

2012年2月7日（火）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
佐藤 譲

■収益状況が良好で出店数を上積みの可能性

一般スポーツ、ゴルフ用品の小売チェーンで業界4位。関東以西の中小規模商圏をターゲットに店舗を拡大中。12月29日に発表された2012年8月期の第1四半期（9-11月期）連結決算は売上高が13,126百万円、営業損益が297百万円の赤字となったが、それぞれ期初会社計画の範囲内で着地した。2011年7月に買収したピーアンドディーに関しても、買収後の売上高は順調に推移している。

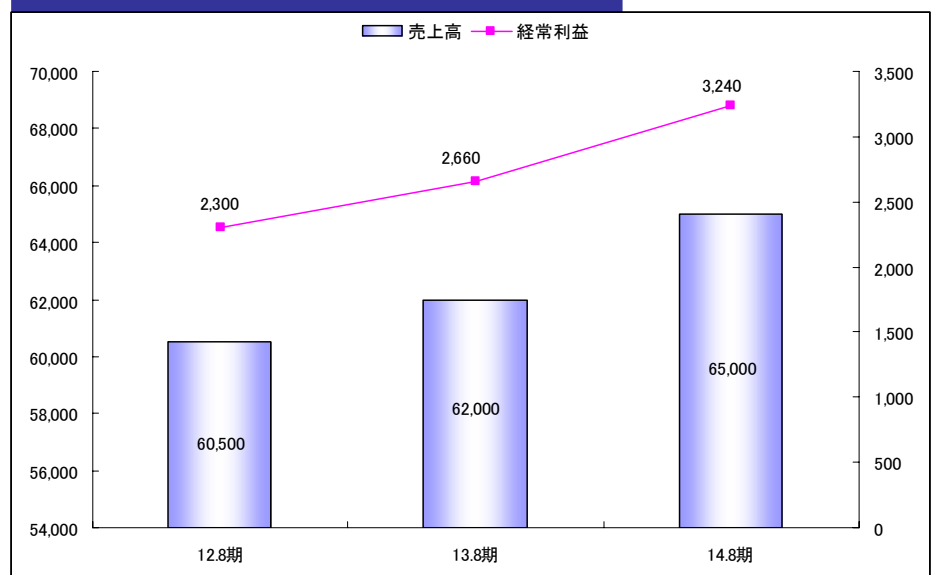
12月の月次全店売上高はヒマラヤ、ピーアンドディーともに前年同月比で10%を上回る伸びを見せるなど好調に推移。ランニングシューズやサッカー関連用品の売上が2011年に引き続き好調に推移しているのが要因だ。とりわけ、首都圏で展開しているピーアンドディーの12月全店売上高は前年同月比で19.1%増と会社想定を上回る好調ぶりを示している。短期間ではあるが買収後に取り組んできた改革の効果が現れているものとみられ、具体的な統合効果が発揮される今後においては、さらなる収益貢献が期待される。

同社は業界で大手3社の一角に入るべく、攻めの戦略を推進中。2012年8月期の新規出店計画は現段階で10店舗を計画しているが、収益状況が良好に推移していることから出店数を上積みする可能性もある。更に、ここ数年強化しているPB商品の売上拡大によって収益性の向上も進めながら、2014年8月期には連結経常利益3,240百万円を目指していく方針だ。会社側による数値でないが、当該数値は一株当たり利益(EPS)で150円程度という試算ができる。

■Check Point

- ・ 第1四半期は新規出店増も含めて会社計画の範囲内で着地
- ・ 2012年8月期はオリンピックというビッグイベントで最高益を更新へ
- ・ 将来的には売上高1,000億円と大手の一角が目標

中期経営計画（単位：百万円）



■会社概要

出店戦略は中小規模商圈で大手とは差別化

岐阜県に本社を置くスポーツ用品の小売チェーン店。店舗は、現在関東以西に展開しており、店舗数は2011年12月末で98店舗。また、2011年7月に子会社化したビーアンドディーを含めると127店舗となる。

同社の出店戦略は、商圈規模で人口10～15万人の中小規模商圈、売場面積としては300-600坪クラスとなり、業界大手のアルペン<3028>やゼビオ<8281>が30万人以上の大規模商圈を対象エリアとしているのに比べて差異化を図っている。また、新規出店の場合には、居抜き物件等も活用して初期コストを抑え、早期投資回収を図っているのが特徴だ。なお、退店に関しても資産効率を重視した同社独自のルールを定め、退店候補を常に明確にし、スクラップ&ビルドを進めている。

店舗網（2011年11月末現在）

全国128店舗
売場面積 220,217m²



■会社概要

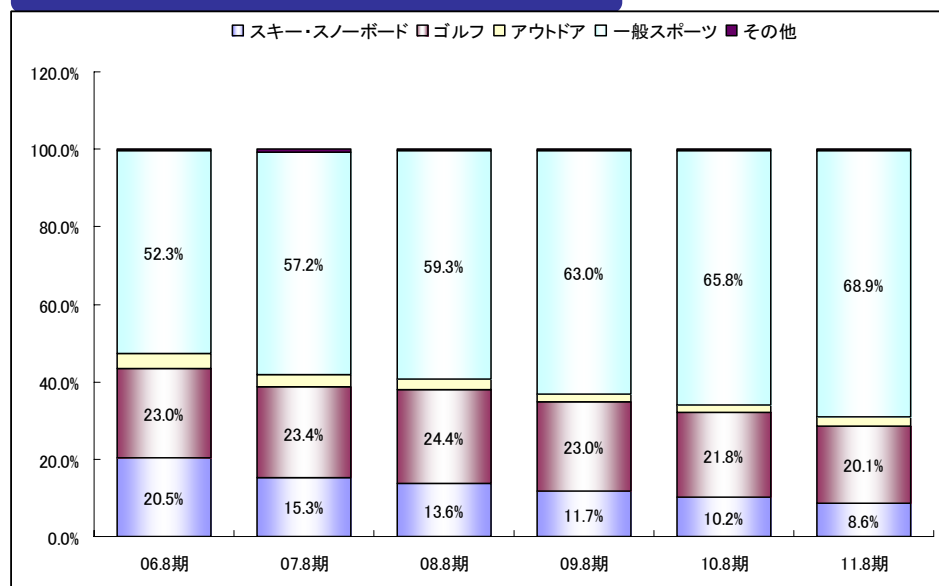
ウィンター用品中心から総合スポーツ用品専門店へ

直近5期間の商品別売上高構成比はグラフの通りで、スキー・スノーボードやゴルフ関連用品の比率が縮小傾向にあり、一方で一般スポーツ用品と区分けしているテニス、野球、サッカー、ランニング等の関連用品の比率が上昇していることがうかがえる。

