

【Update Report】

| Company |

株式会社ヤマノホールディングス

Yamano Holdings Corp.

| Code |

7571 : 東証スタンダード
TSE STD

C&A Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

6/28/2023

Ver : 20230628-1

C&A

C&A Investment Research

【Update Report】

事業譲受・再生を通してのシン事業価値創造企業

【目標株価】

目標株価:168 円

【レーティング】

Strong Buy で

レーティングを継続

【業績予想】

2024/3 期 (C&A 予想)

売上高：14,500 百万円、EBITDA：410 百万円

営業利益：265 百万円、経常利益：255 百万円、当期純利益：155 百万円

(6/8/2023 現在)

【データ】

株価株価(6/14)：70 円、時価総額：2,507 百万円

PER (24/3 期 C&A)：15.77 倍、PER (25/3 期 C&A)：10.40 倍、PBR (23/3 末)：1.83 倍、

配当 (24/3 会社)：1.5 円、配当利回り：2.14%

【テーマ・キーワード】

きもの、和装、宝飾、美容室、学習塾、リユース、M&A

事業譲受・再生を通してのシン事業価値創造企業

ヤマノホールディングス（7571）は山野グループ創始者である山野愛子氏が提唱した「美道五原則一髪・顔・装い・健康美・精神美」を企業理念として、DS（Direct Sales）を主たる事業として創設された。学校法人山野学苑、株式会社ヤマノビューティメイトグループなど山野グループの関連団体の一翼を担っている。その業態は呉服和装品・宝飾品専門店を展開する和装宝飾事業を中心に、美容事業および訪問販売・催事販売のDSM事業を含め消費関連の事業を展開する。これまで培ってきたM&A戦略による事業領域を拡大する戦略を取っており、最近では学習塾を買収した教育事業が新規事業として独り立ちし、新たに古着を取り扱うリユース事業も立ち上げている。ヤマノHDグループ内にある美容、教育事業や着物文化の継承と着物のリメイクなどのシナジーが活かせるリユース事業と知見ある業態へのM&A戦略で新たな企業価値の創出が始まっている。

同社が経営する店舗・教室は280ヵ所（23年3月末）であるが、和装宝飾事業、美容事業、DSMの既存3事業の収益は、コロナ禍による行動制限の影響からの立ち直りや不採算店撤退の効果で改善しつつある。前23/3期下半期からは教育事業とリユース事業における2社の買収効果がフルに寄与している。前23/3期は営業利益297百万円、前年比5.9%増と計画から上振れ着地となった。これに対し今24/3期の期初ガイダンスでは営業利益を19.4%減の240百万円としている。これは前期に新型コロナ関連コストの一部が特別損益に計上されて営業利益がかさ上げされていた反動をコンサバに織り込んでいる面もあり、実質的には営業増益基調にある。業績は既存事業の回復で改善基調にあり、そこに新規事業としての教育事業とリユース事業が加わり、3本柱によって収益の伸び悩み状態から脱却し、次の成長基盤が整い始めている。

中期的には引き続きM&Aを積極的に行う計画であるが、外からはそれを織り込むことができない。新規のM&Aの効果を織り込まないC&Aの業績予想では今24/3期は営業減益となるも、26/3期には営業利益480百万円となり、今後3年間の成長性は年率17.4%と予想する。

この中期的な利益成長性から目標株価を算定すると、26/3期予想ベースのPERが21倍、EV/EBITDAが11倍弱の168円となる。業績予想を従来予想から下方に見直したことから目標株価は従来の180円から減額となるが、オーガニックな利益性だけでも株価は2倍以上のアップサイドが期待でき、Strong Buyレーティングを継続する。

