

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

# 一橋大学財務リーダーシップ・プログラム

赤ちゃんを巡る戦い  
ユニ・チャーム vs ピジョン

2019年09月

インベストメントリサーチ部  
シニアアナリスト  
佐藤 和佳子  
03-6627-5265  
sato-wakako@sc.mufg.jp

## 産業構造

- 市場成長性
- 業界内競争
- アジアにおける成長ポテンシャル

## 収益性の違いを生じさせる要因

- 営業利益率の推移
- ピジョン(7956)の事業の参入障壁
- 地政学的要因
- 業界内の競争状況

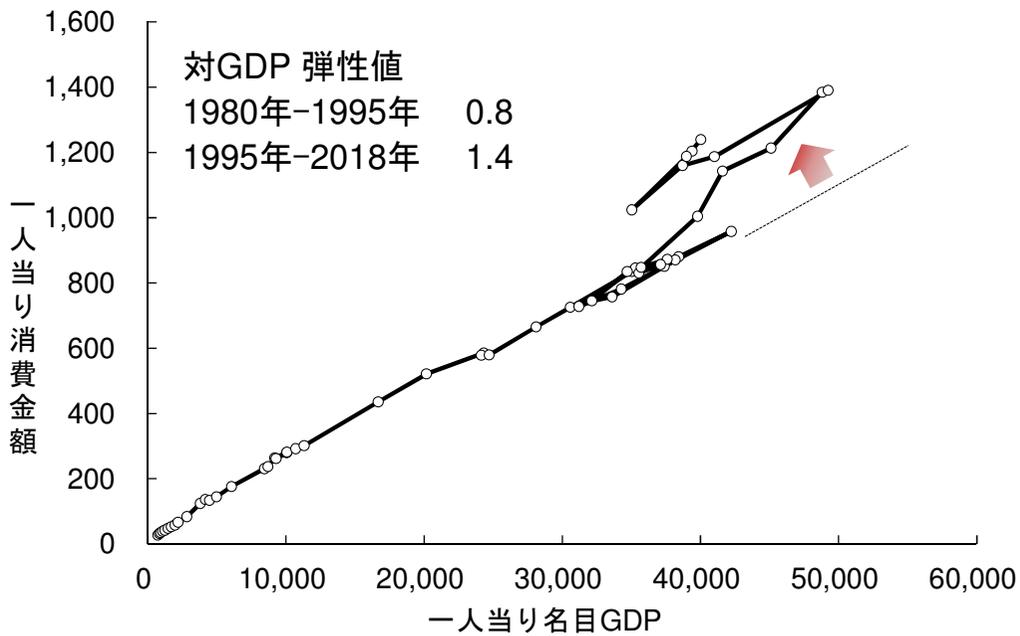
## 競争状況を見極める

- マーケティング費用と営業利益率の関係

## 参考資料

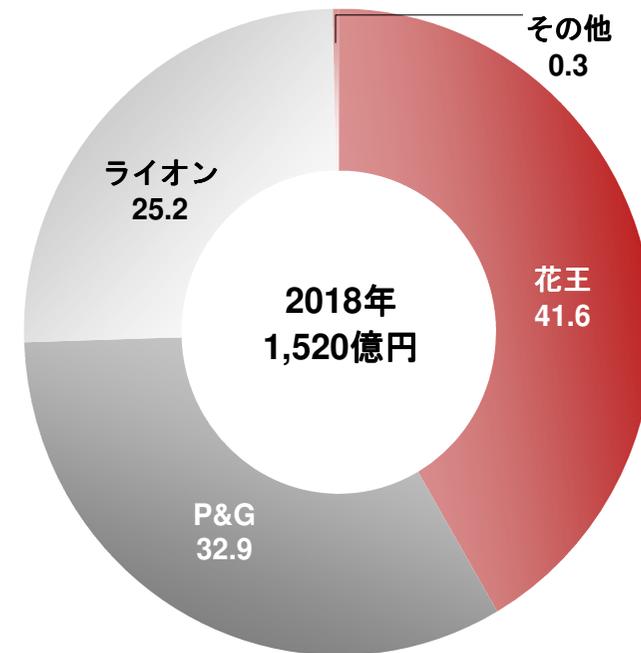
## 日用品（日本）

日本・日用品市場 対 名目GDP (US\$)



出所：家計調査より、MUMSS作成

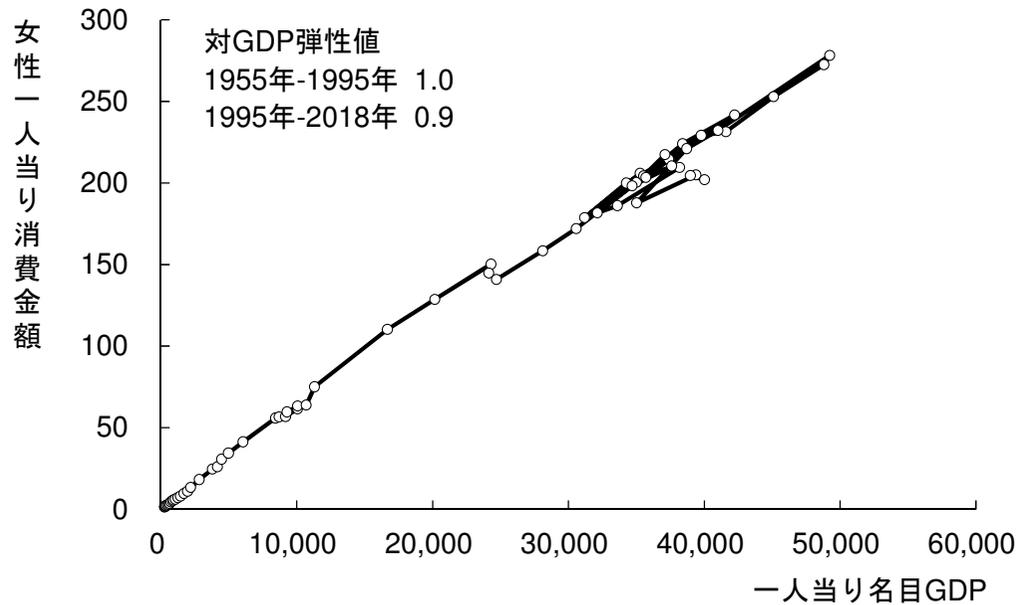
日本・衣料用ヘビー洗剤(液体)



出所：国際商業より、MUMSS作成

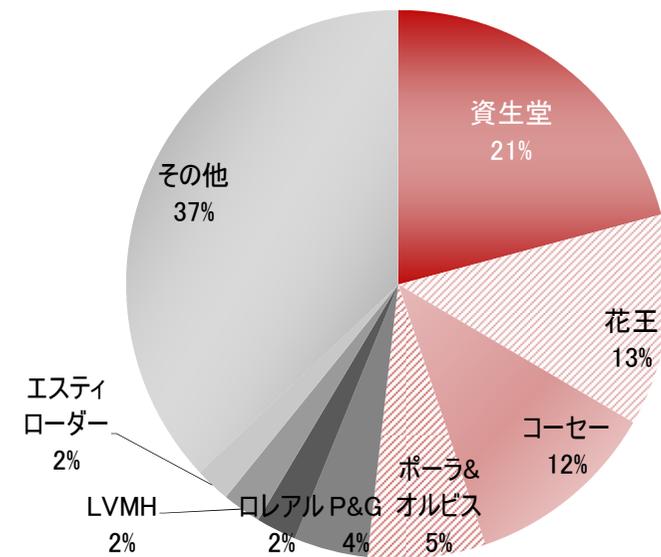
## 化粧品（日本）

日本・化粧品市場 対 名目GDP (US\$)



出所：化学工業統計より、MUMSS作成

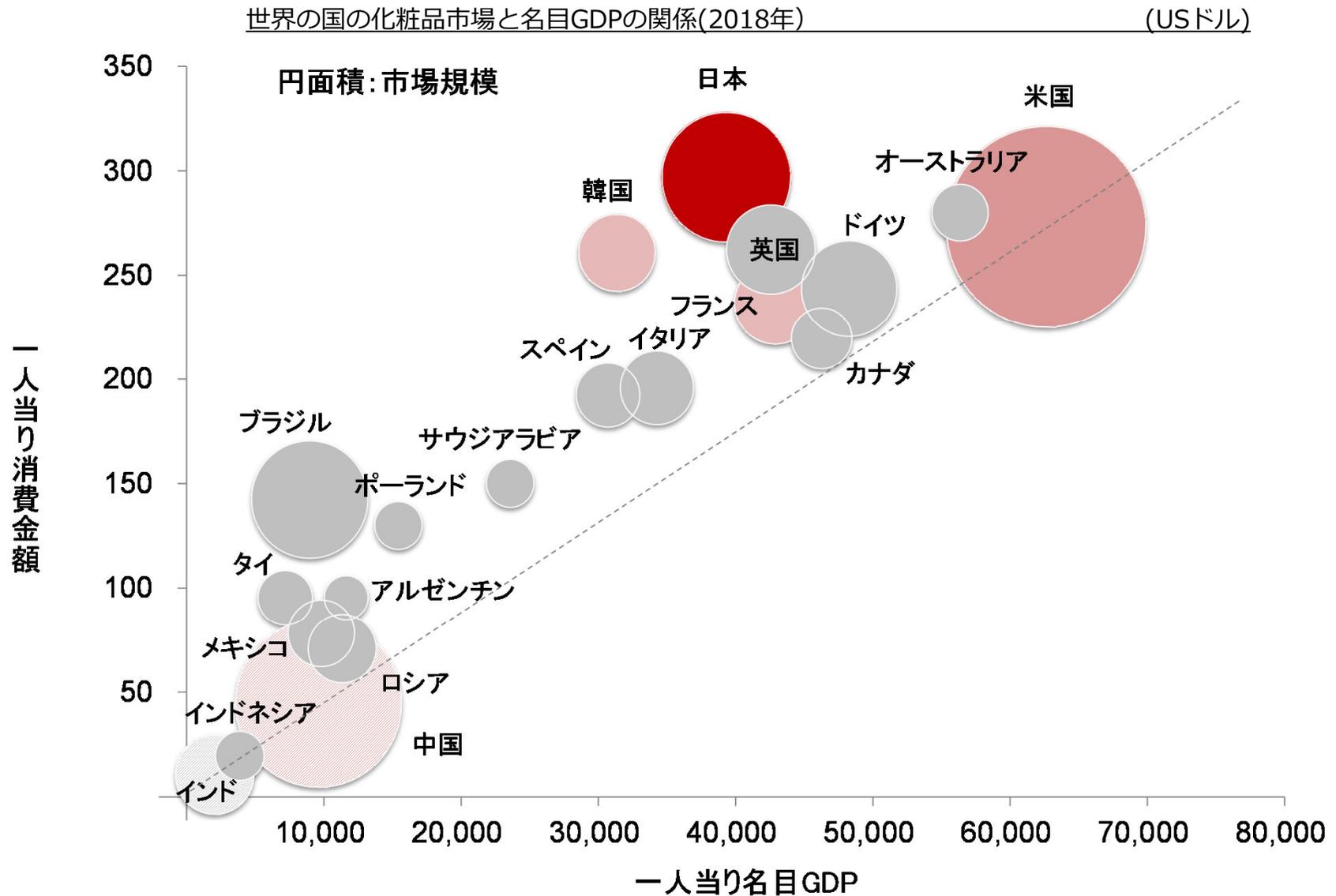
日本・プレステージ化粧品市場(2018年)



