

ホリスティック企業レポート

白鳩

3192 東証 JQS

フル・レポート

2015年11月6日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20151104

インナーウェアのインターネット通販を展開 国内最大級のアイテム数や業務を一元管理する自社開発のシステムが強み

1. 会社概要

- ・白鳩(以下、同社)は、インナーウェアをインターネット上の様々なチャネルを通じて個人客に販売するインターネット通販事業(以下、EC)を手掛けている。
- ・主な販売チャネルは自社サイトの他、「楽天市場」、「Yahoo!ショッピング」などで、国内での販売に加えて、中国やシンガポールなど海外向け越境 ECも手掛けている。

アナリスト:佐々木 加奈
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

- ・顧客数の増加やリピート率の上昇により09/8期から15/8期まで連続して増収を実現しており、この7期間で売上高は3倍超まで拡大した。経常利益についても、営業外費用の増加のために一時的な減益となった12/8期を除けば、連続増益となっている。
- ・16/8期について、証券リサーチセンター(以下、当センター)では売上高は前期比10.1%増の4,616百万円、経常利益は同25.5%増の195百万円と会社予想とほぼ同水準の増収増益を予想している。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、長期にわたり蓄積した顧客基盤やノウハウ、商品の受発注から配送、入金処理までをワンストップで管理する自社のオペレーションシステムなどにある。

4. 経営戦略の分析

- ・事業の継続的な拡大のために、新規ブランドの開拓による品揃えの強化を図る方針である。また、OEM(コラボレーション)商品の拡充も積極的に進める方向である。
- ・中国を中心とした海外市場への展開も積極化している。海外市場での販売拡大を今後の成長ドライバーのひとつとする方針である。

5. アナリストの評価

- ・国内 EC 市場の拡大は同社の事業にとって追い風であり、取扱ブランドの拡大や OEM 商品の拡充により当面の成長持続は可能であろう。当センターでは18/8期まで二桁増収増益が続くと予想する。

【主要指標】

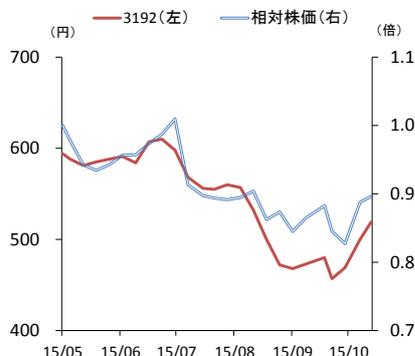
	2015/10/23
株価(円)	519
発行済株式数(株)	3,838,600
時価総額(百万円)	1,992

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	20.1	15.0	13.5
PBR(倍)	2.9	2.3	1.9
配当利回り(%)	1.4	1.4	1.4

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	14.6	-6.5	-21.2
対TOPIX(%)	4.5	0.3	-32.1

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2015/5/7

【3192白鳩 業種:小売業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)	
2014/8	3,596	21.8	159	28.2	124	5.4	74	8.9	21.8	161.1	6.0	
2015/8	4,193	16.6	160	0.4	155	25.0	98	33.0	25.8	182.1	7.5	
2016/8	CE	4,609	9.9	214	34.2	195	25.5	132	34.3	34.6	—	未定
2016/8	E	4,616	10.1	214	34.2	195	25.5	132	34.3	34.6	227.2	7.5
2017/8	E	5,094	10.4	249	16.4	230	17.9	147	11.4	38.5	274.2	7.5
2018/8	E	5,649	10.9	297	19.3	278	20.9	177	20.4	46.2	327.0	7.5

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

注1) インナーウェア
衣類の内側に着る下着類。ファンデーション（補正下着）、ランジェリー（装飾下着）などを含む。

◆ インナーウェアのネット通販会社

白鳩（以下、同社）は、インナーウェア^{注1}をメーカーから仕入れ、インターネット上の様々なチャネルを通じて消費者に販売するインターネット通信販売（以下、EC）事業を展開している。

同社が取り扱うインナーウェアは、ファンデーション、ランジェリー、ショーツからナイティやレッグまで幅広い。15/8 期末時点で取扱ブランド数は国内・海外合計で 92 ブランド、アイテム数は 8,534 アイテムとなっており、レディスからメンズまでをカバーする品揃えである。

販売チャネルは、自社サイト（PC、スマートフォン、携帯電話）の他、「楽天市場」、「Yahoo! ショッピング」、「Amazon.co.jp」、「DeNA ショッピング」などのインターネット上のショッピングモールである。

同社の特徴は、「インナーウェアに特化した幅広い品ぞろえ」、「仕入から在庫まで一括して管理する自社開発のシステム」、「自社で構築したロジスティクスの仕組み」などにある。それぞれについては、ビジネスモデルの項で詳述する。

◆ インナーショップ事業の単一セグメント

同社の事業はウェブサイトでのインナーショップ事業の単一セグメントである。インナーショップ事業のなかで、商品別の売上構成比が最も高いのがファンデーションで 54.5%を占め、次いでショーツの 15.7%となっている（図表 1）。

【 図表 1 】 商品別売上高

(単位：百万円)

品種	アイテム	14/8	15/8	前期比
ファンデーション	ブラジャー、ガードルなど	1,964	2,287	16.4%
ショーツ	パンツ、ボトムなど	579	660	14.0%
ランジェリー	パンティストッキング、ソックスなど	286	352	23.1%
レッグ	パンティストッキング、ソックスなど	186	183	-1.6%
ナイティ	パジャマ、ルームウェアなど	101	122	20.8%
メンズ	ボクサーパンツ、トランクスなど	297	361	21.5%
その他	(実店舗の売上高を含む)	183	228	24.6%
合計		3,596	4,193	16.6%

(出所) 白鳩決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ インナーウェアのインターネット通信販売事業

