

ホリスティック企業レポート

TOKYO BASE

3415 東証マザーズ

フル・レポート
2016年7月1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 20160628

日本発のクリエイションに特化したアパレル小売企業 前期に立ち上げた新業態が軌道に乗り、17年2月期も高成長持続

1. 会社概要

・TOKYO BASE(以下、同社)は、日本国内のブランド商品に特化したセレクトショップ「STUDIOUS」と、国産衣料品に特化した自社ブランド「UNITED TOKYO」の2つの業態を持つ。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

・11/2期～16/2期は、売上高は年平均56.5%、経常利益は同75.4%の成長率で拡大してきた。15/2期まではSTUDIOUS業態のみでの展開で、12/2期の大量出店が軌道に乗った翌13/2期に経常利益率は13.0%まで急上昇し、以降、10%/台の利益率で推移してきた。
・実店舗を運営する同業他社に比して収益性の高さが目立つ。EC販売比率が大きいことや、在庫回転率の高さが要因として挙げられる。

【主要指標】

	2016/6/24
株価(円)	2,085
発行済株式数(株)	6,657,300
時価総額(百万円)	13,880

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	30.8	22.8	18.7
PBR(倍)	7.6	5.7	4.4
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

・会社の知的資本の源泉は、事業を主導する2人の経営陣にある。CEOのファッション業界とブランドマネジメントに対する知見と、CFOが主導する経営管理手法が機能してきたことで、同社のビジネスモデルを支える要素の蓄積が進んできた。

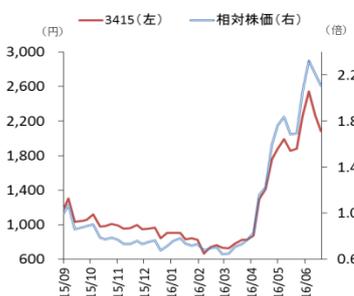
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-19.3	137.2	129.8
対TOPIX(%)	-7.6	165.3	195.2

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題としては、立ち上げ2年目のUNITED TOKYO業態の安定成長のための体制構築と、今後の成長のための人材の確保および教育が挙げられる。
・既存業態の業容拡大、高収益を支えるEC販売の拡充、新業態の開発・投入が当面の成長戦略である。その上で、日本発クリエイションをコンテンツとするファッション・コングロマリットの確立を目指している。

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2015/9/4

5. アナリストの評価

・日本発のクリエイションの発信に対する強いこだわりと、他業界で使われる経営管理手法の導入が、短期間で独特な業態を築くことができた最大の要因と評価する。
・成長に対して組織や体制が追いつかない可能性が、当面のリスク要因と考えている。組織の大規模化に伴い、高成長の持続のために、従来とは別の組織運営の仕組みの検討が必要かもしれない。

【3415 TOKYO BASE 小売業】

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)
2015/2	4,470	44.9	628	26.0	626	26.0	385	25.6	62.7	152.3	0.0
2016/2	6,089	36.2	660	5.1	647	3.2	432	12.2	67.7	272.7	0.0
2017/2 CE	8,065	32.5	900	36.3	893	38.0	598	38.3	89.9	—	0.0
2017/2 E	8,123	33.4	922	39.7	915	41.6	609	40.8	91.5	364.2	0.0
2018/2 E	9,776	20.4	1,124	21.9	1,118	22.1	743	22.1	111.6	475.9	0.0
2019/2 E	11,926	22.0	1,441	28.2	1,435	28.4	954	28.4	143.3	619.3	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

15年9月の上場時に169,100株(分割後507,300株)の公募増資を実施(オーバーアロット50,100株(分割後150,300株)を含む)
15年5月27日付で1:1,000、16年3月1日付で1:3の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

フル・レポート

2/32

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 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

注1) モード系
ファッションスタイルの一分野。
時代により定義は様々だが、一般的には、「常に一步先の最新な要素を取り入れている」、「白黒のモノトーンをはじめ、シンプルに表現される」、「シルエットやバランスで評価される」ファッションを指す。グレードが高いという要素もある。

◆ 「日本発」に特化したアパレル小売企業

TOKYO BASE (以下、同社) は、モード系^{注1}のアップーミドル市場を対象に、国内ブランド商品に特化したセレクトショップ「STUDIOUS (ステュディオス)」と、同社がデザインし取引先の国内工場で生産した独自ブランドである「UNITED TOKYO (ユナイテッドトウキョウ)」の2つの業態を持つアパレル小売企業である。

◆ モード系のトレンド市場でポジションを構築

仕入商品とオリジナル商品をミックスして販売するセレクトショップの業態自体は目新しいわけではない。しかし、それまで取り扱いきれなかったと考えられてきた、国内ブランドに特化していることがSTUDIOUS 業態の最大の特徴となっている。同業態で取り扱われるブランド商品は、ファッション業界の中では、トレンド市場の1つの分野であるモード系に位置づけられる。16/2期には、同じトレンド市場のモード系の分野で、自社ブランドとして、UNITED TOKYO の業態を立ち上げた。

◆ 業態を支える3つの強み

同社の業態の成長を支える強みとしては、現場主義の店舗経営、データ重視の経営管理と実力主義の人事管理、EC販売との連動の3点が挙げられる。

◆ 単一事業だが業態と販売経路によって分類される

同社は、衣料品販売事業の単一事業だが、売上高は業態と販売経路によって分類されている(図表1)。15/2期まではSTUDIOUSの単業態であったが、16/2期に立ち上がったUNITED TOKYOの売上構成比は15.8%に達した。また、EC販売比率は、両業態合計で30.7%となっている。

【図表1】業態・販売形態別売上高

(単位: 百万円)

業態	販売形態	15/2期	16/2期	前期比	構成比
STUDIOUS		4,470	5,127	14.7%	84.2%
	実店舗	3,023	3,515	16.3%	57.7%
	EC	1,446	1,612	11.5%	26.5%
UNITED TOKYO		—	961	—	15.8%
	実店舗	—	705	—	11.6%
	EC	—	256	—	4.2%
2業態合計		4,470	6,089	36.2%	100.0%
	実店舗	3,023	4,220	39.6%	69.3%
	EC	1,446	1,868	29.2%	30.7%

(出所) TOKYO BASE 有価証券報告書および決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

注2) SPA

Specialty store retailer of Private label Apparelの略で、製造小売ともいう。企画から製造、小売までを一貫して行うアパレルのビジネスモデルを指す。消費者の嗜好の移り変わりを迅速に製品に反映させ在庫のコントロールが行いやすいとされている。

注3) TOKYOブランド

同社では、原宿や青山、表参道エリアなどの東京の流行発信地において、流行最先端の人々が現在進行形で身につける、最も旬な国内ブランドと定義している。

◆ セレクトショップとは

アパレル・ファッション業界におけるセレクトショップ業態は、「編集型品揃え専門店」とも言われ、特定のブランド商品だけを陳列する専門店とは異なり、ショップ独自のコンセプトにもとづいて選んだ商品を陳列・販売する店舗形態である。従来の専門店が売れ筋ばかりを追求して没個性化していった動きや、大手アパレルメーカーが、トレンド変化の短期化に対応するために SPA^{注2}に向かった動きとは一線を画して展開されてきた業態と考えられる。

セレクトショップには、いろいろなフォーマットがあると言われるが、日本では、仕入商品（ブランド商品）とオリジナル商品をミックスして販売するフォーマットが最も主流とされている。代表的なところでは、1975年創業のSHIPS（シップス、東京都中央区）や1976年創業のBEAMS（ビームス）を運営するビームスホールディングス（東京都新宿区）、1989年設立のユナイテッド・アローズ（7606 東証一部）が挙げられる。

上記のセレクトショップは、1970～80年代に創業されたこともあり、「欧米ファッションへの憧れ」がコンセプトの根幹にあると言われている。そのため、業界内では、「セレクトショップ＝欧米ブランドの紹介」という構図で見られてきた。

