

## ミルボン株式会社 (4919 JP)

### 美容業界における独自のエコシステムを展開する業務用ヘアケア製品のトップ企業

ミルボンは化粧品トイレタリーセクターにおいて唯一業務用ヘア製品に特化するメーカーである。コンシューマーブランドとは違い、同社のヘアケア製品は美容院で使用されまた希望するサロン顧客にはサロン店を通じた販売でのみ入手可能となっている。サロン向け製品を製造販売するウエラ(現在は米コティ社の一部)、ケラスターゼ(ロレアル社の業務用製品のブランド)、シュワルツコフ(独ヘンケル社の一部門)など著名な海外ブランドと比較しても、美容院チャンネルに徹底的に特化しているという点においてユニークな企業である。富士経済研究所によれば、2019年の国内業務用ヘア製品市場は約1,783億円程度と、国内ヘアケア製品市場約5,632億円の約3分の1と推定されるが、この国内業務用ヘア製品市場において現在ミルボンの市場シェアはおおよそ16.9%程度でトップシェアを誇っている。1980年代後半以降国内の業務用市場はほぼ国内メーカーで占有されており、ミルボン以下のメーカーは国内シェア2位のナプラ社(未上場)の8%を除き、ほぼ3~6%のシェアを持ったメーカーが点在している。

#### 国内マーケットの推移

業務用ヘアケア製品メーカーの出荷高を富士経済による市場リサーチの数字を基に観察すると、過去3年間のCAGRは約3.4%である。総務省統計局による美容人口(各年10月1日時点の日本人女性15~64歳人口統計)は2014年の約3,780万人から2019年には3,609万人となっており、少しずつではあるが減少傾向がみられる。美容師の収入は概ねカットやカラーなどの施術に対する対価とシャンプーやコンディショナーなどの商品の販売収入によって成り立っている。美容人口減に伴い施術費が大きく伸びていくことは考えづらいが、商品販売は少しずつ伸びているというデータもあり、富士経済研究所の調査ではアンケートの対象となったサンプル人口の約18%がサロンでヘアケア製品を購入していると答えている。

#### ビジネスモデル - 二つの柱

業務用ヘアケア製品市場は大手化粧品トイレタリーメーカーが参入し人材を丁寧に教育し配置するといったリソースをかける市場としては小さすぎ、その点が一つの参入障壁になっていると推測する。加えてミルボンは過去30年以上かけて現在のビジネスモデルを支える2つの柱を創造してきた。2つの柱の一本はフィールドパーソン(FP)制度、もう一本がTAC(Target Authority Customer)製品開発制度である。

フィールドパーソン(FP)はミルボンによって選別された戦略的に重要なサロンを担当するスタッフである(その他のサロンは基本的に契約先代理店によって営業)。ただ単に製品の販促をするだけでなく、サロンオーナーの経営の相談、顧客先の美容師に製品を使った効果的な施術の教育などの活動をし、顧客との関係を強化している。FPはミルボンの正社員であり、2019年度末で400名弱在籍している。国内業務用ヘアケア製品市場においてミ

ルボンのマーケットシェアに追いつく企業が出てこないのは、サロンにとって FP から得る付加価値(情報、特に美容技術に関するもの)が認識されていることが大きく、ブランドスイッチが起こりづらいことが背景にあると思われる。

フィールドパーソン(FP) 推移						
(名)		CY2016	CY2017	CY2018	CY2019	CY2020
(百万円)						
日本	FP 人数	249	258	269	279	297
	FP 1 人当たり売上	102	105	111	108	TBC
米国	FP 人数	9	12	13	13	17
	FP 1 人当たり売上	63	48	48	50	TBC
中国	FP 人数	18	19	22	21	30
	FP 1 人当たり売上	40	50	62	70	TBC
韓国	FP 人数	20	23	25	30	32
	FP 1 人当たり売上	80	84	82	77	TBC
その他	FP 人数	25	33	33	35	38
	FP 1 人当たり売上	37	31	37	39	TBC

Source: Milbon's FY19 & FY20 IH earnings presentations

FP 制度と相互補完関係にあるのが TAC 製品開発システムである。TAC はミルボンの顧客である美容師の代表格 (authority) ともいえるヘアデザイナーのこと。同社の製品開発はまず非常に優れた美容技術を持ったヘアデザイナーを発掘することから始まる。ヘアデザイナーと一つのプロジェクトを組んで製品開発に取り組み、彼らが既存の製品に対して持つ不満や顧客のフィードバックなどを理解し科学的に分析するというプロセスが同社の製品開発の流れである。多くの美容師が知りたがっているトップヘアデザイナーの技術や知見を製品開発に取り入れている。更には FP による施術のデモやヘアデザイナーによるセミナーなどを提供することで製品の付加価値の向上に繋がっている。

