

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

マルコ

9980 東証 2 部

企業情報はこちら >>>

2017 年 6 月 1 日 (木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. コスト構造改革で 2017 年 3 月期は黒字転換を達成	01
2. 『Maruko Reborn Project』を発表。2018 年 3 月期からは収益成長ステージに移行	01
3. 広告宣伝費の投下と低価格の新ブランド『m_fit』とで、 “認知度向上⇒売上増”の正の循環を構築できるかに注目	01
■ 会社概要	02
■ 事業概要	04
1. 販売戦略	04
2. 商品	06
3. 事業環境	07
■ 業績の動向	08
■ 成長戦略	11
1. 長期的業績推移と当社が直面する課題	11
2. 成長戦略の概要	12
3. 成長戦略の具体策 1：収益力の強化	13
4. 成長戦略の具体策 2：集客力の向上・購入機会の拡大	13
5. 成長戦略の具体策 3：販売力の強化	15
6. 『Maruko Reborn Project』計数目標とその考え方	15
■ 今後の見通し	18
■ 株主還元策	21

要約

2018 年 3 月期からは収益の成長を追求するステージに移行。 営業利益率 10% を安定的に確保できる高収益体質の確立を目指す

マルコ <9980> は 1978 年設立の、日本で初めて女性用体型補整下着を完成させた業界のリーディングカンパニー。全国に 215 店舗 (2017 年 3 月末現在) を擁し、独自の体型補整理論に基づくボディメイクとコンサルテーションを中心としたサービスを提供している。

1. コスト構造改革で 2017 年 3 月期は黒字転換を達成

2017 年 3 月期は営業利益 135 百万円を計上し、黒字転換を果たした。要因としては、コスト構造改革を進め、全社的にコスト削減に努めたことが大きい。売上高は前期比横ばい圏の 13,401 百万円となったが、店舗統合により期中に 14 店舗減少したことを考慮すれば、売上高の面では下げ止まりを確認できたと弊社では評価している。

2. 『Maruko Reborn Project』を発表。2018 年 3 月期からは収益成長ステージに移行

同社は成長戦略『Maruko Reborn Project』を発表し、2018 年 3 月期から成長に向けた取り組みを開始した。2018 年 3 月期は売上高 15,000 百万円、営業利益 1,200 百万円を目指している。実現のための施策の内容は、収益力・集客力・販売力の 3 点の強化が骨子となっており、そのための資金として 5,000 百万円の戦略投資を明示している。弊社では 2018 年 3 月期の業績は通過点に過ぎず、過去のピーク業績を更新していくポテンシャルがあるとみている。

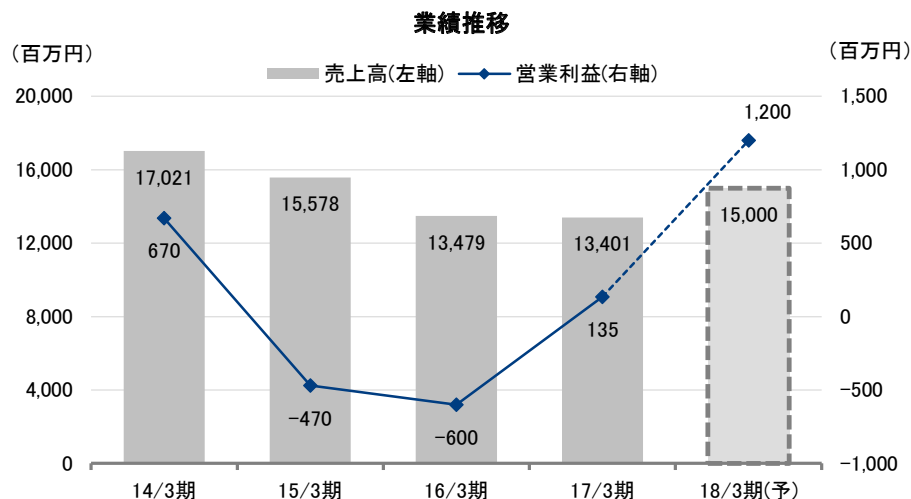
3. 広告宣伝費の投下と低価格の新ブランド『m_fit』とで、“認知度向上⇒売上増”の正の循環を構築できるかに注目

2018 年 3 月期から本格化する成長戦略の中で、最も注目されるのは広告宣伝の強化だ。主力顧客層の 20 代～30 代向けの CM はこれからリリースされてくる。それに加えて、同社が 2017 年 3 月期に発売した低価格ブランド『m_fit』にも期待が高まる。高価格帯を主軸にしながら低価格帯のラインアップを整えたことで、広告宣伝費投下⇒認知度向上⇒売上増⇒広告宣伝費投下、というポジティブスパイラルの確立が期待され、その進捗が注目される。

Key Points

- ・ 1978 年に設立。日本初の体型補整下着を製造販売した、業界のリーディングカンパニー
- ・ 各世代に適した効果的な広告宣伝と低価格ブランドの投入で新規顧客獲得を狙う
- ・ 2018 年 3 月の V 字回復は通過点。営業利益率 10% の高収益体質の確立が目標

要約



注：2016 年 3 月期から連結決算に移行
出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

1978 年に設立。日本初の体型補整下着を製造販売した、業界のリーディングカンパニー

同社は 1978 年、繊維製品の製造・販売を目的に奈良県橿原市に設立された。同社は製造工場を持たない、いわゆるファブレスメーカーで、外部の縫製工場に生産を委託している。

設立からしばらくは同社製品を扱う小売店に対して製品を卸売していた。1990 年代に入ると製造外注先企業との取引を信光産業（株）より承継し、独自の製品企画による製造体制を確立した。また販売面でも、それまでの卸売先企業から店舗の営業譲渡を受け、製造・卸売事業から直営店における製造・小売販売へと移行した。以後は直営店を次第に拡充し、2017 年 3 月末現在は 215 店舗を運営している。

