



東大金融研究会

株式会社ハピネット **(7552)**



今回のポイント

- 1 ; 利益率は過去2年で低下している。この利益率の低下が一過性なのか構造的なのかを説明するべき。来期以降の売上の見方若しくは正常化したベースでの売上の目線などについて言及するのも良い。
- 2 ; セグメント別の見方や考え方を説明するのも一手。
- 3 ; 過去5年のバランスシート成長率は年率で+3.6%。
- 4 ; 株価は割安感はあるものの、玩具メーカーとの相対感では魅力度は高くない。
- 5 ; 投資家層を広げる為に、バンダイナムコとのパイプを使う、バンダイナムコを好意的に捉える海外投資家にアプローチするのも良いと思われる。
- 6 ; より、本質的にはコロナの影響及びこの反動、そして、将来的に正常化されたベースでの目線にばらつきがあると思われる。特に、目標値としてでも正常化されたベースでの目線が言及されるとバリュエーションにうまく反映しやすくなるはず。

過去の株価推移





東大金融研究会

(株) ハピネット

株価；1,542円（2021/4/11終値）
時価総額；370.8億円
EV；308.3億円

Valuation

FY21 EBITDA；34億円
FY21 EV/EBITDA；6.2x
Net Cash；62.5億円

FY21 EPS；112.3円
FY21 PER；13.7x

PBR；0.9x

2021/4/26

事業概要

1；玩具事業

中間流通でシェア30%と業界最大手で、バンダイ、タカラトミー、レゴ、セガトイズ、エポック社など多くの国内外メーカーの商品を取扱う。バンダイ玩具の90%を取扱う。少子化の影響を受けるものの6年連続8000億円超えで市場は今のところ縮小していない。

2；映像音楽事業

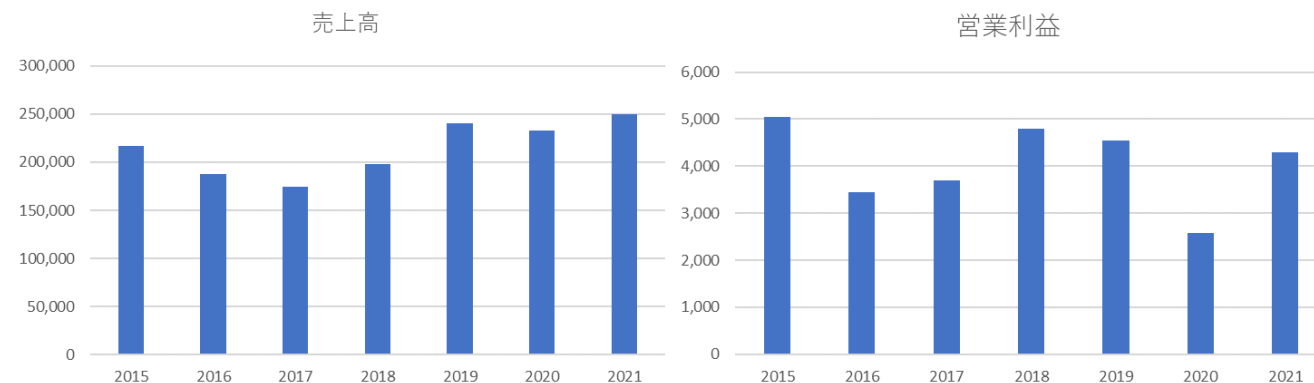
国内映像音楽パッケージ市場の中間流通で業界最大手。自社製作品や独占販売商品の獲得にも意欲的。

3；ビデオゲーム事業

中間流通として唯一、全ての国内向け家庭用ゲーム機およびそのパッケージソフトも多く取扱う。自社オリジナル・独占販売商品（パッケージ）にも挑戦。

4；アミューズメント事業

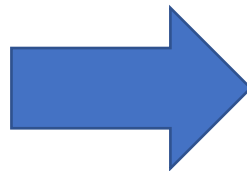
玩具自販機市場における業界最大手でカプセル玩具市場シェアが60%。



東大金融研究会

事業計画の考え方、見せ方

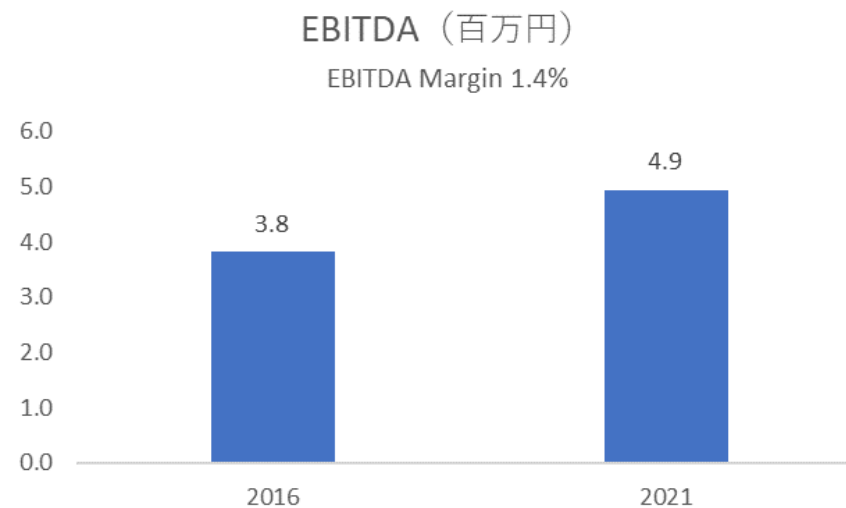
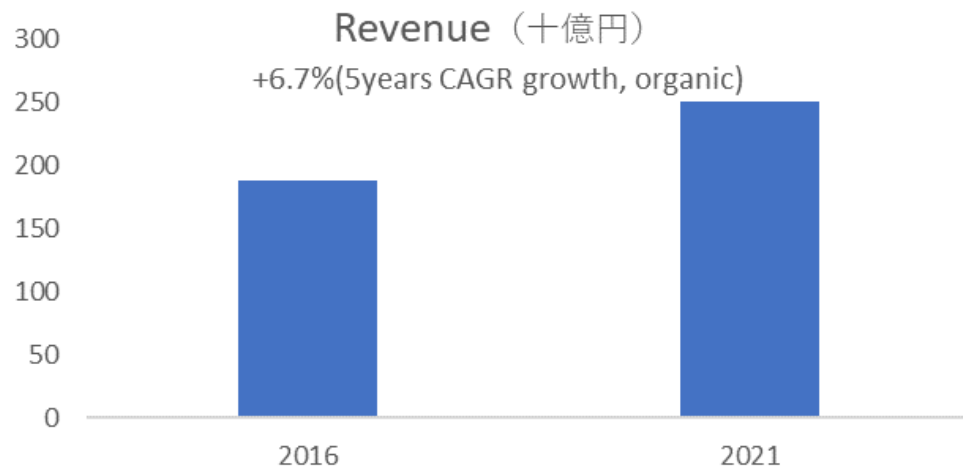
- 利益の変動要因の開示。
- バランスシートは過去5年しっかり拡大している。BSへの考え方があると良い。
- セルサイド若しくは投資家への働きかけ強化。



