

白鳩

3192 東証ジャスダック

2014年11月17日(月)

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
浅川 裕之

■ 業務プロセスを磨き上げインナーウェアの EC 化に成功

白鳩<3192>はインナーウェア(下着類)に特化したEコマース(EC、インターネット通販)企業。取扱商品は約180社の10,000超アイテム(色・サイズ別では約15万種類)と、圧倒的な品揃えを誇っている。また配送のスピードや丁寧な梱包なども評価され、年率20%以上の成長を続けている。

Eコマース(インターネット通販)の参入障壁は低く、個人も含めて容易に参入可能だ。インナーウェアという商材も、ごくありふれた商材であり、アウター類に比べて価格も全般的に低い。しかしこの2つが結びついて「インナーウェアのEコマース」という事業形態になると、急に事業の難易度が上がる。結論を言えば、この業態は「手間がかかり、煩雑でありながら低効率・低採算」に陥りやすい。同社はそれを、業務の各プロセスの隅々まで徹底的に磨き上げ、差別化に成功した。

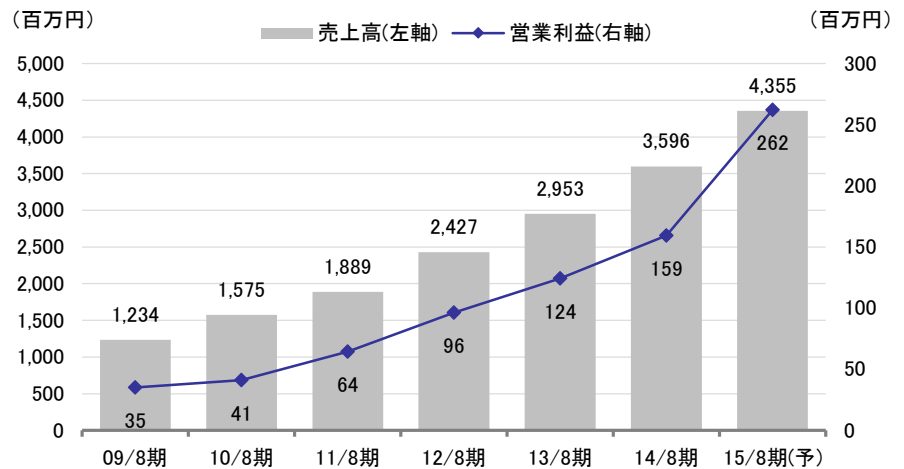
中期成長性も高い。国内は人口構造や生活水準の面から成熟市場と見られがちであるが、Eコマース化という点では成長途上にあり、同社はその恩恵を享受できている。また、もう1つの成長エンジンとして海外市場の成長もある。海外向けサイトのみならず日本語サイト経由で注文する越境注文なども増加している。現時点では海外向け売上高は全社の3%程度にとどまっており、アップサイド・ポテンシャルは高いと想定される。さらには、メンズ市場やシルバー市場も成長余地が大きい分野として残されており、成長シナリオは豊富な状況にある。

株主還元も今後は期待できそうだ。同社は2014年8月期末に初配当を実施した。今後も配当性向30%を目安として安定的・継続的に配当を行っていく方針である。また、株主還元についても前向きな姿勢を示しており、現在は内容の詳細を検討中である。同社は自社でインナーウェアという身近な商品を扱って年間70万人超の実稼働顧客、約54万人の会員を抱えている。そうした顧客が同時に株主でもあれば、事業面でもさらにシナジーが期待できる。今後発表されるであろう株主優待策はそうした顧客の株主化を促すものになるのではないかと弊社ではみている。

■ Check Point

- ・靴下の職域販売から、通信販売、店舗販売を経てネット通販へ
- ・圧倒的アイテム数、在庫管理・発送ノウハウで顧客満足度を向上
- ・15/8期は増収増益見通し、OEM品の拡充で利益率確保を図る

業績推移



■ 会社概要

靴下の職域販売から、通信販売、店舗販売を経てネット通販へ

(1) 沿革

白鳩は、1965年10月に現代表取締役社長の池上勝(いけがみまさる)氏が靴下の職域販売事業を創業したことに始まる。創業から1年半後に靴下の仕入先であった白鳩ナイロン社が倒産したものの、池上氏は独自に靴下の仕入れルートを開拓し、靴下販売を続けた。その後、顧客の要望を受けて下着の販売も手掛けて業容を拡大し、1974年に(株)白鳩を設立した。

同社はその後、カタログ通信販売事業へと進出したが、大手企業の参入による競争激化でカタログ通信販売事業から撤退し、店舗展開へと舵を切った。第1号店の「藤ノ森店」は1980年に出店していたが、1984年に京都駅前の「アバンティ店」の出店で経営の軸足を店舗販売へと一気に移っていくことになる。

1995年、池上氏は異業種交流会でインターネットショップを知り、その可能性を感じ取った同氏はすぐに自社サイトを開設しインターネット通販に乗り出した。開設からしばらくは開店休業状態が続いたが、1999年に「楽天市場」に出店したのを契機に売上が急速に伸び始め、ほどなくインターネット通販が売上の中核を占めるようになった。

その後、店舗はアバンティ店をアンテナショップとしての位置付けで残すほかはすべて閉鎖し、インターネットショップは自社サイトと楽天サイトに加えて、「Yahoo!ショッピング」「ビッダーズ(現・DeNAショッピング)」「Amazon」などに順次出店。また海外向けサイトも中国、シンガポール、インドネシア等を対象に複数店オープンして現在に至っている。

