

ホリスティック企業レポート グラフィコ 4930 東証スタンダード

ベーシック・レポート
2023年6月30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 202300627

健康食品、化粧品、日用品と幅広く取り扱うファブレスメーカー 女性視点の商品企画開発を得意とし、ミリオンセラー商品を多数保有

1. 会社概要

・グラフィコ(以下、同社)は、健康食品、化粧品、日用品と幅広く取り扱うファブレスメーカーだが、売上高の約77%が酸素系漂白剤「オキシクリーン」である。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

・主力の「オキシクリーン」の拡販が牽引し、15/6期から22/6期まで売上高は年平均12.6%のペースで拡大した。しかし当該期間では17/6期と22/6期に経常減益を経験し、経常利益は年平均3.1%の増加に留まった。

・ヘルスケアや化粧品や日用品をファブレスの形態で提供する上場企業との比較では、売上規模は最も小さく、また、売上高当期純利益率が低いために収益性指標の自己資本利益率(ROE)が低い。

【主要指標】

	2023/6/23		
株価(円)	2,176		
発行済株式数(株)	938,540		
時価総額(百万円)	2,042		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	13.9	11.0	10.2
PBR(倍)	1.0	0.9	0.8
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、事業及び経営を牽引する創業者(人的資本)である。創業者により現在のファブレスメーカーの体制が築かれたが、この過程で、業務プロセスの構築や関係資本の強化が進み、これらのノウハウが蓄積されることで次の商品企画につながる好循環を描いている。

【株価パフォーマンス】

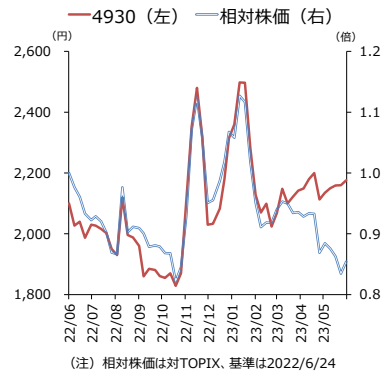
	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	2.2	1.3	7.6
対TOPIX(%)	-3.8	-10.4	-11.1

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、収益基盤の維持・向上、新商品の開発、人材の獲得と育成が挙げられる。

・30年までのロードマップでは、25年まではハウスホールドやヘルスケアを中心とした既存事業の底上げを中心に行う時期、25年以降はM&Aや海外展開を含めた新規事業開発を加速させていく時期としている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、クリエイティブ事務所としての強みを併せ持つファブレスメーカーとなり、ミリオンセラー商品を多く投入してきた実績を評価している。一方、最近では新たなミリオンセラー商品が出てこず、「オキシクリーン」への依存度が高くなっていることから、今後の商品ポートフォリオの動向に注目したい。

【4930 グラフィコ 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)
2021/6	4,096	17.1	317	35.2	274	23.6	182	22.8	204.7	2,091.1	0.0
2022/6	4,111	0.4	225	-28.9	211	-22.8	145	-20.3	156.6	2,244.5	0.0
2023/6 CE	4,740	15.3	265	17.3	251	18.5	173	18.8	185.0	-	0.0
2023/6 E	4,739	15.3	280	24.3	271	28.1	186	28.2	198.2	2,430.3	0.0
2024/6 E	5,116	8.0	295	5.4	291	7.4	200	7.4	213.2	2,644.0	0.0
2025/6 E	5,647	10.4	364	23.2	360	23.8	248	23.8	264.3	2,908.6	0.0

(注) 1. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2. 2022/6期より「収益認識に関する会計基準」を適用。2022/6期の前期比は「収益認識に関する会計基準」適用前の2021/6期実績値との比較

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 健康食品、化粧品、日用雑貨、医薬品のファブレス企業

グラフィコ(以下、同社)は、94年創業で、当初は商品デザインやクリエイティブ制作を行っていたが、04年に自社オリジナル商品の企画開発及び販売を始めてからは、現在のようなファブレス企業としてのビジネスモデルで事業を拡大してきた。取り扱う商品は自社商品が中心だが、海外商品の日本国内での独占販売権を取得して展開する商品もある。

◆ 5つの商品カテゴリーのうち大半はハウスホールドからの収益

同社は健康食品、化粧品、日用雑貨、医薬品の企画及び販売を主たる事業とする単一セグメントだが、売上高は5つの商品カテゴリーに分類される(図表1)。

最も売上高が大きい商品カテゴリーはハウスホールドで、高い増収率が続き、売上構成比は、22/6期76.9%、23/6期第3四半期累計期間83.4%と拡大基調にある。減収基調にあるヘルスケアの売上構成比は22/6期7.6%、23/6期第3四半期累計期間3.7%と低下している。ビューティケアは22/6期は売上高の12.2%を占めたが、23/6期第3四半期累計期間は増収を確保したもののハウスホールドの増加率が高かったことから、売上構成比は10.1%へ低下した。

【図表1】商品カテゴリー別売上高

(単位:百万円)

【図表1】商品カテゴリー別売上高

	売上高(単体) 「収益認識に関する会計基準」適用前											
	20/6期	21/6期	22/6期	23/6期 3Q	前期比 / 前年同期比				売上構成比			
					20/6期	21/6期	22/6期	23/6期3Q	20/6期	21/6期	22/6期	23/6期3Q
ヘルスケア	550	559	321	-	-39.2%	1.6%	-42.6%	-	15.7%	13.6%	7.5%	-
ビューティケア	687	516	523	-	-4.8%	-24.9%	1.3%	-	19.6%	12.6%	12.2%	-
ハウスホールド	2,055	2,837	3,295	-	27.6%	38.0%	16.2%	-	58.8%	69.3%	77.1%	-
医薬品	150	125	102	-	33.3%	-16.5%	-18.0%	-	4.3%	3.1%	2.4%	-
その他	55	58	32	-	116.2%	5.5%	-44.0%	-	1.6%	1.4%	0.8%	-
合計	3,499	4,096	4,275	-	3.6%	17.1%	4.4%	-	100.0%	100.0%	100.0%	-

	売上高(単体) 「収益認識に関する会計基準」適用後												
	20/6期	21/6期	22/6期	23/6期 3Q	前期比 / 前年同期比				売上構成比				
					20/6期	21/6期	22/6期	23/6期3Q	20/6期	21/6期	22/6期	23/6期3Q	
ヘルスケア	-	-	310	137	-	-	-44.5%	-43.7%	-	-	-	7.6%	3.7%
ビューティケア	-	-	501	373	-	-	-2.8%	7.3%	-	-	-	12.2%	10.1%
ハウスホールド	-	-	3,162	3,096	-	-	11.5%	36.8%	-	-	-	76.9%	83.4%
医薬品	-	-	103	64	-	-	-17.2%	-19.5%	-	-	-	2.5%	1.7%
その他	-	-	32	39	-	-	-43.9%	42.5%	-	-	-	0.8%	1.1%
合計	-	-	4,111	3,712	-	-	0.4%	25.2%	-	-	-	100.0%	100.0%

(注) 1. 23/6期3Qは23/6期第3四半期累計期間

2. 22/6期より「収益認識に関する会計基準」を適用

3. 「収益認識に関する会計基準」適用後(下段)の22/6期の前期比は、21/6期の適用前の金額との比較

(出所) グラフィコ有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

ヘルスケアはダイエット関連の健康食品が中心で、食事時に飲む「なかったコトに！」や、バジルシードを用いたキャンディシリーズの「満腹30倍」の2つが主なブランドである。

ビューティケアは比較的ニッチ分野を狙った商品が多い。足の角質のケア等のフットケアシリーズの「フットメジ」、「よもぎ蒸し」をイメージした温活サポートシリーズの「優月美人(ゆうげつびじん)」、シアバターを用いた高保湿スキンケアシリーズ「スキんピース」が代表的なブランドである。なお、「優月美人」は23/6期に、多目的フェムケアブランド「with FEM(ウィズフェム)」にリニューアルされた。

ハウスホールドは日用雑貨で、酸素系漂白剤の「オキシクリーン」が大半を占めている。自社商品の開発が基本の同社にあって、「オキシクリーン」については、米国のChurch & Dwight Co., Inc.から日本国内での独占販売権を取得して販売している商品である。

医薬品は17年にみらいファーマを吸収合併して加わったカテゴリで、第3類医薬品の商品が中心であった。しかし、23年2月に会社分割により切り離したため、医薬品カテゴリはなくなった。23/6期第3四半期累計期間の医薬品カテゴリの売上高は22年7月から23年2月までのものである。

