

株式投資のための企業研究

**ニトリ(9843)がセブンとユニクロ
を超える日**

■ 著作権について

『株式投資のための企業研究「ニトリ(9843)がセブンとユニクロを超える日』(以下、本冊子と表記)は、著作権で保護されている著作物です。
本冊子の著作権は、発行者(有賀泰夫)にあります。
本冊子の使用に関しましては、以下の点にご注意ください。

■ 使用許諾契約書

本契約は、本冊子を入手した個人・法人(以下、甲と称す)と発行者(以下、乙と称す)との間で合意した契約です。本冊子を甲が受け取り開封することにより、甲はこの契約に同意したことになります。

第1条 本契約の目的：

乙が著作権を有する本冊子に含まれる情報を、本契約に基づき甲が非独占的に使用する権利を承諾するものです。

第2条 禁止事項：

本冊子に含まれる情報は、著作権法によって保護されています。甲は本冊子から得た情報を、乙の書面による事前許可を得ずして出版・講演活動および電子メディアによる配信等により一般公開することを禁じます。特に当ファイルを第三者に渡すことは厳しく禁じます。甲は、自らの事業、所属する会社および関連組織においてのみ本冊子に含まれる情報を使用できるものとします。

第3条 損害賠償：

甲が本契約の第2条に違反し、乙に損害が生じた場合、甲は乙に対し、違約金が発生する場合がございますのでご注意ください。

第4条 契約の解除：

甲が本契約に違反したと乙が判断した場合には、乙は使用許諾契約書を解除することができるものとします。

第5条 責任の範囲：

本冊子の情報の使用の一切の責任は甲にあり、この情報を使って損害が生じたとしても一切の責任を負いません。

もくじ

はじめに.....	6
【注目スタート：ニトリ（9843）の2013年8月の月次報告】2013年8月23日.....	7
【2013年9月の月次報告】2013年9月25日.....	8
【2014年2月期第2四半期決算報告】2013年9月30日.....	9
【引き続き注目したいニトリホールディングス（9843）】2014年3月31日.....	14
【2015年2月期第3四半期決算報告】2014年12月23日.....	18
【2016年2月期第2四半期決算報告】2015年9月30日.....	24
【今年一番注目されるかもしれないニトリホールディングス(9843)】2016年5月11日.....	28
【ニトリホールディングス(9843)：第1四半期決算と6月月次で注目される可能性高まる】2016年6月2日.....	49
【ニトリホールディングス(9843)の原点を見た：渥美俊一記念館訪問記】2016年10月20日.....	53
【2017年2月期第3四半期決算報告】2016年12月26日.....	59

【2017年2月期決算報告】2017年3月29日	68
考察	72
おわりに	78

自己紹介

有賀泰夫

埼玉県出身。埼玉大学の生化学科を卒業後、日系証券会社入社。最初の 3 年間、大阪の阿倍野支店で個人営業。以降はアナリスト中心で、バイサイド(投信会社)も経験。途中、労働組合委員長と人事部が挟まる。アナリストとしては異色を自認。

82 年のアナリストとしてのスタートは医薬、トイレタリーなど。当時、バイオテクノロジーブームの走りで、世の中には DNA も知らない人が多かったため、大学の専攻が大いに役立った。一時ラインマネージャー職になるが、95 年から食品、食品卸担当に。98 年にアナリストとして外資系に転職。3 年でその会社が日本から撤退し、再び日系証券に。

日経ヴェリタス(旧:日経金融新聞)主催のアナリストランキングでは食品部門で最高第 4 位、退職時の 2009 年は第 6 位。

最初の転職の直前、98 年 6 月にゲノムブームを察知し、600 円の宝酒造(当時)を唯一人推奨。宝酒造の株価はじり高後、99 年半ばから本格的に上昇し、結局 2000 年に 3,000 円を超えた。このとき、その関連で島津製作所を取り上げ、MALDI-TOFMS の詳細レポートを証券界で唯一作成。何と、2 年後にその装置の開発で田中氏がノーベル賞を受賞したときには、とにかくびっくり。元来、材料株と成長株が好きで、99 年には推奨株が軒並み急騰。しかし、急騰しすぎて、その後スランプに陥る。

ファンダメンタル(材料も含む)と株価の関係を解明することをライフワークとしてきた。

今は独立して、ファンド向けアドバイスが主業務に。説明会や取材、企業間の連携サポートなども。一方、機関投資家と個人投資家の情報ギャップに憤りを感じ、個人投資家に対して株価解説もついた詳細な企業情報レポートを提供中。

証券会社のアナリストをやめてみてわかったことは、証券会社のアナリストの立場で株価を当てるのは極めて難しいということ。証券会社のアナリストがカバーすべき銘柄は、多くの人の関心の高い銘柄にならざるを得ず、情報ギャップが少ないため、市

場のミスプライスが見つけにくいいためである。

しかし、自由に銘柄を選べる立場になってみると、本当に企業価値を判断できる人が見ていない株が星の数ほどある。そのような銘柄でのアナリストとしての価値は非常に高いということに気付く。

特に月次データを公表している企業の場合、月次データさえ丁寧に分析しておけば、次に出る決算はおおよそ見当がつく。しかし、証券会社のアナリストがカバーしていない銘柄であれば、ほとんど世の中の人には分析の仕方さえ知らないもので、まさに自分だけが次に出る業績がわかる銘柄が簡単に見つかるのである。

私の無料メルマガでは、さまざまなファンダメンタルアプローチの知識をもとに、今狙う旬の株を理由付きで推奨していますので、無料メルマガを読まないことは大変な損失になる。最低 1 週間に 1 度は無料メルマガを配信していますので、まだ読んだことのない人は、下の URL からご自身で申し込みをしてください。

参照 URL : <http://www.mag2.com/m/0001086601.html>

なお、株式投資関係の無料メルマガを申し込んだ経験のある人ならわかると思いますが、無料メルマガにはほとんど内容のないものが多くなっています。それに対して、私のメルマガはプロの投資家が読むレベルの内容です。これを読まないことはあなたにとって大きな損失であることは間違いありません。メルマガは役に立たないと思えばいつでも解約できますので、一度目を通して損はないでしょう。

参照 URL : <http://www.mag2.com/m/0001086601.html>

【推奨環境】

レポート記載の URL はクリックすると、当該ページにアクセスできます。できない場合は、最新の AdobeReader を下記のページよりダウンロードしてください(無料)。

参照 URL : <http://www.adobe.co.jp/products/acrobat/readstep2.html>

はじめに

株式投資は昔から資産形成するための有力な手段と言われていました。企業を運営するリスクを負わず、企業の成長を資産の増加として享受できることが背景にあります。特に戦後の日本のように国の経済が高成長を遂げ、さまざまな産業が成長し、それに伴って多くの企業が成長した中では、高い確率で長期投資によって高いリターンを上げることが可能でした。その場合、銘柄選択もそれほど難しいものではありませんでした。

しかし、わが国の成長率が低下し、グローバルには競争がますます激しくなっています。その中で成長し、ただ保有しているだけで、株式投資で高い成果を上げられる企業は限られることとなります。その意味で、個々の企業の成長ポテンシャルを探ることと、投資のタイミングを測ることは極めて重要です。

今回取り上げるニトリホールディングス(9843)は、家具の製造小売業として圧倒的な価格競争力をつけ、さらに最近では製品の質の面でもかなりの競争力がついてきた。そして、家具の圧倒的な競争力による集客力をテコに、あらゆる家庭用用品の売上高を伸ばして高成長している会社である。

日本の小売業において実はニトリは時価総額 3 番目の会社だということは意外に知られていない。1位のセブン&アイ、2位のユニクロは誰もがピンとくるが実はニトリが3位である。しかし、近い将来、ニトリはトップになる可能性があるのです。今回はなぜそんなことが可能か、過去のレポートと現時点の見方を解説したものである。

注意事項

なお、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、当方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。

【注目スタート：ニトリ（9843）の2013年8月の月次報告】2013年8月23日

ニトリ（9843）の8月（20日締め）の既存店前年同月比は6.0%増となった。年度ごとの既存店の伸び率を見ると、直近数ヶ月の伸び率はここ数年なかったほど高いものである。



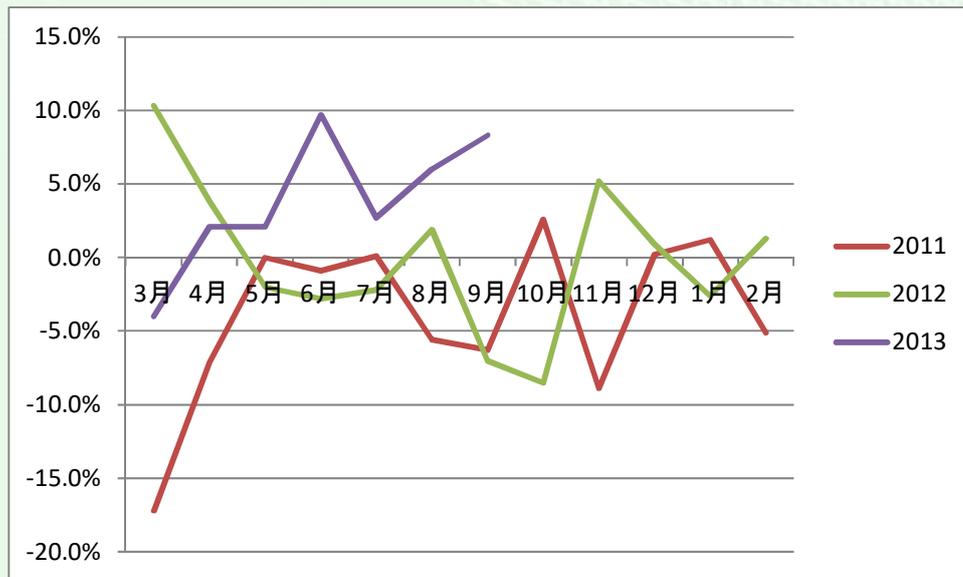
同社では既存店売上高の伸び悩みから2012年11月末に2年ぶりの大幅値下げを行った。それによって結果的には既存店が多少回復に転じ、第1四半期に相当する3-5月の既存店売上高の平均値は前年同期比0.1%増となったが、これは震災の反動が大きかった前年度の第1四半期以来のプラスであった。その結果、営業利益も0.7%増益とわずかであるがプラスに転じた。

しかし、第2四半期相当する6-8月期の既存店平均は6.1%増とここ数年ない高さとなった。ここまで好調なのは予想外である。

なお、当ブログでは同社の決算報告も行っている。この時点ではそれほど強気に考える根拠はなかったが、ここまで月次がいいと強気でみてもいいような気がする。

【2013年9月の月次報告】2013年9月25日

ニトリ（9843）の9月（20日締め）の既存店前年同月比は8.3%増となった。今年度に入ってから同社の既存店は好調が継続している。9月の既存店水準は6月の9.7%増に次いで高い水準となった。



同社に関しては既存店の低迷、円安から環境的には厳しく、株価面からは見送り姿勢としていた。しかし、8月の月次水準が判明して、根本的に見方を変更している。

9月はその8月をさらに上回り、強気継続である。

【2014年2月期第2四半期決算報告】2013 年9月30日

2013年9月30日

H&L企業研究クラブ

【ニトリホールディングス（9843）の2014年2月期第2四半期決算報告】

9月27日にニトリ（9843）が2014年2月期第2四半期決算を公表し、同日に決算説明会を開催したのでその報告を行う。

2013年8月上旬期決算は10.9%増収、2.5%営業増益、0.1%経常増益、2.0%純利増益となった。売上高は期初計画を大きく上回り、営業利益も計画をクリアしたが、経常利益、純利益は若干未達であった。経常利益以下が未達の背景は営業外で子会社の為替差損が発生したことによるものである。

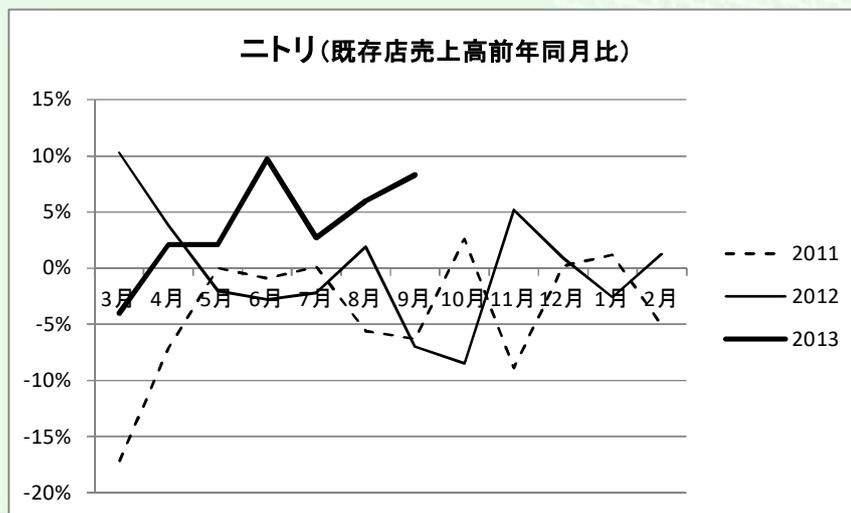
銘柄名	ニトリ	コード	9843								
株価(2013年9月27日)	9,420 円			PBR(13/2実)				2.47 倍			
株数	54,834 千株			配当利回り(14/2予)				1.1%			
配当	100 円			時価総額				5,165 億円			
発行済み株式数	57,222 千株			株主資本				209,125 百万円			
自己株式	2,388 千株			BPS				3,814 円			
決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2012/8中間	実績	170,091	6.8	30,387	17.4	30,780	16.5	17,471	21.2	318.6	-
2013/2下	実績	178,698	4.1	31,163	-2.8	31,415	-4.0	18,340	-4.2	334.5	-
2013/8中間	実績	188,707	10.9	31,140	2.5	30,816	0.1	17,819	2.0	351.2	-
	会予初	182,000	7.0	31,000	2.0	31,500	2.3	18,500	5.9	352.2	-
2014/2下	会予2Q	195,293	9.3	31,860	2.2	33,184	5.6	19,881	8.4	353.2	-
	会予初	194,000	8.6	32,000	2.7	32,500	3.5	19,200	4.7	354.2	-
2010/2期	実績	286,186	17.3	46,456	40.4	47,430	39.6	23,838	29.9	434.7	21.7
2011/2期	実績	314,291	9.8	52,665	13.4	53,594	13.0	30,822	29.3	562.1	16.8
2012/2期	実績	331,016	5.3	57,951	10.0	59,151	10.4	33,548	8.8	611.8	15.4
2013/2期	実績	348,789	5.4	61,550	6.2	62,195	5.1	35,811	6.7	653.1	14.4
2014/2期	会予2Q	384,000	10.1	63,000	2.4	64,000	2.9	37,700	5.3	687.5	13.7
	会予初	376,000	7.8	63,000	2.4	64,000	2.9	37,700	5.3	687.5	13.7
2012-1Q	実績(3ヵ月)	94,326	11.0	18,725	42.4	18,743	38.5	9,859	25.8	-	-
2012-2Q	実績(3ヵ月)	75,765	2.0	11,662	-8.4	12,037	-6.6	7,612	15.8	-	-
2012-3Q	実績(3ヵ月)	84,747	3.0	15,057	4.3	15,472	3.9	9,769	4.7	-	-
2012-4Q	実績(3ヵ月)	93,951	5.0	16,106	-8.7	15,943	-10.6	8,571	-12.6	-	-
2013-1Q	実績(3ヵ月)	101,142	7.2	18,858	0.7	18,520	-1.2	9,957	1.0	-	-
2013-2Q	実績(3ヵ月)	87,565	15.6	12,282	5.3	12,296	2.2	7,862	3.3	-	-

第2四半期決算の3ヵ月（6-8月）を見ると、15.6%増収、5.3%営業増益と震災の反動で営業利益が大きく伸びた2013年2月期第1四半期決算以来の営業利益の伸び率となった。

上期の売上高が上振れたこと、消費税増税による住宅の駆け込み需要が見込まれることから、通期業績に関しては売上高のみを増額修正している。

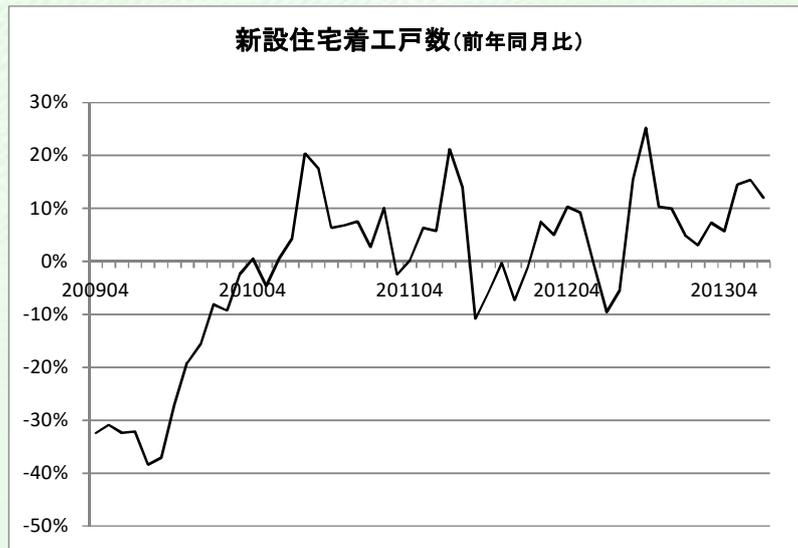
同社は輸入依存度が高く、1円の為替変動で粗利率が0.3%pt変動する体制ながら、前年同期比で大幅な円安にもかかわらず増益を確保したことは、さすがニトリという感じである。

まず、売上高であるが、このところ伸び率が急速に高まっている。すでに第3四半期初月の9月（20日締め）まで月次が公表されているが、第2四半期以降伸び率が加速している。



この一つの背景は新設住宅着工件数の増加と考えられる。アベノミクスによる地価上昇に加え、消費税増税による駆け込み需要が影響していると思われる。新設住宅着工に関しては、近くピークを迎える可能性もあろうが、家具はむしろ消費税増税ぎりぎりまで高い伸びを続ける可能性が高い。

一方で急速な円安によって、粗利率が2.4%ptと大幅に悪化した。これを第1四半期と第2四半期に分けて見ると、第1四半期は1.8%ptの悪化にとどまったのに対して、第2四半期は3.1%ptと悪化幅が拡大した。これは円安（対ドル）が第2四半期に加速したことが主因である。第1四半期の為替は前年同期比3.5円の円安であったが、第2四半期には一気に9.8円の円安となった。なお、同社では為替の予約を行っているため、為替変動は市場に大きく遅れて現れる。



同社は1円の為替変動によって粗利率が0.3%pt変動する。第1四半期、第2四半期の為替の影響を計算するとそれぞれ1.0%pt、2.9%ptの粗利率悪化要因となる。これを実際の粗利率の変動から除いて為替以外の要因による粗利率変動を計算すると、それぞれ-0.8%pt、-0.1%ptの変動となる。

同社では2012年11月に全面的な値下げを行っているが、第1四半期にはその影響が残り粗利率が悪化している。しかし、商品为新製品に入れ替えることで粗利率が向上し、第2四半期には為替要因を除けば、ほぼ前年同期並みの粗利率が確保できるようになったということである。

同社では商品価値を下げず、価格も上げずに粗利率が向上するような商品開発を志向している。これは、原材料の見直しや調達方法の変更、生産地の見直しなどを通じて行うものである。

今期に関しては円安ということもあり、年度内に70%の商品の切り替えを行う計画であり、第2四半期までに36%の切り替えが完了したとのことである。通期では70%の目標であるが、100%の切り替えも視野に入っている模様である。

もともと、第2四半期は前年同期比9.8円の円安であるが、下期の計画は17.51円の円安(1ドル=96.92円でほぼ予約済み)であり、一段と厳しいものとなっている。これを粗利率の低下寄与度で見ると、第2四半期が2.9%ptのマイナス要因となるのに対して、下期は5.3%ptのマイナス要因となる。

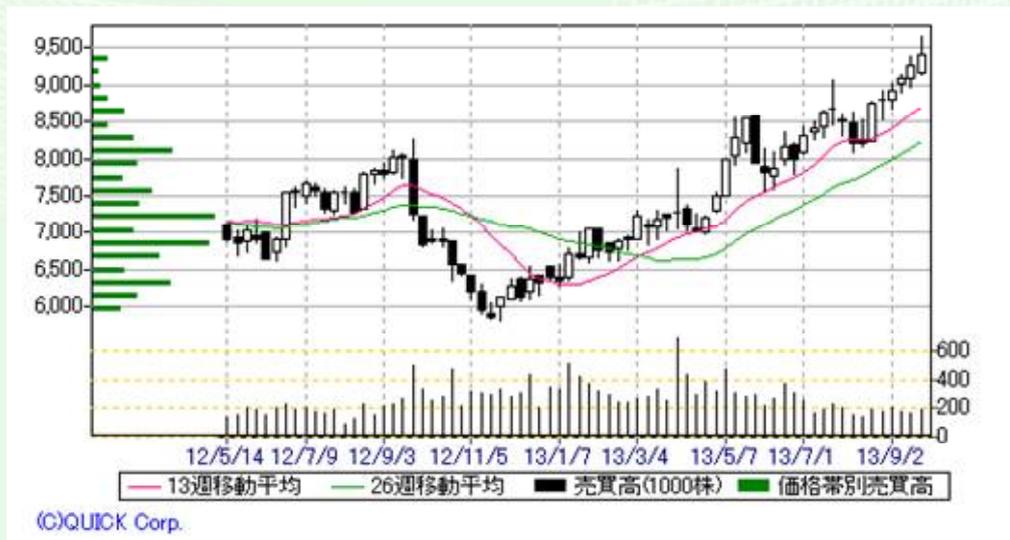
第2四半期は為替以外の要因で0.1%ptの低下要因があり、粗利率トータルでは3.1%pt（小数点第2位以下の四捨五入の関係で計算が会っていない）となった。第2四半期には粗利率が3.1%pt低下したものの営業利益は5.3%増益となった。会社計画では下期の営業利益は2.2%増益を見込んでいるが、為替の影響で粗利率が5.3%ptの低下となり、第2四半期並みの粗利率の低下に収まるには、為替以外の要因で2.0%ptほどの上昇要因が必要である。これには、新製品の開発を加速する必要があるだろう。

なお、消費税増税への対応に関しては、非公式ながら増税分は企業努力で吸収し、かつ内税方式を採用したいと表明している。来期に関しては、消費税増税の反動減や増税分の企業負担はあるものの、引き続き新製品開発で乗り切れることを会社側では考えている。とはいうものの、やはり多少来期に関しては厳しめの業績を見ておいた方が無難ではあろう。

投資判断

そうは言っても同社にとって完全なるアゲインストとも言える大幅な円安下において、わずかではあるが増益を達成する力こそまさに同社の強さということであろう。その意味において、円安に一服感がある現状において、現時点のPERである13倍台は依然割安な水準と考えられる。

週足・売買高チャート



株価は安値から上昇しているとは言うものの、インデックス対比では依然負けている状況にある。改めて同社の強さを市場が確認したことによって徐々に評価が高まる局面ではないかと考えられる。

【引き続き注目したいニトリホールディングス (9843)】 2014年3月31日

H&L 企業研究クラブ

2014年3月31日

【引き続き注目したいニトリホールディングス (9843)】

決算は前期実績、今期計画とも微増益だが、改めて同社の強さを確認

ニトリホールディングス (9843) の 2014 年 2 月期決算が公表され、即日決算説明会が開催された。

2014 年 2 月期決算は 11.1%増収、2.5%営業増益となった。また、2015 年 2 月期決算の会社見通しは 6.6%増収、3.1%営業増益である。ともに増収率は高いものの、営業利益は微増益である。ただし、同社は海外調達比率が 85%あり、円安のマイナスが大きく、それでも増益にした実力はすごいものである。

