

マックハウス

(7603・JASDAQ スタンダード)

2013年11月21日

不振が続くジーンズカジュアルショップから脱却

アップデートレポート

(株) Q B R
佐 久 間 聰

主要指標 2013/11/19 現在

株価	1,000 円
年初来高値	1,087 円 (05/01)
年初来安値	670 円 (01/25)
発行済株式数	15,597,638 株
売買単位	100 株
時価総額	15,598 百万円
予想配当 (会社)	40.0 円
予想EPS (アナリスト)	71.72 円
実績PBR	0.95 倍

直前のレポート発行日

ベーシック 2013/07/30

既存店売上高はマイナス基調、14/2期通期業績予想を減額

14/2期上期の単体売上高は前年同期比3%減の178億円と落ち込んだ。前下期に続き、既存店の売上高は3%を超すマイナスとなっている。売上総利益率は利益率の高いPB比率を高めたため改善したが、減収の影響を補えず、営業利益は同27%減の8億円だった。

会社側では、下期も既存店売上高は3%超のマイナスが続く見通しとして、14/2期通期の売上高の計画を期初の390億円から373億円（前期比4%減）へ、営業利益の計画も同29億円から19億円（同30%減）へ、それぞれ減額した。QBRでも、14/2期通期の業績予想を下方修正、会社側の修正後の計画と同額へ引き下げる。

15/2期から雑貨を開始。ライフスタイル提案型ショップへ

会社側は、売上高の底上げを図るために、従来のジーンズカジュアルショップから脱却し、衣料品だけでなく生活関連の雑貨も扱うライフスタイル提案型ショップを目指す方針を打ち出した。来春からライフスタイル商品（雑貨）の展開を予定しており、来期（15/2期）から業績へ影響する見通し。ただし、現在、商品の品揃えや価格帯などを社内で詰めている段階であり、詳細は明らかとなっていない。

QBRでは、15/2期通期業績について、売上高は前期比横ばいの373億円、営業利益も同横ばいの19億円を予想する。前回予想から引き下げる。全体の店舗数は横ばいを想定。現時点では情報がないため予想は難しいものの、雑貨の売り上げを見込む半面、他の商品の売場面積の縮小の影響や消費増税後の需要の反動減の懸念などから、雑貨を除く既存店売上高は6%台のマイナスを予想、全体の売上高は横ばい圏にとどまるとしている。売上総利益率はQBRの14/2期予想から横ばいを想定しており、営業利益も横ばいを予想する。

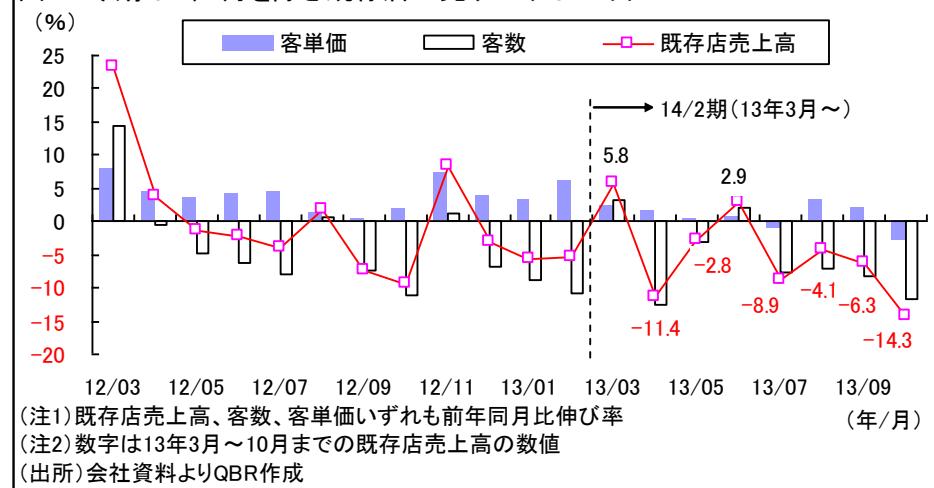
業績動向			売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/02	通期	実績	38,658	-4.4	2,715	31.5	2,902	37.4	2,470	30.3	160.90
2014/02	通期	新・会社予想 (2013年10月発表)	37,300	-3.5	1,890	-30.4	2,030	-30.1	1,100	-55.5	71.72
		旧・会社予想 (2013年4月発表)	39,000	0.9	2,900	6.8	3,030	4.4	1,550	-37.3	101.17
		新・アナリスト予想	37,300	-3.5	1,890	-30.4	2,030	-30.1	1,100	-55.5	71.72
		旧・アナリスト予想 (2013年7月発表)	39,000	0.9	2,900	6.8	3,030	4.4	1,550	-37.3	101.17
2015/02	通期	新・アナリスト予想	37,300	0.0	1,890	0.0	2,030	0.0	1,100	0.0	71.72
		旧・アナリスト予想 (2013年7月発表)	40,000	2.6	3,050	5.2	3,180	5.0	1,800	16.1	117.49

