イニシエーション

トイレタリー・化粧品セクター

ワカコの兵法～七計で日本の美に投資せよ

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券は、トイレタリー・化粧品セクターとして 13 社のカバレッジを開始する。カバレッジ企業は、いずれも中国を始めとするアジアの経済成長と共に業績拡大の機会に恵まれている。世界が、アジアの経済成長に恩恵がある銘柄に注目するなら、弊社のカバレッジ企業はいずれも長期的に魅力的であろう。本レポートでは、その背景の業界構造や競争環境を深く理解できるよう、中国の古の戦略本「孫子の兵法」の分析を参考にして進める。また、2019 年のタイムリーな話題である消費税増税やインバウンド需要の影響に対する株価の動きについても言及する。

	Rating	目標株価(円)	株価(円)	潜在R(%)
4912	ライオン			
	OW	2,600	2,005	+29.7
4452	花王			
	OW	10,200	8,392	+21.5
4985	アース製薬			
	OW	5,500	4,745	+15.9
7956	ピジョン			
	OW	4,900	4,325	+13.3
4921	ファンケル			
	OW	3,200	2,840	+12.7
4927	ポーラ・オルビスホールディングス			
	N	3,300	3,000	+10.0
4917	マンダム			
	N	2,850	2,601	+9.6
8113	ユニ・チャーム			
	N	3,400	3,235	+5.1
3002	グンゼ			
	N	4,900	4,670	+4.9
4911	資生堂			
	N	8,800	8,420	+4.5
4922	コーセー			
	N	18,000	17,920	+0.4
4527	ロート製薬			
	UW	2,900	2,976	-2.6
4967	小林製薬			
	UW	7,000	7,830	-10.6

※株価は 6 月 25 日終値
※OW : Overweight, N : Neutral, UW : Underweight, NR: Not Rated, RS: Rating Suspended

投資戦略

2019 年は消費増税がテーマ視されると考え、弊社では日用品企業への投資配分の傾斜を薦める。花王(4452)、ライオン(4912)、アース製薬(4985)、ピジョン(7956)、ファンケル(4921)を Overweight とする。化粧品企業で唯一ファンケルを Overweight としたのは、インバウンド需要の成長カタリストが新鮮ではない現状でも、同社は国内で出店余地が高く相対的に増収率が堅調であること等を評価するためである。

注目点

本レポートでは、孫子の兵法の「五事七計」に倣い、業界構造を 5 つのポイントで分析し、7 つの投資判断に繋がる比較を行う。
長期的にみて当セクターが魅力的な理由は、化粧品企業の場合、アジア人共通の嗜好や日本への憧れを醸成し、成長を享受する立場にあるからと弊社では考える。また日用品企業の場合は、長期間に渡るデフレで世界の先進国の中において最安値で高品質な製品を供給可能な体質に変化したことが理由である。これにより輸出コストという経済的障壁が崩れ、内需から輸出産業への構造変化が起こった。こうして日用品企業も新興国需要を獲得しやすい状況が揃いつつある。
消費者の選択を促すためのマーケティングが重要であるのは、両業界とも変わりなく、同費用の投入が収益率を決定づける。マーケティング費用の分析は、競争状況を示唆し、その中で成長性と株価の割安さを基軸に投資判断を下す方法をここでは紹介する。
また 2019 年の最大のトピックスは消費増税である。消費増税が延期された場合のリスクシナリオは後述するが、基本的に実施されるとした場合、過去の株価の動きをみても日用品企業の株価は上昇局面に入るだろう。化粧品では 2019 年 1 月から施行の新 EC 法のネガティブインパクトの影響が少なく業績拡大余地がある企業の株価パフォーマンスが良好となると弊社では予想する。

佐藤 和佳子
シニアアナリスト
03-6627-5265
sato-wakako@sc.mufg.jp

赤地 慶紀
アナリスト
03-6627-5261
akachi-yoshinori@sc.mufg.jp

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「MUMSS」）は、2019 年 5 月 9 日に公表された、パナソニック株式会社（以下、「パナソニック」）とトヨタ自動車株式会社による街づくり事業に関する合弁会社の設立に関する合意（以下、「本案件」）について、パナソニックのフィナンシャル・アドバイザーを務めています。
本案件の成立には、当局による承認が取得されること、およびその他通常の前提条件を充足することが条件とされております。
パナソニックは MUMSS に対し、フィナンシャル・アドバイザリー・サービスの報酬を支払うことに同意しています。

目　次

1　エグゼクティブサマリー 3
2　投資判断とバリュエーション 4
3　業界構造　兵法の五事で業界を捉える 7
(1) 道：市場の成長ポテンシャル、競合環境 7
(1)-1. 市場成長率 7
(1)-2. 化粧品業界の競合環境 9
(1)-3. 日用品の業界特性 11
(2) 天：時勢　成長率の変動要因 13
(2)-1. 化粧品の時勢の変化 14
■ 資生堂がマーケットリーダーになった歴史的背景 14
■ 低価格化粧品ブーム 15
■ ジェンダーギャップと市場成長率 16
■ エイジングと市場成長率 17
(2)-2. 日用品の時勢の変化 18
■ ロング・デフレーション 18
■ デフレの終焉 20
■ 気象要因 21
(3) 地：地政学的視点 21
(3)-1. 化粧品事業の地政学的ポイント 21
(3)-2. 日用品業界の地政学的ポイント 23
(4) 将：経営体制 27
(5) 法：ESG 28
4　七計：兵法の七計で投資戦略を考える 32
(1) 主孰有道：参入市場と業界構造から優位な企業はどこか 32
(2) 将孰有能：創業家経営と優良ガバナンス企業の違いは 35
(3) 天地孰得：ボーダレス競争で優位性があるのはどこか 36
(3)-1. 化粧品：ボーダレスで限界規模を超えていく 36
■ インバウンド需要 37
(3)-2. 日用品：今、欧米がデフレ、日本は安定 38
(4) 法令孰行：最近のテーマ(中国新 EC 法・消費税増税)に有利な銘柄はどこか 43
(4)-1. 中国の電子商務法(2019 年 1 月施行)によるインパクト 43
(4)-2. 消費税増税によるインパクト 46
(5) 兵衆孰強：マーケティングコスト分析からみる競争力 48
■ デジタルマーケティングの有効性 52
(6) 士卒孰練：研究開発力が高いのはどこか 54
(7) 賞罰孰明：株主還元が優れているのはどこか 57

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

1 エグゼクティブサマリー

カバレッジ企業はいずれも長期視点では魅力的

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券では、トイレタリー・化粧品セクターとして 13 社のカバレッジを開始する。低成長な日本市場をベースとしながらも、カバレッジ企業の業績成長の展望は明るいと弊社は考える。個別企業についての詳細の分析は、同日発行の各社レポートを参照されたい。

投資判断 Overweight
花王(4452)
ライオン(4912)
アース製薬(4985)
ピジョン(7956)
ファンケル(4921)

投資判断 Overweight で開始するのは、花王(4452)、ライオン(4912)、アース製薬(4985)、ピジョン(7956)、ファンケル(4921)である。アース製薬は前期の大幅減益からの回復に注目、例年並みの暑さならば割安であるとみる。ピジョンやアース製薬は長期的にみても今後新興国の経済成長の恩恵を受けやすい銘柄であろう。一方、ロート製薬(4527)、小林製薬(4967)は Underweight とする。ロート製薬の業績について弊社は会社計画を下回る可能性を株価は織り込んでないと考える。小林製薬はファンダメンタルが堅調ながら、流動性のない中での自社株買いにより、株価が割高で投資タイミングではないと現在はみる。

本レポートでは業界構造を兵法に倣い 5 つのポイントで検証する。「道：市場の成長ポテンシャル、競合環境」「天：時勢　成長率の変動要因」「地：地政学的視点」「将：経営体制」「法：ESG」で述べていく。

「多数乱戦業界」
「クリティカルマスが必要な業界」

日用品、化粧品市場は各国の名目 GDP に弾性値 1 で成長するため、海外進出で成功すれば、カントリーミックスを考慮する必要があるが、高い増収率を期待することができる。しかし化粧品業界は典型的な「多数乱戦業界」であり、安定性を保つのは難しい。安定成長を実現するには高い経営力を必要とする。日用品は化粧品よりもクリティカルマスを必要とするため、参入者が大手企業に限定され、激しいシェア競争となりやすい。しかし、市場が成熟化するにつれて淘汰され、最終的な残存者には安定的なキャッシュフローが継続する可能性が高い。

競争における地政学的視点

弊社のカバレッジ企業は、既にグローバル競争の渦の中にいる。その競争要因として、アジアの地政学的視点を整理し、ユニリーバが強く P&G が相対的に弱いエリアであることの日本企業への影響を分析する。

ESG はブランディングに繋がる

ESG は当セクターでは形骸化すべきものでなく重要な投資観点である。消費者に評価され、選択される当業界にとって、Environment と Social は単なる社会貢献ではなく、ブランディングにも繋がるようになっている。海洋プラスチック問題の対応等がそれにあたる。

世界がアジアの成長に注目するなら

また、投資戦略を兵法から七計の知恵を拝借し分析する。世界の中で経済成長の高いアジア地域の需要を獲得していく企業は、株式市場から高く評価されるものと思われるが、カバレッジ企業がこれに該当することを説明していく。また、マーケティングを行うことが重要な業界であることから、その費用分析で各企業の競争力、株価バリュエーションの変化を判断するノウハウを紹介する。

2019 年のトピックス

2019 年の最大の話題は「消費税増税」である。日用品企業に大きなメリットがあろう。過去の事例を挙げ紹介する。化粧品企業はインバウンド需要の反動がでており、増収率が低下するため、中長期では成長が期待できるものの、今後半年から 1 年間にかけては日用品企業と比較して注目が集まりにくいと弊社では判断する。

2 投資判断とバリュエーション

グローバル比較は避けて通れない

弊社は当業界のバリュエーションに、グローバル同業種企業の EV/EBITDA 倍率の比較を採用する。ブランド買収が盛んな当業界は、その無形価値を反映した指標として EV/EBITDA の評価が適している。また、現在の競争環境がグローバルで需要を奪い合っていることを考えるとグローバルでの比較は避けることはできない。

また、当セクターのバリュエーションは過去の水準に縛られてもいけないと弊社は考える。なぜなら、市場成長率が上昇するならば対象企業のバリュエーションも上昇すべきと弊社では考えるからである。新興企業のバリュエーションが高いのは、その市場成長率が高いと投資家が認識しているからではなかろうか、それと同様である。例えば、化粧品業界はこれまで世界の市場成長率が世界の GDP 並みであったが、現在はプレステージ化粧品ブームにより、市場成長率が世界の GDP を上回る推移をしている。こうした場合、その影響を受ける企業群は、過去のバリュエーションからの切り上がりが許容されるべきだろう。

まずは、時価総額が 1 兆円を超え、グローバル競争を実際に繰り広げる花王、資生堂、ユニ・チャームについてはグローバル比較でバリュエーションを比較する。その上で、他のカバレッジ企業は、日用品は花王、化粧品は資生堂と比較し、過去のディスカウント幅や、現在の形勢を加味してバリュエーションを決定していく。一部、業界特性の違いから特別な観点を入れる場合もある。各社のバリュエーションについての詳細は同日発行の個別企業レポートを参照されたい。

図表1: 当セクターにおける投資判断と目標株価

	レーティング	目標株価（円）	乖離率*	適用EV/EBITDA		トピックス
日用品企業						
4452 花王	Overweight	10,200	21.5%	14.5	ユニリーバ-1.2倍	化粧品事業が回復基調、消費税増税の恩恵が大きい
4912 ライオン	Overweight	2,600	29.7%	14.5	花王±0倍	消費税増税の駆け込み需要の恩恵、新事業創出
4967 小林製薬	Underweight	7,000	-10.6%	14.5	花王±0倍	中国での拡販など堅実業績だが、株価には割高感
4985 アース製薬	Overweight	5,500	15.9%	14.5	花王±0倍	2年連続の猛暑で業績的に苦戦。国内外の成長性は高い
7956 ピジョン	Overweight	4,900	13.3%	20.9	ユニ・チャーム+ 8.2倍	高い参入障壁、アジアの乳幼児数増加の恩恵を受ける
8113 ユニ・チャーム	Neutral	3,400	5.1%	12.7	キンバリークラーク±0倍	東南アジアの事業が安定成長し業績をけん引
化粧品企業						
4527 ロート製薬	Underweight	2,900	-2.6%	11.0	資生堂-6倍	インバウンド需要の反動と再生医療製品の一時金収入の減少
4911 資生堂	Neutral	8,800	4.5%	17.0	ロレアルとエスティーローダーの平均 - 2.5倍	プレステージ化粧品ブームの恩恵を世界の販路で享受
4917 マンダム	Neutral	2,850	9.6%	8.0	資生堂 -9倍	インドネシア事業は回復も、「フェイスマスク」のインバウンド需要の反動が重し
4921 ファンケル	Overweight	3,200	12.7%	17.0	資生堂±0 倍	国内における新店効果が大きく、相対的に増益率が高い
4922 コーセー	Neutral	18,000	0.4%	15.0	資生堂-2倍	「アルビオン」「タルト」の増収率が緩やかに
4927 ポーラオルビス	Neutral	3,300	10.0%	13.0	資生堂-4倍	「リンクルショット」やインバウンド需要の反動が19/12期は大きい
その他						
3002 グンゼ	Neutral	4,900	2.8%	8.0	類似企業による SOTP	メディカル事業成長に期待がかかるが開発費用が先行

注：乖離率…6 月 25 日時点の株価と目標株価の乖離率、適用 EV/EBITDA のポイントは、基準となる企業の EV/EBITDA 倍率からそのポイント数だけディスカウントするというもの
出所：MUMSS 作成

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表2: グローバル企業のバリュエーション **(100 万ドル)**

Name of Company		Code	Market Cap	Net Profit FY1 E	Net Profit FY2 E	Equity FY0	EV/EBITDA (X) FY1 E	EV/EBITDA (X) FY2 E	PER (X) FY1 E	PER (X) FY2 E	PBR (X) FY0	ROE(%) FY1 E	Dividend yield (%) FY1 E
衛生用品													
ユニ・チャーム	日本	8113	17,961	837	891	4,127	15.0	14.4	21.5	20.2	4.1	19.1	0.9
キンバリークラーク	米国	KMB-US	47,372	2,316	2,398	-128	13.1	12.7	20.5	19.6	-	-	3.0
ヘンガン	中国	1044-HK	9,710	698	757	2,860	9.6	9.0	14.2	13.1	3.3	23.2	4.8
日用品													
花王	日本	4452	38,222	1,581	1,733	7,689	14.7	13.5	24.2	22.0	4.8	19.9	1.6
プロクター&ギャンブル	米国	PG-US	281,761	11,754	12,333	54,018	17.8	16.8	25.1	23.7	5.2	20.5	2.6
ユニリーバ	英国	ULVR-GB	164,648	7,527	8,179	12,992	14.2	13.2	21.6	19.6	13.1	60.9	3.0
コルゲート	米国	CL-US	63,504	2,453	2,580	-103	16.4	15.7	26.0	24.3	-	-	2.3
バイアスドルフ	ドイツ	BEI-DE	27,625	883	944	6,420	17.3	16.4	31.4	29.4	4.0	12.6	0.7
化粧品													
資生堂	日本	4911	31,640	722	816	4,194	19.1	16.4	43.8	38.8	7.1	16.2	0.7
ロレアル	フランス	OR-FR	163,022	4,997	5,380	30,347	20.9	19.5	32.7	30.4	5.0	15.4	1.7
エスティローダー	米国	EL-US	66,037	1,927	2,110	4,703	21.4	19.4	35.2	31.7	15.4	43.6	0.9
アモーレパシフィック	韓国	090430-KR	10,089	316	376	3,839	13.6	12.4	29.4	24.9	2.4	8.0	0.9
コティ	米国	COTY-US	9,768	483	532	8,946	13.1	12.1	20.2	18.5	1.3	6.3	3.8
LVMH	フランス	MC-PAR	27,157	1,068	1,170	4,712	14.2	13.1	25.3	23.1	5.0	19.9	1.8

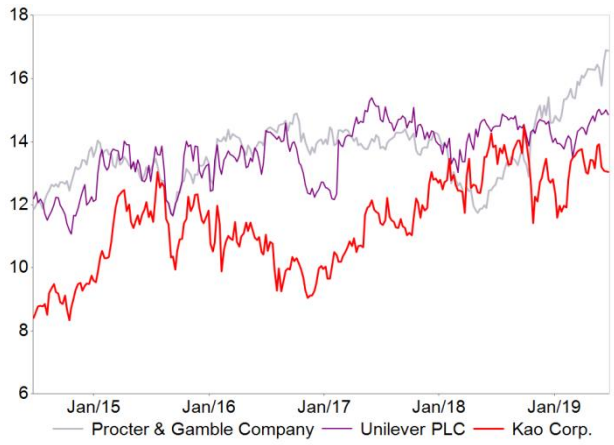
注: FY0=直近終了年度, FY1=現在の年度, FY2=翌年度. 株価、為替は 6 月 25 日時点(1US ドル 107 円)、MUMSS カバレッジ銘柄以外の予想は FactSet
出所：MUMSS 作成

図表3: カバレッジ企業のバリュエーション **(億円)**

Name of Company	JPX 400	Code	Market Cap	Trading value	Net Profit FY1 E	Net Profit FY2 E	Equity FY0	EV/EBITDA (X) FY1 E	EV/EBITDA (X) FY2 E	PER (X) FY1 E	PER (X) FY2 E	PBR (X) FY0	ROE(%) FY1 E	Dividend yield (%) FY1 E
日用品														
花王	○	4452	40,880	129.31	1,691	1,854	8,224	14.7	13.5	24.2	22.0	4.8	19.9	1.6
ライオン	○	4912	5,834	14.46	208	217	1,911	16.6	15.7	28.0	26.9	2.9	10.5	1.1
小林製薬	○	4967	6,206	12.33	200	206	1,662	22.8	22.0	31.0	30.1	3.7	11.8	0.9
アース製薬		4985	964	2.17	10	14	402	8.9	8.6	96.4	68.9	2.4	2.5	-
ピジョン	○	7956	5,216	36.66	137	159	642	24.0	21.2	38.1	32.8	7.8	20.5	1.6
ユニ・チャーム	○	8113	19,211	41.97	895	953	4,415	15.0	14.4	21.5	20.2	4.1	19.1	0.9
日用品6社平均								17.0	15.9	39.9	33.5	4.3	14.0	1.2
化粧品														
ロート製薬		4527	3,419	7.72	119	128	1,308	14.7	14.1	28.7	26.7	2.5	8.8	0.9
資生堂	○	4911	33,840	155.09	772	873	4,486	19.1	16.4	43.8	38.8	7.1	16.2	0.7
マンダム		4917	1,222	5.33	56	64	700	11.7	10.3	21.8	19.1	1.8	8.1	2.5
ファンケル		4921	3,434	29.71	103	121	601	20.0	17.2	33.3	28.4	5.5	16.4	1.2
コーセー	○	4922	10,268	44.15	360	385	2,088	17.6	16.6	28.5	26.7	4.6	16.3	1.1
ポーラ・オルビスHD	○	4927	6,646	15.95	239	258	1,884	16.7	15.7	27.8	25.8	3.5	12.7	3.8
化粧品6社平均								16.6	15.0	30.7	27.6	4.2	13.1	1.7
12社平均								16.8	15.5	35.3	30.5	4.2	13.6	1.5
JPX400 採用8銘柄平均								18.3	16.9	30.4	27.9	4.8	15.9	1.4
JPX400 非採用銘柄平均								15.5	13.9	28.0	24.7	3.3	11.1	1.5
グンゼ		3002	850	2.30	43	48	1,095	4.8	4.5	19.8	17.7	0.8	3.9	2.5

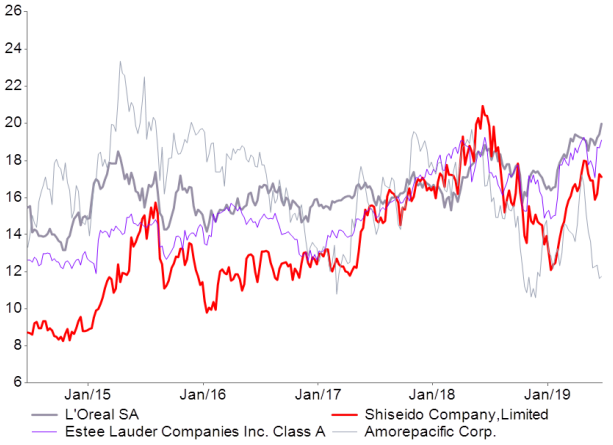
注: FY0=直近終了年度, FY1=現在の年度, FY2=翌年度. 株価は 6 月 25 日時点
出所：MUMSS 作成

図表4: グローバル日用品企業の EV/EBITDA 倍率推移(倍)



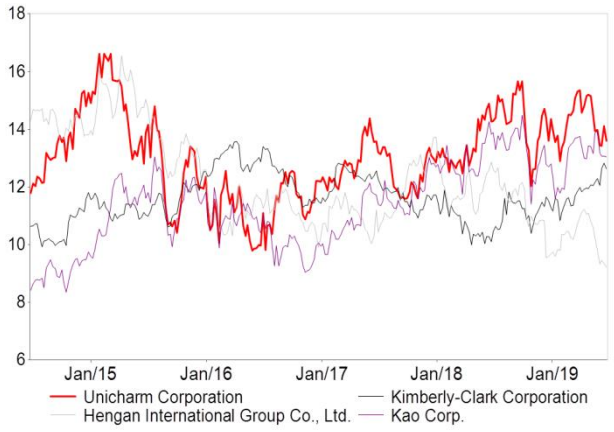
注：FactSet による 12 カ月フォワードコンセンサス
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表5: グローバル化粧品企業の EV/EBITDA 倍率推移(倍)



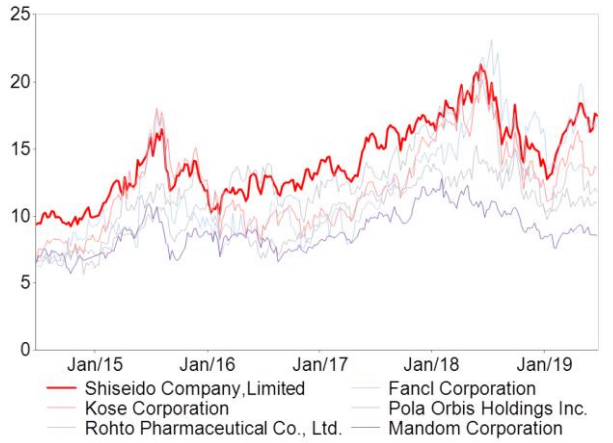
注：FactSet による 12 カ月フォワードコンセンサス
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表6: グローバル衛生材料企業 EV/EBITDA 倍率推移(倍)



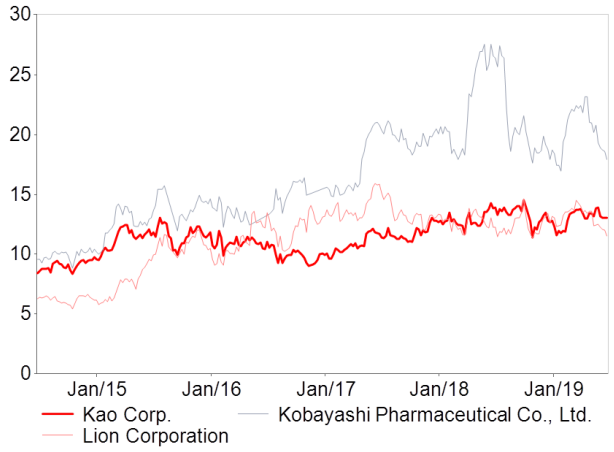
注：FactSet による 12 カ月フォワードコンセンサス
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表7: 国内化粧品企業の EV/EBITDA 倍率推移(倍)



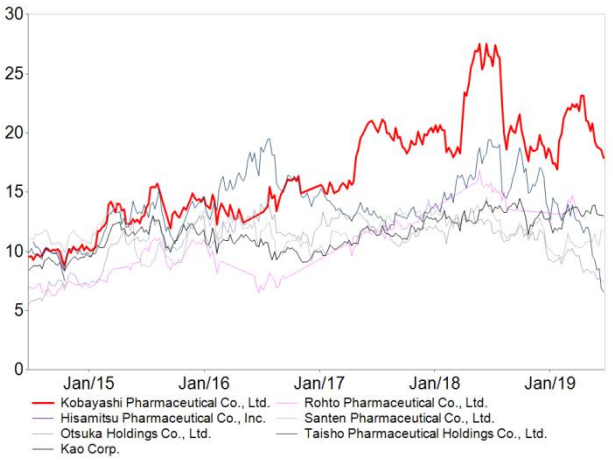
注：FactSet による 12 カ月フォワードコンセンサス
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表8: 国内日用品企業の EV/EBITDA 倍率推移(倍)



注：FactSet による 12 カ月フォワードコンセンサス
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表9: 国内 OTC 薬企業の EV/EBITDA 倍率推移(倍)



注：FactSet による 12 カ月フォワードコンセンサス
出所：FactSet より MUMSS 作成

3 業界構造　兵法の五事で業界を捉える

五事：
道・天・地・将・法

今回、業界構造を説明するため、いにしえの賢者の知恵を借りたいと思う。中国人需要が世界の市場成長率を変化させる当業界にとって、中国古来の戦略に照らし合わせるのは悪くないだろう。孫子の始まりには、まずは 5 つの面から情勢を比較すべしとある。曰く「一に曰く道、二に曰く天、三に曰く地、四に曰く将、五に曰く法」。これを弊社なりに、当業界の業界構造を述べるためのポイントに置き換え、以下、説明していくこととする。

道：市場の成長ポテンシャル、競合環境

天：時勢　成長率の変動要因

地：地政学的視点

将：経営体制

法：ESG

(1) 道：市場の成長ポテンシャル、競合環境

(1)-1. 市場成長率

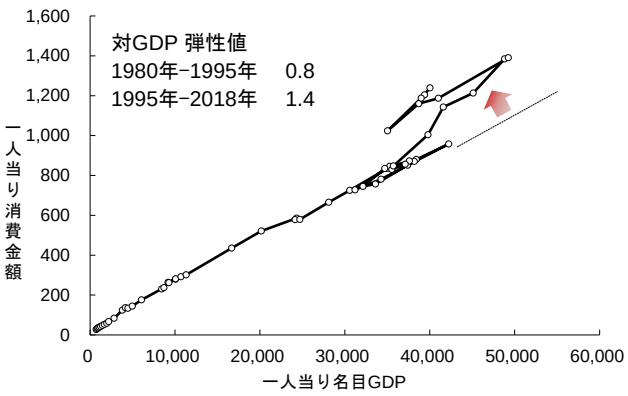
世界の株式市場の中でも魅力的な投資先であるシンプルな理由

まず、当業界の長期的な市場成長率について議論する。結論は、各国の名目 GDP 成長率並みである。つまり、日本企業は、日本市場だけであれば低成長ということになるが、海外進出することによって高い売上成長率を得ることができる市場環境であると言える。また、グローバル競争の中で勝てれば、そして勝てると弊社は考えるのだが、世界の株式市場の中で相対的に高い成長率を実現できることとなり、日本の日用品・化粧品企業は長期的な視点で魅力的な投資先であると考える。

GDP 弾性値１の市場

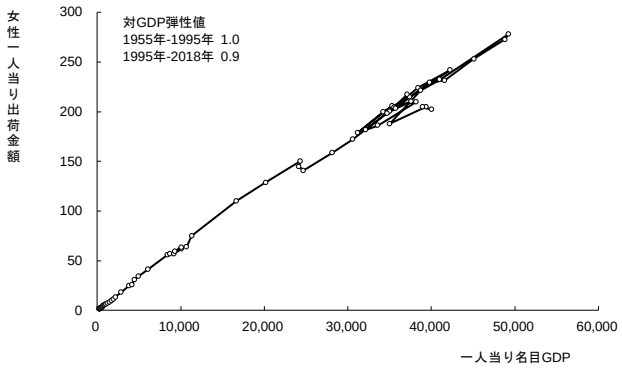
順を追って説明しよう。まずは、市場成長率がどの程度であるか見てみよう。図表 10 から、1 人当たり需要は、1 人当たり GDP に対する弾性値が約 1 前後を保っていることがわかるだろう。

図表10: 日本の日用品市場　対　名目 GDP　(US ドル)



出所：家計調査より、MUMSS 作成

図表11: 日本の化粧品市場　対　名目 GDP　(US ドル)



出所：化学工業統計より、MUMSS 作成

大手は少なくとも日本のGDP を上回る成長を続ける

日本の総人口の減少率は前年比 0.22%(総務庁、人口推計 2018 年 11 月の確定値)と、GDP 伸び率と同水準になってしまって、全体の市場規模としてはほぼ成長性がない状況となっていると言えるだろう。とはいえ、弊社がカバレッジする上場企業は、業界内でも相対的に上位の規模を占める企業である。参入障壁、外需の取り込みを考えれば、各企業としては日本全体の成長率を上回る売上成長が望める可能性が高いのである。また、海外各地域(多くの場合は国単位で考える)でもこの動きは同様であり、ここでは GDP 並の成長をするというのが当業界のベースの見方となる。

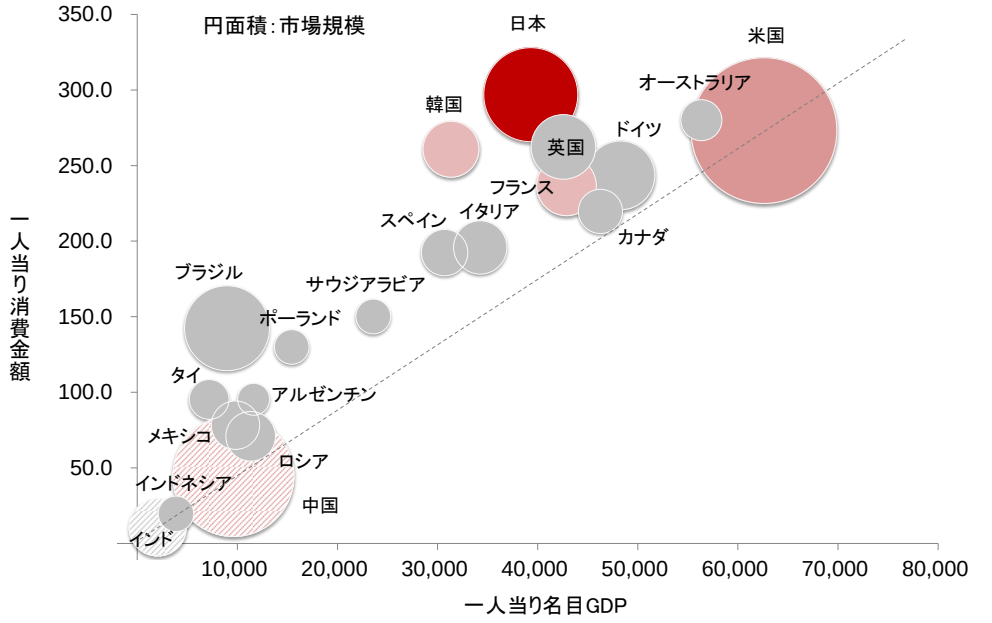
一人当たり GDP と人口が進出基準

つまり、当セクターの市場の将来性を考える場合、市場の成熟度は一人当たり GDP で測れ、最終的な市場規模はその人口規模によって最終的に決定される。この考えは、グローバル各社の海外進出の意思決定の基本になっている。例えば香港のように 1 人当たり GDP が高くとも人口が限定される地域には、P&G は長らく進出していなかった。ただし、最近は、中国での人気を獲得するためのプロモーション地域としての魅力が増し、別の意味として進出すべき重要性が増す場合もある。兵法でいう「衢地(くち)」(そこを手に入れれば近隣諸国を牽制できる地域に)にあたり、化粧品など「SK Ⅱ」などで進出しているという事例もある。

世界で、一人当たり GDP と市場成長率が強い相関

市場が一人当たり GDP と強い相関がみられるのは、図表 12 で世界的な事実であることも確認できる。もちろん、政治的安定なども重要な要素なので、そうした特別な要因がない限り、ということは言うまでもない。ただし、市場は国単位で考えるのでなく、中国やインドのように地理的にも人口の多い国は、もう少しエリアを細分化して考える必要もでてくるだろう。

図表12: 世界の国の化粧品市場と名目 GDP の関係(2018)　　(US ドル)



