

ホリスティック企業レポート (4926 シーボン 東証二部)

フル・レポート
2012年12月6日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20121206

要旨

1. 会社の概要

- ・同社はスキンケア製品を中心とする化粧品を製造・販売。販路は直営店チャンネルが売上高の大部分を占める。
- ・同社のビジネスモデルは新規会員の拡充をベースに、積み上げた会員へのアフターサービスを通じてスキンケア製品の継続購入と、単価アップによる売上高成長モデル。

アナリスト:中西正行
+81(0)3-6858-3216
nakanishi@stock-r.org

【主要指標】

	2012/11/30
株価(円)	1,630
発行済株式数(株)	4,243,000
時価総額(百万円)	6,916

2. 財務面の分析

- ・過去の売上高成長は、直営店出店に伴う会員数拡大が原動力。
- ・東日本大震災などの外部要因悪化に対しては、経費効率化などの自助努力で収益性を維持。
- ・短期的には、新規会員獲得に向けたキャンペーンによる客単価下落がリスク要因。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	26.7	7.9	7.6
PBR(倍)	0.8	0.8	0.7
配当利回り(%)	4.9	4.9	5.2

3. 非財務面の分析

- ・フェイシャリストによるアフターサービスで客単価を引き上げるビジネスモデルに強み。
- ・フェイシャリスト育成とアフターサービスによる会員囲い込みが、同社ビジネスモデルの参入障壁。

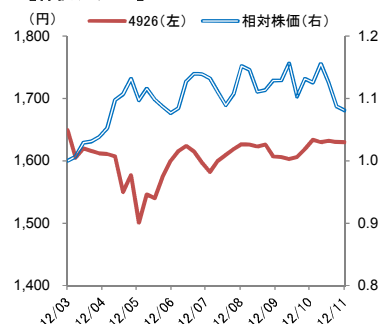
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-0.3	0.2	6.1
対TOPIX(%)	-5.3	-6.2	-2.3

4. 経営戦略の分析

- ・フェイシャリストによる差別化戦略が同社の強み。
- ・「新規集客力の強化」、「既存顧客の継続率の向上」、「顧客受け入れ態勢の強化」を重視。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/3/26

5. アナリストの評価

- ・同社の適正PER水準を10倍~11倍と仮定。中期的な適正株価水準は当センターの2015年3月期予想EPS229.0円を基に2,300円~2,500円を想定。

【4926 シーボン 業種:化学】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2010/3	14,936	4.4	1,368	14.3	1,392	11.9	834	56.5	196.6	1,983.3	65.0
2011/3	14,639	-2.0	1,343	-1.8	1,397	0.3	674	-19.1	159.1	2,060.0	90.0
2012/3	14,228	-2.8	1,394	3.8	1,426	2.1	259	-61.6	61.1	2,037.5	80.0
2013/3 CE	14,897	4.7	1,428	2.4	1,484	4.1	871	235.8	205.3	-	80.0
2013/3 E	14,900	4.7	1,430	2.6	1,480	3.8	870	235.9	205.4	2,160.5	80.0
2014/3 E	15,300	2.7	1,500	4.9	1,550	4.7	911	4.7	215.1	2,289.6	85.0
2015/3 E	15,850	3.6	1,600	6.7	1,650	6.5	970	6.5	229.0	2,426.4	90.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

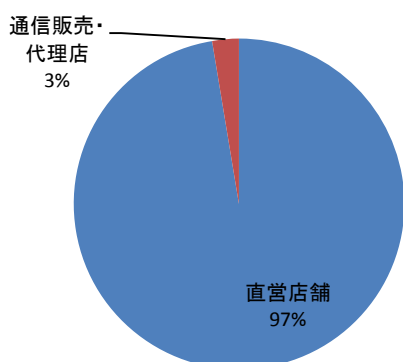
> 事業内容

◆ アフターサービスによるスキンケア製品のセルアップに注力

シーボン（以下、同社）は、スキンケア製品を中心とする化粧品及び医薬部外品（以下化粧品）の製造・販売会社である。自社工場「シーボン美容研究所」で製品を製造し、直営店チャンネルが売上高の大部分を占める。アイテム別では、ベーシックなスキンケア製品が同様に大部分を占め、ブランド力や流行に左右されるメイクアップ製品の構成比は小さい。

