

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  
寺島 昇

## ■買収による減価償却の負担増も 期初通期予想を変更せず

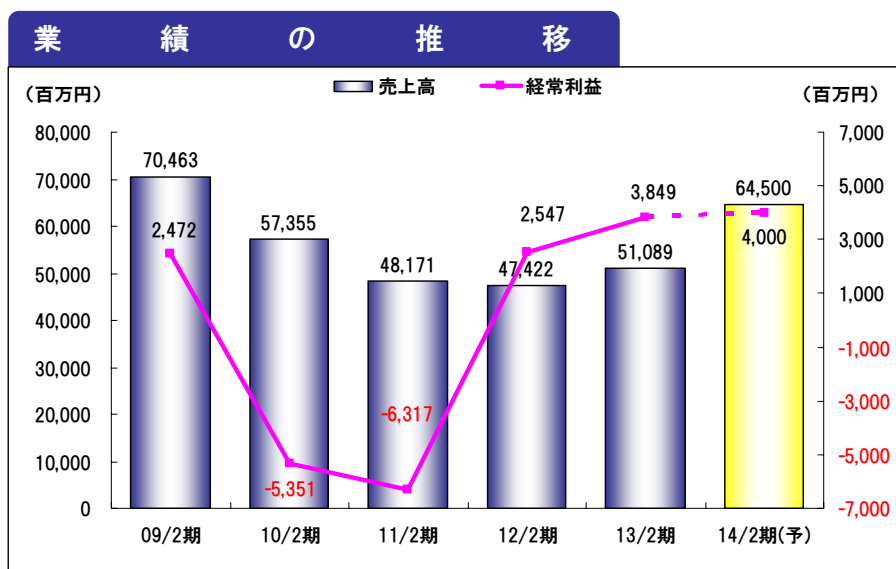
アデランス<8170>（以下、同社）の主業務は、かつら（ウィッグ）を中心とした毛髪関連事業で、国内シェアは男性用では2—3位、女性用ではトップ。米国、欧州、アジアでのグローバル展開も進んでいる。2014年2月期第2四半期（2013年3—8月）決算は売上高30,875百万円（前年同期比24.7%増）、営業利益1,751百万円（同31.7%減）、経常利益1,964百万円（同24.4%減）、四半期純利益2,705百万円（同15.7%増）となった。営業利益が減益となったのは、国内事業の広告宣伝費を増額したことと4月に買収した米国子会社ののれん代等の償却が発生したため。

2014年2月期通期の業績は、売上高64,500百万円（前年比26.2%増）、営業利益4,100百万円（同15.2%増）、経常利益4,000百万円（同3.9%増）、当期純利益3,600百万円（同9.1%増）と予想しており、これは期初の予想と変わっていない。ただしこの予想には、前述のようにヘアクラブ社買収による減価償却費の増加（今期約1,800百万円）が含まれている点は留意すべきだろう。

同社は、昨年度（2013年2月期）から復配（年10円配当）した。今期も10円配当予想だが、バランスシートを使って米国で大型M&Aを展開するなど積極経営に転じており、今後の業績、配当状況は注目に値する。

## ■Check Point

- ・海外展開で世界的規模の総合毛髪関連企業に
- ・下期は利益動向に影響を与える米国市場の状況を注視
- ・「成長エンジン」は海外市場、欧州は医療用が伸びしろ



## ■ 会社概要

### 海外展開で世界的規模の総合毛髪関連企業に

#### (1) 沿革

同社は1968年9月、現会長兼社長の根本信男（ねもとのぶお）氏と他2名によって男性向けのオーダーメイドかつらの製造販売を行う会社としてスタートし、翌年3月には株式会社アデランスを設立した。その後、事業を全国規模に拡大し、1979年には初の米国現地法人を設立して海外市場へ進出した。

1980年代には、鐘淵化学工業（現カネカ<4118>）のグループで女性向けのレディメイドかつらの会社であったフォンテーヌを買収、1985年に子会社化することで女性市場への進出を果たした。その後、1985年9月に株式を日本証券業協会（現JASDAQ）に店頭登録、1987年1月には東証2部に上場を果たした。1990年代以降も海外展開には積極的で、1992年にはアデランス・ヨーロッパを設立、2001年には毛髪移植のボズレー社（米国）を子会社化、2013年春には米国最大手のウィッグ販売会社であるヘアクラブ社を完全子会社化した。この間、1997年7月には東証1部に昇格を果たし、現在では世界的規模の総合毛髪関連企業となっている。

