

2024年6月18日

業種 小売業

## ZOZO（東証プライム-3092）

～暖冬など厳しい気候条件でZOZOTOWNは計画未達もYahoo!ショッピングは大幅増～

## 【業績動向】

[24/3期 通期]

24/3期通期業績は商品取扱高5,369億円(前期比7.1%増)と会社計画を若干上回る着地。暖冬や春の遅れなど厳しい気候条件が続いた影響でZOZOTOWN事業は計画未達も、Yahoo!ショッピングは大型プロモーションの反響で計画を大きく上回った。営業利益は600億円(同6.5%増)と計画を僅かに上回った、物流拠点増加に伴い賃借料や減価償却費が増加も、出荷単価の上昇に伴う配送費用の低減と広告宣伝費のコスト管理が奏功した。25/3期通期業績予想は、商品取扱高5,722億円(同6.6%増)、営業利益642億円(同6.9%増)と増収増益の見通し。SHEINなど競合サイトが若年層をターゲットに成長しているため、ZOZOも従来18歳以上であったターゲット年齢を15歳以上に引き下げ様々なプロモーションを行った結果、女性10代後半の認知拡大と新規顧客の獲得が進んでいる。ZOZOコスメの商品取扱高の目標は130億円程度、またコスメに次ぐ新しいカテゴリー拡張に向けて準備中。

## 【会社概要】

1995年にミュージシャンだった前社長の前澤友作氏が輸入レコード・CDのカタログ通販で創業。2000年に株式会社化し前澤氏は会社経営に専念、ファッションオンラインショップを開始。2004年、インターネットファッション通販サイト「ZOZOTOWN」運営を開始。インターネット専業のファッション通信販売としては日本最大級。2019年に前澤氏が経営から退き、Zホールディングスの公開買付で同社の子会社化。2022年東証プライム市場に移行。

主要指標		3092			
2024年6月17日	現在				
・ 株価	: 3,816 円	・ 予想ROE	: 49.61 %	・ 発行済株式数	: 300,474 千株
・ 時価総額	: 11,466 億円	・ 予想配当	: 106.88 円		
・ 今期予想PER	: 24.92 倍	・ 予想配当利回り	: 2.80 %	・ 売買単位	: 100 株
・ 実績PBR	: 13.53 倍	・ 予想配当性向	: 69.80 %		

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期連結)		3092									
単位: 百万円、円、%		ZOZO									
決算期		売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/03		183,423	10.4	56,421	13.6	56,716	14.2	39,526	14.6	131.83	65.0
2024/03		197,016	7.4	60,079	6.5	59,764	5.4	44,341	12.2	148.19	104.0
2025/03	会社予想	214,400	8.8	64,200	6.9	64,200	7.4	45,200	1.9	152.21	107.0
2025/03	コンセンサス予想	213,738	8.5	64,870	8.0	64,567	8.0	45,674	3.0	153.13	106.9
2026/03	コンセンサス予想	228,086	6.7	70,246	8.3	69,077	7.0	49,480	8.3	167.36	115.3
2027/03	コンセンサス予想	241,635	5.9	75,123	6.9	73,380	6.2	51,725	4.5	177.79	123.4

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

## 利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【ビジネスモデルの特徴】

日本最大級のファッション通販サイト「ZOZOTOWN」を運営している。ZOZOTOWNとは「想像(SOZO)と創造(SOZO)の行き交う街」という意味を込めている。ターゲット顧客層は10代後半から30代前半の男女で、アクティブ会員の平均年齢は34.4才、男女比は女性70%、男性30%。出店ショップ数は1,595店、取り扱いブランド数は9,109、年間の商品取扱高は4,647億円である。同社ビジネスモデルの最大の特徴はZOZOTOWNの受託ショップ事業である。これはアパレルメーカーがZOZOTOWNにテナント形式でオンラインショップを出店し、同社は商品を受託在庫として預かり受託販売を行う。同社は自社物流拠点で荷受、採寸、写真撮影、梱包、発送までの一連の運営管理を自社開発システムで行い、即日発送も可能としている。受託販売形式のため在庫リスクが発生せず、販売された商品の手数料を受託販売手数料として売上高に計上している。受託ショップ事業はショップ数1,566店、商品取扱高の77.0%を占めている。

