

## 白鳩 (3192)

| 通期 (単体)<br>(百万円)  |     | 売上高   | 営業利益    | 経常利益    | 純利益     | EPS<br>(円) | DPS<br>(円) | BPS<br>(円) |
|-------------------|-----|-------|---------|---------|---------|------------|------------|------------|
| FY08/2013         |     | 2,953 | 124     | 118     | 68      | 21.3       | 0.0        | 80.9       |
| FY08/2014         |     | 3,596 | 159     | 124     | 74      | 21.8       | 6.0        | 161.1      |
| FY08/2015会予       |     | 4,161 | 149     | 143     | 93      | 24.5       | -          | -          |
| FY08/2014         | 前年比 | 21.8% | 28.2%   | 5.4%    | 8.9%    | -          | -          | -          |
| FY08/2015会予       | 前年比 | 15.7% | (6.2%)  | 14.9%   | 26.2%   | -          | -          | -          |
| 半期 (単体)<br>(百万円)  |     | 売上高   | 営業利益    | 経常利益    | 純利益     | EPS<br>(円) | DPS<br>(円) | BPS<br>(円) |
| 1Q-2Q FY08/2014   |     | 1,706 | 80      | 70      | 39      | -          | -          | -          |
| 3Q-4Q FY08/2014   |     | 1,889 | 78      | 54      | 34      | -          | -          | -          |
| 1Q-2Q FY08/2015   |     | 2,004 | 68      | 66      | 40      | -          | -          | -          |
| 3Q-4Q FY08/2015会予 |     | 2,156 | 80      | 76      | 52      | -          | -          | -          |
| 1Q-2Q FY08/2015   | 前年比 | 17.4% | (14.9%) | (5.0%)  | 2.1%    | -          | -          | -          |
| 3Q-4Q FY08/2015会予 | 前年比 | 14.1% | 2.2%    | 40.5%   | 51.4%   | -          | -          | -          |
| 四半期 (単体)<br>(百万円) |     | 売上高   | 営業利益    | 経常利益    | 純利益     | EPS<br>(円) | DPS<br>(円) | BPS<br>(円) |
| 1Q FY08/2014      |     | 830   | 29      | 24      | 16      | -          | -          | -          |
| 2Q FY08/2014      |     | 876   | 51      | 45      | 22      | -          | -          | -          |
| 3Q FY08/2014      |     | 950   | 39      | 17      | 13      | -          | -          | -          |
| 4Q FY08/2014      |     | 939   | 39      | 37      | 21      | -          | -          | -          |
| 1Q FY08/2015      |     | 910   | 18      | 17      | 10      | -          | -          | -          |
| 2Q FY08/2015      |     | 1,093 | 49      | 48      | 29      | -          | -          | -          |
| 1Q FY08/2015      | 前年比 | 9.7%  | (36.5%) | (28.1%) | (36.8%) | -          | -          | -          |
| 2Q FY08/2015      | 前年比 | 24.8% | (2.4%)  | 7.7%    | 30.8%   | -          | -          | -          |

出所: 会社データ、弊社計算

### 1.0 決算速報 (2015年4月15日)

#### 海外市場の開拓

2015年4月14日、インナーウェアのネット通販を展開する白鳩は、2015年8月期第2四半期累計期間の実績を発表した。同社の売上高のほとんどすべてを占めるプラットフォームを通じた商品の販売における新規顧客獲得数の伸び率が鈍化した結果、増収率が当初の会社予想の前提を下回って推移したことが明らかになった。

自社サイトに関しては、新規顧客獲得数が大幅に増加している。更には、海外のプラットフォームにおける新規顧客獲得数に関しては、前年同期の数倍規模に及んで拡大している模様である。これに鑑みれば、同社における海外市場の開拓に向けての余地は、相当に大きく残されている模様である。また、4月23日(木)に予定されている決算説明会では、ここでの詳細がより明らかになる見通しである。

