

2014年02月28日（金）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
馬目 俊一郎

■上期の出遅れを3Qで挽回、通期計画の達成へ

アジュバンコスメジャパン<4929>は、ノンアルコール・ノンオイルが特徴の無添加化粧品メーカーである。美容室やエステなどのサロンを販売チャネルとしており、生産を外部に委託するファブレス企業である。商品ポートフォリオはヘアケアとスキンケアをメイン商材に据える。ライフスタイルの変化で現代人のアレルギー疾患が顕在化するなか、無添加をキーワードにナチュラル志向の強い消費者を取り込んでいる。2012年12月に東証2部上場を果たし、2013年12月には東証1部に指定替えとなった。

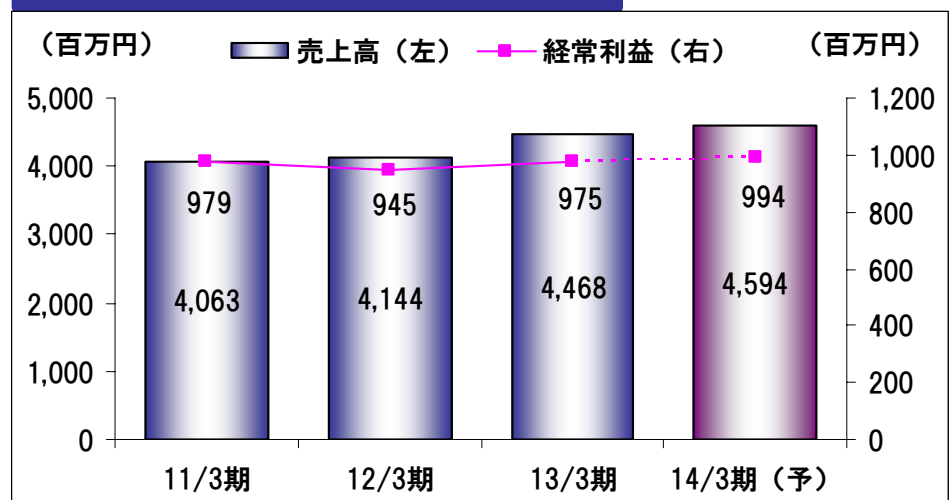
同社は2015年3月期から2017年3月期までの中期経営計画を策定した。事業戦略は1) 既存顧客支援体制の強化、2) コンサルティング営業強化、3) 業務用商品市場への進出、4) サロン経営支援子会社の設立、5) アジア地域をメインとした海外展開、などを軸としており、最終年度の2017年3月期には売上高65.8億円（2013年3月期比21.1億円増）、経常利益16.6億円（同6.8億円増）を目指す。

2014年3月期の第3四半期決算は、売上高が前年同期比0.7%増の36.1億円、経常利益は同6.7%増の9.8億円で着地。上期は減収・経常減益と出遅れたものの、第3四半期では営業強化で巻き返し、増収・経常増益を達成した。期末に向けて、通期計画の売上高45.9億円（前期比2.8%増）、経常利益9.9億円（同2.0%増）の達成を目論む。

■ Check Point

- ・登録サロン数の増加が業績をけん引するストック型ビジネス
- ・14/3期は中計の準備期間として一時的に投資先行の見通し
- ・業務用カラー剤・パーマ剤の投入とアジア進出で収益拡大へ

売上高と経常利益の推移



■会社概要

無添加化粧品の評判が広がりサロンでの採用が拡大

(1) 会社沿革

1990年4月に神戸市で創業した。現代表取締役の中村豊氏夫人がエステティックサロンを経営していたことから、当該サロンで扱っていた化粧品の販売代理業を共同創業者の田中順子専務とともにスタートしたことがきっかけとなる。

創業時から一貫して安心安全をベースとした「ものづくり」にこだわり、人間が本来持っている自然治癒力に着目。成分的には「ノンオイル、ノンアルコール」「糖、ミネラル」をキーワードに、健やかで美しい「肌」「髪」をサポートする無添加の専門化粧品を市場に投入している。