ヤマノホールディングス

7571 東証スタンダード TSE STD

6/28/2023

【注目点】

注目点 1) 成長基盤が整う

同社の事業ポートフォリオは美容、着物・宝飾販売など和装宝飾、訪問販売の DSM、学習塾を運営する教育事業の 4 事業から構成される。山野グループの創始者は日本の美容業界のパイオニアである山野愛子氏であり、同氏が提唱した「美道五原則」に基づき行うのが美容事業（山野愛子美容室や山野学苑は別組織での運営）であり、グループ内に美容学校があるのも強み。2022 年 10 月 1 日付で 3 部門の営業を「株式会社ヤマノプラス」に統合し、各部門の持つ特徴を生かした人材交流やグループ内資源の相互活用による新たなサービスの提供で収益力向上を図る方向に舵を切り始めた。山野グループのリソースを活かすことでの競争優位性を発揮する時が来ている。

和装宝飾は、前業結び着方教室など着物文化の伝承や着物関連需要の取り込みで存在価値が高まっている。DSM 事業では暮らしの安心サポートや生命保険募集などサービス商材の提供や若手の採用と事業リフォームが進み始めている。

新規事業としての教育事業とリユース事業が加わり、3 本柱によって収益の伸び悩み状態から脱却し、次の成長基盤が整い始めている。既存事業とのシナジーを含めた事業価値を創造するような骨太の M&A 戦略が組み込まれることへの期待が高まるどころだ。

注目点 2) シン事業価値創造企業への転身に期待

同社の歴史は M&A の歴史であり、先代社長は和製 M&A と称し様々な事業、企業の買収を繰り返してきた。現在の事業は 09/3 期に債務超過に陥るなど厳しい経営状況の名残を受け継いだ状態にあるが、2010 年に現社長が就任して以後は厳格な経営管理の下で美容事業や新規の教育、リユースの事業を M&A 戦略で獲得し、上記のような 5 本柱による事業体制を確立してきている。今後の成長は、オーガニックな成長に加えネットキャッシュポジションを活かした M&A 戦略により、収益性を高めつつ成長性をどう高めるかが鍵であろう。和装事業を除き M&A 案件の紹介は豊富にあるようだが、前 23/3 期の M&A は 2 件である。今 24/3 期以降は慎重に吟味しながらも従来より規模感のある M&A 案件にも意欲を有しているようだ。

単なる事業規模の拡大やそのための時間を買う M&A 手法ではなく、買収した事業を再生し、既存事業とのシナジーをも含めた事業価値を創造するような革新的な M&A 戦略を期待したい。それだけの素地は十分にあり得る企業である。

【ポイント】

ポイントは以下の 5 つである。

ポイント 1) 前 23/3 期は 7 年ぶりの増収営業増益に

ポイント 2) 今 24/3 期は実質では営業増益

ポイント 3) 和装宝飾は勝ち残り事業、美容事業での新たな取り組み

ポイント 4) 新規事業としての教育とリユース事業

ポイント 5) 中期的には年利 17%超の利益成長へ

ヤマノホールディングス

7571 東証スタンダード TSE STD

6/28/2023

ポイント 1) 前 23/3 期は 7 年ぶりの増収営業増益に

前 23/3 期は売上高 13,904 百万円、前年同期比 5.5%増、営業利益 297 百万円、同 5.9%増と、16/3 期以来 7 年ぶりの増収営業増益を達成した。

美容事業では不採算の 8 店舗の閉鎖（新規出店 1 店）及び売却によるコスト削減策もあり、セグメント利益が 20 百万円（前年同期は 51 百万円の損失）の黒字に転換した。前払式特定取引を行うヤマノセイビングの安定収益がある DSM 事業のセグメント損益も 9 百万の損失であったが前年比では 15 百万円の改善となり、営業利益改善に寄与している。また 23/3 期から新規セグメントとして独立した教育事業が売上高 941 百万円、前年比 98.2%増となり、セグメント利益でも 43 百万円の貢献があったことも寄与している。マンツーマンアカデミーの好調に加え、東京ガイダンスが 10 ヶ月分寄与した。

反面、和装宝飾事業ではコロナ禍により開催が制限されてきた大型展示会での客数が 11.3%増となるも、売上高は 9,821 百万円、前年比 1.2%増にとどまり、セグメント利益も 297 百万円、同 7.1%減となった。また買収した古着のリユースを行う OLD FLIP の寄与（8 ヶ月分）の寄与が見込まれたその他の事業は大幅増収であったものの、セグメント損益が 40 百万円の損失で前年比 3 百万円の悪化にとどまった。OLD FLIP の出店コスト上昇が誤算で赤字になってしまったことが影響している。

