

# ミサワ (3169 東証マザーズ)

発行日: 2012/4/20  
調査日: 2012/4/2  
調査方法: 企業訪問

**オリジナルブランドのカジュアル家具・インテリアショップを運営。都市型多店舗展開で高成長を目指す。**

## > 要旨

- ◆ **コンセプトは、「肩の力を抜いた自分らしい暮らしの提案」**
- ・女性向けにライフスタイルを提案し、オリジナルの家具・ファブリック及びインテリア等を企画・販売。
- ・物販が主力だが、都内にレストランを3店経営。
- ・現社長が会社を継承し業態転換。2011年12月に東証マザーズ上場。

- ◆ **独自ブランドと商品企画・生産委託・直販体制が強み**
- ・“unico”ブランドのもとに、自社で商品をデザインし国内外工場に生産を委託。付加価値に見合ったリーズナブルな価格で商品を提供。
- ・知名度の向上により、リアル店舗の多店舗展開・ネットショップで、販売量を増やし、持続的な成長を目指す。

- ◆ **カジュアル家具市場は成長分野として注目**
- ・国内の一般家具・インテリア市場は成熟化しつつある。
- ・経済環境は依然厳しいものの、急激な円高是正・企業業績の回復・住宅着工の底打ちにより、国内のカジュアル家具市場は堅調に推移しており、成長市場として注目されている。

## > 投資判断

- ◆ **今期、会社は連続大幅増収増益を見込む。無配は継続予定**
- ・新店寄与とコスト抑制により、業績は好調に推移する見込み。今2013年1月期は前期比17%増収、23%経常増益を会社は計画。現状では、担当アナリストは、会社予想利益はやや慎重で達成可能と考えている。
- ・マルチブランド戦略や海外生産能力増強のフル寄与、物販・飲食の新店オープン等で来2014年1月期も増収増益の見込み。
- ・中長期的には、国内人口の減少、消費税率引き上げ、国内経済の鈍化、住宅着工が制約要件になろう。マクロ環境が大きく改善することは期待できないが、カジュアル家具市場は個性を求める意識の高まりにより安定的成長が予想され、同社は、今後3年程度は年率10~15%程度の売上及びEPS成長が可能であると考えられる。

- ◆ **中期的な株価想定レンジは、1,810~2,260円を想定**
- ・年率2桁の中期的な利益成長力と将来のバリュエーションを考慮すると、現状の株価は、予想PERの視点で割安感がある。今後3年程度の妥当株価は、PERを8倍から10倍のレンジとすると1,810円~2,260円程度と考えられ、中長期的には上値余地があると思われる。

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】	2012/4/13
株価(円)	1,600
発行済株式数	2,070,000
時価総額(百万円)	3,312
上場日	2011/12/22
上場来パフォーマンス	---

	前期	今期予想
PER(倍)	11.6	11.0
PBR(倍)	4.8	3.4
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	---	---

### 【主要KPI(業績指標)】

期末現在	店舗数	伸長率
2006.1期	10	11.1%
2007.1期	11	22.2%
2008.1期	12	33.3%
2009.1期	17	41.7%
2010.1期	19	11.8%
2011.1期	22	15.8%
2012.1期	25	13.6%

### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	21.7	5.7	--
対TOPIX(%)	19.5	-7.4	--

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20120417

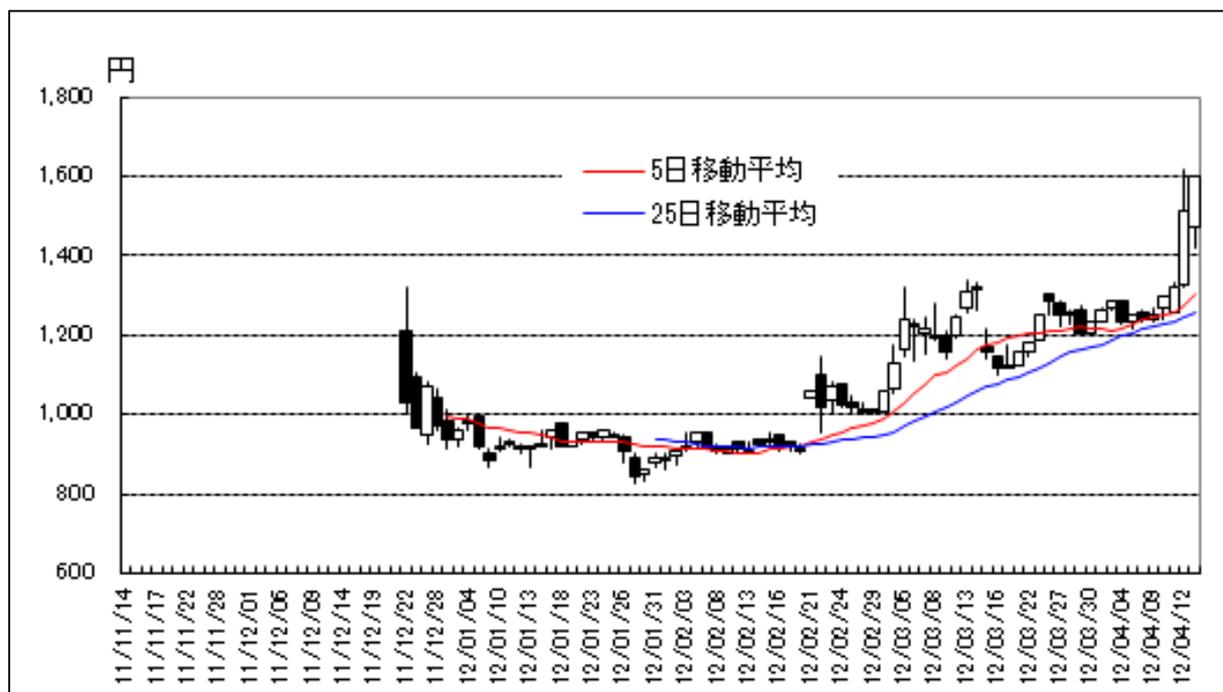
# ミサワ (3169 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2011/1期 実績	2012/1期 実績	2013/1期 会社予想	2013/1期 予想	2014/1期 予想	2015/1期 予想	2016/1期 予想
売上高	3,786	4,621	5,415	5,430	6,200	7,100	8,000
前年比	28.3%	22.0%	17.2%	17.5%	14.2%	14.5%	12.7%
営業利益	210	392	494	505	595	700	810
前年比	482.3%	86.8%	25.9%	28.8%	17.8%	17.6%	15.7%
経常利益	191	375	460	470	565	670	780
前年比	309.3%	96.2%	22.5%	25.3%	20.2%	18.6%	16.4%
当期純利益	58	228	291	300	339	402	468
前年比	165.1%	292.8%	27.6%	31.6%	13.0%	18.6%	16.4%
期末株主資本	69	669	—	984	1,323	1,725	2,193
発行済株式数	40,000	2,070,000	2,070,000	2,070,000	2,070,000	2,070,000	2,070,000
EPS(円)	1,452.0	138.5	140.6	144.9	163.8	194.2	226.1
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円)	2,073.9	330.9	—	475.4	639.1	833.3	1059.4
ROE	110.5%	59.4%	—	36.0%	29.4%	26.4%	23.9%
株価(円)	—	890	1,600	1,600	—	—	—
PER(倍)	—	6.4	11.4	11.0	9.8	8.2	7.1
配当利回り	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	—	2.7	—	3.4	2.5	1.9	1.5

