

三栄コーポレーション

(8119・JASDAQスタンダード)

2014年12月19日

15/3期上期は経常利益が24%増。会社期初計画を超過

アップデートレポート

(株) Q B R
堀内 敏成

主要指標 2014/12/18 現在

株価	2,331円
年初来高値	2,396円 (07/08)
年初来安値	1,999円 (05/01)
発行済株式数	2,552,946株
売買単位	100株
時価総額	5,951百万円
予想配当 (会社)	90.0円
予想EPS (アナリスト)	212.91円
実績PBR	0.62倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2014/07/23
アップデート	-

家電事業の損益改善などが2割超の経常増益に大きく寄与

15/3期上期の連結業績は、売上高201億円（前年同期比7.6%増）、営業利益1.3億円（同6.2%増）、経常利益1.8億円（同23.6%増）となった。会社側期初計画に対しては、OEM（相手先ブランドによる製造）事業の伸長などにより、売上高で超過。子会社三發電器（家電事業）の損益改善などの寄与により、経常利益でも上回った。同社の事業の両輪であるOEM事業、ブランド事業はともに增收を達成。セグメント別では、利益面で服飾雑貨事業、家電事業の貢献が大きかった。純利益は同86.2%減の0.6億円となったが、前年同期に関係会社株式売却益6.7億円（特別利益）を計上した反動が主因。15/3期通期の連結業績について会社側は、セグメントごとの利益見通しを修正したが、連結全体については期初見通しを据え置いた。

円安など踏まえ、16/3期の利益を減額も増益予想は変わらず

QBRでは15/3期通期の連結業績について、会社計画と同額を予想しており、今回は予想を据え置くこととする。国内における消費増税の影響長期化、外為市場での円安の進行など懸念要因はあるものの、家電事業の損益が下期に一段と改善する見通しであることなどを考慮した。

続く16/3期は円安の影響（原価の悪化要因）が本格的に波及する見込みであることなどを踏まえ、下表の通り、利益のみ減額する。しかし、会社側の中長期的な経営構想に沿ったOEM事業の国内外での拡大、ブランド事業の伸長による収益性改善の効果などにより、增收増益を確保するとの見通しは変わらない。

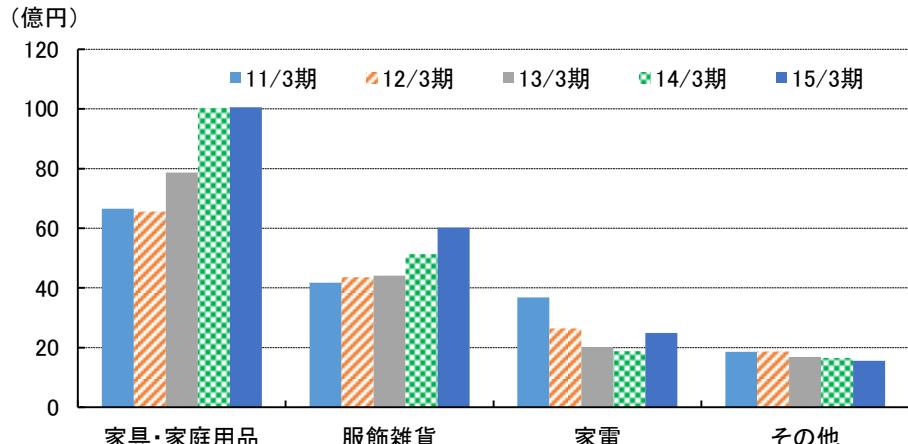
業績動向			売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2014/03	2Q(4~9月)	実績	18,714	17.0	124	-64.0	143	-65.7	472	185.4	202.11
2015/03	2Q(4~9月)	実績	20,132	7.6	131	6.2	177	23.6	64	-86.2	27.68
2014/03	通期	実績	39,890	15.4	397	-69.9	485	-64.9	458	-43.8	195.729
2015/03	通期	新・会社予想	2014年5月の会社計画から変更なし								
		会社予想 (2014年05月発表)	40,000	0.3	830	109.0	780	60.8	500	9.1	212.91
		新・アナリスト予想	2014年7月のアナリスト予想から変更なし								
		アナリスト予想 (2014年07月発表)	40,000	0.3	830	109.0	780	60.8	500	9.1	212.91
2016/03	通期	新・アナリスト予想	41,100	2.8	880	6.0	840	7.7	539	7.8	229.52
		アナリスト予想 (2014年07月発表)	41,100	2.8	950	14.5	910	16.7	585	17.0	249.11

