

## アデランス

8170 東証 1 部

2014 年 6 月 27 日 (金)

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

### ■ 国内女性市場と海外事業の拡充で再評価の局面へ

アデランス<8170>(以下、同社)は、創業以来国内売上 No.1 を誇るウィッグ(かつら)のトップメーカー。オーダーメイドウィッグ事業「アデランス」「レディスアデランス」、レディメイドウィッグ事業「フォンテーヌ」、ヘアトランスプラント(毛髪移植)事業「ボズレー」、海外ウィッグ事業「ヘアクラブ」の4ブランドを核に、ウィッグの製造販売、育毛サービス、ヘアトランスプラント事業などをグローバルに展開している。

2000年代初頭に業績のピークを付けた後、過去10年以上にわたって同社の業績は下降トレンドを歩んできた。その間には、シェア低下以外にも、2001年の米国同時多発テロや2008年のリーマン・ショック、2011年の東日本大震災など外部要因にも翻弄される不運もあったが、2011年2月期の赤字計上で大底を付け、2012年2月期には底打ちを見せた。それ以降、2014年2月期まで3期連続で増益が続いており、再び黒字基調が定着したといえる。ただ、利益はピーク時の約3分の1の水準にあり、今後はどのような事業戦略で再度成長を実現していくのか、がポイントになってこよう。

国内のかつら市場の将来について、楽観はできない。男性用かつら市場については、人口分布の変化や人々の意識の変化などを理由として、今後も縮小が続くと考えるべきである。減少のペースは加速することもあると考えておく必要がある。対照的に、国内の女性用かつら市場は、今後も緩やかな成長が期待できる。しかし、男性用市場の落ち込みを完全にカバーできるほどの成長性を実現するためには、新たなニーズや市場を創出する努力が必要となる。

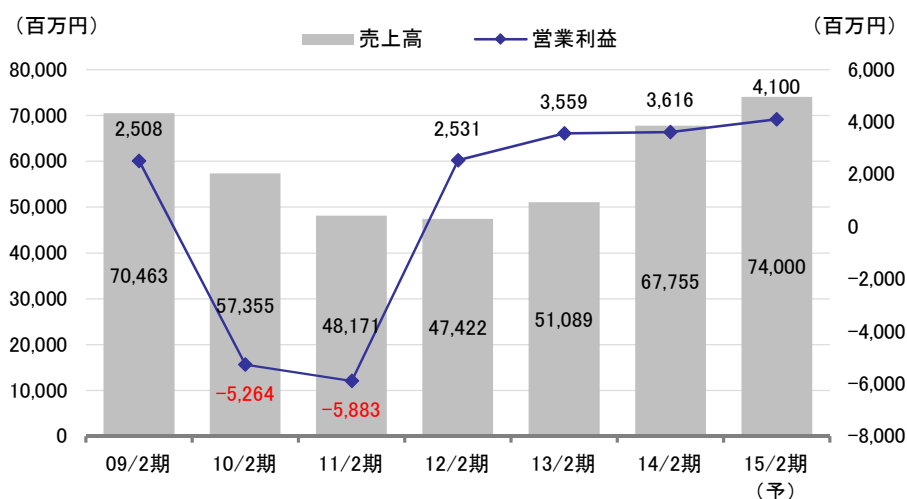
同社は、ビジネスにおいてはもちろん、株式投資という観点においても、アートネイチャー<7823>と比較されることが多い。ここしばらくは、同社の業績低迷もあって、株式投資においてはアートネイチャーが選好されてきた。しかし、前述したような厳しい国内市場見通しのもとでは、同社の強みが再評価される可能性がある。なぜなら、国内男性市場が縮小する影響は、当該市場でトップのアートネイチャーにも及ぶ一方で、成長が期待できる国内女性用市場と海外市場においては、同社がアートネイチャーも含めた他の日本企業に対して、現に優位に立っているだけでなく、今後もその優位性を保持できると考えられるからである。

同社は2014年度～2016年度の3カ年中期計画を打ち出している。この3カ年計画において、同社が最も重要な業績指標としているEBITDAの3カ年累計値は263億円以上に達する計画だ。この数値をピーク時の2000年代初頭のそれと比較することは、シェア水準や市場環境自体が大きく変わってしまっているため、適切ではないだろう。そこで、リーマン・ショック直前の2006年2月期～2008年2月期の3年間と比較すると、同期間のEBITDA累計294億円に対して約90%の水準にまで回復する見通しだということがわかる。表面上の業績に比して、同社のキャッシュ創出力ははるかに回復してきていると言えよう。同社の経営陣がこの資金を用いて適切な投資を行うことができれば、同社が投資に適う、名実ともに業界のトップ企業の地位に返り咲くことは十分可能だとみる。

### ■ Check Point

- ・ライバルの攻勢で一時低迷するも、リストラを断行し黒字体質が定着
- ・売上高はヘアクラブ買収で大幅増、経費削減・円安効果も加わり増益確保
- ・新中計を発表、国内でのシェア奪取と海外事業拡大で収益成長を目指す

業績の推移



出所：会社資料、予想は会社予想

■ 会社概要

早くから女性市場や海外へ進出、今日の強みにつながる

(1) 会社沿革

同社は、現社長の根本信男氏らにより 1968 年に創業された。創業当時は男性用オーダーマイドかつらが主体であった。1985 年に子会社となったフォンテーヌ株式会社は 1970 年から、鐘淵化学工業（現カネカ<4118>）の子会社として「フォンテーヌ」ブランドの女性用レディメイドかつらの販売を行っていた。

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（現ボズレー社）、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

出所：会社 HP などからフィスコ作成



## アデランス

8170 東証 1 部

2014 年 6 月 27 日（金）

同社は、国内での業容拡大と並行する形で、早くから海外展開に乗り出した。最初の海外進出は 1979 年で米国に設立した現地法人アデランス・コーポレーション・オブ・アメリカである。また、製造工場として、1986 年にはアデランス・タイを設立して、海外生産に乗り出した。

1990 年代は、同社の業績が一気に成長した時期であった。国内ではオーダーメイドかつら販売のための女性専用サロンの展開を開始し、今日につながる女性用かつらメーカーのトップ企業としての足場を固めた。海外においてはアデランス・ヨーロッパの設立と、欧州主要国での有力かつら販売会社の買収を通じて欧州での基盤を固めた。欧州は国別に市場構造やブランドが分かれているため、自社でゼロから開拓するよりも、有力な地場資本の企業を買収した方が効果的という判断である。北米では、1980 年代末から再度投資を活発化させて、現地のかつら卸業者などを買収していたが、1990 年代に入るとその動きを加速させ、ニュー・コンセプト社、ジェネラル・ウィッグ社などを買収した。1990 年代の圧倒的な成長期を経て、2002 年 3 月期に同社は利益面での過去最高を記録する（売上高で過去最高となった時期は 2003 年 2 月期）。しかしその後、同社は減益基調をたどり続けることとなる。

2000 年代初頭をピークに、同社の業績は下降線をたどった。非かつら勢力の台頭、かつら市場の成長鈍化、かつら市場でのシェア低下などの要因が重なったことが理由だ。同社は国内外でリストラを行って業績の立て直しを図ったが、リーマン・ショックなど経済情勢の悪化もあって回復が遅れ、業績は一時期、大幅な赤字を計上するに至った。2012 年 2 月期によりやく底を打ち、それ以降は業績回復の途上にある。

## 国内外で幅広い毛髪関連事業を展開、14 年 2 月期は各事業とも増収

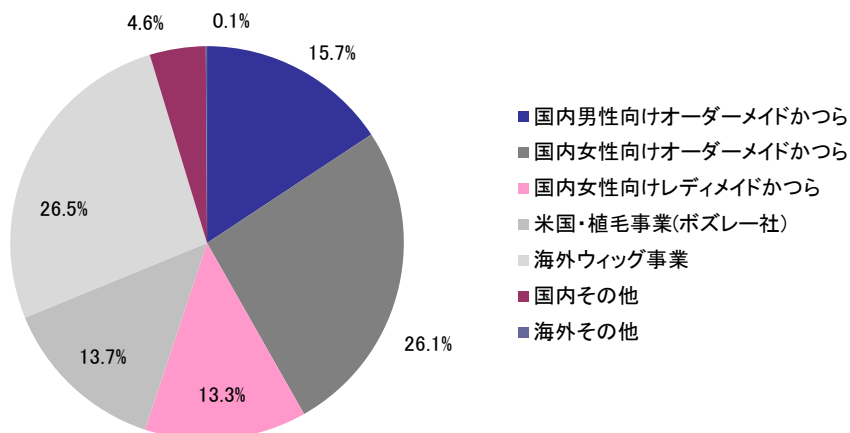
### (2) 事業の概要

同社の「アデランス」や「フォンテーヌ」というブランドは、極めて高い認知度を有しているが、事業構造や収益構造という面では、ブランドの変遷や頻繁な情報開示区分の変更ゆえに、少々複雑となっている。

同社の主力製品としては、まず、かつらがある。国内市場において、かつらは男女別に分けられ、さらに、オーダーメイド品と、レディメイド品（既製品）とに分けられる。かつらの販売以外にも、育毛サービスや理美容サービスなどがあり、また、ヘアケア関連製品（シャンプーなど）の販売がある。同社の情報開示区分では、オーダーメイドかつらの販売とその関連サービスを男女合わせて「アデランス事業」とし、女性向けレディメイドかつらの販売を「フォンテーヌ事業」としている。また、海外事業については、米国で植毛を行うボズレー社の業績を「ボズレー事業」として切り出し、それ以外のかつらの販売を「海外ウィッグ事業」とまとめて開示している。また、「その他」には E コマース、医療事業、女性用レディメイドかつらの美容材料卸ルートでの販売などが含まれる。

2014 年 2 月期の実績ベースの各事業の売上高は、アデランス事業が 28,234 百万円（前期比 10.1%増）、フォンテーヌ事業が 8,987 百万円（同 5.3%増）、ボズレー事業が 9,320 百万円（同 10.9%増）、海外ウィッグ事業が 17,992 百万円（同 2.5 倍）となった。国内事業は業績底打ちで増収、ボズレー事業は円安メリットで増収となった。海外ウィッグ事業は米国でヘアクラブ社を買収したことにより大幅増収となった。（ヘアクラブ買収の詳細については後述）

製品別・市場別売上高構成(14/2期)



出所：会社資料を基にフィスコ作成

セグメント別売上高・営業利益

(単位：百万円)

	13/2 期	14/2 期	
	金額	金額	前年比
売上高	51,089	67,755	32.6%
アデランス事業	25,644	28,234	10.1%
フォンテーヌ事業	8,536	8,987	5.3%
ボズレー事業	8,401	9,320	10.9%
海外ウィッグ事業	5,214	17,992	245.1%
その他	3,293	3,219	-2.2%
営業利益	3,559	3,616	1.6%
アデランス事業	6,793	7,703	13.4%
フォンテーヌ事業	3,168	2,051	-35.3%
ボズレー事業	764	457	-40.2%
海外ウィッグ事業	-293	-1,234	-
その他	-259	-476	-
小計	10,173	8,501	-16.4%
調整額	-6,614	-4,884	-

出所：決算短信

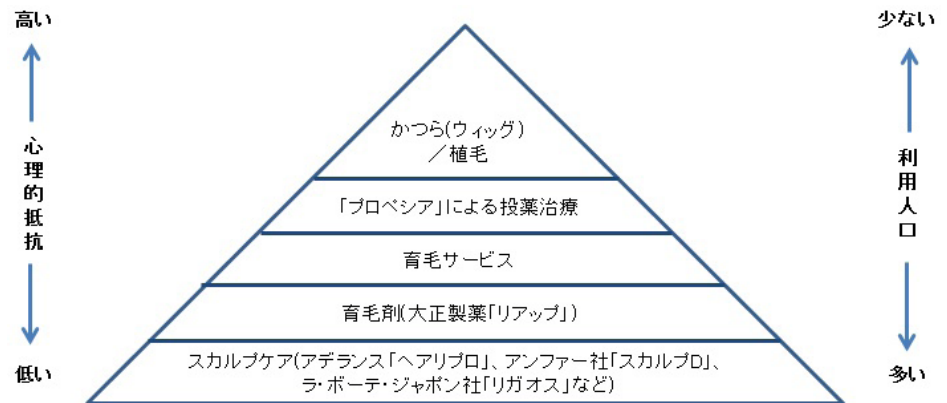
## ■ ヘアケア市場の分析

### ヘアケア市場には多様な商品・サービスがひしめく

前述のように、アデランスの業績は 2000 年頃を境に増益基調から減益基調へと大きなトレンド転換を経験した。同社の業績が 2012 年 2 月期を底に再び増益トレンドへと回帰できるのかどうかを判断するうえでは、広義のヘアケア市場におけるかつらの優位性の分析が不可欠である。

