

MIYAGAWA Laboratory

Osaka
City
University

株式会社マンダム(4917)

Faculty of business

男性化粧品業界のリーディングカンパニー

Executive Summary

2014年2月1日

株式会社マンダム株価推移



株価 3,530 円
 時価総額 85,195 百万円
 発行済株式数 24,134,606 株
 配当利回り(実績) 1.76%
 PER(実績) 22.88 倍
 PBR(実績) 1.61 倍

(単位:百万円)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
売上高	45,364	47,546	47,923	51,250	56,289	55,178	54,302	57,262	59,800	60,426
営業利益	6,670	6,731	6,070	5,327	6,837	4,927	5,368	5,747	6,050	5,948
経常利益	6,294	6,311	6,125	5,240	6,704	5,176	5,715	6,007	6,308	6,242
税金等調整前利益	6,269	5,898	5,924	5,213	6,665	4,837	5,474	5,814	6,119	6,273
当期純利益	3,244	3,241	3,105	2,620	3,500	3,013	2,803	2,675	3,300	3,608
ROE	8.84%	8.49%	7.65%	6.38%	8.66%	7.18%	6.57%	6.17%	7.35%	7.72%
ROA		14.50%	12.30%	10.35%	12.92%	9.54%	10.40%	10.69%	11.11%	10.28%

当社は、ヘアスタイリング商品を量販店向けに低・中価格で販売しており、若年層にも手に届きやすい価格帯で販売している。特に男性向けヘアスタイル商品が人気を占めており、当社の主力商品である「GATSBY」は化粧品業界を牽引する商品となっている。当社の連結売上高は毎年上昇しており、2013年3月期の売上高は約604億円にのぼる。また、2013年8月26日に新商品の「HAIR JAM」を発売したこともあり、中期経営計画である売上高660億円以上の達成まで時間はかからないであろう。

われわれは当社の分析において、マルチプル分析を中心に分析を行った。その結果、本レポートの要点を以下のようにまとめた。

- ◆ 当社は借入を一切行っていない。一方で、高いROAを維持し本業で利益を上げているため事業拡大の余地がある。この経営状況を改善するためには、今後積み上がっていく現預金の有効活用や事業拡大に伴う借入を行うことが望ましい。



大阪市立大学商学部
 宮川研究室 3 回生
 マンダム分析チーム

奥 未歩
 川畑 勇紀
 高橋 竜一
 田中 千尋

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

目 次

1. 会社概要：株式会社マンダムの概要と沿革
 - (1) 会社概要
 - (2) 事業概要
 - (3) 沿革

2. 事業戦略分析：セグメント別の事業分析
 - (1) 日本
 - (2) インドネシア
 - (3) その他海外

3. マルチプル分析：具体的な数値による分析
 - (1) 株価推移
 - (2) PER
 - (3) PBR
 - (4) EV/EBITDA 倍率

4. 財務分析：ROA、ROE、現金保有比率、運転資本比率に関する考察
 - (1) ROA
 - 1.同業他社比較
 - 2.分解分析
 - (2) ROE
 - 1.同業他社比較
 - 2.デュポン分解
 - (3) 現金保有比率
 - (4) 運転資本比率

5. まとめ：今後の資本効率の改善に向けて

1. 会社概要：株式会社マンダムの会社概要と沿革

(1) 会社概要

社名：株式会社マンダム

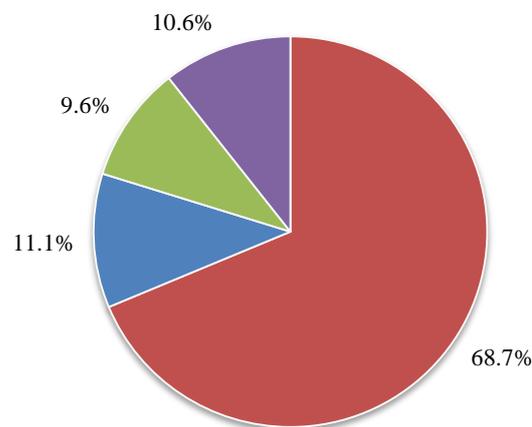
本社：大阪市中央区十二軒町 5-12

操業：1927年2月「金鶴香水株式会社」設立

事業内容：男性グルーミング事業、女性コスメティック事業、女性コスメタリー事業

(2) 事業概要

【図表 1】事業別売上高構成比（2013年度3月期）



■ 男性グルーミング ■ 女性コスメティック ■ 女性コスメタリー ■ その他

(出所) 有価証券報告書より作成

「男性グルーミング事業」が当社のコア事業である

当社の事業は、主に「男性グルーミング事業」「女性コスメティック事業」「女性コスメタリー事業」の3つに分けられる。2013年度3月期の売上高構成比は「男性グルーミング事業」が68.7%、「女性コスメティック事業」が11.1%、「女性コスメタリー事業」が9.6%という内訳になっており、このことから「男性グルーミング事業」が当社のコア事業であるということが出来る。「男性グルーミング事業」の主力商品としては、「GATSBY シリーズ」が挙げられる。

男性グルーミング事業	男性の日常の身だしなみやおしゃれ全般に使用する商品群を扱う事業。 「GATSBY」 「LUCIDO」 など。
女性コスメティック事業	メイクアップやスキンケアなど女性のビューティーライフに彩りを添える事業。 「ビフェスタ」 「ピクシー」 など。
女性コスメタリー事業	スタイリングやフェイス&ボディなど女性の日常の身だしなみやおしゃれ全般に使用する商品群を扱う事業。 「LUCIDO-L」 「ピュセル」 など。

(3) 沿革

「金鶴香水株式会社」から「丹頂株式会社」へ

1927年2月に「金鶴香水株式会社」が設立された。1933年に「丹頂チック」を発売すると、男性用化粧品として日本国内で大ヒットしロングセラー商品となった。この丹頂チックのヒットは企業基盤を確固たるものにしたとされている。丹頂ブランドの知名度より1959年に「丹頂株式会社」と社名を変更した。

偶発的とも言える海外進出へのきっかけと成功

1958年、日本に来た華僑・華人のビジネスマンが関心を示し、製品をお土産として大量に購入して持ち帰った。そのことで商品の評判が口コミで中国系の人々に広まり、現地生産を始めるきっかけとなった。当時アジアで一番の国際都市と言われていたフィリピンのマニラにて技術提携で進出した。その後、香港、シンガポール、タイなどに貿易あるいは技術提携ベースで進出していった。現在は、海外11社にグループ展開を拡大している。海外の売上高は連結売上高の約4割を占めており、そのうちの半分がインドネシアの売上である。

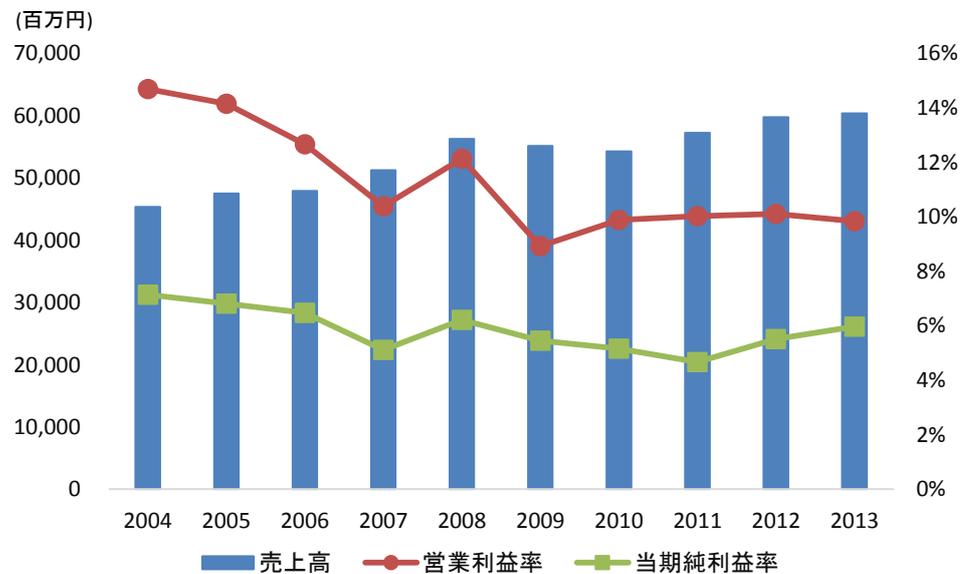
「株式会社マンダム」の主力商品「GATSBY ムービングラバー」登場

1970年にチャールズ・ブロンソンを広告キャラクターとしたマンダムシリーズを発売。大ヒットしたことを機に1971年、社名を「株式会社マンダム」に変更した。2005年に資生堂「uno」に男性ヘアワックス市場のシェアを奪われたが、2006年に「GATSBY ムービングラバー」を発売し、シェアを奪い返した。「GATSBY ムービングラバー」は現在も当社の主力商品になっている。

