

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## ミルボン

4919 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2017 年 3 月 3 日 (金)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2016年12月期はヘアケアのプレミアムブランドが期待どおりに伸長	01
2. 海外事業と国内大型設備投資を含めて中期事業構想全般に順調な進捗	01
3. コーセーとの資本業務提携を通じたスキンケア事業への進出を発表	01
4. 2017年12月期も堅調な業績を期待	01
■ 事業概要	02
1. 市場構造と同社の立ち位置	02
2. 販売体制	03
3. 生産体制	03
■ 業績動向	03
1. 2016年12月期決算の概要	03
2. 海外展開の状況	07
■ 今後の見通し	08
● 2017年12月期の見通し	08
■ 中長期の成長戦略	12
1. 中期事業構想とその進捗状況	12
2. 2017年12月期の取り組み	14
3. コーセーとの資本業務提携について	17
■ 株主還元策	19

## ■ 要約

### アジア No.1 に向けた中期事業構想が順調に進捗、新規のスキンケア事業に注目

ミルボン <4919> はヘア化粧品の専門メーカーで、プロフェッショナル市場（美容室向け市場）における国内トップシェア企業。日本市場では長らく欧米メーカーが強みを持っていたが、同社はヘア化粧品や美容技術の開発に取り組み、国産メーカーのリーディングカンパニーとしての地位を確立している。

#### 1. 2016 年 12 月期はヘアケアのプレミアムブランドが期待どおりに伸長

同社は 2015 年～2019 年の中期事業構想に取り組んでいるが、その 2 年目の 2016 年 12 月期も順調に業績目標を達成し、過去最高の売上高、利益を更新した。主力のヘアケア用剤においては、国内向け「オージュア」、グローバルブランド「milbon」、オーガニックの「ヴィラロドラ」といったプレミアムブランドが軒並み大きく売上を伸ばし、全社ベースの収益性改善につながった。

#### 2. 海外事業と国内大型設備投資を含めて中期事業構想全般に順調な進捗

中期事業構想の主要な要素の 1 つである海外事業も好調だ。中国、韓国市場では現地通貨ベースでは前期比 25% の増収となった。北米市場ではヘアケア製品をグローバルブランド「milbon」に全面入れ替えを行ったことで一時的な減収となったが、現在では順調に浸透しつつある。タイでは生産部門が好調で黒字化を達成した。もう 1 つの重要施策である国内新工場建設においても、計画どおり 2016 年 11 月に新ゆめが丘工場を稼働させた。旧棟と合わせて実質 1 工場体制となるため、生産性・収益性の大幅改善が期待される。

#### 3. コーセーとの資本業務提携を通じたスキンケア事業への進出を発表

2017 年 12 月期も前期に引き続き、中期事業構想に基づいて事業拡大を目指すことになるが、なかでも注目されるのはコーセー <4922> との資本業務提携によるスキンケア事業への進出だ。同社は中期事業構想の中で化粧品ビジネスへの参入を掲げているが、この資本業務提携がその具体的な第 1 歩ということになる。今後の詳細項目の発表が待たれるところであるが、方向性としては、美容室における店販ビジネスの拡大を通じた同社の業容拡大につながる施策として、弊社ではポジティブに評価している。

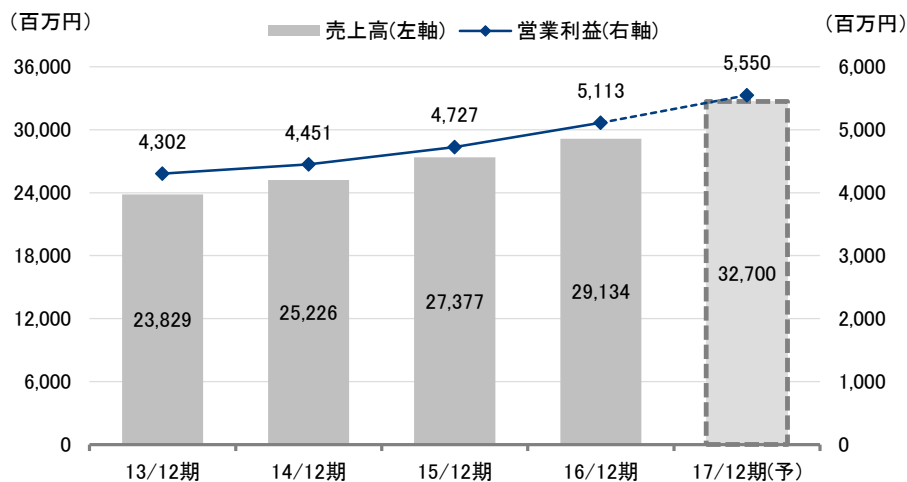
#### 4. 2017 年 12 月期も堅調な業績を期待

業績面では 2017 年 12 月期も順調な拡大が期待される。前述したようにヘアケア用剤部門では前期同様にプレミアムブランドが 2ケタ成長を実現し、部門及び会社全体の成長をけん引すると期待される。染毛剤（ヘアカラー）部門でもトータルヘアカラーブランド「オルディープ」を核に収益を伸ばすことが可能だとみられる。海外事業においては「milbon」の本格展開がけん引役となる見込みだ。新工場稼働に伴う減価償却費負担増などを吸収し、増収増益の期初予想を達成することは十分可能だと弊社ではみている。

### Key Points

- ・2016年12月期は、売上高、利益ともに過去最高を更新
- ・アジア No.1 を目指す現行の中期事業構想は順調に進捗中
- ・2017年12月期も引き続き増収増益が期待される

### 売上高及び営業利益の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

注：同社は決算期について、12月21日から翌年の12月20日までとしていたのを、毎年1月1日から12月31日までと変更したのに伴い、2017年12月期について業績予想の修正を2017年2月24日に発表した。上記グラフは変更後予想ベースとなっている。

## ■ 事業の概要

### 美容室向けヘア化粧品の国内シェアトップ企業

#### 1. 市場構造と会社の立ち位置

同社は美容室向けヘア化粧品の総合メーカーだ。業務用ヘア化粧品は大きく「ヘアケア用剤」、「染毛剤（ヘアカラー）」及び「パーマメントウェーブ用剤」の3つに大別される。国内の業務用ヘア化粧品市場は3分野合計で約1,550～1,600億円とみられる。このなかで、ヘアケア用剤と染毛剤の2分野が90%強を占め、10%弱をパーマメントウェーブ用剤他が占める構造となっている。同社はヘアケア分野と染毛剤分野においてそれぞれ国内シェア15%を有するトップ企業で、業務用ヘア化粧品市場全体でもトップの地位にある。

