

MIYAGAWA Laboratory

小林製薬株式会社 (4967)

Osaka
City
University

Faculty of business

独自のマーケティングで海外での成長を図る

Executive Summary

2014年11月12日

連結	売上高		当期純利益		利益率
	百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	%
12.03	131,166	0.9	11,726	21.4	8.94
13.03	121,532	-7.3	12,176	3.8	10.02
14.03	127,293	4.7	12,307	1.1	9.67
15.03予想	136,153	6.5	12,254	-0.4	9.00
16.03予想	141,481	3.8	12,167	-0.7	8.60
17.03予想	147,943	4.4	13,167	8.2	8.90
18.03予想	154,684	4.4	14,231	8.1	9.20
19.03予想	162,258	4.7	15,415	8.3	9.50

(出所) 日経 Needs FQ より作成

当社は2009年3月期以降に見られる利益率の大幅な改善が功を奏し、2014年3月期には16期連続の増益かつ、過去最高益を達成した。2015年3月期以降は国際事業の発展と国内でのスキンケア事業の育成を図ることで成長を続けようとしている。当分析チームでは、2015年3月期以降は消費税率引き上げの影響で国内事業の成長は減速するものの、国際事業が今後3年以内に売上高200億円を突破し当社の業績拡大をさせるため、2015年3月期以降も増収を続けると予想した。また業績予想を基に算出した理論株価は現実の株価と比べ割高となった。今後市場が当社の事業を再評価することで現実の株価は理論株価に近づくことが予想される。

- 【2015年3月期以降も増収へ】2015年3月期の売上高は前年比6.5%増収の1,361億円、当期純利益は同0.4%減益の122億円と予想している。消費税率引き上げの影響で利益率は悪化するも、国外での売上拡大によって2017年3月期以降は再び増益に転じることが予想される。
- 【国際事業売上高200億円突破へ】2014年3月期には額用冷却シートの国外での売上が国内での売上を超えた。またカイロの売上も好調で、米国では50%のシェアを獲得している。今後額用冷却シート、カイロの更なる海外での売上拡大を図り、2017年3月期には国際事業売上高200億円を突破することを予想する。

株価 (2014/10/23)

6,410円

高値 6,450円

安値 6,370円

発行済株式数

42,525,000株

時価総額

272,585百万円

PER (13.3期) 16.48倍

PER (14.3期) 20.78倍

EV/EBITDA (13.3期)

7.5倍

EV/EBITDA (14.3期)

9.68倍

配当利回り (14.3期)

1.26%

大阪市立大学商学部

宮川研究室 3 回生

小林製薬分析チーム

杉山 聡一

竹内 梨子

西 孝史

橋詰 悠生

林 雅貴

細見 圭祐

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：“あったらいいな”をカタチに競争優位を生み出すファミリー企業
 - (1) 会社概要
 - (2) 事業概要
 - (3) 沿革
2. 事業戦略分析：スキンケア事業と国際事業が成長のカギに
 - (1) トイレタリー市場動向
 - (2) 家庭用品製造販売事業
 - (3) 通信販売事業
3. マルチプル分析：株価は順調に推移するも割安に評価される傾向
 - (1) 日経平均との株価比較
 - (2) PER の同業他社比較
 - (3) PBR の同業他社比較
 - (4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較
4. 財務分析：利益は増加するも ROE、ROA の改善には繋がらず
 - (1) ROE の同業他社比較
 - (2) ROE のデュボン分解
 - (3) ROA の同業他社比較
 - (4) 現預金保有率
5. マーケティング分析：無形資産が競争優位の源泉に
 - (1) 無形資産投資比率
 - (2) 新商品開発・宣伝
6. 業績予想：外部環境の悪化も利益の伸長は続く
 - (1) 売上高予想
 - (2) 利益率予想
 - (3) 減価償却費予想
 - (4) 運転資本の増減額予想
 - (5) 設備投資費予想
7. バリュエーション：当社の成長を市場は未だ評価出来ず
 - (1) 予想 FCF の算出
 - (2) 加重平均資本コスト (WACC) の算出
 - (3) 企業価値の算出
 - (4) 理論株価の算出

1. 会社概要：“あったらいいな”をカタチに競争優位を生み出すファミリー企業

(1) 会社概要

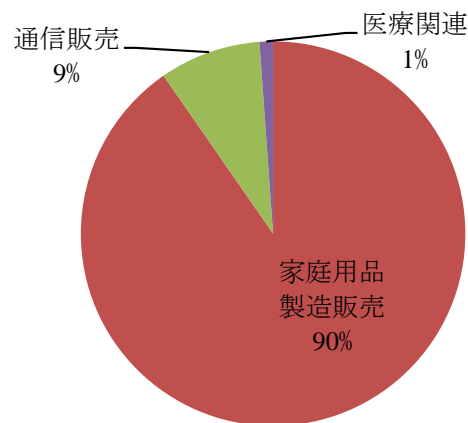
社名：小林製薬株式会社 (KOBAYASHI PHARMACEUTICAL CO., LTD.)

本社：大阪市中央区道修町四丁目 4 番 10 号

事業内容：家庭用品製造販売、通信販売、医療関連

(2) 事業概要

(図表 1) 小林製薬事業別売上高構成比(2014 年 3 月期)



(出所) 有価証券報告書より作成

家庭用品製造販売事業売上高が全体の90%を占める

当社の事業は家庭用品製造販売、通信販売、医療関連の3事業で構成されており、中でも売上高の90%を占めている家庭用品製造販売事業が主力事業として位置している。家庭用品製造販売事業においては医薬品に限らず、口腔衛生品、衛生雑貨品芳香・消臭剤、家庭雑貨品、食品、カイロなど幅広く製造販売を行っている。

積極的な新製品開発と既存製品の育成

当社では「あったらいいな」をカタチにする」をブランドスローガンに、市場の潜在的ニーズを満たす新製品の発売を積極的に行っている。また既存製品の育成、今後の成長事業への投資を行っており、経営理念にある創造と革新を体現し続けている。

(3) 沿革

設立、製薬業への参入、 そして現小林製薬へ

1886年、小林忠兵衛が名古屋市で雑貨や化粧品のお店として合名会社小林盛大堂（現小林製薬の前身）を創業。1894年に製薬業に進出し、「大効丸」「一日丸」「タムシチンキ」など10種の自家製薬品を販売。1919年に株式会社小林大薬房を創立。1940年に株式会社小林大薬房の製剤部門を分離し小林製薬株式会社を設立。そして1956年に小林大薬房と小林製薬株式会社を合併し、社名を小林製薬へと改名し現在に至る。

現在の小林製薬の基盤を 築く主力製品の発売

1967年に外用消炎鎮痛剤「アンメルツ」を発売。以降1969年には水洗トイレ用芳香洗浄剤「ブルーレット」、1975年にはトイレ用芳香消臭剤「サワデー」など現在でも発売されている当社の主力製品を次々に発売し、小林製薬のブランドを確立していく。

米国、中国に現地法人設立で、 海外進出を本格化

1998年に米国に KOBAYASHI Healthcare, Inc. を、中国に上海小林友誼日化有限公司をそれぞれ設立。現在では9ヶ国14地域に関連会社を設立している。

カイロ製造販売大手の桐 灰化学を買収しカイロ事 業へ参入

2001年に使い捨てカイロ大手の桐灰科学の全株式を取得し完全子会社化し、回路事業に参入する。2008年には、桐灰化学株式会社の製造部門を分社化し、桐灰小林製薬株式会社を設立し、カイロ事業の拡大を図る。

売上高の6割を占める卸 売事業を譲渡

2008年に当社の卸売事業をになっていたコバショウ(株)を株式譲渡した。連結売上高(2007年3月期)の64%を占め、本体の製造販売部門(28%)を大きく上回っていたが、2008年3月期の営業利益率はわずか0.2%にとどまっていた。

ジュジュ化粧品株式会社 の買収によりスキンケア 事業の成長拡大を図る

2013年化粧品の製造販売会社ジュジュ化粧品株式会社を子会社化。スキンケア事業は、国際事業とならんで当社が今後注力していく事業であり、ジュジュ化粧品株式会社の買収により今後成長が加速することが見込まれる。

小林製薬の沿革

年 月	沿 革
1886 年	合名会社小林盛大堂を創業
1894 年	「大効丸」「一日丸」「タムシチンキ」など 10 種の自家製薬品を販売、製薬業へ参入
1919 年	株式会社小林大薬房を設立
1940 年	製薬部門を分離、小林製薬株式会社を設立
1956 年	小林製薬株式会社を合併し、社号を小林製薬株式会社に変更
1967 年	外用消炎鎮痛薬「アンメルツ」を販売
1969 年	水洗トイレ用芳香洗淨剤「ブルーレット」を販売、日用雑貨分野へ参入
1972 年	米国 C.R.Bard, Inc. と業務提携し、株式会社日本メディコ(現株式会社メディコン)を設立、医療機器業界へ参入
1975 年	芳香剤「サワデー」を販売、芳香・消臭剤市場へ参入
1988 年	株式会社エンゼルを子会社化
1992 年	医療機器事業部小林メディカルを設立
1998 年	中国に合弁会社上海小林友誼日化有限公司を設立 米国に KOBAYASHI Healthcare, Inc. を設立
1999 年	大阪証券取引所市場第二部に上場 栄養補助食品の通信販売事業を開始
2000 年	東京証券取引所市場第一部に上場、大阪証券取引所市場第一部に指定 株式会社コバショウを設立
2001 年	カイロ製造販売会社桐灰化学株式会社を子会社化 英国に KOBAYASHI Healthcare Europe, Ltd. を設立
2002 年	上海小林友誼日化有限公司を完全子会社化し、上海小林日化有限公司に変更
2003 年	株式会社エンゼルを愛媛小林製薬株式会社に社名変更
2006 年	アイルランドの医療機器製造販売会社 eVent Medical Ltd. を子会社化 米国のカイロ製造販売会社 Heat Max, Inc. を子会社化
2008 年	株式会社コバショウの株式と株式会社メディセオ・パルタックホールディングスの株式を株式交換 桐灰化学株式会社の製造部門を分社化し、桐灰小林製薬株式会社を設立
2010 年	医療機器事業部門の小林メディカルカンパニーを会社分割し、小林メディカル株式会社を設立
2011 年	eVent Medical INC. の全株式を譲渡
2012 年	米国のカイロ製造販売会社 Grabber, Inc. を子会社化 小林メディカル株式会社の株式の 80% を三菱商事株式会社に譲渡
2013 年	医薬品・医薬部外品・化粧品品の製造販売会社六陽製薬株式会社を子会社化 日本メディカルネクスト株式会社の全株式を三菱商事株式会社に譲渡 化粧品の製造販売会社ジュジュ化粧品株式会社を子会社化

