

2013年5月2日（木）

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

## ■新規出店店舗数を期初計画から2店舗上積み

一般スポーツ、ゴルフ用品の小売チェーンで業界4位。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」を達成すべく、関東以西の中小規模の商圈をターゲットに新規出店を積極的に展開中。

3月28日付で発表された2013年8月期の第2四半期累計（2012年9月-2013年2月）の連結業績は売上高が前年同期比5.1%増の31,459百万円、営業利益が同10.6%減の834百万円となった。新規出店費用の増加に伴い減益となったものの、期初会社計画に対しては営業利益で39%上回って着地した。冬物商品の滑り出しが好調だったことに加えて、B&Dとの経営統合による仕入コストの低減や管理費の抑制が想定以上に進んだことが主因だ。

2013年8月期の業績は売上高が前期比7.1%増の66,000百万円、営業利益が同14.4%増の2,400百万円と2期ぶりに最高益を更新する見通し。新規出店店舗数は期初計画から2店舗上積みの15店舗とするなど積極的な出店姿勢を継続、かつ店舗のローコスト運営の強化、並びに効率的販促策を継続することで収益性の向上を進めていく計画だ。

同社は今後もドミナント戦略により年間10店舗超のペースで新規出店を継続し、中期計画の最終年度となる2015年8月期には売上高で76,000百万円、経常利益で3,600百万円の達成を目指す。現在、国内のスポーツ小売市場では個人商店のシェアが過半を占めており、出店余地はまだ大きいと言える。新規出店が計画通りに進めば、中期目標の達成は十分可能と言えよう。株価は業績の上方修正などを背景に年初から約75%上昇したが、今期予想PERで10倍強の水準と割高感はなく、今後は中期計画を織り込む展開になるものと予想される。

## ■Check Point

- ・2Qは売上総利益率の改善と販管費の抑制で利益が計画を上振れ
- ・2Q増額幅との比較では通期計画はやや控え目な印象
- ・条件があれば出店店舗数をさらに増やしていく可能性

通期業績の推移と中期経営計画



※B&Dの子会社化により12/8期から連結決算

## ■会社概要

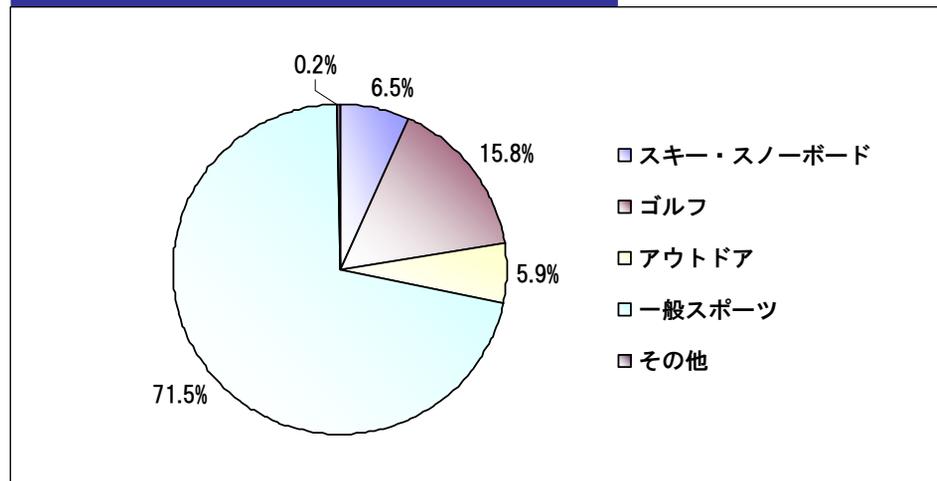
### 2013年2月末の店舗数はヒマラヤ105店舗、B&D31店舗

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2013年2月末で105店舗。また、2011年7月に子会社化したB&Dの31店舗を含めると136店舗体制となる。売り場面積では2月末で233,269㎡と前年同期比8.9%増となった。

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。

連結ベースでの商品別売上高構成比はグラフの通りで、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）が全体の71.5%を占め、ゴルフ関連用品が15.8%、スキー・スノーボードが6.5%、アウトドア用品が5.9%となっている。ここ数年は一般スポーツやアウトドア用品の構成比が上昇し、スキー・スノーボード、ゴルフ関連用品が低下傾向となっている。