## 事業の概要

## 2. 販売体制

同社は業務用に特化してヘア化粧品事業を展開しており、全国的美容室に対して代理店を通じて販売している。美容室では、同社から仕入れたヘアケア用剤や染毛剤を店舗での施術で使用するほか、ヘアケア用剤(シャンプー、トリートメントなど)は家庭での日常使用のために、顧客に販売している(これを「店販」と言う)。染毛剤やパーマウェーブ用剤は 100% 業務用(美容室での使用)であるが、ヘアケア用剤については業務用 50%、店販 50% というおおよその構成比となっている。店販は美容室と同社の双方にとっても成長分野として重要性が高まっている。

同社は営業体制として「フィールドパーソン」制度を導入している。これはフィールドパーソンと呼ばれる営業担当者が、代理店に加えて、代理店の先にある個々の美容室についても継続的にカバーし、技術情報や製品情報、マーケットや流行に関する情報などの提供や、営業の企画提案や経営アドバイスなどを行い、自社製品の販売増加につなげるという営業手法だ

## 3. 生産体制

同社は 2016 年 11 月に新ゆめが丘工場を稼働させた。従来はゆめが丘工場(旧棟)と青山工場の 2 工場体制だったが、新工場の稼働で青山工場を廃し、ゆめが丘工場の 1 工場(新・旧 2 棟)体制となった。海外では、2013 年 12 月にタイに工場を完成させ、海外市場向け生産拠点と位置付けている。タイ工場は 2016 年 12 月期に黒字化したことから、2017 年 12 月期は販売も含めたタイでの事業全体での黒字が見込まれる。

# 業績動向

## 2016 年 12 月期は、売上高、利益ともに過去最高を更新

### 1. 2016 年 12 月期決算の概要

同社の 2016 年 12 月期決算は、売上高 29,134 百万円(前期比 6.4% 増)、営業利益 5,113 百万円(同 8.2% 増)、経常利益 4,733 百万円(同 6.9% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 3,069 百万円(同 4.0% 増)と、増収増益で着地し、売上高・利益ともに過去最高を更新した。

## 業績動向

## 2016年12月期決算の概要

(単位: 百万円)

	15/12期			16/12期							
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計 実績	前年 同期比	下期 実績	前年 同期比	通期 予想	前期比	通期 実績	前期比
売上高	13,074	14,302	27,377	14,218	8.7%	14,916	4.3%	28,950	5.7%	29,134	6.4%
営業利益	2,370	2,357	4,727	2,423	2.3%	2,689	14.1%	5,000	5.8%	5,113	8.2%
経常利益	2,270	2,156	4,427	2,188	-3.6%	2,545	18.0%	4,700	6.2%	4,733	6.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,444	1,506	2,950	1,464	1.4%	1,604	6.5%	3,100	5.1%	3,069	4.0%

出所: 決算短信よりフィスコ作成

事前の予想との比較では、売上高、営業利益、経常利益は予想を達成したが、親会社株主に帰属する当期純利益は予想にわずかに届かなかった。これは特別損失を307百万円計上したことが理由だ。その主たる内容は、ゆめが丘工場・新棟の稼働を受けた青山工場の売却に関する減損損失だ。

同社は2015年～2019年の5ヶ年の中期事業構想に取り組んでおり2016年12月期はその2年目に当たる。詳細は後述するが、業績面では中期事業構想を着実に達成したほか、設備投資や海外事業についても全般的に順調な進捗が確認できた1年であった。

## 製品分野別動向

(単位: 百万円)

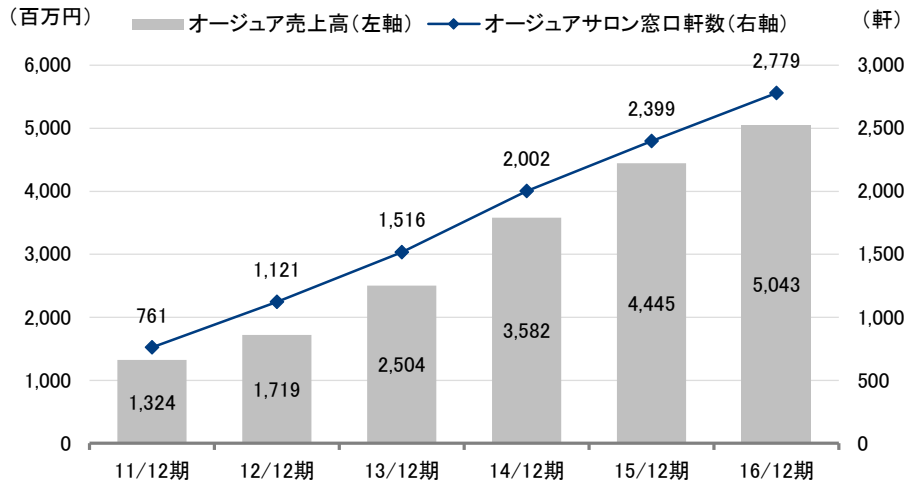
	15/12期		16/12期			
	実績	構成比	実績	構成比	増減額	前期比
ヘアケア用剤	16,195	59.1%	17,711	60.8%	1,516	9.4%
染毛剤	9,506	34.7%	9,892	34.0%	386	4.1%
パーマメントウェーブ用剤	1,410	5.2%	1,260	4.3%	-150	-10.7%
その他	264	1.0%	270	0.9%	5	2.2%
売上高合計	27,377	100.0%	29,134	100.0%	1,757	6.4%

出所: 決算説明会資料よりフィスコ作成

製品別では、主力のヘアケア用剤部門の売上高は17,711百万円(前期比9.4%増)と順調に拡大した。国内プレミアムブランドの「オー ज्या」が前期比13.5%増の5,043百万円と順調に伸長したほか、グローバル市場向けプレミアムブランドの「milbon」も571百万円の売上高を記録した。新製品のなかには売上が目標に届かなかったものもあるが、高価格帯のプレミアムブランドにおいてしっかりと増収を達成したことや、メイン市場である国内の販売動向が堅調だったことが奏功して、部門全体の売上高は2ケタに迫る伸びとなった。

