

# ホリスティック企業レポート ダブルエー 7683 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2021年5月21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 20210518

# ダブルエー(7683 東証マザーズ)

発行日:2021/5/21

## 自社企画の婦人靴を国内外の店舗や EC サイトで販売 22年1月期は、大幅に落ち込んだ21年1月期からの回復を見込む

### > 要旨

#### ◆ 事業内容

- ・ダブルエー(以下、同社)グループは自社企画の婦人靴を日本全国の店舗及び上海、台湾、香港の店舗、ECサイトで販売している。21年1月末時点では同社が104店、子会社の卑弥呼が国内で50店、海外で22店を展開している。
- ・同社は婦人靴の企画・販売事業の単一セグメントで、連結子会社は香港で婦人靴の販売を行う CAPITAL SEA SHOES COMPANY LIMITED 及びマカオで婦人靴の販売を行う CAPITAL SEA SHOES LIMITED、商品の生産管理などを行う江蘇京海服装貿易有限公司、20年5月に子会社化した婦人靴の販売を行う卑弥呼の4社である。

#### ◆ 21年1月期決算の概要

- ・21/1期の売上高は前期比6.6%減の13,081百万円、営業利益は同78.0%減の300百万円であった。EC販売が好調であった一方、新型コロナウイルス感染症拡大の影響で店舗を休業したため店舗販売が減少し、固定費負担が増して大幅な減益となった。

#### ◆ 22年1月期は増収増益となる会社計画

- ・22/1期の会社計画は売上高が前期比31.2%増の17,165百万円、営業利益が同238.2%増の1,017百万円である。21/1期には約2カ月にわたる全店休業の影響があったが、22/3期は一部店舗の短期休業にとどまることによる店舗販売の回復、EC販売の好調が続くことを想定し、増収増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、21/1期実績を踏まえて22/1期業績予想を修正し、会社計画を若干上回る水準を予想した。

#### ◆ 事業戦略と中期業績見通し

- ・同社は、スクラップアンドビルドの推進、スポーツジャンルの強化などに注力し、事業規模拡大を目指す考えである。
- ・当センターでは、商業施設への出店数増加により同社ブランドの知名度が向上していることが店舗展開の追い風になると考え、23/1期以降も増収増益が続くと予想している。

#### 【7683 ダブルエー 業種：小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2020/1	14,009	9.7	1,364	17.8	1,390	17.8	757	-1.6	181.1	1,502.2	0.0
2021/1	13,081	-6.6	300	-78.0	311	-77.6	239	-68.3	50.5	1,545.0	0.0
2022/1 CE	17,165	31.2	1,017	238.2	1,002	221.7	559	133.1	117.6	-	0.0
2022/1 E	17,319	32.4	1,145	281.7	1,130	263.3	627	162.3	131.8	1,675.8	0.0
2023/1 E	18,740	8.2	1,320	15.3	1,305	15.5	733	16.9	154.1	1,829.9	0.0
2024/1 E	20,175	7.7	1,483	12.3	1,468	12.5	834	13.8	175.4	2,005.3	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アナリスト:佐々木 加奈  
+81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

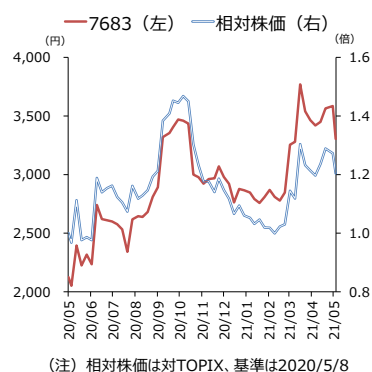
#### 【主要指標】

	2021/5/14		
株価 (円)	3,305		
発行済株式数 (株)	4,755,940		
時価総額 (百万円)	15,718		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	65.4	25.1	21.4
PBR (倍)	2.1	2.0	1.8
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-7.3	19.0	48.5
対TOPIX (%)	-6.6	17.8	23.3

