

ホリスティック企業レポート

ミサワ

3169 東証一部

アップデート・レポート
2015年10月23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 20151020

ミサワ (3169 東証一部)

発行日: 2015/10/23

**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
円安ドル高に起因する仕入れコストの上昇等により、16年1月期は大幅営業減益へ**

> 要旨

◆ カジュアル家具専門店を全国展開

- ・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、多店舗展開及びオンラインショップとの連携等で持続的な成長を目指している。

◆ 16年1月期上期決算は6.5%増収、64.9%営業減益

- ・16/1期第2四半期累計(以下、上期)決算は、前年同期比6.5%増収、64.9%営業減益であった。
- ・大幅な営業減益の要因は、既存店売上高の減収、円安ドル高に起因する売上総利益率の低下、下期一括計上を計画していたポイント引当金を上期に計上したこと等である。

◆ 16年1月期は38.1%営業減益を予想

- ・16/1期について同社は、期初予想を修正し、10.5%増収(期初予想13.3%増収)、37.2%営業減益(同4.8%増益)を見込んでいる。新規出店3店舗、閉店1店舗、移転2店舗の予定である。
- ・証券リサーチセンターの16/1期業績予想は、同社予想とほぼ同じ水準へ下方修正した。上期における円安ドル高に起因する仕入れコストの上昇と15年8月の価格改定等を踏まえ売上総利益率を見直したこと、ポイント引当金想定額を増額したこと等により予想営業利益を8.4%増益から38.1%減益とした。

◆ 投資に際しての留意点

- ・同社は営む事業が成長段階にあると認識しており、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方針である。

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】

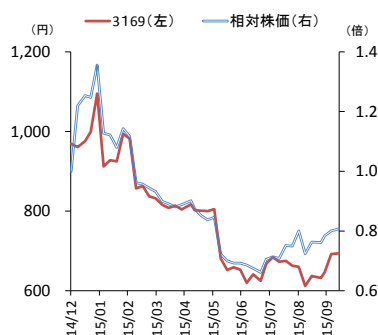
	2015/10/16
株価(円)	694
発行済株式数(株)	7,092,600
時価総額(百万円)	4,922

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.7	27.0	14.9
PBR(倍)	2.9	2.4	2.1
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(%)	4.4	3.9	-9.1
対TOPIX(%)	-2.3	13.2	-22.0

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/10/17

【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)
2013/1	5,136	11.2	381	-2.7	452	20.6	235	3.3	37.9	145.8	0.0
2014/1	6,320	23.0	501	31.5	486	7.4	234	-0.3	37.6	181.7	0.0
2015/1	7,641	20.9	646	28.8	662	36.3	369	57.4	59.1	238.6	0.0
2016/1 CE	8,448	10.5	406	-37.2	400	-39.6	184	-50.2	26.4	—	0.0
2016/1 E	8,500	11.2	400	-38.1	394	-40.5	182	-50.7	25.7	285.2	0.0
2017/1 E	9,600	12.9	650	62.5	644	63.5	330	81.3	46.5	331.7	0.0
2018/1 E	10,700	11.5	780	20.0	774	20.2	399	20.9	56.3	388.0	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、15年2月1日を効力発生日として株式分割(1:3)、一株指標は期首に分割があったものとして算出

アップデート・レポート

2/8

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、15/1 期売上構成比 98.1%）とレストラン（food 事業、同 1.9%）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。同社は“心地よい暮らし”を、一般消費者に提案することを事業目的としている。なお、同社は 15 年 4 月 6 日に東京証券取引所マザーズ市場から第一部に市場変更となった。

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。

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}、その他のインテリアを、全国 33 店の店舗（全て直営で都市型立地、15 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）で製造を行なっている。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、58%～60%の粗利率を確保できるように価格改定で対応している。

unico ブランドの商品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として、他社との差別化を図っている。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、会員数は 15 年 9 月 18 日現在約 15 万人である。