ポイント 2) 今 24/3 期は実質では営業増益に

同社は今 24/3 通期の期初見通しを売上高 141 億円、前年比 1.4%増、営業利益 240 百万円、同 19.4%減の営業減益としている。前期の収益は会社想定に対して売上高では 1 億円弱の未達であったが営業利益は 57 百万円の上振れとなった。その要因として①4 月からの社内システム導入によるコストアップを織り込み、②新型コロナに伴う雇用調整助成金 160 百万円強を特別利益で計上する一方、新型コロナによる損失 257 百万円を特別損失として計上しており、美容、和装宝飾などでのコストの一部を特別損益で計上したことで営業利益がかさ上げされていた面を考慮していることが大きい。今期の営業利益の計画 240 百万円は、実質的には若干だが営業増益の見通しにある。

事業別の収益見通しもコンサバと言える。美容、DSM、教育の各事業のセグメント利益は増益の計画であるもののコンサバであり、和装宝飾ではセグメント利益が 225 百万円、前年比 24.2%の減益の見通しにある。

C&A では前期の実質営業利益を 235 百万円と推定し、会社計画の営業利益 240 百万円は前年比 2%強の増益と試算する。それに対し今 24/3 期の C&A 新規予想では営業利益が 265 百万円、実質的には 12.8%増になる。美容の収益が会社計画を上回る可能性が高く、教育事業の東京ガイダンスやその他事業における OLD FLIP がフル寄与し、43 百万円を計上した統合費用も消滅する。社内システム導入コストも業務効率化で一部は相殺できよう。

ポイント 3) 和装宝飾は勝ち残り事業、美容事業での新たな取り組み

和装宝飾は 20 年前に前身のかねもりがセゾングループの「きもの京都」を買収したことから始まった歴史の長い事業である。その後に宝飾事業が加わっており、現在は北海道から九州まで 105 店舗を有する。店舗での売上げ（店頭催事を含め）が 8 割～9 割を占めるが、残りは店外催事の売上である。店舗の来店者、着方教室の参加者を催事へ誘導することも収益確保の大きな要因となる。これまでは価値の高い会員名簿が重要であっ

ヤマノホールディングス

7571 東証スタンダード TSE STD

6/28/2023

たが、会員の高齢化などからその建て直しが課題となっており、今 24/3 期の会社計画でも売上高 9,900 百万円、前年比 0.8%増、セグメント利益 225 百万円、同 24.2%減と想定した要因となっている。

今後の課題は顧客リストの若返りを含めた更新と拡充である。前楽結び着方教室を開催し着物の普及に努める一方、2020 年からはネットの活用や 若手だけの店舗運営による新規顧客名簿の構築などの対応策を採っている。ただ、和装の市場は縮小傾向ながらもコロナ禍での行動制限が緩和されて大型展示会の開催が戻りつつあり、売上は回復基調にある。多くの和装店舗が撤退する中、地域に根差した需要は確実にある。当面は、きもの文化の伝承を含め、勝ち残り企業として収益を維持可能であろう。

同社の美容事業は 2005 年にビューティ多賀志の株式取得に始まり、2008 年にはビューティ多賀志とビューティプラザが合併してマイスタイルを設立（2017 年にマイスタイルを吸収合併）し、18 年にはネイルサロンを営む有限会社みうらを、19 年には若年層をターゲットとする株式会社 L.B.G を買収することで拡大してきた。美容事業は「YHC 美容」（ヤマノホールディングス内の美容事業）と株式会社みうら、株式会社 L.B.G の 3 部門で営業してきたが、2022 年 10 月 1 日付で 3 部門の営業を「株式会社ヤマノプラス」に統合し、各部門の特徴を生かした人材交流やグループ内資源の相互活用による新たなサービスの提供で収益力向上を図りつつある。