株式市場には、2014年4月に東京証券取引所JASDAQ市場に上場した。

沿革表

1965年10月	京都市伏見区で創業。靴下の職域販売を開始
1974年 8月	衣料品等の販売を事業目的として株式会社白鳩を設立
1976年 3月	靴下の通信販売を開始
1984年 3月	アバンティ店(京都市南区)を開店
1995年10月	自社サイト(本店サイト)にてインターネット通信販売事業を開始
1999年11月	「楽天市場」へ出店
2001年 7月	自社開発の基幹システム「楽らく通販システム」を導入
2005年 3月	携帯公式サイトオープン 「Yahoo! ショッピング」へ出店
2006年 6月	「ビッターズ」(現・DeNA ショッピング)へ出店
2009年 8月	「Amazon.co.jp」へ出店
2011年11月	現在地に新社屋及び配送センター完成、移転 Twitter と Facebook の公式サイトオープン
2012年 8月	本店スマートフォン公式サイトオープン
2012年10月	「Rakuten BELANJA ONLINE」(インドネシア)へ出店
2013年 6月	「Qoo10」へ出店
2013年 7月	「天猫国際」(Tmall.hk)(中国)へ出店
2014年 2月	「Rakuten.com.sg」(シンガポール)へ出店 本店グローバルサイト(自社サイト)オープン
2014年 4月	東京証券取引所 JASDAQ 市場へ上場
2014年 9月	「Qoo10 - Singapore」へ出店

自社配送センターからの配送により品質とスピードを確保

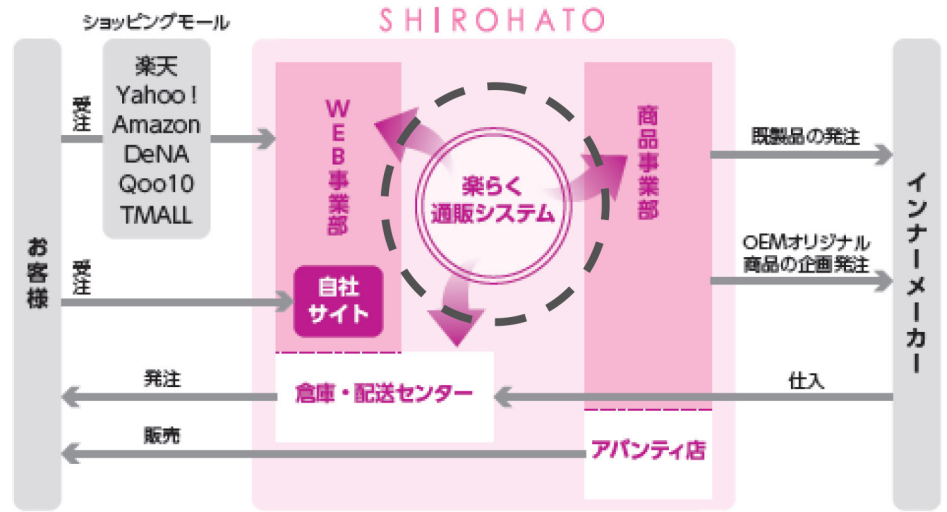
(2) 事業モデル

同社の事業は前述のとおり、インターネットを通じたインナーウェア(下着類)の販売でありその事業構造はシンプルだ。同社は製造にはかかわらず、インナーウェアメーカーから商品を仕入れ、インターネット経由で入ってくる消費者の注文に応じて販売している。

「下着のインターネット販売」といっても、その事業構造の在り方としては様々なパターンが存在し得る。同社の事業構造の主要なポイントとしては、以下の点を挙げることができる。これらのポイントは後述するように、同社の競争力の高さや、他社がこの事業に参入・定着することの難しさと、密接な関係がある。

1. 販売経路: 自社サイトの他に様々なインターネット・モールに積極的に出店し、顧客への露出度を高めると同時に、顧客の利便性を確保
2. 商品戦略: 国内外の約180社の10,000超アイテムという、他に類のない豊富な品揃えで顧客の選択肢を広げ、さらに色・サイズのバリエーションの充実で満足度を高める
3. ロジスティクス: 自社で在庫を保有し、自社配送センターから配送することで、配送の品質とスピードを確保
4. 仕入、販売(受注、発送)、顧客管理、在庫管理、資金管理、サイト制作同期など、同社の業務のすべてを一元的に管理できる社内システム「楽らく通販システム」を自社開発

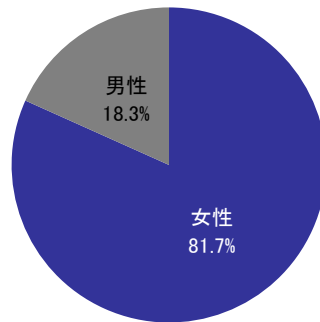
事業概要図



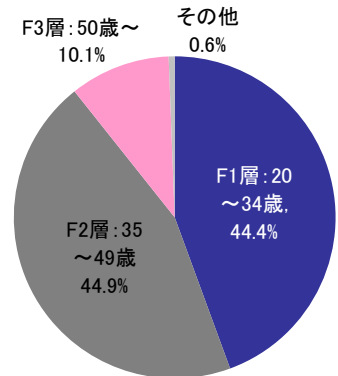
出所：会社資料

顧客の属性や年齢構成、アイテム別内訳、などはグラフのようにになっている。男女別では女性が約4分の3を占めており、女性客の年齢構成比では、F2層（35～49歳）の構成比が高いのが目立つ。サイト別では楽天市場が約半分、自社本店サイトが約4分の1となっている。アイテム別ではファンデーション（ブラジャー類）が過半を占めている。