会社概要

沿革表

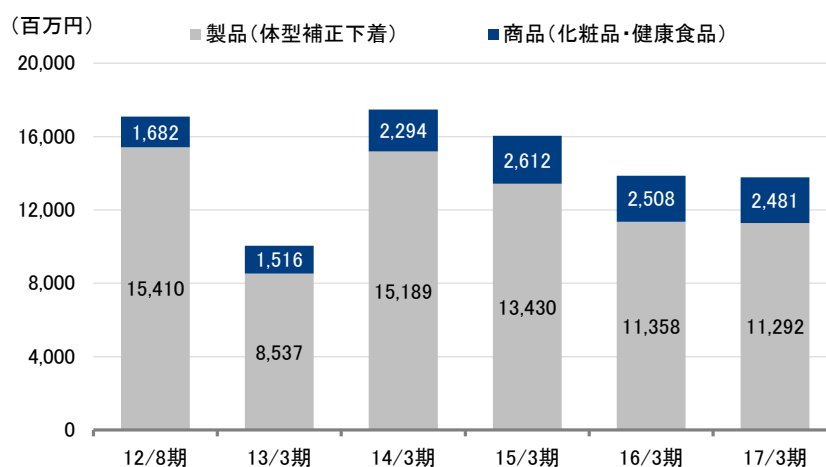
1978年 4月	繊維製品の製造・販売を目的に奈良県橿原市にマルコ株式会社を設立
1979年 4月	「ハッピーセット」の販売により婦人下着の訪問販売業界初のファンデーションのセット販売を開始
1989年 6月	グループの全国営業店舗 100 店達成
1991年 1月	信光産業（株）より取引先を継承し、独自の製品企画による製造体制を確立
1991年 2月	グループ統一化のため、販売会社 19 社から 110 店舗の営業譲渡を受け、卸売から顧客直接販売への移行を開始
1994年 7月	日本証券業協会に株式を店頭登録
1996年 6月	大阪証券取引所第 2 部に上場
1998年 2月	ボディケア化粧品の販売を開始
2006年 7月	本社を大阪市中央区に移転
2007年 4月	健康食品の販売を開始
2008年12月	ミドルエイジ層向け商品の販売を開始
2009年 4月	伊藤忠商事（株）が資本参加
2013年 7月	市場統合により、東京証券取引所第 2 部に移行
2014年 1月	中国・上海にマルコ（上海）国際貿易有限公司を設立
2014年 6月	中国・大連市に大連分公司を設立（中国 1 号店）
2015年 4月	中国・上海市に上海店を出店（中国 2 号店）
2016年 1月	マルコ（上海）が中国において 2 社とフランチャイズ契約を締結
2016年 7月	健康コーポレーション（株）（現・RIZAP グループ（株））による第三者割当増資により、同社の子会社となる

出所：ホームページよりフィスコ作成

同社は 1998 年にボディケア化粧品の販売を、2007 年に健康食品の販売をそれぞれ開始した。これらの商品群は体型補整下着の着用をサポートするという位置づけで、商品ラインアップを厳選して事業を展開してきた。販売に関しては商品特性に合わせて通信販売も早期から採用している。

情報開示上は、主力の体型補整下着の「製品」セグメントと、化粧品・健康食品の「商品」セグメントの 2 つに大別されている。2017 年 3 月期実績ベースでは製品セグメントが 82.0%、商品セグメントが 18.0% という売上構成比となっている。

セグメント別売上高推移



注：13/3 期は決算期変更により 7 ヶ月の変則決算

出所：決算短信よりフィスコ作成

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

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

会社概要

経営・資本体制の面では、2008 年に創業者が亡くなったのを機に創業者の株式を伊藤忠商事 <8001> に譲渡し、2013 年に代表取締役社長に伊藤忠商事出身の朝倉英文（あさくらひでふみ）氏が就任した。その後、朝倉氏のもとで中国への進出や、国内ではシニア向け店舗の出店など、経営のテコ入れを図ったものの売上高の漸減傾向が続いていた。そうしたなか、2016 年 7 月に RIZAP グループ <2928> が同社の第三者割当増資を引き受けて子会社化した。2017 年 4 月には朝倉氏が代表取締役会長に、RIZAP グループ取締役の岩本眞二（いわもとしんじ）氏が代表取締役社長にそれぞれ就任し、成長に向けた各種施策の取り組みをスタートさせている。

株式市場には 1994 年 7 月に日本証券業協会に株式を店頭登録し公開したのち、1996 年 6 月に大阪証券取引所第 2 部に上場した。その後市場統合により 2013 年 7 月に東京証券取引所第 2 部に移行して現在に至っている。

事業概要

紹介営業と店頭販売への強いこだわりに特徴。 全国に 215 店舗を展開中

1. 販売戦略

（1）販売方法の概要

同社は株式公開前の 1991 年に信光産業から営業譲渡を受けて、それまでの製造・卸売から直営店舗での小売販売へと切り替えた。同社の販売戦略の特徴は“紹介営業”と“店頭販売”の 2 つだ。紹介営業は、“顧客に高い満足度を与えることができればそこから次の顧客を紹介してもらえる”、“紹介による顧客開拓は広告に勝る”という創業者の強い思いが込められた結果だ。

一方、店頭販売へのこだわりは体型補整下着の商品特性に根差している。同社では体型補整下着を販売して終わりというのではなく、3 ヶ月を目途に週 1 回～10 日に 1 回のペースで来店してもらい、下着の装着の仕方（すなわちボディメイクの仕方）を指導しながら販売している。顧客は予約の上で来店し、店舗ではフィッティングルームで店員が 2 人がかりで指導するという体制だ。同社が販売においてそれだけ時間をかけるのは、下着による体型補整には一定の技術を伴わないと効果が出にくく、顧客に満足度を提供できないためだ。

マルコ | 2017 年 6 月 1 日 (木)
9980 東証 2 部 | <https://www.maruko.com/ir/index.html>

事業概要

マルコのカウンセリング販売のイメージ

蓄積した体型補整ノウハウによる “ボディメイク”と“コンサルテーション”でお客様をサポート



出所：決算説明会資料より掲載

(2) 店舗の運営

同社は 2017 年 3 月末現在、全国に 215 店舗を展開している。このうち 199 店舗が主要顧客層である若年層（20 代～ 30 代前半）をターゲットとする既存店舗で、16 店舗が 35 歳以上のミドルエイジ層（35 歳以上）をターゲットとした「シャルム・ドール」ブランドの店舗となっている。

同社の店舗は既存会員もしくは既存会員から紹介を受けた新規客が、予約の上で来店するため、路面店である必要はない。駅から多少離れたビルの上階に位置する、いわゆる空中店舗が中心となっている。店舗は店長以下正社員とパートを含めて 8 名で運営されるのが一般的となっている。同社の店舗スタッフは 100% 同社の体型補整下着の利用者だ。すなわち顧客を勧誘して店舗スタッフとしている。紹介販売への創業者のこだわりが、店づくり・人材確保にまで徹底されているということだ。

同社は全国に 215 店舗（2017 年 3 月末現在）を擁している。同社が地方中心に多店舗展開するのは、地方の方が大都市圏に比べて販売が好調だという現実があるためだ。後述するように、体型補整下着のライバルは同業他社に限らない。フィットネスクラブやエステティックサロンも代替関係にあるためライバルと言える（ただしこの点については、別な解釈も可能と弊社では考えている）。地方ではそうした異業種との競合が相対的に少ないことが背景にある。また、購買力の面でも地方が有利な現実がある。大都市圏の 1 人暮らしの OL よりも地方の自宅通勤の OL の方が可処分所得が多いためだ。

(3) 顧客

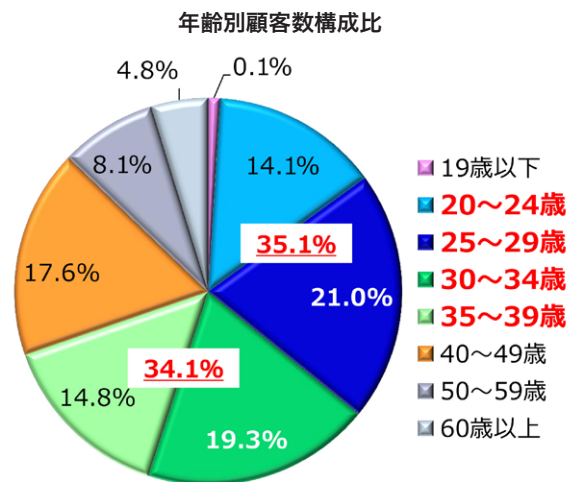
同社では顧客会員数は 50 万人を超えている。しかし、出産などを機に体型補整下着の利用を止めてしまう顧客も多く、現状で継続的に同社製品を利用しているアクティブ会員数は 2017 年 3 月期実績ベースで 56,796 人となっている。