決算期	数値区分	売上高 百万円	伸率 %	営業利益 百万円	伸率 %	経常利益 百万円	伸率 %	純利益 百万円	伸率 %	EPS 円	PER 倍	既存店
2013/8中間	実績	188,707	10.9	31,140	2.5	30,816	0.1	17,819	2.0	351.2	-	
2014/2下	実績	198,898	11.3	31,933	2.5	32,658	4.0	20,606	12.4	353.2	-	
2014/8中間	会予初	200,000	6.0	30,000	-3.7	30,500	-1.0	18,000	1.0	351.2	-	
2015/2下	会予初	213,000	7.1	35,000	9.6	35,500	8.7	21,000	1.9	352.2	-	
2012/2期	実績	331,016	5.3	57,951	10.0	59,151	10.4	33,548	8.8	305.3	14.3	
2013/2期	実績	348,789	5.4	61,550	6.2	62,195	5.1	35,811	6.7	325.9	13.4	
2014/2期	実績	387,605	11.1	63,073	2.5	63,474	2.1	38,425	7.3	349.7	12.5	
	会予2Q	384,000	10.1	63,000	2.4	64,000	2.9	37,700	5.3	343.1	12.7	
2015/2期	会予初	413,000	6.6	65,000	3.1	66,000	4.0	39,000	1.5	354.9	12.3	
2012-1Q	実績(3ヵ月)	94,326	11.0	18,725	42.4	18,743	38.5	9,859	25.8	-	-	4.0%
2012-2Q	実績(3ヵ月)	75,765	2.0	11,662	-8.4	12,037	-6.6	7,612	15.8	-	-	-1.0%
2012-3Q	実績(3ヵ月)	84,747	3.0	15,057	4.3	15,472	3.9	9,769	4.7	-	-	-3.4%
2012-4Q	実績(3ヵ月)	93,951	5.0	16,106	-8.7	15,943	-10.6	8,571	-12.6	-	-	-0.1%
2013-1Q	実績(3ヵ月)	101,142	7.2	18,858	0.7	18,520	-1.2	9,957	1.0	-	-	0.1%
2013-2Q	実績(3ヵ月)	87,565	15.6	12,282	5.3	12,296	2.2	7,862	3.3	-	-	6.1%
2013-3Q	実績(3ヵ月)	94,741	11.8	15,385	2.2	15,958	3.1	10,322	5.7	-	-	6.6%
2013-4Q	実績(3ヵ月)	104,157	10.9	16,548	2.7	16,700	4.7	10,284	20.0	-	-	5.8%

同社のライバル企業との関係性を見れば、ますます、同社が強い企業になったという印象を持った。これで PER は 12.3 倍であるので、十分安心感のある株

価ではないかと考えられる。今後は円安ピッチが低下することから依然注目企業と位置づける。

為替の決済レートは、2013年2月期の79.9円に対して、2014年2月期は91.9円と12円の円安となっている。同社では1円の円安で、原価率が0.3-0.4%pt変動する。売上高が約4,000億円であるから、12億円から16億円の影響ということになる。12円では少なくとも144億円のマイナスであったことになる。それにも関わらず、増益を確保したのは原材料まで遡って、商品を自ら開発しているが故である。前期中に新規に商品を開発して原価率を低下させた商品の比率は46%に達する。また、商品自体は同じでも原料調達や製造国の変更などで原価を引き下げた商品は17%あり、合計では63%の商品が1年間で原価が見直されている。

なお、前期の決済レートの91.9円に対して、今期はすでに99円で予約済みとなっており、さらに円安であるが変化幅は前期を下回る7.1円にとどまる。さらに来期に関しても3分の2は101円強で押さえており、その分だけ見れば2円強の円安にとどまることになる。こう考えれば、為替だけから言えば、前期のマイナスインパクトが最も大きく、今後漸減して行くことになる。

住宅着工を通じた間接的な駆け込み需要と直接の駆け込み需要で3月売上は急増

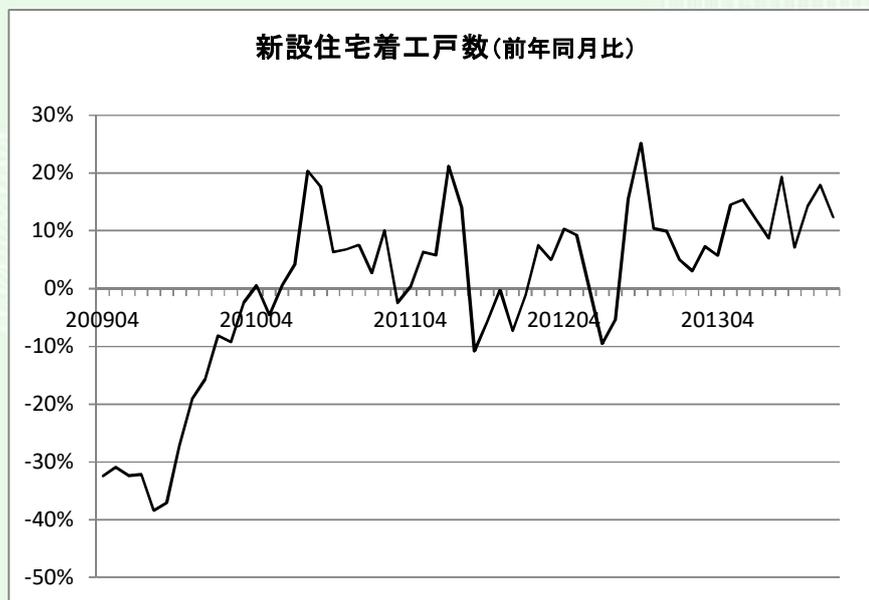
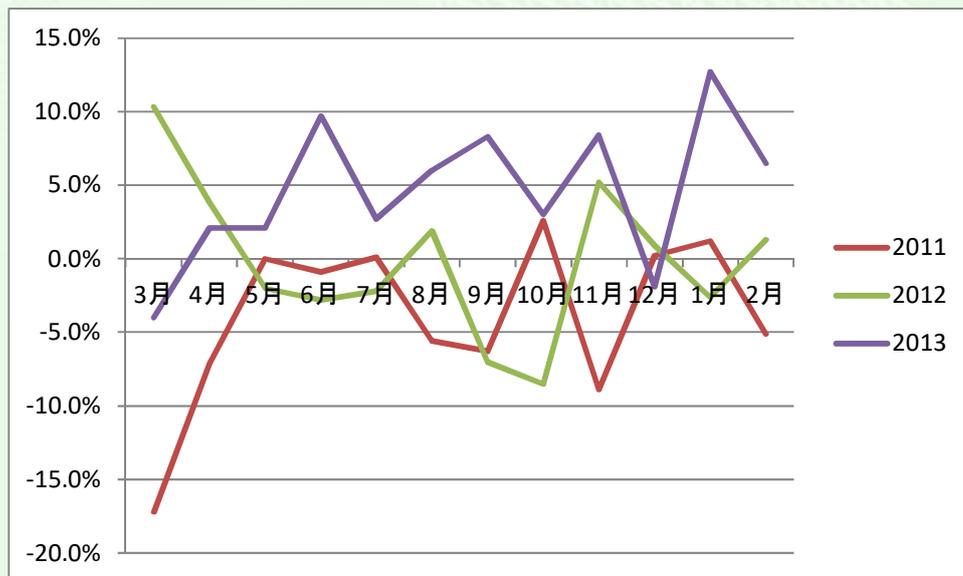
同社の既存店売上高は去年の半ばから一桁台後半の高い伸びを示してきた。そして、図にはないがすでに公表されている3月の既存店は27.0%増と大幅に伸びている。同社の場合、20日締めであるので、さらに伸び率が高まっていると思われる3月21日から31日分は4月の月次に反映される。当然、4月1日以降は駆け込みの反動によって大きく落ち込むことが予想されている。

同社の場合、消費税増税による直接的な駆け込み需要と消費税増税による住宅着工の駆け込み需要による間接的な需要増の二面で売上が増えたということである。ただし、住宅着工に関しては引渡しベースで消費税がかかってくるため、昨年末あたりから伸び率は低下するという話もあった。しかし、実際は既に公表されている1月分までは高水準の伸び率となっている。

その面から言えば、住宅着工からのマイナス影響は当面なく、直接的な駆け込

ニトリがセブンとユニクロを超える日

み需要の反動だけと言えそうである。ちなみに、一般的には住宅着工の伸び率は金利と密接な関係があり、金利低下の最終局面から上昇に転じてしばらく高水準が続く傾向がある。つまり、実際は消費税増税よりも金利上昇に対する駆け込み需要の方がよほど大きなものである。



会社側では消費税増税による駆け込み需要の反動は半年続くと見ており、業績予想も上期は減益予想となっている。もっとも、これは為替の影響という面も

大きい。つまり、今上期の為替は 97.6 円であり、前年同期比 10.5 円の円安だが、下期は 99.8 円で、前年同期比 4 円の円安にとどまることによる。

投資判断

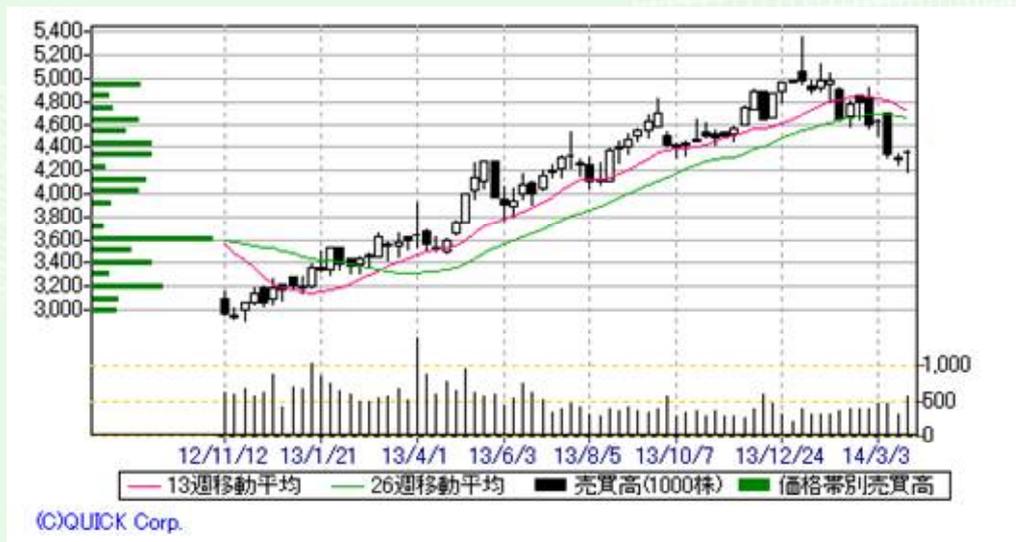
株価はこのところ大きく下がっている。これは消費税増税の駆け込み需要の反動を嫌気したものではないかと考えられる。ただし、同社株が消費税増税の駆け込み需要による後押しで良くなっていることを単純に評価してバリュエーションが上がったかという点、バリュエーションは低いままであり、特に現時点の PER は会社予想ベースで 12.3 倍と低くなっている。

ここ数ヶ月の全体相場を見れば、当クラブで推奨している低 PER で好業績株はこんな環境下で順調に上昇している。そういう面から言えば、消費税増税の駆け込み需要の反動に過剰反応しているのではないかとと思われる。

改めて同社の長期の成長性に注目して、長期保有銘柄として注目したい。なお、同社の本質的な強さは、こちらの書籍を読むとよくわかる。

<http://cherry100.mods.jp/ra/s/745>

週足・売買高チャート



【2015年2月期第3四半期決算報告】2014 年12月23日

H&L 企業研究クラブ

2014年12月23日

【ニトリホールディングス（9843）の2015年2月期第3四半期決算報告】

しぶとさを発揮した第3四半期決算

ニトリホールディングス（9843）の2015年2月第3四半期決算が公表され、即日決算説明会が開催されたので、その報告を行う。

同社の第3四半期累計決算は9.5%増収、12.9%営業増益、14.7%経常増益、13.2%純利増益となった。同社業績は消費税増税の駆け込み需要、消費税増税による住宅着工の駆け込み需要、かつ同社が消費税増税前に成約すれば、引き渡しが消費税増税後も消費税を5%とする対応を行ったことから、第2四半期累計決算が12.9%増収、20.4%営業増益と大幅な増収増益となった。

銘柄名		ニトリ		コード		9843										
株数	109,880	千株		配当利回り(15/2予)			0.8%									
配当	52	円		時価総額			7,472		億円							
発行済み株式数	114,443	千株		株主資本			247,099		百万円							
自己株式	4,563	千株		BPS			2,249		円							
株価(2014年12月22日)	6,800	円		PBR(14/2実)			3.02		倍							
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	既存店	全店			
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍					
2013/8中間	実績	186,707	9.8	31,140	2.5	30,816	0.1	17,819	2.0	162.2	-					
2014/2下	実績	200,898	12.4	31,933	2.5	32,658	4.0	20,606	12.4	187.5	-					
2014/8中間	実績	210,844	12.9	37,484	20.4	38,208	24.0	22,144	24.3	201.5	-					
	会予初	200,000	7.1	30,000	-3.7	30,500	-1.0	18,000	1.0	163.8	-					
2015/2下	会予2Q	202,156	0.6	27,516	-13.8	27,792	-14.9	16,856	-18.2	153.4	-					
2011/2期	実績	314,291	9.8	52,665	13.4	53,594	13.0	30,822	29.3	280.5	24.2					
2012/2期	実績	331,016	5.3	57,951	10.0	59,151	10.4	33,548	8.8	305.3	22.3					
2013/2期	実績	348,789	5.4	61,550	6.2	62,195	5.1	35,811	6.7	325.9	20.9					
2014/2期	実績	387,605	11.1	63,073	2.5	63,474	2.1	38,425	7.3	349.7	19.4					
2015/2期	会予初	413,000	6.6	65,000	3.1	66,000	4.0	39,000	1.5	354.9	19.2					
2012-1Q	実績(3ヵ月)	94,326	11.0	18,725	42.4	18,743	38.5	9,859	25.8	-	-	4.0%	7.6%			
2012-2Q	実績(3ヵ月)	75,765	2.0	11,662	-8.4	12,037	-6.6	7,612	15.8	-	-	-1.0%	2.9%			
2012-3Q	実績(3ヵ月)	84,747	3.0	15,057	4.3	15,472	3.9	9,769	4.7	-	-	-3.4%	1.8%			
2012-4Q	実績(3ヵ月)	93,951	5.0	16,106	-8.7	15,943	-10.6	8,571	-12.6	-	-	-0.1%	5.7%			
2013-1Q	実績(3ヵ月)	101,142	7.2	18,858	0.7	18,520	-1.2	9,957	1.0	-	-	0.1%	7.0%			
2013-2Q	実績(3ヵ月)	85,565	12.9	12,282	5.3	12,296	2.2	7,862	3.3	-	-	6.1%	13.2%			
2013-3Q	実績(3ヵ月)	96,741	14.2	15,385	2.2	15,958	3.1	10,322	5.7	-	-	6.6%	13.1%			
2013-4Q	実績(3ヵ月)	104,157	10.9	16,548	2.7	16,700	4.7	10,284	20.0	-	-	5.8%	10.8%			
2014-1Q	実績(3ヵ月)	117,262	15.9	21,980	16.6	22,364	20.8	11,998	20.5	-	-	11.5%	16.4%			
2014-2Q	実績(3ヵ月)	93,582	9.4	15,504	26.2	15,844	28.9	10,146	29.1	-	-	-1.1%	3.1%			
2014-3Q	実績(3ヵ月)	99,642	3.0	15,030	-2.3	15,443	-3.2	9,721	-5.8	-	-	-1.4%	1.5%			
2014-4Q	会予(3ヵ月)	102,514	-1.6	12,486	-24.5	12,349	-26.1	7,135	-30.6	-	-					
2013-3Q	実績(9ヵ月)	283,448	11.2	46,525	2.4	46,774	1.1	28,141	3.3	-	-					
2014-3Q	実績(9ヵ月)	310,486	9.5	52,514	12.9	53,651	14.7	31,865	13.2	-	-					

それに対して、実際の売上は第2四半期（3ヵ月）から悪化し、第2四半期の既存店は1.1%減と消費税増税の反動が表れた。かつ、第3四半期（3ヵ月）の既存店はさらに悪化し、1.4%減となった。加えて、為替予約はしているとは言うものの、為替も円安推移となっていた。そのため、今第3四半期決算は厳しい業績となる可能性もあった。

それに対して結果的に、第3四半期決算（3ヵ月）は3.0%増収、2.3%営業減益と堅調な業績に終わった。その面では、安心感のあった決算ではないかと考えられる。通期業績は据え置いたが、通期計画から第3四半期までの累計を差し引くと、第4四半期は1.6%減収、24.5%営業減益となり、これをクリアすれば増額修正ということになるわけであり、より増額修正となる可能性が高まった。

円安下での原価率低減手腕

第3四半期決算（3ヵ月）の業績が既存店の伸び率の割に底堅かった要因は原価率の低下である。

	2013-3Q	2014-3Q	2013-1H	2014-1H	2013-3QA	2014-3QA
売上高	96,741	99,642	186,707	210,844	283,448	310,486
原価	47,160	47,076	88,109	101,424	135,269	148,500
粗利	49,582	52,567	98,597	109,419	148,179	161,986
販売管理費	34,197	37,537	67,456	71,935	101,653	109,472
営業利益	15,385	15,030	31,140	37,484	46,525	52,514
前年同期比						
売上高	14.2%	3.0%	9.8%	12.9%	11.2%	9.5%
原価	24.3%	-0.2%	15.7%	15.1%	18.5%	9.8%
粗利	5.9%	6.0%	5.0%	11.0%	5.3%	9.3%
販売管理費	7.7%	9.8%	6.2%	6.6%	6.7%	7.7%
営業利益	2.2%	-2.3%	2.5%	20.4%	2.4%	12.9%
構成比						
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
原価	48.7%	47.2%	47.2%	48.1%	47.7%	47.8%
粗利	51.3%	52.8%	52.8%	51.9%	52.3%	52.2%
販売管理費	35.3%	37.7%	36.1%	34.1%	35.9%	35.3%
営業利益	15.9%	15.1%	16.7%	17.8%	16.4%	16.9%
構成比変化						
原価	4.0%	-1.5%	2.4%	0.9%	2.9%	0.1%
粗利	-4.0%	1.5%	-2.4%	-0.9%	-2.9%	-0.1%
販売管理費	-2.1%	2.3%	-1.2%	-2.0%	-1.5%	-0.6%
営業利益	-1.9%	-0.8%	-1.2%	1.1%	-1.4%	0.5%

第3四半期累計の原価率は0.1%の上昇であった。この間の決済レートは98.31円で、前年同期比8.27円の円安となる。同社では1円の円安で0.34%ptの原価率悪化要因となることから、この間2.8%ptの原価引き上げ要因となった。実際の原価率上昇である0.1%ptとの差の2.7%ptが原価低減効果である。

同社の場合、基本的には円安で原価率が上昇しても、値上げはしない方針を取っている。原材料の見直し、生産国、生産地の見直し、高級化などによって原価を改善する方策を採る。今年度も期初から通期で60%の製品の原価率を元の水準まで戻す方針を取っているが、第3四半期まではほぼその目標を達成できる進捗となっている模様である。もっとも、一部実質の値上げであるポイント付与率を2%から1%に引き下げたことによって、0.4%ptの原価低減に働いてはいるが。

第3四半期の3ヵ月で見ると、原価率は1.5%ptの低下となっている。これは為替の影響が上期と比較して小さくなっていることによる。上期の前年同期比は10.62円の円安であったが、第3四半期の3ヵ月は3.57円の円安にとどまっている。なお、為替以外の原価低減効果は2.7%ptとほぼ上期と同水準であった。

為替に関してはすでに今年度の為替は98.8円で予約しており、これは前年度比6.8円の円安であるが、来年度もすでに101円強で100%予約済みであり、今年度比2円強の円安とマイナス効果は大きく低減する。なお、さ来期は105円台半ばで第3四半期分までは予約済みとなっている。

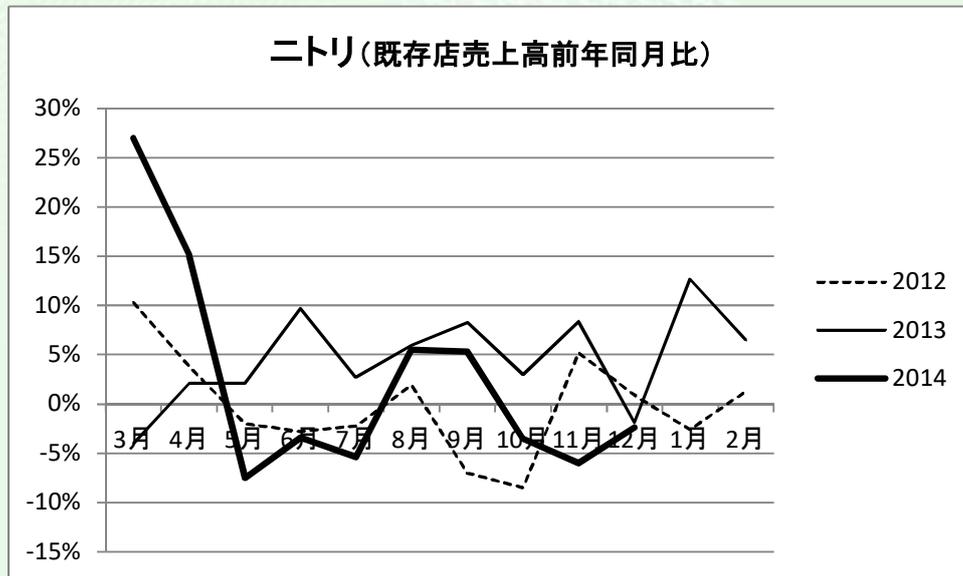
為替から見る限りは、今年度第4四半期は前年同期比2.4円ほどの円安と、第3四半期よりもさらに円安のマイナス効果が縮小する見通しである。

既存店伸び率の低下がリスク要因

2013年度半ばから久々に好調に推移してきた既存店伸び率にやや先行き不透明感が出てきた。

消費税増税の前倒し需要、住宅着工が消費税増税で前倒しとなった影響、ハイグレード商品の開発などによって、2013年6月辺りから既存店は高水準の伸び率を達成してきた。消費税増税による前倒し需要によって、既存店伸び率は

2014年3月に27.0%増、4月に15.1%増と大きく伸びた。なお、同社の締日は月次も決算も20日であり、そのため4月も高水準の伸びとなっている。



その後、5-7月とマイナスが続いたのであるが、なぜか8月、9月と5%台の伸びとなる。ところが一転、10月は3.5%減、11月6.0%減とマイナスが続いた。10月は台風、11月は気温が低下しなかったことなどの影響があるとはいえ、8月、9月とは対極をなす背景ははっきりとしない。

消費全般において、消費税増税直後は楽観論もあったが、時間が経つにつれて、実際の家計への影響がはっきりとし始め、このところ消費が落ち込んでいる表れとも言えなくはない。また、同社の場合は住宅着工の落ち込みが大きいこともマイナスとなっていよう。

第4四半期の初月の12月の月次は2.4%減とやや戻してはいるが、12月は去年が公判では唯一悪かった月であり、予断を許さない状況と言えよう。第4四半期の残りの月は、やはり消費税増税効果で1月12.7%増、2月は大雪にもかかわらず6.5%増とかなり高い水準となっている。

