

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

■新規出店を上積みして成長スピードを加速

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の商圈をターゲットに店舗を展開中。同社は中期経営ビジョンである、「売上高『スポーツ業界トップ3』へ」を達成するべく、新規出店を積極的に行っている。2012年8月期においても、新規出店計画を期初の予定である7店舗から13店舗へ上積みすることを発表した。出店計画を上積みした背景には、同社が対象とする中小規模商圈において大型スポーツ小売店の出店ニーズが高まっていること、同社が出店した新規店舗や2011年に買収したB&Dが想定以上に順調に推移し、新規出店を上積みできるだけの収益力がついてきたこと、などが挙げられる。

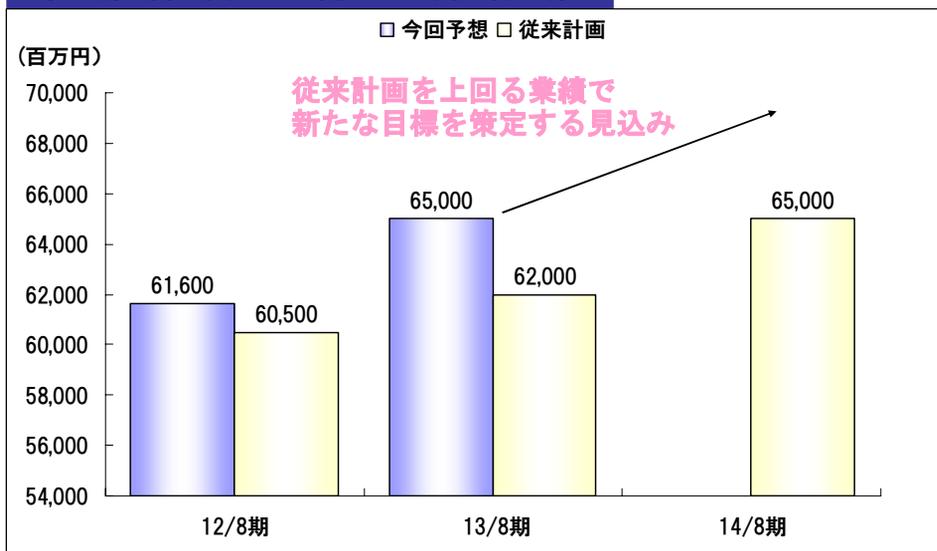
新規出店数を上積みしたこと、B&Dとの情報システムや物流システムの統合を2012年8月期中に前倒しで完了することを背景に、同社は3月時点で今通期の経常利益を期初計画の2,300百万円から1,710百万円へと下方修正したが、これらは中期経営計画の早期達成へ向けての前向きな投資に伴う先行費用として捉えることができ、ポジティブに評価されよう。

同社は2013年8月期以降についてもヒマラヤの新規出店を年間10店舗ペースで拡大していくほか、B&Dについても新規出店を検討するなど、成長スピードを加速していく方針。2013年8月期の売上高は出店店舗数の増加を背景に、2012年8月期予想比5.5%増の65,000百万円、経常利益はB&Dとの業務統合効果も加わって同55.6%増の2,660百万円と大幅増益が見込まれる。また、5年後には現在のグループ126店舗を200店舗体制へ拡大することも同社は視野に入れており、将来的には売上高1,000億円の達成を目指していく考えだ。

■Check Point

- ・新規出店計画を期初の予定である7店舗から13店舗へ上積み
- ・従来計画を上回る業績で新たな目標を策定する見込み
- ・東証・名証の第1部銘柄となり買い需要発生の可能性も