当初は知り合いの美容室を顧客としてクチコミで評判が広がり、サロン（理美容室やエステティックサロン）での採用が拡大。その後、主要都市で営業拠点の整備を進めて販売チャネルとなるサロン数を積み上げ、2013年3月期末のサロン数は自社営業での直接販売が932店、53社の代理店経由では4,981店に達する。

2008年12月に香港支店を開設し、2010年6月にはサロン経営システム「MAPシステム」をリリースした。

2012年12月に東証2部上場を果たし、2013年12月には東証1部に指定替えとなった。

登録サロン数の増加が業績をけん引するストック型ビジネス

(2) 事業概要

事業内容としては、コア事業である「化粧品事業」と、MAPシステム販売などの「その他事業」の2つを展開する。売上高全体の96.7%を占める化粧品事業は、商品群別にスキンケアとヘアケアに分けられ、当該事業における構成比はおよそ4対6である。このうち、スキンケアはエイジングケア用の「AEシリーズ」と敏感肌向けの「ベーシックシリーズ」が主要ブランドで、その他メイクアップ「プリンシエルシリーズ」や、2012年11月に発売した男性用化粧品「Q&Nシリーズ」がラインアップされている。他方、ヘアケアはサロンの大半が美容室であることからシャンプー・トリートメントやスタイリング等が中心である。

その他事業のMAPシステムは、同社が独自に開発したサロン向け経営支援システムである。日々の営業管理や経営分析をサポートする。

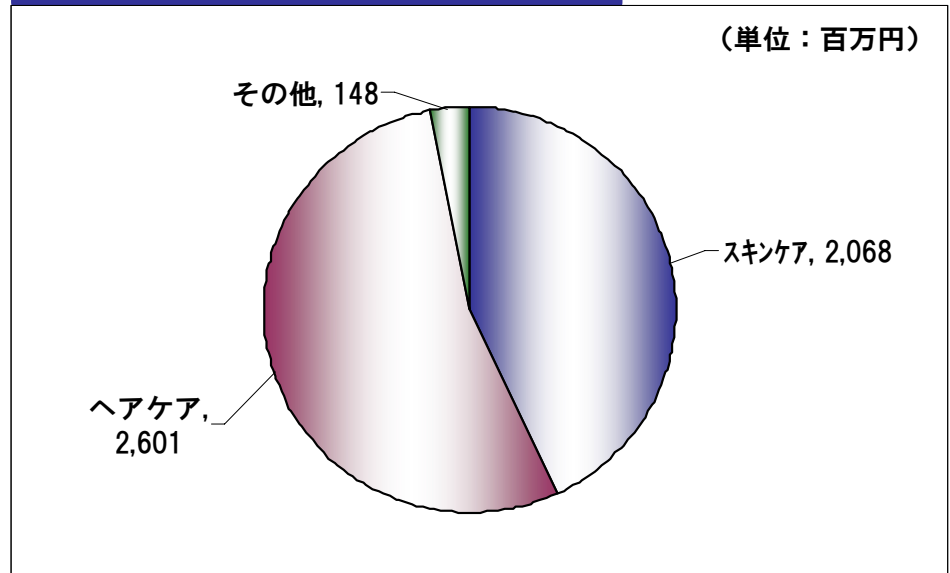
消費者への販売方法は、サロンでのカウンセリング販売が基本であり、通販や量販店での販売は行わない。したがって、集客と販売手段であるサロン数の積み上げが同社の業績をけん引することから、同社のビジネスモデルはストックビジネスとも考えられる。サロンの開拓ルートは自社営業の直接販売と、全国をカバーする53社の代理店が担い、2013年3月期末のサロン数は直接販売が932店、代理店経由は4,981店に達する。

