

営業利益は会社計画を上回る着地

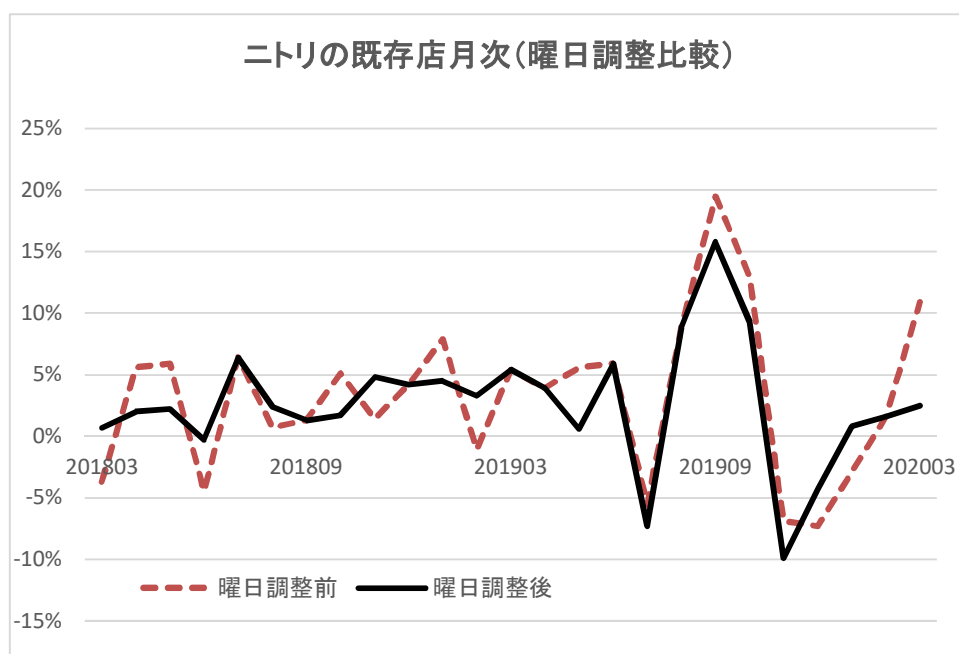
日経紙によると 2020 年 2 月期決算は会社計画の 5.7%増収、3.2%営業増益に対して、売上高は若干下回ったが、営業利益は若干上回り、5.2%増収、6.2%営業増益となった模様である。当クラブの事前予想は 5.6%増収、5.2%営業増益と、売上は若干未達ながら営業利益は会社計画を上回るしており、ほぼその線に沿った着地となった模様である。

銘柄名	ニトリホールディングス	コード	9843											
株価 (2020年3月27日)	14,775	円		PBR(19/2実)	3.32	倍		ROE予	14.4%					
株数	112,221	千株		配当利回り(20/2予)	0.7%									
配当	108	円		時価総額	16,581	億円								
発行済み株式数	114,443	千株		株主資本	499,721	百万円								
自己株式	2,222	千株		BPS	4,453									
決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER	月次平均	為替	
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍	既存店	実績	
19/2 1H	実績	301,694	6.3	55,890	16.1	56,759	16.7	37,958	8.3	338.2	-			
19/2 2H	実績	306,437	6.4	44,889	-0.8	46,294	0.2	30,222	3.5	269.3	-			
20/2 1H	実績	321,598	6.6	55,577	-0.6	56,540	-0.4	36,847	-2.9	328.3	-			
2016/2期	実績	458,140	9.8	73,039	10.2	75,007	10.4	46,969	13.3	418.5	35.3	3.2%	101.7	
2017/2期	実績	512,958	12.0	85,776	17.4	87,563	16.7	59,999	27.7	534.7	27.6	5.5%	108.0	
2018/2期	実績	572,060	11.5	93,378	8.9	94,860	8.3	64,219	7.0	572.3	25.8	2.9%	103.9	
2019/2期	実績	608,131	6.3	100,779	7.9	103,053	8.6	68,180	6.2	607.6	24.3	2.7%	110.2	
2020/2期	会予初	643,000	5.7	104,000	3.2	106,000	2.9	71,500	4.9	637.1	23.2	2.3%	107.3	
	日経(3/28)	640,000	5.2	107,000	6.2									
	ARJ予	641,891	5.6	105,975	5.2	108,146	4.9	72,416	6.2	645.3	22.9			
2021/2期	ARJ予	673,986	5.0	111,274	5.0	113,554	5.0	76,037	5.0	677.6	21.8			
19/2 1Q	実績(3月)	157,648	6.9	30,426	18.3	30,678	17.9	19,720	3.3	-	-	2.7%	108.1	
19/2 2Q	実績(3月)	144,046	5.6	25,464	13.6	26,081	15.2	18,238	14.3	-	-	0.9%	108.6	
19/2 3Q	実績(3月)	146,842	5.8	22,143	-0.6	22,896	0.2	14,065	-13.2	-	-	2.6%	112.9	
19/2 4Q	実績(3月)	159,595	6.9	22,746	-0.9	23,398	0.2	16,157	24.5	-	-	3.7%	110.0	
20/2 1Q	実績(3月)	167,332	6.1	30,431	0.0	30,722	0.1	20,348	3.2	-	-	4.9%	111.2	
20/2 2Q	実績(3月)	154,266	7.1	25,146	-1.2	25,818	-1.0	16,499	-9.5	-	-	3.1%	108.1	
20/2 3Q	実績(3月)	159,900	8.9	28,895	30.5	29,503	28.9	20,660	46.9	-	-	8.5%	105.0	
20/2 4Q	会予(3月)	161,502	1.2	19,528	-14.1	19,957	-14.7	13,993	-13.4	-	-			
	日経(3/28)	158,502	-0.7	22,528	-1.0							-2.9%		
19/2 3QA	実績(3月)	448,536	6.1	78,033	10.8	79,655	11.4	52,023	1.5	-	-			
20/2 3QA	実績(3月)	481,498	7.3	84,472	8.3	86,043	8.0	57,507	10.5	-	-			

