

ダイオーズ (Daiohs)

米国第3位のオフィスコーヒーサービス企業

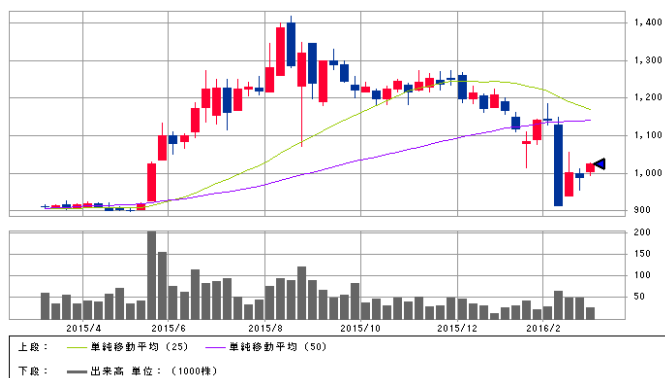
アナリスト 堀 篤

東証1部 4653

株価 1014円 (3月9日) 想定株価 1080円~1280円

時価総額 136億円

単位 100株



株価 1014円
PER 11.87倍
PBR 1.2倍
配当利回り 2.27%

日本初のOCS（オフィス向けコーヒーサービス）事業から始まり、現在では、20万軒以上のオフィス向けに、ウォーターサーバー、ティーサービス、クリーンケア商品。清掃事業などを提供する、総合サービスを展開。米国では、OCS専業で全米第3位の大手企業。アジア地域にも進出をしている

1. 米国のオフィスコーヒーサービスを日本で事業化し、米国に逆上陸

同社は、創業者の大久保社長が、米国で定着しているオフィスコーヒー事業を現地で学び、日本へ持ち込んで始まった企業。設立は1976年、上場が1996年で、今年の上場後20年に当たる。

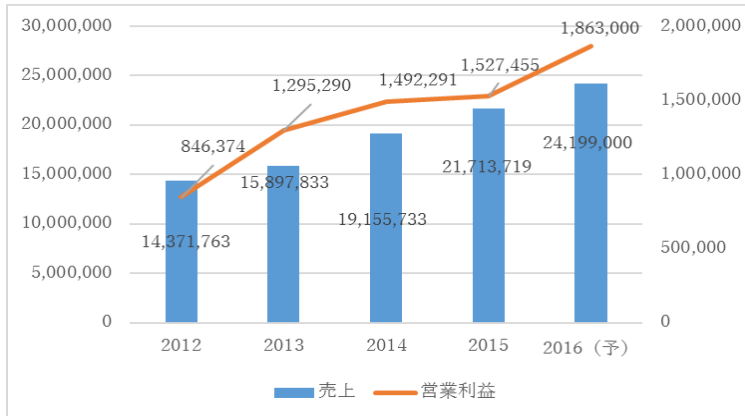
同社は、日本でのオフィスコーヒー事業を、より総合的なオフィスサービスへと展開し、ウォーターサーバー、ティーサービスの提供や、クリーンケア、清掃事業などにも対応し

