3143　オーウイル

～業界トップの食品原料を有する商社、環境ビジネスの立上げに成功～

2019 年 12 月 27 日　　東証 2 部

ポイント

・環境関連ビジネスが急速に立ち上がっている。物流倉庫などの大型施設で使われる大型シーリングファンがヒットし、成約が急増、大幅に利益貢献してこよう。3 年前に米国マクロエア社の国内総代理店としてマーケティングに入ったが、展示会は好評で成約に弾みがついている。

・創業者である小口会長(CEO)の後継として、伊達社長(46 歳)が 2019 年 6 月に就任した。生え抜きの若手にマネジメントが託され、次の時代に向けて世代交代が進行していこう。環境ビジネスが収益貢献を高めており、新しい展開が期待される。

・力を入れてきた環境関連ビジネスが拡大する局面にある。環境浄化装置（飲料食品向け排水浄化プラント）に加えて、大型施設用の HVLS(大風量低速回転)ファンが、猛暑対策や省エネに寄与することで市場開拓が進んでいる。シーリングファンの販売件数は、右肩上がりで伸長しており、潜在需要も大きいのでさらなる拡大が見込めよう。

・既存分野では、主要顧客向けの取引が拡大、新しい取引先も増えており、当社の品質、デリバリーなどのワンストップマネジメントが評価されている。気候変動の影響を受けるものの、その影響は相対的に低下しており、採算重視の営業とコスト管理の徹底で収益性が向上している。

・当社は食品原料を主力とする商社で、飲料用のビタミンＣ、缶コーヒーや製菓用の殺菌乳、飲料やデザート用のマンゴーピューレ・バナナピューレの取扱量で、民間企業として日本 No.1 である。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実践している。

・業績は好調である。前期は過去最高の営業利益 595 百万円(＋35.6%)を達成し、今 2020 年 3 月期も同 700 百万円（＋17.6%）と、ピーク利益の更新が続こう。連続増配も期待できそうである。目標である営業利益 15 億円に向けては、もう一段のレベルアップが求められるが、その路線を作りつつある。好業績と安定した好配当利回りを反映して、株式市場での評価は一段と高まってこよう。

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。

目　次

1. 特色　　食品原料を軸に複合機能商社を志向
2. 強み　　ビタミンＣ、殺菌乳、マンゴーピューレで業界トップクラス
3. 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
4. 当面の業績　　環境ビジネスの利益貢献も加わり、ピーク利益の更新が続こう
5. 企業評価　　引き続き安定した好配当利回りに注目

企業レーティング　B

株価(2019年12月26日)　1274円　　時価総額　40億円　(3150千株)

PBR　1.41倍　　ROE　17.2%　　PER　8.0倍　　配当利回り　3.5%

(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
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	27084	279	322	165	52.7	30.0
2015.3	27677	246	257	121	38.7	30.0
2016.3	27802	254	271	163	51.8	30.0
2017.3	28121	326	331	202	64.3	30.0
2018.3	31033	439	461	300	95.3	33.0
2019.3	31375	595	593	411	130.7	40.0
2020.3(予)	33000	700	740	500	158.7	45.0
2021.3(予)	34000	800	800	550	174.6	50.0

(2019.9ベース)

総資産　9951百万円　　純資産　2905百万円　　自己資本比率　28.7%

BPS　906.0円

(注) ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。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。11年3月期より連結ベース。

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、③業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、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　　食品原料を軸に複合機能商社を志向

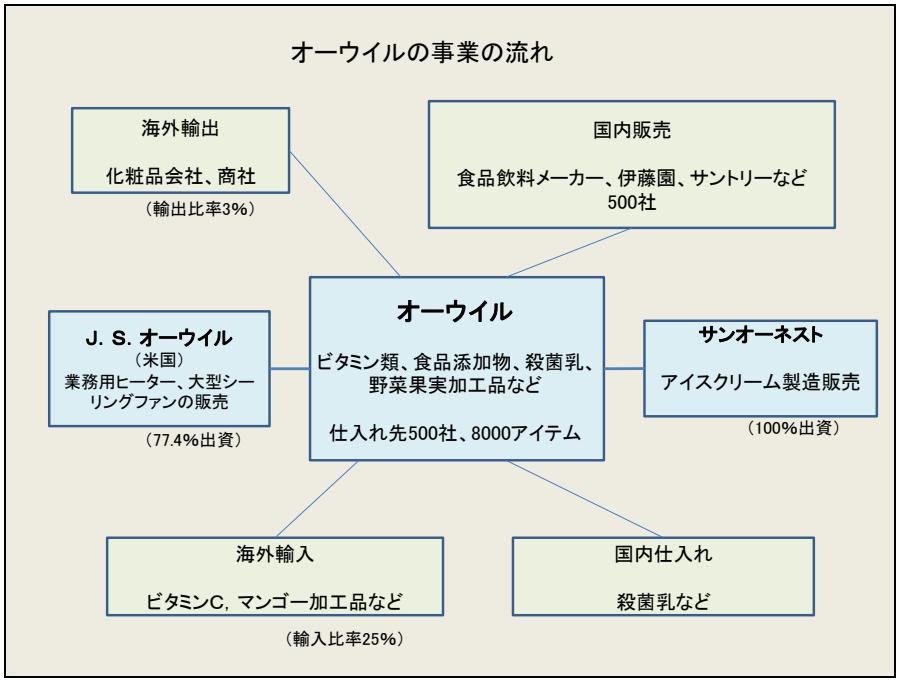
食品原料が主力

オーウイルの特長は、複合機能商社と自ら名付ける幅広い対応力と専門性の高さにある。最大の特色は、飲料に関わる原料や資材などをワンストップでサービスできることにあり、“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。また、商社社員の 40%強が女性と、その活用が顕著である。

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、いずれも日本でトップクラスの取扱量を誇る。

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 500 社、仕入先も 500 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 5 割を占める。主力顧客は伊藤園や大手パッカー（飲料受託製造企業）、サントリーである。他にも、キリン、ダイドードリンコなど大手の飲料メーカーや有力パッ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。

伊藤園が主力取引先

当社は伊藤園への売上高が全体の 15%と、その比率が上がっている。取引先として特別であり、互いになくてはならない存在である。創業来の長い付き合いであるが、あくまでも信用に基づくビジネス展開である。これからも新商品、新機能性素材など、協力して商品開発に結びつけていく方向である。会社としては、伊藤園との取引を拡大するとともに、それ以外をさらに伸ばすことが重要であると認識し力を入れている。

バリューチェーンを活かす

飲料ビジネスでは、多くの飲料メーカーにネットワークを有しており、飲料のバリューチェーン（原料調達→充填→殺菌→ラベリング→包装→出荷）という製造プロセスにおいて、必要な原料や資材のほぼすべてを調達し提供している。具体的には、糖類、香料、殺菌乳、茶葉、果汁、添加物、資材などである。最近は工場の排水浄化プラントや大型施設のシーリングファンなど環境保全ビジネスにも進出している。