15/3 期上期は、
売上高、経常利益
で期初計画超過

- 15/3 期上期は売上高、経常利益で期初計画を超過

15/3 期上期の連結業績は、売上高 201.3 億円（前年同期比 7.6% 増）、営業利益 1.3 億円（同 6.2% 増）、経常利益 1.8 億円（同 23.6% 増）と増収増益を達成した。同社の事業の両輪である OEM 事業、ブランド事業がともに増収を達成。セグメント別でも、家具・家庭用品事業、服飾雑貨事業、家電事業の各セグメントの売上高が増加し、連結全体の増収に寄与。円安の進行に伴う原価の上昇などにより、売上総利益率は同 1.1 ポイント悪化したものの、増収効果、販管費の抑制などにより、営業増益を達成。リストラ効果による子会社三発電器（家電事業）の損益改善なども貢献した。前年同期に関係会社を売却したことにより、持分法投資利益が減少したものの、為替差損益の改善などが寄与して経常利益は 2 割を超える増益となった。純利益は同 86.2% 減の 0.6 億円となったが、前年同期に関係会社株式売却益 6.7 億円（特別利益）を計上した反動が主因。会社側期初計画（売上高 190.0 億円、営業利益 1.7 億円、経常利益 1.5 億円）に対しては、OEM 事業において国内専門店向けの売り上げが増加したことなどが寄与して売上高で上回ったほか、経常利益でも上回った。

図1. 事業セグメント別売上高推移(上期ベース)



(出所)三栄コーポレーション公表資料よりQBR作成

OEM 事業、ブランド事業がともに増収

- OEM 事業、ブランド事業がともに増収

同社は OEM（相手先ブランドによる製造）事業とブランド事業を展開しており、14/3 期の売上高構成比は OEM 事業 76%、ブランド事業 24%。OEM 事業はアジアを中心に製造ネットワークを構築しており、日本向けのみならず、北米・欧州にも輸出している。ブランド事業はドイツの「ビルケンシュトック」（ドイツ製コンフォートシューズ）、「キプリング」（ベルギーのファッショナブル）など海外の優れたブランド商品を国内に紹介する輸入商社的事業を展開するほか、小売事業も積極的に展開している。15/3 期上期の売上

高は、OEM事業が148.8億円（前年同期比6%増）、ブランド事業が52.5億円（同13%増）。ブランド事業がより堅調に推移したことで、上期の売上高構成比はOEM事業74%、ブランド事業が26%となった。同社は中長期的に、ブランド事業の構成比を40%に高めることを目標としている。

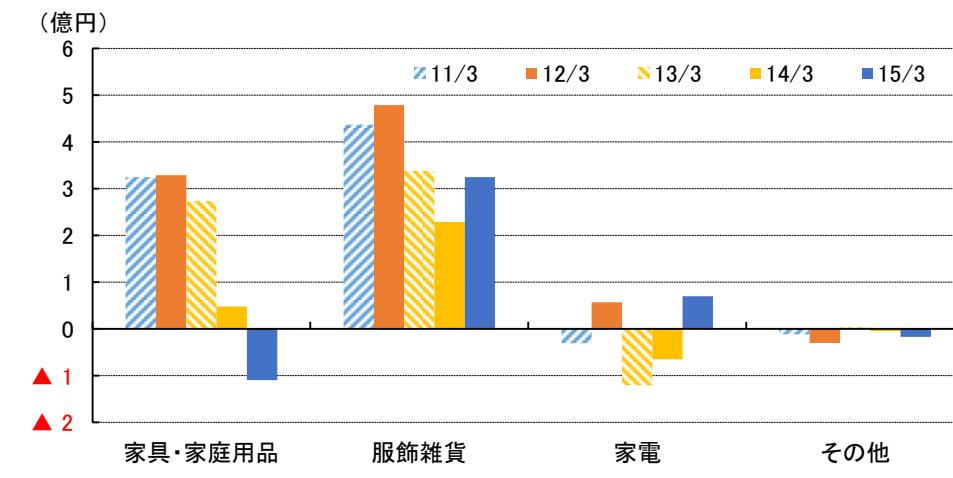
服飾雑貨事業が4割超の営業増益

● 服飾雑貨事業が4割超の営業増益

15/3期上期のセグメント別業績をみると、家具・家庭用品事業セグメントが、売上高100.6億円（前年同期比0.2%増）、営業損益で1.1億円の赤字（前年同期は0.5億円の黒字）となった。同事業でセグメントの売上高の大半を占めるOEM事業で、前年同期に発生した欧州向け特需の反動減があったものの、ブランド事業が堅調に推移し、セグメント全体では増収を確保。利益面ではOEM事業が円安や経費増が響いて減益となったほか、ブランド事業も赤字が継続し、セグメントの営業損益は赤字となった。

