

トイレタリー / トイレタリー・化粧品

イニシエーション

ライオン (4912)

Overweight

野獣、覚醒する

投資アクション (イニシエーション)

目標株価を 2,600 円とし、ライオンのカバレッジを開始する。弊社のカバレッジセクター内における同社の今後の株価パフォーマンスが相対的に上位になると考えレーティングを Overweight とする。

投資判断理由

「歯を失うと生きていけない」動物の社名が表す通り、国内オーラルケア市場で首位の企業。日用品製品のいくつかは、花王や P&G の後塵を拝するが、近年経営資源をオーラルケアや OTC 医薬品分野に集中し業績を拡大している。それは、日本の人口構成でシニア層が増加していることが背景にある。ところで現在、当セクターにおける投資テーマは「消費税増税で恩恵のある銘柄」である。その点で言えば、同社は駆け込み需要の恩恵を享受し、19/12 期の事業利益(IFRS 営業利益は前期の土地売却の減少により減益)は、前期比 11%増と堅調に推移しよう。株式市場は、4月に発表された花王の新しい衣料用洗剤の同社への悪影響を懸念しすぎている印象がある。次の四半期決算でこの懸念は払しょくされ、株価は上昇基調に向かうと弊社では考えている。

カタリストとリスク

2Q(4-6月)決算で、連結業績が計画線で推移し、「ファブリックケア事業」の売上モメンタムが懸念ほどの悪影響ではないことが安心材料に繋がると思われる。3Q(7-9月)の駆け込み需要、19/12期は下期に新製品上市が偏重し増収率が高くなることも株価は十分に織り込んでいないだろう。一方、消費税増税が中止となればネガティブである。

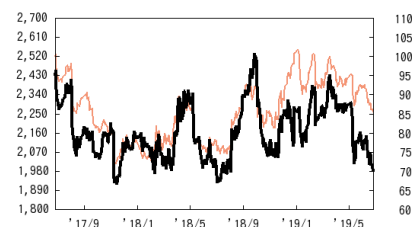
バリュエーション

国内日用品のバリュエーションは花王を基準に考えることで弊社では統一している。同社の目標株価は弊社の 20/12 期予想をベースに花王の適用バリュエーションである EV/EBTDA 倍率 14.5 倍を用い、2,600 円と算出している。

目標株価：2,600 円

潜在リターン：+29.7%

主要市場	東証 1 部
株価 (6/25)	2,005 円
52 週高安	2,535 - 1,924 円
発行済株式数	299,115 千株
時価総額	600 十億円
1 日平均売買代金 (過去 1 年)	1,892 百万円
ベータ	0.83
ROE (19/12E)	10.5%
株主資本比率 (19/12E)	54.7%
予想配当利回り (19/12E)	1.0%
外国人持株比率 (18/12)	21.9%



● サブセクター内の相対リターン順位
低 高

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		税前利益		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%					
17/12	342,703	-	30,479	-	31,998	-	20,883	-	71.9	17.0	-	-	
18/12	349,403	2.0	34,196	12.2	35,658	11.4	25,606	22.6	88.1	20.0	-	-	
19/12	新予	359,700	2.9	31,000	-9.3	32,100	-10.0	20,800	-18.8	71.6	21.0	28.0	2.83
	コセガス	358,667	2.7	30,867	-9.7	32,033	-10.2	20,603	-19.5	66.2	-	30.3	-
	会予	360,000	3.0	31,000	-9.3	-	-	21,000	-18.0	72.3	21.0	27.8	-
20/12	新予	369,200	2.6	32,300	4.2	33,400	4.0	21,700	4.3	74.7	22.0	26.9	2.64
	コセガス	371,333	3.5	33,167	7.5	34,400	7.4	22,307	8.3	73.1	-	27.4	-
21/12	新予	379,800	2.9	33,400	3.4	34,500	3.3	22,500	3.7	77.4	23.0	25.9	2.46

(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：ライオン (4912) 財務諸表 (連結)

決算期	17/12	18/12	19/12E	20/12E	21/12E
(百万円)					
P/L					
売上高	342,703	349,403	359,700	369,200	379,800
売上総利益	170,990	171,729	177,500	182,600	188,200
販管費	142,182	143,353	146,000	149,800	154,300
営業利益	30,479	34,196	31,000	32,300	33,400
税前利益	31,998	35,658	32,100	33,400	34,500
法人税等	8,607	5,875	8,300	8,700	9,000
実効税率 (%)	26.9	16.5	25.9	26.0	26.1
当期純利益	20,883	25,606	20,800	21,700	22,500
EBITDA	38,254	42,903	41,000	43,300	43,400
前年比 (%)					
売上高	-	2.0	2.9	2.6	2.9
営業利益	-	12.2	-9.3	4.2	3.4
税前利益	-	11.4	-10.0	4.0	3.3
当期純利益	-	22.6	-18.8	4.3	3.7
EBITDA	-	12.2	-4.4	5.6	0.2
売上高比 (%)					
売上総利益	49.9	49.1	49.3	49.5	49.6
販管費	41.5	41.0	40.6	40.6	40.6
営業利益	8.9	9.8	8.6	8.7	8.8
税前利益	9.3	10.2	8.9	9.0	9.1
当期純利益	6.1	7.3	5.8	5.9	5.9
EBITDA	11.2	12.3	11.4	11.7	11.4
投資関連					
設備投資	11,528	16,086	33,000	15,000	15,000
減価償却費	7,775	8,707	10,000	11,000	10,000
B/S					
流動資産合計					
手元流動性	91,401	104,972	97,100	111,000	124,500
売掛債権	64,871	64,695	68,900	70,800	72,800
棚卸資産	39,654	42,057	43,300	44,400	45,700
その他流動資産	3,594	4,210	4,400	4,400	4,600
固定資産合計	139,335	139,430	162,400	166,400	171,400
有形固定資産	79,539	81,546	105,000	109,000	114,000
無形固定資産	8,149	10,160	9,700	9,700	9,700
投資その他資産	51,647	47,724	47,700	47,700	47,700
資産合計	338,855	355,364	376,100	397,000	419,000
流動負債合計					
短期有利子負債	4,040	1,417	1,400	1,400	1,400
買掛債務	111,709	116,980	120,400	123,600	127,200
その他流動負債	13,651	11,345	14,000	16,400	19,000
固定負債合計	20,662	21,350	21,400	21,400	21,400
長期有利子負債	1,569	1,202	1,200	1,200	1,200
その他固定負債	19,093	20,148	20,200	20,200	20,200
負債合計	150,062	151,093	157,200	162,800	169,000
純資産合計	188,793	204,271	218,900	234,200	250,000
株主資本	178,439	191,108	205,700	221,000	236,800
負債合計+純資産合計	338,855	355,364	376,100	397,000	419,000
C/F					
営業CF	28,559	31,879	31,200	35,300	35,200
投資CF	-8,750	-8,989	-33,000	-15,000	-15,000
FCF	19,809	22,890	-1,800	20,300	20,200
財務CF	-6,751	-8,754	-6,100	-6,400	-6,700
現預金増減	13,661	13,570	-7,900	13,900	13,500
比率分析 (%)					
ROA	6.6	7.4	5.7	5.6	5.5
ROE	12.8	13.9	10.5	10.2	9.8
自己資本比率	52.7	53.8	54.7	55.7	56.5
DE レシオ (ネット)	-48.1	-53.6	-45.9	-49.0	-51.5
1株あたり指標					
EPS (円)	71.9	88.1	71.6	74.7	77.4
BPS (円)	614.0	657.5	707.7	760.3	814.7
DPS (円)	17.0	20.0	21.0	22.0	23.0
配当性向 (%)	23.7	22.7	29.3	29.5	29.7

