

2013年8月16日 (金)

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 謙

■通期業績も会社計画をやや上回る可能性

一般スポーツ、ゴルフ用品の小売チェーンで業界4位。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、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。

健康志向の強まりを背景としたランニングブームやトレッキングブームなどを背景に、業績の好調が続いている。2013年8月期の第3四半期累計（2012年9月-2013年5月）の連結業績は売上高が前年同期比6.7%増、営業利益は同26.5%増となり、いずれも会社計画をやや上回るペースで推移した。B&Dとの経営統合による仕入コスト低減効果や出店経費の抑制効果も利益率の向上に寄与している。

2013年8月期の業績は売上高が前期比7.1%増、営業利益が同14.4%増と2期ぶりに最高益を更新する見通し。6、7月の月次売上高も順調に推移しており、なかでも富士山の世界遺産登録決定もあって、アウトドア用品が前年比2ケタ増ペースと好調に推移している。8月も市場環境に大きな変化がなければ、通期業績も会社計画をやや上回る可能性が高いとみられる。

同社は今後もドミナント戦略によって年間10店舗超のペースで新規出店を継続していく方針だ。また、「接客力」の強化と生産性の向上を目的としたLSP（レイバー・スケジューリング・プログラム：正社員と非正規社員の適正配置）も進行中で、中期計画の最終年度となる2015年8月期の業績目標値である売上高76,000百万円、経常利益3,600百万円の達成に向け順調に進んでいると言える。

■Check Point

- ・一般スポーツ用品とアウトドア用品が全体の売上を牽引
- ・ヒマラヤとB&Dのハイブリッド店舗でシナジー効果
- ・LSP導入で業界No.1の接客力の実現と労働生産性の向上へ

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

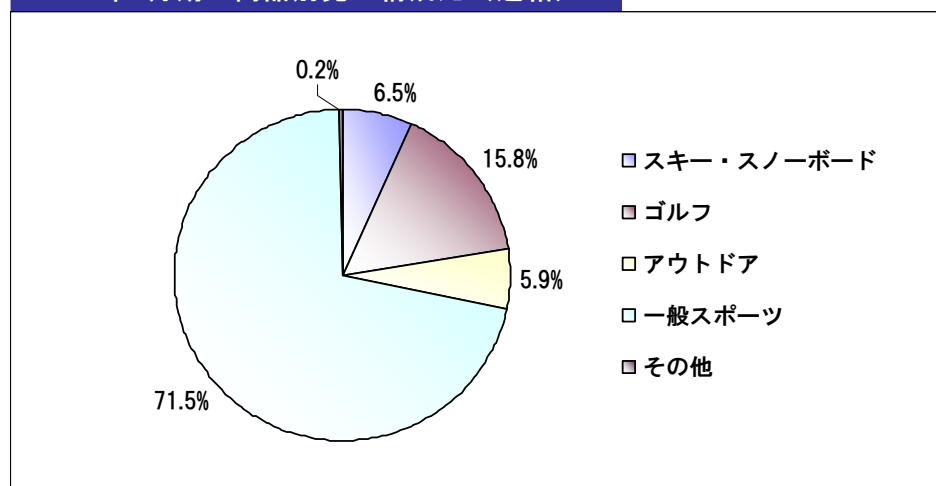
出店戦略は地域集中型のドミナント戦略が基本

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5月末で108店舗。また、2011年7月に子会社化したB&Dを含めると139店舗体制となる。売り場面積では5月末で239,146㎡と前年同期比8.3%増となった。

同社の出店戦略は、関東以西における商圈規模で人口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、ドミナント戦略（地域集中型の出店戦略）を基本としている。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対し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3四半期累計実績は13.5%）。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