その他は、植物石鹸等の上記のカテゴリに分類されない商品が含まれている。

> ビジネスモデル

◆ ファブレス企業としての展開

同社はファブレス企業として、製造と物流のプロセスを外部に委託し、調査、企画、開発、宣伝、販売の5つのプロセスを自社で行う体制を構築している。

◆ スタッフが全員女性の商品企画開発

同社の商品に共通する特徴として、以下の3点が挙げられる。

- (1) メインターゲットが女性であり、女性の活躍機会の拡大や女性のライフスタイルの変化に対応している
- (2) 市場が必要としている(市場の潜在需要が強い)
- (3) 効果実感が高い

こうした商品を生み出すために、商品企画を行う企画本部のスタッフ

は全員が 30~50 代の女性となっている。そうした体制の特徴を生かし、ターゲットユーザーに近い視点を持って、購買調査やグループインタビュー、イベント等を通じてニーズをくみ上げる仕組みを作りあげている。

また、同社が元はクリエイティブ事務所であったこともあり、社内に自前のデザイン部門を持っている。クリエイティブ事務所ならではの自由で柔軟な発想は、商品企画はもとより、パッケージやネーミング、POP 等の販促物にも活かされている。

同社は、新しい商品ブランドを投入する際、最初から大きく勝負をかけず、小さく始めて育てていくという方針をとっている。その方針に基づき、ひとつの新ブランドを投入した後は、派生商品を積み上げていきながら、累計出荷数が 100 万個を超えるミリオンセラー商品にしていく。

こうして育てられていったミリオンセラー商品は 8 商品にのぼっている(図表 2)。

【図表 2】グラフィコのミリオンセラー商品

商品カテゴリー	商品名	発売開始	累計販売数 (22年6月末時点)	製品が提供する機能
ヘルスケア	満腹30倍 キャンディシリーズ	05年3月	814万個	・水を含むと30倍以上に膨らむバジルの種を利用した満腹感を催す商品
ハウスホールド	オキシクリーン(粉タイプ)	08年10月	2,458万個	・酸素系漂白剤(粉タイプ) ・衣類だけでなく掃除用途にも利用可能
ビューティケア	withFEM よもぎ温座バットシリーズ (リブランド前の「優月美人 よもぎ温座バット」を含む)	08年10月	1,973万個 (個包装換算)	・韓国のよもぎ蒸しをイメージして開発された温活サポートブランド
ヘルスケア	なかつたコトに! サプリメントシリーズ	09年5月	814万個	・食事とともに飲むサプリメント
ハウスホールド	オキシクリーン マックフォースシリーズ	09年8月	323万個	・酸素系漂白剤(液体タイプ) ・衣類だけでなく掃除用途にも利用可能
ビューティケア	フットメジ 足用角質クリアハーブ石けんシリーズ	10年5月	958万個	・洗って足の角質や菌・ニオイをケアする石けん
ビューティケア	フットメジ 足用ピーリングスプレー	14年3月	136万個	・石けんシリーズから派生したフットケア商品
ビューティケア	スキンピース ファミリーUVシリーズ	16年3月	125万個	・高保温スキンケアの商品 ・途上国の教育・産業支援の「FEEL PEACE プロジェクト」から生まれたブランド

(出所) グラフィコ有価証券報告書、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 販売チャネル

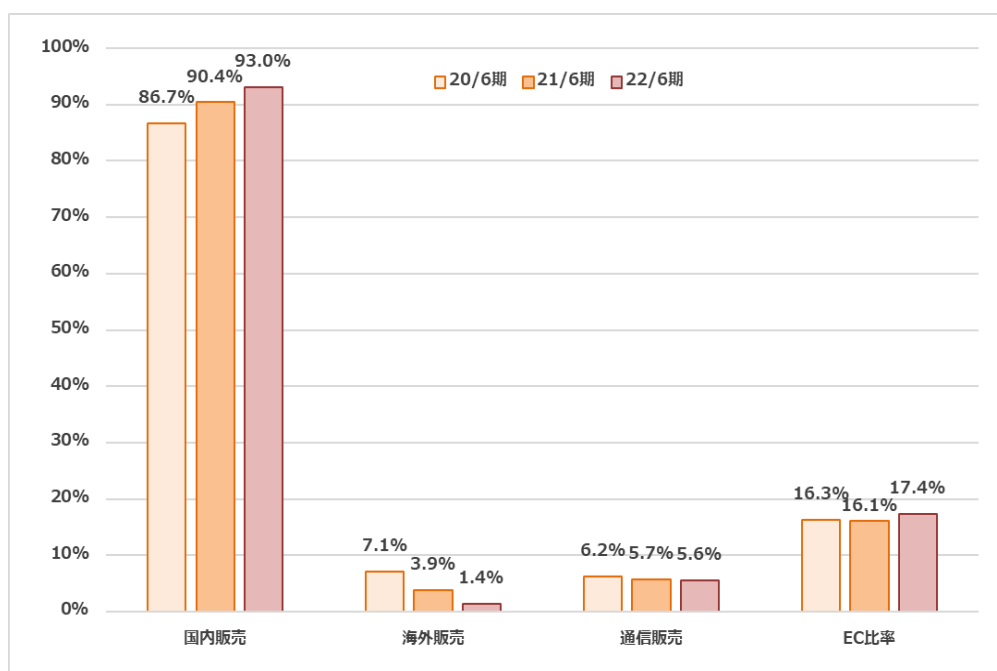
販売は国内向けが大半を占める(図表 3)。同社の商品が販売されているのは、主にドラッグストア、バラエティストア、ホームセンターであり、国内の小売店舗約 28,000 店に商品が行き渡っている。同社から直接販売される小売店舗もあるが、多くは卸問屋を経由して供給されている。そのため、同社の主な販売先には、あらた(2733 東証プライム)やCBグループマネジメント(9852 東証スタンダード)の子会社である中央物産(東京都港区)が名を連ねており、年々その

構成比は上昇している(図表4)。

なお、海外は中国、韓国、香港、台湾、タイ等の12の国と地域で販売をしている。

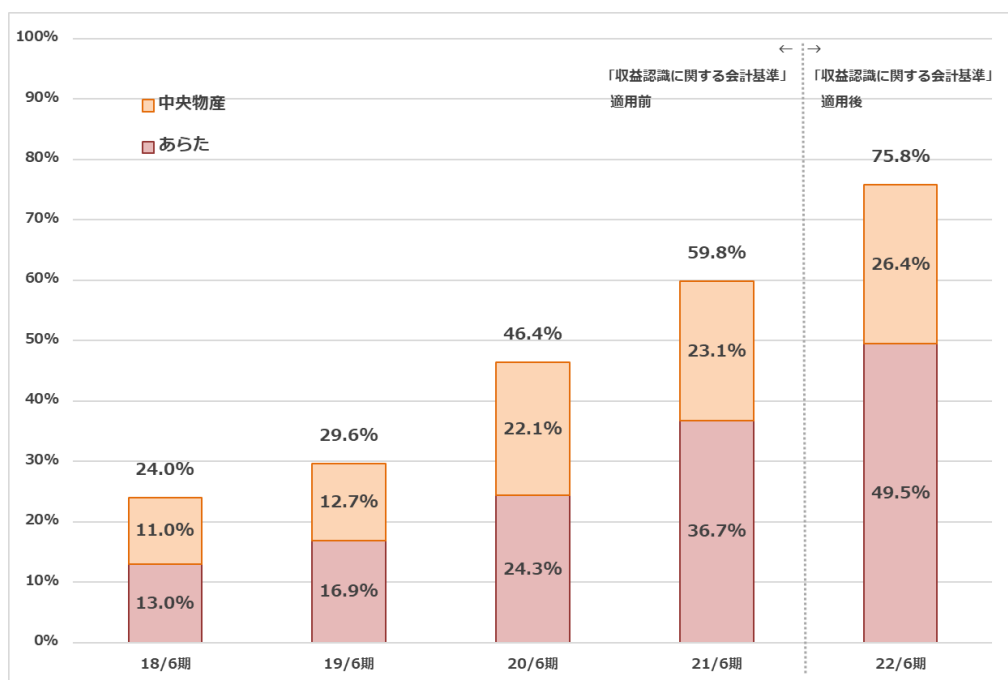
また、最近はEC通販にも力を入れつつある。自社通信販売と卸経由の通信販売を合わせたEC通販の比率は22/6期に17.4%まで上昇している(図表3)。

【図表3】販売チャネル別売上構成比の推移



(出所) グラフィコ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】 売上高上位 2 社向けの売上構成比の推移