(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
(注4) EBITDAには事業利益を利用
(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】 歯ブラシ国内首位、トイレタリー3位。「パファリン」の薬品や工業用品も展開。アジア強化中

【中期経営計画、20/12期】

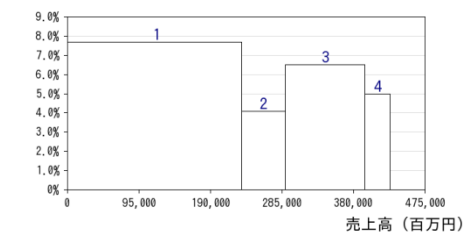
- 売上高 4,000 億円
- 営業利益(事業利益) 400 億円
- 親会社の所有者に帰属する当期利益 280 億円
- ROE 12%水準

【業績変動要因】

- 消費税増税の有無
- 主力商品のシェア動向
- 原材料価格動向
- アジア進出国の経済環境

【セグメント別構成比、18/12期】

営業利益率



- (凡例)
- 一般消費財事業
 - 産業用品事業
 - 海外事業
 - その他

【大株主構成、18/12期】

- 日本国政府 5.77%
- みずほ銀行退職給付信託 5.44%
- ㈱三菱UFJフィナンシャル・グループ 5.05%
- アセットマネジメントOne(株) 3.21%
- ライオン(株) 2.66%

出所：FactSet

1. 投資判断とバリュエーション

花王と比較

日本の日用品企業については、花王のバリュエーションを基準に過去のディスカウントと業績モメンタムを考慮し、各企業のバリュエーションを求めるように弊社では統一している。図表3に見られるように、同社は時期により時価総額や海外売上比率が異なるにもかかわらず、同率のバリュエーションである期間が長い。

日用品株は増税3カ月前からアウトパフォーム

同日発行レポート「ワカコの兵法」で述べたように、現在の投資テーマは「消費税増税」であると弊社ではみている。図表2に見られる前回消費税増税時の経験から、日用品企業は、増税3カ月前から株価パフォーマンスが上昇に向かうと思われる。

1Q(1-3月)決算の事業利益は前年同期比6.8%減にとどまり、日用品企業の中でもベビー用紙おむつやインバウンド需要の反動で減益幅が大きい他社より、相対的に良いスタートであった。IFRS上の営業利益は、前年1Qに土地の売却が50億円以上あったため減益幅が大きく見えるが、バリュエーション上に関係ない。

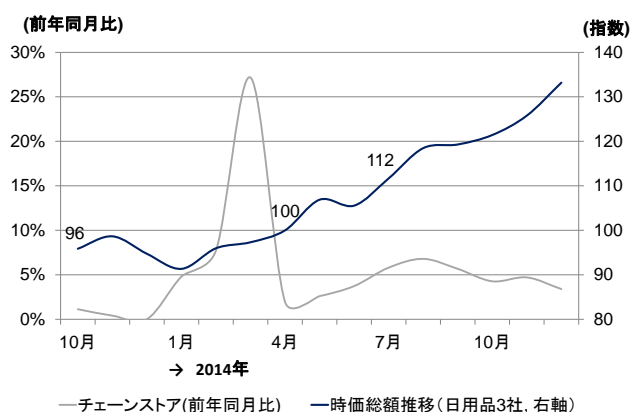
4月以降の国内ファブリックケアは堅調

株式市場では4月の花王の衣料用洗剤の新製品の影響を心配する声があるが、後述するように同社はうまく立ち回っている。増税前駆け込み需要は花王と同様にメリットを享受し、業績は堅調に推移するものと弊社は考えている。

Overweightでカバレッジ開始

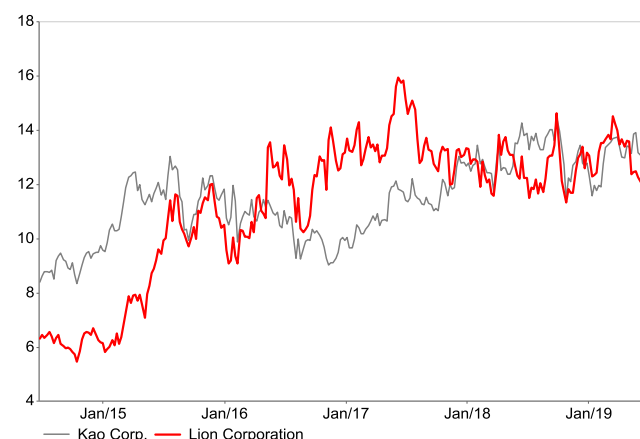
こうしたことから、弊社の20/12期予想をベースに花王の適用バリュエーションであるEV/EBITDA倍率14.5倍を適用、目標株価を2,600円と算出する。株価には割安感があり、レーティングをOverweightでカバレッジを始める。

