Company Report

スターリング証券
Sterling Securities Co.,Ltd.

STERLING Securities

フォーシーズホールディングス（TYO：3726）

雌伏して二の矢・三の矢が放たれるを待つ

July 28, 2020

野心ある成長戦略に見え隠れする確信

サマリー

新経営陣のもと、意欲的な成長戦略を発表。現状 40 億円前後の時価総額を 2023 年に 250 億円まで増大させる数値目標も同時に発表した。現在の事業領域に関して、プロ経営者である天童淑巳社長のもと、化粧品事業のテコ入れに加え、衛生コンサルティング事業の売上増加が期待できる。さらに、新規事業立ち上げ、M&A（企業の合併・買収）への取り組みなど、成長に向けて二の矢、三の矢を放てるだけのポテンシャルに期待が持てる。

アナライズポイント

1）国内事業のテコ入れ

主力の化粧品事業は、新型コロナウィルス感染症（以下コロナ）の影響から、インバウンド（訪日外国人客）需要の低迷は引き続き懸念される。しかし、ネット販売並びに Web マーケティングの強化により電話オペレーターの個人的スキルに依存したコールセンター業務の非効率な体制を改革。特に、主力ブランド「フェヴリナ」を展開するコミュニケーション・セールス事業がどれだけ売上増、利益率向上となるかが鍵を握る。

2）海外展開の可能性

国内市場に依存したビジネスモデルから脱却できるかどうか。遅れていた成長著しい海外マーケット進出を成功させられるかに注目。コロナ影響により、ペンディング状態となっていた海外マーケットも動き出し、「待つインバウンドから攻めのアウトバウンド」で攻勢をかける。

3）新規事業展開

薄毛対策、ダイエット、バストアップ、美白、口臭、児童の成長促進等、いわゆる「コンプレックス解消ビジネス分野」、並びに生活を豊かにする「エンジョイライフ分野」の新規事業開発や積極的な M&A の成否に期待が高まる。

4）マネジメントの力量

新規事業立ち上げの成功体験を複数持つ、プロ経営者天童淑巳社長のもと、既存事業の再構築、新規事業への参入等、同社業績を飛躍させる可能性に期待が高まる。

株式会社フォーシーズホールディングス
4Cs Holdings Co.,Ltd.

【設立年月日】
2003 年 12 月 5 日

【本社所在地】
〒 810-0022
福岡市中央区薬院一丁目 1 番 1 号
薬院ビジネスガーデン 8 階

【連結従業員数】
96 名（2020.7.20 時点）

【証券コード】
3726

【上場証券取引所】
東証第二部

客員アナリスト
木下晃伸
（Kinoshita Terunobu）

5) 業績分析並びに予想

既存事業の投資、並びに新規事業への参入により、会社側が発表した2023年における各々25億円､30億円の売上高目標は達成可能と考える。また、時価総額250億円という野心的な目標に関しては、成長に向けて放った二の矢、三の矢の結果が来年度以降ハッキリと数値として表面化してくるタイミングで機動的に評価をしていきたい。目標株価を1,500円に設定する。

目次

サマリー ..... P. 1

アナライズポイント

1）国内事業のテコ入れ ..... P. 1
2）海外展開の可能性 ..... P. 1
3）新規事業展開 ..... P. 1
4）マネジメントの力量 ..... P. 1
5）業績分析並びに予想 ..... P. 2

イントロダクション ..... P. 4

経営課題分析 ..... P. 5

1）会社概要・事業内容について ..... P. 5
2）コミュニケーション・セールス事業の長期低迷 ..... P. 5
3）国内市場への依存 ..... P. 5
4）営業活動自粛を余儀なくされる衛生コンサルティング事業 ..... P. 5