服飾雑貨事業は、売上高60.3億円（前年同期比17.4%増）、営業利益3.3億円（同41.8%増）となった。2桁増収となった主な要因は、(1) OEM事業でトラベル関連商材などが好調に推移し、国内向け、中国向けが特に伸長、(2) ブランド事業で、ビルケンシュトック、キプリングがいずれも伸びた、などである。4割超の営業増益に寄与したのは、OEM事業の増収。ブランド事業はビルケンシュトックの収益が改善したものの、キプリングは新店投資など経費増により赤字となった。関係会社ビルケンシュトックジャパン単体の14/12期上期業績は、売上高25.9億円（前年同期比7%増）、経常利益1.2億円（同33%増）。販売台数を増加させる戦略（低価格帯の新規商材投入など）が奏功し、EC（電子商取引）販売なども好調に推移。ファッショントレンドの追い風もあり、増収・大幅増益となった。

図2. セグメント別営業利益推移(上期ベース)



家電事業の損益が大幅改善

● 家電事業の損益が大幅改善

家電事業セグメントは、売上高 25.0 億円（前年同期比 32.5% 増）、営業損益は 0.7 億円の黒字に転換した（前年同期は 0.7 億円の赤字）。OEM 事業で日本国内向け中国向け販売が好調に推移。ブランドでも調理家電の販売が伸び、3割を超える増収に寄与。利益面では、子会社三發電器の損益改善が黒字転換に寄与した。三發電器単体の 14/12 期上期業績は、売上高で 13.3 億円（前年同期比 66% 増）、経常損益で 1.0 億円の黒字（前年同期は 1.6 億円の赤字）。受注が好調に推移したほか、前期に抜本的なリストラを実施した効果で損益が大きく改善した。

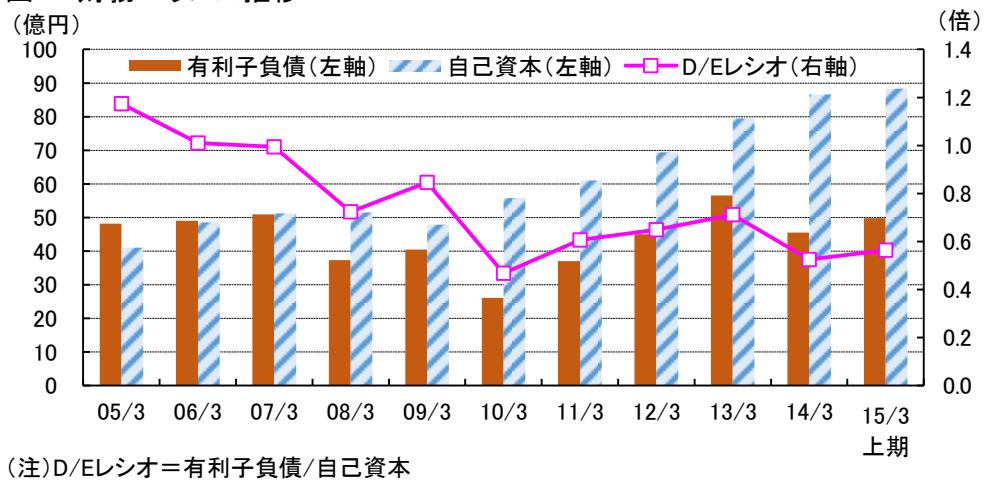
その他事業（ホームセンター向けペットフード供給、ペットショップ経営、輸送資材等の事業、新事業など）は、売上高 15.5 億円（前年同期比 6.2% 減）、営業損益は 0.2 億円の赤字（前年同期は 6 百万円の赤字）となった。

● 今期計画の配当性向は 42%

同社の財務指標の推移をみると、13/3 期、14/3 期に連続して営業減益となったことに伴い、資産効率、資本効率も悪化傾向にある。しかし、自己資本は着実に増加しており、有利子負債を大幅に上回る水準（図 4 参照）。消費者の多様化するニーズへの対応、ブランド事業などでの M&A の展開などの投資に対応する財務基盤は十分と評価できよう。