## (1) かつら (ウィッグ) の代替品市場の概要

## ヘアケア市場のイメージ図



出所：アデランス

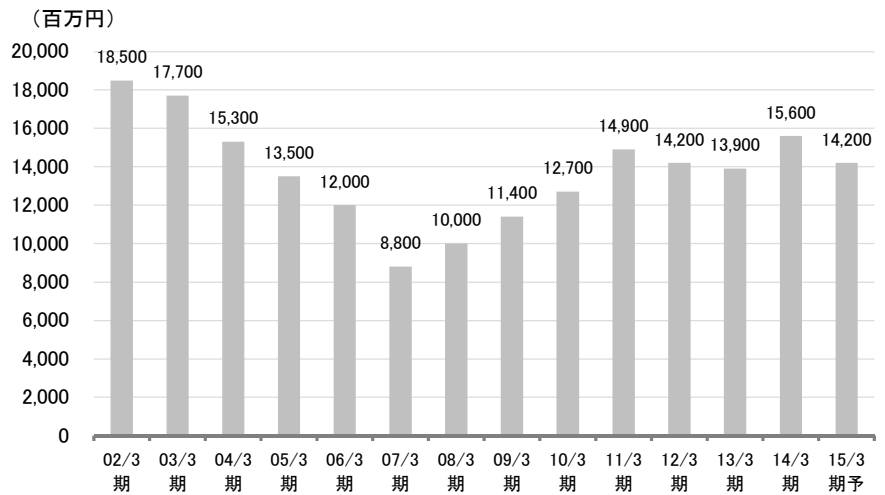
## ○入り口はスカルプケア剤

毛髪の悩みに対するヘアケア市場は、ステージごとにより細かに分類できる。アデランスでは「心理的ハードルの高低」と「利用人口の多寡」という観点から5つの領域に分類している。最も利用人口が多いとみられるのは、「スカルプケア」と呼ばれる領域で、発毛・育毛を促す薬用シャンプーが中心である。これらは医薬部外品にあたる。この分野には、アンファー社の「スカルプD」やラ・ポータ・ジャボン社の「リガオス」などがある。これらは、シャンプー1本が3,000円～4,000円の価格帯で、他のヘアケア方法と比較すれば安価で、開始への心理的・財政的ハードルが低い。ただし、効果の面では実感しにくい面があるため、脱落者を新規開始者で補うサイクルがキープできるかがポイントとなる。アデランスも「ヘアリプロ」というブランドでスカルプケア剤を販売しているが、ヘアリプロは単品販売だけでなく、育毛施術サービスでも活用しているため、売り切りが主体のスカルプDやリガオスとの単純比較は難しい。ヘアリプロ関連は、同社が積極的に宣伝を行っていないこともあり、低減傾向にある。

## ○「リアップ」とかつらとの棲み分け

スカルプケアの一段上が大正製薬の「リアップ」である。これは一般用医薬品（第一類医薬品）である。リアップの主成分であるミノキシジルは、本来は血圧降下剤として開発され、その際の副作用の多毛症を逆手にとって発毛剤に転用されてきたという経緯がある。元来が医薬品であるため、スカルプケア剤よりも効果があるとされるが、個人差があることは否定できず、スカルプケアと同様に、脱落者を新規開始者で補うサイクルが基本的な事業モデルとなっているようだ。「リアップ」シリーズは5,000円～8,000円の価格帯にあるため、価格面では施術を伴う育毛サービスよりは手軽といえる。したがって、1999年にリアップが発売された結果、同社の育毛サービスの潜在顧客が一定規模は流れたと考えられる。一方で、リアップ自体も右肩上がりというわけではなく、大きな浮沈を経験しながら年商130億円～140億円と横ばい圏で推移しているというのが最近の状況である。したがって、現時点では、アデランスの手掛ける各種サービスとの間で、棲み分けができていとみて良からう。ちなみに、リアップの登場以前は、この市場では第一三共<4568>の「カロヤン」シリーズ（第二類医薬品、第三類医薬品）が有名だった。

## 大正製薬ホールディングス「リアップ」シリーズの売上高推移



出所：大正製薬 HD の各年の決算説明資料

## ○大手かつらメーカーのもう一つの主戦場

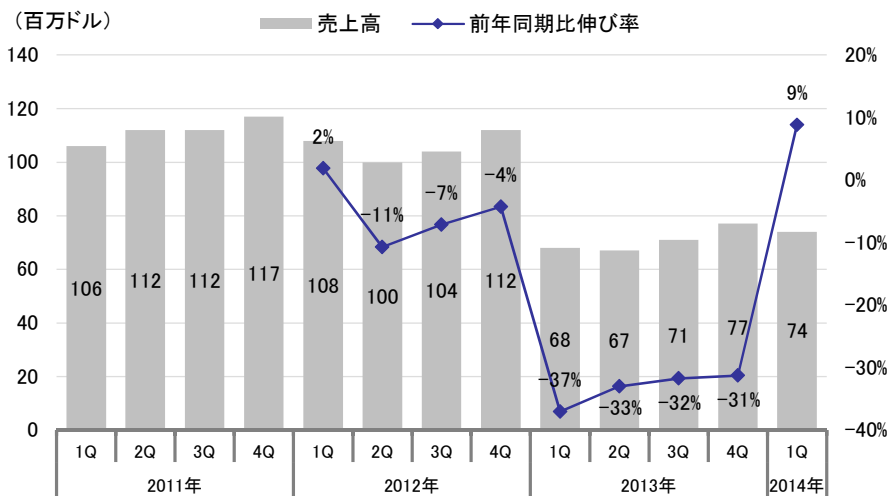
育毛サービスは、同社やアートネイチャーなど大手かつらメーカーにとっての主戦場の1つであり、かつらに踏み切る前の潜在顧客をしっかりと囲い込むという意味で重要なサービスである。同社は育毛サービスを「ヘアプロ」「ヘアシーダ」というサービス名で展開している。ヘアプロの場合、月1回の12ヶ月コースで約29万円、月2回の12ヶ月コースで約52万円（いずれも初年度の価格）となっており。スカルプケアやリアップに比較すると桁が違い、特に50万円という価格帯は、同社のオーダーメイドかつらの価格と肩を並べる水準である。同じ50万円を投じるなら増毛効果が確実なかつらを導入しよう、とはいかないところが、いわゆる心理的抵抗の効果であり、育毛サービス市場がここまで成長した主因であると言える。

## ○医薬品「プロペシア」の市場は限定的とみる

男性型脱毛症（AGA）の場合は、「プロペシア」（一般名はフィナステリド）という医薬品が選択肢として存在する。フィナステリドは前立腺肥大の治療薬として発売されたが、その後の研究で男性型脱毛症への効果が認められて、AGA治療薬としても認可された。プロペシアは医師の処方が必要な医薬品であり、この点で、スカルプケア剤（医薬部外品）やリアップ（一般用医薬品）と異なる。プロペシアの処方には医師によるAGAチェックを受ける必要がある。薬剤費は月間約1万円が平均的となっている。AGAの人には有効であるが、逆に言えばAGAに当てはまらない人にとっては選択肢にはならない。日本では2005年12月に発売された。同社の顧客層に対しても一定の影響を及ぼしたと考えられるが、その影響は具体体には不明である。しかし、近年はプロペシアの売上高が減少傾向にあることや、副作用に対する懸念がインターネットなどで話題になっている状況を考えると、プロペシアが将来的に同社の製品・サービスに決定的なダメージをもたらすとは考えにくい。



米Merck社のプロペシア世界売上トレンド



出所：Merck 社決算発表資料

○ヘアケア用薬剤類の市場規模は 600 ～ 700 億円

医薬品、医薬部外品を問わず、「発毛」や「育毛」といった機能をうたうスカルプケアおよび発毛剤・育毛剤の市場規模（前掲した「ヘアケア市場のイメージ図」の 2 段目、3 段目、4 段目の合計）は、合わせて 600 億円～ 700 億円の市場と業界では推定されている。

○「植毛」は医療行為。高価格でかつら以上に導入のハードルが高い

かつらと同様に増毛効果を確実に得られる手段として「植毛」がある。これは、自毛もしくは人工毛を頭皮に埋め込む医療行為であり、医師が外科手術として行う。植毛は料金が 100 万円単位と高額になることも珍しくなく、消費者にはかつら以上にハードルが高い。近年は韓国やタイなどに渡航して日本よりも安価で植毛を行う消費者も徐々に増えてきているようだが、国内市場においては、かつらと正面からシェア争いをするような存在にはならないと思われる。同社は、国内では植毛サービスを行っていないが、米国では 2001 年にボズレー社を買収し、植毛事業を展開している。米国では、ボズレー社の年間売上高がおおよそ 1 億ドルでシェア 10%と推定されているため、植毛の市場規模としては約 1,000 億円（1ドル 100 円換算）と推定される。一方、国内では、ニードーなどの一般企業以外に、クリニックが施術を行っているケースも多く、植毛の市場規模の推計は難しいが、一部の調査機関の調査をもとに約 40 億円～ 50 億円の市場との見方がされているようだ。

## 男性用 2 位・女性用 1 位のシェア、市場には中小も乱立

### (2) かつら (ウィッグ) 市場の分析

#### (a) かつら市場の概況

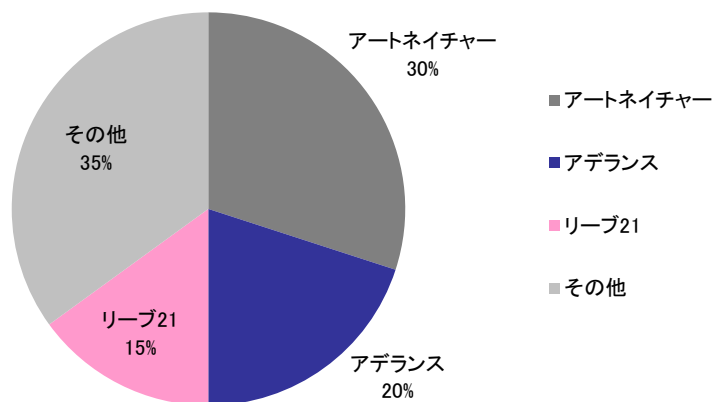
##### ○大手 2 社以外にも中小が乱立する市場

かつら (ウィッグ) は、ヘアケア市場の各種製品の中で、ある意味で究極的な製品と言える。増毛の実現可能性という点では 100% 確実なものであり、この点が他の代替策と決定的に異なっている。一方で、かつらならではのマイナス面もある。具体的には、ばれることへの不安、ずれることへの不安、蒸れなどの不快感などである。かつらの導入を決定したユーザーに対して、前述のようなマイナス面をどうやって払拭・克服しているかが、各かつらメーカーの商品性の差であり、競争力となってくる。同社とアートネイチャーは、国内のかつら市場で市場を二分して競争しているが、最終的には、個人の好みの要素も大きいため、どちらか片方が完全に勝利を収めるという状況は考えにくい。また、大手 2 社以外にも、中小も含めて数多くのメーカーが乱立している状況だ。かつらは高価なうえに外見に直接関わる部分なので、顧客の要求水準は高く、高い顧客満足度を獲得して自社に取り込み続けるには、大変な努力を要する。新規顧客が減少基調をたどっている現状では、既存顧客をリピート客として囲い込むことが何より重要となる。

##### ○国内かつら市場の規模は 1,300 億円

かつら市場の規模は、かつら本体の売り上げのほかに、かつらのメンテナンスや育毛サービス、ヘアカットなどの理美容サービスなども合わせて把握される。一部調査機関の集計やかつらメーカーへの取材などを通じて、現状の国内かつら市場の規模は、およそ 1,300 億円、男女別では、およそ半々という状況にあると推測される。現時点の市場シェアは、同社が男性用で 2 位、女性用で 1 位、アートネイチャーが男性用で 1 位、女性用で 2 位という状況である。

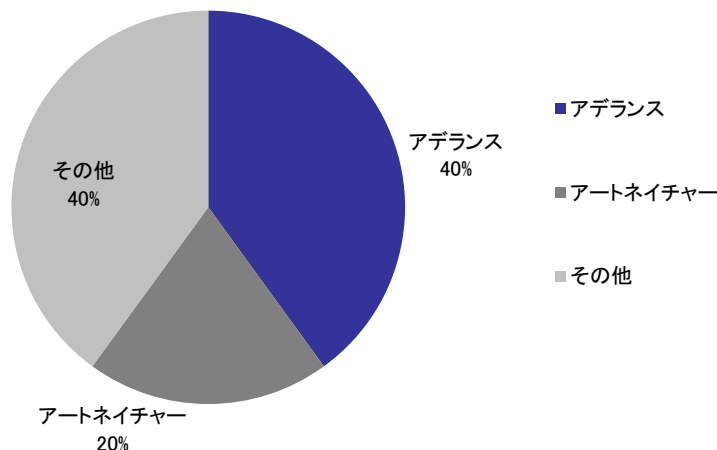
男性用かつらの国内シェア



出所：会社資料、取材などからフィスコ作成



女性用かつらの国内シェア



出所：会社資料、取材などからフィスコ作成

人口減少などにより国内男性かつら市場は縮小傾向

(b) 男性用かつら市場

○国内男性かつら市場は減少基調

国内の男性用かつら市場は、長期的には減少基調をたどると考えるべきであろう。このように考える根拠は大きく2つで、1つは人口分布の問題であり、もう1つは薄毛に対する意識の変化である。

○国内男性の人口減少が逆風

一般に、男性がかつら使用を開始するピークの年代は30代と言われている。2013年10月現在の統計によれば、男性の30代の人口は875万人となっている。一方、かつら使用開始の予備軍とも言える20代の人口は680万人と、30代の人口に比べて22%も少ない。すなわち、今後10年間で新規顧客の対象人口が20%以上減ることになる。

男性の10歳階級人口分布移動表

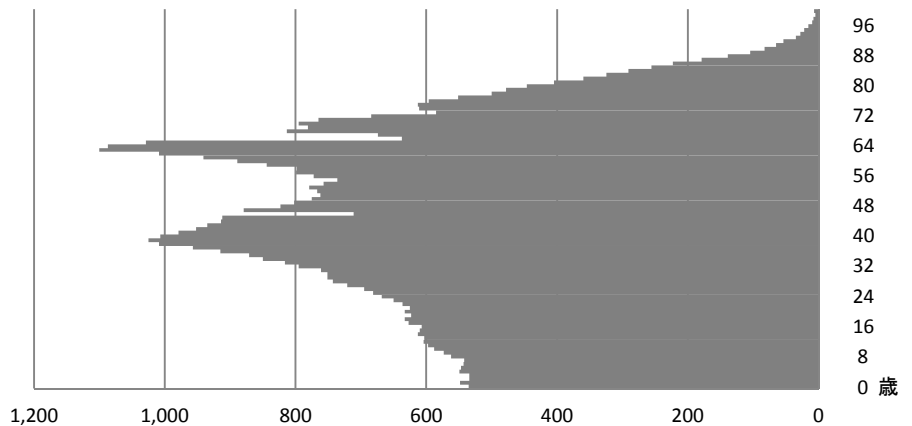
(単位：千人)

