

## 3143 オーオイル

2012年3月1日

ジャスダック

### ポイント

- ・2013年3月期の業績についても、引き続き拡大が見込めよう。主力の3部門である食品副原料(飲料用ビタミンCなど)、乳製品(殺菌乳)、農産物・同加工品(紅茶、トロピカル果肉など)の市場開拓が進み、採算も改善していることによる。また、アイスクリームの製造販売についても、黒字化にのせてこよう。
- ・2012年3月期3Q累計の業績は順調であった、通期の営業利益で4億円は十分達成できよう。当期純利益が同-23%となるが、これは前年度の子会社買収に伴い発生した負ののれんの上乗せ効果が無くなることに加え、一時的な特損(貸倒引当金、クレーム補償費)が発生したことによる。
- ・2011年3月期は、「やさしいあいすくりーむ」のサンオーネスト社を買収し、これによって連結決算がスタートした。この製造子会社の業績改善はやや遅れており、黒字化は2013年3月期に持ち越しとなろう。販売及び生産効率の向上にもう一段取り組む必要があり、その手を打っている。
- ・オーオイルは食品原料を主力とする商社である。社員数93名(グループ合計)と小規模であるが、飲料用のビタミンC、缶コーヒーやお菓子用の殺菌乳、飲料やデザート用のマンゴー加工品では、取扱量で日本No.1である。また、社員の女性活用も進んでいる。
- ・これらの主力分野のシェアをさらに高めるとともに、第2、第3のトップ商品を育てようとしている。大手商社と競合するのではなく、独自の専門性ときめ細かなサービスを特色とする提案型複合機能商社を目指している。シンガポールに現地法人を設立し、アセアンの市場開拓にも力を入れようとしている。
- ・中期的な経営目標では、現在の2倍規模の年商500億円をターゲットに置いている。経常利益では15億円程度を目指すことになろう。今の延長でみると、経常利益5億円は十分射程内にあるが、その先は人材の育成とアジア市場の開拓などが必要になろう。一定の努力は必要であるが、コアビジネスを軸に、配当利回りで5%台が見込めるので、この点に着目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 目次

1. 特色 大手に真似のできない提案型商社を目指す
2. 強み ビタミンC、殺菌乳、マンゴー加工品で業界トップ
3. 戦略 市場創造に向け機能を複合化
4. 当面の業績 2013年3月期の営業利益は過去最高へ
5. 中期経営方針 年商500億円に向けて
6. 企業評価 配当利回りの高さに着目

## 企業レーティング B

株価 (12年2月29日) 563円 時価総額 19億円 (3150千株)  
 PBR 1.28倍 ROE 15.9% PER 8.1倍 配当利回り 5.3%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	税引き利益	EPS	配当
2006.3	17311	235	494	253	106.6	8.3
2007.3	18873	308	333	148	51.9	16.7
2008.3	21888	371	401	217	72.4	23.3
2009.3	22261	408	371	137	44.9	30.0
2010.3	24529	284	297	143	45.5	30.0
2011.3	25381	279	278	181	57.6	30.0
2012.3(予)	26500	400	400	140	44.4	30.0
2013.3(予)	27500	450	450	220	69.8	30.0

(11.12ベース)

総資産 7544百万円 純資産 1387百万円 自己資本比率 17.8%

BPS 440.4円

(注) ROE、PER、配当利回りは2013年3月期予想ベース

05年12月に1:2、08年7月に1:300の株式分割を実施。08年3月期以前のEPS、配当は修正ベースで表示。2008年11月に上場。

11年3月期より連結ベース、それ以前は単独。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 1. 特色 大手に真似のできない提案型商社を目指す

