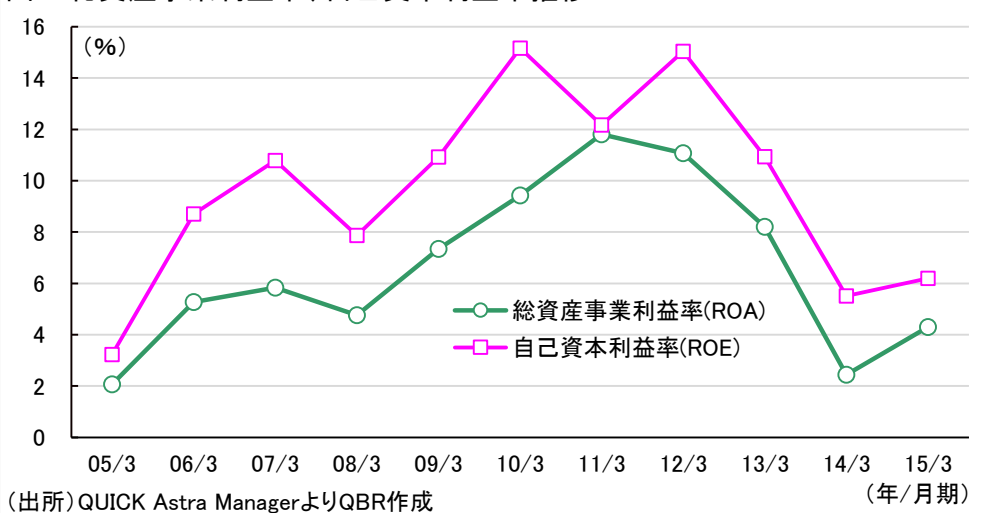


図5. 総資産事業利益率、自己資本利益率推移



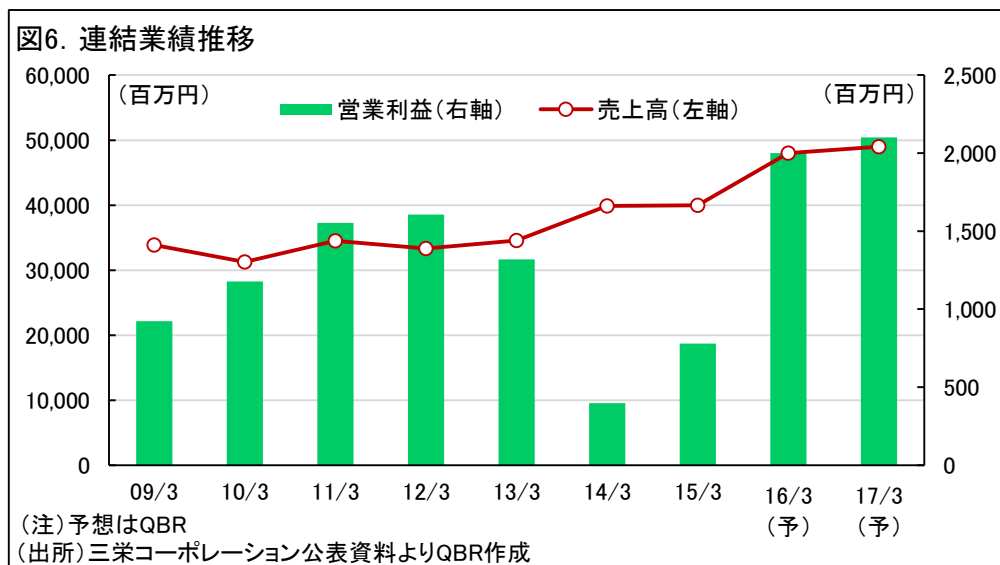
**QBRの16/3期通
期連結業績予想も
上方修正**

● QBRの16/3期通期連結業績予想も上方修正

16/3期通期の連結業績についてQBRでは、会社側の期初計画を概ね妥当な水準と捉え、前回レポートで売上高、営業利益を会社計画と同額の売上高450.0億円(前期比1.2%増)、営業利益11.0億円(同41.0%増)と予想。経常利益予想は会社計画を若干上回る11.4億円(同11.9%増)としていたが、これは会社側の営業外損益の見通しをやや保守的とみたことによる。

しかし、既述のように、16/3期上期の連結業績はQBRの想定を大きく上回り好調に推移した。これを踏まえて、通期の売上高、営業利益予想を会社側修正計画と同額に増額(売上高を前期比8%増の480.0億円、営業利益を同2.6倍の20.0億円)。経常利益は営業外損益の改善を見込み、会社側修正計画を若干上回る21.2億円(同2.1倍)に増額する。下期は、14年秋以降進行した円安の影響が薄れる一方、同社のOEM事業の主要な取引先である良

