

ホリスティック企業レポート アミファ

7800 東証 JQS

ベーシック・レポート
2020年8月7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 20200804

100円ショップを主力販路とするライフスタイル雑貨のファブレスメーカー 人件費増等で20年9月期は減益見込みだが、来期以降は増収増益を予想する

アナリスト:大間知 淳

+81(0)3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

1. 会社概要

- ・アミファ(以下、同社)は、100円ショップを主力販路としたライフスタイル雑貨のファブレスメーカーである。
- ・売上高の9割弱を占めるワンプライス商品のほか、販売先の委託により受注生産するOEM商品、フラワー関連商品であるフルール商品、その他商品を手掛けている。

2. 財務面の分析

- ・16/9期~19/9期の期間では、主力のワンプライス商品が牽引役となり、売上高は年平均10.2%、営業利益は同12.8%増加した。
- ・安全性や、成長性、収益性の観点で類似企業に比べやや魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、企画開発と営業に集中した組織体制にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、未開拓分野への進出による100円ショップ市場の深掘りや、100円ショップ以外の販路開拓により、収益の拡大を目指している。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/9期の業績は、ワンプライス商品以外の不振により、売上高は会社計画をやや下回ると見込んだものの、営業利益は、売上総利益率が改善していることを踏まえ、人件費増等で前期比減益ながら、会社計画とほぼ同水準と予想した。
- ・当センターでは、100円ショップの出店拡大や、同社の市場シェアの若干の上昇等による売上高の増加と、コストの伸びの鈍化に伴い、21/9期は前期比4.7%増収、8.4%営業増益、22/9期は同4.0%増収、8.5%営業増益を見込んでいる。

【主要指標】

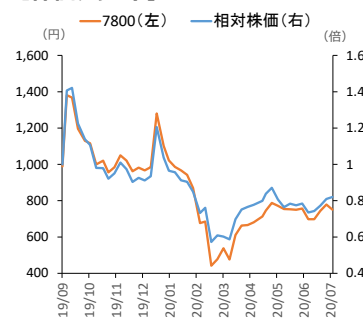
	2020/7/31
株価(円)	751
発行済株式数(株)	3,225,000
時価総額(百万円)	2,422

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.7	13.1	12.2
PBR(倍)	1.2	1.1	1.1
配当利回り(%)	2.5	2.5	2.5

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン(%)	6.4	9.0	-23.8
対TOPIX(%)	10.8	6.7	-14.2

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2019/9/20

【7800 アミファ 業種:その他製品】

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)
2018/9	4,736	15.2	184	-34.9	198	-36.6	264	15.0	96.4	599.3	19.0
2019/9	4,966	4.9	329	78.9	287	44.6	176	-33.3	64.0	636.6	19.0
2020/9 CE	5,185	4.4	272	-17.5	271	-5.8	180	1.9	56.3	-	19.0
2020/9 E	5,078	2.2	273	-17.1	278	-3.3	185	4.8	57.4	672.5	19.0
2021/9 E	5,319	4.7	296	8.4	296	6.5	198	7.0	61.4	714.9	19.0
2022/9 E	5,532	4.0	321	8.5	322	8.8	216	9.1	67.0	762.9	21.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 100円ショップ向けライフスタイル雑貨のファブレスメーカー

アミファ（以下、同社）は、「アートやデザインを日常の暮らしに気軽に取り入れる」ライフスタイルの提案を目指して、ギフトラッピング（以下、ラッピング用品）、デザイン文具（以下、文具用品）、キッチン・テーブルウェア（以下、キッチン用品）、フラワー関連商品等を中心とした「ライフスタイル雑貨」の企画・製造仕入・卸販売を中心に事業を展開している。主要販売先は、国内の100円ショップを中心とした国内外の小売業者や卸売業者である。

「日常の何気ない暮らしにワクワク感をプラスし、自分好みのスタイルで夢中になれる HAPPY な時間を楽しんでいただきたい」という想いから、同社は自社商品を「ライフスタイル雑貨」と呼んでいる。

同社は、ライフスタイル雑貨を、ターゲットとする女性の購入者が楽しい時間を過ごせるよう、購入後に合わせ・工夫することを前提とした商品と位置付けており、「高いデザイン性」、「購入しやすさ」、「ワクワク感」を重視して開発している。デザイン性については、独自の世界観の下、多様なテーマで商品企画・デザインを行っており、おしゃれさ・かわいさを重視する女性からの支持を集めている模様である。

同社は、自社工場設備を保有しないファブレスメーカーであり、生産は国内外の工場に委託している。顧客本位、マーケットインの発想で最終消費者の嗜好の変化に柔軟に対応することを目指している。

◆ 100円ショップ向けのワンプライス商品が収益の柱

同社は、ライフスタイル雑貨事業の単一セグメントであるが、取扱商品群をワンプライス商品（19/9期売上高構成比 89.8%）、OEM商品（同 5.4%）、フルール商品（同 4.5%）、その他商品（同 0.2%）に分類している（図表1）。

【 図表 1 】 取扱商品群別の売上高の推移

取扱商品群	17/9期		18/9期		19/9期	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
ワンプライス商品	3,473	84.5	4,061	85.7	4,461	89.8
OEM商品	317	7.7	295	6.2	268	5.4
フルール商品	282	6.9	364	7.7	224	4.5
その他商品	38	0.9	14	0.3	11	0.2
合計	4,112	100.0	4,736	100.0	4,966	100.0

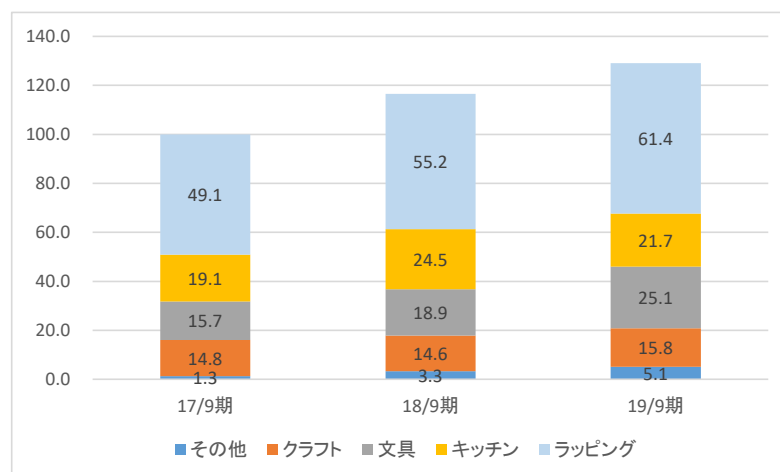
(出所) アミファ有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

① ワンプライス商品

ワンプライス商品は、100円ショップを中心に、国内外の小売事業者や卸売事業者を通じて、最終消費者に販売される商品群であり、同社の収益の柱となっている。「amifa」ブランドにて提供されるナショナルブランド（以下、NB）商品と、販売先ブランドにて提供されるプライベートブランド（以下、PB）商品を手掛けている。

カテゴリー別では、1) お菓子等、消費者が手作りする食品を包む紙やフィルム製の袋、ボックス、リボン、ギフトカード、タグ等のラッピング用品、2) メモパッド、ノート、付箋、カラフルなデコレーション用のマスキングテープ、デコパージュ商品等の文具用品、3) パウンドケーキ用のカップ等の製菓材料、紙コップ、紙皿、ワックスペーパー等のキッチン用品、4) コードやネット等の手芸用品や、ハンドメイド用石鹸、コスプレ用クラフトボード、小物や衣装作りに使えるチュール生地等のクラフト用品等に分類される。過去2期では、ラッピング用品と文具用品の拡大が顕著である（図表2）。