中期計画の売上高目標



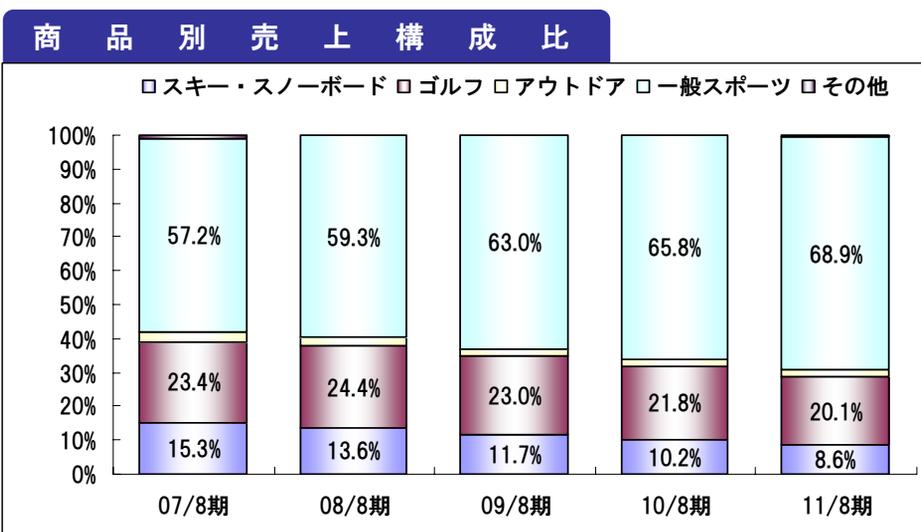
■ 会社概要

一般スポーツ用品が好調でPB比率拡大にも注力

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、関東以西で展開しており、店舗数は2012年2月末で97店舗。また、2011年7月に子会社化したB&Dを含めると126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。

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2009年8月期の8%弱から2011年8月期は12%、直近の2012年2月期第2四半期は13%と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<3028>、ゼビオ<8281>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、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。

■新規出店を加速

現在の126店舗から5年後には200店舗体制を目指す

同社は中期経営ビジョンである「売上高『スポーツ業界トップ3』へ」を達成するべく、新規出店ペースを一段と加速している。2012年8月期においても、新規出店計画を期初の予定である7店舗から13店舗へ上積みすることを発表した。2013年8月期以降もヒマラヤで年間10店舗ペースの拡大、加えて子会社のB&Dでも新規出店を検討するなど5年後には現在の126店舗から200店舗体制へ拡大することも視野にいれ始めている。店舗数の増加率では5年間で50%以上となり、これは上場する同業他社と比べても最も高い増加率となり注目されよう。

今回、出店計画を上積みした背景には、同社が対象とする中小規模商圏において大型スポーツ小売店の出店ニーズが高まっていること、同社が出店した新規店舗や2011年に買収したB&Dが想定以上に順調に推移し、新規出店を上積みできるだけの収益力がついてきたこと、などが挙げられる。

スポーツ用品小売業の市場環境をみると、同社が出店対象エリアとする中小規模の商圏においては従来、個人事業主による小規模店舗が多くを占めていたが、これらが経営状況や経営者の代替わりなどを理由に淘汰されてきている。またショッピングセンターなどから、集客効果が高く、堅実な経営を行っている同社のような大型スポーツ小売店にテナントとしての出店依頼の声が多く掛かるようになってきており、同社にとって追い風が吹き始めているとも言える。

同社がここ最近出店した新規店舗はいずれも好調に推移しているが、こうした出店ニーズが増加するなかで、より条件の良い案件を選んで出店できていることも好調の背景として挙げられる。スポーツ用品小売業界のなかで大手小売チェーン店の占めるシェアは30%台と低く、大半は個人事業主を中心とした小規模店舗で占められている。このため、同社が市場シェアを拡大していく余地は依然大きいと言えよう。

2012年8月期出店済み・予定店舗（4月時点）

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	2011年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
マーケットシティ桐生店	群馬県桐生市	1,219	11月
日田店	大分県日田市	1,913	11月
日南店	宮崎県日南市	1,205	11月
フジグラン川之江店	愛媛県四国中央市	1,232	2012年3月
前橋リリカ店	群馬県前橋市	1,577	3月
延岡店	宮崎県延岡市	2,698	4月
倉敷店	岡山県倉敷市	2,970	4月
新規	未定	-	未定

■決算動向

積極的な店舗展開・販売促進で利益ベースでは下振れ

(1) 2012年8月期の第2四半期（2011年9月-2012年2月期）決算

3月29日に発表された2012年8月期の第2四半期連結決算は売上高が29,942百万円、営業利益が933百万円、経常利益が917百万円、半期純利益が386百万円となった。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ない。ちなみに、単独ベースの業績は、売上高が前年同期比6.8%増の25,855百万円、営業利益が同25.9%減の947百万円、経常利益が同27.2%減の929百万円、半期純利益が同9.4%増の420百万円だった。