出所：ユーロモニター、IMF より MUMSS 作成

次に当業界の競争要因を理解していきたい。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

(1)-2. 化粧品業界の競合環境

化粧品の業界構造は典型的な「多数乱戦業界」

まず化粧品業界の競合環境であるが、日用品と最も異なる特徴はシェア分布を見れば一目瞭然である。M.ポーターが示す典型的な「多数乱戦業界」でる。

多数乱数業界の特徴は、以下である。

A) 参入障壁が低い(原価が低く、多くの OEM メーカーが存在する)

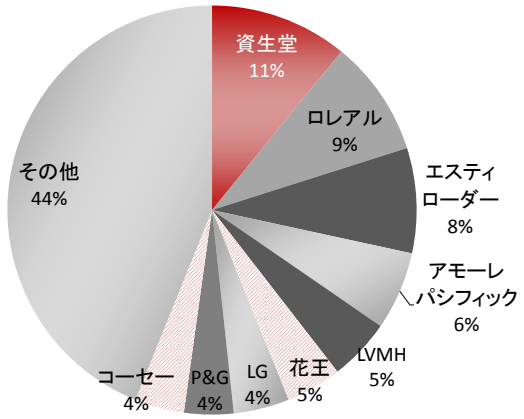
B) 規模の経済性、経験曲線が効かない(新しいブランドの方が人気となりやすく、マス化するとブランド価値が希薄化する)

C) 在庫コストが大きく、売上変動が大きい

D) 創造性が売りもの、等

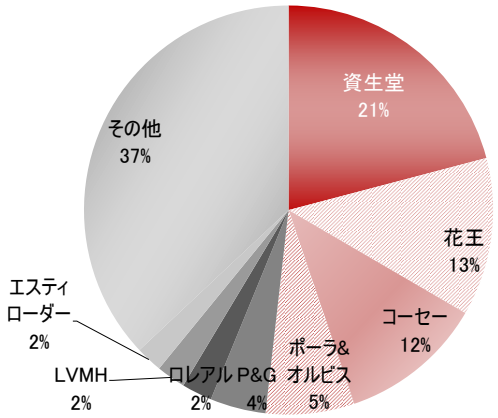
実際、現在日本でトップシェアの資生堂でもアジアパシフィックでは 11%(2018 年：ユーロモニター)のシェアしかなく、世界最大の化粧品企業であるロレアルでさえ 9%(同)しかない。

図表13: 化粧品市場のシェア(アジアパシフィック) (%)



注 1：プレステージ化粧品のアジアパシフィックにおける市場シェア(2018)
注 2:：アジアパシフィックは日本・中国を含む
出所：ユーロモニターより MUMSS 作成

図表14: 化粧品市場のシェア(日本) (%)



注：プレステージ化粧品の日本における市場シェア(2018)
出所：ユーロモニターより MUMSS 作成

化粧品は「経営力」より「センス」？

こうしたことから化粧品の 1 ブランドのシェアを維持するのは非常に難しいことである。化粧品の 1 ブランドの売上は、1 市場(国・地域)の約 3%であると弊社の経験値がある。これは、自動車のブランドシェアと同様であり、嗜好性が高い市場の特徴であると弊社は考える。(図表 15 では資生堂やカネボウの 1 ブランドのシェアが高く見えるが、メーカーの名の下、実際には複数のブランドがある。資生堂ならば「エリクシール」「マキアージュ」など。)

1 ブランドシェアは 1 市場で 3%

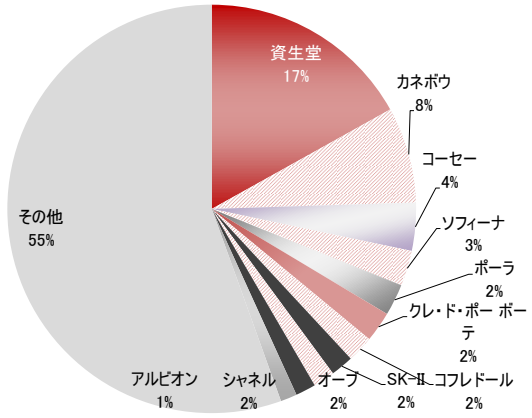
日本のプレステージ化粧品市場は約 1.6 兆円(2018 年：ユーロモニター)であるから、3%は 500 億円程度である。白紙の状態から、化粧品に参入し、1 ブランドで一夜の繁栄を経験したブランドは枚挙にいとまがないが、1 ブランドに集中しているのは 500 億円程度(卸値を売上としている場合は 300～400 億円程度)の売上が多いのでは

なかろうか。ここまでの成功は、「経営力」よりも「センス」が良かった要因が大きかったかもしれない。

企業規模を維持するのは並みならぬ経営力が必要

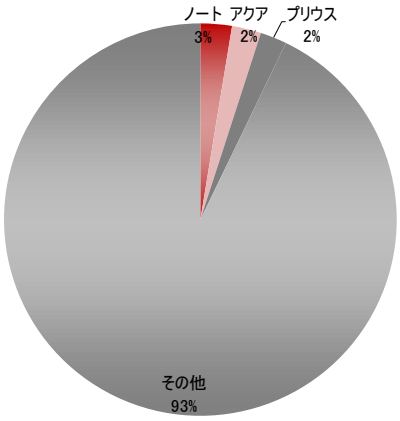
一方で、一定以上の売上から事業を維持・拡大していくには、逆にかなりの「経営力」が必要であると弊社は考える。化粧品業界は企業規模がとにかく効きづらく、エクスペリエンス(長く同事業を経営する優位点)の累積も効きづらいため、新規参入者にいつでも脅かされるためである。

図表15: ブランド毎のシェア (日本・2018 年) (%)



注：プレステージ化粧品の日本におけるブランド市場シェア(2018)。資生堂やカネボウ、コーセーは複数の傘下ブランドを含む。
出所：ユーロモニターより MUMSS 作成

図表16: 乗用車ブランド毎のシェア(日本・2018 年) (%)



注：乗用車の新車販売台数(2018)のブランド別シェア。上位 3 社のみ表示。
出所：日本自動車販売協会連合会より MUMSS 作成

「多数乱戦業界」の生き残り策として以下のものが考えられるが、こうしたことを踏まえながら、企業は複数のブランドを構築しつづける必要がある。

A) 強力な本社統制に支えられた分権制度(資生堂のボランタリーチェーンや、地域本社制)

B) 付加価値を高める(人工皮膚などの新技術)

C) セグメントを専門化(マスカラだけに特化する)

D) 顧客のタイプ(敏感肌)、注文のタイプ(通販等)、特定地域(インバウンドの大きい北海道)に集中

注：カッコ内は例

少ないブランド数のヒットは不安定

しかしブランドを作るには、初期投資、当業界の場合、設備投資でなくマーケティング投資、が先行するため、たった 1 ブランドしかない企業が、2 つ目のブランドを立ち上げるには収益を一時、大きく落とさなければならないというジレンマに陥る。こうして、この 3%の壁を越えていくのは難しく、ここで淘汰される企業も多い。

今回、弊社がカバレッジを行う大手化粧品企業は、主力ブランドを複数成立させることに成功し、事業を拡大してきた会社ばかりである。カバレッジ企業の主力ブランドについては同日発行の個社レポートに紹介しており参考にしていただきたい。

3 本の柱

3 つ以上のブランドの柱がある企業は、継続的な成長が望みやすいと弊社は考える。なぜなら、成長するブランド→安定期のブランド→再構築が必要なブランドというサイクルを繰り返すことができるからである。また、資金力があれば「成長するブランド」をゼロから創出するには通常時間がかかるため、M&A も行い早期に体制を構築することも可能であろう。こうした意味において、一定規模以上には資金力という参入障壁は築ける。

1 市場から 2 市場へ拡大させる

また資生堂の「クレ・ド・ポー・ボーテ」やコーセーの「デコルテ」のように、1 市場だけでなく 2 市場にまたがって売上規模が拡大し、お互いの市場でのマーケティングにシナジーがあるなら(日本と中国にまたがり同一イメージを浸透させる)、マーケティングコストが大きな部分を占める当業界では、その比率の低下によって高い営業利益率が実現していくこととなる。このようにブランドがグローバル規模で拡大していくことは、投資判断の重要なポイントになる。

長期的投資視点では

したがって、長期的視点では、現状で規模の大きいブランドを複数持つところが将来的にも有利である可能性が高い。500 億円程度でほぼ 1 つのブランドに集中して、大手より高 ROE を稼いでいたとしても、将来性が高いとは言えないのである。単一ブランドに集中した収益性の高さは、はかないものである可能性がある。弊社の経験値では、流行の 1 サイクルは約 3 年である。はっきりしたデータはなく、弊社の経験値が元だが、流行を作り出すティーンエイジャーの区切り、高校や大学の期間が 3~4 年であることからかもしれないと思う。

「トリプル 3」の原則

ともあれ、この化粧品業界の特性を弊社は「トリプル 3」と名付けたい。この原則をぜひ覚えていてほしい。「シェア 3%、3 ブランド、流行 3 年」である。普通はどうしても目先の損益計算書の営業利益の増減だけに注目しがちだが、少ないブランドの繁栄で収益が上昇している企業の場合には、むしろそのブランドの人気が成熟することに注意を払うべきであると思う。一方で、一時的に減益となっても成長するブランドにマーケティング投資をかけている場合には、大きく成功する予兆かもしれないのだ。これを常に念頭に置いておきたいと弊社は考える。

(1)-3. 日用品の業界特性

次は、日用品について検証する。日用品は「買い手側」である消費者は同じであるが、原価率が化粧品と大きく違うため、生産設備への投資額も大きく、販売量のクリティカルマスが必要となるため、参入障壁が化粧品より高くなる。

原価率が日用品と化粧品では大きく異なる

図表 17 は左から原価率が低いものに並べている。高価格帯の化粧品のポートフォリオが大きい企業ほど左側に属している。中心部分にある企業は、化粧品であっても低価格であったり、日用品であっても OTC 医薬品がポートフォリオに含まれている企業である。ファンケルの場合は健康食品事業の原価率が高い影響を受けている。ともあれ、日用品の原価率は化粧品よりはるかに高いことがわかるだろう。

図表17: カバレッジ企業のコスト構造 (%)

FY3/19 or FY12/18	ポーラ・オルビス 4927	資生堂 4911	コーセー 4922	ファンケル 4921	小林 4967	ロート 4527	マンダム 4917	ピジョン 7956	ライオン 4912	花王 4452	ユニチャーム 8113	アース製薬 4985	グンゼ 3002
売上高比率													
売上原価	16.7%	21.2%	27.4%	28.7%	38.4%	40.3%	47.0%	48.6%	50.9%	56.6%	61.5%	62.8%	71.6%
販売管理費	65.9%	68.9%	59.4%	61.2%	45.9%	48.4%	44.0%	32.7%	41.0%	29.5%	24.7%	36.6%	24.0%
販売手数料	21.7%	-	-	7.3%	3.4%	-	2.1%	-	2.7%	-	-	7.8%	-
マーケティング費	**16.3%**	**36.6%**	**26.3%**	**24.0%**	**21.3%**	**26.0%**	**14.1%**	**6.2%**	**15.7%**	**9.0%**	**6.8%**	**6.0%**	**2.0%**
人件費	11.8%	11.6%	17.7%	13.2%	7.1%	8.0%	10.6%	6.7%	0.0%	9.7%	5.2%	8.2%	6.3%
物流費	2.1%	-	4.3%	4.3%	3.8%	-	-	3.0%	5.5%	0.0%	6.8%	3.2%	5.8%
R&D	-	5.8%	-	1.1%	4.2%	3.7%	2.3%	-	3.1%	3.8%	-	1.6%	2.1%
その他	14.0%	14.9%	11.1%	11.3%	6.1%	10.7%	14.8%	16.8%	14.1%	6.9%	6.0%	9.8%	7.8%
営業利益率	15.9%	9.9%	16.2%	10.1%	15.7%	11.3%	9.0%	18.7%	9.8%	13.6%	13.8%	0.6%	4.4%

出所：会社資料より、MUMSS 作成

収益を安定化させるにはクリティカルマスが必要

日用品は、参入障壁の最も基本的な理由となる規模の経済性(クリティカルマス)が必要となる。化粧品と異なり 1 つの製品あたりの単価が安い製品であるため、OEM よりも自社工場で大量生産するほうが競争上有利となる。石油化学のような事業ほどでないにせよ設備投資も何十億円とかかり、小規模企業で資金調達が難しい、小刻みに生産能力を増やすことができない。

原材料市況の影響を受けやすい

また、原材料に占める原材料比率も高いため、原材料の市況の調達の影響を受けやすい。製品市場が寡占化されていなければ価格転嫁がしづらい業界である。原材料の中心は植物油であるが、紙おむつや歯ブラシは石油である。

シェアが高ければマーケティング比率が低下する

また図表 17 でわかることは、高利益率の企業はマーケティング比率が相対的に低いということである。ユニ・チャームのコスト構造では、販管費比率の決定要素において、他のコストよりもマーケティング費がはるかに大きいことがわかるだろう。ブランド数を少なく、大量に販売できればマーケティング比率の低下率が大きいのが日用品業界なのである。

逆に、このマーケティング比率をみれば、業界内の競争状況がどのようであるかを示す指標となる。典型的なのはピジョン(7956)である。個別レポートで詳細は述べるが、WHO ルールによりマーケティングそのものが、世界的に規制されていることから、新規参入が遮断されている業界である。それを示すように、同社のマーケティング比率は低位な上で安定しているのが特徴的である。各社のこの状況は、後述、「七計：(5) 兵衆孰強：マーケティングコスト分析からみる競争力」で議論する。

「売り手(サプライヤー)」との関係(原材料調達)

また、日用品業界の原価率が高いのは、設備投資によるものだけでなく、原材料構成比が高いためである。サプライヤー(売り手)との力関係がコストに影響する。日用品の中心である天然油脂は、インドネシア・マレーシアの地場財閥系から派生した脂肪酸や高級アルコールを生産する世界の数社(世界で花王と P&G のみ自社生産をしている)、石油製品についても、例えば紙おむつ原材料の SAP(高吸水性樹脂)は世界で数社しかサプライヤーがいないのを投資家はご存じだろう。使用量も多いため、大手であるほど調達コストも有利で、小規模企業者の参入を阻む理由になっている。

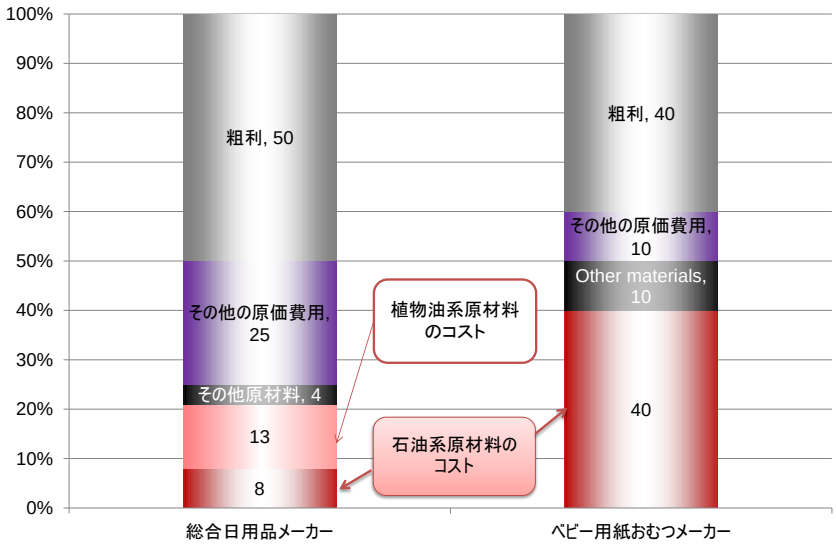
ちなみに化粧品の原材料調達はあまり競争力に関係ない

化粧品ではこの点をスキップしたのは、原価に占める原材料は、SKU(在庫管理単位)が多すぎ、大手でも調達コストを下げづらいためである。売り手の数≪競合の数であるため、調達コストは圧倒的にサプライヤー有利である。しかし、そのコストの違いも製品単価に容易に反映することができ、調達コストが競争差異にならない業界だからである。そもそも、自分で生産せず OEM によって参入できるのが化粧品業界である。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

元に戻ろう。日用品の中心である洗剤やシャンプーなどパーソナルケアの原材料である天然油脂は、市況が収益に影響する業界であるが、同じ製品を作るにあたっては、原価に占める原材料比率はあまり大きな差にはならないだろう。ただし、投資判断に生かせる見方は、各社で製品ミックスにより原料比率が異なるため、収益インパクトが異なる点である。日本企業の中では、石油市況が上昇すれば、ユニ・チャームの原価率が最も上昇するはずであるし、植物油であれば花王となる。ライオンが花王よりも、若干石油原料の影響が大きいのは、オーラルケア（歯磨き、歯ブラシ）の売上割合が大きく、花王はパーソナルケア（シャンプー、洗顔料等）の影響である。

図表18: 日用品と紙おむつの原価構造



注：全て MUMSS 推定
出所：MUMSS 作成

製品価格に転嫁できれば問題ない

ただし、市況動向は製品に価格転嫁できる場合は、影響が異なるのはいうまでもない。日本のような成熟市場で、競争環境が激しい場合、価格転嫁は難しい。しかし市場が寡占されている場合や、高度成長期でインフレを許容しやすい状況の際には価格転嫁により、コストアップにはならない場合もある。

(2) 天：時勢　成長率の変動要因

地で述べた通り、長期的に名目 GDP 成長に従って継続的な成長が望める当業界であるが、毎年正確に名目 GDP と同様の成長になるわけではない。足元、世界の化粧品市場の伸びが、GDP 成長率を超えているようなことも時折ある。また、「多数乱戦業界」とはいっても、規制等で競争状況が変化することもありうる。過去、当業界に起こった時勢の変化をふりかえり、今後、注視すべきポイントを整理したいと思う。

(2)-1. 化粧品の時勢の変化

■ 資生堂がマーケットリーダーになった歴史的背景

なぜ資生堂はマーケットリーダーになりえたか

多数乱戦の中で、資生堂がどうして日本のマーケットリーダーになりえたのか。この方法は、ボランタリーチェーンの確立(1923 年)、再販法の成立(1953 年)に集約される。この 2 つは、特に再販法の指定製品から除外された 1997 年以降、資生堂の苦悩にもなっていく。多数乱戦業界に再び、身をおかざるを得なかったからだ。この一連の経緯を以下、日本の商慣習やコスト構造が世界と異なるベースとなるため、以下、説明する。

再販法とは、独占禁止法の例外項目で、現在でも書籍、CD、たばこなどに適応されており、メーカーが小売価格を店舗側に指定できる法律である。

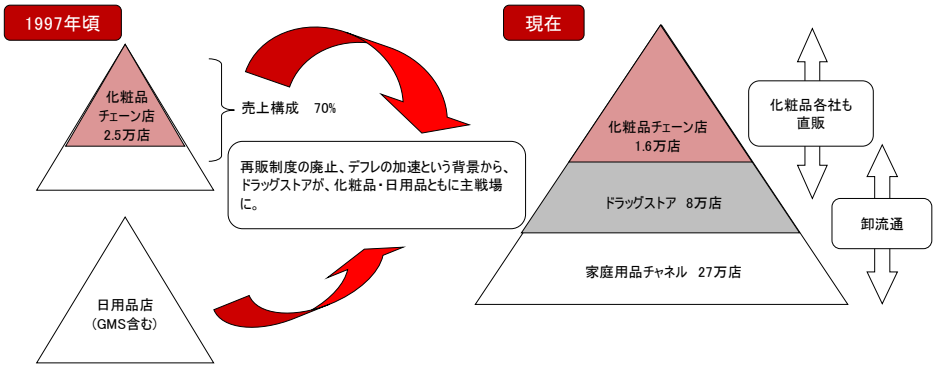
「定価」という死語

「定価」という言葉が日本にはあるが最近、使用されなくなっているだろう。最近よく使われるのは「小売希望価格」である。独占禁止法上では、メーカーが小売り側に販売価格を強制することはできないが、再販法はそれを認めたのである。

再販法と薬局のチェーン化で参入障壁を築いた

再販法の成立には、当時資生堂役員が参議院議員となり主導し、戦後の乱売を抑制したいという考えがあった。当時化粧品は一般流通(現在、小林製薬が買収した「ジュジュ」は当時一大勢力であった。また現在のロート製薬のビューティビジネスはその流通形態である。以下、一般品メーカーと呼ぶ)の製品が熾烈な価格競争をし、劣悪品が入り混じる混戦状態であった。この戦後の混乱期の特別な状況の中で、高品質の製品を安定的に普及するため、この特別法は有効に機能した。当時、資生堂はこの再販法を利用し、以前から発足させていた「ボランタリーチェーン」を経営安定化のために利用した。「ボランタリーチェーン」は、フランチャイズと同様に小売店が資本的にも独立しているものの運営についても緩やかな契約で結ばれている。町の薬局と契約し、まだ化粧することに不慣れな地方部においてもカウンセリングにより、化粧品を普及させた。またこうした全国小売店に販売する営業体制も構築していった。

図表19: 資生堂の化粧品販売チャネルの変化



出所：各種資料より、MUMSS 作成

「制度品メーカー」と「一般品メーカー」

価格競争にさらされる一般品メーカーは、同じく「多数乱戦業界」である小売業を販売先としている中、ブランド価値の上昇ができず、つまり高度成長期にインフレ

に追いつくことが難しく、主戦場から外されていく。一方、この再販制度を利用しボランタリーチェーンを構築したメーカー(「制度品メーカー」とその後言われる)が一億総中流の高度成長期に市場シェアを上昇させていった。制度品メーカーは全国に営業体制を構築し、それが新規参入者にとってコストのかかる参入障壁となった。資生堂と同様にこの制度を活用して、化粧品事業を構築したのが、コーセーや、当時の鐘紡である。

再販法廃止からの苦悩

制度品メーカーが市場を席捲した時代の終焉を告げたのは、1991 年に始まった小売店と資生堂の裁判が契機である。バブルの崩壊もあり、「定価」で販売せず割引が常態化してくる中で、ある小売店の契約を資生堂が打ち切った。それを「独占禁止法違反である」と訴え、裁判になったものである。この結果、化粧品は、再販法適応が 1996 年に廃止となったが、その裁判の過程の中でメーカー側が「カウンセリング販売」を強制する契約はメーカーの自由である(優先的地位を利用した独占禁止法違反ではない)という結論になった。

■ 低価格化粧品ブーム

再販法廃止がその後の、成長率鈍化の引き金に

図表 11 の化粧品市場の名目 GDP の比較では、2005 年以降の弾性値が、インバウンド需要が起こる 2014 年まで低下していることがわかるだろう。ここで大きく時勢の変化が起きているのである。それが、また再販法の廃止と関係しているのである。

当初、大手化粧品メーカーがドラッグストア販売に消極的だった

再販法廃止後、小売店側のディスカウント販売が急拡大し、日本のディスカウントストア、ドラッグストア業界が発展していった。一方で「カウンセリング販売」で勝訴してしまった資生堂は、セルフ市場が拡大していく中でカウンセリングという方式に固執し、美容部員を削減することが難しくなり固定費の削減に手が付けられない状況が続く。大手はディスカウントを行うドラッグストアの販売に当初は消極的な姿勢を見せていた。当時まで資生堂は図表 19 にあるようにボランタリーチェーン契約の小売店の売上構成比が約 7 割であった。それが現在では 18%程度に過ぎない。化粧品の参入障壁が大きく崩れてしまったことを示している。

一般化粧品の逆襲

また成長するドラッグストア市場では、制度品メーカーが取引に積極的でなかったこと、当時売れ筋であった専門店チャネルのブランドを取り扱えなかったことなどで、化粧品販売について別の活路を見出した。それが、卸流通を使用している「一般化粧品」である。

大手も低価格品強化で、市場成長率も低下

販売チャネル側の力が増すにつれ、その要望は強まり、当時ドラッグストアの取り扱い品である OTC 薬で消費者にブランド認知があるロート製薬(4527)の「肌研」ブランドがヒットする。価格の手頃さが、長引くデフレにマッチしたものと思われる。しばらくすると、制度品化粧品メーカーも徐々にシェアを落とすことに耐えられなくなり、ドラッグストア対応を始め、低価格化粧品を導入することとなる。こうして化粧品もデフレの中に飲み込まれ、低価格化が進んだため、日本の化粧品市場の成長率はしばらく名目 GDP 成長を下回る時期もあった。

その後インバウンド需要の勃興まで、市場成長率の上昇を待つことになる。この点は、後述して、現在の投資判断に繋げていこう。その前に株式市場で時折話題となるいくつかの時勢が市場成長率を上げることになるのかどうかを参考までに述べておく。

■ ジェンダーギャップと市場成長率

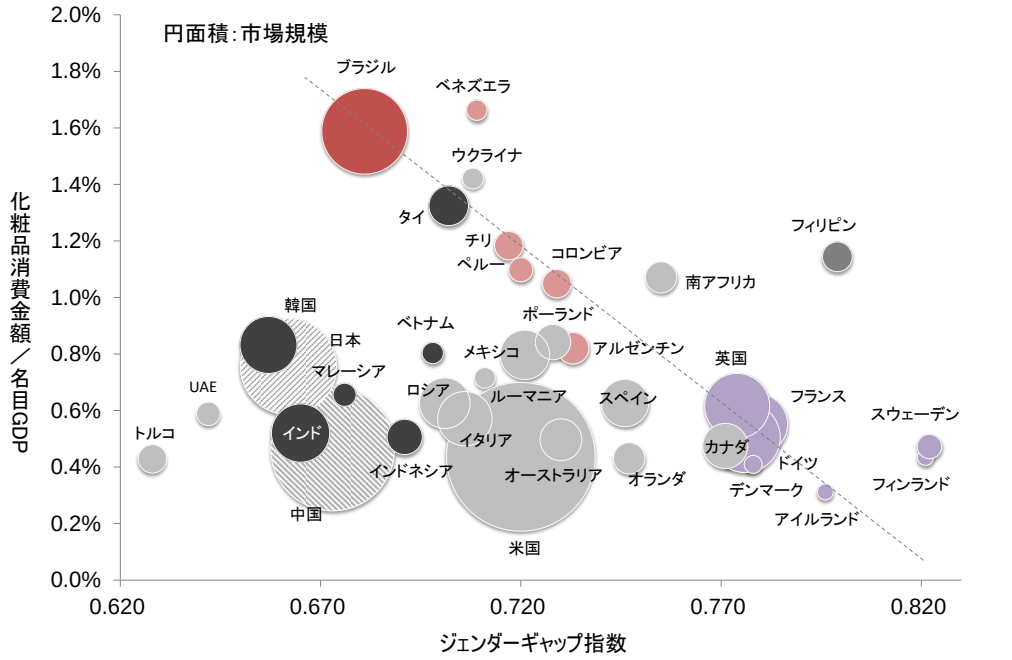
化粧品市場と女性の社会進出の関係は

ところでよく投資家から質問を受ける「女性の労働力が日本は高まっているので、日本でさえ市場成長率が高まる」と議論について確認しておきたい。果たしてそうなのだろうか。

女性の労働力比率が高ければいいのではなく、高まると・・・

図 20 の通り、一部の国で 1 人当たり GDP に対し、平均線上から大きく外れて市場が大きい国がある。こうした国とジェンダーギャップの大小を比較してみると、「女性の労働力が高まる」ことと市場の成長率が加速することとは別であることがわかる。実は、南米のようにジェンダーギャップがあるほうが化粧品市場が活性化している地域があるのだ。女性の社会進出によって化粧品市場が伸びるのではなく、女性の社会進出によって日本の GDP 成長が加速した結果、化粧品市場の成長も伸びる、と解釈する方が正しいと弊社は考える。

図表20: ジェンダーギャップ指数と化粧品市場(2018) **(%, index)**



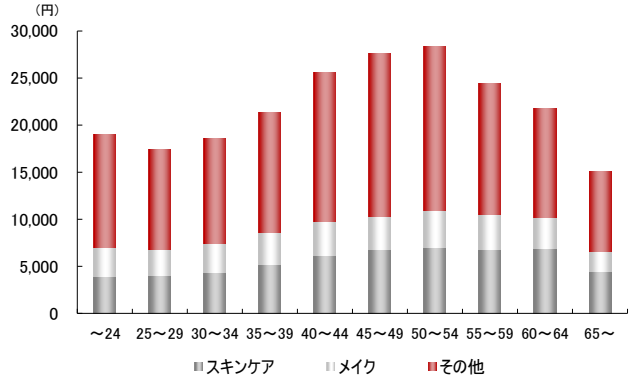
注：ジェンダーギャップ指数は数値が大きいほど男女平等であることを示す
出所：World economic forum、ユーロモニター、IMF より MUMSS 作成

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

■ エイジングと市場成長率

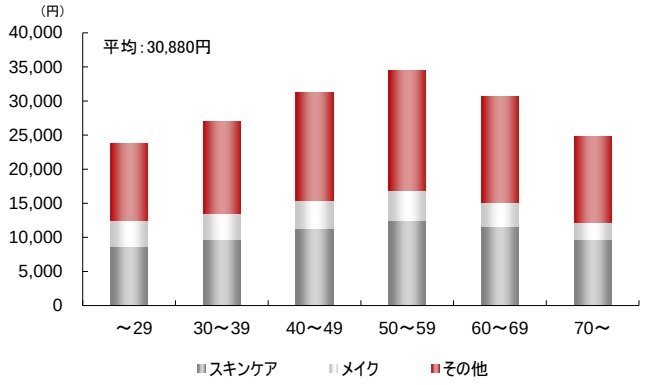
また、2017 年にポーラ・オルビス HD(4927)から発売されたしわ改善美容液を発端に、アンチエイジング市場の拡大で、市場成長率が高まるとの議論も多かった。果たしてそうであろうか。

図表21: 化粧品市場の年齢別消費金額(日本 1987 年)



出所：家計調査より MUMSS 作成

図表22: 化粧品市場の年齢別消費金額(日本 2018 年)



出所：家計調査より MUMSS 作成

弊社は、これは市場成長性の要素というよりは、後述する時勢(その時の流行)であり、長期的な市場成長率を変化させる基本要素とまではいかないと考える。なぜならば、図表 21～22 から過去、四半世紀とも 50 代女性は最大の化粧品消費ユーザーだったことがわかる。アンチエイジングは今に始まったのではなく、以前からあった傾向で、他の製品で補われていたと思われる。参考までにバブル真っ盛りの 1987 年と直近を比較する。

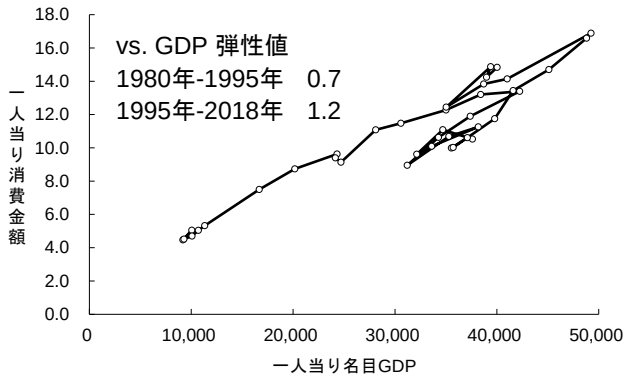
いずれを比べても 1 人当たり消費額では 50 代は常にピークである。これは美白製品でも同様で、若い女性の間で「ガングロ」が流行して美白に流行が移行したときに、化粧品市場の成長率が変化したわけではなく、その流行のカテゴリが成長しただけである。この流行の変化をいち早くキャッチしたブランド、企業は成功を収めただろう。しかしこれは市場全体の成長率を変化させたとまでは言い切れない。図表 11 を見ても、GDP 弾性値は、日本の人口構成が高齢化していく過程で、過去のトレンドと変化がない。つまり、エイジング化粧品ブームは、市場成長率を変化させているのではなく、大きな流行を喚起したものであり、流行を喚起したメーカー個別にメリットが発生する事項である。

(2)-2. 日用品の時勢の変化

■ ロング・デフレーション

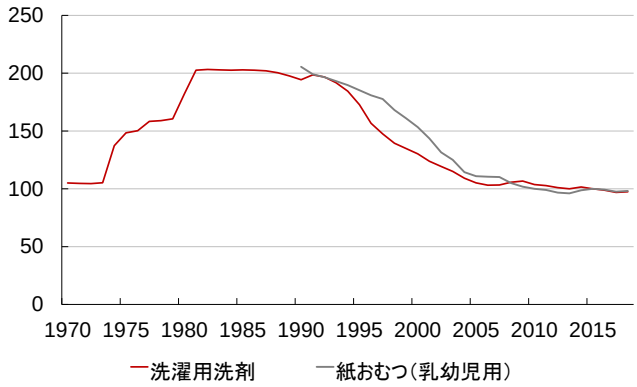
図表 10 では、日用品の一人あたり GDP が 1980 年から 1995 年まで、弾性値が 0.8 倍となっているが、図表 23 で日用品業界全体に比べ、衣料用洗剤の弾性値はさらに低くなっていることがわかる。日用品の中でも、価格競争が厳しく単価下落が激しかったことを物語っている。先述したように大手の参入者ばかりとなる日用品業界は、市場が高成長時期から成熟期に入る時点で激しいシェア競争が起こりやすい。バブルが崩壊するような景気要因ではなく、競争環境が先に激しくなり、価格競争による市場の伸び悩みが起こったことを意味している。

