

ユニ・チャーム (8113)

投資判断: 中立

目標株価: 2,650円 → 2,800円

最悪期は脱したが、株価は回復を相応に織り込んでいる

株価 (11月28日) **¥2,931.5**
目標株価との乖離 -4%

連結主要データ (予想はみずほ証券)

時価総額 (十億円)	1,819.98
発行済株式数 (百万株)	620.83
潜在株式数 (百万株)	20.76
1日出来高 (千株: 月平均)	1,354.75
外国人持株比率 (%、17/6)	33.0
配当 (円、17/12予想)	18.0
配当利回り (%、17/12予想)	0.6
配当性向 (%、17/12予想)	20.3
自己資本比率 (%、17/12予想)	57.9
BPS (円、17/12予想)	707.3
PBR (倍、17/12予想)	4.1
ROE (%、17/12予想 当期利益ベース)	13.0
ROA (%、17/12予想 税前利益ベース)	12.0

(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
パーソナルケア	87%	93%
ペットケア	12%	7%
その他	1%	1%

(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

我々の業績予想を上方修正し、目標株価も修正したが株価は来期までの回復も織り込んでいると考え、投資判断は「中立」を継続する。17/12期の収益の回復は我々の予想を上回ったが、主に日本事業の収益回復が大きいのが理由である。18/12期に向けては増益要因は少なくなると我々は予想している。17/12期は前年に中国、インドネシアで流通在庫問題の処理や、日本市場で転売業者の買い入れの縮小という動きがあった。アジアではまだ当面は競争環境が厳しいと思われ、収益率の回復は大きくないものと我々はみている。

投資判断とバリュエーション

新目標株価は、従来通りみずほ証券予想18/12期をベースにEV/EBITDA倍率約12倍を適用し算出している。

業績動向

17/12期営業利益予想を従来比40億円引き上げたうち、日本が同48億円の修正。前年転売業者の買い入れ減少で市場が縮小していたが、3Qは我々の想定よりも収益の回復力が大きかった。ただし、中国事業では前年に比べECの売上比率が高まっているため、W11のイベントに関わる利益は3Qに一層集中している可能性がある。前年3Qはインドネシア事業の赤字も大きかった一時的要因もあり、4Qの増益に過度に期待するのは良くないだろう。

カタリスト/リスク

中国でのシェアの回復の加速や、アジアの他地域で収益力が高まればポジティブ、一方でアジア地域で他社の参入があったり、EC市場の拡大でシェアが不安定になればネガティブな材料となるだろう。

連結業績		株価 ¥2,931.5 (11月28日)							52週株価高安 ¥3,078~¥2,380			
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)
2016/12		604,652	-	79,116	-	75,835	-	46,970	-	79.1	-	-
2017/12	会社予	630,000	4.2	84,000	6.2	77,000	1.5	49,000	4.3	83.7	35.0	-
	新予	657,000	8.7	87,000	10.0	86,000	13.4	52,200	11.1	88.7	33.0	13.7
	旧予	646,000	6.8	83,000	4.9	82,000	8.1	49,500	5.4	84.2	-	-
	*コンセンサス	640,892	-	86,350	-	83,042	-	52,017	-	88.4	-	-
2018/12	新予	703,000	7.0	90,500	4.0	89,500	4.1	55,500	6.3	95.3	30.8	12.9
	旧予	688,000	6.5	86,000	3.6	85,000	3.7	52,500	6.1	90.1	-	-
	*コンセンサス	682,183	-	94,504	-	92,404	-	58,350	-	99.5	-	-
2019/12	新予	751,000	6.8	96,800	7.0	95,800	7.0	60,100	8.3	104.3	28.1	12.0
	旧予	730,000	6.1	89,000	3.5	88,000	3.5	54,800	4.4	95.0	-	-

* コンセンサス出所: IFIS(11月 28日付 12社) 但し、データ提供社数が5社未満の場合は表示致しておりません。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。