品計画（7453）の連結業績は堅調な推移が見込まれる。会社側の修正計画は概ね達成可能とQBRではみている。為替前提は、1ドル=120円を見込んでいる。



17/3 期も小幅増収増益を予想

- 国内消費環境の改善など寄与、17/3 期も小幅増収増益を予想

経営の中長期的な方向性に関し同社は、(1) ROE15%を目指す、(2) 売上高 500 億円を目指す、(3) ブランド事業で収益を確保し、OEM 事業で業容のさらなる拡大を狙う、(4) 海外取引を拡大し、市場環境の変化、為替相場に左右されにくい経営体質へ、(5) 調達先を多様化させる（中国以外に東南アジアでの調達比率を高める）、などの目標を掲げている。15/3 期は 23 期ぶりに売上高 400 億円を達成。16/3 期も売上高 480 億円が見込まれるなど、500 億円が射程圏内に入っている。

17/3 期の連結業績予想について QBR では、前回予想を上方修正し、売上高で 490 億円（前期比 2%増）、営業利益 21.0 億円（同 5%増）とする。為替前提は、1ドル=120円。国内では、16年夏に予定される参議院通常選挙に向けた安倍内閣の景気浮揚策の強化、17年4月実施予定の消費増税（8%→10%）に向けた駆け込み需要の拡大などにより、国内の消費環境は改善に向かうと想定。好調が見込まれる 16/3 期業績の反動も予想されるが、外為相場の安定、原油市況低迷の長期化などに伴うコスト低減なども寄与して、小幅ながら増収・営業増益を確保するとみている。キプリング事業（服飾雑貨事業）など費用が先行していたブランド事業の収益改善も進むとみており、会社側の中長期的な経営構想に沿った OEM 事業の伸長による業容拡大、ブランド事業の拡大に伴う収益性の改善も増益に貢献しよう。

図7. 三栄コーポレーション売上高推移

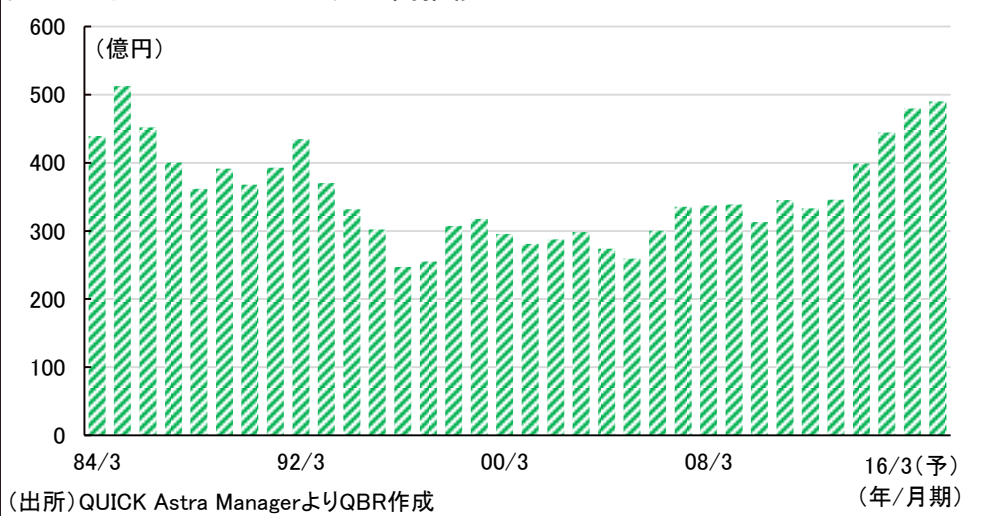


図8. 主要先進国通貨 名目実効レート推移(14年初頭以降)

