

# ホリスティック企業レポート ナルミヤ・インターナショナル 9275 東証二部

新規上場会社紹介レポート  
2018年9月7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 20180906

ナルミヤ・インターナショナル (9275 東証二部)

発行日:2018/9/7

ベビー・子供服の企画から製造、物流、プロモーション、販売までを一貫して行う  
ショッピングセンター販路の拡大とeコマースへの展開でさらなる成長を目指す

アナリスト:高木伸行 +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

【9275 ナルミヤ・インターナショナル 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)
2017/2	23,474	13.4	1,157	31.3	892	2.8	708	0.4	75.0	396.2	0.0
2018/2	26,954	14.8	1,404	21.3	1,280	43.5	760	7.3	80.4	321.9	6,262.0
2019/2 予	29,802	10.6	1,767	25.9	1,635	27.7	1,879	147.2	192.6	-	79.0

(注) 1.2017/2期はプロフォーマベースの連結業績。2018/2期は連結ベース。2019/2期は単独ベース。予想は会社予想  
2.2018年6月29日付で1:30の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正  
3.2019/2期の配当金予想79.0円のうち48.15円は6月29日を基準日として実施済み

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 1,494円 (2018年9月6日)	本店所在地 東京都港区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 9,906,830株	設立年月日 2016年6月8日	SMBC日興証券
時価総額 14,801百万円	代表者 石井稔晃	【監査人】
上場初値 1,501円 (2018年9月6日)	従業員数 1,018人 (2018年6月)	監査法人 A & A パートナーズ
公募・売出価格 1,560円	事業年度 3月1日~翌年2月末日まで	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 事業年度終了後3カ月以内	

(注) 実質的な設立年月日は1995年8月25日

> 事業内容

(注1) SPA

Specialty store retailer of Private label Apparel の略。企画から製造、物流、プロモーション、販売までを一貫して行う小売業態

◆ ベビー・子供服をマルチチャネル、マルチブランドで展開

ナルミヤ・インターナショナル(以下、同社)はベビー・子供服の企画販売のパイオニアとして、SPA 形態をとりながら事業を行っている。

0歳~7歳を主要顧客とするベビー・ドドラー向けブランド、8歳~13歳を主要顧客とするジュニア向けブランドを中心に、中学生を対象としたヤング向けブランドやママ向けブランドなど、多数のブランドを展開している。また、販売も百貨店、ショッピングセンター、アウトレットモール、eコマースと様々なチャネルで行っている。

◆ 再上場

同社は05年3月に当時のジャスダック証券取引所に株式を上場したが、当時の主要販売チャネルであった百貨店業界の低迷のあおりを受けて、上場の前年度をピークに業績が悪化した。抜本的な再建策の実施のためには株式を非公開化し、機動的に経営を行うことが得策と判断し10年3月に上場を廃止した。

企業再生ファンドによる再建策が軌道に乗り、今後の成長に向けた投資に必要な資金の調達や、企業イメージ・信頼度の向上による優秀な人材の獲得などを目的に東京証券取引所市場第二部に再上場することとなった。

◆ ショッピングセンターとeコマースチャネルの拡大に注力

同社はベビー・子供服を百貨店、ショッピングセンター、アウトレットモールの実店舗と自社及び他社オンラインサイトで販売している。また、地方百貨

店やアパレル専門店への卸売り販売やブランド商標のライセンス販売を行っている。

百貨店チャンネルは主に高価格帯、ショッピングセンターチャンネルは低価格帯～中価格帯、アウトレットモールチャンネルは低価格帯のアイテムを取り扱っている。18年6月末の店舗数は百貨店チャンネルが587店、ショッピングセンターチャンネルが152店、アウトレットモールチャンネルが20店となっている(図表1)。

百貨店チャンネルは都市部の三越、タカシマヤ、伊勢丹、大丸といった大手百貨店店舗に展開している直営店舗を指す。05年に上場した当時は同社の主力販売チャンネルであった。

ショッピングセンターチャンネルへは05年に1号店を出店して以来、順調に店舗数を増やしており、イオンモールなどの都市近郊や郊外のショッピングセンターに直営店を展開している。同社はショッピングセンターチャンネルを成長分野と位置付けている。

アウトレットモールチャンネルへは06年に1号店をりんくうプレミアム・アウトレットに出店して以来、三井アウトレットパークやプレミアム・アウトレットを中心に直営店を出店している。

【図表1】販売チャンネル別店舗数

販売チャンネル	14/2期末	15/2期末	16/2期末	17/2期末	18/2期末	18年6月末
	(店)	(店)	(店)	(店)	(店)	(店)
百貨店	579	573	565	575	589	587
ショッピングセンター	50	63	94	117	141	152
アウトレットモール	15	16	18	19	19	20
直営店合計	644	652	677	711	749	759