#### 【株価チャート】



#### アップデート・レポート

2/15

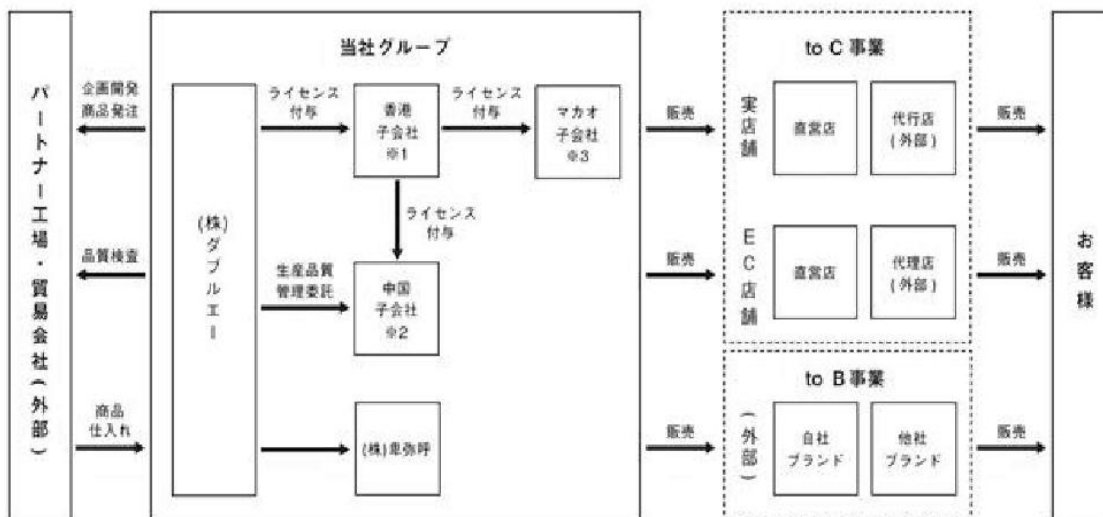
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

➤ 事業内容

◆ 婦人靴の企画・販売事業を行う

ダブルユー(以下、同社)は、パートナー工場が製造した自社企画の婦人靴を日本全国の店舗及び上海、台湾、香港、マカオの店舗及びECサイトで販売している(図表1)。

【図表1】事業の概要



(注) ※1は CAPITAL SEA SHOES COMPANY LIMITED  
 ※2は江蘇京海服装貿易有限公司  
 ※3は CAPITAL SEA SHOES LIMITED  
 (出所) ダブルユー有価証券報告書

同社は、婦人靴の企画・販売事業の単一セグメントで、連結子会社は、CAPITAL SEA SHOES COMPANY LIMITED、江蘇京海服装貿易有限公司、CAPITAL SEA SHOES LIMITED、20年5月に完全子会社化した卑弥呼の4社である(図表2)。

【図表2】子会社の概要

会社名	所在地	主な事業内容
CAPITAL SEA SHOES COMPANY LIMITED	香港	香港における婦人靴の販売
江蘇京海服装貿易有限公司	中国江蘇省	商品の生産管理及び品質管理、中国における婦人靴の販売
CAPITAL SEA SHOES LIMITED	マカオ	マカオにおける婦人靴の販売
卑弥呼	東京都渋谷区	婦人靴及び関連商品の企画・開発・卸売・小売販売

(出所) ダブルユー有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 「ORiental TRaffic」などのブランドを展開

同社は、「ORiental TRaffic (オリエントラフィック)」、「WAORiental TRaffic (ダブルエー オリエントラフィック)」、「ORTR (オーアールティーアール)」、「WA!KARU (ワカル)」、「NICAL (ニカル)」の5つのブランドを展開している。店舗名は「ORiental TRaffic」、「WAORiental TRaffic」で、その他のブランドは各店舗内で扱っている(「WA!KARU」はブランド名が店舗名となっている2店がある)。

