

トイレットリー / トイレットリー・化粧品

イニシエーション

ロート製薬 (4527)

Underweight

新体制の方向性を見極めるまで待ちたい

投資アクション (イニシエーション)

目標株価を 2,900 円とし、ロート製薬のカバレッジを開始する。インバウンド需要や消費増税の駆け込み需要の追い風を受ける弊社のカバレッジ内では、増益率が相対的に低く、株価パフォーマンスも相対的に低調になると思われる、レーティングは Underweight とする。

投資判断理由

目薬を代表とする OTC 医薬品での消費者のブランド認知を背景に、「肌研 (ハダラボ)」のスキンケア商品をヒットさせ成長を遂げてきた企業。アジアでも中国、ベトナムに存在感がある。20/3 期の営業利益は会社計画 (215 億円) を下回る 204 億円(前期比 2%減)を弊社では予想する。理由は、(1)19/3 期 2Q に発生した再生医療製品の一時金収入の反動がある、(2)インバウンド需要の反動が足元発生している、ことによる。会社側はコア事業への回帰で経費削減を進めるが、今期における効果の顕在化は限定的だと弊社は考える。一方、OTC 医薬品業界競合から招喚した新社長の下、再生医療を始めとする医薬品事業に回帰の動きが鮮明になってきたのは明るい兆しである。これまで続いた特別損失の多さが払しょくされるかもしれない。こうした経営の方向性を確認し、上期の収益底打ちという悪材料の出尽くしがあれば、株価の浮上も見えてこよう。

カタリストとリスク

弊社の予想は従来ポートフォリオに基づくものであるが、再生医療製品の上市や提携によるライセンス料の発生などが業績にも、株価バリュエーションにもポジティブとなる可能性がある。一方で、コア事業の回帰により近年の多角化の整理などで損失が一時的に膨らむ可能性もある。

バリュエーション

同社主力事業が化粧品であることから、資生堂と比較したバリュエーションを用いている。弊社の 21/3 期予想をベースに EV/EBITDA 倍率 11.0 倍を用い、目標株価 2,900 円を算出している。

目標株価 : 2,900 円
潜在リターン : -2.6%

主要市場	東証 1 部
株価 (6/25)	2,976 円
52 週高安	4,070 - 2,743 円
発行済株式数	117,990 千株
時価総額	351 十億円
1 日平均売買代金 (過去 1 年)	1,172 百万円
ベータ	0.85
ROE (20/3E)	8.8%
株主資本比率 (20/3E)	68.8%
予想配当利回り (20/3E)	0.9%
外国人持株比率 (19/3)	29.7%



佐藤 和佳子

シニアアナリスト
03-6627-5265
sato-wakako@sc.mufj.jp



<連結> 決算期	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS 円	1株配当 円	PER 倍	PBR 倍
	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%				
18/3	171,742	11.1	19,087	23.5	18,849	18.1	9,289	-7.2	81.6	22.0	-	-
19/3	183,582	6.9	20,812	9.0	18,970	0.6	9,799	5.5	86.0	25.0	-	-
20/3 新予	184,000	0.2	20,400	-2.0	20,200	6.5	11,900	21.4	104.4	26.0	28.5	2.43
コセガス	188,400	2.6	22,173	6.5	22,423	18.2	13,980	42.7	122.7	-	24.3	-
会予	184,000	0.2	21,500	3.3	21,300	12.3	13,500	37.8	118.5	26.0	25.1	-
21/3 新予	188,600	2.5	21,600	5.9	21,400	5.9	12,800	7.6	112.3	27.0	26.5	2.27
コセガス	195,250	3.6	23,750	7.1	24,050	7.3	15,043	7.6	132.0	-	22.6	-
22/3 新予	193,300	2.5	22,800	5.6	22,600	5.6	13,600	6.3	119.3	28.0	24.9	2.12

(注 1)発行済株式数は過去は実績値、将来は MUMSS 予想
(注 2)コンセンサスは IFIS コンセンサス
(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

図表1: ロート製薬(4527) 財務諸表(連結) (百万円)

決算期	18/3	19/3	20/3E	21/3E	22/3E
P/L					
売上高	171,742	183,582	184,000	188,600	193,300
売上総利益	100,996	109,533	108,600	111,100	113,700
販管費	81,962	88,812	88,200	89,500	90,900
営業利益	19,087	20,812	20,400	21,600	22,800
経常利益	18,849	18,970	20,200	21,400	22,600
税引前利益	16,820	16,300	17,700	19,400	20,600
法人税等	7,483	6,481	5,800	6,600	7,000
実効税率(%)	44.5	39.8	32.8	34.0	34.0
当期純利益	9,289	9,799	11,900	12,800	13,600
EBITDA	25,001	27,216	25,500	26,600	27,800

前年比(%)

売上高	11.1	6.9	0.2	2.5	2.5
営業利益	23.5	9.0	-2.0	5.9	5.6
経常利益	18.1	0.6	6.5	5.9	5.6
税引前利益	14.0	-3.1	8.6	9.6	6.2
当期純利益	-7.2	5.5	21.4	7.6	6.3
EBITDA	17.0	8.9	-6.3	4.3	4.5

売上高比(%)

売上総利益	58.8	59.7	59.0	58.9	58.8
販管費	47.7	48.4	47.9	47.5	47.0
営業利益	11.1	11.3	11.1	11.5	11.8
経常利益	11.0	10.3	11.0	11.3	11.7
税引前利益	9.8	8.9	9.6	10.3	10.7
当期純利益	5.4	5.3	6.5	6.8	7.0
EBITDA	14.6	14.8	13.9	14.1	14.4

投資関連

設備投資	4,099	5,932	6,600	6,000	6,000
減価償却費	5,914	6,404	5,100	5,000	5,000
研究開発費	6,553	6,831	7,360	7,400	7,400

B/S

流動資産合計	110,050	116,402	117,700	120,700	123,900
手元流動性	30,532	37,856	38,200	39,200	40,400
売掛債権	50,347	44,757	44,900	46,000	47,100
棚卸資産	26,228	30,260	31,100	31,900	32,700
その他流動資産	2,943	3,529	3,500	3,600	3,700
固定資産合計	88,116	84,550	85,500	86,000	86,400
有形固定資産	47,193	47,421	48,600	49,300	50,000
無形固定資産	4,108	3,565	3,400	3,200	3,000
投資その他資産	36,815	33,563	33,500	33,500	33,400
資産合計	198,166	200,953	203,200	206,700	210,300
流動負債合計	61,332	60,760	54,100	47,900	41,100
短期有利子負債	4,151	3,745	3,000	3,000	3,000
買掛債務	15,072	14,068	14,100	14,500	14,800
その他流動負債	42,109	42,947	37,000	30,400	23,300
固定負債合計	8,393	8,004	8,000	8,000	8,000
長期有利子負債	1,702	1,424	1,400	1,400	1,400
その他固定負債	6,691	6,580	6,600	6,600	6,600
負債合計	69,725	68,764	62,100	55,900	49,100
純資産合計	128,440	132,189	141,100	150,800	161,200
株主資本	127,124	130,773	139,700	149,400	159,800
負債合計+純資産合計	198,166	200,953	203,200	206,700	210,300

