

ホリスティック企業レポート

サンワカンパニー

3187 東証マザーズ

アップデート・レポート
2014年12月12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 20141209

サンワカンパニー (3187 東証マザーズ)

発行日:2014/12/12

住設機器及び建材のオリジナル商品開発及びインターネット通販を手掛ける消費増税後も前年同期比増収を確保、知名度向上策で連続増収増益を目指す

> 要旨

◆ 事業内容

- ・サンワカンパニー(以下、同社)は、住宅用建築資材及び設備機器のインターネット通信販売事業を営んでいる。取扱商品はシステムキッチンや洗面台、タイル等多岐に亘る。
- ・同社の事業の特徴は、(ア)流通過程を簡素化し、ネットを通じて施主等に直販すること、(イ)ウェブやカタログで価格を明示すること、(ウ)売上高の8割超をプライベートブランド商品が占めること等である。

◆ 14年9月期決算

- ・14/9 期決算は前期比 29.7%増収、39.8%営業増益で、期初計画に対する達成率は売上高 103.7%、営業利益 97.7%であった。高額商品のシステムキッチンの品揃え拡充等が大幅増収に貢献した。
- ・顧客数増加に向け、福岡ショールーム新設、スマートフォン用サイト開設、ショールームイベントの多数回開催等の施策を行った結果、消費税増税後も四半期売上高は前年同期比増加を続けた。

◆ 15年9月期予想

- ・15/9 期業績について同社は、前期比 21.7%増収、59.3%営業増益を予想している。オリジナル商品の拡充、ショールームの新增設やイベント開催、SEO対策の推進、施工サービスの拡充を重点施策としている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、消費税引き上げ後一向に上向かないマクロ経済諸指標に鑑み、同社予想よりも慎重な業績予想を行った。

◆ 投資に際しての留意点

- ・住宅関連銘柄として同社の今期予想基準 PER、前期実績基準 PBR は割高であるが、ベンチマークと意識する MonotaRO もそれらは高い。
- ・対 TOPIX 相対株価は低水準を行き来している。人口が減少する国内から海外に飛躍する成長戦略の提示で評価が変わる可能性がある。

【3187 サンワカンパニー 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/9	4,640	32.8	401	45.0	377	57.6	176	60.6	14.7	49.1	2.0
2013/9	5,320	14.6	339	-15.5	296	-21.6	214	21.6	17.7	78.3	2.0
2014/9	6,899	29.7	474	39.8	468	58.1	277	29.7	17.6	93.6	2.0
2015/9 CE	8,400	21.7	756	59.3	734	56.7	498	79.4	31.2	—	2.0
2015/9 E	8,300	20.3	700	47.7	700	49.6	440	58.8	27.6	119.1	2.0
2016/9 E	9,500	14.5	900	28.6	900	28.6	550	25.0	34.5	151.6	2.0
2017/9 E	11,000	15.8	1,200	33.3	1,200	33.3	750	36.4	47.0	196.6	2.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、14年4月に1株→5株の株式分割を実施、1株当たり指標は調整済み

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。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。

アナリスト:高坂 茂樹
+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】

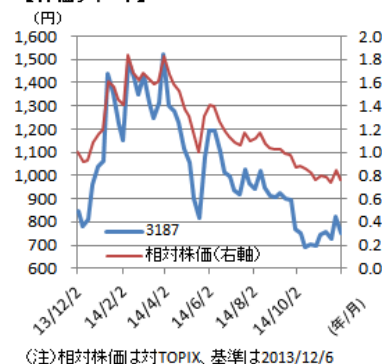
	2014/12/5
株価(円)	753
発行済株式数(千株)	15,950
時価総額(百万円)	12,010

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	42.8	27.3	21.8
PBR(倍)	8.0	6.3	5.0
配当利回り(%)	0.3	0.3	0.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	17.1	-10.0	-14.7
対TOPIX(%)	10.8	-18.4	-23.8

【株価チャート】



> 事業内容

オリジナル商品を主体に
多岐に亘る住宅用建材を
インターネットで直販。

(注1) 設計事務所や工務店をフォローし、クレーム対応や商品の共同開発などを行うための法人サポート部門は存在する。

(注2) 施主に直接販売するネット通販なので価格の明示は当然である。ボリュームディスカウントは行っていないため、工務店から好かれにくい業態であるが、施主や設計事務所の指定により、工務店が購入するケースは少なくない。

◆ 住宅用建築資材のインターネット通販事業者

サンワカンパニー(以下、同社)は、住宅用建築資材のインターネット通信販売事業を営んでいる。取扱商品はタイルやフローリング、ウッドデッキ、洗面ボウル、システムキッチンやユニットバス、建具やドア、収納家具、エクステリアまで多岐に亘り、約5,000アイテムに上る。

