

# トレジャー・ファクトリー (3093 東証マザーズ)

発行日: 2010/10/15  
調査日: 2010/10/8  
調査方法: 説明会・取材

## 今中間決算は猛暑が影響、今期予想増益基調変化なし

### > 中間決算サマリー

#### 既存店売上高健闘

- 2011年2月期第2四半期累計期間では4店を新規出店した。内訳は総合リユース業態「トレジャー・ファクトリー」を3店、服飾専門リユース業態「トレジャーファクトリースタイル」を1店。
- 既存店売上高は前年同期比 0.7%で、記録的な猛暑で客足が遠のくなかでも健闘。前期出店の新店の総利益率は65.4%と3.1%ポイント改善した。

#### 第2四半期累計営業利益は計画下回る

- 出店効果もあり第2四半期累計売上高は2,957百万円(前年同期比+20%)と順調に推移。他方、営業利益・経常利益は期初予想、修正予想(増額修正)に対して未達となった。
- 第2四半期累計の総利益率は65.2%(前年同期比-1.0%)。既存店は63.7%(同-2.0%)と悪化した。衣料関連や単価の高いAV家電、家具の販売が振るわず、値引きを実施。また冷蔵庫や扇風機など猛暑効果から販売好調な商品は、在庫不足を補うため原価率が高い法人仕入れで補ったことが影響。

#### 今期予想は修正なし

- 下期は9月の既存店売上高は前年同月比 3.1%と厳しいスタート。しかし暑さが和らいだ9月後半から10月にかけては、販売・買取りとも好調に推移している模様。

### > 投資判断

#### 株価に割高感はない

- 株価は、第2四半期決算公表前は600~650円で推移、公表後は会社計画を下回ったことから下押し、年初来安値を更新し、500円まで調整。
- 今期の業績予想から見た株価バリュエーションは、予想PERで7.1倍(会社予想ベースで8.4倍)と同業他社に比べ割高感はない。

#### 中期的な成長余地はなお魅力的

- 会社の成長戦略から見て、今後も2桁成長が期待できるため、同業他社と比べても当社の成長性は高い。
- 2014年2月期予想はEPSで111.0円が見込まれ、PER9倍をベースに考えると今後2~3年の妥当株価は、1,000円程度と考えられる。

#### 来期以降増配へ

- マザーズ上場は2007年12月だが、上場翌期にあたる2009年2月期より配当を開始。
- 公約配当政策に関する明確な会社側方針はないが、過去の配当性向実績と来期以降の予想収益成長から、来2012年2月期以降は毎期2円程度の増配が期待できる。

業種: 小売業  
アナリスト: 松尾 十作  
+81 (0)3-3239-12930  
matsuo@holistic-r.org

#### 【主要指標】

株価(円)	545
発行済株式数	2,721,800
時価総額(百万円)	1,483
上場日	2007/12/27
上場来パフォーマンス	-2.2%

	前期	今期
PER(倍)	7.5	7.1
PBR(倍)	1.31	1.03
配当利回り	1.8%	1.8%

	値	
リスク指標	26.1%	0.42

#### 【主要KPI(業績指標)】

年月	月次売上高	
	(既存店、 前年同月比)	(全店、 前年同月比)
2010.3	-3.1%	19.8%
.4	-0.5%	18.7%
.5	-0.9%	24.8%
.6	0.3%	20.4%
.7	-0.8%	19.8%
.8	1.4%	21.5%
.9	-3.1%	14.2%

#### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-12.2	-34.0	-40.3
対TOPIX(%)	-9.9	-31.6	-34.7