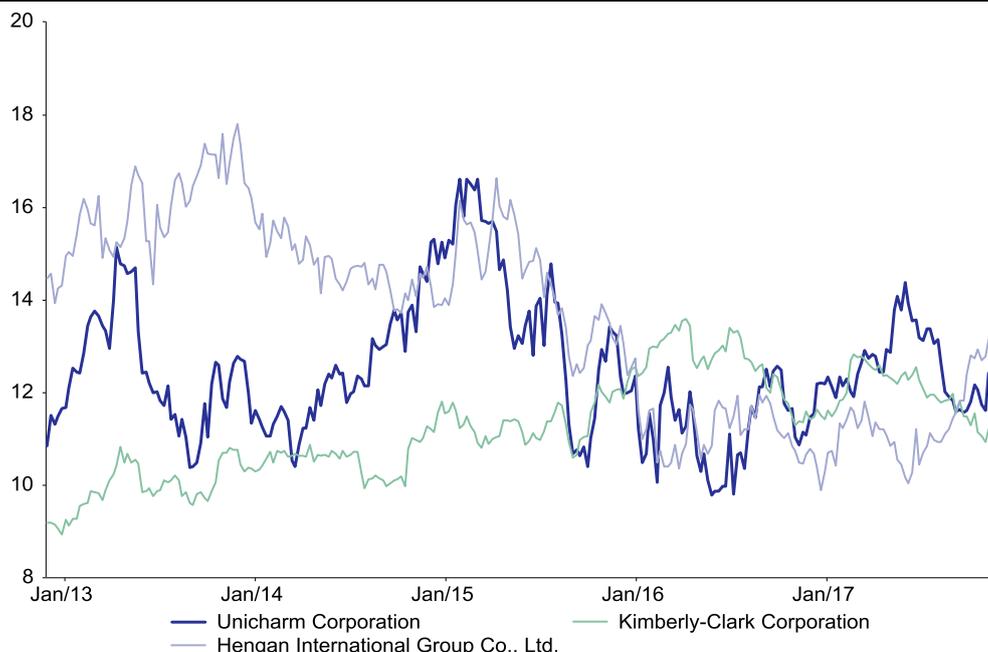
* 営業利益にはコア営業利益を記載しています。

バリュエーション

グローバル同業種比較のバリュエーションを用いる

従来より、当社のバリュエーションにはグローバル同業比較の EV/EBITDA 倍率を適用している。今回は、ヘンガンとキンバリークラークの 2 期目 EV/EBITDA 倍率と比較し約 12 倍を適用していたが、今回も同 12 倍が 2 社の平均並みとなることからこの同水準を用いることとした。新目標株価は、みずほ証券予想 18/12 期をベースに EV/EBITDA 倍率約 12 倍を適用し、2,800 円と算出している。

図表 1. ユニ・チャームとグローバル同業種企業の EV/EBITDA 倍率推移 (倍)



注: Factset による 12 カ月コンセンサスフォワードバリュエーション
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 2. グローバル企業のバリュエーション (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	Dividend yield 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	15,488	469	499	3,479	13.7	12.9	33.0	30.8	4.5	13.0	0.6
キンバリークラーク	米国	41,289	2,183	2,295	-101	11.8	11.4	18.9	18.0	-	704.4	3.3
ヘンガン	中国	11,844	572	615	2,104	13.8	12.7	20.7	19.3	5.6	23.7	3.1
日用品												
花王	日本	32,371	1,253	1,352	6,107	13.1	12.1	25.8	23.8	5.3	20.0	1.5
プロクター&ギャンブル	米国	227,801	10,590	11,293	54,068	14.2	13.7	21.5	20.2	4.2	18.7	3.2
コロゲート パルモリブ	米国	63,891	2,525	2,706	-242	15.7	14.8	25.3	23.6	-	-	2.2
クロロックス	米国	17,659	723	777	542	14.6	13.8	24.4	22.7	32.6	119.6	2.5
ユニリーバ	英・蘭	70,689	3,209	3,521	8,026	14.9	14.4	22.0	20.1	8.8	45.1	2.9
パイアスドルフ	ドイツ	29,446	1,001	1,070	6,139	17.4	16.0	29.4	27.5	4.8	14.5	0.7

注 1: FY0=直近終了年度, FY1=現在の年度, FY2=翌年度. 株価、為替は 11 月 28 日時点(1USドル 111.3 円)、みずほ証券カバレッジ銘柄以外の予想は IBES
注 2: IFRS 基準の花王、ユニ・チャームについては過去実績分については遡及していない
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

17/12 期予想

17/12 期営業利益予想を従来比 40 億円増の 870 億円に引き上げる。従来比 40 億円引き上げのうち、48 億円は日本の上方修正による。日本は、前年は日本のペビー用紙おむつの市場が転売業者の買い入れ減少で縮小していたが、足元は市場環境が急改善しており、我々の従来予想以上の収益改善がみられそうである。アジア事業の上期営業利益は前年同期比 7 億円減益であったが、3Q(3 カ月)で同 75 億円増益と大幅に改善した。しかし、この 3Q の増益には前年同期が特に利益水準が低かったことによることが大きく、継続的な増益要因ではないとみており、通期の我々の見通しを引き下げている。

3Q(3 カ月)の増益要因には特殊な背景がある

3Q(3 カ月)のアジアの営業増益 75 億円のうち、インドネシアが約 6 割、残りの多くが中国の増益である。まず、インドネシアは 16/12 期 3Q が流通在庫の処分のため大きな営業赤字であったことからの、反動であった。前年 4Q 以降は収益水準が回復しているため、今後はここまで多くの増益にはならないとみられる。インドネシアのシェアは下落しており、マーケティング費用の投入も継続が必要な状況で、今後の営業利益率の上昇は容易ではないだろう。

中国は従来と季節性が変わり 3Q に収益が集中しやすいと考える

また中国事業では、16/12 期は期末に店舗にセルインする出荷数量が多く、年間の約 50% の営業利益が 4Q に発生していた。販売チャネルとして店舗:EC の売上比率が 50%:50%であったことから、店舗の出荷時期が業績にインパクトを与えやすかったものと思われる。また、8 月に発表された販促費の期間帰属の時期ずれの問題で、昨年の 4Q は実質 12 億円程度利益が多かったことも我々は考慮すべきであろう。現在(17/12 期 3Q 末)は、EC 比率は売上構成比で 70%になっている。こうしたことから 4Q の店舗への期末出荷の影響は薄れ、EC 市場のイベント向けの出荷(W11)の影響を受ける 3Q に売上が集中したものと我々は考えている。こうしたことから中国事業の 4Q は、逆に前年並みならず、前年同期比で減益になると我々はみている。

アジアで営業利益の見通しを下げたのは主にタイ。1Q に発生した物流のトラブルが尾を引いていること、デフレ環境などの影響で通期営業利益は減益になりそうである。

18/12 期予想

17/12 期の業績予想の引き上げに伴い、18/12 期予想も引き上げたのが主要因。日本から中国向け等への越境 EC ビジネスが予想以上に拡大していることを反映し日本事業の売上高を前期比 4.1%(従来同 3.5%)増に引き上げたが、現在のナフサ水準から石油系製品の値上げが起こるとみて、原料高影響が全体的に 10 億円のマイナス影響になることを新たに加えている。

