

## Manageco Stock Report 1409-3598

### 山喜 戦略を明確化したドレスシャツ大手

2014年9月29日

アナリスト 堀 篤

東証2部 3598

株価 266円 想定株価 380円～450円

時価総額 21.4億円

単位 100株

Price Gap 要因：

戦略転換による事業リスクの低減と、株主構成の変化によるバリュエーション修正が起こる可能性が高い。

また、投資先企業に対する事業再生能力、ASEAN市場での事業展開が市場に認知されれば、成長性を評価される段階に移行する。

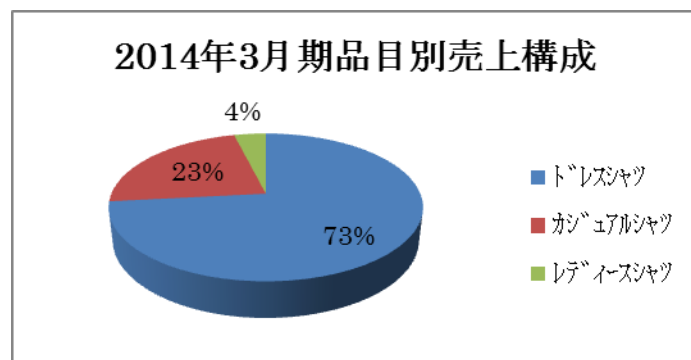
<事業内容と現状>

① 伝統的な業界において進取の経営を行う企業

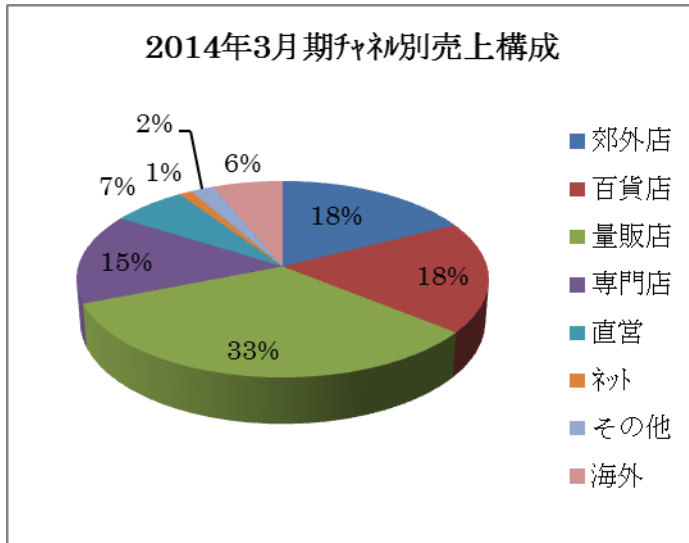
同社は、多くの大手百貨店や専門店向けでトップシェアを誇る、ドレスシャツ製造販売最大手。紳士物だけでなく、女性向け商品、カジュアルシャツも手掛け、量販店、専門店向けにも大きなシェアを持つ。

同社は過去、「形態安定シャツ」をいち早く市場投入するなど、時として低迷しがちな業界の中で、新機軸を打ち出し、シェアを拡大してきた進取の企業。

メーカーとしての商品企画力と、海外拠点を活かしたコスト競争力が、同社を評価する上で注目すべき要素。



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



## ② SPA（製造小売）拡大戦略からの転換で最短の黒字復帰

ファーストリテイリングの成功と事業拡大により、同業界の企業は、SPA（製造小売り業）として「小売り」を強化させるか「製造」を強化させるかの二者択一を迫られつつある。同社は2012年1月、中期計画を策定し、「直販強化」を打ち出すと同時に、2011年12月現在で14店舗あった直営店を、2013年3月期までに18店舗へと増やした。しかし、このSPA拡大化策は功を奏さず、2013年3月期、同社は3億60百万円の営業赤字を計上する。

この業績悪化に対する、同社経営陣の対応は素早かった。中期計画の最終年になって、戦略の大きな転換に出たのだ。

同社は2014年3月期、直販事業を縮小し、再度、国内市場深耕の方向性を、メーカーとしての強みを生かした形で舵を切りなおした。

2013年3月期に18店舗だった直営店数は、2014年3月期には11店舗、さらに2015年3月期には7店舗にまで絞り込む。一方で、店舗の一角にコーナー販売を展開する「コンセ」形態を、拡大、2011年3月期に29か所であった「コンセ」を、2015年3月期には80か所にまで増やす。