株主への利益還元に関して同社は、(1) 安定的かつ継続的な配当実施、(2) 配当性向 30%を目処、(3) 企業体質の強化を図るための内部留保の充実、を基本方針としている。15/3 期の 1 株当たり年間配当金は 90 円（うち期末 50 円）を計画。通期の会社側純利益見通し 5.0 億円を達成した場合の配当性向は 42%となる。株主優待の実施を含めた同社の株主還元姿勢は高く評価できよう。なお、現株価水準での年配当利回りは約 3.9%に達する。

図3. 財務バランス推移



業 績

会社側は 15/3 期
通期のセグメント別
利益見通しを修正

● 会社側は 15/3 通期のセグメント別利益見通しを修正

15/3 期通期の連結業績について会社側は、セグメントごとの利益見通しを見直したものの、連結全体については期初見通しを据え置いた。売上高 400 億円（前期比微増）、営業利益 8.3 億円（同 2.1 倍）、経常利益 7.8 億円（同 61% 増）の計画。上期実績の進捗率は、売上高 50%（前年同期実績 47%）、営業利益 16%（同 31%）、経常利益 23%（同 30%）。セグメント別の計画については、上期の実績を踏まえて、家具・家庭用品事業および服飾雑貨事業の営業利益計画を小幅下方修正する一方、家電事業を上方修正、その他事業を据え置いた（表 1 参照）。

家具・家庭用品事業は、売上高の見通し 198.7 億円（前期比 5% 減）を据え置く一方、営業利益は 3.1 億円→1.7 億円（同 15% 減）に減額した。下期は OEM 事業の収益がやや伸び悩むことを想定。ブランド事業は売り上げが堅調に推移するものの、拡販に向けたコストが膨らむ見込み。服飾雑貨事業も、売上高 116.2 億円（同 7% 増）を据え置くが、営業利益は 5.4 億円→5.2 億円（同 2% 増）と小幅減額する。国内 OEM 事業が好調を維持する一方、ブランド事業はビルケンシュトックの減益、キプリングの経費増などが影響する見通し。ビルケンシュトックジャパンの通期見通しは、売上高 52.9 億円（同 6% 増）、経常利益 2.3 億円（同 23% 減）と通期では減益となる見通し。下期に計画外で期間限定店の出店があり、売上高は初めて 50 億円を超える見込み。ただ、一部価格の据え置き、円安の進行などによる売上総利益率の悪化が響く模様。

家電事業は、売上高 47.9 億円（同 11% 増）は据え置くが、営業利益は 1.9 億円から 3.1 億円に増額する（前期は 0.7 億円の赤字）。通期でも三發電器の回復が寄与し、ブランド事業でのコスト増をカバーする見込み。三發電器はリストラ効果に加え、下期の受注もほぼ確定しており、通期で売上高 29.5 億円（同 59% 増）、経常利益 2.4 億円（前期は 3.1 億円の赤字）と大幅な改善を想定している。その他事業は期初の見通しを据え置き、売上高 37.2 億円（同 2% 減）、営業利益 0.3 億円（同横ばい）を見込む。海外 OEM 事業が伸び悩むものの、国内 OEM 事業の収益改善でカバーする見通し。

表1. セグメント別営業利益計画 (単位: 億円)

	14/3期 実績	15/3期 期初計画	15/3期 修正計画
家具・家庭用品事業	2.0	3.1	1.7
服飾雑貨事業	5.1	5.4	5.2
家電事業	▲ 0.7	1.9	3.1
その他	0.3	0.3	0.3
調整額	▲ 2.8	▲ 2.4	▲ 2.0
連結	3.9	8.3	8.3