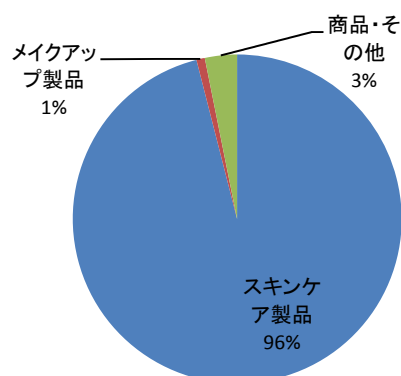
同社事業の中核は、会員制で囲い込んだ顧客に対し、直営店併設のサロンでアフターサービスを提供しながら、スキンケア製品の継続購入及び単価・数量アップを促す点と推察される。

【図表1】チャンネル別売上高構成比



出所) 2012/3期有価証券報告書より当センター作成

【図表2】アイテム別売上高構成比



出所) 2012/3期有価証券報告書より当センター作成

> ビジネスモデル

◆ 直営店でのアフターサービスで差別化

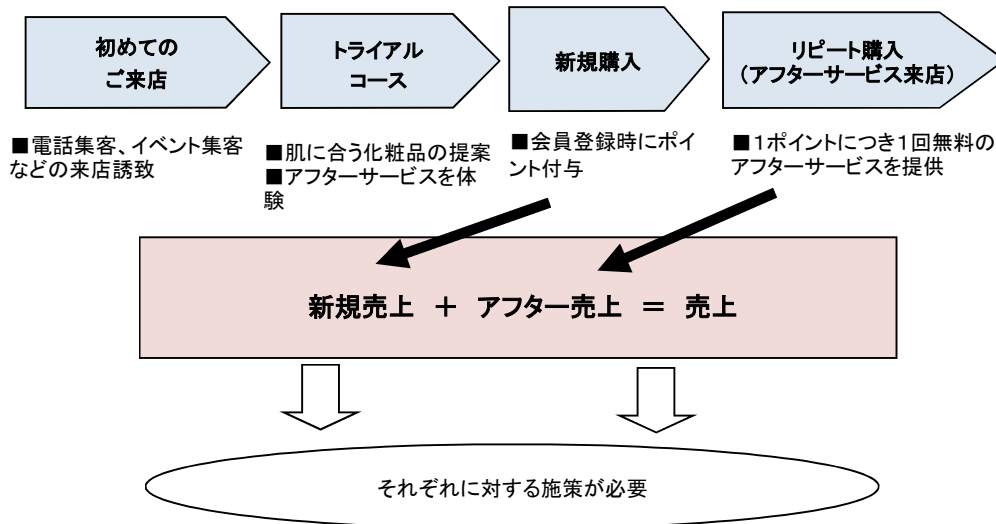
同社の売上高成長は、会員数の拡大並びに購入単価の上昇が鍵となる。この手段として、直営店サロンのアフターサービスで会員来店頻度を高め、スキンケア製品の継続購入及び高単価製品への誘引を目指すのが同社のビジネスモデルと考えられる。

その中で重要な役割を演じるのが、アフターサービスの基盤となるフェイシャリスト（店舗美容販売員）であろう。フェイシャリストは本社の研修施設で年2回の研修を行い、基礎学習から管理職研修を通してサロン全体の技術の高度化および均等化を図っている。

近年、同業のスキンケアメーカーがネット通信販売に傾斜していることとは異なり、同社の重要な集客ツールは直営店サロンである。直営店（サロン）展開は、出店にとまなう資金と人材の育成を必要とする

