

アジュバンコスメ ジャパン

4929 東証 1 部

2015 年 6 月 2 日（火）

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
浅川 裕之

■ 足元を固めて高成長への再チャレンジを狙う

アジュバンコスメジャパン〈4929〉の 2015 年 3 月期決算は期初予想を下回って着地した。業績未達の要因は大きく 2 つある。1 つは主力事業のスキンケア、ヘアケア製品について、非正規流通品の問題で、業績面で大きなダメージを被ったということだ。もう 1 つは中期成長のためのチャレンジとして新規参入を果たしたカラー剤事業が、計画に対して未達となったことだ。

しかしながら、弊社では、同社の現状及び今後の見通しについて悲観は不要であると考えている。非正規流通の問題は、その影響を軽視できないが、同社製品の競争力という本質的な部分では何ら変化は起こっていないということが理由の 1 つである。非正規流通排除の方策は固まっている。カラー剤や海外展開での遅れという点については、当初の事業計画が挑戦的過ぎた結果であり、中期的に同社の業績をけん引するだけの潜在成長力の強さを 2015 年 3 月期決算から確認することができたというのがもう 1 つの理由である。

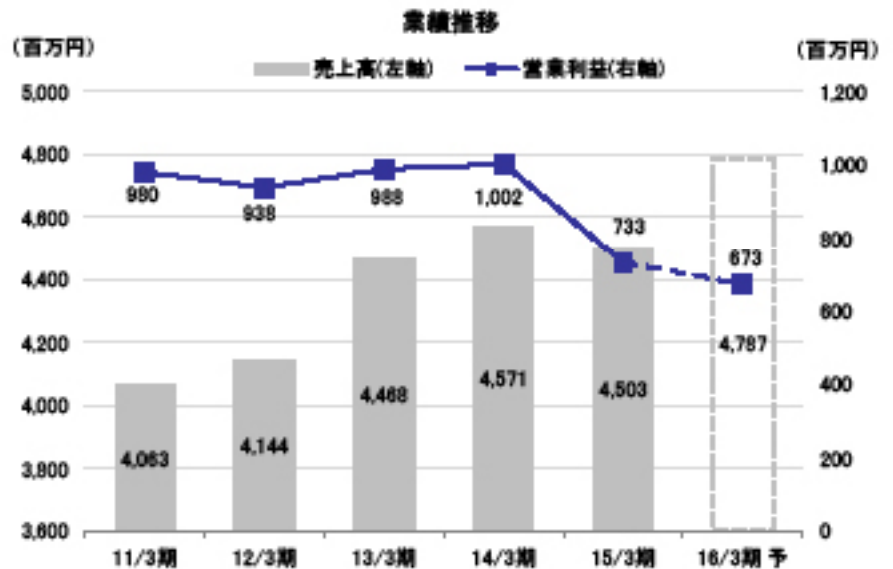
同社の中長期的な成長性について弊社の見方は従来から不変であるが、足元の業績面で一旦の踊り場を迎えることは受け入れなければならないとみている。同社は 2016 年 3 月期からの 3 ヶ年中期経営計画の業績目標を引き下げている。この 3 ヶ年中期経営計画の最初の 2 年間は、同社が成長性を回復するための足場固めの期間であると弊社ではみている。この期間に非正規流通対策、営業力強化、カラー剤事業の育成、海外事業の確立などをやり遂げることができれば、2018 年 3 月期前後からは再び成長軌道に戻り、収益性の面でも売上高営業利益率 20% を回復してくることは十分可能だろう。

2015 年 3 月期の決算に反応する形で、株価は調整された。2016 年 3 月期も会社予想では増収減益となっているが、株価調整の結果、同業他社比較では株価バリュエーション面での相対的な割安感が強くなってきている。また同社は、2015 年 3 月期は前期比 2 円増配の 24 円配を行い、2016 年 3 月期も 24 円配を計画するなど、株主還元を重視する姿勢にブレがない。こうした点も同社を評価するポイントになってこよう。