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

## 2. -(1) アジアにおける成長ポテンシャル

### 名目GDPに沿って成長し、海外成長を取り込むことが可能



出所:ユーロモニターより、MUMSS作成

### アジア市場のポテンシャル

図表46: アジア主要国の名目GDP成長率 (%)

	GDP (YoY growth)						2015E	2019E	2020E	2021E
	2013	2014	2015	2016	2017	2018				
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 2019年6月

### 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ドル)
Thailand	1.5	715	5,780
Myanmar	2.2	944	1,270
Cambodia	2.6	371	1,020
Laos	2.9	179	1,660
Vietnam	2	1,582	1,890
Indonesia	2.4	5,037	3,630
Japan	1.5	1,033	42,000
China	1.6	16,601	7,400

注: 2015年  
出所: ユニセフ、世界銀行より、MUMSS作成

## 2. -(3) アジアにおける成長ポテンシャル

### 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	香港	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%	24%	5%	8%	12%	-	-	6%	-	-	-	24%	18%	-	1%
ロート製薬	4527	38%	33%	16%	0%	4%	4%	10%	7%	-	-	-	13%	12%	-	0%
資生堂	4911	54%	32%	6%	3%	-	-	-	6%	7%	-	-	23%	20%	-	2%
ライオン	4912	25%	9%	1%	49%	-	14%	-	3%	19%	4%	-	-	-	-	1%
マンダム	4917	40%	11%	-	10%	47%	10%	-	-	6%	-	3%	-	-	6%	7%
ファンケル	4921	11%	32%	33%	-	-	-	-	-	-	-	-	33%	-	-	2%
コーセー	4922	28%	22%	8%	-	-	-	-	8%	18%	-	-	40%	-	0%	4%
ポーラ・オルビスHD	4927	4%	59%	24%	4%	-	-	-	-	17%	-	-	20%	-	-	-
小林製薬	4967	15%	44%	0%	4%	1%	4%	-	4%	-	1%	-	38%	-	-	4%
アース製薬	4985	3%	35%	-	57%	-	-	8%	-	-	-	-	-	-	-	-
ピジョン	7956	55%	57%	2%	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%	2.7%	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ではなく、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

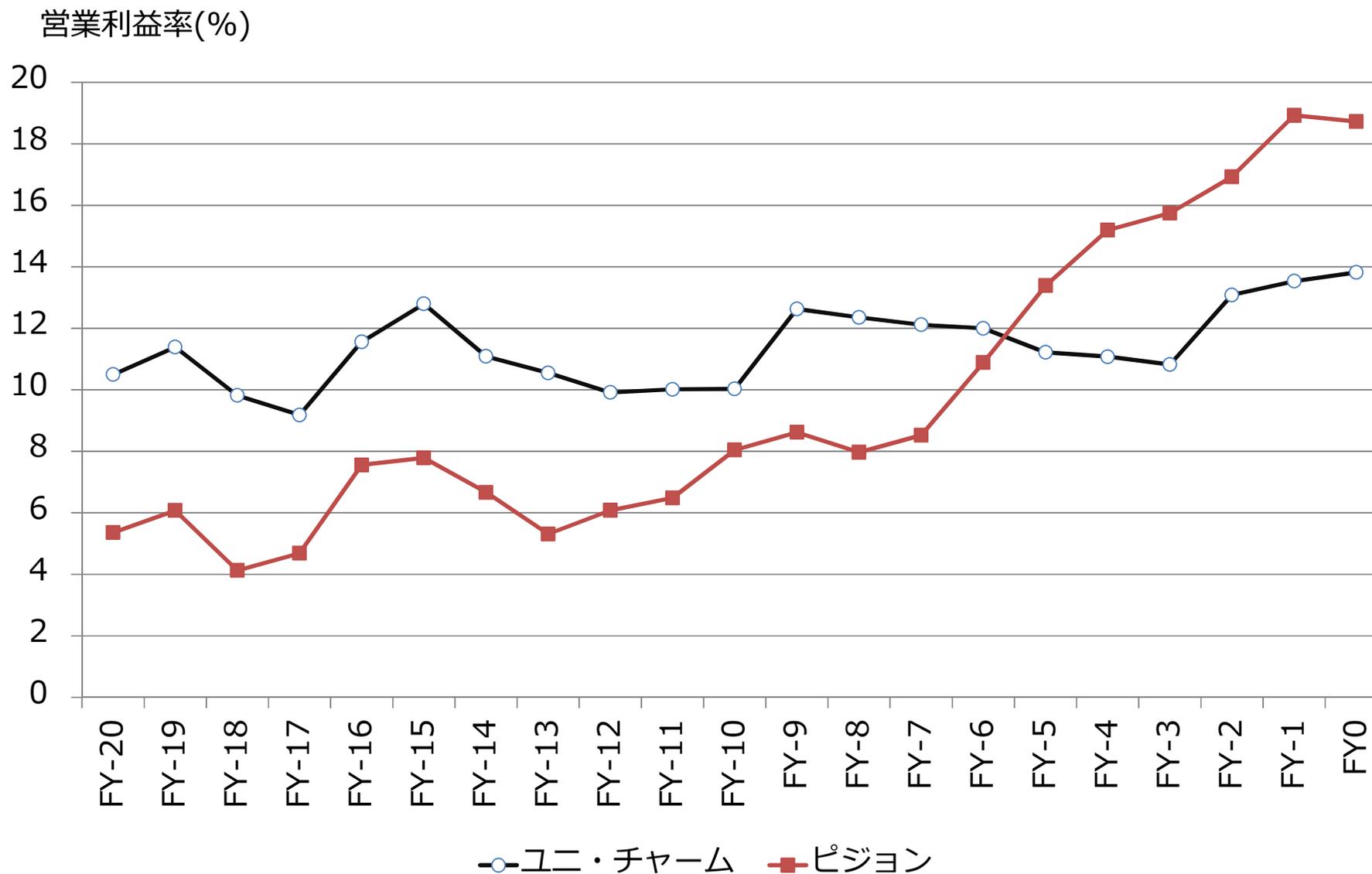
注2：花王はコンシューマープロダクツ事業のみ

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

### 3. -(1) 営業利益率の推移



注：FY0 直近決算期 ピジョン：19/1期 ユニ・チャーム：18/12期  
出所：会社資料より、MUMSS作成

## WHOコード： 母乳育児の推奨

広告、販促の禁止

妊婦への直接販売禁止

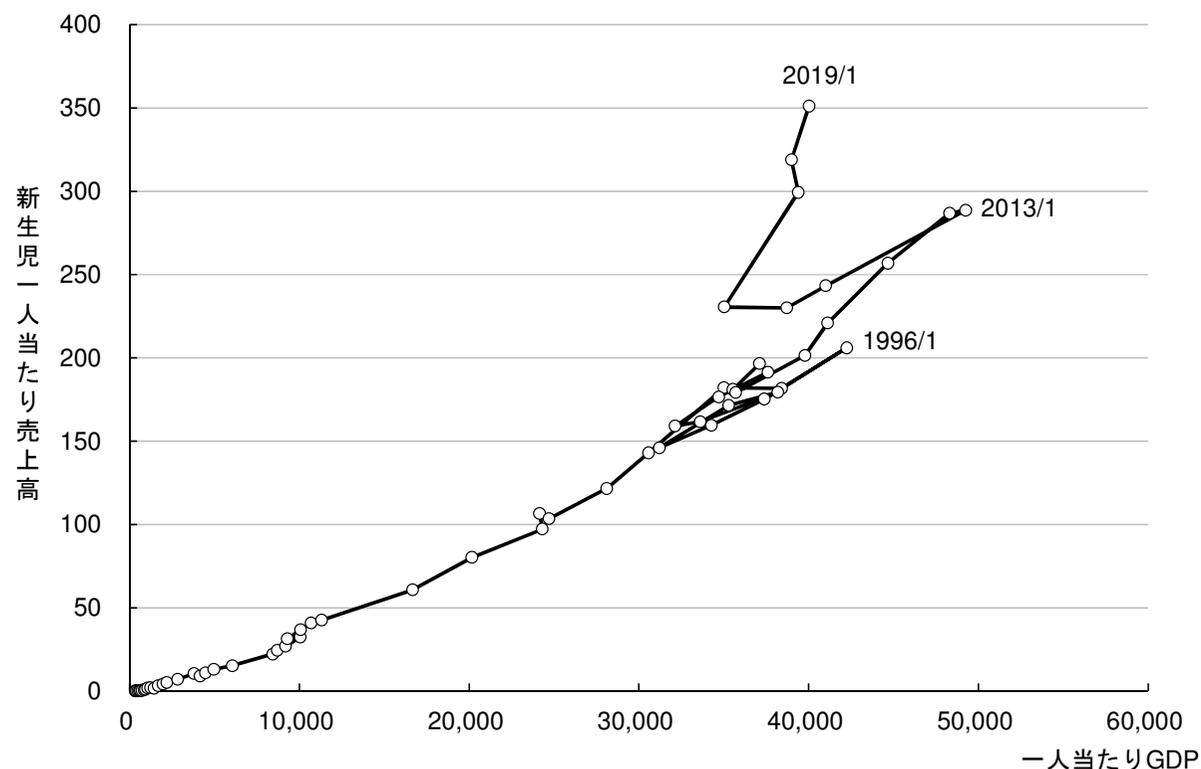
サンプル提供の禁止

..... etc



出所:ピジョン

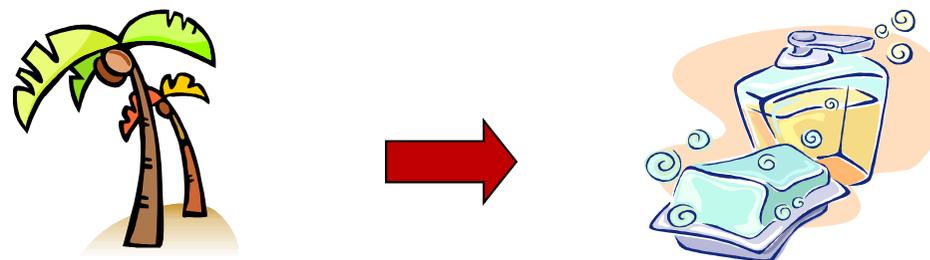
Pigeon sales vs nominal GDP (USD)



