

## トイレタリーセクターの投資戦略

### 国内事業の回復力と、海外事業のTrade Up需要を取り込む企業に注目

シニアアナリスト:

佐藤 和佳子

+81 3 6202 8281

wakako.sato@mizuho-sc.com

#### 要約:

本レポートでは、当セクターの事業環境の変化を分析とバリュエーションの根拠となるグローバル比較を行い、投資判断を再考している。

国内の事業環境は、単価上昇とシニア層の人口構成比の増加により好転している。加えて、インバウンド需要も後押しし、日用品・化粧品市場ともに従来以上の対GDPに対する成長率へ上昇している。海外事業の成長力に対する見方は変換点を迎えている。海外売上比率が高ければ高成長という短絡的見方を改め、各社の戦略がそれぞれの国の変化に対応しているかどうかを吟味しなければならないであろう。特に中国においてはPenetration(普及率)の上昇に依存した拡販戦略から、Trade Up(高価なものへの買い替え)に目線を変える必要があると我々は考えている。

#### 株式投資へのインプリケーション:

我々は、花王(4452)とファンケル(4921)の投資判断を「買い」として注目している。

#### 動向:

グローバル企業との比較で、花王の株価の割安感は目立っている。グローバルで比較した増収率やマージンの視点からも、花王のバリュエーションには上昇を望めると我々は分析している。国内日用品・化粧品市場の中長期的な成長率は、インバウンド需要を除いても、国内全産業の平均を上回ると我々は考えており、インバウンド需要の追い風があれば、更に高成長が望める幸運な業界と考えている。海外事業はこれまでのシナリオからの変化がみられており、中国ではECとTrade Upによる変化の波をとらえなければ、業績拡大は望めなくなってくるだろう。アジア全域で成長率が低下する中で、メコン流域への販路拡大やBOPビジネスの強化が、より重要性を増してくるものと考えている。

本レポートでは、各社の出揃ってきたコーポレートガバナンス報告書で、我々が注目した花王と資生堂についてもコメントしている。

# バリュエーション

## グローバルバリュエーション比較

グローバル比較でのEV/EBITDA 倍率を採用

みずほ証券では、トイレタリー企業のバリュエーションにグローバル企業間でのEV/EBITDA 倍率の比較を行っている。ただし、時価総額が相対的に低く、国内事業の構成比の高い、小林製薬(4967)やファンケル(4921)については、同様な時価総額の企業内でのバリュエーション比較を用いている。

バリュエーションにおいてはセクター全体での比較ではなく、図表 1 のようにサブセクター毎のバリュエーション比較を用いている。衛生材料セクターの中のユニ・チャーム(8113)や化粧品セクターの中の資生堂(4911)には、相対的に割安感はないと我々はみているが、花王は割安であると我々は考えている。こうしたことから、我々は花王を投資判断「買い」としている。また、後述するファンダメンタル分析の 1)国内事業の環境改善、2)海外事業の成長率の加速、3)株主還元 という観点からも、当社は投資対象として魅力的であると判断している。

図表 1. グローバル企業のバリュエーション

(百万ドル)

会社名		時価総額	当期利益		自己資本	EV/EBITDA(x)		PER(x)		PBR(x)	ROE(%)
			FY1 E	FY2 E		FY0	FY1 E	FY2 E	FY1 E		
衛生用品											
ユニ・チャーム	日本	11,915	317	355	3,497	12.6	12.0	37.6	33.3	3.4	9.0
キンバリークラーク	米国	42,866	2,085	2,239	724	12.3	11.7	20.6	19.1	59.2	293.4
ヘンガン	アジア	12,883	545	611	2,253	14.7	13.3	23.6	21.1	5.7	22.1
日用品											
花王	日本	24,023	765	965	5,485	11.8	10.3	31.4	24.6	4.4	13.4
小林製薬	日本	2,996	108	110	1,162	13.2	12.5	27.7	27.2	2.6	9.0
プロクター & ギャンブル	米国	199,660	10,259	11,583	61,310	12.8	12.1	19.5	17.2	3.3	16.1
コルゲート パルモリブ	米国	60,156	2,550	2,730	1,137	14.8	14.0	23.6	22.0	52.9	299.0
クロロックス	米国	15,761	624	665	-	14.2	13.6	25.3	23.7	-	1,576.1
ユニリーバ	ヨーロッパ	58,259	2,630	2,781	7,410	14.1	13.4	22.2	20.9	7.9	37.6
バイアスドルフ	ヨーロッパ	23,637	814	875	4,578	16.9	15.6	29.0	27.0	5.2	16.0
化粧品、ラグジュアリー											
資生堂	日本	9,460	96	181	3,224	14.0	13.4	98.7	52.3	2.9	3.0
ファンケル	日本	985	16	28	605	14.3	9.4	62.2	34.2	1.7	2.7
アモーレパシフィック	アジア	11,309	261	325	2,196	10.3	8.3	43.3	34.8	5.2	13.0
エステーローダー	米国	18,669	711	809	2,177	14.1	12.7	26.2	23.1	8.6	30.1
エイボン	米国	1,611	142	192	290	4.9	4.7	11.4	8.4	5.5	83.6
ロレアル	ヨーロッパ	105,275	3,901	4,145	23,145	17.3	16.2	27.0	25.4	4.5	15.6
LVMH モエヘネシー ルイヴィトン	ヨーロッパ	91,176	4,344	4,900	25,016	10.3	9.3	21.0	18.6	3.6	15.7

注: 株価は 10/21 時点。みずほ証券カバレッジ銘柄については予想、それ以外は FACTSET 予想。為替は 1ドル 120円として計算。

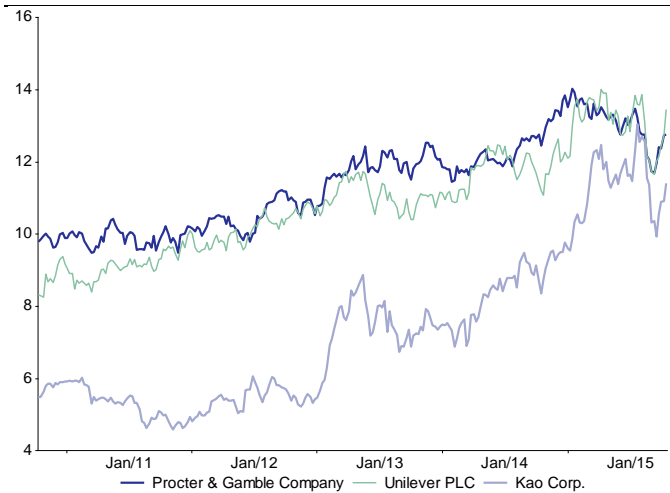
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

花王(4452)  
投資判断「買い」  
増収率、マージンともグローバル水準に追いつく

まず、日用品セクターを比較する。増収率は P&G がビューティケア事業の売却やドル高の影響があり、FY1(15/6 期)の伸びが特に低い。これは特別としても、花王とユニリーバは、安定して年率 5%増収を継続できる状況にある。EBITDA マージンも、ユニリーバに近い水準に上昇する見通し。花王の EPS 成長率は、ユニリーバを上回る水準となる見通しで、今後 2 年間は年率 20%を超える増加が見込める。P&G はリストラ費用の解消で大幅増となっているため、花王がこれを下回るのには許容できよう。花王の EPS 増加率が高いのは 16/12 期に、カネボウ化粧品の無形固定資産の 10 年に渡る減価償却費が終了(約

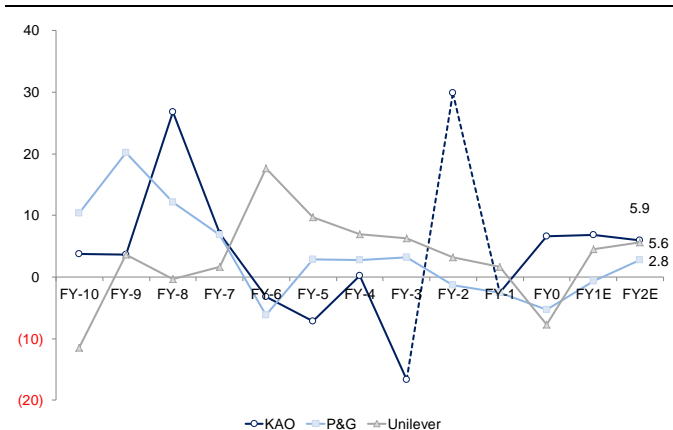
130 億円)することも大きい。(我々の現時点の予想では 16/12 期の IFRS 移行は含んでいない。) こうしたことから、花王はグローバル企業のバリュエーション水準に追いつくものと我々は考えている。目標株価はみずほ証券予想 16/12 期をベースに EV/EBITDA 倍率約 13 倍を適用し 7,300 円と算出している(8月7日発行レポート参照)。

図表 2. 日用品企業の EV/EBITDA 倍率推移 (倍)



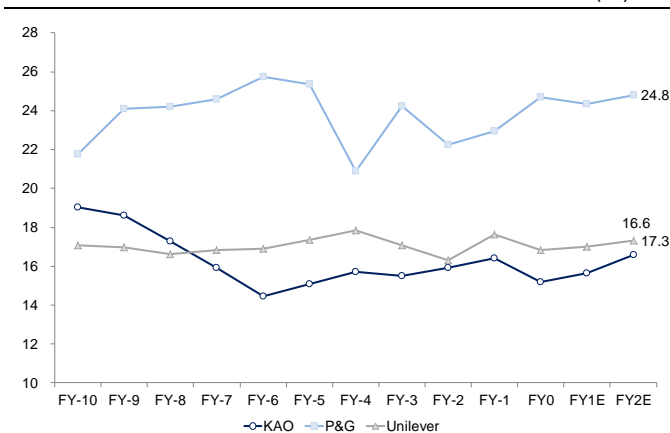
注: 1 期目コンセンサス予想の推移  
出所: ファクトセットより、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 3. 日用品企業の増収率推移 (YoY %)



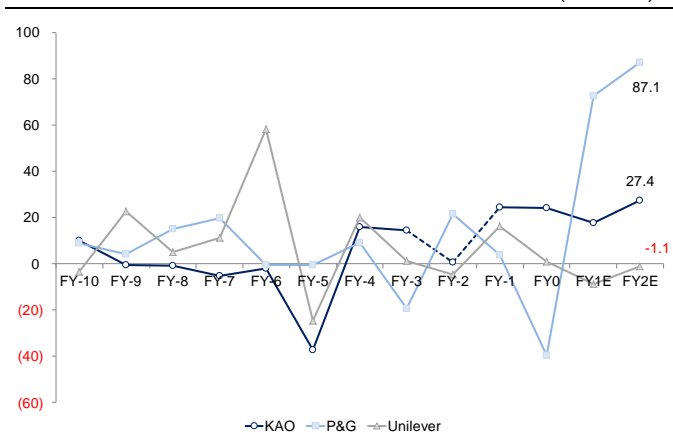
注: FY0:花王、ユニリーバは 14/12 期、P&G は 14/6 期、花王はみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、決算期変更期前後は点線表示  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 4. 日用品企業の EBITDA マージン推移 (%)



注: FY0:花王、ユニリーバは 14/12 期、P&G は 14/6 期、花王はみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 5. 日用品企業の EPS 成長率 (YoY %)



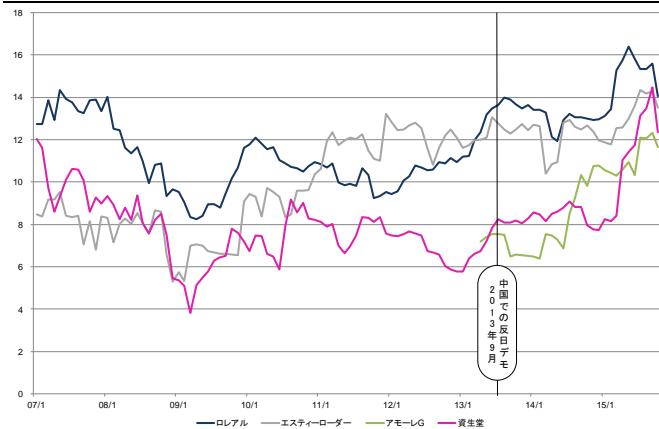
注: FY0:花王、ユニリーバは 14/12 期、P&G は 14/6 期、花王はみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、決算期変更期前後は点線表示  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

資生堂(4911)  
投資判断「中立」  
グローバル企業に比較しマージン率の低さが課題

資生堂(14/12 期は 9 カ月の変則決算)は、グローバル企業と比べ現在の増収率が高いとは言いがたい。海外事業の成長を牽引してきた中国事業が失速しているからである。17/12 期を最終年度とする中期計画においても、CAGR は 3-5%である。拡大戦略よりも事業の再構築に主眼が置かれているためである。また、資生堂の EBITDA マージンは、グローバル企業と比較して低く、花王やユニ・チャームとグローバル企業との差よりも大きい。しかし、資生堂の EBITDA マージンの改善は今しばらく緩やかになると我々は考えている。資生堂はこれまでに削り過ぎたマーケティング費用を回復させ、グローバルにおける競争に備える必要があるからである。EPS 成長も、17/12 期までは構造改革費用が追加される可能性もあり、大きな改善は期待できないであろう。こうしたことから、資生堂のバ

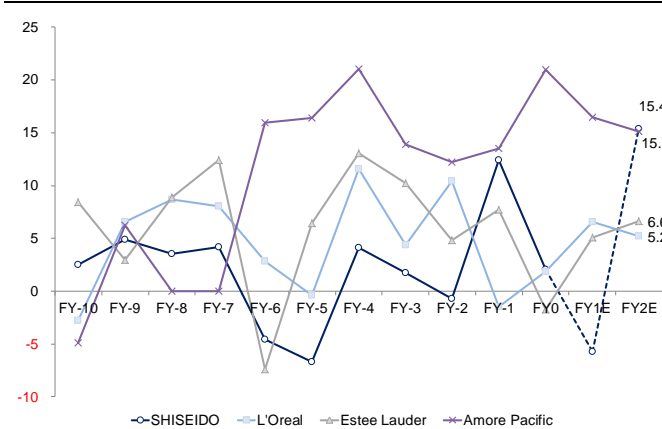
リユエーションはグローバル企業と同水準になるのは難しいと思われる。我々は 16/12 期予想をベースにロレアルのバリュエーションからディスカウントした EV/EBITDA 倍率約 11 倍を用い、目標株価を 2,430 円と算出している(10月5日発行レポート参照)。

図表 6. 化粧品企業の EV/EBITDA 倍率推移 (倍)



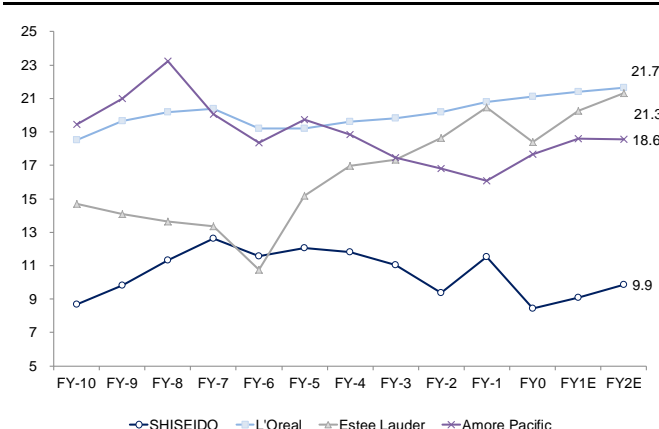
注: 1 期目コンセンサス予想の推移  
出所: ファクトセットより、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 7. 化粧品企業の増収率推移 (YoY %)