2012年8月期の商品別売上構成比（連結）



※B&Dの売上高はすべて一般スポーツに含む

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%、2012年8月期は13.5%と順調に拡大、2013年8月期は14%を目標としている（第2四半期累計実績は14%）。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（NB）商品と比べて10%前後高く、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1つに、PB商品比率の差があると考えている。このため、同社の戦略としては中期的にPB商品の売上比率を20%まで引き上げていく方針だ。

## ■ 決算動向

### 売上総利益率の改善と販管費の抑制で利益は計画を上振れ

#### (1) 2013年8月期の第2四半期累計決算

##### ・ 概況

3月28日に発表された2013年8月期の第2四半期累計（2012年9月-2013年2月）の連結決算は、売上高が前年同期比5.1%増の31,459百万円、営業利益が同10.6%減の834百万円、経常利益が同2.8%減の891百万円、四半期純利益が同1.1%減の382百万円と増収減益決算となった。期初計画比では売上高はほぼ計画通りだったものの、利益ベースではそれぞれ計画を上回って着地した。

#### 第2四半期業績（連結、単位：百万円）

	12/8期	13/8期	13/8期		
	2Q累計実績	2Q累計計画	2Q累計実績	前年同期比	予算比
売上高	29,942	31,500	31,459	5.1%	-0.1%
売上総利益	11,326	11,831	11,905	5.1%	0.6%
（対売上比）	37.8%	37.6%	37.8%		
販管費	10,392	11,231	11,071	6.5%	-1.4%
（対売上比）	34.7%	35.7%	35.2%		
営業利益	933	600	834	-10.6%	39.0%
（対売上比）	3.1%	1.9%	2.7%		
経常利益	917	600	891	-2.8%	48.6%
特別損益	-30	-101	-117	-	-
四半期純利益	386	250	382	-1.1%	52.9%

利益ベースで計画を上回った要因は、売上総利益率の改善と販管費の抑制効果による。売上総利益率に関しては、2012年11月中旬以降に気候が寒くなったことで、ウインター商品および冬物衣料品の出足が好調だったこと、B&Dとの統合効果により仕入コストの低減が進んだことなどから、期初計画を0.2ポイント上回る37.8%と前年同期並みの水準となった。一方、管理費や設備費など経費を抑制できたことで、販管費率は計画比を0.5ポイント下回った。なお、人件費のみ計画を上回る格好となったが、これは新規出店数が予定を上回ったことによる。

#### 販売管理費の内訳（連結、単位：百万円）

	12/8期	13/8期	13/8期		
	2Q累計実績	2Q累計計画	2Q累計実績	前年同期比	予算比
販促費	1,533	1,574	1,568	2.3%	-0.3%
（対売上比）	5.1%	5.0%	5.0%		
管理費	762	1,008	851	11.7%	-15.5%
（対売上比）	2.5%	3.2%	2.7%		
人件費	3,909	4,160	4,242	8.5%	2.0%
（対売上比）	13.1%	13.2%	13.5%		
設備費	4,187	4,489	4,408	5.3%	-1.8%
（対売上比）	14.0%	14.3%	14.0%		
合計	10,392	11,231	11,071	6.5%	-1.4%
（対売上比）	34.7%	35.7%	35.2%		

## ■決算動向

当第2四半期累計期間における新規出店数はヒマラヤが8店舗、B&Dが2店舗の計10店舗、閉店数はヒマラヤで3店舗となり、2013年2月末段階での店舗数はヒマラヤが105店舗、B&Dが31店舗の合計136店舗、売り場面積は前年同期比で8.9%増の233,269㎡となった。

## 全売上高の約7割を占める一般スポーツ商品は堅調に推移

### ・商品別の概況

商品別売上高の状況を見ると、全体の約7割を占める一般スポーツ商品は前年同期比6.2%増の21,314百万円と堅調に推移した。健康志向の高まりを背景としたランニングブームが継続しており、シューズ関連商品の売上が同11%増と好調に推移したほか、サッカー関連商品なども順調に推移した。ただ、第2四半期（2012年12月-2013年2月）において、例年以上の低気温により陸上やテニス、野球などの競技商品がB&Dを中心に苦戦したことで、期初の会社計画に対しては若干下回る格好となった。

