

花王 (4452)

投資判断: 買い

目標株価: 7,200円 → 8,200円

これからの時代、花王はもっと世界に近づく

株価 (6月13日) **¥6,871**
目標株価との乖離 +19%

連結主要データ (予想はみずほ証券)

時価総額 (十億円)	3,401.15
発行済株式数 (百万株)	495.00
潜在株式数 (百万株)	-
1日出来高 (千株: 月平均)	2,113.29
外国人持株比率 (%、16/12)	44.0
配当 (円、17/12予想)	108.0
配当利回り (%、17/12予想)	1.6
配当性向 (%、17/12予想)	37.7
自己資本比率 (%、17/12予想)	52.0
BPS (円、17/12予想)	1,430.6
PBR (倍、17/12予想)	4.8
ROE (%、17/12予想 当期利益ベース)	20.4
ROA (%、17/12予想 税引前利益ベース)	15.4

(注) 発行済株式数には自己株式を含む

売上・利益の割合 (16/12 期実績)

セグメント	売上	営業利益
コンシューマープロダクツ	40%	28%
事業・ビューティケア事業		
コンシューマープロダクツ	23%	42%
事業・ファブリック&ホーム		
ケミカル事業	18%	16%
コンシューマープロダクツ	18%	14%
事業・ヒューマンヘルスケア		

(注) 構成比は連結消去前

株価/相対株価

シニアアナリスト 佐藤 和佳子
+81 3 6202 8281 wakako.sato@mizuho-sc.com

注目点

花王の現在の成長力は、世界の日用品市場の変化を的確に捉えたものであり、今後も継続的な利益成長が実現できると我々は考えている。グローバル企業と戦う当社はまだ割安であり、投資判断は「買い」を継続する。世界の日用品市場はEC市場の拡大と消費者の多様化で大きな変革時期を迎えている。その波はP&Gの牙城であった北米でさえ、大手寡占を許さない市場に変化させつつある。花王は消費者の多様化とB2C時代への対応を加速させ、内外でヒット製品を創出している。新興国での紙おむつ事業の高成長に加え、最近では北米のフェイシャルクレンザー市場で「ビオレ」がシェア2位に浮上したのもその成果であろう。本レポートでは、世界の日用品企業の潮流を紹介し、グローバル企業間の競争の変化を分析している。

投資判断とバリュエーション

新目標株価は、みずほ証券18/12期(従来は17/12期)予想を基に、EV/EBITDA倍率約13.5倍(同約12倍)を用いて算出している。バリュエーションはユニリーバから0.8pt(同約0.6pt)ディスカウントしている。詳細は後述。

業績動向

17/12期の売上高はIFRSや販売価格改定などの変更があるため、表面上増収率が従来より低下しているが、実質的な動きは本文をご覧ください。営業利益水準は、我々は従来通りの予想を継続しており会社計画を上回るとみている。17/12期から20/12期までの新中計はスタートしたものの、会社側の詳細な戦略はまだ全て見えていない。我々の予想は18/12期以降は、ほとんどのカテゴリーで市場平均並みの増収率しか加味していない。会社計画のCAGR+5%以下であり、決して高くはない前提である。

カタリスト/リスク

会社側が従来から述べているM&A、新領域、新たな地域への参入など具体策がでてくれば、増収率の上昇が期待され、業績のアップサイドポテンシャルも高まるものと我々は考えている。

連結業績		株価 ¥6,871 (6月13日)							52週株価高安 ¥7,178~¥4,888			
決算期	IFRS基準	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	税前利益 (百万円)	前年比 (%)	当期利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	EV/EBITDA (倍)
2015/12		1,474,550	-	167,318	-	166,038	-	105,196	-	209.8	-	-
2016/12		1,457,610	-1.1	185,571	10.9	183,430	10.5	126,551	20.3	253.4	-	-
2017/12	会社予	1,470,000	0.9	200,000	7.8	199,000	8.5	138,000	9.0	280.0	24.5	-
	新予	1,461,000	0.2	210,000	13.2	209,000	13.9	142,500	12.6	286.5	24.0	12.2
	旧予	1,573,000	7.9	210,000	13.2	208,800	13.8	136,800	8.1	277.1	-	-
	*コンセンサス	1,491,825	-	202,886	-	202,038	-	138,819	-	280.9	-	-
2018/12	新予	1,521,000	4.1	226,000	7.6	225,000	7.7	153,500	7.7	307.7	22.3	11.4
	旧予	1,640,000	4.3	226,000	7.6	224,800	7.7	147,800	8.0	302.8	-	-
	*コンセンサス	1,544,883	-	217,907	-	217,692	-	149,265	-	303.5	-	-
2019/12	新予	1,582,000	4.0	238,000	5.3	237,000	5.3	162,500	5.9	329.9	20.8	10.6

* コンセンサス出所: IFRS(6月13日付14社)但し、データ提供社数が5社未満の場合は表示致していません。なお、業績に係る会社側発表直後には表示されないことがあります。
* 会社予想EPSが公表されていない場合には、会社予想当期利益とみずほ証券予想の発行済株式数から会社予想EPSを計算しています。

バリュエーション

グローバル企業と比較する

我々はトイレタリーセクターのバリュエーションにグローバル同業種比較を採用している。従来のバリュエーションはユニリーバの EV/EBITDA 倍率(前回時 12.6 倍)に近い水準の約 12 倍を適用していた。現在は世界的に当セクターのバリュエーションは切り上がり、ユニリーバの 2 期目バリュエーションも 14.3 倍となっているため、花王に対する適用倍率も引き上げ約 13.5 倍を採用することとした。従前よりディスカウントを拡大し 0.8pt 見ているのは、花王のバリュエーションがヒストリカルに見て P&G には届かないであろうことを意識したことや、ユニリーバの株価には事業再編期待が高く含まれていると見ているためである。これらを基に新目標株価は、みずほ証券 18/12 期(従来は 17/12 期)予想に対し EV/EBITDA 倍率約 13.5 倍(従来は約 12 倍)を適用し、8,200 円と算出した。決算期を越えたこともあり、基準年度を 1 年後に変更している。

ユニリーバと P&G のバリュエーションが逆転

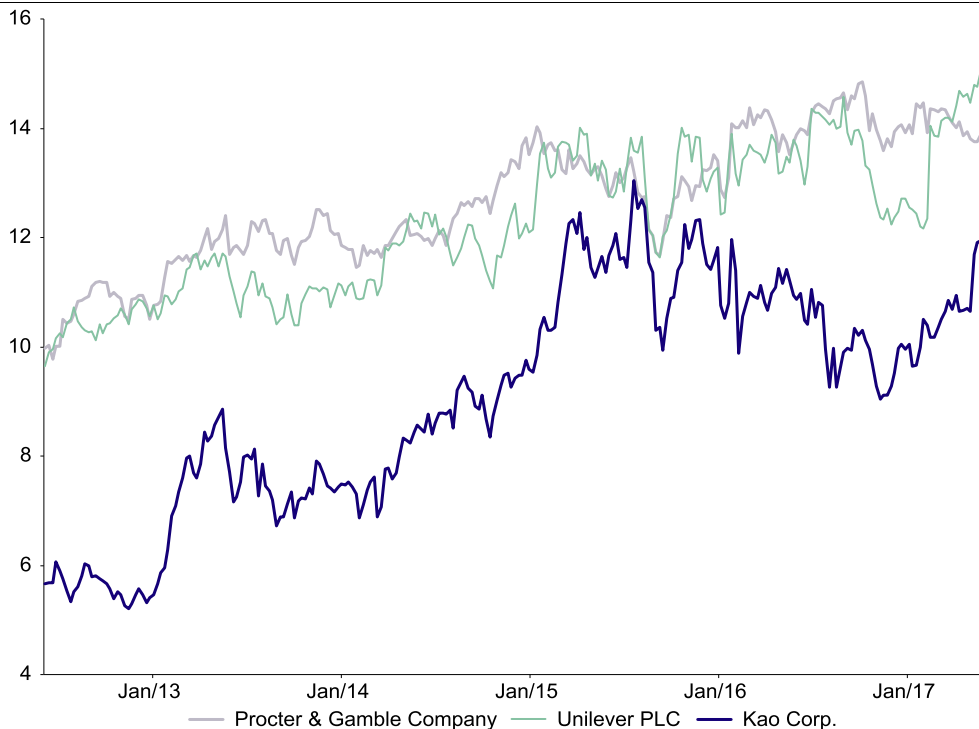
ここ数カ月、ユニリーバと P&G のバリュエーションの逆転が見られている。化粧品と同様、日用品企業も世界的にバリュエーションの上昇が見られるが、日用品の上昇度合いは一律ではない。P&G のバリュエーションの上昇が緩やかなのは、後述するように、新興国ばかりでなく、これまで牙城であった北米でも収益が不安定になっていることにあると思われる。

ユニリーバには事業再編期待も

一方、ユニリーバの株価の上昇には、クラフト・ハインツからの買収提案(後日、ユニリーバは拒否)以降、不採算事業の売却や M&A が加速するのではないかという、事業再編の期待が含まれているものとみられる。P&G を追い上げている事業があるという共通点でユニリーバ同様花王のバリュエーションも上昇すると思うものの、こうした事業再編期待は花王には当てはまらないためユニリーバのバリュエーションからのディスカウントを拡大させている。

図表 1. グローバル日用品企業の EV/EBITDA 倍率推移

(倍)



注: ファクトセットによる 12 カ月フォワードコンセンサス
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 2. バリュエーション

(百万ドル)