また、同社は工場を持たないファブレス企業であり、製造は国内9社に委託し、同社は研究・開発に専念する体制を敷いている。



■会社概要

商品群別売上高構成比（13/3期）

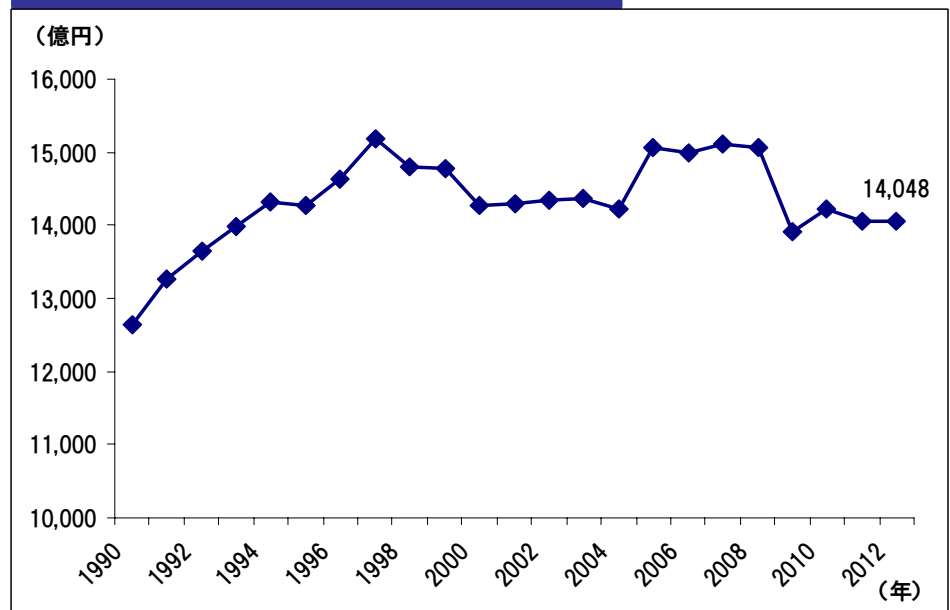


主力商品の化粧水やシャンプーは市場で大きなウェイト

(3) 業界環境

経済産業省の生産動態統計によると、国内の化粧品出荷額は1997年の15,189億円をピークに、2008年のリーマンショック以降は14,000億円前後で推移している。品目別では、同社の主力商品でもある化粧水やシャンプーは安定して大きなウェイトを占めている。