#### アデランスの沿革

1968年 9月	東京都新宿区にて創業
1969年 3月	会社設立
1979年 7月	初の米国現地法人設立
1985年 8月	フォンテーヌ(株)を子会社化
1985年 9月	日本証券業協会に株式を店頭登録
1986年10月	タイに生産現地法人設立
1987年 1月	東京証券取引所市場第2部に上場
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
1997年 7月	東京証券取引所市場第1部に上場
2001年 8月	米国毛髪移植のボズレー社を子会社化
2005年12月	中国上海に現地法人設立
2007年 9月	持株会社へ移行し、(株)アデランスホールディングスに商号変更。毛髪関連事業を承継した(株)アデランスを設立。
2012年 9月	仏国LNEB社を子会社化
2013年 4月	ヘアクラブ社を子会社化

### ヘアクラブの買収で海外ウィッグ事業の売上比率が上昇

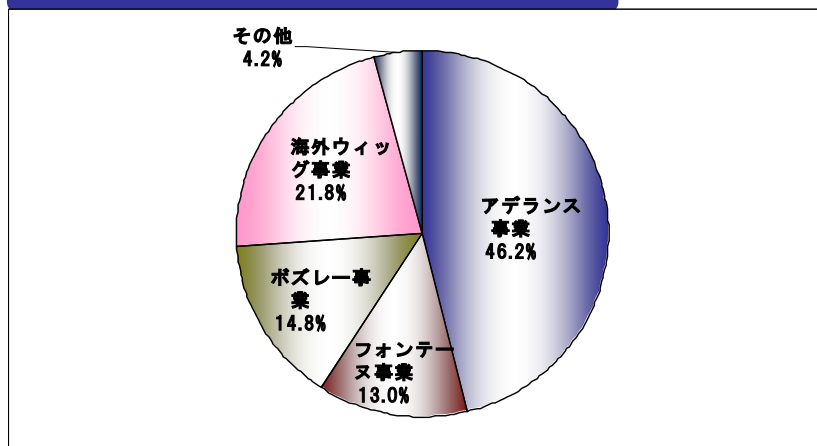
#### (2) 主な事業内容

同社の事業は「アデランス事業（オーダーメイド）」「フォンテーヌ事業（レディメイド）」「ボズレー事業」「海外ウィッグ事業」「その他」と5つの事業に区分されている。2014年2月期第2四半期（2013年3-8月）の売上高構成比ではアデランス事業が46.2%、フォンテーヌ事業が13.0%、ボズレー事業が14.8%、海外ウィッグ事業が21.8%、その他が4.2%となっている。買収したヘアクラブ社（当第2四半期から連結）が加わったことで海外ウィッグ事業の売上比率が上昇した。



## ■会社概要

セグメント別売上高構成比(14/2期・第2四半期)



## ●アデランス事業

当事業は主にオーダーメイドかつらの販売である。それ以外にも育毛サービス、ヘアケア商品販売、ヘアカットなどを行っている。さらに各サービスは男性向け（かつらのブランド名「アデランス」）と女性向け（同「FONTAINE by レディースアデランス」）に分類される。男性向けと女性向けの販売比率は2014年2月期第2四半期（2013年3-8月）で37.5%と62.5%となっている。

これらの商品販売やサービス提供はすべて直営店で行われるが、店舗数は、2013年8月末で155店（うち男性専門7店、女性専門13店、混合店135店）となっている。かつらや育毛などは能動的に営業することができない製品・サービスであるため、主たる販促手段は広告（主にTVCM）であり、営業社員は1人もおいていない。

製品価格は男性用オーダーメイドかつら単品で平均45万円くらい、育毛サービスは年間10～50万円ほど。女性のオーダーメイドかつらは平均43万円ほどで男性よりはやや低い。男女平均客単価は40-45万円/人・年。

## ●フォンテーヌ事業

当事業は女性用のレディメイドかつらの販売で、主な販売ルートは百貨店と直営店。2013年8月末の店舗数は、百貨店が147店、直営店が32店、GMS（主にイオン系）が10店となっている。またフォンテーヌ事業のかつらは美材ルート（美容院等）でも販売されているが、美材ルートでの販売は今期から「その他部門」に計上されている。