(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。

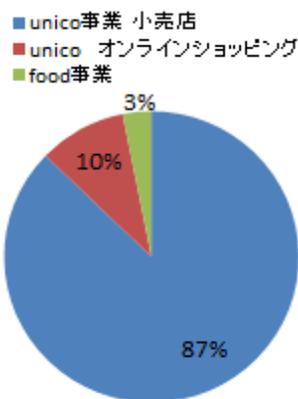
## > 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

<売上高構成比> (2012.1期)



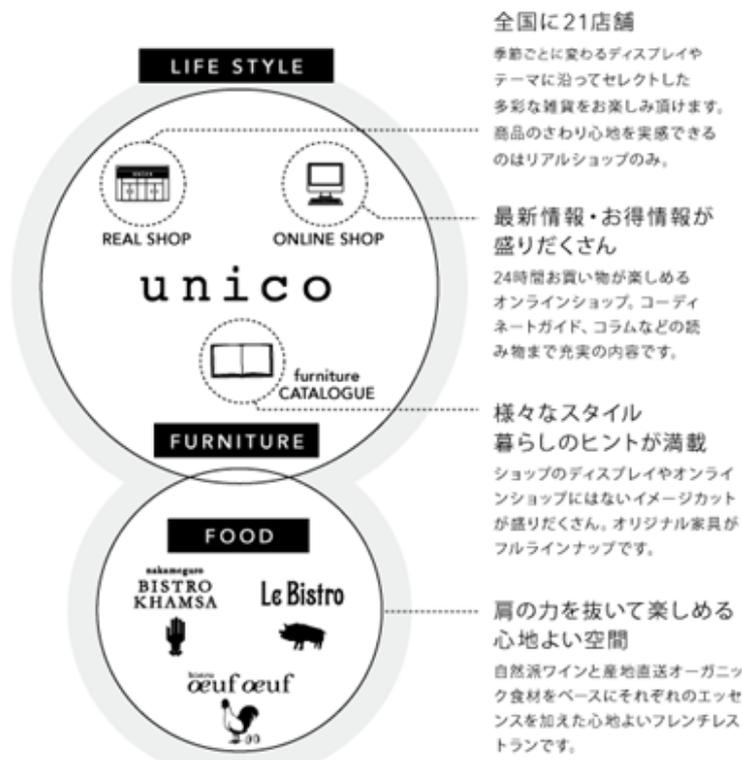
(出所) 短信より作成

オリジナルデザイン (“unico” ブランド) の家具・インテリア専門店とレストランを運営。コンセプトは「肩の力を抜いた自分らしい暮らしの提案」。物販事業及び飲食事業の2つの事業を展開している。物販事業が、売上の約97%、利益のほとんどを占めている。同社グループは同社及びフィリピンの生産関連会社1社で構成されており、従業員数は251名(2011年10月末現在、連結子会社含む)。

“unico(ユニコ)”とは、イタリア語で「たった一つの」、「大切な」、「ユニークな」などの意味をもつ言葉であり、同社事業のキーワードとなっている。“心地よい暮らし”には、『自分が自分らしくいられる時間』、『肩の力を抜いて心からリラックスできる空間』、『そんな日々の暮らしを楽しむこと』が大切だと考え、インテリアショップ unico とレストラン3店を通じて、“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。

<事業内容概要>

オリジナルデザイン (“unico” : 唯一・大切) の家具・インテリア専門店とレストランを運営



(出所) 会社資料

コンセプトは、「肩の力を抜いた自分らしい暮らしの提案」

①unico 事業とは、同社の“unico”ブランドによるライフスタイルショップ。

＜オリジナルの商品企画＞

オリジナル家具・ファブリック、インテリア雑貨等(注1)を、直営のリアル店舗及び自らが運営する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については、ほぼ全ての商品の企画開発を自社で行い、インテリア・雑貨に関しては、“unico”ブランドの持つブランドイメージ及びメッセージ性を補完するような商品を国内・海外より仕入れて販売している。