注：GDPは日本の名目GDP、売上高は1958/1期より1994/1期まではピジョン連結売上高、1995/1期からは「国内ベビー・ママ事業」のみの売上高  
出所:ヒアリングより、MUMSS作成

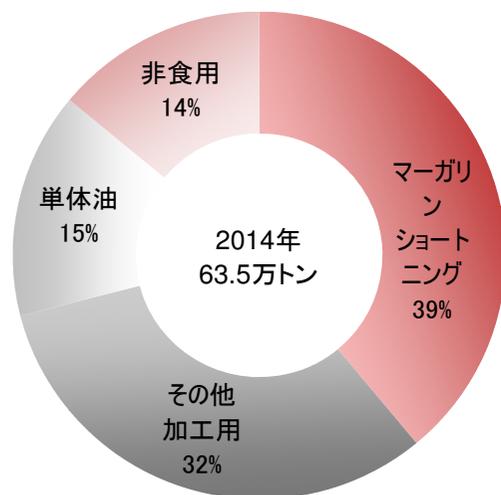
## 日用品は植物油化学(oleo chemical)

製品は 植物油からの加工品が中心



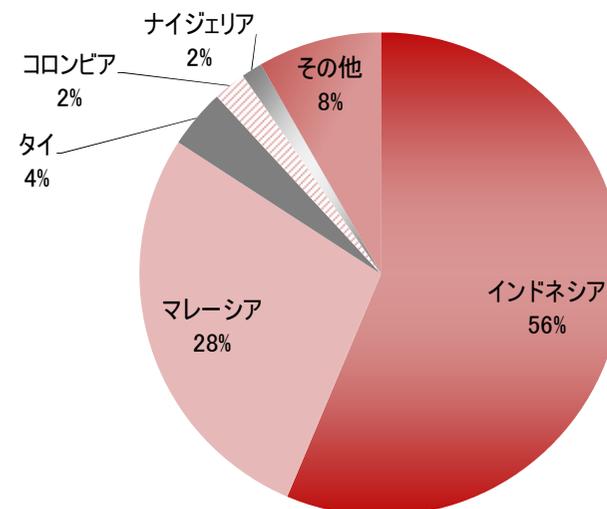
洗剤、シャンプー、食用油など植物油脂を利用するビジネスが優先

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

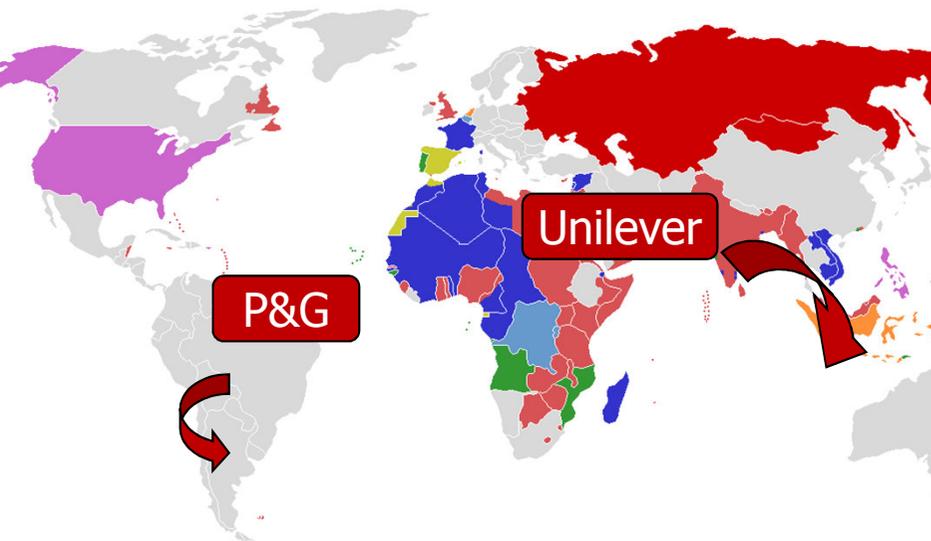
国別パーム生産量 (2018/19年)



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

## 東南アジアの日用品市場を決定づけたもの

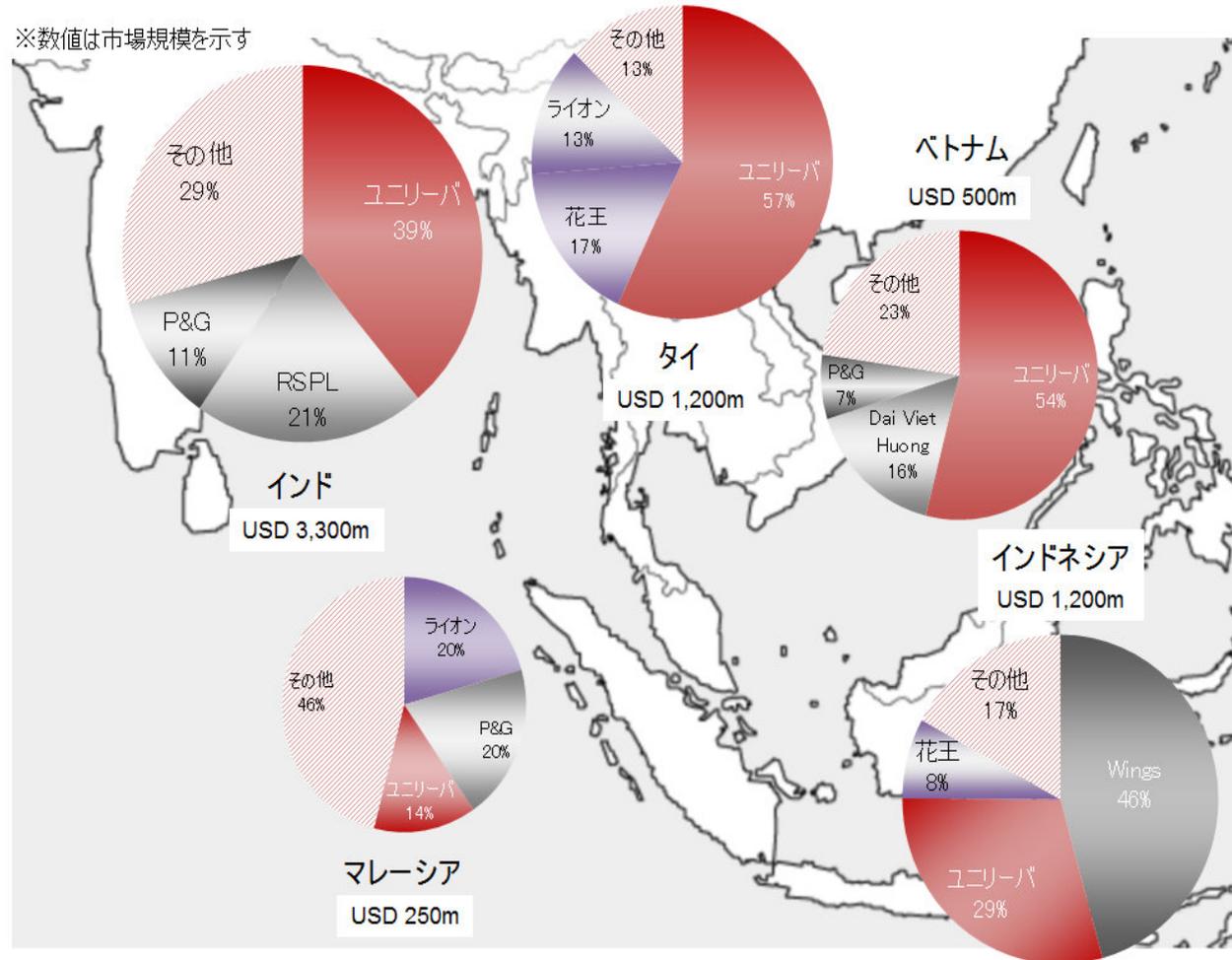
過去の植民地時代の影響



P&Gにとって新興国戦略は南アメリカが先、ユニリーバはアジア

アジアの衣料用洗剤シェア(2018年、主要国) (%)