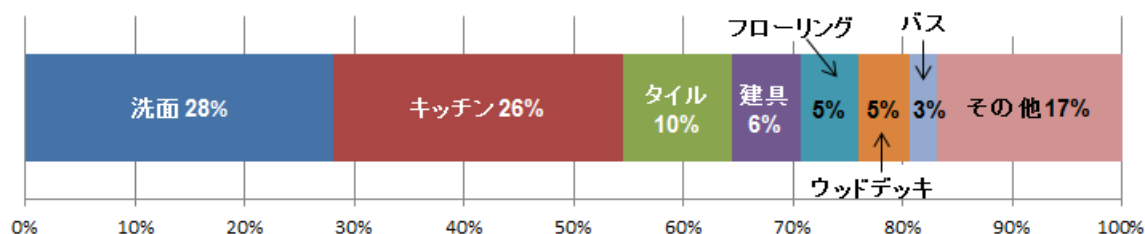
販売先は、新築戸建やリフォームを検討する一般消費者及び賃貸住宅のオーナー等の建築主(施主)、施主からの依頼を受けて住宅建築や機器据え付け工事を行う工務店、新築やリフォームの相談を受ける設計事務所等である。なお、新築とリフォームの工事別販売構成は、後者が過半を占めている模様である。

◆ 事業運営上の特徴

同社の事業運営手法には、以下のような特徴がある。

- 1) **インターネット通信販売**(以下、ネット通販)：インターネット上にショッピングサイトを構築し、希望者にはカタログを送付して、サイト上のショッピングカート及びファクシミリで注文を受け付ける販売手法を採っている。営業担当や販売代理店が不要で、販売費の削減が図られている^{注1}。
- 2) **ワンプライス**：同社は、国内外のメーカーから仕入れた商品を、ウェブサイト及びカタログに販売価格を明示して掲載し、購入者の属性に関わらず同一価格で販売している^{注2}。
- 3) **国内外のメーカーから直接仕入れ**：主な仕入先はハウスメーカーやデベロッパー等と取引のある国内建築資材メーカー、意匠性に優れたタイル等を製造する欧州メーカー、高い製造技術を持つアジアの建材メーカー等で、国内約125社、海外約55社である。
- 4) **オリジナル商品**：同社は自社で企画及び設計を行い、主に国内メーカーに製造委託しているオリジナル品や、独占的に輸入販売する買付け品など、プライベートブランド(以下、PB)商品の販売に注力している。PB商品の売上構成比は8割超に達する。
- 5) **ショールーム**：実物を見たい顧客のために東京、大阪、名古屋、

【図表1】 サンワカンパニーの商品カテゴリー別販売構成(14年9月期)



(出所) サンワカンパニー決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

福岡にショールームを設けている。ショールームでは人気商品の
実物展示を行うと共に、同社スタッフのインテリア・コーディネ
ーターが顧客の相談に応じており、新商品発表会、リフォーム相談
会、デザインコンペ等さまざまなイベントも頻繁に開催している。
また、同社サイトからのサンプル請求も受け付けている(10点ま
で無料、ファクシミリでも受け付ける)。

(注3) 工務店の一部に対
しては、購買頻度及び購買
額に応じてオリエントコー
ポレーション(8585 東証一
部)やネットプロテクショ
ンズ社の後払いサービスも
導入している。

- 6) **受発注及び納品プロセス**: 輸入品及び国内オリジナル品の一部は
賃借している営業倉庫に在庫し、受注翌日に出荷している。その
他はメーカーからの直送で、受注後採寸して生産する商品は約3
週間後、タイルやフローリング等のメーカー在庫品は受注翌日の
出荷となる。決済方法は現金先払い若しくはクレジットカード決
済を原則として、信用リスクを回避し、資金効率を高めている^{注3}。

(注4) SPA: Specialty store
retailer of Private label
Apparel の略で日本語では
製造小売。企画から製造、
小売までを一貫して手掛け
るアパレルのビジネスモデ
ルを指す。

◆ サンワカンパニーのビジネスモデルと強み

同社のビジネスモデルは、(ア) 自社で商品企画を行い販売するアパ
レルの製造小売(いわゆる SPA^{注4}モデル)と同様に、他の小売業者
と競合しない魅力ある PB 商品を開発していること、(イ) 施主をター
ゲットとするネット通販及びメーカーからの直接仕入れ等の簡素な
サプライチェーンの構築で価格競争力を獲得していること、(ウ) 幅広
いカテゴリーの商品を揃え、ワンストップで住空間のトータルコーデ
ィネートができる体制を整えていること等を特徴としている。