コンセプトは“デザインされたもの”、“今の流れを感じられるもの”、“付価値が高いもの”の3点であり、高感度ファニチュアをリーズナブルな価格で提供する。個々の単品商品を売るというより、季節ごとに生活空間を提案・訴求し、テイストに合う商品を買揃えてもらうという売り方。

“unico”ブランドはテイストごとに現在17シリーズを展開し、品目数は家具だけでも約400に及ぶ(全品目では、約2~3千アイテム)。多品種、小ロットの自社限定商品とし、他社との差別化を図っている。物販の売上構成比は、家具が76%、ファブリック16%、雑貨その他11%で収益率が高いのは家具製品。

注1：家具・ファブリック及びインテリア・雑貨分野の取扱品目

[家具] ソファ、ローテーブル、AVボード、チェスト、キャビネット、シェルフ、ダイニングテーブル、チェア、ベッド等の木製又はスチール製の家具類

[ファブリック] ベッドリネン、ハンカチ、ポーチ等の布物類等

[インテリア] カーテン、ラグ、照明、時計等

[雑貨] 上記3分類以外のもの。食器、アロマ、書籍等

＜生産及び委託体制の最適化＞

オリジナル商品は国内・海外の協力工場(約25社)へ製造委託、あるいは海外子会社の直営工場にて製造(全売上の約14%)を行っている。海外生産比率は約7割。SPA(注2)モデルを採用。

また、商品価格とそのデザインや機能のバランスを重視し、商品の素材・構造・ニュアンス等によって、シリーズ毎に最適なヨーロッパやアジアなどの様々な協力工場を選択してコストコントロールを行っている。

同社の強みの一つは、自社・協力工場のネットワークと品質管理である。国内外の協力工場をバランス良く活用し、SPAの強み(低コスト)の最大化を図っている。20年以上の実績で培われた海外の協力工場における品質管理のノウハウが目に見えない財産である。

注2：Speciality store retailer of Private label Apparel

SPAとは、ファッション商品などにおいて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。日本語では

「製造小売業」や「製造直販型専門店」などと訳される。

#### <リアル店舗とインターネットショップによる展開>

“unico”ブランドは主に、20代中盤～30代で、自分の個性や感性をより重視して、情緒的で心の満足を追求するような女性をメインターゲットとしている。従ってメインターゲットとなる女性の集客が見込めるエリア又は商業施設を中心に店舗展開を行っている。ユナイテッドアローズなどと同一施設に出店することが多い。これは、ユ社がアパレル小売りと直接のライバルではないものの顧客層がほぼ重なり顧客の買い回りを誘引しやすいためである。

顧客の平均購入単価は、家具のみでは約8万円、全商品では1.7万円。また、店舗の坪当たり売上は、ディスカウント家具店舗の約3倍と思われる。リピート来店・購入率も高く、固定ファンが多い。

リアル店舗(全て直営で都市型立地)は、2012年1月末現在、全国に21店舗あり、主要都市をカバーしている。今後も毎年5～6店舗を、都市部にオープンする予定である。

ブランド名“unico”の言葉の持つ意味の通り、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、様々な角度から「肩の力を抜いた自分らしい暮らしの提案」を行っている。

一方、オンラインショップ(ONLINE SHOP)では、リアル店舗と同一のアイテムを揃え、24時間いつでも買い物を楽しめる。店の最新情報、unico STAFFの部屋の写真やコーディネートのポイントなどを紹介することで販売の促進を図っている。

#### ②フード事業として都内に3店のフレンチレストランを経営

「food事業」では、「肩の力を抜いて楽しめる心地よい空間の提供」として、フレンチレストランの運営(直営、都内3店舗)を行っている。

座席数は、20～30席/店のサイズ。各店とも特長がある店構えで、直輸入の自然派ワインと産地直送のオーガニック食材をベースに個性的な料理を提供する。顧客層は25～40才代の女性で、物販の顧客層とも一部重複するがやや高めの年齢層となっている。客単価は平均5千円。小売店とのブランド・顧客の相互共有・補完として位置付けている。フード売上は、同社全体の3%以内との目安を設けている。

今後は、隔年に1店、東京都内に限定し出店し小売店舗との併設にシナジーを考えている。

> 経営陣

同社の取締役は4名(うち社外取締役は0名)で構成されている。代表取締役社長である三澤太氏は、新聞社勤務を経て1986年取締役として同社に入社。1994年より現職に就任。父である同社の創業者から2代目として事業を継承し、今日のビジネスへの転換をはかり同社の基礎を築き上げた。

他3名の取締役は、飯塚氏(企画室長)が、東京及びunico事業・商品管理を管掌し、大塚氏が宇都宮及び業務部門を管掌、鈴木氏は管理部長を兼務している。

> 株主構成

大株主上位(%)

三澤 太	54.11
飯塚 智香	3.88
尾張 睦	3.88
ミサワ従業員持株会	2.80
日本証券金融	2.38
2012年1月末上位10位合計	76.15

(出所) 株主総会招集通知より

2012年1月末時点での株主構成は、左図表の通り(自社株式の保有はなし)。1年前と比較すると個人の保有比率が減少し、代わりに信託銀行(信託口)の保有比率が増加しているものの圧倒的に個人株主が多く、機関投資家の少ないことが特徴。上位10株主で発行済株式数の約76%を占める。