■ Check Point

- ・ 安心・安全な自然派化粧品で高い評価
- ・ 非正規流通の対応とカラー剤事業の進展が新中計成否のポイント
- ・ 株価バリュエーションは割安な水準

2015 年 6 月 2 日（火）



■ 会社概要

自社工場を保有せず外部に製造を委託するファブレス企業

(1) 沿革と事業モデル

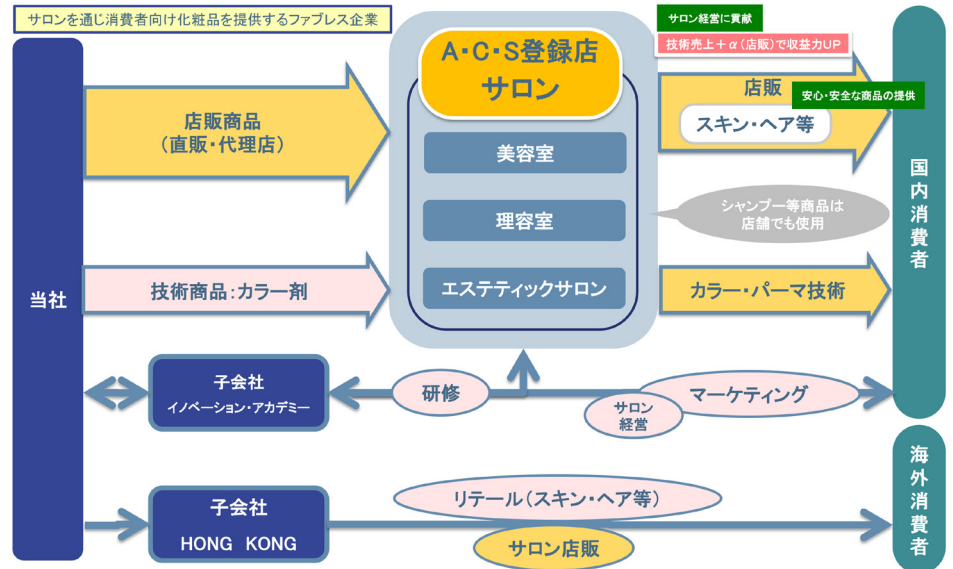
同社は 1990 年、現社長の中村豊（なかむらゆたか）氏、専務取締役・田中順子（たなかじゅんこ）氏らにより、「有限会社みずふれんど」として設立された。当初は化粧品と家庭用浄水器の販売をしていたが 1992 年からアジュバン化粧品の製造販売を開始して現在に至っている。

沿革

1990年 4月	（有）みずふれんど設立
1992年 3月	アジュバン事業開始、神戸営業所設立
1993年	福岡営業所・前橋営業所・配送センターを開設
1995年 6月	名古屋営業所開設
1998年12月	社名を株式会社アジュバンから現社名に変更
2000年	本社社屋完成、札幌営業所開設
2003年 1月	ISO14001 取得
2007年 4月	仙台営業所開設
2008年12月	香港支店開設
2009年10月	新本社社屋完成・移転
2010年 2月	株式会社アジュバンコスメティックスを完全子会社化
2010年 6月	サロン経営戦略システム「MAP システム」販売開始
2010年 9月	東京営業所開設
2011年	岡山営業所・金沢営業所開設
2012年12月	東証第 2 部に上場
2013年 7月	子会社イノベーション・アカデミー株式会社設立
2013年 7月	子会社 ADUVANT HONGKONG COMPANY LIMITED 設立
2013年12月	東証 1 部に指定替え

同社は化粧品の製造販売を行っているが自社では工場を保有せず外部に製造を委託する、いわゆるファブレス企業だ。販売については、一般小売店、量販店、eコマースなどを通じた販売は行わず、美容サロンを通じて最終消費者に販売する形態を採用している。同社にとっての直接の顧客は美容サロンということになる。

事業モデルのイメージ図



安心・安全な自然派化粧品で高い評価

(2) 特徴と強み

同社の特徴は、(i) 製品においては「糖」と「ミネラル」にこだわった安心・安全な自然派化粧品であること、(ii) 販売においては安心・安全という商品特性を最終消費者にきちんと伝えて販売するカウンセリング販売に強いこだわりを有していること、の2点が挙げられる。

インターネット上では各社の化粧品に対する評価や口コミの情報があふれており、同社製品についても様々な評価が寄せられている。そうした情報を集約すると、同社のヘアケア製品やスキンケア製品に対する評価はおおむね良好のようだ。肌や髪への低刺激性など、同社が自然派化粧品メーカーとして目指す安心・安全の部分が、狙い通りに消費者に支持されている点は、同社の製品力が高い証左と言える。

同社が美容サロンを通じた販売を行っているのは、美容師が国家資格保持者として一定の知識・能力を有した人々であり、カウンセリング担当者として適任であると評価しているためである。同社は契約サロンを「A・C・S登録サロン」と呼んでいるが、その数は全国で6,758軒（2015年3月20日現在）となっている。この数は同業他社と肩を並べる水準で、同社は一定規模の美容サロン・ネットワークを確立済みであると評価できよう。

