

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

アップデート・レポート
2024年11月29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 20241126

デコルテ・ホールディングス(7372 東証グロース)

発行日: 2024/11/29

フォトウエディング業界のリーディングカンパニー

営業強化や店舗のスクラップアンドビルドで 25 年 9 月期は増収増益を予想

> 要旨

◆ フォトウエ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 数年前まで国内ではほぼ存在していなかった、フォトウエディングサービス(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。
- ・24/9 期の売上収益の 94.7%をフォトウエディングサービスが占めている。同社では第二の柱とするべく、アニバーサリーフォトサービスを育成中である。

◆ 24 年 9 月期業績は 4%減収、75%営業減益となった

- ・24/9 期決算は、前期比 4.5%減収、同 75.4%営業減益となった。①収益の大半を占めるフォトウエディングサービスが前期比 4.5%減収にとどまったこと、②賃上げや人員増に伴って人件費が大幅に増加したことの 2 点が主因である。

◆ 25 年 9 月期業績を 7%増収、27%営業増益と会社側は予想

- ・25/9 期決算について、同社はフォトウエディングサービスにおける営業強化や店舗のスクラップアンドビルドなどを背景に、前期比 7.2%増収、同 27.3%営業増益を計画している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)も、会社計画と同水準の業績を予想した。

◆ フォトウエディングサービスを軸に増収増益基調の定着を予想

- ・当センターでは、26/9 期は前期比 6.4%増収、27.5%営業増益、27/9 期は同 7.2%増収、32.1%営業増益と予想した。
- ・当センターでは、フォトウエディングサービスの質の高さの訴求や、アニバーサリーフォトサービスの広告手法改善、出店の継続などを通じて、売上収益が回復に向かっていくと想定している。増収基調ではあるものの、出店に伴って人件費と減価償却費も増加していく可能性が高いと想定し、営業利益率は緩やかなペースで上昇するものと予想した。

【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 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	税引前利益 (百万円)	前期比 (%)	当期利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2023/9	5,854	10.0	891	-35.3	763	-39.6	492	-51.7	96.5	934.3	0.0
2024/9	5,589	-4.5	219	-75.4	123	-83.8	106	-78.4	20.8	945.9	0.0
2025/9 CE	5,991	7.2	279	27.3	173	39.8	119	12.2	23.3	-	0.0
2025/9 E	5,950	6.4	280	27.5	180	45.3	120	13.0	23.5	969.4	0.0
2026/9 E	6,380	7.2	370	32.1	270	50.0	180	50.0	31.7	1,004.6	0.0
2027/9 E	6,850	7.4	480	29.7	370	37.0	250	38.9	44.1	1,053.5	0.0

(注) 1. CE：会社計画、E：証券リサーチセンター予想

2. IFRSに基づき開示。当期利益は親会社の所有者に帰属する当期利益

アナリスト: 村木 雄一

+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

【主要指標】

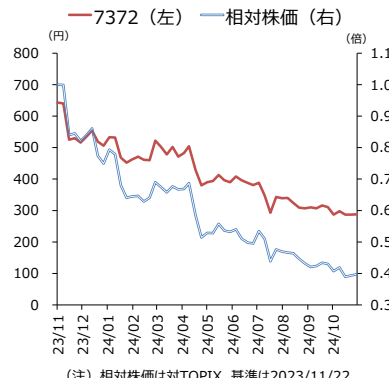
	2024/11/22
株価 (円)	288
発行済株式数 (株)	5,670,000
時価総額 (百万円)	1,632

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	13.8	12.3	9.1
PBR (倍)	0.3	0.3	0.3
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-3.4	-15.3	-57.0
対TOPIX (%)	-3.4	-14.8	-62.1

【株価チャート】



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

◆ 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 数年前まで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

同社の事業セグメントはスタジオ事業とその他で構成されており、24/9 期における売上収益の 94.7%を、首都圏で「STUDIO AQUA」、関西圏では「STUDIO TVB」の店舗ブランドなどで運営する、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、スタジオ事業のアニバーサリーフォトサービスとは、「HAPISTA」の店舗ブランドで運営する子供や家族の記念日を写真に残す撮影サービスであり、その他に分類される売上収益は、神戸市灘区にて「40minutes」の店舗ブランドで運営するトレーニングジムによるものである (図表 1)。

【 図表 1 】 セグメント別売上収益・営業利益

(単位: 百万円)

	売上収益 (外部収益) (連結)								
	22/9期	23/9期	24/9期	前期比 / 前年同期比			売上構成比		
				22/9期	23/9期	24/9期	22/9期	23/9期	24/9期
スタジオ事業	5,230	5,767	5,553	16.2%	10.3%	-3.7%	98.3%	98.5%	99.4%
フォトウェディングサービス	5,057	5,544	5,293	15.7%	9.6%	-4.5%	95.0%	94.7%	94.7%
アニバーサリーフォトサービス	173	222	259	33.0%	28.3%	16.8%	3.3%	3.8%	4.6%
その他	91	86	35	1.5%	-5.4%	-58.6%	1.7%	1.5%	0.6%
合計	5,322	5,854	5,589	15.9%	10.0%	-4.5%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益 (連結)								
	22/9期	23/9期	24/9期	前期比 / 前年同期比			売上収益営業利益率		
				22/9期	23/9期	24/9期	22/9期	23/9期	24/9期
スタジオ事業	1,367	891	226	53.8%	-34.8%	-74.6%	26.1%	15.5%	4.1%
その他	10	0	-6	—	—	—	11.5%	-0.5%	-18.7%
調整額 (全社費用)	—	—	—	—	—	—	—	—	—
合計	1,377	891	219	58.0%	-35.3%	-75.4%	23.8%	13.0%	2.2%

(注) IFRS (国際財務報告基準)。端数処理の関係で合計が一致しないことがある
(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ フォトウエディングサービスとは

