

アデランス

8170 東証 1 部

<http://www.aderans.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 1 日（水）

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

[企業情報はこちら >>>](#)

■ 国内市場での業績回復期待が高まる

アデランス <8170> は国内大手のウィッグ（かつら）メーカーで、国内市場において、男女向けオーダーメイド・ウィッグ、女性向けレディメイド・ウィッグ、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。また海外展開に強みを持ち、次代の成長領域と位置付け、北米・欧州・アジアの各地域でウィッグや植毛、増毛などの各商品を展開中だ。

2016 年 2 月期決算は売上高が前期比増収となったものの、営業利益以下は赤字となった。原因は明確で、国内女性向けウィッグ市場での苦戦だ。同業他社や異業種企業がレディメイド・ウィッグ市場に低価格品の攻勢を仕掛け、同社のシェアを奪っている状況が背景にある。しかしながら、弊社では同社の中長期成長シナリオを変える必要はまったくないと考えている。

新興勢力の出現はアンチエイジングとしてウィッグ市場が本格的に立ち上がりつつあることを示唆している。潜在的ウィッグ利用者の掘り起こしに貢献したという側面もある。同社がやるべきことは、他社製品に流れた利用者を取り返すことだ。全国に約 400 店舗を擁することを活かしてメンテナンス需要やアフターサービスで利用者を引き付け、買い替え時や買い増し時に自社の顧客として取り込む、“2 週目作戦” だ。同社は“2 週目作戦” のキャンペーンを TV・新聞等を通じて本格的に展開する計画だ。

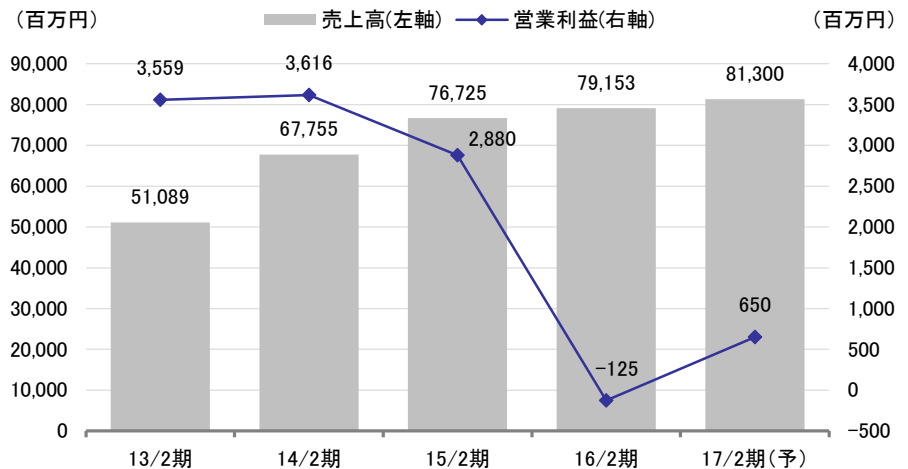
海外は全般に順調だ。北米ではオーダーメイド・ウィッグ最大手のヘアクラブ社が順調に収益を伸ばしている。植毛のボズレー社は一過性のシステムトラブルで 2015 年度の利益は落ち込んだ。しかしトラブルは解消済みで、新サービスによる業容拡大を狙っている。欧州ではマーケティング強化とニーズに合った商品投入で、収益を伴いながらの店舗網拡大に注力中だ。

同社は従来の中期経営計画に修正を加えて、2017 年 2 月期～2019 年 2 月期のローリングベースの 3 ヶ年中期経営計画を策定した。グローバル市場での成長を強調したテーマを掲げているが、国内市場においてもきちんと収益を確保できる体制を構築すべく、いくつかの新しいチャレンジが掲げられている。業績計画の数値は従来計画から大きく引き下げたが、その分達成の現実味と同社の本気度が増したという印象だ。

■ Check Point

- ・女性向けアデランス事業とフォンテーヌ事業でトップシェアを誇る
- ・海外事業は中長期的成長のための成長エンジン
- ・2020 年度連結売上高 1,000 億円を目指す

業績の推移



2016 年 2 月期決算分析

ボズレー事業と海外ウィッグ事業は円安効果などで 2 ケタ増収

同社の 2016 年 2 月期決算は、売上高 79,153 百万円（前期比 3.2% 増）、営業損失 125 百万円（前期は 2,880 百万円の利益）、経常損失 548 百万円（同 5,997 百万円の利益）、当期純損失 1,860 百万円（同 5,075 百万円の利益）と増収ながら赤字転落での着地となった。同社は第 3 四半期決算発表時の 2016 年 1 月に業績下方修正を発表したが、その修正値に対しては損失は縮小した。

営業外損益において 733 百万円の為替差損が計上されたため、営業損失に比べて経常損失が膨らんだ。また特別損益において 201 百万円の減損損失と 528 百万円の事業再編損失を計上したことが主因となって当期損失が拡大した。これらの損失は主としてラオスの新工場に関わるものである。北米や欧州などの事業については過去に再編・整理が済んでいるため、今回のラオス新工場の処理で負の遺産の処理は一旦完了したと言える。

2016 年 2 月期決算の概要

（単位：百万円）

	15/2期			16/2期						
	上期	下期	通期	上期	下期	期初予想 2015年4月	修正予想 2016年1月	通期実績	前期比	修正 予想比
売上高	37,246	39,479	76,725	39,842	39,311	81,000	80,000	79,153	2,428	-847
営業利益	1,371	1,509	2,880	459	-584	3,700	-800	-125	-3,005	675
売上高営業利益率	3.7%	3.8%	3.8%	1.2%	-1.5%	4.6%	-1.0%	-0.2%	-	-
経常利益	1,652	4,345	5,997	821	-1,369	3,300	-700	-548	-6,545	152
当期純利益	1,394	3,681	5,075	349	-2,209	2,800	-1,500	-1,860	-6,935	-360

出所：フィスコ作成

事業セグメント別に見ると、アデランス事業（国内男女向けオーダーメイド・ウィッグ）とフオンテーヌ事業（国内女性向けレディメイド・ウィッグ）がそれぞれ、前期比 5.6%、同 12.0% の減収となり、営業利益でも同様に 21.2%、94.8% の大幅減益となった。海外事業はボズレー事業（植毛）と海外ウィッグ事業が円安効果もあって 2 ケタ増収となった。利益面ではボズレー事業が一時的要因で前期比 69.4% の減益となったが、海外ウィッグ事業は順調に売り上げを伸ばし、営業損失が縮小した。