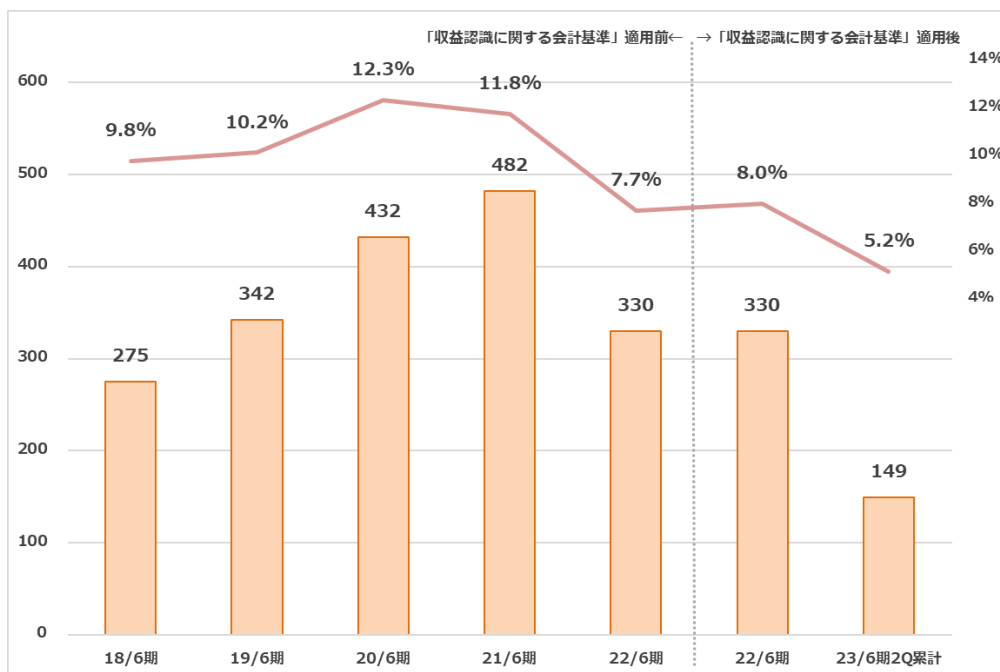


(出所) グラフィコ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 宣伝

同社は 21/6 期までは売上高の約 1 割を広告宣伝費及び販促費に充ててきた(図表 5)。同社はテレビ CM にはさほど多くの費用を割かず、ノウハウの蓄積があるテレビ CM 以外でのプロモーションを中心に実施してきた。具体的には、商品のユニークさを前面に出すことでメディア露出を増やしたり、効果実感を強調する商品名とすることで SNS で取り上げられる機会を増やしたりするなど、多くの工夫がなされている。

【 図表 5 】 広告宣伝費及び販促費の推移



(出所) グラフィコ有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

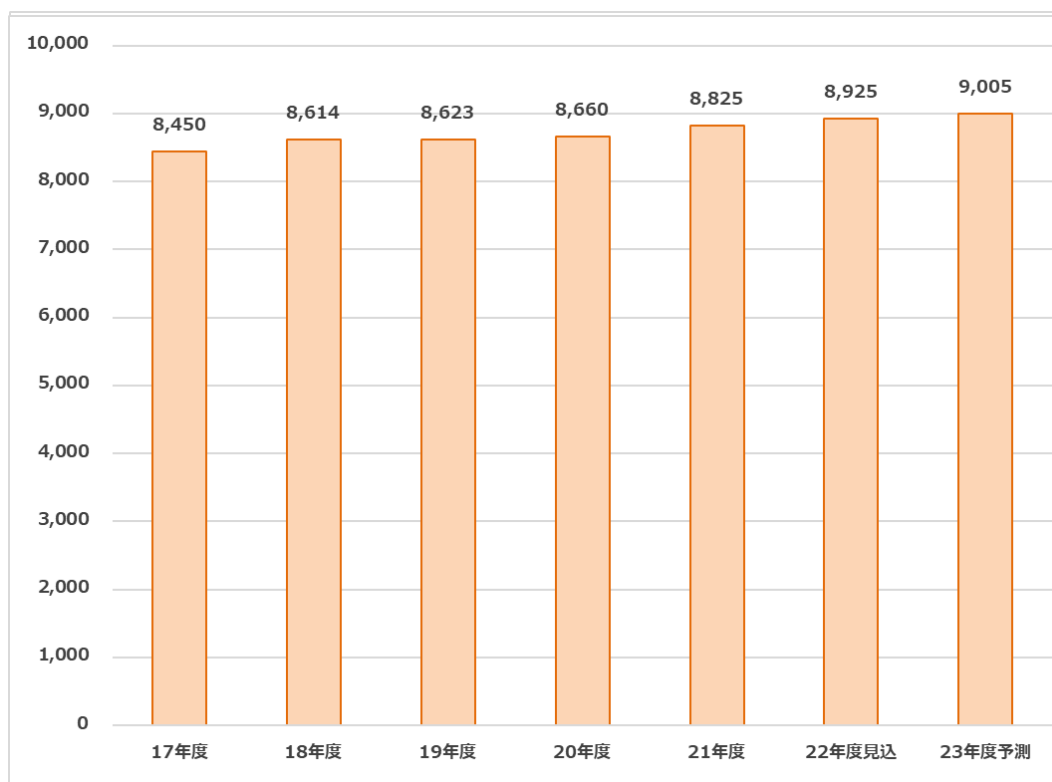
➤ 業界環境と競合

◆ ヘルスケアカテゴリーに関連する健康食品市場

ヘルスケアカテゴリーに関連するところとして、矢野経済研究所の調査によると、22年度の国内の健康食品の市場規模(メーカー出荷金額ベース)は前年度比1.1%増の8,925億円とされ、23年度は同0.9%増の9,005億円と見込まれている。なお、22年度までの5期間の年平均成長率は1.1%であることから、安定的な市場と言える(図表6)。

【 図表 6 】 健康食品の国内市場規模の推移

(単位:億円)



(出所) 矢野経済研究所「健康食品市場に関する調査」

◆ ビューティケアカテゴリーに関連するスキンケア化粧品市場

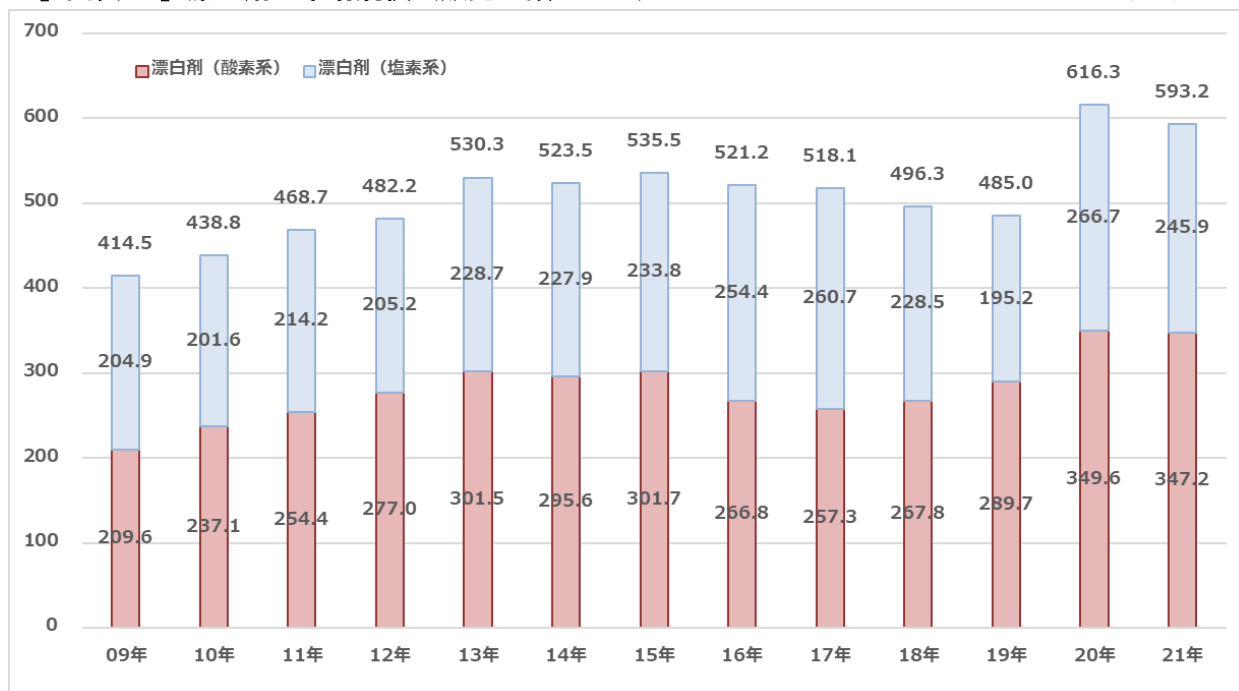
富士経済の調査によると、ビューティケアカテゴリーに関連するスキンケア化粧品の22年の市場規模は前年比1.1%増の1兆3,077億円とされている。23年は同2.0%増の1兆3,337億円と予測されており、健康食品と同様、緩やかな増加が見込まれる市場となっている。