為替感応度

各国通貨での事業展開により、単純に対ドルの為替感応度を測るのは難しいが、全通貨が 1%円高となったとき営業利益は年間約 3 億円減と会社側は述べている。我々は特に海外事業で利益構成比の大きい、中国、タイ、インドネシアについては現地通貨の動きを加味している。17/12 期の会社側前提(みずほ証券予想)は、1USドル 110 円(110 円)、1ユーロ 124.71 円(130 円)、1タイバーツ 3.17 円(3.2 円)、1 中国元 16.3 円(16 円)、1 インドネシアルピア 0.0083 円(0.0082 円)である。

アジアのベビー紙おむつ市場の考察

中国

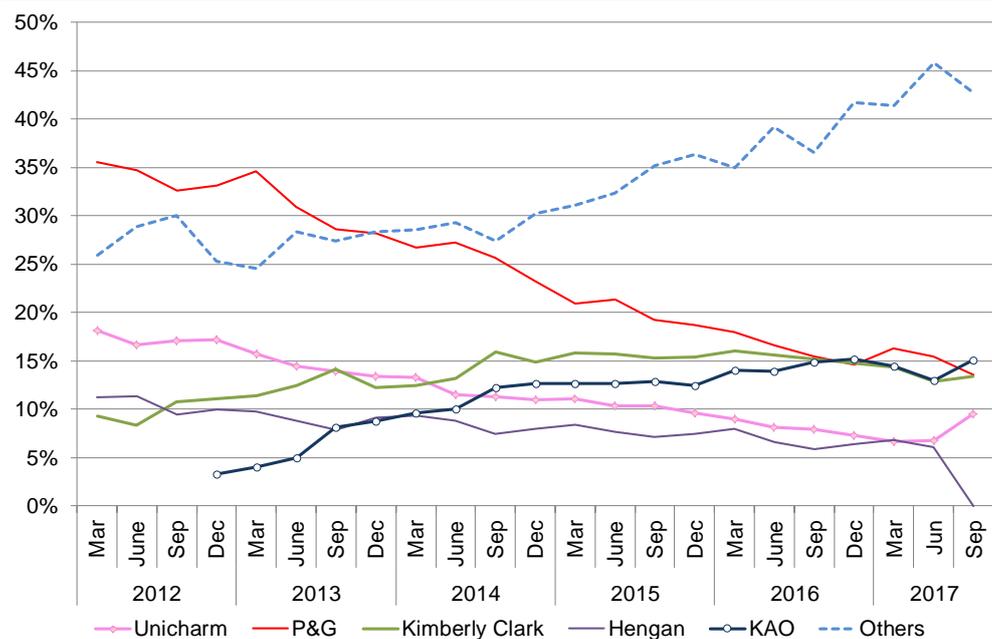
中国のシェアはボトムアウト

ユニ・チャームの中国のベビー用紙おむつのシェアは 2017 年 3 月の 6.7%から 9 月は 9.5%まで回復し、最悪期は脱したことが窺える。日本製紙おむつを積極的に輸出する戦略に切り替えた効果が、顕在化してきているものと思われる。

中国の「その他」現地メーカーの勢いはピークアウト

中国では、図表 3 にあるように「その他」のメーカーのシェアが上昇の一途であったが、これも 2017 年 6 月に 45.8%となったのをピークに 9 月は 42.7%に低下している。この「その他」は 500-600 社あるといわれ、主にベビー専門店等で高価格で販売されているローカルメーカーのブランドある。「その他」拡大の背景は、専門店にとって後タリピーターにならないグローバル企業の紙おむつブランドを販売するのは好ましくなく—なぜならそれらの紙おむつは EC で購入が可能だから—その店独自にしか存在しない紙おむつブランドを定着させたい狙いがあるものと思われる。しかし、品質がまだ追いついていないため、一度は店舗の推奨により母親らも購入するもののリピーターに繋がりにくいものと思われる。しかし市場の EC 比率の高い(約 50%)紙おむつ市場において、マーケティング費用もかかる EC で小規模ローカルメーカーがシェアを拡大するのが難しいことを考えると、リアル店舗の構成比である 5 割を超えてくるのは難しいと思われ、「その他」は、これ以上脅威にはならないと我々はみている。

図表 3. 中国のベビー用紙おむつ市場におけるシェアの推移



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

同じシェアでもグローバル各社は SKU が多い

中国市場では現在、P&G とキンバリークラーク、花王が互角だが、それぞれの会社のブランド戦略は異なる。市場では価格帯が 4 つ(SP:スーパープレミアム、P:プレミアム、S:スタンダード、E:エコミー)に分けられる(キンバリークラークは SP を更に 2 つにわけ 5 つに分けられるとコメントしたりもする)。もともと、P&G やユニ・チャームは参入が早かったことから、S と E でシェアを拡大していたが、花王とキンバリークラークが輸入品で市場を席卷し P の市場が 2014 年頃から急拡大した。2016 年いこうは、P で花王のシェアの拡大が止まらないため、花王以外の各社は SP を投入する事態となった。ちなみに SP では日本の大王製紙も参入し、一定の評価も得ているようだ。SP において、キンバリークラークは「ハギーズ」シリーズから、ダイヤモンド、プラチナを作り、P でゴールド、S でシルバーを

作っている。P&G は今年 8 月に SP で「パンパース イチバン(日本製)」を投入した。ユニ・チャームは昨年に SP で「ナチュラルムーニー」を既に投入している。各社このようにSKU(商品管理単位)を増加させ、効率性は落ちているのではないかと懸念されるが、その中でも花王のみ SP には参入せず、静観している。このようにトップシェアを競っている3社の中でも各社のSKUの違いから、花王の収益性の方が高いであろう。

