

ホリスティック企業レポート

夢展望

3185 東証マザーズ

フル・レポート
2014年3月14日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20140311

要旨

1. 会社概要

- ・夢展望(以下、同社)は、若年女性向けの衣料品通販サイトを運営している。SPA(製造小売り)による自社ブランドを E コマース(以下、EC)サイトにて販売する点に特徴がある。
- ・「安く可愛い」自社ブランドとスマートフォン経由による利便性が、ターゲット層の支持を受けて成長を実現してきた。

アナリスト: 柴田 郁夫
+81(0)3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

2. 財務面の分析

- ・13/9 期決算は、スマートフォン経由の売上構成比率の上昇とともに会員数が拡大し、前期比で増収増益となったものの、円安による仕入原価の上昇等で、同社予想には未達となった。
- ・14/9 期業績予想について、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、売上高 7,700 百万円(前期比 13.8%増)、営業利益 100 百万円(同 40.1%減)と同社予想よりも保守的な水準を見込んでいる。既存ブランドの伸び率と新規ブランドによる上乗せの売上高について同社予想よりも慎重な見方をしたことが理由である。

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、SPA 型ファッション EC という新たな事業モデルを他社に先駆けて確立したところにある。SPA と EC の利点を組み合わせるとともに、様々な試行錯誤により蓄積されたノウハウが生かされている。

4. 経営戦略

- ・同社の成長戦略は、マルチブランド化によるターゲット層の拡大とオムニチャネル戦略の 2 軸である。
- ・これまでの事業モデルの延長では、類似ブランドの出現等を含めて成長が鈍化する可能性を否定できない。2 つの戦略軸の進展が注目される。

5. アナリストの評価

- ・当センターでは、16/9 期までの成長率について売上高は年率 13.9%、営業利益は同 46.0%を見込んでいる。
- ・既存ブランドの着実な伸びと新規ブランドによる上乗せが同社の中期的な成長を牽引するものと予想している。

【主要指標】

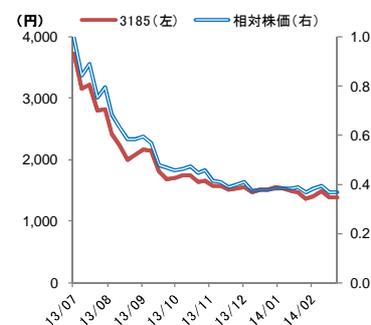
	2014/3/7
株価(円)	1,420
発行済株式数(株)	1,404,000
時価総額(百万円)	1,994

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.5	79.7	16.6
PBR(倍)	1.8	1.7	1.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.8	-6.6	-
対TOPIX(%)	0.7	-1.7	-

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/7/8

【3185 夢展望 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/9	6,200	5.9	162	-	102	-	27	-	26.6	176.4	0.0
2013/9	6,764	9.1	167	3.6	106	4.2	74	167.3	66.1	809.0	0.0
2014/9 CE	8,356	23.6	118	-29.7	75	-29.2	30	-59.3	21.5	-	0.0
2014/9 E	7,700	13.8	100	-40.1	70	-34.0	25	-66.2	17.8	826.2	0.0
2015/9 E	8,700	13.0	250	150.0	210	200.0	120	380.0	85.5	911.7	0.0
2016/9 E	10,000	14.9	520	108.0	480	128.6	280	133.3	199.4	1,111.1	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ ファッション EC サイトにて自社ブランドを展開

夢展望(以下、同社)は、若年女性向けの衣料品通販サイトを運営している。SPA(製造小売り)による自社ブランドを自社で運営しているEコマース(以下、EC)サイトで販売している点に特徴がある。特に、スマートフォンからの購入率は78.4%を占めている(13年9月単月)。「安くて可愛い」自社ブランドが18歳~20代前半女性のターゲット層に支持にされてきたことに加え、ファッションEC市場の拡大やスマートフォンの普及も同社成長の追い風となった。楽天市場やヤフー、アマゾンなどのECモールにも出店しており、総会員数は141万人(その内、自社ECサイト会員数93万人)を誇っている(13年9月末現在)。

事業セグメントは、「衣料品販売事業」、「玩具・雑貨販売事業」、「その他事業」の3つで構成されている。「玩具・雑貨販売事業」は大手玩具メーカーへのOEM供給を主力とし、「その他事業」は他社ECモールやTV通販事業者への卸売の他、コンタクトレンズ販売等を展開している。主力の「衣料品販売事業」が全売上高の約80%、営業利益(黒字事業のみ集計)の約98%を占めている(13/9期実績)。

連結子会社は3社有り、その所在地は中国の香港(玩具・雑貨のOEM供給)、深圳(生産管理及び業務受託)、南通(サンプル及び同社製品の製造)である(その内、南通は清算中)。

同社は、マルチブランド化によるターゲット層の拡大を進めているが、13年9月末現在の主要ブランドは5つである(図表1)。主に中国で生産しており、物流は外部へ委託している。

【図表1】主要ブランドの概要

ブランド名	ターゲット	特徴
ディアマイラブ	18歳~23歳	男の子が連れて歩きたくなる上品キュートなフェミニンスタイルを提案
ソーレディ	25歳	格好いい大人の女性を感じさせるエレガントなスタイルを提案
リノッシュ	18歳~30歳	デニムをメインにしたカジュアルの中にも女性らしさやエレガンスを取り入れたブランド
ディアブルーベゼ	18歳~25歳	程よい露出でメリハリをきかせた女性らしいラインを提案
メアリーローズ・オードパルファム	20歳~30歳	大人の女性の美しさにちよっぴり甘えたキュートなスタイルを提案