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社は実店舗販売に加えて、オンライン販売も行っており、今後の成長分野と位置付けて注力している。08年に直営のオンラインショップであるNARUMIYA ONLINEをオープンした。また、ZOZOTOWNや楽天といった通販サイトにも出店している。

18/2期の販売チャンネル別の売上構成比は、百貨店が38.5%、ショッピングセンターが35.7%、eコマースが12.7%である。また、アウトレットモールでの販売、卸売り販売、ライセンス販売からなる「その他」の構成比は13.1%となっている(図表2)。同社が力を入れているショッピングセンターとeコマースの売上高の成長率は高い。

【 図表 2 】 事業別売上構成

販売チャネル	18/2期	
	(百万円)	(%)
百貨店	10,385	38.5
ショッピングセンター	9,620	35.7
eコマース	3,421	12.7
その他	3,527	13.1
売上高合計	26,954	100.0

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

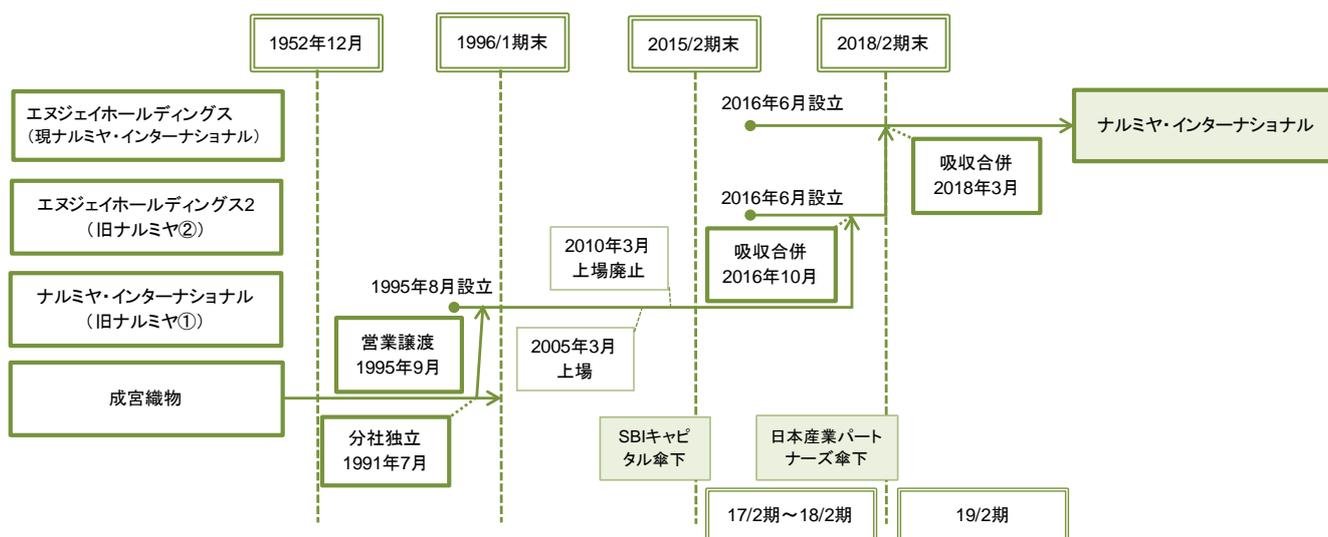
> 事業運営の変遷

◆ 上場後、急速に業績が悪化

同社の歴史は古く、呉服問屋として1904年5月に広島で創業し、52年12月に成宮織物株式会社として設立された。その後分離独立、事業譲渡を経て、95年8月に設立されたエヌ・アイ・コーポレーションが同年9月にアパレル事業の営業譲渡を受け、ナルミヤ・インターナショナル(以下、旧ナルミヤ①)に商号を変更した(図表3、図表4)。

旧ナルミヤ①は百貨店における直営店舗販売と専門店への卸売りにより、業容を拡大し、05年3月に当時のジャスダック証券取引所に上場した。しかし、百貨店の売上が下降局面に転じるなか、旧ナルミヤ①の業績も上場した直前期をピークに減収減益に転じた。

【 図表 3 】 ナルミヤ・インターナショナルの設立経緯



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 企業再生ファンド主導により経営再建

深刻な業績悪化が続くなか、SBI キャピタルからの経営改善の提案を受け、07年7月にSBIキャピタルが運営する企業再生ファンド(SBI Value Up Fund 1号投資事業有限責任組合)によるTOBを受け入れ、同ファンドが旧ナルミヤ①の株式の55.06%を保有するに至った。

SBI キャピタルの指導の下、経営再建策を実行したものの、経営再建策の効果を打ち消す急激な売上高の減少があり、業績回復への道筋が見出しにくい状況が続いた。当時の環境下においては、同業他社も例外ではなく、大手のベビー・子供服メーカーも投資ファンドあるいは大手商社の傘下に入る先が続出した。