◆ ハウスホールドカテゴリーに関連する漂白剤市場

経済産業省の「生産動態統計 化学工業統計編」によると、21年の漂白剤市場は593.2億円あり、そのうちの約58%が、同社のハウスホールドカテゴリーの主力商品である「オキシクリーン」が含まれる酸素系漂白剤である。新型コロナウイルス禍による衛生需要が増え、20年以降、漂白剤の市場規模の水準が切り上がった(図表7)。

【 図表 7 】 漂白剤の市場規模 (販売金額ベース)

(単位:億円)



(出所) 経済産業省「生産動態統計 化学工業統計編」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合 (1) : ヘルスケア、ビューティケア

ヘルスケアでのダイエット関連、ビューティケアのスキンケア関連については、そもそも同社がニッチ分野をターゲットとしていることもあり、直接的な競合商品は多くないと考えられる。しかし、体重を減らしたい、肌を美しくしたいといった機能面で考えると、広い意味での競合商品は数多くあると思われる。これらの市場では、潜在需要をどれだけ見出せるか、どれだけ商品に特徴を持たせられるかが、競争上優位にたつために重要と考えられる。

◆ 競合 (2) : ハウスホールド

ハウスホールドの「オキシクリーン」はグローバル商品ということもあり、商品自体の競争力が強いと考えられる。「オキシクリーン」と同じ酸素系漂白剤では、花王 (4452 東証プライム) の「ワイドハイター」、ライオン (4912 東証プライム) の「ブライト」、太陽油脂 (神奈川県横浜市) の「パックス 酸素系漂白剤」、シャボン玉石けん (福岡県北九州市) の「酸素系漂白剤」等が挙げられる。

> 沿革・企業理念・株主

◆ 沿革 1: コンピュータを商業デザインに活用することに気づいた現代表取締役社長によって創業

現代表取締役社長 CEO の長谷川純代氏が商業デザインの仕事に携わっていた 90 年代初頭、商業デザインはアナログ主体の業界で、作業

はすべて手で行われていた。

当時はちょうど、コンピュータがビジネスでも徐々に使われ始めた時期であり、長谷川氏は版下づくり等の作業にコンピュータを活用することを考えたものの、当時の業界では誰もやったことがないことであった。そこで長谷川氏は、海外の画像編集ソフトウェア等を取り寄せ、コンピュータを使ったグラフィックデザインを独学で習得していった。

学ぶにつれて、コンピュータグラフィックデザインの表現力に高い可能性を感じた長谷川氏は、コンピュータを商業デザインに活用していった。表現力を上げることに留まらず、コンピュータを使うことで制作速度も格段に向上し、媒体ごとにデザインを変えられるようになったことや、作品ごとの反応率を調べて提供したこと等がクライアントに高く評価され、長谷川氏のもとには案件依頼が多く来るようになった。

様々な依頼を受けるうちに、長谷川氏は、コンピュータグラフィックデザインの高いクオリティを活かして、化粧品やエステ関連等の女性を対象とした商品やサービス向けの案件を多く手掛けるようになった。

案件の増加に加え、デザインだけでなくコピーやディレクション、企画も扱うようになるなど、カバーする業務の範囲も広がっていった。これらを一人でこなすのが難しくなり、1996年、長谷川氏は現在の会社につながる有限会社スタジオグラフィコを設立した。

◆ 沿革2：クリエイティブ事務所からメーカーへの転換

法人となった後も仕事の幅は広がり、市場調査やマーケティング、プロモーション、商品企画及び開発に関わる案件も増えてきた。こうした案件をこなすうちに、商品開発における大半のプロセスについて経験を積むことができた。しかし、同時に、クリエイティブ事務所の形態では、企画料といった収益しか得られず、どれだけ伸ばしても収益に限界があるということを実感するようになった。この頃より、会社は、リスクはあるもののより多額で継続的に収益が得られるメーカーに転換することを志向するようになった。

自社の商品として販売していくためには、在庫を持たねばならず、そのためには十分な運転資金が必要となる。運転資金を確保するために会社が手掛けたのは、初期費用はなしで、売れた分だけ商品を仕入れれば良い成功報酬型のテレビショッピングのプロデュース案件であった。これが日本初のインフォマーシャルとなった。

こうした案件を通じて運転資金を確保した同社は、04年に初の自社オリジナル商品となる「IQメディカル」を投入した。そして翌05年に販売を開始した「満腹30倍 キャンディシリーズ」は同社初のミリオンセラー商品(累計出荷数100万個超えの商品)となった。

◆ 沿革3: 営業体制の強化

法人設立後も、少人数の同社には専属の営業担当がいなかった。そのような中、同社の事業に共鳴した商社出身の人物が05年にトランスフォースを立ち上げて同社の営業協力をしていた。その後、同社は、トランスフォースの販売業務に関する業務移管契約を締結し、営業業務を社内に取り込むこととなった。

後に、トランスフォースは13年に同社の完全子会社となり、翌14年には清算された。

◆ 沿革4: 最大のヒット商品「オキシクリーン」

同社の取り扱い商品で最もヒットし、現在でも同社の売上高の過半を占めるのが、酸素系漂白剤「オキシクリーン」である。「オキシクリーン」については、2000年頃にOrange Glo International(米国)に向いて日本市場参入のプレゼンを行い、参入開始した時から販促支援を行うなど、深い関係性があった。

その後、Orange Glo Internationalを買収したChurch & Dwight Co., Inc.社が「オキシクリーン」を扱うことになり、日本での販売代理店も変わった。しかし、「オキシクリーン」の販売についてのノウハウが蓄積されていた同社にオファーがあり、08年に、日本オリジナル商品の販売を含む日本国内での独占販売権を取得するに至った。

◆ 沿革5: 韓国市場へ本格参入

09年に投入され、同社の2番目のミリオンセラー商品となった「なかったコトに! サプリメントシリーズ」には海外の企業も注目した。韓国の商社であるH&Dコーポレーションは、14年に、この商品について、韓国国内における独占販売契約を同社と締結したが、同社にとってこれが韓国市場への本格参入の契機となった。

◆ 沿革6: 上場とその後

この後も順次商品を投入し、累計出荷数が100万個を超えるミリオンセラーは8商品にのぼっている。こうして事業を拡大してきた同社は、20年9月に東京証券取引所ジャスダック市場への上場を果たした(市場区分の変更に伴い22年4月からはスタンダード市場)。

上場後も、21年6月には妊活における子宮内環境を整えるフェムテック製品の開発に向けて Varinos(東京都江東区)と共同開発契約を締結するなど、商品開発の幅を広げている。

◆ 企業理念

同社は、「モノ創りで、笑顔を繋ぐ。」を企業理念として掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と23/6期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表8の通りである。

22年12月末時点で、筆頭株主は代表取締役社長の長谷川純代氏で41.86%を、第2位株主は創業初期に同社の事業に参画した元取締役の嶋津貴和氏で16.60%を保有している。取締役は、長谷川氏以外は10位以内に入っていない。

金融機関と第9位で1.07%を保有する元社外取締役の子息を除くと、個人投資家が第3位、第6位、第7位に入っている。

【 図表 8 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			22年12月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	
長谷川 純代	550,900	68.86%	1	390,900	41.86%	1	代表取締役社長 上場時に160,000株売り出し
嶋津 貴和	220,000	27.50%	2	155,000	16.60%	2	代表取締役社長 上場時に40,000株売り出し 21年9月に立会外分売で25,000株売却 23年2月に立会外分売で30,000株売却 (この分を考慮すると23年6月時点で125,000株の保有と推算)
柏木 孝志	0	0.00%	-	35,100	3.75%	3	個人投資家
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	25,000	2.67%	4	
楽天証券株式会社	0	0.00%	-	16,000	1.71%	5	
高柳 薫	0	0.00%	-	15,800	1.69%	6	個人投資家
中根 一輝	0	0.00%	-	11,300	1.21%	7	個人投資家
松井証券株式会社	0	0.00%	-	11,100	1.18%	8	
村松 太郎	20,000	2.50%	3	10,000	1.07%	9	元社外取締役の子息
JPMorgan証券株式会社	0	0.00%	-	7,046	0.75%	10	
グラフィコ従業員持株会	3,600	0.45%	4	-	-	-	
甲 正彦	3,000	0.38%	5	-	-	-	元取締役
遠藤 幸子	1,300	0.16%	6	-	-	-	取締役
水谷 直人	600	0.08%	7	-	-	-	取締役
秦 俊二	600	0.08%	7	-	-	-	元取締役
(大株主上位10名)	800,000	100.00%	-	677,246	72.53%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	79,000	9.88%	-	67,040	7.17%	-	
発行済株式総数(自己株式数含まず)	800,000	100.00%	-	933,706	100.00%	-	
発行済株式総数(自己株式数含む)	800,000	-	-	933,780	-	-	
参考:自己株式数	0	0.00%	-	74	0.00%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合							