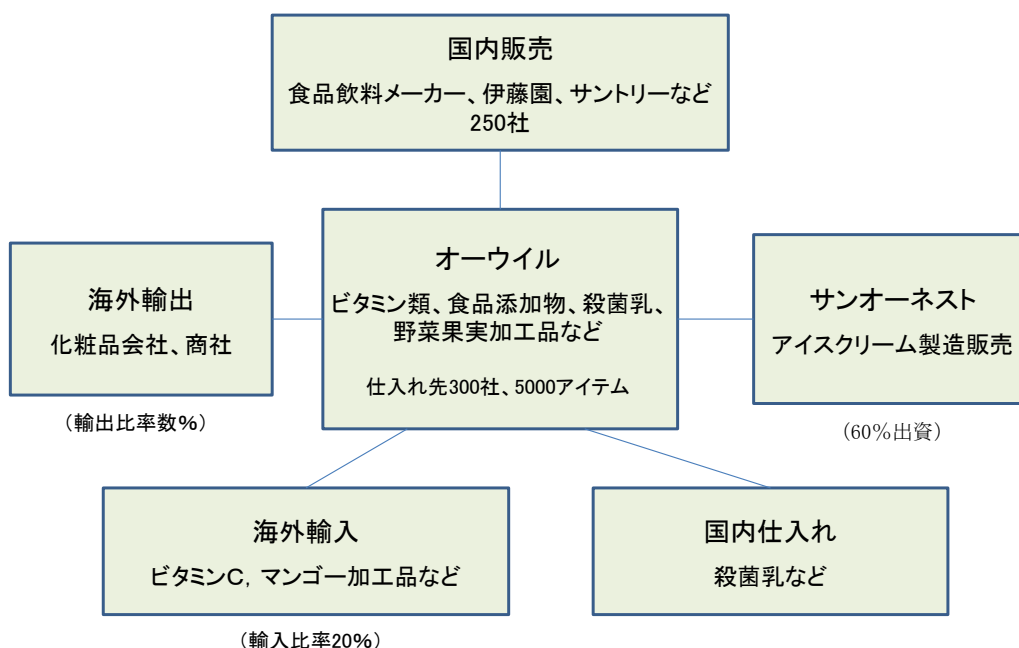
### 食品原料が主力

1986年に設立された食品原料の取り扱いを主力とする商社である。飲料に使うビタミンC、缶コーヒーやお菓子に使う業務用の殺菌乳、ジュースや果肉用のマンゴー加工品では、いずれも日本No.1の取扱量を誇る。また、社員の40%が女性と、その活用が顕著である。2010年にアイスクリームのサンオーネスト（社員21人）が加わったことで、グループの社員数は93名となった。

オーナーの小口社長は商社で経験を積んできたが、満を持して独立し、今の会社を創業した。前の会社の商売を持って出たといわれぬように、ゼロから今の企業を作り、食品、飲料メーカーとの付き合いの中からビジネスを拡大してきた。

当社は大手商社と競合するボリュームゾーン(量の多い市場)を追いかけていくことはしないで、ニッチ(隙間的)な市場でトップをとっていきこうとした。そのためには、大手をしのご専門知識が必要であり、きめ細かな対応も求められると認識している。これを実践していくのが基本方針である。

### オーウイルの事業の流れ



売上内訳をみると、食品、食材で全体の8割以上を占めるが、自社を食品商社とは限定していない。取扱分野では、飲料原料のウェイトが高いが、ここに軸足を置きながら、さらに商品を広げようとしている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

取引先の8割は大手飲料・食品企業で、販売する得意先は250社、仕入先は300社ほどある。大口取引先は伊藤園（売上比10%）、サントリー（同10%）などである。

## 戦力の集中

基本は売上を追うのではなく、利益を確保することに重心をおいて、戦力の集中を図っている。海外からの仕入れは局地戦ともなるが、当社は特定の分野で負けない強さを発揮している。調達力でいえば、世界20カ国に40カ所の調達基地をもち、国内仕入先を含め300社の5000アイテムを扱っている。

海外は面でもとらえている。調達先はアジアを中心としながら、北半球でも、南半球でも地域は限定せず、くまなくあたっている。食品は季節性があるので、安定調達という点では、北、南のバランスが必要になるからである。

南ア、オーストラリア、中南米（メキシコ、コスタリカ、チリ、アルゼンチン）などの地域は可能性に富む。ただ、面白い原料があるからといって、それをそのまま持って営業にいてもビジネスにはならない。一定のボリュームになるかどうかを見極めながらビジネスを検討している。それを使って、こういうことができるという、商品化の提案を見せることが重要である。この提案ができる商社を目指している。

当社の取扱商品は一定の量的裏付けがあり、しかも加工食品であることが前提である。当社は、生鮮食品は取り扱わない。品質の維持という点で全く違うノウハウを必要とするからである。小口社長は当社を創立する前の商社で医薬品の中間体も扱ったことがあるので、品質の絶対維持には強い信念を持って、マネジメントにあたっている。現地で加工して、日本に持ってくるので、その品質管理が重要であり、トレーサビリティ、つまり生産地から消費地までの調達ルート、履歴の透明性が問われる。因みに、当社は日本でトレーサビリティという言葉が出てきた初期段階から対応を行っている。

## 人材の活用に注力

オーウイルの創業者である小口社長は、約40%を所有していた当社の持ち株を資産管理会社であるビアンナに移した。小口社長の持ち株比率は39.69%（2011年3月末）から9月末には2.86%となった。オーウイルは親族経営を行っていないので、将来は所有と経営の分離が進むことになろう。