【 図表 2 】 ワンプライス商品のカテゴリー別売上高の推移



(注) 17/9期のワンプライス商品売上高=100として指数化
 (出所) アミファ決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、母の日、ハロウィン、クリスマス、バレンタイン等、季節のイベントを盛り上げる季節型商品と、一年を通して楽しめる定番商品を開発しており、その売上高比率は概ね4:6となっている。

② OEM 商品

OEM 商品は、小売・卸売業者やメーカーからの委託により受注生産される加工食品・菓子メーカーの製品用の軽包装資材や大手スーパーマーケット用のディスプレイ・販促資材等であり、創業来40年以上

の実績を誇る。クライアントの商品価値を高めるパッケージのアドバイスや、ビジュアルコンサルティングを含めた提案を行っている。主要顧客としては、メリーチョコレートカンパニー（東京都大田区）が挙げられる。

③ フルール商品

フランス語で花を意味する fleur から名付けたフルール商品は、南米エクアドルで生産されたプリザーブドフラワーを中心に、「アマファ・フルール」ブランドで販売している花器及びラッピング資材等によって構成され、主に国内のフラワーアレンジメント教室、花小売業者、卸売業者に販売されている。その他、高純度のミネラルオイル（鉱物油）を、プリザーブドフラワーやドライフラワーと一緒にボトルングすることで、ボトル内の花材をひと際美しく見せるハーバリウム商品を「フラワーアクアリウム」ブランドとして提供している。

④ その他商品

その他商品は、「エメルスタイル」ブランドで販売している文具用品、キッチン用品、ハンドメイド雑貨等によって構成されており、主として百貨店の催事や文具・雑貨専門店で販売されている。エメルスタイルは、小売価格 200 円～1,000 円前後の価格帯を中心としており、「おうちカフェ」をテーマとした「大人かわいい」雑貨ブランドを目指している。

◆ セリアや大創産業等の大手顧客への依存度が高い

同社の取引先（仕入先を含む）は約 250 社に達しているが、主要顧客としては、セリア（2782 東証 JQS）、ダイソーを展開する大創産業（広島県東広島市）、キャンドウ（2698 東証一部）、ワッツ（2735 東証一部）等の 100 円ショップ大手が挙げられる。中でも、上位 2 社であるセリアと大創産業への依存度が高く、17/9 期以降において、売上高の約 7 割が両社に対してのものとなっており、その比率は上昇傾向にある（図表 3）。

【 図表 3 】 相手先別の売上高の推移

相手先	17/9期		18/9期		19/9期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
セリア	1,712	41.6	2,006	42.4	2,146	43.2
大創産業	1,092	26.6	1,304	27.5	1,557	31.4
キャンドウ	443	10.8	483	10.2	487	9.8

(出所) アミファ有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

ワンプライス商品の売上高に占める主要顧客別構成比（19/9 期）は、セリア 48%（18/9 期は 49%）、大創産業 35%（同 32%）、キャンドウ 11%（同 12%）、ワッツ 3%（同 3%）、その他 3%（同 4%）である。

> ビジネスモデル

◆ 独自の商品開発体制により、継続的に新商品を発売している

同社は、その他製品業に分類されているものの、ファブレスメーカーであるため、ビジネスモデルとしては商社に近い。しかしながら、商品の企画開発機能と、生産委託機能を持つ点で、一般的な商社とは異なっている。

商品開発部署には、女性を中心とした33名(19/9期末、臨時雇用者を含む)のデザイナーを配置しており、各商品の素材、形、色、柄、仕様を企画している。また、国内外のネットワークを通じた100名以上のフリーランスイラストレーターと代理人を通さずに直接コミュニケーションを取って、企画の意図を正確に伝えながら共同作業で商品をデザインすることで、コストの抑制と変動費化を図っている。

同社は、外部企業の著作権を利用するキャラクター使用型や、外部デザイナー主導型のライセンス商品には積極的ではなく、同社商品に共通する世界観を大切に商品群で勝負している。

また、営業部署は、100円ショップ業者等、顧客のニーズを捉え、開発チームに伝えることで、商品作りにも貢献している。同社は、商品開発部署と営業部署を強化しており、両部門の従業員(臨時雇用者を含む)の合計は、現在、総従業員のほぼ3分の2を占めている。

同社は、100円ショップの課題である来店リピーターやファンの維持・拡大に貢献するため、廃番と新商品発売を繰り返す「改廃サイクル」のスピードを重視している。デザイナーと社外のフリーランスイラストレーターの増員・強化に伴い、現在では、年間約3,000アイテムの販売商品のうち、約1,500アイテムが新商品となっている。

ワンプライス商品をブランド別に見ると、NB商品であるamifaブランドの販売数量が全体の7割弱を、PB商品の販売数量が3割強を占めている。

◆ 付加価値率の向上を目指している

同社は、収益性を管理する独自の経営指標として、売上高に対する付加価値額の比率である売上高付加価値率(以下、付加価値率)を重視している。同社は、付加価値額を売上総利益から販売費を控除した金額と定義している。

販売費には、商品の運送費である発送運賃、倉庫等の物流費用やフリーランスイラストレーターに支払う外注費等によって構成される業務委託費等が含まれており、その多くが変動費と推測される。また、ファブレスメーカーである同社の売上原価は仕入高(棚卸資産評価損

を含む)によって構成されているため、付加価値率とはほぼ限界利益率に相当すると見られる。

19/9 期の付加価値率は、売上総利益率の改善と、発送運賃や、業務委託費以外の販売費の抑制により、18/9 期の 19.0%から 21.6%に上昇した。なお、販売費及び一般管理費(以下、販管費)に含まれるその他の費用としては、役員報酬、給与及び手当、賞与引当金繰入額、退職給付費用、減価償却費等が挙げられる。19/9 期の役員報酬、給与及び手当、賞与引当金繰入額、退職給付費用を合計した金額は 403 百万円(売上高比率 4.1%)、減価償却費は 34 百万円(同 0.7%)に過ぎない。

19/9 期末の総資産(2,871 百万円)の中心は、現金及び預金(1,115 百万円)、棚卸資産(1,163 百万円)である。生産設備を持たないため、有形固定資産は 59 百万円にとどまっている。結果、19/9 期の総資産回転率は 1.8 回と良好な水準となっている。

➤ 業界環境と競合

◆ 100 円ショップ向けサプライヤーの市場規模は約 4,600 億円

同社は、100 円ショップの市場規模を約 7,700 億円と推定している。証券リサーチセンター(以下、当センター)では、上場している 100 円ショップの原価率が概ね 60%前後であることと、同社の推定による 100 円ショップの市場規模が約 7,700 億円であることから、100 円ショップ向けサプライヤーの市場規模を約 4,600 億円と推測した。同社のワンプライス商品の売上高(19/9 期)は 44 億円であり、シェアは 1%程度と推測される。

100 円ショップ各社の売上高は、店舗数が拡大していることや、既存店増収率が比較的堅調に推移していることから、今後も着実な拡大が期待できるのではないかと当センターは考えている。