図表2：消費動向と株価の動き(2014年4月)



注：日用品3社は花王、ライオン、ユニ・チャーム
出所：各種統計より、MUMSS作成

図表3：ライオンと花王の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

百獣の王の社名に託された創業時の思い

1891年(明治24年)、初代小林富次郎が、東京神田に石鹸およびマッチの原材料取り次ぎの商店を開設したことから始まる。1896年には現在の中核事業である歯磨き事業に参入、粉歯磨き「獅子印ライオン歯磨」を発売した。ライオンという現在の名前は、同社の中核事業が歯磨きであることを示している。肉食獣として野生の世界でトップに君臨するライオンでも、歯を失うと致命傷になるということから、歯の重要性を説いているのが社名の由来である。

戦後、衣料用洗剤で花王と激しいバトルの時代

戦時中は花王と同様に、国の指令を受けヤシ油を原料とした航空機潤滑油の生産試験などを行い当時既に国内で業界の雄となっていた。戦後も、洗濯石鹸が主流の時代には多くの企業が日用品市場に参入していたが、ライオンと花王がいち早く大規模な設備投資により合成洗剤市場に参入したことで日用品業界の2大巨頭となる。1970年代には「琵琶湖の赤潮」問題も取りざたされる中、新開発の「無リン」洗剤を発売しヒット、トップシェアに立った。しかしその後、1987年に花王の酵素配合、小型濃縮化の「アタック」が投入され、花王にトップシェア座を譲った。

藤重社長時代の構造改革を経て、濱社長が高付加価値戦略を遂行

1994年から2004年までの社長は、元通産省官僚の高橋達直氏であった。歯磨きや、ハンドソープ「キレイキレイ」などのヒットもあったが、この間はP&Gからの洗剤のシェア追い上げが激しく、花王が毎年コストダウンで原価率を改善していく一方で、収益水準が伸び悩む時代が続いた。2004年に就任した藤重社長は、初年度に買収した中外製薬の一般医薬品(OTC)事業営業権の特別損失、ケミカル事業の減損からスタートし、様々な構造改革を行った。食品事業から撤退(2007年4月にライオンコーミックを売却)し、OTC医薬品事業にも成長源を求めていった。それは、日用品市場の主戦場がこれまでのスーパーマーケットからドラッグストアに変化したことをシンボリックに象徴した出来事でもある。

マーケティング投資の効率化を行った

花王と異なり、卸売業との協業を図るライオンは、日用雑品、医薬品卸が合併していく中で、自社のポートフォリオを時代に合わせていった。ライオンはその後2007年に「バファリン」の商標権を取得。その後も重点ブランドにマーケティング投資を集中し、効率化を図った。このころ、創業の地であった東京工場も閉め、シャンプー事業はOEMに切り替えている。効率化に徹したことで、花王に類似したポートフォリオで2番手というイメージから、ライオン独自の強みを進化させたポートフォリオに変化していった。2012年に研究部門出身である濱社長が就任してからは、創業時からの中核事業である歯磨き事業の高付加価値化が特に成功しており、販売単価の上昇、マーケティング費用の効率化が目立つようになってきている。

原価率推移が物語るもの

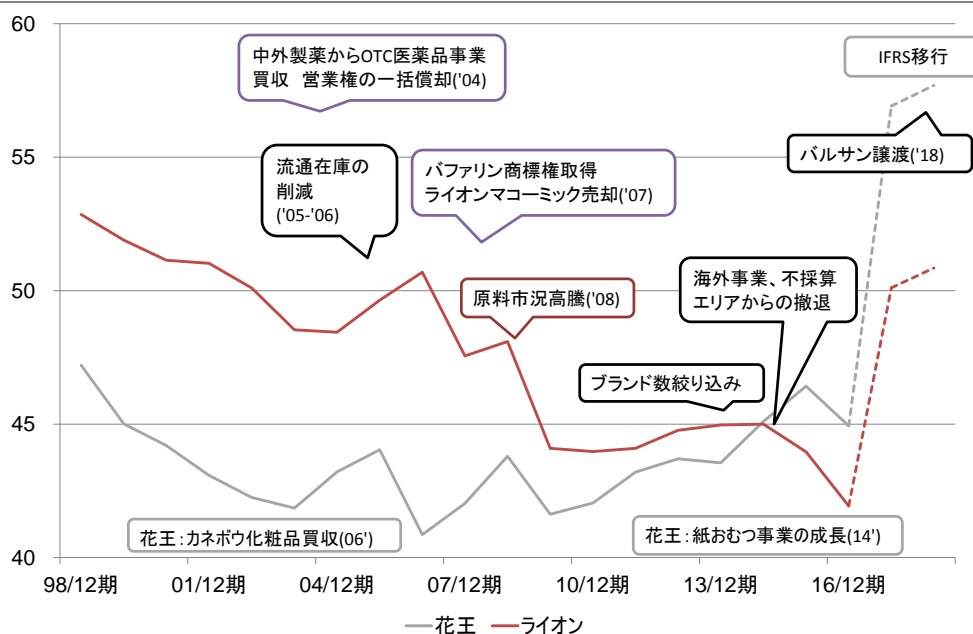
また濱社長時代には、海外の不採算事業からの撤退(マレーシアのMES事業等)や「バルサン」事業の売却を決めるなど原価率の改善に繋がる多くの施策が行われた。図表4にあるように、同社はこうして、原価率の低減に成功した。花王側の事業ポートフォリオの影響もあるものの、原価率は20年ぶりに花王に追いつき追い抜き、利益水準を回復させてきたことがわかる。

新規事業創出へ

2019年1月には、同社と資生堂、ユニ・チャームが店頭販促物の物流を統合するという報道もあった。またWeb広告やECなどのデジタル分野にも早くから取り組んでいる。美容機器の新製品が開発され、クラウドファンディングを用いて開発費用を募ったこともある。平井研究所では「イノベーションラボ」を設立し、新規事業創出に注力しており、今後の動向が注目される。

