

# ホリスティック企業レポート

白鳩

3192 JQS

アップデート・レポート  
2016年12月2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 20161129

# 白鳩 (3192 東証 JQS)

発行日:2016/12/2

## インナーウェアのインターネット通販を展開

### 着実な業績拡大が続いており、17年8月期も増収増益となる見通し

#### > 要旨

#### ◆ 事業内容

- ・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。

#### ◆ 16年8月期決算の概要

- ・16/8期の売上高は前期比9.6%増の4,595百万円、営業利益は同12.4%増の179百万円であった。中国を中心としたアジア向け販売の好調などにより、売上高はほぼ会社計画通りとなった。営業利益は、販売構成の変化による粗利益率の低下が主因で会社計画を16.3%下回る結果となったものの、販促関連費用の抑制効果で増益を維持した。

#### ◆ 17年8月期の業績予想

- ・17/8期の会社計画は、売上高が前期比11.0%増の5,100百万円、営業利益は同41.8%増の255百万円である。今期は、品揃えの拡充や効果的な販促によって増収を図る一方、販促関連費用などの経費コントロールを強化することで、二桁増収増益を目指す考えである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、売上高を前期比11.0%増の5,100百万円、営業利益は同41.8%増の255百万円として、同社予想と同水準を予想している。

#### ◆ 事業戦略と中期業績見通し

- ・同社は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)商品の拡充や中国を中心とした海外市場への展開も積極的に進める方針である。
- ・当センターでは、上記の施策による業績拡大は継続すると考えており、19/8期まで増収増益が続くと予想する。

#### 【3192白鳩 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)
2015/8	4,193	16.6	160	0.4	155	25.0	98	33.0	25.8	182.1	7.5
2016/8	4,595	9.6	179	12.4	160	3.2	102	4.1	26.8	201.7	8.0
2017/8 CE	5,100	11.0	255	41.8	207	29.3	143	39.6	31.4	—	未定
2017/8 E	5,100	11.0	255	41.8	207	29.3	143	39.6	31.0	192.8	8.0
2018/8 E	5,615	10.1	313	22.7	265	28.0	181	26.6	37.6	215.6	8.0
2019/8 E	6,211	10.6	396	26.5	348	31.3	236	30.4	49.0	258.1	8.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。16年11月18日付で963,400株の第三者割当増資を実施、今期予想EPSは会社予想、証券リサーチセンター予想ともに第三者割当増資を考慮した期中平均株数にて産出。

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

#### 【主要指標】

2016/11/25	
株価(円)	582
発行済株式数(株)	4,819,500
時価総額(百万円)	2,805

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.7	18.8	15.5
PBR(倍)	2.9	3.0	2.7
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(%)	-11.2	8.6	-10.6
対TOPIX(%)	-7.7	7.7	5.3

#### 【株価チャート】



#### アップデート・レポート

2/13

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

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<sup>注1</sup>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グまで幅広い。16/8期末時点で取扱いブランド数は国内・海外合計で119ブランド、アイテム数は9,567アイテムとなっており、レディースからメンズまでをカバーしている。

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揃え」、「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、16/8期においては全体の51.5%を占め、次いでショーツが同15.6%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期	15/8期	16/8期	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	<b>2,365</b>	3.4%
ショーツ	パンツ、ボトムなど	579	660	<b>715</b>	8.2%
ランジェリー	パンティストッキング、ソックスなど	286	352	<b>356</b>	0.9%
レグ	パンティストッキング、ソックスなど	186	183	<b>259</b>	41.4%
ナイティ	パジャマ、ルームウェアなど	101	122	<b>220</b>	80.2%
メンズ	ボクサーパンツ、トランクスなど	297	361	<b>401</b>	10.9%
その他	スポーツ、水着、雑貨など	183	224	<b>276</b>	23.5%
合計		3,596	4,193	<b>4,595</b>	9.6%

(出所) 白鳩決算説明会資料、有価証券報告書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ホールディングス(3591 東証一部、以下、ワコール)やトリンプ・インターナショナル・ジャパン(以下、