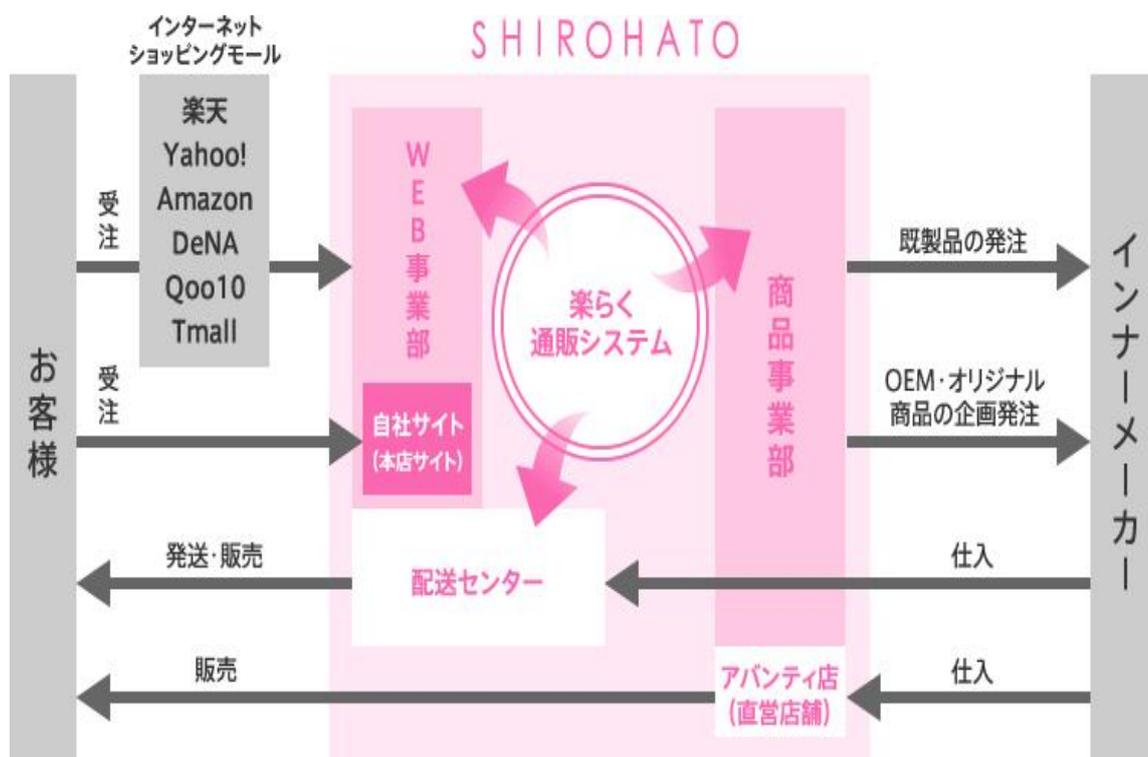
主にインナーウェアをワコールやトリンプといったインナーメーカーから仕入れ、自社サイトやインターネット上のショッピングモールを通じて一般消費者に販売するシンプルな事業構造となっている(図表2)。

EC事業を、実店舗を構えて展開する従来型の小売事業と比較した場合のメリットとしては、固定費の軽さが挙げられる。ある程度の設備投資をして、EC事業のインフラを整えてしまえば、売上増にともなう新たな経費が発生しにくい収益構造となっている。

尚、同社では一部実店舗での販売も手掛けている。直営店舗はアンテナショップ^{注2}として運営する1店(アバンティ店、京都市南区)のみで、全体の売上高に占める直営店舗の売上高は約1%(15/8期)である。

注2) アンテナショップ
消費者情報の収集や市場調査のため運営するショップ。

【図表2】事業概要図



(出所) 白鳩有価証券届出書

・インナーメーカーからの商品仕入

商品は国内外のインナーメーカーから仕入れている。取引先は167社(15/8 期末現在)で、国内ではワコールやトリンプ、ゲンゼといった大手メーカーを含めた多くのメーカーと取引実績がある。

・自社サイトでの販売

ナショナルブランド商品から自社ブランド商品まで豊富な商品を取り扱う自社サイト「SHIROHATO」については95年10月に運営を開始しており、比較的長い運営実績を持っている(図表3)。14年には「本店グローバル店」の開設により海外展開も本格化している。

売上の約23%が自社サイト「SHIROHATO」経由である(図表4)。

【図表3】自社サイト

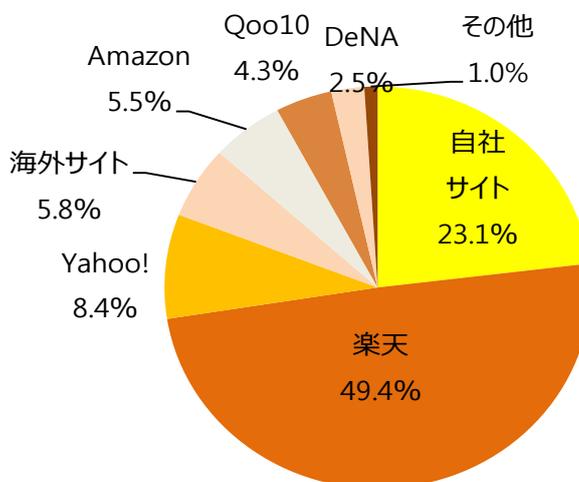


(出所) 白鳩ウェブサイト

・大手ECサイトでの販売

「楽天市場」、「Yahoo!ショッピング」、「Amazon.co.jp」、「DeNA ショッピング」など、インターネット上のショッピングモールに出店して商品を販売している。「楽天市場」においては、14年まで8年連続してショップ・オブ・ザ・イヤー(インナー、下着、ナイトウェアジャンル)を受賞する実績を挙げている。同社のサイト別売上構成は図表4の通りである。

【 図表 4 】 サイト別の売上構成 (15/8 期実績)



(出所) 白鳩決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 事業の特徴

同社の事業の特徴としては、1)「インナーウェアに特化した幅広い品ぞろえ」、2)「仕入から在庫管理までを一括する自社開発のシステム」、3)「自社で構築したロジスティクスの仕組み」が挙げられる。

1) 「インナーウェアに特化した幅広い品ぞろえ」

インナーウェアの商品特性としては、シーズンごとに変わる流行や天候などの季節要因に大きく左右されないこと、定番商品が多く、販売期間が長いアイテムが多いことなどが挙げられる。これは、アウトウェア等のファッション商材とは大きく異なる商品特性であり、両商材を同様のシステムで扱うことは非常に難しいと言える。