既存店の不振続く

同社の売り上げは不振が続いている。図1には既存店の月次売上高の前年同月比の推移を示した。14/2期上期（13年3～8月）は3月（前年同月比5.8%増）と6月（同2.9%増）を除きマイナスとなっており、14/2期上期の6カ月間の既存店の売上高は前年同期比3.4%減だった。13/2期下期の同3.3%減に続き、半期ベースでは3%を超すマイナスとなっている。

会社側では不振の要因について、(1) 需要を喚起させる新たな商品提案が不足していたこと、(2) 市場の競争が更に激化したこと、(3) 天候不順への対応力が弱いこと、を挙げている。具体的には、同社が得意とするジーンズなどボトムスに比べ、通常トップスの方が商品のバリュエーションが多いが、同社の品揃えが対応しきれていないとした。また、ユニクロを展開するファーストリテイリング（9983）など競合他社が売り上げを伸ばしていることから、シェアを奪われているとも分析。さらに、天候不順だった4月（前年同月比11.4%減）および7月（同8.9%減）が大幅に落ち込んだことも弱点と会社側ではみている。

図1. 今期は3、6月を除き既存店の売り上げはマイナス



PB 投入では成果

一方で、同社が注力している利益率の高い自社開発製品、いわゆるプライベートブランド(PB)は着実に成果を挙げている。同社の主力PBはシャツ、セーターなど大人向けベーシックアイテムを扱う「Navy」(ネイビー)である。このほか、「Lee Cooper」(リークーパー)のようにライセンスにより国内での独占販売権を持つ自社開発商品、ナショナル・プライベートブランド(NPB)も育成・強化している。

14/2期上期の売上総利益率は48.2%と前年同期の47.9%から改善した。同社によれば、ナショナルブランド(NB。他社有力ブランドの仕入・販売)に比べ、PBの売上総利益率は10%ポイント高い。円安による仕入価格の上昇の影響はあったものの、人件費の安い中国などに製造を委託し、コストを抑制。積極投入により、14/2期上期の商品全体に占めるPBの比率は50.1%と期初計画(46.0%)を上回り、13/2期通期の40.0%から大きく向上した。

上期は計画未達。
会社側は14/2期
通期計画を減額

しかし、業績面では、既存店売上高の不振が響く。14/2期上期の単体売上高は前年同期比3%減の178億円。前述したように売上総利益率はPB比率を高めたため前年同期の47.9%から48.2%へ改善したが、減収の影響を補えず、営業利益は同27%減の8億円、純利益は同34%減の4億円。期初計画(売上高184億円、営業利益12億円、純利益6億円)に届かなかつた。

会社側では、上期が計画未達となったことに加え、下期も既存店売上高の不振は続く見通しとして、14/2期通期の業績計画を下方修正した。14/2期通期の売上高は期初計画の390億円から373億円(前期比4%減)へ、営業利益は同29億円から19億円(同30%減)へ、純利益は同16億円から11億円(同55%減)へ、それぞれ引き下げた。下期の既存店売上高の見通しを期初計画の前年同期比0.3%増から今回、同3.6%減へ引き下げた。3半期連続で3%超のマイナスが続くと想定している。

下期の計画を比較すると、売上高は期初計画の207億円から195億円(前年同期比4%減)へ、営業利益は同17億円から11億円(同33%減)へ、純利益は同9億円から7億円(同64%減)へ、それぞれ減額した計算となる。なお、1株当たりの年間配当金の計画は前期と同額の40円(上期末は20円、期末は20円)とした期初計画を据え置いている。