カテゴリー別売上内訳

（百万円、%）

（単体ベース）	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	
	売上高	売上高	売上高	売上高	売上高	構成比
食品副原料	9341	9088	8820	8910	9195	30.0
乳及び乳製品	5639	5232	6456	6655	6462	21.1
飲料製品	3639	3743	3367	3323	2934	9.6
農産物及び同加工品	4472	4689	4380	6353	6674	21.8
FC事業	962	1009	767	778	809	2.6
その他	2365	3089	3531	4466	4567	14.9
合計	26418	26850	27320	30488	30644	100.0

（注）その他には、環境関連などを含む。

オーウイルは‘意志の輪’

経営理念は、信頼の構築にある。決して人を裏切らない、騙さないことを信条とする。創業者の小口英器会長は商社で経験を積んできたが、満を持して 1987 年に独立し、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ないように、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こうとした。そのためには、大手をしの

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。

ぐ専門知識が必要であり、きめ細かな対応も求められる。これを実践している。

社名のオーウイルは、創業当時にウイル（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、未来に向けて意志（WILL）を持った人の輪（○）を作り、発展していこうという意味が込められている。

当社は、「信頼を得るを第一とし、自己研鑽、社業発展に励み、因って社会に貢献するを旨とする。」 小口会長は、諸葛孔明の「淡泊明志　寧静致遠」の書を大事にする。「私利私欲に溺れることなく淡白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。

その後、リーマンショックのあった 2008 年に上場し、2014 年にジャスダックから東証 2 部に指定替えを実現した。

小口会長、伊達社長の布陣

創業者の小口会長(75 歳)から、生え抜きの伊達前専務（46 歳）に社長がバトンタッチされた。2019 年 6 月の株式総会を経て、代表取締役社長に就任した。

創業世代から第 2 世代にマネジメントが移っていく。小口会長（CEO)、伊達社長（COO)という役割で、実務の指揮は伊達氏に任せていく。

また、40 代の執行役員が 2 名取締役となり、若手の登用が進む。創業者の経営センス、人脈ネットワークをそのまま引き継げるわけではないが、次の成長基盤の強化に向けて新たな展開が期待できよう。

コーポレートガバナンスへの対応

2019 年 7 月に取締役監査等委員で常勤の久保田氏が病気で亡くなられた。これに伴い、11 月 12 日の臨時株主総会において、浅田氏が後任の監査等委員に選任された。浅田氏は弁護士である。今回は非常勤の社外となるので、9 名の取締役中、3 名の監査等委員はすべて社外となった。

当社は 2016 年に監査等委員会設置会社へ移行した。監査委員 3 名のうち、霞信彦氏は慶大名誉教授、廣田哲治氏は公認会計士（法学博士）である。経営の監督という観点で、取締役会における議論は活発である。

当社のような小規模の会社のガバナンスにおいて、監査委員の他に、社外取締役を置くというのは、その機能において過大である。業務執行取締役 6 名、監査等委員会に属する社外取締役 3 名という方式で十分運営できよう。取締役会の議長は伊達社長が務めている。

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。

戦力の集中

ビジネスモデルは、飲料製造に係る原料や資材をワンストップでサービスすることを軸とする。食品原料が中心であるが、創業来総合商社というスタンスを持っているので、食品以外の分野もいろいろ手掛けている。

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 カ所以上の調達基地をもち、国内の仕入先を含め 500 社の 8000 アイテムを扱っている。

海外は面で捉えている。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っ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、商品化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、生鮮食品を取り扱わない。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。小口会長は、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きた。

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。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。

セグメント別業績

（百万円）

	2015.3		2016.3		2017.3		2018.3		2019.3	
	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	売上高	営業利益
卸売事業	26726	243	26774	233	27359	305	30236	443	30492	578
製造販売業（アイスクリーム）	521	0	583	5	710	17	670	2	720	7
その他(コンビニFC)	962	-1	1009	15	766	2	778	3	809	11
合　計	28209	242	27802	254	28121	326	31033	439	31375	595

グループ経営を展開

オーウイル本体のほかに、3 つの子会社を有する。サンオーネスト（持株比率 100%）は、静岡県産の原料をベースにアイスクリーム、デザート商品を生産する。米国の J. S. オーウ

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。

イル（JSO、同 77.4%）は、業務用ヒーターの日本からの輸入販売で実績を上げている。また、大型シーリングファンのオーウイル本社への輸出業務も担当している。今後は食品、ケミカル分野にも領域を広げていく。なお、シンガポールのオーウイルアジア(OWA、同 100%)は、役割を見直し撤退した。

グループ全体の社員数は、2019 年 3 月末の連結ベースで 101 名、このうちオーウイル単体で 69 名、サンオーネスト 29 名、米国子会社 3 名という陣容である。このほかにパートや嘱託社員を 85 名（本体で 62 名）ほど使っている。本体で展開するコンビニやアイスクリーム子会社の工場で働いているパート・アルバイトが大半を占める。

女性の活用

本体の社員では、女性比率が高いのが特徴である。商社本体の平均年齢は 38 歳、女性比率が 40%強を占める。女性を営業、開発でも活用している。

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、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。

さらには、経営体制の強化、世代交代を鑑み、女性役員(取締役)も選任されている。オーウイルは親族経営を行っていない。つまり、会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。

その場合、後継経営陣への株式報酬制度の充実が重要となろう。役員の持株が一定以上有する仕組みを持つことは、経営への中長期的コミットメントという点で意義がある。

プレミアムアイスクリームで製販一貫体制

当社は、2010 年にアイスクリームのサンオーネストを買収した。買収後 3 年を経て黒字化した。そこで、2012 年に従来の 60%持分から、100%子会社にした。再建にあたって、親しい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。

アイスクリームでは、「やさしいあいすくりーむ」が 2010 年に静岡県主催の「ふじのくに新商品セレクション」という物産展で、No.1 の“最高金賞”（静岡県知事賞）を受賞した。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。続いて、2012 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。サンオーネストはこのプレミアムアイスクリームの販売に力を入れて数量を伸ばしている。

オーウイルは、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、アイスクリームに参入した。専務(当時)を社長として送り、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、それが実を結んできた。

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。

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。大手百貨店や高級ホテルでも取り扱われ、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、その中でプレミアムアイスクリームの‘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。この会社の取引先も見直した。新しい取引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イル経由である。

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、季節の平準化を図っている。中期的には売上高 10 億円、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、マンゴーピューレで業界トップクラス

ビジネスモデルの特長

当社のビジネスモデルのコアは、卸機能によるワンストップの仕入れ、ワンストップのサービス提供にある。その特長は 4 つで、1）調達力が強い、2）シェア№1 の商材を活かす、3）品質管理がよい、4）取引先が優良である、という点にある。

