

## ミルボン

4919 東証 1 部

2015 年 3 月 6 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  
浅川 裕之

## ■ 世界 No.1 をめざして主戦場を「グローバル」に移す

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である。日本の美容文化はそもそも欧米諸国から流入して発達してきた経緯もあって、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。

国内の美容市場について、低成長あるいはマイナス成長を懸念する見方もあるが、弊社ではまだ成長余地はあると考えている。同社製品の顧客である女性ユーザーの「美の追求」ニーズは、年齢によりニーズの内容は変化しても、ニーズ自体が消えることはないと考えているからである。同社自身も「エイジングケア」や「システムヘアケア」というコンセプトを前面に打ち出して製品ラインアップ強化に努めている。その第 1 号のヘアケアブランド「オー ज्या」は狙いどおりのヒット商品となり、同社の戦略の正しさを実証した。次シリーズのローンチが待たれるところである。

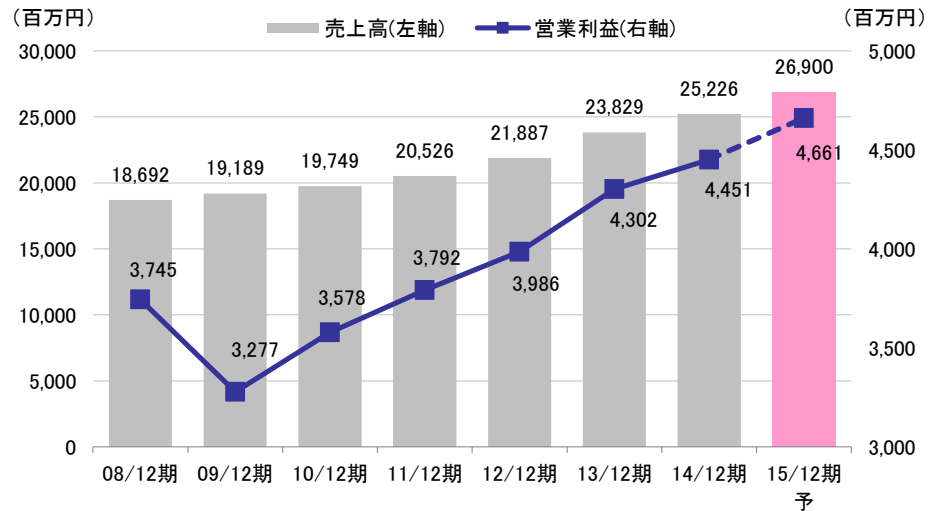
長期的成長を追求するうえでは海外市場の開拓がカギとなることは言うまでもない。同社は 2014 年までの前中計において海外に 9 拠点の足掛かりを創り上げた。2015 年からの新中計ではさらにグローバル展開を強化し、海外を販売と生産の両面で収益拡大の拠点へと成長させることを目指している。新中計の最終年度に当たる 2019 年において売上高 35,000 百万円、営業利益 7,000 百万円、海外売上比率 18.6%を計画している。

株主還元でも積極的な姿勢が続くと期待される。同社は株主還元策として配当を基本とし、配当性向 40% 以上を目安として業績に応じた配当を行う方針を表明している。また、個人投資家が投資しやすい環境づくりを狙って、1996 年の株式公開以来過去 19 年間で 8 回の株式分割をおこなった。その間、企業業績の着実な成長を実現してきたため、株式分割が株主にもたらしたリターンも大きなものとなっている。

## ■ Check Point

- ・ 同社が注力する「エイジングケア」シリーズは成長市場を創出
- ・ 顧客ニーズの把握力と製品につなげるスピード感を伴った開発力が強み
- ・ ROE は安定的に 10% 超と優良、売上高当期利益率の上昇に期待

業績推移



## ■ 会社概要

### 欧米企業が強みを発揮するなか、プロ用市場の国内トップ企業に成長

#### (1) 沿革

同社は 1960 年に、プロフェッショナル向け（業務用）のヘア化粧品（コールドパーマ用剤やシャンプー等）の製造販売を目的にユタカ美容化学株式会社として設立された。

日本の美容文化は、戦後になって欧米から入ってきて発展したこともあり、欧米企業が強みを発揮してきた。そうしたなかで同社は、国産メーカーとして美容師・ヘアデザイナーがサロンで使用するシャンプー、トリートメントなどのヘアケア製品やパーマメントウェーブ用剤、ヘアカラー（染毛剤）などの開発や美容技術の改良に努め、プロ用市場では国内のトップ企業に成長した。

株式市場には、業界で初めて 1996 年に株式を公開した。その後 2000 年に東証 2 部に株式を上場し、さらに翌年には東証 1 部に指定替えとなって現在に至っている。



