

アデランス

8170 東証1部

2015年6月1日(月)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

■ 海外有力企業を子会社化し事業展開しているのが他社に無い強み

アデランス<8170>は国内最大手のかつらメーカー(同社では「ウィッグ」と称している)で、国内市場において、男女向けオーダーメイドかつら、女性向けレディメイドかつら、育毛サービス、ヘアケア製品などを総合的に展開している。また同社は、海外進出にも積極的で、北米においてはオーダーメイドかつら最大手のヘアクラブ社、毛髪移植事業最大手のボズレー社を子会社しているほか、欧州においても主要国で有力かつらメーカーを子会社化して事業を展開している。

かつらの市場は人口動態に左右されることは避けられない。日本は総人口が減少ステージに突入しており、特に男性向けかつらの市場規模の縮小は既に始まっているとみられる。一方、女性向け市場はかつら使用年齢が男性よりも高齢層に位置するため、市場は緩やかな拡大が期待される。国内市場全体としては伸びが期待できない状況にあって、同社は海外事業を有している点が他のかつらメーカーにはない強みであり、海外事業と国内女性向け事業を成長エンジンとして確立することが最大のポイントだ。

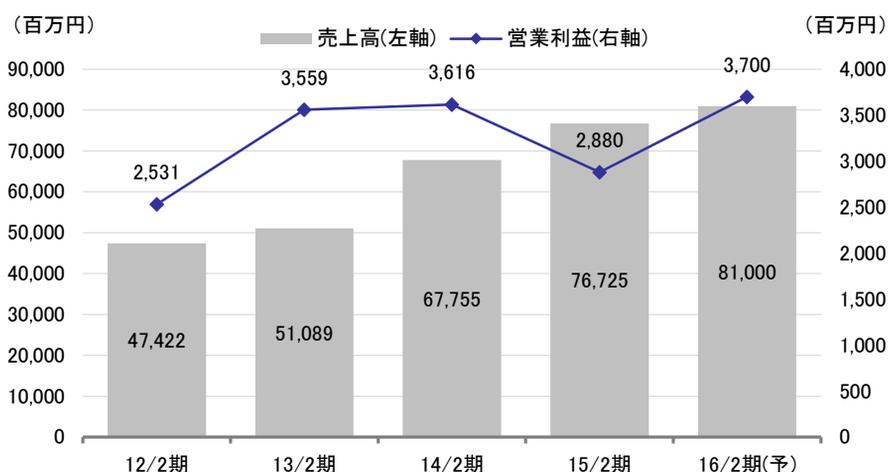
同社は新しい業績見通しと具体的な事業計画を盛り込んだ新中期経営計画を発表した。その中では2015年2月期までの実績を踏まえて成功体験の深堀や新たな需要刺激策などが盛り込まれている。基本的にはこれまで行ってきたことの「正常進化」というスタンスであり、事業リスクは小さい。一方で、出店や海外法人買収で投資案件が増大することが予想されるので、そうした投資の効果を見定めていくことがこれまで以上に重要になってこよう。

2015年2月期は、それまでのコスト削減の徹底から、トップライングロス(売上高の成長)に向けて積極出店投資へと舵を切ったことや、国内市場での競争激化などで、広告宣伝・販促・出店などの費用が増加し、営業利益は前年割れかつ計画比ショートに終わったが、2016年2月期もトップライングロスを目指す方針だ。国内の特に女性向け事業のテコ入れは言うまでもないが、新中期経営計画の内容にあるように、2016年2月期は海外事業の拡大に重きを置く見通しで、その成果が注目される。

■ Check Point

- ・ かつらの評価は使用者の好みに左右されるため絶対的な基準が存在しない
- ・ 海外事業の子会社が順調に売上を伸ばし損失は着実に縮小
- ・ 新中計の方向性は海外事業の収益成長と店舗開発への投資

業績の推移



業績の推移

早くから海外市場に進出、植毛最大手とウィッグ最大手の子会社化

(1) 事業の概要

同社は 1968 年に創業されたかつら専門メーカーである。当初は男性用オーダーメイドかつらからスタートしたが、その後カネカ<4118>の子会社であったフォンテーヌ(株)を買収して女性用かつらにも本格進出を果たしている。また、早くから海外市場に進出し、北米・欧州で存在感を示している。

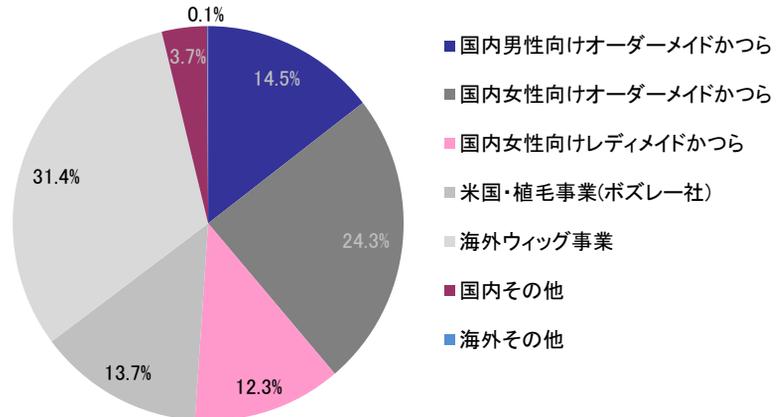
アデランスの沿革

1968年 9月	新宿区にて創業
1969年 3月	会社設立(社長・根本勝氏)
1970年 3月	社長に根本信男氏就任。鐘淵化学工業(現・カネカ)の洋かつら「フォンテーヌ」の販売会社として、「株式会社フォンテーヌサービス」を設立
1979年 7月	米国現法「アデランス・コーポレーション・オブ・アメリカ」を設立
1985年 8月	フォンテーヌ株式会社を子会社化
1985年 9月	株式を店頭登録
1990年 4月	女性専用サロンの展開を開始
1992年 1月	アデランス・ヨーロッパ社設立
1992年 3月	フランス、ドイツ、ベルギーのカマフレックス社を子会社化
1994年11月	アデランス・ホールディングス(現アデランス・アメリカ・ホールディングス)社設立
1994年12月	フォンテーヌ株式会社の株式を店頭登録
2001年 8月	米・ボズレー・メディカル・インスティテュート社、ボズレー・カナダ社を子会社化
2002年 1月	アデランス・フィリピン社設立
2007年 9月	分社化して(株)アデランスホールディングスに社名変更、事業会社の(株)アデランスを設立
2010年 9月	アデランスホールディングスがアデランス、フォンテーヌを統合し、株式会社ユニヘアーに社名を変更
2011年 2月	(株)ユニヘアーの会長兼社長に根本信男氏が就任
2011年 7月	株式会社アデランスに社名変更
2012年 9月	フランスでレ・ヌーベル・エスパセ・ボーテ社を子会社化
2013年 4月	米国でヘアクラブ社を子会社化
2014年 5月	アデランス・ラオス社設立

