

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

白鳩

3192 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2017年11月9日(木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2017年8月期決算は売上高が初の50億円台に寄せ、増収増益で着地	01
2. 5年後に売上高100億円超えを目指し、中期経営計画の策定に取り組む	01
3. 2018年8月期は売上高の2ケタ増収の実現に注目	01
■ 2017年8月期決算の概要	02
■ 中期的成長戦略	04
1. 成長戦略の全体像	04
2. 既存事業の成長戦略	05
3. 成長・新規事業の成長戦略	06
■ 2018年8月期の業績見通し	07
■ 株主還元	10
■ 情報セキュリティについて	11

■ 要約

5年後の売上高100億円台を目指し、新中期経営計画を策定中。 新たな収益の柱としての新規事業に注目

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）企業。取扱商品は167社・166ブランド・12,183アイテム（色・サイズ別では約8万種類。2017年8月末現在）と、圧倒的な品ぞろえを誇っている。インナーウェア特化型EC企業は、オペレーションの難しさもあって参入企業が少なく、同社は独特の地位を築いている。

1. 2017年8月期決算は売上高が初の50億円台に乗せ、増収増益で着地

2017年8月期決算は、売上高5,083百万円（前期比10.6%増）、営業利益202百万円（同12.6%増）と増収増益で着地した。期初予想との比較では利益は未達となったものの、最も重要な売上高は計画どおりに進捗し、初の50億円台乗せを達成した。サイトへのアクセス数、購入件数、年間購入顧客数といったKPI（重要経営評価指標）がいずれも堅調に推移したことで、業績の質という点でも良好な決算だったと弊社では評価している。

2. 5年後に売上高100億円超えを目指し、中期経営計画の策定に取り組む

同社は当面の業績目標として5年後（2022年8月期）に売上高100億円の大台乗せを目指している。そこに至る戦略としては、既存事業であるインナーウェアのEC事業について年率2ケタ増収を続ける傍ら、新規事業を育成して既存事業の収益に上乘せし、100億円の売上高を目指す構図を描いている。新規事業の具体的内容としては、インナーウェアの委託販売事業や同社が自社開発したECシステムの活用などが検討されている。新規事業の詳細も含めた中期経営計画は2018年8月期中に公表される見通しだ。

3. 2018年8月期は売上高の2ケタ増収の実現に注目

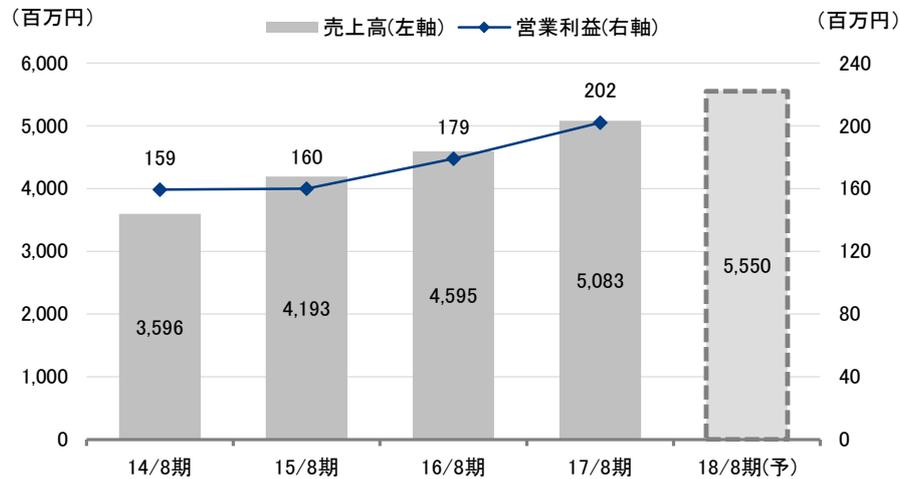
2018年8月期の業績見通しについて同社は、売上高を5,550百万円（前期比9.2%増）と予想する以外は、利益に関しては予想の公表を控えている。前述の中期経営計画の具体的内容が固まっていないため、現時点では合理的な費用の見積りができないことが理由だ。弊社では同社の評価軸は利益よりも売上高にあると考えており、まずは既存事業の売上高が着実に2ケタ成長を達成できるかを見守っていく考えだ。その上で中期経営計画の発表後に売上高100億円に向けた新規事業の施策の内容をじっくり吟味していきたいと考えている。