沿革	
1927	「金鶴香水株式会社」設立
1933	「丹頂チック」発売
1959	社名を「丹頂株式会社」に変更
1969	インドネシアジャカルタ市に合併による現地法人P.T.TANCHO INDONESIA設立
1970	「マンダムシリーズ」発表会にて、9品種10品目の発売を発表
1971	社名を「株式会社マンダム」に変更
1984	女性マス市場への第1弾として「ピュセル・マイリップ」発売
1985	店頭販売初の男性用ヘアフォームなど「ハイファンク・ギャツビー・シリーズ」発売
1988	シンガポールにて現地合弁会社スタート
1989	業界初の無香料男性化粧品「ルシード」発売
1992	フィリピンにて現地合弁会社スタート
1993	香港にて現地合弁会社スタート 無香料女性ヘアメイクライン「ルシードエル」発売
1996	中国にて現地合弁会社スタート
1997	マレーシアにて現地合弁会社スタート
1999	「ギャツビー」が男性化粧品ブランドとしては業界初の100億円突破 韓国にて現地合弁会社スタート
2001	「ギャツビーヘアカラーシリーズ」発売により男性黒髪用ヘアカラー市場創造
2002	アジア地域で「ギャツビー」「ルシードエル」の水平展開スタート
2003	「ルシードエルプリズムマジックヘアカラーシリーズ」発売により、女性用黒髪ヘアカラー市場に参入
2005	女性化粧品自社開発第1号「パーフェクトアシスト24」発売
2006	「ギャツビームービングラバー」発売
2008	「ルシードエル」全面リニューアル開始
2011	「ルシード」エイジングケアブランドへ全面リニューアル 女性コスメティックブランド「ビフェスタ」発売
2013	GATSBY「HAIR JAM」発売

2. 事業戦略分析：セグメント別の事業分析

【図表 2】 連結売上高・営業利益率・当期純利益率



(出所)有価証券報告書より作成

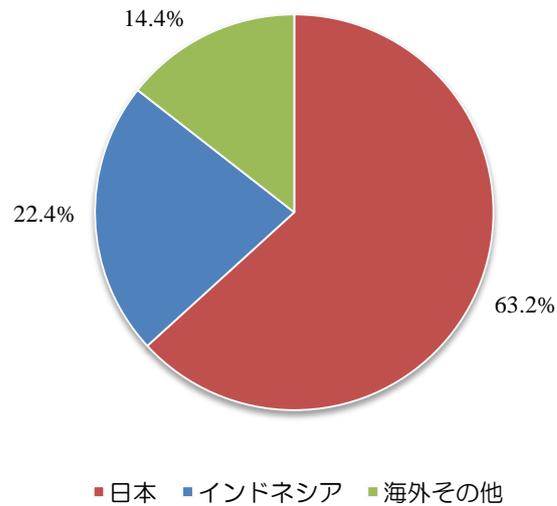
連結売上高・当期純利益率は増加傾向、営業利益率は横ばいで推移

過去 10 年の売上高を見ると、連結売上高は 2004 年以降毎年上昇していたが、2009 年から 2010 年にかけては減少した。これは、2008 年の米リーマンショックによる影響であると考えられる。2011 年以降は再び回復し、2013 年 3 月期の連結売上高は 604 億円にのぼっている。

2004 年から売上高が上昇している一方で、営業利益率は減少してきている。これは、売上高の上昇ほどに営業利益は上昇していないということである。2009 年以降、営業利益率は約 10%を維持しており、安定的に推移している。

当社の売上高に占める当期純利益率は、2008 年から 2011 年にかけて低下してきたが、2012 年以降は上昇してきている。2012 年から 2013 年にかけて上昇した理由としては、当社の法定実効税率が 2012 年の 40.63%から 2013 年は 37.96%に低下したことも挙げられる。

【図表 3】 地域セグメント別売上高構成比 (2013年3月期)



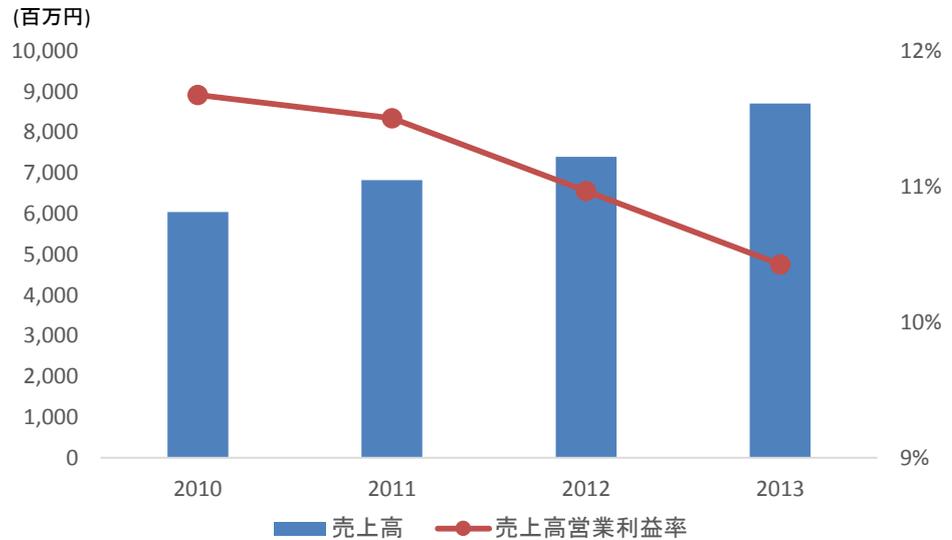
(出所) 有価証券報告書より作成

「日本」、「インドネシア」で売上高の約 8 割を占めている

当社は、「日本」、「インドネシア」、「海外その他」という地域セグメントに分けられる。売上高の約 6 割が「日本」であり、2 割が「インドネシア」、残りが「海外その他」という構成比になっている。「インドネシア」での売上高が大きい理由としては、当社が早期にインドネシアでの現地生産を開始したため、ブランドが根付いたからだと考えられる。「海外その他」のうちの一地域である中国は、現地生産を行っているものの、資生堂などの競合他社の進出が早かったため、マンダムブランドが一般的に認知されていないものと考えられる。

(1) 日本

【図表 4】日本の売上高・営業利益率



(出所) 有価証券報告書より作成

➤ 男性グルーミング事業

当社は「GATSBY」や「LUCIDO」など男性化粧品業界を牽引するブランドを有している

「GATSBY」や「LUCIDO」を中心とした当社のコアとなっている事業。「GATSBY」は、若年層をターゲットとしたブランドで、売上 300 億円以上、販売数量 5 億個以上という当社のコアブランドである。日本だけでなくアジア各国でも高い認知度を誇り、男性化粧品のトップブランドである。また「LUCIDO」はミドル男性をターゲットにしたブランドであり、シンプルで清潔感のある商品を展開している。

しかし国内における男性化粧品市場環境は近年鈍化傾向にある。これはヘアスタイリング市場が少子化によるユーザーの減少などが原因で、縮小傾向にあるからである。しかし一方で、生活者のケア意識の向上や近年の猛暑の影響によりボディケア商品の需要が高まり、フェイス&ボディ市場は拡大傾向にある。この市場はヘアスタイリング市場と比べて、シェアが低いので今後成長が見込める。

➤ 女性コスメティック事業

当事業は競争が激しいなか、ブランド認知拡大に取り組んでいる

日本の女性スキンケア市場は、ドラッグストアでの化粧品の購買が増え、各社から高機能低価格化粧品が数多く発売されている。また、製薬メーカーなど異業種からの化粧品市場参入が増加するなど、競争環境はますます激しくなっている。クレンジング市場も伸び悩みの状況となっているが、新たなコンセプトや価値の提案により、売上規模の拡大が見込める市場である。

2013年3月期の取り組みとしては、「ビフェスタ」の「水クレンジングシリーズ」は、ブランドの認知拡大に加え、シリーズのコンセプトである「水クレンジング」というクレンジング剤における新たな価値の認知拡大と使用喚起に取り組んでいる。

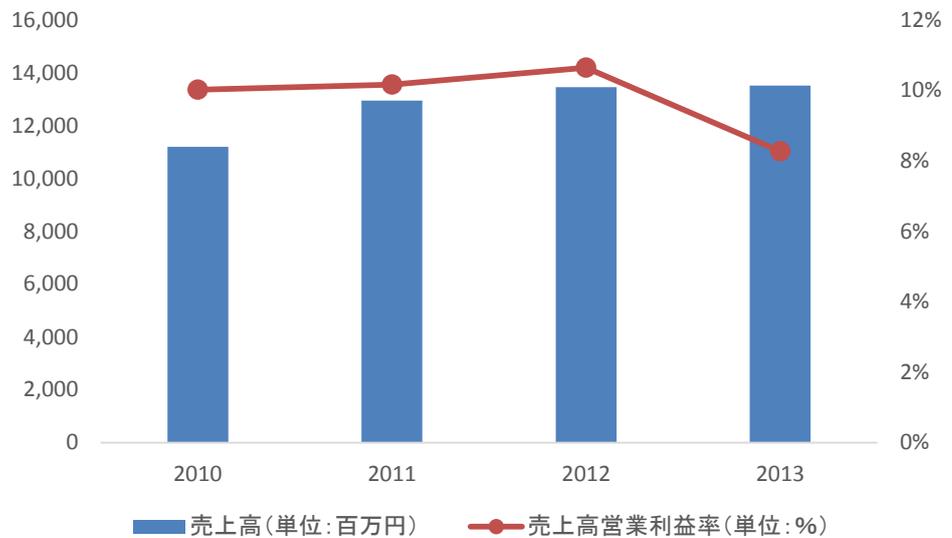
➤ 女性コスメタリー事業

主力ブランドである「LUCIDO-L」を展開し、ボディシート市場にも参入

女性コスメタリー事業は「LUCIDO-L」を主力ブランドとして展開している。しかし、ヘアスタイリング市場の縮小に伴い売上は低迷している。他にも、近年売上が伸長している「ボディシート」市場にも参入している。この事業において今後は、「LUCIDO-L」でワックスカテゴリーシェア NO.1 の維持を図る。また、「ボディシート」に新香調を追加し、バリエーションを拡充しシェア獲得を目指す。

