

3143 オーオイル

～業界トップの食品原料を有する商社、安定した配当利回りの高さに注目～

2014年3月12日

東証2部

ポイント

・2014年3月に、東証2部への指定替えを実現した。これを機に、もう一段の飛躍を期す。オーオイルは食品原料を主力とする商社である。社員数89名（グループ合計）と小規模であるが、①飲料用のビタミンC、②缶コーヒーや製菓用の殺菌乳、③飲料やデザート用のマンゴーピューレ・バナナピューレでは、いずれも取扱量で日本No.1である。飲料用では、伊藤園、サントリーなどの商品に使われている。取引の8割は1部上場企業がそれに準ずる企業で、安定した基盤を確保している。

・これらの主力分野に加えて、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。新たな海外事業にも力を入れている。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力を入れている。2012年に米国の機械商社を子会社化したのが、ここを拠点に食品並びにそれ以外の分野でも事業展開を具体化させる方向だ。その活動が2015年3月期には目に見えてこよう。

・2014年3月期は、経常利益で370百万円（前年度比-5.9%）と小幅減益となろう。飲料の副原料では数量は伸びているが、円安に伴うコストアップや市況の影響が負担となっている。この分をジャスミン茶等のお茶や果汁などの農産物・同加工品がカバーしている。システム投資などの投資負担増もあるが、EBITDA（償却前営業利益）では同+7.0%の増益となろう。

・採算の低いPB飲料製品（年商20億円分）を縮小するので、今期の全体の売上は増えないが、その分は主力分野を伸ばしてカバーしていく。2015年3月期は、コスト負担増が一巡し収益性が向上するので、経常利益で450百万円（同+21.6%）と増益に転換しよう。

・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、その先は若手人材の戦力化と海外市場の拡大が必要になろう。社内の営業人材比率を4割から6割へシフトして、営業力の強化を図る。海外も新しい商材が立ち上がってこよう。長期的には売上高500億円、経常利益15億円を目標に、ビジネスを拡大する計画である。引き続き配当利回りのよさが着目されよう。

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。

目次

1. 特色 食品原料を軸に提案型商社を志向
2. 強み ビタミンC、殺菌乳、マンゴーピューレ・バナナピューレで業界トップ
3. 当面の業績 低採算分野を縮小し、2015年3月期は増益に転換
4. 中期経営方針 海外拠点を活かし、市場創造に向けて機能を複合化
5. 企業評価 引き続き安定した配当利回りの高さに注目

企業レーティング B

株価 (14年3月11日) 757円 時価総額 24億円 (3150千株)
PBR 1.39倍 ROE 12.7% PER 10.9倍 配当利回り 4.0%

(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	26431	439	443	158	50.3	30.0
2013.3	27443	373	393	225	71.6	30.0
2014.3(予)	27000	370	370	218	69.2	30.0
2015.3(予)	29000	450	450	260	82.5	30.0

(13.12ベース)

総資産 8591百万円 純資産 1714百万円 自己資本比率 20.0%

BPS 544.2円

(注) ROE、PER、配当利回りは2014年3月期予想ベース

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。
2008年11月に上場。11年3月期より連結、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。

