

## 三栄コーポレーション

8119 東証ジャスダック

2015年7月1日(水)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
角田 秀夫

## ■ 秀逸ブランドのポートフォリオを持つ“黒子役” 商社

三栄コーポレーション<8119>は、付加価値の高いブランド商品を取り扱う老舗商社である。家具・家庭用品事業(売上げの51%)、服飾雑貨事業(売上げの27%)、家電事業(売上げの12%)の3事業が柱である。

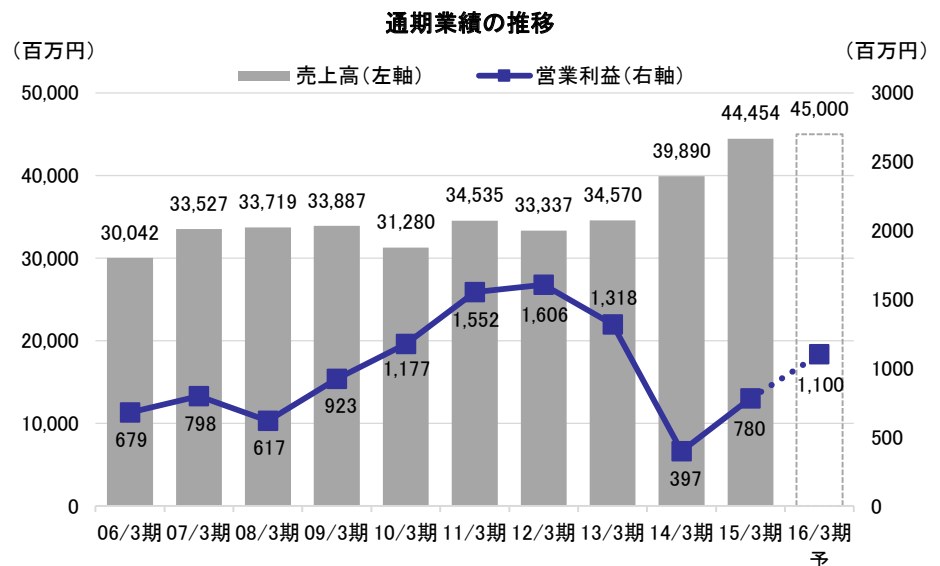
同社のビジネスモデルはOEM調達とブランド販売に分かれる。OEM調達においては、グローバルな製造ネットワークが強みであり、ブランド販売においては、調達から小売直販・アフターサービスにまで責任を持つブランドマネジメントに強みがある。ビルケンシュトック(サンダル)やキプリング(バッグ)など欧州のこだわりブランドを多数グループで取り扱うが、同社の名前が表に出ることは少ない。

2015年3月期は、円安が進む逆風的环境下で、増収増益を達成した。主要3事業セグメントすべてで売上げを伸ばし、家電事業で大幅に収益改善したことが利益増に寄与した。

中長期の方向性としては、収益性の高いブランドビジネスの比率を4割程度まで高めたい考えであり、新規ブランドの販売権の獲得やM&Aも視野に入れて強化を図る方針である。数年後の売上高500億円を射程に入れている。

## ■ Check Point

- ・グローバル製造ネットワークと独自のブランドマネジメントが強み
- ・円安が進む逆風の中、増収増益を達成、為替の影響を受けない企業体質に変身
- ・ブランドビジネスの比率4割へ、全社売上高500億円へ拡大計画



## ■ 会社概要

### 製造から小売まで幅広いサプライチェーンを担う

#### (1) 沿革

同社は、1946年に装飾品の輸出業務を目的に大阪で設立された。現在では、生活関連用品全般を扱い、製造・輸出入・卸・小売までのサプライチェーンを幅広く手がけ、海外には20ヶ所の海外拠点、国内直営小売店72店舗を持つ多機能な商社に成長した。欧州の差別化されたブランドの日本導入や、良品計画<7453>に代表されるこだわりある商品のOEM調達など、付加価値の高い商品を取り扱う点で個性が明確である。

### 売上貢献の高い家具・家庭用品、利益貢献の高い服飾雑貨及び家電

#### (2) 事業概要

同社の事業は、「家具・家庭用品事業」、「服飾雑貨事業」、「家電事業」、「その他」に分類される。「家具・家庭用品事業」は国内外の大手企業に対してOEM製品を調達する事業がメインである。2015年3月期において全社売上高の51.8%を占めるが、営業利益としては15%にとどまる。「服飾雑貨事業」は、ビルケンシュトゥック(サンダル)やキプリング(バッグ)など販売権を持つブランド商品の輸入販売および国内外向けOEM事業を行っている。当該セグメントの売上高は全体の27%と規模は相対的に小さいが、営業利益としては80%を占め、利益率が高い。「家電事業」は、OEM製品調達とブランドビジネスの両方があり、ブランドとしては、ビタントニオ(調理家電)やモッズヘア(理美容家電)が主力である。この事業も、売上げよりも利益の寄与が大きい(売上げの12%、営業利益の41%)。「その他」の事業セグメントはペット商材などを取り扱う。