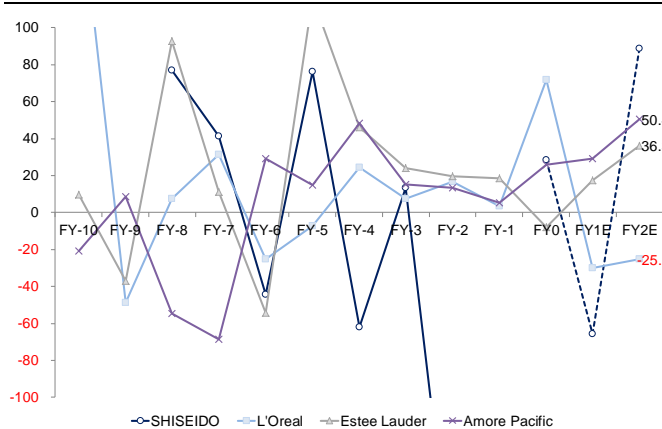
注: FY0: 資生堂は 15/3 期、ロレアルとアモーレパシフィックは 14/12 期、エスティローダーは 14/6 期、資生堂のみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、決算期変更期前後は点線表示  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 8. 化粧品企業の EBITDA マージン推移 (%)



注: FY0: 資生堂は 15/3 期、ロレアルとアモーレパシフィックは 14/12 期、エスティローダーは 14/6 期、資生堂のみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 9. 化粧品企業の EPS 成長率 (YoY %)

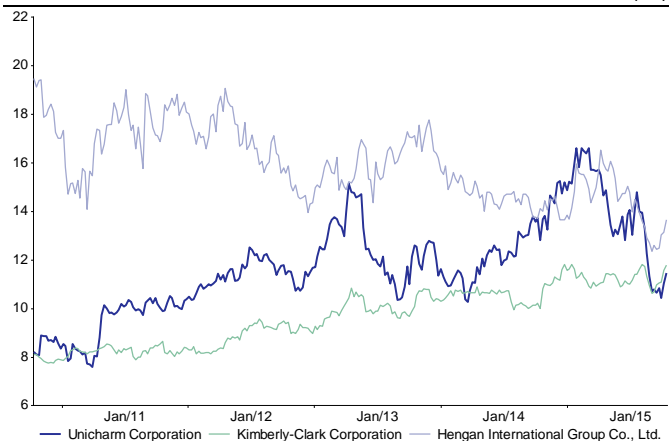


注: FY0: 資生堂は 15/3 期、ロレアルとアモーレパシフィックは 14/12 期、エスティローダーは 14/6 期、資生堂のみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、決算期変更期前後は点線表示、赤字から黒字の変化についてはグラフから省略している  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

ユニ・チャーム(8113)  
投資判断「中立」  
アジア地区での競争激化により増収率、マージンに低下がみられる

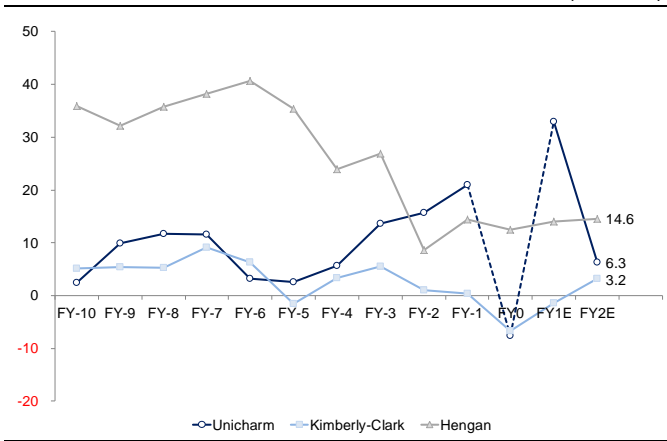
ユニ・チャームのバリュエーションは、直近低下傾向にある。14/3 期(図表 11 の FY-1)では中国企業の Hengan International 以上の増収率となるなど高成長を実現したが、15/12 期以降、中国を含むアジアの複数国で増収率が低下しつつある。EBITDA マージンについても、アジアの利益率の低下が響いている。これまで特に高かったインドネシア事業のマージンの悪化は顕著である。ルピア安や花王の参入による競争激化の影響である。EPS も高い成長率を誇ってきたが、収益性の低下とファイナンスによる希薄化もあり、今後 2 期間の成長率は花王を下回るだろう。しかし、現在の我々の予想でもなお、キンバリークラークと比較して増収率、EPS 成長率が上回っていることから、我々はユニ・チャームの目標株価のバリュエーションにキンバリークラークと同水準の EV/EBITDA 倍率を用いることとした。ユニ・チャームの目標株価はみずほ証券予想 16/12 期をベースに EV/EBITDA 倍率約 11 倍を適用し、2,100 円と算出している(10月6日発行レポート参照)。

図表 10. 衛生材料企業の EV/EBITDA 倍率推移 (倍)



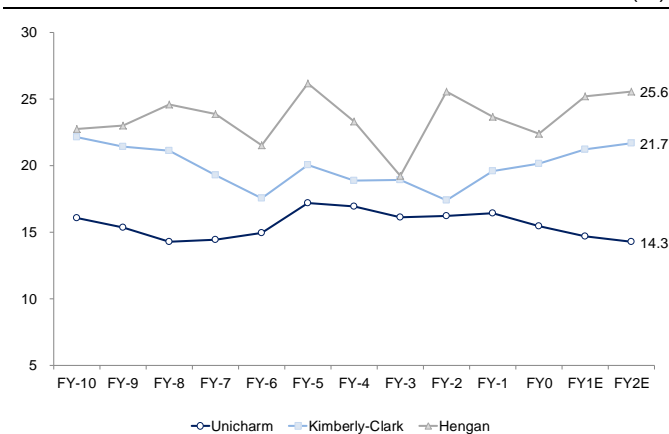
注: 1期目コンセンサス予想の推移  
出所: ファクトセットより、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 11. 衛生材料企業の増収率推移 (YoY %)



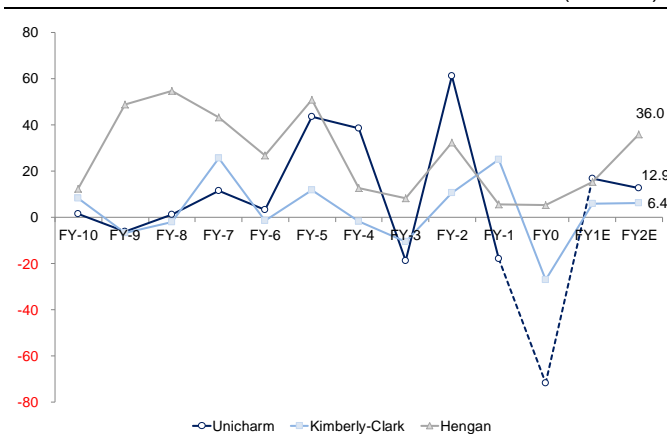
注: FY0: 3社とも 14/12 期、ユニ・チャームのみみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、決算期変更期前後は点線表示  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 12. 衛生材料企業の EBITDA マージン推移 (%)



注: FY0: 3社とも 14/12 期、ユニ・チャームのみみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、決算期変更期前後は表示していない  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 13. 衛生材料企業の EPS 成長率 (YoY %)



注: FY0: 3社とも 14/12 期、ユニ・チャームのみみずほ証券予想、それ以外はファクトセットによるコンセンサス予想、決算期変更期前後は点線表示  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

### 内需系トイレタリー企業のバリュエーション

先述した 3 社よりも時価総額が小さい内需系企業については、国内企業間同士のバリュエーション比較を用いている。国内企業内での比較においても日用品企業の中では、花王がもっとも割安である。

ファンケル(4921)  
投資判断「買い」  
栄養補助食品の増収率が急改善

我々は、ファンケル(4921)の投資判断を「買い」としている。化粧品企業間の比較においてバリュエーションが割安であることに加え、足元でファンダメンタルに改善がみられている。大胆に増額させたテレビ CM 効果が予想以上の反応となり、栄養補助食品関連事業の増収率が高まっている。遺伝子検査などを基に最適なサプリメントを提案するサービスも取り揃えており、科学的なアプローチをすることでブランド価値向上も図られているものと思われる。また、中国代理店契約の更新を間近に控え、契約更新で 17/3 期以降の利益にポジティブな影響がでる可能性もある。

また当社がインバウンド需要で化粧品事業の売上が堅調というのは市場のコンセンサスである。銀座 4 丁目交差点に近い「ファンケルスクエア」には連日多くの中国人観光客が訪れており、1 階は海外旅行者専用フロアとなっている(10月7日発行レポート参照)。



図表 14. バリュエーション

(億円)

Name of Company	JPX 400	Code	Market Cap	Net Profit		Equity FY0	EV/EBITDA (X)		PER (X)		PBR (X)		ROE(%)	
				FY1 E	FY2 E		FY1 E	FY2 E	FY1 E	FY2 E	FY0	FY1 E	FY0	FY1 E
日用品														
花王	○	4452	28,828	918	1,158	6,582	11.8	10.3	31.4	24.6	4.4	13.4		
ライオン		4912	3,038	88	100	1,206	11.2	10.5	34.5	30.5	2.5	7.2		
小林製薬	○	4967	3,595	130	132	1,394	13.2	12.5	27.7	27.2	2.6	9.0		
ユニ・チャーム	○	8113	14,299	380	426	4,197	12.6	12.0	37.6	33.3	3.4	9.0		
日用品4社平均							12.0	11.2	32.2	28.5	3.1	9.6		
化粧品														
ロート製薬	○	4527	2,166	90	99	1,095	9.0	8.5	23.8	21.8	1.9	8.0		
資生堂	○	4911	11,353	115	217	3,869	14.0	13.4	98.7	52.3	2.9	3.0		
マンダム		4917	1,036	70	49	576	8.3	7.9	14.8	20.9	1.7	11.4		
ファンケル		4921	1,182	19	34	726	14.3	9.4	62.2	34.2	1.7	2.7		
コーセー		4922	6,406	191	221	1,396	15.1	13.3	33.2	28.3	4.3	13.1		
ポーラ・オルビス		4927	4,191	113	137	1,805	12.7	11.4	37.0	30.9	2.3	6.2		
化粧品6社							12.0	10.6	44.1	31.0	2.5	7.3		
10社平均							12.2	10.7	45.0	31.4	2.5	7.4		
JPX400 採用5銘柄平均							12.2	10.9	40.1	30.4	2.8	8.3		
JPX400 非採用銘柄平均							12.1	11.4	43.8	31.9	3.0	8.5		

注 1: FY0=直近終了年度。FY1=現在の年度。ただし 12 月決算会社は 15/12 期を FY1 としている。

注 2: 株価は 10 月 21 日時点

注 3: 花王、資生堂、ファンケル、小林製薬、ユニ・チャームはみずほ証券予想、それ以外は Factset コンセンサス

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

ライオン(4912,NR) ライオンの 1-9 月の国内売上高はやや会社計画を上回る動きであり、後述する国内日用品の単価上昇は、マーケティング費用の削減という効果に顕在化しつつある。

小林製薬(4967) 投資判断「中立」 小林製薬は、1)JPX400 の採用銘柄であること、2)17 期連続増配を続けている安定性、等が、株価の押し上げ要因になっているとみられる。「サカムケア」がインバウンド需要をつかみ売上を後押しし、16/3 期は増収増益が可能であると我々はみているが、株価に割安感はないと考えている。

コーセー(4922,NR) コーセーは、中国人観光客に最も人気の化粧品ブランド「アルビオン」「雪肌精」を傘下に持つ。今般のインバウンド需要に際して市場から注目が高まり、当社のバリュエーションは国内化粧品企業の中で、最も高水準に評価されるまでに上昇している。

ロート製薬(4527,NR) ロート製薬については、7-9 月の国内売上高が前年同期比約 7-8%増と年間の増収計画(日本セグメントの売上計画は前期比 0.2%増)を上回り好調である。当社は 2014 年以降、再生医療の子会社や「やえやまファーム」など、出資したばかりの企業で減損が相次いだ。それ以降、創業家の出身である山田会長がアナリスト説明会に出席しなくなったことが、株価にもマイナス材料になっている可能性がある。

マンダム(4917,NR) マンダムは 9 月 30 日付で 16/3 期通期業績計画を下方修正した。16/3 期営業利益見通しは期初計画比 32.1 減の 50 億円。インドネシア子会社の一つしかない新工場が 7 月に火災事故を起こした影響による。爆発したエアゾール以外の施設は 8 月現在 7 割の稼働率であり 11 月にフル稼働を会社側は見込んでいる。

ポーラ・オルビス HD (4927,NR) ポーラ・オルビス HD は、訪問販売、通信販売を主力とすることからインバウンド需要に縁遠いブランドであったが、最近「ポーラ」ブランドの美白サプリメントが中国人観光客に人気が出てきている。こうした背景もあり 7-9 月の「ポーラ」ブランドの売上高は計画比 5%増の動き。またポーラレディ(訪問販売の販売員)の手数料改定も 2016 年 1 月に導入し、今後

2-3年で販売手数料を売上比率で2-3%低下させる効果を会社側は狙っている。

インバウンド需要以外のカタリストが重要に

過去1年の株価推移を見ると、インバウンド需要注目され、コーセーの株価上昇率ももっとも高い。しかし今後はインバウンド需要の好調さは各社の株価には織り込まれているものと思われ、それ以外の成長カタリストが一層の株価上昇には必要になると我々は考えている。また、海外事業に対する市場の見方も変化していると我々は感じている。「市場が成長する」海外事業では「進出している企業は増収になる」という単純な見方が有効な時期もあったため、海外売上比率が高い企業のバリュエーションは上昇する傾向もあった。しかし、海外事業の比率が高いだけでは利益成長が望めなくなってきたことを、資生堂やユニ・チャームの中国市場の苦戦から我々は学ぶことになった。本レポートでは、以下、内外の事業環境を整理し、今後の当セクターの注目点を整理する。

図表 15. 当セクターの株価パフォーマンス

2015/10/21	絶対パフォーマンス(%)					TOPIX 相対パフォーマンス (%)				
	1w	1M	3M	6M	12M	1W	1M	3M	6M	12M
4452 Kao	3.7	14.8	-7.2	-4.0	42.9	-0.1	10.4	1.6	1.1	16.2
4527 Rohto Pharmaceutical	1.3	7.5	-12.7	9.6	30.4	-2.5	3.1	-3.9	14.7	3.7
4911 Shiseido	4.4	15.6	-4.2	23.5	65.3	0.6	11.2	4.6	28.6	38.6
4912 Lion Corp	0.8	13.1	2.8	49.9	100.5	-3.0	8.7	11.6	55.0	73.9
4917 Mandom	4.1	13.3	-17.5	-6.6	29.2	0.3	8.9	-8.7	-1.5	2.5
4921 FANCL	0.2	20.9	6.3	20.2	22.7	-3.6	16.5	15.1	25.3	-4.0
4922 KOSE	1.6	9.3	-5.4	50.1	166.7	-2.2	4.9	3.4	55.2	140.1
4927 Pola Orbis	2.6	6.9	1.7	15.9	79.8	-1.2	2.5	10.5	21.0	53.2
4967 Kobayashi Pharmaceutical	0.6	7.2	-9.9	1.3	41.3	-3.2	2.8	-1.1	6.4	14.6
8113 Unicharm	8.6	7.4	-22.0	-24.3	-2.4	4.8	3.0	-13.2	-19.2	-29.1

