

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

夢展望

3185 東証マザーズ

企業情報はこちら >>>

2017 年 9 月 6 日 (水)

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. 本格的 SPA の開始で収益構造がポジティブ・スパイラルに 180 度転換	01
2. 高度な EC のノウハウを生かして RIZAP アパレルグループの EC 戦略をリード	01
3. 2018 年 3 月期は大幅黒字化の見通し。4 つの成長戦略で中長期的収益成長を目指す	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 事業構成及び企業グループの状況	03
■ 事業の概要	05
1. ブランド戦略及び商品戦略	05
2. 商品の調達体制	06
3. 販売戦略	06
■ 業績の動向	07
1. 業績改善への取り組み	07
2. 2017 年 3 月期決算の概要	09
3. 2018 年 3 月期の見通し	11
■ 中長期の成長戦略	15
1. 成長戦略の全体像	15
2. 既存セグメントの強化による成長	16
3. SPA 深耕を中心とする商品力の強化	18
4. 新規事業	19
5. M&A の活用	20
■ 株主還元策	21

要約

業務の流れの順回転化で収益回復が加速へ。 RIZAP アパレル事業グループの EC 戦略もリード

夢展望 <3185> は 10 代後半から 30 代前半の女性を対象とした、EC 特化型レディースファッションの大手企業。テイスト別に 4 つのオリジナルブランドを展開し、流行の「カワイイ、カッコいい」ものを迅速に商品化し、手軽に買える低価格で提供している点に特長がある。

1. 本格的 SPA の開始で収益構造がポジティブ・スパイラルに 180 度転換

同社は 2014 年 9 月期に営業赤字に陥って以来業績不振が続いていた。その原因を一言で言うなら、仕入、販売、顧客管理などの一連のプロセスが悪循環に陥ったことにある。2016 年秋冬物から本格的な SPA の開始により状況が一変し、ポジティブ・スパイラルへと転換した。同社はかねてより商品のセンスには定評があり、歯車が一度回り出すと販売が回復するのも早い。2017 年 3 月期下半期は歯車が逆回転から正回転へと切り替わった結果黒字転換を果たした。2018 年 3 月期はギアを上げて収益拡大を加速させるステージに入った。

2. 高度な EC のノウハウを生かして RIZAP アパレルグループの EC 戦略をリード

同社は売上高における EC 比率が 91% と、5% ともいわれるアパレル業界平均を大きく上回っている。その高度な EC に関するノウハウを生かして RIZAP グループ <2928> 各社の EC 化率向上をサポートしていく方針だ。同社自身にとっては収益事業としての展開であり、RIZAP グループ全体にとっては EC による収益底上げが期待される。さらに将来的にはグループ外への EC コンサルティングも視野に入れている。EC に関するノウハウの収益化は、新規事業として後述する 4 つの成長戦略の一角を占めている。

3. 2018 年 3 月期は大幅黒字化の見通し。4 つの成長戦略で中長期的収益成長を目指す

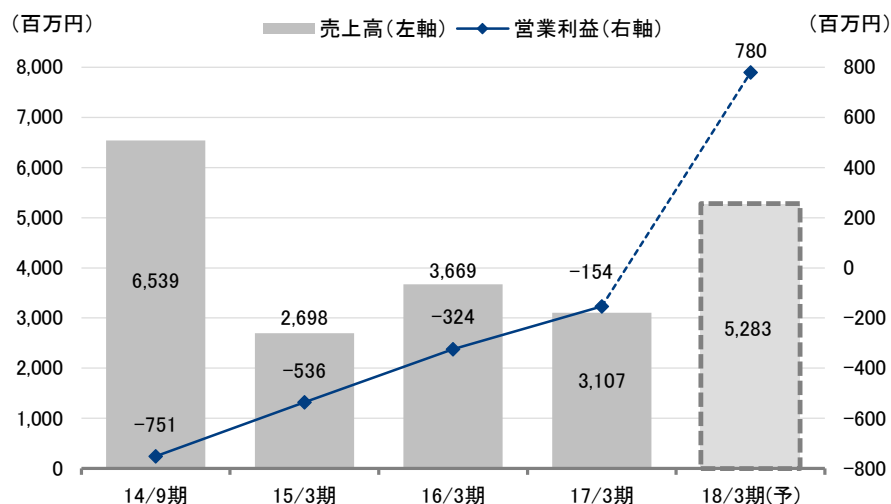
2017 年 3 月期下半期の黒字転換に引き続き、2018 年 3 月期は通期で大幅な黒字となる見通しだ。しかしこれは始まりに過ぎない。中長期の持続的成長に向けて同社は、1) 既存セグメントの強化による成長、2) SPA の深耕による商品力強化、3) 新規事業、4) M&A の 4 つの項目に取り組んでいる。それぞれが既に動き出しており、2018 年 3 月期においてもこれら施策の効果が増益要因として織り込まれている。これら成長戦略が軌道に乗ってくれば、売上高についてはオーガニック・グロースとして年率 10% ~ 20% 成長の継続が、利益面では営業利益率として 5% 越えが、それぞれ十分視野に入ってくると弊社では考えている。

Key Points

- ・ MD 改革や本格的 SPA の開始などが奏功して、2017 年 3 月期下半期において黒字転換を実現
- ・ 2018 年 3 月期は既存セグメントの収益拡大と M&A による負ののれん発生益で、大幅な営業黒字の見通し
- ・ EC コンサルティング・物流支援などのサービス提供を事業化へ。RIZAP アパレル事業グループ内での立ち位置にも注目

要約

業績推移



注：2018 年 3 月期から IFRS を任意適用するため、18/3 期（予）の売上収益・営業利益は 17/3 期との連続性はない。

出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

玩具・雑貨でスタートし、健康食品を経て、レディースファッションの EC で急成長

1. 沿革

同社は 1998 年に現取締役会長の岡隆宏（おかたかひろ）氏により大阪府箕面市にドリームビジョン株式会社として設立された。設立時は玩具・雑貨の販売を事業目的としてスタートし、フィギュアやカプセルトイなどを商材として、香港を起点に製造・卸売を行っていた。しかし、香港での SARS 流行をきっかけに、国内で EC 事業を開始し、コスメ商材やダイエット食品、健康食品等の販売に業態を転換した。その後、2005 年に衣料品販売事業に進出した。

