

マックハウス

(7603・JASDAQスタンダード)

2013年3月11日

客単価上昇で、増益見通しは変わらず

アップデートレポート

(株)QBR
橋爪 亜矢子

主要指標 2013/3/7 現在

| | |
|------------------|---------------------|
| 株価 | 798 円 |
| 昨年来高値 | 888 円 (13/02/14) |
| 昨年来安値 | 396 円 (12/01/11) |
| 発行済株式数 | 15,597,638 株 |
| 売買単位 | 100 株 |
| 時価総額 | 12,446 百万円 |
| 予想配当 (会社) | 40.0 円 |
| 予想EPS (アナリスト) | 94.65 円 |
| 実績PBR | 0.82 倍 |

直前のレポート発行日

| | |
|---------|------------|
| ベーシック | 2012/07/19 |
| リサーチノート | 2012/11/02 |

既存店売上高は想定を下回って推移も、客単価は上昇

13年2月期(12年3月~13年2月)の既存店売上高は12年2月期比0.5%減少。QBRの従来の通期計画(同1.6%増)および会社の通期計画(同0.2%増)を下回った。震災後の販売減の反動で上期(12年3~8月)は前年同期比2.6%増加したが、下期は同3.3%減少と苦戦。残暑や降雪など天候不順の影響で客数が減少したのが響いた。

一方、客単価は11年1月以降上昇が続いている。自社が開発を手掛けるライセンスブランド「LeeCooper」(12年9月から発売開始)や値下げ販売の抑制などが寄与した。



売上総利益率の改善などで営業増益。30円増配へ

13年2月期3Q累計業績(3~11月)は前年同期比3割の営業増益。不採算店舗の整理に取り組んできた影響もあり、売上高は同3.7%減少したが、値下げ販売の抑制や高採算なPB(プライベートブランド)商品の販売構成比の高まりなどによる売上総利益率の改善が要因。

なお、会社は13年2月期の1株当たり期末配当金の見通しを10円→30円に増額することを発表した。上期実績10円とあわせ通期で12年2月期比30円増の40円を計画。今後の安定した業績成長が見込めるとの判断から増配に踏み切った。

QBR予想を減額するが、増益見通しは変わらず

QBRは3Q累計業績および足元の販売動向を踏まえ、従来QBR予想を減額(下表参照)。客数が減少基調で推移し、既存店売上高の伸びが低いためだ。14年2月期以降は円安の影響が懸念されるものの、PB商品の拡販、生産拠点との連携強化などによるコスト低減で吸収するとみており、14年2月期は13年2月期比5.3%の営業増益を予想する。

| 業績動向 | | | 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 % | 当期純利益 百万円 | 前期比 % | EPS 円 |
|---------|----|--------------------------|------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|--------------|----------|----------|
| 2012/02 | 通期 | 実績 | 40,449 | -4.6 | 2,064 | - | 2,112 | - | 1,895 | - | 121.55 |
| 2013/02 | 通期 | 会社予想 (2013年1月発表) | 39,200 | -3.1 | 2,610 | 26.5 | 2,750 | 30.2 | 1,400 | -26.1 | 90.96 |
| | | 新・アナリスト予想 | 38,800 | -4.1 | 2,440 | 18.2 | 2,580 | 22.2 | 1,450 | -23.5 | 94.65 |
| | | 旧・アナリスト予想 (2012年7月発表) | 40,500 | 0.1 | 3,000 | 45.3 | 3,150 | 49.1 | 1,700 | -10.3 | 110.97 |
| 2014/02 | 通期 | 新・アナリスト予想 | 39,700 | 2.3 | 2,570 | 5.3 | 2,770 | 7.4 | 1,550 | 6.9 | 101.17 |
| | | 旧・アナリスト予想 (2012年7月発表) | 41,700 | 3.0 | 3,300 | 10.0 | 3,500 | 11.1 | 1,900 | 11.8 | 124.02 |