図表23: 衣料用洗剤市場　対　名目 GDP　(US ドル)



出所：家計調査より MUMSS 作成

図表24: 国内消費者物価指数(1970 年以降)　(指数)



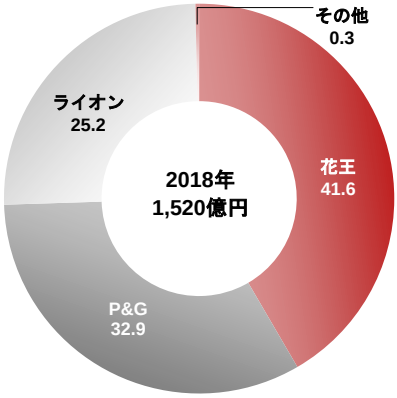
出所：総務庁「消費者物価指数」より MUMSS 作成

シェア競争、それが日用品業界

2000 年代はこの転換点だった。各社は少しでも販売量を確保するため値引き合戦となった。日用品企業は、シェアを落とすと生産量減少から工場稼働率が低下し、やがて工場の閉鎖などリストラを余儀なくされる。当時は合成洗剤工場の集約化が続いた。2002 年、ライオンは川崎工場を閉鎖している。そして 2017 年末にもライオンは千葉・市原工場を閉鎖し、衣料用洗剤工場をより集約化した。こうした循環が長いデフレの中で続いて行った。2019 年 5 月現在、衣料用洗剤の生産拠点は花王で川崎、和歌山、ライオンは千葉、大阪、P&G は高崎、藤岡と各 2 工場ずつに集約されている。花王は衣料用洗剤で約 40%のシェアを持っているから、簡単な計算では 1 工場 20%分である。他社は、1 工場で花王よりも生産量が少ないため、生産効率は花王より悪いことになる。

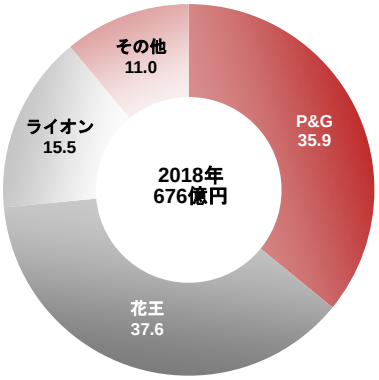
巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表25: 衣料用ヘビー洗剤(液体)のシェア (%)



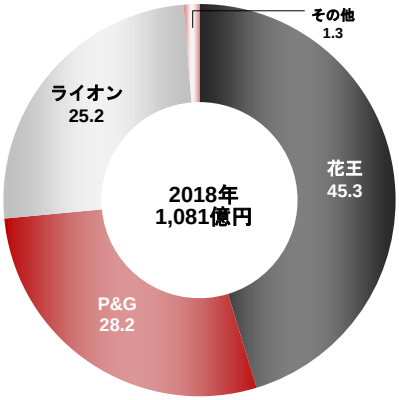
出所：国際商業より MUMSS 作成

図表26: 台所洗剤のシェア (%)



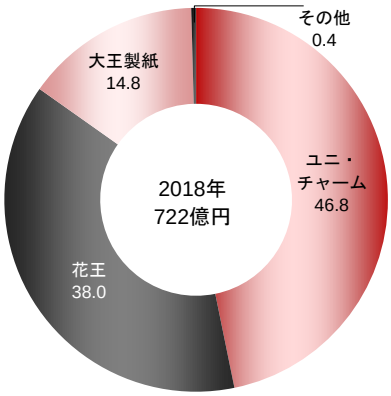
出所：国際商業より MUMSS 作成

図表27: 柔軟剤のシェア (%)



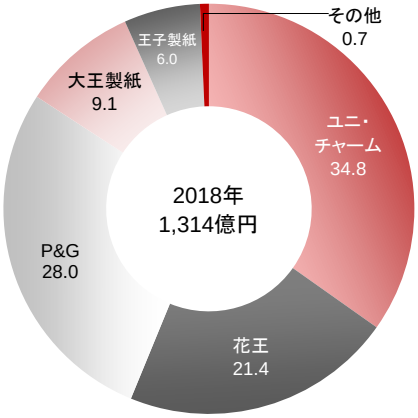
出所：国際商業より MUMSS 作成

図表28: 生理ナプキンのシェア (%)



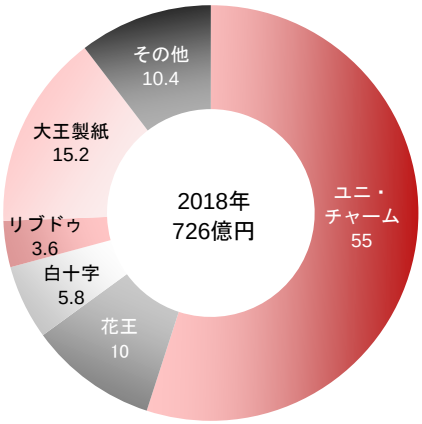
出所：国際商業より MUMSS 作成

図表29: ベビー用紙おむつのシェア (%)



出所：国際商業より MUMSS 作成

図表30: 大人用紙おむつのシェア (%)



注：業務用(病院・介護施設等向け)を除く
出所：国際商業より MUMSS 作成

■ デフレの終焉

現在の日本は 3 社寡占で安定

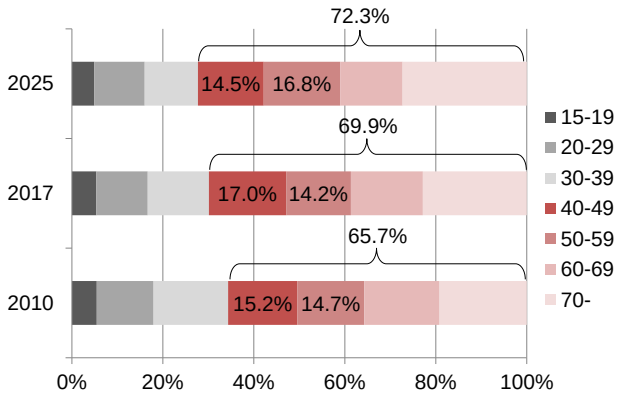
日用品の弾性値は 2000 年以降回復し始め、アベノミクスの到来で、デフレが終焉したといえる。約四半世紀のデフレを超え、価格は先進国内で最安値となった。市場も成熟した中で、3 社(花王、ライオン、P&G)ともに数量よりも、高付加価値化による価格上昇戦略を望むようになった結果が、弾性値の上昇につながったものと思われる。こうした変化点は、企業側の生産拠点の集約など縮小均衡が均衡点に達したものと思われる。以下、現在の日本のシェアの状況を確認すれば、それが実感できるだろう。こうして、日本の日用品市場率は再び、GDP 並み成長に回復した。

2014 年以降、単価は上昇を続ける

2014 年以降、日用品の販売価格単価は上昇を続けている。花王、ライオン、P&G で寡占され、市場成長が大きく望めない成熟市場に、数十億円もの投資を行い新規の工場を建てる参入者が今後登場するとは考えにくい。先述したように 1 工場で最大 20%分のシェアだから、1 工場建ててまずは 3%から徐々にシェアを上げていこう、という何年も赤字になる覚悟の無謀な戦略を立てる新規参入者はいないだろう。

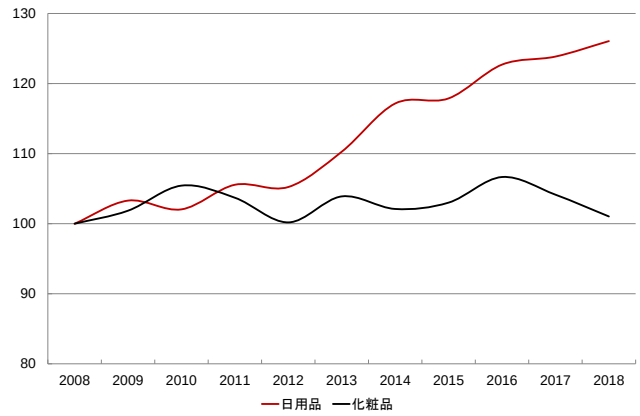
ちなみに、日本における消費トレンドは「美」より「健康」シフトが明らかになってきている。図表 32 にみられる、40 歳以上の日用品消費額の傾向は、日用品の中の特にオーラルケアにおいて顕著な動きがある。後述するが、日用品は 2014 年以降、デフレを終え単価の上昇が続いている。特に単価の上昇がみられるのは健康にかかわるオーラルケア等であり、単に企業間の競争が緩和されただけでないとみられる。

図表31: 日本の人口構成の推移 (%, 歳)



出所：総務省「人口推計」、「国立社会保障・人口問題研究所」

図表32: 日本の 40 歳以上の消費トレンド (指数)



出所：家計調査より、MUMSS 作成

こうしたことから、今後の日本の日用品市場は、2014 年以降の名目 GDP 成長並み、カテゴリによっては名目 GDP 以上の成長率になると弊社は考える。現在、事業を展開する日用品各社にとっては、残存者メリットとしてキャッシュカウとして安定するだろうし、健康的な付加価値を消費者に認知させれば利益率を上昇させることもできるだろう。そしてこの結果、海外展開のための投資の源泉を得ることになるだろう。

■ **気象要因**

いくつかの日用品には、殺虫剤やボディシート、制汗剤、花粉関連製品など天候要因で大きく短期業績が触れるものもある。これらの要因が地球温暖化などで継続的となり、生活様式が変化していくならば市場成長率に影響してくる可能性もある。マンダム(4917)、アース製薬(4985)に関してはこの影響が大きく、短期業績に関しては分析していく必要性がある。

(3) 地：地政学的視点

日本のトイレタリー・化粧品企業は優勢

弊社は、益々ボーダレスになる当業界において、日本の日用品、化粧品企業とも世界競争の中で優位な成長を遂げるとの結論を持っている。今までグローバル化に成功していない日本企業がどうして今更有利なのかは、当セクターを議論するにあたり最も重要なポイントである。

(3)-1. 化粧品事業の地政学的ポイント

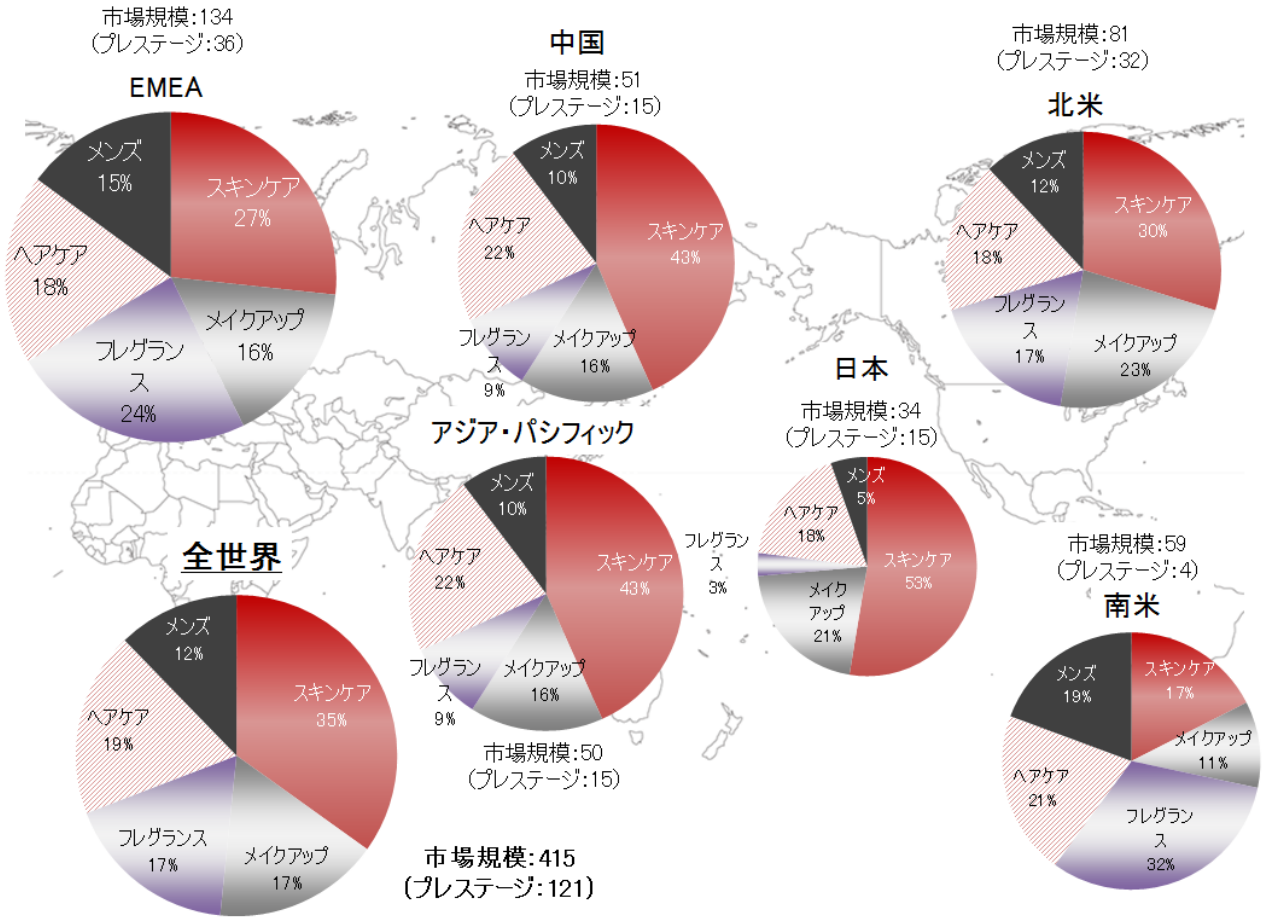
アジア人として嗜好が一致

図表 33 から、日本の化粧品市場のカテゴリ別構成比は、欧米に比べ中国、アジアパシフィック地域と類似していることがわかるだろう。こうしたことは、技術、ブランド創出に効率化が出やすいことを意味している。例えば日本の美白ブランドはアジアで憧れ対象になりやすい。もちろん、欧米ブランドも日本にマッチングして美白化粧品を作っているが、ボーダレス世界の中では、世界の旅行者も増え、本国では美白化粧品などないことが消費者にはすぐばれてしまう。こうしたことからそのブランドの存在意義が以前以上に世界で統一感をもたせることが重要になっている。こうした中、アジア人のニーズに合うブランドをそもそも確立させている日本の化粧品ブランドは以前以上にグローバルでの存在感を上昇させている。

プレステージブームは高所得者だけではなく中間層が台頭するときに起こる

また、一人当たり GDP 成長に伴い化粧品市場は拡大すると先述したが、今後世界経済成長の中でプレステージ志向を持つ中上位中間層の人口の増加がアジアに集中していることも日本の化粧品ブランドに追い風である。プレステージ化粧品ブームが起きている 2017 年以降、世界の化粧品市場は世界の GDP 成長以上の伸び率を続けている。こうしたプレステージ化粧品がけん引する好条件はしばらく続くであろうと弊社は考える。なぜならプレステージ化粧品ブームは、高所得であることよりも、所得が高くなることが期待できる中上位の中間層の人口が増加することが肝要だからである。

図表33: 世界の化粧品市場(2018 年、カテゴリ別) **(US 10 億ドル)**



注：スキンケアに日焼け止め、フレグランスに制汗剤を含む。アジアパシフィックは日本と中国を除く。
出所：ユーロモニターより MUMSS 作成

「ブランド」だけど手が届く

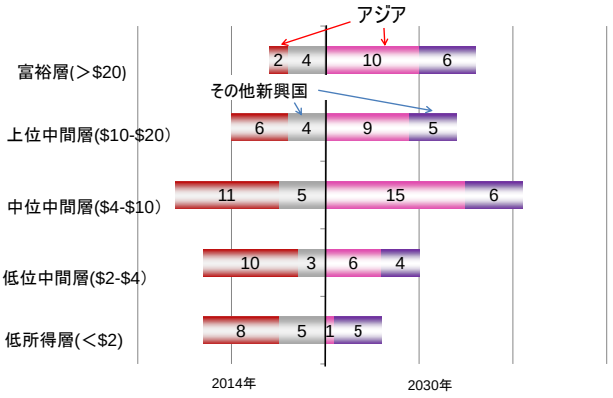
化粧品は、高級ブランドであっても手ごろ(affordable)な価格であるため手に届きやすい製品である。所得中間層は、シャネルスーツは買えなくともシャネルの口紅は購入できる。所得の向上に伴い、単価を上げつつ(同じものを上げるのではなく、新ブランドを投入するやり方が通常)、消費者の満足度を上げていくべきカテゴリである。日本のバブル期のように中間層が増加していく局面に、市場の成長率が上昇していきやすいのである。アジアの人口動態、経済成長を考えると、このプレステージブームは中国だけでなく、東南アジアの国々にもドミノ倒しのように続いていくだろう。その恩恵を享受する世界の中心にいるのが日本の化粧品企業であると弊社は考える。

当業界は政治的障害も少ない業界

また、農産物、半導体や機械、自動車などハイテク産業のような、海外技術に依存することにより独立国家としての問題(主に軍事産業に繋がるものが多い)となる産業ではないため、政治的介入が他産業に比べて少なく、政府による障害も少ない。政治的対立があっても売上に影響が出ない場合が多いため、消費者にきちんとプロモーションをすれば、市場を獲得できる。そもそも化粧品企業とブランドの国が一致していない場合も多いため、消費者にはわかりにくいのもある。たとえば、「SK-II」は日本の化粧品だと思う消費者は多いだろうが、P&G(米)だし、「Jo Malone」はエスティーローダー(米)で、「メイベリンニューヨーク」はロレアル(仏)である。これは日

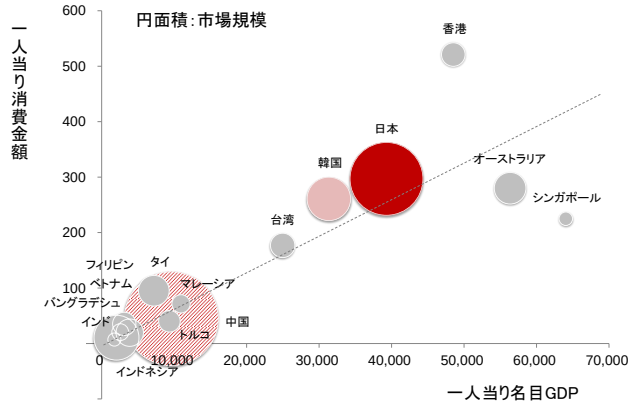
用品にもいえ、ロシアでシェア No.1 の日用品メーカーはヘンケル、No.2 は P&G である("Home care" 2018 年、ユーロモニター)。

図表34: 世界の所得層の変化 (億人)



注：括弧内数字は 1 人当たり 1 日消費額
出所：経済産業省より MUMSS 作成

図表35: 1 人当たり GDP と化粧品消費額(アジア) (US ドル)



注：2018 年
出所：ユーロモニターより MUMSS 作成

薬事規制も、結局根本的な障害になっていない

確かに、各国の FDA(日本の厚生労働省にあたる)の規制に遵守する必要はあるが、医薬品などの規制に比べればはるかに緩やかな規制である。中国においては化粧品を上市するのに、動物実験が必須であったり、中国内で新成分である場合はほぼ認められないなど特徴的な障壁がある。しかしそれ故、海外と同様なものが欲しい消費者が越境 EC での購買を行い、越境 EC 市場が急拡大してしまったという結果を導いた。2017 年頃までは、大手化粧品メーカーは越境 EC で販売するものであっても、自主的に中国の店頭と同じ品物を販売していたが、現在は規制が緩んだため、日本同様のものが販売することができるようになってきている。

(3)-2. 日用品業界の地政学的ポイント

それは、植物油の調達から始まった

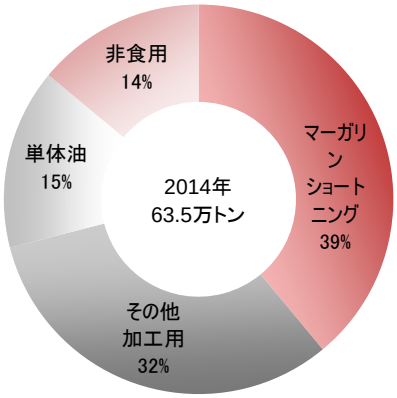
一方の日用品の地政学ポイントを決定づけたのは、以下のような歴史に基づいている。原料の入手地域が限定された天然油脂であること、それを奪い合う欧米各国の植民地支配があったということである。少し前提が長くなるが、アジアでのグローバル競争の優劣を語るのに重要な情報であるためここで述べておく。

ユニリーバは、もともとマーガリンの企業と石鹸の企業の合併でできているが、その原料が共通してパーム油であったことも関係している。

ユニリーバの祖業はマーガリンと石鹸

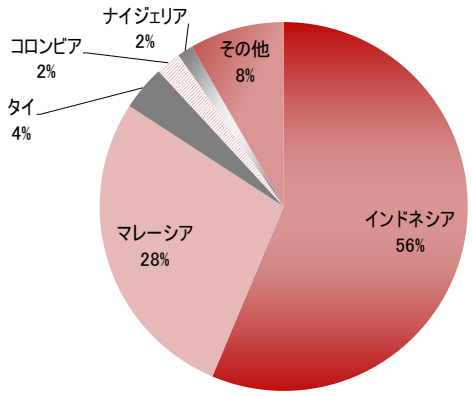
パーム油脂は、インドネシアとマレーシアの生産が世界の 85%を占める。元々パーム油脂はアフリカ原産であり、1800 年代や 1900 年代初頭、原料はアフリカからも調達されていた。しかし上記したように、パーム油脂のメイン用途は食品用途であるように 1800 年代後半に、欧米のマーガリン需要が成長し、日用品(当時は石鹸が主)と、マーガリン業界がパーム油脂を奪い合う展開になり、各企業は安定供給先を求めて、当時植民地であった国にヤシやパームのプランテーションを持つようになった。その過程で、日用品とマーガリンの会社が合併してできたのがユニリーバ(英蘭)である。

図表36: 日本のパーム油の使用用途



出所：農林水産省「我が国の油脂事情(2015)」より MUMSS 作成。2015 年以降は農林水産省による調査は行われていない

図表37: 国別パーム生産量(2018/19 年)

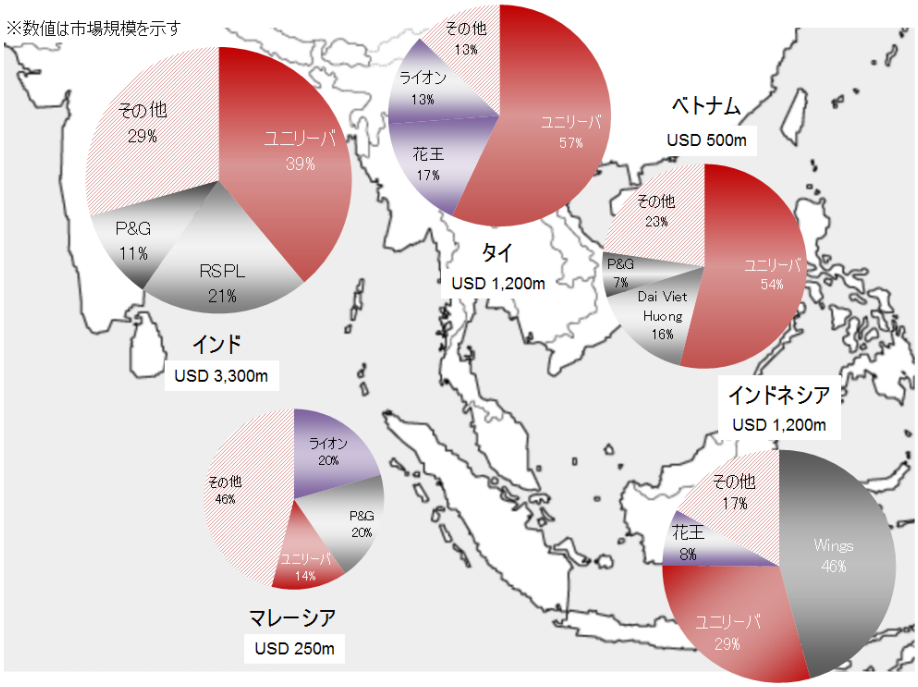


出所：USDA「World Markets and Trade」より MUMSS 作成

植民地支配と当業界の関係

一方、まだ欧米列強の植民地支配下にあった東南アジアにパーム油脂が 1850 年前後に移植される。インドネシアはオランダ、マレーシアはイギリスの植民地であった時代であり、パーム油脂の安定供給元として成長していく。その後、それぞれの国が独立後も、天然ゴムなどのプランテーションが石油化学品に代替されるにあたり、一層、パーム油脂の生産は国策として生産量が上がっていった。東南アジアは、植民地であった歴史とパーム油脂の重要な調達先として日用品業界には重要な意味を持っているわけである。こうしたことから、植民地の支配国の企業であるユニリーバは第 2 次世界大戦前から、東南アジアに進出しており、現在でも日用品市場のシェアが高い。

図表38: アジアの衣料用洗剤シェア(2018 年、主要国) **(%)**



出所：ユーロモニターより MUMSS 作成

米国市場だけでも十分に成長していけた P&G

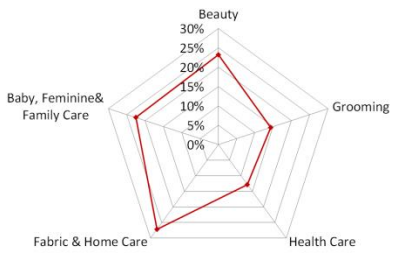
対して P&G は米国の経済成長と市場規模があまりにも大きいため、米国市場での販路を利用した売上拡大戦略を遂行していく。そのため、植物油関連製品というよりは、創業のせっけんから、衣料用洗剤、「パンパース」や「ジレット」など同一販路で販売できるものをポートフォリオに追加していったのである。第 2 次世界大戦後には、メキシコ、欧州、日本等に進出したが、アジアへの進出はユニリーバに比べかなり遅い、第 2 次世界大戦後、なのである。

つまり、近年までアジアはユニリーバが寡占

その頃、アジアは、一人当たり GDP が小さく、ユニリーバが先行して参入していた地域であり、さらに 2000 年過ぎまでは、P&G のほうがユニリーバより時価総額も小さかったため、アジアに進出することが効率的な投資とはいえなかっただろう。兵法の「非戦(できるだけ戦いを避ける)」である。また、日本は、言うまでもなく戦後は米国の影響が大きく、ユニリーバの存在感が薄かった。ちなみに、ユニリーバの日本進出は 1964 年で、マーガリン「ラーマ」が先行。ユニリーバにとっては逆に、日用品を「非戦」にして当初参入したことになる。

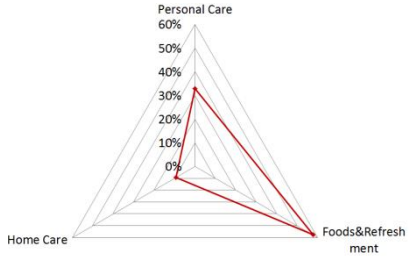
こうしたことが、現在のアジアの日用品市場に何をもたらしているだろう。それは現在の 3 社のポートフォリオをもう一度確認する。

図表39: P&G 営業利益構成



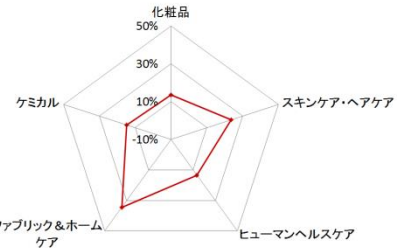
注：18/6 期
出所：会社資料より MUMSS 作成

図表40: ユニリーバ営業利益構成



注：18/12 期
出所：会社資料より MUMSS 作成

図表41: 花王営業利益構成



注：18/12 期
出所：会社資料より MUMSS 作成

花王は P&G を手本にしてきた

先の戦争で敗戦国の日用品企業である花王は、当然ながら海外進出の機会を得るのはグローバル 2 社よりかなり遅れることになった。ただし日本市場そのものもそれなりの経済成長と人口を伴っていたため、P&G を見本に、自国市場の中で成長してきた。現在においても P&G とポートフォリオ名がほぼ同じなのはそのせいである。

アジアの日用品の空白地帯

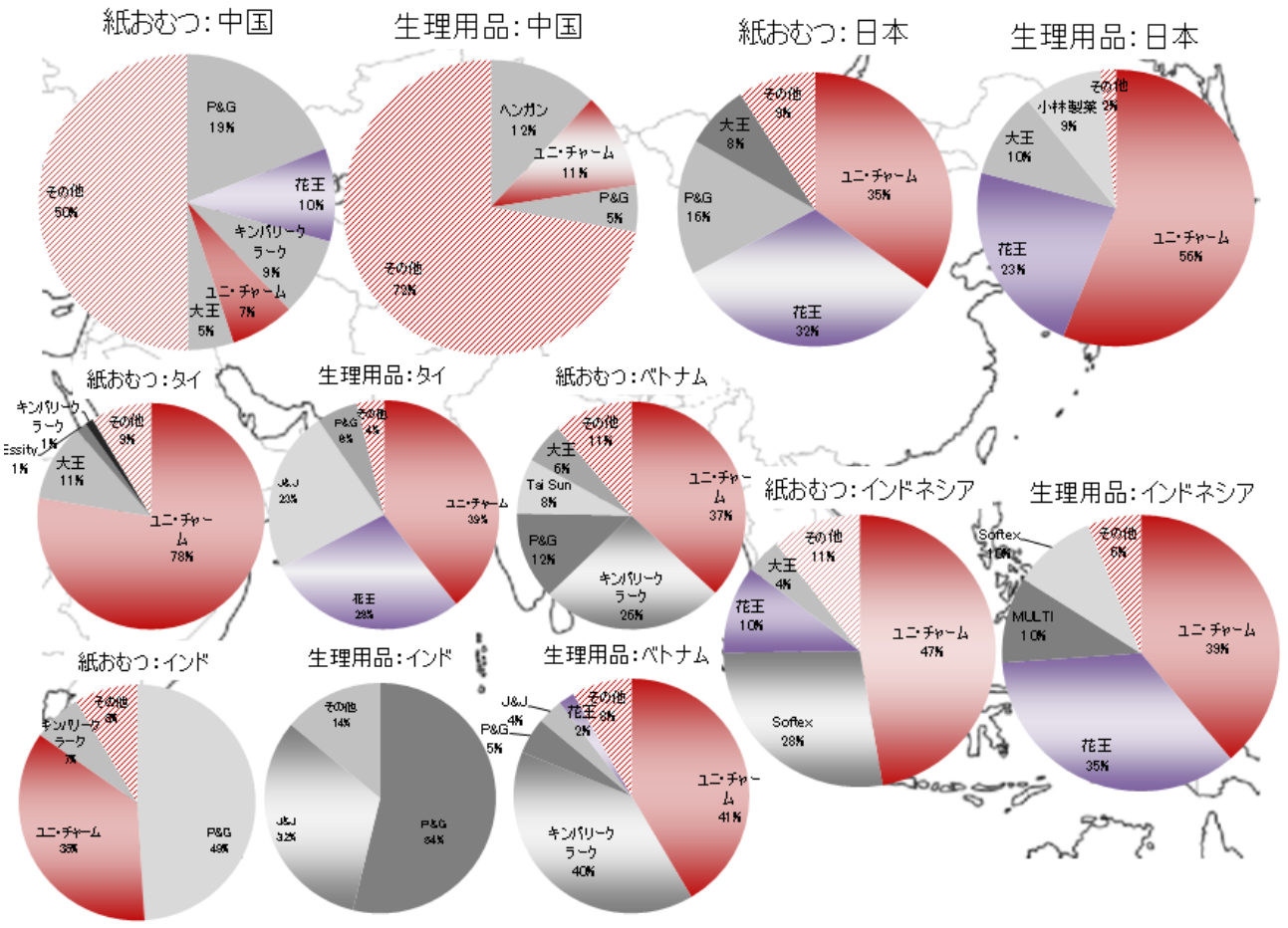
アジアで競合のユニリーバは、植物油脂原料由来の製品がコアであり、紙おむつのポートフォリオがないのに気付いてもらえただろうか。こうしたことから「紙おむつ」だけ、日用品で空白地帯が生まれていたのである。ここに、日本のユニ・チャームがアジアで先行してシェアを急拡大することができた素地があったと思われる