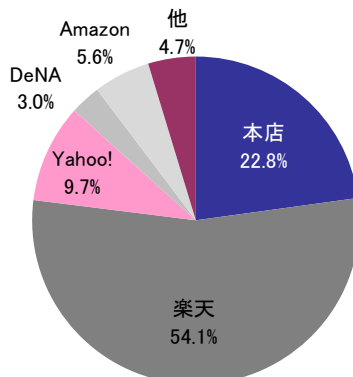
男女別売上構成比



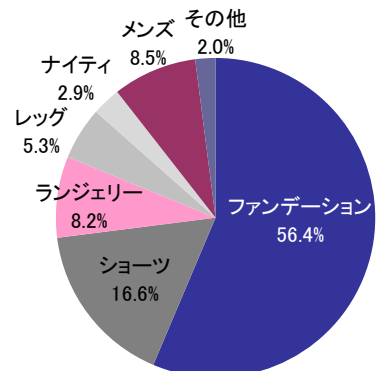
女性顧客年齢構成比



サイト別売上構成比



アイテム別売上構成比



圧倒的アイテム数、在庫管理・発送ノウハウで顧客満足度を向上

インターネットが広く普及した現在、Eコマースは個人も含めて誰にでも参入が容易な業態となっている。しかしこれまでのところ「インナーウェアに特化したEコマース企業」としての有力な競合相手は現われていない。また、大手のEコマース企業がインナーウェアを取り扱っている事例は多いものの、同社を脅かすほどの事業規模には成長しきれないケースがほとんどだ。結局、同社の事業ドメインは「参入障壁が高い」という状況となっている。

この理由について弊社では以下のように考えている。すなわち、同社が扱うインナーウェアは商材として決して特殊なものではなく成熟したものである。しかし、インナーウェアとアウターウェアとでは、特性が大きく異なる。この特性の違いは、両方の商品を同時に扱う場合に、業務の効率性を著しく低下させてしまう可能性をはらんでいる。解決することは不可能ではないにしても、費用対効果などを考慮した場合、大手企業といえどもインナーウェアの販売に強くコミットできないことが現在の競合状況につながっている。

インナーウェアとアウターウェアの特性比較

	商材としての特性				インターネット通販における特性			
	平均的な価格	ファッショントレンドの影響	天候・季節要因	定番商品	売上の変動性	容積コスト	在庫管理コスト	バーコード管理コスト
インナーウェア	低い	小さい	小さい	多い	低い	小さい	大きい	大きい
アウターウェア	高い	大きい	大きい	少ない	高い	大きい	小さい	小さい

同社の強みは、インナーウェア販売のEコマースとの相性の良さを見抜いて、その事業モデルを着実にかつ丁寧に磨き上げてきた点にあると考えている。磨き上げてきたポイントは仕入から販売、在庫管理、ひいてはサイトの制作など多岐に渡るが、そのいずれもが同社の持つ競争優位性を完成させるためには必要不可欠なものであったと言える。同社はインナーウェアに特化しているが、それは同社の体力や過去に培った商材への知見といったことを考えれば、必然だったと弊社では考えている。以下に、同社の強みを理解する主要なポイントについて記載する。

(1) 商品の仕入れと品揃え

同社は約180社と取引し、10,000超アイテムの品揃えを誇っている。これらの中には国内のほぼすべてのインナーウェアメーカーに加えて、インポート・ブランドも数多く含まれる。以下の表にあるように、同社の10,000超というアイテム数は、競合他社の中で最大のアイテム数を扱う企業との比較においても約2.5倍という圧倒的な差がある。顧客からすればより多くの選択肢があり、商品を選ぶ楽しさがより増幅される。この点が同社のサイトを訪れる最大の動機付けとなっていると考えられる。

インナーウェア販売競合各社の取扱い品番数

	総品番数	インナー類品番数
白鳩	10,874	10,874
A社	24,436	4,258
B社	44,431	3,855
C社	22,089	2,636
D社	6,917	1,238
E社	1,626	1,626
F社	1,048	1,048

(2) Eコマースの利点を極大化

同社はかつて、カタログ通販を手掛けていたが、大手企業の参入もあって撤退した経験がある。その直接の理由は資本力の差であるが、資本力が重要となる理由はカタログの製作費及び郵送費にある。カタログという制約があるため、取扱アイテム数も制約を受けることになる。しかしインターネット通販ではカタログで避けられない物理的な限界をほぼ払拭できる。サイト製作の初期費用はもちろん多額の資金を要するが、その後のメンテナンス費用やアイテムの追加費用などは、カタログ製作に比べてはるかに少ない。アイテム数が増えれば増えるほど、1アイテム当たりのサイトの費用は小さくなっていくため、いわゆるスケールメリットを得やすい構造となっている。カタログ通販とはそこが決定的に異なっている。

(3) 販路を最大限に拡大して、あらゆるルートからの受注の取り込み

同社は自社サイトのほかに、楽天市場やAmazonなど、内外の有力なインターネット・モールのほぼすべてに出店している。モールや対応デバイスによって各サイトの微修正は必要となるが、サイトの基本的な構成は同じであり、ここでもインターネット通販ならではの効率性の追求に成功している。

白鳩の出店サイト一覧

国内市場向け			海外市場向け	
	PC サイト	スマホ / 携帯		
白鳩本店	○	○	本店グローバル店	
楽天市場レディース店	○	○	Tmall グローバル店	
楽天市場メンズ店	○	○	楽天シンガポール店	
Yahoo! ショッピング店	○	○	楽天インドネシア店	
Amazon 店	○	○	Qoo10 (シンガポール)	
Qoo10 店	○	○	実店舗	
DeNA ショッピング店	-	○	アバンティ店 (京都駅前)	
白鳩本店携帯公式サイト	-	○	その他	
			facebook (白鳩、楽天市場)	
			twitter (白鳩、楽天市場)	