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) グラフィコ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

15/6 期以降の業績が開示されているが、同社は増収を続けており、22/6 期までの 7 期の年平均増収率は 12.6% (22/6 期が旧収益認識基準であれば 13.2%) であった。この期間中で増収幅が大きかったのは、前期比 777 百万円増となった 18/6 期、同 570 百万円増となった 19/6 期、同 597 百万円増となった 21/6 期で、いずれも「オキシクリーン」が大いに貢献した。特に 18/6 期については、「オキシ漬け」と呼ばれる「オキシクリーン」活用法が SNS で自然発生的に盛り上がったところに、積極的なマーケティング活動を展開したことで、増収幅が大きくなった。

一方、15/6 期から 22/6 期までの経常利益の年平均成長率は 3.1% (22/6 期が旧収益認識基準でも同じ) であったが、17/6 期と 22/6 期は経常減益を経験した。

17/6 期には、売上高経常利益率がそれまでの 9%台から 6.4%まで低下した。これは、物流費の上昇が激しくなってきたことと、体制強化の一環でブランドの整理を行ったために費用が増加したことが要因である。18/6 期は増収により増益となったものの、17/6 期と同じ要因で売上高経常利益率は 5.4%まで低下した。

その後、ブランド整理が一巡し、「オキシクリーン」の売上高の増加により、19/6 期以降、売上高経常利益率は 6%台まで回復したが、後述するように、減益となった 22/6 期は 5.1%まで低下した。

◆ 22 年 6 月期は期初公表の利益計画を下回って微増収減益

22/6 期は、売上高 4,111 百万円 (前期比 0.4%増)、営業利益 225 百万円 (同 28.9%減)、経常利益 211 百万円 (同 22.8%減)、当期純利益 145 百万円 (同 20.3%減) となった。同社は 22/6 期から新たな「収益認識に関する会計基準」(以下、新収益認識基準)を適用したが、前期比は新収益認識基準適用前の 21/6 期の数値との比較となる。

売上高、販売費及び一般管理費 (以下、販管費)、営業外費用の部分で、新収益認識基準の適用による影響を受けた。販管費に計上される販売促進費のうちのレポート費用に該当するものと、営業外費用に計上されていた売上割引については、売上高より控除する処理を行うことになったため、新収益認識基準適用前に比べて売上高は小さくなった。

期初に公表された会社計画 (新収益認識基準ベース) に対する達成率は、売上高は 100.3%、営業利益は 75.3%、経常利益は 73.1%、当期純

利益は73.5%であり、利益は期初計画を下回った。

商品カテゴリー別売上高は、新収益認識基準適用前の数値では、ヘルスケアが前期比42.6%減、ビューティケアが同1.3%増、ハウスホールドが同16.2%増、医薬品が同18.0%減、その他が同44.0%減となった。主力カテゴリーのハウスホールドの増収に支えられて、かろうじて売上高合計は前期を上回った。

ハウスホールドの高い増収率は、「オキシクリーン」の貢献によるものである。新型コロナウイルス禍による日用品や衛生用品の巣ごもり需要(自宅での洗濯や掃除需要)の拡大を受けたほか、各種プロモーションや、TV広告等を通じたブランド認知度向上の施策が奏功した。

差引売上総利益率は前期比3.0%ポイント低下の45.7%となった。仕入価格の上昇や急激な円安が大きく影響したことが要因で、利益水準の期初計画未達につながった。

一方、販管費は同1.7%減、売上高販管費率は同0.8%ポイント低下の40.2%となった。人件費や運賃及び荷造費は増加したものの、従来、販管費で計上されていたリベート費用が新収益認識基準適用により計上されなくなったことで、販管費は減少した。

これらより、売上高営業利益率は前期比2.3%ポイント低下の5.5%となった。

◆ 上場時の公募増資で自己資本比率はいったん改善

20年9月の上場時に公募増資を行った結果、20/6期末に76.7%であった同社の自己資本比率は21/6期末には83.3%へと更に高い水準となった。しかし、22/6期は短期借入金で資金を調達したこともあり、22/6期末の自己資本比率は77.7%と、上場前の水準まで低下した

> 他社との比較

◆ 日用品や化粧品等をファブレスの形態で提供する企業と比較

ヘルスケア、ビューティケア、ハウスホールド関連の商品を、ファブレスの形態で提供する上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、オールインワンスキンケア化粧品「パーフェクトワン」を扱う新日本製薬(4931 東証プライム)、ヘアケアやスキンケア製品である「BOTANIST(ボタニスト)」が主力のI-ne(4933 東証グロース)、「ベビーフット」等のオリジナル美容商品を扱うリベルタ(4935 東証スタンダード)、マイクロニードル化粧品「ディーブパッチシリーズ」等を扱う北の達人コーポレーション(2930 東証プライム)とした(図表9)。

商品や対象市場の違い等により単純比較は難しいが、直近の財務指標に関して顕著に同社に優位性がある指標はない。

逆に、同社の売上規模が他社よりも小さい点が目立つ。また、収益性の指標である自己資本利益率(ROE)も、北の達人コーポレーションに次いで2番目に低い。ROEの低さは、リベルタに次いで2番目に低い売上高当期純利益率に由来している。

【 図表 9 】 財務指標比較：日用品や化粧品等をファブレスの形態で提供する企業

項目	銘柄	コード	グラフィコ	新日本製薬	I-o-n-e	リベルタ	北の達人
			4930	4931	4933	4935	コーポレーション 2930
		直近決算期	22/6期	22/9期	22/12期	22/12期	23/2期
規模	売上高	百万円	4,111	36,107	35,269	6,638	9,831
	経常利益	百万円	211	3,487	3,469	200	541
	総資産	百万円	2,694	23,857	16,490	5,311	7,779
収益性	自己資本利益率	%	7.2	14.0	20.6	7.9	5.6
	売上高当期純利益率	%	3.5	6.5	5.5	1.7	3.5
	総資産回転率	回	1.6	1.5	2.3	1.6	1.3
	財務レバレッジ	倍	1.3	1.3	1.6	3.4	1.3
	総資産経常利益率	%	8.4	14.8	22.7	4.8	7.1
	売上高営業利益率	%	5.5	9.8	9.2	2.5	5.2
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	6.8	2.5	18.5	16.4	-0.9
	経常利益(同上)	%	1.0	7.2	74.8	19.2	-43.0
	総資産(同上)	%	19.4	8.7	20.4	30.2	9.6
安全性	自己資本比率	%	77.7	74.4	62.7	29.6	79.5
	流動比率	%	432.5	484.7	226.8	163.3	508.2
	固定長期適合率	%	5.7	23.3	26.3	50.9	12.3

- (注) 1. 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
2. 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
3. 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
4. 新日本製薬は21/9期より、北の達人コーポレーションは22/2期より連結決算のため、3期前は単体の数値との比較(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 事業及び経営を牽引してきた創業者が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 10 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「事業及び経営を牽引してきた創業者」である。

現代表取締役社長の長谷川純代氏は、創業来長年にわたってクリエイティブのノウハウを蓄積してきた。さらに長谷川氏は収益の拡大を目指してクリエイティブ事務所からファブレスメーカーに転換するという選択をし、現在の体制を築き上げた。