こうした経緯から明らかなように、同社は基本的に EC 事業者として発展を遂げてきた。ガラ携時代の 2003 年に楽天市場（楽天 <4755>）に出店したのを皮切りに、ビッグダズ（ディー・エヌ・エー <2432>）、ヤフーショッピング（ヤフー <4689>）などの EC モールに出店を重ねた。レディースファッションに商材転換後は、EC サイトのブランドとしてプリンセス館やグラマラス館、ガーリーカジュアル館などを次々と展開したが、現在では夢展望の自社サイトと各 EC モール支店という構成になっている。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

会社概要

同社は 2008 年に社名を現社名に変更した後、2013 年 7 月に東証マザーズ市場に上場を果たした。業績的には上場前後の 2012 年 9 月期～2013 年 9 月期がピークであり、2014 年 9 月期に営業赤字に転落した後は 2017 年 3 月期まで営業損失が続いている。その間の 2015 年 3 月に、第三者割当増資により RIZAP グループ（当時は健康コーポレーション（株））傘下に入った。

RIZAP グループの子会社となった後、2015 年 9 月に現代表取締役社長の濱中眞紀夫（はまなかまきお）氏が営業本部長に着任した。濱中氏は 2015 年 7 月に RIZAP グループのアパレル統括室室長として RIZAP グループに入社した。それ以前はジーンズメイト <7448> や（株）リヴァンプ等でアパレル業界の経営や再生に携わった豊富な経験を有する。同社入社後は、当時代表取締役社長を務めていた岡氏とともに事業構造改革と収益の立て直しに取り組み、2016 年 12 月に代表取締役社長に就任して現在に至っている。

沿革

1998年5月	大阪府箕面市においてドリームビジョン株式会社を設立、玩具・雑貨販売事業を開始
2003年4月	販売網の拡大を目的に、楽天市場に出店
2005年2月	販売網の拡大を目的に、ビッグダズに出店
2005年6月	販売網の拡大を目的に、ヤフーショッピングに出店
2005年7月	衣料品販売事業を開始
2005年12月	自社サイトでの衣料品販売事業を開始
2007年2月	玩具・雑貨販売事業強化のため、玩具・雑貨販売を事業とする夢新開発（香港）有限公司を完全子会社化
2008年6月	社名を夢展望株式会社に変更
2008年7月	業務効率化のため夢展望貿易（深圳）有限公司を中国広東省に設立
2009年1月	プリンセス館及びグラマラス館をオープン
2009年3月	ガーリーカジュアル館をオープン
2009年11月	キッズ館オープン
2010年2月	キレイ館オープン
2013年1月	QVC でのテレビショッピング通信販売を開始
2013年7月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2014年7月	大阪梅田 HEP FIVE に実店舗開店
2014年9月	東京池袋 PARCO に実店舗開店
2015年3月	健康コーポレーション（株）（現・RIZAP グループ <2928>）による第三者割当増資により、同社の子会社となる

出所：会社資料よりフィスコ作成

販路・形態別に 4 事業セグメント、 商材としては衣料品とジュエリー、玩具・雑貨の 3 つ

2. 事業構成及び企業グループの状況

同社の事業は、2018 年 3 月期よりセグメントの改編を行い、アパレル事業、ジュエリー事業、トイ事業、コンサルティング事業の 4 セグメント（2017 年 3 月期までは衣料品販売事業、玩具・雑貨販売事業、実店舗事業、卸売事業、及びその他事業の 5 セグメント）から成っている。取り扱っている商材としてはレディースファッションの衣料品とジュエリー、玩具・雑貨の 3 種類。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

会社概要

アパレル事業は、以前の衣料品販売事業と実店舗事業、卸売事業を合わせたものである。EC をメインとした販売事業（実店舗での販売は 10% 未満）で、同社の中核のビジネスだ。このメイン事業では、商品企画から製造・小売までを一貫して行う SPA（Speciality Store Retailer of Private Label Apparel）の手法を採っており、自社スタジオでの商品撮影、画像加工、WEB ページへのアップも一貫して自社で行っている。

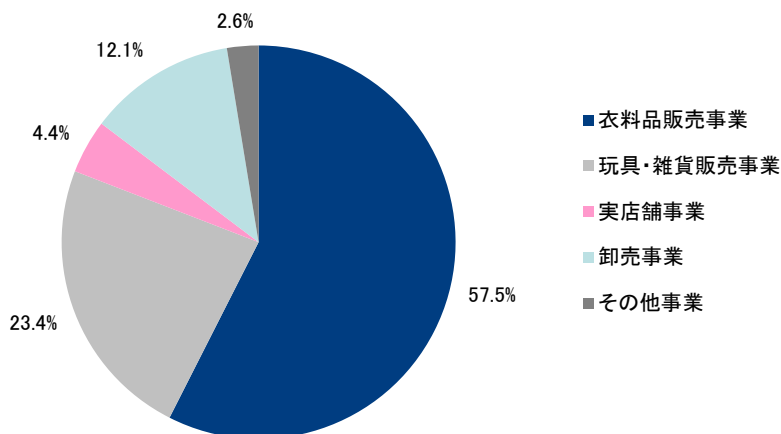
ジュエリー事業については、同社が 2017 年 4 月 28 日付で（株）ニッセンホールディングスから（株）トレセンテの株式 100% を取得・子会社化し、トレセンテは婚約指輪・結婚指輪等のブライダルジュエリーを中心とする宝飾品の販売を行っている。札幌から福岡までの主要都市において、単独店やファッションビル、ホテルなどに 11 店舗を展開している。

トイ事業は、玩具メーカーからの発注に基づき主として中国の協力工場から仕入れて玩具メーカーに対して販売する事業だ。同社が 2007 年に完全子会社化した夢新開発（香港）有限公司が、雑貨の製造管理のノウハウを生かして中国の工場の生産管理を行うほか、当該商品に関する仕入・販売の主体となってこの事業を行っている。主な取引先はタカラトミー <7867> で、リカちゃん人形が代表的な商材だ。

コンサルティング事業は、物流管理業務、EC 事業推進支援等のコンサルタント業務を行っている。

同社のグループには他に夢展望貿易（深圳）有限公司があり、ここが衣料品や雑貨・玩具に関して中国国内の工場における生産管理の検品などを行っている。

事業セグメント別売上高内訳(2017年3月期実績ベース)



