

三栄コーポレーション

(8119・JASDAQ スタンダード)

2018年7月11日

株主還元を強化、自己株式取得を発表。増益基調回復へ

ベーシックレポート

(株) QUICK
堀内 敏成

会社概要

所在地	東京都台東区
代表者	小林 敬幸
設立年月	1950/2
資本金	1,000百万円
(2018/3/31 現在)	
上場日	1978/12/20
URL	https://www.sanyecorp.com/
業種	卸売業

主要指標 2018/7/9 現在

株価	4,145円
年初来高値	4,330円 (5/14)
年初来安値	3,800円 (3/28)
発行済株式数	2,552,946株
売買単位	100株
時価総額	10,582百万円
予想配当 (会社)	160円
予想EPS (アナリスト)	581.56円
実績PBR	0.74倍

品質の優れた生活関連用品を企画・開発・販売

同社は家具・家庭用品、服飾雑貨、家電等を扱う商社。品質の優れた生活関連用品を企画開発し、快適で夢のあるライフスタイルと社会生活に貢献するという経営ビジョンに基づき、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いる。主力はOEM事業で、国内外の自社工場および協力工場で商品を生産。一方、ブランド事業は「ビルケンシュトック」（ドイツ製コンフォートシューズ）、「キプリング」（ベルギーのファッションバッグ）など海外のブランドや自社ブランドを運営し、小売も手掛けている。



中期経営計画の諸施策は着実に進捗、収益基盤の強化に寄与

18/3期は、17/3期の大口スポット取引の反動、新ブランド強化など先行投資負担が影響、大幅営業減益となった。しかし、同社が18/3期より推進する中期経営計画で掲げる各種施策は、着実に進捗しつつあり、収益基盤の強化に寄与すると見込む。QUICK企業価値研究所では、19/3期以降、同社の連結業績は、増益基調を回復すると予想している。

同社は株主還元も強化しており、98/3期から18/3期まで21期連続で年間配当金を前期比横ばいまたは増配としている。また、18年5月、5万株または2.5億円を上限とする自己株式取得を発表した。取得期間は18年7月2日から12月28日。同社が経営環境の変化に対応し、機動的に株主還元および資本効率の改善に臨む姿勢を表わすものとして、金融資本市場での評価を高めよう。

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	
2018/3 実績	44,692	-10.2	1,683	-37.8	1,832	-24.8	832	-41.7	348.47	
2019/3	会社予想 (2018年5月発表)	50,000	11.9	1,900	12.8	1,900	3.7	1,200	44.1	502.06
	アナリスト予想	50,000	11.9	2,000	18.8	2,000	9.1	1,390	66.9	581.56
2020/3	アナリスト予想	51,500	3.0	2,130	6.5	2,130	6.5	1,480	6.5	619.21

会社概要

会社概要

● 会社概要

家具・家庭用品、服飾雑貨、家電等の生活関連用品の専門商社。品質の優れた生活関連用品を企画開発し、快適で夢のあるライフスタイルと社会生活の実現に貢献するという経営ビジョンに基づき、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。売上高構成比はOEM事業が72.3%、ブランド事業が27.7%（18/3期実績）。OEM事業はアジア中心に製造ネットワークを構築するほか、北米・欧州にも輸出。ブランド事業はドイツのビルケンシュトックのシューズ・サンダルなど優れた商品を世界中から選び、同社のブランド事業の商品として日本国内で扱っており、直営店舗は83店舗（18年3月末現在）。事業セグメントは、家具・家庭用品事業、服飾雑貨事業、家電事業、その他事業の4つ。

経営者

● 経営者

代表取締役社長 小林敬幸（2011年1月1日就任）

小林社長は1980年4月に同社入社。海外勤務歴が計18年と長い。

設立経緯

1946年10月、生活関連用品の輸出専門商社として創業。香港、台湾など海外拠点網の構築を経て製造業に進出。85年のプラザ合意以降の急激な円高に対応して日本においては主業を輸入に転換した。

企業理念

● 企業理念

同社では、『健康と環境』をテーマに、品質の優れた生活関連用品を企画開発し、消費者の皆さまにお届けすることを通じ、快適で夢のあるライフスタイルと社会生活の実現に貢献する」との経営ビジョンを掲げている。

コーポレートアクション

● 直近のコーポレートアクション

13年10月1日で普通株式5株→1株とする株式併合を実施

15年6月27日で監査等委員会設置会社に移行

16年4月22日に取締役会の任意の諮問機関として指名・報酬委員会を設置

18年5月11日に5万株または2.5億円を上限とする自己株式の取得を取締役会で決議

18年5月11日に特定譲渡制限付株式報酬制度を導入

会社概要

沿革

年代と事業展開	事業の変遷
戦後間もなく、 雑貨の輸出商社として創業 (1946年～50年代)	1946年10月、大阪市南区にアクセサリーの欧米向け輸出を主業とする共栄商會を創業。名古屋では陶磁器、東京ではギフト製品等、それぞれ地域に根付いた商品を扱っていた3社が61年10月に合併、三栄貿易を設立(71年12月、現商号に改称)。
海外に次々と 拠点ネットワークを構築 (1950年代～70年代)	60年代に香港を中心にアジアで軽工業が盛んになり、輸出拠点がいずれアジアに移ることを予見。58年香港、66年台湾などアジアの拠点ネットワークを拡大。自らメーカー業務にも進出。欧米への取引を拡大、ウールワース、JCペニー、シアーズ、Kマート、ホルテンなど、当時名だたる小売業者が主要顧客となる。79年1月、東京店頭市場に株式を公開。
対日輸出ビジネスの拡大 (1980年代～2000年代)	創業以来欧米向け輸出が主力であったが、85年のプラザ合意による急激な円高を契機に、国内拠点においては主業を輸入に転換、海外拠点は対日輸出を拡大。OEMビジネスで培ったノウハウを活用し、国内市場でブランドビジネスを次々に展開(83年ビルケンシュトゥック、98年フォルミオ、99年ビタントニオの取扱い開始)。
4事業部制を確立し、専門性 とブランド事業を強化 (2010年代～現在)	04年12月、ジャスダック証券取引所に株式を上場(現・東証ジャスダック・スタンダード基準)。12年、商品の専門性を高めるため、4事業部制(家具、家庭用品、服飾雑貨、家電)を導入。ブランド事業を強化(13年Kiplingが傘下に加わる。16年にMULTI CHEFブランドの本格始動で業務用調理機器に参入。17年にはVilleroy & Bochの取扱いを開始)。