ため、他のスキンメーカーが容易に支店網を構築することは困難であり、これが同業他社との差別化に繋がっている。

【図表3】シーボンのビジネスモデル



出所)会社説明会資料より当センター作成

直営店は新規顧客獲得と会員稼働の重要なツール

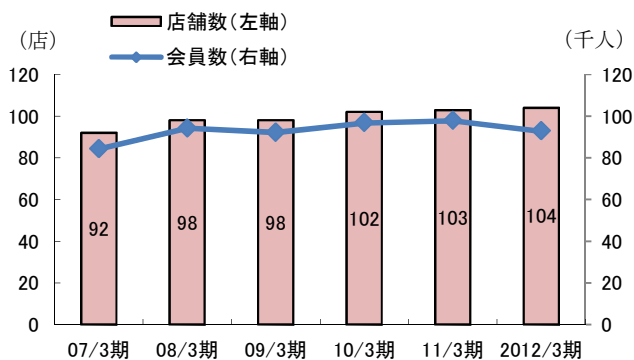
◆ 直営店は重要な新規顧客の獲得ツール

直営店は重要な新規顧客獲得のツールでもある。同社の新規顧客獲得方法は、電話やイベントなどで直営店に新規来店者を集客し、トライアルコースなどを提供したうえで会員（顧客）を募る方式。その後、アフターサービスを通じてスキンケア製品の販売を行うため、会員に対するアフターサービスの継続数も、売上高成長に向けた重要なファクターと考えられる。

また、もう一つの重要な成長ファクターである会員の購入単価アップには、フェイシャリストが欠かせない。富士経済「化粧品マーケティング要覧」によると、女性のスキンケア化粧品にかかる1カ月の平均予算は、1,000円以上5,000円未満が58.8%を占めている。一方、同社の平均単価である1カ月平均予算は2万6,000円とかなり高い。これはフェイシャリストのアフターサービスが効果的に単価を引き上げていることを物語っている。

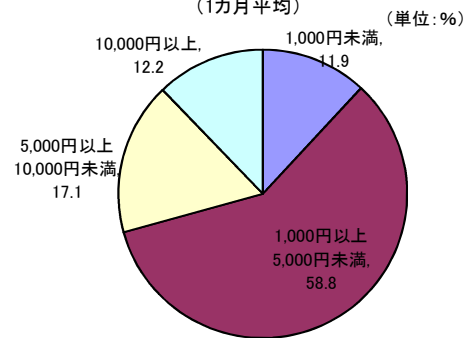
他方、同社の会員継続期間別分布状況を見ると、1年未満が25%、1年以上23%、2年以上13%、3年以上13%、5年以上は26%と、会員の過半数が2年以上の継続者となっている。これは質の高いサービスやポイント付与制度などが効果的に作用し、これが高い収益性につながっているとも考えられる。

【図表4】直営店舗数と売上高推移



出所)決算説明会資料、ヒアリングより当センター作成

【図表5】女性のスキンケア化粧品出費
(1カ月平均)



シーボン平均2万6,000円/月

出所)富士経済「マーケティング要覧2011」より当センター作成

> 市場構造とポジション

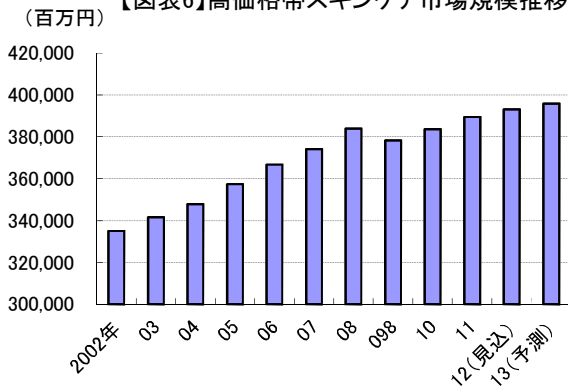
◆ 高価格帯スキンケア市場は比較的堅調

富士経済の国内化粧品市場の調査によると、2011年の市場規模は2兆2,730億円と前年比0.9%減となった模様。これは東日本大震災による需要低迷が推察され、12年は反動増で同0.2%増の2兆2,769億円が見込まれる。

一方、高価格帯スキンケア市場は、化粧品市場全体とは異なったトレンド予想される。02年以降の高価格帯スキンケア市場は成長トレンドを維持しながら、11年の市場規模は過去最高の3,895億円に達し、12年には前年比0.9%増の3,930億円が見込まれている。この要因として、シニア世代のアンチエイジング需要に加え、アスタキサンチンなど一部素材のマーケット拡大が推察される。

高価格帯スキンケア市場における同社のポジションは、大手メーカーの資生堂やカネボウ化粧品が上位を占めるなか、メーカーシェアで9位と健闘している。

【図表6】高価格帯スキンケア市場規模推移



出所)会社説明会資料より当センター作成

【図表7】2010年 高価格帯スキンケア市場メーカーシェア

順位	メーカー	シェア(%)
1	資生堂	12.5
2	カネボウ化粧品	9.5
3	P&Gマックスファクター	7.8
4	ドクターシーラボ	6.4
5	再春館製薬所	6.6
6	ポーラ	5.4
7	コーセー	4.7
8	アルビオン	4.2
9	シーボン	4.1
10	日本ロレアルラグジュアリプロダクツ事業本部	4.0