会社名	時価総額	当期利益		自己資本 FY0	EV/EBITDA(x)		PER(x)		PBR(x) FY0	ROE (%) FY1 E	
		FY1 E	FY2 E		FY1 E	FY2 E	FY1 E	FY2 E			
衛生用品											
ユニ・チャーム	日本	15,603	450	477	3,523	14.1	13.4	34.7	32.4	4.5	12.4
キンバリークラーク	米国	45,917	2,236	2,393	-102	12.6	12.0	20.5	19.2	-	-
ヘンガン	中国	8,274	512	550	2,105	10.3	9.6	16.1	15.0	3.9	22.0
日用品											
花王	日本	30,856	1,295	1,395	6,183	12.2	11.4	24.0	22.3	5.0	20.4
プロクター&ギャンブル	米国	225,223	9,839	10,515	53,972	14.4	14.0	22.9	21.4	4.2	17.1
コルゲート パルモリブ	米国	66,856	2,582	2,802	-243	16.0	15.0	25.9	23.9	-	-
クロロックス	米国	17,707	685	733	29,907	15.2	14.5	25.8	24.1	4.3	180.6
ユニリーバ	英・蘭	69,321	3,148	3,520	8,006	15.1	14.3	22.0	19.7	8.7	42.7
パイアスドルフ	ドイツ	26,766	951	1,023	5,797	16.4	14.9	28.2	26.2	4.6	14.5
化粧品、ラグジュアリー											
資生堂	日本	13,729	271	389	3,574	15.5	12.4	50.7	35.3	3.8	7.4
アモーレ パシフィック	韓国	16,606	507	632	2,914	17.0	13.9	32.7	26.3	5.7	14.4
エステローダー	米国	21,635	759	844	2,174	16.6	15.3	28.5	25.6	9.9	35.1
エイボン	米国	1,539	92	160	-852	6.0	5.3	16.8	9.6	-	-
ロレアル	フランス	117,366	4,364	4,661	27,405	16.8	15.7	26.9	25.2	4.3	15.2
LVMH モエヘネシー ルイヴィトン	フランス	129,503	5,415	5,956	29,907	12.0	10.9	23.9	21.7	4.3	16.5

注: FY0=直近終了年度, FY1=現在の年度, FY2=翌年度. 株価、為替は 6月 13日時点(1USドル 110.0円)、みずほカバレッジ銘柄以外の予想は IBES
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

世界の日用品企業の動向

まとめ

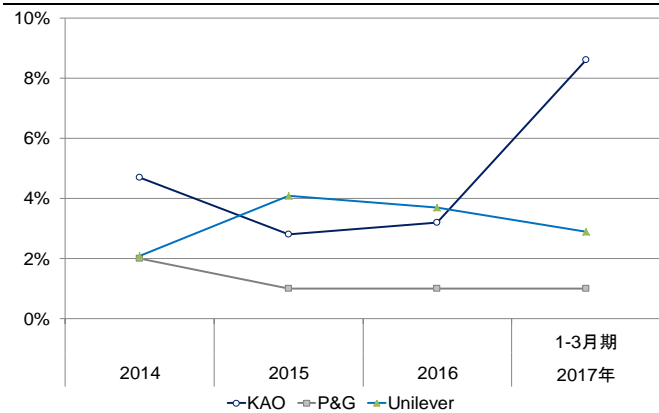
これから 10 年、花王がグローバル企業と差を縮める理由

先進国の日用品市場は今、ネット上の情報が溢れ、個人の嗜好性がより分散し、かつてほど大手日用品メーカーが扇動してマス市場を創り上げることが難しくなっている。逆に、個人の嗜好性の分散により細分化されたマス市場（花王は「スモールマス」、と呼ぶ）は、既存の寡占化された市場からシェアを奪う大きなチャンスになっている。大手の寡占と安定を長期に許容してきた北米市場すら、変動の時代を迎えている。マス市場の細分化は EC 市場の拡大とともに発生しやすく、北米市場ではユニリーバが EC 市場をベースとした日用品のニッチなカテゴリーの買収を加速させていることで、P&G が苦戦を強いられている。「スモールマス」を既に意識している花王も健闘しており、2017 年 1-3 月の北米市場で「ビオレ」がマスのフェイスクレンザーカテゴリーで 2 位にも浮上した。

B2C 時代への準備も万端

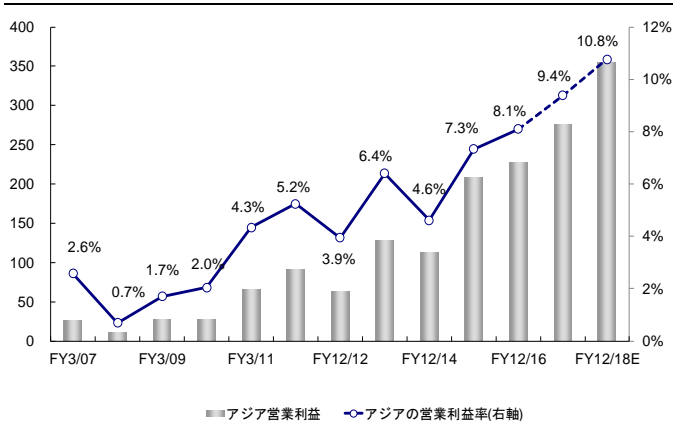
新興国、特にアジアではボーダレスに価値観が共有され、EC 市場の拡大とともに大きなシェア変動が起きた。後者においては花王がベビー用紙おむつ(以下、紙おむつ)で躍進を遂げているのは説明するまでもない。また EC 市場の拡大は、日用品企業と大手小売業との関係で Win-Win であれば成長した時代の終焉も告げている。日用品各社が現状の B2B での居心地の良さに甘んじ、B2C 時代への準備を怠れば、成長機会を逃すであろう。花王は従来から国内で直販制度を敷いていた優位性があり、B2C への関係を築き易く、この点でも先行している。こうした世界の日用品市場の潮流の変化は、今後のグローバル企業の成長率に変化をもたらし、欧米 2 巨頭と比べても花王が引けを取らない成長を継続できるチャンスを生んでいるものと我々は考えている。以下、議論する。

図表 3. 花王とグローバル企業の実質増収率の推移 (前期比)



注: 為替影響と M&A 等の影響を除いた実質前期比の会社公表値。花王とユニリーバは 12 月決算、P&G は 6 月決算
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 4. 花王のアジア事業の営業利益の推移 (億円)



注: 12/12 期は 9 カ月決算、15/12 期以降は IFRS、それ以前は日本会計によるものであるが補正はしていない、17/12 期以降の予想はみずほ証券
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

先進国における潮流、細分化されるマス市場

ユニリーバが再び、北米市場へ意欲を見せる背景

ユニリーバが米州での M&A を活発化させている。この欧州最大の日用品企業は、かつて北米市場で衣料用洗剤事業を売却した(2008 年)こともあり、当時、北米の日用品市場で P&G の牙城を崩すのは容易ではないことを我々に印象付けたものであった。ところが、近年 2016 年 7 月にダラーシェイブクラブ(髭剃り)、同年 10 月にセブンスジェネレーション(洗剤、紙おむつのオーガニックブランド)、2017 年 4 月に Sir Kensington's(オーガニック系調味料)を買収した。これは、日用品市場がこれまでの延長線上ではない、新たな時代に突入した象徴的な M&A であると我々は感じている。

市場を変化させるEC市場拡大と「スモールマス」

新たな変化の根底にあるのは、EC 市場の拡大、そして先進国における生活者の多様化である。消費者はネット上のあまりにも膨大な情報の中で多様化している。その多様化により、花王がよく口にする「スモールマス」の集団が生まれている。ユニリーバの買収した先述の 3 社は北米の EC 市場で、価値観を共有する熱狂的ファンを持つ。まさに「スモールマス」を狙ったブランドである。「スモールマス」の存在は、日本でもヘアケアの市場で中小企業のシャンプーが流行していることに象徴される。マスが細分化されるこの現象は、大手メーカーのテレビ CM のような大量広告による消費者の価値観の誘導を困難にし、市場の寡占化を崩すようになる。例えば P&G の牙城であった北米においても、これまでは参入が難しかった中小企業の市場参入を容易にしているのである。その時代を象徴するのがユニリーバの今日の動きであると我々は解釈している。

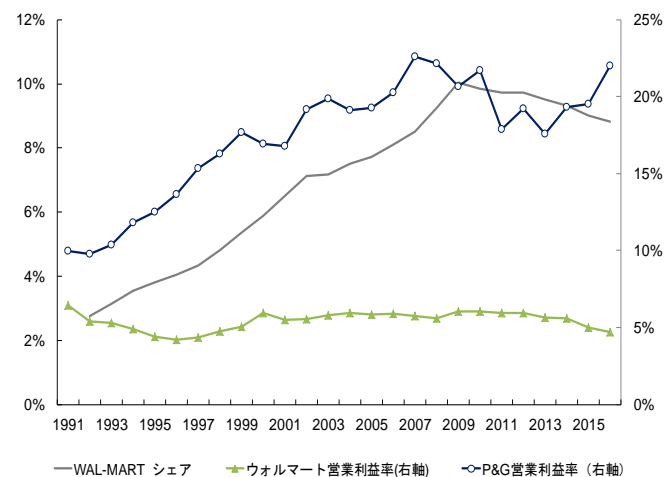
大手小売店とメーカーの Win-Win に頼れない時代へ

EC 市場と「スモールマス」市場の拡大は、メーカーと小売業の関係までも変化をもたらしている。これまでは、メーカーと消費者の間に小売店が必ず介在したため、小売店と Win-Win の関係を築くことが日用品市場における成長の大きな要素であった。しかし店舗型の小売業がシェアを伸ばし続ける時代が終焉した。具体的には、ウォルマートと P&G のポジティブな関係も崩れ始め、図表 5 のように P&G の利益率も伸び悩み始めている(16/6 期は、化粧品事業の売却により営業利益率が大きく改善している)。

M&A は新たなビジネスモデルのインキュベーションのため

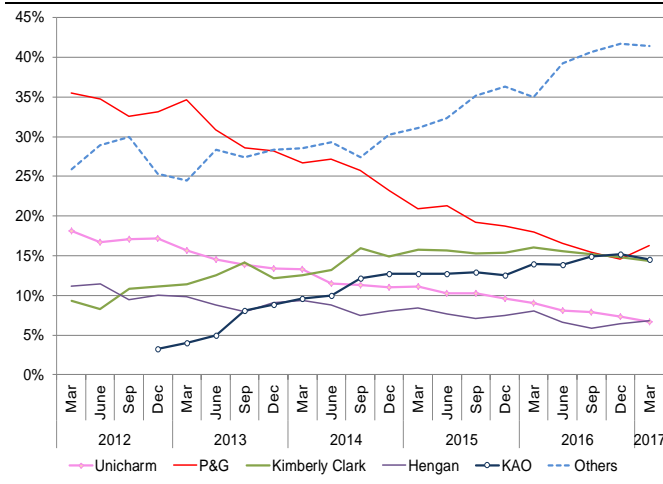
「スモールマス」の登場で規模の原理が以前ほど効きづらい現在では、伝統的日用品企業は自らが「スモールマス」に対応した製品を創りだすか、規模の原理がまだ効果を発揮するような流通網を探るか成長は継続しない。後者が見当たらないならば、「スモールマス」を創るか、現在のプラットフォームを拡大解釈した新たなインキュベーション(孵化の意味、事業を創出すること)を起こさなければいけないのである。ユニリーバの CEO は Bloomberg において、「革新的な企業は内部と同程度に外部に可能性を求めなければならない。」と述べ、M&A は新しいビジネスモデルのインキュベーションが目的であることを示している。