この過程で、同社の業務プロセス（組織資本）は、女性視点の商品の企画開発に適したものとして構築され、それが、販売店舗の増加や商品の知名度の向上に関連する関係資本の強化につながっていった。そして、こうした一連の流れから得られた知見は、組織資本の知的財産ノウハウに還流し、次の商品企画につながっていくことになる。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客 ・商品のユーザーとその接点	・エンドユーザーの人数	開示なし	
		・顧客との接点である店舗	国内のドラッグストア、ホームセンター、GMS等約28,000店舗	
	ブランド ・商品のブランド	・商品の認知度	「オキシクリーン」 73.5% 「よもぎ温座パット」 37.7% 「なかつたコトに！」 25.5% 「フットメジ」 18.9% (自社調査) (22/6期)	
		・ミリオンセラーの商品	8商品	
	ネットワーク ・業務委託先 ・「オキシクリーン」に関するパートナー ・卸会社	・製造委託先	具体的な開示なし	
		・物流委託先	具体的な開示なし	
・独占販売権の契約先		Church&Dwight Co., Inc.		
組織資本	プロセス ・商品ポートフォリオ	・売上高上位3商品の売上構成比	合計92.4% 「オキシクリーン」 76.9% 「フットメジ」 8.7% 「なかつたコトに！」 6.7%	
		・在庫管理	・在庫回転数 (売上原価÷期中平均棚卸資産金額) 2.53回 (21/6期) 1.73回 (22/6期)	
	知的財産 ノウハウ ・ファブレス企業としての事業ノウハウの蓄積	・交差比率 (売上総利益率×在庫回転数)	134.7% (21/6期) 124.0% (22/6期)	
		・企画開発	・企画部門の人数	人数の開示はないが全員30~50歳代の女性
		・クリエイティブ事務所としての経験	96年11月の有限会社スタジオグラフィコ設立より26年経過	
	人的資本	経営陣 ・事業を牽引してきた創業者	・クリエイティブ会社を経営してきた経験	96年11月の有限会社スタジオグラフィコ設立より26年経過
・メーカーとしてのリスクをとる決断			04年7月のオリジナル商品の投入開始	
従業員 ・企業風土		・従業員数	58人 (単体) (22/6期末)	
		・社員の女性比率	女性が65% (22/6期末)	
		・平均年齢	40.5歳 (単体) (22/6期末)	
		・平均勤続年数	5.7年 (単体) (22/6期末)	
・平均年間給与	541万円 (単体) (22/6期末)			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は23/6期上期、または23/6期上期末のものとする

(出所) グラフィコ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の重点施策のひとつに「環境への配慮」を掲げている。具体的には、パッケージの省プラスチック、返品商品処理のゼロエミッションを行うとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「モノ創りで、笑顔を繋ぐ。」を企業理念として掲げており、本業を通じて社会的責任を果たしていく方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役5名(うち社外取締役1名)と、監査等委員である取締役3名(全員が社外取締役)で構成されている。

5名の取締役のうち、d社外取締役の池田良介氏は、池田企画事務所の代表取締役社長で、ウィルグループ(6089 東証プライム)の取締役会長である。他には、識学(7049 東証グロース)の社外取締役、揚羽の社外取締役等を兼任している。

監査等委員である取締役の川渕純治氏と前川研吾氏はともに公認会計士、税理士であり、中尾田隆氏は弁護士である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 収益基盤の維持・向上

業容拡大に向けて、既存商品の販売強化を継続していくことが必要である。そのために、重点ブランドの認知率向上、リピート需要の取り込み、導入店舗拡大等を進めていく必要がある。

◆ 新商品の開発

需要の変化に対応するためにも、新商品の企画及び開発を継続的に実施していく。同社では商品カテゴリー別に上市する商品を定め、投入している。

◆ 人材の獲得と育成

業容拡大のためにも人員増強は不可欠である。同社では、特に商品企画部門の人材を求めているが、中途採用市場では適材がなかなか見つからない状況から、若手社員の獲得及び育成に注力する方向へシフトしていくとしている。

> 今後の事業戦略

◆ 2030年へのロードマップにみる成長戦略

同社は、時代の流れを見据えながら、女性のライフスタイルの変化及び潜在需要の変化に対応していくことを成長戦略の根幹に据え、30年までのロードマップを掲げている。

30年へのロードマップは、大まかには以下の2つの時期に分けられる。

- (1) ハウスホールドやヘルスケアを中心とした既存事業の底上げを中心に行う時期 (25年までを目安)
- (2) M&A や海外展開を含め、新規事業開発を加速させていく時期 (25年以降)

25年までを目安とする既存事業の底上げに向け、以下の4つを重点施策としている。

- (1) ビューティケアカテゴリーにおいて、フェムケア・フェムテック領域での商品展開を強化していく。ミリオンセラー商品のひとつである「優月美人」をリブランドして立ち上げた「with FEM (ウィズフェム)」ブランドを中心に展開していく
- (2) ハウスホールドを更に強化していく。「オキシクリーン」の

日本市場向け新商品の投入に加え、新ブランド「ハジキング」を立ち上げていく

- (3) 新規事業開発と新規販売チャネル開拓を通じて、事業ポートフォリオの最適化を進めていく。この中には、D2C プロジェクトの発足、TV ショッピング、BtoB 新販路の開拓が含まれる
- (4) 環境配慮の取り組みに注力していく

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・ファブレス企業として調査・企画・開発・宣伝・販売に集中できる体制を構築している ・女性視点での商品企画開発を得意としている <ul style="list-style-type: none"> - 商品企画開発を行う企画部門が全員女性である ・商品力が高い <ul style="list-style-type: none"> - ミリオンセラー商品を8つ保有しているという実績がある - 商品のジャンルが幅広い - リピート需要が見込める商品が多い ・クリエイティブ事務所の出自のため、マーケティングや商品プロモーションのノウハウが蓄積されている ・創業者である代表取締役社長の強いコミットメントがある
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> ・まだ小規模な組織である ・「オキシクリーン」への業績依存度が高い ・仕入価格上昇や為替変動の影響を受けやすい
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・同社が対象とするヘルスケア、ビューティケア、ハウスホールドは安定成長の市場である ・新商品につながりうる新しい潜在需要が常にある ・既存の商品または今後投入される新商品がミリオンセラー商品に成長する可能性がある ・構造改革等を通じた収益性改善の余地がある ・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業拡大に必要とする人材(特に企画部門の人材)を集めることができない可能性がある ・他社が類似商品を出すなど、競争が激化する可能性がある ・有力な新商品を生み出すことができない可能性がある ・業績の依存度が高い「オキシクリーン」のライセンス元との関係が悪化するリスクがある ・商品の品質や安全性に関して、不測の事故が起きる可能性がある ・創業者である代表取締役社長への依存度が高く、不測の事態に対応しづらい

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 現在の競争優位性の獲得に至った2つの「決断」を評価

同社は2つの「決断」をもって現在のポジションを獲得したと考えられる。ひとつは会社設立前の「コンピュータを商業デザインに活用する」という決断、もうひとつは「リスクをとってでも、より大きな収益が得られる可能性があるメーカーに転換する」という決断である。

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、クリエイティブ事務所としての強みを持つファブレスメーカーとしてミリオンセラー商品を繰り返し投入できるようになったこの2つの決断を評価している。

◆ 「オキシクリーン」への依存度が高い商品ポートフォリオの動向に注目

図表2にある通り、16年3月に投入した「スキんピース ファミリーシリーズ」以降、ミリオンセラーとなる商品は出てきていない。このことは既存商品への依存が高いことを意味しており、実際、22/6期において「オキシクリーン」の売上構成比は76.9%と高い水準にある。

「オキシクリーン」への積極投資が続くことや、23/6期途中で医薬品カテゴリーを手放したことから、「オキシクリーン」への依存度が高い商品ポートフォリオが一気に変わるとは考えにくい。それでも、「オキシクリーン」以外のブランドが拡大する可能性については注視していくことが必要と当センターでは認識している。そのため、同社が重点施策のひとつとしているフェムテック市場向けの新ブランド「with FEM (ウィズフェム)」の動向には注目したい。

> 今後の業績見通し

◆ 23年6月期会社計画

23/6期の会社計画は、第3四半期決算公表時に上方修正されたもので、売上高4,740百万円(前期比15.3%増)、営業利益265百万円(同17.3%増)、経常利益251百万円(同18.5%増)、当期純利益173百万円(同18.8%増)としている(図表12)。

なお、期初の会社計画は、売上高4,300百万円(前期比4.6%増)、営業利益165百万円(同27.0%減)、経常利益146百万円(同31.1%減)、当期純利益100百万円(同31.3%減)であり、減益計画が増益計画となった。

修正後の商品カテゴリー別売上高の開示はないが、第3四半期累計期間の商品カテゴリー別売上高からすると、ハウスホールドとビューティケアの販売が想定以上に伸びたと考えられる。また、増収に加え、実施した構造改革の効果が出たことが、利益計画を引き上げた要因である。

