

# ホリスティック企業レポート デコルテ・ホールディングス 7372 東証グロース

ベーシック・レポート  
2023年3月3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 20230228

## フォトウエディング業界のリーディングカンパニー 中長期目標達成に向けたアニバーサリーフォトサービスの出店加速に着目

### 1. 会社概要

・デコルテ・ホールディングス(以下、同社)は、国内でフォトウエディングの市場を確立した、業界のリーディングカンパニーである。

アナリスト: 藤野敬太  
+81 (0) 3-6812-2521  
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

・19/9 期までは店舗の増加により増収が続き、出退店が多かった 18/9 期以外は増益を記録してきた。20/9 期は新型コロナウイルス禍の影響で減収減益となったが、21/9 期は新型コロナウイルス禍前の水準に戻った。  
・同社の自己資本利益率(ROE)は高い水準にある。オペレーション全般を内製化していることで総資産回転率は他社に劣るものの、売上収益利益率の高さが資産回転率の低さを補い、ROE を高めている。

#### 【主要指標】

	2023/2/24
株価 (円)	1,197
発行済株式数 (株)	5,670,000
時価総額 (百万円)	6,786

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	6.3	8.0	5.9
PBR (倍)	1.4	1.2	1.0
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、フォトウエディングサービスを確立した創業者と、内製化されたオペレーションの 2 点にある。創業者の経験がオペレーションの内製化に活かされ、サービスの質の向上と店舗増により顧客が増加し、その結果、蓄積されたノウハウがオペレーションの更なる改善に活かされるという好循環を描くようになっていった。

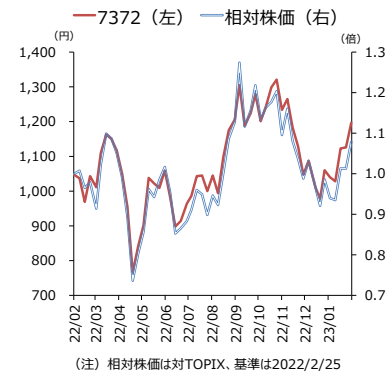
#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	18.6	-3.2	12.1
対TOPIX (%)	17.8	-3.4	6.4

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、プロフェッショナル人材の確保及び育成、店舗数増加につながる店舗業務のセンターオペレーション化が挙げられる。  
・同社は中長期的に「ライフフォトカンパニー」になることを目標としている。ウェディング領域以外のライフイベント領域の開拓の第一弾として、アニバーサリーフォトサービスでの出店を加速していく方針である。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターは、フォトウエディングサービスをいち早く開始した先見性と、内製化にこだわったオペレーションを評価している。  
・中長期的にアニバーサリーフォトサービスを第二の収益の柱となるかどうか、その目標に向けて計画通りに出店ペースが加速するかどうか注目したい。

#### 【7372 デコルテ・ホールディングス 業種: サービス業】

決算期	売上収益	前期比	営業利益	前期比	税引前利益	前期比	当期利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2021/9	4,592	25.1	871	109.2	735	131.3	574	233.7	102.2	675.0	0.0
2022/9	5,322	15.9	1,377	58.0	1,264	72.0	1,018	77.1	190.2	835.1	0.0
2023/9 CE	6,928	30.2	1,233	-10.4	1,092	-13.7	735	-27.7	144.4	-	0.0
2023/9 E	6,938	30.4	1,271	-7.7	1,137	-10.1	765	-24.9	150.1	985.2	0.0
2024/9 E	8,732	25.9	1,659	30.4	1,525	34.1	1,026	34.1	201.3	1,186.5	0.0
2025/9 E	10,669	22.2	2,156	30.0	2,022	32.6	1,361	32.6	267.0	1,453.5	0.0

(注) 1. CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

2. I F R Sに基づく開示。当期利益は親会社の所有者に帰属する当期利益

#### ベーシック・レポート

2/39

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・企業理念・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

#### ◆ フォトウェディング業界のリーディングカンパニー

デコルテ・ホールディングス(以下、同社)は、10数年前の国内ではほぼ存在していなかった、フォトウェディングサービス(結婚式や披露宴の当日以外での結婚写真撮影のサービス)の市場を確立したリーディングカンパニーである。

同社は、前身となる会社でミニチャペルでのリーズナブルな挙式を行うサービスを手掛け、挙式運営の内製化を通じてコストコントロールのノウハウを蓄積していた。そうしたところに、海外の事例から、ウェディング写真を撮影することが「価値のある体験」を提供するサービスとして成立することに気づき、08年にフォトウェディングサービスを開始した。

#### ◆ 収益の大半はフォトウェディングサービス

同社はスタジオ事業の単一セグメントで、売上収益の大半をスタジオ事業のフォトウェディングサービスが占めている。なお、その他に分類される売上収益は、関西にて「40minutes」の店舗ブランドで運営しているフィットネスジムによるものであるが、その割合は大きくない(図表1)。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位: 百万円)

	売上収益(外部収益)(連結)										
	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期 1Q	前期比 / 前年同期比			売上構成比			
					21/9期	22/9期	23/9期 1Q	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期 1Q
スタジオ事業	3,584	4,501	5,230	1,793	25.6%	16.2%	17.1%	97.7%	98.0%	98.3%	98.8%
フォトウェディングサービス	3,467	4,371	5,057	1,715	26.1%	15.7%	15.9%	94.5%	95.2%	95.0%	94.5%
アンバーサリーフォトサービス	117	130	173	78	11.2%	33.0%	51.9%	3.2%	2.8%	3.3%	4.3%
その他	85	90	91	22	5.5%	1.5%	-3.6%	2.3%	2.0%	1.7%	1.2%
合計	3,670	4,592	5,322	1,815	25.1%	15.9%	16.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益(連結)										
	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期 1Q	前期比 / 前年同期比			売上収益営業利益率 / セグメント利益率			
					21/9期	22/9期	23/9期 1Q	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期 1Q
スタジオ事業	432	889	1,367	538	105.5%	53.8%	13.1%	12.1%	19.8%	26.1%	30.0%
その他	-15	-17	10	0	-	-	-	-18.7%	-19.3%	11.5%	2.9%
調整額(全社費用)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	416	871	1,377	539	109.2%	58.0%	13.6%	11.4%	19.0%	25.9%	29.7%

(注) IFRSに基づく開示

(出所) デコルテ・ホールディングス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

#### ◆ フォトウェディングサービスとは

フォトウェディングサービスとは、結婚式や披露宴当日以外で結婚写真を撮影するサービスである。主に、以下の2種類の需要があるとき

れている。

- (1) 結婚式や披露宴を行うが、式の当日とは別の日に結婚写真を撮影する「前撮り」または「別撮り」
- (2) 結婚式や披露宴を行わない、いわゆる「なし婚」の夫婦による結婚写真の撮影

「前撮り」や「別撮り」を行いたい、または「なし婚」だが結婚写真を撮影したいという需要に応えるのが、フォトウエディングサービスである。

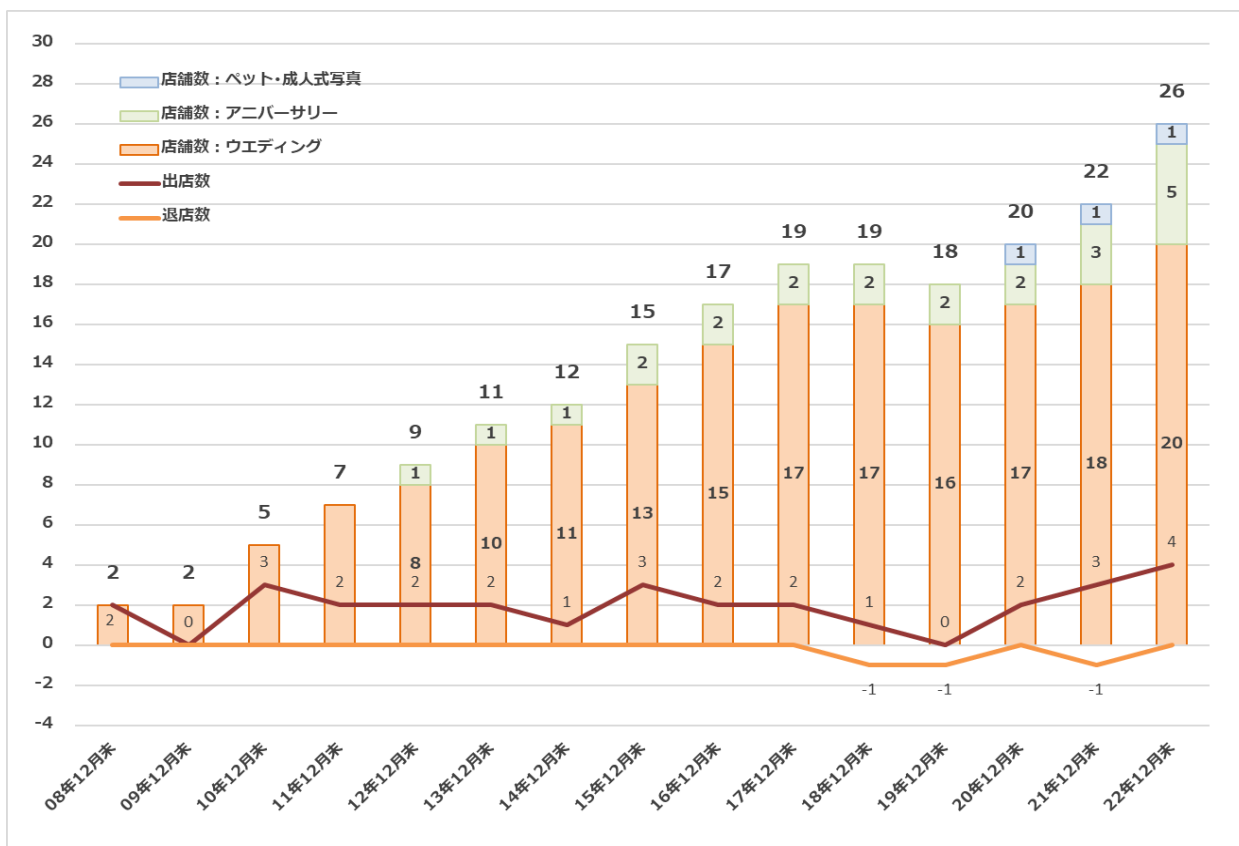
#### ◆ 地域特性を踏まえた直営店舗展開

同社のフォトウエディングサービスは各店舗で行われ、屋内に設営したフォトウエディング専用スタジオでの「スタジオ撮影」と、近隣の公園や寺社等の屋外の撮影スポットでの「ロケーション撮影」のサービスを提供し、上述の2つの需要に対応している。

店舗はすべて直営で、同社がフォトウエディングサービスを開始した08年以降、09年と19年を除き、年1~3店舗の出店を継続し、22年12月末のフォトウエディングサービスの店舗数は20店舗となった。フォトウエディングサービス以外の6店舗を加えると、同社のスタジオ事業の店舗数は26店舗となっている(図表2)。

【 図表 2 】スタジオ事業の店舗数の推移

(単位:店舗)



(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、フォトウエディングサービスの店舗でも、展開地域によってブランドを別にしてしている(図表 3)。これは、文化的、慣習的な特徴の違いを考慮して地域に根差していることを訴求して、ネット集客において検索されやすくすることを目的としているためである。

【 図表 3 】 スタジオ事業の店舗ブランド (店舗数は 22 年 12 月末時点)

サービス	ブランド	店舗数 (店舗)	展開地域 (都道府県)
フォトウエディングサービス	スタジオAQUA	8	東京都 神奈川県 埼玉県 静岡県 長野県
	スタジオTVB	5	大阪府 京都府 兵庫県 奈良県
	スタジオ8	2	愛知県
	スタジオAN	1	福岡県
	スタジオSUNS	3	沖縄県
	スタジオSOLA	1	北海道
アニバーサリーフォトサービス	HAPISTA	5	東京都 大阪府
ペット・成人式写真サービス	ハレイ	1	東京都
合計:		26	

(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

フォトウエディングサービスの店舗形態にはいくつかのタイプが存在する (図表 4)。大都市圏ではターミナル店舗とサテライト店舗の形態で出店して、地域ドミナントを確立していく。一方、まだ数は少ないが、地方都市には地方都市型店舗の形態で、観光地にはリゾート型店舗の形態でそれぞれ出店している。

なお、どの店舗形態でもフォトウエディング専用スタジオが設けられており、屋内庭園や独立型チャペルを併設した店舗もある。撮影をすべて店舗内で完結させることができるメリットは以下の 2 点である。