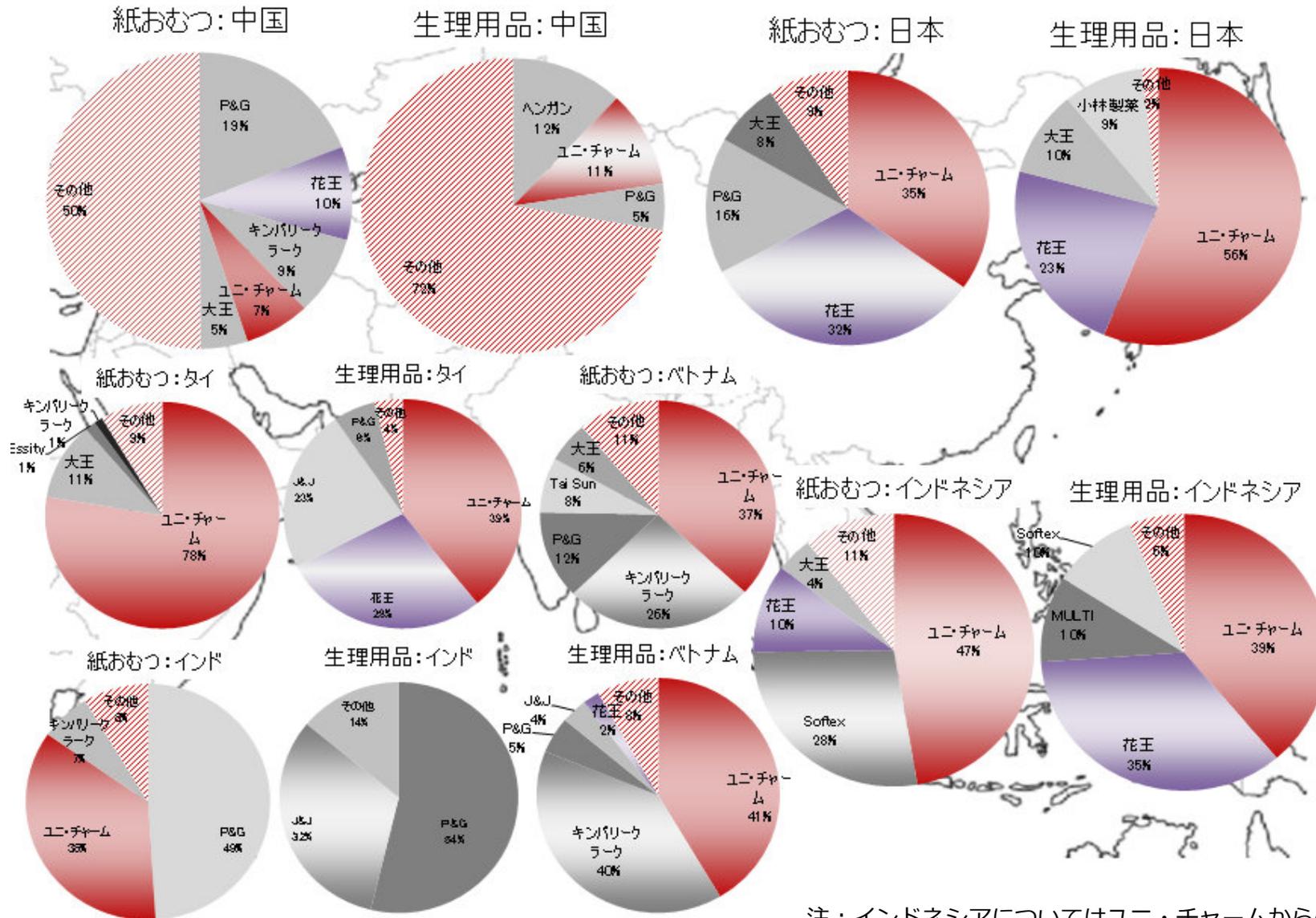
※数値は市場規模を示す



出所：ユーロモニターよりMUMSS作成

# 6. -(1)業界内の競争状況

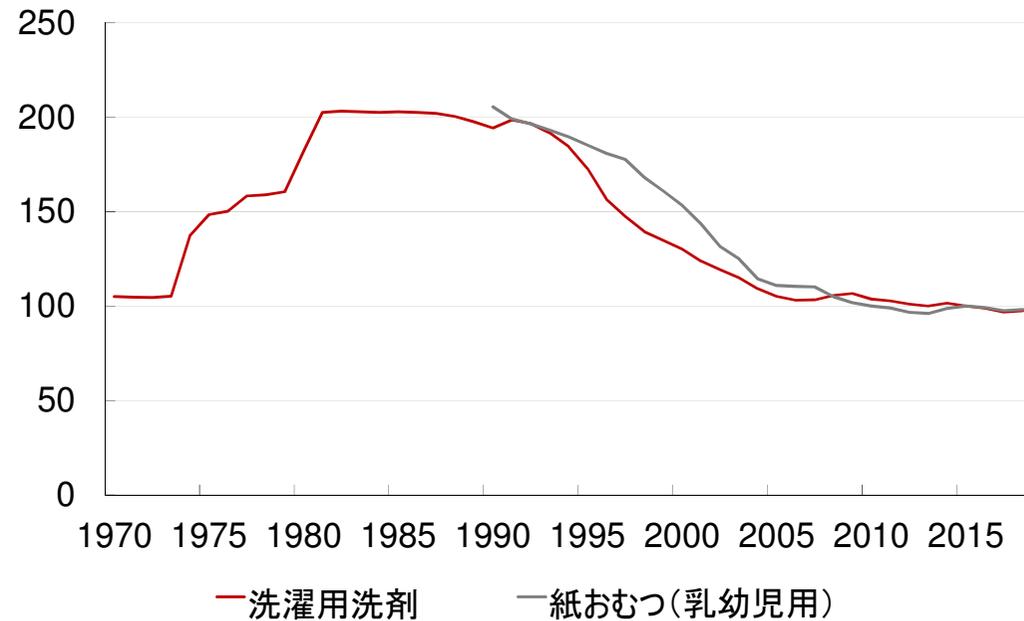
## アジアのサニタリー市場のシェア(2018年)



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

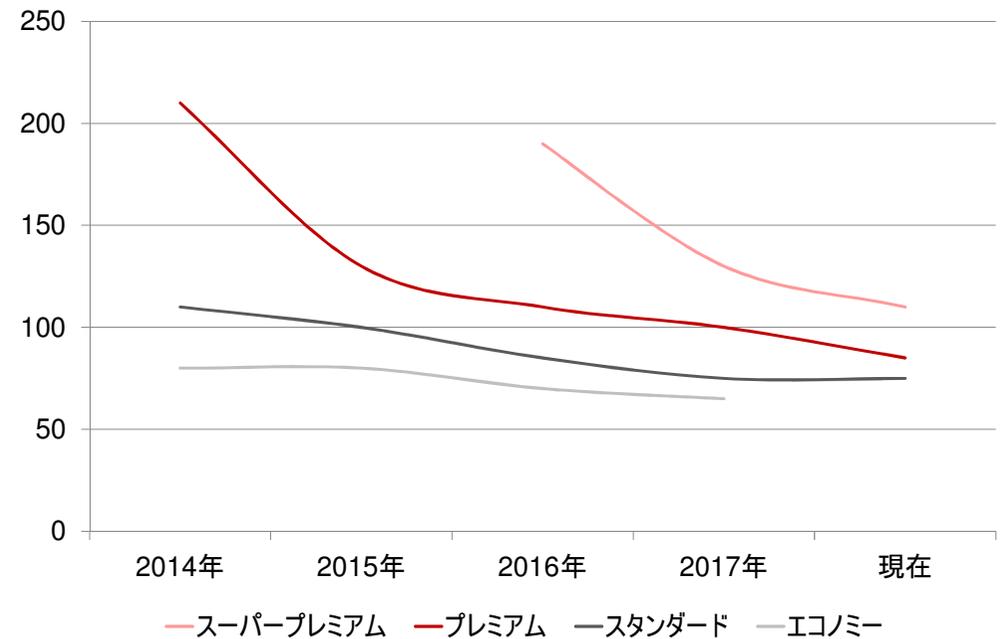
## 日用品：価格競争に陥りがちな理由は

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

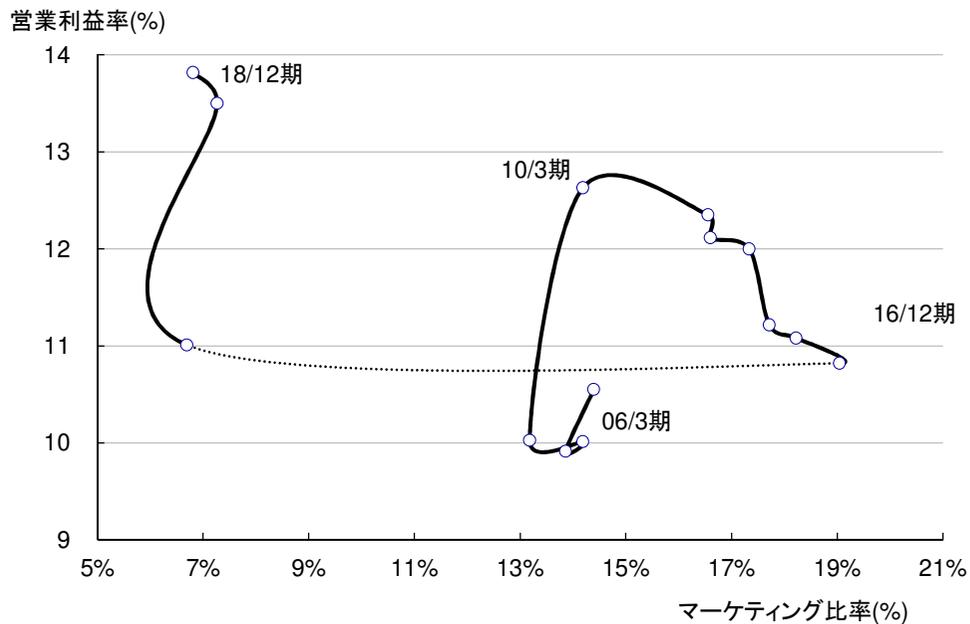
中国の紙おむつ価格の変化 (人民元/1パック)



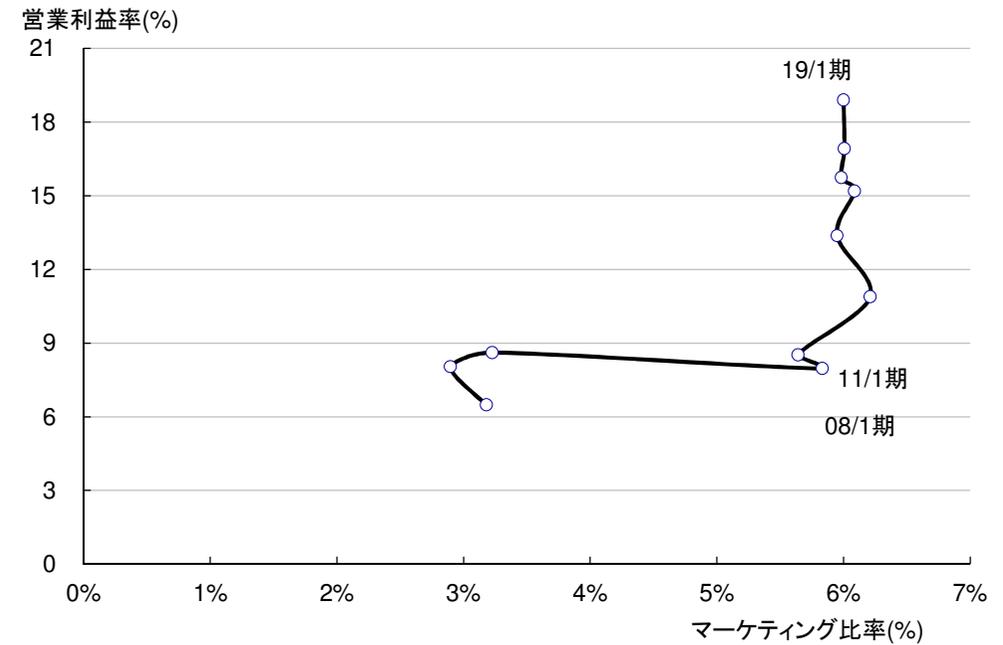
注：花王の日本からの輸出の「メリーズ」の価格が「プレミアム」  
出所：MUMSS作成