出所)会社説明会資料より当センター作成

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

1966年に犬塚尚典氏が、製造・販売を目的に設立。当初は自社訪問販売と販売代理店の2チャンネルだったが、86年に販売とアフターサービス提供システムを導入。その後、直営店と会員制サロンによる事業展開に移行した。

2009年にジャスダック証券取引所(現大阪証券取引所 JASDAQ)に株式を上場し、12年には東京証券取引所市場第二部に上場。この間、同社は業容拡大につながるようなM&A等を行っていない。

◆ 経営理念

同社は、お客様をはじめとするすべてのステークホルダーに真摯に向き合うことで、企業としての社会的責任を果たそうとしている。具体的には、5つのバリュー(価値)を掲げ、これを実践している。

- ① お客様満足のために
- ② 透明な経営のために
- ③ 取引先との相互発展のために
- ④ 社員の成長のために
- ⑤ 社会貢献のために

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

震災影響などの外部要因を除き、売上高はなだらかな右肩上がり

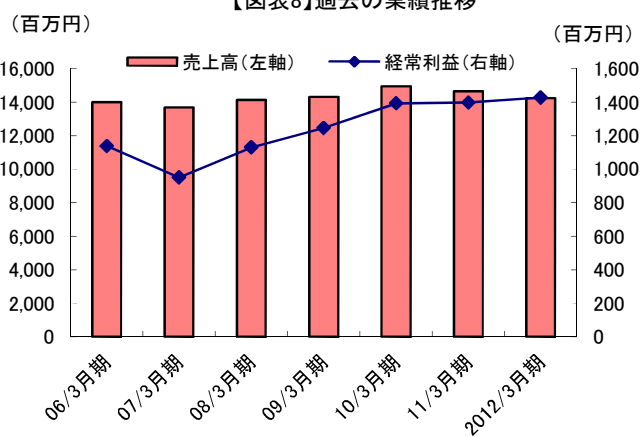
◆ 経常利益は堅調に推移

同社の売上は、東日本大震災前まで比較的堅調に推移していた。しかし、東日本大震災による集客活動の休止や電話集客の縮小により停滞。一方、経常利益は電話集客の縮小などによる経費の効率化により堅調に推移している。

2013年3月期第2四半期決算は売上高が前年同期比0.9%減の70.1億円、経常利益は同32.1%減の4.9億円、四半期純利益は同3.3億円増の2.8億円で着地。これは会社計画(売上高73.5億円、経常利益6.8億円)を下回る結果となった。

減収要因は単価下落などによる。減益要因は減収効果に加えてWebプロモーションなど集客コストの増加による。純利益の増加は法人税等調整額によるものである。

【図表8】過去の業績推移



出所)有価証券報告書より当センター作成

> 同業他社との比較

◆ 同業他社との財務諸表の比較

同社の事業規模は、スキンケアを主力とする企業と比較すると小規模である。一方、同社の収益性は他社と比べて高く、これはアフターサービスによる高価格帯戦略が寄与していると考えられる。他社はインターネットを利用した中価格帯以下の商品を扱い、他社の利益率は同社と比べて低い。

同社の成長性は、売上高(3年平均成長率)でマイナス、経常利益(同)でプラスになっている。高価格帯ということもあり、売上高成長は東日本大震災の影響や販売チャンネル変更を受けるも、経常利益成長はコストコントロールによるものと推察される。