**豊富な品揃えの製造小
売、簡素な流通経路で施
主に直販するモデル。**

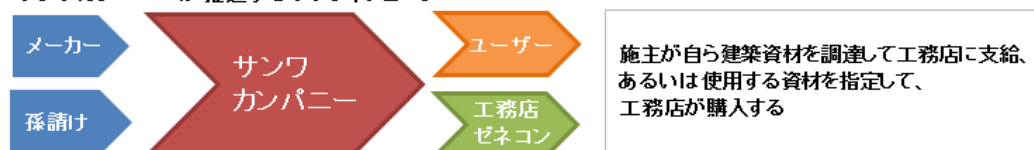
知的資本分析のアプローチによれば、既存の住宅建材メーカーや小売
業者が追従できない独自の業務プロセスの確立(組織資本)、代理店
網を持たない建材商社の弱みをインターネットの活用により強みに
変えた創業者やそれを磨き上げた後継者の存在(人的資本)、オリジ
ナル商品を企画及び開発する人材の育成(人的資本)、国内外の建材
メーカー、建築家やデザイナー等との良好な関係(関係資本)等の点
が同社の優位性を支えている。一方、知名度が高くないこと、明瞭な
価格表示が工務店にとって好ましいとは言えないこと等、関係資本の
うち顧客との関係性は今後改善すべき点と考えられる。

【図表2】 中間マージンを顧客に還元する簡素な流通経路

従来型サプライチェーン



サンワカンパニーが推進するサプライチェーン



(出所) サンワカンパニー決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合

最先端の物流システムを積極的に導入、最高品質のサービスを提供。

系列店など商流の制約がなく、PB商品が豊富。オンラインの通販会社。

◆ 事業環境

国土交通省によれば、13年度の新設住宅着工戸数は98.7万戸(前期比10.6%増)で、4年連続の前年比増加となったが、消費税率引き上げ後は駆け込み需要の反動減が続いている(図表3)。

一方、公式統計のないリフォーム市場については、新設住宅着工と異なり消費税率に係る急激な需要変動はないものとみられていたが、証券リサーチセンター(以下、当センター)が接触した複数の大手建材メーカーは新築向けと連動して需要が減退していると述べている。

◆ ポジショニング

同社と取扱い品目の観点で競合する企業としては、建築資材及び住設機器全般を手掛けるLIXILグループ(5938 東証一部)、住設機器全般を手掛けるTOTO(5332 東証一部)やタカラスタンダード(7981 東証一部)、建材メーカーの大建工業(7905 東証一部)やウッドワン(7898 東証一部)、永大産業(7822 東証一部)、建材商社のアドヴァン(7463 東証一部)等が挙げられる。ただしこれらの企業は何れも代理店網を持っており、従来はそのネットワークが販売力の強さに繋がっていたが、ワンプライスのネット通販に参入するにはそれが大きな障害になってしまうので、同じ土俵で競争しているとは言えない。

住宅建材や設備機器のネット通販業者として複数の非上場企業が存在する。しかし、同社のような幅広い品揃えで、PB商品を中心にワンストップショッピングを実現している企業は見当たらない。

【図表3】 新設住宅着工戸数の推移

	総計		持家		貸家		給与住宅		分譲住宅		マンション		一戸建て	
	戸数	前年比	戸数	前年比	戸数	前年比	戸数	前年比	戸数	前年比	戸数	前年比	戸数	前年比
平成17年度	1,249,366	4.7	352,577	-4.0	517,999	10.8	8,515	-9.5	370,275	6.1	230,674	11.2	137,815	-1.2
18	1,285,246	2.9	355,700	0.9	537,943	3.9	9,100	6.9	382,503	3.3	241,826	4.8	138,394	0.4
19	1,035,598	-19.4	311,800	-12.3	430,855	-19.9	10,311	13.3	282,632	-26.1	159,694	-34.0	121,163	-12.5
20	1,039,214	0.3	310,670	-0.4	444,848	3.2	11,089	7.5	272,607	-3.5	164,597	3.1	106,609	-12.0
21	775,277	-25.4	286,993	-7.6	311,463	-30.0	13,231	19.3	163,590	-40.0	67,382	-59.1	95,294	-10.6
22	819,020	5.6	308,517	7.5	291,840	-6.3	6,580	-50.3	212,083	29.6	97,757	45.1	113,427	19.0
23	841,246	2.7	304,822	-1.2	289,762	-0.7	7,576	15.1	239,086	12.7	120,092	22.8	117,979	4.0
24	893,002	6.2	316,532	3.8	320,891	10.7	5,919	-21.9	249,660	4.4	124,027	3.3	124,536	5.6
25	987,254	10.6	352,841	11.5	369,993	15.3	5,272	-10.9	259,148	3.8	123,818	-0.2	133,906	7.5
25.4 - 25.10	589,258	11.8	216,907	14.1	212,471	11.6	3,336	-18.5	156,544	9.8	76,140	8.4	79,541	11.0
26.4 - 26.10	520,538	-11.7	167,587	-22.7	210,436	-1.0	4,126	23.7	138,389	-11.6	63,606	-16.5	73,828	-7.2
H25年10月	90,226	7.1	33,967	17.6	35,059	3.3	698	97.2	20,502	-2.7	8,509	-17.7	11,766	10.4
11	91,475	14.1	34,580	22.6	35,266	17.1	360	4.7	21,269	-1.0	9,037	-14.6	12,111	12.1
12	89,578	18.0	31,858	19.1	35,634	29.8	184	-38.9	21,902	2.1	9,736	-7.4	12,026	10.8
H26年1月	77,843	12.3	24,955	5.9	29,953	21.5	355	24.6	22,580	8.6	11,941	18.6	10,590	-0.3
2	69,689	1.0	22,891	-0.4	27,744	24.7	669	37.4	18,385	-20.9	8,674	-33.5	9,654	-4.9
3	69,411	-2.9	21,650	-13.0	28,925	11.3	368	-9.6	18,468	-8.5	8,290	-13.4	10,044	-4.3
4	75,286	-3.3	23,799	-16.1	31,177	12.0	600	95.4	19,710	-7.8	8,902	-16.9	10,737	1.7
5	67,791	-15.0	22,288	-22.9	27,434	3.1	632	95.1	17,437	-27.1	7,307	-43.3	10,026	-7.9
6	75,757	-9.5	24,864	-19.0	31,057	1.8	421	-10.8	19,415	-11.9	7,754	-24.5	11,491	-1.4
7	72,880	-14.1	23,524	-25.3	28,623	-7.7	691	13.3	20,042	-7.7	9,011	-12.7	10,882	-3.7
8	73,771	-12.5	24,250	-22.7	28,435	-3.8	417	11.5	20,669	-10.3	10,188	-6.8	10,299	-14.1
9	75,882	-14.3	24,617	-23.4	30,082	-5.7	887	61.0	20,296	-15.3	9,949	-20.4	10,247	-10.1
10	79,171	-12.3	24,245	-28.6	33,628	-4.1	478	-31.5	20,820	1.6	10,495	23.3	10,146	-13.8