ユニ・チャームの現在の中国戦略は差別化されている

ユニ・チャームの戦略は、SP、P、S を品揃え(E は縮小気味である)する中で、この 3Q からは S を強化している。これは他社にはない戦略で、差別化されており、我々は好感触を得ている。ユニ・チャームの現在の戦略は、「2 人っ子政策で 2 人目の子供が増え、2 人目の場合には 1 人目よりも紙おむつの選択は価格重視になる」という日本市場での経験を踏まえたものである。

図表 4. 中国の新生児、婚姻登記数の推移

(年)	出生数 (万人)	1 人目 (万人)	2 人目以降 (万人)	婚姻登記数 (万組)
2013	1,640	1,056	584	1,307
2014	1,687	972	715	1,225
2015	1,655	886	769	1,133
2016	1,786	-	-	-

出所:「新京報」等、各種報道より、みずほ証券エクイティ調査部作成

2 人っ子政策も、2017 年の出生児数は前年を下回る見通し

11 月 14 日付の中国紙・新京報によると中国の国家衛生計画出産委員会は 2017 年の出生数は前年を下回る 1,743 万人以下になるとの見通しを発表した。共同通信では、「広東省の 1-8 月の新生児の 6 割が第 2 子」という報道があり、総じて第 2 子の出産は増えているが、出産適齢期の女性人口の減少や婚姻数の減少が理由で、そもそも第 1 子の出産が年々低下しているためである。こうしたマクロ的背景を考えると、2 人目の構成比が増えていく中で、「高価であればいいもの」と先入観でやたらと高価格のものを購入してしまうビギナーママは減少しているわけであり、ユニ・チャームの現在の方針はマクロ的には正しい方向性の印象を受ける。

日本 2 社の戦略と米 2 社の思惑

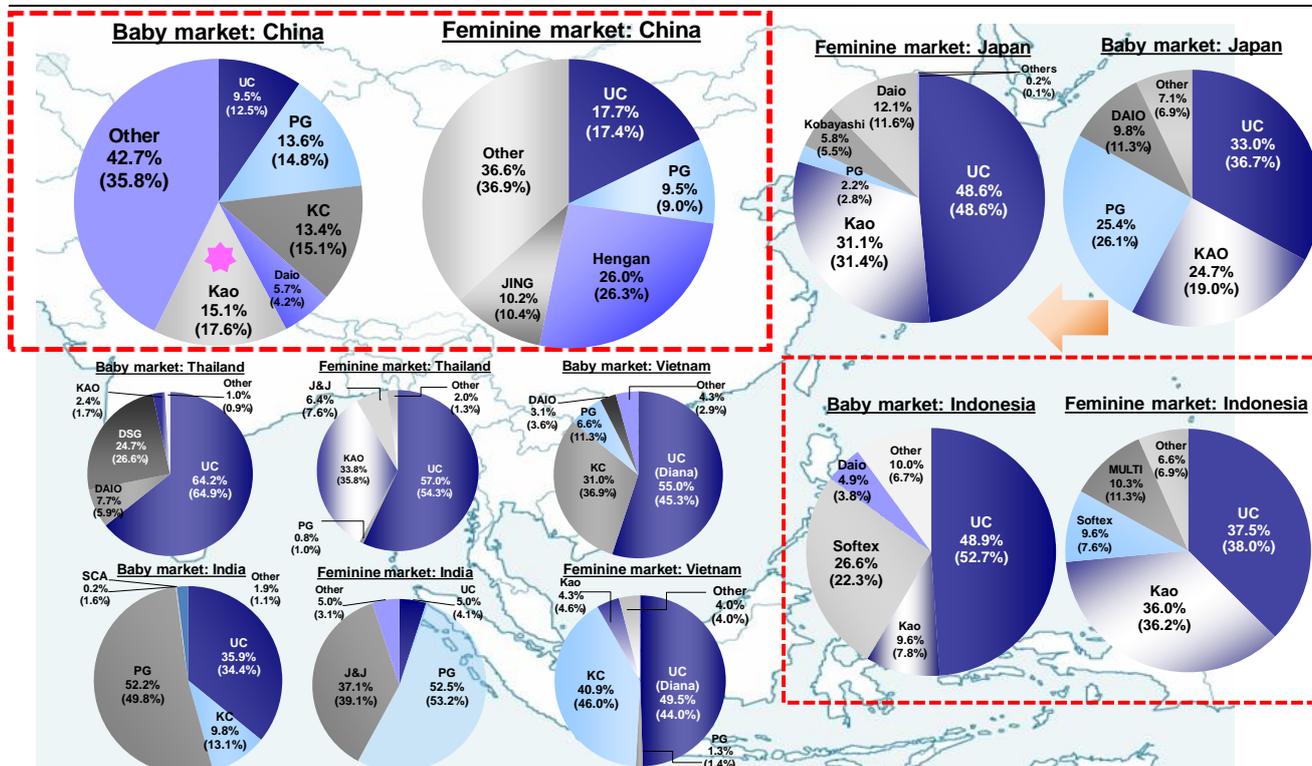
このユニ・チャームの判断が、次の 3 年でグローバル企業に再び追いつく策となるかどうか期待される所である。また、SP を持たない花王の次の手も気になる。花王も S タイプを既に 2017 年春から夏にかけてリニューアルしており、戦略を明示していないまでもユニ・チャームと同じような考えのようにも見える。一方で、SP タイプを強化する米国企業らには平均単価を上昇させたいという思いが背景にあると思われる。欧米の紙おむつ価格に対して、日本の紙おむつの値段は半分程度である。日本企業ほどのコスト構造の強さがない(平均単価で差があるにもかかわらず粗利率が日本企業とグローバル企業は差がない)中で、米国に次いで市場の大きい中国市場で単価ダウン、プロダクトミックスの悪化は避けたい事だからである。できれば SP タイプの構成比を高めたいという方向性であろう。こうした各社の思惑の違い、中国の消費者の変化が次の 3 年のシェアを変化させていくものと思われる。ただ何が正解なのか、現在我々も見極め難いところはある。願わくは、日本企業の 2 社の考えが正しく、今後 2 社がグローバル企業を席巻していく、というのが日本株アナリストとしては理想である。