同社の安全性は他社と比べても見劣りしない。無借金経営でインタレスト・カバレッジ・レシオは算出できない状況にある。

【図表 9】 同業他社比較

項目	銘柄	シーボン		ファンケル		ドクターシーラボ		ハーバー研究所		ポーラ・オルビスホールディングス	
	証券コード	4926		4921		4924		4925		4927	
	決算期	12/3		12/3		12/7		12/3		11/12	
規模	売上高	億円	142	881	390	135	1,666				
	経常利益	億円	14	40	89	10	133				
	総資産	億円	110	917	224	147	1,930				
収益性	自己資本利益率	%	3.0	3.1	31.9	9.8	5.2				
	総資産経常利益率	%	12.9	4.3	42.2	7.3	7.0				
	売上高経常利益率	%	10.0	4.5	23.0	7.4	8.0				
成長性	売上高(3年平成長率)	%	-0.2	-3.5	14.7	7.1	-0.8				
	経常利益(同上)	%	4.6	-16.8	8.6	15.8	12.4				
	純資産(同上)	%	3.5	3.4	13.5	5.3	4.5				
安全性	自己資本比率	%	77.8	85.5	76.7	38.9	81.3				
	流動比率	%	276.8	468.7	373.3	131.0	467.0				
	インタレスト・カバレッジ・レシオ	倍	-	-	-	12.1	392.8				

(注) 平均成長率は複利。自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債、インタレスト・カバレッジ・レシオは(営業利益+受取利息+受取配当金)÷(支払利息+割引料)。

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書

> 今後の業績見通し

13年3月期は会社計画並みを想定

◆ 13年3月期の会社計画は増収増益の見通し

2013年3月期の会社計画は、売上高が前期比4.7%増の148.9億円、営業利益は同2.4%増の14.3億円、当期純利益は3.7倍の8.7億円の見通し。

◆ 当センターは会社計画とほぼ同水準を予想

当センターの2013年3月期予想は、売上高が前期比4.7%増の149.0億円と、営業利益は同2.6%増の14.3億円、当期純利益は同3.7倍の8.7億円と会社計画並みを見込む。

この要因として、売上高は新規出店による3.1億円(28カ月分)と、キャンペーンによる3.6億円の増収を予想。営業利益はブランディングや新規顧客開拓のための広告費等のコスト増で利益率の低下を織り込んだ。

ただし、当センター予想のリスク要因として、単価下落に留意したい。13年3月期第2四半期決算では、キャンペーンで新規会員を取り込んだものの、単価下落で売上高が未達となったことから、今後は会員1人当りアフターサービスの回数、並びに単価アップが求められる。

◆ 中期的には西日本へのエリア拡大に注目

同社の販売チャネルと新規集客ツールを兼ねる直営店は、2012年9月末で106店舗。このうち、関東エリアが68店舗と全体の半数以上を占め、西日本(近畿エリア8店舗、中国・四国エリア3店舗、九州エリア11店舗)の店舗展開は今後の課題と考えられる。これは換言すると、エリア拡大による成長余力を意味している。

当センターでは直営店のエリア拡大を前提に、今後3年間の年平均成長率を売上高が3.7%増、同じく営業利益は4.7%増を予想する。

【図表10】業績予想モデル

決算期	2010/3	2011/3	2012/3	2013/3	2014/3	2015/3
単位:百万円	実績	実績	実績	予想	予想	予想
売上高	14,936	14,639	14,228	14,900	15,300	15,850
前期比	4.4%	-2.0%	-2.8%	4.7%	2.7%	3.6%
売上総利益	12,123	11,985	11,502	12,120	12,500	13,000
前期比	3.8%	-1.1%	-4.0%	5.4%	3.1%	4.0%
売上比	81.2%	81.9%	80.8%	81.3%	81.7%	82.0%
販売費・一般管理費	10,755	10,641	10,107	10,680	11,000	11,400
前期比	2.6%	-1.1%	-5.0%	5.7%	3.0%	3.6%
売上比	72.0%	72.7%	71.0%	71.7%	71.9%	71.9%
営業利益	1,368	1,343	1,394	1,430	1,500	1,600
前期比	14.4%	-1.8%	3.8%	2.6%	4.9%	6.7%
売上比	9.2%	9.2%	9.8%	9.6%	9.8%	10.1%
営業外収益	65	56	62	52	50	50
営業外費用	40	2	30	2	0	0
経常利益	1,392	1,397	1,426	1,480	1,550	1,650
前期比	11.8%	0.4%	2.1%	3.8%	4.7%	6.5%
特別利益	23	39	0	0	0	0
特別損失	23	212	822	0	0	0
税引前利益	1,393	1,224	603	1,480	1,550	1,650
前期比	27.7%	-12.1%	-50.7%	145.4%	4.7%	6.5%
法人税等合計	559	549	343	610	639	680
前期比	0.2%	-1.8%	-37.5%	77.8%	4.8%	6.4%
対税前利益比	-	44.9%	56.9%	41.2%	41.2%	41.2%
当期純利益	834	674	259	870	911	970
前期比	56.5%	-19.2%	-61.6%	235.9%	4.7%	6.5%