- (1) 天候に関係なく撮影が可能であるため、撮影不可となるリスクが低減される
- (2) ヘアメイク直後に撮影ができることや、撮影地への往復が不要となることにより、撮影件数の増加や生産性向上につなげることができる。

【 図表 4 】 店舗形態別収益モデル

	ターミナル店舗	サテライト店舗	地方都市型店舗
年間店舗売上高	・ 4.0億円	・ 2.0億円	・ 1.5億円
売上高営業利益率 (店舗ベース)	・ 30%超	・ 30%超	・ 30%超
出店コスト	・ 1.0~1.2億円	・ 0.7~0.9億円	・ 約0.5億円
投資回収期間	・ 12~18カ月	・ 12~18カ月	・ 12~18カ月
店舗規模	・ 130~150坪	・ ターミナル店舗より小さい	・ ターミナル店舗より小さい

(出所) デコルテ・ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

**◆ オペレーションの内製化が競争優位性の源泉**

同社は、フォトウエディングに必要な、ウェブマーケティング中心の集客、接客、衣装選び、メイク、着付け、撮影まで工程を同一店舗内で完結できる体制を整えている。そのために必要なオペレーションをすべて自社で行っており、同社の競争優位性の源泉となっている。

**◆ オペレーションの内製化(1): ウェブマーケティング機能**

サービス利用者がフォトウエディング業者を選定する際によく利用される媒体は、SNS や結婚情報サイト以外のウェブサイトである。他のフォトウエディング事業者は、ウェブサイト制作、SEO 対策、SNS 対策といったウェブマーケティング機能をアウトソーシングすることが多いが、同社はウェブマーケティング機能を自社で保有している。

その結果、Google 等におけるキーワード検索での上位表示をとるなどの成果をあげており、集客競争において優位に立つほか、広告媒体への出稿費用の抑制につなげている。なお、同社の集客の 90%以上が自社サイト経由となっている。

**◆ オペレーションの内製化(2): 衣装や店舗内装・設備**

衣装については、デザイナーを自社で抱えることで、洋装ドレスのデザインを内製化している。自社デザインの衣装は、国内外の縫製工場へ製造委託される。自社制作以外の衣装も、年間撮影組数の多さを背景に、海外仕入先への直接発注のルートを構築している。

衣装在庫を自社で持つことにより、同社は衣装レンタルという収益源を確保することができている。さらに、自社デザインの衣装はメーカー仕入の衣装と比べて費用が抑えられるほか、新作や流行のデザインの衣装をいち早く導入することが可能となるため、サービス利用者に対する付加価値の提供、他社との差別化、ひいてはサービス単価の上昇につながることになる。

店舗設備に関しても、内装デザインを自社で行っている。店舗デザインのノウハウが蓄積されていくことで、デザインや資材調達、施工費用を削減する効果が得られている。

**◆ オペレーションの内製化(3): プロフェッショナル人材**

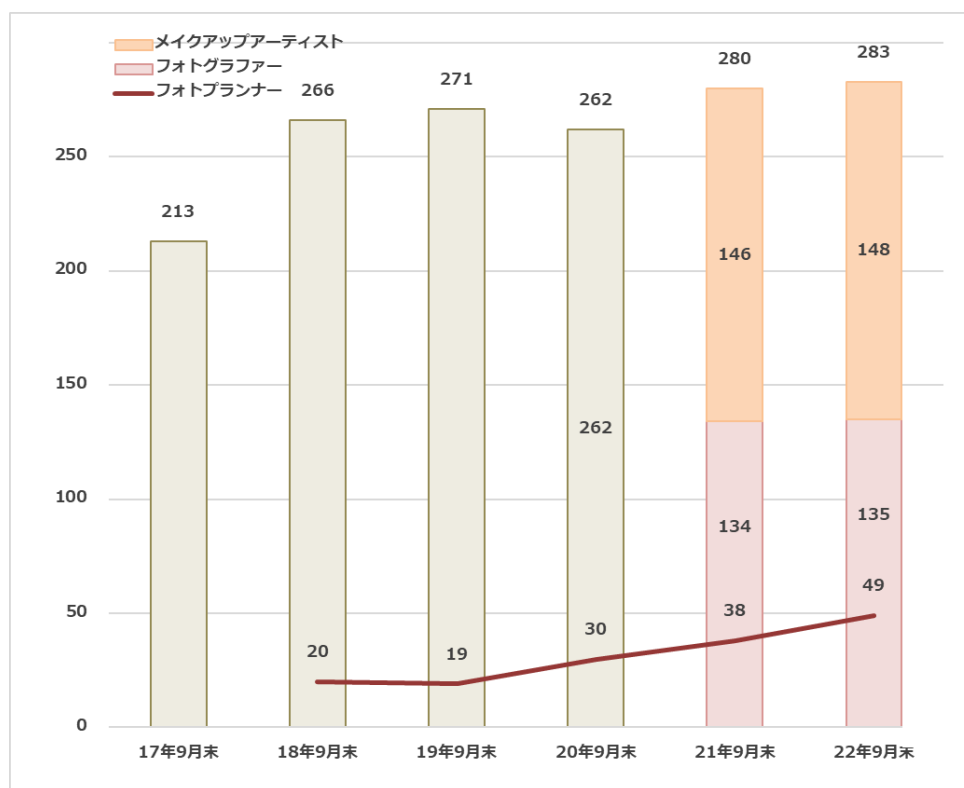
フォトウエディングサービスに関わるスタッフのうち、特に重要なのが、フォトグラファーとメイクアップアーティストである。元来、フォトグラファーやメイクアップアーティストはフリーランスとして働くことを選ぶ傾向が強い。一方で、業界全体として流動人材が少なく、質のばらつきは大きいと言われている。そのため、規模拡大のため



めには、質の高い人材を安定的に多く確保することが求められる。

同社では、フォトグラファーやメイクアップアーティストといったプロフェッショナル人材を原則正社員として雇用しており、22年9月末時点で、フォトグラファー135名、メイクアップアーティスト148名、合計283名のプロフェッショナル人材を抱えている(図表5)。独自の教育カリキュラムを充実させ、フリーランスとして働くよりも魅力的な環境を整えることによって人材の定着を図り、サービスの質の向上と均質化、利益率の維持・向上に努めている。

【図表5】プロフェッショナル人材の推移



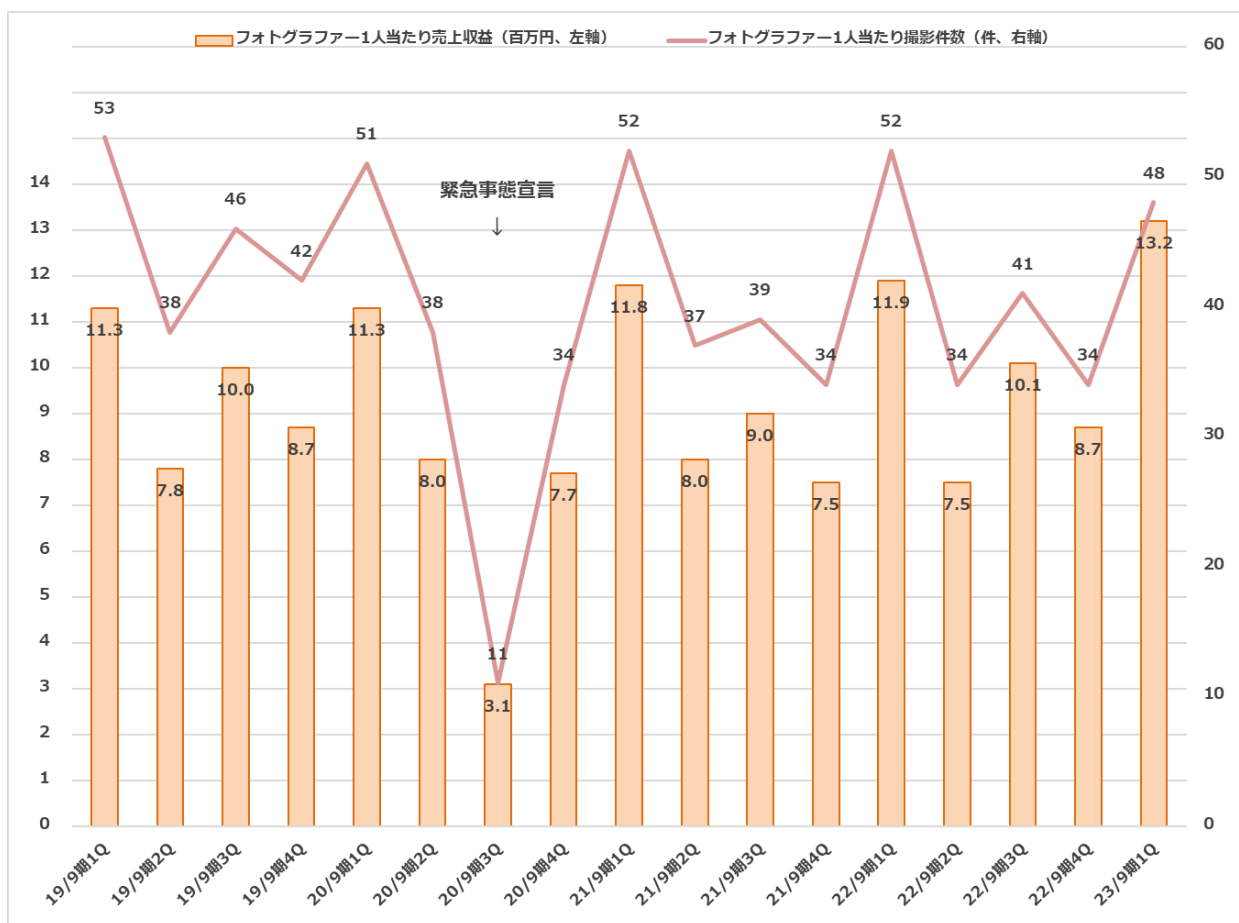
(出所) デコルテ・ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

フォトグラファーやメイクアップアーティストは慢性的に不足していることから、同社は、単にプロフェッショナル人材の確保に努めるだけでなく、プロフェッショナル人材の生産性の向上に余念がない。その一環として、フォトグラファーが撮影に、メイクアップアーティストがメイクや着付けにそれぞれ専念できるよう、接客等を担当するフォトプランナーの拡充も進めている。22年9月末時点で、フォトプランナーは49名まで増員されている(図表5)。

こうした施策の結果、フォトグラファー1人当たり売上高は前年同期を上回る四半期が多くなっている(図表6)。

また、衣装点数の増加やオプションサービスの充実等により、撮影1件当たり売上高も上昇傾向にある。特に22年5月に開始した、写真を調整・修正することができる画像レタッチサービス「ライブレタッチ」により、22/9期第3四半期からは顕著な上昇となっている(図表7)。

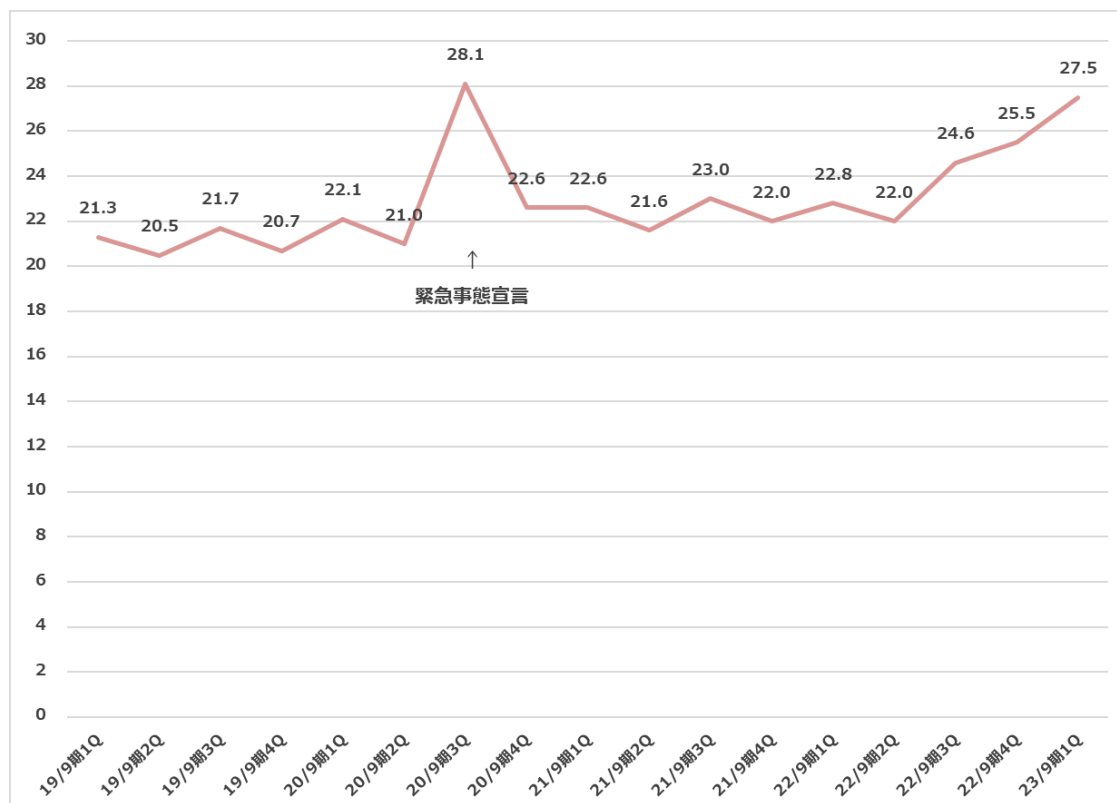
【図表6】フォトグラファー1人当たり売上収益及び撮影件数の四半期推移



(出所) デコルテ・ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 7 】 撮影 1 件当たり売上収益の四半期推移