(出所)三栄コーポレーション有価証券報告書などから当研究所作成

大株主

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	三栄コーポレーション取引先持株会	122	4.78
2	三菱UFJ銀行	114	4.47
3	東銀リース	112	4.37
4	SMBC日興証券	76	2.96
5	水谷裕之	66	2.58
6	三井住友銀行	63	2.47
7	三栄グループ従業員持株会	51	1.98
8	綜通	50	1.94
9	あいおいニッセイ同和損害保険	49	1.93
10	三井住友信託銀行	42	1.65

(注) 2018年3月31日現在

(出所) 三栄コーポレーション「コーポレートガバナンス報告書」より当研究所作成

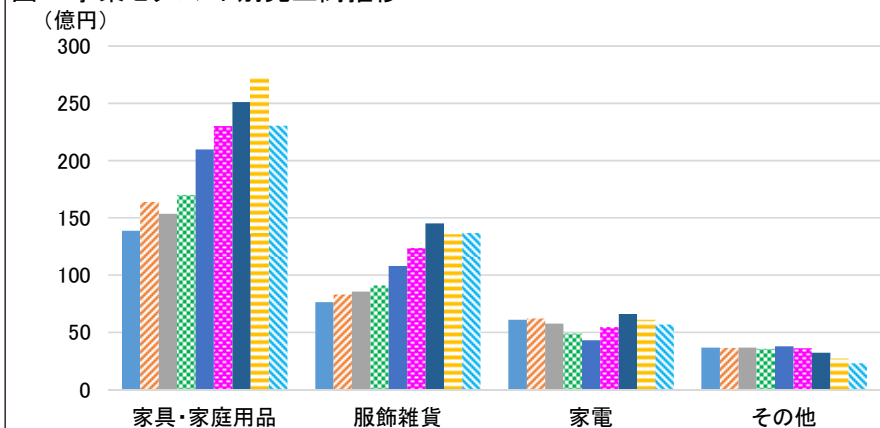
事業概要

事業の内容

● 事業の内容

セグメント別の18/3期の連結売上高構成比は、家具・家庭用品事業 51.6%、服飾雑貨事業 30.6%、家電事業 12.7%、その他事業 5.1%（図1参照）。主な事業内容は、家具・家庭用品事業が、リビング家具、ダイニング家具、子供用家具、キッチン関連用品、インテリア用品、収納用品等の企画・輸出輸入販売、ドイツ製キッチン用品の輸入販売など。服飾雑貨事業が服飾雑貨等の企画・輸出輸入販売、ドイツ製コンフォートシューズおよびベルギー発ファッションバッグ等の輸入販売など。家電事業は、理美容家電、調理家電、家事家電等の企画・輸出輸入販売、OEM製品の製造・輸出、自社製品の開発・製造・輸出など。その他事業が、ペット関連用品の企画・輸出輸入販売や、ペットショップの店舗展開、動物病院、生活雑貨・玩具等の企画・販売など。

図1. 事業セグメント別売上高推移



(注)10/3期～18/3期

(出所)三栄コーポレーション公表資料より当研究所作成

事業の特徴

● 事業の特徴

OEM事業とブランド事業の2つのビジネスを展開する。18/3期の売上高構成比はOEM事業 72.3%、ブランド事業 27.7%。OEM事業は小売業やメーカー、卸売業など「相手先ブランド製品の製造」を手掛ける。その特徴は、(1)海外調達力（長年の海外展開で構築されたアジアの製造ネットワークが特徴）、(2)品質・生産管理能力（生産エリアに同社の専任スタッフを駐在させ、品質をコントロール）、(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し、中国国内でも取引を行う）、など。

事業概要

ブランド事業は、OEM事業で培ってきた海外ビジネスの知識と経験を生かし、海外ブランドや自社ブランド、クロスオーバー型ブランド商品の卸売・小売を主に日本国内の市場で展開している。その特徴は、(1)本質にこだわった秀逸な製品を提供、(2)販売戦略に応じて小売展開も積極的に行う（直営店 83 店舗、18 年 3 月末時点）、(3)商品を長く使い続けていただくため、アフターサービス事業も自社で運営、などである。18/3 期の海外売上高構成比は、欧州 9.7%、北米 8.7%、その他 12.5%。

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
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
三発電器	12月	調理家電、理美容家電	家電

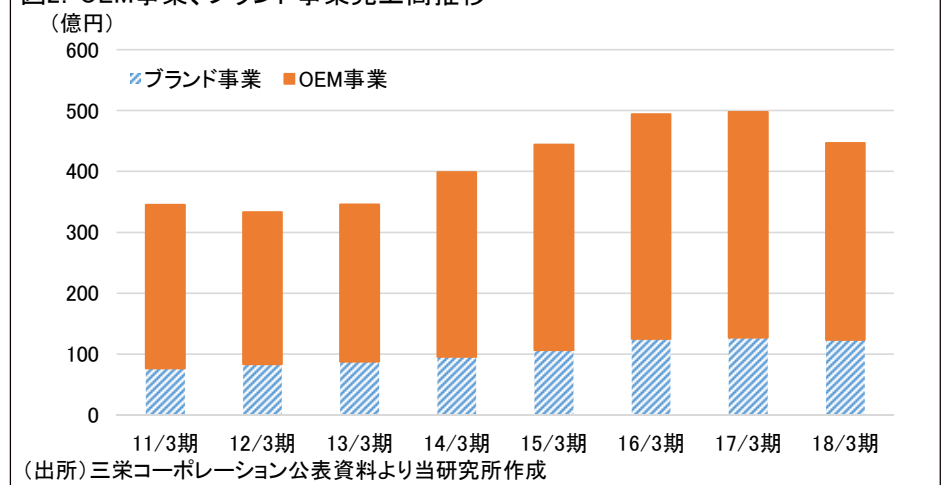
■ブランド事業

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
エッセンコーポレーション	12月	Villeroy&Boch CHASSEUR	2店舗	家具・家庭用品
ベネクシー	12月	BIRKENSTOCK Quorinest	65店舗	服飾雑貨
L&Sコーポレーション	12月	Kipling	9店舗	服飾雑貨
mhエンタープライズ*	12月	mod's hair Vitantonio	-	家電
エスシーテクノ	12月	MULTI CHEF	-	家電
ペピカ	12月	Pepica	7店舗	その他

(注)グループ全体の直営店数は83店舗(18年3月末現在)