その構図に対し、日本発のブランドの紹介をコンセプトにした業態が、同社のSTUDIOUSである。

◆ STUDIOUS 業態

STUDIOUSは、日本国内の最先端 TOKYO ブランド^{注3}に特化したセレクトショップ業態である。ファッション感度の高い20～30代の世代をターゲットとしている。

以下に挙げる点において、国内ブランドのセレクトショップは、現在の20～30代のファッション嗜好との親和性が高いと考えられる。

1. 欧米のファッションへの憧れが上の世代と比べて相対的に低い
2. 安めで高品質なものを選ぶバリュー志向が強い
3. 体形が細目で、欧米ブランドではサイズが合いにくい

コストの面においても、欧米発のブランドよりも、日本発のブランドを取り扱った方が好ましい点が多い。例えば、日本発のブランドは輸入コストがかからない。また、定期的開催される展示会も国内で行われるため、多くのバイヤーを派遣することが可能となる（同社では

店長が買い付けの責任者となるため、全店長をはじめとする店舗スタッフが展示会に参加する)。こうしたコスト抑制要因は、バリュー志向が強い顧客の嗜好に対応するためには好ましい。

STUDIOUS は 6 ブランドの取り扱いから開始したが、現在は約 200 のブランドを取り扱っている。同社が取り扱いたいと考えるブランドメーカーの大半とは、取引関係が築けている模様である。なお、業界全体として、ブランドメーカーには、エリアバッティングを回避する(ブランドの希少価値を保つために、自社の商品の供出先を 1 エリアにつき 1 店舗に限る傾向がある)傾向がある。そのため、同社の出店エリアにおいて、他社が同じブランドを販売する可能性は低く、ひとつの参入障壁となっている。

また、約 200 の取り扱いブランドのうち、年 5%程度が入れ替わっている模様である。これは、同社がブランドごとの定価販売率を重視し、取引関係を定期的に見直しているためである(定価販売率により、取引停止、取引維持、取引増加が決まる)。

定価販売率に着目したブランド管理により、同社全体の定価販売率は、業界平均よりも高く、利益率を高める効果を得られている。

◆ UNITED TOKYO 業態

15 年に立ち上げた UNITED TOKYO は、日本の高い技術と品質によってつくられた商品に特化したグローバルコンテンポラリーブランド^{注 4}である。仕入商品とオリジナル商品が混在するセレクトショップ業態ではなく、すべて日本製のオリジナル商品で構成される自社ブランド業態である。同社の商品企画担当者が企画とデザインを行い、取引先の国内工場で生産される。STUDIOUS よりも幅広い、20~40 代をターゲットとしている。

具体的な数値の公表はないが、高品質であることがコンセプトに含まれるため、商品の原価率は業界平均より高い模様である。原価率が高い分を、在庫回転率を一定に保つことによってカバーし、売上総利益を確保する仕組みとなっている。

◆ 既存の 2 業態の概要

STUDIOUS 業態と UNITED TOKYO 業態についてまとめると、図表 2 の通りとなる。

注4) グローバルコンテンポラリーブランド

同社では、日本の高い技術と品質によってつくられた商品を、TOKYOを拠点とするファッションデザイナー、アーティスト、スタイリスト、フォトグラファー等の手掛けるクリエイションとともに世界へ展開していく、発信型のブランドと定義している。

【 図表 2 】 TOKYO BASEの主力の2業態

	STUDIOUS	UNITED TOKYO
コンセプト	日本国内のTOKYOブランドに特化したセレクトショップ	ALL MADE IN JAPANにこだわった「グローバルコンテンポラリー」ブランド
顧客層	20~30代 ファッション感度の高い若い世代	20~40代
客単価	1.6万円 (実店舗2.6万円 EC0.9万円)	1.9万円 (実店舗2.2万円 EC1.3万円)
店舗数 (16年4月末時点)	実店舗22店 EC 3店	実店舗6店 EC 2店
立地	都心部限定	全国の大都市圏
サイズ展開	細め	普通
商品	ブランド商品とオリジナル商品の比率は各50%程度 オリジナル商品はブランド商品への入門的位置づけ	すべてオリジナル商品 産地表記は都道府県(すべてが国内産のため) 日本のクリエイティブティや品質を前面に出す商品

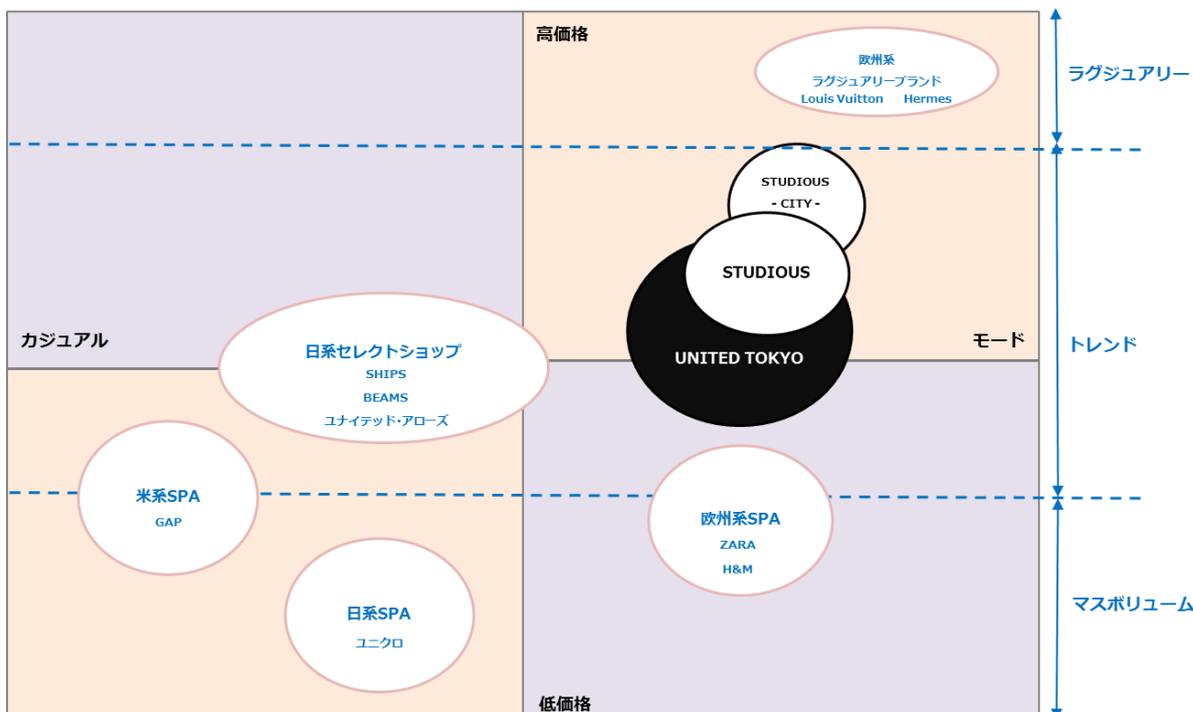
(注) ブランド商品は、同社のバイヤーが国内のファッションブランドより買い付けを行う仕入商品
オリジナル商品は、同社の商品企画担当者がデザインし、取引先の国内工場で生産する自社独自商品
(出所) TOKYO BASE 有価証券報告書および決算説明会資料

◆ マーケットポジション

コンサルティング会社のローランド・ベルガーの定義によると、アパレル市場は、価格帯の高い順に、ラグジュアリー、トレンド、マスマリュームの3つの市場に分類される。同社の主力業態はこのうちのトレンド市場に位置づけられる。