それぞれのブランドには、定番からデザイン性が高いものまでを揃えた豊富なラインナップ、多彩なカラーバリエーション、軽くて履き心地がいいなどの特徴がある(図表3)。

【図表3】ブランドのコンセプトと特徴

ブランド	コンセプト	特徴
 ORiental TRaffic	「毎日違う服に合わせて、似合った靴を手軽にコーディネートしたい」、「人より一歩進んだおしゃれをしたい」という要望に合わせ、他とはちよつと違う遊び心のあるデザインを提案	<ul style="list-style-type: none"> <li>・定番ものからトレンド感を取り入れたデザイン性のあるものまで幅広いアイテムを揃える</li> <li>・カラーバリエーションが豊富</li> </ul>
 WAORiental TRaffic	“ナチュラル&フェミニン”をコンセプトにした、自分らしいライフスタイルを持った大人の女性向けのブランド。個々のスタイルに合わせて自然体で毎日楽しむおしゃれを提案	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デイリー使いができるベーシックなデザインが中心</li> <li>・クッション性やフィット性といった機能性にもこだわる</li> </ul>
 ORTR	“機能性とファッション性”を融合したスポーツブランド。スポーツシーンだけではなく、「日常に溶け込むアクティブ」を提案し、現代の人たちに向けて、ヘルシーなライフスタイルに沿った定番シューズを展開	<ul style="list-style-type: none"> <li>・幅広いターゲットに向けた商品ラインナップ</li> <li>・通年使用が可能なスニーカーは、機能性にこだわってソールを設計し、クッションによる履き心地や軽量化などを追及する</li> <li>・遊び心を取り入れたデザイン</li> </ul>
 WA!KARU	軽くてふわとした履き心地が特徴のブランド。裏側に柔らかい素材を使用したり、返りの良いソールを使用するなど、足に優しいフィッティング	<ul style="list-style-type: none"> <li>・思わず、「軽い！」と言ってしまふような軽さと履き心地</li> <li>・一年を通して使用できる素材を使用し、カラーバリエーションが豊富</li> </ul>
 NICAL	常に新しい自分を表現し、自由にファッションを楽しむ女性に向けて「MODE(モード)」をキーワードとして都会的で洗練されたデザインを提案	<ul style="list-style-type: none"> <li>・都会的なデザイン</li> <li>・履いた時に綺麗に見えるトゥやヒールの形にこだわる</li> </ul>

(出所) ダブルエー有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社の設立は02年2月で(設立時の社名は直通企画有限会社)、同年3月に現在の主力ブランドである「ORiental TRaffic」の1号店を東京都世田谷区下北沢に出店した。

21年1月末時点の子会社を含めた国内の小売店舗は154店で(図表4)、そのうち「ORiental TRaffic」、「WA ORiental TRaffic」及びアウトレット店は駅ビルやショッピングセンター内を中心に102店、「WA!KARU」は2店である。20年5月に子会社化した卑弥呼は、「卑弥呼」の店名で百貨店内を中心に50店を展開している。尚、同社の国内の小売店舗には、代行業者が販売員を確保して店舗販売を行う販売代行店舗がある。販売代行店舗数は開示していないものの、地方の数店にとどまると推測される(同社の国内店舗数に含む)。

海外(香港、中国、マカオ)の小売店舗は「ORiental TRaffic」22店となっており、この他、台湾に海外販売ライセンス契約に基づいて展開されている「ORiental TRaffic」10店、「卑弥呼」2店がある。

【図表4】国内及び海外の店舗数

(単位:店舗)

		店舗数 (20/1期末)	店舗数 (21/1期末)
	ダブルエー	103	104
	卑弥呼	-	50
国内合計		103	154
	香港	19	19
	中国	1	1
	マカオ	1	2
海外合計		21	22
グループ合計		124	176

(出所) ダブルエー決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は単一セグメントだが、売上高は販売形態別に、店舗販売、EC販売、委託販売、その他に区分されている。委託販売とは、他社とのコラボレーション商品を卸売販売しているものである。その他は、台湾企業から受け取るロイヤリティ収入である。21/1期の売上構成比は店舗販売71.1%、EC販売20.9%、委託販売7.7%、その他0.3%となっている(図表5)。

地域別売上構成比は、20/1期が日本87.8%、中国(香港、マカオを含む)12.2%、21/1期は日本が90%を超えているため開示されていない。

【 図表 5 】 販売形態別売上高

(単位:百万円)

販売形態別	19/1期			20/1期			21/1期		
	売上高	前期比	構成比	売上高	前期比	構成比	売上高	前期比	構成比
店舗販売	10,553	4.7%	82.6%	11,275	6.8%	80.5%	9,301	-17.5%	71.1%
EC販売	1,322	30.0%	10.4%	1,643	24.3%	11.7%	2,734	66.3%	20.9%
委託販売	881	32.2%	6.9%	1,065	20.9%	7.6%	1,011	-5.0%	7.7%
その他	16	-1.9%	0.1%	25	48.5%	0.2%	34	37.1%	0.3%
合計	12,773	8.4%	100.0%	14,009	9.7%	100.0%	13,081	-6.6%	100.0%

(出所) ダブルエー届出目論見書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社グループで行う業務は、1) 商品の企画開発業務、2) 商品の検査検品業務、3) 商品の販売業務である。

### 1) 商品の企画開発業務

同社は売り場に商品企画のヒントがあるという考え方を持っており、商品企画スタッフは販売職の経験者が大部分を占めている。商品企画スタッフは、実際に街に出て人の履いている靴を観察する、あるいはインターネットや雑誌などで国内外の情報を収集し、販売員として定期的に店頭に立って顧客からのリアルな意見や要望を聞き、消費者ニーズに沿った商品を企画する。