## 業績動向

## 「オー ज्या」の売上高とオー ज्याサロン窓口軒数の推移



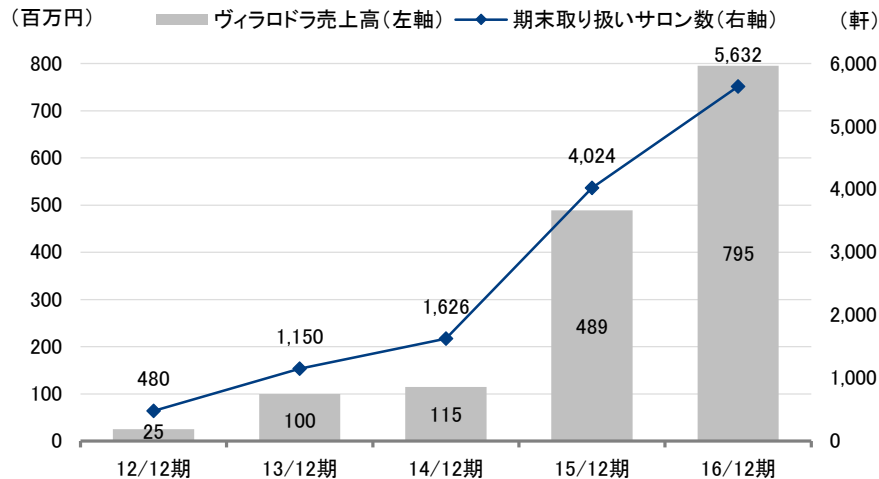
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

染毛剤部門の売上高は前期比4.1%増の9,892百万円となった。2015年に発売したグレイカラー剤(白髪染め剤)の「オルディーブ クリスタル」が2016年も順調に売上を伸ばし、部門売上高をけん引した。通期目標に対しては約10%の未達となっているが、これは目標が高過ぎたことが原因だ。また、「オルディーブ」ブランドのグレイカラー剤の売上高は、前期比で6%超上回った。

オーガニックのプレミアムブランドと位置付けられる「ヴィラロドラ」も極めて順調な推移を見せた。「ヴィラロドラ」はヘアケア用剤と染毛剤の両部門にまたがって製品展開をしているが、「ヴィラロドラ」全体の売上高は795百万円(前期比62.5%増)となり、そのうち染毛剤である「ヴィラロドラ カラー」の売上高は518百万円(同64.6%増)となった。

## 業績動向

## ヴィラロドラの売上高と取扱サロン軒数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 2016年12月期の主な新製品の売上動向

(単位：百万円)

ブランド/製品名	製品分野	発売日	16/12期 販売実績	通期目標	達成率	備考
ディーセス エルージュダ サントリートメント	ヘアケア 用剤	3月31日	721	700	103.0%	紫外線対策と潤いを両立するアウトバストリートメント
プラーミア ポリュマイザー	ヘアケア 用剤	3月1日	320	250	128.3%	ボリュームあるシルエットを創るアウトバストリートメント
ジェミールフラン ヘアケアシリーズ マルチバター	ヘアケア 用剤	1月28日	338	350	96.7%	朝すぐのスタイリングを可能にするアウトバストリートメント
オルディーブ クリスタル	染毛剤	2015年	1,772	1,980	89.5%	ファッションカラーの明るさで黒髪と白髪を均一に染める
オルディーブ 追加色 モードライン	染毛剤	9月1日	306	220	139.2%	トレンドの「モード感」を表現する寒色際立つネイビーカラー
ヴィラロドラ カラー	染毛剤	2015年	518	315	164.6%	92%天然由来成分を活かし、すべてのプロセスで心地よさを実現

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

パーマメントウェーブ用剤部門の売上高は前期比 10.7% 減の 1,260 百万円となった。パーマメント市場は縮小が続いており、同社の売上高も縮小トレンドには逆えず、減収での着地となった。

収益性分析としては、売上高営業利益率が 2016 年 12 月期は 17.6% と、前期比 0.3% ポイント改善した。売上高売上総利益率が 69.0% と前期比 0.8% 改善したことで、売上高販管費率の悪化 (51.4% と前期比 0.4% ポイント上昇) を吸収し、営業利益率の改善へとつながった。



## 業績動向

売上高売上総利益率の改善の要因として様々なことを挙げ得るが、弊社が最も注目しているのは、同社が注力するプレミアムブランドが売上を伸長させている点だ。特に「オー ज्या」は年間売上高が5,043百万円と、ブランド別売上高ではトップとなっている。「オー ज्या」製品群の単価水準はプロフェッショナルブランドの製品に比較して1.2～1.5倍となっており、利益率も高いと推定される。こうした状況において売上高売上総利益率の改善が進むことは、当然のことと言えるだろう。

## 中国・韓国で高い成長が続く

### 2. 海外展開の状況

国別動向では、国内売上高が前期比5.9%増だったのに対し、中国、韓国、その他の地域は2ケタ増を示し、引き続き順調に拡大していることがうかがえる。米国とタイは減収となったが、その原因は明確で今後の巻き返しが期待できる状況だ。

#### 国別売上高の状況

(単位：百万円)

	15/12期			16/12期			
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期	通期	前期比
日本	11,441	12,439	23,880	12,330	12,957	25,287	5.9%
米国	301	341	642	285	286	571	-11.0%
中国	279	386	665	370	367	737	10.8%
韓国	670	755	1,425	788	815	1,603	12.5%
タイ	47	43	90	39	47	86	-4.3%
その他地域	333	338	672	403	444	847	26.0%
合計	13,074	14,302	27,377	14,218	14,916	29,134	6.4%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

#### (1) 米国 (ミルボン USA)

米国の売上高は前期比11.0%減の571百万円となった。同社は2016年にグローバル市場向けプレミアムブランドとして「milbon」を投入したが、その際、米国市場ではヘアケア製品においては既存のプロフェッショナルブランドから「milbon」への完全入れ替えという策をとった。これに伴う機会ロスが減収の主たる要因だ。2016年末までには「milbon」取扱サロンは約700に達し、2017年の巻き返しが期待される。