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

# トレジャー・ファクトリー(3093 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2009/2期	2010/2期	2011/2期	2011/2期	2012/2期	2013/2期	2014/2期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	4,242	5,230	6,481	6,481	7,500	8,500	9,500
前年比	+25.8%	+23.3%	+23.9%	+23.9%	+15.7%	+13.3%	+11.8%
営業利益	221	358	377	385	440	490	550
前年比	-6.8%	+62.0%	+5.3%	+7.5%	+14.3%	+11.4%	+12.2%
税引き前利益	218	330	N.A.	344	380	410	450
前年比	+0.8%	+51.4%	N.A.	+4.2%	+10.5%	+7.9%	+9.8%
当期純利益	118	176	177	181	200	215	235
前年比	+1.3%	+49.2%	+0.6%	+2.8%	+10.5%	+7.5%	+9.3%
期末株主資本	852	1,013	1,405	1,409	1,579	1,761	1,961
発行済株式数	12,010	12,140	2,721,800	2,721,800	2,721,800	2,721,800	2,721,800
EPS	9,844	14,498	65.0	66.5	73.5	79.0	86.3
配当	1,800	2,000	10	10	11.0	12.0	13.0
BPS	70,941	83,443	516	518	580	647	720
ROE	15.0%	18.9%	14.6%	14.9%	13.4%	12.9%	12.6%
株価	110,000	186,000	545	545			
PER	11.2	12.8	8.4	8.2	7.4	6.9	6.3
配当利回り	1.6%	1.1%	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
PBR	1.55	2.23	1.06	1.05	0.94	0.84	0.76

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

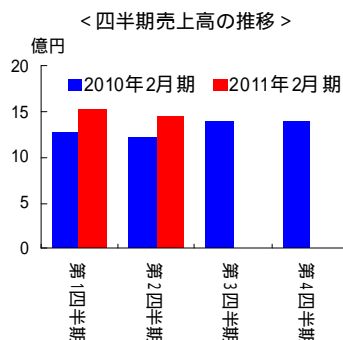
## > 株価パフォーマンス



## 決算サマリー

### > トピックス

**グループ会社の統合・整理で、競争力と収益力が高まる。**



### > 決算数値

< 2011 第 2 四半期予想・実績比較 >

	前期 上期	期初 予想	修正値 (7/9)	上期 実績
売上高	2,468	2,972	2,972	2,975
営業利益	141	143	153	139
経常利益	141	142	153	142
当期利益	63	63	80	80

(単位: 百万円)

**猛暑の影響が収益に影響したが、暑さが和らいだ9月後半以降は、販売・買取とも改善。**

2011年2月期第2四半期累計期間では4店を新規出店。内訳は総合リユース業態「トレジャー・ファクトリー」を3店、服飾専門リユース業態「トレジャーファクトリースタイル」を1店。結果、8月末では「トレジャー・ファクトリー」38店、「トレジャーファクトリースタイル」店で直営店は計44店。またFC店は3店となった。

既存店(前々期以前出店)売上高は前年同期比0.7%と記録的な猛暑による客足が遠のくなかでも健闘した。一方で、全売上の総利益率は65.2%と同1.0%ポイント低下。これは、販売促進のために実施した衣料服飾雑貨等の値下げの影響によるもの。ただし、新店(前期出店)の総利益率は65.4%と3.1%ポイント改善し、既存店にキャッチアップし順調に推移している。

出店効果もあり第2四半期累計売上高は2,957百万円、前年同期比+20%と順調に推移した。他方、営業利益・経常利益は第1四半期決算公表時の増額修正に加え期初計画に対しても未達成だった。これは第2四半期の総利益率が低下したため。

既存店の第2四半期の総利益率は63.7%、前年同期比で2.0%ポイントの低下となった。前述した衣料関連の割引販売に加え、単価の高いAV家電や家具の販売が振るわず価格を引き下げたこと、冷蔵庫や扇風機の販売好調に起因する在庫不足を補うため原価率が比較的高い法人仕入れで補ったこと、などによる。

下期スタート月である9月も猛暑の影響を受け、既存店売上高は前年同月比3.1%と厳しいスタートとなった。秋冬物に切り替えた衣料品販売の苦戦は当社に限らず小売業界全体の動きとなっている。暑さが和らいだ後半から10月足元迄、販売・買取とも大幅な改善で推移している模様。新規出店は三鷹店や習志野店、調布店など直営5店(総合リユース業態2店、服飾専門リユース業態3店)の出店が具体化し、今期の新規出店は直営9~10店舗増となる見通し。