この点に着目して、インナーウェアに特化した事業展開をしているのが同社である。同社の取扱いアイテム数は 8,534 アイテムで、サイズ別や色別に分類すると 14 万種類以上に及んでいる。

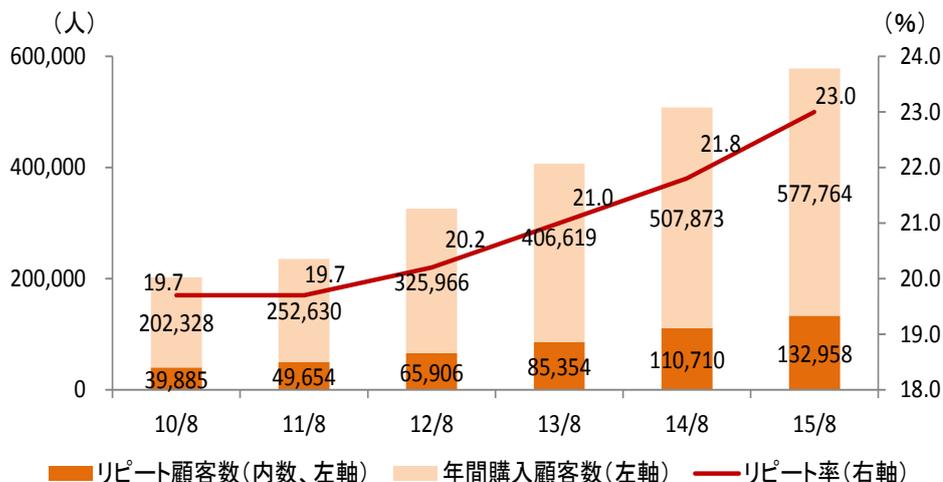
取扱いブランドは「ワコール」や「トリンプ」などの国内大手ブランドに加え、「EMPORIO ARMANI (エンポリオ・アルマーニ)」、「Calvin Klein (カルバン・クライン)」などの海外ブランドや、自社ブランド(「CONTRANTE (コントランテ)」など)、OEM^{注3)}(コラボレーション)ブランドまで 92 ブランドをラインナップしている。

こうした豊富な品揃えが、顧客が商品を選ぶ楽しさにつながり、サイトの集客力の源泉となっている。同社の年間購入顧客数、リピート顧客数(年 2 回以上購入した顧客)は増加基調が続いており、リピート率(リピート顧客数/年間購入顧客数)も上昇傾向にある(図表 5)。

注 3) OEM

発注する小売側が商品企画を行い、製造をメーカーに委託して生産すること。

【 図表 5 】 年間購入顧客数、リピート顧客数、リピート率の推移



(出所) 白鳩有価証券届出書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

2) 「仕入から在庫管理までを一括する自社開発のシステム」

EC 事業においては、事業特性に応じたシステム、データベースを構築して保守運用していくことが重要なポイントとなる。同社では、業務フローの全てを一元的に管理する基幹システム「楽らく通販システム」を自社開発して運用している。「楽らく通販システム」により、発注から仕入、在庫管理、顧客管理、資金管理までの業務をワンストップで処理することができ、膨大な商品アイテムを効率的に扱うことが可能となっている。

3) 「自社で構築したロジスティクスの仕組み」

物流業務については、本社に併設する自社物流センターで、検品や出荷作業を行っている。このセンターでは、マテハンシステム（自動制御ロジスティックシステム）を導入しており、大量の出荷に迅速に対応できる体制となっている。加えて、ギフトラッピングに対応するなど、きめ細かいサービスも導入しているのが特徴である。

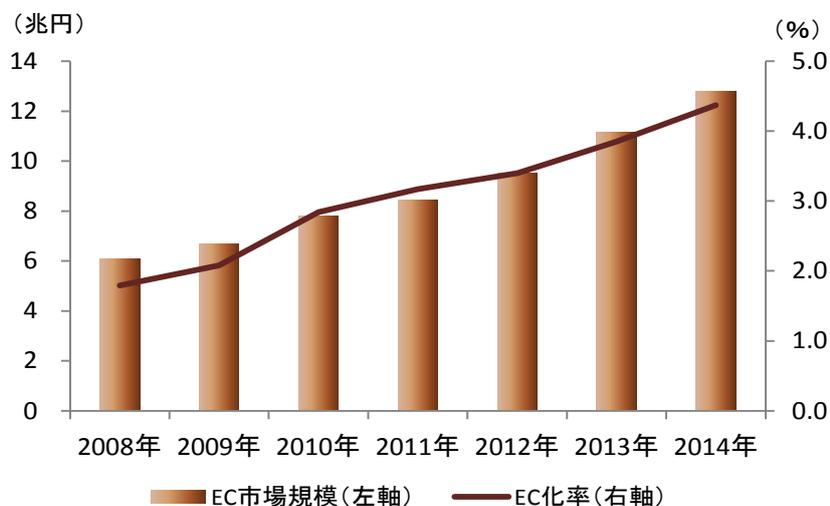
> 業界環境と競合

◆ EC 市場は拡大傾向

ネット環境の普及が進んでいることや、多様なショッピングサイトが増加していることなどから国内 EC 市場は拡大が続いている。経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によると、14 年度の EC 市場規模は約 13 兆円（13 年度比 14.6%増）となっている。

EC 化率（全商取引に占める電子商取引の割合）についても上昇傾向が続いている。ただ、その実績値は 14 年度で 4.4%と、英国や米国といった他の先進国（13 年の EC 化率、英国 10.4%：英国国民統計局発表、米国 5.8%：eMarketer 調査）と比べれば低い水準にとどまっている（図表 6）。

【図表6】消費者向けEC市場規模とEC化率



(注) 自動車、バイク、原付バイク除く
 (出所) 経済産業省「電子商取引に関する市場調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