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。

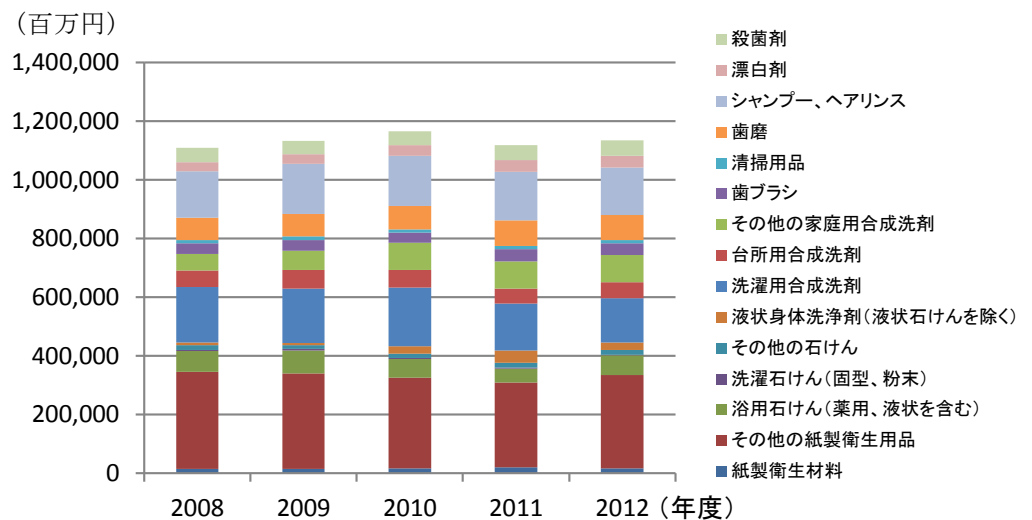
2. 事業戦略分析：スキンケア事業と国際事業が成長のカギに

(1) トイレタリー市場動向

成熟市場において、製品差別化と的確なニーズ把握がキーファクターに

当社が属する国内トイレタリー市場は既に成熟化しており、過去5年を見ても製品出荷金額の合計はほぼ横ばいである。今後も市場全体として大きな成長は見込めない。また、生活必需品のため不況耐性は高いものの、競争が激しく価格競争にさらされやすい。そのため他社製品との差別化、市場のニーズを的確に把握した製品開発が企業の競争優位に直結する。近年では、深刻化する少子高齢化に伴い、高齢者をターゲットとした製品が好調であり、今後如何にこのニーズに応えられるかが重要となってくる。

(図表 2) 国内トイレタリー関連製品の出荷額推移



(出所)経済産業省『工業統計(品目編)』より作成

アジアを中心に市場拡大、今後も成長は期待される

海外トイレタリー市場は成長し続けている。その大きな要因として、日本を除く中国などアジア諸国の需要増加が挙げられる。経済発展の結果、従来製品の普及が進んでいなかった地域における売上増加が市場拡大を牽引している。今後も経済発展の著しいアジア諸国を中心に需要は拡大し、それに伴い市場も拡大を続けると思われる。

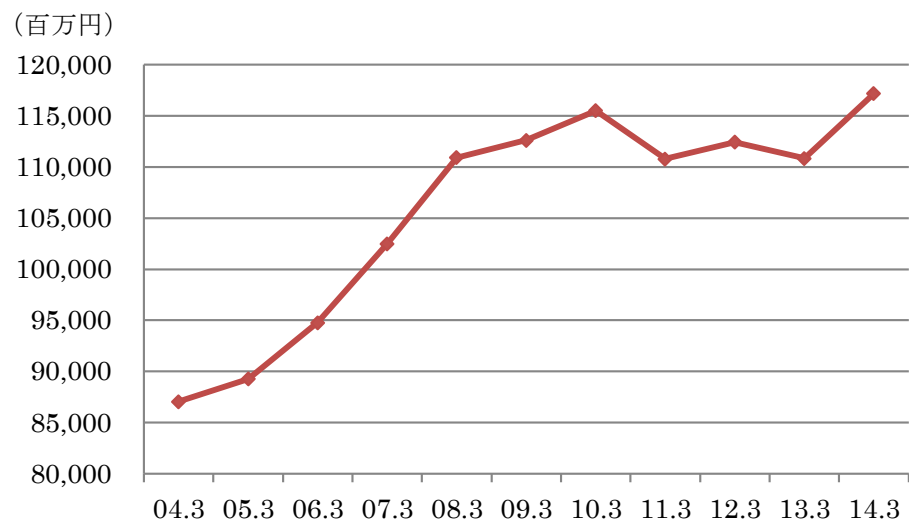
(2) 家庭用品製造販売事業

2014年3月期には過去10年間で最高の売上高を達成

2014年3月期の家庭用品製造販売事業の売上高は前年度比5.7%上昇の117,172百万円となり、過去10年で最高の売上高となった。当社の売上高を事業構成から見ても当事業は売上高の86%を占める主要事業である。

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。

(図表 3) 家庭用品製造販売事業売上高



(出所) 有価証券報告書より作成

新製品が売上の拡大に貢献

当事業では毎年春と秋に新製品を市場に投入しており、2013年度には39品目の新製品が発売された。中でも、除菌処方 of 水洗トイレ用芳香剤「液体ブルーレットおくだけ除菌 EX」、愛犬家用芳香消臭剤「消臭元いぬのきもち」が売上高の拡大に貢献した。

当社のブランドを活かしスキンケア事業の成長を狙う

国内事業において当社はスキンケア事業の拡大を図るために、技術やノウハウを結集した専門組織を立ち上げた。今日のスキンケア市場には既に多数の企業が競合しているが、当社では潜在的ニーズが存在していると捉えている。そのため今後は、既存市場の育成と併せてスキンケア事業市場に独自性のある製品を投入し、同市場において当社のブランドを育成し販路拡大を行っていく。

米国でのカイロ販売が好調、今後はアジアでの販路拡大を図る

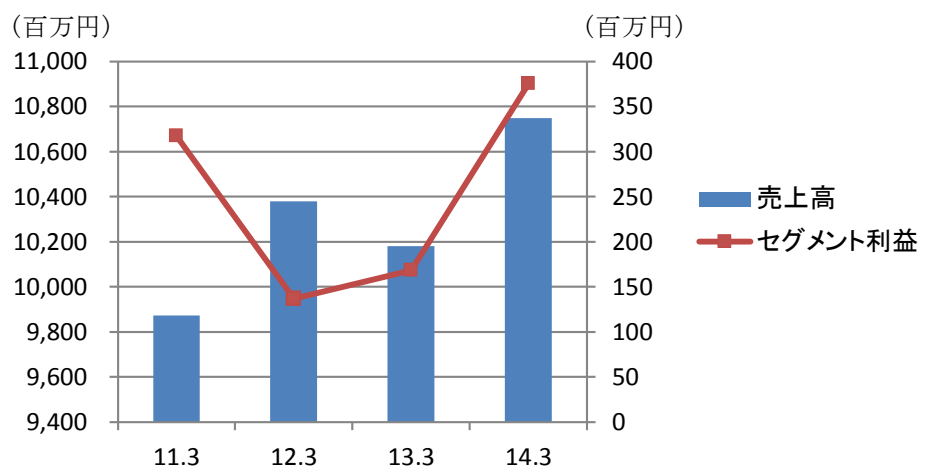
国際事業では初の黒字化に成功した2010年3月期以降毎年増収しており、2014年3月期には前年度比32.6%増の125億円の売上を計上した。地域別売上高構成比は、最も高いアメリカが46%、次いで東南アジア28%、中国15%となっている。また、品目別売上高構成比をみると、カイロが最も高く全体の57%、次いで「熱さまシート」が20%、「アンメルツ」が10%を占めている。カイロは主に米国で、「熱さまシート」は東南アジアで売上を拡大しており、2014年3月期には「熱さまシート」の海外での売上高が国内での売上高を超えた。そして今後、「アンメルツ」は未導入国での承認がなされると更なる売上拡大が期待される。

(3) 通信販売事業

2014年3月期にセグメントとして独立後最高益を達成

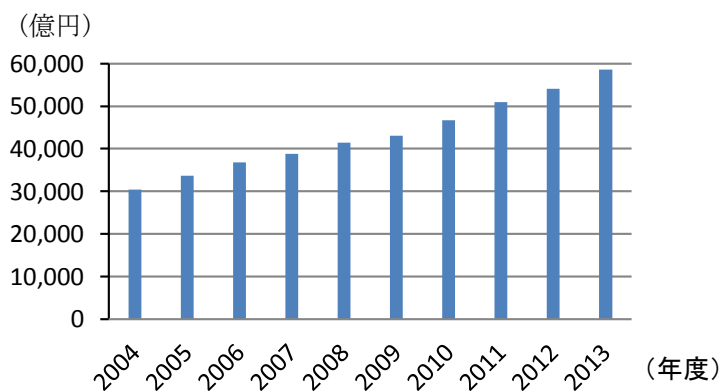
通信販売事業は2011年3月期にその他事業から独立した。2012、2013年3月期には東日本大震災の影響を受け一時的にセグメント利益が低下した。その後は広告やダイレクトメールなどによる販売促進が新規顧客の獲得と既存顧客の維持に繋がりを、売上高、利益はともに増加した。今後はスマートフォンやタブレット端末の普及を背景に急激な拡大を続ける通信販売市場において、当社の通信販売事業も売上拡大が期待される。