一般スポーツ用品とアウトドア用品が全体の売上进行を牽引

(1) 2013年8月期の第3四半期累計業績について

6月28日に発表された2013年8月期の第3四半期累計（2012年9月-2013年5月）の連結業績は、売上高が前年同期比6.7%増の48,941百万円、営業利益が同26.5%増の1,780百万円、経常利益が同33.1%増の1,858百万円、四半期純利益が同32.7%増の874百万円と好調な決算となり、売上高、利益ともに会社計画を上回る順調な決算となった。

第3四半期累計業績（連結）

（単位：百万円）

	12/8期	13/8期	13/8期 3Q累計実績	13/8期	
	3Q累計実績	3Q累計計画		前年同期比	計画比
売上高	45,873	48,600	48,941	6.7%	0.7%
売上総利益	17,312	18,380	18,522	7.0%	0.8%
（対売上比）	37.7%	37.8%	37.8%		
販管費	15,905	16,880	16,741	5.3%	-0.8%
（対売上比）	34.7%	34.7%	34.2%		
営業利益	1,407	1,500	1,780	26.5%	18.7%
（対売上比）	3.1%	3.1%	3.6%		
経常利益	1,396	1,560	1,858	33.1%	19.1%
特別損益	-8	-117	-233	-	-
四半期純利益	659	860	874	32.7%	1.7%

売上高の増収要因を商品別で見ると、主力の一般スポーツ用品が前年同期比7.5%増の34,848百万円となったほか、アウトドア用品が同22.3%増の2,777百万円となり、全体の売上进行を牽引した格好だ。特に、アウトドア用品は計画比でも5.6%上回るなど、好調な業績の主因となった。富士山の世界遺産登録が確定的になったことを受けて、中高年層を中心にトレッキングブームが一段と盛り上がったこと、また、アウトドア系ブランドのタウンユースでの需要も引き続き好調に推移したことが背景だ。一般スポーツ用品においても、健康志向の高まりを受けたランニングシューズ関連の販売が堅調に推移したことに加えて、サッカーや野球用品においても、日本代表チームの活躍を受けて順調に推移した。ゴルフ用品に関しては、引続き高額クラブの需要は低迷しており単価下落が続いているものの、シューズやバッグなど周辺アイテムが順調に推移し、後半にはゴルフウェアなども回復したことなどから、前年同期比で1.3%増となった。四半期ベースの前年同期比伸び率でもみても、アウトドア用品並びに一般スポーツ用品の売上进行が順調に拡大していることがうかがえる。