EC 業界においては、上記の市場規模動向や将来的な拡大期待から、新規参入が増加傾向にある。

多くの企業が様々なジャンルの EC 事業を手掛けているが、インナーウェア専門の EC 事業者は数少ない。ファッション関連の EC 事業を手掛ける企業としては、スタートトゥデイ (3092 東証一部)、夢展望 (3185 東証マザーズ)、ANAP (3189 東証 JQS) などが挙げられるが、各社とも取り扱う商材はアウターウェアが中心である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革

1965 年に現社長である池上勝氏が、靴下の職域販売事業を創業した。その後、下着の販売を開始して業容を拡大し、74 年に白鳩を設立した。

同社はその後、カタログ通信販売事業を手掛けたが、大手参入による競争激化が要因で撤退している。95 年に自社サイトを開設してインターネット通販事業を開始し、99 年に「楽天市場」へ出店した。「楽天市場」出店を契機に売上拡大が加速、その後に基幹システム「楽らく通販システム」を導入した効果も加わり、業績拡大につながった。主な沿革は図表 7 の通りである。

【 図表 7 】 沿革

年	月	概要
1965年	10月	京都市伏見区で創業、靴下の職域販売を開始
1974年	8月	衣料品等の販売を事業目的とし、株式会社白鳩を設立
1976年	3月	靴下の通信販売を開始
1984年	3月	アバンティ店(京都市南区)オープン
1995年	10月	自社サイト(本店サイト)にてインターネット通信販売を開始
1999年	11月	インターネットショッピングモール「楽天市場」に出店
2001年	7月	自社開発の基幹システム「楽らく通販システム」導入
2005年	3月	携帯公式サイトオープン
	3月	インターネットショッピングモール「Yahoo!ショッピング」に出店
2006年	6月	インターネットショッピングモール「ビッダーズ」(現DeNAショッピング)に出店
2007年	7月	ランジェリー情報サイト「ランジェ」オープン
2009年	8月	オンライン通販サイト「Amazon.co.jp」に出店
2011年	11月	新社屋及び配送センター完成
	11月	TwitterとFacebookの公式サイトオープン
2012年	8月	本店スマートフォン公式サイトオープン
	10月	インターネットショッピングモール「Rakuten BELANJA ONLINE」(インドネシア)に出店
2013年	6月	インターネットショッピングモール「Qoo10」に出店
	7月	インターネットショッピングモール「天猫国際」(中国)に出店
	12月	インターネットショッピングモール「Rakuten.com.sg」(シンガポール)に出店
2014年	2月	本店グローバル店(自社サイト)オープン
	4月	東京証券取引所JASDAQ市場へ上場
	9月	インターネットショッピングモール「Qoo10-Singapore」に出店

(出所) 有価証券届出書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 経営理念

「わくわく」「ドキドキ」感動するインナーライフっていいね!というのが、同社の企業理念である。その実現に向け、①私たちは、常にお客様の笑顔と美的満足を想像し、「感動」するインナーライフを愛と真心と共にお届けします。②私たちは、常に仕事に対してプロ意識を持って取り組み、取引先関係者と win&win の関係を作り、共存共栄を目指します。③私たちは、常に「感謝」の気持ちを忘れず、思いやりのあるチームワークを尊重し、やりがいのある楽しい企業となり幸せな生活を実現します。④私たちは、地域に貢献するとともに、地球・環境のために CSR 活動の推進と実践を約束します。そして、株主還元に努めます。という 4 項目の経営理念を社員で共有している。

◆ 株主

15年8月末時点で、代表取締役社長の池上勝氏が14.2%を保有する筆頭株主であり、第2位が取締役副社長で池上勝氏の長男である池上正氏12.1%、第3位が株式会社アイティフォー11.7%、第4位が日本マスタートラスト信託銀行6.8%と続く。第7位が弘田恵子氏(池上勝氏の娘、弘田了氏の配偶者)3.5%、弘田了氏(専務取締役)3.5%で、上位10名で64.9%が保有されている(図表8)。

【図表8】大株主の状況

株主(敬称略)	15年8月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
池上 勝	545,600	14.2%	1	代表取締役社長
池上 正	465,000	12.1%	2	取締役副社長、代表取締役社長の二親等内の血族
株式会社アイティフォー	450,000	11.7%	3	白鳩自社サイトのサーバーなど、ハードウェアのリモート監視、ソフトウェア保守などをする会社
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	260,200	6.8%	4	
BNYM SA/NV FOR BNYM CLIENT ACCOUNT MPCJ JAPAN (常任代理人 株式会社三菱東京UFJ銀行)	178,100	4.6%	5	
GOLDMAN,SACHS&CO.REG	149,900	3.9%	6	
弘田 敬子	132,500	3.5%	7	代表取締役社長の二親等内の血族
弘田 了	132,500	3.5%	7	専務取締役、代表取締役社長の血族の配偶者
NORTHERN TRUST CO.(AVFC) SUB A/C NON TREATY	110,000	2.9%	9	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	68,100	1.8%	10	
(大株主上位10名)	2,491,900	64.9%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	67,600	1.8%	-	
発行済株式総数	3,838,600	100.0%	-	

(出所) 白鳩有価証券届出書、株主総会招集通知書、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

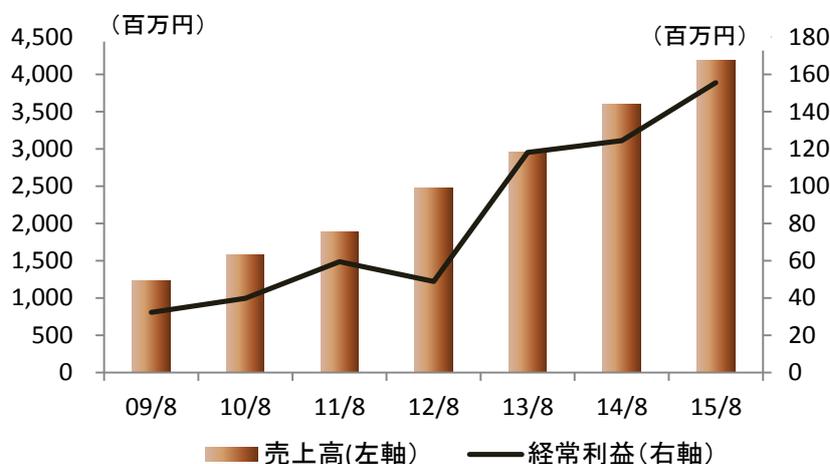
> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