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

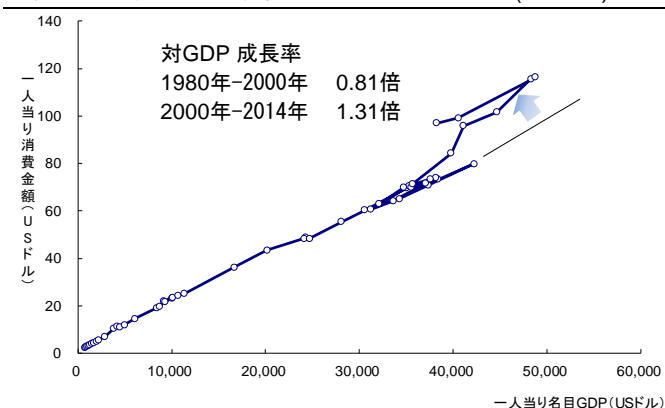
# 事業環境

## 日本の事業環境

対 GDP の成長率は過去より高まっている

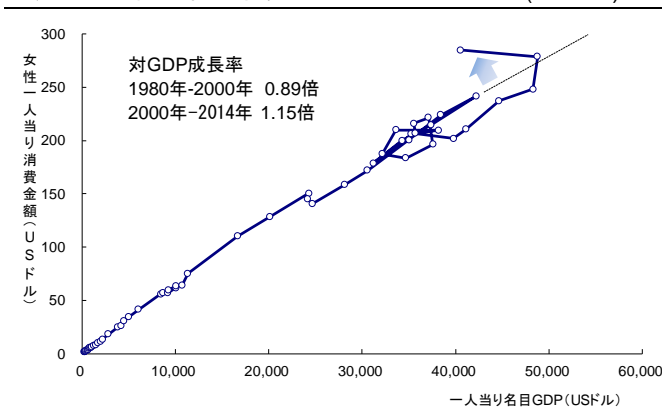
日本の日用品、化粧品事業を取り巻く環境は、長期トレンドでみて大きな飛躍を迎えている。2000 年を起点として、日用品と化粧品の対一人当たり GDP の成長率をみると、1 を超える状況が継続している。図表 16 は家計調査、図表 17 は経済産業省の生産統計から貿易統計の輸出入を差し引いたもので、つまりインバウンド需要を十分に取り込んだ統計にはなっていない。それでも、2000 年以降、両市場は名目 GDP を上回る成長をしているといえる。これに加え、インバウンド需要が加わり成長率が加速している幸運な市場である。以下、「日本の文化をバリューとして売る」ことのできる当市場は、長期的にみても全産業の中で相対的に高成長が続くと考え方を述べる。

図表 16. 日本・日用品市場 対 名目 GDP (USドル)



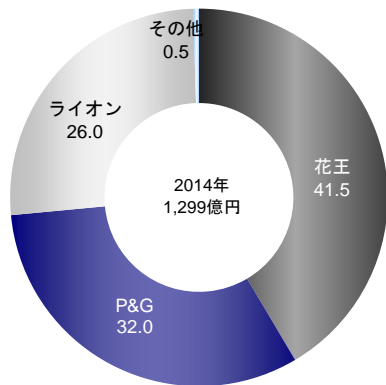
注:データは 1963 年から 2014 年  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 17. 日本・化粧品市場 対 名目 GDP (USドル)



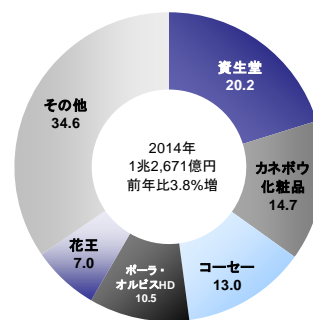
注:データは、1955 年から 2014 年  
出所:みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 18. 衣料用洗剤(液体)のシェア (%)



注: 円の中の数字は市場規模(国際商業による)  
出所: 国際商業より、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 19. 国内化粧品のシェア (%)



注: 円の中の数字は市場規模(日経産業による)  
出所: 日経産業新聞より、みずほ証券エクイティ調査部作成

市場寡占度の高い日用品市場は、化粧品市場よりも競争が緩和されてきた

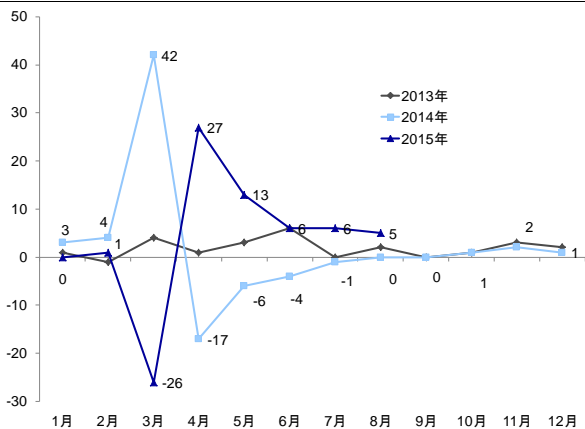
日用品は化粧品に比較し、大手 3 社の寡占度が高く、各企業の業績としても化粧品より安定的な成長を維持できるようになってきている。衣料用洗剤を代表とする日用品の製造はケミカルプラントであり、単位当たりの投資金額も大きい資本集約的な産業である。そのため、新規参入者は少なく、寡占状況となつてから収益が安定しやすい業界構造にある。

一方リーマンショック後、化粧品事業は低価格化粧品が台頭したことから日用品よりも伸び率が低下した局面もあった。しかし、2013 年末のアベノミクス以来、化粧品市場も中・高価格化粧品市場が復活し、GDP 感応度が回復している。



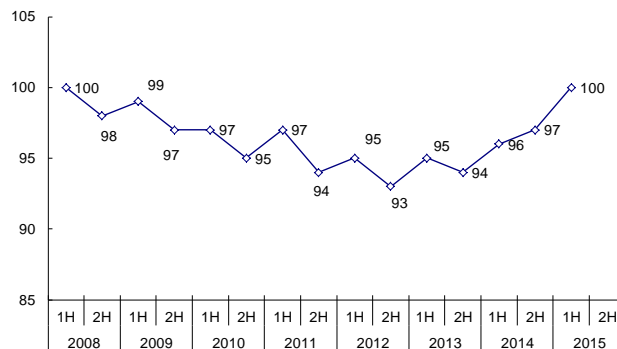
2014年4月の消費税増税(5%→8%)については前後で大きな駆け込み需要とその反動がみられ、2015年には逆の影響により事業環境に混乱がみられたが、2015年7月以降は影響が薄まり、好調な消費環境が見えやすくなった。2015年7-9月の日用品市場は前年同月比5%以上の増収率で推移している。単価上昇が継続していることも好材料である。

図表 20. 国内日用品の市場動向 (前年同期比%)



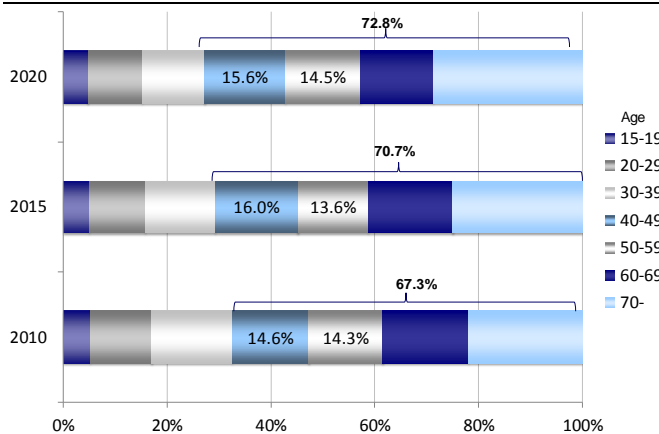
出所: 花王よりヒアリング

図表 21. 国内トイレタリー15品目消費者購入単価推移 (指数)



出所: 花王資料より、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 22. 日本の人口構成の推移



出所: 総務省の人口推計より、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 23. 世代別の消費傾向

	24歳以下	65歳以上
家事用消耗品	1.3%	3.3%
被服費	4.7%	3.5%
保健医療費	3.7%	6.0%
理美容品	2.0%	1.4%
食料品	22.2%	26.2%
その他	66.1%	59.5%
消費額/月	178,208	255,825

出所: 家計調査 2014年より、みずほ証券エクイティ調査部作成

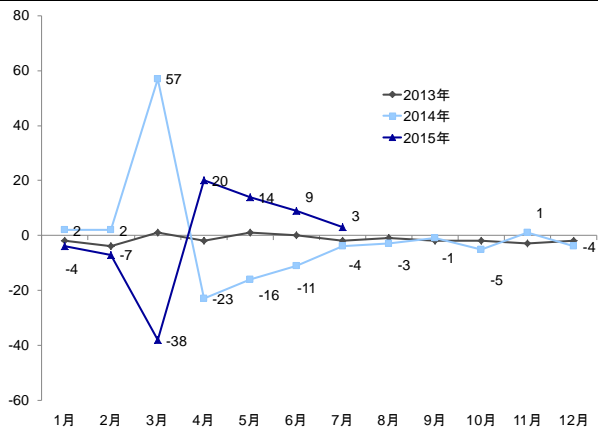
シニア世帯の増加は日用品市場にポジティブ

日用品市場の単価が継続的に上昇している背景には、シニア世代の人口構成比の上昇があるとみられる。2015年(総務省推定)で40歳以上の消費者は15歳以上の消費者のうち70%以上を占める。また、若い世代とシニア世帯を対比した時に、家事用消耗品(日用品)の支出割合が、若い時よりも増加し、理美容品(化粧品)の支出割合は逆に減少する。こうしたことから、純粋に内需の成長性を考えると、シニア世帯が増える日本では日用品業界が、化粧品業界よりも成長性が高くなる背景がある。

足元ではインバウンド需要の影響が大きく化粧品企業の増収率が高い

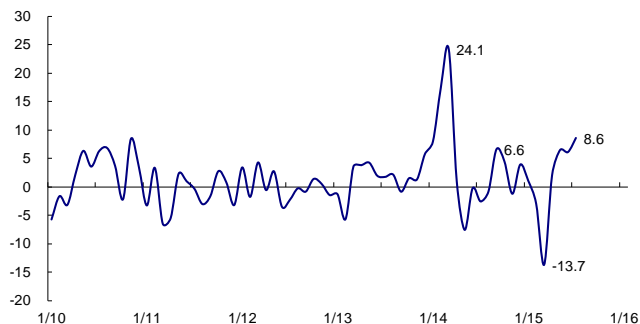
内需だけでは日用品市場より低成長になりつつある化粧品市場であったが、現在はインバウンド需要の追い風が吹いている。内需を表す統計(図表 24)の動きは鈍いが、経済産業省の出荷統計(図表 25)はより高い伸びを示している。実際、7-9月の増収率は、日用品企業が平均約5%であるのに対し、化粧品企業は同10%前後である企業が多い。こうしたことから我々は足元の化粧品市場の伸びの約3分の2はインバウンド需要によるものではないかと我々はみている。

図表 24. 国内化粧品市場動向 (前年同月比%)



出所: 花王よりヒアリング

図表 25. 国内化粧品出荷金額 (前年同月比%)



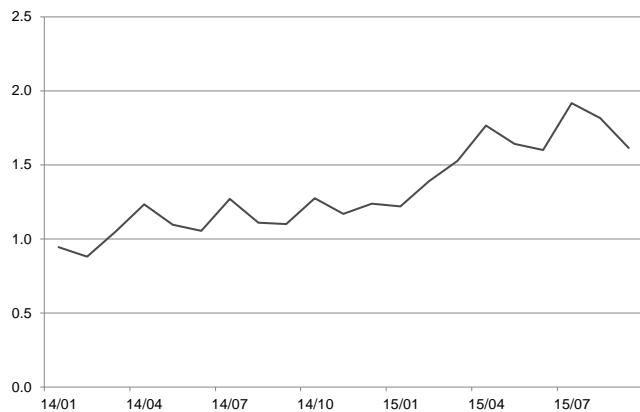
出所: 経済産業省「化学工業統計」よりみずほ証券エクイティ調査部作成

図表 26. 外国人観光客の購入金額の推移 (円)

年	期間	化粧品・香水 (購入率)		医薬品・健康グッズ・トイレットリー (購入率)	
		金額	購入率	金額	購入率
2014	1-3月	21,836	30.3%	16,610	28.4%
	4-6月	21,083	29.8%	17,588	31.6%
	7-9月	21,922	33.5%	18,120	32.7%
	10-12月	24,033	33.7%	20,356	33.9%
2015	1-3月	27,545	39.9%	22,866	42.3%
	4-6月	30,132	41.1%	24,962	47.8%
	7-9月	27,989	49.8%	23,318	56.4%
2014 (中国人)	1-3月	38,062	60.7%	25,271	41.7%
	4-6月	34,683	62.0%	27,510	47.8%
	7-9月	32,902	64.2%	27,771	53.0%
	10-12月	44,566	63.5%	34,734	55.4%
2015 (中国人)	1-3月	46,978	71.4%	40,285	63.9%
	4-6月	48,263	72.8%	41,225	72.2%
	7-9月	40,996	76.8%	36,441	71.1%

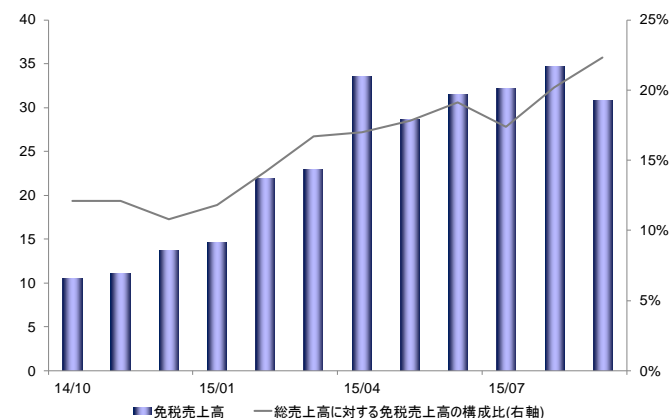
注: 観光庁のアンケート調査による、一回の旅行における一人当たり平均購入金額  
出所: 観光庁

図表 27. 訪日外客数の推移 (百万人)



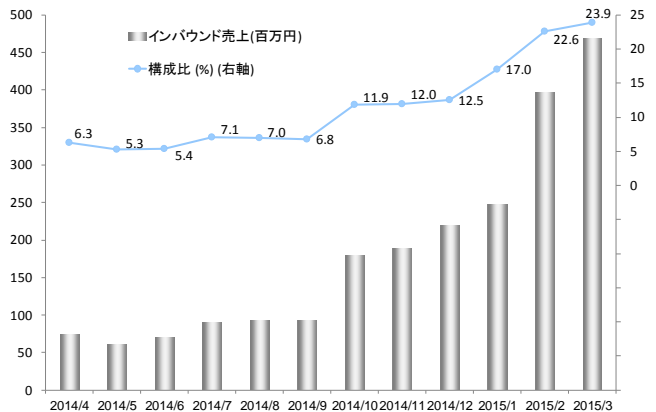
出所: 日本政府観光局(JNTO)より、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 28. 百貨店の消耗品(化粧品、食品等)の免税売上推移 (億円、%)



出所: 百貨店協会より、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 29. 「アルビオン」ブランドの百貨店売上とインバウンド売上構成比



出所: 「WWD Beauty」より、みずほ証券エクイティ調査部作成

2016 年年明けから伸び率は緩やかになる可能性

9 月も訪日外客数は季調済年率で政府目標の年間 2,000 万人を超えた。10 月の国慶節の百貨店の免税店売上のニュースをみても、訪日外客数は高水準で推移しているものとみられる。中国人の訪日客数は、欧州に向かっている数よりも少なく、景況感の悪化の中でも、訪日訪問客は今後も増加するとの見方が大勢である。しかし、訪日外国人向けの化粧品の購入金額は、図表 28、29 に見られるように、特に 2015 年 1 月以降の伸び率が大きく、2016 年年明けには化粧品各社の増収率が緩やかに変化する可能性がある和我々はみている。

税関の荷物検査強化は爆買いへの影響はでない

中国人の「爆買い」について、マイナス影響が出るのではないかと質問の多い 2 つの懸念についてここで意見を述べたい。まずは、8 月頃から報道等で行われている「中国における税関における荷物検査の強化」である。昔から検査の厳しい空港は一部あるものの、実際に北京や上海などでスーツケースを空けて手荷物検査をしているような様子はないという。制限以上の段ボールを持ち込んだり、国際郵便で大量のものを同時に同じ宛先で送付するのを避ければチェックの対象にはならないもよう。こうした持ち込みに関する知識は中国人の中で常識となっており特段中国人の中で問題意識はないもようである。また、「銀聯カード外貨上限規制」で現金引き出し額が 10 万元(約 190 万円)になる影響を懸念する市場の声もある。訪日中国人でこの金額を超える買い物をする人は元より少なく、並行輸入業者は銀聯カードで決済をしていないため、影響は少ない和我々は考えている。