美容事業は単価アップと価格是正に加え、スタイリストの定着による指名料増加が追い風となっている。今 24/3 期は売上高 1,970 百万円、前年比 0.5%増であり、セグメント利益は 115%の増益の 43 万円と増収増益基調を取り戻す計画。ネイルサロンやフェイシャルケアのサービスの複合化による収益改善も見込まれ、これらの施策が継続すればドミナント方式の出店が加速する可能性もある。美容事業は後継者難などを含めた売却依頼の案件も多いだけに、中期的に収益を拡大する余地は十分にある。

ポイント 4) 新規事業としての教育とリユース事業

既存 3 事業では和装宝飾が日本文化の伝承を含め勝ち残る事業として中核になり、美容、DSM の両事業の成長ポテンシャル性は現状では限定的になる。成長性を補う教育とリユースの新規 2 事業が加わり、5 本柱によるペナゴン型の強固で盤石な事業形態となる可能性が高まってきている。

2020 年 3 月に学習塾の株式会社マンツーマンアカデミーを買収することで教育事業に参入し、22 年 5 月には同じく株式会社やる気スイッチグループ「スクール IE」の FC 加盟店事業を行う東京ガイダンスの株式を取得し、教育事業としての基盤が確立した。マンツーマンアカデミーは千葉と茨城で 34 教室、東京ガイダンスは東京と神奈川で 16 教室を運営しており、市場の大きな首都圏での基盤を確保したことで、規模の拡大と合わせて運営ノウハウや人材採用・育成プランの共有などによる効率化も図れることになる。山野グループ内には学校運営を担う山野学苑があることから、教育事業は全くかけ離れた事業というわけではなく、学習塾運営のノウハウ蓄積が進めば自社ブランドでの教育事業参入もあり得る。

22 年 6 月に OLD FLIP を買収したことでリユース事業を立ち上げている。前 23/3 期の OLD FLIP は予定外の出店コスト上昇もあり、営業損失で足を引っ張ったが、今 24/3 期は通期でのフル寄与や統合コスト消滅などから黒字定着が見込まれる。

ヤマノホールディングス

7571 東証スタンダード TSE STD

6/28/2023

ポイント 5) 中期的には年利 17%超の利益成長へ

中期的には引き続き M&A を積極的に行う計画であるが、外からはそれを織り込むことができない。新規の M&A の効果を織り込まない C&A の業績予想では今 24/3 期は営業減益となるも、26/3 期には営業利益 480 百万円となり、今後 3 年間の成長性は年率 17.4%と予想する。

和装事業を除き M&A の案件の紹介は豊富にあるようだが、前 23/3 期の M&A は 2 件であった。今 24/3 期以降は慎重に吟味をしながらも従来より規模感のある M&A 案件にも意欲を有しているようだ。

【カタリスト】

カタリストは以下の 5 つである。

カタリスト 1) 賃金の上昇と資産効果

カタリスト 2) インボイス制度導入は美容事業拡充のチャンス

カタリスト 3) サーキュラーエコノミーへの対応

カタリスト 4) M&A 戦略による非連続な収益拡大策

カタリスト 5) 年 17%の利益成長性での株価評価の余地

カタリスト 1) 賃金の上昇と資産効果

同社の美容、和装・宝飾、DSM の主力 3 事業は消費関連事業であり、経営する店舗・教室は 280 ヶ所 (23 年 3 月末) に上るため、コロナ禍では客数減少などの影響があったが、そうした影響は前 23/3 期下期から解消基調にある。加えて、23 年春のベースアップが 3.66%と約 30 年ぶりの上昇となり、政府が掲げる賃金の底上げによる経済の好循環の実現に向けて好スタートを切っている。また日経平均株価が 33 年ぶりの高値更新となり、不動産市況の堅調さもあり、日本経済も資産効果が期待できる状況にある。

このような経済環境の好転は、美容事業での来客数増加や単価上昇の効果となり、和装・宝飾、DSM では資産効果による売上拡大にプラスに作用しよう。和装・宝飾では顧客名簿の高齢化に伴う閉塞感がリスクとしてあるが、新規名簿の更新・拡大にも期待が持てる環境となってきた。