図表 5. ウォルマートのシェアとP&Gの営業利益率



出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 6. 中国ペーパー用紙おむつのシェア



出所: ユニ・チャーム

ボーダレス、そして憧れ感からトレードアップを誘うマス広告はまだ有効

アジアの潮流、EC 市場拡大とボーダレス

中国の紙おむつ市場にダイナミックなシェア変化をもたらしたのは、EC 市場とボーダレス消費に他ならない。長いデフレを耐え抜いてきた「安くて品質のいい」日本製品は軽々と海を越え、花王等に利益をもたらしてきた。中国の EC 市場の急速な拡大は、実店舗(欧米では EC 市場と対比して brick and mortar retail stores と呼ばれる)でシェアの高い既存企業を苦しめることになり、大手小売業と Win-Win であれば成長する状況を覆した。その

点では欧米市場と同じである。ただし、新興国では「スモールマス」現象はまだあまりない。憧れ感を醸成して、マスを誘導する方法はまだ有効で、大量で様々な広告を投入することができる大手の優位性はまだ強いものと思われる。

P&G の苦悩

世界市場でのシェア低下

2017年 1-3月決算で、P&G は参入している世界市場でのシェアが前年同期比-0.3pt、特に新興国では-0.6pt 低下していると述べた。特に課題として、北米グルーミング事業と中国のベビーケア事業を挙げている。

牙城であった北米市場でもシェアを失う

最近の P&G の状況で特徴的なのは、北米市場で苦戦している事業があることである。北米グルーミング事業は、ユニリーバがダラーシェイプクラブを買収しシェアを伸ばさせているのが一因である。先述したように先進国の日用品市場の変化は、マス市場に強かった P&G のビジネスモデルを揺るがしている。中国のベビーケア事業では花王やキンバリークラークが躍進していることに一端がある。花王は、1-3 月決算で中国の紙おむつ事業が前年同期比 50%以上(現地通貨ベース)の増収となり、過去数年間で急伸し現在ではトップシェア争いを繰り広げている。

屋台骨をつつかれる

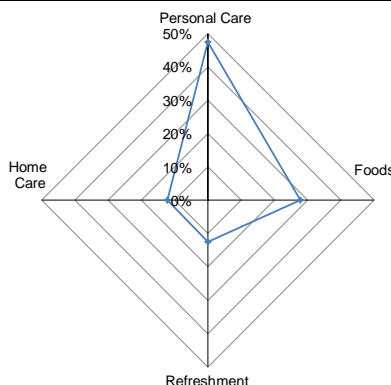
図表 7-9 には P&G、ユニリーバ、花王の直近決算期におけるセグメント別営業利益の構成比を示した。P&G にとっての収益源は、Baby, Feminine& Family Care 事業(以下 BC 事業)と Fabric & Home Care 事業(以下、FCHC 事業)である。この両事業の北米でユニリーバが参入し、BC 事業はアジアでも日本勢やローカルメーカーの攻勢を受け、グルーミング事業もまたユニリーバに攻撃され、と P&G は屋台骨をあちこちつつかれている状態のようだ。

図表 7. P&G の営業利益の構成



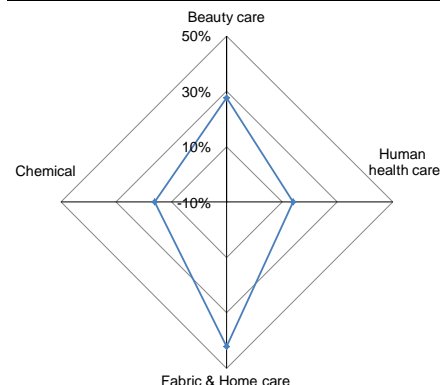
注: 16/6 期
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 8. ユニリーバの営業利益の構成



注: 16/12 期
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 9. 花王の営業利益の構成



注: 16/12 期
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

P&G のアジアでの反撃は限定的

逆に P&G の目線で見ると、ユニリーバに向かい打つには、需要が低迷しているメインランドである欧州を攻撃するよりも、成長が著しいアジアを攻撃するのが効果的である。しかし、中国、インド以外は、P&G が強い地域はそれほどない。P&G とユニリーバのアジアのシェアの強弱の分布は、過去の植民地分布とほぼ同じで、P&G が強い地域は日本やフィリピン等に限定されている。このような中、P&G は 1-3 月期にタイの衣料用洗剤に参入し、価格競争を巻き起こしたようである。しかしタイの衣料用洗剤市場はユニリーバが約 6 割、それに加えてライオン、花王で 9 割近い寡占市場である上、市場の成長性も低いいため、P&G にとってあまり大きな収益性を期待できる動きでもないように感じられる。やはり、ユニリーバを揺るがすには、中国やインドの消耗戦を制していかなければならず、P&G にとって、対ユニリーバで即効力を発揮する処方箋はアジアでは見つかりにくい状況にある。

P&G のビューティケアにフェイスケアブランドは少ない

また事業ポートフォリオをみると、ユニリーバのパーソナルケア事業(代表ブランド:ダブ、ラックス)、花王のビューティケア事業は、両社とも収益源で、北米等海外市場でぶつかる市場であることから、P&G が攻撃するのは効果的と思われる。しかしこの点においてもP&G はシャンプーのブランド数は多いが、フェイスケアのブランド数が少ない点が両社と異なり、不利なところである。P&G のビューティケアのうちユニリーバや花王のビオレにあたるマスのフェイスケアブランドは Olay しかない。「SK-II」もあるが、多くのビューティケア事業を売却した後残った高価格帯の化粧品であるのでカテゴリーが異なる。これまでは、ブランドを絞り込んで効率的な運営が理想であったが、今はその反動が起きていると言えるかもしれない。フェイスケアも、ヘアケア以上に先進国になると好み分散しがちである。

こうした P&G の課題を表面化させた世界の潮流は、現在の花王にとっては有利な状況に働いており、今後の中期的な成長力を占う上でも、重要なポイントになると我々は考えている。

花王の戦略

日本のEC市場の拡大は遅いが、しかし進行している

日本の EC 市場は、欧米や中国等に比べ、進行が遅いと言われている。花王によると、その理由は、「既に十分に張り巡らされたドラッグストア網の利便性」と「見て体験してから購入したいという国民性」ということらしい。それでも 2017 年 1-3 月の国内の EC 市場の市場構成比は日用品で 13.4%、化粧品で 19.7%を占め、国内市場全体の伸び率以上の成長を継続しているようだ。

花王が日本で B2C 対応に強さを発揮する理由

花王は EC について緩やかな市場拡大を予想しながらも、Amazon にも国内でいち早く専門サイトを作ったように(2014 年 10 月)、業界内で EC 市場への着手が素早い点が評価できる。それは、当社がもともと日本の約 9 万店への小売店へ直販していたため、生産と出荷を日々管理するシステムが B2C ビジネスにスムーズに応用できたからだと思う。国内の花王以外の日用品企業は、卸を経由するため、季節ごとの新製品出荷時期に大量に出荷(セルイン)するビジネスモデルであり、日々消費者がランダムに購入するのに合わせて生産活動をすることに慣れていない。来るべき EC 市場拡大に、各社とも B2C のシステム投資を強化しなければならないだろう。現状で日本の日用品企業で唯一、花王は B2C システムを確立できているといっても言い過ぎではないだろう。日用品は化粧品ほど消費者のこだわりが無い必需品であり、購入しようとするタイミングで欠品しているならば、消費者は容易に競合品を選んでしまう。だからこそ欠品させない生産管理が必要なのである。

「スモールマス」マーケティングで、ヘアケア「ピュアン」は好調

先述からの「スモールマス」は花王の造語だが、花王は時代に合わせマスマーケティングからの転換を目指している。2017 年 4 月に発売されたヘアケアの「メリットピュアン」は、技術は既存の発展型であるものの、マーケティングがスモールマス対応で成功し順調なスタートを切っているもようである。当製品は若者をターゲットにしているためテレビ広告は一切行わず、SNS や街頭広告などで認知度を高める方法をとっている。

「ビオレ」が米国のフェイスウォッシュ市場で 2 位に浮上

海外事業でもフェイスケア「ビオレ」が、米国のマス市場のフェイシャルクレンザー部門で「ニュートロジーナ」(J&J)に続く、2 位に浮上し、10%以上のシェアを獲得しているという(1-3 月)。同カテゴリーには、ガルニエ(ロレアル)、ポンズ(ユニリーバ)、オレイ(P&G)と世界の競合もひしめいている中の快拳である。また、北米でフェイシャルケア領域を強化するのは、P&G のブランド数が少ないという点でも理に適っている。

図表 10. ヘアケア「メリットピュアン」



出所: 花王

図表 11. アメリカで展開するビオレの一部商品



出所: 花王

現在、花王が M&A ターゲットとしているのは業務品、ケミカル、サロン

このように、花王は EC 対応とスモールマスマーケティングを進めている。しかし、花王は、ユニリーバのように M&A について北米市場がターゲットだとは今のところ表明していない。現在のところ M&A 対象は業務用(ホテル、施設などへの洗剤やシャンプー等の流通網を持つ企業)、ケミカル、サロン(ヘアケア)であると会社側は述べている。業務品については、EC 市場の拡大以降も残る安定的な需要が見込める市場であり、ターゲットとすることは妥当であろう。ケミカルも長期的なイノベーションを続けるためには必要な印象である。ただ、我々はサロン事業がなぜ必要かについては、今ひとつ理解が進まない点である。当社は、既に欧米を中心とした「ゴールドウエル」「ジョンフリーダ」の2つのサロンブランドを保有している。

欧米事業の攻め方は、まだ示されていない

花王のアジア事業は中国、インドネシアで現在も 2 桁以上の成長率であり、また紙おむつでも未進出国が多いことから、今後も P&G やユニリーバよりも高成長が継続することは思い描きやすい。しかし、欧米コンシューマープロダクツ事業で中計の 20/12 期売上高 2,000 億円(16/12 期 1,582 億円)、営業利益率 10%(同 3-4%、みずほ証券推定)の目標を達成する方法は現段階では不明である。先述した M&A ターゲットだけで良いのか、我々には不足して見える。