(注) 修正計画は15/3期上期業績公表時計画

(出所) 三栄コーポレーション公表資料

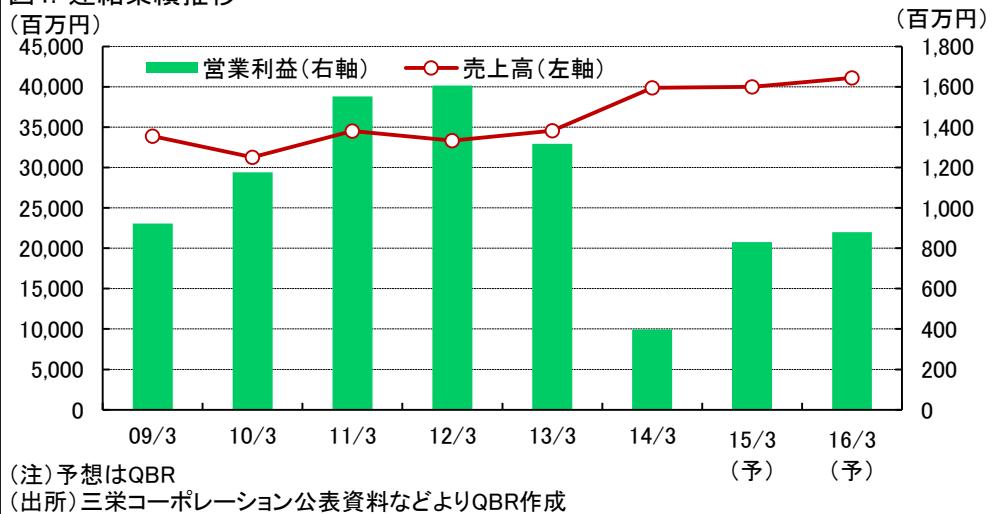
業 績

15/3 期通期の
QBR 予想を据え置き

● 15/3 期通期の QBR 連結業績予想を据え置き

15/3 期通期の連結業績について QBR では、会社計画と同額の売上高 400 億円（前期比微増）、営業利益 8.3 億円（同 2.1 倍）を予想しており、今回は予想を据え置くこととする。(1) 消費増税の影響長期化により、国内消費環境が振るわない、(2) 外為市場で円安が進行しており、直近では一時 1 ドル=120 円台をつけた、などの懸念要因がある一方で、(A) 同社の OEM 事業の主要な取引先である良品計画（7453）の業績が順調に推移、(B) 同社の家電事業の損益改善が想定以上に進捗、などの支援材料もある。上期実績の通期予想に対する進捗率は、前 14/3 期実績に比べ利益面で遅れが目立つが、家電事業の損益は下期に一段と改善する見通し。このため、今回は予想を変更せず、3Q 以降の業績動向を注視することとした。

図4. 連結業績推移



16/3 期の利益予想
を減額するも、増益
は維持すると見込む

● 16/3 期の利益予想を減額するも、増益は維持すると予想

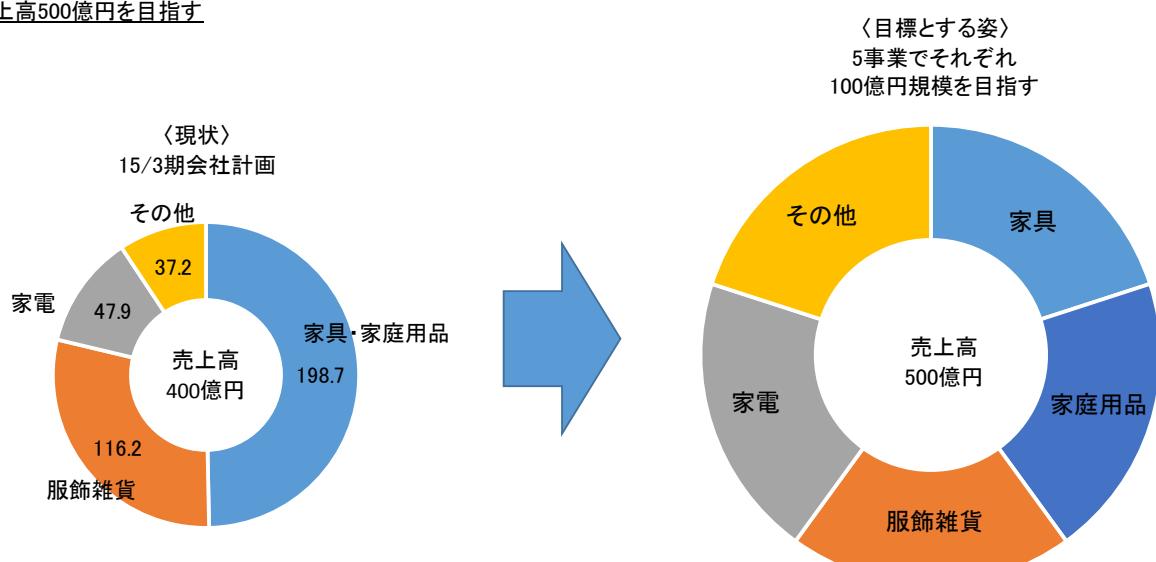
経営の中長期的な方向性に関し同社は、(1) 売上高 500 億円を目指す、(2) ブランド事業で収益を確保し、OEM 事業で業容のさらなる拡大を狙う、(3) 海外取引を拡大し、市場環境の変化に対応、為替相場に左右されにくい体质へ、(4) 調達先を多様化させる（中国以外に東南アジアでの調達比率を高める）、などの目標を掲げている。15/3 期は 23 期ぶりに売上高 400 億円を達成する見込みであり、既述のように、ブランド事業の構成比引き上げ、調達先の多様化などが進みつつある。