Key Points

- ・ 既存事業に加え、成長・新規事業による成長で中期的に売上高100億円超えを目指す
- ・ 既存事業ではレッグカテゴリー強化や自社ブランド品の強化に成長余地
- ・ 新規事業では委託販売やECシステムの活用などが事業領域となる見込み

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

2017年8月期決算の概要

主要 KPI が順調に伸長し、 売上高は前期比 2 ケタ増で計画どおりの着地

同社の 2017 年 8 月期決算は、売上高 5,083 百万円（前期比 10.6% 増）、営業利益 202 百万円（同 12.6% 増）、経常利益 164 百万円（同 2.7% 増）、当期純利益 139 百万円（同 35.9% 増）と、増収増益で着地した。

2017年8月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/8 期		17/8 期		
	通期	通期(予)	通期	前期比	予想比
売上高	4,595	5,100	5,083	10.6%	99.7%
営業利益	179	255	202	12.6%	79.4%
売上高営業利益率	3.9%	5.0%	4.0%	-	-
経常利益	160	207	164	2.7%	79.6%
当期純利益	102	143	139	35.9%	97.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2017年8月期決算の概要

売上高は前期比で2ケタ増収を確保したほか、期初予想との比較においても、達成率は99.7%とほぼ計画どおりの進捗となった。主力販路である本店（自社）サイトが前期比10.5%増、楽天市場が同12.3%増と、ともに2ケタ増となったのを初め、Amazon、Yahoo! ショッピングもそれぞれ、同10.8%増、同8.3%増と順調に売上を伸ばした。

売上高のサイト別内訳

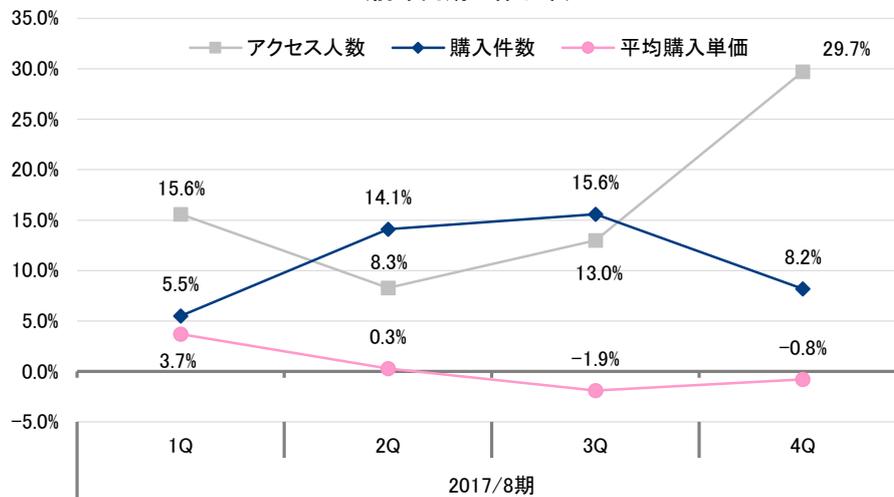
(単位：百万円)

	17/8期		
	売上高	売上構成比	前期比伸び率
本店（自社）	1,114	21.9%	10.5%
楽天市場	2,414	47.5%	12.3%
Amazon	507	10.0%	10.8%
Yahoo! ショッピング	469	9.2%	8.3%
海外サイト	330	6.5%	8.3%
その他	248	4.9%	2.5%
合計	5,083	100.0%	10.6%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