(図表 4) 小林製薬通信販売事業の売上高とセグメント利益



(出所) 日経 Needs FQ より作成

(図表 5) 通信販売市場規模



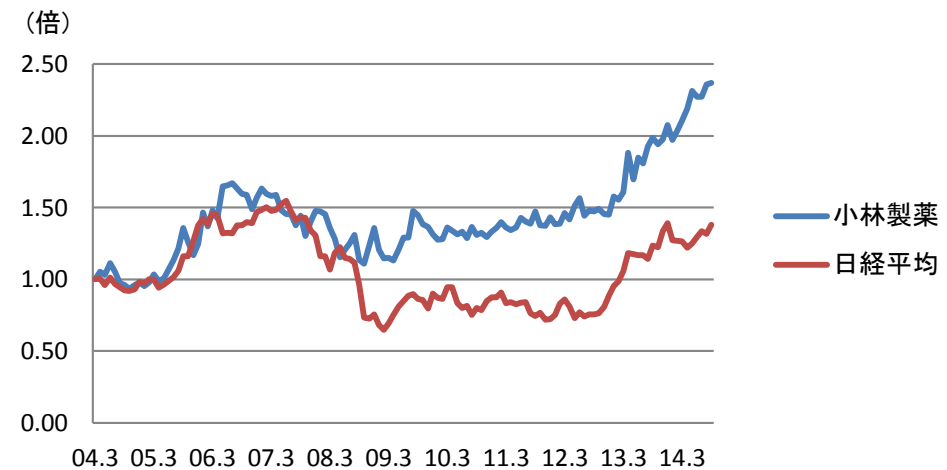
(出所) 通信販売企業実態調査報告書より作成

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。

3. マルチプル分析：株価は順調に推移するも割安に評価される傾向

(1) 日経平均との株価比較

(図表 6) 株価推移



(出所) 日経 Needs FQ より作成

リーマンショック後も株価は堅調に推移、近年はアベノミクスの影響を受け上昇基調に

図表 6 は 2004 年 3 月末の株価を 1 とした時の当社株価と日経平均株価の 2014 年 3 月末までの変動をグラフ化したものである。日経平均はリーマンショックの影響を受け 2008 年以降下落したが、当社の株価は毎年の増益を市場が評価したため株価を大きく下げることはなかった。また日経平均は 2013 年以降アベノミクスの影響を受け上昇しており、それに呼応し当社の株価も上昇基調にある。

(2) PER の同業他社比較

$$PER(\text{倍}) = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり当期純利益}}$$

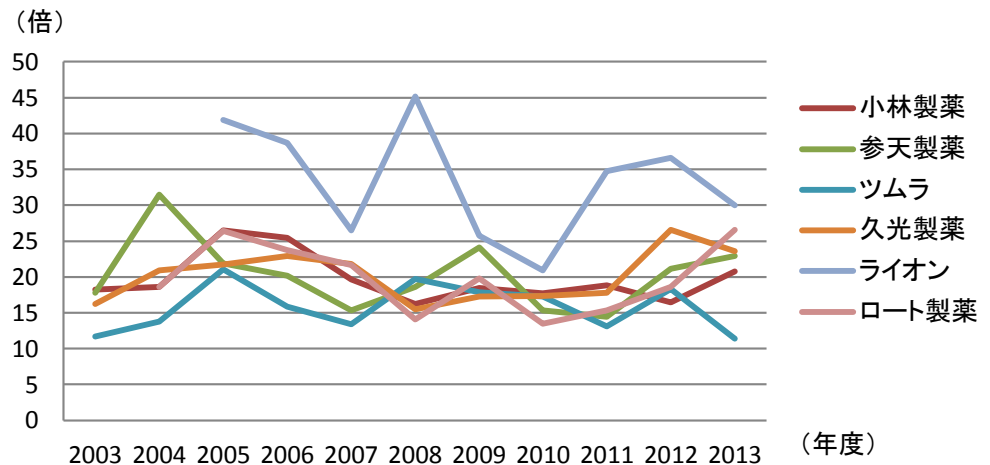
当社および同業他社も同様に割安の傾向にある

過去 10 年間の PER 市場平均 22.6 倍と比較すると、当期利益増加を背景に株価が上昇し PER は 25 倍を超えた 2006 年～2007 年を除けば、当社の株価は割安傾向にあると言える。同業他社の PER を見ると、ライオンは割高に評価されているが、他社は当社同様に割安に評価されている。

アベノミクスの効果による株価上昇に利益が追いつかなければ当社の株価は割安水準を脱する

図表 7 より、当社の株価は上昇基調であるが PER は比較的堅調に推移している。株価上昇が起こる一方で当期利益も毎年増加しているためこのような推移となっている。近年アベノミクスにより株価は上昇しているため、利益増加以上に株価が上昇すると当社の株価は割安水準を脱する。

(図表 7) PER の同業他社比較



(出所) 日経 Needs FQ より作成

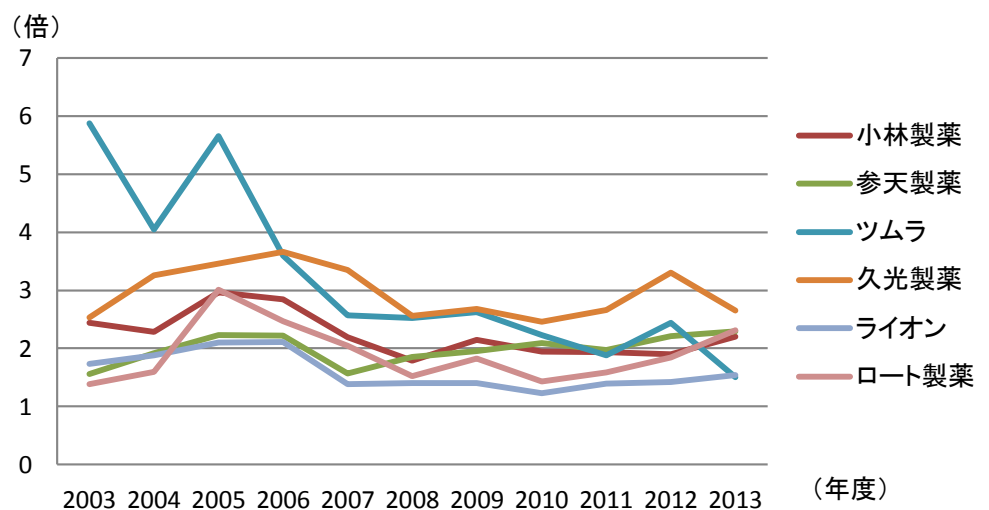
(3) PBR の同業他社比較

$$PBR(\text{倍}) = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり純資産}}$$

PBR は株価上昇も純資産増加の影響もあり安定的に推移する

図表 8 より、当社の PBR は株価が上昇しているものの純資産の増加によって大きな変動がなく安定推移をしていることが分かる。2008 年～2009 年度にかけて株価が下落したことにより PBR は一時低下したが、その後株価の回復に合わせ PBR も 2014 年 3 月期には 2 倍を超えるまでに回復した。

(図表 8) PBR の同業他社比較



(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。

(4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較

$$EV/EBITDA倍率 = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債} - \text{保有現預金}}{\text{営業利益} + \text{減価償却費}}$$

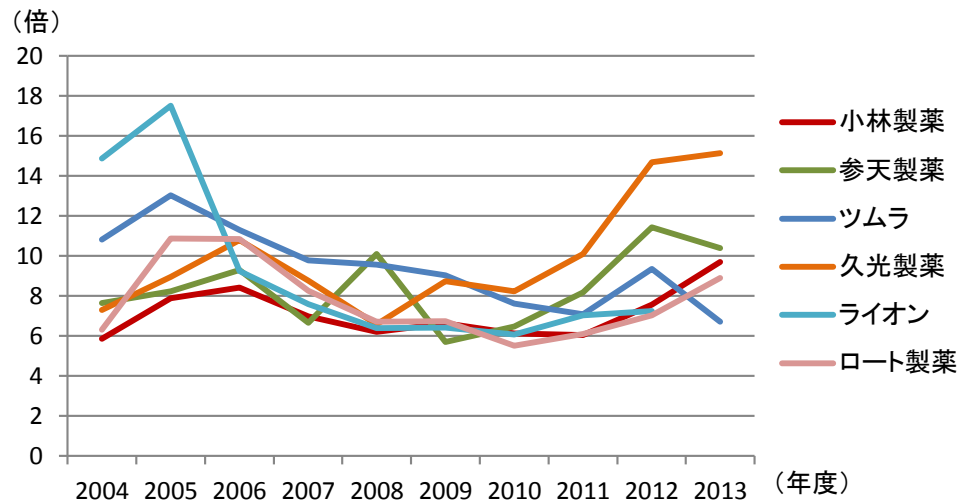
近年は上昇傾向も割安に評価される

図表 9 によると、近年当社の EV/EBITDA 倍率は、現預金の上昇にもかかわらず時価総額が拡大しているため、2005 年 3 月期の 5.85 倍から 2014 年 3 月期には 9.68 倍と上昇した。しかし過去 10 年間の平均は 7.14 倍であり、同業他社の中でも最低となっている。PER、PBR は同業他社と比較するとほぼ同水準であったが、キャッシュに注目する EV/EBITDA 倍率は低くなっている。これより当社の株価は生み出すキャッシュに対して低く割安に評価されていることがわかる。

国際事業・スキンケア事業の利益獲得を評価されれば割安傾向を脱する

近年は不安定な経済状況のなかでも利益を獲得し続けていることが評価され、当社の時価総額の上昇に伴い EV/EBITDA 倍率も上昇している。今後は、国際事業拡大とスキンケア事業への注力による増益に加え、アベノミクスの影響で株価上昇も期待できる。