- コストについてのより詳細な説明か、利益の変動要因を開示することが必要。
- バランスシートは拡大/縮小均衡を物語る。営業資本が金融資本についての考え方を明示すると良い。
- セルサイドのカバレッジはここから先は限定的も、バndaダイナムコとの関係性を使ってIR活動をしっかり行うイメージを作ると市場の評価は上がるはず。

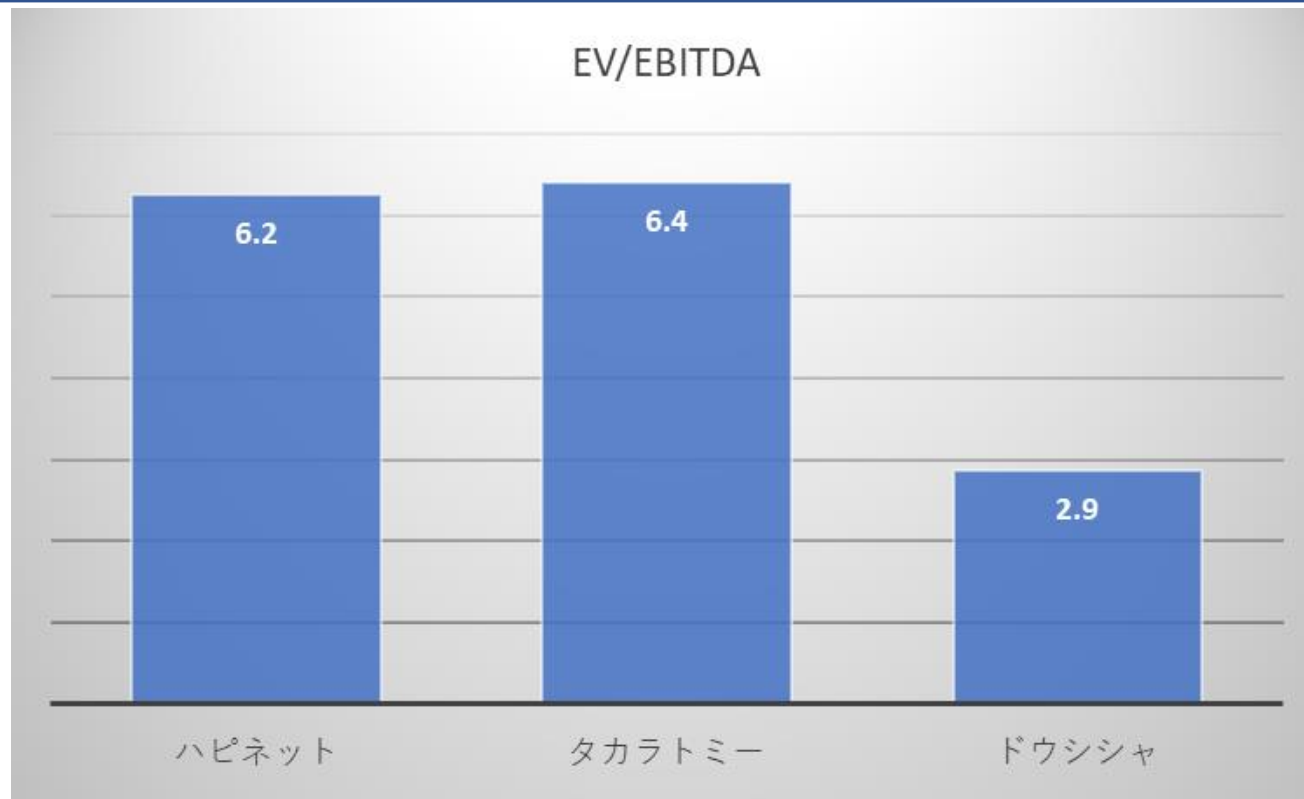
玩具市場の成長鈍化は見られず

少子化の悪影響が叫ばれて久しいが玩具市場には成長鈍化は今のところ見られず。当社の売上高も過去5年平均で年率6.7%と堅調に推移。一方で、当社の立ち位置的な問題もあり収益性は低いものの、EBITDAもしっかり増加傾向である。



競合他社と比較してバリュエーションの割安感はない

FY21 EV/EBITDAの競合比較






EV/EBITDAの水準はメーカーとタカラトミーとほぼ同等。

本来は卸のバリュエーションは、ビジネスのポジショニング及びその収益性の水準メーカーより割安になるのが通常。そういう観点でEV/EBITDAではやや割高感があるともいえる。