C/F

営業CF	19,154	21,745	11,000	10,500	10,800
投資CF	-11,014	-10,245	-7,000	-6,400	-6,400
FCF	8,140	11,500	4,000	4,100	4,400
財務CF	-1,823	-3,386	-3,700	-3,100	-3,200
現預金増減	6,125	7,281	300	1,000	1,200

比率分析(%)

ROA	4.9	4.9	5.9	6.2	6.5
ROE	7.6	7.6	8.8	8.9	8.8
自己資本比率	64.2	65.1	68.8	72.3	76.0
DEレシオ(ネット)	-19.4	-25.0	-24.2	-23.3	-22.5

1株あたり指標

EPS(円)	81.6	86.0	104.4	112.3	119.3
BPS(円)	1,115.9	1,147.4	1,225.7	1,310.9	1,402.1
DPS(円)	22.0	25.0	26.0	27.0	28.0
配当性向(%)	27.0	29.1	24.9	24.0	23.5

(注1) 1株あたり指標は将来のMUMSS予想の株式数による
(注2) 会社概要はFactSetより
(注3) 設備投資は資本支出、減価償却費はのれんを含む
(出所) 会社資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

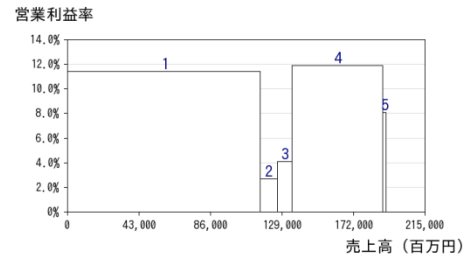
【会社概要】

【特色】一般用医薬品の目薬で世界首位。「肌研」が急成長しスキンケアが柱に。アジアなど海外積極進出

【業績変動要因】

1. スキンケアブランドの人気
2. インバウンド需要動向
3. アジアの経済成長率
4. 再生医療事業の成長

【セグメント別構成比、19/3期】



- (凡例) 1. 日本
2. アメリカ
3. ヨーロッパ
4. アジア
5. その他

【大株主構成、19/3期】

1. スパークス・アセット・マネジメント(株) 8.04%
2. MFS インターナショナル(UK)リミテッド 5.23%
3. ㈱三菱UFJフィナンシャル・グループ 4.27%
4. ロート製薬(株) 3.41%
5. 山田 清子 2.52%

出所: FactSet

1. 投資判断とバリュエーション

資生堂とのバリュエーション比較

化粧品企業のバリュエーションには、資生堂のバリュエーションからディスカウントを加味した EV/EBITDA 倍率を用いることで弊社は統一している。同社は OTC 医薬品企業であり、再生医療事業の拡大も模索しているが、後述するように現時点では、スキンケア事業が収益の柱である。また、実際、バリュエーションは図表 2 のように化粧品株に連動している印象がある。

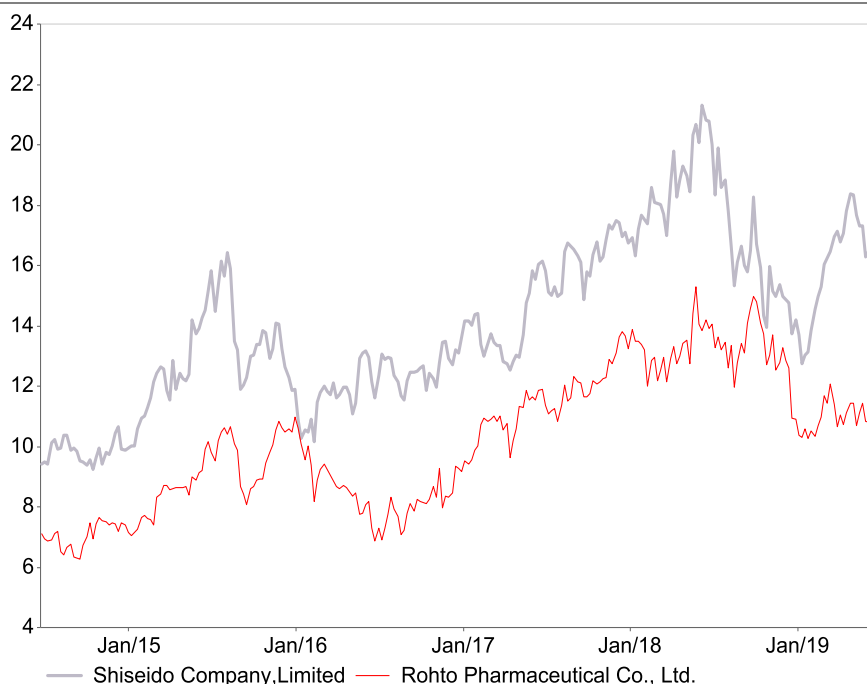
過去5年平均の資生堂からの EV/EBITDA 倍率のディスカウント平均は 4.0 倍であり、0.5 倍から 7.0 倍までのディスカウント差で動いている。特に 2017 年以降は拡大しているが、これは同社の化粧品がマス価格帯で、インバウンド需要の主体であるプレステージ化粧品の恩恵が限定的なことがあると思われる。また弊社は 20/3 期の営業利益において会社計画を下回るとの予測をおいている。インバウンド需要の反動や、アジアでも中国事業に 19/3 期中の施策の反動がでるとみている。こうしたことから、悪材料が抜けるまで現状のディスカウントである 6.0 倍は解消されないものとみる。

投資判断 Underweight

弊社の資生堂の適用バリュエーションは EV/EBITDA 倍率は 17.0 倍。以上から、弊社の 21/3 期予想をベースに同倍率 11.0 倍を適用し目標株価を 2,900 円に設定する。投資判断を Underweight とする。なお、再生医療の事業価値については現段階で算定不可能とみて、弊社は加味していない。治験の進行、新たな提携先などの動きがあれば、株価バリュエーションが大きく変化する可能性もあろう。

