

MCJ (6670 東証マザーズ)

発行日: 2012/4/4
 調査日: 2012/2/10
 調査方法: 企業訪問

BTO 方式で自社ブランドのパソコンを製造・販売。家電量販店向け OEM、パーツ卸売り等を併営。顧客層の拡張や M&A で新たな成長ステージへ

> 要旨

◆ 「マウスコンピューター」ブランドの PC を BTO 方式で製造・販売

- 顧客の注文に応じ自社ブランド PC を自社工場で組み立て販売するマウスコンピューター、パソコン工房などのほか、オリジナル PC や自作パーツを販売するユニットコム、PC 関連パーツなどの代理店テックウインド、コンピュータ関連書籍の秀和システム等を束ねる持ち株会社。
- オンラインゲームのユーザーや PC 自作を趣味とする個人客が主要顧客。不要な機能・ソフトを排し、顧客ニーズに合致する部品を採用して適切な価格に収める等、適時適切な商品企画でコアユーザーを確保している。

◆ 顧客層の拡張、M&A による新事業開拓を推進

- PC 販売では、従来のコアユーザーを追うだけでなく、法人客向けの新商品開発や、ライトユーザーへのブランド浸透狙う一般媒体向け広告、1 コイン(500 円)の修理見積もりサービスなどの施策を展開。
- 同社は 2004 年の株式上場から 08 年まで、イーヤマのディスプレイ事業、パソコンショップのアロシステム(現ユニットコム)などを M&A で獲得し事業領域を拡張してきた。リーマン・ショック後の経営環境悪化を受けて暫く事業を絞り込み体質改善を図ってきたが、トップラインの成長のために、再び積極戦略に転じる必要を感じているようだ。

業種: 電気機器
 アナリスト: 高坂 茂樹
 +81 (0) 3-6858-3216
 kousaka@holistic-r.org

【主要指標】	2012/3/30
株価(円)	155
発行済株式数(株)	50,862,300
時価総額(百万円)	7,884
上場日	2004/6/1
上場来パフォーマンス	-7.6%

	前期	今期予想
PER(倍)	5.1	7.7
PBR(倍)	0.5	0.7
配当利回り	2.0%	1.3%

	σ	β 値
リスク指標	83.9%	2.0

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	5.4%	24.0%	-9.9%
対TOPIX	3.2%	5.8%	-8.3%

> 投資判断

◆ 2013 年 3 月期以降は新 OS 発売による買替・更新需要を見込む

- 2012 年 3 月期の会社計画は、東日本大震災やタイ洪水などの外部要因がマイナスに作用し、売上高が前期比 1.4%減の 80.5 億円、営業利益は同 14.9%減の 2.3 億円を見込む。これに対しアナリストは、タイ洪水による HDD 供給不足が想定以上に響いていることから、売上高は会社計画の未達を予想するものの、営業利益は円高による原価低減効果で計画以上の着地を見込む。
- 13 年 3 月期以降は、東日本大震災やタイ洪水のマイナス影響が一巡するうえ、12 年中の発売が見込まれる新 OS(Windows8)による更新需要が、同社の需要を支えらると考えられる。アナリストは今後 4 年間の年平均成長率を売上高が 3.3%成長、営業利益は 5.3%成長を予想する。

◆ 中長期的な適正株価水準は 250 円～350 円を想定

- 業界の適正 PER 水準を 7 倍～10 倍と仮定すると、アナリストの 2015 年 3 月期予想 EPS35.4 円を基にした中長期的な妥当株価水準は 250 円～350 円と想定される。