特徴と強み

理美容専売 スキンケア & ヘアケア

「ノンオイル、ノンアルコール」「糖、ミネラル」にこだわり、健やかで美しい「肌」「髪」をサポートする安心、安全な化粧品開発を目指し、**サロン向けに販売**

1. 創業時から一貫して自然派

- ・ 四半世紀にわたり、「糖」と「ミネラル」にこだわり、肌・髪のトラブルの原因になるものを排除する研究・開発を行っております。健やかで美しい「肌」「髪」を育む商品づくりを目指しています。

2. こだわり続けるカウンセリング販売

- ・ サロンに来店される美に関心の高い顧客に、時間をかけてしっかりとカウンセリングします。そのため、カウンセリングの出来ない通販、量販店では、販売しません。

創業時から変わらない
安心・安全へのこだわり

アレルギー
疾患等への
罹患人口が
増加傾向

消費者の
ナチュラル
志向の高まり

出所：2015 年 3 月期説明会資料

■ 2015 年 3 月期決算の詳細分析

中間決算時の修正予想どおりの決算で着地

(1) 決算の概要

2015 年 3 月期は売上高 4,503 百万円（前期比 1.5% 減）、営業利益 733 百万円（同 26.8% 減）、経常利益 759 百万円（24.7% 減）、当期利益 47 百万円（同 91.8% 減）で着地した。期初は売上高 5,184 百万円（同 13.4% 増）、営業利益 1,129 百万円（同 12.7% 増）を予想していたが、中間決算時に下方修正され、ほぼ修正予想の線で着地した。

2015 年 3 月期の業績概要

（単位：百万円）

	14/3 期	15/3 期		
		期初予想	中間時修正予想	実績値
売上高	4,571	5,184	4,580	4,503
前期比	2.3%	13.4%	0.2%	-1.5%
営業利益	1,002	1,129	706	733
前期比	1.4%	12.7%	-29.5%	-26.8%
経常利益	1,008	1,129	708	759
前期比	3.4%	12.0%	-29.7%	-24.7%
当期利益	571	640	332	47
前期比	7.2%	11.9%	-41.9%	-91.8%
EPS(円)	76.1	82.8	43.0	6.1
配当	22.0	24.0	24.0	24.0

2015 年 3 月期は主力事業のスキンケア、ヘアケア製品販売で一段の成長を図ると同時に、中期成長エンジンとして期待するカラー剤の投入や香港での海外展開本格化などの大きなチャレンジにも乗り出した年であった。結果的には、主力事業においては非正規流通問題で主力事業がダメージを受けて売り上げが減少し、新規事業のカラー剤や海外事業も計画を下回ったために主力事業の落ち込みを支えるには至らず、売上高は前期比減収となった。



アジュバンコスメ
ジャパン

4929 東証 1 部

2015 年 6 月 2 日（火）

利益面では営業力増強を目指した採用増や子会社の増加、販促費増加などで販管費が前期比 7.5% の増加となり、結果的に営業利益は前期比 26.8% の大幅減益となった。当期利益は保有していた製品製造委託先の株式について減損処理を行って特別損失を計上したため前期比 91.8% 減となった。

プラス面では「その他」に含まれるボディケアの伸長があった。2014 年 6 月に発売した「FOGSUI」は炭酸入りの発泡性化粧水であることや価格が比較的低価格であることなどが消費者に受けて、4 万本の発売計画に対して 12 万本を販売する大ヒットとなり、「その他」セグメントの売上高が前期比 220 百万円増加する原動力となった。

商品区分別・シリーズ別売上高内訳

（単位：百万円）

	13/3 期 実績値	14/3 期 実績値	15/3 期 期初計画	15/3 期 実績	15/3 期			
					前期比		計画比	
					増減額	増減率	増減額	増減率
スキンケア	2,068	2,172	2,230	1,940	-231	-10.7%	-290	-13.0%
AE	1,431	1,540	1,586	1,251	-288	-18.7%	-335	-21.1%
ベーシック	96	82	81	63	-18	-22.5%	-18	-22.2%
メイク	539	549	562	625	75	13.8%	63	11.2%
ヘアケア	2,601	2,605	2,706	2,451	-153	-5.9%	-255	-9.4%
シャンプー等	2,392	2,383	2,473	2,244	-139	-5.8%	-229	-9.3%
スタイリング等	208	222	233	207	-14	-6.6%	-26	-11.2%
カラー	-	-	300	34	-	-	-266	-88.7%
その他	148	162	331	382	220	136.0%	51	15.4%
売上割戻金	-349	-368	-384	-305	63	-	79	-
売上高	4,468	4,571	5,184	4,503	-67	-1.5%	-681	-13.1%