プラットフォーム全体における新規顧客獲得数は、前年同期に対して4.6%増(第1四半期:3.5%減、第2四半期:12.6%増)に留まった。自社サイトにおいては、32.2%増(37.7%増、27.7%増)と、大幅な増加が達成されたものの、主力の『楽天市場』で10.5%減(17.4%減、2.5%減)となったことがより大きな影響を及ぼした。自社サイトに関しては、広告宣伝戦略の奏功や認知度向上効果が寄与している一方、『楽天市場』においては、第1四半期の新規顧客獲得数が大きく落ち込んだ。前年同期に発生した楽天優勝セールによる新規顧客獲得数の増加が一巡していることに加えて、一時的に商品提供能力が低下したことが主因である。

ただ、第1四半期から第2四半期に向けての『楽天市場』の新規顧客獲得数の前年同期に対する変化率の推移(17.4%減 2.5%減)に鑑みれば、ここでの調整は、既に一巡し始めている模様である。同社の売上高としても、第1四半期が前年同期に対して9.7%増であったのに対して、第2四半期においては、24.8%増と、第2四半期に限っての増収率は高水準を達成している。

### 2015年8月期第2四半期累計期間

2015年8月期第2四半期累計期間は、売上高2,004百万円(前年同期比17.4%増)、営業利益68百万円(14.9%減)、経常利益66百万円(5.0%減)、純利益40百万円(2.1%増)での着地となった。また、営業利益率3.4%(1.3%ポイント低下)である。販売管理費の増加は、増収率前後に収まったものの(753百万円、17.9%増)、売上総利益率が低下した(41.0%、1.2%ポイント低下)。

PB・コラボ商品の売上高構成比が上昇(21.1%、2014年8月期:17.9%)していることを受けて、セールスマックスは向上傾向にあるものの、それ以上に価格競争の激化などによる影響が大きくなったとのことである。

ブラジャーを中核とするファンデーション(補正下着類)が過半を占める同社の売上高に関しては、新規顧客獲得数が当初の想定を下回る推移に留まったことが下振れの主因であるとされている。

当初の会社予想において2015年8月期に対して増収率21.1%が想定されていたことに鑑みれば、第2四半期累計期間が増収率17.4%に留まったことは、売上高が下振れて着地したことを示唆しよう(第2四半期累計期間に対する会社予想は非開示)。リピート率(年2回以上購入者の割合)は上昇傾向(22.9%、2014年8月期:21.8%)を示したものの、新規顧客獲得数の伸び率の鈍化を補えるまでには至らなかった模様である。

また、弊社が推測するところによれば、同社の売上高のほとんどすべてを占めるプラットフォームを通じた商品の販売による売上高は、概算で、自社サイト(構成比23%)、『楽天市場』(50%)、海外プラットフォーム(7%)、その他(20%)から構成された模様である。

海外プラットフォームの中核を形成する『天猫国際(Tmall.hk)』に関しては、中国の現地需要の取り込みが急速に進んでいる。その結果、海外プラットフォームにおける売上高は、前年同期に対して4倍増を達成した模様である。また、ここでの更なる拡販余地に鑑みて、同社は、「海外事業部」を新設したとのことである。

更には、そもそも商品の品揃えが手薄であったナイティ(パジャマ、ルームウェアなど)の販売を強化することを目的として、「ブルーミングスタイル事業部」も新設したとのことである。両事業部には、今後の同社の売上高拡大に向けて大きく寄与することが期待されている。

## 2015年8月期会社予想

2015年8月期に対する会社予想では、売上高4,161百万円(前年比15.7%増)、営業利益149百万円(6.2%減)、経常利益143百万円(14.9%増)、純利益93百万円(26.2%増)が見込まれている。また、以上は、第2四半期累計期間の実績を開示したと同時に修正された数値である。当初の会社予想との比較では、売上高で193百万円(4.4%)、営業利益で112百万円(43.1%)の下方修正である。


