

トレジャー・ファクトリー (3093 東証マザーズ)

発行日: 2011/12/30
 調査日: 2011/10/18
 調査方法: 説明会・取材

リサイクルショップ業界大手で衣料・服飾雑貨専門店も展開

> 中間決算サマリー

◆ 今上期収益実績は会社予想上回る

- 2012年2月期第2四半期累計業績は、予想⇒実績、単位、百万円で売上高 3,333⇒3,299(前期比+11.6%)、営業利益 148⇒195(同+39.8%)、経常利益 168⇒216(同+52.3%)、純利益 69⇒91(同+13.3%)と営業利益以下の収益は予想を上回った。
- 増益の要因は粗利を日々管理するシステムが期初から稼働したこと、買取りと販売のバランスが良好だったことから、前年同期に比べ売上高総利益率が改善。震災の影響もあり広告・販促費抑制から売上高販管費比率が低下し、営業・経常利益率の改善で大幅増益となった。

◆ 今期新規出店を10店から8店に修正

- 今2012年2月期の新規出店は当初10店(直営のみ)を計画していたが、東日本大震災直後に新規出店を一時見合わせたことから8店に修正(退店なし)。
- 今上期は3店出店し、10月に神奈川県相模原に橋本店(服飾専門リユース)、11月に葛西店(同)を出店、残る新規3店の計画はまだ公表されていない。

◆ 今期予想を増額修正

- 今上期決算公表時に会社予想の修正はなかったが、担当アナリストは増額修正した。予想⇒担当アナリスト予想比較(単位:百万円)では、売上高 7,328⇒7,362(前期比+16.0%)、営業利益 425⇒448(同+14.2%)、経常利益 445⇒468(同+18.2%)、純利益 213⇒235(同+7.5%)。
- 修正の背景は、上期実績並みの総利益率を想定する一方で、販管費は上期抑制の反動増を見込んだ。

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

【主要指標】

株価(円)	600
発行済株式数	2,721,800
時価総額(百万円)	1,633
上場日	2007/12/27
上場来パフォーマンス	1.3%

	前期	今期
PER(倍)	7.6	6.9
PBR(倍)	1.1	1.0
配当利回り	1.6%	1.8%

	σ	β値
リスク指標	35.3%	0.78

【主要 KPI(業績指標)】

年月	月次売上高 (既存店、前 年同月比)	月次売上高 (全店、前年 同月比)
2011.9	+2.5	+15.5
10	+2.7	+18.7
11	-1.3	+12.8

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	+1.4	+5.1	+2.4
対 TOPIX(%)	+6.3	+11.2	+21.0

*用語の説明は最終頁をご覧ください

> 投資判断

◆ 今期予想増配、来期以降も増配継続へ

- 公約配当性向に関する明確な会社側方針はない。過去の配当性向と予想収益成長から、今2012年2月期予想は1円増配の11円、来期以降は毎期2円の増配を期待したい。

◆ 妥当株価は1,047円を見込む

- 担当アナリストの来期以降の予想では、年間10店の新規出店を想定し、2015年2月期予想はEPSで130.9円が見込まれ、適正PERを8倍と仮定すると、今後2~3年で見た妥当株価は1047円程度と考えられる。

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20111227

トレジャー・ファクトリー (3093 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/2 期 実績	2011/2 期 実績	2012/2 期 会社予想	2012/2 期 予想	2013/2 期 予想	2014/2 期 予想	2015/2 期 予想
売上高	5,230	6,347	7,328	7,362	8,568	9,912	11,372
前年比	+23.3%	+21.4%	+15.4%	+16.0%	+16.4%	+15.7%	+14.7%
営業利益	357	396	425	448	498	561	627
前年比	+61.9%	+9.5%	+8.2%	+14.2%	+11.2%	+12.5%	+11.9%
経常利益	357	396	445	468	518	581	647
前年比	+61.3%	+10.9%	+12.3%	+18.2%	+10.8%	+12.0%	+11.5%
当期純利益	176	219	213	235	285	319	356
前年比	+48.9%	+24.6%	-2.9%	+7.5%	+21.0%	+12.0%	+11.5%
期末株主資本	1,013	1,451		1,607	1,807	2,036	2,296
発行済株式数(千株)	12,140	2,721,800	2,721,800	2,721,800	2,721,800	2,721,800	2,721,800
EPS(円)	14,498	80.6	78.3	86.7	104.9	117.4	130.9
配当(円)	2,000	10	10	11	13	15	17
BPS(円)	83,480	533		591	664	748	844
ROE	18.9%	17.8%		15.4%	16.7%	16.6%	16.4%
株価(円)	186,000	609	600	600			
PER(倍)	12.8	7.6	7.7	6.9	5.7	5.1	4.6
配当利回り	1.1%	1.6%	1.8%	1.9%	2.28%	2.63%	2.98%
PBR(倍)	2.23	1.14		1.0	0.9	0.8	0.7