なお、2015 年 3 月期に特別損失に計上された投資有価証券の減損は、同社が製造を委託している（株）ファインケメティックスの株式にかかるものである。ファインケメティックスの生産体制には影響はなく、同社は商品供給上のリスクはないとしている。

非正規流通で機会損失、購買マインドと販促マインドが低下

(2) 非正規流通問題

非正規流通問題は、従来から問題視されていた事項ではあるが、2015 年 3 月期はこの悪影響が一気に顕在化した年となった。背景には e コマースの普及があるものと思われる。前述したように、同社は美容サロンを通じて最終消費者に製品を販売する事業モデルとなっている。非正規流通問題とは、同社の製品の商流に位置する代理店あるいは美容サロンから、同社製品がカウンセリングを行わないインターネット等による販売を言う。しかし、e コマースの普及が進んだ現況では、同社製品のファンであるからこそ手軽にネットで購入したいというニーズが出てくる。これに呼応する形で、一部の代理店やサロンが商品を横流ししカウンセリングを行わずにインターネット等で販売している状況を同社では「非正規流通」としている。

非正規流通は同社に 2 つの種類のダメージをもたらした。1 つは直接的な影響で、いわゆる機会損失である。もう 1 つは間接的な影響で、マインドの低下である。これは 2 つの面が考えられる。すなわち、最終消費者はネットで買えることがわかってしまうと、本来であればサロンに訪れた際に買うはずのものを買わなくなってしまう（購買マインド低下）。また、サロン側も、最終消費者がネットで買ってしまって自分の実入りにならないため、カウンセリング活動や販売活動にブレーキがかかってしまう（販促マインド低下）。2015 年 3 月期は、この間接的影響が過去に比べて大きくなった模様だ。

2015 年 6 月 2 日（火）

カラー剤事業に商慣習の壁

(3) カラー剤事業

2015 年 3 月期に新規参入を果たしたカラー剤の売上高は 34 百万円にとどまった。当初予想は 300 百万円で、後に 100 百万円に下方修正されたものの、実績はそれを下回った。

カラー剤の不振の原因は、カラー業界の商慣習の壁が大きかったと弊社では考えている。カラー剤市場では最大手のミルボン<4919>を始めとして先発企業各社がしのぎを削っている。染毛は美容サロンで施術することが基本であるため、直接の販売先は美容サロンということになる。美容サロン側はメーカーと 1 年単位で契約し、数量割引や各種インセンティブを得ようとするケースが多い。したがって年度の途中に参入者があられわれても、美容サロン側の購買行動に大きな変化は出にくいことになる。同社の 300 百万円という当初目標は、同社の契約サロンの中でも特にアクティブな上位 20%（約 1,200 サロン）が一気に同社製品を採用するという想定で作成したものであったが、商慣習の壁が立ちはだかる形となった。

■ 新中期経営計画と中期成長性の考察

非正規流通の対応とカラー剤事業の進展が新中計成否のポイント

(1) 新中期経営計画の概要

同社は、3 ヶ年中期経営計画を作成し、毎年ローリングしている。同社では、2015 年 3 月期を踏まえて数値計画を見直し、2016 年 3 月期～ 2018 年 3 月期の新 3 ヶ年中期経営計画を発表した。

新計画では、2016 年 3 月期の売上高が 5,980 百万円から 4,787 百万円に、営業利益が 1,431 百万円から 673 百万円へと、それぞれ大幅に下方修正された。2017 年 3 月期も同様だ。弊社が注目する営業利益率も、2015 年 3 月期に 20% を割り込んで 16.3% に急落したのち、2018 年 3 月期まで 14% ～ 16% の水準で低迷する予想となっている。

新中期経営計画の数値目標（新旧比較）

（単位：百万円）

	15/3 期	16/3 期			17/3 期			18/3 期	
	実績	旧計画	計画	前期比	旧計画	計画	前期比	計画	前期比
スキンケア	1,940	－	1,850	－4.6%	－	1,900	2.7%	1,950	2.6%
ヘアケア	2,451	－	2,600	6.1%	－	2,650	1.9%	2,770	4.5%
カラー	34	－	150	341.2%	－	350	133.3%	460	31.4%
その他	382	－	545	42.7%	－	637	16.9%	689	8.2%
売上割戻金	－305	－	－358	－	－	－402	－	－422	－
売上高	4,503	5,980	4,787	6.3%	6,586	5,135	7.3%	5,447	6.1%
営業利益	733	1,431	673	－8.3%	1,664	768	14.1%	870	13.3%
営業利益率	16.3%	23.9%	14.1%	－2.2pt	25.3%	15.0%	0.9pt	16.0%	1.0pt
経常利益	759	1,431	753	－0.7%	1,664	769	2.1%	870	13.2%
当期利益	47	811	410	772.6%	943	450	9.8%	535	18.9%