12月の状況から考えると、1月は特に大幅な落ち込みも考えられ、場合によっては二けたの減ということもあり得よう。

さらに高まった相対的価格競争力

もともと、この円安下で実質的な価格を引き上げていないわけであり、同業他社に対する価格優位性は一段と高まっていることも事実である。また、当面はこれまでより円安のマイナスが縮小することもプラスとはなる。

第2四半期の決算レポートでも述べたように、同社はこれまでの品質を変えず価格を下げる戦略から、高級品を安価で提供する体制を整えつつある。これはちょうどユニクロが安売り店から、リーズナブルな価格で高付加価値商品を提供し始めた時期と類似する状況である。

例えば、掛布団で東洋紡の開発した素材を使って、吸湿発熱掛ふとんを発売している。同社では羽毛布団が2万円弱と低価格で販売しているが、この新素材を使った「Nウォームスーパー」は税込みで5,000円ほどからある。似鳥社長によれば、羽毛と変わらないくらい暖かいというふれこみである。

羽毛じゃなければいやという消費者もいようが、そもそもなぜ羽毛かと言えば、軽くて暖かいからである。多少羽毛より重量感はあるものの、羽毛並みの暖かさであれば、問題はないという考え方もあろう。

また、極上の寝心地と耐久性を追求したオリジナルマットレス新「Nスリープ」、素材、色などの組み合わせ自由なソファなど価値ある製品を次々開発している。

ユニクロはかつて安さの象徴であったが、価格を下げる戦略の後に価値を上げる戦略に舵を切って大成功を収めた。まさに、今同社はそのような局面にあるのではなかろうか。

かつてのユニクロがそうであったように、旧来のメーカー→卸→小売りという多重構造を破壊し、リーズナブルで低価格の商品を提供するチェーンストアの仕組みを体現するのが同社である。本来、米国など消費先進国ではそのようにして、巨大なチェーンストアが生まれ、低価格で高品質な商品が手に入るようになった。

弊著、「日本の問屋は永遠なり」では、本来日本でもそうなるはずであったが、卸売業の努力によって、加工食品流通業界はそうならず、卸が生き残り、巨大

スーパーが負け組となった。そして、卸売業が関与しながらも決して高コストではない体制が出来上がったのである。加工食品の価格自体がやや高めなのは、流通のせいではなく、むしろ農業保護政策の影響である。我が国独特のこの流通構造は、例外的に食品流通や日用雑貨流通で起こったことである。しかし、結果的には業界全体として卸売業が高度な機能を持つことがなかったその他の流通業では大きなチェーンストアが生まれている。

その勝ち組の代表がユニクロであり、米国から入ってきたトイザラスであり、そして家具では同社なのである。

そういう意味で、今回の円安というものは同社にとっては危機どころか、むしろその危機を、会社を強くすることに転嫁して楽しんでいる感じさえある。

投資判断

今回の決算を受けて、短期的にはやや強含みの株価を想定する。しかし、市場は1月の月次を注視しているため、それほど大きくは上がらないのかもしれない。そのため、中期的に読める範囲で言えば、1月の月次で二ケタあるいはそれに近い減少となれば、一旦売却を検討すべきかもしれない。

一方で、この円安下でより強くなった企業力への評価が継続する可能性がないとも言えない。特に同社株は最近注目される日経400の採用銘柄でもあり、今後プレミアムが付く可能性は否定できない。

また、現在は円安であるが、突然円高となった場合は、注目度はさらに上がることになろう。

以上から考えた場合、中期では月次に注視し、フレキシブルに動く局面であろうが、長期投資を決め込める人は、腰を据えて持っていていい株の1社という従来のスタンスは不変である。

【2016年2月期第2四半期決算報告】2015 年9月30日

H&L 企業研究クラブ

2015年9月30日

【ニトリホールディングス（9843）の2016年2月期第2四半期決算報告】

大幅増額修正となった第2四半期決算

9月28日にニトリホールディングス（9843）が上期決算（2015.3-8月）を公表し、即日決算説明会を開催したのでその報告を行う。

上期決算の営業利益は期初計画の2.7%増収、9.3%営業減益が5.4%増収、2.1%営業減益と増額修正となった。会社計画が上振れた最大の要因は売上高の上振れである。売上高は57億円の上振れとなり、粗利高が25億円上振れたが、粗利率はむしろ計画より0.3%ptほど下回っている。販売管理費は計画を2億円ほど下回ったが、ほぼ会社計画通りであった。その結果営業利益は27億円の上振れとなった。

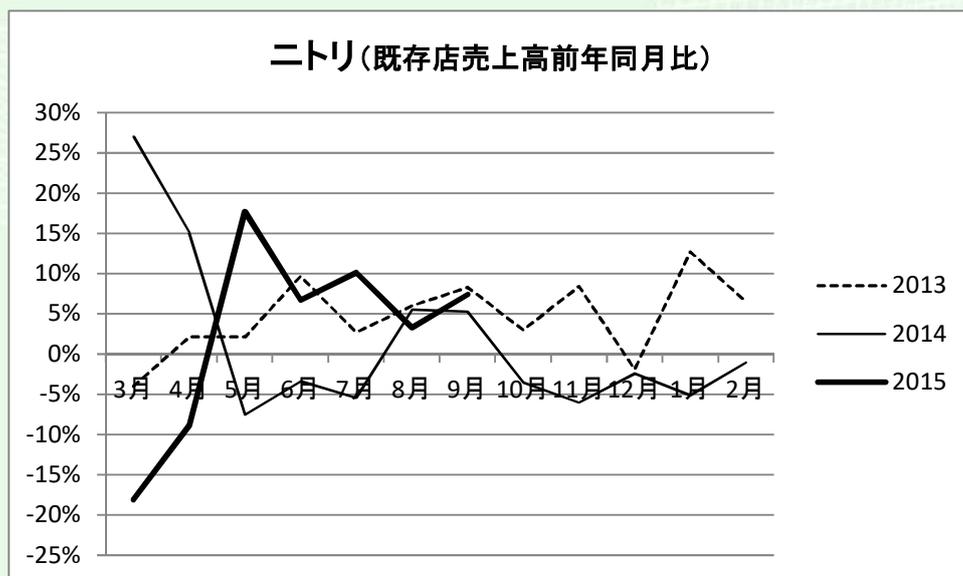
銘柄名	ニトリホールディングス	コード	9843									
株価(2015年9月29日)	9,130	円			PBR(15/2実)	3.24	倍	ROE予	15.6%			
株数	109,880	千株			配当利回り(16/2予)	0.7%						
配当	60	円			時価総額	10,032	億円					
発行済み株式数	114,443	千株			株主資本	309,413	百万円					
自己株式	4,563	千株			BPS	2,816	円					
決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER	
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍	
15/2 1H	実績	210,844	12.9	37,484	20.4	38,208	24.0	22,144	24.3	201.5	-	-
15/2 2H	実績	206,441	2.8	28,823	-9.7	29,721	-9.0	19,306	-6.3	175.7	-	-
16/2 1H	実績	222,185	5.4	36,706	-2.1	37,771	-1.1	22,906	3.4	208.5	-	-
	会予初	216,500	2.7	34,000	-9.3	34,500	-9.7	19,800	-10.6	180.2	-	-
16/2 2H	会予2Q	222,815	7.9	34,294	19.0	34,229	15.2	20,694	7.2	188.3	-	-
2012/2期	実績	331,016	5.3	57,951	10.0	59,151	10.4	33,548	8.8	305.3	29.9	-
2013/2期	実績	348,789	5.4	61,550	6.2	62,195	5.1	35,811	6.7	325.9	28.0	-
2014/2期	実績	387,605	11.1	63,073	2.5	63,474	2.1	38,425	7.3	349.7	26.1	-
2015/2期	実績	417,285	7.7	66,307	5.1	67,929	7.0	41,450	7.9	377.2	24.2	-
2016/2期	会予初	445,000	6.6	71,000	7.1	72,000	6.0	43,600	5.2	396.8	23.0	-
	H&L予	458,852	10.0	76,734	15.7	78,299	15.3	47,408	14.4	431.5	21.2	-
15/2 1Q	実績(3ヵ月)	117,262	15.9	21,980	16.6	22,364	20.8	11,998	20.5	-	-	-
15/2 2Q	実績(3ヵ月)	93,582	9.4	15,504	26.2	15,844	28.9	10,146	29.1	-	-	-
15/2 3Q	実績(3ヵ月)	99,642	3.0	15,030	-2.3	15,443	-3.2	9,721	-5.8	-	-	-
15/2 4Q	実績(3ヵ月)	106,799	2.5	13,793	-16.6	14,278	-14.5	9,585	-6.8	-	-	-
16/2 1Q	実績(3ヵ月)	119,226	1.7	20,825	-5.3	21,381	-4.4	11,839	-1.3	-	-	-
16/2 2Q	実績(3ヵ月)	102,959	10.0	15,881	2.4	16,390	3.4	11,067	9.1	-	-	-

売上高が上振れた要因として会社側が上げているのが、銀座など都心への出店効果で客単価が上がっていることに加え、都心への出店がブランド価値向上につながっていることや、通販の売上増に結びついているなどの相乗効果となっている。また、新規開発素材を用いた「冷感寝具：Nクール」などの夏物寝具が好調であったことなども寄与した。

2015/2 期は上期には増税後の後ろ倒し納品もあって業績は極めて好調であり、12.9%増収、20.4%営業増益であった。それに対して下期はその反動から2.8%増収、9.7%営業減益と厳しかった。今上期が5.4%増収、2.1%営業減益と踏ん張ったことで、下期の大幅な収益拡大の確信がさらに高まった決算と評価できよう。

9 月月次が高水準であったことから下期はより強気に

すでに公表された9月の既存店月次伸び率は7.4%増と極めて高水準であった。前年度の同社の既存店伸び率は8月、9月を除いてすべてマイナスである。当初、2015年8月の既存店月次が3.3%増とプラスになったことだけでもやや驚きであったのであり、9月の月次で弱い数字が出ることを若干リスクと考えていた。しかし、その9月が7.4%増となったことで、ここから先は年度いっぱい高水準の月次が続く可能性が高まったと考えられる。



これは冒頭で会社側が述べたていたように、「銀座など都心への出店効果で客単価が上がっていることに加え、都心への出店がブランド価値向上につながり、通販の売上増に結びついているなどの相乗効果となっている。また、新規開発素材を用いた商品群の好調も寄与している」ことである。一方で、高単価商品や業務用、ホームファッション製品などのウエイトアップで粗利率は低下気味になる。

なお、17/2 期に関しては今期と異なり、消費税増税に伴う住宅着工の反動減の裏返しによる住宅着工増効果がなくなるため、売上の伸び率は低下しよう。また、予約済みの為替も今期は通期では 2 円ほどの円安にとどまるのに対して、来期は 7 円の円安が見込まれている。よって、当初から今期より売上、利益の伸び率とも低下する見通しとなっている。

ただし、今第 2 四半期決算説明会において、会社側がその辺りのネガティブな要因を十分意識しており、すでに手を打ち始めていることが十分認識された。加えて、同社のブランド認知度がこのところ急速に高まっているようであり、売上の増加ピッチは一時的でなく高まっているように感じた。よって、来期業績に関しても今期ほどではないが順調な拡大が期待される。

ニトリの強さの新たな秘密

今回、説明会開催に先立って技術開発室の見学会が催された。この部署は新製品の品質検査を行う部署であり、現有人員は 48 名、大型の試験機が 10 数台置いてあり、日々同社で発売する新製品の品質検査を行っている。

解説者によれば、そのまま店頭に並べることができる完全合格品は 10%しかないとのこと。また、直しようがなく発売を断念する製品が 10%あるということで、残りの 80%は生産者に持ち帰って、問題点を修正して、改めて品質検査を行い、合格して初めて店頭に並ぶことになる。

同社が販売した家具において、かつては仕入品のクレーム率は 3%ほどあったようである。同社では 5 年ほど前から技術開発室で品質検査を行うようになって、現在ではクレーム率が 1%ほどに低下している模様である。

1%でも高いような印象を受けたが、家具類の場合、梱包して輸送しているうち

に小さな傷などがつくことがあり、クレームが多いようである。もっとも、その場合は簡単な補修で対応できるケースも多いのではないかと考えられる。

国内の家具メーカーは工場と同様の検査を行っているのか尋ねたところ、やっているところはあまりないようであった。一応、JIS（日本工業規格）で段階的に基準の目安はあるようであるが、任意であることから、外部に委託して検査を行っているケースも少ないようである。

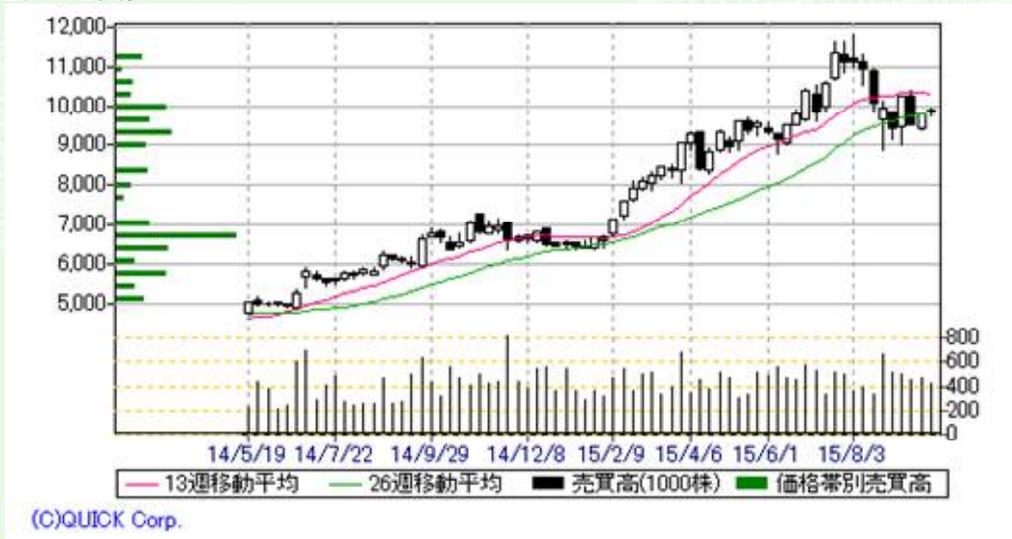
同社ではここでの品質検査を行うことによって、同社の家具製品には5年間の品質保証を付けている。

今回の見学を通じて、改めて同社の我が国におけるポジションを再認識することができた。このような品質の裏付けがあつて、しかも安いわけであるから、これはもはや鬼に金棒ではなかろうか。

投資判断

向こう半年程度の目標株価として、H&Lリサーチの今期予想EPSに対して28倍ほどの12,000円を目標株価とする。

週足・売買高チャート



【今年一番注目されるかもしれないニトリホールディングス（9843）】 2016年5月11日

H&L 企業研究クラブ

2016年5月11日

【今年一番注目されるかもしれないニトリホールディングス（9843）】

『「ニトリは家具屋である」ということは疑いの余地がない』と多くの人は思っていることであろう。しかし、実のところニトリはもはや家具屋とは言えない存在となっているのである。

近年、日本においては住宅に多くの収納スペースが設置されるようになったことから、家具市場は縮小傾向にある。そのため、ニトリもこれまでは良かったが、今後はそれほど高い成長は期待できないと思っている人も多いようである。しかし、実は同社の家具の売上はすでに全社売上の50%を下回っており、成長の大半は家具以外であるのだが、同社では部門別売上高を開示していないため、意外とこのことを認識している投資家は少ない。

ニトリが家具屋でないとすれば、一体に何屋であるのだろうか。強いて言えば、住居関連製品の総合製造小売業ということができよう。こう言われても、なかなかぴんと来ないと思うが、販売している製品を列挙しても、さらにわからなくなるかもしれない。家具以外で言えば、カーテン、ベッドマット、スリッパ、パジャマ、皿、ごみ箱、フライパン、トースターなどなどいくらでもあげられるが、こういったアプローチでは同社が何者であるかはわからない。

かつて、我々はこれらの商品を街の商店で買っていたのであるが、その後長い間、イオン、イトーヨーカ堂といった総合スーパーで買うようになり、街の中小商店の多くが消えて行った。当時、総合スーパーは食品を中心に、衣料品、生活雑貨、家具、家電、スポーツ用品などなどあらゆるものを低価格で販売することで高成長を遂げていた。

しかしその後、衣料品、靴、家電、家具、スポーツ用品などは、次々と専門店に市場を奪われ、現在は食品、生活雑貨、かなり縮小したものの衣料品などに

限定されている。そして、その食品でも食品スーパーから攻められ、集客力も相対的には大きく落としている。このうち、特に生活雑貨はどこで買ってもいいような商品が多く、結果的に集客力の高い業態で買うものとなっている。つまり、それが現代ではニトリということになるのである。

ところで、「ニトリの家具は安物」という印象を持っている人は多い。しかし、これも過去の話である。過去には確かに安かろう、悪かろうという時代があったのは事実かもしれない。しかし、この数年間で同社の製品のクオリティは格段に上がっているのである。

ニトリはこの 10 年ほどで、生活雑貨分野で存在感を高めてきたのであるが、実は株式市場ではそれほど高い評価を得られていない。一般的に PER は個々の企業の将来の成長率評価にリンクすると考えられている。しかし、ニトリの PER は良品計画、ファーストリテイリング、コンビニ各社などより評価が低い。過去 10 年間の成長率はそれらのどの企業より高く、売上高営業利益率も最も高いにもかかわらずである。

この背景には、ニトリの店舗がこれまでは人口密度の高い東京での展開が極端に少なく、特に都心部にはほとんどなかったためであろう。すでに、地方においてニトリは生活に最も密着した企業の 1 社となっているが、東京都、特に都心での店舗展開がこれまでほとんどなく、株式市場の主要参加者である機関投資家、アナリストにはニトリの店舗を高頻度で訪れる人が少ないのではないかと考えられる。

この背景としては、かつて安物家具の店であった同社が都会での戦いを避けてきたことがあったとも考えられる。しかし、家具を通じたサプライチェーンのローコストオペレーションの確立によって、家具ばかりではなく、その他の生活雑貨も含めて十分都会で通じるクオリティを備えたことにより、ここ数年で都心への出店攻勢をかけ始めてきた。よって、株式市場においても同社の正当な評価が始まる時期が近付いてきたのではないかと考えられる。

同社の株式市場での評価が高まらないもう一つの理由は、会社側に会社経営のビジネスモデルや将来像をロジカルに語る人がいないということもあろう。ファーストリテイリングであれば柳井社長、セブン&アイであれば鈴木会長、良品計画であれば松井会長などなどそうそうたるメンツが自社の将来像やビジネ

モデルを語る。しかし、似鳥社長は必ずしもロジカルな解説をするわけではない。

この背景は、前出のそうそうたるメンツは自ら編み出した方法によって、経営の仕組みを作ったが、実はニトリの仕組みは日本のチェーンストア理論の大家である渥美俊一氏の理論をかなり忠実に実行したものであることによる。その実行度は並大抵ではなく、日本リテイリングセンターのセミナーに多くの社員が出席し、渥美が提唱するマーケット用語の定義を完ぺきに社内で共有するほどである。まさに、この渥美理論は日本のチェーンストア理論の頂点であり、多くの企業がその恩恵を被っているが、同社ほど忠実に実践できている企業は少ないのである。つまり同社の強みは理論ではなくその実行力にあると言えよう。

その結果、ニトリの仕組みを理解するためには、この渥美理論を理解する必要がある。しかし、そのようなアプローチを行っている投資家はほとんどいないと思われるため、ダントツの業績を残しながらも、株式市場では低評価に甘んじていると考えられる。

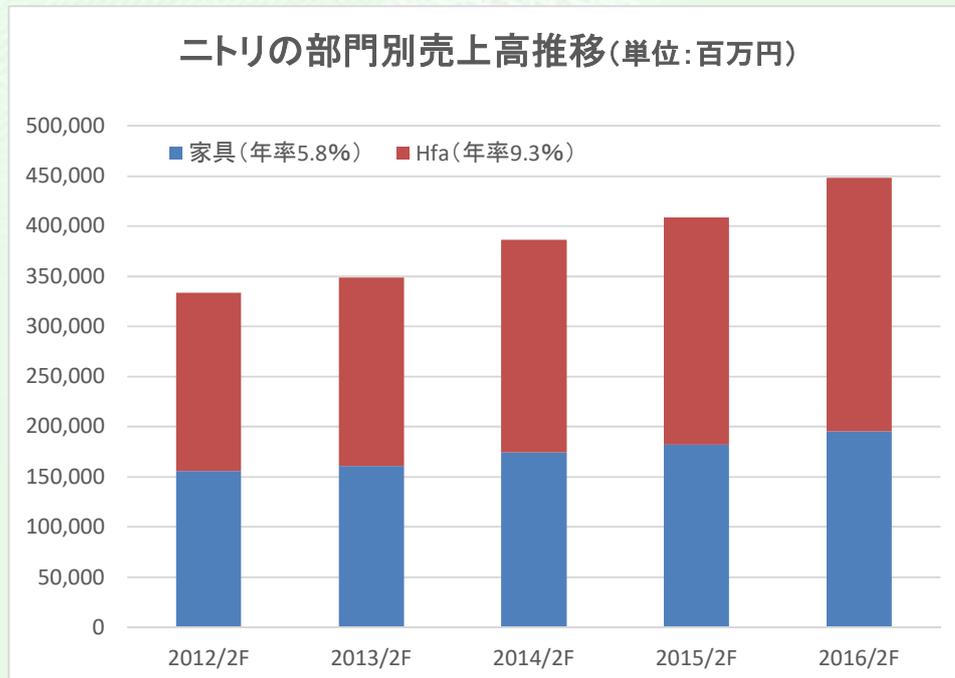
もはや単なる家具屋とは言えないニトリ

図は同社の部門別売上高の推移を示したものである。4年前に47%であった家具の構成比は、直近期では44%まで低下している。この4期間の年平均売上高成長率を見ても、全社が7.7%であるのに対して、家具は5.8%に過ぎず、家具以外のホームファッションは9.3%の伸びとなっている。

この間の売上高増分に占める家具のウエイトは34%にとどまり、残りの66%は家具以外である。つまり、同社の成長をけん引しているのはまさに家具以外ということになる。ただし、同社では部門別売上高を開示していないため、意外とこのことを認識している投資家は少ないのではないと思われる。(下図は会社側の開示データからARJで推計したものである。)

専門店の場合、当該市場で高シェアを獲得してしまうと、当該市場がさらに大きく伸びない限りは、継続的な高い成長は難しいものとなる。さらに高い成長を継続するためには、主要製品での強みを生かした上で、製品カテゴリーの拡大を成し遂げる必要がある。しかし、それはそう簡単ではなく、多くの企業は

製品カテゴリーの拡大を成し遂げられず、低迷してしまうようになる。



ヤマダ電機 (9831) のこの 7 年間の全社売上高成長率が年率 2.6%増であるのに対して、家電・情報家電は年率 2.0%、その他が年率 7.5%となっているが、依然、家電、情報家電のウエイトは 86.5% (2015/3 期) を占める。この間の営業利益も年率 15.6%の減益となっている。

青山商事 (8219) ではこの 10 年間の売上高成長率が年率 1.2%増であるのに対して、ビジネスウエアが 1.9%増で、その他が 1.0%減となっている。現時点のビジネスウエアの構成比は 80.8% (2015/3 期) と高水準である。この間の営業利益も年率 0.6%減となっている。