*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20120330

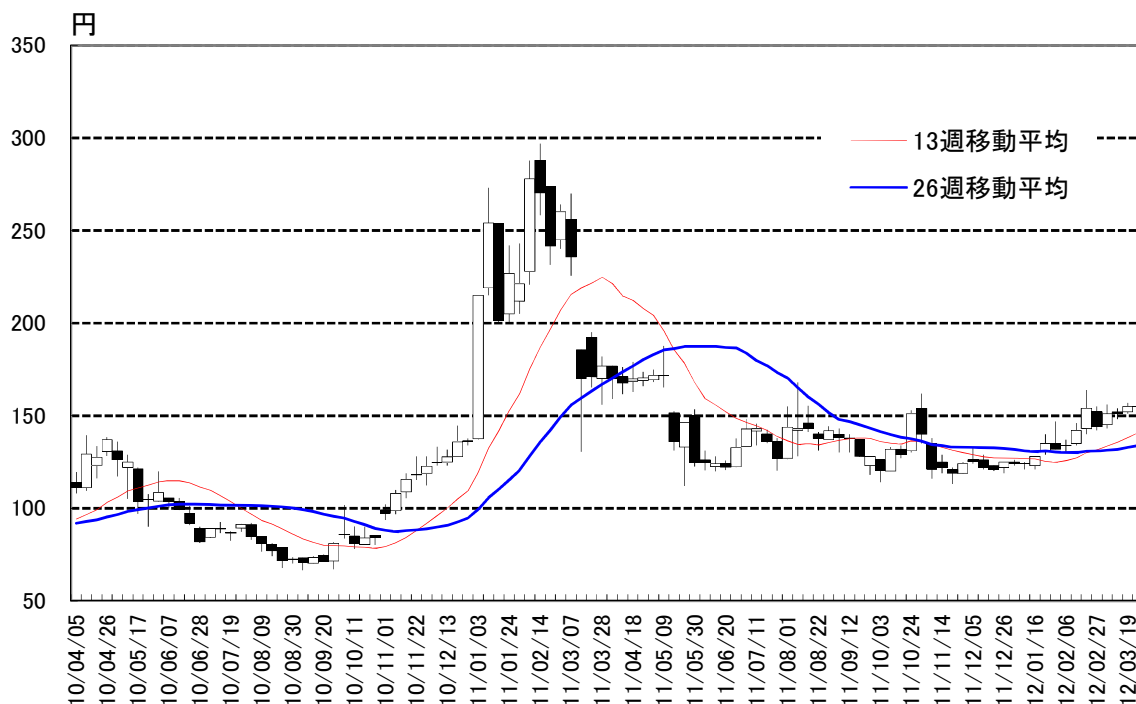
MCJ (6670 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3期 実績	2011/3期 実績	2012/3期 会社予想	2012/3期 予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想
売上高	83,478	81,703	80,525	79,000	81,600	85,000	87,000
前年比	-11.6%	-2.1%	-1.4%	-3.3%	3.3%	4.2%	2.4%
営業利益	1,393	2,788	2,372	2,400	2,600	2,700	2,800
前年比	22.5%	100.1%	-14.9%	-13.9%	8.3%	3.8%	3.7%
経常利益	1,696	3,071	2,685	2,700	2,900	3,000	3,100
前年比	29.2%	81.0%	-12.6%	-12.1%	7.4%	3.4%	3.3%
当期純利益	634	1,501	1,480	1,530	1,700	1,750	1,800
前年比	-	136.7%	-1.5%	1.9%	11.1%	2.9%	2.9%
期末株主資本	14,228	15,802	-	17,179	18,706	20,278	21,895
発行済株式数	493,036	508,123	50,862,300	50,862,300	50,862,300	50,862,300	50,862,300
EPS(円)	1,303.2	3,053.7	29.1	30.1	33.4	34.4	35.4
配当(円)	140.00	305.00	2.91	3.00	3.40	3.50	3.60
BPS(円)	28,718.1	29,504.4	-	337.8	367.8	398.7	430.5
ROE	4.7%	10.4%	-	9.3%	9.5%	9.0%	8.5%
株価(円)	10,920	17,260	155	155	-	-	-
PER(倍)	8.4	5.7	5.3	7.7	6.9	6.7	6.5
配当利回り	1.3%	1.8%	1.9%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%
PBR(倍)	0.4	0.6	-	0.7	0.6	0.6	0.5

(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

BTO 方式による PC の製造販売やパーツの販売代理を行うパソコン関連事業子会社 4 社、IT 関連出版のメディア事業子会社 1 社を統括する持株会社

マウスコンピューターはBTO方式で、自社ブランドのPCを国内工場を組み立てて販売。家電量販店向け OEM、液晶ディスプレイモニターのファブレス製造、携帯音楽プレーヤーの販売なども併営

◆ BTO 方式のパソコン製造販売を中核事業とするグループ運営

株式会社MC J (以下同社)は、インターネットや直販店・家電量販店の店頭などで注文を受けてから必要なパーツなどを調達して自社工場を組み立てる BTO 方式 (Built To Order) で、パーソナルコンピュータ (以下 PC) を製造・販売する子会社マウスコンピューターをはじめとする複数の事業子会社を束ねる持株会社である (下表参照)。

同社の事業は PC の製造・販売や関連パーツ・周辺装置等の販売を行うパソコン関連事業と、関連書籍を出版するメディア事業の 2 つのセグメントに分類される。2011 年 3 月期の事業セグメント別の収益は、パソコン関連事業の売上高 796 億円 (前期比 2%減)、営業利益 25 億円 (同 128%増)、メディア事業は同順で 20 億円 (同 0.3%減)、183 百万円 (同 13%減)。

主な事業子会社はマウスコンピューターの他、パソコン工房等の自社ブランド PC 及び自作用パーツの小売店を展開するユニットコム、PC 関連パーツや周辺装置などの卸売り事業を営むテックウィンド、欧州で液晶ディスプレイモニタを販売する iiyama Benelux、PC 関連書籍等の出版業を営む秀和システムの 4 社。秀和システムがメディア事業を担い、他 4 社がパソコン関連事業を構成する。また、マウスコンピューターを除く子会社は、いずれも 2004 年 6 月の株式上場後に M&A で傘下に収めたものである。