## 2015年8月期第2四半期決算説明会

日時 : 2015年4月23日(木)17時15分~18時15分  
会場 : 東京証券取引所ビル6F(第1セミナールーム)  
(東京都中央区日本橋兜町2-1)  
出席者 : 代表取締役社長 池上 勝  
取締役副社長 WEB事業部長兼海外事業部長 池上 正  
取締役管理部長 服部 理基  
お問合わせ先 : 株式会社白鳩 社長室長 岩男 玲子(075 693 4609 [ir@shirohato.co.jp](mailto:ir@shirohato.co.jp))  
申込受付 : [日本証券アナリスト協会 会社説明会のご案内](#)

IR窓口 : 社長室長 岩男 玲子(075 693 4609 [ir@shirohato.co.jp](mailto:ir@shirohato.co.jp))

## 2.0 会社概要

### インナーウェアのネット通販

|        |   |  |
|--------|---|--|
| 商号     | 株式会社白鳩<br><a href="#">Web サイト</a><br><a href="#">IR 情報</a><br><a href="#">株価情報</a>  |  |
| 設立年月日  | 1974年8月20日  |  |
| 上場年月日  | 2014年4月23日:東京証券取引所JASDAQスタンダード(証券コード:3192)  |  |
| 資本金    | 274百万円(2015年2月末)  |  |
| 発行済株式数 | 3,838,100株(2015年2月末)  |  |
| 特色     | <ul style="list-style-type: none"><li>● 主な仕入先はワコールやトリンプ、自社サイトや『楽天市場』などで販売</li><li>● 物流センターの効率性の高さや全般的なサービスの質の高さが強み</li><li>● 海外市場に大きな開拓余地</li></ul> |  |
| 事業内容   | ・WEBサイトでのインナーショップ事業   |  |
| 代表者    | 代表取締役社長 池上 勝  |  |
| 主要株主   | 池上 勝 14.2%、池上 正 12.1%、アイティフォー 11.7%(2015年2月末)   |  |
| 本社     | 京都府京都市  |  |
| 従業員数   | 単体63名(2015年2月末)   |  |

出所:会社データ

### 3.0 財務諸表

#### 損益計算書（四半期累計、四半期）

| 損益計算書<br>(百万円) | 単体実績         | 単体実績           | 単体実績           | 単体実績           | 単体実績         | 単体実績           | 単体実績           | 単体実績           | 前年比<br>純増減  |
|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|-------------|
|                | 1Q<br>14年8月期 | 2Q累計<br>14年8月期 | 3Q累計<br>14年8月期 | 4Q累計<br>14年8月期 | 1Q<br>15年8月期 | 2Q累計<br>15年8月期 | 3Q累計<br>15年8月期 | 4Q累計<br>15年8月期 |             |
| <b>売上高</b>     | <b>830</b>   | <b>1,706</b>   | <b>2,657</b>   | <b>3,596</b>   | <b>910</b>   | <b>2,004</b>   | -              | -              | <b>+297</b> |
| 売上原価           | 493          | 987            | 1,556          | 2,094          | 534          | 1,182          | -              | -              | +195        |
| 売上総利益          | 336          | 719            | 1,100          | 1,502          | 375          | 821            | -              | -              | +102        |
| 販売費及び一般管理費     | 306          | 638            | 980            | 1,343          | 356          | 753            | -              | -              | +114        |
| <b>営業利益</b>    | <b>29</b>    | <b>80</b>      | <b>119</b>     | <b>159</b>     | <b>18</b>    | <b>68</b>      | -              | -              | <b>(12)</b> |
| 営業外損益          | (4)          | (10)           | (32)           | (34)           | (1)          | (1)            | -              | -              | +8          |
| <b>経常利益</b>    | <b>24</b>    | <b>70</b>      | <b>87</b>      | <b>124</b>     | <b>17</b>    | <b>66</b>      | -              | -              | <b>(3)</b>  |
| 特別損益           | 0            | 0              | 0              | 0              | 0            | 0              | -              | -              | 0           |
| 税金等調整前純利益      | 24           | 70             | 87             | 124            | 17           | 66             | -              | -              | (3)         |
| 法人税等合計         | 7            | 30             | 34             | 50             | 7            | 26             | -              | -              | (4)         |
| <b>純利益</b>     | <b>16</b>    | <b>39</b>      | <b>53</b>      | <b>74</b>      | <b>10</b>    | <b>40</b>      | -              | -              | <b>0</b>    |
| 売上高伸び率         | -            | -              | -              | +21.8%         | +9.7%        | +17.4%         | -              | -              | -           |
| 営業利益伸び率        | -            | -              | -              | +28.2%         | (36.5%)      | (14.9%)        | -              | -              | -           |
| 経常利益伸び率        | -            | -              | -              | +5.4%          | (28.1%)      | (5.0%)         | -              | -              | -           |
| 純利益伸び率         | -            | -              | -              | +8.9%          | (36.8%)      | +2.1%          | -              | -              | -           |
| 売上総利益率         | 40.5%        | 42.2%          | 41.4%          | 41.8%          | 41.3%        | 41.0%          | -              | -              | (1.2%)      |
| 販管費売上高比率       | 37.0%        | 37.4%          | 36.9%          | 37.4%          | 39.2%        | 37.6%          | -              | -              | +0.1%       |
| 営業利益率          | 3.6%         | 4.7%           | 4.5%           | 4.4%           | 2.1%         | 3.4%           | -              | -              | (1.3%)      |
| 経常利益率          | 3.0%         | 4.1%           | 3.3%           | 3.5%           | 2.0%         | 3.3%           | -              | -              | (0.8%)      |
| 純利益率           | 2.0%         | 2.3%           | 2.0%           | 2.1%           | 1.2%         | 2.0%           | -              | -              | (0.3%)      |
| 法人税等 / 税前利益    | 32.1%        | 43.4%          | 39.3%          | 40.3%          | 40.3%        | 39.1%          | -              | -              | (4.2%)      |