注) 予想は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 技術力の向上と人材の育成に注力

同社は直営店により質の高いアフターサービスにより単価を引き上げるビジネスモデルに強みがある。したがって、同社の持続的成長には人的資本の強化が必要不可欠となる。

【図表 11】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	<ul style="list-style-type: none"> ・アクティブシニア世代 (50 歳以上) ・直営店による顧客の獲得 ・アフターサービスで質の高い技術を提供 ・フェイシャリストによる手厚いフォロー 	・直営店数	・全国 106 店舗
	ブランド	<ul style="list-style-type: none"> ・直営店による高価格帯 ・マスコミへの露出度向上を計画 	・業界シェア	・高価格帯スキンケア市場シェア 9 位 (4.1%)
	事業パートナー	<ul style="list-style-type: none"> ・JR 東日本の駅ナカによるイベント展開 ・日本航空とのマイレージサービス ・JR 西日本の駅ナカへ出店 	・業務提携数	・業務提携 3 社
組織資本	プロセス	・シーボンの事業プロセスは以下のとおりである。 ① 電話、イベントなどによる集客 ② トライアルコースの提供 ③ 新規購入によるポイント付与 ④ ポイントによるアフターサービスの提供 ⑤ リピーター購入	・新規来店者数 ・継続期間別分布状況	・2012 年 3 月末 5 万 7,501 人 (前年比 11.7%増) ・会員の過半数以上が 2 年以上継続者
	知的財産・ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> ・従業員の技術度向上 ・研修体制 	—	—
人的資本	経営陣	<ul style="list-style-type: none"> ・犬塚会長は創業家 ・経営陣に対するストックオプション付与 	・任期年数 ・株式保有	・2 年 ・犬塚会長株式保有 33.2%、金子社長株式保有 1.5%
	従業員	<ul style="list-style-type: none"> ・正社員の 9 割強が女性 ・年 2 回の研修 	・勤続年数	・平均勤続年数 6.5 年

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は環境マネジメント体制の柱として、栃木工場において 2012 年 4 月に ISO14001 マネジメントシステムの認証を取得。また、ISO14001 マネジメントシステムに基づき環境方針を定め、環境保全活動を推進するとともに環境関連法規制などの遵守評価を実施し、法令遵守を徹底している。環境に配慮した事業活動を行うため、PDCA サイクルによる定期的な監査・自主評価を行っている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、お客様に安心感を提供できる企業であり続けるために、様々な活動を通じ、企業市民として社会貢献を果たすべく努力している。その一環として、東日本大震災の義援金や同社製品の提供などを日本赤十字社や NPO 法人、自治体を通じて行うとともに、従業員による人的支援も行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の経営陣は取締役 9 名(うち社外取締役 1 名)と、監査役 3 名(内社外監査役 2 名)で構成されている。社外取締役と社外監査役を採用しており、透明性は高いと思われる。

ただし、大塚雅大氏と大塚公子氏という創業家が 35%超の株式を保有しており、株式の売り出しや相続などの需給バランスの崩れというリスクがある。

【図表12】大株主の状況

	(%)
大塚雅大	33.2
シーボン従業員持株会	5.8
日本トラスティ・サービス信託銀行	4.2
三菱東京UFJ銀行	2.8
大塚公子	2.3
安田亜希	2.3
望月暁一	1.9
藤井達夫	1.7
松下広美	1.7
金子靖代	1.5

出所) 有価証券報告書(2012年9月末)

【図表13】所有者別状況

	(%)
金融機関等	3.9
法人	1.3
外国人	1.5
個人その他	93.3

出所) 有価証券報告書(2012年3月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 目標とする経営指標

同社は継続事業の拡大を通じて、企業価値と企業体力を高めることを経営の目標にあげている。経営指標としては事業および企業収益力を示す各利益項目を重視し、特に売上高、経常利益の増額と経常利益率の改善を目指している。