中核子会社のマウスコンピューターは、主力の「mouse computer」、PC ゲームファン向けの「G-Tune」、法人向けの「Mouse Pro」等のブランドを展開。価格志向の強いユーザーや法人向けには、不要なパーツやソフトウェアを省いたコストパフォーマンスの高いモデルを提案する一方、ゲームファンにはやや高価だが画像表現機能の高い GPU (グラフィックプロセッシングユニット) を装着した PC を推奨するなど、数種類の基本モデルをウェブサイトに掲げ、基幹パーツや周辺装置、搭載ソフト等を組み替えられるようにして、主にインターネットを通じて受注。製造は長野県飯山市の自社工場で行っている。

<主なグループ会社の概要>

社名	事業内容	(単位:百万円)	
		売上高	経常利益
マウスコンピューター	BTO方式のPC製造販売、家電量販店向けOEM等。	17,115	645
テックウィンド	PC基幹パーツの販売代理・卸売。	23,873	403
iiyama Benelux B.V.	ファブレス製造のLCDを欧州で販売。	8,933	991
ユニットコム	PC・部品販売、他社品修理・中古買取のパソコン工房を運営。	33,110	507
秀和システム	IT関連を中心に書籍出版。	2,026	183

(注)業績は2011年3月期実績。秀和システムの業績は非開示なので、当該会社が担うメディア事業の売上高、営業利益を記入した。

(出所)同社有価証券報告書等より作成。

マウスコンピューターはインターネット通販の他、東京・秋葉原や大阪・日本橋など5店舗の直営店、東日本で49店舗を運営する家電量販店・ベシア電器の4店舗内に置いたサテライトショップで推奨モデルを展示・販売。傘下にBTOのPCメーカーを抱えるヤマダ電機を除く複数の家電量販店等に向けたショップブランドのOEM供給も行っている。

マウスコンピューターはPC本体の他、液晶ディスプレイ(以下LCD)モニタの「iiyama」、携帯音楽プレーヤーやデジタルフォトフレームの「iriver(アイリバー;韓国社から国内商標権を獲得)」等のブランドも展開している。

ユニットコムはパソコン工房等91店舗を運営。自社ブランドPCの販売や他社品を含む修理・買取、自作PC用パーツ販売等を営む。テックウィンドは、CPUやHDDなど基幹パーツの販売代理店

ユニットコムは、Amphis(アンフィス、デスクトップ)、Lesance(レサンセ、ノート)という自社ブランドPCや、自作愛好家向けのPCパーツなどを扱うパソコン工房などの小売店を国内91店舗運営。ショップでは他社品を含むPCの修理・中古品買取も行う。自社ブランドPCはBTO方式を採用し、受注後に当該会社の100%子会社アイシーエムカスタマーサービスの工場(島根県出雲市)で製造している。また当該会社の100%子会社エムブイケーはPC用パーツ・周辺装置の卸売り事業を営んでいる。

テックウィンドは、CPU(中央演算装置)のIntel、マザーボード(CPUやメモリモジュール等の部品を装着する基板)のASUSTeK、HDD(ハードディスクドライブ)のWestern DigitalをはじめとするPCの基幹パーツメーカー各社やOSのMicrosoftの販売代理・卸売業務を営む。また当該会社は、グループ企業に対してPC用パーツの販売、売れ筋商品の情報提供等も行っている。

◆ BTO方式のメリット

同社の手掛けるPCはホワイトボックスと呼ばれる。これは自社専用部材を用いて見込生産し大量販売する大手電機メーカー等のナショナルブランドと区別し、市販パーツを調達して受注生産で安価に販売するノーブランドないしショップブランドのPCを指す。

BTO方式のメリットは、1)在庫リスクが殆どなく、基幹パーツやソフトウェアなどの新製品発売に合わせて頻繁にモデルチェンジができること、2)ユーザーの嗜好に合わせた製品販売で顧客満足度が高いこと、3)基本的にはパーツ在庫を持つ必要がなく、パーツの陳腐化・価格変動リスクを回避できること、等である。短所は製品在庫を持たないため納品までに時間を要することだが、同社は選択メニューに挙げたパーツを一定量保有、さらにグループ企業のテックウィンドの在庫機能を活用して、リードタイムを短縮している。

同社では受注確定・入金確認後に、自社工場において、国内外のメーカーから調達したパーツを組み立て、ソフトウェアをインストールし、

市販パーツを組み合わせてコストパフォーマンスを追求するホワイトボックスは、BTO方式で在庫リスク、パーツの価格変動リスク等を回避。頻繁なモデルチェンジにより顧客満足度を高める

検査を行って出荷する。受注から出荷までの所要期間は概ね4営業日である。

パソコン関連事業は PC 本体、パーツが各 4 割、周辺装置等が 2 割。販路は直販が最も多い。

PC 本体は国内出荷統計と異なりデスクトップ型がメインでノート型は約 4 分の 1

◆ パソコン関連事業の売上構成・販路など

パソコン関連事業の売上高を製品別の構成は、PC 本体とパーツがそれぞれ約 4 割、モニター、スピーカー、携帯音楽プレーヤーなど周辺機器が約 2 割である。収益性について具体的な数値の開示はないが、PC 本体の収益性はパーツよりも高いようだ。

