

アジュバンコスメ ジャパン

4929 東証 1 部

2015 年 11 月 25 日 (水)

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

■ 高成長路線への復帰に向けて順調なスタート

アジュバンコスメジャパン<4929>は自然派化粧品メーカー。「糖・ミネラル」にこだわった安心・安全な製品を、最終消費者に対して確実伝達できるよう、美容サロンを通じたカウンセリング販売にこだわった経営を実践している。製品ラインアップはスキンケア、メイクアップ、ヘアケア、ボディケアとビューティケア全般に及んでいる。

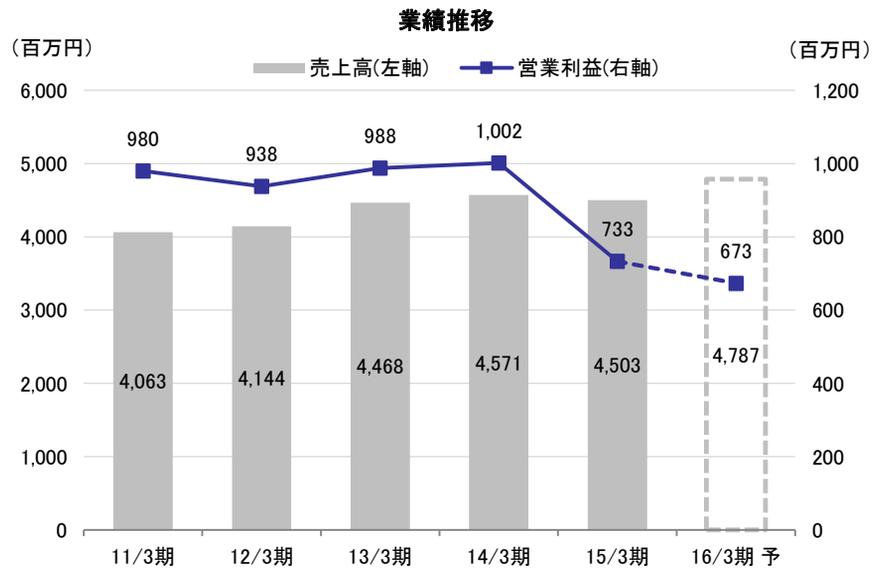
同社の業績拡大ペースは 2015 年 3 月期に急ブレーキがかかった。その主たる原因は非正規流通の横行による機会損失であった。2016 年 3 月期は非正規流通への対策は言うまでもなく、再び高成長路線へ回帰するために様々な布石を打つ年という位置付けだ。この点、これまでのところは順調に進捗している状況だ。

2016 年 3 月期第 2 四半期決算は、底打ち反転を確認できた決算であった。売上高は計画に対してショートしたものの、利益は計画どおりに着地した。売上高の未達は、計画が高過ぎたためと弊社では考えている。非正規流通対策の一環で大手代理店との契約を解消し、今期は収益のベースが一段大幅に下がったところからスタートした。その状況において前年同期比増収を達成した、同社の販売力と製品力を積極的に評価すべきというのが弊社の考えだ。

非正規流通対策以外の高成長路線への回帰へ向けた取り組みも注目すべき施策が揃っている。ロイヤルユーザー（サロン）へのコンサルティング営業の強化や代理店営業の強化、ヘアカラー剤営業の強化、研究所開設による商品開発と原価率低減の取り組み等がその具体的な内容だ。同社は 2016 年 3 月期から 2018 年 3 月期までの 3 ヶ年中期経営計画に取り組んでいる。2015 年 3 月期の減収減益決算を踏まえて、中期経営計画の業績計画が引き下げられたが、上記諸施策の進捗次第では業績計画の上方修正の可能性は十分あり得ると弊社では考えている。

■ Check Point

- ・ 非正規流通経路への商品流出を防止、全商品をトレース
- ・ 2016 年 3 月通期は増収減益予想だが、利益は上振れの可能性も大
- ・ 個人株主を重要視しており、株主還元積極的に