| 損益計算書<br>(百万円) | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 前年比<br>純増減  |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
|                | 1Q<br>14年8月期 | 2Q<br>14年8月期 | 3Q<br>14年8月期 | 4Q<br>14年8月期 | 1Q<br>15年8月期 | 2Q<br>15年8月期 | 3Q<br>15年8月期 | 4Q<br>15年8月期 |             |
| <b>売上高</b>     | <b>830</b>   | <b>876</b>   | <b>950</b>   | <b>939</b>   | <b>910</b>   | <b>1,093</b> | -            | -            | <b>+217</b> |
| 売上原価           | 493          | 493          | 569          | 537          | 534          | 647          | -            | -            | +154        |
| 売上総利益          | 336          | 383          | 380          | 402          | 375          | 446          | -            | -            | +63         |
| 販売費及び一般管理費     | 306          | 331          | 341          | 362          | 356          | 396          | -            | -            | +64         |
| <b>営業利益</b>    | <b>29</b>    | <b>51</b>    | <b>39</b>    | <b>39</b>    | <b>18</b>    | <b>49</b>    | -            | -            | <b>(1)</b>  |
| 営業外損益          | (4)          | (5)          | (22)         | (2)          | (1)          | 0            | -            | -            | +4          |
| <b>経常利益</b>    | <b>24</b>    | <b>45</b>    | <b>17</b>    | <b>37</b>    | <b>17</b>    | <b>48</b>    | -            | -            | <b>+3</b>   |
| 特別損益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | -            | -            | 0           |
| 税金等調整前純利益      | 24           | 45           | 17           | 37           | 17           | 48           | -            | -            | +3          |
| 法人税等合計         | 7            | 22           | 3            | 15           | 7            | 18           | -            | -            | (3)         |
| <b>純利益</b>     | <b>16</b>    | <b>22</b>    | <b>13</b>    | <b>21</b>    | <b>10</b>    | <b>29</b>    | -            | -            | <b>+7</b>   |
| 売上高伸び率         | -            | -            | -            | -            | +9.7%        | +24.8%       | -            | -            | -           |
| 営業利益伸び率        | -            | -            | -            | -            | (36.5%)      | (2.4%)       | -            | -            | -           |
| 経常利益伸び率        | -            | -            | -            | -            | (28.1%)      | +7.7%        | -            | -            | -           |
| 純利益伸び率         | -            | -            | -            | -            | (36.8%)      | +30.8%       | -            | -            | -           |
| 売上総利益率         | 40.5%        | 43.7%        | 40.1%        | 42.8%        | 41.3%        | 40.8%        | -            | -            | -           |
| 販管費売上高比率       | 37.0%        | 37.9%        | 35.9%        | 38.6%        | 39.2%        | 36.2%        | -            | -            | -           |
| 営業利益率          | 3.6%         | 5.8%         | 4.1%         | 4.2%         | 2.1%         | 4.6%         | -            | -            | -           |
| 経常利益率          | 3.0%         | 5.2%         | 1.8%         | 4.0%         | 2.0%         | 4.5%         | -            | -            | -           |
| 純利益率           | 2.0%         | 2.6%         | 1.4%         | 2.3%         | 1.2%         | 2.7%         | -            | -            | -           |
| 法人税等 / 税前利益    | 32.1%        | 49.6%        | 22.4%        | 42.6%        | 40.3%        | 38.7%        | -            | -            | -           |