他方販売チャネル別には、直販が最大で、次いで家電量販店等、商社(法人向け、約 2 割)、欧州販売(約 1 割)の順である。直販の内訳はインターネット通販と店舗販売が拮抗している模様。量販店等に向けた PC 本体の販売には、ショップブランドの OEM とマウスコンピューターブランドの卸売りとが混在する。

同社の販売する PC はデスクトップ型が中心で、タブレット PC を含むノート型は 4 分の 1 程度と、電子情報技術産業協会 (JEITA) の国内出荷統計(約 7 割がノート型)とは大きく異なる。デスクトップ型では筐体容積に余裕があり、BTO 方式によるパーツ選択の自由度が高くカスタマイズが容易であるのに対し、ノート型では重量・容積の制約が厳しく CPU の変更や搭載メモリの容量変更等、僅かなカスタマイズに止まってしまう。そのため同社でも品揃えはデスクトップに中心になっていると推察される。なお、同社グループのマウスコンピューターは LuvBook (ラブブック)、ユニットコムは Lesance というブランドがあるが、これらは海外の複数のメーカーに製造委託し、完成品を輸入している。

> 経営陣

◆ 創業者高島会長らがグループ戦略担う、子会社に独自性も

同社本体の役員会は、創業者の高島勇二氏(1974 年生まれ)が会長兼社長を務めるほか、社外取締役 1 名を含む取締役 4 名、社外監査役 2 名を含む監査役 3 名で構成され、グループの財務戦略や M&A の検討などの経営戦略の策定・管理をしている。

事業子会社については、インテル日本法人の営業部長職にあった小松氏が 2006 年からマウスコンピューター社長を務める他、ユニットコム、テックウィンドなど M&A で獲得した子会社は買収前からの経営者が担っており、創業者のワンマン経営でなく、適材適所の連邦経営体制となっている模様である。

> 株主構成

◆ 高島会長が筆頭株主

同社の筆頭株主は高島会長兼社長で、発行済み株式総数の 32%を保有する。株主構成では個人株主が 77%を占め、高島会長保有分を除いても 45%と最も高い割合を占める。

<大株主上位5名>		<株主属性>	
高島 勇二 (社長兼会長)	32.79%	個人株主	77.95%
日本トラスティ・サービス 信託銀行(信託口)	7.13%	金融機関	10.29%
State Street Bank and Trust Company	1.82%	外国法人	6.06%
S B I 証券	1.39%	その他の法人	2.02%
(株)フレックス	1.17%	株主数	9,463名

(出所:2011年3月期有価証券報告書)

> 沿革・企業理念

**BTO 生産の草分け的存在
で、M&A を挺に業容を拡大**

◆ BTO 方式の PC 販売の草分け的存在

同社の起源は、高島会長が父親の営む洋品店を承継し、PC の受注生産及びパーツ販売事業に転換した 1993 年に遡る。資金繰りが厳しかった当該会社では、入金を確認してからパーツを購入し組み立てる受注生産方式は好適であったという。ソーテック、アキア、神代などと並ぶ、日本における PC の BTO 生産の草分け的存在である。

98 年に当該会社をマウスコンピュータージャパンと改称、また小売と卸売の併営から卸売事業を分社。この新設会社エムシーエイが 2001 年に前身の会社を吸収合併、03 年に商号変更して現在に至る。04 年 6 月の株式上場後は、ハードからソフトウェア、ソリューションまでを含む総合 IT 企業グループを目指し、積極的な M&A 戦略で事業領域を拡張している。この過程で、売上高は上場直前期の 82 億円から 08 年 3 月期に 1,050 億円に、経常利益は 4.9 億円から 30 億円に急拡大。PC 本体の製造は日立製作所への委託から自社国内工場生産となり、納期は 2 週間から平均 4 日に短縮された。

リーマン・ショックを機に景気が後退すると、同社の拡張した事業の一部に採算が悪化する事業が散見されるようになった。不採算事業からの撤収を 2010 年 3 月期までに終えた同社は、再び M&A による成長を模索している。

◆ ユーザー志向の企業理念

同社創業の理念は、「お客様が欲しいパソコンを作る」ことにより、ユーザーと PC を結びつける「マウス」の役割を果たすというもの。技術革新の速い業界において、常に最新技術を採用して様々な顧客の異なるニーズに BTO 方式で応えている。総合 IT 企業として、ユーザーとデジタル社会を結びつけることが同社の事業である。