その後、素材や製法、デザインを具体的に立案し、パートナー工場へサンプル商品の製造を依頼する。完成したサンプル商品を社内モニターが試着し、履き心地や素材感、安全性、履いた時のシルエットなどを検討した後に、商品化する靴を決定するというのが商品企画開発の流れである。

### 2) 商品の検査検品業務

商品化が決定した靴は、同社の基準をクリアする生産管理体制を保有するパートナー工場に製造を委託する。生産管理・品質管理を行う子会社である江蘇京海服装貿易有限公司が同社とともに各パートナー工場への定期的な巡回や指導を行い、生産体制の維持や商品の品質維持・向上を図っている。また、継続的に商品の品質検査を実施して、耐久性や安全性など品質の確保に努めている。

### 3) 商品の販売業務

商品は、同社の直営店舗、販売業務を委託している販売代行店舗、ECサイトを通じて一般消費者へ販売している。店舗は関東地区を中心に北海道から九州までに展開しており、ルミネやアトレといった駅ビル、ららぽーとやイオンモールといったショッピングセンターへの出店が中心である。EC販売は自社サイトに加え、iLUMINE(アイルミネ)

や ZOZOTOWN (ゾゾタウン)、楽天市場などの外部サイトにも出店している。また、他社の店舗で販売するコラボレーション商品を卸売販売している。

#### ◆ 企業理念に基づいた独自サービスの展開

同社は、「いつでも想像以上に満足できる商品・サービスを提供します。」を企業理念としており、理念に基づいた独自のサービスを展開している。

同社が企画開発する靴は、色やデザイン等のファッション性や、軽さや履き心地といった機能性を持つことに加え、豊富なサイズ展開を実現している。女性靴の国内ブランドの多くが 22.0cm~25.0cm 程度のサイズ展開であるのに対して、同社ブランドは 21.5cm~26.5cm (0.5cm 刻みで 11 サイズ) のサイズ展開をしている。

また、各店舗では消耗しやすいトップリフト (ヒールの先端部分) の無料修理 (何回でも可能)、不要になった同社ブランドの靴を下取りしてクーポン券と交換するなどのサービスを提供し、顧客満足度の向上を図っている。ちなみに、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受ける前のトップリフト修理は年間約 50,000 足、クーポン券の年間発行枚数は約 13.8 万枚に達していた。

#### ◆ 売上原価は商品の仕入代金、販管費は人件費や地代家賃が主

店舗販売及び EC 販売の売上高は、店舗や EC サイトにおける一般消費者への商品販売代金である。委託販売の売上高は、他社の店舗で販売するコラボレーション商品の卸売代金である。その他は海外販売ライセンス契約を交わした台湾企業から受領するロイヤリティ代金である。

同社の主な売上原価は、商品の製造を委託するパートナー工場及び貿易会社に支払う仕入代金である。同社は中国のパートナー工場及び貿易会社から全ての商品を仕入れており、輸入コストの安定化を図るために為替予約取引を利用している。

原価率は、19/1 期が 36.8%、20/1 期が 35.5%、21/1 期が 37.5%であった。スケールメリット及び仕入れの効率化により低下傾向にあったが、21/1 期はセールスマックスの変化や店舗休業により定価販売期間が短かったことが影響して上昇している。

販売費及び一般管理費 (以下、販管費) の主なものは、人件費 (給料及び賞与)、地代家賃で、21/1 期実績では人件費 (給料及び賞与) が販管費の 20.3%、地代家賃が 18.8%を占めている。販管費率は 19/1 期

が 54.2%、20/1 期が 54.7%、21/1 期は店舗休業による売上減少により固定費負担が増したことや新型 POS レジの導入費用が発生したことにより 60.2%に上昇している。

> 強み・弱みの分析

◆ 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 6 のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