(注) 上記以外では、TV通販用の専売ブランド(30代を対象)が存在する

(出所) 決算短信ならびに夢展望決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

➤ ビジネスモデル

◆ SPA 型ファッション EC による独自のポジショニング

同社のビジネスモデルの特徴は、SPA による自社ブランドを展開していること、スマートフォン中心とした EC サイトにて販売していることであり、SPA 型ファッション EC という新しい分野を切り開いてきた。また、ターゲット層を 18 歳～20 代前半の女性に絞ったことも同社が成功した要因として挙げられる。スマートフォン等から手軽に購入できるとともに、安価で流行にいち早くマッチした衣料品をタイミングよく提供することで、ファッション感度が高い若年女性の支持に繋がってきた。

◆ 人気のブランドを生み出す仕組み

同社ブランドの人気の秘訣は、低価格と豊富な品揃え、流行や嗜好を捉えたデザイン性にあると考えられる。SPA による利点（中間マーチンのカット、企画から生産、販売までの一貫体制、顧客視点の商品開発など）と、EC による利点（ローコストオペレーション、ロングテールの品揃え、販売戦略の機動性など）を組み合わせることで、低価格の商品構成（平均単価約 2,000 円）や豊富な品揃え（新商品を毎月 300 アイテム以上投入）、商品サイクルの早さ（企画から生産、販売に至るまでを最短 1 カ月間で進めることで最新トレンドを捉えた商品リリースが可能）を実現してきた。

また、ターゲットと同世代の女性デザイナーが約 80%を占めており、顧客の感性や嗜好に合致したデザインを生み出している。なお、顧客とデザイナーとの関係はともに年齢を重ねることで、上の世代のブランドへも引き継がれていくことが可能と考えられる。

◆ コンテンツ及び集客ツールによる差別化

同社の差別化のポイントとして、他社の衣料品通販サイトにはないコンテンツの充実が挙げられる。同社は、自社でスタジオを保有し、商品撮影や画像加工、ウェブ掲載までを一貫して短時間で行う体制を構築しており、モデルや自社スタッフによる最新コーディネート画像を毎日掲載することにより集客力を高めている。「カタログ」的な EC サイトが多い中で、「ファッション誌」を読む感覚を味わえることが高い PV（月間最大約 50 百万）を維持してきた要因と考えられる。

独自アプリの開発にも積極的であり、スマートフォン向けアプリケーションである「夢コレ」は顧客自身が撮影した顧客の写真に、同社の商品を着せ替えることが可能であり、実店舗でしかできなかった試着をアプリケーションにより実現した。また、商品検索やセールス情報も入手でき、アプリケーション内で商品を購入できる「夢展望プラス」も提供している。なお、14 年 1 月からは、撮影した動画を自分で編集できる動画撮影・編集アプリ「デコールクオーク」の無料配信

も始めた。交流サイトなどに投稿してもらうことで同社ブランドの認知度や集客力向上に繋げることに狙いがある。

◆ 新規ブランドの立ち上げが今後の成長を牽引

同社のこれまでの成長モデルは、特定のターゲット層の中で会員数を拡大することであった。今後の成長戦略については、既存ブランドの持続的な成長に加えて、マルチブランド化によるターゲット層の拡大を掲げており、ブランド数の拡大も重要な業績指標として注目する必要がある。また、同社は衣料品以外の商品カテゴリーの強化も目指しており、衣料品との親和性の高い雑貨や健康食品のブランド化も予定している。従って、これまで開示されなかったが、顧客一人当たりの年間購入金額も重要な業績指標となる可能性が高い。

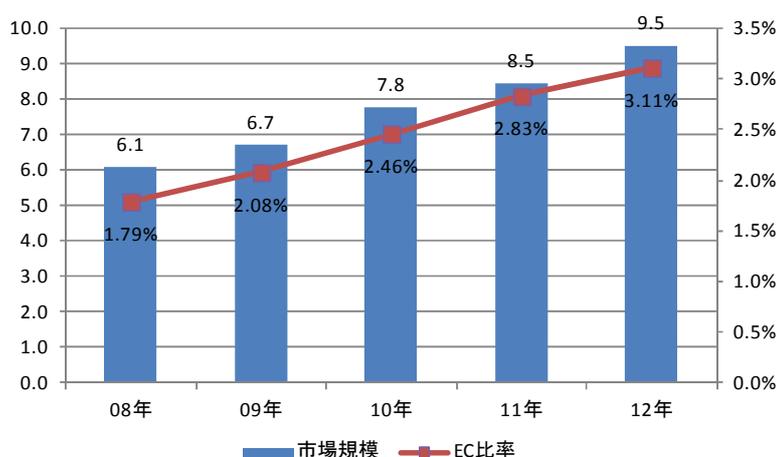
> 市場構造とポジション

◆ ファッション EC は成長市場

経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によれば、12年の消費者向けEC市場の規模は9兆5,130億円でEC比率は3.11%、過去4年間の成長率は年率11.8%となっている(図表2)。一方、同社が属する衣料・アクセサリEC市場に限定すれば、12年の市場規模は1,750億円でEC比率は1.33%と低いものの過去4年間の成長率は年率24.4%と高い水準で伸びている(図表3)。

