

The background is a dark blue color. On the left side, there are several thick white geometric shapes: a large triangle pointing downwards, a horizontal bar, and a diagonal bar. These shapes are partially cut off by the edges of the frame.

# ロート製薬の目を覚ます

Asset Value Investors

2026年4月30日

# AVIについて

## アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド (AVI) の概要

- 1985年に英国・ロンドンにて設立された投資運用会社
- 40年以上にわたり顧客資金を運用し、グローバル株式市場で投資
- 「責任ある機関投資家の諸原則」(日本版スチュワードシップコード)を受け入れ、投資先の企業価値向上および持続的成長に寄与すべく、建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を実施

## 日本市場における経験

- 現在、約1,800億円<sup>1</sup>を日本株で運用
- 市場での認知度が低く過小評価されていると考えられる企業に対し、長期的な視座より主にプライベートな形で働きかけ

## 主たる運用資産

- AVI Global Trust plc (総資産額: 約2,700億円<sup>1</sup>)
- AVI Japan Opportunity Trust plc (総資産額: 約900億円<sup>1</sup>)
- いずれもロンドン証券取引所のメイン市場に上場。クローズド・エンド型投資信託であり、安定した資本に基づく長期運用が可能



# ロート製薬株主一覧

弊社は現在ロート製薬の第6位の株主

| 順位 | 株主名                       | 持株比率<br>(%) | 保有時価 <sup>1</sup><br>(億円) | 保有株数<br>(百万株) |
|----|---------------------------|-------------|---------------------------|---------------|
| 1  | MFSインベストメント・マネジメント        | 7.6%        | 412.1                     | 17.3          |
| 2  | 山田興産・山昌興産他 <sup>2</sup>   | 7.6%        | 408.0                     | 17.1          |
| 3  | 三菱UFJフィナンシャル・グループ         | 6.8%        | 368.4                     | 15.4          |
| 4  | バンガード・グループ                | 3.8%        | 205.6                     | 8.6           |
| 5  | 野村アセットマネジメント              | 3.2%        | 173.8                     | 7.3           |
| 6  | アセット・バリュー・インベスターズ         | 2.0%        | 108.4                     | 4.5           |
| 7  | 日本生命保険相互会社                | 1.9%        | 103.8                     | 4.3           |
| 8  | ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメント | 1.6%        | 84.5                      | 3.5           |
| 9  | 大和アセットマネジメント              | 1.5%        | 78.8                      | 3.3           |
| 10 | アモーヴァ・アセットマネジメント          | 1.4%        | 77.1                      | 3.2           |
| 11 | ブラックロック・ファンド・アドバイザーズ      | 1.2%        | 66.2                      | 2.8           |
| 12 | オービス・インベストメンツ             | 1.2%        | 62.9                      | 2.6           |
| 13 | 株式会社 百五銀行                 | 0.9%        | 47.8                      | 2.0           |
| 14 | 池田泉州ホールディングス              | 0.7%        | 35.7                      | 1.5           |
| 15 | タワーズワトソン・インベストメント・サービス    | 0.6%        | 33.2                      | 1.4           |

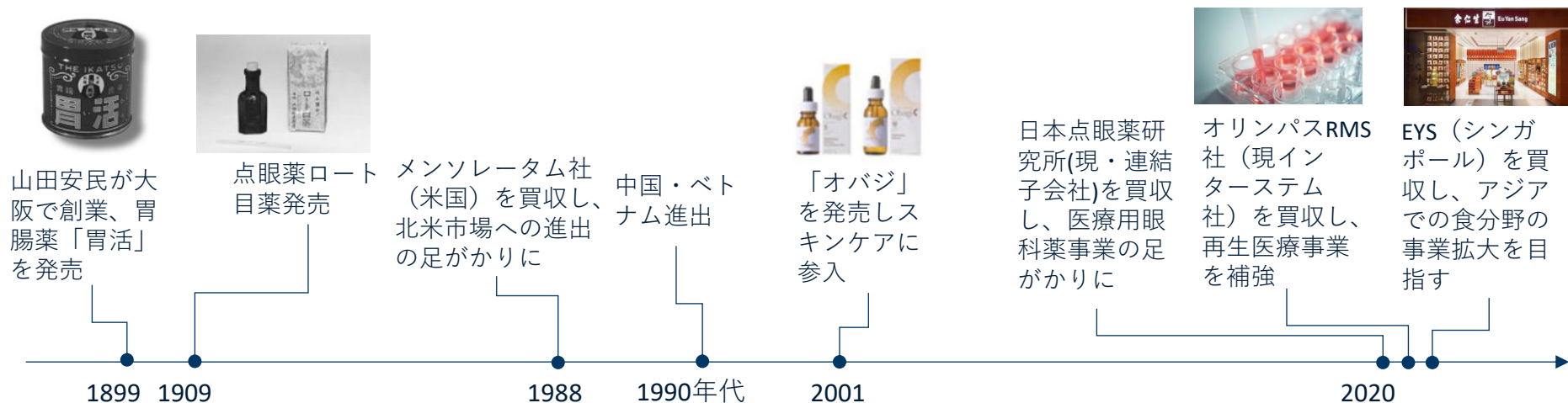
注1：2026年4月29日時点

注2：山田興産、山昌興産、山田清子氏の保有株数を有価証券報告書等の開示に基づき合算して記載。ただし、山田邦雄氏の保有株数については直近半期報告書の開示が無く、2025年3月の取締役との対話によれば山田邦雄氏の保有株は資産管理会社に移している可能性もあるとの回答であるとのことであり、上記記載の保有株数からは除外

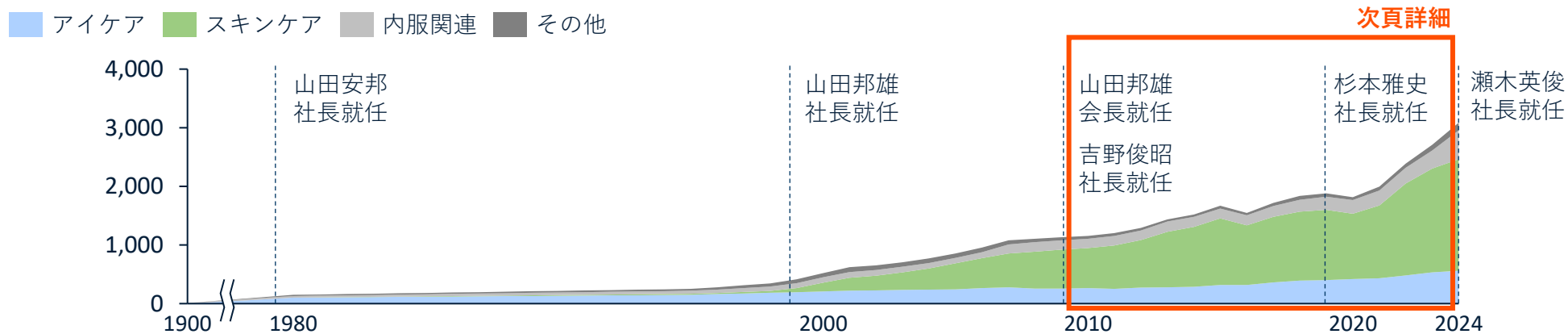
出典：ロート製薬株式会社有価証券報告書、各社大量保有報告書、その他公衆縦覧に供された資料等を基にAVI作成。ロート製薬従業員持株会は2026年3月半期有価証券報告書に所有株数の記載が無いため上記リストからは削除

# ロート製薬の事業ポートフォリオの進化 (1/2)

ロート製薬は1899年の創業以来、祖業の胃薬にとどまらず、目薬やスキンケアといった幅広い事業を展開し、2024年には売上3,000億円を超えるまでに成長



ロート製薬・事業別グローバル売上1, 億円、~FY2024 (25/3期)



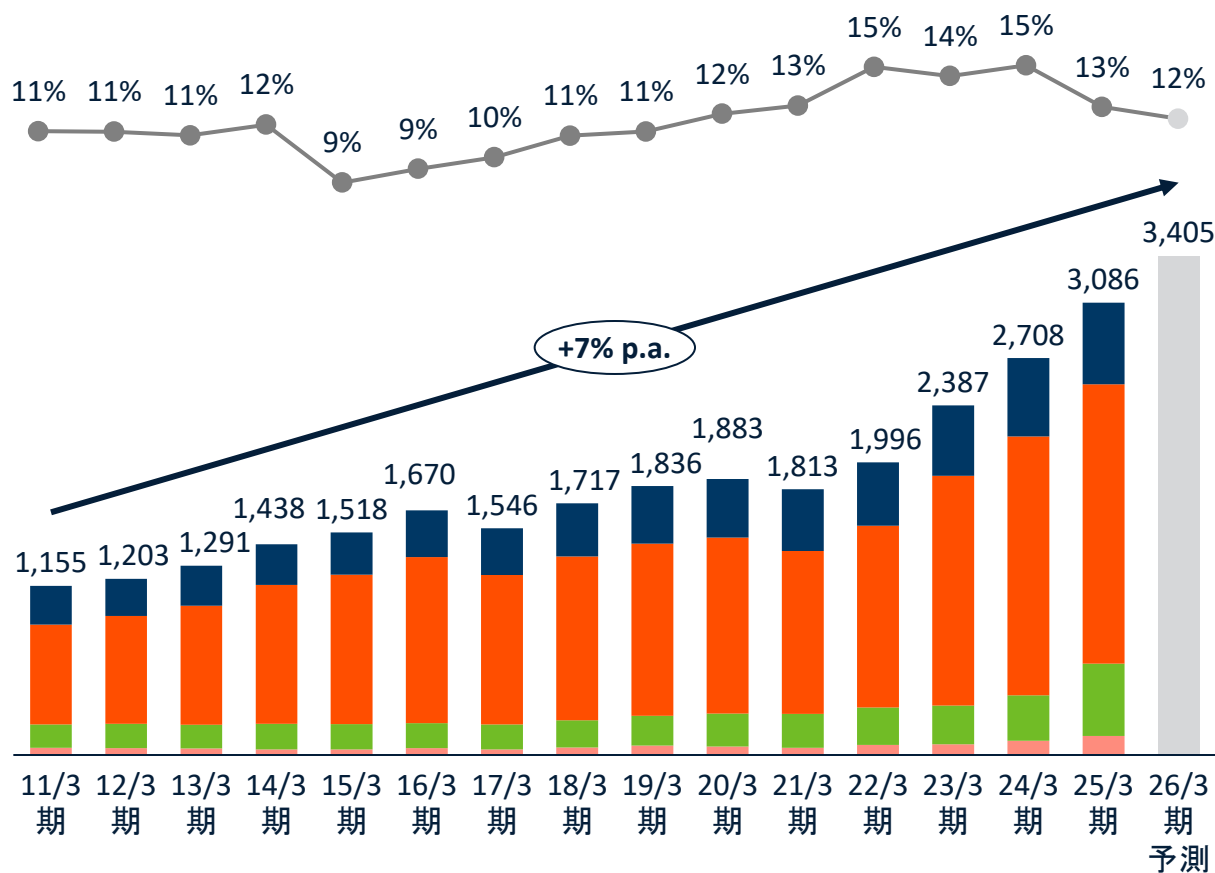
注1：2001年3月期以前の総売上ならびに2005年3月期以前の事業別売上は推計値

出典：ロート製薬ウェブサイト、ロート製薬有価証券報告書

# ロート製薬の事業ポートフォリオの進化 (2/2)

過去15年間、スキンケア事業が売上の過半を占め、売上拡大に大きく貢献。  
 営業利益率は10%台前半を目安に推移しているが、直近はM&Aの影響により下降傾向

セグメント別売上・営業利益率推移; 億円, %, 2011/3期-26/3期<sup>1</sup>



## 各セグメントの主な製品群

### アイケア関連:

目薬、洗眼薬、コンタクトレンズやコンタクトレンズケア用品、眼内レンズなど



### スキンケア関連:

皮膚用薬などの医薬品、リップクリーム、日焼け止め、ボディ洗浄剤、ヘアケアなど



### 内服・食品関連:

胃腸薬、漢方薬、サプリメント、食品、美容飲料、便秘内服薬など



### その他:

体外診断薬、医療機器、再生医療等製品、消毒薬の開発・製造・販売など



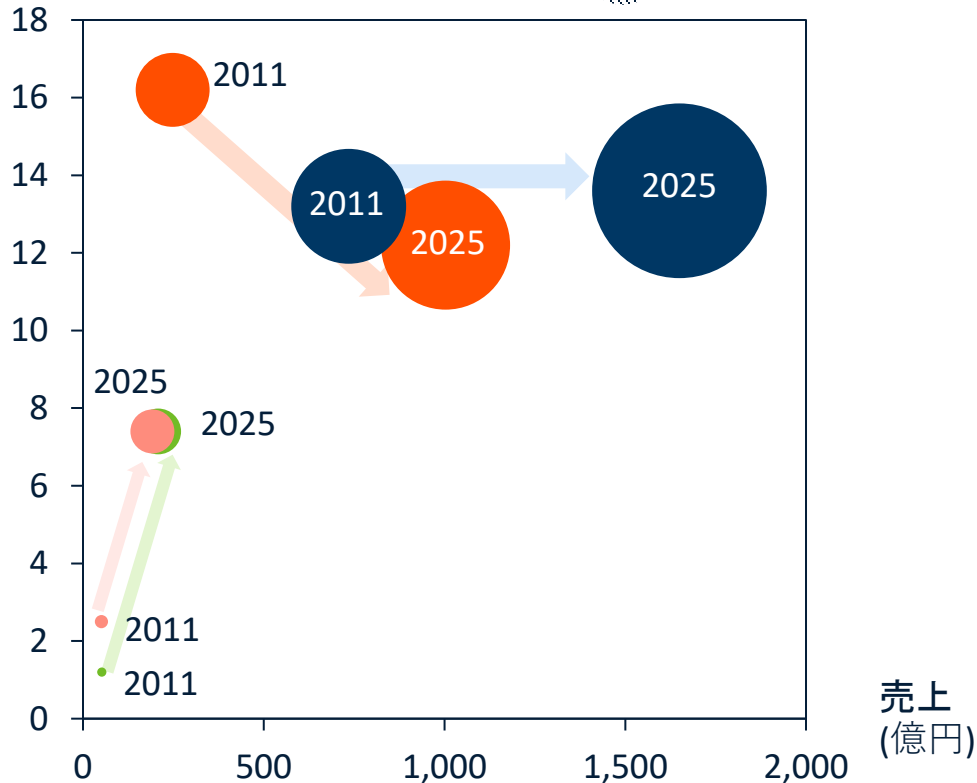
注1: 26/3期予測値は、ロート製薬開示の修正後業績予測 (2026年2月12日) に依拠  
 出典: ロート製薬株式会社 IR資料

# 地域別売上・営業利益の動向

収益の軸であった日本市場の成長が停滞する中、アジアおよび欧米地域では堅調に売上が拡大。他方、アジアではEYSの買収を受けて利益率が低下しており、PMI<sup>1</sup>による収益性の向上が肝要

地域別売上・営業利益率; 億円, %, 11/3期 vs. 25/3期  
(バブルサイズは営業利益額を示す)

営業利益率 (%)  =営業利益 50億円



## 地域別動向

XX% 売上CAGR; 11/3期-25/3期

日本  
5.9%

売上成長は他地域と比較して停滞。人口減少や韓国スキンケアの台頭などによる競争激化の影響を受けている状況

アジア  
10.5%

堅調な売上成長を遂げ、日本に次ぐ収益の柱となっているものの、EYSの買収によって営業利益率が大きく下落

アメリカ  
10.4%

ヨーロッパ  
9.9%

いずれも売上は堅調に成長し、営業利益率も上昇傾向にあるものの、売上規模は各200億円程度にとどまり、日本・アジア対比では僅少

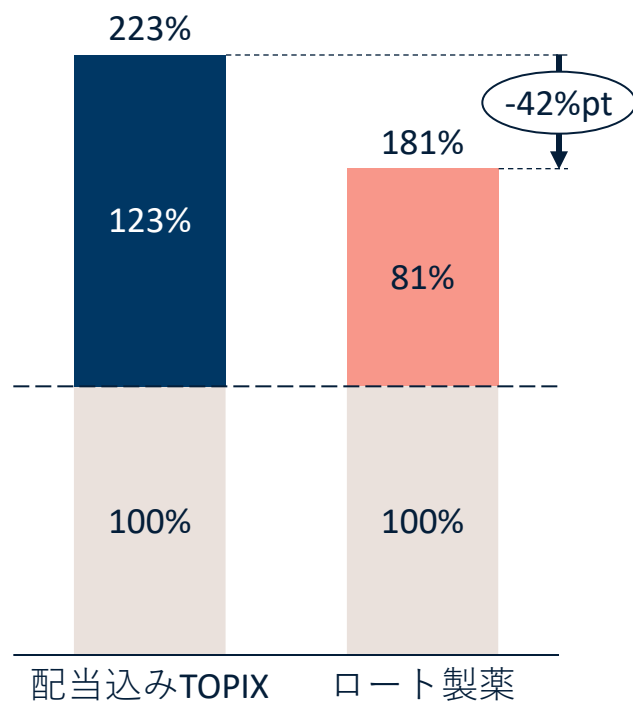
注1: ポスト・マージャー・インテグレーションの略称  
出典: ロート製薬決算短信

# 株主リターン

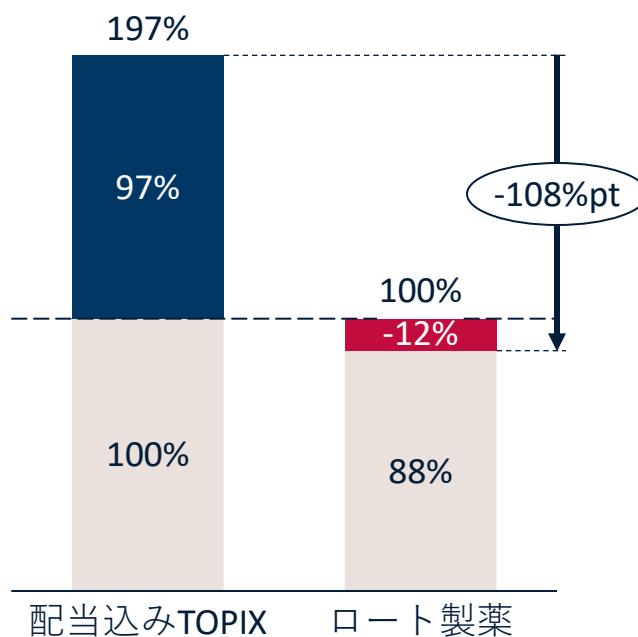
ロート製薬は過去5年間のうち、どの期間をとってもインデックスに対して大きく劣後する株主リターンで推移

## 株主総利回り (TSR) <sup>1</sup>

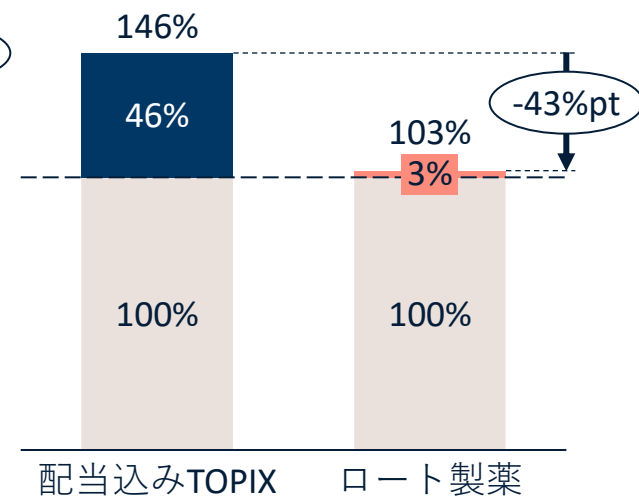
### 過去5年



### 過去3年



### 過去1年



注1: 2026年4月29日時点  
出典: Capital IQ

# 市場からの評価

株式市場においてロート製薬は、前述のような安定した事業パフォーマンスにもかかわらず、各種バリュエーション指標で同業他社と比較しても、大幅に割安な水準で取引されている

## 企業価値/EBITA倍率<sup>1</sup>

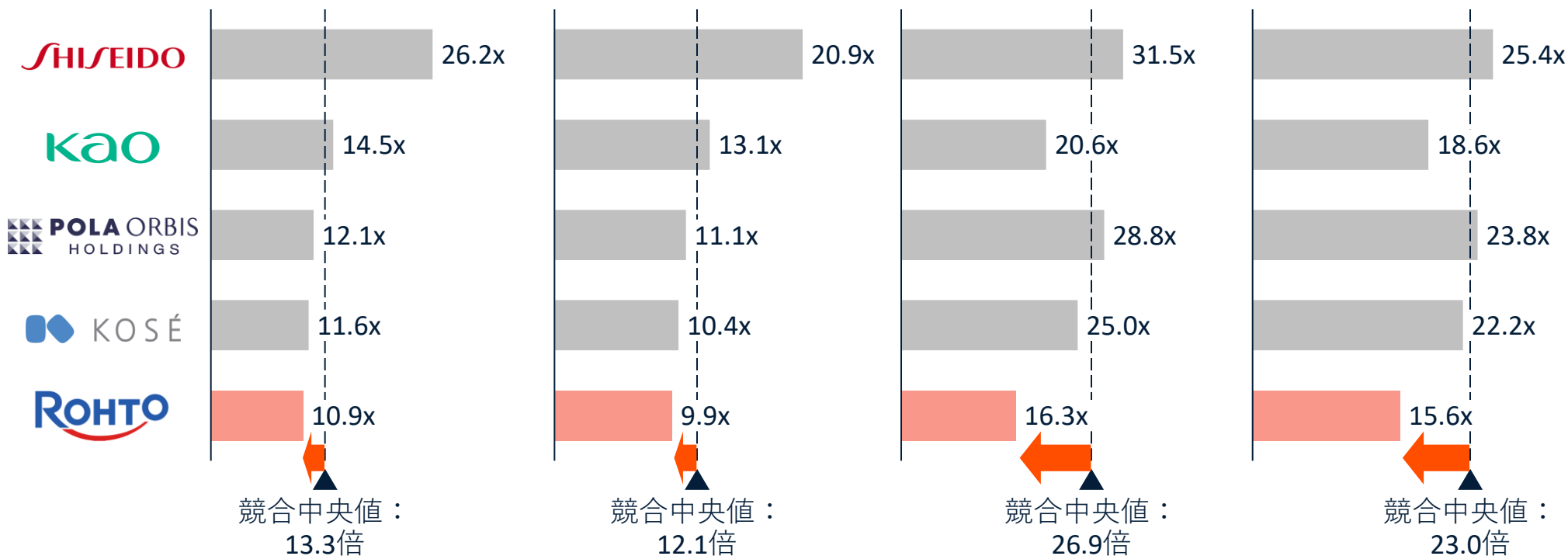
### NTM

### 2か年先

## PER倍率<sup>2</sup>

### NTM

### 2か年先



注1：企業価値は税引後有利証券及び税引後長期純金融資産を税率31.52%として考慮後。NTMは2026年12月末時点、2か年先は2027年12月末時点における予想EV/EBITA倍率。株価は2026年4月29日時点