<p><b>強み</b> (Strength)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>商品の企画開発、検品検査、販売という過程を自社で行う一気通貫体制を構築していること</li> <li>02年の1号店出店から店舗運営に関するノウハウを蓄積していること</li> <li>定番からトレンド感を取り入れたデザイン性の高いものまで多様なオリジナル商品を取り扱っていること</li> <li>高い技術力を持つパートナー工場を持つこと</li> </ul>
<p><b>弱み</b> (Weakness)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定人物（代表取締役社長）への依存度が高い事業運営</li> <li>商業施設内への出店が多いため、施設の休業や時短営業などの影響が避けられないこと</li> <li>流行性・季節性の高い女性靴が主力商材であるため、流行の変化に需要が左右されること</li> </ul>
<p><b>機会</b> (Opportunity)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本のEC化率の中期的な上昇が見込まれること</li> <li>新ブランド拡大の可能性があること</li> <li>上場による人材確保の容易化や知名度向上による顧客獲得の容易化</li> </ul>
<p><b>脅威</b> (Threat)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>競合先の増加による事業環境の悪化</li> <li>アクセスの急増やウィルスなどによりEC販売システムの安定稼働に支障が出る可能性があること</li> <li>海外店舗を展開している地域での大規模なテロの発生など</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター



> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、独自商品を提供する仕組みにある

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表7に示し、KPIの数値をアップデートした。

知的資本の源泉は、グループ会社及びパートナー企業との連携により、顧客の要望に沿った商品を、安定した品質とリーズナブルな価格で提供できる体制を構築していることなどにある。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	ユーザー 一般消費者 (小売店舗、ECサイトを利用するユーザー)	・店舗販売の売上高	9,301百万円		
		・EC販売の売上高	2,734百万円		
	クライアント	・クライアント企業	・コロナ商品を販売する企業	ストライプインターナショナル	
	ブランド	「ORiental TRaffic」 「WA ORiental TRaffic」 展開するブランド 「ORTR」 「WA!KARU」 「NICAL」 「卑弥呼」	・定番からトレンド感を取り入れたデザイン性のあるものまで幅広いアイテムを取り揃える	6ブランド	
			・北海道から九州までに展開する小売店舗	・国内店舗数	104店 (その他、卑弥呼50店)
			・大手ディベロッパーからの高い評価	・「ディベロッパーが選んだテナント大賞」	09年から20年まで連続受賞
			・パートナー工場と連携し、製造小売型の事業モデルを実現	・パートナー工場数	7社
	ネットワーク	・中国の子会社	・生産管理・品質管理を担当	特になし	
		・香港、マカオの子会社	・海外販路の拡大を担当	香港19店、中国1店、マカオ2店	
		・販売ライセンスを付与する台湾企業	・台湾で小売店舗を展開	12店	
・国内外の大手ECモール		・楽天市場	06年1月に出店		
		・天猫 (中国)	16年4月に出店		
・大手ディベロッパー		・駅ビルやSCなどに多数の出店実績	全店舗の9割以上が駅ビルやSC内		
組織資本	プロセス	・商品企画スタッフが定期的に店頭に立ち、顧客の要望を活かした商品を企画	・グループ会社及びパートナー工場が連携し、顧客の要望に沿った商品をタイムリーかつリーズナブルな価格で提供する体制を構築	特になし	
		・パートナー工場が企画(素材・製法・デザイン)に沿って生産			
	知的財産 ノウハウ	・蓄積されたノウハウ	・02年3月の1号店出店以来蓄積したノウハウ	19年	
		・代表取締役社長が中国での靴の製造に関する豊富な知識と経験を有する	・同社設立前から靴の中国製造に携わる	特になし	
人的資本	経営陣	・現代取締役社長下での体制	・在任期間	19年	
		・インセンティブ	・代表取締役社長の保有株数	3,154千株 (66.4%)	
	従業員	企業風土 (20代~30代のメンバーが様々な役職で活躍)	・役員報酬総額 (取締役)	78百万円 (4名)	
			・従業員数	507名	
			・平均年齢	30.0歳 ※単体253名平均	
			・平均勤続年数	5.6年 ※単体253名平均	
・インセンティブ	・女性が活躍できる環境を構築	女性取締役3名 マネジメント職の約7割が女性			
	・ストックオプションを導入	特になし			
	・アルバイトから社員への登用制度あり	特になし			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は21/1 期か21/1 期末のもの

(出所) ダブルエー有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、株主総会招集通知書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

**> 決算概要****◆ 21年1月期決算概要**

21/1期の売上高は前期比6.6%減の13,081百万円、営業利益は同78.0%減の300百万円、経常利益は同77.6%減の311百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同68.3%減の239百万円であった。

販売形態別の売上高は、店舗販売が前期比17.5%減の9,301百万円、EC販売が同66.3%増の2,734百万円、委託販売が同5.0%減の1,011百万円、その他が同37.1%増の34百万円である。