## ●マーケティング費用と営業利益率の関係

### ユニチャーム



### ピジョン



出所:会社資料より、MUMSS作成

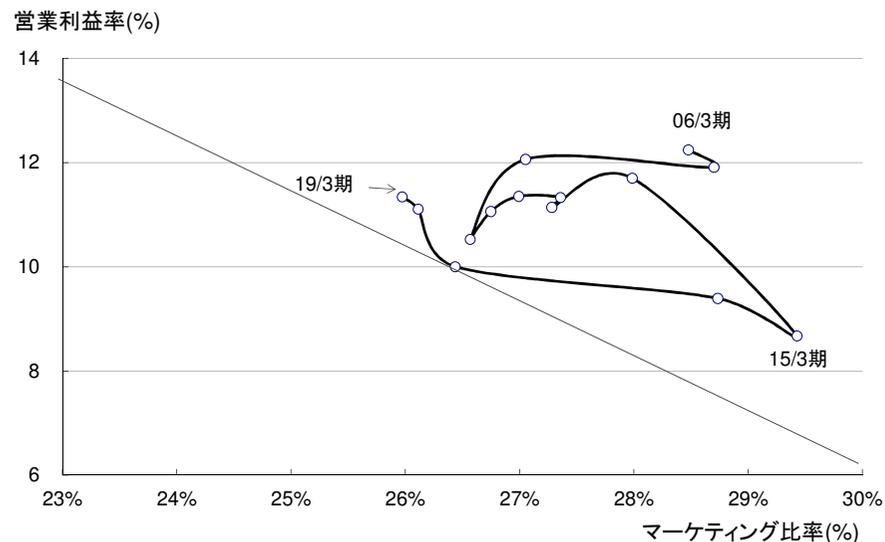
## 7. -(2)競争状況を見極める

### カバレッジ企業のコスト構造 (%)

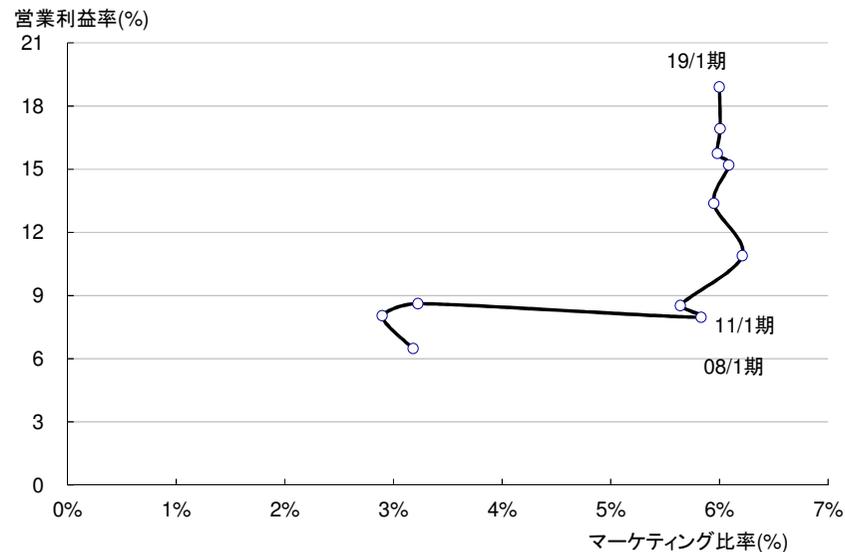
FY3/19 or FY12/18	ポーラ・ オルビス 4927	資生堂 4911	コーセー 4922	ファンケ ル 4921	小林 4967	ロート 4527	マンダム 4917	ピジョン 7956	ライオン 4912	花王 4452	ユニ チャーム 8113	アース 製薬 4985	ゲンゼ 3002
売上高比率													
売上原価	16.7%	21.2%	27.4%	28.7%	38.4%	40.3%	47.0%	48.6%	50.9%	56.6%	61.5%	62.8%	71.6%
販売管理費	65.9%	68.9%	59.4%	61.2%	45.9%	48.4%	44.0%	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%	-
<b>マーケティング費</b>	<b>16.3%</b>	<b>36.6%</b>	<b>26.3%</b>	<b>24.0%</b>	<b>21.3%</b>	<b>26.0%</b>	<b>14.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>15.7%</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>2.0%</b>
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