当社は、社員の4割が女性で、女性を営業、開発にも活用している。開発とは、原料を仕入れて、そのまま売りにいくのではなく、フードプランナー等といろいろ協議して、先方の商品化に役立つような案件に仕上げて、提案していく。原料を使って商品を提案するプロセスが開発であり、この提案力を高めることに力をいれている。これが当社の目指す提案型商社である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

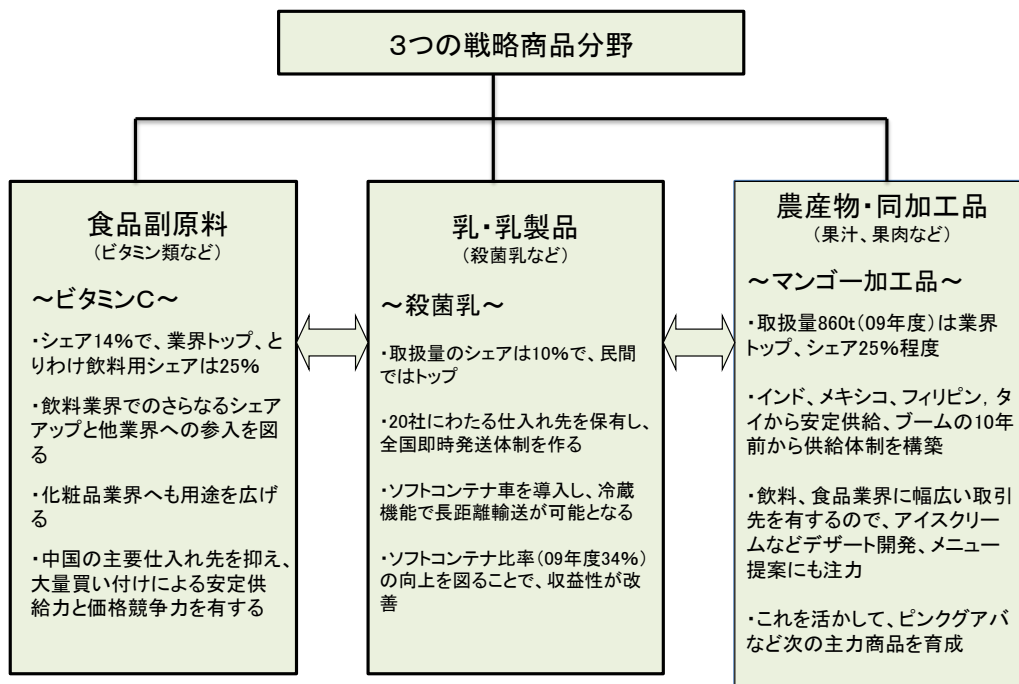
## 2. 強み ビタミンC、殺菌乳、マンゴー加工品で業界トップ

### ビタミンCは食品以外にも展開

ビタミンCの国内における取扱シェアは14%前後(飲料用向けではシェア25%)である。大半を海外から輸入しているが、このシェアを将来は30%以上に持っていきたいと考えている。3分の1のシェアをとるとプライスリーダーになれるからである。そのために同業他社と連携して互いの調達力、販売力を生かすという工夫も行っている。ビタミンCの9割は中国(主力4社)で生産されており、そのうちの複数社から当社は調達している。

ビタミンCは、かつて大手医薬品メーカーが市場を独占していたが、プロダクトミックスの効率化という観点から業界再編成がおり、一次問屋の1社であった当社に流通再編のチャンスが訪れた。ビタミンCの原料はトウモロコシであるが、その生産が中国にシフトする局面で、日本の品質に合うところを確保し、トップシェアを握ったのである。今後ともシェアをのばし、将来は3割をとりたいと考えている。

### オーウイルの主要事業



(注)当社は食品副原料(売上構成比32%)、乳及び乳製品(同21%)、飲料製品(同26%)、農産物及び同加工品(同10%)、FC事業(同3%)、その他(同7%)で事業を展開(2010年度ベース)。

業界でのビタミンCの需要をみると、飲料向けが55%、化粧品、医薬品などのファインケミカル向けが45%である。当社も飲料用だけでなく、それを精製して、化粧品などのフ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