三澤社長は、約54%を保有する筆頭株主であり、第2位・3位株主は、同社取締役及び同社従業員。第4位株主は持ち株会で上位株主は同社の関係者が占める。

> 沿革・企業理念

現社長が家業を引き継ぎ、物販・飲食に業態転換し成功

◆沿革

代表取締役社長・三澤太氏の父親が同社の創業者。当初は、精密加工部品の製造販売業を営むが、現社長が同社を継承後、物販に業態転換し事業の拡大に成功。

- ・1959年2月、大阪府大阪市に株式会社三澤精機製作所として設立、
- ・1977年、本店を栃木県宇都宮市に移転。
- ・1986年、現社長が同社に入社し、取締役就任。
- ・1988年、社名を現商号に変更、輸入雑貨卸小売事業に参入。
- ・1994年、取締役から社長に昇格し、積極的に新規事業を拡張。
- ・1995年、フィリピン共和国に海外直営工場(子会社)を設立。
- ・1996年に東京支店を開設し、1998年に関東地区に第1号店となる「unico」代官山店をオープン。小売業に本格的に進出。
- ・2000年1月、精密機械の製造販売を中止し、業態転換をほぼ終了。
- ・2000年6月以降今日に至るまで、大阪・福岡・名古屋・札幌・仙台・広島・二子玉川・丸の内などに次々と店舗をオープン。
- ・2006年9月、food事業部を設立、レストラン第1号店をオープン。
- ・2011年12月、東京証券取引所マザーズ市場上場。

◆企業理念

同社は「自分にも地球にも心地良い、健康で感性豊かなライフスタイルを普及する」を経営理念としている。「モノ」よりも「コト」を顧客に提案し、顧客にとっての「好感度No.1 ライフスタイルショップ」になり、最終的にはライフタイムバリュー（顧客の生涯価値）を獲得することを目指している。

・また、同社ビジョンは以下の通り。

「絶えず変化していてひととところに留まらない。会社を中心に中の人（スタッフ）も外の人（生活者）もワクワクドキドキして幸せな気持ちになれる会社。」

事業環境

> 業界環境・競合他社

カジュアル家具市場は、安定成長が見込める成長市場として注目

カジュアル家具市場は、安定成長が見込める成長市場として注目されている。国内一般家具・インテリア家具市場規模は約 1.8 兆円であり、人口減少などにより市場は成熟化し、今後も大きく成長することは見込みにくい。また一般家具市場では、輸入家具やホームセンター、ディスカウンターとの価格競争が激しく、淘汰により参入企業数が減少傾向にある。これに対して同社の手がけるカジュアル家具市場は、4,000 億円程度 (全体の約 22%) の市場規模と推定されている。一般家具市場が成熟化しつつある中で、カジュアル家具市場は個性的な商品を求める層の拡大から、成長し注目を浴びているセグメントである。

インテリア・家具市場における成長市場の カジュアル家具市場

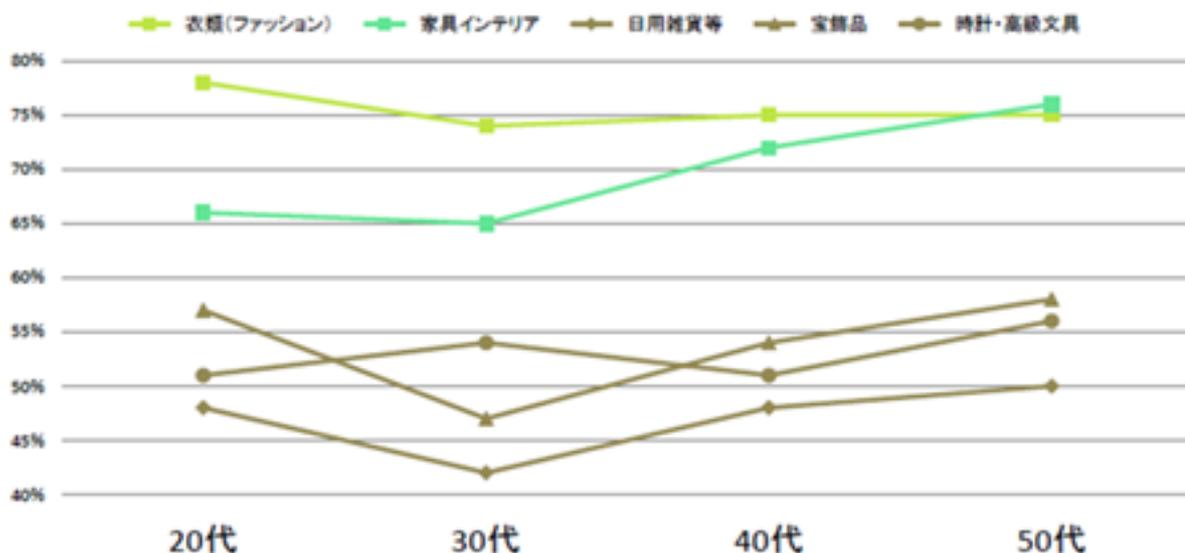


(出所) 会社資料より

内閣府の「国民生活に関する世論調査」では、『モノ』から『心』の豊かさへの暮らしの重心の変化が見られ、60%近い国民が心の豊かさを求めている。また、次ページ上図表のように女性の約 70%が、家具インテリアとファッションにおいては、心の豊かさを求めてモノ選びをすとの調査結果が経済産業省より発表されている。同社のビジネスは、アンケート結果に合致し、昨今の顧客ニーズを的確に捉えたものであると考えられる。