第4四半期の既存店は2.9%減と久々のマイナスとなった。これは消費税増税の仮需によって既存店が8月8.9%増、9月19.5%増、10月13.0%増と高水準となった反動で、11月6.9%減、12月7.3%減、1月2.9%減とマイナスが続き、2月も1.6%増と低迷したためである。なお、同社の決算は20日締めであるので、10月は9月21日から10月20日ということで、10月にも大きな仮需が発生している。もっとも、会社側では過去の経験則から仮需の反動は3・4月まで続くと述べており、それに対しては読み通りであるが、それに加え暖冬がマイナスに働いたものと考えられる。その結果、第4四半期の増収率は久々のマイナ

スとなった。

一方、業績への影響が大きい為替に関しては、通期ベースで2019年2月期の110.2円に対して、2020年2月期は107.2円と3円の円高であったことが増益要因となっている。第4四半期の3カ月を見ると0.7%減収、1.0%営業減益となった模様であるが、減収の割には減益幅が小幅にとどまったのは、第4四半期には前年同期比で為替が5円程度の円高になったことによるものである。



次期予想のキーとなるのは中国事業と為替の予約状況

同社では、4月6日に2020年2月期決算の公表を予定しているが、今後の株価を占う上で重要なのは、同時に公表される2021年2月期の決算予想である。

同社と比較して海外進出が早かったファーストリテイリングや良品計画はすでに海外の利益構成比が50%内外と高水準であるのに対して、同社の場合、依然海外の利益構成比は一けた台でほぼゼロに近いと考えられる。よって、他社は中国や米国での店舗閉鎖が業績に大きな影響を及ぼすが、同社の場合は影響が軽微である。もっとも、中国では34店舗を展開しており、利益貢献はないが、未稼働となれば若干の損失は発生するものと思われる。

一方で、調達面では影響があってもおかしくはない。ただし、同社は東南アジア全域で生産し、フレキシブルに生産地や原材料を見直していることから、一時期にそれらの地域で全体

で生産活動が止まらなければ、ある程度吸収できるものと考えられる。

一方、為替の予約状況に関しては、当面の業績動向に大きな影響を及ぼす。同社は1円の為替変動で原価率が0.3%pt程度変動する。これは売上高を6,400億円、営業利益を1,070億円とすれば、1円の為替変動で営業利益が1.8%変動する計算になる。つまり、5円の円高は9%の増益要因となり、5円の円安は9%の減益要因となるほど影響度が大きい。

もっとも、実際は円安で業績が厳しい時には、コストダウンや製品入替時の実質的な価格引き上げなどで吸収し、円高時には値下げを行うため、為替がストレートに業績に表れるわけではない。また、若干ややこしい話であるが、期初の在庫分は前年度の終盤の為替レートの影響を引きずっているため、実際の為替の効き方は計算上よりも若干マイルドになることが多い。

最近の為替と業績の関係をみると、2018年2月期は103.9円と前年度比4.1円の円高であり、営業利益は8.9%増となった。2019年2月期は110.2円で6.3円の円安であったが、7.9%営業増益となった。これは、2018年2月期に店舗リニューアルの経費をかなり使ったことで、翌期の売上にはプラスとなり、経費は前年度の反動で減少し、結果的には前年度と見劣りしない営業増益率を達成したものである。