花王の海外進出が遅れた理由

ちなみに、花王にとって紙おむつは、原材料として他事業とシナジーがなく(植物油ではないため)、海外に進出しようすれば、魅力的な成長の市場に「非戦」の地はほぼないうえ、はるかに企業規模の大きなグローバル 2 社が存在しているわけであるから、海外進出がしづらかったのは致し方ないと弊社は考える。日本の会社が海外進出を考え始めたのは、日本が市場成熟を迎えたバブル期前後からであろうが、既にその時に P&G は日本に深く入り込んでいた。いわゆる花王にとっては「散地(戦う場所のことで、自国内に深く入り込んでいること)」という窮地に陥っている状態で

敵と戦い続けていたわけで、自国のことばかりに気がとられたのは致し方ない面がある。自国でクリティカルマスを確保し、キャシュフローを安定させなければ、海外へ投資する原資も確保できないからである。

図表42: アジアのサニタリー市場のシェア(2018 年)



注：インドネシアについてはユニ・チャームからのヒアリング
出所：ユーロモニターより、MUMSS 作成

花王が生き抜いたビジネスモデル

ちなみに兵力が敵より小さいなら、兵法は「少なければ即ちこれを逃れ」と言う。しかし花王は逃げなかった。花王が、この窮地を生き抜いていったのは、TCR(Total Cost Reduction)の継続的な実行、それに伴う価格の徹底抗戦(その結果デフレになるが)、販社統合による在庫と出荷の徹底的な管理と予測によるものが大きいと弊社は考える。この点については、本レポートと同日付リリースの花王のレポートを参照されたい。現在、日本の日用品は先進国内で 1 番と言えるほど安価となり、輸出コストという「経済的障壁」を超え、新しい時勢を作った。この件は、次の「七計：(3)天地孰得：ボーダレス競争で優位性があるのはどこか」で述べる。

海外投資家のよくある誤解

ここまでの説明で、アジアにおいては、紙おむつを除き、P&G よりはるかにユニリーバが日本企業において脅威である。しかし、紙おむつが日本企業のテーマになっていたせいか、日用品全般的に P&G が脅威だと思っている投資家が多い。しかしこれまで見たように、アジアでは歴史的に P&G の拠点が少ない。P&G にとって後発で

もクリティカルマスが取れる可能性がある市場規模が期待できるのは、中国とインド位しかないため、そこに P&G は注力しているのがわかる。

アジアには日本企業が得意とするニッチ市場がある

それ以外のアジアの国々は P&G は進出していないか、進出していても大勢に影響を与えない程度のシェアとなっている。そこが、日本企業の狙えるニッチエリアであり、ユニリーバとポートフォリオの合致しない紙おむつ事業の高成長の理由でもある。ニッチ市場といっても、メコン流域のタイ周辺国のラオス・ミャンマー・カンボジアの人口は合計するとタイ以上であり、名目 GDP 成長率も高い。宗教的な配慮も必要で、ハラル対応など各国の事情に細やかに対応していくことは、日本企業の得意とするところである。

日本は、米国の占領下にあったから

例えば、P&G は 2013 年、インドネシアで紙おむつ事業に参入したが、現時点では生産を止め、わずかに輸入品を販売している程度である。ちなみに、日本は戦後、米国占領下にあったことが影響してか、P&G の進出が早かったため、衣料用洗剤などクリティカルマスが必要な日用品において、P&G のシェアが大きい。ユニリーバが日本で衣料用洗剤を販売していないのは、P&G とユニリーバのポジションが、多くのアジアと逆だからである。

アジアは P&G にとって嫌な場所であるはず

アジアは、P&G にとって天然油脂系からくるカテゴリ(洗剤系、パーソナルケア系)は、日本企業よりユニリーバと闘わなければならず、紙おむつは、日本のデフレを生き抜いた価格競争力を持つ、花王とユニ・チャームが待ち構えている嫌な地域である。いわゆる「囲地(いち)」(相手方に味方の大群がやられる可能性があるところ)である。逆に P&G の強い南北アメリカは、日本やユニリーバにとって「囲地(いち：敵に囲まれるところ)」だろう。

(4) 将：経営体制

女性役員は倍増

次に、経営体制を業界全体で俯瞰する。取締役数は、経営と執行の分離が進み、減少傾向である。特にファンケルは 2019 年 6 月総会以降、従来 15 名の取締役数が 9 名に減少する。この 1 年半で社外取締役数も増え、女性役員は倍増した。マンダムとアース製薬に女性役員がいないのは、他社ほど女性関連の事業の売上構成比が大きくないことが影響しているかもしれないが、多様な価値観を受容するだけでなく、消費財企業は特に、女性がユーザーであるため継続的な成長のためにも、女性役員の導入を早期に検討すべきだろう。

花王と資生堂は、役員の半数が社外取締役であり、指名・報酬委員会等も早くから導入している(現在は、全社が導入)。

図表43: 各社の取締役・監査役数の推移(2019 年 6 月 対　2017 年 12 月末)

		取締役数						監査役数					
				うち社外		うち女性				うち社外		うち女性	
花王	4452	8	7	4	3	1	0	5	5	3	3	1	1
ロート製薬	4527	11	11	2	2	2	1	4	4	2	2	0	0
資生堂	4911	6	7	3	4	2	2	5	5	3	3	2	2
ライオン	4912	9	8	3	2	1	0	4	4	2	2	1	1
マンダム	4917	7	7	2	2	0	0	4	4	2	2	0	0
ファンケル	4921	9	15	3	2	1	1	4	4	2	2	0	0
コーセー	4922	10	12	2	1	1	1	4	4	2	2	0	0
ポーラ・オルビスHD	4927	6	8	2	2	1	1	3	3	2	2	0	0
小林製薬	4967	10	9	3	3	2	1	4	4	2	2	1	1
アース製薬	4985	8	9	2	2	0	0	3	3	2	2	0	0
ピジョン	7956	12	10	3	2	2	0	4	4	2	2	1	0
ユニ・チャーム	8113	6	11	2	2	1	0	(3)	(3)	(2)	(2)	(1)	0
グンゼ	3002	11	11	2	2	2	1	4	4	2	2	0	0
計		113	125	33	29	16	8	48	48	26	26	6	5

注 1：ユニチャームは監査等委員会設置会社で、監査等委員は取締役と重複している(監査役数の計の人数には含まない)
注 2：6 月 15 日現在、ただし 3 月決算末の会社で 6 月総会後に変更が発表されている会社は反映している。グレーの部分が 17 年 12 月の数字。
出所：有価証券報告書より MUMSS 作成

(5) 法：ESG

当業界にとっては単なる社会貢献では済まない

各社のコーポレートガバナンスについては個別レポートに紹介しているため、ここでは主に E(Environment)と S(Social)を紹介する。トイレタリー・化粧品業界は、そもそもその普及が消費者の生活の質を向上させることから、CSV(Creating Shared Value)が達成しやすい事業である。最近は、特に先進国においては環境テーマがブランドイメージに繋がり需要が左右する場合もあり、単なる社会貢献では済まないこともある。例えば、過去、ユニリーバは、東南アジアの熱帯雨林の破壊を進める調達先からパーム油を調達している疑いがあるとして環境団体に訴えられた。現在では、日用品の大手は、みなパーム油の調達については RSPO「持続可能なパーム油のための円卓会議」認証を取得するようになっている。

花王は可食物を原料としないポリシー

ちなみに花王は、原材料に「非可食」部分を原材料に使用する方針を続けている。世界の人口増の中で、食品と競合しないことが倫理的であるからである。彼らの植物油の中心は、パームの身ではなく、種の部分(パーム核油)、一部にヤシの油の搾りかす(2019 年 4 月発売の「アタックゼロ」)を利用している。現在、テーマになっているプラスチック減量問題も、日本の日用品メーカーの早くからの「詰め替え」容器への対応により、欧米と比べるとはるかにプラスチック使用量の減量化が進んでいるのが実態である(日本は衣料用洗剤市場の約 7 割が詰め替え用である)。

花王「世界で最も倫理的な企業」

こうした取り組みが評価され、花王は 13 年連続で「世界で最も倫理的な企業(World's Most Ethical Companies)」(米企業倫理推進シンクタンクのエシスフィア・インスティテュート発表)に選出された。この賞は 13 回しか発表されていないので、つまり毎回受賞している。2019 年度は日本からは花王とソニーのみの受賞、2018 年度は日本からは花王のみであった。こうした花王の姿勢は、まだ日本の消費者にさえ、十分に届いていない点は課題であるが、会社側はこれを意識し、同社のブランド力の向上に役立てていきたいと考えているもようである。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

ESG 視点で海外戦略も変える花王

花王は特に、この ESG 経営がこれからの事業戦略に重要であることを強調している。海外進出の基準も、ESG 視点で変わるであろうと述べているのである。現在は、海洋プラスチックに関しては、スターバックスなども直ぐにストロー不使用の取り組みを行ったように、取り組まない企業姿勢がブランドの毀損につながりかねない。これまで市場成長が低く、大手寡占であった欧州市場は花王にとって、ここまで弊社が述べてきた論点では、進出すべき地域ではなかっただろう。しかし、日本で先行している詰め替え用容器の消費者への推奨や、新技術による減量プラスチック容器を消費者が望むならば、現地需要を取り込むことができるかもしれないのである。

「ラ・ラ・ランド」の「プリウス」になるために

これは、原油が急騰したときに、トヨタが一気に北米のシェアを上昇させ、大型で燃費の悪い米国車のシェアが減少していったことと似た成長の機会になるのではと弊社は期待する。映画「ラ・ラ・ランド」でハリウッドのパーティ会場の駐車場がトヨタのプリウスだらけだったシーンがあった。セレブが環境を意識するのが趨勢となった今、最も倫理的な企業が海外で活躍する場は拡大するだろう。こうしたことから ESG 経営は「社会貢献にはなるが、コストばかりで儲からないのでは」という懸念に繋がらないと弊社は考える。

未来を捉えた新製品

花王が既に発表済みの技術イノベーションの中にはプラスチック容器や「アタックゼロ」に使用された界面活性剤「バイオ IOS」のように発想がいずれも ESG 視点であるものが含まれる。新容器は詰め替えではなく自立して使用でき、ハードボトルに対しプラスチック使用量は 1/10 である。花王はこうした技術を用いて 2030 年までにハードボトルを廃止したいという目標を持つ。また「バイオ IOS」は現在、アブラヤシの実から食用のパーム油を採取する際の搾りカスを原料とするが、さらに将来には、「藻」からできる油を活用できるという未来を捉えた界面活性体である。

資生堂も欧州で詰め替え製品を提唱

資生堂も、2018 年仏ロレアルと環境サステナビリティの大手コンサルタント「クアンティス」(スイス)が共同で立ち上げた枠組み「化粧品の持続可能なパッケージングへの取り組み(SPICE)」に参加することを発表した。SPICE には、すでにシャネルやロクシタンなど化粧品の製造・販売に関わる世界の有力な 12 社・団体が参加している。ここで、資生堂は詰め替え用製品などを提唱している。

ESG の取り組みこそ次の時代の成長源に

ブランドイメージが大切な当業界は ESG が成長要素として従来以上に重要になりつつあると弊社は考える。単なる形式的な観点でなく、投資観点として各社の変化をみていきたい。以下、既に上記した花王以外の各社の Environment & Social について、弊社が注目する企業価値創造にもつながる取り組みをピックアップする。

図表44: 花王の新容器(従来のハードボトルに対し、プラスチック使用量が 1/10)

出所：花王

図表45: ピジョンの口唇口蓋裂児用哺乳器・弱吸啜用乳首

出所：ピジョン

ロート製薬(4527)	アジアやアフリカ向けに目薬の売上の一部を寄付し、白内障治療など眼科医療の支援を積極的に進めている。
資生堂(4911)	同社が使用する全てのパーム由来原料について RSPO 認証原料を調達。女性管理者比率の上昇を掲げるなど、日本企業として初めて UN Women と契約を締結し、ジェンダー平等を推進するリーダーとして活動している。
ライオン(4912)	「口腔保健啓発活動」「衛生週間啓蒙活動」等の活動を行っている。中でも「全国小学生歯みがき大会」は 1932 年から行われており、生活習慣として日本に歯磨きを根付かせた。同様に進出している海外各国でも行い世界の子供たちの口腔衛生環境の向上に貢献している。
マンダム(4917)	『国連グローバル・コンパクト』へ参加、「人権の保護」、「不当な労働の排除」等 4 分野 10 原則を支持。インドネシアに上場企業の子会社を持つことら従来からグローバル基準の事業活動に注力している。
ファンケル(4921)	通信販売の配送における「置き場所指定お届けサービス」が特徴的である。近年問題になった宅配の再配達の軽減に 1997 年から取り組んでいることになる。これまで 1 件も問題が起こったことがないという。
コーセー(4922)	2009 年から沖縄のサンゴ礁を保護する「SAVE The BLUE」プロジェクトを継続。「雪肌精」の対象商品を顧客が買うごとに、その容器の底面積分のサンゴを植え付ける費用を寄付している。フィギュアスケートなどスポーツ振興にも熱心。
ポーラ・オルビス HD(4927)	筆頭株主である公益財団法人ポーラ美術振興財団は、ポーラの経営から独立した団体であるが、箱根にポーラの名がついた美術館があることはブランド価値向上に寄与していよう。企業としては病院等での美容ボランティア等患者へのサポートなども行っている。
小林製薬(4967)	全国の小学校に、洋式トイレの寄付を行っている。(2019 年 5 月現在で累計 110 校) また 2009 年に『ブルーレット』40 周年キャンペーンとして「世界遺産にバイオトイレを寄贈」プロジェクトを行った。

アース製薬(4985)	被災地支援として洗口液や虫ケア用品の寄付、「感染症対策」としてデング熱などの認知予防に取り組む。本社・工場は「エコアクション 21」に認証登録。東京オリンピックではオフィシャルパートナーとして「2020 の夏も、アースが守る。」がスローガン。
ピジョン(7956)	世界各国で「授乳・搾乳室」の設置支援を行い、その数は 2017 年 5 月現在世界 15 カ国約 5,000 カ所に上っている。また、低出生体重児や障害のある乳児用の哺乳器を提供している(採算のとれない小ロットであり海外ではほとんど存在しない)。
ユニ・チャーム(8113)	将来のゴミ削減に備え、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。アジア各国で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。
グンゼ(3002)	メディカル部門で行う再生医療製品の開発で健康・福祉への貢献を目指している。米国で心臓の血管の再生の治験を進め成功事例もある。プラスチック事業は薄膜化(減量化)によるプラスチック使用量の削減を目指しており、当業界の ESG の発展に一役を担っている。

4 七計：兵法の七計で投資戦略を考える

現在の戦いを見極める

ここまで当業界の分析をするための、いわば基礎知識を述べてきた。次は、兵法に頼り、戦いの情勢を見極める「七計」に沿って、これから実際どのように、各社の事業成長率をみていけばよいのかについて議論したい。孫子は以下の七計で「吾(われ)、これを以て勝負を知る」としている。弊社は以下に置き直し議論する。

主孰有道：参入市場と業界構造から優位な企業はどこか

将孰有能：創業家経営と優良ガバナンス企業の違いは

天地孰得：ボーダレス競争で優位性があるのはどこか

法令孰行：最近のテーマ(中国新 EC 法・消費税増税)に有利な銘柄はどこか

兵衆孰強：マーケティングコスト分析からみる競争力

士卒孰練：研究開発力が高いのはどこか

賞罰孰明：株主還元が優れているのはどこか

(1) 主孰有道：参入市場と業界構造から優位な企業はどこか

カントリーミックスから予想されること

五事の「道」では、当業界の長期的成長率は、国もしくは地域の一人当たり GDP に略されることを述べた。「主いずれか有道か」は、本来は、敵と味方で、どちらの君主が民心を得て向かう方向性が一致しているかの意味であるが、各企業が進もうとしている方向性の違いに置き換え、成長率が異なってくることを説明したい。

新興国に進出の多い企業の魅力

今回はそれから、各企業の売上成長性を占うなら、それぞれの企業の進出国で、「安定的なシェアを維持」できるという前提の元に、カントリーミックスでひとまずは長期成長率が想像できる。こうした点で、高成長であるアジアの各国に既に進出済みのピジョンやユニ・チャームに投資家が魅力を感じるのはこの点であろう。

プロダクトミックス

また、製品ごとに一人当たり GDP に対する弾性値は、経済の成長段階で異なるため、これを加味する必要がある。化粧品はアイテムごとだときりがないことと、各社とも多くのアイテムをポートフォリオに持つため、ここは気にせずともよいと弊社は考える。一方、典型的なのは、ベビー用品関連のような日用品で、新興国は弾性値が高く、成熟国になるに従い弾性値が低下するものがあるということである。弾性値の低下は、経済が成長するにつれ使用量が減少するか、その国のインフレ以下の価格の伸び、もしくはデフレになったときである。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表46: アジア主要国の名目 GDP 成長率 (%)

	GDP (YoY growth)									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2015E	2019E	2020E	2021E
China	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.3	6.1	6.0	5.8
Japan	2.0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	1.0	0.5	0.5	0.5
India	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	7.1	7.3	7.5	7.7	7.7
Korea	2.9	3.3	2.8	2.9	3.1	2.7	2.6	2.8	2.9	2.8
Indonesia	5.6	5.0	4.9	5.0	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2	5.3
Turkey	8.5	5.2	6.1	3.2	7.4	2.6	-2.5	2.5	3.0	3.0
Taiwan	2.2	4.0	0.8	1.5	3.1	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3
Thailand	2.7	1.0	3.1	3.4	4.0	4.1	3.5	3.5	3.5	3.5
Hong Kong	3.1	2.8	2.4	2.2	3.8	3.0	2.7	3.0	3.0	3.0
Singapore	5.0	4.1	2.5	2.8	3.9	3.2	2.3	2.4	2.5	2.6
Malaysia	4.7	6.0	5.1	4.2	5.9	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8
Philippines	7.1	6.1	6.1	6.9	6.7	6.2	6.5	6.6	6.7	6.7
Bangladesh	6.0	6.3	6.8	7.2	7.6	7.7	7.3	7.0	7.0	7.0
Vietnam	5.4	6.0	6.7	6.2	6.8	7.1	6.5	6.5	6.5	6.5
Myanmar	7.9	8.2	7.5	5.2	6.3	6.7	6.4	6.6	6.7	6.9
Macao SAR	11.2	-1.2	-21.6	-0.9	9.7	4.7	4.3	4.2	4.1	4.1
Cambodia	7.4	7.1	7.0	6.9	7.0	7.3	6.8	6.7	6.6	6.4
Lao P.D.R.	8.0	7.6	7.3	7.0	6.8	6.5	6.7	6.8	6.8	6.8

出所：IMF より MUMSS 作成

図表47: カバレッジ銘柄の海外売上高と海外売上高に占める各国の構成比(直近決算期)

		海外売上比率	中国	タイ	インドネシア	マレーシア	ベトナム	台湾	韓国	シンガポール	インド	米州	ヨーロッパ	中近東	その他
花王	4452	28%	26%	8%	16%	-	-	6%	-	-	-	24%	18%	-	1%
ロート製薬	4527	38%	49%	0%	4%	4%	10%	7%	-	-	-	13%	12%	-	0%
資生堂	4911	54%	38%	3%	-	-	-	6%	7%	-	-	23%	20%	-	2%
ライオン	4912	25%	9%	49%	-	14%	-	3%	19%	4%	-	-	-	-	2%
マンダム	4917	40%	11%	10%	47%	10%	-	-	6%	-	3%	-	-	6%	7%
ファンケル	4921	11%	65%	-	-	-	-	-	-	-	-	33%	-	-	2%
コーセー	4922	28%	13%	-	-	-	-	8%	25%	-	-	40%	-	0%	14%
ポーラ・オルビスHD	4927	4%	67%	3%	-	-	-	-	14%	-	-	16%	-	-	-
小林製薬	4967	15%	44%	4%	1%	4%	-	4%	-	1%	-	38%	-	-	4%
アース製薬	4985	3%	35%	57%	-	-	8%	-	-	-	-	-	-	-	-
ピジョン	7956	55%	59%	2%	3%	-	-	1%	3%	1%	1%	14%	5%	4%	5%
ユニ・チャーム	8113	59%	27%	9%	13%	1%	8%	5%	3%	0%	8%	8%	6%	10%	1%
n-GDP growth(2019) by country			6.3%	3.5%	5.2%	4.7%	6.5%	2.5%	2.6%	2.3%	7.3%	2.3%	1.6%	1.5%	-

注 1：中国には香港含む、各国の売上は、セグメント情報だけはなく、越境 EC やトラベルリテイルなどは MUMSS 推定で各国に割り振って作成、数字のない国は、進出していたとしても売上構成比が相対的に低いと思われるところ

注 2：花王はコンシューマープロダクツ事業のみ

注 3：名目 GDP 成長率の予測は IMF、米州の名目 GDP は米国、ヨーロッパは EU、中近東は「中東、北アフリカ、アフガニスタン、パキスタン」

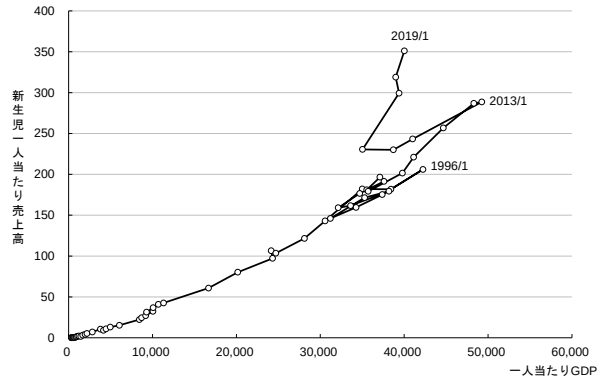
注 4：各社の直近年度(18/12 期、19/3 期、19/1 期)

出所：MUMSS 作成

対象人口の減少にも留意

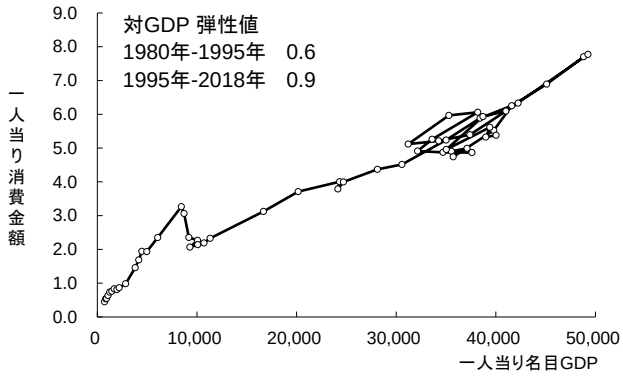
また、一人当たり GDP が順調に増加しても、人口が急激に変化する場合があれば、それは成長率に影響する。新興国ならば多くの場合は、GDP 成長率>>人口増加率であるが、2018 年の中国の出生数が前年比 12%減少した(2018 年 1,523 万人、2017 年 1,723 万人)のは衝撃的であった。紙おむつやベビー用品の使用者は 0 歳児のみではないため、累計数ではそこまでの減少はないものの、経済成長と人口減少が相殺し、市場は伸び悩むということが危惧された。この件に関しては、2018 年は干支による縁起の問題も絡んでいたため、2019 年には出生時数は再び回復すると弊社はみるが、日用品業界を長期で判断するには、化粧品よりもマクロ指標を気にかける必要はある。

図表48: ピジョンの売上高と名目 GDP　　(US ドル)



注：1994 年まではピジョン単独決算の売上高、1995 年からは国内ベビー・ママ事業売上高
出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表49: 日本の殺虫剤消費額と名目 GDP　(US ドル)



出所：家計調査より MUMSS 作成

弾性値を加味しても、ベビー関連銘柄が魅力

さておき、以上は「安定的なシェアを維持」できたときの、各社成長の差別化要因となる。以上の点について、カントリーミックスと経済成長に従う弾性値の変化により、最も高成長機会に恵まれているのは、ピジョン、ユニ・チャームのベビー関連銘柄となる。

ただし、シェアが安定というのが簡単ではない

ただし、日用品は大手が参入してきた場合、突然競争が激化しマーケティング費用の増加により収益力が突然低下する場合がある。先行者メリット、地政学的優位性等、を考え、シェアが変化することを予想しなければならない。そして、シェアが変わればマーケティングコストの増減を通じて、営業利益率が大きく変化するのである。

紙おむつはいくつかのアジアの国で花王や P&G が参入を始めていることがユニ・チャームにとって不利な点である。一方、WHO ルールという規制による参入障壁があるピジョンは、大手が参入してくることがないため、最も有利な状況になる。

ブランド数の少ない化粧品企業にマクロ議論は必要ないときがある

化粧品ではカントリーミックスでは、資生堂が海外事業の売上構成比が高いため、相対的に有利な銘柄となる。しかし、それだけで長期的に有利とはいえない。化粧品企業は流行が左右するため、カントリーミックスやプロダクトミックスで有利な銘柄を取り出すのは実は難しい。特に、ブランド数が少ない企業は、マクロ議論は関係ない。化粧品企業は、日用品企業よりどうしても短期目線を気にする必要がある。経済がどうであろうと市場が成長しない市場においても、流行し成長率が高くなる化粧品ブランドはあり、それが変化していく。ただし、企業規模が大きくなってきた弊社のカバレッジ企業は別の視点で、投資対象として魅力的となるポイントを説明したい。後述、「七計：(5)兵衆孰強：マーケティングコスト分析からみる競争力」でマーケティングに対する姿勢で分析することとしよう。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

(2) 将孰有能：創業家経営と優良ガバナンス企業の違いは

プラス要因も多い

世の中的には「資本と経営の分離」が理想的であるとの議論はあり、弊社も賛同する。しかし、現段階で、この点で銘柄選択を行うのは難しいと弊社では考える。当セクターにおいては、創業家が現在でも相応の株を保有し、会長、社長職を引き継いでいる場合が多く、それがむしろプラス要因として働いている場合もある。それは、この業界が「五事：(1)　道：市場の成長ポテンシャル、競合環境」で述べたように「創造性が売りもの」であるところからくるのだろう。考えられるメリットは以下 4 つある。

1.スピード感がある

例えば、社内議論が多すぎると参入・撤退の機会を逃す、など流行を取り逃がしてしまう。

2.ブランドの独自性、伝統の確立

多くの創業家が経営者の企業は、ブランドの上市の最終決裁に創業家がかかわっており、それが商品の独自性・差別化に繋がっている場合もある。また創業家の存在自身がブランドストーリーとなり、無形資産の価値が拡大する場合もある(例、「シャネル」)。

3.長期的成長志向の強さ

やはり創業家である限り、代々受け継いできた企業を今後も発展させたい、との思いは強いだろう。業績が悪化したからと言って、誰のせいにもできない。こうした危機感のある経営は株主にとっても好ましい。

4.小売業との関係

販路である小売業(特に日本の場合)に、同じく創業家経営が多く、代々に渡っての良好な関係が蓄積される。

しかしガバナンスは通常以上に強化されるべき

デメリットは、ここで言うまでもないが、永遠に変わらない経営者の元で、社員の忖度が蔓延し人事が膠着、その結果、経営にまずい状況が伝わるのが遅れたり、十分に議論されないまま新興企業投資などが行われることだろう。創業家が経営する企業ほど、社外取締役の選定や、取締役選任審査委員会の設置などが重要であろう。

規模が大きくなれば組織を変えていくべき

ただし弊社も企業規模が大きくなるにつれ、資本と経営の分離は厳格になっていくべきだと弊社は考える。まず、1 は組織の工夫次第であるし、2 は各ブランドマネージャーが強い責任を持てばいい話である、3 は投資家と対話しガバナンス制度を確立すればできる、4 はオフライン市場拡大とともに強みが薄れていく可能性があるからである。2014 年のインバウンド需要から、急速に企業規模を拡大した当業界の創業家がいる企業は、ガバナンスの強化を一層進めなければならないと思う。

ファンケルのガバナンスの変化

ガバナンスに急速な変化がみられるのはファンケル(4921)である。業績低迷時の 2013 年に、創業者の池森賢二氏が 10 年ぶりに会長兼 CEO に復帰し再建を果たしたが、2017 年 4 月からは島田専務(当時)が社長に昇格した。2019 年 5 月には新役員体制を発表しており、取締役数を従来の 15 人から 9 名に減らし、社外取締役を 2 名から 3 名に増員する予定である(6 月 22 日以降)。また買収防衛策の廃止も決定した。島田社長は長く、経営企画部を管轄し投資家との議論を重ねてきた窓口でもあり、株式市場の声を理解しているからこその変化であろう。

花王や資生堂は日本を代表するガバナンス先進企業

花王や資生堂は、当業界のみでなく、日本を代表するコーポレートガバナンスが進んでいる企業であると弊社は考える。両社とも指名委員会(取締役選任審査委員会、役員指名詰問委員会)を持ち、取締役数の半数が社外である。特に、報酬制度について、花王は EVA、資生堂は同業者との成長比較を基準に取り入れており、株主と経営の目指す方向性と同様であることが明白になのが好ましいと弊社は考える。

魚谷社長就任で資生堂のマーケティングが変化

資生堂が 2014 年に外部から初めて CEO として魚谷氏を召喚したときはサプライズだったが、マーケティングのプロの社長就任は同社にとって最善の選択だったように思われる。当時の資生堂の国内のマーケティングは消費者以上に国内の小売店への販促に傾斜している様子があったが、魚谷社長になってからは消費者に直接届くマーケティングが増加し、「プレステージファースト戦略」の元、同社のブランドイメージも回復した。また、魚谷社長の日本コカコーラというグローバル企業の経営経験から、現在の地域 CEO 体制が敷かれ、「Think global, Act local」の本社に統率された地域ごとの分権組織が実現している。

花王の社長人事は常にサプライズ

花王の社長人事は常にサプライズを伴ってきた。専務や常務から順次昇格するようなことはなく、現澤田社長も取締役からの昇格だった。過去の社長人事は常にサプライズで、各マスコミの予測記事は外れている印象しかない。こうしたことからも、花王の取締役選任審査委員会は理想的に機能しているようにみえる。既に委員会は次期社長についての議論を澤田社長からは独立して始めているもよう。澤田社長は、「意見を求められれば呼ばれて発言する」という役割に留まっているそうだ。花王ではこれまで、6 年から 8 年で社長が交代している。澤田社長は現在 7 期目である。

次の社長人事

こうしたこともあり、弊社がもっぱら気になるのは、現在の中計後(2020 年 12 月期)の資生堂、花王の後任人事である。全く予想はつかないが、次期社長人事が両社の真のガバナンスの見せ所であり、そこで両社の将来の新たな方向性を知ることになるのだろう。

(3) 天地執得：ボーダレス競争で優位性があるのはどこか

今、日本企業に天の利あり

「天地」とは、時代がどこに味方しているかのことだろう。現在はボーダレス社会といわれる。日用品、化粧品とも需要拡大させようとすれば、オフライン市場、インバウンド需要、海外の現地需要など消費者の広い動線に対応していかなくてはならない。こうした波を起こしているのは、言うまでもなく巨大な隣人である中国人需要であり、それに続いてアジア諸国の需要である。日本はこうしたアジアに、地理的にも嗜好的にも近いことが強みである。この点に関しては、弊社のカバレッジ全銘柄に魅力がある。

中国人需要の取り込みは、ただの流行ではない

現在、当セクターの売上をけん引しているのは、世界的に中国人需要である。当初は日本への憧れなどが理由であったかもしれない。しかし、それは一時的流行でなく、今後も継続すると弊社は考える。その理由を以下に分析していきたい。

(3)-1. 化粧品：ボーダレスで限界規模を超えていく

「ブランドを創出する」のが命

化粧品は、高価格帯のブランドであれば単価が高いため、日用品のように輸送コストが障害になることがなく、過去から空港で化粧品をよく見かけるように元々ボーダレスになりやすい市場である。化粧品事業のコストとして重いのは「ブランドを創出する」マーケティング費用である。業界構造で述べたように原価率は世界平均で約 20～25%程度と製造業としては非常に低く、売上の小さい企業でもほぼ同率の原価率が可能である。しかし、1 ブランドの 1 市場に対する限界規模というのが存在し、マーケティングの効能が機能しなくなる規模がある。なぜなら「ブランドは希少価値」を持たなければならないからである。