09/8 期から 15/8 期まで連続して増収を実現しており、この 7 期間で売上高は 3 倍超まで拡大した (図表 9)。

経常利益についても増益基調だが、12/8 期には営業外費用にシンジケートローン手数料 38 百万円を計上したために一時的な経常減益となっている。

【図表 9】過去の業績推移



(出所) 白鳩有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 15年8月期の営業利益は微増にとどまる

15/8 期の売上高は前期比 16.6% 増の 4,193 百万円、営業利益は同 0.4% 増の 160 百万円、経常利益が同 25.0% 増の 155 百万円、当期利益が同 33.0% 増の 98 百万円であった。

同社は 4 月 14 日に期初予想を減額修正しており、修正後の予想 (売上高 4,161 百万円、営業利益 149 百万円、経常利益 143 百万円、当期純利益 93 百万円) はクリアした (期初予想は売上高 4,355 百万円、営業利益 262 百万円、経常利益 250 百万円、当期純利益 160 百万円)。

売上高が期初予想を下回ったのは、新規顧客獲得数が伸び悩んだことが主因である。価格競争対応に伴う値下げが増加したこと、販促関連費用が増加したことから営業利益は前期比微増という結果であった。経常利益、当期純利益の伸び率が高いのは、14/8 期には株式公開関連費用 22 百万円を営業外費用に計上したが、15/8 期は大きな営業外費用がなかったためである。

> 他社との比較

◆ ファッション関連の EC 事業を手掛ける企業と比較する

ファッション関連の EC 事業を手掛ける企業と財務指標を比較してみた。

比較対象企業として、女性用衣料品の EC を手掛ける夢展望 (3185 東証マザーズ)、女性用衣料品の店舗販売と EC を手掛ける ANAP (3189 東証 JQS)、衣料品を中心とした EC サイト「ZOZOTOWN」を運営するスタートトゥデイ (3092 東証一部) を選定した (図表 10)。

【 図表 10 】 財務指標比較：ファッション関連 EC 事業を手掛ける企業

項目	銘柄	コード	白鳩	夢展望	ANAP	スタートトゥデイ
			3192	3185	3189	3092
		直近決算期	15/8	15/3 (6カ月)	15/8	15/3
規模	売上高	百万円	4,193	2,698	8,115	41,182
	経常利益	百万円	155	-594	-459	15,139
	総資産	百万円	2,121	2,070	3,608	41,351
収益性	自己資本利益率	%	15.1	-	-51.0	40.4
	総資産経常利益率	%	7.6	-	-10.8	40.6
	売上高営業利益率	%	3.8	-	-6.0	36.6
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	20.0	-	-1.2	9.0
	経常利益 (同上)	%	47.1	-	-190.1	25.7
	総資産 (同上)	%	2.1	-	-10.9	21.2
安全性	自己資本比率	%	33.0	14.8	35.8	62.3
	流動比率	%	175.4	187.0	157.3	256.8
	固定長期適合率	%	63.0	25.2	58.7	22.3

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出 (前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

夢展望は決算期変更に伴い15/3期は6カ月の変則決算のため、単純比較できない数値は表示しない

(出所) 白鳩決算短信および有価証券届出書、各社決算短信および有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

事業規模に違いがあるために単純比較はできないものの、同社の売上高、経常利益の成長性はともに高水準となっている。収益性の面では、同社の水準を大きく上回る比較対象企業もあり、今後の改善余地があると思われる。

また、同社の財務基盤の安定性については特に問題はないと言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は商品力とシステム

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。知的資本の源泉は、長い業歴のなかで蓄積した顧客基盤や豊富な商品ラインナップや業務の全てを一元的に管理する独自のシステムなどにある。顧客基盤と商品力、それを支える強固なシステムが継続的な事業成長を可能にしている。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・全国の一般消費者	・登録会員数	2,223,583人	
			・リピート顧客数	132,958人	
	商品	・国内外メーカーから仕入れる多様な商品	・商品数	8,534アイテム	
			・取扱いメーカー数	167社	
			・取扱いブランド数	92ブランド	
	ブランド	・運営サイトの認知度	・「自社サイト」 ・「Yahoo!ショッピング店」など	特になし	
・「楽天市場店」			「ショッピング・オブ・ザ・イヤー」 8年連続受賞		
ネットワーク	・長い業歴を裏付けとする信頼度	・業歴 (EC事業)	20年		
組織資本	プロセス	・ショッピングサイトとの連携	・提携サイト数	国内6サイト、海外4サイト	
		・多数の仕入先から多様な商品を調達	・取扱いメーカー数	167社	
			・複数の販売チャネルで販売	・販売サイト数 (国内)	自社サイト、他6サイト
	知的財産 ノウハウ	・自社開発の基幹システム「楽らく通販システム」	・販売サイト数 (海外)	自社サイト、他4サイト	
			・自社ロジスティクス	・推定年間出荷可能個数	1,550,000個
			・EC事業開始以来蓄積したデータベース	・特になし	特になし
人的資本	経営陣	・自社開発の基幹システム「楽らく通販システム」	・特になし	特になし	
		・現代表取締役社長の下での体制	・在任期間 (創業時から)	50年	
			・インセンティブ	・社長 (資産管理会社含む) の保有	545,600株 (14.2%)
	従業員	・女性を活用した組織運営	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	55.9百万円 (14/8期)	
			・従業員数	125名	
			・内女性	100名	
・インセンティブ	・平均勤続年数	3.3年 (14年8月末)			
		・ストックオプション *取締役の分も含む	67,600株 (発行済株式数の1.8%)		

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 15/8 期または 15/8 期末のものとする

(出所) 白鳩有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は経営理念のなかで、地球・環境のために CSR 活動を推進し、実践することを掲げている。CSR 活動として、①気候変動キャンペーン「Fun to Share」へ参加して地球温暖化問題解決への取り組み、②屋上緑化と LED 照明 100%、③簡易包装による配送、④分別ゴミ廃棄、⑤配送ダンボールの軽量化、⑥各種節電の実施、⑦「京都モデルフォレスト協会」への入会など、様々な取り組みを実施している。