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

出所：総務省統計局「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成24年1月推計)」をもとにフィスコ作成

注：将来人口は「出生一定死亡中位推計値」を採用

男性の人口ピラミッド



出所:総務省統計局「人口推計」のデータをもとにフィスコ作成

### ○薄毛に対する意識の変化も逆風

意識面の変化も大きい。かつて「丸刈り」や「坊主頭」と呼ばれていたヘアースタイルが「ベリーショート」と名前が変わり、薄毛をカバーする手段として有効な選択肢となっている。何よりも、このような短髪のヘアースタイルが、ビジネス界においても受け入れられつつあることが大きいと考えられる。

### ○男性市場では高齢化は必ずしもプラスではない

60 歳以上の年代は、かつら使用者がかつらを使用しなくなる年代だと思われる。定年退職してビジネスの最前線から退くことや、収入面での変化などがかつらを使用しなくなる一つの転機になると考えられるからである。こうした高齢世代に対して、新たな価値観でかつらの使用をアピールし、需要を喚起することができれば、かつら業界全体として、男性用かつら市場を再活性化する道が開ける可能性がある。しかし、現状ではそうした潮流の変化は見えていない。

### ○かつらの主要ユーザー層の人口は 10 年間で 10% 減を想定

上記の「10 歳階級人口分布移動表」から明らかなように、10 歳から 89 歳までの男性の総人口は、2013 年から 2023 年までの 10 年間で 4.2% 減少することが予想されている。しかし、かつらの主たる顧客層となる 20 歳から 59 歳までの人口（同表でハイライトした部分）の人口に絞ると、減少率は 10% へと拡大する。単純に言えば年間 1% のペースとなる。ここに意識の変化が加われば、年間の市場縮小率はさらに拡大すると想定すべきであろう。

## 対象年齢人口の増加により国内女性かつら市場は緩やかに成長か

### (c) 女性用かつら市場

#### ○国内女性向け市場の成長余地は大きい

男性用とは対照的に、国内女性用かつら市場は、今後も成長の余地が大きいと考えられる。男性同様に、人口分布が変化するマイナス面での影響を避けることはできないが、かつらの使用開始年齢の違いや、増毛に対するニーズの強さが男性とは根本的に異なるため、今後 10 年～ 20 年は緩やかな成長が持続する可能性があると考えられる。

2014 年 6 月 27 日（金）

### ○女性の髪へのニーズは永遠。高齢化が市場拡大につながる

女性のかつら使用開始年齢のピークは 60 歳台である。女性がかつらを使用開始するきっかけは、男性の場合とは違って、高齢化に伴う薄毛が中心となっているからである。髪の毛に対する女性の意識は、男性とは全く異なり、生涯を通じて豊かな髪を欲する意識が持続すると考えられる。そのため、男性用かつら市場のように、薄毛に対する意識の変化で市場が縮小するリスクは小さいといえる。つまり、女性用かつら市場については、人口分布の推移と価格に代表される経済性を主として考えていけば良いと考えられよう。

### ○国内女性人口の大幅減少までにはまだ 30-40 年の時間的余裕がある

2013 年 10 月現在の女性の人口は 60 代が 949 万人、70 代が 747 万人、80 代が 468 万人となっている。10 年後・20 年後の潜在的新規顧客層となる 50 代・40 代の人口は、それぞれ 784 万人・876 万人である。女性の人口が大きく減少するのは 20 代人口の 651 万人であるが、現在 20 代の女性がかつらの主力ユーザーとなるまでにはあと 30 年～40 年かかるということになる。

また、下記の「10 歳階級人口分布移動表」に掲げたように、10 歳から 89 歳までの女性の総人口は、2013 年から 2023 年までの 10 年間で 4.3% 減少すると予想されている。しかし、女性用かつら市場の対象年齢を 40 歳から 89 歳までと考えてその年齢層に絞ると、同期間に人口は 2.5% 増加すると予想されている。

### ○女性の人口増は、男性の人口減を補うには足りない

このように、女性の場合は、年齢別人口分布の変化による市場規模の急激な縮小は起こりにくいと考える方がよい。しかし、女性の対象人口が増加すると言っても、男性の対象人口のマイナス分を埋め合わせるには足りていないという点には注意が必要だ。また、女性用市場も、いずれは人口減少の影響を受けることは避けられない。

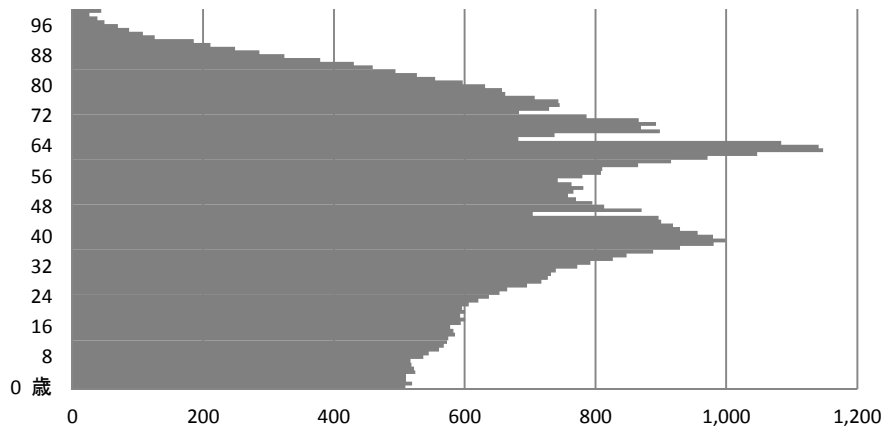
### 女性の 10 歳階級人口分布移動表

(単位：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：総務省統計局「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成 24 年 1 月推計）」をもとにフィスコ作成  
注：将来人口は「出生一定死亡中位推計値」を採用

## 女性の人口ピラミッド



出所：総務省統計局「人口推計」のデータをもとにフィスコ作成

### ○女性用市場には開拓の余地が大きい

女性用かつらの市場には、価格訴求力の高い製品の投入や、かつらを利用したファッションの提案などを通じて、まだまだ開拓の余地が大きいと思われる。髪の毛は女性のファッションの重要な要素であるため、かつらを使用することへの心理的な抵抗は男性に比べて低いとみられるが、現段階では、帽子やサンバイザーをかぶるのと同程度まで心理的抵抗が低いとは言えないと思われる。そこには、かつらを使用する手間やコスト、自毛へのこだわりなど、様々な要因が絡むと推測されるが、そうした心理的抵抗を最大限まで低めることができ、かつらの使用が帽子やサンバイザーのそれと同程度まで一般化する状況になれば、女性用かつら市場は今とは大きく様変わりしている可能性がある。女性用かつらのパイオニアであり最大手企業としての同社に期待されることは、まさにこうした自ら市場を創出する努力であろう。

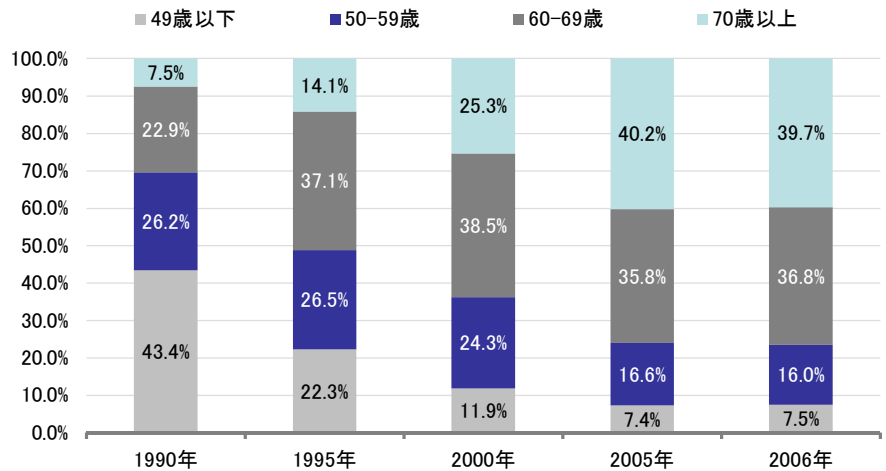
### ○かつらが「ファッション」としてブームになった実績も

過去に興味深い事例がある。女性がかつらを使い始める年齢の中心層は60歳代である。これは髪の毛の悩みが増加あるいは深刻化するのその年代だからであり、かつら利用開始のきっかけが単なるファッションよりも「悩み」であることが多いことを示している。しかし、下記のグラフにあるように、1990年は「49歳以下」が新規顧客の43%を占めたことがあった。この理由は、1970年頃の洋かつら（輸入かつら）ブームに遡る。この時のかつらブームは、20代女性の間でのファッションとしてのものであった。同社は、1980年代後半から女性用かつらのテレビコマーシャルを開始したり、1990年には女性用サロンの展開をスタートしたりといった販促策を行っていたが、そこに、かつてのかつらブームをけん引した女性たちが再度かつら市場に戻ってきた結果が前述した事象の背景である。

### ○若い世代をかつらに「慣らす」ことが重要

この事例からのインプリケーション（示唆）はいくつか考えられる。まずは、若い世代にかつら利用に慣れさせておくことで、「悩み」としてのかつら利用への心理的抵抗感を下げておくという中長期的な戦略が考えられる。また、帽子感覚、サングラス感覚でかつらを利用するというマーケティング戦略も可能であろう。いずれにしても、これらの諸施策は価格とのバランスがポイントになると思われるが、海外に自社工場を有する同社は、これらの諸施策を遂行するうえで最も有利なポジションにあると考えられる。

女性新規顧客の年齢別構成比



出所：アデランス（2006 年 2 月期の会社説明会資料）

## ■事業の詳細

### 男性かつらでは「ヘアクラブ」のリピート率高い、新規顧客獲得が課題

#### 国内男性、国内女性、海外の 3 つの切り口

同社の事業モデルは、大きく分けて、国内男性用かつら事業、国内女性用かつら事業、海外事業、の 3 つに分類できる。同社の情報開示は、オーダーメイド、レディメイド、海外事業（ボズレー事業と海外ウィッグ事業）という構造になっているが、レディメイド事業が実質的には女性用であるため、国内の男女別と海外の 3 つに分けて考察する方が理解しやすい。また、有力な競合相手として、上場企業のアートネイチャーとの比較で見ることにも理解を深めるのに有効だと考えられる。

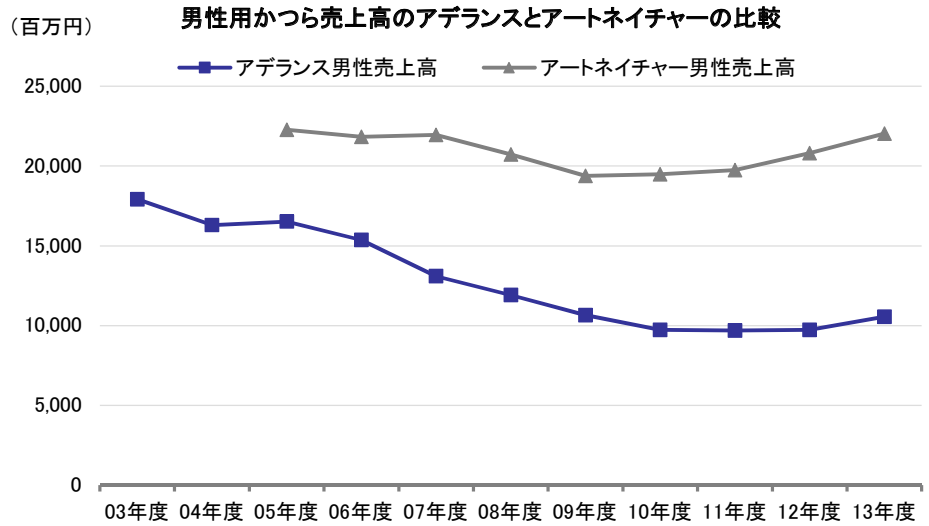
#### 男性用かつら市場でシェア 15%と業界 3 位

##### (1) 国内男性用かつら事業

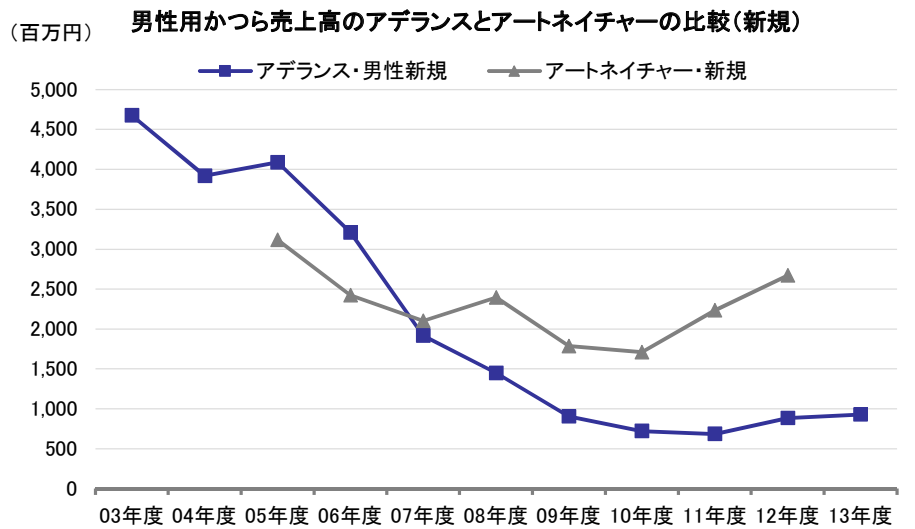
同社の男性用かつら事業では、「アデランス」ブランドのもと、オーダーメイドかつらの販売と育毛サービス、及び理美容などの周辺サービスを提供している。2014 年 2 月期の男性用かつら事業の売上高は 10,554 百万円（前期比 8.4% 増）であった。このうち、約 65% がかつら本体の売上高であり、約 35% が育毛サービスなどかつら以外のサービス・商品という内訳となっている。同事業の市場シェア（かつら本体の販売と育毛サービスなど関連サービスの合計）は約 15% と推定されており、業界第 3 位の位置だ。業界トップは推定シェア約 30% のアートネイチャーで、第 2 位は同約 20% の「毛髪クリニックリーブ 21」となっている。