欧米事業の不連続な成長を成し遂げるプランが出てくるのを待ちたい

しかし澤田社長も、目指す企業は Apple 社のような消費者のインサイトに基づいたイノベーションを起こす企業の姿であり、また欧米は不連続な成長を起こす、と度々口にしてはいる。5 月のトップミーティングにおいても、「会社側の不連続な成長を成し遂げるプランも、今は言えないが考えている。」と澤田社長は述べた。だから我々は期待して待ちたい。アジア市場での存在感の高まりに加え、欧米事業の成長の道筋が見えれば、花王のバリュエーションは、P&G やユニリーバと同水準までの上昇が見えてくるだろう。

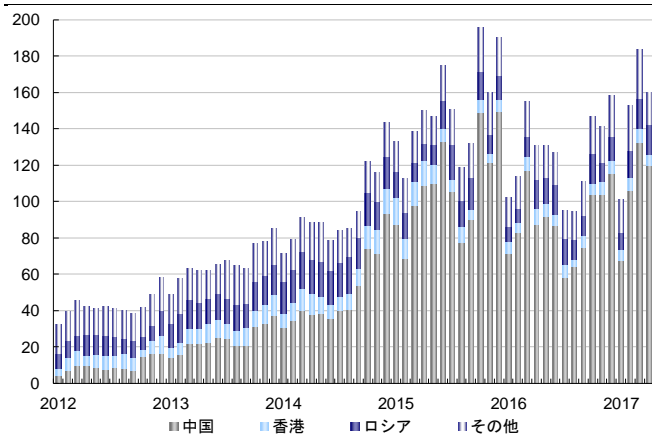
主力事業の動向

1. ベビー用紙おむつ事業(ヒューマンヘルスケア事業の中)

日本の紙おむつ市場は転売業者の買い入れ減少が一巡しつつある

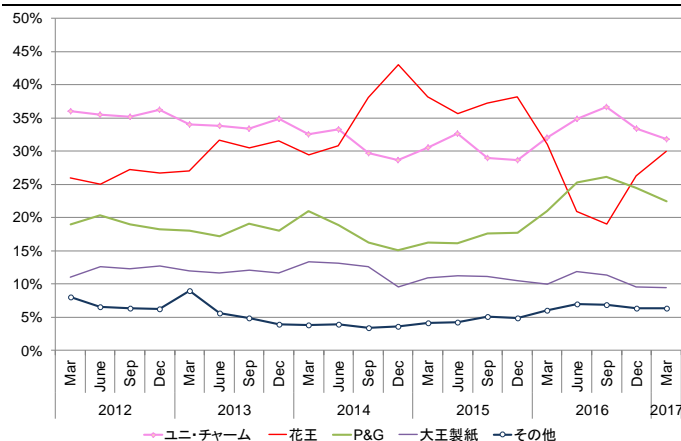
2016年の日本の紙おむつ市場は、転売業者の大幅な買い入れ減少に見舞われた。特に2016年7月以降の縮小幅が大きかったため、まだ縮小が続いている。しかし、花王、ユニ・チャームも、直近ではほぼ市場は落ち着いてきたとコメントしている。

図表 12. 日本からの紙おむつ輸出額 (億円)



出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

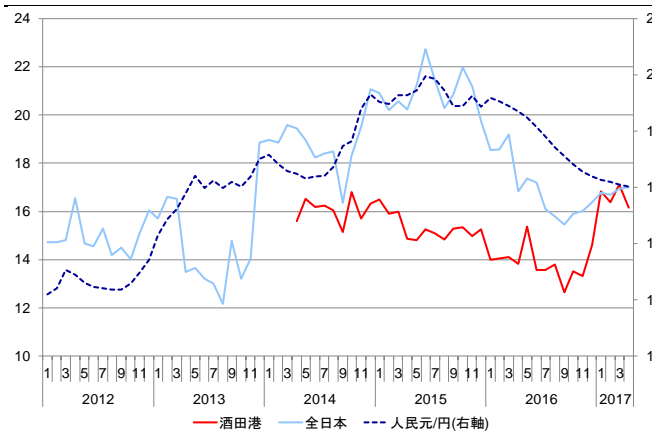
図表 13. 日本のベビー用紙おむつのシェア推移



出所: ユニ・チャーム

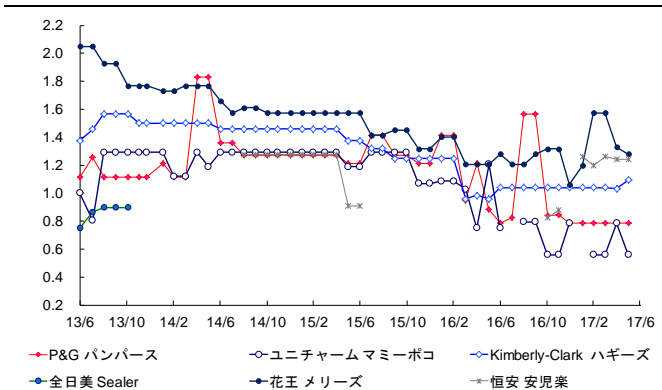
日本市場の転売業者の買い入れ減少が落ち着いてきた様子は、日本の紙おむつのシェア推移からもうかがえる。花王は、2016年夏以降、越境 EC を始め自社ルートによる販売拡大を目指したため、転売業者の国内での買い入れが急速に減少した。そのため、花王の国内シェアは9月には19%に落ち込んだが、2017年3月には2013年と同水準の30%に回復している。

図表 14. 日本からの紙おむつ輸出価格の推移 (円/枚)



出所: 貿易統計よりみずほ証券エクイティ調査部作成

図表 15. 上海ネットスーパーの紙おむつ価格の推移 (元/枚)



注: 全て S サイズ。パンパース、マミーポコはスタンダードタイプ、メリーズ、ハギーズはプレミアムタイプ、
出所: 1号店(上海)によりみずほ証券エクイティ調査部作成

中国における価格も落ち着いている

上海のネットスーパー(越境 EC ではない)における紙おむつ価格の推移を図表 15 に示した。時々、特売の有るなしの動きで価格変動は起きるものの 16 年後半から価格は落ち着き始めている。越境 EC では、毎月のようにイベントがあるため、企業によっては時々値下げを行っているようだ。しかしその変化は雑音レベルで、17 年以降は基本的に落ち着いていると我々はみている。グローバル各社も花王やユニ・チャームも、現段階で、価格競

争は落ち着いたと述べている。

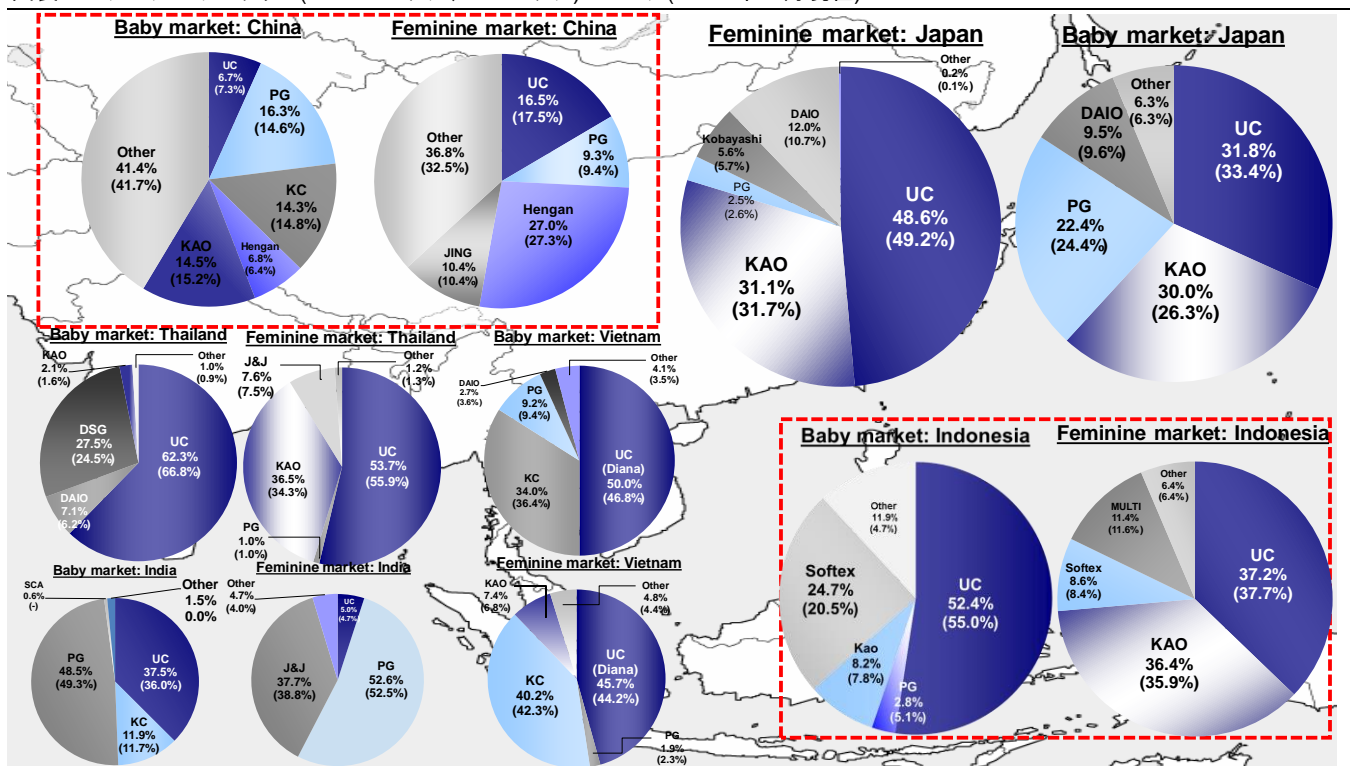
日本企業に価格競争が通用しないことをグローバル企業は知っている

そもそも、この価格競争自体、花王が引き起こしたものである(本来の目的は、価格そのものでなく転売業者を締め出すためであるが)。花王が酒田港からの輸出金額が上昇しているのを見ても、価格競争は決着したことがわかるだろう。これまで我々が述べていたように、日本の紙おむつ単価は欧米の半分程度であり、それでも日本とグローバル企業の原価率は同程度である。価格競争に陥ると日本企業に優位性があるため、グローバル企業もむやみにそのような戦いを挑むことはない和我々は考えている。むしろ、将来に向けてローカル企業が技術的に追いつかないように品質の向上を目指すほうが、サステナブルな収益を確保できることをグローバル企業は理解しているように思われる。