また、ここ数年業界他社が注力しているプライベートブランド（PB）商品について、同社も強化してきており、売上構成比でも2011年8月期で12%と2年前の8%弱から順調に拡大してきている。PB商品は野球やサッカーの練習用衣服や練習用ボール、その他全ての品種に渡る消耗品など多岐に渡る分野で開発されており、製造に関しては商社を通じて中国等で委託生産を行っている。

PB商品に関しては粗利益率もナショナルブランド商品と比べて高く、全体の収益率向上に寄与している。ちなみに、業界大手のアルペン、ゼビオのPB商品比率は30～40%であり、両社との収益率の差の要因の一つに、PB商品比率の差があると考えられる。換言すれば、同社はPB商品の売上比率を上げることによって、収益率の更なる向上が期待できるわけだ。

商品別の売上高構成



■ 決算動向

新規出店増も含めて会社計画の範囲内で着地

(1) 2012年8月期の第1四半期決算

2012年8月期の第1四半期（9-11月期）連結決算は売上高が13,126百万円、営業損益が297百万円の赤字、経常損益が305百万円の赤字、四半期純損益が267百万円の赤字となった。連結業績の開示は当期からとなるため、前年同期との比較は無い。ちなみに、単独ベースの四半期業績は、売上高が前年同期比5.5%増の11,208百万円、営業損益が264百万円の赤字（前年同期は39百万円の黒字）、経常損益が274百万円の赤字（同40百万円の黒字）、四半期損益が239百万円の赤字（同295百万円の赤字）だった。

増収減益となったが、期初の会社計画と比較すると連結、単独業績ともにほぼ会社計画の範囲内で着地している。減益要因としては、新規出店店舗数が8店舗と前年同期の4店舗と比べて大きく増加し、出店費用など先行投資的な費用が増加したことに加え、ピーアンドディー買収に伴うのれんの償却費19百万円の計上などにより、販売管理費が前年同期比で5億円弱増加したことが主因だ。売上高粗利益率が会社計画値に対してやや悪化しているが、これは10月後半から11月にかけて気候が比較的温暖に推移したことで、防寒衣料等の冬物商品の滑り出しがやや低調に推移したことと、ゴルフ用品市場の売上が計画を下回ったことなどによる。特別損失として101百万円を計上しているのは、12月に退店した水戸店の店舗閉鎖損失引当金99百万円を計上したことによるものだ。

第1四半期の業績（単位：百万円）

	連結			単独		
	実績	計画値	前年比	実績	計画値	前年比
売上高	13,126	13,048	-	11,208	11,167	5.5%
売上粗利益	4,849	4,917	-	4,181	4,266	4.9%
販売管理費	5,146	5,167	-	4,445	4,434	12.6%
営業利益	▲ 297	▲ 249	-	▲ 264	▲ 167	-
経常利益	▲ 305	▲ 260	-	▲ 274	▲ 179	-
特別損益	▲ 101	▲ 37	-	▲ 101	▲ 37	-
四半期純利益	▲ 267	▲ 320	-	▲ 239	▲ 239	-

商品別売上高でみると、主力の一般スポーツやアウトドア商品が好調に推移する一方で、ゴルフ関連商品は景気低迷の影響で低調に推移するなど、分野によって明暗が別れた。アウトドア関連では引き続き中高年層や女性層向けにトレッキング関連商品の売上が増加。一般スポーツ関連では、引き続き健康志向の高まりでランニングシューズが前年同期比14%増と好調に推移したほか、サッカー用品も「なでしこ効果」によりとりわけ女子向けの需要が拡大し、7%超の伸びとなった。

■決算動向

第1四半期の商品別売上高（単位：百万円・単独）

	前年同期	実績	伸び率	計画値	達成率
スキー・スノーボード	395	346	▲ 12.4%	364	95.1%
ゴルフ	2,648	2,508	▲ 5.3%	2,705	92.7%
アウトドア	635	752	18.4%	688	109.3%
一般スポーツ	6,907	7,579	9.7%	7,369	102.8%
その他	39	22	▲ 43.6%	41	53.7%
合計	10,626	11,208	5.5%	11,167	100.4%

第1四半期の商品別売上高（単位：百万円・連結）

	前年同期	実績	伸び率	計画値	達成率
スキー・スノーボード	-	346	-	364	95.1%
ゴルフ	-	2,508	-	2,705	92.7%
アウトドア	-	752	-	688	109.3%
一般スポーツ	-	9,496	-	9,250	102.7%
その他	-	22	-	41	53.7%
合計	-	13,126	-	13,048	100.6%

オリンピックというイベントも最高益を後押しへ

(2)2012年8月期の見通し

2012年8月期の会社側業績予想については、単独ベースで売上高が前期比4.8%増の52,000百万円、営業利益が同4.2%増の2,375百万円、経常利益が同1.8%増の2,315百万円、当期純利益が同69.1%増の1,300百万円と期初計画を維持している。当期純利益の増益率が大きいのは、前期に計上した特別損失955百万円が大幅に縮小するためだ。一方、連結業績は売上高が60,500百万円、営業利益が2,358百万円、経常利益が2,300百万円、当期純利益が1,250百万円となる。ピーアンドディーの業績影響額は売上高で8,500百万円、経常利益で62百万円の上乗せ要因となるが、半面のれんの償却費77百万円（5年均等償却）が計上されるため、利益ベースでは単独を下回る格好となる。