アデランス

8170 東証 1 部

<http://www.aderans.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 1 日（水）

事業セグメント別業績動向

（単位：百万円）

		15/2 期			16/2 期			
		上期	下期	通期	上期	下期	通期	前期比
売上高	アデランス事業	15,113	14,646	29,759	14,503	13,582	28,085	-5.6%
	フォンテーヌ事業	4,502	4,931	9,433	3,958	4,342	8,300	-12.0%
	ボズレー事業	5,051	5,459	10,510	6,143	5,754	11,897	13.2%
	海外ウィッグ事業	11,473	12,613	24,086	14,117	14,271	28,388	17.9%
	その他	1,106	1,829	2,935	1,119	1,361	2,480	-15.5%
	売上高合計	37,246	39,479	76,725	39,842	39,311	79,153	3.2%
営業利益	アデランス事業	4,121	2,722	6,843	3,384	2,006	5,390	-21.2%
	フォンテーヌ事業	838	894	1,732	-45	135	90	-94.8%
	ボズレー事業	123	339	462	259	-118	141	-69.4%
	海外ウィッグ事業	-693	-199	-892	-520	-289	-809	-
	その他	-398	81	-317	-326	-504	-830	-
営業利益合計		1,371	1,509	2,880	459	-584	-125	-

出所：フィスコ作成

国内の男女向けオーダーメイド・ウィッグを扱うアデランス事業の詳細を見ると、女性の新規客向け売上高（下表の“サロン女性・新規”）が2016年2月期通期は前期比28.8%（1,900百万円）の大幅減収となった。アデランス事業全体の減収幅は1,673百万円であるため、女性の新規客の落ち込みが全てだったと言える。リピート客の売上高は同2.5%増収となり、既存客の囲い込みには成功しているものの、新規顧客獲得は将来のリピート売上高の動向を示唆するため、安心はできない。レディメイド・ウィッグのフォンテーヌ事業と合わせて、2016年2月期の大きな特徴として、国内の女性用ウィッグ全体の低調が業績の足を引っ張ったと指摘できる。

女性用ウィッグの苦戦は、2016年2月期第2四半期（上期）の時点で表面化していた現象だ。弊社では下期の回復に期待をしていたが、現実には下期に入っても競合環境に改善が見られず、減収に歯止めがかからなかった。

アデランス事業の詳細

（単位：百万円）

		15/2 期	16/2 期					
		通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	前期比
売上高	サロン男性	11,152	2,567	3,071	2,502	2,934	11,074	-78
	新規	1,284	330	310	307	307	1,254	-30
	リピート	9,867	2,237	2,760	2,195	2,628	9,820	-47
	サロン女性	18,607	4,412	4,453	3,562	4,584	17,011	-1,596
	新規	6,604	1,413	1,055	854	1,382	4,704	-1,900
	リピート	12,003	2,998	3,398	2,708	3,203	12,307	304
	売上高合計	29,759	6,980	7,523	6,064	7,519	28,086	-1,673
	新規	7,888	1,743	1,365	1,161	1,689	5,958	-1,930
	リピート	21,870	5,235	6,158	4,903	5,831	22,127	257
前年同期比 伸び率	サロン男性	5.7%	-2.6%	-1.0%	-15.4%	5.4%	-0.7%	-
	新規	38.4%	19.0%	-7.7%	-1.0%	1.3%	-2.4%	-
	リピート	2.5%	-5.2%	-0.2%	-17.0%	6.0%	-0.5%	-
	サロン女性	5.2%	-7.4%	-3.3%	-18.8%	-8.1%	-8.6%	-
	新規	2.0%	-23.3%	-24.6%	-34.5%	-28.7%	-28.8%	-
	リピート	7.2%	2.5%	6.0%	-12.1%	5.0%	2.5%	-
	売上高合計	5.4%	-5.7%	-2.4%	-17.4%	-3.2%	-5.6%	-
	新規	6.5%	-17.7%	-21.4%	-28.0%	-24.7%	-24.5%	-
	リピート	5.0%	-0.9%	3.1%	-14.4%	5.4%	1.2%	-

出所：会社資料からフィスコ作成



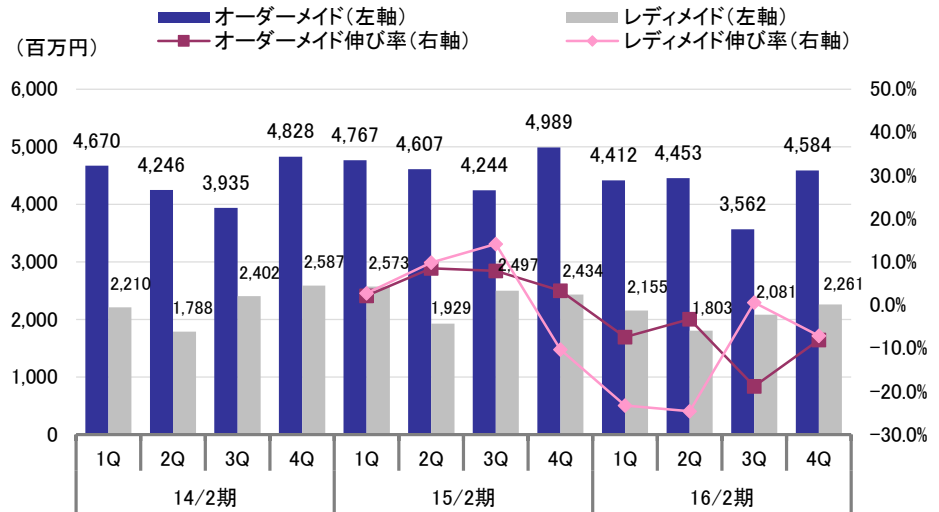
アデランス

8170 東証 1 部

<http://www.aderans.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 1 日（水）

国内女性向けウィッグ事業の売上高推移



出所：会社資料からフィスコ作成

国内女性市場回復への取組みと進捗状況

弊社は、同社が国内女性向け事業と海外事業を 2 つの成長エンジンとして中長期成長を成し遂げるという見方をまったく変えていない。現状の全体像を改めて整理してみよう。

(1) 国内女性向けウィッグ市場の現状

人口減少のステージに入った日本において、女性向けウィッグ市場には成長余地があるというのが弊社の見方だ。その理由を一言で言えば、「アンチエイジング需要」の高まりということだ。加齢に伴い薄毛に悩む女性が増える。女性の薄毛に対する意識は男性に比べて高く、程度にもよるが薄毛対策をまったく行わないという選択をするケースは少ない。また、男性とは異なり、一度利用した人は生涯を通じて利用を続ける傾向にある。

日本の人口動態はまさに女性のウィッグ市場の拡大を強く示唆している。女性のほうが男性に比べて平均寿命が長く、人口も多い。総務省などの人口統計などによれば、10 歳から 89 歳までの女性の人口は、2013 年から 2023 年までの 10 年間で 4.3% 減少することになっている。しかしながら、40 歳～89 歳を「ウィッグ使用対象人口」と定義付けると、その数は同期間に 2.5% 増加するとみられる。実際のウィッグ利用者数で見た場合には、その増加率はもっと高いものとなると考えられる。また、外出機会が多く、購買力の高いアクティブ・シニアの増加が女性向けウィッグ市場の拡大につながるとみている。