(出所)三栄コーポレーション公表資料より当研究所作成

図2. OEM事業、ブランド事業売上高推移

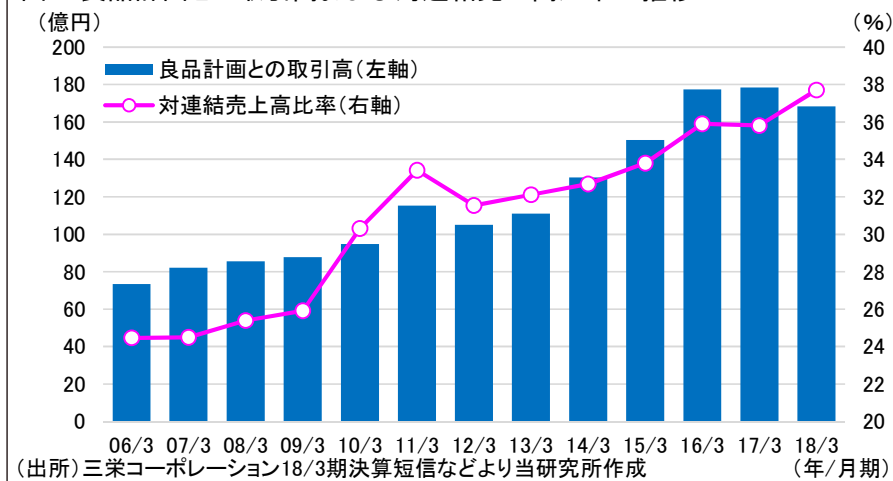


事業概要

良品計画との取引高は拡大傾向

同社の主要な取引先として、良品計画（7453）が挙げられる。良品計画とは25年ほど前からOEM供給先として取引を継続しており、取引高は18/3期は17/3期を若干下回ったものの、すう勢として近年は拡大傾向にある。18/3期の取引額は168億円（17/3期実績は178億円）となり、同社の連結売上高（447億円）の37.7%に達した（図3参照）。良品計画は中国を中心とする積極的な海外展開、国内における店舗の大型化、グローバルな商品管理の奏功などにより、連結業績が着実に伸長しつつある。良品計画との取引拡大は同社（三栄コーポレーション）の「ものづくり」における商品企画力、生産管理能力の高さを表すものと評価できよう。

図3. 良品計画との取引高および対連結売上高比率の推移



部門別事業内容

● 部門別事業内容

(1) 家具・家庭用品事業

18/3期の売上高は230.5億円であり、このうちOEM事業が215.9億円（構成比93.7%）、ブランド事業が14.6億円（同6.3%）とOEM事業が大半を占める。図1の通り、売上高は10/3期以降増加傾向にあったが、18/3期は減収。OEM先としては、国内専門店向けのほか、欧米のメーカー・小売店向け等がある。

(2) 服飾雑貨事業

18/3期の売上高は136.8億円。うち、OEM事業が57.3億円(構成比41.9%)、ブランド事業が79.5億円(同58.1%)。売上高は10/3期以降、着実に増加してきたが、17/3期は若干減少(図1参照)、18/3期はやや持ち直している。OEM事業では国内専門店向けや、国内・海外小売店、メーカー等に服飾雑貨を供給。ブランド事業では、ドイツ製コンフォートシューズの「ビルケンシュトック」が主力で、ベルギー発祥のファッションバッグブランド「キプリング」も拡大中。

「ビルケンシュトック」

ドイツで240年以上の歴史を持つコンフォートシューズブランド。国内では83年の発売当初から同社グループが輸入代理店となり、02年にビルケンシュトックジャパンとして100%子会社の販社を設立。直営店舗の展開を推進し、18年3月末では65店舗。ビルケンシュトックジャパンは16年4月、商号をベネクシーに変更。



(3) 家電事業

18/3期の売上高は56.7億円。うち、OEM事業が33.9億円(構成比59.8%)、ブランド事業が22.8億円(同40.2%)。理美容機器や調理用機器が主力。OEM事業は国内外の専門店やメーカー向けが主力であり、製造は中国の子会社三發電器(同社100%出資)も担当する。



(4) その他事業

18/3期の売上高は22.9億円。うち、OEM事業が16.4億円(構成比71.6%)、ブランド事業が6.5億円(同28.4%)。OEM事業では、ペット関連用品をホームセンターなどに供給。ブランド事業では米国のペットショップ「ペピカ」を展開している。

3 力年中期経営計画

● 3力年中期経営計画～18/3期は重点施策が総じて順調に進捗

同社は18/3期より3力年の中期経営計画を推進している。「100年企業に向けた筋肉質な体制構築」を標榜。主な施策は、(1)新たなチャレンジ(OEM事業で新事業、新顧客開拓に注力。ブランド事業でM&Aを含めた多層的ビジネスモデル構築に注力)、(2)ローコストオペレーションの徹底、(3)グループシナジーの更なる創出、(4)人事戦略の推進、(5)「攻めのガバナンス」(業務基盤システム高度化、リスク管理体制強化)(表2参照)。定量目標としては、「20億円以上の安定的な経常利益」および「ROE(自己資本利益率)15%以上」を掲げている。

同社は着実に収益基盤を強化しており、経常利益は16/3期、17/3期と連続して24億円レベルに達した。初年度の18/3期は大幅な減益を余儀なくされたものの、表3の通り、重点施策の進捗は総じて順調だ。「攻めのガバナンス」の進捗も、金融資本市場における同社の評価改善につながるものと考えられる。

表2. 中期経営計画(18/3期～20/3期)

100年企業に向けた筋肉質な体制構築
①新たなチャレンジ OEM-新事業、新顧客開拓 ブランド-M&A含め多層的ビジネスモデル構築
②ローコストオペレーションの徹底
③グループシナジーの更なる創出
④人事戦略の推進
⑤「攻めのガバナンス」 業務基盤システム高度化、リスク管理体制強化

(出所)三栄コーポレーション公表資料より当研究所作成

表3. 中期経営計画進捗状況 18/3期実績に関する会社側評価

①新たなチャレンジ

項目	18/3期の評価	評価の根拠	今後の展開
OEM事業	△	・欧州においてはODM方式による新事業を準備 ・さらなる投資案件を模索	・バリューチェーン強化のための施策を1つ1つ推進
ブランド事業	○	・Villeroy & Bochの取扱い開始 ・ベネクシーでの新たな事業(修理受託事業)のスタート ・複数の新規ブランドの取扱い	・積極的にブランドを獲得し、市場への発信力強化を狙う

②ローコストオペレーション

項目	18/3期の評価	評価の根拠	今後の展開
経費抑制	○	・上海事務所を移転 ・大川の倉庫移転と集約を推進(現在進行中)	・ベネクシーにおいて物流業務を見直し、第2物流センター開設予定
事業棚卸	○	・社内の独自ルールに則り、より厳格に事業継続の可否を判断	・現在の活動を継続

③グループシナジー

18/3期の評価	評価の根拠	今後の展開
△	・国内関係会社の収益力向上を目的とした経営体質改善指導を関連事業本部主体で行えるよう組織改編	・業務効率化の推進を追求するため、ブランドビジネスを行う関係会社間で従来の運営ノウハウを共有