同社がこのような新中期経営計画を出してきた背景には、これからの 3 年間を中長期的な成長に向けての足固めの時期と位置付けていることがある。非正規流通という経営上最大のリスク要因を一気に排除するためには多少の犠牲もいとわないという強い姿勢が表れている。2016 年 3 月期は修正 3 ヶ年計画の初年度として、売上高の回復よりも諸費用の負担が先行するため、もう一段減益となることを見込んでいる点にそれが良く表れていると言えよう。2017 年 3 月期は底打ちを想定しているものの、回復の足取りについては慎重にみているため、微増益の計画となっている。最終の 2018 年 3 月期は利益の 2 けた成長を想定しているが、営業利益率を 16% と予想しているあたりに、慎重なスタンスを見て取ることができる。

新中期経営計画の成否のポイントは、2015 年 3 月期の低迷の原因となった 2 点、すなわち非正規流通の対応とカラー剤事業の進展の 2 つということになる。

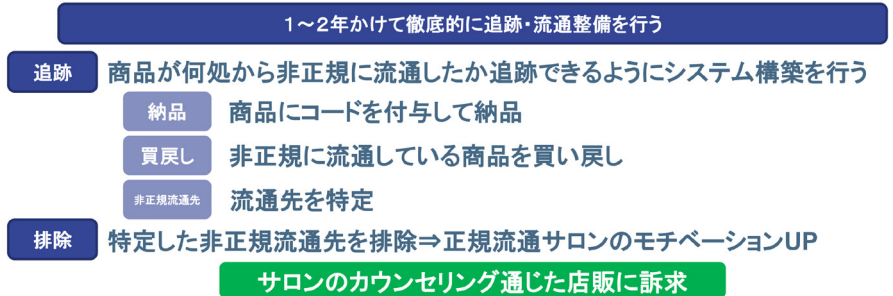
非正規流通対策に成功すれば、収益回復のペースは速い

(2) 非正規流通について

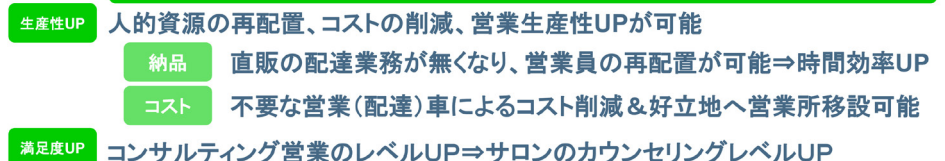
非正規流通問題は以前から存在していたが、同社はこれまで本格的な対策を講じてこなかった。しかし 2016 年 3 月期からは非正規流通排除に向けて本格的な対策を打つ計画だ。その骨子は、商品にコードを付与し、流出元を特定できるようにすることにある。当然のことながら特定することが最終目的ではなく、非正規ルートへの流出を防ぐことを目的としており、同社からの警告等を経てもなお改善されない場合には契約解除に踏み切ることも辞さないとしている。

非正規流通対策

非正規流通によりサロンの店販意欲が低下 & 非正規流通サロンの排除による売上減



非正規流通対策の副次的メリット



出所：2015 年 3 月期説明会資料

弊社では、同社が非正規流通対策に成功すれば、同社の収益回復のペースは速いとみている。ネットの同社製品を扱うサイトを見ると、利用者の評価は全般に高評価となっていることがわかる。また、価格についても一部は大幅値引きをうたうケースもあるが、多くは正規品との価格差が小さいケースが多い。すなわち、最終消費者は、同社製品の良さを認識し、価格メリットもさることながら自宅に居ながらにして同社製品を購入できるという点にネット通販のメリットを見出しているようにみられることが、弊社が収益回復ペースは速いと予想する理由だ。



アジュバンコスメ
ジャパン

4929 東証 1 部

2015 年 6 月 2 日（火）

もう 1 つ重要なことは、同社の新中期経営計画についての説明資料を注意深く見ると、2015 年 3 月期にみられた非正規流通のマイナスインパクトのうち、間接的な影響からの回復の要素が計画に織り込まれていないことだ。現状の業績計画では、非正規流通に流れた売上高（直接的影響）が戻ることを織り込んでいるようだが、2015 年 3 月期の減収要因においては、サロンと最終消費者の双方に沸き起こった購買マインドの低下（サロンからすれば『推奨マインドの低下』というべきか）の影響も直接的影響に劣らない規模であったものと弊社ではみており、この間接的影響も戻ればそのインパクトは大きいと言える。