女性の 10 歳階級人口分布表とウィッグ使用対象人口の推計

	女性総人口（千人）				
	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%
ウィッグ使用対象人口合計	38,247	39,187	2.5%	36,962	-5.7%

出所：総務省統計局「人口統計」、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）」からフィスコ作成。将来人口は「出産一定死亡中位推計値」を採用



アデランス

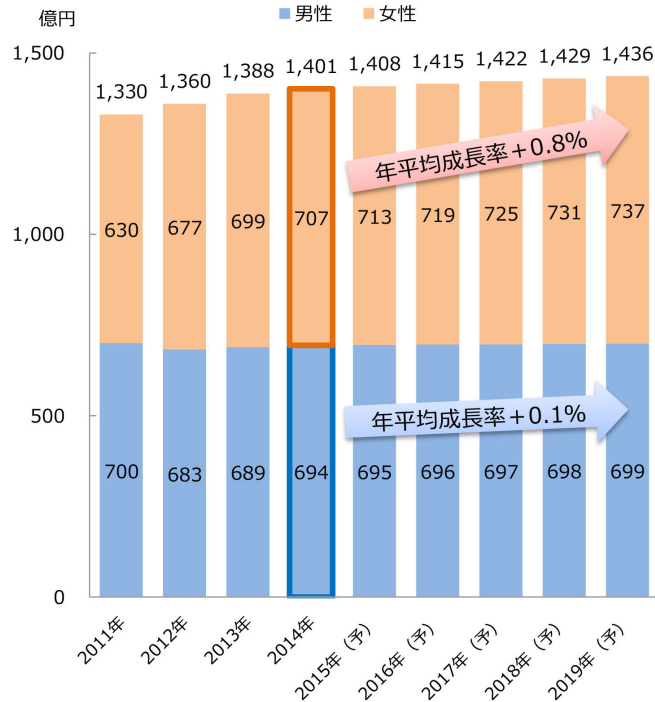
8170 東証 1 部

<http://www.aderans.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 1 日（水）

このように、成長が期待される国内の女性向けウィッグ市場であるが、それゆえにこの市場への新規参入を招き、価格競争が起きているのが現在の状況だ。従来は、同社とアートネイチャー〈7823〉の 2 社が圧倒的なシェアを持ち、市場をリードしていた。そこには一定の秩序と安定があった。しかし高齢化が進んでウィッグ使用開始年齢層の人口が増加するのを見て、ここ 1、2 年に異業種からの参入が一気に加速した。これら新興勢力に加え、競合会社も低価格のレディメイド・ウィッグを、テレビショッピングや e コマース、百貨店での展示会などの様々な販路で販売している。製品価格は、同社の中心価格帯が 10 万円～15 万円であるのに対し、新興勢力のそれは数千円～1 万円前後が主流で、高くても 3、4 万円程度だ。新興勢力はこの価格差を武器に大手 2 社からシェアを奪っている状況だ。

毛髪業男女別市場規模推移



出所：2016 年 2 月期決算説明資料
(原典は矢野経済研究所ヘアケアマーケティング総監)

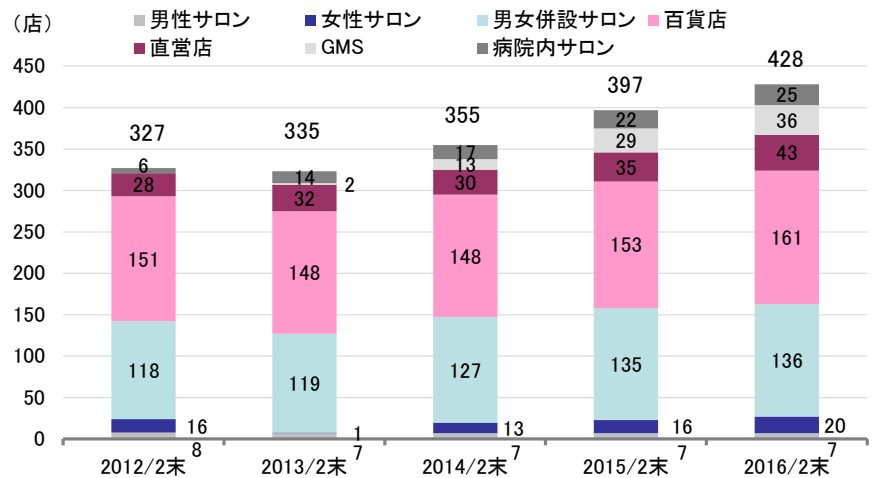
女性向けアデランス事業とフォンテーヌ事業でトップシェアを誇る

(2) アデランスのウィッグ販売方法と現状分析

同社は、国内女性向けウィッグ商品として、オーダーメイド・ウィッグ（アデランス事業）とレディメイド・ウィッグ（フォンテーヌ事業）の両方を展開しており、それぞれの分野でトップシェアを有している。同社はこれらを製品特性に合わせて異なる販売方式で販売しているが、基本的に店頭においてカウンセリング販売を行う点では共通している。2016 年 2 月末現在、国内に 428 店舗を構えている。

2016 年 6 月 1 日（水）

国内店舗数の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

オーダーメイド・ウィッグのマーケティング手法は「ダイレクトレスポンス」と呼ぶ方法と展示会方式の 2 本立てとなっている。ダイレクトレスポンスはテレビ等で CM を投下し、それに反応して同社に問い合わせの電話をしてきた顧客に販売するというものだ。サロンと呼ぶ直営店舗においてカウンセリングを重ねて販売している。一方、展示会方式とは百貨店の催事場において「レディスアデランス」ブランドのオーダーメイド・ウィッグの試着体験・相談会を催して集客を行い、販売につなげるというものだ。

オーダーメイド・ウィッグ及びレディメイド・ウィッグの販売方法

ウィッグタイプ	販売手法		2016 年 2 月期の状況
	名称	内容	
オーダーメイド	「ダイレクトレスポンス」	TV 等で CM を打ち、視聴者がコールセンターに電話連絡するのを販売につなげる	視聴者からの電話連絡数が減少し、レスポンス率が低下してきている
	展示会方式	百貨店の催事場で試着体験・相談会を開催し、そこへの来場者に対して販売する	1 つの催事場での展示会開催数が 3, 4 回に達するところもあり、訴求力低下がみられる
レディメイド	店頭販売	百貨店、GMS、スーパーなどに出品し、店頭販売。「フォンテーヌ」を核としつつも複数ブランドを出店先によって使い分け	新規参入業者による低価格品やファッション・ウィッグの EC やカタログ通販、テレビ通販などの影響を受けて、新規顧客獲得に影響

出所：フィスコ作成

2016 年 2 月期は、ダイレクトレスポンスにおける電話問い合わせが激減した。端的に言えばテレビ CM の効果が低下したことになるが、その原因については同社も完全には把握できていない。前述の新規顧客売上高の減少は、ダイレクトレスポンスの低下にその一因を求めることができる。同社は展示会方式についても販売力の低下を感じている。同社は展示会方式を年間約 400 回開催するが、会場となる百貨店は全国に約 130 店舗しかない。したがって 1 店舗当たり年間 2、3 回の展示会を行っていることになる。これが消費者への訴求力低下につながって売り上げの低下を招いている可能性がある。