【図表2】 消費者向け EC 市場規模と EC 比率

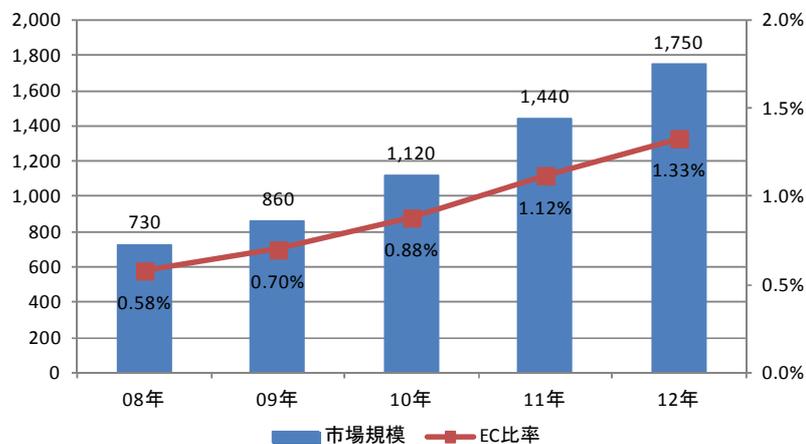
(単位:兆円)



(出所) 経済産業省「電子商取引に関する市場調査」より証券リサーチセンター作成

【図表 3】 衣料品・アクセサリーEC 市場規模と EC 比率

(単位: 億円)



(出所) 経済産業省「電子商取引に関する市場調査」より証券リサーチセンター作成

従来、ファッション分野では、サイズや素材感、色彩など、実際に現物を手にしてみないと分かりづらいという理由からECは難しいとされ、EC比率を低く留める原因になっていたと推察される。画像及び動画技術の進歩や各社サービスの充実、ソーシャルメディア（ブログ等）の普及による情報入手経路の多様化などにより、ECに対する消費者の抵抗感が一度払拭されると、その利便性の高さからECが急速に浸透し始めたと考えられる。

また、今や国内最大のファッションECモールにまで成長したスタートトゥデイが運営する「ZOZOTOWN」が、人気ブランドによる品揃えとCM等を通じた認知度向上などにより、消費者の支持や信頼を集めたことも市場拡大を加速させた。

◆ 大手参入による競争激化が予想される

そのような環境下、アマゾンや楽天など大手EC企業がファッション分野を強化する方針を打ち出しており、楽天がファッションサイトを運営するスタイライフを、同様にNTTドコモがマガシークを子会社化するなど、大手参入による業界再編や競争激化も進展している。なお、ファッションECに特化する上場企業には、スタートトゥデイ(3092 東証一部)、エニグモ(3665 東証マザーズ)があるが、同社のようにSPA型ファッションECを展開する競合他社は現時点で見当たらない。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は、1998年5月に雑貨の企画製造管理を目的に大阪府箕面市において設立された(設立時の商号はドリームビジョン)。明治乳業出身の岡隆宏社長が、ホビーやゲームなどエンタテインメント性の高い事業の起業を決意し、玩具・雑貨販売事業からスタートした。日本で企画及び開発した玩具や雑貨類を香港にて製造及び卸売を行っていたが、香港におけるSARSの流行により事業継続が困難になったことから、コスメやダイエット健康食品へ事業転換を行った。03年4月の楽天市場への出店を皮切りに、05年2月にDeNAの運営するビッグアーズ、同年6月にはヤフーショッピングに出店することによりEC市場での店舗網を拡大していった。

同社が、衣料品販売事業を開始したのは05年7月である。主力商品であったダイエット健康食品が、薬事法改正の影響(効果・効能の表示規制)を受けて事業縮小を余儀なくされたが、それまでに積み上げてきた約10万人の会員向け事業として衣料品分野へ進出した。靴の仕入、販売を中心にスタートしたが、当時のモバイル環境の制約もあり、軌道に乗せるまでには至らなかった。

同社の業績が拡大したのは、携帯電話を使いこなす20歳前後の若年女性にターゲットを絞り、SPAにて自社ブランドを開発したところから始まる。08年に自社サイトによる販売を開始するとともに、既に店舗名として知名度が高かった夢展望に商号変更を行うと、相次いで自社ブランドをリリースしながら順調に会員数を拡大していった。また、スマートフォンの普及を含め、モバイル環境の進展や円高の影響も同社成長の追い風となった。

海外展開に関しては、09年8月に中国及び台湾でECサイトに出店したが、想定通りには軌道に乗らず、12年9月に中国、同年11月に台湾から撤退した。一方、12年10月には衣料品との親和性の高いカラーコンタクトレンズの販売を開始した。13年1月には販売チャネルの多様化(オムニチャネル戦略)の一環としてQVCとの協業によりTVショッピング通販への卸売も開始した。13年7月に東証マザーズへ上場した。

◆ 経営理念

「社員とその家族、お取引先様、株主様、お客様の幸せのための経営」を基本理念とし、社員の夢や希望に溢れる思い入れを込めた商品やサービスを提供することで新しい価値と文化を創造し、お客様はもとより株主の方々やお取引先様など広く社会に対して貢献することを目指している。

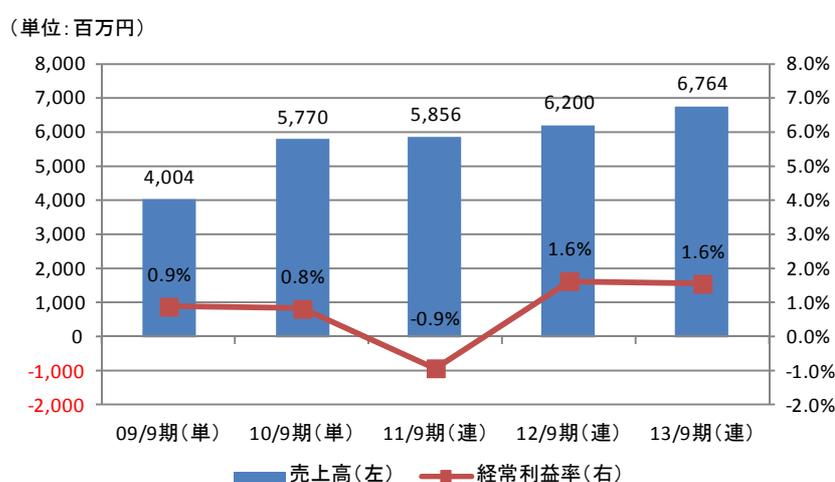
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 会員基盤の拡大が同社の成長を牽引