表1. 上期は計画未達。下期計画を減額し、14/2期通期業績計画を下方修正

(億円)	14/2期単体業績									
	上期			下期会社計画			通期会社計画			
	実績	前期比	計画	前回(A)	今回(B)	差(B-A)	前回(C)	今回(D)	差(D-C)	
売上高	178	-3%	184	207	195	-12	390	373	-17	-4%
営業利益	8	-27%	12	17	11	-6	29	19	-10	-30%
経常利益	8	-26%	12	18	12	-6	30	20	-10	-30%
純利益	4	-34%	6	9	7	-3	16	11	-5	-55%

(注)14/2期下期および通期計画の前回は期初(13年4月)、今回は上期決算発表時(13年10月)
(出所)決算資料よりQBR作成

ジーンズカジュアル
ショップから脱却、
雑貨も扱うライフ
スタイル提案型ショ
ップへ

収益性改善に向け
た取り組みも継続

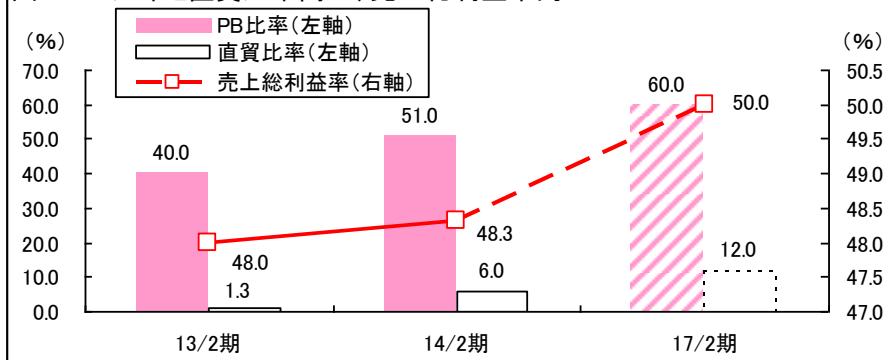
会社側は、これまでのジーンズなど衣料品を主体とした品揃えでは来期以降も不振が続くと危機感を強めている。売上高の底上げを図るために業態の変革が不可欠と判断し、従来のジーンズカジュアルショップから脱却し、衣料品だけでなく、生活関連の雑貨も扱うライフスタイル提案型ショップを目指す方針を打ち出した。具体的には、主力PB「Navy」がその中核となり、従来の衣料品に加え、ライフスタイル商品（雑貨。Navy Lifestyle）の取り扱いを開始する。「Navy」ブランドの商品を扱う「Navy ストア」（仮称）を同社の店舗内に新たに設置するショップインショップ形式で展開していく。同社の白土社長は新しい店舗の姿について、「イメージとしては食品を除く無印良品（良品計画：7453）」と話している。

雑貨の展開は来春からを予定しており、来期（15/2期）から業績へ影響する見通し。現在、商品の品揃えや価格帯などを社内で詰めている段階。このため詳細は明らかとなっていないが、会社側では初年度である来期の雑貨の売り上げの目標を全体で25億円と設定している。

「Navy」は衣料品（Navy Clothing）についても、(1)機能性商品の開発、(2)インナー・レッグウェアなど実需商品の拡充、(3)レディス・キッズ・ベビー向けの拡大、(4)上質コットンなど素材にこだわり、ワンランク上の価格ラインを設定、などの施策を進めていく方針。

売り上げの底上げを図る一方で、収益性改善に向けた手綱は一段と強化する。収益性改善の中心はPBの拡大にある。売上総利益率の目標について、17/2期には50%（13/2期48.0%）を目指す考えだが、そのために、PB比率を60%（同40.0%）へ、このうち商社を排し中国工場へ直接発注するPBの割合を示す直貿比率を12%（同1.3%）へ、それぞれ引き上げていく。このほか、仕入マージンの改善、商品が重複しているブランドの絞込み、商品の鮮度管理の徹底、過度な値下げ販売の抑制なども、従来にも増して厳しく追求していく。