仕入れ先は 500 社ほどあり、海外も 20 カ国 40 社に及ぶ。30 名程度の営業員が 8000 アイテムの商品について仕入れから販売まで担当している。ビタミンＣ、殺菌乳、マンゴーピューレなどでトップクラスのシェア商品を有し、それを活用して幅広い取扱商品にもビジネス領域を広げている。安心、安全な原料供給のために独立した品質管理課をおいて、品質管理には厳格に取り組んでおり、それをプレミアムの付加価値に結びつけようとしている。取引先の 8 割が大手で、500 社以上を顧客としている。

セグメント別では、売上構成比で卸売 95%、製造販売（サンオーネスト）2%、その他 3%である。その他は、東京丸の内でコンビニ（ファミリーマート）を 2 店フランチャイジー(FC)として運営する。ここでは飲料、食品などの新商品動向をみている。

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”にある。「いいものを使わないと美味しい味はでない」、「食は元にあり」と小口会長は強調する。原材料価格の高騰により輸入原料のコストは上がっているが、いいものを世界各地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。

海外からの原料調達に当たっては、その品質、とりわけ農薬の使用状況に十分注意しなが

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。

ら、調達先の多様化や拡大を図っている。また、新製品に結びつく商材の開発、取引先の発掘に当たっても、品質重視、安定供給重視で当たっている。

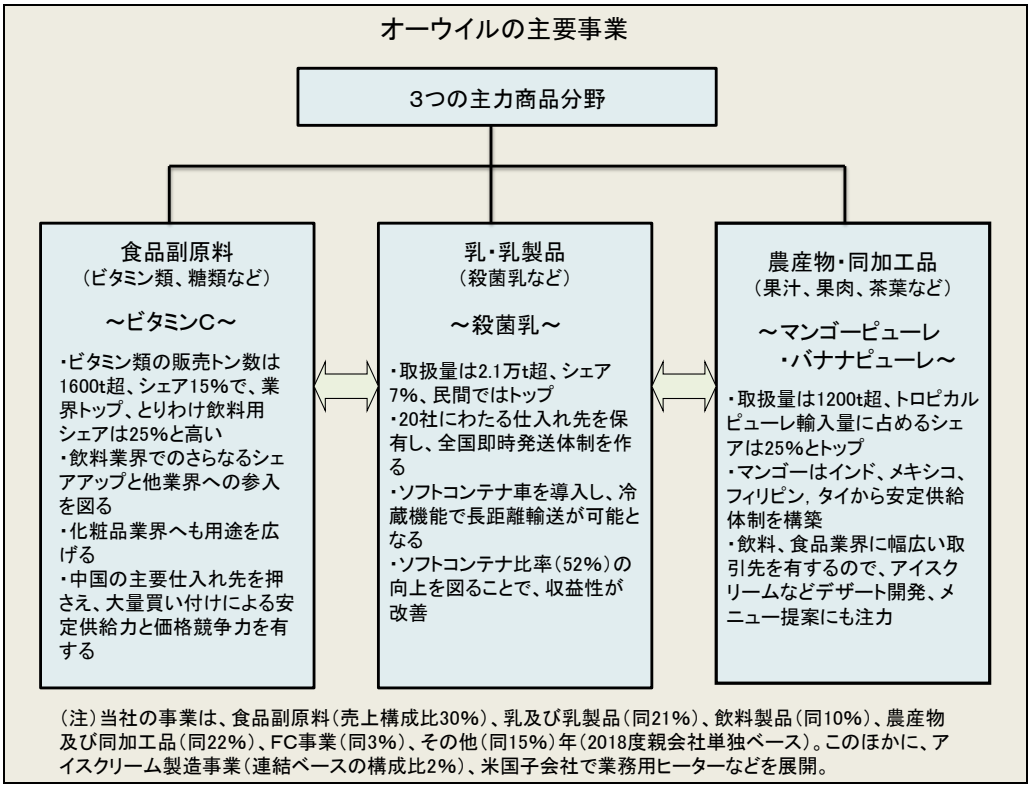
ビタミンＣは飲料向けで高いシェアを有する

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（9 社程度）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一段と力を入れようとしている。

一方で、ビタミンＣは商品としてコモディティ化し、競争は激しくなっている。収益性も低下している。そこで糖類や香料など、他の副原料でカバーしている。また、機能性副原料など新しい分野へ市場開拓にも力を入れている。



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。

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

農産加工品では、新規の顧客開拓が功を奏している。トロピカルピューレ、茶葉、果肉缶詰など、良い品質のものが受け入れられている。

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、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 1200ｔを握っており、その規模はトップ、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 7%とトップ

殺菌乳の取扱量については、国内シェア 7%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。

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。

缶コーヒーやパン、お菓子など業務用の殺菌乳の需要はある。乳牛は気温が 30℃を超えると、乳が出なくなるので、夏場の供給はタイトになる。当社は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。ソフトコンテナの利用比率を 52%へ高めている。

ソフトコンテナについては、一定の優位性を発揮している。通常のタンクローリーでは 5～6 時間の距離しか運べないが、ソフトコンテナは冷却装置がついているので、北海道から本州への長距離輸送にも耐えられる。ソフトコンテナ輸送は、販売価格は同じでも、北海道の良質な殺菌乳を長距離でも運べるので、輸送費はかかるが、仕入れコストの安さと品質のよさで勝負できる強みを有する。最近は物流費の上昇で、コストアップが厳しい。そこで、タンクローリーとソフトコンテナの使い分けを工夫している。

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。

収益源は、食品副原料、殺菌乳、農産加工品、環境ビジネスの４つ

現在の稼ぎ頭は食品副原料、乳及び乳製品、農産物及び同加工品などである。この主力3分野が好転してくると、収益性は高まってくる。また、最近はその他の中にある環境関連ビジネスが4つ目の利益貢献を高めつつある。

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。この飲料商品の見直しを逐次実行している。2014年3月期に低採算のPB飲料商品について取り扱いを止め、年間で20億円の売上減となった。2019年3月期も20億円程度の取引見直しを実施した。いずれも収益的にはマイナスとはならなかった。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る。なお、無印良品（良品計画）など主力については継続している。

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）
	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3		
食品副原料	35.4	33.8	32.3	29.2	30.0	○	ビタミン類、色素、乳化安定剤、香料、酸味料 健康食品素材、甘味料、調味料
乳及び乳製品	21.3	19.5	23.6	21.8	21.1	○	業務用殺菌乳、粉乳、粉乳調整品、煉乳 発酵乳
飲料製品	13.8	13.9	12.3	10.9	9.6		各種飲料製品、PB飲料製品
農産物及び同加工品	16.9	17.5	16.0	20.8	21.8	○	茶葉、マンゴー・バナナ加工品、果汁類、野菜汁 ピューレ類
FC事業	3.6	3.8	2.8	2.6	2.6		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	9.0	11.5	12.9	14.6	14.9	○	飲料製造用の資材、ケミカル、経皮吸収剤 環境浄化システム、大型空調ファン、機材類

