

ホリスティック企業レポート アルマード 4932 東証 JQS

新規上場会社紹介レポート
2021年6月29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 20210628

卵殻膜を主原料とした化粧品や健康食品を製造・販売 22年3月期はOEM供給先への販売回復により増収増益に転じる見通し

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

【4932 アルマード 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)
2020/3	5,796	53.0	985	114.4	982	115.2	651	95.3	65.0	194.3	0.0
2021/3	4,547	-21.5	527	-46.5	537	-45.4	367	-43.5	36.7	231.0	0.0
2022/3 予	4,883	7.4	820	55.7	819	52.5	556	51.4	55.3	-	0.0

(注) 単体ベース、2022/3期の予想は会社予想

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	865円 (2021年6月28日)	本店所在地 東京都中央区
発行済株式総数	10,394,000株	設立年月日 2000年10月18日
時価総額	8,991百万円	代表者 荒西 俊和
上場初値	861円 (2021年6月24日)	従業員数 36人 (2021年4月末)
公募・売出価格	880円	事業年度 4月1日~翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎年6月
		【主幹事証券会社】 野村證券
		【監査人】 EY新日本有限責任監査法人

> 事業内容

◆ 卵殻膜原料を使用した化粧品や健康食品を製造・販売

アルマード(以下、同社)は、卵殻膜を主原料とした化粧品や健康食品(サプリメント)の企画、製造、販売を行う会社である。卵殻膜は「天然の絆創膏」と言われるように、昔から創傷治癒のために使用されてきた天然素材である。美容や健康に役立つ素材として着目されてきたが、効果を科学的に立証することや、高品質な製品を安価で安定的に製造することが難しいことが課題とされてきた。同社の創業者である長谷部由紀夫氏が、大学や他の企業と共同で研究開発をしてきた結果、品質面やコスト面での課題を解決する独自の卵殻膜原料の加工技術を開発し、卵殻膜を使用した化粧品や健康食品を世に送り出してきた。

同社の事業は卵殻膜ヘルスケア事業の単一セグメントだが、売上高は、TVショッピング販売(以下、TV通販)、外部間接販売の卸販売(以下、外販(一般流通))、外部間接販売のOEM製品の販売(以下、外販(OEM製品))、自社直接販売(以下、直販(EC))、4つの販売チャンネルに区分されている(図表1)。

TV通販は、このチャンネルで業績を伸ばした時期があり、現在でも3割近い売上構成比を占めている。外販(OEM製品)は、20/3期には売上構成比が4割を超える販売チャンネルであったが、OEM供給先の動向に左右されやすく、21/3期の売上高が前期比55.2%減となったように、売上構成比の変動が大きい販売チャンネルとなっている。一方、直販(EC)が着実に拡販を続けており、売上構成比は21/3期の37.7%まで順調に上昇し、最大の販売チャンネルとなった。

【 図表 1 】 販売チャネル別売上高

販売チャネル	2019/3期		2020/3期			2021/3期		
	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)
TV通販	1,445	38.1	1,542	6.7	26.6	1,478	-4.1	32.5
うちQVCジャパン	1,445	38.1	1,542	6.7	26.6	-	-	-
外販 (一般流通)	194	5.1	227	17.1	4.0	235	3.7	5.2
外販 (OEM販売)	1,410	37.2	2,494	76.8	43.0	1,117	-55.2	24.6
うちオーシオ	1,285	33.9	2,407	87.3	41.5	-	-	-
直販 (EC)	738	19.5	1,531	107.4	26.4	1,715	12.0	37.7
合計	3,788	100.0	5,796	53.0	100.0	4,547	-21.5	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

注) 卵殻膜原料

卵殻膜を構成する主成分の損失が少なく、かつ、臭気強度が低く抑えられた原料。

◆ 製品化を阻んでいた課題を解決した独自の加工技術

可能性を秘めた素材でありながら、卵殻膜製品として流通させにくいという課題を解決したのが、以下に挙げた同社独自の卵殻膜原料^注の加工技術である。

- (1) 高品質の卵殻膜原料の製造技術(微粉碎技術及び加水分解技術)
- (2) 卵殻膜原料を活用した食品加工、化粧品加工の技術

これらの一部は特許として出願しており、多くの卵殻膜関連特許を有している(国内において、21年5月時点で、権利継続15件、出願中8件)。

◆ 仕入及び商品の製造

主原材料の卵殻膜は鶏卵由来のものであるが、同社は卵殻膜の仕入の大部分をキューピー(2809 東証一部)に依存している。仕入れた卵殻膜は、外注加工先にて卵殻膜原料に加工される。その卵殻膜材料は、商品に応じて定められた製造委託先に送られる。

◆ 販売チャネルに合わせた商品群

同社は、各販売チャネルの消費者の特性に合わせて商品を投入している(図表2)。

【 図表 2 】 主要商品

販売チャネル	主要商品	商品分野
TV通販	Odeシリーズ TO-II (全身美容サプリメント)	化粧品 健康食品
外販 (一般流通)	Ⅲ型ビューティードリンク (全身美容ドリンク) Ⅲ型サプリメント	健康食品 健康食品
外販 (OEM販売)	-	-
直販 (EC)	CELLULAシリーズ	化粧品

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 販売チャネル (1) : TV ショッピング販売 (TV 通販)

TVショッピング専門チャンネル「QVCテレビショッピング」経由での販売であり、「QVC テレビショッピング」を運営する QVC ジャパン(千葉県千葉市)が TV 通販の売上高のすべてを占めている(図表 1)。消費者から受注した数量を同社が QVC ジャパンに納品し、QVC ジャパンが消費者に出荷する。化粧品では「Ode シリーズ」、健康食品では全身美容サプリメント「TO-II」が主要商品である。

TV 通販では、放送枠をどれだけ確保できるかが重要となる。確保した放送枠でどれだけ販売実績を伸ばせるかによって、次の期の放送枠の数と時間帯が決まる。

◆ 販売チャネル (2) : 外部間接販売の卸販売 (外販 (一般流通))

ドラッグストア等の量販店、理美容室、他社通信販売業者への卸売販売である。健康食品の全身美容ドリンク「Ⅲ型ビューティードリンク」、「Ⅲ型サプリメント」が主要商品である。

◆ 販売チャネル (3) : 外部間接販売の OEM 製品の販売 (外販 (OEM 製品))

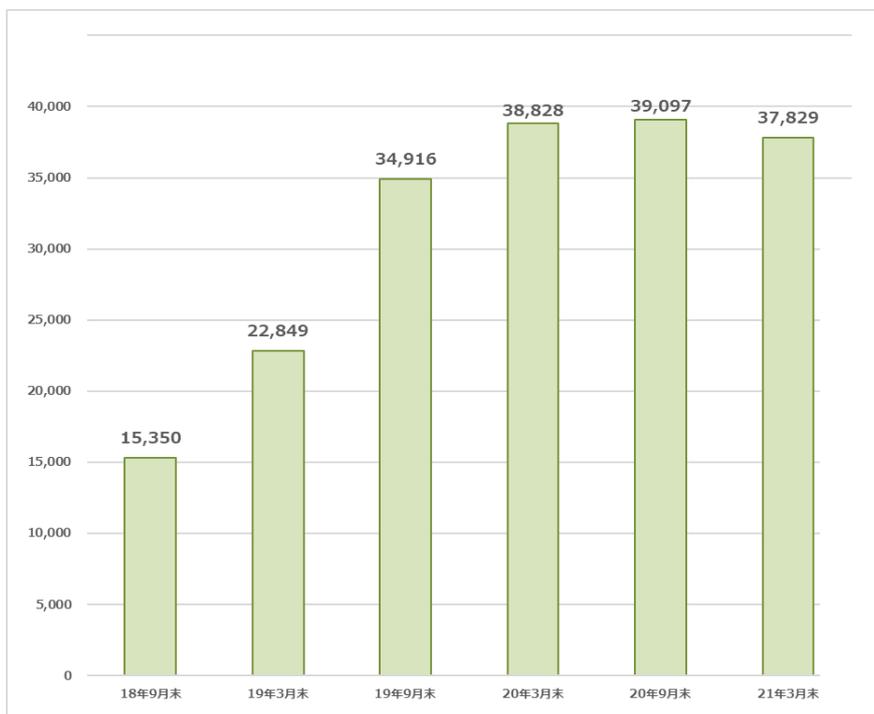
OEM 供給先からの注文に基づいて、製造委託先で商品を製造し、OEM 供給先に販売する。消費者には、OEM 供給先のブランドとして販売される。商品の仕様は共同で決定することがほとんどであるが、OEM 供給先での販売戦略や販売動向が同社の売上高に影響を及ぼす。

外販(OEM 製品)の大半は、ベルーナ(9997 東証一部)の連結子会社である化粧品・サプリメント専門の通販会社のオージオ(東京都中央区)からのものである(図表 1)。

◆ 販売チャネル (4) : 自社直接販売 (直販 (EC))

自社 EC サイトを通じて、消費者から直接注文を受け、同社が商品を配送する販売である。化粧品の「CELLULA シリーズ」が主要商品である。特徴的なのは、18 年 4 月に開始した定期購買サービスであり、順調に会員数を伸ばし、21/3 期末の会員数は 37,829 人となっている(図表 3)。

【 図表 3 】 直販(EC)の定期購買サービス会員数推移 (単位:人)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

> 特色・強み

◆ アルマードの強み

同社の特色及び強みとして以下の点が挙げられる。

- (1) 創業来 20 年にわたる卵殻膜に関する技術や知見の蓄積
- (2) 共同研究開発を通じて得られた大学や他企業との関係と、研究結果の活用機会
- (3) 研究に裏付けられた卵殻膜の素材の可能性を活かした商品開発力
- (4) 複数の販売チャネルを活用した販売体制

> 事業環境

◆ 市場環境

卵殻膜関連市場について、国内に関する詳細な統計はない。しかし、世界に目を向けてみると、調査機関 MarketsandMarkets™ によると、世界の卵殻膜の市場規模は、20 年の 1.05 億ドルから 25 年の 1.69 億ドルまで年平均成長率 10.1%のペースで拡大すると予測されている。

◆ 競合

卵殻膜を用いた化粧品や健康食品は、同社や同社の OEM 供給先で販売されているもの以外にも複数存在している。他社商品との違いは、品質に関係するところとして、商品に使われている卵殻膜材料に関するエビデンスの多寡にある。エビデンスに裏づけられた卵殻膜材料を使用している同社の商品の方が、相対的に高価と考えられる。

> 業績**◆ 過去の業績推移**

同社は16/3期からの業績を開示している(図表4)。

15/3期までは黒字で推移してきた同社は、16/3期に経常赤字を経験した。16/3期は外販(一般流通)でドラッグストア向けの販売を開始した期であり、人件費や販売費を先行的に投入したのが、減益の要因である。

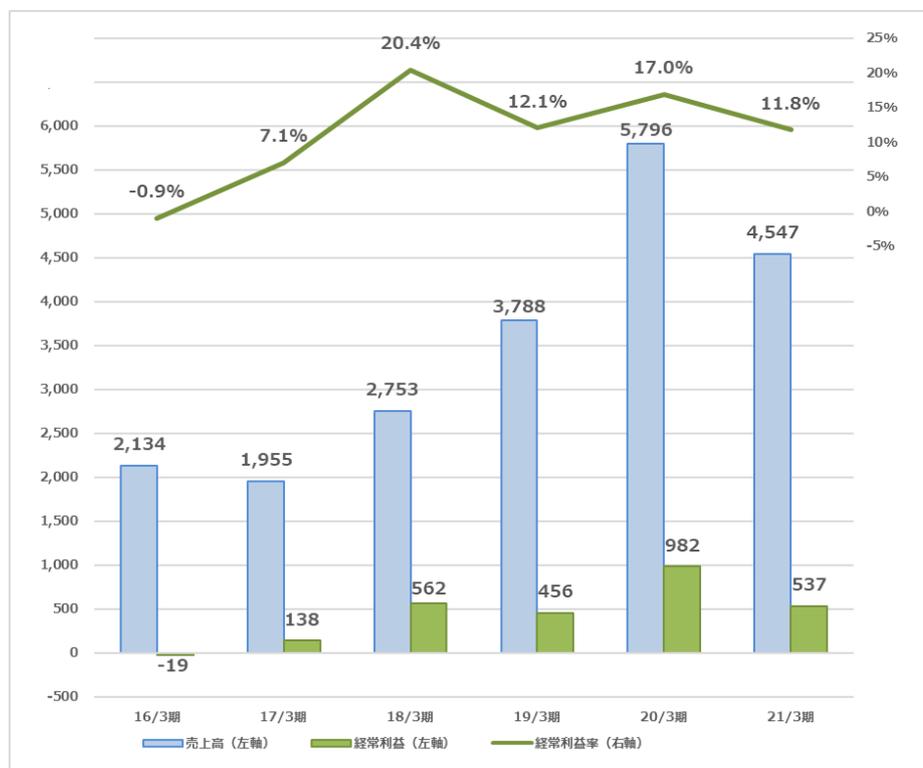
17/3期は、テレビ通販は安定的に推移したが、ドラッグストア向けの販売に関する広告投資を絞ったために減収となった。一方で広告宣伝費が抑制されたため、経常黒字を回復した。この17/3期はオーディオ向けのOEM供給を開始した期でもある。このオーディオ向けOEM供給は18/3期に本格化し、18/3期の大幅増収増益を牽引した。

19/3期は増収となった一方、直販での定期購買を開始したため、減益となった。定期購買の場合、1回目の販売価格が低額で始まるため、どうしても顧客獲得コストを回収するまでに時間を要する。そのため、ある一定規模になるまでは費用が先行することとなり、19/3期の定期購買は費用先行の状況にあった。

20/3期は、オーディオ向けOEMの販売が大きく伸びたことと、定期購買の拡大が進んだことにより、大幅増収増益となった。

【 図表 4 】 業績推移(単体)

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 21年3月期決算

21/3期は、売上高 4,547 百万円(前期比 21.5%減)、営業利益 527 百万円(同 46.5%減)、経常利益 537 百万円(同 45.4%減)、当期純利益 367 百万円(同 43.5%減)となった。

販売チャネル別売上高は、TV 通販が前期比 4.1%減、外販(一般流通)が同 3.7%増、外販(OEM 販売)が同 55.2%減、直販(EC)が同 12.0%増となり、外販(OEM 販売)の減少が著しかった。

新型コロナウイルス禍の影響で、世の中全体で商業施設での販売が減少し、競合各社ともインターネット販売へのシフトを進めてきた。その結果、インターネット広告単価が上昇し、広告効率の悪化から、多くの会社で顧客の新規獲得が想定通りに進まなくなった。通信販売を主体に展開していた OEM 供給先も例外ではなく新規顧客の獲得が進まなかった。そのため、在庫が滞留したため同社への発注量が減少し、外販(OEM 販売)は大幅減収となった。

また、直販(EC)も広告効率の悪化により新規獲得が減少に転じたが、広告の最適化を図ったことで回復傾向になり、増収となった。

売上総利益率は前期比 0.6%ポイント低下の 61.7%となった。20/3 期に原価低減につながる商品評価損の戻りがあったが、21/3 期にはその影響がなくなったことが売上総利益率低下の大きな要因である。

また、上述の通り、直販(EC)での広告の最適化を図ったことで広告宣伝費が同 21.8%減となったほか、物流委託費が同 7.8%減、研究開発費が同 29.0%減となるなどして、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同 13.3%減となった。しかし、減収による負の影響が上回り、売上高販管費率は同 4.8%ポイント上昇の 50.1%となった。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比 5.4%ポイント低下の 11.6%となった。

◆ 22 年 3 月期会社計画

22/3 期の会社計画は、売上高 4,883 百万円(前期比 7.4%増)、営業利益 820 百万円(同 55.7%増)、経常利益 819 百万円(同 52.5%増)、当期純利益 556 百万円(同 51.4%増)である。

販売チャネル別売上高は、TV 通販が前期比 0.1%増、外販(一般流通と OEM 販売の合計)が同 23.6%増、直販(EC)が同 0.8%増と計画している。

TV 通販は、放送サイクルの影響で放送番組が 1 枠減少する影響が考慮されている。外販は、OEM 販売において、前期にあった広告単価の上昇が一服し、在庫調整が進んだ OEM 供給先からの発注が回復することを想定している。直販(EC)は、21/3 期と同水準の新規顧客獲得数及びリピート率を前提としている。

売上総利益率は、大きな変動要因があるわけではないが、前期比 0.2%ポイント上昇の 61.9%を予定している。販管費は同 3.3%減を計画している。人件費や物流費、研究開発費の増加を見込むものの、全社広告の縮小により広告宣伝費及び販売促進費は同 11.2%減を、委託業務削減により外注費は同 36.0%減を想定している。

これらの結果、22/3 期の売上高営業利益率は前期比 5.2%ポイント上昇の 16.8%と同社は見込んでいる。

◆ 成長戦略

同社は、卵殻膜関連市場は成長段階にあるという考えのもと、同市場での主要企業として、市場拡大を牽引していく方針である。具体的には、次の 4 つについて重点的に取り組んでいくとしている。

- (1) 広告展開の強化を通じた、「アルマード」、「卵殻膜」、「Ⅲ型コラーゲン」といった言葉の認知度向上とブランドイメージの確立
- (2) チャンネル別には、定期購入顧客の増加を通じた直販チャンネル強化
- (3) 卵殻膜関連の技術及び商品開発の継続と強化
- (4) (3)の技術及び商品開発をベースとした、新たな市場、商材の開発

▶ 経営課題/リスク

◆ 外注加工における特定の会社への依存

同社は製造拠点を持たないファブレスメーカーであり、原材料及び製品の製造は全て外部に委託している。特に卵殻膜を卵殻膜材料とする部分は、特定の企業に依存しており、万が一、契約が解消されてしまう場合や、天災等により生産設備等に不測の事態が生じた場合は、商品の円滑な供給に支障をきたす可能性がある。