事業環境

> 業界環境・競合他社

国内PC市場は、出荷台数を伸ばすものの、単価下落で金額ベースの市場規模は右肩下がり

◆ 国内PC市場は成熟状態、平均単価は下落傾向

国内PC市場は、Microsoftの新規OSやIntelの新型CPU等の発売時に活況を呈し、翌年同時期に反動減を示す等、買い替え需要が中心の成熟状態にある。

下図は株式会社MM総研によるPC国内出荷動向調査で、2011年の出荷台数は1,481万台(前年比3%減)、金額ベースでは1兆1,676億円(同14%減)。2008年にブームを起こしたネットブック(台湾ASUSTeKが先鞭をつけた安価で小型軽量のインターネット端末)や2010年にAppleから発売されたiPad等のタブレットPCの登場、無線LAN環境の過程への普及等により、家庭内あるいは個人の複数台PC所有が広がり、コンシューマ市場は台数ベースでは堅調であるが、ノートPCの単価下落が顕著で、金額ベースの国内市場は伸び悩んでいる。

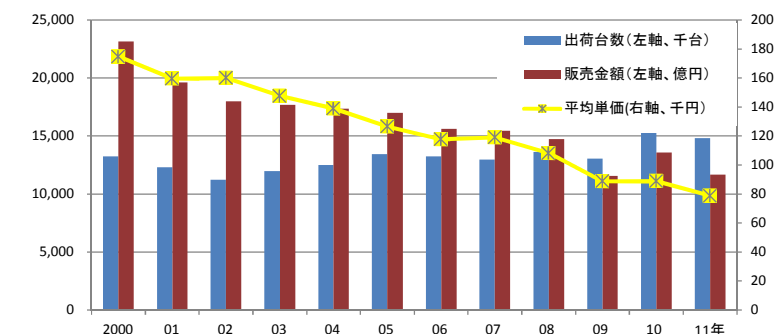
IDC Japanによれば、2011年の国内PC出荷台数は1,525万台で、2010年の1,578万台(前年比17.9%増)から3.6%減少した。内訳はコンシューマ市場が772万台・同4.1%増で5年連続して増加する一方、ビジネス市場は754万台で同10.4%減であった。

◆ 競合はDELL、HP、エプソンダイレクトやサードウェーブ等

MM総研によるメーカー別シェアは、NECとレノボジャパンの統合会社が約25%で首位。富士通、東芝、HP(日本ヒューレットパカード)、DELL(デルジャパン)、ソニー、アップル、エイサーが続く。

同社のシェアは約3%と推定されるが、BTOモデルのコンシューマ市場では、同社の存在感は小さくないものと推察される。競合するのはDELL、HP、エプソンダイレクト、それに同社と同様にPCショップからBTOのオリジナルPCメーカーに事業展開するサードウェーブ(ショップブランドはドスパラ)等である。

<国内PC出荷動向>



(出所)MM総研

> **ビジネスサイクル**

**CPU や OS の世代交代が、
ユーザーの買換え・更新需
要を促進**

◆ **CPU や OS の世代交代**

PCはCPUやOSの世代交代を契機に市場が活性化すると前節で述べた。例えばIntelは2年毎に新しい設計思想のCPUを開発すると共に、その中間年で2年毎に当該CPUの回路線幅を縮小し消費電力や動作速度を高める改良版を投入。従って毎年イベントが発生することになる(Tick-Tockモデルと呼ばれる)。

PC用OSでデファクトスタンダードを握るMicrosoftは、3年程度の間隔で新製品が投入している。企業ユーザーは新OSの採用に慎重だが、個人ユーザー向け商戦ではOSもブームを起こすことがある。この他、同社のコアユーザーの一角をPCゲームファンが占めることから、話題性のあるオンラインゲームの新作ソフトがリリースされる時期に、グラフィックが鮮やかに表示できる高機能GPUを搭載したモデルやパーツが伸長することがある。2010年3月期・第2四半期はファイナルファンタジーXIVの発売時期にあたり、高単価なPCやパーツの販売が好調であった。同社はこうしたユーザーを囲い込むべく、ゲームショーの試遊機に採用するようゲームのパブリッシャーに働きかけ、「推奨モデル」のお墨付きを得る等の需要喚起策を用いている。

◆ **BT0方式は在庫負担極小、常に新製品を提案**

ナショナルブランドが春秋にフルモデルチェンジした新製品を投入し在庫販売を行うのに対して、BT0メーカーである同社は、週単位で新製品を企画立案している。

CPUやOSだけでなく、様々な基幹パーツの新製品情報を常に収集しており、新しい動きを確認すると、他のパーツやソフトウェアとの組み合わせで不具合が発生する恐れを検証し、約2週間で最新モデルを発表する。こうした作業を大規模組織で行うナショナルブランドでは、早くとも1ヶ月は要するものと推察される。この俊敏な事業運営を可能にしているのは、1) 小規模組織で意思決定が速いこと、2) グループ内で自社運営の実店舗におけるヘビーユーザーとの接触やパーツ輸入代理店業務における流通情報の掌握による情報感度の高さ、3) BT0メーカーであるため在庫リスクを抱えこまず思い切った商品戦略が採用できること、等である。なお、2011年3月期の棚卸資産回転率は8.95回/年(前期は8.68回)である。

> **KPI(業績指標)**

◆ **月次販売動向等の数値は非開示**

同社の開示データは限定的で、月次販売動向はもとより、年次でもPC販売台数、平均販売価格、チャンネル別販売実績等の実数を開示していない。パソコン関連事業を担う主要4事業子会社の年次業績は有価証券報告書で開示しているが、四半期では定性的な情報に止まるやため、KPIは把握困難である。