2016 年 6 月 1 日（水）

レディメイド・ウィッグは百貨店、直営店、及び GMS/スーパーという 3 つのルートを通じた店舗販売を行っている。ルート別売上構成比は百貨店ルートが約 80% と圧倒的に高く、直営店、GMS/スーパーの順で続いている。主力の販売商品は「フォンテーヌ」ブランドのレディメイド・ウィッグで中心価格帯は前述のように 10 万円～15 万円となっている。GMS/スーパー向けには「スワニー by フォンテーヌ」という価格帯を 2 万円～3 万円に引き下げた商品を供給している。

最近では、同社も TV ショッピングやカタログ通販などで低価格帯のレディメイド・ウィッグを販売している。この際に自社店舗で使用できるメンテナンスクーポンを同封し、顧客を店頭へ誘導して販売につなげるオムニチャネル化に向けた施策も開始している

レディメイド・ウィッグの販売ネットワーク

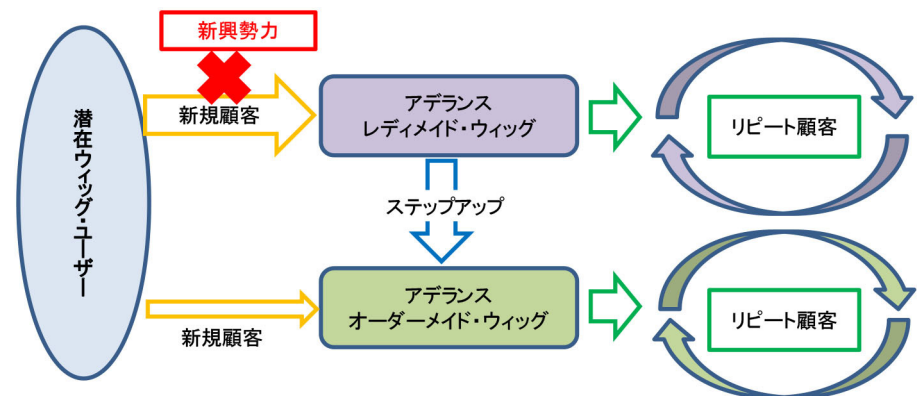
販売ルート	店舗数				ブランド	備考
	2014/8 月末	2015/2 月末	2015/8 月末	2016/2 月末		
百貨店	151	153	158	161	フォンテーヌ	全国の百貨店をほぼ網羅
GMS/ スーパー	22	29	35	36	スワニー by フォンテーヌ	「スワニー」はイオン系向け。三越伊勢丹系向けには「ルネ オブ パリス by フォンテーヌ」を新規にローンチ
直営店	31	35	37	43	フォンテーヌ	

出所：取材からフィスコ作成

2016 年 2 月期の同社の苦戦は、オーダーメイドとレディメイドの両方のウィッグ製品が同時に大幅減収となったことが要因だ。前述のように、新興勢力の製品は基本的にレディメイド・ウィッグであるため、オーダーメイド・ウィッグは本来無関係なように思えるが、実はそうではない。

当初からオーダーメイド・ウィッグを利用しようとする顧客層は一定数存在しており、ここは問題が少ない。しかし、多くの顧客はまずはレディメイド・ウィッグを使用し、その後オーダーメイド・ウィッグにステップアップするという流れを歩む。すなわちレディメイド・ウィッグの新規顧客獲得でつまずくとオーダーメイド・ウィッグの事業にも影響が及ぶという構図になっている。これが今の同社の苦境の背景だ。

女性ウィッグ利用者の購買行動のイメージ図



出所：フィスコ作成

2016 年 6 月 1 日（水）

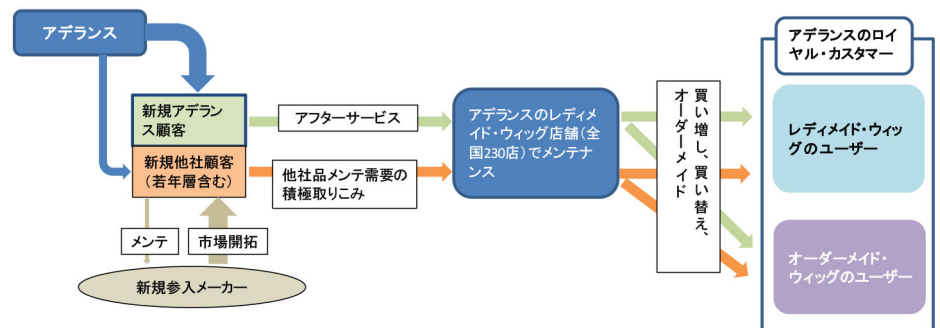
(3) 女性向けウィッグ販売の回復シナリオ

弊社では、同社が女性向けウィッグ事業でシェアを回復し、市場自体の成長速度と同じかそれ以上の成長を達成することは十分可能だと考えている。その具体的な施策として弊社が期待するのが“2 週目作戦”だ。これは、他社製（特に新興勢力の低価格品）のレディメイド・ウィッグユーザーに対してウィッグのカットやサイズ調整、修理などのメンテナンス・サービスを提供し、その過程で同社製品のユーザーへと転化させる作戦を言う。初めてレディメイド・ウィッグを購入するのを 1 週目としたら、買い替え需要は 2 週目となり、そこで顧客を獲得しようという作戦だ。

「アフターサービス」と「リピート需要」はウィッグという商品の重要な本質だと弊社では考えている。にもかかわらず、アフターサービスの体制を十分に整えている新興勢力は現実的に存在していない。店舗投資や人材育成などが必要になるが、それだけの体力や本気度を有する企業が極めて少ないためだ。全国約 400 店を有する同社はこの点で極めて有利な位置にある。

“2 週目作戦”は弊社の造語だが、同趣旨の施策を同社が本格的に行う見通しだ（2016 年 4 月の原稿執筆時点）。2016 年 2 月期の下期において、同社店頭へ他社製品のメンテナンスを受け入れる旨の表示をしたところ、想像以上のレスポンスが得られたため、今期から本格的に展開する計画だ。具体的には、新聞・テレビ等のメディアを通じて、他社製品の下取りキャンペーンやメンテナンスを受け付ける告知を大規模に展開するとしている。初のケースゆえ消費者への浸透に時間がかかる可能性もあるが、成功する可能性が高いと弊社ではみている。