### 第2四半期の商品別売上高（連結、単位：百万円）

	12/8期	13/8期	13/8期 2Q累計実績	13/8期	
	2Q累計実績	2Q累計計画		前年同期比	予算比
スキー・スノーボード	3,667	3,580	3,673	0.1%	2.6%
ゴルフ	4,710	4,899	4,675	-0.7%	-4.6%
アウトドア	1,451	1,479	1,746	20.3%	18.1%
一般スポーツ	20,064	21,509	21,314	6.2%	-0.9%
その他	47	33	50	6.2%	52.6%
合計	29,942	31,500	31,459	5.1%	-0.1%

スキー・スノーボード用品に関しては前年同期比0.1%増の3,673百万円となり、長らく続いた減少傾向に歯止めが掛かった。降雪に恵まれたシーズンとなったことに加え、JR東日本で6年ぶりにテレビCMが復活するなど、スキー場への集客キャンペーンが行われたことも需要喚起に繋がったとみられる。ゴルフ用品においては引き続き高額のゴルフクラブ需要は低迷しており、一方でPB商品を含めた秋冬物のゴルフウェアが低気温により順調に推移したものの全体をカバーするには至らず、同0.7%減の4,675百万円となった。また、アウトドア用品に関しては新規参入者の増加によってアウトドアフィールド需要が旺盛だったほか、アウトドア系ブランドのタウンユース需要が増加したことなどにより、同20.3%増の1,746百万円と好調に推移した。期初計画比でも18.1%増と大きく上回ったが、これは11月後半の低気温に伴い、冬物衣料品の販売が好調であったことが要因となっている。

## B&Dは2007年10月以来となる新規店舗を出店

### ・ B&Dの業績

子会社のB&Dの業績に関しては表の通り減収減益決算となり、期初計画比に対して下回る格好となった。売上高は、ヒマラヤとのシステム統合を行ったが、新たなシステムの運用についての習熟度、理解度が不足していたことで、効率的な商品の仕入並びに販売が出来なかった。さらに冬季シーズンにおいて例年以上の低気温になり、競技系スポーツ用品の需要が低迷したこともあり、前年同期比3.2%減と落ち込んだ。利益面では、売上の推移を踏まえ早期冬物処分を実施したため、値引き増加に繋がった。この結果、売上総利益率は前年同期比で1.7ポイント低下した。販管費は、2店舗の新規出店を実施したことで出店経費が増加し、前年同期比で5.5%増と増加した。なお、B&Dにおける新規出店は約5年ぶり。

### B&Dの第2四半期業績（単位：百万円）

	12/8期	13/8期	
	2Q累計実績	2Q累計実績	前年同期比
売上高	4,087	3,957	-3.2%
売上総利益 (対売上比)	1,481 36.2%	1,366 34.5%	-7.7%
販管費 (対売上比)	1,461 35.8%	1,542 39.0%	5.5%
営業利益 (対売上比)	19 0.5%	-175 -4.4%	-
経常利益	23	-174	-
特別損益	3	40	-
四半期純利益	5	-129	-

## 2Q増額幅との比較では通期計画はやや控え目な印象

### (2) 2013年8月期の見通し

2013年8月期の会社側連結業績予想は、売上高が前期比7.1%増の66,000百万円、営業利益が同14.4%増の2,400百万円、経常利益が同14.0%増の2,400百万円、当期純利益が同49.9%増の1,350百万円と売上高、利益ともに過去最高業績を見込んでいる。下半期の増減率だけで見ると、売上高は前年同期比9.1%増、営業利益は34.4%増となる。期初計画比では営業利益、経常利益で100百万円、当期純利益で50百万円それぞれ増額されているが、第2四半期累計（2012年9月-2013年2月）実績における対計画比の増加幅（営業利益で+234百万円）と比較すると、通期業績計画はやや控え目な印象を受ける。これはB&Dの業績見通しについて、第2四半期までの実績を踏まえて保守的なものに見直したことによる。一方で、継続的コストの見直しと販促費の効率化は進めていくが、新規出店数を期初計画の13店舗から15店舗へ2店舗追加したことによる経費増も加わる。