（注）○はセグメントの営業利益に貢献、単体ベース。
連結ベースの売上構成比は、2019.3期で、卸売95.2%、製造販売2.3%、その他2.5%。

コンビニ事業の運営

コンビニはファミリーマートにFC(フランチャイジー)として、大手町で2店経営しているが、今後の事業展開は縮小する方針である。市場動向を知るという点では意味があるが、事業の収益性という点では、オフィス街での店舗なので、家賃が高く、土日の営業が低調であるというハンディがある。黒字は確保しているが、アルバイトの確保も難しくなっているので、FC店は契約満了と共に減少しよう。

２．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

今後の展開～食品から環境ビジネスへも

2017年3月期は創業30周年であった。今後3年をみると、年商350億円、経常利益10

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。

億円に向けて、もう一段レベルアップできる局面にある。

過去数年、業績は安定しているものの伸び悩んできたが、ようやくピーク利益を更新できる局面に入っている。今後の経営方針として、次の世代へバトンタッチを進めながら、業容の一段の拡大を図ってる。

ポイントは５つで、①多角的経営（M&A、事業提携含む）、②海外展開、③国内事業の深耕、④人材育成の強化、⑤新規顧客商材の開拓、を軸に実行計画を推進している。

中長期の目標としては、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。海外は米国の拠点を活かして、事業基盤を固めていく。実際、食品に限らず、環境関連にもビジネスを広げつつある。

事業の拡大戦略

３つの点に力を入れている。１つは、ワンストップ営業である。例えば、マンゴーだけを売るのではなく、同時に別の品目についても提案営業し、ニーズを仕入れてくる。２つ目が、どの取扱商品もいずれコモディティ化してくるので、常にニッチで新しい商品に目配せし、取引先も常に新しいところを開拓していく。３つ目は、売上を追って量の取り合いにならないように、収益にこだわった営業に徹する。

当社は商社であるが、絶えず消費者を意識して、機能性素材などの新しい商材に取り組んで、国内だけでなく、グローバルな取引のウエイトも高めていく方針である。

ビタミンＣ、殺菌乳、マンゴーピューレに強いという点を特徴にしてきたが、今後はここをベースとしながら、さらに市場ニーズに合致して新しい高付加価値商材にシフトしていこうとしている。食品副原料では、機能性の高いもの、乳製品でも加工性の高いもの、農産加工品ではデザート性の高いものなどのウエイトを高めつつある。

主力商品の中では、ビタミンＣの需給が変化している。ビタミンＣは中国から調達しているが、一時、中国における環境問題への対応で、生産量の調整が入って供給タイトとなり市況が上昇したが、現在は需給バランスが落ち着いて市況は下がっている。その中で、当社は一定の数量を確保するように動いており、採算もとれている。

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、飲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。

飲料用の茶葉では、中国のウーロン茶、ジャスミン茶、スリランカの紅茶、南アのルイボス茶など、調達先をしっかりと押さえている。同時に、農薬への対応も含めた品質の確保に向け、新しい調達先も常に開拓している。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。

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。

マンゴーを始めとするトロピカルフルーツは、デザート関連に市場拡大が見込める。殺菌乳も生乳をベースにするので、一定の需要は見込める。ただ、最近は需給がタイト化し、原料の調達コストが上がったので、仕入れの見直しなど採算改善に努めている。

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。一定の採算が見込めるものは継続していくが、そうでない取引は逐次見直していく。

アイスクリームは設備投資をして、新規取引先の開拓に力を入れてきた。試作品は一種の R&D で費用が発生するが、これをテコに市場開拓が進んだ。

米国では、既存ビジネスとして業務用赤外線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。年商 5～10 億円規模である。今後はこの拠点を活かして、新しい商材を開拓していく。

海外からの調達や為替変動の影響

TPP(環太平洋戦略的経済連携協定)は、米国が不参加の中で、一定の進展をみせている。国からの補助金で農業を守るという動きは続いているが、海外の産地は一定程度抑えており、代替需要としての拡大が見込める産品もある。

乳製品など、半製品等については当社でも輸入ができるように対応している。殺菌乳は生乳なので、輸入品は入ってこない。ただ、酪農の担い手の減少は課題である。今のところ国内の酪農家は減っているが、搾乳量は減っていない。酪農への補助金は増えている。生産性の向上には酪農家の大型化が不可避で、その方向に進んでいこう。

今後、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。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であれば、有利になる。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。

為替に関して、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。

海外原料の取り扱いは 50 億円ほどあるが、価格への転嫁が遅れると負担が増える。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摩擦が起きやすいが、当社のビジネスにおいて特に支障は生じていない。

営業力の強化～ワンストップ機能を活かす

気候変動の影響が大きくなっている。環境問題は中国をはじめ世界的な課題である。気候変動によって原料価格も動く。食品副原料や農産加工品など、常に供給体制を整えておくことが重要である。

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。

投資という点では、人材投資に力を入れている。基本は営業力の強化にあり、当社のワンストップ機能をベースとするビジネスモデルを活かすようにする。例えば、乳製品で取引ニーズが入ってくる時には、それへの対応と同時に当社の得意とする商品を貪欲に提案していく。こうした方式の徹底を進めている。

当社は商社なので、本体の 69 名中 55 名程度が営業本部である。担当の細分化で専門性を高めつつ、全体の調整はマネジメントレベルで対応していく方針である。

複合機能商社を強化、新規商材の開拓に着目

新規の分野では、南ア産で抗酸化作用のあるルイボス茶、機能性飲料に使われる食物繊維、ステビア(甘味料)、糖分の吸収を抑える希少糖など、特色ある副原料で、少量ながらも付加価値を高めようとしている。また、世界の三大美果の１つとも言われる南米のチェリモアなどもユニークな商品として、マーケティングを続けている。

基本的には直接輸入する直輸入比率を高めて、調達のネットワークを強化していく。機能性素材についても、輸入品の採用など差別化できる素材を求めて開拓に力を入れていく。

売上高 350 億円、経常利益 10 億円は現在の延長上にあるが、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。バリューチューンからみて、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こうとしている。

アイスクリームビジネスで個性を発揮～ヨックモックのシガールアイス

アイスクリーム市場は拡大しているが、業界には 2 つの流れがある。大手は量産型を目指すので、なかなかユニークな商品が作れない。一方で、ユニークなものは量産がきかないので、ビジネスの位置付けが難しい。当社は後者で個性を出そうとしている。

アイスクリームでは、ヨックモックの贈答用が順調で、生産も安定している。ヨックモックのシガールアイスは、バニラ、チョコ、イチゴ、マンゴーのラインアップとなった。

有力コーヒーショップチェーン、タリーズコーヒーに納入しているアイスクリームも伸びてきた。また、大手レジャーランド向けなど PB ブランド向けに納入先も増えており、生産水準は上がっている。

