

# ホリスティック企業レポート

## TOKYO BASE

### 3415 東証一部

アップデート・レポート  
2017年6月16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 20170613

# TOKYO BASE(3415 東証一部)

発行日:2017/6/16

## 日本発のクリエイションに特化したアパレル小売企業 主要2業態が好調で18年2月期も高成長が続く見込み

### > 要旨

#### ◆ 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。

#### ◆ 17年2月期決算

・17/2期決算は、売上高9,356百万円(前期比53.7%増)、営業利益1,290百万円(同95.5%増)となった。期初計画に対する達成率は、売上高が116.0%、営業利益が143.4%と、特に利益の好調が目立った。  
・立ち上げから2年が経過したUNITED TOKYO業態が好調に推移したことに加え、STUDIOUS業態のプロパー消化率(値引きせず売れる率)の上昇で売上総利益率が改善し、営業利益の大幅増につながった。

#### ◆ 18年2月期業績予想

・18/2期通期について、同社は売上高12,406百万円(前期比32.6%増)、営業利益1,757百万円(同36.1%増)と予想している。  
・証券リサーチセンターでは、18/2期の業績予想を、売上高12,566百万円(同34.3%増)、営業利益1,809百万円(同40.2%増)へ引き上げた。UNITED TOKYOの好調が続く、また、主力2業態のEC販売比率が上昇する展開を織り込んだ。

#### ◆ 今後の注目点

・19/2期以降、年25~30%の増収が続き、売上高営業利益率は20/2期に15%近くまで上昇するものと予想した。ただし、同社は、19/2期に第3の業態の開始を予定している。それに伴って発生しうる既存業態の一時的な成長鈍化や先行費用の増加は業績予想には織り込んでいない。  
・第3の業態の開始や海外展開以外にも、日本発のファッション・コングロマーリットへ向けた諸施策を検討しており、それらにも注目していきたい。

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

#### 【主要指標】

	2017/6/9		
株価(円)	3,785		
発行済株式数(株)	13,482,600		
時価総額(百万円)	51,031		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	59.0	40.8	31.4
PBR(倍)	19.0	13.0	9.2
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(%)	11.0	28.8	211.5
対TOPIX(%)	9.4	22.4	143.8

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2016/6/10

#### 【3415 TOKYO BASE 業種: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)
2016/2	6,089	36.2	660	5.1	647	3.2	432	12.2	33.9	136.4	0.0
2017/2	9,356	53.7	1,290	95.5	1,266	95.7	856	97.9	64.1	198.9	0.0
2018/2 CE	12,406	32.6	1,757	36.1	1,757	38.8	1,212	41.6	90.1	—	0.0
2018/2 E	12,566	34.3	1,809	40.2	1,809	42.9	1,248	45.8	92.7	292.0	0.0
2019/2 E	16,374	30.3	2,350	29.9	2,350	29.9	1,621	29.9	120.4	412.5	0.0
2020/2 E	20,400	24.6	3,023	28.7	3,023	28.7	2,086	28.7	155.0	567.5	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

16年3月1日付で1:3、16年9月1日付で1:2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

#### アップデート・レポート

2/20

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。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。

> 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<sup>注1</sup>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、それまで取り扱いくいと考えられてきた、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売上高は分類される

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17/2期で24.7%に達した。また、EC販売比率は、両業態合計で34.6%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	17/2期	前期比		構成比	
					16/2期	17/2期	16/2期	17/2期
STUDIOUS		4,470	5,127	7,044	14.7%	37.4%	84.2%	75.3%
	実店舗	3,023	3,515	4,518	16.3%	28.5%	57.7%	48.3%
	EC	1,446	1,612	2,526	11.5%	56.7%	26.5%	27.0%
UNITED TOKYO		-	961	2,310	-	140.4%	15.8%	24.7%
	実店舗	-	705	1,597	-	126.5%	11.6%	17.1%
	EC	-	256	713	-	178.5%	4.2%	7.6%
2業態合計		4,470	6,089	9,356	36.2%	53.7%	100.0%	100.0%
	実店舗	3,023	4,220	6,115	39.6%	44.9%	69.3%	65.4%
	EC	1,446	1,868	3,239	29.2%	73.4%	30.7%	34.6%

(出所) TOKYO BASE有価証券報告書、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<sup>注2</sup>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<sup>注3</sup>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 店舗に限定する)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、年数パーセント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、取引量増加が決まる)。

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<sup>注4</sup>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 と UNITED TOKYO の 2 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	実店舗2.5万円 EC0.9万円	実店舗2.2万円 EC1.4万円
店舗数 (17年2月末時点)	実店舗23店 EC 5店	実店舗8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ビティや品質を前面に出す商品 原価率が高い