ミルボン

4919 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

沿革

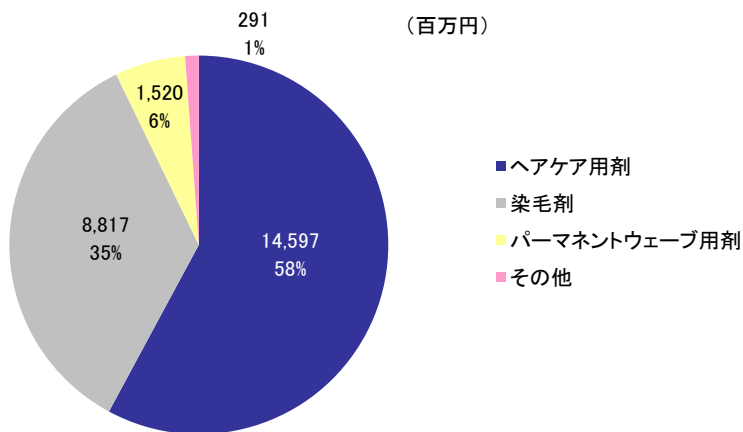
1960年 7月	化粧品の製造販売を目的に、大阪市東淀川区にユタカ美容化学株式会社を設立
1965年 1月	商号株式会社ミルボンに変更し、翌月本社を大阪市旭区に移転
1969年 2月	三重県上野市（現伊賀市）に本格的工場として上野第 1 工場を新設
1975年10月	三重県上野市（現伊賀市）に上野第 2 工場を新設
1984年 3月	大阪市都島区に研修センター開設
1984年 4月	フィールドパーソン戦略スタート(1 期生入社)
1985年	フランスのウジェーヌ社とヘアカラー剤について業務提携
1988年 3月	ミルボン独自の TAC 製品開発システムをスタート
1992年10月	三重県青山町（現伊賀市）に青山工場を新設
1993年 4月	ナチュラルデザイン創りのためのニゼルブランドを発売
1996年 6月	日本証券業協会に店頭登録
1997年 4月	本社を移転するとともに旧本社をリニューアルして中央研究所を開設
1998年10月	アイロン技術による縮毛矯正システム、リシオを発売
1999年 6月	カラー毛対応のヘアケアシリーズ、ディーセスを発売
2000年 7月	東京証券取引所第 2 部に株式を上場
2001年 6月	東京証券取引所第 1 部に指定替え
2004年 3月	ニューヨークに MILBON USA, INC. を設立、12 月にスタジオ開設
2005年 7月	三重県伊賀市にゆめが丘工場を新設
2007年 4月	ホイルワーク対応のヘアカラー剤、オルディープを発売
2007年11月	中国に Milbon Trading (Shanghai) Co., Ltd. を設立、2008 年 12 月にスタジオ開設
2009年 6月	上野第 1 工場を閉鎖
2009年 7月	韓国に Milbon Korea Co., Ltd. を設立し、スタジオを併設
2013年12月	タイに MILBON (THAILAND) CO., LTD. 生産工場を新設
2014年 1月	中央研究所の増設

代理店からサロンまでカバーするフィールドパーソン戦略が特長

(2) 事業内容

同社が手掛ける「ヘア化粧品」は、その種類や市場に応じて「ヘアケア用剤」、「染毛剤」及び「パーマントウェーブ用剤」の 3 つの部門に分けられている。ヘアケア用剤にはシャンプー、トリートメント、スタイリング、スカルプケアなどが含まれている。2014 年 12 月期の売上高構成比は下のグラフのようになっている。

部門別売上高内訳 (2014年12月期)

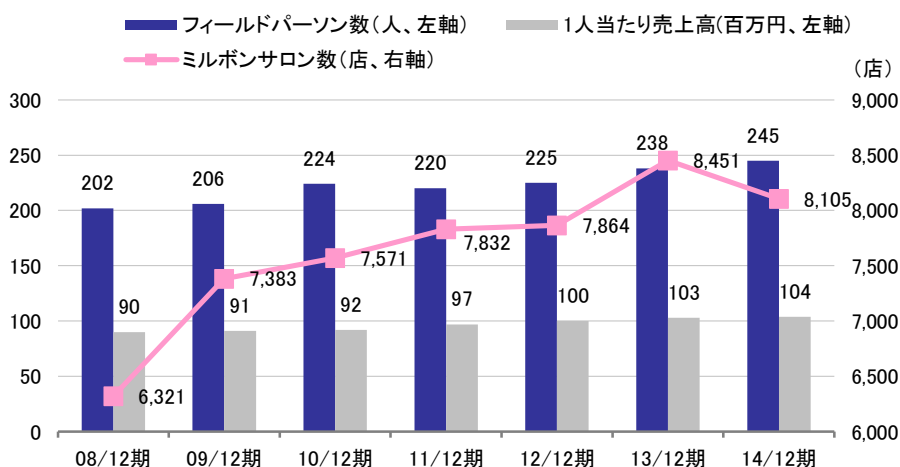


2015年3月6日(金)

同社の製品はプロフェッショナル向け（業務用）であり、代理店を通じて美容室（サロン）に販売している。同社は1984年から「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、担当代理店をケアすることはもちろんだが、代理店の先にある個々のサロンをも継続的にカバーして、定期訪問などを通じて情報提供や営業提案、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。美容技術向上のサポートのほか、ときに来店客のニーズも合わせてどのように同社製品を薦めるかなどコミュニケーション面を教育することもあり、顧客でもあるサロンとの連携を深めている。

同社製品を使用しているサロンは全国に数万軒の単位で存在しており、同社のフィールドパーソンが全てをカバーすることは実質的に困難である。そこで、フィールドパーソンが効果的にサロンをカバーできるようにするのが「フィールド活動システム」である。数あるサロンの中から売上高の規模や成長性が高いサロンを重点的にカバーすることで、そこで得られる成功事例などを他のサロンへ波及させていくのだ。このフィールドパーソンがカバレッジ対象とするサロンを「ミルボンサロン」と呼称している。ミルボンサロンとミルボンの間には特に契約関係などは存在せず、ミルボンサロンであっても同社以外の製品も自由に併用している。ミルボンの側も売り上げや経営の状況によっては「ミルボンサロン」のリストを柔軟に変更している。