フォトウエ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、(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」と (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。

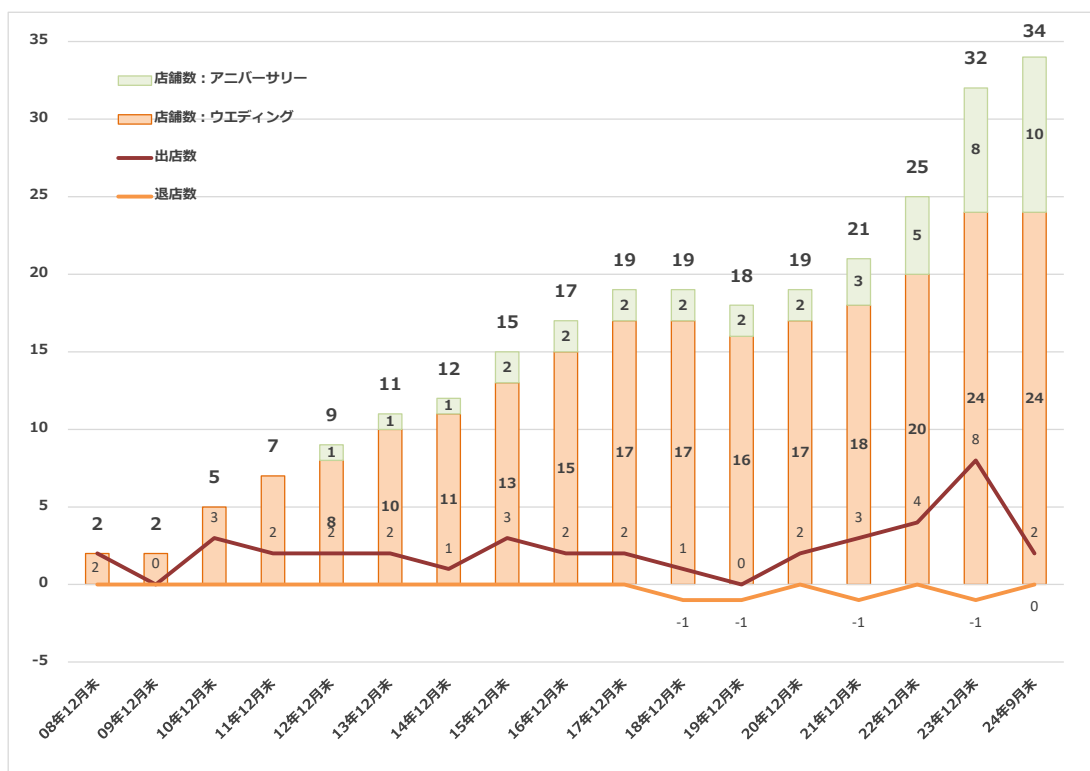
◆ 地域特性を踏まえた直営店舗展開

同社のフォトウエディングサービスは各店舗で行われ、屋内に設置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、出店を継続し、24年9月末時点のフォトウエディングサービスの店舗数は24店舗となった。アニバーサリーフォトサービスを提供する10店舗を加えると、同社のスタジオ事業の店舗数は34店舗となっている(図表2)。

【図表2】スタジオ事業の店舗数推

(単位: 店舗)



(出所)「事業計画及び成長可能性に関する事項」、ヒアリングを基に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、文化や慣習の違いを考慮して地域に根差していることを訴求し、ネット広告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

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	STUDIO AQUA	10	東京 神奈川 埼玉 千葉 静岡 長野
	STUDIO TVB	6	大阪 京都 奈良 兵庫 広島
	STUDIO 8	2	愛知
	STUDIO AN	1	福岡
	STUDIO SUNS	3	沖縄
	STUDIO SOLA	2	北海道
アニバーサリーフォトサービス	HAPISTA	10	東京 大阪 兵庫
合計:		34	

(注) 店舗数は24年9月末時点
(出所) ヒアリングを基に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ことは(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という利点がある。

【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) 決算説明会資料を基に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、撮影までの工程を自社内で完結できる体制を整えており、同社の競争優位性の源泉となっている。

(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 (検索エンジン最適化) 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がっている。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。

(2) 衣装

衣装については、デザイナーを自社で抱え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。自社製作以外の衣装も、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も確保できている。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。

(3) 店舗設備

店舗設備に関しても、さまざまな背景を揃えた専用スタジオや本格的な和室を持つ屋内庭園スタジオなどを持つことにより、ヘアメイク直後の撮影が可能なことに加えて悪天候等の気候に左右されないため、撮影件数の増加につながっている。