(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、決算説明会資料

#### ◆ マーケットポジション

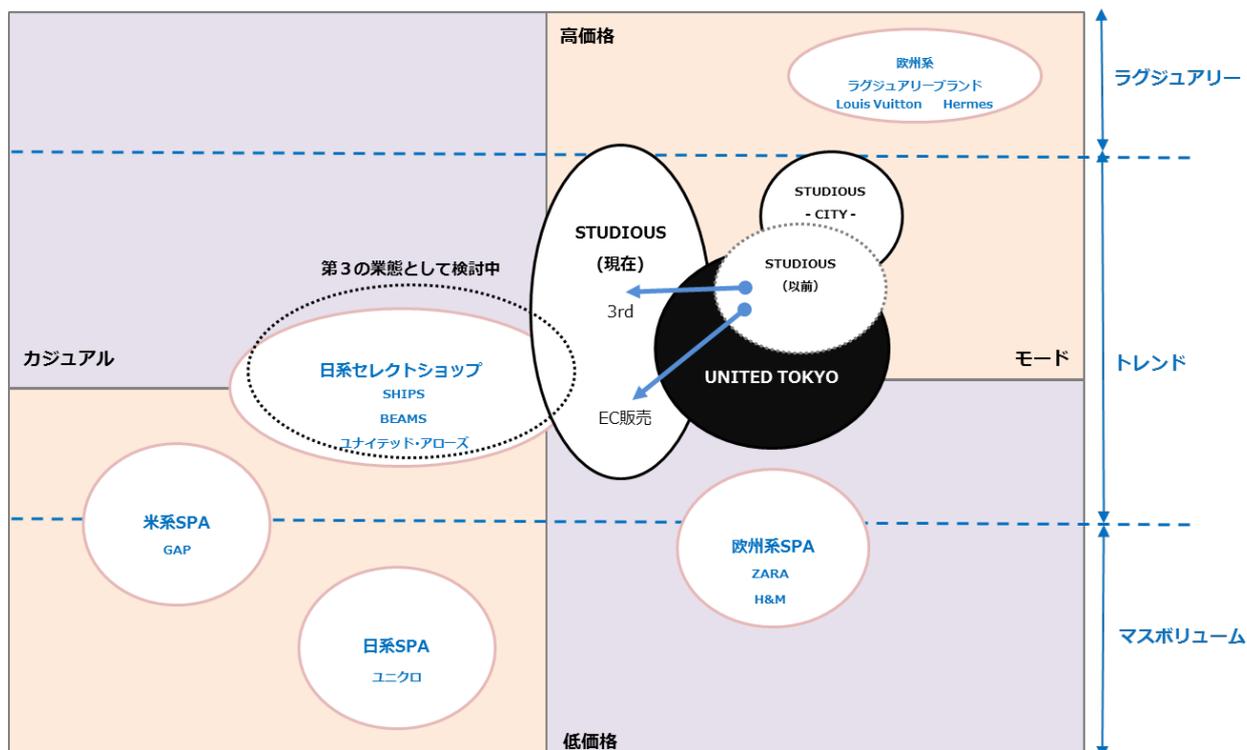
コンサルティング会社のローランド・ベルガーの定義によると、アパレル市場は、価格帯の高い順に、ラグジュアリー、トレンド、マスポリუმの3つの市場に分類される。同社の主力業態はこのうちのトレンド市場に位置づけられる。

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)。

ただ、最近の動向から、このポジショニングに変化が生じているようだ。大きな変化は、STUDIOUSが以前と比べて左方にシフトしていることである。その要因として、STUDIOUS 3rdの投入により、ストリート系のもを取り扱うようになったことと、ZOZOTOWNでの販売の増加により、低価格帯のエントリー商品は売れていることの2点が挙げられよう。

また、今後の成長戦略として、同社は、STUDIOUS、UNITED TOKYOに続く第3の業態の開発を目指している。新業態は、もっとカジュアルな、ちょうど現在の日系セレクトショップのポジションに近いところを志向しているようだ。

【 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・バルガー「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 17/2 期(17 店舗→23 店舗)、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
STUDIOUS		6	11	14	16	17	20	28
	実店舗	5	9	11	13	14	17	23
	EC	1	2	3	3	3	3	5
UNITED TOKYO		-	-	-	-	-	7	10
	実店舗	-	-	-	-	-	5	8
	EC	-	-	-	-	-	2	2
2業態合計		6	11	14	16	17	27	38
	実店舗	5	9	11	13	14	22	31
	EC	1	2	3	3	3	5	7

(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説明資料、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<sup>注5</sup>を回すことが可能となっている。