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。

ている。

一方、同社は上場後の資金を活用し、米国へ進出。西海岸を中心にM&Aを行い、現在では全米第3位のオフィスコーヒーサービス事業者にまで成長した。

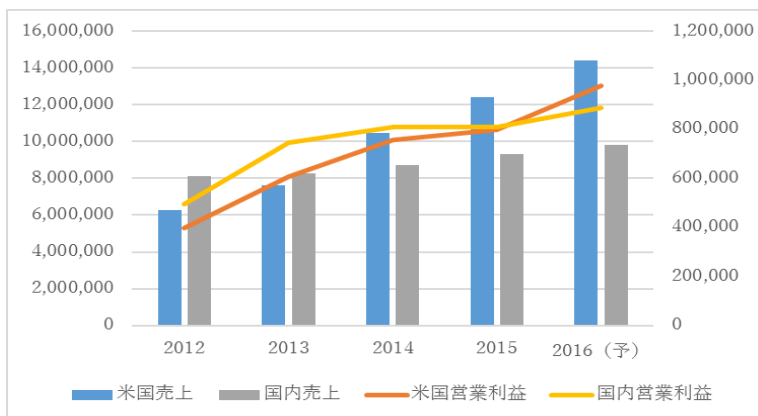
連結売上・営業利益推移



単位：千円 売上：左軸 営業利益：右軸

連結での海外売り上げは、全体の約60%。2015年3月期の地域セグメント別営業利益は、国内外ほぼ同じくらいの寄与となっているが、2016年3月期予想では、米国での利益が国内を抜いている。

日本、米国の売上・営業利益推移



単位：千円 売上：左軸 営業利益：右軸

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 景気に対するディフェンシブさ

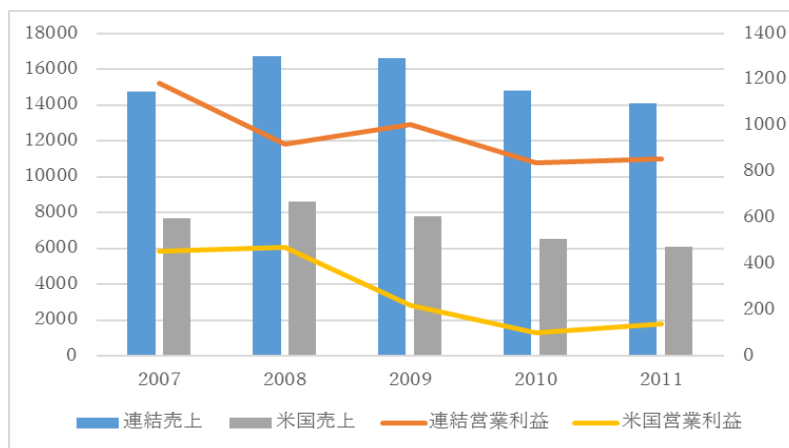
同社業績は、これまで、比較的安定した伸びを、長期的に見せてきている。

その理由の一つは、取扱商品のほとんどが、オフィスにおける必需品であり、景気の波に大きな影響を受けにくいからだ。

ただし、景気の大きな変動により、オフィス数そのものが大きく減少すれば、一定の業績への影響はあると考えられる。

そこで、2007年から2008年、2009年の、リーマンショックに至る際の同社の連結業績と米国業績を抜粋してみたのが、以下のグラフとなる。

2007年3月期～2011年3月期 連結売上営業利益と米国売上営業利益



単位：百万円 左軸：売上高 右軸：営業利益

同社は、リーマンショックに発する世界的な景気後退を、黒字確保の状態のまま乗り切っている。

この間、当然、オフィス需要の減退が生じ、同社業績に一定のインパクトがあったことは間違いないだろう。しかし、日米の国際的な事業分散と、買収戦略による売上の確保が、そのインパクトを緩やかにさせたと言える。リーマンショックの影響が出始めた2009年3月期にも連結営業利益で増益を確保し、その影響が最大化した2010年3月期の連結営業利益でも、リーマンショック前の2008年3月期と比べ、8.5%程度の減益でしのいでいる。

