

2012年8月28日（火）

## ■ 今期の上振れと来期以降の成長加速に期待

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展開中。2012年5月に東証第二部から第一部へ指定替えとなっている。

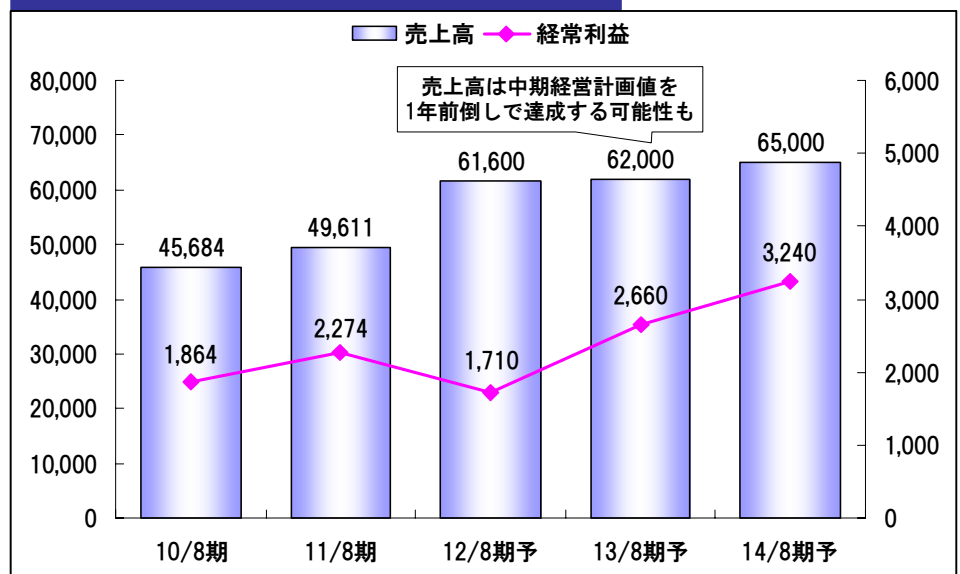
6月25日に発表された2012年8月期の第3四半期連結決算（2011年9月-2012年5月期）は売上高が45,873百万円、営業利益が1,407百万円とそれぞれ順調に推移した。ランニングブームでシューズ関連商品群が引き続き2ケタ増ペースで伸びたほか、サッカーやテニス用品の売上も好調に推移した。通期会社計画に対する進捗率でみると、売上高が74.4%、営業利益が81.8%となっており、6月以降も市場環境に大きな変化はなく、ロンドンオリンピックの開催等、消費者マインドを上げるイベントがあることで、2012年8月期の業績は会社計画を上回る可能性が高いと弊社ではみている。

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再開し、成長スピードを一段と加速していく方針だ。また、B&Dとの業務システム統合を7月に前倒しで完了しており、2013年8月期以降は調達部門や物流部門などを中心にシナジー効果が顕在化してくるものと思われる。現在、新たな中期3カ年計画を策定中だが、足元の収益状況が順調に推移していることから、一段と高い経営目標値が示されるものと期待される。