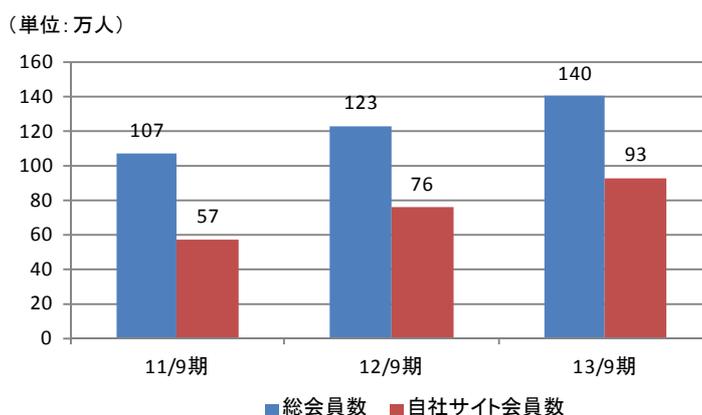
過去の業績を振り返ると、主力の衣料品販売事業が会員数の拡大により伸長したことで、同社の成長を牽引してきた。一方、利益面では、ブランド開発費用などが先行投資的に発生する段階にあることに加えて、円安による仕入原価の上昇により、経常利益率は 1.6% (13/9期) の水準に留まっている。なお、11年3月期に経常赤字となったのは、海外子会社を連結化したことによるものである。

【図表 4】業績推移



(出所) 目論見書より証券リサーチセンター作成

【図表 5】会員数の推移



(出所) ヒアリングにより証券リサーチセンター作成

◆ 13年9月期決算の概要

13/9期決算は、売上高 6,764 百万円（前期比 9.1%増）、営業利益 167 百万円（同 3.6%増）、経常利益 106 百万円（同 4.2%増）、当期純利益 74 百万円（同 167.3%増）と増収増益であった。一方、同社予想（7月10日公表）に対しての達成率は、売上高が 95.5%、営業利益が 67.6%となった。

売上高では、「衣料品販売事業」、「玩具・雑貨販売事業」、「その他事業」がそれぞれ伸長した。一方、利益面では、円安により仕入原価が上昇したものの、増収による固定費負担の増加を吸収し営業利益率はほぼ前期と同水準を確保した。

「衣料品販売事業」は、売上高が 5,403 百万円（前期比 2.3%増）、営業利益が 182 百万円（同 49.1%増）と増収増益であった。第2四半期累計（以下、上期）は秋冬物商品の売れ行きが好調であったものの、下期は円安による仕入原価の高騰が続く中で、第4四半期に粗利益率を維持するための価格政策（値引き抑制等）を採ったことが同社予算に未達となった主因である。なお、スマートフォン経由の売上比率は 78.4%（13年9月単月、12年9月単月 53.4%）に上昇し、自社サイトの会員数も 93 万人（前期末比 17 万人増）に増加した。

「玩具・雑貨販売事業」は、売上高 1,012 百万円（前期比 20.4%増）、営業損失が 18 百万円（前期は 32 百万円の黒字）と増収ながら減益となった。OEM 供給先の業績不振の影響を受けて苦戦を強いられる中、新規取引の拡大により増収となったものの、採算ラインには届かずに営業赤字となった。

「その他事業」は、売上高 348 百万円（前期比 355.1%増）、営業利益 3 百万円（同 49.0%減）と大幅な増収ながら減益であった。TV ショッピング通販事業者向けの卸販売開始や、新たな取扱商品であるカラーコンタクトレンズなどが増収に寄与したものの、立ち上げに係る費用を吸収できなかったことや、利益率の高かった自社サイトでの広告事業（自社サイト内での広告枠の販売）から撤退したことから減益となった。なお、広告事業からの撤退は、自社ブランドへ経営資源の集中を図るためである。

【図表 6】13 年 9 月期決算の概要

(単位:百万円)	12/9期 実績		13/9期 実績		前期比	13/9期 会社予想(7/10)		達成率
		構成比		構成比			構成比	
売上高	6,200	-	6,764	-	9.1%	7,086	-	95.5%
衣料品販売事業	5,283	85.2%	5,403	79.9%	2.3%	-	-	-
玩具・雑貨販売事業	840	13.5%	1,012	15.0%	20.4%	-	-	-
その他事業	76	1.2%	348	5.1%	355.1%	-	-	-
売上原価	3,033	48.9%	3,464	51.2%	14.2%	-	-	-
販管費	3,005	48.5%	3,131	46.3%	4.2%	-	-	-
営業利益	162	2.6%	167	2.5%	3.6%	247	3.5%	67.6%
衣料品販売事業	122	2.3%	182	3.4%	49.1%	-	-	-
玩具・雑貨販売事業	32	3.8%	-18	-	-	-	-	-
その他事業	7	9.2%	3	0.9%	-49.0%	-	-	-
経常利益	102	1.6%	106	1.6%	4.2%	202	2.9%	52.5%
純利益	27	0.4%	74	1.1%	167.3%	141	2.0%	52.5%

総会員数(万人)	123	140
自社サイト会員数(万人)	76	93
スマートフォン比率	53.4%	78.4%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