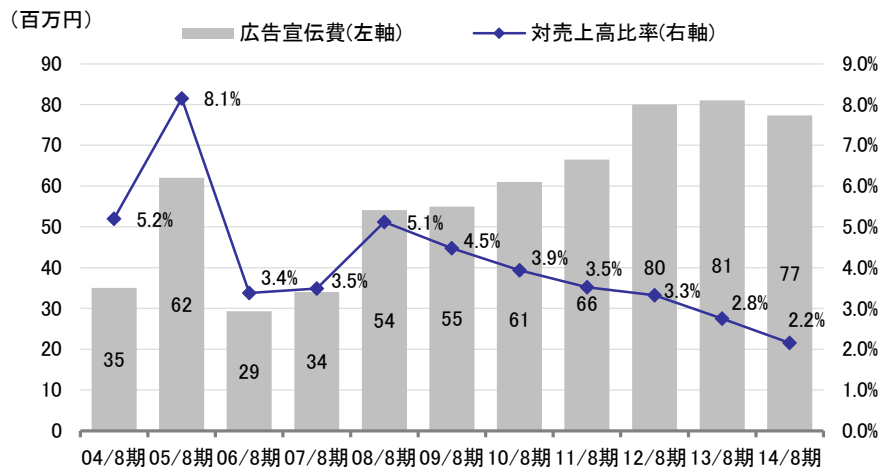
(4) 在庫管理と発送のノウハウを確立

同社の扱う10,000超アイテムという数は、サイズ別や色別に分けると合計約15万点種類にも及ぶことになる（商品の種類としては、アイテム数の約15倍になるということ）。競合他社が同社並みの取扱アイテム数・商品種類に追いつけない大きな理由は、この膨大な種類数が大きな壁となっている。また、インナーウェア業界特有の商慣行として、商品のバーコード管理が浸透しておらず、商品の約4割にはバーコードが付いていない。こうした状況にあっても大量の在庫をきちんと管理し、ミスなく発送するには、人手に頼らざるを得ないの言うまでもないが、より少ない人数で確実に素早く処理するノウハウが不可欠だ。

同社は、カタログ通販時代の経験に独自のアイデアを加えて改良を重ねた結果、現在では繁忙期を除き、15時までの受注分は当日発送にまで短縮化することに成功している。この結果、日本のかなりの地域の顧客が翌日の受取が可能となり、これが消費者への「感動」を届けることや顧客満足度の向上へとつながっている。

在庫管理と発送作業は、競合他社にとっては新規参入や業容拡大のハードルとなっているが、同社は逆に、顧客に感動を与えて自己を差別化する要素へと昇華させることに成功している。

売上高に占める広告宣伝費の推移



広告宣伝費に頼らない集客を実現できている要因について、同社では顧客による高い評価にあると自己分析している。これまでの実績を見ると、売上高の約半分を占める楽天市場において、2013年まで7年連続でショップ・オブ・ザ・イヤー（インナー・下着・ナイトウェアジャンル部門）を受賞している。また、2014年10月28日現在の楽天市場での店舗総合評価は4.60で、この評価レベルは、楽天市場へ出店する約42,000店舗の内の受賞店舗の中でもわずかに26店舗しか存在しない。同社の店舗が高評価を獲得できている理由は、豊富な品揃えもさることながら、配送時間のスピードや丁寧な梱包作業、誤配送の少なさなどが大きな要因であると弊社では考えている。

■ 中期成長性の考察

国内Eコマース市場は成長途上、市場成長を上回る可能性も

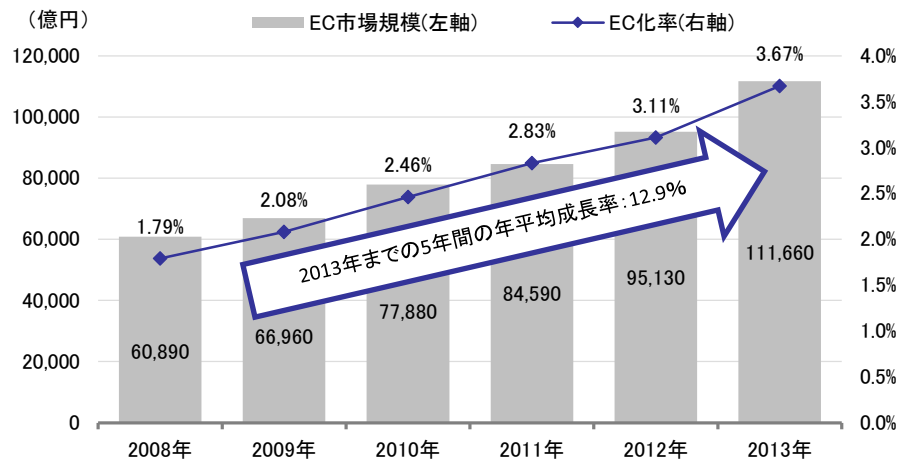
同社は、いわゆる中期経営計画や、中期業績目標といったものを明示していない。しかし、大まかに中期的な収益拡大の方向性として、「20%成長を継続して売上高10,000百万円」を当面のターゲットとして掲げている。

同社の2014年8月期までの過去5年における売上高の年平均成長率は23.8%だった。同社が掲げる「売上高20%成長の継続」というのは、この過去実績から来ている。2015年8月期の会社予想売上高4,355百万円をスタートとして毎年20%成長すると、2020年8月期の売上高が10,836百万円となり10,000百万円を突破することになる。弊社では、同社の掲げる中期収益目標の実現可能性は十分に高いと考えている。その理由は以下のとおりだ。

(1) 衣料品のEコマース化率の上昇による成長

日本の人口はすでに減少トレンドに入っており、インナーウェアの市場も成熟している市場であるため、市場規模拡大というシナリオを描くことは難しい。しかし、同社が属するEコマース市場という観点から見れば、Eコマース市場はまだ成長途上にある。経済産業省による電子商取引に関する調査によると、2013年のEコマースの市場規模は11兆1,660億円で、過去5年間の年平均成長率は12.9%と2ケタ成長を続けているが、Eコマース化率は3.67%にとどまっている。