このようにあるカテゴリーで成功した企業でも、その後の成長に苦勞している企業は多い。同社では、まず家具のサプライチェーンの構築に成功したことで、そのノウハウを様々な製品に応用できるようになった。加えて、家具は紳士服や家電と異なり、購入の主導権を主婦が握っているケースが多いことから、つい買いによって生活雑貨にカテゴリーを拡大することが可能であったと考えられる。

ニトリは家具屋から何に変わったのか？

現時点の同社を表現すれば、住居関連製品の総合製造小売業ということができよう。こう言われても、なかなかぴんと来ないと思うが、販売している製品を列挙しても、さらにわからなくなるかもしれない。家具以外で言えば、カーテン、ベッドマット、スリッパ、パジャマ、皿、ごみ箱、フライパン、トースターなどなどいくらでもあげられるが、こういったアプローチでは同社が何者であるかはわからない。

しかし、以下のような見方をすれば同社が何者かはかなりクリアになる。かつて、我々はこれらの商品を街の商店で買っていたのであるが、その後長い間、イオン、イトーヨーカ堂といった総合スーパーで買うようになり、街の中小商店の多くが消えて行った。当時、総合スーパーは食品を中心に、衣料品、生活雑貨、家具、家電、スポーツ用品などなどあらゆるものを低価格で販売することで高成長を遂げていた。

しかしその後、衣料品、靴、家電、家具、スポーツ用品などは、次々と専門店に市場を奪われ、現在は食品、生活雑貨、かなり縮小したものの衣料品などに限定されている。そして、その食品でも食品スーパーから攻められ、集客力も相対的には大きく落としている。このうち、特に生活雑貨はどこで買ってもいいような商品が多く、結果的に集客力の高い業態で買うことになる。つまり、その代表が現代ではニトリということになるのである。

このイメージを端的に表現しているのが次の図である。図は家具もしくは住宅関連、生活関連雑貨の売上高推移をライバルと考えられる企業と比較したものである。

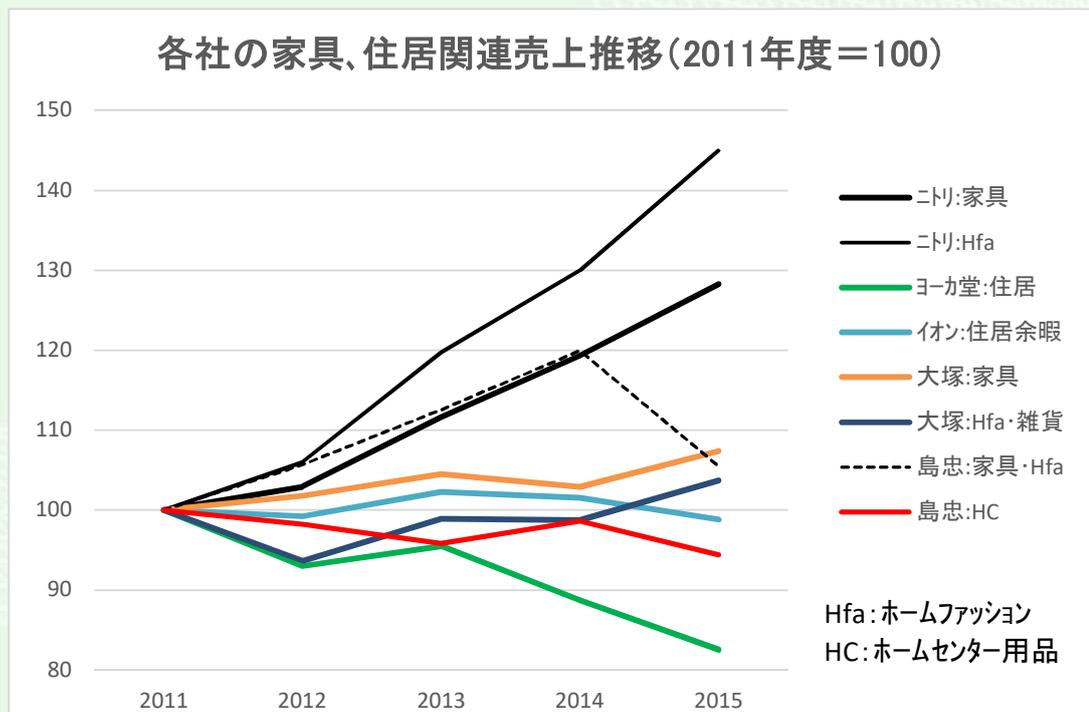
比較対象企業としては、家具を本業とする島忠（8184）、大塚家具（8186）、さらに総合スーパーのイトーヨーカ堂（セブン&アイ：3382）、イオンリテール（イオン：8267）である。島忠は家具・ホームファッションとホームセンター用品、大塚家具では家具とホームファッション・雑貨、イトーヨーカ堂は住居関連、イオンリテールは住居余暇の売上推移を示したものである。

この4年間でニトリの家具は1.3倍、ホームファッションが1.45倍に売上を伸ばしているのに対して、他社の売上で1.1倍を超えている売上区分はなく、イ

トヨーカ堂の住居関連、島忠のホームセンター用品、イオンリテールの住居余暇はマイナスに落ち込んでいる。

さらに言えば、これらは上場企業であるが、未上場企業はより売上高を落としている可能性が考えられる。たとえば、神奈川県に本社を置くルームズ大正堂（旧社名：家具の大正堂）という会社がある。未上場企業としてはかつて当該地域では高シェアを持っていたが、現時点の店舗数が9店舗であるのに対して、過去に閉店した店舗数が17店もある。明らかに、市場縮小とライバルのシェア上昇で売上高を大きく落としていると考えられよう。

また、最近も碑文谷のダイエーが40年の歴史に幕を閉じるという報道があったが、これも生活雑貨売り場の流出の一例と言えよう。



「ニトリの家具は安物」は過去の話

現時点においても「ニトリの家具は安物」という印象を持っている人は多いかもしれない。しかし、これは実は過去の話である。過去には確かに安かろう、悪かろうという時代があったのは事実である。しかし、この数年間で同社の製品クオリティは格段に上がっているのである。

同社では2006年に、品質改革の中核として品質業務改革室を発足させている。同社ではそれまで、できあがった製品をJIS（日本工業規格）に則って検査し、合格したものを商品として取扱っていた。しかし、さらなる製品品質の向上を実現するために、より抜本的に、かつ全般的に品質管理を行う必要性を感じていたことから、品質業務改革室を立ち上げることにした。

ここでの一つのポイントはJIS規格と、同社が求める品質基準の差であるが、同社の目指すものの根底にはFMEA（故障モード影響解析）の考え方がある。「お客様がこういう使い方をしたらどうなるか？」という検討を重ね、不具合や事故のパターンを事前に想定した上で試験を行っているのである。

例として、食卓のイスをテストする場合をあげてみよう。JISに則った試験では、4本の脚に均等に荷重をかけてテストする。ところが実際には、前の2本の脚を浮かせて椅子全体を斜めにし、後ろの2本で全体重を支えるような使い方もめずらしくない。そういう場合、椅子の強度が足りないと破損することになる。そのような想定のもと、同社では、例えば1つのイスに対して、一定の重さの負荷を何万回もかけることで、背もたれの強度がどの程度なのかを測定したりもする。

また、耐荷重だけでなく、切り傷ややけど、感電、アレルギー物質、発火など、あらゆる可能性を想定して精密な評価項目を設定し、数々の耐久試験機を導入して厳しい試験を行っている。さらに近年では、出来上がった製品だけに留まらず、製品になる前の素材やパーツに至るまで、同社の耐久テストは及んでいる。

製品化時に実際に社内規格に則って品質検査を行う部署が技術開発室である。この部署は新製品の品質検査を行う部署であり、現有人員は48名、大型の試験機が10数台置いてあり、日々同社で発売する新製品の品質検査を行っている（2015年度第2四半期末時点）。

新製品を検査する場合、そのまま店頭に並べることができる完全合格品は10%しかないということであった。また、直しようがなく発売を断念する製品が10%あるが、残りの80%は生産者に持ち帰って、問題点を修正して、改めて品質検査を行い、合格して初めて店頭に並ぶことになる。

同社が販売した家具において、かつては仕入品のクレーム率が 3%ほどあったようである。それに対して、同社では 5・6 年前から技術開発室で品質検査を行うようになり、現在ではクレーム率が 1%ほどに低下している模様である。

1%でも高いような印象を受けるが、家具類の場合、梱包して輸送しているうちに小さな傷などがつくことがあり、製品そのものではないそのようなクレームも多いようである。もっとも、その場合は簡単な補修で対応できるケースがほとんどで、重大な問題となるわけではない。

国内の家具メーカーは工場と同様の検査を行っているのか尋ねたところ、やっているところはあまりないようであった。あくまでも他社では、JIS 規格による検査を行っているところはあるようだが、JIS 規格は任意であることから、必ずしもすべての生産者が検査を行っているわけではないという見方であった。

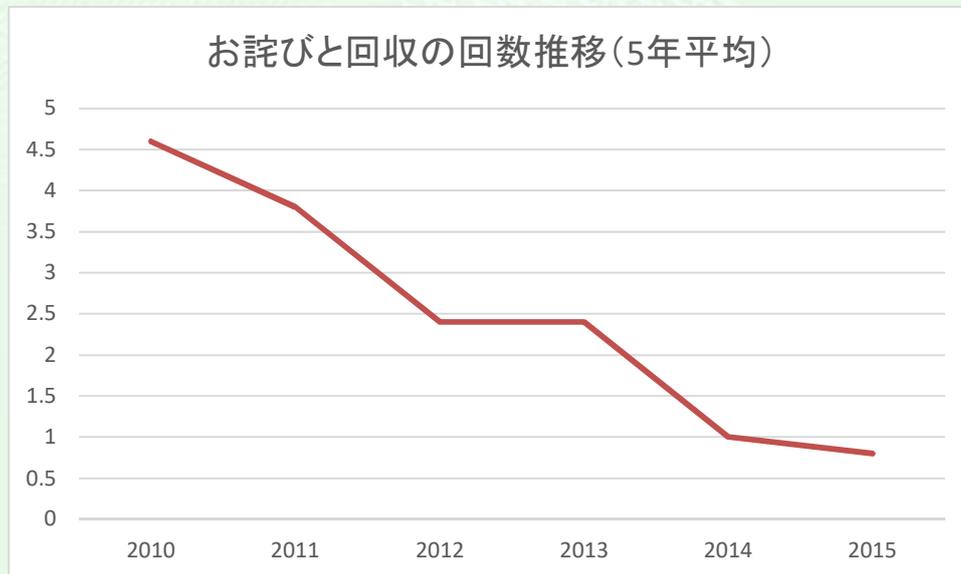
同社ではここまで品質検査を行うようになったことによって、現在では家具製品に 5 年間の品質保証を付けている。ただし、5 年の品質保証が付与されたのは、2012 年 3 月 1 日以降に購入した製品のみで、2012 年 2 月 29 日以前に購入した場合には、購入時の保証期間が適用されることになる。

つまり、2006 年に品質業務改革室を立ち上げて、6 年経ってようやく同社が製品の品質に自信を持てるようになったということであろう。そこからまだわずかに 4 年しか経っていないわけであり、まだまだ同社の品質レベルの高さは世の中に浸透していないのではなかろうか。要するにニトリの家具は安物と考えている投資家は、過去のニトリを見ているだけと表現することもできよう。

同社の品質レベルが急速に上がった一つのデータとして、お詫びと回収の年平均回数の推移を見ると、一目瞭然であり、まさにこの数年間で劇的に低下していることがわかる。年間のお詫びと回収の 5 年平均を見ると、2010 年には 4.5 回を上回っていたが、2015 年には 1 回を下回るまでになっている。まさに、ニトリは安物というイメージは過去のものになったことが理解できるのではないだろうか。

なお、ネットで検索してみると、国内企業では家具で 5 年保証という企業はあまり見当たらない。ただし、IKEA は 5 年のもの、10 年のものとあり同社より保証期間は長いようである。そうは言っても、IKEA の家具は売り方から、商

圏までかなり同社を含めた日本の家具屋とは大きく異なっており、あのビジネスモデルが日本で多くの人に、広く受け入れられるとはとても思えない。



株式市場における低評価の背景

このように同社は低価格化、品質向上、販売カテゴリーの拡大などを成し遂げ、生活雑貨分野でもその存在感を高めてきたことにより高成長を遂げてきたのであるが、実は株式市場ではそれほど高い評価を得られていない。最も一般的な評価基準である PER を見ても良品計画、ファーストリテイリング、コンビニ各社など他の消費関連企業に比較して低水準にある。

大手小売業のバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	実績営業利益		営業利益年平均成長率	時価総額	会社予想純利益		PER	PBR	株価(5/10)	株価上昇率
			百万円	利益率			百万円	倍				
ニトリ	9843	2017/2	73,039	15.9%	14.9%	1,179,985	51,400	23.0	3.58	10,670	237.1%	
セブン&アイ	3382	2017/2	352,320	5.8%	3.7%	4,211,211	184,100	22.9	1.78	4,763	95.4%	
ユニクロ	9983	2016/8	164,463	9.8%	11.2%	2,944,950	60,000	49.1	3.92	28,895	32.3%	
イオン	8267	2017/2	176,977	2.2%	0.6%	1,343,391	55,500	24.2	1.18	1,606	62.7%	
良品計画	7453	2017/2	34,439	11.2%	8.5%	687,347	24,300	28.3	4.93	25,880	436.4%	
ローソン	2651	2017/2	72,541	12.4%	5.2%	870,983	35,500	24.5	3.29	8,710	48.4%	
ファミマ	8028	2017/2	48,734	11.4%	4.1%	564,786	22,000	25.7	1.99	5,950	67.4%	
日経平均										16,565	76.7%	

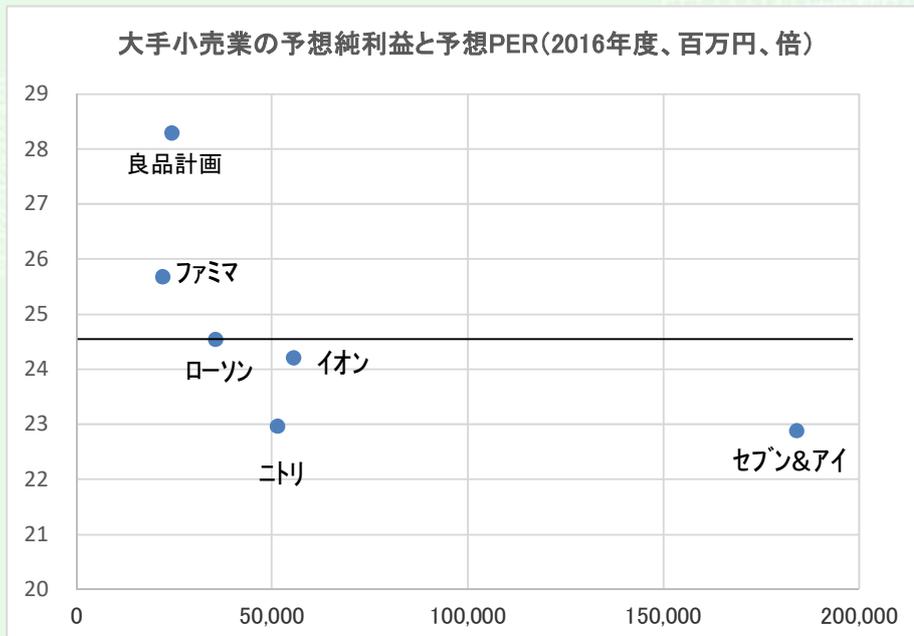
ただし、セブン&アイホールディングスの2017/2期の業績予想は、通販事業分を除くベースなので、やや下駄をはいたものになっている。イオンの予想純利益は100億円だが、ここ数年の純利益/経常利益の平均的な0.30を用い、実質純利益を再計算した。

PER は個々の企業の将来の成長率に対する評価であると言うものの、将来の成長率予測は不確実性が高いため、一般的な傾向として PER は過去の成長率

と規模に依存しやすい。表にあるように、この 10 年間の年平均営業利益成長率は、同社が 14.8%増と突出しており、次がユニクロの 11.2%増、良品計画では 8.5%増、コンビニ各社は 4-5%となっている。それにもかかわらず、PER は実質的には同社が最も低い水準にある。セブン&アイと同社はほぼ同水準であるが、2017/2 期に関してセブン&アイは赤字の通販事業を除いた予想となっており、実質の予想純利益は公表値より低く、実質の PER より見かけ上の PER が低くなっているためである。

ユニクロの PER 水準は突出して高いため、ユニクロ込みで図示すると正確な情報が伝わりにくい。そこで次の図はユニクロ除いた銘柄の予想純利益水準と PER の関係を見たものである。一般的には似たような業種の場合、利益規模が高い銘柄の PER が高いことが多いが、必ずしもそうはなっていない。ただし、すでに述べたようにセブン&アイの今期は特殊要因で純利益が実態より高いため、実質の PER はもっと上の水準である。

なお、イオンの予想経常利益はニトリの 2 倍強であるが、極端に純利益水準が低い 2009/2 期と 2016/2 期を除いて 2010/2 期から 2015/2 期の純利益／経常利益の平均値は 0.29 であるため、2017/2 期も会社側の予想純利益水準は極端に低いのであるが、経常利益×0.3 を実質純利益として PER を算出している。



ユニクロの PER は突出して高く、次に高いのが良品計画である。この背景はおそらく海外ウエイトの違いではないかと思われる。国内でビジネスが成功し、ある程度の規模になると、それまでのような高い成長が見込みにくい。そこで、国内における成功モデルで海外に進出し、ある程度軌道に乗ってきた会社の PER は高く評価されることが多い。

これは小売業ばかりでなく、食品企業などでもしばしば見られることである。ここで取り上げた企業の海外の収益ウエイトを見ると、良品計画が最も高く 49.5%、次いでユニクロの 26.4%、3 番目にセブン&アイの 18.3% となり、その他は数%にも満たない。

ただし、逆に考えれば、同社は現時点では海外に頼らず、国内だけでも高成長が可能な状況にあるとも言える。一方で海外に関しても同社はすでに台湾に 2007 年に進出し、2013 年には黒字化を実現した。2016 年 2 月期末における国内 383 店舗に対して、台湾に 24 店舗、中国に 8 店舗、アメリカに 5 店舗を出店している。

会社計画では 2017 年までに海外トータルで黒字化を目指し、2018 年から 2020 年に海外においても高速出店を行う考えである。つまり、今後は国内の成長に加えて、海外の成長も享受する可能性があるということだ。

このように同社の実態は、十分高バリュエーションで評価されても不思議ではない状況にある。しかし、それでも低バリュエーションに甘んじてきた一つの背景は、これまで東京都心部への出店が少なかったことで、株式市場に対して影響度が大きい機関投資家の認知度が低いということが考えられる。

本格化し始めた都心への攻勢がニトリのイメージを大きく変え始めた

同社の都心での認知度が低かった背景は、過去においてはほとんど都心への出店がなかったことがある。2013 年 2 月期末の国内店舗数 286 店に対して東京都内の店舗数は 12 店舗と 4.2%に過ぎなかった。しかも、いわゆる都下が中心で、環八内にはわずかに 5 店舗があるのみであった。江東区に 2 店舗、北区に 1 店舗、練馬区に 1 店舗であり、都心とは言えるものの、一般的な認識ではこれらの地域は都下と大差ない地域であったと言えなくはない。そのほかでは渋谷区にも 1 店舗あるが、笹塚にあるこの店舗は家具を扱わないデコホームであり、

ニトリの中心的な店舗形態ではなかった。

同社の都心への出店が少なかった背景としては、かつて安物家具の店であった同社が都会での戦いを避けていたことがあったのではないかと考えられる。しかし、家具を通じたサプライチェーンのローコストオペレーションの確立によって、家具ばかりではなく、その他の生活雑貨も含めて十分都会に通じるクオリティを備えたという確信の下、ここ数年で都心へ本格的な出店攻勢をかけ始めたと考えられる。よって、株式市場においても同社の正当な評価が始まる時期が近付いてきたのではないかと考えられる。

ニトリの東京都内の店舗展開

地域	詳細	備考	位置	開店時期
2013/2期以前の開店分				
八王子市		八王子店		
八王子市	多摩ニュータウン			
府中市				
町田市				
東大和市				
西東京市				
西多摩郡				
練馬区	旭町	成増店	環八内	
北区	神谷	赤羽店	環七内	
江東区	南砂		環七内	
多摩市	落合	デコホーム		5/8閉店
江東区	青海	ヴィーナスフォート	環七内	
渋谷区	笹塚駅前店	デコホーム	環七内	
2014/2期以降開店分				
東大和市	ザ・マーケットプレイス	デコホーム		2013-2Q
多摩市	聖蹟桜ヶ丘	デコホーム		2013-3Q
品川区	勝島	大井競馬場	環八内	2014-1Q
武蔵野市	吉祥寺	デコホーム		2014-3Q
板橋区	志村		環八内	2014-3Q
豊島区	東池袋	デコホーム	環七内	2014-4Q
台東区	浅草	デコホーム	環七内	2015-1Q
中央区	銀座	プランタン	環七内	2015-1Q
葛飾区	亀有		環八内	2015-2Q
江戸川区	上一色		環七内	2015-3Q
墨田区	押上駅前店		環七内	2015-4Q
あきる野市				2015-4Q
2017/2期開店予定(確定分)				
大田区	東糀谷(こうじや)	大田区大鳥居店	環八内	2016/7
足立区	梅島	環七梅島店	環七内	2016/12
世田谷区	玉川台	環八用賀店	環八内	2016/12
狛江市	岩戸南	狛江店		2017/2

同社では2014年2月期以降ははっきりと都心への出店シフトを行っており、2014年2月期2店舗、2015年2月期4店舗、2016年2月期6店舗と徐々に店舗数が増加しており、すでに2017年2月期には確定分のみで4店舗を数える。2013年2月期末に4.2%に過ぎなかった都内店舗の構成比は、2017年2月期末の国内予定店舗数427店舗に対して、現時点の確定分を加えてトータルで28店舗、6.6%と急ピッチに上昇する見込みである。

しかも都内とは言ってもより都心にシフトしており、2013年2月期末で5店舗に過ぎなかった環八内の店舗数は、2017年2月期末では最低16店舗まで増加する。この背景には創業来の企業努力によって十分なほど家具の低価格化に成功し、同時に品質のクオリティも大きく向上したことが挙げられる。

2015年にはより都心部への攻勢を強める象徴として、2015年4月24日にプランタン銀座店を出店している。このプランタン銀座店はやや同社のショールーム的な位置づけとなっており、顧客には銀座店で商品のクオリティを感じてもらって、実際の商品選択はネットで行ってもらうというものである。

加えて、都会でも十分に品質を受け入れてもらえるように、従来のニトリの製品よりさらに高級感のある「NTORI QUALITY LINE」を開発して、顧客に提案している。一方で、出店スペースの少ない都心には、家庭雑貨中心のデコホームを次々と出店している。2015年2月に池袋サンシャインシティ店、3月に浅草ロックス・3G店、5月に亀有駅前店を出店した。

2017年2月期にも次々と都内に店舗を出店する予定である。2016年7月には大田区東糀谷に大田区大鳥居店、12月には足立区梅島に環七梅島店、世田谷区玉川台に環八用賀店、年明けの2月には狛江店を開店する予定となっている。

なお、5ページの図の島忠の家具の売上がここにきて大きく落ち込んでいるが、この背景としては、関東を地盤として東京にも店舗が多い島忠が直近の同社の都内出店強化の影響を受けているとも考えられる。また、アベノミクスによる円安で家具メーカーが値上げを行った影響もあろう。ニトリではアベノミクス以降、2012年11月にむしろ値下げを行い、その後も価格を据え置いている。その結果、明らかに他社との価格差がわかるようになった。