	PER	EV/EBITDA	PBR
食品卸	13.4x	4.5x	0.9x
食品メーカー	22.6x	11.6x	1.6x

	PER	EV/EBITDA	PBR
医薬品卸	19.3x	5.5x	0.9x
医薬品メーカー	28.4x	16x	2.9x

今期の業績回復により収益性は大きく回復

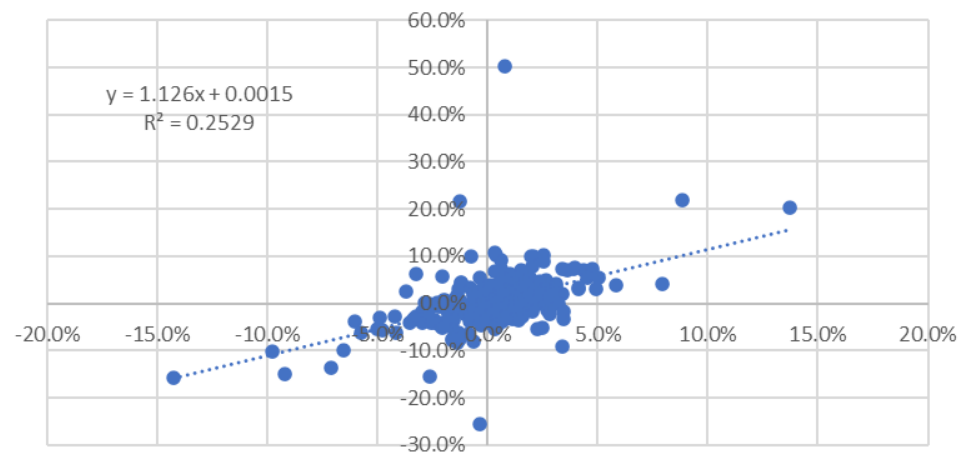
今期の業績回復によるROEも資本コストを上回る水準にまで回復する見込み。ただし、これは0.9倍のPBRにはほぼ織り込まれており、バランスシート戦略に着手するのも一手か。

	ハピネット		同業他社（タカラトミー）		同業他社（ドウシシャ）		評価
	前期(20/3)	今期計画	前期	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	10.1%		40.3%		27.7%		低い
営業利益率	1.1%	1.7%	6.5%	3.8%	6.2%	9.2%	低い
EBITDAマージン	1.4%		10.6%		7.0%		低い
当期純利益率	0.5%	1.1%	2.7%	2.1%	4.4%	6.3%	低い
収益性							
ROIC	3.3%	7.1%	4.6%	2.9%	5.6%	8.4%	低い
WACC	#DIV/0!	#DIV/0!	5.1%	5.1%	5.6%	5.6%	
ROE	3.3%	7.1%	6.8%	4.8%	6.1%	8.9%	平均並み
CAPM	6.4%	6.4%	7.4%	7.4%	5.7%	5.7%	平均並み
財務安定性							
D/Eレシオ	0.85		0.92		0.17		普通
株主資本比率	50.8%		43.6%		84.2%		普通
自己資本比率	53.1%		51.6%		84.3%		普通
当座比率	149.1%		178.8%		482.5%		普通
流動比率	196.8%		239.8%		581.3%		普通
PBR	0.9		1.4		1.0		安い
投資有価証券比率	9.9%		0.0%		1.5%		普通
10%変動/OP	27.2%		#DIV/0!				