日本とアジアでは、マーケティングの効率化が可能

ところでマーケティング費の売上比率(以下マーケティング比率)は、化粧品企業は25%前後が多い。世界最大のロレアルは 30%である。全体としてはこの比率を各社維持しているが、ブランド毎には 70%から 10%、ほぼなし、などバラバラであろう。大手は新ブランドを次々と創出するため、既存ブランドはマーケティング比率を効率化して全体比率を保たねばならないが、先述したように 1 ブランドの売上限界値がある。より効率化するには、同一ブランドをグローバルブランドにして市場の垣根を越えていくか、サブブランドを作り垣根を超えるかである。前者は、オンライン市場の拡大で日本企業にとってはまたとない機会をもたらしている。

企業規模にかかわらず成長機会がある

海外進出は、以前ならば資本力が必要だった。なぜならば進出に現地販売組織を作るという固定費負担が発生し一定の規模になるまで赤字か、現地組織と提携するかなど、日本市場での売上増に比べ限界利益率が低くなるからである。しかし、現在の越境 EC やインバウンド需要は、こうした参入コストをも取り除く。現在は、企業規模が小さい企業であっても成長機会が多くなってきているのである。こうした点において、弊社のカバレッジ企業いずれも同様にチャンスがある。

資生堂に一日の長

ただし、弊社は現在のプレステージ化粧品ブームにおいては世界に既に進出ができている資生堂に一日の長があると考える。中国人観光客が世界を旅し、百貨店や空港免税店で数多くのラグジュアリーブランドを目にする中で、いつも良いロケーションに店があるということは、大きな広告効果があるからである。それ故、海外の百貨店などのカウンターは、以前にまして広告効果の位置づけが強まっている。そこで採算はとれないかもしれないが、グローバルで当該ブランドの価値上昇に貢献するからである。

■ インバウンド需要

ここで、最近の株価に影響が大きいインバウンド需要の動向を考える。インバウンド需要の規模を図る正式な統計はないものの、2013 年に対し 2018 年の、化学工業統計による化粧品市場は 5.2%上昇しているので、内需がほぼ横ばいであるとおけばその程度がインバウンド需要であると考えられる。

また、各社が発表するインバウンド需要の売上は、基準が各社ごとに違うものの連結売上の 6～8%程度に上る。また仮説として、2014 年からの伸びを全てインバウンド需要とおおざっぱな過程を置いた場合、最大 10～20%がインバウンド売上である可能性もある。

図表50: 各社のインバウンド需要売上高

		2017				2018				2019
		1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
資生堂(旧)	4911	130	140	155	160	NA	NA	NA	NA	NA
YoY		+30.0%	+55.6%	+93.8%	+113.3%	+40%超	-	-	-	-
資生堂(新)	4911	165	170	185	190	240	240	196	200	240
YoY		-	-	-	-	+45.5%	+41.2%	+6.0%	+5.0%	+0.0%
ファンケル	4921	14	18	20	23	26	40	33	35	26
YoY		+27.3%	+80.0%	+122.2%	+109.1%	+85.7%	+122.2%	+65.0%	+52.2%	+0.0%
コーセー	4922	40	44	46	53	51	78	65	66	62
YoY		-4.8%	+15.8%	+43.8%	+51.4%	+27.5%	+77.3%	+41.3%	+24.5%	+21.6%
ポーラ・オルビスHD	4927	41	44	48	42	44	48	32	42	35
YoY		+24.2%	+10.0%	+50.0%	+31.3%	+7.3%	+9.1%	-33.3%	+0.0%	-20.5%

注：各社、遡って修正されるときもある
出所：各社発表、もしくはヒアリングより MUMSS 作成

化粧品のインバウンド需要の実態は観光庁によるアンケート調査から推定すると約80%が中国人によるものである。

中国人観光客増加≠化粧品のインバウンド増加

インバウンド需要の長期的な見方は、つい 2～3 年前までは、今後も日本に中国人観光客が増え続ければ、増えるというかなり単調な楽観論が市場を支配していただろう。経済成長が著しく特段の規制がなければ海外旅行客が増えるのはあたりまえである。議論すべきは、旅行客が増えれば、本当に化粧品が買われ続けるのか？しかも、日本の化粧品が中国人観光客にとって一番メリットがあるといえるのかという事である。冷静に考えれば、過去、日本人もバブル期に海外旅行の時、こぞって化粧品をお土産に買っていた。今ではあまり買わなくなっているだろう。海外ブランドが国内で買えるようになったり、人気が変化してしまえば、そもそも海外旅行市場がいくら拡大してもインバウンドの化粧品需要が伸びるわけではない。結局のところ、個別株を見るにあたり、「人気があること」が旅行者数より大事である。

図表51: カバレッジ化粧品企業の日本事業の売上推移

		2017				2018				2019
		1-3月 2-4月	4-6月 5-7月	7-9月 8-10月	10-12月 11-1月	1-3月 2-4月	4-6月 5-7月	7-9月 8-10月	10-12月 11-1月	1-3月 2-4月
花王	コンシューマー事業(日本)	3.3%	3.3%	5.4%	3.8%	-0.4%	-1.0%	1.4%	-0.9%	1.5%
ロート製薬	日本事業	0.1%	10.8%	9.9%	9.9%	4.1%	11.2%	7.6%	0.5%	7.6%
資生堂	日本事業	2.5%	18.1%	15.4%	16.9%	20.2%	31.7%	4.8%	21.0%	-0.6%
ライオン	一般消費財事業	3.5%	1.2%	1.5%	-0.4%	-7.4%	-1.2%	-6.0%	-1.7%	-2.0%
マンダム	日本事業	4.7%	5.0%	3.9%	6.9%	-0.2%	4.6%	4.6%	-10.1%	4.6%
ファンケル	連結売上	7.7%	10.2%	14.5%	16.6%	11.4%	19.0%	13.6%	11.1%	6.4%
コーセー	日本事業	6.3%	4.3%	9.8%	10.0%	6.6%	10.3%	3.7%	5.3%	2.6%
ポーラ・オルビスHD	ポーラブランド	31.8%	15.1%	32.0%	20.0%	9.2%	10.9%	1.2%	-3.3%	-11.5%
	オルビスブランド	-6.0%	-4.9%	-4.1%	-5.0%	-2.2%	-2.6%	-9.0%	-1.4%	-1.3%
	育成ブランド	-9.7%	0.4%	-6.4%	20.6%	26.2%	19.2%	19.0%	7.3%	13.3%
小林製薬	国内家庭用品製造販売事業	7.0%	8.7%	8.0%	6.3%	7.6%	5.7%	4.8%	5.1%	0.1%
ピジョン	国内ベビー・ママ事業	3.3%	8.3%	9.3%	4.7%	7.6%	5.4%	3.9%	3.6%	-3.2%
ユニ・チャーム	日本事業	0.7%	3.1%	11.5%	4.4%	9.0%	5.6%	2.7%	3.9%	-10.3%

注：各社、基準変更により、遡って修正されるときもある
出所：会社資料などより MUMSS 作成

現在の情勢はファンケルが投資先として魅力的

現在の売上動向から、ファンケルが日本の増収率が一番高いことがわかるだろう。連結の増収率では資生堂とファンケルはあまり変わらないが、限界利益率が高くなる日本での増収率が高いことが、増益幅を大きくする。従って、現在の投資銘柄としては、ファンケルが魅力的である。

(3)-2. 日用品：今、欧米がデフレ、日本は安定

「内需」からの脱却

日用品は従来、ボーダレスになりにくく「内需」と言われていた。なぜなら化粧品と異なり低価格品であるため、輸送コストという経済的障壁が大きく、現地生産・現地販売の体制をとることが必要だったためである。また、化粧品と異なり販売組織の固定費だけでなく、生産までも行う必要があったため、海外に進出するには、長期間、収益が赤字となることを覚悟しなければならなかった。

今、経済的障壁が崩れようとしている

しかし長いデフレが逆に幸いし、日本の日用品は、国際的にみて価格競争力を持つようになってきている。さらに、巨大市場である中国までの輸送距離が短いこともあり、輸出コストという経済的障壁が崩れようとしているのである。

日用品の代表製品である衣料用洗剤の世界の価格が以下の通りである。公平性を期すため、各国 Amazon からの出展としている。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

欧米のデフレを引き起こす「Amazon Effect」

欧米市場の日用品市場は、長期間 P&G やユニリーバに寡占化され、これまで大きなデフレに見舞われなかったため、日用品価格は日本よりも高い水準にとどまっている。図表 52 のように、代表的な日用品である衣料用洗剤も一回当たりの洗剤使用額は日本の 1.3～1.9 倍である(しかも引き合いに出している日本の「アタックゼロ」は高い方の衣料用洗剤であることは日本人ならわかるだろう)。しかしこの状況は EC 市場の拡大において崩れつつある。EC 市場の拡大が早い、イギリスやアメリカでは EC 市場での PB 商品との価格競争により、価格下落圧力が続いている。2018 年には「Amazon Effect」と表現された。ユニリーバも欧州を始め先進国は EC 市場の価格下落が大きいと述べている。

図表52: 各国の代表的な衣料用洗剤の値段

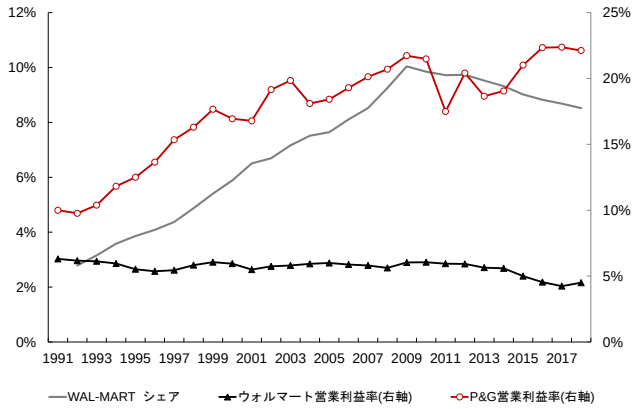
出所	Amazon.com (米国)	Amazon.com (米国)	Amazon.co.uk (英国)	Amazon.de (ドイツ)	Amazon.co.jp (日本)	Amazon.co.jp (日本)
	Tide HE Turbo Clean Liquid Laundry Detergent	**Tide Pods 3 in 1 Liquid Detergent Pacs**	**Persil Washing Liquid Non Bio, 170 Washes, 1.19 l (Pack of 5)**	**Ariel 3in1 Pods Vollwaschmittel, Mega Pack**	**アリエール 洗濯洗剤 パワージェルボール3D 詰め替え**	**アタック ZERO(ゼロ) 洗濯洗剤 液体 ドラム式専用 ワンハンドプッシュ**
値段	**US$12.41**	**US$18.97**	**£38.60**	**€ 24.99**	**JPY846**	**JPY419**
おおよその回数	64	81	170	114	44	25
洗濯1回あたり(円)	21.33	25.76	31.8	30.7	19.2	16.8
備考	1 oz = 29.578ml					

注：2019 年 6 月時点。US$1=110 円、€1=125 円、£1=140 円で計算
出所：各種サイトより MUMSS 作成

欧米市場が今、デフレな理由

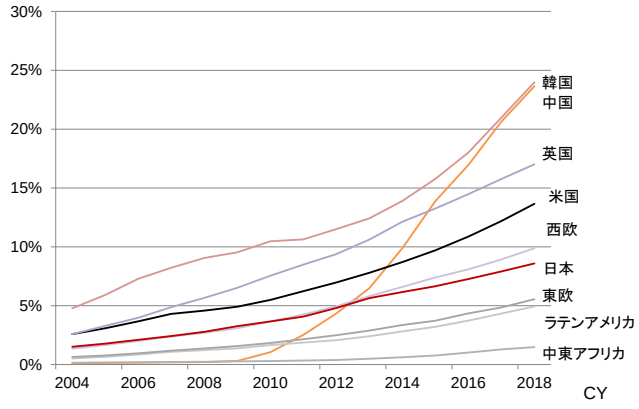
かつて総合スーパーなど、オフライン販路が日用品の販売チャネルとして重要だった時には、小売大手企業が大規模になるほど、メーカー側の収益性も上昇していた。Win-Win の関係でありえたのである。図表 54 にあるように米国で小売業における EC 構成比が上昇するタイミングでウォルマートのシェアが下がり、ほぼ同時期に P&G も収益力を落としているのがわかる。2014 年を境に P&G の利益率が回復しているのは、Beauty 事業(主に Wella のサロン事業)を売却したことによって収益力を回復したものであり、米国の事業環境が改善したからではない。

図表53: P&G と WALL-MART の関係



注：ウォルマートのシェアは、全米「Retail & Food Services」の合計売上高を分母、ウォルマートの年次売上を分子としたもの。
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表54: 各国小売市場のインターネット構成比推移



出所：ユーロモニターより MUMSS 作成

EC 市場拡大で GMS シェアが低下

欧米の小売市場は、日本よりも上位企業にシェアが集中していたため、総合スーパー(以下、GMS：General merchandise store)の棚を取れることが、シェアを獲得することであった。そのため、上位 GMS へ巨額の販促費を払える体力がある企業ほどシェアが上がりやすく、またその GMS に集中することで日用品メーカーも収益力を上げていった。これが、小規模日用品メーカーにとって大きな参入障壁となっていたとみられる。しかし EC 小売業の拡大で、日用品メーカーからみてマーケティングの効率化が失われていくことになる。

日本より価格も高く、クリティカルマスが得やすい

また、欧米市場は大手日用品メーカーの寡占化期間が長期間に渡ったため、日用品の製品単価が日本より高止まりしていた。そして世界の中でも欧州・米国という市場は大きいため、小さなシェアを獲得してもクリティカルマスに届き易いという状況が併存していた。EC 市場が拡大するとともに、中小の日用品ブランドが一気になだれ込む結果となる。もちろんこのブランドには、EC 小売業の PB 製品も含まれる。

中小ブランドが参入しやすい状況に

また EC 市場拡大は、マーケティング手法のイノベーションを伴った。従来のマス広告に比べ、デジタル手法を使う中小企業の新規顧客獲得が成功しやすくなった。EC 小売業の黎明期に参入した SNS を利用したマーケティングは、当初は珍しかったため上手く機能した。こうして、欧米市場はデフレにさらされているのである。

日本は「災い転じて福となす」

しかし日本は、全く違う状況である。欧米市場と異なり、20 年以上に渡るデフレで、十分に値段が安くなった。PB 製品を供給するコスト競争力のある日用品の OEM メーカーなどほとんど存在しない。メーカー間の競争に加え、大手小売業のシェアが低いため、従来から小売業同士が過当競争で日用品の店頭価格を安くしがちである。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

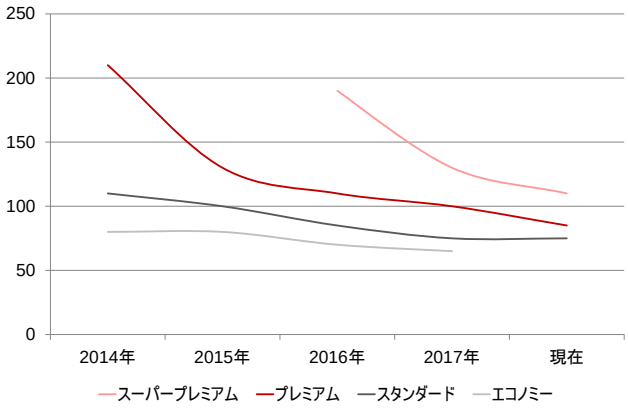
日本人なら実感しているが、スーパーマーケットの店頭価格よりも Amazon での販売価格のほうが高いのが一般的である。だからこそ EC 市場が拡大しないというのもあろうが、こうしたこれまでの問題点が、今「品質がいいのに、安い」という世界の中で極めて特異なポジションをもたらすことになった。

経済的障壁が壊れた

そして EC 市場の拡大によりボーダレスな取引が拡大する中、日本の日用品価格は輸出コストを加味しても、隣国の中国で競争力を持つ価格であるということが明白になってきたのは、2014 年に花王の紙おむつが大量に買われて転売が始まった時である。

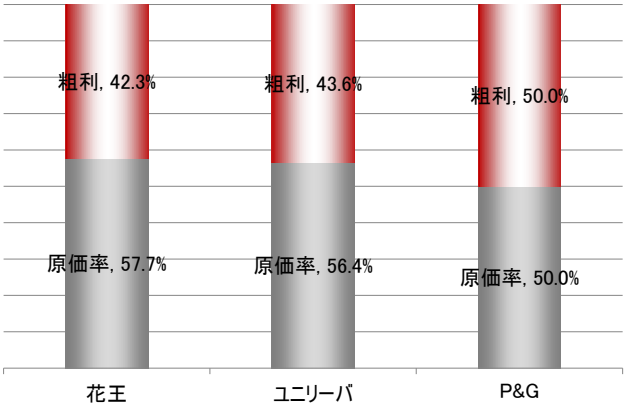
ここで日本の日用品は輸出の経済的障壁を壊したが、それは中国市場の紙おむつ価格にもデフレーションをもたらした。転売業者の販売価格があまりにも高かったため、花王が自身で販売する中国への販売価格が安く見えたためである。花王の価格戦略は後述する転売業者の在庫調整ももたらすが、何よりここで述べたいのは日本の日用品は価格競争力がある、という点である。

図表55: 中国の紙おむつ価格の変化（人民元/１パック）



注：花王の日本からの輸出の「メリーズ」の価格が「プレミアム」
出所：MUMSS 作成

図表56: 花王とユニリーバ、P&G の原価率のグラフ



注：花王とユニリーバは 18/12 期、P&G は 18/6 期
出所：MUMSS 作成

価格が半分以下なのに原価率は同程度

花王と P&G、ユニリーバとの原価率を比べても、製品価格がこれほど安い日本市場を主戦場とする花王のコスト競争力は理解できるだろう。そして、それぞれの主戦場は今、異なる状況なのである。デフレを脱却した日本と、デフレに対応する欧米である。P&G は当初、米国において低価格カテゴリを強化しようとした時期もあったが、現在は高付加価値戦略に切り替えしている。ユニリーバにおいてもオンラインチャネルで積極的に成長ブランドの買収を行い、高付加価値戦略に向いている。ただしこれが長期的にうまくいくかどうかはまだ結論はでていない。

日本企業は、世界で勝てるコスト体質

少なくとも世界の中で高成長を遂げるアジア地域で勝ちつづけるには、欧米企業は日本企業の価格競争力と対峙しなければならない。新興国では高品質で価格が安いものの方がシェアを獲得する可能性が極めて高い。花王はそれを供給できる。例え、局地戦でユニリーバが価格競争で勝利しても、カントリーミックスを通じて彼らの原価率は悪化(上昇)する可能性があるし、さらに同品質の製品が世界で大きく価格差が発生すれば、オンラインですぐさま消費者は気づき、ボーダレスな購買行動により、他地域の価格にも影響してくるだろう。こうした点において、世界の底値にあ

る日本の企業は有利なのである。こうしたことから、ボーダレス競争の中で、花王は以前以上に力を発揮しやすいものと弊社は考える。

(4) 法令執行：最近のテーマ(中国新EC法・消費税増税)に有利な銘柄はどこか

化粧品業界に一打撃を与えた新 EC 法の影響

次に、最近の投資テーマから、銘柄選択のポイントを述べていくこととしたい。中国の EC 法は、化粧品のインバンド需要の中に純粋な旅行者需要と転売行為の需要があることを世の中に知らしめた。この影響はポーラ・オルビス HD やマンダム、ロート製薬に最も深刻な影響を現在与えている。一方でファンケルは影響が少ない。

消費税増税にメリットのある銘柄

また消費税増税は日用品企業である花王とライオンに利益拡大のチャンスを与えよう。これらの点を以下、整理していく。

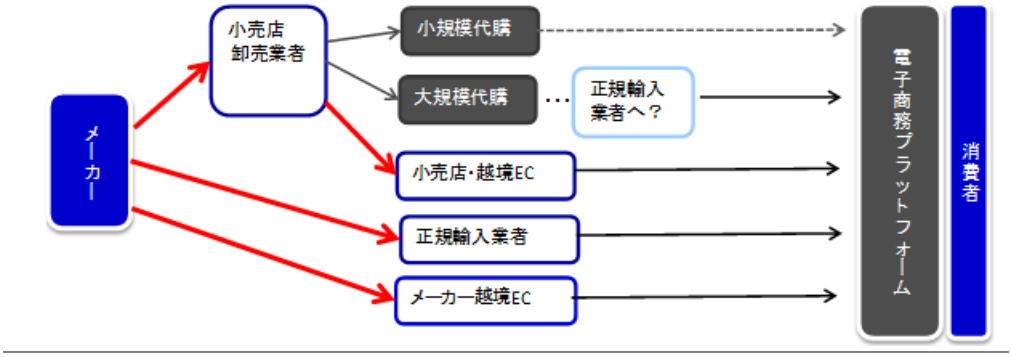
(4)-1. 中国の電子商務法(2019年1月施行)によるインパクト

中国新ＥＣ法で炙り出された「代購」

2019 年 1 月に施行された中国の「電子商務法(以下、新 EC 法)」の影響を議論するにあたって、インバウンド需要には　1)旅行者の真のお土産需要、2)転売業者(ソーシャルバイヤー)の購買(代購)、に分かれることが明らかになってきた。1)においては、日本人が過去経験したように、自国内で価格差なく海外化粧品が入手できるようになればやがては減少していくだろう。2)においては「電子商務法」や、関税、CFDA(中国の厚生労働省にあたるもの)の規制によって変化しよう。

2018 年後半の化粧品セクターの株価にネガティブな影響を与えた新 EC 法は、無届でネット販売をすることを強く規制するものとみられ、施行当初は「見せしめに捕まること」を恐れたバイヤーが購入を控えたのか、2019 年 1 月の百貨店の免税売上高、ドラッグストアの販売動向に大きく悪影響がでた。

図表57: 中国への越境 EC ルート



出所： MUMSS 作成

図表58: 中国の新 EC 法の内容

No	「電子商務経営者」	「電子商務プラットフォーム経営者」
1	・市場主体としての登記、納税、関連する行政許可を取得すること。	・プラットフォームでの商品販売やサービス提供を申請する経営者に対し、その身元に関する情報、住所、連絡手段、行政許可などの真実に基づいた情報を提出させ、検査、登記、登記資料の作成を行い、かつ定期的に検査・更新を行うこと。
2	・ 商品販売やサービス提供を行う際、消費者の生命や財産の安全および環境保護に係る必要な条件を満たすこと。法律・行政法規で取引が禁止されている商品・サービスを販売しないこと。	・「プラットフォーム内経営者」の身元に関する情報を規定に従い市場監督管理部門に申告すること、身元に関する情報と納税に関する情報を税務部門に申告すること。
3	・ 紙あるいは電子媒体で発票（領収書）を発行すること。	・プラットフォーム内の商品およびサービスが本法第12条、13条の規定に違反している（必要な行政許可の未取得、消費者の生命・財産を脅かす、環境保護の要求を満たしていない）のを発見した場合、法に従って必要な処置・措置を取るとともに関連主管部門へ報告すること。
4	・ ウェブサイトのトップページの見えやすい位置に営業許可証および関連する行政許可などの情報を公示すること。情報が変更された場合は随時情報を更新すること。	・ネットワークの安全および安定的な運営を保証し、ネット上の犯罪活動を防止すること。ネットワーク安全事件に有効に対処し、電子商務取引の安全を保証する技術的措置およびその他必要な措置を取ること。
5	・ 全面的に、正しく、正確に、迅速に商品・サービスの情報を開示し、消費者の情報を知る権利、選択する権利を保障すること。また、架空の取引やユーザー評価の捏造（ねつぞう）などによって虚偽や誤解を与えるような商業宣伝や詐欺、消費者をミスリードする行為を禁止する。	・ネットワーク安全事件が発生した場合の対応マニュアルを整備すること。ネットワーク安全事件が発生した場合は、ただちに対応マニュアルに従って相応する応急措置を取り、関連主管部門に報告すること。
6	・ 消費者の趣味嗜好や消費習慣などに基づき、消費者個人に向けた商品・サービスの検索結果を提供する場合には、消費者個人にカスタマイズされたもの以外の選択肢も同時に提供することで消費者の合法的権益を尊重し平等に保護すること。	・プラットフォームに掲載している商品・サービスの情報、取引情報を記録・保存し、情報の完全性、秘匿性、使用可能性を確保すること。商品・サービスの情報、取引情報は取引終了時から少なくとも3年以上保存すること（法律・法規に別途規定がある場合は、その規定に従う）。
7	・ 誓約あるいは消費者との契約に基づき、期限内に消費者に商品・サービスを提供すること。かつ、商品輸送中のリスクと責任を負担すること。	・公開・公平・公正の原則を守り、プラットフォームで提供するサービスに関する協議書および取引に関するルールを整備し、プラットフォームへの参入・退出、商品・サービスの品質の保証、消費者の権益保護、個人情報保護などの権利および義務を明確にすること。
8	・ 消費者から徴収した保証金を返還する際の方式やプロセスを明示すること。保証金返還において不合理な条件を課すことを禁止する。消費者が返還を求めた場合、返還条件に合致すれば速やかに返還すること。	・ウェブサイトのトップページの分かりやすい位置に、プラットフォームで提供するサービスに関する協議書および取引に関するルールの情報あるいはその情報へのリンクを公示し、経営者および消費者が円滑に閲覧、ダウンロードできるようにすること。
9	・ 技術的優位性、ユーザー数、業界に対するコントロール能力などの要因によって市場で支配的な地位を得ている場合、市場支配的地位の乱用や排除、競争の制限を禁止する。	・プラットフォームで提供するサービスに関する協議書および取引に関するルールを改定する場合は、ウェブサイトのトップページの分かりやすい位置でパブリックコメントを募集し、関係各方面が十分に意見を表明できるよう措置を取ること。改定した内容は少なくとも実施する7日前までに公示すること
10	・ ユーザーの個人情報を収集、使用する際は、法律・法規の個人情報保護関連規定を順守すること。	・サービスに関する協議書および取引に関するルールなどの技術的手段を通じて、「プラットフォーム内経営者」に対してプラットフォーム内での取引、取引価格、他の経営者との取引において不合理な制限を加えたり、不合理な条件を課すこと、「プラットフォーム内経営者」から不合理な費用を徴収することを禁止する。
11	・ ユーザーに対して個人情報の検索、更新、削除および登録取り消しの方法と手順を明示すること。	・法律・法規に違反した「プラットフォーム内経営者」に協議書および取引に関するルールに基づいて警告を行ったり、サービスの一時停止あるいは終了などの措置を取った場合、速やかに公表すること。
12	・ ユーザーから個人情報に関する問い合わせや修正・削除申請を受けた場合、ユーザーの身元を確認後、速やかに問い合わせに回答、あるいはユーザーの個人情報を修正・削除すること。ユーザーが登録の取り消しを求めた場合にはただちに応じること。	・自らのプラットフォーム上で直営業務を行う場合、直営業務と「プラットフォーム内経営者」の業務が明確に区別できるようにし、消費者をミスリードしないこと。
13	・ 政府の関連する主管部門から、法律・法規の規定に基づいて関連する電子商務データの情報を提供するよう要請があった場合には、同情報を提供すること。	・「プラットフォーム内経営者」の商品あるいはサービスが身体や財産の安全性の要求を満たさず、あるいは消費者の合法的権益・行為を侵害すると判断される場合、必要な措置を取らなければ、法に基づいて「プラットフォーム内経営者」と連帯責任を負う。消費者の生命や健康に関わる商品・サービスについて、「電子商務プラットフォーム経営者」が「プラットフォーム内経営者」の資質や資格について審査を尽くさず、あるいは消費者に対する安全保障の義務を怠り、消費者に損害を与えた場合、法律に従い相応の責任を負う。
14	・ 越境電子商務を行う際は、輸出入監督管理などの関連法律・法規を順守すること。	・信用評価制度を確立し、信用評価ルールを公示すること。プラットフォーム内の商品やサービスに対する消費者の評価を削除することを禁止する。
15	・電子商務紛争の処理において、オリジナルの契約と取引記録を提供すること。前述資料を紛失、偽造、改ざん、毀損（きそん）、隠匿あるいは提供を拒絶するなどし、それによって人民法院、仲裁機関、あるいは関連機関による法的事実の究明が不可能となった場合、相応の法的責任を負うこと。	・ 消費者が商品・サービスを検索した際に価格、販売量、信用などの多様な方式に基づいて検索結果を表示すること。価格競争で検索結果表示の順位を決めている場合は「広告」であることを明示すること。
16		・ 知的財産権保護のルールを整備し、知財権利者と協力を強化し、法に基づいて知財を保護すること。
17		・ 簡便で有効なクレーム・通報メカニズムを整備し、クレームや通報の方法に関する情報を公開し、クレームや通報を速やかに受理し処理すること
18		・ 消費者が電子商務プラットフォームで商品・サービスを購入する際に「プラットフォーム内経営者」と紛争が発生した場合、消費者が合法的な権益を維持することを積極的に支援すること。

出所：各種資料より、MUMSS 作成

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表59: 中国の新 EC 法の周辺法規

		発表日	施行日	備考:
新EC法（電子商務法）	EC販売者は当局に登録が必要(化粧品の場合はCFDAに届け出か認可が必要)	2018.8.31	2019.1.1	CFDAの販売審査は4-6カ月かかると言われている。
個人所得税	1 基礎控除額を月3,500元から同5,000元に引き上げ	2018.8.31	2018.10.1	月額の給与額が約1万元の納税者は、税負担が70%減少する
越境EC制度	2 越境ECに関する税制度「行郵税」を廃止	2016.3.24	2016.4.1	新越境EC税制とは「行郵税（入国する個人の荷物や個人の郵便物に対する輸入関税）を廃止し、一般貿易と同様に関税、輸入増値税、消費税が導入される」もの。
	3 同管理制度下での届け出の一部猶予	2016.5.25		「通関証明書の提出および化粧品等、一部指定商品の初回輸入時の輸入許可証、登録、届け出が必要」だが、一部保税区と全国の個人直販モデルでは届け出が不要となった。 (猶予期間）2017年5月11日
	再延期	2016.11.15		(猶予期間）2017年12月末
	再延期	2018.11.21		(猶予期間）期限を定めず延期
	4 免税枠の拡大(消費者側の)	2018.11.26	2019.1.1	越境EC小売輸入商品の1回当たり取引限度額を2,000元（約3万2,000円、1元＝約16円）から5,000元に増額、年間上限額も1人当たり2万元から2万6,000元に拡大
	5 対象保税区の拡大	2018.11.26	2019.1.1	上記「一部保税区」の都市数が従来13都市から今回35都市に拡大
	6 転売の禁止	2018.11.26	2019.1.1	この法律で購入した製品の中国国内での転売禁止
一般貿易	9 一般化粧品の輸入管理が全国で届け出制に移行	2018.11.9	2018.11.10	従来は「審査制」で約3カ月かかったが、今回から「届出制」で約5日に短縮。ただし、特殊化粧品（育毛剤、日焼け止め、美白製品等）は除く。
	10 2019年の経済政策方針(中央経済工作会議)	2018.12.25	2019	経済テコ入れのための大幅減税を発表

出所：各種資料より、MUMSS 作成

小規模代購が辞めた影響がでている

しかしながら、2 月以降は、徐々に回復がみられてきている。ただし、ポーラ・オルビス HD 傘下の「ポーラ」ブランドの落ち込みが大きい。今回の法律で、小規模代購は税金を払ってしまうと利益が薄くなるため、辞めてしまった人が多いのではないかと推察される。「ポーラ」は訪問販売が主体のブランドでビューティディレクターとなれば容易に割引して入手できるため(会社側は転売を禁じているが)、小規模な代購行為が多かった可能性がある。