(単位: 万円)

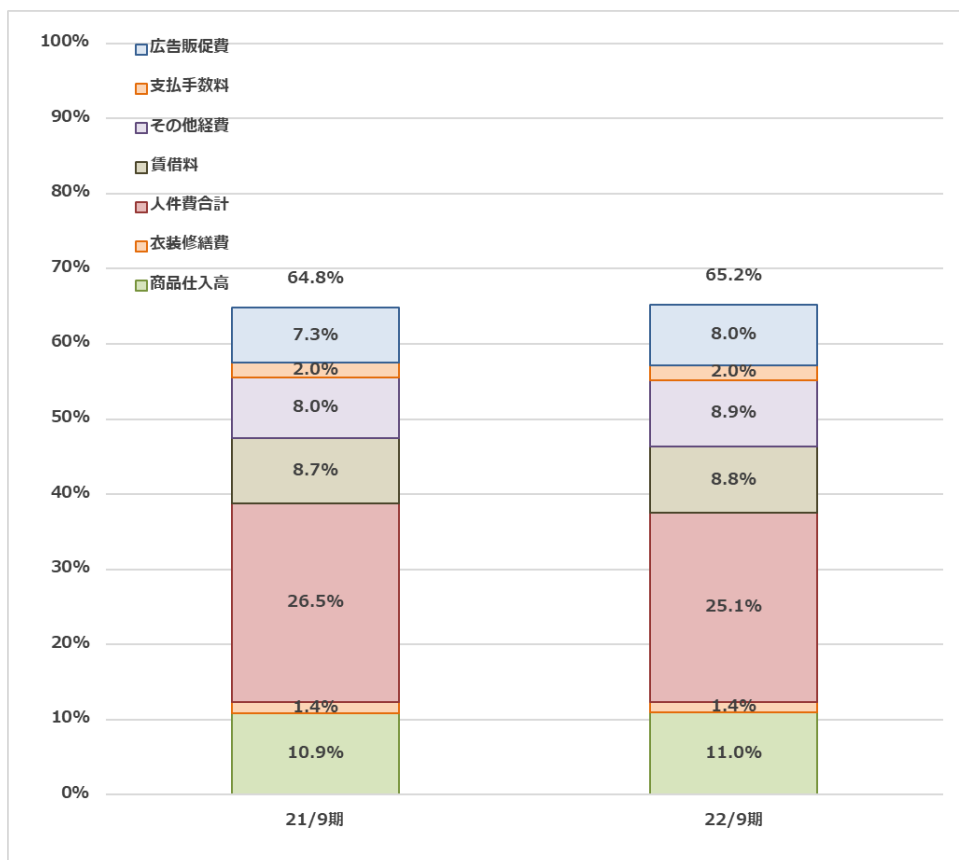


(注) フォトグラファー1人当たり売上収益をフォトグラファー1人当たり撮影件数で割って算出  
 (出所) デコルテ・ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ フォトウエディングサービスの費用構造

フォトウエディングサービスについては、オペレーションの内製化をはじめとして仕組みが確立しており、約 35%の売上収益営業利益率を確保できる状況になっている (図表 8)。

【 図表 8 】 フォトウエディングサービスの費用構造



(出所) デコルテ・ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ フォトウエディングサービス以外のサービス

フォトウエディングサービス以外のサービスとして、アニバーサリーフォトサービスの「HAPISTA」、ペット・成人式写真サービスを展開している。

「HAPISTA」は22年末で5店舗ある。ウエディング以外のライフイベント領域については今後注力していく方針で、23/9期から出店を加速していく計画である。なお、「HAPISTA」はフォトウエディングサービスのターミナル店舗の3分の1程度のサイズで出店できることと、フォトウエディングサービスに比べて1店舗当たりのプロフェッショナル人材が少なくても運営できることから、出店しやすい店舗フォーマットとなっている。

ペット・成人式写真サービスについては、ペット写真サービスを「ハレイ」1店舗で展開している。また、成人式写真サービスは、プリントシール機の製造販売最大手のフリー (6238 東証プライム) との

共同開発サービスである「NALU (ナル)」の事業化を開始している。

また、資本業務提携で筆頭株主となった MIXI (2121 東証プライム) とは、その子会社のスフィダンテ (東京都渋谷区) との協業を開始した。また、婚活サービス大手の I B J (6071 東証プライム) とは、新規事業として婚活写真サービスを開始している。

## > 業界環境と競合

### ◆ デコルテ・ホールディングスによる市場推計

同社は、フォトウェディングサービスの市場規模を推計するにあたり、年間の婚姻件数をまず結婚式や披露宴等を行う「式あり」と、行わない「式なし」に分類し、「式あり」については「別撮りあり」と「別撮りなし」に、「式なし」については「写真撮影あり」と「写真撮影なし」にそれぞれ分類している。

同社によると、上の分類ごとにフォトウェディング利用組数を推計し、18年時点の利用組数合計を30.9万組としている。そして、同社の撮影単価16.9万円と掛け合わせ、18年時点のフォトウェディングの国内市場規模を521億円と推計している。

同社による直近の市場規模の推計は開示されていないため、同社の推計方法を踏襲して、証券リサーチセンター(以下、当センター)では分類ごとの利用組数の動向を概観することを試みた。

### ◆ 国内婚姻組数は減少

厚生労働省の「人口動態統計月報年計」によると、10年時点で70万組あった国内の年間婚姻組数は減少傾向が続いているが、新型コロナウイルス禍が始まった20年には前年の59.9万組から52.5万組へと大きく減少し、21年は更に減少して50.1万組となった(図表9)。

### ◆ 結婚を機としたイベントを実施する組数は減少傾向

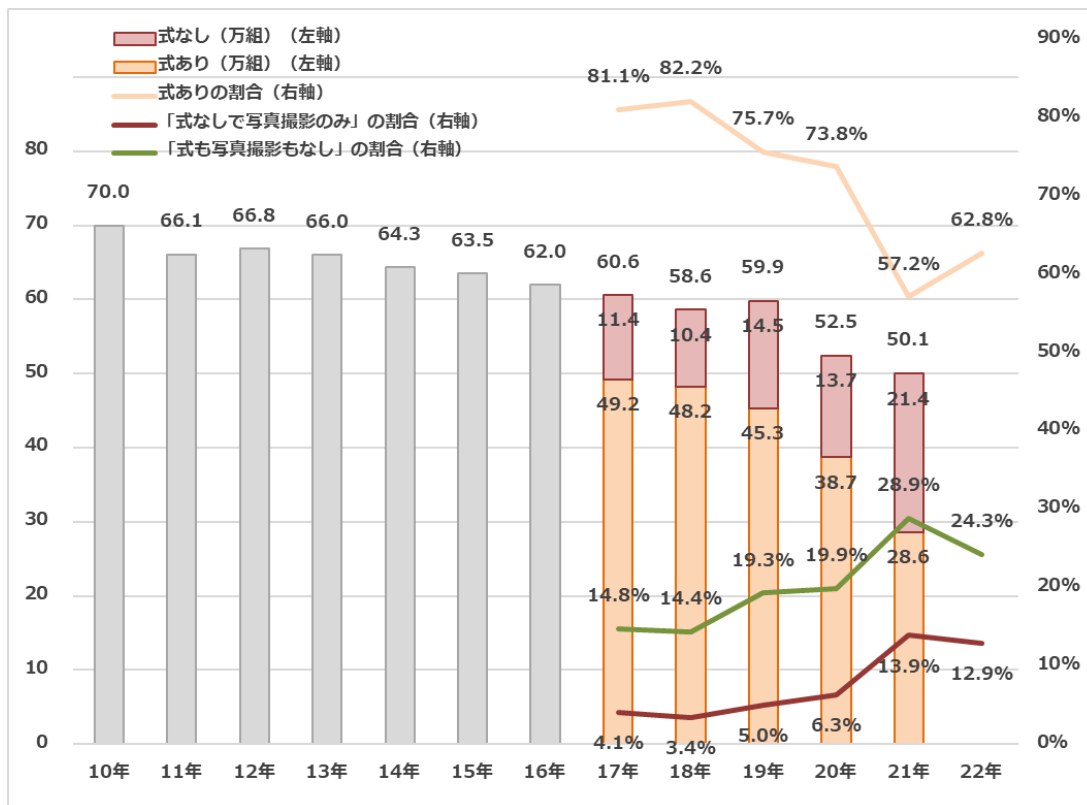
リクルートブライダル総研の「結婚総合意識調査」における「結婚を機としたイベント実施状況」に基づき、「写真撮影のみ」及び「全くの非実施」を「式なし」、それ以外を「式あり」とした。

以前は7~8割以上あった「式あり」の割合は、新型コロナウイルス禍の影響もあって、21年には57.2%まで低下した。これを年間婚姻組数に適用すると、イベントを実施する組が、17年の年間49.2万組から21年の28.6万組まで減少したことになる。

一方で、「写真撮影のみ」及び「全くの非実施」の割合は21年に大きく上昇している。新型コロナウイルス禍を受けて、結婚の際のイベン

トに対する考え方の多様化が進んだものと考えられる(図表9)。

【図表9】国内婚姻組数の推移



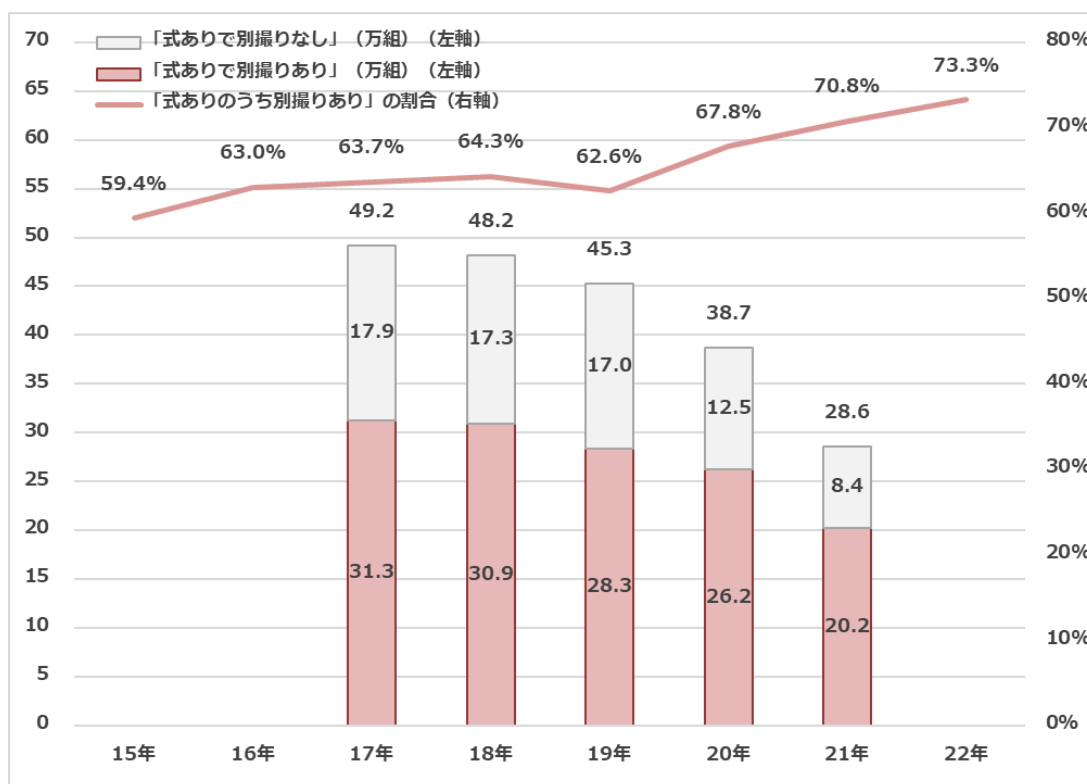
(注)「結婚トレンド調査」の「写真のみ」及び「全くの非実施」を「式なし」、それ以外を「式あり」とした  
 (出所)厚生労働省「人口動態統計月報年計」、リクルートブライダル総研「結婚総合意識調査」より  
 証券リサーチセンター作成