#### (2) 中国 (ミルボン上海)

中国市場は順調な展開が続いており、現地通貨ベースの売上高は前期比26%の増収となった。報告ベースの売上高は前期比10.8%増の737百万円で着地した。現地のフィールドパーソンによる講習会・勉強会が現地の美容室から高い評価を獲得していることが拡販につながっている。また、成都市に新オフィスを開設し、直販の都市は既存の上海・北京と合わせて3都市となった。また、代理店地域の売上も20%超の伸長を見せている。

## 業績動向

**(3) 韓国 (ミルボン코리아)**

韓国の売上高は前期比 12.5% 増の 1,603 百万円となったが、中国同様、現地通貨ベースでは前期比 25% 増と大きく伸びた。ヘアカラー剤では「オルディーブ」が追加色のヒットを受けて順調に拡大した。また、総合ブランドのイメージ強化に向けてヘアケア用剤に注力しているが、この点でも「プラーミア」が好評をもって受け入れられている。韓国では例外的に国内向けプレミアムブランドの「オージュア」を展開しているが、こちらでも高価格にもかかわらず順調で、2017 年からの本格展開が期待される状況だ。

**(4) タイ (ミルボンタイランド)**

タイの売上高は前期比 4.3% 減の 86 百万円となった。販売部門では、ヘアカラー剤の「オルディーブ」やストレートパーマ剤は伸びたものの、ヘアケア用剤を用いるサロントリートメントが競争激化やメニュー化の理解不足で減収となった。一方、生産部門では「milbon」の生産開始やヘアカラーの追加色投入で生産量が拡大したほか、現地調達率の向上で製造原価が低下し、黒字化を達成した。

## ■ 今後の見通し

### 2017 年 12 月期も引き続き増収増益が期待される

**● 2017 年 12 月期の見通し**

同社は 2017 年 12 月期についての期初予想を、売上高 31,000 百万円 (前期比 6.4% 増)、営業利益 5,300 百万円 (同 3.6% 増)、経常利益 4,890 百万円 (同 3.3% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 3,450 百万円 (同 12.4% 増) とし、前期に続いて増収増益かつ過去最高益更新を予想している。なお、同社は第 2 四半期予想については公表していない。

その後、同社は 2017 年 12 月期から決算期を変更し、従来の「12 月 21 日から翌年の 12 月 20 日まで」から「1 月 1 日から 12 月 31 日まで」へと変更することを発表した (2 月 24 日付)。そのため 2017 年 12 月期は 12 ヶ月と 11 日となり、その分を考慮して、2017 年 12 月期の業績予想を、売上高 32,700 百万円、営業利益 5,550 百万円、経常利益 5,100 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 3,580 百万円へと修正した (会計期間が異なるため前期比較はない)。この業績変更は純粋に決算期変更によるものであり、実体面では期初予想から何も変更はない。以下の業績見通しの詳細についての記述は期初予想をベースとしたものとなっている。

今後の見通し

### 2017年12月期予想の概要

(単位:百万円)

	16/12期		17/12期		17/12期	
	実績	前期比	予想	前期比	修正予想	前期比
売上高	29,134	6.4%	31,000	6.4%	32,700	-
営業利益	5,113	8.2%	5,300	3.6%	5,550	-
経常利益	4,733	6.9%	4,890	3.3%	5,100	-
親会社株主に帰属する当期純利益	3,069	4.0%	3,450	12.4%	3,580	-

出所:決算短信よりフィスコ作成

注:同社は2017年12月期の決算期を、従来の12月21日から翌年12月20日までから、1月1日から12月31日までに変更した。それに伴い2017年12月期は12ヶ月と11日となるため、前期比較はない。

詳細は後述するが、2017年12月期も、前期の実績と反省を踏まえた実効的な施策が計画されており、それらが所期の効果を発揮することで今期の会社予想が達成される可能性は十分に高いと弊社ではみている。

国内市場では、主力のヘアケア用剤部門において、「オー ज्या」や「ヴィラロドラ」といったプレミアムブランド商品群がけん引役となって前期に引き続いて増収となると期待される。染毛剤部門も、グレイヘア向けの「オルディーブクリスタル」に加えて、20代向けの「オルディーブアディクシー」の発売で、やはり前期比増収が見込まれる。また、パーマメントウェーブ部門では、ストレートパーマ用新製品の発売予定で、市場全体の縮小トレンドが続くなか、ここでも増収への転換が期待されている。

海外市場では、製品別ではグローバルブランド「milbon」がけん引役となって増収トレンドをキープすることが期待される。国別では、中国では成都への拠点開設の効果が、また韓国では「オー ज्या」の本格展開が、それぞれけん引する形で、前期同様2ケタの増収(現地通貨ベース)を確保できると期待される。北米では今期は「milbon」に全面入れ替えた効果が具現化できるかがポイントとなるだろう。取扱店舗が前期末に約700店からどこまで拡大できるかがカギになるとみている。タイは前期中に生産部門の黒字化が実現し、今期は販売部門の黒字化がポイントだ。前期に販売が伸びなかった要因(サロントリートメント分野での販売不振など)は徐々に解決しているとみられ、今期は販売・生産両部門トータルでの黒字化が期待される。

費用の面では、2017年3月期は新工場稼働に伴う減価償却費の増加で売上原価が増加し、売上高売上総利益率は前期の69.0%から67.9%に1.1ポイント悪化する計画だ。しかし一方で、販管費の伸びが前期比5%増に抑制されるため売上高販管費率が前期の51.4%から50.8%に低下する見通しだ。その結果、2017年12月期の売上高営業利益率は17.1%となり、前期比0.5ポイントの低下にとどまる予想となっている。

営業外損益や特別損益では大きなものは予定されていない。青山工場は売却の方針が決定しているが、これに関わる減損処理などは2016年12月期に完了している。また、設備投資額も2017年12月期は1,751百万円の予定で、前期の4,262百万円から大きく減少する計画だ。

スキンケア事業は、その事業モデルやスキームの詳細が2017年12月期中に徐々に明らかになってくる見通しで、将来予想の観点からは大きな注目点であることは疑いない。しかしながら業績貢献という点では、今期はほとんどないとみている。2018年12月期からは決算に反映されてくるとみられるが、実態的な収益インパクトが出てくるのは早くとも2019年12月期以降と弊社ではみている。