上記の2事業の主要製品は主にタイとフィリピンの子会社で製造されており、製品の原価率そのものは20%以下となっている。

## ●ポズレー事業

同事業は米国子会社であるポズレー社が行っているもので、ヘアトランスプラント（毛髪移植）技術を提供している。「ヘアトランスプラント」とは、毛包（毛根を含む組織）ごと切除した自分の髪を、髪が薄い部分や無毛部分に植毛する技術で、ポズレー社は北米市場でトップシェアを有している。現在、ポズレー社はアメリカ、カナダ、メキシコで50の相談室と23のクリニック（内数）を展開しており、2012年4月にはシンガポールにも進出している。また2011年7月から上海市の国立医療機関との業務提携により、同社の毛髪移植技術を中国市場に導入している。

ヘアトランスプラントは医療技術であるため、店舗（クリニック）増設は簡単ではない。また、必ずしも店舗増がすぐに売上高に結びつくわけではなく、拡販の中心はやはりTVCMとなる。

## ■会社概要

## ●海外ウィッグ事業

海外ウィッグ事業は、北米ではアデランス・ヘア・グッズ社を中心に、主に女性用のレディメイドウィッグの卸売りを展開している。一方欧州では、フランス、ドイツ、ベルギー、オランダ、イギリス、スウェーデン等で、レディメイドウィッグなどの小売りを中心に行っている。欧州では医療用ウィッグ（抗がん剤投与の患者向け等）の売上がかなりの比重を占めている。アジアでは、台湾、中国、シンガポールなどで事業展開しているが、まだ市場として確立しておらず、売上規模は小さい。ただし、将来的には中国市場は有望とみているとのこと。

海外ウィッグ事業では、以上のような既存事業に加え、2013年4月に正式に子会社となったヘアクラブ社（米国）の事業が2014年度第2四半期（2013年6-8月）から上乘せ（連結）されている。ヘアクラブ社の事業は約80%がオーダーメイドウィッグの販売、残りが育毛サービス、ヘアトランスプラント等となっているが、ヘアトランスプラントの売上高はボズレー事業に加えられている。男女比率は80%が男性向け、20%が女性向けとなっている。正確な統計が存在しないため、同社の正確な市場シェアは不明だが、オーダーメイドウィッグにおいては全米トップクラスの企業である。ヘアクラブ社の売上高は、この第2四半期で33,742千米ドル（円貨換算3,235百万円）であり、この分が連結決算に上乘せされている。（利益については後述）

## ●その他事業

主な内容は既述のように美材ルートでのレディメイドかつらの販売や、小型店舗でのオーダーメイドかつら等の販売など。実質的にはフォントレーヌ事業やアデランス事業に入るものだが、同社の組織上の分け分けにより、事業部門として「その他」に分けられている。

## 男性用かつらのシェアは約15%、女性用は約40%でトップ

### (3) 競合、特色、強み

海外市場を含めて、同社の主要製品である「かつら」については、同業他社製品とはほとんど差がない。言い換えれば、製品での差別化は難しい。上記のように販促手段の中心が「広告」であるため、あえて差別化が可能であるとすれば、「広告の効果＝量＋質（内容）」ということになるだろう。しかし広告の量（費用）は利益とのトレードオフになるので一方的に広告量を増加させることは必ずしも得策とは言えない。効果的な広告を適切なタイミングで打つことが重要になるが、抽象的な要素であるため、同業他社との差別化は簡単ではない。

同社の国内市場（毛髪関連サービス市場）でのシェアは、男性用で約15%と推測され、他社ではアートネイチャー<7823>が約30%、リーブ21（非上場）およびその他が約55%となっている。一方女性用では、グループ内にフォントレーヌを抱えていたこともあり、同社のシェアは約40%と推測され、トップ企業となっている。

あえて各社の特色を言えば、同社は比較的「かつら」に強く、アートネイチャーは「増毛」に注力しており、リーブ21は「育毛」中心に事業展開している、と言える。また広義では、医薬品として販売されている育毛剤も競合と言えるかもしれない。

海外市場については正確な統計等の数字が無いため同社（グループ）のシェアは不明である。ただし、比較的規模の小さい競合企業が多いため、グローバル展開を行っている同社の競争力は強いと言えるだろう。



## ■業績動向

### 2Qは買収による売上高上乘せと費用増で増収減益

#### (1) 2014年2月期第2四半期(実績)

2014年2月期第2四半期(2013年3-8月)決算は表のように売上高30,875百万円(前年同期比24.7%増)、営業利益1,751百万円(同31.7%減)、経常利益1,964百万円(同24.4%減)、四半期純利益2,705百万円(同15.7%増)となった。