アインケミカルなどにも市場を広げつつある。現在、ビタミンの専門家を顧問として招聘し、食品以外の分野にも一段と力を入れようとしている。

### マンゴーはアイスクリームにも拡大

トロピカルフルーツの1つであるマンゴー加工品では、濃縮汁・ピューレはジュース用に、果肉はデザート用に利用している。マンゴー加工品も業界トップである。ただ、生のマンゴーは取り扱っていない。農産加工品なら、いつでもどこからでも調達でき、品質劣化のリスクを低減できるからである。マンゴーは産地によって品質特性がかなり異なる。当社はインド産のアルフォンソを輸入している。ジュース用としては濃縮汁・ピューレが適しており、シロップ漬けの果肉としては、メキシコ産のケントがよいなど、品種はさまざまである。メキシコ産の果肉は、デザートやヨーグルトに使用している。フィリピン、タイ、コロンビア、ペルーからも用途によって輸入している。

日本におけるマンゴーの加工品取扱高 3000 t の内、当社は 750 t を握っており、その規模はトップである。マンゴーは一時のブームが過ぎて、輸入量が減ってきた。当社も減っているがシェアは変わっていない。当社はいいものを扱うことをモットーとしており、用途はまだ広い。需要は回復傾向にあり、今後はアイスクリームにも一段と力を入れていく。

### 殺菌乳では独自の全国供給システムを構築

殺菌乳は基本的に生乳なので、海外から輸入品は入ってこない。その中で、大手商社もまねのできない、確固たる調達ネットワークを築き、独自のデリバリーシステムを構築したことが強みとなっている。

殺菌乳の国内シェアは 10% と、業界トップである。殺菌乳では、近年冷蔵装置付のソフトコンテナを導入し、これによってシェアを伸ばした。もともとは缶コーヒーにコクを出したいということで、粉ミルクではなく本物の牛乳を使うことを提案し、これを扱う仕組みについて北海道地区を始めとする国内 20 社の乳業メーカーと作ったことによる。この仕組みは全農を除けば、民間トップで全国をカバーできるのは当社のみである。

乳牛は気温が 30℃ を超えると、乳を出さなくなる。夏場の供給はタイトになり、かつては 9 月の学校給食スタート時が課題であった。全国乳業メーカーと連携し、独自の供給システムを作った。缶コーヒーやパン、お菓子など業務用の殺菌乳は、これからもシェアを上げていけよう。この独自ソフトコンテナの比率を更に高めていく計画である。

### 稼ぎ頭は食品副原料、殺菌乳と農産加工品

FC は東京の大手町でコンビニのフランチャイジー(加盟店)をやっており、末端の食品飲料動向を把握しようというものであり、本業の商社とは少し性格が異なる実験店である。飲料製品はコンビニや量販店などに PB (プライベートブランド) の商品を出しており、い

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

いものを作ってはいるが利幅は低い。

農産物・同加工品は、粗利益率は高いが、販管費で先行投資にお金をかけていた。次の商品開発に向け、人材を投入しているからである。それが効果を見せ、果肉ヨーグルトやデザート用などに新規開拓が進み、利益貢献度を上げている。

現在の稼ぎ頭は食品副原料、乳及び乳製品である。ここが好転してくると、収益性は高まってくる。トップ商品のビタミンCは年商15億円、同じくトップで採算の極めて良いマンゴーは年商3億円、同じく業界トップの殺菌乳は年商40億円程度であり、全体で売上高の2割以上を占める。

売上高の4分の1を占める飲料製品は、コンビニ向けのPB商品などを取り扱っている。PB商品はナショナルブランドよりも価格は安いので、納入価格面からみて、収益性は低い。しかし、ここにも当社の副原料をいろいろ使っているため、副原料で一定の収益を上げていると見てよい。

#### 卸売の主な内容

(%)

卸売の内訳	売上構成比	利益貢献度	主な品目(アイテム)
食品副原料	32	○	ビタミン類、クエン酸など
乳及び乳製品	21	○	殺菌乳、缶コーヒー用生クリームなど
飲料製品	26		各種飲料製品、PB飲料製品
農産物及び同加工品	10	○	紅茶等茶葉、マンゴー加工品、果汁類、アイスクリーム
FC事業	3		コンビニエンスストアのフランチャイジー
その他	7		飲料製造用の資材、窒素、珪藻土(ろ過材)など

(注)○はセグメントの営業利益に貢献、2010年度ベース。

### 3. 戦略 市場創造に向け機能を複合化

#### 物流とメーカー機能を志向

食品原料の広がりを目指し、次の新市場を開拓しようとしている。これまでは食品原料に特化してきた面はあるが、これをもう少し多角化しようとしている。飲料原料だけではなく、お菓子やデザート分野にも食材を広げようとしている。