## ■ Check Point

- ・ 一般スポーツ関連の売上高が好調
- ・ 売上高は中期経営計画値を1年前倒しで達成する可能性も
- ・ 出店余地と収益力改善余地が目立つ

売上高・経常利益の推移（連結、単位：百万円）



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

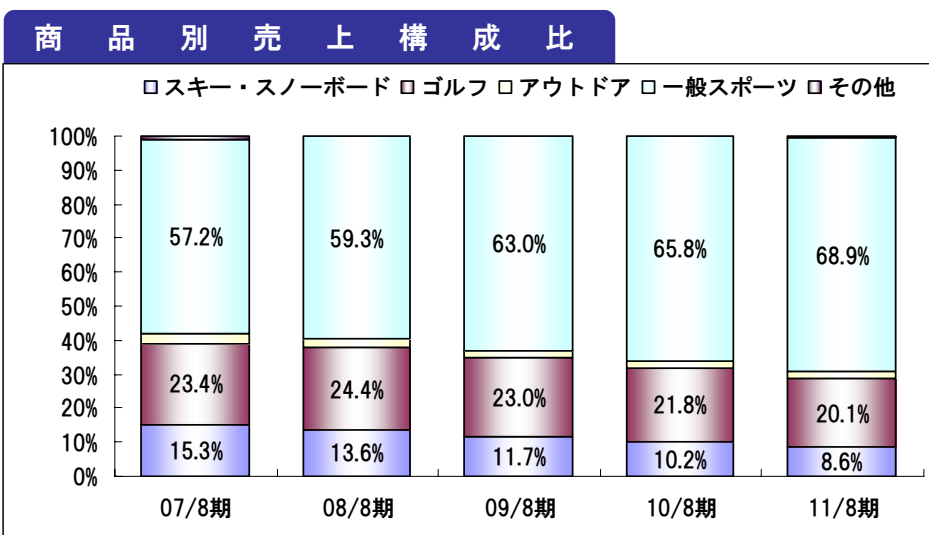
## ■ 会社概要

### 利益率の高いPB比率は13%と順調に拡大

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6月末で101店舗。また、2011年7月に子会社化したB&Dを含めると130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年々縮小傾向にあり、一方で一般スポーツ用品（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8月期の第3四半期は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ている。同社の戦略としては今後もPB商品の売上比率を上げていく方針で、収益率の更なる向上を見込んでいる。

## ■決算動向

### 一般スポーツ関連の売上高が好調

#### (1) 2012年8月期の第3四半期（2011年9月-2012年5月期）決算について

6月25日に発表された2012年8月期の第3四半期連結決算は売上高が45,873百万円、営業利益が1,407百万円、経常利益が1,396百万円、四半期純利益が659百万円となった。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39,522百万円、営業利益が同21.0%減の1,361百万円、経常利益が同21.8%減の1,353百万円、四半期純利益が同22.0%増の635百万円だった。

会社側の通期業績計画に対する進捗率でみると、売上高は74.4%、営業利益は81.8%、経常利益は81.6%、四半期純利益は87.2%の進捗となっており、利益ペースでは会社計画を上回るペースで推移している。

#### 2012年8月期の第3四半期累計の業績

	連結		単独			単独（前年実績）	
	(百万円)	対売上比	(百万円)	対売上比	前年比	(百万円)	対売上比
売上高	45,873	100.0%	39,522	100.0%	106.8%	36,979	100.0%
売上総利益	17,312	37.7%	15,014	37.9%	106.9%	14,039	37.9%
販売管理費	15,905	34.7%	13,653	34.5%	110.8%	12,316	33.3%
営業利益	1,407	3.1%	1,361	3.4%	79.0%	1,722	4.6%
経常利益	1,396	3.0%	1,353	3.4%	78.2%	1,728	4.6%
特別損益	-8	-0.0%	-45	-0.1%	6.3%	-711	-1.9%
四半期純利益	659	1.4%	635	1.6%	122.0%	520	1.4%

店舗については5月末時点で新規出店が12店舗となりここ数年では最も多い出店数となった。一方で3店舗の退店があったため、ヒマラヤ店舗は2011年8月末の91店舗から100店舗に、B&D29店舗を含めると、合計で129店舗体制となった。

#### 2012年8月期出店済み店舗（5月末時点）

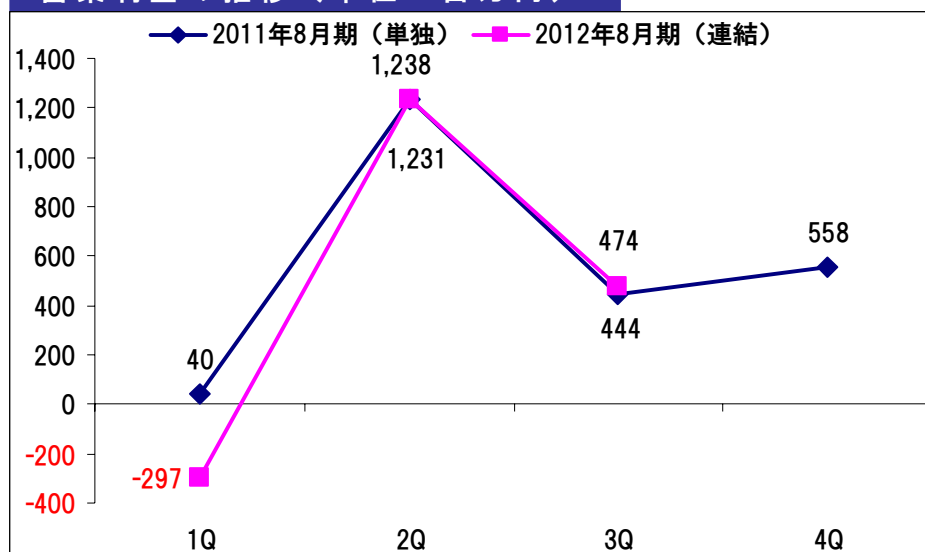
店舗名	所在地	売場面積 (㎡)	時期
ゆめタウンみゆき店	広島県広島市	1,224	2011年 9月
蒲郡店	愛知県蒲郡市	1,816	9月
フジグラン宇部店	山口県宇部市	1,201	9月
岡山豊浜店	岡山県岡山市	2,647	10月
柏崎店	新潟県柏崎市	1,450	10月
マーケットシティ 桐生店	群馬県桐生市	1,219	11月
日田店	大分県日田市	1,913	11月
日南店	宮崎県日南市	1,205	11月
フジグラン川之江店	愛媛県四国中央市	1,232	2012年 3月
前橋リリカ店	群馬県前橋市	1,577	3月
延岡店	宮崎県延岡市	2,698	4月
倉敷店	岡山県倉敷市	2,970	4月
B&D立川店（移転増床）	東京都立川市	727	2011年 12月