インドネシアでは花王が伸び、P&G は大きく失速

花王のインドネシアの紙おむつ事業も順調に拡大している。2017年 1-3月の同事業の売上高は前年同期比約 60%の伸び。インドネシアでは、P&G が急速に勢いを無くしている。2014年当初は 11%のシェアまで上昇したが、2017年 3月は 2.8%に過ぎない。世界のP&G と言え、洗剤やビューティ事業ではユニリーバが強く、紙おむつ市場では日本勢が総攻撃の地域では、採算がとりづらい状況なのであろう。

図表 16. アジアのサニタリー(フェミニンケア、ベビーケア)のシェア(2017年 3月現在)



出所: ユニ・チャームよりヒアリング、みずほ証券エクイティ調査部作成

実はロシアでも売れている

実は、花王の海外の紙おむつ事業で中国の次に売上が大きいのはロシアである。ちなみにインドネシアは 3 番目の売上規模である。ロシア(正確にはロシア周辺諸国も含む)には代理店経由で日本製紙おむつを販売している。2016 年はルーブル安のため、年間で見ると売上は伸び悩んだが、下期以降回復傾向にあるもよう。2016 年のロシア向け売上高は 100-150 億円の規模に拡大した。白人の赤ちゃんは、かぶれたときにお尻が赤くなるのが目立ち、花王の紙おむつの優位性が理解されやすいようである。モスクワやサンクトペテルブルクのような都市圏では、花王の「メリーズ」は No.1 ブランドである。

次はどこに進出するのか、無言の花王

花王は、現在の進出地域の外、次の進出地域を明らかにしていない。アジアではシェア変化を起こしやすい EC の普及時期を待っているのかもしれない。タイで 2014 年 9 月に取

得した工場用地は、まだ何の工場が建つのかも不明である。日本、中国、インドネシアの増設が一段落した今、花王の打つ次の一手に注目していきたい。

2. ビューティケア事業

木より森、化粧品よりビューティケア事業全体

ビューティケア事業は、化粧品事業の営業利益率の低さに、市場の注目が集まりがちである。確かに当事業は課題であり、16/12期の営業利益率 1.6%を 20/12 期に 10.0%にするのは高いハードルであるが、我々が見方を変えてみる必要もある。それは、化粧品事業はビューティケア事業の一部であり、花王は全体最適にコントロールしていると我々は考えているからである。化粧品事業の中計(20/12 期に売上高 3,000 億円、営業利益率 10%)の達成について、我々は現段階で確信を得ていないが、ビューティケア事業全体としては化粧品以外の事業が順調で、増益は継続できると考えている。

ビューティケア事業全体が順調だからこそ、化粧品事業にマーケティング投資ができる

図表 17 に見るように、化粧品事業は確かに利益率が低すぎるが、化粧品事業以外の営業利益率が高収益であり、また着実に改善していることにも注目したい。欧米事業のコンシューマープロダクツ事業の内訳の開示はないものの、欧米地域の同事業の営業利益率は低いと推測され、我々は日本の化粧品事業以外(マスヘアケア、スキンケア)の営業利益率は約 18%(16/12 期)に上昇していると推定している。言い換えると、マスのビューティケア事業が順調だからこそ、化粧品事業は営業利益率を低く、つまりマーケティング投資を潤沢に使える状態であると我々は考えている。

化粧品事業の問題は、コストではなく売上

化粧品事業は IFRS への移行(図表 17 では 15/12 期より IFRS 表示)や、カネボウの商標権の 10 年の償却の終了(2016 年 1 月)と合計約 200 億円(14/12 期基準、のれん約 130 億円と商標権償却約 110 億円の負担減、IFRS による費用約 40 億円増の合計)の増益効果がありながら、その特殊部分も増益になっていないのが現実である。16/12 期ではカネボウ化粧品の営業利益率は 1%であり、ソフィーナは赤字転落(販売価格改定の特殊要因前は営業利益率 3%)となったもよう。これを改善させるには増収率を上げるしかない。化粧品事業は、業界平均的に粗利率が約 75%、マーケティング費用が売上比率 25%で固定されたとしても、限界利益率が 50%あるビジネスである。売上が中期計画通り上昇すれば、営業利益率の上昇は問題ない。いや、売上を上げることがもっぱらの課題なのである。

図表 17. ビューティケア事業の内訳 (億円)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14	FY12/15	FY12/16	FY12/17E	FY12/20 CE
売上高							
ビューティケア	4,444	5,703	5,899	6,086	6,016	6,040	-
化粧品	2,054	2,571	2,606	2,547	2,550	2,512	3,000
化粧品以外	2,390	3,132	3,293	3,539	3,466	3,528	-
YoY							
ビューティケア	-	-	3.4%	-	-1.1%	0.4%	
化粧品	-	-	1.4%	-	0.1%	-1.5%	
化粧品以外	-	-	5.2%	-	-2.1%	1.8%	
営業利益							
ビューティケア	218	239	284	379	511	580	-
化粧品	-89	-173	-120	-97	40	80	300
化粧品以外	307	412	404	477	471	500	-
営業利益率							
ビューティケア	4.9%	4.2%	4.8%	6.2%	8.5%	9.6%	-
化粧品	-4.3%	-6.7%	-4.6%	-3.8%	1.6%	3.2%	10%
化粧品以外	12.8%	13.2%	12.3%	13.5%	13.6%	14.2%	-

注: 12/12 期は 9 カ月決算、15/12 期は IFRS 適用の数字を記載、17/12 期は、IFRS 第 15 号の早期適用と販売制度改革の影響が入り、表面上の売上高が減少している。この新基準で 16/12 期のビューティケア事業は 5,707 億円。

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

17/12 期の化粧品事業は活発な動き

化粧品事業の浮上に向け、最近の化粧品関連の新製品やリニューアルも活発である。17/12 期は、下期に化粧品で 2 つのブランドで大きなリニューアルを控えており、カネボウ化粧品傘下では、最も好調なマスのメイクブランド「KATE TOKYO」からファンデーションが追加された。また「グローバルカネボウ」では 9 月からスキンケア、メイクともに追加ラインナップを図り、日本とアジアに投入する。専門店ブランドのヘアケア「リクイール」からはヘアカラーの追加も発表されている。

高価格スキンケア領域に強いブランドがないことが課題

マスのビューティケア事業では、先述したヘアケア「ピュアン」や北米でも「ピオレ」が躍進するなど今後の継続的な成長が十分期待できる印象である。1998 年に買収した「キュレル」も、2016 年で約 200 億円強の売上に成長し、内外ともに成長が著しいもよう。日本でも敏感肌市場は活況であるが、最近では、中国向け越境 EC でも前年同期比 3 倍の売上増の推移をしているようである。また、化粧品事業でも「KATE TOKYO」など低価格化粧品は堅調な売上推移であるもよう。しかし、カネボウ化粧品全体として売上が低調なのは、日本市場の中で比較的堅調な高価格スキンケア領域に強いブランドが少ないことが理由であろう。また、最近の資生堂の人気を見ると、中華圏を始めとするアジアの国の人々に長期的にブランド力を浸透させるには、トラベルリテイルや海外でのマーケティングが必須であることも窺える。しかしこの点も当社には不足している印象もある。こうした現状の中で、投資家の中には、マスの日用品企業にラグジュアリーの化粧品事業はできないのではないか、という懸念の声も挙がっている。

日用品企業に、化粧品事業はできないのか

しかし、我々はそうは思っていない。確かに P&G は大方の化粧品事業を COTY に売却したが、今でも高級スキンケアブランド「SK-II」は売却していない。「SK-II」は「マックスファクター」の中でも日本のブランドマネージャーが独特のマーケティングの中で「ピテラ」成分の効能を紹介し、日本の化粧品の世界観を創り上げ高品質なラグジュアリースキンケアイメージを醸成したものである。確かに日用品と化粧品は異なるビジネスモデルだと思うが、花王の R&D は化粧品事業を継続的に成長させるには十分な基礎能力を有しているし、花王がそもそもカネボウ化粧品を買収したのは、花王にはない世界観を手にするためだったはずである。結局、マスの会社の中でも、化粧品のブランドの世界観を創るブランドマネージャーやクリエイターが独立性を保てばできるはずである。結局、人材のダイバーシティに繋がるのかもしれない。この点は澤田社長も認識しているため、化粧品事業は変化が期待できるだろう。

3. ケミカル事業

当社のケミカル事業については、今後四半期ベースでは利益変動が激しくなることも予想されるため、注意しておきたい。年度ベースでは、過去大きな変動はなく、安定的に成長しているため、四半期の実績で驚くことがないように我々は心得たい。また、当事業は花王の日用品事業にイノベーションをもたらす成長力の源泉になっている事業である。

油脂製品以外のケミカル事業は比較的安定的な収益の動き

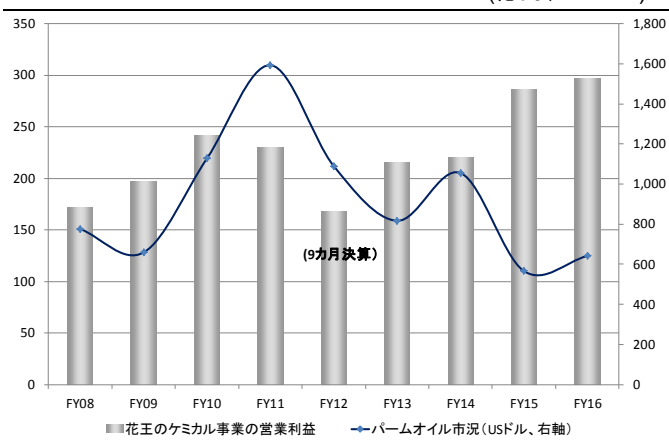
当社のケミカル事業は、海外売上比率が約 7 割ある。その中でも植物油の派生製品を販売する油脂事業の多いアジア事業は、植物油市況に収益が振れやすい傾向がある。日本、欧米事業については工業材料の構成比も多く(トナーバインダー、コンクリート混和剤等)、市況要因もかならずしも植物油ではなく、石油系の影響を受けるものが多い。それらは油脂製品に比べると付加価値の高いスペシャリティ製品であるため、工業材料の収益は市況要因よりも、経済環境による数量の増減の影響の方が大きい。