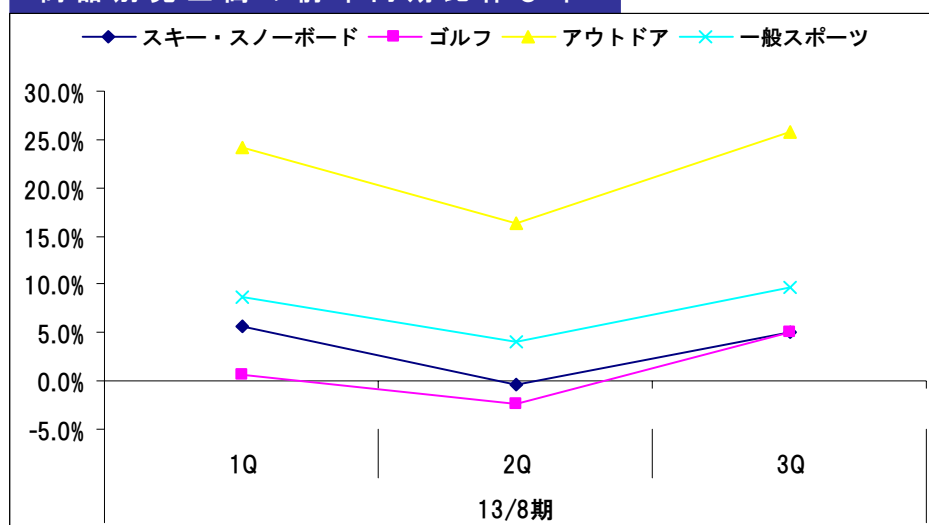
■決算動向

第3四半期の商品別累計売上高（連結）

（単位：百万円）

	12/8期	13/8期	13/8期		
	3Q累計実績	3Q累計計画	3Q累計実績	前年同期比	計画比
スキー・スノーボード	3,920	3,950	3,939	0.5%	-0.3%
ゴルフ	7,201	7,300	7,293	1.3%	-0.1%
アウトドア	2,271	2,630	2,777	22.3%	5.6%
一般スポーツ	32,406	34,650	34,848	7.5%	0.6%
その他	73	70	83	12.7%	18.6%
合計	45,873	48,600	48,941	6.7%	0.7%

商品別売上高の前年同期比伸び率

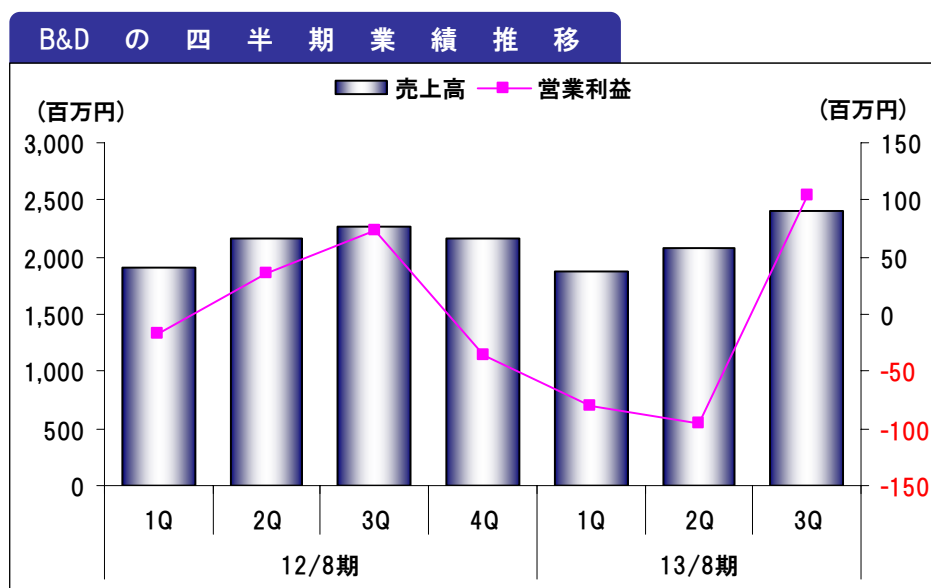


営業利益が会社計画を上回った要因としては、売上高が好調に推移したことに加えて、販管費の抑制が進んだことが挙げられる。第3四半期累計の売上高営業利益率は3.6%と前年同期比で0.5ポイント上昇したが、増減の内訳をみると売上総利益率の上昇で0.1ポイント、販管費率の低下で0.5ポイントの改善となっており、販管費率の改善要因が大きかったことがうかがえる。販管費率の改善としては、広告宣伝費の対売上比率が前年同期比で0.4ポイント低下したことが大きく寄与した。ドミナント戦略による地域集中出店により、広告宣伝費の効率的な運用が進んだことが背景とみられる。その他では、新規出店の際の購入設備費用（什器類など）の管理、低減活動を進めたことも販管費率の改善につながった。

売上総利益率は0.1ポイントの上昇に留まっているが、これは子会社のB&Dの総利益率がシステム統合過渡期の影響で、第2四半期まで低迷した影響が大きい。ヒマラヤ単独の総利益率でみると0.3ポイント上昇の38.3%と順調に上昇している。B&Dとの共同調達による仕入コストの低減効果や、ウェア関連を中心としたPB商品の売上が好調に推移したことが要因となっている。