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> トピックス

今期出店計画は、震災による出店見合わせから、10店を8店に修正

保証金付加で2年間の家電長期保証制度がスタート

◆ 年間8店出店に修正

当社の成長の源泉は、新規出店と既存店の収益力強化。新規出店は、前2011年2月期の9店(FC1店含む)に続き、今2012年2月期は当初10店(直営のみ)を計画していたが、東日本大震災直後に新規出店を一時見合わせたことから8店に修正(退店なし)。総合リユース業態の「トレジャーファクトリー」と服飾専門リユース業態の「トレジャーファクトリースタイル」を1:1で新規出店する方針だが、今上期は前者1店、後者2店を出店した。10月に神奈川県相模原に橋本店(服飾専門リユース)、11月に葛西店を出店(同)、首都圏(一都三県)外を含めた残る新規3店の計画はまだ公表されていない。

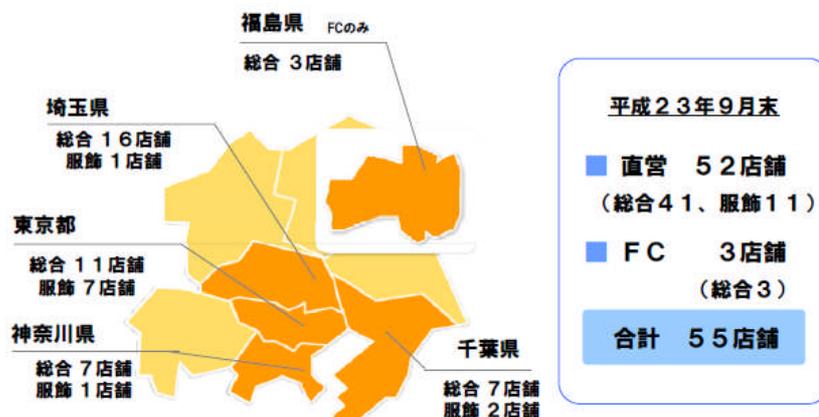
◆ 既存店の収益力強化

新たな取組みとして7月29日からこの年末までの期間限定で、「トレジャーラリー」を企画・実施している。この企画はポイントサービスの「トレポ」を活用した販売・買取りの促進を図るもの。開催期間中に5つの店舗で購入、または買取り依頼をした顧客に500トレポ(500円相当)を贈呈するもの。会員アンケートと組み合わせることで、店舗利用の促進と各店舗の顧客満足度を測る。この企画は顧客満足度上昇に役立つとの判断で、今後も実施する機会があるようだ。

◆ 新サービススタート

家電長期保証制度を今年7月からスタートした。業界に先駆けて導入したサービスではないが、販売価格15,000円以上のテレビ、冷蔵庫、洗濯機、エアコンが対象で通常6ヶ月にさらに18ヶ月の延長保証を当社と提携している家電長期保証会社が保証する。5%から10%の延長保証料金が必要だが、修理不可能の場合、購入時の商品価格を上限に代替商品を提供する仕組みとなっている。現在は5店舗だが、順次対象店舗を拡大させるようだ。

<直近の店舗ネットワーク(決算説明会資料より)>



> 決算概要

<2012年2月期第2四半期累計>

	前年同期	会社予想	実績
売上高	2,967	3,333	3,299
営業利益	139	148	195
経常利益	142	168	216
当期利益	80	69	91

(単位:百万円)

<既存店総利益率の推移>

	前々上期	前上期	今上期
既存店総利益率	66.2%	65.2%	65.8%
全体の総利益率	65.5%	64.5%	65.4%
売上高販売比率	59.7%	59.8%	58.9%
売上高営業利益率	5.7%	4.7%	5.9%

前2011年2月期は、担当アナリスト予想に近い水準の着地だった。2012年2月期第2四半期累計連結実績は、売上高3,299百万円(前期比+11.6%)、営業利益195百万円(同+39.8%)、純利益91百万円(同+13.3%)と会社予想を上回る内容だった。東日本大震災・計画停電の影響が読みきれないとして期初予想は未公表だったが、6月15日に今期予想を公表した。

粗利を日々管理するシステムが期初から稼働したこと、買取りと販売のバランスが良好だったこともあり、前年同期に比べ売上高総利益率が改善。震災の影響もあり広告・販促費抑制から売上高販管費比率が低下し、営業・経常利益率の改善で大幅増益となった。