トレンド市場は、顧客の嗜好や価値観で細分化される市場であり、カジュアル系かモード系かという切り口では、同社の業態はモード系に位置づけられている(図表3)。

【 図表 3 】 TOKYO BASEの主力業態のマーケットポジション



(出所) TOKYO BASE決算説明会資料、ローランド・ベルガー「アパレル市場を科学する」より証券リサーチセンター作成

◆ 店舗数の推移

実店舗の想定立地は、STUDIOUS が都心部限定、UNITED TOKYO は全国の大都市圏となっている。店舗数の推移は図表 4 の通りだが、STUDIOUS の 12/2 期 (5 店舗→9 店舗) や UNITED TOKYO の 16/2 期 (0 店舗→5 店舗) のように、一定期間に集中して出店するのが同社の店舗展開の特徴と言える。

【 図表 4 】業態・販売形態別の店舗数の推移

(単位: 店)

業態	販売形態	11/2期末	12/2期末	13/2期末	14/2期末	15/2期末	16/2期末	17/2期末 (会)
STUDIOUS		6	11	14	16	17	20	27
	実店舗	5	9	11	13	14	17	24
	EC	1	2	3	3	3	3	3
UNITED TOKYO		-	-	-	-	-	7	9
	実店舗	-	-	-	-	-	5	7
	EC	-	-	-	-	-	2	2
2業態合計		6	11	14	16	17	27	36
	実店舗	5	9	11	13	14	22	31
	EC	1	2	3	3	3	5	5

(注) 17/2 期末の STUDIOUS の店舗数には、派生業態の店舗も含まれる。

(出所) TOKYO BASE成長可能性に関する資料および決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 業態を支える3つの強み

同社の業態の成長を支える強みとして、以下の3点が挙げられる。

1. 現場主義の店舗経営
2. データ重視の経営管理と実力主義の人事管理
3. EC販売との連動

◆ 強み1：現場主義の店舗経営

同社では、「オーナーシップ型営業」と称し、販売だけでなく、PRや企画、仕入、採用・教育、経営管理に至るまで、店舗に多くの権限が委譲されている。店舗運営にかかる業務の一切に責任を持つ、地方のオーナー経営の個人店のような経営を理想像として位置づけているようだ。この点は、本部のバイヤーが一括で商品を選択し、現場は販売だけ行うという、総合アパレル企業に見られる本部主導のチェーンストア運営とは異なる。

国内のブランド商品に特化している関係上、対象となる商品の買い付けの場である展示会は、海外ではなく、国内で開催される。そのため、店長や店舗の販売担当者がバイヤーとして展示会に参加することが可能であり、買い付けの最前線で仕入の意思決定を行っている。

この方式により、店長クラスの人材育成が進んでいる。それは店舗オーナーとしての経営意識が醸成されるということだけにとどまらず、自分が選んだ商品を、自信を持って勧めることができ、店舗の販売担当者と来店顧客との長く良好な関係を築きやすくなる。その結果、顧客ロイヤリティの上昇、売上高の増加につながるという利点がある。

◆ 強み2：データ重視の経営管理と実力主義の人事管理

店舗への権限移譲の一方で、データ分析を徹底していることも同社の店舗経営の特徴である。同社では、店舗ごとの評価指標として、営業利益、売上総利益、在庫回転率、人件費の4点を重視している。単なる売上高の管理だけでないため、店舗ごとにPDCAサイクル^{注5}を回すことが可能となっている。

現場主義とデータ分析が徹底される結果、人事管理は自ずと結果主義、実力主義となる。それを支えるため、給与やインセンティブで業界最高水準を目指すことを方針として掲げている。

◆ 強み3：EC販売との連動

同社は創業初期から、実店舗とEC店舗の相乗効果に着目していた。

注5) PDCAサイクル
Plan-Do-Check-Act サイクルの略。Plan(計画)、Do(実行)、Check(評価)、Act(改善)の4段階を繰り返すことによって、業務を継続的に改善する、事業活動を管理する手法である。

同社が注力しているのは、実店舗と EC 店舗間の相互送客の仕組みの構築である。実店舗から EC 店舗への送客は、実店舗への来店客を接客で顧客化し、その後、EC 店舗へ誘導することで顧客との長い関係を構築することを目指している。一方、EC 店舗から実店舗への送客は、オリジナル商品の紹介で獲得した EC 店舗顧客に、実店舗の存在に対する認知度を高め、実店舗への来店を促している。こうした、実店舗と EC 店舗の相互送客により、同社が提供するファッションスタイルのファンづくりが進められている。

注6) SNS

Social Networking Serviceの略。

人と人とのつながりを促進・支援するコミュニティ型のウェブサイト、またはネットサービスのことを言う。

注7) WEAR

ファッション販売サイトの

ZOZOTOWNが運営するファッションコーディネートアプリおよびウェブサイト。コーディネートした写真を共有することができるなど、SNSとしても使われる。

注8) Instagram

iPhoneやAndroid端末で画像や動画を共有する、スマートフォン・アプリおよびそれを用いたサービス。画像系SNSでは世界最大手。現在はFacebookの傘下にある。

また、相互送客の際には、SNS^{注6)}のサービス(WEAR^{注7)}やInstagram^{注8)}等の活用も進められている。

なお、16/2 期末で同社の EC 店舗は 5 店舗存在する。内訳は、STUDIOUS が 3 店舗(自社サイトは 1 店舗)、UNITED TOKYO が 2 店舗(同 1 店舗)である。自社サイトでない店舗は、スタートトゥデイ(3092 東証一部)が運営する、ファッション EC 販売サイトの ZOZOTOWN へ出店している。16/2 期は、同社の全売上高の 27%が、同社の EC 店舗販売の約 90%が、ZOZOTOWN 経由での販売となっている。

その結果、同社の全売上高に対する EC 店舗販売比率は 30.7%となっている(図表 5)。EC 経由売上の比率は、国内小売業界全体では 6%、衣料・アクセサリー小売業界では 2%と言われているのと比較すると、同社の EC 店舗経由での売上比率の高さは明確である。

【 図表 5 】 実店舗販売と EC 店舗販売の推移 (単位：百万円)



(出所) TOKYO BASE 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合

◆ 国内アパレル市場は緩やかに増加

矢野経済研究所によると、国内のアパレル市場は 14 年時点で約 9.3 兆円の規模であり、過去 5 年で年平均 0.7%成長してきた。販売チャネル別に見ると、専門店とその他（通販等）増加してきた一方、百貨店や量販店が減少してきたため、専門店がその過半を占めるに至っている（図表 6）。

【図表 6】 販売チャネル別国内アパレル市場規模推移

(単位：十億円)



