

3143 オーオイル

～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～

2020年5月30日

東証2部

ポイント

・新型コロナウイルスの影響が、飲料原料などに波及している。外出自粛などによって消費活動が低下していることによる。今2021年3月期の前半はやや低調な展開となるだろうが、下期に向けて回復傾向に入ろう。

・前期は2年連続で過去最高の業績を達成し、配当も5円増配の45円とした。好調の主因は、主力の農産加工品や乳関連製品の販売が増加したことと、環境関連で大型シーリングファンの成約件数が急増したことによる。

・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、利益に貢献している。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。大型施設用のHVLS(大風量低速回転)ファンは、猛暑対策や省エネに加え、施設内の空気循環などコロナ対応にも寄与する。潜在需要は大きいので、さらなる拡大が見込めよう。

・創業者である小口会長(CEO)の後継として、伊達社長(47歳)が2019年6月に就任し、経営のスピードアップを図っている。生え抜きの若手にマネジメントが託され、世代交代が進行しており、新しい展開が期待される。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、採算重視の営業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。

・新商材、人材投資、M&Aの具体化に力を入れている。今期の業績はコロナの影響を受けるが、来期は再びピーク利益を更新してこよう。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、その路線作りに励んでいる。好業績と増配が期待できる安定好配当を反映して、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、来期は再びピーク利益の更新へ
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 (2020年5月29日) 1031円 時価総額 32億円 (3150千株)

PBR 1.09倍 ROE 13.3% PER 8.1倍 配当利回り 4.4%

(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
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	32685	674	724	472	150.1	45.0
2021.3(予)	30000	600	600	400	127.0	45.0
2022.3(予)	32000	720	720	480	152.4	45.0

(2020.3ベース)

総資産 9497百万円 純資産 3018百万円 自己資本比率 31.2%

BPS 941.6円

(注) ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。2008年7月に1:300の株式分割を実施。2008年3月期以前のEPS、配当は修正ベース。2011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

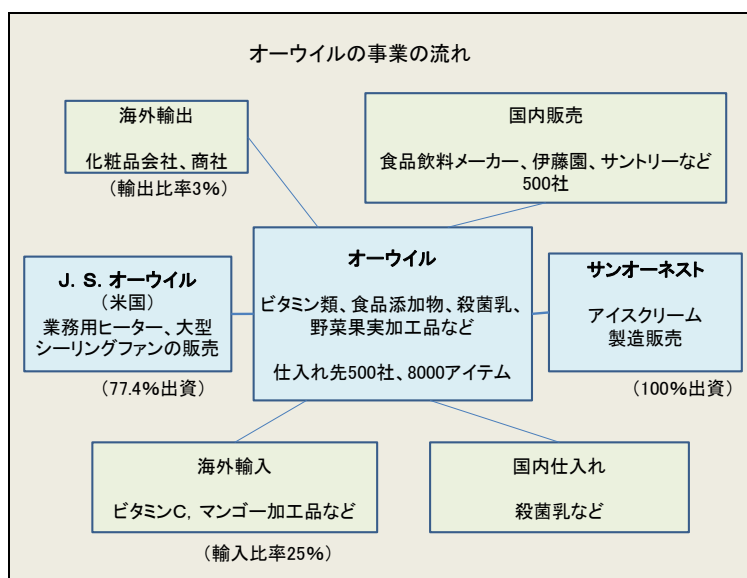
食品原料が主力

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。



伊藤園が主力取引先

当社は伊藤園への売上高が全体の20%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

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。

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。最近で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。

カテゴリ別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	
	売上高	売上高	売上高	売上高	売上高	構成比
食品副原料	9088	8820	8910	9195	9141	28.5
乳及び乳製品	5232	6456	6655	6462	6689	20.8
飲料製品	3743	3367	3323	2934	2668	8.3
農産物及び同加工品	4689	4380	6353	6674	8587	26.8
FC事業	1009	767	778	809	496	1.5
その他	3089	3531	4466	4567	4501	14.0
合計	26850	27320	30488	30644	32085	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。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。