これまでは食品原料に特化してきたが、もう少し多角化しようとして、お菓子やデザート分野にも食材を広げている。アイスクリームの季節性を平準化するような商品開発にも力を入れてきた。通年商品への展開が進めば、収益性はもう一段向上しよう。

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。

高付加価値製品を投入～「甘糀(あまこうじ)アイス」

2017 年に、サンオーネストの「甘糀(あまこうじ)アイス」が静岡県のふじのくに新商品セレクション 2017 において、金賞を受賞した。静岡の米で作った地元酒造の甘糀を使用して、糖類不使用、乳製品不使用、添加物フリーの植物性 100%のアイスという点が注目される。昨今の発酵食品ブームに合わせ、美容・健康を意識した層をターゲットに訴求し、ノンアレルギー、ハラルにも対応している。フレーバーに用いるいちご、緑茶、柚子も全て静岡産である。

排水浄化プラント事業の広がり

排水浄化プラントは、特許技術「旋回噴流式オゾン酸化法」を用いており、1）排水を効率的に浄化、2）処理のランニングコスト削減、3）悪臭の解決においてメリットを発揮し、成約に結び付いている。

排水浄化プラントのビジネスは、2018 年 3 月期の 2 件に対して、前期は 6 件を受注販売した。設備投資型なので、受注は読みきれないが、一定の需要は確保していけよう。これは 1 件 1～3 億円程度のプラントで、収益面でもしっかりし貢献している。

排水浄化プラントは、継続的にビジネスになっているが、顧客の工場の設備投資計画に依存するので、商談がまとまるには時間を要する。それでも、このプラントの評判は良く、案件は動いているので、今後とも伸ばしていくことができよう。

排水浄化プラントは 2014 年に活動を開始し、当社が強い食品飲料メーカーのネットワークでマーケティングを行っている。導入を検討しようという顧客は増えつつある。

この排水浄化プラントは小さなプラントで、工場等で排出される汚水に含まれる有機物を酸化分解し、加えて脱臭・脱色にも効果を発揮する。特許技術「旋回噴流式オゾン酸化法」によって、排水を効率よく浄化できる。処理効率が高く、沈殿物としての汚泥もほとんど出ないことから高く評価されている。

大型シーリングファンの日本総代理店に

2017 年に、米国マクロエア社の総代理店となった。倉庫などの大規模施設に使われる大型シーリングファンで、高い性能を有し、環境にとっていい効果を発揮する。

マクロエア（MacroAir）社は、1998 年に HVLS（大風量低速回転）ファンを発明した。カリフォルニアに本社があり、快適な牛舎環境を作り乳牛の搾乳効率を高めるために大型ファンを開発した。このファンは、全体の長さ(直径)が 2～7m の大きなものである。

HVLS（High Volume Low Speed）は、強大な空気を自然の風のようなやわらかな流れにして、室温のムラをなくし、エネルギーコストの削減をもたらす。

ファンはアルミ製でギアレスモーターを搭載し、無音で微風から涼風まで 20 段の変速ができる。他社に比べて軽く、ギアレスなので品質性能上も優位である。物流倉庫、商業施設、空港、酪農施設などへ用途は多様である。

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。

製品のラインアップはAirVolution Dシリーズで、直径サイズ ①1.8～3.6m（狭いスペース）、②2.4～5.4m（中大型スペース）、③6.1～7.3m（大規模スペース）などがあり、フレキシブルに対応できる。

新規事業として立上げ

マクロエア社のシーリングファンは米国からの輸入である。米国の J.S.オーウイルはヒーターを取り扱っているが、その代理店の１社がこのシーリングファンをマクロエア社と取り引きしていた。その話を聞いた時に、当時の伊達専務が事業の有望性に着目し、一気に具体化させた。

1）製品がユニークで、米国で売れていること、2）ヒーターとの補完性があって、事業に合うこと、3）オ―ウイル本社は日本の食品企業と多くの取り引きがあり、排水プラント事業ともシナジーもあること、4）日本の気候が亜熱帯化しており、大型物流倉庫などの働く環境が、エアコンだけでは十分でないこと、などが事業立ち上げに合致した。

大型シーリングファンが好評

マクロエア社の製品のマーケティングでは、展示会への出展に力を入れている。前期は3月の環境展に出展した。この時の反応はよく、商談は大きく前進した。今期は4つの展示会への出展を予定しており、ここでも商談が進むことになろう。

マクロエア社の製品は極めて好評である。大手企業が倉庫、工場などに採用すると、その商談がきっかけとなって、全国の他の拠点にも広がりつつある。

今年3月の環境展（東京ビックサイト）は、アジア最大級の展覧会でアピールし、マーケティングの効果は上がった。大手物流会社や空港等の施設から引き合いが急増した。

5月の「スポーツファシリティ EXPO」へも出展した。さまざまなスポーツ施設でも効果を発揮できる。エアコンのないところ、エアコンがあっても十分効果が行き渡らないところに、この大型ファンは静かに空気を回していく。

12月の施設リノベーション EXPO（東京ビッグサイト青梅展示棟）にも出展した。

シーリングファンの競争優位性は高い

大きな設備の室内はエアコンをきかせても、温度は均一になりにくい。そこで、大型のファンを回して、空調を整える効果は極めて大きい。このファンは新規に設置されることが大半である。

取り付け業者への説明会も好評であった。販売先の企業とは、当社が契約し、取り付けは先方の企業や取り付け業者が行う。当社はその紹介もする。取り付け後の稼働についてはスムーズで、クレームもほとんどない。アフターサービスやメンテナンスについての体制を作っていく。

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。

評判が広がっており、大ヒット商品といってよい。このファンを入れることで空調の冷暖房効果を大幅に改善でき、省エネに役立つ。室温のムラをなくし、CO_2 の削減に寄与する。

マクロエア社の製品は軽量で、価格競争力も高い。当社は食品に強く、ベースとなる営業力がある。マクロエア社のトップマネジメントも日本マーケットの開拓に当たって、専門商社としての当社の実力が気に入り評価している。

マーケットは大きい

マーケットはかなり大きいとみられ、対象施設は 1000 を超えてこよう。マクロエア社は日本国内では後発ながらシェアを高めている。

国内で物流施設の新設需要が拡大している。その面積に、この大型シーリングファンの適用範囲を当てはめると、年間１万台の潜在需要に相当する。既存の物流設備でも導入していないところは多い。

大型シーリングファンの供給企業は、今のところ 3 社で、米国製で先行する 1 社と中国製で参入しているもう 1 社がある。当社が総代理店となっているマクロエア社の商品競争力は極めて高いので、今後、利益貢献度も大いに高まってこよう。

前期で収益貢献を始めており、今期も利益寄与を高めてこよう。営業人員も強化する必要があり、環境関連を専門に取り扱う営業チームの増員を図っている。

販売が急拡大中

大型シーリングファンは、認知度が高まり、同一ユーザーから他の倉庫にも使いたいというリピートオーダーが続々と入っている。前期、今期、来期と大幅に拡大できよう。

国土交通省の調べによると、新規の倉庫は相当増える。すべてに大型ファンが必要となるわけではないが、大型の扇風機に比べれば高いが、エアコンの設置に比べれば圧倒的に安い。新規倉庫の分だけで数千台の需要に相当する。