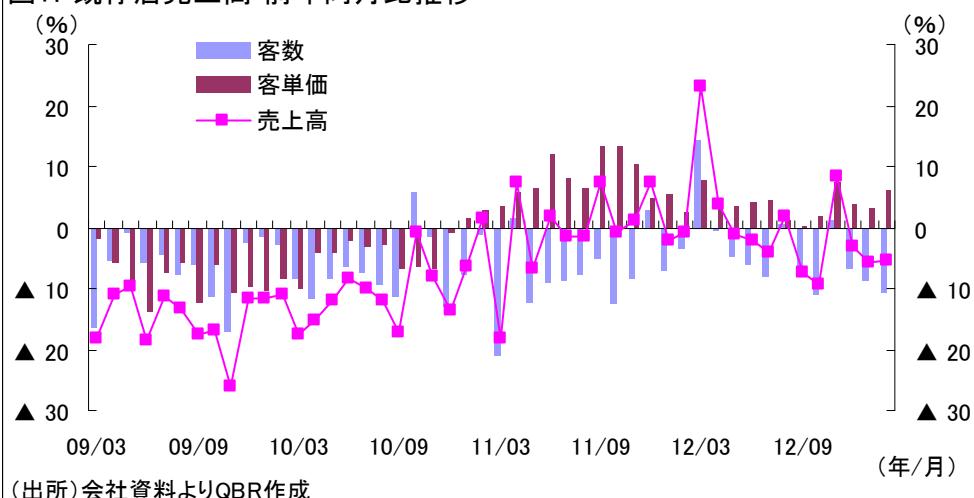
業 績

13年2月期の既存店売上高は0.5%減少

前13年2月期（12年3月～13年2月）の既存店売上高は12年2月期比0.5%減少。QBRの従来の通期計画（同1.6%増）および会社の通期計画（同0.2%増）を下回った。震災による落ち込みの反動のあった上期（12年3～8月）の既存店売上高は前年同期比2.6%増と健闘したが、下期（9月～13年2月）は同3.3%減と苦戦した。残暑の影響で9～10月の秋物の実需要期の販売が振るわず3Q（9～11月）は同2.2%減少。降雪による客数の落ち込みもあり、4Q（12月～13年2月）以降も12月が前年同月比3.2%減少、1月が同5.8%減少。2月も同5.3%減少した。

客数が減少基調で推移した半面、客単価は11年1月から上昇が続いている。前期は12年2月期比4.1%増加した（既存店ベース）。値下げ販売の抑制効果や不採算店舗の整理に加え、前下期（12年9月～13年2月）は12年9月から発売を開始した同社が商品開発を手掛けるライセンスブランド「LeeCooper」の寄与が大きかったようだ。「LeeCooper」は国内では販売実績が少なく認知度が低いが、100年の歴史を持つ英国発祥の老舗ブランドで、欧州では最も古いジーンズメーカーとして知られ、世界88カ国での販売実績を持つ。マックハウスが国内での独占販売権（3年契約）を取得しており、PB（プライベートブランド＝自社企画）商品と同様に、自由に商品開発を手掛けることができる。これまでマックハウスになかったヨーロッパティストの商品が補完できるうえ、デザイン性などを付加することで比較的高い単価設定が可能になっており、独自商品であるため他社との価格競争にも巻き込まれにくく。客単価上昇とともに売上総利益率の改善に寄与しているようだ。

図1. 既存店売上高 前年同月比推移



3Q 累計は
営業 3 割増益

直近決算である 3Q 累計（12 年 3～11 月）の単体業績について簡単に触れておく。売上高は前年同期比 3.7% 減の 284 億円、営業利益は同 30.4% 増の 19 億円だった。不採算店舗の整理に取り組んできた影響（図 2）もあり減収となつたが、値下げ販売の抑制や高採算な PB 商品の販売構成比の高まりなどにより、売上総利益率が同 1.6 ポイント改善。非効率な店舗の退店や販促方法の見直しなどの効果で、販管費率が改善したことも寄与し、営業増益となつた（図 3、4）。