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(47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る。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ベースとしながら、次の成長基盤の強化に向けて新たな展開を図っている。

コーポレートガバナンスへの対応

当社は2016年に監査等委員会設置会社へ移行した。取締役9名のうち、監査等委員の3名が社外取締役である。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)、浅田哲氏は弁護士である。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、監査等委員の他に、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。

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。

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)

	2016.3		2017.3		2018.3		2019.3		2020.3	
	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	26774	233	27359	305	30236	443	30492	578	32172	663
製造販売業 (アイスクリーム)	583	5	710	17	670	2	720	7	706	0
その他 (コンビニFC)	1009	15	766	2	778	3	809	11	496	7
合計	27802	254	28121	326	31033	439	31375	595	32685	674

グループ経営を展開

オーウイル本体のほかに、2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、役割を見直し昨年撤退した。

グループ全体の社員数は、2020年3月末の連結ベースで102名、このうちオーウイル単体で68名、サンオーネスト31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49名（本体で28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働いているパート・アルバイトが大半を占める。

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。

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、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。オーウィ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。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。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。

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いる。

2017年に、サンオーネストの「甘糍^{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糍を使用して、糖類不使用、乳製品不使用、添加物フリーの植物性100%のアイスという点で、発酵食品として、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。

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

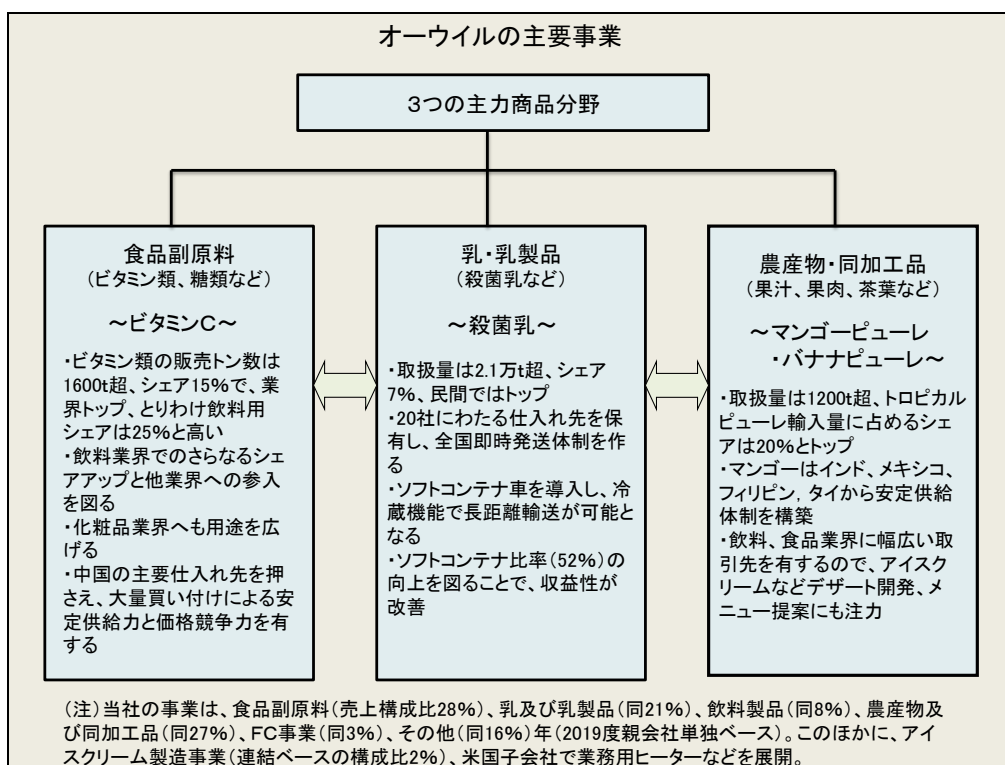
当社のビジネスモデルのコアは、卸機能によるワンストップの仕入れ、ワンストップのサービス提供にある。その特長は4つで、1) 調達力が強い、2) シェアNo.1の商材を活かす、3) 品質管理がよい、4) 取引先が優良である、という点にある。