出所：決算短信よりフィスコ作成

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | http://www.dreamv.co.jp/

事業の概要

10 代後半から 30 代前半の女性を対象に 4 つのオリジナルブランドを展開

1. ブランド戦略及び商品戦略

会社概要の項で述べたように同社の中核事業はレディースファッション衣料品（靴も含む）の販売であり、対象年齢は 10 代後半から 30 代前半となっている。その事業の概要は以下のようになっている。

同社はピーク時（2014 年）には 15 のブランドを展開し、改廃も頻繁に行っていた。詳細は後述するがこれは業績悪化の一因ともなり、現在ではテイスト別に 4 ブランドに集約している。4 つのテイストのうち、トレンド系が全体の売上げの半分近くを占め中央部に位置している。それを挟んで左右にスイート系とセクシー系が位置している形だ。ポイントは、スイート系とトレンド系、及びセクシー系とトレンド系にまたがって商品を購入する層が存在する点だ。同社はここに注目し、ニッチ市場に対するブランド展開を維持しつつ、それらと親和性の高いトレンド系商品を展開・拡大させてきた。

展開ブランド構成一覧

ブランド名	テイスト	コンセプト	顧客年齢層
ニューリーミー	トレンド系	トレンドをミックスさせたコーディネート提案	広範囲 (20 代前半～30 代半ば)
ディアブルベゼ	セクシー系	甘くてセクシーな雰囲気。大胆な肌見せや色気のある Lady に	広範囲 (20 代前半～30 代半ば)
ディアマイラブ	スイート系	おとぎ話のお姫様のような世界観を届けたい	10 代後半～20 代前半
モンリリィ	スイート系 (上品ガーリー系)	白百合のように可憐で儚い少女のための real clothes	10 代後半～20 代前半

出所：会社資料よりフィスコ作成

各ブランドのイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

事業の概要

レディースファッションのカバーする領域は現在同社が展開している衣料品や靴に限らない。前述したトレセンテの買収は、将来的にアクセサリや下着など隣接領域への進出や事業の多角化を示唆するものと弊社ではみている。今後の推移を見守りたい。

SPA を基本に OEM 商品の調達体制なども活用しながら 最良・最適な調達を目指す

2. 商品の調達体制

同社の商品調達は、従来は SPA（製造小売）をメインとしつつもバイイング（他社商品の仕入）と OEM 供給も多かった。また SPA と言っても同社自身の関与の仕方が部分的であったり、間に商社が入ったりというケースも多かったもようだ。しかし 2016 年秋冬ものからは本格的に SPA による調達へと切り替えた。同社の社員が企画・デザインを行い、中国などの海外工場と直接契約して生産を委託するという方式だ。

これによりコスト削減が図られて小売価格の競争力アップと値入率上昇の両立を達成したほか、クオリティ・コントロールの充実や発注数量やタイミングの柔軟対応による短納期化、その結果としての欠品による機会ロスの削減など様々なメリットを享受している。こうした仕入構造の劇的変化は、同社の収益化回復にも大きく貢献している（詳細は後述）。

しかしながらすべての調達を SPA で行うわけではない点には注意が必要だ。各年の流行ものやテスト商材は SPA でやると無駄が大きいため、そうしたものは OEM 調達などを活用する方針だ。一方バイイングについては欠品対応などの例外的なケースを除いては原則として行わない方針だ。

EC 特化型の販売体制。 EC モールの集客力を利用して成長のスピードを追求する戦略

3. 販売戦略

同社の特長は商品の販路として EC を主体に行っている点だ。常設店舗は大阪梅田 HEP FIVE 店 1 店しかない。売上高に対する EC 比率は 2017 年 3 月期実績で 91% に達している。顧客層が 10 代後半から 30 代前半の若い女性であることを反映して、スマートフォン経由が圧倒的で約 90% を占めている。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

事業の概要

EC モールへの出店状況



出所：ホームページより掲載

EC における店舗展開は自社サイトと各 EC モールの支店だ。現状の販路別売上高では自社サイトがトップとなっている。しかしながら同社は、今後は EC モール支店での販売増加に注力していく方針だ。集客力という観点では自社サイトに比べて EC モールの方が圧倒的に大きい。EC モールで存在感を示すことができれば売上高の成長性は EC モール支店の方が高かつ効率的だというのが背景にある。同社が EC モールでの売上増に期待をかける理由は、EC モール内で埋没することなく、自社の店舗の存在感を際立たせ売上増につなげることに自信を深めているためとみられる（マーケティングやマーチャンダイジングの詳細については後述）。

業績の動向

MD 改革とブランド再構築で業績改善に挑む

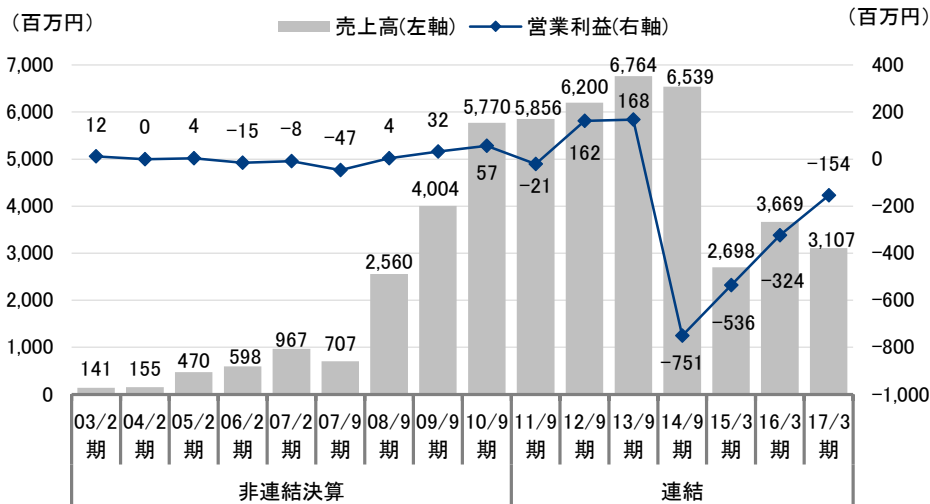
1. 業績改善への取り組み

同社の業績は 2013 年 9 月期をピークに、2014 年 9 月期には営業赤字に転落した。この背景には様々な要因があったと考えられるが、弊社が注目するのはブランドの変遷だ。女性のファッションの流行は足が速く、同社はそれを敏感に察知し、素早い商品提供を行うことを特徴としている。したがってブランドの改変も早くなりがちだが、多数に展開した結果顧客のブランドロイヤリティを確立できていなかったことと、ブランドの改変に当たって既存顧客をつなぎとめる施策が十分ではなかったことが推量される。すなわち、経営基盤が弱かったということだ。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | http://www.dreamv.co.jp/