大幅増収の主要因は、国内売上高の増加と買収したヘアクラブ社の売上高(約3,235百万円)がこの第2四半期から上乘せされたこと。その一方で国内事業の広告宣伝費の増額や買収に関連したのれん代や無形固定資産の償却が606百万円発生したために営業利益は大幅減益となった。(詳細後述)また営業外収益で為替差益453百万円を計上したことで経常利益の減益幅は営業利益よりは縮小した。四半期純利益は、米国で繰延税金資産(955百万円)を計上したことから、前年同期比では増益となった。

#### 第2四半期決算概要

(単位:百万円、%)

	13/2期 第2四半期		14/2期 第2四半期		
	金額	構成比	実績	構成比	前年比
売上高	24,754	100.0	30,875	100.0	24.7
売上原価	4,419	17.9	6,245	20.2	41.3
売上総利益	20,334	82.1	24,629	79.8	21.1
販管費	17,772	71.8	22,878	74.1	28.7
営業利益	2,562	10.4	1,751	5.7	-31.7
為替差益	9	-	453	-	-
経常利益	2,599	10.5	1,964	6.4	-24.4
法人税等	149	-	-789	-	-
四半期純利益	2,338	9.4	2,705	8.8	15.7

#### セグメント別業績

(単位:百万円、%)

	13/2期 第2四半期		14/2期 第2四半期			
	金額	構成比	金額	構成比	増減額	増減率
売上高	24,754	100.0	30,875	100.0	6,121	24.7
アデランス事業	12,855	51.9	14,273	46.2	1,418	11.0
男性	5,074	20.5	5,356	17.3	282	5.6
女性	7,780	31.4	8,916	28.9	1,135	14.6
フオンテーヌ事業	3,775	15.3	3,998	12.9	223	5.9
ボズレー事業	4,324	17.5	4,582	14.8	258	6.0
海外ウィッグ事業	2,475	10.0	6,732	21.8	4,257	172.0
その他事業(*)	1,324	5.3	1,287	4.2	-37	-2.8
営業利益	2,562	10.3	1,751	5.7	-811	-31.7
アデランス事業	4,232	-	4,577	-	345	8.2
フオンテーヌ事業	1,241	-	719	-	-522	-42.1
ボズレー事業	444	-	147	-	-296	-66.7
海外ウィッグ事業	-30	-	-672	-	-642	-
その他	-270	-	-512	-	-242	-
全社消去	-3,054	-	-2,508	-	-	-
為替レート(対ドル)	79.77	-	95.89	-	+16.12	20.2%
(対ユーロ)	103.75	-	125.79	-	+22.04	21.2%
(対中国元)	12.65	-	15.52	-	+2.87	22.7%



## ■業績動向

## ●アデランス事業(※)

表のようにアデランス事業の売上高は14,273百万円(同11.0%増)となった。平均単価はやや低下したものの、数量増により売上高は2ケタの増収となった。内訳は男性用5,356百万円(同5.6%増)、女性用8,916百万円(同14.6%増)であった。

## ●フォンテーヌ事業(※)

フォンテーヌ事業の売上高は前年同期比5.9%増の3,998百万円となった。平均単価は横ばいであったが、数量増によって増収となった。

## ●ボズレー事業

円ベースの売上高は表のように前年同期比6.0%増の4,582百万円となったが、これは円安効果によるもので、現地通貨ベースでは47百万米ドル(前年同期比12.0%減)となった。為替差を除いた実質ボズレー事業の売上高は前年同期比で約615百万円の減収となった。現地通貨ベースで減収となったことから、営業利益は前年同期比66.7%減の147百万円となった。

減収の主な要因は、広告宣伝の投入量が当初予定を下回った(メディア枠を取れなかった)ことに加え、広告の内容が陳腐化しているために効果が薄くなったこと。会社側は、11月以降抜本的に広告戦略を変えるとしているが、コストに加えて時間もかかることから、効果が出てくるのは来年度以降になるようだ。

## ●海外ウィッグ事業(ヘアクラブ社は除く)

海外ウィッグ事業の地域別売上高および営業利益は表のようになった。

## 地域別売上高および営業利益

(単位:百万円)

	13/2期	14/2期	
	第2四半期 金額	第2四半期 実績	増減
売上高	2,638	6,881	4,243
北米	1,043	4,455	3,412
(ヘアクラブを除く)	1,043	1,220	177
欧州	1,452	2,161	708
その他地域	141	264	123
営業利益	-45	-672	-627
北米	-64	-661	-597
(ヘアクラブを除く)	-64	-309	-245
欧州	94	48	-46
その他地域	-76	-59	17