## ■決算動向

## 2013年8月期の業績予想（連結、単位：百万円）

	12/8期	13/8期	13/8期		
	実績	期初予想	今回予想	前年同期比	期初予想比
売上高	61,604	66,000	66,000	7.1%	0.0%
売上総利益	23,280	24,927	25,019	7.5%	0.4%
（対売上比）	37.8%	37.8%	37.9%		
販管費	21,182	22,627	22,619	6.8%	0.0%
（対売上比）	34.4%	34.3%	34.3%		
営業利益	2,098	2,300	2,400	14.4%	4.3%
（対売上比）	3.4%	3.5%	3.6%		
経常利益	2,106	2,300	2,400	14.0%	4.3%
特別損益	-279	-139	-150	-	-
当期純利益	900	1,300	1,350	49.9%	3.8%

## 2013年8月期の商品別売上高計画（連結、単位：百万円）

	12/8期	13/8期予	伸び率
スキー・スノーボード	4,024	4,041	0.4%
ゴルフ	9,759	10,177	4.3%
アウトドア	3,649	4,094	12.2%
一般スポーツ	44,076	47,591	8.0%
その他	95	97	1.7%
合計	61,604	66,000	7.1%
構成比			
スキー・スノーボード	6.5%	6.1%	
ゴルフ	15.8%	15.4%	
アウトドア	5.9%	6.2%	
一般スポーツ	71.5%	72.1%	
その他	0.2%	0.1%	

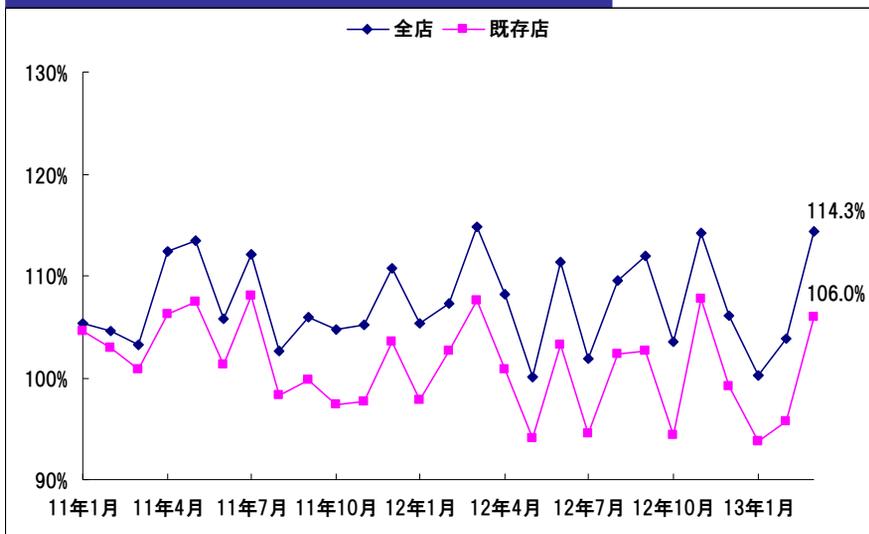
※12/8期より連結となったB&Dは全て一般スポーツに区分

商品別売上高では一般スポーツで前期比8.0%増を見込んでいる。ランニング関連の好調持続に加えて、衣料品に関しても成長余地があるとみている。また、アウトドア用品も引き続き2ケタ成長、ゴルフ用品に関しては新規出店によるものではあるが前期比4.3%増と2期ぶりの増収を見込んでいる。