通期業績の推移（単位：百万円）

決算期	営業収益	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS (円)	配当 (円)
08.8期	43,174	15.1%	1,621	76.8%	1,597	69.5%	692	77.0%	57.80	12.00
09.8期	44,257	2.5%	892	-45.0%	909	-43.1%	607	-12.3%	50.70	12.00
10.8期	45,684	3.2%	1,776	99.1%	1,864	105.1%	550	-9.4%	45.90	12.00
11.8期	49,611	8.6%	2,280	28.4%	2,274	22.0%	769	39.8%	64.20	12.00
12.8期(予)	60,500	22.0%	2,358	3.4%	2,300	1.1%	1,250	62.6%	104.30	12.00



■決算動向

2012年8月期の商品別売上見通しに関しては表の通りで、単独ベースでみると一般スポーツ、アウトドア用品が引き続き売上の牽引役となる。販売低迷が続いているゴルフ関連用品では今後市場を見据えた適切な価格対応を進めながら、第1四半期のマイナス分をカバーして計画達成を目指していく方針だ。

商品別売上高（単位：百万円・単独）

	11.8期	12.8期	伸び率
スキー・スノーボード	4,264	4,108	▲ 3.7%
ゴルフ	9,977	10,330	3.5%
アウトドア	3,282	3,408	3.8%
一般スポーツ	31,942	34,073	6.7%
その他	146	81	▲ 44.5%
合計	49,611	52,000	4.8%

同社が毎月公表している月次売上データをみるとグラフの通り、ヒマラヤ店舗は全店ベースで前年同月比の増加傾向が続き、特に12月は10.7%増と2ケタ台の伸びを記録した。ジョギングシューズやサッカー関連用品の好調が持続していることに加え、11月に低調だった防寒衣料品の売上が伸び始めたことも寄与している。既存店ベースでも12月は3.5%増と5ヶ月ぶりにプラスに転じている。

一方、ビーアンドディーに関しては更に好調で、12月は全店ベースで19.1%増、既存店ベースで14.5%増と計画を上回る格好で推移している。ビーアンドディーの売上は約5割がサッカー関連、3割がジョギング関連用品で占められており、最近の需要動向に合った商品構成になっていることが奏功している格好だ。

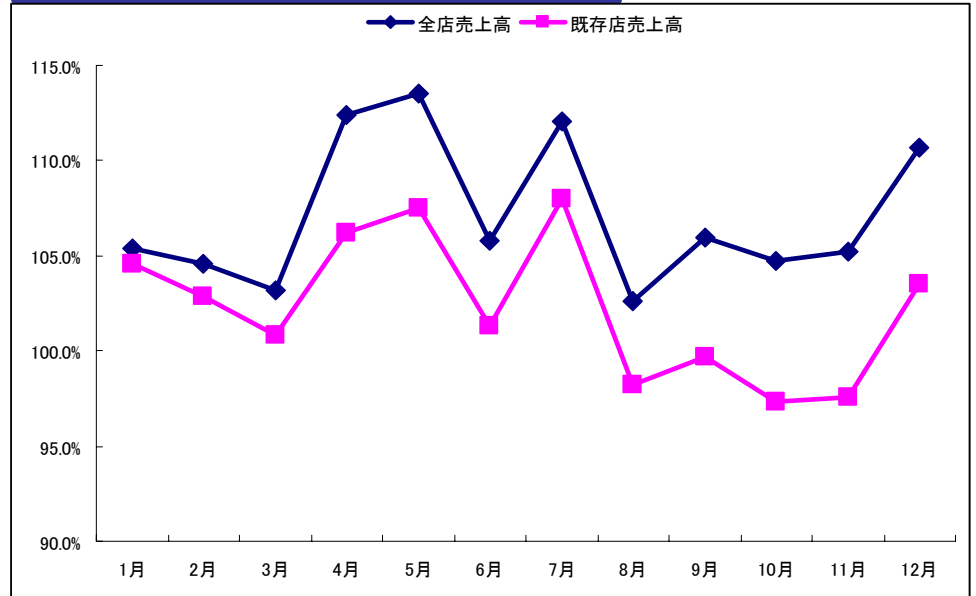
更に、ビーアンドディーの売上が好調な理由として、買収効果も見逃せない。2011年7月の買収以降、社員間同士の交流も深めながらビーアンドディーの改革を進めてきた効果が出ているという。具体的には、個々の店舗、社員ごとに売上などの目標数値を設定し、その目標を達成するために何をすべきか、目的意識を明確化している。まず、計画を策定(Plan)し、実行(Do)に移し、評価(Check)したうえで、改善策(Act)を打ち、次の計画を策定するといった業務改善手法の一つであるPDCAサイクルが上手く回り始めてきている。

ヒマラヤの野水社長によれば、「まだ、ビーアンドディーの経営改革は1合目、情報システムや物流拠点などがヒマラヤと統合される2012年7月以降は、更に買収した効果が顕在化してくる」とみている（現在の物流拠点に関しては、ヒマラヤが愛知県春日井市、ビーアンドディーが福島県伊達郡）。実際、ビーアンドディーは首都圏で駅前の好立地を中心に拠点展開しているだけに、「接客力」を重視したヒマラヤの経営戦略が浸透すれば、売上拡大の余地は十分あると言えよう。