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。

◆ 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。

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。

また、相互送客の際には、SNS<sup>注6</sup>のサービス(WEAR<sup>注7</sup>やInstagram<sup>注8</sup>等)の活用も進められている。

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及びウェブサイト。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。

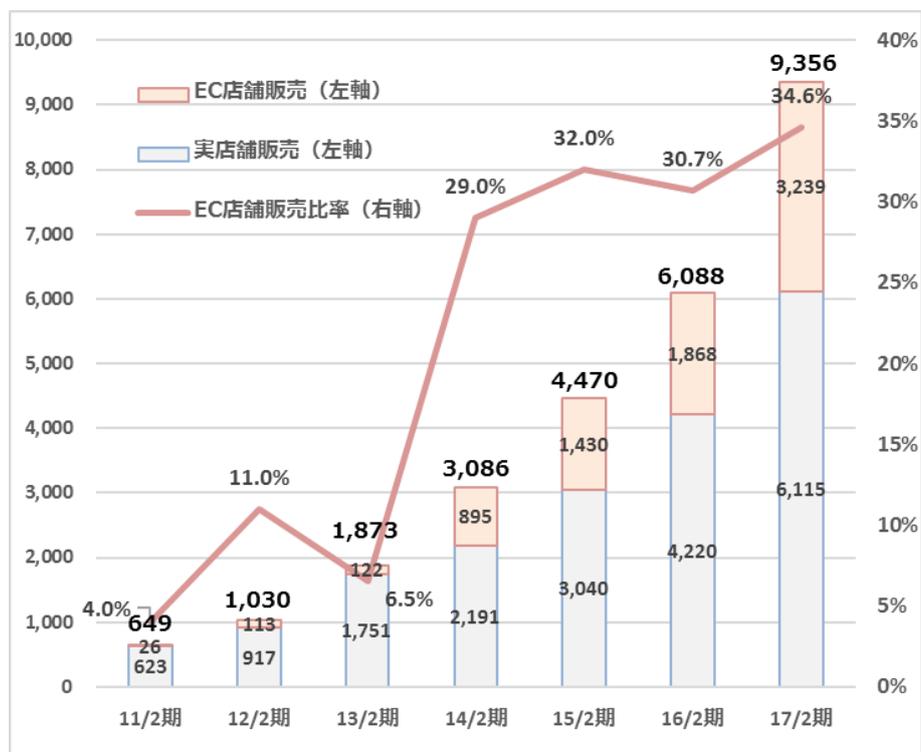
なお、17/2 期末で同社のEC店舗は7店舗存在する。内訳は、STUDIOUSが5店舗(自社サイトは2店舗)、UNITED TOKYOが2店舗(同1店舗)である。自社サイトでない店舗は、スタートトゥデイ(3092 東証一部)が運営する、ファッションEC販売サイトのZOZOTOWNへの出店である。

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。

その結果、同社の17/2期の全売上高に対するEC店舗販売比率は34.6%となっている(図表5)。そのうちの約87%がZOZOTOWN経由での販売となっている。EC経由売上の比率は、国内小売業界全体では4%、衣料・アクセサリ小売業界では8%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際立っている。

【 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

> 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 6 のようにまとめられる。

後述する通り、19/2 期開始を目途に第 3 の業態の開発を行うことを明言したことにより、「機会」の項目にある「新業態（派生業態を含む）による対象市場の拡大に詳細を追加した。また、17 年 4 月に香港に出店したことを受け、同じく「機会」の項目にある「海外市場への出店の可能性」の文言を変更した。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主要な国内ブランドメーカーとの関係</li> <li>・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）</li> <li>・EC販売と実店舗販売の連動</li> <li>・トップダウン型の小規模な組織</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現CEO及び現CFOへの依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・STUDIOUS、UNITED TOKYOのブランド知名度の上昇                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 顧客の増加</li> <li>- 商業施設側からの出店依頼の増加</li> </ul> </li> <li>・UNITED TOKYO業態での全国大都市圏への出店余地</li> <li>・新業態（派生業態を含む）による対象市場の拡大                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 19/2期開始を目途に、第3の業態の開発を予定（追加）</li> </ul> </li> <li>・海外市場への進出の本格化（変更）</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客の嗜好の変化</li> <li>・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"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul> </li> <li>・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"> <li>- 人材の確保</li> <li>- 品質管理</li> <li>- 店舗での接客の質</li> </ul> </li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 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 7 に示し、KPI の数値をアップデートした。

