

2005年2月5日

セクター:小売業

## 株式会社ナルミヤ・インターナショナル(3364 JASDAQ)

高い成長性と共に、収益体質も強固。ストックオプション行使での希薄化だけが懸念材料

売上高は高成長を継続し、売上高の伸びを上回る利益増加を確保できる収益体制を持っている。財務体質も強固であり、当面のリスクはストックオプションの行使程度しか考えられない。

同業他社で成長を維持している7545西松屋チェーンの直近のPER約24倍を参考にした上で、当社の持つ成長プレミアムを織り込むと、PER30倍程度でも高くはないと考える。

下記詳述のように、05年1月期の想定EPSを23,000円とすると、適正な株価は約70万円の水準と考える。

## 個別データ(左肩は対前年比(%))

決算期	02/1	03/1	04/1	04/7中
売上高(百万円)	22,635	29,600	35,320	16,950
		30.8%	19.3%	
営業利益(百万円)	1576.443	2,458	4,106	1,383
		55.9%	67.1%	
経常利益(百万円)	1,595	2,512	4,242	1,473
		57.4%	68.9%	
当期利益(百万円)	805	1,198	2,204	813
		48.9%	83.9%	
総資産(百万円)	9,666	12,860	16,208	13,609
純資産(百万円)	2,427	3,626	5,870	6,160
株主資本比率(%)	25.1%	28.2%	36.2%	45.3%
ROA(%、経常利益 $\wedge$ -入)	16.5%	19.5%	26.2%	10.8%
ROE(%、当期利益 $\wedge$ -入)	33.2%	33.1%	37.5%	13.2%
発行済株式数(修正後、千株)	110	110	110	110
EPS(円/株)	7,292	10,856	19,964	7,367
BPS(円/株)	21,990	32,847	53,181	55,806
配当(円/株)	--	900	3,920	--

## 事業概要～子供服・婦人服販売を全国百貨店約 900 店舗で展開

当社は子供服・婦人服の販売等の事業を展開している。当社が販売する商品は、ベビー(0～2.5歳)・トドラー(3～9歳)・ジュニア(10～15歳)・ヤングレディス(10代後半～20代以上)を対象としている。商品は全て当社で企画・開発したものであり、複数ブランドで展開している。商品販売は主に、全国主要百貨店・専門店等での卸売りで行っている。04年10月末時点で、百貨店インショップは867売り場にあり、店頭在庫管理を自社で行い、自社販売員が接客販売を行っている。また、ジュニアブランドを集積したジュニアシティを65ヶ所で展開している。

近年の事業分野別の販売実績は以下の通りであり、分野毎のウエイト・伸び率はほぼ固定的に推移している。(表1)

【表1 事業分野別の販売高ウエイトと対前期伸び率】

	04年1月期		04年7月中間期
	販売高ウエイト	対前期比	販売高ウエイト
ジュニアブランド	57.7%	+32.9%	57.5%
ベビー・トドラーブランド	37.1%	+4.3%	37.2%
ヤングレディスブランド	3.8%	-7.6%	3.6%
ロイヤリティ収入	1.0%	+123.4%	1.3%
その他	0.4%	+47.7%	0.4%

## 業績の状況～健全な財務体質と着実な業績成長

全般に順調に推移している。過年度の実績では、売上高の対前期伸び率を利益の対前期伸び率が恒常的に上回っており、業容の拡大が素直に利益拡大に貢献している。非常にしっかりしたビジネスモデルであると言える。

また、当社の財務諸表で特徴的な点として、固定負債が極端に少ないことがあげられる。負債・資本合計に占める固定負債のウエイトは04年7月中間期末で、1.5%となっている。しかも、この固定負債は、大部分が退職給付引当金であり、有利子負債は、固定負債の単独項目としては計上されていない。計上基準金額に到達しないことで「その他」に含まれている可能性もあるが、極端に長期有利子負債が少ないことで、当社の財務体質の強さがうかがえる。

ただし、支払手形・買掛金などの早めの期日で現金支出が必要な項目は、04年7月中間期末残高が約37億円となっており、手元現預金はある程度の水準で準備しておく必要がある。

---

当期の業績想定～増収増益でEPSは23,000円水準まで向上すると想定

05年1月期の通期売上高を想定した場合、冬季の売上高が構造的に高くなることから、上期の売上高実績169億円に前年度の上期比率0.444を使用すると、対前期約30億円増の380億円となる。ここで、04年1月期の対前期での売上高増加額57億円と営業利益増加額16億円の比率0.288を使用すると、05年1月期の対前期営業利益増加額は約8億円となる。従って、通期での営業利益は、約49億円が見込め、過年度の実績から、経常利益についてもほぼ同水準となると考えられる。法人税率を過去実績の52%程度とすると、当期利益は約25億円、EPSは23,000円が見込める。

株式の状況～ストックオプション行使による希薄化懸念が大

当社は04年5月に1:80の株式分割を実施し、05年1月末時点での発行済み株式数は、86,400株となっている。これに公開の公募分5,300株が追加される。更に、ストックオプションの未行使残高が18,685株ある。このストックオプションのうち、17,600株は既に行使可能であり、行使価格も約3万円強となっているので、上場から即行使される可能性が高い。残る1,085株分のストックオプションの行使価格は公開時の発行価格、行使期間は06年12月以降となっている。公開時の想定発行済み株式数は、ストックオプションの全行使を前提として、110,385株としている。

ストックオプションの全行使による希薄化効果が約20%と相当高いことには、留意する必要がある。

情報開示の状況～開示水準は普通だが、使い勝手は悪い

当社HPには、投資家向けの情報開示ページが開設されている。内容的には、上場関連の資料のみとなっており、特別に投資家フレンドリーな印象はない。また、テクニカルな問題として、HPに入った時に広告ページがポップアップする、IRコーナーの入り口がわかりにくい、IRコーナーの中でのページの位置関係がわかりにくく迷子になりやすい、といった点がある。これらは、本質的な問題ではないが、改善すべき点と考える。

---

#### 本資料における個別銘柄に関する注意事項

- ・ EPS・BPS・株主資本比率の計算の元となる、純資産・総資産・株主資本は、各決算期末時点の会社公表数値を用いている。発行済株式数は、自己保有株を含まない。また、株式分割・公募増資・自己株買い入れ等を必要に応じて過年度を含めて修正している場合がある。
- ・ 一株当りの配当は、株式分割・公募増資・自己株買い入れ等を必要に応じて過年度を含めて修正している場合がある。

#### その他の重要な注意事項

本資料は、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。投資対象となる有価証券の価値や投資から得られる収入は、証券価格の変動のほか、発行体の経営・財務状況の変化、金利や為替相場の変動やその他の要因によって変化する可能性があり、投資額を下回る場合があります。また過去の実績は必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、本資料に記された意見や予測等は、資料作成時点での当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

本資料の著作権は当社に帰属し、その目的のいかんを問わず無断で本資料を複写・複製・配布することを禁じます。