◆ 競合先は各分野に強い非上場企業が中心と思われる

同社が手掛けているライフスタイル雑貨は、多様な分野、商品によって構成されており、同社と同様な商品構成を持つ企業は存在しない模様である。同社によると、比較的競合する商品を持つ企業として、ドウシシャ(7483 東証一部)の連結子会社であり、主として 100 円ショップ向け商品を取り扱うカリンピアが挙げられたが、売上高や競合状況は不明である。競合企業は、分野毎の素材の違いから、それぞれの分野に強い非上場企業と見られるが、詳細は不明である。

100 円ショップ向け商品を手掛ける上場企業としては、レック(7874 東証一部)と粧美堂(7819 東証一部)が挙げられる。

レックは、多種多様な日用品の製造販売を行っている。20/3 期の品目別売上高構成比は、収納・インテリア用品が 6.8%、サンタリー用品が 14.0%、洗濯用品が 6.2%、清掃用品が 20.1%、キッチン用品が 11.7%、ベビー・キッズ用品が 14.2%、その他が 27.1%であり、同社が手掛けている家事関連分野を主体としている。また、レックのキッチン用品はキッチン洗浄用品が中心であり、同社のキッチン用品とは目的が異なっている。

レックは、販路別売上高を開示していないが、売上高（20/3 期 482 億円）のうち、大創産業向けが 27.1%、セリア向けが 11.2%を占めている。よって、100 円ショップ向けの売上高が少なくとも 184 億円（売上高構成比 38.3%）に達しており、100 円ショップ向けサプライヤーとしてはレックが最大手であると思われる。

粧美堂は、多岐に亘る商品をファブレスメーカーとして販売している。19/9 期の商品区分別売上高構成比は、メイク関連用品、ヘアケア関連用品、トラベル用品、バス・エステ・健康関連グッズ等の化粧雑貨が 59.3%、コンタクトレンズ関連が 19.8%、バッグ、ポーチ・ケース、サイフ類等の服飾雑貨が 13.1%、生活雑貨、文具、行楽用品、ギフト商品等のその他が 7.8%であり、同社が手掛けている分野がほとんどである。

また、粧美堂の業態別売上高構成比（19/9 期）は、ドラッグストア 16.2%、ディスカウントストア 16.1%、バラエティストア 13.8%、100 円ショップ 13.0%、総合スーパー10.9%、ネット通販 10.4%、卸売業者 9.5%、その他 10.4%であり、100 円ショップ向け売上高は 22 億円に過ぎない。また、粧美堂は、ハローキティやポケモン等のキャラクター商品に積極的に取り組んでおり、同社とは商品開発の基本方針が異なっている。

以上のことから、現時点において、レックや粧美堂との競合関係は強くないと思われる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ ギフト向け化粧箱内装用資材織物の販売が創業事業

同社は、藤井愉三現代表取締役社長の父親が、東京都台東区において、織物資材の販売を目的にフジ産業株式会社を 73 年に設立したことで誕生した。創業当時は、法人需要を対象にした贈答品用の化粧箱の内部に使うサテンというなめらかな生地等を印刷会社等の化粧箱メーカーに販売していたが、過剰包装を問題視する風潮が強まった 90 年代になると、バブル崩壊もあり、サテンの売れ行きが落ち込み始めた。

◆ 藤井社長が主導して 100 円ショップ向け雑貨メーカーに変貌

95 年に社長に就任した藤井愉三氏は、消費者需要を対象とした商品へのシフトを決断し、菓子メーカー製品向け包装資材として、リボンや紐を使用した装飾リボン加工品(OEM 商品)の拡販に乗り出した。

90 年代後半には“ラッピング”という言葉が使われ始め、デフレ下で急速に店舗網を伸ばしていた 100 円ショップでは、包装紙やリボン等の売れ行きが伸びていたが、海外消費者を対象としたイラストを用いた商品がそのまま日本で販売されていた。そこで、99 年に同社は、日本の消費者の嗜好に合った包装紙やリボン(ワンプライス商品)を選んで仕入れ、100 円ショップに販売したところ、消費者から大きな反響があった。

手ごたえを感じた同社は、ラッピングを中心としたライフスタイル雑貨事業の拡大を目的に、株式会社アミファ(子会社)を 00 年に設立して、同事業を移管した。その後、販売量の拡大に伴い、自社での商品開発に踏み切った。01 年には中国の製造工場に 100 円ショップ向け商品の製造委託を開始し、その後は順次、委託先を拡大していった。

◆ フルール商品や、デザイン文具、その他商品に事業領域を拡大

04 年には、ラッピング用品の販売先である花屋に対する新商材として、プリザーブドフラワー(フルール商品)の輸入販売を開始した。

10 年には、当時ブーム化していたが、高額だったマスキングテープの低コスト化に取り組んだ結果、100 円ショップ向けの商品開発に成功し、デザイン文具分野へ本格的に進出した。12 年には、100 円ショップ以外での販路開拓を目指し、ライフスタイル雑貨の新ブランド「エメルスタイル」(その他商品)の販売を開始した。

同社は 14 年 10 月、親会社を上回る事業規模となっていたアミファ(子会社)を吸収合併し、商号をアミファに変更した。19 年 9 月、同社は東京証券取引所ジャスダック(スタンダード)市場に上場した。

◆ 経営理念

同社は、“We are smile producers!”を企業理念とし、以下の経営基本方針のもとに事業を展開している。

- ① 情熱あふれるアートや美しいデザインに触れる喜びを、身近くらしへご提供します。
- ② お客様が選び、組み合わせ、工夫し、オンリーワン作りを楽しめる商品をご提案します。
- ③ 夢中になれる幸せな時間、笑顔と感動をお届けし、世の中になく

てはならない企業を目指します。そして、着実な成長と発展を通じて、次の「目指す企業像」の実現を図ってまいります。

なお、同社の社名 (amifa) は、「amenity for all (楽しみをすべての人へ)」に由来している。

◆ 株主

20/9 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 4 の通りである。20 年 3 月末時点において、藤井愉三社長の資産管理会社が筆頭株主、実弟である藤井俊之専務の資産管理会社が第 2 位株主となっている。両者の資産管理会社による保有分と、個人保有分を合計すると、持株比率は 62.2%となる。その他の株主には、従業員持株会、個人投資家、取引先、元取締役が名を連ね、大株主上位 10 名で 68.3%の株式を保有している。

【 図表 4 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	20年3月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	
ウイステリア合同会社	1,150	35.7%	1	代表取締役社長の資産管理会社
レイクラム合同会社	803	24.9%	2	専務取締役の資産管理会社
アミファ従業員持株会	57	1.8%	3	
小野寺美那子	40	1.3%	4	
野極和彦	40	1.2%	5	
藤井愉三	28	0.9%	6	代表取締役社長
藤井俊行	25	0.8%	7	専務取締役
天満紙器株式会社	22	0.7%	8	取引先
村山和治	20	0.6%	9	元取締役
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	16	0.5%	10	
(大株主上位10位)	2,203	68.3%	-	
発行済株式総数	3,225	100.0%	-	

(出所) アミファ 20/9 期第 2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、14/6期以降(14/9期は3カ月決算)の数値が開示されている。19/9期までの3期間で、売上高は年平均10.2%、営業利益は同12.8%、経常利益は同5.5%増加した(図表5)。

【図表5】アミファの業績推移

(単位:百万円)