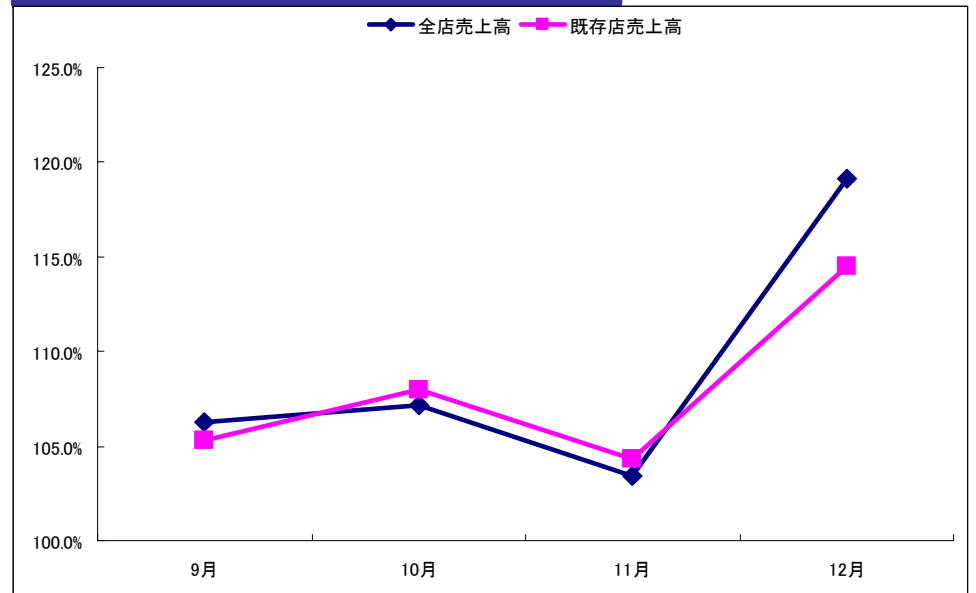
なお、1月の状況に関してはヒマラヤ、ビーアンドディーともに会社計画並みで推移していることから、第2四半期業績に関しても期初計画値の範囲内で推移することが予想される。また、2012年はオリンピックというビッグイベントが控えており、日本選手が活躍すれば、その効果で売上の一段アップも期待できそうだ。

■決算動向

ヒマラヤ月次売上高（2011年）



ビーアンドディー月次売上高（2011年）



■決算動向

新規出店は年度前半でほぼ着手・選定済み

(3)出店計画について

2012年8月期の出店計画に関しては下表の10店舗を予定している。既に11月までに8店舗の出店を終えており、残り2店舗も1店舗は4月に開店予定、もう1店舗は現在候補地を絞っている段階にある。売場面積で比較すると前期末比で9%程度増加する見通しで、今後も年間10店舗ペースで関東以西の中小規模の商圈でドミナント戦略に基づいて出店を進めていく計画だ。なお、2012年1月には「ヒマラヤ アウトドア岐阜店」を閉店する。岐阜市の道路拡張計画の敷地内に入っているため、これに対応し同社では「ヒマラヤスポーツ 本館」を増築して移転する予定にしており、業績への影響は軽微となっている。

一方、ピーアンドディーについては現在、29店舗を首都圏駅前立地で展開しているが、収益状況をみながら将来的には50店舗、売上高で130～150億円程度まで事業規模を拡大していく意向だ。その際には、大阪や名古屋など首都圏以外の大都市圏へ進出する可能性もある。

2012年8月期出店済み・予定店舗

店舗名	所在地	売場面積 (㎡)	時期
ゆめタウンみゆき店	広島県広島市	1,224	9月
蒲郡店	愛知県蒲郡市	1,816	9月
フジグラン宇部店	山口県宇部市	1,201	9月
岡山豊浜店	岡山県岡山市	2,647	10月
柏崎店	新潟県柏崎市	1,450	10月
日田店	大分県日田市	1,913	11月
マーケットシティ桐生店	群馬県桐生市	1,219	11月
日南店	宮崎県日南市	1,243	11月
延岡店	宮崎県延岡市	2,698	4月
新規	未定	-	未定

旗艦店のヒマラヤ本館



■決算動向

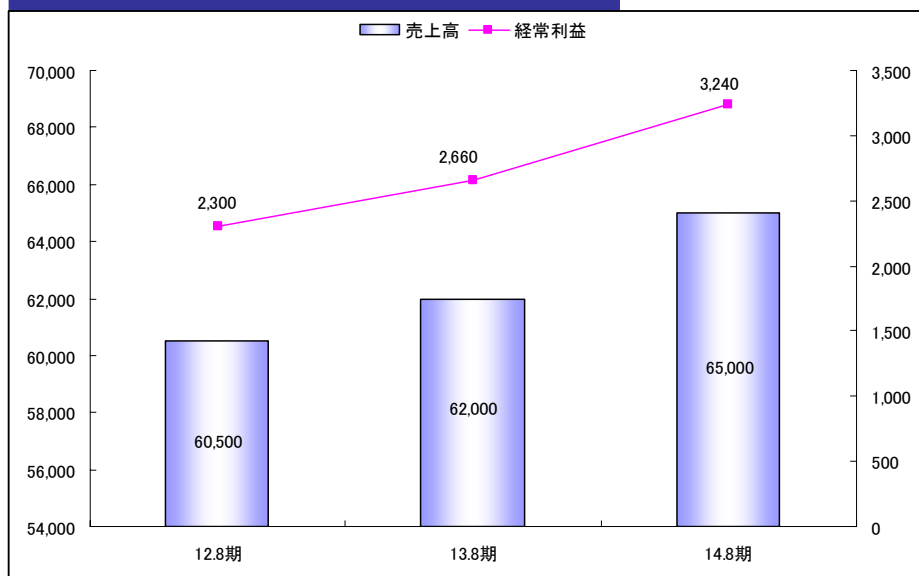
将来的には売上高1,000億円と大手の一角が目標

(4)中期経営計画について

同社は2014年8月期を最終年度とする中期経営計画を立てている。具体的には2014年8月期で連結売上高65,000百万円、経常利益3,240百万円、経常利益率5.0%を目標としている。会社側による数値でないが、当該数値は一株当たり利益(EPS)で150円程度という試算ができる。店舗数としては2011年8月期の120店舗(ビーアンドディー含む)から150店舗まで拡大する。また、将来的には売上高1,000億円を達成し、業界トップ3の一角に食い込むことが同社の目標だ。適正な利潤を得て事業を継続していくためには、業界3位以内でなければ困難であると考えているためだ。