化粧品出荷額の推移

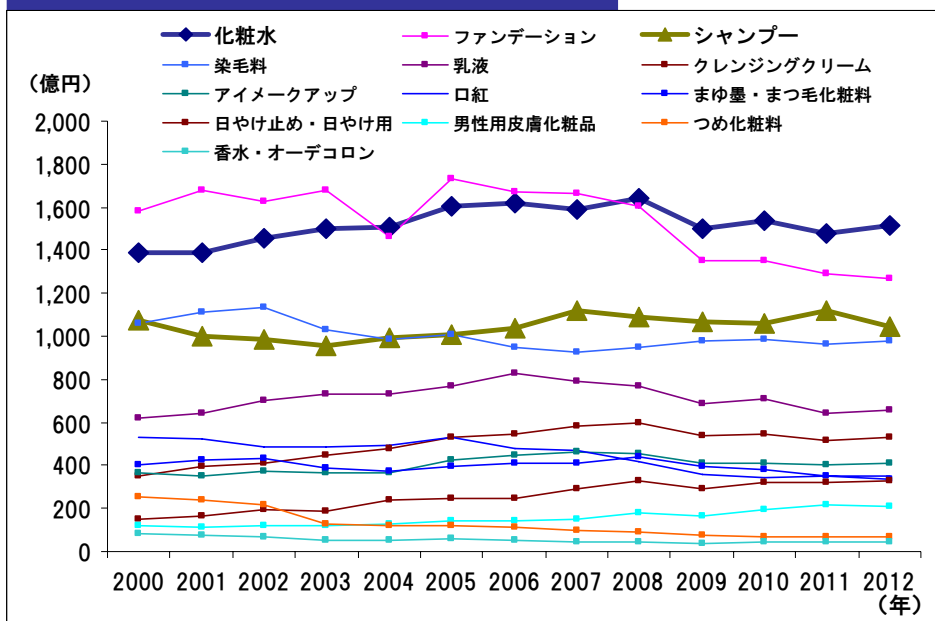


出所：経済産業省生産動態統計



■会社概要

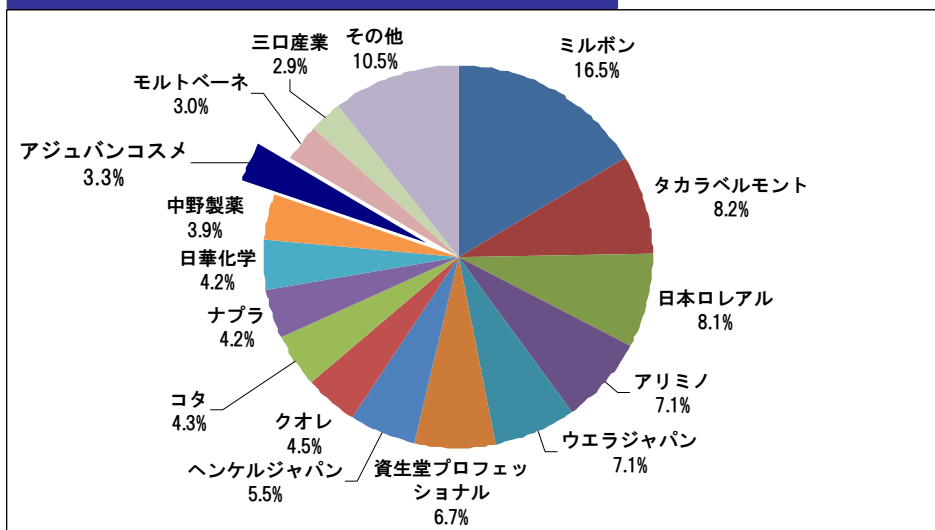
品目別出荷推移 (2000年~2012年)



出所：経済産業省生産動態統計

他方、業務用化粧品市場全体において同社はシェア13位で、上場企業の競合としては、ミルボン<4919>やコタ<4923>などが考えられる。

業務用化粧品市場シェア (全体)