➤ 同業他社との比較

(注) モール型 EC サイトとは、自社がネット上で運営するショッピングモールに専門店を出店させ、手数料を徴収する事業モデルであり、「楽天市場」や「ZOZOTOWN」が代表例である。

◆ 収益性に改善の余地あり

比較会社として、ファッション EC サイト(モール型)からスタートトゥデイ(3902 東証一部)、SPA 型のアパレルからファーストリテイリング(9983 東証一部)を選定した。

収益性

同社の営業利益率は低い水準にある。スタートトゥデイの営業利益率が高いのは、モール型^注 EC サイトであるために原価率が著しく低いことが要因である。また、ファーストリテイリングとの比較では、原価率がほぼ同水準であることから、営業利益率の違いは販管費率の差と言える。同社は、売上規模が小さいうに、マルチブランド化に向けて先行投資的に販管費を増加させていることが低い利益率に留まっている要因と考えられる。従って、売上高の拡大に伴って、利益率が改善する余地は十分にある。

成長性

同社の成長率は、ファッション EC 市場全体の伸びに比べると緩やかな伸びに留まる。ターゲット層を限定していることや自社ブランドに特化した展開がその要因として考えられる。今後は、マルチブランド化によるターゲット層の拡大により、成長性が高まる可能性は高いと考えられる。

安全性

自己資本比率及び流動比率の水準から、同社の財務基盤の安定性や支払能力に懸念はない。

【図表 7】 主要な財務指標の他社比較

	銘柄 証券コード 決算期	夢展望 3185 9月期	スタートトゥデイ 3092 3月期	ファーストリテイリング 9983 8月期
規模	売上高(百万円)	6,764	35,050	1,143,003
	営業利益(同上)	167	8,529	132,920
	総資産(同上)	2,955	23,873	885,800
収益性	自己資本利益率	11.2%	41.5%	19.1%
	総資産経常利益率	4.3%	36.4%	20.1%
	売上高営業利益率 (売上原価率)	2.5%	24.3%	11.6%
	(販管費率)	51.2%	19.6%	50.7%
成長性	売上高(3年成長率)	46.3%	56.0%	37.7%
	売上高(3年成長率)	5.4%	26.9%	11.9%
	経常利益(同上)	30.2%	38.2%	6.4%
安全性	純資産(同上)	74.1%	22.8%	26.3%
	自己資本比率	38.4%	52.0%	63.2%
	流動比率	204.6%	198.1%	252.0%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	-	-	243.2

(出所) 各社の決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

◆ 14年9月期の業績見通し

14/9 期について同社は、売上高 8,356 百万円（前期比 23.6%増）、営業利益 118 百万円（同 29.7%減）、経常利益 75 百万円（同 29.2%減）、当期純利益 30 百万円（同 59.3%減）と増収ながら減益を見込んでいる。

主力の衣料品販売事業は、既存ブランドの伸長（前期比 12.0%増）と新規ブランドによる上乗せ（539 百万円）により前期比 22.0%の増収を見込んでいる。また、玩具・雑貨販売事業は、新ブランド（スマホケースや健康食品）による上乗せ（62 百万円）が増収に寄与する見通しである。

一方、利益面では、円安の影響が若干残ることに加えて、TV ショッピング通販など、オムニチャネル化による B to B（卸売）比率の高まりから原価率の上昇を想定するとともに、スタッフ増員や広告宣伝費等により販管費が増加することから減益を予想している。

当センターでは、14/9 期の業績予想について、売上高 7,700 百万円（前

期比 13.8%増)、営業利益 100 百万円 (同 40.1%減)、経常利益 70 百万円 (同 34.0%減)、当期純利益 25 百万円 (同 66.2%減) と、同社予想よりも保守的な水準を見込んでいる。

衣料品販売事業の売上高は、既存ブランドの伸び率を 6.0%と想定するとともに、新規ブランドの上乗せを 400 百万円と予想した。既存ブランドについては、積極的な販促やオムニチャネル化の効果などにより、前期の伸び率を上回る可能性は高いと判断した一方で、スマートフォン比率の上昇が一巡する見込みなどから会員数の伸びは鈍化していく傾向にあると見ている。また、新規ブランドについても、現時点では判断材料に欠けることから、同社予想よりも保守的な水準に留めた。同様に、玩具・雑貨販売事業の新規ブランドの上乗せも 50 百万円と予想した。一方、利益面では、ほぼ会社予想と同水準の利益率を想定している。

【図表 8】 14 年 9 月期業績予想

(単位:百万円)	13/9期 実績		14/9期 当センター予想		前期比	14/9期 会社予想		前期比
		構成比		構成比			構成比	
売上高	6,764	-	7,700	-	13.8%	8,356	-	23.6%
売上原価	3,464	51.2%	4,150	53.9%	19.8%	4,502	53.9%	30.0%
販管費	3,131	46.3%	3,450	44.8%	10.2%	3,736	44.7%	19.3%
営業利益	167	2.5%	100	1.3%	-40.1%	118	1.4%	-29.7%
経常利益	106	1.6%	70	0.9%	-34.0%	75	0.9%	-29.2%
当期純利益	74	1.1%	25	0.3%	-66.2%	30	0.4%	-59.3%

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 中期業績見通し

◆ 中期経営計画

同社は、中期経営計画を公表している。既存ブランドの持続的な成長に加えて、14/9 期以降に投入される新規ブランド (3 年間で 12 ブランドを予定) が同社の業績を牽引する計画となっている。