人気の移り変わりにも注意

「爆買い」の変化に市場は過敏だが、最も不確定なのは「人気に移り変わる事」である。化粧品は日用品と異なり、選択対象となるブランド数が多いため、人気に移り変わりやすい。現在のところ、コーセーの「雪肌精」や「アルビオン」の人気の強さに変化はないもようであるが、これまでインバウンド需要からは縁が遠かった「ポーラ」ブランドにインバウンド需要がみられるようになってきており、人気は流動的である。「アルビオン」と「ポーラ」の共通点は、中国でほとんど売られていないことであり、転売業者にとって魅力的であるのも背景にあるとみられる。転売業者が多くなりすぎると、C to C の販売市場で流通在庫が溜まり、売値の下落が起こることがブランド価値毀損に繋がり、人気は低下するという懸念もある。「ポーラ」や「アルビオン」ではこのようなブランド価値の毀損を少しでも防ぐため、一人あたりの販売数量に制限を設けるなどの工夫をしている。

図表 30. 各社のインバウンド売上 (百万円)

銘柄名	14/3 期		15/3 期 or 14/12 期			16/3 期 or 15/12 期計画	
	インバウンド売上	インバウンド売上	売上構成比	YoY(%)	インバウンド売上	YoY(%)	
4452 花王	-	7,000	0.5%	40%	10,000	40%	
4911 資生堂	-	15,000	1.9%	2 倍	20,000	133%	
4912 ライオン	-	-	N/A	-	-	-	
4917 マンダム	-	400	0.6%	N/A	-	-	
4921 ファンケル	-	1,700	2.2%	2 倍	2,000	20%	
4922 コーセー	2,000	5,000	2.4%	2.3 倍	14,000	280%	
4967 小林製薬	-	800	0.6%	-	-	-	
8113 ユニ・チャーム	4,000	13,400	0.7%	1.5 倍	-	50%	

注: 各社からのヒアリング、資生堂には、トラベルリテイリング(空港免税店)も含まれている  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

### 日本の事業環境のまとめ

- 1) 日用品、化粧品市場とも、過去に比べ内需だけでも国内の市場成長率は上昇しており、中期的にみても全産業の中で成長率が高い状況が続くものと考えられる
- 2) 内需だけでみると、シニアの人口構成比増で日用品市場の方が、化粧品市場よりも成長率が高くなる傾向がある
- 3) 足元では内需に加え、インバウンド需要が更に国内市場の成長率を押し上げている

- 4) インバウンド需要は中期的に拡大が続くことが予想されるが、前年同月比で二桁増収となっていた化粧品市場の伸び率は 2016 年年明けから緩やかな伸び率に変化していく可能性がある
- 5) 日用品に比べ、化粧品は選択肢が多いため、人気ブランドが流動的である

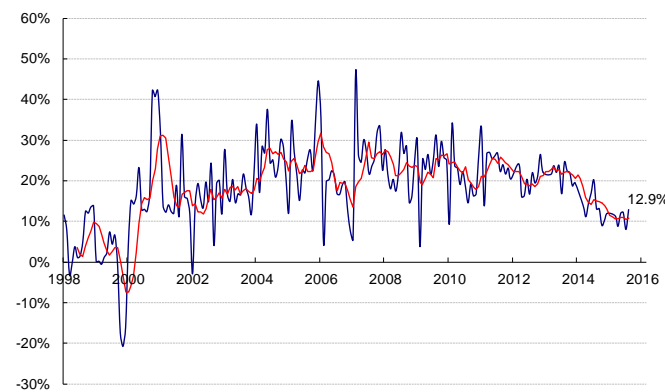
**海外の事業環境**

■ 中国

New Normal への移行

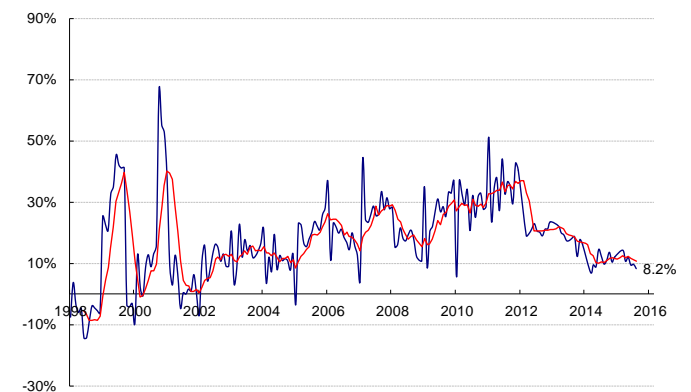
中国の 7-9 月の GDP は前年同期比 6.9%増と市場コンセンサスよりは悪くないとの印象もあるようであるが、グローバル企業の間では実質的な経済成長率は低下しているとの発言が多い。先述したように日用品・化粧品業界は名目 GDP に対して感応度が約 1 倍であるため、経済成長率の実態を表しやすい業界である。CEIC によると、2015 年の 8 月の化粧品小売額は前年同月比 12.9%増、日用品小売額は同 8.2%増である。絶対値の水準はグローバル企業の中国における見方や、我々の感覚よりは高いものの、過去のトレンドからは低水準となってきたことは明らかである。しかし中国は、まだ一人当たり GDP は約 5,000 ドル付近の中所得国であり、伸び率が低下しても成長余地はまだ大きい。グローバル企業は新たな戦略を練っている。

図表 31. 中国の化粧品小売額の推移 (前年同月比)



出所: CEIC より、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 32. 中国の日用品小売額の推移 (前年同月比)



出所: CEIC より、みずほ証券エクイティ調査部作成

中国の日用品・化粧品業界では、現在以下のような変化がみられ、各社は戦略の変更を迫られている。

- 2014 年より日用品各社で、店頭及び卸流通における在庫調整に直面している企業が多い
- E コマース(EC)市場の伸びが急速で、2015 年現在ベビー用紙オムツでは市場の約 40%、化粧品市場では約 10%程度に拡大しているといわれている
- EC の販売チャネルが急速に増加したベビー用紙オムツ市場では、店頭のシェアが高かった P&G 等の凋落が目立つ
- ロリアルは過去 2 年をかけて百貨店中心から EC 中心にビジネスモデルの変換を行っており(2014 年末 EC 比率は約 10%)、他社も追随し、百貨店等カウンターを減少させている
- EC における C to C 取引や越境 EC ビジネスの拡大により、EC 内の価

格と店頭価格との差が大きくなり、店頭売上の不振がより増幅している。そのためグローバル各社は店頭販売の化粧品価格を従来比 10-20%引き下げを始めている

花王は 2014 年中に中国の化粧品事業の構造改革を完了  
コーセーは今後 2 年で店舗縮小

中国における日系化粧品企業においてもグローバル企業同様、中国事業の構造改革を進めている。花王は既に「ソフィーナ」ブランドのカウンターを中国には持っていない。カネボウ化粧品についても 2014 年にカウンターを約 100 店規模(「アクア」という現地生産ブランド店舗 80→30 店、インプレス、ルナソル 50→0)に減らした。コーセーは 2015 年から約 2 年かけて百貨店のカウンターを約 200 店舗から約 150 店舗に縮小する方針を発表している。

資生堂が構造改革に踏み出すのも近いだろう

しかし、資生堂は、これまで流通在庫の整理を何度か行ったのみで、百貨店の店舗の減少についてまだ言及していない。資生堂は中国の売上規模が約 1,000 億円と大きく、構造改革を決断するのに時間がかかっているのもあるだろう。しかし構造改革に踏みこむ予兆はある。資生堂は 10 月 16 日付の 4-9 月期業績見通しの上方修正時に、中国事業の人事刷新の発表も行った。まもなく、中国事業の構造改革について進展があるのではないかと我々は考えている。

成長ドライバーは Penetration から Trade Up へ

日用品市場では、ベビー用紙オムツ市場に起こっている動きに我々は注目している。中国のベビー用紙オムツの普及率は 2014 年に既に 50%を超えた。これからは、中間層の所得上昇から普及率が上昇していくことよりも、プレミアム製品の構成比が上昇する方が成長ドライバーとして大きな要因になると我々は考えている。消費者は Trade Up(高価なものに買い替える)しているということである。現在の中国では、地方部の所得が伸び悩み、富裕層の消費意欲の方が強い。特に子供向けの消費財への支出において、日本製の人気は根強く、Trade Up の意向が強いものと考えられる。紙オムツの安いものを 1 日 5 枚使うよりも、単価が 2 倍のものを 1 枚だけ使いたい、という消費者心理も根底にあるものと思われる。

図表 33. 中国のベビー用紙オムツの普及率

CY2010	CY2011	CY2012	CY2013	CY2014
32.3%	39.1%	44.3%	47.0%	53.6%

出所: CNHPIA

これまでスタンダードタイプで市場シェアを伸ばしてきた P&G、ユニ・チャームの中国における市場シェアは縮小している。現地製でブランドを確立した企業が、現在の Trade Up の動きに置いて行かれている不運な構図になっている。ユニ・チャームは戦略変更を図り、2014 年秋にプレミアムタイプを販売したが新生児用以外は中国製としたためか、人気は回復していない。今後は新たにスタンダードタイプを地方部に拡販していることを狙っている。しかしこの戦略は、現在の Trade Up の市場動向とは相反するため、上手く増収に繋がるかどうか我々は懸念している。

地方部重視のリスク

地方部は小規模店舗が多く、競争も少ないため、高い利益率を実現できる可能性もある。しかし、この戦略は中国事業の利益がピークを迎えたときの資生堂の専門店戦略に似ている。後に、流通在庫を抱え、ブランド価値が低下する恐れを我々は感じるからである。

花王は自社正規ルート販売の拡大を狙う

後発である花王とキンバリークラークは、EC でプレミアム紙オムツの売上高を伸ばしている。中国での花王のシェアのうち半分以上は、転売業者が日本市場で購入し中国で販売しているものとみられる。花王は、最近、中国アリババ社「T モール グローバル」への出店を決めた。これまでも T モールへの出店はあったが、今回は越境 EC を利用できるように税(関税・増値税)負担が 19%から 10%に減少する。販売価格をよりフレキシブルに改定することができ、利益率の改善も狙える。また、転売ではなく自社での販売量を増やす目的もあるもよう。

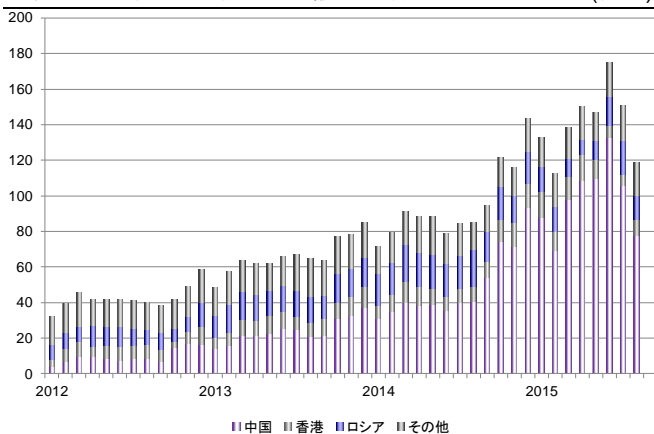


貿易統計によると日本からの紙オムツの輸出金額は 2015 年 6 月をピークに 2 カ月連続で減少に転じた。8 月の金額は 6 月比 23.8%減。花王によると転売業者の購入する新生児用と S サイズでやや流通在庫が溜まっている可能性があるという。両サイズは使用期間が短いため、他のサイズに比べ流通在庫が溜まりやすい。

花王の紙おむつの増収率は、依然高水準

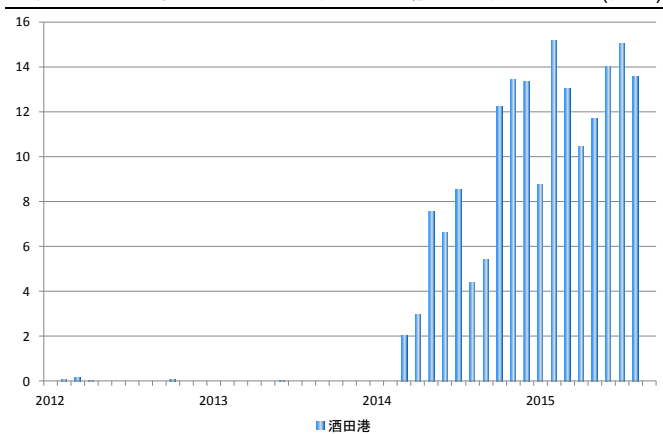
一方、花王の主力工場がある酒田港からの輸出货量も若干減少がみられるが依然高水準の輸出金額である。日本の店頭では未だ花王のベビー用紙おむつは欠品傾向にある。花王の 1-8 月の国内ベビー用紙おむつ事業は前年同期比 40%増収、中国は紙おむつ増収を背景に全体で同 40%増収と好調が続く。ベビー用紙おむつ事業は 14/12 期 4Q から伸び率が高くなっているため、増収率は緩やかに低下する可能性はあるが、それは悲観する内容ではないと我々は予想している。

図表 34. 日本からの紙おむつ輸出金額 (億円)



出所: 貿易統計より、みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 35. 山形県酒田港からの紙おむつ輸出金額 (億円)



出所: 貿易統計より、みずほ証券エクイティ調査部作成

■ 東南アジア

成長機会が大きいのは、インドネシア、ベトナム、タイを中心とする GMS

ポスト中国として、各社は東南アジアの事業強化を急いでいる。先述している通り、当業界は消費額が GDP 成長率に比例するため、GDP 成長率と人口が重要なファクターである。人口と GDP 成長率のバランスとして今後強化すべき重要な国は、1)インドネシア、2)タイを中心とするグレートメコン経済圏(GMS)、3)ベトナムであると我々は考えている。

図表 36. ASEAN 諸国の GDP 成長率

	GDP (YoY growth %)								Population(millions)		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2015E	2020E	CAGR
Thailand	2.5	-2.3	7.8	0.1	6.5	2.9	0.7	3.7	68.8	69.3	0.2%
Myanmar	3.6	5.1	5.3	5.9	7.3	8.3	7.7	8.3	51.8	53.7	0.9%
Cambodia	6.7	0.1	6.0	7.1	7.3	7.4	7.0	7.2	15.5	16.7	1.9%
Laos	7.8	7.5	8.1	8.0	7.9	8.0	7.4	7.3	7.0	7.7	2.4%
Indonesia	7.4	4.7	6.4	6.2	6.0	5.6	5.0	5.2	255.5	272.6	1.6%
Malaysia	4.8	-1.5	7.4	5.2	5.6	4.7	6.0	4.8	31.1	33.9	2.1%
Vietnam	5.7	5.4	6.4	6.2	5.2	5.4	6.0	6.0	91.6	96.5	1.3%
Singapore	1.8	-0.6	15.2	6.2	3.4	4.4	2.9	3.0	5.5	5.7	0.8%
Philippines	4.2	1.1	7.6	3.7	6.8	7.2	6.1	6.7	101.4	112.0	2.5%

注: 予想は IMF  
出所: IMF

日用品シェアに残る植民地時代の影響

東南アジア諸国は欧州の植民地であった歴史的背景から、現在でもユニリーバが日用品のトップシェアを握る国が多い。ユニリーバは、食品事業を持っているが紙オムツ事業をも

っていないため、P&G が日用品でトップシェアを握る国よりも、日系の紙オムツメーカーが活躍する機会に恵まれやすい面もある。こうした点では米国の植民地であったフィリピンへの投資強化は効率的とはいえないだろう。