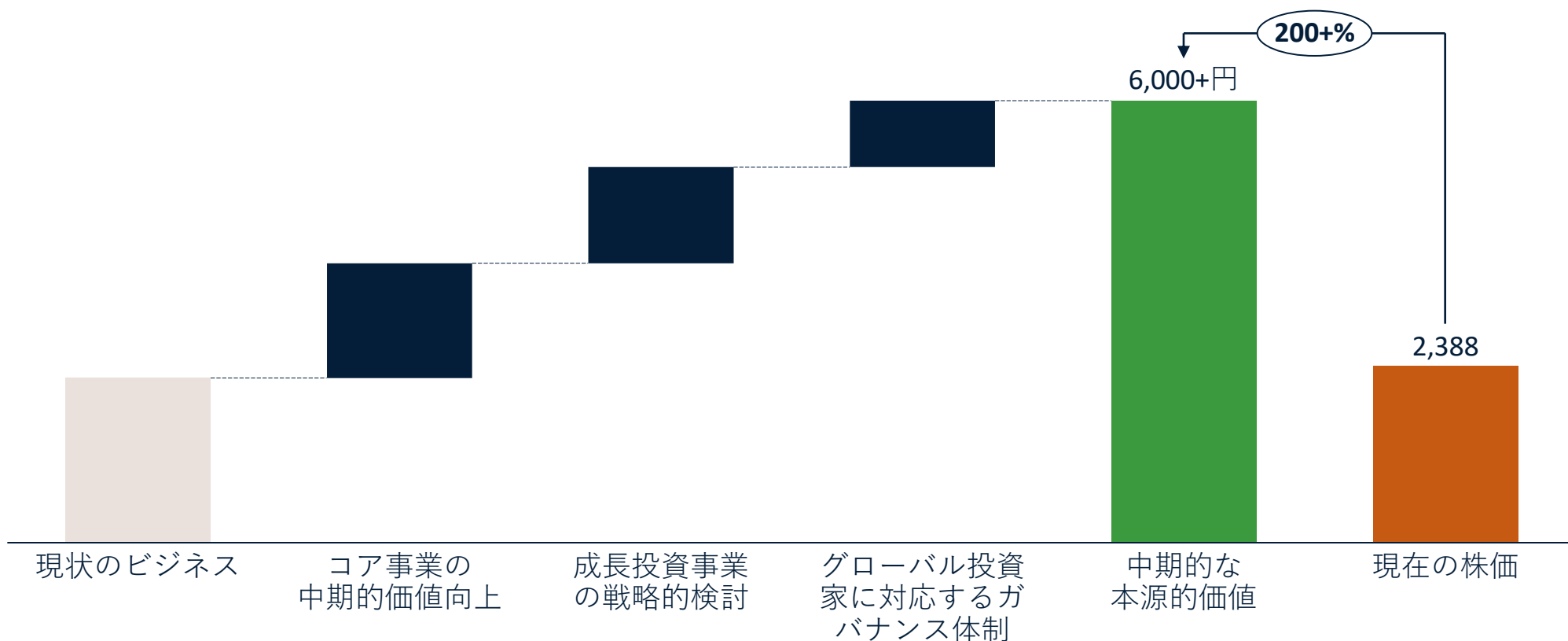
注2：NTMは2026年12月末時点、2か年先は2027年12月末時点における予想PER倍率。株価は2026年4月29日時点

出典：各社有利証券報告書、Capital IQ、AVI分析

# ロート製薬の本源的な価値は本来一株当たり6,000円を超える

株主との対話を適切に行うなどIRを強化し、事業焦点を明確化する、といった企業価値向上への取り組みを適切に行えば、ロート製薬の本源的な価値は少なくとも現在の株価の3倍近い水準である

ロート製薬の本源的な事業価値水準, 一株当たり・円



# 企業価値向上に向けた推奨事項

スキンケア事業の成長加速・収益性強化、EYSのシナジー発現、再生医療の見極め、創業家経営からの脱却、の4点を通じた、ロート製薬の企業価値向上を実現すべき

## スキンケア事業

### 成長加速と収益性強化：

- ブランド統廃合による資源の選択と集中
- ドラッグストアとの提携強化
- ヘアケアブランドの欧米展開
- マーケティング戦略最適化
- M&Aによる売上拡大

## 内服・食事業

### EYSのPMI・シナジー発現徹底：

- EYSの深圳をはじめとした中国展開

## メディカル事業

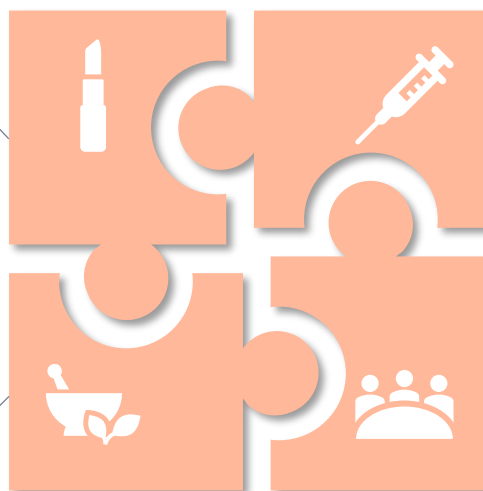
### 資本コストを意識した経営観点からの情報開示・事業見直し：

- 過去の累積投資等の開示
- 定量的な事業性の見極めと、撤退・縮小を含めた選択肢の検討

## ガバナンス

### 創業家経営の終焉による経営体制見直し：

- 山田邦雄会長の解任と、コーポレートガバナンスへのコミットメントの徹底



**コア事業の成長加速と  
適切な資源分配による  
企業価値の向上**

# 株主提案の要旨

山田邦雄会長による経営体制には、ロート製薬の企業価値を毀損し得る課題を認め、同氏の解任を提案します：



山田邦雄氏  
(ロート製薬創業家4代目)  
1999~2008 代表取締役社長  
2009~現在 同会長



## 再生医療事業への私的な思い入れと 資本コストを度外視した投資

自身の再生医療治療の経験を機に、ノウハウのない新規事業領域において過去13年間、**150~300億円**の投資を断行。未だ収益化の道筋は示されない



## 「選択と集中」からかけ離れた経営哲学

経営資源活用の原則ともいえる「**選択と集中**」を真っ向から否定。「よそと違う」ことを良しとし、**撤退基準を置かずポートフォリオを拡大**



## 中期計画の軽視とコミットメントの欠落

株主へのコミットメントが求められる中期計画について、**2025年に初めて策定・公表したものの、「計画ではなくあくまで見通し」と無責任な発言**

資本コストや株価を意識した経営の観点から、本来の意味での中長期的・持続的な企業価値最大化に資する経営判断がなされるよう、任期満了に関わらず山田邦雄氏の取締役解任を提案いたします

AVIは、山田邦雄会長の解任議案に賛成することが株主共同の利益に資すると考えております。株主の皆様におかれましては、各自の独立した判断により、本議案への賛成の議決権行使をご検討ください。

1 スキンケア事業

2 内服・食事業

3 メディカル事業

4 ガバナンス

# Agenda

# 企業価値向上に向けた推奨事項：スキンケア事業

スキンケア事業の成長加速・収益性強化、EYSのシナジー発現、再生医療の見極め、創業家経営からの脱却、の4点を通じた、ロート製薬の企業価値向上を実現すべき

## スキンケア事業

### 成長加速と収益性強化：

- ブランド統廃合による資源の選択と集中
- ドラッグストアとの提携強化
- ヘアケアブランドの欧米展開
- マーケティング戦略最適化
- M&Aによる売上拡大

## 内服・食事業

### EYSのPMI・シナジー発現徹底：

- EYSの深圳をはじめとした中国展開

## メディカル事業

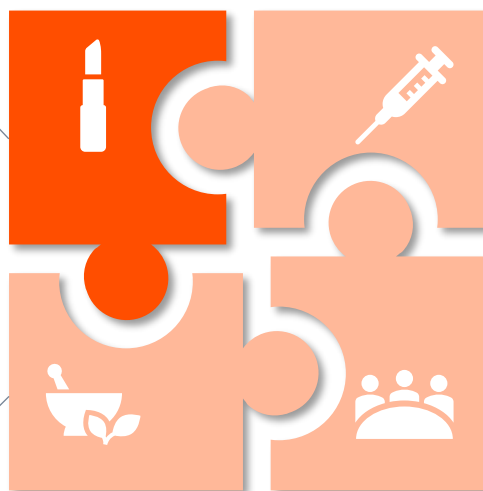
### 資本コストを意識した経営観点からの情報開示・事業見直し：

- 過去の累積投資等の開示
- 定量的な事業性の見極めと、撤退・縮小を含めた選択肢の検討

## ガバナンス

### 創業家経営の終焉による経営体制見直し：

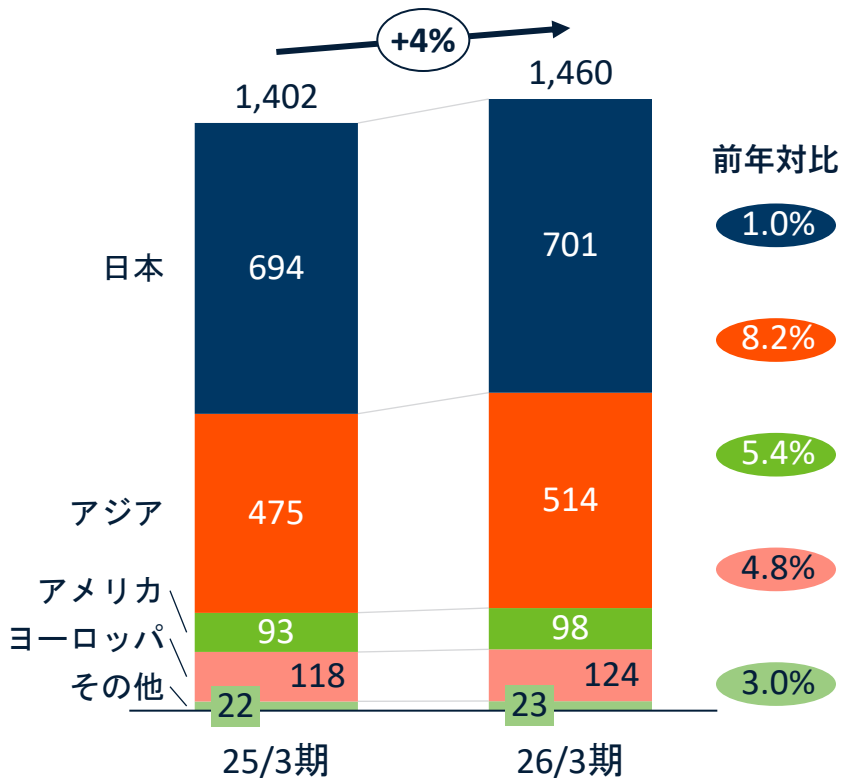
- 山田邦雄会長の解任と、コーポレートガバナンスへのコミットメントの徹底



# スキンケア事業の概況と推奨事項

スキンケア事業はアジア市場の成長がけん引し、堅調に増収。しかし、成長が低迷している日本市場や、未だ売上の小さい欧米市場をはじめ、事業改善の余地を特定

スキンケア事業 地域別売上 Q1-Q3累計<sup>1</sup>;  
億円, 25/3期 ~ 26/3期



## スキンケア事業成長に向けた推奨事項

- アジア市場では堅調な成長を遂げているものの、日本市場は他地域に対して成長が停滞。また、欧米での売上比率は未だ限定的であり、今後の成長が期待される
- 売上・利益拡大に向けて、下記の成長余地を特定

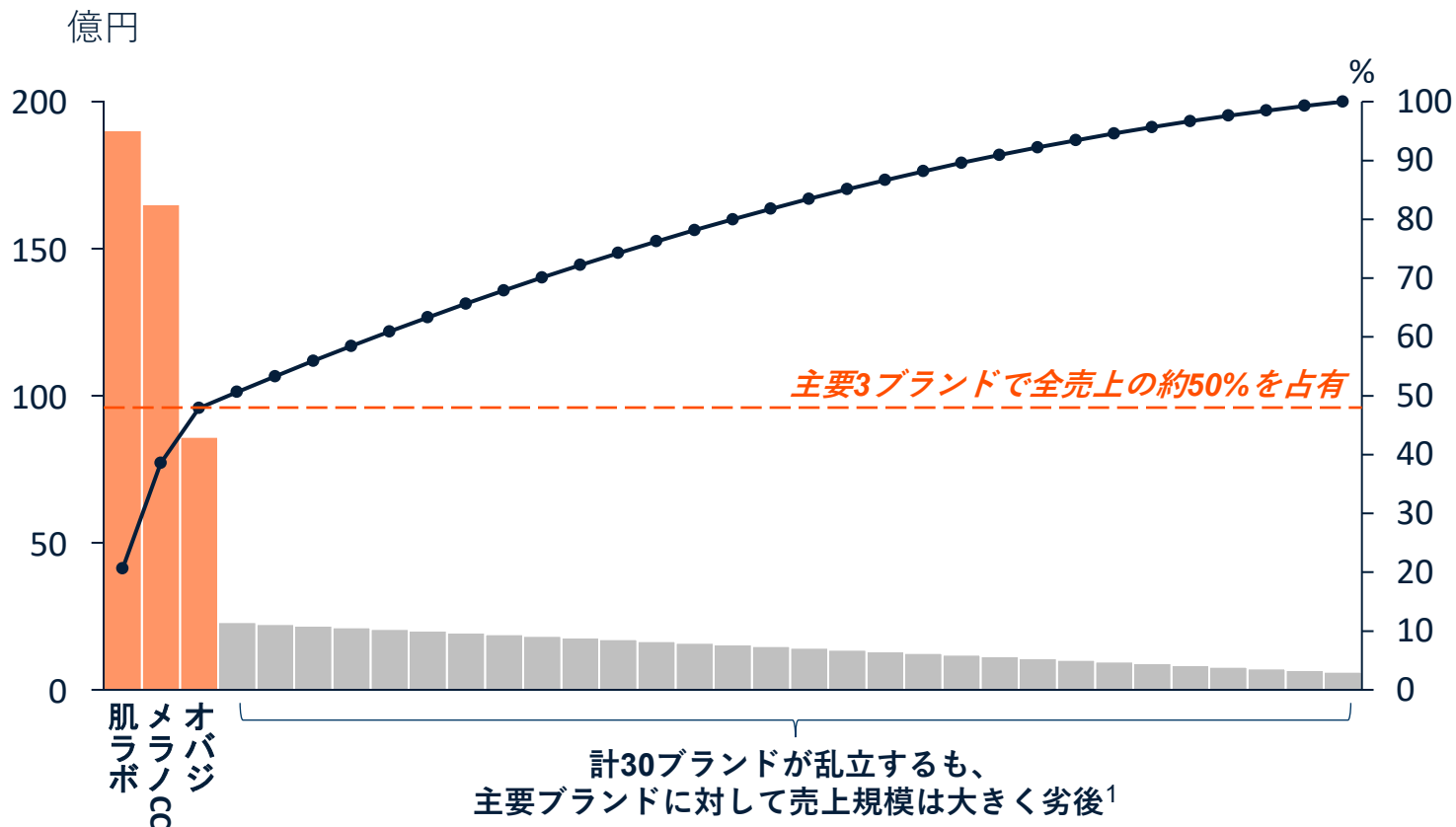
- ① ブランド統廃合による資本の選択と集中
- ② ドラッグストアとの協業強化による国内売上拡大
- ③ ヘアケアブランド「Gyutto」の欧米展開
- ④ マーケティング戦略再考による広告宣伝費削減
- ⑤ M&Aによる国内外売上拡大

注1：各年のQ4および通期での地域別スキンケア事業売上については開示なし  
出典: ロート製薬IR資料、AVI調査

# スキンケア事業 ブランド別売上

スキンケア事業は計33ブランドを有するが、日本国内では売上の~50%が「肌ラボ」「メラノCC」「オバジ」に依存。売上寄与の少ないブランドは、製造や販促にかかるリソースの選択と集中を図るべきではないか

ブランド別 日本国内売上; 億円, 国内売上総計対比%, 25/3期



ロート製薬の「美容・スキンケア」カテゴリには計33ブランドの記載があるが、売上の半数は主要3ブランドが占有。

売上寄与が僅少であるブランドが多数存在していることから、ブランド統廃合によるリソースの選択と集中の余地があるのではないか

注1：主要3ブランド以外の数値データは非公開のため、主要3ブランド以外の売上規模について、グラフは概念的  
出典：ロート製薬ウェブサイト、IR資料

# ロート製薬の価格帯別シェア

ロート製薬は従来、低価格帯スキンケアを中心に展開しつつ、一部Obagiなどの高価格帯セグメントも販売。中価格帯セグメントでは新たに2023年にブルーミオをローンチしたものの、市場シェアは僅少

| ロート製薬 価格帯別製品例  |  |     |      | ドラッグストア市場シェア例 |
|--|--|-----|------|---------------|
| 化粧水  | 乳液   | 美容液 | クリーム |               |
| <p>8,000円~</p>  <p>17,050円 8,800円 17,050円 8,800円 8,800円 11,000円 37,400円 11,000円</p>          | <p>オバジ<br/>~1.5%</p> <p>ブルーミオ<br/>1%未満</p> <p>肌ラボ<br/>~3.8%</p> <p>メラノCC<br/>~2.8%</p> <p>2023年に中価格帯セグメントにおいて、エイジングケアブランド「ブルーミオ」をローンチするなど、従来手薄であった中価格帯セグメントへの参入を企図。</p> <p>しかし、消費者は低価格帯・高価格帯への二極化が進み、中価格帯セグメントの競争が熾烈化する中で、「ブルーミオ」は苦戦</p> |     |      |               |
| <p>5,000~8,000円</p>  <p>5,500円 4,950円 5,500円 7,700円 7,150円 5,500円 6,380円</p>                 |  |     |      |               |
| <p>3,000~5,000円</p>  <p>3,520円 4,620円 3,850円 3,850円 3,850円 3,960円 4,180円 4,400円</p>         |  |     |      |               |
| <p>1,000~3,000円</p>  <p>1,100円 1,100円 1,180円 2,530円 1,210円 1,628円 1,408円 1,507円 1,550円</p> |  |     |      |               |
| <p>~1,000円</p>  <p>814円 990円 990円 814円 990円 990円</p> <p>該当製品なし</p>                          |  |     |      |               |

## ブルーミオの苦戦 (1/3)

ブルーミオで開拓を目論んだ中価格帯セグメントは、当初想定より苦戦を強いられている状況

### 中価格帯に関する取組み経緯

- 従来ロート製薬の製品が手薄であった中価格帯セグメントを攻めるため、2023年9月からブルーミオを発売
- 発売時点では500点以上の店舗に陳列、広告投資も加速させ、内田有紀を起用したTVCMも出稿



当時は結構脅威だと思っていた。陳列に関しても一体化した什器で、青い世界観を出していた (業界エキスパート)



内田有紀 ロート製薬 BLOOMIO (ブルーミオ) 「実感」篇 TVCM



### ブルーミオ発売後の結果

複数インタビューから、ブルーミオのブランド戦略が苦戦している状況が明らかになった



ドラッグストアと話していたときはブルーセラミドが何をしてくれるのかわからなかった。この化粧品もしくは成分がどこに効いて、ほかと何が違うのかわからない (業界エキスパート)



店頭での目立ちがよくなかった。その半年後や一年後にラインナップが追加されずに目立たないまま終わってしまったのではないかと (業界エキスパート)

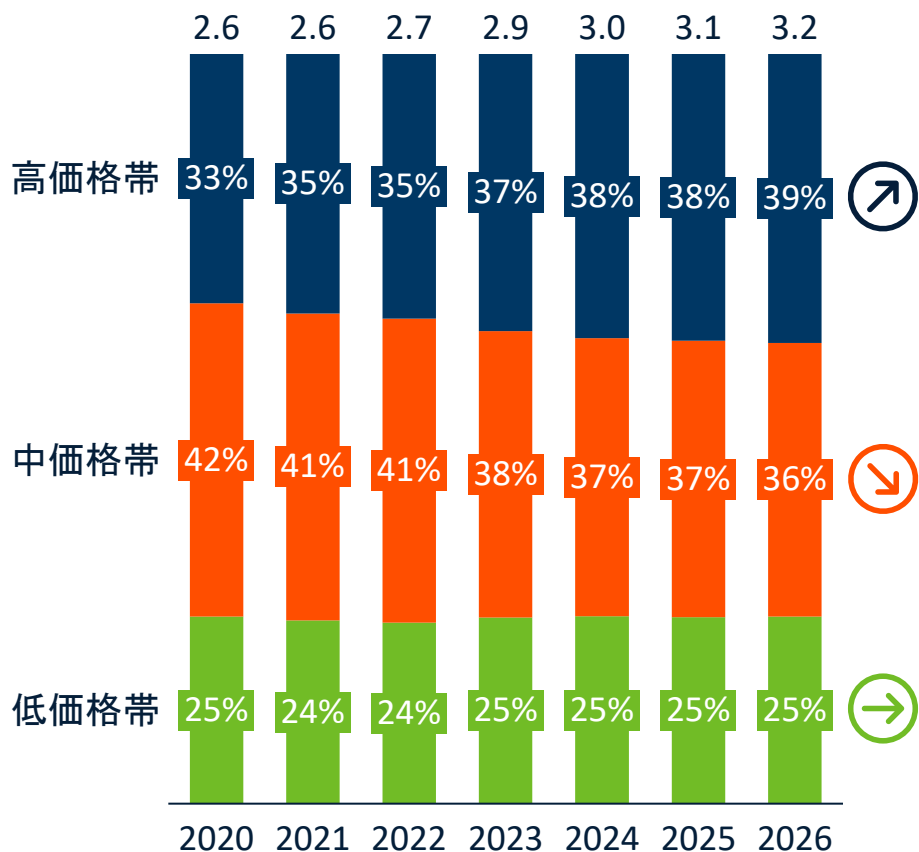


◀公式サイトでは「ブルーセラミド」「うるおい感」などのキーワードの記載はあるが、具体的な効能やビフォーアフターなどがなく、提供価値が分かりにくい

# ブルーミオの苦戦 (2/3) 中価格帯市場の停滞

中価格帯セグメント自体、消費者の二極化に伴い成長が低迷している状況であり、競合他社もブランド撤退を発表

価格帯別 市販用化粧品市場規模推移<sup>1</sup>; 兆円, 2020~26



## 苦戦する中価格帯市場

消費者の二極化が進み、中価格帯セグメントは成長停滞。他方、マス向けカウンセリングブランドや、韓国コスメの台頭により、競争が激化している状況

2024年8月には、花王が中価格帯メイクアップブランド「AUBE (オーブ)」の販売を終了するなど、大手競合も苦戦を強いられている中、ロート製薬も中価格帯戦略を再度見直すべきではないか



注1：スキンケア、フレグランス、ヘアケア・ヘアメイク、メンズコスメティックス、ベースメイク、ポイントメイク、ボディケアの合計。価格帯区分はカテゴリごとに異なる (スキンケアについては、2,000円未満を低価格帯、2,000~6,000円未満を中価格帯、6,000円以上を高価格帯と定義)  
 出典：AVI調査、富士経済「化粧品市場トレンド横断分析 2025」、WWD