> 今後の戦略

◆ 三つの施策

同社は中期経営計画実現のための課題として「新規集客力の強化」、「既存顧客の継続率の向上」、「顧客受け入れ態勢の強化」の3つ項目を上げている。

- ① 新規集客力の強化
 - ・ イベント、異業種とのタイアップ、Web マーケティング等により集客力を向上させる。
 - ・ インターネットによる通信販売、関西を中心とする空白地区への出店による新たな販売チャネルを構築する。
 - ・ 見込客の顧客化を実現し、口コミによるブランドイメージを向上させる。
- ② 既存顧客の継続率の向上
 - ・ メールアンケートを分析し、顧客満足度を向上させ、既存顧客の継続率を向上させる。
- ③ 顧客受け入れ態勢の強化
 - ・ フェイシャリストの接客を向上させる。
 - ・ 人事・研修制度を充実させる。
 - ・ 特徴のある製品ラインナップの構築

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 直営店による高度な技術提供が強み

【図表 14】 SWOT 分析

項目	シーボンの特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ・直営店による展開 ・高度な技術を持つフェイシャリスト ・アフターサービス
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・限定された新規会員獲得手段 ・Web 戦略 ・業界大手に劣るブランド力 ・シニア層に偏った会員構成
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ・高齢化社会 ・団塊世代のリタイア ・アンチエイジングブーム
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ・訪問販売主体メーカーのアフターサービス参入 ・デフレによる消費の落ち込み ・消費税引き上げによる需要減退

> 経営戦略の評価

◆ アフターサービスを支えるフェイシャリストで差別化

直営店展開と会員制による顧客の囲い込みに加え、アフターサービスによる会員稼働率維持とアップセル戦略が同社の強みと考えられる。これを可能としているのが、育成にコストと時価のかかるフェイシャリストの存在であろう。同業他社が模倣しようとしても、新規集客やアップセルを支えるフェイシャリストの育成が参入障壁となっている。これによって、経済的余裕を持つシニア層が中心の同社会員を囲い込むとともに、客単価アップなど会員の深耕を可能としている。

一方、課題は出店ペースの限界と、会員層の偏りであろう。フェイシャリストの育成には、時間がかかるうえ定着率も安定しないことから、フレキシブルな新規出店や M&A による業容拡大が困難である。中期的にはフェイシャリストの効率的な育成と離職率低下が課題となろう。

また、同社会員の年齢構成はシニア層が大部分を占めることから、長期的には購入意欲の減退が予想される。したがって、若年層から壮年層をターゲットとしたブランド戦略や価格戦略など、これまでとは違うビジネスモデルの構築も思案されよう。

> 利益還元策

◆ 13年3月期は40%前後の配当性向を計画

同社の方針としては、製品技術・製品開発体制を強化するとともに、未出店エリアへの出店など、内部留保資金を有効な設備投資にむけるとしている。

ただし、工場の増設や出店もキャッシュフローの範囲内で行うことができるため、それ以上の利益は配当へ回されると思われる。同社のコメントとしても株主に対する利益還元を経営の重要な課題の一つとして認識し、高配当の継続に努めるとしている。

また、自己株取得は流動性の低下や株主数の減少につながることから、実施は困難であると思われる。

2013年3月期の会社計画は年80円配当(配当性向39.0%)と、単元株(100株)以上の株主に株主優待を実施する方針である。

> バリュエーション比較

◆ 類似会社に比べて低い予想PER

同社の予想PERは、東証二部全銘柄(11倍程度)や同業他社を下回り、実質PBRも1倍を割り込むなど、1株指標の面から同社株価の再評価余地が残されている。加えて、配当利回りは東証二部平均(2%程度)や同業他社を上回るなど、同社のバリュエーションは割安な水準と考えられる。

これらの要因として、類似会社に比べて同社の時価総額が小さいゆえ、流動性に劣る小型株特有のディスカウントが考えられる。以上を踏まえ、類似会社から推察される同社の適正バリュエーションは、PER10倍~11倍と想定される。