連結、単独業績ともに期初計画比では売上高で若干の増額、利益ベースでは若干の未達となった。売上高での上振れ要因は、積極的な新規出店を継続したこと（8店舗、移転増床1店舗）に加えて、ランニングブームによるシューズ関連の売上が好調だったこと、冬場の低気温で防寒衣料が好調だったことなどが挙げられる。一方、利益の下振れ要因はゴルフクラブの価格競争の激化と利益率の高いウィンタースポーツ用品の売上低迷による粗利益率の悪化、加えて積極的な販売促進を継続したことによる販売費用の増加などが挙げられる。

第2四半期の実績 vs 会社計画値（単位：百万円）

	連結		単独		前年同期
	実績	計画値	実績	計画値	
売上高	29,942	29,600	25,855	25,600	24,203
売上粗利益	11,326	11,300	9,845	9,890	9,283
（売上比）	37.8%	38.2%	38.1%	38.6%	38.4%
販売管理費	10,392	10,330	8,897	8,860	8,005
（売上比）	34.7%	34.9%	34.4%	34.6%	33.1%
営業利益	933	970	947	1,030	1,278
経常利益	917	945	929	1,000	1,276
特別損益	▲ 30	▲ 42	▲ 30	▲ 37	▲ 574
半期純利益	386	510	420	565	384

	連結	売上比	単独	売上比	前年同期	売上比
販促費	1,533	5.1%	1,388	5.4%	1,108	4.6%
管理費	762	2.5%	668	2.6%	564	2.3%
人件費	3,909	13.1%	3,246	12.5%	2,933	12.1%
設備費	4,187	14.0%	3,594	13.9%	3,398	14.1%
販売管理費計	10,392	34.7%	8,897	34.4%	8,005	33.1%

■決算動向

商品別売上実績は表の通りで、スキー、スノーボード用品が前年同期比7.2%減、ゴルフ用品が同3.8%減と低迷する一方で、アウトドア用品や一般スポーツ用品はそれぞれ同27.4%増、13.1%増と好調に推移した。2012年8月期は冬場が低気温で推移したことからウィンタースポーツ用品の需要回復が期待されたが、ウィンタースポーツへの新規参加人口が年々減少しており、売上の回復までには繋がらなかった。また、ゴルフに関しては、東日本大震災の影響でゴルフ市場全体が低迷したことに加え、同業他社が昨年秋に先行して値下げに踏み切り、業界各社が追随し、販売単価が下落したことも売上減少の要因となった。一方、アウトドア用品ではトレッキングブームが、一般スポーツ用品ではランニングブームや女子サッカー人気などに支えられ、関連用品の売上が好調に推移。また低気温により防寒衣料品の売上がそれぞれ伸びたことも2桁増収に寄与する格好となった。なお、B&Dの売上は全て一般スポーツのカテゴリに含まれている。

第2四半期の商品別売上高実績（単位：百万円）

	連結	単独	前年同期比	前年同期
スキー・スノーボード	3,667	3,667	-7.2%	3,951
ゴルフ	4,710	4,710	-3.8%	4,896
アウトドア	1,451	1,451	27.4%	1,139
一般スポーツ	20,064	15,977	13.1%	14,125
その他	47	47	-47.8%	90
合計	29,942	25,855	6.8%	24,203

一般スポーツの売上が好調で業績の上振れに期待

(2) 2012年8月期の見通し

2012年8月期の連結業績予想について同社は表の通り売上高は期初計画から上方修正したものの、利益ベースでは下方修正を行った。

2012年8月期の会社業績予想（単位：百万円）

	連結		単独		前期比
	期初予想	今回予想	期初予想	今回予想	
売上高	60,500	61,600	52,000	53,000	6.8%
営業利益	2,358	1,720	-	-	-
経常利益	2,300	1,710	2,315	1,735	-23.7%
当期純利益	1,250	755	1,300	790	2.7%

■決算動向

修正要因として、売上高の増額要因としては、新規出店を期初計画の7店舗から13店舗へと拡大したことが挙げられる。一方、利益の減額要因としては、新規出店に伴う販管費用の増加（約400百万円増）に加えて、子会社B&Dとの業務統合を前倒しで今期中に完了することにし、これに掛かる追加費用の計上（約100百万円増）を見込んだことによるものである。基幹システムや物流システムを2012年8月期中にヒマラヤの既存システムへと統合を進めるが、これに伴う情報化投資の増加並びに人件費の増加などが追加費用として含まれている。今回の業務統合によって2013年8月期以降は商品の共同調達による仕入れコストの低減（現在、一部商品でスタート）や物流コストの効率化、間接人員の効率化によりグループ全体での収益性向上が期待される。このため、今回の利益の下方修正要因は2013年8月期以降の収益拡大を睨んだ前倒し的な費用発生によるものとして捉えることができ、ポジティブに評価されよう。