フィールドパーソンとミルボンサロン数の推移



注14/12期のミルボンサロン数は2014年11月20日現在

生産は創業当初は大阪市内の工場で行っていたが1969年に三重県に上野第1工場を建設以来、三重県内の複数の工場生産している。現在稼働しているのは「ゆめが丘工場」と「青山工場」の2工場である。これらの工場の製品は基本的には国内で販売されている。海外では2013年12月にタイに工場を完成させている。タイ工場は海外市場向けの生産拠点という位置付けで、海外で販売されるヘア化粧品は基本的には全量タイで生産される体制となる。

## ヘアケア用剤とヘアカラーでトップシェアを占める

### (3) 主要製品と業界シェア

同社の製品部門別のシェアや競合状況を下の表に掲げた。ヘアケア用剤では12.3%のシェアでトップを占めている。この分野は長らくロレアルがトップの地位にあったが、2012年に同社がトップとなった。染毛剤（ヘアカラー）でも17.6%でトップとなっている。同社は1990年代後半のファッションカラー市場拡大期に大きく業績を伸ばしたほか、2000年代に入ってからモイルワーク技術の普及のための講習会などの施策で着実にシェアを伸ばしてきた。

## 製品部門別市場シェアと主要製品の状況

製品領域	ミルボンのシェア	主要な製品ブランド	競合
ヘアケア	12.3% (1 位)	“ディーセス”	ロレアル (10.2%)
		“ブラーミア”	タカラベルモント (5.5%)
		“ニゼル”	コタ (5.3%)
		“オージュア”	資生堂 (6.1%)
ヘアカラー	17.6% (1 位)	“オルディーブ”	ナブラ (12.8%)
		“オルディーブボーテ”	ホーユー (9.2%)
		“ファルグラン”	タカラベルモント (7.7%)
パーマ	9.1% (4 位)	“リシオ”	資生堂 (12.8%)
		“フェルシエ”	タカラベルモント (12.7%)
		“プレジューム”	アリミノ (9.2%)

注：シェアの出所は(株)富士経済、2013 年

## ■市場環境と同社の強み

## 同社が注力する「エイジングケア」シリーズは成長市場を創出

## (1) 市場の動き

日本の人口動態を反映して、一般には国内の美容室・サロン市場は横ばいから緩やかな減少基調にあるという見方がされている。美容室数や美容師数は依然として増加基調にあるものの、美容人口が減少しつつあることに典型的にそれが示されている。

## 美容室軒数、美容師数及び美容人口の推移

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	備考
美容室軒数	221,394	223,645	223,286	228,429	231,134	234,089		厚労省 衛生行政報告、美容所施設数、従業美容師数(年末)
美容師数	443,944	453,371	456,872	471,161	479,509	487,636	-	
美容人口	40,119	39,720	39,812	39,640	39,076	38,468	38,009	総務省 各年10月1日現在人口、15歳～64歳人口推計

弊社ではこの点、少し異なる見方をしている。「15歳～64歳の女性」を美容室の潜在顧客層として「美容人口」と定義付けているが、女性の場合は65歳を過ぎててもなお、美の追求への欲求や意識は継続すると考えられる。10歳階級人口表で女性人口の将来予測を見ると、10年後(2023年)の10歳から39歳までの人口の落ち込みは非常に大きなものがある一方、団塊ジュニア世代である50歳代(現時点では40歳代)は11.9%の増加が見込まれるほか、70歳代は17.6%増、80歳代は27.8%増が見込まれている。これらの世代も女性においては美容消費が継続すると考えられるため、現在同社が注力する「エイジングケア」シリーズは、成長市場を捉えていると言える。また、ニーズの掘り起こし方によっては拡大・成長が期待できる新市場を創出することも十分可能であるとみている。

## 女性の 10 歳階級人口表

(単位：千人)

	女性人口					
	現在	10 年後			20 年後	
	2013 年 10 月	2023 年 10 月	変化率	2033 年 10 月	変化率	
10 歳～19 歳合計	5,811	5,094	-12.3%	4,285	-15.9%	
20 歳～29 歳合計	6,518	5,884	-9.7%	5,237	-11.0%	
30 歳～39 歳合計	8,504	6,394	-24.8%	5,913	-7.5%	
40 歳～49 歳合計	8,760	8,137	-7.1%	6,321	-22.3%	
50 歳～59 歳合計	7,843	8,780	11.9%	7,988	-9.0%	
60 歳～69 歳合計	9,492	7,504	-20.9%	8,521	13.6%	
70 歳～79 歳合計	7,470	8,784	17.6%	7,017	-20.1%	
80 歳～89 歳合計	4,682	5,982	27.8%	7,115	18.9%	
10-89 歳合計	59,080	56,559	-4.3%	52,396	-7.4%	
20-69 歳合計	41,117	36,699	-10.7%	33,979	-7.4%	
40-79 歳合計	33,565	33,205	-1.1%	29,847	-10.1%	
40-89 歳合計	38,247	39,187	2.5%	36,962	-5.7%	

もう一つ注目しておくべきは「店販」市場である。同社は業務用として製品をサロンに販売しているが、各サロンはそれらの製品を店舗での施術で使うことの他に、顧客（最終消費者）に同じものを販売している。ヘアサロンへの来店サイクルは仮に月 1 回だとしてもヘアケアは毎日のことであり、家庭においてもサロンで利用するものと同じものを利用したいという消費者ニーズに応えている。2007 年ごろからドラッグストアなどの店頭で販売されるヘアケア商品の高級化が進み、それら一般商品とサロンで販売される業務用の店販品との競合が激化してきている。そのため、この分野も決して安泰というわけではない。