北米地域(ヘアクラブ社は除く)の売上高は1,220百万円(前年同期比17.0%増)となったが、円安による効果が約210百万円あり、実質(現地通貨ベース)では約34百万円の減収であった。このため営業利益は実質ベースでの減収に加え、棚卸資産の評価減を売上原価に計上したことで赤字幅が231百万円増加、これに円安によるマイナス分(13百万円)が加わり、結果として北米地域での営業損益は309百万円の赤字となった。

欧州地域の売上高は、2012年9月から連結に加わったフランス子会社(Le Nouvel Espace Beauté SA)の貢献もあり実質ベースで400百万円の増収、これに円安効果(約308百万円)が加わり、前年同期比48.8%増の2,161百万円となった。ただし経費も増加していることから、営業利益は前年同期比49.2%減の48百万円となった。円安効果20百万円があったが、実質ベースで66百万円の減益となったことが要因。

(※)国内事業については、昨年対比で販管費の会計処理が異なるため、詳細な記述はなし

## ■業績動向

その他地域では、売上高は264百万円（同86.9%増）、営業損益は59百万円の赤字（同76百万円の赤字）となったが、まだ規模が小さいために全体に与える影響は少ない。

## ●ヘアクラブ社の影響

既述のように同社は2013年4月に米国トップのオーダーメイドウィッグ販売会社であるヘアクラブ社を買収（100%子会社化）し、2014年度第2四半期（2013年6-8月）から連結決算に加えている。したがって、今回の2014年2月期第2四半期（2013年3-8月）決算では3ヶ月分だけヘアクラブ社の数値が加算されている。事業内容は既述のようにウィッグ販売が80%、残りが育毛関連、ヘアトランスプラント関連等であるが、ヘアトランスプラント関連の売上高はボズレー事業に計上されている。

ヘアクラブ社の2014年2月期第2四半期（2013年3-8月）の売上高は3,235百万円（33,742千米ドル）、営業損失は352百万円（3,677千米ドル）であったが、このなかには減価償却費606百万円（6,352千米ドル）が含まれており、EBITDA（税引前償却前営業利益）は253百万円（2,648千米ドル）の黒字となっている。

このヘアクラブ社を同社は約163百万ドル（約15,800百万円）で買収したが、関連した諸費用を含めた買収資金は長期借入金10,500百万円、自己資金6,000百万円で賅った。この買収により、のれん代を約6,800百万円、その他無形固定資産（顧客リスト、FC契約、商標権等）を約12,000百万円計上。この結果、毎年こののれん代の償却が約300百万円（20年間）、無形固定資産の償却が平均2,000百万円（平均6-8年間）発生する。これによって表面上の営業利益は圧迫されるが、キャッシュフローベースでは黒字である。

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	13/2期末	14/2期 第2四半期末	増減額
現金・預金	14,001	10,059	-3,941
受取手形・売掛金	4,961	5,024	63
棚卸資産	3,975	5,125	1,150
繰延税金資産	851	1,826	975
流動資産計	24,845	23,809	-1,035
有形固定資産	9,047	11,185	2,137
のれん	522	7,320	6,798
その他	2,549	14,149	11,600
無形固定資産	3,072	21,469	18,397
投資その他資産	3,939	4,876	937
固定資産計	16,059	37,531	21,471
資産合計	40,904	61,340	20,435
短期借入金	8	1,060	1,052
未払金	2,129	2,255	126
流動負債計	7,852	10,831	2,978
長期借入金	1	9,187	9,186
繰延税金負債	56	4,977	4,921
固定負債計	2,833	17,023	14,189
負債合計	10,685	27,854	17,168
純資産合計	30,219	33,486	3,267



## ■業績動向

## 自己資本比率の改善はヘアクラブの業績寄与に注目

2014年2月期第2四半期（2013年8月）末の財務状況は表の通りだが、資産合計は61,340百万円（前期末比20,436百万円増）となった。主な項目では、現預金10,059百万円（同3,942百万円減）、棚卸資産5,125百万円（同1,150百万円増）、有形固定資産11,185百万円（同2,138百万円）、無形固定資産21,469百万円（同18,397百万円）となった。一方負債では、買収に関連して長期借入金が9,187百万円（同9,186百万円増）、繰延税金負債が4,977百万円（同4,921百万円増）となった。純資産は33,486百万円（同3,267百万円増）となったが、主に四半期純利益の計上による。