■決算動向

なお、第2四半期まで3四半期連続で赤字が続いていたB&Dの業績が、第3四半期に急回復に転じ、連結子会社以降の四半期業績で過去最高を記録したことは注目されよう。主要顧客層が学生のため、学校が新年度を迎える第3四半期（3-5月期）に業績が高くなるという季節要因があるものの、B&Dの収益が統合によって拡大路線に転じ始めたものとして評価される。第2四半期までは、新たな経営管理システムによる商品発注や在庫管理などの運用に不慣れな点があり、その運用不備、管理不足に起因する値下げ在庫処分などが発生したが、収益の悪化要因となっていたが、そうした混乱も第3四半期には収束し、今後は連結業績面でプラスに寄与してくるものと思われる。



ヒマラヤとB&Dのハイブリッド店舗でシナジー効果

(2) 出店状況

当第3四半期における出店状況は表のとおりで、ヒマラヤでは4月に3店舗、B&Dでは3月に1店舗それぞれ出店し、5月末時点であわせて139店舗と前期末比で10店舗の増加となった。店舗面積では前年同期比8.3%増の239,146㎡と順調に拡大している。

なお、B&Dの上尾店は、ヒマラヤの上尾店のリニューアルに合わせて、同店舗敷地内にインショップとして出店した店舗となっており、シナジー効果を図るため、新たな試みとして出店した店舗だ。出店から5カ月が経ったが、相互集客等シナジー効果は期待通り表れているようだ。

■決算動向

店舗における販売形態としては、B&Dが得意とするサッカーや陸上・ランニング関連用品の販売を担当し、ヒマラヤはそれ以外の商品を販売している。ヒマラヤではサッカーやランニング関連用品で従来占めていた売り場スペースを、現在需要が旺盛なトレッキング用品や従来から販売力の強かったテニス用品に割り当てることが可能となり、結果的に坪当たりの売上高は前年比で2割程度のアップにつながっている。学生向けに強いB&Dが店舗敷地内に入ったことで、学生の購買層が増えたことも売上アップの一因になっているようだ。一方、B&Dにとっても新規出店のケースとは違って、既に固定客層がいるヒマラヤ店舗内に出店することから、集客のための広告宣伝費用などが従来よりも抑制できており、順調に売上も推移していると言う。このため、同社では現在検証を進めているが、店舗運営におけるシナジー効果も十分見込まれるとみており、今後も条件に合う場所があればハイブリッド型店舗の出店を増やしていく考えだ。

2013年8月期の新規出店店舗

店舗名	所在地	売場面積 (㎡)	時期
ヒマラヤ			
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&D			
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

月次売上も順調で今期業績は会社計画を上回る可能性

(3) 2013年8月期の連結業績見通し

2013年8月期の連結業績は、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、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を見込んでいる。

■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	
	実績	会社予想	前年同期比
売上高	61,604	66,000	7.1%
売上総利益	23,280	25,019	7.5%
（対売上比）	37.8%	37.9%	
販管費	21,182	22,619	6.8%
（対売上比）	34.4%	34.3%	
営業利益	2,098	2,400	14.4%
（対売上比）	3.4%	3.6%	
経常利益	2,106	2,400	14.0%
当期純利益	900	1,350	49.9%