更なる経費削減と事業ポートフォリオの転換を行う上で一般株主に対して許容度を越えたリスク負担を求めることを回避するためや経営の機動的な運営などを主眼に株式を非公開化することが最善策と判断し、第2回目のTOBが実施され、同ファンドが旧ナルミヤ①の株式の90.76%を保有するに至り、10年3月に上場を廃止した。

10年6月にLAWRYS FARMブランドなどで知られるカジュアル衣料品のSPA企業であるポイントの代表取締役社長を務めていた石井稔晃氏が同社の代表取締役執行役員社長に就任した。

上場廃止後は、百貨店依存体質からの更なる脱却を目指し、ショッピングセンターチャネルへのシフト、キャリア品<sup>注2</sup>などを低価格で販売するアウトレットモールへの出店、eコマースの強化などを図った。販路の多様化とともに、ブランドコンセプトも見直し、従来のオリジナルキャラクターをあしらったカラフルなアイテム中心から、トレンドをより意識した、生活者のライフスタイルに合わせた商品中心へと舵を切った。

(注2) キャリー品  
シーズン・販売期間経過後の  
継続販売商品

#### ◆ 株主の交代

15/2期以降、一連の再建策の効果が表れ、業績は順調に拡大した。このようななか、16年6月に日本産業パートナーズによりエヌジェイホールディングス(現ナルミヤ・インターナショナル)およびエヌジェイホールディングス2(以下、旧ナルミヤ②)が旧ナルミヤ①の全株式を取得するためのSPC(特定目的会社)として設立された。16年7月にエヌジェイホールディングスは旧ナルミヤ②を完全子会社とし、SBI Value Up Fund 1号投資事業有限責任組合から旧ナルミヤ②に旧ナルミヤ①の全株式が譲渡された。なお18/2期末で5,200百万円の借入金が存在するが、この株式譲渡に伴うものである。

旧ナルミヤ②は16年10月に旧ナルミヤ①を吸収合併した(旧ナルミヤ②は商号をナルミヤ・インターナショナルに変更)。のれん(18/2期末3,307百万円)はこの吸収合併によるものである。18年3月にエヌジェイホールディング

スが旧ナルミヤ②を吸収合併し、商号をナルミヤ・インターナショナルに変更し、現在に至っている。

収益基盤が出来上がったことから、再上場により企業イメージ・信頼度の向上や調達資金により、優秀な人材の獲得、出店費用、IT化による物流業務の効率化や精度向上を図りたいとしている。

【 図表 4 】 ナルミヤ・インターナショナルの事業の推移

年月	概要	事業の状況
1952年 12月	成宮織物株式会社として設立	
1995年 9月	エヌ・アイ・コーポレーションがアパレル事業の営業譲渡を受け、ナルミヤ・インターナショナルに商号を変更(旧ナルミヤ①)	
2005年 3月	ジャスダック上場	上場した事業年度の業績は減収減益。主要チャネルである百貨店業界の景気低迷のあおりを受けて、旧ナルミヤ①の業績低迷が続く
2007年 7月	SBI Value Up Fund 1号投資事業有限責任組合によるTOB(第1回)開始	同ファンドが55.06%を保有。SBIキャピタル指導の下、経営再建を目指す
2008年		再建策の効果を打ち消すほどの売上高減少が続く
2009年 9月	SBI Value Up Fund 1号投資事業有限責任組合によるTOB(第2回)開始	同ファンドが90.76%を保有
2010年 3月	ジャスダック上場廃止	業績低迷局面からの脱却には短期的に損益にマイナスの影響を与える可能性の高い事業ポートフォリオの転換や成長分野への投資が必要判断し、一般株主のリスク許容度を超えたりリスク負担を求めることになりかねないため上場廃止へ
6月	石井稔晃氏が代表取締役執行役員社長に就任	
2011年		(12/2期)アウトレットモールへの出店を加速
3月	ショッピングセンター向けブランドpetit mainの店頭販売を開始	百貨店中心からショッピングセンターへの出店とeコマースの強化を開始
2013年		(14/2期)petit mainのショッピングセンターへの出店を加速
9月	スターキューブを吸収合併	ショッピングセンター向けジュニアブランドを展開している子会社を吸収合併
11月	SC事業部を設置	ショッピングセンターブランド専門の組織を編成
	生産事業部を設置	仕入先との関係強化及び各ブランドの仕入業務を統括して管理する体制を構築
2016年 6月	日本産業パートナーズによりSPCが設立	エヌジェイホールディングスおよびエヌジェイホールディングス2(旧ナルミヤ②)が旧ナルミヤ①の全株式を取得するために設立される
10月	旧ナルミヤ①が旧ナルミヤ②に吸収合併される	旧ナルミヤ②はナルミヤ・インターナショナルに商号を変更
2018年 3月	エヌジェイホールディングスが旧ナルミヤ②(=ナルミヤ・インターナショナル)を吸収合併	エヌジェイホールディングスはナルミヤ・インターナショナルに商号を変更
	リテールオペレーション部を設置	直営店舗における販売強化、ショッピングセンターブランドのものづくり強化が目的
	SC・ホールセール事業部を設置	