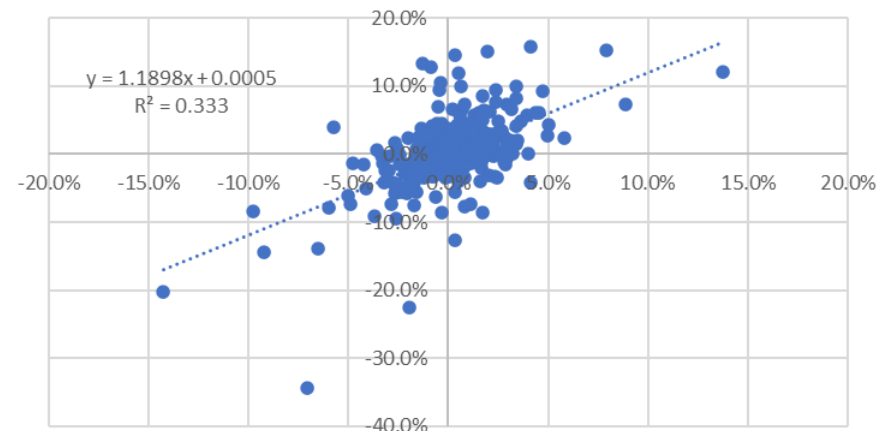
過去の株価の変動性は相対的にやや高い

メーカーと比較して卸会社の株価は株価の変動性がやや低いのが通常。現在の β 値の1.126はやや大きめの感覚。

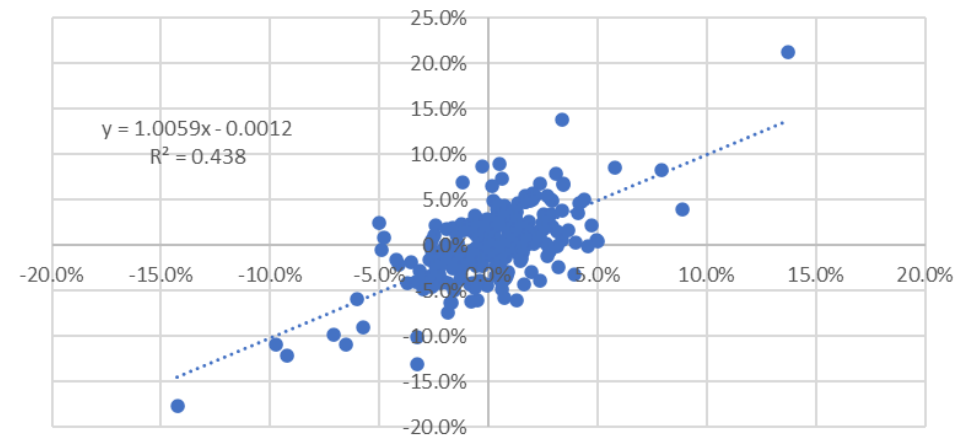
ハピネット対Topix



タカラトミー対Topix



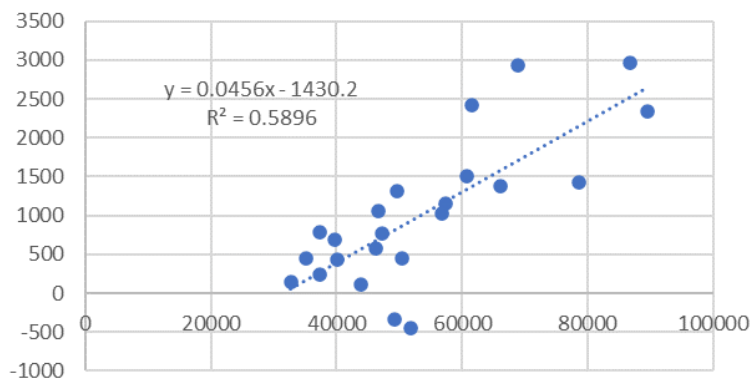
ドウシシャ対Topix



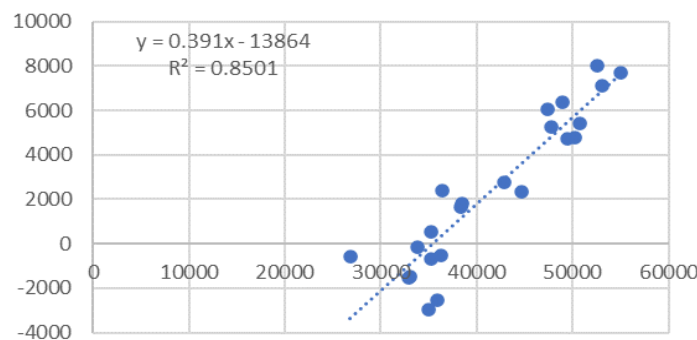
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

類似業のタカラトミーやドウシシャと比較すると当社の近似線の信頼度は劣る。ただし、絶対値は許容の範囲内で、営業利益のぶれの要因を丁寧に投資家に説明する方が望ましい。

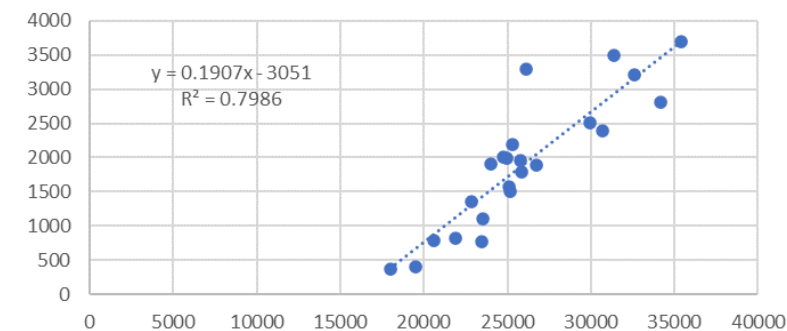
ハピネット



タカラトミー

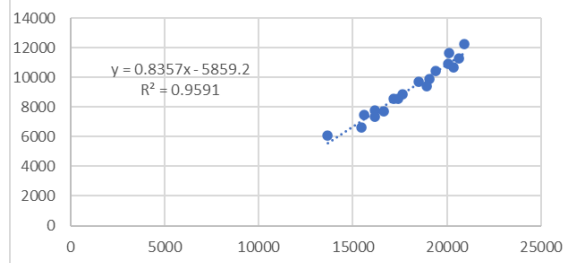


ドウシシャ

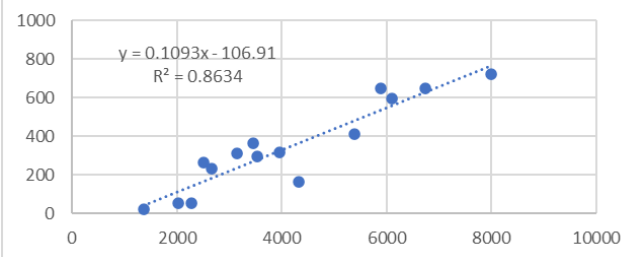


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

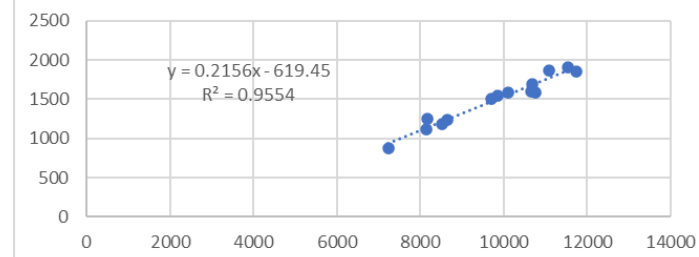
OBIC



Shift



Fullcast



低利益率がROE低迷の要因。

ROE低迷の主因は低い収益率に起因する。ビジネス特性もあるが平均的に8%を維持できれば十分評価されると考える。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	4.0%	3.2%	5.5%	3.6%	1.7%
ROE	NA	7.8%	6.5%	11.9%	7.4%	3.3%
売上高純利益率	1.9%	1.3%	1.2%	2.0%	1.1%	0.5%
回転率	NA	3.21	2.72	2.69	3.20	3.20
レバレッジ	NA	1.94	2.04	2.16	2.04	1.94

タカラトミーのROEとデュポン分解

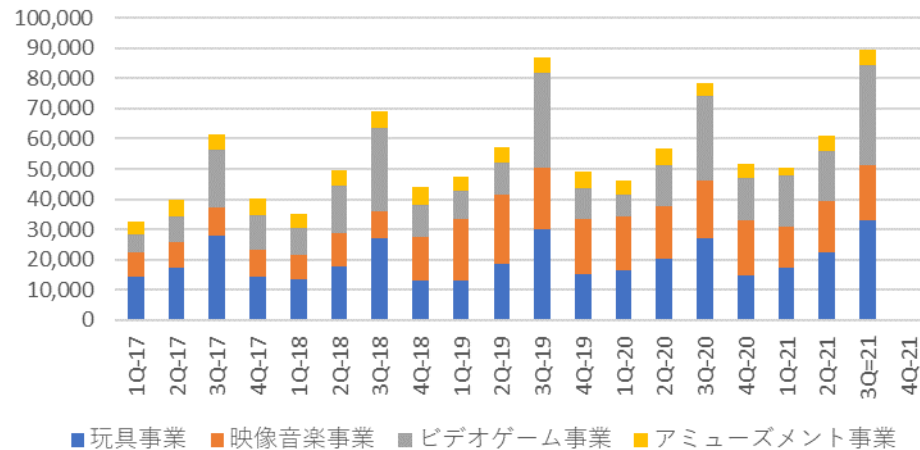
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	-2.3%	-4.4%	3.5%	5.4%	6.6%	3.3%
ROE	-7.5%	-15.7%	12.2%	14.9%	15.2%	6.8%
売上高純利益率	-1.2%	-4.1%	3.2%	4.5%	5.3%	2.7%
回転率	1.88	1.07	1.11	1.19	1.25	1.21
レバレッジ	3.31	3.58	3.44	2.79	2.31	2.04