図表4：ライオンと花王の原価率の推移

(%)



注：決算期はライオンに合わせており、花王は12/12期から12月決算となっている。12/3期は11/12期に合わせている。また両社とも17/12期以降はIFRS移行の数字のため、16/12期と不連続となっており、点線で示している。
出所：会社資料よりMUMSS作成

3. コーポレートガバナンス

濱会長と掬川社長の両輪体制へ

2018年11月に代表取締役社長に掬川正純氏が就任した。当時社長であった濱逸夫氏は、同日に代表権を有したまま会長に就任した。掬川氏は研究部門の経験が豊富で、衣料用洗剤の開発などで成果を上げた人物で、役員歴も長い。就任後は既存事業の運営に注力しつつ海外展開などを加速させるとみられる。濱会長は、成長エンジンを創出する新領域の対応に注力する見通しだ。

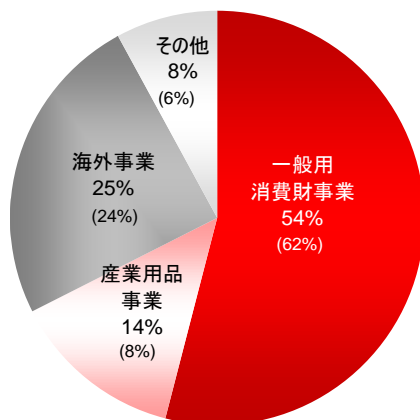
20/12期に事業利益率10%が目標

取締役数9名のうち、社外取締役は3名で独立性を確保している。取締役の指名諮問委員会、報酬に関わる報酬諮問委員会を有する。取締役の任期は1年。また、買収防衛策を導入している。中期計画は18/12期から20/12期までLIVE計画と名付けている。「ReDesign」をテーマとし外部環境の変化に合わせ「次世代ヘルスケアのリーディングカンパニー」となることを目指している。IFRSベースで20/12期に売上高4,000億円、営業利益(IFRS:及び、事業利益)400億円、親会社の所有者に帰属する当期利益280億円、ROE12%水準を目指す。3年間で総額1,000億円規模の設備投資やM&Aも予定。配当性向は明らかにしていないが継続的かつ安定的な利益還元を目指している。

4. 事業内容

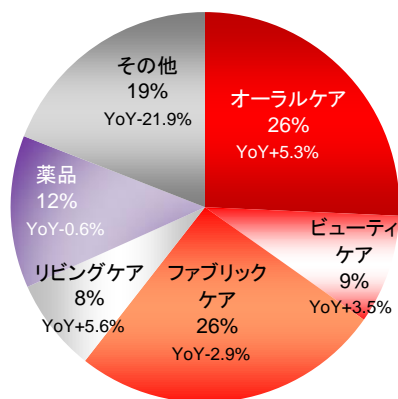
同社のセグメント別売上構成比は図表 5 の通りである。一般用消費財事業とは国内の日用品事業のことであり、図表 6 にその内訳を示している。

図表 5 : セグメント別売上高(18/12 期) (%)



注：数字は売上構成比(調整額前)、括弧内は営業利益構成比(同)
出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 6 : 一般用消費財事業の内訳(18/12 期) (%)



注：数字は売上構成比、
出所：会社資料より MUMSS 作成

産業用品事業は日用品事業の原料でもある界面活性剤、また導電性カーボン(リチウムイオン電離 2 次電池向け「ケッチェンブラック」)、業務用洗浄剤等である。

海外事業は、東南アジア(18/12 期売上高 702 億円)、北東アジア(同 348 億円)と開示がある。国別では東南アジアに含まれるタイの売上貢献が最大。タイの 18/12 期売上は 434 億円であり、次に北東アジアに含まれる韓国である。海外事業は、合弁先企業の影響が大きく、日本で販売していないカテゴリにも参入している場合もある。しかし最近では、日本でも人気ブランドのハンドソープや、歯磨きに注力しており、それら製品が業績をけん引するようになってきている。

5. 事業構造と競争環境

	<p>日用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」に詳細を記述している。概略は以下の通り。</p>
日用品業界の事業構造	<p>日用品事業は、クリティカルマスを必要とし、製造設備に資本力が必要なことから、(化粧品に比べ)参入者は大手が多い。大手間でのクリティカルマスをめぐるシェア競争が起こりやすく、マーケティング費用が増加し、営業利益率が変化しやすい。しかし、市場の成熟につれ、寡占化が進むため、最終的には残存者は安定的なキャッシュフローを継続することができる。</p>
デフレを超え収益は安定局面	<p>日本の日用品企業は、長いデフレの間に各企業間のエクスペリレンス曲線(コスト削減)が大きく寄与し、結果、世界の中でも高品質で安価な製品を供給できる体質になった。同社においては、日用品市場の中でも特に市場規模の大きい衣料用洗剤等で、戦後はトップの地位であったものの、花王、P&Gに追い越され3番手に甘んじてきたことから、収益性が低迷する期間も長かった。しかし、競争環境も落ち着き、ついにデフレ環境が終了した2014年から同社の日用品の収益率は安定するに至った。</p>
OTC医薬品、オーラルケアに注力	<p>また、沿革の部で書いたように、花王やP&Gが参入していない医薬品事業へシフトしているが、花王とP&Gが参入しておらず、規制もある業界であるため競争環境は日用品よりは緩やかであるとみられる。ただし近年、製薬メーカーがOTC医薬品部門を売却の動きがあり、OTC医薬品業界の再編の方向性によって構想環境も変化する可能性もある。また、オーラルケアは日本の人口構成でシニア層が拡大している中で、最も付加価値品が望まれる市場であり、同社業績の後押しとなっている。</p>
海外事業は、既存進出国でのカテゴリ追加が望ましい	<p>海外事業においては、カンントリーミックスがカバレッジ企業内で、やや相対的に魅力に劣ると思われる。アジアの新興国の中でもタイ、韓国など名目GDP成長率、人口増加率ともに緩やかな国がメインであり、中国・インド・インドネシアなどに軸を置く企業よりも、長期的には成長率が見劣りする可能性がある。しかし、グローバルで同社より資本力の多い会社とばかり戦わねばならないことを考えると、注目される新興国に無鉄砲に進出するより、現在、存在感のあるタイや韓国でカテゴリ追加(衣料用洗剤からパーソナルケアへ)を行っていくのが収益を伴う現実的な成長戦略となろう。現在の会社側もその方向性で動いている。</p>