同社の場合、ヘアケア製品で店販比率が約 40% を占めている状況にある。同社が提案している「システムヘアケア」や「エイジングケア」はサロンの顧客に好評をもって受け止められており、先兵の商品である「オージュア」はヒット商品となっている。サロンの品質をデイリーケアでも享受したいというニーズは強いいため、同社の店販売上高はサロンでの業務用売上高とリンクする形で今後さらに上昇すると期待される。また、現状は 100% が業務用（サロンでの使用）となっているヘアカラーの分野においても、特にグレイヘアー（白髪染め）の分野では、将来的に店販市場開拓の可能性があると弊社ではみている。

## 顧客ニーズの把握力と製品につなげるスピード感を伴った開発力が強み

### (2) 同社の強み

同社の製品別売上高について、1999 年以降の過去 16 年間の推移を掲げた。パーマントウェーブ用剤は市場全体の縮小傾向にあらがいきれず同社の売上高も減少基調をたどっているが、ヘアケア用剤はほぼ一貫して成長が続いているほか、染毛剤も一時的な落ち込みはあってもトレンドとしては右肩上がりのラインを描いている。

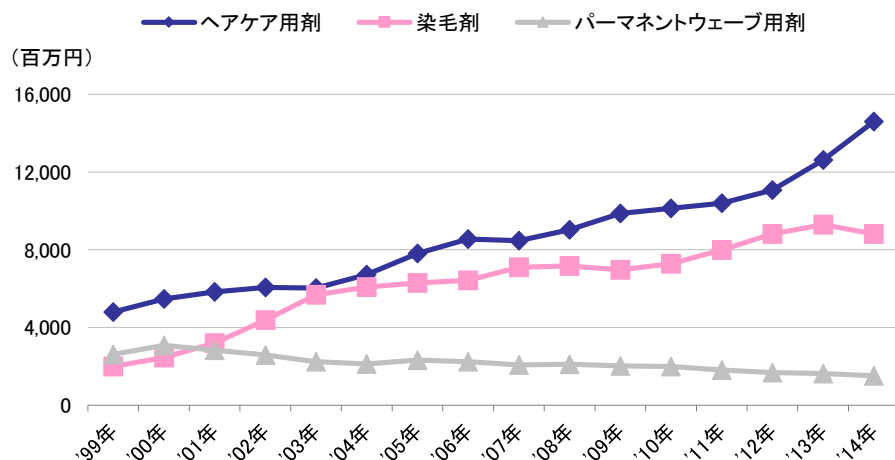


ミルボン

4919 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

製品別売上高推移



この間の各製品分野の市場の状況と会社の施策を表にまとめた。市場全体の動きとしてはどの製品分野においても、決して順風満帆というわけではなかったが、同社は様々な自助努力によって安定・継続的な増収基調を実現してきた。具体的な施策として、ヘアカラーでは「ホイルワーク」技術の提案や「シーズンカラー」の提案などが、ヘアケア分野では髪を傷めやすいヘアカラーユーザーにマッチした製品投入や、「システムヘアケア」コンセプトの導入、「エイジングケア」の推進などが、それぞれ挙げられる。同社の強みは、業界のリーディングカンパニーとして、顧客ニーズの把握力とそれを具体的製品につなげるスピード感を伴った開発力にあると弊社ではみている。

同社と市場の成長比較と主な施策

ヘアカラー

年	市場	ミルボン	ミルボンの対応・状況
1999年	+	+	ヘアカラー客定着で市場急拡大中。
2000年	+	+	市場拡大続くが競争激化。「続けられるカラー」。
2001年	+	+	市場成長鈍化が見えてきた。新色追加で対応。
2002年	+	+	低ダメージ品投入。スタジオや外部ブレン拡充。
2003年	-	+	市場はマイナス成長。新色追加と、グレイカラー新製品投入で対応。
2004年	-	+	ホイルワーク技術提案開始。若者ファッションカラー巡をカバー。おしゃれ白髪染め市場強化。
2005年	-	+	ホイルワーク技術による『上質なサロンカラー』の提案を強化。
2006年	-	+	サロンの大人化が進展しファッションカラー落ち込んで市場はマイナス。ホイルワーク実践サロンづくりを強化。1900 軒に。
2007年	-	+	若者向けファッションカラーの縮小をグレイカラーで補えず、市場縮小。オルディープ発売、好調。
2008年	-	+	オルディープとホイルワークで攻めるがファッションカラーは縮小続く。グレイカラーは好調。
2009年	-	-	団塊ジュニアを中心にグレイカラー市場の伸び続くが、ファッションカラーのマイナス影響大。
2010年	-	+	節約志向で市場は縮小続く。グレイカラー強化(傷んだ髪用)で増収確保。
2011年	横ばい	+	ホームカラー剤との競争激化で市場は横ばいも、オルディープ追加色とシーズンカラーの提案奏功でファッションカラーが大幅増。
2012年		+	シーズンプロモーション奏功でファッションカラー大幅増。グレイカラーも好調持続。
2013年		+	シーズンプロモーション奏功でファッションカラー大幅増。グレイカラーも好調持続。
2014年		-	他社との競争激化。サロンの顧客へのトレンドカラー提案サポートも不発で減収。