仕入れ先は500社ほどあり、海外も20カ国40社に及ぶ。40名程度の営業員が8000アイ

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。

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において、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96%、製造販売(サンオーネスト)2%、その他2%である。その他は、東京丸の中でコンビニ(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」、「食は元にある」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。

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。

ビタミンCは飲料向けで高いシェアを有し、業界トップ

日本のビタミンCの輸入数量は年間 1.4 万 t で、そのうち 4 割が飲料用である。中国のサプライヤーが全体の 9 割を占めている。

このビタミン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、飲料向けのほかに、化粧品、医薬品などのファインケミカル向けも多い。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力を入れている。

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、他の副原料を伸ばし、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。

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。

トロピカルピューレの日本への輸入数量は年間 4000~6000 t で推移している。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 1200 t を握っており、その規模はトップ、シェアも 20%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

業務用殺菌乳の市場は年間30万t、近年はミルクティー等の需要増で、市場全体も増加傾向にある。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ので、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50%以上へ高めている。

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。最近では物流費の上昇で、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。

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)
	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3		
食品副原料	33.8	32.3	29.2	30.0	28.5	○	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	19.5	23.6	21.8	21.1	20.8	○	業務用殺菌乳、粉乳、粉乳調整品、煉乳 発酵乳
飲料製品	13.9	12.3	10.9	9.6	8.3		各種飲料製品、PB飲料製品
農産物及び 同加工品	17.5	16.0	20.8	21.8	26.8	○	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	3.8	2.8	2.6	2.6	1.5		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	11.5	12.9	14.6	14.9	14.0	○	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、2020.3期で、卸売96.4%、製造販売2.1%、その他1.5%。

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、最近では「その他」の中にある環境関

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。

連ビジネスが4つ目の収益源として、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。さらに、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。

コンビニ事業の運営は縮小へ

コンビニはファミリーマートの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、今後はさらに縮小する方針である。市場動向を知るといふ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ため、FC店は契約満了と共に減少しよう。

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

サステナビリティを重視

オーウイルのサステナビリティは、事業を通じて社会的課題の解決に貢献し、企業価値の向上を通して持続可能な社会の実現することにある。

具体的には、1) フードサプライでは、食の安心・安全の確保、フードロスの削減、持続可能な原料調達、2) エネルギーマネジメントでは、環境事業の拡大などを掲げている。

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4～5年をみると、年商350億円、経常利益10億円に向けて、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た。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いる。

重点施策は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

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 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、事業基盤を強化していく。実際、食品に限らず、環境関連にもビジネスを広げている。

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、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。

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。

米国子会社では、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。大型シーリングファンの日本への輸出も伸びている。現在、年商 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た。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、海外の産地を一定程度押さえており、代替需要としての拡大が見込める商品もある。

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には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。

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食欲に提案していく。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68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こうとしている。

アイスクリームビジネスで個性を発揮

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を展開している。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である。

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、収益性は向上しよう。

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、設備投資型なので、受注は読みきれないが、毎年 2~6 件程度の一定の需要は確保していけよう。1 件 1~3 億円程度のプラントで、収益面でもし

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。

っかり貢献している。

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。

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ること、事業に合うこと、3) オーウイル本社は日本の食品企業・物流倉庫と多くの取り引きがあり、顧客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。

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。

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。2019年3月期は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。2020年3月期は4つの展示会への出展し、ここでも商談が進展した。

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。

2019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。

同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月に施設リノベーション EXPO（東京ビッグサイト青梅展示棟）に出展し、今年2月の国際総合物流展にも出展した。

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。

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、CO₂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って評価している。

マーケットは大きい

国内では、毎年1.5万棟の倉庫が新築され、倉庫の大型化も進んでいる。これによって、延べ床面積も増加傾向にある。これをマクロエアの台数に換算すると、年間7000台の市場規模に相当する。現在の販売台数はまだ極めて小規模なので、今後の拡大余地は大きい。