今後の見通し

## 簡略化損益計算書及び主要指標

(単位:百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期(予)	17/12期(予) (決算期変更後)
売上高	23,829	25,226	27,377	29,134	31,000	32,700
YOY	8.9%	5.9%	8.5%	6.4%	6.4%	-
売上総利益	16,174	17,281	18,681	20,100	21,040	22,200
売上高総利益率	67.9%	68.5%	68.2%	69.0%	67.9%	67.9%
販管費	11,872	12,830	13,954	14,986	15,740	16,650
売上高販管费率	49.8%	50.9%	51.0%	51.4%	50.8%	50.9%
営業利益	4,302	4,451	4,727	5,113	5,300	5,550
YOY	7.9%	3.4%	6.2%	8.2%	3.6%	-
売上高営業利益率	18.1%	17.6%	17.3%	17.6%	17.1%	17.0%
経常利益	4,059	4,218	4,427	4,733	4,890	5,100
YOY	8.7%	3.9%	4.9%	6.9%	3.3%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	2,516	2,621	2,950	3,069	3,450	3,580
YOY	18.2%	4.2%	12.6%	4.0%	12.4%	-
分割調整後 EPS(円)	152.85	160.07	180.20	187.47	210.73	218.67
分割調整後配当(円)	68.00	68.00	74.00	78.00	82.00	82.00
分割調整後 BPS(円)	1,352.34	1,472.10	1,601.02	1,692.33	-	-
設備投資額	1,680	1,028	2,779	4,262	1,751	-
減価償却費	878	1,004	1,033	1,077	1,144	-
研究開発費	969	1,168	1,214	1,232	1,331	-

出所: 決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

今後の見通し

## 簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期
流動資産	12,938	14,307	14,624	13,411
現預金	6,845	7,386	4,912	4,023
売掛金	3,110	3,427	3,424	3,805
棚卸資産	2,616	3,076	3,295	3,893
その他	365	416	2,993	1,688
固定資産	13,383	13,831	16,174	19,032
有形固定資産	10,416	10,530	12,281	14,681
無形固定資産	481	448	398	789
投資等	2,485	2,851	3,494	3,562
資産合計	26,321	28,138	30,799	32,444
流動負債	3,970	3,869	4,356	4,591
買掛金	501	503	684	687
その他	3,469	3,366	3,671	3,903
固定負債	201	165	230	146
負債合計	4,172	4,034	4,586	4,737
株主資本	21,751	23,319	25,097	26,903
資本金	2,000	2,000	2,000	2,000
資本剰余金	199	199	199	199
利益剰余金	20,069	21,655	23,440	25,248
自己株式	-516	-535	-542	-544
その他の包括利益累計額	397	784	1,114	802
純資産合計	22,149	24,104	26,212	27,706
負債・純資産合計	26,321	28,138	30,799	32,444

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 簡略化キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,511	2,766	3,895	3,355
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,198	-1,236	-2,834	-4,366
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,387	-1,052	-1,135	-1,262
現預金換算差額	52	58	14	-75
現預金増減	977	536	-60	-2,349
期首現預金残高	5,633	6,610	7,147	7,086
期末現預金残高	6,610	7,147	7,086	4,737

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 中長期の成長戦略

### アジア No.1 を目指す現行の中期事業構想は順調に進捗中

#### 1. 中期事業構想とその進捗状況

同社は2015～2019年の5年間の中期事業構想を策定し公表している。これは当社が目指す中期的成長シナリオというべきもので、最終年度に当たる2019年12月期における業績目標として売上高35,000百万円、営業利益7,000百万円の予想を公表している。同社はプロフェッショナル市場において世界No.1となることをグローバルビジョンとして掲げており、今中期事業構想はそこに至る中間ステップという位置付けた。今中期事業構想期間にあってはアジア No.1 及び世界トップ5入りを目標に掲げている。

#### 2015年～2019年中期事業構想の概要

中計期間	2015年12月期～2019年12月期（5ヶ年）		
スローガン	『美しさを拓く。』 Find Your Beauty		
グローバルビジョン	教育を中心としたフィールド活動によって、世界の国・地域の美容に地域貢献し、日本発（初）、世界No.1のグローバルプロフェッショナルメーカーを目指します。		
中期ビジョン	世界のプロフェッショナル市場においてアジア No.1、世界ベスト5入りを目指す。		
中計期末売上・利益目標	連結売上高	350 億円	
	国内	285 億円	
	海外	65 億円	
	海外売上比率	18.6%	
	連結営業利益	70 億円	
新中計5つのポイント	グローバル組織態勢		
	グローバル商品戦略		
	グローバル人材育成		
	グローバル市場展開		
	グローバル財務戦略		

出所：会社資料よりフィスコ作成

同社は中期事業構想の最終目標は示しているが、その実現に向けては、年ごとに具体的取り組み策を計画し、その着実な実行によって各年の業績目標の達成を重ねながら最終目標に到達しようというスタンスだ。2016年12月期の決算は前述のように期初業績予想を達成しての着地となったが、中期事業構想における2016年12月期の目標値に対しても売上高、営業利益、親会社株主に帰属する当期純利益などは超過達成となっている。国別においても、タイの達成率が低くなっているものの、米国、中国、韓国など主要国は為替レートを勘案すれば達成したと評価できる実績となっている。

## 中長期の成長戦略

## 中期事業構想目標値と2016年12月期実績比較

(単位:百万円)

	15/12期		16/12期			19/12期	
	実績	中期事業 構想目標値	実績	達成率	前期比	計画	5年CAGR (注)
国内売上高	23,880	24,865	25,287	101.7%	5.9%	28,500	4.7%
海外売上高	3,496	3,935	3,847	97.8%	10.0%	6,500	20.0%
米国	642	575	571	99.3%	-11.0%	840	11.7%
中国	665	765	737	96.4%	10.8%	1,350	25.7%
韓国	1,425	1,600	1,603	100.2%	12.5%	2,500	17.9%
タイ	90	130	86	66.8%	-4.3%	250	39.1%
その他地域	672	865	847	98.0%	26.1%	1,560	23.1%
東アジア合計(中・韓・台・HK)	2,558	2,860	2,886	100.9%	12.8%	4,490	18.2%
東南アジア合計	293	430	384	89.4%	31.0%	1,020	41.5%
売上高合計	27,377	28,800	29,134	101.2%	6.4%	35,000	6.8%
営業利益	4,727	5,080	5,113	100.7%	8.2%	7,000	9.5%
売上高営業利益率	17.3%	17.6%	17.6%	-	-	20.0%	-
経常利益	4,427	4,780	4,733	99.0%	6.9%	6,630	9.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,950	2,890	3,069	106.2%	4.0%	4,130	9.5%