売上高に関しては、現在のスポーツ小売の国内市場規模(約1兆5,000~1兆8,000億円程度)からみれば、同社の売上規模はまだまだ小さく、現在の出店戦略に基づいて着々と店舗拡大をしていけば、中期計画の達成は十分可能とみられる。むしろ、収益状況が順調に拡大すれば出店ペースを加速していく可能性もある。一方、売上高経常利益率5.0%に関しては2012年8月期の予想3.8%に対して1%強の改善が必要となる。この改善ポイントとしては、収益率の良いPB商品の売上比率を高めることや、同グループの強みである「接客力」をさらに活かせる人員・業務オペレーションの効率化の推進、さらにビーアンドディー買収のシナジー効果、三菱商事<8058>との資本業務提携による経営ノウハウの吸収などによって達成可能とみられる。

中期経営計画(単位:百万円)



■ 同業他社比較

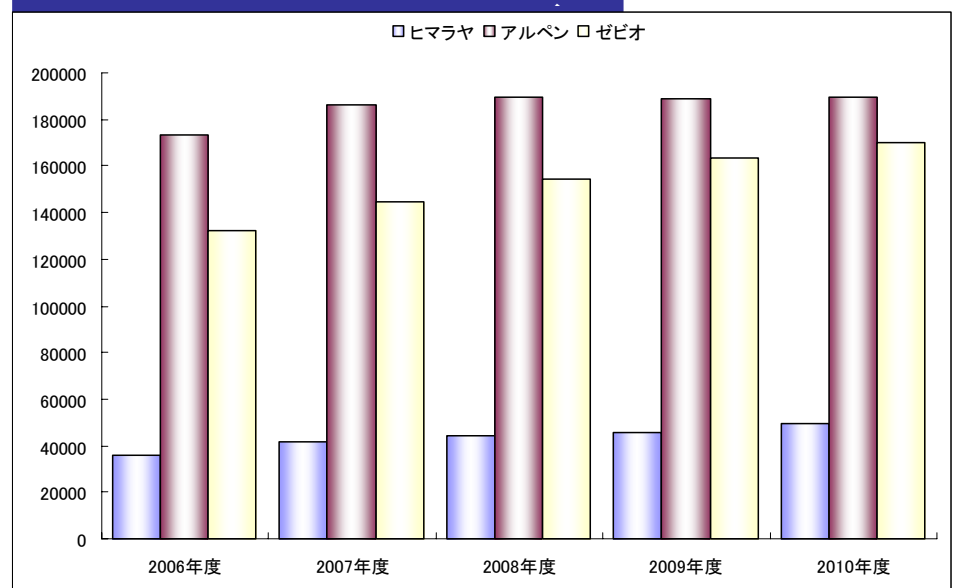
潜在的な売上成長余力とトレンドに合った商品構成

最後に、同業大手のアルペンやゼビオとの比較について簡単にみてみたい。まず、売上高や店舗数の直近5年間の推移だが、グラフにみられるように同社の売上及び出店店舗数はまだ大手2社と格差があるものの、出店店舗数では大手2社は300店舗台に乗せてから足踏みしている状態にある。これは、大規模商圏での出店余地が少なくなってきたことの表れであり、逆に言えば中小規模商圏を対象とする同社にはまだ出店余地が大きく残されている。この点では、同社の潜在的な売上成長余力も大きいとも言えよう。

都道府県別売上構成比のトップ5をみると、ゼビオが首都圏と発祥地である福島、アルペンが本社のある愛知と関西圏といったように比較的大都市圏の構成比が高いのに対して、同社は本社のある岐阜とその隣の愛知を除けば山口や岡山など中規模経済圏である西日本で上位を占めているのが特徴となっている。ただし、同社は買収したビーアンドディーを加算すると、直近では首都圏の売上構成比が上昇している。

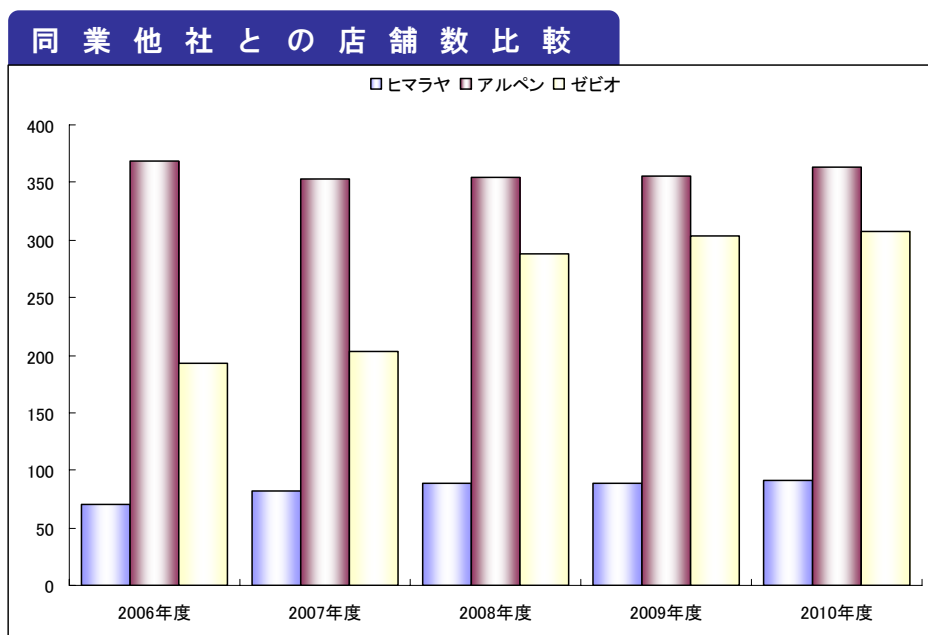
次に、商品別売上構成比でみると、同社はゴルフ関連の売上構成比が相対的に低くなっていることがわかる。昨今の景気低迷下でゴルフ関連需要の低調が続いていることを考えると、同社は大手2社に対してより良い市場トレンドに合った商品販売構成を有しているとも言えよう。