(図表 9)EV/EBITDA 倍率の同業他社比較



(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。

4 財務分析：利益は増加するも ROE、ROA の改善には繋がらず

(1) ROE の同業他社比較

$$ROE(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \times 100$$

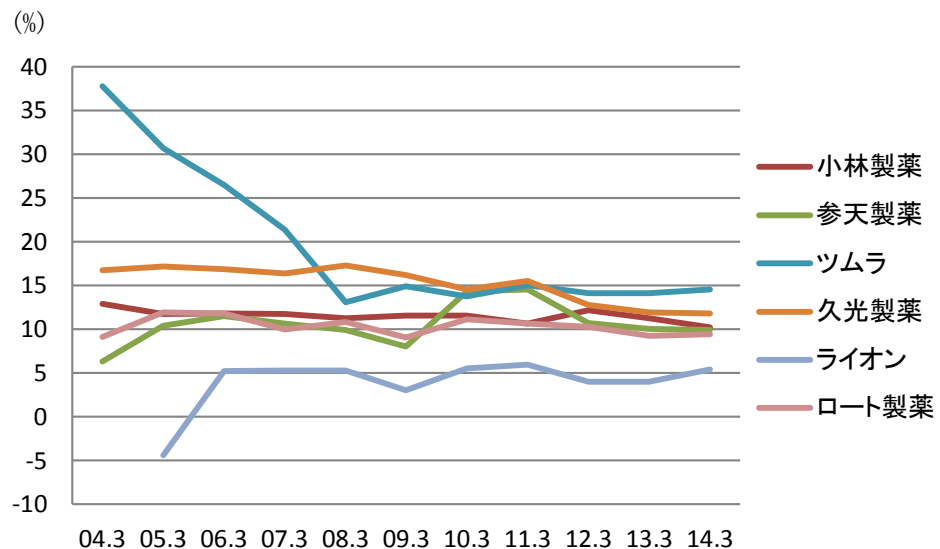
内部留保の増加により、ROE は堅調に推移

当社の ROE は 2004 年 3 月期から 2014 年 3 月期において大きな変化が見られず、10%前後の水準で推移している。この要因は当期純利益が 46%増加した一方で、自己資本を 56%増加させたことにある。増加した自己資本の内訳の大半は利益準備金が占めており、当該期間で 59%増加している。このことから当期純利益を高めたが、それと同等水準で内部留保を増やしたため ROE に大きな変化が見られなかったことが推測される。

業界水準にある当社の ROE

同業他社の ROE を見ると、大幅に負債比率を引き下げたツムラ、2004 年 3 月期に当期利益が赤字であったライオン以外は大幅な変動は見られず、10%前後で堅調に推移している。当社の ROE はツムラ、久光製薬より低い水準にあるものの、その他の企業と同様の水準に位置している。

(図表 10)ROE の推移



(出所) 日経 Needs FQ より作成

(2) ROE のデュポン分解

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

$$= \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$$

1. 売上高営業利益率

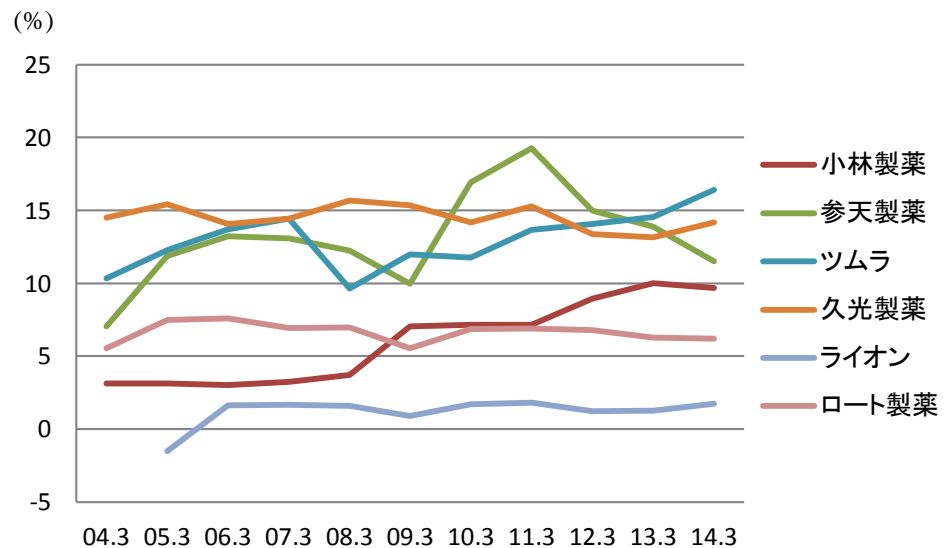
関連子会社の株式譲渡によって利益率を改善

当社の売上高営業利益率は当該期間を通して約7%上昇している。その要因として、2008年1月に連結対象子会社であったコバシヨウ株式会社を株式譲渡し、同社が連結対象から外れたことが挙げられる。コバシヨウ株式会社の売上高営業利益率は0.2%であったため、株式譲渡を行った結果当社の売上高は45%減少したが、売上高営業利益率は改善した。

独自性のある新製品開発によって売上高は増加するも、利益率は依然低い

医薬品や日用品などの新製品に特化した開発チームを立ち上げ、市場の動きや競合他社との価格競争に巻き込まれないような独自性の強い製品を開発している。それらの製品を市場に投入することによって、当社の利益は毎年増加し売上高利益率は上昇した。しかしながら、ライオンを除く同業他社と比較すると、当社の売上高営業利益率は依然として低い水準にあることがわかる。

(図表 11) 売上高営業利益率



(出所) 日経 Needs FQ より作成

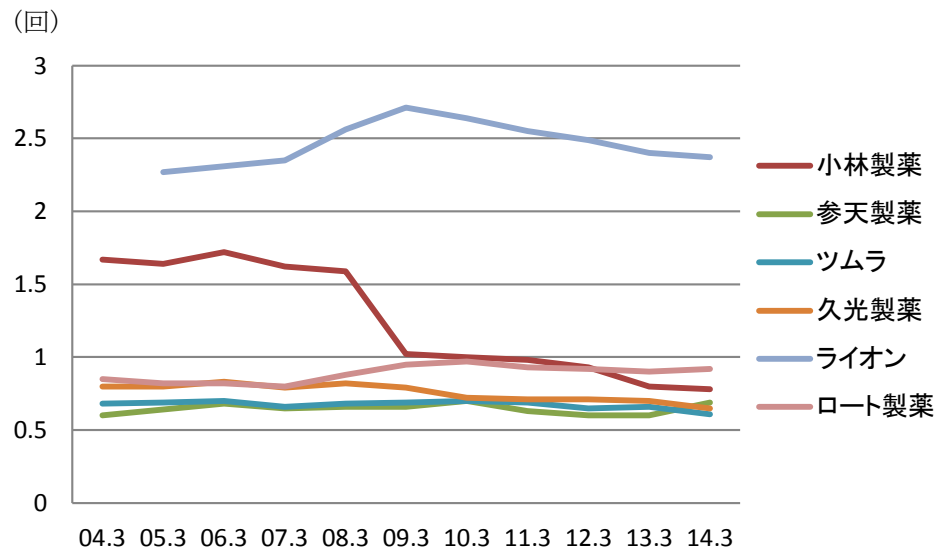
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

2. 使用総資本回転率

売上高減少と自己資本の増加により使用総資本回転率は低下

図表 12 に示されているように、当社の使用総資本回転率は当該期間を通して約 1 回転下がっている。要因として連結子会社の株式譲渡による 2008 年 3 月期の売上高の減少と、自己資本比率が年々高まっていることが挙げられる。同業他社と比較しても、ライオンを除くいずれの企業も 1 回転を下回っている。そのため、当社の使用総資本回転率は相対的に低い水準にあるとは言えない。

(図表 12) 使用総資本回転率



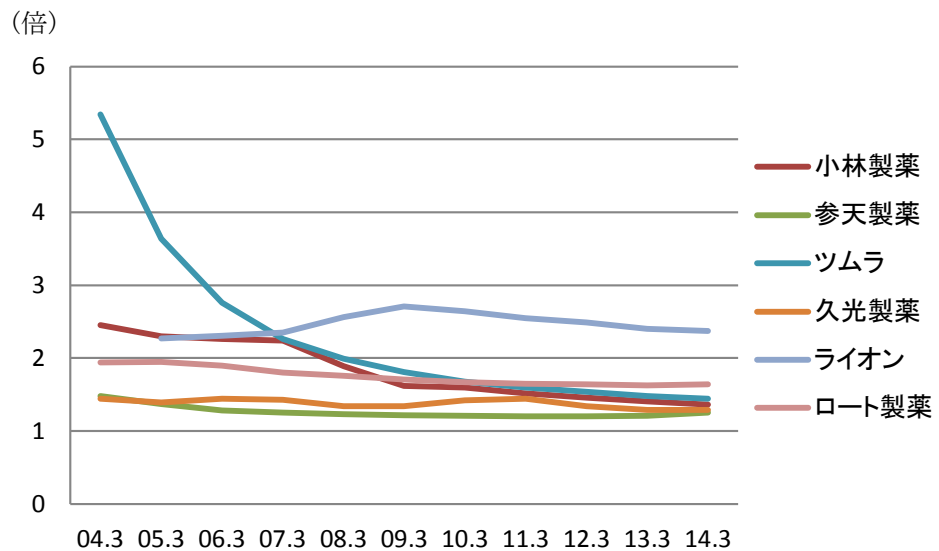
(出所) 日経 Needs FQ より作成

3. 財務レバレッジ

自己資本による資金調達を重視

図表 13 を見ると、当社の財務レバレッジは当該期間において緩やかに減少している。これは銀行等からの借り入れを抑えたことにより負債が減少していることに起因する。また同業他社と比較すると、ライオンを除く同業他社が当社と同水準にあることから、当業界には負債ではなく自己資本による資金調達を重視する特徴が見受けられる。そのため自己資本比率が高く倒産リスクを低く抑えている一方で、負債を有効に活用出来ていないことが考えられる。