マーケットはかなり大きく、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。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の大手は、今のところ3社で、米国製で先行する1社

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。

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。

2019年3月期に収益貢献を開始し、2020年3月期は利益寄与度をかなり高めている。営業の強化に向け、環境関連を専門に取り扱う営業チームの増員を図った。

販売が急拡大中～コロナ対応も加わる

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。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。

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。また、昨今のコロナウイルス感染拡大によって新たなニーズが生まれつつある。倉庫業はリモートワークや休業が困難であるため、建屋内に大きな空気循環を作り出し、高い換気効率を持つ大型シーリングファンへの期待は高く、今後更なる需要の高まりが予想されよう。

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（機能的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事を考えている。

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。

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

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。

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。業務用の大型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。

重要経営指標

	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3
ROE(自己資本当期純利益率)(%)	6.9	8.8	10.2	13.8	16.8	16.8
ROA(総資本経常利益率)(%)	3.4	3.6	4.1	4.6	5.3	7.0
1人当たり売上高(単体)(百万円/人)	330	339	359	417	444	471
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	10.0

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 億円で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。

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。

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り、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、来期は再びピーク利益の更新へ

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がやや高い。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ただけで価格が修正されないのが、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。

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）はマイナスに働く。マージンは率(%)で決まるので、金額が減るとそれに見合っただけで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。

伊藤園向けが拡大

主要取引先では、伊藤園への売上高が前期の48億円（全売上高の15.5%）から今期は64億円（同19.8%）へ大幅に増加している。これは、当社の安定供給力で、飲料向け野菜汁などの取引量が大幅に増加した。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。

基本的な方向は、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

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。

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、5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、⑤新規関連（環境含む）という5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。

伊藤園との関係において、当社はそのような存在となっている。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。

カテゴリ別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2016.3		2017.3		2018.3		2019.3		2020.3	
	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	伸び率
食品副原料	9088	-2.3	8820	-2.9	8910	1.0	9195	3.2	9141	-0.6
乳及び乳製品	5232	-7.2	6456	23.4	6653	3.1	6462	-2.9	6689	3.5
飲料製品	3743	2.9	3367	-10.0	3323	-1.3	2934	-11.7	2668	-9.1
農産物及び同加工品	4689	4.8	4380	-6.6	6353	45.1	6674	5.0	8587	28.7
FC事業	1009	4.9	767	-24.0	778	1.6	809	4.0	496	-38.7
その他	3089	30.6	3531	14.3	4466	26.5	4567	2.3	4501	-1.5
合計	26850	1.6	27320	1.7	30448	11.6	30644	0.5	32085	4.7

(注)伸び率は売上高の前年度比、構成比は売上高構成比。

取引先の拡大と直接輸入比率の向上

2019年3月期は、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。

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

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。

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。

セグメント別業績予想

	2018.3		2019.3		2020.3		2021.3(予)		2022.3(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	30236	433	30492	578	32172	663	296	600	31600	700
製造販売業 (アイスクリーム)	670	2	720	7	706	0	700	0	800	20
その他 (コンビニFC)	778	3	809	11	496	7	400	0	400	0
合計	31033	439	31375	595	32685	674	30000	600	32000	720

(注)利益はセグメントの営業利益。(予)はアナリスト予想

前2020年3月期は2年連続でピーク利益を更新

2020年3月期は、売上高32685百万円(前年度比+4.2%)、営業利益674百万円(同+13.1%)、経常利益724百万円(同+22.2%)、純利益472百万円(同+14.8%)と、過去最高の業績を達成した。ROE16.8%、EPS150.0円に対して、配当も5円増配して45円とした。

