

ホリスティック企業レポート

ミサワ

3169 東証マザーズ

アップデート・レポート
2014年10月10日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20141007

ミサワ (3169 東証マザーズ)

発行日:2014/10/10

**20歳代～30歳代の女性を対象としたカジュアル家具を販売
15年1月期は上期の好調、本社移転など新たな費用を考慮し34%営業増益へ**

> 要旨

◆ カジュアル家具を全国展開

- ・ミサワ(以下、同社)はカジュアル家具専門店及びフレンチレストランを運営している。主要顧客層は20歳代～30歳代の女性である。独自ブランドの商品企画、生産委託、直販体制が強みとなっている。
- ・カジュアル家具のブランド力と商品力の向上、多店舗展開等で持続的な成長を目指している。

◆ 15年1月期上期決算は28.8%増収、84.2%営業増益

- ・15/1 期第2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高 3,951 百万円(前年同期比 28.8%増)、営業利益 436 百万円(同 84.2%増)であった。
- ・同社の期初予想に対する達成率は、売上高 109.4%、営業利益 148.3%で、消費税率引上前の駆け込み需要の取り込みや販売促進キャンペーンの成功等が増収に貢献し、増収効果で大幅増益を達成した。

◆ 15年1月期業績のミサワ予想は期初予想据え置き

- ・15/1 期について同社は、上期が好調だったにもかかわらず、期初予想の売上高 7,404 百万円(前期比 17.2%増)、営業利益 613 百万円(同 22.2%増)を据え置いた。期初には想定されていなかった本社移転や新規出店時期の先延ばし等を考慮したためである。
- ・証券リサーチセンターの 15/1 期業績予想は、売上高 7,600 百万円(前期比 20.3%増)、営業利益 670 百万円(同 33.7%増)を予想する。本社移転費用や新規出店時期の先延ばし等を考慮し、下期の売上高予想を従来の 3,793 百万円から 3,649 百万円へ、営業利益予想を 319 百万円から 234 百万円に下方修正したためである。

◆ 投資に際しての留意点

- ・同社は成長段階にあり、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に、内部留保の充実を優先させる方針であり、今後も無配を継続する意向である。

【3169 ミサワ 業種:小売業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)	
2012/1	4,621	22.0	392	86.8	375	96.2	228	292.8	138.5	330.9	0.0	
2013/1	5,136	11.2	381	-2.7	452	20.6	235	3.3	113.7	437.5	0.0	
2014/1	6,320	23.0	501	31.5	486	7.4	234	-0.3	112.7	545.1	0.0	
2015/1	CE	7,404	17.2	613	22.2	605	24.5	334	42.2	160.3	—	0.0
2015/1	E	7,600	20.3	670	33.7	662	36.2	340	45.3	163.0	708.0	0.0
2016/1	E	8,300	9.2	730	9.0	722	9.1	375	10.3	179.8	887.8	0.0
2017/1	E	9,100	9.6	850	16.4	842	16.6	437	16.5	209.5	1,089.4	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アナリスト:松尾 十作
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

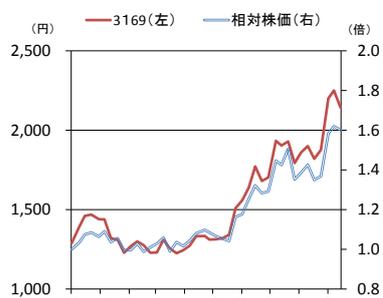
	2014/10/3
株価(円)	2,142
発行済株式数(株)	2,085,600
時価総額(百万円)	4,467

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	19.0	13.1	11.9
PBR(倍)	3.9	3.0	2.4
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-9.8	22.6	59.3
対TOPIX(%)	-6.5	23.2	51.9

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/10/4

アップデート・レポート

2/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

◆ オリジナルデザインの家具及びインテリアの物販が主力

ミサワ (以下、同社) は、オリジナルデザインの家具及びインテリア専門店 (小売り事業: unico 事業、14/1 期売上構成比 97.8%) とレストラン (food 事業、同 2.2%) を運営している。「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、20 歳代~30 歳代の女性を主力顧客層とした小売り事業を全国に展開している。“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。