④人事戦略の推進

18/3期の評価	評価の根拠	今後の展開
○	・新人事制度の導入	・新人事制度の運用を通じた適材適所率アップ

⑤攻めのガバナンス

18/3期の評価	評価の根拠	今後の展開
○	・業務基盤システム導入(SAP)が計画通り進捗 ・その他、下記のガバナンス強化策導入を決定 ①取締役会の権限の一部を取締役に委任できる定款変更 ②取締役会評価制度の導入 ③役員インセンティブとして特定譲渡制限付株式報酬制度を導入	・SAPの段階的導入の推進(グループでの2020年の稼働予定に先立ち、18年7月より単体で導入)

(出所)三栄コーポレーション公表資料より当研究所作成

財務分析

財 務 分 析

● 財務分析～連結業績の回復につれ、財務指標も改善へ

同社の財務指標の推移をみると、資産効率（総資産純利益率＝ROA）、資本効率（自己資本利益率＝ROE）がともに、14/3 期を底に業績の改善につれ、向上したが、18/3 期にかけ、再び悪化した（図 4 参照）。ただ、QUICK 企業価値研究所では、同社の連結業績は 19/3 期以降、再び増益基調を回復すると予想しており、上記の諸指標も改善に向かうとみている。

一方、財務バランスを表す D/E レシオ（負債資本倍率）も、利益の着実な積み上げに伴う自己資本の増加、有利子負債の圧縮により、15/3 期以降、17/3 期まで、改善傾向が続いた（図 6 参照）。18/3 期は若干悪化したものの、同社が M&A（合併・買収）などにより、一段の業容拡大、株主還元強化を図るための財務的余力は十分にあるものと評価できよう。

● 財務分析～5 万株または 2.5 億円を上限とする自己株式取得を発表

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%程度を目処、(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。18/3 期の 1 株当たり年間配当は 160 円（上期末 60 円、期末 100 円）を実施（連結配当性向は 45.9%）。続く 19/3 期は 18/3 期と同額の 160 円（上期末 60 円、期末 100 円）を計画している。同社は業績が振るわなかった 93/3 期から 97/3 期に無配となったものの、配当を再開した 98/3 期から 18/3 期まで 21 期連続で年間配当金を前期比横ばいまたは増配としている。株主優待を含めた同社の株主還元への配慮は高評価に値しよう。

なお、同社は 18 年 5 月 11 日、5 万株（自己株式を除く発行済み株式数に占める割合は 2.09%）または 2.5 億円を上限とする自己株式取得の実施を発表した。取得期間は 18 年 7 月 2 日から 12 月 28 日。同社が経営環境の変化に対応し、機動的に株主還元および資本効率の改善に臨む姿勢を表わすものとして、金融資本市場での評価を高めよう。

財務分析

図4. 総資産純利益率(ROA)、自己資本利益率(ROE)推移

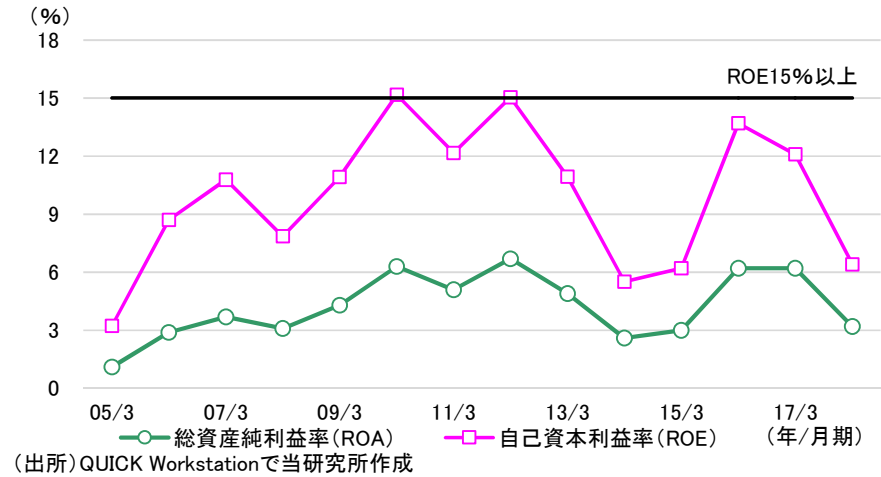


図5. 財務指標推移

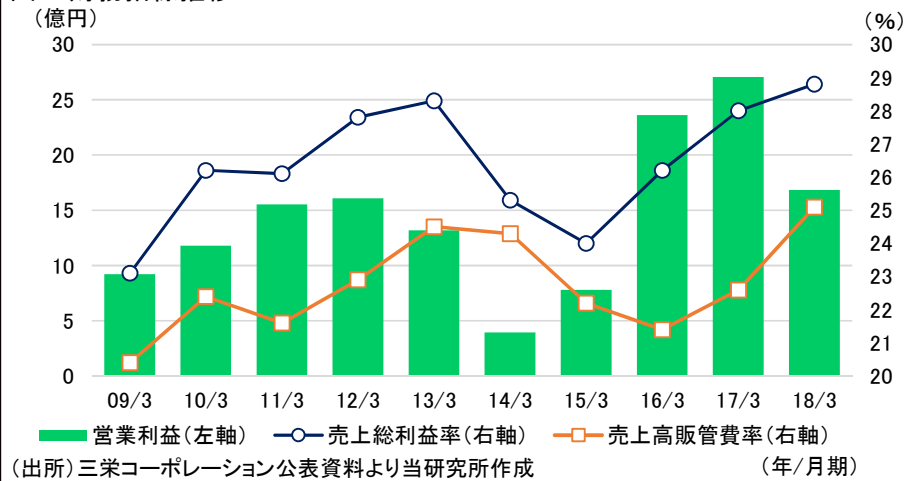
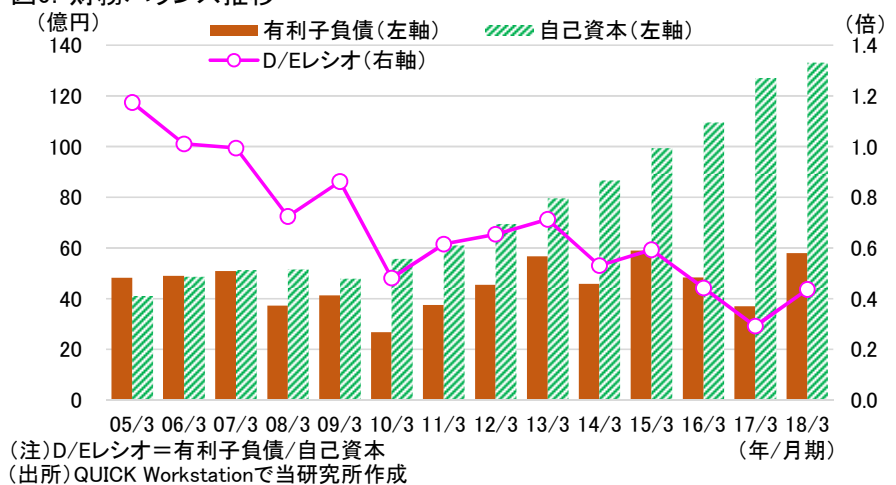