(図表 13) 財務レバレッジ



(出所) 日経 Needs FQ より作成

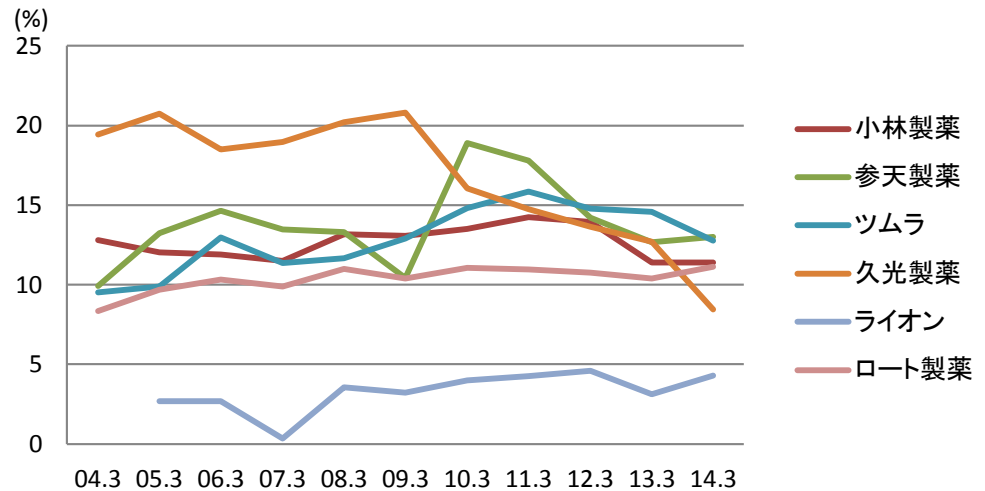
(3) ROA の同業他社比較

$$ROA (\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{総資産}} \times 100$$

近年は ROA 低下も、今後内部留保を利益に繋げることで ROA 上昇が期待される

リーマンショックの影響を受け同業他社の ROA は軒並み低下した。しかしながら、当社の ROA は大きく影響されることなく堅調に推移してきた。同業他社は 2008 年前後で当期純利益が減少しているが、当社は毎期増益を続けたため ROA は低下しなかった。しかしながら当社の ROA は 2012 年以降低下傾向にある。その要因は当期純利益の低下ではなく、純資産の増加にある。当該期間において当社は増益し続けたが、内部留保の拡大に伴う純資産の増加が当期純利益の増加を上回った。今後は内部留保を利益の増加に繋げることで ROA の上昇が期待される。

(図表 14) ROA の同業他社比較



(出所) 日経 Needs FQ より作成

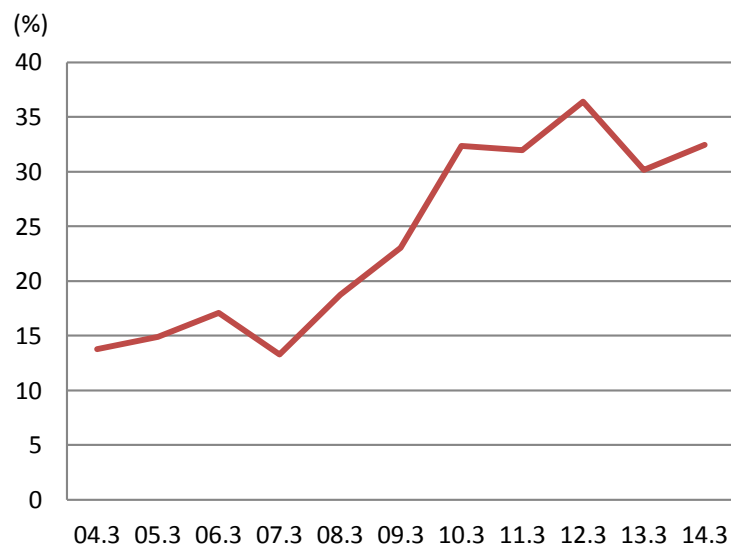
(4) 現預金保有率

$$\text{現預金保有率 (\%)} = \frac{\text{保有現預金}}{\text{総資産}} \times 100$$

現金保有率を高めることが成長のきっかけにも今後の課題にもなりうる

図表 15 を見ると、負債比率が減少していく中、研究開発への投資を積極的に行うために当社は現金保有率を高めている。その成果は当期純利益の上昇から読み解くことが出来る。新たな市場を開拓していく上で保有資金を活用していくことは当社にとっても重要な財務戦略である。しかし、現金が積み上がっていくことは資産効率が悪くなることを意味するため、今後は現金の活用を検討していく必要がある。

(図表 15) 小林製薬現金保有比率



(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。

5. マーケティング分析：無形資産が競争優位の源泉に

(1) 無形資産投資比率

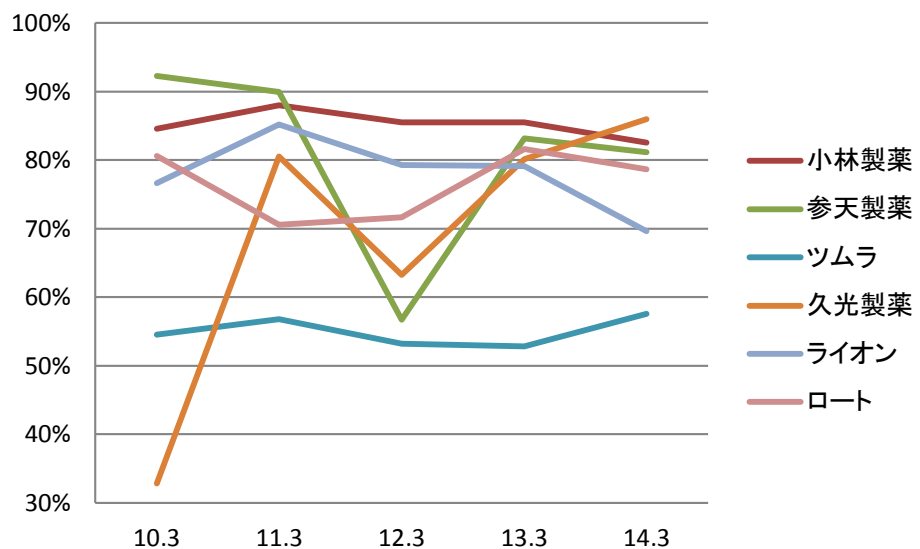
安定して高い無形資産投資比率が競争優位を生み出す

当社の全投資額に占める無形資産への投資比率の過去5年平均は85.2%であり、同業他社に比べ安定して高い。設備投資による単なる生産能力の向上よりむしろ、市場ニーズの探索、商品コンセプトの設定といった製品開発や製品プロモーションなどの販売戦略に重点を置いていることが分かる。成熟化した市場において、潜在ニーズをカタチにするため無形資産への投資を重視している当社は今後さらに競争優位性を発揮すると予想される。

$$\text{投資総額} = \text{研究開発費} + \text{広告宣伝費} + \text{設備投資額}$$

$$\text{無形資産投資比率} = \frac{\text{研究開発費} + \text{広告宣伝費}}{\text{投資総額}} \times 100$$

(図表 16) 無形資産投資比率



(出所) 有価証券報告書より作成

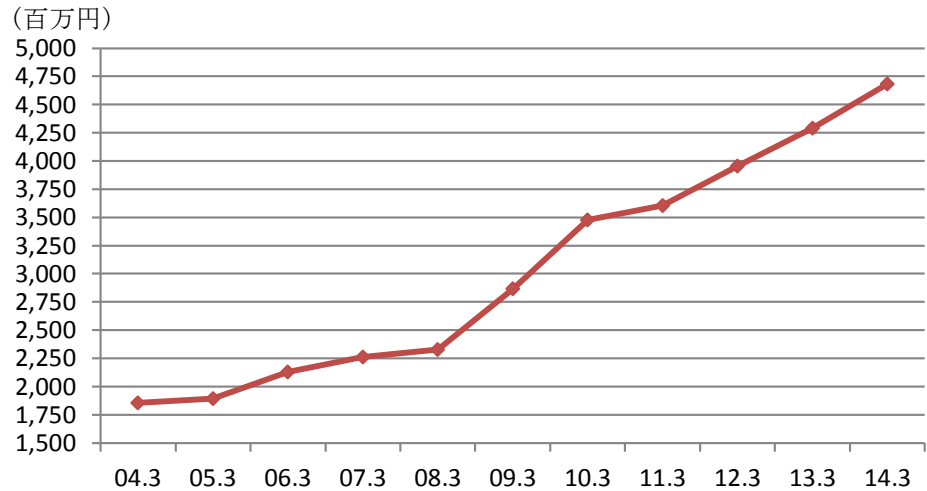
(2) 新製品開発・宣伝

企業文化と研究開発活動が当社の製品開発を支える

当社は春と秋に新製品を投入しており、2013年度においては過去5年で最多の39製品を発売した。それを可能にしている要因は社員誰もが意見が言いやすい環境を生む企業文化が挙げられる。この企業文化を背景に年間約15,000件のアイデア提案がなされている。またもう一つの要因として積極的な研究開発活動が挙げられる。2013年度の研究開発費は4,682百万円と過去10年で1番高い水準となった。

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 17) 家庭用品製造販売事業研究開発費



(出所) 有価証券報告書より作成

新市場での大きなシェアが最大の強み

当社の新製品の多くは市場の潜在的ニーズを満たすことで新たな市場を創造するものである。設備投資による生産能力の拡大よりむしろアイデアの創造といった無形資産を重視した製品開発を行っていることが分かる。今後も新市場を創造し、高いシェアを獲得することで売上の拡大に繋げる事が期待される。

関連会社から読み取れるマーケティングへの関心の強さ

当社は小林製薬セールスプロモーション株式会社というマーケティング関連会社を保有している。同業他社を見ても、ライオンがライオン・フィールド・マーケティング株式会社を保有しているのを除けば、マーケティング関連会社を保有している企業は見られない。このように当社のマーケティングを重要視する姿勢が、競合他社が多数存在する国内市場において当社の競争優位性の1つとなっている。