### 海外展開

世界の業務用ヘアケア市場は推定 1 兆円程度。ロレアル社の業務用製品がほぼ 20%程度を占有している。ミルボンの海外展開は 2004 年のニューヨーク進出を皮切りに、13 か国にまで拡大している。国内市場と同じように FP 制度を導入してサロンに対して製品以上の付加価値を提供するというビジネスモデルを導入しているが、製品開発に関してはほぼ国内となっている。FY20 期上期の売上のうち海外売上は 15.7%となった。日本と市場構造が似ている韓国ではすでに 6%近いマーケットシェアを獲得しているが、中国は市場全体は大きいものの、ミルボンのターゲットとするプレミアム市場は限られている。アメリカでは伸び悩んでいたが、2019 年度以降テコ入れを行い当面はプレミアムブランドの一つである Global Milbon を中心に展開をしている。

## 地域別売上・営業利益構成 (累計、円換算ベース)

(百万円)		FY18	FY19			FY20				
		FY	1Q	1H	FY	1Q	1H	YoY (%)	FYCE	YoY (%)
日本	売上	28,569	6,428	14,383	30,409	6,590	13,373	-7.0	29,600	-2.7
	営業利益	5,642	1,073	2,723	6,177	1,061	2,360	-13.3	n/a	n/a
	営業利益率 (%)	19.7	16.7	18.9	20.3	16.1	17.7	-2.2pp	n/a	n/a
海外	売上	5,312	1,458	2,859	5,857	1,235	2,495	-12.7	5,300	-9.5
	営業利益	617	191	365	574	-30	27	-92.5	n/a	n/a
	営業利益率 (%)	11.6	13.1	12.8	9.8	n/a	1.1	-11.7pp	n/a	n/a
合計	売上	33,882	7,886	17,242	36,266	7,825	15,869	-8.0	34,900	-3.8
	営業利益	6,260	1,265	3,089	6,715	1,031	2,388	-22.7	5,930	-12.2
	営業利益率 (%)	18.5	16.0	17.9	18.6	13.2	15.1	-2.8pp	17.0	-1.6pp

Source: Milbon's FY19 and FY20 1H presentation materials

## FY20 期上期

FY20 期上期の決算は売上 15,869 百万円(前年同期比 8.0%減)、営業利益 2,388 百万円(同 22.7%減)となった。国内では美容サロンは自粛規制の対象外であったにも関わらず、緊急事態宣言下の 4~5 月にかけて自粛閉店や時短営業をしていたサロンもあり売上 13,373 百万円(同 7.0%減)、営業利益 2,360 百万円(同 13.3%減)となった。単月売上の前年同期比の数字を見ると、4 月は 39.7%減、5 月は 24%減と大きく落ち込んだ。緊急事態宣言解除後の 6 月は前年同期比 18%増と回復し、7 月もプラス圏で推移した。

## 月次売上推移(前年同期比)

(%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月
連結	0.4	0.2	-2.4	-36.5	-23.1	15.9
日本	-0.3	5.4	2.4	-39.7	-24.0	18.0
韓国	5.5	3.9	-9.5	4.6	14.9	39.7
中国	-1.3	-83.9	-44.2	0.4	4.7	29.9
米国	38.4	13.9	-49.1	-83.3	-67.7	-33.4

Source: FY20 1H results presentation

一方海外は韓国、中国など第 1 四半期に新型コロナウイルスの拡大の影響を受けた地域は第 2 四半期になって順調に回復したが、第 2 四半期に感染拡大が加速したアメリカは大きく落ち込んだ。海外全体では上期売上 2,495 百万円(前年同期比 8.2% 減)、営業利益 27 百万円(同 92.5%減、円換算ベース)となった。

製品別ではプレミアムヘアケアブランドが比較的堅調に推移したのに対し、ヘアカラー製品が落ち込んだ。感染に対する恐れから美容院に来て長時間時間を過ごすことを避ける傾向にあることが影響している模様。