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

**> 特色・強み****◆ マルチブランド・マルチチャネル**

同社の特徴としては百貨店とショッピングセンターの両方のチャネルで展開しており、それぞれのチャネルで有力ブランドを多数保有している点が挙げられる。また、同社のブランドは新生児・ベビーからヤングまでをカバーしており、同業他社に比べると子供服のなかでも対象とする年齢層の幅が広い。

(注3) 19ブランド  
子供を持つ20代、30代の母親向けブランドで子供向けの「petit main」とリンクコーデも楽しめる「petit main LIEN (プティメインリアン)」を含めると20ブランド

現在、同社は百貨店チャネルでトップクラスの認知度を持つ mezzo piano junior (メゾピアノジュニア) やショッピングセンターチャネルで同じくトップクラスの認知度を誇る petit main (プティメイン) を始め19ブランド<sup>注3</sup>を展開している。内訳は百貨店向けが15ブランド、ショッピングセンター向けが3ブランド(petit main LIENを含めると4ブランド)、そしてアウトレットモール向けが1ブランドとなっている。

百貨店チャネルでは高価格・高品質の商品を小ロットで生産可能とするサプライチェーンが必要となり、リードタイムは6カ月程度と長い。一方、ショッピングセンターチャネルではファッション性とコストパフォーマンスを両立させるサプライチェーンが必要となり、40日~60日程度の短いリードタイムで商品を投入してゆくことが必要とされる。同社はこの両方の生産ノウハウを持つ子供服業界の数少ない企業の一つである。

同社は元々百貨店チャネルでの商品供給ノウハウを有していた。10年6月に就任した石井社長はポイント時代にショッピングセンター事業を専門に行っており、短期間でショッピングセンターチャネルの売上高を百貨店チャネルの売上高に匹敵する規模にまで育成した同氏のノウハウも同社の強みの背景にあると思われる。

子供服業界のなかでは、eコマースへの展開に積極的な点も同社の特徴と言える。子供服を専業とする他社のeコマース売上高比率は5%未満と非常に低いなが、同社は12.7%と高い比率となっている。

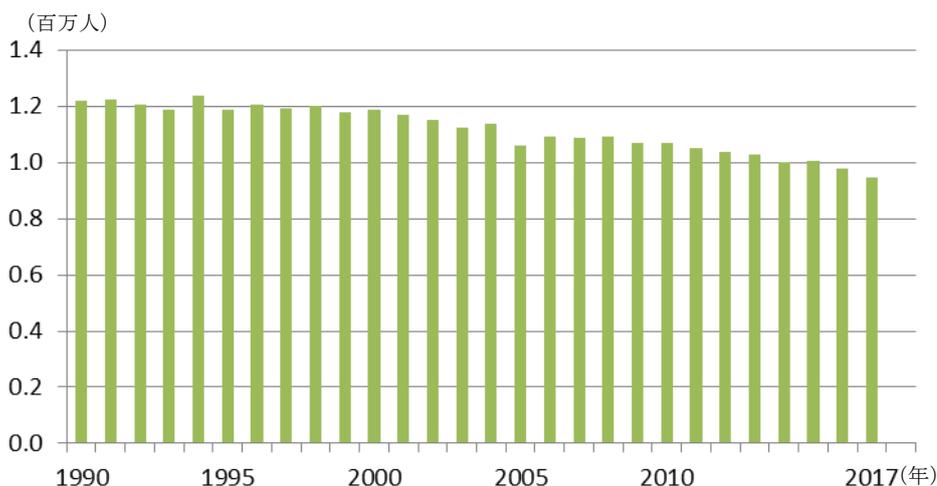
仕入れの大部分は中国の生産委託工場からである。繊維専門商社を介しての仕入となり、直接的な為替リスクは負わない調達体制となっている。

> 事業環境

◆ 少子化を反映して子供服市場は停滞が続く

日本の出生数は長期低下傾向を続けており、反転する兆しが見えない。厚生労働省の調査によれば17年の出生数は946千人と16年に続いて100万人を割り込んでいる(図表5)。このような状況下、矢野経済研究所の調査によれば、子供服業界は9,100億円~9,200億円の規模でここ数年推移している。