独特の宣伝方法がブランド形成につながる

当社製品には「ブルーレットおくだけ」や「熱さまシート」のように使用用途・方法が一目で理解できるような独特のネーミングが見られる。またテレビCMにも当社の特徴的なプロモーションが見られる。『あつ』というフレーズで小林製薬を認知させ、日常生活で解決したい問題を提起し解決するという流れは非常にわかりやすく、消費者にも浸透している。このような独自性のある宣伝・広告が当社のブランドを作り上げる上で重要な役割を担っている。

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。

6 業績予想：外部環境は悪化も利益の伸長は続く

本節では当社の理論株価を算出するために、今後5年間の(1)売上高(2)利益率(3)減価償却費(4)運転資本の増減額(5)設備投資額の予想を行った。

(1) 売上高予想

家庭用品製造販売事業は国内事業と国際事業に分けて業績予想を行い、それぞれ年率2.0%、18%成長すると仮定した。通信販売事業は年率2.5%の成長を見込んだ。医療関連事業、その他事業は売上高に占める割合が小さいため、2014年3月期の売上高を業績予想に用いた。

(図表 18)小林製薬売上高予想

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
家庭用品製造販売事業売上高	118,378	123,706	129,582	136,004	143,250
通信販売事業売上高	11,016	11,291	11,573	11,863	12,159
医療関連事業売上高	1,428	1,428	1,428	1,428	1,428
その他事業売上高	5,331	5,331	5,331	5,331	5,331
総売上高	136,152	141,756	147,914	154,626	162,169

(出所) 日経 Needs FQ をもとに筆者作成

1. 家庭用品製造販売事業

今後5年間は国際事業が事業全体の売上高を牽引すると予想

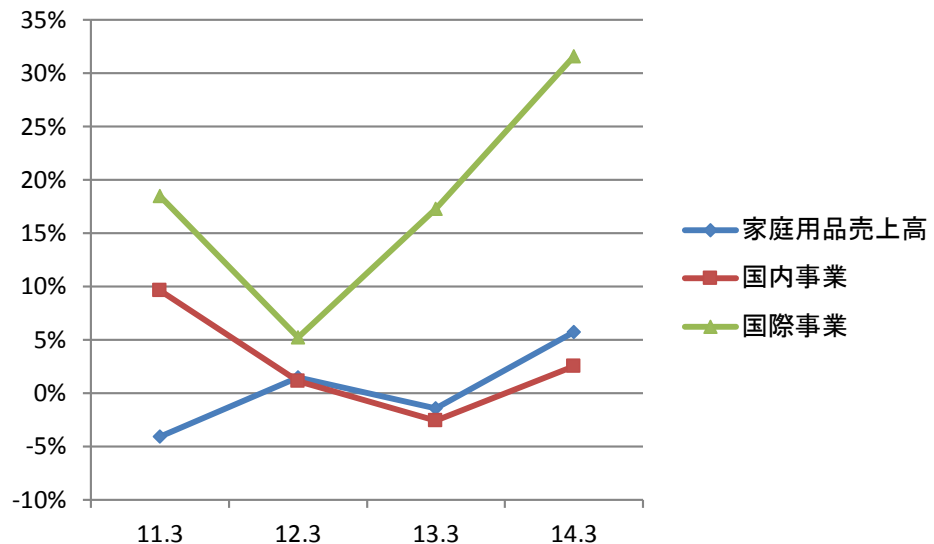
国内市場は既に成熟化しており国内事業売上高の成長は鈍化している。一方で国際事業売上高は著しい成長を見せており、今後更なる投資によって成長を持続する。今後5年間の国内事業売上高は微増するに留まるが、国際事業売上高の成長が家庭用品製造販売事業全体の売上高を牽引するため、事業全体の売上高は拡大を続けると予想する。

(図表 19)家庭用品売上高予想

(百万円)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
家庭用品製造販売事業	113,980	118,378	123,706	129,582	136,004	143,250
国内事業	101,100	103,628	106,301	109,044	111,770	114,653
国際事業	12,500	14,750	17,405	20,538	24,235	28,597

(出所) 日経 Need FQ をもとに筆者作成

(図表 20) 小林製薬家庭用品売上高増加率



(出所) アニュアルレポートより作成

1-1 国内事業

家庭用品市場の鈍化と消費税引き上げの影響で外部環境は厳しいものに

生活必需品である家庭用品の普及率は高く、国内市場は既に成熟している。当社の国内事業も影響を受け、2011年3月期から2014年3月期における国内事業売上高増加率は9.6%から2.4%に低下している。また、今後は消費税率の引き上げの影響から外部環境はますます厳しくなると推測される。

スキンケア事業に注力も厳しい外部環境下で成長率は低下

当社は今後、既存製品の育成と付加価値の高い新製品の発売で売上高拡大を図る。特に2013年に事業拡大を図るためにM&Aを行ったスキンケア事業は、2014年3月期において出荷額前年比5.6%増加を達成した。今後スキンケア事業の成長が、当社の掲げる新製品寄与率10% (2014年3月期7.5%)の目標達成に貢献することにもつながる。しかし市場の成熟化、消費税率引き上げによる消費低迷を考慮し、国内事業売上高年率成長率は過去5年の2.58%を下回る2.0%に留まると予想する。

1-2 国際事業

今後5年はアジア地域を中心とした事業拡大で、年率成長率18%を実現

家庭用品の海外事業は米国を中心に拡大を続けており、2011年3月期から2014年3月期における国際事業売上高増加率は18.5%から31.6%へと急激な成長を見せている。米国において医療用カイロがシェア50%を獲得しており、今後も国際事業を牽引する。また当社では、経済成長に伴う生活水準向上が著しい中国をはじめとして、東アジアや東南アジアに積極的に進出しており、今後同地域における事業を成長させていくことが期待される。これらのことを鑑みて、国際事業は今後も成長を続け、以後5年の年率成長率は18%を実現すると予想する。

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。

2. 通信販売事業

**通販市場の拡大を背景に
通信販売事業の成長を予想**

スマートフォンやタブレット端末の普及を背景に、通信販売市場は過去 10 年間で年率 7.58% 成長した。今後もその成長は持続すると考えられ、それに伴い当社の通信販売事業の売上高も増加していくと予想する。市場の見通しが明るい反面、通信販売事業は参入障壁が低く今後とも競争が激しくなる。栄養補助食品や化粧品を中心に当社の強みを生かした独自製品を展開することで、過去 4 年間の年率成長率 2.15% を上回る 2.5% の成長を予想する。

(図表 21) 通信販売事業売上高予想

(百万円)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
通信販売事業売上高	10,747	11,016	11,291	11,573	11,863	12,159

(出所) 日経 Needs FQ をもとに筆者作成

(2) 利益率予想

消費税率の引き上げが利益率低下に影響を与える

2014 年 4 月に消費税率が 8% に引き上げられた影響を受け 2014 年 4-6 月期の利益率は 13.25% に下落した(前年同期 15.34%)。また 2015 年 10 月には消費税率を 10% に引き上げる事が予定されており、今後も消費増税は利益率低下に影響を及ぼすことが想定される。

スキンケア事業と国際事業が軌道に乗ることで利益率の上昇が見込まれる

当社はスキンケア事業と国際事業を今後の成長事業として積極的に投資を行っている。スキンケア事業においては 2013 年にジュジュ化粧品を子会社化し、ジュジュ化粧品のブランド力と当社の製品開発能力を組み合わせ、事業拡大を図っている。国際事業においては現地法人の設立や現地企業の M&A によって、海外でも当社の独自性のあるマーケティングを行うための環境を整備している。いずれの事業においても、今後数年以内に事業が軌道に乗るとともに利益率が上昇していくと予想する。

(図表 22) 利益率予想

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
利益率	7.16%	7.14%	8.94%	10.02%	9.67%	8.50%	8.00%	8.20%	8.40%	9.00%

(出所) 日経 Needs FQ をもとに筆者作成

(3) 減価償却費予想

今後5年は過去5年の平均値で推移

減価償却費は過去5年間で増減を繰り返しているものの大きな変動は見られない。今後5年間も変動はあるものの水準に大きな変化は生まれないと考えられる。よって過去5年の平均値 2,791 百万円で今後5年間推移すると予想する。

(図表 23)減価償却費推移予想

(百万円)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
減価償却費	2,996	2,932	2,727	2,622	2,677	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791

(出所) 日経 Needs FQ をもとに筆者作成

(4) 運転資本の増減額予想

過去5年と同様に推移

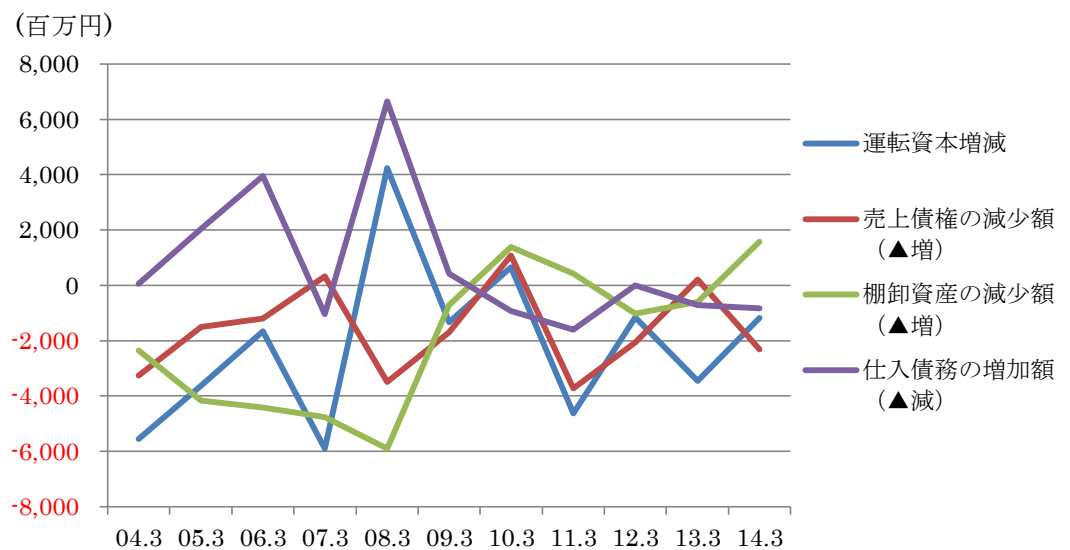
運転資本は過去10年で増減を続けているが、2009年以降は、その変動幅は小さくなっている。今後も同様に推移すると仮定し、過去5年平均で今後5年間は推移すると予想する。