図6. 財務バランス推移



19/3 期以降、営業増益続く見通し

- 16/3 期、17/3 期は営業最高益を連続更新。18/3 期は踊り場に

同社の連結業績は順調な拡大傾向が続いたが、12 年以降の外為市場での円安進行の影響に伴うコスト増などにより、13/3 期、14/3 期は 2 期連続で増収減益となった。しかし、15/3 期は 2 桁増収、大幅営業増益。続く 16/3 期は営業利益以下で過去最高益を更新。17/3 期も前期比 15%の営業増益となった。18/3 期は大幅営業減益を余儀なくされたが、17/3 期の大口スポット取引の反動、先行投資負担増などが影響した。19/3 期以降、先行投資の効果発現などもあり、再び営業増益基調が継続すると当研究所では予想している。

図7. 連結業績推移

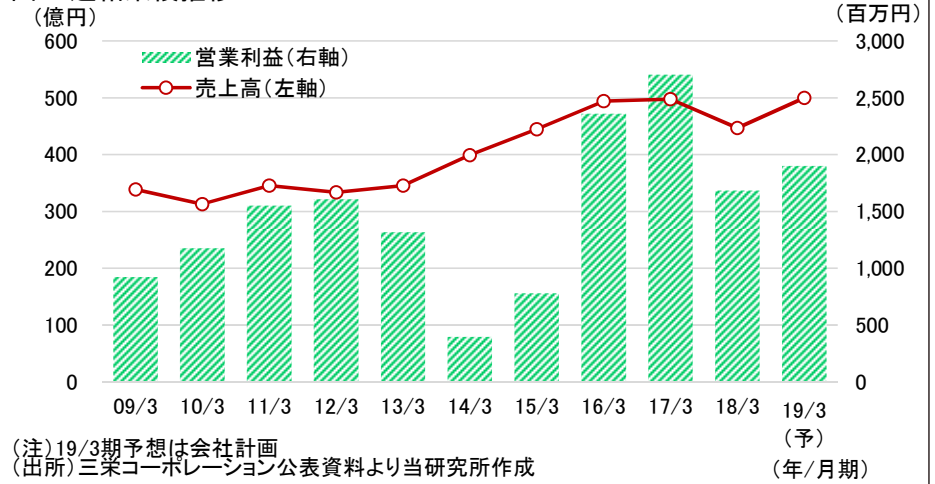
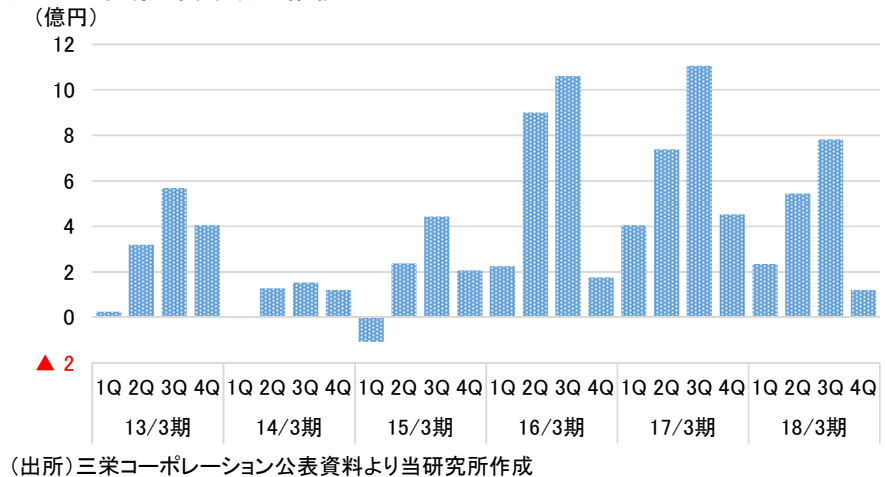


図8. 四半期別営業利益推移



18/3 期は前期比
38%営業減益

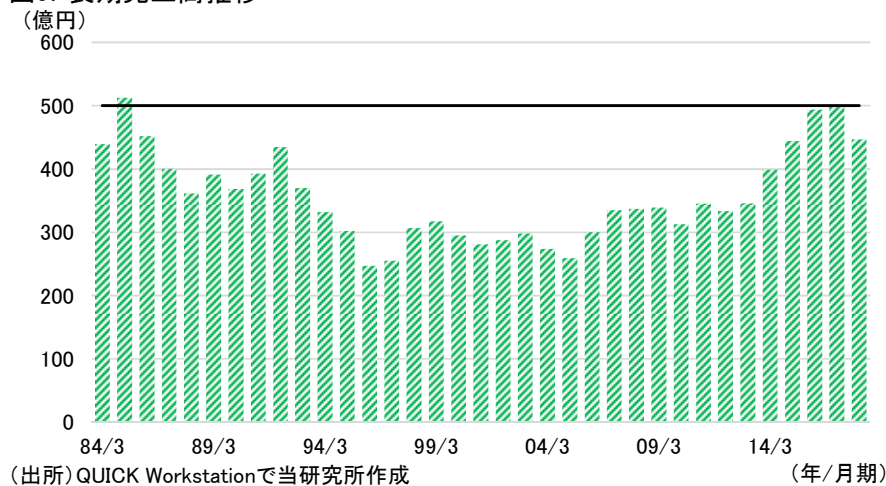
- 18/3 期は事業の両輪である OEM 事業、ブランド事業がともに減収

18/3 期の連結業績は、売上高が 446.9 億円（前期比 10.2%減）、営業利益が 16.8 億円（同 37.8%減）、経常利益が 18.3 億円（同 24.8%減）、純利益が 8.3 億円（同 41.7%減）となった。

事業の両輪である OEM 事業、ブランド事業がともに減収となった。OEM 事業の売上高は同 12.8%減の 323.1 億円、ブランド事業は同 2.6%減の 123.8 億円であった。セグメント別では、家具・家庭用品事業が減収・営業減益。服飾雑貨事業が増収となったものの、営業減益に。家電事業、その他事業は、ともに減収ながら営業増益を確保した。