# ブルーミオの苦戦 (3/3) 対照的なケアセラの成功

口コミサイトでは、ブルーミオより後発の同社ケアセラ製品が高評価を獲得。ブルーミオは旧/新製品ともに香料へのネガティブなコメントが見られ、消費者の声を反映した製品開発が十分になされていないと推察される



| 製品    | 発売時期           | 平均評価 (7段階中) |       | レビュー数                 |       |
|-------|----------------|-------------|-------|-----------------------|-------|
|       |                | 5.0未満       | 5.0以上 | うち、リピート者 <sup>1</sup> |       |
| ブルーミオ | ディープブーストセラム    | 2025/9      | 5.3   | 14                    | 190   |
|       | ディープブーストセラム(旧) | 2023/9      | 4.9   | 21                    | 1,069 |
|       | モイストリペアクリーム    | 2023/9      | 4.8   | 2                     | 98    |
|       | ディープモイストローション  | 2023/9      | 4.4   | 0                     | 100   |
| ケアセラ  | 高保湿クリームラップマスク  | 2026/1      | 5.4   | 2                     | 265   |
|       | 高保湿先行バリア乳液     | 2024/9      | 5.3   | 255                   | 1,674 |
|       | 高保湿バリアスキンバーム   | 2024/9      | 5.4   | 32                    | 368   |
|       | モイストバリアリップクリーム | 2024/7      | 5.4   | 44                    | 183   |

リニューアル後のセラムでは、香料に関するネガティブな声が見られた

毎回香料が不快です。メントールのスースー感もなくしてほしいです。使用し続けるにあたって不快要素が多い

匂いがすこしきつくて、息をとめて使っています

旧製品へも同様の口コミが散見され、消費者の声を受けた改善が十分でなかったのではないかと推察される

香りは独特、嫌ではないですが慣れるまでは気になるかな

香りもかなり強くて、時間が経っても何かの拍子に感じたりします。わたしは嫌いな香りではないですが、敏感な方には少しきついな？

注1：口コミのうち、「リピート」のタグが付されているもの  
出典：アットコスメ (2026/4/23時点)

# ケアセラの成功

ケアセラはボディローション・ミルクカテゴリー内でも競合他社製品と比較して高い評価を受けており、消費者からもポジティブなレビューが多く、ロイヤリティが高いブランドと考えられる

## ボディローション・ミルクカテゴリー クチコミランキング<sup>1</sup> @cosme

| 順位 | 製品                              | 平均評価<br>(7段階中) | レビュー数 |
|----|---------------------------------|----------------|-------|
| 1  | 花王 キュレル<br>ディープモイスチャースプレー       | 5.6            | 8,794 |
| 2  | ロート製薬 ケアセラ<br>APフェイス&ボディ乳液      | 5.5            | 3,046 |
| 3  | ファンケル ボディミルク<br>ブライトニング&エイジングケア | 5.2            | 2,836 |
| 4  | 花王 キュレル<br>ローション                | 5.3            | 4,899 |
| 5  | ナチュリエ<br>ハトムギ化粧水                | 5.1            | 4,287 |
| 6  | ヴァセリン アドバンスドリペア<br>ボディローション     | 5.2            | 357   |

### 消費者レビューでは好評の声

“乾燥敏感肌の私がもう10回以上リピートしているケアセラ。たまに気分を変えたくて別のクリームに手を出してはみるのですが結局これに戻ってきます。刺激がなく肌荒れしたことはないですし、乳液タイプなのでベタつきも少ない”

### ベストコスメ賞も受賞

2025年ベストコスメ アイテム賞受賞

ケアセラ  
APフェイス&ボディ乳液  
[乳液・ボディローション・ミルク]  
★★★★☆ 5.5 | クチコミ3046件  
税込価格：200ml / 370ml(詰め替え) / 400ml (オープン価格) (編集部調べ) | 発売日：2017/8/29 (2023/9/1追加発売)  
購入サイトへ

注1：アットコスメでのボディローション・ミルクカテゴリーにおけるクチコミランキング (2026年4月27日時点)  
出典: アットコスメ

## ケアセラの拡大・ブルーミオとの統合

AVIの実施した消費者サーベイでは、ケアセラのフェイスクケア新製品への購買需要を特定。さらに、ブルーミオとの統合による新ライン拡大の可能性もあり。ブランドの統廃合を行うことで、リソースを最適化すべきではないか

### ケアセラへの 「選択と集中」案

#### フェイスクア 製品の拡大

AVIの実施した消費者サーベイでは、ケアセラのフェイスクケアラインへの購買意欲が高いことを特定。製品拡充によって売上拡大が図れるのではないか



各製品の販売時、購入を検討すると回答した人の割合<sup>1</sup>; AVI調査 (N=869)



ケアセラ  
化粧品・美容液

55%



ケアセラ  
オールインワン

51%

統合時の製品イメージ：



#### ブルーミオとの 統合

苦戦しているブルーミオは、ケアセラ同様にセラミド配合かつ保湿をうたっていることから、ケアセラの新ラインとして統合し再度展開することで、売上拡大が図れるのではないか

### 推奨事項

- 売上寄与や採算性の観点から、ブランドの統廃合を行い、リソースの選択と集中を徹底すべき
- 特に、売上のアップサイドが見込まれるケアセラについては、フェイスクア製品やブルーミオの技術力と統合した製品の展開を検討すべき

# プライベートブランドの台頭

ドラッグストア内でのPB消費者認知度が高まる中、大手ブランドとのコラボPB製品の開発・発売が進んでいる

## マツモトキヨシ等でのPB発売や認知度が進んでいる



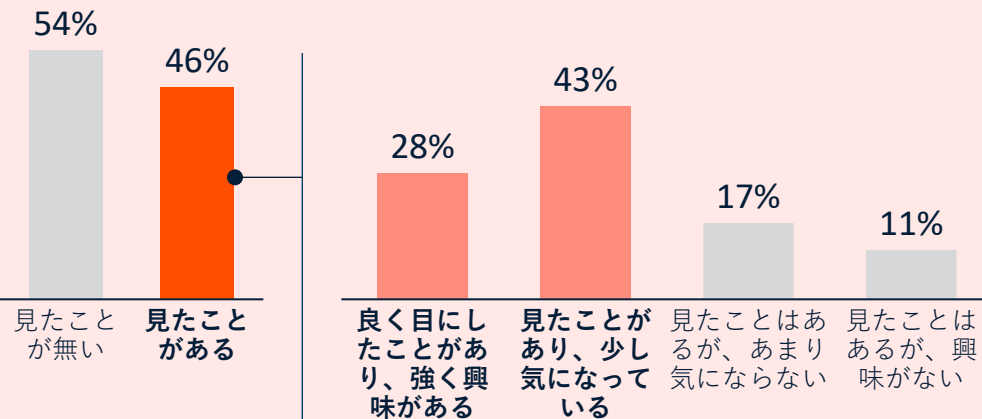
ロート製薬の「メラノCC」のすぐ横にマツキヨPB製品が陳列



## 近年では、大手スキンケアメーカーと共同開発も実施



ドラッグストア自社ブランドで、マツモトキヨシの「matsukiyo 超高压ビタミンCミスト化粧水」や「ザ・レチノタイム」などのブランドを見聞きしたことがあるかを聞いた調査結果<sup>1</sup> (N=869)



コーサーは、レシピオというPBをマツモトキヨシと共同開発。コーサーの強みを生かせるホワイトスペースがあるかを考えた。当時、類似の美白系化粧品もあったが、その商品の売上は落とさず、レシピオが成功事例になった(業界エキスパート)



ドラッグストアPBの台頭に対して、共同開発を通じて自社売上の確保および顧客流出の防止が可能

注1：AVIが実施した、869名の肌ラボ消費者を対象とした消費者調査  
出典: AVI調査、店舗調査、WWD

# IT・データ活用 (1/2)

大規模データを基に顧客ニーズを細かく理解した、ドラッグストア商品開発「プライベートブランド3.0」が進んでいる

## ドラッグストアでは「PB 3.0」として、顧客データをもとにしたデータドリブン商品開発を加速

The screenshot shows a WWD article with a headline: 「マツキヨ」のPBは価値観に基づく製品開発で着実に新客を獲得. Below the headline is a photo of a man in a suit, identified as the president of Matsukiyoko. The article discusses data-driven product development and customer acquisition.

- マツキヨは、会員カードやアプリ、LINEなどを併せ、1.5億以上の顧客接点を保有
- カテゴリーごとに、各NB（ナショナルブランド）商品のスペックや売上データをメーカー横断で蓄積し、顧客の購買行動を分析

X

## さらに、ロート製薬の提携するRecursive社のノウハウを活用し、拡販・開発効率化を実現可能ではないか

- ロート製薬は、2024年6月よりAIスタートアップRecursive社と資本業務提携を締結。同社のノウハウを生かし、研究開発効率化やマーケティング強化が可能ではないか

This block contains three main visual elements: 1) A photograph of scientists in a laboratory setting. 2) An advertisement for CleanLife detergent with the text 'CleanLifeで頑固な汚れもスッカリ' and '抗菌効果増加!'. 3) A screenshot of an AI interface for generating advertisements, with the text 'AI 学術レビューエージェント' and 'AI 広告バナー生成エージェント'.

## IT・データ活用 (2/2) メラノCCの例

ロート製薬においても、過去にマツキヨグループとの協業を通じ、顧客データの活用やメラノCCマスクの拡販を通じてブランド成長に成功。他製品についても同様の取り組みを拡大すべき

### メラノCCの歴史

- 2005年 薬用メンソレータムメラバスター新発売  
皮膚用薬をイメージし、悩み部分に塗りこむ美容液を発売
- 2009年 ブランド名を「メラノCC」へリニューアル  
浸透性技術でシミ予防を集中対策するシリーズへ
- 2010年 幅広いラインナップでシミ予防提案  
使用シーンや目的に合わせて選べるラインナップ
- 2014年 処方リニューアル、化粧水新発売  
シミ予防へのアプローチを強化、ニキビ跡へのうるおいケアも提案
- 2021年 「薬用しみ 集中対策プレミアム美容液」  
ワンランク上のケアを求めるお客様へ  
「メラノCC Men」新発売  
男性のシミ予防徹底対策シリーズ
- 2022年 「ディープクリア酵素洗顔」、「乳液」新発売  
活かしたままの酵素で毛穴ケアができるチューブタイプ
- 2023年 「ディープデイクアUV乳液」新発売

### ブランド成長に寄与したマツキヨグループとの協業

当初ボックスタイプで販売していたマスクシートであったが、売上は低迷。  
マツモトキヨシの担当者の提案により、大袋型に変更しテスト販売を開始



SNSで話題となり、店頭・ECともに品薄・欠品に



“ マツキヨさんが持っているさまざまなデータを見せてもらって、『ここにまだチャンスがあるよね』と一緒に考えながらやってきました。今の時代、メーカーよりも小売の流通さんのほうが、お客様のリアルな動きをよく知っている（ロート製薬プロダクト&ブランドマーケティング部部長塚田歩氏）

ロート製薬においてもメラノCCの売上拡大に際してドラッグストアとの提携が功を奏しており、特にドラッグストアの持つ消費者への知見・データ活用の重要性がうかがえる

# ロート製薬および競合事例

ドラッグストアとの協業による、自社既存ブランドの売上・認知強化や、新規ブランド共同開発を強化すべき

## ドラッグストア協業の方向性

既存ブランドの  
先行・専売品  
開発

新ブランド開発

## ロート製薬の製品例



メラノCC 集中対策プレミアムマスク高保湿タイプ (マツモトキヨシ)



肌ラボ極潤パーフェクトUVジェル (ココカラファイン)



RESTA (ウエルシア)



Orezo (ツルハドラッグ)

## 競合の成功事例



花王: 2025年にマツモトキヨシグループ・ココカラファイングループ限定で「ビオレUV アクアリッチ ウォーターリーホールドクリーム」を販売し、累計出荷100万本突破



コーセー: 2004年にセブン・イレブン・ジャパンと共同で「雪肌精」を開発。2016年には売上300億円を突破



## 推奨事項

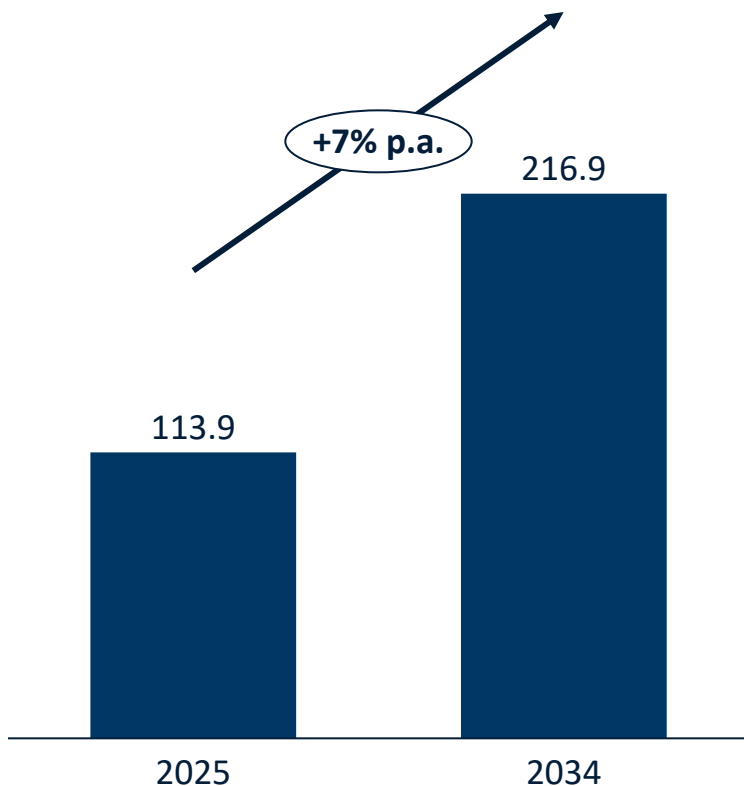
競合事例ではいずれもドラッグストア等との協業を通じ、売上成長に寄与。

ロート製薬についてもドラッグストアとのIT・データ活用強化を通じた既存ブランドの成長、さらなるPB拡大を行うことで、スキンケア事業の更なる飛躍を実現できるのではないか

## グローバルヘアケア市場の拡大

グローバルヘアケア市場は年平均7%のペースでの成長が予測される。スキンケアやフェイスクケア同様、ヘアケアへのニーズが高まる中、2022年にはロレアルのヘアケアブランド「ケラスターゼ」が売上10億ユーロを突破

### グローバルヘアケア市場; 10億米ドル, 2025-34



### 高機能なヘアケア製品を求める消費者トレンド



#### 「スキニフィケーション」への関心の高まり

スキンケアやフェイスクケアを行うように、高機能・高品質な製品で毛髪や頭皮ケアを行うトレンド。日本国内でもアットコスメが2024年上半期のビューティトレンドとして「毛髪課金」を挙げるなど、ヘアケアの需要は拡大傾向

#### 【ロレアルの成功事例】

2022年12月期に、同社のヘアケアブランド「ケラスターゼ」が10億ユーロの売上を突破。ヘアケア事業は前年比12%成長を記録

L'ORÉAL

ヘアケアは+12%成長を達成し、**新しいスキンケアの位置付け**になってきた。より長い髪、より多様なヘアスタイルが見られるようになっており、**美しい髪はますます健康のサイン**になっている...

ロレアルグループCEO ニコラ・イエロニムス氏



## 日本国内におけるGyuttoの躍進

ロート製薬が2024年に発売したヘアマスク「Gyutto」は、発売から1年以内に販売計画比400%超の売上を記録し、口コミも高評価を獲得。グローバルヘアケア市場が拡大する中、海外展開を早期に行うべきではないか

### ロート製薬「Gyutto」の売上拡大

2024年9月、大人のうねり悩みを改善する質感整形ヘアマスクとして販売。2025年5月時点で販売計画比400%を突破し、スキンケア事業の中でも売上成長をけん引。

大手口コミサイト@cosmeにおいても、2026年4月時点で1,200件以上の口コミを受け、評価4.9と高い評価でヘアパック・トリートメント部門9位にランクイン



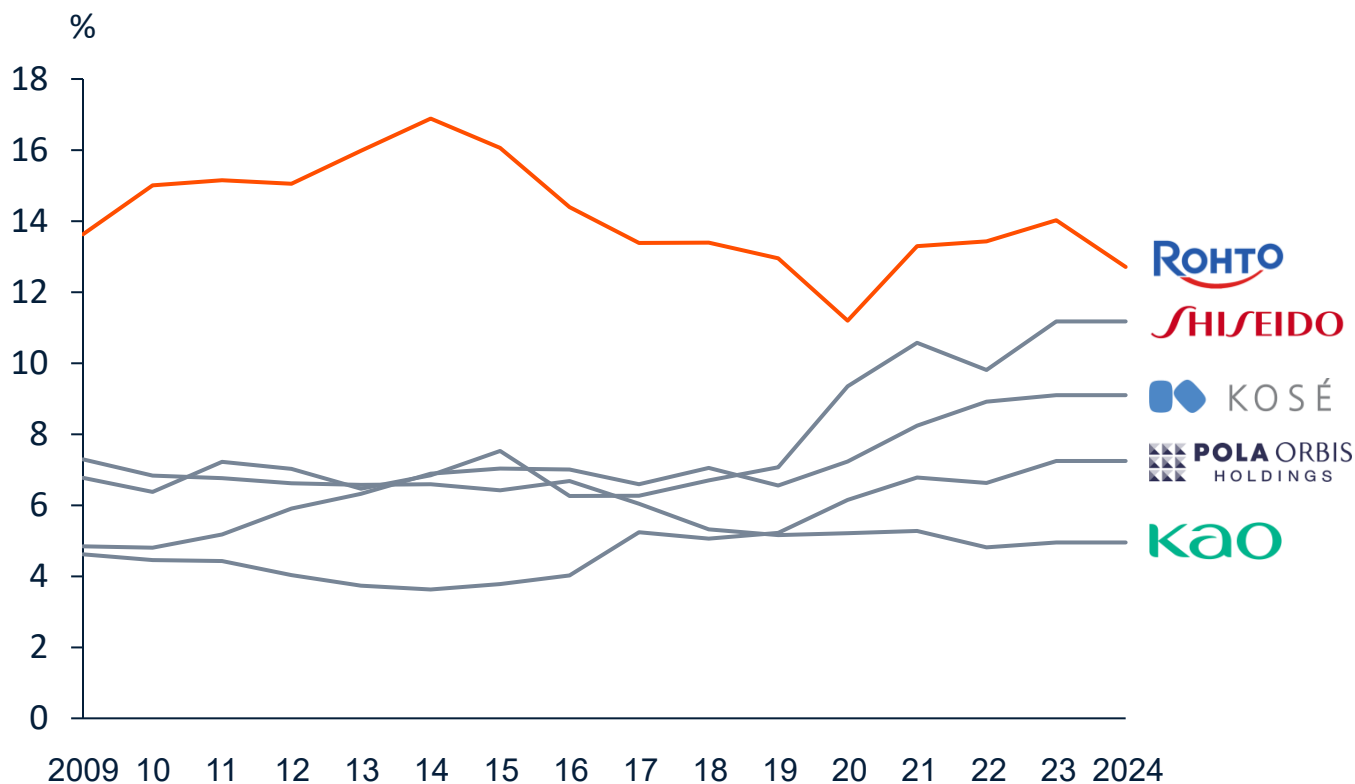
### 推奨事項

すでに日本での売上成長に成功しているGyuttoを海外展開することで、グローバルで高まるヘアケア需要を捕捉し、海外売上を高めるべきではないか

## 歴史的に高い広告宣伝費水準

ロート製薬は競合他社と比べ、広告宣伝費比率が高く、経常的に売上対比10%以上の広告宣伝費支出を記録。特にスキンケア事業にて、マス広告偏重の支出を行っている」と推察される

売上対比広告宣伝費比率推移<sup>1)</sup>; %, FY 2009~24



ロート製薬は過去15年間にわたり、競合対比高い広告宣伝支出を継続

現在は**広告費のうち約7割をスキンケア商品**が占めています（中略）  
 今も**テレビ中心であること**に変わりはありませんが、**ネット広告が15%ぐらい**まで上がってきています…  
 (2016年 大阪広告協会賞受賞企業インタビュー ロート製薬マーケティング本部副本部長 嶋田一治氏)

特に**スキンケアの広告宣伝費が過半**を占めていることから、**スキンケア中心にマーケティング戦略**を見直す余地あり

注1：各社決算短信に依拠。会計年度は右記の通り：ロート製薬 各年4月1日から3月31日 / 資生堂 ~2014年は各年4月1日から3月31日、2015年以降は各年1月1日から12月31日 (2015年度のみ会計年度改定に伴い、従来3月決算会社は2015/4/1~12/31、12月決算会社は2015/1/1~12/31として連結決算) / コーセー ~2020年は各年4月1日から3月31日、2021年以降は各年1月1日から12月31日 (2021年度のみ会計年度改定に伴い、従来3月決算会社は2021/4/1~12/31、12月決算会社は2021/1/1~12/31として連結決算) / ポーラ・オルビス 各年1月1日から12月31日 / 花王 ~2011年は各年4月1日から3月31日、2012年以降は各年1月1日から12月31日 (2012年度のみ会計年度改定に伴い、従来3月決算会社は2012/4/1~12/31、12月決算会社は2012/1/1~12/31として連結決算)  
 出典: 各社決算短信、公益社団法人大阪広告協会70周年記念事業サイト

## 高い広告宣伝費比率となる構造的要因

広告宣伝費比率が高い背景として、購買に繋がらない認知広告偏重の戦略や、棚割り確保のためのマス広告出稿といったテレビCMへの投資、さらにブランド数の多さや低LTV<sup>1</sup>であることによる広告効率低下があげられる

### 詳細後述

### ロート製薬の現状

### コスト削減に向けた打ち手

購買につながりにくい「認知」のための広告戦略



過去の成功にすぎり、**マス広告への集中投資による認知拡大戦略**を取っており、効率的に購買行動へ繋げることができていない

棚割り確保のためのマス広告出稿



ドラッグストア等への卸中心の事業構造であり、**棚割り確保のためにマス広告を出稿**することが暗黙の了解となっている

ブランド数の膨張



現在スキンケアのみで**33ブランドを展開し、ブランドごとに認知獲得が必要**となり、非効率的

低単価商品のLTV構造



低価格帯製品が主力であることからLTVが低く、**CPA<sup>2</sup>回収のために量を追う広告戦略**を必然化している

SNS等での口コミを中心に売り上げ拡大した「メラノCC」成功事例の横展開

**不採算ブランドの撤退および主力製品への注力**による、広告宣伝費の選択と集中（詳細前述）

低価格帯の主力製品である肌ラボやメラノCCを含む**製品値上げ**によるLTV上昇（→2026年4月からの値上げにて緩和か）

注1：Life Time Value (顧客生涯価値) の略称

注2：Cost Per Acquisition (顧客獲得単価) の略称

出典: AVI調査

## 認知広告への過剰投資

ロート製薬は創業以来、マス広告に注力し、歴史的にも広告費が高い構造。旧来はテレビCMを受けた認知獲得に成功したものの、現在のマーケティング施策は費用対効果に疑問あり

### 過去にはTVCMで国民的認知を獲得



“

当社は、時代ごとに**1番マスの**効果のあるメディアで集中的に広告を行ってきました。  
(中略) 昭和50年頃には新聞とラジオの広告予算を全てテレビに回しました。大胆だと思いますが、“中途半端はしない”というやり方は当社の社風なのかもしれません。テレビ広告費の**7割が1社提供で、3割がスポット広告**...