	14/6期	14/9期	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期
売上高	3,245	634	3,737	3,710	4,112	4,736	4,966
売上総利益	—	—	—	—	1,765	1,913	2,085
売上総利益率	—	—	—	—	42.9%	40.4%	42.0%
販売費及び一般管理費	—	—	—	—	1,482	1,729	1,756
販管費率	—	—	—	—	36.1%	36.5%	35.4%
営業利益	—	—	324	230	282	184	329
営業利益率	—	—	8.7%	6.2%	6.9%	3.9%	6.6%
経常利益	393	48	363	244	313	198	287
	12.1%	7.7%	9.7%	6.6%	7.6%	4.2%	5.8%
当期純利益	259	-185	265	191	230	264	176
期末従業員数(人)	30	30	39	44	55	66	63
外、平均臨時雇用者数(人)	—	—	2	7	10	11	11

(注) 14/6期から16/9期までは未監査、14/9期は3カ月決算

(出所) アミファ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同期間の売上高は、ラッピング用品や文具用品等、ワンプライス商品が牽引役となり、順調に拡大した。営業利益も増加基調にあるものの、原材料価格の高騰に物流費や人件費等の増加が加わった18/9期は大幅減益を余儀なくされた。なお、16/9期は、従業員の増加とオフィスの増床等によるコスト増加等により減益となった。

◆ 19年9月期決算は前期比5%増収、79%営業増益

19/9期決算は、売上高が前期比4.9%増の4,966百万円、営業利益が同78.9%増の329百万円、経常利益が同44.6%増の287百万円、当期純利益が同33.3%減の176百万円となった(図表6)。

取扱商品群別売上高では、主力顧客である100円ショップ各社に対して、タイムリーな新企画や新商品を積極的に提案した結果、ワンプライス商品が前期比9.8%増と伸長した。主要カテゴリー別では、文具用品とラッピング用品が好調だった。一方、OEM商品が同9.2%減、主力商品であるプリザーブドフラワーやハーバリウムが低迷したフルール商品が同38.3%減、その他商品が同20.8%減と、ワンプライス商品以外は低調であった。

売上総利益率については、原材料価格や為替相場の安定や、複数購買の効果等が寄与し、18/9期の40.4%から42.0%に改善した。一方、商

品開発や社内管理の体制強化に伴う人件費の増加を、発送運賃やその他(発送運賃、業務委託費以外)の販売費の抑制等で吸収したため、販管費率も前期の36.5%から35.4%に低下した。結果、営業利益率は前期の3.9%から6.6%に上昇した。同社が経営上重視している付加価値率は、売上総利益率の上昇と販売費の抑制により、18/9期の19.0%から21.6%に上昇した。

【 図表 6 】 19 年 9 月期の業績

(単位：百万円)

	内訳	18/9期	19/9期							増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		4,736	1,525	1,420	2,946	905	1,114	2,020	4,966	4.9%
	ワンプライス商品	4,061	—	—	2,619	802	1,040	1,842	4,461	9.8%
	OEM商品	295	—	—	195	41	31	73	268	-9.2%
	フルール商品	364	—	—	127	55	41	97	224	-38.3%
	その他商品	14	—	—	5	5	0	6	11	-20.8%
売上総利益①		1,913	—	—	1,256	370	458	828	2,085	9.0%
売上総利益率		40.4%	—	—	42.7%	40.9%	41.1%	41.0%	42.0%	—
販売費及び一般管理費		1,729	—	—	900	380	475	856	1,756	1.6%
販管費率		36.5%	—	—	30.6%	42.0%	42.6%	42.4%	35.4%	—
	業務委託費	279	—	—	—	—	—	—	307	10.0%
	発送運賃	405	—	—	—	—	—	—	420	3.5%
	その他販売費	328	—	—	—	—	—	—	285	-13.0%
	販売費合計②	1,013	—	—	—	—	—	—	1,013	-0.1%
営業利益		184	170	187	356	-10	-17	-27	329	78.9%
営業利益率		3.9%	11.1%	13.2%	12.1%	—	—	—	6.6%	—
経常利益		198	—	—	358	-8	-62	-71	287	44.6%
		4.2%	—	—	12.2%	—	—	—	5.8%	—
当期(四半期)純利益		264	—	—	238	-5	-56	-62	176	-33.3%
付加価値額(①-②)		899	—	—	—	—	—	—	1,072	19.2%
売上高付加価値率		19.0%	—	—	—	—	—	—	21.6%	—

(注) 1Q、2Q、上期、3Qは監査法人のレビューを受けていないため、参考ベース。上期、3Q、下期の売上総利益(率)、販管費(率)及び3Q、下期の各損益は証券リサーチセンターの推測

(出所) アマファ有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

18/9 期に 16 百万円計上した保険返戻金が剥落したため、営業外収益は前期の 19 百万円から 0 百万円に減少した一方、19/9 期には株式交付費を 24 百万円、株式公開費用を 13 百万円計上したため、営業外費用は前期の 4 百万円から 42 百万円に増加した。当期純利益が大幅減益となったのは、18/9 期において特別利益に計上した保険解約金(200 百万円)が剥落したためである。

◆ 19 年 9 月期決算は計画を上回った

上場日である 19 年 9 月 19 日に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が 102.7%、営業利益は 121.5%、経常利益は 114.1%、当期純利益は 107.3%であった。

売上高については、フルール商品が 11 百万円、その他商品が 1 百万円計画を下回ったものの、ワンプライス商品が 136 百万円、OEM 商品が 8 百万円計画を上回った。営業利益については、販管費は計画をやや上回ったものの、売上高と売上総利益率が計画をやや上回ったため、計画を 58 百万円超過した。

◆ 20 年 9 月期上期決算は前年同期比 0%減収、8%営業減益

20/9 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の業績は、19/9 期上期には監査法人のレビューを受けていないため前年同期比は参考数値となるが、売上高 2,939 百万円（前年同期比 0.2%減）、営業利益 329 百万円（同 7.7%減）、経常利益 334 百万円（同 7.0%減）、四半期純利益 209 百万円（同 12.3%減）であった（図表 7）。

【 図表 7 】 20 年 9 月期上期の業績

(単位：百万円)

	内訳	19/9期				20/9期				
		上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	進捗率
売上高		2,946	2,020	4,966	4.9%	1,503	1,436	2,939	-0.2%	56.7%
	ワンプライス商品	2,619	1,842	4,461	9.8%	1,354	1,352	2,707	3.4%	57.9%
	OEM商品	195	73	268	-9.2%	119	56	176	-9.5%	67.5%
	フルール商品	127	97	224	-38.3%	28	26	55	-56.6%	23.0%
	その他商品	5	6	11	-20.8%	0	0	1	-74.2%	10.9%
売上総利益		1,256	828	2,085	9.0%	653	649	1,303	3.7%	60.3%
	売上総利益率	42.7%	41.0%	42.0%	-	43.5%	45.2%	44.4%	-	-
販売費及び一般管理費		900	856	1,756	1.6%	492	481	974	8.2%	51.5%
	販管費率	30.6%	42.4%	35.4%	-	32.8%	33.5%	33.1%	-	-
	業務委託費	-	-	307	10.0%	-	-	164	-	-
	発送運賃	-	-	420	3.5%	-	-	254	-	-
	その他販売費	-	-	285	-13.0%	-	-	-	-	-
	販売費合計	-	-	1,013	-0.1%	-	-	-	-	-
営業利益		356	-27	329	78.9%	161	168	329	-7.7%	121.2%
	営業利益率	12.1%	-	6.6%	-	10.7%	11.7%	11.2%	-	-
経常利益		358	-71	287	44.6%	164	170	334	-7.0%	123.4%
	経常利益率	12.2%	-	5.8%	-	10.9%	11.8%	11.4%	-	-
当期（四半期）純利益		238	-62	176	-33.3%	103	106	209	-12.3%	116.4%