16/3 期の連結業績について QBR では、足元で進行する円安の影響が本格的に波及する見込みであることなどを踏まえ、前回予想を利益面のみ減額し、売上高 411 億円（前期比 3% 増）、営業利益 9.5 億円→8.8 億円（同 6% 増）とする。14 年 4~6 月期および 7~9 月期の GDP がマイナス成長となり、政

府は消費税再増税（8%→10%）を15年10月から17年4月に先送りした。QBRでは今後、日銀の量的緩和の継続とともに政府によるデフレ脱却に向けた経済政策が強化されるとみており、国内消費環境は改善に向かうと予想。同社の売上高増加に寄与すると見込む。円安進行は同社にとり、原価圧迫要因となるものの、一方で原油など資源市況の大幅な下落がコスト低減につながると予想する。会社側の中長期的な経営構想に沿ったOEM事業の国内外での伸長による業容拡大、ブランド事業の拡大に伴う収益性改善効果などもあり、16/3期は增收増益を確保するとみている。

図5. 中長期の方向性

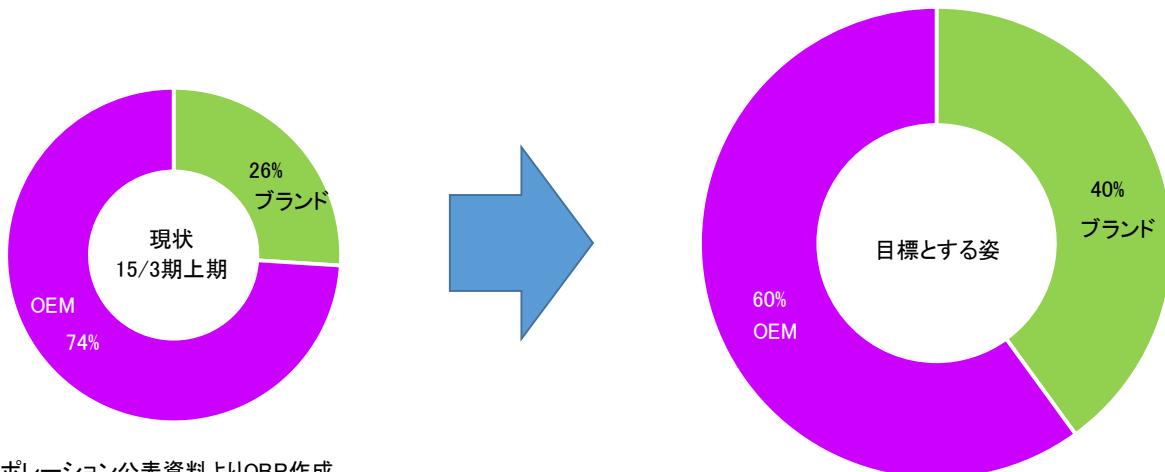
①早期に売上高500億円を目指す



(出所)三栄コーポレーション公表資料よりQBR作成

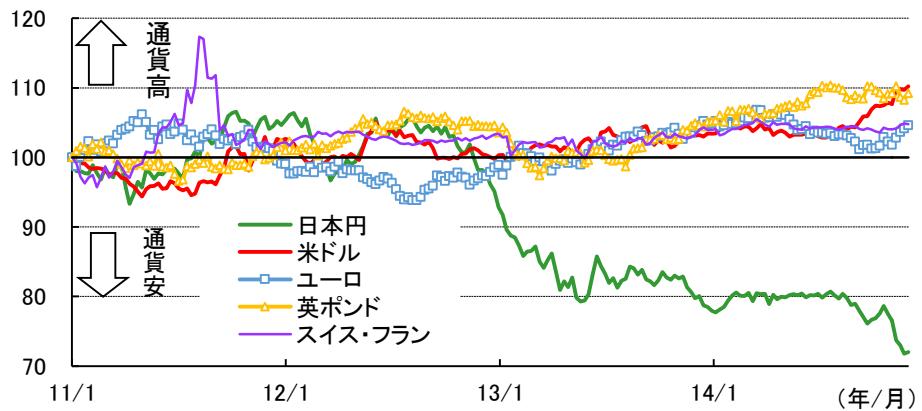
図6. 中長期の方向性

②ブランド事業で安定した収益を確保し、OEM事業で業容の更なる拡大を狙う



(出所)三栄コーポレーション公表資料よりQBR作成

図7. 主要先進国通貨 名目実効レート推移(週次)