(2016年 大阪広告協会賞受賞企業インタビュー ロート製薬マーケティング本部副本部長 嶋田一治氏)

現在は広告手法が多角化している一方、ロート製薬は未だ認知広告中心の手法に過度に依存している

### SNSでのショートドラマ型広告



ロート製薬の製品が映るのは数秒に限られ、販促力の高い広告戦略とは言い難い

### 渋谷・大阪等でのイベント



製品認知にフォーカスした戦略であり、購買行動への転換率は必ずしも高いとは言えない

## マス広告なしで成功したメラノCC

ドラッグストア等に展開を行うメーカーは、棚割り獲得のためにテレビCM出稿を選好していたが、近年ではメラノCCのようにマス広告を打たずに口コミを通じた訴求に成功した事例も存在

### 小売り業界における棚割り決定慣習



バイヤー  
テレビCMは過去の経験から売上が期待されるから棚割りを拡大しよう



バイヤー  
デジタル広告は売上規模が読みにくいいため、棚割りは据え置きにするか

バイヤーは過去の経験に則して棚割りを決定するため、比較的売上規模が見やすいテレビCMを選好。

店頭での顧客接点が重要となる消費財メーカー側は、結果としてテレビCMの出稿を重視



### 一方、マス広告を打たずに成功したメラノCCの事例

実はメラノCCはテレビなどのマス広告を打たずに、ここまできた。類似のブランドである「肌ラボ」が発売1年目からテレビCMを展開したことを考えると、真逆の広告戦略だ。

メラノCCは一部、電車広告をやったことがあるくらいで、それ以外のマス広告は一切やっていません。代わりに意識していたのが、お客様にどう口コミされるかです。インフルエンサーの皆さんはお客様の代表(略)”

(2023/8/21 BUSINESS INSIDER ロート製薬 プロダクト&ブランドマーケティング部 部長 塚田歩氏 インタビュー)

現在でもドラッグストアの基礎化粧品コーナーで棚割りを獲得








## メラノCC事例横展開による広告費削減

一定の認知広告は維持しつつも、購買に直結するような店頭接点強化に軸足を据えた広告戦略を通じて、利益率改善を図るべきではないか

### 購買までの ファネル

### マーケティング施策例

|                           |  |  |
|---------------------------|--|--|
| <b>Attention<br/>認知</b>   | マス広告(テレビCM)、<br>インフルエンサー起用             |    |
| <b>Interest<br/>興味・関心</b> | SNSショートドラマ、<br>ブランドコンテンツ、<br>体験型イベント   |    |
| <b>Desire<br/>欲求</b>      | 使用レビュー動画、<br>比較・成分訴求コンテンツ、<br>口コミサイト掲載 |    |
| <b>Memory<br/>記憶</b>      | 棚割り確保・エンド陳列、<br>LINE公式アカウント配信          |   |
| <b>Action<br/>購買行動</b>    | 店頭POP・什器広告、<br>試供品配布、特売・クーポン           |  |

### 推奨事項

メラノCCの事例に倣い、口コミによる製品の訴求やドラッグストア等との協業による店頭接点強化を通じて、顧客の購買に繋がるマーケティング施策を実行すべき

また、ブランドごとに認知度や広告効率を分析することで、認知広告の無駄打ちを回避し、口コミ等の消費者訴求を通じた棚割り強化をすべき

## アジア圏を中心とした積極的なM&Aの推進

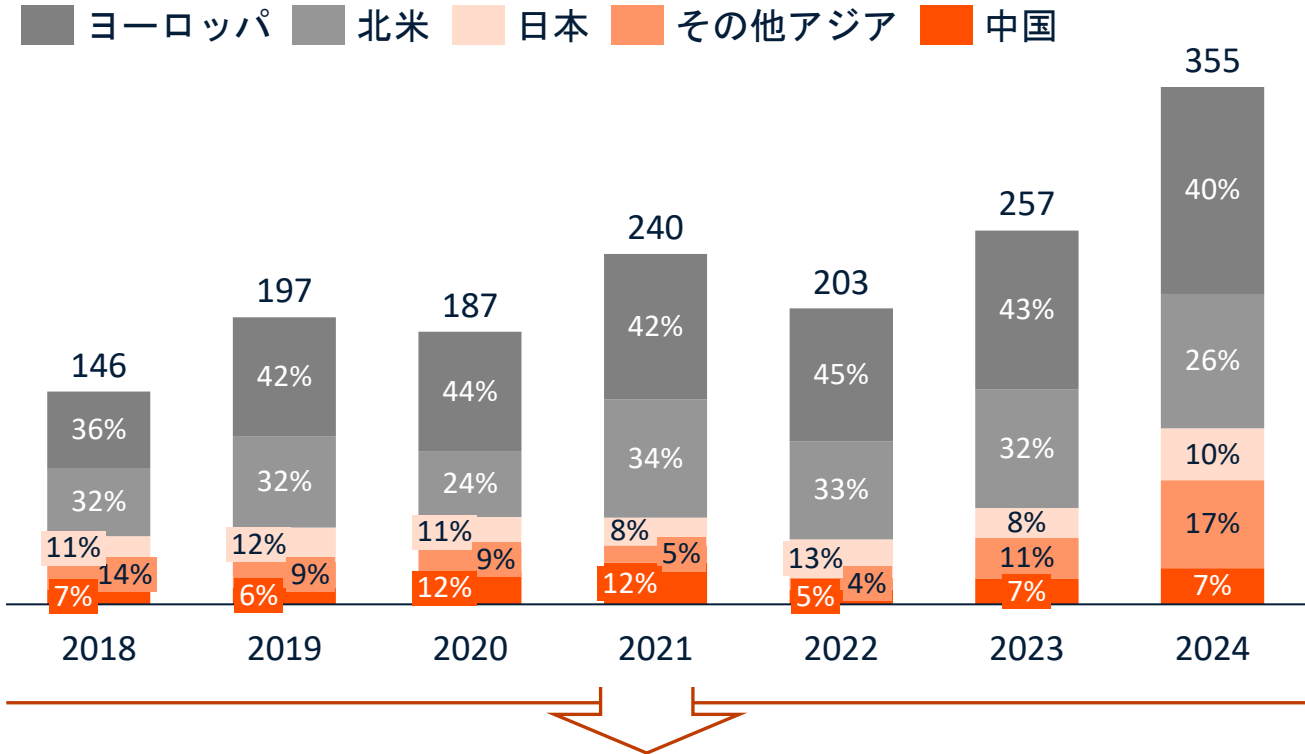
ロート製薬は2026年にタイの新興スキンケア企業 タン・オリザ社を買収。化粧品・パーソナルケア市場は、アジア圏を中心にM&Aが増加傾向にあり、スキンケア事業においては引き続きアジア地域でのM&Aを強化すべき

### ロート製薬によるタン オリザ社の買収

2026年1月にタイを拠点とするウェルネス関連企業 タン オリザ社を子会社化。  
同社が展開するスキンケア&ライフスタイルブランド THANNは、麻布台ヒルズにフラッグシップショップを立ち上げるなど、アジア圏を中心に事業を展開



### 化粧品・パーソナルケア領域におけるM&A動向; 件, 2018~24



近年はアジア圏を中心にM&A件数が増加傾向にあり、アジアを中心に成長するロート製薬のスキンケア事業の成長余地と合致

1 スキンケア事業

2 内服・食事業

3 メディカル事業

4 ガバナンス

# Agenda

# 企業価値向上に向けた推奨事項：内服・食事業－EYS

スキンケア事業の成長加速・収益性強化、EYSのシナジー発現、再生医療の見極め、創業家経営からの脱却、の4点を通じた、ロート製薬の企業価値向上を実現すべき

## スキンケア事業

### 成長加速と収益性強化：

- ブランド統廃合による資源の選択と集中
- ドラッグストアとの提携強化
- ヘアケアブランドの欧米展開
- マーケティング戦略最適化
- M&Aによる売上拡大

## 内服・食事業

### EYSのPMI・シナジー発現徹底：

- EYSの深圳をはじめとした中国展開

## メディカル事業

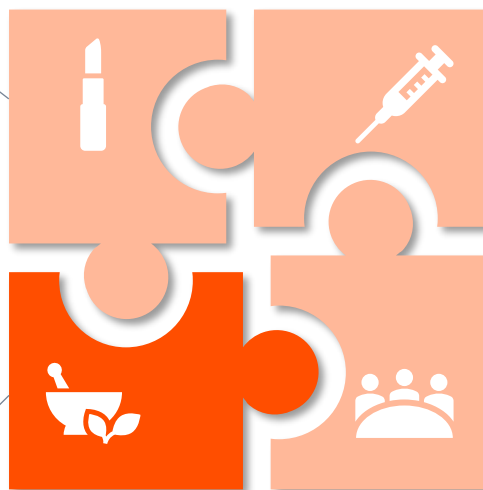
### 資本コストを意識した経営観点からの情報開示・事業見直し：

- 過去の累積投資等の開示
- 定量的な事業性の見極めと、撤退・縮小を含めた選択肢の検討

## ガバナンス

### 創業家経営の終焉による経営体制見直し：

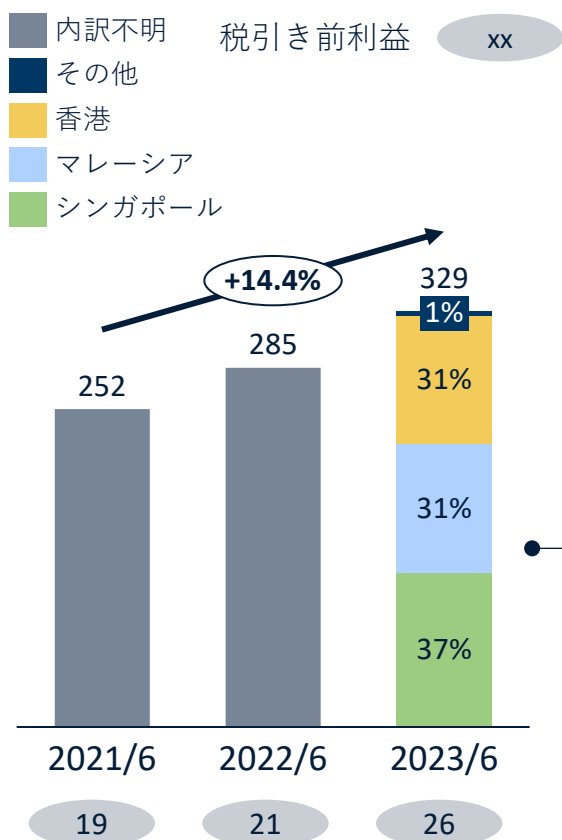
- 山田邦雄会長の解任と、コーポレートガバナンスへのコミットメントの徹底



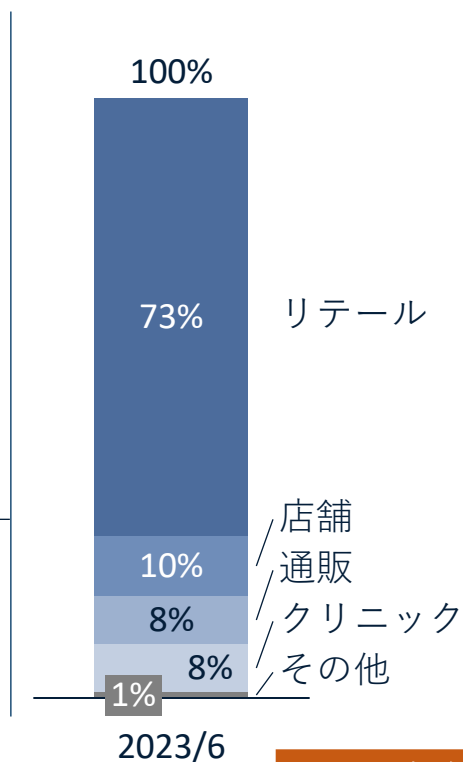
# Eu Yan Sang International Ltd. (EYS) 概要

EYSは急速に成長している中薬(TCM)およびナチュラルヘルス企業で、3か国を中心に様々な販売チャネルを展開している。魅力的な企業ではあるが、ロートによる買収マルチプルは割高だった可能性もあり、今後のシナジー創出・PMIが肝要

## EYS売上高<sup>1</sup>, 億円

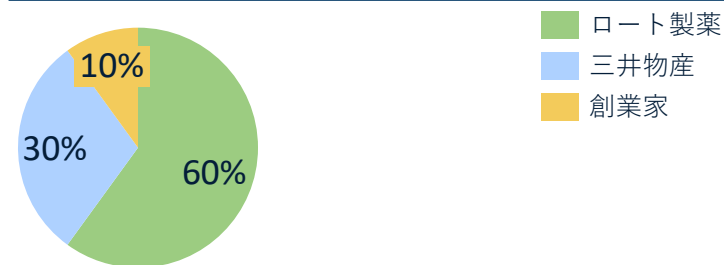


## チャネル別構成比, %

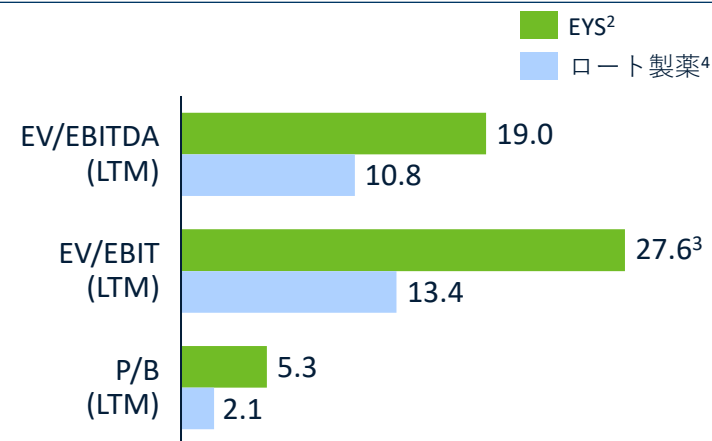


## 2024年のロート製薬による買収

### 保有ストラクチャ, %



### バリュエーションマルチプル比較



ロート自身よりも「割高」な投資

注1: 元データはSGDによる開示、為替は1 SGD = 110.8 JPYとして記載 注2: EYSは2023年度の数値に基づく 注3: LTM営業利益開示が無い場合、便宜的に2024年度の営業利益を使用 注4: 2025/3/21株価に基づく

出典: PRTIMES, ロート製薬決算発表資料2024年3月期、2024年6月期、各社発表資料

# EYS買収後の現況

香港での競合環境や消費者の買い控えの影響を受け、26/3期第3四半期においてEYSの業績予測は下方修正

## EYSの業績は低迷

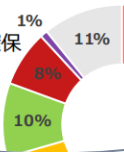
### アジア 大幅な増収増益

売上高：910億87百万円 前期比 +32.9%  
 営業利益：132億83百万円 同 +26.3%

#### 売上高910.87億円：計画を上回る進捗

- ベトナム、インドネシアなど東南アジアが好調を継続
- 2Qよりミャンマーで輸入ライセンスを取得できた事で生産が可能となり増収に貢献
- 香港、中国の市況は依然として低調なものの、現地通貨ベースで香港・中国で増収を確保
- EYSが連結効果で売上に寄与するもシンガポール・香港市場減速の影響を受ける
- EYS売上：現地通貨ベース対前1桁半%減収、計画未達
- 「肌ラボ」、「アクネス」、フケ抑制シャンプー「セルサン」、目薬等が好調に推移

#### アジアの国別売上



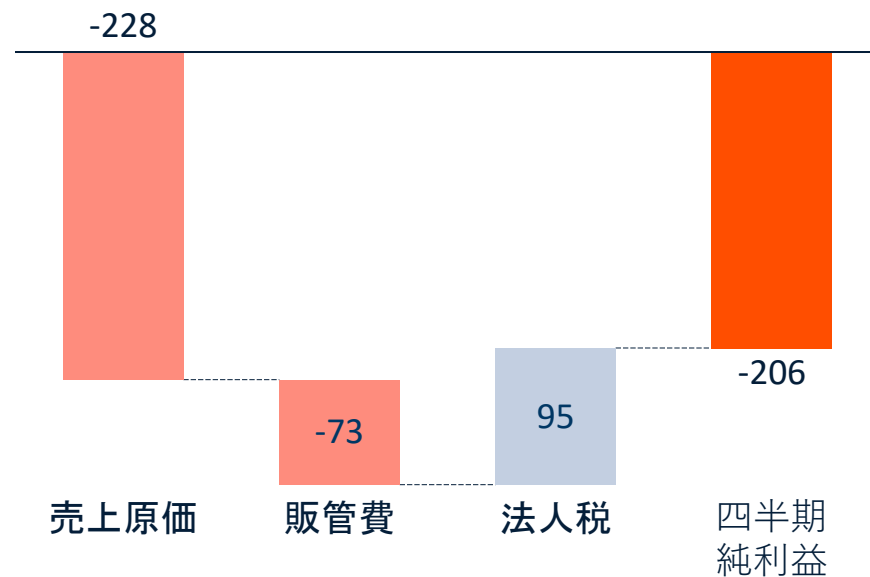
EYSを下方修正した理由について外部環境要因と説明：

一番大きな理由は、**香港の売上が戻ってきていない**ことです。シンガポール、マレーシアでは市場シェア1位のポジションですが、**香港では中国本土の競合が強く、シェア3位のポジション**です。

加えて**市場環境停滞による高額品の買い控え**の影響があります。また、香港の**大火災の影響**や、そのためプロモーションを控えたことも影響しています



## 26/3期第3四半期連結累計期間の四半期連結P/L修正；百万円



高いマルチプルで買収したものの、外部環境を理由に売上純利益で四半期純利益2.28億円、四半期純利益で2.06億円の下方修正

# 推奨事項：香港から深圳地域への事業拡大

香港から深圳をはじめとする中国国内へと消費者動向がシフトする中、EYSの中国本土店舗展開を早期に検討すべき

## EYSの売上低迷に関するご発言

(過去の斉藤CFOとの討議より)



シンガポールと香港の市場環境が厳しくて、買い控えあるいは隣国に買いものに行ったりして、同国の市場がシュリンク。EYSのような高額な商品は買い控えが進んでいる影響。シンガポールは戻ってきているが、香港が深刻な影響を受けてマイナスになっているのが現状 (2025/12/11)



大きなギャップというのは外部環境で、特に香港とシンガポールの経済環境・市場環境で、高価格品の購買力が著しく減退している。あるいは、買い物を週末にするとすると、香港だったら深圳、シンガポールであればマレーシアの方が安く買えるといったような、状況がこの1年ぐらい急激に進んでいる (2025/9/8)

## 香港では「北上消費」が過熱

2023年に中国本土と香港の往来が全面再開されて以降、物価安などを理由に香港から深圳にショッピング等で来訪する消費者が増加

連載 中国電脳コマース最新情報 第13回

### 深圳で遊ぶ香港人が急増するワケ 「買い物天国」香港の衰退も

有料会員登録記事

中国 経産・消費 連載 中国電脳コマース最新情報

公開：2023/11/07

文：中国専門ジャーナリスト 山口康志 編集：橋山秀明

INDEX



## 推奨事項

香港の小売店舗を中心とする既存のEYSの戦略から脱却し、深圳をはじめとした中国での拠点展開を検討すべきではないか

# EYSの中国進出戦略 (1/3) 中国市場の魅力度

EYSは現在、香港・マレーシア・シンガポールを中心に展開しているが、中国市場は市場規模や製品フィットの観点から魅力度が高い市場といえる

## 地理的拡大の可能性ヒートマップ

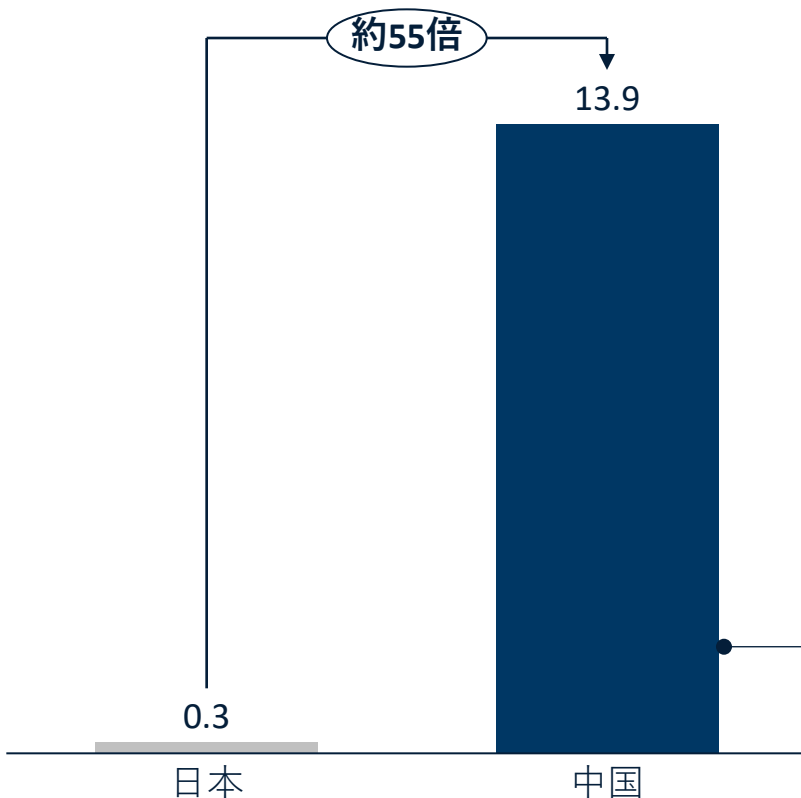
新規参入にあたっての魅力度 (EYSとのフィット): 低 ←    → 高

| 基準     | 中国本土                                 | 台湾                             | 日本 (OTC)                                    | 日本 (漢方製剤)                             | 米国                         |
|--------|--------------------------------------|--------------------------------|---|---------------------------------------|----------------------------|
| 市場規模   | 推定市場<br>13.9兆円規模の<br>巨大市場            | 900-1,200億円程<br>度と一定規模を<br>有する | OTCに限った市場<br>規模は約1,000億円<br>未満に限られる         | ~2,000億円程度と<br>一定規模を有する               | 小さく分散された<br>市場規模           |
| 競争環境   | 競合他社多数で<br>あるが、分散し<br>た市場            | 競合他社多数で<br>あるが、分散し<br>た市場      | クラシエ (c.30%)、<br>ロート (c.10%) が<br>漢方OTC主要企業 | ツムラが85%程度と<br>ほぼ寡占、クラシエ<br>が10%程度のシェア | 中国街の小型店舗が<br>太宗            |
| 製品フィット | 中薬は一般に広く<br>馴染まれている                  | 中薬は一般に広く<br>馴染まれている            | 「漢方」が一般的<br>であり、中薬とは<br>若干ズレがある             | 「漢方」が一般的<br>であり、中薬とは<br>若干ズレがある       | 在米華僑には馴染<br>まれている          |
| 法的要請   | JV組成など進出に当<br>たっては法的許認可<br>取得を要する可能性 | メンソレータムの<br>流通を活用可             | ロートは国内販売<br>網を確立済み                          | PMDA承認等、流<br>通には時間を要す<br>る見込み         | EYSは米国に既に<br>製品を輸出開始済<br>み |
| 販売流通網  | メンソレータムの<br>流通を活用可                   | メンソレータムの<br>流通を活用可             | 既存の国内リソー<br>スを活用できる余<br>地が存在                | ロートニッテンの<br>リソースを一部活<br>用できる可能性       | メンソレータムの<br>流通を活用可         |

# EYSの中国進出戦略 (2/3) 中国の中薬市場規模・競争環境

中国の中薬市場は約13.9兆円で日本の漢方市場の約55倍の規模を誇る。一方で、大きなマーケットシェアを持つ企業は存在せず細分化された市場になっている。

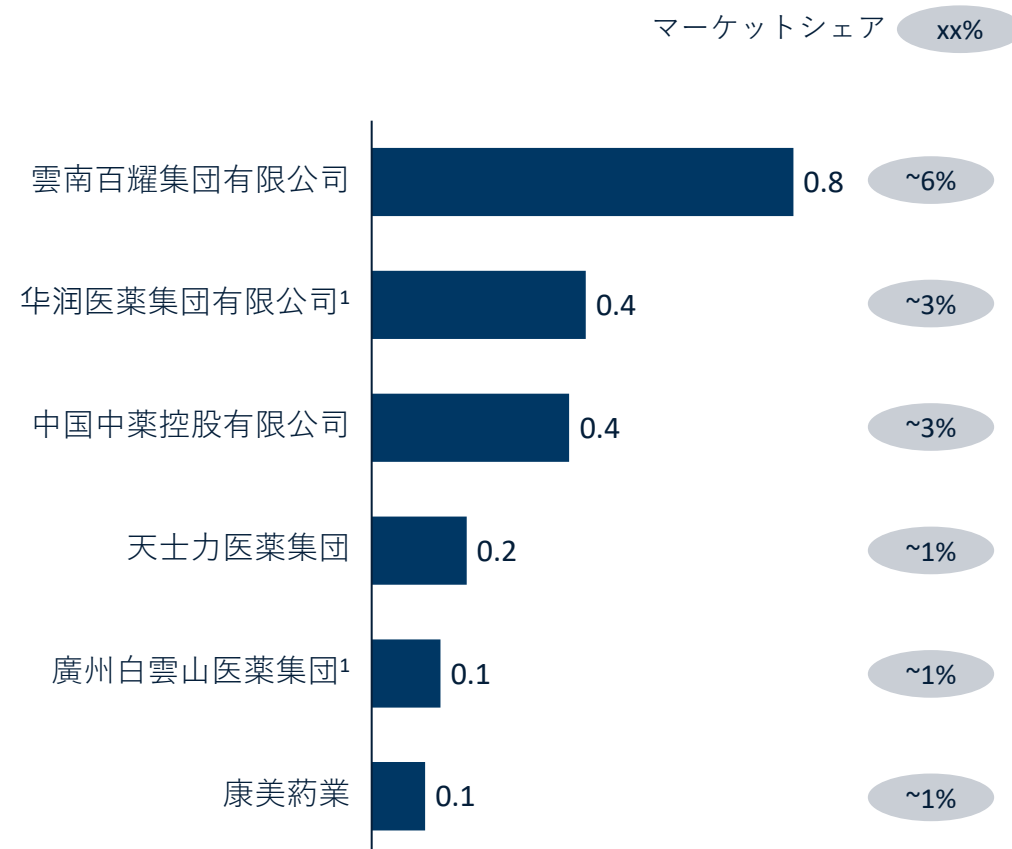
## 日本・漢方薬市場と中国・中薬市場規模,兆円



注1: TCMのみの売上

出典: ツムラウェブサイト、各社年次報告書

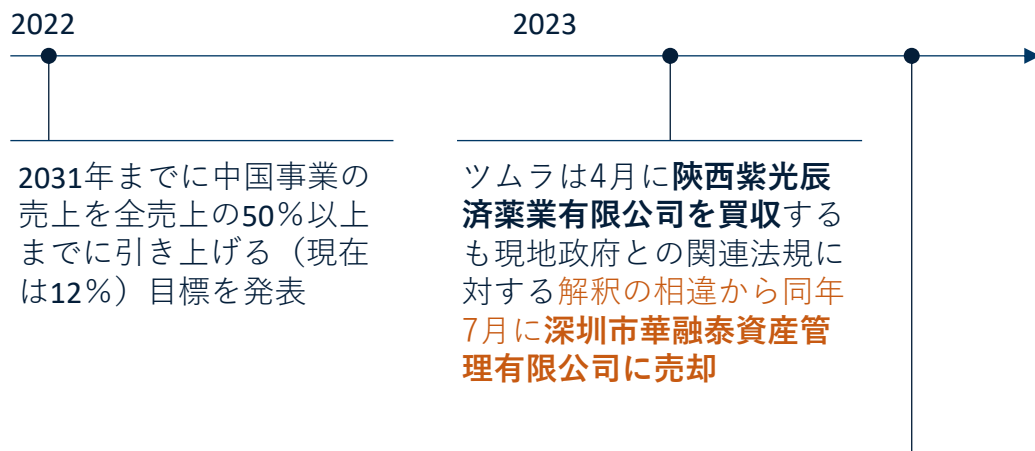
## 主要な中薬企業 (例、売上順),兆円



# EYSの中国進出戦略 (3/3) 中国進出における留意点

ツムラは2022年頃から中国での中成薬事業の拡大を目指しているが、特に現地のパートナー選出には注意を要することを他山の石とすべき

## ツムラの中国市場進出の進捗



ツムラCFO  
半田宗樹

“**まずはM&A**を成立させたい。中国ですらで中成薬のライセンスを持っている企業を買収し、販売権や製造設備を取得して参入を目指す。買収のほか、業務提携なども含めて様々な可能性を検討する。**24年度までに成立させたい**”

日本経済新聞インタビュー

## EYSの中国市場進出の際の留意点



- 販売権などを持つ**現地法人の買収**や、**ジョイント・ベンチャーの組成**が必要
- その際の現地法規制へも留意が必要



- 地域によって競争環境やEYSブランドの認知度が大きく異なるため、進出地域の選定も重要度が高い
- 深圳市や広州市など競争環境は厳しいものの、**経済規模が大きく、香港に近接しEYSブランドの認知度の高い地域**を足がかりにすることも要検討

1 スキンケア事業

2 内服・食事業

3 メディカル事業

4 ガバナンス

# Agenda

# 企業価値向上に向けた推奨事項：メディカル事業

スキンケア事業の成長加速・収益性強化、EYSのシナジー発現、再生医療の見極め、創業家経営からの脱却、の4点を通じた、ロート製薬の企業価値向上を実現すべき

## スキンケア事業

### 成長加速と収益性強化：

- ブランド統廃合による資源の選択と集中
- ドラッグストアとの提携強化
- ヘアケアブランドの欧米展開
- マーケティング戦略最適化
- M&Aによる売上拡大

## 内服・食事業

### EYSのPMI・シナジー発現徹底：

- EYSの深圳をはじめとした中国展開

## メディカル事業

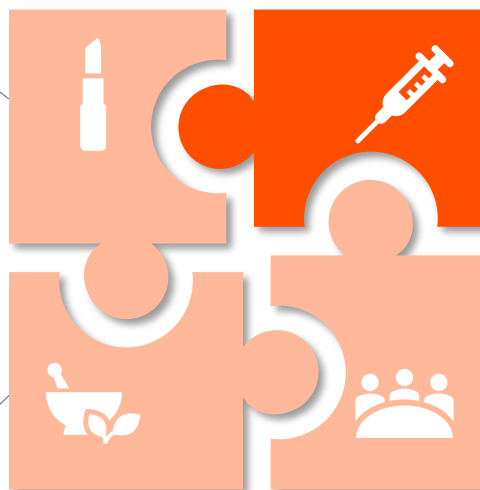
### 資本コストを意識した経営観点からの情報開示・事業見直し：

- 過去の累積投資等の開示
- 定量的な事業性の見極めと、撤退・縮小を含めた選択肢の検討

## ガバナンス

### 創業家経営の終焉による経営体制見直し：

- 山田邦雄会長の解任と、コーポレートガバナンスへのコミットメントの徹底



# メディカル事業の概況

2013年以降、再生医療および医療用眼科領域を合わせたメディカル事業を成長投資事業と位置づけ、2035年には550億円以上の売上達成を企図

## ロート製薬は成長投資領域としてメディカル事業に注力

### 事業領域ビジョン2030で取り組むドメイン

セルフケア領域      プロフェッショナルケア領域

健康      未病      軽度疾患      病気

アイケア事業

スキンケア事業

食品事業

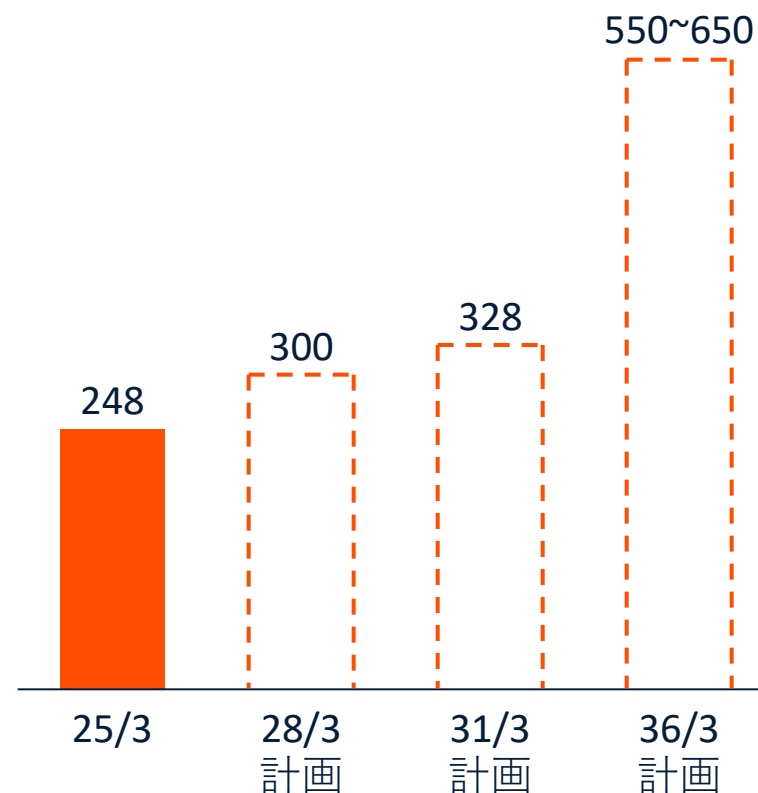
内服薬事業

検査薬事業    ほか

メディカル事業

- ・医療用眼科領域
- ・再生医療
- ・開発製造受託(CDMO)
- 再生医療/内服

### メディカル事業売上推移; 億円, 25/3~36/3期

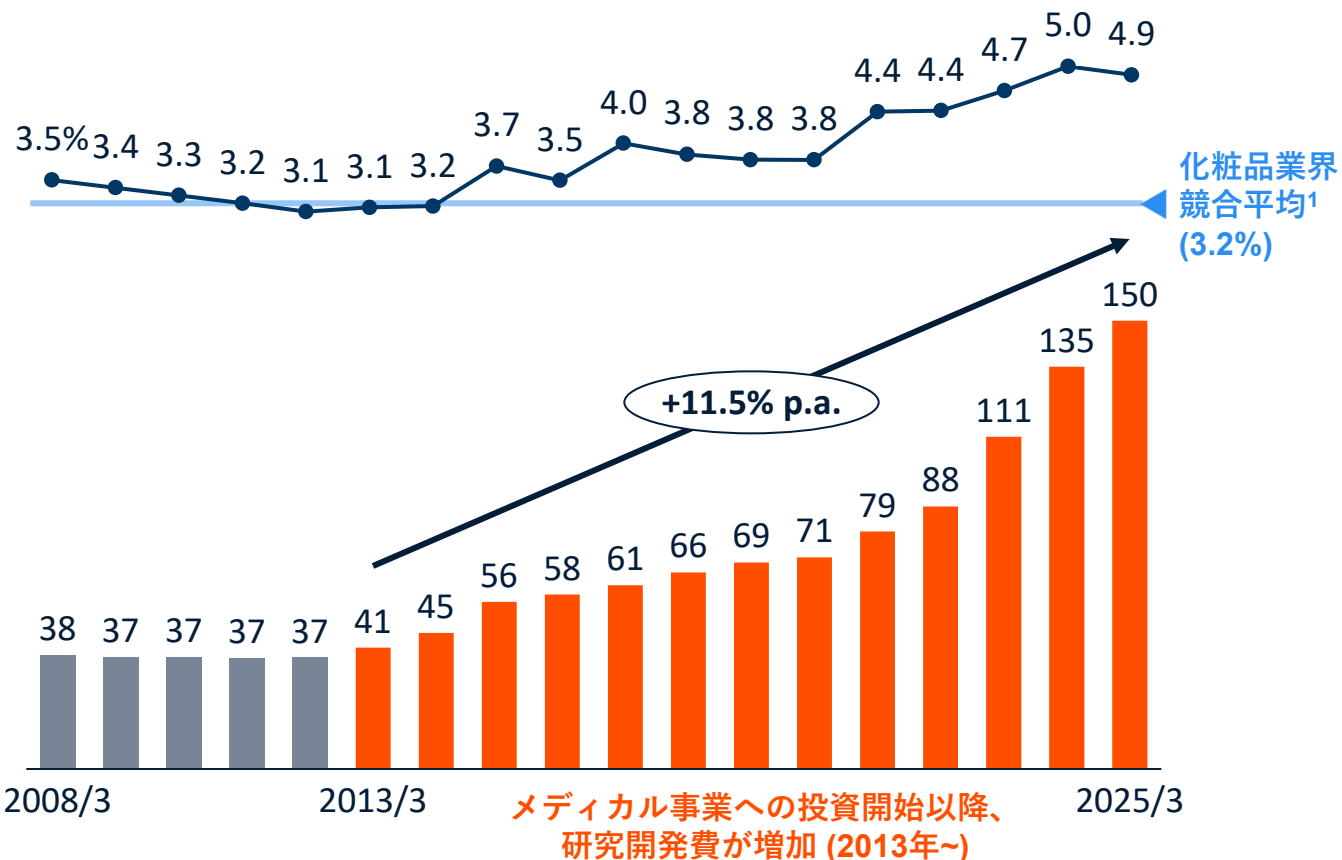


メディカル事業として、医療用眼科領域および再生医療・開発製造受託領域に継続的に投資

# メディカル事業立ち上げ以降、膨らむ研究開発費

難航する再生医療・医療用眼科薬事業だが、ロート製薬連結での研究開発費は増加傾向。メディカル事業に起因するか否かの明言はされていないものの、早急の開示が求められる

ロート製薬の研究開発費推移, 億円, 売上対比%



メディカル事業への投資を開始した2013年以降、研究開発費は増加傾向。研究開発費の増加がメディカル事業に起因するか否か、明確な言及はなし。ただし、IR担当者からはメディカル事業に少なくとも一定は起因する旨の回答を受領：

“ 既存事業への研究開発投資は増えていない。2013年以降に増えている分は再生医療・医療用眼科薬事業への投資と考えてもらって問題ない (ロート製薬 AVIとの対話における回答)

また、仮に、メディカル事業ではなく、スキンケア事業により研究開発費が増加している場合、化粧品業界の競争平均3.2%に対し、ロート製薬は売上対比4.9%と高水準であり、コスト削減は喫緊の課題となる

事業別の研究開発費内訳を開示し、適切なコミュニケーションを行うことが肝要

注1：競合4社 (資生堂、花王、ポーラオルビス、コーセー) における2024年度 売上高研究開発費比率の単純平均  
出典: 各社決算短信、ロート製薬とのAVIによる目的を持った対話

# メディカル事業への投資額に関する開示

ロート製薬の累積投資および計画に関する開示は全社単位に留まり、事業単位での開示はなし。  
再生医療事業については一部開示をされたものの、設備投資額等の詳細は未開示

## 中長期戦略でのキャッシュアロケーション計画

### キャッシュ・アロケーション(2025-2030の6年間)

| インフロー           |                                       | アウトフロー                   |                         |
|-----------------|---------------------------------------|--------------------------|-------------------------|
|                 |                                       | 用途                       | 金額                      |
| 資金調達<br>(200億円) | 営業CF<br>(研究開発費控除前)<br><b>3,300</b> 億円 | 成長投資                     | 設備投資<br><b>1,000</b> 億円 |
|                 |                                       | 研究開発費<br><b>900</b> 億円   |                         |
|                 |                                       | DX/IT投資<br><b>300</b> 億円 |                         |
|                 |                                       | M&A・出資<br><b>500</b> 億円  |                         |
|                 |                                       | 株主還元                     | 配当 など<br><b>800</b> 億円  |

全社単位の開示に留まり、メディカル事業単体の投資額は不明

成長投資領域として定められている中で、資本コストを意識した費用対効果の不断の検証が必要。  
医療用眼科・再生医療ともに開示を強化すべき

## ロート製薬が開示した再生医療事業への投資額

### Q18 再生医療に関連するこれまでの投資額及び、中長期でのリターン見込みはどのようになっているのか？

これまで再生医療に関連する企業への出資、買収に関わる投資額は、15年間総計で約100億円となりますが、今後は中期見通しである2030年までに500億円という総M&A投資額の中で、適宜投資機会を探索していきます。一方開発費のうち規模の大きなものは各段階における治験にかかわる費用となりますが、ここまでの段階では総計20億円程度となり、今後については年度ごとに変動はあるものの、おおむね年間10~20億円の規模を見込んでおります。ただし、治験各段階における継続判断は、その時点で見込まれる市場環境により、戦略的に取捨選択していく方針です。

開示されている投資額は関連企業への出資・買収関連費用および治験費用のみ。設備投資額等は未開示

# 再生医療事業の投資回収の蓋然性

過去の買収・出資、累積損失、研究開発費・設備費等を勘案すると、競合水準の営業利益率に到達した場合でも、再生医療事業での投資回収は困難とみられる

## 主な試算前提

## 再生医療事業 正味現在価値(NPV)試算

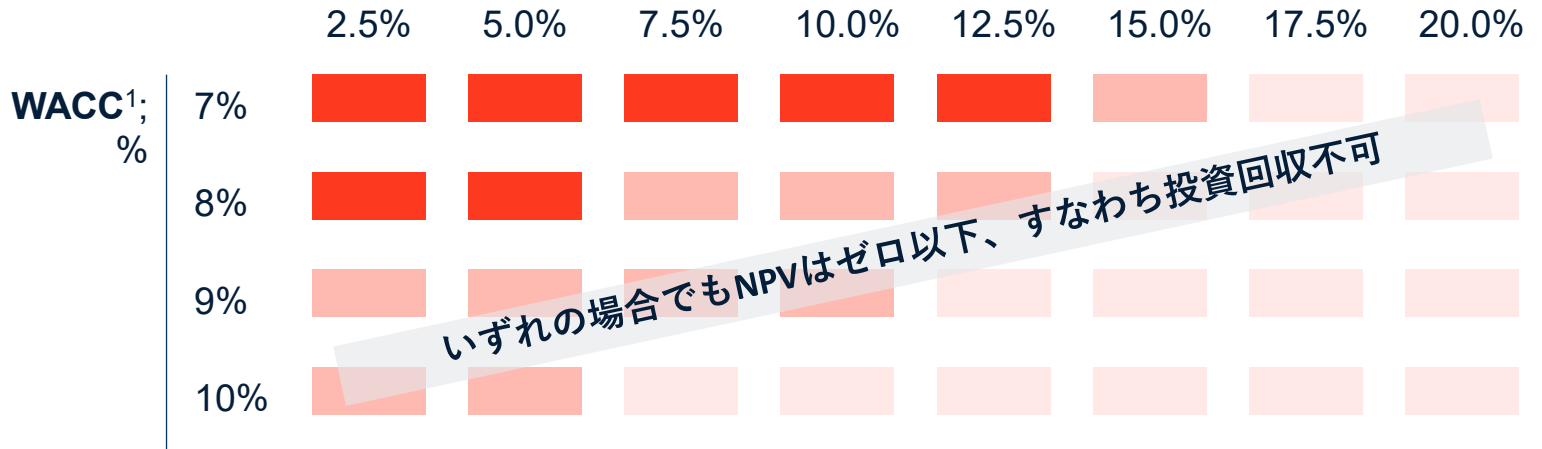
■ -200億円~ ■ -150~200億円 ■ -100~150億円

ロート製薬IR資料およびヒアリング等に依拠し、下記前提で試算：

- 売上: 2017年10億円、24年15億円とし、以後もCAGR 6%での成長 (35年時点247億円)
- 利益: ロート製薬本体に計上される研究開発費・CAPEX等に加え、各関連会社の損益を勘案

### 営業利益率<sup>2</sup>; %

再生医療領域での業界トッププレイヤー水準:  
コージンバイオ 19.0%、J-TAC 20.7% (いずれも2024年度)



いずれの場合でもNPVはゼロ以下、すなわち投資回収不可

過去の投資や関連会社の損失、中長期経営計画を勘案すると、再生医療事業の正味現在価値が0以上となることは困難。さらに、一部の競合他社(メディネット等)では営業損失が発生している昨今の状況下で、投資回収の蓋然性は極めて低いのではないかと

注1：リスクフリーレート 2.4% (日本国債10年)、レバードベータ 0.57 (類似企業8社のアンレバードベータ中央値およびD/Eレシオ中央値から算出)、MRP 6.0%、税引前負債コスト 1.5% (ロート製薬2011-24年負債コスト平均)、実効税率 31.52%として算出した場合、ロート製薬のWACCは7.2%。また、同様の前提および永久成長率2.0%として株価算定法を用いて導出した場合のWACCは9.0%

注2：2040年時点の想定営業利益率

出典: ロート製薬有報・決算説明資料、AVI調査

# わかもと製薬への直近の資本業務提携の強化

ロート製薬は2020年に包括業務提携を結び、製品の共同販売を行うなど関係性を密にしており、2025年には11.46%の議決権割合を保有するに至った

## ロート製薬子会社とわかもと製薬のこれまでの協業事例



### ラタチモ配合点眼液「ニッテン」

- 効能：緑内障・高眼圧症
- 製造販売元：ロートニッテンファーマ株式会社
- 販売元：わかもと製薬株式会社

ロート製薬及びその子会社とわかもと製薬とは、  
これまでも2020年の包括業務提携以来、  
5年間にわたり事業上の関係性を密にしてきた

## ロート製薬の適時開示（2025年2月）

2025年2月6日

各 位

会社名 ロート製薬株式会社  
 代表者名 代表取締役社長 杉本 雅史  
 (コード番号 4527 東証プライム)  
 問合せ先 広報・CSV推進部 部長 塚田 歩  
 (TEL. 06-6758-1211)