(出所) 国土交通省

> 業績動向

品揃え拡充、ショールーム
開設等の施策で 14/9 期
後半も前年割れを回避。

◆ 14 年 9 月期決算

14/9 期決算は、売上高 6,899 百万円 (前期比 29.7%増)、営業利益 474 百万円 (同 39.8%増)、経常利益 468 百万円 (同 58.1%増)、当期純利益 277 百万円 (同 29.7%増) であった (図表 4)。

売上高は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を享受し、4 月以降の反動減も吸収して大幅増収となった。四半期別の売上高は、第 1 四半期から順に 1,672 百万円 (同 43.7%増)、1,902 百万円 (同 38.6%増)、1,700 百万円 (同 24.5%増)、1,624 百万円 (同 14.6%増) で、第 2 四半期が突出しているが、第 3 四半期以降も前年同期比では増収基調を維持している。

商品カテゴリー別には、13 年にグッドデザイン賞を受賞した全面ステンレス製キッチン GRAD45 (本体、ガスコンロ、水栓のセット価格で税込 385,000 円から) が貢献する等、洗面 (売上高 1,932 百万円、売上構成比 28.0%、前期比 25.9%増)、キッチン (同順で 1,825 百万円、26.5%、47.4%増) など高額商品を含み売上構成比の高いカテゴリーが大きく伸長し、その他のカテゴリーもいずれも 2 桁増収であった。

売上総利益は 2,263 百万円 (前期比 30.2%増)、利益率は 13/9 期 (32.7%) とほぼ同水準の 32.8%であった。販売費及び一般管理費は 1,789 百万円 (同 27.8%増) で、売上高に対する比率は 25.9%となり、前期に比べ 0.4%ポイント改善した。人件費は増収率を上回ったが、広告宣伝費や倉庫費等の主要経費は増収率を下回った。

以上の結果、営業利益は前期比 39.8%の大幅増益となり、売上高営業利益率は 13/9 期を 0.5%ポイント上回る 6.9%となった。経常増益率が営業増益率を大きく上回っているのは、13/9 期の営業外費用に計上されていた株式公開費用 (23 百万円) が消滅したためである。

【 図表 4 】 14 年 9 月期決算の概要

項目/決算期 (単位:百万円)	12年9月期	13年9月期	14年9月期	14年9月期_四半期推移				
	通期	通期	通期	前期比	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	4,640	5,320	6,899	29.7%	1,672	1,902	1,700	1,624
売上総利益	1,605	1,738	2,263	30.2%	579	616	588	478
対売上高比率	34.6%	32.7%	32.8%	0.1%	34.7%	32.4%	34.6%	29.5%
販売費及び一般管理費	1,203	1,399	1,789	27.8%	437	425	428	498
対売上高比率	25.9%	26.3%	25.9%	-0.4%	26.1%	22.4%	25.2%	30.7%
営業利益	401	339	474	39.8%	142	190	160	-19
対売上高比率	8.7%	6.4%	6.9%	0.5%	8.5%	10.0%	9.4%	-1.2%
営業外収益	4	20	11	-45.0%	0	4	0	6
営業外費用	28	63	17	-73.0%	5	4	3	5
経常利益	377	296	468	58.1%	137	191	156	-17
純利益	176	214	277	29.7%	85	116	85	-9