\*「コンセ」は「コンセショナリー」の略語。売り場の一角に販売コーナーを設け、そこに人員を配置させ、販売する形態。テナントに比べ、出店料などコストが低い。小売りではなく、卸販売として扱われる。

この方針転換は、同社が業容の急拡大よりも、事業リスクを抑制した形で、売り上げを伸

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

ばすことに重点を置いたことを意味する。

また、同社は利益率が高いネット販売にも注力をしており、既存の販売店にはない顧客層の取り込みも行っている。

2014年3月期では、190百万円（対前年比30%増）のネット売上を計上している。ネットでは、スタンダードなデザインのものであれば、約90パターンに及ぶサイズを販売している。Yシャツなどでは、裾と首回りのサイズの組み合わせなど、人によって千差万別の対応が必要となるが、このような細かいニーズへの対応が、できるようになっている。

## <事業の特長と差別化>

### ③ 他社が追従できない海外生産体制と ASEAN 経済圏での可能性

不況期にも、同社が独自路線で生き残ってきた理由のひとつは、生産コスト上の競争力にある。海外で、高品質を維持した低コストの生産体制を構築してきたことが、同社のコストオペレーションに大きなアドバンテージを与えてきたのだ。同社は、タイ、ラオスの自社工場以外に、上海、バングラデシュ、ベトナム、インドネシアにも、契約による信頼できる生産拠点を確保している。

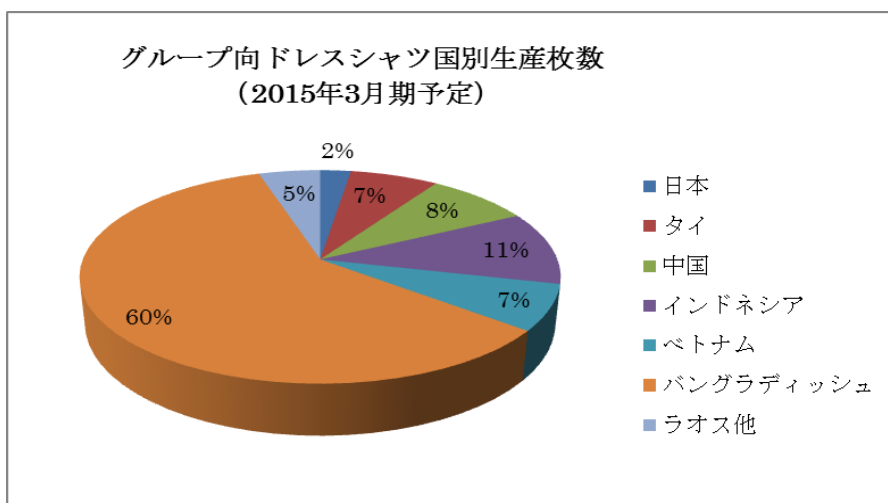
特にバングラデシュ工場は、2014年3月期、ドレスシャツで531万枚に及ぶ生産数量を上げ、ドレスシャツでは、実にグループの51.8%のシェアを占めている（海外工場全てで89.7%）。

1998年以来、ここに日本人を派遣し（現在5人を派遣）、日本の素材を使った高品質な商品を安定的に供給できる体制を、長年にわたる努力の末構築してきたことは、いま、同社の競争力の源泉の一つとなっている。

バングラデシュのような契約工場で安定的な生産ができることは、同社に三つのメリットをもたらすと思われる。

- ★ 低コストで高品質の製造が可能になり、コスト競争力を持ったこと。
- ★ オフバランスの工場で生産することによる資産効率、資金効率の維持。
- ★ ASEAN 各国に工場があることで、現地で生産から販売まで ASEAN 経済圏全体を市場とした事業が成功する可能性がある。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



こういった体制は、一朝一夕でできるものではない。現地での教育や信頼関係の醸成は、同社が15年以上の実績として積み上げてきたものであり、最近になってコストが上がってきた中国での生産体制に頼っている企業とは一線を画している。