#### 事業の内容と構成

事業セグメント	主な事業内容	売上構成	営業利益構成
家具・家庭用品事業	良品計画やWMF(家庭用品メーカー)向けOEM	51.8%	15.0%
服飾雑貨事業	ビルケンシュトゥック(サンダル)やキプリング(バッグ)および国内外の小売店等向けOEM	27.8%	80.0%
家電事業	ビタントニオ(調理家電)やモッズヘア(理美容家電)および国内外のメーカー・小売店向けOEM	12.3%	41.9%
その他	ペット商材、ペット生体等	8.2%	6.0%
※調整額	—	—	-42.9%

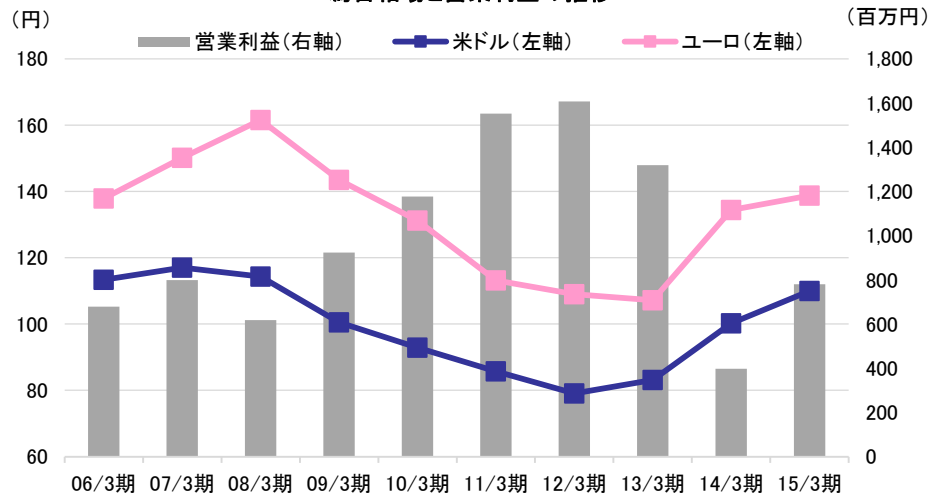
出所：会社資料

### 円安が進む逆風下でも利益を増やす事業構造

#### (3) 事業環境とビジネスモデル

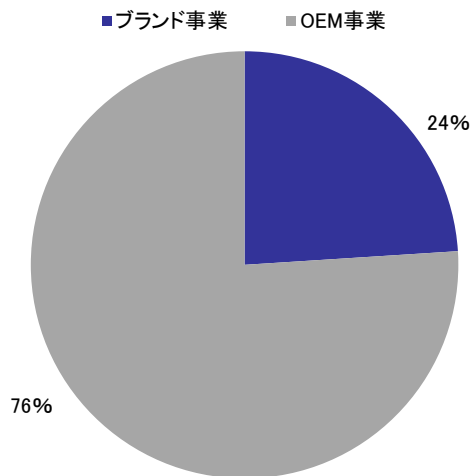
一般に輸出入に関わる商社の業績は為替相場の影響を避けられない。同社の過去数年間(2006年3月期-2014年3月期)においても円高局面で利益増加、円安局面で利益減少の傾向であった。これは、同社が輸入商品を国内販売する事業の比率が高いためである。一方、2015年3月期は、円安が進行するなか、国内事業の苦戦を海外事業の伸長でカバーする形で増益を確保した。海外取引の強化とともに、円安に左右されない事業構造が更に強まると推察する。

為替相場と営業利益の推移



同社のビジネスモデルは、OEM 調達ビジネス（売上げの 76%、以下 OEM 事業）とブランド販売ビジネス（売上げの 24%、以下ブランド事業）に色分けできる。OEM 事業においては、1950 年代から進出してきたアジアの製造ネットワーク（20 ヶ所、うち中国 12 ヶ所）が強みとなっている。最大の顧客である良品計画向けの売上げは 150 億 34 百万円（2015 年 3 月期）であった。ブランド事業においては、欧州から本質にこだわった秀逸なブランドを発掘するところから始まる。商社でありながら、小売（直営店と E コマース）事業や自社運営のアフターサービスも行っている点に強みがある。

売上高構成(ビジネスモデル別)