(出所) サンワカンパニー決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

海外子会社の事業休止等に伴い14/9期第4四半期は採算が悪化した。

知名度向上策を継続してリフォーム需要を取り込み、成長を持続する計画。

なお、四半期別に売上高営業利益率をみると、第1四半期から順に8.5%、10.0%、9.4%、-1.2%となっている。第4四半期が赤字になった要因は、(ア)市場開拓が難航していたシンガポール子会社の事業休止に伴う在庫評価減(57百万円)を行った結果、売上総利益率が29.5%に低下したこと、(イ)福岡ショールーム開業(14年8月23日)に伴い新たに発生した施設費及びスタッフの人件費により、販売費及び一般管理費が増加したこと(第1四半期から順に437百万円、425百万円、428百万円、498百万円)の2点である。

期初計画に対する達成率は売上高103.7%、営業利益97.7%であった。営業利益が未達となった主な要因は、在庫評価減の発生である。

◆ サンワカンパニーによる15年9月期業績予想

15/9期業績について同社は、売上高8,400百万円(前年同期比21.7%増)、営業利益756百万円(同59.3%増)、経常利益734百万円(同56.7%増)、純利益498百万円(同79.4%増)と予想している(図表5)。

リフォーム市場向け販売の比率が高い同社の売上高は、14/9期第3四半期(4~6月期)以降も、大幅な前年割れが続く新設住宅着工に連動するような顕著な駆け込み需要の反動減を示さなかった。15/9期は以下の重点施策により、連続増収を達成する計画である。

- 1) 名古屋ショールームの移転増床(15年4月)、コンテナハウスを利用した東北臨時ショールームの開設を計画している。14年8月開業の福岡ショールームの貢献もこれからである。各ショールームにおいて、前期に引き続きイベント開催に積極的に取り組み、同社開発商品及びネット通販サービスの認知度を向上させる意向である。
- 2) 14/9期にリリースしたスマートフォン及びタブレット向けサイトや、受注生産品のシステムキッチンの注文サイトの改修等のIT関連

【図表5】サンワカンパニーによる15年9月期業績予想の概要

項目/決算期 (単位:百万円)	12年9月期 実績	13年9月期 実績	14年9月期 実績	15年9月期 会社予想	前期比
売上高	4,640	5,320	6,899	8,400	21.7%
売上総利益	1,605	1,738	2,263	2,856	26.2%
対売上高比率	34.6%	32.7%	32.8%	34.0%	1.2%
販売費及び一般管理費	1,203	1,399	1,789	2,100	17.4%
対売上高比率	25.9%	26.3%	25.9%	25.0%	-0.9%
営業利益	401	339	474	756	59.3%
対売上高比率	8.7%	6.4%	6.9%	9.0%	2.1%
経常利益	377	296	468	734	56.7%
純利益	176	214	277	498	79.4%

(出所)サンワカンパニー決算説明会資料に基づき、証券リサーチセンター作成

(注5) SEO (Search Engine Optimization)

検索エンジンによる検索結果表示の際に上位に表示されるようウェブサイトを工夫すること。

サイトの改良、品揃えの拡充等の継続的な施策を推進している。

顧客へのワンストップサービスを高めるために施工業者との連携を模索。

増収効果に一時的な原価高要因消滅が加わり大幅増益へ。

大幅増収増益は可能と判断。利益予想は前回レポートから下方修正した。

施策により受注効率化を図る。SEO^{注5}対策にも継続して取り組む意向である。

3) 従来と同様にオリジナル商品の開発を推進し、顧客にとって魅力的な商品ラインナップの拡充を図る。14/9期は、(ア)グッドデザイン賞を5年連続で受賞した、しかも過去最多の5アイテムでの受賞となった、(イ)良品計画(7453 東証一部)と共同でキッチン3シリーズを開発し双方のショールームにおいて同一価格で販売するという新たな取り組みを行った。良品計画との共同開発商品の発売時期は14年6月で、本格的な売上貢献は15/9期以降と同社は考えている。

4) これまでキッチン、ユニットバスにとどまっていた施工サービスをそれ以外の商品にも広げ、施主に直販するビジネスモデルをより利便性の高いものにしていくことで、顧客基盤の拡充を図る意向である。同社は全国ネットで取り組めるパートナーを探している。

営業利益については前期比59.3%の大幅増益を予想し、売上高営業利益率は9.0%(前期比2.1%ポイント上昇)となる見込みである。これは、(ア)前期に発生したシンガポール子会社関連の在庫の評価減がなくなり、売上総利益率が前期比1.2%ポイント改善すると想定していること、(イ)名古屋ショールームの移転費用や事業規模拡大に伴う人件費の増加を見込むものの、増収効果により販売費及び一般管理費の対売上高比率は25.0%となり、前期比0.9%ポイント低下すると想定していること等が要因である。