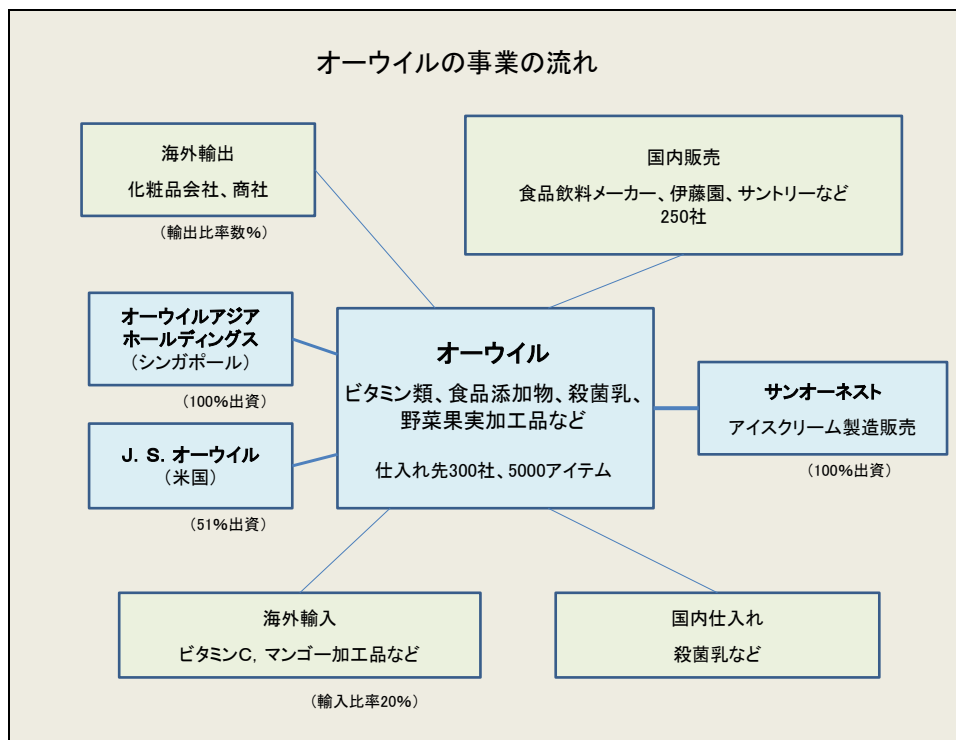
1. 特色 食品原料を軸に提案型商社を志向

食品原料が主力

当社は、“食を中心にグローバル展開する複合機能商社”を志向する。1986年に設立され、食品原料の取り扱いを主力とする。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ピューレ・バナナピューレでは、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。グループの2013年3月末の社員数は89名である。

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、飲料原料のウエイトが高いが、ここに軸足をおきながら、さらに商品を広げようとしている。

また、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。売上高の8割は上場会社かそれに準ずる企業との取引である。そのうち上位10社で6~7割を占める。主力顧客はサントリーと伊藤園で、どちらも売上高の10%近い。他にも、キリン、アサヒ、ダイドードリンクなど大手の飲料メーカーとはほとんど取引がある。よって、当社の経営は安定している。



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。

オーウイルは‘意志の輪’

創業者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。

社名のオーウイルは、創業ときにウイル(意志)と人の輪(丸)を大事にしようということで名付けた。O' will には、未来に向けて意思(WILL)を持った人の輪(O)を作り、発展していきこうという意味が込められている。小口社長(創業者)のO(オー)というわけではない。

当社の経営理念は、「信頼を得るを第一とし、自己研鑽、社業発展に励み、困って社会に貢献するを旨とする。」また、小口社長の室には、諸葛孔明の「淡泊明志 寧静致遠」の書が掲げられている。「私利私欲に溺れることなく淡泊でなければ志を明らかにできない。心安らかに落ち着いてゆったりした静かな気持ちでいなければ遠大な境地に到達できない」という意味である。

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、上場に当たっては3年監査で速やかに対応できた。そして、リーマンショックのあった2008年に上場を達成した。

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、国内の仕入先を含め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

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。

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、今のところ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

当社は平均年齢 35 歳、女性比率が 40%を占める。新卒採用に関しては過去 5 年で本社に 15 人ほど入社したが、辞めた人材は 1 人で定着率は良い。

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、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。

さらには、経営体制の強化、世代交代を鑑み、女性役員も選任されている。また、2012 年から、食品副原料分野の営業強化を目的として、大手香料会社の OB を顧問として招聘している。オーウイルは親族経営を行っていない。つまり、社長のファミリーはいないので、将来は所有と経営の分離が進むことになろう。

プレミアムアイスクリームで製販一貫体制

アイスクリームのサンオーネストは買収後 3 年を経て黒字化した。そこで、2012 年 7 月に従来の 60%持分から、100%子会社にした。再建にあたって、大手食品企業にも資本参加してもらっていたが、目途がたったので、当社が完全に引き受けた。

アイスクリームについては、「やさしいあいすくりーむ」が、静岡の県知事賞に続いて、2012 年 2 月に「2011 年優良ふるさと食品中央コンクール」において、農林水産省産業局長賞を受賞した。このスーパープレミアムアイスクリームを一段と伸ばしていく。

オーウイルとしては、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、ここに参入した。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。それが実を結んできた。

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

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。

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われている。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る。

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た。新しい取り引き先を開拓してきたのである。サンオーネストのアイスクリームの販売は、そのほとんどがオーウル経由である。