経営戦略

➤ 現状の課題と戦略

コアのヘビーユーザーのみならず、ライトユーザーや法人顧客開拓に動く

◆ ユーザー層拡張への取り組み

同社のコアユーザーである PC ゲームファンや自作愛好家等は、毎年のように新製品・パーツを購入してくれるヘビーユーザーであり、同社の経営を支える安定基盤になっているが、こうしたユーザー層が拡大するとは考えにくい。むしろ長引く不景気で就業機会に恵まれない若年層はフリーミアムモデルのソーシャルゲームに惹かれ、携帯性に優れたスマートフォンで満足しているとみられる。そこで同社は、既存のコアユーザー以外の獲得に向けた打ち手を強化している。具体的には以下の通り。

1) ライトユーザーへのブランド認知に向けた広告宣伝

同社は従来 PC あるいはゲーム関連の情報誌やウェブサイト等、同社のコアユーザーの接触頻度が高いメディアへの露出に注力してきた。潜在顧客の開拓に向けて今期は、一般メディアへの露出に積極的に取り組んでいる（金額は非開示）。

2) ユニットコム店舗におけるサービスメニューの拡充

実店舗を展開する子会社ユニットコムでは、「あなたの街の修理屋さん〜ワンコイン診断」と称して、他社製品も含め故障した PC の修理見積もりを 500 円で請け負っている。またメモリ増量、クリーニング、インターネット接続設定やビデオテープに保存されたアーカイブの DVD へのダビング編集等のサービスにもメニューを広げ、ライトユーザーの獲得を図っている。

3) 法人顧客開拓に向けたブランドの立ち上げ

2011 年 2 月に、法人向けブランド「Mouse Pro (マウスプロ)」を立ち上げた。想定するのはデザイン系オフィスやゲーム用途のネットカフェ等、高度なグラフィクス性能を求める SOHO や学校法人等。リースモデルで SOHO や中小企業向けにファイルサーバー「楽蔵 (らくぞう)」も販売している。既存顧客向け PC 売上を落とさずに、法人向け売上高を高める意向である（現在の売り上げ構成比は約 2 割）。

4) タブレット PC 等新製品の投入

スマートフォン、iPad 等のヒットに対抗し、同社では Android や Windows7 を OS とするタブレット PC ブランド「LuvPad (ラブパッド)」を展開している。当該ブランドは、業務用アプリケーションソフトをインストールして法人向け中心に販売する意向である。また、Intel の提唱する Ultrabook キャンペーンに応じ、推奨商品をユニットコムで発売。2012 年 3 月末時点において同社以外の日系メーカーで対応しているのは東芝のみである。

> 中長期の課題と戦略

成熟した業界環境の中、
M&Aによる成長戦略を模索

◆ ベンチャー企業として事業規模の拡大に積極的に取り組む

沿革で述べたように、同社は2010年3月期までに不採算事業の売却・清算を終え、撤収を終えた。しかし既存事業だけでは新規顧客開拓に努めても一桁の成長率がせいぜいで、縮小傾向にある国内市場で守りの経営になるとの認識から、同社はIT総合ベンダーを目指すベンチャー企業として、再びM&Aによる成長を模索している。

M&Aの基本方針は、事業基盤をより強固にし、成長力を高める事業でること、投下資金の回収期間等を十分に吟味すること、としており、不採算事業を抱え込まないよう慎重に進める意向である。

そうした検討を経て2012年2月に、FA(ファクトリー・オートメーション)の大手機器メーカーや商社に対して、信頼性の高いHDDを組み込んだFA用PCを販売するソルナックの買収(100%子会社化・投資額は295百万円)を発表した。これにより同社の法人向け市場開拓の加速、製品品質の向上が実現するとしている。なお、当該会社の2011年8月期の業績は売上高563百万円、当期純利益56百万円、純資産は177百万円である。

> アナリストの戦略評価

◆ 顧客層の拡張は急務だが、収益性の悪化が懸念される

同社はこれまで、PCゲームファン、自作愛好者等のコアユーザーに対して、他社の同様のスペックの製品に比べリーズナブルな価格を提示することで、一定の収益性を確保してきた。ライトユーザーを取り込む戦略は、国内メーカーに対してはコスト競争力を発揮できようが、アジア系のメーカーに対して十分に発揮できるか、広告宣伝コストが重荷になることはないか、注意が必要である。

法人向けの市場開拓を進めると、システムインテグレータとの競合が想定され、アプリケーションソフトの開発やアフターサービス等が必要になるものと予想される。優良な外注先を確保しハードウェアとアプリケーションの一括受注を目指すことが市場開拓の有効策と考えられる。小規模で有能なソフト開発事業者の買収も検討課題となろう。