業績の動向

長期業績の推移



注：2011 年 9 月期から連結決算に移行。07/9 期は決算期変更により 7 か月の変則決算、15/3 期は決算期変更により 6 ヶ月の変則決算。

出所：会社資料よりフィスコ作成

赤字体質に陥っていた同社が、課題の洗い出し作業を行った結果、マーチャンダイジング（MD）改革とブランドの再強化の必要性が浮かび上がり、これらを解決すれば成長路線への復帰は可能だとの結論に至った。

MD に関する課題の具体的な内容は、顧客の購買行動とのかい離、MD に関わる仮説・検証プロセスの弱さ、MD 方針変更に伴うタイムラグの発生などだ。これらについて同社は、2017 年 3 月期に向けた改善策として、人員の補強や MD チームの再編、生産と販売のベストマッチ、ネットマーケティングの最大活用などに取り組んだ。

マーチャンダイジング（MD）における課題と改善策

これまでの課題

- 顧客の購買動向とかい離した MD 方針
☆ギャル系ブランドの衰退。夢展望顧客の購買状況等を勘案した MD 計画を構築できていなかった
- MD にかかわる仮説・検証プロセスに弱み
☆企画から生産～販売に至る MD プロセスが一気通貫にマネージされておらず、製販の連携も不足していた
- MD 方針変更に伴うタイムラグの発生
☆ 16/3 期中間段階での MD 見直し方針立案後、直ちに商品が変更・修正できるわけではないため、MD 変更までのタイムラグにさらに売上を落とした

2017 年 3 月期に向けた改善策

- 人員の補強と MD チームの再編
☆夢展望最盛期の MD 担当者が複数復帰し、企画力の厚みが大幅に改善
☆商品企画から、モデル選定、撮影方針、サイト内での商品説明まで、一気通貫にコントロールするチーム編成を実施し、顧客への訴求力を大幅に強化していく
- 生産と販売のベストマッチへ
☆「適品・適時・適量」の投入制度を実現することを目標に『製販』共通の取り組みへ
- ネットマーケティングを最大限活用
☆ RIZAP グループの強みであるアフィリエイトのノウハウ共有・強化や、CRM 施策の強化等を通じて新規顧客獲得の徹底

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

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

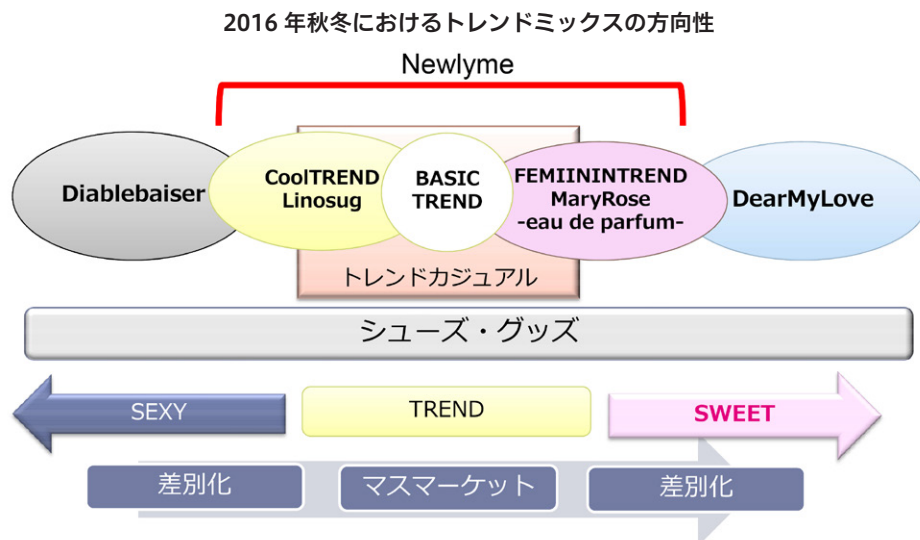
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

業績の動向

ブランド立て直しの面では、2016 年 3 月期においては、同社が強みを発揮できていたディアブルパーゼ（セクシー系）とディアマイラブ（スウィート系）の両サイドのブランドを強化し、ボリュームゾーンであったトレンド系ブランドを廃止する形で、ブランドポートフォリオの見直しを行った。結果としてはボリュームゾーンの売上高が大幅に減少した。これを受けて同社は、2017 年 3 月期に向けて、ボリュームゾーンでのトレンドミックス系ブランドの強化に取り組んだ。

衣料品の企画・製造は発売の半年～1 年前にスタートするため、新たな体制・方針のもとでの最初のターゲットとなるのは 2016 年秋冬物であった。ボリュームゾーンにはメアリーローズ・オードパルファムやリノッシュ、ニューリーミーなどが存在していたが、同社はこれをニューリーミーに一本化した。その上で、両翼のディアブルパーゼとディアマイラブを生かしてセクシー系からスウィート系まで多様なシーンを意識した MD を進化させることで、競合との差別化や幅広い集客を目指した。



出所：決算説明会資料より転載

また、RIZAP グループとのシナジー効果実現を目指して、出向による人事交流、月次モニタリングによる経営管理の向上、RIZAP グループが強みとして有するアフィリエイト等のノウハウの共有・活用、などの施策を進めた。

MD 改革や本格的 SPA の開始などが奏功して、下半期において黒字転換を実現

2. 2017 年 3 月期決算の概要

同社の 2017 年 3 月期通期の連結業績は、売上高 3,107 百万円（前期比 15.3% 減）、営業損失 154 百万円（前期は 324 百万円の損失）、経常損失 165 百万円（前期は 348 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失 169 百万円（前期は 548 百万円の損失）となった。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | http://www.dreamv.co.jp/

業績の動向

期初予想では営業利益以下の黒字転換を計画していたが、中間決算に際して通期見通しを下方修正した。下方修正の理由は、上半期にあっては自社サイトへの集客に苦戦し売上げが伸び悩んだことや玩具・雑貨販売事業の売上げが取引先の事情で伸び悩んだことだ。また通期については、上半期の動向を踏まえブランド再構築を進めている最中であることに鑑みて、収益見通しを引き下げた。最終的に、2017 年 3 月期決算はほぼ修正予想の線での着地となった。