サンオーネストはアイスクリーム中心だが、冬場にも安定した需要が得られるように事業を拡げ、季節の平準化を図る方向である。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。

2. 強み ビタミンC、殺菌乳、マンゴーピューレ・バナナピューレで業界トップ

ビタミンCは飲料向けで25%のシェアを有し、業界トップ

ビタミンCの国内における取扱シェアは15%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。ビタミンCの9割は、とうもろこしを主原料に中国(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起こり、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の原料はとうもろこしであるが、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。

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、化粧品などのファインケミカルなどにも市場を広げつつある。現在、食品以外の分野にも一段と力を入れようとしている。

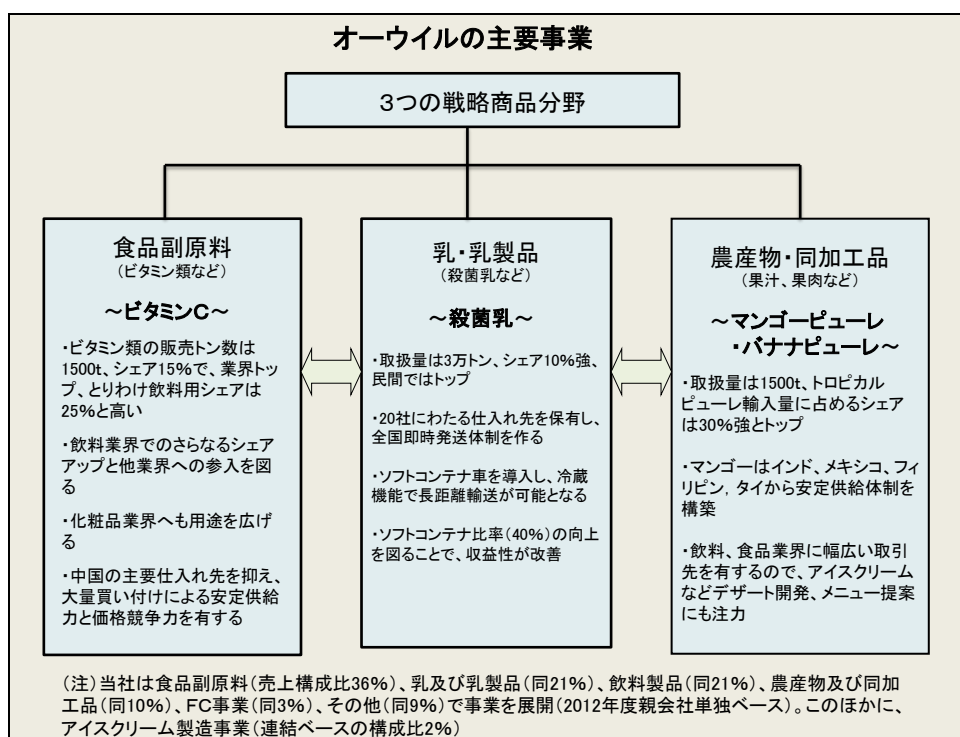
マンゴーピューレ・バナナピューレに強く、シェア30%でトップ

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。

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。

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種を輸入している。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種がよいなど、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。

日本におけるトロピカルピューレのうち、当社はマンゴーピューレ・バナナピューレの取扱高で 1500 t を握っており、その規模はトップである。シェアも 30% 強を有している。当社はいいものを扱うことをモットーとしており、用途は広い。



殺菌乳では独自の全国供給システムを構築、民間ではシェア 10%強とトップ

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、大手商社も真似のできない、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。

殺菌乳の取扱量は 3 万トンを超え、国内シェアも 10% 強と民間ではトップである。殺菌乳では、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、北海道地区を始めとする国内 20 社の乳業メーカーとこれを扱う仕組みを作ったことによる。この仕組みは、全農を除けば、全国をカバーできるのは当社のみである。

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。

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現在 40%まで高めており、今後もさらに向上させる方針である。

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	35.6	○	ビタミン類、クエン酸など
乳及び乳製品	21.4	○	殺菌乳、缶コーヒー用生クリームなど
飲料製品	21.1		各種飲料製品、PB飲料製品
農産物及び同加工品	10.3	○	紅茶等茶葉、マンゴー・バナナ加工品、果汁類、アイスクリーム
FC事業	2.7		コンビニエンスストア(ファミリーマート)のフランチャイジー
その他	8.8		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、2012年度単体ベース。
連結ベースの売上構成比は、卸売95.7%、製造販売1.7%、その他2.6%。