収益の屋台骨である既存店(前々期出店店舗、対象店舗数43店)は、3月に震災の影響で前年比▲15.4%と大きく落ちこんだものの5月以降は震災の影響がほとんど見られず、今上期売上高は前年同期比▲2.8%。既存店総利益率は65.8%と、猛暑の影響で採算の劣る法人仕入れが膨らんだ前上期(対象店舗数35店)に比べ0.6%ポイント改善となった。前々期(対象店舗数29店)の66.2%は過去数年をみても高い数字であることを考慮すると、店舗数が増加しても収益性を保っている運営能力は評価できよう。

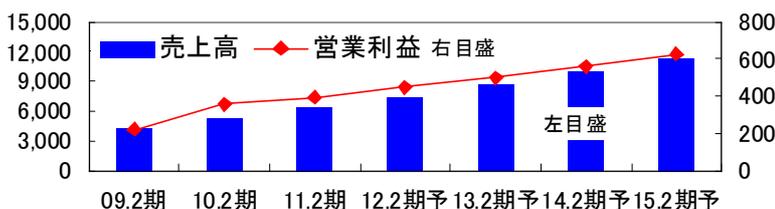
> 業績見通し

2012年2月期予想を担当アナリストは増額修正。上期実績の総利益率から下期総利益率を予想

今2012年2月期業績予想を担当アナリストは増額修正している。会社予想⇒担当アナリスト予想(単位:百万円)比較では、売上高7,328⇒7,362(前期比+16.0%)、営業利益425⇒448(同+14.2%)、経常利益445⇒468(同+18.2%)、純利益213⇒235(同+7.5%)。前期、前々期でも見られたが、下期の総利益率は上期よりやや下がる傾向がある。これは、新規出店数が第2四半期の後半から下期にかけて多いこと、下期は衣料・服飾雑貨品の売上高構成比が高く季節商材を売り切るために販価を下げる嫌いがあるためと思われる。今期も同様な総利益率を想定、販管費は上期抑制した反動から下期の伸びを予想し、上記のような業績予想となった。

来期以降は年間の新規出店を8店から10店(総合リユース業態5店と服飾専門リユース業態5店)に想定を変更したため、業績予想が変化している。

<業績推移(単位:百万円)>



(出所)決算短信より担当アナリスト作成、予想は担当アナリスト予想

投資判断

> 株価バリュエーション

成長性の高さに着目すれば、当社予想PERの評価余地はあろう

株価の比較対象企業としては、事業内容と時価総額から、ハードオフコーポレーションとコメ兵を採用している。単純比較は難しいが、3社を比較すると予想PERで当社が中位。当社の成長性は高いもののハードオフコーポレーションに比べ収益性で劣る。これは当社の既存店の売上高営業利益率が21.5%（前期実績）と高い反面、売上高成長を牽引する新規出店のイニシャルコストが重く、全体の利益率を押し下げているため。

<同業他社との株価バリュエーション比較>

(単位:百万円)	トレジャー・ファクトリー	ハードオフコーポレーション	コメ兵
売上高	7,362	11,600	27,300
(営業利益率)	6.1%	12.1%	4.5%
当期純利益	235	1,080	679
純資産	1,451	8,343	11,783
実績 ROE	17.8%	3.0%	4.5%
予想 PER	6.9 倍	6.5 倍	7.8 倍
実績 PBR	1.1 倍	0.8 倍	0.5 倍
配当利回り	1.8%	4.8%	3.3%
過去3年成長	23.5%	3.6%	▲9.3%
株価	600 円	521 円	485 円

(注1)売上高・利益は今期の予想ベース(比較対象会社は会社予想)

(注2)過去3年成長率は、売上の年平均変化率(複利)

(注3)純資産、ROE、PBRは直近決算短信ベース

(注4)PER、PBR、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出

> 株主還元

今期予想も含め、持続的な増配を期待

マザーズ上場は2007年12月だが、上場翌期に相当する2009年2月期より配当を開始。公約配当性向に関する明確な会社側方針はない。過去の配当性向と予想収益成長から、今2012年2月期予想は1円増配の11円、来期以降は毎期2円の増配を期待したい。

> 今後の株価見通し

会社は、来期以降10店の出店を続ける模様で、当面、売上も2桁成長は可能と考えられる。成長性を考慮すると、現下も含め同業他社に比べた株価バリュエーションは割安に感じられる。もともと成長に伴う資金調達必要性や規模の面から一定のディスカウントはやむをえない。担当アナリストの来期以降の予想では、年間10店の新規出店を想定し、2015年2月期予想はEPSで130.9円が見込まれ、適正PERを8倍と仮定すると、今後2~3年で見た妥当株価は1047円程度と考えられる。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ 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

■ σ (標準偏差)

リターンのばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ 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

■ 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

■ 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。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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が、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