出所：会社データ、弊社計算

## 貸借対照表（四半期）

| 貸借対照表<br>(百万円) | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 単体実績         | 前年比<br>純増減 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
|                | 1Q<br>14年8月期 | 2Q<br>14年8月期 | 3Q<br>14年8月期 | 4Q<br>14年8月期 | 1Q<br>15年8月期 | 2Q<br>15年8月期 | 3Q<br>15年8月期 | 4Q<br>15年8月期 |              |            |
| 現金及び預金         | 203          | 221          | 299          | 156          | 237          | 206          | -            | -            | (14)         |            |
| 売掛金            | 308          | 292          | 303          | 272          | 254          | 258          | -            | -            | (33)         |            |
| たな卸資産          | 594          | 557          | 584          | 595          | 730          | 687          | -            | -            | +130         |            |
| その他            | 70           | 64           | 65           | 57           | 60           | 69           | -            | -            | +5           |            |
| <b>流動資産</b>    | <b>1,176</b> | <b>1,136</b> | <b>1,252</b> | <b>1,080</b> | <b>1,284</b> | <b>1,223</b> | -            | -            | <b>+87</b>   |            |
| 有形固定資産         | 851          | 842          | 839          | 830          | 828          | 820          | -            | -            | (22)         |            |
| 無形固定資産         | 46           | 45           | 37           | 34           | 37           | 35           | -            | -            | (10)         |            |
| 投資その他の資産合計     | 35           | 35           | 38           | 46           | 45           | 45           | -            | -            | +10          |            |
| <b>固定資産</b>    | <b>933</b>   | <b>923</b>   | <b>915</b>   | <b>910</b>   | <b>911</b>   | <b>902</b>   | -            | -            | <b>(21)</b>  |            |
| <b>資産合計</b>    | <b>2,110</b> | <b>2,060</b> | <b>2,168</b> | <b>1,991</b> | <b>2,195</b> | <b>2,125</b> | -            | -            | <b>+65</b>   |            |
| 買掛金及び支払手形      | 375          | 317          | 341          | 340          | 424          | 312          | -            | -            | (4)          |            |
| 短期借入金          | 458          | 458          | 258          | 53           | 203          | 203          | -            | -            | (255)        |            |
| その他            | 172          | 172          | 179          | 201          | 191          | 214          | -            | -            | +42          |            |
| <b>流動負債</b>    | <b>1,005</b> | <b>947</b>   | <b>779</b>   | <b>596</b>   | <b>819</b>   | <b>731</b>   | -            | -            | <b>(216)</b> |            |
| 長期借入金          | 680          | 666          | 653          | 640          | 626          | 613          | -            | -            | (53)         |            |
| その他            | 148          | 147          | 145          | 143          | 142          | 140          | -            | -            | (6)          |            |
| <b>固定負債</b>    | <b>828</b>   | <b>813</b>   | <b>798</b>   | <b>783</b>   | <b>768</b>   | <b>753</b>   | -            | -            | <b>(59)</b>  |            |
| <b>負債合計</b>    | <b>1,834</b> | <b>1,761</b> | <b>1,578</b> | <b>1,379</b> | <b>1,588</b> | <b>1,484</b> | -            | -            | <b>(276)</b> |            |
| <b>株主資本</b>    | <b>275</b>   | <b>298</b>   | <b>589</b>   | <b>611</b>   | <b>607</b>   | <b>640</b>   | -            | -            | <b>+341</b>  |            |
| その他            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | -            | -            | +0           |            |
| <b>純資産</b>     | <b>275</b>   | <b>298</b>   | <b>589</b>   | <b>611</b>   | <b>607</b>   | <b>640</b>   | -            | -            | <b>+341</b>  |            |
| <b>負債純資産合計</b> | <b>2,110</b> | <b>2,060</b> | <b>2,168</b> | <b>1,991</b> | <b>2,195</b> | <b>2,125</b> | -            | -            | <b>+65</b>   |            |
| 自己資本           | 275          | 298          | 589          | 611          | 607          | 640          | -            | -            | +342         |            |
| 有利子負債          | 1,138        | 1,124        | 911          | 693          | 829          | 816          | -            | -            | (308)        |            |
| ネットデット         | 934          | 903          | 612          | 537          | 592          | 609          | -            | -            | (293)        |            |
| 自己資本比率         | 13.0%        | 14.5%        | 27.2%        | 30.7%        | 27.7%        | 30.1%        | -            | -            | -            |            |
| ネットデットエクイティ比率  | 338.7%       | 302.5%       | 103.9%       | 87.9%        | 97.6%        | 95.2%        | -            | -            | -            |            |
| ROE(12ヶ月)      | -            | -            | -            | 17.1%        | 15.5%        | 16.0%        | -            | -            | -            |            |
| ROA(12ヶ月)      | -            | -            | -            | 6.2%         | 5.5%         | 5.8%         | -            | -            | -            |            |
| 在庫回転日数         | 110          | 103          | 94           | 101          | 125          | 97           | -            | -            | -            |            |
| 在庫回転率          | 3.3          | 3.5          | 3.9          | 3.6          | 2.9          | 3.8          | -            | -            | -            |            |
| 当座比率           | 51%          | 54%          | 77%          | 72%          | 60%          | 64%          | -            | -            | -            |            |
| 流動比率           | 117%         | 120%         | 161%         | 181%         | 157%         | 167%         | -            | -            | -            |            |