◆ 「式あり」の中で「別撮り」を行う割合は上昇だが件数は減少

リクルートブライダル総研の「ゼクシィ結婚トレンド調査」によると、「式あり」の組のうち、結婚式当日以外で写真撮影を行う、いわゆる「別撮り」を行う組の割合は21年に70.8%、22年に73.3%となった。

これを年間婚姻組数に適用すると、「式ありで別撮りあり」の組数は、17年に年間31.3万組だったのに対し、21年には20.2万組まで減少したことになる。割合は上昇傾向があるが、年間婚姻組数全体の減少には抗えない状況にある(図表10)。

【 図表 10 】 「式あり」の時の「別撮り」の実施比率と件数の推移

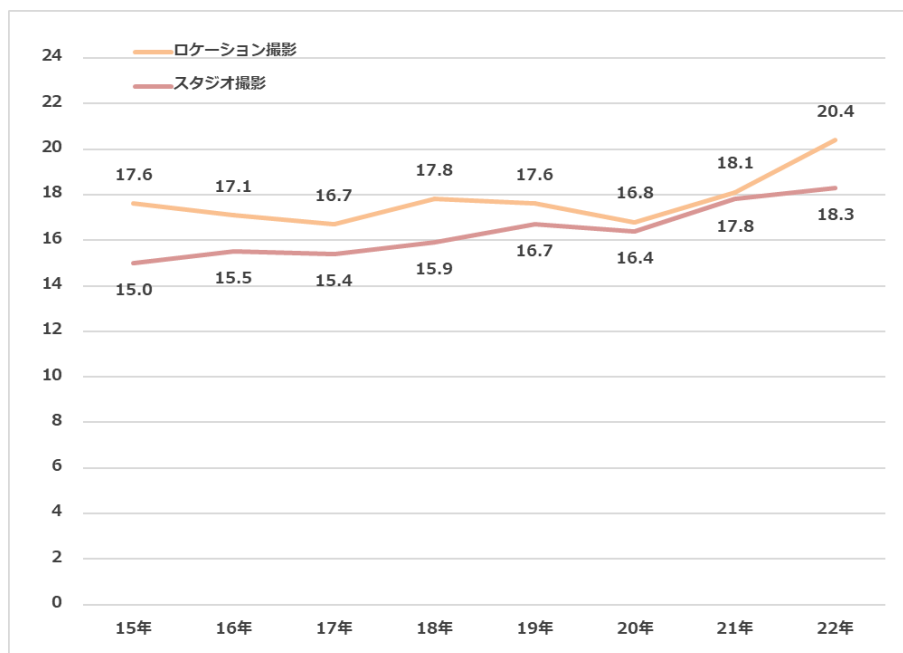


(注) 「結婚トレンド調査」の「写真のみ」及び「全くの非実施」を「式なし」、それ以外を「式あり」とした(出所) 厚生労働省「人口動態統計月報年計」、リクルートブライダル総研「結婚総合意識調査」及び「ゼクシィ結婚トレンド調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 「別撮り」の平均単価は上昇傾向

「別撮り」には、スタジオで撮影をする「スタジオ撮影」と、近隣の公園や寺社等の屋外の撮影スポットで撮影をする「ロケーション撮影」の2種類がある。「別撮り」の組数こそ減少してきたが、「結婚トレンド調査」によると、「スタジオ撮影」、「ロケーション撮影」のどちらも、平均単価は上昇傾向にある(図表 11)。

【 図表 11 】 「式あり」の時の「別撮り」の平均価格の推移 (単位:万円)



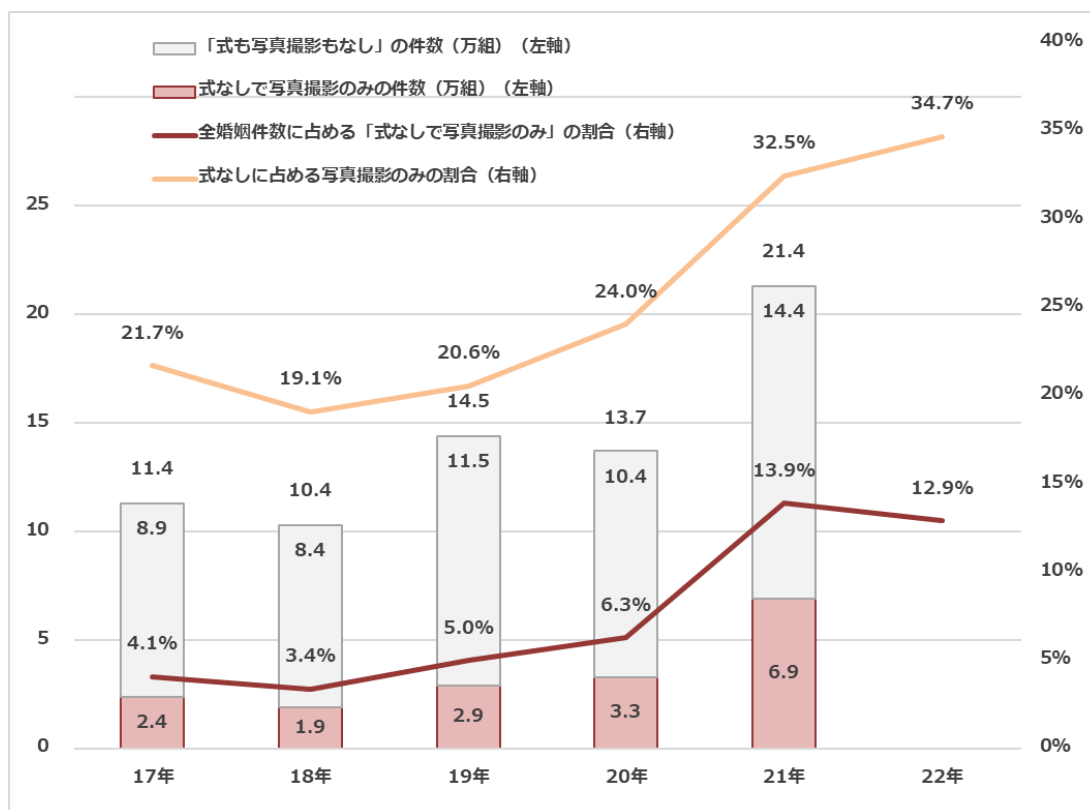
(出所) リクルートブライダル総研「ゼクシィ結婚トレンド調査」より  
証券リサーチセンター作成

◆ 「なし婚」の中でフォトウエディングサービスは浸透する傾向

一方、「式なし」(いわゆる「なし婚」)の婚姻組数に対する割合は上昇傾向にあり、組数そのものも増加している。「式なし」は「写真撮影あり」と「写真撮影なし」に分かれるが、「式なし」に占める「写真撮影あり」の割合は21年以降3割を超えてきている。このことから、「なし婚」の中でフォトウエディングサービスが浸透してきている状況がうかがえる(図表12)。



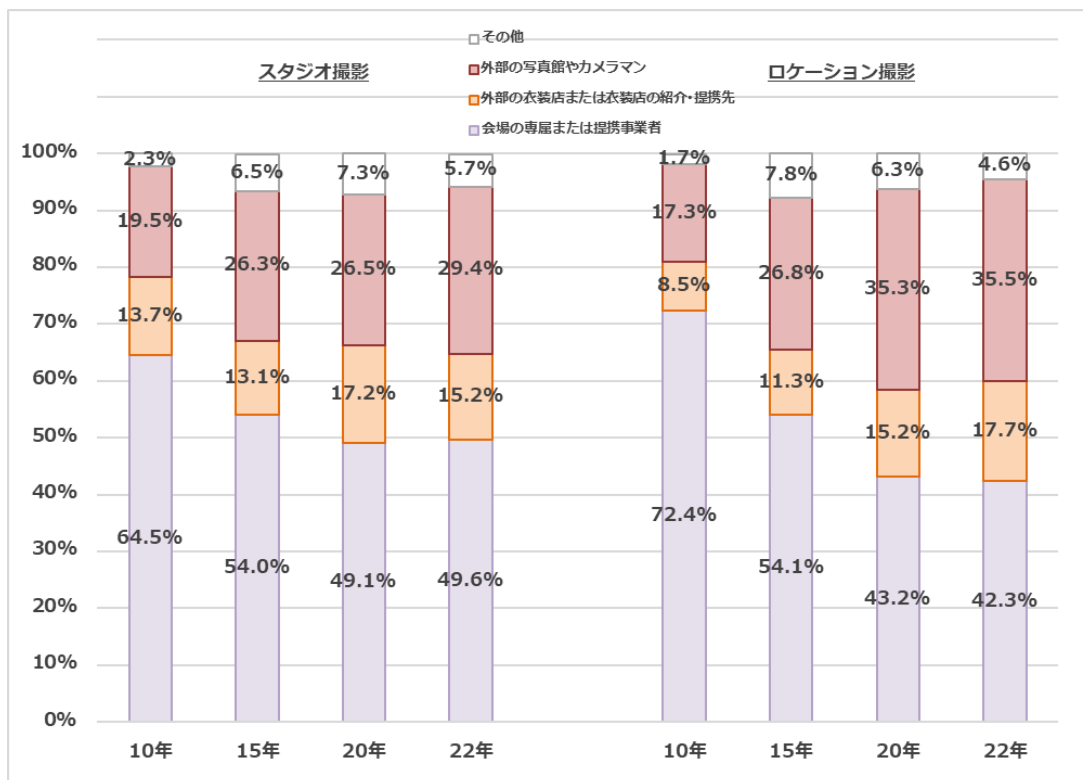
【 図表 12 】 「式なし」で「写真撮影のみ」の件数の推移



(注) 「結婚トレンド調査」の「写真のみ」及び「全くの非実施」を「式なし」、それ以外を「式あり」とした  
 (出所) 厚生労働省「人口動態統計月報年計」、リクルートブライダル総研「結婚総合意識調査」及び「ゼクシィ結婚トレンド調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合：「別撮り」の依頼先は式場専属や提携先以外の事業者へ  
 「結婚トレンド調査」では、「別撮り」の依頼先についても調査している。同調査によると、スタジオ撮影、ロケーション撮影の両方とも、式の会場の専属または提携事業者へ依頼する割合が低下し、式の会場と関係のない外部の事業者へ依頼する割合が上昇している (図表 13)。

【 図表 13 】 「式あり」の時の「別撮り」の依頼先



(出所) リクルートブライダル総研「ゼクシィ結婚トレンド調査」より証券リサーチセンター作成

式の会場の専属または提携事業者は、結婚式当日の撮影を主体としつつ、フォトウエディングのサービスも行っている事業者である。この場合、そもそもフォトグラファーを外注に依存していることが多い上に、挙式の日程近辺で写真撮影を行う傾向が強いため、挙式の繁忙期と重なる時期の写真撮影ではフォトグラファーの外注単価が上昇し、総じて利益率が低くなると考えられる。

一方、式の会場と直接関係のない外部事業者には、いくつかの種類がある。

ひとつはフォトスタジオである。特定の地域に根差して小規模に展開する事業者が多いが、多店舗展開している事業者もある。複数の都道府県にまたがって展開している事業者としては、「CLAIRE BRIDAL STUDIO」を運営するキャラット（奈良県香芝市）等が挙げられる。