#### ○過去 10 年間でトップから陥落

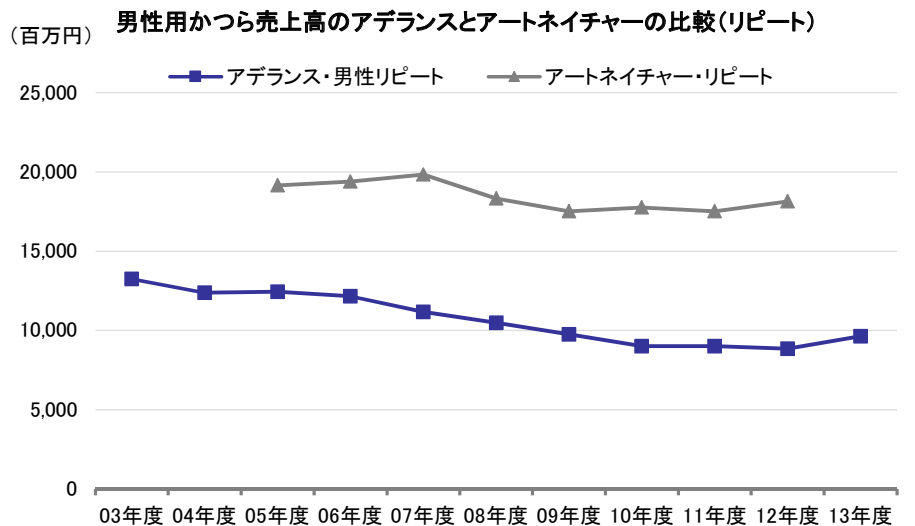
ここ 10 年間の変化を同社とアートネイチャーとで比較すると、両社とも減益トレンドに入っているが、同社の方が深い落ち込みで、回復も遅れている。それが 2000 年当時と現在とにおける両社のシェア逆転につながっている。



出所：各社決算説明資料からフィスコ作成



出所：各社決算説明資料からフィスコ作成



出所：各社決算説明資料からフィスコ作成



2014 年 6 月 27 日（金）

### ○全国に 155 店舗を展開

同社は、全国に 155 店舗を構え(すべて直営店)ている。同事業は、まず顧客のコンサルテーションを行うところから始まる。顧客の頭髪の状態や要望を踏まえて、多彩なメニューの中から最適な商品、サービスを提案する、という流れだ。こうした仕組みは男性用かつら最大手のアートネイチャーも同様であり、両社とも販売方法、販売戦略に大きな差は無い。

### ○「育毛サービス」は事業として重要なポジションを占める

前述のように、男性の場合、かつら利用を開始する年代は 30 代が中心となっている。こうした事情から、完全に頭髪が無いというケースは少数派で、自毛が残っているケースがほとんどだ。その自毛を長く活用するために、育毛サービスとかつらを併用するケースが多い。また、薄毛に悩み始めの当初は、心理的ハードルの低さから育毛サービスだけの利用者も多い。こうした顧客も将来的にはかつらの利用者となることが多いため、「育毛サービス」の充実には、同社を始め各社とも注力している。

### ○オーダーメイドの売り切りが基本だが、会費制の販売方式も用意

かつらの販売方法は、かつてはオーダーメイドで作製した一品ものの売り切り販売が主体であったが、同社は 2000 年代から「ファーザーズクラブ」という名称で年会費制サービスを開始し、2010 年には現在も続く「ヘアクラブ」へと発展させている。ヘアクラブは、いわば自動車のリース契約のイメージであり、年間 20 万円前後（月間 15,220 円～ 20,293 円）の会費を払うことで、オーダーメイドのかつらがメンテナンス無料で利用できるというものである。同様のサービスは他社も手掛けているが、同社のヘアクラブでは初期費用とメンテナンス費用を無料にし、ヘアセット・ヘアカット料金を低く抑えて割安感を打ち出している。一方、ヘアクラブの利用者は、2 年目以降のリピート率が高いという特徴があり、これが同社にとっての大きな強みになっている。現在では同社の男性用オーダーメイドかつらの約 30% がヘアクラブ方式で販売されている。

### ○個人の好みに左右されるのでクオリティでの差別化は難しい

商品のクオリティについては、一般に、同社を始めとする大手企業の製品に対する評価は高いようだ。同社の場合は、主にナイロン樹脂素材の毛髪に表面加工を施して、吸水性など目に見えない部分までも人毛に近づける工夫を行っている。しかし、最終的には消費者個々の好みに左右される部分も大きく、人口毛髪の質で決定的な差別化を図るのは困難というのが現実のようだ。

### ○生命線となる新規顧客獲得で明確な戦略を描き切れていない印象

先にグラフで示したように、2000 年代に入ってから同社は、ライバルのアートネイチャーに男性用分野で後れを取ってきた。とりわけ注目すべきは、新規顧客の売上高が、過去 10 年で見ても 50 億円近い水準から 5 億円近い水準にまで急激に落ち込んだ点である。事業の性格上、一定割合の顧客が離脱していくことは避けられないため、新規顧客の獲得は、かつら事業の生命線とも言える。この急激な落ち込みの原因については同社も分析しているようだが、ここからどう盛り返すかの方策は、中計でも言及されているものの、その内容は必ずしも明確ではなく、回復可能性に確信を抱けるものとは言えない。

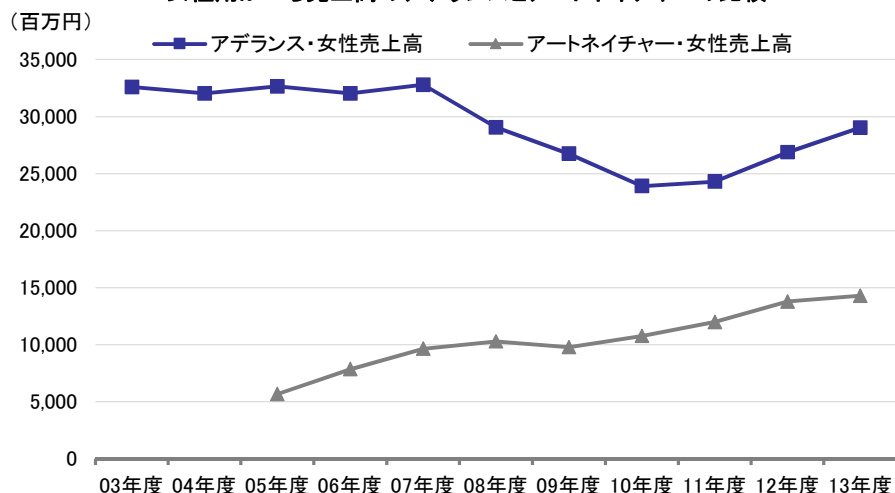
## 女性かつらではパイオニア、シェア 40%でトップ

女性用かつら市場ではシェア 40%のパイオニア

### (2) 国内女性用かつら事業

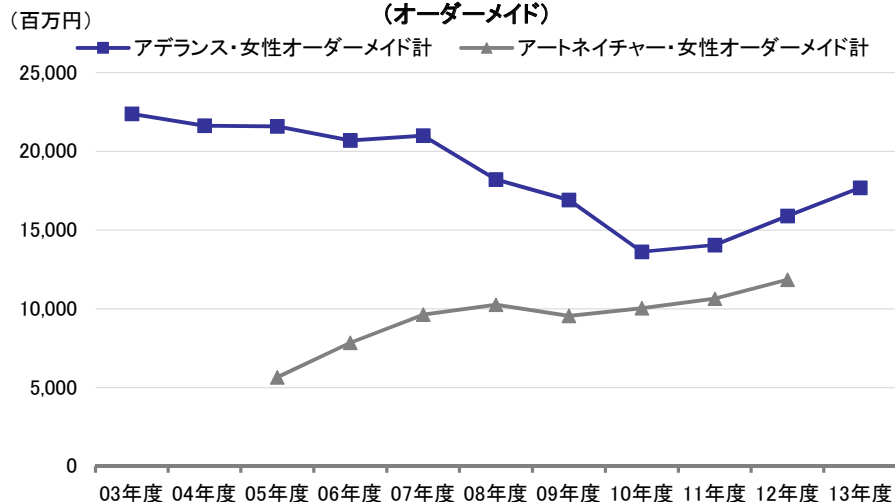
同社は、創業間もない 1970 年に女性用かつら市場に参入した。鐘淵化学工業が「フォンテーヌ」ブランドで製造販売していた女性用レディメイドかつらの販売会社を設立したのが始まりで、1985 年にはフォンテーヌ社を子会社化した。1990 年には女性用サロンの展開を始め、女性用オーダーメイドかつらを本格的に販売開始した。このように、女性用市場において同社は、レディメイドとオーダーメイドの両分野でパイオニア的な存在であり、今日の市場シェア 1 位の地位へとつながっている。2014 年 2 月期の女性用かつら（レディメイドとオーダーメイドを合わせた、かつら本体と育毛サービスなど周辺サービスの合計）の売上高は 26,666 百万円（前期比 9.1% 増）で、シェアは約 40%と推定されている。シェア第 2 位はアートネイチャーで約 20%と推定されている。女性用は、この両社で市場の 60%を占めており、男性以上に寡占化が進んでいると言える。

女性用かつら売上高のアデランスとアートネイチャーの比較



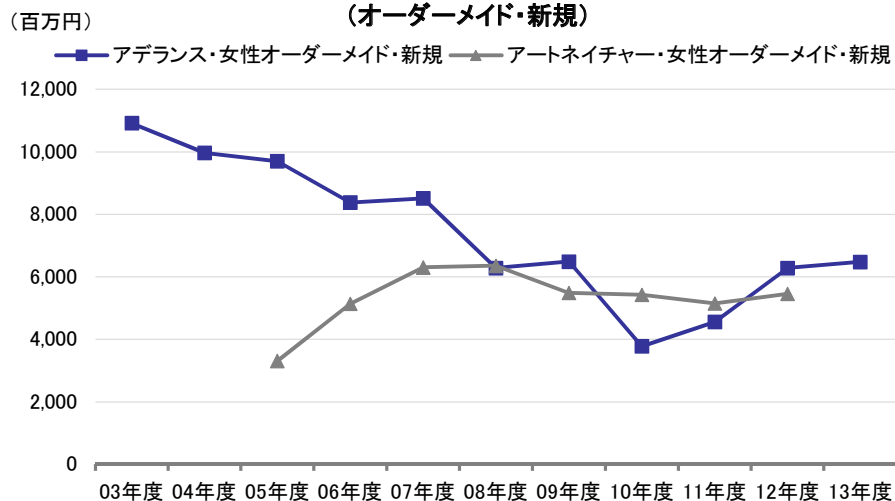
出所：各社決算説明資料からフィスコ作成

女性用かつら売上高のアデランスとアートネイチャーの比較  
(オーダーメイド)



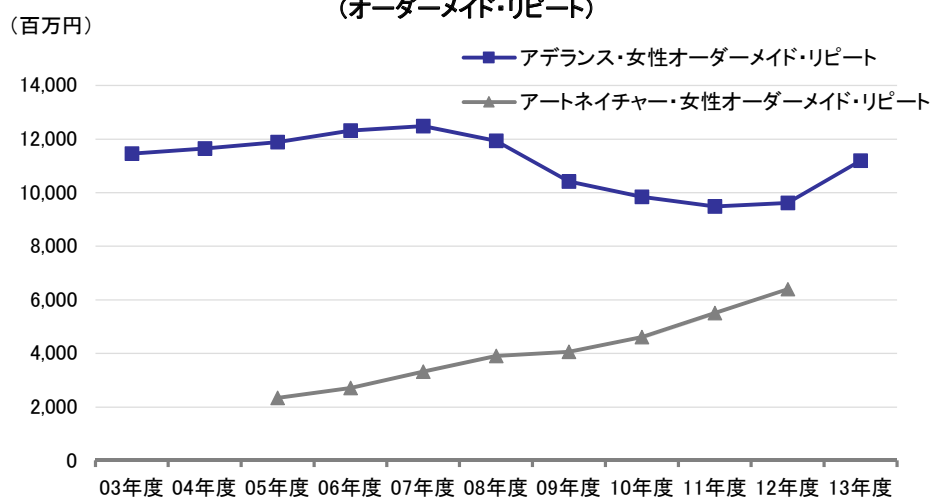
出所：各社決算説明資料からフィスコ作成

女性用かつら売上高のアデランスとアートネイチャーの比較  
(オーダーメイド・新規)



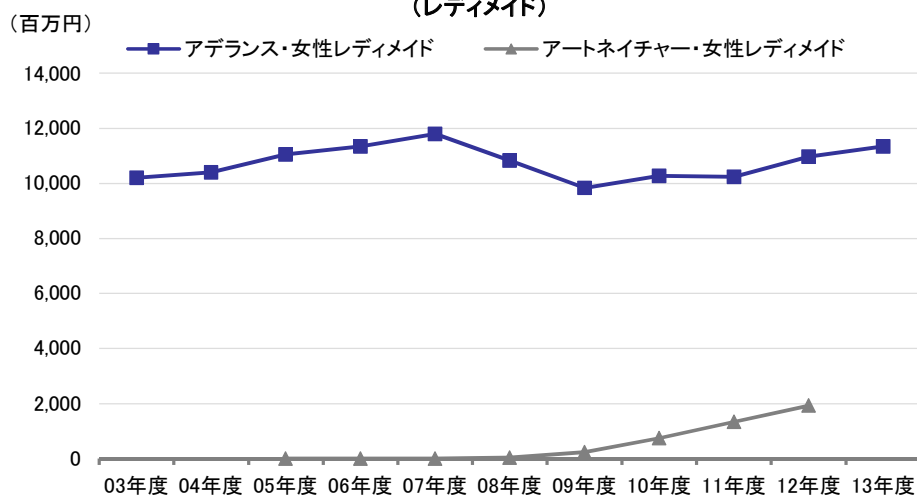
出所：各社決算説明資料からフィスコ作成

女性用かつら売上高のアデランスとアートネイチャーの比較  
(オーダーメイド・リピート)