アジア各国

ユニ・チャームのアジアの収益源であったタイとインドネシアではシェアが苦戦を強いられている。インドネシアでは花王や大王製紙、ローカルの Softex が健闘し、ユニ・チャームは初めて 50%のシェアを切った。先述したように 3Q は前年同期の営業赤字からの回復で増益幅が大きいですが、競争環境は厳しさを増しているため、収益が目覚ましい回復は見られないものと思われる。

タイは 1Q に物流トラブルの問題がありコストが発生した。しかしそういった個社要因が解決したとしても、タイはデフレが進行している上に出生率が低いこともあり市場の成長率があまり見込めない印象である。また、シェア 2 番手の DSG が 6 月に非上場となりプライベートエクイティの傘下となった。いずれ他社に売却(ユニ・チャームは独占禁止法上買収できない)される可能性も否定できず、買収先によっては当社の競争環境をより厳しくする可能性がある。

図表 5. 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 9 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

ベトナムは好調だが、EC の波が心配

ベトナムは好調を維持しており、年 50 億円近くの営業利益を獲得できる規模となってきている。しかし、スマホ普及率が他国より高いことが取えていけば将来的には懸念材料。スマホの普及率と EC 比率の拡大は連動しているといわれ、EC 市場が拡大すればシェアの変動が起こる可能性もある。

インドは 17/12 期に営業黒字化

インドはグローバル大手の中で健闘し、シェアを拡大させ 17/12 期には黒字化する見通し。11 月には第 1 工場が火事で全焼したが、タイミングよく第 3 工場が稼働すれば供給に問題がないもよう黒字化の実現を目指すもよう。グローバル大手が既に揃っている市場の故、収益性の上昇が大きいとは思えないものの、普及率や人口増を考えれば、もっとも成長を期待できる国であることは確かである。

収益への影響が大きいのはマクロより、ミクロの競争環境

最後にアジアの主要国の市場規模と普及率を示す。ただし普及率が低いことから売上、利益がその地域でたやすく成長すると前提を置くのは危険である。今回の中国市場の変化は普及率より、インフレ率(プレミアム化)の変化の方が市場成長に影響を大きく与えたことは記憶に新しい。また市場規模が拡大してもその中でシェアは変化し、競争が激化すればマーケティング費用が増加するため営業利益率が低下することも起こりうる。我々の業績予想上は、マクロドリブよりも、後者の競争環境の方が、転換点を見極める上で重要だと我々は考えている。中国の 2 人っ子政策の発表で、ベビー関連株が単純に全てプラスメリットを受けると判断するのは早計である。これからも、我々の見方としては「マクロドリブ」よりも、競争環境を常にウォッチし業績予想の方向性を考えることが最も重要

なポイントであると我々は考えている。

図表 6. アジア主要国のベビー用紙おむつ市場の状況

	市場規模(億円)	普及率	市場成長率
日本	1,300	100%	- 1~ - 2%
中国	5,700	30~40%	3~5%
インドネシア	1,000	30~40%	5~9%
タイ	400	50~60%	0~1%
台湾	200	80~90%	-0
ベトナム	300	20~30%	5~9%
インド	600	1~10%	10~15%
サウジアラビア	600	90~100%	1~4%

注: 各社へのヒアリングによるみずほ証券推定
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

こうした各国の状況を踏まえると、ユニ・チャームの 18/12 期に向けては中国のボトム脱出、タイのトラブル解消などアジアの増益は継続すると思うものの、一方で花王も参入していないエリアも多く競合の動き次第で収益性が変化しそうな国も多い不安材料もある。好材料と不安材料の中で成長は可能と考えているが、当社のアジア地域は過去の高成長時期よりは増益度合が緩やかなものになると我々は考えている。

ESG

社会的使命を本業で解決していくことを目指している。企業理念「NOLA&DOLA」には、「赤ちゃんからお年寄りまで、生活者がさまざまな負担から解放されるよう、心と体をやさしくサポートする商品を提供し、一人ひとりの夢を叶えたい」という思いが込められている。

【Environmental(環境)】

使用済み紙おむつのリサイクルに取り組む

2015年より使用済み紙おむつから上質パルプを資源化し、再び紙おむつに使用するという画期的なリサイクルに取り組んでいる。現在鹿児島県で試験運用中。また紙おむつの生産時に発生するロス品等や廃棄物を、猫砂などの製品の材料に応用し、工場から出る廃棄物の減少に努めている。他にも環境目標を項目ごとに定量的に設定し、毎年の実績値をホームページ等で公開している。

【Social(社会)】

女性の衛生環境の改善、就労支援に熱心

生理用品等女性に関わる製品を中心としていることもあり、アジア各国で女性の社会的課題への取り組みに熱心である。ミャンマー、インドでの初潮教育プログラム、サウジアラビアでは女性専用工場を作り、就労支援を行っている。また被災地支援活動では、当社製品の寄付や社員参加による被災地支援活動を行っている。

