

# ミサワ (3169 東証マザーズ)

発行日: 2012/9/27  
 調査日: 2012/9/20  
 調査方法: 説明会等

都市型多店舗展開で成長。店舗展開にあわせオンラインショップも快調。

## > 要旨

### ◆ オリジナルブランドのカジュアル家具を展開

- ・女性を主要顧客層として、家具等を小売販売。独自ブランドを商品企画・開発後、自社生産及び生産委託し直販する体制が強み。付加価値に見合ったリーズナブルな価格で商品を提供。
- ・国内の一般家具・インテリア市場は成熟化しつつあるが、カジュアル家具市場は成長分野。同社知名度の向上により、リアル店舗での多店舗展開とネットショップで、販売量を増やし持続的な成長を目指す。

### ◆ 2013年1月期第2四半期決算は計画並み

- ・今2013年1月期第2四半期は、売上・利益ともほぼ会社計画並み。前年同期比11.1%増収、9.5%営業増益。
- ・今下期も新店効果及びオンラインショッピングの寄与とコストコントロールにより、業績は好調に推移する見込みである。今通期の会社予想は、前期比17.2%増収、22.5%経常増益。期初の通期予想を維持。連続大幅増収増益、最高益更新を見込む。但し、無配は継続予定。
- ・当センターでは、会社予想利益はやや慎重であり達成可能な水準と考えている。実質的に従来見直しを変えていない。

## > 投資判断

### ◆ 多店舗展開で業容拡大が続き、最高益の連続更新へ

- ・中期的には、国内人口の減少、消費税引き上げ、国内経済・住宅着工等で同社の経営環境は変化すると考えられるが、個性を求める意識の高まりによりカジュアル家具市場は安定的成長が予想される。
- ・来期以降も物販店舗を毎期5~6店新設する計画であり、マルチブランド戦略や顧客数の増加で増収増益が予想される。当センターでは、今後3期程度は、年率10%程度の売上及びEPS成長が可能で、最高益連続更新の可能性があると考えている。

### ◆ 中期的な想定株価は、従来通り1,810~2,260円と予想

- ・年率2桁近い中期利益成長力と市場平均・同業他社のバリュエーションを考慮すると、現状の株価はPERでは割安感がある。2016年1月期の予想EPSをベースに、PERを8倍から10倍のレンジと想定すると、今後3年程度の想定株価は1,810~2,260円程度と考えられる。中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@stock-r.org

【主要指標】	2012/9/21
株価(円)	1,097
発行済株式数	2,070,000
時価総額(百万円)	3,312
上場日	2011/12/22
上場パフォーマンス	---

	前期	今期予想
PER(倍)	7.9	7.6
PBR(倍)	3.3	2.3
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(%)	-5.8	-15.3	--
対TOPIX(%)	3.4	-1.78	--

\*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20120924

# ミサワ (3169 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2011/1期	2012/1期	2013/1期	2013/1期	2014/1期	2015/1期	2016/1期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	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	520	565	670	780
前年比	309.3%	96.2%	22.5%	38.7%	8.7%	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	1,097	1,097	—	—	—
PER(倍)	—	6.4	7.8	7.6	6.7	5.6	4.9
配当利回り	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	—	2.7	—	2.3	1.7	1.3	1.0

(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  
アナリスト予想の EPS、BPS は自社株控除

## > 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

◆ オリジナルデザインの家具を展開

オリジナルデザインの家具・インテリア専門店（小売事業：unico 事業）を営む。レストラン（food 事業：3 店舗）も運営。「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、女性をターゲットとした小売事業を全国展開。“心地よい暮らし”を、一般消費者に提案し、開発商品を販売することを目的としている。セグメント別売上構成は、物販事業（unico 事業）が売上の約 97%、また利益の全てを占める（飲食事業は赤字）。

> 今期決算概要

◆ 2013 年 1 月期第 2 四半期決算はほぼ会社計画線

今 2013 年 1 月期第 2 四半期（以下今 2Q 決算）は、売上高 2,514 百万円（前年比 11.1%増）、営業利益 253 百万円（同 9.5%増）、経常利益 308 百万円（同 37.8%増）、当期利益 165 百万円（同 59.3%増）となった。期初計画の中間期予想と比較し下表のように売上はわずかに計画を下回ったものの、営業利益はやや計画を上回りほぼ想定線と順調に業績を伸ばしていることが確認できた。経常利益は計画を上回ったが、これは役員賠償責任保険の解約による保険解約返戻金を、営業外収益に計上したことによるものである。当初計画では、特別利益に計上予定であったもので、当期利益には影響がない。