出所：各社決算説明資料からフィスコ作成

女性用かつら売上高のアデランスとアートネイチャーの比較  
(レディメイド)



出所：各社決算説明資料からフィスコ作成

注：アデランスの FY09 (2010 年 2 月期) におけるオーダーメイドの新規・リピートの値は、アデランスの公表数値にフィスコが一部推計を加えたものである

### ○女性用にはレディメイドの市場も

女性用かつらは、オーダーメイドのほかにレディメイドがランナップされている点が男性用と異なっている。オーダーメイドかつらについては男性用と同様の販売方法であるが、レディメイドかつらについては、百貨店や大手総合スーパー（GMS）での対面販売が基本となっている。これは、百貨店の一角に販売コーナーを設け、販売員が顧客ニーズに合わせて商品を提案するというものである。

### ○オーダーメイドが 45 万円、レディメイドが 10 万円

価格については、オーダーメイドかつらの平均価格が 45 万円で、中心価格帯は 40 万円～50 万円、レディメイドかつらは平均価格が約 10 万円で、中心価格帯は 3 万円～20 万円、というイメージだ。オーダーメイドかつらの価格が高価なのは言うに及ばないが、レディメイドかつらの価格も比較的高価な領域にあると言える。ここから言えることは、同社にとって、レディメイドかつらは、オーダーメイドかつらと同様に、中高年者の髪の「悩み」を解決するための商品と位置づけていることだ。

### ○市場掘り起こしはシェアトップ企業としての使命

市場分析で前述したように、女性用かつら市場は、人口分布の変化の影響が比較的小さく、当面は成長が持続すると期待できる。しかし、それは男性と比較しての程度の差に過ぎず、長期的には市場が縮小していくことは避けられない。男性と女性とでは、薄毛に対する対応ニーズに大きな差があるだけでなく、心理的抵抗にも大きな差があると思われる。これを活かして、ファッション的な観点なども含めて、かつら（ウィッグ）のさらなる需要の喚起と、それに対応した商品ラインアップの充実は、同社にとっても不可欠だと考えている。

### ○市場活性化に向けて廉価製品の再投入などにも可能性があるとみる

同社は、過去に 10 代～20 代の若い女性向けのブランドを立ち上げ、低価格帯のファッション用ウィッグやつけ毛を直営店で販売していた時期があった。しかし現在では、直営店は閉鎖しており、それらの商品を自社の EC サイトや一部の店舗で販売しているのみとなっており、規模は縮小している。そこには一定の理由や合理性があったと推測されるが、市場全体の活性化策の 1 つとしては、このように比較的安価な分野の販売強化についても検討の余地があろう。

## 海外では北米市場に注力、レディメイドかつら・植毛領域で企業買収

### (3) 海外事業

#### 海外展開は論理的に正しい戦略。どうやって成功につなげるかが問題

国内男性用かつら市場のマイナス成長が続く公算が大きい状況にあって、同社が海外に活路を求めるといことは理に適った戦略であると弊社では考えている。問題は、同社の過去の海外事業においては、経営への関与度合いが低かったため、市場があるなかで業績を伸ばすことができなかったことだ。救いは、そうした失敗にも関わらず、海外展開を決して諦めてはいないということである。日本市場とは異なり、海外市場では広告宣伝などに多額の投資をして事業を拡大しようとするかつら会社は存在せず、それだけ同社の海外事業の拡大余地は大きいと思われる。ヘアクラブ社を買収したことで、海外でも国内と同様の戦略によって男性市場の拡大が見込めるほか、手付かずの状態である女性向けオーダーメイドでは特に成長が見込まれよう。

### ○現状の注力市場は北米

同社の海外戦略は、北米、欧州、中国を始めとする 3 極に及んでいるが、今回のレポートでは、販売の観点から特に重要な北米事業にフォーカスする。

(i) 2012 年までの概況

**アデランスの海外展開の歴史**

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
1987年 6月	米・インターナショナル・ヘアグッズ社を子会社化
1989年 3月	米・ルネ・オブ・パリ社を子会社化
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
1998年 3月	米・ニュー・コンセプト社を子会社化
1998年 9月	米・ジェネラル・ウィッグ社を子会社化
2001年 8月	米・ボズレー・メディカル・インスティテュート社(現ボズレー社)、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
2002年 6月	アデランス・リサーチ・インスティテュート設立(米)
2007年 8月	米 MHR 社を買収
2009年11月	アデランス・ヘアグッズ社を設立し、米国子会社 5 社を統合
2012年 9月	フランスでレ・ヌーベル・エスパセ・ポーテ社を子会社化
2013年 4月	米国でヘアクラブ社を子会社化

出所：会社 HP

**○レディメイドかつらと植毛の領域で企業買収**

同社は 1979 年に米国に進出したが、その当時は失敗に終わり、事業を縮小した。国土面積や売れ筋となる価格帯、アフターサービスへの価値観などの点で、日本とは全く市場が異なっており、日本方式を持ち込んでも通用しなかったためだ。その後 1980 年代後半に再び北米事業を強化した。その際は、初回の経験を踏まえて、レディメイドに特化する形で卸売業者やインポーターなど、主なものだけで 5 社のかつら関連企業を買収した。また、2001 年には植毛のボズレー社を買収した。植毛の分野では 2007 年に MHR 社も傘下に収めた。

**○業績面では苦戦が続いてきた**

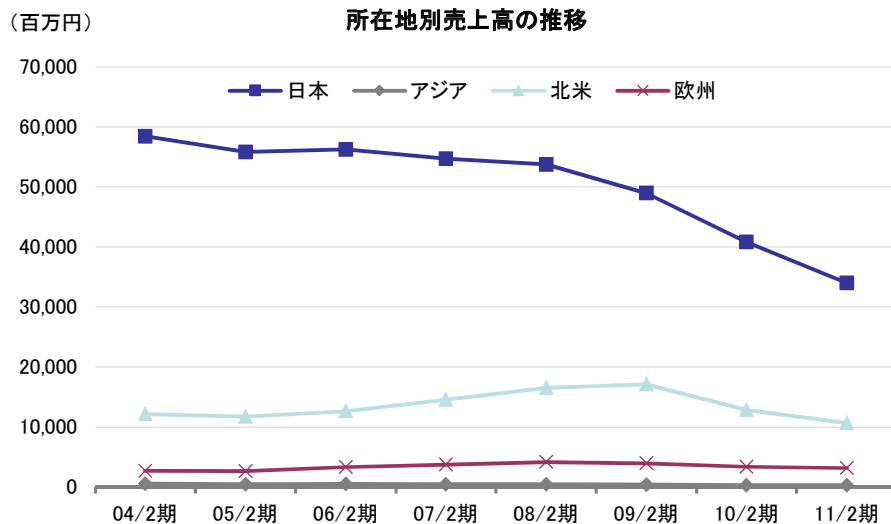
所在地別のセグメント情報(注：2012 年 2 月期以降は開示されていない)に明らかのように、同社の海外事業は、北米が年商 100 億円規模、欧州が同 30 億円規模、アジアが同約 5 億円規模となっている。損益的には、北米は一時的に黒字になったものの、営業赤字基調が定着していた。欧州はコンスタントに 1 億円～3 億円の営業利益を計上していたが、アジアは内部消去などを勘案すれば実質的には損益トントン程度だったと推定される。

**○リーマン・ショック後の 2000 年代後半にリストラを完了**

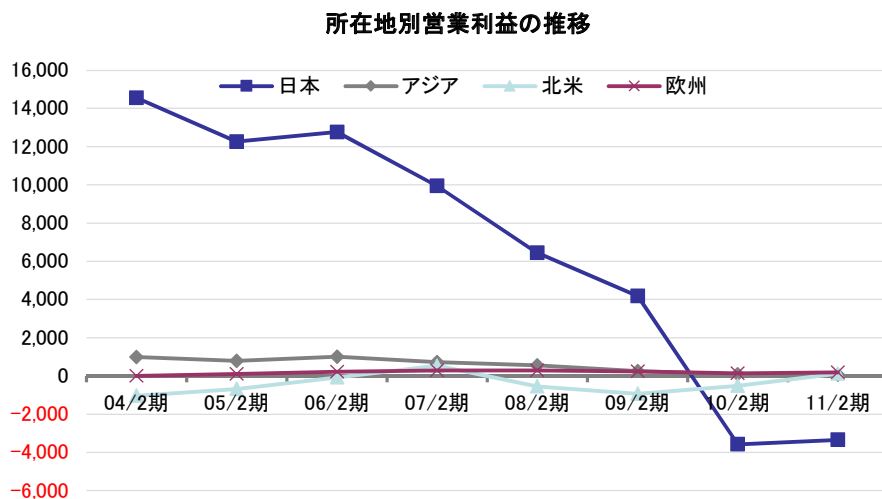
総括すると、北米においては、進出当初は期待を大きく裏切る結果となったが、その後で強化したレディメイドかつら事業(ウィッグ事業)においては、アデランス・ヘアグッズ(AHG)社を設立し、それまでに買収した 5 社を統合(2009 年)し、植毛事業においては MHR 社をボズレー社に統合(2010 年)して、経営のテコ入れを図った。

**○欧州は小規模ながら利益体質が定着**

欧州は北米に比べて規模が小さく今回はフォーカスしないが、健闘していると言える。同社はドイツ、フランス、ベルギー、イギリス、オランダ、スウェーデンの各国で、それぞれ現地ブランド企業を買収し、そのブランドをそのまま生かして、レディメイドかつらを主体として販売している。欧州は、国ごとに市場構造や消費者の嗜好、ブランドなどに差が大きいので、この販売戦略はこれまで有効に機能している。一方、製品の供給については、同社のフィリピンやタイ等の工場で生産したものを欧州各国の子会社に供給するという体制にしている(ラオス工場が 2014 年 9 月から稼働予定)。こうした事業モデルの結果として、欧州地域全体として、営業利益率で 10% 前後の利益を毎年安定的に計上している。



出所：各年度決算短信



出所：各年度決算短信

## 米国植毛市場の規模は 1,000 億円、ボズレーは好調ながら改善余地も

### (ii) 北米ヘアトランスプラント事業の状況

#### ○米国の植毛市場は 1,000 億円で日本の約 20 倍

ヘアトランスプラント（植毛）は、頭皮に人工毛や人毛を埋め込むものであり、外科的医療行為とされている。この点は日米とも同じである。国内での市場規模は 40 億円～50 億円と推定されているが、米国の市場規模はおよそ 1,000 億円と推測されている。





アデランス

8170 東証 1 部

2014 年 6 月 27 日 (金)

○ 2001 年にボズレー社を買収して米国植毛市場に参入

米国植毛市場で約 10% のシェアを有するボズレー社は、全米で約 11 のサージカルオフィス（クリニック）と約 33 コンサルテーションオフィスを拠点として展開していた。同社は当時、米国でレディメイドかつらのディーラーやホールセラーを買収して、かつらを個人向けに販売していたが、レディメイドかつらの補完を狙って 2001 年にボズレー社を買収して、ヘアトランスプラント事業に参入した。ボズレー社買収の直後に 9.11 の米国同時多発テロ事件が起こって思わぬ逆風を受けたが、その後は順調に立ち直って比較的安定的に利益を計上した。

2007 年には植毛事業の MHR 社を買収したが、今度は 2008 年のリーマン・ショックの影響を受けて大きく計画が狂い、2007 年から 2009 年までの 3 年連続で営業損失を計上した。こうした状況を受けて、MHR 社は 2010 年にボズレーに統合された。

ヘアトランスプラント事業の業績

(単位：)

	売上高			営業利益			営業利益率
	ボズレー	MHR	合計	ボズレー	MHR	合計	
2003 年	8,220	-	8,220	480	-	480	5.8%
2004 年	8,220	-	8,220	420	-	420	5.1%
2005 年	9,060	-	9,060	460	-	460	5.1%
2006 年	10,797	-	10,797	663	-	663	6.1%
2007 年	11,086	1,753	12,839	-228	-179	-408	-3.2%
2008 年	9,516	3,965	13,481	-229	-462	-691	-5.1%
2009 年	7,629	2,606	10,235	n.a.	n.a.	-220	-2.1%
2010 年	7,799	750	8,549	n.a.	n.a.	365	4.3%
2011 年	8,059	-	8,059	657	-	657	8.2%
2012 年	8,401	-	8,401	764	-	764	9.1%
2013 年	9,320	-	9,320	n.a.	-	n.a.	-

○ボズレーの業績は順調ながらも、改善の余地はある

2010 年以降、ボズレー社は再び営業黒字を回復し、収益に貢献している。しかし、この状況は手放して喜ぶ訳にはいかない。まず、売上高が伸びていない。2013 年（決算期では 2014 年 2 月期に相当）の売上高は、円換算ベースで約 900 百万円の増収となったが、ドルベースでは 104.8 百万ドルから 95.1 百万ドルへと 10% 近い減収だった。次に、営業利益率が期待値を大きく下回った状態が続いている。2009 年 2 月期～2011 年 2 月期までの 3 年間の中期経営計画では、下記の表のような形でボズレー社の収益計画が公表された。ここで明らかのように、MHR 社を除くボズレー社単体の営業利益率は 10%～15% 近くになると想定されていた。

2009 年 2 月期～2011 年 2 月期の 3 ヶ年中期経営計画における  
ヘアトランスプラント収益計画

(単位：)