収益源は、食品副原料、殺菌乳、農産加工品の3つ

現在の稼ぎ頭は食品副原料、乳及び乳製品と、農産物及び同加工品である。ここが好転してくると、収益性は高まっていく。主力のトップ商品で売上高の2割以上を占める。

農産物・同加工品は、粗利益率は高いが、販管費もかけている。次の商品開発に向け、人材を投入しているからである。それが効果を上げ、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。

売上高の21%を占める飲料製品は、コンビニや量販店向けの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。採算が低いものについては縮小していく方向にある。

実際、2014年3月期からは、低採算のPB飲料商品について取り扱いを止めた。年間で20億円の売上減となるが、収益的にはマイナスとはならない。その分のリソースは他分野を伸ばすことに力を入れていく。

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)を運営している。末端の食品飲料動向を把握しようというものであり、本業の商社とは性格が異なるビジネスである。

FCはコンビニを5店ほど経営している。am/pmがファミリーマートに買収されたことに伴い、当社のFCもファミリーマートとなった。従来6店を3店に統廃合し、その後2店新たに新店を出した。これに伴い収益的にはよくなっている。

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。

3. 当面の業績 低採算分野を縮小し、2015年3月期は増益に転換

為替、市況と需要の変動への対応

当社は、取り引き先と安定したビジネスを行っているが、為替や原料市況が短期的に大きく動くと、その影響は受ける。

猛暑になると副原料及び飲料製品は数量的に大きな伸びを示す。また、急な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。

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値下げが要求されるが、海外から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マージン額も減少するからである。逆に、円安になるとプラスに働く。

セグメント別業績

	2011.3		2012.3		2013.3	
	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	25843	488	26815	369
製造販売業 (アイスクリーム)	215	-43	375	-34	465	14
その他 (コンビニFC)	830	0	620	-6	739	-8
合計	25381	279	26431	439	27443	373

(注)製造販売業は2010.9(2Q)よりスタート

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。仕入れに当っは、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するようになっている。最近の円安は、仕入れ面ではコスト高になるが、販売価格に反映されていけば、マージン額は増えるので、プラスに働く可能性が高い。

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。

2013年3月期は下期が低調で減益へ

2013年3月期は、売上高27443百万円(前年度比+3.8%)、営業利益373百万円(同-15.1%)、経常利益393百万円(同-11.3%)、当期純利益225百万円(同+42.4%)となった。

猛暑の影響で炭酸飲料、緑茶飲料などの清涼飲料の増加に加え、新商品向け機能性素材やアイスクリームの販売が順調であった。しかし、物流費や人件費増が吸収できず営業利益は減益となった。当期純利益は、その前の期の特別損失の影響がなくなったことで平常化し、増益となった。

カテゴリー別では食品副原料が好調であったが、乳製品や飲料製品は低調であった。農産物ではマンゴーは安定していたが、バナナピューレが伸びており、これは今後も伸びよう。直接輸入しているので国内調達品よりは利益率もよい。

アイスクリームは3年ほどかかったが、営業利益で黒字化した。この期に、アイスクリームの子会社は100%子会社となった一方、民事再生時の対応で多少特損が出たが、処理は終わっている。

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。

また、トクホ用機能性素材が新しく伸長した。特定保健用食品(トクホ)向け原料として血中コレステロール値の改善等に寄与する素材の販売が伸長した。ビタミンCと同じように、輸入品を入れて国内で製品に仕上げている。この原料確保で先行し、今回の売上増に結び付けた。大手の飲料メーカー向けに伸びた。身体によいという点も含めて高付加価値商品なので、収益性も高いとみてよい。

2014年3月期は投資負担が影響

2014年3月期について、会社側では売上高27500百万円(同+0.2%)、営業利益370百万円(同-0.8%)、経常利益370百万円(同-5.9%)、当期純利益218百万円(同-3.4%)と減益でみているが、EBITDA(減価償却前営業利益)では、461百万円(同+7.0%)と増益を見込んでいる。売上はやや下回るとしても、利益についてはほぼ達成できよう。