(出所) 矢野経済研究所「国内アパレル市場に関する調査結果 2015」より証券リサーチセンター作成

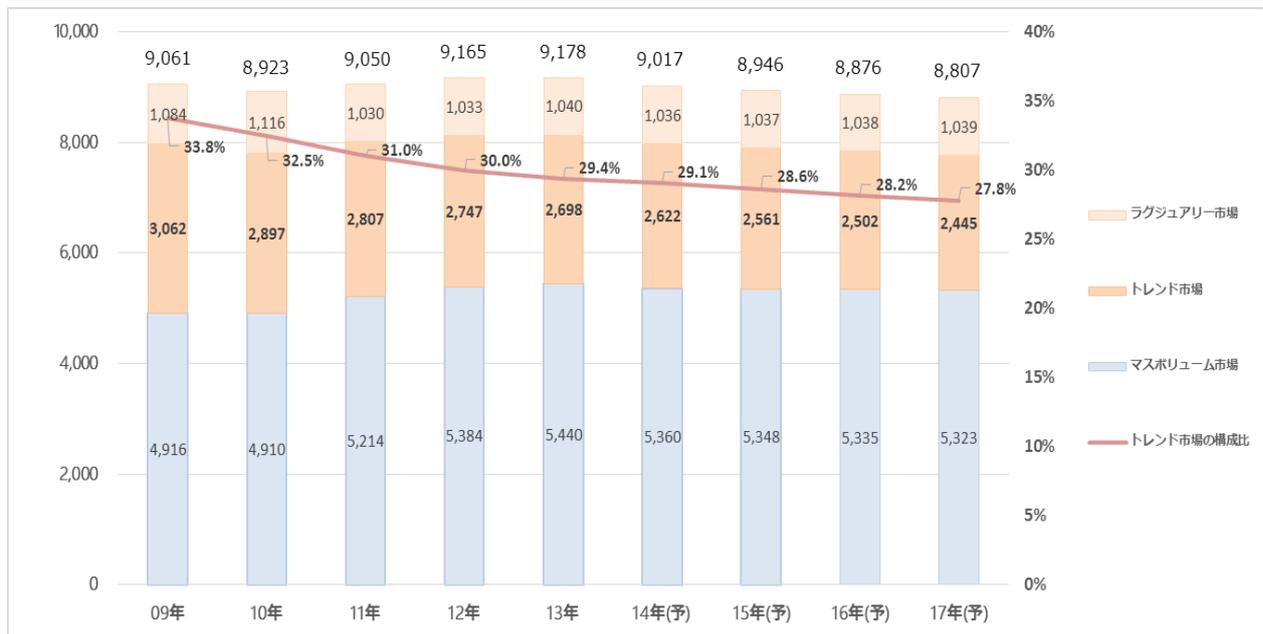
◆ 国内アパレル市場のうちトレンド市場は減少の可能性も

コンサルティング会社のローランド・ベルガーによると、今後、国内のアパレル市場は緩やかに縮小に向かうと予測している。中でも、トレンド市場の減少が目立つ予測となっている（図表 7）。

その要因として、バリュー志向の強まりによって、顧客の一部がマスマーケット市場のブランドに移ることや、マスマーケット市場のブランドの商品が、低価格ながら高品質なラインナップを増やすことによってトレンド市場に位置する顧客の嗜好に対応してくることなどが考えられる。

【 図表 7 】 市場別国内アパレル市場規模推移

(単位：十億円)



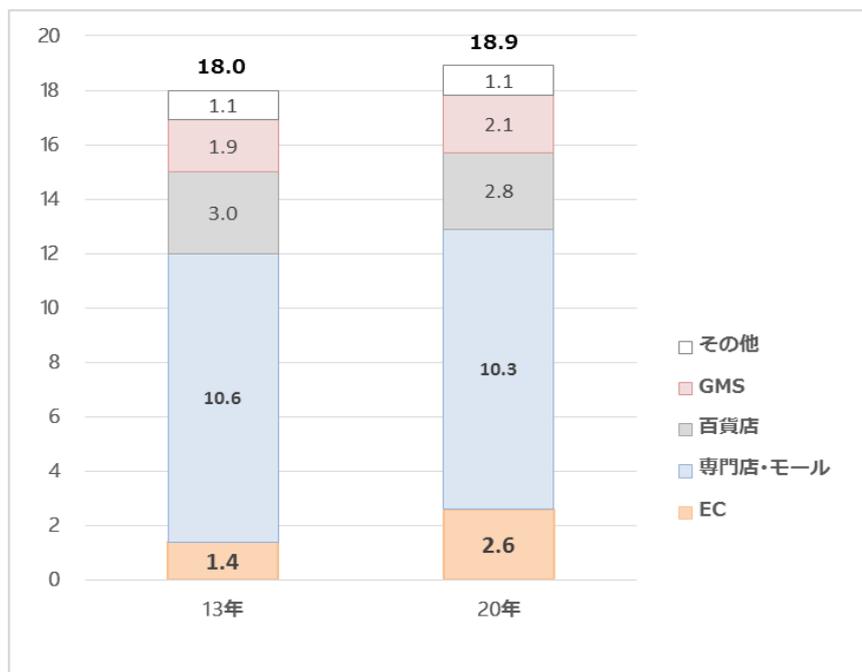
(注) ローランド・ベルガーは、全体の市場規模については、矢野経済研究所の統計をもととしている。そのため、全体の市場規模は12年までは図表6と一致しているが、資料の使用年が異なるため、13年と14年は、図表6の市場規模金額と差異が生じている。

(出所) ローランド・ベルガー「アパレル市場を科学する」より証券リサーチセンター作成

◆ ファッション市場における EC 販売の普及はさらに進む見込み

経済産業省の「平成 25 年度クールジャパンの芽の発掘・連携促進事業」の調査報告書によると、日本のファッション市場のうち、EC 経由の販売は、13 年の 1.4 兆円に対し、20 年には 2.6 兆円まで増加すると予測されている（図表 8）。EC 化率で言えば、13 年は 7.8% に対し、20 年は 13.8% まで上昇し、アパレルを EC 経由で購入することが一層普及するとしている。

【図表 8】 国内ファッション市場の販売経路別市場規模 (単位: 兆円)



(出所) 経済産業省「平成 25 年度クールジャパンの芽の発掘・連携促進事業 調査報告書」

◆ 競合

取り扱うブランドのジャンルは異なるが、セレクトショップの業態としては、ユニテッドアローズや、BEAMS、SHIPS が競合先と言える。

また、日本のブランド商品を積極的に品揃えに組み込んでいる店舗としては、地方にあるオーナー経営の個人店があげられよう。ただし、これらは個人店のため、多店舗展開しているところがほとんどないようである。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ~ デイトナ・インターナショナルから独立

代表取締役 CEO の谷正人氏は、大学卒業時に新卒入社したデイトナ・インターナショナル（東京都渋谷区、以下、デイトナ社）にて、デイトナ社が抱えていた、不採算の新業態店舗の立て直しを任された。その店舗において、商品を 20 代向けの品揃えに絞って立て直しに成功した谷氏は、08 年に株式会社 STUDIOUS（現・同社）を設立し、翌 09 年には、立て直しを行ったデイトナ社の店舗（現・原宿本店）とオンラインストアを譲り受ける形で、セレクトショップ STUDIOUS として独立した。09 年、10 年にデイトナ社から各 1 店舗を譲り受け、合計 3 店舗の取得をもって、デイトナ社より完全独立した。なお、独

立時の株主は、創業メンバー2名と、デイトナ社のオーナー家のメンバーである。

◆ 沿革2 ～日本の商品を紹介するセレクトショップとして確立

米国での在住経験がある谷氏は、欧米の商品への過度な憧れがなく、また、海外における日本発の商品の発信力が弱いことに問題意識を持っていたようである。そうした背景から、「セレクトショップ＝海外の商品を紹介するショップ」という考え方が一般的であった中で、STUDIOUS 業態は、日本の優良なブランド商品に特化して紹介するセレクトショップとしてのポジションを確立し、他社との違いを打ち出すことに成功した。

◆ 沿革3 ～STUDIOUS 業態の実店舗と EC 店舗連動での出店拡大

かなり早い段階から、実店舗と EC 店舗の相乗効果に着目していた。それは、譲り受けた店舗の1つがオンラインストアであったことが物語っている。デイトナ社からの事業譲受が完了した翌年の11年には、スタートトゥデイが運営するオンラインモールの Zozotown に出店した。

また、リアル店舗も、10年の心齋橋店出店で関西に進出したのを皮切りに、大都市圏での出店を増やし、ネットとリアルの両面での拡大を進めていった。

◆ 沿革4 ～UNITED TOKYO 業態の立ち上げ

モード系で、20～30代のファンション感度の高い若い世代をターゲットとした STUDIOUS 業態に対し、同じモード系でありながら、20～40代という広い世代をターゲットとした UNITED TOKYO 業態を15年3月に立ち上げた。UNITED TOKYO 業態は、ブランド商品とオリジナル商品で構成されるセレクトショップではなく、全て日本製のオリジナル商品で構成されている。

なお、従来、STUDIOUS という1つの業態で展開してきたため、社名も STUDIOUS であったが、UNITED TOKYO という別の業態が確立して成長軌道に乗ったことと、今後も新しい業態を開発していく方針であることから、16年6月に社名を TOKYO BASE に変更した。

◆ 経営理念

同社の企業理念は「日本発ファッション・スタイルを世界へ」である。「日本発ブランドを世界に発信するファッションカンパニーを創造するとともに、事業拡大を通じて、顧客、従業員、取引先、株主の幸せと夢を実現する」としている。その企業理念を実現するために、日