【Governance(ガバナンス)】

創業者の高原慶一郎氏は役職のない取締役、子息である高原豪久氏が現代表取締役社長執行役員。その2人を含め取締役数は11名、うち監査等委員は3名。2015年5月1日付で監査等委員会設置会社に移行し、取締役(監査等委員)3名のうち、うち社外取締役は2名。2004年より、当社独自の経営手法を集大成した「SAPS 経営手法」を用い、「優先順位の高い課題に時間と行動を集中する」仕組みを推進しているという。株主還元は総還元性向50%をコミットし、自社株買いも毎年行っている。ただし、CB発行を2013年、2015年と行っており、結果的に発行済株式数は減少していない。またIFRSベースで2020年に連結売上高8,000億円、営業利益率15%、ROE15%を目指している。

図表 7. 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	738,707	710,965	657,000	703,000	751,000	630,000
売上原価	406,521	376,510	354,800	379,200	406,500	-
売上総利益	332,185	334,455	302,200	323,800	344,500	-
販管費	252,250	256,178	215,200	233,300	247,700	-
営業利益	79,934	78,277	87,000	90,500	96,800	84,000
営業外収益	5,646	6,176	-	-	-	-
受取利息・配当金	2,185	3,362	-	-	-	-
その他	3,461	2,814	-	-	-	-
営業外費用	14,201	12,605	-	-	-	-
支払利息及び割引料	4,859	2,373	-	-	-	-
その他	9,342	10,232	-	-	-	-
金融収益	-	-	3,400	3,400	3,400	-
金融費用	-	-	-600	-600	-600	-
持分法による投資利益	-	-	0	0	0	-
その他費用	-	-	-3,800	-3,800	-3,800	-
経常利益	71,380	71,848	-	-	-	-
特別利益	6,518	5,223	-	-	-	-
特別損失	557	3,277	-	-	-	-
税引前利益	77,340	73,794	86,000	89,500	95,800	77,000
法人税、住民税	28,852	25,092	28,800	29,000	30,700	-
非支配持分に帰属する四半期利益(旧 少数株主損益)	7,976	4,568	5,000	5,000	5,000	-
親会社の所有者に帰属する当期利益(旧 当期利益)	40,511	44,134	52,200	55,500	60,100	49,000
対売上比(%)						
売上原価	55.0	53.0	54.0	53.9	54.1	-
売上総利益	45.0	47.0	46.0	46.1	45.9	-
販管費	34.1	36.0	32.8	33.2	33.0	-
営業利益	10.8	11.0	13.2	12.9	12.9	13.3
経常利益	9.7	10.1	-	-	-	-
税引前利益	10.5	10.4	13.1	12.7	12.8	12.2
親会社の所有者に帰属する当期利益(旧 当期利益)	5.5	6.2	7.9	7.9	8.0	7.8
税率(%)	37.3	34.0	33.5	32.4	32.0	-
前年度比(%)						
売上高	-	-3.8	-	7.0	6.8	-
売上総利益	-	0.7	-	7.1	6.4	-
販管費	-	1.6	-	8.4	6.2	-
営業利益	-	-2.1	-	4.0	7.0	-
経常利益	-	0.7	-	-	-	-
税引前利益	-	-	-	4.1	7.0	-
親会社の所有者に帰属する当期利益(旧 当期利益)	-	8.9	-	6.3	8.3	-
減価償却費(のれん含む)	31,983	31,269	30,800	32,000	32,000	30,800
資本支出	-	52,000	40,000	45,000	40,000	40,000
EBITDA(百万円)	111,917	109,546	117,800	122,500	128,800	114,800
期中平均発行株式数(自己株除き)(百万株)	599.7	594.1	588.3	582.6	576.2	-
1株当たり利益(円)(希薄化前)	67.6	74.3	88.7	95.3	104.3	83.7
1株当たり純資産(円)	650.0	655.5	707.3	762.4	824.6	-
1株当たり配当(円)	16.0	16.0	18.0	19.0	20.0	18.0
ROE	10.0%	11.4%	13.0%	13.0%	13.1%	-
ROA	10.2%	10.2%	12.0%	12.2%	12.3%	-

注 1: 15/12 期は前年が9カ月決算のため前年度比の表示なし

注 2: 16/12 期まで日本基準、17/12 期からは IFRS 基準に移行

注 3: 17/12 期以降の営業利益にはコア営業利益を記載

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 8. セグメント情報

(百万円)