同社の顧客は 20 代～ 30 代前半の若年層が中心だ。独身の若い女性の方が体型に対する意識が高いことが背景にあると考えられる。そうした若者中心の顧客も、結婚や出産を機に体型補整下着の利用を止める傾向がある。体型維持への意識の低下や可処分所得の減少などが要因と考えられる。

マルコ | 2017 年 6 月 1 日 (木)
9980 東証 2 部 | https://www.maruko.com/ir/index.html

事業概要

そうしたなか同社は 2008 年にミドルエイジ層向け商品ラインを整え、2011 年に専用店舗ブランド「シャルム・ドール」の展開に踏み出した。ターゲットは、現在は使用を止めている 40 代～50 代の元顧客だ。この層を掘り起こしたうえで、紹介営業によって同年代の新規顧客開拓につなげるという戦略だ。2017 年 3 月末時点では全国に 16 店舗を擁しており、進出以来店舗数は右肩上がり増加している。ミドルエイジ層向け販売が好調な理由は、かつて同社製品のユーザーだった層が、年齢を重ねて体型が再び気になり出す一方、子育て等が一段落し、経済的に余裕が生まれてくるタイミングに差し掛かっている等が挙げられる。



- 現在、20～39歳（約7割）のお客様が中心
- 幅広い年齢層のお客様への拡大を推進

出所：決算説明会資料より掲載

各種アイテムをフルラインアップ。 低価格ブランドも投入し、全 6 シリーズを展開中

2. 商品

(1) 商品の特長・ラインアップ

同社の主力商品である体型補整下着は、通常の下着よりも強い締め付け力や同社独自のカットイング、縫製のノウハウを生かし、体の脂肪をうまく移動させることで、顧客が望む体型を実現するものだ。通常の下着メーカーの製品にも体型補整効果があるものは存在するが、同社の製品は体型補整に特化しているため、糸の重さ（太さ）からこだわって生地を選定し、裁断や縫製などでも様々な点で工夫を凝らし、強度を高めて補整効果を実現している。

同社ではリーディングカンパニーとして、ブラジャー、ガードル、ボディースーツなどのアイテムをコンセプト別に 5 つのブランドでラインアップしてきた。これに加えて、2017 年 3 月期には低価格ブランド『m_fit』を投入した。m_fit はインターネット通販による販売も行うなど価格のみならず消費行動の変化にも対応した商品で、2018 年 3 月期から本格展開し、新規顧客獲得の加速を図る方針だ。

マルコ | 2017 年 6 月 1 日 (木)
9980 東証 2 部 | <https://www.maruko.com/ir/index.html>

事業概要

体型補整下着の商品ラインアップ



出所：ホームページより掲載

同社の m_fit 以外の商品の価格帯は、通常の下着に比べて高く、体型補整下着メーカーの中でも高価格帯に位置している。ブラジャーが 3 万円台半ば～、ボディースーツが 6 万円～、ガードルが 2 万円台～となっており、2017 年 3 月期の年間客単価は 23.5 万円だった。同社製品の価格帯についてはプラス・マイナス両方の解釈が可能だと弊社では考えている。マイナスの影響は他社との価格競争力における不利や、結婚・出産を機に体型補整下着の使用を止めるきっかけになりうるということだ。

一方、プラスサイドに考えれば、同社の体型補整下着の商品としての魅力度と顧客満足度が高いことの裏付けとすることができる。1 人の客が毎年 23.5 万円を消費するわけではないにしろ、数年間（あるいはそれ以上）にわたって継続的に同社製品を購入するということは、同社の顧客が高いブランドロイヤリティを有していることの証左と言える。それを生かせる施策を打つことができれば、顧客 1 人当たりのライフタイムバリュー（LTV、生涯売上高）を現在よりもっと高くできる可能性があるということだ。この点は成長戦略の中にも取り込まれており、ミドルエイジ層向けの販売強化もその一例と言える。

(2) 生産体制

同社は設立以来、外部の縫製工場に生産を委託するファブレス体制を採用している。委託先はすべて国内の工場、設立以来取引を継続しているところも多い。繁閑によって異なるが製造委託先の会社数は数社にとどまっており、同社の品質管理の目が行き届くようになっている。

体型補整下着業界ではトップシェア。 低価格品や EC 拡大といった消費行動の変化に対応

3. 事業環境

インターネットで「体型補整下着」について検索すると、同社以外に 20 近くの企業・ブランドを簡単に見つけることができる。こうしたなか、国内の体型補整下着の市場規模やシェアは、その定義が曖昧なことや、小規模の製造・販売業者が多数存在していることもあって、把握が難しい状況だ。ある調査では、一般の下着も合わせた女性用下着全体の小売りランキングにおいて同社は 3 位にランクされている。こうした状況から推測すると、体型補整下着市場において同社がトップシェアを有していると言ってよいだろう。

事業概要

同社の競合は同業他社にとどまらない。顧客が望む体型を実現するための道筋は 1 つではなく、エステティックサロンやフィットネスクラブも女性の体型を変え、美を追求するという点ではライバル関係にある。同社の販売が大都市圏よりも地方において好調な理由の 1 つはここにある。エステティックサロンやフィットネスクラブなどの競合相手が少ないことが、前述の可処分所得の多さと相まって、同社の体型補正下着の需要へとつながっている。

詳細は成長戦略の項で述べるが、弊社ではエステやフィットネス業界とは必ずしもライバル関係ではなく、むしろ補完関係を築ける存在だと考えている。事業環境を考える上では、低価格品の氾濫や、EC 市場の急拡大にみられる消費行動の変化のほうが、同社の業績に与えた影響は大きかったのではないかと考えている。この点については m_fit という低価格シリーズを投入済みだ（詳細は後述）。

業績の動向

2017 年 3 月期は営業利益などが黒字転換を果たす

同社の 2017 年 3 月期決算は、売上高 13,401 百万円（前期比 0.6% 減）、営業利益 135 百万円（前期は 600 百万円の損失）、経常利益 127 百万円（前期は 519 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 268 百万円（前期は 3,706 百万円の損失）と、売上高は横ばい圏ながら営業利益以下の各利益項目が黒字転換しての着地となった。

同社の期初予想との比較では、売上高は 239 百万円下回ったものの、営業利益は 95 百万円、経常利益は 37 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は 18 百万円、それぞれ超過達成した。

2017 年 3 月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/3 期	17/3 期			
	通期	通期予想	通期実績	前期比増減額	予想比増減額
売上高	13,479	13,640	13,401	78	-239
売上総利益	6,316	-	6,586	269	-
販管費	6,917	-	6,450	-466	-
営業利益	-600	40	135	736	95
売上高営業利益率	-4.5%	0.3%	1.0%	-	-
経常利益	-519	90	127	647	37
親会社株主に帰属する当期純利益	-3,706	250	268	3,974	18