マクロエア社の米国での販売をみると、業界における大型シーリングファンは 15 年ほど成長路線を歩んだ。日本でも 5～10 年は高い伸びが期待できよう。

中期的な事業拡大の方向～海外展開の強化

環境関連や健康関連（機能性食品や健康医療資材等）で新しい商材を拡大するのが１つの戦略である。中期的な事業拡大では、食品以外の分野を増やすべく手を打っている。その中で、海外事業展開の拠点作りを強化している。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に力を入れている。

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ことを考えている。

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。

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 3%程度である。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。

シンガポール拠点は撤退

2011 年に設立したシンガポールにある子会社、オーウイル（アジア）ホールディングスは解散することにした。ホールディングカンパニーとして、その下にアジアでの事業投資を行う予定であったが、案件の具体化までには至らなかった。輸出入の貿易業務であれば、日本の営業部隊で十分対応できているので、一旦見直すことにした。当社の輸入の 7 割はアジアからであり、輸出は 1 割がアジア向けである。この会社は収支トントンレベルであったので、解散に伴う大きな負担はほとんどない。

米国は業務用ヒーターやシーリングファンを軸に取扱品目を拡大

米国の JSO（J.S.O’WILL）の主力商品であるヒーターは、静岡製機が生産したものを米国子会社が輸入販売している。ヒーターについて北米の販売代理店として活動している。JSO の拠点はシアトルにあるが、ヒーター以外にも日本からの輸出、あるいは北米からの輸入取引を増やそうとしている。

JSO は、2012 年に米国のロサンゼルスにある業務用ヒーターや機械用部品を扱う商社を子会社化したものである。この会社は、小口会長が昔から知っていた機械商社で、後継者問題と当社の米国進出が合致して子会社とした。もともと黒字会社で、2015 年 3 月期から連結に入った。

役員含め 5 人の機械系の商社で、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。機械に加えて、食品やケミカル分野に進出し、ニッチな品目を探している。

JSO は年商 7～10 億円で、通常ならば利益を稼げる体制は持っている。当社の持分が 77.4%であるから、その分が寄与してくる。ここで食品原料を新規に取り扱うという動きも始まっている。今後はさらに伸びをみせてこよう。

JSO の持株の残りは業務用ヒーターの日本の製造会社（静岡製機）が大半を有し、一部米国のマネジメントが持つようにした。現地法人には、この日系米国人の親子がマネジメントにそのまま残っており、今後の展開を図っていく方向である。

米国では、ヒーター以外に新しい製品を立ち上げた。業務用のシーリングファンである。米国メーカーの代理店となって、当社が日本向け輸出販売を始めた。これは業務用ヒーターの逆で、夏場の製品である。これで季節性をヒーターとファンで互いにカバーしよう。

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。

長期的に売上高 500 億円、経常利益 15 億円を目指す

中長期的には、売上高 500 億円、経常利益 15 億円、売上高経常利益率 3%を目指す。既存分野、海外市場開拓、新規ビジネス、多角化（M&A、事業連携）、従業員のクオリティアップ（生産性の向上）を軸に、その方向を目指す。

中途採用による戦力の底上げにも力を入れており、事業の基盤強化を図っている。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とする。

中期的な経営の方向については、本社社員を 100 人体制にもっていく中で、売上高を 500 億円に拡大する計画である。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 億円は実績があるので、5 億円への拡大は可能であるとみている。

重要経営指標

	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3
ROE(自己資本当期純利益率)(%)	6.9	8.8	10.2	13.8	16.8
ROA(総資本経常利益率)(%)	3.4	3.6	4.1	4.6	5.3
1人当たり売上高(単体)(百万円/人)	330	339	359	417	444
1人当たり営業利益(単体)(百万円/人)	2.5	3.4	4.2	6.8	8.0

人材活用の仕組みがカギ

伊達社長は、業績が好調の中で人材の拡充に力を入れており、人材増強を急ぐ方向である。国内の営業力はもちろんだが、海外向けの事業拡大にも人材は必要である。

新卒に加えて、中途の採用も図っている。人材育成では、1）自分の持ち場だけでなく、いかに全社に役立つ現場情報を仕入れて共有するか、2）ミドルマネジメントは、それを活かせるような場を活性化させてマネジメント力を発揮するか、という点に力を入れようとしている。小口会長のいう「現場に宝となる情報あり、聞く耳を持って持ち寄れ、それを共有してソリューションを考えよ」という経営の実践である。

４．当面の業績　　環境ビジネスの利益貢献も加わり、ピーク利益の更新が続こう

為替、市況と需要の変動への対応

当社は、取引先と安定したビジネスを行っているが、食品関係は季節的に上期のウエイト

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。

ががや高い。一方、為替や原料市況が短期的に大きく動くと、その影響を受ける。

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。急激に為替変動が進むと、販売ベースでは実勢に見合って価格が修正されないので、実質負担が収益にマイナスとなることがある。

猛暑や冷夏になると、副原料及び飲料製品は数量的に大きな変動を示す。暑いと飲料の需要は増えるが、無糖(止渇)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。

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て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。

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するようになっている。

カテゴリー別売上内訳

（百万円、%）

（単体ベース）	2015.3		2016.3		2017.3		2018.3		2019.3		
	売上高	伸び率	売上高	伸び率	売上高	伸び率	売上高	伸び率	売上高	構成比	伸び率
食品副原料	9341	-8.1	9088	-2.3	8820	-2.9	8910	1.0	9195	30.0	3.2
乳及び乳製品	5639	-11.3	5232	-7.2	6456	23.4	6653	3.1	6462	21.1	-2.9
飲料製品	3639	-11.1	3743	2.9	3367	-10.0	3323	-1.3	2934	9.6	-11.7
農産物及び同加工品	4472	32.1	4689	4.8	4380	-6.6	6353	45.1	6674	21.8	5.0
FC事業	962	11.5	1009	4.9	767	-24.0	778	1.6	809	2.6	4.0
その他	2365	3.2	3089	30.6	3531	14.3	4466	26.5	4567	14.9	2.3
合計	26418	-2.7	26850	1.6	27320	1.7	30448	11.6	30644	100.0	0.5

(注)伸び率は売上高の前年度比、構成比は売上高構成比。

2018 年 3 月期は 6 年ぶりにピーク利益を更新～伊藤園向けが拡大

2018 年 3 月期は、売上高 31033 百万円（前期比＋10.4%）、営業利益 439 百万円（同＋34.6%）、経常利益 461 百万円（同＋39.4%）、純利益 300 百万円（同＋48.1%）と好調に推移し、6 年ぶりにピーク利益を更新した。