こういった業績の底堅さは、近時の決算数値を、より詳細にみても、わかる。

2012年3月期以降の業績推移を、下記表で見たい。

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。

連結業績・指標推移（2016年3月期は会社予想）

	2012/3		2013/3		2014/3		2015/3		2016/3	
売上	14,371,763		15,897,833		19,155,733		21,713,719		24,199,000	11.4%
売上総利益	8,251,016	57.4%	9,280,577	58.4%	10,974,945	57.3%	12,416,471	57.2%		
販売管理費	7,404,641	51.5%	7,985,287	50.2%	9,482,654	49.5%	10,889,015	50.1%		
営業利益	846,374	5.9%	1,295,290	8.1%	1,492,291	7.8%	1,527,455	7.0%	1,863,000	7.7%
経常利益	865,374		1,384,423		1,588,176		1,660,394		1,836,000	
当期利益	424,515		860,470		887,969		1,051,986		1,148,000	
配当	15		17		20		20		23	
純資産	7,166,518		8,262,650	81.5%	9,271,458	79.4%	10,825,801	74.4%	11,664,701	
平均			7,714,584	81.1%	8,767,054	80.4%	10,048,630	76.6%	11,245,251	
総資産	8,888,557		10,140,578		11,674,329		14,556,545			
平均			9,514,568		10,907,454		13,115,437			
有利子負債	311,642		320,537		790,330		1,547,836			
平均										
ROE	6.00%		11.15%		10.13%		10.47%		10.21%	
ROA	10.00%		14.55%		14.56%		12.66%			
配当性向	47.40%		26.55%		30.27%		25.55%		26.93%	
発行済み株式数	13,439,142		13,439,142		13,439,142		13,439,142		13,439,142	
平均	13,419,990		13,419,990		13,419,988		13,430,745		13,430,745	
EPS1（期末B）	31.59		64.03		66.07		78.28		85.42	
EPS2（平均）	31.63		64.12		66.17		78.33		85.48	
BPS1（期末B）	533.26		614.82		689.88		805.54		867.96	
BPS2（平均）	0.00		574.86		653.28		748.18		837.28	
セグメント										
米国	6,270,823		7,635,299		10,449,546		12,395,879		14,404,000	
	398,519	6.4%	607,769	8.0%	755,450	7.2%	796,489	6.4%	976,000	6.8%
拠点数			36		38		42			
日本	8,100,940		8,262,253		8,706,187		9,317,840		9,794,000	
	496,466	6.1%	745,381	9.0%	809,764	9.3%	807,110	8.7%	886,000	9.0%
直営							49			
FC							183			
来期予想				実績比		実績比				
売上	15,403,000	103.2%	17,956,000	106.7%	19,865,000	109.3%	24,199,000			
営業利益	1,002,000	129.3%	1,400,000	106.6%	1,589,000	96.1%	1,863,000			

単位：千円

売上は、直近3年間では10%~20%の成長率となっている。M&Aなどの効果を考慮すると、既存ビジネスの伸びは、5%~10%の範疇に入ると思われるが、いずれにしても、安定した数値と言える。

売上総利益率で、57.2%~58.4%、販売管理費比率（対売上高）が49.5%~51.5%と、この両指標の変動率がたいへん低いことが、同社業績推移の特徴だと言えるだろう。

これによって、2014年3月期以降のROEは、ほぼ10%で安定している。

また、こういった安定した数値が、業績予想をやりやすくしている。過去3年間の売上予

本レポートに掲載された情報・見直し・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。

想は、10%以内の誤差に収まっている。こういったことから、同社の業績予想の信頼性は高いと言えるだろう。

3. ダイオーズの差別化要因

同社の差別化は、以下の3点にあるだろう。

- ① 事業の先行者メリット
- ② マーケティングとビジネスのリンク
- ③ 日本型 M&A の実践

① 先行者メリット

いまや、「Daiohs」のマークが入った事業用車両は、いつでも見ることができる。国内外のクライアントは20万軒に達し、拠点数は直営で51、特約店で181（いずれも2016年2月現在）となっている。オフィスコーヒーサービス市場は、同社以外では、ユニマットライフ（非上場）がシェア50%程度を占める業界。また、ウォーターサーバーでは、アクアクララ、クリクラが、上位を占める。しかし、一定の分野に特化せず、オフィス向けに様々なサービスを総合的に手掛ける、という意味では、ユニマットライフと同社が、その代表的な企業となる。