2015 年 6 月 1 日 (月)

かつらは対象顧客として男女に分けられ、製品別にはオーダーメイドとレディメイド（既製品）とに分けられる。同社はオーダーメイドかつらの事業を男女ともに「アデランス」ブランドで展開している。オーダーメイドの平均的な価格は約 50 万円前後となっている。これを直営サロンにおいて売切りもしくは年会費制（自動車のリースのような形式）で販売している。直営サロンではほかにも育毛サービス、増毛商品やヘアケア製品の販売、理・美容サービスなどを行っている。

製品別・市場別売上高構成比(15/2期)



女性向けに展開しているレディメイドかつらは全国主要百貨店内や直営店に「フォンテーヌ」ブランドで出店しているほか、近年では販路をGMSなどにも拡大しつつある。「フォンテーヌ」という百貨店や直営店での高級イメージが確立したブランドを保持するため、販路によってGMSやスーパーで展開する「スワニー by フォンテーヌ」や、40代～50代女性をターゲットとした「ルネ オブ パリス by フォンテーヌ」といったブランドを展開している。

女性向けレディメイドかつらの国内展開の概要

販売ルート	店舗数		ブランド	備考
	2014年2月末	2015年2月末		
百貨店	148	153	フォンテーヌ	百貨店内の販売コーナーで販売員が対応
GMS/スーパー	13	29	スワニーby フォンテーヌ	「スワニー」はイオン系向け。三越伊勢丹系向けには「ルネ オブ パリスbyフォンテーヌ」を新規にローンチ(2014年9月26日に初出店)
直営店	30	35	フォンテーヌ	
美材ルート	-	-	フォンテーヌ	美容室向けの直販ルート。2015年2月期中間期の売上高実績は727百万円
店舗数合計	191	217		

同社の強みは海外事業を有している点で、これが競合他社との差別化要因である。米国では植毛(医療行為であってかつらや増毛商品とは異なる)の最大手(北米シェア 10%と推定)のボズレー社を擁している。また、ウィッグ(かつら)の分野では北米最大手のヘアクラブ社を2013年に買収した。ヘアクラブ社は男性用オーダーメイドかつらが中心で男女別売上高構成比は8対2という状況だ。女性向け売上高比率の上昇過程に、成長エンジンの1つが潜んでいると弊社ではみている。北米ではほかにもレディメイドかつらを手掛けるAHG社を擁している。同社は欧州でも認知度を高めているものの、北米とは事情が異なり国別に分断化された市場となっているため、欧州主要国それぞれに有力かつらメーカーを所有し、個々の市場に対応している。

同社の事業構造は労働集約型であり、人件費が原価の多くを占めることから原価圧縮のためにすべての生産を人件費の低い海外で行っている。現在はフィリピンとタイの工場が主力だが、今後ラオス新工場が順調に立ち上がってくれば、生産能力及び製造コスト圧縮の面で一段の競争力強化が期待できる。

生産拠点の概要と生産実績

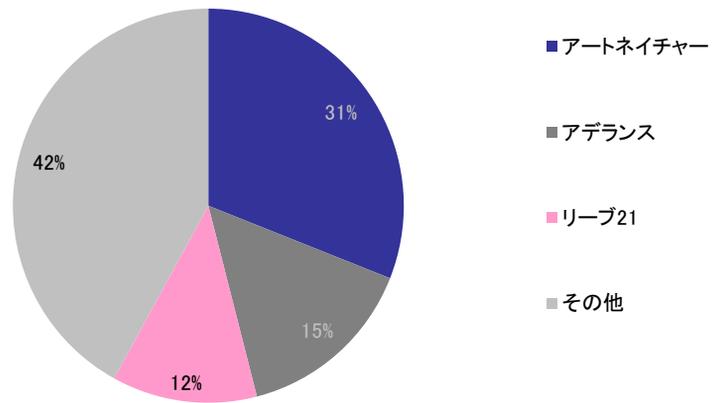
	会社名	備考	2015 年 2 月期生産実績	
タイ	Aderans Thai Ltd.		オーダーメイドウィッグ: 10万6,357枚 レディメイドウィッグ: 57万5,969枚	
	World Quality Co., Ltd.			
フィリピン	Aderans Philippines, Inc.			
ラオス	提携工場			
	AD ラオス	2015 年 7 月完成予定		

かつらの評価は使用者の好みに左右されるため絶対的な基準が存在しない

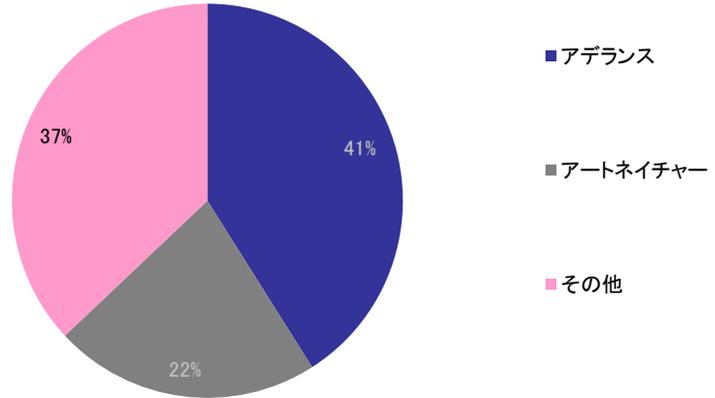
(2) 業界構造

同社はかつて、男女向けともに国内トップメーカーであったが 2000 年代初頭からシェアを落とし、男性用かつら市場ではアートネイチャー <7823>、に続いて第 2 位の位置にある。一方女性用かつら市場においてはアートネイチャーを抑えてトップシェアを維持している。男性用、女性用とも、大手 2 社を除くと中小メーカーがひしめき合っている。かつらの評価は使用の個人的好みに左右される要素が大きく、品質を測る絶対的なモノサシが存在しないことがそうした業界構造につながっている。