2017 年 3 月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/3 期			17/3 期							
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	下期	通期 修正予想	通期 実績	前期比		修正予想比	
								伸び率	増減額	伸び率	増減額
売上高	1,983	1,685	3,669	1,341	1,765	3,124	3,107	-15.3%	-563	-0.5%	-17
売上総利益	889	570	1,459	482	732	-	1,214	-16.7%	-244	-	-
販管費	967	816	1,784	661	706	-	1,368	-23.3%	-416	-	-
営業利益	-78	-245	-324	-179	25	-160	-154	-	170	-	6
営業利益率	-4.0%	-14.6%	-8.8%	-13.4%	1.4%	-5.1%	-5.0%	-	-	-	-
経常利益	-88	-260	-348	-175	9	-161	-165	-	183	-	-5
親会社株主に帰属する当期純利益	-109	-438	-548	-176	6	-164	-169	-	379	-	-6

出所：決算短信よりフィスコ作成

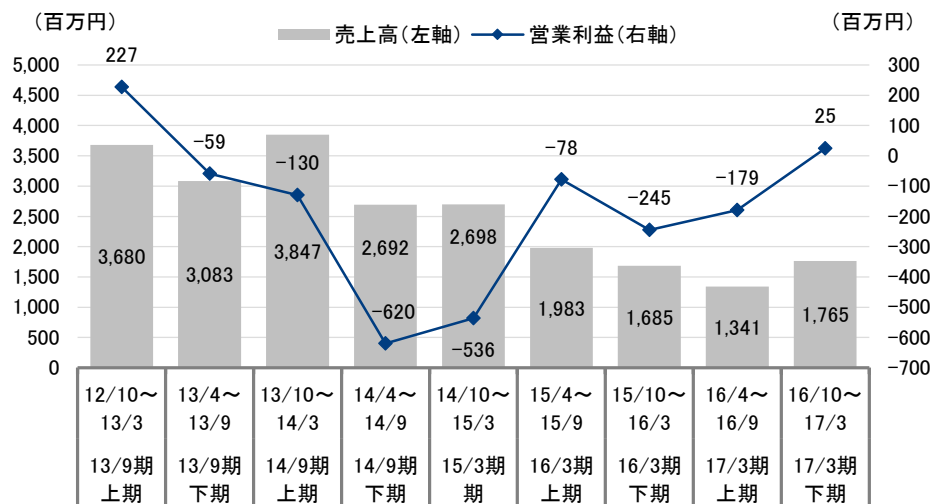
前述のように、同社は 2017 年 3 月期において MD 改革や衣料品のブランド再編に取り組み、幅広い顧客層の獲得を実現できた。原価面では、商品の仕入に関して直接輸入の比率を増やして原価率改善と商品単価低減の両立に成功した。また、本格的な SPA の開始や商品性向上の数々の施策が奏功し、商品の消化率、粗利益率、在庫回転率等の指標が改善した。前述のようにこれらの施策は 2016 年秋冬ものをターゲットとするタイミングで本格的にスタートしたため、秋冬の販売時期に当たる下半期において業績が顕著に改善した。通期ベースでの黒字化はならなかったものの、下半期においては営業利益以下の黒字転換を達成した。

下半期だけに絞ると、売上高は前年同期比 79 百万円の増収となった。一方、商品仕入れの変更の結果売上原価は低下し、売上総利益は同 162 百万円の増益となった。販管費においても、EC モール支店の売上増加に伴う支払手数料の増加というマイナス要因があったものの、これを吸収して、同 110 百万円の減少となった。その結果、営業利益は同 271 百万円増加して 245 百万円の営業損失から 25 百万円の営業利益へと黒字転換した。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | http://www.dreamv.co.jp/

業績の動向

半期ベースの業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

上半期に売上げが伸び悩んで下方修正の一因となった自社サイトについては、Web 広告の効果が下半期になって顕在化したことに加え、2017 年 1 月に自社サイトの EC システムを刷新したことで、2017 年 3 月に、48 ヶ月ぶりに前年同月比で 100% 越えを実現した（前年同月比 137.1%）。

EC 特化型アパレル企業としての強みを有する同社は、RIZAP グループがアパレル企業を多数抱えるようになった現状において、EC に関するリーダー的な役割が期待されている。詳細は成長戦略の項で後述するが、2017 年 3 月期においてもグループ・シナジー追求に向けて人材交流や物流管理に関するコンサルティング、EC 支援業務等、グループ各社との間で協業活動を進めた。これらは将来的に同社の収益事業に成長していくことが期待されている。

既存セグメントの収益拡大と M&A による負ののれん発生益で、大幅な営業黒字の見通し

3. 2018 年 3 月期の見通し

2018 年 3 月期について同社は、売上収益 5,283 百万円、営業利益 780 百万円、税引前利益 757 百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益 750 百万円を予想している。

同社は 2018 年 3 月期決算から国際財務報告基準（IFRS）を任意適用することを決定し、この予想はそれに基づいている。したがって、前期比較はない。同社の業態では売上高と売上収益、及び営業利益以下の各利益項目において、本来的には差は小さいと考えられ、グラフ等を用いて長期的なトレンドを見ることは充分意味があると弊社では考えている。

業績の動向

詳細は後述するが、同社は中長期の成長を目指した成長戦略のもと、各種施策に取り組んでいる。成長戦略の骨子として 4 項目を掲げているが、この 2018 年 3 月期の営業利益回復の内訳をこの 4 つの成長戦略に基づいて分析すると以下ようになる。

既存セグメントの利益増加額は 338 百万円が見込まれている。2017 年 3 月期同様、販売、仕入、商品企画、生産など一連のプロセスのすべてをブラッシュアップして衣料品 4 ブランド売上増により 548 百万円、SPA の深耕による商品企画とタイムリーな商品調達の効果として 88 百万円が増益要因として期待される一方、EC モードでの売上増加に伴う支払手数料の増加が販管費を押し上げ、298 百万円の減益要因が見込まれている。

新規事業からの 35 百万円の増益要因は、2017 年 3 月期同様、グループ各社に対する EC コンサルティングや EC 支援、物流支援などのサービスからの収入だ。M&A に伴う負ののれん発生益は、トレセンテの子会社化に際して発生する利益。