(東大金融研究会作成)

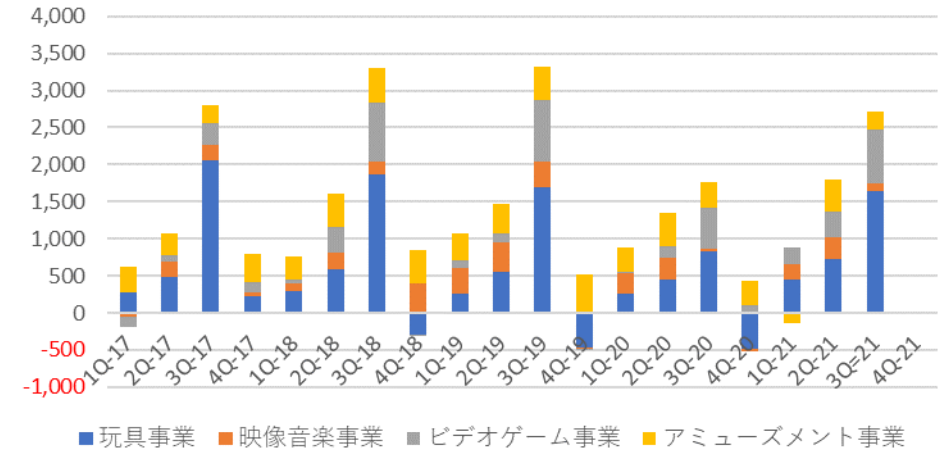
バランスの取れたポートフォリオ経営へ

過去から判断すると主力の玩具事業は堅調さを保つ一方で、映像音楽事業及びビデオゲーム事業の伸長が当社の業績を下支えしている。バランスの良い経営ができている。各々のセグメントについて、今後の見通しなどが開示されると投資家は好意的に反応するものと考える。

セグメント別売上高



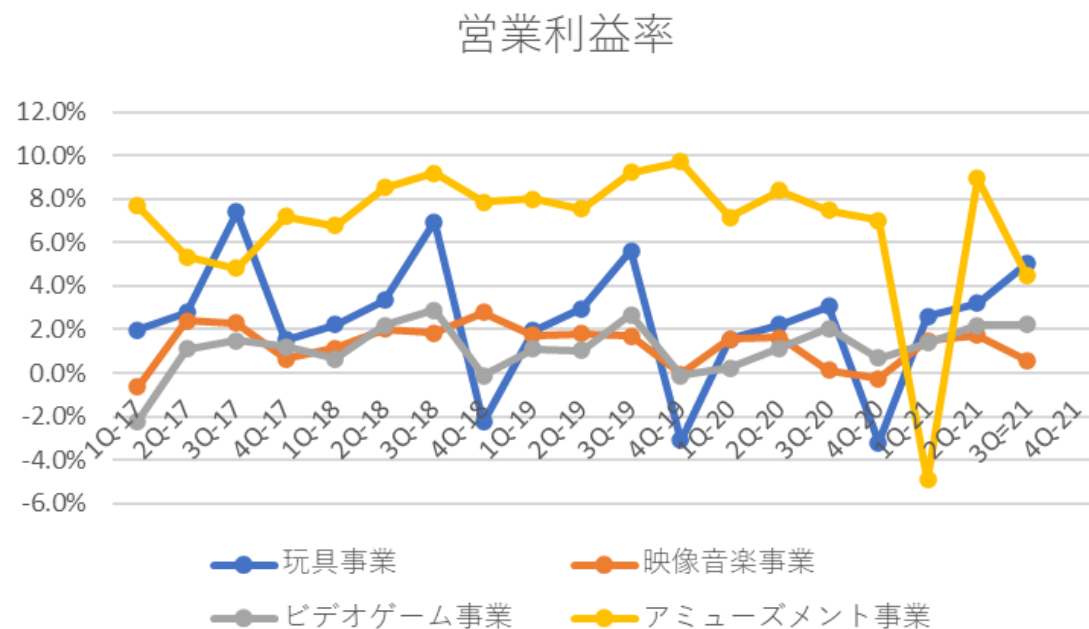
セグメント別営業利益



(会社資料より東大金融研究会作成)

来期及び再来期の業績の落ち着きどころが大切

先ずは、玩具事業、映像音楽事業、ビデオゲーム事業共にコロナによって振れのあった今期分を除くと趨勢的に利益率が緩やかに下落してるトレンドにあることは気になる。そして、来期の売上水準が今期の裏返しでどの程度に落ち着くのか、そしてより重要なことは標準化したベースでの売上水準の居所を探りたいというのが長期投資家の本音か。