明るいカラー剤投入を立て直しの起爆剤に導入サロン 500 店を目指す

(3) カラー剤事業について

同社のカラー剤事業は、グレイカラー世代向け、すなわち白髪染めに特化していることが特徴だ。当初、同社はグレイカラー世代向けということで色揃えを絞っていたが、今のグレイカラー世代は、彼らが若年層の時にカラフルなヘアカラー・ブームを経験した世代であり、明るいカラーへのニーズが強い。前期まではこの部分で出遅れたため、明るいカラー剤の投入は立て直しの起爆剤になると考えられる。

販路としては同社の契約サロンの中でも特に売上規模の大きい 1,200 店でまず導入を目指すという方針に変更はない。上位 20% のサロンが全体の 80% を稼ぐというスキンケア等の実績を踏まえて、同社の製品を知り尽くした売上げ上位店にフォーカスして導入することで、同社は効率よく販売できる。サロン側も売上割戻金を獲得するチャンスが増え、双方にメリットが生まれると考えられる。

2015 年 3 月期実績では導入サロンが 400 店と計画の 3 分の 1 にとどまっており、成長余地は大きい。新年度入りしたことで新規導入サロン数が加速することが期待される。また、2016 年 3 月期の売上高目標は 150 百万円に引き下げられた。まずは、2015 年 3 月期実績の導入サロン 400 店を 500 店にする計画だ。

カラー剤事業の事業計画

平成27年3月期の状況

売上 発売から6ヶ月で導入400サロン 34百万円

◆ 40代の大人女性が求める明るい色剤の投入に遅れ

◆ 他メーカーのサロン在庫

非正規流通による店販の立て直し優先、カラーは着実に

展開 フッションカラーブームを楽しんだ世代（現在グレイカラー）をホームカラー市場からサロンカラーに取り込む

導入先 コミッションサロン（売上割戻金発生サロン）への提案活動

連動 サロン技術と店販の連動によりユーザーニーズに応える

出所：2015 年 3 月期説明会資料

2015 年 6 月 2 日（火）

■業績見通しと財務分析

非正規流通対策費用などで 16/3 期は増収減益を予想

(1) 2016 年 3 月期の業績見通し

中期経営計画の項目でも見たように、同社は 2016 年 3 月期について、売上高 4,787 百万円（前期比 6.3% 増）、営業利益 673 百万円（同 8.3% 減）、経常利益 753 百万円（同 0.7% 減）、当期利益 410 百万円（同 8.7 倍）を予想している。

売上高の製品別内訳を見ると、スキンケアは前期比 4.6%（90 百万円）の減収を予想している。これは、非正規流通対策の一環で、一部の代理店・サロンとの契約解除の可能性を織り込んでいるためと弊社では推測している。同様のことはヘアケア剤にも当てはまるが、ヘアケア剤は非正規流通の対策の結果サロンに客が戻るペースがスキンケアよりも速いと想定していると思われる。前期に大きく伸長したボディケア（「その他」に含まれる）は日焼け止めなどラインアップ拡充で引き続き成長が続くとみている。

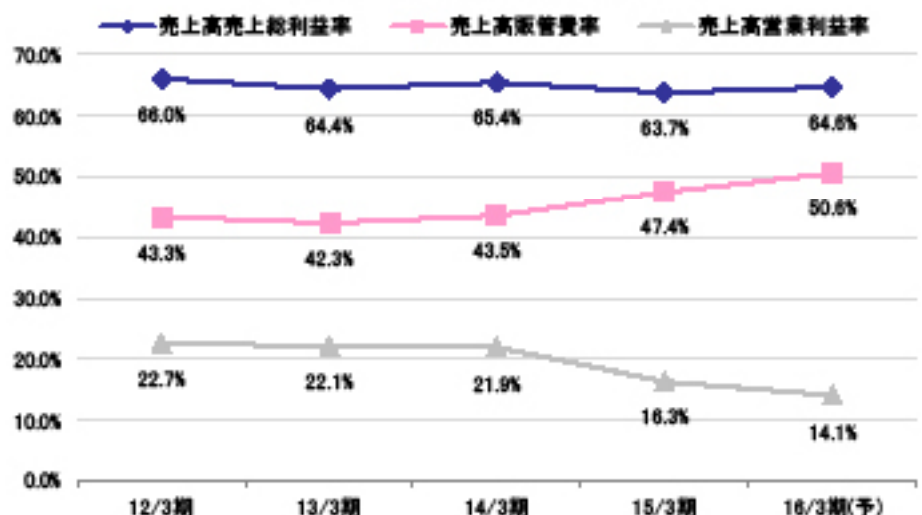
利益面では営業減益が予想されているが、非正規流通対策費用、新卒増加による人員増、研究所設置関連費用などが販管費を押し上げると想定しているためだ。会社予想ベースの売上高販管費比率は、50.5%と予想されている。