わかもと製薬株式会社（証券コード 4512）株式の買集め行為に該当する  
株式取得についてのお知らせ

当社は、本日わかもと製薬株式会社（所在地：東京都中央区、代表取締役社長：五十嵐新、以下「わかもと製薬」という。）の株式を株式会社東京証券取引所における単一銘柄取引で以下の通り取得（以下「本株式取得」という。）することといたしました。

なお、本株式取得は、わかもと製薬の議決権の5%以上の取得となり、金融商品取引法第167条第1項および同法施行令第31条に規定する「公開買付けに準ずる行為として政令で定める買集め行為」に該当することから、お知らせします。

記

|                     |                        |
|---------------------|------------------------|
| (1) 対象者の名称          | わかもと製薬株式会社（証券コード 4512） |
| (2) 取得株式数           | 普通株式2,866,900株（予定）     |
| (3) 総株主の議決権の数に対する割合 | 11.46%（予定）※            |
| (4) 株式取得日           | 2025年2月6日（予定）          |

# 医療用眼科領域のJV化による投下資本回収

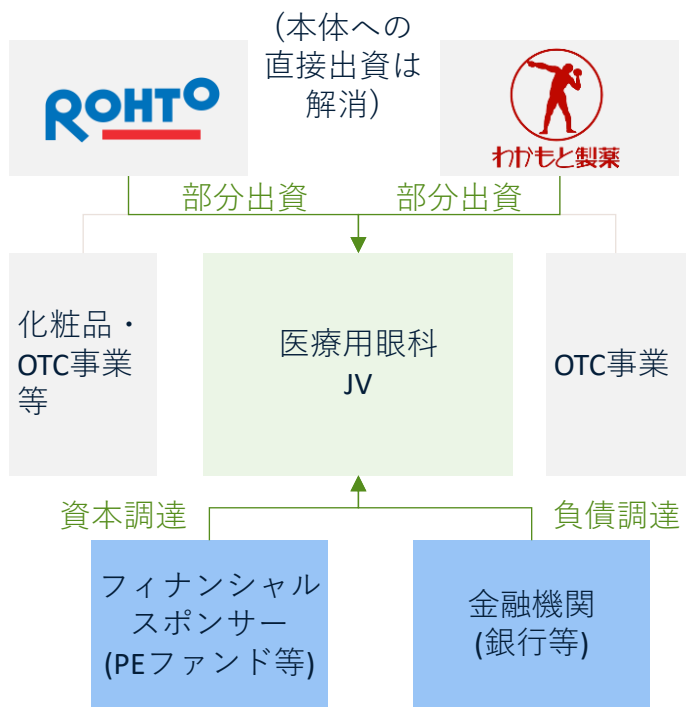
医療用眼科事業において、同業他社と伍した経営を実現しつつ、資本効率を意識した連結全体の経営を実現するべく、ロート製薬とわかもと製薬とでJVを設立し、外部からの資金調達を模索すべき

## 現状のロートとわかもとの提携状況



わかもと製薬は現在医療用点眼薬を8製品上市している

## 医療用眼科領域のJV化

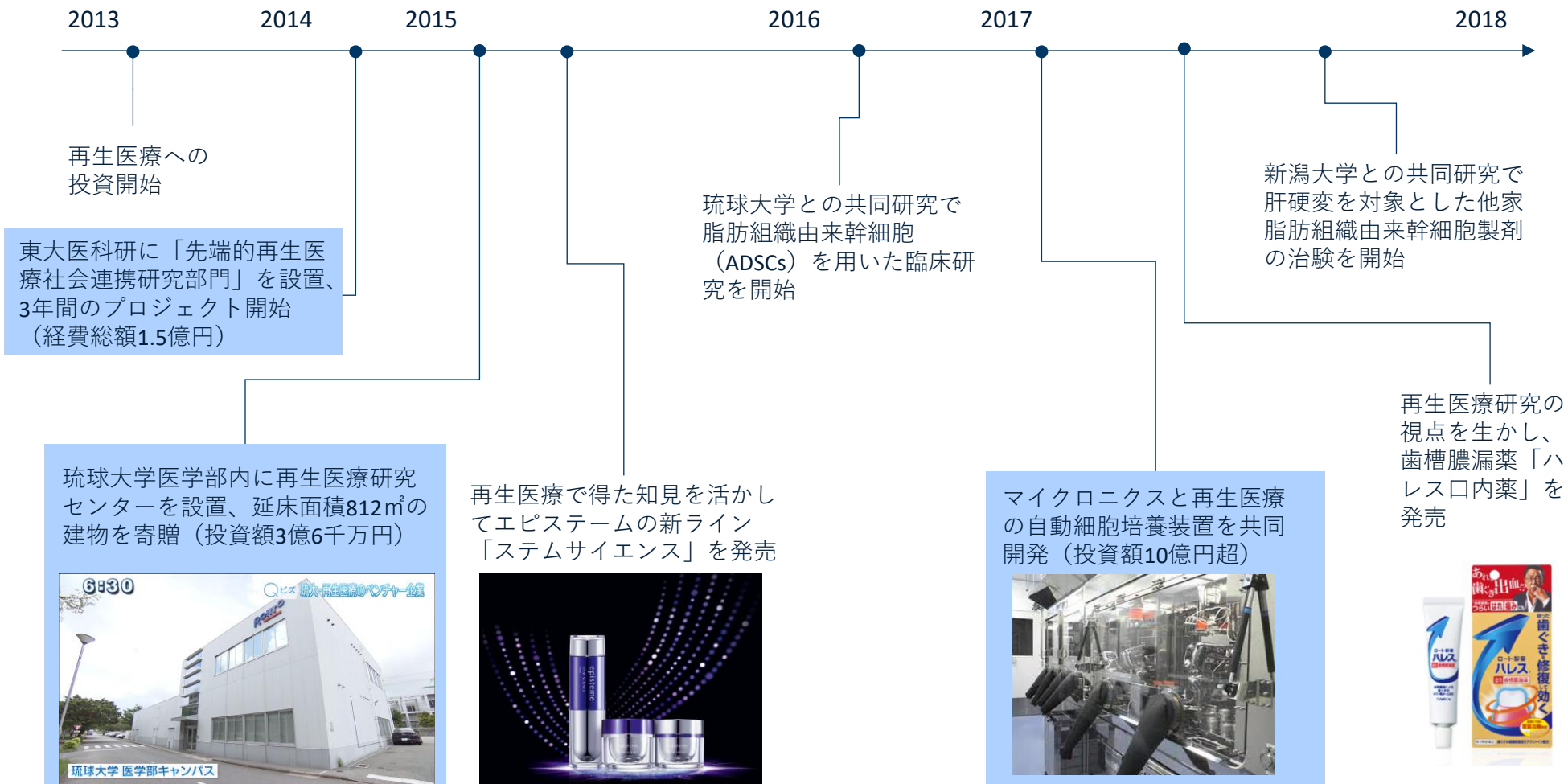


## 推奨事項

わかもと製薬との医療用眼科領域でのJV化を通じ、当該領域において十分な経営資源を投下できるようなスタンドアロンのエンティティを作ることで、資本効率を意識した事業拡大が可能ではないか

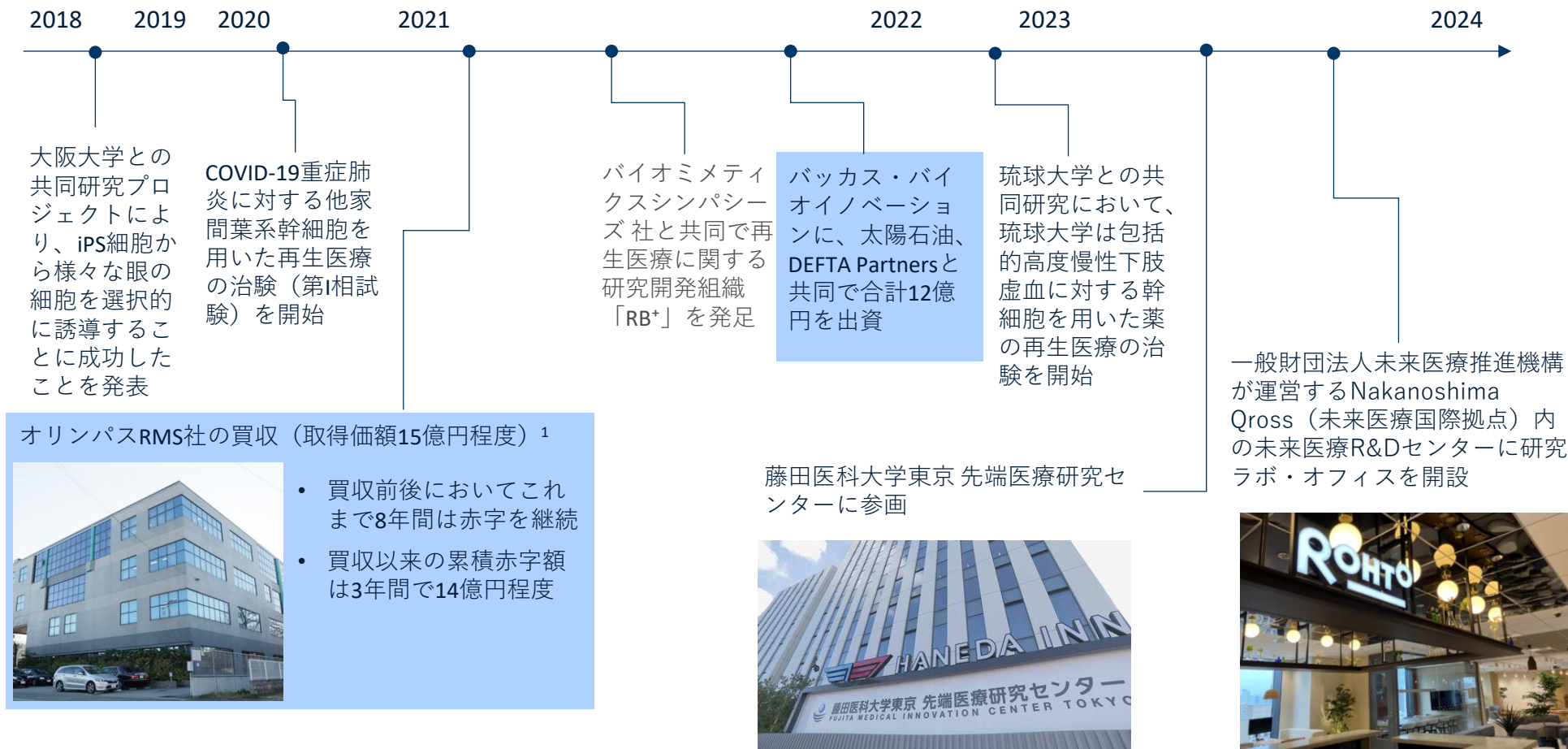
# ロート製薬の再生医療事業に対する投資の歴史（1/3）

ロート製薬は再生医療に積極投資を行い、複数の共同研究を主導、臨床試験を実施、合併会社設立、再生医療研究会社を買収と一連の投資を行ってきた...



# ロート製薬の再生医療事業に対する投資の歴史 (2/3)

...しかし、13年が経過してなお、その投資はまだ直接的な再生医療事業の利益創出に結実していない



注1：買収価額は未開示だが、ロート製薬の有価証券報告書によるネット支出額は15億円程度  
 出典：大阪大学、ロート製薬プレスリリース、ロート製薬開示資料、日経新聞、神戸大学大学院科学技術イノベーション研究科、琉球新報

# ロート製薬の再生医療事業に対する投資の歴史 (3/3)

AVIが公開キャンペーンを通じて再生医療事業の見直し・縮小を含めた検討を訴えた2025年以降も、スタートアップへの出資や万博への出展などの支出が継続



# 再生医療各領域におけるロート製薬の取り組み

既存事業とのシナジーは希薄であり、競合優位性は明らかでない。レピュテーション等のリスクも存在する中、投資継続を正当化する説明責任を全うすると同時に、事業縮小・撤退を含めて検討すべき

## 事業概要

## バリューチェーン

## 収益化に対する見立て

**自由診療  
(受託加工)**

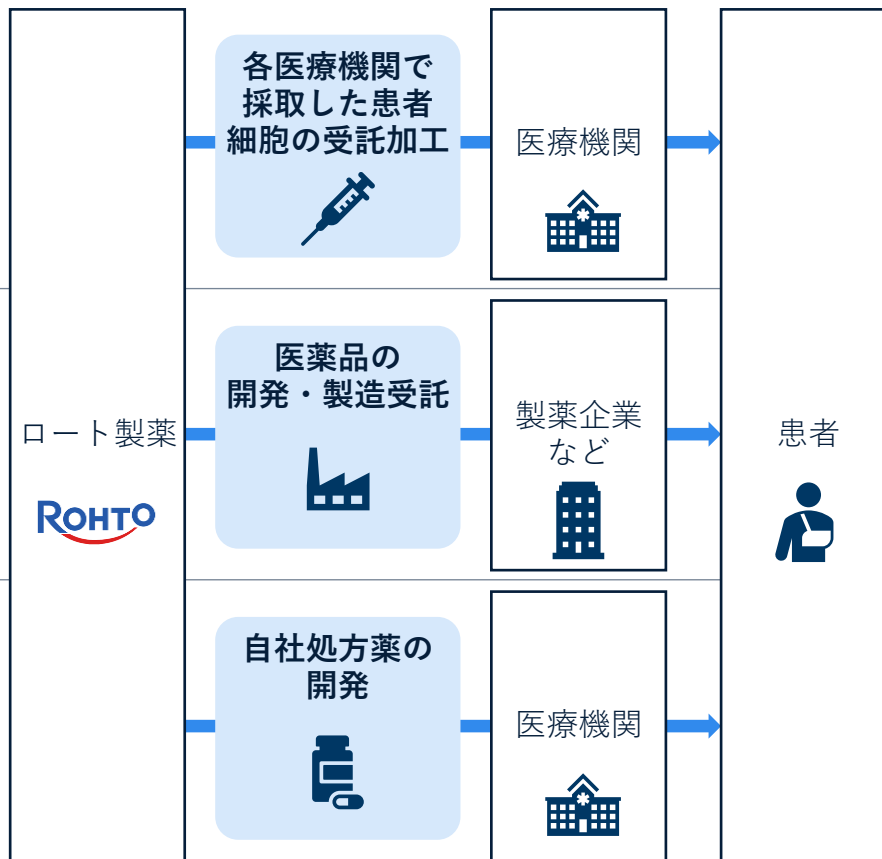
再生医療等安全性確保法に依拠する、医療機関向けの細胞培養・加工受託

**CMO / CDMO**

自社の培養技術や独自培地(AOF培地)を活用した、開発・受託製造サービス

**処方薬  
(再生医療等薬品)**

間葉系幹細胞を用いた医薬品の開発



- ✖ 医療機関での内製化が増加傾向にあり、レッドオーシャン
- ✖ クリニックでの医療事故による全社価値毀損のリスクあり

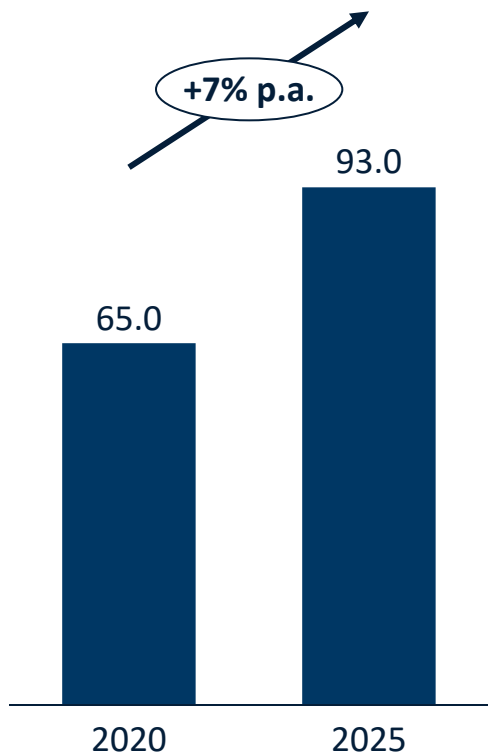
- ✖ 大手競合による寡占市場であり、受託実績の少ないロート製薬のシェア拡大は困難

- ✖ 国内で上市済の再生医療医薬品はわずか19製品に留まり、製品開発・上市は非常に困難
- ✖ ロート製薬の注力する脂肪由来幹細胞領域は特に有効性証明が困難

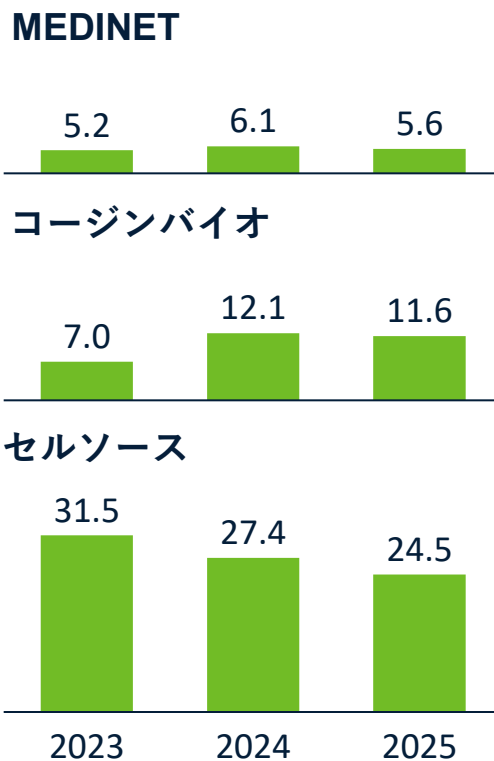
# 自由診療市場の概要

自由診療領域は緩やかに成長しているものの、主要プレイヤーの売上成長は停滞。医療機関による内製化が進んでいると推察され、今後外注マーケットは停滞すると推定

再生医療自由診療市場規模;  
億円, 2025



プレイヤー別売上推移<sup>1</sup>;  
億円, FY2023-25



市場は堅調に成長する一方、  
競合他社は売上が停滞

## 医療機関での内製主流化による外注市場の停滞

・現在、厚労省の認める特定細胞加工物等製造施設と定められている施設のうち、**98%が国内医療機関での内製施設**(届出施設)、わずか**2%が医療機関外・国外の外部施設**(許可または認可施設)

・国内医療機関での内製施設は、過去5年間で**500件以上増加**し、2025年時点で**3,500件以上**に上る

・医療機関が外注を行う理由の多くは「医療機関内に細胞培養施設を保有していないため」であり、今後**医療機関での内製化が進展する場合、外注マーケットは縮小**する恐れ

### ■ 外部に細胞加工を委託している理由

| 理由等                        | 件数   |
|----------------------------|------|
| ・細胞培養施設(CPC)を保有していないため     | 12 件 |
| ・外注の方がコストが安い               | 1 件  |
| ・外部委託の方が安全性が高い             | 1 件  |
| ・外部委託の方が細胞の品質が良く、安全性が高い    | 1 件  |
| ・培養の手間やコストなどを考慮して外注している    | 1 件  |
| ・培養量の関係で自施設で対応できない場合は外部に委託 | 1 件  |

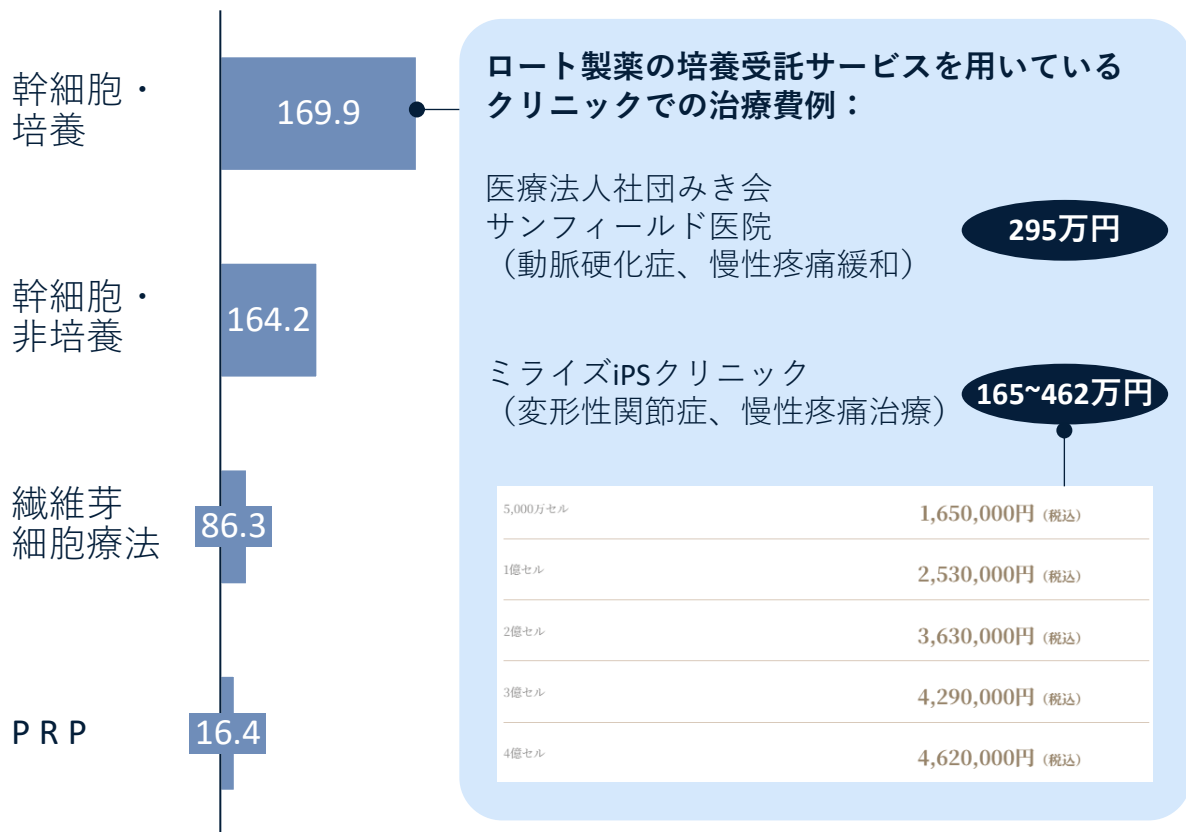
注1：セルソースは「加工受託サービス事業」、コージンバイオは「細胞加工事業」、MEDINETは「特定細胞加工物製造業」の売上金額を示す。会計年度は右記の通り：MEDINET 各年10月1日より9月30日 / コージンバイオ 各年4月1日より3月31日 / セルソース 各年11月1日より10月31日

出典：富士経済「コロナ禍でドラステックに変化する再生医療自由診療ビジネスの医療機関経営分析」、各社IR資料、Market Research & Consulting Seed Planning「自由診療に於ける幹細胞治療・PRP療法の現状と将来性分析 2023」、AVI調査