花王は世界一の油脂アルコールメーカー

油脂製品事業といえば、花王は世界のトイレットリーメーカーの中で、P&G とともに油脂アルコールを精製しているレアな企業である。油脂アルコールは洗剤やシャンプーの原料で、花王は外販もしている。油脂アルコール事業は石油という石油精製であり、その事業者数は世界で 10 数社のみ。この中でも、花王は天然油脂アルコールの生産能力は世界一の規模である(能力の正確な開示はない)。花王はフィリピンでココやし精製(資本比率 100%)を、マレーシアでパーム精製(資本比率 70%)を保有している。市況産業ではシェア

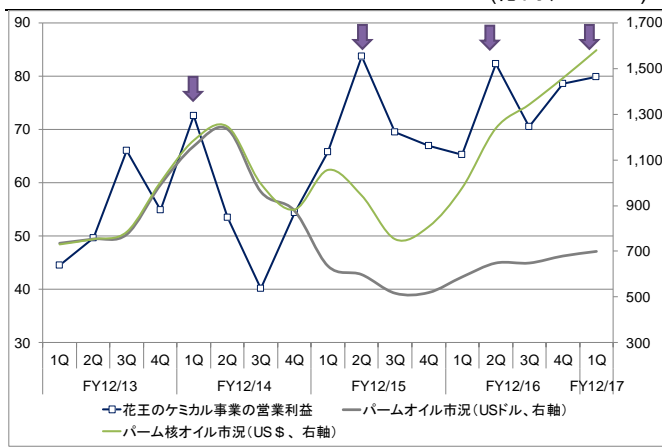
は価格支配力に繋がる。花王は、価格転嫁力も強いとみられる。

図表 18.ケミカル事業収益とパームオイル市況(年度)
(億円、USドル)



注:花王は FY12(12/12 期)が 9 カ月決算であり、決算期を 3 月から 12 月に移行している
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 19. ケミカル事業収益とパームオイル市況(四半期)
(億円、USドル)



出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

油脂製品事業は、四半期ごとに見ると収益のブレが大きい

しかし、いくら価格転嫁は可能でも、油脂製品事業は石油精製や石油化学工業のように、原材料と市況の関係で収益が左右されやすい。それでもメインユーザーが日用品のように安定的に成長している業界のため、稼働率が急落するような場面はほとんどないものの、原材料の期末価格の評価損益、期中の原料の原価差額が生じ、営業利益に大きな影響を与えることがある。図表 18 のように、年度ごとに見ると市況の乱高下によらず、FY10(11/3 期)から FY14(14/12 期)まで(決算期変更年度を除き)の間、ケミカルの営業利益は 200-250 億円の範囲に収まっており、花王の全体の収益からみると大きな影響ではないことがわかる。しかし図表 19 のように、四半期でみると市況の動きとともに収益の高低差が激しいことがわかる。図表 19 の矢印は、原料価格が上昇したときに、利益が膨らみやすいところを示した。その後の市況の下落時では、逆に利益が急落することがわかる。現在、パーム油市況は下落局面を迎えているため、四半期ベースではマイナス局面を迎えることになる。花王はその影響を業績前提に織り込んでいるが、我々が四半期決算を見るときにはこの点に注意して見ていかなければならない。年間利益は四半期利益の延長と見てはいけない。

ケミカル事業は、当社の技術革新や社会的責任を果たすのに有効な事業

このような短期的な業績変動はあるが、ケミカル事業は、当社の環境など社会貢献を実現する事業としても長期的に有効で成長性の高い事業ある。社会的な責任を果たすための顧客ニーズを満たすために、当社は新規技術を自社だけでなく、M&A にも求めている。2016 年に買収した欧米のインク会社(年間約 100 億円の売上)は、当社が開発したデジタル商業印刷用の VOC レス水性インクジェット用顔料インクを応用し、事業拡大を進める礎のためである。また、花王は、従来より植物油原料として非可食原料を使用しているが、さらに化石原料の代替となるバイオマス原料の利用も促進している。

業績動向

17/12 期予想

売上の伸び率の低下は、会計制度変更によるもの

花王は 17/12 期より IFRS 第 15 号の早期適用と日本のコンシューマープロダクツ事業で販売制度改定を行っており、16/12 期ベースで従来比 615 億円の売上減の影響がある。17/12 期の売上高計画の表面上は前期比 0.9%増であるが、実質は同 5.3%増であり、為替影響を除くと同 4.7%増である。この制度変更による営業利益の影響はない。図表 20 で実質的な増収率を示した。図表 24 のセグメント予想は、表面上の変化率で表示されている。

図表 20. 17/12 期からの各種変更を加味した実質売上高推移 (百万円)

	16/12 期(新基準)	17/12 期予	17/12 期会社予
事業別売上高			
コンシューマープロダクツ	1,158,700	1,226,000	1,221,000
ビューティケア	570,700	604,000	601,000
ヒューマンヘルスケア	257,600	284,000	280,000
ファブリック&ホームケア	330,400	338,000	340,000
ケミカル事業	237,400	235,000	249,000
合計	1,396,100	1,461,000	1,470,000
YoY			
コンシューマープロダクツ	-	5.8%	5.4%
ビューティケア	-	5.8%	5.3%
ヒューマンヘルスケア	-	10.2%	8.7%
ファブリック&ホームケア	-	2.3%	2.9%
ケミカル事業	-	-1.0%	4.9%
合計	-	4.6%	5.3%
地域別売上高			
日本	993,200	1,016,000	1,030,000
アジア	263,000	293,000	279,000
米州	124,200	128,000	130,000
欧州	136,200	143,000	150,000
消去	-120,500	-119,000	-119,000
合計	1,396,100	1,461,000	1,470,000
YoY			
日本	-	2.3%	3.7%
アジア	-	11.4%	6.1%
米州	-	3.1%	4.7%
欧州	-	5.0%	10.1%
消去	-	-	-
合計	-	4.6%	5.3%

注:ケミカル事業については、会社側開示の連結売上から各コンシューマープロダクツ事業を引いたもの
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

会社側のマクロ前提は、保守的

ビューティケア事業は、国内のマススキンケア、ヘアケア、北米「ビオレ」の好調等を加味し、会社計画以上の売上と我々はみる。国内化粧品事業は前期比 3%増とみているが、16/12 期は「ソフィーナ」の一部ブランド廃止による返品のため売上減もあったが、この反動増(19 億円)等も加味している。ヒューマンヘルスケアも、特に海外で高い増収率を続けており、会社計画を上回る売上になると我々は予想する。例えば 1Q の中国事業は前年同期比 50%以上(現地通貨ベース)増収であった。16 年末に卸業者を変更した直後で、新しい卸業者への初期出荷分が多かったものと思われるが、それを踏まえても好調な出だしである。またインドネシア事業の紙おむつは同 6 割増収であった。一方で、ファブリック&ホームケア事業は、タイ、インドネシアで洗剤の増収率の鈍化がみられることもあり、会社計画をやや下回ると置いた。先述したようにタイでは P&G の参入もあるためである。ケミカル事業については、植物油価格の下落に合わせ製品価格が平均 15%低下と我々

はみていることが、会社側より売上予想が低い要因かもしれない。ただし、製品市況—原材料スプレッドは一定と置いているため、実質的な利益のマイナス要因はないと我々は置いている。また米州、欧州ともにサロン事業が苦戦すると見ていることから、欧米事業は会社計画以下の売上高になるとみている。こうした前提の中、日本、アジアを中心に営業利益も会社計画を上回り、17/12期の営業利益は2,100億円になると我々はみている。

下期のハードルは低く、上期の上乗せは通期利益の上振れに繋がる可能性が高い

1Qの営業利益は前年同期比42億円増となったが会社側は前年並みと前提していたようである。先述したように日本の紙おむつ市場の減少がまだ一巡していないことが主要因である。つまり17/12期は上期のハードルが高い。現在の上期の好調さは、年間の業績の上乗せになる可能性が高いと思われる。

ただし化粧品事業に追加マーケティングコストを投入するかもしれない

ただし、会社側が下期に期初前提以上のマーケティングコストを使用する可能性もある。下期に化粧品はソフィーナとカネボウ化粧品でそれぞれ大きなリニューアルを控えているもようである。化粧品事業は、いまだ市場以上の伸びが継続的に達成していないため、積極的な拡販を狙う可能性もあるためである。

18/12期予想

新中計の戦略の具体策が明確でないため、我々の予想も慎重に想定

20/12期までの新中計で売上高CAGRは5%がターゲットである。18/12期の我々の売上高は前期比4.1%増。国内化粧品は前期比2%増(市場平均並み)、ファブリック&ホームケアは日本の売上構成比が高いため、国内の売上想定である前期比1%増(日用品市場平均並み)に近い数字を想定している。欧米のコンシューマープロダクツ事業は特段成長をみておらず、欧米事業はケミカル事業がなだらかな増収増益であると予想している。ヒューマンヘルスケア事業は、アジア事業の拡大は継続するとみている。つまり、我々の予想では、紙おむつ以外は特段、市場以上の増収想定を置いていない。そのため、会社計画の売上計画を下回る予想となっている。現段階では、会社側が現中計中に打ち出すとされている、新しい周辺カテゴリー(衛生分野等)やM&A、欧米の「不連続な成長が何か」等が不明である。こうした内容が明示されていく中で、増収率は上昇すると見られ、我々は売上の上乗せを考えたいと思っている。

コーポレートガバナンス

EVAを経営指標とする

取締役は7名で、うち3名社外取締役。また社外監査役3名を含む監査役5名、専任の役付執行役員5名を含む執行役員26名体制である。全社外取締役および全社外監査役は、経営陣から独立した中立性を保った独立役員。取締役選任審査委員会で、社長執行役員を含む取締役候補者について審査が行われている。役員賞与には当社が重視する経営指標であるEVAの目標達成度が加味されている。20/12期を最終年度とする中期計画は、売上CAGR+5.0%、営業利益率15%(この条件で計算して営業利益2,600億円程度)が目標である。16/12期で27期連続増配達成(連続増配は日本一)。