6. 業績予想

19/12期予想

19/12期の事業利益は会社計画並みとみる。19/12期の増収率が若干低下しているのは、日本事業において同社が「バルサン」事業とその製造子会社をレック(7874)に売却した影響による(2018年8月3日発表)。19/12期で約20億円の減収要因となる見込み。営業利益への影響はないと会社側はコメントしている。

前期の減収は特殊要因

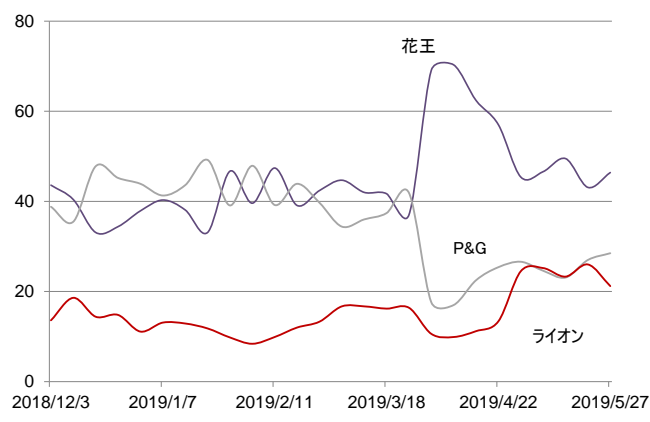
18/12期の一般用消費財事業(国内事業)が前期比4.0%減であったのは、千葉地区の工場の再編で、グループ内売上が減少したもので、19/12期には影響しない。19/12期はそれより増収を弊社はみていることになる。

19/12期のポジティブ材料としては消費増税の駆け込み需要のメリットを花王同様に受けるであろう。18/12期にヒット製品があったリビングケアを除いては、18/12期に比べ増収率が高まると弊社はみている。

株式市場の心配はファブリックケア

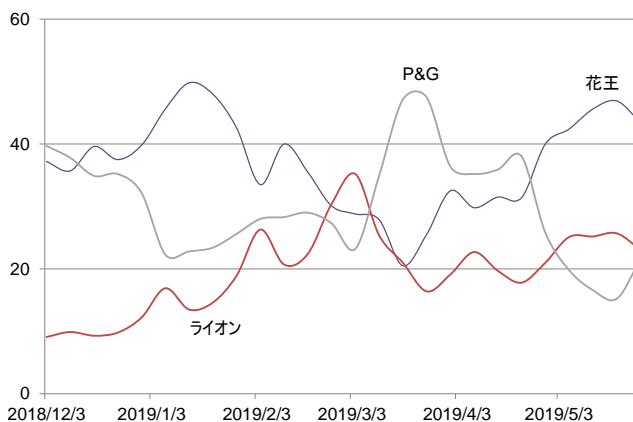
花王が4月に衣料用洗剤「アタックゼロ」を市場投入したことを市場が懸念するは多いが弊社はあまり心配していない。会社側は衣料用洗剤については競争を避け、その部分の減収を柔軟剤等でカバーする方針である。図表6のように「ファブリックケア」は国内事業の売上構成比で26%を占めるが、このうち衣料用洗剤は40%を切るという。つまり、国内事業の10%以下である。「ファブリックケア」内の柔軟剤等、他製品でカバーできると会社側が考えているのはこのせいである。

図表7：衣料用液体洗剤のシェア推移 (%)



注：日経 POS による週次集計
出所：日経 POSEYE より MUMSS 作成

図表8：柔軟剤のシェア推移 (%)



注：日経 POS による週次集計
出所：日経 POSEYE より MUMSS 作成

4月以降、ファブリックケアは狙い通りの動き

実際、4月以降のPOSデータによるシェア動向を見ると、4月の花王の「アタックゼロ」発売以降、P&Gのシェア低下のほうが大きく、ライオンは液体洗剤でも徐々にシェアを上げている。また柔軟剤ではP&Gが何らかのキャンペーンがあったのか3月末に大きくシェアを伸ばして以降は、花王やライオンが安定して推移している。こうしたことから、同社ファブリックケア事業に大きな不安はないと弊社では考えている。

「オーラルケア」は堅調に成長がつづくと思われる。増税前の駆け込み需要の恩恵もあるだろう。「ビューティケア」はハンドソープ、ボディソープが堅調だが、18/12

期は制汗剤のスプレータイプを撤退したマイナス影響があったが、19/12 期はそれがなくなる。そのため、弊社は増収率が前年より高くなると置いている。

国内は消費税増税により 3Q(7-9 月)の増収率が高まり、4Q は反動がでよう。ただし総じてメリットが多いことは、同日発行のインダストリーレポートで参照されたい。

中国事業が収益化

海外事業は収益力が改善する見込み。18/12 期の海外事業の事業利益の前期比 25 億円の増益額は、タイ、中国、その他でほぼ同額であったという。中国は、取引先を見直し減収とはなかったが、営業増益に転じ、その傾向が 19/12 期も続くとみられる。今後は、オフライン、オンラインともバランスをとり収益を追う。タイはパーソナルケアへの製品シフトでプロダクトミックスが改善傾向にあると弊社ではみている。

20/12 期以降の動向

一般用消費財事業は、現在のオーラルケアを重点化して事業を拡張する方針に変化はなく、国内事業である一般用消費財事業は、オーラルケアの成長率以外は、市場成長並みの増収率と弊社は予想する。

海外事業も 18/12 期までの見方と変わらない。同社の海外事業の約半分を占めるのはタイであり、成長率の高い中国はまだ売上構成比 5-6%しかないため、緩やかな増益を予想する。