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 7 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
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	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	20~40代中心	-----
		男女比率	・STUDIOUSの客単価 1.6万円 (実店舗2.6万円、EC0.9万円)	1.6万円 (実店舗2.6万円、EC0.9万円)	実店舗2.5万円、EC0.9万円
		購買チャネル	・UNITED TOKYOの客単価 1.9万円 (実店舗2.2万円、EC1.3万円)	1.9万円 (実店舗2.2万円、EC1.3万円)	実店舗2.2万円、EC1.4万円
	ブランド	・売上高におけるウィメンズ比率 約40%	・売上高におけるEC比率 全体の31.7% STUDIOUSの32.8% UNITED TOKYOの28.0%	約40%	全体の34.6% STUDIOUSの35.8% UNITED TOKYOの30.9%
		・STUDIOUSブランド ・UNITED TOKYOブランド	・特になし ・特になし	・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 (17/2期下期に1店加わり4サイトとなる予定)	3サイト (17/2期下期に1店加わり4サイトとなる予定)	4サイト
		・仕入先 ・生産委託先 (国内工場)	・ZOZOTOWN経由の販売 全売上高の28~29% EC販売売上高の90%	全売上高の28~29% EC販売売上高の90%	全売上高の約30% EC販売売上高の87%
		・店鋪網	・STUDIOUSでの取り扱いブランド数 約200	約200	-----
		・現場主義の店舗運営	・委託先の数 開示なし	開示なし	-----
組織資本	プロセス	・商品の開発力、目利き力	・STUDIOUSの実店舗数 23店 (路面店6店、ビルイン店17店)	23店 (路面店7店、ビルイン店16店)	
		・商品の選択眼	・UNITED TOKYOの実店舗数 6店 (路面店0店、ビルイン店6店)	8店 (路面店0店、ビルイン店8店)	
		・店舗経営の評価方法	・EC販売の店舗数 6サイト	7サイト	
	知的財産ノウハウ	・定価販売率	・特になし	特になし	-----
		・在庫回転率	・開示なし (業界平均より高いと推察される)	開示なし	-----
		・社内のデザイナー (商品企画) の人数	9.9回 (年換算)	11.5回	
人的資本	経営陣	・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	約12人	約14人 (入社予定含む)	
		・CFO主導の経営管理	特になし	-----	
	経営陣	・代表取締役社長による保有	1,240,000株 (18.62%) 別途、資産管理会社の持分は 530,000株 (7.96%) (16年8月31日時点)	2,123,500株 (15.77%) 別途、資産管理会社の持分は 1,056,000株 (7.84%)	
		・インセンティブ	895,000株 (13.44%) 別途、資産管理会社の持分は 195,000株 (2.92%) (16年5月11日時点)	1,431,500株 (10.63%) 別途、資産管理会社の持分は 388,000株 (2.88%)	
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	開示なし	-----	
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	60百万円 (2名) (16/2期)	70百万円 (3名)	
	従業員	企業風土	・従業員数	99名 (16/2期末) 別に臨時雇用者が64名(年間平均)	138名 別に臨時雇用者が62名(年間平均)
			・平均年齢	28.9歳 (16/2期末)	29.2歳
			・平均勤続年数	3.9年 (16/2期末)	3.1年
		インセンティブ	・平均年間給与	459万円 (16/2期末)	513万円
・ストックオプション	なし		-----		
・従業員持株会	3,146,000株 (23.6%) *1:3の株式分割考慮後 *取締役保有分を含む	2,610,000 (19.4%) *取締役保有分を含む			

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は17/2期上期または17/2期上期末、今回は17/2期または17/2期末のもの  
前回と変更しないものは-----と表示

(出所) TOKYO BASE 有価証券報告書、決算説明会資料、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## > 決算概要

### ◆ 17年2月期は主力2業態とも好調に推移し利益は大幅超過

17/2 期決算は、売上高が 9,356 百万円 (前期比 53.7%増)、営業利益が 1,290 百万円 (同 95.5%増)、経常利益が 1,266 百万円 (同 95.7%増)、当期純利益が 856 百万円 (同 97.9%増) となった。

17/2 期の期初会社計画に対する達成率は、売上高が 116.0%、営業利益が 143.4%となり、売上高、利益とも期初計画を大幅に超過した。

業態別に見ると、STUDIOUS が前期比 37.4%増 (実店舗は同 28.5%増、EC は同 56.7%増)、UNITED TOKYO が同 140.4%増 (実店舗は同 126.5%増、EC は同 178.5%増) となり、立ち上げ 2 年目の UNITED TOKYO の増収が著しかった。

17/2 期の実店舗の新規出店は、派生業態を含む STUDIOUS が 8 店、UNITED TOKYO が 3 店となった。その結果、17/2 期末の実店舗は、STUDIOUS が 23 店、UNITED TOKYO が 8 店となった (出店しているテナントビルの建て替えにより退店 1 店舗がある)。