フォトスタジオの別のパターンとしては、子ども写真を中心に展開している企業が、サービスメニュー拡大の一環として、フォトウエディ

ングのサービスも行っているというものが挙げられる。子ども写真とフォトウエディングとでは求められる質が異なることから、顧客の満足度に差があるものと推察される。なお、写真撮影サービスを行っている上場企業として、子ども写真館最大手のスタジオアリス(2305 東証プライム)もブライダルフォトサービスを提供しているが、同社とはフォトウエディングの分野では直接は競合していないと考えられる。

もうひとつは、ブライダル関連企業がフォトウエディングサービスを行う場合である。ワタベウエディング(京都府京都市)が代表的である。

## > 沿革・企業理念・株主

### ◆ 沿革1: 創業初期はビューティー分野で事業を立ち上げ

現取締役会長の小林健一郎氏は、ビジョンメガネ(大阪府大阪市)、ムラチク(現S FOODS 2292 東証プライム)に勤務していた。元々事業を立ち上げて独立したいと考えていた小林氏に、兵庫県の芦屋で事業を立ち上げる機会が訪れた。

「  
当時、今後の消費は女性が牽引すると考えていた小林氏は、高級住宅地である芦屋という立地の特徴も活かして、01年11月にデコルテ(以下、旧デコルテ)を設立し、同年12月に、エステサロン「サロン・ド・デコルテ」を出店した。ただし、エステの店舗は多店舗展開がしづらく、将来の多店舗展開の可能性を考え、翌02年8月には、大阪の梅田にリラクゼーションサービスの店舗を開業した。リラクゼーションサービスの店舗は、最も多い時には15店ほどまで増えていったという。このように、創業当時は、ビューティー分野で事業を行っていた。

### ◆ 沿革2: ウエディング業界へ進出

2000年代前半より、芦屋にはハウスウエディングを行う施設が増え、ブライダルエステに携わる中、ウエディングドレスを纏った女性の幸せなオーラに感銘を受けた小林氏は、ウエディング関係の事業を行いたいと考えerようになった。

04年3月に東京都港区にバンケットホールを持たないミニチャペル「St. AQUA」を開設し、ウエディング事業に参入した。また、貸衣装の事業を運営する斎憲(東京都台東区)が業績悪化で民事再生法適用となったのを受けてスポンサーとなり、07年1月に吸収合併した。その後も神式挙式のプロデュースなどに事業を拡げていった。

**◆ 沿革3: フォトウエディングサービスの開始**

ウエディング業界に進出した小林氏は、貸衣装の調達先を海外で探していた際に、東アジアを中心にフォトウエディングサービスが展開されていることを知り、日本でも文化として定着する可能性があると考えた。

そこで旧デコルテは08年1月に、チャペルを併設したスタジオとして、大阪に「STUDIO TVB」を、東京に「STUDIO AQUA」を開設し、フォトウエディングサービスを開始した。

当初は、同社のチャペルで挙式をするカップルが主な顧客であったが、結婚式とは別に写真を撮影したいというニーズは強く、フォトウエディングの可能性の大きさを確信した同社は、10年7月に大阪に「STUDIO TVB 梅田店」を、10年8月に東京に「STUDIO AQUA 新宿店」を出店し、フォトウエディングだけを行う単独店舗の展開を開始した。また、15年6月にはアニバーサリーフォトサービスを提供する「HAPISTA」を大阪に出店し、ウエディング以外のライフイベントの写真撮影にも進出した。

**◆ 沿革4: 事業再編によりフォト関連事業に集約**

フォトウエディングを中心に事業が拡大していく中で、経営組織の強化と経営人材の採用が必要となった。そこで旧デコルテは、LBOの形でキャス・キャピタル(東京都千代田区)の資本と経営人材を受け入れることになり、16年12月に、旧デコルテの受け皿として、現在の同社となるCCH6aを設立し、17年10月にCCH6aが旧デコルテを吸収合併して商号をデコルテとした。

同社は、18年10月に、新設型の会社分割により事業別に事業会社を設立して持株会社体制へ移行した。その後、リラクゼーション事業、挙式運営サービス、神式挙式プロデュース、ドレス及び着物のレンタルサービスを次々と他社へ譲渡し、同社はフォト関連事業に特化していった。なお、20年4月に同社は現在のデコルテ・ホールディングスに商号を変更している。

こうして、21年6月に東京証券取引所マザーズ市場への上場を果たした(市場区分の変更に伴い22年4月からはグロース市場)。

なお、22年9月に同社はMIXI(2121 東証プライム)と資本業務提携を行い、MIXIがキャス・キャピタルの持ち分の大半を引き継いで、発行済株式の30.06%を保有する筆頭株主になるとともに、業容拡大に向けた協業が進んでいる。

#### ◆ 企業理念

同社は、「Happiness」「Beauty」「Wellness」を経営のテーマに掲げている。同社グループの目的は、「店舗を通して、グループの価値観をお客様に明確に提示し、幸福を感じていただける方を一人でも多く増やしていくこと」としている。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と 22/9 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 14 の通りである。

22 年 9 月末時点で、筆頭株主は MIXI で 30.06%を、第 2 位株主は I B J で 6.54%をそれぞれ保有している。MIXI の保有分は 22 年 9 月にキャス・キャピタル・ファンド六号から譲渡されたものである。一方、I B J は新規事業の婚活写真サービスにおける協業先である。

第 3 位株主は、創業者で現取締役会長の小林健一郎氏が 5.49%を保有している。

第 4 位株主は、スクウェア創業者の鈴木尚氏が 4.87%を保有しているが、個人としての投資と推察される。第 5 位以下は金融機関の保有が続く。なお、MIXI に株式の大半を売却したキャス・キャピタル・ファンド六号は第 6 位株主で 3.00%を保有している。

会長以外の取締役では、代表取締役社長を含む 4 名の常勤取締役がそれぞれ同社株式を保有しているが、いずれも第 10 位までには入っていない。

【 図表 14 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			22年9月末時点			備考
	株数(千株)	割合	順位	株数(千株)	割合	順位	
株式会社MIXI(旧社名:株式会社ミクシィ)	0.0	0.00%	-	1,532	30.06%	1	22年9月に資本業務提携 株式はキャス・キャピタル・ファンド六号から譲受
株式会社IBJ	0.0	0.00%	-	333	6.54%	2	婚活写真サービスでの協業先
小林 健一郎	557.2	9.95%	2	280	5.49%	3	取締役会長 前代表取締役社長 創業者 上場時に277,200株売り出し
鈴木 尚	0.0	0.00%	-	248	4.87%	4	スクウェア創業者
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	0.0	0.00%	-	214	4.21%	5	
投資事業有限責任組合 キャス・キャピタル・ファンド六号 無限責任組合員CCP6株式会社	5,014.8	89.55%	1	153	3.00%	6	上場時に3,329,400株売り出し
株式会社日本カストディ銀行株式会社(信託口)	0.0	0.00%	-	129	2.53%	7	
株式会社SBI証券	0.0	0.00%	-	108	2.13%	8	
野村信託銀行株式会社(投信口)	0.0	0.00%	-	89	1.76%	9	
JPMorgan証券株式会社	0.0	0.00%	-	75	1.47%	10	
デコルテ従業員持株会	21.0	0.38%	3	-	-	-	
新井 賢二	4.0	0.07%	4	-	-	-	代表取締役社長
水間 寿也	0.2	0.00%	5	-	-	-	取締役
岩切 大祐	0.1	0.00%	6	-	-	-	取締役
(大株主上位10名)	5,597	99.95%	-	3,163	62.06%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	130	2.32%	-	30	0.59%	-	
発行済株式総数(自己株式数含まず)	5,600	100.00%	-	5,098	100.00%	-	
発行済株式総数(自己株式数含む)	5,600	-	-	5,670	-	-	
参考:自己株式数	0	0.00%	-	571.9	10.09%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合							

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券届出書、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

同社は11/9期からの業績を開示している。19/9期からはIFRSが適用されている。

19/9期までは店舗増により増収を続けてきた。増収に合わせて、調整後営業利益（営業利益+のれん償却費+本社費用+（その他費用-その他収益））も増加を続けてきたが、18/9期は減益となった。これは横浜店の移転前後の休業の影響や渋谷店の開店準備費用、東京ベイ店の閉店費用が発生したためである。

20/9期は、新型コロナウイルス禍の影響により、売上収益が前期比22.0%減、営業利益が同53.0%減と大幅減収減益となった。20年3月から新型コロナウイルス禍の影響が出始め、4月から5月にかけては店舗の臨時休業を余儀なくされ、フォトウエディングサービスにおいて既存店の撮影組数が同25.7%減となったことが響いた。一方、大規模な挙式や披露宴の開催が控えられる状況下で、一部のウエディング需要が同社の高単価サービスに向かったため、既存店の撮影単価は同2.2%増となった。

21/9期は、一転して、売上収益が前期比25.1%増、営業利益が同109.2%増の大幅増収増益となり、新型コロナウイルス禍前の19/9期の営業収益、営業利益に迫る水準まで回復した。

#### ◆ 22年9月期は売上収益と営業利益は上方修正後会社計画に未達

22/9期は、売上収益5,322百万円（前期比15.9%増）、営業利益1,377百万円（同58.0%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益1,018百万円（同77.1%増）となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上収益は96.9%、営業利益は138.1%であった。期中、デコルテ浅草ビルの譲渡益が発生して営業利益を押し上げることになったため、売上収益の計画金額は据え置かれたが、利益の計画金額は上方修正された。しかし、上方修正後の会社計画に対する営業利益の達成率は96.5%に留まった。

スタジオ事業は、売上収益が前期比16.2%増、セグメント利益が同53.8%増となった。売上収益のサービス別内訳は、フォトウエディングサービスが同15.7%増、アニバーサリーフォトサービスが同33.0%増となった。

スタジオ事業の大半を占めるフォトウエディングサービスは、第2四半期に新型コロナウイルス感染第6波の、第4四半期に第7波の影

響を受けて新規接客数が減少した。一方、22年5月に開始した画像レタッチサービス「ライブレタッチ」の利用促進や、衣装の着数増加等によって撮影単価が前期比10.9%増と大きく上昇した。その結果、既存店売上高が同7.0%増となり、過去最高の売上収益に貢献した。

その他(フィットネスジム運営)は、売上収益が前期比1.5%増となり、セグメント利益10百万円(前期は17百万円の損失)となった。新型コロナウイルス禍の影響が続いたが、黒字を確保した。

これらの結果、売上収益営業利益率は前期比6.9%ポイント上昇の25.9%となった。

#### ◆ 上場時の公募増資で親会社所有者帰属持分比率は若干改善

21年6月の上場時に公募増資を行った結果、20/9期末に28.8%であった同社の親会社所有者帰属持分比率は21/9期末には34.3%へ、22/9期末には33.8%になった。

## > 他社との比較

#### ◆ フォトサービスまたはブライダル関連サービスの企業と比較

フォトサービスまたはブライダル関連サービスを展開している上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、フォトサービスについては、子ども写真館最大手のスタジオアリスとした。ブライダル関連サービスでは、着物の販売・レンタルを行う和装事業を軸にウェディング事業も展開する一蔵(6186 東証スタンダード)、ハウスウェディングの直営施設を全国展開しているテイクアンドギヴ・ニーズ(4331 東証プライム)、直営店舗でブライダル事業を展開しているエスクリ(2196 東証プライム)、直営でウェディング向けゲストハウスを展開しているプラス(2424 東証プライム、名証プレミア)とした(図表15)。

直近の財務指標に関して、同社の自己資本利益率(ROE)はプラスに次いで高い。ROEを売上高当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの3項目に分解してみると、同社の売上高当期純利益率が他社を大きく上回る一方、総資産回転率が他社よりも低い。

22/9期については、固定資産の売却益が含まれているが、売却益を除いても他社より利益率が高い。オペレーション全般を内製化していることがその要因である。一方、総資産回転率が低いのは、内製化戦略を採っているために経営資源を自前で保有する必要があることと、のれんが多いことが要因と考えられる。