(注) 18/9 期上期、下期は監査法人のレビューを受けていないため、参考ベース。18/9 期上期、下期の売上総利益（率）、販管費（率）及び下期の各損益は証券リサーチセンターの推測

(出所) アミファ有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

例年、春節時期（1 月下旬から 2 月中旬）には中国の委託先が生産停止となることや、4 月上旬には中国の委託工場がフル稼働に戻ったことから、新型コロナウイルス問題の生産面での影響はほぼなく、販売面でも上期末まではフルール商品を除いて大きな影響はなかった。

取扱商品群別売上高では、主力顧客である 100 円ショップ各社に対す

るタイムリーな企画提案に注力した結果、ワンピース商品は2,707百万円(前年同期は2,619百万円)となり、他商品の不振をカバーした。一方、OEM商品は176百万円(同195百万円)、新型コロナウイルス問題の影響を受けたフルール商品が55百万円(同127百万円)、その他商品が1百万円(同5百万円)であった。

ワンピース商品の主要顧客別売上高比率は、セリアが47.8%(19/9期同期は48%)、大創産業が33.5%(同35%)、キャンドウが12.1%(同11%)、ワッツが3.9%(同3%)、その他が2.6%(同3%)であった。

売上総利益率については、原価低減活動を継続した結果、18/9期上期比1.7%ポイント改善し、44.4%となった。一方、物流関連経費の抑制に努めたものの、給与体系の改定や、人材の採用等による人件費の増加や、上場維持費用の増加等により、販管費率は前年同期比2.5%ポイント上昇し、33.1%となった。

通期計画に対する上期の進捗率は、売上高が56.7%(前年同期は59.3%)、営業利益が121.2%(同108.2%)であった。同社には売上高が上期よりも落ち込む下期に営業損失となる季節性があるため、営業利益の進捗率が100%を上回ったことに意外感はない。

> 他社との比較

◆ 100円ショップを販路に持つ雑貨メーカーと比較

当センターは、100円ショップに雑貨等を供給するメーカーを類似企業として選定した。具体的には、清掃用品やサニタリー用品等、幅広いジャンルの製品を100円ショップ等に販売するレックと、ドラッグストアや100円ショップ等に化粧雑貨等を販売する粧美堂である(図表8)。

各社を比較すると、規模では、96年に上場し、幅広いジャンルの製品を手掛けているレックが2社を大きく引き離して首位に立っている。ドラッグストアやディスカウントストア等幅広い販路を持ち、コンタクトレンズ事業も展開する粧美堂は、売上高、総資産で同社を大きく上回っている。同社は、経常利益では粧美堂と同額であるが、総合的に見て3位と言える。

財務の安全性に関しては、固定資産をほとんど持たず、借入金残高を大きく上回る現預金を保有する同社が他2社を大きく引き離している。残り2社では、長期借入金で調達した資金のほとんどを現預金に残しているレックの流動比率が粧美堂を大きく上回っているが、自己資本比率と固定長期適合率はほぼ同水準であり、総合的には2社の間に大きな差は見られない。

収益性では、売上高営業利益率ではレックよりも低水準であるものの、資産効率に優れる同社が自己資本利益率と総資産経常利益率で他 2 社を上回る。レックは、自己資本利益率と総資産経常利益率で 2 位であり、粧美堂に対しては優位にある。

【 図表 8 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	アミファ	レック	粧美堂
	コード 直近決算期	7800 19/9期	7874 20/3期	7819 19/9期
売上高	百万円	4,966	48,211	16,785
規模 経常利益	百万円	287	4,250	287
総資産	百万円	2,871	65,456	12,848
自己資本利益率	%	9.6	8.6	3.3
収益性 総資産経常利益率	%	10.5	7.1	2.2
売上高営業利益率	%	6.6	8.6	1.6
売上高 (3年平均成長率)	%	10.2	9.2	-1.9
成長性 経常利益 (同上)	%	5.5	6.4	-4.1
総資産 (同上)	%	14.8	20.7	-1.6
自己資本比率	%	70.9	46.1	40.3
安全性 流動比率	%	662.9	547.1	236.1
固定長期適合率	%	6.9	37.2	31.4

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
(出所) アミファ及び各社の有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

成長性については、総資産と経常利益の伸び率でレックが首位に立っているが、レックの総資産の伸びは、過去3期において借入金で調達した資金の多くを現預金として保有しているため、評価には当たらない。

売上高の伸び率では同社が1位で、レックが2位、経常利益の伸び率ではレックが1位で、同社が2位であるため、甲乙はつけがたい。営業利益の伸びも参考にすると、レックの年平均4.0%増に対して、同社は同12.8%増であるため、同社がやや優位であると評価できる。

全体的には、比較対象会社に比べて同社は小規模ではあるが、安全性や収益性、成長性では魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は企画開発と営業に集中した組織体制にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、企画開発と営業に集中した組織体制に関係している（図表9）。

【図表9】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客 ・大手顧客の100円ショップに対する依存度が高い ・日本各地のエンドユーザーに大量の商品を供給している ・菓子メーカーや大手スーパーマーケット等にOEM商品を供給している	・売上上位3顧客の売上高構成比	84.4%	
		・100円ショップ向け商品の販売数量	約8,700万個	
		・OEM商品の売上高構成比	5.4%	
	ブランド	・アマファブランドは100円ショップ業界や同社製品のユーザーには知られているものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・100円ショップ向け雑貨の販売開始からの経過年数	21.0年（20年8月時点）
			・上場からの経過年数	1.0年（20年8月時点）
			・生産委託先である中国の主力工場数	約40工場
事業パートナー	・中国の工場を中心に生産は全て外部委託している	・海外調達比率	約87%	
		・委託先の倉庫業者数	4社	
	・商品の入荷検品・在庫管理・出荷等のハンドリング業務は、取扱商品別に外部倉庫業者に委託している ・国内外のフリーランスのイラストレーターを積極的に活用している	・外注先のフリーランスイラストレーター数	100名以上	
		・年間新商品アイテム数	約1,500アイテム	
組織資本	プロセス ・同社の企画の趣旨に沿うように、自社のデザイナーと外部のイラストレーターが共同作業で商品デザインすることで、毎年、大量の新商品を投入できる開発体制を構築している ・「持たざる経営」の基本方針のもと、生産や物流を外部委託するファブレスメーカーとして、付加価値率、自己資本利益率、配当性向を目標とする経営指標に定めている	・販売アイテム数に占める新商品アイテム数の割合	約5割	
		・付加価値率 { (売上総利益 - 販売費) ÷ 売上高 }	21.6%	
		・自己資本利益率	9.6%	
	知的財産 ノウハウ ・ハロウィン、クリスマス等、様々な季節のイベントに合わせた商品の開発力に優れている ・卓越した商品の企画力、生産量の管理力により、棚卸資産評価損を低水準に抑制している	・配当性向	29.7%	
		・季節商品の売上高比率	約4割	
		・売上高に占める棚卸資産評価損の割合	0.7%	
人的資本	経営陣 ・社長は包装材や雑貨の業界で長年の経験があり、95年から社長に就任している ・社長を中心とした経営陣による高い経営へのコミットメント	・社長の在任年数	25.5年（20年8月時点）	
		・社内取締役（資産管理会社を含む）による保有株数	2,006千株（62.7%）	
	従業員 ・女性を中心としたデザイナーを積極的に採用し、「アマファ」の世界観を大切に商品造りを推進している ・インセンティブ制度	・従業員数（臨時雇用者を除く）	63名	
		・デザイナー数（臨時雇用者を含む）	33名	
	・従業員持株会の保有株数	53千株（1.7%）		
	・ストックオプションの未行使株数	35千株（1.1%）		