16/9 期までの成長率は、売上高で年率 24.5%、営業利益で同 65.2%の高い水準を見込んでいる。なお、当センターの推定によれば、16/9 期における新規ブランド合計の売上高は約 4,700 百万円 (売上構成比約 36.0%)、既存ブランドの成長率は年率約 8.0%を計画している模様である。

利益面では、スタッフ増員や広告宣伝費など先行投資負担から販管費が増加するものの、売上拡大により吸収することで、営業利益率は緩やかに上昇する見通しとなっている。

【図表 9】 中期経営計画

(単位:百万円)	13/9期 (実績)	14/9期 (予想)	15/9期 (予想)	16/9期 (予想)	年成長率
売上高 (伸び率)	6,764 9.1%	8,356 23.5%	10,271 22.9%	13,050 27.1%	24.5%
売上総利益 (利益率)	3,299 48.8%	3,854 46.1%	4,960 48.3%	6,442 49.4%	25.0%
販管費 (販管費率)	3,131 46.3%	3,736 44.7%	4,618 45.0%	5,689 43.6%	22.0%
営業利益 (利益率)	167 2.5%	118 1.4%	341 3.3%	753 5.8%	65.2%

(出所) 夢展望決算説明会資料により証券リサーチセンター作成

当センターでは、16/9期までの成長率として、売上高を年率13.9%、営業利益を同46.0%と、同社計画よりも保守的な水準を予想している。既存ブランドの成長率を年率5.0%、16/9期における新規ブランドによる上乗せ分を2,300百万円(売上構成比23.0%)と、同社計画よりも慎重な見方をしたことが要因である。

既存ブランドについては、14/9期の当センターによる予想伸び率(6.0%)を基準として徐々に伸び率が鈍化すると想定した。また、16/9期における新規ブランドによる上乗せ分についても、現時点で判断材料に乏しいため、同社計画よりも保守的な水準に留めた。従って、新規ブランドの進展度合いが、業績の変動要因となる可能性が高いことに注意が必要となろう。

一方、利益面でも、同社計画よりも低い利益率を予想した。増収率の想定が会社計画よりも緩やかである一方で、先行投資的な固定費は同社計画通りに増加する可能性が高いと判断した。

【図表 10】 証券リサーチセンターによる中期業績予想

(単位:百万円)	13/9期 (実績)	14/9期 (予想)	15/9期 (予想)	16/9期 (予想)	年成長率
売上高 (伸び率)	6,764 9.1%	7,700 13.8%	8,700 13.0%	10,000 14.9%	13.9%
営業利益 (利益率)	167 2.5%	100 1.3%	250 2.9%	520 5.2%	46.0%
経常利益 (利益率)	106 1.6%	70 0.9%	210 2.4%	480 4.8%	65.4%
純利益 (利益率)	74 1.1%	25 0.3%	120 1.4%	280 2.8%	55.8%

(出所) 証券リサーチセンター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 事業モデルを支えるノウハウの蓄積にも注目

同社の知的資本の源泉は、SPA 型ファッション EC という新たな事業モデルを他社に先駆けて確立したところにある。SPA と EC を組み合わせた事業モデルは、低価格、豊富な品揃え、商品サイクルの早さ、流行を捉えたデザイン力、販売戦略の機動性など、様々な優位性を生み出し、ターゲット層の支持を得てきた。同社の事業モデルには、様々な試行錯誤によって蓄積されたノウハウが生かされていることに加えて、更なる進化を続けていることから、他社が簡単に模倣できるものではないと考えられる。

また、人気の高い自社ブランドを有していることも、顧客ロイヤリティを醸成するとともに、他社との協業等による事業拡張の可能性を高めている。更に、上場したことによる知名度向上や、現場及び実力重視の機動的な人材登用は、優秀なデザイナーなど人材を獲得するうえで有利に働いている。

【図表 11】 知的資本の状況

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・顧客基盤	①総会員数 ②自社サイト会員数	①140万人 ②93万人
	ブランド ・ブランド認知度 ・ブランドのロイヤリティ	①ブランド認知度 ②自社サイトPV数 ③リピート率	①非開示 ②月間最大約50百万 ③非開示
	事業パートナー ・ECサイトへの出店(楽天、ヤフー、アマゾン、DeNA、クルーズ) ・他社との協業によるオムニチャネル(TV、雑誌) ・他社とのコラボブランド	①出店サイト数 ②協業チャネル数 ③コラボブランド数	①5サイト ②2チャネル ③monLily(徳間書店)、TV通販専売ブランド
組織資本	プロセス ・SPA型ファッションECモデルによる価値創造 → 低価格の商品構成 → 商品サイクルの早さ(企画から販売までのリードタイム) → 品揃えの充実 → トレンドを捉えたデザイン力 → 需要予想の精度 → 販売戦略の機動性	①商品単価 ②リードタイム ③アイテム数	①約2,000円 ②最短1カ月 ③毎月300以上
	知的財産・ノウハウ ・ターゲット層と同世代を中心としたデザイナーによる商品企画力 ・独自のアプリによる集客力	①商品開発の人員 ②独自アプリの数 ③ダウンロード数	①27名 ②主要3アプリ ③主要アプリの1つで累計最大約17万DL
人的資本	経営陣 ・ピンチをチャンスに変えてきた粘り強さと柔軟性 ・エンタテインメント性にこだわるビジネスセンス	-	-
	従業員 ・積極的な増員計画 ・女性幹部の登用など、現場重視による機動性のある組織体制	①採用計画 ②女性幹部の人数	①63名(3年間) ②3名

(注) 開示データは 13/9 末時点の実績(14年2月に公表した「mon Lily」を除く)