弊社では、2018 年 3 月期における営業黒字の可能性は極めて高いと考えている。前述の各増益要因のうち、新規事業の 35 百万円と負ののれん発生益の 569 百万円があるが、新規事業収益はともかく、負ののれん発生益のような増益要因は毎年発生するわけではない。既存セグメントの収益拡大トレンドの継続こそが最も基本的な成長戦略であるのは言うまでもない。2018 年 3 月期において、前年下期から始まった本業の回復・成長の流れをさらに強固なものに発展させていくことができるか、その進捗に注目していきたい。

また、東京証券取引所は 2017 年 6 月 30 日、2017 年 3 月期決算においての債務超過となったことを理由に同社を上場廃止に係わる猶予期間入り銘柄とすることを発表（猶予期間は 17 年 4 月 1 日から 18 年 3 月 31 日まで）しているが、同社側は、前期 17 年 3 月期の下半期から営業黒字に転じており、今期 18 年 3 月期第 1 四半期時点で債務超過解消の見通しと親会社 RIZAP グループ <2928> から経営指導と役務提供を受け、業績の向上を図る主旨の契約締結をあわせて発表している。

上記の要因と第 2 四半期に突入している本日時点で、すでに債務超過は解消されている模様で、上場廃止に対する懸念はないものと思われる。むしろ、通期業績予想の上方修正の可能性について注目したい。

今期 18 年 3 月期の通期計画では、営業損益で 7.8 億円の黒字（前期は 1.54 億円の赤字、今期より IFRS を任意適用）を見込んでいるが、第 1 四半期において 7.56 億円（通期計画進捗率 96.9%）の営業利益を計上している。つまりは、第 1 四半期からサプライズともいえる高進捗での利益着地を実現しており、上方修正の公算が極めて高いといえる。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

業績の動向

損益計算書

(単位：百万円)

日本基準					IFRS 基準	
	14/9 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期		18/3 期 (予)
売上高	6,539	2,698	3,669	3,107	売上収益	5,283
前期比	-3.3%	-	36.0%	-15.3%	前期比	-
売上総利益	2,568	857	1,459	1,214	売上総利益	-
前期比	-22.2%	-	70.1%	-16.7%	前期比	-
売上高売上総利益率	39.3%	31.8%	39.8%	39.10%	売上高売上総利益率	-
販管費	3,319	1,393	1,784	1,368	販管費	-
前期比	6.0%	-	28.1%	-23.30%	前期比	-
売上高販管比率	50.8%	51.6%	48.6%	44.0%	売上高販管比率	-
営業利益	-751	-536	-324	-154	営業利益	780
前期比	-	-	-	-	前期比	-
売上高営業利益率	-11.5%	-19.9%	-8.8%	-5.0%	売上高営業利益率	13.4%
経常利益	-790	-594	-348	-165	税引前利益	757
前期比	-	-	-	-	前期比	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-908	-704	-548	-169	親会社の所有者に帰属する当期利益	750
前期比	-	-	-	-	前期比	-
分割調整後 EPS (円)	-647.04	-494.46	-103.41	-31.96	分割調整後 EPS (円)	142.72
分割調整後配当金 (円)	0	0	0	0	分割調整後配当金 (円)	0
分割調整後 BPS (円)	165.44	57.73	-46.11	-81.57	分割調整後 BPS (円)	-

注：決算期変更に伴い、2015 年 3 月期は 6 ヶ月の変則決算

出所：決算短信よりフィスコ作成

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

業績の動向

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	13/9 期	14/9 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期
流動資産	2,651	2,021	1,790	1,220	1,039
現金及び預金	993	916	1,077	599	291
受取手形及び売掛金	601	429	277	223	306
棚卸資産	893	619	418	355	396
固定資産	303	316	279	89	82
有形固定資産	60	75	52	1	5
無形固定資産	191	202	179	0	31
投資その他の資産	51	38	48	89	82
資産合計	2,955	2,338	2,070	1,309	1,122
流動負債	1,296	1,244	957	1,260	1,325
買掛金	447	299	190	210	128
短期借入金等	432	495	299	880	991
固定負債	522	861	806	293	228
長期借入金	517	858	805	280	200
株主資本	1,141	233	277	-271	-440
資本金	592	592	966	100	100
資本剰余金	430	430	804	121	121
利益剰余金	119	-789	-1,494	-493	-662
その他包括利益累計額合計	-5	-1	28	26	8
純資産合計	1,135	232	306	-244	-432
負債純資産合計	2,955	2,338	2,070	1,309	1,122

注：2015 年 3 月期は決算期変更により 6 か月の変則決算

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)

	13/9 期	14/9 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	-29	-322	-244	-469	-350
投資活動によるキャッシュ・フロー	-132	-155	-87	-51	4
財務活動によるキャッシュ・フロー	772	402	452	53	28
現金及び現金同等物に係る換算差額	-1	-0	-1	-0	6
現金及び現金同等物の増減額	609	-76	121	-467	-311
現金及び現金同等物の期首残高	338	947	871	992	525
現金及び現金同等物の期末残高	947	871	992	525	214

注：2015 年 3 月期は決算期変更により 6 か月の変則決算

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

既存セグメントの収益基盤強化を中核に、4 項目の成長戦略で臨む

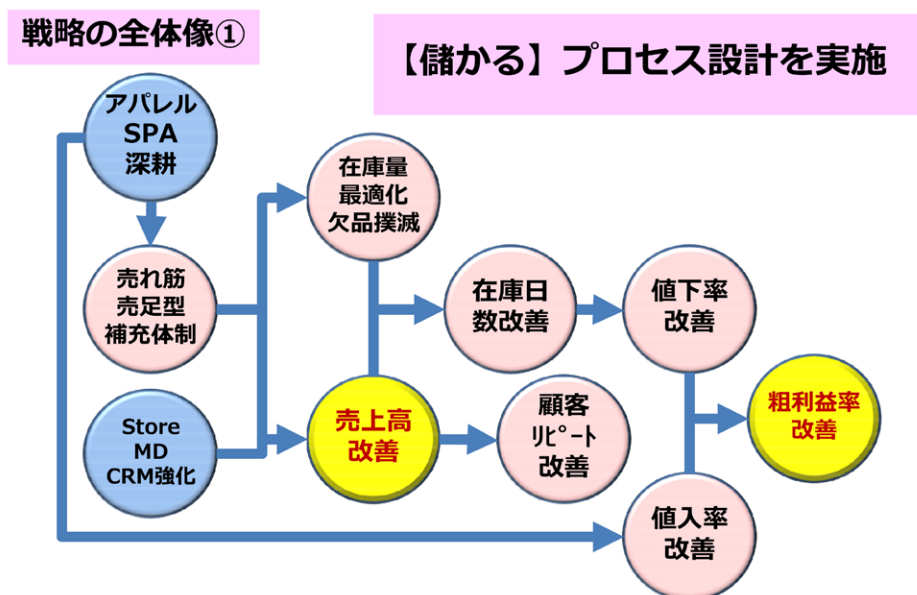
1. 成長戦略の全体像

同社は現時点ではいわゆる中期経営計画は立てておらず、中長期の業績計画も公表していないが、成長路線への転換を目指した各種施策に取り組んでいる最中だ。現状、同社は成長戦略の骨子として以下の 4 項目を掲げている。すなわち、1) 既存セグメントの強化による成長、2) SPA の深耕による商品力強化、3) 新規事業、4) M&A の 4 つだ。