◆ 社会的責任 (Society)

事業活動を通じて地域に貢献することを企業理念の一つとして掲げている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は7名（うち社外取締役は2名）で構成されている。代表取締役社長の池上勝氏、取締役副社長の池上正氏、専務取締役の弘田了氏、取締役の服部理基氏、川島良雄氏は社内取締役である。社外取締役の秦勝浩氏は公認会計士であり、DELTA Venture Partners 代表取締役との兼務である。清水恒夫氏はワコールホールディングス（3591 東証一部）で取締役・専務執行役員を務めていた人物である。

監査役会は3名で、うち2名が社外監査役という構成である。常勤監査役の柴田雄二氏は、トリンプインターナショナルジャパンや日本サラ・リー（現ヘインズブランドジャパン）を経て、10年に白鳩に入社、その後監査役に就任した。社外監査役の橋本宗昭氏はユニチカトレーディング（非上場）の非常勤監査役を経て04年に白鳩の常勤監査役に就任し、12年に非常勤監査役となった。岩永憲秀氏は公認会計士である。

4. 経営戦略

> 対処すべき課題

◆ 更なる商品ラインナップの拡充

同社の事業において、商品ラインナップ拡充による他サイトとの差別化が重要な要素となる。今後も継続的に新ブランドを開拓し、品揃えの強化、拡充を図る必要がある。

ナショナルブランドの拡充を進めると同時に、自社ブランド商品、OEM商品（以下、自社ブランド・コラボ商品）の品揃えを強化することも重要である。自社ブランド・コラボ商品はナショナルブランドと比較して利益率が高く、売上構成比の上昇は収益性向上につながる。

◆ ECでインナーウェアを売るための障壁を排除

ECでは、消費者が商品を購入する際に、「実際に商品を手にとって見ることができない」、「試着が出来ない」といった障壁が存在する。インナーウェアにおいては、サイズが多岐にわたることから、消費者が最適な商品を選択できる仕組みの精度を向上させることが重要となる。

同社では、自社サイトで360度ビュー画像を掲載して、消費者が様々な角度から商品の細部や着用状態を確認できるようにするなど、サイトの機能充実を進めている。

◆ インターネット市場の動向

同社はインターネット上での事業展開をしているため、インターネット及びECの普及が今後の成長のための基礎的要件となる。現状では、国内におけるインターネット人口は年々増加しており、比例して市場規模も拡大傾向にある。

ただ、将来的には普及に伴う弊害の発生や新たな規制の導入などの可能性もあり、機動的に対応できる体制を構築することが求められる。

> 今後の事業戦略

◆ 自社ブランド商品、OEM商品の拡充

利益率の高い自社ブランド・コラボ商品の拡充を進めることで収益性を高める方針である。14/8期に売上高の17.9%であった自社ブランド・コラボ商品の売上構成比は15/8期には21.8%となった。中期的には30.0%程度まで拡大する計画だ。

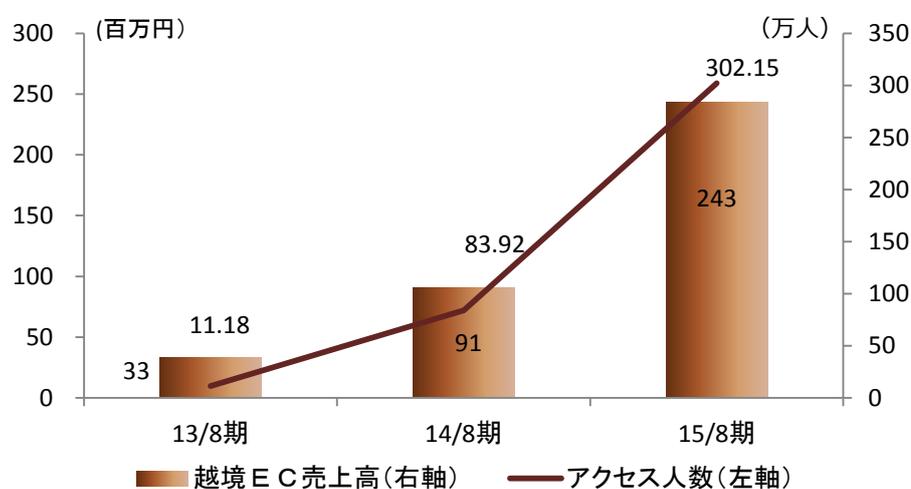
◆ 海外展開を推進

楽天のグローバルサイトや中国のECサイト「天猫国際(Tmall.hk)」などに出店し、海外顧客向けの販売に取り組んでいる。14年2月に

は自社運営のグローバルサイト(中国語、英語)も開設しており、今後も積極的に海外顧客向け販売の拡大を目指す方向である。

重点的に開拓しようとしているのが中国を中心とした東アジア地域で、この地域に向けた商品拡充や顧客サポート強化のため、15/8 上期に海外事業部を新設した。海外販売(越境 EC)の売上高は、13/8 期 33 百万円、14/8 期 91 百万円、15/8 期 243 百万円と高い伸びを実現しており、今後もハイペースでの拡大を目指している(図表 12)。

【図表 12】海外販売(越境 EC)売上高と「天猫国際」上の白鳩サイトへのアクセス人数推移



(出所) 白鳩決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ その他の取り組み/「LINE MALL」へ出店

同社の顧客を年代別で見ると、35～49歳の層が顧客全体の47.0%、20～34歳の層が同41.2%となっている(15/8期)。このなかで20～34歳層の取り込みを強化する方針で、15年5月にスマートフォン向けショッピングアプリ「LINE MALL」へ「SHIROHATO(シロハト)」を出店した。また、Amazon内の同社店舗において、FBA^{注4}対応商品を拡大するなどの取り組みも実施している。

尚、16年4月には約5年ぶりとなる自社サイトのリニューアルを計画している。更に商品ラインナップを充実させると同時にユーザーの使いやすさを高めることで、集客力アップを図る考えである。