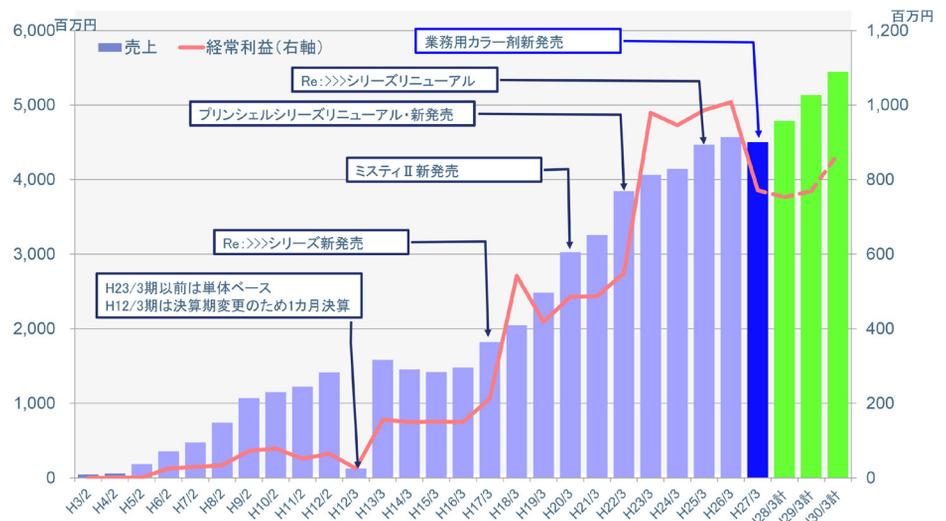
業績の推移

高成長路線回帰に向けた取り組みは順調

(1) これまでの経緯

同社は 3ヶ年中期経営計画を作成し、2015 年 3 月期は非正規流通の横行による機会損失と新規にスタートしたヘアカラー剤の計画未達で、計画対比で前期対比でも減収減益での着地となった。これを受けた 2016 年 3 月期～2018 年 3 月期の新中期経営計画では、業績計画の水準が引き下げられた。

アジュバンコスメジャパンの長期業績推移



出所：2016 年 3 月期第 2 四半期決算説明会資料

2015 年 11 月 25 日（水）

同社がこのような下方修正に踏み切った背景には、非正規流通の問題が経営に与える影響が非常に大きいものであったという事情がある。また、ヘアカラー剤についても、商慣習や契約などの問題が理由のため、サロン導入に時間がかかることを受容せざるを得なかったものと思われる。しかしながら、再スタート初年度に当たる 2016 年 3 月期第 2 四半期決算では、総体的に見て、高成長路線回帰への取り組みは順調に進みつつあるようだ。特に、最大のポイントである非正規流通の問題については解決のめどがついたと判断できることは、今後の同社への投資を考えるうえでは、極めて重要なポイントだろう。

非正規流通経路への商品流出を防止、全商品をトレース

(2) 非正規流通対策の進捗

非正規流通問題とは、一部の代理店やサロンから、スキンケアやヘアケア製品が第三者に流れ、インターネット上で販売され、正規販売店たる同社の登録サロン（A・C・S 登録サロン）における対面販売が機会損失を被っていることを言う。同社の販路は、美容サロンにおいて美容師がカウンセリングを行いながら対面で販売することを基本にしている。これは製品の持つ安全と安心を最終消費者に確実に届けるため、同社が最もこだわりを持つポイントの 1 つだ。同社にとって非正規流通は経済的な影響だけでなく、レピュテーション・リスク（ブランド力の低下リスク）をもはらんでいる大きな問題だ。

非正規流通対策の第 1 歩として、同社は流通元の特定を進めて来た。その結果、主として 2 つの代理店が関与していることを突き止め、2015 年 6 月末までに、その 2 つの代理店との契約を打ち切った。これにより、非正規に流通する商品の歯止めの一助となった。なお、流出元の根絶対応のため、商品のトレーサビリティ（流通経路の追跡）のシステム構築と、そのためのインフラ整備（工場の生産ライン手直し、倉庫の確保など）を完了させた。これらが 2016 年 3 月期第 2 四半期末までの実行された内容だ。2016 年 3 月期第 3 四半期からは、全商品にトレースするための QR コードを付与しての出荷が実行されている。