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、19/9期または19/9期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役保有分を含む

(出所) アミファ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、「持たざる経営」を標榜し、ファブレスメーカーとして、100円ショップで雑貨を購入する消費者の心を掴む商品作りを心掛けています。消費者の気持ちがわかり、アマファブランドの世界観を理解する女性を中心としたデザイナー等の商品開発部署と、100円ショップ業者のニーズを捉え、開発チームに伝える営業部署の従業員（臨時雇用者を含む）の合計が総従業員のほぼ3分の2を占めている。

こうした組織を構築したことにより、季節のイベントに対応した商品構成や、消費者の購入意欲を刺激する新商品の積極的な投入が可能となり、同社は100円ショップの消費者と事業者に強く支持される存在となったと当センターでは考えている。

一方、製造を外部委託しているため、資産規模が低水準に抑制されており、同社は資産効率が高い。結果として、売上高営業利益率(19/9期)は6.6%にとどまるものの、総資産経常利益率や自己資本利益率は10%前後と良好な水準となっている。こうしたことから、商品開発と営業に集中した組織体制が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、商品開発における素材選択について、今後はプラスチック製品を減らして、紙製品を増やす方針を示している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、顧客の購入行動等を社会貢献に結び付ける活動を行っている。例えば、07年からエクアドル産プリザーブドフラワーの売上高の一部をエクアドルの児童就学支援組織であるNPO「エクアドルの子どものための友の会(SANE)」に寄付をしており、19年時点の累計寄付額は270万円に達している。

09年には、自社のオンラインショップに寄せられたレビュー数に比例した金額を、開発途上国の子どもに対するワクチン接種を推進している「世界の子どもにワクチンを日本委員会(JCV)」へ寄付する活動を開始し、19年10月時点の累計寄付額は約35千人分のワクチンに相当する金額に到達した。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、16年12月より、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は、監査等委員ではない取締役4名(うち、社外取締役1名)と、監査等委員である取締役3名(うち、社外取締役は3名)で構成されており、社外取締役が過半を占めている。

監査等委員ではない社外取締役の米田康三氏は、平田機工(6258 東証一部)の代表取締役社長を務める等、経営経験が豊富であり、スリーフィールズ合同会社代表社員や、アネスト岩田(6381 東証一部)、フォーライフ(3477 東証マザーズ)、北越メタル(5446 東証二部)の社外取締役を兼務している。14年12月に同社の社外取締役に就任した。

常勤の監査等委員である社外取締役の蒲生邦道氏は、東洋エンジニアリング(6330 東証一部)のCFOを歴任する等、財務や会計の知識が豊富であり、なとり(2922 東証一部)の社外取締役を兼務している。

16年12月に同社の社外取締役(監査等委員)に就任した。

非常勤の監査等委員である社外取締役の山田昭氏は、弁護士であり、スリーフィールズ合同会社代表社員や、デンヨー(6517 東証一部)、ブラザー工業(6448 東証一部)の社外監査役等を兼務している。15年1月に同社の社外取締役に就任した後、16年12月に監査等委員に就任した。

もう1人の監査等委員である社外取締役の佐藤勝男氏は、出光興産(5019 東証一部)の常勤監査役を務めた後、16年1月、同社の社外監査役に就任した後、16年12月に監査等委員に就任した。なお、米田氏、蒲生氏、山田氏、佐藤氏は、同社株式を15千株ずつ保有している。

19年9月期の株主総会招集通知によれば、19/9期に開催された22回の取締役会において、蒲生氏、山田氏、佐藤氏は全22回、米田氏は21回に出席した。当事業年度に開催された16回の監査等委員会については、蒲生氏、山田氏、佐藤氏共に全16回に出席している。

同社は、監査等委員ではない社外取締役、監査等委員である社外取締役及び代表取締役社長によって構成される指名・報酬委員会を設置している。取締役(監査等委員である取締役を除く)及び執行役員の指名と報酬等の決定について、同委員会は取締役会に対する諮問機関として位置付けられている。

以上のことから、全体として、同社の経営に関する監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 特定の販売先や業界への依存度の高さ

100円ショップ業界は寡占化が進んだ業界ではあるが、同社はセリアと大創産業の2社に売上高の7割前後、100円ショップ業界に売上高の8~9割を依存している。2社との関係は良好であるが、特定の販売先や業界への依存度の高さは、同社にとって大きな課題であると当センターでは認識している。

◆ 仕入・調達における中国依存度の高さ

同社は、製造を外部企業に委託しているが、海外企業からの仕入・調達金額が約87%を占めており、全体の7割以上は中国からの仕入・調達となっている模様である。コストや、品質、納期等で中国の優位性は高いと見られるものの、カントリーリスクを考慮すれば、中国依存度の高さは同社の課題であると当センターでは捉えている。

> 今後の事業戦略

◆ 4つの重点戦略の実施による企業価値の向上を目指す

同社は、21/9期を初年度とする3カ年の中期経営計画を策定し、売上高、利益等の増大を通じて企業価値の向上を目指している。数値目標についての言及はないが、以下の4つの重点戦略を掲げている。

- ① 商品開発力・企画提案営業力の更なる向上
- ② 企画開発・製造・品質管理・物流プロセスの改善
- ③ 変動費（原価及び販売費）の効率化による収益性の改善
- ④ アマファの世界観を実現するプロフェッショナル集団への進化

重点戦略の中でも、商品開発力や企画提案営業力の向上は特に重要であり、100円ショップ市場の深掘りや、100円ショップ以外の販路開拓に繋げる方針である。

◆ 未開拓分野への進出による100円ショップ市場の更なる深掘り

同社は、ワンプライス商品で現在手掛けているラッピング、キッチン、文具、クラフトに加え、未開拓の新カテゴリー分野の商品を開発することで、100円ショップ向け供給メーカーとしてのシェア拡大を目指している。具体的には、粧美堂が得意とするコスメ及び服飾雑貨や、ホビー、アニメグッズ等を参入検討分野としている模様である。

◆ 100円ショップ以外の販路開拓による成長

同社には、100円ショップ以外の小売業態からの引き合いが増加しているようであり、相手先のニーズに合った商品を開発することで、販売チャネルを多様化し、収益の成長を図る方針である。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> 外部のイラストレーターと自社のデザイナーを巧みに組織化して、効率的にデザインの内製化を実現していること 創業来、取り扱っている繊維や紙に加えて、フィルムやプラスチック等を含め、幅広い素材を使用して商品を開発できること 「高いデザイン性」「購入しやすさ」「ワクワク感」を兼ね備えた商品群を統一した世界観で開発していること 企画・開発に特化することで、毎期、販売アイテム数の半分程度を新商品が占めていること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 特定顧客からの収益への依存度が高いこと 事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> 100円ショップ市場の拡大 取扱カテゴリーの拡充による100円ショップ向け商品の拡販 100円ショップ以外の販路開拓
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 大幅な円安や材料価格の上昇が生じた場合、100円ショップに供給できる商品が減少したり、採算が悪化したりする可能性があること 中国に災害や何らかの重大なトラブルが発生した場合、商品の仕入れに支障をきたす可能性があること クリスマス等のイベント時期に外出自粛が要請された場合、売上高や商品在庫等に大きな影響が及ぶ可能性があること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 100円ショップ以外の販路開拓を目指す姿勢を評価したい