純利益については前期比79.4%増と営業利益や経常利益に比べ高い増益率となる見込みである。これは特別利益に本社移転(14年11月)に伴う旧本社の土地及び建物の売却益を見込んでいるためである。

◆ 証券リサーチセンターによる15年9月期予想

当センターは同社の15/9期業績予想について、売上高8,300百万円(前期比20.3%増)、営業利益700百万円(同47.7%増)、純利益440百万円(同58.8%増)と予想する(9頁図表5)。

ナショナルブランドに比べ劣る知名度を高めることにより、増収増益基調の維持は可能とみているが、消費税率引き上げ後低迷する住宅関連指標や景況感に鑑み、同社予想は未達に終わる可能性があると考えた。当センターの前回予想(14年3月)との比較では、円安の進行による輸入商品の販売価格の上昇や高額商品のシステムキッチンの販売が好調であること等を織り込み売上高を上方修正する一方、販売費及び一般管理費が知名度向上に向けた積極的な広告宣伝関連の支出増加や人件費の増加により当センターの想定よりも多額になるとの同社計画を受けて、営業利益は下方修正した。

なお、同社が従来開示していた購入客数や客単価、顧客属性別販売動

他の追随を許さぬビジネスモデルと知名度向上策で高成長を持續しよう。

向、仕入先別販売動向等、当センターが KPI としていた社内データが 14/9 期(通期)決算説明会より非開示となったことも、慎重な予想にとどめた要因となった。図表 5 の中期業績予想モデルに示した 14/9 期の購入客数及び客単価は当センターの推定値である。

◆ 16 年 9 月期以降の業績見通し

同社は数値目標を含む中期計画等を公表していない。当センターの業績予想モデルは図表 5 に示した通りで、14/9 期から 17/9 期までの年平均成長率は売上高が 16.8%、営業利益は 36.3%、純利益は 39.4%である。

他に類のないビジネスモデルによる競争力を背景に、(ア)ショールームの新設や集客し易い立地への移転増床、(イ)ショールームを利用した各種イベント開催等による知名度の向上や実物を見ながら商品購入を検討する機会の増加、(ウ)施工サービスの充実を通じた人手不足に起因する販売機会ロスの抑止や見込み客の確実な取り込み、等の施策を進めれば、市場環境に関わらず収益を拡大することは可能との当センターの判断は変えていない。新築住宅との価格差を利用した大規模なリフォームの実施による中古住宅の流通促進を後押しする政策面の追い風も頼りに、同社は高い成長力を維持すると考えている。

同社の創業者山根 幸治氏(故人)が業界の常識に囚われない優れたビジネスモデルを立ち上げ、二代目社長谷口 互氏がそれに磨きをかけて東証マザーズ上場まで支えてきた。14 年 6 月に三代目社長に就

【図表 6】 中期業績予想モデル

(単位：百万円)

項目/ 決算期	12/9	13/9	14/9旧E	14/9	15/9旧E	15/9 E	16/9旧E	16/9 E	17/9 E
売上高	4,640	5,320	6,700	6,899	7,800	8,300	9,200	9,500	11,000
(前期比増減率)	32.8%	14.6%	25.9%	29.7%	16.4%	20.3%	17.9%	14.5%	15.8%
客数(社及び人)*	23,926	29,044	35,300	34,500	39,700	40,000	45,800	45,000	50,000
(前期比増減率)	—	21.4%	21.5%	18.8%	12.5%	15.9%	15.4%	12.5%	11.1%
平均客単価(千円)	194	183	190	200	196	208	201	211	220
(前期比増減率)	—	-5.5%	3.6%	9.2%	3.5%	3.8%	2.2%	1.7%	4.2%
売上総利益	1,605	1,738	2,220	2,263	2,650	2,800	3,200	3,300	3,900
(前期比増減率)	38.4%	8.3%	27.7%	30.2%	19.4%	23.7%	20.8%	17.9%	18.2%
(対売上高比率)	34.6%	32.7%	33.1%	32.8%	34.0%	33.7%	34.8%	34.7%	35.5%
販売費及び一般管理費	1,203	1,399	1,700	1,789	1,900	2,100	2,150	2,400	2,700
(前期比増減率)	36.2%	16.3%	22.7%	27.8%	11.8%	17.4%	13.2%	14.3%	12.5%
(対売上高比率)	25.9%	26.3%	25.4%	25.9%	24.4%	25.3%	23.4%	25.3%	24.5%
営業利益	401	339	520	474	750	700	1,050	900	1,200
(前期比増減率)	45.0%	-15.5%	53.4%	39.8%	44.2%	47.7%	40.0%	28.6%	33.3%
(対売上高比率)	8.7%	6.4%	7.8%	6.9%	9.6%	8.4%	11.4%	9.5%	10.9%
経常利益	377	296	500	468	720	700	1,000	900	1,200
(前期比増減率)	57.6%	-21.6%	68.9%	58.1%	44.0%	49.6%	38.9%	28.6%	33.3%
当期純利益	176	214	310	277	460	440	640	550	750
(前期比増減率)	60.6%	21.6%	44.9%	29.7%	48.4%	58.8%	39.1%	25.0%	36.4%