1. unico 事業

“unico” ブランドによるオリジナル家具及びファブリック^{注1}、インテリア及び雑貨等を、全国 30 店の店舗 (全て直営で都市型立地、14 年 7 月末現在)、及び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のうち自社で企画開発しているプライベートブランド比率は約 8 割に達している。インテリアは、“unico” ブランドのイメージに合ったデザインの商品を国内及び海外より仕入れて販売している。

プライベートブランド商品は、国内及び海外の協力工場へ製造委託しており、その一部は海外子会社 (フィリピン) で製造している。家具の海外生産比率は約 7 割と高い。為替の変動に対しては、粗利率を 58%~60% とするよう年 1 回の価格改定で対応している。

unico ブランドでは価格とデザインや機能のバランスを重視し、多品種、小ロットの自社限定商品を開発して、他社との差別化を図っており、同社によれば顧客のリピート率が高く、固定ファンが多い。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、ライフスタイルの提案を行っている。

まとめ買いを喚起するハウスカードポイント付与や割引券の提供などを 13 年 2 月から実施しており 14 年 1 月末に会員数は 5 万人を突破した。ハウスカードを用いた CRM^{注2} 分析結果は商品企画及び販売促進に活用されている。メールマガジン会員やオンラインショップ会員等、各種の会員制度があるが、14 年 9 月下旬よりハウスカード会員への一本化を進めており、15/1 期末では 14 万~15 万人へと膨らむ可能性がある。

2. food 事業

14 年 11 月に移転にともない閉鎖予定の本社併設レストラン (BISTRO KHAMSA) を含め、現在は都内で 3 店舗のフレンチレストランを直営している。25 歳~40 歳代の女性層を主力顧客層として、直輸入の自然派ワイン^{注3} と産地直送のオーガニック食材など個性的な食材を提供しており、小売店とのブランド共有及び顧客

注 1) ファブリック

カーテンやテーブルクロス、椅子やソファの張り布地、クッション、ベッドカバーなど、布を使ったもの全般を指す。

注 2) CRM

Customer Relation Management の略。顧客情報や購入履歴、クレームなどの情報を総合的に管理し、それらのデータを効率的に活用することで顧客満足度を高め、顧客の購買頻度を高める取り組み。

注 3) 自然派ワイン

無農薬及び有機栽培で育てられた葡萄のみを使用して造られたワインを指す。

の相互共有、補完事業として位置付けられている。セグメント利益段階で少額ながら毎期赤字を計上しているが、food 事業売上については全社売上高の 3%以内にするとの目安を設けている。

> 決算概要

◆ 15 年 1 月期上期決算は 29%増収、84%営業増益

15/1 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高 3,951 百万円 (前年同期比 28.8%増)、営業利益 436 百万円 (同 84.2%増)、経常利益 436 百万円 (同 83.2%増)、純利益 226 百万円 (同 97.6%増) であった。同社の期初予想に対する達成率は、売上高 109.4%、営業利益 148.3% であった (図表 1)。新規出店は 3 月の unico 大宮店 (ルミネ大宮店内)、4 月の unico 町田店 (町田マルイ店内) の 2 店舗で、上期末店舗数は 30 店舗となった。

【図表 1】15 年 1 月期上期決算概要 (単位: 百万円)

	当初予想	実績	達成率	前年同期比
売上高	3,611	3,951	109.4%	28.8%
営業利益	294	436	148.3%	84.2%
経常利益	290	436	150.3%	83.2%
純利益	160	226	141.3%	97.6%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

売上高が好調であったのは、ア) 消費税率引き上げ前の駆け込み需要を取り込んだこと、イ) 引き上げ後も含めた 3 回の販売促進キャンペーンが需要を喚起したこと、ウ) 新シリーズ及び新アイテムが好調であったこと等が挙げられる。具体的には、同社の unico 事業の既存店の上期売上高は前年同期比 11.0%増であった。同業大手であるニトリホールディングス (9843 東証一部)、島忠 (8184 東証一部)、ナフコ (2790 東証 JQS)、大塚家具 (8186 東証 JQS) が、14 年 2 月～7 月累計の既存店売上高が前年同期比 0.7%減～5.4%増であったことに比べると、好調ぶりが伺える。