図2. PB比率と直貿比率高め、売上総利益率向上へ



QBRも14/2期通期業績予想を下方修正。15/2期は売上高、利益とも横ばいを予想。雑貨の動向を注視

QBRも14/2期通期の業績予想を下方修正、売上高は前回予想の390億円から373億円(前期比4%減)へ会社側の修正後の計画と同額へ引き下げる。売上総利益率は会社側と同じ48.3%を想定し、営業利益も同29億円から19億円(同30%減)へ、純利益も同16億円から11億円(同55%減)へ、それぞれ会社側の修正後の計画と同額へ減額する。

14/2期下期(13年9月～14年2月)も既存店売上高のマイナスが続く見通し。QBRでは、会社側と同じ3%台のマイナスを想定している。9月の既存店の月次売上高は前年同月比6.3%減、10月は同14.3%減だった。10月の落ち込みが大きいのは、気温が高く、秋物の販売が鈍ったこと、台風の影響による客数の減少、競争激化などを会社側では理由として挙げている。9月、10月とも想定以上のマイナスとなっているが、比較的高額の冬物衣料は来年4月からの消費増税を前に駆け込み需要が起きているとの報道もある。同社の月次売上高は12月にかけてピークを迎える傾向にあるため、現時点では巻き返しは可能と考えている。

続く15/2期については、売上高は前期比横ばいの373億円、営業利益も同横ばいの19億円、純利益も同横ばいの11億円を予想する。前回予想(売上高400億円、営業利益31億円、純利益18億円)から引き下げる。全体の店舗数は横ばい(14/2期上期末と同じ481店)を想定する。「Navyストア」の展開で雑貨の売り上げについては会社目標と同じ25億円を見込む半面、他の商品の売場面積が縮小する影響、消費増税の需要の反動減の懸念などから、「Navyストア」を除く既存店売上高は6%台のマイナスを予想、全体の売上高は横ばい圏にとどまるとしている。売上総利益率は14/2期QBR予想から横ばいの48.3%を、販管費についても、全体の店舗数を横ばいと想定しているため、横ばいを、それぞれ想定しており、営業利益および純利益も横ばいを予想する。

表2. QBRは14/2期、15/2期とも前回予想から減額する。15/2期は横ばいへ

(億円)	14/2期				15/2期			
	会社通期計画		QBR通期予想		会社通期計画		QBR通期予想	
	前回 (A)	今回 (B)	差 (B-A)	前期比 (C)	前回 (D)	今回 (E)	差 (D-C)	前期比 (F)
売上高	390	373	-17	-4%	390	373	-17	-4%
営業利益	29	19	-10	-30%	29	19	-10	-30%
経常利益	30	20	-10	-30%	30	20	-10	-30%
純利益	16	11	-5	-55%	16	11	-5	-55%

(注)14/2期会社通期計画の前回は期初時点(13年4月)、今回は上期時点(13年10月)

(出所)決算資料よりQBR作成。予想はQBR

来期も衣料品は厳しい状況へ

会社側は業績悪化が顕在化し始めた08年後半から不採算店舗の整理を進めてきた。店舗数は09/2期末の567店舗をピークに、12/2期末には482店舗まで急速に減少したが大規模な店舗閉鎖は一巡、13/3期末の476店舗を底に、14/2期上期は481店舗へ増加した。会社側では14/2期末は485店舗を予定している。ただし、後述するように、会社側では今後も一定程度の店舗閉鎖を続けていくと説明しており、店舗数の純増を加速させる方針にはなさそうだ。

QBRでは、同社のPBの強化など売上総利益率の改善の成果については評価している。しかし、冒頭に述べた会社側による既存店売上高の不振の要因分析のうち、ファーストリテイリングなど業界大手との競争については非常に難しい問題と考えている。規模の面で劣勢にある同社が商品開発や価格で他社に比べ持続的に優位性を保つ状況は想像しにくい。来期も衣料品は厳しい状況が続く公算が大きいとみている。