(注) 14/9 期の客数(設計事務所、工務店、施主の合計)、平均客単価は証券リサーチセンター推定値
(出所)実績はサンワカンパニー決算短信及び説明会資料、予想(E)は証券リサーチセンター

任した創業家出身の山根 太郎氏は、かつて伊藤忠商事(8001 東証一部)に勤務し海外事業展開に明るい人物とされる。同社が少子高齢化で閉塞感のある国内市場に留まらず、グローバル展開を進めるには適任であろう。新社長による新たな中長期戦略の提示に期待したい。

> 投資に際しての留意点

◆ 株主への利益還元方針

同社は株主への利益還元策について、内部留保とのバランスを考慮しつつ、業績と市場動向に応じた柔軟な対応をする方針を示している。13/9 期の 1 株当たり配当金は年 10 円(14 年 4 月の 1 株→5 株の株式分割を考慮すると年 2 年)で、配当性向は 11.3%であり、14/9 期の配当金は年 2 円、配当性向は 11.3%の予定である。15/9 期についても配当金は年 2 円を継続する予定で、同社の利益予想に基づく配当性向は 6.4%に低下する。ただし 15/9 期の純利益は本社移転に係る特別利益が加算される前提であり、一時的な利益を背景にした増配は回避したいとの意向が働いた可能性がある。

なお、同社は 3 月末において 1 単元(100 株)以上を保有する株主に対して、自社のネット通販サイトで販売される商品を対象に 3 万円を割り引く優待券を送付する株主優待策を 14 年に実施したが、今後については未定としている。

事業拡大に向け資金需要があり、配当性向は低水準。

ネット通販モデルにより成長過程にあるとみられる同社においては、ショールーム新增設に向けた設備投資資金が必要である他、品揃え及び収益の拡大に伴う在庫投資のための運転資金需要も増加するものとみられる。またシンガポール子会社の事業停止後もアジア市場の成長性を同社の収益に取り込む意向は断念しておらず、今後は現地企業との合弁会社設立により再びアジア市場開拓に取り組む意向を示している。

これに対して 14/9 期における同社の自己資本比率は 37.1%(13/9 期 34.3%)、総資本に対する有利子負債依存度は 34.2%(同 46.7%)であり、財務体質は改善傾向にあるが更なる改善が望まれる。

以上より、同社は当面、配当金による利益還元よりも利益成長に伴う株式価値の増大で株主に報いる意向を持っていると考えられる。当センターでは前回レポートで 10%程度の配当性向維持のため、毎期増配を行う可能性があるとして指摘したが、今回の業績見通しでは配当据え置きに改めた。

◆ 同業他社比較

同社と類似会社の株価バリュエーション指標の比較を 11 頁図表 7 に示した。同社は作業工具をはじめとする工業用間接資材のネット通販を手掛ける MonotaRO(3064 東証一部)をベンチマークと認識している。取り扱う商材は異なるが、多段階の流通構造を簡素化し最終顧客に小売りするビジネスモデルは類似しており、バリュエーションの比

高い成長性や ROE を背景に建材関連各社より高いバリュエーション評価。

相対株価は14年2月をピークに低落傾向続く。グローバル展開に期待。

較対象としては住設機器及び建材のメーカーや商社(以下、建材関連各社)よりも妥当性が高いと考えられる。

建材関連各社の今期予想売上高はいずれも前期比横ばい圏にとどまり、今期予想基準 PER は 7.4 倍~14.0 倍、前期実績基準 PBR は 1.0 倍以下である。これに対し同社及び MonotaRO は二桁の増収増益を予想していること、ROE がそれぞれ 20.9%、35.9%と高いこと等を背景に、PER、PBR ともに建材関連各社よりも高い水準にある。なお、同社と建材関連各社とは半年間、MonotaRO とは9カ月間の決算月のずれがあることに留意が必要であるが、同社の株価は一概に割高とは言えないと当センターでは考えている。

◆ 対 TOPIX 相対株価の推移

2 頁の株価チャートを見ると、同社の株価は 14 年 1 月に年初来高値の 1,828 円(株式分割修正後)を付けた後、消費税引き上げ後は駆け込み需要の反動減を懸念されて反落し調整を続けている。13 年 12 月第 1 週を 1.00 として週末値で算出した対 TOPIX 相対株価は、14 年 2 月第 2 週の 1.84 をピークに低下が続き、12 月第 1 週は 0.76 となっている。