商品別の売上見通しに関しては表の通りで、下期以降も引き続きアウトドアや一般スポーツ品が売上を牽引すると予想される。とりわけランニング関連は前期比20%の成長を見込んでいる（売上構成比8%）。マラソンなどに挑戦するランニングエントリー人口が増えていることに加えて、経験者のなかでもより一段とレベルアップを図るために新しいシューズや関連用品を購入するといった需要が拡大しているためだ。ゴルフを前期並みで見込んでいるが、これは今春以降もゴルフ市況の厳しい市場環境は継続すると予測するが、ゴルフウェアや関連グッズなどその他の商品の売上増も含めて、下期にカバーしていく方針となっている。

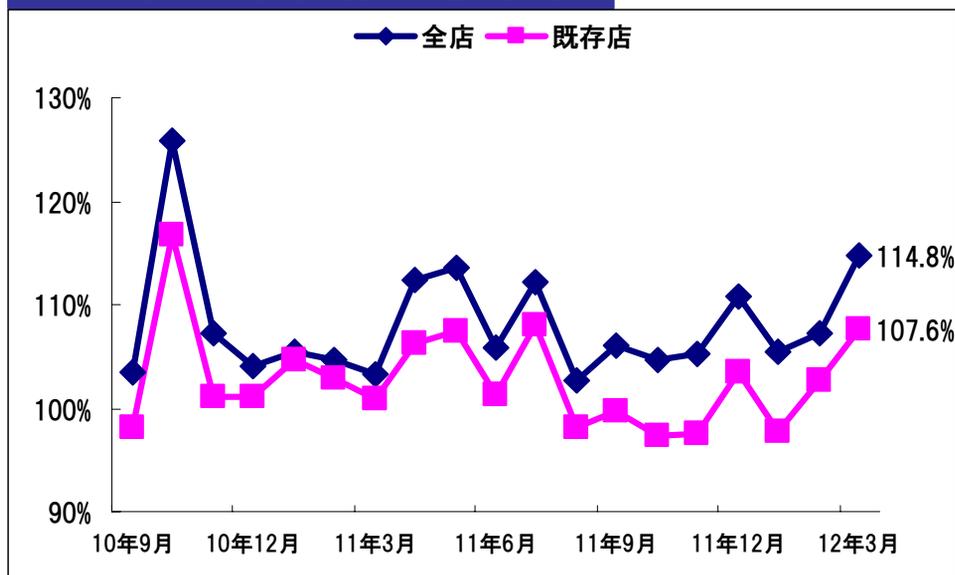
2012年8月期の商品別売上高見通し（単位：百万円）

	連結	単独	前期比	前期実績
スキー・スノーボード	3,950	3,950	-7.4%	4,264
ゴルフ	10,050	10,050	0.7%	9,977
アウトドア	3,600	3,600	9.7%	3,282
一般スポーツ	43,930	35,330	10.6%	31,942
その他	70	70	-52.1%	146
合計	61,600	53,000	6.8%	49,611