【図表5】出生数の推移



(出所) 厚生労働省「人口動態統計月報年計(概数)の概況」を基に証券リサーチセンター作成

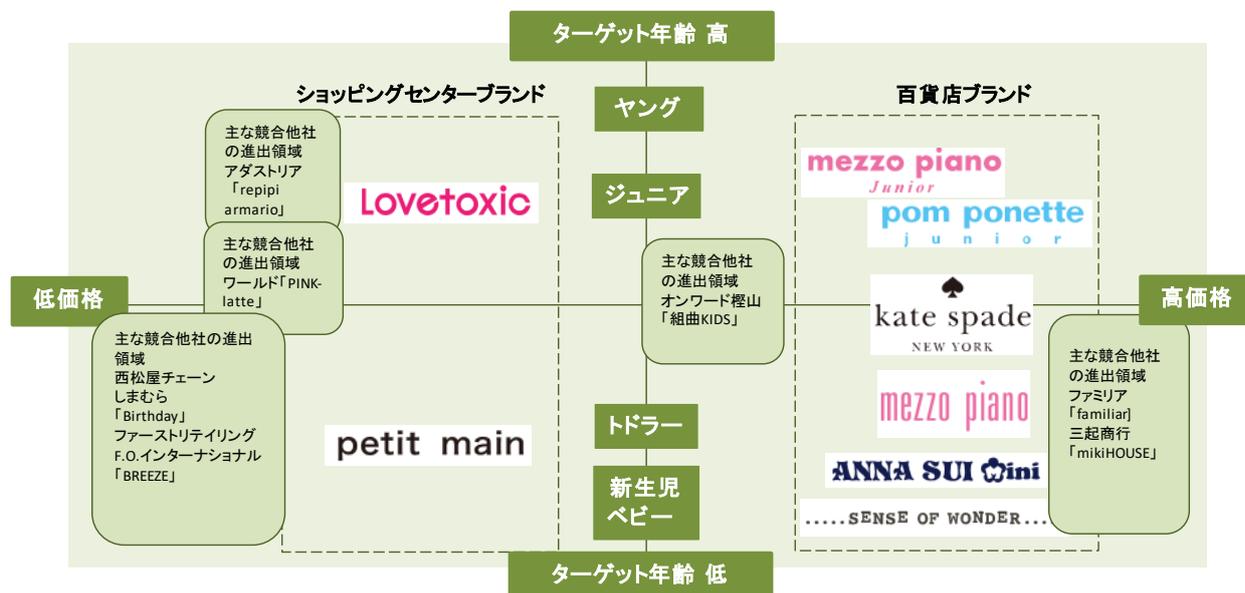
◆ 競合と住み分け

同社ブランドを展開しているショッピングセンターと百貨店チャンネルでは、各々の分野に競合先が存在している。同社は価格帯と対象先を明確に設定することで、競合先との住み分けを図っている(図表6)。

ショッピングセンターチャンネルの非常に低い価格帯では西松屋チェーン(7545 東証一部)やファーストリテイリング(9983 東証一部)、しまむら(8227 東証一部)といった体力のある大手SPAが大きな存在感を示している。同社はこれらの企業が主としている分野に展開する意向はなく、大手SPAとの競合を避ける方針である。また、ショッピングセンターチャンネルのジュニア市場ではアダストリア(2685 東証一部)、ワールド及び同社の3社が支配しており、価格競争はさほど厳しくないようである。

百貨店チャンネルにおいては、オンワード樫山やファミリア、三起商行が競合先となるが、同社はファミリアや三起商行が展開する familiar ブランドや mikiHOUSE ブランドほどは高価格ではないゾーンで新生児・ベビーからヤングまでの幅広い商品ラインナップを展開している。また、オンワード樫山の組曲 KIDS は同社よりもやや低い価格帯で、ジュニア向け中心に展開している。

【 図表 6 】 子供服市場におけるナルミヤ・インターナショナルのブランドポジション



(注) 点線の四角内はナルミヤ・インターナショナルが展開するブランド  
(出所) 届出目論見書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

＞ 業績

◆ ショッピングセンター事業への展開で急成長

同社の業績は店舗数の拡大、特にショッピングセンターチャネルでの店舗数の拡大に牽引されてきた。14/2 期よりショッピングセンター向けブランドである petit main の出店を加速したため、ショッピングセンターチャネルの店舗数が 14/2 期末の 50 店舗から 18/2 期末の 141 店舗へと拡大するなか、同チャネルの売上高は 4.9 倍となった。ショッピングセンター向けの主力ブランドである petit main 及び Lovetoxic(ラブトキシック)は同社の 19 ブランドの中で 1 位、2 位の売上高を上げている。

一方、同社の主力であった百貨店チャネルの売上高は、業界全体では百貨店売上高は減少傾向にあるものの、18/2 期までの 4 期間では年率 1% 程度で増加したことも売上高急拡大の下支えとなっている。

各期の動向をしてみると、14/2 期の利益率の低さは、ショッピングセンターチャネル拡大に向けての組織変更に伴う費用やショッピングセンターへの出店を積極的に行ったことに伴う投資負担が原因と証券リサーチセンターでは推定している(図表 7)。