ミルボン

4919 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

ヘアケア

	市場	ミルボン	ミルボンの対応・状況
1999 年	-	+	市場規模は低迷。カラー客向けは好調。
2000 年	-	+	ヘアカラーと相性の良い製品が好調。
2001 年	-	+	市場低迷が続くがヘアカラーとの組み合わせで拡販。
2002 年	-	+	カラー毛対応製品好調。市場は低迷続く。
2003 年	-	横ばい	ヘアカラーでダメージを受けた髪への対応ニーズで新市場。
2004 年	+	+	サロントリートメント客が初めてパーマ客を上回り市場は微増。サロントリートメント剤などがヒット。
2005 年	+	+	ヘアカラーでダメージを受けた髪への対応品の好調続く。
2006 年	+	+	サロンでのシステムトリートメント好調。
2007 年	横ばい	-	サロンの大人化進展でサロントリートメントメニューがカラーに続く第 2 の柱に成長。
2008 年	+	+	サロントリートメントメニューと自宅使い店販用との連携で成長期入り。
2009 年	+	+	前年と同じ市場傾向の中、「ディーセス ノイ」が好調で増収。
2010 年	+	+	一般市場のヘアケア製品とプロユース品の競合が一段と激化（開始は 2007 年頃）。「インフェノム」などの高効果トリートメント剤の市場づくり成功。
2011 年	+	+	一般市場 VS プロユースの競合続く。ホームケア品を美容室で購入する消費者増加で市場回復。
2012 年		+	業界全般に店販好調。デザインベース技術やシーズンカラーとの組み合わせ提案が好評で増収。
2013 年		+	エイジングの教育（知識、技術）を積極化し、エイジビューティー提案が奏功。ケアメニュー客増加。
2014 年		+	ヘアデザイナーの提案力向上サポートと、エイジングケア意識の高まりで、店販が大幅増。

パーマ

	市場	ミルボン	ミルボンの対応・状況
1999 年	-	+	ストレート用剤は好調も、市場は縮小傾向。
2000 年	-	+	市場減少続く。
2001 年	横ばい	-	市場縮小続く。トレンドスタイルがストレートに。
2002 年	-	-	ストレート用剤は好調も、市場は縮小傾向。
2003 年	-	-	パーマへの関心高まるも市場は低迷続く。ストレート市場も一服。
2004 年	-	-	ウェーブパーマ剤好調もストレートパーマ剤が落ち込み。
2005 年	-	+	縮毛矯正タイプがヒットして増収。
2006 年	+	-	デジタルパーマで市場は微増。そのあおりでウェーブパーマ剤が大幅減で減収。
2007 年	-	-	デジタルパーマ、ホット系パーマなど多様化進むがブーム一服で市場は減少。
2008 年	横ばい	+	前年と同じ傾向で市場は横ばい。ストレートパーマ剤の拡大で微増。
2009 年	-	-	景気低迷の影響で市場減少加速。
2010 年	-	-	新パーマ剤「リフューム」投入も市場縮小に逆らえず。
2011 年	-	-	市場減少続く。ストレート提案も不発。
2012 年		-	新製品投入も不発。市場減少の流れに逆らえず。
2013 年		-	新製品投入も不発。市場減少の流れに逆らえず。
2014 年		-	新製品投入も不発。市場減少の流れに逆らえず。

注：「+」は前年比プラス成長・増収、「-」は前年比マイナス成長・減収を意味する



## ■ 新中期経営計画 (2014 年～ 2019 年)

### 新スローガンを掲げ売上高 350 億円を目指す

#### (1) 新中計の概要

同社は 2014 年 12 月期で前 5 ヶ年中期計画を終了し、2015 年 12 月期からは 2019 年 12 月期までの 5 ヶ年の新中期経営計画をスタートさせた。新中計では、『『美しさを拓く。』 Find Your Beauty』を新スローガンに、「世界 No.1 のグローバルプロフェッショナルメーカーをめざす」という長期グローバルビジョンに向けて、これからの 5 年間に何をするかということが掲げられている。その具体的アクションとして図に掲げた 5 つのポイントと、中計期末の業績目標として売上高 35,000 百万円、営業利益 7,000 百万円、海外比率 18.6% という数値が掲げられている。

#### 2014 年度～ 2019 年度 5 ヶ年中期経営計画の概要

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	18.60%	
	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		

### 5 つのポイントで 5 新中期経営計画を推進

#### (2) 新中計の 5 つのポイント

「グローバル組織体制」は海外拠点の充実だ。同社は海外要員として選抜した日本人社員を 1 年間にわたってターゲットとする諸外国に送り出し、人材育成と同時に市場調査などをさせてきた。新中計期間においては、そうした人材を海外に送り込んで現地法人の設立や現地スタッフの採用など、本格的に営業を行う体制を確立することを目標としている。

「グローバル商品戦略」は「ミルボン」ブランドを海外市場で浸透させることに主眼が置かれている。ただその攻略法の具体策については、海外専用ブランドの採否などを含めてこれから詳細を詰めていく方針だ。国内市場ではエイジングケアやシステムヘアケアというコンセプトのなかで「オージュア」やシリーズがヒット中で、2 月にはオーガニックブランド「ヴィラロドラ」からオーガニックヘアカラーがローンチされた。さらに「オージュア」に続く第 2 のシステムヘアケアブランドのローンチが計画されるなど、これまで同様、積極的な新製品投入がされる見込みだ。これらが海外市場でも通用するか、あるいはどう通用させるか、がカギとなってくる。



ミルボン

4919 東証1部

2015年3月6日（金）

「グローバル人材育成」ではフィールドパーソン制度の海外展開や、カラー技術やサロン経営など特定の分野ごとの「スペシャリスト」の養成などが挙げられる。海外フィールドパーソンの育成に当たっては、現地法人の外国人社員を日本で研修・育成することなどが計画されている。