新事業を探索

2017 年に発表となった「LIVE 計画」により、同社は新事業の創造に本腰をいれている。濱 CEO、掬川 COO の新経営体制になり、濱 CEO は M&A を含めた新事業を探索する役割に注力する。18/12 期決算説明会では、薬品分野で解熱鎮痛薬、点眼剤につぐ第 3 の柱を強化する等、新しい方針が見えてきた。20/12 期の事業利益 400 億円はたやすく達成できる数字ではなさそうであるが、「M&A なども追加検討し」達成したいと説明会で会社側は発言している。今後出てくる追加策に期待したい。

為替動向

19/12 期の会社側の前提は 1US ドル 110 円、1 バーツ 3.4 円、1 ウォン 0.100 円の前提。弊社の前提は 1US ドル 110 円を含め、会社前提と同水準。海外事業の日本円への換算差と、原料を輸入するときの影響は相殺し、ほぼ為替による営業利益影響はない見通し。輸入原料だけの影響と考えると 1 円/US ドル円高となると年間営業利益 2 億円のメリットとなる。

図表9：四半期予想

(百万円)

	18/12期				1Q	19/12期予				19/12期会社予		
	1Q	2Q	3Q	4Q		2Q	3Q	4Q	上期	通期	上期	通期
売上高	79,373	89,111	90,229	90,690	78,937	91,000	96,300	93,500	169,900	359,700	172,000	360,000
事業利益	5,967	6,585	8,361	7,463	5,561	7,100	10,800	8,000	12,700	31,500	13,000	31,500
営業利益(IFRS)	11,210	6,662	8,335	7,989	5,953	7,000	10,600	7,400	13,000	31,000	12,500	31,000
税引前当期利益	11,440	7,092	8,718	8,408	6,103	7,400	10,750	7,800	13,500	32,100	-	-
当期利益	11,705	5,247	6,001	5,670	4,007	5,400	8,100	6,300	9,400	23,800	-	-
当期利益の帰属												
親会社の所有者	9,251	4,684	6,001	5,670	3,441	5,000	7,700	4,700	8,400	20,800	8,500	21,000
非支配持分	2,454	562	627	533	566	400	400	1,600	1,000	3,000	-	-
売上比												
事業利益	7.5%	7.4%	9.3%	8.2%	7.0%	7.8%	11.2%	8.6%	7.5%	8.8%	7.6%	8.8%
営業利益(IFRS)	14.1%	7.5%	9.2%	8.8%	7.5%	7.7%	11.0%	7.9%	7.7%	8.6%	7.3%	8.6%
税引前当期利益	14.4%	8.0%	9.7%	9.3%	7.7%	8.1%	11.2%	8.3%	7.9%	8.9%	-	-
親会社帰属の当期利益	11.7%	5.3%	6.7%	6.3%	4.4%	5.5%	8.0%	5.0%	4.9%	5.8%	4.9%	5.8%
前年同期比												
売上高	1.7%	5.0%	2.0%	-0.7%	-0.5%	2.1%	6.7%	3.1%	0.8%	2.9%	2.1%	3.0%
事業利益	-7.7%	8.2%	-9.2%	5.9%	-6.8%	7.8%	29.2%	7.2%	1.2%	11.0%	3.6%	11.0%
営業利益(IFRS)	69.5%	14.3%	-9.1%	-10.0%	-46.9%	5.1%	27.2%	-7.4%	-27.3%	-9.3%	-30.1%	-9.3%
税引前当期利益	66.8%	11.2%	-8.1%	-9.4%	-46.7%	4.3%	23.3%	-7.2%	-27.2%	-10.0%	-	-
親会社帰属の四半期利益	104.2%	-0.8%	-5.1%	6.8%	-62.8%	6.7%	28.3%	-17.1%	-39.7%	-18.8%	-39.0%	-18.0%
マーケティング費用	13,980	12,660	14,260	23,110	12,210	12,700	14,400	23,700	24,900	63,000	-	-
売上比	17.6%	14.2%	15.8%	25.5%	15.5%	14.0%	15.0%	25.3%	14.7%	17.5%	-	-
セグメント情報												
売上高												
一般消費財事業	51,210	59,616	58,713	62,055	50,189	61,400	63,400	61,700	111,600	236,700	-	-
産業用品事業	13,638	14,675	14,052	15,593	13,080	15,100	14,500	16,300	28,200	59,000	-	-
海外事業	25,857	26,345	28,353	24,488	25,718	26,200	31,200	26,900	51,900	110,000	-	-
その他	7,110	8,323	9,232	9,402	7,075	8,300	9,200	8,400	15,400	33,000	-	-
計	97,816	108,960	110,350	111,537	96,064	111,000	118,300	113,300	207,100	438,700	-	-
調整額	-18,443	-19,848	-20,122	-20,847	-17,127	-20,000	-22,000	-19,800	-37,100	-79,000	-	-
合計	79,373	89,111	90,229	90,690	78,937	91,000	96,300	93,500	170,000	359,700	172,000	360,000
前年同期比												
一般消費財事業	-7.4%	-1.2%	-6.0%	-1.7%	-2.0%	3.0%	8.0%	-0.6%	0.7%	2.2%	-	-
産業用品事業	8.0%	10.3%	2.3%	1.4%	-4.1%	2.9%	3.2%	4.5%	-0.4%	1.8%	-	-
海外事業	4.7%	4.3%	7.7%	-6.8%	-0.5%	-0.6%	10.0%	9.8%	-0.6%	4.7%	-	-
その他	11.1%	6.2%	16.6%	11.9%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-10.7%	-0.2%	-3.1%	-	-
合計	1.7%	5.0%	2.0%	-0.7%	-0.5%	2.1%	6.7%	3.1%	0.9%	2.9%	2.1%	3.0%
事業利益												
一般消費財事業	4,393	3,653	5,148	4,640	3,617	4,200	6,600	5,500	7,800	19,900	-	-
産業用品事業	743	609	547	458	382	700	700	600	1,100	2,400	-	-
海外事業	1,170	1,722	2,326	1,657	1,844	1,700	3,200	1,400	3,500	8,100	-	-
その他	285	354	469	609	246	300	500	500	500	1,500	-	-
計	6,592	6,338	8,489	7,366	6,091	6,900	11,000	7,900	13,000	31,900	-	-
調整額	-624	246	-128	97	-531	200	-200	100	-300	-400	-	-
連結合計	5,967	6,585	8,361	7,462	5,560	7,100	10,800	8,000	12,700	31,500	13,000	31,500
事業利益率												
一般消費財事業	8.6%	6.1%	8.8%	7.5%	7.2%	6.8%	10.4%	8.9%	7.0%	8.4%	-	-
産業用品事業	5.4%	4.1%	3.9%	2.9%	2.9%	4.6%	4.8%	3.7%	3.9%	4.1%	-	-
海外事業	4.5%	6.5%	8.2%	6.8%	7.2%	6.5%	10.3%	5.2%	6.7%	7.4%	-	-
その他	4.0%	4.3%	5.1%	6.5%	3.5%	3.6%	5.4%	6.0%	3.2%	4.5%	-	-
連結合計	7.5%	7.4%	9.3%	8.2%	7.0%	7.8%	11.2%	8.6%	7.5%	8.8%	7.6%	8.8%