カタリスト 2) インボイス制度導入は美容事業拡充のチャンス

インボイス (適格請求書) 制度が 2023 年 10 月 1 日から導入されるが、美容事業ではスタイリストの定着などにプラスに作用するとみられる。

インボイスに対応するには①適格請求書発行事業者の氏名または名称および登録番号、②取引年月日、③取引内容 (軽減税率対象品目である場合はその旨)、④税率ごとに合計した対価の額および適用税率、⑤消費税額、⑥書類の交付をうける事業者の氏名または名称要件を満たした請求書や納品書を交付、保存する必要がある。

美容業界では実績を上げると独立する傾向があり、それをサポートする店舗賃貸システムも整備されている。その為、新人美容師を 1 年~2 年かけて教育し、これから漸く貢献を期待できるという状態で独立してしまうケースも多く、それがオーバーストアの要因となっている。

ヤマノホールディングス

7571 東証スタンダード TSE STD

6/28/2023

インボイス制度の導入はその事務手続きの煩わしさに加えて消費税負担もあり、美容師の独立志向に水を差す可能性がある。そうすると、同社は系列の美容学校を有し、それを介した人材の確保と育成の結果、独立されてしまうリスクが軽減できるだけでなく、同社の人材育成計画による収益力向上の機会となる可能性もある。

カタリスト 3) サーキュラーエコノミーへの対応

5番目の事業として期待できるのがリユース事業であり、22年6月に OLD FLIP を買収したことで、出来たばかりの事業ではあるが SDGs の流れを汲んだサーキュラーエコノミーに対応するビジネスとしても注目できる。丸井の店舗内でゴーゴー古着店など6店舗を運営するが、買取りは行わず、リユース企業からの箱買いや回収ボックスから調達している。一般的な古着屋のイメージではなく、リメイクや汚れの多い古着を黒染めして販売する店舗「KURO NO FURUGIYA」など、「捨てないをもっと身近に」を理念としてアップサイクルも行い、顧客層も50才までの幅広い層をターゲットにしたユニークなビジネスモデルを展開する。店舗・EC・卸販売後の売れ残りは、産業用繊維再生工場に売却する。

カタリスト 4) M&A 戦略による非連続な収益拡大策

同社の歴史は M&A による事業拡大である。同社は中長期的な成長性を確保する基盤が整ったところであり、更なる収益性の向上と事業拡大のためには M&A の強化が不可避であり、M&A 戦略を既存事業とのシナジーをも含めた事業価値を創造するような革新的なものに進化させる素地は整っている。今後、オーガニックな利益成長期待を超える利益目標等が出て来る可能性を秘めている。

和装を除くと M&A の案件は豊富であり、今 24/3 期以降は慎重に吟味をしながらも従来より規模感のある M&A 案件にも意欲を有しているようだ。

カタリスト 5) 年 17% の利益成長性での株価評価の余地

株価はコロナ禍による業績悪化も手伝って 2021 年以降低迷していたが、22 年 1 月 27 日の 53 円の安値を底に回復基調にある。C&A では 26/3 期までのオーガニックな利益成長により営業利益が年率 17% で成長すると予想するが、この中期的な利益成長性から目標株価を算定すると 26/3 期予想ベースでは PER が 21 倍、EV/EBITDA が 11 倍弱の 168 円となる。業績予想を従来予想から下方に見直したことから目標株価は従来の 180 円から減額となるが、オーガニックな利益性だけでも株価は 2 倍以上のアップサイドが期待できる。

ヤマノホールディングス

7571 東証スタンダード TSE STD

6/28/2023

【業績推移】

<業績推移 ヤマノホールディングス(7571)>

(単位：百万円、円、%)