## 家具インテリアと衣類(ファッション)は、心の豊かさを求めてモノ選び

自分のこだわりで商品を選択する人の割合 (年代別) <女性>



経済産業省 2006年12月実施 生活者の感性価値と価格プレミアムに関する意識調査

(出所) 決算説明会資料より

リアル店舗及びネットサイトのブランド家具・インテリア専門店と競合

### <国内レストラン市場>

飲食事業 (food) であるレストラン経営は、外食産業に属し市場規模は大きいですが、景気に左右されやすく同業他社も多い。個性的な店作り・料理で差別化を図るが、出店している東京エリアでも類似するレストランは多く、差別化は容易ではない。

### ◆競合他社

同社のリアル店舗に関しては、同社が営業展開している主要都心部においては、地元の家具メーカー・販社やホームセンターよりもアクタス (未上場、コクヨ傘下)、サザビー (米系未上場)、バルスフランクラン、インザルーム (未上場、丸井系列)、大手のナショナルチェーン (大塚家具、良品計画など) などがライバルと思われる。またインターネットモールに出店している数多くの家具・インテリア・雑貨のブランドショップも、同社のオンラインショップ上のみならず、リアル店舗でも競合する。

同社と同一のビジネスモデル、エリア、企業規模を持つ上場企業はない。大塚家具 (JQ8186、家具の店舗販売が主)、良品計画 (東証1部

7453、無印商品の販売)、ユイナイテッドアローズ (東証 1 部 7606、カジュアルウエアの製造販売、顧客層がほぼ同一)、パスポート (JQ 7577、インテリア雑貨・生活雑貨の専門店、全国展開) などが、部分的に競業あるいは類似する上場企業である。同社の総利益率及び営業利益率は、相対的に高い水準にある。既に相当数の企業が参入しており、今後も競合先は増加すると思われる。

<業界他社比較>

	東証マザーズ 3169	JQ 8186	東証1部 7453	東証1部 7606	JQ 7577
	ミサワ	大塚家具	良品計画	ユナイテッドアローズ*	パスポート
	2012.1期	2011.3期	2012.2期	2011.3期	2012.2期
売上高(百万円)	4,621	54,366	178,186	90,571	14,030
営業利益(百万円)	392	1,150	15,438	7,384	693
売上高総利益率(%)	60.1	56.2	45.4	53.0	51.1
売上高販売管理費率(%)	51.6	54.1	37.1	44.8	46.1
売上高営業利益率(%)	8.5	2.1	8.7	8.2	4.9
3年間売上成長率(%)	73.3	-18.6	8.8	25.4	-5.7
同営業利益成長率(%)	639.6	-9.4	-10.4	49.8	8,562.5
実績ROE(%)	33.3	0.6	11.1	18.7	13.0

(注)ミサワは、直近実績は連結、比較対象年(3期前)は単独の売上・営業利益を使用。

(出所) 各種資料より作成

> ビジネスサイクル

商品により異なるが、季節性を反映させる商品・売り場作りのために、毎四半期ごとに陳列商品及び在庫を入れ替えることが基本である。商品の企画、デザイン、生産、販売と一連のビジネスサイクルで言えば、概ね数カ月から半年サイクル、平均で4ヶ月と推定される。

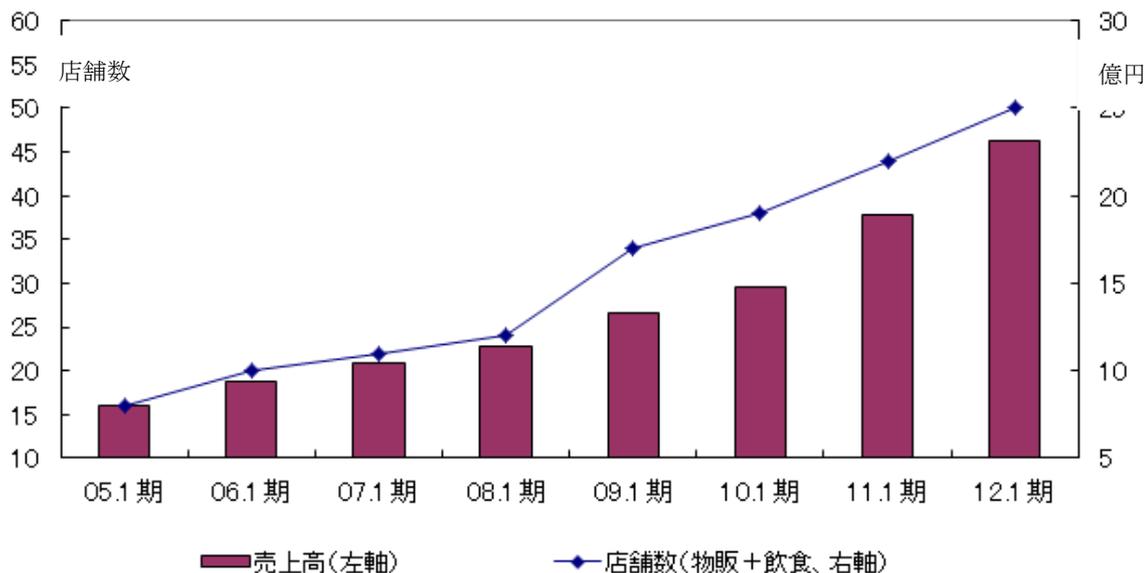
> KPI(業績指標)

同社売上の先行指標でもある店舗数の推移に着目

同社売上のほとんどを占める物販事業においては、売上＝購入者数×購入回数×平均購入金額(＝平均購入単価×アイテム数)となるがそのデータは継続的には外部には非公表である。