これら 4 項目の中で、特に重要なのは 1) 既存セグメントの強化による成長と、2) SPA の深耕による商品力強化の 2 つだと弊社では考えている。3) 新規事業は、今後着実に存在感を増してくると期待されると考えている。4) M&A については相手があることなので、その方向性を支持することはできても収益予想には織り込みにくい。

前述したように、同社は 2017 年 3 月期において、赤字体質に陥っていた衣料品販売事業を黒字転換させることに成功した。その要因は、商品企画、生産、物流、経営管理など、一連のプロセスのあらゆる面の見直しと改革により、悪循環から脱却してポジティブ・スパイラルに転換できたことにある。上記の 1) 既存セグメントの強化による成長と、2) SPA の深耕による商品力強化は、そのポジティブな回転をさらにスピードアップして収益基盤の強化と収益規模の拡大を図ろうとするものであり、成長戦略の根幹と言えるだろう。

既存セグメントに関する成長戦略の全体像



出所：決算説明会資料より転載

販路別・顧客属性別 MD や CRM/MA の強化で売上成長の加速を狙う

2. 既存セグメントの強化による成長

既存セグメントの強化による成長に向けて同社は、1) 各販路の顧客属性に即した MD 強化、2) 新規販路開拓、3) CRM と MA (マーケティングオートメーション) の強化、4) グループ・シナジーの取り組み強化の 4 点に注力している。

成長戦略：既存セグメントの強化による成長

成長の礎

1 既存セグメントの成長

取組

- 各販路の顧客属性に即したMD強化
- 新規販路の開拓
- CRMとMA(マーケティングオートメーション)の強化
- グループシナジーの取り組み強化

・顧客数増加 ・店舗別売上増 ・ランキング商品数増加

出所：決算説明会資料より転載

(1) 各販路の顧客属性に即した MD 強化

業績回復に向けて同社が最初に取り組んだのは“ランキング MD”だ。これは同社が出店する各 EC モールのトップページに掲げられている“売れ筋ランキング”や“人気アイテムランキング”に自社商品をランクインさせ、それを実販売に結び付ける戦略だ。豊富な EC ノウハウを有する同社は、一押しの商品を着実にランクインさせ、売上げの回復に結びつけてきた。

今後はさらに各 EC 店舗の顧客属性（年齢・売れ筋ブランド）に合わせた商品構成や、月別の仮想 BEST30 に合わせた縦積み施策などを通じて、ランキングインの商品点数の増加やランキング上位の獲得を実現し、顧客数増加及び売上増加につなげる方針だ。この施策の具体的成功例としては ZOZOTOWN 店売上高推移がある。同社は 2016 年 4 月に新規販路拡大の一環で ZOZOTOWN に出店したが当初の月商 10 百万円が、1 年後の 2017 年 3 月には 29 百万円と約 3 倍に増加した。

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

中長期の成長戦略

(2) 新規販路の開拓

新規販路の開拓については、2016 年 4 月の ZOZOTOWN に続いて 2017 年 5 月末から「MAGASEEK」と「d fashion」に出店した。EC においては手数料の支払いがない自社サイト（本店サイト）での販売が最も効率性が高いが、自社サイトへの集客を軌道に乗せるには時間を要する。そのため EC モールの活用は重要な戦略だ。多数の業者が乱立するモール内で埋もれてしまわないためには前述のようにランクインする商品を創り出すことが重要なことは言うまでもない。

(3) CRM と MA の強化

同社は EC 企業であるため、顧客の購買行動等についてデータの収集と分析をしやすい立場にある。また顧客の氏名・連絡先を 100% 把握できる点も店舗販売にはない強みだ。それを生かした CRM と MA の強化は、同社にとって大きな武器になると期待される。

CRM (Customer Relationship Management、顧客関係管理) が重要な理由は、リピート率を高めて LTV (Life Time Value、生涯売上高) の増加を図る上で不可欠の要素だからだ。同社では、リーセンシー（最後の購買からの経過時間）を基準とした離反防止メールや、購買特性によるリコメンデーション（商材の推奨）の実行などを具体的アクション例として挙げている。

MA (Marketing Automation) は、本来的には見込み客の育成・管理を目的とした業務の効率化を図るツールだが、顧客データ管理や分析という点で CRM と重なる部分も多い。同社は新興企業ながら評価の高い（株）フロムスクラッチから、MA ソフト“b → dash（ビー・ダッシュ）”を導入している。b → dash はデータマネジメント、マーケティング、分析といった、マーケティング活動に必要な機能をすべてカバーしており、同社の CRM システムを補完しながら収益拡大に貢献することが期待されている。

CRM の強化

CRM

CRMシステムの構築と徹底活用

- リーセンシーを基準とした離反防止メール施策
- 購買特性によるリコメンデーション実行



リピート率増加⇒LTV※増加

※LTVとは、Life Time Value(ライフ タイム バリュー)の略で、一人、あるいは一社の顧客が、特定の企業やブランドと取引を引き始めてから終わりまでの期間内にどれだけの利益をもたらすのかを算出したもの

出所：決算説明会資料より掲載



リードタイム短縮と原価低減を目指す

3. SPA 深耕を中心とする商品力の強化

同社は、SPA（製造小売）自体は従前から行っていたが、前述のように 2016 年秋冬ものからより本格的な形でスタートした。2018 年 3 月期においては中国の数社の製造工場との関係を強化して年間製造ラインを確保し、リードタイムの一段の短縮と原価率低減を図る方針だ。