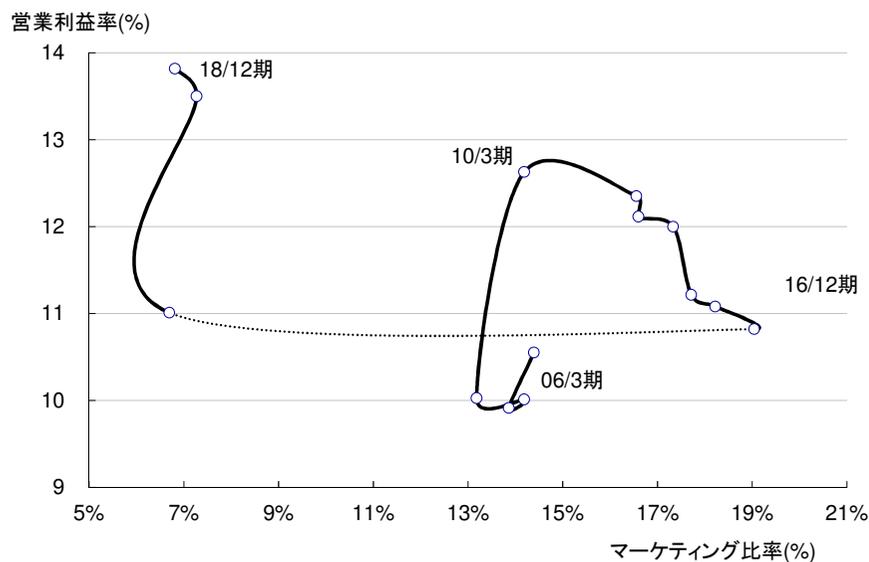
## ロート製薬



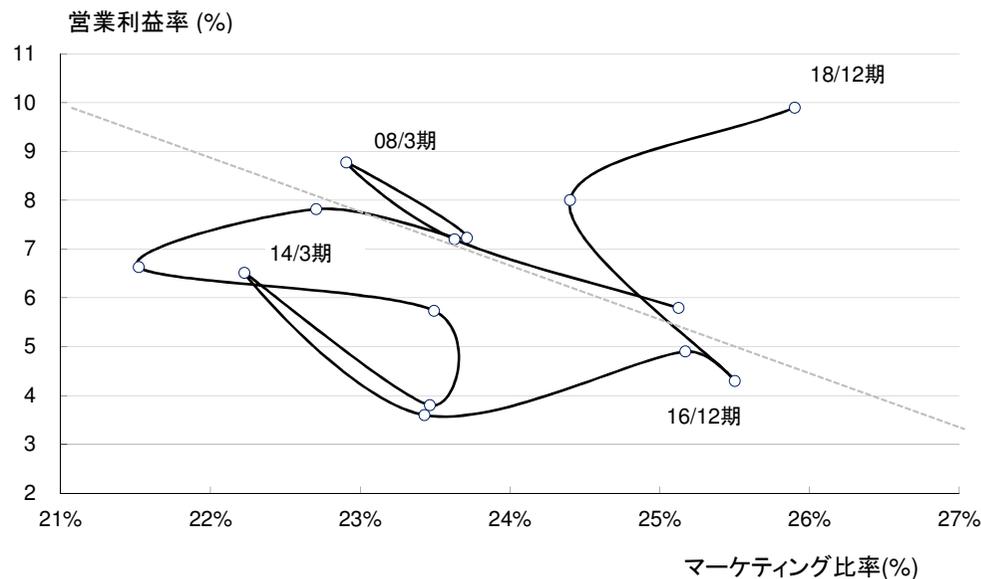
## ピジョン



## ユニチャーム

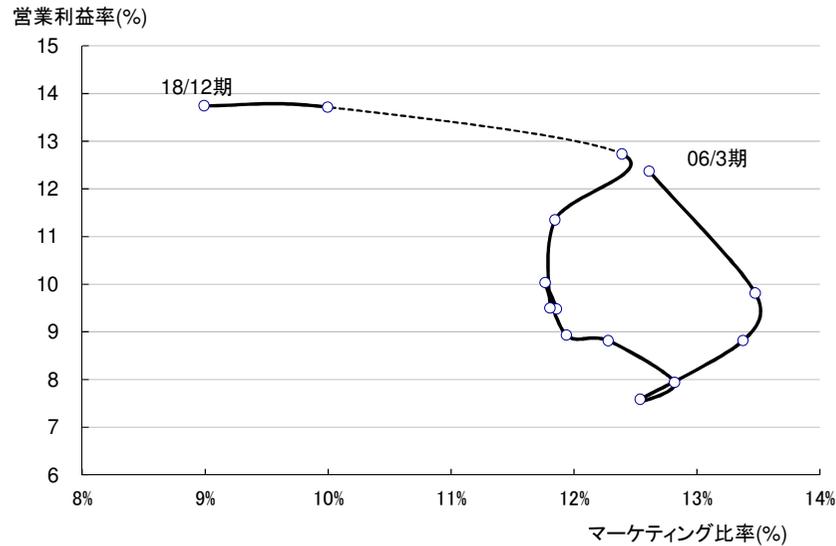


## 資生堂

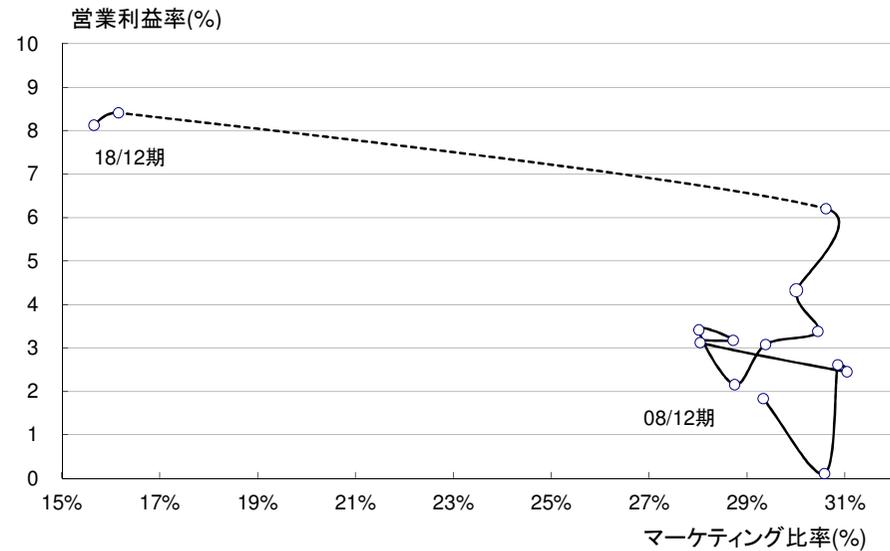


出所:会社資料より、MUMSS作成

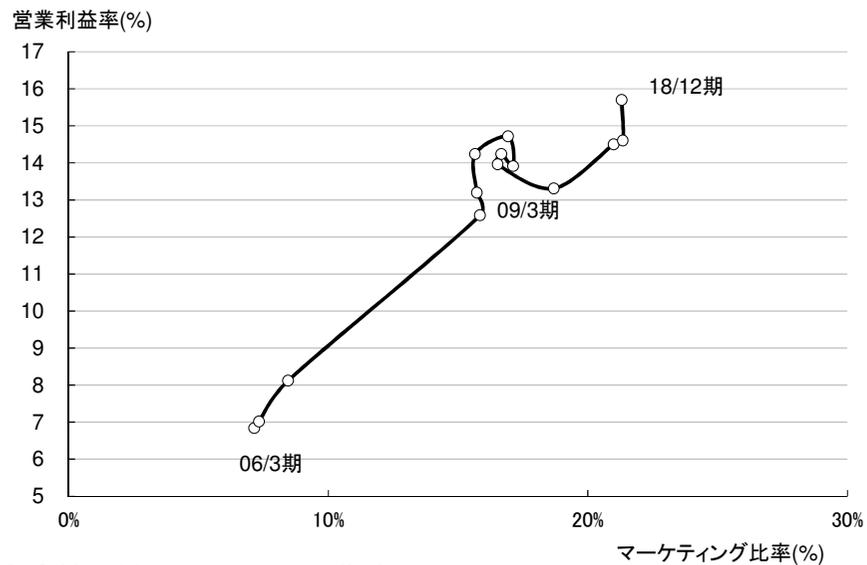
## 花王



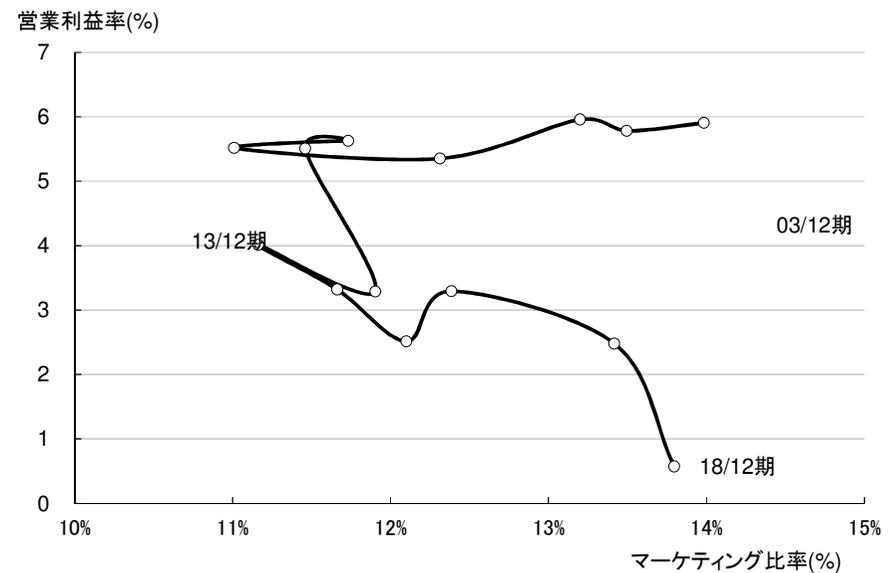
## ライオン



## 小林製薬

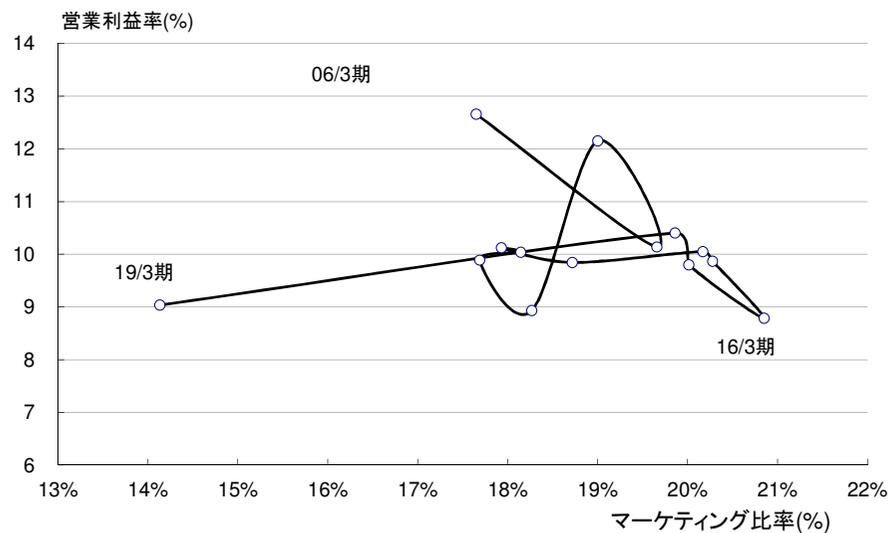


## アース製薬

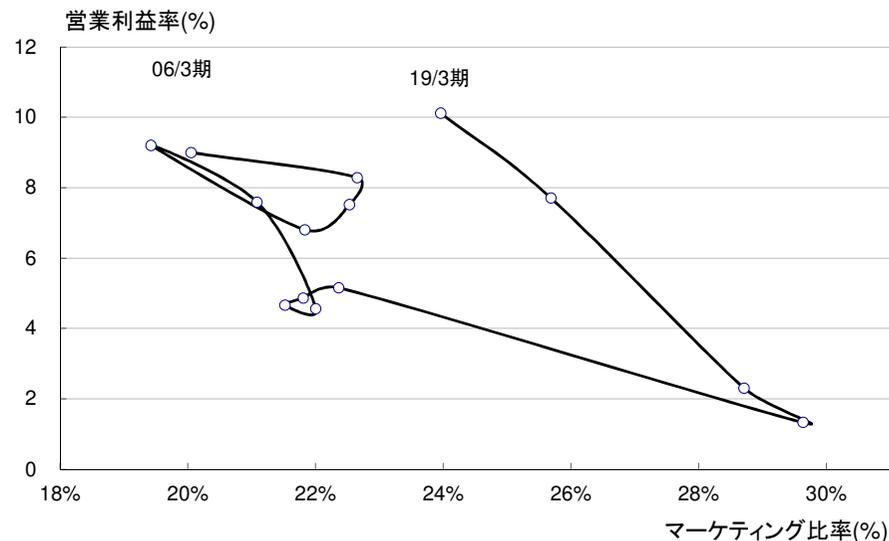


出所:会社資料より、MUMSS作成

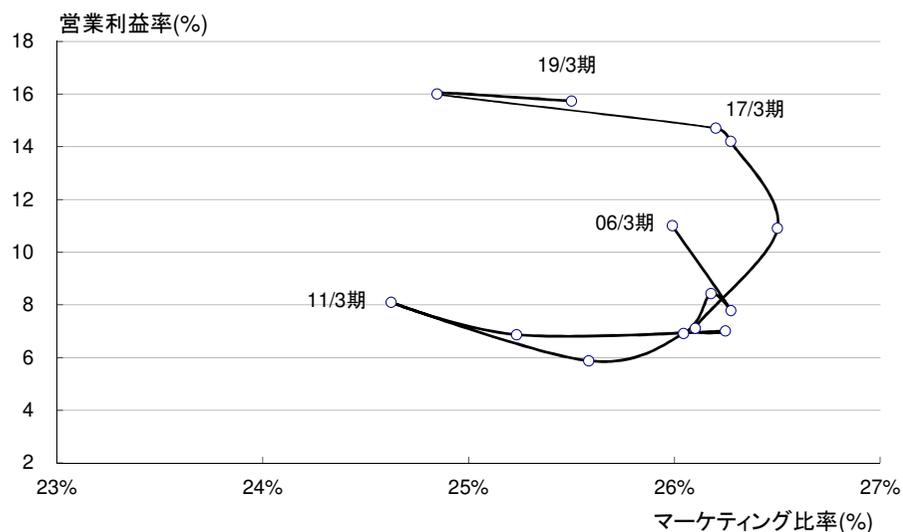
## マンダム



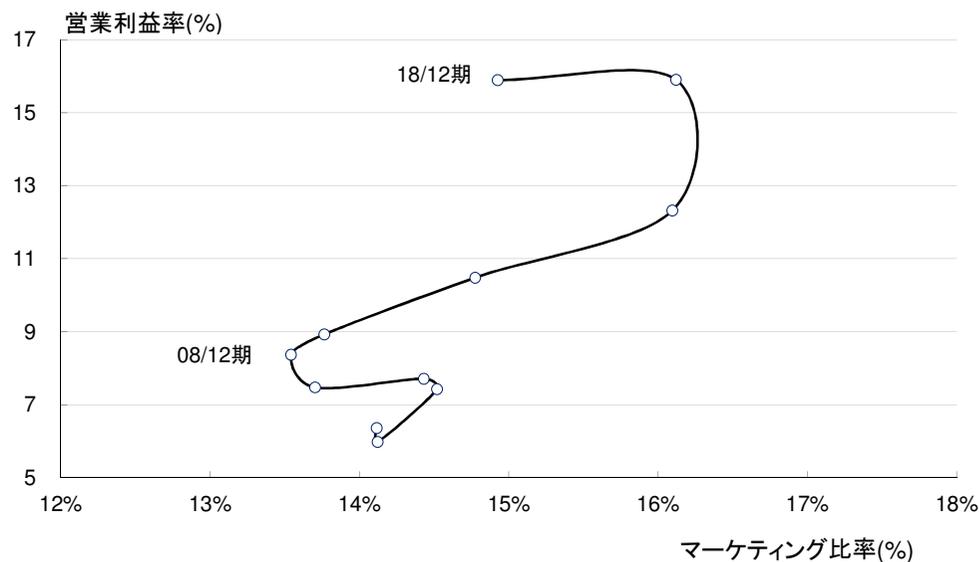
## ファンケル



## コーセー



## ポーラ・オルビスHD



出所:会社資料より、MUMSS作成

## カバレッジ企業

(億円、x、%)