2013年8月期の商品別売上高計画（連結）

（単位：百万円）

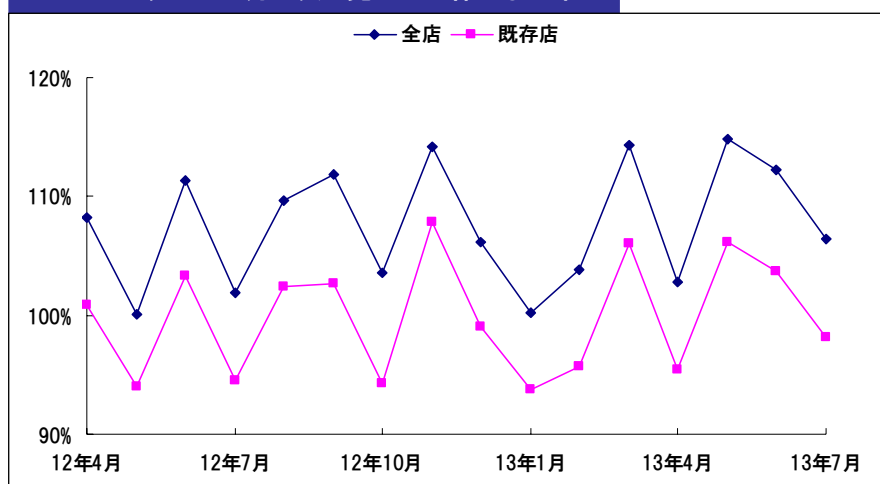
	12/8期	13/8期予	伸び率
スキー・スノーボード	4,024	4,041	0.4%
ゴルフ	9,759	10,177	4.3%
アウトドア	3,649	4,094	12.2%
一般スポーツ	44,076	47,591	8.0%
その他	95	97	1.7%
合計	61,604	66,000	7.1%
構成比			
スキー・スノーボード	6.5%	6.1%	
ゴルフ	15.8%	15.4%	
アウトドア	5.9%	6.2%	
一般スポーツ	71.5%	72.1%	
その他	0.2%	0.1%	

※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

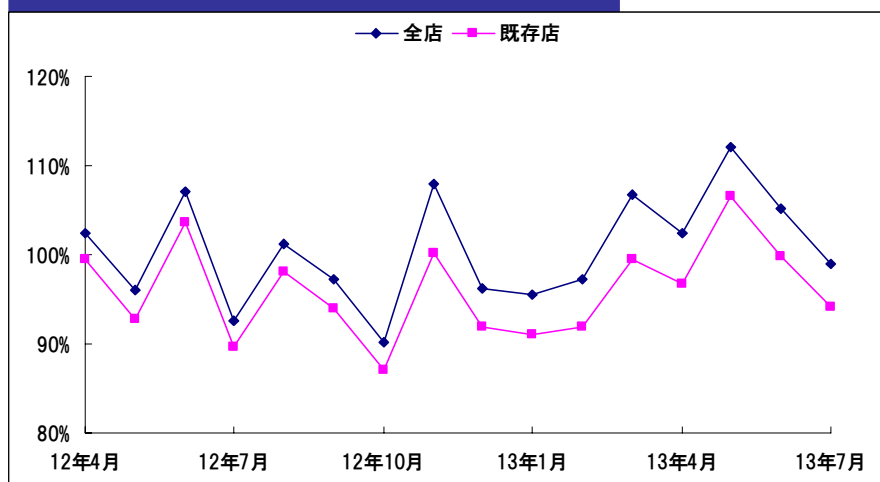
第4四半期に入ってから販売状況は、従来の流れを引きついでアウトドア用品、一般スポーツ用品の好調が持続している。アウトドア用品では富士山の世界遺産登録決定でトレッキング用品の需要がさらに旺盛となっている。一般スポーツ用品においてもサッカー、テニス、野球など海外でプレーする日本人選手の活躍が刺激材となり、販売は堅調に推移している。8月には世界陸上が開催されるため、ランニングシューズ関連も堅調を持続するものと思われる。月次売上状況をみてもヒマラヤ、B&Dともに順調に推移しており、8月に市場環境に大きな変化が無ければ、業績は会社計画を上回る可能性が高いと弊社ではみている。

■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、2014年8月期の業績動向をみるうえで注目されるイベントとしては、9月に正式決定される2020年のオリンピック開催地がある。仮に、東京に決定したとなれば、学生などでスポーツ熱が高まるだけでなく、関連協会などからの強化育成費用など資金面でのバックアップも期待できるだけに、同社にとっても中長期的にフォローの風が吹くことになろう。一方で、2014年春には消費税の引き上げが予定されている。スポーツ用品に関しては、消費税の影響を受けにくい分野ではあるものの、一時的に販売が落ち込む可能性は否定できない。また、ここにきての円安によって海外から仕入調達しているPB商品のコスト上昇も懸念材料ではある。PB商品を値上げするのは難しいため、付加価値を付けた格好での販売なども含めて検討していくとしている。