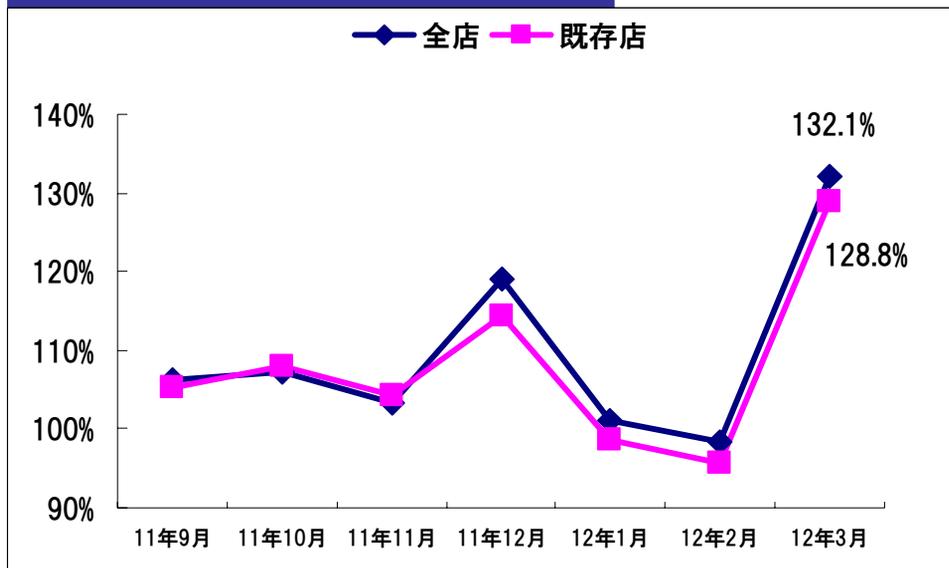
ちなみに、売上計画の伸び率をみると単独ベースで前年同期比6.8%増の想定となるが、3月の滑り出しは同14.8%増と想定以上のペースとなっている。前年同月が東日本大震災の影響で多少萎縮した数字になっていることを考慮すると、もうしばらく状況を見る必要があるが、同社によれば新規出店した店舗がそれぞれ想定以上に好調に推移しているという。例えば4月に出店した宮崎県の延岡店では地元が旭化成・陸上部の拠点になっているということもあって、ランニングに対する市民の人気は極めて高く、シューズ関連用品の売上が好調で、同社予算の2倍近くの上上になっていると言う。今夏はオリンピックも控えており、ランニング・サッカー用品を中心にスポーツ用品の需要は引き続き好調に推移するとみられ、今後市場環境に大きな変化がなければ、業績の上振れも十分期待できそうだ。

■決算動向

ヒマラヤ 月次売上伸び率



B&D 月次売上伸び率



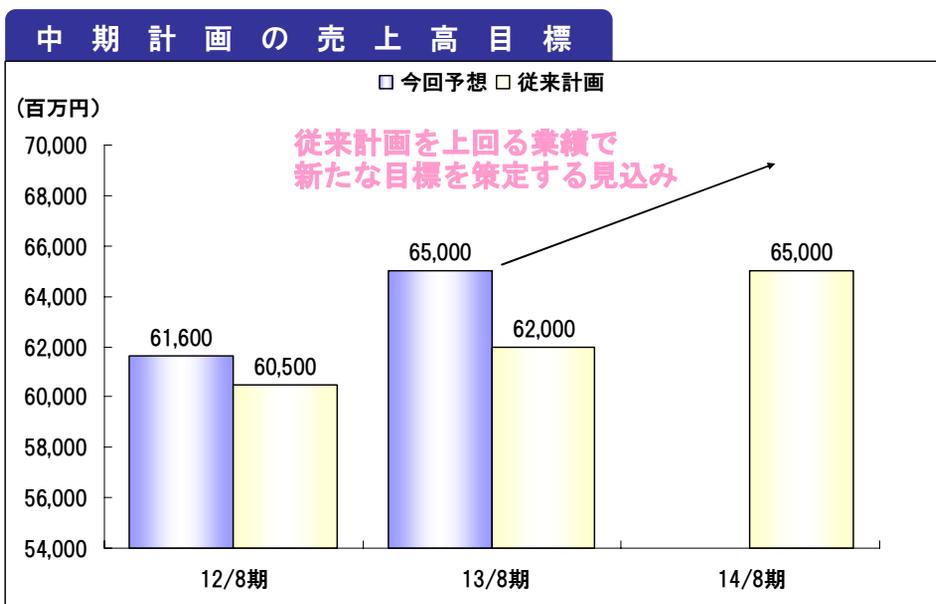
従来計画を上回る業績で新たな目標を策定する見込み

(3) 中期経営計画は上方修正で見直し予定

同社は足元の市場環境の好転を背景に、新規出店ペースを加速しており、中期経営計画も従来計画を上回る見込みで今後策定する予定だ。「売上高『スポーツ業界TOP3』へ」「業界No.1の接客力を持つ企業」「全社一丸となり成長し続ける企業」という中期経営ビジョンは維持しつつ、従来公表していた最終年度の業績目標（2014年8月期売上高65,000百万円、経常利益3,240百万円、グループ店舗数150店舗）に関しては、売上高で1年前倒しに達成するほか、店舗数に関しても5年後に200店舗体制という新たな目標が視野に入ってきた。そうすれば将来的に売上高1,000億円の達成も可能となろう。売上高経常利益率に關しても今期予想の2.8%から5%台までの改善は十分射程圏内にあると言える。