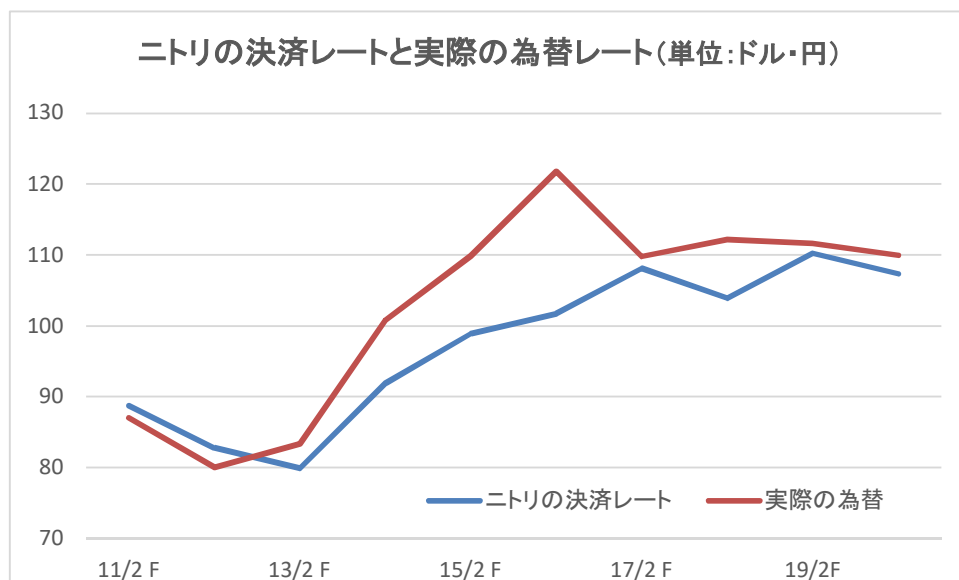
2020年2月期は107.3円となり、2.9円の円高ではあるが、前年度に経費を抑制した分、若干経費が膨らんだ。加えて、前年度の期末にかけての決済レートが円安にぶれている分、マイナスに効き、営業利益は6.2%増益と円高の割には伸び悩んで見える。

次期の為替レートについて考える

ここまでは一口に為替レートと述べてきたが、その時々々のレートが単純に同社の決済レートに反映するわけではない。同社は会長の似鳥氏が陣頭指揮を執って為替の先物予約を行うことで、為替のマイナス影響を極力抑制するように努めてきた。図は2010年代の同社の決済レートと実際的为替レートを比較したものである。これを見ると、当該期の為替レートに対して、同社の決済レートは同水準もしくは円高にぶれている。これは特に2014年2月期から2016年2月期にかけて顕著に見られる。この背景はアベノミクスで日本が円安政策を取り出したために、予め2年ほど先まで為替を予約したためである。

2020年2月期の市場の年平均レート（月末値の平均）を計算すると110.0円であったのに対して同社の決済レートは107.3円と2.7円ほど円高に振れている。似鳥氏の為替の見方は2019年年初より年末には100円程度の円高になるとの見通しでスタートしたため、期初に

はほぼ先物予約がゼロで推移していた。しかし、一向に円高とならず 110 円を挟んだ動きで推移した結果、上期の決済レートは 109.7 円と前年同期比 1.3 円の円安での着地となり、営業利益も 0.6%の減益となった。



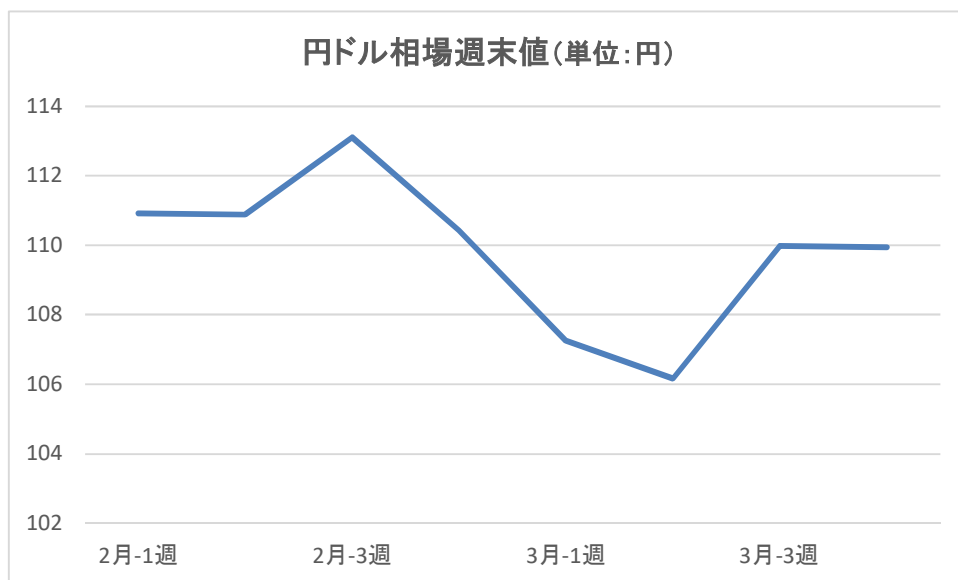
しかし、8 月に 107 円近辺まで円高となった時点で下期の予約をすべて行い、上期の決算説明会で下半期の為替レートを平均 105.53 円で予約したと述べている。この辺りは実にしたたかである。なお、実際のレートより円高で予約できるのは、先物の場合に日米金利差の関係で先に行くほど円高で予約できるためである。