「ORiental TRaffic」は新規出店5店、退店4店を実施し、期末店舗数は純増となったものの、新型コロナウイルス感染症拡大の影響で20年3月から一部店舗の休業を余儀なくされ、4月、5月は全店が休業したことで店舗販売が大きく減少した。一方、顧客の在宅時間が伸びたことによりEC販売は大幅な伸びとなった。尚、子会社化により卑弥呼が新たに連結対象となっている(21/1期は5月からの9カ月間で売上高2,027百万円の寄与)。

セールスマックスの変化や店舗休業により定価販売期間が短かったことが影響して売上総利益率は前期比2.0%ポイント悪化した。新型POSレジの導入費用が発生したこともあり販管費は前期より206百万円増加し、販管費率は同5.5%ポイント悪化した。

同社が20年9月14日の上期決算発表と同時に開示した通期計画(売上高13,398百万円、営業利益200百万円、経常利益181百万円、親会社株主に帰属する当期純利益160百万円)に対しては、売上高が若干下回った一方、各利益は上回った。売上高の未達は、第2回目の緊急事態宣言発令により繁忙期である1月の来店客数が減少したことが要因である。利益の上振れは、EC販売が想定以上に伸びたこと、第4四半期に行ったセット販売の好調により利益率が上がったことなどが要因である。

**> 事業戦略の進捗****◆ スクラップアンドビルドの推進などに注力**

同社は、1)スクラップアンドビルドの推進、2)スポーツジャンル「ORTR」の強化、3)顧客層の拡大などに注力し、持続的な事業規模拡大を目指している。

**1) スクラップアンドビルドの推進**

集客力のある立地へ新規出店を進めると同時に、収益力の低下した店舗の退店を進め、1店舗当たり売上高の引き上げを図っている。21/1期は、「ORiental TRaffic」5店の新規出店と4店の退店、「卑弥呼」1店の新規出店と3店の退店を行った。

今後は、事業環境を見極めながら新規出店及び退店を継続する考えで、出店立地は集客力のあるファッションビルやショッピングセンターが中心となる。尚、同社は織研新聞社がアンケート調査をもとに選定する「ディベロッパーが選んだテナント大賞」を09年から20年まで12年連続で受賞しており、知名度及び信頼度の向上により大手ディベロッパーからの物件情報が得やすくなっている。

### 2) スポーツジャンル「ORTR」の強化

年齢、性別、シーズンを問わず幅広い層が購入するスニーカーやコンフォートシューズ<sup>注)</sup>を強化する考えで、19年10月から本格的に販売を開始した「ORTR」ブランドの認知度向上に注力している。21/1期は、山手線の電車の車体やホームドアへのラッピング広告やタレントを起用したプロモーションなどを実施しており、22/1期も効果的なプロモーションを継続する考えである。

注) コンフォートシューズ  
足の健康を考慮して作られた履き心地の良い靴のこと。

### 3) 顧客層の拡大

スポーツジャンルの「ORTR」により新たな顧客層を開拓するとともに、同社ブランドのメイン顧客層より年齢層及び価格帯ともに若干上の層の取り込みを進める考えである。そのために20年5月に卑弥呼を子会社化している。

卑弥呼の主な出店先は百貨店内で、主力商品の素材は本革、商品の価格帯は20,000円～40,000円と「ORiental TRaffic」の4,900円～7,900円を大きく上回る水準である。同社はブランドロゴの変更などにより卑弥呼のブランド力強化を図るとともに、同社のノウハウを活かして新たな地域や立地への店舗展開を進めている。卑弥呼は、20年9月1日に台北に海外1号店(FC店)を出店し、9月4日には三井アウトレットパーク幕張店に出店している。

## > 業績予想

### ◆ 22年1月期は増収増益となる会社計画

22/1期の会社計画は、売上高が17,165百万円(前期比31.2%増)、営業利益が1,017百万円(同238.2%増)、経常利益が1,002百万円(同221.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が559百万円(同133.1%増)である(図表8)。

【 図表 8 】 22 年 1 月期の会社計画

(単位:百万円)

	19/1期	20/1期	21/1期	22/1期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	12,773	14,009	13,081	17,165	31.2%
(販売形態別)				-	-
店舗販売	10,553	11,275	9,301	-	-
EC販売	1,322	1,643	2,734	-	-
委託販売	881	1,065	1,011	-	-
その他	16	25	34	-	-
売上総利益	8,075	9,034	8,177	-	-
売上総利益率	63.2%	64.5%	62.5%	-	-
営業利益	1,158	1,364	300	1,017	238.2%
営業利益率	9.1%	9.7%	2.3%	5.9%	-
経常利益	1,180	1,390	311	1,002	221.7%
経常利益率	9.2%	9.9%	2.4%	5.8%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	770	757	239	559	133.1%