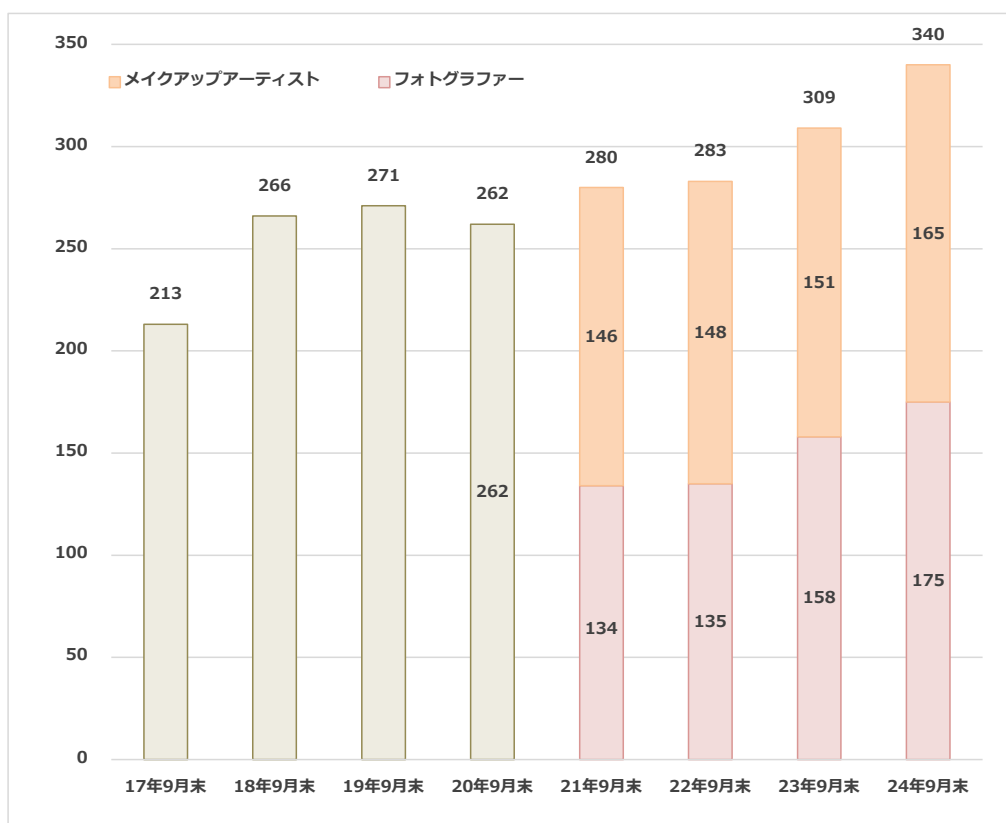
また、内装デザインを自社で行っていることから、店舗デザインのノウハウが蓄積されていくことで、デザインや資材調達、施工費用を削減する効果が得られている。

(4) 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、特に重要なものが、フォトグラファーとメイクアップアーティストである。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、24年9月末時点で、フォトグラファー175名、メイクアップアーティスト165名、合計340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、高品質かつ安定的なサービスの提供に努めている。

【図表5】プロフェッショナル人材の推移

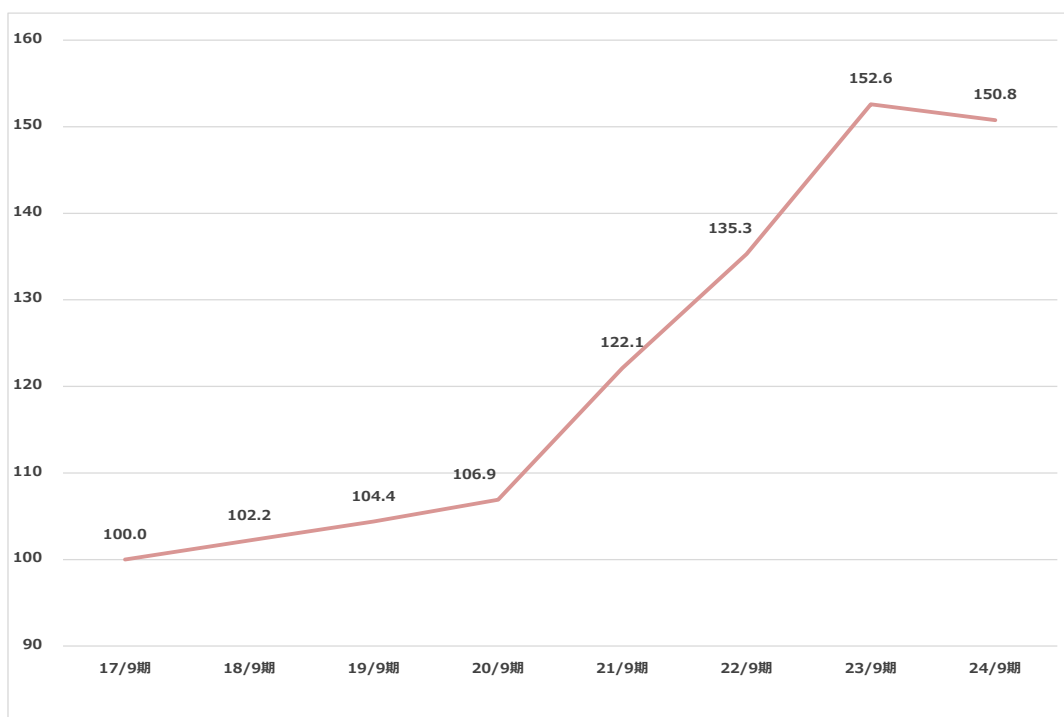


(出所) 決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

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、接客や撮影プランの提案などを専門に担当するフォトプランナーの拡充も進めている。

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(図表6)。

【図表6】フォトウェディング平均単価の推移(17/9期=100)



(注) 24/9期は証券リサーチセンターによる推定

(出所) 決算説明会資料、「事業計画及び成長可能性に関する事項」を基に証券リサーチセンター作成

◆ アニバーサリーフォトサービス

アニバーサリーフォトサービスの店舗として「HAPISTA」を24年9月末時点で10店舗展開している。「HAPISTA」は、①フォトウェ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、②フォトウェ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一時は出店を加速していたが、新店の売上確保に想定より時間がかかっている現状を踏まえ、25/9期は店舗のスクラップアンドビルドを行う方針に転換した。

もともと、アニバーサリーフォトサービスを第2の柱として育成を図るといふ基本方針に変更はない。例えば、顧客獲得の新たな手段として、資本業務提携で筆頭株主となった MIXI (2121 東証プライム) と連携し、MIXI が展開する 2,000 万人の会員を持つ子供写真・動画共有アプリ「家族アルバム みてね」を通じたバースデー写真や七五三写真のプロモーション強化を行っている。