(出所) 証券リサーチセンター

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、社員向けの経営理念の中に環境に関する基本方針を掲げ、環境保全への意識を共有している。また、環境対応を意識した梱包資材の使用や、緩衝材を含めて過剰な包装を行わないなど、日常の業務を通じた省資源化に取り組んでいる。

◆ 社会的責任 (Society)

産学共同事業に力を入れており、ファッション専門学校においてボランティアで講師を務めたり、学生の作品を簡単な社内コンペを経て商品化することにより、ものを創る楽しさや喜びを実感してもらう活動を行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名で構成され、社外取締役は存在しない。一方、監査役会は3名(2名が社外監査役)で構成される。社外監査役の石原康成氏は税理士、大鹿博文氏はカネボウ、大和証券を経てコンサルティング会社を経営している。

株主構成は、岡社長が親族保有分を合わせて約43.3%保有する。また、田中啓晴氏は同社取締役である。上位集中度は高い水準ではなく、個人を中心に小口分散されていると考えられる。

【図表 12】大株主の状況 (13/9 期末)

	(%)
岡 隆宏	38.18
田中 啓晴	5.13
ジャフコV2共有投資事業有限責任組合	4.58
岡 美香	2.56
BNY FOR GCM CLIENT ACCOUNTS(E) ILM (常任代理人 三菱東京UFJ銀行)	2.47
金子 好之	1.50
岡 諒一郎	1.28
岡 駿志郎 親権者 岡隆宏	1.28
池銀キャピタルニュービジネスファンド2号投資事業有限責任組合	1.15
日本証券金融	1.08
合計	59.22

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【図表 13】所有者別状況 (13/9 期末)

	(%)
金融機関等	6.05
法人	8.61
外国人等	3.28
個人その他	82.03
合計	100.00

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 新規ブランドの立ち上げに注力

同社の当面の課題は、次に掲げる成長戦略を軌道にのせ、更に飛躍するための基礎固めを行うところにある。特に、マルチブランド化によるターゲット層の拡大と衣料品以外の商品カテゴリー強化は重要なテーマであり、新規ブランドの立ち上げに注力する方針である。

なお、14/9 期に発売予定の新ブランドは以下の通りである。

【図表 14】14 年 9 月期発売予定の新ブラン

タイプ	ターゲット	価格帯	特徴
大人カジュアル	25歳～35歳	8,000円前後	ギャル卒業生の受け皿ブランド。少子化&離脱対策
大きいサイズ(plumprimo)	18歳～35歳	3,000円前後	お洒落をしたいけど体型に自信のない方向けのブランド。感度の高いデザイン
お洒落ランジェリー	18歳～25歳	3,000円前後	通期で平均した売上が見込める商材。ギャル向けデザインで機能性も重視
コラボブランド(monLily)	18歳～25歳	5,000円前後	大手出版社(徳間書店)とのコラボブランド。誌面やイベントで大規模集客
キッズ(小学生向け)	小学2年～5年	6,000円前後	POP、ラプリー、クールの全テイストをミックス
スマホ雑貨&健康食品	18歳～35歳	2,000円前後	スマホケースや健康食品を企画販売

(出所) 夢展望決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 中長期戦略

◆ マルチブランド化とオムニチャネル戦略を軸に展開

同社の成長戦略の軸は、マルチブランド化によるターゲット層の拡大とオムニチャネル戦略である。これまでは若年女性をターゲットに絞ったブランドとスマートフォン中心の EC サイトに特化した戦略で業績を伸ばしてきたが、更に発展するために既存ブランドを基盤としながらビジネスを進化させていく方針である。

1) マルチブランド化

同社は、既存ブランドを卒業する顧客の受け皿や将来の顧客の囲い込みを含め、新たなターゲット層の獲得に向けた新規ブランドの開発を進めており、16/9 期には合計 15 ブランドまで増やすとともに、ターゲット層を 8 歳から 39 歳の範囲に拡大する計画である。

衣料品以外の商品カテゴリーの強化にも取り組んでおり、新規ブランドの中には雑貨や健康食品のブランドも含まれている。

なお、マルチブランド化に向けた体制整備として、16/9 期に 23 名、

17/9 期に 22 名、18/9 期に 18 名の採用を予定しており、特に商品開発に携わる企画系の人材を増強していく方針である。

2) オムニチャネル戦略

マルチブランド化とともに、新たなターゲット層に適した販売チャネルの多様化も図っていく方針である。ECに加えて、実店舗、イベント販売、催事販売、TV ショッピング通販、雑誌通販、SNS、メルマガ、アプリといった顧客接点となるあらゆる媒体やチャネルを統合して展開していく計画だが、基本的には他社とのコラボレーションを中心に進めている。14 年 2 月には、徳間書店との業務提携を発表した。ファッション雑誌「LARME (ラルム)」と共同で新規ブランドである「mon Lily (モンリリィ)」を 14 年春から展開する予定となっている。相互送客することで互いに新規顧客の獲得に繋げることが狙いである。また、有力な実店舗をもつ企業とのコラボレーションも検討しているようである。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 人気の高い自社ブランドを有することが最大の強み

同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 15】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・人気の高い自社ブランドを展開 ・拡大する会員基盤 ・SPA型のファッションECによる差別化
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・円安の影響による仕入原価の高騰 ・先行投資的に発生する費用負担により利益率が低い ・これまでのターゲット層が若年女性に偏っている ・人気のデザイナーが顧客とともに他社に引き抜かれる懸念 ・流行やトレンドの変化に敏感な顧客が離れていく懸念
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ファッションEC市場の拡大 ・スマートフォンの普及 ・マルチブランド化によるターゲット層の拡大 ・他社との協業によるオムニチャネル戦略 ・衣料品以外(雑貨及び健康食品)の業績貢献 ・海外展開
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手EC企業のファッションECへの参入 ・類似会社の出現による競争激化 ・消費税増税等による消費マインドの冷え込み