出所：矢野経済研究所「理美容マーケティング総監2013」より



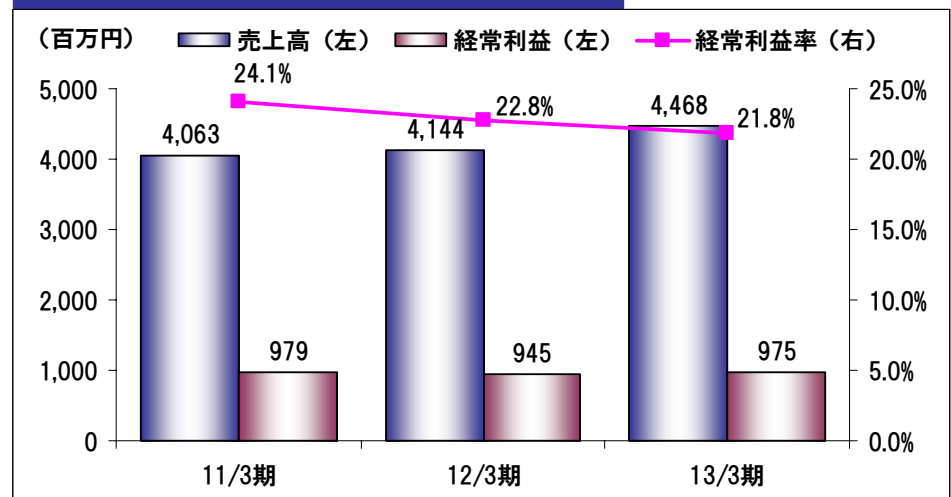
■業績・財務の動向

既存サロンのリピート需要喚起と新商品投入が求められる

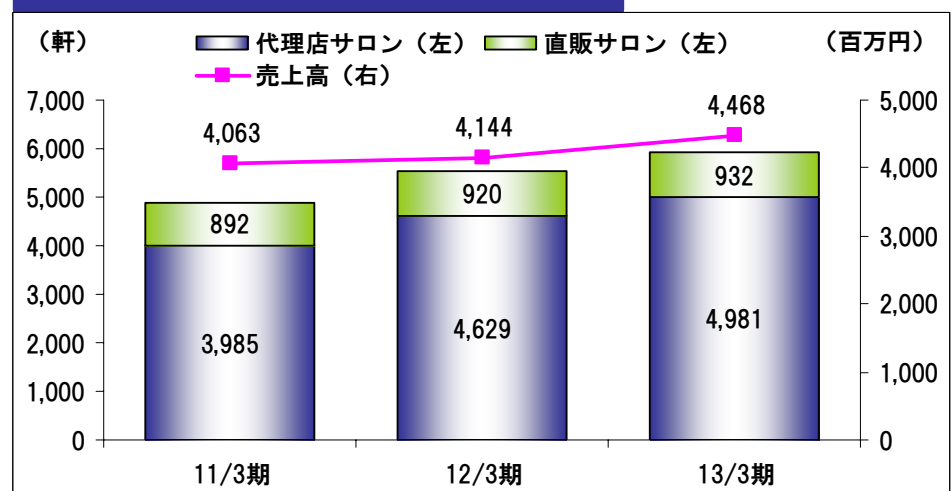
(1) 業績動向

過去の業績動向を見ると、同社の売上高は登録サロン数の積み上げとともに拡大しているものの、利益率の低下で経常利益はここ数年、横ばいの状態である。この要因として、既存サロンでリピート需要が喚起されずにサロン単価が下落しているうえ、利益率の低い代理店経由のサロン構成比が高まったためと推察される。同社の現状はトップラインの成長が利益に反映されていないことから、既存サロンのリピート需要を活性化させる営業施策や、新たなカテゴリーの新商品投入が求められよう。