◆ コスト構造

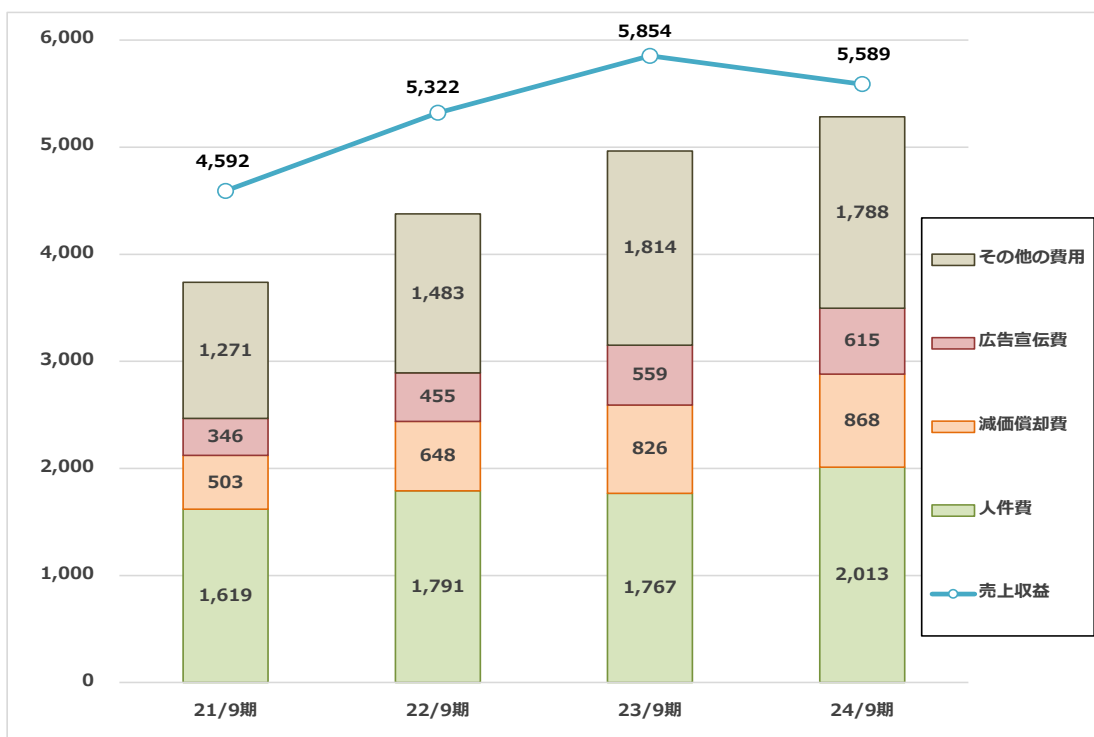
同社のコスト構造の特徴は、売上原価と販売費及び一般管理費(以下、販管費)に占める固定費の割合がやや高いことにある。24/9 期では、人件費、減価償却費^(注)、広告宣伝費の3つの科目だけで売上原価と販管費合計の 66.7%を占めている(図表7)。

なお、一般に、費用全体に占める固定費の比率が高いということは、売上が拡大する局面では営業利益率が大きく改善する一方、売上が縮小する局面ではその逆の現象が起こりやすいことを意味する。

(注)
主に店舗物件の賃借料が該当する。会計基準に IFRS を採用しているために減価償却費として計上される。

【図表7】費用の内訳と売上収益の推移

(単位: 百万円)



(注) 費用は売上原価に販売費及び一般管理費を加えた数値
(出所) 決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

> SWOT分析

◆ 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 8 のようにまとめられる。

【 図表 8 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・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"> - 新たな市場を開拓したというポジション ・推定シェア首位の撮影実績の多さ ・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"> - 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 - 撮影用衣装や備品の内製化 - フォトウエディング専用スタジオ（店舗）の内装の内製化 - ウェブマーケティング機能の内製化
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> ・高い有利子負債比率等に表れている財務状況
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・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"> - ユーザー側のライフスタイルや価値観の多様化 - 結婚時の選択肢の増加 ・大都市や中核都市に限定してもまだ残る出店余地 ・センターオペレーションの構築 <ul style="list-style-type: none"> - 店舗オペレーションの改善によるコスト削減 - 地方都市型店舗の出店の加速 ・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"> - アニバーサリーフォトサービスの本格化 - 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 ・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 ・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
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内婚姻件数の更なる減少の可能性 ・顧客の嗜好の変化に対応できなくなる可能性 ・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 ・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 ・思ったように出店ができない可能性 ・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 ・個人情報等の漏洩リスク ・新規サービスが思ったような成果をあげない可能性 ・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）

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はフォトウエディングサービスのノウハウの蓄積と内製化されたオペレーションにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 9 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本の知的財産ノウハウに分類される「フォトウエディングサービスのノウハウの蓄積」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、創業者であり、23年12月まで取締役会長を務めた小林健一郎氏は、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。オペレーションを内製化することで、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。22年12月に代表取締役社長に就任した新井賢二氏をはじめとする現経営陣には小林氏とともに業務を執行してきた経験があり、かかるノウハウは継承されている。

【 図表 9 】 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 (19/9期)
			・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7ブランド フォトウエディングサービス 6ブランド アンバーサリーフォトサービス 1ブランド
			・仕入先	・生地仕入先
	ネットワーク	・衣装の縫製の委託先 ・業務提携先	・国内外の縫製工場の数	開示なし
			・大株主の業務提携先	MIXI (30.0%) IBJ (6.6%)
組織資本	プロセス	・スタジオ事業の店舗網	・サービス別店舗数	合計34店舗 フォトウエディングサービス 24店舗 アンバーサリーフォトサービス 10店舗
		・展開している都道府県		15都道府県
	・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	340名 フォトグラファー175名 メイクアップアーティスト165名	
		・フォトグラファーの生産性	1人当たりスタジオ事業売上高:33.35百万円	
		・フォトプランナー (正社員) の人数	開示なし	
		・デザイナー (正社員) の人数	開示なし	
	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	・ウェブマーケティングの機能の内製化	ウェブ集客の約90%が自社サイト経由
			・創業以降の経験	01年11月の旧デコレテ創業から23年経過
人的資本	経営陣	・フォトウエディングサービスを確立した創業者 (23年12月に取締役会長を退任)	・創業からの経験	01年11月の旧デコレテ創業から退任まで22年の経験
		・創業者から経営を継承した現代表取締役社長	・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退任まで15年の経験
			・経営へのコミットメント	17年10月の取締役就任から7年経過
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結444人 単体(23/9期末) 30人
			・平均年齢	36.4歳 (単体・23/9期末)
			・平均勤続年数	4.0年 (単体・23/9期末)
	・平均年間給与	421万円 (単体・23/9期)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は24/9期、または24/9期末のものとする
(出所) 有価証券報告書、決算説明会資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 24年9月期決算は11%増収、35%営業増益