時系列の株価推移からは、株式市場で同社が住宅関連銘柄と分類され、同社のビジネスモデルに起因する成長性や効率性に対する評価が不足しているとも考えられる。ただし、国内市場にとどまる限り、少子高齢化という潜在的な脅威を意識せざるを得ない。シンガポール子会社の事業休止で仕切り直しとなった同社のグローバル戦略の今後の展開が、株価再評価の重要な要素になると当センターは考えている。

【図表 7】 同業他社との株価バリュエーション等の比較

銘柄	サンワカンパニー	MontaRO	アドヴァン	大建工業	ウッドワン	永大産業	タカラスタンダード
コード	3187	3064	7463	7905	7898	7822	7981
市場	東証マザーズ	東証一部	東証一部	7905 東証一部	東証一部	東証一部	東証一部
直前決算期	14/9	13/12	14/3	14/3	14/3	14/3	14/3
株価(12月5日)	円 753	2,802	1,197	273	275	453	853
時価総額	百万円 12,010	173,040	32,206	35,728	13,532	21,193	126,136
今期予想売上高	百万円 8,400	44,684	17,200	170,000	65,000	64,000	187,000
前期比増減率	% 21.7	29.3	4.9	-5.8	-6.2	-3.0	2.3
今期予想営業利益	百万円 756	4,327	4,200	3,600	1,800	2,500	17,500
前期比増減率	% 59.3	11.4	4.5	0.6	-40.5	-35.4	5.2
今期予想基準PER	倍 24.1	67.6	9.3	14.0	8.6	7.4	11.3
前期実績基準PBR	倍 8.0	23.4	0.9	0.9	0.3	0.5	1.0
前期実績ROE	% 20.9	35.9	10.0	7.0	4.3	6.1	8.0
今期予想配当金	円 2.0	14.0	36.0	7.5	7.5	13.0	14.0
今期予想配当利回り	% 0.3	0.5	3.0	2.7	2.7	2.9	1.6

(注) 今期予想数値は会社予想

(出所) 各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

「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

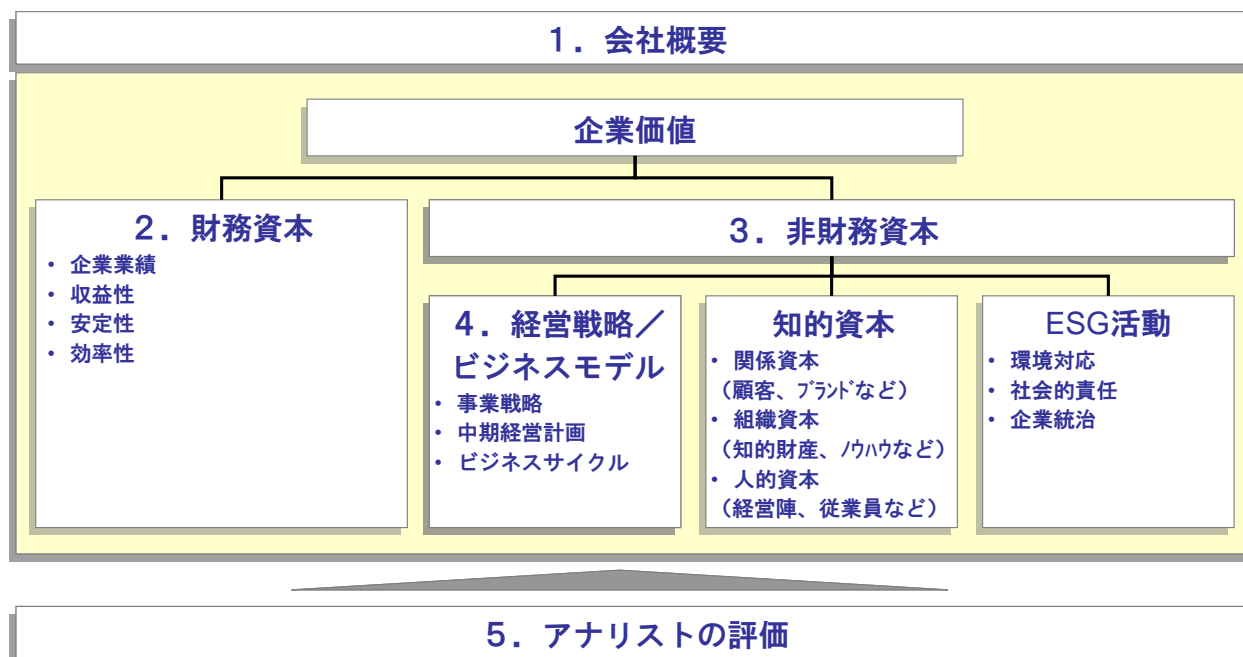
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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。
- 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。