注4) FBA

「フルフィルメント by Amazon」の略称。Amazonが出品者に代わって注文を受け、商品を出荷するプログラム。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・長い事業展開のなかで蓄積した顧客基盤と顧客データ ・インナーウェア国内最大級のアイテム数 ・自社開発の基幹システム「楽らく通販システム」による効率的な業務運営 ・自社配送センターによるロジスティック体制を確立
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内インナーウェア市場の伸び悩み ・女性社員が多いため、出産・育児休業などで一時的な人材不足が生じる可能性があること ・事業モデルを模倣される可能性があること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内 E C 市場の拡大 ・中国を中心とした海外 EC への積極展開 ・上場による人材確保の容易化
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ E C 市場の拡大ペース鈍化あるいは急激な拡大に伴う予期せぬ弊害の発生 ・技術革新に対する対応の遅れ ・個人情報漏洩のリスク ・新たな法令等による規制や既存法令の改正が事業に影響を及ぼす可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆高い 商品力とそれを支える独自のオペレーション

同社の事業が拡大を続けている要因は、①市場規模拡大が期待できる EC 市場で事業展開をしていること、②高い商品力を維持していること、③仕入、販売、発送から商品管理、顧客管理まで一元化するオペレーションシステムを独自のノウハウで構築していること、④長い業歴のなかで築いた顧客基盤や、顧客との信頼関係を持つこと、などにあると考えられる。

インターネットが広く普及した現在、EC 事業は個人も含めて参入が比較的容易な業態であるといえる。しかし、商品の種類やサイズ・色が多く、商品管理が煩雑であるインナーウェアの商品特性を捉え、それにマッチしたオペレーションシステムを構築して業容を着実に拡大するのは容易なことではない。実際、多くのアパレル関連の EC 事

業者がインナーウェアを扱ってはいるものの、同社を脅かすほどの事業規模には至らない例が多数である。当面は、同社が市場成長を追い風に、②、③、④を生かした事業モデルにより成長軌道を維持することが可能であると考えられる。

◆ 継続的な売上成長のための施策

同社では、今後の売上成長のため「自社ブランド・コラボ商品の拡充」、「海外向け販売の強化」などに注力している。

当センターでは、「自社ブランド・コラボ商品の拡充」、については、順調に進むと予想している。自社ブランド・コラボ商品の売上構成比は15/8期は21.8%（14/8期17.9%）と会社目標であった20.0%をクリアしている。自社ブランド・コラボ商品は収益性が高い一方で在庫リスクも伴う。このため、収益性と在庫負担のバランスを考慮しつつ、顧客ニーズを十分に反映した商品を企画する必要がある。この点では、豊富なノウハウと強固な顧客基盤を持つインナーウェア専門業者という同社の特徴が最大限に生かされると推測される。同社は、当面は自社ブランド・コラボ商品の売上構成比を30.0%程度まで拡大することを目指しているが、無理のない計画であると思われる。

「海外向け販売の強化」については、中長期的なスパンでの海外販売の拡大余地が大きいと考えている。ポイントとなるのが中国市場である。人口13億人超を抱える巨大市場である中国では、EC市場規模が年率二桁増のペースで拡大している。日本から中国へ商品を販売する越境ECについても、14年には6,064億円（前年比55.4%増、経済産業省「電子商取引に関する市場調査2015」）と大きく伸びており、日本のEC業者にとって大きなビジネスチャンスであるといえる。

中国を含む東アジアの場合、体型が日本人と大きく変わらないことから、同社の扱う商品の仕様を変更することなく対応することができる。このため、事業展開をスピーディに進めることが可能であると推測される。同社では、海外事業部を新設して商品拡充や顧客サポート体制の強化を進めており、海外売上高は足元も順調に伸びている。

> 今後の業績見通し

◆ 16年8月期会社計画は二桁増益

同社は、16/8期の業績を、売上高4,609百万円(前期比9.9%増)、営業利益214百万円(同34.2%増)、経常利益195百万円(同25.5%増)、当期純利益132百万円(同34.3%増)と計画している(図表14)。

【図表14】白鳩の業績計画

(単位:百万円)

	14/8 実績	15/8 実績	16/8 会社計画	前期比
売上高	3,596	4,193	4,609	9.9%
売上総利益	1,502	1,725	1,928	11.8%
売上総利益率	41.8%	41.2%	41.8%	-
営業利益	159	160	214	34.2%
営業利益率	4.4%	3.8%	4.7%	-
経常利益	124	155	195	25.5%
経常利益率	3.5%	3.7%	4.2%	-
当期純利益	74	98	132	34.3%

(注) 前期比は16/8期会社計画と15/8期実績との比較

(出所) 白鳩決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

品揃えの拡充や効果的な販促によって売上増を図る一方、人件費や広告宣伝費といった経費コントロールも強化する。自社ブランド・コラゴ商品の売上構成比の上昇により粗利益率が改善し、増収率を上回る利益の伸びとなることを見込んでいる。

株主還元に関して、同社は14/8期に初配当(一株当たり6円)を実施しており、15/8期は一株当たり7.5円の配当を実施する予定である。16/8期の配当予想については現時点では未定としている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の16/8期業績を、売上高4,616百万円(前期比10.1%増)、営業利益214百万円(同34.2%増)、経常利益195百万円(同25.5%増)、当期純利益132百万円(同34.3%増)と、ほぼ会社計画並みの増収増益を予想している(図表15)。

当センターでは、業績予想をする上で以下の想定をした。

1) 商品別の売上高の伸びについては、ファンデーションが前期比14.0%増、ショーツが同5.9%増と想定した。自社ブランド・コラゴ商品の売上構成比は25.0%(15/8期21.8%)まで上昇することを想定している。

2) 16/8 期の売上総利益率は 41.8% (15/8 期比 0.6%ポイント改善) を予想する。販管費率については、販促関連費用や人件費が増加するものの、売上増により吸収して 15/8 期比 0.1%ポイント改善することを想定した。

17/8 期以降も、堅調な国内販売に加え、海外向け販売が成長を牽引する構図が続くものとしている。売上高については 10%台の成長が継続し、営業利益率は小幅ながら改善していくことを予想している。