◆ M&A戦略

上場後に同社が繰り広げたM&Aによる成長戦略は、同業者アロシステム(現在のユニットコム)やパーツ輸入代理店シネックス(同テックウィンド)等、現在の同社グループの中核になっている事業がある一方で、外為取引の朝日ユニバーサルFX、SNS事業のAT&T等、高い授業料を払わされたものも散見される。同社経営陣はこうした経験を踏まえ、前向きに、かつ慎重に対応している模様である。どのようなタイミングで如何なる案件が発表されるかにより、同社の業績見通しは大きく変化することになる。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

同社の最大の強み (Strength) は、BTO モデルの採用により、在庫リスクを極小化し、常に売れ筋パーツを採用した最新モデルを短いサイクルで投入できることである。これを実現しているのは、以下の要因である。

- 1) Intel や Microsoft の認定パートナーであり、マザーボード大手の ASUSTeK をはじめ国内外の有力パーツメーカーとは代理店契約を結んでいるため、国内 PC メーカーと同様の条件で調達できる。
- 2) PC 関連情報に精通した社員を多数抱えている (ユニットコムは 91 店舗にマイクロソフト認定技術資格者 100 名超)。
- 3) グループ内にパーツ商社を抱えているため、パーツ在庫リスクが軽減され、BTO のパーツ選択肢が広くとって短納期が可能。
- 4) 実店舗網を持ち、ベテラン店員が対応することで、PC ゲームファンや自作愛好家等のヘビーユーザーの囲い込みが可能である。

一方、同社の弱み (Weakness) は、

- 1) ブランドが一部顧客層にしか浸透していないこと、
 - 2) グローバル展開しスケールメリットを享受する DELL、HP や台湾勢等の外資大手に対してコスト競争力の点で劣ること、
- の 2 点であろう。

同社の前に広がるビジネスの機会 (Opportunity) としては、以下の点が挙げられる。

- 1) 弱みを克服する広告戦略やサービス事業への進出等により、ライトユーザーや法人顧客にブランドを認知させることができれば、成長余地が大きい。
- 2) Intel の Ultrabook キャンペーン (Intel 製品を用いないスマートフォンやタブレット PC に対抗する軽量高性能モバイル PC の提案) により PC の価格破壊に歯止めがかかる可能性がある。ユニットコムが対応商品を発売している。

同社を脅かす要因 (Threat) は以下の点であろう。

- 1) 少子化・人口減少で国内市場が縮小する懸念。同社のコアユーザーは趣味に金を投じる余裕のある 30~40 代であり、当面はこの層の減少は考えにくいだが、成長性は期待できまい。
- 2) スマートフォンの普及による個人の潜在的な 2 台目需要が奪われる懸念。若年層がソーシャルゲームに集中し、PC ゲームファンが減少すること。ただ同社では、逆説的にスマートフォンの利用体験から画面の小ささやタイピングの不自由さなどが認識され、Ultrabook の需要を喚起する機会になると考えているようだ。

> Porter's 5 forces

◆ 競争が厳しく、ユーザーの低価格指向には逆らえない

PC の製造・販売事業における「業界内競争」は、国内メーカーだけでなく、グローバル展開する HP と DELL、アジア系の Lenovo、ASUSTeK、ACER 等もわが国に浸透してきたため、極めて厳しい。

家電量販店や EC のディスカウントショップの乱立、価格比較サイトの存在により、十分利幅の取れる製品価格を維持することは困難である。「顧客に対する価格決定力」は乏しいが、同社はこれまでマニア向けに、嗜好を汲んだうえで同一スペックなら他社よりも割安な価格を提示し、収益を確保してきた。

「新規参入リスク」は、要件としては部材の汎用化が進んでいるため容易ながら、業界内競争が厳しいことから、利幅が薄く資金力を要するため当該事業に参入する事業者は少ないと考えられる。

懸念される「代替品のリスク」は、スマートフォンやタブレット PC 等であろう。タブレット PC については同社も製品開発を進めている。同社はパーツ販売代理店をグループ内に抱えることから、「供給者(基幹パーツメーカー)に対する交渉力」については問題を抱えていない。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応

同社は PC メーカーの務めとして、使用済み PC 回収・再資源化業務を行う他、環境配慮型製品の開発、環境適合製品・材料の購入等に取り組んでいる。

◆ 社会的責任

同社単体では社会貢献活動について何も語っていないが、子会社マウスコンピューター飯山工場では、地元小学生を対象にした親子パソコン組み立て教室を開催し、地域社会との交流を図っている。子会社ユニットコムは、2006 年より高齢・障害者雇用支援機構主催の全国障害者技能競技大会(アビリンピック)に協賛している。孫会社アイシーエムカスタマーサービスは、2012 年の会社設立 10 周年を機に、地元島根県と出雲市にオリジナルノート PC の寄贈、中学生・高校生を対象にした PC 組み立て教室の開催を行った。このような地味ながら地域社会と共生する思想が同社グループにはあるようだ。