「グローバル市場展開」は特にアジア地域での本格的市場開拓を目指している。アジア地域を東アジア、東南アジア、日本と区分けして、それぞれに異なるテーマや目標設定を行って実現を図る計画だ。詳細は表に掲げたが、内容を一言で言うならば日本における営業体制（代理店によるディストリビューション、フィールドパーソン制、ミルボンサロン制）をアジア全域でも適用し、日本の成功体験をグローバルマーケットでも実現していく、ということだ。欧米地域でも基本的に日本の手法を適用していくスタンスは同じだ。現在は直販体制が取られているが、これを日本同様に代理店制へと変更するのが当面の目標となっている。

エリア別ビジョン

エリア	ビジョンの内容
日本	少子高齢化社会に対応する、世界に先駆けたエイジング美容モデルの創出
東アジアリージョン	現地社員の育成と教育営業活動の推進により、収益構造を含めたアジアの柱となる成長軌道創り
東南アジアリージョン	タイ工場の本格稼働と、日本、東アジアに続く新たな成長の柱となる基盤創り
欧米リージョン	代理店制へのビジネスモデルの転換と、欧州への進出機会の創出

「グローバル財務戦略」では前述のような業績目標に加え、さらに世界全域での黒字化を目指している。また、こうした業績目標実現に向けて生産体制を拡充するために、5年間で10,000百万円の設備投資を計画している。ポイントは国内外の生産基盤の確立だ。国内では「ゆめが丘工場」の隣接地を取得し、既存工場を増設・拡張。青山工場を廃して効率性向上とキャパシティアップを図る計画だ。海外ではタイ工場を増設して海外販売増加に備える計画だ。生産能力投資増強への投資額は10,000百万円の設備投資の60～70%程度を占めると弊社ではみている。

連結及び国別業績目標

（単位：百万円）

	13/12期	14/12期	19/12期	
			実数値	14/12期比
日本	21,946	22,612	28,500	26.0%
米国	435	482	840	74.2%
中国	281	430	1,350	213.4%
韓国	703	1,099	2,500	127.3%
その他地域	460	600	1,810	201.3%
うち、タイ	-	48	250	416.1%
売上高合計	23,825	25,226	35,000	38.7%
東アジア合計（中・韓・台・HK）	-	1,947	4,490	130.6%
東南アジア合計	-	180	1,020	463.6%
営業利益	4,302	4,451	7,000	57.3%
売上高営業利益率	18.1%	17.6%	20.0%	-
経常利益	4,059	4,218	6,630	57.1%
当期利益	2,516	2,621	4,130	57.6%



ミルボン

4919 東証 1 部

2015年3月6日（金）

## 新中計における設備投資、株主還元等の財務目標詳細

用途	前中計実績	新中計目標
成長投資	50 億円	100 億円
主な投資目標	国内生産設備の増強 タイ工場新設 東京オフィス増築 研究棟増築 新規営業拠点設立（京都、北京、釜山 等）	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） 化粧品ビジネス 欧米市場 M&A 投資
株主還元	44 億円 配当性向 40.6%（前中期平均）	70 億円 配当性向 40% 以上を目安として安定的に実施
財務基盤の維持	57 億円	30 億円
資本効率	ROE11.3%（2014 年度実績）	ROE12% 以上（2019 年度目標）

## アジア No.1、世界ベスト 5 入りを目指す

## (3) 新中計における業績見通しの考え方

同社が掲げる新中計の業績目標は前述のとおりであるが、2014年12月期実績から2019年12月期の業績目標に向かって、直線的に各年度の業績が上昇していくと考えるのは注意が必要だ。売上高については各年安定的に成長を続けるとみられるが、利益面では減価償却費の増加が利益の伸びを抑える時期があると考えておくべきであろう。前述のように、国内の新ゆめが丘工場建設とタイ工場の増設などで総額 10,000 百万円の投資が計画されており、それに伴う減価償却費のピークは 2017 年 12 月期になるとみられるためである。したがって当面は、売上高の伸長の割には利益の伸びが低い状況が続き、最後の 2019 年 12 月期に一気に中計目標に追いついてくる展開を弊社ではイメージしている。

この中計目標の 35,000 百万円を、グローバルのプロフェッショナル向けヘアケア製品市場の 2012 年時点の売上高ランキングに当てはめると、第 4 位に浮上することになるとみられ、同社ではこうした現況に鑑みて、「アジア No.1、世界ベスト 5 入りを目指す」という中期ビジョンを掲げている。競合相手も収益拡大を図ってくるほか、企業の再編等も起こり得るため、順位については同社の思惑どおりにいかは現時点では何とも言えない。重要なことは順位よりも 35,000 百万円という売上目標の達成にあると弊社では考えている。

## ■業績動向と財務分析

## 増収増益、中計利益目標に未達も将来への投資を前倒し実行

## (1) 2014 年 12 月期決算

2014 年 12 月期は、売上高 25,226 百万円（前期比 5.9% 増）、営業利益 4,451 百万円（同 3.4% 増）、経常利益（同 3.9% 増）、当期利益 2,621 百万円（同 4.2% 増）となった。前中計の最終年度であったが、売上高は目標を達成したが営業利益は約 400 百万円ほど未達だった。未達の原因は人員増などの前向きな投資を前倒して行ったためと説明されている。



## ミルボン

4919 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

部門別ではヘアケア用剤がエイジングケアのニーズの高まりを追い風に前期比 15.7% 増となったが、染毛剤とパーマメントウェーブ用剤はそれぞれ、5.1%、6.3% の減収となった。同社がトップシェアを有する染毛剤での減収は、他社との競争激化するなかで、ヘアデザイナーによるトレンドカラー提案をサポートすることを通じて自社製品の販売増を図るという営業戦略が十分に効果を発揮できなかったことが要因だ。