会社は2011年2月期業績の期初計画を修正していないが、担当アナリストは前回の予想を下方修正した。もっとも修正後の予想でも会社の計画値を上回る。会社予想は、営業利益377百万円、純利益177百万円(EPS:65.0円)であるが、担当アナリストは、それぞれ385百万円、純利益181百万円(EPS:66.5円)を予想する。

## 投資判断

### > 株価バリュエーション

株価は、第2四半期決算公表前は600~650円で推移していたが、公表後は会社計画を下回ったことと材料出尽くし感から下ブレし、年初来安値を更新、500円まで調整した。今期の業績予想から見た株価バリュエーションは、予想PERで8.2倍(会社予想ベースで8.4倍)と同業他社に比べ割高感はない。成長性を考慮すると株価評価はやや割安と思われる。

#### < 同業との株価バリュエーション比較 >

(単位:百万円)	トレジャー・ファクトリー	ハード・オフコーポレーション	コメ兵
売上高	6,481	10,000	24,047
(営業利益率)	6.71%	9.60%	4.19%
当期純利益	210	500	575
純資産	1,013	8,597	11,434
ROE	18.9%	5.0%	4.7%
PER	6.9倍	10.4倍	7.9倍
PBR	1.4倍	0.6倍	0.3倍
配当利回り	1.9%	5.2%	3.9%
過去3年成長率	24.1%	5.6%	8.4%
株価	545	384	356
時価総額	1,483	5,358	4,007

(注1) 過去3年成長率は、売上の年平均変化率(複利)

(注2) 純資産、ROE、PBRは直近期ベース

(注3) PER、PBR、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出。

### > 株主還元

マザーズ上場は2007年12月だが、上場翌期に相当する2009年2月期より配当を開始。公約配当政策に関する明確な会社側方針はない。過去の配当性向実績と来期以降の予想収益成長から、2012年2月期以降は毎期2円程度の増配が予想される。

### > 今後の株価見通し

会社は、中期的に2桁の出店戦略を維持しており、当面、売上も2桁成長は可能と考えられる。こうした成長性を考慮すると、同業他社に比べた株価バリュエーションは割安に感じられる。もっとも成長に伴う資金調達必要性や規模の面から一定ディスカウントはやむをえないが、ROEの高さは魅力的である。担当アナリストの来期以降の予想では、年間8店の新規出店を想定し、2014年2月期予想はEPSで86.3円が見込まれ、資本割利率を11~12%程度と考え、PERを9倍で考えると、今後2~3年で見た妥当株価は780円程度と考えられる。

## 本レポートの特徴

### ■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、早稲田大学知的資本研究会が、同研究会に所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者に企業調査及び株式評価を依頼し、その調査レポートを監修・公表することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

### ■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、情報の非対称性を改善することを目的としています。

### ■ 企業の知的資本（= 隠れた強み）を読み手に伝える分析

本レポートは、インテリクチャル・キャピタル・インターナショナルが企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用しております。これに基づき、企業の分析・評価にあたっては、SWOT分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の強み・弱みを明らかにし、また企業の知的資本の視点からも評価を行っています。さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します。

## 指標・分析用語の説明

### ■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ (標準偏差)

リターンのはらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

### ■ (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数（例えばTOPIX）の価格変動に比べ大きいかわかりを示す指標です。ベータ値（値）が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標（ものさし）のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、インテリクチャル・キャピタル・インターナショナルの知的資本評価手法を活用しております。

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

### 免責事項

本レポートは、早稲田大学知的資本研究会に所属する証券アナリストが同研究会の監修を受け、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により、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保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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、早稲田大学知的資本研究会は、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。早稲田大学知的資本研究会は、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およびその他の知的所有権等の一切の権利は早稲田大学知的資本研究会に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。