本レポートでは、同社の KPI として売上高と関連性が高いと思われる店舗数推移(物販及びレストランの合計店舗数)を掲載している。新店出店後2～3年後に収益面で軌道に乗ってきたこれまでの実績から、店舗数推移が業績の先行指標になると思われる。店舗数はリアルショップ店舗数に加えオンラインショップを1店舗としている。

<期末店舗数と売上高推移>



(出所) ヒアリング等により作成

## 経営戦略

### > 現状の課題と戦略

物販事業において、競争優位性を確保し高い成長を実現していくためには、全国への多店舗展開、知名度・ブランド力の強化、本社機能の強化(人事制度など)・人員の確保、セキュリティ対策の強化などを掲げている。

特に多店舗展開に関しては、政令指定都市を中心に北海道から東名阪、九州まで主要都市部で現在 21 店舗を持つが、今後都市部において毎年 5~6 店舗を出店していく方針であり、個性的な店作りのためにも優秀な人材の確保を課題としている。

生産面では、フィリピン子会社の生産能力を今年の夏までに現在の 2.5 倍に引き上げる計画だが、将来的には中国での家具の調達先あるいは生産拠点の確保を重要視している。

### > 中長期の課題と戦略

購入者層の拡大と囲い込みが課題。マルチブランド戦略の動向に注目

#### ◆新ブランド開発

現在は、25 才-30 才代の女性をターゲットとしているが、今後は 40 才代から 50 才代をターゲットにした新ブランドを開発し、購買力のある顧客層を開拓していく計画である。

#### ◆顧客を飽きさせない新商品の提供

過去 3 年間の開発商品の売上比率を、現状の約 55%から 70%に引き上げることを目標としている。また、開発構成においては、既にマーケットがある商品の開発を 70%、マーケットを作る商品(戦略商品)の開発を 30%としていく方針である。

#### ◆顧客の獲得及び囲い込み

ネット・各種メディアなどで広告宣伝を強化し新規顧客の獲得、メールマガジンの顧客への配信(毎週対象約 6 万人)、ハウスカードの導入による囲い込み(特典の提供)により、顧客数を増やしロイヤリティをさらに高めたい意向である。

### > アナリストの戦略評価

同社の成長の源泉は、「感性」が反映されるカジュアル家具分野において、特定ターゲットを狙ったマーケティング戦略、生活提案などのコンセプト作り、デザイン・商品企画、展示方法、生産体制であると考えられる。

同社の商品ブランド力は、顧客のロイヤリティが高く、強みとなっている。カジュアル家具市場での同社の成長ポテンシャルは大きいと思われるが(同市場でのシェアは約 2%と推定)、持続的な成長を図るためには、販売戦略面では多店舗展開、新ブランドの開発・マルチブランドの推進、及び生産体制及び管理体制の安定的な拡充が必須となろう。

リアル店舗の多店舗展開には、各店の独自色を出すという戦略のため、

店舗スタッフ・販売促進人員などの人材面の経営資源のボトルネックの解消や成長スピードに対応する管理体制の充実を図る必要がある。同社のような感性やコンセプトに訴求する商品は、時代とともに消費者の意識や流行、好みの変化により多様化することが予想される。このような背景の中、今後同社が狙う年齢層のやや高い女性には購買力があり、顧客層を確実に広げるには、マルチブランド戦略は有用な手段であると考えられる。

生産体制では、フィリピン工場の増強に加え、ローコストで安定的なクオリティが見込める中国での展開を模索中であり、リスク分散からも望まれる。

顧客データベースの充実、分析、販売促進、顧客の囲い込みのためにも、早急な販売管理体制、システムの充実が重要なポイントと考えられる。

フード事業においては、事業の立て直しが課題としてあげられる。同事業の売上規模は小さく、また、物販事業とのシナジー効果も薄いと思われ赤字を計上し続けている。コスト削減などで赤字幅を縮小してきているが、黒字化定着のための抜本的な対策が待たれる。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆SWOT 分析

Strength (強み)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ブランド力と高いロイヤリティを持つ顧客</li> <li>・国内でのリアル店舗網とネットショップの展開</li> <li>・自社・協力工場における多品種、小ロットでの低コスト生産体制と品質管理</li> <li>・提案力・企画力を備えた デザイナー</li> </ul>
Weakness (弱み)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・同社商品の陳腐化・競争力低下・消費者嗜好及び意識の変化</li> <li>・レストラン事業が赤字体質</li> <li>・成長スピードにキャッチアップする管理体制に改善の余地がある。</li> </ul>
Opportunity (ビジネス機会)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・店舗の展開余地</li> <li>・マルチブランド (世代別のブランド、新ブランドの開発など)</li> <li>・商品のラインナップ (シリーズもの) の拡大余地</li> </ul>
Threat (脅威)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・消費税率の引き上げ・景気後退に伴う消費の縮小。</li> <li>・海外の生産子会社・協力工場の政治・経済・社会的リスク</li> <li>・極端な為替変動</li> <li>・システムトラブルの発生・個人情報漏洩</li> </ul>

> Porter's 5 forces

◆業界内競争

カジュアル家具分野において、輸入品の増加、インターネットを利用したネットショッピングの普及により、同社と類似するブランド商品を販売している企業は多く、低成長の経済環境下、価格競争を含め競争状況は一段と激化している。また、レストランなどの外食産業分野についても同様の状況である。

◆新規参入の脅威

家具・インテリア業界の参入障壁は低く、今後もインターネット関連企業や海外の専門店の本格参入などが予想される。将来的には、カジュアル家具業界においてもブランド力、商品力、利便性、価格、サービス力などで競争し、淘汰されていくことが想定される。