同業他社との売上高比較（単位：百万）



※ヒマラヤは8月、アルペンは6月、ゼビオは3月決算

■同業他社比較



※ヒマラヤは8月、アルペンは6月、ゼビオは3月決算

都道府県別の売上構成比上位5 (2010年度)

	ヒマラヤ		アルペン		ゼビオ	
1	岐阜	10.8%	愛知	11.9%	東京	18.8%
2	愛知	8.9%	兵庫	6.8%	北海道	9.1%
3	山口	8.4%	大阪	6.0%	福島	6.6%
4	福岡	7.4%	北海道	5.1%	千葉	6.0%
5	岡山	6.0%	福岡	4.8%	神奈川	6.0%

商品別の売上構成比 (2010年度)

	ヒマラヤ	アルペン	ゼビオ
スキー・スノーボード	8.6%	9.3%	10.2%
ゴルフ	20.1%	34.5%	24.4%
一般スポーツ	71.0%	54.9%	61.0%
その他	0.3%	1.4%	4.4%



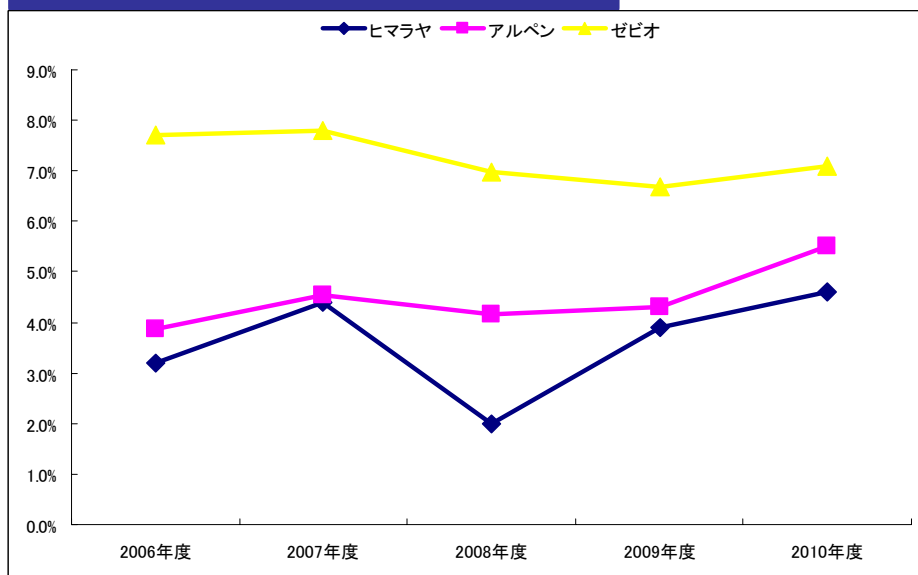
■同業他社比較

規模拡大とPB比率の向上で利益率は更なる改善も

収益性の比較においては、直近5期間の売上高営業利益率では、ゼビオが平均7.3%、アルペンが4.5%であるのに対して、同社は3.6%と相対的に低い水準で推移している。これを売上高原価率、販売管理比率でわけると原価率ではアルペンが最も低く、次いで、ゼビオ、同社、販売管理比率ではゼビオが最も低く、次いで同社、アルペンの順となっている。

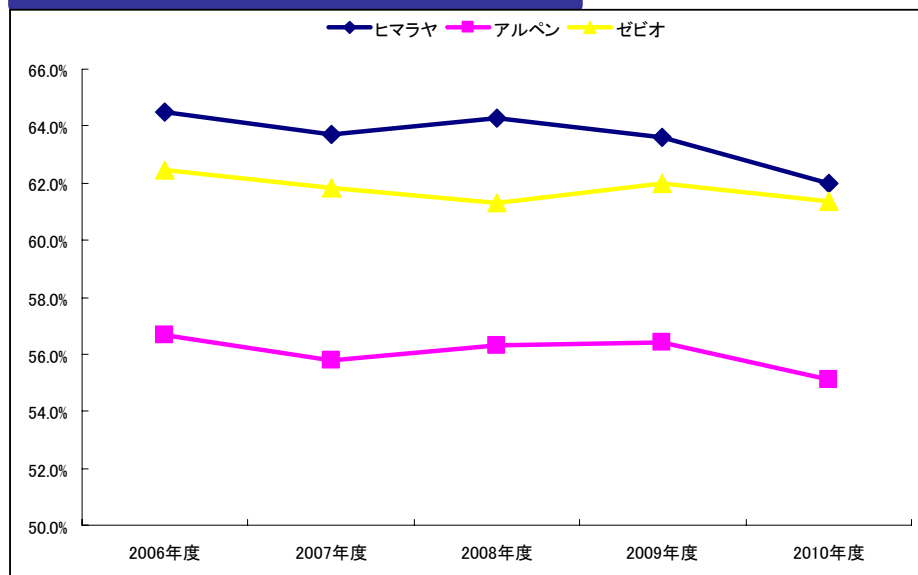
売上原価はほぼ商品仕入高となるため、いかに利益率の良い商品を販売するか、また在庫ロス無くしていけるかが原価率改善のポイントとなってくる。もちろん、仕入れ価格をいかに低く抑えることができるかといった価格交渉力も重要で、そのためには販売力を背景とした強い仕入力（バイイングパワー）も必要となってくる。更には、利益率の良いPB商品の構成比をいかに高めるかも重要な戦略となっている。