同社が自社で商品を仕入れて在庫を持ちZOZOTOWNで販売を行う「買取ショップ事業」もあるが、在庫リスクを減らすため受託ショップへと切替えを進め売上高は減少傾向にある。買取ショップ事業のショップ数は29店、商品取扱高の0.8%。2019年に親会社Zホールディング傘下のヤフーが運営するYahoo!ショッピングに出店、ファッションカテゴリ以外からの買い回りも期待し、幅広いユーザー層の獲得を狙う。LINEヤフーコマースの商品取扱高の構成比は10.1%。またアパレルメーカーによる自社EC事業の運営管理を請け負うBtoB事業も行っており、32件の運営を支援している。近年ではZOZOTOWN及びWEARのユーザー基盤を活用した広告事業も手掛けている。（数値は24年3月期末時点）

## 【リスク要因】

システムトラブル、外部からサーバーへの不正アクセスによる顧客の個人情報流出が起きた場合、通販サイトの取引停止だけでなく訴訟や損害賠償、社会的信用の低下を招くリスクがある。また増税や物価上昇、天候不順による消費減退、消費者の嗜好変化による販売低下のリスクがある。

## 【セグメント情報】

同社グループは、EC事業の単一セグメントであるため、決算短信への記載を省略している。

## 【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

ZOZO		3092		2024年6月17日	
実績PBR	:	13.53 倍	現株価	:	3,816 円
Fモデルによる妥当PBR	:	7.94 倍	Fモデルによる理論株価	:	2,240 円
			現株価との乖離	:	-41.3 %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位: 百万円										
3092										
Z O Z O										
	2023年3月					2024年3月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	42,590	41,177	52,700	46,956	183,423	45,871	44,346	57,351	49,448	197,016
前年同期比	9.6%	10.3%	10.8%	10.7%	10.4%	7.7%	7.7%	8.8%	5.3%	7.4%
営業利益	14,312	12,898	17,425	11,786	56,421	15,862	13,069	16,767	14,381	60,079
前年同期比	13.7%	15.2%	16.3%	8.4%	13.6%	10.8%	1.3%	-3.8%	22.0%	6.5%
経常利益	14,296	13,137	17,439	11,844	56,716	15,943	13,161	16,802	13,858	59,764
前年同期比	14.1%	17.0%	16.3%	8.7%	14.2%	11.5%	0.2%	-3.7%	17.0%	5.4%
純利益	9,960	9,107	12,146	8,313	39,526	11,204	9,110	12,156	11,871	44,341
前年同期比	14.1%	16.6%	20.1%	6.0%	14.6%	12.5%	0.0%	0.1%	42.8%	12.2%
売上高営業利益率	33.6%	31.3%	33.1%	25.1%	30.8%	34.6%	29.5%	29.2%	29.1%	30.5%
自己資本比率	45.3%	49.2%	47.5%	49.2%	-	52.2%	53.8%	48.7%	52.4%	-
純資産	54,391	63,707	68,507	76,693	-	75,794	85,326	77,285	84,744	-
総資産	119,810	129,142	143,760	155,742	-	144,854	158,452	158,558	161,862	-

データ出所: アイフィスジャパン

## 【過去の業績動向】

## [24/3期 第2四半期]

24/3期2Q(7-9月)業績は、夏の酷暑や残暑の影響を受けて商品取扱高は1,183億円(前年同期比6.1%増)と、会社計画を若干下回る着地。夏休み期間は想定以上に外出が増加し、コロナ禍であったECへの追い風とは逆の動きが起きた。また猛烈な残暑の影響を受け、2Q後半から販売を開始した秋冬モノ商材の初動はかなり鈍かった。営業利益は130億円(同1.3%増)とコスト低減で計画を上回る進捗。なお3Q(10-12月)に入ると、一気に気温が低下するタイミングがあり、秋冬アイテムの需要も追いつきつつある。資本コストや株価を意識した経営を実現するため、余剰資金を株主に還元する方針を発表。今後は自己株式取得を含めた総還元性向を概ね5年平均で80%超、また配当性向は現状の50%から70%に引き上げる。このため配当予想の修正を発表、1株あたりの年間配当金は従来予想から27円増額の98円に引き上げた。

## [23/3期 通期]

23/3期通期業績は、ZOZOTOWN事業が好調に推移しの商品取扱高は5,443億円(前期比7.0%増)、社員増や物流コストの増加をこなして営業利益は564億円(同13.6%増)と、ともに会社計画を上回る着地。24/3期通期業績予想は商品取扱高5,352億円(同6.7%増)、営業利益600億円(同6.3%増)の見通し。ZOZOTOWNは集客施策を引き続き実施し同8.0%増の見通し。YahooショッピングはZホールディングスの販促計画の変更で、無理にコストを使って商品取扱高を伸ばすのではなく健全な成長を目指すこととなり、横ばいの見通し。ZOZOのアクティブ会員数は現在約1,100万人で、幅広い層への取り組みで将来的に1,500万人へ拡大を目指す。またZOZO会員のファッション購買におけるZOZOの利用率は現在20%程度だがこれを25%へと購買頻度に引き上げることで、将来の商品取扱高は8,000億円のポテンシャルがあると会社では考えている。