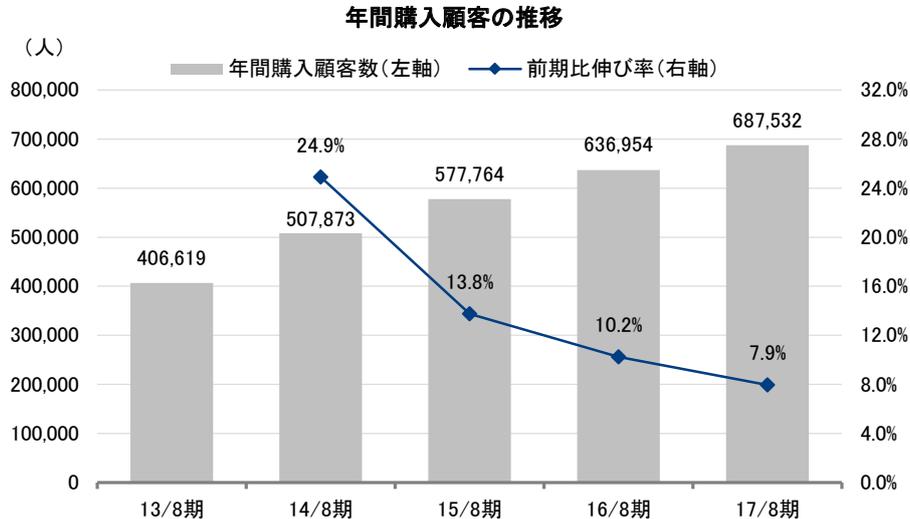
営業利益は前期比較では2ケタ増益だったが期初予想との比較では79.4%の達成率にとどまった。利益率の高いPB（プライベート・ブランド）・コラボ商品の売上構成比が21.3%にとどまったことによる商品ミックスの（計画比での）悪化と、体制強化に伴う人員増による費用増加が主な要因だ。

弊社では、同社の2017年8月期決算について、売上高が計画どおりに進捗して、初の50億円台に乗せた点をポジティブに評価すべきだと考えている。同社が属する小売業においては、売上高の数値が利益に優先すると考えていることがその理由の1つだ。また、アクセス数、購入件数が順調に伸長して増収を達成しており、増収の質が高いと評価できる点が理由の2つ目だ。さらには、年間購入顧客数が前期比7.9%増と増加基調を継続している点もポジティブに評価できる点と言える。

 アクセス人数・購入件数・平均購入単価の四半期推移
 (前年同期比伸び率)


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2017年8月期決算の概要



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

営業利益が伸び悩んだ点については大きな懸念の必要はないと考えている。現状の4%～5%の営業利益率は小売業としては高い部類に属する。同社はEC企業であり、ECの事業モデル一般のように、将来的には10%台の営業利益率を達成するポテンシャルは充分あると考えている。詳細は成長戦略の項で述べるが、今後数年は成長投資が続くステージであるため売上増加と費用増加が似たようなペースで推移するとみられ、それが落ち着いたのち、売上が順調に拡大を続ければ利益は自ずと付いてくると弊社ではみている。

■ 中期的成長戦略

既存事業に加え、 成長・新規事業による成長で中期的に売上高100億円超えを目指す

1. 成長戦略の全体像

同社の成長戦略は『既存事業』と『成長・新規事業』の2つから成っている。

既存事業とは、現在の同社の事業そのものであり、インナーウェアのEC事業だ。ここでは具体的成長戦略として1) 取扱ブランドの開拓、品ぞろえの強化、2) 自社ブランド商品開発力の強化、3) 海外市場（越境EC）への参入拡大、の3点が掲げられている。

中期的成長戦略

成長・新規事業は、既存の EC 事業の中で成長性の高い事業の拡大や、同社の強みでもある EC のプラットフォーム（しくみ）を生かした周辺業態への進出がその内容となっている。具体的な項目として 1) ブルーミングスタイル事業の拡大、2) BtoB 領域における取引拡大が掲げられている。