(2) インドネシア

【図表 5】 インドネシアの売上高・営業利益率



(出所) 有価証券報告書より作成

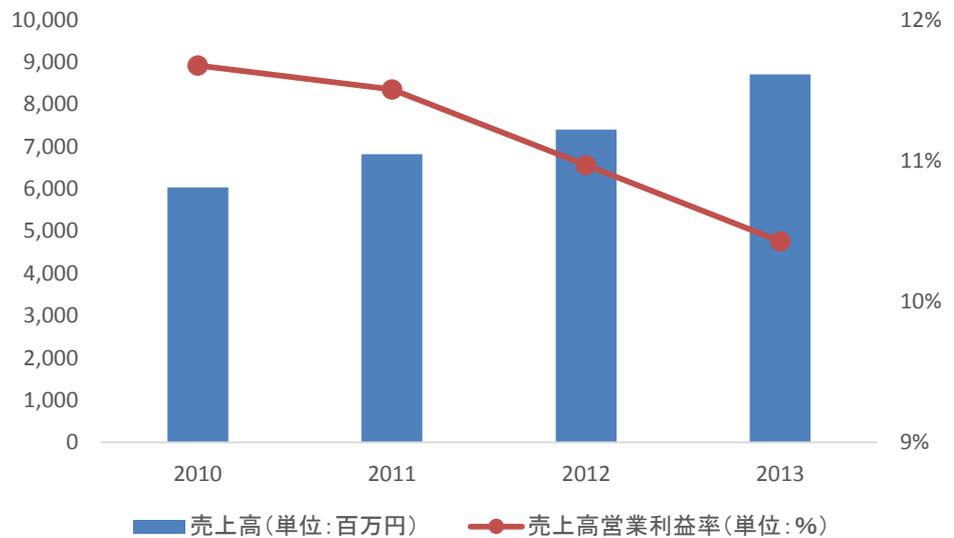
海外事業の成長を牽引する海外グループ最大の事業エリア

インドネシアは近年急速な経済成長を背景に、所得水準が上昇し、生活環境も変化してきており、消費市場が拡大している。特に所得水準の上昇による中間層の拡大に加え、貧困層の減少により内需が拡大している。世界第4位の人口を誇る消費市場は、さらなる拡大が見込まれる。

男性化粧品がまだ定着していない1969年にインドネシアに進出した当社は、現地生活者のウォンツに合わせた商品を提案し、市場を自ら開拓・育成してきた。ヘアスタイリング市場のシェアは7割を超え、男性化粧品トップメーカーであるとともに、女性化粧品も好調に成長を続けている。

(3) 海外その他

【図表 6】 海外その他の売上高・売上高営業利益率



(出所) 有価証券報告書より作成

成長ポテンシャルの高い市場展開

今後の成長を担う事業エリアである「海外その他」としては、韓国、台湾、中国、フィリピン、マレーシア、シンガポール、インドネシア、インドである。各国の経済成長に伴う人口増加や成長水準の向上により、ますますの成長が見込める市場である。「海外その他」の売上高と営業利益は2012年から2013年にかけてともに増加している。しかし、売上原価が2012年から2013年にかけて増加しているため、営業利益の増加率が低くなっている。そのため、営業利益率は低下している。この問題を改善しつつ、さらに海外市場へ展開していくことが当社の売上高利益率の回復につながる。

3. マルチプル分析：具体的な数値による分析

(1) 株価推移

【図表 7】 TOPIX とマンダムの株価の推移



(注)2003年3月を100として指数化

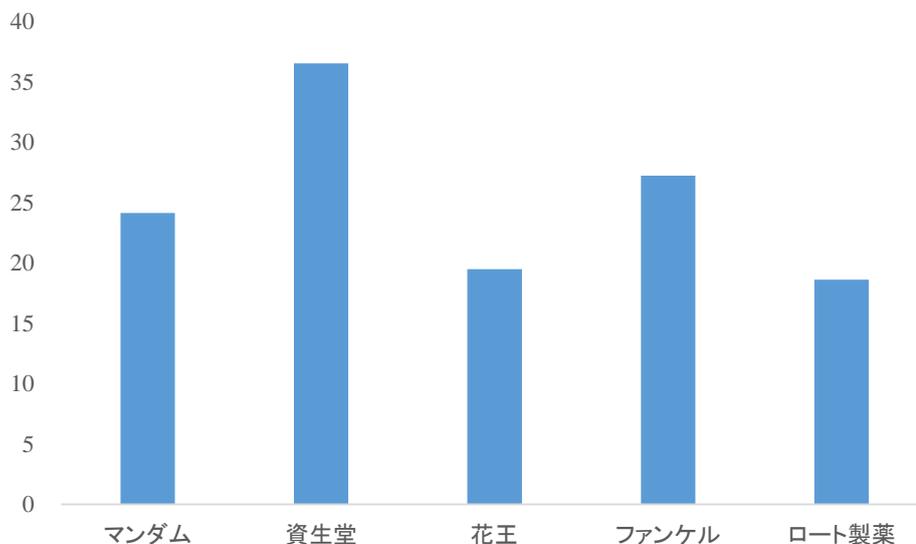
(出所)Yahoo!ファイナンスより作成

当社の株価は市場の影響を受けやすくなりつつある

当社の株価は2009年までおおむね安定している。TOPIXと比べて株価の上昇率は大きくはないが、それは当社が市場の影響を受けにくいからであると考えられる。その理由としては、製品を国内で生産し海外に輸出するという形ではなく、海外現地で生産・販売しているからであると考えられる。なお、2009年はリーマンショックの影響で一時的に株価が下落したと考えられる。2013年に再び株価が上昇しているのは、政権交代に伴うアベノミクスの影響であると考えられる。

(2) PER

【図表 8】 PER の比較(2013 年 3 月期)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

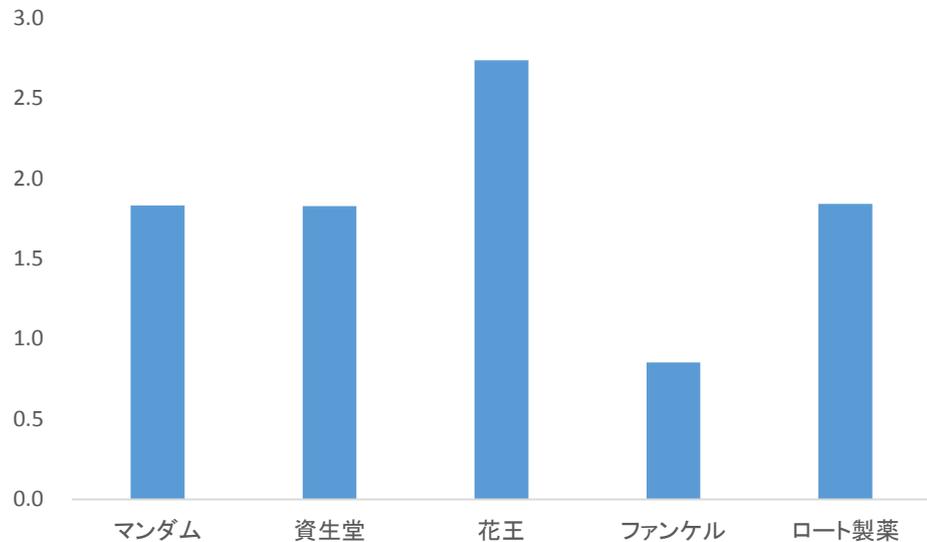
$$\text{PER} = \frac{\text{株価}}{\text{一株あたり当期純利益 (EPS)}}$$

当社の PER は安定的に推移

マンダムの株価は 2004 年から 2013 年まで安定しているため、PER も安定的である。2009 年にリーマンショックの影響で株価が下落したが、EPS はほとんど変化がなかったため、2009 年に PER が低下した。他社も同様の要因で低下したと考えられる。2013 年 3 月期の当社の PER は、24.14 倍である。PER をみると、当社の株価は概ね妥当であると考えられる。