この結果、23/6期の売上高営業利益率は前期比0.1%ポイント上昇の5.6%という計画となった(期初計画では3.8%)。

【 図表 12 】グラフィコの23年6月期の業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後			
	20/6期	21/6期	22/6期	22/6期	23/6期会社計画			
	実績	実績	(旧基準)	(新基準)	(期初)	前期比	(3Q時修正)	前期比
			(参考)					
売上高	3,499	4,096	4,275	4,111	4,300	4.6%	4,740	15.3%
【商品カテゴリー別】								
ヘルスケア	550	559	321	310	254	-17.9%	-	-
売上構成比	15.7%	13.6%	7.5%	7.6%	5.9%	-	-	-
ビューティケア	687	516	523	501	587	17.2%	-	-
売上構成比	19.6%	12.6%	12.2%	12.2%	13.7%	-	-	-
ハウスホールド	2,055	2,837	3,295	3,162	3,403	7.6%	-	-
売上構成比	58.7%	69.3%	77.1%	76.9%	79.1%	-	-	-
医薬品	150	125	102	103	47	-54.2%	-	-
売上構成比	4.3%	3.1%	2.4%	2.5%	1.2%	-	-	-
その他	55	58	32	32	5	-82.0%	-	-
売上構成比	1.6%	1.4%	0.8%	0.8%	0.1%	-	-	-
【販売チャネル別】								
国内販売	3,033	3,701	-	3,825	3,983	4.1%	-	-
売上構成比	86.7%	90.4%	-	93.0%	92.6%	-	-	-
海外販売	248	159	-	57	47	-18.3%	-	-
売上構成比	7.1%	3.9%	-	1.4%	1.1%	-	-	-
通信販売	217	235	-	228	270	18.2%	-	-
売上構成比	6.2%	5.7%	-	5.6%	6.3%	-	-	-
売上総利益	1,733	1,997	-	1,877	-	-	-	-
売上総利益率	49.5%	48.7%	-	45.7%	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	1,498	1,679	-	1,651	-	-	-	-
売上高販管費率	42.8%	41.0%	-	40.2%	-	-	-	-
営業利益	234	317	-	225	165	-27.0%	265	17.3%
売上高営業利益率	6.7%	7.8%	-	5.5%	3.8%	-	5.6%	-
経常利益	222	274	-	211	146	-31.1%	251	18.5%
売上高経常利益率	6.3%	6.7%	-	5.2%	3.4%	-	5.3%	-
当期純利益	148	182	-	145	100	-31.3%	173	18.8%
売上高当期純利益率	4.3%	4.5%	-	3.5%	2.3%	-	3.6%	-

(注) 22/6期より「収益認識に関する会計基準」適用。22/6期の前期比は適用前の21/6期実績値との比較
(出所) グラフィコ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 23年6月期第3四半期累計期間業績

23/6期第3四半期累計期間は、売上高3,712百万円(前年同期比25.2%増)、営業利益235百万円(同9.0%増)、経常利益222百万円(同2.7%増)、四半期純利益153百万円(同2.6%増)であった。上方修正された通期計画に対する進捗率は、売上高78.3%、営業利益88.7%である。

商品カテゴリー別売上高は、ヘルスケアが前年同期比43.7%減、ビューティケアが同7.3%増、ハウスホールドが同36.8%増、医薬品が同19.5%減、その他が同42.5%増となった。

主力カテゴリーのハウスホールドの大幅増収は、「オキシクリーン」の積極的なプロモーションが奏功したのと、販売価格改定による効果が出始めたことが要因である。ビューティケアは、注力中のフェムテ

ック商品「よもぎ温座パット」のリブランディングに際して積極的にPR等を実施したことで拡販が進んだ。一方、ヘルスケアは、インバウンド需要がまだ回復途上であるため、苦戦が続いている。

差引売上総利益率は前年同期比8.0%ポイント低下の38.6%となった。仕入価格の上昇や為替変動の影響が続いていると考えられる。また、販管費は同2.7%増に留まったため、売上高販管費率は同7.1%ポイント低下の32.2%となった。これらの結果、売上高営業利益率は同1.0%ポイント低下の6.3%となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年6月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の23/6期業績について、第3四半期までの進捗も踏まえ、売上高4,739百万円（前期比15.3%増）、営業利益280百万円（同24.3%増）、経常利益271百万円（同28.1%増）、当期純利益186百万円（同28.2%増）とした。修正後の会社計画に対し、売上高はほぼ同額、利益は若干上回る水準を予想した（図表13）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は商品カテゴリー別に予想した。ハウスホールドは前期比23.2%、ビューティケアは同10.4%増とした。一方、ヘルスケアは同46.1%減、医薬品は同37.5%減とした。
- (2) 売上総利益率は前期比5.6%ポイント低下の40.1%とした。ハウスホールドに区分される主力の「オキシクリーン」の仕入が全量輸入のために為替レートの影響を受けやすい状況と、販売価格改定の効果を考慮した。
- (3) 販管費は、構造改革の効果と、広告宣伝費及び販売促進費の抑制を考慮して、前期比2.0%減とし、売上高販管費率は同6.1%ポイント低下の34.1%とした。
- (4) これらの結果、23/6期の売上高営業利益率は同0.4%ポイント上昇の5.9%になるものと予想した（会社計画は5.6%）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年6月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の24/6期業績について、売上高5,116百万円（前期比8.0%増）、営業利益295百万円（同5.4%増）、経常利益291百万円（同7.4%増）、当期純利益200百万円（同7.4%増）と予想した（図表13）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は商品カテゴリー別に予想した。ハウスホールドは前期比 10.0%増、ビューティケアは同 15.0%増とした。一方、ヘルスケアは同 23.4%減とした。なお、23/6 期中に事業譲渡をしたことで、24/6 期からは医薬品カテゴリーは存在しないものとした。
- (2) 売上総利益率は前期比 0.1%ポイント上昇の 40.2%とした。ハウスホールドに区分される主力の「オキシクリーン」の仕入が全量輸入のために為替レートの影響を受けやすい状況は変わっていない。
- (3) 販管費は、人員増や、前期抑制した広告宣伝費及び販売促進費の増加を想定して前期比 8.7%増とし、売上高販管費率は同 0.3%ポイント上昇の 34.4%とした。
- (4) これらの結果、24/6 期の売上高営業利益率は同 0.1%ポイント低下の 5.8%になるものと予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：25年6月期以降

25/6 期以降について、25/6 期は前期比 10.4%、26/6 期は同 10.7%の増収を予想した。ミリオンセラー級の新たなヒット商品が出る可能性は業績予想には織り込まず、24/6 期と同様、ハウスホールドの前期比 10.0%増収、ビューティケアの同 15.0%増収が続くものとした。