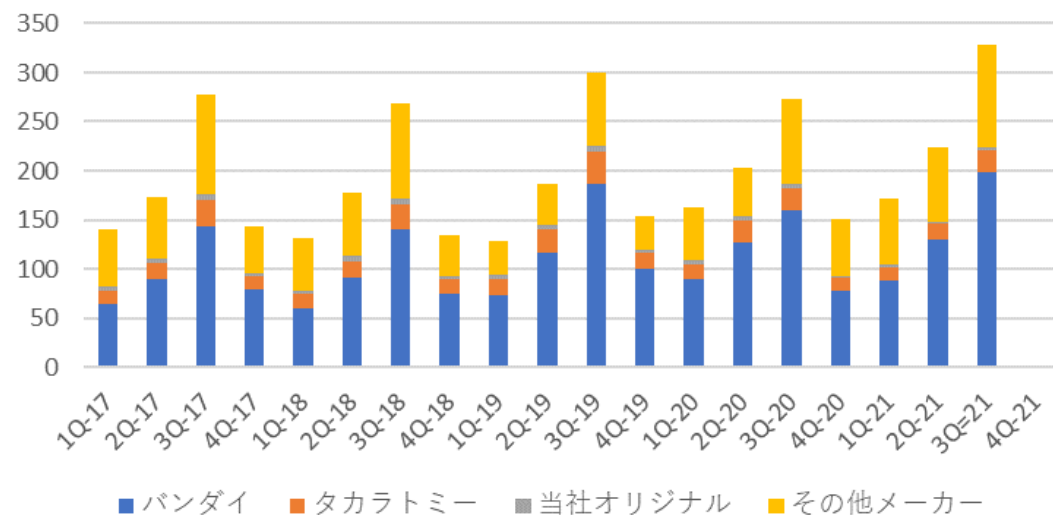


売上以外に当社のKPIがあるのであれば、それを開示するのも投資家との会話という意味では大切になってくる。

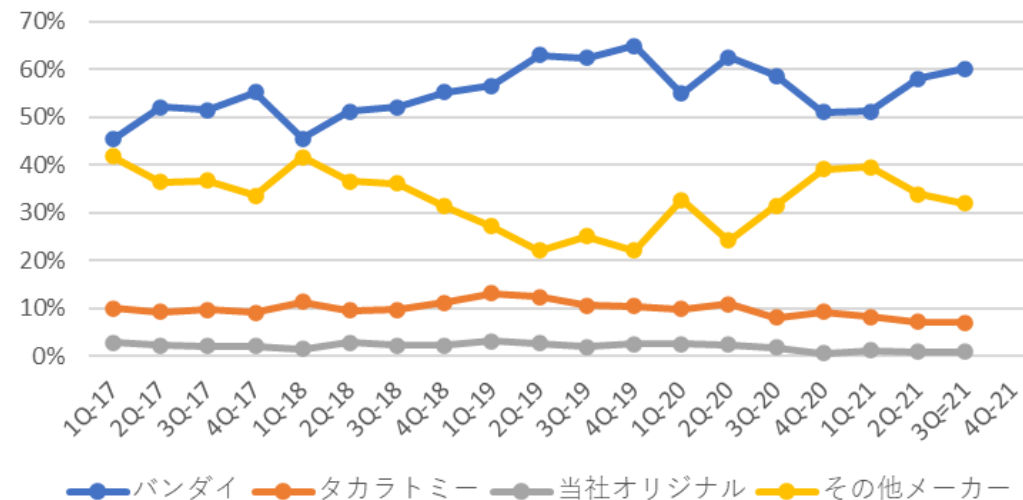
(会社資料より作成)

玩具事業における顧客別売上動向

顧客別玩具売上



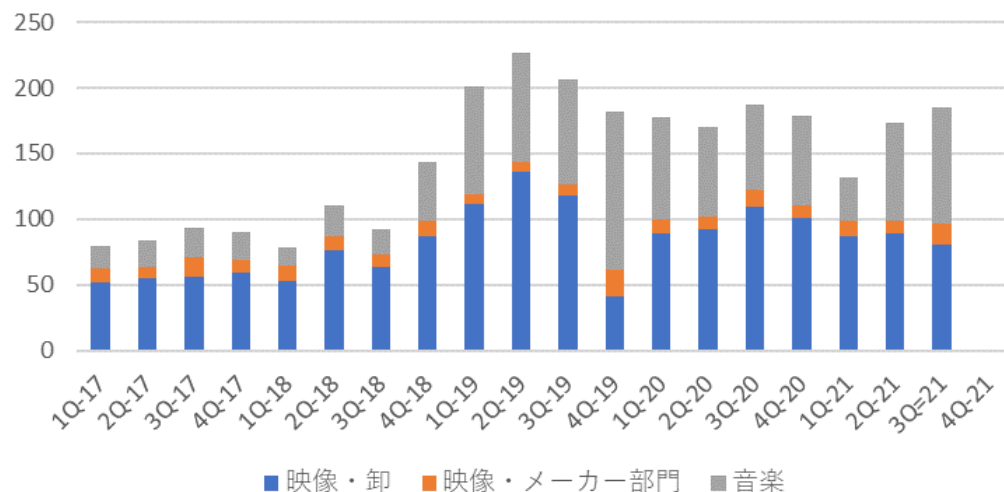
顧客別売上比率



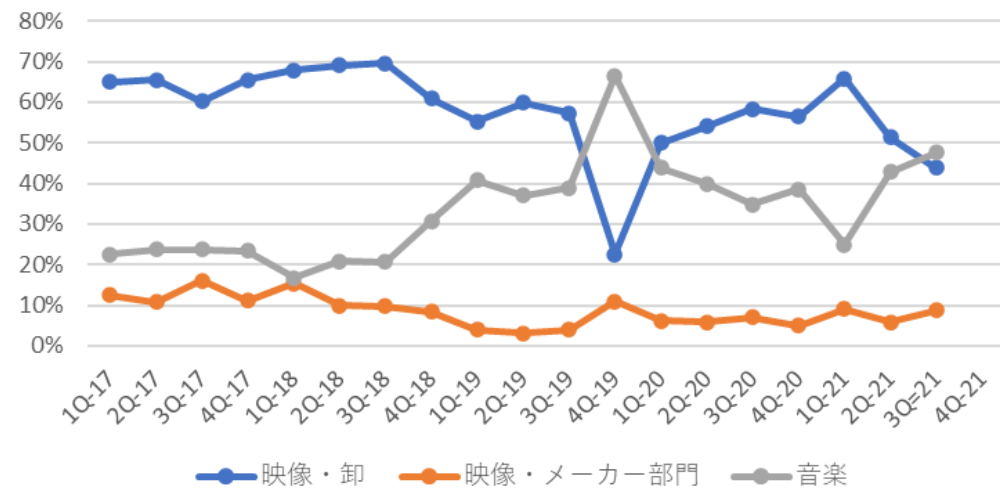
映像音楽事業のサブセグメント別売上動向

映像・音楽部門の評価は市場では非常に難しく、大半の場合はトレンドに追随するか会社前提に乗るパターンが多い。読みにくい中で、どう考えるかとのイメージを投資家と共有できると良い。