	FY12/15	FY12/16	FY12/17E		FY12/18E		FY12/19E	
			Old	New	Old	New	Old	New
事業別売上高								
パーソナル	647,573	619,047	547,700	559,500	587,600	603,800	627,500	649,700
ペットケア	85,624	85,756	92,800	92,000	94,900	93,700	97,000	95,800
その他	5,508	6,161	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
連結合計	738,707	710,965	646,000	657,000	688,000	703,000	730,000	751,000
前年比(%)								
パーソナル	-	-4.4	-	-	7.3	7.9	6.8	7.6
ペットケア	-	0.2	-	-	2.3	1.8	2.2	2.2
その他	-	11.9	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0
連結合計	-	-3.8	-	-	6.5	7.0	6.1	6.8
営業利益								
パーソナル	76,254	72,514	74,100	77,600	76,900	80,800	79,600	86,700
ペットケア	3,329	5,347	8,500	9,000	8,700	9,300	9,000	9,700
その他	330	414	400	400	400	400	400	400
合計	79,914	78,277	83,000	87,000	86,000	90,500	89,000	96,800
消去/全社	20	0	0	0	0	0	0	0
連結合計	79,934	78,277	83,000	87,000	86,000	90,500	89,000	96,800
営業利益率(%)								
パーソナル	11.8	11.7	13.5	13.9	13.1	13.4	12.7	13.3
ペットケア	3.9	6.2	9.2	9.8	9.2	9.9	9.3	10.1
その他	6.0	6.7	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
連結合計	10.8	11.0	12.8	13.2	12.5	12.9	12.2	12.9
所在地別売上高								
日本	287,135	302,851	260,000	266,000	269,000	277,000	278,000	289,000
アジア	341,240	305,099	275,000	280,000	299,000	306,000	323,000	332,000
その他	110,331	103,014	111,000	111,000	120,000	120,000	129,000	130,000
連結合計	738,707	710,965	646,000	657,000	688,000	703,000	730,000	751,000
売上高前年比								
日本	-	5.5	-	-	3.5	4.1	3.3	4.3
アジア	-	-10.6	-	-	8.7	9.3	8.0	8.5
その他	-	-6.6	-	-	8.1	8.1	7.5	8.3
連結合計	-	-3.8	-	-	6.5	7.0	6.1	6.8
地域別営業利益								
日本	44,499	50,487	50,300	55,100	51,000	55,100	50,200	56,600
アジア	32,231	22,314	27,000	25,400	28,400	28,100	31,300	32,000
その他	3,484	4,755	5,700	6,500	6,600	7,300	7,500	8,200
合計	80,214	77,556	83,000	87,000	86,000	90,500	89,000	96,800
消去/全社	-280	720	0	0	0	0	0	0
連結合計	79,934	78,276	83,000	87,000	86,000	90,500	89,000	96,800
(海外計)	35,715	27,069	32,700	31,900	35,000	35,400	38,800	40,200
営業利益率(%)								
日本	15.5	16.7	19.3	20.7	19.0	19.9	18.1	19.6
アジア	9.4	7.3	9.8	9.1	9.5	9.2	9.7	9.6
その他	3.2	4.6	5.1	5.9	5.5	6.1	5.8	6.3
連結合計	10.8	11.0	12.8	13.2	12.5	12.9	12.2	12.9

注 1: 16/12 期まで日本基準、17/12 期からは IFRS 基準に移行

注 2: 17/12 期以降の営業利益にはコア営業利益を記載

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 9. 連結貸借対照表

(百万円)

	FY12/15	FY12/16	FY12/17E	FY12/18E	FY12/19E
流動資産	331,693	352,250	365,800	390,600	423,900
現金・預金	138,503	175,742	182,100	196,300	218,400
受取手形・売掛金	95,476	88,484	93,100	99,600	106,400
棚卸資産	64,028	57,401	60,200	64,400	68,800
その他の流動資産	33,834	31,297	31,000	31,000	31,000
貸倒引当金	-148	-674	-600	-700	-700
固定資産	370,907	359,290	350,300	364,800	374,300
有形固定資産	247,808	244,325	256,300	273,300	285,300
償却可能資産	206,682	206,200	218,200	235,200	247,200
土地・その他	25,003	23,092	23,100	23,100	23,100
建設仮勘定	16,123	15,031	15,000	15,000	15,000
無形固定資産	89,828	83,082	62,200	59,700	57,200
投資・その他資産	33,270	31,883	31,800	31,800	31,800
投資有価証券	23,611	23,675	23,700	23,700	23,700
繰延税金資産	2,195	2,843	2,800	2,800	2,800
貸倒引当金	-91	-90	-200	-200	-200
その他	7,555	5,455	5,500	5,500	5,500
資産合計	702,601	711,541	716,100	755,400	798,200
流動負債	168,630	175,994	157,500	169,300	181,500
支払手形・買掛金	93,799	93,257	86,200	92,200	98,500
短期借入金	3,846	6,753	6,800	6,800	6,800
その他	70,985	75,984	64,500	70,300	76,200
固定負債	82,878	85,572	81,800	81,800	81,800
社債(含ワラント債)・転換社債	54,421	53,441	53,400	53,400	53,400
長期借入金	10,757	12,084	12,100	12,100	12,100
繰延税金負債	8,160	9,093	8,000	8,000	8,000
退職給与引当金	-	-	-	-	-
退職給付に関わる負債	5,295	7,648	5,000	5,000	5,000
その他	4,245	3,306	3,300	3,300	3,300
負債合計	251,509	261,567	239,300	251,100	263,300
純資産	451,091	449,974	476,800	504,300	534,900
親会社の所有者に帰属する持分合計*	387,195	387,303	414,300	441,800	472,400
負債・純資産合計	702,601	711,541	716,100	755,400	798,200

注: 16/12 期まで日本基準、17/12 期からは IFRS 基準に移行、親会社の所有者に帰属する持分合計の過去実績分は自己資本
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 10. 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	77,340	73,794	86,000	89,500	95,800
減価償却費	31,983	31,269	30,800	32,000	32,000
減損損失	0	0	0	0	0
必要運転資本増減	-16,457	8,842	-14,500	-4,700	-4,900
税金・利息 他	-7,857	-10,301	-27,800	-28,000	-29,700
営業活動 CF	85,009	103,604	74,500	88,800	93,200
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 取得・売却	-45,885	-37,645	-40,000	-45,000	-40,000
投資有価証券	4,452	-1,354	0	0	0
子会社株式取得	0	0	0	0	0
その他(長期貸付 など)	-26,733	-3,613	0	0	0
投資活動 CF	-68,166	-42,612	-40,000	-45,000	-40,000
財務活動によるキャッシュ・フロー					
短期債務増減	-1,678	2,527	0	0	0
固定債務増減	38,550	1,649	0	0	0
子会社株式取得	-50,742	-988	0	0	0
自己株式取得	-13,000	-14,000	-16,000	-17,000	-18,000
配当金支払い	-8,284	-9,173	-10,500	-11,000	-11,500
その他	-1,681	-1,555	-1,600	-1,600	-1,600
財務活動 CF	-36,835	-21,540	-28,100	-29,600	-31,100
現金及び現金同等物に係る換算差額	-5,085	-3,375	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	-25,078	36,076	6,400	14,200	22,100