日本のEコマース市場規模の推移



出所: 経済産業省「平成25年度我が国経済社会の情報化・サービス化に係る基盤整備(電子商取引に関する市場調査)報告書

下着を含む衣料品のEコマース化率はさらに低く、2013年で1.65%という水準にある。しかしこのEコマース化率は、今後加速する可能性が高いと弊社では考えている。ファーストリテイリング<9983>のEコマースへの本格参入の動きなどはこの流れに沿ったものと言えよう。そうなるとインナーウェア市場全体では横ばいだとしても、同社が主戦場とする「インナーウェアのEコマース市場」は2ケタ成長が続くと期待される。上記経済産業省による調査では、「衣料・アクセサリ小売業」のEコマース売上高は2011年に28.6%、2012年に21.5%、2013年に25.7%の成長を記録した。

前述のように、同社はインナーウェアのEコマース市場では他社に対して高い競争優位性を有しているため、こうした市場の伸びが同社の売上高にストレートに反映されるだけでなく、むしろ同社の売上成長は市場の成長をアウトパフォームする可能性が高いと考えられる。

主要小売業のEコマース化率

業種	2010年		2011年		2012年		2013年	
	EC市場規模(億円)	EC化率(%)	EC市場規模(億円)	EC化率(%)	EC市場規模(億円)	EC化率(%)	EC市場規模(億円)	EC化率(%)
総合小売業	16,110	4.18%	17,820	4.74%	18,910	5.05%	22,000	6.39%
衣料・アクセサリ小売業	1,120	0.88%	1,440	1.12%	1,750	1.33%	2,200	1.65%
(前年比伸び率)			28.57%		21.53%		25.71%	
小売業								
食料品・小売業	4,360	0.71%	5,320	0.85%	6,050	0.96%	7,060	1.08%
自動車・パーツ小売業								
家具・家庭用品小売業	12,220	3.47%	12,460	4.08%	14,260	4.29%	16,480	4.84%
電気製品小売業								
医療化粧品小売業	3,120	2.85%	4,200	3.64%	5,010	4.02%	6,030	4.56%
スポーツ・本・音楽・玩具小売業	3,330	2.14%	3,670	2.46%	4,000	2.74%	4,670	3.26%

海外サイトに出店、海外からの注文にも対応できる体制を整備

(2) 海外市場の成長

同社はこれまでに、中国・アリババグループの「天猫国際(Tmall)」や楽天の海外向けモールなどを通じて、海外顧客を対象にしたサイトを出店してきている。2014年10月現在では、中国・香港・シンガポール・インドネシアが現地サイトの対象地域となっている。それに加えて、2014年2月には、自社運営のグローバルサイト(中国語・英語)を開設した。現状では、同社は海外顧客向け発送も京都の本社配送センターから行っているため、注文ルートがどうであれ、収益への差はない。

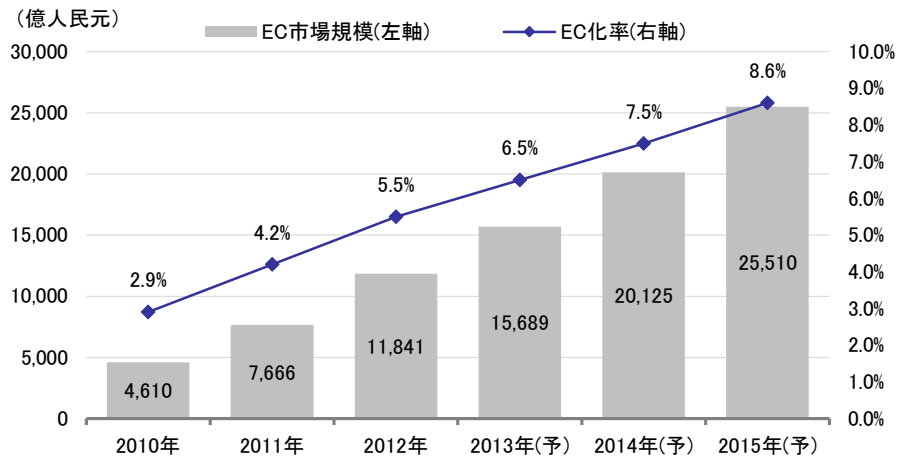
2014年11月17日(月)

同社の海外顧客向け売上高は直近でも3%以下にとどまっている。しかし、伸び率は国内向け売上高の伸びを大きく上回っており、前年同月比で倍増という月も珍しくない状況にある。

海外顧客を国・地域別に分類すると、中国・台湾・シンガポールなどの東アジアの顧客が全体の約80%を占めている。米国・オーストラリア・イギリス・フランス等が約15%、その他が約5%という内訳だ。同社は、体格や骨格の違いなどを考慮して、海外市場については「東アジア」にフォーカスして今後もマーケティング活動を行う戦略だ。東アジアは時差が小さく、メールやチャット対応もしやすいという側面もある。現在15%を占める欧米地域からの注文も、現地在住の日本人あるいはアジア人からの注文が主体となっているとみられる。

東アジアの中でも同社が特に期待を寄せるのは中国だ。経済産業省の調査によれば、中国のEコマース化率は日本よりも高く、Eコマース市場規模の成長率も遥かに高くなると予想されている。同社は中国語サイトを整備し、問い合わせに対しても中国語で対応できる体制を整えており、品揃えの豊富さとあいまって、中国の顧客にとって使い勝手が良い環境を整備済みである。