為替感応度

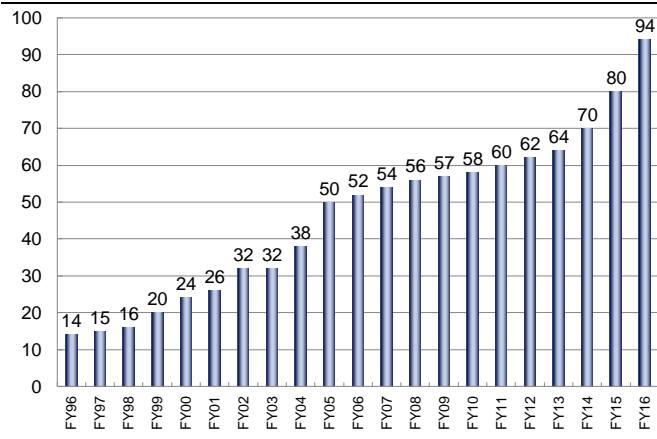
17/12期の会社想定は、1USドル110円(みずほ証券前提は110円)。USドルに対し1円高で、年間営業利益は2億円増(海外事業の営業利益が2億円減、輸入原材料安が同4億円増の効果)。しかし、輸出も増加しているため、実質的な為替感応度はほとんどなくなっていると思われる。しかし、短期的な大きな円高への変動は予算とのかい離により、海外子会社の円への為替換算差を生みネガティブになる時もあると思われる。

株主還元

同業種の中で、高水準の配当利回り

既に広く知られたことだが、花王は日本一連続増配を続けている会社である。16/12 期で 27 期連続増配を実施している。実績が何よりも雄弁で、今後も連続増配を続けることは市場コンセンサスとなっているだろう。中期計画 K20 の中でも、連続増配継続へのこだわり、配当性向 40%を会社側はコミットしている。配当利回りも、同業種平均の中では上位であり、我々のカバレッジの中の JPX400 採用 5 社の中では最も高い。安定性と成長性を備えた企業で、株主還元も優れているというバランスの良さが、花王の魅力である。

図表 21. 1 株当たり配当金の推移 (円)



出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 22. 配当利回り (%)

	FY1 予 (%)
花王	1.6
資生堂	0.5
ファンケル	2.7
小林製薬	0.8
ユニ・チャーム	0.6
ロート製薬	0.9
ライオン	0.6
マンダム	1.6
コーセー	1.0
ポーラ・オルビスHD	1.8
平均	1.2
JPX400 (5社平均)	0.9
上記5社以外平均	1.5

注1: 株価は 6月 13日 JPX400 採用銘柄は、花王、資生堂、小林製薬、ユニ・チャーム、コーセー
 注2: 予想はみずほ証券予想
 出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

M&A がなければ毎年の自社株買いが可能

17/12 期の資本的支出(800 億円)は、減価償却費(550 億円)を上回るものの、営業キャッシュフローは潤沢で、配当性向 40%を維持しても、自社株買いの余地も十分にあると我々は考えている。花王は、従来よりフリーキャッシュフローが 1,000 億円を超えたときに自社株買いを行う傾向があるが、現在の投資水準ならば毎年 500 億円の自社株買いが可能である。

しかしながら、先述したように当社の中期計画を達成しようとするならば、欧米事業を中心に自然成長では十分ではない。こうしたことから、近いうちに M&A などのアクションが発生することも予想されるが、その場合は自社株買いが中断することはあろう。その場合であっても、借入余力は十分であり ROE の上昇や、EV(企業価値)の上昇によって株価の上昇は十分に望めるものと我々は判断している。

図表 23. 連結損益計算書

(百万円)

	FY12/15	FY12/16	FY12/17E	FY12/18E	FY12/19E	FY12/17CE
売上高	1,474,550	1,457,610	1,461,000	1,521,000	1,582,000	1,470,000
売上原価	-658,865	-637,502	-642,000	-670,000	-694,000	-
売上総利益	815,685	820,108	819,000	851,000	888,000	-
販売管理費	-642,729	-633,368	-608,000	-624,000	-649,000	-
その他の営業収益	14,099	13,677	14,000	14,000	14,000	-
その他の営業費用	-19,737	-14,846	-15,000	-15,000	-15,000	-
営業利益	167,318	185,571	210,000	226,000	238,000	200,000
金融収益	1,416	1,389	1,000	1,000	1,000	-
金融費用	-4,213	-5,424	-3,500	-3,500	-3,500	-
持分法による投資利益	1,517	1,894	1,500	1,500	1,500	-
税引前利益	166,038	183,430	209,000	225,000	237,000	199,000
法人所得税	-60,086	-55,541	-65,000	-70,000	-73,000	-
非支配持分に帰属する当期利益	-756	-1,338	-1,500	-1,500	-1,500	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	105,196	126,551	142,500	153,500	162,500	138,000
対売上比(%)						
売上原価	44.7	43.7	43.9	44.0	43.9	-
売上総利益	55.3	56.3	56.1	56.0	56.1	-
販管費	43.6	43.5	41.6	41.0	41.0	-
営業利益	11.3	12.7	14.4	14.9	15.0	13.6
税引前利益	11.3	12.6	14.3	14.8	15.0	13.5
親会社の所有者に帰属する当期利益	7.1	8.7	9.8	10.1	10.3	9.4
実効税率(%)	36.2	30.3	31.1	31.1	30.8	-
前年度比(%)						
売上高	-	-1.1	0.2	4.1	4.0	0.9
売上総利益	-	0.5	-0.1	3.9	4.3	-
販管費	-	-1.5	-4.0	2.6	4.0	-
営業利益	-	10.9	13.2	7.6	5.3	7.8
税引前利益	-	10.5	13.9	7.7	5.3	8.5
親会社の所有者に帰属する当期利益	-	20.3	12.6	7.7	5.9	9.0
減価償却費	57,423	51,116	55,000	58,000	61,000	55,000
資本支出(百万円)	82,848	89,900	80,000	80,000	80,000	80,000
EBITDA	224,741	236,687	265,000	284,000	299,000	255,000
期中平均発行済株式数(自己株除き)(百万株)	501.3	497.2	497.4	498.8	492.6	-
1株当たり利益(円)	209.8	253.4	286.5	307.7	329.9	280.0
1株当たり純資産(円)	1,358.0	1,379.4	1,430.6	1,537.4	1,661.9	-
1株あたり配当(円)	80.0	94.0	108.0	120.0	125.0	108.0
ROE	15.7%	18.6%	20.4%	20.7%	20.6%	-
ROA(税引前利益)	13.4%	14.0%	15.4%	16.0%	16.2%	-

注: 花王は 17/12 期より、日本のコンシューマープロダクツ事業の販売制度改定、IFRS 第 15 号早期適用を行っている。この新基準を 16/12 期に適用した場合、16/12 期の売上高が上記より 615 億円減少する
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 24. セグメント情報

(百万円)

	FY12/15	FY12/16	FY12/17E		FY12/18E		FY12/19E
			Old	New	Old	New	
売上高							
コンシューマープロダクツ	1,225,597	1,219,850	1,353,000	1,226,000	1,414,000	1,278,000	1,330,000
ビューティケア	608,617	601,620	663,000	604,000	686,000	616,000	629,000
ヒューマンヘルスケア	281,672	273,067	340,000	284,000	372,000	321,000	352,000
ファブリック&ホームケア	335,308	345,163	350,000	338,000	356,000	341,000	349,000
ケミカル事業	248,953	237,760	220,000	235,000	226,000	243,000	252,000
合計	1,474,550	1,457,610	1,573,000	1,461,000	1,640,000	1,521,000	1,582,000
前期比 (%)							
コンシューマープロダクツ	-	-0.5	7.8	0.5	4.5	4.2	4.1
ビューティケア	-	-1.1	8.9	0.4	3.5	2.0	2.1
ヒューマンヘルスケア	-	-3.1	11.1	4.0	9.4	13.0	9.7
ファブリック&ホームケア	-	2.9	2.9	-2.1	1.7	0.9	2.3
ケミカル事業	-	-4.5	2.3	-1.2	2.7	3.4	3.7
合計	-	-1.1	7.0	0.2	4.3	4.1	4.0
営業利益							
コンシューマープロダクツ	137,421	155,133	180,000	178,000	195,000	191,000	202,000
ビューティケア	37,929	51,086	63,000	58,000	69,000	61,000	64,000
ヒューマンヘルスケア	33,368	25,948	37,000	37,000	42,000	44,000	50,000
ファブリック&ホームケア	66,124	78,099	80,000	83,000	84,000	86,000	88,000
ケミカル事業	28,593	29,683	30,000	32,000	31,000	35,000	36,000
調整額	1,304	755	0	0	0	0	0
合計	167,318	185,571	210,000	210,000	226,000	226,000	238,000
営業利益率							
コンシューマープロダクツ	11.2%	12.7%	13.3%	14.5%	13.8%	14.9%	15.2%
ビューティケア	6.2%	8.5%	9.5%	9.6%	10.1%	9.9%	10.2%
ヒューマンヘルスケア	11.8%	9.5%	10.9%	13.0%	11.3%	13.7%	14.2%
ファブリック&ホームケア	19.7%	22.6%	22.9%	24.6%	23.6%	25.2%	25.2%
ケミカル事業	11.5%	12.5%	13.6%	13.6%	13.7%	14.4%	14.3%
合計	11.3%	12.7%	13.4%	14.4%	13.8%	14.9%	15.0%
所在地別売上高							
日本	1,019,800	1,035,700	1,110,000	1,016,000	1,140,000	1,040,000	1,065,000
アジア	284,800	281,500	316,000	293,000	350,000	330,000	368,000
米州	137,800	124,700	130,000	128,000	133,000	130,000	131,000
欧州	154,400	137,200	146,000	143,000	152,000	145,000	147,000
調整又は消去	-122,200	-121,500	-129,000	-119,000	-135,000	-124,000	-129,000
売上高合計	1,474,550	1,457,610	1,573,000	1,461,000	1,640,000	1,521,000	1,582,000
同 営業利益							
日本	127,800	145,100	161,700	164,400	171,000	171,900	176,000
アジア	20,900	22,800	28,500	27,500	35,400	35,500	43,000
米州	7,800	7,200	8,800	8,300	7,800	8,600	8,800
欧州	12,100	9,400	11,000	9,800	11,800	10,000	10,200
調整又は消去	-1,100	1,000	0	0	0	0	0
営業利益合計	167,318	185,571	210,000	210,000	226,000	226,000	238,000
所在地別営業利益率							
日本	12.5%	14.0%	14.6%	16.2%	15.0%	16.5%	16.5%
アジア	7.3%	8.1%	9.0%	9.4%	10.1%	10.8%	11.7%
米州	5.7%	5.8%	6.8%	6.5%	5.9%	6.6%	6.7%
欧州	7.8%	6.9%	7.5%	6.9%	7.8%	6.9%	6.9%
全体営業利益率	11.3%	12.7%	13.4%	14.4%	13.8%	14.9%	15.0%