男性用かつら市場シェアのイメージ



女性用かつら市場シェアのイメージ



男性用かつら市場は縮小傾向、女性用は増加基調が続く

(3) 市場環境

かつら市場の先行きに最も大きな影響を与えるのが人口動態だ。国内は既に人口減少ステージにあるため、将来について楽観はできない。男性については人口減少の動きがそのままかつら使用人口の縮小へとつながり、かつら市場の縮小が懸念される。弊社では、新規顧客対象人口で今後 10 年間に 20% 以上、また、かつら使用の対象人口も同様に 5% ~ 10%、それぞれ減少するとみている。換言すれば男性向けかつらの市場は毎年 1% 程度のペースで縮小している。

男性の 10 歳階級人口表

	男性総人口 (千人)				
	現在	10 年後		20 年後	
	2013 年 10 月	2023 年 10 月	変化率	2033 年 10 月	変化率
10 歳 ~ 19 歳合計	6,105	5,340	-12.5%	4,508	-15.6%
20 歳 ~ 29 歳合計	6,803	6,163	-9.4%	5,470	-11.2%
30 歳 ~ 39 歳合計	8,750	6,696	-23.5%	6,208	-7.3%
40 歳 ~ 49 歳合計	8,914	8,350	-6.3%	6,590	-21.1%
50 歳 ~ 59 歳合計	7,789	8,803	13.0%	8,067	-8.4%
60 歳 ~ 69 歳合計	8,960	7,105	-20.7%	8,184	15.2%
70 歳 ~ 79 歳合計	6,178	7,493	21.3%	6,047	-19.3%
80 歳 ~ 89 歳合計	2,729	3,895	42.7%	4,841	24.3%
上記合計	56,228	53,846	-4.2%	49,916	-7.3%
かつら対象人口合計	41,216	37,117	-9.9%	34,519	-7.0%

出所：「将来人口推計」に基づきフィスコ作成

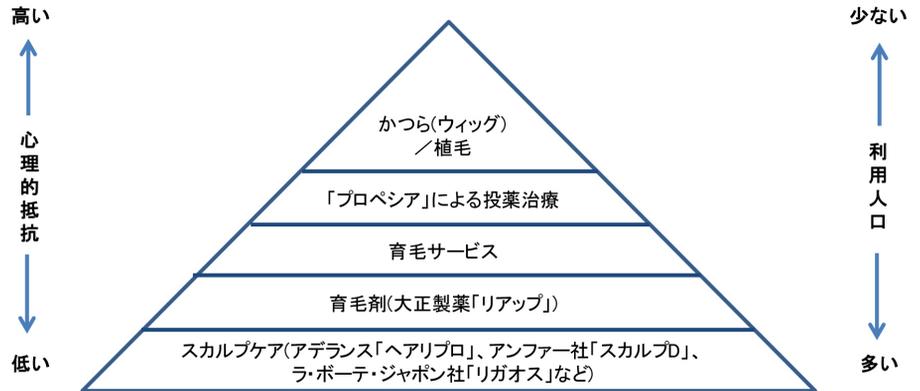
女性用かつらは事情が異なる。かつらの使用開始年齢が 60 歳代と男性のピークの 40 歳代に比べて遅く、また、生涯を通じてかつらを使用するためだ。このため、女性のかつら使用人口は今後数十年間は増加基調が続くとみている。ただしその増加の割合は今後 10 年間で 3% 程度にとどまり、前述の男性の使用人口の減少を補うには足りない水準だ。

女性の 10 歳階級人口表

	女性総人口(千人)				
	現在	10 年後		20 年後	
	2013 年 10 月	2023 年 10 月	変化率	2033 年 10 月	変化率
10 歳 ~ 19 歳合計	5,811	5,094	-12.3%	4,285	-15.9%
20 歳 ~ 29 歳合計	6,518	5,884	-9.7%	5,237	-11.0%
30 歳 ~ 39 歳合計	8,504	6,394	-24.8%	5,913	-7.5%
40 歳 ~ 49 歳合計	8,760	8,137	-7.1%	6,321	-22.3%
50 歳 ~ 59 歳合計	7,843	8,780	11.9%	7,988	-9.0%
60 歳 ~ 69 歳合計	9,492	7,504	-20.9%	8,521	13.6%
70 歳 ~ 79 歳合計	7,470	8,784	17.6%	7,017	-20.1%
80 歳 ~ 89 歳合計	4,682	5,982	27.8%	7,115	18.9%
上記合計	59,080	56,559	-4.3%	52,396	-7.4%
かつら対象人口合計	38,247	39,187	2.5%	36,962	-5.7%

出所：「将来人口推計」に基づきフィスコ作成

かつらの市場は広い意味のヘアケア市場の中で、心理的及び財政的にハードルの高い位置にある。「増毛効果の実現」という意味ではかつらは確実な効果が得られる反面、価格や心理的抵抗などがあるため、各種育毛剤や育毛サービスなどと競合している状況にある。将来的に発毛効果が確実な薬剤が開発されればかつら市場が危機に瀕するリスクは残るが、現状においては医薬品の発毛剤（「プロペシア」や「リアップ」）や植毛などの他のヘアケア商品とかつらとは、棲み分けができていると言えよう。