図2. 店舗数推移

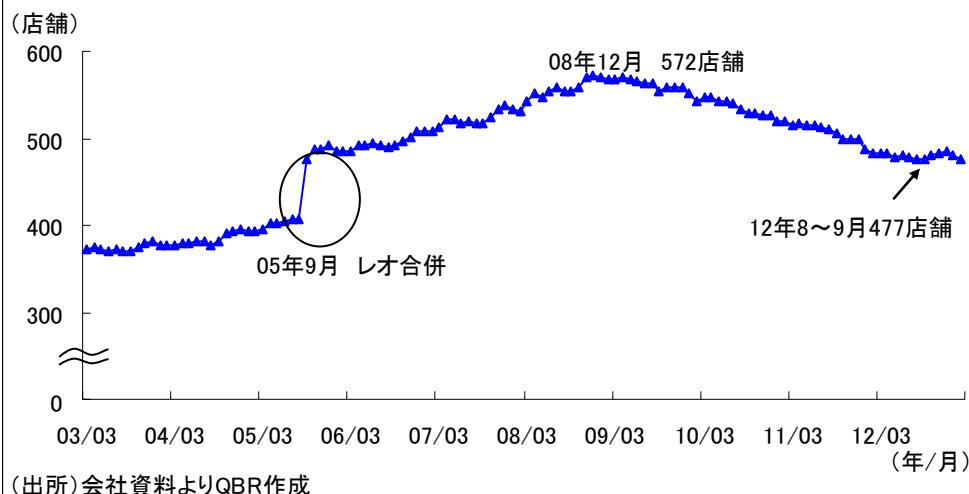


図3. 3Q 累計業績推移

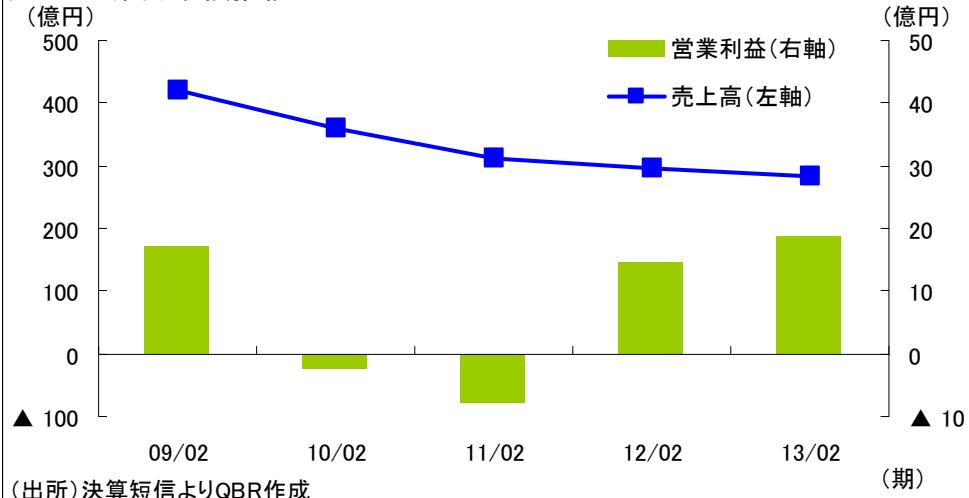
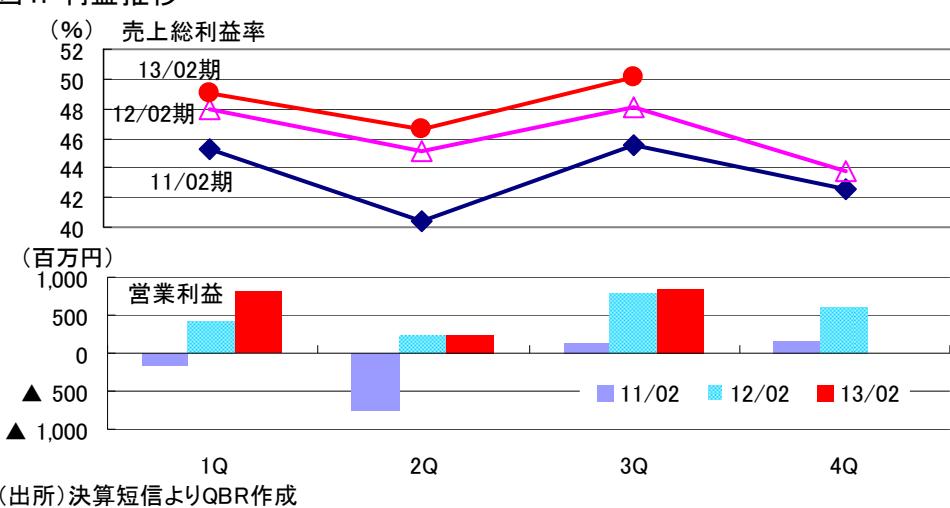