注 2) 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。

2. food 事業

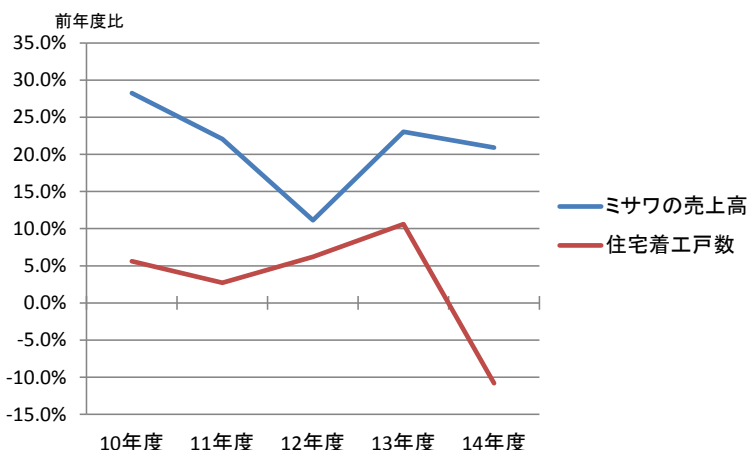
都内でフレンチレストランを直営している。20 歳～40 歳代の女性層を主力顧客層として、直輸入の自然派ワイン^{注2}と産地直送のオーガニック食材など個性的な食材を提供しており、小売店とのブランド及び顧客を相互共有する補完事業として位置付けられている。セグメント利益段階で少額ながら每期赤字を計上しているが、food 事業売上については、全社売上高の 3%以内にするとの目安を設けている。14 年 12 月の本社移転に伴い、旧本社に併設されていたレストラン（BISTRO KHAMSA）が 14 年 11 月に閉鎖され、15/1 期末の運営店舗数は 2 店舗となった。

> 強み・弱みの分析

◆ 住宅着工戸数に左右されにくいカジュアル家具分野で成長

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、デザイン及び商品企画、展示方法、生産体制であると考えられる。そのため、住宅着工などの動向に業績が左右されにくい。

【 図表 1 】 ミサワの売上高と住宅着工戸数



(注) 期間表示は、10年度はミサワでは11/1期を指す
 (出所) 決算短信、国土交通省資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ブランド力と高いロイヤリティを持つ顧客 ・住宅着工等に左右されない成長力 ・自社及び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能力 ・提案力・企画力を備えたデザイナー
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・海外生産品が多く、円安ドル高により採算性が悪化すること ・レストラン事業が赤字体質 ・成長スピードにキャッチアップするために、管理体制及び基幹システムに改善の余地あり
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・店舗の展開余地 ・マルチブランド（世代別のブランド、新ブランド）の開発 ・新商品のラインナップ（シリーズもの）の拡大余地
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・海外の生産子会社及び協力工場における地政学的リスク ・極端な為替変動 ・システムトラブルの発生及びカード会員の個人情報の漏洩

(出所) 証券リサーチセンター

> 決算概要

◆ 16年1月期上期決算は6.5%増収、64.9%営業減益

16/1 期第2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高 4,208 百万円 (前年同期比 6.5%増)、営業利益 152 百万円 (同 64.9%減)、経常利益 146 百万円 (同 66.4%減)、純利益 69 百万円 (同 69.3%減) であった。同社の期初予想 (及び 6 月の修正予想) に対する達成率は、売上高 96.0% (同 97.7%)、営業利益 38.1% (同 86.9%) であった。

営業利益の達成率が低かったのは、ア) 想定を超える円安により海外で生産される商品の仕入れコストが上昇したこと、イ) 「unico ハウスカード」制度導入後 2 年が経過し、計上すべきポイント引当金を当初計画していた下期一括の計上でなく上期に計上を開始したこと等によるものである。6 月 9 日に修正された営業利益予想をも下回ったのは、円安による輸入原材料価格高を背景に国内メーカーからの仕入れコストが想定以上に上昇したためである。

【 図表 3 】 16年1月期上期決算概要 (単位: 百万円)

	期初予想	修正予想	実績	達成率		前年同期比
	A	B		C/A	B/A	
売上高	4,384	4,306	4,208	96.0%	97.7%	6.5%
営業利益	399	175	152	38.1%	86.9%	-64.9%
経常利益	396	172	146	36.9%	84.9%	-66.4%
純利益	214	82	69	32.2%	84.1%	-69.3%

(注) 修正予想は 6 月 9 日公表数値
(出所) 決算短信等より証券リサーチセンター作成

unico 事業の売上高は 4,151 百万円 (前年同期比 7.3%増)、セグメント利益 158 百万円 (同 63.3%減) であった。新規出店は、4 月の unico 大分店 (JR 大分駅前の商業施設「アミュプラザおおい」店内)、移転は unico 梅田店 (国内最大級の駅型商業施設「LUCUA 1100 (ルクアイーレ)」店内、関西地域での旗艦店) で、上期末店舗数は 33 店舗 (前年同期末比 3 店増) となった。