■ 2015年2月期決算の詳細分析

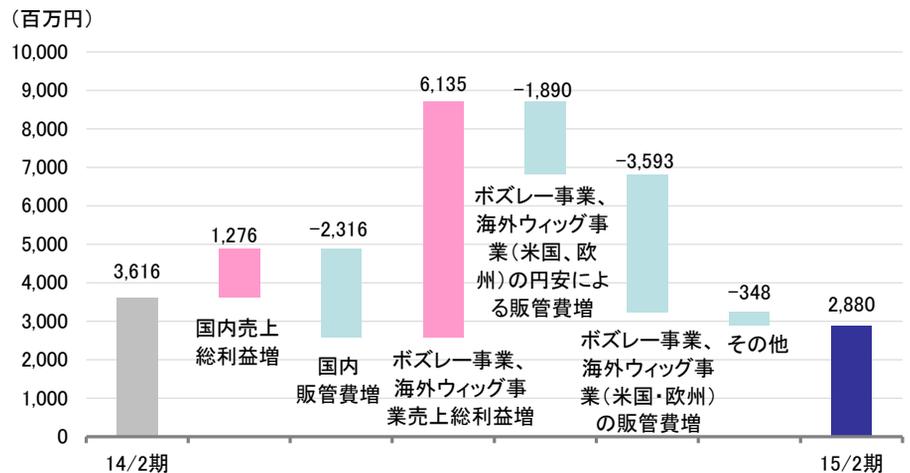
海外事業の子会社が順調に売上を伸ばし損失は着実に縮小

(1) 総括

2015年2月期は売上高 76,725 百万円（前期比 13.2% 増）、営業利益 2,880 百万円（同 20.3% 減）、経常利益 5,997 百万円（同 33.8% 増）、当期利益 5,075 百万円（同 18.5% 増）となった。営業利益は会社予想の 4,100 百万円に対して 1,220 百万円の未達となったが、営業外損益において為替差益 3,431 百万円が計上されたため、経常利益、当期利益は予想に対してそれぞれ 1,997 百万円、675 百万円上回って着地した。同社が KPI（重要業績評価指標）と位置付ける EBITDA※は 7,204 百万円と、前期比 6.5% の増加となった。

今決算のポイントは営業利益の未達である。この点について同社では、国内事業の積極的展開に向けて広告宣伝や販促活動などへ投資したため販管費が増加したことを営業減益の原因に挙げている。「国内事業の積極展開」の背景には同社の前向きな投資拡大姿勢という意味合いに加えて、ライバル社との競争激化という側面も含まれていよう。

連結営業利益の増減分析



同社の特徴とも言える海外事業は、主力のヘアクラブ社とボズレー社が順調に売上高を伸ばした。利益面では、買収したヘアクラブ社ののれんと無形固定資産の償却負担が重く営業損失が続いているが、損失は着実に縮小している。

アデランス

8170 東証 1 部

2015年6月1日（月）

※ EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization の頭文字。営業利益 + 減価償却費 + 有形固定資産償却費 + のれん償却費。国による税法、金利、会計基準の違いを取り除いた利益の額。多国籍企業の業績を評価する場合や、異なる国の同業他社間で業績を比較する場合に有用な指標とされる。



事業セグメント別詳細

(単位：百万円)

	13/2期		14/2期		15/3期		
	通期	伸び率	通期	伸び率	通期	伸び率	
売上高	アデランス事業	25,644	10.6%	28,234	10.1%	29,759	5.4%
	フォンテーヌ事業	8,536	-16.6%	8,987	5.3%	9,433	5.0%
	ボズレー事業	8,401	4.2%	9,320	10.9%	10,510	12.8%
	海外ウィッグ事業	5,214	-	17,992	245.1%	24,086	33.9%
	その他	3,293	-44.6%	3,219	-2.2%	2,935	-8.8%
	売上高合計	51,089	7.7%	67,755	32.6%	76,725	13.2%
営業利益	アデランス事業	6,793	26.4%	7,703	13.4%	6,843	-11.2%
	フォンテーヌ事業	3,168	-21.0%	2,051	-35.3%	1,732	-15.6%
	ボズレー事業	764	16.3%	457	-40.2%	462	1.1%
	海外ウィッグ事業	-293	-	-1,234	-	-892	-
	その他	-259	-	-476	-	-317	-
	小計	9,889	4.5%	8,501	-14.0%	7,827	-7.9%
	調整額	-6,614	-	-4,884	-	-4,946	-
営業利益合計	3,559	40.6%	3,616	1.6%	2,880	-20.4%	

アデランス

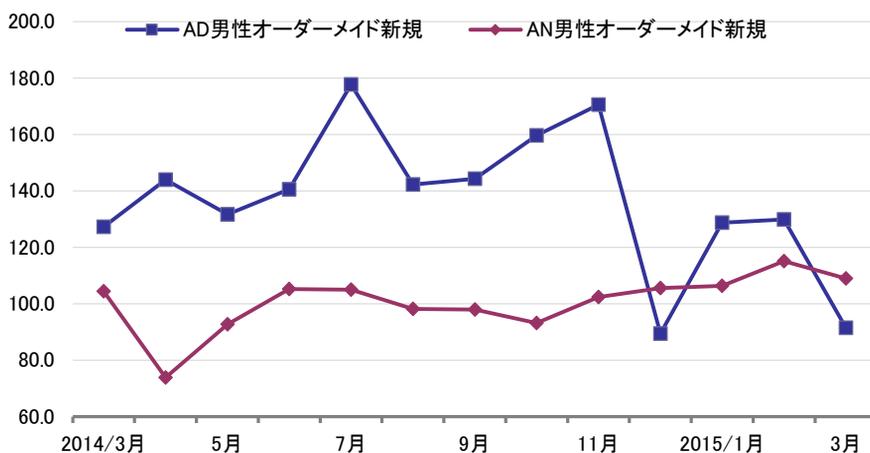
8170 東証1部

2015年6月1日(月)

アデランス事業：男性用オーダーメイドかつら

新規とリピートを合わせた売上高は、11,152百万円（前期比5.7%増）となった。収益の中心となるリピートの売上高は前期比2.5%増にとどまったが、新規売上高は同38.4%増と大きく伸びた。この分野でもアートネイチャーと激しく争っているが、気軽に部分的増毛感が得られる増毛・活毛商品や育毛サービスについて積極的な広告宣伝・販促費を投入したことが奏功した。新規客がリピート客へと移行するため、2015年2月期に新規顧客獲得に勢いを取り戻したことの意義は大きい。

「男性用オーダーメイドかつら新規」月次売上高(前年同月比)の推移



※ADはアデランス、ANIはアートネイチャーを表す



アデランス

8170 東証1部

2015年6月1日(月)

アデランス事業の売上高の詳細

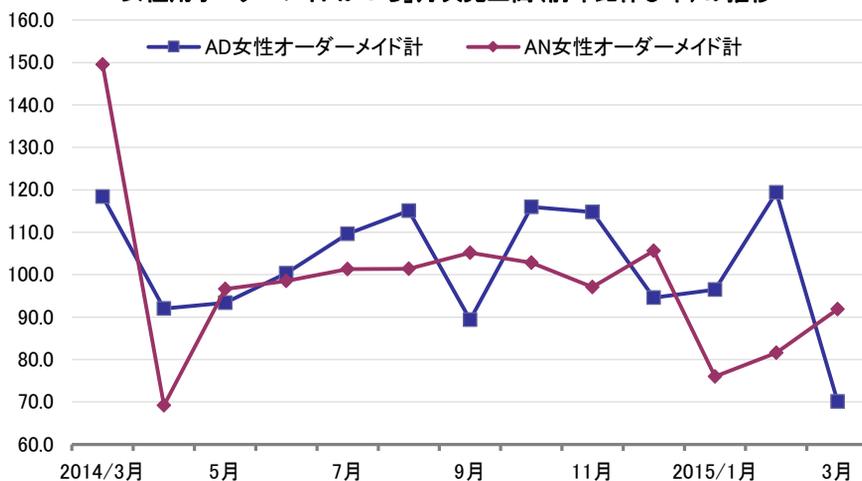
(単位：百万円)

	13/2期	14/2期		15/2期	
		通期	伸び率	通期	伸び率
男性向け	9,736	10,554	8.4%	11,151	5.7%
新規	885	928	4.9%	1,284	38.4%
リピート	8,851	9,626	8.8%	9,867	2.5%
女性向け	15,907	17,679	11.1%	18,607	5.2%
新規	6,287	6,477	3.0%	6,604	2.0%
リピート	9,620	11,201	16.4%	12,003	7.2%
アデランス事業計	25,644	28,234	10.1%	29,759	5.4%
新規	7,172	7,405	3.2%	7,888	6.5%
リピート	18,471	20,827	12.8%	21,870	5.0%

アデランス事業：女性用オーダーメイドかつら

女性用かつらは業界全体として消費増税後の需要の戻りが鈍い状況にある。同社も例外ではなく、需要回復の弱さを感じ取った同社は、全国主要百貨店での展示試着会の開催数増加や新製品投入などの施策を打った。その結果、オーダーメイドかつら全体の売上高は18,607百万円と前期比5.2%の成長を達成した。アートネイチャーの当該分野の2015年3月期売上高は前期比10%近いマイナスとなった模様で、それとの比較では同社は十分健闘したと評価できよう。

「女性用オーダーメイドかつら」月次売上高(前年比伸び率)の推移



※ADはアデランス、ANIはアートネイチャーを表す



アデランス

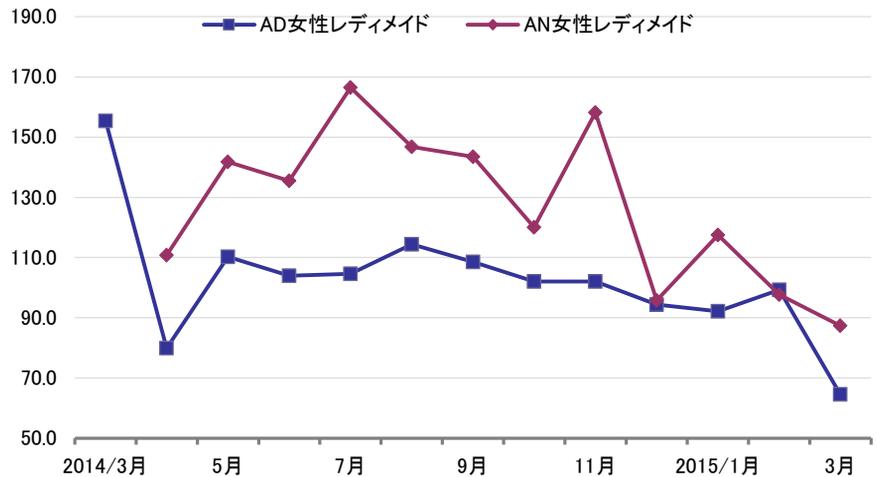
8170 東証1部

2015年6月1日(月)

フオンテヌ事業

女性用レディメイドかつらを扱うフオンテヌ事業の売上高は9,433百万円で前期比5.0%増となった。レディメイドかつらは女性がオーダーメイドかつらに移行する前の入り口的商品という重要な役割を担っている。同社は百貨店、GMSなどで複数ブランドを展開しているが、2015年2月期は三越伊勢丹<3099>向け「ルネ オブ パリス by フオンテヌ」やイオン<8267>系GMS向けの「スワニー by フオンテヌ」の出店を進めて増収を確保した。

「女性用レディメイドかつら」月次売上高(前年同月比)の推移



※ AD はアデランス、AN はアートネイチャーを表す

ボズレー事業

ボズレー事業の売上高は10,510百万円(前期比12.8%増)、営業利益462百万円(同1.1%増)となった。現地通貨建て売上高も98.7百万ドル(同3.8%増)と堅調に推移した。新CMの制作・投入やWeb刷新などが奏功した。また、「FUE」という手法を用いて自毛の植毛を行う施術にも後発ながらも参入して顧客の選択肢拡大に貢献したことも、施術数増加につながったとみられる。