(3) PBR

【図表 9】 PBR の比較(2013 年 3 月期)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

$$\text{PBR} = \frac{\text{株価}}{\text{一株あたり株主資本 (BPS)}}$$

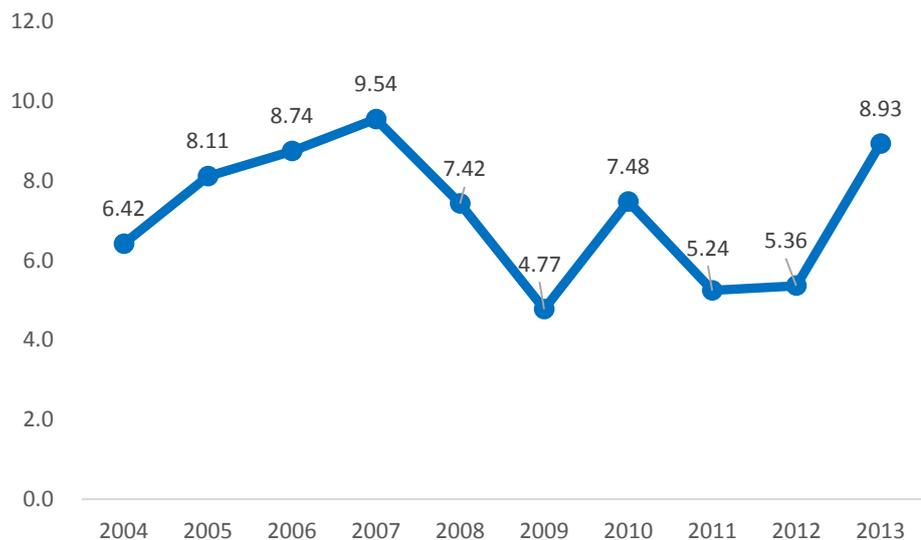
当社の PBR は業界平均

PBR は、株価と同じように推移する。それは、BPS が競合他社に比べて安定しているためである。なお、2009 年はリーマンショックによる株価の大幅な下落の影響により、全社の PBR が下落し、マンダムは 1.0 を下回った。2009 年以降は、競合他社も似た推移をしている。2013 年 3 月期の当社の PBR は、1.83 倍である。当社の PBR は業界平均であり、概ね適正であると考えられる。

(4) EV/EBITDA 倍率

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
時価総額 (百万円)	59,370	70,351	71,557	71,195	72,402	39,363	61,542	48,968	50,102	79,642
現預金 (百万円)	5,636	2,762	4,083	3,894	5,067	4,608	5,531	6,285	5,674	7,219
EV (百万円)	53,734	67,589	67,474	67,301	67,335	34,755	56,011	42,683	44,428	72,423
営業利益 (百万円)	6,681	6,701	6,066	5,196	6,837	4,926	5,368	5,747	6,050	5,947
減価償却費 (百万円)	1,694	1,632	1,653	1,856	2,236	2,353	2,125	2,394	2,242	2,165
EBITDA (百万円)	8,375	8,333	7,719	7,052	9,073	7,279	7,493	8,141	8,292	8,112
EV/EBITDA倍率	6.42%	8.11%	8.74%	9.54%	7.42%	4.77%	7.48%	5.24%	5.36%	8.93%

【図表 10】 EV/EBITDA 倍率



(出所) Yahoo!ファイナンス,有価証券報告書より作成

EV = 時価総額 (株価×発行済み株式数) + 有利子負債 - 現預金

EBITDA = 営業利益 + 減価償却費

時価総額の上昇により、EV/EBITDA 倍率は上昇

時価総額は、株価×発行済株式数で算出したが、発行済株式数に変化はないため、時価総額は株価の影響を受けると考えられる。なお、当社は一切の借り入れを行っていないため、有利子負債をゼロとして計算した。当社は、2007年度のEV/EBITDA倍率が9.6倍であり、割高に評価されているといえる。2008年から2009年にかけては、リーマンショックの影響による株価の下落で時価総額が減少し、それに比例してEVが減少したため、EV/EBITDA倍率が4.59倍まで低下した。2011年には再び減少したものの、それ以降は円安による株価の上昇に伴いEVが増加しているため、EV/EBITDA倍率が8.58倍まで回復してきている。

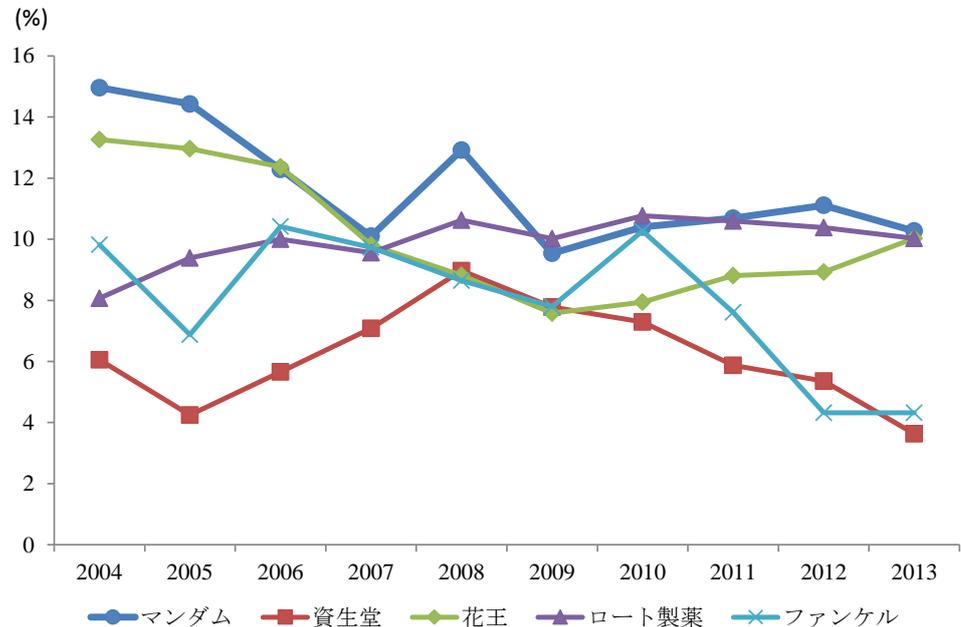
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

4. 財務分析：ROA、ROE、現金保有比率、運転資本比率に関する考察

(1) ROA

1. 同業他社比較

【図表 11】 ROA の他社比較



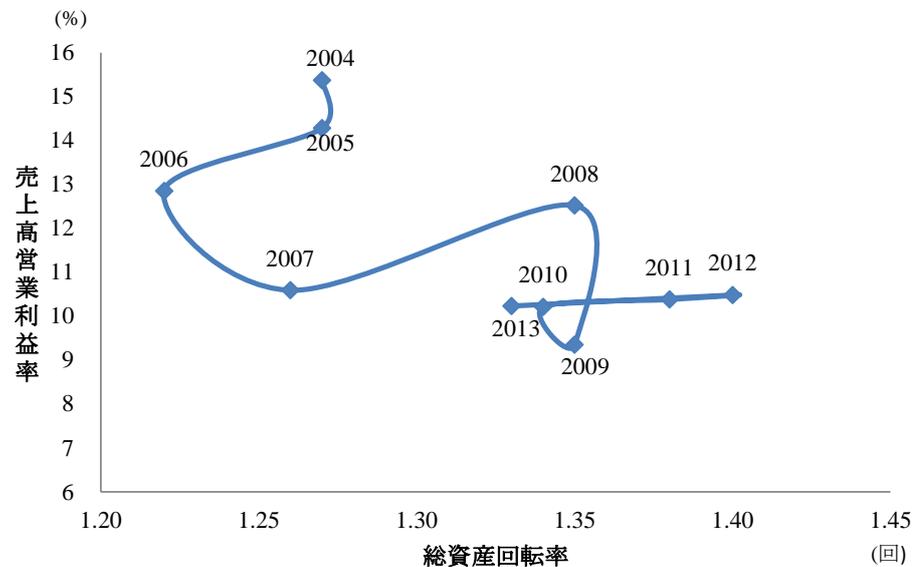
(出所) 日経 Needs FQ より作成

当社の ROA は他社に比べ安定的であり、2 桁を維持

当社の ROA は 2003 年が最も高く、その後は低下している。2008 年に一時的に回復したが、リーマンショックの影響により当社を含むほとんどの企業が落ち込みを見せている。しかし、2009 年以降は、他社が大きく変動している中で当社は安定的に 10% 台を維持している。次項から当社の ROA を分解することにより、なぜ当社の ROA が高く維持されているのかを考察する。

2.分解分析

【図表 12】 ROA の分解推移



(出所) 日経 Needs FQ より作成

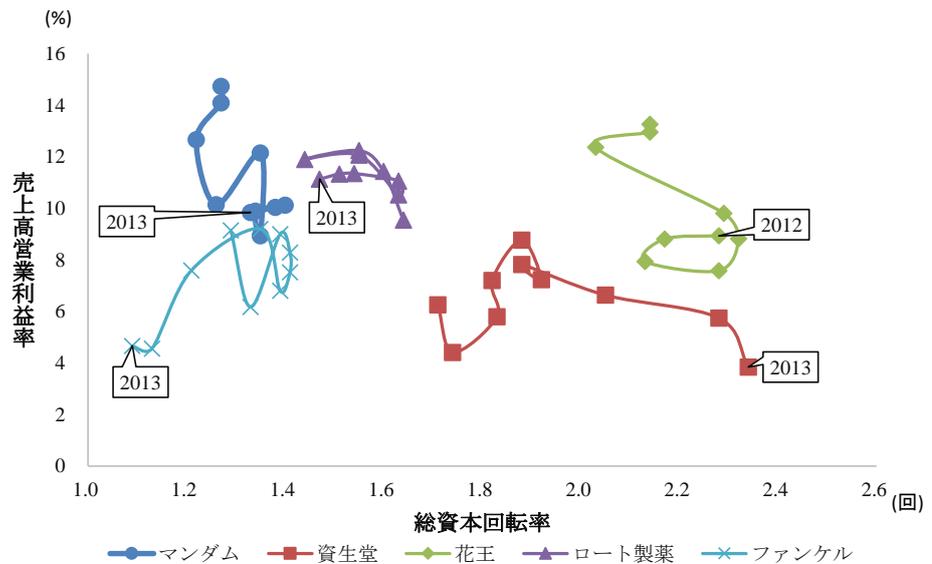
$$\text{ROA} = \text{売上高事業利益率} \times \text{総資本回転率}$$