映像音楽セグメントの売上分解



サブセグメント別売上比率



これまでの業績推移

割安感はあるものの卸会社としては特質すべき割安感がある訳ではない。愚直に対処すべき課題にしっかり取り組んでいくことが大切。利益率をどこまで持っていけるかというのが中長期の大きな課題。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	-15,867	-11,412	-11,605	-11,458	-17,447	-14,410	-6,253
発行済み株式数（百万株）	24	24	24	24	24	24	24
株価	1,180	1,278	2,192	1,408	1,411	1,568	1,542
時価総額	28,379	30,736	52,718	33,862	33,935	37,710	37,085
EV	12,512	19,324	41,113	22,404	16,488	23,300	30,832
EBITDA	5,519	3,879	3,920	5,062	4,918	3,052	3,440
EBITDA margin	2.5%	2.1%	2.3%	2.6%	2.0%	1.3%	1.4%
EV/EBITDA(pre-tax based)	2.3	5.0	10.5	4.4	3.4	7.6	
EBITDA	5,449	3,831	4,138	5,167	5,073	3,212	4,940
EV/EBITDA(OP based)	2.3	5.0	9.9	4.3	3.3	7.3	6.2
EPS	168.4	98.1	84.8	167.6	113.7	50.9	112.3
PER	7.0	13.0	25.8	8.4	12.4	30.8	13.7
流動資産	52,449	44,905	48,975	60,484	59,072	55,086	
現金	15,867	11,412	11,605	11,458	17,447	14,410	6,253
受取手形	25,682	22,899	28,258	36,979	27,305	27,344	58010
投資有価証券	2,304	6,387	7,105	8,323	7,258	7,000	8970
流動負債	26,957	21,817	25,188	34,354	32,575	27,996	
買掛金	20,118	18,282	21,550	27,785	25,589	22,188	43553
短期借入金							
1年以内返済長期借入							
長期借入							
株主資本	28,590	30,308	30,592	33,954	35,754	35,975	
その他包括利益	678	657	1,167	2,179	1,608	1,569	
自己資本	29,268	30,965	31,759	36,133	37,362	37,544	
純資産	29,580	31,355	32,311	36,698	37,983	38,178	
総資産	59,893	56,793	71,337	75,323	74,923	70,754	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	217,232	187,274	174,059	197,607	240,398	233,347	250,000
粗利売上			-7.1%	13.5%	21.7%	-2.9%	7.1%
売上総利益	26,152	21,997	21,971	22,880	25,193	23,540	
	12.0%	11.7%	12.6%	11.6%	10.5%	10.1%	
営業利益	5,056	3,450	3,698	4,806	4,540	2,572	4,300
	2.3%	1.8%	2.1%	2.4%	1.9%	1.1%	1.7%
支払利息	2	1	0	0	2	0	100
特別利益	7	56	0	1,226	14	62	
特別損失	623	15	433	104	47	306	
税前当期利益	4,508	3,538	3,047	5,823	4,350	2,168	2,700
親会社に帰属する利益	4,049	2,359	2,040	4,031	2,735	1,224	
減価償却費	393	381	440	350	517	640	640
のれん償却	0	0	0	11	16	0	
金利	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		883	843	964	966	1,007	
					0.2%	4.2%	
1名当たり売上		212	206	205	249	232	

利益の増減要因については開示した方が良い

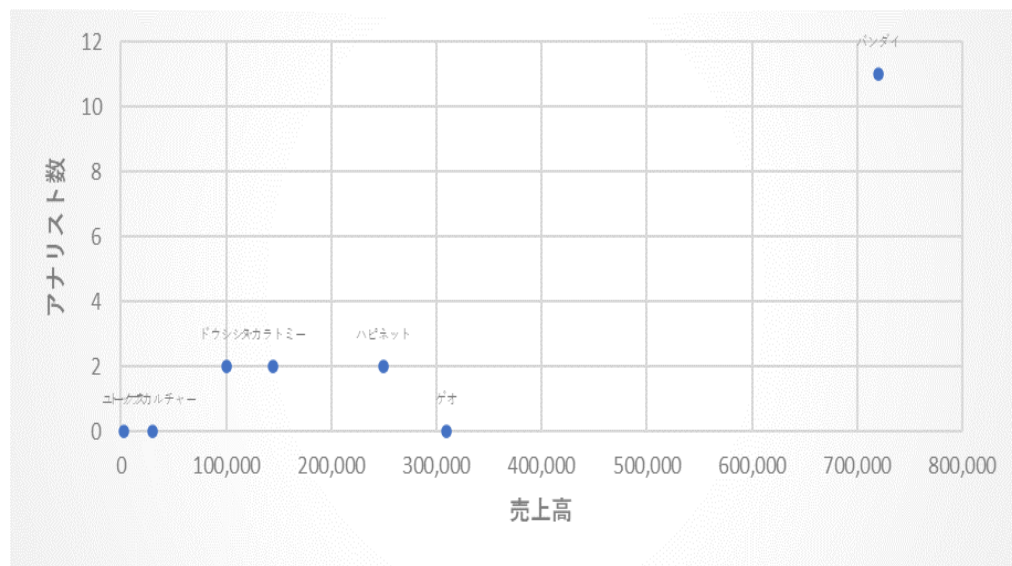
7552ハピネット	FY2018	FY2019	FY2020
売上	197,607	240,398	233,347
売上原価	174,727	215,205	209,807
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	22,880	25,193	23,540
	11.6%	10.5%	10.1%
販管費	18,074	20,653	20,968
物流費	3,634	4,360	4,505
人件費	7,889	8,773	8,460
役員報酬			
給与手当	7,889	8,773	8,460
福利厚生			
採用教育費			
退職給付費用			
地代家賃	1,443	1,520	1,483
運賃	2,370	2,666	2,579
販促費	879	1,079	1,149
減価償却費	302	460	589
のれん償却	11	133	133
倉庫委託料	1,263	1,694	1,925
営業利益	4,806	4,540	2,572
	2.4%	1.9%	1.1%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	88	90	90
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	12	10	10
販管費	9	9	9
広告宣伝費	2	2	2
人件費	4	4	4
役員報酬	0	0	0
給与手当	4	4	4
福利厚生	0	0	0
採用教育費	0	0	0
退職給付費用			
地代家賃	1	1	1
支払報酬	1	1	1
業務委託費	0	0	0
減価償却費	0	0	0
のれん償却	0	0	0
研究開発費	1	1	1
営業利益	2	2	1