わかりにくいビジネスモデルの本質

同社の株式市場での評価が高まらない理由の一つとして、IR体制の問題がある。同社では四半期ごとに決算説明会を開催するが、その時が会社側との唯一の接点となる。期中での個別の取材は一切受け付けていない。それゆえ、アナリストに本質的な調査力、分析力がなければ同社の本質はわからないことになる。しかし、そのような会社でも継続的に好業績が続き、市場での評価が高まってくると、やがては高評価が定着するものであり、特に現時点で問題にすることでもなかろう。

同社の株式市場での評価が高まらないさらなる理由は、会社側にニトリのビジネスモデルをロジカルに語る人がいないということもあろう。ユニクロであれば柳井社長、セブン&アイであれば鈴木会長、良品計画であれば松井会長などなどそうそうたるメンツが自社の将来像やビジネスモデルについて語る。しかし、似鳥社長は将来像を語ることはあるものの、願えばかなう的であり、必ずしもロジカルな解説をするわけではない。そのために多くの投資家は、同社の本質にいつまでも気づかないことになる。

この背景は、前出のそうそうたるメンツは自ら編み出した方法によって、経営の仕組みを作り上げたのであるが、実はニトリの仕組みは日本のチェーンストア理論の大家である渥美俊一氏の理論をかなり忠実に実行したものであることによる。この渥美理論は日本のチェーンストア理論の頂点であり、多くの企業がその恩恵を被っているが、同社ほど忠実に、完ぺきに実践できている企業はないと言えよう。つまり、ニトリが強調できるのは実行力についてとなる。

ビジネスの理論的な部分は大元である渥美理論であり、ニトリの仕組み自体を理解するためには、この渥美理論を理解する必要がある。しかし、そのようなアプローチを行っている投資家はほとんどいないと考えられるため、ダントツの業績を残しながらも、株式市場では低評価に甘んじていると考えられる。

渥美俊一氏は東大卒業後、読売新聞で「商店のページ」を担当し、その後1962年からチェーンストア経営研究団体「ペガサスクラブ」を主宰し、わが国唯一のチェーンストア経営専門コンサルティング機関である日本リテイリングセンター・チーフ・コンサルタントを務めた。

米国の実情をもとに、日本でもチェーンストアフォーマットの理論を確立して、実践させ、日本国民の生活の質を向上させる夢とロマンを成し遂げようとした人物である。チェーンストアの仕組みを徹底的に研究し、当時は作る側、売る側の理論で形成されていた市場を買う側にとっての豊かな生活を実現させるために、どう仕組みを作り変えるかに情熱を注ぎ、我が国におけるチェーンストア理論を高度に構築した。

現在、大企業となった多くの企業が、創業段階からペガサスクラブに参加していた。ダイエー、イトーヨーカ堂、イオン、マツモトキヨシ、西友、しまむらなどなど挙げればきりが無いほどである。日本リテリングセンターのホームページによれば、現時点の会員企業数は小売業、外食産業中心に 500 社となっている。

氏がペガサスクラブを立ち上げた 1962 年と言えば、かの「流通革命」が発刊された年である。同書では我が国の流通構造の非効率の象徴として、「卸売業」がやり玉に上がり、流通構造の効率化のためには中抜きが不可欠であるという「卸不要論」が、その後マスコミを通じて喧伝されることとなる。

ペガサスクラブの究極の目的は SPA（製造小売業：ただし、工場は保有しないのが原則らしい）ということであり、これは卸不要論に通じることになるが、その草分け的企業群であった GMS はほぼ全滅してしまった。これが我が国の加工食品卸売業が成し遂げた流通機能の水準の高さを示すものであり、卸売業が米国流の中抜きに打ち勝ったことになる。つまり、ペガサスクラブの初期段階の最もコアな企業群は実は成功しなかったのである。

氏は流通革命を成し遂げることを命題としていたが、氏の立場は必ずしも卸不要論ではなく、必要で、高度な卸機能であれば、活用すべきという立場であった。ただし、これはその後の卸売業の努力によって、中間流通機能の高水準化に成功したことで、現状を追認して卸を否定しなかったと考えられる。ペガサスクラブの方向性の骨子は SPA であるということは、イコール卸不要というものであったはずである。氏が参考にしていた米国では卸売業が淘汰されてしまったのであるから当然であろう。

結果から見ても、卸売業が圧倒的に高度な機能を身に付けた加工食品流通、日用雑貨流通などでは巨大チェーンストアによる寡占化は成功しなかった。一方

で、そのように機能を高度化した卸売業がいなかった衣料、家具、おもちゃ、家電などでは大型チェーンの活躍が目覚ましいものとなっている。つまりそれらの市場では、卸売業が自らの存在価値を示すことができなかつたと言える。ニトリが立ち上げ期において、いかに卸売業を排除するかに苦心したかについては、しばしば耳にする話である。

似鳥氏はペガサスクラブに1978年から参加したのであるが、80年に渥美氏による店舗視察の際、あまりに渥美氏の理論からかい離した経営を行っていたために罵倒され、似鳥氏はペガサスクラブからしばらく遠ざかることになる。しかし、その後、5人のコンサルタントに師事したがどれもじっくりこないため、結局、ペガサスクラブに戻るようになった。

ペガサスクラブでは店舗運営だけでなく、チェーンストアの人事などの理論も教えるものである。ニトリでは全社員が日本リテイリングセンターのセミナーでチェーンストアの理論を学んでおり、社内用語もペガサスクラブの定義において厳格に統一されている。おそらく、ほぼ完璧に仕上げられたチェーンストア理論に関して、全社を上げて取り組んでいる唯一の会社がニトリではないかと考えられる。

なお、もう1社、サイゼリヤ(7581)もかつてはニトリと並ぶペガサスクラブの優等生と言われてきた。しかし、サイゼリヤはイタリアン業態の限界点であった1,000店舗に到達した時点からは完全に失速している。これは先に述べたヤマダ電機、青山商事と同じ現象である。つまり、サイゼリヤの業態は10万人に1店舗で成り立つ業態であり、結果的に1,000店舗が限界点となったが、外食の場合、本業の強みを活かしてすそ野を広げることが難しかった。また、サイゼリヤが突出した業態であったため、満足できる新業態が開発できなかったという二つの壁を乗り越えられなかったと言えよう。

なお、なぜ日本において食品流通市場では巨大小売りチェーンによる寡占化が進まなかつたのかを、卸の機能という観点から分析したものに、幣著「日本の問屋は永遠なり」(2012年5月、アバン札幌)がある。本稿を理解する一助となることもあり、ぜひとも一読をお薦めしたい。

円安デメリットをいかに吸収したのか？

同社のビジネスモデルは自社製品を海外で製造して、日本に輸入して販売するものである。おおよそ全製品の80%は輸入品である。そのため、為替の変動によって、業績は大きく影響を受ける。その意味では、アベノミクスの柱の一つであった金融緩和による円安は極めて大きなアゲインストとなった。

しかし、アベノミクスによる円安が始まった2013年以降も製品を値上げせずに、同社は増益を維持してきた。当然のことながら、今後円高に転換するのであれば大幅な増益が見込まれることになる。そこで、まずは同社がいかにしてこの円安局面を乗り切ったか、分析してみることにしよう。

同社では1円の為替変動で、原価率が0.34%pt変動すると述べている。2011年度のドルが79.0円であったのに対して、2015年度は120.7円とこの間41.7円の円安となった。単純計算をすれば、14.2%ptの原価率悪化要因となる。しかし、実際はこの間の原価率悪化は2.4%ptにとどまっている。

この要因として、第1には事前の為替予約がある。予約によって、同期間における実際の影響度は82.8円から101.7円と18.9円の円安にとどまっている。それでも原価率で6.43%ptの悪化要因となる。なお、市場レートは2012/2期が円のピークであるが、実効レートでは2013/2期の79.9円がピークとなっている。

この間為替レートの変動によって、6.43%ptの原価率悪化要因が発生したが、実際の原価率は2.4%の悪化にとどまっている。つまりこの間に原価率を4.03%pt改善する工夫がなされたことになる。

まずは、商品の開発段階までさかのぼって、商品の規格自体を見直し、同時に使用原材料を見直し、使用原材料の共通化を通じて原材料の原価低減を図ることなどを行った。同社では自社工場もしくは協力工場で製品を製造するのであるが、その生産国自体も見直している。このようにして、商品の直接的な製造原価自体を低下させた。

円安のマイナス影響が大きかった2014年2月期を例にとれば、こうして1年間で46%の製品を新規の製品と入れ替えている。また、製品そのものは変えず

に、原価を低減させた製品も 17%あった。わずか 1 年間で合計 63%の製品を入れ替えることに成功している。また、店舗までの物流費は原価に算入されるが、この物流費の見直しも行っている。

これらの原価低減策に加えて、製品の付加価値の向上による原価率低減策も取り入れた。原材料メーカーが開発した高機能素材を積極的に活用することでコストを下げながら、高機能を前面に押し出して、販売促進なども行っている。

保温力を高めた素材で製造した寝具の N ウォームや冷感力のある素材で製造した寝具の N クールなどがある。同社の販売する従来の寝具自体が他社と比較して安価であるため、そのような機能性が加わった製品でも他社の従来品と比較して、絶対価格自体が低いことも多く、それぞれが大きな売り上げを獲得している。

このようにして、同社ではアベノミクスの円安による逆風を乗り切って、この間も増益を維持してきた。

2017 年 2 月期決算

2015 年 2 月期において消費税増税の駆け込み需要があったにもかかわらず、2016 年 2 月期決算は都心部出店強化や高付加価値化の進展によって、既存店が 3.2%増と好調であった。2016 年 2 月期の決済レートは 101.70 円であり、2015 年 2 月期比 2.8 円と小幅な円安にとどまった。そのため、営業利益は 10.2%増と久々の二ケタ増益となった。

今期も引き続き既存店の好調を見込んで、順調な業績拡大を計画している。会社側の既存店見通しは 2.9%増となっている。ただし、今期の為替レートの見込みは 110 円と前期比 8.3 円の円安見込みである。すでに述べたように 1 円の円安で 0.34%pt の原価率上昇要因となることから、8.3 円では 2.8%pt の原価率悪化要因となり、単純計算で 140 億円ほどのマイナスとなるが、それを吸収してなおかつ 60 億円ほどの増益を見込んでいる。

同社ではこのところは円安の進行を見越して、あらかじめ為替を予約してきた。今期分に関してはすでに 2 年ほど前に必要分は確保しており、その水準は 108 円ということであった。しかし、会社側が見込んでいた以上に売上が増加した

ことによって、当初想定分の予約量では間に合わなくなっており、その分に関しては現在の為替で決済することになる。

同社が前期決算を公表したのは3月末であるが、為替水準は1月末で122円、2月末でも115円ほどであったことから、既予約分に上乗せになる決済レートがかなり円安になることを想定して、今期の為替レートを110円と見積もっていた。しかし、現状レートが110円を割り込んでいる状況を考えると、今期の実効為替レートは当初の予約分である108円と大差ない水準で着地する可能性が高い。

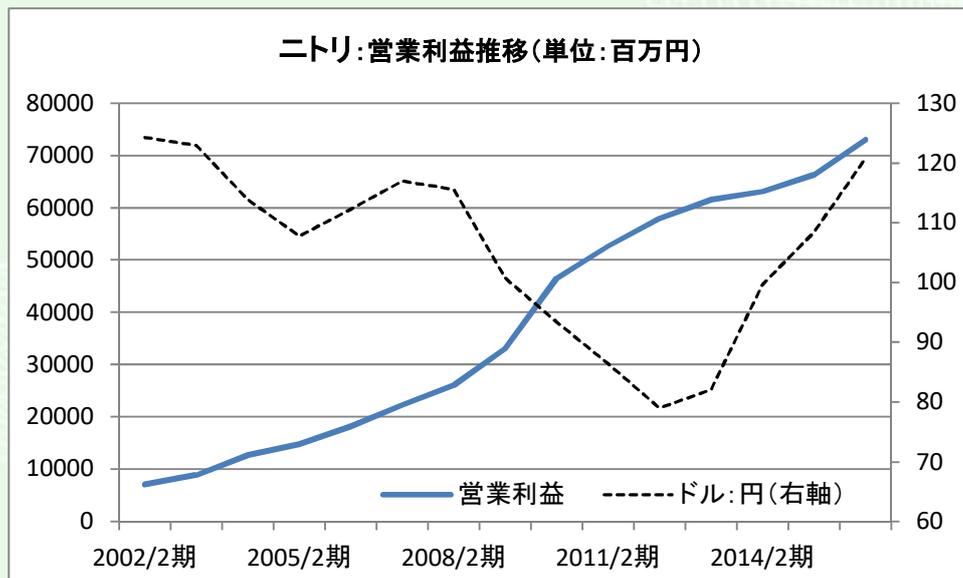
そこで、計画より2円の円高を想定すると、原価率で0.68%ptの低下となり、金額では34億円のプラス要因となる。単純に会社計画の営業利益に上乗せすると、8.2%営業増益が12.8%営業増益となる。

銘柄名	ニトリホールディングス		コード	9843							
株価(2016年5月10日)	10,670 円				PBR(16/2実)	3.58 倍		ROE予		15.6%	
株数	110,589 千株				配当利回り(17/2予)	0.7%					
配当	70 円				時価総額	11,800 億円					
発行済み株式数	114,443 千株				株主資本	329,695 百万円					
自己株式	3,854 千株				BPS	2,981 円					
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
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
16/2 1H	実績	222,185	5.4	36,706	-2.1	37,771	-1.1	22,906	3.4	207.1	-
16/2 2H	実績	235,955	14.3	36,333	26.1	37,236	25.3	24,063	24.6	217.6	-
17/2 1H	会予初	241,000	8.5	39,500	7.6	40,000	5.9	24,800	8.3	224.3	-
17/2 2H	会予初	259,000	9.8	39,500	8.7	40,000	7.4	26,600	10.5	240.5	-
2012/2期	実績	331,016	5.3	57,951	10.0	59,151	10.4	33,548	8.8	303.4	35.2
2013/2期	実績	348,789	5.4	61,550	6.2	62,195	5.1	35,811	6.7	323.8	33.0
2014/2期	実績	387,605	11.1	63,073	2.5	63,474	2.1	38,425	7.3	347.5	30.7
2015/2期	実績	417,285	7.7	66,307	5.1	67,929	7.0	41,450	7.9	374.8	28.5
2016/2期	実績	458,140	9.8	73,039	10.2	75,007	10.4	46,969	13.3	424.7	25.1
	会予初	445,000	6.6	71,000	7.1	72,000	6.0	43,600	5.2	394.3	27.1
2017/2期	会予初	500,000	9.1	79,000	8.2	80,000	6.7	51,400	9.4	464.8	23.0
	ARJ(今回)	500,000	9.1	82,400	12.8	83,400	11.2	54,210	15.4	490.2	21.8
	ARJ(従来)	498,257	9.8	78,430	6.9	80,430	6.7	49,062	6.7	443.6	24.1
2018/2期	ARJ(今回)	545,000	9.0	97,400	18.2	98,400	18.0	63,960	18.0	578.4	18.4
15/2 1Q	実績(3ヵ月)	117,262	15.9	21,980	16.6	22,364	20.8	11,998	20.5	-	-
15/2 2Q	実績(3ヵ月)	93,582	9.4	15,504	26.2	15,844	28.9	10,146	29.1	-	-
15/2 3Q	実績(3ヵ月)	99,642	3.0	15,030	-2.3	15,443	-3.2	9,721	-5.8	-	-
15/2 4Q	実績(3ヵ月)	106,799	2.5	13,793	-16.6	14,278	-14.5	9,585	-6.8	-	-
16/2 1Q	実績(3ヵ月)	119,226	1.7	20,825	-5.3	21,381	-4.4	11,839	-1.3	-	-
16/2 2Q	実績(3ヵ月)	102,959	10.0	15,881	2.4	16,390	3.4	11,067	9.1	-	-
16/2 3Q	実績(3ヵ月)	112,516	12.9	18,019	19.9	18,658	20.8	12,161	25.1	-	-
16/2 4Q	実績(3ヵ月)	123,439	15.6	18,314	32.8	18,578	30.1	11,902	24.2	-	-

ただし、円高の効果が本格的に効くのは、今期ではなくむしろ来期である。仮に来期の為替レートを今期並みの108円と置くと、為替が原価に与える影響はゼロとなり、コスト低減効果のみが残ることになる。今期のコスト低減効果を会社側では原価率で2.3%ptほどの低下と見込んでいる。

来期もこの程度の原価低減効果が見込まれるとすれば、売上高を今期並みとしてもそれだけで115億円の増益要因となる。もちろん、前年度は2.8円の円安で済んだが、今年度は110円として8.3円の円安となりそうであることはかなり前からわかっていたことであり、前期を通じて今期の原価低減策を練ってきたと考えられる。それゆえ、為替が横ばい想定で今期並みの原価低減効果を引き出すとは思えず、もっと他の経営施策にエネルギーを注ぐ可能性は高いと思われるが。

また、さらに円高局面になれば、その利益を今度は値下げの原資に振り向けるのが同社である。ただし、同社の場合は、一定期間の値引き販売という形で値下げをすることはなく、いったん下げたら値を戻すことはない。そのため、為替の先行きを慎重に見極めて値下げを行う。そのため、業績と為替の関係を見た下の図でもわかるように、為替の円高が進み始めた時期が最も利益の伸びが高くなり、その後同ピッチで円高が進んでも徐々に業績の伸びは低くなる。これはそのような時期にはかなり頻繁に値下げを行うためである。

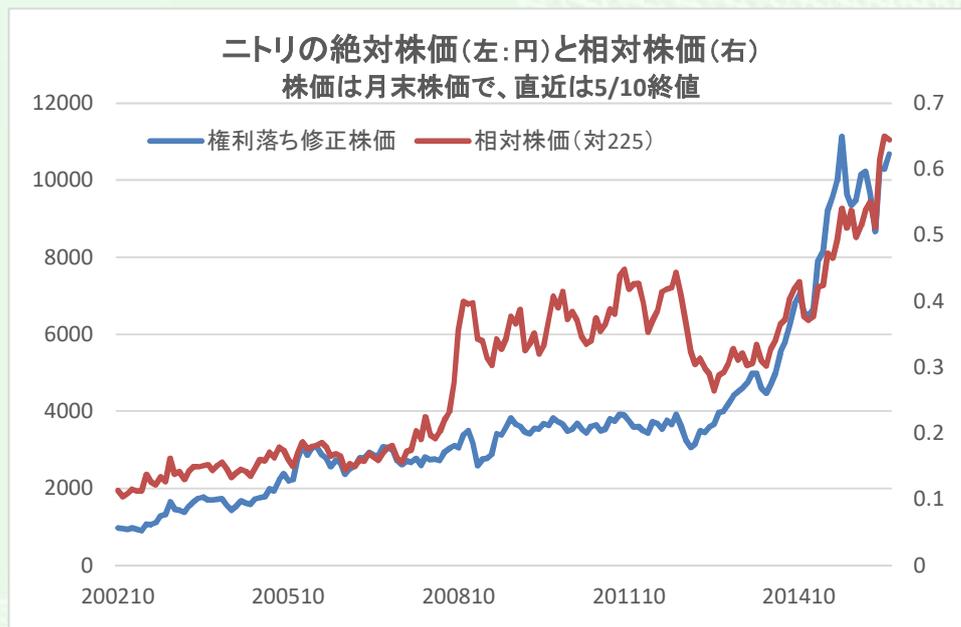


ちなみに、急速に円高が進んだ2008年2月期から2012年2月期の4年間の年平均営業利益成長率は22%に達し、この4年間で営業利益は2.2倍となっている。ただし、円高のメリットが大きいだけではなく、チェーンストアのビジネスモデルを完ぺきに構築していることで、直近のような急激な円安局面でも円安のマイナスを吸収し、増収増益を達成し続けているのだということはここ

で改めて強調しておきたい。

投資判断

円安下でも順調であった業績が、円高転換でさらに好調さが加速する可能性が出てきたと考えられる。よって、当面、従来通り当クラブの今期予想 EPS に PER25 倍を適用した 12,250 円を目標株価として **Outperform** 継続とする。



【ニトリホールディングス（9843）：第1四半期決算と6月月次で注目される可能性高まる】

2016年6月2日

H&L 企業研究クラブ

2016年6月2日

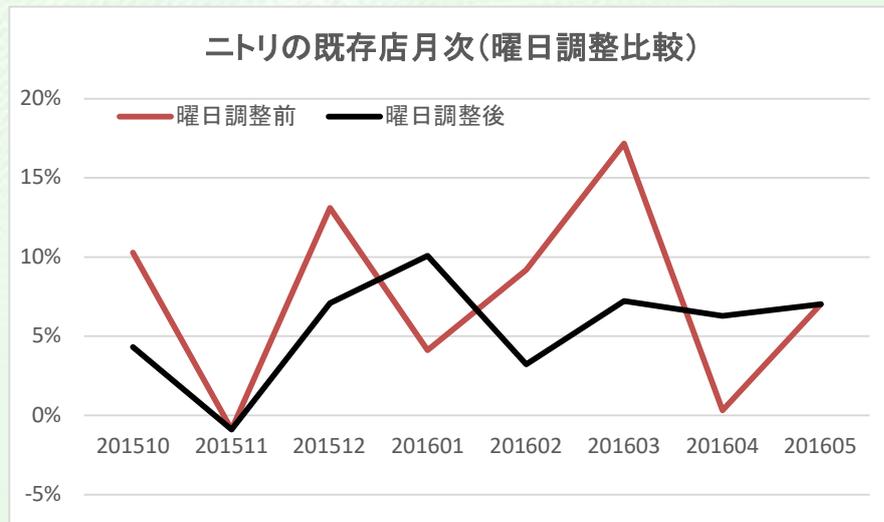
ニトリホールディングス（9843）：第1四半期決算と6月月次で注目される可能性高まる

ニトリホールディングス（9843）の株価は、全体相場が大きく変動しない局面においては、月次の好不調に影響される傾向がある。しかし、実際のところは同社の既存店月次は一けた台後半で高水準ながら安定的に推移している。それでは、なぜ月次自体が変動しているのかといえば、休日（土日祝日の合計）の多い、少ないに大きく依存しているためである。多くの消費関連企業は多かれ少なかれ休日の多い、少ないに影響を受けるが、同社は極端に影響が大きく、休日1日の差が6%もの既存店の差となって表れる。

既存店の推移を示した図の赤い実線は公表された既存店で、黒い実線は曜日調整を行ったものである。曜日調整は休日1日当たり6%で計算しているが、3月はうるう年で1日多い分（同社は20日締めであるため）もカウントされていることから、合わせて10%ほどの影響があったことで、10%を差し引いている。特に昨年12月以降、同社の実質的な既存店は平均7%ほどとコンスタントに推移しており、若干1月が平均を上回り、2月が平均を下回っている。