本国内ブランド商品、または日本国内で生産されたオリジナル商品に特化したアパレル商品を取り扱うセレクトショップおよびブランドの運営を行っている。

◆ 株主

有価証券届出書と 16/2 期の有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 9 の通りである。

16 年 5 月 11 日に行われた立会外分売後の時点で、代表取締役 CEO の谷正人氏が筆頭株主で 18.6%を保有する(資産管理会社である株式会社 MT Asset Management を含めると 26.6%)。その後、鹿島克美氏の 18.0% (同株式会社 K Asset Management を含めると 26.1%)、取締役 CFO の中水英紀氏が 13.4% (同株式会社 ASIA Asset Management を含めると 17.8%) が続く。なお、上場前に 21.0%を保有していたベンチャーキャピタルの NVCC6 号投資事業有限責任組合の保有分は、16 年 5 月 11 日時点で 2.4%にまで低下している。

【 図表 9 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			16年2月末時点			16年5月11日時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
谷 正人	430,000	21.0%	1	430,000	19.4%	1	1,240,000	18.6%	1	代表取締役CEO 16年5月に立会外分売で50,000株売却
鹿島 克美	420,000	20.5%	3	420,000	18.9%	2	1,200,000	18.0%	2	16年5月に立会外分売で60,000株売却
中水 英紀	310,000	15.1%	4	310,000	14.0%	3	895,000	13.4%	3	取締役CFO 16年5月に立会外分売で35,000株売却
株式会社 K Asset Management	180,000	8.8%	5	180,000	8.1%	4	540,000	8.1%	4	鹿島氏の資産管理会社
株式会社 MT Asset Management	180,000	8.8%	5	180,000	8.1%	4	530,000	8.0%	4	代表取締役CEOの資産管理会社 16年5月に立会外分売で10,000株売却
株式会社 ASIA Asset Management	100,000	4.9%	7	100,000	4.5%	6	295,000	4.4%	6	取締役CFOの資産管理会社 16年5月に立会外分売で5,000株売却
日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.0%	-	71,900	3.2%	7	215,700	3.2%	7	16年3月以降の変動がないものと仮定
日本マスタートラスト 信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.0%	-	66,500	3.0%	8	199,500	3.0%	8	16年3月以降の変動がないものと仮定
NVCC6号投資事業有限責任組合	430,000	21.0%	2	52,200	2.4%	9	156,600	2.4%	9	16年3月以降の変動がないものと仮定
日本証券金融株式会社	0	0.0%	-	17,300	0.8%	10	51,900	0.8%	10	16年3月以降の変動がないものと仮定
(大株主上位10名)	2,050,000	100.0%	-	1,827,900	82.4%	-	5,483,700	82.4%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	415,000	20.2%	-	409,000	18.4%	-	1,227,000	18.4%	-	16年3月以降の変動がないものと仮定
発行済株式総数	2,050,000	100.0%	-	2,219,100	100.0%	-	6,657,300	100.0%	-	16年3月1日付で1:3の株式分割

(注) 上場前の株主は 7 名のため、大株主上位 10 名の合計は 7 名分の合計で 100.0%となる。

(出所) TOKYO BASE 有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績については、11/2 期以降の数値が開示されている。11/2 期～15/2 期まで、売上高は年平均 56.5%、経常利益は同 75.4% のペースで成長してきた。15/2 期までは STUDIOUS 業態のみでの展開である。

この期間、11/2 期末の 5 店から 15/2 期末の 14 店まで、実店舗は 9 店増加したが、12/2 期にその約半分の 4 店を出店した。11/2 期末との比較ではほぼ倍増である。この大量出店をこなし、出店 2 年目で軌道に乗せた翌 13/2 期には、経常利益率を 13.0% にまで大幅に上昇させることに成功した(12/2 期は 7.0%)。それ以降、経常利益率は 10% 台を維持している。

◆ 16 年 2 月期は新業態立ち上げの費用増の中で 7 期連続増収増益

16/2 期は、売上高が前期比 36.2% 増の 6,089 百万円、営業利益が同 5.1% 増の 660 百万円、経常利益が同 3.2% 増の 647 百万円、当期純利益が同 12.2% 増の 432 百万円となり、7 期連続増収増益となった。

16/2 期は、新業態の UNITED TOKYO の立ち上げ期であった。実店舗は 15/2 期末の 14 店(STUDIOUS のみ) から、16/2 期末は 22 店(STUDIOUS17 店、UNITED TOKYO5 店) まで 8 店増加した。新業態立ち上げと大幅な出店増により、16/2 期の営業利益率は 10.8% となり、15/2 期の 14.1% から 3.3% ポイント低下した。

◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

15 年 9 月の東証マザーズ上場時に公募増資等を行った結果、15/2 期末に 48.1% だった同社の自己資本比率は、16/2 期末には 65.0% まで上昇し、財務の安全性が高まったと言える。

> 他社との比較

◆ アパレル業界のうち、類似業態を持つ企業と比較

アパレル業界の中で、STUDIOUS と同様のセレクトショップの業態で拡大してきたユナイテッド・アローズのほか、モード系の UNITED TOKYO とはジャンルは異なるが、カジュアル系の衣料品を中心に SPA ブランドを展開するアダストリア(2685 東証一部) と比較した。また、EC 販売比率の高さに着目し、ファッション EC 販売サイトの ZOZOTOWN を運営するスタートトゥデイとも比較した(図表 10)。

【 図表 10 】 財務指標比較 : アパレル業界のうち、TOKYO BASEと類似業態を持つ企業

項目	銘柄	コード	TOKYO BASE		ユナイテッド	アダストリア	スタートトゥデイ
			3415	(参考)	アローズ	2685	3092
			16/2期		16/3期	16/2期	16/3期
規模	売上高	百万円	6,089	-	140,919	200,038	54,422
	経常利益	百万円	647	-	11,175	16,185	17,883
	総資産	百万円	2,792	-	63,877	90,454	34,916
収益性	自己資本利益率	%	31.4	23.8	20.0	18.3	55.5
	総資産経常利益率	%	27.3	23.2	17.8	18.6	46.9
	売上高営業利益率	%	10.8	-	7.9	8.0	32.6
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	48.1	-	7.0	18.0	15.8
	経常利益 (同上)	%	38.3	-	-3.9	17.6	27.8
	総資産 (同上)	%	44.1	-	5.5	12.6	13.5
安全性	自己資本比率	%	65.0	-	52.8	58.9	50.1
	流動比率	%	209.7	-	169.7	124.8	161.5
	固定長期適合率	%	41.5	-	55.3	83.3	52.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出
(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

TOKYO BASEは16/2期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記した

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

ビジネスモデルの違い、取り扱いブランドの種類の違い等により単純な比較は難しいが、実店舗を有するユナイテッドアローズやアダストリアと比較すると、16/2期に新規業態立ち上げのためのコストがかかっていたにも関わらず、収益性の高さが目立つ。その要因として、EC販売比率の違いと在庫回転率の高さがあげられよう。

直近決算期のEC販売比率は、ユナイテッドアローズの約13%、アダストリアの約11%に対し、同社は約31%となっている。EC販売比率が100%のスタートトゥデイの高い収益性を考えると、EC販売比率が高いほど、収益性が高くなる傾向にあると言えよう。

また、直近決算期の在庫回転率は、ユナイテッドアローズの5.9回、アダストリアの5.9回に対し、同社は新規業態立ち上げ期にも関わらず11.3回と高い。

成長性の指標は、他社よりおしなべて高い。これは、現在の同社が、業態を急速に立ち上げてきた創業～成長ステージにあることに由来していると考えられる。また、安全性についても、上場によって資金

調達をして間もないこともあって、指標は他社より高い。しかし、今後も積極的な投資が続くと考えられることから、突出して優位性があるとまでは言えない。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は主導する 2 人の経営陣にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。