	売上高			営業利益			営業利益率		
	ボズレー	MHR	合計	ボズレー	MHR	合計	ボズレー	MHR	合計
2007 年実績	11,086	1,753	12,839	-228	-179	-408	-2.1%	-10.2%	-3.2%
2008 年計画	11,106	5,001	16,107	756	-35	721	6.8%	-0.7%	4.5%
2009 年計画	13,045	5,350	18,395	1,455	107	1,563	11.2%	2.0%	8.5%
2010 年計画	15,327	5,750	21,077	2,213	257	2,470	14.4%	4.5%	11.7%

出所：会社説明会資料からフィスコ作成

2014 年 6 月 27 日（金）

## ○日本からテコ入れに着手

ボズレー事業の収入低下及び低収益性について、同社はメディア・バイイング（広告枠の確保）とメディア・ファティーフ（宣伝の陳腐化）の 2 つの要因を挙げた。前者は資金的なこともあるので改善は難しいとしたが、後者については新しい宣伝材料を作成し、2013 年 12 月に開始したことから、今後の効果に期待を寄せている。これらとは別に、過去にはコスト管理に力点を置いたマネジメントで営業力が低下したことも収益力低下の要因の 1 つのようだ。この点についても、日本からボズレー社の経営陣に人材を派遣してテコ入れを図っている状況にある。

## 米国の男性用オーダーメイドかつら首位ヘアクラブを買収

## (iii) 北米ウィッグ事業の状況

## ○ 2013 年、男性用オーダーメイドかつらのトップ企業を買収

同社は 2013 年 4 月に、米国の男性用オーダーメイドかつら市場で最大シェアを有する HC(USA) Inc.（ヘアクラブ社）を買収した。買収増額は 163.5 百万ドルである。同社は買収時点では、米国ではレディメイドかつらのみを手掛けていてオーダーメイドかつら事業を行っていなかった。ヘアクラブ社を買収したことで、米国も国内とほぼ同じ事業ラインナップとなった。

## ○北米かつら事業の売上高は 5 倍に拡大

ヘアクラブ社の 2013 年の業績の 9 か月分が、アデランスの 2014 年 2 月期の決算に反映された。その額は売上高で 10,642 百万円であった。従来からの北米でのレディメイドかつら事業の売上高が 2,660 百万円だったため、北米のかつら（ウィッグ）事業の規模は一気に 5 倍となった。

## 海外ウィッグ事業の売上高動向

地域	事業会社	事業内容	売上高	
			13/2 期	14/2 期
北米	AHG	レディメイドかつら	2,174	2,660
	HC Inc	オーダーメイドかつら	-	10,642
	北米ウィッグ事業計		2,174	13,302
欧州			3051	4,440
アジア他			283	547
海外ウィッグ事業総計			5,509	18,290

出所：会社説明会資料

## ○のれんの償却等で利益面での寄与は当面限定的

ヘアクラブ社の買収は、上述のように、事業規模の拡大と商品ラインナップの拡大という効果を持ち、今後の業績貢献が期待されることである。しかし、目先の利益面での寄与という点では、注意が必要だ。ヘアクラブ社の買収によって、バランスシートの無形固定資産においては、顧客資産で 7,502 百万円、のれんで約 6,000 百万円残高が増加した。これらから生ずる償却費は、年間約 2,400 百万円に上ると試算され、2015 年 2 月期以降の業績の押し下げ要因となる。ただし、この償却費は非資金的費用であって、キャッシュフロー上は影響を及ぼさない。海外ウィッグ事業ならびにアデランス自体の真の収益力を分析する際には、こうした営業権償却費の影響が排除できる EBITDA などを活用すべきであろう。

## 無形固定資産残高の推移

(単位：百万円)

	2013 年 2 月末	2014 年 2 月末
のれん	522	6,550
顧客関連資産	-	7,502
その他	2,549	6,239

出所：決算短信

2014 年 6 月 27 日（金）

## ほぼすべての製品を自社工場で生産、コスト・品質の両面で優位性を確保

### (4) 製造拠点

#### ほぼすべての製品を自社工場で生産

アデランスは、米国のヘアクラブ社のオーダーメイドかつらを除いた、すべての製品（一部の OEM 供給分を除く）を自社工場で製造している。こうした企業は国内外を見渡しても中小メーカーを除けば見当たらない。アートネイチャーも自社工場を有するが、外注依存率は同社に比べてはるかに高いとみられる。製造工程管理でコスト管理が行き届き、かつ、品質管理も十分に行えるということで、同社の自社製造体制は、今後、同社の強みとして重要な差別化ポイントになってくる可能性がある。

#### ○フィリピン、タイ、ラオスで生産

同社の生産基地はタイとフィリピン、及びラオス（2014 年 9 月に稼働予定）である。ラオスはこれまでは提携先会社の工場において同社の指導・管理のもと生産してきたが、2014 年 9 月から、アデランスの自社所有工場（ラオスの第 2 工場という位置づけ）が稼働する予定だ。

#### ○生産能力は十分に確保

同社の生産能力は明示されていないが、生産実績からの推測が可能だ。2013 年 2 月期の生産実績では、オーダーメイドかつらが 92,504 枚、レディメイドかつらが 583,542 枚となっている。これらの数字は最大生産能力に対して 60%～80% の水準と同社からコメントを得ており、生産能力は十分に足りていると言える。この状況でラオス第 2 工場が稼働すると、実生産量と生産能力との差がさらに拡大することになるが、かつらは典型的な工業製品ではなく、むしろ手工業的な色彩が強いため、表面的な設備稼働率の上下が収益性に及ぼす影響は限定的である。また、労働集約型の工場であるため、減価償却費負担が利益を圧迫するという懸念も当たらないであろう。

#### ○手作業が多く、人件費の安さは重要なポイント

生産工程は、プラスチックの樹脂（ペレット）を購入して、自社工場内で糸引き加工（もしくは製糸）して、ベースとなる人工頭皮シートに人工毛髪を植え込む、というものだ。植え込み作業は人手に頼るため、労働集約型の工場といえる。したがって、人件費の安さが重要なポイントになり、生産技術の開発や改良によるコストダウンの余地も比較的大きいと考えられる。

#### 生産拠点の概要

	会社名	2014 年 2 月期生産実績
タイ	Aderans Thai., Ltd.	オーダーメイドかつら： 81,114 枚
	World Quality Co., Ltd.	
フィリピン	Aderans Philippines, Inc.	レディメイドかつら：
ラオス	提携工場	502,940 枚
	第 2 工場（完全自社工場）	

出所：有価証券報告書、取材等からフィスコ作成

### ○ 自社工場でコストと品質の両面で優位性を確保し、正のスパイラルを実現

世界のかつら“メーカー”を見渡すと、実際には自前の工場を持たずに零細かつらメーカーから仕入れて販売する「かつらインポーター」あるいは「かつら販売業者」といった存在がほとんどだ。ライバルのアートネイチャーは連結子会社 2 社を通じてフィリピンに製造工場を有しているが、社外の製造業者にも生産を委託している。かつら製造は軽工業に属するため、中小の製造業者も多く、自社工場がコスト面で有利とは断言できない面もあるがアデランスは自社製造に強いこだわりを持っている。品質管理面では自社工場が有利なことが大きな理由の 1 つだ。同社はコスト面においても、立地、従業員の生産技術教育、生産管理等を通じて、競争優位性の保持に自信を見せている。生産コストは数量の関数でもあるため、この意味でも、同社の売上高の伸長が望まれる。すなわち、売上高が順調に回復基調をたどれば、生産コストの低下にもつながり、収益性の改善が加速するという、「正のスパイラル」が期待できる。

## 複数のブランド展開、顧客視点でのわかりやすさ向上が課題か

### (5) ブランド戦略

#### ○ サービス、商品で複数のブランドを展開

同社は、男性用かつら（オーダーメイド）は「アデランス」、女性用オーダーメイドかつらは「レディスアデランス」、女性用のレディメイドかつらは「フォンテーヌ」を中核にブランドを展開している。しかし、これらは「製品としてのかつらのブランド」であり、サービスに関しては、ブランド（サービスメニューと言ったほうが適切かもしれない）が非常に多彩になっている。男性用を例にとると、コンサルテーションの「ヘアチェック」、男性用の育毛サービスの「ヘアプロ」「ヘアシーダ」、部分増毛では「ピンポイントフィックス」「ピンポイントチャージ」、主力の増毛やかつら着装では「ヘアパーフェクト」「ヘアリベラ」「アデランスヘアクラブ」など 8 種類、といった具合だ。

#### ○ 多すぎるブランドやサービスメニューが顧客満足度を低下させている懸念

こうした多彩なサービスメニュー展開は、消費者の多様なニーズに応えているという反面、それらが併用可能であったり複層的に利用可能であったりするために、消費者が本当に自分に最適なメニューはどれなのかについて、混乱を招く状況も同時に創り出している懸念がある。ホームページを見ただけでは自分はどうしたらよいのかおおよその見当をつけることが難しい。同社側は、それゆえにコンサルテーション（ヘアチェック）をきちんと行います、ということなのだろうが、サービスメニューが多彩で複層的なため、消費者に「不必要なサービスも購入しすぎてはいないか」という疑念が生まれて、結果的に満足度の低下を招く可能性は否定できないであろう。

#### ○ 顧客満足度を何より重視する企業努力が空回りにならないよう配慮すべき

同社自身は、そうした指摘を受けるまでもなく、顧客満足度の向上に多大な企業努力を行っており、顧客との間で長期に渡る信頼関係が保持できるよう、販売についての厳しい自主規制のための社内ルールを設けている。この社内ルール遵守の代償として売上高減少も辞さないという姿勢を堅持した結果、実際に売上高が減少するという状況も起こったことがある。そうまでして大切にしたい顧客満足度が、サービスメニューの複雑化でかえって悪化しているとしたら、皮肉なことである。そういった意味から、ブランド展開あるいはサービスメニュー展開について、わかりやすさを高める余地は大いにあるように思われる。

## 男性用サービスメニューの例

サービス名	内容	料金体系例
ヘアチェック		
ヘアチェック	抜け毛原因や頭皮状態を診断しアドバイス	
発毛・育毛		
ヘアリプロ	スカルプケア剤とハンドケア、機器による施術	12 か月 12 回で約 29 万円
ヘアシーダ	髪を太くし自毛だけでボリュームアップ	12 か月 12 回で約 26 万円
ホームコース	ケアプラン作成と自宅でのスカルプケア剤によるケア	
フィジカルエステ	髪にハリとコシを取り戻すケア	
部分増毛		
ピンポイントフィックス	気になる部分を自由に増やせる増毛	
ピンポイントチャージ	気になるところに部分的に増毛。バイタルヘアを使用	
新増毛・かつら		
ヘアパーフェクト	自然さと軽さが特徴	
ヘアパーフェクトリベラⅡ	頭皮部分に超極薄素材を使用し軽くて自然なつけ心地	
フレックス	段階式増毛法。生え際もリアル	
ADERANS GOLD	究極の生え際、付けたままシャンプー、長期連続着用	
アデランスヘアクラブ	安心の年会費制、メンテナンス無料、オーダーメイド	月 15,220 円～ 20,293 円
メンズアデランス	スタイル自由自在、完全オーダーメイド	
ヘアスキン	極薄スキンでリアルな生え際を再現	
HP-1	新編み込み式、自分の髪感覚、快適でタフに使える	

出所：会社 HP からフィスコ作成

## ○女性用でも過去、頻繁なブランド変更が見られた

また、女性用オーダーメイドかつらは、「レディスアデランス」(2009 年 12 月まで)→「Fontaine」(2010 年 1 月から 2010 年 12 月まで)→「Fontaine by レディスアデランス」(2011 年 1 月以降)とブランド名を変えてきている。こうしたブランド名の頻繁な変更が、明確な戦略に基づくものであればよいが、短期間の変更は消費者にとっては混乱を招く懸念がある。

## ■ 財務分析

## 販管費・人件費の高さが課題、マージン改善で ROE 向上へ

## (1) 経営指標分析

## ○ ROE は 13.0% でもう一步の改善が望まれる水準

同社の 2014 年 3 月期末の自己資本利益率(ROE)は 13.0%となっている。日本企業としては平均的な水準ともいえるが、グローバル企業としてはやや見劣りがする水準だ。また、直接のライバルであるアートネイチャーと比較しても、3 ポイントの差がついている。その意味ではまだまだ改善が期待される部分といえる。

## ○ ROA の低下が ROE 伸び悩みの原因

ROE は ROA と財務レバレッジ合計から成る。同社は 2013 年 3 月期に有利子負債残高がほとんどなかったため、ROE と ROA がほぼ同じだった。しかし 2013 年 4 月の米ヘアクラブ社買収に関連して有利子負債残高が 9,713 百万円に増大し、また総資産も約 22,988 百万円増加したため、ROE13.0%に対して、ROA が 8.6%に低下した。アートネイチャーとの比較ではこの ROA の差が、ROE の差につながっている形となっている。



2014年6月27日（金）

### ○マージンの低さがROA、ひいてはROEの足を引っ張っている

同社の8.6%というROAは、マージン（売上高経常利益率）6.6%とターンオーバー（資産回転率）1.29回/年の積でもたらされている。このうち、資産回転率は、工場やサロン・店舗などの固定資産を抱えている企業としてはむしろ高いともいえ、アートネイチャーとの比較では明確に上回っている。したがって、ROAの低下あるいは比較劣位の要因は、マージンに帰せられる。

### ○マージンの低さは売上高販管費率の高さが原因

マージンの大元となる売上総利益率は、79.6%と決して低くなく、アートネイチャーとの比較でも優位にある。しかし、売上高販管費率が74.3%と高いため、売上高営業利益率が5.3%に低下してしまい、売上高経常利益率も押し下げられている。