確度の高い部分も多い成長戦略の内容 ..... P. 6

1）コミュニケーション・セールス事業 ..... P. 6
2）化粧品卸事業 ..... P. 6
3）衛生コンサルティング事業 ..... P. 6

二の矢、三の矢が放たれることへの期待 ..... P. 8

業績動向ならびに株価バリュエーション ..... P. 8

1）赤字幅縮小も黒字化は来期以降へ持ち越し ..... P. 8
2）1,500 円を目標株価に設定、新規カバレッジを開始 ..... P. 8

財務諸表 ..... P. 9

ディスクレーマー P.13

イントロダクション

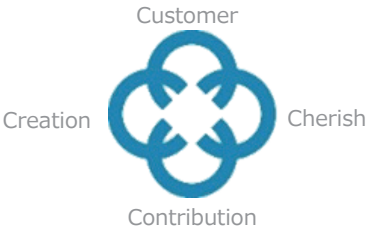
海外からのインバウンド需要に支えられてきた国内化粧品市場。しかし、コロナの影響から店舗の営業自粛、人々の外出自粛など、売上への影響が避けられない状況である。また、マスク着用の常態化により口紅消費が減少するなど、懸念は尽きない。もちろん、スキンケアや香水など、前年に比べ売上が増加するなど、化粧品購買行動が変化する動きも見られるが、まだまだ予断を許さない状況だ。

こうした環境の中、化粧品事業を中心にビジネスと展開するフォーシーズホールディングスが野心的ともとれる成長戦略をこのタイミングで発表したことに注目、同社代表であられる天童淑巳社長に東京本社でお会いし、ディスカッションを試みる機会をいただいた。

ディスカッションを行うことで、当初野心的と捉えていた同社の成長戦略は、むしろ確信的ととれる部分も多いと判断した。また、天童社長の考えを直接お聞きし、さらにこれから放たれる二の矢、三の矢の可能性に大いに期待したいと考えた。

コロナに負けない、むしろコロナをチャンスに変えようと奮闘する同社をさらに詳しくレポートしたい。

4Cs Holdings



■ **Mission** ミッション

はずむライフスタイルを提供し、人々を幸せにする。

■ **Vision** ビジョン

顧客を創造し、その顧客を大切にすることが社会貢献につながると、わたくしたちは考えています。この社名の由来である「4つのC」をロゴマークとしてシンボル化し、「4つのC」で無限（∞）を表現。お客様と社会に無限の可能性を提供することを表しています。

Customer（カスタマー）――― 顧客
Creation（クリエーション）――― 創造
Cherish（チェリッシュ）――― 大切にする
Contribution（コントリビューション）――― 貢献

経営課題分析

1）会社概要・事業内容について

純粋持ち株会社である株式会社フォーシーズホールディングスと、子会社３社 (2020 年 6 月現在) から成る企業グループ。事業セグメントは、化粧品・健康食品を中心とした通信販売である「コミュニケーション・セールス事業」、角質ケア製品、入浴剤、基礎化粧品等の卸売業である「化粧品卸事業」、そして、検査機器等の販売、サービスを手がける「衛生コンサルティング事業」の三事業となっている。

2）コミュニケーション・セールス事業の長期低迷

化粧品・健康食品を中心とした通信販売を手がける同事業は、同社業績全体として 4 期連続で減益基調、うち前期は赤字に転落を余儀なくされた主要因となっている。直近（2020 年 9 月期第二四半期）の同事業は、売上高 569,927 千円（前年同四半期比 11.6% 減）、セグメント損失 175,842 千円（前年同四半期はセグメント損失 173,335 千円）という予想を下回る結果で着地した。

3）国内市場への依存

角質ケア製品、入浴剤、基礎化粧品等の卸売業である化粧品卸事業は、成長著しい海外マーケット進出への遅れにより、同社業績全体を支えるまでに至っていない。直近業績は黒字を維持しているものの、インバウンド需要の低迷、コロナによるドラッグストア等の小売店閉鎖など、予断を許さない状況と言える。

4）営業活動自粛を余儀なくされる衛生コンサルティング事業

世界中の人が首都圏に集まる「東京オリンピック・パラリンピック」を照準に、世界中で採用されている衛生管理の手法である HACCP（ハサップ）が 2020 年 6 月より制度化された。HACCP は「Hazard Analysis and Critical Control Point」の略称。食品の危害分析・重要管理点方式のことを言う。制度化により、飲食店では HACCP の実施が義務化されることとなり、ビジネスチャンスの拡大に期待が持てたが、コロナにより飲食店の営業停止、セミナーや展示会の全面中止により、営業活動自体を自粛せざるを得ない状況が続いている。