総資産回転率は 2006 年以降上昇。売上高営業利益率は安定して推移

2003 年は売上高営業利益率・総資本回転率がともに高く、理想的な事業展開がされていたといえる。売上高営業利益率が 2008 年から 2009 年にかけて低下しているのは、営業利益が約 19 億円も減少したためである。売上高営業利益率はリーマンショックの影響を受けた 2009 年を除けば、10%以上と高水準を維持している。しかし、ここ数年は売上高営業利益率は安定して推移している。

総資本回転率は 2004 年から 2006 年にかけて低下しているが、2006 年以降は回復している。2007 年から 2008 年にかけて総資本回転率が大幅に回復している理由は、総資本は 36 億円の増加だったのに対し、売上高が 50 億円も増加したことが要因である。2013 年の総資本回転率が低下しているのは、売上高の増加率に比べて総資産の増加率のほうが高かったためである。

【図表 13】 ROA 分解推移の他社比較

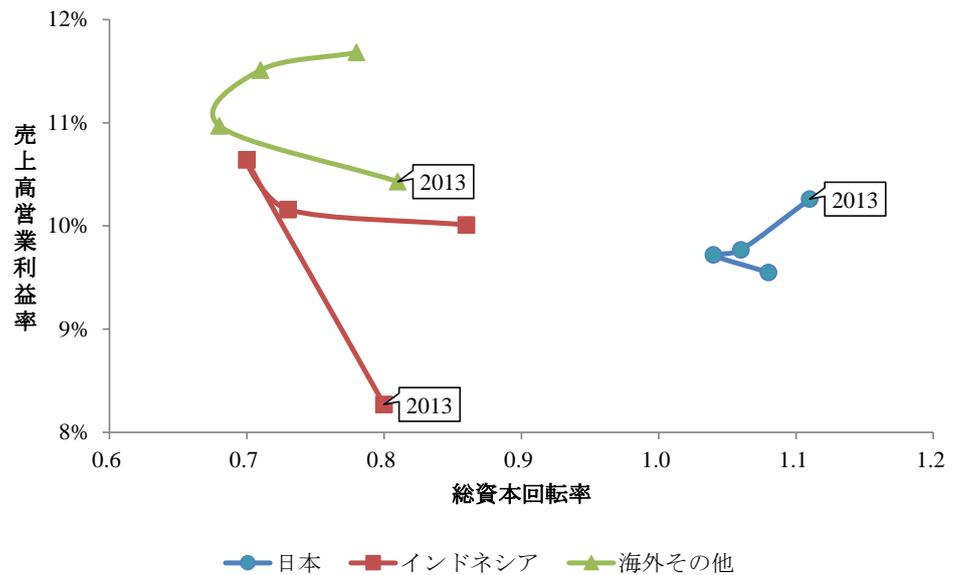


(出所) 日経 Needs FQ より作成

売上高営業利益率は当水準を維持。そのため、事業を拡大させる余地あり

他社と比較すると当社の総資本回転率はそれほど高くないことが分かる。それに対し、当社は売上高営業利益率が他社よりも高い水準を維持していることが分かる。競合他社の多くが 2013 年にかけて売上高営業利益率が大幅に低下している中で、当社はロート製薬に次いで少ない減少幅であり、ROA は 10% 以上を維持している。以上のことから、当社は本業で稼げていることを示している。そのため、さらに事業を拡大する余地があると我々は考える。日本経済新聞や日刊コスメ通信によると、各年代で男性の化粧意識は高まっており、使用率拡大の余地を残すフェイス&ボディケアを中心に長期の需要が見込めるということである。

【図表 14】 ROA のセグメント別分解



(出所) 有価証券報告書より作成

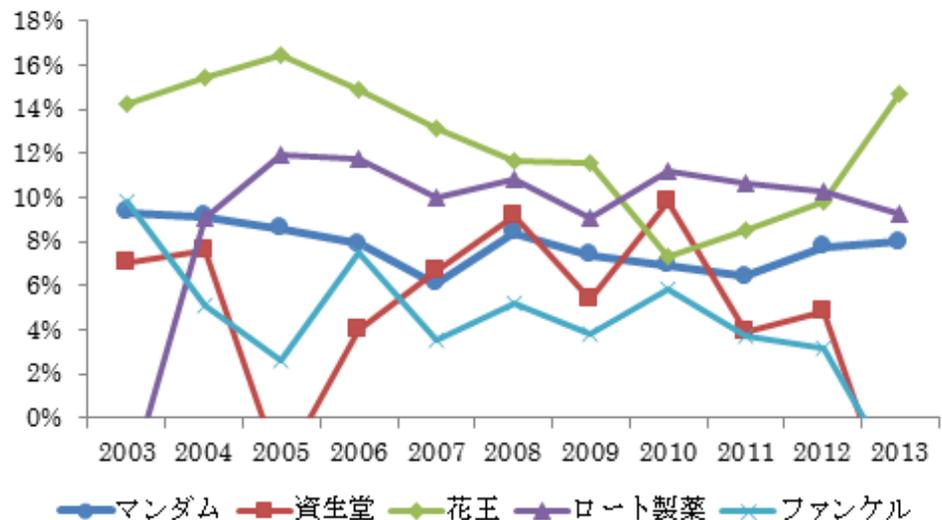
「日本」は、総資本回転率・営業利益率ともに高い

「日本」は少子高齢化や市場成熟化により、売上高は伸び悩んでいるが、安定した総資本回転率と営業利益率を誇る。「インドネシア」では、2012年まで上昇していた営業利益率が2013年に大幅に下落しており、総資本回転率は2010年から2012年にかけて低下しているが、2013年は回復している。「海外その他」は、2012年までどちらの数値も下落していたが2013年の回転率は回復している。

(2) ROE

1. 同業他社比較

【図表 15】 ROE の他社比較



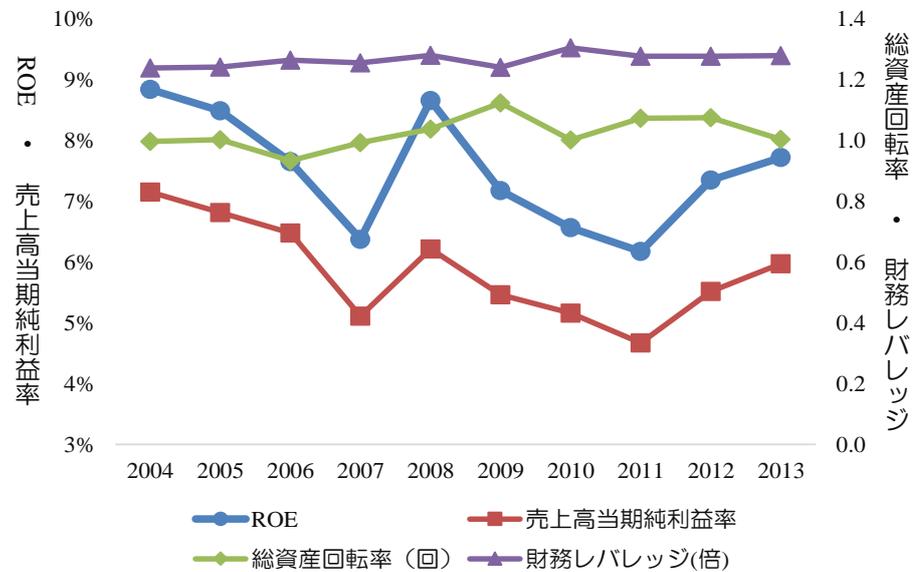
(出所) 日経 Needs FQ より作成

ROE は安定して推移

資生堂やファンケルは ROE の変動幅が大きいのにに対し、当社の ROE は過去 10 年間のデータを見ると平均 7% 台で推移しており、他社に比べ安定しているといえる。ROE が安定している理由は、当期純利益率が 5~6% と安定して推移しているためであるといえる。その要因としては、季節によって変化する顧客のニーズに合う商品を展開していることが挙げられる。また、当社のコア事業である男性グルーミング事業が安定した利益を獲得していることも一因である。

2. デュボン分解

【図表 16】 ROE のデュボン分解



(出所) 日経 Needs FQ より作成

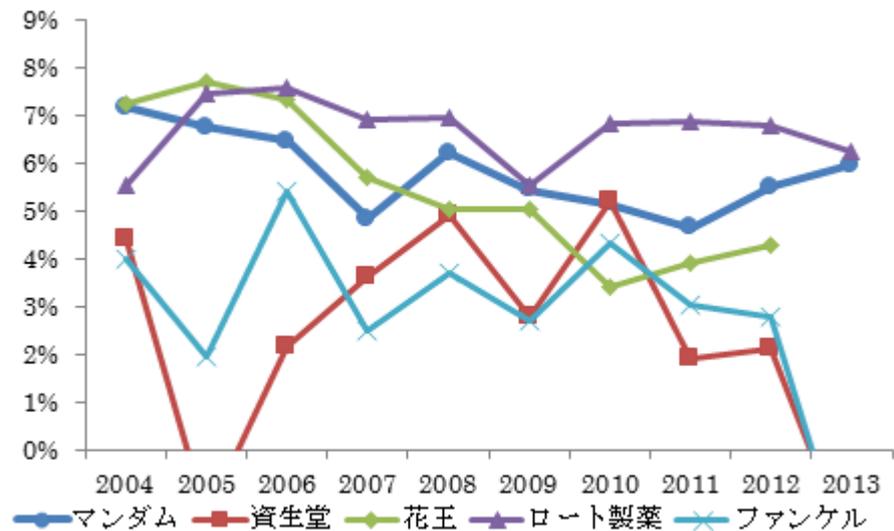
当社の ROE を売上高当期純利益率、総資本回転率、財務レバレッジに分解

$$\text{ROE} = \text{売上高当期純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

株主が企業の価値を評価する際の指標となるのが、ROE である。そこで、当社の ROE を分解し、売上高当期純利益率、総資本回転率、財務レバレッジに関して考察する。上図より、当社の財務レバレッジと総資本回転率が概ね横ばいであるため、ROE の変動要因となるのは売上高当期純利益率であると考察される。以下で、各要素について詳しく分析していく。