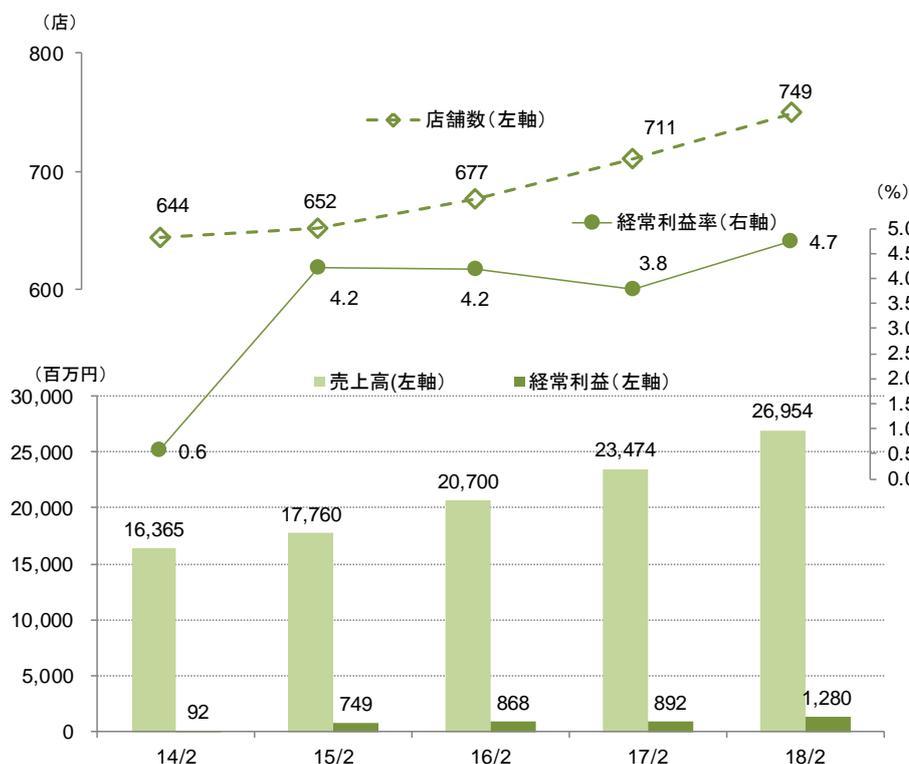
15/2 期以降は百貨店やショッピングセンターとチャネルごとに分散していた取引商社を集約したことによる取引条件の改善などの効果もあり、順調に業績を拡大してきた。13 年 11 月にショッピングセンターブランド専門の組織である

SC 事業部や仕入先との関係強化並びに各ブランドの仕入業務を統括して管理する生産事業部を設置したが、その効果が具体化してきたためと思われる。

18/2 期は売上高が前期比 14.8%増(17/2 期のプロフォーマベースの連結業績との比較、以下同様)、経常利益は同 43.5%増と好調であった。好調の背景としてショッピングセンターチャンネルが前期比 26.9%増収、e コマースチャンネルが同 41.8%増収と高い伸びを示し、百貨店チャンネルも環境が厳しいなか同 1.9%増収と健闘したことが挙げられる。

08 年から本格的に注力し始めた e コマース売上高は 18/2 期には売上高の 12.7%を占めるまでに成長しており、ショッピングセンター事業に次ぐ今後の成長基盤としての存在感を増してきている。

【 図表 7 】 業績推移



(注) 14/2 期~16/2 期は旧ナルミヤ①の連結業績、17/2 期は旧ナルミヤ①の 7 カ月分の業績を合算した連結業績

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 2 月期会社計画

19/2 期の業績について、同社は売上高を 29,802 百万円(前期比 10.6%増)、営業利益を 1,767 百万円(同 25.9%増)、経常利益 1,635 百万円(同 27.7%増)、当期純利益 1,879 百万円(同 147.2%増)と見込んでいる(図表 8)。

18年3月1日付でエヌジェイホールディングスが旧ナルミヤ②を吸収合併し、ナルミヤ・インターナショナルに商号を変更しているため19/2期からは単独決算のみとなる(前期比は18/2期の旧ナルミヤ②の連結業績との比較)。また、特別利益として3月1日の吸収合併に伴い発生した抱合せ株式消滅差益875百万円などにより860百万円を見込んでいるため、当期純利益の増加率が高くなっている。

【図表8】19年2月期の会社予想

	2018/2期		2019/2期(予)		
	売上高	構成比	売上高	構成比	前期比
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(%)
販売チャンネル別売上高					
百貨店	10,385	38.5	10,764	36.1	3.6
ショッピングセンター	9,620	35.7	10,990	36.9	14.2
イーコマース	3,421	12.7	4,350	14.6	27.2
その他	3,527	13.1	3,697	12.4	4.8
売上高	26,954	100.0	29,802	100.0	10.6
営業利益	1,404	5.2	1,767	5.9	25.9
経常利益	1,280	4.7	1,635	5.5	27.7
当期純利益	760	2.8	1,879	6.3	147.2