EC 比率は、STUDIOUS が 35.8% (前期は 31.4%)、UNITED TOKYO が 30.9% (同 26.7%) で、全体では 34.6% (同 30.7%) となった。なお、EC 販売のうち、ZOZOTOWN 経由は 87% (同 90%) である。

売上総利益率は前期比 1.8%ポイント上昇の 53.2%となった。STUDIOUS でのメンズのオリジナル商品のプロパー消化率(値引きせず売れる率)の上昇と、立ち上がって 2 年が経過した UNITED TOKYO の規模拡大による効率性上昇が奏功した。

販売費及び一般管理費 (以下、販管費) は前期比 49.5%増となった。出店費用の増加、本社移転や社名変更にかかる費用の増加が、主な増加要因である。ただし、増収に加え、前期にあった UNITED TOKYO の立ち上げ費用がなくなったことにより、売上高販管費率は 39.4%と、前期の 40.5%と比べて 1.1%ポイント低下した。その結果、売上高営業利益率は 13.8%となり、前期の 10.8%に対し 3.0%ポイントの上昇となった。

## > 最近の変化

### ◆ 初の海外店舗

17年4月25日に、同社初の海外店舗である STUDIOUS 香港店が、香港島の銅鑼湾 (コーズウェイベイ) にオープンした。店舗は 30 坪の路面店である。

立ち上がりは順調なようで、商品構成をうまく調整して感触を掴みな

がらノウハウを蓄積していくとしている。実店舗の出店と集客でブランド構築し、EC化率を高めていく戦略は、日本での出店戦略と同様である。香港での出店余地は多くないようだが、香港での実績をもとに、アジアへの展開を検討していくとしている。

#### ◆ 第3の業態の開発を明言

同社は、STUDIOUSとUNITED TOKYOの主力2業態に続く第3の業態の開発を行うことを明言した。19/2期の開始を目途に開発を進めるとしている。

第3業態は、これまでの業態よりもカジュアルな領域を目指す方針である(図表3)。ちょうど日本の有力セレクトショップとぶつかる領域であり、競争が厳しいことを覚悟して参入するとしている。

#### ◆ 今後の事業戦略

海外展開や第3の業態の開発以外に、同社では以下の施策を進めていくとしている。

##### 【同社のノウハウの活用】

- ・東京ブランドのEC店舗の運営受託(18/2期より開始)
- ・東京ブランドの実店舗の運営受託

##### 【ブランドの獲得】

- ・ブランド・アパレル小売業のM&A
- ・新人デザイナー向けブランド立ち上げ支援・運営・販売受託
- ・新興ブランドに投資するアパレルVCの設立
- ・高度な技術を有するメーカーとの提携

##### 【周辺領域への進出】

- ・バッグ、靴等の分野への進出(M&A含む)
- ・ファッションテック企業やEC企業のM&A

時間軸にはばらつきがあるが、これらの施策により、日本発のファッション・コングロマリットになることを志向している。

> 今後の業績見通し

◆ 18年2月期会社計画

18/2期の会社計画は、売上高 12,406 百万円（前期比 32.6%増）、営業利益 1,757 百万円（同 36.1%増）、経常利益 1,757 百万円（同 38.8%増）、当期純利益 1,212 百万円（同 41.6%増）である（図表 8）。

【図表 8】 TOKYO BASE の 18年2月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/2期 実績	16/2期 実績	17/2期 実績	18/2期	
				会社計画	前期比
売上高	4,470	6,089	9,356	12,406	32.6%
STUDIOUS (実店舗)	3,023	3,515	4,518	-	-
STUDIOUS (EC)	1,446	1,612	2,526	-	-
UNITED TOKYO (実店舗)	-	705	1,597	-	-
UNITED TOKYO (EC)	-	256	713	-	-
売上総利益	2,377	3,126	4,977	-	-
売上総利益率	53.2%	51.4%	53.2%	-	-
営業利益	628	660	1,290	1,757	36.1%
売上高営業利益率	14.1%	10.8%	13.8%	14.2%	-
経常利益	626	647	1,266	1,757	38.8%
売上高経常利益率	14.0%	10.6%	13.5%	14.2%	-
当期純利益	385	432	856	1,212	41.6%
売上高当期純利益率	8.6%	7.1%	9.2%	9.8%	-

(出所) TOKYO BASE 決算短信、決算説明会資料より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 の EC、UNITED TOKYO の実店舗と EC を中心とした高い増収を見込んでいる模様である。

店舗は、17/2 期末の 38 店（実店舗 31 店舗、EC 店舗 7 店舗）に対し、8 店舗（実店舗 7 店舗、EC 店舗 1 店舗）出店し、18/2 期末で 45 店舗（実店舗 37 店舗、EC 店舗 8 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 店舗の予定）。