こういった、業界での先行者的な位置づけ・知名度は、営業面で大きな武器となる。

また、米国でのシェア拡大は、同社の成長を確実なものにしている。M&Aの活用で、西海岸を中心に、19州48拠点を確立してきた同社は、いまや全米で3位のOCS企業となっている。

② マーケティングとビジネスのリンク

同社では、顧客ニーズの深堀が、一つの商機となる。オフィス向けコーヒーだけでなく、ウォーターサーバー、グリーン、クリーンケアなど、様々なニーズを拾うことで、売上を伸ばすことができる。

クライアントからのニーズは、コールセンターが受け、その内容は1、2分で担当者と上司のモバイル端末に送られる。問い合わせなどの場合は、30分以内に、担当者からクライアントへ応答のコールをかけることになっている。

こういった厳しいルーティンが、マーケティング効果を出し、次のビジネスへリンクをしていく。

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。

③ 日本型 M&A の実践

米国では、アラマーク社（世界 22 か国で展開）、コンパスグループ（英国拠点の巨大企業）、といった、大手企業が、上位に存在する。

しかし、彼らの経営は、いわゆる「米国ファンド型」の手法で、短期的な経営手腕を経営者に問うやり方だ。一方で、同社の米国での M&A は、より長期的な視点に立ち、現存の経営者、社員に任せる、というのが基本的なスタンスだ。こうした手法の違いが、同社の M&A を成功させる、という見方ができる。

4. 業績予想とバリュエーション

同社の業績は、今後も安定して伸びることが予想される。東京のオフィス空室率は、5%を割りこんで推移すると予想されており、2020 年ころまで、4.5%程度を維持すると思われる。同社の<契約-解約>数が、オフィス空室率に影響されるとした場合、空室率 4.5%程度が続く、2020 年までの間は、直近数年間よりも、多少の成長率増加を期待できるだろう。

一方、米国市場においては、成長率の下方修正は避けられないだろう。既存店の売上の伸びには一定の下方圧力が生じる。しかし、同社の M&A の手法は、現地での差別化要因となり得ることから、既存店の鈍化を、中期的には M&A でカバーすると思われる。

売上・営業利益成長率は 10%程度を予想できるだろう。

それらを勘案の上、今後 3 年間の予想は、以下のように考える。

連結では 2020 年までは売上年率が 15%から 20%（2013 年～2016 年平均 15.1%）、営業利益成長率で 10%から 15%（2013 年～2016 年平均 10.3%）の伸びを想定することができる。

3 年間の業績予想

	売上	営業利益	EPS
2016	24,199,000	1,863,000	85.42
2017	27,828,850	2,087,164	100.95
2018	32,838,043	2,397,177	115.94

単位：千円 （EPS は円）

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。

5. テクニカル

一目均衡表及び SRI



テクニカルでは、株価は下方トレンドを終了し、三角持ち合いまたは上方トレンドへ転換するところだろう。ただし、オシレーターでは、小さいながらも過熱感がある。したがって、短期的には再度 1000 円割れとなる可能性がある。

一方、上方は一目均衡表では雲があり、大きな上昇は短期的には難しそうだ。短期的には 900 円から 1080 円程度の狭い動きが想定される。

ただし、2 か月後程度の期間を経た場合、株価に浮力が出てくる可能性がある。その場合、株価のメドは 1250 円から 1280 円程度となるだろう。

6 株価想定

4. で検討した通り、EPS 成長率を 15%とした場合、PEG=1 で PER は 15 倍となる。

従って、2016 年 3 月期の予想 EPS に対して PER15 倍を基本的なバリュウと考えることができる。

$$85.4 \text{ 円 (2016 年 3 月期予想 EPS)} \times 15 = 1281 \text{ 円}$$

全体の需給関係などからテクニカル要素を重視する必要がある。

一目均衡表上の雲の上限近辺 = 1080 円

結論：想定価格 = 1080 円 ~ 1280 円

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。