インドネシア:「サシェット」販売は BOP ビジネスの成功例

インドネシアとタイの市場についての特徴は [9月28日付の「トイレタリー:インドネシア・タイ出張報告」](#)で報告している。インドネシアについてはインフラ整備の遅れや生活スタイルから、現在でもトラディショナルトレードと呼ばれる小規模店舗を販売網として開拓していくことが肝要である。「サシェット」と呼ばれる小分量の製品は、シャンプーから紙オムツまで幅広く存在しており BOP ビジネスの一成功例となっている。また出生率が相対的に高い国であるため、ベビー用紙オムツ事業で注目されている国である。ユニ・チャームが同市場で約 6 割のシェアを握っているが、2014 年の花王の進出に続き、大王製紙が 2016 年より販売開始、王子製紙も現地インドフードと提携し進出の声明を出している。今後、ユニ・チャームは、シェア攻防戦のためマーケティングコストが嵩むことになるであろう。

ハラール認証の製造拠点としても重要

インドネシアはイスラム教徒が多いことからハラール製品の製造拠点としても重要である。実際、マンダムはインドネシア子会社の売上のうち約 3 割を中東向け輸出としている(15/3 期、15 年 7 月に火災事故が起こったため、16/3 期については変化している可能性が高い)。花王も、インドネシアをハラール製品の製造拠点として考えているもよう。花王のインドネシアのケミカル工場では、パーソナルケア製品の原材料としてハラール認証を勧める方針である。

タイは GMS へのコア拠点に

タイに関しては中所得国の罫ともいえる低成長に入っており、少子化も進んでいる。今後はタイの内需だけでは成長は物足りず、GMS のハブ拠点として成長を模索することになるだろう。2015 年末に発足が予定されているアセアン経済共同体(AEC)はアセアンに人口 6 億人の自由貿易圏をもたらすとして期待されている。また、タイ国内では高齢化向け製品も各社の成長戦略のキーワードとなるものと思われる。

図表 37. タイと主なアジアの国の出生率に関する情報

	合計特殊出生率 (%)	新生児数 (千人)	一人当たり総所得 (US dollar)
Thailand	1.399	687	5,370
Myanmar	1.938	917	a
Cambodia	2.861	389	950
Laos	3.02	181	1,460
M+C+L	-	1,487	-
Vietnam	1.743	1,424	1,730
Indonesia	2.338	4,691	3,580
Japan	1.43	1,062	46,140
China	1.668	18,440	6,560

注: a: ユニセフの区分により 1,045 ドル以下を示している  
出所: ユニセフ「世界子供白書 2015」より、みずほ証券エクイティ調査部作成

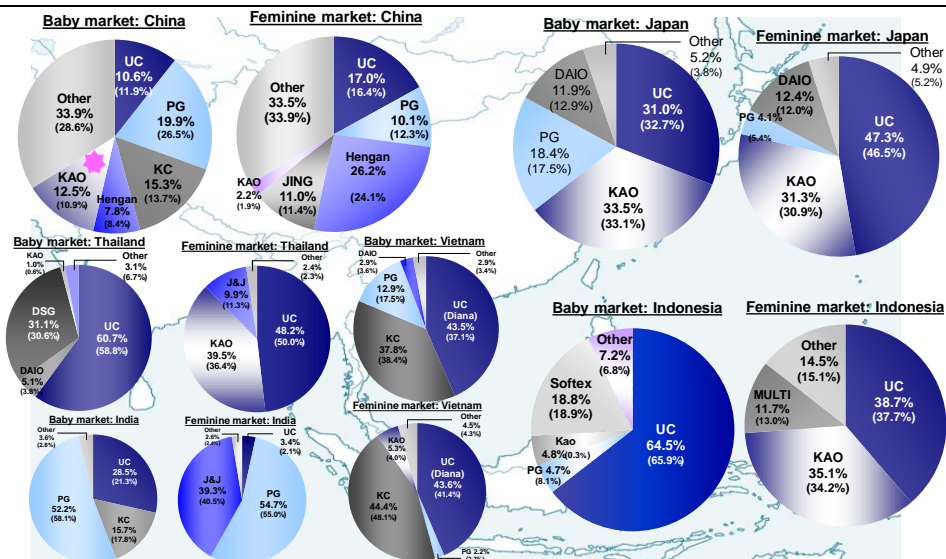
花王は、参入分野が少なく今後の広がりで成長余地は大きい

アジアにおける花王の戦略は、洗顔料・全身洗浄剤の「ビオレ」、衣料用洗剤「アタック」、生理用品「ロリエ」の 3 分野にフォーカスしていた。P&G は、タイやインドネシアで衣料用洗剤に進出せず、ヘアケアにフォーカスしていることもあり、花王は同分野での競争を避けている姿も見受けられる。そうした中で、花王にとってアジアの 4 つ目の柱はベビー用紙オムツ「メリーズ」となることがみえてきた。他の製品は各国の競合状況に合わせ、日焼け止めなど付加価値のとれる製品を投入することになるであろう。いずれにせよ、花王は、まだ日用品の未参入分野も多く、GDP 成長率が低下している中でも増収を継続することが可能であると我々は考えている。実際、1-9 月のタイ事業は経済情勢が悪い中でも、前年同期比 5%程度(現地通貨ベース)の増収を確保している。

資生堂の中国事業のビジネスモデルは東南アジアには適用できない

東南アジアにおいて資生堂にとって最大の売上はタイであるが、中国のビジネスモデルと異なり、ロレアルなどグローバル企業と同様、百貨店を中心とするプレステージ市場にフォーカスしている。中国は、当社のビジネスモデルであるチェーンストア制度を導入できる素地(独占禁止法がない、地方部に比較的人口が多い、地方部に百貨店はないが薬局など小規模店舗が多い)があったが、東南アジア各国にはその条件が揃っていない。従って、中国事業のような急速な売上拡大は期待できないものとみられる。また、過去の中国事業の戦略は急速な拡大の後、ブランド価値の毀損と流通在庫増の問題を多く抱えることになった事を考えると、採るべき選択肢でもないだろう。現在の方針である、ブランドマネージャーを中心として丁寧にブランド価値を上げていく戦略は、増収率を緩やかなものに留めるであろうが、従来よりもブランドの寿命を長期化していくことができ有効な戦略であると我々は考えている。

図表 38. アジアのペビー用紙おむつ、生理用品のシェア



注:2015年7月のシェア(日本のみ2015年8月)、カッコ内は前年同期出所:ユニ・チャームよりヒアリング

図表 39. 海外事業の営業利益率推移(四半期別)



注:各社セグメント情報より、会社消去前ベース  
出所:みずほ証券エクイティ調査部作成

ユニ・チャームはアジアで先行してベビー用紙オムツのシェアの獲得、収益化に成功したが、現在は競合の参入に取り囲まれている。特にユニ・チャームの利益率が高いタイやインドネシアのようなグローバル企業が不在だった国はあまりなく、海外事業では今しばらく利益率が低下する恐れがあると我々はみている。

### 海外の事業環境のまとめ

- 1) 中国事業については penetration(普及率)よりも、Trade Up(高価なものへの買い替え)が市場成長を牽引していくと考えられる。そのためプレミアム製品で後発参入した企業が今しばらくシェアを上げる可能性がある
- 2) 中国では EC の普及率が日用品・化粧品ともに急速に進んでいる。EC へのマーケティング強化だけでなく、店舗縮小などの痛みを伴う改革が必要である
- 3) 東南アジアでは GDP 成長率、人口の観点から、インドネシア、タイをハブとするグレートメコン経済圏、ベトナムが戦略的に重要である
- 4) これまでグローバル企業の進出が手薄であったベビー用紙オムツ市場には新規参入が相次ぎ、競争が激化している
- 5) 東南アジアには資生堂の中国におけるチェーンストア制度は通用せず、欧米メーカーと同様プレステージ化粧品として、緩やかな売上拡大が続くものと思われる

## 株主還元

キャッシュフローが安定的であることが期待される業界であるため、株主還元が優れているかどうか重要な投資観点である。配当性向については、コミットメントがあるなしに関わらず、各社安定的な推移をしているが、フリーキャッシュフローに対する配当総額をみると財務戦略の考え方の差がみえてくる。

配当性向に対し、フリーキャッシュフローに対する配当総額が低い会社は、配当の上昇余地があるものと考えられるが、資生堂の FY0(15/3 期)のように事業売却による特別利益の計上があった影響は除いて考えなければならない。資生堂は過去、高水準の配当性向を続け、キャッシュフローに余裕がなかった反省もあり 17/12 期までの中期計画期間中の増配は行わないことをマネジメントは示唆している。

配当とキャッシュバランスが優れているのは

花王、小林製薬、ポーラ・オルビス HD は配当性向とフリーキャッシュフローのバランスが取れている企業群に見受けられる。この 3 社の中では最も小林製薬の配当性向が低いため、小林製薬は配当性向を他社並みに引き上げるなど株主還元策の強化が望まれよう。

図表 40. 配当性向とフリーキャッシュフローに占める配当総額の割合

	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	ユニ・チャーム
	4452	4527	4911	4912	4917	4921	4922	4927	4967	8113
<b>配当性向</b>										
FY-4	66.1	22.1	155.5	44.6	52.5	77.5	34.5	29.1	28.9	13.1
FY-3	-	23.0	137.1	65.9	42.5	89.9	46.2	30.9	27.2	19.3
FY-2	75.3	24.7		63.4	40.2	-	35.0	41.4	27.6	13.7
FY-1	50.8	23.3	30.5	44.0	40.0	161.7	24.6	41.5	28.6	17.7
FY0	44.7	25.0	23.7	36.4	40.2	94.2	30.3	46.3	29.5	-
<b>フリーキャッシュフローに占める配当総額</b>										
FY-4	26.0	38.0	53.3	13.5	52.8	40.9	75.0	-	56.4	-
FY-3	39.8	239.3	62.3	87.2	140.9	-	83.4	30.1	19.4	161.9
FY-2	59.1	30.8	120.5	30.9	63.2	41.3	285.1	-	-	39.3
FY-1	28.0	35.0	20.7	26.5	89.0	27.2	9.4	24.9	53.7	18.3
FY0	41.6	90.4	18.3	-	498.6	-	5,923.1	46.8	32.6	24.4

注: FY0 は、14/12 期もしくは 15/3 期、決算期変更時の配当性向は記載していない、フリーキャッシュフローが赤字のときも「-」としている  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

連続増配にこだわる会社

花王と小林製薬は連続増配にもこだわっている。花王は 15/12 期で連続 26 期、小林製薬は 16/3 期で連続 17 期増配の見込みである。

自社株買いに前向きな花王

花王とユニ・チャームは自社株買いにも熱心である。ユニ・チャームは毎年の自社株買いをコミットメントもしているが、時折エクイティ・ファイナンスを行う際に金庫株を放出することを繰り返しているため、本来の意味での自社株買いによる株主還元を行っているとは言い難い面もある。花王については、カネボウ化粧品の買収時に膨らんだ有利子負債を 1,000 億円程度にまで減少させた 13/12 期以降は、2 年連続で自社株買いを実行している。15/12 期は、現段階でまだ自社株買いを発表していない。花王はフリーキャッシュフローに余剰があるときには、株主還元として自社株買いをしていくことを示唆しており、今後も継続的な自社株買いの実行が期待できるものと我々は考えている。



## コーポレートガバナンス

### 花王と資生堂に注目

各社から報告されているコーポレートガバナンス報告書において、特に詳細な内容を提出した2社について注目している。

花王：  
経営陣のトレーニングや海外投資家向けのトップのIR方針も説明

当社は取締役6名のうち半数の3名を社外取締役というバランスのとれた経営組織であることも評価されるが、コーポレートガバナンス報告書の詳細な説明が高く評価できるものと我々は考えている。20ページに渡る報告書では、経営戦略、中期計画、IRに対する考え方、経営陣に対する委任の範囲や、取締役会の多様性や規模、役員等の指名や幹部の選任人の手続き、報酬制度等の考え方について詳細に説明されている。また、珍しいのは取締役・監査役に対するトレーニングの方針も示されていることである。また従来からの経営指標はEVAであることも明示され、資本コストを意識した経営であることが述べられている。経営トップが海外投資家向けに定期的説明会を開催していることも説明されており、北米及び欧州については社長がそれぞれ年1回訪問、アジアは経営幹部が適宜訪問していることも記載されている。

資生堂：  
業界内の相対評価を入れた画期的な役員報酬制度

資生堂も同報告書は28ページの詳細に渡る。我々が特に注目しているのは15/12期に変更された、新役員報酬制度の説明である。過去の役員報酬制度は、定量的な達成度を見る面が多かったが、今回は業績数値にはすぐに反映されない戦略的な取り組みの成果について評価する割合が増加した。またこの報酬制度が画期的なのは、ストックオプションの付与個数の基準として花王、ロレアル、エスティローダーと比較して営業利益の成長率をみるなど、業界内での相対比較を取り入れていることである。比較する先は、決して追いつくことが容易い競合ではない。こうした高い目標を経営が掲げていることは、ガバナンスが大きく改善した証拠として注目できると我々は考えている。

# 業績予想

図表 41. カバレッジ 業績予想一覧

(百万円、%)

コード	社名	投資判断	株価(円) (10月21日)	決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS (円)	PER (倍)	ROE (%)	EV/EBITDA (倍)
4452	花王	Buy (目標株価) 7,300円	5,782.0	2013/12	1,315,217	124,656	128,053	64,764	126.0	26.3	10.7	7.8
				2014/12	1,401,707	133,270	138,784	79,590	156.5	30.4	12.4	10.6
				2015/12E	1,497,000	159,000	162,800	91,800	184.1	31.4	13.4	11.8
				2016/12E	1,586,000	194,000	196,800	115,800	234.6	24.6	15.9	10.3
				2017/12E	1,671,000	221,000	223,800	132,800	271.8	21.3	17.0	9.2
4911	資生堂	Neutral (目標株価) 2,430円	2,846.5	2014/3	762,047	49,644	51,426	26,149	65.7	27.7	8.4	8.8
				2015/3	777,687	27,613	29,239	33,668	84.4	25.3	9.3	12.7
				2015/12E	733,000	29,700	30,400	11,500	28.8	98.7	3.0	14.0
				2016/12E	846,000	46,400	47,600	21,700	54.4	52.3	5.5	13.4
				2017/12E	877,000	54,000	55,200	26,600	66.7	42.7	6.5	12.2
4921	ファンケル	Buy (目標株価) 2,060円	1,878.0	2014/3	81,118	3,943	4,262	1,343	21.0	58.3	1.8	6.6
				2015/3	77,632	4,001	4,283	2,301	36.1	42.5	3.2	9.7
				2016/3E	90,600	3,200	3,400	1,900	30.2	62.2	2.7	14.3
				2017/3E	97,800	6,300	6,500	3,400	54.9	34.2	4.9	9.4
				2018/3E	102,100	7,200	7,400	3,900	63.0	29.8	5.4	8.6
4967	小林製薬	Neutral (目標株価) 8,500円	8830.0	2014/3	127,293	18,122	18,769	12,307	300.6	19.8	10.2	9.1
				2015/3	128,344	17,917	18,843	12,448	305.5	28.2	9.4	14.0
				2016/3E	132,500	18,900	19,700	13,000	319.3	27.7	9.0	13.2
				2017/3E	136,600	19,400	20,200	13,200	324.2	27.2	8.6	12.5
				2018/3E	140,800	19,800	20,600	13,500	331.6	26.6	8.3	11.9
8113	ユニ・チャーム	Neutral (目標株価) 2,100円	2,388.0	2014/3	599,455	67,240	67,913	38,216	192.3	28.7	11.5	10.4
				2014/12	553,661	61,347	65,527	32,731	54.3	53.6	8.2	19.2
				2015/12E	736,000	75,000	70,200	38,000	63.5	37.6	9.0	12.6
				2016/12E	782,000	78,600	75,800	42,600	71.6	33.3	9.7	12.0
				2017/12E	832,000	82,800	79,600	44,100	74.7	32.0	9.4	11.5