(図表 24)運転資本増減数値予想

(百万円)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
運転資本増減	-1,180	-1,952	-1,952	-1,952	-1,952	-1,952

(出所) 日経 Needs FQ をもとに筆者作成

(図表 25) 運転資本の増減額



(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。

(5) 設備投資額予想**国際事業とスキンケア事業へ積極的な設備投資を予想**

過去5年における設備投資額の平均値は3,150百万円であるが、2014年3月期は過去5年で最大の3,871百万円を計上した。国際事業の拡大と、スキンケア事業に注力することから今後も設備投資額は増加することが考えられる。よって今後5年間は2014年3月期の設備投資費の10%増の4,258百万円で推移すると予想する。

(図表 26) 設備投資額推移予想

(百万円)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
設備投資額	3,871	4,258	4,258	4,258	4,258	4,258

(出所) 日経 Needs FQ をもとに筆者作成

7. バリュエーション：当社の成長を市場は未だ評価出来ず

理論株価の算出にあたり、まず(1)予想フリーキャッシュフローの算出、(2)加重平均資本コストの算出を行い、それを基に(3)企業価値の算出をする。最後に企業価値を発行済み株式総数で割ることで(4)理論株価の算出を行う。

(1) 予想フリーキャッシュフローの算出

$$\text{FCF} = \text{当期純利益} + \text{減価償却費} - \text{運転資本の増加分} - \text{設備投資額}$$

(図表 27) 予想フリーキャッシュフロー

	2015	2016	2017	2018	2019
当期純利益	12,254	12,191	13,164	14,226	15,406
減価償却費	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791
運転資本増減	-1,952	-1,952	-1,952	-1,952	-1,952
設備投資額	4,258	4,258	4,258	4,258	4,258
FCF	12,739	12,676	13,649	14,711	15,891

(2) 加重平均資本コスト (WACC) の算出

当社の加重平均資本コストは 4.96% と算出される。算出にあたっては以下の式を用いた。株主資本コスト(r_e)は、リスクプレミアムを 6% と仮定し、 β 値には 0.753(2014 年 10 月 31 日時点 Bloomberg.co.jp を参照)、リスクフリーレート(r_f)は 10 年物の国債金利 0.466%(2014 年 10 月 31 日時点)を用い算出した。また、負債コスト(r_d)は、2014 年 3 月期の有利子負債利率 2.33% を用いた。

$$\begin{aligned} \text{加重平均資本コスト (WACC)} &= \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d \times (1-t) \\ &= 4.96\% \end{aligned}$$

D: 有利子負債 E: 株主資本 t: 法人税率

(3) 企業価値の算出

当社の企業価値は 311,321 百万円と算出された。算出には DCF 法を用いた。予測した今後 5 年分のフリーキャッシュフローと継続価値を加重平均資本コストで割り引くことで企業価値を導いた。なお継続価値(TV)の算出において、永久成長率は 0%、6 年目以降も WACC は変動しないと仮定した。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \sum_{n=1}^5 \left\{ \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} \right\} + \frac{TV}{(1+WACC)^5} \\ &= 311,321 \text{ (百万円)} \end{aligned}$$

(4) 理論株価の算出

(3)で算出した企業価値を発行済み株式総数 42,525,000 株(2014 年 3 月期時点)で割ることで当社の理論株価 7,321 円が導かれた。これは実際の株価 6,410 円(2014 年 10 月 23 日時点)と比べると割高である。現実と理論株価の間に乖離が見られる理由としては、今後の当社の成長を市場が評価出来ていないことが考えられる。

$$\begin{aligned} \text{理論株価} &= \frac{311,321 \text{ (百万円)}}{42,525,000} \\ &= 7320.88 \text{ (円)} \end{aligned}$$

内部留保を適切に活用することによって理論株価とのギャップを埋める

国内市場は既に成熟していることに加え、消費税率引き上げによる消費の冷え込みによって国内事業は今後苦戦が予想される。そのため今後は既存事業に依存するだけでなく、スキンケア事業など新市場を積極的に開拓することで売上の拡大を図る必要がある。一方海外事業は今後とも成長が見込まれ、積極的な投資を行い生産機能の拡大、ブランドの育成を図っていくことが期待される。今後の課題としては高まる内部留保を有効に活用することが挙げられる。その投資先の一つとして、海外での通信販売事業の展開を挙げたい。適切な投資を行い、企業を成長させる事が出来れば当社の株価は理論株価との乖離を埋める事が出来る。

(図表 28) 連結貸借対照表

(単位：百万円)	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
流動資産	86,705	98,906	102,102	66,069	73,172	85,208	88,837	102,538	94,353	105,614
手元流動性	20,036	25,938	21,886	22,963	28,814	42,676	42,968	53,839	47,368	55,451
現金・預金／現金及び現金同等物	19,036	24,436	18,091	17,164	22,814	32,670	31,963	42,835	45,862	51,748
有価証券	1,000	1,502	3,795	5,799	6,000	10,006	11,005	11,004	1,506	3,703
売上債権	44,137	47,702	51,340	26,231	27,439	26,397	29,879	32,113	30,818	34,428
棚卸資産	15,783	17,523	19,846	12,352	12,818	11,446	10,894	12,011	11,197	10,531
繰延税金資産	2,417	2,819	2,953	3,199	3,115	3,639	4,170	3,287	3,885	3,240
貸倒引当金 (▲)	-647	-569	-186	-3	-97	-83	-361	-69	-58	-56
その他流動資産	4,979	5,493	6,263	1,327	1,083	1,133	1,287	1,357	1,143	2,020
固定資産／非流動資産	47,925	53,038	62,453	56,340	52,037	46,763	45,518	45,352	62,753	65,304
有形固定資産	25,003	22,788	22,279	15,235	17,617	14,779	14,156	13,628	13,730	14,945
償却対象有形固定資産	14,791	14,082	13,520	9,965	11,831	11,236	10,577	10,060	10,165	10,667
建設仮勘定	284	216	90	24	313	69	107	98	137	901
土地・その他非償却対象有形固定資産	9,928	8,490	8,669	5,246	5,473	3,474	3,472	3,470	3,428	3,377
無形固定資産／無形資産	6,877	6,520	14,602	12,803	10,043	8,447	5,922	5,287	5,092	5,426
のれん	4,249	3,649	11,870	10,675	7,682	6,316	4,021	3,592	3,637	3,970
その他の無形固定資産	2,628	2,871	2,732	2,128	2,361	2,131	1,901	1,695	1,455	1,456
投資・その他の資産合計	16,044	23,730	25,571	28,301	24,376	23,536	25,440	26,437	43,930	44,932
投資有価証券・関係会社株式・出資金	12,078	15,612	17,965	24,677	18,326	14,959	17,251	19,131	37,891	38,877
繰延税金資産	2,329	2,291	1,767	984	3,249	2,725	2,334	1,302	324	838
貸倒引当金 (▲)	-1,944	-1,595	-1,265	-73	-59	-131	-191	-154	-135	-135
その他投資・その他の資産	3,581	7,422	7,104	2,713	2,860	5,983	6,046	6,158	5,850	5,352
資産合計	134,629	151,945	164,555	122,409	125,210	131,972	134,356	147,890	157,106	170,919
流動負債	65,007	72,040	77,028	37,940	39,834	39,024	34,525	37,791	34,477	34,216
支払債務	43,532	49,221	51,359	15,317	15,533	14,570	12,880	12,823	11,577	11,368
短期債務 (含むリース債務)	2,692	1,371	3,205	726	1,109	2,472	487	396	266	164
短期借入金	2,062	1,291	3,104	726	462	1,708	25	5	4	6
1年内返済の長期借入金	630	80	101	0	0	184	0	0	0	0
リース債務	0	0	0	0	647	580	462	391	262	158
その他流動負債	-72,357	6,637	13,093	-76,874	-2,821	-10,243	-165,258	-10,331	-35,883	22,684
固定負債／非流動負債	8,959	10,175	10,291	7,286	9,011	8,344	8,488	8,220	7,757	9,749
長期債務 (含むリース債務)	342	261	207	0	1,685	1,149	874	483	163	609
長期借入金	342	261	207	0	182	0	0	0	0	0
リース債務	0	0	0	0	1,503	1,149	874	483	163	609
その他固定負債	8,617	9,914	10,084	7,286	7,326	7,195	7,614	7,737	7,594	9,140
純資産合計	60,116	66,811	77,236	77,182	76,364	84,603	91,342	101,879	114,872	126,953
負債・純資産合計	134,629	151,945	164,555	122,409	125,210	131,972	134,356	147,890	157,106	170,919