同社の最大の課題は、特定の販売先と業界に対する依存度の高さであるが、100円ショップ以外の販路開拓は、成長戦略であると同時に、顧客や対象業界の分散によるリスク低減に向けた戦略でもあり、同社の課題解決に寄与するものと考えられる。

また、100円ショップ以外に対する商品開発は、ワンプライス商品よりも単価が高い商品も含まれると見られる。高単価商品の売上高構成比の上昇は、原材料価格の高騰時や円安時において、価格転嫁による採算悪化の軽減にも寄与すると考えられる。こうした点から、当センターでは、100円ショップ以外に販路を広げる同社の姿勢を長期的な観点から高く評価している。

◆ 未開拓分野の開拓に関する評価は難しい

一方、未開拓分野の開拓によって、100円ショップ業界の供給メーカーとしてのシェア拡大を目指す戦略に関しての評価は難しい。同社にはファブレスメーカーとしての生産面の柔軟性はあるものの、新カテゴリーには当該分野に特化した競合企業が存在することに加え、新たなカテゴリーへの商品投入は、開発効率や収益性の低下を招く恐れがあるためである。また、上手く行ったとしても、特定の取引先と同業界に対する依存度を更に高めることに繋がることも気になる点である。当センターは、今後、新カテゴリーの売上高の推移と、開発効率や収益性の変化について、注意深く見守る方針である。

> 今後の業績見通し

◆ 20年9月期会社計画は4%増収、18%営業減益、6%経常減益

20/9期の会社計画は、売上高 5,185 百万円（前期比 4.4%増）、営業利益 272 百万円（同 17.5%減）、経常利益 271 百万円（同 5.8%減）、当期純利益 180 百万円（同 1.9%増）である（図表 11）。

【図表 11】アミファの20年9月期の計画

(単位：百万円)

	内訳	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	
		実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		4,112	4,736	4,966	5,185	4.4%
	ワンプライス商品	3,473	4,061	4,461	4,673	—
	OEM商品	317	295	268	261	—
	フルール商品	282	364	224	238	—
	その他商品	38	14	11	11	—
売上総利益		1,765	1,913	2,085	2,163	3.7%
	売上総利益率	42.9%	40.4%	42.0%	41.7%	—
販売費及び一般管理費		1,482	1,729	1,756	1,891	7.7%
	販管費率	36.1%	36.5%	35.4%	36.5%	—
営業利益		282	184	329	272	-17.5%
	営業利益率	6.9%	3.9%	6.6%	5.2%	—
経常利益		313	198	287	271	-5.8%
	経常利益率	7.6%	4.2%	5.8%	5.2%	—
当期純利益		230	264	176	180	1.9%

(注) 20/9 期計画の売上高の内訳、売上総利益（率）、販管費（率）等は決算説明会資料に基づく証券リサーチセンターの推測

(出所) アミファ有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、新型コロナウイルス問題の影響を具体的に算定することが困難であると、上期決算発表時に通期計画を据え置いた。

取扱商品群別売上高は、ワンプライス商品が前期比 212 百万円増、OEM 商品が同 7 百万円減、フルール商品が同 14 百万円増、その他の商品が同横ばいと計画している。100 円ショップ業界の成長を背景に、ワンプライス商品の増収を計画しているが、前期末に見られた前倒し出荷の反動を想定し、増収率の鈍化を見込んでいる。

営業利益については、増収効果による増益を見込む一方、売上総利益率の若干の悪化と、従業員の待遇改善、採用・育成等のコストや上場維持費用等（販管費）の増加を織り込み、減益を予想している。

上場関連費用の剥落により、経常減益率は営業減益率を下回る見通しとなっている。また、法人税の負担率の低下を見込み、当期純利益は前期比増益を予想している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の20/9期業績を、売上高5,078百万円(前期比2.2%増)、営業利益273百万円(同17.1%減)、経常利益278百万円(同3.3%減)、当期純利益185百万円(同4.8%増)と予想する(図表12)。

【図表12】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	18/9期	19/9期	20/9期CE	20/9期E	21/9期E	22/9期E
損益計算書						
売上高	4,736	4,966	5,185	5,078	5,319	5,532
前期比	15.2%	4.9%	4.4%	2.2%	4.7%	4.0%
(取扱商品群別)						
ワンピース商品	4,061	4,461	4,673	4,700	4,930	5,140
OEM商品	295	268	261	245	235	228
フルール商品	364	224	238	130	150	160
その他商品	14	11	11	3	4	4
売上総利益	1,913	2,085	2,163	2,184	2,285	2,379
売上総利益率	40.4%	42.0%	41.7%	43.0%	43.0%	43.0%
販売費及び一般管理費	1,729	1,756	1,891	1,911	1,989	2,058
販管費率	36.5%	35.4%	36.5%	37.6%	37.4%	37.2%
営業利益	184	329	272	273	296	321
前期比	-34.9%	78.9%	-17.5%	-17.1%	8.4%	8.5%
営業利益率	3.9%	6.6%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%
経常利益	198	287	271	278	296	322
前期比	-36.6%	44.6%	-5.8%	-3.3%	6.5%	8.8%
経常利益率	4.2%	5.8%	5.2%	5.5%	5.6%	5.8%
当期純利益	264	176	180	185	198	216
前期比	15.0%	-33.3%	1.9%	4.8%	7.0%	9.1%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) アマファ決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

会社計画に対しては、売上高は107百万円下回ると見込んだものの、営業利益は1百万円、経常利益は7百万円上回ると予想した。当センターでは、売上高は、20/9期上期実績と新型コロナウイルス問題を踏まえ、フルール商品を中心に同社予想を下回ると考えた。一方、20/9期上期の売上総利益率の改善を踏まえ、営業利益は会社計画とほぼ同水準と予想した。経常利益については、20/9期上期に計上された営業外収益が通期でも貢献すると考えた。

取扱商品群別売上高については、上期が順調だったワンピース商品は、下期についても巣ごもり消費関連を中心に100円ショップの販売が堅調に推移しているため、通期で前期比5.3%増と予想した。ワンピース商品以外については、上期実績を踏まえ、OEM商品は同8.7%減、フルール商品は同42.2%減、その他商品は同74.6%減と見込んだ。

売上総利益率については、20/9 期上期実績が前年同期比 1.7%ポイント改善したことを踏まえ、前期の 42.0%から 43.0%に上昇すると見込んだ。販管費については、20/9 期上期に増加した人件費や上場維持費用等の経費の影響が通期に及ぶと想定し、1,911 百万円（前期比 8.8%増）と見込んだ。結果、販管費率は前期の 35.4%から 37.6%に悪化し、営業利益率は前期の 6.6%から 5.4%に低下すると見込んだ。

21/9 期は、新型コロナウイルス問題による悪影響がほぼなくなるという前提を置いて、売上高 5,319 百万円（前期比 4.7%増）、営業利益 296 百万円（同 8.4%増）、経常利益 296 百万円（同 6.5%増）、当期純利益 198 百万円（同 7.0%増）と見込んだ。

取扱商品群別売上高については、100 円ショップの出店拡大や、同社の市場シェアの若干の上昇を想定し、ワンプライス商品は前期比 4.9%増と予想した。ワンプライス商品以外については、OEM 商品は同 4.1%減と減少継続を想定した一方、前期の落ち込みが大きかったフルール商品（同 15.4%増）とその他商品（同 33.3%増）はやや回復すると見込んだ。