確度の高い部分も多い成長戦略の内容

こうした現状を考慮すると、直近過去最高であった売上を大きく上回る成長戦略の策定は、あまりにも野心的だ。しかし、各事業をセグメント毎に精査していくと、上記経営課題分析で取り上げた多くの分野を解消できる目処が立っていることに気づかされる。

1）コミュニケーション・セールス事業

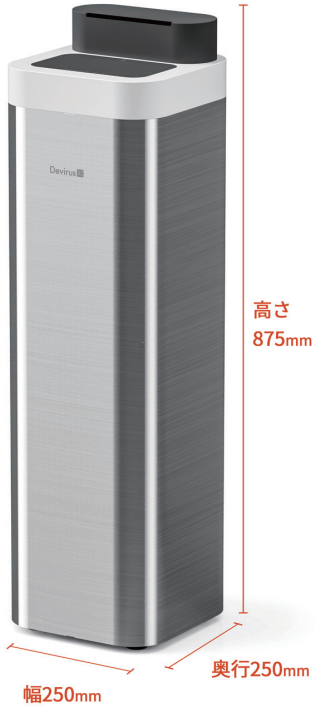
テレマーケティングで成長してきた会社が土台となっていたことから、従来型の電話オペレーターの個人的スキルに依存した非効率な営業体制が続いていた。しかし、現在はネット販売、WEB マーケティング強化により、コールセンター売上：WEB 売上比率は、9：1 から 5：5 へと変化しようとしている。これにより新規獲得コストが減少するだけでなく、意欲的なマーケティングにより、WEB 営業だけを取り出せば、直近業績においても新規顧客の獲得と売上高は前年を上回って推移している。2020 年 3 月には、医薬部外品のオールインワン アイテムで奏功していたブランド「ANYTHING WHITE」の事業譲受を完了、さらなるラインアップの拡大を伴い、赤字脱却への足がかりを掴みはじめている。

2）化粧品卸事業

成長著しい海外マーケット進出への遅れが、結果として今後の利益成長へと寄与する可能性が出てきた。海外市場は、資生堂などのラグジュアリーブランドとは競合せず、ボリュームゾーンへの展開を考えている。計画・進捗していた案件がコロナによってペンディングとなるも、国内市場に依存していた同セグメントに海外売上、または海外企業の M&A が加わることで、黒字改善から利益の柱となることも十分予想できる。

3）衛生コンサルティング事業

本来であれば今年 6 月より飲食店へ本格的に導入が決まったであろう、4 月より販売を開始している「空間除菌デバイス DevirusAC（デヴィルスエーシー）」。確かにコロナによって当初の予想よりは大幅に遅れてはいるものの、除菌に対する市場における意識の高まりから、病院等での採用が決まっている。同製品は、空間除菌剤である亜塩素酸水を微細なミストにして空間噴霧することにより、空間に浮遊するウイルスや細菌・カビなどを除菌する画期的な空間除菌デバイスだ。昨今話題となることが多い次亜塩素酸、アルコールと比較すると、優位性が際立つ。1 台当たり 148,000 円（税別）とリーズナブルな金額であることから導入しやすく、除菌剤の購入が必要となるため、安定したストックビジネスの展開が可能となる。



（図表２）

次亜塩素酸 Na・アルコールとの比較

食品添加物として厚生労働省から認められ、安心安全の除菌剤 ※1。

特性の比較	亜塩素酸水	次亜塩素酸Na	アルコール
除菌効果	○ ノロに効果あり	○ ノロに効果あり	△ ノロに効果なし
手肌への優しさ	○ 刺激性なし	× 刺激性あり	△ 刺激性多少あり
ヌメリ除去	○ 除去力あり	○ 除去力あり	× 除去力なし
残留性	○ 水になり残留性なし	× 洗い流す必要あり	○ 揮発し残留性なし
安全性	○ 刺激性なし	× 刺激性あり	△ 刺激性多少あり
保存性	△ 経時的変化あり（1年程度）	△ 経時的変化あり（30日程度）	△ 保存条件あり
ランニングコスト※2	○ アルコールより安い	○ 安い	○ 安い
可燃性	○ 可燃性なし	○ 可燃性なし	× 可燃性あり
臭い	○ ほとんど無臭	× 強い塩素臭	△ アルコール臭