主な販売促進キャンペーンとしては、1) 2 月から 4 月迄のカタログ配布、2) 3 月の送料無料サービス、3) 3 月に購入された顧客に対する 4 月限定の 1 割引サービスが挙げられる。

家具の新シリーズは「FUNC」(ファンク、14 年 2 月発売)、「DOUCE」、「CAGE」(ドゥース、カージュ、いずれも 14 年 4 月発売)、「DELAVE」(デラヴェ、14 年 5 月発売) 等で、「FUNC」は男性にも女性にも受けるようにユニセックス感を醸し出し、「DOUCE」、「CAGE」はラタン (藤) 素材を生かすという特徴があり、「DELAVE」はカウチソファのラインナップを加えるため、新たな顧客層への広がりがあったと同社では分析している。

カーテンについても、オリジナル新柄 13 アイテムの投入とカーテンフェアの実施(6月末~7月末に5%~10%のプライスダウン)で上期カーテン売上高は、前年同期比 25.8%増と好調であった。

売上総利益率は前年同期比 0.2%ポイント上昇の 58.8%であった。利益率改善の要因は、為替相場の変化を見越した 14 年 2 月の価格改定効果によるものである。2 月の改定では円/ドルで 110~115 円を想定した価格改定を実施した。

販売費及び一般管理費の対売上高比は 47.8%で前年同期比 3.1%ポイント改善した。上期末従業員数が 355 名となり前年同期末比 22.4%増と増加したため、従業員給与及び手当は前年同期比 21.1%増となったが、対売上高比率は 0.7%ポイント低下した。同様に地代家賃も前年同期比 22.5%増であったが、対売上高比は 0.6%ポイント低下した。

> 業績見通し

◆ ミサワの 15 年 1 月期業績予想

15/1 期について同社は期初予想の売上高 7,404 百万円(前期比 17.2%増)、営業利益 613 百万円(同 22.2%増)、経常利益 605 百万円(同 24.5%増)、当期純利益 334 百万円(同 42.2%増)を据え置いた。なお、同社は事業別売上高及び利益予想を開示していない。

【 図表 2 】 15 年 1 月期業績予想一覧 (単位: 百万円)

<14/1期決算発表時点>

	14/1期		15/1期予想			
	上期	下期	上期	前年同期比	下期	前年同期比
売上	3,066	3,254	3,611	17.7%	3,793	16.6%
営業利益	236	265	294	24.1%	319	20.4%
経常利益	237	249	290	21.9%	315	26.5%
純利益	114	120	160	39.3%	174	45.0%

<15/1期上期決算発表時点>

	14/1期		15/1期予想			
	上期	下期	上期	前年同期比	下期	前年同期比
売上	3,066	3,254	3,951	28.8%	3,453	6.1%
営業利益	236	265	436	84.2%	177	-33.2%
経常利益	237	249	436	83.2%	169	-32.1%
純利益	114	120	226	97.6%	108	-10.0%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

期初予想を据え置いたのは、ア) 下期の新規出店予定は、14 年 11 月下旬の unico 武蔵小杉店(グランツリー武蔵小杉内)と同 12 月上旬

の unico 立川店 (ルミネ立川店内) だが、期初計画に比べ開店時期が先延ばしとなり、凡そ 1 億円弱の減収要因になると思われること、イ) 期初に想定していなかった本社移転計画の浮上により、移転費用等が発生すること、ウ) 下期の販促キャンペーンが上期同様に成功するか否かが不透明なこと等のためである。

◆ 証券リサーチセンターの 15 年 1 月期業績予想

証券リサーチセンター (以下、当センター) の 15/1 期業績予想は、同社予想と同水準であった従来予想を以下のように修正する。従来予想⇒修正予想の順で、売上高 7,404 百万円⇒7,600 百万円 (前期比 20.3%増)、営業利益 613 百万円⇒670 百万円 (同 33.7%増)、経常利益 605 百万円⇒662 百万円 (同 36.2%増)、当期純利益 334 百万円⇒340 百万円 (同 45.3%増) である。