中国のEコマース市場規模の推移



出所: 経済産業省「平成24年度我が国情報経済社会における基盤整備(電子商取引に関する市場調査)報告書」

メンズ、シルバー向けインナーウェアは成長拡大の源

(3) 「メンズ」及び「シルバー」に高い成長余地

同社の売上高に占めるメンズ(男性用)の割合は8.5%(2014年8月期実績)と女性用比べて大きく水をあけられている。男性用は女性用に比べればアイテム数も少ないため、金額ベースの市場規模も小さいのは当然であるが、現状の男女構成比を見れば、メンズにはかなりの成長余地があるといえる。

同様に、シルバー(高齢者)向けインナーウェアもこれからの成長の源となりうる。インターネットによる通信販売という性格上、コンピューター操作に不慣れな高齢者層は、同社は現時点では主たるターゲットとしていない。しかし、女性顧客に占めるF3層(50歳以上)の割合は現在でも10.1%存在しており、時間の経過とともにこれらの層がシルバー層へとシフトしていくことになる。中期的にはシルバー層の購買力は同社にとっては見過ごすことのできないレベルに成長してくると考えられる。

追加の設備投資を要さず商品発送のキャパシティ拡大が可能

(4) 売上高 10,000 百万円達成への課題

弊社では、同社が売上高 10,000 百万円を達成するうえでの課題はほとんどないと考えている。同社を訪問するまでに弊社が最も懸念していた点は商品発送のキャパシティであった。しかし、発送の現場を見学し、また経営陣への取材を通じて、現状の同社の設備で売上高 10,000 百万円実現までは追加設備投資を行うことなく対応が可能であることが確認できた。現在同社は 310 日稼働であるが、近い将来、これを 360 日稼働（実質的に年中無休）に引き上げる計画である。また、現在は日中の 8 時間勤務であるが、パートの人員増や稼働時間の延長など人的な容量アップだけで発送作業能力が増加する。

受注については、主要なショッピングモールへの出店は済んでおり、現在は自社サイトのリニューアルに着手している。サイトのリニューアルは今後も起こる可能性はあるが、費用の面では大きな課題となるほどではないと弊社では考えている。

在庫管理については、すでに 80 ブランド・10,000 超アイテムを取り扱っていて、同社のシステムは問題なく稼働している。在庫保管スペースにもまだ余裕があり、この点でも売上高 10,000 百万円達成に向けてのハードルは高くないと考えられる。

■ 財務分析と業績

ROE は 17.1% と高水準、利益率向上でさらに向上する可能性

(1) 財務分析

同社の 2014 年 8 月期末の自己資本利益率（ROE）は 17.1% だった。2013 年 8 月期末の 30.4% からは大きく低下したが、これは増資によって自己資本が 2013 年 8 月末の 258 百万円から 2014 年 8 月末には 611 百万円に増加したためである。低下したとはいえ 17.1% という ROE の水準は、絶対評価においても、他企業との相对比较においても、高い ROE であると評価できるものである。

ROE17.1% は、売上高当期利益率 2.1%、財務レバレッジ（総資産 / 自己資本）4.59 倍、及び総資産回転率（売上高 / 総資産）1.80 回 / 年の積で構成されている。売上高当期利益率と総資産回転率は同社の業態に照らせば群を抜いて高いわけではないが、財務レバレッジが 4.6 倍と高いことが貢献した。※自己資本及び純資産は期首期末の平均

しかし、財務レバレッジの高さはバランスシートの弱さにも通じる。同社は上場時に増資したことで 2014 年 8 月末の自己資本比率が 30.7% に高まり、財務レバレッジは 3.26 倍へと低下した。同社が 2015 年 8 月期以降も高い ROE を実現できるかが同社への投資を考える上での 1 つのポイントになる。

弊社の試算では、同社の 2015 年 8 月期予想が達成されれば、ROE は 23.5% に大きく向上することが予想される。財務レバレッジこそ低下するものの、売上高当期利益率が前年の 2.1% から 3.7% へと拡大することが貢献するためだ。弊社の試算において、総資産回転率は前期比横ばいと想定しているが、Eコマース企業である同社の業種特性、設備投資（有形）が一段落している点、在庫管理システム等に照らすと、総資産回転率は前年の 1.81 回 / 年からさらに上昇し、実際の ROE は 23.5% を上回ってくる可能性が高いと弊社ではみている



白鳩

3192 東証ジャスダック

2014年11月17日(月)

財務分析表

		09/8期	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期	14/8期	15/8期(予)	備考	
主要数値	売上高	百万円	1,234	1,575	1,889	2,427	2,953	3,596	4,355	会社予想
	販管費	百万円	538	673	799	1,004	1,139	1,343	1,626	14/8期と同じ対売上高比率と仮定
	営業利益	百万円	35	41	64	96	124	159	262	会社予想
	経常利益	百万円	32	39	59	48	118	124	250	会社予想
	当期利益	百万円	23	44	15	(77)	68	74	160	会社予想
	総資産	百万円	631	805	1,611	1,933	2,005	1,991	2,419	総資産回転率が14/8期と同じと仮定
	自己資本(株主資本)	百万円	118	162	267	190	258	611	749	配当支払いのみを社外流出として試算
有利子負債	百万円	281	307	1,005	1,219	1,146	693	693	14/8期末比横ばいと仮定	
収益性・効率性	自己資本利益率	%	-	31.6%	7.2%	-33.6%	30.4%	17.1%	23.5%	ROE
	総資産経常利益率	%	-	5.6%	4.9%	2.8%	6.00%	6.2%	12.5%	ROA
	売上高当期利益率	%	1.9%	2.8%	0.8%	-3.2%	2.3%	2.1%	3.7%	マージン
	総資産/自己資本	倍	-	5.13	5.62	7.73	8.76	4.59	3.24	レバレッジ
	総資産回転率	回/年	-	2.19	1.56	1.37	1.50	1.80	1.97	総資産は期首期末平均を使用
	売上高経常利益率	%	2.6%	2.5%	3.1%	2.0%	4.0%	3.5%	5.7%	
	売上高総利益率	%	46.4%	45.4%	45.7%	45.3%	42.8%	41.8%	43.4%	
成長性	売上高販管費率	%	43.6%	42.7%	42.3%	41.4%	38.6%	37.4%	37.4%	
	売上高営業利益率	%	2.8%	2.6%	3.4%	4.0%	4.2%	4.4%	6.0%	
	売上高	%	-	-	-	-	-	-	22.5%	15/8期までの5年間の年平均成長率
	営業利益	%	-	-	-	-	-	-	44.6%	15/8期までの5年間の年平均成長率
	経常利益	%	-	-	-	-	-	-	44.4%	15/8期までの5年間の年平均成長率
当期利益	%	-	-	-	-	-	-	29.3%	15/8期までの5年間の年平均成長率	