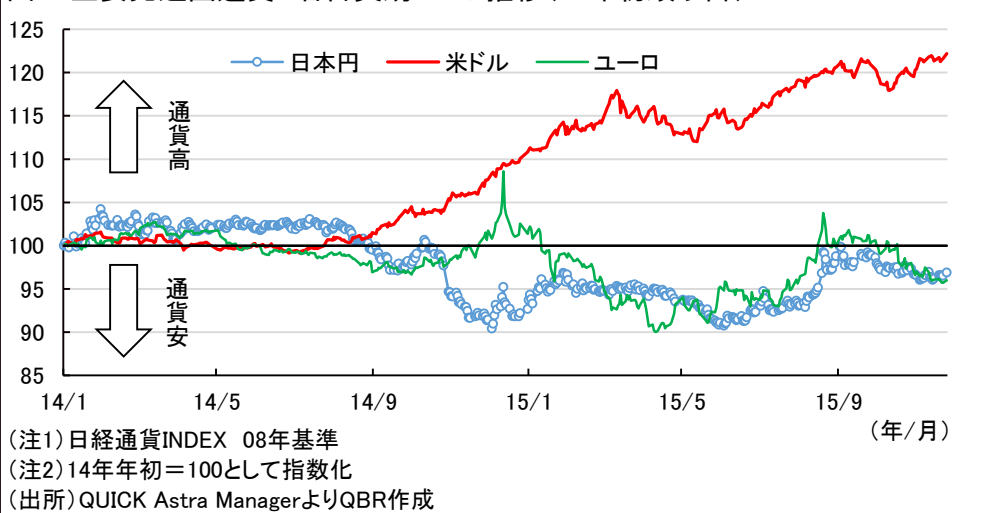
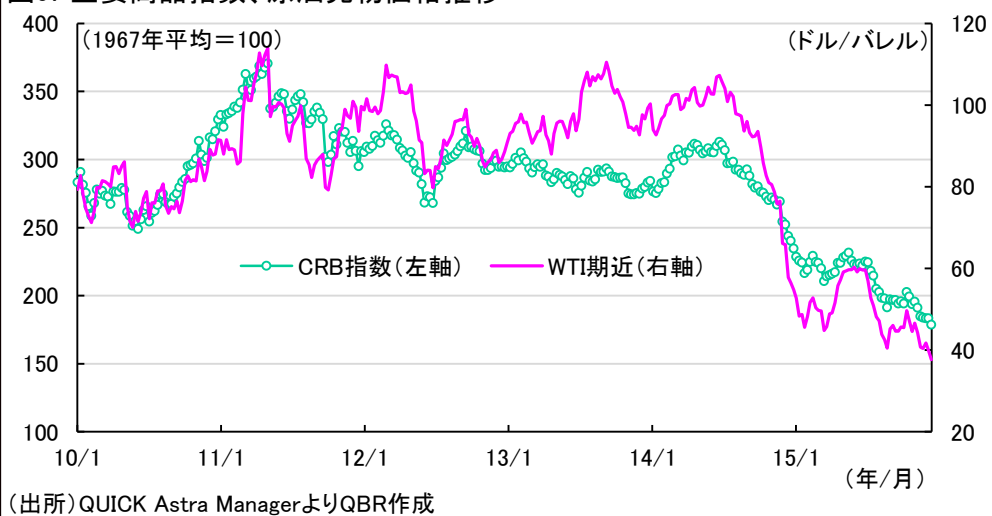
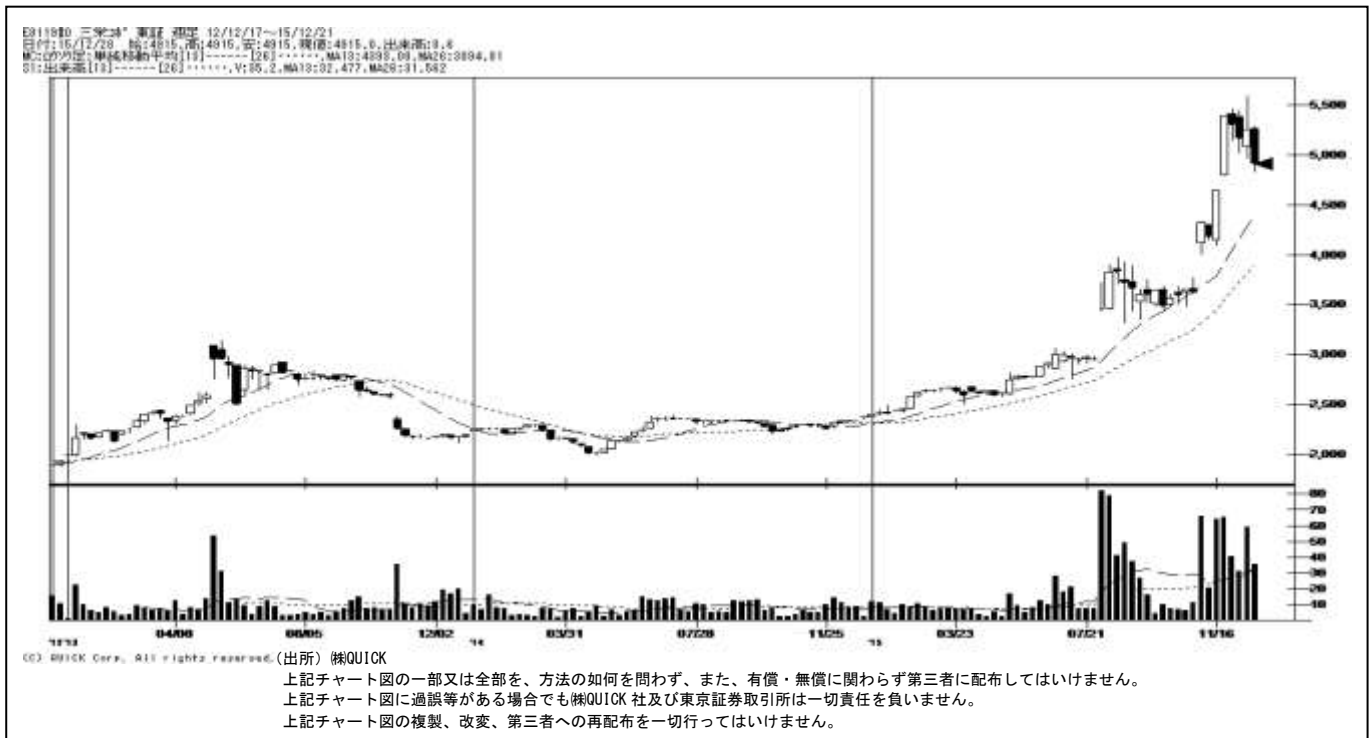