※1 ●平成25年2月1日づけで厚生労働省医薬食品局食品安全部長により、食品衛生法（昭和22年法律第233号）第10条の規定に基づき、亜塩素酸水を省令別表1に追加されました。●亜塩素酸は、経済産業省、厚生労働省及び環境省により、最も危険性が少ない化学物質である易分解性で、しかも人の健康を損なうおそれがなく、動植物の生息や生育に支障を及ぼすおそがないと判定されています。
※2 ●原液1Lを40倍に希釈して使用。（5,800円／L÷40＝145円／L）

空間除菌デバイス DevirusAC　HP より

二の矢、三の矢が放たれることへの期待

WEB 営業、海外展開など、テコ入れが進んだ大きな要因は、昨年就任したプロ経営者天童淑巳社長によるところが大きい。天童社長はベンチャー・リンクに入社後、ハウスドゥ（証券コード：3457）のフランチャイズ化を成功に導いた立役者の一人。売買仲介を主としたフランチャイズは当時存在しておらず、不動産業界への知見もなかったにも関わらず、業界ニーズを汲み取り上場企業へと成長する同社の基盤を作り上げた点に注目したい。

天童社長は、「薄毛対策、ダイエット、バストアップ、美白、口臭、児童の成長促進等、いわゆるコンプレックス解消ビジネス分野に勝機がある」と語る。具体的に、現在すでに白髪染めをテーマにフランチャイズ化を推進する新規事業開発に取り組み始めている。緒についたばかりではあるが、今後の展開次第では飛躍する可能性を十分に秘めている。

そして、同社はすでに第三者割当増資による 10 億円の資金調達を完了、資金面からも攻めの姿勢が整っている。投資家は、雌伏して二の矢・三の矢が放たれる時を待つことが可能となったと考えられる。

業績動向ならびに株価バリュエーション

1）赤字幅縮小も黒字化は来期以降へ持ち越し

2020 年 9 月期の業績予想について、2019 年 9 月期決算短信で公表されている黒字転換予想は達成できないものと考える。コロナの影響を鑑み、黒字化は早くて来年度、場合によっては再来年度にまでずれ込む可能性は否定できない。

しかし、これまで述べてきたように、同社のポテンシャルを考慮すれば、赤字の継続が即同社への魅力を削ぐことには繋がらないと考える。むしろ、コロナという未曾有の危機に対して、現状に対して取ることができる施策により、売上増、利益率向上は十分に見込める。また、豊富な資金をテコに二の矢、三の矢を放つ可能性を鑑み、同社が描く 2023 年の売上高 55 億円目標は、達成が可能な数値と考える。売上高 55 億円に対する営業利益は 4 億円を予想する。

2）1,500 円を目標株価に設定、新規カバレッジを開始

コロナによって赤字を余儀なくされた会社への評価は、従来の株価収益率（PER）等では単純に考えることはできない。未だ収束が見えないコロナの影響に対し、同社が打ち勝ったことが明らかになるタイミングで、時価総額 250 億円へと階段を駆け上がる可能性がある。

とはいえ、売上高 55 億円に対する営業利益 4 億円達成時点では、目標株価は時価総額 100 億円前後となる、株価 1,500 円が妥当と考える。今後、目標株価に関しては、売上高の目標達成、新規事業開発・M&A の成否など、同社の業績推移をつぶさに観察し機動的に対応していきたいと考える。