	売上高	yoy	EBITDA	営業利益	yoy	経常利益	yoy	純利益	yoy	1株利益	1株配当	1株純資産
18/3期	14,947	-43.2	368	219	-39.6	265	-24.1	502	122.3	14.75	3.0	46.86
19/3 1-2Q	7,026	-8.6	132	86	-10.2	87	-41.2	31	-94.2	0.92	0.0	
19/3期	14,105	-5.6	379	245	11.8	206	-22.4	141	-71.9	4.14	2.0	44.40
20/3 1-2Q	6,941	-1.2	168	109	26.7	107	23.0	65	109.7	1.95	0.0	
20/3期	14,064	-0.3	189	52	-78.9	68	-67.1	3	-97.7	0.10	0.0	39.09
21/3 1-2Q	5,778	-16.8	83	5	-95.4	-3	-	-286	-	-8.52	0.0	
21/3期	12,701	-9.7	479	332	541.2	325	381.3	-325	-	-9.68	0.0	30.66
22/3 1-2Q	6,435	11.4	87	54	980.0	44	-	-29	-89.9	-0.85	0.0	
22/3期	13,176	3.7	349	281	-15.2	265	-18.5	102	-	2.91	1.0	33.42
23/3 1Q	3,059	2.8	70	-119	-	-124	-	-162	-	-4.67		
23/3 2Q	3,736	8.0	122	263	33.5	264	37.5	216	44.0	6.23		
23/3 1-2Q	6,795	5.6	192	144	166.7	140	218.2	54	-	1.56	0.0	34.43
23/3 3Q	3,449	10.5	71	40	-	36	-	2	-	0.11		
23/3期	13,904	5.5	406	297	5.5	286	7.8	173	70.4	4.98	1.5	38.18
24/3 会社	14,140	1.7		240	-19.2	230	-13.3	140	37.9	4.01	1.5	
24/3 C&A 旧	14,960	5.8	500	405	68.8	370	60.9	230	64.3	6.60	1.8	42.43
24/3 C&A 新	14,500	4.3	410	265	-10.8	255	-10.8	155	-10.4	4.44	1.5	41.12
25/3 C&A 旧	15,950	6.6	633	538	32.8	500	35.1	300	30.4	8.61	2.0	49.04
25/3 C&A 新	15,600	7.6	540	400	50.9	390	52.9	235	51.6	6.73	1.8	46.05
26/3 C&A 新	16,700	7.1	600	480	20.0	470	20.5	280	19.1	8.02	2.0	52.07

(2023.6.8)

(出所) 会社データ、C&A

【バリュエーション】

バリュエーション	2019年3月期		20年3月期		21年3月期		22年3月期		2023年3月期		2024年3月期		2025年3月期		2026年3月期	
	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX
株価	75.00	138.00	52.00	104.00	47.00	84.00	53.00	74.00	88.00	91.00	69.00	168.00		168.00		168.00
株価純資産倍率 (PBR)	1.69	3.11	1.33	2.66	1.53	2.74	1.59	2.21	2.30	2.38	1.68	4.09		3.65		3.23
株価収益率 (PER)	18.12	33.33	520.00	1040.00	-4.86	-8.68	18.21	25.43	21.95	22.69	15.54	37.84		24.96		20.95
配当利回り	2.67	1.45	0.00	0.00	0.00	0.00	1.89	1.35	1.70	1.65	2.17	0.89		1.07		1.19
EV/EBITDA	2.79	8.52	7.69	17.18	-4.03	-1.36	4.44	6.51	8.86	9.11	7.18	15.60		11.78		10.93
PCFR	0.52	0.95	12.75	25.51	-8.12	-14.50	10.85	15.16	12.32	12.74	7.07	17.22		16.75		14.66

ヤマノホールディングス

7571 東証スタンダード TSE STD

6/28/2023

レーティング基準について

以下の定義に基づいてレーティングを付与しています。

Strong Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを30%以上アウトパフォームすると予想する

Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アウトパフォームすると予想する

Neutral

今後1年以内に株価がTOPIXを中心に±10%未満の変動と予想する

Sell

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アンダーパフォームすると予想する

留意事項

本資料は、情報提供のみを目的として各種のデータに基づき作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点の見通しであり、予告なしに変更することがあります。株価の変動や、発行会社の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがありますので、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、C&A Investment Research 及び、同関連会社の社員、役職員又はその家族はこの資料に掲載されている企業の証券を保有する可能性、取引する可能性があります。この資料の著作権は C&A Investment Research に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。