## [23/3期 第2四半期]

23/3期2Q(7-9月)の商品取扱高は1,115億円(前年同期比9.0%増)と伸びが続く。9月上旬から中旬にかけての気温低下で一時苦戦も、1Q(4-6月)に上海ロックダウンの影響で入荷遅延が発生し在庫量が減少していたが2Qに入り回復、サイト訪問客および購入状況も良好に推移。利益面では、集客費用や販促費用が増加も、商品取扱高の成長による粗利益の増加で営業利益は128億円(同15.2%増)と会社想定を上回る着地。ZOZOTOWNに出店しているブランド側が設定する商品の定価は為替の影響もあり同3~5%程度値上がりする傾向にある。ただ出荷単価も同3%上昇とユーザ側がついてきており、上代の上昇による事業へのマイナス影響は見られない。新たな経営戦略「ワクワクできる『似合う』を届ける」を発表、「似合う」に

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

こだわったサービスを展開する計画。この一環として今後Zozotownの実店舗を都内に展開することを示唆。

#### [23/3期 第1四半期]

新型コロナ感染拡大の落ち着きに伴う外出機会の増加ならびに洋服への需要の増加でオフラインを中心にアパレル業界は活気づいた。23/3期1Q(4-6月)の商品取扱高は1,159億円(前年同期比8.7%増)と1Qとして過去最高を更新。Zozotown・PAYPAYモールともサイト訪問者・購入状況は良好に推移した。Zozotownは5月や夏のセールイベントにTVCMを放送して集客を強化、商品取扱高(受託販売)は968億円(同10.8%増)。PAYPAYモールもヤフーによる積極的な販促の効果があり商品取扱高は112億円(同14.5%増)。営業利益は143億円(同13.7%増)と1Q決算として最高益を更新。ポイント等を利用した販促コストが増加も、商品取扱高の成長に伴う粗利の増加や、物流拠点の作業効率改善による物流関連費など変動費の低減でこなしした。

#### [22/3期 通期]

22/3期通期の商品取扱高は4,621億円(前期比13.3%増)と過去最高を更新。各四半期とも前年同期比10%以上の成長が続き集客施策・販売施策とも効果を発揮、さらにブランドからの積極的な在庫投入が継続した効果もあった。営業利益は496億円(前期比12.5%増)、TVCMやポイント販促などコスト増加も、物流関連費の改善や商品取引高の成長に伴う粗利増加、広告事業の伸長でこなしした。23/3期通期業績は、商品取引高は4,958億円(同7.3%増)の予想。Paypay経済圏の拡大でPaypayモールが同29.1%増と高い成長を見込む。Zozotown(受託販売)は同7.8%増、特にコスメのクロスセルに期待。一方で他社ブランドの自社ECサイト運営受託のBtoB事業ではユニテッドアローズが離脱する。利益面では、営業利益は515億円(同3.7%増)と伸び率が低下する見通し。新物流拠点の本格稼働に向けた設備投資や従業員増、またシステム投資やプロモーション活動などが利益を押し下げ。

#### [22/3期 第2四半期]

22/3期2Q(7-9月)の商品取扱高は1,023億円(前年同期比13.5%増)。東京オリンピック開催以降、一時的にサイトへの訪問客数が減少するも順調に推移した。営業利益は112億円(同18.1%増)、商品取扱高の伸びや広告事業の成長に伴う粗利益の増加に加え、物流関連費や代金回収手数料などのコストを低減できた。買う以外のZozotownへのトラフィックを増やす試みとして、OMO(店舗受け取り)サービスの「ZOZOMO」を開始。Zozotown上にブランド実店舗の在庫やスタッフのコーディネート・プロモーションなどの情報を展開し、実店舗への送客する。実店舗で手に取って購入したい顧客層をZozotownに取り込むことを狙う。UNITED ARROWS、SHIPS、nano・universeなどが11月より順次開始。利用率を高めるため当面は無料で提供するが、将来的には送客して来店履歴が確認できたタイミングでブランドに対してアフィリエイトフィーを売上高を計上する。

### 「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [ \text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率} ] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。

負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

#### 本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>