人気の移り変わりも同時並行

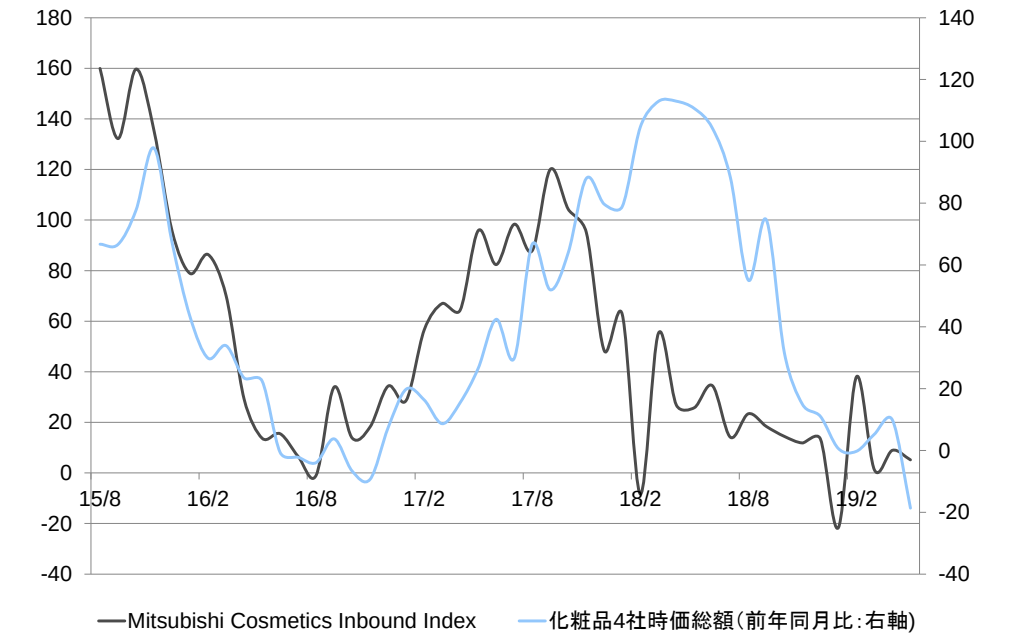
こうした制度だけでなく、人気の移り変わりも各社のインバウンド需要に影を落としている。「フェイスマスク」は現在、中国では韓国製品が人気のようであり、マンダムの「フェイスマスク」は大幅減収が続いている。コーセーのコスメタリー事業の 21/3 期計画が低いのもその影響であろう。

しかし、ファンケルや資生堂、コーセーの一部のプレステージブランドは、新 EC 法の影響が一時的にみられたものの売上トレンドは回復しているようである。これに株価も反応している。ただし過去ほど増収率に勢いがなく、ここから数カ月は前年ハードルも高くなるため、化粧品企業全般の株価バリュエーションが切りあがることはないと弊社は考える。

新 EC 法の取り締まりが強化か

6 月 21 日の Bloomberg ニュースは、中国政府が各地方の公安(日本でいう公正取引委員会)に新EC法の取り締まりを強化するように通知を出したと報じた。これにより、再び代購の需要が沈静化する可能性があり、インバウンド需要にはネガティブである。次のページの表は、弊社がインバウンド指数(Mitsubishi Cosmetics Inbound Index)と呼ぶ「日本の百貨店の免税売上高の前年同月比」から「訪日中国人数の前年同月比」を差し引いたものであり、これが代購の活動を表すものと仮定している。この指数は、化粧品の時価総額と連動性が強いことがわかるだろう。これらのことから、弊社は今しばらく、化粧品の株価は上昇しづらいと考えている。

図表60: インバウンド指数と化粧品 4 社の時価総額の動き



注 1：化粧品 4 社とは、資生堂、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビス HD
注 2：Mitsubishi Cosmetics Inbound Index=「日本の百貨店の免税売上高の前年同月比」-「訪日中国人数の前年同月比」
出所：日本百貨店協会、JNTO より、MUMSS 作成

(4)-2. 消費税増税によるインパクト

日用品株にポジティブ

一方、日用品株は 10 月に施行される消費税増税が株価上昇の契機になると弊社はみる。市場が寡占化されている日用品市場は、駆け込み需要のメリットが反動減よりも大きいと弊社はみるためである。こうした増税によるメリットが発生する条件は低単価のものであり、繰り返し消費する必需品であり、市場が寡占化されていることであると弊社は考える。

消費増税が延期されたら、下方修正

ちなみに日用品各社は、既に増税前の駆け込み需要に備えて、製品の増産を行っている。花王は、倉庫や卸機能も持っているので、1 年前から原料に加えトラックなどの物流に関しても用意をしているとコメントしている。しかし、実際に増税がなくなったら、その製品在庫はできるだけ早期に売りきるしかない。用意していた製品在庫にかかったコストは回収できず、早期に売るための安売りが行われて(会計上は販売促進費が膨らむ、マーケティング費の一種)、日用品企業は収益性が悪化するだろう。従って、弊社の予想も下方修正することになる。ちなみに日用品各社が収益性の悪化を防ぐために、短期的に利益を出そうと思えば、広告費を削ることになる。したがって、日用品業界の悪影響は広告業界などにも及ぶだろう。

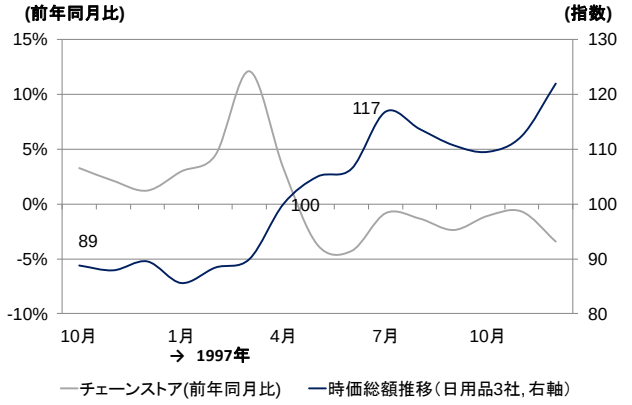
なぜ、日用品は有利なのか

これまでの増税時にも図表 61～62 のように駆け込み需要は発生しているが、日用品は化粧品と異なり、反動減がそれほど大きくない。駆け込み需要が起きるのは、必需品であるがために増税前に複数個パック程度で安売りがされていたら、ついつい人々が購入してしまうからである。そして必需品であるがゆえに、家庭内での Visibility が上昇して使用量の増加も期待できる。例えば、洗剤が残り少なくなってしまったら、次に買いに行く週末まで洗濯回数を減らすかもしれない。しかし在庫

があれば使用回数は増えるものである。そして、増税後は、各社が魅力的な別のカテゴリの新製品を導入する。衣料用洗剤は家庭に在庫があったとしても、魅力的な柔軟剤がでたらどうか、何人かは購入するだろう。日用品というカテゴリが寡占化されているため、新製品も店の棚の中で目立ちやすく、消費者に魅力を訴えやすい。そして、何よりも増税後購入したとしても、大きな負担額の差ではないのだ。だから、人々は購入する。

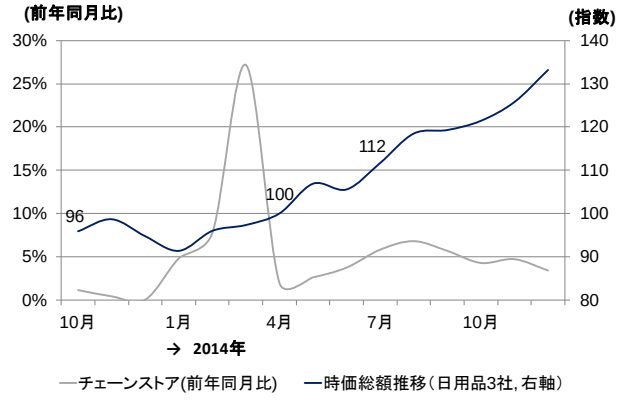
図表 63～64 にあるように化粧品にも駆け込み需要は発生する。高額化粧品ほどその効果は大きい。しかし高額であるがゆえ、反動減も大きく、そして在庫があるなら買わないのである。こうして、化粧品の駆け込み需要は反動減と相殺する。さらに、2019 年 7～9 月期はインバウンド需要の前年ハードルが高いためプラス効果が相殺されてしまう可能性がある。増税に関しては日用品の方がメリットが顕在化しやすいだろう。

図表61: マクロと日用品株(1997 年 4 月＝100)の動き



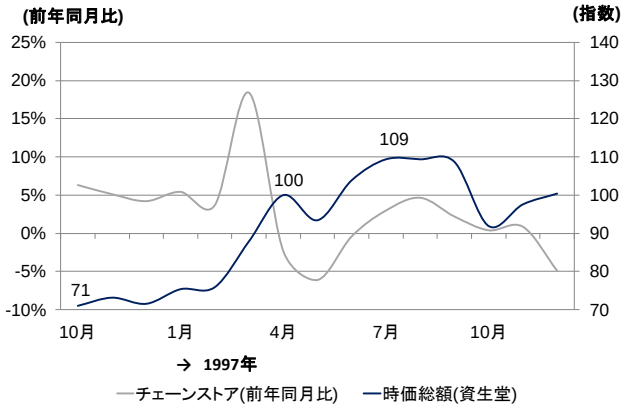
注：チェーンストア：チェーンストア協会による日用雑用品販売額、日用品 3 社は花王、ライオン、ユニ・チャーム
出所：MUMSS 作成

図表62: マクロと日用品株(2014 年 4 月＝100)の動き



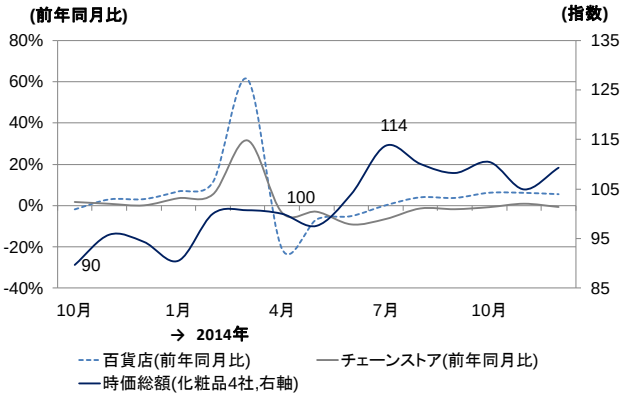
注：チェーンストア：チェーンストア協会による日用雑用品販売額、日用品 3 社は花王、ライオン、ユニ・チャーム
出所：MUMSS 作成

図表63: マクロと化粧品株(1997 年 4 月＝100)の動き



注：注：チェーンストア：チェーンストア協会による医薬・化粧品販売額、化粧品は資生堂、97 年当時、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビス HD は非上場
出所：MUMSS 作成

図表64: マクロと化粧品株(2014 年 4 月＝100)の動き



注：チェーンストア：チェーンストア協会による医薬・化粧品販売額、百貨店：日本百貨店協会による化粧品販売額、化粧品 4 社は資生堂、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビス HD
出所：MUMSS 作成

最もメリットを享受するのは花王

日用品企業の中で唯一卸機能も持つ花王は、消費税増税前の駆け込み需要で最大限のメリットを享受すると弊社はみている。花王は独自の需要予測システムに基づき、在庫を最小化し日々生産量を調整、出荷する。卸を通じて販売する他社は毎日の出荷とはいかないため増税前 2 週間前になると売れ残りを恐れ、花王ほど最後まで駆け込み需要に対して強気の出荷ができない。結果、増税直前に花王はシェアを伸ばすことになる。増税後は拡大した店頭の棚に新製品を多く投入し、消費者へ新たな付加価値を提案し同時に価格転嫁を実現していけるだろう。

(5) 兵衆孰強：マーケティングコスト分析からみる競争力

マーケティングコストとして重要な業界

ここまで、業界特性を述べるにあたり、当業界にとってマーケティングが如何に重要かを弊社は述べてきた。特に化粧品業界は、原価率よりもマーケティングコストの売上比率(以下、マーケティング比率)が高い業界で、マーケティング費用如何で短期的な利益は捻出もできる。業界構造において述べたが、化粧品業界は、単一ブランドで、一定規模になる(日本での市場シェア 3%が目途、末端市場規模で 500～600 億円)になるまでの成長期と、それ以降の成長段階で、大きな不連続があると弊社は考える。一定規模以上になっている弊社のカバレッジ企業は、買い手側(消費者)に翻弄される流行の中で、複数ブランドをバランスよく成長させるマーケティング戦略が必要であり、この動きをチェックするのは短期・長期業績を見るうえで重要だと弊社は考える。

化粧品では資生堂とファンケルに軍配、
日用品はピジョンと花王

弊社は、化粧品銘柄について「マーケティング比率が妥当な水準で維持されており」かつ「マーケティング比率の低下＜営業利益率の上昇率」であること、日用品については「マーケティング比率が一定でコントロールできている状況」で収益性が上昇している銘柄が魅力的であると考える。化粧品では資生堂とファンケルに現在良いシグナルがでており、日用品ではピジョン、花王がそれにあたる。

広告費は固定費？変動費？

マーケティングコストは、基本的な会計項目として固定費であると学んだ人も多いだろうが、当業界では短期的に恣意的に動かせる変動費である。マーケティング費は会計項目として広告費と販売促進費にわかれるが、前者の広告費は特に、短期的な利益ねん出の調整弁となることが多い。

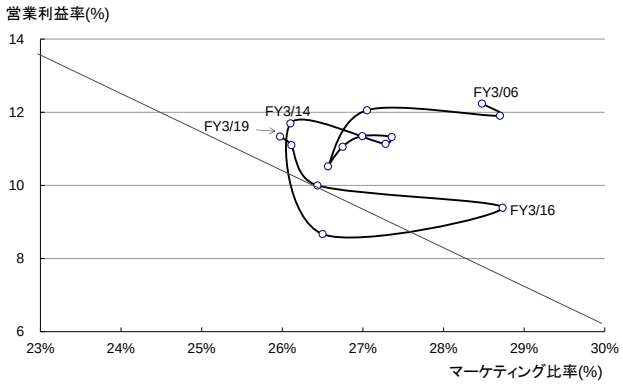
マーケティング費を削るとやがて売上が減速

目先売上が計画に未達成となりそうなとき、この調整弁により利益を達成させる企業も多い。営業利益を株式市場が重視する中で、それは一時的に株価サプライズを避けることに働くだろう。しかし、マーケティング費用を削減し続ければ、消費者へのアピール度が徐々に低下し、時間をおいて売上そのものが低下していく懸念が生じる。次のページに示す、営業利益率とマーケティング比率の関係図は各社のそうした過去の行動を示したものとなる。

典型的な動きをとっている 2 社について、投資観点にどう生かすか説明する。

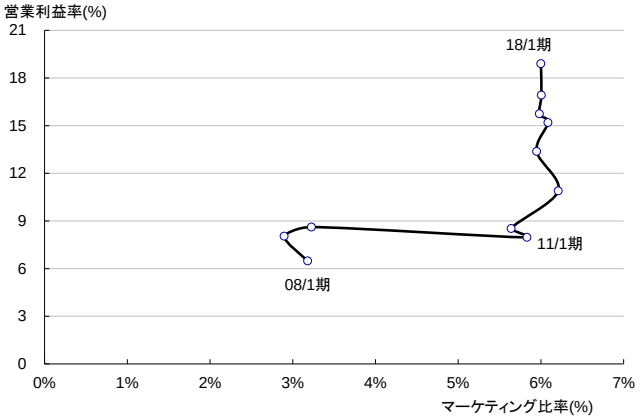
巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表65: ロート製薬(4527)のマーケティング比率分析



出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表66: ピジョン(7956) のマーケティング比率分析



出所：会社資料より、MUMSS 作成

マーケティング比率の低下を続けると

ロート製薬は、07/3 期から 14/3 期までほぼ、営業利益率 12%前後で動いており、マーケティング比率は営業利益率をみながら、増減するよう戦略がとられているのがわかる。しかしマーケティング比率を 26%までに低下させた後、突然大きく営業利益率を落とすこととなる。新規事業のコスト増もあるが、そこまでマーケティング費を削ってきたことによる主力ブランドの増収率の低下が、累積して表れたものと弊社は考える。したがってマーケティング比率の低下で営業利益を維持することが続くのは、評価できない局面であると弊社は考える。

その後、不採算事業の減損等で営業利益率は回復したが、今もマーケティング比率は過去最低水準で動いており、短期的な利益面でのバッファーにはなりづらい余裕のない水準であると弊社は考え、それを弊社業績予想に反映している。

競争環境が安定している好例

ピジョンは日用品業界の好例である。個別企業レポートで詳細は述べるが、WHO は母乳育児を推奨しており、WHO コード(母乳代用品の販売流通に関する国際基準)に基づき、哺乳瓶やおしゃぶりは広告ができない。かつて大手粉ミルク企業が新興国で大々的な販促を行って粉ミルクを普及させたが、急速な普及により、健康被害などの問題が起きたことがある。図表 66 でマーケティング比率が一定のまま営業利益率が上昇を続けているのがわかるだろう。同業界は競合関係が安定しており、同社のビジネスモデルは、この WHO コードにより参入障壁で守られている。

日用品のマーケティング費用は利益のバッファーとして使えない

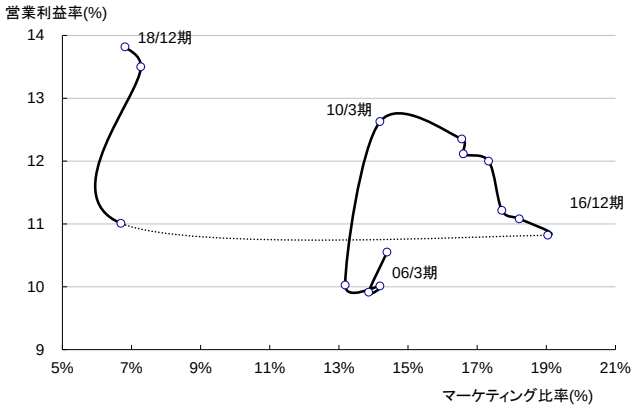
競争が激化していく場合は、ユニ・チャームの 10/3 期から 16/12 期のように、マーケティング比率の上昇とともに営業利益率が低下していく経路を辿る。化粧品と異なり、大手同士での競争であり、日用品は在庫の回転率も速いため、マーケティングの手を抜けば、化粧品よりタイムラグを置かずシェアを失ってしまうからである。新興国での戦いの場合、クリティカルマスを取ることが先決で、マーケティング比率を上昇させても売上を取りに行く戦略が正しいと弊社でも考える。しかし、しばらくの間、そこで収益率が低下してしまうのは仕方がないのである。

サスティナブルな利益率にたどり着く前に

ちなみに、投資家から「この事業のサスティナブルな営業利益率は何%か、それが 10%ならば現在、新興国に多く進出している企業が有利であろう。」という質問を受けることがある。最終的には日本や欧州のように 1 人当たり GDP が 4 万ドルになり、

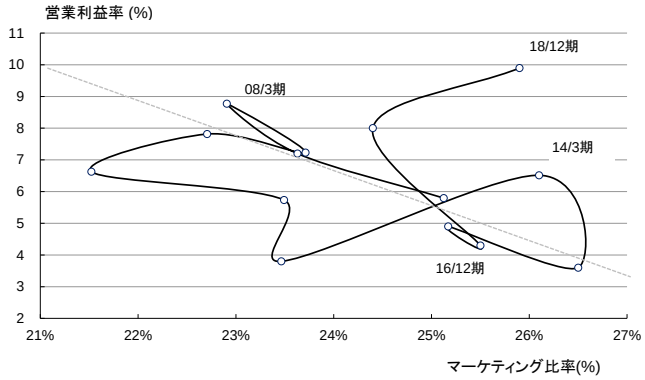
寡占化された市場で残存者となれば日用品事業の営業利益率は「15%」くらいとなろう。しかし、新興国がそこに至るまでに資本力のある企業間で、生きるか死ぬかの激しい戦いがあるため、5 年位を長期でとらえているなら、そのような高水準の利益率を前提として将来予測をしてはならないと弊社は考える。

図表67: ユニ・チャーム(8113) のマーケティング比率分析



出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表68: 資生堂(4911) のマーケティング比率分析



出所：会社資料より、MUMSS 作成

マーケティング比率の分析でバリュエーション上昇を判断する

資生堂のグラフでも同社の歴史的転換点がわかる。点線が 07/3 期からの営業利益率とマーケティング比率の同社の傾向線である。08/3 期から数年間の同社は、マーケティング比率の低下で営業利益率を維持しようとしながらも、それにも耐えられず営業利益率が下がり続けているのがわかると思う。14/3 期には急回復しているが、これは前期に返品を特損でなく営業費用で処理したためで、一時的な回復であった。その後、先述したロート製薬のように営業利益率を急速に落とすことになった(この時、魚谷体制に移行している)。つまり、目先の営業利益捻出のため 09/3 期から 13/3 期にかけ、売上低迷→マーケティングコスト削減→売上低迷の悪循環が起きていたことがわかる。

投資機会を探すタイミング

2014 年、魚谷体制後、同比率は収益低迷下でも約 25%程度の水準を維持し、当初 3 年は利益率の浮上が難しかったが、現在の収益回復に至った。17/12 期以降は、過去 10 年来以上の収益体質に浮上したことがグラフからわかるだろう。このように、マーケティング比率が大きいために営業利益率が低迷する時期は、次の飛躍のための前段階である可能性がある。こうした時が、またとない投資機会である場合も多いのである。

魅力的な銘柄の基準

こうしたことから、弊社は、化粧品銘柄について「マーケティング比率が妥当な水準で維持されており」かつ「マーケティング比率の低下＜営業利益率の上昇率」であること、日用品については「マーケティング比率が一定でコントロールできている状況」である銘柄が魅力的だと考えるのである。

株価バリュエーション上昇に繋がる

また経験則から、この資生堂の 17/12 期の動きのように、過去の傾向線を上回るタイミングで、株価バリュエーションが大きく上昇する可能性が高いと考える。マーケティング投資と的確なトレンドキャッチ等で流行に乗り、従来とは異なる収益成長になるからである。他社についても、そういう視点でこのグラフをチェックしてほ

しい。過去の株価の動きと照らし合わせるとわかるだろう。

四半期決算を見るポイント

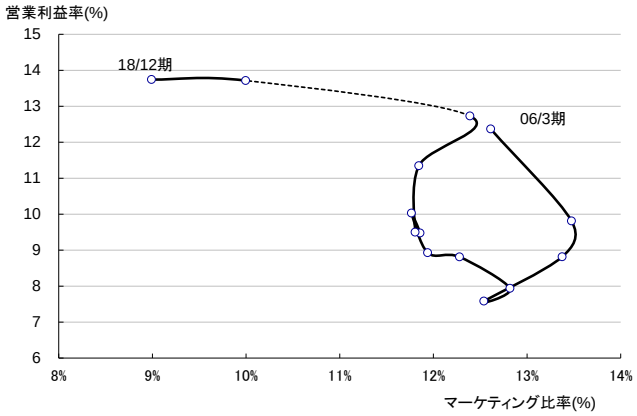
当業界の四半期決算はマーケティング費投入のタイミングで、大きく営業利益率が触れるため、単に営業利益の額の前年同期比に一喜一憂すると正しい投資判断を見逃すことになりかねないと弊社は考える。マーケティング比率の増減とともに営業利益率の動きをチェックすべきである。

株価バリュエーションが上昇するタイミングは、いずれも過去の傾向線を(グラフの右上に)超える時に起きている場合が多い。逆にこの傾向線を下回る時、株価バリュエーションは低下する場合が多い。これが弊社のバリュエーションの考え方である、基準企業(化粧品企業では資生堂、日用品企業では花王)から、他の企業のディスカウントには、この観点を応用している。

デジタルマーケティングは万能薬か

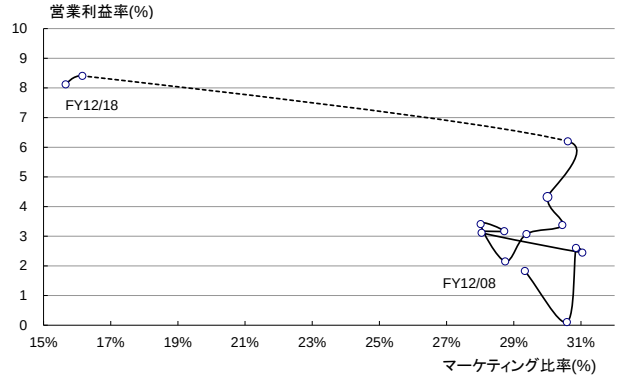
またマーケティングに関しては、デジタル化すれば有効なマーケティングができる、もしくはデジタル化すればマーケティングが効果的になりマーケティング比率が低下する(マーケティング投資が少なくて済む)と考える傾向もあるようだが、それについて弊社は懐疑的な意見を持つ。以下にデジタルマーケティングに関しての弊社の参考意見を述べておく。

図表69: 花王(4452) のマーケティング比率分析



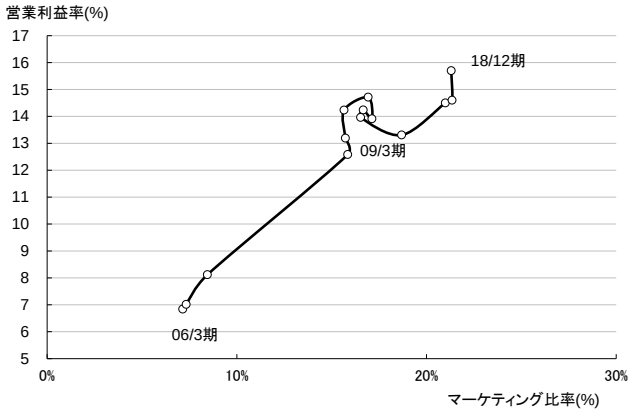
注：17/12 期より IFRS 基準
出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表70: ライオン(4912) のマーケティング比率分析



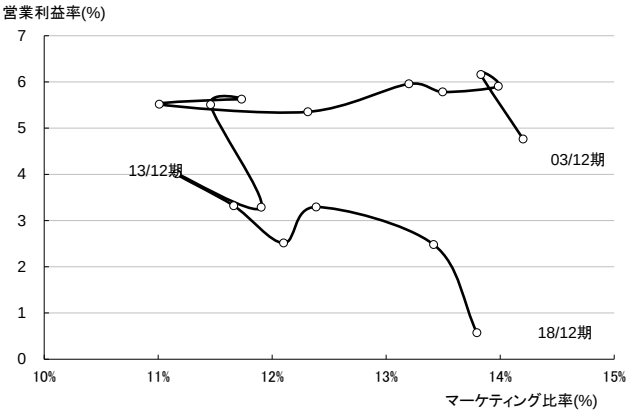
注：17/12 期より IFRS 基準
出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表71: 小林製薬(4967) のマーケティング比率分析



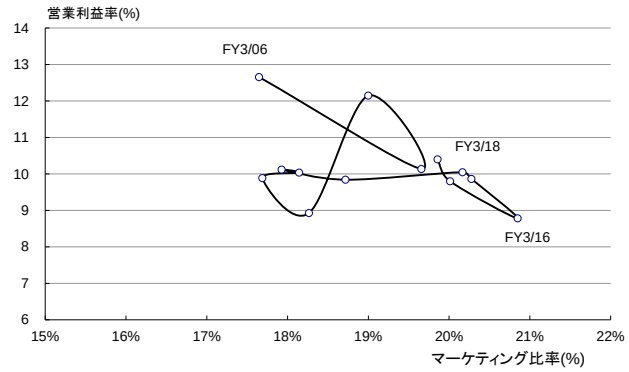
出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表72: アース製薬(4985) のマーケティング比率分析



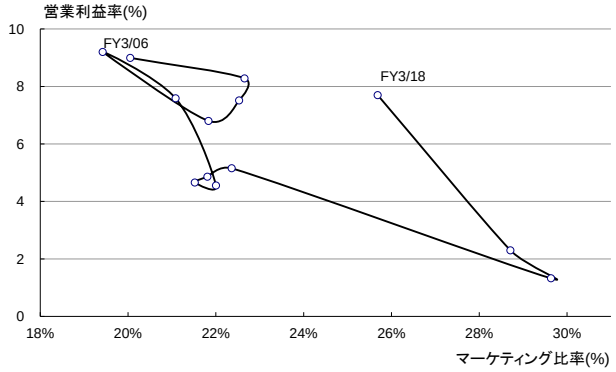
出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表73: マンダム(4917) のマーケティング比率分析



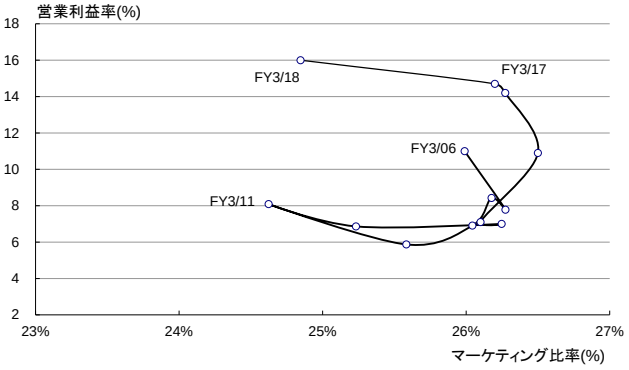
出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表74: ファンケル (4921) のマーケティング比率分析



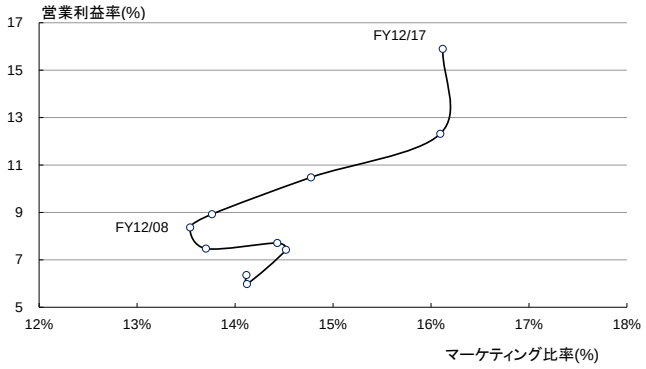
出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表75: コーセー(4922) のマーケティング比率分析



出所：会社資料より、MUMSS 作成

図表76: ポーラ・オルビス HD(4927) のマーケティング比率分析



出所：会社資料より、MUMSS 作成

■ デジタルマーケティングの有効性

デジタルマーケティングの問題点も顕在化

2018 年 6 月にフランスで開催された世界最大級の広告賞で、英国ユニリーバは有名 SNS などでインフルエンサーを用いたマーケティングで、SNS のフォロワーの金銭買収などの不正行為が行われているという実態を注意喚起した。欧州の広告主からの指摘を受けて、米国メディアである Twitter や Google などが不正アカウントや虚偽記載の削除などを率先して行うようになる。Facebook 事件を発端に、GDPR(欧州一般データ保護規則)ができて、いよいよ欧州ではデジタル広告が育ちにくい環境ができつつある。最近では仏当局が Google に対して 5,000 万ユーロ(約 62 億円)の制裁金を科すとした。2020 年には米国カルフォルニア州で CCPA(カルフォルニア消費者プライバシー法)が施行、日本でも個人情報保護法の大幅改正が予定されている。

デジタルメディアの寡占化

このような規制関連対応の投資により、デジタル広告の安い単価を維持するためのデジタル・マネジメント・プラットフォーム(DMP)運営はコスト高になる可能性がある。高い参入障壁が Google(YouTube)や Twitter などのグローバルメディアの寡占化を生み出すだろう。小さなデジタルメディアが淘汰され、業界プレイヤーが少なくなれば、デジタル広告の単価は上昇する脅威を孕む。Google は米国での動画配信サー

ビス YouTube TV を 5 月より値上げした。Netflix 台頭以降、デジタル動画メディアは成長投資を必要としており、YouTube の広告掲載料が値上げされるリスクは高い。

日本では TV 広告が主流であるが・・・

日本の場合、過半以上の広告宣伝費が TVCM に使われている。弊社は業界構造的にこの傾向は暫く変わらないとみている。日本のテレビはデジタル広告に比べて費用対効果が高い広告手法だからである。日本の放送局はチャンネル数が絞られており、4K 投資なども計画的に行われてきた。中国のテレビチャンネル数は 100 以上、米国も 10 以上と多い。欧州や東南アジアの国土面積が小さい国では、5 チャンネル未満の場合もあり、TVCM が有用だ。チャンネル数が少なければ、一度に大勢の国民にブランドを認知させる効果をもたらすことができる。この点が中国や米国などデジタルマーケティング先進国と日本などの TVCM の国で状況が異なる理由である。

それでも日本でデジタル広告が有効なケース

但し、日本でも、Generation Z やミレニアル世代などの若年層にターゲティングする場合はデジタル広告が使われることもある。そもそも若年層は携帯スマホとの接触時間が長い(2019 年の博報堂の統計では、携帯スマホの 1 日当たり接触時間は、20 代女性が 216 分、50 代女性が 70 分。テレビの 1 日当たり接触時間は、20 代女性が 140 分、50 代女性が 194 分)。中国と比較すると、日本人の 20 代女性は 2 時間強もテレビをみるので TVCM を利用することも多いが、やはりデジタル広告のアプローチも必要になる。従い、「デジタル広告は安くて効果測定もできて有効だ」ということはなく、前述の通り、個人情報の管理コスト高を抱えながら、様々な広告手法を駆使しなければ従来の TVCM のような効果が得られないということであり、むしろ難しい時代になったといえよう。