24/9 期決算は、売上収益 5,589 百万円（前期比 4.5%減）、営業利益 219 百万円（同 75.4%減）、税引前利益 123 百万円（同 83.8%減）、親会社の所有者に帰属する当期利益 106 百万円（同 78.4%減）となった。

期初の計画に対しては売上収益及び各段階の利益に対して大幅な未達となったが、24年5月7日に公表された修正計画に対してはそれぞれ若干の超過達成となった（図表 10）。

【図表 10】24年9月期業績

決算期	売上収益 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	税引前利益 (百万円)	前期比 (%)	当期利益 (百万円)	前期比 (%)
2023/9 実績	5,854	10.0	891	-35.3	763	-39.6	492	-51.7
期初会社計画	6,759	15.5	1,016	14.0	906	18.7	581	18.2
2024/9 5月修正会社計画	5,583	-4.6	184	-79.3	88	-88.4	54	-88.9
実績	5,589	-4.5	219	-75.4	123	-83.8	106	-78.4

(注) IFRS 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

(出所) デコルテ・ホールディングス決算短信より証券リサーチセンター作成

サービス別売上収益は、フォトウエディングサービスが前期比 4.5%減、アニバーサリーフォトサービスが同 16.8%増、その他が同 58.6%減となった。

同社は、主力のフォトウエディングサービスが減収に転じた理由として、①婚姻件数の減少、②新規参入事業者の増加、③出店加速に伴う人材・スキルの偏在化の3点を挙げている。

当センターでは、24/9 期にフォトウエディングサービスが減収に陥った主因は、②の新規参入事業者の増加とそれに対する同社の対応の混乱、③の 23/9 期に行った出店加速に伴いメイクアップアーティストなどの人員配置に偏りが生じたことに伴う繁忙期における機会損失の発生によるものと推察している。

同社では、新規参入事業者について、大きな競合先が表れたわけではないものの、規模の大小を問わず新規参入を試みる事業者が増え、主に 24/9 期の前半において、低価格を武器とする小規模事業者の一部の顧客が流れる動きが見られたと分析している。

一時は同社もオプションサービスのキャンペーン価格（一律の値引き）を前面に押し出して対抗する取り組みをしたものの、必ずしも件数増にはつながらなかった（特に第2四半期）ことを受け、改めて強みであるサービスの質をアピールする方針に切り替えた。その結果第4四半期に単価が前年同期比で上昇したことや、新規参入の動きも直近で

は落ち着きつつあることから、同社としては今後の巻返しへの手ごたえを感じているようである。

アニバーサリーフォトサービスは、二桁増収こそ確保したものの、同社が期初の段階では前期比 81.4%増という大幅な伸びを計画していたことを考えると、期待外れだったと評価すべきであろう。

特に、新店において集客に苦戦し、想定した売上水準に達しなかった事例が出たようである。こうした状況を受けて、期末には、収益性が低い関西の3店舗の閉店を決定し(実際に閉店するのは25/9期)、当該資産の減損を行った。

なお、その他事業が減収になっているのは、期中に40minutes 芦屋店を閉店したことによるものである。

売上総利益は前期比 21.1%減の 1,842 百万円で、売上総利益率は同 6.9%ポイント低下して 33.0%となった。この利益率低下は主として売上原価の増加によるものであり、①人件費が、4月入社の新卒中心に積極的な採用を行ったことや賃上げを行ったことなどを背景に増加したこと、②減価償却費が店舗増(22/9期末25店→23/9期末31店→24/9期末34店)により増加したこと、③新規出店に伴う変動費(水道光熱費・各種機材購入費など)が増加したこと、④オプションサービスとして提供しているハイブランド衣装のレンタル費(手数料)が増加したことが背景にある。

販管費は前期比 6.2%増加の 1,536 百万円、販管費率は同 2.8%ポイント上昇して 27.5%となった。販管費が増加した主な理由としては、①人件費が、原価同様に採用増や賃上げに伴って増加したこと、②広告宣伝費が、店舗増に加えて、インバウンド需要獲得を狙って香港ブライダルフェアへの出展回数を増やしたことや23年3月に始めた衣装レンタルサービスの認知向上に向けた広告の出稿を増やしたことなどにより増加したことの2点が挙げられる。

なお、第4四半期に新株予約権が失効したことに伴って戻入が発生したという一過性の要因により、経費が55百万円減少している(主に販管費に影響、一部は原価)。

その他の収益とその他費用の合計額は、前期の174百万円のプラスから85百万円のマイナスとなった。収支の悪化は第4四半期にアニバーサリーフォトサービス事業の不採算店舗3店舗を閉鎖する決定をしたことに伴い、減損損失110百万円を計上したことが主因である。