本社移転費用や新規出店時期の先延ばし等を考慮し、下期業績予想を修正した。従来予想⇒修正予想の順で売上高 3,793 百万円⇒3,649 百万円 (前年同期比 12.1%増)、営業利益 319 百万円⇒234 百万円 (同 11.7%減)、経常利益 319 百万円⇒226 百万円 (同 9.2%減)、純利益 174 百万円⇒114 百万円 (同 5.0%減) に下方修正した。

◆ 中期業績予想

同社は中期 3 カ年経営計画を毎年ローリングしており、現在の中期計画は 14 年 3 月に公表されたものである。公表時点から後、以下のような考慮すべき幾つかの事象が発生している点には注意したい。

- ア) 本社移転により地代家賃が増加すると見込まれること
- イ) food 事業の店舗が 15/1 期末以降 2 店舗となる見込みであること
- ウ) 16/1 期に基幹システムを更新する計画が浮上したこと
- エ) 販売促進のため 16/1 期のリリースを目途に、スマートフォン向けアプリケーションを開発すること等である。

当センターでは、15/1 期業績予想を修正したこと、新たに考慮すべき上記 4 点を勘案し、16/1 期以降の業績予想を見直した (図表 3)。年間 4 店の出店や年 1 回の価格改訂の想定は従来と同様である。

注 4) LED 化

店舗の照明の LED 化を 15/1 期に着手し、16/1 期末までに完了する予定である。LED 化で店舗の月額電気料金が 3 分の 1 になった店舗もあるようである。

本社移転は、15/1 期においては移転費用や一時的に新旧本社の地代家賃の二重払い、旧本社の原状回復費用等の発生が見込まれるものの、16/1 期以降は本社の地代家賃の上昇分が、店舗の照明の LED 化^{注 4}による電気料金の減少分で相殺できる可能性があるため、採算面では中立要因としている。

【 図表 3 】 中期業績予想

(単位：百万円)

	14/1期実績	旧15/1期E	15/1期E	旧16/1期E	16/1期E	旧17/1期E	17/1期E
売上高	6,320	7,404	7,600	8,300	8,300	9,200	9,100
unico事業店舗	5,581	6,566	6,762	7,362	7,410	8,162	8,110
unico事業オンラインショップ	601	700	700	800	800	900	900
売上総利益率	58.2%	59.5%	59.0%	59.5%	58.8%	59.5%	58.8%
販売費及び一般管理費	3,175	3,792	3,814	4,213	4,150	4,628	4,500
(対売上高比)	50.2%	51.2%	50.2%	50.8%	50.0%	50.3%	49.4%
営業利益	501	613	670	725	730	845	850
(対売上高比)	7.9%	8.3%	8.8%	8.7%	8.8%	9.2%	9.3%
経常利益	486	605	662	717	722	837	842
(対売上高比)	7.7%	8.2%	8.7%	8.6%	8.7%	9.1%	9.3%
当期純利益	234	334	340	396	375	462	437
(対売上高比)	3.7%	4.5%	4.5%	4.8%	4.5%	5.0%	4.8%

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 中期的にはミサワの株価は再評価の可能性も

類似企業としてニトリホールディングス、大塚家具を取り上げ、バリュエーション指標の比較を行った。

前期実績基準 PBR については、同社は他社に比べ高く評価されているが、これは前期実績 ROE が高いためと考えられる。一方で今期予想基準 PER は他社に比べ低い。15/1 期下期の業績予想が増収減益であることに起因しているのかもしれない。16/1 期以降、業績の安定的な拡大が見込まれるため、中期的には、割安に評価されている同社株のバリュエーション指標は修正されてゆく可能性があるかと判断する。