注 1:ユニ・チャームの 14/3 期 EPS は株式分割前

注 2:資生堂の 15/12 期、ユニ・チャームの 14/12 期は決算期変更により 9 カ月

注 3:実績の PER, EV/EBITDA は期末株価を使用

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 42. 花王(4452) 連結損益計算書

(百万円)

	FY12/13	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E	FY12/15CE
売上高	1,315,217	1,401,707	1,497,000	1,586,000	1,671,000	1,470,000
売上原価	572,769	632,205	672,000	709,000	744,000	-
売上総利益	742,448	769,502	825,000	877,000	927,000	-
販管費	617,792	636,232	666,000	683,000	706,000	-
営業利益	124,656	133,270	159,000	194,000	221,000	150,000
営業外収益	6,251	7,765	6,000	5,000	5,000	-
受取利息・配当金	1,133	1,014	1,000	1,000	1,000	-
持ち分法による投資利益	2,272	2,225	2,000	2,000	2,000	-
その他	2,846	4,526	3,000	2,000	2,000	-
営業外費用	2,854	2,251	2,200	2,200	2,200	-
支払利息及び割引料	1,213	1,295	1,200	1,200	1,200	-
持分法による投資損失	0	0	0	0	0	-
その他	1,641	956	1,000	1,000	1,000	-
経常利益	128,053	138,784	162,800	196,800	223,800	153,000
特別利益	893	332	0	0	0	-
特別損失	14,007	12,355	5,000	5,000	5,000	-
税引前利益	114,939	126,761	157,800	191,800	218,800	-
法人税、住民税	49,133	46,339	65,000	75,000	85,000	-
少数株主損益	1,042	832	1,000	1,000	1,000	-
当期利益	64,764	79,590	91,800	115,800	132,800	87,000
対売上比 (%)						
売上原価	43.5	45.1	44.9	44.7	44.5	-
売上総利益	56.5	54.9	55.1	55.3	55.5	-
販管費	47.0	45.4	44.5	43.1	42.3	-
営業利益	9.5	9.5	10.6	12.2	13.2	10.2
経常利益	9.7	9.9	10.9	12.4	13.4	10.4
当期利益	4.9	5.7	6.1	7.3	7.9	5.9
実効税率 (%)	42.7	36.6	41.2	39.1	38.8	-
前年度比 (%)						
売上高	-	6.6	6.8	5.9	5.4	4.9
売上総利益	-	3.6	7.2	6.3	5.7	-
販管費	-	3.0	4.7	2.6	3.4	-
営業利益	-	6.9	19.3	22.0	13.9	12.6
経常利益	-	8.4	17.3	20.9	13.7	10.2
当期利益	-	22.9	15.3	26.1	14.7	9.3
減価償却費 (のれん含む)	77,297	79,660	75,000	69,000	69,000	75,000
資本支出(百万円)	63,687	68,484	85,000	85,000	85,000	85,000
EBITDA	201,953	212,930	234,000	263,000	290,000	225,000
期中平均発行済株式数(自己株除き) (百万株)	513.9	508.7	498.6	493.6	488.6	-
1株当たり利益 (円)	126.0	156.5	184.1	234.6	271.8	173.5
1株当たり純資産 (円)	1,227.5	1,313.6	1,430.0	1,530.7	1,661.5	-
1株あたり配当 (円)	64.0	70.0	76.0	84.0	92.0	76.0
ROE	10.7%	12.4%	13.4%	15.9%	17.0%	-
ROA (RP)	11.8%	11.9%	13.4%	15.7%	17.1%	-

注: FY12/12 は決算期変更のため9カ月決算。  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 43. 花王(4452) セグメント情報

(百万円)

	FY12/13	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E
<b>売上高</b>					
コンシューマープロダクツ	1,091,919	1,154,489	1,231,000	1,311,000	1,386,000
ビューティケア	570,268	589,907	598,000	610,000	619,000
ヒューマンヘルスケア	210,628	240,077	293,000	348,000	400,000
ファブリック&ホームケア	311,023	324,505	340,000	353,000	367,000
ケミカル事業	223,298	247,218	266,000	275,000	285,000
合 計	1,315,217	1,401,707	1,497,000	1,586,000	1,671,000
<b>前年比(%)</b>					
コンシューマープロダクツ	-	5.7	6.6	6.5	5.7
ビューティケア	-	3.4	1.4	2.0	1.5
ヒューマンヘルスケア	-	14.0	22.0	18.8	14.9
ファブリック&ホームケア	-	4.3	4.8	3.8	4.0
ケミカル事業	-	10.7	7.6	3.4	3.6
合 計	-	6.6	6.8	5.9	5.4
<b>営業利益</b>					
コンシューマープロダクツ	102,966	111,269	135,000	169,000	195,000
ビューティケア	23,933	28,437	31,000	48,000	59,000
ヒューマンヘルスケア	16,850	21,880	39,000	53,000	63,000
ファブリック&ホームケア	62,183	60,952	65,000	68,000	73,000
ケミカル事業	21,509	22,060	24,000	25,000	26,000
消去	181	-59	0	0	0
合 計	124,656	133,270	159,000	194,000	221,000
<b>営業利益率</b>					
コンシューマープロダクツ	9.4%	9.6%	11.0%	12.9%	14.1%
ビューティケア	4.2%	4.8%	5.2%	7.9%	9.5%
ヒューマンヘルスケア	8.0%	9.1%	13.3%	15.2%	15.8%
ファブリック&ホームケア	20.0%	18.8%	19.1%	19.3%	19.9%
ケミカル事業	9.6%	8.9%	9.0%	9.1%	9.1%
合 計	9.5%	9.5%	10.6%	12.2%	13.2%
<b>所在地別売上高</b>					
日 本	959,400	997,300	1,035,000	1,085,000	1,126,000
アジア	199,700	244,900	297,000	336,000	380,000
米州	108,600	124,200	141,000	146,000	151,000
欧州	134,200	152,100	149,000	151,000	153,000
消去	-86,600	-116,800	-125,000	-132,000	-139,000
売上高合計	1,315,200	1,401,707	1,497,000	1,586,000	1,671,000
<b>同 営業利益</b>					
日 本	101,300	111,400	125,700	151,700	167,200
アジア	12,800	11,300	22,700	30,200	40,700
米州	5,200	6,100	6,100	6,500	6,900
欧州	7,300	3,900	5,800	6,000	6,200
消去又は全社	-2,000	500	-1,300	-400	0
営業利益合計	124,700	133,270	159,000	194,000	221,000
<b>所在地別営業利益率</b>					
日 本	10.6%	11.2%	12.1%	14.0%	14.8%
アジア	6.4%	4.6%	7.6%	9.0%	10.7%
米州	4.8%	4.9%	4.3%	4.5%	4.6%
欧州	5.4%	2.6%	3.9%	4.0%	4.1%
全体営業利益率	9.5%	9.5%	10.6%	12.2%	13.2%

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 44. 花王(4452) 連結貸借対照表

(百万円)

	FY12/13	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E
流動資産	593,965	641,734	666,300	705,900	758,600
現金・預金	126,314	107,412	119,300	132,900	160,900
受取手形・売掛金	181,882	204,060	212,100	224,700	236,700
有価証券	90,145	110,639	110,600	110,600	110,600
棚卸資産	139,108	157,787	158,400	167,900	176,800
その他の流動資産	58,185	63,484	67,800	71,800	75,700
貸倒引当金	-1,669	-1,648	-1,900	-2,000	-2,100
固定資産	539,311	556,499	561,400	572,300	583,300
有形固定資産	277,284	307,615	336,600	371,600	406,600
無形固定資産	192,618	167,930	148,900	129,900	110,900
投資・その他資産	69,409	80,954	75,900	70,800	65,800
資産合計	1,133,276	1,198,233	1,227,700	1,278,200	1,341,900
流動負債	338,314	380,536	359,400	367,600	375,400
固定負債	152,322	145,304	144,800	144,800	144,800
負債合計	490,636	525,840	504,200	512,400	520,200
株主資本	656,971	653,950	705,200	747,500	803,400
その他の包括利益累計額	-28,261	4,281	4,200	4,200	4,200
新株予約権	1,120	944	900	900	900
少数株主持分	12,810	13,218	13,200	13,200	13,200
純資産	642,640	672,393	723,500	765,800	821,700
(自己資本)	628,709	658,232	709,400	751,700	807,600
負債・純資産合計	1,133,276	1,198,233	1,227,700	1,278,200	1,341,900

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 45. 花王(4452) 連結キャッシュフロー表

(百万円)

	FY12/13	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E
営業活動によるキャッシュフロー					
税金等調整前当期純利益	114,939	126,761	157,800	191,800	218,800
減価償却費	77,297	79,660	75,000	69,000	69,000
減損損失	0	0	0	0	0
持分法による投資損益	-2,272	-2,225	-2,000	-2,000	-2,000
必要運転資本増減	-24,008	-27,100	-1,200	-13,900	-13,100
税金その他	12,789	-31,978	-65,000	-75,000	-85,000
営業活動CF	178,745	145,118	164,600	169,900	187,700
投資活動によるキャッシュフロー					
有価証券	5,002	0	0	0	0
有形・無形固定資産	-60,554	-55,658	-85,000	-85,000	-85,000
投資有価証券	0	0	0	0	0
子会社株式	-891	0	0	0	0
その他(長期貸付 など)	-1,335	-8,150	0	0	0
投資活動CF	-57,778	-63,808	-85,000	-85,000	-85,000
財務活動によるキャッシュフロー					
短期債務増減	-2,311	-273	100	0	0
固定債務増減	10	-8	-100	0	0
自己株式	-30,039	-50,044	-30,000	-30,000	-30,000
配当金支払い	-33,824	-33,856	-37,700	-41,300	-44,700
その他	-1,295	-841	0	0	0
財務活動CF	-67,459	-85,022	-67,700	-71,300	-74,700
現金及び現金同等物に係る換算差額	13,032	4,776	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	66,540	1,064	11,900	13,600	28,000

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成



図表 46. 資生堂(491) 連結損益計算書

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY12/15 E	FY12/16 E	FY12/17 E	FY12/15 CE
売上高	762,047	777,687	733,000	846,000	877,000	765,000
売上原価	189,559	196,433	184,700	214,900	219,300	-
売上総利益	572,487	581,254	548,300	631,100	657,700	-
販管費	522,843	553,640	518,600	584,700	603,700	-
営業利益	49,644	27,613	29,700	46,400	54,000	30,000
営業外収益	5,173	4,938	3,500	4,000	4,000	-
受取利息・配当金	1,609	1,759	1,300	1,800	1,800	-
持ち分法による投資利益	82	212	200	200	200	-
その他	3,482	2,967	2,000	2,000	2,000	-
営業外費用	3,391	3,312	2,800	2,800	2,800	-
支払利息及び割引料	1,731	1,207	800	800	800	-
その他	1,660	2,105	2,000	2,000	2,000	-
経常利益	51,426	29,239	30,400	47,600	55,200	30,500
特別利益	7,313	26,923	1,000	0	0	-
特別損失	8,312	7,125	6,000	5,000	5,000	-
税引前利益	50,427	49,038	25,400	42,600	50,200	-
法人税、住民税	21,690	12,811	11,400	17,900	20,100	-
少数株主利益	2,587	2,558	2,500	3,000	3,500	-
当期利益	26,149	33,668	11,500	21,700	26,600	11,000
対売上比(%)						
売上原価	24.9	25.3	25.2	25.4	25.0	-
売上総利益	75.1	74.7	74.8	74.6	75.0	-
販管費	68.6	71.2	70.8	69.1	68.8	-
営業利益	6.5	3.6	4.1	5.5	6.2	3.9
経常利益	6.7	3.8	4.1	5.6	6.3	4.0
当期利益	3.4	4.3	1.6	2.6	3.0	1.4
実効税率(%)	43.0	26.1	44.9	42.0	40.0	-
前年度比(%)						
売上高	12.4	2.1	-	-	3.7	-
売上総利益	12.0	1.5	-	-	4.2	-
販管費	7.8	5.9	-	-	3.2	-
営業利益	90.6	-44.4	-	-	16.4	-
経常利益	81.0	-43.1	-	-	16.0	-
当期利益	-278.1	28.8	-	-	22.6	-
減価償却費(のれん含む)	38,189	38,079	37,000	37,000	37,000	37,000
資本支出(百万円)	29,616	30,602	35,200	35,000	35,000	35,200
EBITDA	87,833	65,692	66,700	83,400	91,000	65,000
期中平均発行株式数(自己株除き)(百万株)	398.3	398.7	398.8	398.8	398.8	-
EPS(円)	65.7	84.4	28.8	54.4	66.7	27.6
BPS(円)	849.4	970.0	966.1	1,009.7	1,051.6	-
DPS(円)	20	20	20	20	20	20
ROE	8.4%	9.3%	3.0%	5.5%	6.5%	-
ROA(RP)	6.8%	3.6%	3.7%	5.8%	6.6%	-

注: 決算期変更により、2015/12期は9カ月決算  
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 47. 資生堂(4911) セグメント情報

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E
事業別売上高					
国内化粧品	349,718	339,294	265,000	356,000	366,000
グローバル	402,213	427,899	460,500	480,000	501,000
その他	10,114	10,493	7,500	10,000	10,000
連結合計	762,047	777,687	733,000	846,000	877,000
前年同期比(%)					
国内化粧品	1.1	-3.0	-	-	2.8
グローバル	24.8	6.4	-	-	4.4
その他	6.5	3.7	-	-	0.0
連結合計	12.4	2.1	-	-	3.7
事業別営業損益					
国内化粧品	39,460	30,039	29,000	38,000	43,000
グローバル	7,659	-4,687	-1,300	6,400	9,000
その他	2,081	2,234	2,000	2,000	2,000
合計	49,201	27,586	29,700	46,400	54,000
消去/全社	442	26	0	0	0
連結合計	49,644	27,613	29,700	46,400	54,000
営業利益率(%)					
国内化粧品	11.3	8.9	10.9	10.7	11.7
グローバル	1.9	-1.1	-0.3	1.3	1.8
その他	20.6	21.3	26.7	20.0	20.0
連結合計	6.5	3.6	4.1	5.5	6.2
地域別売上高					
日本	377,272	365,615	287,000	382,000	393,000
アメリカ	118,682	133,088	146,000	153,000	162,000
欧州	102,137	108,936	106,000	108,000	110,000
アジア・オセアニア	163,954	170,046	194,000	203,000	212,000
うち中国	111,495	114,776	128,000	132,000	136,000
合計	762,047	777,687	733,000	846,000	877,000
前年同期比(%)					
日本	1.1	-3.1	-	-	2.9
アメリカ	27.7	12.1	9.7	4.8	5.9
欧州	29.1	6.7	-2.7	1.9	1.9
アジア・オセアニア	23.9	3.7	14.1	4.6	4.4
うち中国	22.9	2.9	11.5	3.1	3.0
合計	12.4	2.1	-	-	3.7
地域別営業損益					
日本	25,700	14,700	14,000	21,700	26,900
アメリカ	900	-2,100	1,800	2,300	2,800
欧州	7,500	5,800	5,300	5,400	6,600
アジア・オセアニア	12,200	6,100	6,600	13,700	14,400
うち中国	7,000	600	1,400	6,600	6,800
合計	46,300	24,513	27,700	43,100	50,700
消去/全社	3,300	3,100	2,000	3,300	3,300
連結合計	49,600	27,613	29,700	46,400	54,000
営業利益率(%)					
日本	6.8	4.0	4.9	5.7	6.8
アメリカ	0.8	-1.6	1.2	1.5	1.7
欧州	7.3	5.3	5.0	5.0	6.0
アジア・オセアニア	7.4	3.6	3.4	6.7	6.8
うち中国	6.3	0.5	1.1	5.0	5.0
連結合計	6.5	3.6	4.1	5.5	6.2