出所：会社資料、2015年3月期

最大のブランドはビルケンシュトゥック(売上高約52億円、2014年12月期)であり、子会社である(株)ビルケンシュトゥックジャパンが運営する。ドイツで240年以上伝統のある機能美に優れたサンダル・コンフォートシューズであり、1万円前後の価格帯にもかかわらず熱いファン層に支持されている。直営の50店舗とEコマースで販売され、長く使う顧客が多い商品だけに自社運営のアフターサービスも充実している。キプリング(バッグ)は1987年にベルギーで誕生したナイロンバッグのブランドであり、キプリングモンキー(猿のマスコット)とともに遊び心のあるカジュアルブランドとして世界的に有名である。同社では直営13店舗(表参道、銀座など、アウトレット含む)を展開する。ビタントニオ(調理家電)は同社のオリジナルブランドであり、中国の自社工場等で製造する。過去からワッフルメーカーで有名であり、現在は1杯用ブレンダー「マイボトルブレンダー」がヒットしている。このように同社のブランド事業は、マーケティング、小売りに限らず、製造面でも自ら携わり、またアフターサービス等で顧客への付加価値を高めている点が特徴だ。

## 当社グループの取扱いブランド



出所：会社資料

## 業績動向

### 海外事業も寄与し、増収増益を達成

#### (1)2015年3月通期の業績動向

当3月期連結累計期間の売上高は444億54百万円(前期比45億64百万円増)と大幅な増収となった。日本での売上増加が19億63百万円であったのに対し、海外での売上増が26億円であり、海外の伸びが大きかった。営業利益7億80百万円(前期比3億83百万円増)、経常利益10億18百万円(前期比5億33百万円増)と増益も達成した。経常利益を押し上げた主な要因は、三發電器(中国、家電の製造工場)の収益改善(6億30百万円増)であり、為替予約に関連する為替差益も含まれる。

	2014/3期累計		2015/3期累計				
	実績	対売上比	会社計画	実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	39,890	100.0%	40,000	44,454	100.0%	11.4%	11.1%
売上原価	29,794	74.7%	-	33,796	76.0%	13.4%	-
売上総利益	10,096	25.3%	-	10,657	24.0%	5.5%	-
販管費	9,698	24.3%	-	9,877	22.2%	1.8%	-
営業利益	397	1.0%	830	780	1.8%	96.5%	-6.0%
経常利益	485	1.2%	780	1,018	2.3%	110.0%	30.6%
当期純利益	458	1.1%	500	580	1.3%	26.7%	16.1%

出所：会社資料

事業セグメント別に見ると、主要3事業（家具・家庭用品、服飾雑貨、家電）すべてで売上げが成長した。家電事業での大幅な利益改善と、服飾雑貨事業での利益の維持向上が、好決算につながった。家具・家庭用品事業の減益は、為替の変動による仕入原価の上昇が影響している。

### セグメント業績

(単位：百万円)

売上高	2014/3期	2015/3期		
	実績	実績	増減額	前期比
家具・家庭用品事業	20,978	23,013	2,034	9.7%
服飾雑貨事業	10,809	12,359	1,549	14.3%
家電事業	4,323	5,451	1,127	26.1%
その他	3,778	3,630	-148	-3.9%
合計	39,890	44,454	4,563	11.4%

(単位：百万円)

営業利益	2014/3期	2015/3期		
	実績	実績	増減額	前期比
家具・家庭用品事業	199	117	-82	-41.4%
服飾雑貨事業	518	624	105	20.4%
家電事業	-71	327	398	-
その他	35	46	11	32.2%
※調整額	-284	-334	-49	17.5%
合計	397	780	383	96.5%

出所：会社資料

## 堅調なブランド事業がけん引し、増収増益を見込む

### (2) 2016年3月期の見通し

2016年3月期計画は、増収増益の見通しである。売上高は450億円（前期比5億46百万円増）と微増であり、OEM事業の微減をブランド事業がカバーする形だ。営業利益11億円（前期比3億20百万円増）、経常利益11億円（前期比82百万円増）、当期純利益7億50百万円（前期比1億70百万円増）を見込む。通期の業績見通しの前提となる為替レートは1米ドル当たり120円である。

## おおむね健全な財務内容

### (3) 財務状況

2015年3月末の財務状況はおおむね健全である。総資産残高は前期末比33億9百万円増の207億21百万円となった。主な増加は、商品及び製品の14億75百万円増と受取手形及び売掛金の11億22百万円増であり、事業規模拡大が要因である。

一方、負債は前期末比20億13百万円増の106億66百万円となった。主な増加は、短期借入金12億69百万円増であり、商品在庫及び売掛金等分を補填するためである。

経営指標では、流動比率(172.7%)・自己資本比率(48.0%)ともに良好であり、安全性に問題はない。収益性の指標(ROA、ROE、売上高営業利益率)すべてにおいて前期比で改善していることも評価したい。