また、当社は複合機能商社を目指し、その一環の商社機能として、1)輸送(物流)を持ちたい、2)メーカー機能を持ちたい、と以前から考えてきた。

メーカー機能としては、2010年6月に静岡県沼津のアイスクリーム企業(サンオーネス

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ト)を買収した。アイスクリームへのこだわりをもつその企業のオーナーは、美味しいアイスクリームを作っていたが、マネジメントの方はうまくなかった。民事再生のスポンサーに当社が名のりを上げ、今回傘下に入れたのである。1億円ほど投資し、運転資金も用意した。大手乳業メーカー出身のOBも顧問として招聘し、経営の軌道化を図ってきた。アイスクリームにこだわりのあるオーナーは今でも一部長として働いている。ハーゲンダッツより美味しい、スーパープレミアムアイスクリームとして売り出している。

輸送機能では、輸送の内製化があげられる。当社は殺菌乳を年間3万tほど取り扱っており、この輸送をアウトソーシングしている。当社の荷物を最優先するという観点では、輸送車を当社が所有し、それをベースにマネジメントしていくという方策も検討に値しよう。

### 買収したアイスクリームが好評

アイスクリームではサンオーネスト(持株60%占有)を子会社化した。オーオイルとしては、食品原料を主力とする商社として、事業の広がりが出せると判断した。当社の専務を社長で送り、アイスクリームを得意とする大手企業から人材をスカウトし、指導に入った。

オリジナルブランドを作るという明確な方針のもと、現場の女性だけで新しいアイスクリーム作りに臨んだ。それが2010年11月に静岡県主催の「ふじのくに新商品セレクション」という物産展で、さまざまな物産がある中、他の金賞11点を凌いで、No.1の“最高金賞”(静岡県知事賞)を受賞した。商品名は「やさしいあいすくりーむ」、静岡県内で生産させた低温殺菌乳を主原料に使い、卵は放牧卵など食の安全にこだわり、体に優しい健康に配慮された商品であるということが評価された。

大手百貨店や高級ホテルでも取り扱いが始まった。高島屋の夏のお中元のアイテムの中にも取り上げられるなど、「やさしいあいすくりーむ」のブランドは少しずつ広がりつつある。全国にアイスクリームメーカーは300社と数多いが、その中でスーパープレミアムの‘やさしいあいすくりーむ’で市場を開拓していく計画である。

2010年に買収したアイスクリームの子会社が連結対象として入った。セグメントについても、商社としての卸とアイスクリーム製造、販売会社、及びその他(CVSフランチャイズ事業)としての部門の3つに分けられた。アイスクリームの会社は直販もあるが、大半は卸を通じて売るようにするので、部門の売上は表面上さほど大きくはならない。

アイスクリームの会社、サンオーネストは買収後、工場の設備にかなり手を入れて効率化を図った。この会社の取り引き先も見直し、不良な取引先とは手を切った。よって目先売上は減ったが、新しい取り引き先を開拓していくので心配ない。

2011年3月期は部門として9カ月で売上高3億円、営業利益は43百万円の赤字であったが、2012年3月期は単体ベースで売上高4億円、収支トントンを目指しているが、今のところやや苦しい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

サンオーネストのアイスクリームの販売は総てオーウイルを通してしている。売上高は予想通りであったが、新しい引き合いに対して、試作品を作っていると、これがコスト面では負担となる。うまく販売に結びつけていくことが必要である。中期的には売上高10億円を目標に5~10%程度の営業利益率を目指している。

#### 4. 当面の業績 2013年3月期の営業利益は過去最高へ

##### 2012年3月期は主力3部門が好調

2012年3月期の3Q累計までの動きを見ると、数量的には伸びているが、円高の影響のあり、金額としては今一つである。但し、採算は確保しているので、営業利益としては順調に推移している。

在庫はやや高い。3月末に向けてもう少し絞り込んでいく方向にある。ただ、不良在庫があるわけではないので、特に問題はない。

アイスクリームについては、多少赤字が残る。新製品対応では選択的に作っていくので、コスト削減が効果を上げつつある。食品副原料は売上減、利益増というパターンである。

##### 3Q累計のセグメント別業績

(百万円)

	2010.12(3Q)		2011.12(3Q)	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益
卸売事業	19597	204	20361	352
製造販売業 (アイスクリーム)	—	—	322	-14
その他 (コンビニFC)	634	na	460	-1
合計	20231	204	20795	321