出所：決算短信よりフィスコ作成

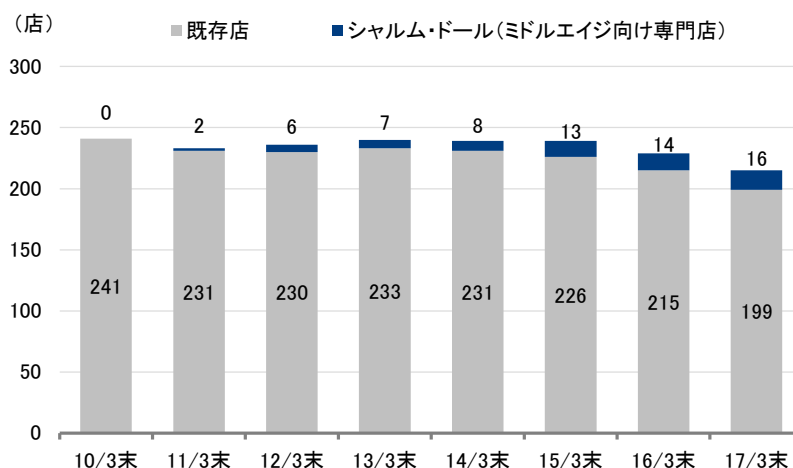
マルコ | 2017 年 6 月 1 日 (木)
9980 東証 2 部 | https://www.maruko.com/ir/index.html

業績の動向

同社の 2017 年 3 月期は、事業構造改革にまい進する、リストラモードの 1 年だった。その一環として、不採算店舗の統廃合を進めて店舗数を 2016 年 3 月末の 229 店舗から 215 店舗に削減させた。同時に、本社経費及び店舗運営コストの全面的な見直しを行った。具体的には、店舗の賃借料の見直し・再交渉や、購買時の相見積もりの徹底、人員のグループ内での適正配置など、基本的なコスト削減策が中心だ。

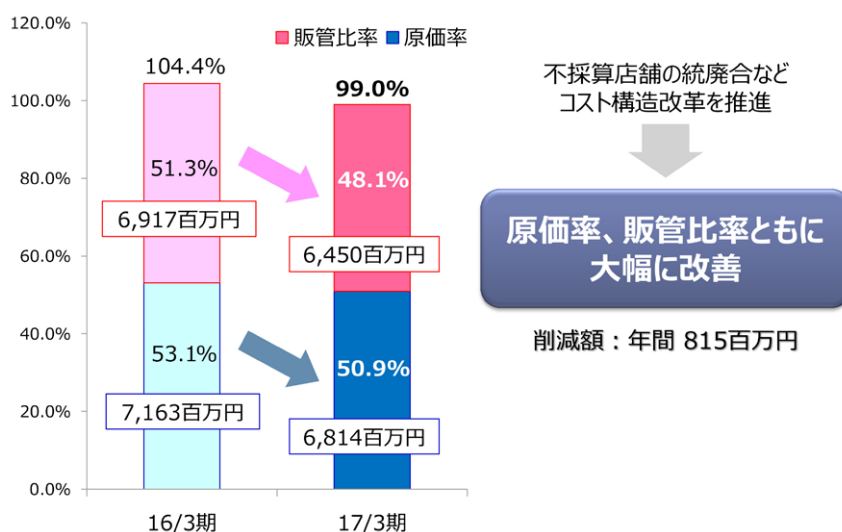
売上高は予想に対して 239 百万円の未達であったものの、店舗数減の影響を吸収して前期比横ばいで踏みとどまった。一方利益面では、コスト削減策が奏功して売上総利益が前期比 269 百万円増加した。販管費は広告宣伝費の増加等があったものの、コスト削減策の徹底で前期比 466 百万円減少した。その結果営業利益は前期比 736 百万円増加し、黒字転換を果たした。

店舗数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

コスト構造の改善



出所：決算説明会資料より掲載

業績の動向

セグメント別では、体型補整下着を扱う製品セグメントの売上高が前期比 0.6% 減の 11,292 百万円、化粧品・健康食品等を扱う商品セグメントの売上高が同 1.1% 減の 2,481 百万円となった（いずれもポイント引当金繰入額を含んだ数値）。体型補整下着が減収となった原因は前述のように店舗の統廃合を進めた影響と考えられる。一方、化粧品・健康食品についても、同社における商品セグメントの位置付けが、体型補整下着愛用者のサポート商材という位置付けであるため、体型補整下着の販売減少にリンクする形で減収となったものと弊社では推測している。

セグメント別売上高内訳

(単位：百万円)

		16/3 期	17/3 期	
		通期	通期	前期比伸び率
製品	ファンデーション・ランジェリー			
	(ボディスーツ)	1,979	2,019	2.0%
	(ブラジャー・ガードル)	8,417	8,326	-1.1%
	その他	961	946	-1.5%
製品合計		11,358	11,292	-0.6%
商品	ボディケア化粧品・下着用洗剤	1,578	1,812	14.8%
	健康食品	282	197	-30.3%
	その他	647	471	-27.1%
	商品合計	2,508	2,481	-1.1%
その他		-387	-373	-3.6%
売上高合計		13,479	13,401	-0.6%

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社は 2016 年 7 月に RIZAP グループの傘下に入って以降、事業構造改革を進めてきたが、2017 年 3 月期に黒字転換を果たしたことで、後ろ向きのリストラの部分はほぼ終了したと弊社では考えている。こうした短期間での黒字転換が可能だった大きな理由は、同社の 40 年近い歴史の中で蓄積してきたものがあつたためとみている。この蓄積のなかで、高コスト体質といった負の部分については 2017 年 3 月期で改善した。一方、蓄積のなかのプラスの部分は、ブランド力や商品力、顧客数などの有形・無形のアセットとして依然として残っている。2018 年 3 月期から前向きなトップライジングロースを目指す準備をきっちり整えたという意味で、2017 年 3 月期は転換点の年であったと言える。

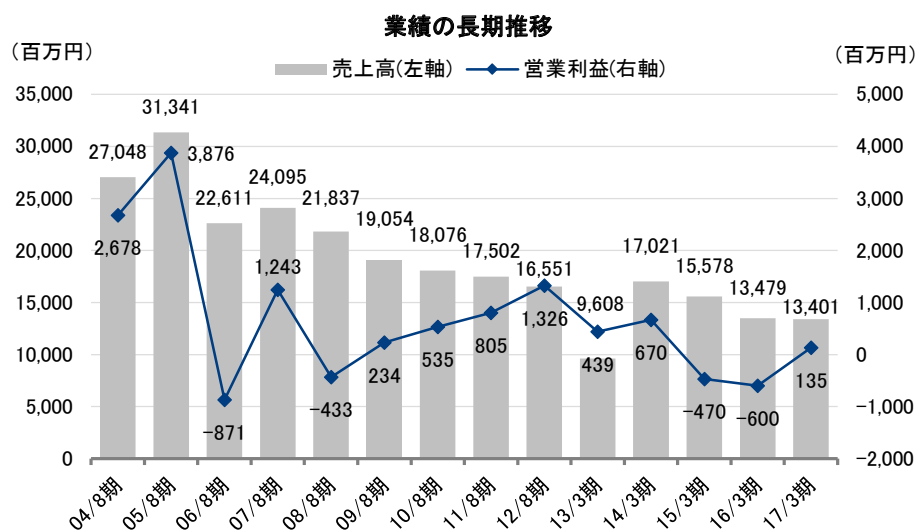
成長戦略

2016 年 3 月期までは長期低落傾向。 新規顧客の獲得ができなかったことが主因

1. 長期的業績推移と当社が直面する課題

同社の 2004 年 8 月期から 2017 年 3 月期までの 15 期間の業績推移を見ると、2005 年 8 月期をピークに右肩下がりトレンドを歩んでいることがわかる。同社の業績がここ 10 年間ほど長期低落傾向にあったことについて同社は、新規顧客の獲得が思うように進まず、売上高が伸びなくなったことが直接の原因だと分析している。同社の特長でもある、紹介による新規顧客というビジネスモデルが機能しなくなってきたということだ。