## ■決算動向

売上高に関しては積極的な出店によって拡大基調を継続。商品別では、健康志向の高まりでランニングシューズ関連商品群が好調だったほか、サッカーやテニス用品も日本人選手の活躍によって売上が伸びるなど、一般スポーツ用品の売上高が前年同期比38.7%増と好調に推移した（B&Dの売上加算分含む）。また、アウトドア用品もトレッキングブームや山ガールの増加により前年同期比14.6%増と好調が続いた。一方、ゴルフ用品は景気低迷の影響及び価格競争の激化等で高額クラブの売上不振が続いており前年同期比2.1%減となったほか、スキー・スノーボード用品なども新規需要の減少により同5.9%減と減少基調が続いた。

四半期ベースの営業利益でみると、連結と単独の違いはあるものの、第3四半期（3-5月期）に前年同期比でわずかながら増益に転じており、期前半の集中出店（9-11月期だけで8店舗出店）により増加した店舗費用を、売上高の増加でカバーできる体制になってきたと言える。

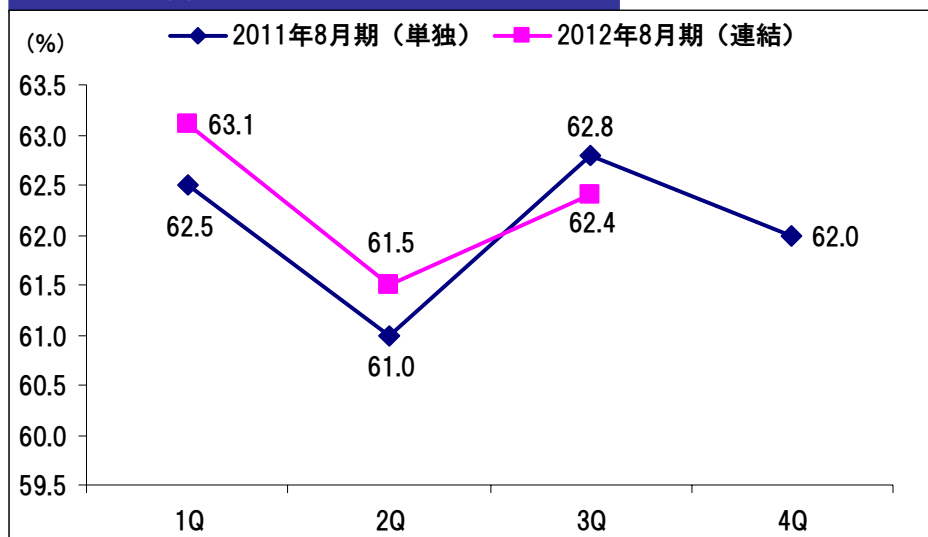
営業利益の推移（単位：百万円）



売上高原価率でみると、2012年8月期の第3四半期累計では、連結で62.3%、単独で62.1%となった。単独ベースでは前年同期比で同水準となった。連結のほうが若干高くなっているが、これは子会社のB&Dの収益性がヒマラヤよりもやや低いのが要因だ。ただ、四半期ベースでの動きをみると、この第3四半期は連結ベースでも前年の水準を下回ってきており、原価率が改善傾向にあることがうかがえる。前年同期比で原価率が改善した要因としては、収益性の良いPB商品の売上構成比が着実に上昇していること（前年同期12%弱→当期13%強）、B&Dとの共同調達による仕入れコストの低減効果などが徐々に始まっていること、などが挙げられる。なお、仕入調達コストの効果が本格的に顕在化してくるのは2013年8月期以降となる。