【 図表 15 】財務指標比較: フォトサービスまたはブライダル関連サービスを提供している企業

項目	銘柄	コード 直近決算期	デコルテ・ ホールディングス	スタジオアリス	一蔵	テイクアンド ギヴ・ニース	エスクリ	プラス
			7372 22/9期	2305 22/2期	6186 22/3期	4331 22/3期	2196 22/3期	2424 22/7期
規模	売上高	百万円	5,322	40,672	18,567	39,482	22,242	11,415
	経常利益	百万円	1,264	6,032	625	1,548	-458	1,129
	総資産	百万円	12,588	43,170	18,196	54,032	24,584	11,764
収益性	自己資本利益率	%	25.2	13.5	18.1	19.7	8.3	26.8
	売上高当期純利益率	%	19.1	8.9	3.3	4.8	2.1	6.4
	総資産回転率	回	0.4	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0
	財務レバレッジ	倍	3.0	1.5	5.3	4.6	4.1	3.9
	総資産経常利益率	%	10.7	15.0	3.5	3.0	-1.8	9.6
	売上高営業利益率	%	25.9	14.8	2.7	5.3	-6.2	7.7
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	4.2	0.9	3.3	-16.1	-12.6	3.2
	経常利益(同上)	%	19.0	13.5	0.8	-26.5	-	24.7
	総資産(同上)	%	5.8	7.5	-0.7	-1.8	-0.7	3.9
安全性	自己資本比率	%	33.8	65.6	18.7	21.9	24.1	25.4
	流動比率	%	93.4	282.9	78.4	64.0	70.0	75.4
	固定長期適合率	%	101.1	59.9	150.2	129.8	127.7	112.7

- (注) 1. 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)
2. 自己資本利益率、総資産回転率、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
3. 財務レバレッジは総資産÷自己資本で、自己資本比率の逆数
4. 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)
5. エスクリは直近期の経常利益が赤字
6. デコルテ・ホールディングスはIFRSに基づく開示。経常利益は税前利益で代用

(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

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 市場を切り開いた創業者と内製化されたオペレーションが知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 16 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される、「フォトウエディングサービスを確立した創業者（現取締役会長）」と、組織資本のプロセスに分類される「内製化されたオペレーション」である。

同社が他社に先駆けてフォトウエディングサービスを開始する以前から、創業者で現取締役会長である小林健一郎氏は、貸衣装、チャペル運営、挙式プロデュース等の経験を積んできた。これらの経験は、フォトウエディングサービスのオペレーションの内製化に大いに活かされることとなった。オペレーションが内製化されることで、サービスの質が向上するとともに、プロフェッショナル人材の増加を通じた規模拡大の素地となった。

その結果、組織資本のプロセスに分類される店舗網の拡充と、関係資本の中心となる顧客の増加につながっていった。そして、顧客の増加による経験量の増加が、ノウハウの蓄積を通じて、オペレーションの更なる改善につながるという好循環を描くようになっていった。

【 図表 16 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・サービス利用者	・年間の撮影実績	約24,000組
		・顧客満足度	Google口コミによる高い評価
	ブランド ・店舗ブランド	・サービス別、地域別のブランド展開	合計8ブランド (22年12月末) フォトウエディングサービス 6ブランド アニバーサリーフォトサービス 1ブランド ハット・成人式写真サービス 1ブランド
ネットワーク	・仕入先	・生地仕入先	開示なし
	・衣装の縫製の委託先	・国内外の縫製工場の数	開示なし
	・業務提携先	・大株主の業務提携先	MIXI (30.06%) I B J (6.54%)
組織資本	・スタジオ事業の店舗網	・サービス別店舗数	合計26店舗 (22年12月末) フォトウエディングサービス 20店舗 アニバーサリーフォトサービス 5店舗 ハット・成人式写真サービス 1舗
		・展開している都道府県	13都道府県
	プロセス ・オペレーションの内製化	・プロフェッショナル職(正社員)の人数	283名 フォトグラファー135名 メイクアップアーティスト148名
		・フォトグラファーの生産性	1人当たり撮影件数: 22/9期4Q34件 23/9期1Q48件 1人当たり売上高: 22/9期4Q8.7百万円 23/9期1Q13.2百万円
		・フォトプランナー(正社員)の人数	49名
		・デザイナー(正社員)の人数	開示なし
		・ウェブマーケティング機能の内製化	ウェブ集客の約90%が自社サイト経由
知的財産 ノウハウ ・フォトウエディングサービスのノウハウの蓄積	・創業以降の経験	01年11月の旧デコルテ創業から21年経過	
人的資本	経営陣 (現取締役会長) ・創業者から経営を継承した現代取締役社長	・フォトウエディングサービスの経験	08年1月のサービス開始から15年経過
		・創業からの経験	01年11月の旧デコルテ創業から21年経過
		・フォトウエディングサービスの経験	08年1月のサービス開始から15年経過
	従業員 ・企業風土	・経営へのコミットメント	17年10月の取締役就任から5年経過
		・従業員数	連結365人 単体31人
		・平均年齢	35.4歳(単体)
	・平均勤続年数	4.0年(単体)	
	・平均年間給与	464万円(単体)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は22/9期、または22/9期末のものとする

(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより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 IR 資料等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)

同社は、「Happiness」「Beauty」「Wellness」を経営のテーマに掲げている。同社は、「店舗を通して、グループの価値観をお客様に明確に提示し、幸福を感じていただける方を一人でも多く増やしていくこと」を目的としており、本業を通じて社会的責任を果たしていく方針を採っている。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は8名の取締役で構成され、うち3名が社外取締役である。

社外取締役の中曽根玲子氏(戸籍上の氏名:市川玲子氏)は國學院大學法学部教授で、日本大学法学部非常勤講師、行政書士試験委員、千葉県個人情報保護審議会委員、千葉県選挙管理委員会委員を兼任している。

社外取締役の松岡洋平氏は、コンサルティング会社等を経て、Williamson Dickie Japan limited の副社長、湘南ベルマーレの取締役、RIZAP インベストメントの取締役等を歴任してきた。現在は、Gaudiy のシニアディレクター、デジタル庁のマーケティングプランナー、A.T. カーニーのアソシエイテッド スペシャリスト ディレクターを兼任している。

社外取締役の奥山翔氏は、MIXI の執行役員で投資事業推進本部部長である。現在は、チャリ・ロトの取締役、BS よしもとの取締役、mixi America Inc.の Chief Executive Officer/President、コールドクターの取締役との兼任である。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の社外監査役で構成されている。

常勤監査役の皆木和義氏は、ハードオフコーポレーション(2674 東証プライム)の代表取締役社長やリソー教育(4714 東証プライム)の取締役副社長を歴任してきた。現在は、NPO 法人確定拠出型年金教育・普及協会の理事長も務めている。

非常勤監査役の太田大三氏は弁護士で、丸の内総合法律事務所のパートナーである。

非常勤監査役の小林克彦氏は、外資系金融機関を経て双日(2768 東証プライム)の取締役専務執行役員等を経た後、双日の完全子会社である日商エレクトロニクスの常務執行役員等を歴任してきた。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ プロフェッショナル人材の確保及び育成

同社の競争力の源泉のひとつは、フォトグラファーやメイクアップアーティストといったプロフェッショナル人材を正社員として雇用している点にある。プロフェッショナル人材は店舗に配属されており、店舗数を増やしていくためにはプロフェッショナル人材を増やしていくことが求められる。

プロフェッショナル人材は業界全体でも慢性的に不足しており、採用環境は厳しい。採用が思ったように進まない場合は、出店計画が遅延する可能性もある。

同社としては、採用活動を継続していくことに加え、教育カリキュラムを更に充実させることで未経験者でも短期間で育成できるようにする、接客業務を別の担当に移すことで撮影やメイクアップ等に専念できる環境にして定着率を高めるといった施策を行っている。

#### ◆ 店舗数の増加に向けての店舗業務のセンターオペレーション化

同社のスタジオ事業は22年12月末で26店舗を運営しており、今後も出店を増やしていく計画である。店舗数の増加に応じて店舗マネジメントが複雑になることや、運営費用が増加することが考えられる。

これに対して同社は、店舗業務の省力化や収益性向上を目的に、オンラインを活用して店舗業務を順次センターオペレーションに移行していく方針である。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 「ライフフォトカンパニー」を志向する成長戦略

現在の同社の収益の大半はフォトウェディングサービスによるものだが、フォトウェディング領域での成長持続に加え、中長期的には、ウェディング以外のライフイベント領域でのフォトサービスを拡充し、「ライフフォトカンパニー」となることを志向している。

#### ◆ フォトウェディング領域での成長継続

フォトウェディング領域での成長については、新規出店の加速と既存店の強化を進めていく方針である。

新規出店については、当面は、従来から展開している大都市圏を強化すべく、ターミナル店舗とサテライト店舗を組み合わせた出店によるドミナント戦略を採っていく。また、地方都市型店舗やリゾート型店舗の展開も進める予定である。なお、リゾート型店舗としては、北海道・美瑛、長野・軽井沢、沖縄に既に出店している。このように、様々

な立地での出店を行いながら、フォトウェディングサービスについては年間3~4店舗を出店していくとしている。

既存店の強化に向けては、センターオペレーション化が鍵を握る。店舗で行っている接客業務や衣装選び等のオンライン化を進め、順次センターオペレーションへ移行することで、人員やスペース等の店舗のオペレーションに必要なリソースを縮減し、収益性を高めていく計画である。また、センターオペレーション化が進むと、本格的な地方都市型店舗の出店が可能となると同社は見込んでいる。

また、サービスメニューの増加や衣装の拡充により、撮影1件当たり売上収益の増加も図っていく。

#### ◆ ライフイベント領域への展開

ウェディング以外のライフイベント領域への展開については、アニバーサリーフォトサービスを提供する「HAPISTA」の出店加速を軸としている。「HAPISTA」は22年12月末の5店舗から、26/9期末には50店舗体制を目指している(23/9期末11店舗、24/9期末23店舗、25/9期末36店舗)。

また、事業化を始めた成人式フォトサービス「NALU(ナル)」やペット撮影のほか、MIXIやI B Jとの業務提携を通じた案件を通じて、ライフイベント領域でのフォトサービスに関する需要の開拓を進めていく方針である。

## 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 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・フォトウエディングサービスで確立したポジション及び先行優位性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 新たな市場を開拓したというポジション</li> </ul> </li> <li>・推定シェア首位の撮影実績の多さ</li> <li>・フォトウエディングサービスに合わせて内製化された仕組みやオペレーション                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- プロフェッショナル人材の多さと短期間での育成を可能とする独自の教育カリキュラム</li> <li>- 撮影用衣装や備品の内製化</li> <li>- フォトウエディング専用スタジオ（店舗）の内装の内製化</li> <li>- ウェブマーケティング機能の内製化</li> </ul> </li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・高い有利子負債比率等に表れている財務状況</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・フォトウエディングサービスの更なる浸透                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- ユーザー側のライフスタイルや価値観の多様化</li> <li>- 結婚時の選択肢の増加</li> </ul> </li> <li>・大都市や中核都市に限定してもまだ残る出店余地</li> <li>・センターオペレーションの構築                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 店舗オペレーションの改善によるコスト削減</li> <li>- 地方都市型店舗の出店の加速</li> </ul> </li> <li>・フォトウエディングサービスの領域以外での拡大                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- アニバーサリーフォトサービスの本格化</li> <li>- ライフフォトカンパニーとしてアプローチ可能な市場の広がり</li> </ul> </li> <li>・創業者主導から2代目社長主導への経営の承継による新たな展開の可能性</li> <li>・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内婚姻件数の更なる減少の可能性</li> <li>・顧客の嗜好の変化に対応できなくなる可能性</li> <li>・競争の激化、または他社に模倣される等の理由で競争力が相対的に低減する可能性</li> <li>・事業拡大に必要なプロフェッショナル人材を集めることができない可能性</li> <li>・思ったように出店ができない可能性</li> <li>・資本業務提携先や業務提携先の大株主との関係に変調が生じる可能性</li> <li>・個人情報等の漏洩リスク</li> <li>・新規サービスが思ったような成果をあげない可能性</li> <li>・店舗が稼働できない事態が発生する可能性（火災や自然災害、疫病に伴う行動制限等）</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ フォトウエディングへの先見性と構築してきた仕組みを評価

同社がフォトウエディングサービスを始めたのは、創業者の小林氏がアジアでフォトウエディングサービスが行われているのを見て、日本でも受け入れられる可能性があると考えたことがきっかけである。当初はチャペル利用客への付加サービスとして始まったが、需要の強さ

から、フォトウエディングサービス単独で提供するようになったことで、結婚を機に行われるイベントのひとつの選択肢として確立したと言える。挙式や披露宴を代替する選択肢となりうるというのは、挙式や披露宴と並んで「文化」として定着するサービスになることを意味している。同社の、そうしたサービスをいち早く開始した先見性と、収益が上がるよう内製化にこだわって構築してきたオペレーションの仕組みを、当センターでは評価している。