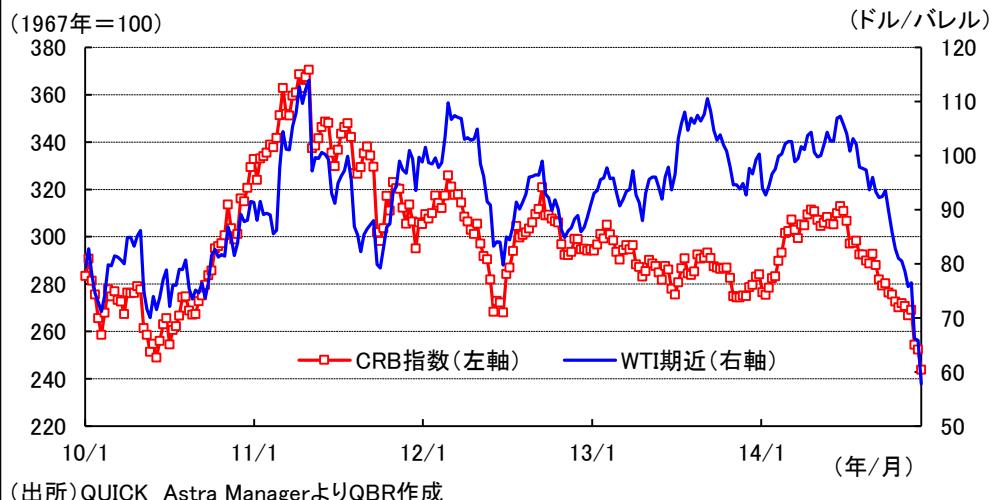


(注1)日経通貨INDEX08年基準

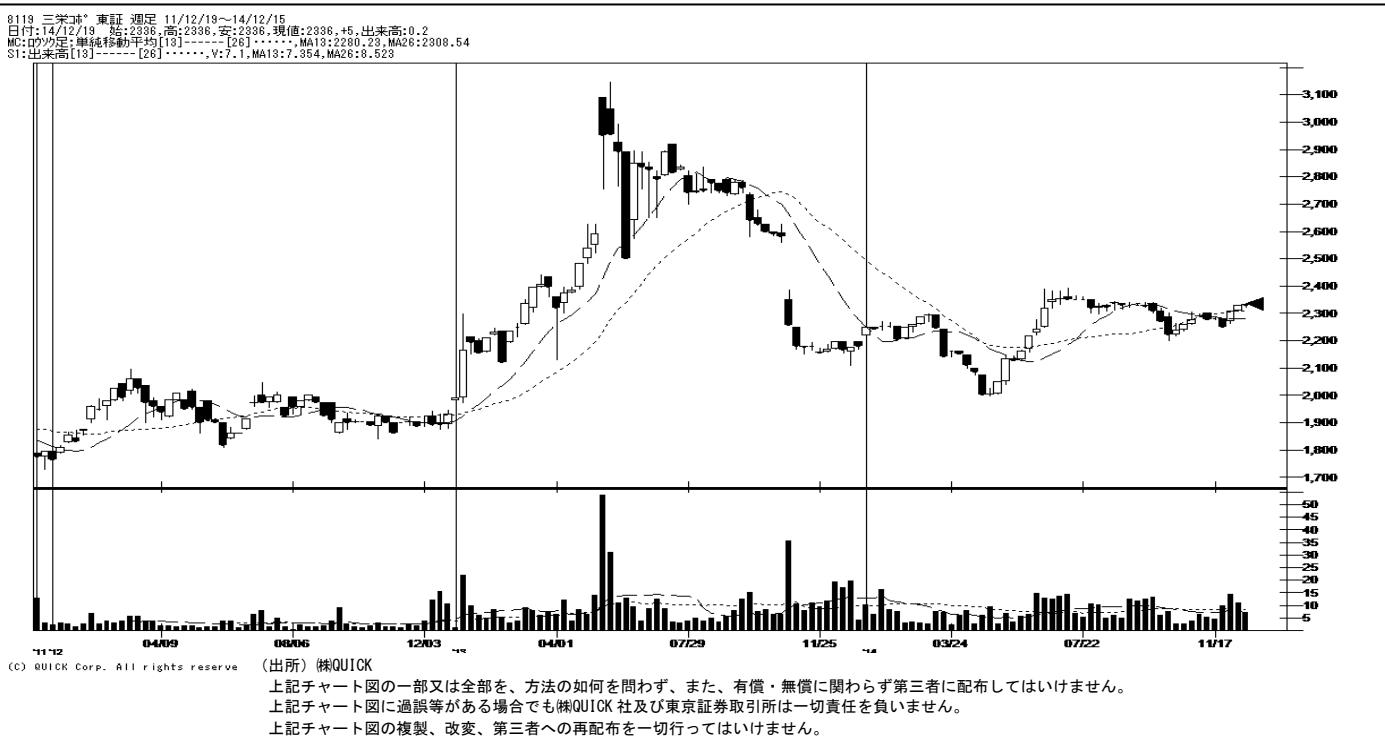
(注2)11年年初=100として指標化(週次)