売上総利益率は、25/6 期は前期比 0.8%ポイント上昇の 41.0%、26/6 期は同 0.9%ポイント上昇の 41.9%と予想した。販管費は増収率並みの増加を想定し、売上高販管費率は 24/6 期とほぼ水準で推移するものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 25/6 期 6.5%、26/6 期 7.5%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 13 】証券リサーチセンターの単体業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後					
	20/6期	21/6期	22/6期 (参考)	22/6期	23/6期CE (3Q時修正)	23/6期CE (期初)	23/6期E	24/6期E	25/6期E	26/6期E
損益計算書										
売上高	3,499	4,096	4,275	4,111	4,740	4,300	4,739	5,116	5,647	6,253
前期比	3.6%	17.1%	4.4%	0.4%	15.3%	4.6%	15.3%	8.0%	10.4%	10.7%
商品カテゴリー別										
ヘルスケア	550	559	321	310	-	254	167	128	128	128
前期比	-39.2%	1.6%	-42.6%	-44.5%	-	-17.9%	-46.1%	-23.4%	0.0%	0.0%
構成比	15.7%	13.6%	7.5%	7.6%	-	5.9%	3.5%	2.5%	2.3%	2.0%
ビューティケア	687	516	523	501	-	587	553	636	732	841
前期比	-4.8%	-24.9%	1.3%	-2.8%	-	17.2%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
構成比	19.6%	12.6%	12.2%	12.2%	-	13.7%	11.7%	12.4%	13.0%	13.5%
ハウスホールド	2,055	2,837	3,295	3,162	-	3,403	3,896	4,286	4,715	5,186
前期比	27.6%	38.0%	16.2%	11.5%	-	7.6%	23.2%	10.0%	10.0%	10.0%
構成比	58.8%	69.3%	77.1%	76.9%	-	79.1%	82.2%	83.8%	83.5%	82.9%
医薬品	150	125	102	103	-	47	64	-	-	-
前期比	33.3%	-16.5%	-18.0%	-17.2%	-	-54.2%	-37.5%	-	-	-
構成比	4.3%	3.1%	2.4%	2.5%	-	1.2%	1.4%	-	-	-
その他	55	58	32	32	-	5	56	65	72	97
前期比	116.2%	5.5%	-44.0%	-43.9%	-	-82.0%	72.5%	14.8%	10.8%	34.7%
構成比	1.6%	1.4%	0.8%	0.8%	-	0.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.6%
販売チャネル別										
国内販売	3,033	3,701	-	3,825	-	3,983	4,393	4,732	5,206	5,753
前期比	-	22.0%	-	3.4%	-	4.1%	14.9%	7.7%	10.0%	10.5%
構成比	86.7%	90.4%	-	93.0%	-	92.6%	92.7%	92.5%	92.2%	92.0%
海外販売	248	159	-	57	-	47	61	66	73	81
前期比	-	-35.9%	-	-63.5%	-	-18.3%	8.1%	8.0%	10.4%	10.7%
構成比	7.1%	3.9%	-	1.4%	-	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
通信販売	217	235	-	228	-	270	284	317	367	419
前期比	-	8.4%	-	-3.0%	-	18.2%	24.7%	11.6%	15.7%	14.1%
構成比	6.2%	5.7%	-	5.6%	-	6.3%	6.0%	6.2%	6.5%	6.7%
差引売上総利益(22/6期以降は売上総利益)	1,733	1,997	-	1,877	-	-	1,898	2,055	2,313	2,620
前期比	7.3%	15.2%	-	-6.0%	-	-	1.1%	8.2%	12.6%	13.3%
売上総利益率	49.5%	48.7%	-	45.7%	-	-	40.1%	40.2%	41.0%	41.9%
販売費及び一般管理費	1,498	1,679	-	1,651	-	-	1,617	1,759	1,949	2,152
前期比	6.9%	12.1%	-	-1.7%	-	-	-2.0%	8.7%	10.8%	10.4%
売上高販管費率	42.8%	41.0%	-	40.2%	-	-	34.1%	34.4%	34.5%	34.4%
営業利益	234	317	-	225	265	165	280	295	364	468
前期比	10.3%	35.2%	-	-28.9%	17.3%	-27.0%	24.3%	5.4%	23.2%	28.5%
売上高営業利益率	6.7%	7.8%	-	5.5%	5.6%	3.8%	5.9%	5.8%	6.5%	7.5%
経常利益	222	274	-	211	251	146	271	291	360	465
前期比	7.9%	23.6%	-	-22.8%	18.5%	-31.1%	28.1%	7.4%	23.8%	29.0%
売上高経常利益率	6.3%	6.7%	-	5.2%	5.3%	3.4%	5.7%	5.7%	6.4%	7.4%
当期純利益	148	182	-	145	173	100	186	200	248	320
前期比	3.2%	22.8%	-	-20.3%	18.8%	-31.3%	28.2%	7.4%	23.8%	29.0%
売上高当期純利益率	4.3%	5.6%	-	3.5%	3.6%	2.3%	3.9%	3.9%	4.4%	5.1%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/6期より新収益認識基準適用。22/6期の前期比は収益認識基準適用前の21/6期実績値との比較(出所)グラフィコ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 14 】証券リサーチセンターの単体業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後					
	20/6期	21/6期	22/6期	22/6期	23/6期CE (3Q時)	23/6期CE (期初)	23/6期E	24/6期E	25/6期E	26/6期E
貸借対照表										
現金及び預金	398	671	-	310	-	-	599	466	331	244
受取手形、電子記録債権、売掛金	446	463	-	583	-	-	616	665	734	812
棚卸資産	658	992	-	1,590	-	-	1,421	1,534	1,694	1,876
前払費用	29	49	-	37	-	-	42	46	50	56
その他	28	17	-	53	-	-	53	53	53	53
流動資産	1,562	2,194	-	2,575	-	-	2,734	2,766	2,864	3,044
有形固定資産	13	15	-	16	-	-	15	14	12	11
無形固定資産	18	15	-	18	-	-	21	23	26	28
投資その他の資産	88	95	-	82	-	-	853	853	853	853
固定資産	119	126	-	118	-	-	890	891	892	893
資産合計	1,681	2,321	-	2,694	-	-	3,624	3,658	3,757	3,937
買掛金	124	90	-	151	-	-	175	189	208	231
未払金	188	157	-	190	-	-	218	235	259	287
未払法人税等	20	82	-	7	-	-	25	27	33	43
短期借入金	-	-	-	200	-	-	0	0	0	0
1年内償還予定の社債	-	-	-	-	-	-	100	100	100	100
1年内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	-	-	100	100	100	100
その他	54	51	-	45	-	-	45	45	45	45
流動負債	386	382	-	595	-	-	664	697	747	808
社債	-	-	-	-	-	-	350	250	150	50
長期借入金	-	-	-	-	-	-	325	225	125	25
その他	5	5	-	5	-	-	5	5	5	5
固定負債	5	5	-	5	-	-	680	480	280	80
純資産合計	1,289	1,934	-	2,093	-	-	2,280	2,480	2,729	3,049
(自己資本)	1,289	1,934	-	2,093	-	-	2,280	2,480	2,729	3,049
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	222	274	-	211	-	-	271	291	360	465
減価償却費	6	8	-	11	-	-	7	7	7	7
売上債権の増減額 (-は増加)	100	-16	-	-119	-	-	-32	-49	-69	-78
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-17	-334	-	-597	-	-	168	-113	-159	-181
仕入債務の増減額 (-は減少)	49	-33	-	61	-	-	23	13	19	22
未払金の増減額 (-は減少)	-15	-31	-	22	-	-	27	17	24	27
法人税等の支払額	-96	-49	-	-132	-	-	-66	-89	-106	-135
その他	-71	23	-	-7	-	-	-4	-3	-4	-5
営業活動によるキャッシュ・フロー	178	-159	-	-550	-	-	394	76	73	122
有形固定資産の取得による支出	-4	-7	-	-11	-	-	-4	-4	-4	-4
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-2	-1	-	-5	-	-	-5	-5	-5	-5
無形固定資産の売却による支出	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	-	-	-	-4	-	-	-770	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-6	-9	-	-21	-	-	-779	-9	-9	-9
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	200	-	-	-200	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	425	-100	-100	-100
社債の発行による収入	-	-	-	-	-	-	492	0	0	0
社債の償還による支出	-	-	-	-	-	-	-100	-100	-100	-100
株式の発行による収入	-	455	-	9	-	-	0	0	0	0
自己株式の取得による支出	-	0	-	-	-	-	0	0	0	0
上場関連費用の支出	-	-13	-	-	-	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-	441	-	209	-	-	617	-200	-200	-200
換算差額	0	0	-	1	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	171	272	-	-361	-	-	232	-132	-135	-86
現金及び現金同等物の期首残高	227	398	-	671	-	-	310	542	409	274
現金及び現金同等物の期末残高	398	671	-	310	-	-	542	409	274	187

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/6期より新収益認識基準適用

(出所) グラフィコ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 主力商品「オキシクリン」の販売動向に影響を受ける可能性

「オキシクリン」は 22/6 期の全売上高の 73.5%を占める主力商品であり、その販売動向が全体の業績に影響を及ぼしうる。また、「オキシクリン」は米国の Church & Dwight Co., Inc.との独占販売権に基づいた商品であるため、その関係性が変化した場合には業績に大きく影響する可能性がある。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

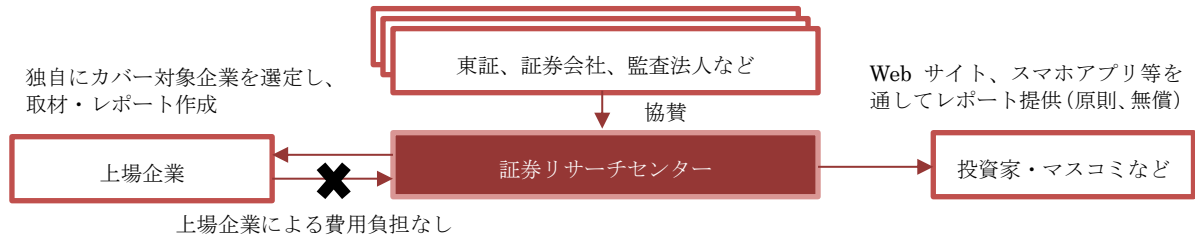
◆ 流通株式時価総額で上場維持基準に抵触する可能性について

同社の時価総額は 2,176 百万円 (23 年 6 月 23 日時点) と小さい。同社が上場する東京証券取引所スタンダード市場の上場維持基準を満たすためには、所有が固定的でほとんど流通可能性が認められない株式を除いて算出される流通株式時価総額が 10 億円以上でなければならない。23 年 6 月末の状況をもって、上場維持基準に係る審査が行われるが、その後 1 年以内にこの上場維持基準に適合しなければ、上場廃止基準に該当する点には留意が必要である。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所	S M B C日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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、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。
- ・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ため、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。