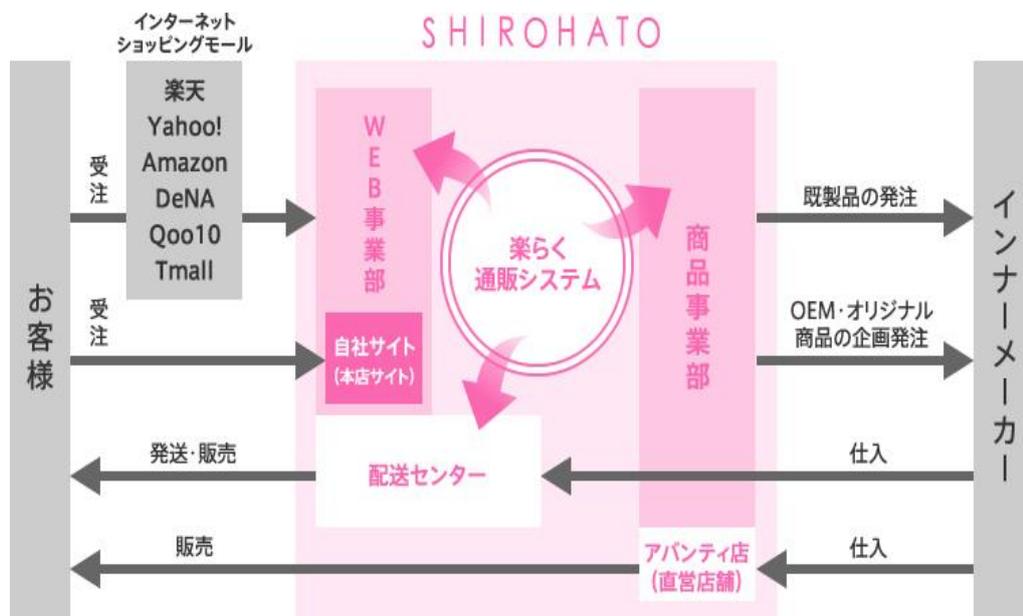
トリンプ)、グンゼ (3002 東証一部) といったインナーウェアメーカーなど 165 社 (16/8 期末) に上る取引先から仕入れ、自社サイトやインターネット上のショッピングモールを通じて一般消費者に販売するシンプルな事業構造である (図表 2)。

実店舗を構えて展開する従来型小売事業との比較において、EC 事業のメリットとしては、固定費の軽さが挙げられる。また、売上高の増加に伴う新たな経費が発生しにくい収益構造となっている。

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。

なお、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<sup>注 2</sup>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% (16/8 期) である。

【 図表 2 】 事業概要図

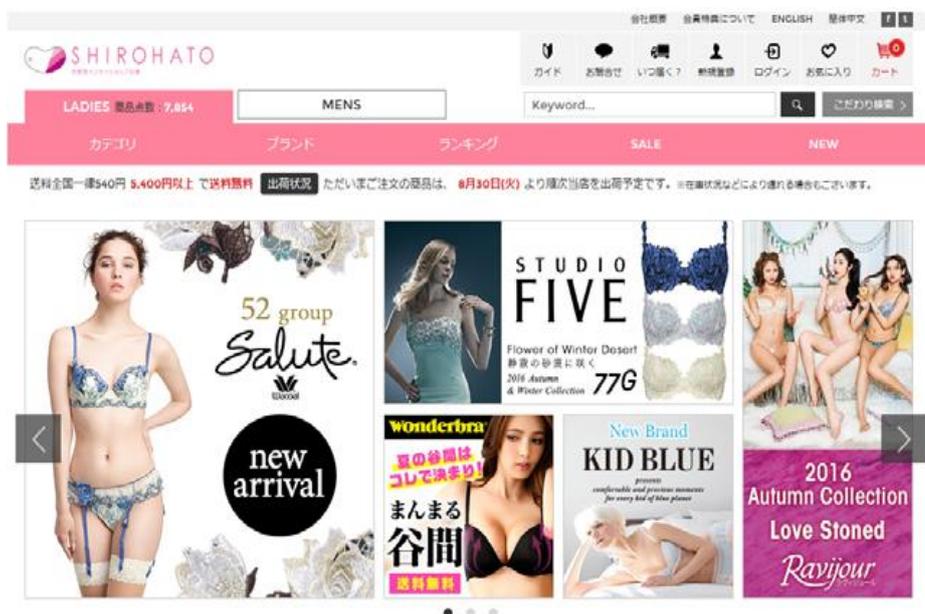


(出所) 白鳩有価証券報告書

### ・ 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」(図表 3) 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。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。売上高の 21.9% (16/8 期実績) が自社サイト「SHIROHATO」経由である。