【 図表 4 】 株価バリュエーション

	3169東証マザーズ ミサワ	9843東証一部 ニトリ ホールディングス	8186東証JQS 大塚家具
決算期	1月	2月	12月
株価 (10/3、円)	2,142	6,800	1,102
PER(今期予想基準、倍)	13.1	19.2	20.3
PBR(前期実績基準、倍)	3.9	3.0	0.6
配当利回り(今期予想)	0.0%	0.8%	3.6%
時価総額(百万円)	4,467	778,216	21,379
ROE(前期実績)	22.9%	16.8%	2.5%
純利益成長率(今期予想)	45.3%	1.5%	17.6%

(注) ミサワの予想は証券リサーチセンター予想、ニトリホールディングスと大塚家具は会社予想
(出所) 証券リサーチセンター

◆ 無配継続

同社は成長段階にあり、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に、内部留保の充実を優先させる方針であり、今後も無配を継続する意向である。

なお、同社は1単元(100株)以上を保有する株主に対し店舗での購入時に利用できる割引券(15%割引券2枚、利用上限額なし)、及び5,000円相当分の限定商品(タオルセットかワインセットの選択)もしくは同社レストランの食事券などを贈呈するという株主優待制度を13年1月から導入している。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ **魅力ある上場企業を発掘**

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ **企業の隠れた強み・成長性を評価**

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ **第三者が中立的・客観的に分析**

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

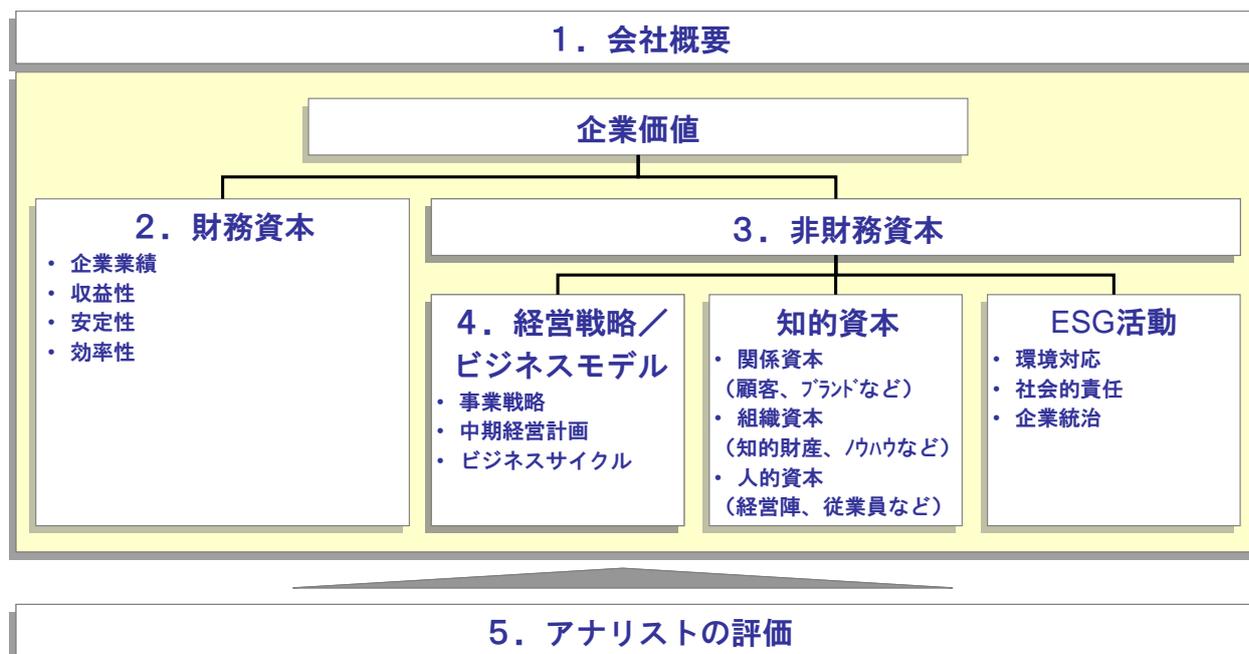
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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 Ratio)

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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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と、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。

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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と、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。