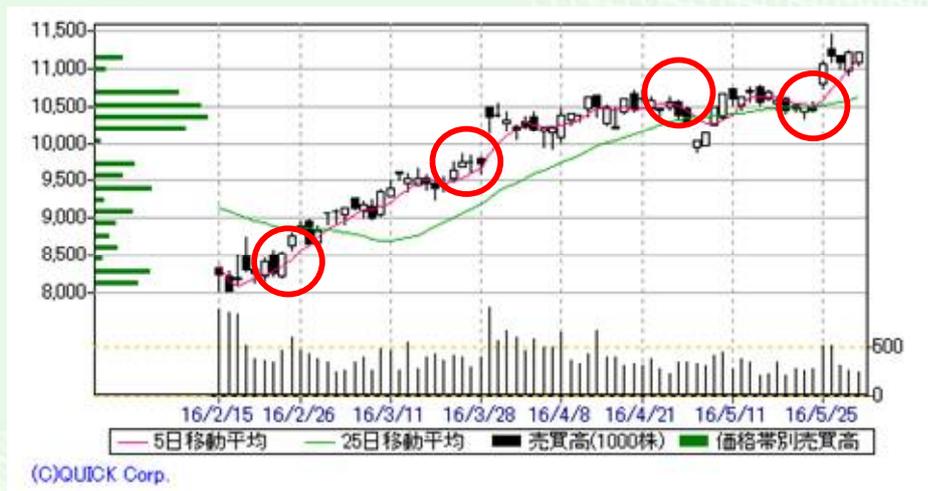
しかし、公表された数字は曜日回りの関係で1月が厳しく、2月、3月と高水準で、4月に前年並みまで落ち込み、5月には平均並みに戻っている。株価チャートには月次公表時点を赤丸で示しているが、表面上の公表値に依存した動きとなっており、2月、3月は株価の好調が続き、4月には一旦売られて、5月に再び買われている。

基本的に消費関連企業で既存店が平均7%で伸びている会社はあまりないのであり、極めて好調と言っているが、それにもかかわらず、マーケットは表面上の数字に影響を受けていることが読み取れよう。



日足・売買高チャート

ニトリホールディングス(9843)



さて、それではここから先の曜日回りはどうなっているかというと、6月は休日が1日多く、7月は1日少なく、8月は2日多い。なお、8月は今年から山の日が休日となったため、その分が1日上乗せになっている。よって、まず公表される6月の月次はこれまで通りなら二ケタ増が期待される場所である。

第1四半期決算は売上好調から二ケタの営業増益見込み

6月の月次は6月末に公表されるが、ちょうど第1四半期決算と同時の発表となる。その第1四半期決算は売上の好調から、会社計画を上回るトレンドでの着地が予想される。同社の通期計画の既存店は2.9%増、売上高は9.1%増の予

想である。それに対して、第1四半期の既存店は7.5%増、全店売上高は13.0%増となっている。直近の2四半期を見ると、全店売上高と決算売上高は1%ほどの差があり、海外などがある分、決算売上高の伸びが高くなっている。そこで、第1四半期の売上高は14.0%増とした。

同社は製品の80%ほどを輸入しているため、為替の影響が大きく、1円の変動で原価率が0.34%pt変動する。ただし、為替は円安が見込まれたため、前もってほとんど予約しており、2015/2期が98.9円、2016/2期が101.7円、そして2017/2期は110円となっている。ただし、2017/2期は前もって108円で予約していたのであるが、会社側の想定以上に売上高が大きく伸びたため、不足分はその時点のレートとなる。同社が今期計画を策定していたと考えられる1月辺りの為替は120円ほどであったため、会社側では今期の計画を110円と置いているが、その後の為替の推移を考えると、今期は限りなく108円に近づくのではないかと考えられる。

2016/2期の為替は2.8円の円安となったわけであるが、これを原価率で見ると、1.0%ptの悪化要因となる。そして、実際の原価率は0.8%ptの改善となっており、この差の1.8%ptが前期における様々な原価率改善策の効果となる。今期に関しては、会社見通しの110円で考えると2.8%ptの原価率悪化要因となるが、原価率改善効果を2.3%pt見込んでおり、原価率自体は0.6%ptの悪化を見込んでいる（四捨五入の関係で計算が一致しない）。

一方で、前期までやや高めの伸びとなっていた人件費、物流費の抑制にめどがついたということで、販売管理費が7.9%の伸びにとどまり、売上高構成比が0.4%pt低下する見込みである。その結果、営業利益率は0.1%ptの悪化にとどまり、9.1%増収、7.9%営業増益の予想となっている。

第1四半期決算の為替を108円とすると、前年同期比6.1円の円安となり、原価率で1.8%ptの悪化要因となる。会社側では通期の原価率改善効果を2.3%ptと見ているが、ARJでは第1四半期の改善幅は、前期の第4四半期と同水準と見て1.4%ptの改善とした。差し引き第1四半期は0.4%ptの原価率悪化とした。

一方、販売管理費の通期計画は7.9%増であるが、売上高が会社の通期計画より5%ほど高いことから、2%ほど高めで見て9.8%増と置いた。以上の前提で

計算すると、営業利益は前年同期比 19.6%増となる。上期の会社計画の営業利益は 7.6%増であることから、実際にこのような数字であれば、6月の月次と相まって株価にもポジティブなインパクトを与えるものと思われる。

銘柄名	ニトリホールディングス	コード	9843									
株価(2016年6月1日)	11,160	円			PBR(16/2実)		3.74 倍		ROE予		15.6%	
株数	110,589	千株			配当利回り(17/2予)		0.6%					
配当	70	円			時価総額		12,342 億円					
発行済み株式数	114,443	千株			株主資本		329,695 百万円					
自己株式	3,854	千株			BPS		2,981 円					
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	
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍	
16/2 1H	実績	222,185	5.4	36,706	-2.1	37,771	-1.1	22,906	3.4	207.1	-	
16/2 2H	実績	235,955	14.3	36,333	26.1	37,236	25.3	24,063	24.6	217.6	-	
17/2 1H	会予初	241,000	8.5	39,500	7.6	40,000	5.9	24,800	8.3	224.3	-	
17/2 2H	会予初	259,000	9.8	39,500	8.7	40,000	7.4	26,600	10.5	240.5	-	
2012/2期	実績	331,016	5.3	57,951	10.0	59,151	10.4	33,548	8.8	303.4	36.8	
2013/2期	実績	348,789	5.4	61,550	6.2	62,195	5.1	35,811	6.7	323.8	34.5	
2014/2期	実績	387,605	11.1	63,073	2.5	63,474	2.1	38,425	7.3	347.5	32.1	
2015/2期	実績	417,285	7.7	66,307	5.1	67,929	7.0	41,450	7.9	374.8	29.8	
2016/2期	実績	458,140	9.8	73,039	10.2	75,007	10.4	46,969	13.3	424.7	26.3	
	会予初	445,000	6.6	71,000	7.1	72,000	6.0	43,600	5.2	394.3	28.3	
2017/2期	会予初	500,000	9.1	79,000	8.2	80,000	6.7	51,400	9.4	464.8	24.0	
	ARJ予(不変)	500,000	9.1	82,400	12.8	83,400	11.2	54,210	15.4	490.2	22.8	
	Q-cons(11社)	501,136	9.4	80,364	10.0	81,645	8.8	52,318	11.4	473.1	23.6	
	ARJ(従来)	498,257	9.8	78,430	6.9	80,430	6.7	49,062	6.7	443.6	25.2	
2018/2期	ARJ予(不変)	545,000	9.0	97,400	18.2	98,400	18.0	63,960	18.0	578.4	19.3	
15/2 1Q	実績(3ヵ月)	117,262	15.9	21,980	16.6	22,364	20.8	11,998	20.5	-	-	
15/2 2Q	実績(3ヵ月)	93,582	9.4	15,504	26.2	15,844	28.9	10,146	29.1	-	-	
15/2 3Q	実績(3ヵ月)	99,642	3.0	15,030	-2.3	15,443	-3.2	9,721	-5.8	-	-	
15/2 4Q	実績(3ヵ月)	106,799	2.5	13,793	-16.6	14,278	-14.5	9,585	-6.8	-	-	
16/2 1Q	実績(3ヵ月)	119,226	1.7	20,825	-5.3	21,381	-4.4	11,839	-1.3	-	-	
16/2 2Q	実績(3ヵ月)	102,959	10.0	15,881	2.4	16,390	3.4	11,067	9.1	-	-	
16/2 3Q	実績(3ヵ月)	112,516	12.9	18,019	19.9	18,658	20.8	12,161	25.1	-	-	
16/2 4Q	実績(3ヵ月)	123,439	15.6	18,314	32.8	18,578	30.1	11,902	24.2	-	-	
16/2 1Q	ARJ予(3ヵ月)	135,900	14.0	24,900	19.6	25,400	18.8	16,256	37.3	-	-	

なお、第1四半期決算がこのように好調な背景は、為替が考えていたより円高であることと、売上高が計画を大きく上回っていることである。また、当クラブの通期予想に関しては、従来通り会社計画に対して為替が2円円高の108円となることのみを織り込んだ数字となっている。

投資判断

従来通り依然買い継続とする。

なお、今回は6月の月次と第1四半期決算に焦点を当てたレポートとなっているが、当クラブでは同社は内需型の大型株で今年最も注目される株になるのではないかと考えている。その背景は前回レポートで詳細に解説している。

【ニトリホールディングス（9843）の原点を見た：渥美俊一記念館訪問記】2016年10月20日

2016年10月20日

H&L企業研究クラブ

【ニトリホールディングス（9843）の原点を見た：渥美俊一記念館訪問記】

小雨模様の9月のある日、待ちに待った渥美俊一記念館の訪問日がやってきました。

東京・代官山にある渥美俊一記念館は、ニトリホールディングスの似鳥会長がニトリの成功を導いた先生として尊敬する渥美俊一氏の功績をたたえて設立したものです。もともと渥美俊一氏の邸宅だった物件をニトリが取得して、記念館としてオープンしました。

似鳥会長も述べているように、日本経済に大きく貢献した渥美俊一氏は、その偉大な功績に比して、必ずしも世間には広く知られていません。そこで、似鳥会長が世の中でもっと評価されるべきだという気持ちから設立したものです。

私も幣著、「日本の問屋は永遠なり」を書くに当たって、改めて渥美俊一氏の著書の多くを参考にさせていただく中で、これほどの情熱を持って、日本にチェーンストアを根付かせようとしたその心意気に強く感銘を受けました。もはや単なるコンサルタントの域に納まるようなものではありません。

参考「日本の問屋は永遠なり」：<http://cherry100.mods.jp/ra/s/952>

2016年4月に連載された日経紙の似鳥会長の「私の履歴書」の最終回で渥美俊一記念館開設の報告があり、今か今かと心待ちにしていたところでした。

当日はニトリの方2名に館内をくまなく案内してもらいました。まずは、その渥美邸の意義を解説してもらうところから始まりました。

同館は氏が1994年に自ら設計し、自宅として建設したもので、まさに邸宅と

呼ぶにふさわしいたたずまいの家屋です。完全に欧風建築なのですが、南カリフォルニアをイメージして設計したということでした。

ただし、この記念館はただ単に渥美俊一氏がそこで生活していたということではなく、実は氏がその邸宅を建てるにあたって、小売業の参考になるような日本の小売業が目指すべき姿を示したものだということが大きなポイントになります。

典型的には各部屋のコーディネートがあります。氏が常々著書において述べていたことは、日本人は極めて貧しい生活をしているということでした。これは日本では産業としてのチェーンストアが発達していないために、流通が非効率であり、結果的に消費者が高い商品を買わされているという指摘でした。また、品揃え自体もばらばらで、そのような商品を個々に買い求めても、それぞれが異なった風合いの商品であって、部屋のインテリアにもマッチせず、商品ごとにもマッチしない組み合わせになっていることを嘆いていました。これらのことをまとめて渥美氏は、貧しい生活と表現していました。

【渥美邸の外観】



そのような状況を改善するためには、効率的なオペレーションのチェーンストアを作ることによって、商品の価格を2分の1、3分の1にする必要があると説きました。同時に単品をバラバラに売る売り方ではなく、売り場において顧客に対してコーディネートを提供する必要があるとも述べています。それによって初めて国民が豊かな生活を実感できるようになるというのが同氏の主張の中心です。

例として、渥美邸のリビングの様子を示します。これらのソファ、テーブル、スタンドから棚に飾ってあるインテリアまで、実は一つの売り場で揃えたものです。つまり、一つの売り場で揃えられるということが重要で、売り場自体がコーディネートを提供しているということになります。まさに、ニトリが現在店舗で展開していることが、このコーディネートというものであり、それがニトリの生命線になっています。

写真の商品は、すべて米国のサンフランシスコのニーマンマーカスで購入したものです。一見豪華に見えますが、価格的にはリーズナブルなものだということです。まさにこれが、チェーンストアの使命であると氏は主張しているわけです。

【渥美邸のリビングのコーディネート】



このようなコーディネートは、リビングだけでなく、寝室、書斎、さらには風呂場までそれぞれに統一されたコーディネートとなっています。寝室はベッドから壁紙まですべて、J.C.ペニーで揃えたコーディネートでした。風呂場は、水族館のようなタイル張りで、これは米国から職人を呼び寄せて一枚一枚のタイルを製造したものです。

玄関正面にはピカソの版画がかかっていました。1962年作の肖像画(?)でした。ここで、実は1962年がかの「流通革命」が発刊された年だということに気づきました。すると実は渥美氏も1962年がまさに「流通革命」元年と位置付けていたこともあり、この版画を買ったと聞いて、ちょっと感動しました。もちろん、渥美氏にとってはこの年がペガサスクラブの設立の年というもっと重い意味がありますが、しかし、渥美氏と「流通革命」はまさに切っても切れない縁ということはありません。

玄関の上がり口の床は、イスタンブールのブルーモスクをイメージしたタイル敷きとなっています。しかし、実はそのタイルを入手したのはアメリカということでした。渥美氏はかねてより、チェーンストアが発達したアメリカでは、世界中の商品が手軽な価格で買えると述べています。それこそが、まさに日本でアメリカ方式のチェーンストアを構築しようというペガサスクラブのビジョンの最大のバックグラウンドになっています。

玄関のシャンデリアは極めてシンプルなもので、豪華さを取り除いている部分でおしゃれ感を醸し出していました。そのシャンデリアは渥美氏自らフィレンツェで購入ものということです。また、玄関から2階に続く階段はスペインのガウディをイメージものとなっています。

その後、2階ではすでに述べたように部屋全体がコーディネートされた寝室や風呂場を見学しました。そして、最後が渥美氏の書斎になります。

この邸宅はもともと渥美氏の自宅であり、ここで家族と生活し、執筆、研究活動を行っていたわけです。そして、ここに小売業の経営者を招いて、コーディネートの大切さを説き、また日本でのチェーンストアの構築法に関して議論したのです。

こうして記念館の見学をほぼ終えて思ったのは、ところで一体どんな人がこの

記念館を訪れるのだろうかということでした。私が当初、記念館について思い描いていたイメージは、実は渥美氏の研究成果や書籍などの資料を集めた資料館というものでした。もっとも、そう思ったからというよりも、渥美俊一と聞いてこれは是が非でも行かねばならないと思い、オープン日も知らずに代官山を訪ねたのは、実は5月の初めでした。前掲の外観の写真はその時に撮ったものです。

その後、決算説明会後の懇親会の場で似鳥会長に尋ねたところ、オープンは8月ということでしたので、とにかくオープンしたらすぐ見学させてほしいとお願いしていて、今回の訪問となりました。

そんな状況でしたので、すべての見学が終わった後に、一体どんな人が記念館を訪れるのか尋ねてみました。すると、実は外部の見学者は私が初めてということでもびっくりしました。記念館の主な目的の一つは、ニトリの社員研修に使用するというものだったのです。同社ではペガサスクラブのセミナーに多くの社員が参加していますので、中堅以上の社員の多くは直接渥美氏の講義を受けたことがあるのでしょう。

しかし、若い社員は渥美俊一氏本人を直接は知らないわけですので、この記念館で渥美俊一氏の精神や思いを共有しようというものです。特に似鳥会長が熱を入れるコーディネート の価値を深く理解するには大きな意味を持つことでしょう。

企業にとっては、企業文化をいかに共有するかは極めて重要な問題です。その意味において、ニトリの原点あるいは遺伝子とも言える渥美俊一氏の思いを共有するには絶好の教材であると思いました。

長期にわたって着実に、継続的に成長できる強い企業と言うものは、社員が良い面で企業文化を共有しているものです。キューピーという会社もそんな会社の一つですが、かつて同社が史料館を開設した時に、その史料館を見学する機会を設けてもらいました。そこでは、過去幾多の困難を乗り越えてきた先人たちの会社への思いを共有することに力を入れる展示になっていました。まさに存亡の危機に瀕した事件をいかに情熱で乗り切ったかを共有できるようになっています。

まさに、ニトリにとっては、この渥美俊一記念館はそんな位置づけであると認識させる訪問となりました。そして改めて、氏の日本の流通革命への思い、チェーンストアが目指すものへの思いとロマンに深く感銘を受けた見学となりました。また、ニトリの企業としての強さを深く理解したことも大きな収穫の一つでした。

最後に改めて、館内を細部にわたり案内していただいたニトリのご担当の方に深く感謝いたします。

【2017年2月期第3四半期決算報告】2016 年12月26日

H&L 企業研究クラブ

2016年12月26日

【ニトリホールディングス（9843）の2017年2月期第3四半期決算報告】

（ポイント）

東京都における新規出店が予想以上に業績に寄与。第3四半期決算は大きなポジティブサプライズとなった。2019年2月期の為替を予約していないことをネガティブに感じる投資家もいようが、改めて強調しておきたいことは、同社の業績、株価にとって為替変動は枝葉末葉に過ぎないことである。時間経過によって来期業績を意識するタイミングに入ったことから、バリュエーションの算出ベースを来期EPSに変更し、目標株価を15,200円から16,600円に引き上げる。

ニトリホールディングス（9843）が12月22日に2017年2月期第3四半期決算を公表し、即日決算説明会を開催したので、その報告を行う。

第3四半期累計決算は13.2%増収、28.3%営業増益となった。第3四半期の3か月では10.4%増収、16.7%営業増益であった。これは当クラブの予想の14.0%増収、14.6%営業増益に対して、売上は未達であるが、営業利益は若干ながらも上回った。しかし、実際は当クラブでは既存店を7%ほどで見ていたのに対して、公表された月次の平均値から計算すると既存店は4.8%増であったため、直近では当クラブの見通しに対して売上、営業利益ともショートすると見ており、営業利益で4%前後の増益率まで低下すると考えていた。その点との比較で極めてポジティブサプライズのある決算であったと言えよう。

まず事前予想との比較での修正点は既存店の四半期平均値である。公表された月次の四半期平均値は4.8%であったが、実際の四半期平均値は5.4%であり、ここで0.6%ほどの上乘せとなった。これは月ごとの売上高の差に起因する外部計算による避けられない誤差である。既存店同様全店でも計算値の11.1%増に対して、会社公表は11.7%増となっている。

一方、店舗で成約した売上高は全店ベースで 11.7%増であったが、納品ベースの店舗売上高は 9.3%増にとどまった。この差は第 1 四半期には+1.5%pt であったが、第 2 四半期には-1.8%pt とマイナスに転じ、第 3 四半期にはさらに-2.4%pt とマイナス幅が拡大した。年間を通じればゼロに限りなく近づく数値であるが、四半期ごとの業績にはかなりの影響を及ぼすケースがある。

これは四半期決算期末の未発送売上高の影響であり、期末の売れ行きや曜日に大きく影響を受ける。前期末が土曜日で第 1 四半期末は平日であったため、第 1 四半期はプラスとなり、第 2 四半期末が土曜日のため、第 2 四半期はマイナスとなり、第 3 四半期末は土日が続いたため第 3 四半期もマイナスとなった。それに加え、第 3 四半期末の 11 月の全店売上高が 26.8%増と大幅に伸びたため、第 3 四半期に成約したものの実際の売上は第 4 四半期の 12 月にずれ込んだ売上がかなり多かったのではないかと思われる。

銘柄名	ニトリホールディングス		コード	9843										
株価(2016年12月22日)	12,990 円				PBR(16/2実)		4.36 倍		ROE 予		18.2%			
株数	110,589 千株				配当利回り(17/2予)		0.5%							
配当	70 円				時価総額		14,366 億円							
発行済み株式数	114,443 千株				株主資本		329,695 百万円							
自己株式	3,854 千株				BPS		2,981 円							
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		
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍	既存店		
16/2 1H	実績	222,185	5.4	36,706	-2.1	37,771	-1.1	22,906	3.4	207.1	-	0.5%		
16/2 2H	実績	235,955	14.3	36,333	26.1	37,236	25.3	24,063	24.6	217.6	-			
17/2 1H	実績	254,763	14.7	49,170	34.0	49,845	32.0	32,828	43.3	296.8	-			
17/2 2H	会予修	245,237	3.9	29,830	-17.9	30,155	-19.0	18,572	-22.8	167.9	-			
2014/2期	実績	387,605	11.1	63,073	2.5	63,474	2.1	38,425	7.3	347.5	37.4	4.4%		
2015/2期	実績	417,285	7.7	66,307	5.1	67,929	7.0	41,450	7.9	374.8	34.7	1.6%		
2016/2期	実績	458,140	9.8	73,039	10.2	75,007	10.4	46,969	13.3	424.7	30.6	3.2%		
2017/2期	会予初	500,000	9.1	79,000	8.2	80,000	6.7	51,400	9.4	464.8	27.9	2.9%		
	ARJ 予新	517,885	13.0	89,343	22.3	90,812	21.1	60,163	28.1	544.0	23.9	6.8%		
	ARJ 予旧	523,752	14.3	87,308	19.5	88,983	18.6	57,876	23.2	523.3	24.8			
	Q-cons(12社)	514,150	12.2	85,375	16.9	86,683	15.6	55,786	18.8	504.4	25.8			
2018/2期	ARJ 予新	570,709	10.2	111,179	24.4	113,179	24.6	73,566	22.3	665.2	19.5	4.0%		
	ARJ 予旧	584,397	9.0	112,146	28.4	114,146	28.3	74,195	28.2	670.9	19.4			
16/2 1Q	実績(3ヵ月)	119,226	1.7	20,825	-5.3	21,381	-4.4	11,839	-1.3	-	-	-5.7%		
16/2 2Q	実績(3ヵ月)	102,959	10.0	15,881	2.4	16,390	3.4	11,067	9.1	-	-	6.7%		
16/2 3Q	実績(3ヵ月)	112,516	12.9	18,019	19.9	18,658	20.8	12,161	25.1	-	-	5.2%		
16/2 4Q	実績(3ヵ月)	123,439	15.6	18,314	32.8	18,578	30.1	11,902	24.2	-	-	8.8%		
17/2 1Q	実績(3ヵ月)	137,033	14.9	27,256	30.9	27,658	29.4	16,921	42.9	-	-	7.5%		
17/2 2Q	実績(3ヵ月)	117,730	14.3	21,914	38.0	22,187	35.4	15,907	43.7	-	-	9.1%		
17/2 3Q	実績(3ヵ月)	124,253	10.4	21,036	16.7	21,330	14.3	14,767	21.4	-	-	5.4%		
	ARJ 予(3ヵ月)	128,268	14.0	20,644	14.6	21,144	13.3	13,532	11.3	-	-			
17/2 4Q	ARJ 予新(3ヵ月)	138,869	12.5	19,137	4.5	19,637	5.7	12,568	5.6	-	-	5.0%		
	ARJ 予旧(3ヵ月)	140,720	14.0	17,494	-4.5	17,994	-3.1	11,516	-3.2	-	-			
16/2 3Q	実績(9ヵ月)	334,701	7.8	54,725	4.2	56,429	5.2	35,067	10.0	-	-	2.8%		
17/2 3Q	実績(9ヵ月)	379,016	13.2	70,206	28.3	71,175	26.1	47,595	35.7	-	-	7.3%		

余談ではあるが、その後 12 月の初旬に都内で大型店の出店が相次いだことから、我が家で 12 月 8 日に購入したソファの納入日は 12 月 21 日であった。このことから第 4 四半期に関してはこの部分がかなりのプラスとなるはずであり、表面上の既存店伸び率に対して、決算上は 3%pt 以上上乗せで見てもいいのか