サブスクリプションモデルとライフタイムバリュー

2017 年にユニリーバが 1,000 億円で買収した Dollar Shave Club はサブスクリプション(定期購入)モデルで定期的に髭剃りを届けるサービスだ。パレート法則の通り、ラグジュアリーブランドは「10%未満の顧客が売上高の 40%」を構成するそうだ。洗剤などのマス製品でさえ「20%顧客が売上高 80%(80%顧客は他ブランドも併用)」と言われ、ブランドの支持層が収益を握る。この支持層(ファン)の醸成に注目し、あえてマーケティング投資をゆっくりと何年もかけて行うラグジュアリーブランドもある。その方が LTV(1 人の顧客がどれだけ利益をもたらすか)の高い顧客基盤を作れる。日本でも、北の達人コーポレーション(2930)が LTV とサブスクリプションモデルを導入している。このようにデジタル広告を活用するにはノウハウや経験が必要である。

日本の TVCM の行方

一方で、小林製薬などは従来型の TV スポット広告に力を入れて成功した事例である。50 代男性のテレビの 1 日当たり接触時間は 157 分、携帯スマホは 72 分である。同社は深夜番組のスポット広告に広告宣伝費を投入し、効率的に効果をあげた。日本のテレビ広告の業界構造を上手く利用した好事例と言えよう。

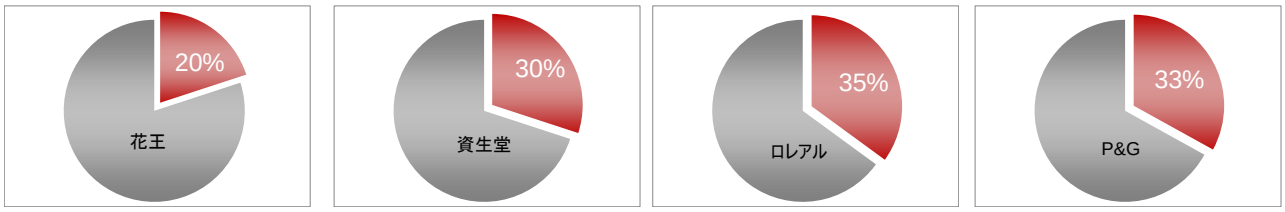
中国でどのように広告するのか

中国人にインバウンドで人気の商品は、自国に持ち帰られ、やがてアウトバウンドで売られるようになる。中国市場では、TVCM の費用対効果が小さい。逆に EC 化率は高く、EC への送客の観点からもデジタル広告が重要となる。中国では KOL(Key Opinion Leader、商品宣伝を得意とする中国のインフルエンサーのこと)というビジネスマインドの強いインフルエンサーが WECHAT などで活動しており、デジタル広告を広げる土壌はある(日本ではインフルエンサーに頼りすぎるのは逆にブランド毀損リスクも伴うため、急速に広告をデジタルシフトさせるメリットがない)。日本のメーカーも、中国で需要喚起する場合は TVCM に頼ることができず、苦戦を強いられる企業も出てくるだろう。

広告のデジタル化は
むしろ企業のマーケティングコストを高める

上記のような動向もあり、化粧品・トイレタリーの企業ではブランドを維持するために、引き続き高いマーケティング比率が必要とみている。広告のデジタル化は、むしろマーケティングコストを高める方に向いてしまうとみる。またノウハウや経験も必要となるため、デジタル人材の新規採用など人件費増にも繋がるだろう

図表77: 各社の広告費におけるデジタル比率



注：花王、資生堂、ロレアルは 18/12 期、P&G は 18/6 期。花王は MUMSS 推定、資生堂はヒアリングによる概数、ロレアル、P&G はカンファレンスによる会社側コメント
出所：MUMSS 作成

(6) 士卒孰練：研究開発力が高いのはどこか

「買い手側」の情報収集力上昇がもたらす構造変化

当業界は、買い手側(消費者)が選択を変えるコストが安いことで、その心を惹きつけるためのマーケティングが重要なポイントであり、そのマーケティング投資を欠かさない企業を選択することが重要であることを前段で述べた。しかし、現代にいたっては、研究開発力が依然にもまして重要になっていると弊社は考える。その理由は、買い手側である消費者の情報収集力が以前に増して上昇しているからである。

従前の研究開発体制では、デジタル時代で小規模企業者が有利になっていく

今でも、広告規制に緩い罰則しかないこともあり、日本でも化粧品の広告は誇張された表現が度々使われている。しかしながらそれは長続きしない。消費者は今や、ネットを通じて以前以上に情報収集力を増している。中国では企業広告は信用されず、消費者が信頼する第 3 者の SNS が情報源となっている。こうした中で、今までと同様、多数乱立で「創造力とそれを謳うマーケティング」に依存すると、大企業ほど投資効率が悪くなってきてしまう。

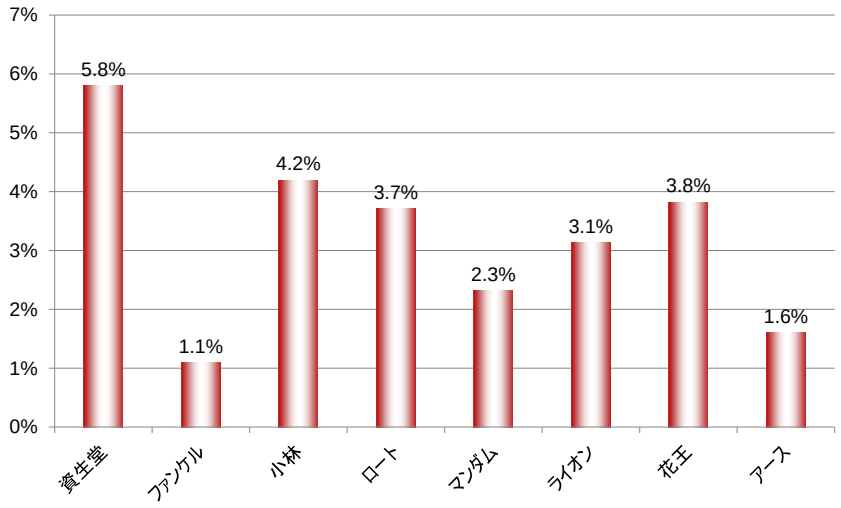
いち早く、花王と資生堂は研究開発を重視

既に大企業となっているグローバル企業にとっては、研究開発投資に費やす余裕がある。もしくは、既に多くの研究開発投資が割かれている。そこでさらに差別化、テクノロジー、イノベーションを起こせば、以前よりも情報は伝わりやすく、技術力のない会社と「イメージ」だけで戦わなくてよいわけである。まさに、兵法の「非戦」そのものに繋がる。イノベーティブな製品はマーケティング効率も上げる。そして資生堂や花王などはこの方向性に大きく舵をきっている。

固定費のかかる基礎研究や製造部分は無駄なのか

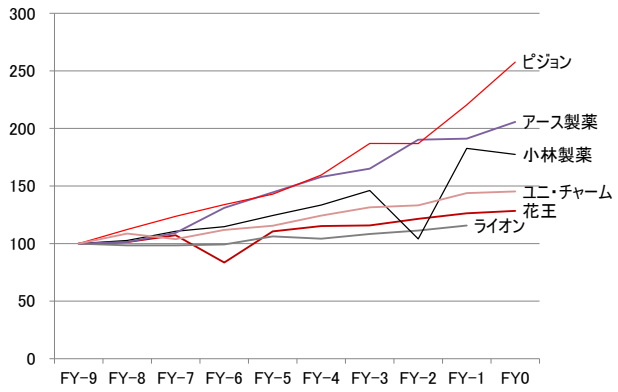
各社の R&D 戦略を後述するが、それぞれの方針をみると、これまで成長してきた源泉がよく理解できるだろう。近年まで、株式市場では以下の議論がなかっただろうか。化粧品は OEM で参入しマーケティングに特化したほうが効率的である、日用品のバーティカルインテグレーション(原材料やメカトロニクス)の訴求は低 ROE でスピンオフしたほうがいいという内容である。これを株価バリュエーションに対してディスカウントを入れるべきだとの意見も時々耳にする。しかし、弊社は反対の意見をもつ。それは短期的な利益増加を可能にしても、サスティナブルではないと考えるからである。

図表78: 各社の研究開発投資の売上比率



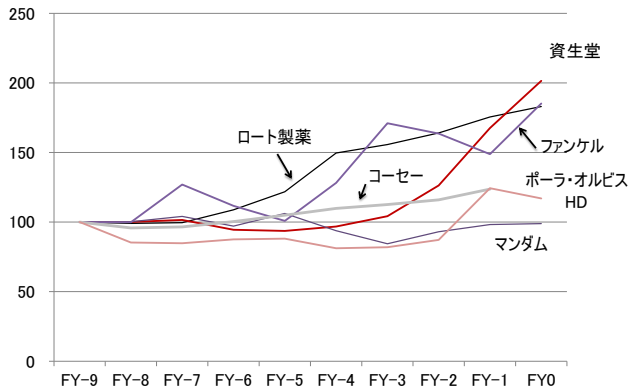
注：各社直近決算期(19/3 期、19/1 期、18/12 期)。ここにない企業は開示がない。
出所：会社資料より MUMSS 作成

図表79: 日用品企業の研究開発費推移 (指数 10 期前=100)



注：FY0 は各社直近期、決算期変更の時は月平均で 12 カ月に換算
出所：MUMSS 作成

図表80: 化粧品企業の研究開発費推移 (指数 10 期前=100)



注：FY0 は各社直近期、決算期変更の時は月平均で 12 カ月に換算
出所：MUMSS 作成

低 ROE だからと切り捨てるべきではない

ユニ・チャームが世界で初めてパンツ型おむつを開発して大きく成長したのは、そこに独自のメカトロニクス技術があったからである。外部から買ったほうが安い、という経営方針では過去の業績の飛躍はなかっただろう。花王が日本最大のメーカーに成長してきたのもケミカル事業という基盤事業があったからに他ならないと思う。欧米では、こうした原材料部分の事業(植物油から界面活性剤の原料になる高級アルコール等)を、低 ROE を理由にスピンオフしてしまった。花王は、ケミカル事業を継続し、植物油脂の基礎研究を極め、今回の「アタックゼロ」に応用する新材料を生み出したのである。

長年の日本の研究・生産実績がブランド化

こうした一連の事業を分離しなかった日本の日用品企業のビジネスモデルは ROE 議論から、これまで評価されることがなかった。しかし新たな時代で飛躍するきっかけとなり、評価される要素であると弊社は考える。化粧品は「日本製」であることが人気の要因として欠かせなくなった。この日本企業が行ってきた誠実な研究と生産は、数十年の実績によるもので容易く他のグローバル企業に崩せない壁となるだろう。

以下、各社の R&D についてまとめる。

花王の「基盤技術研究」が生かせる時代

花王は ESG で海外進出基準までが今後変わると述べたが(3-(5)　法：ESG)、そのベースは「世界のプレミアムニッチ」を狙い、「イノベーションの継続こそ源泉である」と澤田社長は 5 月 30 日のトップミーティングで述べた。花王の個別レポートで、ケミカル事業を持つ同社が、強みを発揮しやすい時代になったことを弊社は述べている。以下、各社の R&D に関する動きを述べる。

花王(4452)

2018 年 11 月に 5 つのイノベーション技術を発表。(1)「ファインファイバー」、人工皮膚を作る、(2)「RNA Monitoring」、顔の皮脂から、その人固有の RNA(リボ核酸)を分析し、健康状態や肌の状況、将来の姿を判定するもの、(3)「Created Color」、既存の酸化カラーではなく、メラニンの研究での髪の色の変化に着目した技術、(4)「Bio IOS」、界面活性剤、「アタックゼロ」に応用された。(5)「Package RecyCreation」、ESG 経営を具現化しプラスチック使用量を大幅減量した自立ボトル、である。同社の研究開発は、「よきモノづくり」で絶えず革新的で価値の高い商品を生み出す原動力となっている。

ロート製薬(4527)

再生医療研究への投資を集中、研究開発投資比率は徐々に上昇している。20/3 期は 4.0%(19/3 期 3.7%)。またスキンケア製品等に再生医療研究の知見を活かしたものの製品開発に取り組む。

資生堂(4911)

魚谷体制のもと、研究開発費用の投入増加が決断され、それまで売上比率 2%程度だったものが 3%(説明会での研究開発費にはブランド開発費が含まれている)を目指すとされている。2019 年 4 月には「資生堂グローバルイノベーションセンター(横浜市)」が稼働し、オープンイノベーションで一層の飛躍を狙う。また、2018 年 1 月には米国の VB を買収し人工皮膚「セカンドスキン」の技術を入手した。この他、新技術の取得、提携を続けている。

ライオン(4912)

従来の研究に加え、2018 年 1 月「イノベーション・ラボ」を設立。オープンイノベーションで新事業を探索する。また、2019 年から前社長であった濱逸夫氏が会長となり、新社長に掬川正純氏が就任した。濱会長が主に新事業探索、外部との連携を担い、その活動を活発化させていく姿勢だと思われる。

マンダム(4917)

「頭髪・頭皮」「皮膚」に加え、特に近年関心が高まっている「体臭／制汗」の 3 つの分野に注力している。主力の男性事業の時代の変化に対応していると思われる。

ファンケル(4921)

2016 年の第 2 研究所設立以降、研究員を外部から積極採用し増員し、基礎研究の領域が拡大した。研究開発については学会発表、特許等の成果を全て開示し、会社ロゴにもある「正直品質。」を体現している。

コーセー(4922)

コーセーの研究は、スキンケア、ヘアケア、ポイントメイクアップのように製品開発に重点を置いたものが多く、そこから他社よりもトレンドの早い製品の上市が可能になっていると思われる。研究発表はホームページで開示されている。

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

ポーラ・オルビス HD(4927)

厚労省が認可した日本初のしわ改善成分、10 年ぶりの医薬品部外となる美白成分の開発など近年、研究開発の成果が目覚ましい。単なる流行ではなく、こうした技術立地の市場を創造しようとする姿勢がうかがえる。技術力の高さは従来、医科向け医薬品事業がポートフォリオにあった影響もあろう。

小林製薬(4967)

多くのニッチな新製品を毎年上市させるため、製品開発に注力している。企業規模の拡大により大阪府の中央研究所はやや手狭に。OTC 医薬品事業も拡大の方針から、今後の研究開発の方向性や投資に変化が現れる可能性もある。

アース製薬(4985)

兵庫県赤穂市に日本最大の害虫研究施設を持ち、約 23 種類 100 万匹以上のゴキブリや 10 万匹以上の蚊、1 億匹以上のダニなどの実験用害虫を飼育する。交配により薬物耐性が進化する虫や捕獲手法など新商品のニーズは絶えない。光触媒を用いた蚊の吸引器など「ごきぶりホイホイ」に次ぐ感動商品に向けて開発中。

ピジョン(7956)

哺乳瓶にとりつける人工乳首の知見を長期間研究。中央研究所だけでなく家庭への訪問観察、医療従事者との共同研究など、赤ちゃんの哺乳運動をさまざまな視点で研究している。人種により人工乳首のニーズに違いがないことから、この成果がグローバルに応用が可能となっている。

ユニ・チャーム(8113)

「尽くし続けてこそ No.1」の精神に基づき、現場密着によるインサイトリサーチを世界各国で展開している。また、世界初のパンツ型紙おむつ製造機械は、同社のエンジニアによって実現した実績がある。こうした必要となる新素材や新技術の開発、生産するための設備開発が緊密に連携していることに特徴がある。

グンゼ(3002)

現在最も注力するのはメディカル部門。生体分解性のある不織布(繊維技術を融合)で再生医療製品の開発を目指す。北米では再生血管の治験に成功例もある。プラスチック部門では当業界の包装材の減量化にも貢献。QOL(クオリティオブライフ)研究所も持ち、社会ニーズに応えることを目指している。

(7) 賞罰執明：株主還元が優れているのはどこか

最後に株主還元について議論する。

配当性向が高いのは、ポーラ・オルビス HD、ピジョン、アース製薬

配当性向において、高水準なのは約 6 割の水準を維持している、ポーラ・オルビス HD、ピジョン、アース製薬である。継続的にこの水準が続けば株価バリュエーションにプレミアムをつけるべき理由になるだろう。

安定的なキャッシュフロー創出は日用品に軍配

自社株買いを含めた総還元性向となると花王の水準が高く、しかも継続的に高水準であることがわかる。ユニ・チャーム(総還元性向 50%をコミットメントしている)、ピジョンがそれに続く。こうして比較すると、化粧品よりも日用品企業の還元が高いのは、ここまで業界構造で述べたように、化粧品ほど多数乱戦業界でなく市場のシェアが安定しており、キャッシュフロー創出能力が高いことを意味している。

ファンケルの 19/3 期(図表 81 の FY0)の総還元性向が高水準なのは、創業者である池森会長保有の株を買い付けたという特殊事情がある。小林製薬も度々自社株買いを行い、19 年に入っても実施中である。マンダムも 2019 年 5 月に 10 年ぶりの自社株買い発表し、現在進行中である。

配当余力があるのにしない会社の共通点

こうした株主還元に積極的な企業が多いのが当セクターの投資魅力であるが、配当余力があるのに十分な水準になっていない企業もあると思われる。当期利益ではなく実際のフリーキャシュフロー(FCF)と配当のバランス(図表 81 の(4))をみると、比較的資金的な余裕があるにも関わらず、総還元性向が低い(20%以下)のはロート製薬、資生堂、ライオンである。これらの会社の共通項は M&A 志向が強いと思われ、現在手元に資金を留保したい事情があるものと思われる。しかしながら、金利も市場環境を考えると現金を留保して良い理由にならない。これらの企業は株主還元を強化する必要があるだろう。

図表81: 各社の株主還元の状況

	花王	ロート製薬	資生堂	ライオン	マンダム	ファンケル	コーセー	ポーラオルビス	小林製薬	ピジョン	アース製薬	ユニ・チャーム	グンゼ
	4452	4527	4911	4912	4917	4921	4922	4927	4967	7956	4985	8113	3002
当期利益(百万円)													
FY-2	126,551	10,011	32,102	15,951	5,566	5,146	21,657	16,328	14,321	11,118	3,364	46,971	3,102
FY-1	147,010	9,289	22,749	20,883	6,087	6,191	30,612	27,137	15,863	14,515	2,205	52,771	3,487
FY0	153,698	9,800	61,404	25,607	5,087	8,649	37,005	8,389	18,023	14,238	-143	61,352	4,088
配当総額(百万円)(1)													
FY-2	44,188	2,278	8,214	2,889	1,939	2,884	5,932	9,398	3,919	5,622	2,221	9,173	1,583
FY-1	50,299	2,506	8,977	4,355	2,383	3,661	7,187	11,608	4,343	7,066	2,322	9,986	1,399
FY0	56,838	2,506	13,940	5,808	3,013	3,749	9,697	17,694	4,818	8,260	2,322	13,592	1,648
配当性向(%)													
FY-2	37.1	23.9	24.9	23.6	40.3	70.8	29.0	63.4	42.1	57.1	69.0	21.5	45.2
FY-1	36.9	27.0	48.3	24.9	45.3	59.4	27.6	57.1	28.8	54.5	105.3	22.3	47.5
FY0	38.2	29.1	29.3	22.7	55.2	43.6	27.7	210.9	28.9	57.2	-	23.1	48.8
自社株買い(百万円) (2)													
FY-2	50,021	0	6	191	0	1	1	0	8,054	1	1	14,000	3
FY-1	1,842	0	17	0	0	5	197	0	5,068	1	1	14,000	2,097
FY0	50,035	0	2,431	0	0	20,004	4	0	0	1	0	15,500	1,327
総還元性向(%)													
FY-2	74%	23%	26%	19%	35%	56%	27%	58%	84%	51%	66%	49%	51%
FY-1	35%	27%	40%	21%	39%	59%	24%	43%	59%	49%	105%	45%	100%
FY0	70%	26%	27%	23%	59%	275%	26%	211%	27%	58%	-1624%	47%	73%
FCF(百万円) (3)													
FY-2	184,307	13,428	59,129	32,269	9,045	2,192	17,327	23,561	16,097	14,810	8,089	103,604	13,832
FY-1	185,845	19,154	95,392	28,562	10,246	10,531	34,918	35,333	22,350	17,094	9,175	98,086	9,007
FY0	195,610	21,745	92,577	31,879	6,587	8,731	32,989	30,283	20,007	13,632	369	110,867	11,491
(4)=【(1)+(2)】/(3)	54.6%	11.5%	17.7%	18.2%	45.7%	272.1%	29.4%	58.4%	24.1%	60.6%	629.3%	26.2%	25.9%
DPS(FY1会社予)(円)	130	26	60	21	62	34	190	116	68	70	100	28	115
株価 (6月25日)(円)	8,392	2,976	8,420	2,005	2,601	2,840	17,920	3,000	7,830	4,325	4,745	3,235	4,670
配当利回り	1.5%	0.9%	0.7%	1.0%	2.4%	1.2%	1.1%	3.9%	0.9%	1.6%	2.1%	0.9%	2.5%

注：6 月 25 日時点、FY0 は、各企業の直近実績、FY-1 は前期、FY1
出所：FACTSET より、MUMSS 作成

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表82: 財務指標 (成長性分析)

	売上高(前期比%)		FY-10	FY-9	FY-8	FY-7	FY-6	FY-5	FY-4	FY-3	FY-2	FY-1	FY0
日用品	花王	4452	-3.2	-7.2	0.2	-	-	-2.6	6.6	5.2	-1.1	2.2	1.2
	ライオン	4912	-1.0	-4.8	2.8	-1.1	2.3	5.0	4.4	3.1	4.5	-13.4	2.0
	小林製薬	4967	-45.1	2.8	1.3	0.3	-7.3	4.7	0.8	-	-	30.6	6.8
	アース製薬	4985	5.7	7.7	1.7	7.2	13.1	8.2	7.5	9.5	5.5	6.7	0.8
	ピジョン	7956	7.8	0.6	6.8	3.7	10.1	19.0	8.6	9.6	2.6	8.4	2.1
	ユニ・チャーム	8113	3.3	2.6	5.6	13.6	15.7	20.9	23.1	0.1	-18.1	6.1	7.3
化粧品	ロート製薬	4527	2.3	2.5	1.8	4.2	7.4	11.4	5.5	10.0	-7.4	11.1	6.9
	資生堂	4911	-4.6	-6.7	4.1	1.7	-0.7	12.4	-	-	-16.4	18.2	8.9
	マンダム	4917	-2.0	-1.6	5.4	4.4	1.0	12.9	4.0	5.9	3.0	5.2	-2.9
	ファンケル	4921	-1.4	1.6	-5.8	-6.0	-6.1	-2.0	-4.3	17.0	6.0	13.2	12.4
	コーセー	4922	-1.2	-3.1	-0.9	-2.7	2.5	11.3	9.4	17.1	9.6	13.7	9.8
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	-5.0	1.8	0.8	8.5	5.8	3.5	8.4	1.7	11.8	1.7
	グンゼ	3002	-	-8.8	-3.2	2.2	-3.1	7.6	-0.9	-2.0	-1.3	2.9	0.1
	営業利益(前期比%)												
日用品	花王	4452	-16.7	-2.9	11.2	3.8	-6.5	22.7	6.9	23.3	13.6	8.5	3.2
	ライオン	4912	-7.1	21.3	4.6	6.4	-35.4	50.0	14.7	32.0	49.6	11.0	4.3
	小林製薬	4967	-14.8	7.7	9.3	3.6	-12.4	7.2	-1.1	1.9	-4.7	31.7	14.7
	アース製薬	4985	3.4	29.2	3.3	11.5	14.6	13.0	-8.8	30.3	-2.1	10.9	9.5
	ピジョン	7956	33.7	7.8	-1.3	10.9	40.5	46.3	23.3	13.6	10.3	21.2	1.0
	ユニ・チャーム	8113	3.4	29.2	3.3	11.5	14.6	13.0	-8.8	30.3	-2.1	10.9	9.5
化粧品	ロート製薬	4527	-10.7	7.8	4.5	4.0	5.5	17.0	-21.8	19.2	-1.5	23.5	9.0
	資生堂	4911	-21.4	0.9	-11.7	-12.0	-33.4	90.6	-44.4	36.4	-2.3	118.7	34.7
	マンダム	4917	-28.0	9.0	7.1	5.3	-1.7	15.2	2.1	-5.7	15.5	11.0	-15.6
	ファンケル	4921	-10.7	37.4	-22.3	-43.6	-3.9	2.2	1.5	-69.9	86.4	276.5	46.6
	コーセー	4922	-19.0	-17.6	36.6	-17.4	3.8	59.6	19.6	52.9	13.1	23.6	8.3
	ポーラ・オルビスHD	4927	1823.5	-10.7	26.4	4.8	5.2	18.5	10.4	27.3	19.5	44.5	1.6
	グンゼ	3002	-46.0	-53.3	57.2	-66.8	67.2	155.8	-29.5	18.7	14.9	48.3	7.2
	EPS(前期比%)												
日用品	花王	4452	-1.9	-37.2	16.0	-	-	-21.5	24.1	34.1	20.8	17.7	5.3
	ライオン	4912	-44.0	80.1	10.8	-32.3	3.9	44.1	20.9	43.2	40.1	30.4	22.6
	小林製薬	4967	5.0	4.6	0.9	25.6	3.8	1.1	1.6	-	-	-15.3	13.3
	アース製薬	4985	-10.7	23.2	11.1	-3.4	-48.2	73.5	-42.9	-31.7	188.7	-34.5	-106.4
	ピジョン	7956	93.2	-0.6	3.1	8.7	43.7	52.7	21.3	20.7	9.0	30.6	-1.9
	ユニ・チャーム	8113	3.4	43.7	38.5	-18.6	61.3	-17.7	9.1	-3.4	17.0	13.6	15.4
化粧品	ロート製薬	4527	-19.5	26.0	2.6	2.7	-1.2	12.2	-1.4	5.2	9.9	-7.3	5.5
	資生堂	4911	-44.2	76.1	-62.0	13.4	-201.2	-	-	-	10.0	-29.2	169.9
	マンダム	4917	-14.0	-5.7	-4.3	23.5	9.3	13.4	8.1	44.3	-12.8	9.3	-16.5
	ファンケル	4921	-25.6	57.1	-35.7	-13.8	-189.4	-	71.7	-77.0	888.0	19.2	40.9
	コーセー	4922	-29.4	8.9	30.5	-25.3	35.5	66.5	8.3	54.7	16.1	41.3	20.9
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	-38.1	73.5	5.9	-16.9	9.5	41.9	35.8	15.8	66.2	-69.1
	グンゼ	3002	-	-44.3	116.2	-67.9	-304.7	-	28.2	-138.1	-	14.1	19.2

注：FY0 は直近期、FY-1 は前期、決算期変更等で前期比比較ができないとき、データがでないときは「-」となっている
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表83: 財務指標 (収益性分析)

			FY-10	FY-9	FY-8	FY-7	FY-6	FY-5	FY-4	FY-3	FY-2	FY-1	FY0
粗利率(%)													
日用品	花王	4452	56.2	58.4	58.0	56.8	56.3	56.5	54.9	55.3	56.3	44.0	43.4
日用品	ライオン	4912	53.4	57.6	57.6	57.4	56.6	56.4	56.3	57.1	59.1	58.3	49.1
日用品	小林製薬	4967	54.6	55.6	57.1	58.3	57.4	57.4	57.4	58.1	59.5	60.9	61.6
日用品	アース製薬	4985	39.2	37.7	38.7	38.1	37.2	37.4	37.5	36.6	37.8	37.9	37.2
日用品	ピジョン	7956	38.0	39.1	40.8	41.1	42.7	44.5	45.5	47.0	47.2	49.3	51.4
日用品	ユニ・チャーム	8113	40.7	45.9	46.0	45.4	45.8	44.6	44.3	45.0	47.0	38.7	38.5
化粧品	ロート製薬	4527	58.9	58.9	58.8	58.6	58.7	59.9	59.7	59.4	59.1	58.8	59.7
化粧品	資生堂	4911	75.1	75.1	74.8	76.1	75.4	75.1	74.7	74.3	75.6	77.0	78.8
化粧品	マンダム	4917	54.8	54.8	54.8	54.2	54.4	54.7	54.7	54.4	54.5	55.1	53.0
化粧品	ファンケル	4921	66.6	66.8	65.9	66.9	67.1	68.3	69.9	70.3	70.4	71.0	71.3
化粧品	コーセー	4922	74.6	74.2	74.7	74.8	75.3	75.4	75.6	75.6	74.9	73.1	73.4
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	80.0	79.8	79.8	79.9	79.6	79.8	80.1	80.5	81.3	83.0	83.3
	グンゼ	3002	25.8	26.8	27.2	24.8	25.2	24.9	23.8	24.9	27.5	28.4	29.1
営業利益率(%)													
日用品	花王	4452	7.6	7.9	8.8	-	10.0	9.5	9.5	11.7	12.8	13.6	13.9
日用品	ライオン	4912	2.4	3.1	3.2	3.4	2.2	3.1	3.4	4.3	6.2	8.4	8.1
日用品	小林製薬	4967	12.6	13.2	14.2	14.7	13.9	14.2	14.0	-	14.4	14.6	15.6
日用品	アース製薬	4985	5.4	5.5	5.6	5.5	3.3	4.0	3.3	2.5	3.3	2.5	0.6
日用品	ピジョン	7956	8.0	8.6	8.0	8.5	10.9	13.4	15.2	15.7	16.9	18.9	18.7
日用品	ユニ・チャーム	8113	10.0	12.6	12.4	12.1	12.0	11.2	11.1	10.8	13.1	13.5	13.8
化粧品	ロート製薬	4527	10.5	11.1	11.3	11.3	11.1	11.7	8.7	9.4	10.0	10.9	11.2
化粧品	資生堂	4911	7.2	7.8	6.6	5.7	3.8	6.5	-	4.9	4.3	8.0	9.9
化粧品	マンダム	4917	8.9	9.9	10.0	10.1	9.8	10.0	9.9	8.8	9.8	10.4	9.0
化粧品	ファンケル	4921	6.8	9.2	7.6	4.6	4.7	4.9	5.2	1.3	2.3	7.7	10.1
化粧品	コーセー	4922	6.9	5.9	8.1	6.9	7.0	10.0	10.9	14.2	14.7	16.1	15.7
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	6.4	6.0	7.4	7.7	7.5	8.4	8.9	10.5	12.3	15.9	15.9
	グンゼ	3002	2.8	1.4	2.3	0.7	1.3	3.1	2.2	2.6	3.1	4.4	4.8
当期利益率(%)													
日用品	花王	4452	7.6	7.9	8.8	-	10.0	9.5	9.5	11.7	12.8	13.6	13.9
日用品	ライオン	4912	2.4	3.1	3.2	3.4	2.2	3.1	3.4	4.3	6.2	8.4	8.1
日用品	小林製薬	4967	12.6	13.2	14.2	14.7	13.9	14.2	14.0	-	14.4	14.6	15.6
日用品	アース製薬	4985	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
日用品	ピジョン	7956	8.0	8.6	8.0	8.5	10.9	13.4	15.2	15.7	16.9	18.9	18.7
日用品	ユニ・チャーム	8113	10.0	12.6	12.4	12.1	12.0	11.2	11.1	10.8	13.1	13.5	13.8
化粧品	ロート製薬	4527	10.5	11.1	11.3	11.3	11.1	11.7	8.7	9.4	10.0	10.9	11.2
化粧品	資生堂	4911	7.2	7.8	6.6	5.7	3.8	6.5	-	4.9	4.3	8.0	9.9
化粧品	マンダム	4917	8.9	9.9	10.0	10.1	9.8	10.0	9.9	8.8	9.8	10.4	9.0
化粧品	ファンケル	4921	6.8	9.2	7.6	4.6	4.7	4.9	5.2	1.3	2.3	7.7	10.1
化粧品	コーセー	4922	6.9	5.9	8.1	6.9	7.0	10.0	10.9	14.2	14.7	16.1	15.7
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	6.4	6.0	7.4	7.7	7.5	8.4	8.9	10.5	12.3	15.9	15.9
	グンゼ	3002	2.8	1.4	2.3	0.7	1.3	3.1	2.2	2.6	3.1	4.4	4.8
キャッシュフロー/売上高(%)													
日用品	花王	4452	9.4	12.7	12.8	-	8.5	12.6	11.4	12.2	12.9	13.9	14.6
日用品	ライオン	4912	4.2	7.2	7.2	5.3	5.2	5.8	5.5	8.4	7.0	8.7	9.0
日用品	小林製薬	4967	11.3	11.3	13.6	14.2	10.3	7.9	12.8	-	15.3	13.7	13.6
日用品	アース製薬	4985	4.4	5.1	5.1	4.5	4.1	5.1	3.5	3.8	5.0	4.5	2.7
日用品	ピジョン	7956	10.8	9.4	8.5	9.2	11.4	12.2	13.6	14.1	15.1	16.2	16.0
日用品	ユニ・チャーム	8113	10.5	13.9	-3.8	14.2	14.5	13.4	10.4	13.1	15.0	15.4	15.1
化粧品	ロート製薬	4527	9.6	14.7	13.7	10.6	13.0	13.8	11.2	11.8	9.8	11.5	11.5
化粧品	資生堂	4911	9.1	12.3	10.4	9.3	8.0	8.7	-	4.7	6.7	10.5	9.2
化粧品	マンダム	4917	8.4	13.1	9.6	10.6	11.3	9.6	11.2	9.5	12.4	12.4	11.3
化粧品	ファンケル	4921	6.7	10.1	7.2	6.0	8.5	6.2	8.9	2.9	4.2	10.2	11.4
化粧品	コーセー	4922	5.5	6.9	7.5	6.3	6.5	10.5	10.1	12.6	11.5	14.0	13.8
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	9.0	7.6	10.1	9.7	9.8	7.6	9.3	13.1	10.7	14.4	14.1
	グンゼ	3002	2.8	1.4	2.3	0.7	1.3	3.1	2.2	2.6	3.1	4.4	4.8