主力製品であるビタミンＣなどの食品副原料、殺菌乳などの乳及び乳製品、茶類や果汁などの農産物加工品の販売数量が増加した。一方、食品副原料では、香料、エキスなどが天然志向で減少した。乳製品では粉乳調製品が減少し、殺菌乳へシフトした。農産加工品の大幅

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。

な伸びは、野菜飲料向け原料が新規に入ってきたことによる。

最大顧客である伊藤園向けの売上高は、2019 年 3 月期で 4862 百万円（総売上比 15.5%）と、前期の 4333 百万円（同 14.0%）から＋12%と順調に増えた。ここ数年野菜飲料向け原料納入が増加したためである。当社の品質、デリバリーに関するマネジメントシステムが高く評価されている。

基本的に、主力の伊藤園向けをさらに拡大するとともに、伊藤園以外の分野も伸ばして、伊藤園向け売上比率を相対的に下げることにある。当社の営業部は、4 つのグループで構成され、①食品副原料関連、②ビタミンＣ関連、③乳製品関連、④農産加工品関連（非食品も含む）という 4 つのグループで構成されている。

方針としては、1）サービス、クオリティの向上による既存事業の基盤強化、2）ワンストップビジネスモデルの確立、3）戦略的商品のさらなる拡販及び輸出事業の拡大、に力を入れている。ワンストップ型のビジネスモデルとは、飲料業界、食品業界においてサプライチェーンの一角にしっかりと食い込み、なくてはならない存在になることである、と小口会長は強調する。伊藤園との関係において、当社はその存在となっている。そこで大口のビジネスも当社に任せるようになってきた。

また、伊藤園のマネジメントは 2 代目の世代に移っており、ここの連携をいかに繋いでいくかも当社の次のマネジメントにとって重要なテーマである。

セグメント別業績予想

（百万円）

	2017.3		2018.3		2019.3		2020.3(予)		2021.3(予)	
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益
卸売事業	27359	305	30236	433	30492	578	31000	635	31900	670
製造販売業（アイスクリーム）	710	17	670	2	720	7	800	10	900	20
その他（コンビニFC）	866	2	778	3	809	11	850	5	900	10
合　計	28121	326	31033	439	31375	595	32000	650	33000	700

（注）利益はセグメントの営業利益。（予）はアナリスト予想

2019 年 3 月期も最高の業績を達成～取引先の拡大と直接輸入比率の向上

2019 年 3 月期は、売上高 31375 百万円（前年度比＋1.1%）、営業利益 595 百万円（同＋35.6%）、経常利益 593 百万円（同＋28.5%）、純利益 411 百万円（同＋37.2%）と好調であった。売上面では、採算の低い飲料製品の取引を見直したので、20 億円ほど減収となったが、これを当社が得意とする分野でカバーしたので、売上が伸びなくても大幅増益を確保した。

具体的には、利益率の低い一部の PB 飲料製品の取引をやめて、価格競争力のある輸入品の拡大や既存取引先の拡販を努めた。ビタミンＣなどの食品副原料、ジャスミン茶や果汁などの農産加工品が増加した。また、排水浄化プラントや屋内施設向け大型シーリングファン

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。

の売上増加も貢献した。

主力顧客には、当社の品質管理の良さやグローバル調達力の安定感が評価されている。新規取引先の開拓では、1つのケースとして、殺菌乳の需給がタイトなので、ここをベースに新規の取引先に営業をかけている。そこでは、当社のソフトコンテナによる供給力が評価される。さらに、取引先に殺菌乳以外にも食品副原料や農産加工品を紹介すると、そこから取引品目が増える。とりわけ新商品を出そうという時に入り込めるチャンスとなる。実際、取引先は広がっている。しかも、採算重視で取引を展開している。

最近の傾向をみると、海外からの輸入比率が上がっている。当社の直接輸入比率は従来の20%から 25%へ上がってきている。果汁、人参汁、ジャスミン茶など、農産加工品の直接輸入が増えていることによる。直接輸入は品質や採算面で自社のコントロールが働くので、ビジネスにはプラスに働いている。

業績予想

（百万円、%）

	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3（予）	2021.3（予）
売上高	27677	27802	28121	31033	31375	33000	34000
粗利益	2426	2451	2461	2681	2842	3060	3280
（同率）	8.77	8.82	8.75	8.64	9.06	9.27	9.65
販管費	2180	2197	2134	2242	2246	2360	2480
（同率）	7.88	7.90	7.59	7.22	7.16	7.15	7.29
営業利益	246	254	326	439	595	700	800
（同率）	1.03	0.89	1.16	1.42	1.90	2.12	2.35

業績のベースが上がっている

営業利益の水準でみると、従来の 3～4 億円の水準が 5～7 億円へ上がってきている。利益ベースが上がってきている点については、2つの面から注目したい。

1つは、ビジネスにおける利益マインドが上がっており、主力顧客への販売拡大や新規顧客の開拓が進んでいることによる。これによって、業績のベースが上がっている。天候要因による需要の上下は例年のことであるが、それを考慮してもいい方向にある。

もう1つは、次なる事業拡大に向けて人材投資を行う方針はもっているが、まだ費用としては発生していないので、販管費が抑制気味に推移しており、それが効率アップとして寄与している。

2020 年 3 月期も業績の拡大が続こう

2020 年 3 月期の会社計画は、売上高 32000 百万円（同＋2.0%）、営業利益 646 百万円（同＋8.4%）、経常利益 648 百万円（同＋9.2%）、純利益 450 百万円（同＋9.3%）を見込んでいる。上期の実績を見れば十分達成できよう。

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。

経営方針としては、①サービス、クオリティの向上、②ワンストップビジネスモデル、③戦略商品の拡販、④新規輸入品の開発、⑤環境事業の拡大などを掲げている。

PB 商品の見直しは今期も影響してくる一方で、環境関連の大幅な伸びが見込める。食品副原料や農産加工品の取り扱いアイテムが増えている効果は引き続きでてこよう。大型シーリングファンの成約件数も大幅に伸びてこよう。

業績変動では、季節性があるので夏場の上期の方が売上高、利益とも大きく出る。利益面では 7 対 3 程度のイメージである。この季節性を緩和するようなビジネスの拡大にも力を入れている。

10 月の消費税引き上げが多少変動要因となるが、実質的にはさほど大きくない。飲料メーカーは値上げを打ち出している。働き方改革も含めて人件費の上昇を何らかの形で価格に反映させようとしている。

こうした点を踏まえても、環境関連の大型シーリングファンの利益貢献が見込めるので、引き続き増益基調を続けよう。この基調は来期も続くものと予想される。

カテゴリー別売上内訳

（百万円、%）

（単体ベース）	2019.3 2Q	2020.3 2Q			
	売上高	売上高	（増減）	構成比	伸び率
食品副原料	5079	5059	-20	28.8	-0.4
乳及び乳製品	3321	3582	260	20.4	7.9
飲料製品	1661	1494	-167	8.5	-10.1
農産物及び同加工品	3691	4526	834	25.7	22.6
FC事業	409	315	-93	1.8	-22.9
その他	2224	2608	383	14.8	17.2
合計	16388	17585	119	100.0	7.3