図9. 主要商品指数、原油先物価格推移





			2013/3	2014/3	2015/3	2016/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	2,445	3,150	2,685	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	1,810	2,111	1,999	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	190	438	350	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	34,570	39,890	44,454	48,000
	営 業 利 益	百万円	1,318	397	780	2,000
	経 常 利 益	百万円	1,381	485	1,018	2,120
	当 期 純 利 益	百万円	814	458	580	1,407
	E P S	円	351.87	195.72	247.25	594.16
	R O E	%	10.9	5.5	6.2	13.4
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	12,741	12,431	15,115	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	4,898	4,980	5,605	-
	資 産 合 計	百万円	17,640	17,412	20,721	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	7,817	7,940	8,749	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	1,597	712	1,917	-
	負 債 合 計	百万円	9,414	8,652	10,666	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	8,053	8,313	8,701	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	-97	509	-794	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-280	422	-252	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	787	-1,454	1,025	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	2,391	2,006	2,032	-

リスク分析

事業に関するリスク

● 為替変動リスク

同社グループは輸出入取引に付随し、様々な為替相場の変動リスクにさらされている。このため、為替予約などを利用したリスクヘッジを行うとともに、商品調達コストや販売価格などの見直しを適宜行い、リスクの低減に努めている。しかし、グループ売上に占める国内への輸入取引の比率が高いため、特に円相場に大幅な変動が生じた場合は、同社グループの経営成績に大きな影響を与える可能性がある。また、海外子会社の財務諸表は、決算時の為替相場によって連結財務諸表に反映されるため、為替相場の変動はこの点でも影響がある。

● 金利リスク

同社グループの借入金は金利変動リスクにさらされており、特に短期市場金利が急騰した場合は、金利負担の急増により、経営成績や財務状態に大きく影響を与える可能性がある。

● 信用リスク

同社グループは国内外の取引先に対し、必要に応じて売掛金、前渡金、保証等の信用供与を行っており、これら信用リスクに対しては、売掛債権を補償する保険の付保や、過去の実績に基づいた引当金の設定を行っている。しかし、取引先の財政状態の悪化などにより、回収遅延や債務不履行が発生した場合には、想定以上の金銭的損失が発生する可能性がある。

● 特定の取引先への依存度の高さ

同社グループの売上高の約3割が良品計画向けであり、良品計画において、同社に対する取引方針が変更されるなどの場合、同社グループの事業活動や経営成績、財政状態に大きく影響を与える可能性がある。

● 商品の品質に係るリスク

同社グループは、提供している生活関連用品を中心とした商品の品質管理を徹底するとともに、製造物賠償責任保険に加入している。しかし、万一、重大な製造物賠償責任が発生した場合は、信用、ブランド・イメージが大幅に低下する可能性があり、同社グループの事業活動や経営成績、財政状態などに大きく影響を及ぼす可能性がある。

● カントリーリスク

同社グループの商品調達の約7割を中国に依存しており、同国における政治情勢や法制環境の変化、労働コストの上昇、伝染病の蔓延等、政治・経済・社会情勢の変化など、予期せぬ事象の発生により、同社グループの事業活動や経営成績、財政状態などに大きく影響を及ぼす可能性がある。

ディスクレームー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>