Name of Company	JPX 400	Code	Market Cap	Trading value	Net Profit		Equity FY0	EV/EBITDA (X)		PER (X)		PBR (X) FY0	ROE(%)		Dividend yield (%) FY1 E
					FY1 E	FY2 E		FY1 E	FY2 E	FY1 E	FY2 E		FY1 E	FY1 E	
日用品															
花王	○	4452	36,472	101.00	1,691	1,854	8,224	13.1	12.1	21.6	19.7	4.3	19.9	1.7	
ライオン	○	4912	5,826	15.49	208	217	1,911	16.6	15.7	28.0	26.8	2.9	10.5	1.0	
小林製薬	○	4967	6,136	9.25	200	206	1,662	22.6	21.8	30.7	29.8	3.6	11.8	0.9	
アース製薬		4985	1,030	2.54	10	14	402	9.6	9.3	103.0	73.6	2.6	2.5	2.0	
ピジョン	○	7956	5,035	25.34	137	159	642	23.3	20.5	36.7	31.7	7.5	20.5	1.7	
ユニ・チャーム	○	8113	19,724	37.60	895	953	4,415	15.4	14.8	22.0	20.7	4.2	19.1	0.8	
日用品6社平均								16.8	15.7	40.3	33.7	4.2	14.0	1.3	
化粧品															
ロート製薬		4527	3,015	11.75	119	128	1,308	13.1	12.6	25.3	23.6	2.2	8.8	1.0	
資生堂	○	4911	34,829	205.79	772	873	4,486	19.6	16.8	45.1	39.9	7.3	16.2	0.7	
マンダム		4917	1,202	4.20	56	64	700	11.6	10.2	21.5	18.8	1.7	8.1	2.4	
ファンケル		4921	3,115	23.83	103	121	601	18.2	15.7	30.2	25.7	5.0	16.4	1.3	
コーセー	○	4922	10,222	43.04	360	385	2,088	17.5	16.5	28.4	26.6	4.6	16.3	1.1	
ポーラ・オルビスHD	○	4927	5,440	18.06	239	258	1,884	14.0	13.2	22.8	21.1	2.9	12.7	4.7	
化粧品6社平均								15.7	14.2	28.9	25.9	4.0	13.1	1.9	
12社平均								16.2	14.9	34.6	29.8	4.1	13.6	1.6	
JPX400 採用8銘柄平均								17.8	16.4	29.4	27.0	4.7	15.9	1.6	
JPX400 非採用銘柄平均								14.3	12.8	25.7	22.7	3.0	11.1	1.6	
ゲンゼ		3002	789	1.91	43	48	1,095	4.4	4.1	18.4	16.4	0.7	3.9	2.6	

注1: FY0は直近終了年度、FY1は現在の年度、FY2は翌年度。(例)花王のFY0=18/12期、FY1=19/12期、ファンケルFY0=19/3期 FY1E=20/3期

注2: 株価は9/5時点。カバレッジ企業はMUMSS予想

出所: MUMSS作成

## グローバル企業間比較

(US百万ドル)

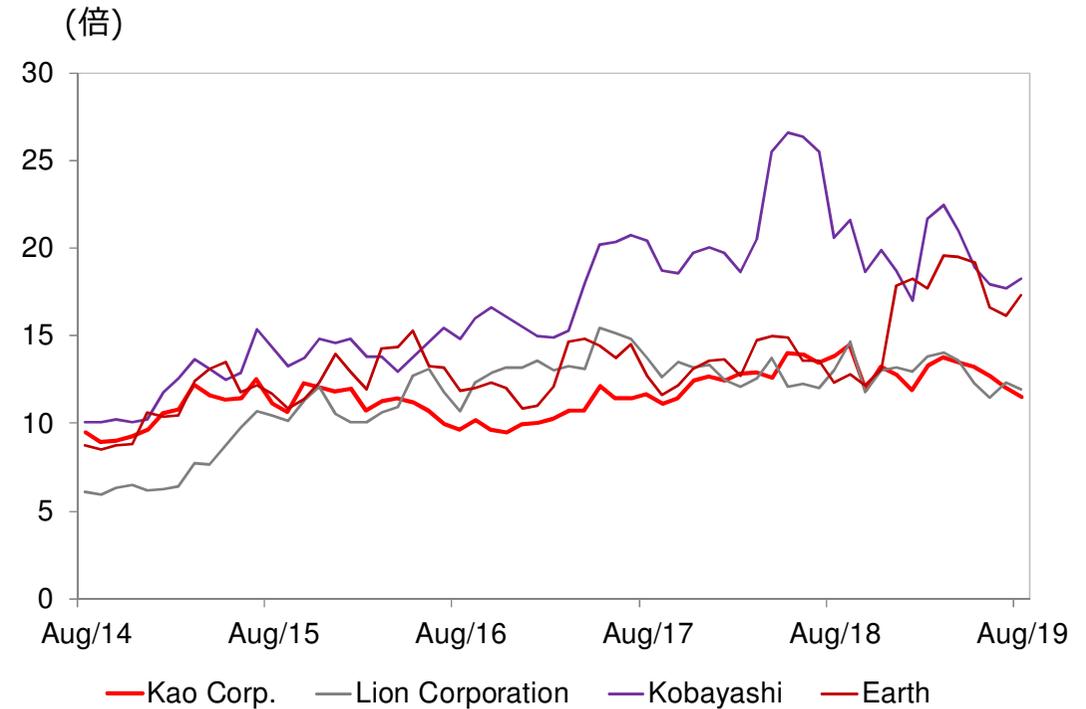
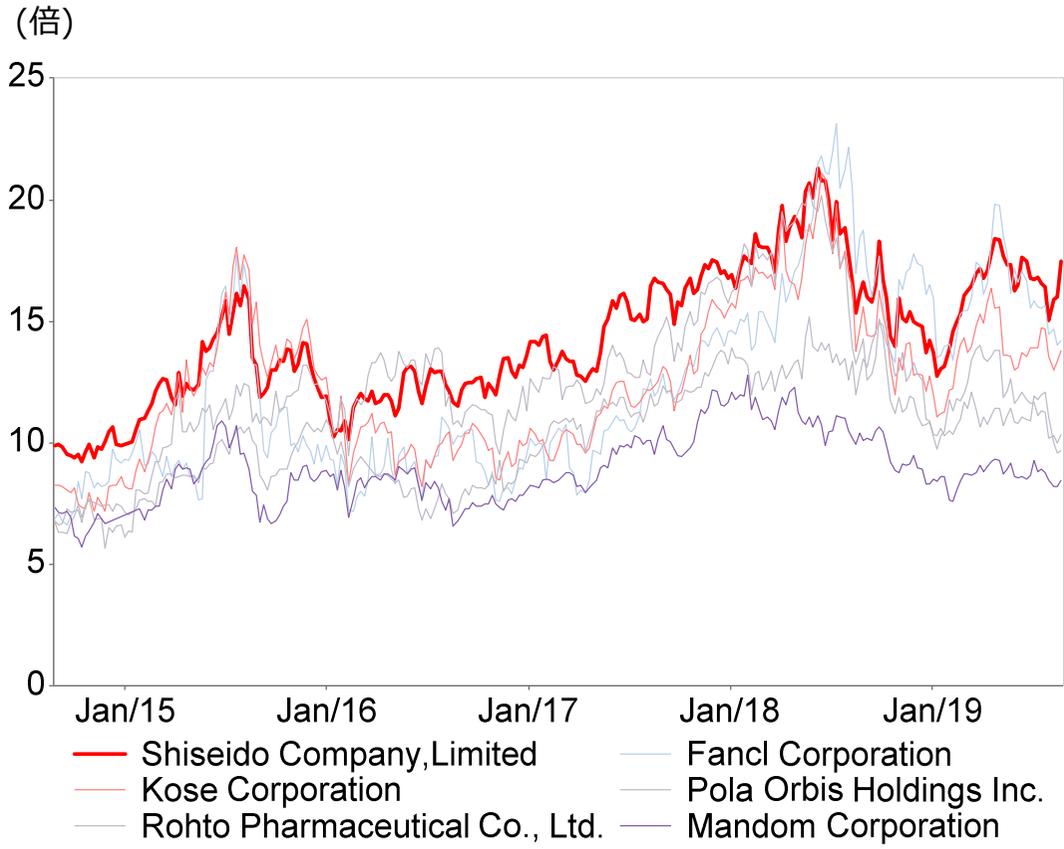
Name of Company	Code	Market Cap	Net Profit		Equity FY0	EV/EBITDA (X)		PER (X)		PBR (X) FY0	ROE(%) FY1 E	Dividend yield (%) FY1 E	
			FY1 E	FY2 E		FY1 E	FY2 E	FY1 E	FY2 E				
衛生用品													
ユニ・チャーム	日本	8113	18,425	836	890	4,124	15.4	14.8	22.0	20.7	4.2	19.1	0.8
キンバリー・クラーク	米国	KMB-US	48,009	2,356	2,458	-128	13.3	12.8	20.4	19.3	-	-	2.9
ヘンガン	中国	1044-HK	8,799	605	653	2,753	10.2	9.6	14.7	13.6	3.2	22.0	4.6
日用品													
花王	日本	4452	34,070	1,580	1,732	7,682	13.1	12.1	21.6	19.7	4.3	19.9	1.7
プロクター&ギャンブル	米国	PG-US	307,223	12,766	13,431	48,772	17.9	17.0	25.3	23.7	6.4	25.4	2.4
ユニリーバ	英国	ULVR-GB	166,811	7,263	7,948	12,587	15.1	14.0	23.0	20.9	11.7	51.0	2.9
コルゲート	米国	CL-US	63,741	2,456	2,607	-103	16.6	15.8	26.1	24.4	-	-	2.3
バイアスドルフ	ドイツ	BEI-DE	28,668	857	921	6,229	18.6	17.5	33.5	31.3	4.2	12.6	0.6
化粧品													
資生堂	日本	4911	32,535	721	816	4,190	19.6	16.8	45.1	39.9	7.3	16.2	0.7
ロレアル	フランス	OR-FR	155,256	4,807	5,194	29,443	21.0	19.6	32.3	30.0	4.9	15.3	1.7
エスティローダー	米国	EL-US	73,948	2,196	2,423	4,401	21.1	19.2	34.2	30.8	15.5	45.4	0.9
アモーレパシフィック	韓国	090430-KR	8,048	246	298	3,699	13.7	12.2	30.1	25.2	2.0	6.7	0.9
コティ	米国	COTY-US	7,474	520	577	4,816	11.1	10.6	14.5	13.2	1.6	11.2	4.4
LVMH	フランス	MC-PAR	26,514	1,024	1,134	4,537	15.0	13.8	25.9	23.4	5.1	19.7	1.8

注1: FY0は直近終了年度、FY1は現在の年度、FY2は翌年度。(例)花王のFY0=18/12期、FY1=19/12期、ファンケルFY0=19/3期 FY1E=20/3期。