図表 2 : ロート製薬と資生堂の 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

2. 会社沿革

創業は胃腸薬と目薬	1899年、大阪で信天堂山田安民薬房を創業、胃腸薬「胃活」で製造販売を開始する。1909年に点眼薬「ロート目薬」を発売、当時の眼科医界の権威、井上豊太郎博士が処方し、製品名は井上博士の恩師であるロートムンド博士の名前を付けた。1931年に目薬で、業界初の滴下式タイプの瓶を開発し、目薬業界を席卷した。1949年は、代表製品である目薬の名に会社名も変更し、ロート製薬株式会社となる。1961年には大証2部上場を果たす。1962年には胃腸薬「パンシロン」を発売、東証2部に上場、1964年の「V・ロート」点眼薬発売と同年に東証1部に指定替えとなった。当時からテレビCMを積極的に活用するプロモーションを拡大させている。
従来からテレビCMの活用が得意	実際、同社の特徴のひとつは消費財各社の中でも、広告・販促費率が高水準であることであろう。特に日本のシニア層には1970年代から1990年代初頭にかけて放映された「クイズダービー」の冒頭で、ロート製薬の大阪本社工場と白いハトが飛んでいる姿を覚えている人も多いただろう。その1959年に完成した大阪市生野区の本社工場は働く人の楽園「ロートユートピア」が理念であり、現在でも同社の工場等ではこの理念に根付いた福利厚生が充実している。
日本の子供に目薬習慣を根付かせた	また同社は、目薬を習慣化させる活動にも成功し、1970年に発売した「子どもV・ロート」により、全国の小学生は水泳授業の後、目薬を差すのが習慣化した。この目薬習慣の活動は、現在のアジア事業の展開にもつながっている。1975年には米メンソレータム社の日本国内の商標権を取得していたが、1988年に同社を買収することとなった。その後、アジアの拠点も随時拡大させていく。
2000年以降、ビューティ事業を拡大させる	1999年、現在の会長である山田邦雄氏が社長に就任。2001年にはビューティ事業に進出、「Obagi」を発売、2004年には「肌研(ハダラボ)」の発売を開始しヒット、その後ビューティケア事業は堅調に拡大していった。この「肌研」の成功には、以下の事業環境が理由であったと思われる。1)医薬品メーカーが作る化粧品ブランドという当初からの信頼感の存在、2)バブル崩壊後のデフレ下で低価格化粧品が流行する素地、3)当時、化粧品市場を牛耳っていた制度化粧品メーカーは再販法の廃止後の価格下落の対応に追われ市場の低価格化の波に鈍感であった、4)日雑・卸の合併が進む中、医薬品卸と懇意である同社は他の一般化粧品メーカー以上に販売力があつた、ことなどである。
近年は再生医療に力をいれる	2016年より、コーポレートスローガンを NEVER SAY NEVER に変更。「不可能は絶対はない」という意味であり、新しい領域へ挑戦することを目指している。ヘルスケア領域の拡大の中に、再生医療や、食の領域を入れ、複合的な領域でシナジーのある製品等を開発することを目指している。

3. コーポレートガバナンス

創業家の株式保有状況	代表取締役会長である山田邦雄氏は、創業家出身、山田興産という財団を通じて1.76%保有している。その他に創業家関係では山昌興産で2.21%、山田清子氏が2.52%保有(2019年3月末時点)。買収防衛策は導入していない。
経営体制	2019年6月総会以降、取締役は12名、うち社外取締役は3名(従前2名)、任期は1年。社外取締役は、女性経営者として多くの企業の社外取締役を兼務する松永真理氏、サントリーHDの代表取締役副会長の鳥井信吾氏に加え、6月に入山章栄氏(早稲田大学ビジネススクール教授)が就任している。また、報酬・指名諮問委員会を設置。山田会長は創業家出身である上に、自身が経営を引き継いだのちにビューティ事業を拡大した実績もあり、社内では圧倒的なリーダーシップを握っていると思われる。
医薬品事業を強化へ、新経営体制に	2018年7月に前吉野俊昭社長が急逝し、その後、一時山田氏が社長に復帰したが、2019年1月、次期社長に杉本雅史氏(武田コンシューマーヘルスケア元社長)が内定し6月総会后社長に就任となった。また2019年6月に監査法人も変更となっている(あずさ監査法人からEY新日本有限責任監査法人へ)。こうした新経営体制から、コアビジネスへの再強化が謳われるようになった。 なお中期計画は発表されていない。公約とはなっていないが19/3期で15期連続増配を達成、配当性向25%前後の配当が続いている。

4. 事業内容

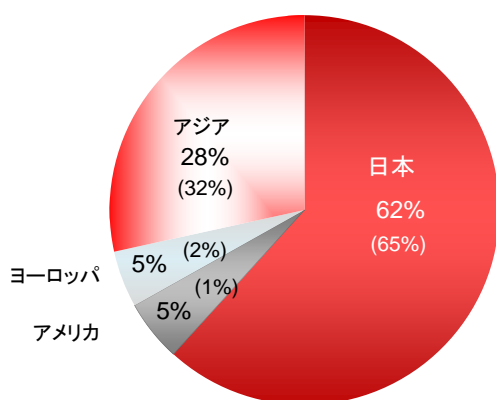
現在はマス化粧品の売上構成比が高い

「製薬」と名前がつくものの、後述するように事業ポートフォリオは、スキンケアが現在は最も売上構成比が高く、次にアイケア、内服薬と続く。アイケア、内服薬はOTC医薬品である。スキンケアとはマス価格の化粧品を意味している。名の通り、スキンケアが中心ではあるものの、一部メイクアップ製品も取り扱っており、アジアではリップクリームの売上構成比も高い。

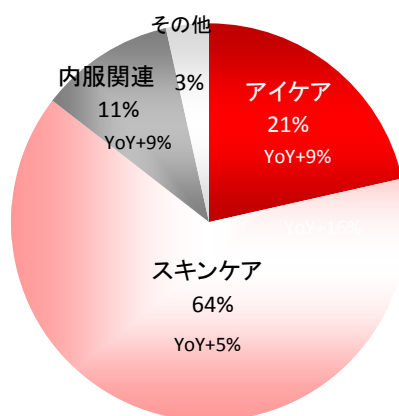
アジアは中国とベトナムが重要拠点

セグメント情報としては地域別に売上、利益を開示。日本事業は連結売上高の62%(19/3期)、営業利益で63%(同)を占める。アジア事業は連結売上高の28%(同)の構成比で、営業利益は31%(同)。アジアの売上高のうち、中国と香港で65%(同)、次にベトナムが14%(同)の構成比となっている。