(出所)QUICK Astra ManagerよりQBR作成

図8. 原油NY先物価格およびCRB指数推移(週次)



(出所)QUICK Astra ManagerよりQBR作成



			2012/3	2013/3	2014/3	2015/3 予 (アナリスト)
株価推移	株価(年間高値)	円	2,100	2,445	3,150	-
	株価(年間安値)	円	1,715	1,810	2,111	-
	月間平均出来高	百株	130	190	438	-
業績推移	売上高	百万円	33,337	34,570	39,890	40,000
	営業利益	百万円	1,606	1,318	397	830
	経常利益	百万円	1,758	1,381	485	780
	当期純利益	百万円	981	814	458	500
	E P S	円	424.20	351.87	195.72	212.91
	R O E	%	15.0	10.9	5.5	5.7
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	11,078	12,741	12,431	-
	固定資産合計	百万円	4,293	4,898	4,980	-
	資産合計	百万円	15,372	17,640	17,412	-
	流動負債合計	百万円	6,639	7,817	7,940	-
	固定負債合計	百万円	1,549	1,597	712	-
	負債合計	百万円	8,189	9,414	8,652	-
	株主資本合計	百万円	7,534	8,053	8,313	-
	純資産合計	百万円	7,183	8,225	8,759	-
キャッシュフ ロー計算書 主要項目	営業活動によるCF	百万円	343	-97	509	-
	投資活動によるCF	百万円	-862	-280	422	-
	財務活動によるCF	百万円	616	787	-1,454	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	1,876	2,391	2,006	-

リス ク 分 析

事 業 に 関 す る リ ス ク

● 為替変動リスク

同社グループは輸出入取引に付随し、様々な為替相場の変動リスクにさらされている。このため、為替予約などを利用したリスクヘッジを行うとともに、商品調達コストや販売価格などの見直しを適宜行い、リスクの低減に努めている。しかし、グループ売上に占める国内への輸入取引の比率が高いため、特に円相場に大幅な変動が生じた場合は、同社グループの経営成績に大きな影響を与える可能性がある。また、海外子会社の財務諸表は、決算時の為替相場によって連結財務諸表に反映されるため、為替相場の変動はこの点でも影響がある。

● 特定の取引先への依存度の高さ

同社グループの14/3期の売上高の33%が良品計画向けであり、良品計画において、同社に対する取引方針が変更されるなどの場合、同社の事業活動や経営成績、財政状態に大きく影響を与える可能性がある。

● 信用リスク

同社は国内外の取引先に対し、必要に応じて売掛金、前渡金などの信用供与を行っており、これら信用リスクに対しては、売掛債権を補償する保険の付保や、過去の実績に基づいた引当金の設定を行っている。しかし、取引先の財政状態の悪化などにより、回収遅延や債務不履行が発生した場合には、想定以上の金銭的損失が発生する可能性がある。

● 商品の品質に係るリスク

同社グループは、提供している生活関連用品を中心とした商品の品質管理を徹底するとともに、製造物賠償責任保険に加入している。しかし、万一、重大な製造物賠償責任が発生した場合は、信用、ブランド・イメージが大幅に低下する可能性があり、同社グループの事業活動や経営成績、財政状態などに大きく影響を及ぼす可能性がある。

● カントリーリスク

同社グループの商品調達の約7割を中国に依存しており、同国における政治情勢や法制環境の変化、労働コストの上昇、伝染病の蔓延等、政治・経済・社会情勢の変化など、予期せぬ事象の発生により、同社グループの事業活動や経営成績、財政状態などに大きく影響を及ぼす可能性がある。

ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「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、東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、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社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、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東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、東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、東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東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、東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、東京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.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>