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 48. 資生堂(4911) 連結貸借対照表

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY12/15 E	FY12/16 E	FY12/17 E
流動資産	402,588	415,069	401,800	429,200	452,300
現金・預金	95,774	103,603	107,000	92,000	103,400
受取手形・売掛金	138,282	131,951	124,400	143,500	148,800
有価証券	33,129	18,266	18,300	18,300	18,300
棚卸資産	90,244	106,696	100,600	116,100	120,300
その他の流動資産	46,646	56,286	53,100	61,200	63,500
貸倒引当金	-1,487	-1,733	-1,600	-1,900	-2,000
固定資産	398,758	408,567	403,500	398,500	393,500
有形固定資産	134,879	136,986	147,100	157,100	167,100
無形固定資産	166,732	167,121	152,000	137,000	122,000
投資・その他資産	97,145	104,458	104,400	104,400	104,400
資産合計	801,346	823,636	805,300	827,700	845,800
流動負債	249,783	265,381	219,700	224,700	226,100
固定負債	192,855	148,885	180,100	180,100	180,100
負債合計	442,638	414,267	399,800	404,800	406,200
純資産	358,707	409,369	405,500	422,900	439,600
自己資本	338,561	386,860	385,300	402,700	419,400
負債・純資産合計	801,346	823,636	805,300	827,700	845,800

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 49. 資生堂(4911)連結キャッシュフロー表

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY12/15 E	FY12/16 E	FY12/17 E
営業活動キャッシュフロー					
税金等調整前当期純利益	50,427	49,038	25,400	42,600	50,200
減価償却費+のれん	38,189	38,079	37,000	37,000	37,000
減損損失	969	2,531	0	0	0
持分法による投資損益	-82	-212	-200	-200	-200
必要運転資本増減	-18,300	-26,600	11,700	-29,600	-8,100
税金その他	13,117	-30,702	-13,900	-20,900	-23,600
営業活動CF	84,320	32,134	60,000	28,900	55,300
投資活動キャッシュフロー					
有価証券	67	1,300	0	0	0
有形・無形固定資産 取得・売却	-14,895	-15,258	-35,200	-35,000	-35,000
投資有価証券	4,936	1,546	0	0	0
子会社株式取得	0	0	0	0	0
その他(長期貸付 など)	-6,907	23,950	0	0	0
投資活動CF	-16,799	11,538	-35,200	-35,000	-35,000
財務活動によるキャッシュフロー					
短期債務増減	-395	23,039	-43,700	0	0
固定債務増減	-31,844	-72,929	31,200	0	0
株式発行	0	0	0	0	0
自己株式取得	781	375	0	0	0
配当金支払い	-13,949	-7,988	-8,000	-8,000	-8,000
その他	-2,055	-916	-900	-900	-900
財務活動CF	-47,462	-58,419	-21,400	-8,900	-8,900
現金及び現金同等物に係る換算差額	9,852	4,818	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	29,910	-9,927	3,400	-15,000	11,400

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 50. ファンケル(4921) 連結損益計算書

(百万円)

	FY 3/14	FY 3/15	FY3/16 E	FY3/17 E	FY3/18 E	FY3/16 CE
売上高	81,118	77,632	90,600	97,800	102,100	90,000
売上原価	25,724	23,336	26,400	27,500	28,700	-
売上総利益	55,593	54,295	64,200	70,300	73,400	-
販管費	51,450	50,294	61,000	64,000	66,200	-
広告費	8,264	7,906	15,500	16,500	16,500	15,440
販売促進費	9,426	9,451	11,000	11,900	12,400	11,830
営業利益	3,943	4,001	3,200	6,300	7,200	1,500
営業外収益	435	324	300	300	300	-
受取利息・配当金	59	19	0	0	0	-
その他	376	305	300	300	300	-
営業外費用	116	42	100	100	100	-
支払利息及び割引料	0	0	0	0	0	-
その他	116	42	100	100	100	-
経常利益	4,262	4,283	3,400	6,500	7,400	1,650
特別利益	2	168	0	0	0	-
特別損失	1,939	368	0	500	500	-
税引前利益	2,326	4,083	3,400	6,000	6,900	-
法人税、住民税	982	1,781	1,500	2,600	3,000	-
少数株主利益	0	0	0	0	0	-
当期利益	1,343	2,301	1,900	3,400	3,900	900
対売上比 (%)						
売上原価	31.7%	30.1%	29.1%	28.1%	28.1%	-
売上総利益	68.5%	69.9%	70.9%	71.9%	71.9%	-
販管費	63.4%	64.8%	67.3%	65.4%	64.8%	-
広告費	10.2%	10.2%	16.9%	16.9%	16.2%	17.2%
販売促進費	11.6%	12.2%	12.1%	12.2%	12.1%	13.1%
営業利益	4.9%	5.2%	3.5%	6.4%	7.1%	1.7%
経常利益	5.3%	5.5%	3.8%	6.6%	7.2%	1.8%
当期利益	1.7%	3.0%	2.1%	3.5%	3.8%	1.0%
税率 (%)	42.2%	43.6%	44.1%	43.3%	43.5%	-
前年度比 (%)						
売上高	-2.0%	-4.3%	16.7%	7.9%	4.4%	15.9%
売上総利益	0.1%	-2.3%	17.7%	10.0%	4.4%	-
販管費	-0.4%	-2.2%	20.7%	5.4%	3.4%	-
営業利益	2.2%	1.5%	-20.0%	96.9%	14.3%	-62.5%
経常利益	-3.7%	0.5%	-20.6%	91.2%	13.8%	-61.5%
当期利益	-161.2%	71.3%	-17.4%	78.9%	14.7%	-60.9%
減価償却費	2,972	2,973	3,300	3,300	3,300	3,250
のれん償却費	0	0	0	0	0	-
設備投資	2,439	7,612	3,900	3,300	3,300	3,900
EBITDA	6,915	6,974	6,500	9,600	10,500	4,750
1株当たり利益(円)	21.0	36.1	30.2	54.9	63.0	14.1
1株当たり純資産(円)	1,127.3	1,134.5	1,119.6	1,140.6	1,181.0	-
1株当たり配当(円)	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 51. ファンケル(4921) セグメント情報

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY3/16E	FY3/17E	FY3/18E
<b>事業別売上高</b>					
化粧品関連事業	47,525	47,471	55,500	60,400	62,800
栄養補助食品関連事業	25,386	23,285	28,000	30,000	31,700
その他事業	8,207	6,876	7,100	7,400	7,600
連結合計	81,118	77,632	90,600	97,800	102,100
<b>YoY (%)</b>					
化粧品関連事業	1.7	-0.1	16.9	8.8	4.0
栄養補助食品関連事業	-4.6	-8.3	20.2	7.1	5.7
その他事業	-13.5	-16.2	3.3	4.2	2.7
連結合計	-2.0	-4.3	16.7	7.9	4.4
<b>事業別営業損益</b>					
化粧品関連事業	4,661	5,557	6,500	8,700	9,200
栄養補助食品関連事業	1,125	-4	100	800	1,100
その他事業	-4	152	-1,700	-1,500	-1,400
合計	5,782	5,705	4,900	8,000	8,900
消去/全社	-1,839	-1,704	-1,700	-1,700	-1,700
連結合計	3,943	4,001	3,200	6,300	7,200
<b>営業利益率(%)</b>					
化粧品関連事業	9.8	11.7	11.7	14.4	14.6
栄養補助食品関連事業	4.4	-0.0	0.4	2.7	3.5
その他事業	-0.0	2.2	-23.9	-20.3	-18.4
連結合計	4.9	5.2	3.5	6.4	7.1

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成



図表 52. ファンケル(4921) 連結貸借対照表

(百万円)

	FY 3/14	FY 3/15	FY3/16 E	FY3/17 E	FY3/18 E
流動資産	50,975	47,951	45,500	47,100	49,900
固定資産	34,824	37,360	38,000	38,000	38,000
資産合計	85,800	85,311	83,500	85,100	87,900
流動負債	11,381	10,394	11,900	12,200	12,500
固定負債	2,265	1,702	1,700	1,700	1,700
負債合計	13,646	12,096	13,600	13,900	14,200
純資産	72,154	73,214	69,900	71,200	73,700
(自己資本)	71,645	72,634	69,300	70,600	73,100
負債・純資産合計	85,800	85,311	83,500	85,100	87,900

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 53. ファンケル(4921) 連結キャッシュフロー表

(百万円)

	FY 3/14	FY 3/15	FY3/16 E	FY3/17 E	FY3/18 E
営業活動キャッシュ・フロー					
税金等調整前当期純利益	2,326	4,083	3,400	6,000	6,900
減価償却費	2,972	2,973	3,300	3,300	3,300
のれん償却額	0	0	0	0	0
減損損失	189	17	0	0	0
持分法による投資損益	0	0	0	0	0
必要運転資本増減	623	427	-1,700	-1,200	-1,100
税金その他	485	-1,554	-1,500	-2,600	-2,900
営業活動によるキャッシュ・フロー合計	6,595	5,946	3,500	5,500	6,200
投資活動キャッシュ・フロー					
有価証券	3,861	0	0	0	0
有形・無形固定資産 取得・売却	-2,435	-7,612	-3,900	-3,300	-3,300
投資有価証券	0	1,000	100	0	0
子会社株式取得	-8	0	0	0	0
その他(長期貸付 など)	-16	640	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー合計	1,402	-5,972	-3,800	-3,300	-3,300
財務活動によるキャッシュ・フロー					
短期債務増減	0	0	0	0	0
固定債務増減	0	0	0	0	0
株式発行	0	0	0	0	0
自己株式取得・売却	-1,707	438	-2,500	0	0
配当金支払い	-2,179	-2,158	-2,100	-2,100	-2,100
その他	-70	-100	-100	-100	-100
財務活動によるキャッシュ・フロー合計	-3,956	-1,820	-4,700	-2,200	-2,200
現金及び現金同等物に係る換算差額	107	129	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	4,149	-1,717	-5,000	0	700

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 54. 小林製薬(4967) 連結損益計算書

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY3/16E	FY3/17E	FY3/18E	FY3/16 CE
売上高	127,293	128,344	132,500	136,600	140,800	133,000
売上原価	54,193	54,718	56,700	58,300	60,100	-
売上総利益	73,099	73,626	75,800	78,300	80,700	-
販管費	54,977	55,708	56,900	58,900	60,900	-
営業利益	18,122	17,917	18,900	19,400	19,800	18,900
営業外収益	2,067	1,965	1,800	1,800	1,800	-
受取利息・配当金	566	551	500	500	500	-
持ち分法による投資利益	152	0	0	0	0	-
その他	1,349	1,414	1,300	1,300	1,300	-
営業外費用	1,421	1,039	1,000	1,000	1,000	-
支払利息及び割引料	739	712	700	700	700	-
その他	682	327	300	300	300	-
経常利益	18,769	18,843	19,700	20,200	20,600	18,900
特別利益	1,230	1,349	0	0	0	-
特別損失	333	136	0	0	0	-
税引前利益	19,666	20,056	19,700	20,200	20,600	-
法人税、住民税	7,360	7,608	6,700	7,000	7,100	-
当期利益	12,307	12,448	13,000	13,200	13,500	13,000
対売上比(%)						
売上原価	42.6%	42.6%	42.8%	42.7%	42.7%	-
売上総利益	57.4%	57.4%	57.2%	57.3%	57.3%	-
販管費	43.2%	43.4%	42.9%	43.1%	43.3%	-
営業利益	14.2%	14.0%	14.3%	14.2%	14.1%	14.2%
経常利益	14.7%	14.7%	14.9%	14.8%	14.6%	14.2%
当期利益	9.7%	9.7%	9.8%	9.7%	9.6%	9.8%
税率(%)	37.4%	37.9%	34.0%	34.7%	34.5%	-
前年度比(%)						
売上高	4.7%	0.8%	3.2%	3.1%	3.1%	3.6%
売上総利益	4.7%	0.7%	3.0%	3.3%	3.1%	-
販管費	3.9%	1.3%	2.1%	3.5%	3.4%	-
営業利益	7.2%	-1.1%	5.5%	2.6%	2.1%	5.5%
経常利益	0.5%	0.4%	4.5%	2.5%	2.0%	0.3%
当期利益	1.1%	1.1%	4.4%	1.5%	2.3%	4.4%
減価償却費 (のれん償却含む)	3,096	3,095	3,100	3,100	3,100	3,100
資本支出	4,331	3,620	3,600	3,000	3,000	3,600
EBITDA	21,218	21,012	22,000	22,500	22,900	22,000
期中発行済株式数 (百万株)	40.9	40.8	40.7	40.7	40.7	-
1株当たり利益 (円)	300.6	305.5	319.3	324.2	331.6	319.3
1株当たり純資産 (円)	3,098.3	3,423.5	3,652.0	3,880.4	4,111.3	-
1株配当 (円)	86.0	90.0	94.0	98.0	102.0	92.0
ROE	10.2	9.4	9.0	8.6	8.3	-
ROA(RP)	11.4	10.5	10.3	10.1	9.8	-

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 55. 小林製薬(4967) セグメント情報

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY3/16E	FY3/17E	FY3/18E	FY3/16 CE
売上高						
家庭用品製造販売	117,172	119,493	123,100	126,700	130,400	123,800
うち国内	104,662	104,108	105,600	106,600	107,300	106,300
うち国際事業部	12,510	15,385	17,500	20,100	23,100	17,500
通信販売	10,747	8,977	9,400	9,900	10,400	9,200
医療関連	1,428	1,539	1,600	1,600	1,600	1,600
その他	5,351	5,343	5,400	5,400	5,400	5,400
合計	134,699	135,353	139,500	143,600	147,800	140,000
消去／全社	-7,406	-7,009	-7,000	-7,000	-7,000	-7,000
連結合計	127,293	128,344	132,500	136,600	140,800	133,000
YOY(%)						
家庭用品製造販売	5.7	2.0	3.0	2.9	2.9	3.6
うち国内	3.3	-0.5	1.4	0.9	0.7	2.1
うち国際事業部	31.7	23.0	13.7	14.9	14.9	13.7
通信販売	5.6	-16.5	4.7	5.3	5.1	2.5
医療関連	-41.6	7.8	4.0	0.0	0.0	4.0
その他	-17.9	-0.1	1.1	0.0	0.0	1.1
合計	3.6	0.5	3.1	2.9	2.9	3.4
連結合計	4.7	0.8	3.2	3.1	3.1	3.6
営業利益						
家庭用品製造販売	17,067	16,939	18,100	18,500	18,800	18,050
うち国内	16,847	16,539	17,500	17,800	18,000	17,450
うち国際事業部	220	400	600	700	800	600
通信販売	368	486	400	500	600	400
医療関連	282	182	200	200	200	200
その他	298	238	200	200	200	250
合計	18,015	17,845	18,900	19,400	19,800	18,900
消去／全社	107	72	0	0	0	0
連結合計	18,122	17,917	18,900	19,400	19,800	18,900
営業利益率 (%)						
家庭用品製造販売	14.6	14.2	14.7	14.6	14.4	14.6
うち国内	16.1	15.9	16.6	16.7	16.8	16.4
うち国際事業部	1.8	2.6	3.4	3.5	3.5	3.4
通信販売	3.4	5.4	4.3	5.1	5.8	4.3
医療関連	19.7	11.8	12.5	12.5	12.5	12.5
その他	5.6	4.5	3.7	3.7	3.7	4.6
合計	13.4	13.2	13.5	13.5	13.4	13.5
連結合計	14.2	14.0	14.3	14.2	14.1	14.2