【 図表 3 】 白鳩のウェブサイト

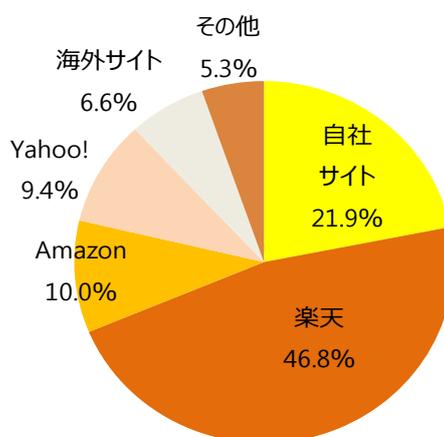


(出所) 白鳩ウェブサイト

・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、15年まで9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大賞）を受賞している。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 (16/8 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、「インナーウェアに特化した幅広い品揃え」、「仕入から在庫管理までを一括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」が挙げられる。

「インナーウェアに特化した幅広い品揃え」  
 インナーウェアの商品特性としては、流行や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、アウター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、両商材を同一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 9,567 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。

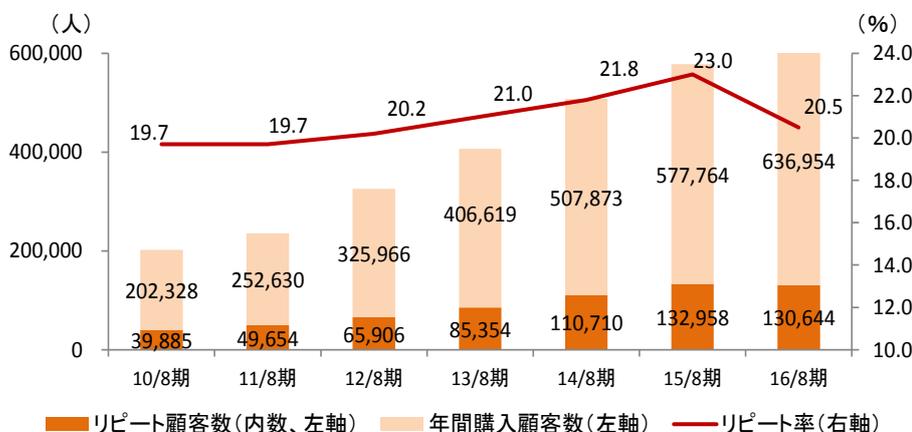
取扱いブランドは「ワコール」や「トリンプ」などの大手ブランドに加え、「EMPORIO ARMANI (エンポリオ・アルマーニ)」、「Calvin Klein (カルバン・クライン)」などの海外ブランドや、「CONTRANTE (コントランテ)」などの自社ブランド、OEM<sup>注3</sup>(コラボレーション)ブランドまで 119 ブランドをラインナップしている。

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。

こうした豊富な品揃えが、顧客にとって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)は20%以上の水準となっている(図表5)。尚、16/8期におけるリピート率の低下は、一部サイトにおいて、前期に特価品による特需があった反動である。

【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

「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。

「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、自社で構築したマテハンシステム（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。

> 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 6 のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・長い事業展開のなかで蓄積した顧客基盤と顧客データ</li> <li>・インナーウェア国内最大級のアイテム数</li> <li>・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</li> <li>・自社配送センターによるロジスティック体制を確立</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内インナーウェア市場の伸び悩み</li> <li>・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</li> <li>・事業モデルを模倣される可能性があること</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内 E C 市場の拡大</li> <li>・中国を中心とした海外 EC への積極展開</li> <li>・上場による人材確保の容易化</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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</li> <li>・技術革新に対する対応の遅れ</li> <li>・個人情報漏洩のリスク</li> <li>・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</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

同社の強みは、創業以来継続して蓄積してきた顧客基盤と顧客データ、自社で開発して運用する「楽しく通販システム」による効率的なオペレーションなどにある。

## > 決算概要

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。

### ◆ 16年8月期決算の概要

16/8期は、売上高が前期比9.6%増の4,595百万円、営業利益が同12.4%増の179百万円、経常利益が同3.2%増の160百万円、当期純利益が同4.1%増の102百万円となった。

FBA<sup>注4)</sup>対応商品の拡大によりAmazonでの売上が前期比99.8%増と大きく伸びた。加えて、中国を中心としたアジア向け販売が好調に推移し、増収に寄与した。

販売構成の変化により売上総利益率は前期比0.9%ポイント低下した。一方、販促関連費用の抑制効果で売上高に対する販売費及び一般管理費の比率(以下、販管費率)が同0.9%ポイント改善し、営業増益につながった。会社計画に対して営業利益は16.3%の未達となったが、これは売上総利益率の低下幅が会社の想定以上だったためである。