【図表15】類似会社との株価バリュエーション比較

単位	シーボン	ファンケル	ドクターシーラボ	ハーバー研究所	ポーラ・オルビスホールディングス
証券コード	4926	4921	4924	4925	4927
決算月	3月	3月	7月	3月	12月
前期売上高 (百万円)	14,228	88,165	39,082	13,578	166,657
(経常利益率) (%)	10.0	4.5	23.0	7.4	8.0
前期純利益 (百万円)	259	2,454	5,036	537	8,039
前期純資産 (百万円)	8,644	78,796	17,205	5,725	157,057
実績ROE (%)	3.0	3.1	31.9	9.8	5.2
予想PER (倍)	7.9	26.7	11.0	16.3	18.8
実績PBR (倍)	0.8	0.7	4.1	1.9	0.9
予想配当利回り (%)	4.9	3.9	3.2	0.7	2.0
売上高成長率(過去3年平均) (%)	-0.2	-3.5	18.8	7.1	-0.8
経常利益成長率(同) (%)	4.6	-16.8	38.6	15.8	12.4
株価(2012/11/30) (円)	1,630	863	280,600	2,700	2,448
時価総額 (億円)	69.2	562.5	713.3	106.2	1,402.3

(注2)シーボンは当センター予想、その他は会社予想。予想PER、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価は 2,300 円～2,500 円と試算

同社の株価バリュエーションは、予想 PER7.6 倍と同業他社比較で割安な水準と考えられる。これは第 2 四半期決算の経常減益が、株価に対しネガティブに作用しているためと推察される。今後、株価に影響を及ぼすイベントとしては、第 3 四半期決算における収益動向に注目したい。

同社の適正 PER 水準 10 倍～11 倍を前提に、当センターの 2015 年 3 月期予想 EPS229.0 円を基にした同社の中期的な適正株価水準は、2,300 円～2,500 円のレンジが想定される。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI（業績指標）を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

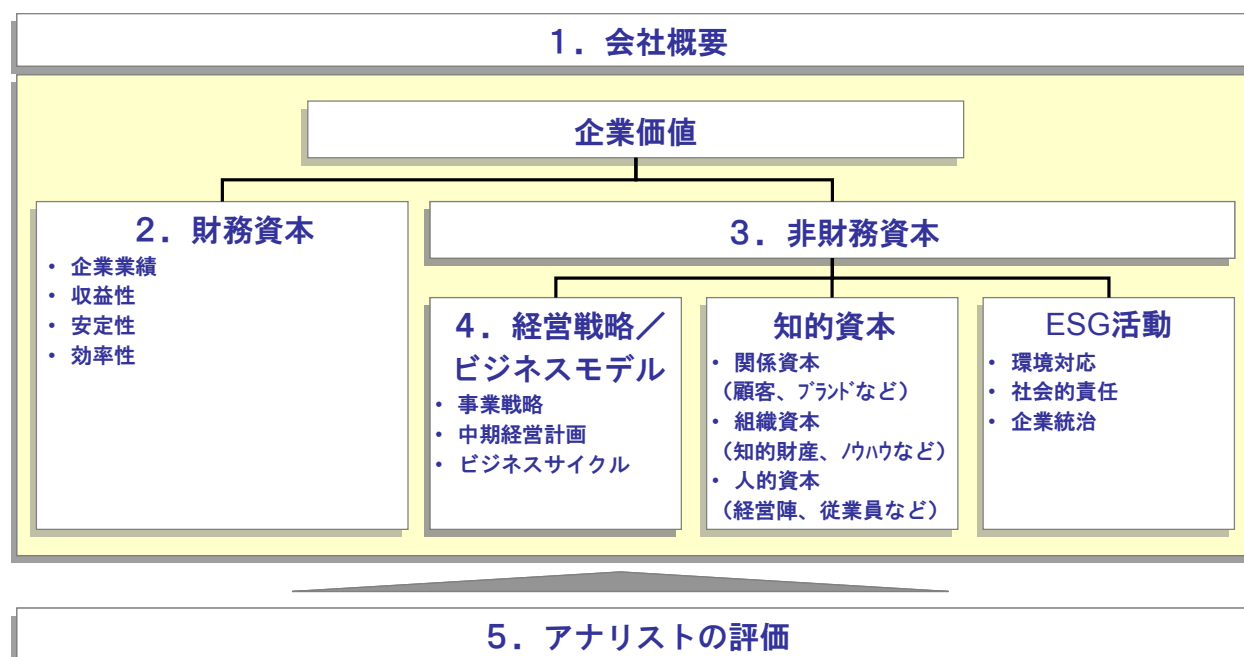
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。