図3. 売上高と期末店舗数の推移
～雑貨の開始で売上高の減少に歯止めをかけたい

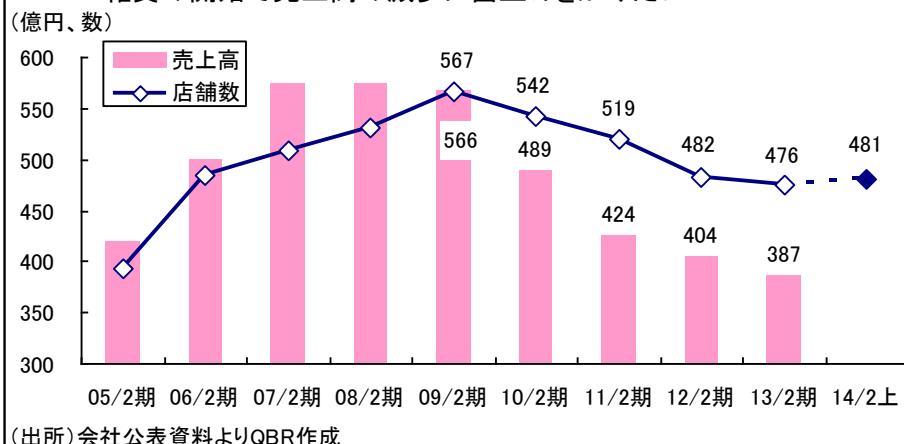
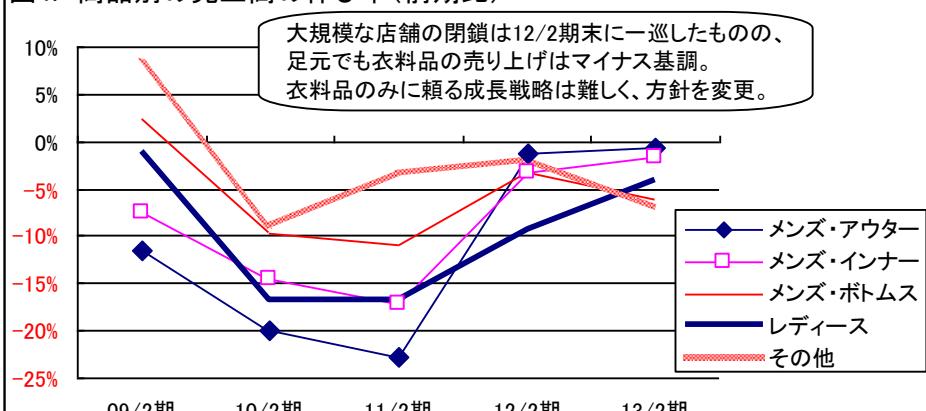


図4. 商品別の売上高の伸び率(前期比)



雑貨の成否は出店
戦略にも影響

ライフスタイル商品（雑貨）の成否は大きな注目点だが、店舗数や売上総利益率の動向にも目を配りたい。

店舗数について、会社側では一定程度の新規出店を続けていくと同時に、赤字店舗の閉鎖も進めていく方針。会社側によれば、閉店の候補となっている店舗数は80程度。ただし、契約の問題もあるため、急速に店舗を閉める可能性は小さいようだ。このため、QBRでは、新規出店数との差し引きで店舗数全体では横ばい圏で推移するとみているが、「Navy ストア」の成否は今後の出店戦略に影響を与えると考えられる。