注: 14/12期を起点に19/12期までの5年間の年平均成長率

出所: 決算説明会資料よりフィスコ作成

設備投資も順調に進捗した。2016年12月期の設備投資額は4,262百万円で前期の2,779百万円から大きく増加した。これはゆめが丘工場・新棟の建設に伴うものだ。同新工場は2016年10月に完成し、11月から操業を開始している。これまではゆめが丘工場・旧棟と青山工場の2工場体制だったが、新棟の完成でゆめが丘工場の1工場体制(隣接する新旧2棟体制。青山工場は売却予定)となり、横持ち費用の削減などで生産性・収益性が大きく改善することが期待される。キャパシティの面でも、2工場体制の年間200億円~250億円規模から1工場体制で300億円~350億円(生産金額ベース)に、約1.5倍の増強が図られた。

株主還元では増配によって配当性向を41.6%(2016年12月期)と40%の目安を維持した。資本効率の面では、2016年12月期のROE(自己資本当期純利益率)は11.4%と高水準を維持したが2015年12月期実績の11.7%からはわずかながら低下した。同社の水準までくると、業績(当期純利益)拡大と資本効率向上の両立は容易ではなく、今後の課題の1つと言えるだろう。

## 中長期の成長戦略

## 中期事業構想における投資等の進捗状況

用途	2015年～2019年中期目標	2015年12月期実績	2016年12月期実績
設備投資額	100億円	27.7億円	42.6億円
主な投資目標	新ゆめが丘工場の建設 タイ工場の増設 新規営業拠点の設立・増強 (銀座、横浜等国内8拠点、 フィリピン等海外数拠点) 欧米市場 M&A 投資 化粧品ビジネス	新ゆめが丘工場用地取得、着工 新規営業拠点の設立・増強 (銀座、札幌、フィリピン) タイ工場倉庫増設	新ゆめが丘工場建設本格化 新規営業拠点の設立・増強 (静岡の新設、福岡・岡山、 横浜の移転増強)
株主還元	70億円 配当性向40%以上を目安として 安定的に実施	12.1億円 配当性向41.1%	12.7億円 配当性向41.6%
資本効率	ROE12%以上(2019年度目標)	ROE11.7%	ROE11.4%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## “顧客の世代観・価値観を捉える”施策を強化し、業績拡大を目指す

### 2. 2017年12月期の取り組み

同社は2017年12月期の市場政策において、「生涯顧客は、生涯美容師が創る。」をスローガンとして掲げ、顧客の世代観と価値観を捉えることで生涯顧客を創る生涯美容師の育成を支援することで、サロンにおける消費拡大、ひいては同社の業績拡大へとつなげることを狙っている。こうしたスローガンは年ごとに新たなものが打ち出され、各施策の表現においても毎年変化するが、ベースの部分では複数年にわたり継続性・連関性・発展性があるものとなっている。ここに同社の施策の特長・強みがあると弊社ではみている。

具体的には、2016年12月期において、世代ごとの価値観の違いなどについての詳細な分析を活用し、Hanako世代と言われる50代を中心に、その妹に当たる団塊ジュニア世代と、娘世代に当たる20代(Hanakoジュニア世代)に焦点を当てて重点的なマーケティングや商品展開を行い、所期の目標を達成した。2017年12月期の施策は、後述するように2016年12月期の施策と実績を踏まえてさらに効果を期待できる構成となっている。



中長期の成長戦略

**2017年12月期の取り組み各項目**

項目	内容
1 世代観に応えるヘアカラーの提案	トータルヘアカラーブランドである「オルディーブ」を中核に、各世代の異なるニーズをカバー
2 世代観と価値観を捉えたヘアケアの提案	前期にプレミアムブランドとプロフェッショナルブランドのポジショニングを実行。今期はその浸透と、サロン店販ビジネスの確立を目指す
3 コーポレートブランディング	製品ブランディングに関し、同一モデルを起用して各製品の違いを際立たせる戦略。前期に続いて銀座駅・梅田駅ジャック(2月)
4 拠点スタジオの移設増強・新設国内16拠点体制へ	2016年度に静岡に新拠点を開設して16拠点体制を確立。2017年12月期はその効果をフル活用へ。
5 海外市場13ヶ国・15拠点	東アジア、東南アジア、北米の3エリアに加え、欧州エリア攻略に向けてドイツに新拠点を開設予定
6 優秀な人材の確保と働き方革新	採用時期を春・秋の2季制とし、研修もそれに合わせて2期制を開始

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

**(1) ヘアカラー**

ヘアカラーはヘアケアと並ぶ重要領域だ。2017年12月期は「世代ごとの価値観や嗜好の違いに、細やかに対応する」ということと、“世代波及消費”(親が使っているブランドを娘も使用する(あるいはその逆)が典型的イメージ)の拡大を目指して、トータルヘアカラーブランド「オルディーブ」を中核商品として売上拡大を図る計画だ。

**「オルディーブ」の商品ラインアップ**

商品名	対象年齢	備考
オルディーブ アディクシー	20代	2017年2月発売。目標売上750百万円
オルディーブ	30代	
オルディーブ クリスタル	40代、50代	2016年12月期実績：1,772百万円
オルディーブ ボーテ	60代以上	