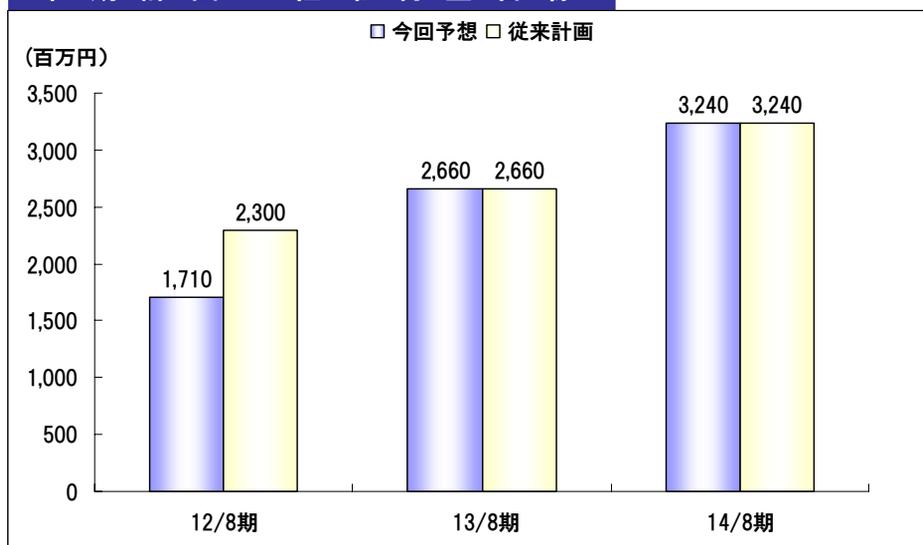
経常利益率の改善要因としては、業務システムの統合効果がでてくることに加え、粗利率の高いPB商品の売上比率上昇が見込まれること（2012年8月期13%→目標20%）、三菱商事<8058>との業務提携によるPB商品の最適地生産によるコスト低減効果が期待できること、店舗のローコストオペレーション推進による生産性改善が期待できること、などが挙げられる。店舗のローコストオペレーションとは1店舗当たりの人件費抑制を進めるために正社員が行っていた作業とアルバイトが行っていた作業を明確に分け、正社員には接客する時間を増やすことで、単位時間当たりの生産性を上げていくというもの。ヒマラヤ単独の売上高に占める人件費の比率は現在12%台だが、これを抑制することが目標となっている。

具体的な新中期経営計画の数値に関しては、2012年8月期の決算発表後に改めて公表される見通しだ。



■決算動向

中期計画の経常利益目標



2009年3月期以来の黒字見通しで新規出店も検討

(4) B&Dの業績見通し

店舗の出店戦略として同社ではヒマラヤとB&Dでそれぞれ棲み分けを図っていくとしている。ヒマラヤは従来どおり、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坪クラスの店舗となり、年間10店舗ペースで拡大していく予定だ。一方、B&Dの店舗は現在29店舗あるが、首都圏の大規模商業圏で駅前に立地しているケースが多い。顧客層も中学、高校など学校でクラブ活動を行う学生が多く、売上構成比で見ると約5割がサッカー関連、3割が陸上・ランニング関連用品で占められており、現在の需要にマッチした売上構成になっているのが特徴だ。

また、売上規模は小さいもののラグビー関連用品を扱っていることも今後、同社の強みとなってこよう。というのも、2019年に日本でラグビーのワールドカップが開催されることが決まっており、今後、注目の高まりが期待できるためだ。ラグビー用品は競技人口が少ないため、品揃えが充実している店舗は今のところ極めて少なく、今後の差別化要因になってくるものとして期待される。

B&Dの業績に関しては、同社が買収以降に既存店舗での売上が前年比で増加に転じるなど、既に同社とのシナジー効果が出始めている。初年度となる2012年8月期の業績は2009年3月期以来の黒字に転換する見通しだが、2013年8月期以降はヒマラヤとの業務システム統合効果や営業店舗における生産性の改善効果なども期待でき、中期的には売上高経常利益率で5%まで向上することが見込まれる。B&Dに関しても収益状況が安定してきたことから、同社では2013年8月期以降、新規出店を検討していく方針としている。

B&D業績推移 (単位: 百万円)

	09/3期	10/3期	11/3期	12/8期(予)
売上高	9,185	8,239	8,108	8,600
営業利益	35	▲ 72	▲ 95	43
経常利益	45	▲ 68	▲ 72	47
当期純利益	1	4	▲ 3	42