◆ 借入金の借り換えを実施

貸借対照表において、現金及び現金同等物の減少と流動負債と非流動負債に分類された借入金の変動が目だった。

現金及び現金同等物が大幅に減少したのは新規出店や、借入金を圧縮したことに伴うものである。なお、24/9 期末の 222 百万円という金額は月商のおよそ 0.5 カ月分で、一般的にはやや手薄と受け止められる水準であるが、同社では、このように映るのは7~9月が閑散期に当たることに伴う季節要因によるものだとしている。

借入金について、23年11月に、シンジケートローンから個別銀行への借り換えを行ったことに伴い、流動負債に計上された借入金が増加する一方で非流動負債に計上された借入金が増加した。

> 今後の業績見通し**◆ 25年9月期会社計画**

同社では、25/9 期について、売上高 5,991 百万円 (前期比 7.2%増)、売上総利益 2,051 百万円 (同 11.4%増)、営業利益 279 百万円 (同 27.3%増)、税引前利益 173 百万円 (同 39.8%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益 119 百万円 (同 12.2%増) と計画している (図表 11)。

サービス別売上収益は、フォトウエディングサービスは前期比 6.2%増、アニバーサリーフォトサービスは同 31.4%増と見込んでいる (図表 11)。

フォトウエディングサービスの増収要因としては、①既存店における営業力の底上げ、②首都圏の未出店エリアへの1店舗出店、③人員偏在の解消、④香港・マカオ地区における販売強化の4点を挙げている。

④の香港・マカオ地区における販売については、従来、同社自ら現地のブライダルフェアに随時出展し、アジア諸国から来日してブライダル撮影を行う顧客(以下、インバウンド顧客)の窓口となってきたが、今後もインバウンド顧客の増加に期待できると見て、ブライダルジュエリー専門店を展開するアイプリモ香港と販売委託契約を締結した。24年9月からはアイプリモ香港が専用ブースを設け、常設窓口を通じてフォトウエディングの販売活動を始めている。25/9 期中の売上収益への貢献は限定的とみられるが、インバウンド顧客は基本的にスタジオ撮影を行わずロケーション撮影を行うなどの理由で単価が高いという特徴がある。

アニバーサリーフォトサービスの増収要因としては、①既存店におけ

るリピーターの獲得強化やプロモーション強化、②首都圏において2店舗出店、③MIXIが運営する「家族アルバム みてね」からの送客拡大の3点を挙げている。

売上総利益率は34.2%と、前期比1.2%ポイント改善を予想している。人件費など売上原価は増加するものの、増収効果で改善が見込まれる。

販管費の予想については開示されていないものの、仮に、その他の収益・費用の合計額を23/9期並みの3百万円と想定した場合、販管費は1,775百万円(前期比15.5%増)、販管費率は同2.1ポイント上昇の29.6%と試算される。売上収益に比べてやや販管費の伸びが大きくなりそうなのは、①前期の販管費を押し下げる要因となった新株予約権失効戻入の影響がなくなること、②新卒中心に80人前後の積極採用を継続することの2点によると当センターは推測している。

その他の収益・費用については、前期に計上した店舗に関する減損損失がなくなるため、前期比では改善が見込まれる。

以上より、営業利益は279百万円(前期比27.3%増)、営業利益率は4.7%(同0.8%ポイント改善)を計画している。

◆ 中期経営計画を発表

同社は、24/9期決算の公表と同時に、28/9期を最終年度とする中期経営計画を発表した。

25/9期に関しては、24/9期に続き事業基盤の強化を行う期と位置づけ、26/9期から28/9期の3年間で事業全体を再成長軌道に乗せるといのが基本的な方向性である。最終年度である28/9期には売上収益90億円、営業利益率10%以上を目指すとしており、24/9期を起点とした年平均成長率は売上収益が12.6%、営業利益が42.3%以上となる。

主力のフォトウェディングサービスについては、①継続的な付加価値向上による既存店の業績伸長、②未出店の地方中核都市などへの出店を通じた規模拡大、③結婚するカップルの中で、従来フォトウェディングを利用してこなかった層(結婚式はするが式場外での写真撮影をしないか、撮影はしても専門業者を利用しないカップル、あるいは、結婚式も写真撮影もしないカップル)へのアプローチの強化の3点に取り組むとしている。

アニバーサリーフォトサービスについてはより意欲的で、①不採算店を整理した上で既存店の集客手法の多様化や収益性の改善を図る、②

M&A の活用も視野に入れつつ、撮影スタイルの多様化や店舗数の増加を図る、③フォトウエディングサービスを起点としたマタニティや結婚記念日へ展開や将来のフォトウエディングへの導線としての成人式の強化など、撮影する機会を増やし、顧客当たり撮影回数の積み増しを図ることで成長を目指す方針である。

集客については、従来は SNS や口コミ、Web 広告を通じて行ってきた。今後は、店舗の集客範囲の狭さから効果が期待ほどでない判断した Web 広告を縮小する一方、フォトウエディングで強みとしている SEO (検索エンジン最適化) への取り組みを強化するほか、店舗周辺での体験会開催やチラシ配布など、地元密着型のプロモーションにシフトする方針である。また、同社では、今後の新規出店時には、前述の MIXI が運営する「家族アルバム みてね」利用者への告知なども効果を発揮すると期待できると考えている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：25年9月期

当センターでは、24/9 期実績や同社の取り組み等を踏まえ、25/9 期業績を、売上収益 5,950 百万円 (前期比 6.4%増)、営業利益 280 百万円 (同 27.5%増)、税引前利益 180 百万円 (同 45.3%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益を 120 百万円 (同 13.0%増) と予想する。結果として、会社予想に近い水準となった (図表 11、図表 12)。

当センターでは、業績予想を行うに当たって、以下の想定を行った。

(1) 売上収益は、各サービス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) 25/9 期のフォトウエディングサービスについて、期末店舗数は同社計画に従って前期末比 1 店舗増の 26 店舗、期中平均店舗数は 25.5 店舗、期中平均店舗 1 店舗当たり売上高は緩やかな回復を見込み 229 百万円とし、売上収益は前期比 6.0%増の 5,610 百万円とした。