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。なお、19/12期の1Qは実績値。

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表 10 : 連結損益計算書

(百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期予	20/12期予	21/12期予	19/12期会予
売上高	342,703	349,403	359,700	369,200	379,800	360,000
売上原価	171,713	177,673	182,200	186,600	191,600	-
売上総利益	170,990	171,729	177,500	182,600	188,200	-
販売費及び一般管理費	142,182	143,353	146,000	149,800	154,300	-
事業利益	28,807	28,375	31,500	32,800	33,900	31,500
その他の収益	3,142	7,431	1,500	1,500	1,500	-
その他の費用	1,470	1,610	2,000	2,000	2,000	-
営業利益(IFRS)	30,479	34,196	31,000	32,300	33,400	31,000
金融収益	808	789	600	600	600	-
金融費用	205	137	100	100	100	-
持分法による投資損益	915	809	600	600	600	-
税引前利益	31,998	35,658	32,100	33,400	34,500	-
法人所得税	8,607	5,875	8,300	8,700	9,000	-
当期利益	23,391	29,783	23,800	24,700	25,500	-
当期利益の帰属						
親会社の所有者	20,883	25,606	20,800	21,700	22,500	21,000
非支配持分	2,507	4,176	3,000	3,000	3,000	-
対売上比						
売上総利益	49.9%	49.1%	49.3%	49.5%	49.6%	-
事業利益	8.4%	8.1%	8.8%	8.9%	8.9%	8.8%
営業利益(IFRS)	8.9%	9.8%	8.6%	8.7%	8.8%	8.6%
税引前利益	9.3%	10.2%	8.9%	9.0%	9.1%	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	6.1%	7.3%	5.8%	5.9%	5.9%	5.8%
実行税率	26.9%	16.5%	25.9%	26.0%	26.1%	-
前期比						
売上高	-	2.0%	2.9%	2.6%	2.9%	3.0%
売上総利益	-	0.4%	3.4%	2.9%	3.1%	-
事業利益	-	-1.5%	11.0%	4.1%	3.4%	11.0%
営業利益(IFRS)	-	12.2%	-9.3%	4.2%	3.4%	-9.3%
税引前当期利益	-	11.4%	-10.0%	4.0%	3.3%	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	-	22.6%	-18.8%	4.3%	3.7%	-18.0%
減価償却費	7,775	8,707	10,000	11,000	10,000	10,000
資本支出	11,528	16,086	33,000	15,000	15,000	33,000
EBITDA(事業利益)	36,582	37,082	41,500	43,800	43,900	41,500
期中平均発行株式数(百万株)	290.6	290.7	290.7	290.7	290.7	-
EPS(円)	71.9	88.1	71.6	74.7	77.4	72.3
BPS(円)	613.9	657.5	707.7	760.3	814.7	-
DPS(円)	17.0	20.0	21.0	22.0	23.0	21.0
ROE	12.7%	13.9%	10.5%	10.2%	9.8%	-
ROA(税引前利益)	10.0%	10.3%	8.8%	8.6%	8.5%	-

注：期中発行済株式数は自社株除き

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表 11 : セグメント情報

(百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期予	20/12期予	21/12期予	19/12期会予
売上高						
一般用消費財事業	241,203	231,594	236,700	240,200	243,800	-
産業用品事業	55,047	57,958	59,000	60,000	61,000	-
海外事業	102,567	105,043	110,000	115,000	121,000	-
その他	30,565	34,067	33,000	33,000	33,000	-
調整額	-86,680	-79,260	-79,000	-79,000	-79,000	-
合計	342,703	349,403	359,700	369,200	379,800	360,000
前期比						
一般用消費財事業	-	-4.0%	2.2%	1.5%	1.5%	.
産業用品事業	-	5.3%	1.8%	1.7%	1.7%	1.3%
海外事業	-	2.4%	4.7%	4.5%	5.2%	6.6%
その他	-	11.5%	-3.1%	0.0%	0.0%	-14.7%
合計	-	2.0%	2.9%	2.6%	2.9%	30.3%
事業利益						
一般用消費財事業	18,934	17,834	19,900	20,200	20,300	-
産業用品事業	2,316	2,357	2,400	2,400	2,400	-
海外事業	4,413	6,875	8,100	9,100	10,100	-
その他	1,336	1,717	1,500	1,500	1,500	-
調整額	1,805	-409	-400	-400	-400	-
合計	28,807	28,375	31,500	32,800	33,900	31,500
事業利益率						
一般用消費財事業	7.8%	7.7%	8.4%	8.4%	8.3%	-
産業用品事業	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	3.9%	-
海外事業	4.3%	6.5%	7.4%	7.9%	8.3%	-
その他	4.4%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	-
合計	8.4%	8.1%	8.8%	8.9%	8.9%	8.8%
一般消費財事業売上						
オーラルケア	56,486	59,503	62,500	64,400	66,300	-
ビューティケア	20,307	21,024	22,100	22,500	23,000	-
ファブリックケア	61,521	59,740	60,900	61,200	61,500	-
リビングケア	16,949	17,891	18,100	18,300	18,500	-
薬品	29,407	29,228	29,500	29,800	30,100	-
その他	56,531	44,156	43,600	44,000	44,400	-
前期比						
オーラルケア	-	5.3%	5.0%	3.0%	3.0%	-
ビューティケア	-	3.5%	5.1%	1.8%	2.2%	-
ファブリックケア	-	-2.9%	1.9%	0.5%	0.5%	-
リビングケア	-	5.6%	1.2%	1.1%	1.1%	-
薬品	-	-0.6%	0.9%	1.0%	1.0%	-
その他	-	-21.9%	-1.3%	0.9%	0.9%	-
海外事業売上						
東南アジア	67,660	70,200	74,100	78,200	82,500	-
前期比	-	3.8%	5.6%	5.5%	5.5%	-
北東アジア	34,900	34,800	36,000	37,100	38,000	-
前期比	-	-0.3%	3.4%	3.1%	2.4%	-