全体の売上高は、飲料部門でPBブランドの取り扱いを一部減らす影響(20億円程度)があり、伸び悩む。この事業の収益性は低いので、業績にはほとんど響かない。一方、利益が減益となるのは、システム投資や設備投資を増やすことでコスト増がかかってくることによる。

円安は原料高となるが、短期的には価格転嫁は出来ないもので、この分は負担となる。いずれ値上げで吸収していくが、今はまだ不十分である。主力のビタミンCについては、円高の時に輸入がかなり入った。用途も広いので、多くの業者が販売を伸ばそうとして、価格が軟調となった。この安いものが一巡し、中国も値上げをしている。

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。

ジャスミン茶等のお茶や果汁などの農産物・同加工品などの販売は好調である。ファミマのコンビニ店はフランチャイジーとして大手町、丸の内地区限定で運営しているが、1店出店して5店となった。黒字化が定着しつつある。

PB 飲料は、当社がメーカーに生産を依頼し、販売先に納入する。ボリュームはあるが、薄利であった。最近では飲料メーカー自身がPB商品の生産を直接受託するようになってきたので、当社としても採算重視で一部の商売から手を引くことにした。それが売上面で20億円前後減少する。PBは年商60億円程度であるが、その3分の1程度を見直した。但し、利益には響かないので、ほとんど問題ない。

卸売事業のその他に入っているシップ薬のパップ剤も好調である。日本のシップ薬は世界的にも優れており、欧州の医科向けや一般用(OTC向け)に輸出している。当社は輸出代理店をやっており、OEMの取り扱いでは、業界でも大手である。年商10億円を目指しており、採算もよいので、非食品分野の1つとして注目できる。

アイスクリームについては、黒字化はしてきたが、設備強化も図っているので、利益は伸び悩む。売上高5億円を上回るが、2015年3月期は6億円を超え、次は10億円に持っていく方向である。上期で稼ぎ、下期は不需要期になる。下期でトントンになるように力を入れていく。

システム投資は4~5年のサイクルで大型投資が必要になる。その経費が2014年3月期に多目に発生する。システム投資には数億円を要し、システムの中身はパッケージとカスタマイズで、当社に合った内容に仕上げる。

2014年3月期2Q累計のカテゴリ別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2013.3 2Q	2014.3 2Q		
	売上高	売上高	売上構成比	前年同期比伸び率
食品副原料	5477	5590	38.3	2.1
乳及び乳製品	2838	2901	19.9	2.2
飲料製品	3358	2478	17.0	-26.2
農産物及び同加工品	1583	1935	13.2	22.3
FC事業	380	421	2.9	10.8
その他	1411	1287	8.8	-8.7
合計	15050	14615	100.0	-2.9

(注)単体ベース

2015年3月期は増益に転換

2015年3月期については、内部体制強化の投資も一巡してくるのに加え、主力分野を中

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。

心に売上高も伸びていくので、増益に転換しよう。売上高 290 億円、経常利益 450 百万円(前年度比+21.6%)は達成できよう。

本業の食品副原料、乳製品、農産加工品がどこまで伸びるかがポイントである。消費税の影響は懸念されるが、飲料の低採算品を止めた効果は間接的にプラスとなる。米国の子会社が連結に入る可能性があるが、利益面では多少プラスになるろう。

セグメント別業績予想

	2012.3		2013.3		2014.3(予)		2015.3(予)	
	売上高	営業利益	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	25843	488	26815	369	26500	350	28200	410
製造販売業 (アイスクリーム)	375	-34	462	14	500	20	600	30
その他 (コンビニFC)	620	-6	739	-8	800	0	900	10
合計	26431	439	27443	373	27000	370	29000	450

(予)は担当アナリスト予想

4. 中期経営方針 海外拠点を活かし、市場創造に向けて機能を複合化

よい品質へのこだわりを追求

当社のこだわりは“良い原料”である。「いいものを使わないと美味しい味はでない」、「食は元にある」と小口社長は強調する。円安によって、輸入原料のコストは上がっているが、いいものを世界から調達することに力を入れている。品質へのこだわりが安定した需要を形成するのに役立つものとみられる。

東証2部へ指定替え～これを機に収益向上を図る

この3月にジャスダックから東証2部に指定替えとなった。ジャスダックには5年いたが、次のステップに進むことに決めた。ここ数年の業績は安定しているものの伸び悩んでいる。その中で事業領域を拡げ、深化させるための準備に力を入れてきた。