(3) 25/9 期のアニバーサリーフォトサービスについて、期末店舗数は同社計画に従って前期末比 1 店舗減の 9 店舗、期中平均店舗数は 9.5 店舗、期中平均店舗 1 店舗当たり売上高 32 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 19.7%増の 310 百万円とした。

(4) 売上総利益率は前期比 1.3%ポイント上昇の 34.3%とした。売上収益の増加が人件費をはじめとする固定費増を吸収して改善すると見込んだ。

(5) 販管費は、前期に続いて積極的な採用を行うことに伴う人件費の増加や、前期に計上されていた新株予約権失効に伴う戻入の剥落により前期比 14.5%増、販管費率は同 2.1%ポイント上昇の 29.6%とした。

(6) その他の収益、その他の費用はゼロと想定した。

(7) 以上から、25/9 期の営業利益は前期比 27.5%増、営業利益率は同 0.8%ポイント改善の 4.7%になるものと予想した。

基本的には緩やかな売上反転を想定しているが、こと 25/9 期に関しては、①24/9 期の営業利益率が 3.9%と過去の水準に比べて低いこと、②同社はプロフェッショナル人材を正社員化しているため経費に占める固定費の比率が高いといったことを勘案すると、売上収益の回復ペース如何によって営業利益以下各段階の利益が上にも下にも大きく変動しやすい状況にある点には留意しておく必要があると思われる。

同社は 25/9 期に入って月次売上収益のプレスリリースを取りやめており、売上収益の進捗状況は四半期決算によって確認するほかないが、当センターでは、第 1 四半期から前期比で大きく伸びるというよりは、前年に悪天候に見舞われ、なおかつ同社の価格政策の混乱で落ち込みが大きくなっていた第 2 四半期以降に回復感が強まっていく形を想定している。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターでは売上収益について 26/9 期については前期比 7.2%増、27/9 期は同 7.4%増と予想した (図表 11、図表 12)。なお、当センターの予想には、中期計画で示唆されたアニバーサリー事業における M&A を考慮していない。

店舗数は、フォトウェディングサービスについては各期で前期比 1 店舗増、アニバーサリーフォトサービスについては、人材の拡充に伴うサービス供給力の向上を背景に出店数を徐々に増やしていくことを想定し、26/9 期は同 2 店舗増、27/9 期は同 4 店舗増とした。人件費と出店に伴う減価償却費が増加することを考慮して、増収局面ではあるものの売上総利益率の改善幅はさほど大きくならず、販管費率も 25/9 期並みの水準で推移すると予想した。これらの結果、営業利益率は 26/9 期 5.8%、27/9 期 7.0%と緩やかに上昇すると予想した。

【 図表 11 】 業績予想 (損益計算書)

(単位: 百万円)

	IFRS						
	22/9期 実績	23/9期 実績	24/9期 実績	25/9期 会社計画	25/9期 予想	26/9期 予想	27/9期 予想
売上収益	5,322	5,854	5,589	5,991	5,950	6,380	6,850
前期比	15.9%	10.0%	-4.5%	7.2%	6.4%	7.2%	7.4%
スタジオ事業	5,230	5,767	5,553	5,962	5,920	6,350	6,820
前期比	16.2%	10.3%	-3.7%	7.4%	6.6%	7.3%	7.4%
フォトウエディング	5,057	5,544	5,293	5,621	5,610	6,000	6,360
前期比	15.7%	9.6%	-4.5%	6.2%	6.0%	7.0%	6.0%
アニバーサリーフォト	173	222	259	341	310	350	460
前期比	33.0%	28.3%	16.8%	31.4%	19.7%	12.9%	31.4%
その他	91	86	35	29	30	30	30
前期比	1.5%	-5.4%	-58.6%	-19.3%	-16.5%	0.0%	0.0%
売上原価	3,097	3,519	3,747	-	3,910	4,129	4,349
売上総利益	2,224	2,334	1,842	2,051	2,040	2,250	2,500
粗利益率	41.8%	39.9%	33.0%	34.2%	34.3%	35.3%	36.5%
前期比	13.2%	4.9%	-21.1%	11.3%	10.7%	10.3%	11.1%
販売費及び一般管理費	1,280	1,447	1,536	-	1,750	1,880	2,020
販管費率	24.1%	24.7%	27.5%	-	29.6%	29.5%	29.5%
前期比	15.0%	13.0%	6.2%	-	14.5%	6.8%	7.5%
その他の収益	440	5	27	-	0	0	0
その他の費用	6	1	113	-	0	0	0
営業利益	1,377	891	219	279	280	370	480
営業利益率	25.9%	15.2%	3.9%	4.7%	4.7%	5.8%	7.0%
前期比	58.0%	-35.3%	-75.4%	27.1%	27.5%	32.1%	29.7%
スタジオ事業	1,367	891	226	-	280	370	480
セグメント利益率	26.1%	15.5%	4.1%	-	4.7%	5.8%	7.0%
前期比	53.8%	-34.8%	-74.6%	-	16.1%	32.1%	29.7%
その他	10	0	-6	-	0	0	0
セグメント利益率	11.5%	-	-	-	-	-	-
前期比	-	-	-	-	-	-	-
金融収益	5	7	10	-	10	10	10
金融費用	118	135	105	-	110	110	120
税引前利益	1,264	763	123	173	180	270	370
親会社の所有者に帰属する当期純利	1,018	492	106	119	120	180	250
K 期末店舗数(店)	25	31	34	34	34	37	42
P フォトウエディング	20	23	24	25	25	26	27
アニバーサリーフォト	5	8	10	9	9	11	15
I 出店数(店)	4	7	3	3	3	3	5
退店数(店)	0	1	0	3	3	0	0
期中平均店舗数(店)	23.5	28.0	32.5	34.0	34.0	35.5	39.5
フォトウエディング	19.0	21.5	23.5	24.5	24.5	25.5	26.5
アニバーサリーフォト	4.0	6.5	9.0	9.5	9.5	10.0	13.0
1店舗当り売上収益(百万円)	223	206	171	175	174	179	173
フォトウエディング	266	258	225	229	229	235	240
アニバーサリーフォト	43	34	29	36	32	35	35
従業員数(人)	365	395	444	-	483	505	525