既存店売上高が前年同期比 4%減であったにも関わらず、増収となったのは、ア) 前年同期末比 3 店の新店効果、イ) 新シリーズが顧客に受け入れられたこと、ウ) カーテン出張採寸及び取付サービスを開始したこと等が挙げられる。

イ) 新シリーズ

3 月に「DEP (デップ、体毛を取り除いただけのレーザーであるフルグレインレーザーを使用したソファ)」と「LYS (リュス、北欧スタイルのソファ)、4 月に「HOXTON (ホクストン、アイアンとウッドを組み合わせた家具)」と家具の新シリーズを発売した。

ウ) カーテン出張採寸及び取付サービスを開始

同社と契約している専門業者が顧客の自宅に訪問し、カーテンやブラ

インドの採寸と取付を実施するサービスを 16/2 期より開始した。このサービス開始により、複数窓分のカーテンやブラインドの購入、顧客との対話から顧客に対するトータルコーディネートの提案が進み、客単価は店頭での注文に比べ約 4 倍となった。

food 事業の売上高は 57 百万円 (前年同期比 31.4%減)、セグメント損失は 5 百万円 (前年同期は 4 百万円の利益) であった。本社移転に伴う「BISTRO KHAMSA」の閉店 (14 年 11 月) が影響した。

売上総利益率は前年同期比 3.2%ポイント低下し、55.6%であった。unico 事業において、想定を超える円安により海外生産の仕入れコストの上昇で 2.0%ポイントの低下、国内メーカーからの仕入れコストの上昇で 1.2%ポイントの低下と同社は試算している。

販売費及び一般管理費 (以下、販管費) は、売上高比率 51.9%と前年同期比で 4.1%ポイント悪化した。従業員給料及び手当の売上高比率が、unico ショップスタッフ (約 200 名) を「契約社員」から「販売職正社員」としたことで前年同期比 0.5%ポイント上昇の 12.1%となったこと、地代家賃が同 1.4%ポイント上昇の 13.0%となったこと、新たにポイント引当金を同 1.2%相当の 49 百万円を計上したためである。

> 業績見通し

◆ ミサワによる 16 年 1 月期業績予想

16/1 期について同社は、売上高 8,448 百万円 (前期比 10.5%増、期初予想 8,661 百万円)、営業利益 406 百万円 (同 37.2%減、同 677 百万円)、経常利益 400 百万円 (同 39.6%減、同 671 百万円)、当期純利益 184 百万円 (同 50.2%減、同 360 百万円) を見込んでいる。事業別売上高及びセグメント利益予想は開示していない。同社は想定以上の円安ドル高の定着を受け、unico 事業において 15 年 8 月に価格改定を実施し、下期の利益率改善を図っている。

unico 事業における新規出店は、千葉県の高松店 (三井アウトレットパーク幕張内、15 年 10 月)、香川県の高松店 (15 年 10 月)、移転は unico 池袋店 (LUMINE 池袋店内、15 年 9 月)、閉店は unico 港北店 (15 年 8 月、16 年 3 月に移転オープン予定) であった。期末店舗数は 34 店舗の予定である。

上期において実施したカーテン出張採寸及び取付サービスが好評だったことから期末までに同サービスを全店に導入すると同時に、店舗陳列のアイテム増のためにカーテン用の新什器を全店導入する計画である。また例年通りオリジナルの新商品の発売、カーテンフェアの季節企画等を展開する模様である。

◆ 証券リサーチセンターによる 16 年 1 月期業績予想

当センターの 16/1 期業績予想は、従来の売上高 8,700 百万円、営業利益 700 百万円、経常利益 694 百万円、当期純利益 372 百万円から、同社予想とほぼ同じ水準へ修正する(図表 5)。

前回予想(15 年 5 月)との主な相違点は以下の通りである。

(1) 予想売上高については年間 4 店の純増を想定していたが、2 店にとどまる見込みであることから 200 百万円を減額修正した。

(2) 売上総利益率については、ア) 為替想定を 115~120 円/ドルから 125 円/ドルと見直したこと、イ) 8 月からの価格改定により上期の 55.6%からは挽回すると見られること等を踏まえ、通期の売上総利益率を 56.9%から 56.2%に修正した。