成長に向けた経営方針

既存事業における 成長路線	成長・新規事業における 拡大路線
<ul style="list-style-type: none"> ● 取扱ブランドの開拓、品揃えの強化 (祖業のレッグカテゴリー強化) ● 自社ブランド商品開発力の強化 ● 海外市場（越境EC）への参入拡大 	<ul style="list-style-type: none"> ● ブルーミングスタイル事業拡大 ● BtoB領域における取引拡大 (委託販売、卸販売の販路拡大)

出所：決算説明会資料より掲載

同社は現在、上記の成長戦略に基づいた 5 ヶ年中期経営計画を策定中だ。当然ながら現時点では業績計画等の数値目標は開示されておらず、考え方の大枠のみが示されている。その内容は以下のようなものだ。まず既存事業（現在の同社の事業）では、年間 10% の増収を継続することを目標として掲げている。これが達成された場合、5 年後（2022 年 8 月期）の売上高は 8,186 百万円と 80 億円台に乗ってくる。一方で成長・新規事業を 20 億円規模の事業に育成し、全社売上高を 100 億円の大台に乗せることを目指している。同社は新中期経営計画を 2018 年 8 月期中に公表する計画だ。

レッグカテゴリー強化や自社ブランド品の強化による成長を目指す

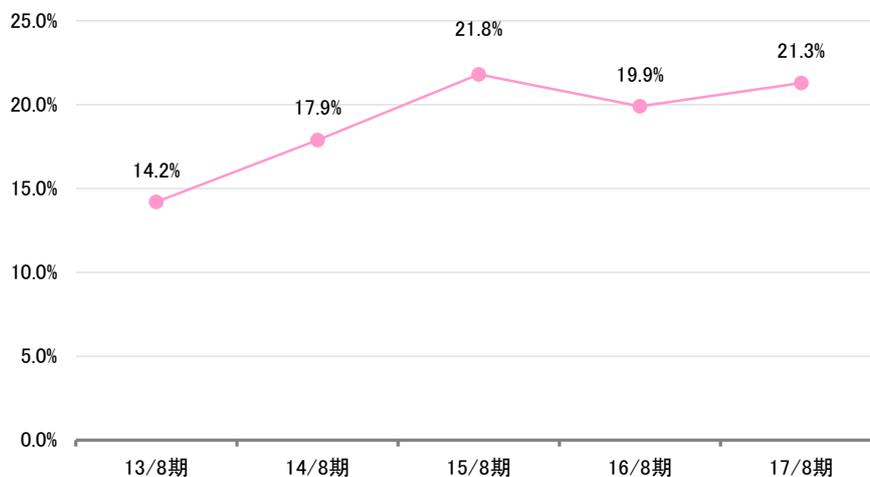
2. 既存事業の成長戦略

既存事業における成長戦略のうち、“取扱ブランドの開拓、品ぞろえの強化”においては“レッグカテゴリー（ソックス、パニティストッキング）の強化”に注力する方針だ。同社によれば、インナーウェア市場は約 6,240 億円、レッグカテゴリーの市場は 6,190 億円と、両者は拮抗している。しかしながら同社のカテゴリー別売上構成比では、レッグカテゴリーは 6% 弱にとどまっておき、インナーウェアの構成比が圧倒的に高い状況となっている。市場規模に照らせば同社の売上構成においてもレッグカテゴリーはインナーウェアに匹敵する水準となるポテンシャルがあると言える。一気にその水準に達すると期待することは現実的ではないが、当面の目標としては、レッグカテゴリーの売上規模を現状の 300 百万円規模から 1,000 百万円規模に引き上げることは充分可能だと弊社ではみている。

中期的成長戦略

自社ブランド品の強化は、売上高の拡大と同時に利益率の改善に大きな効果があると期待される。通常の仕入商品に比べて利益率が高いためだ。同社はかねてより PB・コラボ商品の強化を経営施策の中核の1つに位置付け、その売上構成比を引き上げることを目指してきた。具体的数値目標として、当面のゴールを30%とし、2017年8月期は25%を目指していた。前述のように2017年8月期実績は21.3%にとどまったため、今2018年8月期は再度25%を目指して仕切り直しとなる。後述するブルーミングスタイル事業強化とも重なる部分であり、中期的には30%の目標達成は十分可能だと弊社では考えている。