◆ ガバナンス

同社は創業者高島氏が会長兼社長を務め、筆頭株主でもある。ガバナンスに関する特別な組織はない。しかし同社グループは、買収した子会社の経営は従来の経営幹部に職務を継続させたり、創業事業のマウスコンピューターの経営を元 Intel 日本法人の営業部長を務めた小松永門氏に任せたりして、ワンマン経営になることを回避している。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

◆ 2012年3月期は大震災やタイ洪水などの外部要因で苦戦

2012年3月期は、東日本大震災の影響による小売店舗（自社・卸売りやOEMとも）の客数減、タイの大洪水によるHDD調達難等の要因から、マウスコンピューターのネット通販を除き販売が低迷し、前期比減収となる見込み。ネット通販は積極的な広告宣伝が奏功し、2桁増収が予想される。

営業利益は、2桁減益になったものと推定。主力のPC販売が好調の一方で、粗利率の低いパーツ販売は低調なこと、円高によるHDDを除くパーツ調達コスト低減、等のため売上総利益率こそ改善が見込まれるが、減収のマイナス影響を吸収しきれないと推定する。

> 来期以降の業績

◆ 2013年3月期はCPU、OSの新製品発売で市場拡大を期待

2013年3月期業績を検討するうえでの注目点は、Intelの、イ) Ultrabookキャンペーンの影響(3月からテレビCMが登場、ユニットコムは対応商品を発表)、ロ) Tick-Tockモデルの製造プロセスの微細化による新型CPU、Ivy Bridgeの発売(春・4月との情報はあがるが未確定、マイナーチェンジでありゲームユーザーやライトユーザーには大きな影響はなさそうだが…)、ハ) MicrosoftのWindows8発売(2012年10~12月の見込み)が個人ユーザーにどう影響するか。メディア事業ではプラス要因になりそう。

新OS発売がユーザーの中期的な買替・更新需要を創設

また、一般メディアへの広告宣伝の拡充による顧客基盤の拡大戦略が奏功するか。法人市場はJEITA統計では2012年1、2月と堅調。買い替え需要とのことだが、持続力はあるのか否か(WindowsXPは2014年4月がサポート期限でXP→7の移行が起こっているのか)。これを同社は取り込めるだろうか。

マザーボードをはじめとするパーツやノートPCの製造委託等で発生する外貨建ての調達コストは原価の半分程度と推察されるので、大きく円安・ドル高に振ればコストアップ要因になる。ただ一方で円安・ユーロ高になれば欧州におけるLCDモニター販売事業はメリットを享受する。(為替感応度は非開示)

前期との比較では、東日本大震災による自粛ムードで沈滞した可能性のある上半期分のPC/パーツ販売の増加、秋のタイ洪水に関連したHDD調達難・年末商戦におけるコストアップの一巡、エルピーダメモリ破綻によるDRAM価格変動のコストへの影響、等が留意点と考えられる。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来パフォーマンスは-7.4%の水準

同社は2004年6月、公募価格900,000円(分割調整後300円)に対し初値1,800,000円(同600円)で東証マザーズに上場。その後、高値7,070,000円(同2,357円)を付けるも、09年1月には最終赤字転落で安値2,800円(同28円)まで下落。業績回復とともに直近の株価水準は150円前後で推移しているが、上場来パフォーマンスは株価下落が響き年率-7.6%と冴えない。

> 株主還元

◆ 連結配当性向10%を明示

同社は業績成果配分型の配当を株主還元策の基本方針としており、連結当期純利益ベースの配当性向10%を明示している。アナリストの業績予想では、中長期的に配当性向10%の維持が可能と考えられる。

> 株価バリュエーション

◆ 類似会社とのバリュエーション比較では予想PERで割安と判断

下記に示した類似会社とのバリュエーション比較では、予想PERや実績PBRなどの面で、同社の株価水準に割高感を感じられない。業界の適正PER水準を7倍~10倍と仮定すると、同社の株価は中期的に再評価余地が残されていると考えられる。

<類似会社との株価バリュエーション比較>

証券コード	決算月	MCJ	ピーシーデポ コーポレーション	アプライド	メルコホールディングス	エレコム
		6670	7618	3020	6676	6750
		3月	3月	3月	3月	3月
予想売上高	百万円	79,000	49,500	21,273	134,000	58,000
予想営業利益	百万円	2,400	920	100	8,400	6,225
予想当期純利益	百万円	1,530	580	90	5,000	2,950
予想1株配当	円	2.9	700.0	60.0	40.0	30.0
予想PER	倍	5.1	7.8	17.6	9.3	12.1
実績PBR	倍	0.53	0.48	0.45	1.23	3.41
株価	円	155	20,600	1,174	2,093	1,785
時価総額	百万円	7,884	4,635	1,587	46,544	36,590

(注1)MCJはアナリスト予想、その他は会社計画。

(注2)株価は3/30終値

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は250円~350円を想定

業界の適正PER水準を7倍~10倍と仮定すると、アナリストの2015年3月期予想EPS35.4円を基にした中長期的な妥当株価は、250円~350円と想定される。

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

■ σ (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

■ β (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か小さいかを示す指標です。ベータ値(β 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が、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