製品別売上 (累計)								
(百万円)	FY18	FY19				FY20		
	FY	1Q	1H	FY	YoY (%)	1Q	1H	YoY (%)
ヘアケア製品	20,222	4,323	9,897	21,328	5.5	4,424	9,391	-5.1
ヘアカラー製品	11,857	3,175	6,423	12,994	9.6	2,995	5,594	-12.9
パーマ製品	1,544	337	770	1,515	-1.9	291	660	-14.3
化粧品	0	0	47	165	n/a	71	136	186.1
その他	257	50	103	263	2.0	42	85	-17.6

Source: Milbon's FY19 and FY20 1Q, 1H presentation materials

プレミアムブランド製品売上推移 (総売上ベース) <sup>1</sup>					
(百万円)		FY2019		FY20	
		1H	FY	1H	YoY (%)
オージュア	総売上	3,290	7,485	3,330	1.2
	窓口件数	3,698	3,698	3,897	5.4
グローバルミルボン	総売上	1,235	2,551	1,188	3.6
	窓口件数		4,370		
	総売上		3,304		
	窓口件数	7,674	7,674	8,892	15.9
ヴィラロドラ	総売上	563	1,187	500	-2.5
	窓口件数	9,015	9,015	9,351	3.7
プレミアム製品売上合計	総売上	5,088	11,223	5,018	-1.4

Source: Milbon's FY19 and FY20 1H presentation materials

営業利益率は 2.8 ポイント悪化したが、販管費における固定費(特に人件費)が影響した。

### FY20 期見通し、及び中期経営計画

同社が新たに発表した通期業績見通しは売上 34,900 百万円(前期比 3.8%減)、営業利益 5,930 百万円(同 15.3%減)。国内売上は 29,600 百万円(同 2.7%減)、海外売上 5,300 百万円(同 9.5%減)。新型コロナウイルスによる業績への影響は避けられないが、一方で同社にとって様々な前向きな施策へと前進するきっかけともなった。

一つは店販、特に EC サイトを通じたオンライン販売の重要性を認識したこと。同社はかねてから 6 月 1 日付で初の自社 EC サイトである *milbon:iD* を開設予定でいたが、それ以前の緊急事態宣言下でも同社製品を買いたいというサロン顧客に対し、サロンから要望があれば直接顧客まで郵送するという時限的措置を行った。同社の EC サイトは売上が各登録サロンに計上される設計になっている。2020 年 12 月末で登録サロン数 1,000 軒を目標としていたが、緊急時の時限的な措置が評価され、7 月末で 900 軒と順調な滑り出しとなった。

<sup>1</sup>プレミアムブランド製品売上推移は総売上ベースであるが、決算書の連結売上は純売上ベースで表示

もう一つはオンラインによるセミナーや研修の有効性である。セミナーは製品の販促および美容師への教育にとって重要なサービスであるが、物理的に不可能な状況下でもオンラインであればセミナーを開催することができる。4月に入社したFP向け教育もオンラインを導入している。今後もデジタル教育を取り入れたスタジオ・FP体制づくりをしていくとしている。

今期の状況を受け、2019年2月に発表された5カ年中期事業構想に対し、FY20期下期からFY21期の18か月の見直し期間を設け、コロナ影響下の変化に迅速に対応するための施策を考える。その後中期事業構想が当初目指していた売上48,500百万円(5年間のCAGR 7.4%増)、営業利益8,800百万円(同7.0%増)に対して修正が必要かの判断をする模様。

中期事業計画の当初の目標を以下にまとめると、

1. 国内マーケットシェア目標 25%。売上目標 40,000 百万円(5年間のCAGR 7.0%増)。新たな商材としてはコーセー化粧品と共同開発したスキンケア化粧品インプレア。同ブランドをサロン経由で販売する販路の開拓を目指す。
2. 国内におけるECサイト *milbon:iD* の立ち上げ。これにより BtoBtoC の販路を確立し、更に同社の顧客である美容師の収入サポートが可能となる。
3. 海外売上は 8,500 百万円(同 9.9%増)を目指す。

株主還元は配当性向 40%を目安としている。

当レポートは英文レポートの日本語サマリー版です。英文フルレポートはミルボン株式会社ウェブサイト、弊社ウェブサイト [www.nippon-ibr.com](http://www.nippon-ibr.com) および *Bloomberg*, 日経 *Quick*, *FactSet*, *Refinitiv* 等のターミナルでアクセスできます。ご参照ください。