### 財務分析比較

会社名	アデランス				アートネイチャー				
	8170				7823				
	2月				3月				
決算期	12/2期	13/2期	14/2期	15/2期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	
主要数値									
売上高	百万円	47,422	51,089	67,755	74,000	31,813	35,091	40,017	43,840
販管費	百万円	36,330	38,145	50,321	-	19,839	21,855	24,318	-
営業利益	百万円	2,531	3,559	3,616	4,100	3,306	4,066	5,383	5,528
経常利益	百万円	2,547	3,849	4,481	4,000	3,417	4,109	5,461	5,597
当期純利益	百万円	1,134	3,301	4,281	4,400	1,626	2,310	3,131	3,286
総資産	百万円	35,697	40,904	63,892	-	28,482	32,544	37,754	-
株主資本	百万円	30,048	33,349	37,348	-	16,126	17,646	21,308	-
有利子負債	百万円	0	9	9,714	-	0	0	0	-
減価償却費	百万円	1,362	1,061	3,149	-	736	698	819	-
EBITDA	百万円	3,893	4,621	6,766	-	4,042	4,764	6,202	-
収益性・効率性									
自己資本利益率	%	-	10.4%	12.1%	-	-	13.7%	16.1%	-
総資産経常利益率	%	-	10.0%	8.5%	-	-	13.5%	15.5%	-
資産回転率（回/年）	回/年	-	1.33	1.29	-	-	1.15	1.14	-
売上高経常利益率	%	5.4%	7.5%	6.6%	5.4%	10.7%	11.7%	13.6%	12.8%
売上高総利益率	%	81.9%	81.6%	79.6%	-	72.8%	73.9%	74.2%	-
売上高販管費率	%	76.6%	74.7%	74.3%	-	62.4%	62.3%	60.8%	-
売上高営業利益率	%	5.3%	7.0%	5.3%	5.5%	10.4%	11.6%	13.5%	12.6%
EBITDAマージン	%	7.8%	9.0%	10.0%	-	12.7%	13.6%	15.5%	-
成長性									
売上高※	%	16.0%				11.3%			
営業利益※	%	17.4%				18.7%			
当期純利益※	%	57.1%				26.4%			

出所：各社の公表財務諸表からフィスコ作成

注：2011年度を起点として2014年度会社予想までの3年間の年平均成長率、予想は会社予想

### ○増収基調に転じたことで、販管費のコントロールと増収を両立させやすくなってきた

同社はここ数年、精力的に販管費の削減に努めてきた。しかし、過去10年のレンジで見ても、まだ好業績時の名残があった2000年代前半は、売上高販管費率が70%を下回って推移していた。2000年代の中盤以降は売上高の減少幅が急激で、販管費削減が追い付かない状況となって、販管費率が一気に上昇した。しかし現在では売上高が底打ちして増加に転じており、対売上高比率を抑制しながらも費用の絶対額を増加させて、収入増に結び付ける、といったことが可能な状況になってきた。広告宣伝費と販促費について、今後の活用の仕方が注目される。



2014 年 6 月 27 日 (金)

## 販管費の内訳と過去の推移

(単位: 百万円)

	04/2 期	05/2 期	06/2 期	07/2 期	08/2 期	09/2 期	10/2 期	11/2 期	12/2 期	13/2 期	14/2 期
売上高	73,881	70,625	72,690	73,498	74,998	70,463	57,355	48,171	47,422	51,089	67,755
売上総利益	60,734	58,299	59,999	59,772	59,533	55,582	44,488	38,877	38,862	41,704	53,938
販売費・一般管理費	49,938	49,830	49,680	51,560	55,467	53,074	49,753	44,760	36,330	38,145	50,321
広告宣伝費	12,109	12,440	12,199	12,660	13,159	11,456	10,940	9,557	5,822	7,427	10,601
販売促進費	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	1,354	1,980	2,362
人件費	19,556	19,316	19,759	20,418	21,423	21,320	19,411	17,457	15,299	14,795	n.a
店舗関係費	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	10,431	8,800	7,193	6,426	n.a
営業権償却費	n.a	n.a	11	9	624	675	418	373	238	113	368
研究開発費	n.a	n.a	977	1,557	1,664	1,335	1,575	1,554	1,506	1,611	450
売上高売上総利益率	82.2%	82.5%	82.5%	81.3%	79.4%	78.9%	77.6%	80.7%	81.9%	81.6%	79.6%
売上高販管費率	67.6%	70.6%	68.3%	70.2%	74.0%	75.3%	86.7%	92.9%	76.6%	74.7%	74.3%
売上高営業利益率	14.6%	12.0%	14.2%	11.2%	5.4%	3.6%	-9.2%	-12.2%	5.3%	7.0%	5.3%

出所: 決算説明資料、取材等からフィスコ作成

## ○競合との比較では売上高人件費率の高さに大きな差がある

競合のアートネイチャーとの比較で販管費の内容をみると、人件費の割合において依然として両社に大きな差があることがわかる。これはサロンの設置数や海外展開の状況の違いなども影響しているため、一概に同社が「悪い」とは言い切れない。しかし、同社の方が「効率性が低い」ことは明白だ。2014 年 3 月期の人件費は、非開示とされている。これは営業上の秘密に分類されたことのほかに、ヘアクラブ社買収によって過去との連続性がとりにくくなってきたことも理由の一つと考えられる。弊社では、ヘアクラブ社がオーダーメイドかつらを主として手掛けていることや、国内でもサロン事業（オーダーメイドかつら販売）のサービス拡充に注力していることから推測すると、売上高比率での低下基調には一旦ブレーキがかかった可能性があると考えている。

## 販管費の主要項目の対売上高比率の比較

		06/3 期	07/3 期	08/3 期	09/3 期	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期
販管費総額	アデランス	68.3%	70.2%	74.0%	75.3%	86.7%	92.9%	76.6%	74.7%	74.3%
	アートネイチャー	56.5%	59.5%	57.7%	62.5%	63.5%	63.5%	62.4%	62.3%	60.8%
広告宣伝費	アデランス	16.8%	17.2%	17.5%	16.3%	19.1%	19.8%	12.3%	14.5%	13.0%
	アートネイチャー	17.8%	19.0%	18.1%	19.8%	19.0%	19.2%	18.7%	18.0%	17.1%
人件費	アデランス	27.2%	27.8%	28.6%	30.3%	33.8%	36.2%	32.3%	29.0%	n.a
	アートネイチャー	13.2%	13.1%	13.1%	13.8%	14.5%	13.9%	13.9%	13.9%	0.0%
研究開発費	アデランス	1.3%	2.1%	2.2%	1.9%	2.7%	3.2%	3.2%	3.2%	0.7%
	アートネイチャー	-	-	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%

出所: 各社の決算説明資料、取材に基づきフィスコ作成

## ライバルの攻勢で一時低迷するも、リストラを断行し黒字体質が定着

## (2) 過去の業績推移

## ○連結営業利益のピークは 2002 年 2 月期

同社は 1968 年の創業から 2000 年代初頭までの約 40 年間はひたすら右肩上がりの成長を実現したが、2000 年代中盤以降は一転して、減収減益基調をたどった。2012 年 2 月期に業績が底打ちして黒字化を達成し、増益に転じて現在に至っている。

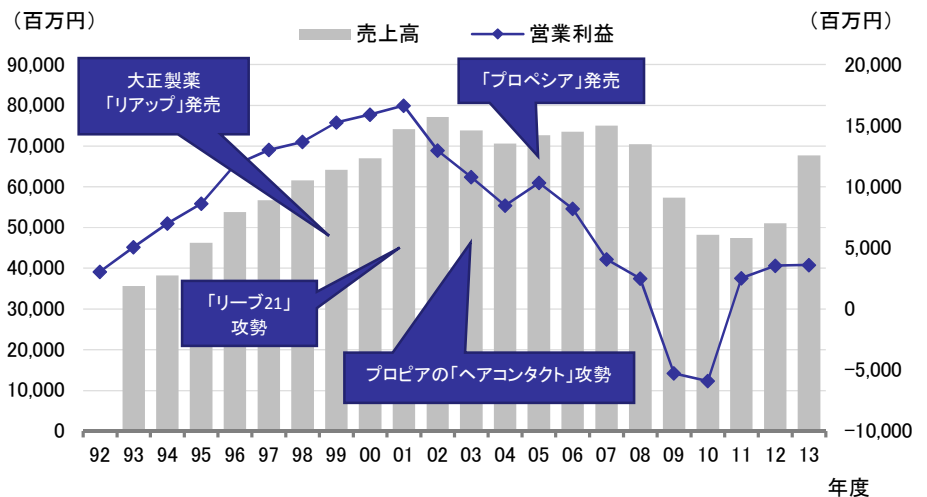
2014年6月27日（金）

### ○ライバルの攻勢、かつら代替品の登場で売上高減少

同社の業績トレンドが増益から減益へと大変換となった理由は、ヘアケア市場における代替品の登場やライバル企業の攻勢であった。そもそも、同社が90年代に大きく成長した理由は、かつら販売よりも「育毛サービス」の成長があった。同社はこの分野で「ヘアサポート」というブランド名でサービスを提供し、同社の収益源として成長を実現してきた。しかしこの分野において、まず、1999年に大正製薬ホールディングス<4581>が「リアップ」を発売した。また、2001年には毛髪クリニックリーブ21（非上場）が、育毛・発毛をうたう「リーブ21」の大量宣伝で攻勢をかけてきた。さらには2005年には男性型脱毛症（AGA）治療薬「プロペシア」が発売された。こうした非かつら勢力の攻勢で同社の収益源の1つであった「育毛サービス」が大きく減収となった。

主力の男性用かつらにおいても、2003年にプロピアが増毛商品「ヘアコンタクト」で攻勢をかけ、同社にとってはダメージとなった。同社とビジネスモデルがほぼ同じアートネイチャーもその間、減収となる時期もあったが、その傷は同社に比べて浅く、結果的に同社はシェアを失った。

長期業績トレンド



出所：会社資料、取材等からフィスコ作成

### ○女性向け売上高減少の影響も大きかった

2000年代の同社の業績凋落の隠れた主因は女性用顧客の取りこぼしにあった。業績がピークであった2002年2月期においては、女性向け売上高合計は男性向け売上高合計に約2倍の規模を有していた。この女性用かつら売上が大きく落ち込んだことが、利益の減少につながった。

### ○リーマン・ショックの逆境をばねにリストラを断行。黒字体質が定着

2008年のリーマン・ショックで同社の業績はいよいよ悪化したが、それは同社の危機感を高め、コスト削減に本腰が入る契機ともなった。2010年2月期には1985年9月の株式店頭公開以降で初の営業損失を計上するに至った。同社は、従前から取り組んでいた資産圧縮や広告宣伝費、販売促進費等の見直し、人件費・労務費の削減などの、リストラ策を強化した。2011年2月期はコスト削減が売上高の減少に追いつかず再び営業損失となったが、2012年2月期には、売上高がさらに減少したにも関わらず、販管費削減が奏功して、黒字転換を果たした。

2014年6月27日（金）

## 売上高はヘアクラブ買収で大幅増、経費削減・円安効果も加わり増益確保

### (3) 2014年2月期決算

#### ○売上高 33%増、経常利益 16%増

2014年2月期決算は、売上高 67,755 百万円（前期比 32.6% 増）、営業利益 3,616 百万円（同 1.6% 増）、経常利益 4,481 百万円（同 16.4% 増）、当期純利益 4,281 百万円（同 29.7% 増）となった。売上高の増収額 16,666 百万円のうち約 10,600 百万円は 2013 年 4 月に買収した HC（ヘアクラブ）社の分であるため、実質的な増収分は約 6,000 百万円だった。

#### ○国内は増収効果と経費削減、海外は円安効果で増益

営業利益の増減を国内と海外で分けて分析すると、国内は売上総利益の増加や一部販管費の削減で 2,617 百万円の増益効果があったが、広告宣伝費の増加が 1,414 百万円、販促費の増加が 382 百万円あったため、国内営業利益で 821 百万円増となった。海外では、HC 社要因と円安効果を含む粗利益増加が 10,121 百万円あったものの、円安による販管費増加 2,195 百万円と HC 社の販管費 8,873 百万円があったために、947 百万円の営業減益となった。これにその他の営業増益要因 183 百万円が加わり、最終的に営業利益は 57 百万円の増益となっている。

営業外損益で 1,213 百万円の為替差益が計上されたため経常利益は前期比 16.4% 増と大きく増加した。また、繰越損失による税効果で、当期利益は 4,281 百万円と経常利益と同じ水準となった。

#### ○経営陣が最重視する EBITDA は 46%増

同社の経営陣は、同社が M&A による営業権償却負担の重さゆえに、営業利益は企業業績の実態を正しく反映していないと考え、EBITA（営業利益と減価償却費の和）を営業利益に代わる重要な経営指標としている。2014 年 2 月期は償却費が合計で 3,149 百万円となり、EBITDA は 6,766 百万円（前期比 46.4% 増）となった。

### 損益計算書

（単位：百万円）

	06/2 期	07/2 期	08/2 期	09/2 期	10/2 期	11/2 期	12/2 期	13/2 期	14/2 期	15/2 期 (予)
売上高	72,690	73,498	74,998	70,463	57,355	48,171	47,422	51,089	67,755	74,000
売上総利益	60,000	59,772	59,533	55,582	44,488	38,877	38,862	41,704	53,938	-
販売費・一般管理費	49,680	51,560	55,467	53,074	49,753	44,760	36,330	38,145	50,321	-
営業利益	10,319	8,212	4,066	2,508	-5,264	-5,883	2,531	3,559	3,616	4,100
経常利益	11,061	8,815	4,407	2,472	-5,351	-6,317	2,547	3,849	4,481	4,000
当期純利益	6,149	6,091	590	-2,172	-9,851	-23,213	1,134	3,301	4,281	4,400
1 株当たり利益（円）	150.51	156.26	15.25	-56.11	-261.98	-630.65	30.83	89.69	116.32	119.54
1 株当たり配当金（円）	75.00	80.00	36.00	20.00	0.00	0.00	0.00	10.00	10.00	15.00
設備投資額	2,565	3,701	3,125	2,375	2,536	2,150	1,249	1,782	2,011	-
減価償却費	2,012	2,084	2,520	2,591	2,380	1,882	1,170	1,061	3,149	-
EBITDA	12,331	10,296	6,786	5,099	-2,884	-4,000	874	4,433	6,766	7,600
自己資本比率（%）	79.1	79.3	77.9	80.5	77.8	64.4	73.2	73.6	55.7	-
1 株当たり純資産（円）	1,760.45	1,877.95	1,816.84	1,582.09	1,339.98	692.02	710.33	817.40	966.12	-