その理由や背景としては、e コマース (EC) の急拡大に象徴されるように消費行動が大きく変化してきていること、その中で同社が店頭でのカウンセリング販売にこだわってきたこと、同社の商品が高価格帯に寄っていること、フィットネスクラブ等の代替策との競合など、様々な要因が考えられ、それらが複合的に作用した結果と考えられる。



注：06/8 期までと 16/3 期以降は連結決算、07/8 期～15/3 期は非連結決算。13/3 期は決算期変更により 7 ヶ月の変則決算
出所：決算短信よりフィスコ作成

同社がこだわってきた紹介による新規顧客の獲得は、端的に言えば“待ち”の営業であり、プッシュ型営業や広告宣伝手法に強みを持つ RIZAP グループと対極にある。一方で、顧客満足度を高めることで紹介による顧客拡大を図り、広告には頼らないという理念は RIZAP グループと共通する考え方でもある。この点は RIZAP グループとのシナジーを追求するうえではポジティブな要素と言える。

成長戦略

同じく同社がこだわる項目に店頭でのカウンセリング販売がある。その理由は、顧客が求める美を実現し、顧客に高い満足度を提供するためだ。高い満足度の提供は、高価格であってもリピート需要を生み出し、さらには新たな顧客の紹介へつながっていく。このサイクルは 2005 年 2 月期を境に機能しなくなって現在に至るわけだが、そのことが、同社が約 40 年間にわたって培ってきた同社の経営理念やビジネスモデルを全否定する理由にはならないと弊社では考えている。同社の持つ強みを最大限生かしながら、足りない部分を補うことで再び成長軌道に回帰させるというスタンスが、最終的には同社の収益回復を最短で達成することにつながると弊社では見ている。以上のような考え方に立ち、同社が今回打ち出した成長戦略は、現時点ではベストと評価できる内容だと弊社では考えている。

収益力・集客力・販売力の強化が成長戦略の骨子。 戦略的投資額は 5,000 百万円以上を計画

2. 成長戦略の概要

前述のように、同社は 2018 年 3 月期からトップライングロースを目指すステージへと切り替わった。同社は『Maruko Reborn Project』のスローガンの下、“収益回復”から“成長路線の追求”へと移行するべく、その成長戦略を明らかにしている。

同社の成長戦略は大きく 3 つのテーマから構成されている。すなわち、1) 収益力の強化、2) 集客力の向上・購入機会の拡大、3) 販売力の強化の 3 点だ。さらに、これら 3 つの施策を着実に実行するための資金的裏付けとして、“5,000 百万円以上の戦略的投資（2020 年 3 月期までの 3 年間合計）”を明示している。

『Maruko Reborn Project』の概要

I .収益力の強化

- ・コスト構造改革の継続により、成長への投資余力を確保

II .集客力の向上・購入機会の拡大

- ・広告展開の強化
- ・新商品、関連事業の開発推進
- ・RIZAPグループとの相互送客の推進

III .販売力の強化

- ・店舗営業力（教育・人員・店舗開発）の強化
- ・中国等の富裕層を中心に海外展開

出所：決算説明会資料より掲載

戦略的投資

50億円以上
(3 年間)

コスト構造改革の継続で収益性の基盤固め

3. 成長戦略の具体策 1：収益力の強化

収益力の強化には 2017 年 3 月期に進めたコスト構造改革の継続実施と、成長分野への投資拡大が掲げられている。

コスト構造改革の継続・徹底は、同社が目指す 10% の営業利益率達成の基盤となる重要な部分になると弊社では考えている。2017 年 3 月期は黒字にするためにただコストを削減すればよかったが、2018 年 3 月期からはトップライジングロースのための投資（すなわち、費用の増加）とのバランス取りが必要となってくる。

2018 年 3 月期については、売上原価率と売上高販管費率をそれぞれ 46.7%（7,000 百万円）、45.3%（6,800 百万円）に引き下げる計画だ。対売上高比率は売上高の変動によって変わってくるため、弊社では、販管費を 6,800 百万円に抑え込むことができるか、その中で広告宣伝費をどの程度支出できるか、その結果として売上高目標をどこまで達成できるか、に特に注目して行きたいと考えている。2018 年 3 月期においてこの点で一定の成果を示すことができれば、それ以降の中期目標、長期目標の達成に向けて確信度が高まってくるだろう。

成長分野への投資については、健康食品や化粧品アイテム増加や、将来的には新規事業の展開などを視野に入れているもようだ。弊社では、化粧品や健康食品については大いに可能性がある領域だと考えている。体型補整下着でボディメイクを実現すれば、次は肌の手入れや顔メイクへと関心が向くのは自然の成り行きであり、ワンストップでそうした商品をラインアップすることで同社の商機も拡大すると期待されるためだ。

各世代に適した効果的な広告宣伝と低価格ブランドの投入で新規顧客獲得を狙う

4. 成長戦略の具体策 2：集客力の向上・購入機会の拡大

集客力の向上・購入機会の拡大の具体策として、広告展開の強化と、新商品・関連事業の開発推進が掲げられている。前述のように、同社がこれまで直面してきた問題点は新規顧客の獲得が進まなかったことであり、これに対する同社の第 1 の回答が広告展開の強化だ。

同社の顧客の年齢層は 20 代と 30 代が約 70%、40 歳以上の世代（シニア層）が約 30% という構成となっている。同社は今回の広告展開は 20 代～ 30 代の主力層とシニア層の両方をターゲットにしているが、広告の出し方は各世代の特徴やニーズに合わせてやり方を変えている。

シニア層向けには 29 分のインフォーマーシャル（インフォメーションとコマーシャルの合成語）を投入し、体型補整下着の特長・機能をじっくりと説明する戦略を採用している。シニア層は十分納得しないと購入しないという特徴があり、それに対応したものだ。シニア層向けインフォーマーシャルは 2017 年 3 月期から投入を開始しており、40 歳以上の顧客増加という形で効果・手応えを実感できているもようだ。

マルコ | 2017 年 6 月 1 日 (木)
9980 東証 2 部 | <https://www.maruko.com/ir/index.html>

成長戦略

20 代～ 30 代向けの広告は RIZAP 同様、短時間でインパクトのあるコマーシャルを投入して、同社の知名度向上や高級ランジェリーブランドとしてのブランディング強化に主眼を置いたものとなるもようだ。こちらは現在制作中で、2018 年 3 月期の途中からの投入となる見通しだ。