売上総利益率は 28.8%となり、17/3 期の 28.0%に比べ、0.8 ポイント改善した。原価低減努力の奏功などが主因。販管費は同 0.4%減と抑制に注力したものの、減収の影響が大きく、4 割弱の営業減益となった。経常利益の減益率は営業利益に比べ小幅にとどまったが、主な要因は為替差損益の改善（17/3 期は為替差損が▲305 百万円→18/3 期は為替差益が 89 百万円）。なお、会社側は経常利益の減益要因について、海外子会社の減益（減収が主因）、国内子会社の減益（ブランド入替えの影響および競争激化が主因）の影響が大きいとしている。同社単体が家具のネット販売の伸長などを主因に増益となったものの、補えなかった。

図9. 長期売上高推移



18/3 期は家具・
家庭用品、服飾雑
貨が営業減益に

● 18/3 期のセグメント別業績動向～家具・家庭用品、服飾雑貨が落ち込む
セグメント別の業績は、主力の家具・家庭用品事業が減収・営業減益となった。同事業の業績は、16/3 期、17/3 期と連続して大幅な増益を達成したが、18/3 期は一転して、売上高が 230.5 億円（前期比 16.0%減）、営業利益が 13.1 億円（同 42.5%減）となった。セグメントの売上高の大半を占める OEM 事業は国内外ともに減収。特に、海外で、17/3 期にあった欧州顧客の大口のスポット受注の反動が大きかった。ブランド事業は家具直販 EC が 17/3 期に続いて好調だったものの、全体では減収。17 年 10 月に取扱いを開始した Villeroy & Boch ブランドへの先行投資負担もあり、セグメント全体で大幅営業減益となった。

服飾雑貨事業は、売上高が 136.8 億円（前期比 0.8%増）、営業利益が 6.1 億円（同 15.2%減）となった。OEM 事業が国内外ともに堅調に推移し、増収に。ブランド事業は、ブームが一段落した「ビルケンシュトック」、並行輸入品の影響を被った「キプリング」がともに減収。事業全体では OEM 事業の寄与で微増収を確保したものの、利益面ではブランド事業の苦戦が響き、営業減益となった。

家電事業は、売上高が 56.7 億円（前期比 6.8%減）、営業利益 2.6 億円（同 10.0%増）となった。OEM 事業は子会社三發電器における ODM（企画開発から生産までを一貫して行う）の推進に注力したものの、成果に結びつかず減収。ブランド事業も競合激化の影響で減収となった。利益面では、「マルチシェフ」（業務用調理機器）の認知度向上に向けた先行投資負担が膨らんだものの、連結調整で未実現利益が 17/3 期に比べ減少したため、セグメント全体で営業増益となった。

その他事業は、売上高が 22.9 億円（前期比 15.3%減）、営業損益が 51 百万円の黒字（17/3 期は 20 百万円の赤字）となった。OEM 事業は国内ペット商材の取引先再編の影響などで減収。ブランド事業はペピカ（ペットショップ）のサービス事業（美容・病院）が順調に推移し、営業黒字に転換。セグメント全体でも営業黒字を確保した。

会社側は 19/3 期
に、13%営業増益
を計画

● 19/3 期について会社側は、2 桁増収・営業増益を計画

19/3 期の連結業績について会社側は、売上高で 500.0 億円(前期比 11.9%増)、営業利益で 19.0 億円(同 12.8%増)、経常利益で 19.0 億円(同 3.7%増)、純利益で 12.0 億円(同 44.1%増)を計画。為替の前提は 1ドル=110円を想定している。このところ注力してきた新ブランドの強化、経費抑制の効果などにより、2 桁増収・営業増益を見込んでおり、全セグメントで増収・増益を計画している。経常利益ベースでは、18/3 期に振るわなかった海外子会社、国内子会社が回復する見通し。一方、同社単体は競争激化に伴う売上総利益率の低下、管理部門における先行投資(SAPの段階的導入など)の影響で減益となる見込みだが、全体としては増益となる見通し。

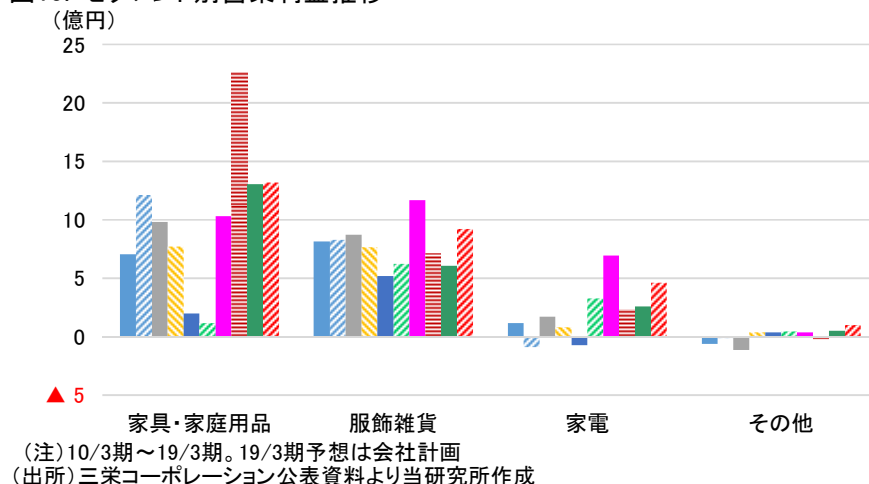
セグメント別では、家具・家庭用品事業で、売上高 256.0 億円(前期比 11.1%増)、営業利益 13.2 億円(同 1.0%増)を計画。主力の OEM 事業で 18/3 期に大きく減少した海外向け家庭用品が回復する見通し。ブランド事業は、家具の E コマース直販が堅調なトレンドを維持する一方、Villeroy & Boch ブランドの通年寄与もあり増収を見込む。利益面では、OEM 事業で全般的に粗利益率が低下するものの、ブランド事業の利益貢献でカバー、セグメント全体では営業増益を確保する見通し。

服飾雑貨事業は、売上高 157.9 億円(前期比 15.4%増)、営業利益 9.2 億円(同 51.8%増)を計画。OEM 事業は開発費が増加するものの、経費の抑制に注力することで収益は堅調に推移する見通し。ブランド事業は、「ビルケンシュトック」ブランドの販社であるベネクシーが直営店および催事展開など販売先の確保に注力することで増収を見込む。「キプリング」も並行輸入品対策の効果発現により、販売増および販管費率の低下が見込まれる。これらが相まって、営業利益は大幅に回復する見通し。

家電事業は、売上高 62.1 億円(前期比 9.6%増)、営業利益 4.6 億円(同 78.6%増)を計画。OEM 事業は ODM などの開発が徐々に進み、増収増益を見込む。ブランド事業も「ビタントニオ」(家電)が新商品の投入効果で増収増益を見込むほか、「マルチシェフ」の本格的立ち上がりも寄与し、セグメント全体で大幅な増収増益となる見通し。