➤ 売上高当期純利益率

【図表 17】 売上高当期純利益率の他社比較



(出所) 日経 Needs FQ より作成

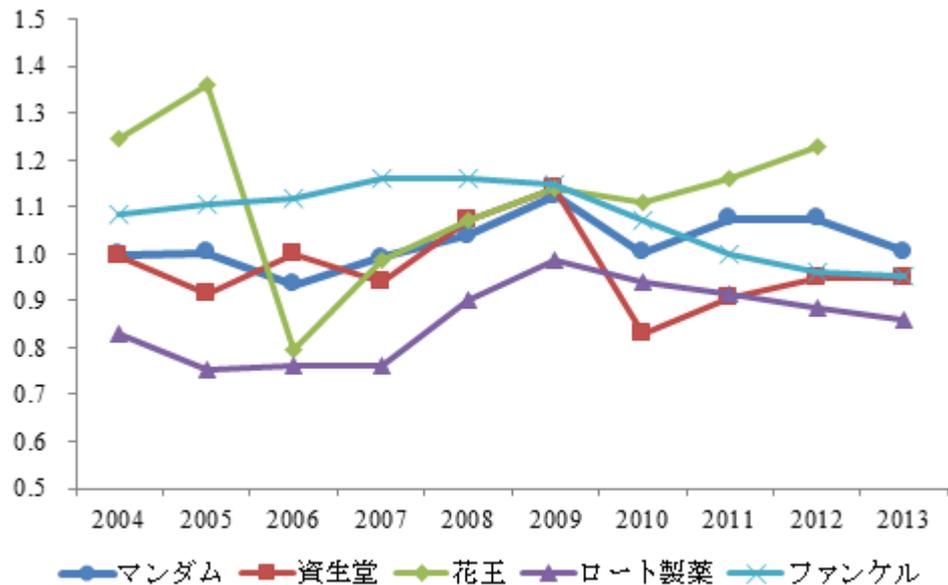
当社は売上高当期純利益を高い水準で維持

当社の売上高当期純利益率は比較的高い水準を維持している。2007年の低下の原因は新商品開発における付加価値の追求のための新たな原材料の採用、高原価率商品の売上占有率の上昇などが相俟った売上原価率の上昇に加え、「GATSBY」のリニューアルに伴うマーケティング費用の積極的な投下により、営業費用が増加したことによる。

2008年には「GATSBY ムービンググラバー」のリニューアルの伴い当期純利益が増加したため、売上高当期純利益率も上昇。2008年以降、法人税が増加したため当期純利益が減少した。そのため、売上高当期純利益は低下したと考えられる。2012年以降は再び上昇してきている。

➤ 総資本回転率

【図表 18】 総資本回転率の他社比較



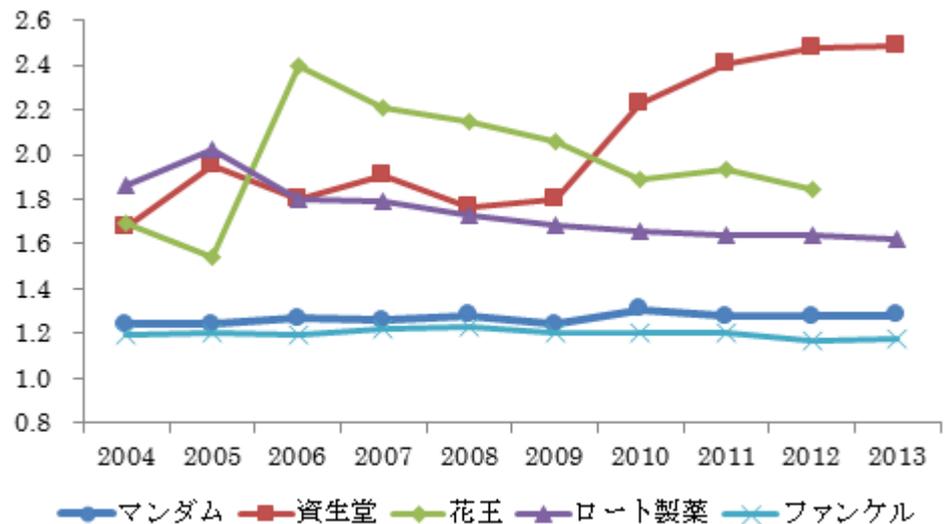
(出所) 日経 Needs FQ より作成

使用総資本回転率は安定しているものの、回復の必要あり

2004年から2009年にかけて総資本回転率は上昇しているが、2009年から2010年にかけて低下している。その原因としては、2009年から2010年にかけて有価証券や現預金が大幅に増えたために総資本が増加し、結果として使用総資本回転率が低下した。他社は総資本回転率が1.0を下回る年が多いのに対し、当社の総資本回転率は2006年度を除き1.0を上回っているため、資本を効率的に活用することが出来ているといえる。

➤ 財務レバレッジ

【図表 19】財務レバレッジの他社比較



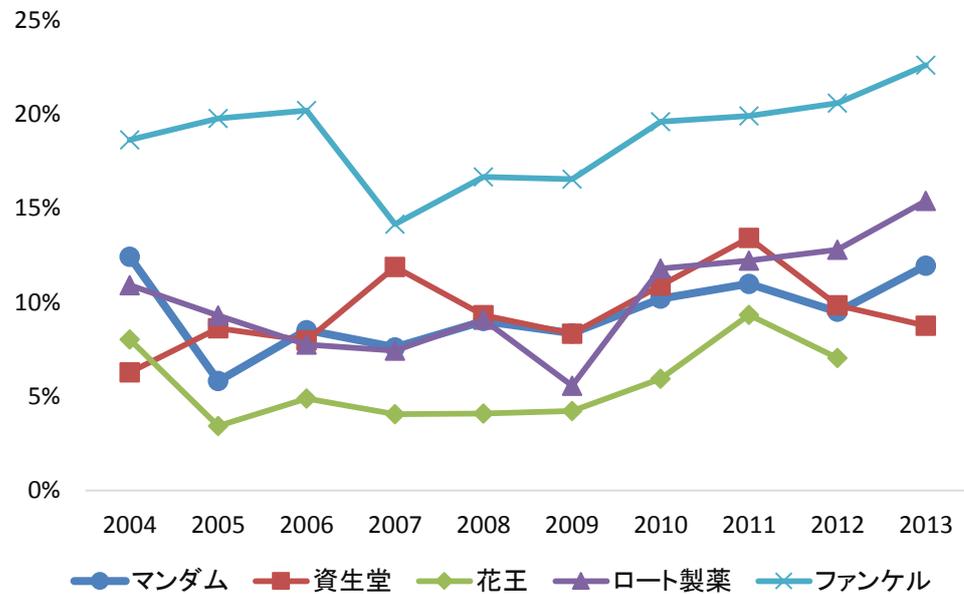
(出所) 日経 Needs FQ より作成

当社は借入を行っていないため、レバレッジの効果が効いていない

当社は一切の借入を行っていないため、他人資本はない。借入を行わない理由としては、負債を負わないことで、企業の安全性を重視しているためである。過去 10 年間の自己資本比率は約 80%と高い値で推移している。残りの 20%は無利子負債や現預金として計上されている。一方で ROE が 7%台に留まっているのは、借入を行わないことによる財務レバレッジの低さが足かせとなっているためである。したがって、レバレッジの効果を効かせることにより、さらに当社の ROE を高めることが可能であるといえる。

(3)現金保有比率

【図表 20】 現金保有比率の他社比較



(出所) 日経 Needs FQ より作成

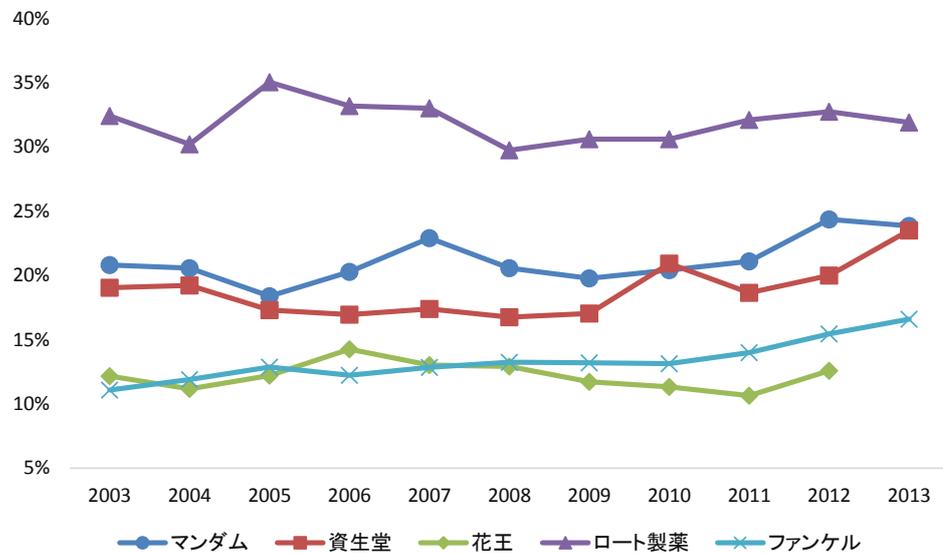
$$\text{現金保有比率} = \frac{\text{現金及び預金}}{\text{売上高}}$$