PB・コラボ商品比率の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

越境 EC は過去も現在も同社の重要な成長分野だ。将来的にも成長分野であると弊社では期待している。店舗は本店(自社サイト)グローバル店、Tmall グローバル店を軸に対応している。同社の越境 EC に対するスタンスは、あくまで日本から EMS (Express Mail Service、国際スピード郵便) による発送を行うというものだ。中国をはじめとする現地への投資はまったく予定していない。同社の越境 EC の顧客は中国人が大部分であるが、中国は制度変更によって需要が大きく影響を受けるリスクがある。こうした現状を踏まえると、同社の“EMS を利用した日本からの発送”に徹するというスタンスは、事業リスクを最小限に抑えるという観点で意義があると評価している。

委託販売や EC システムの活用などの新規事業に期待が高まる

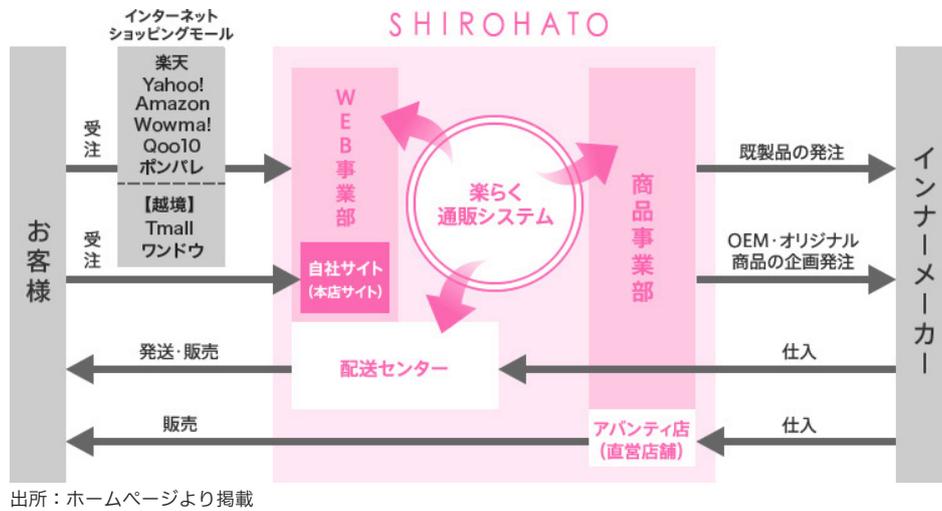
3. 成長・新規事業の成長戦略

成長・新規事業における成長戦略のうち特に注目されるのは BtoB 事業の拡大だ。同社は本社の隣接地を取得済みであるがそこを活用し、倉庫・配送施設の拡充を計画している。そのキャパシティと弊社が自社開発した EC システムとを活用し、インナーウェアメーカーからの委託販売を新規事業の1つとして検討しているもようだ。事業モデルの詳細は明らかにされていないが、スタートトゥデイ <3092> が展開する EC サイト「ZOZOTOWN」のインナーウェア特化版のような形になるのではないかと弊社では推測している。

中期的成長戦略

同社の EC システムもまた新規事業の 1 つになる可能性がある。同社が手掛けるインナーウェアの EC 事業は、一見すると参入障壁が低い、同社と全面的に競合する企業はまだ現れていない。そうした参入障壁の高さは、インナーウェア特有の SKU (Stock Keeping Unit、商品の最小分類単位) の多さとそれに伴う在庫管理の煩雑さにあるとされている。同社の EC システム (社内呼称は『楽しく通販システム』) は複数の販路別の在庫を一括管理するほか、配送や経理等の社内管理業務とも連動した一貫型である点に特長がある。同社はこのシステムを活用した新規事業を検討中だ。具体的な事業形態としては、システム・ソフトウェアの外販や EC コンサルティングなど様々なものが考えられるが、詳細は中期経営計画の発表を待たねばならない。