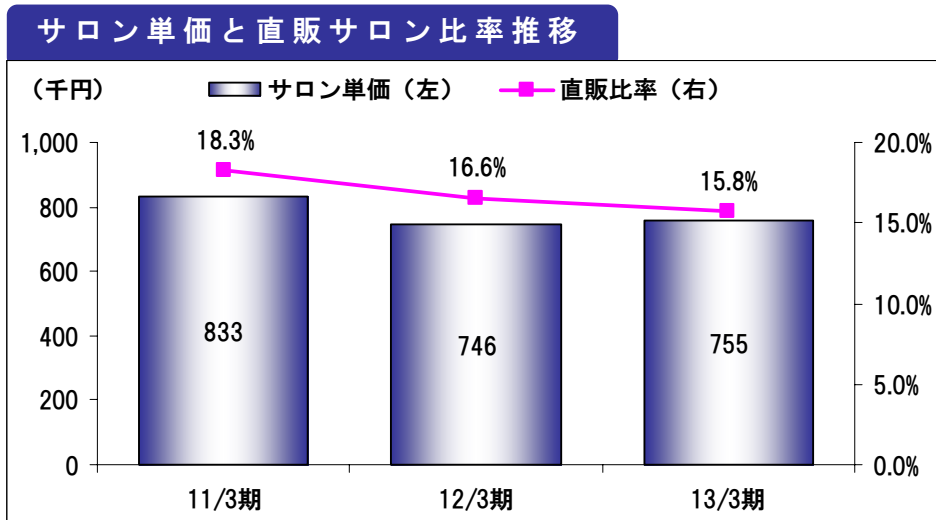
売上高・経常利益・経常利益率の推移



登録サロン数と売上高の推移



■業績・財務の動向



財務状況は極めて健全、自己資本比率は68.8%に

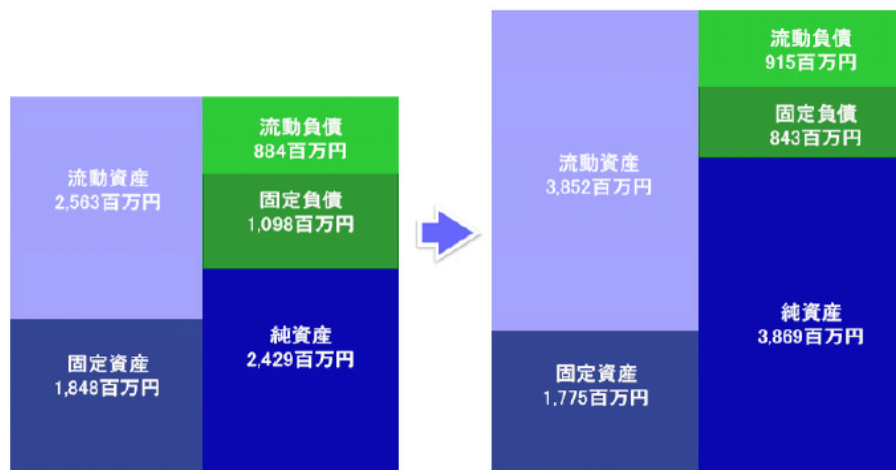
(2) 財務内容

財務状況は極めて健全である。2013年3月期のバランスシートは、有利子負債753百万円に対し現預金が2,887百万円である。新規上場に伴う株式発行もあり、自己資本比率は68.8%となっている。なお、2014年3月期の第1四半期で借入金を完済している。

貸借対照表 (連結)

2012年3月期末総資産 4,412百万円

2013年3月期末総資産 5,627百万円



出所：会社資料より引用



14/3期は中計の準備期間として一時的に投資先行の見通し

(3) 業績予想

2014年3月期の業績予想は、売上高が前期比2.8%増の45.9億円、経常利益が同2.0%増の9.9億円を見込む。2014年3月期は、2015年3月期から始まる中期経営計画の準備期間としての位置付けとなっており、新製品の性能評価や新サービス提供子会社の設立など、一時的に投資先行となる見通しである。

商品群別の売上高は、スキンケアが前期比3.3%増の21.3億円、ヘアケアが同2.9%増の26.7億円、その他が同2.8%増の1.5億円を見込んでいる。利益面では在庫廃棄の減少で原価率の改善を見込むも、営業員の拡充による人件費増に加えて、2015年3月期に発売予定のカラー剤と2016年3月期に発売予定のパーマ剤についての研究開発費の増加もあり、一時的にコスト負担が増加する見通しである。

これを受けた2014年3月期の第3四半期の決算は、売上高が前年同期比0.7%増の36.1億円、経常利益が同6.7%増の9.8億円で着地した。上記の通期計画に対しては、ヘアケアの苦戦から売上高の進捗が遅れているものの、コストコントロールによって経常利益はオンラインと推察されることから、2014年3月期の経常利益が予想を下振れるリスクは小さいと考えられる。

2014年3月期の業績予想（連結）

（単位：百万円）

	13/3期		14/3期（予）		前期比	
	実績額	構成比	見込額	構成比	増減額	増減率
売上高	4,468	100.0%	4,594	100.0%	125	2.8%
売上原価	1,592	35.6%	1,562	34.0%	-30	-1.9%
売上総利益	2,875	64.4%	3,032	66.0%	156	5.4%
販管費	1,887	42.3%	2,032	44.2%	144	7.7%
営業利益	988	22.1%	999	21.8%	10	1.1%
経常利益	975	21.8%	994	21.6%	18	2.0%
当期利益	533	11.9%	564	12.3%	30	5.8%

2014年3月期の商品群別売上計画

（単位：百万円）

	13/3期		14/3期（予）		前期比	
	実績額	構成比	見込額	構成比	増減額	増減率
売上高	4,468	100.0%	4,594	100.0%	125	2.8%
スキンケア	2,068	46.3%	2,136	46.5%	68	3.3%
ヘアケア	2,601	58.2%	2,675	58.2%	74	2.9%
その他	148	3.3%	152	3.3%	4	2.8%
売上割戻金	-349	-7.8%	-370	-8.0%	-20	-