出所：会社資料よりフィスコ作成

**(2) ヘアケア**

主力のヘアケアでは、2016年12月期に行ったブランドのポジショニング(プレミアムブランドとプロフェッショナルブランドのヒエラルキーの確立)が一定の効果を発揮したことを受け、それをさらに発展させることと、その結果としての店販ビジネスの確立を目指している。“価値観を捉えた”提案というのは、プレミアムブランドの中で、さらに顧客の価値観に合わせて「オージュア」か「milbon」か「ヴィラロドラ」かを、より適切に提案することで売上を伸ばそうというのが典型的なイメージだ。店販ビジネスについては、ヘアケア用剤の売上に占める店販割合は約半分となっはいるが、美容室の収入全体に対してははまだ10%を下回っている水準だ。また、顧客数ベースでも店販利用客の割合は平均的には15%程度にとどまっている。すなわち、店販ビジネスはまだまだ拡大の余地があり、ここにこそ同社の成長エンジンがあるということだ。後述するスキンケア事業への進出も、店販ビジネスの拡大が大きな動機となっている。

中長期の成長戦略

**ヘアケア用剤・プレミアムブランドの事業計画**

ブランド	売上高 (百万円)		窓口軒数 (軒)	
	16/12 期実績	17/12 期計画	16/12 期実績	17/12 期計画
オージュア	5,043	5,600	2,779	3,153
“milbon”	571	1,270	2,242	3,990
ヴィラロドラ	795	1,000	5,632	10,000

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

注：上記の数値は、2017年12月期の決算期変更による修正前の業績予想に基づいている

### (3) コーポレートブランディング

2017年12月期も前期から引き続き同一モデルを起用し、イメージの浸透を図っている。また、同じモデルが複数ブランドでイメージを変える装いをする事で、ブランド間の特徴・違いを強調する試みも行っている。さらに、前期の銀座駅ジャック（駅構内を同社のポスターで占拠する広告）を、2017年2月にも銀座駅周辺に加え大阪・梅田駅周辺に拡大して行い、「ミルボン」の認知度向上やイメージアップを図った。

### (4) 国内拠点

2017年12月期は静岡営業所を新設するほか、福岡支店、岡山営業所、横浜営業所の各拠点を移設し、面積の拡大や内装設備の充実を図る計画だ。静岡の新設により国内は16拠点体制となる。同社の営業拠点は、営業担当者（フィールドパーソン）のベースであるだけでなく、管轄する美容室のスタッフに対するトレーニング拠点という役割も担っている。同社の営業手法の大きな特徴かつ強みが、美容師に対するトレーニング・教育を十分に行ったうえで商品のカウンセリング販売にある。そのため、営業拠点の設備充実は、同社にとっては重要な設備投資と言える。

### (5) 海外拠点

北米、東アジア、東南アジアについては、グローバルブランド「milbon」を通じて業容拡大を図るというこれまでの事業計画を2017年12月期も着実に実行することになる。新たな動きとしてはドイツでの拠点新設がある。欧州についてはこれまで、トルコの拠点を通じて情報収集などを行ってきたが、ドイツ（具体的な都市は検討中）に拠点を置くことで、よりダイレクトにヘアやメイクのトレンドなどについて情報を収集し、製品開発や販売強化につなげる計画だ。

### (6) 人材確保

同社は2017年12月期から、採用のタイミングを春・秋の2季制とし、研修もそれに合わせて2期制とすることで、優秀な人材の採用と時機に合った戦力投入の実現を目指している。弊社では、この制度変更が2017年12月期では最も注目すべき施策だと考えている。理由は、同社の営業力強化、あるいは新事業となるスキンケアへの進出のカギを握るのが、フィールドパーソンの存在だからだ。フィールドパーソンは年間30名のベースで採用しているが、これはトレーニング・キャパシティの制約による。2期制とすることで、年間60名のフィールドパーソンの育成が可能となる。この人材増強策は、既存のヘア化粧品事業の拡大はもちろん、スキンケア事業の開始という点でも非常に有効かつ不可欠なものだと弊社では考えている。

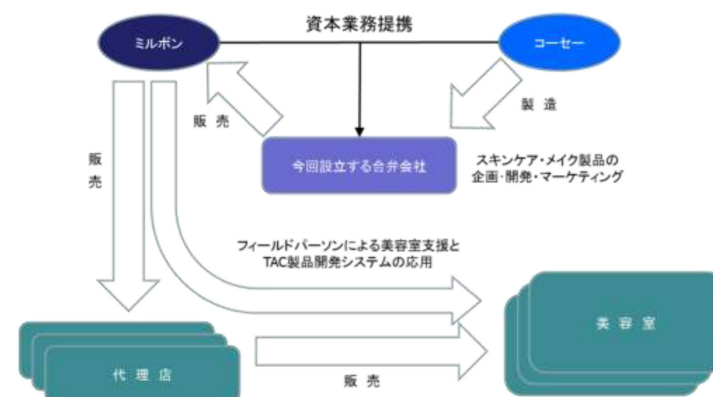
## コーセーとの資本業務提携を通じて、スキンケア事業への進出を発表

### 3. コーセーとの資本業務提携について

同社は2017年1月25日、コーセーとの資本業務提携を発表した。提携の大筋の内容は、同社とコーセーとで合弁会社を設立し、スキンケア及びメイク製品の販売を行うというものだ。合弁企業はスキンケア、メイク製品の企画・開発・マーケティングを行う。製造はコーセー側が、販売は同社が担う。同社はヘアケア製品同様に、ミルボン・サロン（美容室）を通じてスキンケア製品の販売（カウンセリング販売）をしていくことになる。

合弁企業の設立予定日は2017年6月1日とされているが、社名を始め、資本金の額、両社の出資割合、代表者及び役員構成などの詳細はこれから詰めていくことになる。また、スキンケア、メイク製品の取扱店舗数やその拡大ペース、スキンケア、メイク製品販売事業（当該合弁企業）の事業規模、将来の海外展開の見通しなどについても、まったく白紙とされている。弊社ではこうしたスケジュールが遅れる可能性は十分あると考えている。今期の同社の収益計画にはスキンケア事業は織り込まれていないため、多少の遅れが生じててもマイナス影響はないとみている。むしろ、事業スキームをしっかりと練り上げ、来期以降の実質スタートに向けての十分な準備をすることが重要だと考えている。

ミルボンとコーセーの資本業務提携におけるスキーム図



出所：IR ニュースより掲載

同社は2015～2019年中期事業構想において化粧品ビジネスへの進出を掲げており、その第1歩であるコーセーとの資本業務提携について、素直にポジティブと評価してよいというのが弊社の考えだ。スキンケア・メイク製品事業の将来見通しについては、現時点では分かっていることの方が少ない状況ではあるが、弊社では今回の提携のポイントを以下のように整理して理解している。