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 56. 小林製薬(4967) 連結貸借対照表

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY3/16E	FY3/17E	FY3/18E
流動資産	105,614	115,990	125,300	135,100	145,000
現金・預金	51,748	58,449	66,000	74,100	82,300
受取手形・売掛金	34,428	35,969	37,100	38,300	39,500
有価証券	3,703	4,500	4,500	4,500	4,500
棚卸資産	10,531	12,484	12,900	13,300	13,700
その他の流動資産	5,260	4,634	4,800	4,900	5,100
貸倒引当金	-56	-46	0	0	-100
固定資産	65,304	70,340	70,700	70,600	70,500
有形固定資産	14,945	16,023	16,900	17,200	17,500
償却可能資産	9,937	11,509	12,400	12,700	13,000
土地・その他	5,008	4,514	4,500	4,500	4,500
無形固定資産	5,426	5,582	5,100	4,700	4,300
のれん	3,970	4,023	3,600	3,200	2,800
商標権	187	83	0	0	0
その他	1,269	1,476	1,500	1,500	1,500
投資・その他資産	44,932	48,735	48,700	48,700	48,700
投資有価証券	38,877	41,580	41,600	41,600	41,600
貸倒引当金	-135	-133	-100	-100	-100
その他	6,190	7,288	7,200	7,200	7,200
資産合計	170,919	186,331	196,000	205,700	215,500
流動負債	34,216	35,890	36,300	36,700	37,100
支払手形・買掛金	11,368	13,521	14,000	14,400	14,800
短期借入金	6	40	0	0	0
リース債務	158	82	100	100	100
その他	22,684	22,247	22,200	22,200	22,200
固定負債	9,749	10,829	10,800	10,800	10,800
社債等	0	0	0	0	0
長期借入金	0	0	0	0	0
リース債務	609	513	500	500	500
退職給与引当金	-	-	-	-	-
退職給付に関わる負債	5,861	5,496	5,500	5,500	5,500
その他	3,279	4,820	4,800	4,800	4,800
負債合計	43,965	46,720	47,100	47,500	47,900
株主資本	121,695	129,320	138,600	147,900	157,300
その他の包括利益累計額合計(評価・換算差額等)	5,174	10,076	10,100	10,100	10,100
新株予約権	83	191	200	200	200
少数株主持分	0	22	0	0	0
純資産	126,953	139,611	148,900	158,200	167,600
(自己資本)	126,869	139,397	148,700	158,000	167,400
負債・資本計	170,919	186,331	196,000	205,700	215,500

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 57. 小林製薬(4967) 連結キャッシュフロー表

(百万円)

	FY3/14	FY3/15	FY3/16E	FY3/17E	FY3/18E
<b>営業活動キャッシュ・フロー</b>					
税金等調整前当期純利益	19,666	20,056	19,700	20,200	20,600
減価償却費	2,677	2,641	2,700	2,700	2,700
のれん償却費	419	454	400	400	400
減損損失	211	20	0	0	0
持分法による投資損益	-152	150	0	0	0
必要運転資本増減	-3,153	-1,341	-1,100	-1,200	-1,200
税金その他	-6,155	-6,535	-6,700	-7,000	-7,100
営業活動によるキャッシュ・フロー合計	13,513	15,445	15,000	15,100	15,400
<b>投資活動キャッシュ・フロー</b>					
有価証券	1,000	1,000	0	0	0
有形・無形固定資産 取得・売却	-3,277	-3,655	-3,600	-3,000	-3,000
投資有価証券	-328	35	0	0	0
子会社株式取得、売却	0	0	0	0	0
その他(長期貸付 など)	-4,354	-1,920	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー合計	-6,959	-4,540	-3,600	-3,000	-3,000
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>					
短期債務増減	1	34	0	0	0
自己株式取得	-2	-1,501	0	0	0
配当金支払い	-3,521	-3,552	-3,800	-4,000	-4,200
その他	-287	-136	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー合計	-3,809	-5,155	-3,800	-4,000	-4,200
現金及び現金同等物に係る換算差額	831	751	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	3,576	6,500	7,600	8,100	8,200

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 58. ユニ・チャーム(8113) 連結損益計算書

(百万円)

	FY3/14	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E	FY12/15CE
売上高	599,455	553,661	736,000	782,000	832,000	760,000
売上原価	331,807	308,421	407,000	434,800	461,800	-
売上総利益	267,647	245,240	329,000	347,200	370,200	-
販管費	200,407	183,892	254,000	268,600	287,400	-
営業利益	67,240	61,347	75,000	78,600	82,800	86,000
営業外収益	4,644	7,675	2,700	2,700	2,700	-
受取利息・配当金	1,664	1,643	1,700	1,700	1,700	-
その他	2,980	6,032	1,000	1,000	1,000	-
営業外費用	3,971	3,496	7,500	5,500	5,900	-
支払利息及び割引料	3,267	3,234	5,000	5,200	5,400	-
その他	703	261	2,500	300	500	-
経常利益	67,913	65,527	70,200	75,800	79,600	80,000
特別利益	5,684	5,037	0	0	0	-
特別損失	5,695	536	1,000	1,000	1,000	-
税引前利益	67,902	70,027	69,200	74,800	78,600	-
法人税、住民税	23,905	28,867	24,200	26,200	27,500	-
少数株主損益	5,780	8,428	7,000	6,000	7,000	-
当期利益	38,216	32,731	38,000	42,600	44,100	44,000
対売上比(%)						
売上原価	55.4	55.7	55.3	55.6	55.5	-
売上総利益	44.6	44.3	44.7	44.4	44.5	-
販管費	33.4	33.2	34.5	34.3	34.5	-
営業利益	11.2	11.1	10.2	10.1	10.0	11.3
経常利益	11.3	11.8	9.5	9.7	9.6	10.5
当期利益	6.4	5.9	5.2	5.4	5.3	5.8
税率(%)	35.2	41.2	35.0	35.0	35.0	-
前年度比(%)						
売上高	20.9	-	-	6.3	6.4	-
売上総利益	17.9	-	-	5.5	6.6	-
販管費	19.6	-	-	5.7	7.0	-
営業利益	13.0	-	-	4.8	5.3	-
経常利益	4.5	-	-	8.0	5.0	-
当期利益	-11.4	-	-	12.1	3.5	-
減価償却費 (のれん含む)	26,747	24,162	33,300	33,000	33,000	33,300
資本支出	51,908	41,756	53,000	50,000	50,000	53,000
EBITDA(百万円)	93,987	85,509	108,300	111,600	115,800	119,300
期中平均発行株式数 (自己株除き) (百万株)	198.7	602.5	598.8	594.7	590.6	-
1株当たり利益 (円)	192.3	54.3	63.5	71.6	74.7	73.2
1株当たり純資産 (円)	1,858.4	698.5	708.9	762.0	819.4	-
1株当たり配当 (円)	38.0	12.7	14.8	16.0	17.0	14.8
ROE	11.5%	8.2%	9.0%	9.7%	9.4%	-
ROA (RP)	11.8%	9.9%	9.8%	10.1%	10.1%	-

注 1: 14/12 期の EPS は 2014 年 9 月 30 日を基準日とする 1:3 の株式分割を反映しています。なお、14/3 期の EPS は遡及修正していません。

注 2: FY14/12 は決算期変更のため 9 カ月決算

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成



図表 59. ユニ・チャーム(8113) セグメント情報	(百万円)				
	FY3/14	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E
<b>事業別売上高</b>					
パーソナルケア	515,253	486,960	647,300	690,800	738,200
ペットケア	78,672	62,564	83,200	85,700	88,300
その他	5,530	4,136	5,500	5,500	5,500
連結合計	599,455	553,661	736,000	782,000	832,000
<b>前年比(%)</b>					
パーソナルケア	23.5	-	-	6.7	6.9
ペットケア	7.5	-	-	3.0	3.0
その他	2.4	-	-	0.0	0.0
連結合計	20.9	-	-	6.3	6.4
<b>営業利益</b>					
パーソナルケア	65,732	58,262	69,100	72,200	75,900
ペットケア	1,130	2,810	5,500	6,000	6,500
その他	355	253	400	400	400
合計	67,217	61,327	75,000	78,600	82,800
消去/全社	22	20	0	0	0
連結合計	67,240	61,347	75,000	78,600	82,800
<b>営業利益率(%)</b>					
パーソナルケア	12.8	12.0	10.7	10.5	10.3
ペットケア	1.4	4.5	6.6	7.0	7.4
その他	6.4	6.1	7.3	7.3	7.3
連結合計	11.2	11.1	10.2	10.1	10.0
<b>所在地別売上高</b>					
日本	255,767	198,745	291,000	300,000	310,000
アジア	256,253	272,904	344,000	373,000	405,000
その他	87,435	82,011	101,000	109,000	117,000
連結合計	599,455	553,661	736,000	782,000	832,000
<b>売上高前年比(%)</b>					
日本	7.9	-	46.4	3.1	3.3
アジア	35.5	-	26.1	8.4	8.6
その他	25.6	-	23.2	7.9	7.3
連結合計	20.9	-	32.9	6.3	6.4
<b>地域別営業利益</b>					
日本	35,316	27,151	41,000	41,900	43,500
アジア	31,548	32,729	29,900	32,000	34,000
その他	481	1,520	4,100	4,700	5,300
合計	67,345	61,401	75,000	78,600	82,800
消去/全社	-105	-54	0	0	0
連結合計	67,240	61,347	75,000	78,600	82,800
<b>営業利益率(%)</b>					
日本	13.8	13.7	14.1	14.0	14.0
アジア	12.3	12.0	8.7	8.6	8.4
その他	0.6	1.9	4.1	4.3	4.5
連結合計	11.2	11.1	10.2	10.1	10.0

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 60. ユニ・チャーム(8113) 連結貸借対照表

(百万円)

	FY3/14	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E
流動資産	265,191	321,772	357,200	371,300	387,900
現金・預金	108,901	138,781	147,500	157,000	162,000
受取手形・売掛金	67,687	88,563	104,300	104,300	110,900
有価証券	3,013	0	0	0	0
棚卸資産	51,627	62,432	73,600	78,200	83,200
その他の流動資産	34,053	32,117	32,000	32,000	32,000
貸倒引当金	-90	-121	-200	-200	-200
固定資産	355,228	377,336	378,100	397,500	417,000
有形固定資産	204,417	240,082	265,000	287,000	309,000
償却可能資産	158,132	197,590	222,600	244,600	266,600
土地・その他	25,451	26,343	26,300	26,300	26,300
建設仮勘定	20,834	16,149	16,100	16,100	16,100
無形固定資産	95,484	96,178	72,200	69,700	67,200
のれん	73,463	72,148	69,600	67,100	64,600
その他	22,021	24,030	2,600	2,600	2,600
投資・その他資産	55,326	41,074	40,900	40,800	40,800
投資有価証券	22,105	24,942	24,900	24,900	24,900
繰延税金資産	27,776	7,313	7,300	7,300	7,300
貸倒引当金	-99	-91	-200	-300	-300
その他	5,544	8,910	8,900	8,900	8,900
資産合計	620,419	699,108	735,300	768,800	804,900
流動負債	148,903	190,183	177,600	182,500	187,900
支払手形・買掛金	78,433	91,586	79,000	83,900	89,300
短期借入金	7,709	27,979	28,000	28,000	28,000
その他	62,761	70,618	70,600	70,600	70,600
固定負債	39,364	16,081	61,500	61,500	61,500
社債(含ワラント債)・転換社債	0	0	50,000	50,000	50,000
長期借入金	21,000	5,420	0	0	0
繰延税金負債	1,460	2,082	2,000	2,000	2,000
退職給与引当金	-	-	-	-	-
退職給付に関わる負債	4,995	4,348	5,000	5,000	5,000
その他	11,909	4,231	4,500	4,500	4,500
負債合計	188,267	206,264	239,100	244,000	249,400
株主資本	348,242	368,242	371,600	400,200	430,900
その他の包括利益累計額合計(旧評価換算差額等)	25,893	51,410	51,400	51,400	51,400
新株予約権	295	238	200	200	200
少数株主持分	57,719	72,952	73,000	73,000	73,000
純資産	432,152	492,844	496,200	524,800	555,500
自己資本	374,136	419,652	423,000	451,600	482,300
負債・純資産合計	620,419	699,108	735,300	768,800	804,900

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

図表 61. ユニ・チャーム(8113) 連結キャッシュフロー表

(百万円)

	FY3/14	FY12/14	FY12/15E	FY12/16E	FY12/17E
<b>営業活動によるキャッシュフロー</b>					
税金等調整前当期純利益	67,902	70,027	69,200	74,800	78,600
減価償却費	26,747	24,162	33,300	33,000	33,000
減損損失	4,557	0	0	0	0
必要運転資本増減	6,403	-10,803	-39,500	300	-6,200
税金・利息 他	-9,950	-14,494	-23,200	-25,200	-26,500
営業活動CF	95,659	68,892	39,800	82,900	78,900
<b>投資活動によるキャッシュフロー</b>					
有価証券	0	3,013	0	0	0
有形・無形固定資産 取得・売却	-59,881	-41,784	-53,000	-50,000	-50,000
投資有価証券	-168	1,068	0	0	0
子会社株式取得	0	0	0	0	0
その他(長期貸付 など)	1,829	962	0	0	0
投資活動CF	-58,220	-36,741	-53,000	-50,000	-50,000
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>					
短期債務増減	805	174	0	0	0
固定債務増減	-7,853	4,508	44,600	0	0
自己株式取得	-12,002	-8,008	-13,000	-13,000	-13,000
配当金支払い	-6,849	-7,834	-8,800	-9,500	-10,000
その他	-2,806	-894	-900	-900	-900
財務活動CF	-12,505	-12,054	21,900	-23,400	-23,900
現金及び現金同等物に係る換算差額	4,353	9,449	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	29,286	29,546	8,700	9,500	5,000

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

## 本レポートで言及した銘柄

コード	会社名	投資判断	株価 10/22
4452	花王	買い	5,819円
4527	ロート製薬	NR	1,875円
4911	資生堂	中立	2,829.5円
4912	ライオン	NR	1,142円
4917	マンダム	NR	4,490円
4921	ファンケル	買い	1,894円
4922	コーセー	NR	11,350円
4927	ポーラ・オルビスホールディングス	NR	7,600円
4967	小林製薬	中立	8,860円
8113	ユニ・チャーム	中立	2,433円

注: NR = 弊社カバレッジ銘柄ではありません

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

### 重要開示事項

- みずほ証券および / またはその子会社・関連会社の投資銀行業務を担う部門は、次の会社より過去12カ月間に報酬を受けたか、又は今後3カ月以内に受ける予定又は可能性があります: 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、ユニ・チャーム

## 投資判断の表記方法

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

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

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

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

## アナリスト確認事項

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

## 留意事項

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

ここに記載されているデータ、意見等はみずほ証券がすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものではありませんが、みずほ証券はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客様ご自身で独自に検討する必要があります。本資料において言及された証券に関連する投資や取引を実行する前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。

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

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

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

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

本資料の日本での配布は、みずほ証券がこれを行いません。英国では、プルーデンス規制機構(the Prudential Regulation Authority)の認可を受け、金融行為監督機構(the Financial Conduct Authority)及びプルーデンス規制機構の規制のもとにあり、ロンドン証券取引所の会員であるMizuho International plc, Bracken House, One Friday Street, London EC4M 9JA によって配布されます。本資料は欧州経済領域のその他の加盟国の顧客に配布されることがあります。本資料は金融行為監督機構規則により規定されている個人投資家向けではありません。Mizuho International plcが定める利益相反の防止および回避に関する社内管理規定の詳細についてはウェブサイト <https://uk.mizuho-sc.com> をご覧下さい。米国での配布については、Mizuho Securities USA Inc., 320 Park Avenue, New York, NY 10022, USAがこれを行い、同社が本資料の内容にも責任を負っております。関心のある米国の投資家の方々は、Mizuho Securities USA Inc.の営業担当者までご連絡下さい。香港および日本以外のアジア諸国への配布は、Mizuho Securities Asia Limited, 12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, Central, Hong Kong, S.A.R., The People's Republic of China がこれを行います。

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

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

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

## MIZUHO みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

エクイティ調査部 〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア