

23/12期決算：着地は中国の原発処理水の悪影響、FY24のガイダンスは保守的

- 予想と実績の比較：**23/12期(FY23)コア営業利益(COP)は、計画1,200 億円に対し、1,147億円(MS予想1,220億円)。3Q時の通期計画に対する説明から大きく異なった項目は、販管費が計画比50億円増加したこと。実際、4Q(10-12月)のマーケティング費用は売上比率で+1.2pt(前年同期比+37億円)増加している。また、中国の化粧品事業において4Qの落ち込みが想定以上に大きかったという。具体的な減収幅の開示を会社は控えたが、4Qアジアの化粧品事業が前年同期比▲30.1%であったことから、これ以上の落ち込みであったと推定される。この悪影響もCOPに約▲50億円になったもようである。中国の化粧品の悪影響があっても価格上昇や数量効果は従来計画並みであったため、つまり日本の日用品市場は十分に好調だったと見られる。つまり実質的な未達成の原因は中国の化粧品事業である。原因は原発処理水の悪影響。構造改革費用は▲600億円の計上が計画されていたが、実際は▲547億円となり、IFRS営業利益では計画線の600億円に着地している。
- 24/12期ガイダンスは保守的：**FY24のIFRS営業利益(特別な費用が計上されないため、COPも同額)計画は1,300億円。同社は近年、計画未達が続いていたため保守的な計画になるとの市場予測はあったのと思われるサプライズはない。構造改革効果が営業利益に+180億円の効果がある一方、販管費がFY23以上に膨らみ、FY23下期に原料安に転じているのにFY24で原料高前提、価格上昇効果も少ない印象。営業利益には、十分に上乗せ余地が感じられる。
- 中国の化粧品事業のFY24は前期並み想定：**処理水問題の悪影響から、中国の化粧品事業は上期は減収と見ており、下期に回復しても、通期で前年並みと同社は想定していると言う。ただし、プレステージ化粧品の売上構成比が小さく、海南島などトラベルリテールの悪影響は同社はほぼないもよう。
- サプライズ要因：**ポジティブなのは日本の日用品市場の好調さ、ネガティブサイドは、中国の化粧品事業における4Qの悪影響が大きく、FY24の見通しも不透明であること。
- 推奨アクション：**着地の下振れ株価に一時的な調整をもたらすかもしれないが、実質的に日本の日用品事業が好調でありFY24の業績が計画以上となるのが見えてくれば株価は上向いていくと弊社は考えている。中国の化粧品事業の状況はむしろ、他のプレステージ化粧品企業にネガティブなインプリケーション。

MORGAN STANLEY MUFG SECURITIES CO., LTD. +

佐藤 和佳子

株式アナリスト

李 碩

アソシエイト

花王 (4452.T, 4452 JT)

Top Pick

トイレットリー・化粧品| 日本

投資判断	Overweight
業界投資判断	In-Line
目標株価	7,300円
直近終値 (2024年 2月 7日)	5,748円
時価総額 (基本) (十億円)	2,672.6
DPS (F23e) (円)	150.0
未調整ROE (F23e) (%)	4.3
P/B (基本) (F23e)	2.9
P/E (基本) (F23e)	63.9
EV/EBITDA (基本) (F23e)	19.2

* = 公表基準

株価に対する見解： 中立

実績に対する見解： 中立

Morgan StanleyはMorgan Stanley Researchの調査対象となっている企業と取引を行っており、また行おうとしています。その結果、当社に利益相反関係が生じる可能性があり、Morgan Stanley Researchの客観性に影響を及ぼす場合があります。Morgan Stanley Researchは投資決定を下すうえでの一要因に過ぎないものとお考えください。

アナリストによる証明、ならびに重要な開示事項は情報開示セクションをご参照ください。

+ = 米国外の関係会社で雇用されているアナリストはFINRAに登録されておらず、会員の関係人ではない可能性があります。また、当該企業とのコミュニケーション、公の場への出演、およびリサーチ・アナリストの個人口座で保有されている売買目的の有価証券に関するFINRAの規制が及ばない可能性があります。

バリュエーション手法とリスク

花王 (4452.T)

紙おむつや化粧品事業の構造改革に目途が立ち、25年にかけては値上げも継続、景況感の悪化する欧米企業とのバリュエーション格差は縮小傾向とみる。FactSetコンセンサスによるP&G(担当アナリスト：Dara Mohsenian)とUnilever(担当アナリスト：Sarah Simon)の平均EV/EBITDA倍率13.5倍を適用、25/12期予想を基準として目標株価を算出。

アップサイド・リスク

- *内外の事業の増収率の上振れ、特に日本と中国事業
- *構造改革の追加策で、さらにコスト削減効果が積み増しされること
- *M&Aによる収益拡大機会

ダウンサイド・リスク

- *アップサイドリスクの逆が起こること
- *急速な原料高

情報開示セクション

Morgan Stanley Researchに記載されている情報および見解は、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.およびその関係会社(以下、総称として“Morgan Stanley”)が作成したものです。

本レポートで言及されている銘柄に関わる重要な開示情報、株価チャートおよび株式投資判断履歴は、www.morganstanley.com/researchdisclosuresでご覧いただけます。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。

本調査レポートに掲載されている推奨、投資判断、目標株価に関わるバリュエーション手法及びリスクについては、次のクライアント・サポート・チームまでご連絡ください: 米国/カナダ +1 800 303-2495; 香港 +852 2848-5999; ラテンアメリカ +1 718 754-5444 (U.S.); ロンドン +44 (0)20-7425-8169; シンガポール +65 6834-6860; シドニー +61 (0)2-9770-1505; 東京 +81 (0)3-6836-9000。また営業担当者までご連絡いただくか、Morgan Stanley Research (Research Management宛)にご請求いただくこともできます(宛先: 1585 Broadway, New York, NY, 10036 USA)。

アナリストによる証明

以下のアナリストは、本レポートで論じている企業およびその証券に関する各自の見解が正確に表現されていることを証明いたします。また、本レポートにおいて特定の推奨あるいは見解を示すことの見返りとして、直接的または間接的に報酬を受領してはいないこと、かつ受領する予定のないことを証明いたします。: 佐藤 和佳子。

グローバル・リサーチ・コンフリクト・マネジメント・ポリシー

Morgan Stanley Researchは当社のコンフリクト・マネジメント・ポリシーに則って出版されました。同ポリシー

はwww.morganstanley.com/research/conflict/policiesにてご覧いただけます。ポリシーのポルトガル語版はwww.morganstanley.com.brに参考してください。

当該企業に関する規制上の重要な開示事項

Morgan Stanleyは、2024年1月31日時点で、Morgan Stanley Researchで言及されている会社のうち、次の会社の発行済普通株式の1%以上を実質的に保有しています: 資生堂、コーセー。

Morgan Stanleyは過去12か月間に、投資銀行業務に対する報酬を次の会社から受けています: **花王**。

Morgan Stanleyは今後3か月間に、投資銀行業務に対する報酬を次の会社から受け取ることを見込んでいるか、もしくは得ようとすることを予定しています: グンゼ、**花王**、ロート製薬、資生堂、ライオン、マンダム、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビスホールディングス、小林製薬、アース製薬、ビジョン、ユニ・チャーム。

Morgan Stanleyは過去12か月の間に、次の会社に対して、投資銀行業務を提供したことがあるか、提供中であるか、または、これらの会社を投資銀行業務の顧客とする関係にあります: **花王**、ロート製薬、資生堂、ライオン、ファンケル、コーセー、ポーラ・オルビスホールディングス、ユニ・チャーム。

Morgan Stanleyは過去12か月の間に、次の会社に対して、投資銀行業務以外の証券関連業務を提供したことがあるか、提供中であるか、過去に業務を提供する契約を締結したことがあるか、または/およびこれらの会社を顧客とする関係にあります: グンゼ、**花王**。

Morgan Stanley Researchの作成について主たる責任を負う株式調査アナリスト、ストラテジストは、調査レポートの質、顧客投資家のフィードバック、銘柄選別、競争要因、ファームの収益および投資銀行業務全般の収入などを含む、様々な要素に基づき報酬を受けています。株式調査アナリスト、ストラテジストの報酬は投資銀行業務やMorgan Stanleyが資本市場で実行したトランザクション、または特定のトレーディングデスクの収益性や収入とは連動されていません。

Morgan Stanleyとその関係会社は、Morgan Stanley Researchに記載されている企業/金融商品に関連して、マーケットメイキング、流動性供与、資産運用、商業銀行業務、信用供与、投資サービス、投資銀行業務などさまざまな証券・金融業務に携わっています。Morgan StanleyはMorgan Stanley Researchに記載されている企業の有価証券/金融商品を自己勘定で顧客に売買しています。Morgan Stanleyは本レポートに記載されている企業の負債または金融商品を保有している可能性があります。Morgan Stanleyは負債調査の対象となる負債性証券(またはその派生商品)につき自己勘定で取引を行っているか、取引を行う可能性があります。

上記の開示情報の中には米国以外の規制をも遵守するためのものが含まれています。

投資判断

Morgan Stanleyでは、Overweight、Equal-weight、Not-RatedまたはUnderweightといった用語を用い、相対評価の投資判断システムを採用しています(下記の定義を参照)。Morgan Stanleyは弊社の調査対象銘柄にBuy、Hold、Sellといった投資判断を付していません。Overweight、Equal-weight、Not-Rated およびUnderweightは買い、保持、売りと同等ではありません。投資家各位には、Morgan Stanley Researchで使用されているすべての投資判断の定義を慎重にご検討いただく必要があります。また、Morgan Stanley Researchにはアナリストの見解に関するより完全な情報が含まれているため、投資家各位は調査レポート全体を熟読すべきであり、投資判断の記載のみからレポートの内容を推測すべきではありません。いかなる場合も、投資判断(もしくは調査)を投資アドバイスとして利用したり、これらに依拠したりすべきではありません。株式の購入や売却は、投資家の個々の事情(既存の保有高など)およびその他の状況を考慮に入れて決定される必要があります。

投資判断のグローバル分布状況

(2024年1月31日現在)

以下に記述されている投資判断はMorgan Stanleyのファンダメンタル株式調査を対象としており、当ファームが作成している負債調査には該当しません。

(FINRAの規則に基づく)情報開示目的から、当社ではBuy、HoldおよびSellの分類見出しを当社の投資判断であるOverweight、Equal-weight、Not-RatedおよびUnderweightに併記しています。モルガン・スタンレーは当社の調査対象銘柄にBuy、HoldまたはSellという投資判断を付していません。

Overweight、Equal-weight、Not-RatedおよびUnderweightはそれぞれBuy、HoldおよびSellと同等ではなく、相対的な推奨ウエートを表します(下記の定義を参照)。上記規則の要件を満たす意味では、当社の最も積極的な投資判断であるOverweightは買い推奨に相当し、Equal-weightおよびNot-Ratedは保持、Underweightは売り推奨に相当するといえます。

全調査対象銘柄			投資銀行部門顧客(IBC)			その他の重要な投資サービス顧客(MISC)	
投資判断	数	合計比	数	IBC合計比	投資判断別IBC比率	数	MISC合計比率
Overweight/Buy	1423	38%	284	42%	20%	621	39%
Equal-weight/ Hold	1692	45%	322	48%	19%	720	46%
Not-Rated/Hold	3	0%	0	0%	0%	1	0%
Underweight/Sell	630	17%	70	10%	11%	236	15%
合計	3,748		676			1578	

上表中の数字には、現在、投資判断が付されている普通株式とADRが含まれます。投資銀行部門顧客とは、モルガン・スタンレーが過去12カ月間に、投資銀行業務に対する報酬を受け取った会社を表します。小数点以下は切り捨てているため、“%”の欄に表示された数字を合計しても100とならない場合があります。

個別銘柄に対するアナリストの投資判断

Overweight (O) : リスク調整済みベースで今後12～18カ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)の平均総投資収益率を上回る総投資収益率が期待される銘柄。

Equal-weight (E) : リスク調整済みベースで今後12～18カ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)の平均総投資収益率と同程度の総投資収益率が期待される銘柄。

Not-Rated (NR) : リスク調整済みベースで今後12～18カ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)の平均総投資収益率に対する総投資収益率について当該アナリストが十分な判断を下せない銘柄。

Underweight (U) : リスク調整済みベースで今後12～18カ月間に、当該業界(アナリストまたはその業界チームのカバレッジユニバース)の平均総投資収益率を下回る総投資収益率が予想される銘柄。

Morgan Stanley Researchに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予想期間は今後12～18カ月です。

業界に対するアナリストの投資判断

Attractive (A) : 今後12～18カ月間について、市場全体のベンチマークである下記の株価指数との比較で、当該業界(アナリストのカバレッジユニバース)のパフォーマンスが魅力的であるとアナリストが期待している場合。

In-Line (I) : 今後12～18カ月間について、当該業界(アナリストのカバレッジユニバース)のパフォーマンスが、市場全体のベンチマークである下記の株価指数と同程度になるとアナリストが期待している場合。

Cautious (C) : 今後12～18カ月間について、市場全体のベンチマークである下記の株価指数との比較で、当該業界(アナリストのカバレッジユニバース)のパフォーマンスをアナリストが慎重にみている場合。

各地域のベンチマーク指数 : 北米はS&P500、ラテンアメリカは当該MSCI国別指数またはMSCIラテンアメリカ指数、ヨーロッパはMSCIヨーロッパ、日本はTOPIX、アジアは当該MSCI国別指数、当該MSCI地域別指数、またはMSCIアジア太平洋株価指数（日本除く）。

株価、目標株価、投資判断の推移 (投資判断の定義を参照)

Kao (4452.T) - As of 2/6/24 in JPY
Industry : Cosmetics & Personal Care Products



Stock Rating History: 2/1/19 : E/I; 10/15/21 : E/NR; 10/17/21 : NA/NR; 7/26/22 : O/I

Price Target History: 1/29/19 : 7800; 4/25/20 : 8300; 10/22/20 : 7900; 10/28/20 : 7600; 4/26/21 : 7300; 7/6/21 : 7100; 10/17/21 : NA; 7/26/22 : 6600; 11/2/22 : 6400; 2/3/23 : 6000; 3/9/23 : 6200; 1/25/24 : 7300

Sources: Morgan Stanley Research Date Format : MM/DD/YY Price Target -- No Price Target Assigned (NA)
Stock Price (Not Covered by Current Analyst) — Stock Price (Covered by Current Analyst) —
Stock and Industry Ratings (abbreviations below) appear as ♦ Stock Rating/Industry View
Stock Ratings: Overweight (O) Equal-weight (E) Underweight (U) Not-Rated (NR) No Rating Available (NA)
Industry View: Attractive (A) In-line (I) Cautious (C) No Rating (NR)

Effective January 13, 2014, the stocks covered by Morgan Stanley Asia Pacific will be rated relative to the analyst's industry (or industry team's) coverage.

Effective January 13, 2014, the industry view benchmarks for Morgan Stanley Asia Pacific are as follows: relevant MSCI country index or MSCI sub-regional index or MSCI AC Asia Pacific ex Japan Index.

Morgan Stanley Smith Barney LLCおよびE*TRADE Securities LLCのお客様への重要な開示情報

Morgan Stanley Smith Barney LLC、Morgan Stanleyまたはその関係会社とMorgan Stanley Researchの対象企業の取引関係に関わる重要な開示情報はMorgan Stanley Wealth Managementのディスクロージャー・ウェブサイト(www.morganstanley.com/online/researchdisclosures)に掲載されています。Morgan Stanleyに関する開示情報はwww.morganstanley.com/researchdisclosuresをご覧ください。

Morgan Stanley 株式調査レポートはMorgan Stanley Smith Barney LLCおよびE*TRADE Securities LLCにより審査および承認されています。当該審査および承認はMorgan Stanley 株式調査レポートの審査を行う者と同一の者により行われています。そのため利益相反関係が生じることがあります。

その他の重要な開示事項

Morgan Stanley Researchのポリシーにおいては、リサーチレポートに記載されている当該企業、セクターまたは市場に対する意見や見解に重要な影響がある進展があり、リサーチアナリストおよびリサーチマネージメントが適切とみなした場合に、リサーチレポートを更新するものとされています。さらに、特定のリサーチ刊行物は、定期的（週、月、四半期、年）に更新されることが予定されており、リサーチアナリストおよびリサーチマネージメントによって異なった発行周期が適切であると決定されない限り、通常その周期で更新されます。

Morgan Stanleyは地方自治体のアドバイザーを務めておりません。また、本レポートに含まれる意見や見解はDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Actのセクション975で意味するアドバイスを意図、または形成するものではありません。

Morgan Stanleyは"Tactical Idea"という株式調査プロダクトを作成しています。"Tactical Idea"に含まれる特定の株式に対する見解は、調査レポートで表明されている当該株式に対する投資判断や見解と異なる場合があります。これは投資期間、バリュエーション手法、マーケットイベント、その他の要因などの相違によるものです。特定の株式に対するすべての調査レポートは営業担当者に請求いただくか、またはMatrix(<http://www.morganstanley.com/matrix>)でご覧いただけます。

Morgan Stanley ResearchはMatrix上の弊社独自のリサーチ・ポータルを通じ弊社のお客様に提供されています。またMorgan Stanleyによりお客様へ電子的に配信されています。便宜上、特定のMorgan Stanley Researchプロダクトは第三者ベンダーを通じて提供されたり、またその他の電子的方法によりお客様に再配布されています。

すべてのプロダクトへアクセスをご希望のお客様は営業担当者にご連絡いただくか、Matrix (<http://www.morganstanley.com/matrix>) をご覧ください。

Morgan Stanley Researchへのアクセスおよび/またはご利用には、Morgan Stanley利用規約 (<http://www.morganstanley.com/terms.html>) が適用されます。Morgan Stanley Researchへアクセスおよび/またはMorgan Stanley Researchをご利用になった場合、利用規約(<http://www.morganstanley.com/terms.html>) を閱讀され、当該利用規約の拘束を受けることにご同意いただいたものとみなされます。また、お客様のニーズに応じた設定や閱讀データ収集など、Morgan Stanleyがサービスやプロダクトの向上と個人の目的に合わせたサービスやプロダクトの提供を目的に弊社プライバシー・ポリシーおよび弊社グローバル・クッキー・ポリシー (http://www.morganstanley.com/privacy_pledge.html) に従って個人データ処理とクッキー利用を行うことにご同意いただいたものとします。Morgan Stanleyの個人データ処理方法やクッキー利用方法に関する情報、またクッキーを拒否する方法については、弊社プライバシー・ポリシーならびに弊社グローバル・クッキー・ポリシー (http://www.morganstanley.com/privacy_pledge.html) をご参照ください。

上記利用規約にご同意いただけない場合、および/またはMorgan Stanleyによるお客様の個人データ処理もしくはクッキー利用にご同意いただけない場合は、弊社リサーチへのアクセスをご遠慮ください。

Morgan Stanley Researchはお客様ごとの個別事情に合わせた投資アドバイスを提供するものではありません。調査レポートを受領された方々の事情や目的とは無関係に作成されています。Morgan Stanleyでは、特定の投資または投資戦略について、投資家ご自身が独自に評価されることをお勧めします。また、投資家各位にはファイナン

シャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。特定の投資あるいは投資戦略が適切か否かは、投資家の個々の事情や目的によって異なります。Morgan Stanley Researchで論じられている有価証券、金融商品、投資戦略はすべての投資家に適合しているわけではなく、また一部の投資家はこれらのうちのいずれか、またはすべてについて購入もしくは参加するための適格性を有さない可能性があります。Morgan Stanley Researchは、有価証券／金融商品の売買の申込みもしくは売買の申し込みの勧誘または特定の取引戦略をとることの勧誘を構成しません。投資対象の価値や投資から得られる収入は、金利、為替相場の変動、デフォルトレート、任意繰上償還レート、証券／金融商品の価格、証券市場の指数の変動、発行体の経営・財務状況の変化やその他の要因によって、変化する可能性があります。過去の実績は必ずしも将来の成果を予告するものではありません。将来の業績等に関する見通しは一定の仮定に基づいていますが、その仮定が実現しないこともあり得ます。特に明記がない限り、レポート表紙に有価証券／金融商品の価格が記載される場合の当該価格は当該有価証券の主要取引所における終値とします。

Morgan Stanley Researchの作成について主たる責任を負う債券調査アナリスト、ストラテジスト、エコノミストは、調査レポートの質、正確さ、価値、または当社の収益性や収入（債券取引や資本市場の収益性や収入を含む）、顧客投資家のフィードバック、競争要因などを含む、様々な要素に基づき報酬を受けています。債券調査アナリスト、ストラテジストまたはエコノミストの報酬は投資銀行部門、Morgan Stanley が資本市場で実行したトランザクションまたは特定のトレーディングデスクの収益性や収入と連動していません。

Morgan Stanley Researchの「当該企業に関する規制上の重要な開示事項」には、Morgan Stanleyが普通株式を1%以上保有しているすべての企業が記載されています。Morgan StanleyはMorgan Stanley Researchで言及されているその他すべての企業の有価証券／金融商品または有価証券／金融商品の派生商品を1%未満保有している場合もあり、Morgan Stanley Researchで論じている方法とは異なる方法で取引を行っている場合もあります。Morgan Stanley Researchの作成に携わっていないMorgan Stanley の従業員が、言及されている企業の有価証券／金融商品または有価証券／金融商品の派生商品に投資していることがあり、Morgan Stanley Researchで論じている方法とは異なる方法で取引を行っている場合もあります。Morgan StanleyもしくはMorgan Stanleyと関係のある者が派生商品を発行することもあります。Morgan Stanleyに関する情報を除き、Morgan Stanley Researchは公開情報に基づいています。Morgan Stanleyは信頼性の高い、包括的な情報を利用するよう最大限の努力を払っていますが、その正確性もしくは完全性については何らの表明もいたしません。当該企業を株式調査対象から除外しようとする場合を除いて、Morgan Stanley Researchに記載されている情報または見解に変更が生じても、Morgan Stanleyはそれを通知する義務を負いません。投資銀行部門の従業員を含む、Morgan Stanleyの他部門の従業員は、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解を検討していません。また、Morgan Stanley Researchで示されている事実や見解は、他部門の従業員が知り得た情報を反映していないこともあります。

Morgan Stanley Researchの従業員は、企業訪問など企業の主催するイベントに参加することもあります。調査部マネージメントから事前に承認を受けない限り当該企業から関連する費用の払い戻しを受けることは一般的に禁じられています。

Morgan Stanleyは本レポートで推奨されている投資や見解と異なった投資判断をすることがあります。

台湾のお客様各位：台湾で取引されている証券／金融商品に関する情報は、Morgan Stanley Taiwan Limited (以下“MSTL”) が配布しています。こうした情報は読者各位のご参考のために提供しているものです。投資に伴うリスクはお客様ご自身が独自に評価すべきものであり、投資決定はお客様ご自身の責任において行ってください。Morgan Stanley の書面による明示的な同意がない限り、Morgan Stanley Researchを報道機関に配布したり、報道機関が引用もしくは使用することはできません。当社の顧客以外で、Taiwan Stock Exchange Recommendation Regulations Article 7-1に規定される範囲においてMorgan Stanley Researchを受領し、又はMorgan Stanley Researchへアクセスを行う読者が、第三者（関係者、関係会社、その他の第三者を含むがこれに限定されない）へMorgan Stanley Researchを提供することや、利益相反関係や利益相反の外観を生じさせるような活動に関与することは認められておりません。台湾で取引が行われていない証券／金融商品に関する情報は、情報の提供のみを目的として記載しているものであり、当該証券／金融商品の売買を推奨もしくは勧誘するものではありません。MSTLはこれらの証券／金融商品の取引を顧客向けに行いません。

Morgan Stanleyは中華人民共和国（中国）法による法人組織ではありません。本レポートに関わる調査は中国国外で行われました。Morgan Stanley Researchは中国国内におけるいかなる証券の売付けの申し込み、また買付けの申し込みの勧誘を構成するものではありません。中国の投資家は、そのような有価証券に投資する適切な資格を有する必要がある、適切な政府当局から適切な承認、ライセンス、証明、登録をご自分で取得される責任があります。本レポートまたはそのいかなる部分も、中国法に定義される有価証券への投資のコンサルタントやアドバイザーサービスの提供を意図、または形成するものではありません。

Morgan Stanley Researchは、次の国・地域では以下に記された各社が配布しています。ブラジルではComissão de Valores Mobiliáriosの規制下にあるMorgan Stanley C.T.V.M. S.A. (Av. Brigadeiro Faria Lima, 3600, 6th floor, São Paulo - SP, Brazil) ; メキシコではComision Nacional Bancaria y de Valoresの規制下にあるMorgan Stanley México, Casa de Bolsa, S.A. de C.V (Paseo de los Tamarindos 90, Torre 1, Col. Bosques de las Lomas Floor 29, 05120 Mexico City) ; 日本では、Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd.および商品に関わる調査レポートに限りMorgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd ; 香港では、Morgan Stanley Asia Limited (同社はまた、調査レポートの内容に対して責任を負っています)およびMorgan Stanley Bank Asia Limited ; シンガポールでは、Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (登録番号199206298Z) および／またはMorgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (登録番号200008434H) (前2社はMonetary Authority of Singaporeの監督・規制下にあり、調査レポートの内容に対して法的責任を負うことに同意し、Morgan Stanley Researchにより発生した、または関連するすべての事象について問い合わせ先となります)およびMorgan Stanley Bank Asia Limited, Singapore Branch (Registration number T14FC01183) ; オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている"wholesale clients"を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス233742の保有者であるMorgan Stanley Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; オーストラリアでは、Australian Corporations Actで定義されている"wholesale clients"と"retail clients"を対象とし、オーストラリア・ファイナンシャル・サービス・ライセンス240813の保有者であるMorgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd A.B.N. 19 009 145 555 (同社はまた、調査レポートの内容について責任を負うことに同意しています) ; 韓国ではMorgan Stanley & Co. International plc, Seoul Branch ; インドではMorgan Stanley India Company Private Limited (Corporate Identification No (CIN) U22990MH1998PTC115305. Securities and Exchange Board of India ("SEBI")の監督・規制下にあり、Research Analyst (SEBI Registration No. INH000001105)としてのライセンス、Stock Brokerとしてのライセンス(SEBI登録番号 INZ000244438)、Merchant Bankerとしてのライセンス(SEBI登録番号 INM000011203)およびNational Securities Depository Limitedの預金参加者としてのライセンス (SEBI登録番号 IN-DP-NSDL-567-2021)の保有者であり、オフィス所在地：18th Floor, Tower 2, One World Center, Plot- 841, Jupiter Textile Mill Compound, Senapati Bapat Marg, Lower Parel, Mumbai 400013, India. 電話番号：+91-22-61181000。コンプライアンス・オフィサー：Mr. Tejarshi Hardas. Tel: +91-22-61181000. Email: tejarshi.hardas@morganstanley.com. 苦情関連担当者：Mr. Tejarshi Hardas, Tel: +91-22-61181000. Email: msic-compliance@morganstanley.com) ; カナダではMorgan Stanley Canada Limited ; ドイツ及び欧州経済領域で必要とされている場合モルガン・スタンレー欧州S.E.は参照番号149169で Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) によって許可を受け、管理されています ; 米国では、Morgan Stanley & Co. LLC (同社はまた、調査レポートの内容に対して責任を負っています)。英国では、Prudential Regulatory Authorityの認可を受け、Financial Conduct Authority および Prudential Regulatory Authorityの規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plcが自社の作成したレポートを配布するとともに、その関係会社の作成したレポートを(i) Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (その後の改正を含み、「Order」と言います)第19条(5)に規定されるプロ投資家に適合する者、(ii) Order第49条(2)の(a)-(d)に規定される富裕層に適合する者、又は(iii) (Financial Services and Markets Act 2000 (その後の改正を含む)のSection 21の意味における) 投資活動への従事についての勧誘又は要請が合法的に伝達され、又は伝達が生じせしめられた者に対しての

み配布しています。RMBモルガン・スタンレープロブラエトリリミテッドはJSEリミテッドとA2Xリミテッドの会員です。RMB Morgan Stanley Proprietary Limited はMorgan Stanley International Holdings Inc. とFirstRand Limitedの完全子会社であるRMB Investment Advisory (Proprietary) Limitedによる折半出資の合併会社です。Morgan Stanley Researchの情報は、サウジアラビア王国のCapital Market Authorityの規制下にあるMorgan Stanley Saudi Arabiaによって配布され、Sophisticated investorsを対象としています。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Dubai Financial Services Authority (以下、「DFSA」) の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) により配信されており、DFSA によって定義されたプロフェッショナル顧客のみを対象としています。本リサーチに関連する金融商品や金融サービスはプロフェッショナル顧客としての規制上の基準を満たした顧客のみに提供されます。記載する各セクターにおける有価証券の比率を含めた別個の投資判断又は推奨に関するMorgan Stanley Researchについては、営業担当者に請求いただくことにより提供可能です。

Morgan Stanley Researchに記載されている情報は、Qatar Financial Centre Regulatory Authority (以下、「QFCRA」) の規制下にあるMorgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) により配信されており、ビジネス顧客と市場における取引相手のみを対象とし、QFCRAによって定義されたリテール顧客向けではありません。

Capital Markets Board of Turkeyの定めるところにより、ここに記載された投資情報、コメントおよび推奨は投資顧問活動の範囲に限定されるものではありません。投資顧問サービスは、お客様のリスクや所得に応じて、所定の機関より提供されます。ここに記載されたコメントおよび推奨は一般的な見解です。これらの見解は、お客様の財務状況、リスクおよびリターン選好に合致していない可能性があります。そのため、ここに記載されたこの情報のみに依拠して投資判断を行っても、期待に沿った結果が得られない可能性があります。

Morgan Stanley Researchに記載されている商標およびサービスマークはそれぞれの所有者の財産です。データの提供者は、提供しているデータの正確性、完全性、または適時性に関して、何らの保証もしくは表明をするものではありません。また当該データに関連するいかなる損害についても賠償する責任を負いません。世界産業分類基準(“GICS”)はMSCIとS&Pによって開発されたものであり、両社の専有財産です。

Morgan Stanleyの書面による同意がない限り、Morgan Stanley Researchを複製、転載、販売もしくは再配布することはできません。

モルガン・スタンレー・リサーチに参照されたインジケーターや、トラッカーはEU 2016/1011その他これらに類する規制にベンチマークとして適用できない可能性があります。

特定の債券リサーチにおいて推奨または論じられている発行体および／または債券商品は、継続的な調査対象とはならない場合があります。投資家各位には、こうしたリサーチは単独の分析結果を提供するものであり、かかる発行体および／または債券商品を対象とした継続的な分析や追加レポートの発行は予定されていないことに留意されたい。

Morgan Stanleyは、本レポートにおける対象企業に関して、財務的及び商業的に重要な利害関係を有する可能性があります。

SEBI登録及びthe National Institute of Securities Markets (NISM) 認証は、登録者/認証者のパフォーマンスを保証するものでも、投資家へのリターンを保証するものでもありません。証券市場への投資にはマーケット・リスクがあります。投資を行う前に全ての関連書面を熟読してください。

調査対象銘柄の一覧表：トイレタリー・化粧品

会社（コード）	投資判断(更新日)	株価* (2024/02/07)
佐藤 和佳子		
アース製薬 (4985.T)	U (2024/01/25)	¥4,590
グンゼ (3002.T)	O (2024/01/25)	¥5,560
コーセー (4922.T)	E (2022/07/26)	¥9,384
ピジョン (7956.T)	O (2024/01/25)	¥1,607
ファンケル (4921.T)	O (2024/01/25)	¥2,217
ポーラ・オルビスホールディングス (4927.T)	E (2024/01/25)	¥1,538
マンダム (4917.T)	E (2024/01/25)	¥1,315
ユニ・チャーム (8113.T)	E (2024/01/25)	¥5,255
ライオン (4912.T)	E (2024/01/25)	¥1,305
ロート製薬 (4527.T)	O (2024/01/25)	¥3,018
小林製薬 (4967.T)	O (2024/01/25)	¥6,360
花王 (4452.T)	O (2022/07/26)	¥5,748
資生堂 (4911.T)	U (2024/01/25)	¥4,220

投資判断は変更される可能性があります。各個別銘柄に関する最新の調査をご覧ください。
*株価は株式分割調整前。

- au カブコム証券株式会社（以下、「当社」）は Morgan Stanley & Co., LLC およびその関係会社（アメリカ合衆国の登録ブローカーディーラー Morgan Stanley Smith Barney LLC の商号である Morgan Stanley Wealth Management を含みます。以下、合わせて「MS」）から、MS が作成したレポートの提供を受け、お客さまにご提供しております。
- 当社は、MS によるリサーチレポートの作成に関して、MS に対価の支払いはしていません。また、レポートの対象となる銘柄の選定は MS 独自の判断で行っており、当社は銘柄の指定を一切行っておりません。
- MS は、本レポートに関するお客さまのお問い合わせに対応していません。本レポートに関するお問い合わせは、当社までご連絡ください。
- 著作権等：本レポートに関する一切の知的財産権は、MS に帰属します。無断での配信、複製、転載、転送および改ざん等を禁止します。

重要な注意事項

本レポートは、MS が作成したのですが、お客さまへの本レポートのご提供は当社が行っております。

■ 免責事項

- 本レポートは、当社が、本レポートを受領されるお客さまへの情報提供のみを目的としており、特定の証券または金融商品の売買の推奨、勧誘または申込みを目的としたものではありません。
- 本レポート内で当社に言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することは禁じられています。
- 本レポートは、MS が公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。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、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客さま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。また、当社および MS は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任または義務を負わないものとします。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、最新のものでなくなる可能性があります。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、また、当社および MS は本レポート内に含まれる情報および見解を更新する義務を負うものではありません。MS は当社および当社の関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、レーティングおよび目標株価は、当社または当社の関連会社等が異なる情報源および方法に基づき作成する類似のレポートにおいて示されるものと実質的に異なる可能性があります。
- 本レポートはお客さまに対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポートを受領される個々のお客さまの財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限りません。お客さまは、独自に特定の投資および戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家およびファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。
- 当社、当社の関連会社等および MS は、お客さまが本レポートを利用したことまたは本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益および損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客さま自身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お客さまにあります。
- 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。特に記載のない限り、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。従って、将来のパフォーマンスについては明示または黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布および使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令または規則に反する、地方・州・国やその他の地域の市民・国民、居住者またはこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。
- 本レポートは、日本国内のお客さまに配布するものとし、日本国外での配布は目的としておりません。
- 当社お取扱商品へのご投資の際は、各商品に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。各商品等は価格の変動、金利の変動、為替の変動等により投資元本を割り込むおそれがあり、また商品等によっては投資元本を超える損失（元本超過損）が生じるおそれがあります。
- 各商品の手数料等は、商品、銘柄、取引金額、取引チャネル等により異なり多岐にわたるため、具体的な金額または計算方法を記載することができません。手数料等の詳細は、当社ホームページ（<https://kabu.com/cost/>）をご覧ください。手数料等には消費税が含まれます。
- 当社お取扱商品の手数料等およびリスクの詳細については、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、約款・規定集および当社ホームページの「ご投資にかかる手数料等およびリスクについて」（<https://kabu.com/company/info/escapeclause.html>）等をよくお読みの上、投資の最終決定はご自身のご判断とご責任でおこなってください。

au カブコム証券
A member of  **MUFG**

商 号 : au カブコム証券株式会社
金融商品取引業者登録 : 関東財務局長（金商）第 61 号
銀行代理業許可 : 関東財務局長（銀代）第 8 号
電子決済等代行業者登録 : 関東財務局長（電代）第 18 号
加 入 協 会 : 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取企業協会、一般社団法人 日本 STO 協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会