“2 週目作戦”のイメージ図



出所：フィスコ作成

弊社では、新興勢力の台頭は必ずしもマイナスばかりではないと考えている。理由は、低価格のレディメイド・ウィッグが新興各社から提供されたことで、ウィッグ利用者が増加したと考えられる。ウィッグ利用者数の底上げは、本来は同社を含む 2 大企業にその役割を期待していたが、結果的には新興勢力が肩代わりしたという見方ができよう。その過程で売り上げを落としたのは同社にとっては残念な結果であったが、上述の 2 週目作戦が奏功して他社製品ユーザーの取り込みに成功すれば、結果的にタイミングの後ズレという形で事態の解決を図ることは十分可能だと弊社では考えている。

レディメイド・ウィッグでの回復は、オーダーメイド・ウィッグの新規顧客の回復にも好影響をもたらすと弊社ではみている。そのロジックは前述のとおりだ。レディメイドとオーダーメイドとではマーケティング手法が異なるため、オーダーメイドの販売手法を見直すことも重要なことであるのは疑いない。しかし前述のように、レディメイドからオーダーメイドへのステップアップという流れができていることを考えると、オーダーメイド・ウィッグの回復にはレディメイド・ウィッグの回復こそが最短の道だと弊社では考えている。

■ 海外事業の現状

海外事業は中長期的成長のための成長エンジン

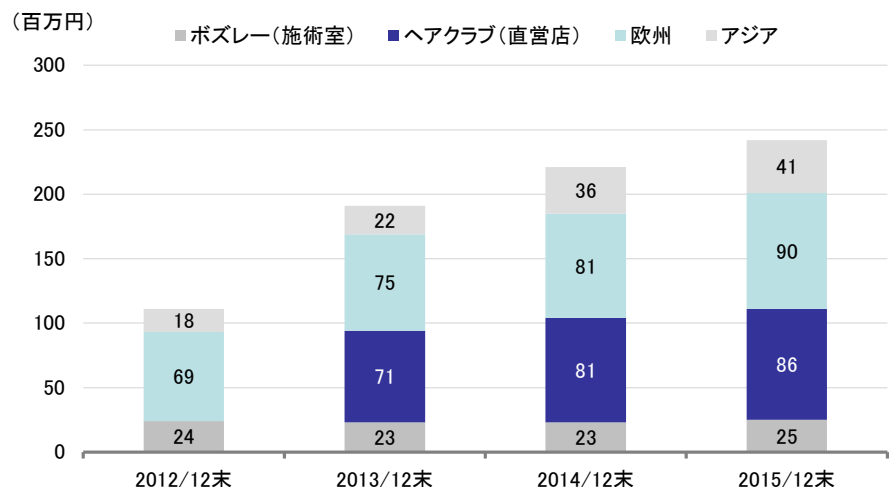
(1) 概況

海外事業は同社にとって中長期的成長のための 2 つの成長エンジンの 1 つである。その海外事業は、全般的には着実に進捗しているというのが弊社の評価だ。

同社の海外事業は、事業セグメント上はアメリカの連結子会社・ボズレー社が担うボズレー事業と、北米・欧州・アジアの 3 地域でウィッグを販売する海外ウィッグ事業の 2 つに分けられている。両社の違いは、ボズレー事業が医療行為である植毛であるということだ。海外ウィッグ事業は各地域の連結子会社によって構成されているが、中核は米国子会社のヘアクラブ社だ。ボズレー、ヘアクラブ両社については後に詳述する。

同社は 2015 年 12 月末現在で海外に 242 店舗を擁している。このうち、ボズレーは提携クリニックの施術室数となっている。またヘアクラブ社は FC 展開を行っているため 86 店に加えて FC 店も存在している。欧州は各国の小規模ながら有力なウィッグメーカー、販売店の買収を重ねて業容を拡大してきた。2016 年 2 月期は小売店を買収したほか、病院内サロンや直営店を効率的に出店して店舗数を増やした。アジアでは女性向けレディメイド・ウィッグ取扱店舗を、百貨店中心に出店している。

海外店舗数の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

収益面では、ボズレー社とヘアクラブ社の米国 2 社の影響度が圧倒的に大きい。欧州事業は 2016 年 2 月期の売上高は 5,136 百万円で営業利益は損益トントン程度とみられる。アジア地域の 2016 年 2 月期の売上高は 856 百万円で、利益面では営業損失が続いていると弊社ではみている。アジアの事業においては、製造拠点をフィリピンとタイ、ラオスに有している点も留意すべきポイントだ。

2016 年 6 月 1 日（水）

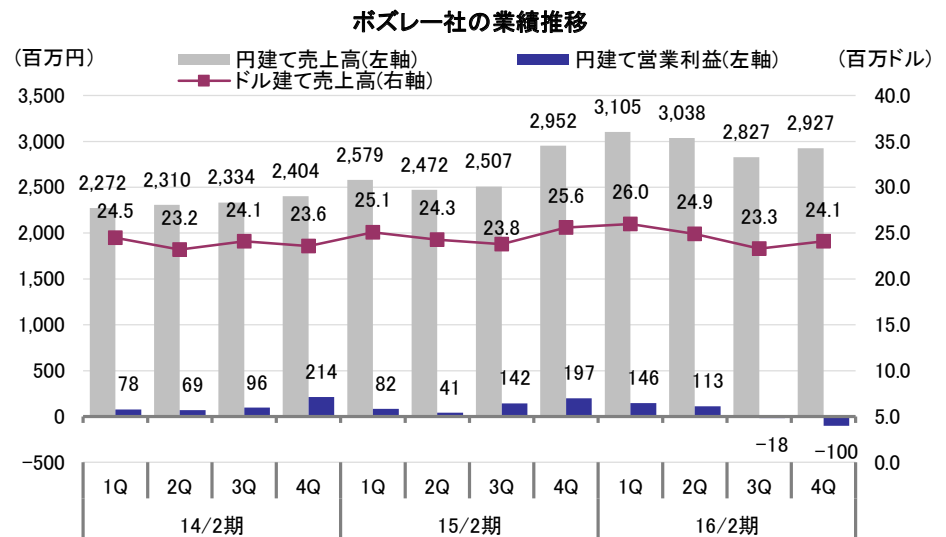
(2) ボズレー事業

ボズレー社は同社が 2001 年に買収した、植毛事業を展開する子会社だ。米国の植毛市場は約 1,000 億円市場とも言われており、その中でボズレー社は年商 100 億円規模で、約 10% の市場シェアを占めるポジションにある。

ボズレー社が手掛ける植毛は医師による医療行為に属する。同社は FUT と呼ばれる世界標準となっている移植法を採用してきた。これは毛髪が残っている箇所（例えば後頭部）の皮膚を切除し、それを 1 本 1 本切り分けて移植株を作成して頭皮に埋め込むというものだ。したがって植毛施術の回数には自ずと限界があるため、事業の持続的成長のためには新規顧客の獲得が極めて重要だ。

ボズレー社は従来の FUT に加え、2014 年から FUE の本格的採用を開始した。これは皮膚切除をせずに毛髪を 1 本ずつくりぬき、それをそのまま移植するという手法だ。FUT に比べて高価ではあるが、患者側の肉体的・心理的負担が軽いのがメリットだ。競合企業の多くは既に FUE を採用していたが、今回ボズレーが FUE を採用したことで同社の競争力が増し、業績拡大に弾みがつくと期待される。