14/8期は増収増益、インナーウェアのネット購入が消費者に浸透

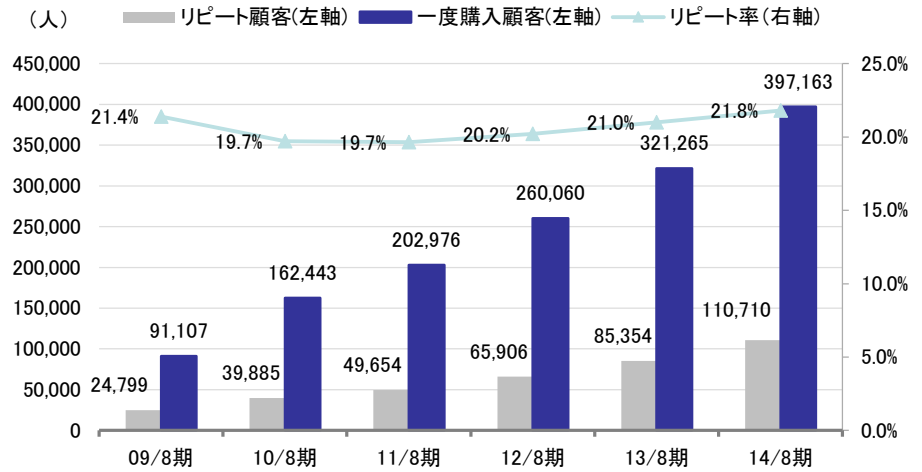
(2) 2014年8月期決算

2014年8月期決算は売上高 3,596 百万円（前期比 21.8% 増）、営業利益 159 百万円（同 28.2% 増）、経常利益 124 百万円（同 5.4% 増）、当期利益 74 百万円（同 8.9% 増）となった。計画対比では売上高が 61 百万円上回った一方で、営業利益は 3 百万円の未達の着地となった。

同社は商品の品揃えや業務システムの構築といった根幹部分がすでに確立しているため、目先、何か大きな経営上の課題があるわけではない。これまで同様、顧客満足度の一段の向上に向けて、地道に業務プロセスのブラッシュ・アップ（磨き上げ）が進められる。2014年8月期中の進展としては、新規取扱ブランドとして Calvin Klein を追加する等商品の拡充と、越境 E コマース（海外からの注文に対して日本から商品を販売・発送すること）の増加に伴い、迅速な対応のための海外出荷システムの構築などがみられた。

同社は重要な経営指標の 1 つとみているリピート率は、2013年8月期の 21.0% から、2014年8月期には 21.8% に上昇した。購買顧客数も 2013年8月期の 406,619 人から 507,873 人へと 24.9% 増加しており、「インターネットによるインナーウェア購入」が消費者に着実に浸透しつつあることがうかがえる結果となった。

レポート率の推移



※レポート率は、レポート顧客数を一度購入顧客数とレポート顧客数の合計で除した数値

15/8 期は増収増益見通し、OEM 品の拡充で利益率確保を図る

(3) 2015 年 8 月期業績見通し

2015 年 8 月期について同社は、売上高 4,355 百万円（前期比 21.1% 増）、営業利益 262 百万円（同 64.7% 増）、経常利益 250 百万円（同 101.3% 増）、当期利益 160 百万円（同 116.2% 増）を予想している。

2015 年 8 月期も引き続き、取扱商品の拡充に注力し、競合他社との差別化を進める方針だ。また、自社オリジナルブランド品（OEM 品）の拡充を通じて利益率の確保も図っていく予定だ。ロジスティクスの面では、発送センターの稼働日を 310 日体制としてキャンペーンアップと顧客満足度向上につなげていく方針だ。

弊社では、同社の掲げる「20% 増収」目標が 2015 年 8 月期も達成される可能性は高いとみている。大きな理由は顧客数とレポート率が着実に上昇してきている点である。同社が集計している「顧客数」は、各年度の購買客の実数値であって累計値でない。弊社では顧客数の推移こそが同社の先行きを見るうえで最も重要な指標であると考えており、これが伸びていけば自ずとレポート率も向上してくるとみている。また、海外顧客からの注文が伸びている点も心強いポイントと言える。会社予想の売上高が達成されれば、営業利益以下の各利益項目も達成される公算が大きいとみている。



白鳩

3192 東証ジャスダック

2014年11月17日(月)

損益計算書

(単位：百万円)