2014 年 6 月 27 日 (金)

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	06/2 期	07/2 期	08/2 期	09/2 期	10/2 期	11/2 期	12/2 期	13/2 期	14/2 期
流動資産	35,257	35,985	33,288	27,700	26,738	19,669	20,390	24,845	27,111
現預金	14,238	14,525	14,138	9,941	15,381	11,174	11,495	14,001	10,755
売上債権	5,167	5,565	5,944	5,471	4,120	4,016	4,220	4,961	6,248
その他	15,850	15,892	13,204	12,286	4,233	4,477	4,674	5,879	10,105
固定資産	52,233	55,672	57,063	48,402	36,631	19,876	15,306	16,059	36,780
有形固定資産	26,902	28,144	27,600	25,966	21,913	11,930	8,725	9,047	11,723
無形固定資産	5,478	6,552	8,825	4,932	4,363	3,336	2,661	3,072	20,292
投資等	19,852	20,975	20,637	17,503	10,354	4,609	3,919	3,939	4,764
資産合計	87,490	91,658	90,352	76,102	63,369	39,546	35,697	40,904	63,892
流動負債	12,546	11,281	13,258	9,995	9,813	10,189	6,467	7,852	11,036
支払債務	1,408	1,632	1,224	1,236	473	389	257	483	1,174
短期借入金	-	-	-	960	-	-	-	8	1,051
その他	11,134	9,644	12,031	7,794	9,336	9,796	6,203	7,355	8,806
固定負債	5,606	7,355	6,667	4,763	4,137	3,884	3,068	2,833	17,032
社債・借入金	-	1,257	775	44	-	-	-	1	8,662
その他	5,606	6,098	5,892	4,719	4,137	3,876	3,065	2,830	8,368
株主資本	69,993	72,086	69,598	65,292	52,186	28,958	30,048	33,349	37,348
資本金	12,944	12,944	12,944	12,944	12,944	12,944	12,944	12,944	12,944
資本剰余金	13,157	13,157	13,157	13,157	13,193	13,036	13,157	13,157	13,157
利益剰余金	51,206	55,042	52,528	48,225	33,035	9,966	10,934	14,268	18,268
自己株式	-7,314	-9,057	-9,030	-9,034	-6,986	-6,987	-6,987	-7,020	-7,022
その他	-754	924	826	-3,948	-2,768	-3,486	-3,887	-3,130	-1,525
純資産合計	69,239	73,021	70,426	61,344	49,418	25,472	26,161	30,219	35,823
負債・純資産合計	87,490	91,658	90,352	76,102	63,369	39,546	35,697	40,904	63,892

## キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	06/2 期	07/2 期	08/2 期	09/2 期	10/2 期	11/2 期	12/2 期	13/2 期	14/2 期
営業活動による CF	10,399	5,073	5,512	1,963	-1,886	-7,186	-61	4,378	6,325
投資活動による CF	-2,532	258	-5,203	-335	7,610	3,579	689	-2,238	-18,036
財務活動による CF	-5,545	-4,090	-3,944	-2,177	-3,064	-23	-85	-180	9,036
期首現預金残高	13,356	15,896	17,956	14,979	11,873	15,115	11,037	11,365	13,604
期末現預金残高	15,896	17,956	14,979	11,873	15,115	11,037	11,365	13,604	10,528

## ■ 2015 年 2 月期見通し及び新中期経営計画

## 新中計を発表、国内でのシェア奪取と海外事業拡大で収益成長を目指す

## ○ 15/2 期～ 17/2 期の 3 カ年中計を発表

同社は 2014 年 4 月に、2015 年 2 月期から 2017 年 2 月期までの 3 カ年中計を発表した。同社は 2021 年 2 月期の売上高 100,000 百万円を長期目標として掲げており、今中計は、そこに至る重要なステップということになる。



アデランス

8170 東証1部

2014年6月27日（金）

## 新中期経営計画の目標

		新中期経営計画				2020年度 目標
		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	
		実績	予想	計画	計画	
業績						
売上高	百万円	67,755	74,000	79,000	84,000	100,000
国内	百万円	40,371	42,200	44,100	46,300	50,000
海外	百万円	27,384	32,800	34,900	37,700	50,000
営業利益	百万円	3,616	4,100	5,100	6,300	-
経常利益	百万円	4,481	4,000	-	-	-
当期利益	百万円	4,281	4,400	-	-	-
経営指標						
EBITDA	百万円	6,766	7,600	8,700	10,000	-
売上高営業利益率	%	5.3%	5.5%	6.5%	7.5%	-
EBITDA マージン	%	10.0%	10.3%	11.0%	11.9%	-
自己資本利益率 (ROE)	%	11.5%	-	-	10%以上	-

出所：会社説明会資料

## ○着実な増益トレンドを歩み3カ年累計 EBITDA は 26,300 百万円の計画

中計の業績目標は上表の通りだ。2015年2月期について同社は、売上高 74,000 百万円（前期比 9.2% 増）、営業利益 4,100 百万円（同 13.4% 増）、経常利益 4,000 百万円（同 10.7% 減）、当期純利益 4,400 百万円（同 2.8% 増）を予想している。その後も増収増益を維持して最終年度の 2017 年 2 月期には売上高 84,000 百万円、営業利益 6,300 百万円を計画している。この計画では、3 年間の累計 EBITDA は 26,300 百万円となる。この EBITDA の水準は、リーマン・ショック直前の 2006 年 2 月期から 2008 年 2 月期の 3 年間の累計 EBITDA 29,400 百万円の約 90% に相当する。底は完全に脱却したと判断できよう。

一方、設備投資については、設備投資額を増額し攻めに転じてくるものと推測している。2012 年 2 月期から 2014 年 2 月期までの 3 年間累計額は 5,042 百万円と極端に絞り込まれているが、2014 年 2 月期の実績は 2,011 百万円（前期比 229 百万円増）と増額基調にある。2010 年 2 月期、2011 年 2 月期と赤字を計上して以降、店舗改修等の費用を抑えてきたこともあり、今後の設備投資の増額は店舗関係が中心になってくるものと思われる。なお、2004 年 2 月期から 2009 年 2 月期までの 6 期間（業績が最高潮を迎えた 2000 年代前半とリーマン・ショックの影響を受けた 2010 年 2 月期以降を除いた期間）の年平均設備投資額は 3,258 百万円である。同社は海外事業での継続的な成長投資を掲げる一方、EBITDA の着実な回復が期待されるため、過去の平均的な設備投資額の年間 3,000 百万円程度の投資は、無理なく実施が可能であると弊社では考えている。

## ○国内市場の横ばいと海外市場での成長を前提条件のメインシナリオとする

こうした業績計画の前提として同社は、国内の男性用かつら市場が年率 0.6%～0.7% 縮小し、国内女性用かつら市場で年率 1% 近い成長が続く、という想定をしている。ネットすれば国内市場は横ばいということであり、海外市場こそが同社にとってのブルーオーシャン市場だとの見方をしている。また、長期目標の達成に向けて、今後も M&A は継続していく方針を表明している。

## ○国内男性市場については警戒が必要

かつら市場に対する上記のような会社側の考え方について、大きな違和感はない。ただ、男性市場の縮小幅はもっと大きくなる可能性があるかと弊社では考えている。反対に女性市場については、新たな需要掘り起こし策により、成長率をもっと高めることは十分可能であるし、今中計に限らず、5 年後、10 年後を見据えれば、やるべきであると考えている。同社の中計におけるロードマップには、このような視点も盛り込まれており、今後の展開に注目したい。





## アデランス

8170 東証1部

2014年6月27日（金）

### ○中小のライバルからどれだけシェアを奪えるかが鍵とみる

中計の業績目標において、国内の売上高が毎年約2,000百万円ずつ成長するとされている。前述したように、男女を合わせた国内市場全体では横ばいとみているながらも年間2,000百万円の増収を達成するには、シェアを奪うほかはない。男性用のシェアについては、同社のシェア低下はほぼ終了したと判断しても良いだろう。アートネイチャーとの2社間比較では予断を許さないが、他の中小メーカーからシェアを奪って収益を確保していくことは十分可能とみている。大きな理由は、今後同社が広告宣伝費を増額する方針に転じたためだ。テレビ広告を始めとして、広告宣伝は新規客獲得に有効性が高く、その点では資金力のある大手企業が優位にあると考えられる。また、成長が続く女性向け市場ではトップシェア企業（シェア40%）であり、2位のアートネイチャー（シェア20%）とともに、3位以下を大きく引き離している。こうした既存の高シェアの優位性と、男性同様広告宣伝費の増額効果で、大手2社は市場全体の伸びを上回る成長が可能だと考えられる。このように、直接のライバルのアートネイチャーよりは他の中小メーカーのシェアを侵食しながら国内売上高を伸ばすことは十分可能であると弊社ではみている。

### ○海外ではHC社とボズレー社の動向がカギ

海外については本当にブルーオーシャン市場といえるのか（より適切には、ブルーオーシャン市場と成し得るのか）、判断は難しい。薄毛に対するニーズや消費者心理などは日本同様変化すると思われる。また、需要の価格感応度は日本以上に高く、景気変動の影響も受けやすいものと推測される。同社の海外事業において特に大きな影響を持つのはボズレー社とHC社である。前述のように、ボズレー社の2013年の業績はドルベースでは減収だった。HC社は前年の期中に同社に買収された。したがって、2014年こそが両社にとっては大きな試金石の時期となる。これまでに開示された2014年1月度の月次売上動向を見る限りは、HC社は前年比プラスで堅調な動きだが、ボズレー社は前年割れが続いており、決して楽観はできない。

### ○今後もM&Aによる海外拡大策を明言

同社は決算説明会の席上、海外市場では今後もM&Aを通じた成長を図っていくことを明言した。M&Aのイメージについては、同社への取材を通じて、案件の規模としてはHC社のような大型案件ではなく数十億円レベルの案件が主体になっていくだろうという感触を得た。小型案件であることで財務的なリスクは低減できる一方で、収益貢献のインパクトや本体からの経営管理の煩雑さなどには注意が必要であろう。国内の事業モデルと海外の事業モデルの大きな違いは、オーダーメイド主体の国内とレディメイド主体の海外という点にある。北米ではHC社買収によって国内と同じ事業モデルを行う体制が整った。一方欧州では、レディメイドに特化して地味ながらも着実に利益を稼いでおり、ここにオーダーメイド事業を追加することは大いに有効な戦略であると思われる。中期成長の柱の1つとして大いに期待したい分野と言えよう。



## ■ 株主還元

### 2015 年 2 月期の配当金は 1 株当たり 5 円増の 15 円を予定

#### ○配当による株主還元が基本

同社は配当による株主還元を基本としており、配当額は、安定的利益還元の見地と、将来の持続的な成長のための投資、内部留保水準などを総合的に勘案して決定するというスタンスを採用している。2014 年 2 月期は当期純利益が前期比 30% 近い増益となったものの、上記の観点から判断した結果、前期比据え置きの 1 株当たり 10 円の配当を行った。

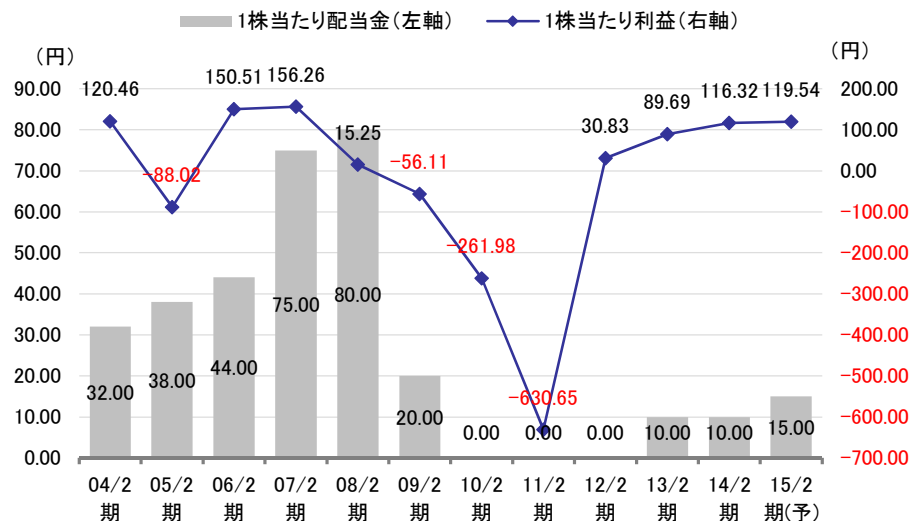
#### ○2015 年 2 月期は 5 円増配予定。株主重視の姿勢が読み取れる

2015 年 2 月期に関しては、現在の業績予想を前提として 1 株当たり配当を 15 円に引き上げる計画を公表している。配当性向が低いように見えるが、同社は過去の累損のため、税効果を得ているため、当期純利益がかさ上げされている。また、海外投資など次代の成長のための投融资向けに内部留保を高めることが必要な時期でもある。こうした事情を考えれば、同社の株主重視の姿勢は十分に高いものと評価できよう。

#### ○中期的に配当余力は着実に増大するとみる

同社は 2015 年 2 月期を始まりとする 3 カ年中期経営計画を策定したが、その中では、3 年間の累計 EBITDA が 26,300 百万円と計画されているのに対して、同期間の設備投資額は 10,000 百万円程度となる計画となっている。同社は過去の繰越損失もあって今中計期間の法人税負担はほぼゼロとなる見通しである。したがって、累計 EBITDA と累計投資額の差はほぼフリー・キャッシュフローに等しくなり、中期的には、同社の配当余力はそれだけ大きいと計算することが可能だ。

1株当たり利益と配当金の推移



#### 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