注1：19/12期会社予想は、外部売上高の計画値なので前期比のみ表示

注2：一般消費財事業の内訳は、外部売上高によるものなので、合計して上部の売上高と合致しない

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表 12 : 連結貸借対照表

(百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期予	20/12期予	21/12期予
流動資産	199,520	215,934	213,700	230,600	247,600
現金及び現金同等物	91,401	104,972	97,100	111,000	124,500
営業債権及びその他の債権	64,871	64,695	68,900	70,800	72,800
棚卸資産	39,654	42,057	43,300	44,400	45,700
その他の金融資産	1,996	2,582	2,700	2,700	2,800
その他の流動資産	1,598	1,628	1,700	1,700	1,800
非流動資産	139,335	139,430	162,400	166,400	171,400
有形固定資産	79,539	81,546	105,000	109,000	114,000
のれん	182	182	200	200	200
無形固定資産	8,149	10,160	9,700	9,700	9,700
持分法で会計処理されている投資	5,585	8,606	8,600	8,600	8,600
繰延税金資産	5,730	5,889	5,900	5,900	5,900
退職給付に係る資産	10,302	7,799	7,800	7,800	7,800
その他	29,848	25,248	25,200	25,200	25,200
資産合計	338,855	355,364	376,100	397,000	419,000
流動負債	129,400	129,742	135,800	141,400	147,600
営業債権及びその他の債務	111,709	116,980	120,400	123,600	127,200
借入金	4,040	1,417	1,400	1,400	1,400
その他	13,651	11,345	14,000	16,400	19,000
非流動負債	20,662	21,350	21,400	21,400	21,400
借入金	1,569	1,202	1,200	1,200	1,200
退職給付に係る負債	7,554	10,955	11,000	11,000	11,000
その他	11,539	9,193	9,200	9,200	9,200
負債合計	150,062	151,093	157,200	162,800	169,000
親会社の所有者に帰属する持分合計	178,439	191,108	205,700	221,000	236,800
非支配持分	10,353	13,163	13,200	13,200	13,200
資本合計	188,793	204,271	218,900	234,200	250,000
負債及び資本合計	338,855	355,364	376,100	397,000	419,000

出所：会社資料より MUMSS 作成、予想は MUMSS 予想

図表 13 : 連結キャッシュフロー表

(百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期予	20/12期予	21/12期予
営業活動キャッシュ・フロー					
税引前当期利益	31,998	35,658	32,100	33,400	34,500
減価償却費及び償却費	7,775	8,707	10,000	11,000	10,000
減損損失	683	68	0	0	0
持分法による投資損益	-915	-809	-600	-600	-600
法人所得税の支払額	-8,089	-7,435	-8,300	-8,700	-9,000
必要運転資本増減	-3,937	2,532	-2,000	200	300
その他	1,044	-6,842	0	0	0
営業活動キャッシュ・フロー	28,559	31,879	31,200	35,300	35,200
投資活動キャッシュ・フロー					
有形・無形固定資産 取得	-11,528	-16,086	-33,000	-15,000	-15,000
有形・無形固定資産 売却	2,800	6,805	0	0	0
子会社株式取得、売却	0	1,300	0	0	0
その他	-22	292	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-8,750	-8,989	-33,000	-15,000	-15,000
財務活動によるキャッシュ・フロー					
短期債務増減	-673	-1,505	0	0	0
固定債務増減	-268	-269	0	0	0
自己株式取得	0	0	0	0	0
配当金支払い	-5,667	-7,489	-6,100	-6,400	-6,700
その他	-143	509	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-6,751	-8,754	-6,100	-6,400	-6,700
現金及び現金同等物に関わる換算差額	603	-564	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	13,661	13,570	-7,900	13,900	13,500

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：花王、中外製薬、資生堂、ライオン、レック、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、中外製薬、資生堂、ライオン、レック、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、中外製薬、資生堂、ライオン、レック、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

一テ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

ライオン (4912)



● レーティングまたは目標株価変更日

	日付	株価 (円)	レーティング	目標株価 (円)
1	2016/07/29	1,557	Overweight	1,900
2	2016/10/13	1,713	Overweight	1,810
3	2016/12/02	1,838	Overweight	2,000
4	2017/03/01	1,955	Overweight	2,100
5	2017/05/16	2,191	Overweight	2,500
6	2017/12/29	2,135	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てはならないものです。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors (若しくはこれと同等の投資家) に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国: 本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」)。電話番号: +1-212-405-7000)により配布されます。MUSA は、United States Securities and Exchange Commission (米国証券取引委員会)に登録された broker-dealer (ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートが MUSA の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934 年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors (主要米国機関投資家)に限定されております。MUSA 及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUSA は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUSA の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランス、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、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、ニュー・ブランズウィック州、ニューファンドランド・ラブラドール州、ノースウエスト準州、ノバ・スコシア州、ヌナブト準州、プリンス・エドワード・アイランド州、サスカチュワン州、ユーコン準州。MUS(EMEA)はinternational dealer exemptionの措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州。本レポートはカナダにおけるNational Instrument 31-103によって定義されたpermitted clientのみを配布対象としております。本レポートに含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は特定の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本レポートに含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

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

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

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

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

〒100-8127

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

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

（加入協会）日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会