注: 16/12 期まで日本基準、17/12 期からは IFRS 基準に移行

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 11/28
4452	花王	買い	7,312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、次の会社より今後3か月以内に報酬を受ける予定又は可能性がありません: ユニ・チャーム、花王
- 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す。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 11月 29日の 02時 16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か月から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か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ー内に占める割合(%)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。

本資料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す。本資料は信頼できると考えられる情報に基づいていますが、情報は必ずしも個別に検証されたものではなく、また本資料は投資家の投資決定に必要な情報をすべて網羅するものではありません。みずほ証券は本資料の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、また、使用した結果についてもなんら責任を負いません。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。みずほ証券およびその関係会社は投資の適合性について評価する責任を負いません。

みずほ証券およびその関係会社は本資料への信頼または使用の結果(直接的、間接的または結果として生じた損失、利益の喪失、損害を含むがこれらに限定されない)がどのようなものであっても、いかなる賠償責任を負うものではなく、本資料を直接または間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終的な投資決定は投資家自身が行い、投資に対する責任も投資家自身が負う必要があります。

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。

本資料で言及されたみずほフィナンシャルグループ(「MHFG」)、あるいはその関係会社に関する内容は、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MHFGならびに本資料で言及された会社の一切の内部者情報の使用が禁じられています。みずほ証券はMHFGの子会社であるため、会社の方針としてMHFGについての投資判断を差控えることとしています。

みずほ証券およびその関係会社、または他のMHFG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。これらの発行会社やその関係会社に対して、幅広い金融サービスを提供する可能性があります。ただしみずほ証券はMHFG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。

英国/欧州地域:本資料は、MHFGグループの一員であるMizuho International plc, Mizuho House, 30 Old Bailey, London EC4M 7AU が英国での配布を行っています。Mizuho International plc (「MHI」) はブ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) 及びブ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となっています。なお、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。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MHI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程に基づいて作成されており、詳細についてはウェブサイト <https://www.mizuho-emea.com/governance> をご覧ください。

米国:本資料の米国での配布または配布の承認は、Mizuho Americas LLCの子会社でFINRA会員であるMizuho Securities USA LLC, 320 Park Avenue, New York, NY10022, USA、連絡先 +1-212-209-9300が行い、同社がその内容に責任を負います。企業に関する新展開や発表、市場環境、公表されたその他の情報に基づき、会社および業界の定期的なアップデートが提供されることがあります。本資料の内容を基に米国の投資家が行う取引はすべてMizuho Securities USA LLC(「MSUSA」)を通してのみ行うことができます。関心のある米国の投資家の方々は、MSUSAの営業担当者までご連絡下さい。

香港:香港での配布にあたって、本資料の承認はMHFGグループの一員で、香港証券先物取引委員会の認可および規制を受けるMizuho Securities Asia Limited (「MHSA」)、14 - 15/F, K11 Atelier, 18 Salisbury Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon, Hong Kongが行います。本資料は香港証券先物条例の定義に基づく「プロ投資家」向けに作成されたものであり、MHSAにより香港において配布されています。本資料はMHSAが定める利益相反管理規程に基づいて作成されています。利益相反防止・回避に関する管理体制の詳細をご希望の場合はMHSAにご連絡ください。

オーストラリア:本資料はオーストラリアの2001年会社法(「CA法」)708条に基づくプロ投資家または洗練された投資家、またはCA法761G条に基づくホールセール顧客にのみ配布されるものです。オーストラリア国内における前述の投資家層以外に渡ることは直接的であれ間接的であれ想定しておらず、認められません。各々の法域の免許を保有するMizuho Securities Asia Limited (ABRN 603425912) および Mizuho Securities (Singapore) Pte. (ARBN 132105545)は、オーストラリアにおいて外国企業として登録されており、CA法に基づくオーストラリア金融サービス免許の取得義務をそれぞれオーストラリア証券投資委員会のクラスオーダー免除CO 03/1103、CO 03/1102により免除されています。

シンガポール:シンガポールでの配布にあたって、本資料の承認はMizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd., 12 Marina Way, #10-01A Asia Square Tower 2, Singapore 018961が行います。Mizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd. (「MHSS」)はシンガポール金融管理局の規制を受けており、証券先物法に基づく資本市場サービス免許を保有しています。金融アドバイザー改正規則(「FAR」)に基づき、MHSSは金融アドバイザー法25条、27条、36条の遵守を免除されています。本資料はFARの規制2で定義される「機関投資家」、「適格投資家」、「エキスパート投資家」向けにのみ配布されるものです。本資料は当該投資家のみが使用することを前提としており、それ以外への配布や転送はできません。

日本:本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社 〒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 が行います。

みずほ証券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%(税込み)、最低2,700円(税込み)(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。

本資料の著作権はみずほ証券が保有し、書面による事前の承諾なしにすべてまたは一部を変更、複製、再配布、第三者に転送することはできません。

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