今まで無借金を続けてきた同社が今回の買収を機に10,500百万円の長期借入れを行い、総資産を大きく膨らませた。この結果、自己資本比率は前期末の73.6%から54.3%へ大きく低下した。今後、買収したヘアクラブ社が業績に寄与すれば、総資産が大きく減少することなく自己資本比率は改善する（純資産が増加する）はずである。

## （キャッシュ・フローの状況）

2014年2月期第2四半期（2013年3-8月）のキャッシュ・フローは下表のようになった。営業活動によるキャッシュ・フローは3,130百万円の収入であったが、主に税金等調整前四半期純利益の計上1,915百万円、減価償却費1,039百万円による。投資活動によるキャッシュ・フローは16,186百万円の支出となったが、主なものはヘアクラブ社の買収による支出15,980百万円。財務活動によるキャッシュ・フローは9,630百万円の収入となったが、主なものは買収のための長期借入れによる収入10,500百万円である。

この結果、期間中の現金および現金同等物は3,869百万円の減少となり、2014年2月期第2四半期（2013年8月）末の現金および現金同等物の残高は9,855百万円となった。

## キャッシュ・フローの状況

（単位：百万円）

	13/2期 第2四半期末	14/2期 第2四半期末
営業活動によるCF	2,850	3,130
投資活動によるCF	-751	-16,186
子会社株式の取得	-	-15,980
財務活動によるCF	-61	9,630
長期借入れによる収入	-	10,500
配当金の支払額	-	-366
現金および現金同等物増減額	2,191	-3,869
現金および現金同等物期末残高	13,557	9,855

## 下期は利益動向に影響を与える米国市場の状況を注視

## (2) 2014年2月期（通期予想）

2014年2月期（通期）の業績を会社側では表のように、売上高64,500百万円（前年比26.2%増）、営業利益4,100百万円（同15.2%増）、経常利益4,000百万円（同3.9%増）、当期純利益3,600百万円（同9.1%増）と予想しており、これは期初の予想と変わっていない。但しこの予想には、前述のようにヘアクラブ社買収による減価償却費の増加（約1,800百万円）が含まれている点は留意すべきだろう。





## ■業績動向

## 通期業績の推移

(単位：百万円)

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS (円)	配当 (円)
09/2月期	70,463	-6.0%	2,508	-38.3%	2,472	-43.9%	-2,172	-	-56.11	20.00
10/2月期	57,355	-18.6%	-5,264	-	-5,351	-	-9,851	-	-261.98	0.00
11/2月期	48,171	-16.0%	-5,883	-	-6,317	-	-23,213	-	-630.65	0.00
12/2月期	47,422	-1.6%	2,531	-	2,547	-	1,134	-	30.83	0.00
13/2月期	51,089	7.7%	3,559	40.6%	3,849	51.1%	3,301	190.9%	89.69	10.00
14/2月期(予)	64,500	26.2%	4,100	15.2%	4,000	3.9%	3,600	9.1%	97.80	10.00

会社側ではセグメント別の売上高および営業利益の予想を発表していないが、第2四半期の決算および足元の状況から判断すると、各部門の状況は概ね以下になるとみている。

アデランス・フォンテーヌ事業では、数量は好調に推移し売上高も前期比プラスを予想。経費増があるが、これらを吸収して利益は増益を予想。ボズレー事業はヘアクラブ社からのヘアトランスプラント分の売上がオンされるが全体的に施術数は微減予想。若干の単価アップが見込めるが現地通貨ベースでの売上高はマイナスを見込んでいる。為替要因で円ベースでは増収予想だが、利益面では減益の可能性が高い。

ヘアクラブ社を除いた海外ウィッグ事業は、欧米ともに数量伸び悩みのため、現地通貨ベースでの売上高は横ばいから微減予想。ただし円安により円ベースでは増収ながら利益面では赤字が残る可能性がある。ヘアクラブ社については、実質の営業利益は黒字が見込まれるが、のれん代の償却等によって見かけの営業利益は赤字予想。

以上から今期予想を要約すると、国内は「晴れ」だが、海外は「曇りから小雨」の予想となっている。全体の利益動向に影響を与えそうなのは、米国市場の状況（ボズレー、海外ウィッグ、ヘアクラブ社）であり、下半期は特に米国の状況を注視していく必要があるだろう。

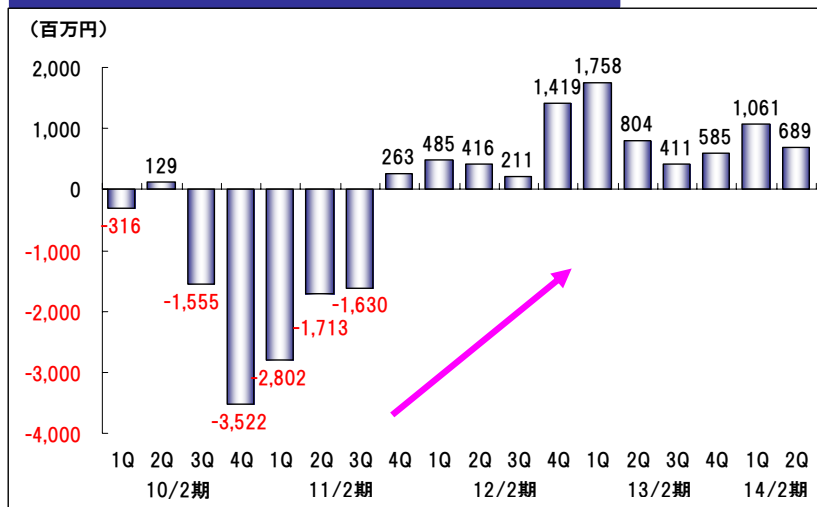
## ■今後の展望

## 国内男性市場は「シェア奪還」、女性市場は拡大余地

同社のここ数年の営業利益の推移を見ると、図のように赤字体質から脱却して、ようやくと黒字化が定着してきたと言えるが、この傾向が今後も続いていくのだろうか。国内市場と海外市場、それぞれについて同社の今後の展望を考察する。

## ■今後の展望

## 四半期連結営業損益の推移



## (1) 国内市場

## (男性市場)

国内の男性市場については、少なくとも市場全体は伸び悩む可能性が高い。その理由の1つは「高齢化」だ。男性の場合、同社が提供するかつらを中心とした「毛髪関連サービス」を利用するのはどちらかと言えば若年から中年層であり、高年齢層になるとあまり「見栄え」を気にしなくなると考えられる。したがって、今後予想される若年から中年層の人口減少は男性用かつら市場にとってはマイナス要因と考えられる。

その一方で、以前に比べてストレスの増加などにより若年・中年層での薄毛や脱毛が増えていくことは考えられるが、最近では短髪やスキンヘッドにする傾向もあり、昔に比べて薄毛、脱毛、禿に対する抵抗が少なくなっていると言えるだろう。したがって今後、この国内男性市場全体が大きく伸びることは考え難い。

そうすると売上高を伸ばすためには、同業他社とのシェア競争ということになる。市場シェアの競争については、既に高いシェアを持っている会社がシェアをさらに伸ばすことは容易ではないが、低シェアの会社がシェアを伸ばすことのほうが可能性はある。同社の現在のシェアは約15%と推測され、ピーク時よりも大幅に落ち込んでしまった。そのため、容易なことではないが同社が以前の水準程度までシェアを高めることは不可能ではない。この事業の最大の営業戦略はCMであるが、既に同社の知名度は高いので、効果的な内容のCMを適度に打つことでシェアアップは可能だろう。この事業のキーワードは「シェア奪還」ということになる。

## (女性市場)

女性市場はまだ伸びる余地がありそうだ。女性の場合はホルモンとの関係もあり、薄毛、脱毛で悩むのはどちらかと言えば高年齢層に多いが、この層は今後人口が増加していく。また女性のほうが「見栄え、おしゃれ」に対して敏感であり、かつらに対する需要が高まっていく可能性は高いだろう。さらに高年齢層では、女性が財布を握っている場合が多く、かつらへの支出も容易になりがちと推測される。

既述のように女性市場においては同社のシェアが高いが、市場全体の伸びを背景にさらに売上高を伸ばすことは可能と思われる。ただしこの市場においてもCMを中心としたマーケティング戦略が重要なのは言うまでもない。