(3) 販管費の予想額は、ア) ポイント引当金の想定を 40 百万円から 70 百万円に引き上げたこと、イ) 販売職正社員制度導入による人件費の増加を考慮し慎重に見直したこと等により 4,250 百万円から 4,380 百万円に修正した。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

同社は中期経営計画を毎年見直し 15 年 3 月に公表した、18/1 期に売上高 11,019 百万円、売上高営業利益率 9.65%とする中期経営計画については修正していない。

当センターでは、16/1 期業績予想の修正と同時に、17/1 期以降の業績予想を見直した(図表 5)。17/1 期は年間 4 店の出店を想定していること、大きな為替変動がない限り、年 1 回の価格改定はないという想定は従来通りである。なお、17/1 期については、既に首都圏で 3 店の新規出店が視野にあり、年間 4 店の新規出店の予定については見通せる状況にある。

【 図表 5 】 証券リサーチセンターの中期業績予想

(単位：百万円)

	15/1期実績	旧16/1期E	16/1期E	旧17/1期E	17/1期E	旧18/1期E	18/1期E
売上高	7,641	8,700	8,500	9,800	9,600	10,900	10,700
unico事業店舗	6,793	7,800	7,590	8,800	8,590	9,800	9,590
unico事業オンラインショップ	700	800	800	900	900	1,000	1,000
売上総利益率	58.0%	56.9%	56.2%	56.8%	56.8%	56.7%	56.8%
販売費及び一般管理費	3,786	4,250	4,380	4,650	4,800	5,100	5,300
(対売上高比)	49.6%	48.9%	51.5%	47.4%	50.0%	46.8%	49.5%
営業利益	646	700	400	920	650	1,080	780
(対売上高比)	8.5%	8.0%	4.7%	9.4%	6.8%	9.9%	7.3%
経常利益	662	694	394	914	644	1,074	774
(対売上高比)	8.7%	8.0%	4.6%	9.3%	6.7%	9.9%	7.2%
当期純利益	369	372	182	520	330	612	399
(対売上高比)	4.8%	4.3%	2.1%	5.3%	3.4%	5.6%	3.7%

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 無配継続

同社は自社の事業が成長段階にあると認識しており、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、今後も無配を継続する方針である。

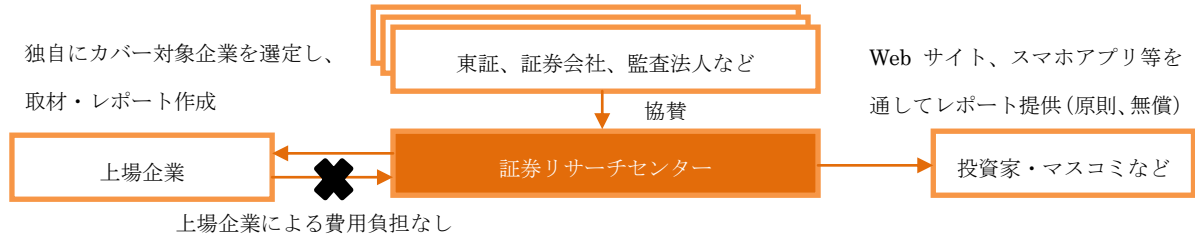
なお、同社は1単元(100株)以上を保有する株主に対し店舗での購入時に利用できる割引券(15%割引券2枚、利用上限額なし)、及び5,000円相当分の限定商品(タオルセットかワイングッズの選択)もしくは同社レストランの食事券などを贈呈する株主優待制度を13年1月から導入している。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を12年4月20日より開始いたしました。

初回レポートの発行から3年以上経過したことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ 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

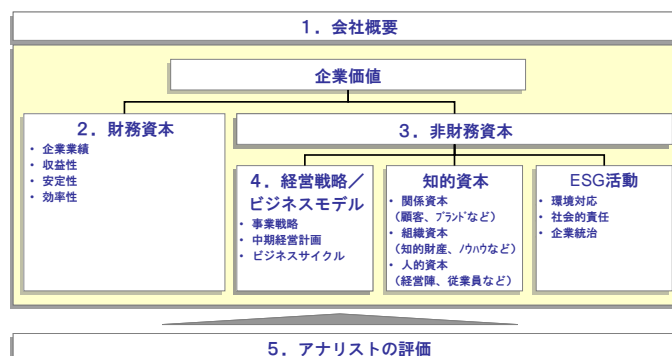
本レポートの構成

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、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。