（１）四半期連結貸借対照表

（単位：千円）

	前連結会計年度 （2019年９月30日）	当第２四半期連結会計期間 （2020年３月31日）
資産の部		
流動資産		
現金及び預金	1,451,925	1,312,128
売掛金	154,506	103,360
商品及び製品	327,711	328,670
原材料及び貯蔵品	25,909	37,272
その他	136,150	42,383
貸倒引当金	△7	△14
流動資産合計	2,096,196	1,823,799
固定資産		
有形固定資産	23,360	34,148
無形固定資産		
のれん	81,014	88,059
顧客関連資産	300,192	283,038
その他	23,238	26,221
無形固定資産合計	404,444	397,318
投資その他の資産	56,137	45,157
固定資産合計	483,942	476,624
資産合計	2,580,139	2,300,423
負債の部		
流動負債		
買掛金	57,340	50,808
短期借入金	450,000	400,000
1年内返済予定の長期借入金	332,948	312,948
未払法人税等	9,667	9,393
賞与引当金	6,500	8,603
返品調整引当金	2,346	6,091
ポイント引当金	4,770	4,208
株主優待引当金	48,630	7,830
その他	140,027	202,919
流動負債合計	1,052,231	1,002,803
固定負債		
長期借入金	394,914	343,440
繰延税金負債	76,699	83,508
資産除去債務	17,250	17,274
その他	1,691	760
固定負債合計	490,556	444,983
負債合計	1,542,787	1,447,787
純資産の部		
株主資本		
資本金	882,788	882,788
資本剰余金	349,152	349,152
利益剰余金	△139,855	△324,085
自己株式	△60,244	△60,313
株主資本合計	1,031,840	847,542
新株予約権	5,511	5,093
純資産合計	1,037,351	852,636
負債純資産合計	2,580,139	2,300,423

（２）四半期連結損益計算書及び四半期連結包括利益計算書

四半期連結損益計算書

第２四半期連結累計期間

（単位：千円）

	前第２四半期連結累計期間 （自 2018年10月１日 至 2019年３月31日）	当第２四半期連結累計期間 （自 2019年10月１日 至 2020年３月31日）
売上高	939,811	907,598
売上原価	219,355	231,295
売上総利益	720,455	676,302
返品調整引当金戻入額	24,063	2,346
返品調整引当金繰入額	2,735	6,091
差引売上総利益	741,783	672,558
販売費及び一般管理費	909,475	839,240
営業損失（△）	△167,691	△166,682
営業外収益		
受取利息	23	17
受取賠償金	875	83
解約返戻金	1,122	―
その他	338	544
営業外収益合計	2,361	645
営業外費用		
支払利息	7,021	6,093
その他	103	276
営業外費用合計	7,124	6,369
経常損失（△）	△172,455	△172,406
特別利益		
新株予約権戻入益	240	417
特別利益合計	240	417
特別損失		
減損損失	10,029	―
その他	983	―
特別損失合計	11,013	―
税金等調整前四半期純損失（△）	△183,228	△171,989
法人税、住民税及び事業税	1,348	4,265
法人税等調整額	14,469	6,808
法人税等合計	15,818	11,074
四半期純損失（△）	△199,046	△183,063
非支配株主に帰属する四半期純損失（△）	―	△100
親会社株主に帰属する四半期純損失（△）	△199,046	△182,963

四半期連結包括利益計算書
第２四半期連結累計期間

（単位：千円）

	前第２四半期連結累計期間 （自 2018年10月１日 至 2019年３月31日）	当第２四半期連結累計期間 （自 2019年10月１日 至 2020年３月31日）
四半期純損失（△）	△199,046	△183,063
四半期包括利益	△199,046	△183,063
（内訳）		
親会社株主に係る四半期包括利益	△199,046	△182,963
非支配株主に係る四半期包括利益	―	△100

ディスクレーマー

注意事項

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようにお願いいたします。

本レポートは、当社（スターリング証券株式会社）が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、当社は何ら責任を負うものではありません。

本レポートは、当社より対象会社を指定して、当社が指定するアナリストに、当該アナリスト・レポートの作成を依頼、アナリスト・レポート作成に当たっては対価が支払われています。また、当社のグループ会社が当該アナリスト・レポートの対象会社の株式を保有しているため、利益相反のおそれがあります。当社は法令順守に関する方針および手続き、情報管理、社員教育を通じてリサーチ資料の作成に関わる利益相反を管理しています。

本レポート作成にあたり、当社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、当社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものです。その後の経営環境の変化により、状況が変わっている可能性があり、今後予告なく変更されることがあります。

本レポートの著作権は、当社に属しております。そのため本レポートの情報について、当社の承諾を得ずに 複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。