ボズレー社の業績推移

(単位:百万円)

	12/2期	13/2期	14/2期	15/2期
円換算売上高	8,059	8,401	9,320	10,510
ドル建て売上高(\$ mn)	101.4	104.8	95.1	98.7
営業利益	657	764	457	462

海外ウィッグ事業

海外ウィッグ事業の売上高は24,086百万円(前期比33.9%増)と大幅に伸長した。これは2013年4月に買収した米ヘアクラブ社の業績が順調に拡大していることや、欧州市場で医療用ウィッグが堅調に推移したことが大きい。ヘアクラブ社については、FC店舗を買い取って直営店にしたり、女性用かつらについて試験的に販促キャンペーンを打ってその効果を見極めたりといった施策も収益拡大に貢献したものとみられる。利益面ではヘアクラブ社買収に伴うのれん・無形固定資産の償却負担でヘアクラブ社は706百万円の営業損失を計上したほか、海外ウィッグ事業全体でも892百万円の営業損失となった。



アデランス

8170 東証1部

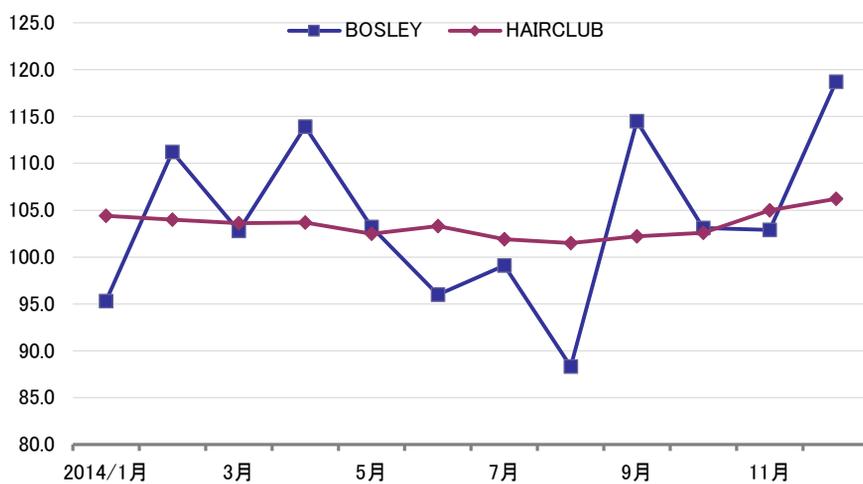
2015年6月1日(月)

海外ウィッグ事業の詳細

(単位：百万円)

	12/2期	13/2期	14/2期	15/2期
北米	2,028	2,174	13,302	18,743
欧州	3,039	3,051	4,440	4,984
中国	56	68		
その他地域			547	764
合計	5,124	5,293	18,290	24,492
北米のうち、ヘアクラブ社の業績				
売上高			10,642	16,610
営業利益			-747	-706
減価償却費			1,916	2,825
EBITDA			1,168	2,119

米国子会社の月次売上高(前年同月比)の推移



その他事業

その他事業には美材ルート(美容室を通じたレディメイドかつらなどの販売)、病院内サロン、eコマース事業(ヘアケア製品や通販向けウィッグなど)などが含まれている。売上高は2,935百万円(前期比8.8%減)、営業損失317百万円(2014年2月期は営業損失476百万円)となった。女性用ウィッグの需要回復の遅れは美材ルートでの販売にも影を落とし、美材ルート売上高が2,136百万円と前期比9.6%減となったことも要因となった。

■ 新中期経営計画

新中計の方向性は海外事業の収益成長と店舗開発への投資

同社は中期経営計画及び中期業績目標を毎年見直し、改定している。2015 年 4 月に発表された新中期経営計画では、2015 年 2 月期実績を踏まえて業績目標のうち利益計画が一部下方修正された。計画の方向性としてはトップライングロースによる利益成長というチャレンジングな姿勢を打ち出しており、収益成長のメインエンジンとして海外事業に軸足を移しつつある。

新中期経営計画の業績目標

		2014年度	中期経営計画						2020年度	
			2014年度		2015年度		2016年度			2017年度
			予想	実績	計画	新計画	計画	新計画		計画
業 績	売上高	百万円	74,000	76,725	79,000	81,000	84,000	85,000	89,000	100,000
	国内	百万円	42,200	42,064	44,100	43,800	46,300	44,800	46,000	50,000
	海外	百万円	32,800	34,661	34,900	38,500	37,700	41,400	44,300	51,500
	営業利益	百万円	4,100	2,880	5,100	3,700	6,300	4,800	6,200	-
	経常利益	百万円	4,000	5,997	-	-	-	-	-	-
	当期利益	百万円	4,400	5,075	-	-	-	-	-	-
経 営 指 標	EBITDA	百万円	7,600	7,204	8,700	8,200	10,000	9,300	10,800	-
	売上高営業利益率	%	5.5%	3.8%	6.5%	4.6%	7.5%	5.6%	7.0%	-
	EBITDAマージン	%	10.3%	9.4%	11.0%	10.1%	11.9%	10.9%	12.1%	-
	自己資本利益率(ROE)	%	-	14.0%	-	-	10%以上	-	-	-

同社は新たな中期業績計画実現に向けて、各事業別に具体的なアクションプランを提示している。基本的にはこれまで行ってきたことのブラッシュアップであるが、店舗開発を中心にこれまで以上に投資を行うため、その回収が最大のポイントとなる。各事業部門の計画に対する弊社の考え方は以下のとおりだ。

国内オーダーメイドサロン事業：

この事業では、売り上げ拡大に力点が置かれ、「より効率的な広告、プロモーションの強化や「新商品・サービスの開発と販売」、「要員の適正配置と質向上のための研修スピード化、などが掲げられている。これら一連の施策のなかで弊社が特に注目しているポイントは、「店舗・サロンの展開の積極化」だ。これらは出店に際し費用・投資が発生するものであり、それに見合う収益を確保できるかどうかを見定める必要がある。既に展示会の開催や広告・販促の効率化は売上高増加へ寄与しており、今後も継続的な取り組みが求められる。

国内レディメイド事業：

この事業は百貨店ルートと GMS ルートの 2 つの販売ルートがあるが、双方に共通する最大の施策は店舗の強化だ。百貨店ルートでは地方百貨店などの未出店店舗への新規出店が中心だ。一方 GMS ルートでは、既存店の評価を行い、より効率的な店舗への改善と選択と集中を進めるとしている。さらに、百貨店ルートではデザイナーズブランドウィッグによる、次世代ターゲット顧客の獲得強化を目指す方針を掲げている。弊社が最も注目しているのはこの点で、これがどのような成果を上げるか注目している。GMS の中では「EC リテールとの連携強化」というのが打ち出されているが、ウィッグが E コマースと親和性があるかないかを見極めたい意味では、ここも注目点といえよう。



アデランス

8170 東証 1 部

2015 年 6 月 1 日（月）

国内その他事業：

弊社では美容室・サロンを通じてウィッグを販売する「美材ルート」にまだ成長余地があるのではないかとみているが、販売実績は近年右肩下がりが続いている。今中計では「製販一体による他社比優位差別化商品の定期導入」と「B to B のプロモーション、イベント強化によるシェア拡大が掲げられており、これらの効果に注目している。また、医療事業は市場規模は小さいものの、今後の成長余地が大きいのは疑いない。同社は医療専用アイテムの開発、院内サロンの出店強化、パンフやポップの設置強化などを掲げており、これら施策の効果も注目される。

米国事業：

ボズレー、ヘアクラブ、AHG と大きく 3 つの業態に分かれており、それぞれにおいて具体的な施策が掲げられている。その中で弊社が最も注目するのはヘアクラブにおける女性向けオーダーメイドかつらの販売強化だ。女性向けかつらの需要を取り込み、現状の男女別売上高構成比 8:2 が 5:5 になれば売上高 30,000 百万円も視野に入る。広告・宣伝の投入なのか、新商品の開発なのかといった具体的な強化策と関連付けて販売状況をモニターしていく必要があると考えている。また、ヘアクラブでは FC の直営化も進めている。買収のための投資を伴うだけに、こちらも、直営化後の効果を継続的に検証する必要があるだろう。

欧州事業、中国・アジア事業：

欧州では中計期間中毎年 10 店舗以上の新店開設を打ち出している。国ごとに市場構造や消費者の嗜好が異なる欧州市場の特性から、小刻みな出店で事業拡大にならざるを得ないと思われるが、管理の煩雑さや効率の悪さは否定できず、費用対効果の検証が重要になる。

中国・アジア事業については「効率的な百貨店、商業施設への出店強化」など、戦線拡大方針が掲げられている。弊社ではアジア・中国での多店舗展開については懐疑的だ。理由は当該地域ではヘアケアの意識が成熟していないと思われることや、経済的側面においても、個人所得水準と自社製品の価格帯にまだ大きな開きがあると思われることだ。簡単に言えば、かつらの大衆化を前提として事業展開には時期尚早ではないか、というのが弊社の見方だ。しかし、それら地域においても一定のニーズが存在するのは間違いない。そうしたニーズの取り込みには、いわゆるインバウンドの「医療ツーリズム」のように、日本国内に顧客を呼び寄せ日本で施術を行う「体験」を提供し、需要創造につなげるアプローチのほうが効率的ではないかと考えている。

生産拠点：

AD ラオス社の新工場が 2015 年 7 月頃に本格稼働する予定だ。ラオスでは既に仮工場が動いているため、従業員の業務の習熟も進んでおり、円滑に生産が開始される見通しだ。ラオス新工場に期待されている役割はまずはオーダー商品の一貫生産体制の確立であり、その後はレディメイドの製作へも拡張する計画となっている。業績貢献という意味ではコストダウン効果が着実に実現されているかどうかにも注目している。

■ 2016 年 2 月期の業績見通し

トップライングロースによる利益拡大を目指し 16/2 期は増収を見込む

2016 年 2 月期は売上高 81,000 百万円（前期比 5.6% 増）、営業利益 3,700 百万円（同 28.4% 増）、経常利益 3,300 百万円（同 45.0% 減）、当期利益 2,800 百万円（同 44.8% 減）を予想している。

売上高は前期比約 4,300 百万円の増収予想だが、地域別では、国内で 1,700 百万円増収、海外で 3,700 百万円増収という内訳だ（各地域別増収額の合計と全体の増収額の差は連結調整などとなる）。国内の増収は、とりわけ女性用（オーダーメイド、レディメイド両方）の需要回復に期待がかかっている。新中期経営計画で示された重点施策の中でもレディメイド店舗の積極的出店や、オーダーメイド拡販のための展示会開催の促進などが掲げられている。

海外事業は米国ヘアクラブ社への期待が大きい。ヘアクラブ社は女性用かつらや増毛商品の売上高拡大に大きな成長余地がある点や、FC の直営化で売上高が底上げされる効果も期待されることがその理由だ。ただし利益面では、高水準の償却負担が続くため、営業損失は 2015 年度（ヘアクラブ社は 12 月決算）も継続する見通しだ。ボズレーはトップシェアと知名度を生かして着実な成長を続けるとみている。またボズレー社が 2014 年導入した FUE は、体にメスを入れない点で人気が高まっており、収益への貢献が注目される。

営業利益は約 800 百万円の増益予想となっているが、これは売上高の増加に伴う利益と考えられる。2015 年 2 月期同様、今後も広告宣伝や販促、あるいは出店関連の費用が予定されている。これらの費用を絞り込めば一時的に利益を捻出することはできても、中期的には現在必要な市場拡大の妨げとなり、シェアを失う可能性が高い。したがって費用削減に頼らず、トップライングロースによる利益拡大を目指す同社の攻めの経営姿勢を評価したい。

経常利益と当期利益が減益予想になっているのは、為替差益を見込んでいないためだ。2015 年 2 月期は期末のドル円レートが 119 円 40 銭前後の水準で、その 1 年前の 102 円 20 銭前後に比べて 17 円 20 銭ほど円安に振れたことが 3,431 百万円の為替差益につながった。2016 年 2 月期については、期初の為替レートが既に 120 円に近い水準にあることを考えると為替差益による上振れは見込めない。