現金の有効活用が当社にとって重要である

当社の現金保有比率は上昇傾向にある。この積み上がっていく現金をいかに有効活用するかがポイントである。現金の使い道としては、配当にまわすという方法が考えられるが、当社の配当性向は2013年3月期40.2%と非常に高い配当性向である。そのため、減配を行うと株主に対するインパクトが大きくなると考えられる。そこで我々は、自己株取得を行うことによってROEを高めることが当社にとって有効な活用方法であるとする。また、自己株取得を行うことによって、当社の株価が市場において割安であるというメッセージを送ることにもつながる。

(4) 運転資本比率

【図表 21】 運転資本比率



(出所) 日経 Needs FQ より作成

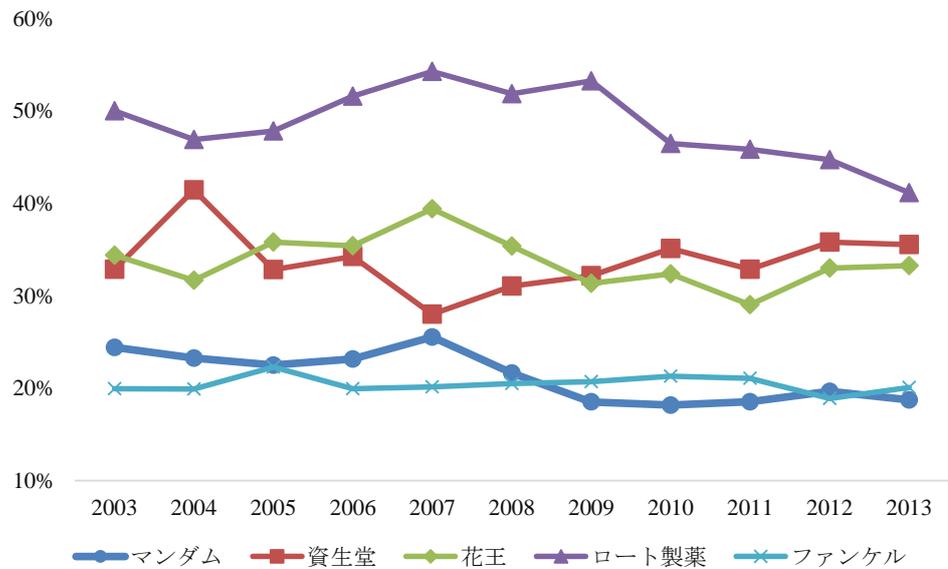
$$\text{運転資本比率} = \frac{\text{運転資本}}{\text{売上高}}$$

$$\text{運転資本} = \text{売上債権} + \text{棚卸資産} - \text{買入債務}$$

当社の運転資本比率は業界では中間位置

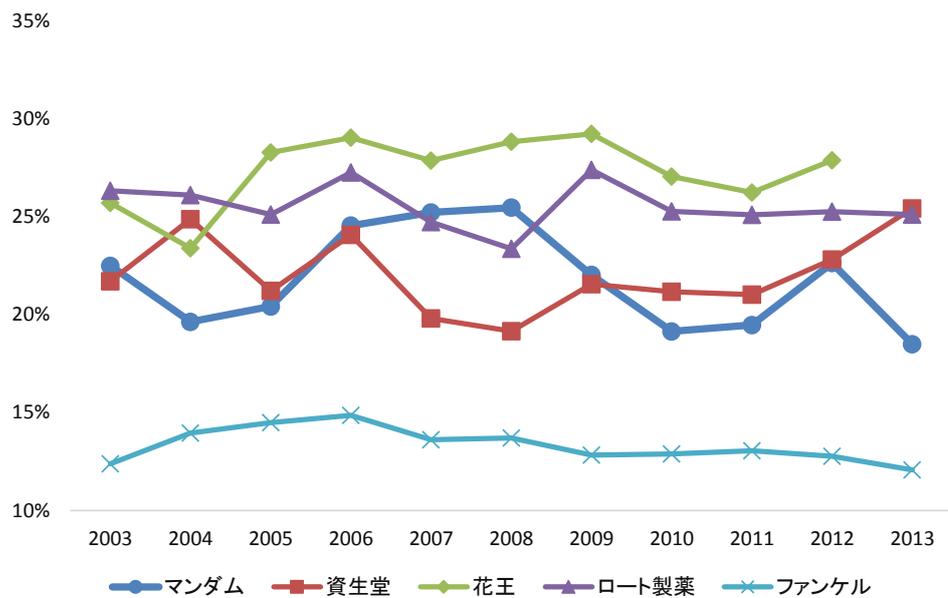
前項の現金保有比率の分析において自己株取得の妥当性について示唆した。さらにもう一点検討すべきこととして、経営を行うために必要な運転資本比率について分析する。当社は売上高に占める運転資本の割合が 20~25%が必要であることがわかる。運転資本についてみると、売掛金などによる売上債務の割合は他社に比べて低い。棚卸資産いわゆる在庫も他社に比べて少ない。したがって当社の運転資本比率が他社よりも高い理由としては、買掛金などによる買入債務が他社に比べて低いことが原因であると下図（図表 22,23,24）より分かる。

【図表 22】 売上債権比率 = $\frac{\text{売上債権}}{\text{流動資産}}$



(出所) 日経 Needs FQ より作成

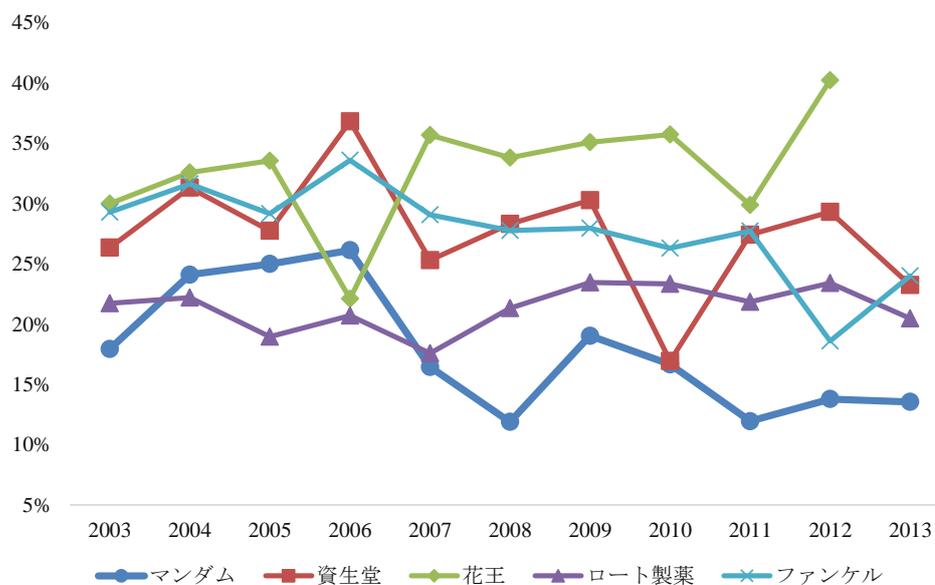
【図表 23】 棚卸資産 = $\frac{\text{棚卸資産}}{\text{流動資産}}$



(出所) 日経 Needs FQ より作成

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

【図表 24】 買入債務比率 = $\frac{\text{買入債務}}{\text{流動負債}}$



(出所) 日経 Needs FQ より作成

6. まとめ：今後の資本効率の改善に向けて

これまでの分析を通して、当社の財務的特徴についてまとめると、当社は高い ROA を維持しているものの無借金であるがゆえに ROE が横ばいで推移しているということがいえる。このアンバランスな特徴を改善するために、以下の三点について論じる。

事業の拡大によって、 今後は連結売上の増加が見 込める

当社の売上高の約 6 割を占める「男性グルーミング事業」は、安定した売上高を維持しつつ、今後は「女性コスメタリー事業」「女性コスメティック事業」を成長させる必要がある。当社の連結売上高は、2009 年にリーマンショックの影響を受けて減少したものの、2010 年以降は順調に増加している。今後は人口増加や GDP の成長に伴い「インドネシア」「海外その他」地域の売上高の増加を見込むことができる。また、商品の品質を維持しつつコストの見直しを行うことにより、営業利益率を今後も維持し続けることが可能であると考ええる。

本業で稼げているため、 借入をして事業を拡大す る余地がある

財務分析を行った結果、当社の ROA を分解すると他社に比べ営業利益率が安定的に高い数値を維持していることから、本業で稼ぐことが出来ているといえるため、さらに事業を拡大させる余地があると考ええる。また、当社の ROE が 7% 台に留まっている理由としては、財務レバレッジが他社に比べて低いことが原因であるということが判明した。これらことから、当社は借入を行うことでさらに事業を拡大することができ、同時に財務レバレッジの効果を高めることによって ROE が高まる。つまり、当社にとって借入を行うことは妥当であると我々は考える。