#### ◆ アニバーサリーフォトサービスが第二の収益の柱になれるかに注目

同社の中期経営計画からは、今後、アニバーサリーフォトサービスを第二の収益の柱として育成していく方針がうかがえる。フォトウエディングで培ってきたものを多く活用できることは大きな強みだが、一方、フォトウエディングのように「文化」として定着するかどうかは不確実であり、フォトウエディングよりは参入障壁が低く競争が激しくなる可能性もある。

まずは、23/9 期から出店ペースを加速する「HAPISTA」が、計画通りに出店できるかどうか注目したい。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 23 年 9 月期会社計画

23/9 期の会社計画は、売上収益 6,928 百万円（前期比 30.2%増）、営業利益 1,233 百万円（同 10.4%減）、税引前利益 1,092 百万円（同 13.7%減）、親会社の所有者に帰属する当期利益 735 百万円（同 27.7%減）である（図表 18）。第 1 四半期決算公表時点で、期初計画は据え置かれている。

売上収益の大半を占めるスタジオ事業は前期比 30.5%増収を計画している。内訳は、フォトウエディングサービスが同 26.1%増収、アニバーサリーフォトサービスが同 158.4%増収である。

フォトウエディングサービスでは、大都市圏で 3 店舗の出店を計画している。また、(1) 前期に出店した店舗の通年稼働、(2) 22/9 期から続く撮影単価上昇による既存店売上高の増加の 2 点も増収に貢献するものと見込んでいる。

アニバーサリーフォトサービスでは新規出店を前期の 2 店舗から 6 店舗へ増やし、本格的に出店を加速していく計画である。

売上総利益率は、プロフェッショナル人材の人件費や減価償却費の増加により前期比 2.1%ポイント低下の 39.7%を計画している。アニバ



ーサリーフォトサービスの出店加速に向けて費用が先行する分も織り込まれている。また、同様に広告宣伝費及び販売促進費等が先行することで販売費及び一般管理費(以下、販管費)は増加するものの、増収効果により売上高販管費率は低下する想定をしている。

実質的には増益なのだが、前期にあった固定資産売却に伴うその他の収益がなくなるため、23/9期の営業利益は前期比10.4%減、売上収益営業利益率は同0.7%ポイント低下の17.8%と同社は予想している。

【 図表 18 】デコルテ・ホールディングスの23年9月期の連結業績計画 (単位: 百万円)

	20/9期 実績	21/9期 実績	22/9期 実績	23/9期 会社計画	
					前期比
売上収益	3,670	4,592	5,322	6,928	30.2%
スタジオ事業	3,584	4,501	5,230	6,825	30.5%
売上構成比	97.7%	98.0%	98.3%	98.5%	-
フォトウエディングサービス	3,467	4,371	5,057	6,377	26.1%
売上構成比	94.5%	95.2%	95.0%	92.0%	-
アニバーサリーフォトサービス	117	130	173	448	158.3%
売上構成比	3.2%	2.8%	3.3%	6.5%	-
その他	85	90	91	103	12.4%
売上構成比	2.3%	2.0%	1.7%	1.5%	-
売上総利益	1,522	1,965	2,224	2,748	23.5%
売上総利益率	41.5%	42.8%	41.8%	39.7%	-
販売費及び一般管理費	1,006	1,112	1,280	-	-
売上収益販管費率	27.4%	24.2%	24.1%	-	-
その他の収益・費用	-98	18	433	-	-
営業利益	416	871	1,377	1,233	-10.4%
売上収益営業利益率	11.4%	19.0%	25.9%	17.8%	-
スタジオ事業	432	889	1,367	-	-
セグメント利益率	12.1%	19.8%	26.1%	-	-
その他	-15	-17	10	-	-
セグメント利益率	-18.7%	-19.3%	11.5%	-	-
税引前利益	317	735	1,264	1,092	-13.7%
売上収益経常利益率	8.7%	16.0%	23.8%	15.8%	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	172	574	1,018	735	-27.7%
売上収益当期純利益率	4.7%	12.5%	19.1%	10.6%	-

(注) IFRSに基づく開示

(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 中期経営計画

23/9期から25/9期までの中期経営計画では、前期の固定資産売却益がなくなることと、アニバーサリーフォトサービスの出店加速によって費用が増加することから23/9期こそ減益となるが、24/9期以降は増益基調を回復する見通しである。

売上収益はアニバーサリーフォトサービスの増収率が高く、25/9 期にはアニバーサリーフォトサービスの売上収益に占める割合は 19.1% まで上昇する計画である。また、営業利益は 24/9 期から増益に転じ、25/9 期には売上収益営業利益率は 19.8%まで上昇することを見込んでいる (図表 19)。

【図表 19】デコルテ・ホールディングスの中期経営計画

(単位: 百万円)

	22/9期	23/9期 会社計画		24/9期 中期計画		25/9期 中期計画	
	実績		前期比		前期比		前期比
売上収益	5,322	6,928	30.2%	8,846	27.7%	10,805	22.1%
スタジオ事業	5,230	6,825	30.5%	8,602	26.0%	10,553	22.7%
売上構成比	98.3%	98.5%	-	97.2%	-	97.7%	-
フォトウエディングサービス	5,057	6,377	26.1%	7,466	17.1%	8,490	13.7%
売上構成比	95.0%	92.0%	-	84.4%	-	78.6%	-
アニバーサリーフォトサービス	173	448	158.3%	1,136	153.6%	2,063	81.6%
売上構成比	3.3%	6.5%	-	12.8%	-	19.1%	-
その他	91	103	12.4%	244	136.9%	252	3.3%
売上構成比	1.7%	1.5%	-	2.8%	-	2.3%	-
売上総利益	2,224	2,748	23.5%	-	-	-	-
売上総利益率	41.8%	39.7%	-	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	1,280	-	-	-	-	-	-
売上収益販管費率	24.1%	-	-	-	-	-	-
その他の収益・費用	433	-	-	-	-	-	-
営業利益	1,377	1,233	-10.4%	1,582	28.3%	2,136	35.0%
売上収益営業利益率	25.9%	17.8%	-	17.9%	-	19.8%	-
スタジオ事業	1,367	-	-	-	-	-	-
セグメント利益率	26.1%	-	-	-	-	-	-
その他	10	-	-	-	-	-	-
セグメント利益率	11.5%	-	-	-	-	-	-
税引前利益	1,264	1,092	-13.7%	-	-	-	-
売上収益経常利益率	23.8%	15.8%	-	-	-	-	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	1,018	735	-27.7%	947	28.8%	1,301	37.4%
売上収益当期純利益率	19.1%	10.6%	-	10.7%	-	12.0%	-

(注) IFRS に基づく開示

(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 23年9月期第1四半期業績

23/9 期第 1 四半期は、売上収益 1,815 百万円 (前年同期比 16.8%増)、営業利益 539 百万円 (同 13.6%増)、税引前利益 509 百万円 (同 13.7%増)、親会社の所有者に帰属する四半期利益 341 百万円 (同 13.3%増) であった。通期計画に対する進捗率は、売上収益が 26.7%、営業利益が 43.7%である。

主力であるスタジオ事業は、売上収益が前年同期比 17.1%増、セグメント利益が同 13.1%増となった。売上収益のサービス別内訳は、フォトウエディングサービスが同 15.9%増収、アニバーサリーフォトサー

ビスが同 51.9%増収となった。

スタジオ事業の大半を占めるフォトウェディングサービスは、新型コロナウイルス感染第 8 波により来店客数と撮影件数が影響を受けたが、22/9 期からの流れが続き、撮影単価が上昇して堅調に推移した。一方、「ライブレタッチ」の導入や衣装の着数増加等によって撮影単価が前年同期比 18.9%増と大きく上昇したため、既存店売上高が同 5.3%増となり、過去最高の四半期売上収益に貢献した。

その他(フィットネスジム運営)は、売上収益が前年同期比 3.7%減となったものの、セグメント利益 0 百万円(前期は 1 百万円の損失)と黒字を確保した。

売上総利益率は、プロフェッショナル人材の人件費や減価償却費の増加により前年同期比 1.3%ポイント低下の 49.5%となった。アニバーサリーフォトサービスの出店加速に向けて費用が先行する分があった。また、同様に広告宣伝費及び販売促進費等が先行することで販管費は同 14.6%増となったが、増収効果により売上高販管費率は 0.4%ポイント低下の 19.9%となった。

これらより、売上収益営業利益率は前年同期比 0.8%ポイント低下の 29.7%となった。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 9 月期

当センターでは、同社の 23/9 期業績について、第 1 四半期の進捗状況も踏まえ、売上収益 6,938 百万円(前期比 30.4%増)、営業利益 1,271 百万円(同 7.7%減)、税引前利益 1,137 百万円(同 10.1%減)、親会社所有者に帰属する当期利益 765 百万円(同 24.9%減)と、会社計画とほぼ同水準を予想した(図表 20)。

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) 売上高は、フォトウェディングサービスとフォトウェディングサービス以外のそれぞれの期末店舗数、期中平均店舗数、期中平均店舗 1 店舗当たり売上高を予測して算出した。
- (2) 23/9 期のフォトウェディングサービスについて、期末店舗数は前期末比 3 店舗増の 23 店舗、期中平均店舗数は 22 店舗、期中平均店舗 1 店舗当たり売上高は 297 百万円とし、売上収益は前期比 26.3%増の 6,385 百万円とした。

- (3) 23/9 期のフォトウェディングサービス以外について、期末店舗数は前期末比 6 店舗増の 12 店舗（アニバーサリーフォトサービス 11 店舗、ペット・成人式サービス 1 店舗）、期中平均店舗数は 9 店舗、期中平均店舗 1 店舗当たり売上高 50 百万円とし、アニバーサリーフォトサービスの売上収益は前期比 159.5%増の 450 百万円とした（ペット・成人式サービスの売上収益を含む）。
- (4) 売上総利益率は前期比 2.0%ポイント低下の 39.8%とした（会社計画は 39.7%）。出店加速に向けた先行的な人件費の増加や減価償却費の増加を見込んだ。
- (5) 販管費は、人件費や広告宣伝費の増加により前期比 17.3%増としたが、増収率を下回ること、売上収益販管費率は同 2.5%ポイント低下の 21.6%とした。
- (6) 前期は固定資産の売却でその他の収益が 440 百万円計上されたが、23/9 期はそうした売却益を想定していない。この点も考慮して、23/9 期の営業利益は前期比 7.7%減（会社計画は前期比 10.5%減）、売上収益営業利益率は同 7.6%ポイント低下の 18.3%になるものと予想した（会社計画は 17.8%）。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24 年 9 月期以降

24/9 期以降について、24/9 期は前期比 25.9%、25/9 期は同 22.2%の増収を予想した。期末店舗数は中期計画と同じとした。

アニバーサリーフォトサービス「HAPISTA」の出店増が続くことで人件費と減価償却費が増加することを考慮して、売上総利益率は少しずつ低下していく一方、販管費の増加ペースが増収率を下回る水準に抑えられるものとして、売上収益販管費率も徐々に低下していくものとした。これらの結果、売上収益営業利益率は 24/9 期 19.0%、25/9 期 20.2%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 20 】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位: 百万円)