第 2 四半期決算の最終利益は期初予想並み

<2013年1月期第2四半期決算>

業績対比表	会社期初 予想	実績
売上高(百万円)	2,614	2,514
前年比(%)	15.5	11.1
営業利益(百万円)	244	253
前年比(%)	3.4	9.5
経常利益(百万円)	226	308
前年比(%)	0.8	37.8
当期純利益(百万円)	160	165
前年比(%)	54.2	59.3

(出所)当センター作成

主力である“unico”事業の売上が好調な理由は、①堀江店（大阪）及び丸の内店（東京）のリアル店舗の好調により、unico 小売店売上高が前年比 10.0%増だったこと、②EC サイトの充実・知名度上昇等によりオンラインショップの売上高が同様に同 29.0%増等である。ファブリック分野においては、ブライダル需要に合わせたカーテンフェア等が奏功し、増収に繋がった。

一方で、「food 事業」においては、人員不足などによりランチの休業

などもあり、売上高は 67 百万円 (同 4.9%減) と減収となり、約 3 百万円のセグメント損失を計上した。ただし、コストカットなどの経営合理化により、赤字幅は前年同期から半減している。

営業利益が順調だったのは、Web 広告の出稿増で広告・販促費が前年比 33.5%増となったものの、その他の経費の伸びを抑え販売管理費合計が同 10.1%増の伸びにとどまり、増収効果 (11.1%増) でカバーした結果となった。

◆ 2013 年 1 月期会社予想は変更なし

今 2Q 決算期の順調な業績を踏まえ、今 13 年 1 月期は売上高 5,415 百万円 (前期比 17.2%増)、営業利益 494 百万円 (同 25.9%増)、経常利益 460 百万円 (同 22.5%増)、当期純利益 291 百万円 (同 27.6%増) との従来見通しを、会社側は継続している。

今期は、期初 5 店 (物販 4 店舗、レストラン 1 店舗) の新店オープンを計画していたが、小売店を 3 店の新設 (金沢・北千住・岡山) にとどめ、また飲食店の出店を見合わせることにした。一方で期初計画には含まれていなかった札幌店の大幅増床 (43 坪→138 坪、実質 1 店舗分の新設に相当) やコストコントロールを継続し、売上及び利益は当初計画通り達成可能としている。今期も連続して最高益を更新する計画。無配は継続する見込みである。

新規出店計画に変化あるも、今期会社予想業績は前回は踏襲

◆ 2013 年 1 月期当センター予想

今 13 年 1 月期の業績予想だが、当センターでは会社通期利益予想が若干慎重と考え、前回レポートで 10 百万円程度営業利益を強めに予想していた。今回レポートでは、今 2Q 決算の営業外収益 (保険解約返戻金相当) の上乘せ分のみ当センター予想の経常利益に上乘せしたが、当期利益では従来通りの見通しを変えていない。前回予想では保険解約返戻金を特別利益としていたが、計上が営業外収益にシフトしたため。前回予想を踏襲したのは、同社が家具などを海外で生産し輸入していることから円高抵抗力がありコストコントロールを行っていること、多店舗展開を推進し魅力ある商品を揃え顧客数を伸ばしていることから、今期も 2 桁近い売上・利益成長が可能であると判断している。

当センターの今期予想業績も前回は踏襲

> 中期見通し

◆ 年率二桁近い利益成長を期待

同社は、中期経営目標として、今後 3 年以内 (2013 年 1 月期から 2015 年 1 月期まで) に、物販とレストランのリアル店舗の合計数を 24 店 (今期末予定数) から 40 店に増やし、売上高 80 億円 を目指すとしている。今期は新規出店数の見直しを行ったが、中期経営計画最終年度末に今後リアル店舗が計画の 40 店舗に満たなくても、オンラインショップによる売上が成長し、80 億円の売上は達成可能であると見込んでいる。

中期的には年率 10%程度  
の増収率及び増益率を  
予想

◆ 当センターの中期見通し変化なし

当センターでは、従来の中期的な業績見通しを変えておらず、ある程度の景気の回復とコストコントロールが継続されることを前提に、中期的には年率 10%程度の増収率及び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くことに加え、オンラインショッピングの売上構成比が増えていくこと等から売上高販売管理費比率の低下を見込んでいる。中期トレンドでは、売上高営業利益率は遡増していくと予想している。