中期の目標は、商社として社員100人、売上高500億円、経常利益15億円を掲げている。そのハードルは高いが、それに向けて2つのことに取り組んでいる。1つは国内基盤の強化であり、もう1つは海外展開の加速である。国内では新しい事業の柱になるような商材を見出していく。海外はシンガポールと米国に拠点を作ったので、ここを活かして、事業の足場を固めていくことである。

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。

当面の拡大戦略

当面の目標は売上高で 300 億円、経常利益で 5 億円である。主力商品の中では、ビタミン C がやや厳しくなっている。円高の局面で参入業者が増えて、価格競争が激しくなっている。従来は、国内シェア 15%を 30%に上げていく目標を持っていたが、現状ではシェアを維持することに力を入れている。大口の安定需要をしっかりと押さえ、中国のメーカーと連携をとっている。ビタミン C は食品、食料以外にも多様な分野に使われるが、一定のボリュームを確保できるところに絞っている。

飲料用の茶葉は着実に伸びている。中国のウーロン茶、ジャスミン茶、スリランカの紅茶、南アのルイボスティなど、調達先をしっかりと押さえている。食品副原料については、品種、用途とも多様であるので、市場の開拓余地はこれからも大きい。

マンゴーを始めとするトロピカルフルーツはこれからもチャンスはある。デザート関係に市場拡大は見込めるので力を入れていく。殺菌乳も生乳をベースにするので、需要は減らない。TPP の影響も受けにくいので、安定した需要は見込めよう。

コンビニの経営については、大手町、丸の内において立地面で上手く展開できる場所があれば選択的に出店している。2013 年 10 月にみずほ銀行の本店ビルに 5 店目を出店した。フランチャイジーとして本格的に多店舗展開して、事業の柱にするという位置付けではないが、収益性は改善しよう。

飲料については、PB ブランドの中で低採算のものについては取り扱いを止めた。それが年商 20 億円分くらいあるが、残っている 40 億円については一定の採算は見込めるので、これは継続していく。

アイスクリームは、黒字は確保するが目先黒字幅は減少する。これは一部設備投資をしていることに加えて、新規取引先の開拓に向けて詩作に力を入れていることによる。試作品は一種の R&D なので、廃棄ロスとして費用が発生する。これを梃子に、市場開拓は進もう。

海外のうちシンガポールについては、どの商材から立ち上げていくかについて候補を高めつつある。2015 年 3 月期には売上高が立ってくることになろう。当面の目標は年商 2 億円レベルである。米国では、既存ビジネスとしてアウトドア用の大口ヒーターを取り扱っている。日本からの輸入品で、高性能なので販売は順調である。今のところ年商 7 億円で黒字を確保している。今後はこの拠点を活かして、新しい商材を開拓していく。

経営環境の変化～TPP、円安、消費税の影響

TPP (環太平洋戦略的経済連携協定) については、それが進行すればチャンスである。殺菌乳については生乳なので、これが海外から入ってくる心配はない。生乳の需要は一定程度あるので、日本の酪農業が生乳に支障が生ずるほど大きな影響が出るとは考えにくい。

今後 TPP が進展すると、海外原料を日本に持ってくるチャンスは増えよう。FTA ですでに

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。

関税が下がっているものもある。メキシコ産のマンゴーピューレは 5%程度の関税がなくなった。お茶（茶葉）には 10~20%の関税が掛かっている。果汁には 22~25%もかかっている。将来、こういう関税が下がるのはプラスである。ただ、飲料製品、食品製品に占める原料のウエイトは低いので、効果はさほど目に見えない可能性もある。

日本のフルーツは世界を圧倒する面もある。これを海外に輸出することもできる。当社はこれまで生鮮は手掛けていないが、将来についてもやらないというわけではない。デリバリーとリスクマネジメントの準備がどこまでできるかによる。

かつて、円高が進行した時は、仕入れておいた在庫を相対的に安く売ることになり負担がでたが、今回は逆である。円高の時に仕入れたものが、円安で価格が上がり気味なので、その分はコスト上有利に働く。しかし、仕入コストは上がってくるので、価格転嫁がうまくいくかどうかポイントである。

当社は、基本的に契約時に予約を入れるので、為替リスクは負わない。ただ、コンスタントにビジネスが流れる輸入原料については、1カ月程度の在庫はもって、フレキシブルに対応できるようにしている。この分については、為替リスクが発生する。