(注) 製造販売業は2010.9(2Q)よりスタート

10.12のその他の利益はna(非公表)、卸売事業に合算

営業利益が予想を上回って大幅に好転した要因は、当社の3大収益源である食品副原料、乳及び乳製品、農産物及び同加工品がいずれも内容的に好調だったことによる。副原料では、ビタミンCが増えた。需要増に加え、為替・在庫の関係で前年同期に原価高であったものが、かなり改善して取り戻した。乳関連では、殺菌乳で取引が増えたのに加え、生クリームや練乳、発酵乳向けなどの乳製品が既得意客に伸びた。農産物では、紅茶用の茶葉が好調で、果汁でも新規の取引が増えている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

乳製品は、新しいユーザーの取り組みが寄与して、売上げ、利益とも伸びている。ただ、既存のユーザーで当社の製品ではない安いものを使う動きもあったので、この点は少し影響した。農産物では飲料用の紅茶が伸びた。一部の既存ユーザーで売上減があったが、それを紅茶でカバーし、全体的にも伸長した。

飲料製品は、PB（プライベート・ブランド）製品を取り扱っている。当社はいくつかの有力企業のPB飲料の企画・卸売を担当している。ナショナルブランドと遜色ない味を提供するので、品質の高さは評価されているが、利幅は少ない。但し、この飲料に使う原料は当社が取り扱っているものなので、その面ではプラス効果がある。

コンビニのFCは、am/pmからファミリーマートに変わったが、東京の大手町界限で、この2月にもう1店出店して、4店となった。収益的には黒字を確保していけるので問題ない。

当期純利益は、主力ではない商品の取引に伴う貸倒引当金と、原材料の誤配送に伴うクレーム補償金によって特損が出たため、その影響を受けた。具体的には、貸倒引当金83百万円、クレーム補償金76百万円の合計159百万円の特別損失が発生した。当社は商社として堅実な取引をしているので、今回のようなことはこれまで全くなかった。取引先のチェック、取扱商品のデリバリーのチェックなど、社内体制はすでに十分見直しているのので、今後は平常化しよう。

### 2012.3期2Q累計のカテゴリー別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2010.9	2011.9		
	売上高	売上高	売上構成比	前年同期比伸び率
食品副原料	4518	4564	31.1	1.0
乳及び乳製品	2527	3075	21.0	21.7
飲料製品	3871	3619	24.7	-6.5
農産物及び同加工品	1390	1743	11.9	25.4
FC事業	430	303	2.0	-29.5
その他	1077	1359	9.3	26.2
合計	13814	14666	100.0	6.2

### 2013年3月期は営業利益でピーク更新へ

2013年3月期については、①主力の3分野を軸に収益の柱はしっかりしている、②アイスクリームなどの赤字がなくなる、ということで営業利益では増益を確保できよう。当期

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

純利益は、2012年3月期に発生した特損はなくなるので、平常化してこよう。

業績が好調である一つの要因に、当社の取引先が広がってきている効果もある。当社は品質にシビアにこだわっており、品質管理課において、営業全体のサポートに当たっている。ユーザーは近年特に食品の品質に注意深くっており、ここでの信用が極めて重要になっている。その意味で、当社の収益力は底上げされつつあるとみてよい。

アイスクリームの業績改善については、黒字化の目標は1年遅れることになるが、概ね見えてきた。2010年の6月に買収して、春夏の売上は上がってきたが、生産におけるロスも発生した。多品種生産の段取り替え、新製品対応の試作品作りなど先行投資が必ずしも効率アップに結びつかなかった。結果として固定費負担をカバーできなかった。

2013年3月期については、得意分野の伸びる余地はあるし、不採算部門の黒字化も進むので、会社全体として経常利益では5億円が1つのターゲットになろう。

### セグメント別業績

(百万円)

	2011.3		2012.3(予)		2013.3(予)	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
卸売事業	24524	324	25850	425	26800	450
製造販売業 (アイスクリーム)	215	-43	350	-25	400	0
その他 (コンビニFC)	830	0	700	0	750	0
合計	25381	279	26500	400	27500	450

(予)は担当アナリスト予想。

### 市況と需要の変動への対応

猛暑になると副原料及び飲料製品は数量的には大きな伸びを示すが、円高になると実質的な市況下落に加えて、円安時の在庫販売による収益悪化が響いてくる。暑いと飲料の需要は増えるが、無糖(止渴)飲料が伸びるので、当社がより得意とする果汁や殺菌乳は不利になる。この傾向が大きく表れると、プロダクトミックスがよくない方に働くこともある。