図表3：地域別売上高構成比(19/3期)



図表4：カテゴリ別売上高構成比(19/3期)



注：地域別売上構成比はその他の売上を除いた売上構成比、括弧内は営業利益構成比
 出所：会社資料より MUMSS 作成

出所：会社資料より MUMSS 作成

アジアで成功を収めたノウハウ

アジアでは中国事業の成功を布石に、業績の拡大には一定の戦略をとっている。まずは1)目薬市場を創造し、ニッチ市場ながらも高シェアを取りキャッシュカウ化する、2)次にリップクリームに参入。ニッチな市場というだけでなく、医薬品とビューティの中間素材でありビューティ事業の布石となる。3)日焼け止め等からビューティ事業に参入する、という順番である。3番目の市場であるビューティ事業は、グローバルの化粧品企業との競争が激しい業界であり市場は大きいながらも収益の立ちにくい事業である。しかし、目薬やリップクリームで、先にキャッシュの創造と企業ブランドを確立することで、店頭で競争優位に立つというビジネスモデルは、アジアの各国で成功を収めてきた。

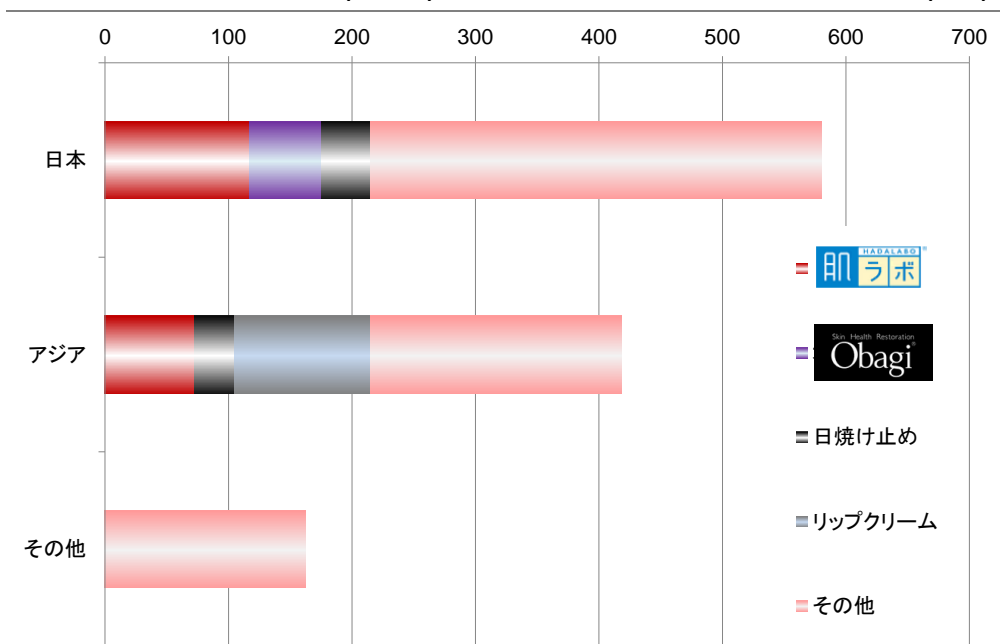
中国での「肌研」が伸び悩む訳

しかし、最近主力の「肌研(ハダラボ)」の中国、香港での売上が伸び悩み始めている。その背景は、ボーダレス化にあると弊社はみている。中国現地で「肌研」は、中国製でありながら、マーケティングが功を奏し、日本よりは一段価格帯が高いイメージでブランドが浸透していた。しかし、代購などが日本製の「肌研」が中国製よりも安いことに目をつけ、転売し販売し始めてしまったのである。その結果、ブランド価値が低下し、売上が伸び悩み始めた。これは、ユニチャームの中国製の紙おむつがたどった経緯と類似している。先行者故の課題となってしまった。

2018年には様々な新ラインが出された

2018年3月には、Tmall 専用の「肌研専方」を上市、4月には「肌研粧(こうじ)」を香港・中国におけるドラッグストアであるワトソンの専用品として上市するなど新たな施策もうち、2018年のアジアの売上は堅調だった。しかしセルイン(出荷)効果も大きかったと思われ、このプラス効果が続くかどうかについて、弊社はやや疑問に思っている。中国は、そもそもラグジュアリー化粧品ブームであり、また一度、ブランド価値が落ちてしまうと早期にその人気を回復するのは一般的に困難だからである。この正否については、今後の業績で注目すべきポイントである。

図表5：スキンケア事業の内訳(19/3期) (億円)



出所：ヒアリングより MUMSS 作成

同社の再生医療

2013年より研究開始

同社は2013年に再生医療研究企画部を設立して以降、再生医療研究に力を注いでいる。同社のスキンケア、目薬で培った「細胞を扱う技術」と「無菌製剤技術」をもとに、スキンケアに次ぐ次世代の事業を育成することを目的としている。

肝硬変向けが臨床入り

同社がビジネス化を志すのは(1)再生医療製品の開発、(2)製造受託・装置販売である。(1)に関しては創薬ベンチャー型であり、現時点で事業価値を評価するのが難しいものの、肝硬変向け ADR-001 がまずは臨床入りし、製薬メーカーと契約を結んだことで大きな一歩を踏み出した印象。2018年9月に同製品で塩野義製薬とライセンス契約を締結した。契約時の一時金の受取金額は明かされていないものの、19/3期2Qの売上高、営業利益に計上されている。