### 連結貸借対照表、経営指標

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	増減額
流動資産	12,431	15,115	2,684
(現金)	2,006	2,032	26
(受取手形及び売掛金)	4,952	6,074	1,122
(商品及び製品)	4,181	5,656	1,475
固定資産	4,980	5,605	624
総資産	17,412	20,721	3,309
流動負債	7,940	8,749	808
固定負債	712	1,917	1,205
負債合計	8,652	10,666	2,013
純資産合計	8,759	10,055	1,295
負債純資産合計	17,412	20,721	3,309
<安全性>			
流動比率(流動資産÷流動負債)	156.6%	172.8%	-
自己資本比率(自己資本÷総資産)	49.7%	48.0%	-
<収益性>			
ROA(経常利益÷総資産)	2.8%	5.3%	-
ROE(純利益÷自己資本)	5.5%	6.2%	-
売上高営業利益率	1.0%	1.8%	-

出所：会社資料

## ■ 成長戦略

### ブランド事業で安定収益、OEM事業で業容拡大

#### (1) 中長期の方向性

中長期の方向性としては、a)売上高500億円を目指す、b)ブランド事業で安定した収益基盤を確保しOEM事業で業容拡大を狙う、c)海外取引を拡大し、市場環境の変化や為替相場に左右されにくい体質を作る、d)調達先を多様化する、などを打ち出している。

2015年7月1日(水)

## (2) ブランド事業の拡大による安定収益確保

ブランド事業の拡大はこれからも同社の中核戦略だ。2015年3月期はブランド事業の売上げが約11億円増加し(前期比)、約106億円(2015年3月期)となった。ブランド事業はOEM事業と比べて相対的に収益性が高いため、同社では売上げの40%(現状24%)まで高めたい考えである。オーガニックな成長が基本となるが、2013年に取扱いを開始したキプリングは事業譲渡で取得したものであり、今後も秀逸なブランドであればM&Aも視野に入れる構えだ。

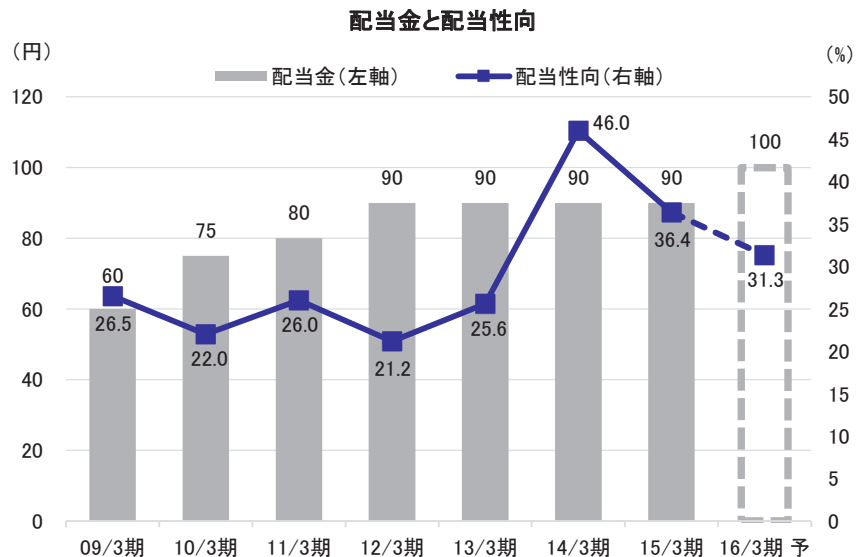
## (3) 海外売上の拡大により外部環境に左右されない体質へ

同社の海外売上高は約26億円増加し、約146億円(2015年3月期)となった。全社売上の3分の1が海外売上に当たる。内訳としては欧州売上約59億円、北米売上約45億円、中国売上約30億円、その他11億円である。特に中国売上は約12億円の増加(2014年3月期-2015年3月期)と大きく伸長した。海外売上の増加に伴って外貨建ビジネスを増やし、為替ヘッジも積極的に行っている。今後ともアジアを中心に現地市場を開拓し、市場環境の変化や為替相場に左右されにくい企業体質作りに磨きをかける計画だ。

## ■ 株主還元策

### 増益予想を背景に年100円配当を見込む

同社では、安定的かつ継続的な配当実施と企業体質強化のための内部留保を踏まえつつ、配当性向30%を目安に配当する方針だ。2015年3月期の1株当たり配当金は、上期40円、下期50円、年間90円となった。2016年3月期は増益予想を背景に10円の増配が予定されており、上期50円、下期50円、年間100円が見込まれる。



#### ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