2016 年 2 月期は、ボズレー事業の業績は悪化した。売上高は前期比 13.2% 増収の 11,897 百万円となったが、営業利益は同 69.5% 減の 141 百万円にとどまった。減益の理由はシステムトラブルだ。同社は反響営業を採用しており、コールセンターを設置して顧客対応を行っている。2015 年に新システムを導入にした際に、通話の不意の切断や通話記録不備などが発生し、多くの機会損失を招いたというのがその内容だ。現時点ではトラブルは解消されている。



出所：会社資料からフィスコ作成



アデランス

8170 東証 1 部

<http://www.aderans.co.jp/corporate/ir/>

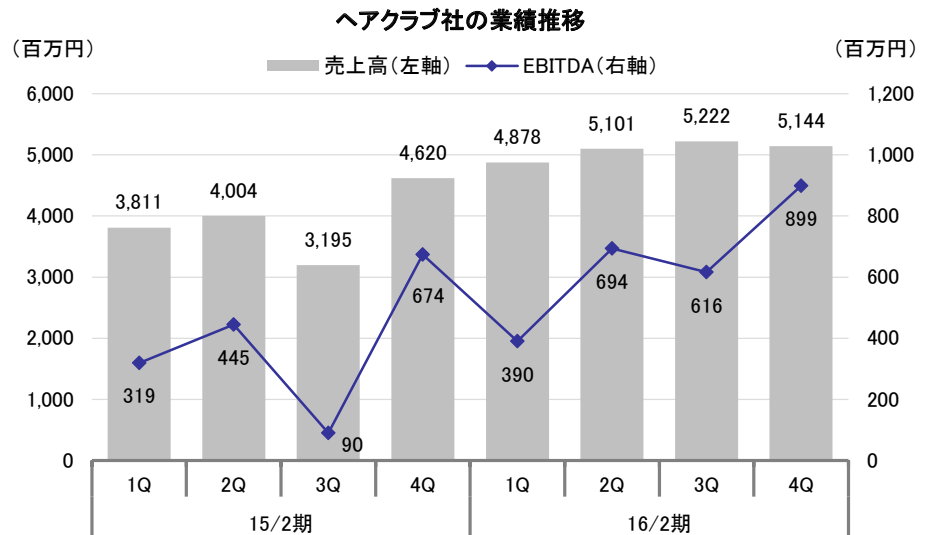
2016 年 6 月 1 日（水）

(3) ヘアクラブ社

ヘアクラブ社は同社が 2013 年 4 月に買収した、男性用のオーダーメイド・ウィッグの北米最大手企業だ。同社は北米においてアデランスヘアグッズ（AHG）社など、かつて買収した企業を再編してレディメイド・ウィッグの製造・販売などを営んでいたが、事業拡大に苦戦していた。そこにヘアクラブ社を買収したことで業容が一気に拡大した。事業セグメントとしての海外ウィッグ事業の 2016 年 2 月期売上高は 28,388 百万円だが、その中の約 7 割に相当する 20,345 百万円がヘアクラブ社の売上高だ。

ヘアクラブ社は北米最大手ということもあり、順調に業績拡大が続いている。同社はヘアクラブ社買収後、出店加速（新規出店に加え FC 店舗の直営化も含む）と女性用オーダーメイド・ウィッグへの進出を成長戦略の柱と位置付けて着実に業績を伸長させてきている。さらに、北米市場にはなかった増毛商品も投入して商品ラインアップの拡充を図っている。

2016 年 2 月期はドル建て売上高が前期比 7.7% 増の 168.1 百万ドル、円建て売上高は同 22.5% 増の 20,345 百万円となった。利益面ではのれんの償却負担が重く営業損失が続いているが、その損失額は着実に縮小してきている。ヘアクラブ社の収益力を図るうえでは EBITDA（営業利益＋減価償却費・のれん償却費）がより適当と弊社では考えているが、その値は着実に伸長している状況だ。



出所：会社資料からフィスコ作成

2016 年 6 月 1 日（水）

■新中期経営計画のポイント

2020 年度売上高 1,000 億円を目指す

(1) 新中期経営計画の概要

同社は 2016 年 2 月期～2018 年 2 月期の 3 ヶ年中期経営計画に取り組んでいたが、初年度の 2016 年 2 月期において利益がマイナスに転じるなど、中期経営計画で掲げた業績計画と実績に大きな乖離が出たため、2017 年 2 月期以降の業績計画を見直し、新たに 2017 年 2 月期～2019 年 2 月期の新中期経営計画「ECSR2016」として発表した。

新たな業績計画は、売上高はおおむね達成時期が 1 年先送りされた形での修正となっている。営業利益については 2016 年 2 月期が営業損失に転じたことを受けて、水準が極めて低く改定された。最終年度の 2019 年 2 月期の営業利益計画は 3,400 百万円で、これは 2016 年 2 月期の当初計画 3,700 百万円をも下回る水準だ。減価償却費やのれん償却費には大きな変更はないが、営業利益計画の引き下げに従い、EBITDA 計画値も引き下げられている。なお、“2020 年度（2021 年 2 月期）の連結売上高 1,000 億円”という長期目標には変更はない。

新中期経営計画の業績計画

（単位：億円）

	16/2 期		17/2 期		18/2 期		19/2 期
	計画	実績	前中計	新中計	前中計	新中計	新中計
国内売上高	43,800	38,841	44,800	41,000	46,000	43,000	45,000
海外売上高	38,500	40,312	41,400	40,500	44,300	43,300	46,200
調整等	-1,300	-	-1,200	-200	-1,300	-200	-200
売上高合計	81,000	79,153	85,000	81,300	89,000	86,100	91,000
国内 EBITDA	4,100	1,300	4,400	1,500	4,700	2,100	2,600
海外 EBITDA	3,700	3,100	4,700	3,600	5,500	4,300	5,200
調整等	400	200	200	300	600	300	400
EBITDA 合計	8,200	4,623	9,300	5,400	10,800	6,700	8,200
EBITDA マージン	10.1%	5.8%	10.9%	6.6%	12.1%	7.8%	8.9%
国内営業利益	3,000	300	3,300	300	3,500	800	1,300
海外営業利益	1,100	100	2,200	900	2,800	1,500	2,600
調整等	-400	-500	-700	-500	-100	-500	-500
営業利益合計	3,700	-125	4,800	650	6,200	1,800	3,400
営業利益率	4.6%	-	5.6%	0.8%	7.0%	2.1%	3.7%

出所：会社資料からフィスコ作成

(2) 新中期経営計画における事業計画

新中期経営計画「ECSR2016」では経営の基本戦略のメインテーマを「グローバル市場でのシェア拡大と安定利益の成長」とし、小テーマの各項目もそれに沿った形となっている。