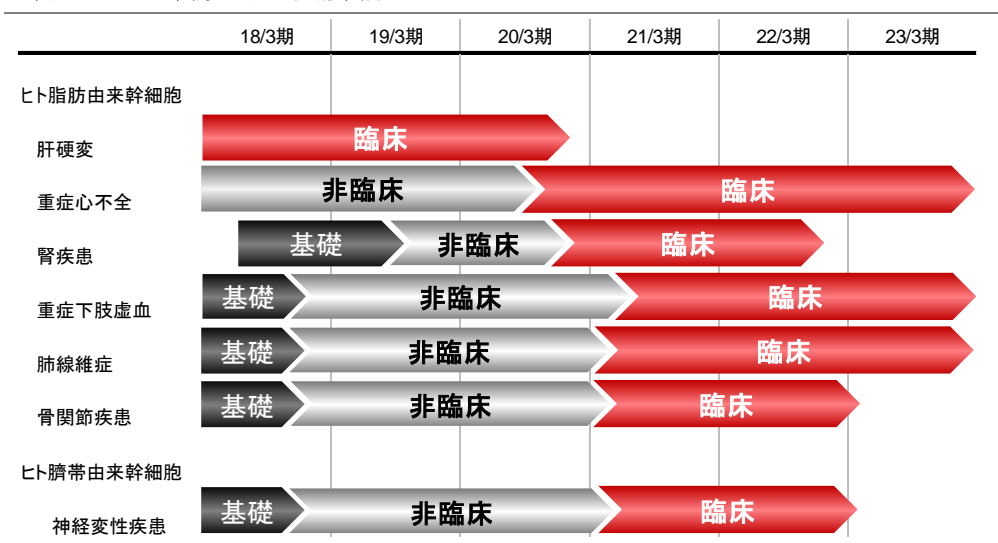
培養装置の販売についてはまだ評価が難しい印象

(2)に関しては、同社は自動細胞培養装置に特許を持っており、これを利用することを考えているもの。完全閉鎖系システムで、細胞の起眠から拡大培養、充填、ラベリング、凍結保存までが自動化で行われる。オールアニマルフリーの無血清培地で、安定的な品質の細胞を培養することにも特徴がある。冷凍保存までの自動化は世界の中で例がなく、先行している。現在の細胞培養は、多品種少量生産のニーズが大

大きく、目指す組織形状や細胞種ごとに培養のプロセスが複雑に異なるため、人手で行っている場合が多い。ただし、こうした装置が将来販売拡大するのは、同じ種類の接着細胞を大量に製造する必要性が生じたときであり、まだ先のことだと思われる。またそうしたニーズが実際に発生するところに、現在別のアプローチを行っている競合も参入する可能性もあり、現段階で同社の業績にポテンシャルを織り込むことは難しいと弊社は考えている。

当面は、以下、ロードマップの再生医療製品が、計画通りに進んでいくことが重要であるが、業績寄与は、もう少し臨床の進行度合い等をみて考えることとしたい。

図表 6：ロート製薬の再生医療製品のロードマップ



出所：会社資料より MUMSS 作成

新事業

同社はその他の新事業探索にも熱心である。OTC 医薬品から化粧品事業に業容を拡大し成功を取めたことから、次の柱を模索していることに弊社も一定の理解はできる。しかし、近年、持分法損失や特別損失が継続していることが気にかかる点である。継続的に貸倒引当金が特別損失として計上されている下北沢病院は、「足の専門病院」であり、眼科領域を得意とする同社とシナジーが見えづらい。会社側が業績は改善に向かうと説明しつつづけているものの、あまり方向性に変化が感じられない。

損失の継続により当期利益の増益幅が緩慢

14/3 期に、買収後 1 カ月で全減損した沖縄県石垣島の農業法人「やえやまファーム」もシナジーに疑問を感じる投資先である。その他にも、アジアのハーブ園を持つエステサロンなどでも持分法損失を計上した。19/3 期の持分法損失に関しては再生医療関係の会社であったもようで、これはシナジーを狙ったものであろうから批判されるものでもないかもしれない。ともあれ、こうした損失の継続により、当期利益の成長率が鈍化している。営業利益は 13/3 期から 19/3 期にかけ、44.7%上昇したが、当期利益は 21.2%しか増加していない。

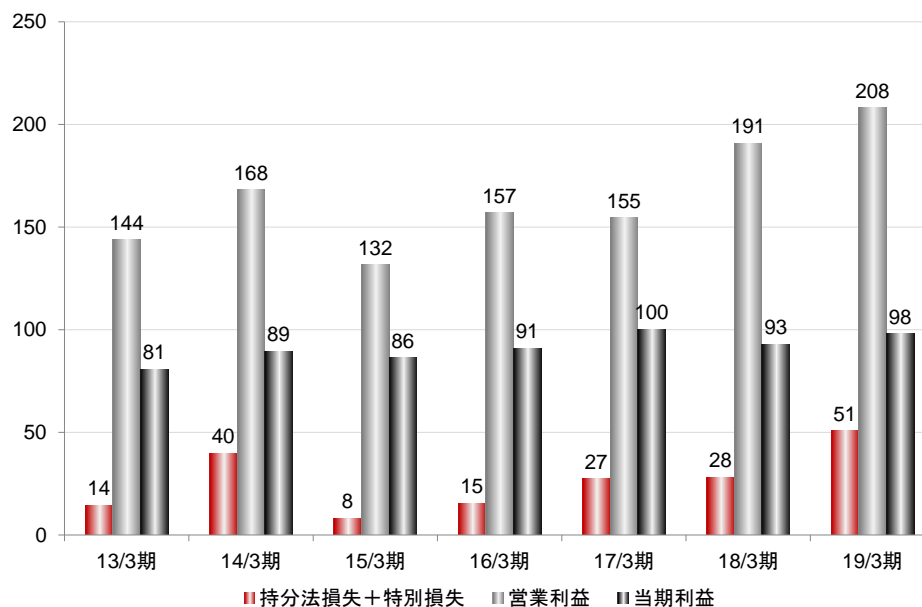
多岐に渡る新事業を見直し

ただし、この多岐に渡る新事業のトライアルも間もなく収束する期待を弊社は持っている。2019 年より、社外から招致した杉本雅史氏(元武田コンシューマーヘルスケア社長)の下、コアビジネスの見直しや、コスト抑制が実行されるもようだ。新事業

は、再生医療等のメディカル領域に絞られてくるものと思われる。

20/3期から、同社は「業務プロセスの最適化」「モノづくりのスピードと質の向上」を掲げ、コスト削減に励む計画となっている。そのコスト効果は20/3期下期には顕在化する見通し。こうした中で、損失の水準が切り下がってくれば、同社の現在の株価バリュエーションのディスカウントは回復してくるものと弊社は考えている。

図表7：ロート製薬の業績の推移 (億円)



出所：会社資料より MUMSS 作成

5. 事業構造と競争環境

化粧品業界の業界構造や事業環境の詳細な分析は、同日発行の[インダストリーレポート「ワカコの兵法」](#)に詳細を記述しており、一読していただきたい。

同社の現在の主力事業であるスキンケア事業は、典型的な「多数乱戦業界」である。同社が成長した背景には、もともと OTC 医薬品メーカーとして消費者の認知が高い中で、2000 年以降、主力チャネルである薬局が、再販法廃止をきっかけにドラッグストアに変遷し、一般化粧品ルートが再拡大する機会に恵まれたためである。