アデランス

8170 東証1部

2015年6月1日(月)

簡略化損益計算書

(単位:百万円)

	12/2期	13/2期	14/2期	15/2期	16/2期 (予)
売上高	47,422	51,089	67,755	76,725	81,000
前期比	-1.6%	7.7%	32.6%	13.2%	5.6%
売上総利益	38,862	41,704	53,938	61,380	-
前期比	0.0%	7.3%	29.3%	13.8%	-
販売費・一般管理費	36,330	38,145	50,321	58,500	-
前期比	-18.8%	5.0%	31.9%	16.3%	-
対売上高比率	76.6%	74.7%	74.3%	76.2%	-
営業利益	2,531	3,559	3,616	2,880	3,700
前期比	-	40.6%	1.6%	-20.3%	28.4%
利益率	5.3%	7.0%	5.3%	3.8%	4.6%
経常利益	2,547	3,849	4,481	5,997	3,300
前期比	-	51.1%	16.4%	33.8%	-45.0%
利益率	5.4%	7.5%	6.6%	7.8%	4.1%
当期純利益	1,134	3,301	4,281	5,075	2,800
前期比	-	191.1%	29.7%	18.5%	-44.8%
利益率	2.4%	6.5%	6.3%	6.6%	3.5%
1株当たり利益(円)	30.83	89.69	116.32	142.43	78.58
1株当たり配当金(円)	0.00	10.00	10.00	15.00	15.00
設備投資額	1,249	1,782	2,011	2,919	-
減価償却費	1,170	1,061	3,149	4,323	-
EBITDA	3,701	4,621	6,766	7,204	8,200
EBITDAマージン	7.8%	9.0%	10.0%	9.4%	10.1%

簡略化貸借対照表

(単位:百万円)

	12/2期	13/2期	14/2期	15/2期
流動資産	20,390	24,845	27,111	32,837
現預金	11,495	14,001	10,755	14,558
売上債権	4,220	4,961	6,248	6,952
固定資産	15,306	16,059	36,780	39,611
有形固定資産	8,725	9,047	11,723	12,871
無形固定資産	2,661	3,072	20,292	20,977
投資等	3,919	3,939	4,764	5,762
資産合計	35,697	40,904	63,892	72,448
流動負債	6,467	7,852	11,036	12,496
支払債務	257	483	1,174	1,437
短期借入金	-	8	1,051	1,232
固定負債	3,068	2,833	17,032	22,809
社債・借入金	-	1	8,662	12,813
株主資本	30,048	33,349	37,348	39,198
資本金	12,944	12,944	12,944	12,944
資本剰余金	13,157	13,157	13,157	13,157
利益剰余金	10,934	14,268	18,268	17,378
自己株式	-6987	-7020	-7022	-4282
その他の包括利益累計	-3902	-3261	-1788	-2327
新株予約権	15	48	154	270
少数株持ち分	-	83	109	1
純資産合計	26,161	30,219	35,823	37,142
負債・純資産合計	35,697	40,904	63,892	72,448

キャッシュフロー計算書

(単位:百万円)

	12/2期	13/2期	14/2期	15/2期
営業活動キャッシュフロー	-61	4,378	6,325	5,495
投資活動キャッシュフロー	689	-2,238	-1,8036	-2,915
財務活動キャッシュフロー	-85	-180	9,036	1,002
現預金換算差額	-215	279	-401	311
現預金増減	328	2,239	-3,076	3,894
期首現預金残高	11,037	11,365	13,604	10,528
期末現預金残高	11,365	13,604	10,528	14,422

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

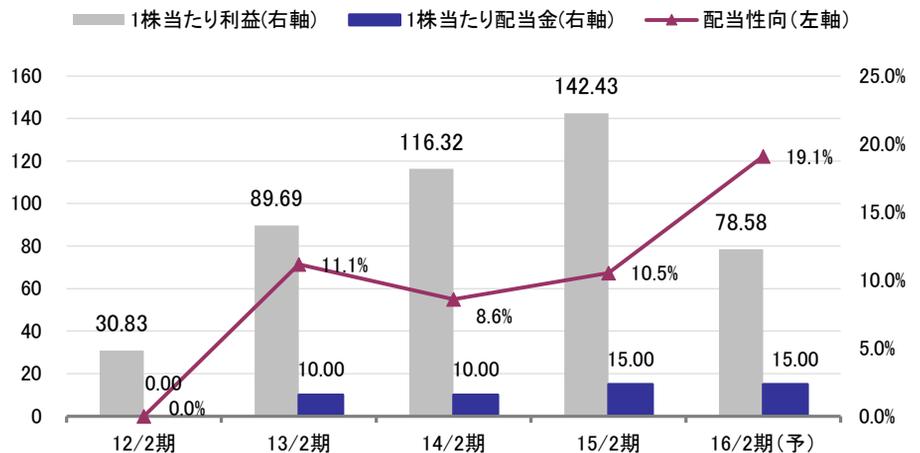
■ 株主還元

EBITDA が着実に成長し、利益成長に応じた株主還元を期待

2015 年 2 月期末の配当金は前期比 5.00 円増配の 15.00 円となっている。同社は国内外での出店や新工場建設など投資案件を数多く抱えており、内部留保の拡充も必要な状況ではあるが、株主重視の姿勢に加えて、EBITDA が着実に増加してきていることが、増配の要因である。

今回同社は、2016 年 2 月期から 2018 年 2 月期までの新 3 年期中計を発表した。その中で示された業績計画によれば 3 年間の累積 EBITDA は 28,300 百万円に達すると見込まれている。同期間の設備投資額は 10,000 百万円～ 12,000 百万円と見込まれており、また、同社は過去の繰越損失が 18,000 百万円残っていてその分法人税負担が軽減されることを加味すると、今後も同社の配当余力は十分で、利益成長に応じた株主還元が期待できる。

1 株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



ディスクレームー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