広告宣伝の例



出所：決算説明会資料より掲載

第 2 の回答である新商品・関連事業の開発推進では、6 番目のブランドとなる『m_fit』が注目される。m_fit は 2017 年 3 月期にリリースされ、低価格帯であることと、EC による販売を前提としている点で既存の商品シリーズと異なっている。価格的には、主力の『カリユ』など既存の 5 シリーズのブラジャーが 3 万円台半ば～ 4 万円台の価格帯にあるのに対して m_fit の商品は 12,852 円（税込）と 3 分の 1 程度となっている。m_fit のリリースにより、低価格をセールスポイントにする競合他社に真正面から対抗する体制ができた。2018 年 3 月期は m_fit を本格的に拡販し、集客力向上につなげる方針だ。

集客力の向上では、RIZAP グループ、とりわけ RIZAP 事業とのコラボレーションも重要なポイントだ。この点についてはコラボ商品開発などの施策が掲げられているが、即効性のあるのは相互送客だ。既に試験的な取り組みは始まっているが、本格展開はこれからのもようだ。弊社では、RIZAP ⇨ マルコの流れの方がポテンシャルとしては大きいのではないかとみている。RIZAP プログラムでボディメイクを行った顧客がより完璧な美を求めて体型補整下着を使用するという流れを創り出すことは十分可能であろう。これまで同社自身はフィットネスクラブを競合関係と捉えていたが、RIZAP グループ傘下に入ったことで、フィットネスクラブ（RIZAP 事業や SD エンターテインメント <4650> の SD フィットネス事業）とは相互補完関係にあると考え、その前提で広告や各種施策を考えていくのも有効ではないかと思われる。これがある程度軌道に乗れば、グループ外のフィットネスクラブからの集客の道筋を構築することも可能になるのではないかと弊社では期待している。

国内では空白地域の解消が、 海外展開では中国での富裕層への販売強化が、当面の課題

5. 成長戦略の具体策 3：販売力の強化

販売力の強化は、国内では空白地域への出店を検討していく見通しだ。国内に 200 店舗以上を抱えながらも地域的な偏りがあり、1 店舗もない県が複数ある。同社の製品は大都市圏よりも地方で人気がある。また、今後広告宣伝の全国展開を行っていく上で、空白地域の存在は広告宣伝の無駄打ちにつながる。その解消が当面の販売強化策となる。

海外展開では中国で直営店 1 店舗とフランチャイズ（FC）店 5 店舗を展開している。これら海外店舗では、富裕層向けの高級ファンデーション・ランジェリーの小売店という位置づけで体型補整下着の販売を行っている。

今後の施策としては中国におけるパートナー企業の開拓などを行っていく方針だ。また、中国以外の国・地域での事業展開についても模索中で、海外事情に詳しい企業と提携して、現地の提携先企業の探索・調査などに着手している模様だ。

2018 年 3 月の V 字回復は通過点。 営業利益率 10% の高収益体質の確立が目標

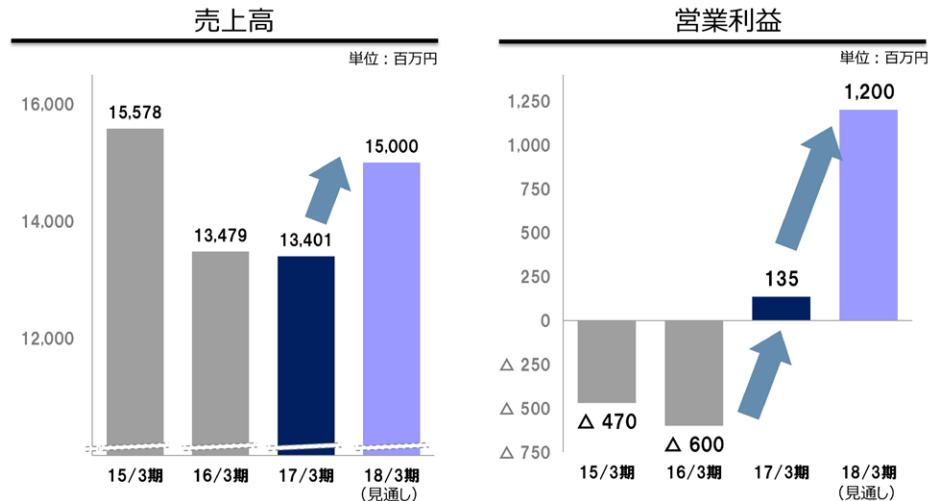
6. 『Maruko Reborn Project』計数目標とその考え方

この成長戦略の計数目標について同社は、2018 年 3 月期の業績予想として売上高 15,000 百万円（前期比 11.9% 増）、営業利益 1,200 百万円（同 785.9% 増）を掲げるにとどまっている。今後、施策がある程度進捗した段階で改めて中長期の業績計画を公表してくると弊社ではみている。

同社がこだわっているのは収益の額もさることながら営業利益率に代表される収益性だ。同社の体型補整下着は高価格帯が中心であり、機能やデザイン性のみならず丁寧な装着指導など、その価格に見合った価値を顧客に提供できているため、値下げ販売はしていない。したがって本来的に同社の収益性は営業利益率で 10% 程度は確保できると考えられる。

成長戦略

『Maruko Reborn Project』の計数目標



出所：決算説明会資料より掲載

弊社では、2018 年 3 月期の業績予想の数値、特に営業利益率 8% というのは、同社の持つ潜在的な収益力に照らせばアーリーステージの通過点に過ぎないと考えている。RIZAP グループ入りしてコラボレーションが進捗し、シナジー効果が十分に出てくれば同社のピーク時の業績を更新することも十分可能だとみている。具体的には、売上高で 25,000 百万円～30,000 百万円、営業利益率 10% は現実的な中長期のターゲットとなってくると考えている。ただし、この収益水準に達するのはそれなりに時間を要すると考えている。早くとも 3、4 年後（2021 年 3 月期 - 2022 年 3 月期）ではないかというイメージだ。

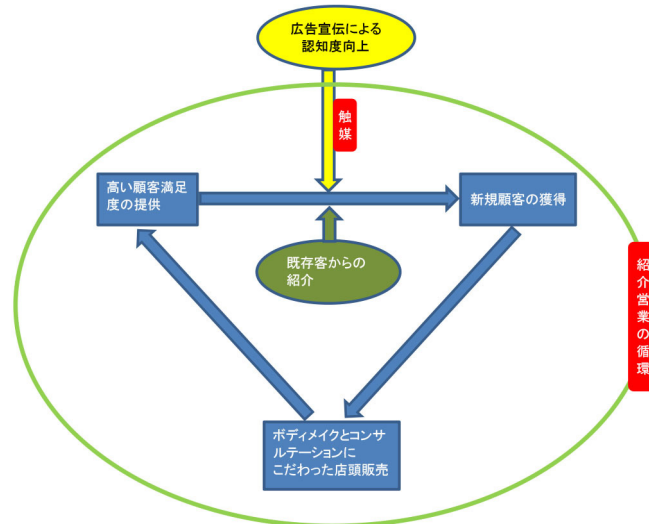
弊社が同社の中長期の成長ポテンシャルを高く評価するのは以下のような理由からだ。

まず、同社が新規顧客獲得策において広告宣伝の積極的な投入を打ち出したことは、非常に説得力があり、効果が期待できる施策だと弊社が評価していることがある。同社が紹介営業にこだわってきたのは既に説明したとおりだ。一方、RIZAP グループは主力の RIZAP 事業において積極的な広告投入によって急成長を果たしたが、現在はそのビジネスモデルを変えつつある。それは“広告に頼らない集客”へのシフトであり、具体的には広告営業から紹介営業へのシフトだ。