新規に出店する実店舗 7 店舗のうち、3 店舗が 17 年 5 月時点で既に出店済みである。出店済みの 3 店舗は、UNITED TOKYO の 2 店舗に加え、初の海外店舗となる STUDIOUS の香港店である。なお、STUDIOUS 香港店の店舗運営は委託をしているため、STUDIOUS 香港店の業績は会社計画には含まれていない。

STUDIOUS はメンズとウィメンズの両方を取り扱っているが、男性と女性とで購買行動のパターンが異なることに着目し、店舗の切り分けを進めていく方針である。

【 図表 9 】 18 年 2 月期の実店舗の出店計画

店舗	エリア	場所	形態	時期	売場面積 (坪)
UNITED TOKYO 横浜店	神奈川	ルミネ横浜	ビルイン	17年3月	56.0
UNITED TOKYO 丸の内店	東京	新丸ビル	ビルイン	17年3月	60.0
STUDIOUS 香港店	香港	銅鑼湾 fashionwalk	路面店	17年4月	30.0
STUDIOUS なんば店 (仮)	大阪	—	ビルイン	17年7月	84.0
予定	—	—	—	—	—
予定	—	—	—	—	—
予定	—	—	—	—	—

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

17/2 期に 53.2%にまで上昇した売上総利益率の水準は、18/2 期は大きくは変動しない見通しである。STUDIOUS を中心に、商品力を上げるため、原価率を高める方針で商品開発を行う方針のためである。また、人員面やマーチャンダイジングを強化して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）の増加も継続される見通しである。しかし、増収がカバーする形で、前期比 36.1%増の営業増益、及び前期比 0.4%ポイントの売上高営業利益率の改善を見込んでいる（18/2 期の売上高営業利益率は 14.2%の見込み）。

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等の予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、17/2 期の実績を踏まえて、同社の 18/2 期業績の予想を、売上高 12,566 百万円（前期比 34.3%増）、営業利益 1,809 百万円（同 40.2%増）、経常利益 1,809 百万円（同 42.9%増）、当期純利益 1,248 百万円（同 45.8%増）へそれぞれ引き上げた（図表 10）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の点に留意した。

(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約 22%増加するものとした。また、坪あたり売上高が、派生業態を含めた STUDIOUS で前期比約 2%増加、UNITED TOKYO では約 5%増加するものとして予想した。

(2) EC 販売の売上比率は、STUDIOUS では 17/2 期の 35.9%から 5.1%ポイント上昇の 41.0%、UNITED TOKYO では同 30.9%から 33.0%まで上昇するものと予想した。

(3) 売上総利益率は、17/2 期の 53.2%に対し、18/2 期は 53.0%と 0.2%ポイント低下するものと予想した。プロパー消化率が現在の水準を維持する一方、商品力の向上を目的に STUDIOUS の原価率を一部引き上げるといった同社の方針を織り込んだ。

(4) 今後の成長のための人員増、新規出店、STUDIOUS の派生業態の開始といった要因により、販管費は前期比 31.7%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、18/2 期の売上高営業利益率は 14.4%と、17/2 期の 13.8%より 0.6%ポイント上昇するものと予想した。

19/2 期以降は、売上高は年 25～30%の増収が続くと予想した。STUDIOUS、UNITED TOKYO とともに年 4 店舗、合計 8 店舗の実店舗の増加、EC 店舗はともに年 1 店舗、合計 2 店舗の増加と予想した。既存 2 業態については、坪あたり売上高は微増とし、EC 販売比率の上昇が増収を牽引するものとした。増収効果により、20/2 期の売上高営業利益率は 14.8%と、17/2 期の 13.8%より 1.0%ポイント上昇するものとした。

なお、19/2 期に予定されている第 3 の業態の開始については、業績予想には織り込んでいない。過去のパターンから、既存業態の成長を鈍化させても一気に新規業態を立ち上げる手法を採る可能性が高く、新業態の上乗せ分が既存業態の伸びの鈍化で相殺されることが考えられる。なお、新規ブランド立ち上げ時は費用が先行するため、一旦収益性が落ちると考えられるが、それも現在の業績予想には織り込んでいない。