図4. 利益推移



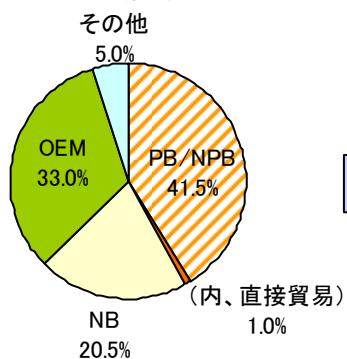
自社企画商品の構成比が高まる

会社は中期的に売上総利益率 50%の達成を目標値（12年2月期実績 46.2%）として掲げており、在庫管理精度の向上とともに、PB商品の開発を強化している。今後も「LeeCooper」などのブランド商品や、ナノプラチナを配合し抗菌・防臭効果のあるデニムなど、機能性を付加したPB商品の割合を高め、NB（ナショナルブランド）商品やOEM（外部メーカーに商品の企画提案を依頼）商品への依存度を減らしていく考え（図5）。

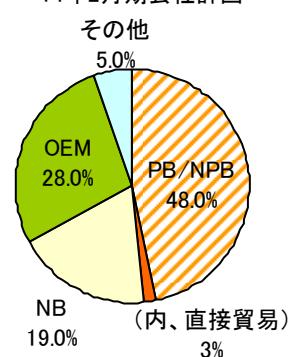
PB商品の構成比を高めた場合、天候不順やトレンドを外すなどの理由で売れ残り在庫を抱え、販売効率が悪化するリスクはあるが、競合との値下げ競争に陥らない戦略として有効だろう。実際、同社ではPB商品の構成比を高めながら、11年2月期以降は商品回転率を上昇させてきた（図6）。