しかしながら、同社が国内市場についてあきらめたり見放したりしているわけでは決してないということは正しく理解すべきだ。グローバル市場に比べれば国内市場は成長性こそ低いとみられるが、現時点で利益の大半を稼ぎ出しているのは国内市場だ。国内事業の収益をきちんと回復できないと同社が得意とする海外展開において、十分な投資の原資を得られなくなる可能性がある。その意味でも国内事業の再生・成長も経営上の重要テーマであることは従来から何ら変わりはない。

2016 年 6 月 1 日（水）

新中期経営計画「ECSR2016」の経営の基本戦略

グローバル市場でのシェア拡大と安定利益の確保

市場環境の変化へのスピード対応

コストバランスの透明性と適正化

クロスボーダーな人材育成・M&A・サプライチェーン体制の強化

エビデンスに基づく新商品、新サービスの開発と投入

グループガバナンス体制とCSRの強化

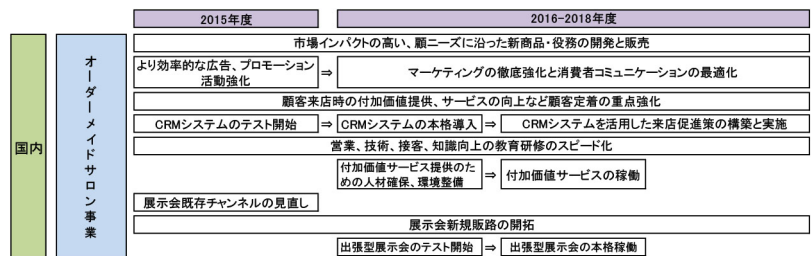
出所：会社取材に基づきフィスコ作成

新中期経営計画の策定に当たり、各事業部門における事業計画も見直された。基本的には前中期経営計画で策定した内容をもとに、2016 年 2 月期の実績を踏まえて修正が成され、かつ、2019 年 2 月期まで延長されたという建て付けとなっている。以下では主要事業について述べる。

a) 国内オーダーメイドサロン事業

国内オーダーメイドサロン事業（アデランス事業）に関して前回との差異が目立つのは、展示会型営業の見直しだ。これまでの方式では潜在顧客への訴求力が薄れたと認識してのことだと思われる。これまでは展示会を全国の百貨店の催事場で行ってきたが、新規販路の開拓とあることから、どのような新ルートを開拓してくるのか興味をもって見守りたいと考えている。

国内オーダーメイドサロンの事業計画



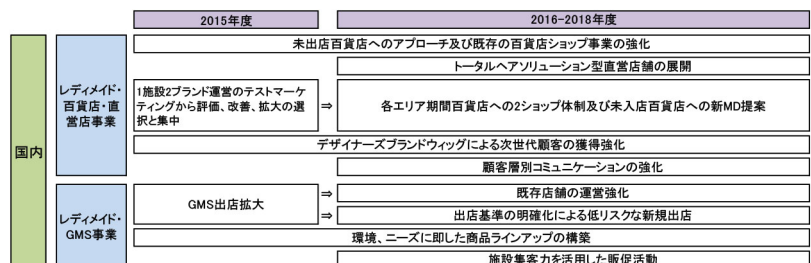
出所：会社取材に基づきフィスコ作成

b) 国内レディメイド事業

レディメイド・ウィッグ事業（フォンテーヌ事業）については販路別に分けて事業計画が策定されている。主力の百貨店ルートについては、施策において前回中期経営計画から大きく変わっていない。百貨店自体の集客力が低下していることへの対応が今中期経営計画でも見当たらない点が今後の課題と言えよう。

GMS ルートに関しては、前中期経営計画では商品力やブランド力による営業強化を打ち出していた。今中期経営計画では出店基準の明確化によるリスク低減や、施設集客力を活かした販促活動など、GMS 出店のメリットとデメリットを認識・活用しながら営業に結び付けようという点で、進化が見られると弊社では評価している。

国内レディメイド・ウィッグ事業の事業計画



出所：会社取材に基づきフィスコ作成

2016 年 6 月 1 日（水）

c) 北米事業

北米事業のうちボズレー事業では、FUE への期待の大きさが前中期経営計画よりも強調されているのが目立つ。クリニック数を拡大してシェアアップを狙う点は前中期経営計画から引き継いでいる。ボズレーは業績が比較的安定しているが、壁を破って収益の水準を一段引き上げることへの意欲が感じられる内容と言える。

ヘアクラブ事業については、店舗拡大、女性向け強化、増毛など新商品の投入といった骨格は前中期経営計画から大きくは変わっていない。ブレることなく順調に着々と進展していることが読み取れる内容だ。

海外・北米事業の事業計画



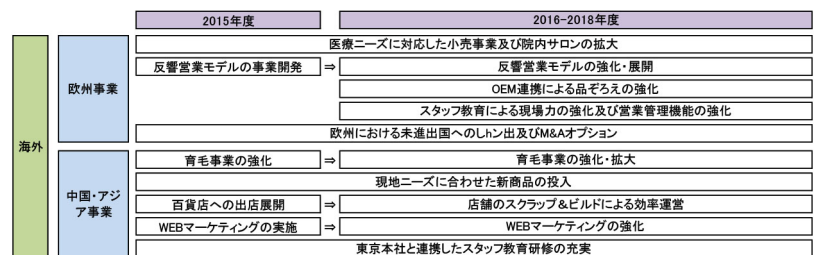
出所：会社取材に基づきフィスコ作成

d) 欧州・アジア事業

前中期経営計画では欧州については M&A の会社数や新規開店の計画数など具体的な数字が並んだが、今中期経営計画では消えた。これは単に表現の問題であって目標とする店舗数などには大きな変更はないとみられる。院内サロン拡大や反響マーケティングの強化が上段に来ている点で、ただ店舗を増やすのではなく、収益を伴った店舗網拡大に重心を移したことが読み取れる。

アジア事業では事業内容としての項目は前中期経営計画から大きな変化はない。しかし順番には変更があり、育毛事業の強化が最上段にくる一方、百貨店への出店は下位に移動した。また、店舗のスクラップ&ビルドという表現も目立つ。アジアにおいても出店ありきの事業戦略から、収益を確保しながらの店舗展開へと変わってきていることが感じられる。

欧州・アジア事業の事業計画



出所：会社取材に基づきフィスコ作成

■ 2017 年 2 月期の業績見通し

17/2 期は増収増益の見通し

2017 年 2 月期について同社は、売上高 81,300 百万円（前期比 2.7% 増）、営業利益 650 百万円（前期は 125 百万円の損失）、経常利益 640 百万円（前期は 548 百万円の損失）、当期純利益 100 百万円（前期は 1,860 百万円の損失）と増収増益（黒字転換）を予想している。