注：FY0 は直近期、FY-1 は前期、決算期変更等で前期比比較ができないとき、データがでないときは「-」となっている
出所：FactSet より MUMSS 作成

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表84: 財務指標 (コスト分析)

			FY-10	FY-9	FY-8	FY-7	FY-6	FY-5	FY-4	FY-3	FY-2	FY-1	FY0
売上高販管費比率(%)													
日用品	花王	4452	48.6	50.4	49.1	-	46.3	47.0	45.4	41.8	42.3	29.5	28.4
日用品	ライオン	4912	49.5	52.8	52.9	52.5	53.1	47.2	47.1	47.3	51.4	41.5	41.0
日用品	小林製薬	4967	40.2	39.7	41.1	42.5	42.5	42.1	42.3	-	43.8	45.2	44.9
日用品	アース製薬	4985	33.3	31.7	32.5	32.1	33.5	31.7	32.7	32.6	32.9	33.6	34.6
日用品	ピジョン	7956	29.9	30.5	32.8	32.6	31.8	31.1	30.3	31.3	30.3	30.4	32.7
日用品	ユニ・チャーム	8113	30.0	32.7	33.3	32.9	33.4	33.0	32.8	33.7	23.8	24.4	23.9
化粧品	ロート製薬	4527	46.2	46.0	46.6	46.4	46.9	47.5	50.2	49.1	48.2	47.2	47.7
化粧品	資生堂	4911	67.9	67.3	68.2	70.4	71.5	68.6	-	69.4	71.3	69.0	68.9
化粧品	マンダム	4917	44.3	43.5	43.6	42.9	43.5	34.4	34.1	34.9	43.7	43.7	42.8
化粧品	ファンケル	4921	59.3	57.1	58.0	61.6	61.6	62.9	63.9	68.2	67.9	63.4	59.7
化粧品	コーセー	4922	66.1	66.7	65.2	66.5	67.0	64.2	63.3	60.1	59.1	56.1	56.5
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	70.9	71.1	69.6	69.2	68.2	67.4	66.9	65.8	64.8	63.6	64.0
	グンゼ	3002	22.6	24.9	24.5	23.7	23.6	21.5	21.2	21.9	24.0	23.5	24.3
研究開発費　売上比率(%)													
日用品	花王	4452	3.6	3.8	3.8	-	3.7	3.8	3.7	3.6	3.7	3.8	3.8
日用品	ライオン	4912	2.5	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	3.1	3.1
日用品	小林製薬	4967	2.7	3.1	3.1	3.3	3.7	3.9	4.1	-	3.4	4.6	4.2
日用品	アース製薬	4985	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
日用品	ピジョン	7956	2.1	2.3	2.4	2.5	2.5	2.2	2.3	2.5	2.4	2.6	3.0
日用品	ユニ・チャーム	8113	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0
化粧品	ロート製薬	4527	3.4	3.3	3.2	3.1	3.1	3.2	3.7	3.5	4.0	3.8	3.7
化粧品	資生堂	4911	2.2	2.2	2.2	2.2	2.0	1.8	-	1.5	2.1	2.4	2.7
化粧品	マンダム	4917	3.7	3.4	3.2	3.2	3.0	2.9	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3
化粧品	ファンケル	4921	2.2	2.4	2.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.4	2.9	1.1
化粧品	コーセー	4922	2.4	2.5	2.4	2.5	2.5	2.4	2.3	2.0	1.9	1.8	-
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	2.8	2.6	2.2	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6	1.7	2.2	2.0
	グンゼ	3002	1.2	2.3	2.5	2.4	2.5	2.2	2.4	2.3	2.3	2.1	-
マーケティング　売上比率(%)													
日用品	花王	4452	12.5	12.8	12.3	11.9	11.8	11.9	11.8	11.8	12.4	10.0	9.0
日用品	ライオン	4912	31.0	28.0	28.7	28.0	28.7	29.4	30.4	30.0	30.6	16.2	15.7
日用品	小林製薬	4967	15.8	15.7	15.7	16.9	17.1	16.7	16.5	18.7	21.0	21.3	21.3
日用品	アース製薬	4985	12.3	11.0	11.7	11.5	11.9	11.2	11.7	12.1	12.4	13.4	13.8
日用品	ピジョン	7956	2.9	3.2	5.8	5.6	6.2	5.9	6.1	6.0	6.0	6.0	0.0
日用品	ユニ・チャーム	8113	13.2	14.2	16.6	16.6	17.3	17.7	18.2	19.0	6.7	7.3	6.8
化粧品	ロート製薬	4527	26.6	26.7	27.0	27.4	27.3	26.1	26.5	28.7	26.4	26.1	26.0
化粧品	資生堂	4911	23.7	22.7	21.5	23.5	23.5	26.1	26.5	25.2	25.5	24.4	25.9
化粧品	マンダム	4917	18.3	17.7	18.1	17.9	18.7	20.2	20.3	20.8	20.0	19.9	14.1
化粧品	ファンケル	4921	21.8	19.4	21.1	22.0	21.5	21.8	22.4	29.6	28.7	25.7	24.0
化粧品	コーセー	4922	26.0	25.6	24.6	25.2	26.2	26.1	26.5	26.3	26.2	24.8	25.5
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	14.1	14.1	14.5	14.4	13.7	13.5	13.8	14.8	16.1	16.1	14.9
	グンゼ	3002	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5	1.4	1.6	1.7	2.0	2.0	-

注：FY0 は直近期、FY-1 は前期、決算期変更等で前期比比較ができないとき、データがでないときは「-」となっている
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表85: 財務指標 (資本収益性 1)

			FY-10	FY-9	FY-8	FY-7	FY-6	FY-5	FY-4	FY-3	FY-2	FY-1	FY0
ROE(%)													
日用品	花王	4452	11.5	7.3	8.5	-	14.8	10.6	12.3	15.8	18.7	19.8	18.9
	ライオン	4912	3.0	5.5	5.9	4.0	4.0	5.3	6.1	8.3	11.2	12.7	13.9
	小林製薬	4967	11.5	11.5	10.6	12.1	11.2	10.2	9.3	-	10.1	10.7	11.3
	アース製薬	4985	6.8	8.2	8.8	8.2	4.2	7.0	3.9	2.7	7.7	5.0	-0.3
	ピジョン	7956	12.1	11.4	11.2	11.8	15.5	19.7	19.8	21.3	21.8	25.7	22.8
	ユニ・チャーム	8113	10.4	13.9	17.4	13.0	17.1	11.5	11.9	10.0	12.7	14.3	14.8
化粧品	ロート製薬	4527	9.0	11.0	10.5	10.2	9.1	9.3	8.3	8.2	8.8	7.6	7.6
	資生堂	4911	5.4	9.8	3.9	4.8	-5.1	8.3	-	8.0	8.2	5.6	14.1
	マンダム	4917	7.4	6.9	6.4	7.7	8.0	8.3	8.3	11.0	9.1	9.2	7.3
	ファンケル	4921	3.8	5.8	3.6	3.1	-2.9	1.8	3.2	0.7	7.2	8.4	12.7
	コーセー	4922	4.8	5.2	6.5	4.7	6.1	9.4	9.1	13.0	13.9	17.6	18.8
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	2.9	4.8	5.2	4.2	4.3	5.9	7.8	9.0	14.2	4.3
	グンゼ	3002	1.2	0.7	1.6	0.5	-1.1	2.3	2.8	-1.1	2.9	3.2	3.7
ROA(%)													
日用品	花王	4452	5.5	3.7	4.5	-	8.1	6.0	6.8	8.5	9.7	10.6	10.6
	ライオン	4912	1.1	2.1	2.3	1.6	1.7	2.3	2.6	3.8	5.5	6.6	7.4
	小林製薬	4967	7.2	7.2	7.0	8.3	8.0	7.5	7.0	-	7.4	7.6	8.0
	アース製薬	4985	3.9	4.7	5.1	4.7	2.2	3.5	1.8	1.1	3.2	2.0	-0.1
	ピジョン	7956	7.5	7.3	7.1	7.4	9.9	13.1	13.0	13.9	14.5	17.8	16.7
	ユニ・チャーム	8113	6.2	8.3	8.9	5.9	8.6	6.6	6.8	5.8	6.9	7.5	8.0
化粧品	ロート製薬	4527	5.3	6.7	6.4	6.2	5.6	5.7	5.1	5.1	5.5	4.9	4.9
	資生堂	4911	3.0	4.9	1.7	2.0	-2.0	3.4	-	3.6	3.7	2.4	6.3
	マンダム	4917	5.8	5.4	5.0	6.1	6.2	6.4	6.2	8.2	6.8	6.9	5.5
	ファンケル	4921	3.1	4.8	3.0	2.6	-2.5	1.6	2.7	0.6	6.1	7.0	10.0
	コーセー	4922	2.8	3.1	4.0	3.0	3.9	6.2	6.2	8.5	9.0	11.8	12.9
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	2.2	3.8	4.2	3.3	3.4	4.7	6.1	7.0	11.3	3.4
	グンゼ	3002	0.8	0.5	1.1	0.3	-0.7	1.5	1.9	-0.7	1.8	2.0	2.4
ROIC(%)													
日用品	花王	4452	7.8	5.3	7.0	-	13.1	9.4	10.8	13.5	16.0	17.5	17.0
	ライオン	4912	2.1	4.0	4.5	3.1	3.2	4.7	5.6	7.5	10.8	12.5	13.7
	小林製薬	4967	11.3	11.2	10.4	12.0	11.1	10.1	9.3	-	10.1	10.6	11.2
	アース製薬	4985	6.8	8.1	8.7	8.2	4.0	6.5	3.5	2.3	6.5	4.1	-0.3
	ピジョン	7956	11.7	10.9	10.6	11.1	14.5	18.6	18.1	19.1	20.8	25.6	22.8
	ユニ・チャーム	8113	10.2	13.7	13.0	8.1	12.3	10.0	10.6	9.2	10.8	12.3	13.5
化粧品	ロート製薬	4527	8.3	10.4	10.0	9.8	8.9	9.2	8.2	8.2	8.6	7.5	7.5
	資生堂	4911	5.0	8.2	2.7	3.0	-3.3	6.0	-	6.5	6.4	4.1	11.0
	マンダム	4917	7.3	6.9	6.4	7.7	7.9	8.3	8.2	11.0	9.1	9.2	-
	ファンケル	4921	3.8	5.8	3.6	3.1	-2.9	1.8	3.2	0.7	7.2	8.4	12.7
	コーセー	4922	4.8	5.1	6.5	4.7	6.1	9.4	9.1	12.9	13.9	17.6	18.8
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	2.9	4.8	5.2	4.1	4.3	5.8	7.7	8.9	14.1	4.3
	グンゼ	3002	1.2	0.7	1.5	0.5	-1.0	2.0	2.5	-1.0	2.6	2.9	3.4
総資産回転率(回)													
日用品	花王	4452	1.1	1.0	1.1	1.2	1.0	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
	ライオン	4912	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.0
	小林製薬	4967	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.6	0.8	0.8
	アース製薬	4985	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
	ピジョン	7956	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2
	ユニ・チャーム	8113	1.3	1.2	1.0	1.1	1.0	1.1	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
化粧品	ロート製薬	4527	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
	資生堂	4911	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
	マンダム	4917	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
	ファンケル	4921	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2	1.4
	コーセー	4922	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
	ポーラ・オルビスHD	4927	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
	グンゼ	3002	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

注：FY0 は直近期、FY-1 は前期、決算期変更等で前期比比較ができないとき、データがでないときは「-」となっている
出所：FactSet より MUMSS 作成

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

図表86: 財務指標 (資本収益性 2)

			FY-10	FY-9	FY-8	FY-7	FY-6	FY-5	FY-4	FY-3	FY-2	FY-1	FY0
棚卸資産回転率(回)													
日用品	花王	4452	10.5	10.5	11.0	-	11.7	10.1	9.4	9.3	9.0	8.5	7.9
	ライオン	4912	12.5	12.5	12.5	11.3	10.8	10.5	9.9	9.8	10.2	8.6	8.6
	小林製薬	4967	10.0	10.6	11.7	11.5	10.5	11.7	11.2	-	9.5	12.0	12.4
	アース製薬	4985	7.0	6.9	7.1	7.5	7.4	7.7	7.5	7.0	7.3	7.9	7.8
	ピジョン	7956	11.7	10.5	10.1	9.3	9.5	10.4	10.2	10.6	11.5	12.6	10.8
	ユニ・チャーム	8113	16.6	16.7	17.7	15.3	12.6	12.4	13.8	11.7	10.0	10.9	10.4
化粧品	ロート製薬	4527	8.2	7.7	7.3	7.0	6.9	7.0	6.9	7.3	6.6	6.9	6.5
	資生堂	4911	10.1	9.5	9.9	9.8	8.7	8.7	-	10.4	7.7	8.2	7.8
	マンダム	4917	8.4	8.5	8.9	8.1	7.6	8.7	7.8	7.7	7.8	7.7	6.5
	ファンケル	4921	15.2	16.1	15.0	14.0	13.4	14.7	14.0	13.5	12.9	13.7	12.4
	コーセー	4922	8.3	7.7	7.9	8.2	8.4	9.3	8.7	7.8	7.1	6.6	6.0
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	9.5	10.2	10.8	11.0	10.6	10.2	10.9	11.8	13.2	11.5
	グンゼ	3002	4.3	4.2	4.5	4.2	3.8	4.3	4.4	4.5	4.5	4.7	4.6
売掛債権回転率(回)													
日用品	花王	4452	9.2	9.4	9.6	-	9.5	7.7	7.3	7.2	6.9	6.7	6.6
	ライオン	4912	5.7	5.8	6.3	6.1	6.3	6.5	6.3	6.4	6.7	5.5	5.4
	小林製薬	4967	4.7	4.8	4.7	4.3	3.9	3.9	3.6	-	2.9	3.2	3.2
	アース製薬	4985	8.1	7.6	7.3	8.6	9.6	8.9	8.8	9.0	9.0	9.0	8.5
	ピジョン	7956	5.3	5.6	6.0	5.8	6.2	6.5	5.9	6.2	6.2	6.2	6.5
	ユニ・チャーム	8113	8.8	8.7	8.6	8.9	9.0	9.4	9.9	8.0	6.5	6.8	6.9
化粧品	ロート製薬	4527	4.0	4.1	4.0	3.9	4.1	4.4	4.2	3.8	3.2	3.6	3.9
	資生堂	4911	6.6	6.1	6.3	6.4	5.9	6.0	-	7.8	6.5	6.8	6.7
	マンダム	4917	10.0	9.5	9.4	8.9	8.1	8.5	7.9	7.6	7.8	8.1	7.1
	ファンケル	4921	9.9	10.0	9.4	9.2	8.7	7.9	8.1	9.7	9.2	8.8	8.4
	コーセー	4922	7.4	7.3	7.5	7.3	7.1	6.8	6.6	7.5	7.5	7.6	7.7
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	8.5	8.6	8.3	8.4	8.2	8.3	8.4	8.2	8.8	9.0
	グンゼ	3002	4.5	4.7	4.9	4.8	4.5	4.8	4.5	4.5	4.7	4.7	4.5
仕入債務回転率(回)													
日用品	花王	4452	5.4	4.9	4.9	-	-	5.3	5.3	5.2	5.0	6.3	6.1
	ライオン	4912	3.5	2.3	2.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.0
	小林製薬	4967	3.8	3.8	4.2	4.4	4.3	4.8	4.6	-	-	3.8	3.7
	アース製薬	4985	4.6	5.2	5.1	5.2	4.8	4.5	4.6	4.3	4.2	4.2	4.3
	ピジョン	7956	6.7	7.4	8.2	9.3	9.8	10.6	10.3	10.0	8.2	7.8	7.8
	ユニ・チャーム	8113	5.6	5.2	5.6	5.9	5.7	5.2	5.9	4.4	4.0	4.2	4.2
化粧品	ロート製薬	4527	6.1	5.8	5.5	5.4	5.3	5.6	5.8	6.1	5.3	5.5	5.5
	資生堂	4911	3.1	3.3	3.8	3.6	3.9	4.1	-	-	3.0	2.9	2.7
	マンダム	4917	28.7	23.0	27.9	37.2	29.6	24.2	21.2	19.8	21.0	22.1	21.2
	ファンケル	4921	9.6	10.2	9.6	11.2	12.8	10.8	11.5	12.4	11.9	12.0	12.8
	コーセー	4922	3.4	3.6	3.6	3.8	4.1	3.9	4.1	3.7	3.7	4.0	3.8
	ポーラ・オルビスHD	4927	-	10.3	10.2	11.6	13.5	11.9	10.9	9.5	8.9	8.7	8.6
	グンゼ	3002	10.2	10.5	12.0	14.7	14.0	12.9	11.4	11.1	10.7	10.5	10.4

注：FY0 は直近期、FY-1 は前期、決算期変更等で前期比比較ができないとき、データがでないときは「-」となっている
出所：FactSet より MUMSS 作成

図表87: 財務指標 (安全性)

			FY-10	FY-9	FY-8	FY-7	FY-6	FY-5	FY-4	FY-3	FY-2	FY-1	FY0
自己資本比率(%)													
日用品	花王	4452	48.8	53.1	51.8	-	57.1	55.6	55.0	52.8	50.8	56.5	56.3
日用品	ライオン	4912	36.6	39.2	39.4	41.0	42.5	42.1	42.9	47.7	50.1	52.7	53.8
日用品	小林製薬	4967	61.0	64.1	68.0	68.9	73.1	74.3	74.9	-	71.2	70.3	72.0
日用品	アース製薬	4985	56.8	57.9	58.7	57.0	48.6	50.6	43.6	41.6	40.5	38.0	36.8
日用品	ピジョン	7956	62.3	65.3	62.2	62.7	65.3	67.5	63.8	67.0	66.4	71.9	74.7
日用品	ユニ・チャーム	8113	60.2	59.7	45.5	45.3	54.3	60.4	60.1	55.1	52.7	52.6	55.5
化粧品	ロート製薬	4527	59.8	61.0	61.4	61.3	62.0	60.6	62.0	61.7	65.0	63.6	65.3
化粧品	資生堂	4911	55.6	45.0	41.7	40.4	40.3	42.4	-	48.5	42.1	44.7	44.5
化粧品	マンダム	4917	80.5	76.6	78.3	78.3	78.2	75.2	73.7	74.8	75.4	74.5	74.9
化粧品	ファンケル	4921	83.4	83.3	83.6	85.9	85.8	84.1	85.8	83.1	84.5	81.8	75.9
化粧品	コーセー	4922	59.1	60.6	62.2	63.7	64.8	67.0	68.3	63.2	66.3	67.8	69.6
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	76.0	77.4	81.5	81.3	78.8	79.5	80.4	76.5	80.0	78.7	77.1
	グンゼ	3002	64.7	69.3	68.7	64.8	66.0	67.7	66.2	62.1	64.0	65.1	64.7
D/Eレシオ(%)													
日用品	花王	4452	54.4	36.0	33.2	-	20.1	18.7	18.4	20.8	18.3	15.3	15.0
日用品	ライオン	4912	58.2	45.0	44.3	35.6	31.7	30.2	26.7	13.0	6.1	3.4	1.6
日用品	小林製薬	4967	4.5	5.1	2.2	1.5	0.8	1.0	0.8	-	0.9	0.8	0.6
日用品	アース製薬	4985	2.3	2.7	1.8	1.8	18.0	12.8	27.0	35.8	36.3	49.9	56.8
日用品	ピジョン	7956	13.5	9.9	18.7	18.2	11.7	8.9	17.5	12.9	11.0	0.1	0.0
日用品	ユニ・チャーム	8113	4.5	4.9	68.2	58.8	29.1	8.3	8.5	18.1	19.3	16.6	9.2
化粧品	ロート製薬	4527	17.5	15.2	11.7	13.4	10.4	12.8	11.0	7.4	6.7	6.9	3.9
化粧品	資生堂	4911	18.4	61.5	63.9	63.6	64.0	45.9	-	22.1	44.7	33.1	28.9
化粧品	マンダム	4917	0.9	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	4.0	0.6	0.5	0.4	0.1
化粧品	ファンケル	4921	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
化粧品	コーセー	4922	4.7	4.4	4.8	4.7	4.5	1.1	0.9	1.2	1.0	0.7	0.8
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	7.3	7.6	2.0	2.0	2.1	2.0	2.4	1.7	2.0	1.9	1.0
	グンゼ	3002	23.0	15.6	20.5	30.4	28.4	22.1	25.5	29.8	26.3	25.5	23.4
現金等の流動資産比率(%)													
日用品	花王	4452	26.9	29.5	35.0	-	31.8	36.4	34.0	38.7	42.4	43.5	36.6
日用品	ライオン	4912	27.3	28.4	34.1	28.2	32.4	34.4	29.0	38.7	42.5	45.8	48.6
日用品	小林製薬	4967	39.4	50.1	48.4	52.5	50.2	52.5	54.3	-	49.5	51.5	53.4
日用品	アース製薬	4985	31.8	29.1	32.3	43.3	25.1	26.6	22.4	20.5	20.7	18.3	10.9
日用品	ピジョン	7956	27.6	31.0	28.3	28.7	36.3	37.1	45.9	49.7	54.4	53.9	52.5
日用品	ユニ・チャーム	8113	52.0	58.9	58.3	45.6	40.6	42.2	43.1	41.8	52.1	56.2	48.0
化粧品	ロート製薬	4527	11.7	22.1	21.7	21.6	25.6	27.8	27.5	22.7	23.7	26.7	32.5
化粧品	資生堂	4911	33.0	29.8	33.4	29.8	27.4	32.0	-	30.3	29.6	33.2	24.6
化粧品	マンダム	4917	55.5	58.2	57.1	53.6	59.2	57.7	54.9	56.8	58.9	60.7	49.8
化粧品	ファンケル	4921	61.8	61.4	61.2	64.1	64.0	63.5	63.9	56.2	59.1	59.9	39.9
化粧品	コーセー	4922	48.0	46.5	50.5	47.5	55.6	56.2	51.4	53.9	49.2	47.6	46.0
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	53.8	63.0	62.3	62.2	47.7	50.8	52.6	53.4	64.4	62.4	61.2
	グンゼ	3002	9.9	8.2	10.2	8.1	8.3	9.2	11.8	10.4	13.5	12.8	11.1
純負債(百万円)													
日用品	花王	4452	188,733	87,710	30,350	-	-37,452	-98,728	-96,846	-142,905	-178,380	-219,314	-142,732
日用品	ライオン	4912	23,684	12,147	717	448	-7,790	-15,159	-10,059	-47,023	-69,785	-85,256	-101,820
日用品	小林製薬	4967	-25,350	-38,385	-40,942	-52,305	-46,476	-54,227	-61,852	-	-62,378	-72,038	-81,725
日用品	アース製薬	4985	-12,742	-11,955	-13,968	-22,013	-4,669	-7,558	-661	4,174	3,825	11,994	16,814
日用品	ピジョン	7956	-2,731	-4,346	-1,864	-2,312	-6,871	-9,608	-13,489	-17,907	-24,271	-31,266	-30,949
日用品	ユニ・チャーム	8113	-72,581	-92,350	18,660	38,959	-901	-80,844	-103,174	-68,277	-109,038	-164,656	-143,997
化粧品	ロート製薬	4527	5,610	-2,171	-5,013	-4,243	-10,120	-10,461	-13,595	-14,870	-16,011	-21,778	-32,687
化粧品	資生堂	4911	-42,703	119,622	92,460	91,316	93,403	27,015	-	-37,846	47,798	-33,865	4,046
化粧品	マンダム	4917	-15,921	-18,816	-18,888	-19,282	-24,082	-24,796	-24,151	-28,888	-31,606	-35,660	-26,236
化粧品	ファンケル	4921	-29,547	-29,327	-29,440	-31,435	-31,950	-32,181	-30,492	-25,871	-31,482	-36,501	-18,474
化粧品	コーセー	4922	-43,729	-41,991	-46,867	-46,213	-58,990	-71,895	-67,905	-85,202	-82,965	-90,600	-92,720
化粧品	ポーラ・オルビスHD	4927	-51,893	-62,408	-63,794	-66,029	-38,872	-48,618	-57,775	-61,026	-91,889	-97,117	-98,066
	グンゼ	3002	19,467	12,770	16,161	27,088	24,576	18,099	20,387	23,932	18,796	18,895	17,587

注：FY0 は直近期、FY-1 は前期、決算期変更等で前期比比較ができないとき、データがでないときは「-」となっている
出所：FactSet より MUMSS 作成

巻末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

Appendix A

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

重要な開示事項

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%以上を保有しています：博報堂ＤＹホールディングス、北の達人コーポレーション、グンゼ、花王、ロート製薬、資生堂、ライオン、マンダム、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビスホールディングス、小林製薬、アース製薬、ソニー、トヨタ自動車、ピジョン、ユニ・チャーム

MUMSS 及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の 0.5%超を保有しています：博報堂ＤＹホールディングス、北の達人コーポレーション、グンゼ、花王、ロート製薬、資生堂、ライオン、マンダム、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビスホールディングス、小林製薬、アース製薬、ソニー、トヨタ自動車、ピジョン、ユニ・チャーム

上記保有開示について、上場から 1 ヵ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載によります。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算します。

MUMSS 及びその関連会社等は過去 12 ヵ月間に、次の会社の有価証券の募集又は売出し等に際し、主幹事又は共同幹事を務めたことがあります：トヨタ自動車

MUMSS 及びその関連会社等は過去 12 ヵ月間に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領しており及び／又は対価を得て投資銀行業務を提供するような契約を締結しています：ロート製薬、アース製薬、ソニー、トヨタ自動車

MUMSS 及びその関連会社等は今後 3 ヵ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとすることを予定しています：博報堂ＤＹホールディングス、グンゼ、花王、ロート製薬、資生堂、ライオン、マンダム、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビスホールディングス、小林製薬、アース製薬、ソニー、トヨタ自動車、ピジョン、ユニ・チャーム

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券レーティングシステム:

個別銘柄に対するレーティングの定義

Overweight (OW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合
Neutral (N)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合
Underweight (UW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合
NR	レーティング及び目標株価を付与しない
RS	一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

中小型に分類された銘柄に対するレーティングの定義

Buy	絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合
Hold	絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合
Sell	絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合
NR	レーティング及び目標株価を付与しない
RS	一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後 12 ヵ月間です。

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券のレーティング分布（2019 年 6 月 26 日付）

レーティング項目	全対象銘柄	投資銀行部門顧客*
Buy (Overweight, Buy)	38.5%	29.4%
Hold (Neutral, Hold)	56.8%	32.7%
Sell (Underweight, Sell)	2.4%	27.3%
その他	2.4%	27.3%

当該レーティング項目において、「Buy」は「Overweight」(個別銘柄)と「Buy」(中小型株)の合計、「Hold」は「Neutral」(個別銘柄)と「Hold」(中小型株)の合計、「Sell」は「Underweight」(個別銘柄)と「Sell」(中小型株)の合計に該当します。

*投資銀行部門顧客は過去 12 ヵ月間のデータに基づいて抽出され、レーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

その他開示事項

MUMSS は、MUMSS のリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSS の方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含む MUMSS の収益に基づき支払われます。

MUMSS 及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS 及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS の役員（以下、会社法（平成 17 年法律第 86 号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱ＵＦＪフィナンシャル・グループ、三菱倉庫

本レポートの開示情報は以下のリンクにある WEB ディスクロージャーよりご参照ください。
https://www.er.sc.mufg.jp/disclosure/disclosure.php

欧州市場濫用規制に関する開示については、以下のリンクを参照してください。
https://research.musi.com/DisclosuresSummary.aspx

免責事項

本レポートは、MUMSS が、本レポートを受領される MUMSS 及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本レポート内で MUMSS に言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSS は株式会社三菱 UFJ フィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSS の方針に基づき、MUFG については投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSS が公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。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、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様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。また、MUMSS 及びその関連会社等は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。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、最新のものでない可能性があります。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、また、MUMSS 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。MUMSS は関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

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・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、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。

本レポートは、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポートを受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS 及びその関連会社等は、お客様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結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・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。最終投資判断はお客様自身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お客様にあります。

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、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS・その他 MUFG 関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

英国及び欧州経済地域: 本レポートが英国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities EMEA plc. (以下「MUS(EMEA)」。電話番号 : +44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)は、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority（プルーデンス規制機構、「PRA」）の認可及び Financial Conduct Authority（金融行動監視機構、以下「FCA」）と PRA の規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client（プロ投資家）又は eligible counterparty（適格カウンターパーティー）向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients（リテール投資家）を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors（若しくはこれと同等の投資家）に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国: 本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」。電話番号 : +1-212-405-7000) により配布されます。MUSA は、United States Securities and Exchange Commission（米国証券取引委員会）に登録された broker-dealer（ブローカー・ディーラー）であり、Financial Industry Regulatory Authority（金融取引業規制機構、「FINRA」）による規制を受けています（SEC# 8-43026; CRD# 19685）。本レポートが MUSA の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934 年米国証券取引所法の規則 15a－6 に基づく major U.S. institutional investors（主要米国機関投資家）に限定されております。MUSA 及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUSA は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUSA の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピアランス、アナリスト本人の売買口座に関する FINRA の規制に該当しない場合があります。FLOES は MUSA の登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure（米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示）: MUSA は税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内（添付文書を含む）の税金に関する記述は MUSA 及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したものではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本: 本レポートが日本において配布される場合、その配布は MUFG のグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者である MUMSS（電話番号 : 03-6627-5340）が行います。

シンガポール: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia (Singapore) Limited (以下「MUS(SPR)」。電話番号 : +65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(SPR)はシンガポール政府の承認を受けた merchant bank であり、Monetary Authority of Singapore（シンガポール金融管理局）の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の Regulation 2 に規定される institutional investors、 accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(SPR)は Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第 25 条 : 一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第 27 条 : ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第 36 条 : ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(SPR)にご連絡ください。

香港: 本レポートが香港において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia Limited （以下「MUS(ASIA)」。電話番号 : +852-2860-1500）とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)は Hong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及び Securities and Futures Commission（香港証券先物取引委員会 ; Central Entity Number AAA889）の規制を受けています。本レポートは Securities and Futures Ordinance により定義される professional investor を配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域: 本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(ASIA)又は MUS(SPR)により配布されています。MUS(ASIA)は Australian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103 に基づき、Corporations Act 2001 が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(SPR)は ASIC Class Order Exemption CO 03/1102 により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアの Corporations Act 2001 に定義される wholesale client のみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートは MUS(EMEA)又は MUSA により配布されます。MUSA は international dealer exemption の措置により次の各州、準州において金融取引業者としての登録を免除されています : アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、ニュー・ブランズウィック州、ニューファンドランド・ラブラドール州、ノースウエスト準州、ノバ・スコシア州、ヌナブト準州、プリンス・エドワード・アイランド州、サスカチュワン州、ユーコン準州。 MUS(EMEA) は international dealer exemption の措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています : アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州。本レポートはカナダにおける National Instrument 31-103 によって定義された permitted client のみを配布対象としております。本レポートに含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は特定の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本レポートに含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国（中華人民共和国「PRC」を意味し、PRC の香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く）において、複製・発行・配布されてはなりません（ただし、PRC の適用法令に準拠する場合を除きます）。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.404%（税込み）（ただし約定代金 193,000 円以下の場合は最大 2,700 円（税込み））の手数料が必要となります。

本レポートは MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-8127
東京都千代田区大手町 1 丁目 9 番 2 号　大手町フィナンシャルシティ　グランキューブ
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社　インベストメントリサーチ部

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 2336 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