■成長戦略

業務用カラー剤・パーマ剤の投入とアジア進出で収益拡大へ

同社は2015年3月期から2017年3月期までの中期経営計画を策定した。この計画は1) 既存顧客支援体制の強化、2) コンサルティング営業強化、3) 業務用商品市場への進出、4) サロン経営支援子会社の設立、5) アジア地域をメインとした海外展開、などを重点戦略として、最終年度の2017年3月期には売上高65.8億円(2013年3月期比21.1億円増)、経常利益16.6億円(同6.8億円増)を目指す。なお、2014年3月期は中期経営計画の達成のための準備期間と位置付けられている。

中期経営計画の骨子は「新分野への進出」と「基盤強化」に要約できる。新分野への進出は業務用市場への参入と海外展開、基盤強化では既存サロンへの支援強化による単価アップを目論む。

このうち、新分野への進出は業務用カラー剤とパーマ剤を主力商品として、カラー剤は2014年9月、パーマ剤は2016年3月期中にそれぞれ発売する計画である。カラー剤に進出する理由は市場規模の大きさにある。理美容室向け業務用化粧品市場は1,394億円規模(2013年矢野経済研究所調べ)で、このうちヘアケア剤が40%を占めており、次いでヘアカラー剤が27%を占めている。市場拡大こそ見込めないものの、同社では、規模の面で参入余地があると判断した。

また、ヘアカラー剤とパーマ剤への進出で、業界トップであるミルボン<4919>の商品ラインアップを同社が全て取り扱うことになることも進出の理由と考えられる。同社はスキンケア、メイクアップ化粧品を持っている分、品揃えの面ではミルボンに勝り、事実上のフルラインアップになる。「サロン向け化粧品ならば何でも揃っている」という点が新たな強みになる可能性がある。

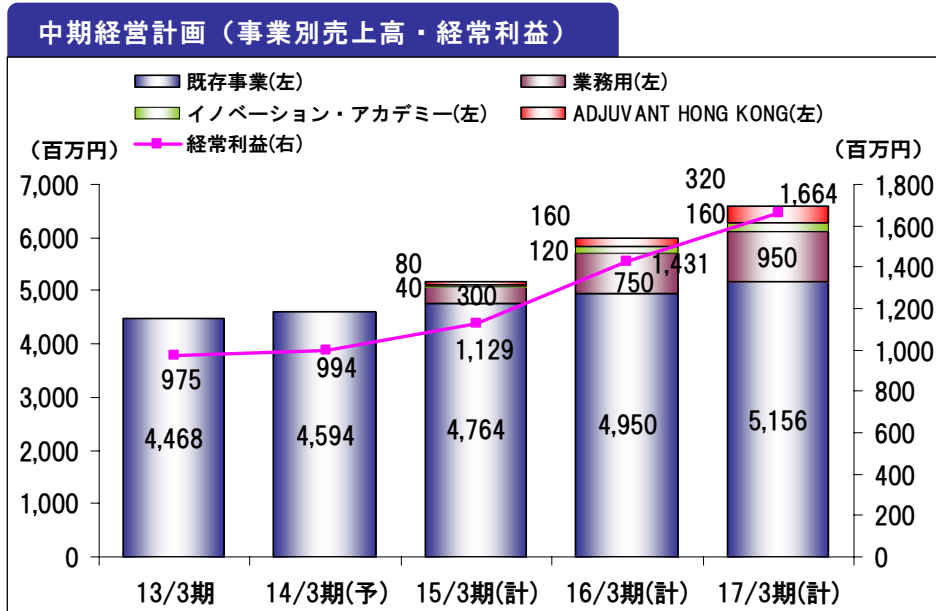
同社は業務用市場への参入を控え、技術をサポートする子会社「イノベーション・アカデミー」を立ち上げた。イノベーション・アカデミーでは、サロンスタッフの技術研修やセミナーの開催、マーケティングなどのほか、インストラクターの育成・派遣でサロンへの技術指導を行う。研修施設は東京を皮切りに全国の営業所にも開設する計画で、2014年に札幌と名古屋、2015年には福岡に設置する方針である。