同社の知的資本の源泉は、主導する 2 人の経営陣にある。具体的には、CEO の日本発のクリエイションを発信するファッションブランドをつくるという信念に裏付けられた、ファッション業界とブランドマネジメントに対する知見と、CFO が主導するデータ分析に基づく経営管理手法が、車の両輪のように機能している。この結果、短期間で業界における一定のポジションを構築できたうえ、ビジネスモデルを支える関係資本や組織資本の蓄積も進んできた。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	顧客の特性	・STUDIOUSの顧客	20～30代中心 ファッション感度の高い若い世代
		客単価	・UNITED TOKYOの顧客	20～40代中心
			・STUDIOUSの客単価	1.6万円 (実店舗2.6万円、EC0.9万円)
		・UNITED TOKYOの客単価	1.9万円 (実店舗2.2万円、EC1.3万円)	
		男女比率	・売上高におけるウイメンズ比率	35%
	購買チャネル	・売上高におけるEC比率	30.7%	
	ブランド	・STUDIOUSブランド	・特になし	特になし
		・UNITED TOKYOブランド	・特になし	特になし
	ネットワーク	・EC販売でのスタートトゥデイ (ZOZOTOWNの運営)	・ZOZOTOWNへの出店	3サイト
			・ZOZOTOWN経由の販売	全売上高の27% EC販売売上高の90%
・仕入先		・STUDIOUSでの取り扱いブランド数	約200	
・生産委託先 (国内工場)		・委託先の数	開示なし	
組織資本	プロセス	・店舗網	・STUDIOUSの実店舗数	17店 (路面店4店、ビルイン店13店)
		・現場主義の店舗運営	・UNITED TOKYOの実店舗数	5店 (路面店0店、ビルイン店5店)
			・EC販売の店舗数	5サイト
		・商品の開発力、目利き力	・特になし	特になし
			・定価販売率	開示なし (業界平均より高いと推察される)
	・在庫回転率		11.3回	
	知的財産 ノウハウ	・商品の選択眼	・特になし	特になし
		・店舗経営の評価方法	・社内デザイナー (商品企画) の人数	約10人
			・店舗経営の評価指標	重視する4項目 営業利益、粗利益、 在庫回転率、人件費
			・CEOのファッション業界と ブランドマネジメントに対する知見	特になし
・CFO主導の経営管理			特になし	
人的資本	経営陣	・代表取締役社長による保有	1,240,000株 (18.6%) 別途、資産管理会社 の持分は 530,000株 (8.0%) (16年5月11日時点)	
		・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	895,000株 (13.4%) 別途、資産管理会社 の持分は 295,000株 (4.4%) (16年5月11日時点)	
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	975,000株 (14.6%)	
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	60百万円 (2名)	
		従業員	・従業員数	99名 別に臨時雇用者が64名(年間平均)
	・企業風土		・平均年齢	28.9歳
	・インセンティブ		・平均勤続年数	3.9年
			・平均年間給与	459万円
			・従業員持株会	なし
	・ストックオプション	252,000株 (3.8%) *取締役保有分を除く		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/2期または16/2期末のものとする

(出所) TOKYO BASE 有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は小売業に属し、衣料品の販売を事業内容としているが、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の企業理念は「日本発ファッション・スタイルを世界へ」であり、日本発のファッションを切り口に世界へ情報発信し、世界における日本の存在感、日本におけるアパレル業界の社会的地位の向上を通じて、社会に貢献する方針をとっている。

なお、同社はファッション業界の活性化を目指す活動の一環で、「ファッション業界独立支援セミナー」などを開催している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の中垣徹二郎氏は、日本アジア投資 (8518 東証一部) の投資本部長を経て、DFJ JAIC Venture Partners, LLC (現 Draper Nexus Venture Partner, LLC) を設立し、Managing Director に就任した。現在は、自ら設立した DJ パートナーズ株式会社の代表のほか、株式会社 trippiece、株式会社イノーバ、株式会社 S H I F T (3697 東証マザーズ) の取締役を兼任している。

監査役会は監査役3名(全員、社外監査役)で構成されている。内訳は、常勤監査役1名、非常勤監査役2名である。

常勤監査役の佐々木陽三朗氏は、日本アジア投資、株式会社シノックス、ドリームインキュベータ (4310 東証一部)、株式会社アートフードインターナショナルとキャリアを積んできた。

非常勤監査役の小島圭介氏は、日本アセアン投資株式会社 (現 日本アジア投資)、ドリームインキュベータを経て、Jellyfish 株式会社 (現 株式会社商業藝術) の代表取締役に就任した。現在は、自ら設立したヒューマン・ベース株式会社の代表取締役社長との兼任である。

非常勤監査役の徐進氏は、三菱電機 (6503 東証一部)、株式会社クロスウェイブ、株式会社アクセスポート (現 JWord 株式会社) を経て、有限会社泰進を設立し、代表取締役に就任した。現在はエスプール (2471 東証 JQS) の常勤監査役との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 新規業態 2 年目の UNITED TOKYO

16/2 期の新業態 UNITED TOKYO の立ち上げは、初年度にして売上構成比 15.8%となるなど、成果を上げたと言える。一方で、UNITED TOKYO の立ち上げのために、経営資源の配分等において、全社的に負荷をかけてきたことも否めず、16/2 期の利益率や効率性の指標の中で、15/2 期と比べて低下したものが散見される。

17/2 期も UNITED TOKYO の出店は続くが、今後の成長の主軸業態となるように UNITED TOKYO の収益性や効率性を高めることが必要となる。

◆ 人員の確保

既存業態の業容拡大のほか、新業態の開発を順次行っていくため、人的資源の確保は欠かせない。特に、新卒採用とその育成、インバウンド需要と将来の海外進出を見込んでの海外人材の確保を、同社は重点課題に挙げている。

> 今後の事業戦略

◆ 既存 2 業態の拡大

現在、同社は STUDIOUS と UNITED TOKYO の 2 業態を確立しており、今後もそれぞれを拡大させていく方針である。

STUDIOUS は、出店を都心部に限定し、高いブランド価値を維持していく方針である。そのため、店舗数は大きく増やさず、テナントビル自体の改装閉店のための退店をカバーする程度の出店に留める見込みだが、売場の拡張や大型店舗への入れ替え（退店店舗より広いスペースへの出店）による増床を図っていく意向である。

UNITED TOKYO は、STUDIOUS よりもターゲット層が広いと見られ、地方の中核都市も含めた大都市圏に展開エリアを広げていく。当面は店舗数の増加による拡大を優先していく。

また、両業態ともウィメンズ販売の比率を上げていく方針である。ウィメンズ販売の比率は、16/2 期の 35%に対し、中期的に 50%を目指していくとしている。

◆ EC 販売の拡充

既に同社の売上高の約 30%が EC 販売経由となっているが、実店舗販売と EC 販売の連動をさらに強化していくことを企図している。EC 販売比率の高さは同社の高収益性を支える要因であるが、一方で実店

舗販売に比べて客単価が低いという特徴があるため、実店舗販売とのバランスをとることが肝要となる。

◆ 新業態の開発

UNITED TOKYO を立ち上げて間もないが、今後も市場拡大を目指して、新しい業態の開発を行っていく意向である。そのことを通じて、市場拡大を図るとともに、同社の業態ポートフォリオを分散させる意味合いもある。当面は、テスト業態として、STUDIOUS の派生業態を立ち上げていく予定である。

具体的な動きとしては、16年3月に、「STUDIOUS CITY」という新レーベルを立ち上げた。これは、30~40代の女性を対象としており、メンズ向けより大きいとされるウィメンズ市場の開拓を本格化していくことを目論んでいる。STUDIOUS の冠がついてはいるが、セレクトショップではないため、すべてオリジナル商品となる。客単価としては、実店舗ベースで、UNITED TOKYO と STUDIOUS の中間あたりが想定されている。既に、新宿店と名古屋店の2店がオープンしている。