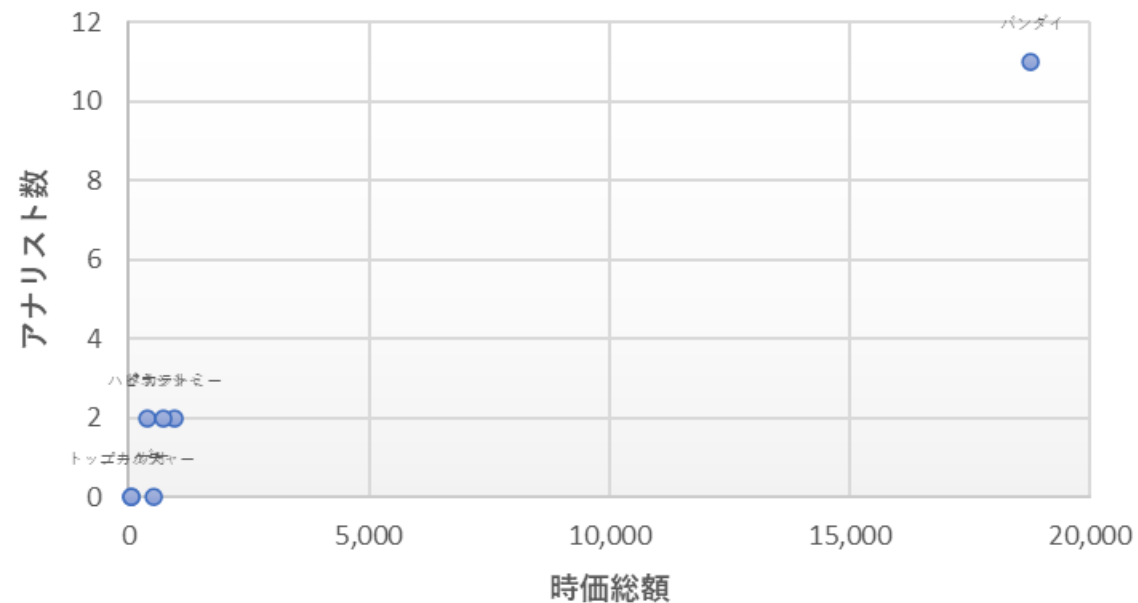
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

売上規模を一様に判断することは出来ないが、バンダイナムコをカバレッジしているセルサイド・アナリストなどに積極的に働きかけるなどの努力が必要か。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



(東大金融研究会作成)



ガバナンスの独立性は進んでいる

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は50％にのぼる。極めて健全な状態である。女性比率20％。平均年齢は63歳。

役職名		氏名		
代表取締役	CEO	苗手一彦	67	男性
代表取締役	COO	榎本誠一	61	男性
取締役	専務	鈴木恵喜	57	男性
取締役	執行役員	石丸裕之	49	男性
社外取締役		得能摩利子	67	女性
社外取締役		長瀬眞	71	男性
社外取締役		岡俊子	57	女性
常勤監査役		浅津英男	65	男性
社外監査役		坂井秀行	72	男性
社外監査役		谷口勝則	63	男性

	会社名	株主賛成比率
7552	ハビネット	99.4%
7867	タカラトミー	92.9%
7483	ドウシシャ	97.9%

株式売買高は高水準

株式売買高は比較的多く流動性の観点では魅力的ではある。足元では日本株式及び小型株にも資金流入が続ていることから問題はないが、今のうちに流動性をしっかり担保することができると良い（過去の経験上、小型株は市場が下落すると一気に流動性が低下するので）

玩具など		売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
7552 jt equi	ハピネット	0.4%	151	97,836	24,050,000
7867 jt equi	タカラトミー	0.4%	423	425,806	96,290,850
7483 jt equi	ドウシシャ	0.2%	138	72,838	37,375,640
7832 jt equi	バンダイ	0.4%	7,106	840,483	222,000,000
2681 jt equi	ゲオ	0.5%	252	212,579	42,405,950
4334 jt equi	ユークス	0.1%	6	15,197	11,096,000
7640 jt equi	トップカルチャー	0.1%	6	17,886	12,688,000

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

大口機関投資家は総じて持分を減らしている傾向がある。海外については特に、バンダイナムコとの絡みで話を受け入れやすいと思うので、この辺を強調した施策がうまく話せると良いと考える。

		保有比率	保有額	株数
バンダイナムコ	関係会社	24.5%	9,071,586,000	5,883,000
ハピネット	会社	8.4%	3,123,012,600	2,025,300
三井住友フィナンシャルG	政策	5.4%	1,993,497,600	1,292,800 ↑
年金積立管理運用	機関投資家	4.8%	1,798,280,400	1,166,200
野村ホールディングス	政策	2.1%	762,827,400	494,700
Idaira Yasuhiko	個人	2.0%	744,786,000	483,000 ↓
ノルウェー中央銀行	機関投資家	1.6%	595,212,000	386,000 ↓
Dimensional Fund	機関投資家	1.5%	552,612,708	358,374 ↓
Vanguard Group	機関投資家	1.5%	550,910,340	357,270 ↑
Bank of New York Mellon	機関投資家	1.3%	474,936,000	308,000 ↓
河合洋	創業者	1.2%	462,600,000	300,000
Happinet Corp	会社	1.1%	413,256,000	268,000
三井住友トラストホールディングス	機関投資家	1.1%	393,826,800	255,400
大和証券	政策	1.0%	353,118,000	229,000 ↑

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。