ポイントは、両者が目指していることは、広告営業と紹介営業を対立関係・代替関係に位置付けるのではなく、補完関係に位置付けてシナジー（集客コストの低減）を実現するということだ。広告宣伝による認知度向上が触媒となって紹介営業のサイクルが加速するイメージであり、一旦弾みがつけば、広告宣伝を削減していくことで収益性（利益率）の向上へとつなげることができるとみている。

成長戦略

広告宣伝と紹介営業のシナジーのイメージ



出所：同社資料よりフィスコ作成

もう 1 つの理由は、同社が低価格帯ブランド『m_fit』を投入したことだ。弊社では価格競争力と販売方法が、同社が新規顧客の獲得で伸び悩んだ最大の要因だと考えている。m_fit はそうした課題を一気に解決できる新商品であると同時に、（高価格帯シリーズと比較して）広告宣伝との相乗効果を生み出しやすい商品である点を弊社では評価している。m_fit は MARUKO ブランド体験の最初の入り口として重要な役割を果たすものと期待している。

同社が長期目標で掲げる売上高営業利益率 10% も十分達成可能だと弊社では考えている。前述のように、同社は紹介営業の基本線は崩さず、低下した認知度を広告宣伝で底上げして紹介営業のサイクルを加速させていくことを目指している。同社がかつて有していた高収益体質は依然として残っていると考えられることがその理由だ。過去には、ピークの 1996 年 8 月期に 22% 超の営業利益率を達成した実績もある。

長期目標の達成時期について 2021 年 3 月期 - 2022 年 3 月期を予想するのは、広告宣伝と紹介営業のシナジーを安定的に産み出すまでには一定の時間が必要だと考えるためだ。RIZAP 事業が遥かに速いスピードで高収益体質を確立したことを踏まえれば、同社の体形補整下着でも再現できるという考え方もあろう。また、RIZAP グループとのコラボレーションがどういうものになるかも変わってくる可能性はある。とはいえ 2018 年 3 月期から広告宣伝戦略が本格化するという現状では、慎重にみておきたいと考えている。

■ 今後の見通し

2018 年 3 月期は、売上目標の 15,000 百万円の達成が最大の注目点

2018 年 3 月期について同社は、売上高 15,000 百万円(前期比 11.9% 増)、営業利益 1,200 百万円(同 785.9% 増)、経常利益 1,300 百万円(同 917.5% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,100 百万円(同 310.2% 増)と大幅増収増益を予想している。

2018 年 3 月期見通しの概要

(単位：百万円)

	17/3 期	18/3 期		
	通期実績	通期予想	前期比伸び率	前期比増減額
売上高	13,401	15,000	11.9%	1,599
売上総利益	6,586	8,000	21.5%	1,414
販管費	6,450	6,800	5.4%	350
営業利益	135	1,200	785.9%	1,065
売上高営業利益率	1.0%	8.0%	-	-
経常利益	127	1,300	917.5%	1,173
親会社株主に帰属する当期純利益	268	1,100	310.2%	832

出所：決算短信よりフィスコ作成

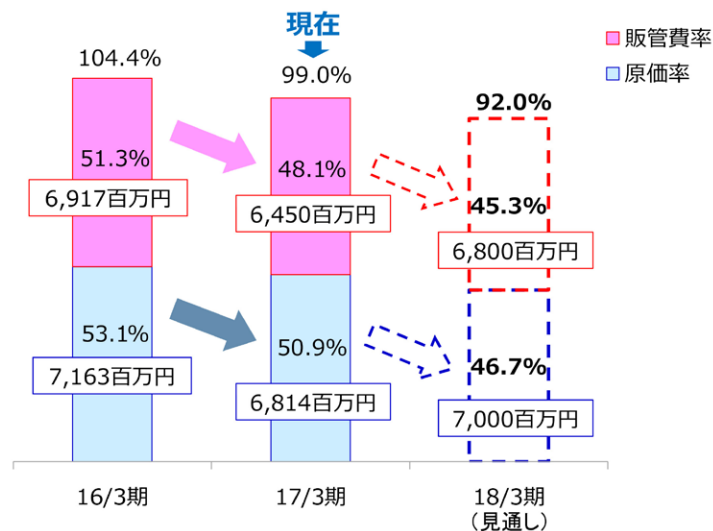
前述のように同社は、2018 年 3 月期から成長戦略『Maruko Reborn Project』の下、広告宣伝等に戦略的に投資を行い、新規顧客の獲得に注力する方針だ。広告宣伝についてはシニア層向けには 2017 年 3 月期中から開始しているが、2018 年 3 月期は主力の若年層(20 代～30 代)をターゲットとするテレビ CM が開始される予定だ。この効果が売上高 15,000 百万円の見通しの大きな理由となっているとみられる。

前期比増収額は 1,599 百万円となる。これを 2017 年 3 月期の年間顧客単価 23.5 万円で除すると、新規顧客増加数が約 6,800 人と計算される。2017 年 3 月期のアクティブ会員数 56,796 人からは約 12% 増ということになる。同社は 2018 年 3 月期において低価格シリーズの m_fit を本格展開する計画のため、製品ミックスから考えて顧客単価の上昇は見込みにくい。したがって売上高目標の達成には 7,000 人超のアクティブ会員の獲得が必要になると弊社ではみている。

一方利益面では、売上原価率と売上高販管費率について、それぞれ 46.7% (7,000 百万円)、45.3% (6,800 百万円) に低下させ、営業利益率 8.0% を実現する予想となっている。原価の改善については仕入先や仕入れルートの見直し・効率化で達成を狙っている。販管費については、売上高比率は低下するものの、実額では前期比 5.4% (350 百万円) 増加する計画だ。広告宣伝費が増加費目の中心であるとみられる。

今後の見通し

2018 年 3 月期の経費の見通し



出所：決算説明会資料より掲載

弊社では 2018 年 3 月期は利益よりも売上高の動向に注目している。今期の売上目標の達成が 2019 年 3 月期以降の中期目標や長期目標の実現のための土台となってくるためだ。RIZAP グループのノウハウによる広告宣伝と、同社のブランド力、商品力、紹介営業といった過去からのアセットからシナジーを生み出すことができれば、15,000 百万円の売上高は十分視野に入ってくるだろう。コスト構造改革が今期も継続されることから、売上目標が達成されれば利益はおのずと付いてくると考えている。