(出所) ダブルユー決算短信、会社説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社は販売形態別の売上予想を開示していないが、売上高の大きな部分を占める店舗販売は、21/1 期には約 2 カ月にわたって行った全店休業の影響があったが、22/3 期は一部店舗の短期休業にとどまる見通しであること、卑弥呼が通期寄与することから増収を見込んでいる。新規出店数及び退店数については開示していないものの、21/1 期と同程度の出店数を見込んでいると推測される。21/1 期に大きく伸びた EC 販売については、足元も好調が続いていることから、引き続き増収を見込んでいる。

21/1 期には中止していた店頭での販促キャンペーンを再開することによる広告宣伝費の増加を見込むものの、増収による固定費負担の低下により営業利益率は21/1 期の2.3%から5.9%への改善を見込んでいる。

配当については、成長重視の投資を優先するという判断から、内部留保を優先して無配を継続する予定である。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、21/1 期実績及び事業環境や同社の取り組みを踏まえ、業績予想を修正した。22/1 期の売上高は前期比32.4%増の17,319 百万円、営業利益は同281.7%増の1,145 百万円、経常利益は同263.3%増の1,130 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同162.3%増の627 百万円と予想する(図表9)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の想定をした。

- 1) 販売形態別の売上高については、店舗販売 13,000 百万円(前期比 39.8%増)、EC 販売 3,244 百万円(同 18.7%増)、委託販売 1,041 百万円(同 2.9%増)、その他 34 百万円(前期並み)と予想した。国内の新規出店は 10 店(「ORiental TRaffic」6 店、「卑弥呼」4 店)、退店は 2 店、期末海外店舗数は横ばいを想定した。尚、店舗販売については緊急事態宣言の発令により東京都、京都府、大阪府、兵庫県の百貨店及び大型ショッピングセンター内店舗が 21 年 4 月 25 日から 5 月 11 日まで休業し、その後 5 月 31 日まで東京都及び大阪府の百貨店及び大型ショッピングセンター内店舗の半数程度が休業する想定で影響を考慮している。5 月 12 日に追加された愛知県、福岡県、16 日に追加された北海道、岡山県、広島県については、多くの商業施設が午後 8 時までの時短営業で対応する模様のため、現時点では影響を考慮していない。
- 2) 売上総利益率は、長期にわたる全店休業がなくなり、定価での販売量が増加することにより前期比 1.0%ポイント改善の 63.5%と予想する。
- 3) 販管費率は、売上回復による固定費負担の低下により前期比 3.3%ポイント改善の 56.9%と予想した。

【 図表 9 】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)

	20/1	21/1	22/1CE	22/1E (前回)	22/1E	23/1E (前回)	23/1E	24/1E
<b>損益計算書</b>								
売上高	14,009	13,081	17,165	17,500	17,319	18,950	18,740	20,175
前期比	9.7%	-6.6%	31.2%	30.6%	32.4%	8.3%	8.2%	7.7%
(店舗販売)	11,275	9,301	-	13,562	13,000	14,500	13,900	14,800
(EC販売)	1,643	2,734	-	2,913	3,244	3,425	3,715	4,200
(委託販売)	1,065	1,011	-	1,000	1,041	1,000	1,087	1,134
(その他)	25	34	-	25	34	25	38	41
売上総利益	9,034	8,177	-	11,200	10,997	12,128	11,937	12,891
前期比	11.9%	-9.5%	-	32.7%	34.5%	8.3%	8.5%	8.0%
売上総利益率	64.5%	62.5%	-	64.0%	63.5%	64.0%	63.7%	63.9%
販売費及び一般管理費	7,670	7,876	-	9,779	9,852	10,516	10,617	11,408
販管費率	54.7%	60.2%	-	55.9%	56.9%	55.5%	56.7%	56.5%
営業利益	1,364	300	1,017	1,421	1,145	1,612	1,320	1,483
前期比	17.8%	-78.0%	238.2%	545.9%	281.7%	13.4%	15.3%	12.3%
営業利益率	9.7%	2.3%	5.9%	8.1%	6.6%	8.5%	7.0%	7.4%
経常利益	1,390	311	1,002	1,402	1,130	1,593	1,305	1,468
前期比	17.8%	-77.6%	221.7%	597.5%	263.3%	13.6%	15.5%	12.5%
経常利益率	9.9%	2.4%	5.8%	8.0%	6.5%	8.4%	7.0%	7.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	757	239	559	912	627	1,039	733	834
前期比	-1.6%	-68.3%	133.1%	406.7%	162.3%	13.9%	16.9%	13.8%
<b>店舗数</b>								
新規出店数(ダブルエー)	13	5	-	12	6	12	10	10
退店数(ダブルエー)	1	4	-	2	2	2	2	2
ダブルエー期末店舗数(店)	103	104	-	121	108	131	116	124
卑弥呼期末店舗数(店)	-	50	-	55	54	56	56	58
海外期末店舗数(店)	21	22	-	21	22	21	22	22