非正規流通対策の状況

非正規流通追跡システムの本稼働による流通先の特定

トレース 2Qよりコード付与した商品を市場へ投入

足元の状況 非正規流通先より買戻し、流通先の特定

下期取組み 都度、流通先への通告

副次的 メリット 直販の配送業務が終了

足元の状況 配送納品業務比重大の営業からコンサルティング営業にシフト

下期取組み カラーを中心とした提案活動に注力

トレース&コンサル営業によりサロン店販のモチベーションアップ

出所：2016 年 3 月期第 2 四半期決算説明会資料

2015 年 11 月 25 日（水）

非正規流通問題の経済的影響の詳細は明らかにされていない。今回の一連の過程において、同社は代理店 2 社との契約を解除したが、これらは有力代理店であったとみられ、それらが扱っていた正規流通品としての売上もすべて失った形となる。それにもかかわらず、2016 年 3 月期第 2 四半期決算ではスキンケア、ヘアケア製品ともに前年同期比増収となったことの意味は大きい。これはインターネットで非正規流通品を購入していた利用者層が正規品を求めてサロンに戻って来たことを意味しており、同社のサロンを通じた販売力と、同社製品の魅力とが、ともに高いままであることが実証されたと言えるからだ。

同社が非正規流通対策に投じた直接的な費用は数千万円程度の模様で、今後のコストアップも実質的にはほとんどないとみられるため、今後は売上高の回復とともに利益面での回復もついてくるものと弊社では考えている。弊社では、同社の進める非正規流通対策は一旦の解決を見たと考えている。今後は非正規流通問題の再発に留意しつつ主力製品の売上高成長に専念するステージに戻ったと言えよう。

営業体制を見直し、有力サロンや代理店へのカバーを充実

(3) 営業体制強化

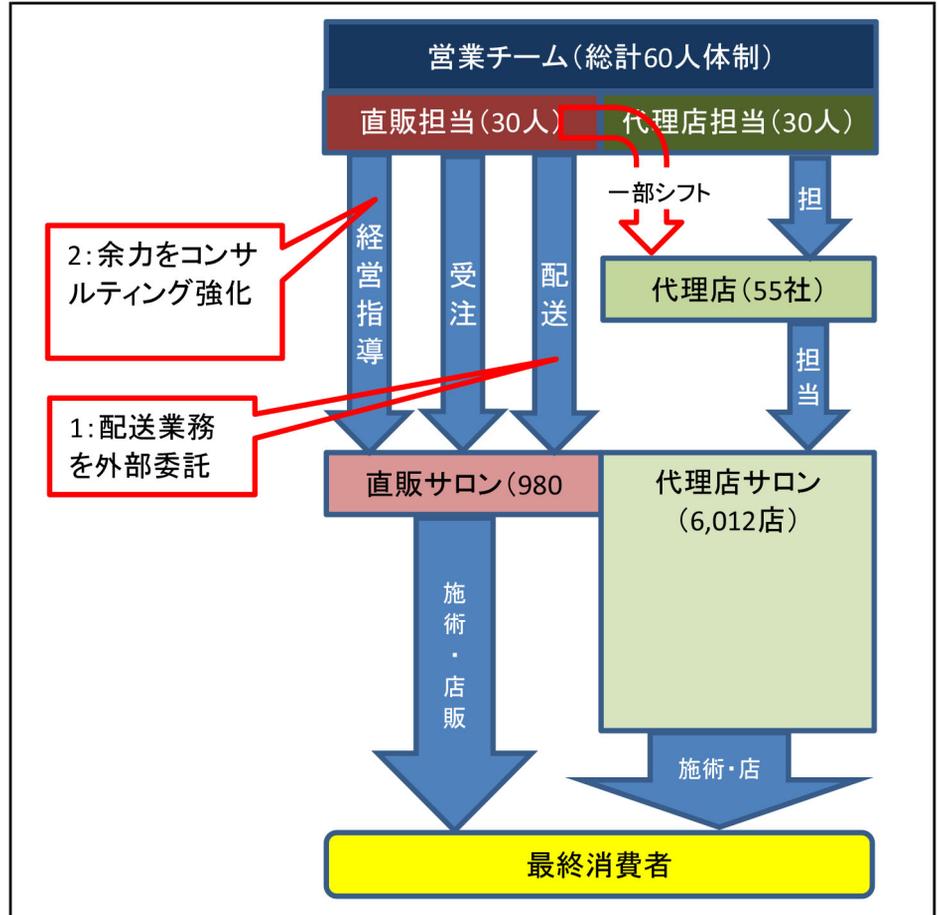
同社が今第 2 四半期中に取り組んだポイントの 1 つに営業体制強化がある。これは同社の非正規流通対策の過程で副次的効果とされているが、中長期の成長を考えるうえでは非正規流通と並ぶ重要な施策だと言えよう。

同社は最終消費者への販売拠点として約 7,000 店の A・C・S 登録サロンを抱えている。このうち約 1,000 店を同社の 30 名の営業担当者が直接カバーする直販サロンで、残り 6,000 店を別の 30 名の営業担当者が代理店を介してカバーする代理店サロンという体制だ。

これまで 30 名の直販サロンの担当者は、経営に関するコンサルティングや受注は言うまでもないが、商品についても流通倉庫から手持ちで担当サロンに配送していた。その結果、営業担当者の仕事の大部分が配送仕事となり、コンサルティングや商品説明などに十分な時間を割くことができないでいた。今回この点を見直し、配送業務を営業担当者から切り離れた。この結果、営業担当者は担当するサロン数を増加させながらもカバーの内容を充実させることに成功し、手のすいた直販サロンの営業担当者を代理店カバーにシフトさせることが可能になる。

直販サロンの営業担当者の仕事の内容も、ロイヤルサロンと呼ぶ有力サロンに特に注力し、その売上増加を後押しする姿勢を強める。ロイヤルサロンは全サロンの約 20% 弱（約 1,200 店）であるが、このロイヤルサロンが全売上高の 80% を稼ぎ出す構造となっている。今回の営業体制強化策は、稼いでくれるサロンにもっと稼いでもらえるようサポートする内容であり、即効性が高いものと弊社では考えている。さらに、代理店をカバーする人員を増やすことの期待も大きい。非正規流通対策で有力代理店を失った直後だけに、代理店網の整備強化は不可欠だからだ。

アジュバンの営業体制強化のイメージ図



出所：説明会資料、取材等よりフィスコ作成

ヘアカラー剤の取扱いサロン数を拡大し、今後の立て直しを目指す

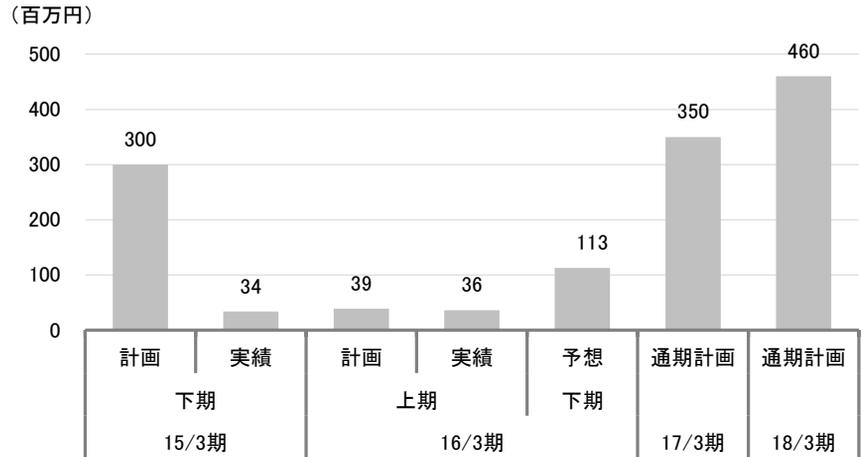
(4) ヘアカラー剤のテコ入れ

同社は 2015 年 3 月期にヘアカラー剤事業に参入し、初年度（6 ヶ月間）売上目標 300 百万円を掲げたが、実績は 34 百万円と計画を大幅に下回った。今第 2 四半期も 39 百万円の計画に対して 36 百万円の実績であった。同社がヘアカラー剤参入当初に想定したそろばん勘定は、ロイヤルサロン 1,200 店がカラー剤を半期 25 万円販売すれば、「1,200 店 × 半期 25 万円 × 2 = 年間 600 百万円」であった。しかし、現実には各美容サロンは先発メーカーとの間で契約しており、切り替えのタイミングなどで制約を受けるため、同社製品の取扱いサロン数が伸びなかった。

同社のヘアカラー剤取扱いサロン数は、2015 年 9 月末段階で 483 店にとどまっている。同社は今後の立て直し策として、取扱いサロン数を当初の目標であった 1,200 店に拡大させることを目指している。2016 年 3 月期は、後述の営業担当者講習の効果により、期末段階で 700 店を目指している模様だ。また店舗網拡大と合わせて、製品情報を充実させて各店舗の売上高を増大させていく方針だ。

店舗網拡大の具体策として同社は、2016 年 3 月期から、営業担当者に対するヘアカラー剤の講習を行っている。スキンケア、ヘアケアの美容情報同様にヘアカラー剤の知識を深めていく。今後は営業担当者カラー技術も含めた提案型営業へと切り替える方針だ。

ヘアカラー剤の売上高計画



出所: 決算説明会資料よりフィスコ作成

処方 of 自社開発を目指し研究所を都内に開設

(5) 研究所の開設

2016 年 3 月期のトピックスとして研究所の開設がある。同社は 2015 年 10 月に東京都品川区に研究所を開設した。当初の陣容は 5 名でのスタートだ。

研究所開設の目的は処方の開発だ。同社はいわゆるファブレス企業で、各製品の製造は外部の工場に委託している。現状では、同社の支払う製造原価の中には直接の製造費用に加えて製品の企画・処方に関する費用も含まれた形となっている。将来的に処方を自社開発すれば、委託先への支払額はその分だけ削減できることになる。同社では支払額を現状よりも 10% 程度削減可能とみている。

具体的には、まずヘアケア製品から処方開発がスタートする。今期は処方開発に注力し、2017 年 3 月期中にはサンプル品を製造し、2018 年 3 月期から独自処方製品の製造販売を開始する予定だ。その後、スキンケアへと順次処方開発の対象を拡大させていく計画だ。短期的な業績押し上げの効果は期待しにくいだが、中長期的には直接・間接の実体的効果は大きいと弊社では期待している。

業績動向

第 2 四半期は増収増益、利益はほぼ計画どおりに推移

(1) 2016 年 3 月期第 2 四半期決算

2016 年 3 月期第 2 四半期は売上高 2,184 百万円(前期比 5.8% 増)、営業利益 361 百万円(同 5.8% 増)、経常利益 425 百万円(同 21.6% 増)、当期利益 249 百万円(同 38.5% 増)で着地した。計画対比では売上高は 155 百万円減だったものの、利益は計画をほぼ達成した。

2016 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

(単位：百万円)

	2015/3 期		2016/3 期	
	2Q(上期)	通期	2Q 期初予想	2Q 実績
売上高	2,065	4,503	2,339	2,184
前期比	-5.6%	-1.5%	13.3%	5.8%
営業利益	341	733	330	361
前期比	-35.8%	-26.8%	-3.1%	5.8%
経常利益	349	759	411	425
前期比	-35.3%	-24.7%	17.6%	21.6%
当期利益	180	47	259	249
前期比	-43.2%	-91.8%	44.0%	38.5%
EPS(円)	23.35	6.08	33.08	31.82
配当	0.0	24.0	0.0	0.0

出所：決算説明会資料、短信よりフィスコ作成

売上高が計画に対して未達となった理由について弊社では、ハードルが高過ぎたことが主要因と考えている。同社は非正規流通対策の一環で有力代理店との契約を 6 月末で解消した。この影響がそのまま決算に反映されれば、前年同期比減収となるはずであったと弊社ではみているが、同社は前年同期比 13.3% 増の 2,339 百万円を期初予想として掲げた。結果は同 5.8% 増の 2,184 百万円であった。

弊社では、今第 2 四半期において、前年同期比増収を確保した点を積極的に評価すべきだと考えている。有力代理店との契約解消の影響を即座に埋め合わせることができたということは、同社の販売力と製品力の双方が強いということを端的に物語っていると考えているからである。

2015 年 11 月 25 日 (水)

2016 年 3 月通期は増収減益予想だが、利益は上振れの可能性も大

(2) 2016 年 3 月期通期見通し

2016 年 3 月期通期について同社は、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 772.6% 増）を予想している。この予想は期初から変更はない。

同社は第 3 四半期（2015 年 10 月－12 月期）にスキンケア製品のリニューアルを行ったが、足元の当初 2 ヶ月の販売目標数値を最初の 1 ヶ月間で達成し、好調な出足となった。非正規流通対策の投資は第 2 四半期までで完了しており、下期からは販売に専念できる体制となっている。前述した様に、同社の販売力と製品力は維持されており、主力のヘアケアとスキンケア製品での不安材料は小さいと考えている。

2016 年 3 月期下期及び通期予想の概要

(単位：百万円)

	2015 年 3 月期			2016 年 3 月期					
	上期	下期	通期実績	上期	前年同期伸び率	下期予想	前年同期伸び率	通期予想	前年同期伸び率
スキンケア	808	1,132	1,940	831	2.8%	1,018	-10.1%	1,850	-4.6%
ヘアケア	1,191	1,260	2,451	1,207	1.4%	1,392	10.5%	2,600	6.1%
カラー	-	34	34	36	-	113	232.4%	150	341.2%
その他	196	186	382	259	32.1%	285	53.2%	545	42.7%
売上割戻金	-131	-174	-305	-149	-	-208	-	-358	-
売上高	2,065	2,437	4,503	2,184	5.8%	2,603	6.8%	4,787	6.3%
営業利益	341	392	733	361	5.8%	311	-20.5%	673	-8.3%
経常利益	349	409	759	425	21.6%	327	-19.8%	753	-0.7%
当期利益	180	-133	47	249	38.5%	160	-	410	772.6%

出所：会社説明会資料よりフィスコ作成

売上高で計画に対する未達リスクがあるとすればヘアカラー剤だと考えている。ヘアカラー剤の通期の売上予想は 150 百万円で、第 2 四半期実績は 36 百万円にとどまったため、下期の目標は 114 百万円だ。ヘアカラー剤の営業カテコ入れが計画されているが実施はスキンケア製品のリニューアル対応の後になるため、効果が現出するのは早くても第 4 四半期（2016 年 1 月－3 月期）になると弊社ではみている。ただし、仮にヘアカラー剤が未達となったとしても、スキンケア、ヘアケア、及びボディケアの各製品で埋め合わせは十分可能だと弊社では考えている。

利益面では、売上高が大きく低下した 2015 年 3 月期に営業利益率が 16.3%（2014 年 3 月期 21.9%）に急低下したが、過度の悲観は不要だというのが弊社の考えだ。同社の製品には価格下落プレッシャーはなく、製造原価を始めとするコストアップ要因も大きくない。今後、売上高が回復してくれば利益も当然についてくるものと弊社ではみている。

通期予想から第 2 四半期実績を差し引いた数値が現時点での下期予想値となるが、それによると売上高は前年同期比 6.8% 増だが営業利益と経常利益はともに約 20% の減益予想となっており、今下期に上振れとなる可能性も十分高いと弊社では考えている。

2015 年 11 月 25 日 (水)

中期経営計画では緩やかな増収増益を計画、上方修正の可能性も

(3) 中計経営計画と中長期業績の考え方

同社は 3ヶ年中期経営計画を作成し、毎年業績計画をローリングしている。現在は 2016 年 3 月期 - 2018 年 3 月期の中期経営計画に取り組んでいる。同社は 2015 年 3 月期の減収減益決算を踏まえて 2016 年 3 月期と 2017 年 3 月期の業績計画を下方修正し、2018 年 3 月期についても緩やかな増収増益となる計画となっている。

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%

出所: 会社説明会資料よりフィスコ作成

弊社では、この中期業績計画が上方修正される可能性は十分にあると考えている。前述のように、非正規流通対策の過程では、同社製品の人気、競争力の高さと、同社が構築した A・C・S サロンを通じた販売体制の高さが、改めて浮き彫りとなった。ここに、前述した営業強化策で、ロイヤルサロンの販売力を底上げし、ヘアカラーの増販や海外販売の強化などによる上乗せ効果が加わると期待されることが、上方修正の可能性を強く意識する理由だ。

損益計算書及び主要指標

(単位: 百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期 (予)
売上高	4,571	4,503	4,787
前期比	2.3%	-1.5%	6.3%
売上総利益	2,990	2,870	3,094
売上高売上総利益率	65.4%	63.7%	64.6%
販管費	1,988	2,136	2,421
売上高販管费率	43.5%	47.4%	50.6%
営業利益	1,002	733	673
前期比	1.4%	-26.8%	-8.3%
売上高営業利益率	21.9%	16.3%	14.1%
経常利益	1,008	759	753
前期比	3.4%	-24.7%	-0.7%
当期利益	571	47	410
前期比	7.2%	-91.8%	772.6%
EPS(円)	76.10	6.08	52.25
配当	22.0	24.0	24.0
1株当たり純資産(円)	567.81	550.79	-

2015 年 11 月 25 日 (水)

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

■ 株主還元

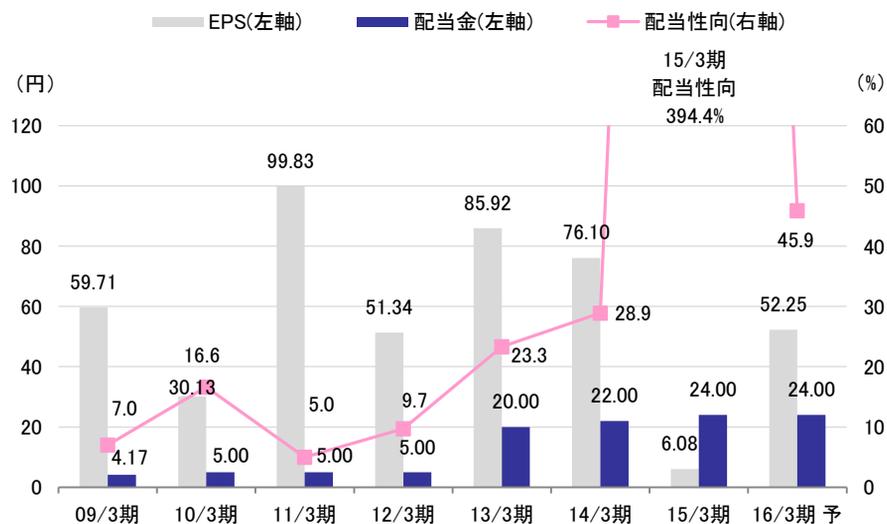
個人株主を重要視しており、株主還元積極的に

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。

同社は減益となった 2015 年 3 月期において 24 円配を維持し、2016 年 3 月期についても横ばいの 24 円を予定している。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。同社の業績が再び拡大し、配当性向が 10% 台～ 20% 台に低下してくれば、業績拡大に応じた株主還元の拡充も意識されてこよう。

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



出所：決算短信よりフィスコ作成

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