また、生産面のみならず、海外売上の成長力は、同社の将来性を大きく感じさせる分野だ。海外での販売体制強化は、同社の戦略のひとつでもあるが、従来の卸販売のみならず、海外百貨店での直販が、同社の成長に寄与する可能性は高い。

ASEAN 経済圏は、2015 年以降、独自の自由経済圏として、その市場の拡大に期待がもたれている。同社がこの地域で、地元有力企業と協力して販売体制を構築すれば、元々強い生産体制とあいまって、投資家が新たな成長可能性を評価するときがくるだろう。

#### ④ CHOYA 事業の譲受けによる事業規模の拡大

同社は2014年7月30日、百貨店向けに強いシャツ専門の老舗メーカー、CHOYA 株式会社事業の一部譲受けを発表した。これは、直営店への投資を中断し、山喜が最も得意とするドレスシャツの製造・卸売事業への投資を強化する動きであり、前出の「方向転換」を明確にしたディールだと言えるだろう。

CHOYA は、特に百貨店向けに強力なブランド力と販売チャネルを保有しているが、これを取り込み、山喜のバックヤードと統合することで、相互の事業の利益率を高める形で規模を拡大することが可能になる。山喜自体も、百貨店向けの売り上げはトップシェアであるものの、同社の国内売上高の18%を占めるに過ぎず、今後は更に強化される、と考えてよいだろう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

この事業譲り受けは、収益化を意識し、段階的に行われていくことが特徴だ。今期はまずオーダーシャツ事業を取り込み、その後来年 2 月から既製品とネット販売を譲り受ける。このオペレーションにより、今期は売上で 2 億円、営業利益で 30 百万円の寄与、来期は売上 20 億円、営業利益で 1 億 50 百万円の寄与を狙う。

これまで多くのシャツメーカーが市場から退出してきたように、CHOYA も、不況に抗うことができずに、過去、日清紡の傘下に置かれてきた。このように、魅力あるチャネルや工場、技術力を持ったメーカーが、まだ十分にその能力を活かされずに苦戦している。

しかし、山喜の再生力が確かなものであれば、CHOYA に限らず、まだまだ投資先はあるだろう。CHOYA は、山喜のメーカー事業再生力を試される大事な試金石となる。その評価は今後 1 年で決まるだろう。

## <成長性とリスク>

同社の成長性は、シャツメーカーに対する再生能力と、ASEAN でのビジネス展開にある。CHOYA の事業譲り受けは、それ自体も業績に寄与するが、バリュエーション上の評価で大事なことは、山喜に、「シャツメーカーの再生能力があるか」ということだ。もし CHOYA 事業の再生に成功すれば、その後も、類似会社の「良い部分」を取り入れる形での事業拡大を加速させることが可能になる。CHOYA 事業の取り込みによる国内シェアの拡大は、市場の成長率の如何にとらわれず、同社の成長に寄与するが、こういった動きが続き、更にシェア拡大を継続できる能力が評価されれば、中期的な同社の成長力は、市場平均を大きく上回るだろう。

また、海外での活動は、これまでのコストパフォーマンスでの優位性を評価する段階から、そこでの収益を期待する段階に入ることが予想される。

今年 7 月の IMF 予測によれば、ASEAN 5 か国の経済成長率は、2014 年 4.6%、2015 年 5.6%。一時よりも少ないとはいえ、日本国内の予測は 1.6%、1.1%だ。ASEAN 経済圏の成長に伴い、現地小売業界が伸長するときに、同社にも成長可能性が出てくるだろう。

一方、国内消費の動向は最大のリスク要因だ。消費税増税の影響が、当初の実感よりも大きくなる可能性が指摘されているが、再度の消費増税があった場合、国内消費に与える影響は、もはや未知数だ。ESP フォーキャスト調査では、2014 年度の実質国内消費支出予測は、5 月調査で▼0.48%、7 月▼0.64%、9 月には▼1.87%と、着地が見えづらくなってきている。シャツ業界の潜在成長率は限りなく 0%に近いと想定されるが、国内消費が抑制さ

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

れた場合、その平均的なマイナス成長率を、更に下回る可能性もある。

また、ASEAN 地域での政治的緊張、特に対中国の政治動向は、予断を許さない。すぐに大きな経済損失が出る可能性は低いですが、注意は必要だろう。

## <バリュエーション>

株価 266 円 (9 月 26 日現在)