# 自由診療型治療の価格帯

自由診療型の再生医療事業は、保険適用が難しく高額で患者に提供されるが、ロート製薬の「世界の人々にWell-beingをお届けする」というビジョン・パーパスと乖離するのではないか

## 幹細胞/PRP/繊維芽細胞の治療内容別費用; 万円, 2023年平均価格



## ロート製薬のビジョン

これからも世界中の人々の美と健康に貢献し、  
当社を取り巻く人々から存在を期待される企業であり続けたい。

私たちはその想いを明確にするため、  
2030年のありたい姿を示す「ロートグループ総合経営ビジョン2030」を制定しました。

世界の人々と健康をつなぐ (Connect) ことで、  
世界の人々にWell-beingをお届けし、  
長寿を健康で幸せに過ごすことができる持続可能な社会の実現を目指します。

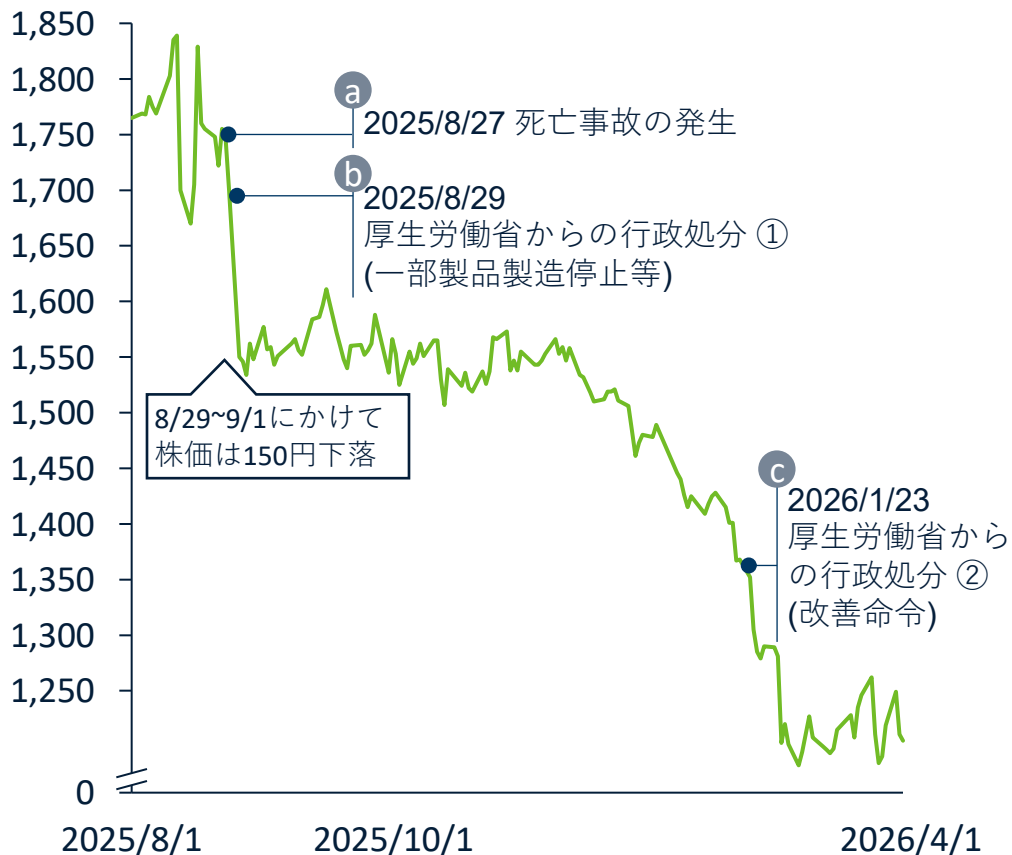
ロート製薬では幅広い人々のWell-beingに向けて、  
~3,000円台の化粧品・目薬等を中心に顧客を獲得。

他方、一定の患者・顧客セグメントしかアクセス  
できない自由診療サービスは、ロート製薬の従来  
のビジョンと乖離があるのではないか

# 重大事故の実例と、資本市場からの制裁リスク (1/2)

コージンバイオ社は、自社製造の自己脂肪由来間葉系幹細胞投与による死亡事故を受け、株価下落を経験

コージンバイオ 株価推移 (終値) ; 円



コージンバイオ製造製品による医療事故・処分詳細

- a 2025/8/27 【死亡事故の発生】  
都内クリニックにて、同社埼玉細胞加工センターにて製造された自己脂肪由来間葉系幹細胞による治療を受けた**慢性疼痛の患者が死亡**
- b 2025/8/29 【厚生労働省による行政処分①】  
当該製品を含む特定細胞加工物等について、**製造の一時停止等の処分**
- c 2026/1/23 【厚生労働省による行政処分②】  
厚労省による同社CPC (細胞培養加工施設) への立ち入り検査の結果、**基準値以上の菌が頻繁に検出されたのに対応を怠る**など管理がずさんであるとし、同省が**改善命令を发出**

## 重大事故の実例と、資本市場からの制裁リスク (2/2)

ロート製薬では過去に製造受託先医療機関での医療事故が発生。自由診療領域では、クリニックでの医療事故が、培養メーカーであるロート製薬全体の価値毀損に繋がるリスクが潜在

### ロート製薬製造製品での医療事故発生

2023年11月、都内クリニックにて、**ロート製薬培養の幹細胞投与**(女性更年期障害及び卵巣機能低下に伴う諸症状改善を目的とした自己脂肪由来間葉系幹細胞治療)を受けた患者の**視覚障害が発生**。

安全未来特定認定再生医療等委員会からロート製薬に対して、**製品を提供しているすべての施設にDMSOのリスク及び投与方法についての注意喚起**を行うことを要請



2024.07.17

【全国紙とテレビが報じなかった話】ロート製薬が製造した「幹細胞」で「両目の視力が一時なくなる」副作用…厚労省はなぜ動かないのか

|||| 現代ビジネス編集部

#### 1回の投与で200～300万円の高額治療

日本が世界でもトップクラスの医療水準を誇るとされる再生医療の業界内で、最近、ある記事が波紋を呼んでいる。

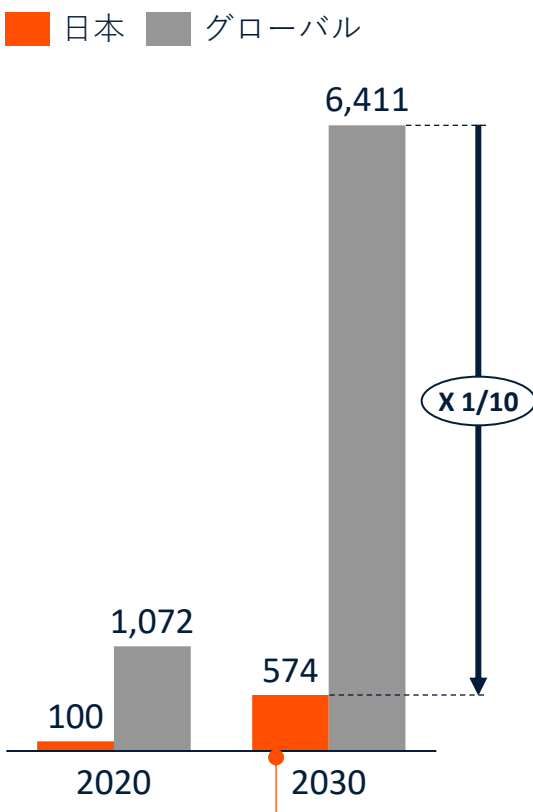
6月1日に共同通信が配信した「再生医療後に一時視力障害 ロート製造細胞、注意喚起」と題した記事がそれだ。自由診療の再生医療の一つである幹細胞治療で、製薬大手のロート製薬（大阪市）が製造した細胞を投与された3人の患者に一時的な視覚障害が発生し、同社が関係医療機関に注意喚起をしたことがわかった、という内容だった。

特に自由診療領域では、クリニックでの医療事故によって、製造・培養メーカーであるロート製薬に対し、再生医療以外も含む企業ブランド価値の毀損や株価下落のリスクを孕む

# CMO / CDMO領域の市場規模・競合環境

国内CDMOは堅調に成長するものの、グローバル対比1/10と市場規模は僅少。既に主要プレイヤーによる寡占市場の中、ロート製薬の実績は限定的であり、製薬企業研究開発担当者への訴求も進んでいない

## 細胞CDMO市場規模推計; 億円



## 主要国内プレイヤーの比較: 各モダリティおよび上市品受託実績有無

| 企業         | 推定CDMO売上 | iPS / ES | 組織幹細胞 | 体細胞 | CAR-T / TCR-T | ウイルスベクター | プラスミドDNA | mRNA | 上市品製造実績                                       |
|------------|----------|----------|-------|-----|---------------|----------|----------|------|---|
| タカラバイオ     | ~80億円    | ○        | ○     | ○   | ○             | ○        | ○        | ○    | なし  |
| NCLi (ニコン) | ~40億円    | ○        | ○     | ○   | ○             | ×        | ×        | ×    | 米Lonza社と提携し、国内向け製品を製造                         |
| J-TEC      | ~30億円    | ○        | ○     | ○   | ○             | ×        | ×        | ×    | なし (AlliedCel社「JB-101」(26年上市予定)の商用生産受託契約を締結済) |
| S-RACMO    | ~30億円    | ○        | ○     | ○   | ×             | ×        | ×        | ×    | 住友ファーマ社「アムシェプリ」を製造                            |
| ロート製薬      | 10~20億円  | ×        | ○     | ×   | ×             | ×        | ×        | ×    | なし (治験のみ)                                     |



数年前にiPS細胞の製造委託に関してロート製薬に問い合わせたが、**製造経験がない**ということで断られた (再生医療スタートアップ研究開発担当)

ロート製薬は**実績があまり見えなかった**ので委託を検討するに至らなかった。また、**GCTPなど安全性準拠の実態もわからなかった** (再生医療企業研究開発担当)

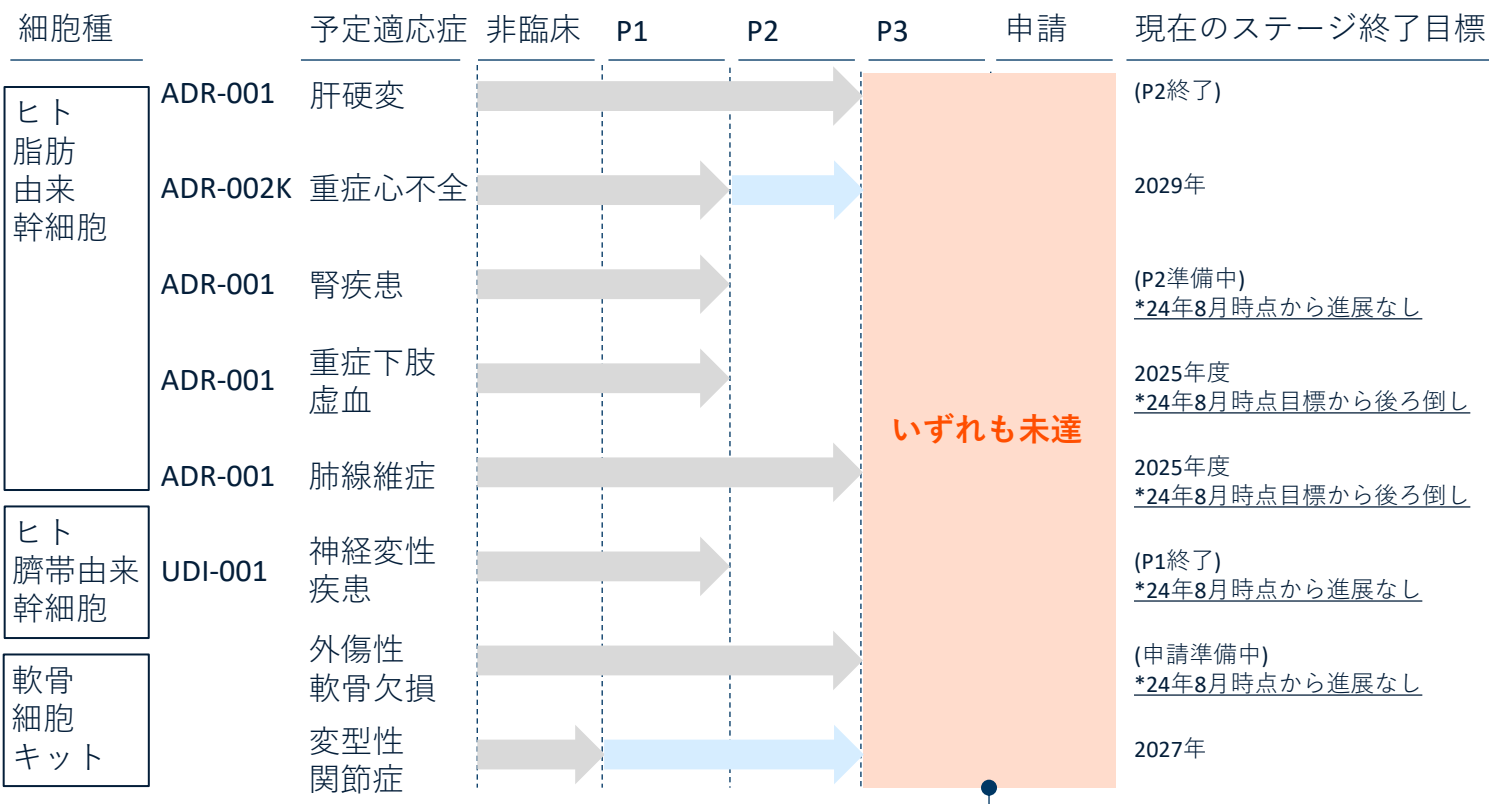


# 新薬上市までの難易度 (1/2) 研究開発パイプライン

2024年8月時点から2025年9月の1年間において、臨床段階が進捗した製品は2製品のみ。P1~2段階で計画が後ろ倒しされた製品も存在する中、高難度なP3から上市までを予定通り実現することは困難ではないか

## ロート製薬のパイプライン

2024年8月時点進捗 → 2025年9月時点進捗



## P3段階の難易度

P3では有効性証明の難易度が高く、さらに開発年数・研究費を要することが想定される

“ P3になると、薬効を見る。既存治療法を対象にして優位かどうかを示すことになり、**示せない**というのが結構出てきてしまっている。

間葉系幹細胞で変形性関節症や軟骨が欠けたものの比較試験をやったが**ドロップアウト**したのも結構多い中、**既存の治療法に勝てないんじゃないか**

- 製薬会社エキスパート

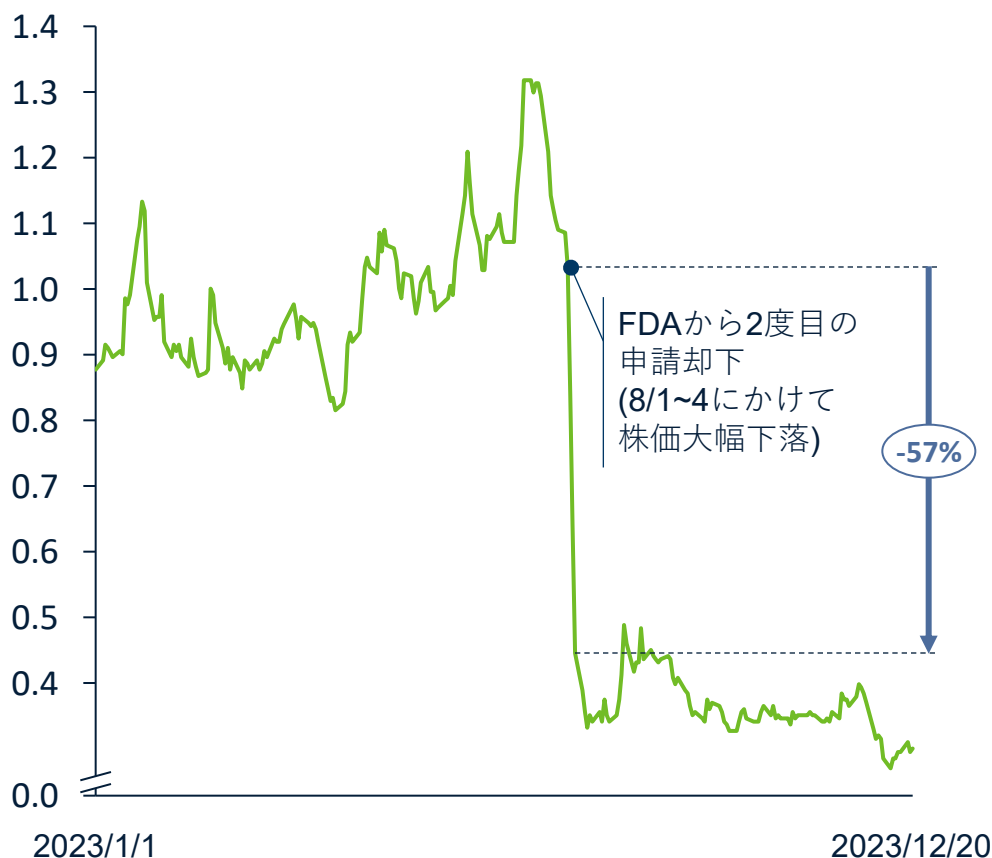
“ P3では、**研究開発費がさらに~100億円**はかかる

- 製薬会社エキスパート

## 新薬上市までの難易度 (2/2) 開発失敗による資本市場リスク

過去、骨髄由来間葉系幹細胞療法開発を行っていた豪Mesoblast社は、FDA申請却下を受けて~60%の株価暴落を経験。ロート製薬についても、今後の開発失敗による企業価値毀損リスクが存在

豪 Mesoblast 株価推移 (ASX 終値) ; AUD



豪バイオ医薬品企業である Mesoblast社は、他家骨髄由来間葉系幹細胞療法をFDA申請。

2023年8月、心疾患系調査データ不足として2度目の申請却下を受け、株価の大幅下落を経験



長期間のリソース投下の末、P3~申請プロセスでの遅延・失敗は、企業価値そのものを毀損する可能性が存在し、リスクが大きいのではないかと

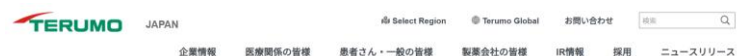
# 上市維持・投資回収の難易度 (1/3)

再生医療製品で厚生労働省からの承認が取れている製品は僅か19品。  
さらに、上市後に販売が停止された製品も存在し、上市継続・投資回収の難易度は非常に高い

## 厚生労働の承認が取れている幹細胞製品19品

| No. | 製品名        | 製造販売業者                | 上市(承認)年                        | 販売停止年 |
|-----|------------|-----------------------|--------------------------------|-------|
| 1   | テムセルHS注    | JCRファーマ               | 2015                           | -     |
| 2   | ハートシート     | テルモ                   | 2015                           | 2024  |
| 3   | ジェイス       | J-TEC                 | 2007                           | -     |
| 4   | ステミラック注    | ニプロ                   | 2018                           | -     |
| 5   | キムリア点滴静注   | ノバルティス                | 2019                           | -     |
| 6   | ネピック       | J-TEC                 | 2020                           | -     |
| 7   | イエスカルタ点滴静注 | 第一三共                  | 2021                           | -     |
| 8   | ブレヤンジ静注    | BMS                   | 2021                           | -     |
| 9   | オキュラル      | J-TEC                 | 2021                           | -     |
| 10  | アロフィセル注    | 武田薬品                  | 2021                           | 2024  |
| 11  | サクラシー      | CynosBio              | 2022                           | -     |
| 12  | カービクティ点滴静注 | ヤンセンファーマ              | 2022                           | -     |
| 13  | ビズノバ       | オーリオン                 | 2022                           | -     |
| 14  | ジャスミン      | J-TEC                 | 2023                           | -     |
| 15  | アベクマ点滴静注   | BMS                   | 2023                           | -     |
| 16  | アクーゴ脳内移植用注 | サンバイオ                 | 2024 (出荷制限条件付きであったが、2025/12解除) | -     |
| 17  | ジャック       | J-TEC                 | 2012                           | -     |
| 18  | アムシェプリ     | 住友ファーマ                | 2026                           | -     |
| 19  | リハート       | Krystal Biotech Japan | 2026                           | -     |

## 上市後に販売停止となった製品



厚生労働省薬事審議会における「ハートシート」の審議結果について  
心不全治療薬として2015年9月に条件・期限付の製造販売承認を取得。  
しかし、上市後の臨床研究結果において当初承認時に設定した**達成基準を満たさず、2024年に販売停止**



海外P3試験において主要評価項目が未達だったことから、欧州での販売停止に続き、**2026年2月に日本国内で販売中止**

## 上市維持・投資回収の難易度 (2/3)

臨床経験が豊富な武田薬品においても、長期間の投資を経て一度は上市を実現した「アロフィセル」について、試験未達による販売中止を経験。再生医療領域における処方薬開発の難度が窺える

### 武田薬品「アロフィセル」の販売停止



第3相 (P3) プラセボ対照二重盲検比較試験であるADMIRE-CD II 試験において、主要評価項目を**達成せず**、**EUでの販売を中止**。それを受け、**日本国内での販売も中止することを決意**

結果として、**740億円の減損**が発生

- 経験豊富な製薬会社においても、P3臨床試験の突破は困難
- P3では、安全性に加えて**薬効証明が必要**であり、薬品承諾や販売の長期継続が困難となる可能性あり
- 結果として、研究開発に数十億円を費やしたにもかかわらず、販売機会の喪失により**減損損失を計上せざるを得なくなる**可能性もある

# 上市維持・投資回収の難易度 (3/3)

特にロート製薬が注力している脂肪由来幹細胞領域は、有効性証明が非常に困難。投資回収は困難を極めると推察され、早期の撤退・縮小を含めて検討すべき

## ロート製薬のパイプライン

| 細胞種       | 予定適応症          |
|-----------|----------------|
| ヒト脂肪由来幹細胞 | ADR-001 肝硬変    |
|           | ADR-002K       |
|           | ADR-001 腎疾患    |
|           | ADR-001 重症下肢虚血 |
|           | ADR-001 肺線維症   |
| ヒト臍帯由来幹細胞 | UDI-001 神経変性疾患 |
| 軟骨細胞キット   | 外傷性軟骨欠損        |
|           | 変性関節症          |

## 脂肪由来幹細胞領域における有効性証明の難易度

特にロート製薬が複数パイプラインを抱えて注力している同領域においては、いまだに小規模臨床中心かつ作用機序が不明瞭であるため、開発は高難度

(脂肪由来幹細胞の肝障害への適応について)  
肝障害の治療において有望な治療選択肢であることを示唆している。しかしながら、その有効性を説得力をもって示すためには、より大規模なサンプルサイズを用いた追加の臨床試験が必要である

- *Adipose-Derived Stem Cells: Current Applications and Future Directions in the Regeneration of Multiple Tissues (Stem Cells Int. 2020)*

脂肪由来幹細胞に関する研究は大きく進展しているものの、依然として解決すべき課題がいくつか残されている。**関連するプロトコルやその取得方法の標準化の欠如、投与量の不統一、各治療群における患者数の少なさ、そして移植片の純度のばらつき**などである。これらの要因により研究間の比較が著しく困難となり、類似した研究であっても結果の解釈が分かれ、議論の余地が残る状況となっている

- *Current progress and limitations of research regarding the therapeutic use of adipose-derived stem cells: literature review (Journal of Umm Al-Qura University for Applied Sciences, 2025)*

アカデミアでも有効性証明の難度が認められている脂肪由来幹細胞領域において、ロート製薬が研究開発投資を進める意義を今一度問うていただきたい

# 推奨事項：メディカル事業に対する見極め

メディカル事業に関する取り組みを改めて資本コストの観点から検証し、早期に事業縮小・撤退を含めて方針を決定すべき

## 現状

- 再生医療事業は市場・競争環境および現在のロート製薬の研究開発状況に鑑みると、勝ち筋が明らかではない
- 既に投資した研究開発費および設備費に関して、**2030年以降の回収の蓋然性は不透明であり、事業継続については「見極め」の段階とされているものの、明示的に事業縮小・撤退の方針は明らかにされていない**

## 推奨事項

事業縮小・撤退、カーブアウト等を視野に入れ、何らかの明示的な基準を設けたうえで、事業継続の如何を客観的に開示し、説明責任を果たすべき

1 スキンケア事業

2 内服・食事業

3 メディカル事業

4 ガバナンス

# Agenda

# 企業価値向上に向けた推奨事項：ガバナンス

スキンケア事業の成長加速・収益性強化、EYSのシナジー発現、再生医療の見極め、創業家経営からの脱却、の4点を通じた、ロート製薬の企業価値向上を実現すべき

## スキンケア事業

### 成長加速と収益性強化：

- ブランド統廃合による資源の選択と集中
- ドラッグストアとの提携強化
- ヘアケアブランドの欧米展開
- マーケティング戦略最適化
- M&Aによる売上拡大

## 内服・食事業

### EYSのPMI・シナジー発現徹底：

- EYSの深圳をはじめとした中国展開

## メディカル事業

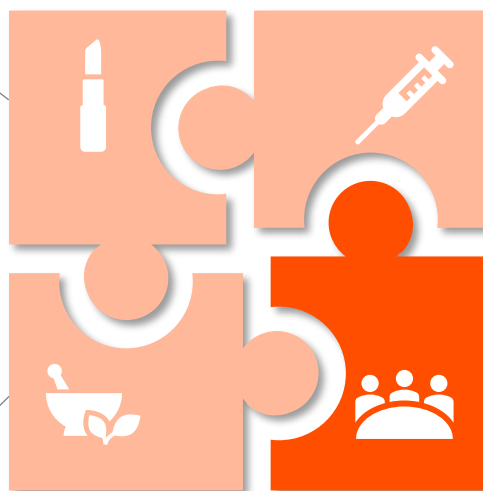
### 資本コストを意識した経営観点からの情報開示・事業見直し：

- 過去の累積投資等の開示
- 定量的な事業性の見極めと、撤退・縮小を含めた選択肢の検討

## ガバナンス

### 創業家経営の終焉による経営体制見直し：

- 山田邦雄会長の解任と、コーポレートガバナンスへのコミットメントの徹底



# 創業家によるロート製薬の株式保有・マネジメント

現在、ロート製薬創業家である山田家の保有株式は~8%に満たない状況であるにも関わらず、これまで会長・社長職は創業家間で代々引き継がれており、創業家が実質経営を支配している状況

## ロート製薬 大株主

| 順位 | 株主名                       | 持株比率 <sup>1</sup><br>(%) |
|----|---------------------------|--------------------------|
| 1  | MFSインベストメント・マネジメント        | 7.6%                     |
| 2  | 山田興産・山昌興産他 <sup>2</sup>   | 7.6%                     |
| 3  | 三菱UFJフィナンシャル・グループ         | 6.8%                     |
| 4  | バンガード・グループ                | 3.8%                     |
| 5  | 野村アセットマネジメント              | 3.2%                     |
| 6  | アセット・バリュー・インベスターズ         | 2.0%                     |
| 7  | 日本生命保険相互会社                | 1.9%                     |
| 8  | ノルジェス・バンク・インベストメント・マネジメント | 1.6%                     |
| 9  | 大和アセットマネジメント              | 1.5%                     |
| 10 | アモーヴァ・アセットマネジメント          | 1.4%                     |
| 11 | ブラックロック・ファンド・アドバイザーズ      | 1.2%                     |
| 12 | オービス・インベストメンツ             | 1.2%                     |
| 13 | 株式会社 百五銀行                 | 0.9%                     |
| 14 | 池田泉州ホールディングス              | 0.7%                     |
| 15 | タワーズワトソン・インベストメント・サービス    | 0.6%                     |

## 歴代会長・社長 遍歴



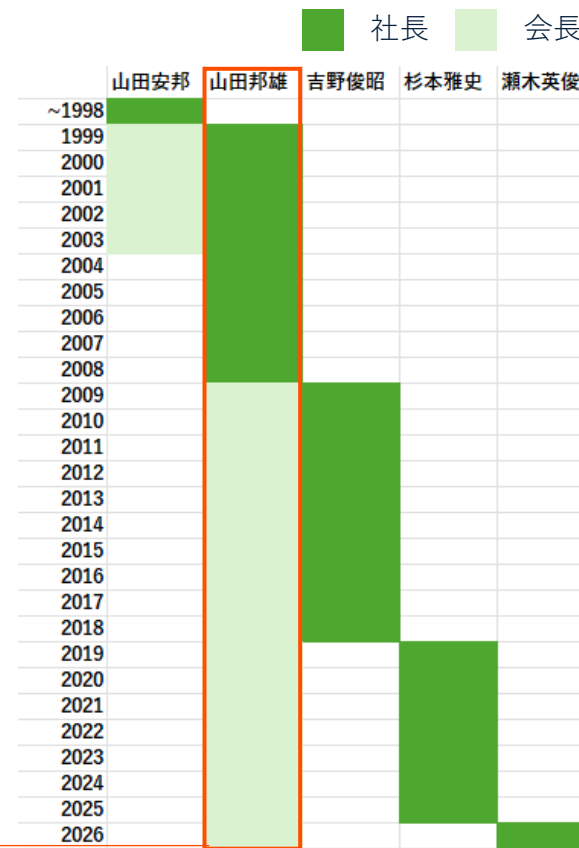
山田輝郎氏  
~1978 社長, ~1982 会長  
V



山田安邦氏  
1978~99 社長, ~03 会長  
V



山田邦雄氏  
1999~08 社長, 現会長



山田邦雄現会長は、1999年以降現在まで27年間、社長・会長職を歴任

1: 2026年4月29日時点

2: 山田興産、山昌興産、山田清子氏の保有株数を有価証券報告書等の開示に基づき合算して記載。ただし、山田邦雄氏の保有株数については直近半期報告書の開示が無く、2025年3月の取締役との対話によれば山田邦雄氏の保有株は資産管理会社に移している可能性もあるとの回答であるとのことであり、上記記載の保有株数からは除外

出典：ロート製薬株式会社有価証券報告書、各社大量保有報告書、その他公衆縦覧に供された資料等を基にAVI作成。ロート製薬従業員持株会は2026年3月期半期有価証券報告書に所有株数の記載が無いため上記リストからは削除

# 東証の要請事項およびロート製薬の対応状況

東証が求める「資本コストを意識した経営」の実現には、収益性・資本コストを考慮した事業ポートフォリオの最適化が不可欠。一方、ロート製薬の再生医療領域では、事業縮小・撤退の方針や基準が開示されていない

## 東証の示す「投資家の目線とギャップのある事例」



東京証券取引所では、2023年3月よりプライム・スタンダード市場の全上場会社を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請

### 投資家の目線とギャップのある事例：

不採算事業の縮小・撤退の検討が十分に行われていない



投資者

日本は、既存の事業をやめられない企業が多いが、収益性が資本コストを継続的に下回っており、改善する見込みもないのに、縮小・撤退しないという判断は説得力が無い

→不採算事業の縮小・撤退（売却・カーブアウトなど）も含めた抜本的な対応を検討すべき

→縮小・撤退に関する方針や考え方を示すだけでも、投資家にとって安心材料となる

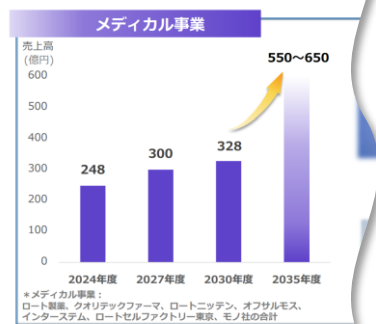
収益性が資本コストを下回る場合、縮小・撤退方針の提示を行うように推奨



## ロート製薬の中計経営計画における再生医療領域に関する目標

### メディカル事業について

コア事業との連動性の高い  
最適な投資バランスの中で収



売上目標のみの開示に留まり、KPIは未開示。売上目標達成の蓋然性が明らかでない

### 資本政策 キャッシュアロケーション(2)

キャッシュの創出力を強化し、成長投資へ  
安定的配当政策の継続による株

| インフロー                             | アウトフロー<br>用途 | 金額      | 方針             |
|-----------------------------------|--------------|---------|----------------|
| 資金調達<br>200億円                     | 設備投資         | 1,000億円 | ■前<br>■中<br>■後 |
| 営業CF<br>(研究開発費控除前)<br>3,300<br>億円 | 成長投資         | 900億円   | ■コ<br>■素<br>■次 |
|                                   | DX/IT投資      | 300億円   | ■1.            |
|                                   | M&A・出資       | 500億円   | ■経             |
| 株主還元                              | 配当など         | 800億円   | ■前<br>■中<br>■後 |

研究開発費の事業別内訳は開示がなく、ROIが不透明

過去10年以上に及ぶ累積投資に対し、収益性・投資回収の蓋然性が明らかではない中、ロート製薬は事業縮小・撤退の方針や明確な基準を開示すべきではないか

# コーポレートガバナンスに欠ける山田邦雄会長の経営思想 (1/2)

山田邦雄会長は、「選択と集中」よりも分散を愛好する経営思想のもと新規事業を拡大しているものの、その撤退基準は設定されておらず、東証の要請する「資本コストを意識した経営」とは乖離

## 山田邦雄会長の発言



### 「選択と集中」の忌避

「**選択と集中**」という経営手法が重視されています。でも、私はこれをあまり認めていません。(中略)企業が新しいことにチャレンジするために、分散は必要だと思うのです  
(日経ビジネス 2025/12/26)



### 撤退基準のない新規事業投資

(新規事業の撤退基準について)  
自然消滅に近いんじゃないか。新しいものをやろうという気持ちはあったが、**手数そのものは私がやりだしてから増えた**。(中略)これが面白そうだなとか何か新しいものというのが基本にはなりませんね。「よそと違うことをしないといけない」という風には思っている  
(News Picks 2025/10/26)



## 東証の掲げるコーポレートガバナンスに関する提言



### 経営資源の適切な配分

【「資本コストや株価を意識した経営」要請の趣旨】  
取締役会が主体となり、持続的な成長のための研究開発・人的資本投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等を推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことを期待



### 不採算事業の縮小・撤退方針の明示

【投資家の目線とギャップのある事例】  
不採算事業の縮小・撤退（売却・カーブアウトなど）も含めた抜本的な対応を検討すべき。  
既存事業の縮小・撤退について、検討状況を具体的に公表するのは難しいケースもあるだろうが、縮小・撤退に関する方針や考え方を示すだけでも、投資家にとって安心材料となる

# コーポレートガバナンスに欠ける山田邦雄会長の経営思想 (2/2)

さらに、中長期の経営計画については、「計画というより見通し」として予算計画へのコミットメントが欠落しており、コーポレートガバナンス・コードにコンプライした発言とは到底認められない

## 山田邦雄会長の発言



### 予算計画へのコミットメント欠如

いわゆる**中期計画みたいなのはうちが全然作ってなくて。**

事業が成功して、結果的にももちろん成長してほしいんですけど、「**何年後になんぼにする**というところから、**どんな事業をしたらいいか**」という、**そういう発想は全然今までやってきていなかった**ので、**結果的にそうなっただけ**であって、意図して積み上げたというタイプではないんですね。

今回出したのはまあそうは言うても何を考えてるのか、ちょっとだんだんうちも大きくなってきて分かりにくいということで。あれも、**目標にするというよりもこのままいろいろ今やってることを続ければまあこれぐらいになるでしょう**という、「**計画**」というよりも「**見通し**」 (News Picks 2025/10/26)



## 東証の掲げるコーポレートガバナンスに関する提言



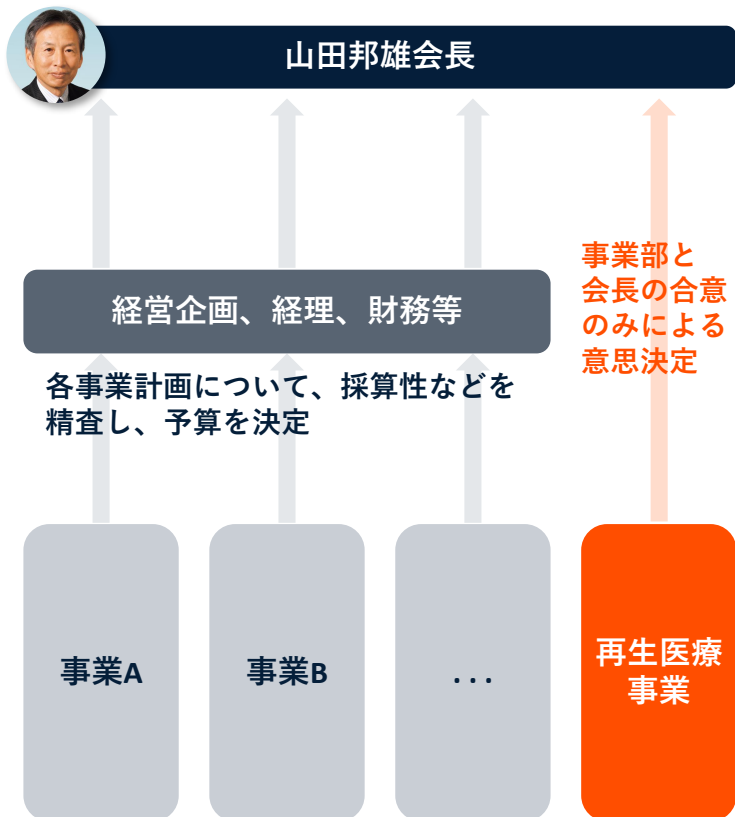
### 中期経営計画へのコミットメント

【コーポレートガバナンス・コード 補充原則4-1②】  
取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。  
仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。

# 山田邦雄会長による専断的な再生医療事業の推進

再生医療事業は、山田邦雄会長の私的経験によって立ち上がった事業とみられ、予算策定は経営企画などを通さず会長・事業部間での合意によって意思決定がなされているとされる

## ロート製薬での予算計画策定プロセス



” 元々、山田会長が自由診療をお受けになったことが背景にあり、慢性疼痛や疲労回復の治療をご自身でされて、効果を実感したので会社でやりたいと。2013年当初は部署もなく、社員数名が進めていた

—ロート製薬元従業員

” 普通は事業部が経営企画などを通して売上見立てを作るが、再生医療は会長の直下。事業として成立するかなど、他部署からの質問は受けず、会長と事業部で意思決定していた。再生医療領域だけは、杉本社長(当時)すら知らないこともあった

—ロート製薬元従業員

山田邦雄会長の独断で事業が推進されており、ガバナンスが効いていない

社員の口コミからは、再生医療への投資に社内でも疑問の声があるとわかる：

再生医療事業に投資をしていて社会性があると理解はできるが、採算性はどうなのか疑問

次の事業の柱がなく、食や再生医療への投資が大きく結果が伴わないのにやめるタイミングを逃している。何がしたいか誰もわからない

# 山田邦雄会長の経営体制に対する社内外からの評価

中央集権的な経営者に関するメディアの特集記事では、役員報酬独占率および在籍年数の項目で100位以内にランクイン。社員からの口コミでは、ワンマン経営への批判も見られる

「独裁経営者・実名ランキング」  
(ダイヤモンドオンライン 2023年)

## 役員報酬独占率ランキング



51位 山田邦雄氏

役員報酬額 19,600万円  
役員報酬独占率 45.3%

## 経営者「トップ君臨年数」ランキング



87位 山田邦雄氏

トップ君臨年数 23.6年



メディア報道においても、山田邦雄会長のワンマン経営が取り上げられている

## 社員からの口コミにおいても会長の経営体制には賛否両論

強いリーダーシップを評価する声もあるが...

トップ(会長)がずば抜けてリーダーシップがあるため、これまで上手く軌道に乗ってやってこれたと思う。どこか社員たちも会長が舵を切ってくれる船に乗っていただければ大丈夫だろう感がある。これまではそれでよかったかもしれないが、今後がどうなるか少し心配である。



ワンマン経営であり、会長の顔色をうかがう文化を指摘する意見も散見される

社風はカリスマ会長のワンマン経営です。会長がYesを出さない限り、社内でのプレゼンは通りません。また逐一相談に乗って仕事を進めなければいけないため、自身の権限で主体的に仕事をできません。



オーナーの顔を見て仕事をする文化にいと成長しない為。オーナーの趣味で事業を広げてる感があり、戦略はない。その為、昔はよかったかもしれないが今は成長が鈍化している。VUCA時代に変化に迅速に対応出来ない組織な為。



# 山田邦雄会長の経営体制を支持する社外取締役

入山章栄社外取締役は、同族経営およびマネジメントの長期在任や、長期目線での新規事業投資を支持し、山田邦雄会長の経営思想と大きく合致。入山氏らが望む現体制を維持するには、上場の意義を再度問われない



入山章栄氏

2019年6月より  
当社社外取締役

## 入山氏の経営思想



### 同族経営およびマネジメントの長期在任を支持

- 「日本で今平均して業績が高い企業は、**非同族企業よりも、同族企業**」
- 「結果を出している限り**経営者は長期政権で構わない**」
- 「日本企業に必要なのは、社長の任期を設けずに、良い経営者であれば長期で粘らせて、イノベーションを起こし、独裁者になったときはすぐにクビにすること」



### CGコードにて経営陣のコミットメントが求められる 中期経営計画を批判、長期投資を支持

- 「3年という期間は、企業戦略をたてるという意味で、**実に中途半端に短い期間**（中略）この3年という中途半端さこそが、**日本企業の成長力を失わせる遠因**になっているのではないか」
- 「新しいものを作るには時間がかかります。**投資したりターンが返ってくるのは、10年後15年後かもしれない**」

→同族経営・長期在任・再生医療への長期投資という山田邦雄会長の経営思想と合致



### では... 上場の意義はどこにあるか

- ロート製薬は、現在**ネットキャッシュ500億円超**であり**株式市場での資金調達を本来要さない**、盤石なバランスシート
- 現在のマネジメント体制および再生医療への長期投資を維持するには、通常、**数年でのマネジメント交代や適切な株主還元・開示等を必然とする上場状態を維持する必要はない**。非上場化も視野に議論されるべき

→社外取締役が独立した監督機能を果たし、上場意義も含めた議論をされているか、再度問われない

## (再掲) 株主提案の要旨

山田邦雄会長による経営体制には、ロート製薬の企業価値を毀損し得る課題を認め、同氏の解任を提案します：



山田邦雄氏  
(ロート製薬創業家4代目)  
1999~2008 代表取締役社長  
2009~現在 同会長



### 再生医療事業への私的な思い入れと 資本コストを度外視した投資

自身の再生医療治療の経験を機に、ノウハウのない新規事業領域において過去13年間、**150~300億円**の投資を断行。未だ収益化の道筋は示されない



### 「選択と集中」からかけ離れた経営哲学

経営資源活用の原則ともいえる「**選択と集中**」を真っ向から否定。「よそと違う」ことを良しとし、**撤退基準を置かずポートフォリオを拡大**



### 中期計画の軽視とコミットメントの欠落

株主へのコミットメントが求められる中期計画について、**2025年に初めて策定・公表したものの、「計画ではなくあくまで見通し」と無責任な発言**

資本コストや株価を意識した経営の観点から、本来の意味での中長期的・持続的な企業価値最大化に資する経営判断がなされるよう、任期満了に関わらず山田邦雄氏の取締役解任を提案いたします

AVIは、山田邦雄会長の解任議案に賛成することが株主共同の利益に資すると考えております。株主の皆様におかれましては、各自の独立した判断により、本議案への賛成の議決権行使をご検討ください。

# 免責事項

- 本資料（本資料に含まれるすべての情報を含みます。以下同じです。）は、ロート製薬株式会社（以下「当社」といいます。）の株主に対して情報を提供することを唯一の目的として作成されております。アセット・バリュー・インベスターズ・リミテッド（以下「AVI」といいます。）は、当社の株主であるAVI JAPAN OPPORTUNITY TRUST PLC（以下「AJOT」といいます。）の資産運用管理者です。
- AVIは、英国の金融行為監督機構（FCA）の認可および規制を受けており、また、米国1940年投資顧問法に基づき投資顧問として米国証券取引委員会（SEC）に登録しております。
- 本資料は、英国FCAが定めるプロ顧客および適格取引先のみを対象としております。
- 本資料は、当社の事業およびガバナンス体制に関するAVIの見解、解釈または評価を掲載したものであり、AVIはあくまでAJOTの資産運用管理者としてのみの立場からこれらの見解、解釈または評価を述べております。
- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、証券もしくは商品または関連するデリバティブ商品の購入または販売を勧誘するものではありません。また、本資料は、法律、会計、税務、財務または投資に関する一切の助言を含むものではありません。
- 本資料は、2026年4月30日時点において当社および当社の競合他社が公表する有価証券報告書等、計算書類その他の公衆の縦覧に供されている公開情報ならびにAVIが独自に収集した情報に基づき作成されたものであり、本資料における前提条件、仮定その他の記載の内容に関してAVIが対外的に意見を表明するものではありません。
- 本資料は、上記公開情報が正確かつ完全なものであることを前提として作成されております。AVIは、本資料に記載されている情報の正確性、完全性または信頼性に関して、明示・黙示を問わず、いかなる表明または保証もいたしません。また、AVIは、直接的であるか間接的であるかを問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかを問わず、本資料に関連して一切の責任または負担を負いません。
- AVIは、上記公開情報および上記公開情報を基に設定された前提条件の合理性・妥当性などについて独自に検証する義務を負うものではなく、その他一切責任を負うものではありません。
- 本資料は、議決権の代理行使を勧誘するものではなく、また、共同して株券等を取得し、もしくは譲渡し、または株主としての議決権その他の権利を行使することを勧誘または要請するものでもありません。
- AVIは、自らまたはその関係者が当社の役員に就任すること、当社の事業や資産の譲渡または廃止を、自らまたは他の当社の株主を通じて、当社の株主総会に提案すること、および当社の事業に係る秘密技術関連情報にアクセスすることのいずれも意図しておりません。また、AVIは、当社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを意図しておりません。
- 本資料に記載された内容および情報について、英語版と日本語版の間に齟齬または矛盾が存在する場合、別途の明示がない限り、日本語版の意味が優先します。
- 本資料に記載された内容および情報は、予告なく変更または更新されることがあります。