### (1) 美容室の経営力強化

同社の経営基盤強化と同義と言える。その美容室経営においては技術売上と店販ビジネスが収益の 2 本柱となっているが、成長余地があるのは店販ビジネスだ。ここを伸ばさせるために、同社の事業領域であるヘア化粧品に加え、スキンケア製品を導入して 2 つの製品分野をワンストップで提供しようというのはごく自然な流れと言える。

### (2) 事業パートナーとしてコーセーを選択した点

同社では、コーセーがかつてはロレアルと組んでスキンケア製品のサロン店販ビジネスを行っていた（現在は提携を解消済み）経験や、過去の両社の人的交流等を挙げている。また、同社が（OEM 供給を活用して）自社ブランドで展開するよりも、技術や安全性の面でコーセーが有する知見を活用した方が時間的節約にもつながるとしている。こうした説明には説得力があると弊社では考えている。

### (3) 強みと弱み

美容室においてスキンケア製品について十分な知識を有し、消費者にきちんとしたアドバイスができる場所は少ないというのが同社の認識だ。同社は自社の強みを、フィールドパーソン存在と、彼らによる美容師への充実したトレーニング体制にあると認識しており、それらを活用することで美容室のレベルアップと店販ビジネスの拡大へとつなげていくとしている。この点、同社が人材（フィールドパーソン）の育成キャパシティを倍増させる施策（春・秋の 2 期制）を打ち出したことは非常に理にかなっていると弊社では考えている。

### (4) 競合

同社自身は、同社が目指すような、十分なトレーニングを積んだ上でのヘア化粧品とスキンケア製品のワンストップ提供を実現できているところはないという認識で、競合ではなく新たな市場を創造するという認識だ。弊社の認識では、美容室を通じたスキンケア製品の販売を行っているところも一部には存在するが、全国で 20 万軒を大きく超える美容室の中で、他者との競合関係に陥ることなく一定規模まで事業を拡大させることは十分可能だと弊社では考えている。

### (5) スキンケア事業の事業規模

スキンケア事業の事業規模については明らかにされていない。弊社では、同社のヘアケア製品の店販ビジネスの規模が年間 10,000 百万円近くに成長してきているとみられること、一般的にヘアケア製品に比べてスキンケア製品の方が高価格帯であること、などを勘案すると、スキンケア事業の売上規模も 10,000 百万円が 1 つの目指すべき水準となってくるものと考えている。さらにスキンケア製品が高価格帯あることは、中長期的に同社が売上高営業利益率 20% の水準を維持する点でも貢献すると期待される。なお、現在の中期事業構想の最終業績目標の中には、今回のスキンケア事業を含めた「化粧品ビジネス」からの収益貢献はまったく織り込まれていない。

今回の資本業務提携及びスキンケア事業に関しては、今後の発表を待って、さらに詳細な評価分析を試みたいと考えている。

## ■ 株主還元策

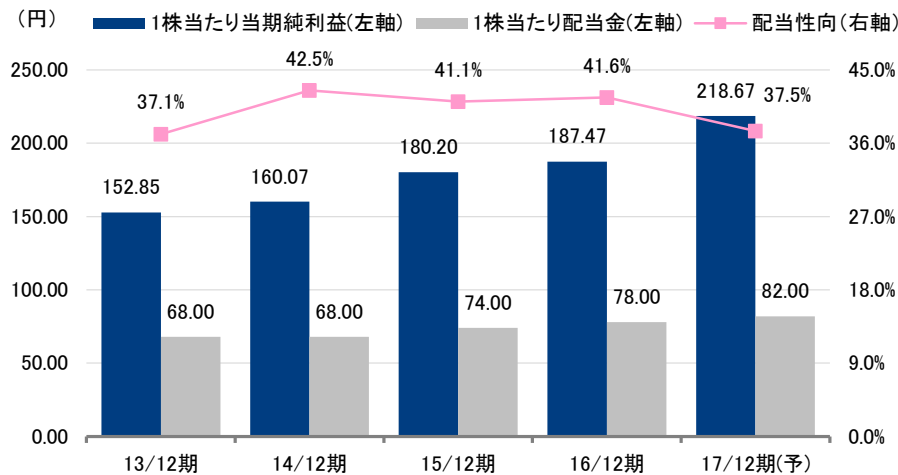
### 配当性向 40% が目安。株式分割にも積極的

同社は株主に対する利益還元を経営の重要な課題と位置付け、内部留保の充実とのバランスを取りながら、業績に対応した配当を行ってきている。同社は、公約配当性向を定めてはいないが、過去の配当実績では、ここ数年は40%前後の配当性向となっている。

2016年12月期について同社はこれまでの公表予想どおり、前期比4円増配の78円(中間38円、期末40円)を決定した。前述のように、業績が計画を達成しての着地となったため、至極当然と言える。配当性向は41.6%となっている。

2017年12月期については前期比4円増配の82円(中間配40円、期末配42円)の配当予想を公表している。予想1株当たり当期純利益210.73円に基づく配当性向は38.9%となる。前期に引き続き期初から配当予想額を引き上げたことは、業績予想達成に対する同社の自信の表れであるというのが弊社の理解だ。仮に、1株当たり当期純利益が予想を大きく上回ってくれば、配当予想40%を目安とするという同社の基本方針に従って配当もまた変動してくると期待される。

1株当たり当期純利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

注：上記グラフの2017年12月期の1株当たり当期純利益は、決算期変更に伴う業績予想修正後の値を用いている

## 株主還元策

株主還元における同社の特徴として、株式分割にも積極的なことが挙げられる。1996年の株式店頭登録以来現在に至るまでの19年間で8回の株式分割を行ってきた。この結果公開当初の1,000株が現在では3,476株となり、その間は業績成長が伴ってきたため、結果的に、株主に対して大きなリターンをもたらすこととなった。

同社が株式分割に積極的な大きな理由の1つには、個人投資家が投資しやすい環境づくりがある。同社の株価は過去最高値圏にあり、最低投資単位100株の購入代金は40万円を大きく超え50万円に近づこうという水準にある。この点は今後を占う1つの目安と弊社ではみている。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