現金を有効活用すること により、ROE を高めるこ とが出来る

現金保有比率をみると、今後は現金が増加していくことが予測されるため、自己株取得を行うことによって余分な資産を減らし、ROE を高めることが当社にとって有効であると考ええる。自己株取得を行うことは、当社の株価が割安であると市場にメッセージを送る効果もある。したがって、今後積み上がっていく現金を有効活用することが当社にとって重要である。

➤ 連結貸借対照表

(単位：百万円)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
流動資産	24,811	23,713	23,876	24,914	26,271	29,319	32,918	33,654	36,543	41,309
現金及び預金	5,636	2,762	4,083	3,894	5,067	4,607	5,531	6,285	5,674	7,219
有価証券	7,384	9,601	7,199	7,296	7,452	11,651	13,615	12,933	13,922	17,224
受取手形及び売掛金	5,774	5,339	5,530	6,365	5,689	5,430	5,986	6,240	7,188	7,745
商品及び製品	3,455	3,348	4,089	4,125	4,827	4,508	4,367	4,312	5,498	4,969
原材料及び貯蔵品	1,242	1,278	1,522	1,850	1,594	1,649	1,560	1,873	2,388	2,264
繰延税金資産	481	475	530	525	750	582	773	824	704	822
その他	839	910	923	859	892	892	1,086	1,187	1,169	1,066
固定資産	20,663	23,685	27,445	26,706	27,947	19,757	21,262	19,673	19,056	18,853
有形固定資産	12,758	12,589	14,070	15,281	15,359	11,484	12,960	12,089	11,912	11,542
無形固定資産	547	672	817	630	492	739	616	604	454	354
投資その他の資産	7,358	10,424	12,558	10,795	12,096	7,534	7,686	6,980	6,690	6,957
総資産	45,474	47,398	51,321	51,620	54,218	49,076	54,180	53,327	55,599	60,162
流動負債	5,438	5,747	6,379	5,529	6,717	5,148	7,226	5,980	6,439	7,194
支払手形及び買掛金	1,311	1,437	1,667	910	799	980	1,205	715	888	975
未払金	1,863	2,298	2,202	2,671	2,908	2,504	3,006	2,669	3,175	3,122
未払法人税等	1,217	715	1,149	488	1,435	266	1,302	813	703	995
賞与引当金	689	680	666	770	751	704	780	749	770	760
その他	358	617	695	690	824	694	933	1,034	903	1,342
固定負債	1,649	1,583	1,812	1,909	1,633	1,550	1,896	2,055	2,078	1,931
退職給付引当金	446	453	512	479	467	501	848	1,050	1,045	1,072
その他	1,203	1,130	1,300	1,430	1,166	1,049	1,048	1,005	1,033	859
負債合計	7,087	7,330	8,191	7,438	8,350	6,698	9,122	8,035	8,517	9,125
株主資本合計	-	-	-	42,628	44,806	45,539	46,245	47,514	49,410	51,613
その他の包括利益累計額合計	-	-	-	-1,531	-2,471	-6,007	-4,752	-5,766	-5,898	-4,594
少数株主持分	1,699	1,899	2,560	3,085	3,534	2,847	3,565	3,543	3,571	4,017
純資産合計	-	-	-	44,182	45,869	42,379	45,058	45,291	47,083	51,036
負債純資産合計	-	-	-	51,620	54,219	49,077	54,180	53,326	55,600	60,161

➤ 連結損益計算書

(単位：百万円)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
売上高	45,364	47,546	47,923	51,250	56,289	55,178	54,302	57,262	59,800	60,426
日本	35,711	35,635	35,003	36,025	37,957	36,126	37,070	37,495	38,940	38,208
インドネシア	-	-	-	-	-	-	11,194	12,944	13,457	13,510
その他海外	-	-	-	-	-	-	6,038	6,823	7,403	8,708
売上原価	18,580	19,278	20,007	21,994	23,931	24,920	24,553	25,868	27,409	27,568
売上総利益	26,784	28,268	27,916	29,256	32,358	30,258	29,749	31,394	32,391	32,858
売上総利益率	59.04%	59.45%	58.25%	57.08%	57.49%	54.84%	54.78%	54.83%	54.17%	54.38%
販売管理費	20,114	21,537	21,846	23,929	25,521	25,331	24,381	25,647	26,341	26,910
営業費用	38,694	40,815	41,853	45,923	49,452	50,251	48,934	51,515	53,750	54,478
営業利益	6,670	6,731	6,070	5,327	6,837	4,927	5,368	5,747	6,050	5,948
営業利益率	14.70%	14.16%	12.67%	10.39%	12.15%	8.93%	9.89%	10.04%	10.12%	9.84%
日本	5,256	4,935	4,399	3,288	4,235	2,861	3,714	3,541	3,805	3,921
インドネシア	-	-	-	-	-	-	1,121	1,315	1,432	1,117
その他海外	-	-	-	-	-	-	705	785	812	908
営業外収支	-376	-420	55	-87	-133	249	347	260	258	294
経常利益	6,294	6,311	6,125	5,240	6,704	5,176	5,715	6,007	6,308	6,242
経常利益率	13.87%	13.27%	12.78%	10.22%	11.91%	9.38%	10.52%	10.49%	10.55%	10.33%
特別損益	-25	-413	-201	-27	-39	-339	-241	-193	-189	31
税金等調整前利益	6,269	5,898	5,924	5,213	6,665	4,837	5,474	5,814	6,119	6,273
法人税等合計	2,701	2,234	2,377	2,109	2,615	1,338	2,237	2,635	2,354	2,175
少数株主損益調整前当期純利益	3,568	3,664	3,547	3,104	4,050	3,499	3,237	3,179	3,765	4,098
少数株主損益	324	423	442	484	550	486	434	504	465	490
当期純利益	3,244	3,241	3,105	2,620	3,500	3,013	2,803	2,675	3,300	3,608
当期純利益率	7.15%	6.82%	6.48%	5.11%	6.22%	5.46%	5.16%	4.67%	5.52%	5.97%
< ROE >										
ROE	8.84%	8.49%	7.65%	6.38%	8.66%	7.18%	6.57%	6.17%	7.35%	7.72%
売上高当期純利益率	7.15%	6.82%	6.48%	5.11%	6.22%	5.46%	5.16%	4.67%	5.52%	5.97%
総資産回転率(回)	1.00	1.00	0.93	0.99	1.04	1.12	1.00	1.07	1.08	1.00
財務レバレッジ(倍)	1.24	1.24	1.27	1.26	1.28	1.24	1.31	1.28	1.28	1.28
ROA	14.96%	14.43%	12.29%	10.1%	12.92%	9.54%	10.4%	10.69%	11.11%	10.27%

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

➤ キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
営業キャッシュフロー	4,396	6,061	4,912	3,412	7,614	3,458	7,766	4,063	3,692	7,605
税金等調整前当期純利益	6,280	5,868	5,920	5,082	6,665	4,836	5,474	5,813	6,119	6,272
減価償却費	1,695	1,632	1,654	1,856	2,236	2,353	2,125	2,394	2,242	2,165
投資有価証券売却損益	-31	244	1	-2	51	-4	-	14	87	2
投資有価証券評価損益	18	-	9	-	-	269	-	12	-	-
受取利息及び配当金	-102	-82	-94	-227	-212	-233	-179	-200	-217	-236
売上債権の増減額	-392	324	-21	-620	790	-475	-237	-492	-1,131	-227
棚卸資産の増減額	74	-203	-822	-180	-285	-683	510	-476	-1,904	906
仕入債務の増減額	253	147	186	-800	-181	299	170	-449	185	44
未払金の増減額	-	-83	-8	-55	-	-	-	-	-	-
法人税等の支払額	-3,126	-2,659	-1,909	-2,600	-1,799	-2,954	-1,325	-3,058	-2,215	-1,930
投資キャッシュフロー	-1,810	-6,919	-2,445	-1,121	-5,041	-1,204	-5,111	-1,408	-2,694	-5,387
有形・無形固定資産の取得による支出	-1,342	-1,977	-2,922	-2,738	-2,118	-2,992	-3,035	-2,269	-1,808	-1,873
投資有価証券の取得による支出	-1,808	-5,094	-4,310	-1,674	-7,332	-562	-118	-157	-375	-8
投資有価証券の売却による収入	2,251	1,158	2,099	2,459	4,665	5,353	1,651	400	331	585
財務キャッシュフロー	-1,457	-1,346	-1,197	-2,554	-1,660	-2,045	-2,291	-1,661	-1,668	-1,646
短期借入による収入	206	-	34	152	-	29	-	19	-	-
短期借入金の返済による支出	-206	-	-34	-152	-	-29	-	-19	-	-
自己株式の取得による支出	-1	-8	-5	-916	-2	-3	-891	-	-	-
配当金の支払額	-1,325	-1,206	-1,447	-1,435	-1,425	-2,139	-1,178	-1,402	-1,406	-1,402
現金及び現金同等物に係る換算差額	-21	17	51	63	-70	-834	184	-186	-88	118
現金及び現金同等物の増減額	1,108	-2,188	1,321	-200	844	-625	549	807	-758	689
現金及び現金同等物の期末残高	9,767	7,662	8,984	8,784	9,791	9,235	9,742	10,550	9,792	10,482

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。