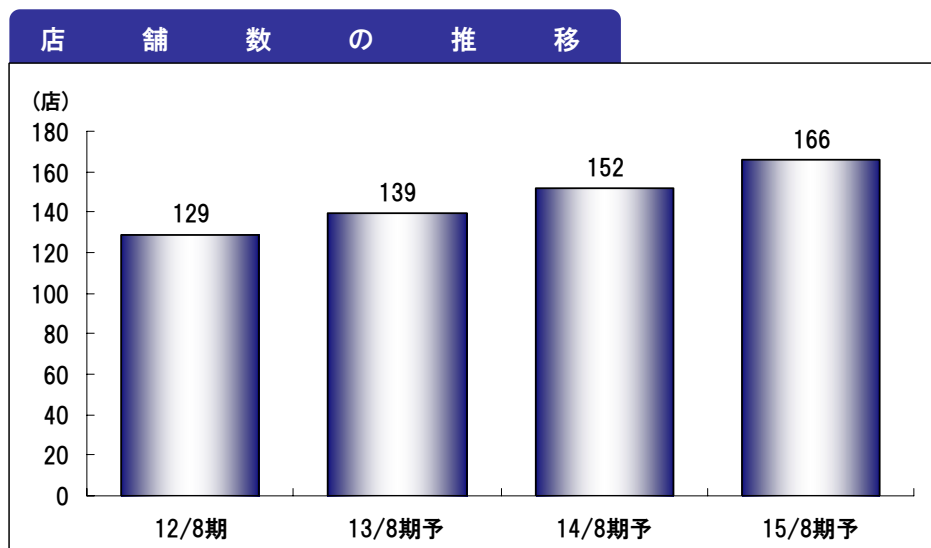
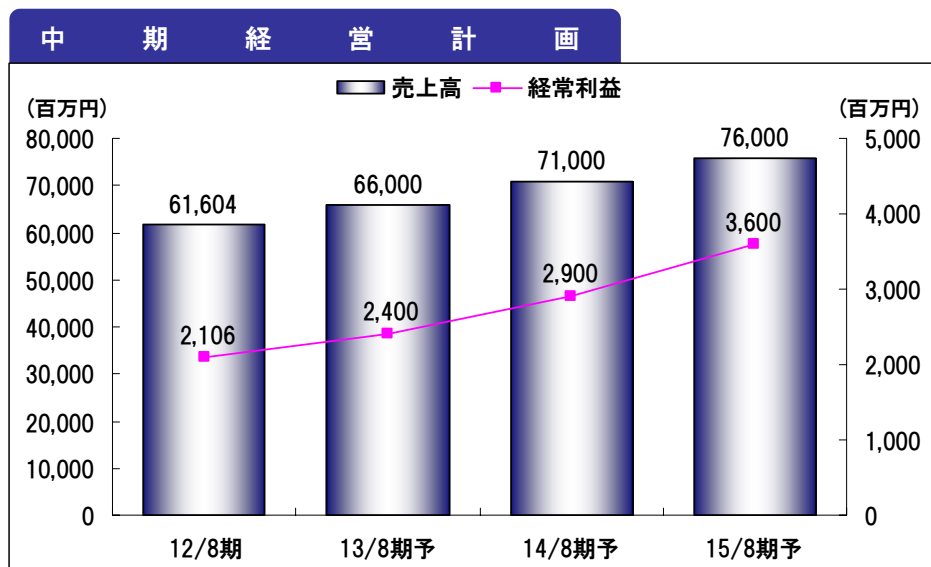
また、B&Dの業績に関しては、期前半の低迷が響いて2013年8月期は若干の赤字が残ることが想定されるが、2014年8月期は前述したように経営管理システムの運用が軌道に乗るため、改善されることが想定される。ただ、MD（マーチャライジング）能力に関してはまだ弱いとみており、今後の強化ポイントとして挙げている。現在の専門店としての強みを生かしていきながら、MD力も強化していくことで、収益力の更なる改善を目指していく考えだ。