◆代替品・代替サービスの脅威

現状では、同社のビジネスの脅威となる代替品・サービスの出現は想

定しにくい、顧客のブランド嗜好の変化がリスクとして考えられる。同社顧客のロイヤリティを高め維持する施策がポイントとなる。また、今後、消費者がインターネットを一層活用し、家具などを購入することが、同社のリアル店舗での販売に影響を与える可能性があることは否定できない。但し、同社もオンラインショッピング事業を展開しており、販売チャネル変化の対応は可能であると考えられる。

◆買い手の競争力

買い手は一般個人であり、直接的な価格競争にはさらされていない。同社ブランドの愛好者が購入することが多いが、実質的には他社製品との比較検討や競争にさらされている。現状では、買い手の競争力は大きな脅威ではない。

◆供給者の支配力

同社の取引先企業は、製造委託先あるいは商品の購入先であるが、分散されている上、機動的に最適な工場に委託する手法により調達コストの低減に努力している。子会社を除き、特定の取引先に過度に依存しておらず、買い手の価格競争力が特に大きなものではないと考えられる。但し、為替水準、国際経済・政治状況・社会情勢により、供給者の支配力が変化する可能性はある。

> ESG活動・分析

◆Environment (環境対応)

物流センターの新設による配送の効率化、計画植林した木材の優先利用やオーガニック食材の提供、低ホルムアルデヒド基準の採用など環境に配慮した経営を心がけている。

◆Society (社会的責任)

東北大震災後、1ヶ月間の店舗売上の1%を義援金として日本赤十字社を通じ、被災地に寄付している。また、児童養護施設の退所者が一般社会に適応できる生活サポートを行うため、シェアハウスに無償で家具インテリアを提供している。

◆Governance (ガバナンス)

3名の取締役の責任と権限を明確にし社長が統括している。社外取締役(現在0名)の設置が望まれる。常勤監査役が1名、非常勤監査役が2名、監査役は合計3名。2名の社外監査役のうち1名は公認会計士兼税理士、1名は弁護士であり、コーポレートガバナンスの強化、牽制機能を持たせている。尚、買収防衛策は講じられていない。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期も大幅増収・増益で、  
最高益を連続更新の見込み

前2012年1月期、売上高は約46億円(前期比22%増)、当期利益228百万円(同約3.9倍)といずれも創業来の最高値であった。これは、新店舗効果と既存店の順調な売上増加に加え、工場選定を適切に行い、また物流コストを抑制したことによる。この結果、対前年比で売上高総利益率を1.3%改善する一方、販売管理費率を1.6%低下させた。

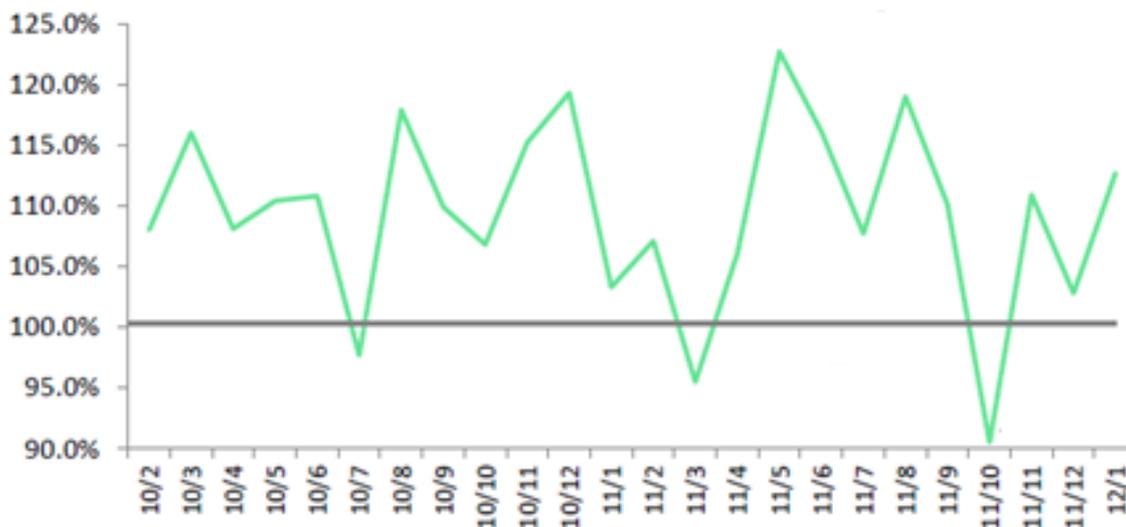
今2013年1月期は売上高54億円(前期比約16%増)、営業利益約5億円(同26%増)、経常利益460百万円(同22%増)、当期純利益291百万円(同28%増)を会社側は予想している。今期は年間5店の新規出店を見込んでおり、増収効果とコスト削減の継続で売上及び利益を連続して更新する計画。配当は無配継続の見通しである。

会社目標は、unico既存店売上高を前期比103%、またコスト削減も具体性・実効性があると思われることから、担当アナリストは概ね実態に即しているがやや慎重な計画であり、会社利益の達成は可能、やや上積みが可能と考えている