(注) 1.IFRS に基づく開示
2.端数処理の関係で合計が一致しないことがある

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 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)

	22/9期	23/9期	24/9期	25/9期	25/9期	26/9期	27/9期
	実績	実績	実績	会社計画	予想	予想	予想
貸借対照表							
現金及び現金同等物	1,350	808	222	-	657	827	1,065
営業債権及びその他の債権	222	292	263	-	297	319	342
棚卸資産	82	93	106	-	107	114	123
その他の流動資産	68	81	179	-	100	100	100
流動資産	1,723	1,275	772	-	1,161	1,361	1,631
有形固定資産	938	1,311	1,263	-	1,320	1,370	1,420
使用権資産	3,735	4,796	4,453	-	4,440	4,510	4,700
のれん	5,635	5,635	5,635	-	5,635	5,635	5,635
無形資産	18	16	11	-	14	14	14
その他の非流動資産	536	617	641	-	660	660	660
非流動資産	10,865	12,377	12,005	-	12,079	12,199	12,439
資産合計	12,588	13,653	12,778	-	13,241	13,561	14,071
借入金	258	2,448	473	-	700	700	700
営業債務及びその他の債務	284	248	200	-	230	250	270
リース負債	443	591	614	-	600	600	600
契約負債	339	393	378	-	400	430	460
その他の流動負債	518	435	262	-	360	380	400
流動負債	1,844	4,117	1,929	-	2,290	2,360	2,430
借入金	3,126	472	2,024	-	2,000	2,000	2,000
リース負債	3,101	4,013	3,687	-	3,690	3,760	3,950
引当金	259	287	305	-	300	300	300
非流動負債	6,486	4,772	6,017	-	5,999	6,069	6,259
負債合計	8,331	8,890	7,946	-	8,289	8,429	8,689
資本合計	4,257	4,763	4,831	-	4,951	5,131	5,381
負債及び資本合計	12,588	13,653	12,778	-	13,241	13,561	14,071
キャッシュフロー計算書							
税引前利益	1,264	763	123	-	180	270	370
減価償却費及び償却費	648	826	868	-	890	920	1,000
減損損失	-	-	110	-	0	0	0
営業債権及びその他の債権の増減額	-15	-74	25	-	29	20	20
棚卸資産の増減額	-4	-11	-13	-	0	7	8
営業債務及びその他の債務の増減額	56	49	-31	-	29	20	20
契約負債の増減額	36	54	-15	-	21	30	30
その他純額	-817	-371	-353	-	25	-106	-140
営業活動によるキャッシュフロー	1,152	1,236	715	-	1,176	1,160	1,308
投資活動によるキャッシュフロー	198	-732	-212	-	-265	-260	-260
短期借入金の増減額	0	0	0	-	226	0	0
長期借入金の増減額	-243	-500	-428	-	0	0	0
リース負債の返済による支出	-440	-542	-660	-	-704	-730	-810
その他純額	-604	-3	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュフロー	-1,288	-1,045	-1,089	-	-477	-730	-810
現金及び現金同等物の増減額	62	-542	-586	-	434	170	238
現金及び現金同等物の期首残高	1,288	1,350	808	-	222	657	827
現金及び現金同等物の期末残高	1,350	808	222	-	657	827	1,065

(注) 1. IFRS に基づく開示
2. 端数処理の関係で合計が一致しないことがある

(出所) 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 「フォトウエディングサービス事業における競合激化」を追加

当センターでは、前回発行したレポートで、1) 人材確保が計画通りに進まないことへのリスク、2) 業績の季節変動、3) 天候の影響を受ける可能性、4) のれんについて、5) 配当についての5点を投資に際しての留意点として指摘した。

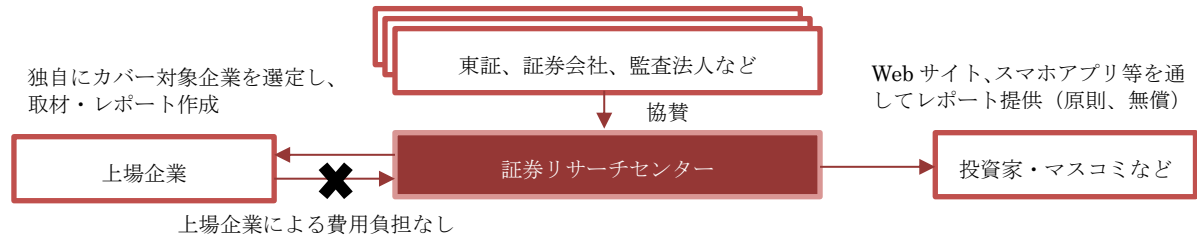
今回、当センターでは、「フォトウエディングサービス事業における競合激化」を、投資に際しての留意点に追加し、状況を注視すべきと判断した。

上述したように、新型コロナ禍を契機にフォトウエディングサービス事業に参入する事業者が規模の大小を問わず増えたというのが同社の認識である。もっとも、現時点では、新規参入の動きは一服しつつあるようだが、参入障壁がさほど高くない事業であることや、小規模な事業者には同社に比べて低い価格を顧客に提示できる強みがあると考えられることなどを勘案し、少なくとも当面の間は競合の問題が同社のフォトウエディング事業における売上収益に与える影響を注視する必要があると考えた。

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	S M B C 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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

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。