また、同社の業績指標 (KPI) として、売上高と関連性が高いと思われる店舗数推移 (表紙の KPI 指標: 物販のリアル店舗数+ネットショップ+レストラン数の総合計店舗数) を掲載している。新店出店後 2~3 年で軌道に乗るため業績の先行指標になるが、今期末 (計画) 28 店、来期以降は毎期 5~6 店舗をオープン予定であり (店舗数で約 2 割に相当)、安定的な成長が見込まれる。

中期的には、国内人口の減少、消費税引き上げ、国内経済・住宅着工等で同社の経営環境は変化すると考えられるが、個性を求める意識の高まりによりカジュアル家具市場は安定的成長が予想される。レストラン事業 (food 事業) の赤字幅は小さく、またその幅も縮小しつつあるものの黒字化定着と unico 事業との相乗効果をいかに高めるかが課題の一つであろう。

投資判断

> 株主還元

無配継続へ

同社は現在、無配を継続中であり株主優待制度もない。この背景は、同社が依然成長段階にあり、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とした内部留保充実を優先させる方針を有しているため。当面は、配当よりも企業業績の成長が株主に対する還元と考えられるものの、次期中期経営計画では配当も含めた株主還元への具体的な施策を望みたい。

> 株価バリュエーション

予想 PER では割安感

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7倍台、来期予想で6倍台、現状では PBR(実績)2倍台、配当利回りが0%となる。同業他社と比較すると PER では割安感がある。また、東証一部平均予想 PER が今期予想(2013年3月期)で約12.5倍、PBR(実績)0.9倍前後、配当利回りは約2%強である。現状の株価は、無配であることを除けば、中期での PER で見る限りやや魅力的なバリュエーションである。同社の中期的な利益成長力が、十分に株価に反映されていないことが低バリュエーションの一因であると思われる。

< 株価バリュエーション同業比較 >

社名	ミサワ	大塚家具	良品計画	ユニテッドアローズ	パスポート
販売商品	家具・インテリア	家具	衣類・生活雑貨	カジュアルウエア	インテリア・雑貨
株価(9/21、円)	1,097	734	4,820	2,160	278
PER(予想、倍)	7.6	15.7	12.1	10.8	4.4
PBR(直近実績、倍)	2.31	0.44	1.58	3.54	0.84
配当利回り(予想、%)	0.0	5.4	2.3	2.1	3.6
時価総額(百万円)	2,271	14,240	129,131	92,448	1,465

(注)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、他社は会社予想値。  
(出所)当センター作成

> 今後の株価見通し

想定株価に変化なく、  
1,810~2,260円

同社株は、円高抵抗効力を持つ内需小型の成長株として考えられる。現状の PER の絶対水準は低く、株価のダウンサイドは限定的と思われる。株価の水準訂正には業績の伸長の確認や株主還元が必要と考えられる。

当センターでは、2016年1月期 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5倍となる。当面の中長期的な年率 EPS 成長を10%程度、妥当 PER を8~10倍のレンジと想定すると、今後3年程度の想定株価は、前回の目標レンジ同様に1,810円~2,260円と考えられる。

今後は、消費税の引き上げのインパクト、住宅優遇税制の動向及び着工の推移、新ブランド開発や新規店舗の出店状況、既存店売上の推移に注目していきたい。

上位株主に変化

直近 2012 年 7 月末の株主構成を、2012 年 1 月末と比較すると第 2 位及び 3 位に信託銀行が名を連ねており、機関投資家の買い入れ・保有がなされたと推測される。今後も収益成長を評価した株価上昇により時価総額が増し、機関投資家及び外国人投資家の買い入れがなされれば、流動性の増加とバリュエーションの修正の可能性があると考えている。

大株主上位(%)

1	三澤 太 (同社社長)	54.11	三澤 太	54.11
2	飯塚 智香 (同社取締役)	3.86	日本マスタートラスト信託銀行	6.25
3	尾張 睦 (同社従業員)	3.86	日本トラスティ・サービス信託銀行	4.79
4	株式会社ミサワ従業員持株会	2.8	飯塚 智香	3.86
5	日本証券金融株式会社	2.38	尾張 睦	3.86
2012年1月末上位10株主合計比率		76.15	2012年7月末上位10株主合計比率	84.07

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書より当センター作成

## 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