さて、12 月末に開催された第 3 四半期の決算説明会において、似鳥会長に為替の見通しと予約のスタンスを尋ねた。それに対する回答は、「現時点では、2021 年 2 月期の予約はしていない。105 円以下の円高が理想である。毎年、1-2 月は円高となるので、それに期待している。年後半は円高になって、第 3、第 4 四半期辺りには 105 円を見込んでいる。当面は、1-2 月に 107 円切ったら予約を検討したい。」というものであった。

そして、実際の為替の動向はどうであったかという、今回のコロナ騒動の最中に瞬間的に 100 円に近づいたことがあった。ほんの瞬間であるが、東京市場でも 3 月の第 2 週には急激な円高となっており、似鳥会長の相場観が狂っていなければ、105 円程度である程度の期間、予約が完了しているのではないかと考えられる。

2020 年 2 月期の平均決済レートが 107.3 円程度であり、2021 年 2 月期の平均為替レートが 105 円であれば、かなりの増益が期待できるところである。なお、すでに述べたように

2020年2月期の決済レートが前年比2.9円の円高であったが、営業利益が日経観測で6.2%増益にとどまったのは、2019年2月期の為替がその前の期比で6.3円の円安と厳しかったため、かなり経費抑制的であった反動によるものである。



もっとも、会社予想自体はコロナ禍もあって、それほど強気の予想は出しにくいと思われる。しかし、同社のリーマンショック前後の業績推移を見ると、2008年2月期14.9%増収、17.0%営業増益、2009年2月期12.3%増収、26.8%営業増益、2010年2月期17.3%増収、40.4%営業増益と好業績を継続していたことから、それほど今回のコロナ禍の影響がマイナスに効くわけではないと考えられる。現実問題として、2020年3月の既存店は10.9%増と大幅に伸びており、かなりの貯金ができている。ただし、3月(2月21日から3月20日)はうるう年ということもあって、前年同月と比較して平日が1日少なく、祝日が2日多かった影響が8.4%あったことから、実質的には2.5%増となるが、それでも消費税増税後の11月から2月の各月で最も高くなった。

また同社は、出店に関してもかなり戦略的に行っている。このところの出店はやや抑制気味であった。これは、東京オリンピックもあって人手不足や資材高によって建築コストが上がっていたためである。それに対して同社では、東京オリンピック後にはそれらが解消し、出店コストが下がり、土地も調達しやすくなるので、その時点で思い切って新店投資をすると述べている。その意味では、ここ1、2年は、同社にとって世の中の不況をばねにさらに躍進する土台作りのできる時期という位置づけになるかもしれない。

投資判断

新型コロナウイルスの感染拡大は依然予断を許さない状況にある。しかし、株式市場は当初の総売り状態から抜け出して、今回のコロナ禍の個々の企業の業績への影響を見極めて、株価もかなりの差が付き始めている。特に小売業では評価される株のすそ野が広がってきた。日用品内需中心のドラッグストアや食品スーパーの株価が強い反面、海外ウエイトの高いファーストリテイリングや良品計画は大きく下がっている。

同社の業績を見ると、コロナ禍でも既存店は堅調であり、リーマンショック時の状況からデフレンシブ的であることもわかる。当時の相対株価は市場が調整する中で右肩上がりとなった。しかし、この半年の株価はほぼ TOPIX 並みの動きとなっている。次期予想の PER も 22 倍ほどと数年ぶりの水準まで低下している。よって、レーティングは BUY 継続であるが、**積極的に買っていいタイミングではないか**と位置付ける。

週足・売買高チャート



(C)QUICK Corp.

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。