■ 中期経営計画

LSP導入で業界No.1の接客力の実現と労働生産性の向上へ

同社が2012年10月に発表した3カ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。

売上高の平均成長率は7%強となるが、売上成長の原動力となるのは店舗数の拡大となる。現在、グループで139店舗を展開しているが今後2年間で27店舗増やし、166店舗とする計画だ。年率換算では9%弱の成長となる。出店戦略としては従来と変わらず、関東以西で中小規模商圈をターゲットとしたドミナント戦略を継続していく方針だ。これらの中小規模商圈においては、個人経営のスポーツ用品店が主な競合先となり、業界大手のゼビオやメガスポーツ、アルペンなどが出店していない地域が殆ど。このため、出店当初から店舗運営は順調に軌道に乗るケースが多い。同社ではこうした中小規模商圈のスポットエリアはまだ数多くあると認識しており、当面は年間10店舗ペースでの出店継続は可能とみている。また、B&Dについても年間2～3店舗ペースで首都圏の駅前店舗の出店を増やしていきたい考えだ。



■中期経営計画

また、同社は中期計画の中で収益性の向上も目標としており、売上高経常利益率で2013年8月期見込みの3.6%から2015年8月期には4.7%まで引き上げていく方針だ。そのための取り組みの1つとして前期よりLSP（レイバー・スケジューリング・プログラム）を導入し始めている。LSPとは店舗運営において従業員をいかに効率的に作業従事できるようにするかという発想で考えられたもので、仕事の内容によって正社員と非正規社員を切り分けていく考え方となる。正社員は接客業務を優先的に行い、簡単な作業は非正規社員が担当する格好となる。こうした手法を導入することで、同社が目指す「業界No.1の接客力」を実現していくほか、結果的に、労働生産性の向上にもつながることになる。

現在は主要店舗18店舗まで導入が進んでおり、効果として店舗内での作業分担を明確化させたことにより、業務効率が劇的に改善し、正社員の接客時間も増加しているようだ。同社ではこうした取り組みをマニュアル化し、今後は他店舗にも順次導入していく考えであり、LSPを導入していくことで、同社の中期ビジョンの1つである「業界No.1の接客力」も実現していく方針だ。

その他、収益性の向上要因としては、B&Dとの共同調達による仕入コストの低減効果、やPB商品の売上構成比上昇（2013年8月期14%→20%目標）による総利益率の上昇が見込まれる。また、販管費率においてもドミナント戦略による広告宣伝費率の低下なども継続するものと思われる。

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が、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。同社は現在業界で4番手ではあるが、中小規模商圏にターゲットを絞った出店戦略を掲げているのは同社のみで、大手が大規模商圏で競争を繰り広げる中で、着実に中小規模商圏におけるシェアを獲得していくものと思われる。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。また、長期的に見れば現在未開拓地域である東北以北のエリアへの進出も考えられることから、成長ポテンシャルはさらに大きくなる。実効税率を41%と仮定すると、2015年8月期の1株当たり利益は170円を超えてくる見通しだ。

■株主還元策について

株主優待制度として8月末、2月末の株主に値引券を贈呈

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。同社は特に配当性向の基準などを設けていないが、今後の業績動向や財務状況、投資計画なども踏まえたうえでの安定的な配当成長を基本として実現していきたい考えた。

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。8月16日終値時点の株価（1,405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2.8%となり、平均的な水準と言えよう。株価は業績の好調などを背景に年初から2倍近くまで上昇しているが、2013年8月期の予想PERで12.8倍と割高感はなく、中期的な成長ポテンシャルはまだ織り込まれていないと思われる。



■株主還元策について

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

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

※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