### 部門別売上高の推移

(単位：百万円)

	08/12期	09/12期	10/12期	11/12期	12/12期	13/12期	14/12期	15/12期 予
ヘアケア用剤	9,032	9,864	10,135	10,398	11,069	12,616	14,597	15,730
前期比		9.2%	2.7%	2.6%	6.5%	14.0%	15.7%	7.8%
染毛剤	7,173	6,969	7,278	7,987	8,820	9,288	8,817	9,210
前期比		-2.8%	4.4%	9.7%	10.4%	5.3%	-5.1%	4.5%
パーマメントウェーブ用剤	2,111	2,025	1,998	1,816	1,678	1,623	1,520	1,590
前期比		-4.1%	-1.3%	-9.1%	-7.6%	-3.3%	-6.3%	4.6%
その他	374	330	337	323	318	301	291	370
前期比		-11.8%	2.1%	-4.2%	-1.5%	-5.3%	-3.5%	27.1%
売上高合計	18,692	19,189	19,749	20,526	21,887	23,829	25,226	26,900
前期比		2.7%	2.9%	3.9%	6.6%	8.9%	5.9%	6.6%

## エイジングビューティを前面に押し出し販売増へ

### (2) 2015 年 12 月期の業績見通し

2015 年 12 月期は売上高 26,900 百万円 (前期比 6.6% 増)、営業利益 4,661 百万円 (同 4.7% 増)、経常利益 4,369 百万円 (同 3.6% 増)、当期利益 2,630 百万円 (同 0.3% 増) が計画されている。

主力の国内市場ではエイジングビューティを前面に押し出して販売増を実現していく方針だ。具体的には、ヘアカラー市場ではグレイカラー (白髪染め) 市場の拡大がある。ここ数年ファッションカラーの回復が見られるが、人口動態の点からもグレイカラー市場の成長性の方が高いため、ここで確実にシェアを取ることは極めて重要であると考えている。その点、同社が 2 月に発売した「ヴィラロドラ」のオーガニックヘアカラーは有力な武器になると期待される。

成長著しいヘアケア市場では、同社は「オー ज्या」シリーズをヒット持続が期待されている。オー ज्या製品はホームケア用の店販も好調と見られるため、ヒットが持続する可能性は高いと弊社ではみている。

もう一つ注目されるのはフィールド活動システムの見直しだ。「ミルボンサロン」としてカバレッジする・しないの判断基準を再検討し、真にカバーするに値するサロンへのフォローを手厚くして教育支援の質を高めることで、販売増へとつなげる方針だ。



ミルボン

4919 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	10/12 期	11/12 期	12/12 期	13/12 期	14/12 期	15/12 期予
売上高	19,749	20,526	21,887	23,829	25,226	26,900
前期比	2.9%	3.9%	6.6%	8.9%	5.9%	6.6%
売上総利益	13,002	13,620	14,833	16,174	17,281	18,155
売上高総利益率	65.8%	66.4%	67.8%	67.9%	68.5%	67.5%
販管費	9,423	9,827	10,847	11,872	12,830	13,494
売上高販管費率	47.7%	47.9%	49.6%	49.8%	50.9%	50.2%
営業利益	3,578	3,792	3,986	4,302	4,451	4,661
前期比	9.2%	6.0%	5.1%	7.9%	3.4%	4.7%
売上高営業利益率	18.1%	18.5%	18.2%	18.1%	17.6%	17.3%
経常利益	3,327	3,545	3,735	4,059	4,218	4,364
前期比	7.2%	6.6%	5.3%	8.7%	3.9%	3.6%
当期利益	1,831	2,304	2,128	2,516	2,621	2,630
前期比	2.6%	25.8%	-7.7%	18.2%	4.2%	0.3%
EPS(円)	146.14	167.24	154.44	152.85	160.07	160.62
配当(円)	60.00	64.00	66.00	68.00	68.00	68.0
1株当たり純資産(円)	1,412.25	1,383.02	1,231.68	1,352.34	1,472.10	-
分割調整後 EPS(円)	110.71	139.37	128.70	127.38	-	-
分割調整後配当(円)	45.45	53.33	55.00	56.67	-	-
分割調整後 BPS(円)	1,069.89	1,152.52	1,026.40	1,126.95	-	-
設備投資額	940	528	840	1,680	1,028	2,652
減価償却費	1,010	1,011	947	878	1,004	1,062
研究開発費	838	870	873	969	1,168	1,211

貸借対照表

(単位：百万円)

	10/12 期	11/12 期	12/12 期	13/12 期	14/12 期
流動資産	8,035	10,616	11,599	12,938	14,307
現預金	2,673	5,079	6,066	6,845	7,386
売掛金	2,857	3,031	2,964	3,110	3,427
棚卸資産	2,221	2,220	2,316	2,616	3,075
その他	284	286	253	367	419
固定資産	12,807	11,976	12,062	13,383	13,831
有形固定資産	10,301	9,753	9,529	10,416	10,530
無形固定資産	451	512	526	481	448
投資等	2,054	1,710	2,007	2,485	2,851
資産合計	20,843	22,592	23,662	26,321	28,138
流動負債	2,725	3,328	3,097	3,970	3,869
買掛金	467	419	482	501	503
短期借入金等	-	-	-	-	-
その他	2,258	2,909	2,615	3,469	3,366
固定負債	418	205	197	201	165
長期借入金	-	-	-	-	-
その他	418	205	197	201	165
株主資本	17,940	19,407	20,624	21,751	23,319
資本金	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
資本剰余金	199	199	199	199	199
利益剰余金	15,779	17,257	18,476	20,069	21,655
自己株式	-38	-48	-51	-516	-535
その他包括利益累計額	-241	-348	-257	398	782
純資産合計	17,699	19,059	20,367	22,149	24,101
負債・純資産合計	20,843	22,592	23,662	26,321	28,138