◆ 商品ブランド毀損のリスク

何かしらの事情で同社の商品のブランド価値が毀損する場合、販売の減少等を通じて同社の業績悪化につながる可能性がある。

◆ OEM 供給先の販売戦略の変更等のリスク

現在、OEM 供給先のオージオが、外販(OEM 販売)経由での売上高の大半を占めている状況にあり、オージオでの販売動向の影響を受ける。今後、オージオの販売戦略が大きく変化した場合等においては、同社の業績に大きな影響を及ぼす可能性がある。

◆ 新型コロナウイルス感染症の感染拡大によるリスク

第4波として進行している新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、感染者の数はピークを打ったと見られるものの、下げ止まりの兆候が見られ、また、変異株の本格的な拡大の可能性による第5波到来の可能性も指摘されている。

21/3期においては、緊急事態宣言等により消費者の外出機会が減少し、店頭販売の減少に直面した各社がインターネット販売にシフトした結果、広告単価が急上昇し、顧客獲得効率の悪化から新規獲得が伸びないという影響が生じた。今後、感染拡大が深刻化して、再度緊急事態宣言が発出されるような場合には、改めて業績に影響が及ぶ可能性がある。

◆ 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。業績が開示されている16/3期以降では、18/3期に配当を実施したことがあるが、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。

【 図表 5 】 財務諸表

損益計算書	2019/3		2020/3		2021/3	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	3,788	100.0	5,796	100.0	4,547	100.0
売上原価	1,644	43.4	2,185	37.7	1,743	38.3
売上総利益	2,144	56.6	3,610	62.3	2,804	61.7
販売費及び一般管理費	1,685	44.5	2,625	45.3	2,277	50.1
営業利益	459	12.1	985	17.0	527	11.6
営業外収益	0	-	0	-	10	-
営業外費用	2	-	2	-	0	-
経常利益	456	12.1	982	17.0	537	11.8
税引前当期純利益	457	12.1	982	17.0	537	11.8
当期純利益	333	8.8	651	11.2	367	8.1

貸借対照表	2019/3		2020/3		2021/3	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	1,879	91.4	2,636	93.4	2,787	93.4
現金及び預金	589	28.6	543	19.2	1,133	38.0
売上債権	588	28.6	1,085	38.5	864	29.0
棚卸資産	646	31.4	948	33.6	740	24.8
固定資産	177	8.6	186	6.6	197	6.6
有形固定資産	45	2.2	64	2.3	63	2.1
無形固定資産	38	1.9	37	1.3	34	1.2
投資その他の資産	93	4.5	84	3.0	99	3.3
総資産	2,056	100.0	2,823	100.0	2,984	100.0
流動負債	459	22.4	851	30.2	640	21.5
買入債務	120	5.8	191	6.8	197	6.6
固定負債	299	14.6	22	0.8	27	0.9
純資産	1,297	63.1	1,949	69.0	2,317	77.6
自己資本	1,297	63.1	1,949	69.0	2,317	77.6

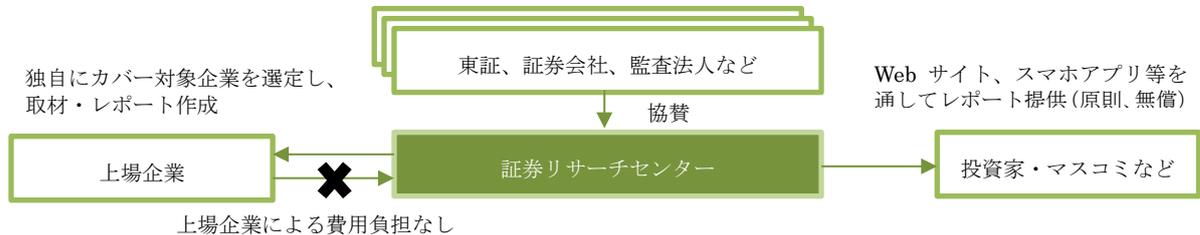
キャッシュ・フロー計算書	2019/3		2020/3		2021/3	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	117	223	653			
減価償却費	25	27	21			
投資キャッシュ・フロー	-1	-48	-13			
財務キャッシュ・フロー	-514	-221	-50			
配当金の支払額	-453	-	-			
現金及び現金同等物の増減額	-398	-46	590			
現金及び現金同等物の期末残高	589	543	1,133			

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

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
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

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・間接的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。