基盤強化は既存サロン支援体制の強化とコンサルティング営業の強化が中核となる。サロン単価が下落するなか、これらの施策でサロン単価の上昇を目指す。既存サロン支援体制の強化は、営業体制の再編成と営業員の拡充が中心となる。営業員が営業に専念できるように、受注・配送と営業を分離して、営業員の生産性向上を目指す。また、営業体制の再編成に伴い、営業員の再教育と年間10人程度の新規雇用を行う方針である。

他方、コンサルティング営業の強化は、MAPシステムの導入促進で経営支援を強化し、リピート需要を喚起させる計画である。

アジア地域をメインとした海外展開は、中長期的な成長戦略に位置付けられる。国内が人口減少で市場拡大を見込めないなか、経済成長と人口増加の見込めるアジア地域への進出で収益拡大を目指す。2013年6月の香港現地法人設立で第一歩を踏み出し、2014年1月には消費者に直接化粧品を販売する1号店をオープンした。商品は国内からの輸出でジャパンプランドを強みとして、店舗数は中期経営計画の期間中に5~10店舗の出店を目指す。

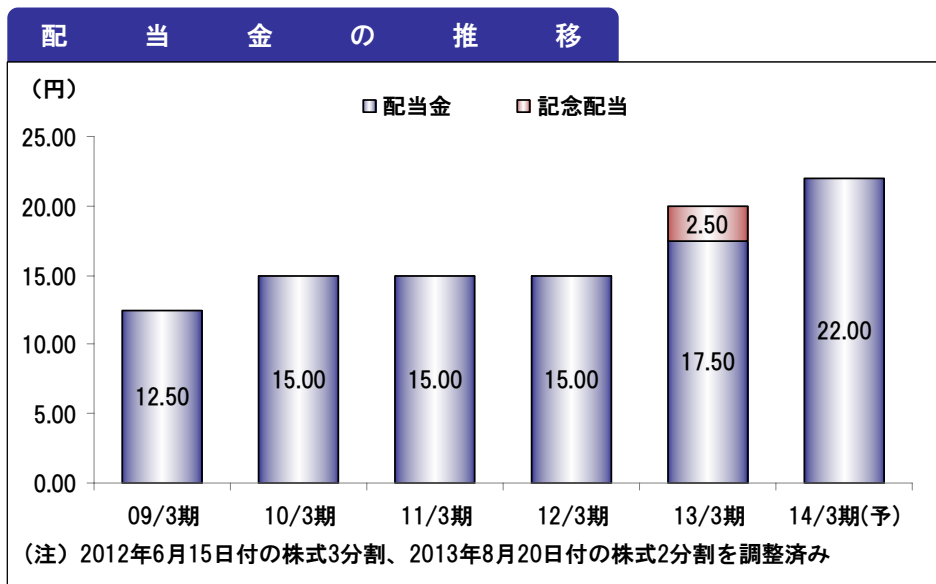
■成長戦略



■株主還元

14/3期配当は2円増の年22円、配当性向29.3%に上昇へ

同社の配当政策は業績を勘案した安定配当の継続を基本としている。2013年3月期は上場記念配当を含め年20円の配当（株式分割調整後）を実施し、配当性向は連結ベースで23.3%の水準であった。2014年3月期の会社側の配当予想は2円増の年22円の配当を見込み、配当性向は同29.3%に上昇する見通しである。また、株主優待も導入しており、保有株数に応じて自社製品を提供している。



株主優待制度

保有株式数	優待内容
100株以上～1,000株未満	5,000円相当の自社商品
1,000株以上	10,000円相当の自社商品



ディスクレマー（免責条項）

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・大阪証券取引所・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、企業との面会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・加工することは強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・譲渡することは強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致します。

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