PER (予想) 11.1 倍

PBR 0.36

ROE (予想) 3.14%

配当利回り (配当予想 4 円) 1.5%

浮動株比率 23.4%

自己資本比率 38.2%

## <類似他社>

ヤマトインターナショナル

PER 94.0 倍

PBR 0.44 倍

銀座山形屋

PER 22.6 倍

PBR 0.96 倍

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

## <テクニカル>



\*チャートは野村ネット&コールより引用

株価は、今年7月から、25日線を支持線とした上昇波動を形成している。ただし、出来高が継続することが無いので、一度上昇したときに作った出来高が、後で「重し」になりやすい形にはなっている。

とはいえ、株価の割安度が大きい分、流動性が増す政策を取れば、継続的な上昇が可能になるだろう。

## <株価評価>

企業側の経営スタンスに変化が生じたことで、市場での認知度が上がりつつあることが、バリュエーションの割安度を目立たせ、株価は上昇基調にある。

同社株価が、割安に放置されている原因は、いくつか考えられるが、その一つは、株主構成にある。

同社OBなど、関係者・知人ら（安定株主に見えるが、実は潜在的な売り圧力）が保有していた株式が、これまでは株価が上昇するたびに売却されている可能性があり、その分、チャートの上髭がいびつになっているように思われる。会社側の説明によると、このような

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



大株主の売却は、すでにほとんどが終了しているらしい。

また、関係者・知人の中には、同社の上位株主になっている村上世彰氏もいるが、彼は宮本社長の公務員時代の仲間であり、投資というよりは友人として株主となっており、もちろん経営的な発言は何もしていない。

このような宮本社長の幅広い人脈が、同社の無形資産でもあるが、株主構成は徐々に一般の投資家に広がっており、その動きが加速した後に、本当の上昇が来るだろう。

いずれにしても、同社株のバリュエーションは、PBR から考えると、非常に割安な状態が続いている。

しかし、新たな経営の方向性と、成長可能性が見え始めているだけに、同社の PBR は徐々に上がっていくだろう。

## 想定価格

380 円～450 円

PBR を 0.5～0.6 倍と想定（同業他社水準）

PER の議論はまだ早い、15～20 倍を想定

上昇起点から株価 2 倍への伸長が現実的であること

## ■ 参考資料 ■

3598 決算3月														
	2012	2013	成長率	2014 2Q	2014	成長率	2015 2Q	会社2015	2015(2)	成長率	四季報2015	成長率	当社2015	当社2016
売上	16,206	16,264	0.4%	8,607	16,592	2.0%		17,000	17,200	3.7%	17,200	3.7%	17,100	19,060
売上総利益	4,357	4,030			4,210	店舗+2-8		店舖-4	CHOYA					
販売管理費	4,244	4,391		4,120										
営業利益	112	0.7%	-360	-2.2%	-20	89	0.5%	160	180	1.1%	190	1.1%	190	370
経常利益	77		-240		1	91		120	140		140		140	300
純利益	31		-225		120	92		100	180		180		180	180
配当	2		0		2			4	4		4			
純資産	5,541	39.7%	5,444	38.3%	5,554	5,581	38.2%	5,651	5,731				5,731	5,884
総資産	13,840		14,201		14,462	14,598								
ROE	0.56%		-4.13%		1.65%			1.77%	3.14%					
ROA	0		-1.7%		0.62%									
発行済み 自己株	8,046,233 11,782	8,046,233 511,782			8,046,233 511,782									
EPS	3.9		-29.9		12.2			13.27	23.89				23.89	23.89
BPS	689.7		722.5		740.7			750.00	760.62				760.62	782.27
国内販売	売上	2012	2013	変化率	2014 2Q	2014	変化率	2015 2Q						
	営業利益	15,064	15,064			15,151	87						15,500	17,300.0
製造			-367	-367		26	393						90	200.0
		1,043	1,043			1,272	229						1,400	1,500.0
海外販売		17	17			71	54						90	100.0
		155	155			168	13						200	260.0
		-23	-23			-5	18						10	70.0
							0							
							0							
全社		13	13			-4	-17						171.00	190.60
													190	370

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



## 本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。