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 29)連結損益計算書

(単位：百万円)	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
売上高	215,708	246,852	257,022	228,826	125,693	129,184	130,824	131,166	121,532	127,293
(前年比)	1.9%	14.4%	4.1%	-11.0%	-45.1%	2.8%	1.3%	0.3%	-7.3%	4.7%
売上原価	143,826	167,120	172,149	146,945	56,864	57,193	55,889	54,635	51,732	54,193
売上総利益	71,795	79,613	84,717	81,187	68,679	71,888	74,640	76,531	69,799	73,099
(前年比)	2.2%	10.9%	6.4%	-4.2%	-15.4%	4.7%	3.8%	2.5%	-8.8%	4.7%
販売費及び一般管理費	56,096	62,734	66,688	62,611	52,861	54,847	56,019	57,233	52,895	54,977
(前年比)	3.6%	11.8%	6.3%	-6.1%	-15.6%	3.8%	2.1%	2.2%	-7.6%	3.9%
営業利益	15,699	16,879	18,029	18,576	15,818	17,041	18,620	19,298	16,903	18,122
(前年比)	-2.6%	7.5%	6.8%	3.0%	-14.8%	7.7%	9.3%	3.6%	-12.4%	7.2%
(売上比)	7.3%	6.8%	7.0%	8.1%	12.6%	13.2%	14.2%	14.7%	13.9%	14.2%
営業外収益	1,705	1,897	1,597	1,813	1,274	1,562	1,991	2,147	2,676	2,067
営業外費用	3,245	3,625	4,613	4,702	1,759	1,531	1,602	1,352	902	1,421
経常利益	14,159	15,151	15,012	15,687	15,333	17,071	19,010	20,092	18,677	18,769
(前年比)	0.2%	7.0%	-0.9%	4.5%	-2.3%	11.3%	11.4%	5.7%	-7.0%	0.5%
(売上比)	6.6%	6.1%	5.8%	6.9%	12.2%	13.2%	14.5%	15.3%	15.4%	14.7%
特別利益	848	1,771	2,829	3,058	1,572	185	430	552	2,661	1,230
特別損失	2,237	2,913	1,804	2,946	635	2,703	6,263	823	2,485	333
税金等調整前当期利益	12,770	14,009	16,038	15,800	16,270	14,553	13,178	19,822	18,853	19,666
(前年比)	8.0%	9.7%	14.5%	-1.5%	3.0%	-10.6%	-9.4%	50.4%	-4.9%	4.3%
(売上比)	5.9%	5.7%	6.2%	6.9%	12.9%	11.3%	10.1%	15.1%	15.5%	15.4%
法人税等	5,968	6,281	7,860	7,296	7,420	5,303	3,842	8,096	6,676	7,360
少数株主損益	70	253	-119	-1	-4	0	0	0	0	0
当期利益	6,730	7,474	8,297	8,504	8,853	9,249	9,335	11,726	12,176	12,307
(前年比)	0.8%	11.1%	11.0%	2.5%	4.1%	4.5%	0.9%	25.6%	3.8%	1.1%
(売上比)	3.1%	3.0%	3.2%	3.7%	7.0%	7.2%	7.1%	8.9%	10.0%	9.7%

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 30)連結キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)	2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
税金等調整前当期純利益	12,770	14,009	16,038	15,800	16,270	14,553	13,178	19,822	18,853	19,666
償却費	3,237	3,412	3,374	3,764	4,212	4,256	4,155	3,231	2,969	3,096
減価償却費	2,735	2,813	2,782	2,489	2,873	2,996	2,932	2,727	2,622	2,677
のれん・負ののれん償却額	502	599	592	1,275	1,339	1,260	1,223	504	347	419
引当金増減	-83	60	-279	-1,283	292	194	687	-176	20	105
貸倒引当金の増加額 (▲減)	-232	-531	-773	-336	92	57	345	-326	-32	-13
退職給付及び役員退職慰労引当金の増減額 (▲減)	149	591	494	-947	200	137	342	150	52	118
運転資本増減	-3,633	-1,664	-5,905	4,236	-1,336	662	-4,632	-1,152	-3,458	-1,180
売上債権の減少額 (▲増)	-1,503	-1,190	332	-3,489	-1,691	1,070	-3,715	-2,060	213	-2,322
棚卸資産の減少額 (▲増)	-4,174	-4,417	-4,762	-5,907	-722	1,389	430	-1,018	-596	1,572
仕入債務の増加額 (▲減)	2,044	3,943	-1,053	6,643	426	-922	-1,598	-6	-720	-835
その他の流動資産の減少額 (▲増)	0	0	0	4,292	0	0	0	0	0	0
その他の流動負債の増加額 (▲減)	0	0	-422	2,697	651	-875	251	1,932	-2,355	405
実際の支払	-5,677	-6,324	-7,656	-7,437	-6,419	-6,351	-5,710	-3,753	-7,258	-6,468
営業活動によるキャッシュフロー	8,364	13,159	8,833	12,192	12,849	15,319	13,168	17,250	9,242	13,513
固定資産・有価証券の取得・売却	-3,995	-6,357	-10,772	-6,244	-1,286	-4,536	-8,306	-2,756	-2,456	-2,011
固定資産の取得による支出 (▲)	-4,578	-2,285	-1,947	-3,080	-3,068	-3,273	-2,390	-2,311	-3,101	-3,571
固定資産の売却による収入	760	1,365	2,617	1,349	1,208	309	104	60	120	188
有価証券の取得による支出 (▲)	0	0	-4,092	-21,477	-18,482	-26,989	-36,989	-39,989	-16,495	0
有価証券の売却による収入	0	0	2,800	19,500	20,303	23,000	37,000	41,000	27,500	1,000
投資有価証券の取得による支出 (▲)	-177	-6,489	-2,021	-2,536	-1,630	-1,084	-6,083	-1,248	-14,696	-338
投資有価証券の売却による収入	0	1,005	0	0	383	1	52	711	192	10
子会社・関係会社株式取得 (▲)	0	0	-9,062	0	0	0	0	-979	0	-300
子会社・関係会社株式売却	0	47	933	0	0	3,500	0	0	4,024	1,000
その他	59	-57	-1,031	-180	-95	-165	-72	-173	-24,149	-4,948
投資活動によるキャッシュフロー	-3,936	-6,414	-11,803	-6,424	-1,381	-4,701	-8,378	-2,929	-26,605	-6,959
フリーキャッシュフロー	4,428	6,745	-2,970	5,768	11,468	10,618	4,790	14,321	-17,363	6,554
有利子負債増減	193	301	62	1,941	-344	561	897	-432	-371	-285
短期借入金の増減	1,336	930	556	2,077	164	1,236	1,673	30	0	1
リース債務の増減	0	0	0	0	-714	-675	-601	-462	-371	-286
長期借入金による収入	0	0	0	0	206	0	0	0	0	0
長期借入金の返済による支出 (▲)	-1,143	-629	-494	-136	0	0	-175	0	0	0
自己資本の増減	-890	-2,592	-1,383	-3,096	-3,774	-2,375	-2,703	-2,786	-3,358	-3,523
自己株式の取得・処分	-16	-1,219	186	88	-1,471	-1	0	-1	-1	-2
自己株式の取得による支出 (▲)	-16	-1,219	186	-3	-1,675	-1	0	-1	-1	-2
自己株式の処分による収入	0	0	0	91	204	0	0	0	0	0
配当金の支払金額 (▲)	-874	-1,373	-1,569	-3,184	-2,303	-2,374	-2,703	-2,785	-3,357	-3,521
その他	2	2,733	0	0	0	0	0	-12	1	0
財務活動によるキャッシュフロー	-3,369	-1,419	-2,433	-5,310	-4,445	-1,815	-5,154	-3,292	-3,729	-3,809
現金増減	1,059	5,326	-5,403	458	7,023	8,803	-364	11,029	-21,092	2,745
BSの現金増減	2,373	5,902	-4,052	1,077	5,851	13,862	292	10,871	-6,471	8,083

(図表 31)関連指標

株価関連指標		2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
株価	円	2,925	4,200	4,470	3,850	3,250	3,860	3,865	4,140	4,555	5,950
PER	倍	18.63	26.48	25.43	19.68	16.25	18.49	17.72	18.86	16.48	20.78
PBR	倍	2.28	2.96	2.85	2.19	1.79	2.15	1.94	1.93	1.90	2.20
EV/EBITDA倍率	倍	5.85	7.89	8.42	6.97	6.21	6.63	6.12	6.05	7.55	9.68
主要指標		2005/03	2006/03	2007/03	2008/03	2009/03	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
ROA	%	5.00	4.92	5.04	6.95	7.07	7.01	6.95	7.93	7.75	7.20
ROE	%	11.43	11.63	11.67	11.11	10.84	10.45	9.81	11.26	10.78	10.11
配当性向	%	12.99	18.37	18.91	37.44	26.01	25.67	28.96	23.75	27.57	28.61
売上高利益率	%	33.28	32.25	32.96	35.48	54.64	55.65	57.05	58.35	57.43	57.43
売上高営業利益率	%	7.28	6.84	7.01	8.12	12.58	13.19	14.23	14.71	13.91	14.24
売上高当期純利益率	%	3.12	3.03	3.23	3.72	7.04	7.16	7.14	8.94	10.02	9.67
株主資本比率	%	43.74	42.28	43.22	62.55	65.20	67.08	70.82	70.39	71.87	71.20
負債比率	%	125.60	127.97	122.78	59.07	59.83	53.51	45.20	44.20	37.40	36.13
使用総資本回転率	回	1.60	1.62	1.56	1.87	1.00	0.98	0.97	0.89	0.77	0.74
財務レバレッジ	倍	2.29	2.37	2.31	1.60	1.53	1.49	1.41	1.42	1.39	1.40

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。

企業分析レポートを終えて

我々は今年の春から夏にかけてコーポレート・ファイナンスを学んだ。その知識を実践的に応用して作成したのが今回の小林製薬の分析レポートである。分析をするまでは『製薬』と名のついた企業は医薬品だけを製造販売する企業であると考えていたが、小林製薬はトイレットリー製品が売上の多くを占めており、我々の製薬会社に対する認識を改めるに至った。また、小林製薬は、売上を大きく下げる事があったにも拘らず増益を続けていることに驚いた。その要因をレポート作成の過程で分析したが、分析した以外の要因として小林製薬が取っているファミリー企業という企業形態があると考え。所有者である株主と経営者の目的が一致しており、長期的な経営を意識したファミリー企業は持続的な成長をすることが出来る。我々は小林製薬の分析を契機にファミリー企業への関心を持ったため、今後ファミリー企業の利益還元政策に関する研究を行う予定である。