円安によって輸入品のコストは上がってくるが、製品の価格にいずれ反映していく。そうするとマージンは増えていくので、利益面ではいい効果をもたらすことになる。海外原料の取り扱いが 50 億円ほどある。円安に伴うマージンの増加が利益面ではプラスとなる。

ビタミンCは中国から仕入れている。日本と中国は政治的にやや厳しい状況にあるが、当社のビジネスにおいて特に支障は生じていない。

消費税の直接的な影響はない。むしろ、消費税のアップによる需要抑制効果がどのくらいビジネスに響いてくるかという点が気になる点である。

なお、当社の取扱商品に原発の影響は直接的にはなかった。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カ所超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った。

複合機能商社を強化、新規商材の開拓に着目

売上高 300 億円、経常利益 5 億円は現在の延長でほぼみえているが、その後については、新しい商材の拡大、海外の拡大にかかっている。

当社は、食を中心にグローバルに展開する複合機能商社を標榜している。国内マーケットは基本的に成熟しているので、シェアを高めていくことがポイントである。品質重視を基本とし、いかに独自の機能を結びつけてマーケティングしていくかにかかっている。

複合機能という意味は、専門商社としての特色に加え、大手商社と同じような機能も持つという方向である。バリューチェーンからみて、特定のニッチ分野で高いシェアを有する商材を育てながら、製造、配送、商品開発などへも独自性を発揮していくという方針である。

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。

組織面では、営業 3 部を新設して、ここでファミリーマートのフランチャイズ事業についてマーケティングを強化している。また、営業本部内に営業開発課を設けて、新規有力取引先の開拓に専念させることとした。

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、複合機能商社の一環として、1)輸送(物流)を持つこと、2)メーカー機能を持つこと、を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、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。今後は、アイスクリームの季節性を平準化するような商品開発も求められる。

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。

求められる調達が多様化

ビタミンCについては、業界トップとして、フレキシブルに対応できる体制が必要である。そのために一定の在庫をもっているが、かつて円安の時に仕入れた在庫を円高局面で売らざるを得なくなり、採算が低下したことがあった。このように在庫には、リスクを伴うが、それにいかにもうまく対応していくかが問われる。2012年3月期は円高の局面でも特に負担はないうまく対応できた。

市況については、トロピカルフルーツも含めて、中国での富裕層での台頭につれて、原料調達がタイト化しつつある。当然市況も上がってくるので、当社の仕入れコストは高くなる。それを製品価格に反映するには交渉を要するので、局面によって採算は低下する。

当社はどのような手を打つか。基本的には、品質のよいものを手当てするという方針なので、高くてもよいものを仕入れていく。しかし、これには一定の限界がある。中国や東南アジアからの輸入が多いので、当社はもっと別の地域へ調達先を広げていく。もともと

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。

南ア、中南米などにサプライソースをもっているため、そこでの加工品の調達に力を入れていく方針である。

中期経営方針では海外展開が鍵

今後の経営方針として、小口社長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。

2012年3月期はシンガポールに現地法人を作り、活動を始めた。2013年3月期は北米事業の拠点を作り、新しい商材に取り組み始めた。シンガポールはアセアンでの拠点と位置付けており、米国での拠点設立も新しい商材の取り扱いを目指している。当社はニッチ分野で独自の地位を築くようにビジネスを展開している。食品材料を主力としながらも、それ以外の分野でも取扱品目を増やしていく。

当社は大手の飲料メーカーとは何らかの取引がある。日本の食品・飲料メーカーが、アジア展開を強化していく中で、現地への原料供給という点で当社もシフトしていく方向にある。当社の品質管理のよさが、生きてくるとみられる。

中国のバイイングパワーの台頭については、分散調達、長期的取引関係の確立、アジアでの三国間貿易への対応で手を打っていく方針である。

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。

2015年3月期にシンガポールは黒字化を目指し、米国は連結対象へ

海外の2現法については、シンガポールは来期には黒字化を目指す。米国は、もともと黒字会社をM&Aしたが、近い将来連結に入る可能性がある。シンガポールには、当社の佐藤常務執行役員を送っている。若い時からアジアに常駐していた経験も豊富なので、ビジネスの立ち上げは十分できよう。