	09/8期	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期	14/8期	15/8期 (予)
売上高	1,234	1,575	1,889	2,427	2,953	3,596	4,355
YOY	16.7%	27.6%	19.9%	28.5%	21.7%	21.8%	21.1%
売上総利益	573	714	864	1,100	1,263	1,502	-
利益率	46.4%	45.4%	45.7%	45.3%	42.8%	41.8%	-
販管費	538	673	799	1,004	1,139	1,343	-
売上高販管费率	43.6%	42.7%	42.3%	41.4%	38.6%	37.4%	-
営業利益	35	41	64	96	124	159	262
利益率	2.8%	2.6%	3.4%	4.0%	4.2%	4.4%	6.0%
YOY	13.4%	17.8%	55.2%	49.6%	29.1%	28.2%	64.5%
経常利益	32	39	59	48	118	124	250
YOY	20.8%	23.6%	49.0%	-17.7%	141.6%	5.4%	100.8%
当期利益	23	44	15	-77	68	74	160
YOY	162.6%	86.9%	-65.2%	-	-	8.9%	115.2%
EPS(円)	863.02	1,612.67	560.97	-24.08	21.33	21.79	42.35
配当	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	-
一株当たり純資産(円)	4,290.92	5,903.59	8,368.64	59.60	80.93	161.14	-
分割調整後EPS	8.63	16.12	5.60	-	-	-	-
分割調整後配当	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-
一株当たり純資産(円)	42.90	59.03	83.68	-	-	-	-

貸借対照表

(単位：百万円)

	09/8期	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期	14/8期
流動資産	520	668	869	966	1,058	1,080
現金	149	204	301	246	205	156
売上債権	146	178	210	253	292	272
棚卸資産	196	240	291	413	497	595
その他	28	43	65	52	62	56
固定資産	110	136	742	967	946	910
有形固定資産	20	20	662	889	860	830
無形固定資産	58	80	61	52	50	34
投資等	31	36	17	24	35	46
資産合計	631	805	1,611	1,933	2,005	1,991
流動負債	330	439	1,108	536	902	596
支払債務	146	204	196	224	223	340
短期借入金等	114	114	776	173	453	53
その他	70	120	135	139	225	201
固定負債	182	203	235	1,205	843	783
長期借入金	167	191	228	1,046	693	640
その他	15	11	6	159	150	143
株主資本	118	162	267	190	258	611
資本金	85	85	130	130	130	269
資本剰余金	75	75	120	120	120	259
利益剰余金	-41	2	17	-59	8	83
自己株式	0	0	0	0	0	0
その他の包括的利権類型額	0	0	0	0	0	0
少数株主持分	0	0	0	0	0	0
新株予約権	0	0	0	0	0	0
純資産合計	118	162	267	190	258	611
負債・純資産合計	631	805	1,611	1,933	2,005	1,991

キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	09/8期	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期	14/8期
営業活動によるキャッシュ・フロー	-	-	-	-30	94	175
投資活動によるキャッシュ・フロー	-	-	-	-223	-40	-29
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	-	-	202	-88	-194
現預金換算差額等	-	-	-	0	0	0
現預金増減	-	-	-	-51	-34	-48
期首現預金残高	-	-	-	290	238	204
期末現預金残高	-	-	-	238	204	156

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

2014年11月17日（月）

■ 株主還元

配当性向 30% が 1 つの目安、14 年 8 月期は 6 円配の 27.5%

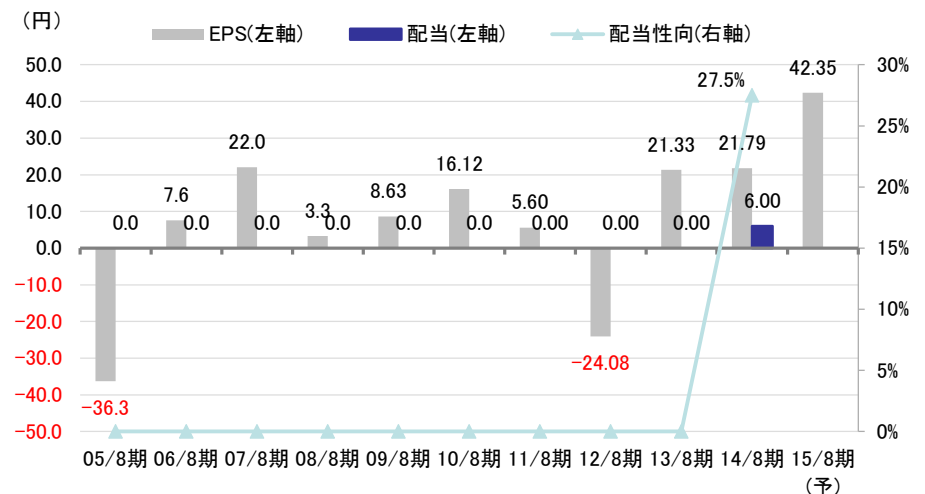
同社はこれまで、経営体質の強化や設備投資に努めて、将来の成長に向けた資金的な裏付けを確保するために、内部留保に注力してきた。そのため、過去において配当の実績はない。しかしながら、株主に対する利益還元についての意識は高く、東京証券取引所 JASDAQ 市場への上場を機に、今後は内部留保の確保と業績動向に応じた株主への利益配分を両立させることを明確にしている。

株主還元は配当によることを基本とし、その水準としては、配当性向 30% を一つの目安にしている。2014 年 8 月期については、1 株当たり普通配当金を 1 円とし、上場記念配当 5 円を加えて、合計 6 円の期末配当を行うと公表した。普通配当と記念配当を合わせた配当性向は 27.5% となり、目安の 30% に近い配当が実現されることになる。

2015 年 8 月期の配当については、現時点では未定となっている。これは配当金がないという意味ではなく、金額が未定という意味である。前述のように、配当性向 30% を目安としていること及び今期の予想 1 株当たり利益が 42.35 円であることが、配当金を考える上での 1 つの手がかりとなろう。

同社はまた、配当金に加えて株主優待についても前向きな考え方を示している。ただし、現時点ではその内容や実施方法等の詳細については検討を始めたばかりで、具体的な方策は何も決まっていない。同社では顧客の株主化のシナジー効果は大きいと期待しているため、そうした流れを後押しするようなものになると期待される。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



ディスクレーマー（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、株式会社東京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・表示したのですが、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、企業との電話取材等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いたします。

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