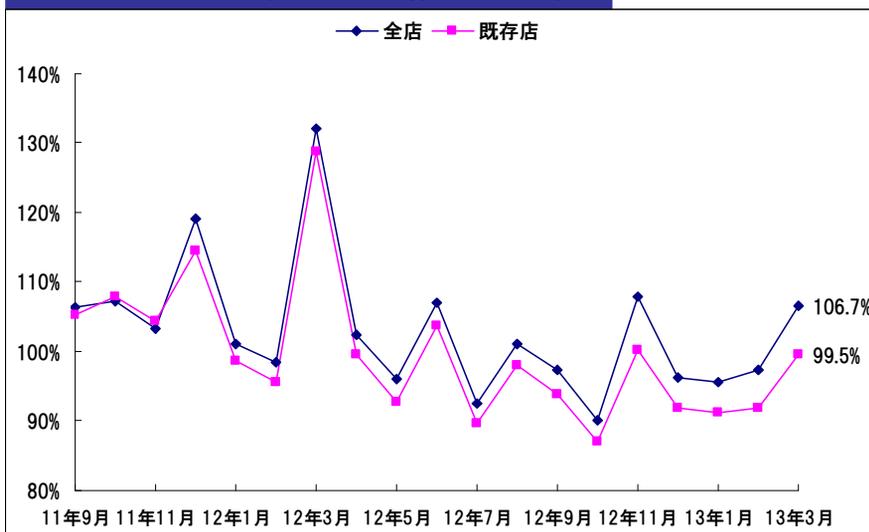
月次売上高の状況を見ると、2013年3月はヒマラヤが前年同月比14.3%増、B&Dが6.7%増とそれぞれ順調な滑り出しとなっている。土日の営業日が前年と比較して1日多いこともあるが、全般的に気候の上昇に伴って売れ行きが好調に推移しているという。また、B&Dに関しては、新システムを有効的に活用した商品の仕入販売管理を行うために、ヒマラヤの全面的サポートを踏まえ、効率的な運営を進めていくよう改善していく方針だ。合わせて、4月中旬以降は積極的な販促施策による集客にも注力しており、売上動向も上向きに転じるなど、既に改善の兆しが見え始めている。このため、B&Dの今後の収益改善度合いによっては、通期業績に関しても若干増額される可能性があるかと弊社ではみている。

■決算動向

ヒマラヤ 月次売上伸び率



B&D 月次売上伸び率



なお、2013年8月期は新たな取り組みとして、ヒマラヤとB&Dの店舗を並立させた複合店舗を3月20日に初めて出店した。埼玉・上尾市にあるヒマラヤ上尾店のリニューアルに合わせて、B&Dが同敷地内にインショップとして出店する形態とした。販売アイテムはB&Dが強みを持つサッカーや陸上・ランニング関連用品について販売し、ヒマラヤはその他テニスやバレーボール等の一般スポーツ商品やアウトドア関連商品などを販売する格好となる。



## ■決算動向

出店して約1ヶ月がたつが、現状のところ両店舗においてプラスの効果が出ているようだ。ヒマラヤにとっては、サッカーや陸上・ランニング関連用品の販売を、専門的知識を持つB&Dにすべて任せることによって、従来から販売力の強かったトレッキングやテニス用品の売り場面積を広げ、商品ラインナップを充実させることが可能となり、さらにはB&Dの強みである学生層の来店が増加していることで売上高の拡大に繋がっている。一方、B&Dにとっては新規出店ではあるものの、既にヒマラヤの固定客がいるなかでの出店であり、スムーズに新規顧客を獲得できるなどのメリットがでていいる。同社では複合店舗戦略に関して、一定期間をもうけて経営面での効果について検証をしていく計画で、総合的にみてプラスと判断すれば、さらに増やしていく方針だ。

2013年8月期における新規出店店舗は表の通りで、3~4月にヒマラヤで3店舗、B&Dで1店舗を出店した。いずれもオープン当初から好調な滑り出しをみせており、ドミナント戦略による効果が出ているものと思われる。ヒマラヤで残り1店舗を今期中に出店する予定となっており、期末時点ではヒマラヤで109店舗、B&Dで31店舗、合計で140店舗（前期末比11店舗増）と期初計画比で2店舗の上積みを実行している。