海外から仕入れる原料(ビタミンCやマンゴーピューレなど)は期間契約をベースに1~2カ月前に発注し、為替予約も入れる。急激に円高が進むと、販売ベースでは実勢に見合っただけで値下げが要求されるが、入ってくる仕入れは高いレートのものである。この実質負担が収益にマイナスとなることがある。

副原料のビタミンCは無糖飲料にもいろいろ使われる。数量が伸びても為替次第で市況

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

が変動する。シェアを守るために、価格面で対応すると、全体の採算は下がる。為替の影響については、ドルに対する円高（ユーロ建てはほとんどない）はマイナスに効く。マージンは率(%)で決まるので、金額が減るとそれに見合ってマージン額も減少するからである。

当社は輸入原料を安定供給するために、1~2ヶ月のバッファ（在庫）を持っている。円安時に仕入れたものが、急激な円高になると、販売価格は円高を反映してすぐに下がるが、仕入れは為替予約してあるので、その差額が収益にマイナスとなる。しかし、為替が安定して仕入れ在庫がはげれば、収益は戻ってくる。

下期は当社の得意とする乳製品や果汁は、需要も市況も好転する。暑さで上期に低調であった殺菌乳は缶コーヒーへの需要などもあり、下期はかなり戻ってくる。上期と下期で比較すると、当社の売上高は55対45で、季節的にはやや上期の方のウェイトが高い。円高の影響については、今のところ直接的にはほとんどない。仕入れに当っては、長期契約を結んでおり、その8割は為替予約をしている。残りの2割は担当者が判断して直接に対応している。

最近の乳製品の原料高についても当社への影響は少ない。業界では粉乳が不足しているという話も出ているが、当社が扱っている殺菌乳はユーザーの生産計画を勘案して、原料メーカーと仕入れ量、価格について長年の信頼関係に基づく十分な対応を図っているからである。

### 大震災の影響を克服し、3本柱を重点拡販

昨年の大震災の影響では、飲料メーカーは生産計画の見直し、新商品の発売についても3月から先送りした。この影響が当社にも出て2011年3月の売上げには数億円の影響が出た。

しかし、4月以降は大きく好転した。2012年3月期について、5~6月から夏場の需要を見越して増産に入った。また、1社購買の不安から、既存取引先からも新規飲料原料を購入したという話もきて、プラスの面もある。

殺菌乳、ビタミンCなどの副原料、果肉などの農産加工品の3本柱を重点的に拡販してきた。原発事故の直接的な影響は全くない。殺菌乳は全国20社超から仕入れており、原発の影響はきちんと避けている。また、当社では生鮮食料品は取り扱っていない。農産物加工品であって、輸入品、国内品とも、果肉のように加工されて品質が安定したものに限っている。

殺菌乳は全農以外では全国No.1である。殺菌乳についても、ソフトコンテナを用いて、冷却装置付きで運用しており、北海道からでも十分届けられる。2010年は猛暑によって缶コーヒー用などで需要が減ったが、2011年は取り戻している。

飲料の副原料であるビタミンCも2010年猛暑で数量は大幅に伸びたが、単価が下がってその影響を受けた。その後市況も戻しており、採算はいい方向にある。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

農産加工品は顧客開拓が進み、新規取引先が増えている。ヨーグルトの中の果肉や、果肉入り果汁、デザート用など、主力のマンゴー以外にも当社の品質の良さが認められて市場開拓が進んでいる。

飲料用では中堅飲料メーカーに市場開拓が進んだ。農産物・同加工品では大手乳製品メーカーとの新規の取引がトロピカル果肉等で始まったことによる。乳製品では飲料用の殺菌乳を全国から調達できる力が評価された。高い品質と安定した供給力が取引の拡大に結びついている。

最も注目したい点は、ここ2年ほど力を入れてきた新規顧客の開拓が進んできたことである。当社と取引が始まれば、安定した供給体制が信頼され、取引量も増えていく公算が高い。

## 5. 中期経営方針 年商 500 億円に向けて

### 海外展開が鍵

食品関連ビジネスは、少子化、人口減少で国内の需要は長期的には減って行く方向にある。しかし、健康志向が高まる中、他社にない商品や機能を持つことによって、新市場を開拓し、シェアを高めていく余地は十分ある。食品はリピート性が高いので、安定的な需要が見込めるのも魅力である。

当社は4年前のIPO（新規公開）の時に中期3ヵ年計画を作ったが、リーマンショック後を踏まえて、新しい中期経営方針を固めた。

創業からの位置付けでいえば、会社設立から10年を経た年商50億円の時に、1期4年を区切りとする3期12年計画を策定した。第1期のテーマが存続、第2期が内容整備・安定成長、第3期が社会的認知向上であった。この第2期に、内部管理体制に力をいれたので、上場にあたっては3年監査で速やかに対応できた。