**OPENから2年~11年 経過した店舗も前年超えの成長を維持**

unico既存店売上高前年比 2011/1期:110.0% 2012/1期:107.8%

■ unico既存店売上高前年同月比の推移



(出所) 会社資料より

**> 来期以降の業績**

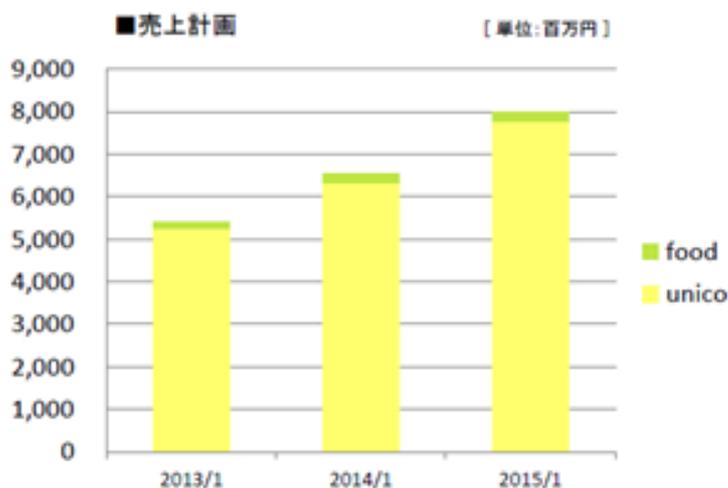
**多店舗展開で中期的には 2 桁の利益成長持続を期待**

同社の中期経営目標は、今後 3 年以内 (2013 年 1 月期から 2015 年 1 月期まで) に unico 店舗数を 24 店 (今期出店予定の 5 店舗を含む) から 40 店に増やし、売上高 80 億円 を目指す。

担当アナリストは、経済・所得環境次第ではあるが、ある程度の景気の回復とコストコントロールの実施を前提に、中期的には年率 10~15%程度の増収とこれと同程度の増益率を予想している。多店舗展開による増収効果と事業拡大とともにスケールメリットが働き、加えてオンラインショッピングの売上構成比 (現在約 10%→3 年後約 15%) が高まる見込み等から売上高販売管理費比率の低下が見込まれる。中期トレンドでは、売上高営業利益率は逡増していくと予想している。

**< 中期経営計画 >**

**今後3期で、店舗数を 24店 ⇒ 40店、売上高 80億円 を目指します。**



(出所) 会社資料

投資判断

> 上場来パフォーマンス

2011年12月22日、東証マザーズ市場に上場。公募価格860円に対して初値は1,209円となった。2012年1月には最安値830円をつけたが、3月に入り欧州債務危機の懸念が和らぎ流動性相場となると底値は切り上がり、上場来最高値をつけた。直近1,300円前後でもみあっていたが、足元動意し現在は1,600円前後まで急騰、上場最高値圏内にある。短期間のため参考にしにくいだが、同社の上場来パフォーマンスはTOPIXをわずかに上回っている。時価総額が小さく流動性も高くない点には、留意する必要がある。

> 株主還元

今後は、配当や株主優待など積極的な株主還元が望まれる

同社は現在、無配を継続している。また、株主優待は検討中である。配当政策に関する基本的な考え方は、「将来の事業展開と経営体質の強化のために必要な内部留保を確保しつつ、安定した配当を継続して実施していくが、現時点では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とした内部留保の充実を優先させる方針を有しているため、配当実施の可能性、その実施時期及び回数についての方針は未定」としている。早期の配当実施が望まれる。

> 株価バリュエーション

事業内容・規模などにおいて、適当な比較対象は見当たらないが、取扱品目、顧客層などの観点から、下図表のような類似上場各会社と比較した。

<バリュエーション比較>

	東証マザーズ 3169	JQ 8186	東証1部 7453	東証1部 7606	JQ 7577
社名	ミサワ	大塚家具	良品計画	エイトワックス	パスポート
販売商品	家具・インテリア	家具販売	衣類・生活雑貨	カジュアルウェア	インテリア・雑貨
株価(2012/4/13)	1,600	913	4,300	1,784	317
PER(予想)	11.0	19.3	10.8	11.1	8.0
PBR(直近実績)	3.37	0.52	1.41	3.73	1.03
配当利回り(予想)	0.00	4.38	2.56	1.74	3.15
時価総額(百万円)	3,312	17,712	115,200	56,402	1,671

バリュエーションは今期予想数値に基づく。ミサワのみアナリスト予想、他社は会社予想。

(出所) 各種資料より作成

同社の株価バリュエーションは、今期(2013年1月期)予想PERが11倍台、来期予想で10倍前後、PBR(実績)約3倍、配当利回りが0%。大塚家具、良品計画、ユニテッドアローズ、パスポートなどの上場企業と比較すると、PERでは割高感はない。また、東証1部平均予想PERが、前期推定(2012年3月期)で約22倍、今期予想(2013年3月期)で約15倍(5割増益と仮定)、PBR(実績)1倍、配当利回りは約2%。現状の株価は急騰したものの無配であることを除けば、中期予想でみたPERではやや魅力的なバリュエーションである。

### > 今期の株価見通し

現状は株価のダウンサイドが限定的と思われるものの、水準訂正には業績の伸長の確認や株主還元が必要。中期的な目標株価レンジは、1,810円～2,260円

担当アナリストは、2016年1月期のEPSを約226円と見込んでおり、現時点の株価で計算すると予想PERは約7倍となる。当面の中長期的な年率EPS成長を10～15%程度、妥当PERを8～10倍のレンジと想定すると、今後3年程度の目標株価は、1,810円～2,260円と考えられる。

住宅着工の動向や今後の新ブランド開発や展開、新規店舗の出店状況、既存店売上の推移が、投資上の注目材料となろう。

ストックオプションによる希薄化は、発行済み株式数の10.0%程度であり留意する必要がある(新株予約権による潜在株式数は159,800株)。将来的には、東証1、2部への上場意欲もあり、この際には公募増資による資金調達の可能性もあろう。

## 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

### ■ $\sigma$ (標準偏差)

リターンのおぼ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

### ■ $\beta$ (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小さいかを示す指標です。ベータ値( $\beta$ 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なり、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ため、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