## ■決算動向

## 売上高原価率の推移



一方、販売管理費の売上比率は連結で34.7%、単独で34.5%となり、単独の前年同期比では1.2ポイントの上昇、実額でも10.8%の増加となった。販売管理費の内訳をみると、店舗運営費用が中心となる人件費や設備費は新規出店店舗数の増加によって伸び、販促費もTV広告を中心に積極的な広告出稿を行ったことで増加した。また、管理費はB&Dとの業務システム統合費用の計上などもあって、前年比で17.1%増と伸びが大きくなっている。

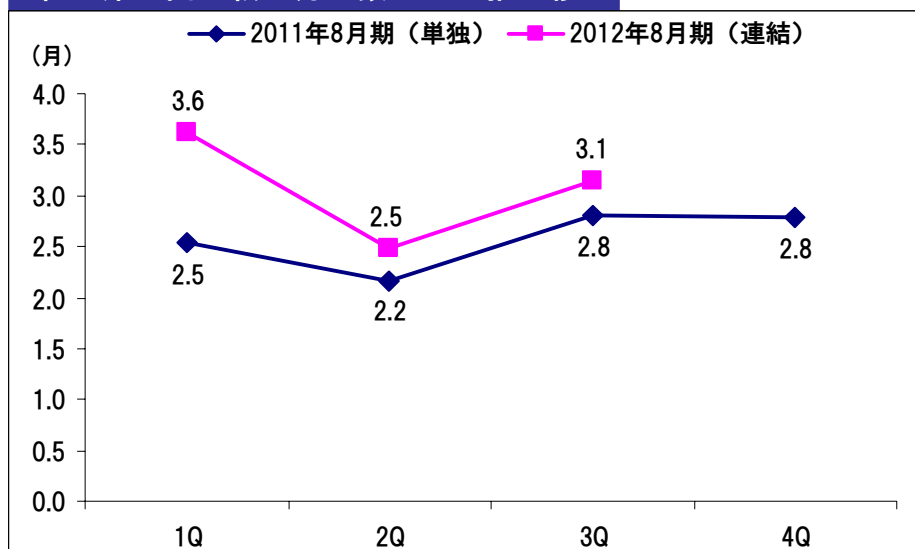
## 2012年8月期の第3四半期累計の販売管理費内訳

	連結		単独			単独(前年実績)	
	(百万円)	対売上比	(百万円)	対売上比	前年比	(百万円)	対売上比
販促費	2,339	5.1%	2,112	5.3%	115.9%	1,822	4.9%
管理費	1,178	2.5%	1,037	2.6%	117.1%	885	2.4%
人件費	6,024	13.1%	5,018	12.7%	110.7%	4,532	12.3%
設備費	6,362	14.0%	5,485	13.9%	108.0%	5,076	13.7%
合計	15,905	34.7%	13,653	34.5%	110.8%	12,316	33.3%

なお、5月末の在庫水準については16,705百万円とB&D買収後、最も高い水準となり、在庫回転月数でも前年同期の単独比で0.5ポイントほど長くなっている。これに関して新規出店が増加した影響によるもので、特に問題視するような水準ではないと考える。実際、新規出店が集中した第1四半期の回転月数と比較すれば低くなっており、同業他社と比較しても平均水準であることから、現状では特に問題のない水準と言えよう。

## ■決算動向

## 在庫回転月数の推移



## 第4四半期の営業利益が313百万円以上で通期計画を達成

## (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、同社は前回予想を維持している。単独業績の前期比伸び率では、売上高こそ出店増効果で増収となるものの、営業利益は新規出店に伴うコスト増やB&Dとの情報システム統合を前倒しで行うことによる費用増加により、前期比23.9%の減益を予想している。なお、当期純利益については、特別損失が減少することから昨年並みの数値が見込まれている。

## 2012年8月期の会社業績予想

	連結		単独			単独（前年実績）	
	(百万円)	対売上比	(百万円)	対売上比	前年比	(百万円)	対売上比
売上高	61,600	100.0%	53,000	100.0%	106.8%	49,611	100.0%
売上粗利益	23,210	37.7%	20,115	38.0%	106.7%	18,848	38.0%
販売管理費	21,490	34.9%	18,380	34.7%	111.0%	16,566	33.4%
営業利益	1,720	2.8%	1,735	3.3%	76.1%	2,280	4.6%
経常利益	1,710	2.8%	1,735	3.3%	76.3%	2,274	4.6%
特別損益	-53	-0.1%	-89	-0.2%	10.2%	-871	-1.8%
当期純利益	755	1.2%	790	1.5%	102.7%	769	1.6%



## ■決算動向

ただし、前述したように利益ベースでの第3四半期までの進捗率は計画をやや上回っており、8月の市場環境に大きな変化がみられなければ、利益ベースでは会社計画を上回る可能性が高いと弊社ではみている。ちなみに、通期の会社計画を達成するために必要な第4四半期の営業利益は313百万円となる（第3四半期は474百万円）。新規出店店舗としては6月に福岡に1店舗をオープンし、今年度13店舗の計画を達成している。

商品別売上計画は表のとおりとなっている。第3四半期までの状況からすると、ゴルフ用品が計画を下回りそうだが、アウトドア用品や一般スポーツ用品の好調でカバーし全体では計画の範囲内で推移する見込みだ。一般スポーツ用品のなかでは特に、シューズ関連商品群が前期比20%増と全体のけん引役となっている。

## 2012年8月期の商品別売上計画

	連結		単独			単独（前年実績）	
	(百万円)	対売上比	(百万円)	対売上比	前年比	(百万円)	対売上比
スキー・スノーボード	3,950	6.4%	3,950	7.4%	92.6%	4,264	8.6%
ゴルフ	10,050	16.3%	10,050	19.0%	100.7%	9,977	20.1%
アウトドア	3,600	5.9%	3,600	6.8%	109.7%	3,282	6.6%
一般スポーツ	43,930	71.3%	35,330	66.7%	110.6%	31,942	64.4%
その他	70	0.1%	70	0.1%	47.9%	146	0.3%
合計	61,600	100.0%	53,000	100.0%	106.8%	49,611	100.0%

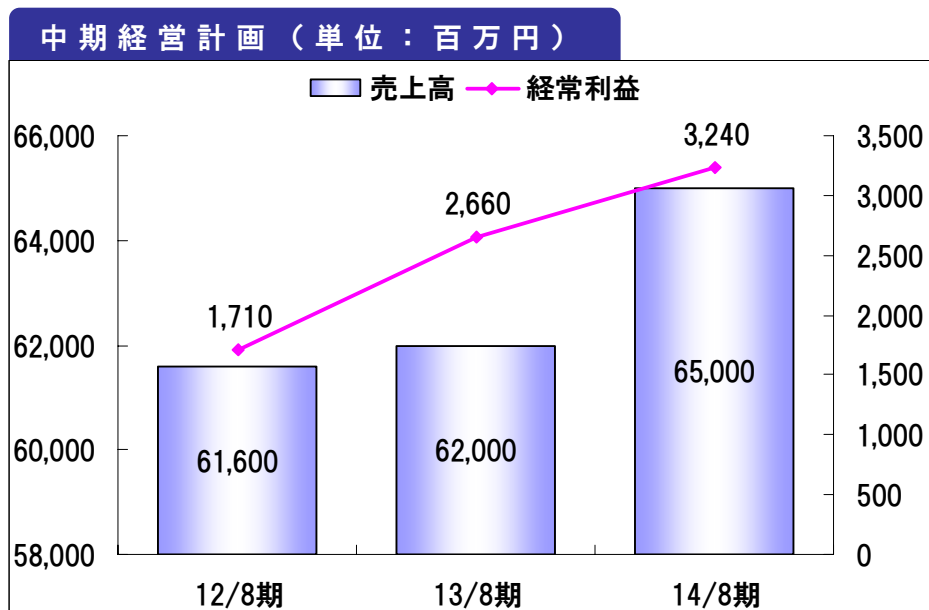
なお、B&Dとの業務システム統合については7月1日で完了しており、今のところトラブルもなく順調に稼働している。同システムの統合により物流機能の統合が図られ、仕入れ商品の共同調達によるコスト低減などを進めることが可能となる。こうした効果については2013年8月期から顕在化し、利益率の向上に寄与するものとして期待される。

## 売上高は中期経営計画値を1年前倒しで達成する可能性も

## (3) 新中期経営計画では成長加速が鮮明化する見込み

同社は毎期、3カ年の中期経営計画の見直しを行っている。現在の中期経営計画では最終年度となる2014年8月期に売上高65,000百万円、経常利益3,240百万円を目標としていたが、足元の市場環境の好転、および出店ペースの加速を背景に売上高に関しては1年前倒しで達成しそうな勢いだ。

## ■決算動向



注) 12/8期の当初計画は売上高60,500百万円、経常利益2,300百万円

同社では足元の市場環境が良好なことから、2013年8月期以降もヒマラヤの店舗を年間10店舗ペースで拡大していくほか、B&Dについても収益が順調に推移していることから、2013年8月期以降、年間3～5店舗ペースで新規出店を再開していく方針だ。B&Dに関しては現在の出店環境を中心に、首都圏内の駅前に出店し、クラブ活動を行う学生向けを中心に顧客層を広げていきたい考え。

販売戦略としては、引き続きテレビCMなど積極的な広告出稿を行っていくほか、店舗のドミナント化による効率化、Pontaカードを活用したポイント企画導入による売上の拡大を推進していく。収益性の良いPB商品の売上構成比も引き続き高めていく方針で、将来的には20%まで引き上げたい考えだ。また、「接客」力の向上によるサービスの差別化を図っていくため、継続的に社員教育を実施していくほか、正社員とアルバイトの仕事配分をより適正なものに見直し、ローコストオペレーションを進めていく方針で、現在ヒマラヤ単独で12%強を占めている売上高人件費比率の効率化を進めていくことが目標となっている。

以上の戦略を実施していくことで、2012年8月期の決算発表後に公表される中期経営計画は、今まで以上に成長が期待できる経営目標値が示されるものと思われる。

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、店舗数に関しては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ている。そうすれば将来的に売上高1,000億円という大台乗せの達成も可能となてこよう。また、売上の規模が拡大すれば、バイイングパワーによる仕入れ原価・間接費比率の低減も図られ、売上高経常利益率についても中期目標である約5.0%をさらに上回る水準が期待できよう。



## ■ 同業他社との競合状況

### 出店余地と収益力改善余地が目立つ

同業他社のアルペン<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はない。現在のスポーツ小売の国内市場規模としては年間で約1兆5,000～1兆8,000億円程度となっており、このなかでパパママショップと呼ばれる地域の個人商店がまだ過半を占めている。大手3社と同社を合わせても30%にも満たない市場シェアであることからすれば、今後も大手企業の寡占化が着実に進んでいくものと思われる。そうしたなかで、まだ市場がさほど侵食されていない中小規模商圏に出店対象を特化している同社の戦略的を射ているものと思われる。

また、大手3社と違って出店地域を今のところ東海以西に集中しているヒマラヤの新規出店余地は最も大きいと言える。商品構成比でも、ヒマラヤは現在市場が低迷している冬季スポーツ用品やゴルフ用品の構成比が最も低く、一般スポーツ用品の比率が高くなっている。このように潜在的な出店余力、商品構成などから判断すれば、中期的に見た売上高の成長ポテンシャルはヒマラヤが最も高く、利益成長も大きくなる可能性が高いと言える。類似企業と比較した現在の株価指標面で見れば、PER、PBRともさほど割安感は見られないが、将来の成長ポテンシャルに関してはまだ織り込まれていないものと思われる。

#### 都道府県別売上構成比の上位5県（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%

※ヒマラヤは一般スポーツに同社のアウトドア比率を含む

#### 2012年度の同業他社比較（予想）

会社名	決算期 (年/月)	コード	株価 (8月27日) (円)	BPS (円)	EPS (円)	PBR (倍)	PER (倍)
ヒマラヤ	13/8	7514	611	1,016	97.4	0.6	6.3
アルペン	13/6	3028	1,509	2,616	177.8	0.6	8.5
ゼビオ	13/3	8281	1,656	2,354	197.7	0.7	8.4

※BPS、EPS、PBR、PERは東洋経済 会社四季報 夏号2012年3集の今期予測を使用して作成

## 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