成長は継続するが、相対的に高成長か、にはハードル

同日発行のインダストリーレポートでは、日本の化粧品企業がボーダレス競争の中で、アジア人の嗜好をとらえ成長するチャンスに恵まれていることを紹介している。事業内容で述べた目薬からリップクリーム、スキンケアという循環を用いることができる複数の地域で今後も成長していくことは可能だろう。しかし、プレステージ化粧品ブームの恩恵がないこと、同時に複数の地域に戦力を注ぐことが資生堂等、大手化粧品企業と比べると資金力的に限定されるため、相対的に高成長を続けるのは難しいかもしれない。

やはり、期待は再生医療の拡大だろう。その時にはバリュエーションも大きく変化し、当セクター内での比較も難しくなる可能性もある。

6. 業績予想

20/3期予想

営業利益は未達成を予想

弊社の営業利益予想は、会社計画 215 億円を下回る 204 億円(前期比 2%減)を予想する。日本において、1)19/3 期予想に含まれている再生医療製品の一時金収入がなくなる(売上、営業利益共に 15 億円減の影響と推定、2Q に反動となる)、2) インバウンド需要で人気の「メラノ CC」などの製品の売上減速が 20/3 期の上期まで響くとみることが主な理由である。

アジアやアメリカ事業についても好材料が一巡

また、アジア事業についても、19/3 期は中国で EC 専用製品を出すなど、1Q には前年に高いハードルがあることも増収率を一時的に緩めるだろう。また 2018 年後半から、香港の売上に新 EC 法の影響が出ており、成長率が鈍化している。日本の消費増税もマスカ化粧品である同社にはあまりメリットがないものと弊社はみている。アメリカ事業については 18/3 期から 19/3 期にかけては 2016 年 10 月に買収したブラジル・Ophthalmos 社の連結効果(2018 年 3 月より)で増収率が大きくなったが、その効果も一巡する見込み。

マーケティング費用の削減余地はあまりない

利益の調整弁となるマーケティング費用も削減余地は多くないと弊社はみている。理由は、会社側が同比率を前年並みとすると述べていること、またこの比率が過去の同社の水準において最下限に近くバッファー機能を持たないと弊社は考えるからである。また、研究開発費が前期比 5 億円の負担増となる計画。会社側はこの負担増を、業務プロセスを見直しでコストを抑制することで相殺するもようだが、杉本社長就任初年度で急なコスト削減が顕在化するのか、やや弊社は疑問に思っている。

非コア事業の整理や再生医療の進展が見えればポジティブ

一方、監査法人も変わり、医薬品事業に投資を集中する姿勢をみせているため、近年、食や農業の分野に投資した過去の遺産の処理が一気に進む可能性もある。経常的になってしまっている持分法損失や特別損失に終止符が打たれば、一時的に業績にマイナス影響も、株価にはポジティブに働く可能性がある。もちろん、再生医療事業に進展がみえ、新たな提携先が見つければ業績の下支えになるだろう。

21/3期以降の予想

再生医療製品、上市なるか

弊社の現時点の予想において再生医療事業の売上、収益は加味していないが、会社側の計画では 21/3 期には、現在塩野義製薬と臨床中である肝硬変向け製品が上市する予定である。

従来通りの事業ポートフォリオについては、後述のセグメント情報通りである。日本の増収率が前期比 1.4%増収なのは売上構成比の高いスキンケア事業にあまりインバウンド需要が発生せず、内需平均なみの市場成長(同 1%増)と置いているため。他事業は同 2%増とみている。アジアは中国事業の成長率が最も影響するが、ブームのプレステージ化粧品ではないブランドとなるため、弊社の中国市場の成長率想定(同 6%増)は下回る前提とした。

為替感応度

20/3 期の為替前提は、1US ドル=110 円。会社側によると 1 円円高で営業利益 60 百万円の減少。同社は特にアジアで中国やベトナムの寄与率が高いが、ドル以外の通貨の前提は開示されていない。

図表8：四半期予想

(百万円)