## 2013年8月期の新規出店店舗

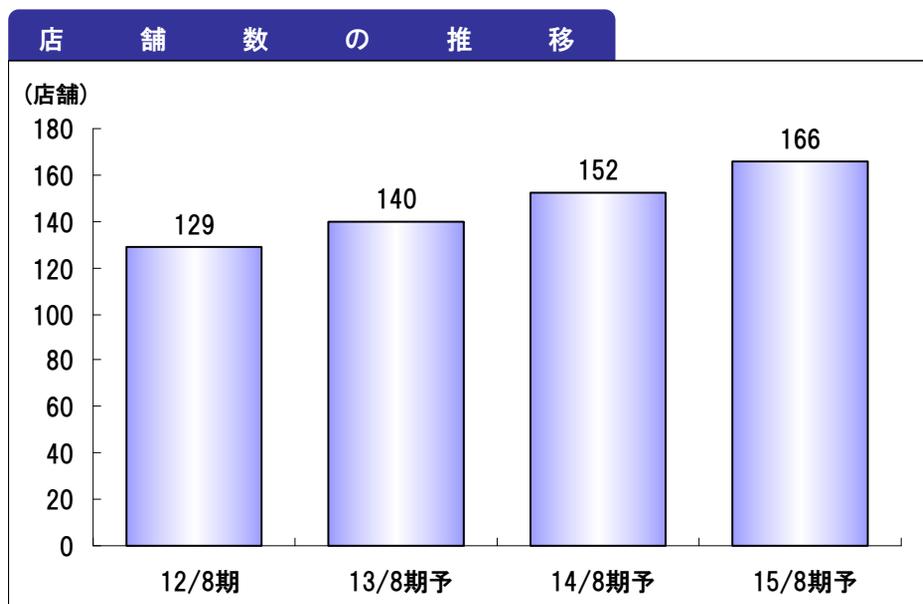
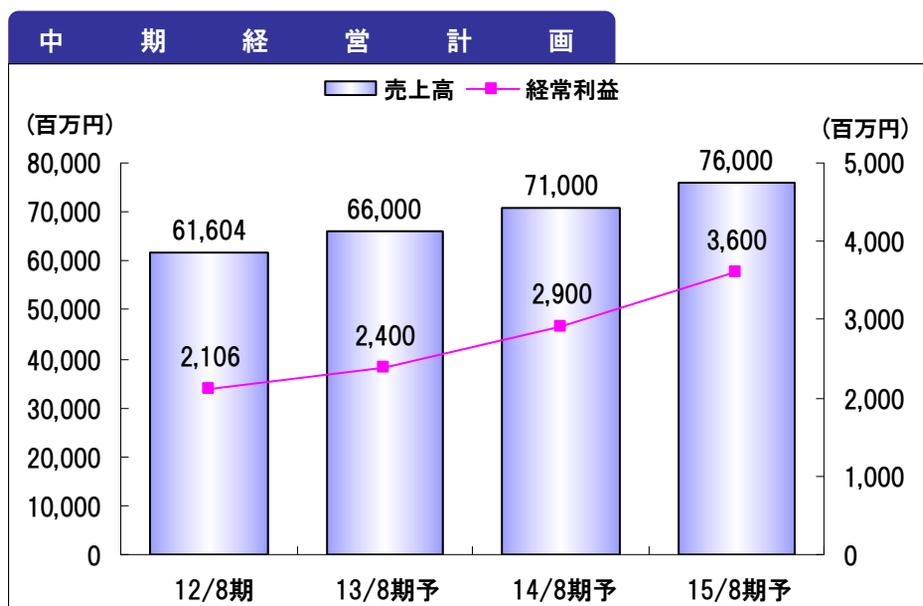
店舗名	所在地	売場面積 (㎡)	時期
<b>ヒマラヤ</b>			
クロスガーデン中津川店	岐阜県中津川市	1,536	2012年9月
出水店	鹿児島県出水市	1,836	9月
各務原インター店	岐阜県各務原市	2,000	10月
コムプラザ笠岡店	岡山県笠岡市	1,772	10月
越前店	福井県越前市	1,895	10月
門真店	大阪府門真市	2,650	11月
呉駅前店	広島県呉市	1,901	11月
高山シーズン館	岐阜県高山市	603	12月
フレスタモールカジル岩国店	山口県岩国市	1,962	2013年4月
諫早店	長崎県諫早市	2,061	4月
薩摩川内店	鹿児島県薩摩川内市	1,991	4月
<b>B&amp;D</b>			
青葉台店	神奈川県横浜市	654	2012年11月
渋谷店	東京都渋谷区	263	12月
上尾店	埼玉県上尾市	488	2013年3月

## ■ 中期経営計画

### 条件があれば出店店舗数をさらに増やしていく可能性

同社が2012年10月に発表した3ヶ年中期経営計画では、最終年度となる2015年8月期に連結業績で売上高76,000百万円、経常利益3,600百万円としている。店舗数に関しては2013年8月期に2店舗積み増したことで、最終年度においても166店舗と2店舗上積みされている。

同社では出店施策に関して、同社がターゲットとしている中小規模商圏における出店ニーズは依然強いとみており、条件に合致した案件があれば出店店舗数をさらに増やしていく可能性もあるとしている。