出所：会社データ、弊社計算

## キャッシュフロー計算書（四半期累計）

| キャッシュフロー計算書<br>(百万円)   | 単体実績         | 単体実績           | 単体実績           | 単体実績           | 単体実績         | 単体実績           | 単体実績           | 単体実績           | 前年比<br>純増減  |
|------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|-------------|
|                        | 1Q<br>14年8月期 | 2Q累計<br>14年8月期 | 3Q累計<br>14年8月期 | 4Q累計<br>14年8月期 | 1Q<br>15年8月期 | 2Q累計<br>15年8月期 | 3Q累計<br>15年8月期 | 4Q累計<br>15年8月期 |             |
| 営業活動によるキャッシュフロー        | na           | 55             | na             | 175            | na           | (42)           | -              | -              | (98)        |
| 投資活動によるキャッシュフロー        | na           | (13)           | na             | (29)           | na           | (12)           | -              | -              | +0          |
| <b>営業活動CF + 投資活動CF</b> | <b>na</b>    | <b>42</b>      | <b>na</b>      | <b>146</b>     | <b>na</b>    | <b>(55)</b>    | -              | -              | <b>(98)</b> |
| 財務活動によるキャッシュフロー        | na           | (29)           | na             | (194)          | na           | 106            | -              | -              | +135        |

出所：会社データ、弊社計算

---

## Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「IR情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「IR情報」とは、すなわち当該事業会社に係る 弊社との個別取材の内容、 機関投資家向け説明会の内容、 適時開示情報、 ホームページの内容等である。

商号： 株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地： 〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: [www.walden.co.jp](http://www.walden.co.jp)

E-mail: [info@walden.co.jp](mailto:info@walden.co.jp)

電話番号： 03 (3553) 3769