もしれない。

同社は売上の80%ほどの製品を輸入しており、為替の変動の影響を大きく受ける。そのため、同社では最大2年先までの為替予約を行っている。今期に関してはちょうど2年前に急速に円安が進んだ局面に相当するため、第1四半期は102.7円、第2四半期は103.8円であったのに対して、第3四半期では109.5円となっており、収益へのマイナスインパクトが上期より大きくかかってくるはずであった。加えて既存店伸び率が上期より大幅に低下していたため、一けた台の増益率になるのではないかと見ていた。

第3四半期の3カ月間の原価率は前年同期比1.3%ptの低下となった。同社では1円の為替変動で原価率が0.3%ptほどの影響を受けることから、第3四半期には7.1円の円安であり、原価率で2.1%ptの上昇要因であった。つまり、この差の3.4%ptが原価低減対策の効果となる。同様の計算を行うと、この原価低減効果は第1四半期の2.3%pt、第2四半期の2.9%ptからさらに効果が高まったことになる。

PL

(単位:百万円、円)

	16/2 1Q	16/2 2Q	16/2 3Q	16/2 4Q	17/2 1Q	17/2 2Q	17/2 3Q	17/2 4Q	16/2 F	17/2 FCE	17/2 FARJ	18/2 FARJ
売上高	119,226	102,959	112,516	123,439	137,033	117,730	124,253	138,869	458,140	500,000	517,885	570,709
原価	56,786	48,422	52,672	56,717	62,422	52,807	56,607	64,875	214,597	237,000	236,711	242,027
粗利	62,440	54,536	59,844	66,723	74,611	64,923	67,645	73,994	243,543	263,000	281,173	328,682
販売管理費	41,614	38,656	41,825	48,408	47,354	43,009	46,610	54,858	170,503	184,000	191,831	217,503
営業利益	20,825	15,881	18,019	18,314	27,256	21,914	21,036	19,137	73,039	79,000	89,343	111,179
前年同期比												
売上高	1.7%	10.0%	12.9%	15.6%	14.9%	14.3%	10.4%	12.5%	9.8%	9.1%	13.0%	10.2%
原価	-1.1%	10.0%	11.9%	12.4%	9.9%	9.1%	7.5%	14.4%	7.9%	10.4%	10.3%	2.2%
粗利	4.3%	10.1%	13.8%	18.4%	19.5%	19.0%	13.0%	10.9%	11.5%	8.0%	15.5%	16.9%
販売管理費	9.8%	13.5%	11.4%	13.7%	13.8%	11.3%	11.4%	13.3%	12.2%	7.9%	12.5%	13.4%
営業利益	-5.3%	2.4%	19.9%	32.8%	30.9%	38.0%	16.7%	4.5%	10.2%	8.2%	22.3%	24.4%
月次データ												
既存店	-3.1%	6.7%	5.2%	8.8%	7.5%	9.1%	5.4%	5.0%	3.2%	2.9%	6.8%	4.0%
全店	2.0%	13.5%	12.5%	14.5%	13.0%	14.8%	11.7%	11.5%	9.3%	8.9%	12.8%	10.2%
差異(売上-全店)	-0.3%	-3.5%	0.4%	1.1%	1.9%	-0.5%	-1.3%	1.0%	0.5%	0.2%	0.3%	0.0%
差異(全店-既存店)	5.1%	6.8%	7.3%	5.7%	5.5%	5.7%	6.3%	6.5%	6.1%	6.0%	6.0%	6.2%
構成比												
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
原価	47.6%	47.0%	46.8%	45.9%	45.6%	44.9%	45.6%	46.7%	46.8%	47.4%	45.7%	42.4%
粗利	52.4%	53.0%	53.2%	54.1%	54.4%	55.1%	54.4%	53.3%	53.2%	52.6%	54.3%	57.6%
販売管理費	34.9%	37.5%	37.2%	39.2%	34.6%	36.5%	37.5%	39.5%	37.2%	36.8%	37.0%	38.1%
営業利益	17.5%	15.4%	16.0%	14.8%	19.9%	18.6%	16.9%	13.8%	15.9%	15.8%	17.3%	19.5%
構成比変化												
原価	-1.3%	0.0%	-0.4%	-1.3%	-2.1%	-2.2%	-1.3%	0.8%	-0.8%	0.6%	-1.1%	-3.3%
粗利	1.3%	0.0%	0.4%	1.3%	2.1%	2.2%	1.3%	-0.8%	0.8%	-0.6%	1.1%	3.3%
販売管理費	2.6%	1.2%	-0.5%	-0.6%	-0.3%	-1.0%	0.3%	0.3%	0.8%	-0.4%	-0.2%	1.1%
営業利益	-1.3%	-1.1%	0.9%	1.9%	2.4%	3.2%	0.9%	-1.1%	0.1%	-0.1%	1.3%	2.2%
為替レートの影響												
為替(会社)	101.9	101.5	102.4	101.1	102.7	103.8	109.5	115.3	101.7	110.0	107.8	103.5
為替変化	4.1	4.0	2.7	0.4	0.8	2.4	7.1	14.2	2.8	8.3	6.1	-4.3
1円で0.3%pt	1.4%	1.3%	0.9%	0.1%	0.2%	0.7%	2.1%	4.3%	1.0%	2.8%	2.1%	-1.3%
為替除く原価率変化	-2.7%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-2.3%	-2.9%	-3.4%	-3.5%	-1.8%	-2.3%	-3.2%	-2.0%

過去から継続的に行っていることであるが、同社における原価低減施策の中心は、商品の入れ替えである。同社では常に生産地、原資材、規格などを見直しており、多い場合には年間で70%ほどの製品を入れ替えることがある。それらに加えて、中価格帯の製品ウエイトを高めて、付加価値を上げる方策を採る。なお、日経紙では中低価格拡充という価格戦略の効果があったと表現されているが、これは間違いで、もともと同社は低価格品が中心であり、最近になって中価格品を重視したというのが正しい。

販管費率は0.3%ptほど上昇したものの、原価率の低下によって、粗利が大きく伸び、営業利益は16.7%増と意外なほど伸びた。

第3四半期決算における最大のポイント

第3四半期決算の説明会において、最も印象的であったことは、このところ出店を強化している都心部での予想以上の好調である。

2014年2月期末時点において、国内のニトリ店舗は295店であったが、東京都の店舗は11店舗とわずか3.7%に過ぎなかった。しかも、環七の内側には3店舗だけで、1%にも満たなかった。環八まで広げても4店舗である。それに対してまず、2015年2月期に環八の内側に2店舗の出店を行った。ただし、この時点ではまだ環七の内側には新規出店はなかった。

これは都内では家賃が高いため、果たして利益が出るかどうか不安であったと似島会長は述べている。しかし、顧客の声はぜひとも都内にもニトリを出店してほしいというものであったため、赤字でもいいから出してみようということで、都心出店の第1号店として2015年4月にプランタン銀座の本館6Fへの出店を行った。プランタンへの出店に当たっては、売れなくてもいいからこれまでのニトリとは違うおしゃれな店を作ろうというコンセプトで、従来店舗と什器備品や内装を大幅に変えて出店した。

ところが実際に出店してみると、当初見通しの売上高を50%も上回る盛況となって、採算も合う店舗となった。そして、このプランタンの成功を見て、百貨店から声がかかるようになり、2016年9月に横浜市港南区の高島屋港南台店4F、5Fにニトリ高島屋港南台店をオープンした。さらに、2016年12月には新宿高島屋の南館1F～5Fに「新宿高島屋タイムズスクエア」店をオープンし、

来春にも池袋東武への出店を予定している。

同社によると、ニトリ側から出店をお願いすると家賃が高いが、相手からの要請であり、家賃交渉も有利ということである。新宿高島屋は同社の坪当たり年間売上高の平均である 98 万円に対して、何と 600 万円と 5 倍近い売り上げが見込まれるほど坪効率が高い模様である。新宿高島屋店の売り場面積は 900 坪あることから、ここだけで年商 54 億円になる。しかも、同社が高島屋に入ったことで、高島屋の客数が 15% 増となり、レストランも客待ちが起きているということである。

プランタンでの成功に自信を持った同社は今期に入ってさらに加速的に都内への出店を強化している。2016 年 2 月期末に 10 店舗に過ぎなかった環八内の店舗数も今期末には 18 店舗と大きく増加する。12 月に入って出店した環八の用賀や環七の梅島などの店舗も開店当初から好調で、計画比で 30-40% も売上が上回っているようである。

また、この都心店の好調から、思わぬ上乘せ効果も見込まれるようである。それは、顧客から最近ニトリの製品が良くなったと言われることである。しかし、会社側からすると何も変わっていないと考えており、実は都心への出店に当たって、おしゃれ感を出すために什器備品や内装を変えたことで、製品まで良く見えるようになったと会社側では考えている。そこで、都心型店舗と同様の什器備品や内装を郊外店にも広げることを考えているようである。

ニトリの業績、株価にとって実は為替は枝葉末葉でのことである

同社は製品の 80% ほどを海外から輸入している。そのため、為替変動に影響を受けることから、円安になると多くの投資家は為替の影響に関してあれこれ考え、問い合わせてくる。この根本的な問題は、大多数の投資家が為替の影響というものの初歩的な理解ができていないことに起因するためであり、本質部分でそんなことまで教えなければならないのかという腹立たしい思いになる。そこで、ここでその本質を解説しておくので、今後この点に関しては一切質問しないでもらいたい。

まず、一番の考え違いは、輸出企業に対する為替の影響と輸入企業に対する為替の影響は全く意味が異なるものだということがある。

円高で輸出企業が厳しいのは、ライバルの海外企業が有利になるためである。円安の場合には、メリットの話が良く出るが、デメリットの話は実はあまり出ないのはそのためである。つまり、輸入企業のライバルは、円安時には皆等しくマイナスの影響を受けるため、相対的な競争力に影響を及ぼさないためである。

もちろん、国内で製造販売を行っている企業と輸入企業の間は為替によって相対優位性が変わるという見方もできる。しかし、そのような製品の多くは、海外製品の価格と国内製品の価格に大きな差があって、直接的な競争をしていないケースが多い。例えば、牛肉には国産と輸入があるが、そもそも価格帯が大きく異なっているため、全く影響がないわけではないが、直接的な影響は小さいものである。

つまり、円安になれば、ライバルもデメリットを受けるため、値上げが容易になるということである。もちろん、値下げより、値上げの方が難しいが、ビジネスを根本から破壊するような状況にはならないということが肝心である。

それでも、株価がどうなるか気になる、というのが多くの投資家の意見であろう。しかし、これもナンセンスある。

2012 年末のアベノミクスによって、80 円であった為替は 120 円まで円安が進んだ。しかし、この間にトヨタとニトリのどちらの株価が大きく上がったかを考えれば簡単に理解できそうなものである。円安メリットの代表としてトヨタを取り上げる是非を論じるつもりは全くないので、トヨタではないという投資家は、各人で他の銘柄において検証してもらいたい。

2012 年 10 月末の株価と現時点の株価を比較する。この間、日経平均は 118% の上昇であるのに対して、トヨタは 131% と日経平均並みの上昇であるが、ニトリは 298% の上昇となっている。しかも円高が本格的に進み始めた 2012 年 12 月末の株価からの上昇率で見ると、日経平均は 87% の上昇、トヨタは 77% の上昇であるのに対して、ニトリは 310% の上昇となっている。これの意味するところは、市場が円安が進むと認識した時点では、むしろ円安がメリットと思われるトヨタに投資するより、円安がデメリットであると認識されているニトリに投資する方がよほどいいということである。

もちろん、ここまでの議論は、ニトリの構築してきたビジネスモデルが極めて強固であり、今後長期にわたって依然高い成長を遂げられるという理解があって、初めて成り立つ議論である。その辺りの議論を飛ばして、為替だけに関してはあれこれ言っても仕方ないのであるが、ニトリのビジネスの強さに関しては、これまでの過去のレポートで繰り返し述べているので、それを見てもらいたい。それを理解せずにニトリを為替だけで考えたい人は、もはやニトリを買わない方が身のためである。

さて、そうは言っても、ニトリはその後うまく為替予約をしたので、円安を乗り切れたのではないかという意見も出そうである。そして、今回も 2018 年 2 月期はすでに 103 円前半で予約が完了しているが、2019 年 2 月期に関する予約は現時点で全行っていない。もしこのままの円安が続けば、2019 年 2 月期は 118 円となってしまうが、それでも大丈夫かという意見も聞こえてきそうである。

しかし、同社は来期まで考慮すれば、31 期連続の増収増益を達成することになる。そして、2019 年 2 月期は 32 期目への挑戦となるわけであり、それこそ増収増益の達成が至上命題となろう。直近で言えば、決済為替レートが最も円安となったのが、2014 年 2 月期の 12 円の円安であるが、それでも 2.5% 営業増益とわずかながらも増益を継続した。今回、仮に今後 1 年の間に 118 円より円高に一度もならなくても、おそらくは 2019 年 2 月期もわずかながらも増益を維持することであろう。仮にそれでも 15 円の円安では厳しいということになれば、値上げという選択肢もあり、しかも同社が値上げを行わなければならないようなときには、同業他社はさらに厳しい状況であり、おそらく同社が値上げを行っても何ら支障なく、増益を維持できるものと思われる。

以上から考えた場合、同社の本質を理解していない皮相的な投資家にとって、為替変動こそ同社への投資の大きなキーフaktorと考えているかもしれない。しかし、本質的な部分での同社のビジネスモデルの強さを理解すれば、同社にとっての為替変動は枝葉末葉の話でしかないのである。よって、円安リスクがある時こそむしろ同社株の買い場であると結論することができよう。

当面の業績動向と投資判断

第 4 四半期の初月である 12 月の月次は 4.5% 減と厳しいものとなった。これは、

土日が2日少なかったことで4.6%ptのマイナス影響を除いても0.1%増と低水準である。この最大の要因は11月の既存店が18.7%増となり、逆に土日祝日が2日多かった影響を除いても12.2%増と高水準であった反動と考えられる。

同社の場合、月による既存店伸び率のばらつきが結構あり、12月が低ければ1月、2月で挽回する可能性が高いと見て、第4四半期の既存店は5.0%増と予想した。ただし、第3四半期末の未発送売上高が寄与するため、売上高自体はむしろ第3四半期を上回ろう。

第4四半期の為替は115円台前半であることから、前年同期比14.2円の円安となり、4.3%ptの原価率悪化要因となる。それに対して原価低減効果が第3四半期並みと予想して、原価率は0.8%ptの上昇と考えた。販管費率は第3四半期並みで前年同期比0.3%ptの悪化として、営業利益率は1.1%pt悪化するが、わずかな増益は維持できよう。

週足・売買高チャート



その結果、通期業績は会社計画を大きく上回り、当クラブの従来予想も利益面では上回って、13.0%増収、22.3%営業増益予想とする。来期に関しては、為替が103円台であることから大幅増益が見込まれるものの、さ来期の為替が未予約であるため、さ来期の業績を考えて来期業績を利益面で抑え気味と考え、若干従来予想を引き下げた。

目標株価は、従来今期予想 EPS に対して 30 倍に評価した 15,200 円としていたが、3 カ月後には今期決算が公表され、同時に来期見通しも公表される。そこで、向こう半年から 1 年を目安に、来期予想 EPS を 25 倍に評価した 16,600 円と目標株価を変更し、**Outperform** 継続とする。

同社株に関しては繰り返し長期投資の対象として推奨しており、保有している会員も多いと思われる。同社のビジネスモデルは図抜けていることから、あくまでも長期投資を前提として、改めて保有を推奨する。特に現時点は円安局面であり、同社の本質を理解できない投資家は買いにくい局面であるだけに、投資のチャンスではないかと考えている。

【2017年2月期決算報告】2017年3月29日

H&L 企業研究クラブ

2017年3月29日

【ニトリホールディングス (9843) の2017年2月期決算報告】

ニトリホールディングス (9843) の2017年2月期決算は12.0%増収、17.4%営業増益となった。これは会社側の期初予想である9.1%増収、8.2%営業増益を大きく上回るものであるが、すでに3月2日に日経が観測記事を掲載しており、その値との比較ではそれぞれ若干の上乗せとなっており、実績自体には特にサプライズはない。

決算期 (連結)	数値区分	売上高 百万円	伸率 %	営業利益 百万円	伸率 %	経常利益 百万円	伸率 %	純利益 百万円	伸率 %	EPS 円	PER 倍	月次平均 既存店	月次平均 全店
銘柄名	ニトリホールディングス			コード	9843								
株価(2017年3月28日)		13,260	円			PBR(17/2実)	3.72	倍		ROE予	18.4%		
株数		110,589	千株			配当利回り(18/2予)	0.7%						
配当		92	円			時価総額	14,664	億円					
発行済み株式数		114,443	千株			株主資本	393,693	百万円					
自己株式		3,854	千株			BPS	3,560	円					
17/2 1H	実績	254,763	14.7	49,170	34.0	49,845	32.0	32,828	43.3	296.8	-		
17/2 2H	実績	258,195	9.4	36,606	0.8	37,718	1.3	27,171	12.9	245.7	-		
18/2 1H	会予初	282,000	10.7	48,500	-1.4	49,000	-1.7	33,000	0.5	298.4	-		
18/2 2H	会予初	286,000	10.8	50,500	38.0	51,000	35.2	35,500	30.7	321.0	-		
2014/2期	実績	387,605	11.1	63,073	2.5	63,474	2.1	38,425	7.3	347.5	38.2	4.4%	10.7%
2015/2期	実績	417,285	7.7	66,307	5.1	67,929	7.0	41,450	7.9	374.8	35.4	1.6%	5.8%
2016/2期	実績	458,140	9.8	73,039	10.2	75,007	10.4	46,969	13.3	424.7	31.2	3.2%	10.5%
2017/2期	実績	512,958	12.0	85,776	17.4	87,563	16.7	59,999	27.7	542.5	24.4	5.5%	11.8%
	会予初	500,000	9.1	79,000	8.2	80,000	6.7	51,400	9.4	464.8	28.5		
	日経(3/2)	510,000	11.3	85,000	16.4								
2018/2期	会予初	568,000	10.7	99,000	15.4	100,000	14.2	68,500	14.2	619.4	21.4	1.9%	
	ARJ予	568,000	10.7	105,000	22.4	106,000	21.1	72,610	21.0	656.6	20.2		
	ARJ予旧	570,709	11.3	111,179	29.6	113,179	29.3	73,566	22.6	665.2	19.9		
16/2 1Q	実績(3ヵ月)	119,226	1.7	20,825	-5.3	21,381	-4.4	11,839	-1.3	-	-	-5.7%	-0.8%
16/2 2Q	実績(3ヵ月)	102,959	10.0	15,881	2.4	16,390	3.4	11,067	9.1	-	-	6.7%	13.5%
16/2 3Q	実績(3ヵ月)	112,516	12.9	18,019	19.9	18,658	20.8	12,161	25.1	-	-	5.2%	11.9%
16/2 4Q	実績(3ヵ月)	123,439	15.6	18,314	32.8	18,578	30.1	11,902	24.2	-	-	8.8%	14.5%
17/2 1Q	実績(3ヵ月)	137,033	14.9	27,256	30.9	27,658	29.4	16,921	42.9	-	-	7.5%	13.0%
17/2 2Q	実績(3ヵ月)	117,730	14.3	21,914	38.0	22,187	35.4	15,907	43.7	-	-	9.1%	14.8%
17/2 3Q	実績(3ヵ月)	124,253	10.4	21,036	16.7	21,330	14.3	14,767	21.4	-	-	5.4%	11.1%
17/2 4Q	実績(3ヵ月)	133,942	8.5	15,570	-15.0	16,388	-11.8	12,404	4.2	-	-	1.1%	8.9%

第3四半期決算までの累計では13.2%増収、28.3%営業増益となっているが、第4四半期の3ヵ月では8.5%増収、15.0%営業減益と利益面は急減速となった。要因は為替である。同社では最大2年分の為替を予約しており、2017年3月期の通期の為替レートは1ドル=108円台と前期比7円ほどの円安となった。

ただし、ちょうど2年前は急速に円安が進んだ局面であり、予約為替レートが実際は四半期ごとに大きく異なり、1Qが102.7円、2Qが103.8円、3Qが109.5円に対して、4Qは115.7円程度と考えられる。よって、第4四半期の営業利益

は第3四半期までと一転して厳しくなる見通しであったので、これも特にサプライズはない。

2018年2月期の通期予想は10.7%増収、15.4%営業増益とニケタの増収増益見込みであるが、これも予約済みの為替が円高であるので、事前の予想と大きくは変わらない。2018年2月期決算は103円で予約済みであるが、売上が上振れる分はその時点の為替で決済するため、会社計画の今期の為替は104円となっている。前年度との比較では、上期は若干円安、下期は大幅な円高となることから、今期業績予想の営業利益は上期1.4%減益、下期38.0%増益の予想となっている。

2017年2月期の為替は108.12円であり、前期比6.42円の円安であった。この円安によって、原価率は2.0%pt引き上げられたと会社側では計算している（1円当たり0.31%pt）。それに対して、製品規格の見直しや高付加価値化、梱包形状の見直しによる運送費の軽減などで原価率を3.0%pt引き下げ、結果として表面上の原価率は1.1%pt低下した（四捨五入の関係で合致しない）。なお、同社では国内までの輸送費は原価に算入されている。

2018年2月期の為替は104円の見込みであることから、前期比4円ほどの円高となる。前期と同率で計算すれば、1.2%ptの原価引き下げ要因となり、前期同様の原価低減効果を達成するとすれば、原価率は4.2%pt低下する計算となる。しかし、会社計画の今期の原価率は0.2%ptの低下見込みである。ここから考えれば会社計画は非常に堅めの計画と言えよう。

前期の既存店は5.5%増に対して、今期の計画は1.9%増となっている。2016年2月期第3四半期から2017年2月期第2四半期までの既存店は5.2%増、8.8%増、7.5%増、9.1%増とかなり高水準であり、2017年2月期第3四半期には5.4%増とやや伸び率が低下し、第4四半期には0.5%増まで低下した。また、2018年2月期の第1四半期のスタート月の3月はうるう日の反動減もあり3.8%減のスタートとなっている（同社の決算は20日締めのため）。そう考えると、むしろ今期の既存店計画の1.9%増は必ずしも余裕で達成できる水準というわけではないが、多少下振れたとしても為替効果によって会社計画の増益率は十分達成可能である。

現時点において来期の為替は全く予約していないため、今期中に予約するであ

ろう来期の為替次第で、今期の業績はある程度決まってくる形になろう。つまり、来期の為替が4-5円の円安にとどまるなら、それほど来期の増益確保は難しくない。そうであるならば、今期は価格据え置きで品質を向上させるか、値下げを頻繁に行う可能性がある。しかし、来期が10円前後の円安となりそうな場合は、来期に原価低減効果が発生するようにやや後ろ倒しにする可能性が考えられる。

どちらにしても、今期の増益率は会社計画が下限値であり、来期も為替がどうなろうとある程度の増益が確保できるような状況を導けるほど、現時点の同社のビジネスには余裕が感じられる。むしろ、過去においては円高がコンセンサスになるような局面では頻繁に値下げを行ったが、見通しがはっきりしない局面では値下げ頻度がそれほど多くないため、むしろ今期に関しては利益面では上振れ余地が大きいと思われる。