2015 年 3 月 6 日 (金)

キャッシュフロー計算書

(単位: 百万円)

	10/12 期	11/12 期	12/12 期	13/12 期	14/12 期
営業活動によるキャッシュフロー	2,433	3,157	2,977	3,511	2,766
投資活動によるキャッシュフロー	-727	101	-1,506	-1,198	-1,236
財務活動によるキャッシュフロー	-688	-836	-910	-1,387	-1,052
現預金換算差額	-13	-16	-3	52	58
現預金増減	1,004	2,405	556	977	536
期首現預金残高	1,666	2,670	5,076	5,633	6,610
期末現預金残高	2,670	5,076	5,633	6,610	7,147

ROE は安定的に 10% 超と優良、売上高当期利益率の上昇に期待

(3) 財務分析

同社の 2014 年 12 月期末の自己資本利益率 (ROE) は 11.3% であった。同社の ROE は安定的に 10% を超えており、日本企業としては優良と評価できる水準だ。弊社の試算では、会社予想に基づく 2015 年 12 月期の ROE は 10.6% に低下する見通しだ。この原因はいろいろあるが、売上高当期利益率が 10.4% から 9.8% に低下すること、財務レバレッジが低下することの 2 つを挙げることができる。増配は ROE を押し上げる方向に働くが、その効果は限定的だ。ROE の一段の上昇のためには売上高当期利益率の上昇が期待される。

財務分析表

(単位: 百万円)

		10/12 期	11/12 期	12/12 期	13/12 期	14/12 期	15/12 期 予	備考
主要数値	売上高	19,749	20,526	21,887	23,829	25,226	26,900	会社予想
	販管費	9,423	9,827	10,847	11,872	12,830	13,494	会社予想
	営業利益	3,578	3,792	3,986	4,302	4,451	4,661	会社予想
	経常利益	3,327	3,545	3,735	4,059	4,218	4,364	会社予想
	当期利益	1,831	2,304	2,128	2,516	2,621	2,630	会社予想
	総資産	20,843	22,592	23,662	26,321	28,138	29,036	14/12期の総資産回転率と同じとして試算
収益性・効率性	自己資本	17,699	19,059	20,367	22,149	24,104	25,621	配当のみを社外流出として試算
	自己資本利益率	10.7%	12.5%	10.8%	11.8%	11.3%	10.6%	
	売上高当期利益率	9.3%	11.2%	9.7%	10.6%	10.4%	9.8%	
	財務レバレッジ(倍)	1.20	1.18	1.17	1.17	1.17	1.15	
	総資産回転率(回/年)	0.96	0.95	0.95	0.95	0.93	0.94	
	総資産経常利益率	16.2%	16.3%	16.2%	16.2%	15.5%	15.1%	
	売上高経常利益率	16.8%	17.3%	17.1%	17.0%	16.7%	16.2%	
	売上高総利益率	65.8%	66.4%	67.8%	67.9%	68.5%	67.5%	
売上高販管费率	47.7%	47.9%	49.6%	49.8%	50.9%	50.2%		
成長性	売上高営業利益率	18.1%	18.5%	18.2%	18.1%	17.6%	17.3%	
	売上高	-	-	-	-	5.6%	6.4%	直近5期間の年平均成長率
	販管費	-	-	-	-	7.5%	7.4%	直近5期間の年平均成長率
	営業利益	-	-	-	-	6.3%	5.4%	直近5期間の年平均成長率
	経常利益	-	-	-	-	6.3%	5.6%	直近5期間の年平均成長率
当期利益	-	-	-	-	8.0%	7.5%	直近5期間の年平均成長率	

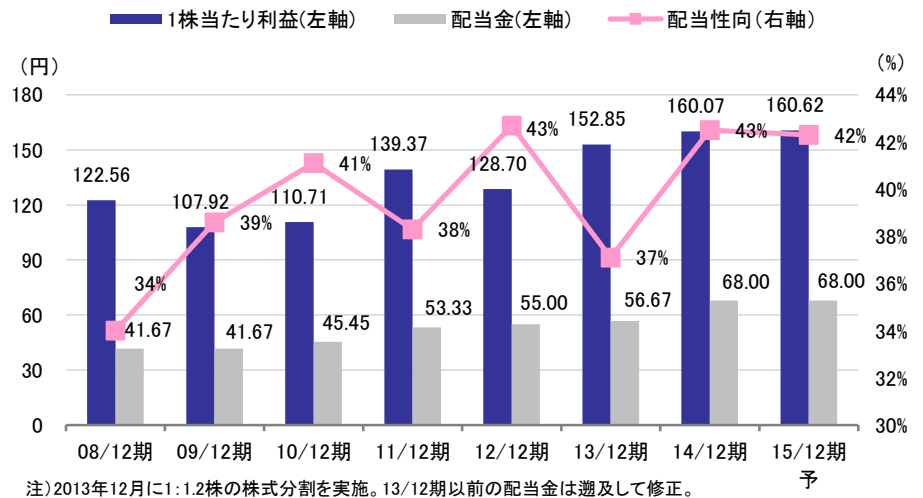
## ■ 株主還元策

### ここ数年の配当性向は 40% 前後、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。

同社はまた、株式分割にも積極的だ。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。

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