注) 前期は決算期変更11/8期の5ヶ月変則決算のため省略した。

■ 同業他社比較

中期的な新規出店増加率はヒマラヤが最も高くなる見通し

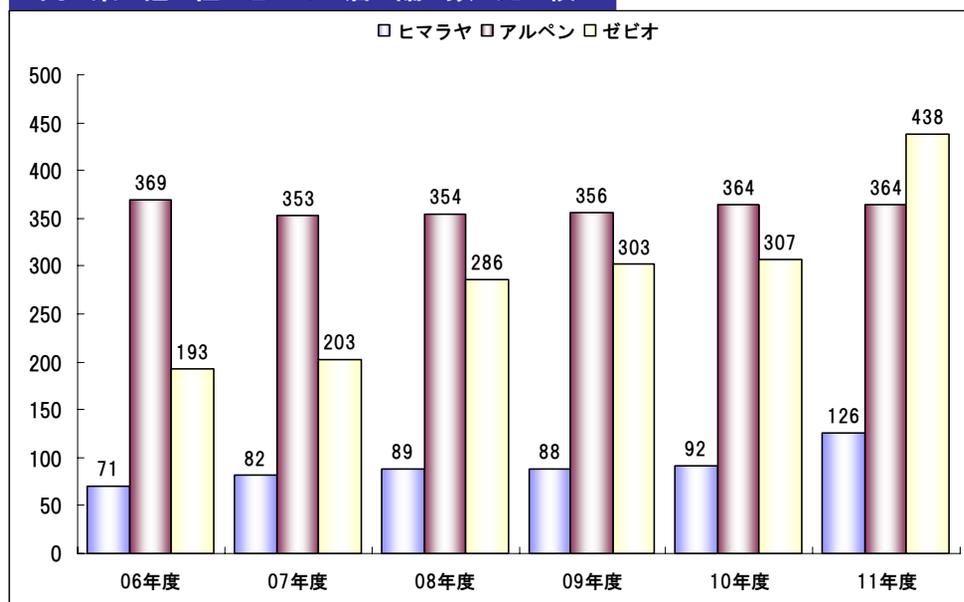
同業他社であるアルペン<3028>やゼビオ<8281>に関しても収益環境はほぼ同様で、市場シェアの拡大によって業績を伸ばしていく成長シナリオに変わりない。ただ、前述したように、中期的にみた新規出店増加率はヒマラヤが最も高くなる見通しであり、業績の成長率も大きくなる可能性が高い。類似企業と比較した株価指標面でみても、PER、PBRともに割安感が残る。

来期の同業他社比較（予想）

会社名	決算期 (年/月)	コード	株価 (5月18日) (円)	BPS (円)	EPS (円)	PBR (倍)	PER (倍)
ヒマラヤ	13/8	7514	676	973	111	0.7	6.1
アルペン	13/6	3028	1,496	2,598	178	0.6	8.4
ゼビオ	13/3	8281	1,922	2,326	198	0.8	9.7

※BPS、EPS、PBR、PERは東洋経済春号2012年2集 会社四季報の来期予測を使用して作成

同業他社との店舗数比較



※ヒマラヤは8月、アルペンは6月、ゼビオは3月決算
 ヒマラヤは2011年7月にB&Dを買収、2012年2月末のB&D店舗数は29店舗
 ゼビオは、スーパースポーツゼビオ内に展開されているVictoria Golf 118店を店舗数に算入

■東証・名証の第1部銘柄に指定

東証・名証の第1部銘柄となり買い需要発生の可能性も

同社は5月18日より、東証・名証の第2部銘柄から東証・名証の第1部銘柄に指定されることが決定した。東証・名証の第2部には、1999年の12月に上場している。

東証1部への上場により同社株はTOPIX指数に組み込まれることになり、同時にインデックスファンドにも組み入れられることになる。インデックスファンドとは、指数と連動するよう指数と同じ銘柄・比率構成をとる投資信託であるが、指数に新規に組み入れられる銘柄を買い、既存の銘柄を調整のため売りに出すため、同社株にも買い需要が発生することが想定される。ちなみにファンドへの組み入れは6月末である。

実際の市場への影響であるが、世の中に13兆円のインデックスファンドが存在すると想定すると、指数組み入れに伴う同社への買い需要は48万株になると予想される。5月14日時点の出来高移動平均（25日）は158百株であり、約30営業日分の買いインパクトとなる。

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