販売チャンネル	18/2期末	18年6月末	19/2期末(予)
	(店)	(店)	(店)
百貨店	589	587	590
ショッピングセンター	141	152	158
アウトレットモール	19	20	20
直営店合計	749	759	768

(注) 予想は会社予想  
(出所) 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

出店は、引き続きショッピングセンターへの出店を中心に据えており、同チャンネルへは17店の出店(退店は0)を計画している。6月末までに11店の出店を完了しており、同社によれば残りの6店についても出店が確定しているとのことである。百貨店チャンネルは9店の出店と8店の退店を予定している。6月末までに4店を出店(退店は6店)しており、同じく残りの5店についても出店が確定しているとのことである。eコマースについては、中国最大のeコマースサイトであるTモールに同社の現地パートナーが8月8日に出店している。

売上高は百貨店チャンネルが前期比3.6%増、ショッピングセンターチャンネルは同14.2%増、eコマースは同27.2%増、その他は同4.8%増を同社は見込んでいる。過去のトレンド並びに今期の出店計画と出店状況から見ると、妥当な計画と思われる。

売上原価率については前期比 1.0%ポイントの改善を見込んでいる。各チャネルでの改善を見込んでいるが、18/2期に主力ブランドである petit main の在庫処分セールを行ったが、今期はセールを見込んでいないことからショッピングセンターや e コマースの売上原価率の改善幅をやや高く見積もっている。

販売費及び一般管理費については、前期比 11.1%増の 14,444 百万円を計画している。運送費の値上がりや他社オンラインサイトへの出店手数料の増加から販売費は同 24.4%増を見込んでいる。その他の経費については、人件費が同 7.2%増、一般管理費が同 11.1%増としている

以上の結果、営業利益は前期比 25.9%増の 1,767 百万円を見込んでいる。営業外収支は上場関連費用などを見込み 131 百万円のマイナス(前期は 124 百万円のマイナス)としており、経常利益は同 27.7%増の 1,635 百万円の見込みである。前述したように 3 月 1 日の吸収合併に伴い発生した抱合せ株式消滅差益 875 百万円などにより、当期純利益は同 147.2%増の 1,879 百万円を見込んでいるが、当該差益ならびに上場関連費用などを調整した 19/2 期の当期純利益は 1,053 百万円(前期比 37.0%増)としている。

#### ◆ 中期見通し

中期的な展開としては、同社は引き続きショッピングセンターへの出店の継続と e コマースの拡大により、「キッズアパレル企業」としての成長を目指すとともに、モノからコト(体験)へ生活者のニーズが広がるなかで、「キッズライフスタイル企業」としての事業機会も開拓したいとしている。

ショッピングセンターへの展開については、年 20 店舗程度のペースでの出店を想定しているようである。日本ショッピングセンター協会の調査では 18 年 8 月末時点で全国のショッピングセンター数は 3,200 を超えており、うち同社が出店対象と判断している先は 1,300 弱としている。現在のショッピングセンターチャネル店舗数の 9 倍に相当するが、急激な出店拡大は考えておらず、ショッピングセンターの集客力などについて時間をかけて判断し、出店してゆく方針である。

e コマースについてはショッピングセンターに次ぐ成長基盤と位置付けている。上場時の調達資金の資金使途として e コマースに関連する分野への投資が予定されている。同社の中国でのビジネスパートナーが T モールへ 8 月に出店したばかりで、当面は需要やニーズの調査となるが、中国での展開は将来的には拡大を期待できる分野と言える。同社は期間を明示していないが、e コマースの売上比率を 20%にまで引き上げたいとしている。

キッズライフスタイル事業に関しては、少し長めの目標と捉えておいた方が良いでしょう。子供の誕生日データを始めとした顧客データを活用できる分野での展開を考えているようである。手始めとして子供を対象とするフォトスタジオを運営する LOVST と提携した。

## > 経営課題/リスク

### ◆ 季節性

同社の業績は福袋の販売やクリアランスセールが行われ、且つ単価の高い冬物衣料の販売がある下期に偏っている点に留意が必要である(図表 9)。

【 図表 9 】 四半期業績

2018年2月期	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	通期
連結売上高 百万円	6,032	6,142	6,596	8,183	26,954
構成比 %	22.4	22.8	24.5	30.3	100.0
連結営業利益/損失 百万円	395	-17	554	471	1,404
構成比 %	28.2	-1.2	39.5	33.5	100.0

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

### ◆ のれん

18/2 期末ののれんは 3,307 百万円、総資産に占める割合は 24.4%に達している。のれんの減損が発生した場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。なお、のれんの償却期間は 20 年である。