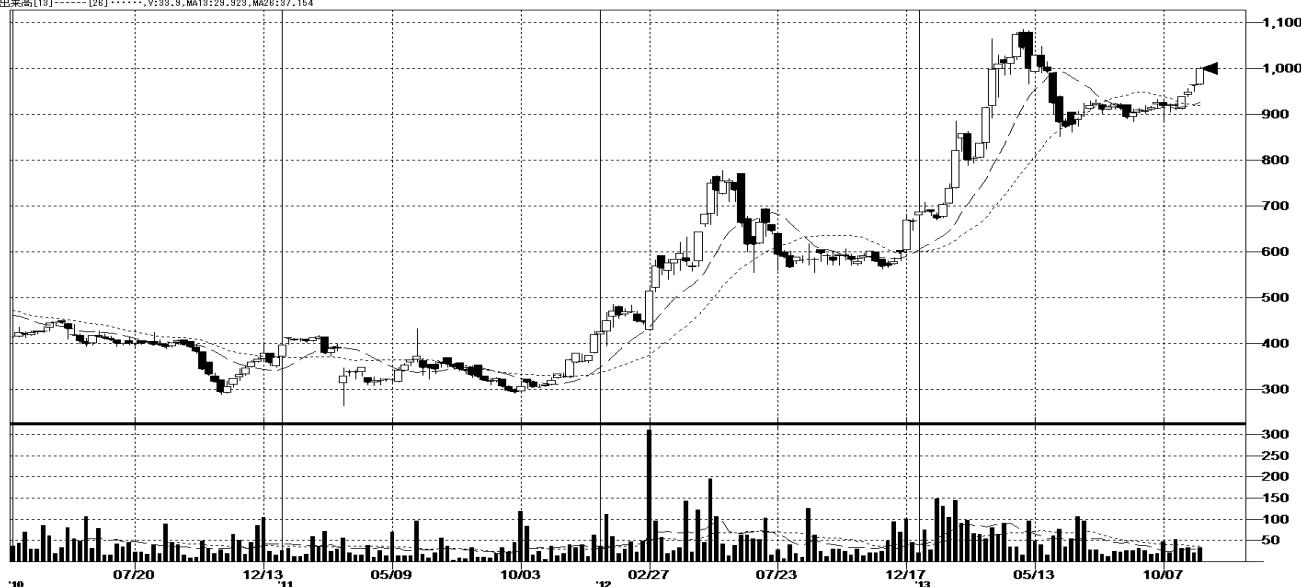
衣料品に比べ、雑
貨の売上総利益率
は低いことに留意

売上総利益率について、一般的に、衣料品に比べ雑貨の売上総利益率は低いため、同社が新たに雑貨を取り扱うことで、全体の売上総利益率の低下が懸念されるところ。現時点では具体的な情報がないが、白土社長は全体の売上総利益率を下げないと表明しており、QBRでも15/2期の売上総利益率は横ばいを想定する。前述した会社側の目標（13/2期実績48.0%→17/2期目標50%）が達成できるかどうかは重要なポイントだ。

新物流システムの
稼働開始で雑貨の
初期費用を吸収へ

「Navy ストア」の初期投資費用（展示の什器など）は同社の来期の出店費用を上回る見通しだが、リース契約の活用により単年度の費用負担は均すと会社側は説明している。一方で、新物流システムも来期から稼働開始の予定。会社側は、比較的人件費の安い中国で商品を作りこむことにより、売上総利益率のさらなる改善に取り組んでいる。完成品を輸入する体制に見直しており、これに対応する物流システムへ変えていく。QBRでは、新物流システムの稼働開始で来期は物流費の削減が図れるとみており、「Navy ストア」の初期投資費用を吸収していくことは可能と考えている。

7803 3-2993 東邦・鋼屋 10/9/1~19/11/18
 日付:18/11/21 陽:1000,高:1000,安:1000,現値:1000.0,出来高:0.6
 MC:D:P少足:単純移動平均:13]-----[28]-----,MA13:928.62,MA26:920.73
 ST:出来高:13]-----[28]-----,V:58.3,MA13:29.325,MA26:37.154



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。

上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。

上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2011/02	2012/02	2013/02	2014/02 予 (アナリスト)
株価推移	株価(年間高値)	円	450	487	888	-
	株価(年間安値)	円	290	266	452	-
	月間平均出来高	百株	1764.08	1482.67	2709.58	-
業績推移	売上高	百万円	42,411	40,449	38,658	37,300
	営業利益	百万円	-633	2,064	2,715	1,890
	経常利益	百万円	-466	2,112	2,902	2,030
	当期純利益	百万円	-2,102	1,895	2,470	1,100
	E P S	円	-134.85	121.55	160.90	71.72
	R O E	%	-16.9	14.2	16.3	6.6
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	19,315	21,008	21,847	-
	固定資産合計	百万円	8,185	7,526	8,001	-
	資産合計	百万円	27,501	28,534	29,849	-
	流動負債合計	百万円	11,932	11,001	10,676	-
	固定負債合計	百万円	3,129	3,354	2,979	-
	負債合計	百万円	15,062	14,355	13,656	-
	株主資本合計	百万円	12,439	14,178	16,182	-
	純資産合計	百万円	12,439	14,178	16,192	-
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	-902	2,698	1,563	-
	投資活動によるCF	百万円	223	-941	-736	-
	財務活動によるCF	百万円	-414	-281	-602	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	9,518	10,994	11,218	-

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>