尚、同社は 10 月 14 日に物流センター建設用地の取得を発表した。投資総額は 870 百万円となる見通しである。土地取得後の新物流センター建設予定時期及び建設費用については現時点では不明である。当センターでは、土地取得のみ 16/8 期に行われ、取得費用は長期借入金で賄うと仮定して貸借対照表及びキャッシュ・フロー計算書予想に反映させている。

【 図表 15 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/8	15/8	16/8CE	16/8E	17/8E	18/8E
損益計算書						
売上高	3,596	4,193	4,609	4,616	5,094	5,649
前期比	21.8%	16.6%	9.9%	10.1%	10.4%	10.9%
売上総利益	1,502	1,725	1,928	1,929	2,135	2,372
前期比	18.9%	14.9%	11.8%	11.8%	10.7%	11.1%
売上総利益率	41.8%	41.2%	41.8%	41.8%	41.9%	42.0%
販売管理費	1,343	1,565	1,714	1,715	1,886	2,075
販売管理費率	37.4%	37.3%	37.2%	37.2%	37.0%	36.7%
営業利益	159	160	214	214	249	297
前期比	28.2%	0.4%	34.2%	34.2%	16.4%	19.3%
営業利益率	4.4%	3.8%	4.7%	4.7%	4.9%	5.3%
経常利益	124	155	195	195	230	278
前期比	5.4%	25.0%	25.5%	25.5%	17.9%	20.9%
経常利益率	3.5%	3.7%	4.2%	4.2%	4.5%	4.9%
当期純利益	74	98	132	132	147	177
前期比	8.9%	33.0%	34.3%	34.3%	11.4%	20.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 白鳩有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書)

	14/8	15/8	16/8CE	16/8E	17/8E	18/8E
貸借対照表						
現預金	156	139	-	182	258	372
売掛金	272	345	-	379	419	460
棚卸資産	595	661	-	738	805	875
その他	57	79	-	18	22	29
流動資産	1,080	1,224	-	1,319	1,505	1,737
有形固定資産	830	804	-	1,681	1,624	1,603
無形固定資産	34	34	-	35	35	30
投資その他の資産	46	56	-	58	56	50
固定資産	910	896	-	1,774	1,715	1,683
資産合計	1,991	2,121	-	3,093	3,220	3,421
支払手形	116	137	-	150	165	183
買掛金	224	239	-	263	290	321
未払金・未払費用	125	165	-	175	182	192
短期借入金	0	0	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	53	53	-	53	55	55
ポイント引当金	3	4	-	5	6	7
預り金	9	3	-	3	3	3
その他	63	93	-	94	98	125
流動負債	596	698	-	745	802	889
社債および長期借入金	640	586	-	1,403	1,348	1,293
その他	143	136	-	142	150	169
固定負債	783	723	-	1,545	1,498	1,462
純資産合計	611	698	-	802	919	1,069
(自己資本)	611	698	-	802	919	1,069
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	124	155	-	195	230	278
減価償却費	61	44	-	55	55	55
売上債権の増減額 (－は増加)	26	-80	-	-34	-39	-40
棚卸資産の増減額 (－は増加)	-97	-65	-	-77	-66	-69
仕入債務の増減額 (－は減少)	117	34	-	35	42	49
賞与引当金の増減額 (△は減少)	5	4	-	5	5	5
未払消費税等の増減額 (△は減少)	0	0	-	0	0	0
未払金・未払費用の増減額 (△は減少)	1	0	-	0	1	0
その他	16	26	-	35	44	48
法人税等の支払額	-79	-36	-	-63	-82	-100
営業活動によるキャッシュ・フロー	175	83	-	152	190	226
有形固定資産の取得による支出	-5	-6	-	-875	-10	-10
無形固定資産の取得による支出	-11	-7	-	-7	-8	-9
その他	-11	-10	-	-1	2	6
投資活動によるキャッシュ・フロー	-29	-25	-	-883	-16	-13
短期借入金の増減額 (－は減少)	0	0	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-453	-53	-	816	-55	-55
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	271	11	-	0	0	0
配当金の支払額	0	-22	-	-28	-28	-28
財務活動によるキャッシュ・フロー	-194	-75	-	774	-98	-98
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	-48	-16	-	43	76	114
現金及び現金同等物の期首残高	204	156	-	139	182	258
現金及び現金同等物の期末残高	156	139	-	182	258	372

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 白鳩有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 法的規制について**

同社は通信販売事業者であることから「特定商取引に関する法律」の規制を受けている。ホームページ上に掲載された商品に関しては、「不当景品類及び不当表示防止法」及び「不正競争防止法」などの規制を受けている。法令の改正や新たな法令制定により、事業に影響が出る可能性がある。

◆ 個人情報流出のリスク

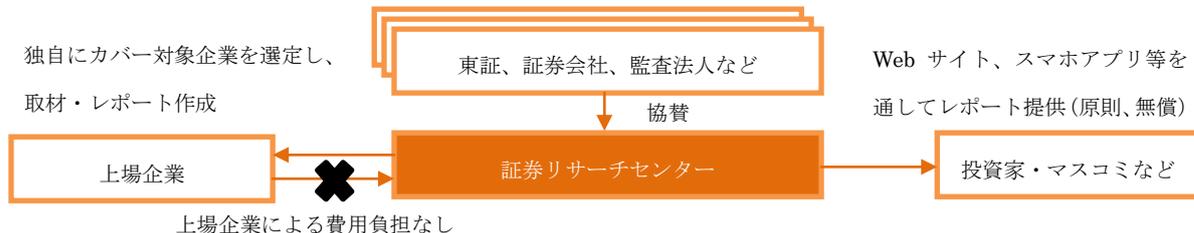
顧客の個人情報保護については、社内でのアクセス権限の設定や、システムのセキュリティ強化などを実施している。しかし、個人情報流出に関しては一定のリスクがつきまとうことに留意する必要がある。

◆ 災害等によるリスク

同社の本社兼配送センターには、本社機能、受発注機能、物流機能が集中している。このため、大規模地震などの自然災害発生によりその機能に影響が出た場合、通常の事業継続が困難となる可能性がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。