白鳩の事業の概要と基幹システムのイメージ図



ブルージンスタイル事業はオリジナルブランドである“blooming”シリーズを展開する事業で、現在、“blooming FLORA”(ルームウェア)と“blooming FLORA essence”(インナーウェア)を展開している。ブルージンスタイル事業の拡大は、既存事業における成長戦略である PB・コラボ商品の拡大と部分的に重なる。成長事業として既存事業から切り離したのは、ブルージンスタイル事業で手掛ける自社ブランドのブランド力が着実に力を付けていることが背景にあるためとみられる。

2018年8月期の業績見通し

売上高は5,550百万円の見通しを公表。
利益予想は中期経営計画と合わせて開示する見通し

2018年8月期について同社は、売上高を5,550百万円(前期比9.2%増)とするほかは、利益に関しては予想を公表していない。その理由について同社は、現在、成長・新規事業を含めた5ヶ年中期経営計画を策定中であり、その内容がまだ固まっていないため合理的な投資や費用の見積りができないからとしている。

白鳩 | 2017年11月9日(木)
 3192 東証 JASDAQ | <https://www.shirohato.co.jp/>

2018年8月期の業績見通し

前述のように、同社の評価軸は利益よりも売上高であるというのが弊社の考えだ。利益予想が開示されない状況に落ち着かなさを感じることは否定できないが、まずは成長戦略の柱の1つである“既存事業における2ケタ成長の継続”という目標を、同社がきっちりやり遂げることができるかどうかを見守りたいと考えている。

今期の利益見通しは中期経営計画の発表に際して公表されるとみられる。新規事業の内容によっては、その費用が今期から先行的に発生する可能性もある。その結果として、一時的に利益率や利益水準が現状の水準から落ち込む可能性がある点は想定しておくべきだと弊社では考えている。前述のように、同社は倉庫・配送設備を拡充して委託販売事業に進出することや、ECシステムを活用した事業への進出などを検討しており、その関連で今期から先行的に費用が発生する可能性もあるためだ。

中期経営計画並びに今期利益見通しの発表のタイミングは、今期の後半になる可能性があるかと弊社では予想している。同社が2016年11月に実施した第三者割当増資により小田急電鉄<9007>が同社の株式の20.19%を保有するに至ったことが背景にある。小田急電鉄は現在2018年3月期を最終年度とする中期経営計画に取り組んでいるが、前回の例にならえば2018年4月下旬の決算発表に際して新中期経営計画を発表する可能性が高い。同社の中期経営計画（及び今期利益見通し）発表もそのタイミングとなる可能性があるかと弊社ではみている。

簡略化損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	13/8期	14/8期	15/8期	16/8期	17/8期
売上高	2,953	3,596	4,193	4,595	5,083
前期比	21.7%	21.8%	16.6%	9.6%	10.6%
売上総利益	1,263	1,502	1,726	1,854	2,004
利益率	42.8%	41.8%	41.2%	40.3%	39.4%
販管費	1,139	1,343	1,565	1,674	1,802
売上高販管費率	38.6%	37.4%	37.3%	36.4%	35.5%
営業利益	124	159	160	179	202
売上高営業利益率	4.2%	4.4%	3.8%	3.9%	4.0%
前期比	29.1%	28.2%	0.4%	12.4%	12.6%
経常利益	118	124	155	160	164
前期比	141.6%	5.4%	25.0%	3.2%	2.7%
当期純利益	68	74	98	102	139
前期比	-188.6%	8.9%	33.0%	4.1%	35.9%
分割調整後					
EPS(円)	21.33	21.79	25.82	26.76	30.33
配当金(円)	0.00	6.00	7.50	8.00	9.00
1株当たり純資産(円)	80.93	161.14	182.09	201.65	295.63