売上高営業利益率の比較



※ヒマラヤは8月、アルペンは6月、ゼビオは3月決算

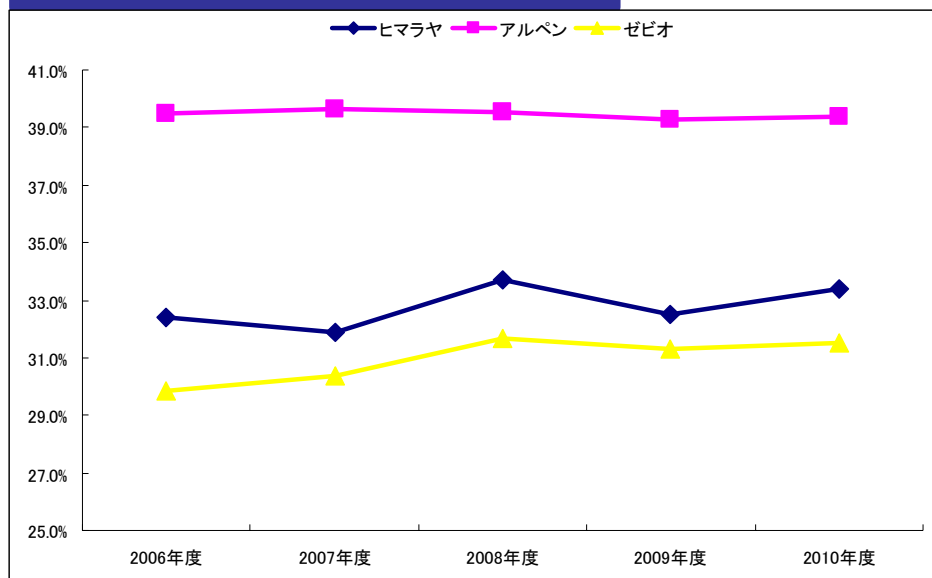
売上高原価率の比較



※ヒマラヤは8月、アルペンは6月、ゼビオは3月決算

■同業他社比較

売上高販売管理の比較



※ヒマラヤは8月、アルペンは6月、ゼビオは3月決算

同社では現在、PB商品の売上構成比が12%程度と大手2社が30~40%であるのに対して、かなり低い水準に留まっている。この点に関して、同社でも経営課題として認識しており、現在PB商品の開発販売強化を進めている段階にあり、2011年に資本業務提携を結んだ三菱商事のサポートも得ながら、PB商品の売上高構成比率を早期に20%に引き上げる方針だ。また、価格交渉力で必要となってくるバイニングパワーの点においてもピーアンドディーの買収によって、今まで以上に強化できるものと考えられる。

また、在庫効率を見る指標である在庫回転率をみると、5年前までは3社とも2.5倍とほぼ同水準であったが、ここ数年の動きを見ると大手2社が殆ど変わっていないのに対して、同社は3.2倍と改善しており、在庫削減による原価改善も進んでいるといえる。

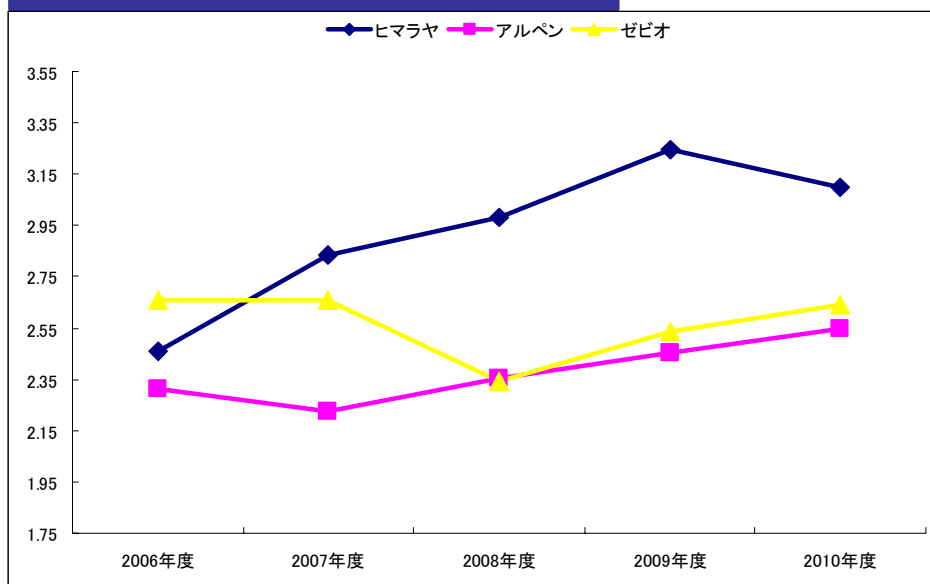
こうしたPB商品の販売強化、在庫削減の推進などの効果によって、同社の原価率は直近2期間で改善傾向が続いているとみられる。2012年8月期についてみれば、買収したピーアンドディーとの統合効果がまだフル寄与しないことから、一時的に原価率は悪化する可能性はあるものの、同社では今後もこうした施策を継続していく方針であり、買収効果も含めて原価率の更なる改善が期待できよう。

一方、売上高販売管理比率は、同社はここ数年33%前後とゼビオに対しては2ポイントほど高くなっている。直近年度で見れば、広告宣伝費で1.3%、人件費で0.8%、賃借料で1.8%ほど高くなっている。

このうち賃借料については、物件を購入するか賃借するかによって変わってくることから、あまり他社比較は有効ではないが、人件費比率については、今後改善していく方針を持っている。組織の見直しやワークフローの見直しを行うことにより、従来は正社員が行っていた工程を非正規社員に分担する等して、一人当たりの生産性を向上していく方針だ。

■同業他社比較

在庫回転率の比較(売上原価÷期末在庫)