### ◆ 借入金

18/2 期末の借入金残高は 5,200 百万円で総資産に占める比率は 38.3%となっている。金利が上昇局面に入った場合には、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。また、財務制限条項が課されており、その条項を遵守できない場合には、期限の利益を喪失し、同社の財政状態や資金繰りに影響を及ぼす可能性がある点には留意が必要である。

### ◆ 配当政策

同社は配当性向 30%を目安としている。19/2 期の配当として年間 79.00 円を予定しているが、このうち 48.15 円は実施済みである。同社は 19/2 期末を基準日として上場関連費用や抱合せ株式消滅差益合計の 825 百万円を調整後の当期純利益の 30%を目途とした、一株当たり 30.85 円の配当を予定している。

### ◆ ファンド株主との関係

同社は日本産業パートナーズが組成するファンドを始め海外のファンド 3 社からの出資を受け入れている。上場時に同社株式を一部売却したが、依然として影響力を行使できる株式数を保有している。このため株主総会での決議結果に影響を及ぼす可能性やロックアップ期間(上場日から 90 日間)終了後はファンド株主の保有方針により、同社株式の流動性や株価形成に影響を与える可能性がある点に留意が必要である。

【 図表 10 】 財務諸表

損益計算書	2017/2		2018/2		2019/2 1Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	11,468	100.0	26,954	100.0	6,613	100.0
売上原価	5,302	46.2	12,552	46.6	2,778	42.0
売上総利益	6,165	53.8	14,401	53.4	3,835	58.0
販売費及び一般管理費	5,222	45.5	12,996	48.2	3,410	51.6
営業利益	943	8.2	1,404	5.2	424	6.4
営業外収益	7	-	24	-	3	-
営業外費用	265	-	149	-	42	-
経常利益	684	6.0	1,280	4.7	385	5.8
税引前純利益	613	5.3	1,209	4.5	1,251	18.9
純利益	696	6.1	760	2.8	1,101	16.6

貸借対照表	2017/2		2018/2		2019/2 1Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	7,553	57.1	7,881	58.1	7,773	57.0
現金及び預金	2,610	19.7	1,984	14.6	1,034	7.6
売上債権	1,941	14.7	2,131	15.7	2,195	16.1
棚卸資産	2,505	18.9	2,995	22.1	3,750	27.5
固定資産	5,677	42.9	5,678	41.9	5,864	43.0
有形固定資産	916	6.9	978	7.2	1,119	8.2
無形固定資産	3,565	26.9	3,365	24.8	3,317	24.3
(のれん)	3,485	26.3	3,307	24.4	3,262	23.9
投資その他の資産	1,195	9.0	1,334	9.8	1,427	10.5
総資産	13,230	100.0	13,560	100.0	13,638	100.0
流動負債	4,062	30.7	4,856	35.8	5,013	36.8
買入債務	1,920	14.5	2,559	18.9	2,445	17.9
1年内返済予定の長期借入金	300	2.3	425	3.1	825	6.0
固定負債	5,319	40.2	5,611	41.4	5,711	41.9
長期借入金	4,560	34.5	4,775	35.2	4,775	35.0
純資産	3,849	29.1	3,092	22.8	2,912	21.4
自己資本	3,849	29.1	3,042	22.4	2,911	21.3

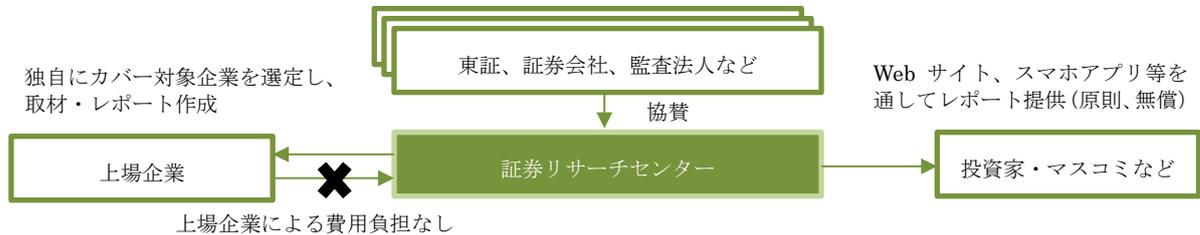
キャッシュ・フロー計算書	2017/2	2018/2
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	1,797	1,168
減価償却費	190	428
投資キャッシュ・フロー	-8,670	-300
財務キャッシュ・フロー	9,483	-1,493
配当金の支払額	-	-1,573
現金及び現金同等物の増減額	2,610	-625
現金及び現金同等物の期末残高	2,610	1,984

(注) 2017/2 期の損益計算書とキャッシュ・フロー計算書は 16 年 6 月 8 日設立以降の 9 カ月弱の実績。2018/2 期までは連結ベース、2019/2 期は単独ベース。2019/2 期 1Q 末の 1 年以内返済予定の長期借入金には短期借入金 400 百万円を含む(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

## 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

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### 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。