	19/3期				20/3期予				上期	通期	20/3期会社予	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			上期	通期
売上高	40,638	46,621	47,436	48,887	39,800	44,300	48,600	51,300	84,100	184,000	-	184,000
営業利益	5,061	5,649	6,482	3,620	4,800	3,900	7,200	4,500	8,700	20,400	-	21,500
経常利益	5,292	5,790	6,539	1,349	4,800	3,900	7,100	4,400	8,700	20,200	-	21,300
税金等調整前当期利益	5,090	5,479	5,994	-263	4,600	3,600	6,600	2,900	8,200	17,700	-	-
当期利益	3,450	3,885	3,575	-1,092	3,000	2,600	4,000	2,300	5,600	11,900	-	-
当期利益の帰属												
親会社の所有者	3,440	3,877	3,554	-1,072	3,000	2,600	4,000	2,300	5,600	11,900	-	13,500
非支配持分	10	8	20	-20	0	0	0	0	0	0	-	-
売上比												
営業利益	12.5%	12.1%	13.7%	7.4%	12.1%	8.8%	14.8%	8.8%	10.3%	11.1%	-	11.7%
経常利益	13.0%	12.4%	13.8%	2.8%	12.1%	8.8%	14.6%	8.6%	10.3%	11.0%	-	11.6%
親会社帰属の当期利益	8.5%	8.3%	7.5%	-2.2%	7.5%	5.9%	8.2%	4.5%	6.7%	6.5%	-	7.3%
前年同期比												
売上高	13.4%	9.3%	4.0%	2.6%	-2.1%	-5.0%	2.5%	4.9%	-3.6%	0.2%	-	0.2%
営業利益	47.4%	8.2%	-6.8%	4.0%	-5.2%	-31.0%	11.1%	24.3%	-18.8%	-2.0%	-	3.3%
経常利益	47.1%	12.3%	-6.6%	-56.4%	-9.3%	-32.6%	8.6%	226.2%	-21.5%	6.5%	-	12.3%
親会社帰属の当期利益	51.2%	15.0%	-20.2%	31.9%	-12.8%	-32.9%	12.5%	-314.6%	-23.5%	21.4%	-	37.8%
マーケティング費用	9,311	11,548	11,848	14,972	9,000	11,500	12,200	15,100	20,500	47,800	-	-
対売上比	22.9%	24.8%	25.0%	30.6%	22.6%	26.0%	25.1%	29.4%	24.4%	26.0%	-	-
R&D費用	1,646	1,695	1,580	1,910	1,600	1,800	1,900	2,000	3,400	7,300	-	7,360
対売上比	4.1%	3.6%	3.3%	3.9%	4.0%	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	-	4.0%
セグメント情報												
売上高												
日本	25,927	30,710	27,612	27,917	25,400	28,600	28,200	28,800	54,000	111,000	-	111,000
アメリカ	2,177	2,051	2,528	2,537	2,200	2,100	2,600	2,600	4,300	9,500	-	9,500
ヨーロッパ	2,134	2,213	2,229	1,979	2,100	2,200	2,200	2,300	4,300	8,700	-	8,800
アジア	9,874	11,184	14,607	15,999	9,600	10,900	15,100	17,300	20,500	52,900	-	52,900
その他	524	463	461	455	500	500	500	300	1,000	1,900	-	1,800
合計	40,638	46,621	47,436	48,887	39,800	44,300	48,600	51,300	84,100	184,000	-	184,000
前年同期比												
日本	11.2%	7.6%	0.5%	7.6%	-2.0%	-6.9%	2.1%	3.2%	-4.7%	-1.0%	-	-1.0
アメリカ	29.3%	21.9%	17.8%	-21.6%	1.1%	2.4%	2.8%	2.5%	1.7%	2.2%	-	2.2
ヨーロッパ	11.7%	1.8%	4.4%	-3.7%	-1.6%	-0.6%	-1.3%	16.2%	-1.1%	1.7%	-	2.9
アジア	17.3%	14.6%	10.2%	0.2%	-2.8%	-2.5%	3.4%	8.1%	-2.6%	2.4%	-	2.4
その他	2.3%	-9.4%	-25.2%	4.1%	-4.6%	8.0%	8.5%	-34.1%	1.3%	-0.2%	-	-5.4
合計	13.4%	9.3%	4.0%	2.6%	-2.1%	-5.0%	2.5%	4.9%	-3.6%	0.2%	-	0.2
営業利益												
日本	2,834	4,799	3,128	2,420	3,000	3,200	3,600	3,900	6,200	12,700	-	13,700
アメリカ	-43	-55	112	272	-100	0	100	300	-100	300	-	300
ヨーロッパ	151	141	27	33	100	100	0	200	200	400	-	400
アジア	1,917	586	3,248	746	1,800	500	3,400	1,100	2,300	6,700	-	6,800
その他	32	45	55	31	0	100	100	0	100	200	-	200
全社消去	169	132	-89	118	0	0	0	100	0	100	-	100
合計	5,061	5,640	6,491	3,620	4,800	3,900	7,200	5,600	8,700	20,400	-	21,500
営業利益率												
日本	10.9%	15.6%	11.3%	8.7%	11.8%	11.2%	12.8%	13.5%	11.5%	11.4%	-	12.3%
アメリカ	-2.0%	-2.7%	4.4%	10.7%	-4.5%	0.0%	3.8%	11.5%	-2.3%	3.2%	-	3.2%
ヨーロッパ	7.1%	6.4%	1.2%	1.7%	4.8%	4.5%	0.0%	8.7%	4.7%	4.6%	-	4.5%
アジア	19.4%	5.2%	22.2%	4.7%	18.8%	4.6%	22.5%	6.4%	11.2%	12.7%	-	12.9%
その他	6.1%	9.7%	11.9%	6.8%	0.0%	20.0%	20.0%	0.0%	10.0%	10.5%	-	11.1%
合計	12.5%	12.1%	13.7%	7.4%	12.1%	8.8%	14.8%	10.9%	10.3%	11.1%	-	11.7%

注：四半期予想については、各セグメントの売上・営業利益は合計値を下2桁で四捨五入している。四半期予想の年度合計と年間予想との差異も同様
出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表9：連結損益計算書

(百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期予	21/3期予	22/3期予	20/3期会予
売上高	171,742	183,582	184,000	188,600	193,300	184,000
売上原価	70,746	74,048	75,400	77,500	79,600	-
売上総利益	100,996	109,533	108,600	111,100	113,700	-
販管費	81,962	88,812	88,200	89,500	90,900	-
営業利益	19,087	20,812	20,400	21,600	22,800	21,500
営業外収益	998	1,200	1,200	1,200	1,200	-
受取利息・配当金	677	751	800	800	800	-
その他	319	448	400	400	400	-
営業外費用	1,236	3,042	1,400	1,400	1,400	-
支払利息及び割引料	143	148	100	100	100	-
為替差損	90	0	0	0	0	-
持ち分法による投資損失	782	2,404	800	800	800	-
その他	221	490	500	500	500	-
経常利益	18,849	18,970	20,200	21,400	22,600	21,300
特別利益	0	0	0	0	0	-
特別損失	2,028	2,669	2,500	2,000	2,000	-
税引前利益	16,820	16,300	17,700	19,400	20,600	-
法人税等	7,483	6,481	5,800	6,600	7,000	-
当期純利益	9,337	9,819	11,900	12,800	13,600	-
当期利益の帰属						
親会社の所有者	9,289	9,799	11,900	12,800	13,600	13,500
非支配持分	47	18	0	0	0	-
対売上比(%)						
売上総利益	58.8%	59.7%	59.0%	58.9%	58.8%	-
営業利益	11.1%	11.3%	11.1%	11.5%	11.8%	11.7%
経常利益	11.0%	10.3%	11.0%	11.3%	11.7%	11.6%
当期利益	5.4%	5.3%	6.5%	6.8%	7.0%	7.3%
実効税率	44.5%	39.8%	32.8%	34.0%	34.0%	-
前期比(%)						
売上高	11.1%	6.9%	0.2%	2.5%	2.5%	0.2%
売上総利益	10.6%	8.5%	-0.9%	2.3%	2.3%	-
営業利益	23.5%	9.0%	-2.0%	5.9%	5.6%	3.3%
経常利益	18.1%	0.6%	6.5%	5.9%	5.6%	12.3%
当期利益	-7.2%	5.5%	21.4%	7.6%	6.3%	37.8%
減価償却費(のれん含む)	5,914	6,404	5,100	5,000	5,000	5,070
資本支出	4,099	5,932	6,600	6,000	6,000	6,580
EBITDA	25,001	27,216	25,500	26,600	27,800	26,570
期中平均株式数(百万株)	113.9	113.9	114.0	114.0	114.0	-
EPS(円)	81.6	86.0	104.4	112.3	119.3	118.5
BPS(円)	1,115.9	1,147.4	1,225.7	1,310.9	1,402.1	-
DPS(円)	22.0	25.0	26.0	27.0	28.0	26.0
ROE	7.6%	7.6%	8.8%	8.9%	8.8%	-
ROA(RP)	9.9%	9.5%	10.0%	10.4%	10.8%	-