当クラブの今期の業績予想は会社計画比では増額修正であるが、従来予想に対しては売上、利益とも若干減額した。これは昨年末からの既存店伸び率の低下を反映したものである。もっともすでに述べたように、今期の業績予想は同社が大幅な実質値下げを行わなければ、余裕で達成できる水準と考えられる。あとはどの程度会社側が実質値下げを行うかにかかっている。しかし、同社の現時点の立場を考えると、ライバルである島忠(8184)、大塚家具(8186)などの悲惨な状況やホームファッションの競合となるGMSの退潮をみれば、いかに同社の優位性が強固なものになってきたかわかる。つまり、競争力をつけるための実質値下げを強行しなければならない環境にはないということである。

よって、今期の同社の業績の見方は、会社計画に対してどこまで上乗せされるかということにつきよう。

投資判断

堅めと考えられる会社計画のPERでも21.4倍であり、当クラブの予想では20.2倍となる。現時点の内需株に対する評価を考えれば、いかにも割安であり、最低でも25倍程度に評価されていると思われる。そこで、最低ラインを現時点の当クラブの今期予想EPSに対して25倍に評価した16,410円(従来16,630円)とする。

なお、かねてより指摘してきたように、これまで地方で展開してきた同社が、この2-3年都心部への出店攻勢をかけたことにより、実際に現時点の同社の製品に触れることによって、都心部に生活圈を置く多くの投資家も徐々に同社製品のクオリティに対して評価を高めていることが考えられる。

しかも、結果として多くの小売業の業績を上回る好調さを示されれば、同社に対するこれまでの低評価を改めざるを得ない状況になりつつある。よって、為替次第では述べた25倍のPERは通過点となる可能性も大いにあり得よう。

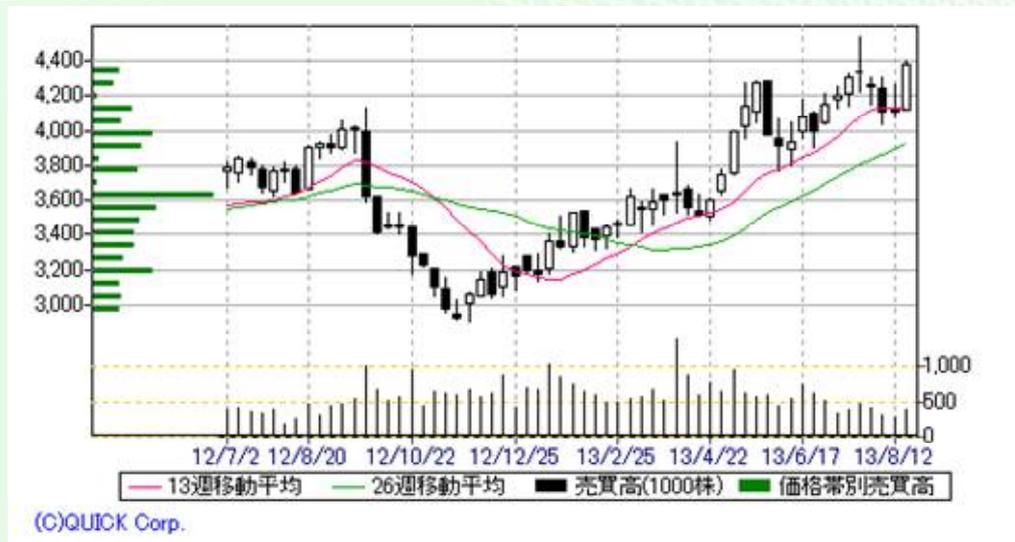
週足・売買高チャート



考察

ニトリに注目し始めた時点の最初のレポートは2013年8月23日付である。その時点の株価は下のチャートのタイミングであった。なお、当時の株価は8,000円台であるが、その後2014年に1株を2株に分割しているため、チャートは現時点の株数に基づいたものとなっている。

週足・売買高チャート ニトリホールディングス(9843)



日経平均は2012年末の安倍政権発足から50%以上上昇していたことから、日経平均には若干負けてはいたが、それでも同社株も底値から40%強の上昇となっていた。

それまで推奨しにくかったのは円安のためである。同社は製品の80%ほどを輸入しているため、円安は大きなマイナスになる。若干年によって変動はするが、1円の円安で原価率が0.3%pt強悪化する。それゆえ、円安下では推奨しにくい株であった。

しかし、その円安下において、継続的に原価率を下げる仕組みを働かせて、結果的には減益にしなかったことから、改めて同社の強さを強く認識するようになった。最近ではむしろ逆に円安のときの方が、安心して買える株という感じである。つまり、円安であれば、付和雷同型の投資家は絶対買わないので、あ

とは円高に転じれば、上がるのが目に見えているからである。

逆に言えば、円高のときは上がりやすいのであるが、円高だから買っている投資家は、円安になればビビって売ってくるので、あまりに円高で買われすぎた時は、その後の反動安はある程度覚悟する必要があるだろう。

推奨開始時に 4,000 円台（現在の株数で）であった株価は、結果的には 3 年半ほどで 3.5 倍ほどになった。しかし、最初の 2-3 本のレポートを見てもわかるように、最初から今のようになると思っていたわけではなかった。継続的にフォローしていくうちに、同社のビジネスモデルの全体像が見えてきて、継続的な高い成長に確信を持ち始めたのである。特に円安対応力に対する評価が大きく高まった。

また、同社のいい家具を安く作る能力値が上がるにしたがって、ライバルとの格差がどんどん開いてきていることも大きい。もはや、島忠や大塚家具は家具販売業として成り立つのだろうかと思われるところまで追い詰められている。

また、同社のベッドを買ったことのある人ならわかると思うが、20 万円、30 万円の輸入ベッドよりも寝心地がいいベッドが、4-5 万円で買えるのである。私が 10 年ほど前に買った輸入ベッドは 30 万円近くしたのであるが、最近ニトリで買った 5 万円弱の娘のベッドの方がむしろ寝心地がいいほどである。

これらのことは企業を継続的に分析し、その商品、店舗、サービスなどを投資家目線で実際に使っているうちに見えてくる部分である。

その集大成のレポートが 2016 年 5 月 11 日び発行したレポートである。「今年一番注目されるかもしれないニトリホールディングス (9843)」と題したレポートであり、同社を単なる家具屋と見ている場合ではないというトーンであった。結果的にその後 1 年ほどのパフォーマンスは、世界的な景気拡大によって外需株に強いものがあつたが、一定以上の規模の小売り企業の中では同社が圧倒的にダントツであった。

現時点においては、さらに強気な見方をしており、今回の集約版のタイトルも「ニトリがセブンとユニクロを超える日」としている。このタイトルの意味するところは、現在同社の時価総額は小売業内においてセブン&アイ、ファース

トリテイリングに次いで第3位であるが、それほど遠くない将来にこの2社を抜いてトップになるのではないかとというものである。

実は、それ以前に温めていたキャッチフレーズは「ニトリが日本のウォルマートになる日」というものであった。しかし、これはかなりの説明を要するため、構想だけにとどまっていた。たとえば、ニトリの社員にこの話を振ると、「うちは食品はやらない」という返事。そういうことではないんだがと思いつつ、たぶんこれがピンと来る人は現時点ではほとんどいないと思う。しかし、数年後に内需株の時価総額トップになれば、同社を評価する言葉として、ウォルマートが一番しっくりくると思う人も増えるのではないかと思われる。

そこで、まずは今回の表題を採用した。

しかし、そんなことは可能なのか？現時点では世の中の私以外の人はずべてそう考えていよう。しかし、決して絵空事ではないのである。まずは、下のバリュエーション表から見ることにしよう。

大手小売業の時価総額、バリュエーション比較

企業名	コード	決算期	実績営業利益		営業利益年平均成長率	時価総額	会社予想純利益	PER	PBR	株価(4/7)	株価上昇率
			百万円	利益率							
ニトリ	9843	2018/2	85,776	16.7%	14.9%	1,669,894	68,500	24.4	4.24	15,100	47.6%
セブン&アイ	3382	2018/2	364,573	6.2%	3.7%	4,100,972	177,000	23.2	1.76	4,637	-16.5%
ユニクロ	9983	2017/8	127,292	7.1%	6.1%	3,517,758	100,000	35.2	5.89	34,500	-19.1%
イオン	8267	2017/2	176,977	2.2%	0.6%	1,372,259	55,500	24.7	1.20	1,640	-12.2%
良品計画	7453	2017/2	34,439	11.2%	8.5%	661,319	24,300	27.2	4.74	24,900	1.1%
ローソン	2651	2017/2	72,541	12.4%	5.2%	769,985	35,500	21.7	2.91	7,700	-21.8%
ファミマ	8028	2017/2	48,734	11.4%	4.1%	831,231	21,900	38.0	2.93	6,560	16.3%
しまむら	8227	2018/2	48,794	8.6%	2.9%	568,217	38,500	14.8	1.71	15,460	8.4%
ドンキホーテ	7532	2017/6	43,185	5.7%	13.8%	616,641	26,800	23.0	2.66	3,900	-8.8%
日経平均										18,665	-1.9%

イオンの予想純利益は100億円だが、ここ数年の純利益/経常利益の平均的な0.30を用い、実質純利益を再計算した。

ユニクロの営業利益年平均成長率は2006年度-2016年度(2005年度-2015年度では11.2%)

ドンキホーテの営業利益年平均成長率は2006年度-2016年度(2005年度-2015年度では11.2%)

ユニ・ファミマの実績はファミマ分、予想はユニ・ファミマ分

2015年末から現時点(4月7日)までの日経平均は1.9%のマイナスとほとんど動いていない。それに対して、同社株は47.6%の上昇と表の大型内需株の中で突出したパフォーマンスとなっている。次が、ファミマの16.3%であるが、これは日経平均採用効果であり、ファンダメンタルとは無縁の株価動向である。それ以外では唯一しまむらが8.4%の上昇であるが、あとは横ばいもしくは二ケタのマイナスである。

この背景には繰り返し述べているように、同社に対する見方が徐々に変わってきたことが上げられよう。つまり、安物の家具屋がなぜ成長できるのかという世間の誤解が徐々に解けてきたということであろう。

時価総額では依然上位 2 社には遠く及ばないようにも見えるが、実はユニクロとは PER が大きく異なるため、純利益水準では同社はすでにユニクロの 70%ほどの水準に来ている。仮に過去 10 年間（2006 年度から 2016 年度）の年平均利益成長率である同社の 14.4%、ユニクロの 6.1%を純利益に適用すると、6 年後にはほぼ両社が並ぶことになる。

同様にセブン&アイで計算すると、10 年後には同社が逆転することになる。株式市場がこのような成長性をやや前倒的に評価し始めると仮定すれば、同社の PER が上昇し、それほど時間をかけずに両社を追い越す可能性もあり、そうなれば時価総額で小売業トップの座も 7-8 年で達成される可能性も十分考えられる。当然ながらユニクロを追い越すには数年で済む。

そうなったときには、「ニトリが日本のウォルマートになる日」というストーリーを説得できる可能性はより高まる。簡単にこのシナリオの骨子だけをここで解説しておく。

ウォルマートという存在を食品で集客して、様々な生活関連用品で成長すると捉えると、このシナリオは全く理解できないことになる。イオンやイトーヨーカ堂はこのように解釈して、総合スーパーを目指したが、日本ではそうならなかった。この背景にあるのが日本の加工食品卸売業と日用雑貨、菓粧卸売業の機能性の高さである。

ここで、ウォルマートの解釈を何らかの専門店で集客力を高め、そのほかの生活関連製品を販売するとし、米国では食品専門店が成功したが、日本では卸売業の機能が小売業を上回ったため、食品専門店はことごとく総合化に失敗したとなる。

しかし、機能性の高い卸売業が現れなかった分野では、多くの専門小売業、専門製造小売業が成功を収めた。その後、当該分野でシェアを高めてしまうと、成長率が低下するため、他の分野の商品を扱おうとしたが、結果的に同社以外の専門店は取扱商品の拡大に成功することができず、未だに専門分野の売上高

が 90%内外を占めている。それに対して同社の家具のウエイトは 40%を切っており、唯一専門分野以外で多くの売上高を獲得した企業となっている。それゆえ、高成長が継続しているのである。

国内において取扱商品の拡大に失敗した企業でも、世界に通用する企業は、当該カテゴリで世界に進出し、国内の失速を海外で補うことに成功しつつある。その代表が、ユニクロや良品計画であろう。同社も将来的には海外がけん引する可能性は高いが、同社の他社との大きな違いは、依然国内での成長余地が極めて大きいことである。

このシナリオが、ニトリ＝ウォルマートと考えるゆえんである。食品を扱う、扱わないということはほとんど意味のない議論なのである。

さて、以上の議論はもう少し将来に持ち出すこととして、現時点においては、皆さんにはこのレポートを通じて、私自身の中での企業に対する見方の変化や理解度の深まりを体験してもらうことで、株式投資に対する考え方を学んでもらいたいと考えている。

また、事前にはなかなか納得して株を買う気にならなかったレポートであっても、株価の上昇という事実があると、妙に納得できるものである。改めて過去のレポートを読み直して、その都度どう自分が行動すればベストであったかを振り返ることは将来のパフォーマンスにとって極めて重要である。あそこで買えば、あそこで売ればとか株価だけの議論がいかに意味のないことか、十分理解できるのではなかろうか。

ニトリに関してはいまだに多くの投資家が、かつての安かろう、悪かろうという時代の印象を持っている。また、大多数の投資家と話していると、家具市場は成長しないからニトリは今後成長しないと思っているのである。

しかし、家具市場はこれまでもずっと縮小してきたのにニトリは成長してきた。それは家具以外の売上をどんどん増やしているのである。この辺りはまだまだ理解されていないので、依然株価は上昇し続けるであろうと思われる。

もちろん、短期的にあまりに買われすぎれば半年、1年株価が調整することは当然であろう。しかし、どこかでいったん売ったとしても、必ずどこかで買い

戻す株であると考えている。ただし、慌てて買い戻してもあえて売り買いするほどではなかった程度の利益しか出ないことが多いし、どちらかと言えば、下がったときに買い損ねることが多いので、株価の売り買いが下手な人はやっぱり持ち続けるのがいいのではないだろうか。

期間利回り、期間利回りと言う投資家とか、カタリスト、カタリストと言う投資家ほど、株式投資の本質的な企業成長に基づく大きなリターンを取り損ねているものである。特にこれはプロの機関投資家に多いのであるが。もっとも、企業の中長期的な将来を予測するためには、本質を理解しなければならないが、はなからそれをあきらめているなら、それはそれで賢い選択という言い方もできないではない。しかし、それではプロとして恥ずかしいのではないだろうか。

当面の利益予想はそれほど難しくはないが、本質の理解は極めて難しいものであるが、それに挑戦してこそそのプロと考えるからである。

おわりに

多くの投資家は株式投資に関して、大きな考え違いをしている。「株式投資は利食ってなんぼ」という考えや、「売らなければ利益は確定しない」という考え方がまさにそれである。しかし、株式投資の目的が、短中長期に大きく資産を増やし続けることである限り、着実に高めの成長をし、しかも過大評価を受けていない企業の株を長期的に持ち続けることこそが、資産の増大に最も貢献するのである。

もちろん、長期に持ち続けることこそが株式投資の最大の秘訣であるという考えの人はいるが、それもしばしば間違いのもととなる。つまり、その企業のビジネスモデルが他社と異なり、着実に高めの成長を遂げる可能性のある会社でなければならない。1989年までの日本市場であれば、中身はどうあれ長期に持つことが高いリターンにつながったが、1990年以降はむしろ逆で、ダメな会社は持てば持つほど損をする可能性が高まっている。

H&L 企業研究クラブのモットーは、長期的に保有できて、かつ市場を上回るリターンを上げ続けられる株を探すことである。このレポートで取り上げたニトリはまさにその条件にぴったりと当てはまる株である。もちろん、常に取り上げた会社がすべて同社のように順調に上がり続けるわけではない。しかし、フォローを開始した後は、常に業績をチェックし続け、最初の判断に間違いがあったと思えば、売却を指示することもある。また、バリュエーションが高くなり始めた場合は、短期的にはリスクが大きくなるので、新規の買いは止め、利食いも一つの選択肢にする。

なお、このニトリのように長期的に保有して、コンスタントに高めのリターンが得られるであろうと考えている株が、メルマガでも紹介しているマル秘レポート 2017 年第 6 弾の銘柄である。この企業はコスト競争力で成長している会社だが、上場間がないため、ほとんど知られていない会社で、PER も低水準である。

なお、マル秘レポート 2017 年第 6 弾はこちらから入手できる。(有料:3,000 円)

<http://kabusiki.xyz/index.php/repo1/index>

レポート番号:maruhi-20170226

これらのマル秘レポートは 1 部 3,000 円ですが、2016 年も年間で 28 本のマル秘レポートを紹介している。ただし、常時マル秘レポートを見たい場合は、月額 5,000 円の

H&L 企業研究クラブの会員になるとかなりお得である。2016 年に発行したマル秘レポートをすべて入手すると 84,000 円だが、当クラブの会員になると年間の会費 60,000 円だけですべてのマル秘レポートが入手できる。

しかも、会員にはそれらのマル秘レポートの業績や株価のフォローアップレポートも 3 か月に 1 度は送る。さらに、当クラブでは繰り返し取り上げてきた銘柄はマル秘レポートとはしていないが、それらも極めて有望な銘柄で、実によく上昇する。つまり、マル秘レポートだけが推奨株というわけではない。

月に 2 本のマル秘レポートを注文するなら、当クラブに加入して月額 5,000 円でさらに多くの有望銘柄のレポートを見る権利を入手した方が、実は何倍も得である。しかも、年に数回は無料のセミナーも開催する。

当クラブではマル秘レポートを含めて月に 10 本前後のレポートを配信している。このレポートは、H&L 企業研究クラブの会員の方限定で届けるものである。月額会費は 5,000 円になる。入会の申し込みはこちらからできる。

https://www.paypal.com/cgi-bin/webscr?cmd=_s-xclick&hosted_button_id=424KPCFGD8NH4

上のアドレスはPAYPALを通じたカードでの支払いになる。なお、PAYPALからの申し込みの際は、必ず「H&L企業研究クラブ」の入会申し込みであることを確認して申し込んでもらいたい。

また、銀行振り込みを希望する場合はこちらから申し込める。

<https://form.zero1-mail.com/f/e31134c0/>

H&L 企業研究クラブは、役に立たないと思えば簡単に退会できる。H&L 企業研究クラブでは 30 年間プロとして培ってきたアナリストのノウハウを余すところなく、皆様にお伝えしたいと考えています。

H&Lリサーチ

有賀

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。

発行者情報

発行者: 春研一(こと有賀泰夫)

連絡先メールアドレス: <http://form1.fc2.com/form/?id=509606>

ご意見、ご感想をお寄せください。

メルマガ名:「春研一の株式投資とアフィリエイトで稼ぐ」

メルマガURL: <http://www.mag2.com/m/0001086601.html>

(メルマガは上記アドレスから、いつでも簡単に登録・解除ができます。)

ブログ「世田谷発。株式投資とアフィリエイトで稼ぐ」

参照 URL: <http://cherry100.blog108.fc2.com/>

H&L リサーチのホームページ

参照 URL: <http://cherry100.mods.jp/H&Lresearch/>

「日本の問屋は永遠なり」

卸売業研究の日本トップアナリストの私が全精力を注いで執筆しました。

大竹慎一、有賀泰夫共著、定価: 2,800 円(税抜)

詳細はこちらで見ることができます。なお、こちらのサイトから購入しますと、1 冊 2,700 円(税込、送料無料)で購入することができます。

<http://cherry100.mods.jp/ra/s/559>

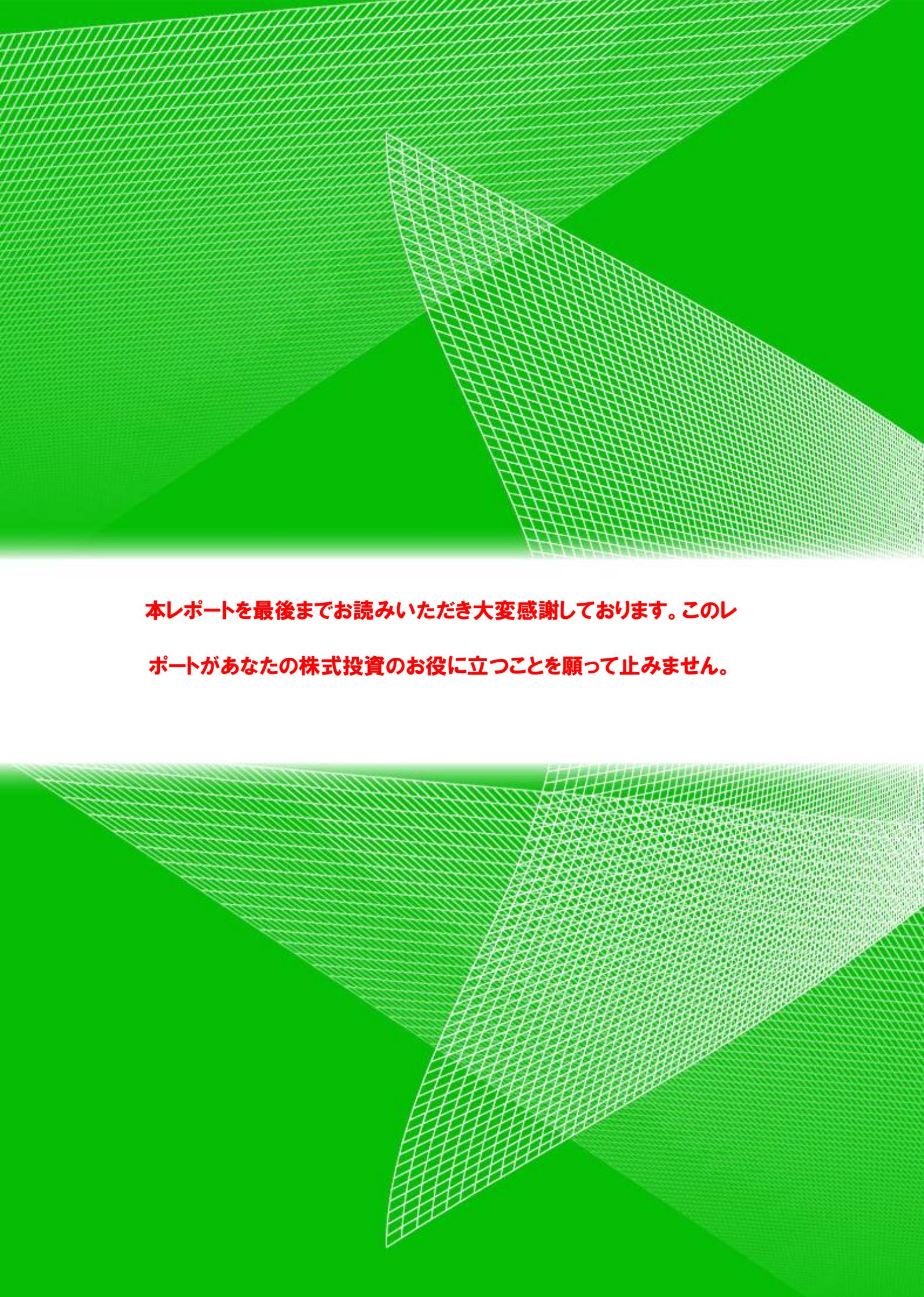
やり方さえわかれば、初心者でも株式投資で確実に勝てる

「株式投資で確実に勝つための月次データ利用法という裏技」

この本を読むと、本当に初心者でも確実に株で儲けることができるようになります。まさに目からウロコの株式投資本です。

こちらの URL から購入しますと、通常 1 冊 1,944 円のところ、1,700 円(税込、送料無料)で購入することができます。

<http://kabusiki.xyz/index.php/book-kabu1/index>



本レポートを最後までお読みいただき大変感謝しております。このレポートがあなたの株式投資のお役に立つことを願って止みません。