売上総利益率については、前期比横ばいの 43.0%と予想した。販管費については、20/9 期に増加した販売費以外の経費の伸びが鈍化すると想定し、1,989 百万円（前期比 4.1%増）と見込んだ。結果、販管費率は前期の 37.6%から 37.4%に低下し、営業利益率は前期の 5.4%から 5.6%にやや上昇すると見込んだ。

22/9 期は、売上高 5,532 百万円（前期比 4.0%増）、営業利益 321 百万円（同 8.5%増）、経常利益 322 百万円（同 8.8%増）、当期純利益 216 百万円（同 9.1%増）と見込んだ。

取扱商品群別売上高については、100 円ショップの出店拡大や、同社の市場シェアの若干の上昇を想定し、ワンプライス商品は前期比 4.3%増と予想した。ワンプライス商品以外については、OEM 商品は同 3.0%減と減少継続を見込んだ。フルール商品は同 6.7%増、その他商品は同横ばいと予想した。

売上総利益率については、前期比横ばいの 43.0%と予想した。販管費については、経費の伸びが鈍化すると想定し、2,058 百万円（前期比 3.5%増）と見込んだ。結果、販管費率は前期の 37.4%から 37.2%に低下し、営業利益率は前期の 5.6%から 5.8%にやや上昇すると見込んだ。

同社は、株主に対する利益還元を経営の重要課題の一つと認識している。将来の事業展開と経営基盤強化のために必要な内部留保を確保しつつ、安定的かつ継続的な配当を実施することを基本方針としており、

配当性向 30%を目標としている。18/9 期と 19/9 期は 19 円の配当を実施し、20/9 期も 19 円を予想している。当センターでは、同社の目標配当性向と当センターの業績予想を前提に、20/9 期と 21/9 期は 19 円、22/9 期は 21 円の配当を予想した。

【 図表 13 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	18/9期	19/9期	20/9期CE	20/9期E	21/9期E	22/9期E
貸借対照表						
現金及び預金	572	1,115		1,081	1,137	990
受上債権	834	382		391	409	425
棚卸資産	949	1,163		1,212	1,226	1,271
その他	72	39		40	40	41
流動資産	2,429	2,701		2,726	2,813	2,728
有形固定資産	66	59		55	49	44
無形固定資産	39	30		24	24	211
投資その他の資産	56	79		79	79	79
固定資産	161	170		160	153	335
資産合計	2,591	2,871		2,886	2,967	3,063
買掛金	45	24		24	25	27
1年内返済予定長期借入金	116	88		70	70	17
未払法人税等	47	59		46	49	52
その他	223	235		216	225	230
流動負債	431	407		357	369	328
長期借入金	245	157		254	254	254
その他	269	269		272	274	274
固定負債	514	426		360	292	274
純資産合計	1,644	2,037		2,168	2,305	2,460
(自己資本)	1,644	2,037		2,168	2,305	2,460
(非支配株主持分+新株予約権)	-	-		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	399	287		278	296	322
減価償却費	32	34		40	28	30
売上債権の増減額(ーは増加)	83	452		-8	-18	-16
棚卸資産の増減額(ーは増加)	-77	-213		-49	-13	-44
仕入債務の増減額(ーは減少)	13	-20		0	1	2
その他	-165	30		-15	10	4
法人税等の支払額	-177	-107		-105	-95	-101
営業活動によるキャッシュ・フロー	108	462		138	208	196
有形固定資産の取得による支出	-30	-16		-21	-12	-12
無形固定資産の取得による支出	-7	-4		-10	-10	-200
その他	378	0		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	340	-20		-30	-22	-212
短期借入金の純増減額(ーは減少)	-320	-		0	0	0
長期借入金の借入れによる収入	350	-		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-105	-116		-88	-70	-70
配当金の支払額	-69	-52		-60	-61	-61
その他	0	276		7	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-144	107		-141	-131	-131
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	305	542		-34	55	-146
現金及び現金同等物の期首残高	267	572		1,115	1,081	1,137
現金及び現金同等物の期末残高	572	1,115		1,081	1,137	990

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想
(出所) アマファ決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ セリアや大創産業等の特定の取引先への高い依存

同社は、17/9 期、18/9 期、及び 19/9 期において、セリアに対する販売額が売上高の 4 割を超えているほか、大創産業に対する販売額が売上高の 3 割前後を占めている。大手顧客との取引は継続的なものであると見られるが、相手先の事情や経営施策等によって取引が大きく減少した場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 上期に利益が偏重する季節性

ギフトラッピング、デザイン文具、キッチン・テーブルウェア、フラワー関連商品等の同社商品は、ハロウィン (10 月)、クリスマス (12 月)、バレンタイン (2 月) 等の季節イベントに関連して販売されるものが多い。そのため、売上高が上期に集中する傾向がある (図表 14)。

【 図表 14 】 アミファの四半期業績推移

(単位:百万円)

	18/9期					19/9期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	1,447	1,405	936	947	4,736	1,525	1,420	905	1,114	4,966
構成比 (%)	30.6%	29.7%	19.8%	20.0%	100.0%	30.7%	28.6%	18.2%	22.4%	100.0%
営業損益	162	120	-30	-68	184	170	187	-10	-17	329

(注) 構成比の合計値は、四捨五入の関係で必ずしも 100%にならない場合がある。各四半期の数値は監査法人のレビューを受けていない。

(出所) アミファ有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

一方、給料及び手当等の固定費が各四半期に比較的安定して計上されることや、第 4 四半期に賞与費用が計上されることから、同社の利益は上期に偏重する季節性があり、売上高が上期に比べて落ち込む下期は営業損失となる傾向があることに留意したい。

◆ 原材料価格の高騰や円安による採算悪化リスク

同社の海外調達比率は約 87%であり、その大半が米ドル建てとなっているため、円安ドル高は採算悪化要因となる。同社は為替予約等のヘッジ取引を行っているものの、リスクを完全には回避出来ない可能性がある。また、原材料価格が高騰した際、ワンプライス商品においては、原材料費の上昇を製品価格に転嫁することが困難であるため、採算の悪化や販売数量の減少に繋がる可能性がある。

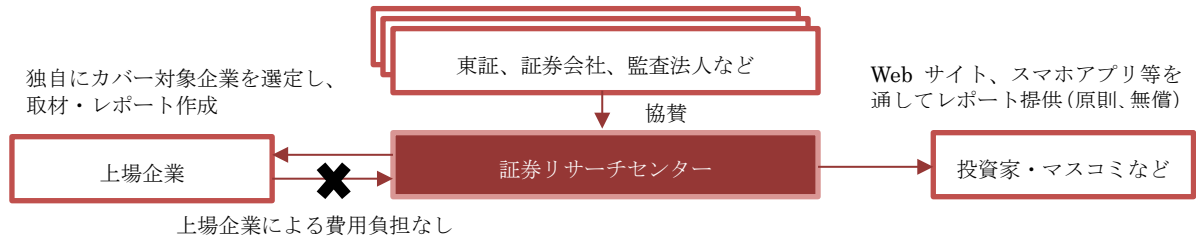
◆ 中国からの調達依存度の高さ

同社の中国からの調達比率は 7 割以上と推測され、中国の政治、経済状態が急変、混乱した場合、商品調達に支障が生じ、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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。