経常利益の伸び率が低いのは営業外収益に含まれるメーカーからの協賛金収入が15/8期より減少したこと、営業外費用に為替差損を計上したことなどが要因である。

## > 事業戦略の進捗

### ◆ 自社ブランド商品、OEM商品の拡充を進める

同社は利益率が高い自社ブランド及びコラボ商品の拡充を進めることで、収益性を高める方針を打ち出している。11/8期に売上高の5.4%を占めていた自社ブランド及びコラボ商品の売上構成比は順調に拡大し15/8期には21.8%となった。16/8期はコラボ商品の販売苦戦により若干低下して19.9%となったが、同社の中期目標である30.0%に変更はない。今期は、トリンプとの共同企画商品の投入などで販売増を図っている。

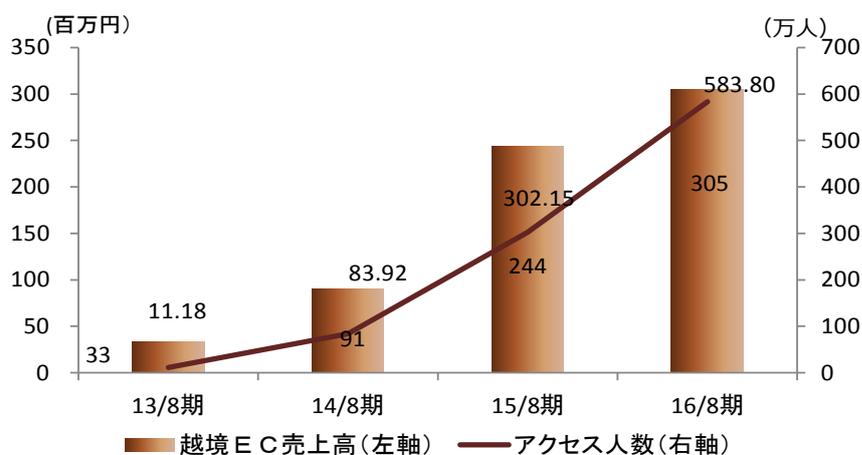
### ◆ 海外展開が順調に進行中

同社は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)」などに店出し、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針である。

同社が重点的に開拓を進め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 期に海外事業部を新設している。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 244 百万円、16/8 期 305 百万円と高い伸びを実現しており（図表 7）、今後もハイペースでの拡大を目指している。

【 図表 7 】 海外販売（越境 EC）売上高と海外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、ヒアリングにより証券リサーチセンター作成

◆ その他/「LINE MALL」への出店や自社サイトのリニューアルなど

同社の顧客を年代別で見ると、35～49 歳の層が顧客全体の 47.9%、20～34 歳の層が同 39.5%となっている（16/8 期実績）。このなかで 20～34 歳の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」を出店した。

また、Amazon 内の同社店舗において、FBA 対応商品を拡大するなどの取り組みも実施している。FBA 対応商品数は順調に増加しており、売上増につながっている。16/8 期のサイト別売上で Amazon は前期比倍増となる成果を上げた。

同社は 16 年 4 月 6 日に約 5 年ぶりとなる自社サイトの全面リニューアルを実施している。このリニューアルでは、商品ラインナップを更に拡充すると同時に「下着専門店による 下着のための 探しやすさ」を追求した機能とデザインを実現している。リニューアルのポイントは、1) ユーザビリティの向上（検索機能）、2) レスポンスの向上（表示速度）、3) 利便性の向上（決済機能）の 3 点で、決済機能については、「ドコモ ID 決済」、「LINE Pay」、「楽天 ID 決済」、「Amazon ログイ

ン&ペイメント」を新たに加え、10種類の決済方法が選択可能となった。また、配送面での利便性向上の一策として、コンビニ受け取りを導入している。

◆ 小田急電鉄との業務資本提携及び筆頭株主の異動について

同社は16年10月31日に、小田急電鉄(9007 東証一部)との業務資本提携及び小田急電鉄に対する第三者割当増資を発表した。

業務提携の開始日は10月31日、第三者割当増資の払込期日は11月18日であった。第三者割当増資により発行された新株は963,400株(発行価額520円)で、この結果小田急電鉄は同社の発行済株式総数の19.99%を保有する筆頭株主となった(図表8)。