図5. PB・NPBの構成比アップ

13年2月期会社計画

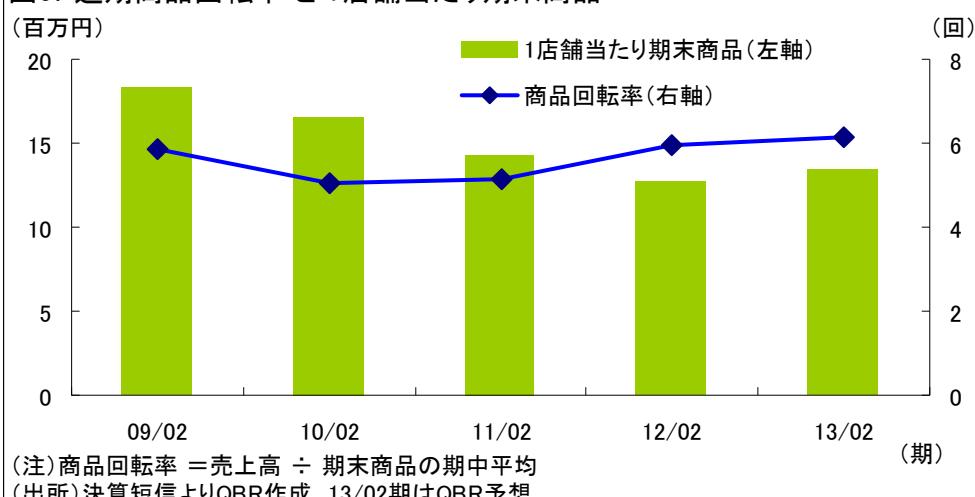


14年2月期会社計画



(注)PB=自社開発商品、NPB=ブランド名を活用した自社開発商品、NB=外部有力ブランド、
OEM=外部提案商品の買取
(出所)会社資料よりQBR作成

図6. 通期商品回転率と1店舗当たり期末商品



店舗立地の多様化にも取り組み、出店機会が拡大

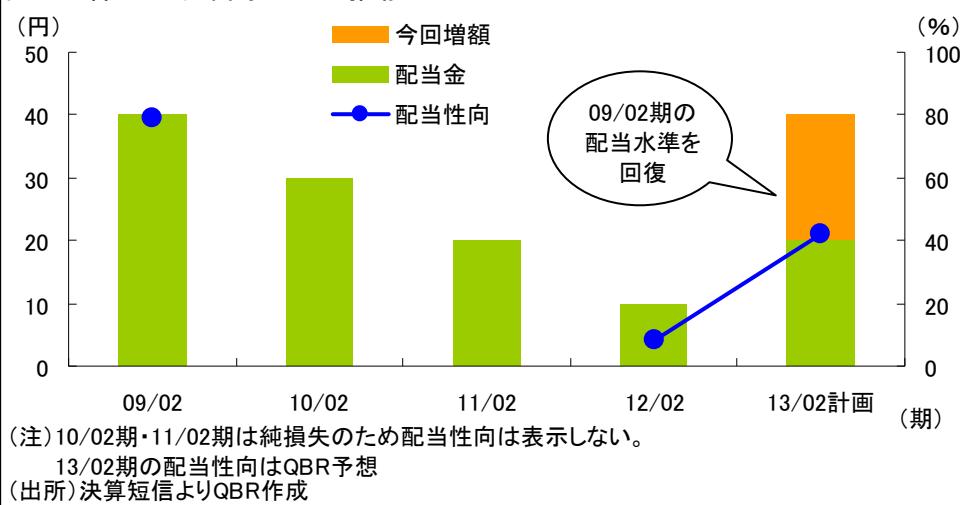
会社は、収益重視の着実な成長を実現するため、出店立地の見直しなどにも取り組んでいる。従前はロードサイドへの単独出店が中心だったが、消費者の購買動向の変化を捉え、郊外型ショッピングセンターへの出店を強化。従来の100坪型よりコンパクトな50~70坪型の出店フォーマットの開発などにより出店できる立地タイプが拡大し、デベロッパーからの出店要請も高まっているようだ。50~70坪型の小規模店舗は、アイテム数を削減することで商品回転率が向上し、販管費削減にも寄与している。今後もこうした高採算の店舗への取り組みを強化していく考えだ。



前期 1 株当たり配当金を 40 円に 30 円増額へ

会社は、前13年2月期の1株当たり期末配当金計画について10円→30円への増額を発表。上期実績10円とあわせ通期で12年2月期比30円増の40円となる見通し。業績悪化（10年2月期は29億円の純損失、11年2月期は21億円の純損失）に伴い、10年2月期は30円、11年2月期は20円。12年2月期の純利益は19億円と黒字回復したものの、店舗の新設・改装など設備投資をはじめ事業拡大に備えて内部留保を確保するため10円と引き下げてきたが、今後の業績の安定成長が見込めるとの判断から増配に踏み切った。

図7. 1株当たり年間配当金推移



客単価上昇で
13年2月期、
14年2月期とも
増益予想は
変わらず

QBRは3Q累計業績および足元の販売動向がQBR予想を下回っていることを踏まえ、7月に予想した13年2月期通期の単体業績を見直し、売上高405億円→388億円(12年2月期比4.1%減)、営業利益30億円→24億円(同18.2%増)、純利益17億円→15億円(同23.5%減)に減額する。既存店売上高(同0.5%減)の伸びがQBR想定(同1.6%増)より低かったのが減額の主因。また、出店数(21店舗)は会社計画通りとみていたQBR従来予想程度(20店舗)だったが、退店数(27店舗)はQBR予想(10店舗)を上回った。前年並みを見込んでいた売上高予想は減収予想へと見直す。ただ、値下げ販売の抑制やPB商品の拡販などにより売上総利益率が改善し、営業増益になるという見方には変わりない。営業利益が増益予想なのに対し、純利益が2桁減益予想なのは、10年2月期、11年2月期と続いた純損失による繰越欠損金で前期は税金費用がマイナス(純利益の増加要因)となっていた反動を見込んでいるため。QBRによる既存店売上高予想は会社計画を下回っており、売上高および営業利益とも会社計画より低くみているが、3Q累計実績まで店舗減損など特別損失が例年より少ないとなどを勘案し、純利益は会社計画を若干上回ると予想する。