また、中古商品を扱う STUDIOUS USED を17/2期中に開店する予定である。買い取りの対象となる商品や、買い取り方法などは検討中である。

◆ 長期では日本発のクリエイションをコンテンツとするコングロマリットを目指す

16年6月に社名が変更された。以前は STUDIOUS という業態名を社名としていたが、UNITED TOKYO も立ち上がり、今後、さらに複数の業態を運営していく方針を明確にする意味を込めて、TOKYO BASEに変更された。

長期的には、日本発の嗜好品ファッション・コングロマリットを目指している。体制としては、欧州の代表的なラグジュアリー・コングロマリットである LVMH^{注9)}のような体制を想定しているようだ。そのために、有力デザイナーブランドとの提携、新興ブランドのインキュベーション、国内のレベルの高い工場との連携強化、ウェブサービス等のプラットフォーム構築、海外市場の取り込み等を模索していくとしている。

注9) LVMH

Moët Hennessy - Louis Vuitton
S.A

フランスを拠点とする、ファッション業界における世界最大のコングロマリット。ルイ・ヴィトンやセリーヌ、モエ・エ・シャンドンなど、著名なブランドを多数傘下に持つ。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・主要な国内ブランドメーカーとの関係 ・現場主義の店舗経営の徹底（オーナーシップ型営業、データ分析重視、結果主義） ・EC販売と実店舗販売の連動 ・トップダウン型の小規模な組織
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業規模の小ささ ・現CEO及び現CFOへの依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・STUDIOUS、UNITED TOKYOのブランド知名度の上昇 <ul style="list-style-type: none"> - 顧客の増加 - 商業施設側からの出店依頼の増加 ・UNITED TOKYO業態での全国大都市圏への出店余地 ・新業態（派生業態を含む）による対象市場の拡大 ・海外市場への出店の可能性 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・顧客の嗜好の変化 ・異なる市場からの参入による競合ブランドの登場の可能性 <ul style="list-style-type: none"> - ラグジュアリー市場のブランドからのセカンドラインブランドの投入 - マスマーケット市場のブランドからの高級ラインブランドの投入 ・急速な成長に対して体制整備が追いつかない可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 人材の確保 - 品質管理 - 店舗での接客の質

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 日本発のクリエイションへの強いこだわりと、経営管理手法の導入が成功要因

アパレル業界において、セレクトショップという業態そのものは目新しいものではない。同社の事業をユニークなものにしているのは、セレクトショップ業態で日本のブランドを扱うことに否定的な見方が大勢を占めていた中で、日本のブランドに特化したセレクトショップを展開した点にある。

この絶妙なポジションで業態を確立することができたのは、ひとつには、現 CEO の「日本発のクリエイションを世界に向けて発信する」という信念とも言える強い思いがあったためだが、同時に、他業態で

は通常に用いられている経営管理手法を導入したことにあると考えられる。

同社の創業ストーリーは、現 CEO の前職での不採算店舗の立て直しに始まった。また、創業当初に最も苦勞した点は資金繰りであったという。こうした経験から、徹底的なデータ分析をベースとした店舗ごとの経営管理手法に磨きをかけていったものと考えられる。

◆ トップダウン型の小規模組織である強みを生かしてきた

同社は、過去数回にわたりチャレンジをする期を経験してきた。ひとつは、STUDIOUS の実店舗を 5 店舗から 9 店舗へほぼ倍増させた 12/2 期であり、もうひとつは、UNITED TOKYO の業態を立ち上げた 16/2 期である。どちらも、次の成長ステージに上がったという意味では、チャレンジは成功だったわけだが、その成功要因のひとつとして、トップダウン型の小規模組織であり、全社一丸となって対応できたことがあげられよう。

◆ 成長に対して組織や体制が追いつかない可能性には注意が必要

今後は、既存の主力 2 業態のさらなる拡大に加え、派生業態も含めた新業態を投入していく方針である。これまでは小規模組織であったことがプラスに働き、大きな成長に向けたチャレンジを乗り越えてきた。しかし、社員が 100 名近くになり、組織規模では、次の成長段階に差し掛かってきた。高成長の持続のためには、従来とは別の仕組みの構築を検討する必要もあろう。逆に言うと、組織や体制の構築が成長に追いつかない可能性があることが、当面のリスク要因かもしれない。

折しも、16 年 5 月の株主総会において、取締役が 1 名増員となった。このことが、取締役の役割分担など、経営体制の変化にどのような影響をもたらすかに注視しておきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 17 年 2 月期会社計画

17/2 期の会社計画は、売上高 8,065 百万円（前期比 32.5%増）、営業利益 900 百万円（同 36.3%増）、経常利益 893 百万円（同 38.0%増）、当期純利益 598 百万円（同 38.3%増）である（図表 13）。

【 図表 13 】 TOKYO BASEの17年2月期の業績計画 (単位：百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	4,470	6,089	8,065	32.5%
STUDIOUS (実店舗)	3,023	3,515	-	-
STUDIOUS (EC)	1,446	1,612	-	-
UNITED TOKYO (実店舗)	-	705	-	-
UNITED TOKYO (EC)	-	256	-	-
売上総利益	2,377	3,126	-	-
売上総利益率	53.2%	51.4%	-	-
営業利益	628	660	900	36.3%
営業利益率	14.1%	10.8%	11.2%	-
経常利益	626	647	893	38.0%
経常利益率	14.0%	10.6%	11.1%	-
当期純利益	385	432	598	38.3%
当期純利益率	8.6%	7.1%	7.4%	-

(出所) TOKYO BASE決算短信および説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

業態別の売上内訳の開示はないが、STUDIOUS、UNITED TOKYOの両業態とも、積極的な出店を継続する予定である。

STUDIOUS 業態は、16/2 期末の 17 店舗に対し、派生業態を含めて 7 店舗出店し、17/2 期末で 23 店舗とする計画である（出店しているテナントビルの建て替えにより退店 1 店舗）。派生業態として 30～40 代のウィメンズを対象とした STUDIOUS CITY を開始し、17/2 期は 2 店舗の出店が決まっている。

UNITED TOKYO 業態は、16/2 期末の 5 店舗に対し、2 店舗出店し、17/2 期末は 7 店舗とする計画である。

【 図表 14 】 17年2月期の出店計画

店舗	エリア	場所	形態	時期	売場面積 (坪)
STUDIOUS 博多店	福岡	JR博多シティ アミュプラザ博多	ビルイン	16年3月	51.0
UNITED TOKYO 福岡店	福岡	福岡PARCO 新館	ビルイン	16年3月	75.8
STUDIOUS CITY 新宿店	東京	新宿NEWoMan	ビルイン	16年3月	23.6
STUDIOUS CITY 名古屋店	愛知	LACHIC 名古屋	ビルイン	16年4月	32.4
STUDIOUS 3rd原宿店	東京	渋谷区神宮前	路面店	16年4月	21.9
STUDIOUS USED 原宿店	東京	渋谷区神宮前	路面店	16年4月	23.5
予定	-	-	-	16年10月	-
予定	-	-	-	16年10月	-
予定	-	-	-	16年10月	-

(出所) TOKYO BASE有価証券報告書および説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

17/2 期末の EC 店舗は、16/2 期末と同じ 5 店舗 (STUDIOUS : 3 店舗、UNITED TOKYO : 2 店舗) を維持する計画である。店舗数は増えないが、実店舗の販売増と連動する形で増収を図るとしている。

人員面やマーチャンダイジングの強化を継続して急速な事業拡大に対応するため、販売費及び一般管理費 (以下、販管費) の増加は継続するが、増収がカバーする形で、前期比 36.3% 増の営業増益を見込んでいる。また、UNITED TOKYO 業態が 2 年目に入り、新業態立ち上げ初年度に見られた売上総利益率の一時的低下からの回復や一時的費用の減少により、17/2 期の営業利益率は 11.2% と、前期比 0.4% ポイントの改善を見込んでいる。