損益計算書

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期 (予)
売上高	17,021	15,578	13,479	13,401	15,000
前期比	-	-8.5%	-13.5%	-0.6%	11.9%
売上総利益	8,760	7,531	6,316	6,586	8,000
前期比	-	-14.0%	-16.1%	4.3%	21.5%
売上高売上総利益率	51.5%	48.3%	46.9%	49.1%	53.3%
販管費	8,089	8,006	6,917	6,450	6,800
前期比	-	-1.0%	-13.6%	-6.7%	5.4%
売上高販管費率	47.5%	51.4%	51.3%	48.1%	46.7%
営業利益	670	-470	-600	135	1,200
前期比	-	-	-	-	785.9%
売上高営業利益率	3.9%	-3.0%	-4.5%	1.0%	8.0%
経常利益	733	-403	-519	127	1,300
前期比	-	-	-	-	917.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	291	-489	-3,706	268	1,100
前期比	-	-	-	-	310.2%
分割調整後 EPS (円)	9.56	-16.06	-121.60	3.77	12.87
分割調整後配当金 (円)	8.00	6.00	0.00	0.00	未定
分割調整後 BPS (円)	302.14	290.89	154.91	94.70	-

注：2016 年 3 月期から連結決算に移行

出所：決算短信よりフィスコ作成

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

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

マルコ | 2017 年 6 月 1 日 (木)
9980 東証 2 部 | <https://www.maruko.com/ir/index.html>

今後の見通し

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	13/3 期末	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末
流動資産	4,822	5,575	4,653	3,050	7,497
現金及び預金	3,068	3,463	2,255	1,334	5,507
売掛金	666	889	1,035	861	910
棚卸資産	599	732	901	664	862
固定資産	8,222	8,336	8,092	5,129	4,075
有形固定資産	7,287	7,234	7,096	4,458	1,611
無形固定資産	143	148	156	3	22
投資等	791	953	839	667	2,441
資産合計	13,044	13,911	12,746	8,179	11,572
流動負債	3,311	3,901	3,523	2,663	2,926
買掛金	1,477	1,894	1,863	1,305	1,399
短期借入金等	88	-	-	-	-
固定負債	571	800	356	793	551
長期借入金	-	-	-	-	-
株主資本	9,161	9,209	8,866	5,095	8,113
資本金	2,332	2,332	2,332	2,332	3,707
資本剰余金	2,195	2,195	2,195	2,195	3,570
利益剰余金	5,126	5,173	4,830	1,059	1,327
自己株式	-492	-492	-492	-492	-492
その他の包括利益累計額合計	-	-	-	-373	-18
純資産合計	9,161	9,209	8,866	4,721	8,094
負債純資産合計	13,044	13,911	12,746	8,179	11,572

注：2016 年 3 月期から連結決算に移行
出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	269	1,014	-850	-818	202
投資活動によるキャッシュ・フロー	-72	-264	-246	52	1,295
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,157	-355	-261	-72	2,678
現預金換算差額	-	-	-	-1	-3
現預金増減	-960	395	-1,358	-840	4,173
期首現預金残高	4,029	3,068	3,463	2,174	1,334
期末現預金残高	3,068	3,463	2,105	1,334	5,507

注：2016 年 3 月期から連結決算に移行
注：決算期変更に伴い、2013 年 3 月期は 7 か月の変則決算
出所：決算短信よりフィスコ作成

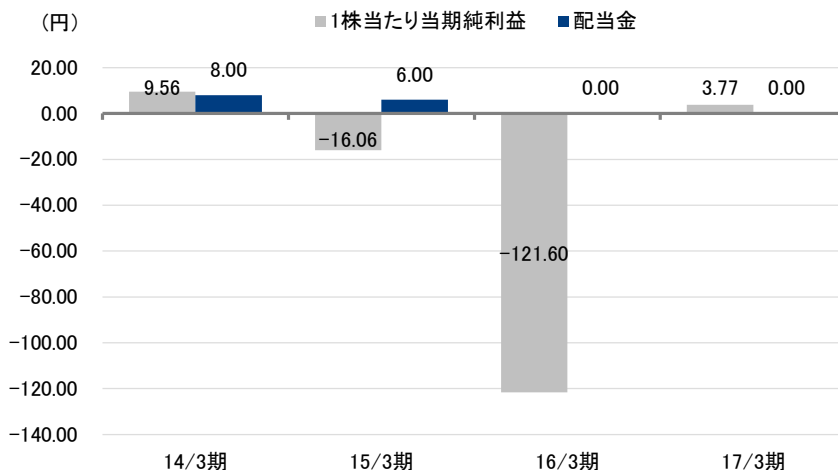
株主還元策

2018 年 3 月期の配当は未定ながら、株主還元充実を図り株主優待制度を導入

同社は株主還元を経営の最重要課題に位置づけ、配当によることを基本としている。配当金については内部留保とのバランスを取りながら安定配当を実施することを基本としている。しかしながら 2016 年 3 月期において 2 期連続で親会社株主に帰属する当期純損失を計上したため、無配を決断した。2017 年 3 月期においては親会社株主に帰属する当期純利益を計上して黒字転換したものの、財務の健全性を高める狙いから、前期同様無配としている。

2018 年 3 月期の配当について同社は未定としている。2017 年 3 月期に黒字転換を果たし、2018 年 3 月期の業績予想が達成できれば、配当余力は十分にあるといえる。しかし一方で、新商品・新カテゴリー商品の事業開発などの成長投資のための資金需要も旺盛だ。前述のように、同社の成長戦略と計数目標には十分な説得力と実現可能性があるというのが弊社の評価であり、復配と無配のどちらの決定がなされたとしても、株主リターンの獲得につながるものと考えている。

1株当たり当期純利益及び配当金の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

マルコ | 2017 年 6 月 1 日 (木)
9980 東証 2 部 | <https://www.maruko.com/ir/index.html>

株主還元策

同社は株主優待制度を設けているが、2017 年 3 月期決算に際して株主優待制度の充実を発表した。新しい内容は保有株数に応じて RIZAP グループの商品券とマルコ 20% 割引券が組み合わさったものとなっており、権利確定日も年 1 回から 2 回に増えた。100 株保有株主の場合、2017 年 5 月 16 日終値の 204 円をベースとした優待利回りは 19.6% となる（マルコ割引券の分は含まない）となる。

株主優待制度の内容

保有株数	現 行	変 更 後
100株 以上	マルコ20%割引券 1枚	RIZAPグループ商品（2,000円相当） + マルコ20%割引券1枚
200株 以上		RIZAPグループ商品（3,000円相当） + マルコ20%割引券1枚
400株 以上		RIZAPグループ商品（6,000円相当） + マルコ20%割引券1枚
800株 以上		RIZAPグループ商品（12,000円相当） + マルコ20%割引券1枚
1,200株 以上		RIZAPグループ商品（15,000円相当） + マルコ20%割引券1枚
2,000株 以上	RIZAP&RIZAPグループ1万円割引券 + マルコ20%割引券1枚	RIZAPグループ商品（18,000円相当） + マルコ20%割引券1枚
権利確定日	年1回（3月末）	年 2 回（9月末および3月末）

■ 優待利回り（年間） 19.6% + α（マルコ割引分） / 株価 204円

※100株保有時、RIZAPグループ商品優待分（年間4,000分）で算出。 （2017年5月16日終値）

出所：決算説明会資料より掲載

重要事項（ディスクレーマー）

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