【 図表 10 】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	18/2期CE	18/2期E (今回)	18/2期E (前回)	18/2期E (前々回)	19/2期E (今回)	19/2期E (前回)	19/2期E (前々回)	20/2期E
<b>損益計算書</b>											
売上高	4,470	6,089	9,356	12,406	12,566	10,812	9,776	16,374	12,738	11,926	20,400
前期比	44.9%	36.2%	53.7%	32.6%	34.3%	24.4%	20.4%	30.3%	17.8%	22.0%	24.6%
販売経路別											
実店舗販売	3,023	4,220	6,116	-	7,729	7,382	6,645	9,834	8,628	8,083	11,814
EC販売	1,446	1,868	3,239	-	4,837	3,429	3,130	6,540	4,110	3,842	8,585
ブランド別											
STUDIOUS	4,469	5,127	7,044	-	8,626	7,452	6,676	10,788	8,063	7,287	12,972
実店舗販売	3,023	3,515	4,518	-	5,089	5,030	4,506	6,203	5,402	4,882	7,134
EC販売	1,446	1,612	2,526	-	3,536	2,421	2,169	4,584	2,661	2,404	5,837
UNITED TOKYO	-	961	2,310	-	3,940	3,360	3,100	5,586	4,674	4,639	7,428
実店舗販売	-	705	1,597	-	2,640	2,352	2,139	3,631	3,225	3,201	4,680
EC販売	-	256	713	-	1,300	1,008	961	1,955	1,449	1,438	2,748
売上総利益	2,377	3,126	4,977	-	6,663	5,588	5,052	8,676	6,624	6,201	10,802
前期比	38.2%	31.5%	59.2%	-	33.9%	24.2%	20.6%	30.2%	18.5%	22.7%	24.5%
売上総利益率	53.2%	51.4%	53.2%	-	53.0%	51.7%	51.7%	53.0%	52.0%	52.0%	53.0%
販売費及び一般管理費	1,749	2,466	3,687	-	4,854	4,242	3,927	6,326	5,067	4,759	7,778
売上高販管費率	39.1%	40.5%	39.4%	-	38.6%	39.2%	40.2%	38.6%	39.8%	39.9%	38.1%
営業利益	628	660	1,290	1,757	1,809	1,346	1,124	2,350	1,556	1,441	3,023
前期比	26.0%	5.1%	95.5%	36.1%	40.2%	27.0%	21.9%	29.9%	15.6%	28.2%	28.7%
売上高営業利益率	14.1%	10.8%	13.8%	14.2%	14.4%	12.5%	11.5%	14.4%	12.2%	12.1%	14.8%
経常利益	626	647	1,266	1,757	1,809	1,339	1,118	2,350	1,550	1,435	3,023
前期比	26.0%	3.2%	95.7%	38.8%	42.9%	27.2%	22.1%	29.9%	15.7%	28.4%	28.7%
売上高経常利益率	14.0%	10.6%	13.5%	14.2%	14.4%	12.4%	11.4%	14.4%	12.2%	12.0%	14.8%
当期純利益	385	432	856	1,212	1,248	890	743	1,621	1,030	954	2,086
前期比	25.6%	12.2%	97.9%	41.6%	45.8%	27.2%	22.1%	29.9%	15.7%	28.4%	28.7%
売上高当期純利益率	8.6%	7.1%	9.2%	9.8%	9.9%	8.2%	7.6%	9.9%	8.1%	8.0%	10.2%