製品別売上高内訳と主な施策

（単位：百万円）

	15/3 期		16/3 期	
	実績	計画	前期比	施策の内容
スキンケア	1,940	1,850	-4.6%	メイクアップシリーズのリニューアル、AE シリーズのリニューアル、新シリーズ（高価格帯）の投入
ヘアケア	2,451	2,600	6.1%	リニューアル、新規投入の予定なし。既存製品の深堀り
カラー	34	150	341.2%	似合わせアプリ「カラコレ」のアップデート
その他	382	545	42.7%	ボディケアシリーズ（ボディプロテクト、ボディソープ、ボディコート）の投入
売上割戻金	-305	-358	-	
売上高	4,503	4,787	6.3%	

粗利益率・販管費率・営業利益率の推移



2015 年 6 月 2 日（火）

損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期（予）
売上高	4,144	4,468	4,571	4,503	4,787
前期比	－	7.8%	2.3%	－1.5%	6.3%
売上総利益	2,734	2,875	2,990	2,870	3,094
売上高売上総利益率	66.0%	64.4%	65.4%	63.7%	64.6%
販管費	1,795	1,887	1,988	2,136	2,421
売上高販管費率	43.3%	42.2%	43.5%	47.4%	50.6%
営業利益	938	988	1,002	733	673
前期比	－	5.3%	1.4%	－26.8%	－8.3%
売上高営業利益率	22.7%	22.1%	21.9%	16.3%	14.1%
経常利益	945	975	1,008	759	753
前期比	－	3.2%	3.4%	－24.7%	－0.7%
当期利益	276	533	571	47	410
前期比	－	93.0%	7.2%	－91.8%	771.6%
EPS（円）	102.68	171.83	76.10	6.08	52.25
配当	30.0	40.0	22.0	24.0	24.0
1 株当たり純資産（円）	842.33	1,030.84	567.81	550.79	－
分割調整後 EPS	51.34	85.92	－	－	－
分割調整後配当	5.00	20.00	－	－	－
分割調整後 BPS	421.17	515.42	－	－	－

貸借対照表

（単位：百万円）

	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期
流動資産	2,563	3,852	3,463	3,748
現預金	1,657	2,887	2,380	1,861
売掛金	365	389	511	554
棚卸資産	411	428	342	608
その他	130	146	228	724
固定資産	1,848	1,775	1,956	1,731
有形固定資産	1,060	1,014	1,038	1,003
無形固定資産	78	68	58	45
投資等	709	692	860	681
資産合計	4,412	5,627	5,419	5,479
流動負債	884	915	640	749
買掛金	205	78	72	146
短期借入金等	266	266	0	0
未払法人税等	122	272	239	235
その他	289	297	328	366
固定負債	1,098	843	391	404
長期借入金	753	486	0	0
その他	345	356	391	404
株主資本	2,429	3,869	4,385	4,320
資本金	189	657	704	733
資本剰余金	149	617	664	693
利益剰余金	2,089	2,594	3,015	2,892
自己株式	0	0	0	0
その他包括利益累計額	0	0	2	6
純資産合計	2,429	3,869	4,387	4,326
負債・純資産合計	4,412	5,627	5,419	5,479

キャッシュフロー計算書

（単位：百万円）

	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期
営業活動によるキャッシュフロー	333	600	642	233
投資活動によるキャッシュフロー	－416	－208	－158	－132
財務活動によるキャッシュフロー	121	581	－847	－122
現預金換算差額	2	9	7	16
現預金増減	41	982	－355	－5
期首現預金残高	1,431	1,472	2,455	2,099
期末現預金残高	1,472	2,455	2,099	2,094

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。



アジュバンコスメ
ジャパン

4929 東証 1 部

2015 年 6 月 2 日（火）

株価バリュエーションは割安な水準

(2) 経営指標の同業他社比較

同社の経営指標について同業他社と比較を行った。今回取り上げた 3 社はいずれも、美容室・サロンを通じてヘアケア製品やカラー剤を最終消費者に向けて販売しており、事業モデルと商品構成のいずれの点でも類似性が高いと言える。

同社の 2015 年 3 月期は特損で当期利益が大幅に縮小したため、2015 年 3 月期実績 ROE はわずか 1.1% に大きく低下した。しかし ROA では 13.9% と同業他社と同水準を確保している。