【図表8】資本提携後の大株主及び持株比率

募集前(16年8月31日現在)		第三者割当後(16年11月18日現在)	
株主(敬称略)	割合	株主(敬称略)	割合
池上 勝	14.15%	小田急電鉄株式会社	19.99%
池上 正	12.06%	池上 勝	11.32%
株式会社アイティフォー	11.67%	池上 正	9.65%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	7.40%	株式会社アイティフォー	9.34%
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	4.62%	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	5.92%
弘田 敬子	3.59%	GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	3.69%
弘田 了	3.43%	弘田 敬子	2.87%
GOLDMAN,SACHS&CO.REG	3.11%	弘田 了	2.75%
NORTHERN TRUST CO.(AVFC) SUB A/C NON TREATY	2.07%	GOLDMAN,SACHS&CO.REG	2.48%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	1.50%	NORTHERN TRUST CO.(AVFC) SUB A/C NON TREATY	1.66%

(出所) 有価証券報告書、ニュースリリースより証券リサーチセンター作成

同社は業務資本提携の目的として、大手の資本参加により信用力や財務基盤の強化を図ること、小田急グループの持つ信用力や取引先を活用することで、単独では難しい海外高級ブランドメーカーなどの取引を拡大すること等を挙げている。

現時点で両社が合意している業務提携の内容は、1) 両社の顧客資産等、経営資源の相互補完による売り上げ拡大、2) 小田急グループの信用力、ブランド力と同社のEコマース事業におけるノウハウの相互活用、3) 両社間における人材及び情報の交流、4) 新規事業領域や新サービスの開発等に関する相互協力及び推進である。

当センターでは、この提携により比較的早い段階で効果が期待できるのは、海外を含めた新ブランドの開拓であると考えている。百貨店や大型ショッピングセンター等の商業施設を複数運営する小田急グループの信用力や取引先を活用することで、同社単独では難しかったブランドとの取引拡大が可能となり、同社の商品力強化につながる事が期待される。

新規事業領域や新サービスの拡大については、現時点では具体的事案についての公表はなく、今後の進捗を追っていききたいと考えている。

## > 業績予想

### ◆ 白鳩による 17 年 8 月期業績予想

17/8 期の会社計画は、売上高が 5,100 百万円（前期比 11.0%増）、営業利益が 255 百万円（同 41.8%増）、経常利益が 207 百万円（同 29.3%増）、当期純利益が 143 百万円（同 39.6%増）である（図表 9）。

新規ブランドの獲得による品揃えの拡充や効果的な販促によって売上高の拡大を図る一方、販促関連費用や運賃などの経費コントロールも強化する方針である。特徴のある自社ブランド及びコラボ商品の企画を強化することで、売上総利益率は若干の改善を見込んでいる。

【 図表 9 】白鳩の業績見通し

(単位:百万円)

	14/8期 実績	15/8期 実績	16/8期 実績	17/8期 会社計画	前期比
売上高	3,596	4,193	4,595	5,100	11.0%
売上総利益	1,502	1,725	1,854	2,065	11.4%
売上総利益率	41.8%	41.2%	40.3%	40.5%	-
営業利益	159	160	179	255	41.8%
営業利益率	4.4%	3.8%	3.9%	5.0%	-
経常利益	124	155	160	207	29.3%
経常利益率	3.5%	3.7%	3.5%	4.1%	-
当期純利益	74	98	102	143	39.6%

(出所) 白鳩決算短信より証券リサーチセンター作成

同社は 14/8 期に初配当（一株当たり 6.0 円）を実施し、15/8 期は一株当たり 7.5 円、16/8 期は一株当たり 8.0 円の配当を実施している。17/8 期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

証券リサーチセンター（以下、当センター）では 17/8 期業績について、前回予想を微修正し、売上高 5,100 百万円（前期比 11.0%増）、営業利益 255 百万円（同 41.8%増）、経常利益 207 百万円（同 29.3%増）、当

期純利益 143 百万円 (同 39.6%増) と、会社計画と同水準を予想する (図表 10)。

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 11.3% 増、ショーツが同 8.5%増と想定した。自社ブランド及びコラボ商品の売上構成比は 21.0% (16/8 期 19.9%) までの回復を想定した。

2) 17/8 期の売上総利益率は 16/8 期比 0.2%ポイント改善の 40.5%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り上げ増により吸収し、同 0.9%ポイント改善すると想定した。

## > 中期業績予想

### ◆ 白鳩の中期業績予想

同社は中期経営計画や中期経営目標を明示していないものの、当面の目標として、売上高 100 億円を目指す考えを持っている。そのために、自社サイトのリニューアルや出荷センターの拡張、海外展開の強化などを進めている。

### ◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは 18/8 期以降も堅調な国内販売に加え、中国を中心とした海外向け販売が業績を牽引すると考えている。18/8 期業績予想については前回予想を若干修正しており、売上高は前期比 10.1%増の 5,615 百万円 (前回予想 5,649 百万円)、営業利益は同 22.7%増の 313 百万円 (同 297 百万円)を予想する。19/8 期については、売上高が前期比 10.6%増の 6,211 百万円、営業利益が同 26.5%増の 396 百万円を予想する (図表 9)。

予想の前提は以下の通りである。

1) 自社ブランド及びコラボ商品の売上構成比は年率 2%ポイントのペースで上昇すると想定した。

2) 商品別売上高は、売上構成比の高いファンデーションが 18/8 期には前期比 14.0%増の 3,001 百万円、19/8 期には同 14.2%増の 3,427 百万円と順調に伸びることを想定した。ショーツについては、18/8 期が前期比 5.7%増の 820 百万円、19/8 期には同 6.7%増の 875 百万円を予想した。

3) 売上総利益率については、18/8 期 0.6%ポイント、18/8 期 0.8%ポイント改善すると想定した。改善の根拠は、販売構成の変化に加え、自社ブランド及びコラボ商品の売上構成比の上昇を見込んだためである。販管費率は横這いを想定した。

【 図表 10 】 証券リサーチセンターの業績予想

(単位:百万円)

	14/8	15/8	16/8	17/8CE	17/8E (前回)	17/8E (新)	18/8E (前回)	18/8E (新)	19/8E
<b>損益計算書</b>									
売上高	3,596	4,193	4,595	5,100	5,094	5,100	5,649	5,615	6,211
前期比	21.8%	16.6%	9.6%	11.0%	10.4%	11.0%	10.9%	10.1%	10.6%
売上総利益	1,502	1,725	1,854	2,065	2,135	2,065	2,372	2,306	2,601
前期比	18.9%	14.9%	7.4%	11.4%	10.7%	11.4%	11.1%	11.7%	12.8%
売上総利益率	41.8%	41.2%	40.3%	40.5%	41.9%	40.5%	42.0%	41.1%	41.9%
販売費及び一般管理費	1,343	1,565	1,674	1,810	1,886	1,810	2,075	1,993	2,204
販管費率	37.4%	37.3%	36.4%	35.5%	37.0%	35.5%	36.7%	35.5%	35.5%
営業利益	159	160	179	255	249	255	297	313	396
前期比	28.2%	0.4%	12.4%	41.8%	16.4%	41.8%	19.3%	22.7%	26.5%
営業利益率	4.4%	3.8%	3.9%	5.0%	4.9%	5.0%	5.3%	5.6%	6.4%
経常利益	124	155	160	207	230	207	278	265	348
前期比	5.4%	25.0%	3.2%	29.3%	17.9%	29.3%	20.9%	28.0%	31.3%
経常利益率	3.5%	3.7%	3.5%	4.1%	4.5%	4.1%	4.9%	4.7%	5.6%
当期純利益	74	98	102	143	147	143	177	181	236
前期比	8.9%	33.0%	4.1%	39.6%	11.4%	39.6%	20.4%	26.6%	30.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 白鳩有価証券報告書、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

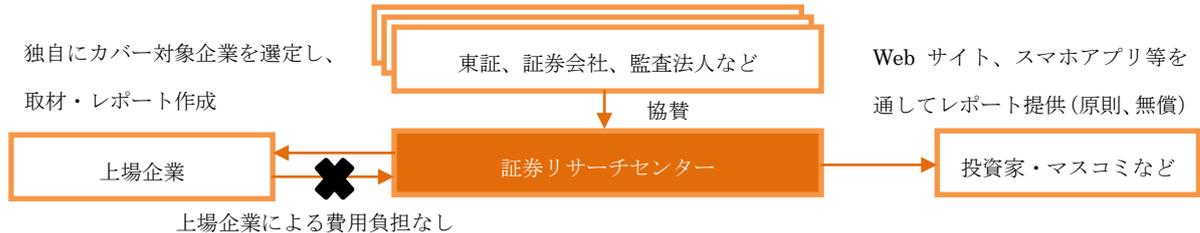
顧客の個人情報保護については、社内でのアクセス権限の設定や、システムのセキュリティ強化などを実施している。しかし、個人情報が流出した際には同社の業績に影響を及ぼす可能性がある点に留意する必要がある。

### ◆ 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。