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ ターゲット層の拡大と事業モデルの進化が成長のカギ

これまでの戦略のポイントは、SPA 型ファッション EC という新しい事業モデルを他社に先駆けて確立したことと、その事業モデルの特徴が最も生かせる若年女性にターゲットを絞ったことの 2 点に集約できる。それによって、有力なブランド開発を実現し、同社の成長を支えてきた。しかし、その半面、特定市場に特化してきたことが、類似ブランドの出現（模倣されるリスク）による影響を含めて、同社成長の制約となる可能性も否定できない。

従って、今後の課題は、いかに先行者利益を生かしながら事業モデルを進化させ、成長率を高めることができるかにある。その点、同社が掲げるマルチブランド化によるターゲット層の拡大やオムニチャネ

ル戦略は理にかなっていると言えよう。

同社がこの2つの戦略で成功するためには、これまで既存ブランドを通じて蓄積された知的資本(顧客基盤やブランド価値、ノウハウ、デザイナー等)をいかに新たなブランド展開に生かすことができるかにかかっている。例えば、既存ブランドで築き上げた顧客との関係を上の世代のブランドへ引き継いでいくことや、既存ブランドで培ったブランド力を生かした他社との提携(チャネル開拓)などがあげられよう。従って、既存ブランドが軌道に乗っている間に次のブランドを育成することが重要なテーマであり、この2年~3年の成果が同社の将来を左右するものと考えられる。

また、海外展開についても期待ができる。中期経営計画では、国内事業に専念する方針のようであるが、日本の若年女性向けファッションが海外市場で受け入れられる可能性は高い。実際、同社が出店する楽天市場で海外販売賞(2012年)を受賞した実績もある。過去においては、中国及び台湾でのEC事業から撤退した経験があるものの、グローバル展開に向けた意欲は依然強いことから、今後の動向についても見守る必要があろう。

一方、同社成長の最大のボトルネックは、人材の確保と考えられる。同社は、積極的な採用計画を立てているが、優秀な人材を採用できるか、あるいは育成できるかがカギを握っている。上場したことによる知名度向上や機動性のある人材登用は、人材確保の面で同社に有利に働く可能性があろう。

> 投資に際しての留意点

◆ 当面無配の可能性が高い

同社は、「経営成績及び財務状態を勘案して、株主への利益配当を実現する」ことを基本方針としている。但し、同社は成長過程にあることから、将来の事業展開と財務体質強化のために必要な内部留保の確保を優先し、創業以来無配としてきた。当センターによる中期業績予想に基づけば、今後もマルチブランド化やオムニチャネル戦略など、成長志向の投資が継続するものと想定され、当面は配当という形での株主還元は見送られる可能性がある。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

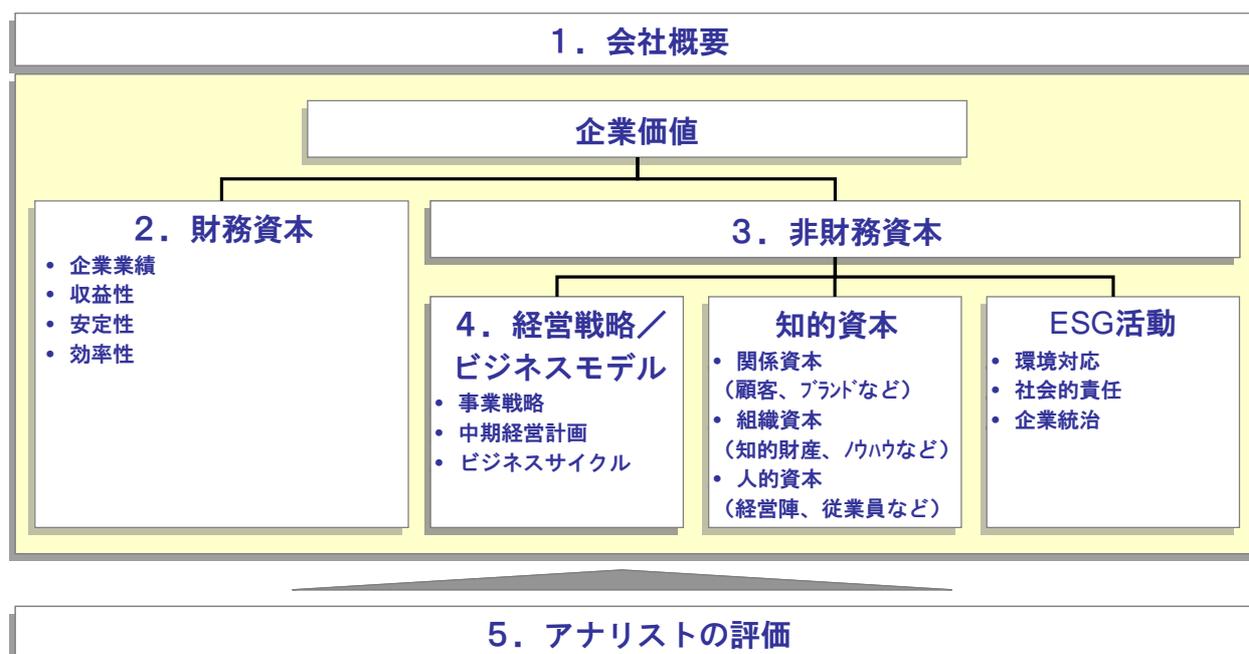
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。