成長性の点では、2016 年 3 月期予想営業利益が、前期比減益と見込まれているため、2013 年 3 月期を起点とする 3 年間の年平均成長率は -12.0% と他社に水をあけられた形となっている。しかし、売上高営業利益率は 16.3% と他社と同じ水準に踏みとどまっており、同社の収益力の高さがうかがえる。同社の営業利益率が高かった背景には売上高販管費率が 1 社だけ 40% 台にあったことがある。2016 年 3 月期は同社も売上高販管費率が 50% を超えてくる計画だが、今後、売上高の回復過程において、売上高販管費率を 40% 台に戻せるかどうか、中期的視点の 1 つと言える。

株価が調整した結果、株価バリュエーションの点では、予想 PER、実績 PBR のいずれも 3 社の中で最も割安な水準となっている。

経営指標比較

会社名			アジュバンコスメ ジャパン	ミルボン	コタ
コード			4929	4919	4923
決算期			3 月	12 月	3 月
売上高	FY15 予	百万円	4,787	26,900	6,500
売上高販管費率	FY14 実	%	47.4%	50.9%	55.8%
営業利益	FY15 予	百万円	673	4,661	1,105
売上高営業利益率	FY14 実	%	16.3%	17.6%	15.9%
営業利益 3 年平均成長率		%	-12.0%	5.4%	8.3%
1 株当たり利益	FY15 予	円	52.25	160.62	55.65
1 株当たり純資産（BPS）	FY14 実	円	550.79	1,472.10	446.57
1 株当たり配当金	FY15 予	円	24.00	68.00	16.00
予想配当性向		%	45.9%	42.3%	28.8%
ROE（FY14 実績ベース）		%	1.1%	11.3%	10.4%
ROA（FY14 実績ベース）		%	13.9%	15.5%	12.5%
株価（5 月 27 日）		円	902	3,890	1,409
時価総額		百万円	7,085	64,413	19,680
予想 PER（株価収益率）		倍	17.3	24.2	25.3
実績 PBR（株価純資産倍率）		倍	1.6	2.6	3.2

2015 年 6 月 2 日（火）

■ 株主還元

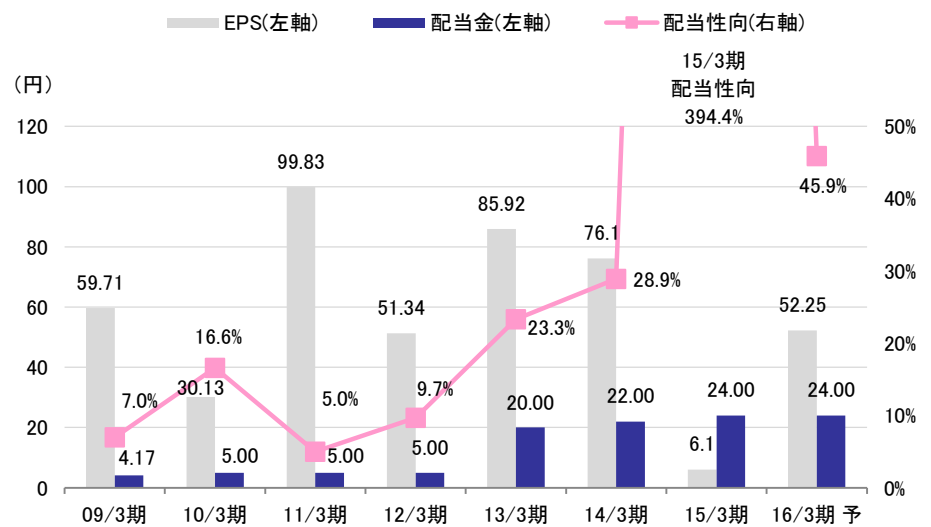
配当による還元が基本、安定的、継続的配当が目標

同社は株主、特に個人株主を重要視しており、株主還元にも積極的だ。還元については配当によることを基本とし、配当を安定的、継続的に行うことを目標としている。

2015 年 3 月期末は、業績は大きく悪化したものの、2 円増配して年間配当金は 24 円となった。1 株当たり利益が 6.1 円だったため配当性向は約 400% となったが、これは例外である。2016 年 3 月期についても 24 円を予定しており、会社予想 1 株当たり利益に基づく配当性向は 45.9% となっている。

同社は株主優待制度も設けている。内容は自社商品の提供であり、100 株以上 1,000 株未満の保有者に 5,000 円相当の商品、1,000 株以上の保有者は 10,000 円相当の商品となっている。

1 株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



ディスクレーマー（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・表示したのですが、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