注: 花王は 17/12 期より、日本のコンシューマープロダクツ事業の販売制度改定、IFRS 第 15 号早期適用を行っている。この新基準を 16/12 期に適用した場合、16/12 期の売上高が上記より 615 億円減少する。営業利益は変化しないため、16/12 期の新基準での営業利益率は 13.3%となる。

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 25. 連結貸借対照表

(百万円)

	FY12/15	FY12/16	FY12/17E	FY12/18E	FY12/19E
流動資産	718,377	715,341	728,500	759,600	801,300
現金・預金	309,922	303,026	324,500	339,700	365,200
営業債権及びその他の債権	210,707	208,459	207,000	215,500	224,100
棚卸資産	151,271	165,200	158,300	164,800	171,400
未収法人所得税	2,077	1,462	1,500	1,500	1,500
その他の金融資産	5,065	13,038	13,000	13,000	13,000
その他の流動資産	38,005	23,812	23,900	24,800	25,800
売却目的で保有する非流動資産	1,330	344	300	300	300
非流動資産	592,687	622,968	653,000	675,800	695,500
有形固定資産	337,997	370,835	396,200	413,600	428,000
のれん	138,251	137,783	137,800	137,800	137,800
無形資産	15,705	14,689	19,300	23,900	28,500
持分法で会計処理されている投資	4,209	4,701	4,700	4,700	4,700
その他の金融資産	29,339	25,473	25,500	25,500	25,500
その他の非流動資産	17,732	18,548	18,600	19,400	20,100
繰延税金資産	49,454	50,939	50,900	50,900	50,900
資産合計	1,311,064	1,338,309	1,381,500	1,435,400	1,496,800
流動負債	388,406	430,449	435,100	444,400	453,900
営業債務及びその他の債務	206,760	216,893	217,400	226,300	235,400
社債及び借入金	339	30,289	30,300	30,300	30,300
未払法人所得税	32,184	32,621	32,600	32,600	32,600
その他の金融負債	6,929	8,164	8,200	8,200	8,200
引当金	16,772	11,370	11,400	11,900	12,300
その他の流動負債	125,422	131,112	135,200	135,100	135,100
固定負債	230,671	218,397	216,700	217,300	217,900
社債及び借入金	120,207	90,357	90,400	90,400	90,400
退職給付に関わる負債	75,706	94,773	95,000	95,000	95,000
その他の金融負債	11,817	11,666	11,700	11,700	11,700
引当金	17,704	13,809	13,800	14,400	15,000
その他の非流動負債	4,919	5,264	5,300	5,300	5,300
繰延税金負債	318	528	500	500	500
負債合計	594,736	646,846	651,800	661,700	671,800
親会社の所有者に帰属する持分合計	680,996	679,842	718,100	762,100	813,400
非支配持分	10,991	11,621	11,600	11,600	11,600
資本	691,987	691,463	729,700	773,700	825,000
負債・純資産合計	1,281,869	1,338,309	1,381,500	1,435,400	1,496,800

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 26. 連結キャッシュ・フロー表

(百万円)

	FY12/15	FY12/16	FY12/17E	FY12/18E	FY12/19E
営業活動によるキャッシュ・フロー					
税金等調整前当期純利益	166,038	183,430	209,000	225,000	237,000
減価償却費	57,423	51,116	55,000	58,000	61,000
減損損失	0	0	0	0	0
持分法による投資損益	-1,517	-1,894	-1,500	-1,500	-1,500
必要運転資本増減	6,801	363	8,900	-6,100	-6,100
税金その他	-47,073	-48,708	-65,000	-70,000	-73,000
営業活動CF	181,672	184,307	206,400	205,400	217,400
投資活動によるキャッシュ・フロー					
有価証券	0	0	0	0	0
有形・無形固定資産	-74,621	-79,697	-80,000	-80,000	-80,000
投資有価証券	0	0	0	0	0
子会社株式	0	-3,659	0	0	0
その他(長期貸付 など)	497	-5,283	0	0	0
投資活動CF	-74,124	-88,639	-80,000	-80,000	-80,000
財務活動によるキャッシュ・フロー					
短期債務増減	-1,128	-44	0	0	0
固定債務増減	20,012	-117	0	0	0
自己株式	-55	-50,021	-50,000	-50,000	-50,000
配当金支払い	-37,137	-44,188	-54,200	-59,500	-61,200
その他	-2,465	-673	-700	-700	-700
財務活動CF	-20,773	-95,043	-104,900	-110,200	-111,900
現金及び現金同等物の増加額	86,775	625	21,500	15,200	25,500
現金及び現金同等物に係る換算差額	-5,820	-7,521	0	0	0

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

本レポートで言及した銘柄

コード	会社名	投資判断	株価 6/13
4527	ロート製薬	中立	2,344円
4911	資生堂	買い	3,781円
4912	ライオン	アンダーパフォーム	2,433円
4917	マンダム	買い	6,030円
4921	ファンケル	買い	2,120円
4922	コーセー	中立	12,780円
4927	ポーラ・オルビスホールディングス	中立	3,020円
4967	小林製薬	中立	6,830円
8113	ユニ・チャーム	中立	2,917円

注: NR = 弊社カバレッジ銘柄ではありません

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

重要開示事項

- みずほ証券および / またはその子会社・関連会社の投資銀行業務を担う部門は、次の会社より過去12カ月間に報酬を受け取っています: 花王, 資生堂
- みずほ証券および / またはその子会社・関連会社の投資銀行業務を担う部門は、次の会社より今後3カ月以内に報酬を受ける予定又は可能性があります: 花王、資生堂、ユニ・チャーム、ファンケル、小林製薬、ロート製薬、ライオン、マンダム、コーセー、ポーラ・オルビスホールディングス
- Mizuho Securities USA LLC (MSUSA) はみずほ証券とグループ会社の関係にあり、本資料を第三者レポートとして米国機関投資家に配布していません。MSUSAはみずほ証券のアナリストカバレッジの選定および主題企業の投資判断の決定に影響を及ぼす権限は有しておりません。
- このレポートは2017年 6月 14日の 02時 42分(米国東部時間)に完成し、配布されました。

投資判断の表記方法

投資判断は以下の3段階で示します。投資判断及び目標株価の評価期間は、概ね6カ月から1年間とします。

買い	: 目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が10%以上であり、かつ下記のセクター相対配分ガイドラインによっても「アンダーパフォーム」とされない銘柄。
中立	: 目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が-10%から+10%の範囲にあり、かつ下記のセクター相対配分ガイドラインによっても「アンダーパフォーム」とされない銘柄。
アンダーパフォーム	: 目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が-10%以下であるか、カバレッジユニバース内において乖離率が下位にあり、下記のセクター相対配分ガイドラインにより「アンダーパフォーム」とされる銘柄。
RS	: 一時的に投資判断、目標株価を停止した銘柄。
NR	: カバレッジ銘柄対象外として投資判断を付与しない銘柄。

【セクター相対配分ガイドライン】1名または複数のアナリストによりカバーされ、共通の属性を持つ銘柄で構成される各カバレッジユニバースにおいて、所属する銘柄数に10%を掛けた数(小数点以下は四捨五入)が「アンダーパフォーム」となるように乖離率の低い銘柄順に選択する。(6銘柄以上で構成されるカバレッジユニバースに適用。なお一時的にこの条件を満たさない場合もありうる。)

みずほ証券エクイティ調査部の前四半期中における投資判断の内訳については、同調査部のウェブサイト(MizuhoResearchWEB™)にてご覧になれます。それぞれの投資判断(「買い」、「中立」、「アンダーパフォーム」)を付した銘柄数の全体に対する割合(%)が「個別銘柄開示事項」として掲載されております。また同様に、みずほ証券が過去12カ月間に投資銀行関連サービスを提供したことのある対象企業数が、それぞれの投資判断カテゴリ内に占める割合(%)も開示されております。

アナリスト確認事項

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の表紙に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

留意事項

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込み目的で提供されるものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等はみずほ証券がすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものではありませんが、みずほ証券はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客様ご自身で独自に検討する必要があります。本資料において言及された証券に関連する投資や取引を実行する前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。))について、賠償責任を負うものではなく、投資家のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆しないしは約束するものではありません。特に断わりのない限り将来のパフォーマンス予想はアナリストが有意と考える要因に基づく推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。

ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。しかしながら、みずほ証券は、みずほフィナンシャルグループの子会社であるため、会社の方針としてみずほフィナンシャルグループについての投資判断を差控えることとしております。

みずほ証券およびその他のみずほフィナンシャルグループの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する、有価証券・有価証券の派生商品等を自己または委託にて取引することがあります。さらに本資料に示されている投資判断とは相反する形での取引を執行することもあります。これらの発行会社に対しては各種金融サービスを提供することがあります。ただしみずほ証券はみずほフィナンシャルグループ株式会社については会社法135条に従い、自己売買を行うことを禁じられております。

本資料の日本での配布は、みずほ証券がこれを行ないます。英国では、プルーデンス規制機構(the Prudential Regulation Authority)の認可を受け、金融行為監督機構(the Financial Conduct Authority)及びプルーデンス規制機構の規制のもとにあり、ロンドン証券取引所の会員であるMizuho International plc, Mizuho House, 30 Old Bailey, London, EC4M 7AU によって配布されます。本資料は欧州経済領域のその他の加盟国の顧客に配布されることがあります。本資料は金融行為監督機構規則により規定されている個人投資家向けではありません。Mizuho International plcが定める利益相反の防止および回避に関する社内管理規定の詳細についてはウェブサイト <https://www.mizuho-emea.com/governance> をご覧下さい。米国での配布については、Mizuho Securities USA LLC, 320 Park Avenue, New York, NY 10022, USAがこれを行い、同社が本資料の内容にも責任を負っております。関心のある米国の投資家の方々は、Mizuho Securities USA LLCの営業担当者までご連絡下さい。香港および日本以外のアジア諸国への配布は、Mizuho Securities Asia Limited, 12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, Central, Hong Kong, S.A.R., The People's Republic of China がこれを行います。

また本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

当社取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料をご負担いただきます。国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.134%(税込込み)、最低2,700円(税込込み)(ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%(税込込み)を乗じた金額)の委託手数料をご負担いただきます。手数料等に関する税率は8%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。


MIZUHO みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号 加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
エクイティ調査部 〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア