

# 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 8 月 18 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. 2017年12月期第2四半期決算は第1四半期の不調で進捗率が低めで着地	01
2. “次”を見据えた先行投資を決断	01
3. 第3四半期は好調な売上げが続く。新ゆめが丘工場の稼働も順調	01
■ 事業の概要	02
1. 市場構造と立ち位置	02
2. 販売体制	03
3. 生産体制	03
■ 業績の動向	03
1. 2017年12月期第2四半期決算の概要	03
2. 事業部門別動向	04
3. 国別・地域別動向	07
■ 中期事業構想と中長期の成長戦略	09
1. 中期成長戦略の概要	09
2. 中長期成長に向けた『先行投資』	10
■ 今後の見通し	12
■ 株主還元策	15

## ■ 要約

### 中長期の成長加速に向け先行投資を実施へ。 プレミアムブランドや海外事業などの中核部分が順調に拡大

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. 2017年12月期第2四半期決算は第1四半期の不調で進捗率が低めで着地

同社の2017年12月期第2四半期決算は、売上高14,956百万円(前年同期比5.2%増)、営業利益2,333百万円(同3.7%減)と増収減益で着地した。売上高は第1四半期に出遅れがあり想定よりも伸び悩んだ。利益面では新ゆめが丘工場のスタートアップに伴う費用増加があり、売上総利益率が圧迫された。これらは第2四半期末までに一掃されている。他方、ポジティブな面としては、ヘアカラー新製品の好調、海外事業の全般的な高成長継続、などがある。

#### 2. “次”を見据えた先行投資を決断

同社は2019年12月期を最終年度とする5ヶ年の中期事業構想に取り組んでいるが、その先の中長期成長を見据えて、今中期事業構想期間において先行投資を行うことを決断した。その先行投資費用は総額で約10億円と想定され、それを反映して2019年12月期の業績計画において営業利益を10億円下方修正した。弊社では先行投資の内容は全般的に説得力があり、中長期の成長加速につながる内容だと考えている。

#### 3. 第3四半期は好調な売上げが続く。新ゆめが丘工場の稼働も順調

2017年12月期通期について同社は、売上高32,700百万円、営業利益5,550百万円を予想している。決算期を変更するため前期比較はないが、実質的には増収増益の見通しだ。第2四半期までの進捗率が若干低めであるため下半期のハードルが高く見えるが、弊社では通期見通しは充分達成可能だと考えている。第3四半期は売上げが計画を上回るペースで推移しており、第1四半期の遅れをカバーできる見通しだ。利益面でも、新ゆめが丘工場の稼働が計画線に乗ってきたことで、下半期は利益率の改善が期待され、売上増に見合った利益増が期待できる状況となっていることがそう考える理由だ。

#### Key Points

- ・アジア No.1、グローバル No.5 を目指して 2019 年度までの中期事業構想に取り組み中
- ・中長期成長をより確実にするための先行投資を決断
- ・第2四半期以降順調な販売が続く。新ゆめが丘工場の操業も軌道に乗り、期初予想達成が視野に

## 要約

## 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

## ■ 事業の概要

### 美容室向けヘア化粧品のトップメーカー。 美容室を通じて個人客への販売も強化中

同社の事業は全国に約20万軒あるとされる美容室を対象に、シャンプーやトリートメントなどのヘアケア用剤や染毛剤などのヘア化粧品を販売することだ。一般の個人客が店頭で直接手に取って購入するのとは、事業モデルが大きく異なっている。以下にポイントをまとめた。

#### 1. 市場構造と立ち位置

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1,600～1,650億円とみられる。この中で、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ほか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約16%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、全国の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)。染毛剤やパーマネントウェーブ用剤は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。2017年12月期は新ゆめが丘工場のスタートアップ期となったが、第2四半期末までには当初見込んだとおりの操業水準に到達したもようだ。

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の黒字が見込まれている。

# 業績の動向

## 2017年12月期第2四半期は増収・減益で着地。 新工場稼働による費用増が利益の重石に

### 1. 2017年12月期第2四半期決算の概要

同社の2017年12月期第2四半期決算は、売上高14,956百万円(前年同期比5.2%増)、営業利益2,333百万円(同3.7%減)、経常利益2,147百万円(同1.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益1,508百万円(同3.0%増)と、増収ながら減益で着地した。

同社は期初において第2四半期予想を公表していないため、計画対比での評価は難しいが、弊社では、通期予想に対する進捗率から判断して、同社の想定を若干下回る水準だったとみている。

## 業績の動向

## 2017年12月期第2四半期決算の概要

(単位：百万円)

	16/12期		17/12期				
	2Q累計実績	通期実績	2Q累計	前年同期比伸び率	通期予想に対する進捗率	通期(予)	前期比伸び率
売上高	14,218	29,134	14,956	5.2%	45.7%	32,700	-
営業利益	2,423	5,113	2,333	-3.7%	42.0%	5,550	-
経常利益	2,188	4,733	2,147	-1.9%	42.1%	5,100	-
親会社株主に帰属する当期純利益	1,464	3,069	1,508	3.0%	42.1%	3,580	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は第1四半期の売上高が例年に比べてスローな出足だったことが今期に特有のイベントとなった。その要因としては天候や人口動態の影響などが考えられるが、決め手となる原因はつかめていないもようだ。第2四半期に入ってからほぼ計画どおりの売上げが続き、第2四半期累計期間の売上高は前年同期比5.2%（738百万円）の増収となった。通期予想に対する売上高の進捗率は45.7%にとどまったことで、第1四半期の売上低迷の影響を取り戻しきれなかったと弊社では推測している。

利益面では、新ゆめが丘工場の稼働に伴い、減価償却費の増加や工場のスタートアップに伴う費用増加で売上原価が同10.3%（456百万円）増加したため、売上総利益は同2.9%（281百万円）の増益にとどまった。売上総利益率は67.3%で、前年同期の68.8%から1.5ポイント低下した。販管費は、人員増加・昇給による人件費の増加や販促費の増加があったため前年同期比5.1%（372百万円）増加した。その結果営業利益は同3.7%（90百万円）の減益となった。

## 染毛剤（ヘアカラー）が新製品のヒットで2ケタ増。 ヘアケアのプレミアムブランドも好調を維持

### 2. 事業部門別動向

事業部門別では、ヘアケア用剤の売上高は前年同期比2.0%（169百万円）増の8,680百万円となった。プロフェッショナルブランドでは、新商品投入があったものの、第1四半期の不振が尾を引いて全般に期待を下回って推移しているもようだ。プレミアムブランドのオージュアと“milbon”については順調な推移が続いている。

染毛剤（ヘアカラー）部門の売上高は前年同期比10.5%（517百万円）増の5,462百万円となった。若年層向け新商品「オルディーブ アディクシー」が好評で、2月1日の発売後第2四半期末までの5ヶ月間で通年の販売目標を22%上回る実績を上げ、大きなけん引役となった。オーガニックブランドの「ヴィラロドラ」も好調が続いており、なかでも染毛剤のヴィラロドラカラーがやはり染毛剤部門の伸びをけん引した。ただし、アディクシーの売上高が921百万円と、染毛剤部門全体の増収額517百万円を上回っていることは、既存製品の中に売上高が前年割れとなっているものが多く含まれていることを示しており、この点は注意が必要だ。

## 業績の動向

パーマントウェーブ用剤部門の売上高は前年同期比 6.8% (45 百万円) 増の 709 百万円となったほか、その他部門も同 6.3% (6 百万円) 増の 104 百万円となり、全社ベースの売上高は同 5.2% (738 百万円) 増の 14,956 百万円となった。

## 事業部門別内訳

(単位：百万円)

	16/12 期				17/12 期		
	2Q 累計 実績	構成比	通期 実績	構成比	2Q 累計 実績	構成比	前期比 増減率
ヘアケア用剤	8,511	59.8%	17,711	60.8%	8,680	58.0%	2.0%
染毛剤	4,944	34.8%	9,892	34.0%	5,462	36.5%	10.5%
パーマントウェーブ用剤	664	4.7%	1,260	4.3%	709	4.8%	6.8%
その他	98	0.7%	270	0.9%	104	0.7%	6.3%
売上高合計	14,218	100.0%	29,134	100.0%	14,956	100.0%	5.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2017 年 12 月第 2 四半期の新製品の中では、前述したように、染毛剤の新製品の健闘が目立つ。赤みのあるブラウンを消し去ることで欧米人のように自由なカラーデザインを楽しむことを可能にした「オルディーブ アディクシー」が、第 2 四半期末時点で通年目標を 20% 以上上回る販売実績を挙げている。「オルディーブ追加色フェミニティーライン」も通期目標達成に向けて順調な推移を示した。

主力のヘアケア用剤においては、新商品の「エルジューダ メロウセラム/リンパーセラム」は新商品効果を考えれば 2017 年 12 月第 2 四半期の進捗度は同社側の期待値をやや下回ったとみられる。「プラミア エンリッチド」も通期目標に対して若干下回るペースで推移しているとみられ、これらプロフェッショナルブランドの伸び悩みがヘアケア用剤部門売上高の 2.0% 増という比較的低い伸びにつながった。

## 2017 年 12 月期第 2 四半期の新製品の動向

(単位：百万円)

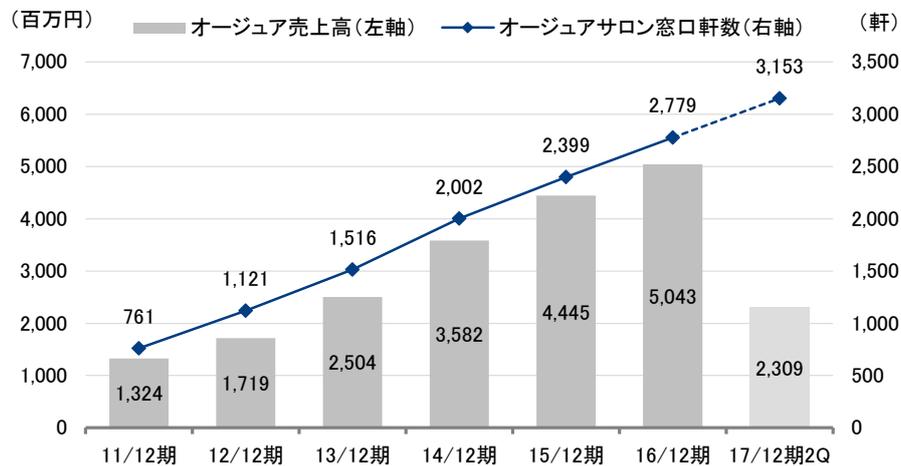
ブランド / 製品名	製品分野	発売日	17/12 期 2Q 販売実績	通期目標	達成率	備考
エルジューダ メロウセラム/ リンパーセラム	ヘアケア用剤	3月30日	235	600	39.2%	軽やかな指通りで根元から扱いやすい髪へと導くアウトバストリートメント
プラミア エンリッチド	ヘアケア用剤	3月1日	149	500	30.0%	「保湿感」だけでは物足りなくなってきた 50 代女性が求める「弾力感」も与えるシャンプー&トリートメント
オルディーブ アディクシー	染毛剤	2月1日	921	755	122.1%	高彩度の青で赤みのあるブラウンをかき消し、濁りの無いクリアな発色をかなえ、個性的で自由なヘアカラーデザインを実現
オルディーブ 追加色 フェミニティーライン	染毛剤	2月1日	158	400	39.7%	彩度を調整できる「透明感ピンク」でその人に似合う“カッコいい女性らしさ”を表現

出所：会社資料よりフィスコ作成

## 業績の動向

主力ブランドのオー ज्याは、2017年12月期第2四半期の売上高は2,309百万円と前年同期比5.6%増となった。これまでオー ज्याは前期比20%を超える成長を続けてきたが、2017年12月期は年末にバージョンアップを控えているため、新製品の投入を見送っている。そうしたなかでの前年同期比5.6%増収という数値は、多少物足りなさを感じるが、ほぼ同社の想定線での進捗とみられる。オー ज्याを取扱うオー ज्याサロン窓口軒数も、2017年度第2四半期末で2,963軒に達した。半年前の2016年12月期末から6.6%（184軒）の増加であり、当初掲げた国内3,000軒体制という目標がほぼ達成されたと言える。オー ज्याの年間売上高は2016年12月期において5,043百万円となり、50億円の大台を超えた。弊社では、オー ज्याサロンの平均店販額の底上げ余地はまだ大きいとみており、年末のバージョンアップを機にどのように成長を再加速させていくのか、期待を込めて見守りたいと考えている。

「オー ज्या」売上高とオー ज्याサロン窓口軒数の推移

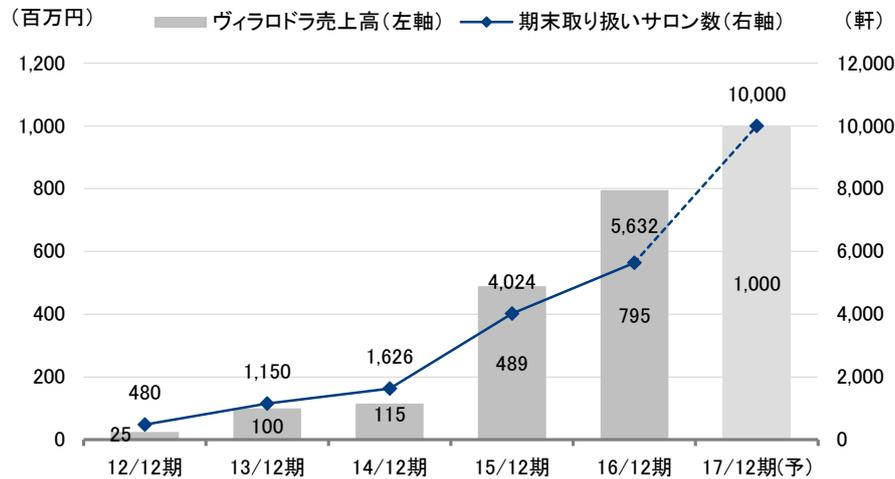


出所：会社資料よりフィスコ作成

オーガニックを特徴とする「ヴィラロドラ」はヘアケアとヘアカラーの両方をラインナップしている。ヴィラロドラ全体の今第2四半期の売上高は444百万円（前年同期比22.3%増）と順調な進捗を示した。ヴィラロドラを取扱う窓口軒数は今第2四半期末で6,236軒に達し、半年前の2016年12月期末から10.7%（604軒）増加した。ヴィラロドラのうち、ヘアカラー剤「ヴィラロドラ カラー」の売上高は316百万円と、ヴィラロドラ全体の71%を占めた。ヴィラロドラ カラーの2017年12月期通期の販売目標は516百万円で、今第2四半期の進捗率は61.2%に達しており、極めて順調に推移していることがうかがえる。

## 業績の動向

## 「ヴィラロドラ」売上高と取扱サロン軒数の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

## 主要国・地域で2ケタ成長が続く。 米国も現地通貨ベースでは増収で、今後本格反転へ

### 3. 国別・地域別動向

2017年12月期第2四半期も海外子会社はおおむね好調を継続した。為替レートが全般に円高方向に動くなか、中国、韓国、タイ、及び“その他地域”はいずれも2ケタの伸びを維持した。米国は前年同期比3.1%の減収となったが今後の回復に期待が持てる状況にある。国別詳細は以下のとおり。

#### 国別売上高の状況

(単位：百万円)

国・地域	現地法人	15/12期	16/12期	17/12期		為替レート		
		2Q累計	2Q累計	2Q累計	前年同期比伸び率	16/12期2Q	17/12期2Q	変化率
日本	-	11,441	12,330	12,847	4.2%	-	-	-
米国	ミルボン USA	301	285	276	-3.1%	118.41	111.59	-5.8%
中国	ミルボン上海	279	370	431	16.5%	18.24	16.27	-10.8%
韓国	ミルボンコリア	670	788	886	12.3%	0.10	0.10	-5.2%
タイ	ミルボンタイランド	47	39	53	34.9%	3.33	3.14	-5.7%
その他地域	-	333	403	460	14.2%	-	-	-
合計	-	13,074	14,218	14,956	5.2%	-	-	-

出所：会社資料よりフィスコ作成

## 業績の動向

**(1) 米国 (ミルボン USA)**

米国の売上高は前年同期比 3.1% の減収と、国・地域別で唯一の減収となった。しかしながらこれは 5.8% の円高が主因であり、現地通貨ベースでは増収となっている。弊社では米国での減収について懸念はまったく不要だと考えている。同社は昨年来、プレミアムブランド“milbon”に商品を切り替える作業を進めてきたが、今第 2 四半期までは切替えに伴う機会ロスの影響が多少残ったもようだ。しかしながらサロン入店教育は順調に進捗しているほか、“milbon”シリーズ自体の評価も高く、今後は販売増が見込める状況となってきた。商品ラインナップも、ヘアケア、ストレートパーマに加えてヘアカラーの投入を計画しており、本格拡大に向けて体制が着実に整いつつある状況だ。

**(2) 中国 (ミルボン上海)**

店舗教育を中心としたマーケティング活動により、サロンとの関係強化が順調に進んでいる。今第 2 四半期は上海、北京、成都において、政策発表会を実施し、好評を得ることができた。ヘアカラーでは新色投入とカラースペシャリスト講習の実施により、オルディープの顧客提案が効果的に行われ、販売増加につながっている。

**(3) 韓国 (ミルボンコリア)**

ヘアカラー部門ではオルディープが他社にない独自の魅力である追加色の投入で引き続き好調に推移し、グレイヘア向けオルディープポーテとともに、全体の売上をけん引している状況にある。ヘアケア部門では今期から本格的に展開したオーギュアが、市場での高評価を得るとともにオーギュアサロン数も拡大（今第 2 四半期中に 10 サロンの増加）し、順調な推移が続いている。

**(4) タイ (ミルボンタイランド)**

販売部門では、ヘアカラーやパーマメントウェーブ用剤などの業務用品が好調で、売上高は前年同期比 34.9% 増となった。少人数の講習会を継続実施したことで市場での認知度が上がったことが背景にある。今後もこうした地道な努力を継続する方針だ。また、今期に投入した“milbon”は仕上がりや手触りが高評価で、今後の拡販が期待できる状況にある。

生産部門は、前期までに単月黒字化を果たしているが、今第 2 四半期は生産金額が計画を大きく上回ったことに加え、原料の現地調達率が 50% を上回ったことで、製造原価率が想定以上に改善している状況だ。原料の現地調達率は今後も徐々に引き上げる計画で、それに伴い採算性も一段と改善することが期待される。

## ■ 中期事業構想と中長期の成長戦略

### アジア No.1、グローバル No.5 を目指して 2019 年度までの中期事業構想に取り組み中

#### 1. 中期成長戦略の概要

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言うべきものだ。同社はプロフェッショナル市場において世界 No.1 となることを長期の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だ。今中期事業構想期間にあつてはアジア 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 年間)	
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・地域美容に貢献し、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めざす。	
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 入りをめざす。	
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	60 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

業績目標について同社は、最終年度(2019 年 12 月期)の目標を開示している。そこに至る過程としては、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。

2017 年 12 月期第 2 四半期決算に際して、同社は後述するように先行投資の実施を決断した。先行投資の回収時期は今中期事業構想の後、すなわち 2020 年 12 月期以降となる見通しを掲げており、今中期事業構想期間においては売上高の増加は伴わず費用(主として販管費)の発生のみが具現化することとなる。その点を反映させて同社は、2019 年 12 月期の業績計画を一部下方修正した。内容は、前述の先行費用の発生により、販管費が当初計画に比べて 1,000 百万円増加し、その結果営業利益が同額、親会社株主に帰属する当期純利益が 280 百万円、それぞれ減益となるというものだ。

先行投資の詳細は後述するが、弊社では先行投資の中身、金額ともに説得力のある内容であり、それらが明確になったことで業績計画を速やかに下方修正したことは妥当な判断であったと考えている。

## 中期事業構想と中長期の成長戦略

## 中期業績構想の業績計画

(単位：百万円)

	16/12 期		19/12 期			
	実績	前期比 伸び率	当初計画	5年 CAGR (注)	修正計画 (2017年6月)	従来予想比 増減額
国内売上高	25,287	5.9%	28,500	4.7%	28,500	0
海外売上高	3,847	10.0%	6,500	20.0%	6,500	0
米国	571	-11.0%	840	11.7%	-	-
中国	737	10.8%	1,350	25.7%	-	-
韓国	1,603	12.5%	2,500	17.9%	-	-
タイ	86	-4.3%	250	39.1%	-	-
その他地域	847	26.1%	1,560	23.1%	-	-
東アジア合計(中・韓・台・HK)	2,886	12.8%	4,490	18.2%	-	-
東南アジア合計	384	31.0%	1,020	41.5%	-	-
売上高合計	29,134	6.4%	35,000	6.8%	35,000	0
営業利益	5,113	8.2%	7,000	9.5%	6,000	-1,000
売上高営業利益率	17.6%	-	20.0%	-	17.1%	-
経常利益	4,733	6.9%	6,630	9.5%	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	3,069	4.0%	4,130	9.5%	3,850	-280

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：会社資料よりフィスコ作成

## 中長期成長をより確実にするための先行投資を決断

### 2. 中長期成長に向けた『先行投資』

同社はコーセー <4922> との協業による化粧品ビジネスへの参入など、中長期的成長に向けた各種取り組みを行っている。これらの取り組みは収益貢献の時期が今中期事業構想期間終了後となる 2020 年 12 月期以降となるものも多い。しかし、それに向けた布石を打つ作業や準備といったものは、今中期事業構想期間において着手しないと間に合わないという側面があるのも事実だ。

今般、同社はそうした中長期的成長をより確実にするために今着手すべき施策を取りまとめた。これらの施策は費用の発生が確実視されることから『先行投資』と呼称している。一方、先行投資からの収益に関しては今中期事業構想期間においてはほとんど期待しにくいことから、同社は先行投資の詳細と合わせて今中期事業構想の最終年度業績計画の下方修正をも発表した。

先行投資は現時点では 4 項目から成っている。以下ではそれぞれについて詳述する。

#### (1) 化粧品事業の人員増強とその育成教育

同社は 2017 年 1 月 25 日にコーセーとの間で資本業務提携を行い、美容室を対象として化粧品事業を展開することを発表した。先行投資のうちの 1 つはこの化粧品事業についての人材の充実を図ることだ。前述のように同社の販売手法は、フィールドパーソン (FP) と呼称される営業担当者が美容室への技術指導や製品情報の提供、経営アドバイスなどを行い、自社商品の販売増へとつなげるというものだ。

化粧品事業においてもこれと同様の事業モデルが採用されることを見据え、同社は化粧品を対象とした FP の育成をスタートさせることを決断した。同社の FP はフィールドエデュケーター (FE) とフィールドセールス (FS) に大別されるが、化粧品という新製品を扱う上ではしっかりと知識、スキルを有するビューティーエデュケーター (仮称) を育成することが重要という判断から、この人材強化を図ることが今回の具体的内容だ。

化粧品事業の合併会社は、2017 年 7 月 31 日に設立された。今後のスケジュールは、現時点では詳細は明らかにされていない。その後 2018 年を通じて市場調査や情報収集、製品の企画・開発、従業員の教育、販売企画などが行われ、2019 年をメドに製品が市場に投入されるというのが、大まかな今後のスケジュールとされている。こうした事業であるため、化粧品事業の人材投資の規模感やスケジュールも今後の展開次第で変更される可能性があると思われ、弊社ではみている。

## (2) 欧州等のグローバル展開

同社の海外展開では、韓国や中国では存在感のある事業規模にまで成長し、アジア No.1 という目標は視野に入ってきている。しかし同社が長期的に目指すのはプロフェッショナル向けヘア化粧品市場でのグローバル No.1 だ。その 1 つのステップとして同社は、2017 年 5 月にドイツに欧州拠点を開設した。また米国ではミルボン USA がプレミアムブランド “milbon” への全面切り替えを行っているのは前述のとおりだ。

欧米市場の本格攻略のためには、商品ラインナップにおいてヘアケア用剤だけでは不十分であり、ヘアカラー剤の存在は不可欠というのが同社の認識だ。すなわち、グローバル展開における先行投資は、欧米人を対象としたヘアカラー剤の新製品の開発と市場投入がその主な内容となる。

開発においては中央研究所が大きな役割を果たすことになる。中央研究所の陣容は現在約 110 名体制であるが、同社は今後 10 年間、毎年 8 名程度のペースで人員を増強し、10 年後には 180 ~ 190 名体制とする計画だ。先行投資の具体的内容は、中央研究所における研究者の増員を中心に、欧米用ヘアカラーの開発費用になるとみられる。

## (3) コーポレートブランディングの加速

これは端的に言えば会社の知名度や認知度を向上させることと言えるが、同社の事業モデルは言わば BtoB であるため、TVCM やネット広告などの広告宣伝費の投下を意味するわけではない。しかし同社は、事業モデル BtoBtoC へ転換をはかっており、「ミルボン」の信用度を一般顧客に高めることが中心的施策となるとみられる。

現在のステージで同社が必要と考えるブランディングとは、“大阪の企業”からの脱皮であり、換言すれば“東京の企業”への転身である、と弊社では理解している。その意味では、次に述べる本社の東京移転とも重なる項目と言える。

## (4) 本社の東京移転

同社は 2017 年 11 月をめどに、本社を大阪から東京に移転することを決定した。新本社は東京都中央区京橋エドグラン内となる予定だ。登記上の本店は大阪に残すが、社長は東京に常駐し、“東京本社”、“東京の企業”としてのイメージを強く打ち出す方針だ。

## 中期事業構想と中長期の成長戦略

先行費用の具体的あり方としては本社費用とともに役職員の転勤に関わる費用が中心となる見込みだ。同社は前述の中央研究所の人員増強計画に絡んで、本社を現在の大阪市都島区からの移転を計画していた。当初は大阪市北区梅田への移転を予定していたが、前述のようなコーポレートブランディングの一環として東京移転を決定した経緯がある。

本社の東京移転の効果や収益貢献を数値の形で示すことは難しいが、弊社では東京移転は実体的に大きな意義があると考えている。化粧品事業に関し、コーセーとの協業を進める上では、両社のトップが近接して存在していることの意義が大きいことは疑問の余地はない。また、人材採用難の時代にあって、新卒・既卒の採用活動において東京・京橋に本社を置くことはプラスの効果をもたらすと期待される。その他にも東京本社をメリットとして生かせる機会は数多いと考えられ、弊社では本社東京移転の判断は、将来において過去を振り返った時に、大きな転機と評価される事象になるものと考えている。

## ■ 今後の見通し

### 第3四半期に入って順調な販売が続く。 新ゆめが丘工場の操業も軌道に乗り、期初予想達成が視野に

2017年12月期通期について同社は、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3,580百万円を予想している。これらの数値は前回予想から変更はない。

前期比較がないのは、決算日を従来の12月20日から12月31日に変更することにより、2017年12月期は12ヶ月と11日間の決算となるためだ

#### 2017年12月期業績見通しの概要

(単位：百万円)

	16/12期			17/12期					
	2Q累計実績	下期実績	通期実績	2Q累計	前期比伸び率	下期(予)	前期比伸び率	通期(予)	前期比伸び率
売上高	14,218	14,916	29,134	14,956	5.2%	17,743	-	32,700	-
営業利益	2,423	2,689	5,113	2,333	-3.7%	3,216	-	5,550	-
経常利益	2,188	2,545	4,733	2,147	-1.9%	2,952	-	5,100	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,464	1,604	3,069	1,508	3.0%	2,071	-	3,580	-

出所：会社資料よりフィスコ作成

2017年12月期通期予想を達成するためには、2017年12月期下期において、売上高17,743百万円、営業利益3,216百万円を実現する必要がある。会計期間が前年度下半期に比べて11日間延長され、子会社の3ヶ月分も含まれるが、単純比較では売上高で19.0% (2,827百万円)、営業利益で19.6% (527百万円)、それぞれ増やすことになる。

## 今後の見通し

この数値は一見すると非常にハードルが高いように見えるが、弊社では以下の理由から、今通期見通しは十分達成可能だと考えている。

第2四半期までの進捗が低かった要因は、前述のように第1四半期、特に3月のサロンへの客足が鈍かったことが直接の要因だ。それに対して第2四半期に入ると同社の計画線で進捗した。結果的に第1四半期の不足分が残った形で上半期（第2四半期累計期間）の売上高は着地した。それに対して第3四半期の足元の状況は、計画を上回るペースで順調に進捗しているもようだ。現状が続けば、第3四半期において第1四半期の未達分を埋め合わせ、期初からの累計ペースで計画線に復帰するものと期待されており、売上高については通期予想の達成が十分視野に入ってきていると弊社ではみている。

利益面では、上期においては新ゆめが丘工場の新規稼働に伴う立ち上げ費用や減価償却費の増加が売上高売上総利益率を圧迫した。新ゆめが丘工場の立ち上げに伴うトラブルや初期費用の発生は、第2四半期末までには解決済みであり、第3四半期入ってからは工場設備の順調な稼働に加えて従業員の操業度向上もあり、生産性は大きく改善してきているもようだ。こうしたことから今下半期には新ゆめが丘工場の本来の能力が発揮され、売上総利益率も改善してくるとみている。一方販管費は、コントロールが行き届いており計画から大きくかい離する可能性は小さいとみている。その結果、売上高が計画値達成できれば営業利益もまた計画値を達成できるものと弊社では考えている。

## 損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	
				2Q累計	通期
売上高	25,226	27,377	29,134	14,956	32,700
YOY	5.9%	8.5%	6.4%	5.2%	-
売上総利益	17,281	18,681	20,100	10,069	-
売上高総利益率	68.5%	68.2%	69.0%	67.3%	-
販管費	12,830	13,954	14,986	7,736	-
売上高販管費率	50.9%	51.0%	51.4%	51.7%	-
営業利益	4,451	4,727	5,113	2,333	5,550
YOY	3.4%	6.2%	8.2%	-3.7%	-
売上高営業利益率	17.6%	17.3%	17.6%	15.6%	17.0%
経常利益	4,218	4,427	4,733	2,147	5,100
YOY	3.9%	4.9%	6.9%	-1.9%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	2,621	2,950	3,069	1,508	3,580
YOY	4.2%	12.6%	4.0%	3.0%	-
分割調整後EPS(円)	160.07	180.20	187.47	92.13	218.67
分割調整後配当(円)	68.00	74.00	78.00	40.00	82.00
分割調整後BPS(円)	1,472.10	1,601.02	1,692.33	-	-
設備投資額	1,028	2,779	4,262	469	1,760
減価償却費	1,004	1,033	1,077	550	1,240
研究開発費	1,168	1,214	1,232	645	1,372

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

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期 2Q
流動資産	12,938	14,307	14,624	13,411	13,165
現預金	6,845	7,386	4,912	4,023	4,576
売掛金	3,110	3,427	3,424	3,805	3,728
棚卸資産	2,616	3,076	3,295	3,893	4,387
固定資産	13,383	13,831	16,174	19,032	20,884
有形固定資産	10,416	10,530	12,281	14,681	14,313
無形固定資産	481	448	398	789	871
投資等	2,485	2,851	3,494	3,562	5,699
資産合計	26,321	28,138	30,799	32,444	34,050
流動負債	3,970	3,869	4,356	4,591	4,462
買掛金	501	503	684	687	784
固定負債	201	165	230	146	422
負債合計	4,172	4,034	4,586	4,737	4,884
株主資本	21,751	23,319	25,097	26,903	27,753
資本金	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
資本剰余金	199	199	199	199	200
利益剰余金	20,069	21,655	23,440	25,248	26,102
自己株式	-516	-535	-542	-544	-548
その他包括利益累計額	397	784	1,114	802	1,412
純資産合計	22,149	24,104	26,212	27,706	29,165
負債・純資産合計	26,321	28,138	30,799	32,444	34,050

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 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	17/12期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,511	2,766	3,895	3,355	1,992
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,198	-1,236	-2,834	-4,366	-1,785
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,387	-1,052	-1,135	-1,262	-657
現預金換算差額	52	58	14	-75	46
現預金増減	977	536	-60	-2,349	-404
期首現預金残高	5,633	6,610	7,147	7,086	4,737
期末現預金残高	6,610	7,147	7,086	4,737	4,333

出所：決算短信よりフィスコ作成

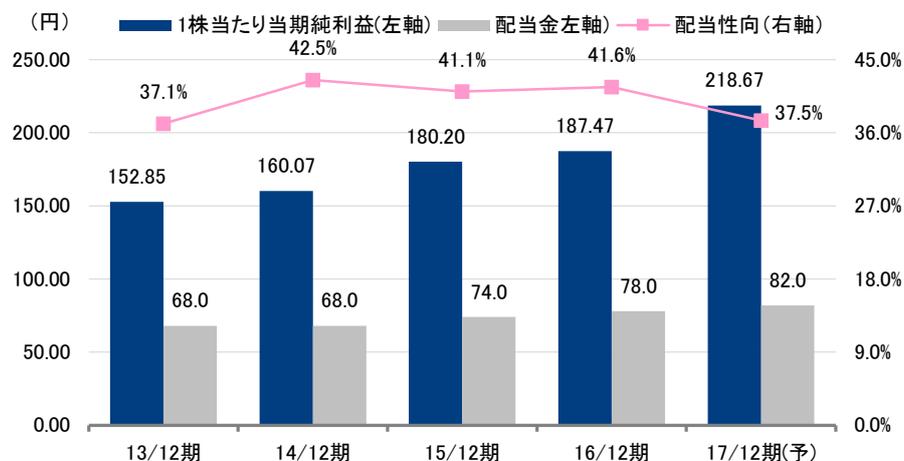
## ■ 株主還元策

### 配当性向 40% を目安に、利益に応じた配当を実施。 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、配当を決定するとしている。同社は、公約配当性向を定めてはいないが、過去の配当実績を見ると、配当性向 40% を一つの目安として、利益の成長に応じた配当の増加を実現してきていることがわかる。

2017年12月期についても同社のそうした配当の基本的なスタンスは維持されている。同社は、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。第2四半期末においては期初予想どおり40円の間配を実施した。第2四半期決算後も、業績予想及び配当予想は期初時点から変更はない。年間配当82円に対して、予想1株当たり当期純利益は218.67円であるため、予想配当性向は37.5%となる。

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

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20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。株価水準によっては今後も株式分割が検討される局面が出てくるだろう。

#### 重要事項（ディスクレーマー）

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