14年2月期の単体業績予想についても、売上高417億円→397億円(13年2月期QBR予想比2.3%増)、営業利益33億円→26億円(同5.3%増)、純利益19億円→16億円(同6.9%増)に下方修正する。競争激化による客数の減少を余儀なくされる一方で、PB商品の拡販などにより客単価は上昇基調が続くとみており、既存店売上高は前年並みで底堅く推移すると想定。出店は30店舗、退店は10店舗の従来想定を据え置く。円安による輸入商材の仕入れ価格上昇などの懸念もあるが、客単価の上昇のほか、生産拠点との連携強化、高採算な店舗への取り組みなど、コスト低減により吸収していくとみている。



| | | | 2010/02 | 2011/02 | 2012/02 | 2013/02 予 (アナリスト) |
|-----------------------|----------------|-----|---------|---------|---------|----------------------|
| 株価推移 | 株価(年間高値) | 円 | 579 | 450 | 487 | - |
| | 株価(年間安値) | 円 | 402 | 290 | 266 | - |
| | 月間平均出来高 | 百株 | 2064.17 | 1764.08 | 1482.66 | - |
| 業績推移 | 売上高 | 百万円 | 48,942 | 42,411 | 40,449 | 38,800 |
| | 営業利益 | 百万円 | -132 | -633 | 2,064 | 2,440 |
| | 経常利益 | 百万円 | 40 | -466 | 2,112 | 2,580 |
| | 当期純利益 | 百万円 | -2,895 | -2,102 | 1,895 | 1,450 |
| | E P S | 円 | -185.66 | -134.85 | 121.55 | 94.65 |
| | R O E | % | -19.4 | -16.9 | 14.2 | 10.0 |
| 貸借対照表 主要項目 | 流動資産合計 | 百万円 | 22,133 | 19,315 | 21,008 | - |
| | 固定資産合計 | 百万円 | 9,423 | 8,185 | 7,526 | - |
| | 資産合計 | 百万円 | 31,557 | 27,501 | 28,534 | - |
| | 流動負債合計 | 百万円 | 13,800 | 11,932 | 11,001 | - |
| | 固定負債合計 | 百万円 | 2,902 | 3,129 | 3,354 | - |
| | 負債合計 | 百万円 | 16,703 | 15,062 | 14,355 | - |
| | 株主資本合計 | 百万円 | 14,854 | 12,439 | 14,178 | - |
| | 純資産合計 | 百万円 | 14,854 | 12,439 | 14,178 | - |
| キャッシュフローカル計算書 主要項目 | 営業活動によるCF | 百万円 | -1,258 | -902 | 2,698 | - |
| | 投資活動によるCF | 百万円 | 107 | 223 | -941 | - |
| | 財務活動によるCF | 百万円 | -668 | -414 | -281 | - |
| | 現金及び現金同等物の期末残高 | 百万円 | 10,612 | 9,518 | 10,994 | - |

リス ク 分 析

事 業 に 関 す る リ ス ク

●国内の消費環境

個人消費は少子高齢化の進行などにより伸び悩んでいる。今後、消費税の引き上げなどの要因が加わることで、想定を上回る落ち込みとなった場合、業績に影響を及ぼす可能性がある。

●競合激化

他業界から衣料品小売事業への参入、既存小売企業のPB商品の拡販、価格競争の激化など、競合激化により業績に影響を及ぼす可能性がある。

●商品計画とトレンドの不一致

天候不順や流行の変化、消費者の嗜好の変化などにより衣料品の需要は左右される。これらの要素を勘案して商品計画を行っているが、商品計画とトレンドが一致しなかった場合、業績に影響を及ぼす可能性がある。

●商品生産の特定地域への依存リスク

商品は中国をはじめとするアジア各国からの輸入品が多く、各国の政治、経済、法制度などの著しい変動や自然災害などにより、商品供給や仕入原価に影響を及ぼす可能性がある。

●店舗賃貸借物件についてのリスク

店舗の多くはロードサイドの賃貸借物件であり、契約期間中の貸主の倒産などにより保証金の一部または敷金の全部が回収できなくなる可能性がある。

●パートタイム従業員に係る費用の増加リスク

多数のパートタイム従業員を雇用しており、今後、年金等に関する改正が行われた場合、人件費が増加し業績に影響を及ぼす可能性がある。

●個人情報の取扱について

個人情報について個人情報保護方針・マニュアルを制定し、従業員教育など社内制度を強化しているが、個人情報の流出により問題が発生した場合、社会的信用の失墜および損害賠償責任などにより、業績に影響を及ぼす可能性がある。

●減損会計の影響について

店舗業績の悪化などにより一部の事業用資産等について減損損失が発生する可能性がある。

ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、大証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、大証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、大証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を大証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、大証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、大阪証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.ose.or.jp/jasdaq/5578>