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表 10 : セグメント情報

(百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期予	21/3期予	22/3期予	20/3期会予
売上高						
日本	105,242	112,166	111,000	112,600	114,200	111,000
アメリカ	8,750	9,293	9,500	9,800	10,100	9,500
ヨーロッパ	8,277	8,555	8,700	8,800	8,900	8,800
アジア	47,396	51,664	52,900	55,500	58,200	52,900
その他	2,076	1,903	1,900	1,900	1,900	1,800
合計	171,742	183,582	184,000	188,600	193,300	184,000
前年同期比						
日本	8.6%	6.6%	-1.0%	1.4%	1.4%	-1.0%
アメリカ	26.7%	6.2%	2.2%	3.2%	3.1%	2.2%
ヨーロッパ	17.8%	3.4%	1.7%	1.1%	1.1%	2.9%
アジア	13.1%	9.0%	2.4%	4.9%	4.9%	2.4%
その他	10.3%	-8.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	-5.4%
合計	11.1%	6.9%	0.2%	2.5%	2.5%	0.2%
営業利益						
日本	12,223	13,181	12,700	13,200	13,700	13,700
アメリカ	420	286	300	400	500	300
ヨーロッパ	305	352	400	400	400	400
アジア	5,670	6,497	6,700	7,300	7,900	6,800
その他	157	163	200	200	200	200
(事業・消去、全社)	310	330	100	100	100	100
合計	19,087	20,812	20,400	21,600	22,800	21,500
営業利益率						
日本	11.6%	11.8%	11.4%	11.7%	12.0%	12.3%
アメリカ	4.8%	3.1%	3.2%	4.1%	5.0%	3.2%
ヨーロッパ	3.7%	4.1%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
アジア	12.0%	12.6%	12.7%	13.2%	13.6%	12.9%
その他	7.6%	8.6%	10.5%	10.5%	10.5%	11.1%
合計	11.1%	11.3%	11.1%	11.5%	11.8%	11.7%

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表 11 : 連結貸借対照表

(百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期予	21/3期予	22/3期予
流動資産	110,050	116,402	117,700	120,700	123,900
現金・預金	30,532	37,856	38,200	39,200	40,400
受取手形・売掛金(電子記録債権含む)	50,347	44,757	44,900	46,000	47,100
棚卸資産	26,228	30,260	31,100	31,900	32,700
貸倒引当金	-383	-393	-400	-400	-400
その他の流動資産	3,326	3,922	3,900	4,000	4,100
固定資産	88,116	84,550	85,500	86,000	86,400
有形固定資産	47,193	47,421	48,600	49,300	50,000
償却可能資産	32,040	31,138	32,300	33,000	33,700
建設仮勘定	2,170	1,423	1,400	1,400	1,400
土地・その他	12,983	14,860	14,900	14,900	14,900
無形固定資産	4,108	3,565	3,400	3,200	3,000
投資・その他資産	36,815	33,563	33,500	33,500	33,400
資産合計	198,166	200,953	203,200	206,700	210,300
流動負債	61,332	60,760	54,100	47,900	41,100
支払手形・買掛金・電子記録債務	15,072	14,068	14,100	14,500	14,800
短期借入金	4,151	3,745	3,000	3,000	3,000
その他	42,109	42,947	37,000	30,400	23,300
固定負債	8,393	8,004	8,000	8,000	8,000
長期借入金	1,702	1,424	1,400	1,400	1,400
退職給付にかかる負債等	3,968	3,584	3,600	3,600	3,600
その他	2,723	2,996	3,000	3,000	3,000
負債合計	69,725	68,764	62,100	55,900	49,100
株主資本	119,915	127,105	136,000	145,700	156,100
その他包括利益	7,209	3,667	3,700	3,700	3,700
新株予約権	560	498	500	500	500
非支配株主持分	755	917	900	900	900
純資産	128,440	132,189	141,100	150,800	161,200
自己資本	127,124	130,773	139,700	149,400	159,800
負債・純資産合計	198,166	200,953	203,200	206,700	210,300

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表 12 : 連結キャッシュフロー表

(百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期予	21/3期予	22/3期予
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	16,820	16,300	17,700	19,400	20,600
減価償却費	5,593	6,159	4,900	4,800	4,800
減損損失	0	0	0	0	0
のれん償却費	321	245	200	200	200
持分法による投資損益	782	2,404	800	800	800
法人税の支払い等	-5,150	-5,951	-5,800	-6,600	-7,000
必要運転資本増減	-1,910	-1	-1,000	-1,500	-1,600
その他	2,698	2,589	-5,800	-6,600	-7,000
営業活動によるキャッシュ・フロー	19,154	21,745	11,000	10,500	10,800
投資活動によるキャッシュ・フロー					
有形・無形固定資産取得	-5,452	-6,917	-6,600	-6,000	-6,000
投資有価証券	-5,239	-3,045	0	0	0
その他(長期貸付など)	-323	-283	-400	-400	-400
投資活動によるキャッシュ・フロー	-11,014	-10,245	-7,000	-6,400	-6,400
財務活動によるキャッシュ・フロー					
短期債務増減	479	-91	-700	0	0
固定債務増減	258	-545	0	0	0
自己株式取得・売却	3	0	0	0	0
配当金支払い	-2,506	-2,506	-3,000	-3,100	-3,200
その他	-39	-41	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,823	-3,386	-3,700	-3,100	-3,200
現金及び現金同等物に關する換算差額	-191	-832	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	6,125	7,281	300	1,000	1,200

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

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：塩野義製薬、ロート製薬、資生堂、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：塩野義製薬、ロート製薬、資生堂、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す：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：塩野義製薬、ロート製薬、資生堂、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

ロート製薬 (4527)



	日付	株価 (円)	レーティング	目標株価 (円)
1	2016/08/08	1,741	Underweight	1,600
2	2016/08/19	1,544	Underweight	1,500
3	2016/11/25	1,628	Underweight	1,450
4	2017/02/24	2,170	Underweight	1,600
5	2017/05/17	2,349	Underweight	1,900
6	2017/08/14	2,497	Neutral	2,500
7	2017/12/29	3,010	Drop	-

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.mufig.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、見直し、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 (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ものでなく、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、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%（税込み）（ただし約定代金 193,000 円以下の場合には最大 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、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