その他事業は、売上高 23.9 億円(前期比 4.6%増)、営業利益 99 百万円(同 93.9%増)を計画。海外ビジネスの伸長を見込むほか、ペピカ(ペットショップ)も順調に推移する見通しで、大幅な利益改善を見込む。

図10. セグメント別営業利益推移



当研究所は 19/3
期に 19%営業増
益を予想

● 19/3 期は営業利益以下、会社計画を上回る増益を予想

19/3 期の連結業績見通しについて当研究所では、売上高 500.0 億円（前期比 11.9%増）、営業利益 20.0 億円（同 18.8%増）、経常利益 20.0 億円（同 9.1%増）、純利益 13.9 億円（同 66.9%増）を予想する。前 18/3 期は、17/3 期の大口スポット取引の反動、先行投資負担増などにより、減収かつ営業利益以下大幅な減益となったが、中長期的な展開を見据えた収益基盤の整備が進捗したものと評価できよう。続く今 19/3 期は、先行投資の効果が発現するなどにより、2 桁増収・営業増益を見込む。ブランド事業は OEM 事業に比べて収益性が高く、新ブランドの育成が順調に進むことで、中期的に増益が続く可能性が高まるとみている。なお、19/3 期の会社計画（売上高 500.0 億円、営業利益 19.0 億円、経常利益 19.0 億円、純利益 12.0 億円）は利益面で総じて保守的と当研究所では捉えており、営業利益以下各利益段階で上回ると予想する。

なお、世界経済は 17 年にリーマンショック（08 年）以降、初の本格的拡大期に入った。18 年に入り、米国トランプ政権による大型景気浮揚策の実施に伴う米長期金利の上昇、外為相場におけるドルの実効為替レートの上昇（図 11 参照）など金融資本市場に波乱が発生。加えて、トランプ政権による保護主義的な通商政策の実行に伴う米国・中国を中心とする貿易摩擦の拡大懸念が高まっている。先行きに対する不透明感は強いものの、世界経済の拡大基調に当面変化はないとみられる（表 4 参照）。グローバルにビジネスを展開する同社にとり、比較的良好な事業環境が続きそうだ。

20/3 期は 7% 営業増益を予想

● 中計の諸施策の進捗が収益基盤の強化に貢献する見込み

続く 20/3 期の連結業績について当研究所では、売上高で 515.0 億円（前期比 3.0%増）、営業利益で 21.3 億円（同 6.5%増）を予想する。国内で 19 年 10 月に予定される消費増税が消費環境の悪化につながるものが懸念されるが、（1）年度の中間における実施であること、（2）軽減税率の導入などが見込まれること、（3）財政出動による景気下支えが見込まれること、などにより、影響は比較的軽微にとどまろう。一方、中国、欧州、米国など海外の販売は堅調に推移すると見込む。同社が中計経営計画で掲げる諸施策は、既述の通り、18/3 期に着実に進捗しつつあり、同社の収益基盤の強化に貢献すると見込む。具体的には、（1）新たなチャレンジ（OEM 事業で新事業、新顧客開拓に注力。ブランド事業で M&A を含めた多層的ビジネスモデル構築に注力）、（2）ローコストオペレーションの徹底、などの施策の効果により、会社側がかねてから唱えてきた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が着実に進むと予想する。

表4. 世界銀行 世界経済見通し(実質GDP伸び率、前年比) (単位:%)

	15年	16年	17年 (推)	18年 (予)	19年 (予)	20年 (予)
世界	2.8	2.4	3.1	3.1	3.0	2.9
先進国	2.3	1.7	2.3	2.2	2.0	1.7
米国	2.9	1.5	2.3	2.7	2.5	2.0
ユーロ圏	2.1	1.8	2.4	2.1	1.7	1.5
日本	1.4	1.0	1.7	1.0	0.8	0.5
新興国・途上国	3.7	3.7	4.3	4.5	4.7	4.7
中国	6.9	6.7	6.9	6.5	6.3	6.2
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4
タイ	3.0	3.3	3.9	4.1	3.8	3.8
ロシア	▲ 2.5	▲ 0.2	1.5	1.5	1.8	1.8
トルコ	6.1	3.2	7.4	4.5	4.0	4.0
ブラジル	▲ 3.5	▲ 3.5	1.0	2.4	2.5	2.4
インド	8.2	7.1	6.7	7.3	7.5	7.5

(出所)世界銀行公表資料(18年6月)より当研究所作成

図11. 主要先進国通貨 名目実効レート推移(14年初頭以降、日次)