(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、有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 11 】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	18/2期CE	18/2期E (今回)	18/2期E (前回)	18/2期E (前々回)	19/2期E (今回)	19/2期E (前回)	19/2期E (前々回)	20/2期E
<b>貸借対照表</b>											
現金及び預金	851	958	2,550	-	3,327	1,945	1,919	4,569	2,935	2,862	6,227
売掛金	184	338	519	-	582	477	439	835	604	573	953
商品・貯蔵品	394	681	942	-	1,157	993	917	1,579	1,100	1,042	1,830
その他	46	58	94	-	94	58	58	94	58	58	94
流動資産	1,477	2,036	4,107	-	5,162	3,474	3,334	7,079	4,698	4,536	9,105
有形固定資産	237	407	520	-	731	723	573	889	773	596	1,001
無形固定資産	8	8	12	-	19	8	8	26	8	8	33
投資その他の資産	224	339	473	-	571	614	539	683	704	629	794
固定資産	469	755	1,006	-	1,322	1,347	1,122	1,599	1,487	1,234	1,828
資産合計	1,947	2,792	5,113	-	6,484	4,821	4,457	8,678	6,185	5,771	10,934
買掛金	310	577	941	-	1,124	796	737	1,567	1,017	961	1,785
未払法人税等	136	131	331	-	420	275	230	546	319	295	703
未払金等(未払法人税等を除く)	182	176	405	-	386	245	226	511	312	295	606
ポイント引当金	18	16	39	-	43	22	20	53	24	21	64
短期借入金	261	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	32	-	133	-	133	0	0	311	0	0	0
その他	51	68	130	-	130	68	68	130	68	68	130
流動負債	994	971	1,982	-	2,237	1,409	1,283	3,120	1,742	1,643	3,291
長期借入金	16	-	444	-	311	0	0	0	0	0	0
その他	0	5	5	-	5	5	5	5	5	5	5
固定負債	16	5	449	-	316	5	5	5	5	5	5
純資産合計 (自己資本)	936	1,815	2,681	-	3,930	3,406	3,168	5,551	4,437	4,122	7,638
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>											
税金等調整前当期純利益	612	647	1,238	-	1,809	1,339	1,118	2,350	1,550	1,435	3,023
減価償却費	30	66	74	-	99	112	112	151	159	137	198
ソフトウェア償却費及びのれん償却費	5	3	3	-	3	3	3	3	3	3	3
売上債権の増減額(ーは増加)	-14	-153	-180	-	-62	-6	-21	-253	-127	-134	-117
棚卸資産の増減額(ーは増加)	-198	-286	-261	-	-214	-151	-174	-421	-106	-125	-250
仕入債務の増減額(ーは減少)	72	267	363	-	182	112	135	443	221	224	218
未払金等の増減額(ーは減少)	50	0	211	-	-19	17	25	125	66	68	95
法人税等の支払額	-227	-228	-227	-	-471	-389	-332	-602	-475	-415	-780
その他	26	33	149	-	3	2	0	10	1	1	10
営業活動によるキャッシュ・フロー	356	347	1,371	-	1,329	1,040	866	1,806	1,293	1,195	2,400
有形固定資産の取得による支出	-137	-236	-196	-	-310	-310	-160	-310	-210	-160	-310
ソフトウェアの取得による支出	-5	0	-7	-	-10	-3	-3	-10	-3	-3	-10
差入保証金の差入・回収による収支	-106	-118	-109	-	-98	-105	-60	-111	-90	-90	-111
その他	-1	-6	-28	-	0	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-252	-360	-341	-	-418	-418	-223	-431	-303	-253	-431
短期借入金の増減額(ーは減少)	261	-261	-	-	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額(ーは減少)	-115	-49	600	-	-133	0	0	-133	0	0	-311
株式の発行による収入 (上場費用を控除後)	-	432	-20	-	0	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
その他	0	0	-17	-	0	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	145	120	561	-	-133	0	0	-133	0	0	-311
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	250	106	1,591	-	777	622	643	1,241	990	942	1,658
現金及び現金同等物の期首残高	601	851	958	-	2,550	1,322	1,276	3,327	1,945	1,919	4,569
現金及び現金同等物の期末残高	851	958	2,550	-	3,327	1,945	1,919	4,569	2,935	2,862	6,227

(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、有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より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9月7日付で提出した変更報告書によると、16年8月31日時点で、フィデリティが822,400株(6.18%)を保有していることとなっている。こうした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

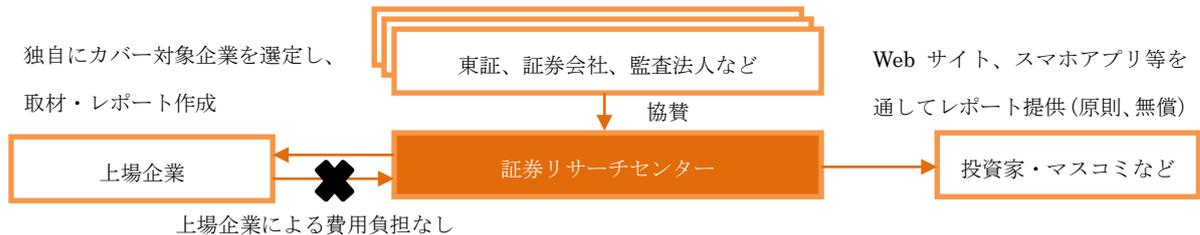
同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を16年7月1日より開始いたしました。

同社は17年2月17日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

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

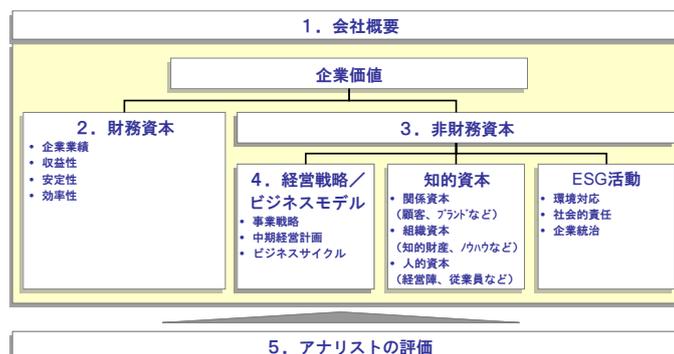
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。