（注）伸び率、（増減）は売上高の前年同期比、構成比は売上高構成比。

2Q は好調に推移

2020 年 3 月期の 2Q 累計（上期）は、売上高 17834 百万円（前年同期比+6.9%）、営業利益 477 百万円（同+2.4%）、経常利益 524 百万円（同+16.4%）、純利益 378 百万円（同+19.2%）と好調であった。

物流経費の増加はあったものの、環境ビジネス関連の大型シーリングファンの成約件数が大きく増加し、農産加工品や乳製品の販売も伸びたことによる。

卸売事業は、売上高+7.9%、セグメント利益 455 百万円（+4.0%）であった。果汁や脱脂粉乳（輸入）が増加し、排水浄化プラントや屋内施設向け大型シーリングファンが増加した。

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。

製造販売事業は、アイスクリームで一部 PB 商品が減少し、売上高-7.9%、セグメント利益 11 百万円（前年同期 25 百万円）となった。

その他のコンビニ事業は 1 店閉店したので、売上高-22.9%、セグメント利益 8 百万円（同 4 百万円）となった。

カテゴリー別の動きをみると、食品副原料では、ビタミンの市況は下がったが数量は伸びている。ビタミンCの在庫は今の市況でみると割高であったが、これは計画的に安定仕入れを行っていることによるタイミングの問題であり、2Q 以降は妥当なコストに戻って採算も改善している。

乳及び乳製品では、殺菌乳が伸びた。営業努力で前期の減少をカバーした。また、脱脂粉乳が用途を広げている。

飲料製品は、昨年後半より採算重視で取引を見直したため、前期と今期で、年商で 10 億円前後減少する方向である。売上は減少しても利益面でのマイナスはなく、その分のコストを他の営業に振り向けており、トータルではプラスに働こう。

農産物及び加工品では、1）主要顧客向け野菜果汁が順調、2）中国産茶葉が伸びている、3）マンゴーもインドからの仕入れ先を見直して、売上を拡大、採算も向上した。

マンゴーでは、インドのサプライヤーを新たに開拓し、品質や価格で競争優位を確保し、挽回を図った。今上期は高い伸びを示した。

コンビニは 3 月に 1 店閉店し、9 月にももう 1 店閉店した。ファミリーマートとの契約満了に伴うもので、残りの 2 店についても数年内には撤退することになろう。もともと当社の本業としての位置付けではないので、事業の見直しを進めている。

その他では、排水処理プラントが増加し、マクロエアの大型シーリングファンはその台数を大幅に増やし、弾みがついている。排水浄化装置は順調な販売が見込めるので、年商は 4～5 億円となってこよう。環境ビジネスは、全体として年商 10 億円がみえつつあり、営業利益への貢献も 1 割を超えてこよう。新しい柱として育っている。

アイスクリームは、業務用バルクや菓子メーカー向け PB 商品が減少した。アイスクリームの事業規模を拡大し、利益率 5～10%を確保するには、一定規模の設備投資を必要とする。事業ポートフォリオからみて、アイスクリーム事業の拡大に入るかどうかは当面の検討課題である。

全体の粗利益は同+69 百万円増加したが、販管費も+58 百万円増加し、営業利益は+11 百万円となった。営業外で為替差益+35 百万円（同-20 百万円）発生したため、経常利益は+74 百万円となった。

人員は新卒、中途で採用に努力しているが、ほしい人材からみるとまだ足りておらず、引き続き力を入れている。

上期が好調であったので、このペースでいくと通期でも会社計画を上回ることになろう。

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。

５．企業評価　　引き続き安定した好配当利回りに注目

新社長の方針

伊達社長がリーダーシップを発揮している。小口会長はオーナーとして要所を押さえながらも、現場の指揮は任せている。全体の運営は上手くいっているものと評価する。

課題は 3 つある。1 つは新規商材の開発、2 つ目は M&A、そして 3 つ目は人材の確保・育成である。M&A については、常に検討している。人材についても中途採用に力を入れている。

新規分野の開拓という点では、1）直接輸入による当社の取扱品目の拡大、2）ブームに結びつきそうな新商材へのアプローチ、3）日本の独自商材の輸出拡大などに力をいれていく。その中から大型シーリングファンに続くような収益商品を育てていく方針である。

伊達社長は、これまでの経営方針は踏襲するものの、その戦略の実行において、スピードアップを図ろうとしている。

新規ビジネスでは、環境関連が新たな収益の柱となってきたが、こうした新ビジネスをあと 3～4 つ立ち上げていく。それに関連して、M&A にも力を入れていく。吉井取締役は新規ビジネスの担当にもなっている。

2Q の業績をみると、伊藤園への依存度が下がっている。他の飲料・食品メーカーへの販売が継続的に増えている。数年来取り組んできた取引先の拡大が効果を上げている。また、環境ビジネスが利益貢献を高めており、飲料依存、天候依存という傾向が低下している。これは戦略として進めている方向なので、望ましい展開である。

当社の ESG を特色付けると、1）環境では、排水浄化システム、シーリングファンをビジネス化しており、事業を通して環境改善に貢献している。2）働き方改革では、とりわけ女性の活用に力を入れており、本体の社員の 4 割が女性で、女性役員も登用している。

安定成長を見込む～増配を期待

現在、配当は 40 円であるが、EPS が 150 円になると、配当性 30～40%として、配当 45～60 円が視野に入ってくる。一定の増配が期待できよう。配当 45 円は配当利回りで 3.5%に相当する。

9 月末の株主数は 2950 人である。業績が好調なので増配も期待できるが、株主優待も期待したいところである。

食品副原料、乳製品、農産加工品の主力 3 分野の収益性が改善方向にある。これにアイスクリーム、米国子会社のヒーター/シーリングファン、環境関連システム、シップ剤などが乗ってくると、業績はもう一段レベルアップしてこよう。

今後の重点施策としては、1)農産加工品の新しい分野を伸ばしていく、2)日本独自の飲料原料に力を入れる、3)環境関連ビジネスなど非食品分野を開拓することに力を入れていく。

今後の業績について、経常利益 7～8 億円は射程内にある。中長期的には、経常利益で 10

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。

億円が見えつつある。次のテーマである経常利益 15 億円の肉付けも始まろう。今後の規模拡大に向けて、M&A も視野にある。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）。

時価総額 40 億円前後とまだ小さい企業であるが、ユニークな特長をもっている。有力顧客をしっかり掴んでいるので、収益構造が崩れる心配は少ない。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。12 月 26 日の株価(1274 円)でみると、PBR は 1.41 倍、ROE は 17.2%、PER は 8.0 倍とかなり割安である。

堅実なビジネスコアをもっており、新規商材の市場開拓も進んでいる。利益成長と好配当利回りに注目したい。

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。