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) ダブルエー決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、23/1 期の業績予想も修正し、24/1 期予想を新たに策定した。23/1 期の売上高は前期比 8.2%増の 18,740 百万円、営業利益は同 15.3%増の 1,320 百万円、24/1 期の売上高は同 7.7%増の 20,175 百万円、営業利益は同 12.3%増の 1,483 百万円を予想する。予想の前提は以下の通りである。

1) 販売形態別の売上高については、23/1 期は店舗販売 13,900 百万円(前期比 6.9%増)、EC 販売 3,715 百万円(同 14.5%増)、委託販売 1,087 百万円(同 4.4%増)、その他 38 百万円(同 11.8%増)と予想した。24/1 期は店舗販売 14,800 百万円(前期比 6.5%増)、EC 販売 4,200 百万円(同 13.1%増)、委託販売 1,134 百万円(同 4.3%増)、その他 41 百万円(同 7.9%増)と予想した。

23/1 期、24/1 期ともに国内の新規出店は 12 店(「ORiental TRaffic」10 店、「卑弥呼」2 店)、退店は 2 店、期末海外店舗数は横ばいを想定した。

2) 売上総利益率は、定価販売を強化することにより年率 0.2%ポイントの改善を予想する。

3) 販管費率は、増収効果と広告宣伝費のコントロール強化により年率 0.2%ポイントの改善を予想した。期末従業員数は 10 名ずつ増加し、それに伴い人件費(給与及び賞与)は毎年 44 百万円程度の増加を想定した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 個人情報の管理について

同社は、インターネット取引等の販売活動により利用者本人を識別できる個人情報を保有している。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。

### ◆ 災害等について

同社は、国内外に店舗及び物流センター等を保有して商品在庫を保管している。そのため、大規模な自然災害やテロ等の人災が発生した場合には、事業運営に影響が出る可能性がある。

### ◆ 減損損失が発生する可能性について

同社は、出店候補地の選定については採算性を重要視しており、消費者の交通利便性や周辺マーケットのリサーチ結果に基づいて収支シミ

ュレーションを行っている。しかし、想定した売上が見込めない店舗については固定資産の除却損または減損損失が生じ、当期純利益に影響を及ぼす可能性がある。20/1 期については減損損失 23 百万円、固定資産除却損 6 百万円、21/1 期については減損損失 100 百万円、固定資産除却損 4 百万円を特別損失に計上している。

#### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと位置付けている。しかし、現在は財務体質の強化と事業拡大に向けた投資が先行するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

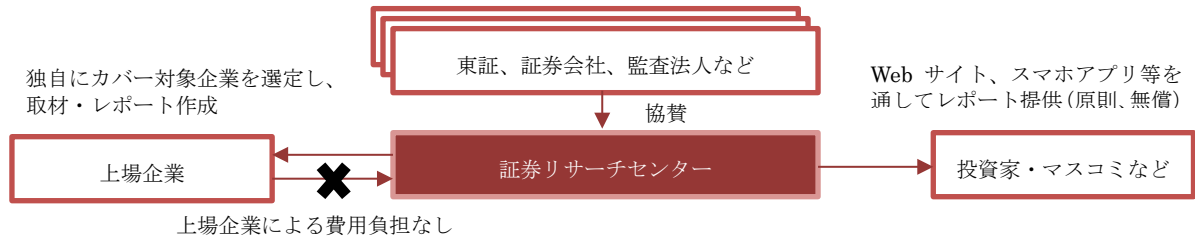
#### ◆ コロナウイルス感染症拡大の影響について

新型コロナウイルスの感染症が再び急拡大し、現在も東京都や大阪府の百貨店や大型商業施設の一部が休業している。同社の店舗営業は各商業施設の営業方針に従っており、期間が長引いた場合や全国に波及した場合には、業績への悪影響が大きくなる可能性がある。

## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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・間接的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。