出所：決算短信よりフィスコ作成

白鳩 | 2017年11月9日(木)
 3192 東証 JASDAQ | <https://www.shirohato.co.jp/>

2018年8月期の業績見通し

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	13/8期	14/8期	15/8期	16/8期	17/8期
流動資産	1,058	1,080	1,224	1,266	1,616
現預金	205	156	139	154	292
売上債権	292	272	345	309	323
棚卸資産	497	595	661	727	899
その他	64	57	81	76	102
固定資産	946	910	896	1,846	1,902
有形固定資産	860	830	804	1,692	1,668
無形固定資産	50	34	34	84	65
投資等	35	46	56	69	168
資産合計	2,005	1,991	2,121	3,113	3,518
流動負債	902	596	698	945	847
支払債務	223	340	377	393	433
短期借入金等	453	53	53	338	138
その他	226	203	267	213	261
固定負債	843	783	723	1,390	1,245
長期借入金	693	640	586	1,255	1,117
その他	150	143	136	134	127
株主資本	258	611	698	777	1,425
資本金	130	269	274	276	527
資本剰余金	120	259	264	266	517
利益剰余金	8	83	159	233	379
純資産合計	258	611	698	777	1,425
負債・純資産合計	2,005	1,991	2,121	3,113	3,518

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	13/8期	14/8期	15/8期	16/8期	17/8期
営業活動によるキャッシュ・フロー	94	175	83	96	74
投資活動によるキャッシュ・フロー	-40	-29	-25	-999	-29
財務活動によるキャッシュ・フロー	-88	-194	-75	918	93
現預金換算差額等	0	0	0	0	0
現預金増減	-34	-48	-16	14	138
期首現預金残高	238	204	156	139	154
期末現預金残高	204	156	139	154	292

出所：決算短信よりフィスコ作成

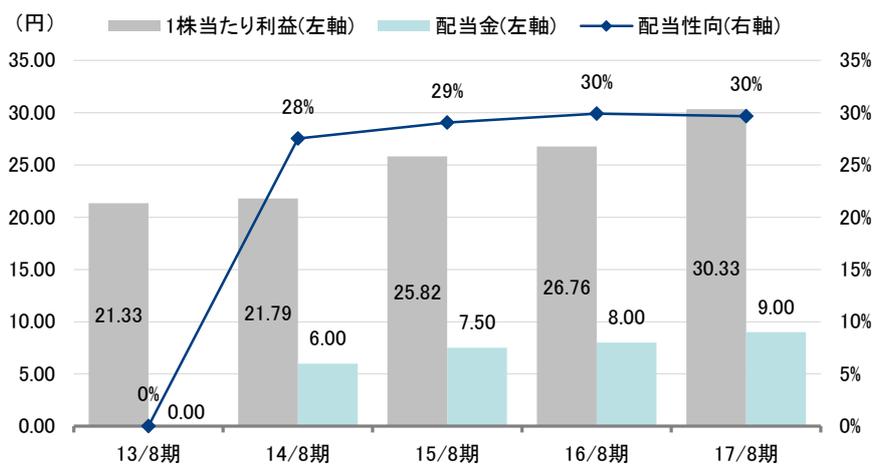
■ 株主還元

配当性向 30% の利益配分ルールに基づき、 2017年8月期は1円増配の9円配を実施

同社は株主への還元については配当で行うことを基本としている。配当については公約配当性向の定めはしていないものの、株主 30%、内部留保 50%、従業員 20% という明確な利益配分ルールを定めており、それに従った配当を行うことを基本としている。

この利益配分ルールに従い、2017年8月期は前期比1円増配の9円配を実施した。配当性向は29.7%だった。2018年8月期については、利益予想を未定としていることもあり、配当についても未定とされている。前述の利益配分ルールに従って配当額が決定されてくるものと弊社ではみている。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 情報セキュリティについて

外部サービスの活用で個人情報、 クレジットカード情報に関するリスクを最小化

同社は情報セキュリティについて高い意識を有しており、個人情報を含むデータ管理は高セキュリティを誇る外部のクラウドサービスを利用して管理している。また、クレジットカード情報については、外部の事業者による決済サービスを利用しているため同社自身は保有しておらず、この点の情報漏えい等のリスクはない。

重要事項（ディスクレーマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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