注2: 株価は9/5時点、為替は1USDドル107円

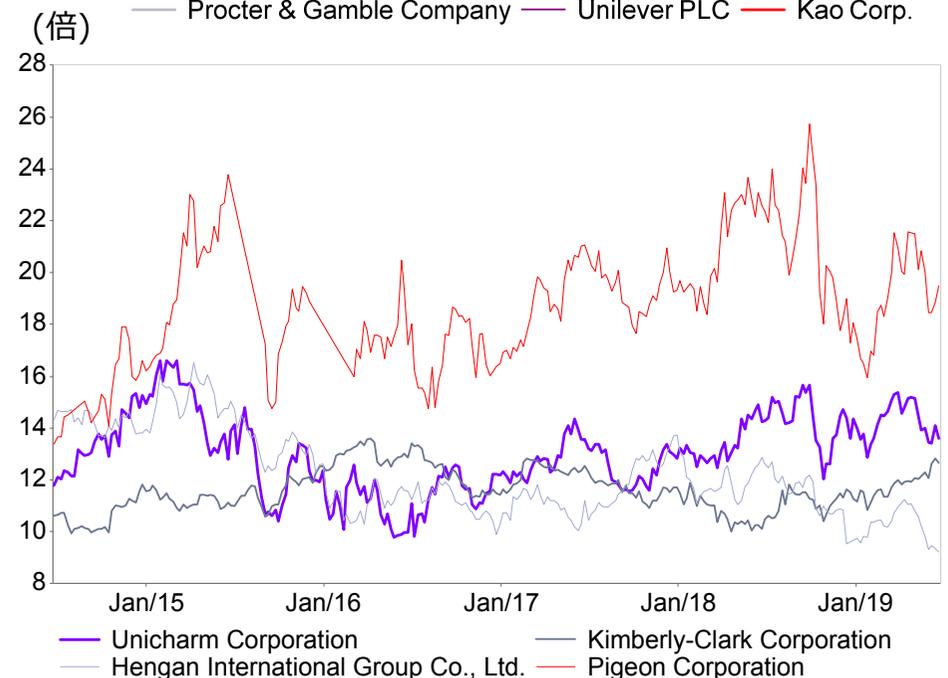
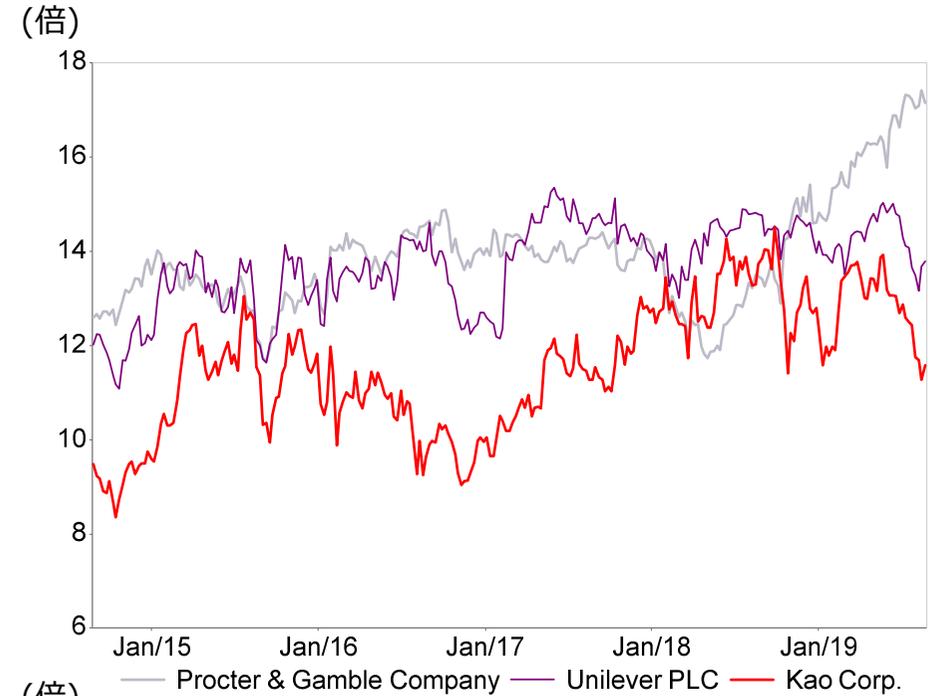
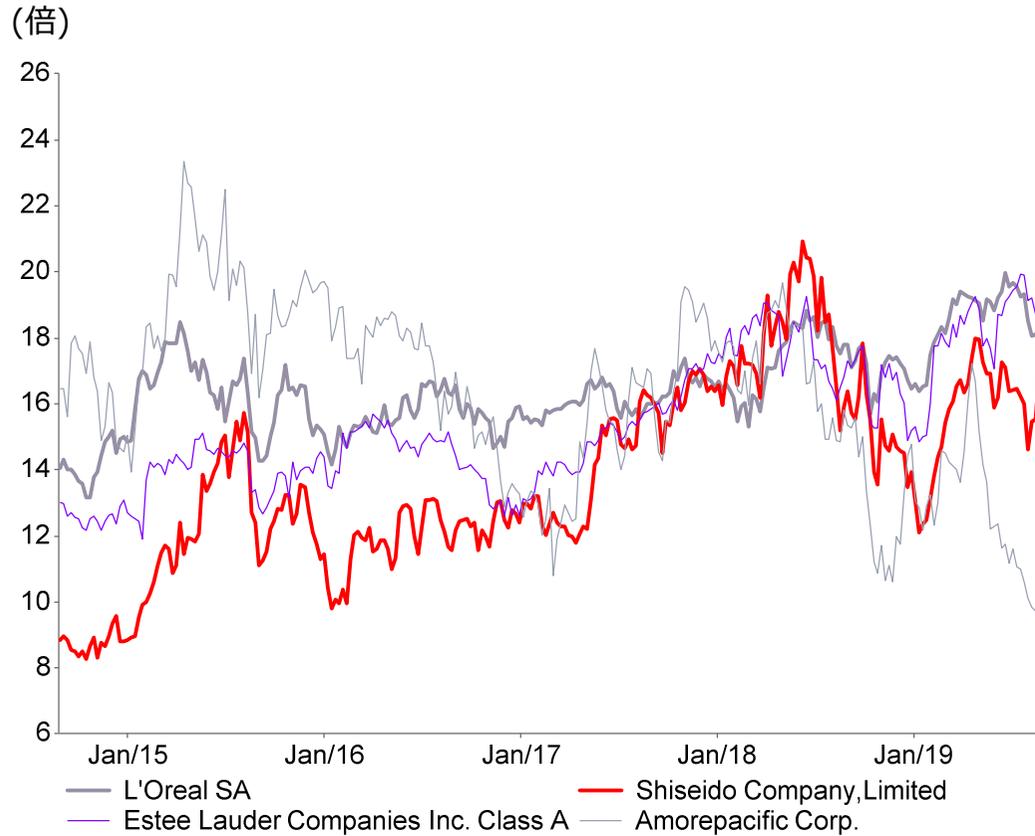
出所: MUMSS作成

## EV/EBTDA倍率の推移 化粧品企業(左), 日用品企業(右)



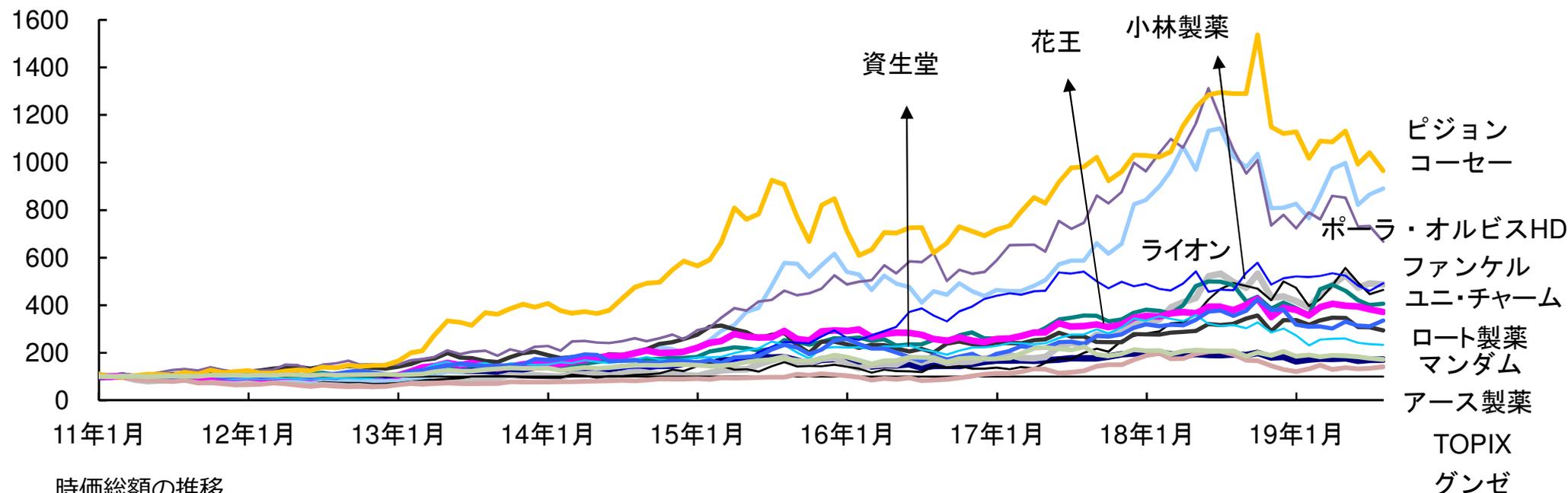
注: FactSetによる12か月フォワードコンセンサス  
出所: FactSetより、MUMSS作成

## グローバル企業のEV/EBTDA倍率



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

相対株価推移(2011年1月を100とする指数)



時価総額の推移

	(億円)	2011年末	2012年末	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
4452	花王	11,066	11,835	17,080	23,975	31,525	27,927	37,714	39,849
4527	ロート製薬	1,166	1,186	1,893	1,775	2,856	2,168	3,550	3,540
4911	資生堂	5,660	4,868	6,764	6,772	10,116	11,834	21,784	27,568
4912	ライオン	1,361	1,313	1,756	1,884	3,422	5,743	6,386	6,790
4917	マンダム	491	573	804	956	1,181	1,216	1,784	1,453
4921	ファンケル	685	589	741	1,115	1,094	1,065	2,170	3,659
4922	コーセー	1,169	1,094	2,024	2,863	6,829	5,884	10,658	10,458
4927	ポーラ・オルビスHD	1,192	1,419	2,151	2,781	4,594	5,528	9,062	6,803
4967	小林製薬	1,722	1,744	2,496	2,994	4,244	4,253	6,006	6,129
4985	アース製薬	574	585	747	811	1,003	960	1,147	1,021
7956	ピジョン	636	837	2,068	2,863	3,607	3,636	5,219	5,718
8113	ユニ・チャーム	7,854	9,302	12,417	18,079	15,378	15,878	18,187	22,095
3002	ゲンゼ	472	474	554	655	745	817	1,354	802

出所： FactSetより、MUMSS作成

## 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: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、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: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、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せん:ロート製薬

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を予定しています: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、アース製薬、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9月12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)	38.3%	27.8%
Hold (Neutral, Hold)	56.1%	35.4%
Sell (Underweight, Sell)	2.9%	28.6%
その他	2.7%	23.1%

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>

## 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ないと、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(ブ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るべきではありません。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、プリティッシュ・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、プリティッシュ・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) (ただし約定代金193,000円以下の場合最大2,700円(税込))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