## ■中期経営計画

現在、国内のスポーツ小売市場は年間で約1兆5,000～1兆8,000億円の水準となっており、ここ数年横ばい傾向にある。このうち個人商店のシェアがまだ過半を占めていると言われており、同社を含めた大手企業が売上を伸ばす余地は依然大きいとみられる。同社は現在業界で4番手ではあるが、逆に言えば出店余地が大手3社と比べ、多く残されているとも言える（特に東北以北は未開拓地域）。また、規模の拡大による仕入コストの低減やPB商品の売上構成比率の拡大（今期14%→目標20%）などによる収益性の向上も、今後より一層期待できる。このため、国内の市場環境に大きな変化がなければ、中期経営目標達成の可能性は十分であると弊社ではみている。仮に、実効税率が今期と同水準で推移したとすると、2015年8月期の1株当たり利益は160円（2013年8月期予想は109.57円）を超えてくる見通した。

## ■株主還元策について

## ■前期の記念配を考慮すると今期は実質6円の増配

株主還元策としては、配当金と合わせて株主優待制度を導入している。配当金に関しては、2013年8月期で1株当たり18円と前期並みを予定している。ただ、前期は東証一部上場記念としての記念配6円が含まれているため、実質的には6円の増配となっている。同社は特に配当性向などの基準を設けておらず、基本的には安定配当の維持という方針である。今後の業績、財務状況、投資計画なども踏まえたうえでの安定的な配当成長が期待される。

また、株主優待制度としてヒマラヤ各店舗で利用できる値引券を8月末、2月末の株主にそれぞれ贈呈している。5月2日終値時点の株価（1,261円）で最少単元の株式を購入したとすると、株主優待制度も含めた総合利回りは2.3%となり、魅力的な水準と言えよう。株価は業績の上方修正などを背景に年初から約75%上昇したが、今期予想PERで10倍強の水準と割高感はなく、株主総合利回りや中期的な収益成長力などもかんがみれば、なお評価余地はあるとみられる。

## 株主優待制度

持株数	内容
100～500株未満	1,050円値引券×1枚
500～2,000株未満	1,050円値引券×3枚
2,000～5,000株未満	1,050円値引券×6枚
5,000～10,000株未満	1,050円値引券×15枚
10,000株以上	1,050円値引券×30枚

## ■株主還元策について

## 損益計算書（単位：百万円）

	09/8期	10/8期	11/8期	12/8期 連結	13/8期 連結会予
売上高	44,257	45,684	49,611	61,604	66,000
(対前期比)	5.8	3.2	8.6	-	7.1
売上原価	28,450	29,067	30,763	38,324	40,981
(対売上比)	64.3	63.6	62.0	62.2	62.1
販管費	14,913	14,840	16,566	21,182	22,619
(対売上比)	33.7	32.5	33.4	34.4	34.3
営業利益	892	1,776	2,280	2,098	2,400
(対前期比)	-51.6	99.0	28.4	-	14.4
(対売上比)	2.0	3.9	4.6	3.4	3.6
経常利益	909	1,864	2,274	2,106	2,400
(対前期比)	-50.2	104.9	21.9	-	14.0
(対売上比)	2.1	4.1	4.6	3.4	3.6
特別利益	0	8	83	188	40
特別損失	288	746	954	468	190
税引前利益	621	1,127	1,403	1,826	2,250
(対前期比)	-52.7	81.6	24.5	-	23.2
(対売上比)	1.4	2.5	2.8	3.0	3.4
法人税等	13	577	633	925	900
(実効税率)	2.2	51.2	45.2	50.7	40.0
当期純利益	607	550	769	900	1,350
(対前期比)	-3.2	-9.5	39.9	-	49.9
(対売上比)	1.4	1.2	1.6	1.5	2.0
発行済株式数（千株）	12,321	12,321	12,321	12,321	12,321
1株当たり利益（円）	50.70	45.90	64.20	73.52	109.57
1株当たり配当（円）	12.0	12.0	12.0	18.0	18.0
1株当たり純資産（円）	811.96	847.83	898.56	956.82	
配当性向（％）	23.7	26.1	18.7	24.5	16.4
期末従業員数	719	714	735	989	
（平均臨時雇用者数）	852	806	907	1,264	

※11/8期以前は単体の数値、B&Dの子会社化により12/8期から連結決算

## 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