## ミルボン株式会社 (4919 JP): 主要財務指標

(¥mil/ Dec year-end)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20CE
売上高・営業収益	27,377	29,134	33,456	33,882	36,266	34,900
営業利益	4,727	5,113	5,345	6,260	6,751	5,930
経常利益	4,427	4,733	4,997	5,811	6,231	5,280
当期利益	2,950	3,069	3,817	4,495	4,517	3,840
1株当たり利益 (円)	180.20	187.47	-	137.31	137.99	117.95
潜在株式調整後1株当たり利益 (円)	-	-	-	-	-	-
営業活動によるキャッシュフロー	3,895	3,355	4,346	6,487	4,486	-
投資活動によるキャッシュフロー	-2,834	-4,366	-1,919	-1,202	-2,777	-
財務活動によるキャッシュフロー	-1,135	-1,262	-1,317	-1,639	-1,869	-
現金および現金同等物の期末残高	7,086	4,737	5,928	9,541	9,376	-
フリーキャッシュフロー	1,061	-1,011	2,427	5,285	1,709	-
1株当たり営業キャッシュフロー (円)	237.89	204.92	262.46	198.14	137.02	-
1株当たりフリーキャッシュフロー (円)	64.80	-61.75	146.57	161.42	52.20	-
総資産	30,799	32,444	37,642	39,634	41,912	-
負債	4,586	4,737	6,539	6,483	6,029	-
純資産	26,212	27,706	31,103	33,151	35,882	-
資本金	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	-
自己資本	26,212	27,706	31,103	33,151	35,882	-
1株当たり純資産 (円)	1,601.02	1,692.33	-	1,012.58	1,096.02	-
売上高営業利益率 (%)	17.27	17.55	15.98	18.48	18.62	-
ROE (%)	11.73	11.38	12.98	13.99	13.09	-
ROA (%)	14.71	14.86	14.00	14.80	15.18	-
自己資本比率 (%)	85.11	85.40	82.63	83.64	85.61	-
負債比率 (%)	17.50	17.10	21.02	19.56	16.80	-
総資産回転率 (回)	0.93	0.92	0.95	0.88	0.89	-
インタレストカバレッジ (倍)	10.59	10.84	10.45	10.31	10.52	-
流動比率 (%)	335.72	292.12	268.66	296.78	375.99	-
有利子負債額	0	0	0	0	0	-
E B I T	4,874	5,205	5,509	6,419	6,874	-
E B I T マージン (%)	17.80	17.87	16.47	18.95	18.95	-
E B I T D A	5,912	6,288	6,787	7,799	8,367	-
E B I T D A マージン (%)	21.59	21.58	20.29	23.02	23.07	-
1株当たり配当金 (累計) (円)	74.00	78.00	92.00	54.00	56.00	56.00
配当性向 (%)	41.10	41.60	39.50	39.30	40.60	47.40
純資産配当率 (%)	4.80	4.70	5.10	5.50	5.30	-
期末発行済株式総数 (株)	16,558,617	16,558,617	16,558,617	33,117,234	33,117,234	33,117,234
自己株式数 (株)	186,242	186,816	188,286	377,460	378,250	614,647

Source: Nikkei Value Search

**GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT**

This report has been commissioned by Milbon. and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by Milbon. Fees are paid on delivery of the report in cash without recourse. Nippon-IBR may seek additional fees for the provision of follow-up research reports and associated IR services for the client but does not get remunerated for any investment banking services. We never take payment in stock, options or warrants for any of our services.

**Accuracy of content:** All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however Nippon-IBR does not guarantee the accuracy or completeness of this report and has not sought for this information to be independently verified. Opinions contained in this report represent those of the Nippon-IBR analyst at the time of publication. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.

**Exclusion of Liability:** To the fullest extent allowed by law, Nippon-IBR shall not be liable for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits, damages, costs or expenses incurred or suffered by you arising out of or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.

**No personalised advice:** The information that we provide should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Nippon-IBR's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The securities described in the report may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

**Investment in securities mentioned:** Nippon-IBR has a restrictive policy relating to personal dealing and conflicts of interest. It does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees and contractors of Nippon-IBR may have a position in any or related securities mentioned in this report, subject to its policies on personal dealing and conflicts of interest.

**Copyright:** Copyright 2019 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:

Yumi Yamamoto-Tyrrell

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd

First Floor,

35 Little Russell Street

London WC1A 2HH

TEL: +44 (0)20 7993 2583

Email: [y.yamamoto@nippon-ibr.com](mailto:y.yamamoto@nippon-ibr.com)



Research Beyond Horizons  
Japanese Equity Specialist

*Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (formerly known as NIB Research UK Ltd.) is registered in England and Wales (9100028) and is registered and authorised by the Financial Conduct Authority (FRN 928332).*