2017 年 2 月期の業績回復は、前期に落ち込んだ国内女性向けウィッグ販売（オーダーメイドとレディメイドの両方）にかかっていると弊社では考えている。とりわけ、レディメイド・ウィッグの売上高に注目している。国内女性向け市場の対策について同社は、充実した店舗網を武器にアフターサービスや下取りキャンペーンの提供によって、新興勢力や競合会社の既存客から自社製品への乗り換えを誘引する作戦だ。重要な点は、これを前面に出したテレビ・新聞の広告を打つという点だ。初めての試みでもあり、その効果が大いに注目される。

国内男性向けオーダーメイド・ウィッグ販売や、海外事業は比較的安定した推移が続いている。特に海外事業では、ボズレー社において前期に発生したトラブルによる減益からの自律反発が期待できるほか、ヘアクラブ社における継続的な収益改善が期待される。為替レート（ドル円レート）が円高方向に振れているため、為替の影響で収益が目減りするリスクがある点には留意が必要だ。

簡略化損益計算書

（単位：百万円）

	13/2 期 通期	14/2 期 通期	15/2 期 通期	16/2 期 通期	17/2 期	
					2Q 累計 （予）	通期 （予）
売上高	51,089	67,755	76,725	79,153	40,000	81,300
前期比	7.7%	32.6%	13.2%	3.2%	0.4%	2.7%
売上総利益	41,704	53,938	61,380	62,511	-	-
前期比	7.3%	29.3%	13.8%	1.8%	-	-
販売費・一般管理費	38,145	50,321	58,500	62,636	-	-
前期比	5.0%	31.9%	16.3%	7.1%	-	-
対売上高比率	74.7%	74.3%	76.2%	79.1%	-	-
営業利益	3,559	3,616	2,880	-125	200	650
前期比	40.6%	1.6%	-20.3%	-	-56.4%	-
売上高営業利益率	7.0%	5.3%	3.8%	-0.2%	0.5%	0.7%
経常利益	3,849	4,481	5,997	-548	190	640
前期比	51.1%	16.4%	33.8%	-	-76.9%	-
売上高経常利益率	7.5%	6.6%	7.8%	-0.7%	0.5%	0.8%
当期純利益	3,301	4,281	5,075	-1,860	30	100
前期比	191.1%	29.7%	18.5%	-	-91.4%	-
売上高当期純利益率	6.5%	6.3%	6.6%	-2.3%	0.1%	0.1%
1 株当たり利益（円）	89.69	116.32	142.43	-53.27	0.86	2.86
1 株当たり配当金（円）	10.00	10.00	15.00	15.00	-	15.00
設備投資額	1,782	2,011	2,919	4,032	-	-
減価償却費	1,061	3,149	4,323	4,748	-	-
EBITDA	4,621	6,766	7,204	4,623	-	-
EBITDA マージン	9.0%	10.0%	9.4%	5.8%	-	-



アデランス

8170 東証 1 部

<http://www.aderans.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 1 日（水）

簡略化貸借対照表

（単位：百万円）

	13/2 期	14/2 期	15/2 期	16/2 期
流動資産	24,845	27,111	32,837	27,992
現預金	14,001	10,755	14,558	11,979
売上債権	4,961	6,248	6,952	6,321
その他	5,883	10,108	11,327	9,692
固定資産	16,059	36,780	39,611	39,495
有形固定資産	9,047	11,723	12,871	14,189
無形固定資産	3,072	20,292	20,977	19,188
投資等	3,939	4,764	5,762	6,116
資産合計	40,904	63,892	72,448	67,487
流動負債	7,852	11,036	12,496	12,018
支払債務	483	1,174	1,437	1,289
短期借入金	8	1,051	1,232	1,232
その他	7,361	8,811	9,827	9,497
固定負債	2,833	17,032	22,809	19,158
社債・借入金	1	8,662	12,813	11,571
その他	2,832	8,370	9,996	7,587
株主資本	33,349	37,348	39,198	37,624
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	14,268	18,268	17,378	15,876
自己株式	-7,020	-7,022	-4,282	-4,353
その他	-3,261	-1,788	-2,327	-1,765
新株予約権	48	154	270	448
少数株主持ち分	83	109	1	2
純資産合計	30,219	35,823	37,142	36,309
負債・純資産合計	40,904	63,892	72,448	67,487

キャッシュフロー計算書

（単位：百万円）

	13/2 期	14/2 期	15/2 期	16/2 期
営業活動キャッシュフロー	4,378	6,325	5,495	3,911
投資活動キャッシュフロー	-2,238	-18,036	-2,915	-4,198
財務活動キャッシュフロー	-180	9,036	1,002	-1,961
現預金換算差額	279	-401	311	-235
現預金増減	2,239	-3,076	3,894	-2,483
期首現預金残高	11,365	13,604	10,528	14,422
期末現預金残高	13,604	10,528	14,422	11,939

2016 年 6 月 1 日（水）

■ 株主還元

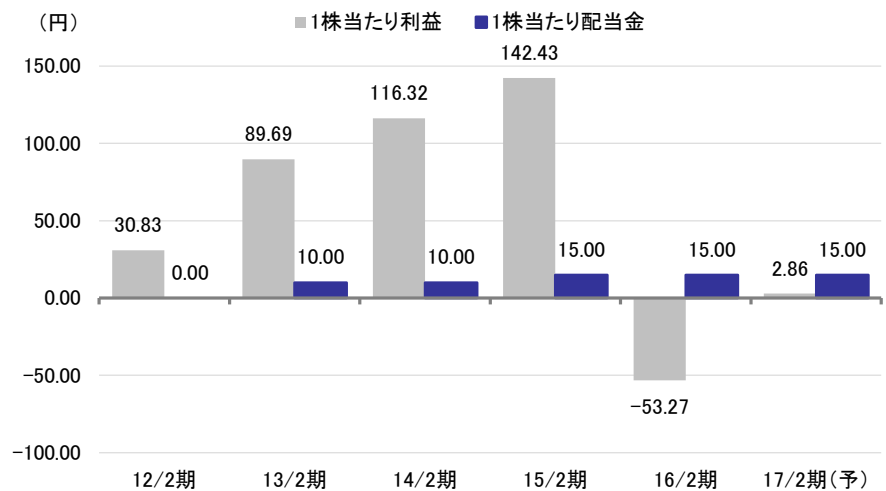
配当は前期横ばいの 15 円を予想

同社は株主還元についての意識が高く、国内外での出店や企業・店舗買収などの投資案件を数多くこなしながらも、EBITDA を着実に成長させ、財務面の強化と株主還元の充実を両立させてきた。

2016 年 2 月期は 15 円の配当を実施した。当期損失は 1,860 百万円となったものの、配当余力は十分にあることや 2017 年 2 月期における業績回復への自信が同社の配当維持を決断させたと弊社では推測している。

2017 年 2 月期について同社は、前期比横ばいの 15 円の配当予想を公表している。予想一株当たり利益 2.86 円に基づく配当性向は 500% を超えることになるが、前期同様の理由から配当を据え置いて安定配当を優先させたものと考えられる。

1株当たり利益と配当金の推移



出所：短信からフィスコ作成

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