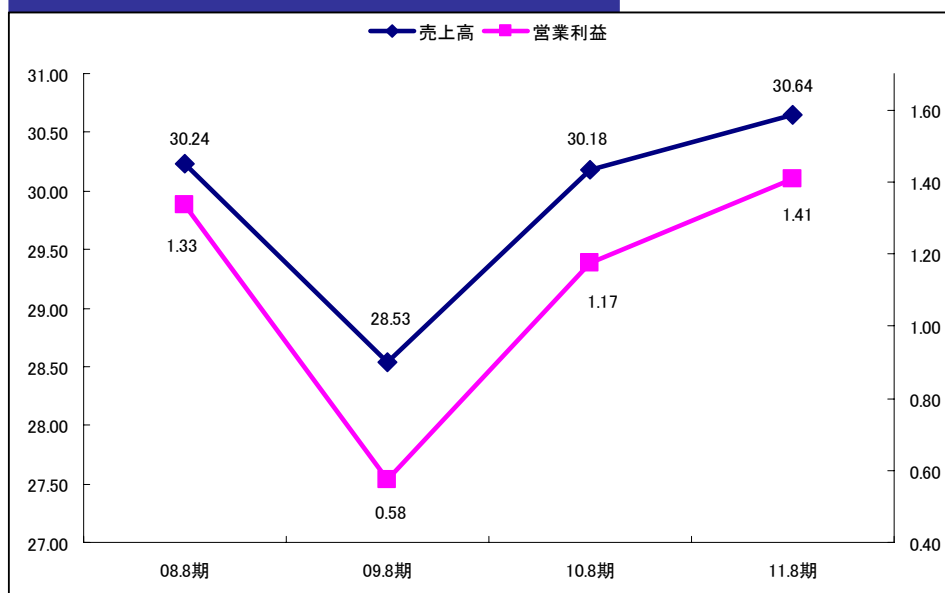
※ヒマラヤは8月、アルペンは6月、ゼビオは3月決算

今後の潜在成長余力は大きい可能性

ちなみに、各社別の従業員一人当たり売上高、営業利益でみると、売上高に関しては同社が最も高く、営業利益に関してはゼビオが高くなっている。前述した作業分担の見直しを進めるほか、利益率の良いPB商品の売上構成比を上げること、仕入れコストや物流コストなどの低減を進めることなどによって、営業利益の水準でも今後ゼビオをキャッチアップしていくものと思われる。

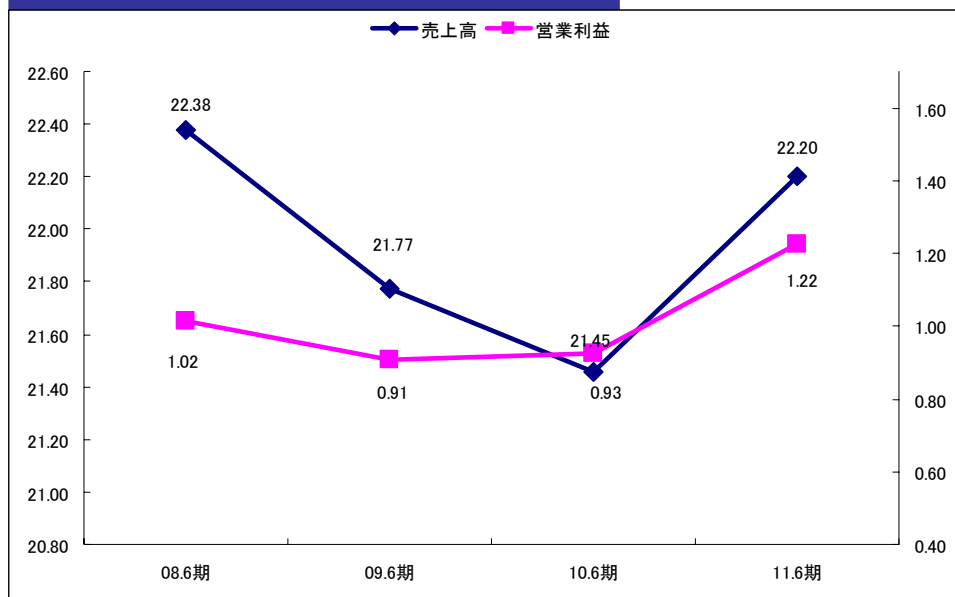
以上のように現段階の利益率水準では大手2社よりも相対的に劣るものの、今後の潜在成長余力は大きく、逆に業績変化の度合いで見れば同社は3社の中で最も期待できる会社と見て取れ、今後の動向が注目されよう。

ヒマラヤ従業員一人当たり生産性(単位:百万円)

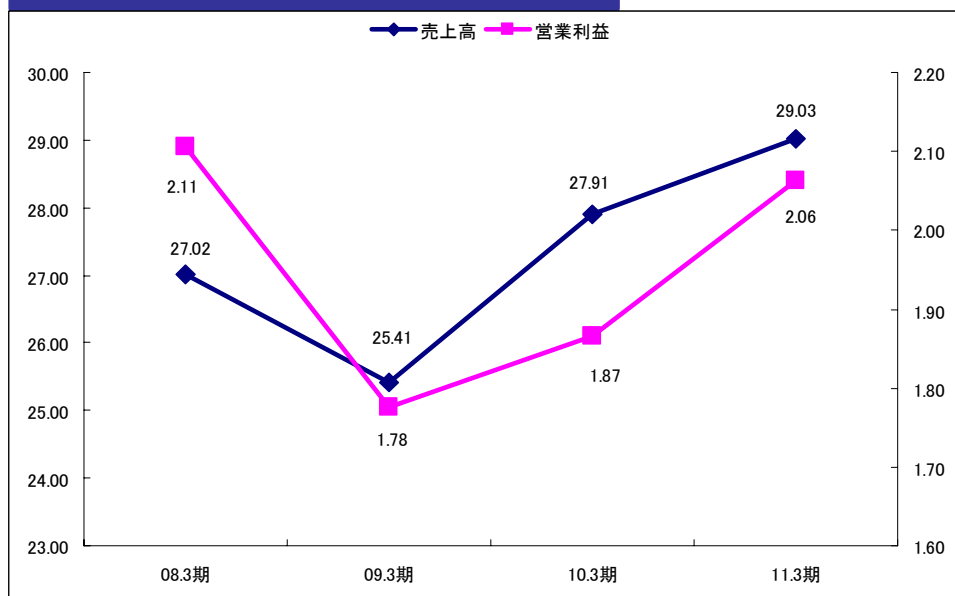


■同業他社比較

アルペン従業員一人当たり生産性（単位：百万円）



ゼビオ従業員一人当たり生産性（単位：百万円）



ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い致します。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