今回の方針では、次の世代へのバトンタッチを念頭におきながら、業容の一段の拡大を図りたいと考えている。ポイントは5つで、①M&Aでの飛躍、②海外展開、③世代交代、④人員強化、⑤女性の活用、を軸に実行計画を練っている。

その中で、海外事業展開の拠点作りを進めている。中国については、ビタミンCを仕入れている企業を通して取引はあるが、市場開拓という点では、中国よりもアセアンを狙っている。米国も市場としての魅力があるので、広げていく方針である。海外比率を高める計画なので、輸入はもちろんだが、今後は輸出にも力を入れていく。海外展開では、アセアンに日本のものを供給するという事を考えている。インドネシアなどがターゲットになろう。現地企業とのタイアップ、現地社員の活用が基本である。また、米国への布石も重要となつてこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

海外事業の拡大に向けて、海外事業推進室を設け、担当役員を任命した。現在、当社販売額の2割はビタミン、マンゴーなど輸入品であり、輸出品は、医薬部外品、化粧品、トイレタリー、雑貨など、まだ数%である。基本的には外需の取り込みを中心に事業展開を考えていく。

また、2011年10月にシンガポールに初めて現地法人を設立した。海外との取引はこれまで日本の本社をベースにしていたが、新しい商材や取引先の開拓に向けて拠点を活用していく方針だ。とりわけ、インドネシアなどアセアンでの事業展開の基地にしていくことで、3国間貿易も狙っている。

### 売上倍増を思案

小口社長は、この1~2年が勝負時と考え、経営基盤の強化に力を入れている。1) 若手への世代交代に向けた中期計画の構築、2) 取引先のグローバル化、3) 激戦区ではないニッチな分野で独自性を追求していく。そのための事業提携、M&Aにも前向きであるが、会社の自立性と社員のロイヤリティは大事にして、他に類のない会社作りを目標にしている。

中期的な経営の方向について、基本方針は固めてある。社員を100人体制にもっていく中で、売上高を倍増の500億円に拡大する計画である。

数的なイメージとしては、現在の卸売事業の66人で年商265億円(4.0億円/人)であるから、1人当たり年商5億円として、社員100人で売上500億円が1つの目標であろう。1人当たり年商4億円はすでに実績があり、その後人を増やしてやや下がったが、5億円への拡大は可能であるとみている。

固定費とのバランスで、経常利益は15億円が目標となろう。税引き利益8億円として、PER10倍で時価総額80億円が目途となろう。

## 6. 企業評価 配当利回りの高さに着目

### 原発もTPPも影響なし

当社の取扱商品に原発のマイナス影響は直接的にはない。とりわけ、乳製品関連には風評被害も懸念されたが、当社の殺菌乳は全国20カ所の供給基地を確保しており、福島、栃木、宮城以外から十分調達可能である。

TPP(環太平洋戦略的経済連携協定)についても心配はない。乳製品といっても、当社の殺菌乳は生ものであり、その生ものを海外からそのまま輸入するのは難しい。できるのであれば、既に入っているはずであり、TPPで関税率が下がることに伴う影響は全くないと考えてよい。むしろ、他の食品で輸入がし易くなれば、それはビジネス拡大のチャンスになるかもしれない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 配当利回りは5%台

時価総額 19 億円と小さい企業であるが、かなりの特長をもっている。2 月 29 日時点の株価でみると、PBR は 1.28 倍、ROE は 15.9%、PER は 8.1 倍である。有力顧客をしっかりと掴んでいるので、足元の業績は底堅く、収益構造が崩れる心配は少ない。配当 30 円は配当利回りで 5.3%と高い。

上場企業で配当利回りが 5%を超える銘柄は現在 50 社ほどあるが、ROE が 10%を超え、業績も安定しているとみることができる上場企業はさほど多くない。配当利回りから十分注目できよう。2010 年 9 月よりジャスダック市場の制度信用銘柄に採用された。流動性の点で、株価形成にはプラスに働こう。

## 実行戦略が問われる

今後の業績については、経常利益 5 億円は射程内にある。過去最高の利益が達成できるような局面にある。しかし、次の中期計画でテーマになる経常利益 15 億円の肉付けはまだこれからである。中期計画の中身と実効性には一定の努力を必要とするので、現時点の企業評価はBとする（企業評価のレーティングについては、表紙の注を参照）。堅実なビジネススコアをもっているということで、当面は配当利回りから評価されていくことになる。