	IFRS									
	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期CE	24/9期CE	25/9期CE	23/9期E	24/9期E	25/9期E
損益計算書										
売上収益	4,704	3,670	4,592	5,322	6,928	8,846	10,805	6,938	8,732	10,669
前期比	-	-22.0%	25.1%	15.9%	30.2%	27.7%	22.1%	30.4%	25.9%	22.2%
セグメント別及びサービス別										
スタジオ事業	4,581	3,584	4,501	5,230	6,825	8,602	10,553	6,835	8,612	10,544
前期比	-	-21.8%	25.6%	16.2%	30.5%	26.0%	22.7%	30.7%	26.0%	22.4%
構成比	97.4%	97.7%	98.0%	98.3%	98.5%	97.2%	97.7%	98.5%	98.6%	98.8%
フォトウエディングサービス	4,460	3,467	4,371	5,057	6,377	7,466	8,490	6,385	7,475	8,497
前期比	-	-22.3%	26.1%	15.7%	26.1%	17.1%	13.7%	26.3%	17.1%	13.7%
構成比	94.8%	94.5%	95.2%	95.0%	92.0%	84.4%	78.6%	92.0%	85.6%	79.6%
アニバーサリーフォトサービス	120	117	130	173	448	1,136	2,063	450	1,137	2,047
前期比	-	-3.0%	11.2%	33.0%	158.4%	153.5%	81.7%	159.5%	152.8%	80.0%
構成比	2.6%	3.2%	2.8%	3.3%	6.5%	12.8%	19.1%	6.5%	13.0%	19.2%
その他	122	85	90	91	103	244	252	103	120	125
前期比	-	-30.1%	5.5%	1.5%	12.4%	136.9%	3.3%	12.4%	16.5%	4.2%
構成比	2.6%	2.3%	2.0%	1.7%	1.5%	2.8%	2.3%	1.5%	1.4%	1.2%
主要KPI										
店舗数(同年12月末)(店舗)	18	20	22	26	35	52	69	35	52	69
前期末比純増数(店舗)	-1	2	2	4	9	17	17	9	17	17
フォトウエディングサービス	16	17	18	20	23	27	31	23	27	31
アニバーサリーフォトサービス	2	2	3	5	11	23	36	11	23	36
ハット・成人式写真サービス	0	1	1	1	1	2	2	1	2	2
期中平均店舗数(店舗)	19	19	21	24	31	44	61	31	44	61
フォトウエディングサービス	17	17	18	19	22	25	29	22	25	29
フォトウエディングサービス以外	2	3	4	5	9	19	32	9	19	32
1店舗当たり売上高	247	188	214	217	223	197	174	224	197	174
フォトウエディングサービス	270	210	249	266	296	298	292	297	299	293
フォトウエディングサービス以外	60	46	37	34	49	61	65	50	61	65
売上総利益	2,139	1,522	1,965	2,224	2,748	-	-	2,758	3,440	4,171
前期比	-	-28.9%	29.1%	13.2%	23.5%	-	-	24.0%	24.8%	21.2%
売上総利益率	45.5%	41.5%	42.8%	41.8%	39.7%	-	-	39.8%	39.4%	39.1%
販売費及び一般管理費	1,243	1,006	1,112	1,280	-	-	-	1,501	1,796	2,030
前期比	-	-19.0%	10.5%	15.0%	-	-	-	17.3%	19.7%	13.0%
売上収益販売費率	26.4%	27.4%	24.2%	24.1%	-	-	-	21.6%	20.6%	19.0%
営業利益	886	416	871	1,377	1,233	1,582	2,136	1,271	1,659	2,156
前期比	-	-53.0%	109.2%	58.0%	-10.4%	28.3%	35.0%	-7.7%	30.4%	30.0%
売上収益営業利益率	18.8%	11.4%	19.0%	25.9%	17.8%	17.9%	19.8%	18.3%	19.0%	20.2%
セグメント別										
スタジオ事業	884	432	889	1,367	-	-	-	1,259	1,644	2,141
前期比	-	-51.1%	105.5%	53.8%	-	-	-	-7.9%	30.6%	30.2%
セグメント利益率	19.3%	12.1%	19.8%	26.1%	-	-	-	18.4%	19.1%	20.3%
その他	2	-15	-17	10	-	-	-	12	14	15
前期比	-	-	-	-	-	-	-	17.0%	16.5%	4.2%
セグメント利益率	1.7%	-18.7%	-19.3%	11.5%	-	-	-	12.0%	12.0%	12.0%
税引前利益	750	317	735	1,264	1,092	-	-	1,137	1,525	2,022
前期比	-	-57.6%	131.3%	72.0%	-13.7%	-	-	-10.1%	34.1%	32.6%
売上収益税引前利益率	16.0%	8.7%	16.0%	23.8%	15.8%	-	-	16.4%	17.5%	19.0%
親会社の所有者に帰属する当期利益	468	172	574	1,018	735	947	1,301	765	1,026	1,361
前期比	-	-63.2%	233.7%	77.1%	-27.7%	28.8%	37.4%	-24.9%	34.1%	32.6%
売上収益当期利益率	9.9%	4.7%	12.5%	19.1%	10.6%	10.7%	12.0%	11.0%	11.8%	12.8%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. IFRSに基づく開示

(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券届出書、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

【 図表 21 】証券リサーチセンターの連結業績予想(貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書)(単位:百万円)

	IFRS										
	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期CE	24/9期CE (中計)	25/9期CE (中計)	23/9期E	24/9期E	25/9期E	
<b>貸借対照表</b>											
現金及び現金同等物	952	1,588	1,288	1,350	-	-	-	2,049	857	2,827	
営業債権及びその他の債権	260	205	206	222	-	-	-	291	366	448	
棚卸資産	58	68	77	82	-	-	-	107	135	165	
その他の流動資産	297	116	57	68	-	-	-	68	68	68	
<b>流動資産</b>	<b>1,569</b>	<b>1,978</b>	<b>1,629</b>	<b>1,723</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>2,516</b>	<b>1,427</b>	<b>3,509</b>	
有形固定資産	639	608	801	938	-	-	-	1,048	1,122	1,162	
使用権資産	2,091	2,090	2,568	3,735	-	-	-	4,544	5,203	5,741	
のれん	5,635	5,635	5,635	5,635	-	-	-	5,635	5,635	5,635	
無形資産	209	202	199	18	-	-	-	11	4	0	
その他の金融資産	346	269	304	470	-	-	-	546	546	546	
繰延税金資産	123	44	7	60	-	-	-	90	110	130	
その他の非流動資産	1	7	5	4	-	-	-	4	4	4	
<b>非流動資産</b>	<b>9,046</b>	<b>8,859</b>	<b>9,523</b>	<b>10,865</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>11,881</b>	<b>12,628</b>	<b>13,220</b>	
<b>資産合計</b>	<b>10,616</b>	<b>10,838</b>	<b>11,152</b>	<b>12,588</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>14,398</b>	<b>14,056</b>	<b>16,729</b>	
借入金	256	456	243	258	-	-	-	2,686	53	53	
営業債務及びその他の債務	348	189	158	284	-	-	-	367	462	565	
リース負債	415	358	375	443	-	-	-	443	443	443	
未払法人所得税	260	4	238	209	-	-	-	317	426	565	
契約負債	475	283	302	339	-	-	-	444	558	682	
その他の流動負債	513	661	416	308	-	-	-	308	308	308	
<b>流動負債</b>	<b>2,268</b>	<b>1,953</b>	<b>1,735</b>	<b>1,844</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4,568</b>	<b>2,253</b>	<b>2,619</b>	
長期借入金	3,645	3,946	3,344	3,126	-	-	-	439	385	331	
リース負債	1,439	1,510	2,005	3,101	-	-	-	4,101	5,101	6,101	
その他の非流動負債	308	301	240	259	-	-	-	266	266	266	
<b>非流動負債</b>	<b>5,393</b>	<b>5,758</b>	<b>5,590</b>	<b>6,486</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>4,807</b>	<b>5,753</b>	<b>6,699</b>	
<b>資本合計</b>	<b>2,954</b>	<b>3,126</b>	<b>3,827</b>	<b>4,257</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5,022</b>	<b>6,049</b>	<b>7,410</b>	
(親会社の所有者に帰属する持分合計)	2,954	3,126	3,827	4,257	-	-	-	5,022	6,049	7,410	
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>											
継続事業からの税引前利益	750	317	735	1,264	-	-	-	1,137	1,525	2,022	
減価償却費及び償却費	454	402	502	648	-	-	-	872	1,057	1,212	
金融収益	-3	-4	-4	-5	-	-	-	-5	-6	-6	
金融費用	139	103	141	118	-	-	-	140	140	140	
営業債権及びその他の債権の増減額( - は増加)	-70	32	-11	-15	-	-	-	-69	-75	-81	
棚卸資産の増減額( - は増加)	10	-9	-9	-4	-	-	-	-25	-27	-30	
営業債務及びその他の債務の増減額( - は減少)	37	-66	-11	56	-	-	-	83	95	102	
契約負債の増減額( - は減少)	55	-87	18	36	-	-	-	104	114	123	
法人所得税の支払額又は還付額( - は支払)	-200	-184	32	-345	-	-	-	-263	-390	-522	
その他・純額	-101	162	-145	-601	-	-	-	-163	-154	-153	
非継続事業からの営業活動キャッシュ・フロー	160	-30	0	-	-	-	-	0	0	0	
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,232	636	1,247	1,152	-	-	-	1,809	2,278	2,807	
有形固定資産及び無形資産の取得による支出	-114	-120	-287	-237	-	-	-	-320	-320	-320	
投資の取得による支出	-21	-24	-54	-178	-	-	-	-75	0	0	
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	614	-	-	-	36	36	36	
投資の売却及び償還による収入	0	14	6	-	-	-	-	0	0	0	
その他・純額	-1	0	-	-	-	-	-	7	0	0	
非継続事業からの投資活動キャッシュ・フロー	6	68	-21	-	-	-	-	0	0	0	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-129	-62	-356	198	-	-	-	-352	-284	-284	
短期借入金の増減額( - は減少)	-	200	-200	-	-	-	-	0	0	0	
長期借入金の増減額( - は減少)	-482	292	-560	-243	-	-	-	-258	-2,686	-53	
リース負債の返済による支出	-324	-332	-379	-440	-	-	-	-500	-500	-500	
株式の発行による収入	-	-	109	-	-	-	-	0	0	0	
自己株式の取得による支出	-	-	0	-601	-	-	-	0	0	0	
新株予約権の発行による収入	-	-	1	-	-	-	-	0	0	0	
融資手数料の支払額	-	-	-114	-	-	-	-	0	0	0	
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	
その他・純額	-33	-4	-34	-3	-	-	-	0	0	0	
非継続事業からの財務活動キャッシュ・フロー	-160	-94	-11	-	-	-	-	0	0	0	
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,000	61	-1,189	-1,288	-	-	-	-758	-3,186	-553	
換算差額	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	
現金及び現金同等物の増減額( - は減少)	102	635	-299	62	-	-	-	698	-1,192	1,969	
現金及び現金同等物の期首残高	850	952	1,588	1,288	-	-	-	1,350	2,049	857	
現金及び現金同等物の期末残高	952	1,588	1,288	1,350	-	-	-	2,049	857	2,827	

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. IFRSに基づく開示

(出所) デコルテ・ホールディングス有価証券届出書、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

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 人材確保が計画通りに進まないことについてのリスク

同社は、フォトグラファーやメイクアップアーティストといったプロフェッショナル人材を正社員として雇用していることを競争力の源泉のひとつとしている。さらに、フォトプランナーの増員、強化も進めていく考えである。こうしたプロフェッショナル人材の採用が思ったように進まない場合、出店計画に遅れが生じたりするなどの影響が生じる可能性が出てくる。

### ◆ 業績の季節的変動

フォトウエディングサービスの需要は、撮影に適した春と秋に集中しやすい。一方、フォトグラファーやメイクアップアーティストを直接雇用しているため、固定費が通期にわたって大きく変わらない構造となっており、利益は第1四半期と第3四半期に偏重する傾向がある。

### ◆ 天候の影響を受ける可能性

フォトウエディングサービスの需要期である春と秋に天候が不順となったり、異常気象が発生したりすると、撮影組数の減少等により、短期的も業績に影響が生じる可能性がある。

### ◆ のれんについて

同社は、筆頭株主であった投資事業有限責任組合キャス・キャピタル・ファンド六号の出資のもとで組織再編を行った際に発生した多額ののれんを計上している。22/9 期末ののれんは 5,635 百万円で総資産に対する割合は 44.8%となっている。

同社は IFRS に基づく業績開示を行っているため、のれん償却を行っていない。現時点では可能性は低いですが、事業の収益力の大幅低下等によりのれんの減損処理が求められるようになった場合、同社の経営成績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

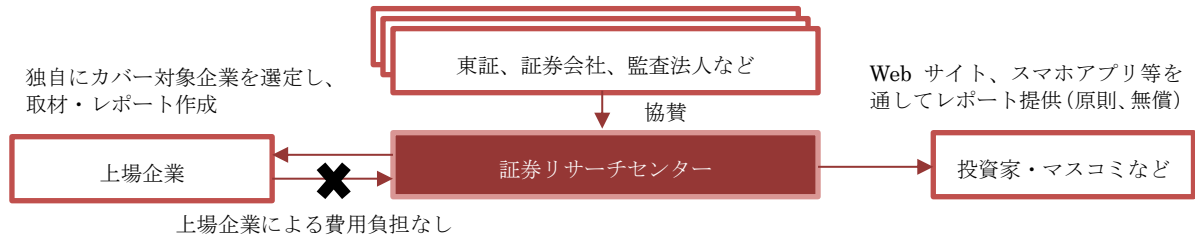
### ◆ 配当について

同社では、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。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
いちよし証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 S B I 証券  
J トラストグローバル証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社 I C M G  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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ため、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。