リードタイム短縮の効果は大きい。売れ筋商品について売り足し型の商品補充が可能になることがまず挙げられる。これは在庫リスクの低減と欠品リスクの低減を両立させる仕入・発注方法だが、リードタイムこそが重要なカギとなる。また、商品力の強化にもつながる。新しいトレンドを素早く商品化し、最も旬なタイミングで市場に投入できるためだ。このサイクルが軌道に乗ってくると、同社の商品企画力も鍛え上げられ、ポジティブ・スパイラルが加速していくと弊社では期待している。

成長戦略：SPA 深耕を中心とする商品力の強化

成長の礎

2

SPA（製造小売）深耕を中心とする商品力の強化

取組

- SPAの強化
(年間製造ラインを確保し、仕入原価の低減とリードタイム※短縮を図る)
- ティレンドと夢展望独自のエッセンスを加えた商品企画
- 新カテゴリーの拡大

・原価低減 ・欠品率低減 ・ランキング商品数増加

※工程に着手してから全ての工程が完成するまでの所要期間

出所：決算説明会資料より掲載

夢展望 | 2017 年 9 月 6 日 (水)
3185 東証マザーズ | <http://www.dreamv.co.jp/>

中長期の成長戦略

EC コンサルティング・物流支援などのサービス提供を事業化へ。 RIZAP アパレル事業グループ内での立ち位置にも注目

4. 新規事業

同社は EC 特化型アパレル企業としての高い実績と、EC に関する豊富なノウハウを有している。それを活用して EC コンサルティングサービスの提供を新規事業として立ち上げていく方針だ。当初は RIZAP グループ企業を対象に事業化し、将来的には外部顧客に対してもサービスを提供し、収益規模を拡大させていく意向だ。

弊社では、同社の新規事業は同社の事業拡大につながるだけでなく、RIZAP グループの収益拡大にもつながるという点で、高く注目している。同社に限らず、RIZAP グループ内の BtoC ビジネスを展開する企業はおしなべて EC 強化を至上命題の 1 つとしている。店舗販売に比較して、投資効率や収益性が高いためだ。同社にはその指南役として活躍できるだけの能力があると弊社ではみており、今後の展開を見守りたいと考えている。

同社は 2017 年 6 月 20 日に RIZAP グループと EC プラットフォームのプランニングにおいて業務委託契約の締結を発表しており、この EC 化の推進にあたって 2.0 億円の報酬が RIZAP グループから支払われる。

弊社が注目するもう 1 つの視点は、RIZAP アパレル事業グループにおける同社の立ち位置だ。顧客年齢層で見ると、同社の顧客が最も若いゾーンに位置している。すなわち、同社は RIZAP アパレル事業グループに新規顧客を呼び込む最初の入り口に立っていることになる。オリジナルブランドの高い商品力、SPA 活用による低価格と高値入率の両立、EC のノウハウ、スマートフォン経由での販売比率約 90%、といった同社の特長と、グループ内での立ち位置を考え合わせると、グループ内外の企業と大きな化学反応を起こして、今からは想像もつかない変貌を遂げる可能性もあるのではとの想像と期待を禁じ得ない。

RIZAP アパレル事業グループ



出所：RIZAP グループ、堀田丸正 <8105> との戦略的資本業務提携リリース資料から転載

トレセンテの子会社化を発表。 Web 広告や相互送客などのシナジー効果に期待

5. M&A の活用

同社は、規模やシェアの拡大や事業の多角化などを目的に M&A を活用する方針だ。第 1 号として、2017 年 4 月にブライダルジュエリーを中心とする宝飾品販売を事業とするトレセンテをニッセンホールディングスから取得した。

トレセンテは売上高が 1,281 百万円（2017 年 2 月期実績）あり、規模拡大の目的としては充分だ。ブライダルジュエリーという性質上、11 店舗を擁しての店頭販売のビジネスモデルだが、広告の媒体がこれまで紙媒体（結婚情報誌）に頼っていたことが課題の 1 つであったとみられる。それに対して同社は Web 広告や EC サイト運営でのノウハウを有することから、それらを活用してより効率的なプロモーションでトレセンテの事業を支援できると期待される。また、顧客の年齢層が重なるため、相互送客によるシナジーにも期待が高まる。

成長戦略：M&A の活用

成長の礎

4

M&Aの活用

- ① 規模の拡大・シェアの拡大
- ② 事業の多角化・隣接業種への進出
- ③ 新規事業や市場への参入
- ④ EC等のノウハウを活かした
対象会社の価値向上

飛躍的な売上の拡大を実現

出所：決算説明会資料より転載

株主還元策

株式分割と株主優待制度の新設を発表

同社は株主還元への意識は高いものの、2017 年 3 月期末時点では債務超過の状態にあり、無配となっている。しかしながら、トレセンテの買収に伴う負ののれん発生益の計上や本業の順調な回復などの要因から 2018 年 3 月期には大幅な黒字が見込まれており、債務超過の早期解消が期待されている。

そうした状況を踏まえて同社は、2017 年 3 月期末に株式分割の実施と、株主優待制度の導入を発表した。

株式分割は、2017 年 7 月 1 日を効力発生日として 1 株について 2 株の割合で分割するものだ。同社が重視する個人投資家にとっては最低投資単位の引き下げにつながるメリットがある。

株主優待は保有株数に応じて自社クーポンまたは RIZAP グループ商品が得られるという内容だ。ポイントは権利確定が年 2 回（9 月末、3 月末）となっている点だ。投資家にとっては株主優待が受けやすくなる。

こうした同社の株主、特に個人株主を重視する姿勢は、個人向け商品を扱う同社の認知度向上や“夢展望ファン”作りにも貢献すると期待され、それがひいてはブランド価値向上や収益拡大へとつながっていく可能性があると思われ、弊社では期待している。

株主優待制度

	保有株数		優待内容（権利確定 1 回当たり）
	分割前	分割後	
優待内容		100 株	自社クーポンまたは RIZAP グループ商品 4,000 円相当
	100 株	200 株	自社クーポンまたは RIZAP グループ商品 6,000 円相当
	200 株	400 株	自社クーポンまたは RIZAP グループ商品 12,000 円相当
	400 株	800 株	自社クーポンまたは RIZAP グループ商品 24,000 円相当
	600 株	1,200 株	自社クーポンまたは RIZAP グループ商品 30,000 円相当
	1,000 株	2,000 株	自社クーポンまたは RIZAP グループ商品 36,000 円相当

出所：会社資料よりフィスコ作成

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