2011年のシンガポールに続いて、2012年8月に米国に拠点を設置した。米国で買収した会社は、小口社長が昔から知っている機械商社である。後継者の問題と当社の米国進出が合致して子会社とした。

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。

米国の J. S. O' WILL は役職員 7 人の機械系の商社である。工事現場などで使う業務用の赤外線ヒーターを取り扱っており、日本製の性能が高く評価されている。当社の出資が 51% である。機械に加えて、食品やケミカル分野に進出し、年商 10 億円を目指している。

この拠点を活用すべく、食品関係が分かる人材を採用した。これからニッチな品目を探していく。現行のビジネスは続けるが、当社に役立つ食品、ケミカル分野の商材を扱う拠点として育てていく。

シンガポール、米国の拠点については、新規商材の芽を固めていくことになる。小口社長は、提案型商社を実践している。アイデアを提案に仕立てて、取扱品目、取引先の拡大を図っている。特に、機能性原料などで大手を狙っていく方針だ。しかし、商売には長期継続、安定重要、確固たる供給責任が大事なので、この視点から提案を継続している。

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。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海外拠点を活用していく方針だ。

業績予想と利益率

	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3(予)	2015.3(予)
売上高	25381	26431	27443	27000	29000
粗利益 (同率)	1928 7.60	2172 8.22	2306 8.41	2370 8078.00	2670 9.21
販管費 (同率)	1648 6.50	1733 6.56	1933 7.05	2000 7.41	2220 7.66
営業利益 (同率)	279 1.10	439 1.66	373 1.36	370 1.37	450 1.55

生産性は大手商社と遜色ない

社員 1 人当たりの生産性を、1 人当り売上高や、1 人当たり営業利益で見ると、規模の違いはあるが、大手商社と遜色ない。単純に規模だけでは比較できないが、当社はニッチ分野に特化しているので、生産性は高い。2013 年 3 月期の指標で見ると、当社の 1 人当り売上高は 382 百万円、1 人当たり営業利益は 5.3 百万円であるが、大手商社 5 社の 1 人当り売上高は 104~323 百万円、1 人当たり営業利益は 2.0~5.6 百万円というレベルである。

長期的に売上高 500 億円、経常利益 15 億円を目指し、営業力を強化

将来的には、年商 500 億円、経常利益 15 億円を目標として、事業の基盤強化を図ってい

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。

る。小口社長は、ここ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実践、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。本社社員を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。数値的なイメージとしては、現在の卸売事業の72人で年商275億円(382百万円/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つの目標となる。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。あくまでも収益重視なので、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。

そのための営業力の強化策として、営業人員を増やしていく。上場後、管理体制の強化で人員構成がミドルバックにシフトした。現在営業の人員比率が4割である。これを来期は5割、その次の期は6割に持っていき、営業力を強化する方針である。

5. 企業評価 引き続き安定した配当利回りの高さに注目

配当利回りの高さは上位安定

配当は、現在30円である。配当性向40%を目途にしているので、40%を下回ってくるような水準に業績が上がってくるならば、増配も期待できよう。

配当30円、配当性向40%とすると、EPS=75円である。当期純利益で240億円に相当するので、経常利益で500百万円が安定的に出せるようになれば、増配が期待できよう。

現在、株主数は1500人、配当利回りが高いので、安定株主となっている。もう少し流動性がほしいところである。2014年にはタイミングを見て、大株主の売り出しによる流動性の向上も検討課題となろう。株主優待についても検討を行っている。

時価総額24億円と小さい企業であるが、ユニークな特長をもっている。フリー・キャッシュ・フローを着実に稼いでおり、企業の実態価値は時価総額をかなり上回る。3月11日時点の株価で見ると、PBRは1.39倍、ROEは12.7%、PERは10.9倍である。有力顧客をしっかりと掴んでいるので、業績は安定し、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4.0%である。

配当利回りが4.0%は、全上場企業(3500社)の配当利回りランキングで上位77位である。上場企業の中で配当利回りが4.0%を超える銘柄は現在78社(5.0%以上では17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。ROEの高さと配当利回りから十分注目できよう。2014年3月より東証2部に指定替

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。

えとなったので、注目度も高まろう。

今後の業績について、経常利益 5 億円は射程内にある。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）。堅実なビジネスコアをもっているということで、新規商材の市場開拓の行方を見ながら、当面高い配当利回りが注目されていくことになるろう。