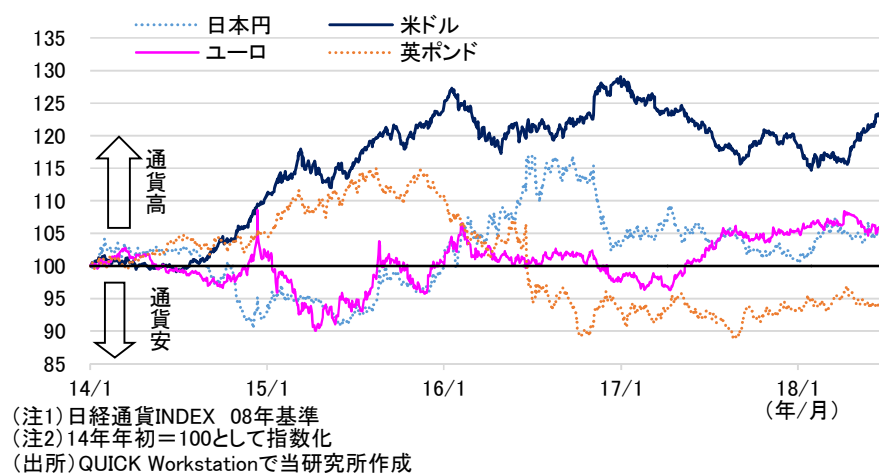
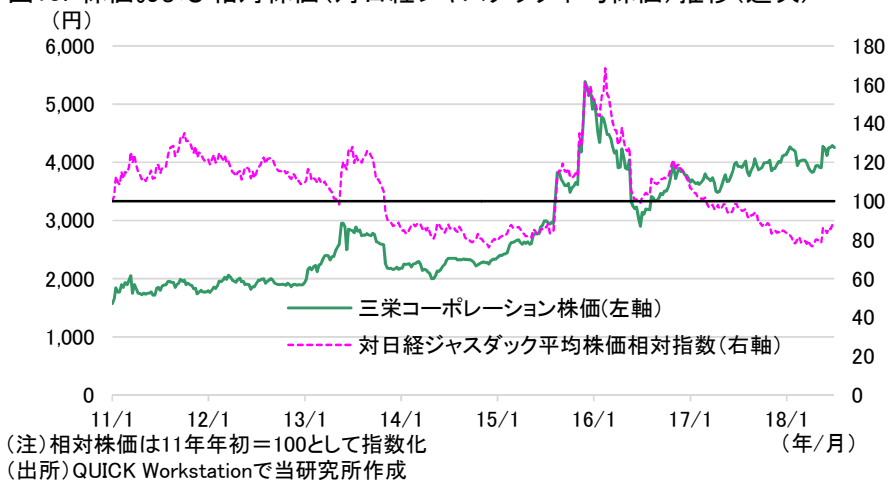
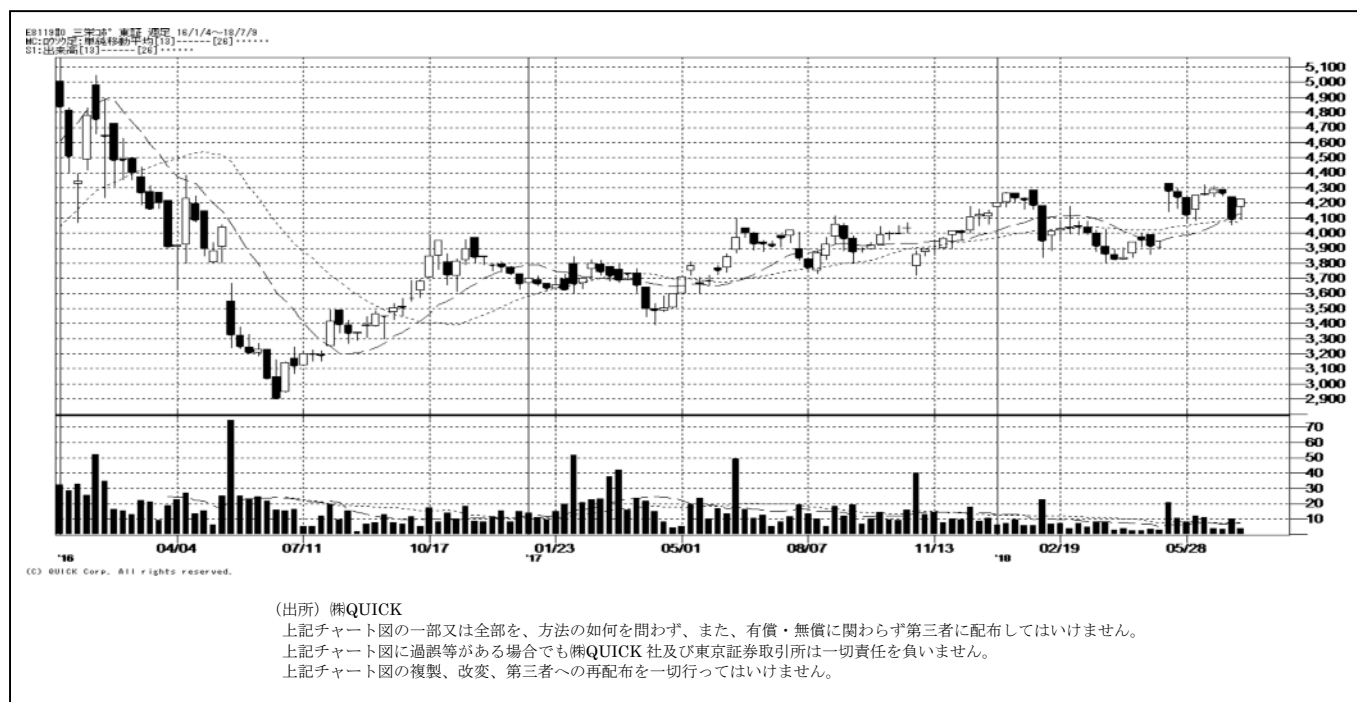


図12. 実績PBR、予想PER推移(11年初頭以降、週次)



図13. 株価および相対株価(対日経ジャスダック平均株価)推移(週次)





			2016/3	2017/3	2018/3	2019/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	5,600	4,390	4,285	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	2,520	2,901	3,390	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	1,048	756	547	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	49,415	49,785	44,692	50,000
	営 業 利 益	百万円	2,361	2,704	1,683	2,000
	経 常 利 益	百万円	2,423	2,436	1,832	2,000
	当 期 純 利 益	百万円	1,435	1,428	832	1,390
	E P S	円	606.23	598.64	348.47	581.56
	R O E	%	13.7	12.1	6.4	10.1
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	17,007	16,835	18,443	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	6,040	6,221	7,379	-
	資 産 合 計	百万円	23,047	23,057	25,823	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	10,186	8,233	10,075	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	1,807	2,015	2,310	-
	負 債 合 計	百万円	11,993	10,249	12,385	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	9,951	10,954	11,367	-
	純 資 産 合 計	百万円	11,054	12,807	13,437	-
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	3,294	1,421	892	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-503	-492	-833	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-1,253	-1,513	1,708	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	3,466	2,859	4,630	-

リスク分析

事業に関するリスク

● 為替リスク

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、外貨建てビジネスの拡充などにより、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本邦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。

● 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、結果として、想定以上の金銭的損失が発生する可能性がある。

● コンプライアンス（法令遵守）に関するリスク

同社グループは、生活関連用品を中心に多岐に亘る商品を国内外で提供しており、わが国を含む世界各国で制定、施行されている各種法令および規制などを遵守することに努めている。しかし、複数の当事者を介して行う取引も多く、予防的措置を講じているにも関わらず、結果として法令や規制に違反する事態に至るなど、場合によっては、同社の経営成績に影響を与える可能性がある。

● 商品の品質問題に係るリスク

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。

● 海外ブランド品の取扱いに係るリスク

同社グループは、主に日本市場で正規の販売代理店契約に基づいて、本質にこだわった海外の秀逸なブランドの卸売および小売事業を展開している。海外ブランドの取扱いにあたっては、正規の販売代理店契約の条件内容の変化や、同契約を継続することに懸念が生じた場合、あるいは、新規に取扱うこととなったブランドが様々な理由から計画通り進まなかった場合は、当該

ブランドの活動および同社グループの経営成績に多大な影響を与える可能性がある。

- カントリーリスク

同社グループの商品調達の約6割を依存する中国および中国以外の商品調達先となる他のアジア諸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。

- 大規模な自然災害・偶発的な事故に伴うリスク

同社グループでは、自然災害や偶発的な事故に伴うリスクに対応するため、事業継続計画（BCP）を用意しているほか、損害保険の付保、コンピューターシステムのバックアップ体制の構築などの対策を講じている。しかしながら、被害状況が甚大となった場合や、社会インフラなどの回復度合いによっては、事業継続に支障をきたし、同社グループの経営成績や財政状態に大きな影響を与える可能性がある。

ディスクレーム

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QUICK（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 ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html>