株主還元に関して、業容拡大のための投資を優先して、無配を継続する計画である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター (以下、当センター) では、同社の 17/2 期業績を、売上高 8,123 百万円 (前期比 33.4% 増)、営業利益 922 百万円 (同 39.7% 増)、経常利益 915 百万円 (同 41.6% 増)、当期純利益 609 百万円 (同 40.8% 増) と、売上高、利益とも会社計画を若干上回る水準を予想する (図表 15)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高のうち、実店舗販売の売上高については、主力 2 業態合計で、実店舗の売場面積が前期比 30% 超増加するとともに、坪あたり売上高が、派生業態を含めた STUDIOUS 業態で同微増、立ち上げから 2 年目の UNITED TOKYO 業態では同数% 増加するものとして予想した。

(2) EC 販売の売上比率は、STUDIOUS 業態では 16/2 期とほぼ同じ水準の 31.5%、UNITED TOKYO 業態では、同 26.6% から 31.0% まで上昇するものと予想した。

(3) 売上総利益率は、16/2 期の 51.4% に対し、17/2 期は 51.6% と若干上昇するものと予想した。UNITED TOKYO 業態の売上総利益率が若干上昇することを想定してのことである。

(4) 今後の成長のための人員増、新規出店、STUDIOUS 業種の派生業態の開始といった要因により、販管費は前期比 32.5% 増になると予想した。それでも増収による売上総利益の増加でカバーし、17/2 期の営

業利益率は11.4%と、16/2期の10.8%より0.6%ポイント上昇するものと予想した。

18/2期以降は、売上高は前期比20%台の増収が続くと予想した。STUDIOUS業態は、18/2期は一旦出店が抑えられ、19/2期に2店出店と予想されるため、坪あたり売上高の増加とEC販売の増加による増収となろう。UNITED TOKYO業態は、年4店程度の出店により、売場面積の拡大が牽引しての増収になると予想した。増収に加え、UNITED TOKYO業態の売上比率が若干上昇することによる売上総利益率の上昇により、販管費の増加を吸収し、営業利益率は19/2期の12.1%まで上昇するものと予想した。

【 図表 15 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期CE	17/2期E	18/2期E	19/2期E
損益計算書						
売上高	4,470	6,089	8,065	8,123	9,776	11,926
前期比	44.9%	36.2%	32.5%	33.4%	20.4%	22.0%
販売経路別						
実店舗販売	3,023	4,220	—	5,572	6,645	8,083
EC販売	1,446	1,868	—	2,550	3,130	3,842
ブランド別						
STUDIOUS	4,469	5,127	—	6,459	6,676	7,287
実店舗販売	3,023	3,515	—	4,424	4,506	4,882
EC販売	1,446	1,612	—	2,034	2,169	2,404
UNITED TOKYO	—	961	—	1,663	3,100	4,639
実店舗販売	—	705	—	1,148	2,139	3,201
EC販売	—	256	—	515	961	1,438
売上総利益	2,377	3,126	—	4,190	5,052	6,201
前期比	38.2%	31.5%	—	34.0%	20.6%	22.7%
売上総利益率	53.2%	51.4%	—	51.6%	51.7%	52.0%
販売費および一般管理費	1,749	2,466	—	3,268	3,927	4,759
販管費率	39.1%	40.5%	—	40.2%	40.2%	39.9%
営業利益	628	660	900	922	1,124	1,441
前期比	26.0%	5.1%	36.3%	39.7%	21.9%	28.2%
営業利益率	14.1%	10.8%	11.2%	11.4%	11.5%	12.1%
経常利益	626	647	893	915	1,118	1,435
前期比	26.0%	3.2%	38.0%	41.6%	22.1%	28.4%
経常利益率	14.0%	10.6%	11.1%	11.3%	11.4%	12.0%
当期純利益	385	432	598	609	743	954
前期比	25.6%	12.2%	38.3%	40.8%	22.1%	28.4%
当期純利益率	8.6%	7.1%	7.4%	7.5%	7.6%	8.0%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) TOKYO BASE有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期CE	17/2期E	18/2期E	19/2期E
貸借対照表						
現金及び預金	851	958	-	1,276	1,919	2,862
売掛金	184	338	-	417	439	573
商品・貯蔵品	394	681	-	743	917	1,042
その他	46	58	-	58	58	58
流動資産	1,477	2,036	-	2,495	3,334	4,536
有形固定資産	237	407	-	526	573	596
無形固定資産	8	8	-	8	8	8
投資その他の資産	224	339	-	479	539	629
固定資産	469	755	-	1,014	1,122	1,234
資産合計	1,947	2,792	-	3,510	4,457	5,771
買掛金	310	577	-	601	737	961
未払法人税等	136	131	-	188	230	295
未払金等 (未払法人税等を除く)	182	176	-	201	226	295
ポイント引当金	18	16	-	19	20	21
短期借入金	261	-	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	32	-	-	0	0	0
その他	51	68	-	68	68	68
流動負債	994	971	-	1,080	1,283	1,643
長期借入金	16	-	-	0	0	0
その他	0	5	-	5	5	5
固定負債	16	5	-	5	5	5
純資産合計 (自己資本)	936	1,815	-	2,424	3,168	4,122
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	612	647	-	915	1,118	1,435
減価償却費	30	66	-	78	112	137
ソフトウェア償却費及びのれん償却費	5	3	-	3	3	3
売上債権の増減額 (-は増加)	-14	-153	-	-78	-21	-134
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-198	-286	-	-61	-174	-125
仕入債務の増減額 (-は減少)	72	267	-	24	135	224
未払金等の増減額 (-は減少)	50	0	-	24	25	68
法人税等の支払額	-227	-228	-	-249	-332	-415
その他	26	33	-	2	0	1
営業活動によるキャッシュ・フロー	356	347	-	658	866	1,195
有形固定資産の取得による支出	-137	-236	-	-197	-160	-160
有形固定資産の売却による収入	0	0	-	0	0	0
ソフトウェアの取得による支出	-5	0	-	-3	-3	-3
差入保証金の差入・回収による収支	-106	-118	-	-140	-60	-90
その他	-1	-6	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-252	-360	-	-340	-223	-253
短期借入金の増減額 (-は減少)	261	-261	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-115	-49	-	0	0	0
株式の発行による収入 (上場費用を控除後)	0	432	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	0	0	0
その他	0	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	145	120	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	250	106	-	317	643	942
現金及び現金同等物の期首残高	601	851	-	958	1,276	1,919
現金及び現金同等物の期末残高	851	958	-	1,276	1,919	2,862

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) TOKYO BASE有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ ファンドの大量保有

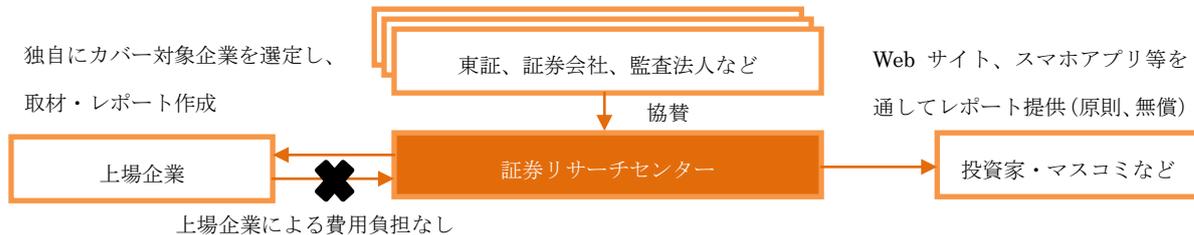
ファンドを運用するフィデリティ投信株式会社が(以下、フィデリティ)が16年6月22日付で提出した大量保有報告書によると、16年6月15日時点で、フィデリティが338,800株(5.09%)を保有していることとなっている。このようなファンドの大量保有があるため、今後の動向次第では株価変動の要因となりうることに留意しておきたい。

◆ 配当について

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **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

本レポートの構成

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ないので、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。