## ■今後の展望

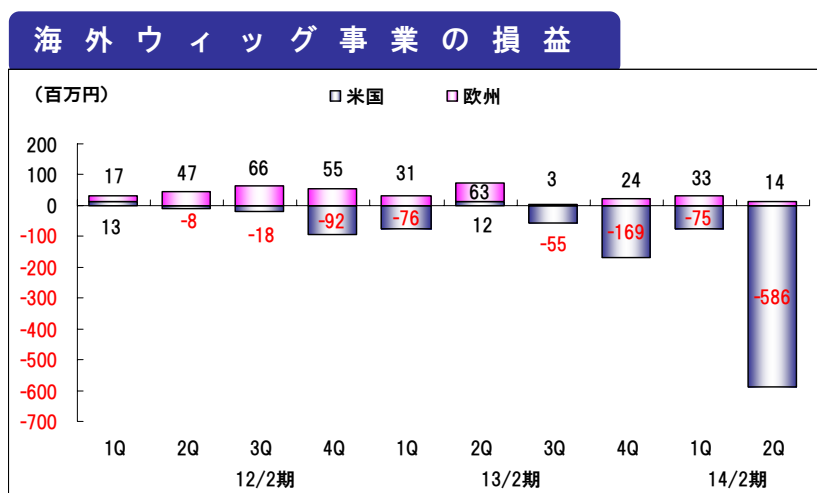
## 「成長エンジン」は海外市場、欧州は医療用が伸びしろ

## (2) 海外展開

以上のように同社の国内事業は、ある程度の伸びは期待できるが、人口が減少していくこともあり全体の収益を大きく成長させる「エンジン」にはなり難い。今後の「成長エンジン」を考えるならば、やはり海外市場ということになるだろう。

## (米国市場)

同社が米国市場へ進出してから既に30年以上になるが、既存のウィッグ事業の業績は低迷が続いていた。(図参照)



しかし今回ヘアクラブ社を買収したことで、米国でのウィッグ事業全体は黒字化(償却前)が見込まれる。また既存のアデランス・ヘア・グッズ社がレディメイドウィッグ、ヘアクラブ社がオーダーメイドウィッグと製品ラインアップが揃うことで、近い将来にはこれら各社の相乗効果も期待できる。

ボズレー社については、記述のように現在CM戦略を全面的に見直しており、この効果が来期以降は奏功するはずだ。この結果、上記のウィッグ事業各社と併せて、同社の米国事業は今後、大きく拡大していく可能性がある。

## (欧州市場)

図のように欧州での事業は、金額は少ないが黒字を続けてきた。これに加えて今後は、買収したフランス子会社を中心とした医療用ウィッグの売上高がさらに増加する見込みである。医療用ウィッグの売上高は既に欧州売上高の50%近くに拡大しているが、需要(市場)そのものが伸びると予想されており、同社の成長も続くものと思われる。欧州では、まだまだ「伸びしろ」があると言える。

## (その他市場)

中国を中心に各市場に既に布石は打ってあるが、当該国の所得レベルもあり、現時点では業績への寄与は少なく、すぐに大きく立ち上がる状況ではない。しかし中国市場については、人口が膨大なだけに一度火が点くと爆発的に拡大する可能性を秘めており、今後の状況からは目が離せない。

## ■ヘアクラブの買収について

### ヘアクラブ買収後は貸借対照表の状況にも注目

既述のように、同社は約15,800百万円を投じて米国ヘアクラブ社を買収したが、これは売上高51,089百万円、当期純利益3,301百万円、総資産40,904百万円（いずれも2013年2月期）の同社にとってかなり「高額な買い物」でもあった。

したがって今後、ヘアクラブ社がどのくらい同社グループの業績に寄与するかは注目される場所だが、この買収そのものは大いに評価すべきだろう。以前の同社は無借金であり、かつ潤沢な現預金を抱えていたが、これを有効活用することなく「資本の効率が悪い」と多くの機関投資家から批判されていた。

今回の買収は、自己資金に加えて借入金によって賄われた、つまりレバレッジをきかせた買収であった。その結果、総資産が膨らみ自己資本比率が下がったが、これはバランスシートを使った買収であり、その点は大いに評価できる。

今後はヘアクラブ社の業績が上乘せされることで、利益増⇒純資産増⇒自己資本比率の改善、総資産利益率の向上という好循環に入っていくものと思われるので、損益計算書だけでなく、貸借対照表の状況にも注目していく必要があるだろう。

## ■配当政策

### 利益成長が続くようであれば増配の可能性

既述のように、同社は数年前まで赤字決算であったため無配を続けていた。しかし前期（2013年2月期）から復配（年10円）を行い、今期も年10円配当を予定している。現在の予想利益（連結当期純利益）が達成される確率が高いが、その場合には配当性向は10.2%となる。会社側は今後の年間配当金や配当性向について言及していないが、海外事業を中心に利益成長が続くようであれば増配の可能性もあり、今後の同社の配当政策には注目したい。

## ディスクレーマー（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・大阪証券取引所・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・表示したのですが、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、企業との面会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致します。

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