好業績の要因は、1)主力の農産物加工品や乳関連製品の販売が増加したこと、2)環境関連で、大型シーリングファンの成約件数が急増したことにある。

物流経費増はあったものの粗利益の増加が営業利益の伸びに結びついた。営業外収益では為替差益があつて経常利益の伸び率が高くなった。一方、アイスクリームのサンオーネストで一部固定資産の減損を実施したので、純利益の伸びは順当なものとなった。

4Qには新型コロナウイルスの影響が出始めているが、まださほど響いてはいない。

卸売セグメントの動きを見ると、食品副原料では、主力のビタミンCの単価は下がったがボリュームは増加し、利益も伸びている。ビタミンCは仕入れコストと販価は、互いに市況によって変動するが、当期は採算がよかった。

乳及び乳製品も順調に伸びている。殺菌乳では、ソフトコンテナ比率が59%(前年同期52%)に上がっており、これによって付加価値がアップした。飲料製品は減少しているが、利益面での影響は少ない。農産加工品は大きく伸びたが、野菜、果汁が貢献しており、この伸びは当期でほぼ一巡してくる。

FCでは、コンビニは昨年3月に1店、9月にもう1店閉店して2店となった。これによって粗利への貢献はマイナスとなったが、大きな影響はなかった。

その他には環境関連が入っているが、大型シーリングファンの販売台数が急速に伸びて

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。

いる。この分野は伸びている反面、欧州向け輸出が減少したので、全体はやや減った。

製造販売事業のアイスクリームでは、カップアイスの販売は増加したものの、業務用バルクや菓子メーカー向けPB商品の受注が減少した。

粗利益から物流費などの変動費を除いた限界利益でみると、1) 大型シーリングファンの販売が好調であること、2) 飲料向けビタミンCの採算が仕入れとのタイミングの差で改善したこと、3) 脱脂粉乳などの乳製品が伸びたこと、などが貢献した。

バランスシートやキャッシュ・フローでは、現預金が減少し買掛金が大幅に減少しているように見えるが、これは2019年3月末が休日であったことに伴う影響で、今期末の方が、ノーマルなので特に問題はない。

業績予想

	(百万円、%)						
	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3(予)	2022.3(予)
売上高	27802	28121	31033	31375	32685	30000	32000
粗利益 (同率)	2451 8.82	2461 8.75	2681 8.64	2842 9.06	2960 9.06	2900 9.67	3170 9.91
販管費 (同率)	2197 7.90	2134 7.59	2242 7.22	2246 7.16	2286 7.00	2300 7.67	2450 7.66
営業利益 (同率)	254 0.89	326 1.16	439 1.42	595 1.90	674 2.06	600 2.00	720 2.25

新型コロナウイルスの影響

新型コロナの影響と対応をみると、1) 社内の活動においては、出張や面談の制限、在宅勤務の奨励などを実施しながら、原料調達安定化、取引、生産の安定化を図ってきた。2) 財務面においては、現預金は十分あり、運転資本面でも通常の取引を継続しているため、全く問題ない。3) 原料調達では、もし長期化すると、グローバルサプライチェーンに影響が出る可能性はあるが、今のところ仕入れ面で大きな障害は出ていない。

プラス面では、大型シーリングファンが倉庫など大型施設の空気循環を高めるという点で、市場拡大の加速が期待できる。

今2021年3月期は減益を想定

2021年3月期の会社計画は、売上高30000百万円(前年度比-8.2%)、営業利益600百万円(同-11.0%)、経常利益600百万円(同-17.2%)、純利益400百万円(同-15.4%)、2桁の減益を立てている。この計画には、新型コロナの影響による経済の停滞を一定程度見込んでいる。外出自粛による消費低迷などが、上期前半には顕著であるが、その後は緩やかに回復する方向を見込んでいる。

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。

その中で、環境事業において、排水浄化プラントは一定の安定した受注を確保しており、今期も同じ水準は維持できよう。大型シーリングファンは、販売件数が大幅に伸びており、今期もさらに拡大が見込めよう。営業力も強化しているので、今後数年は成長が続こう。この分野にコロナの影響はほとんど出ていない。

前期の売上高粗利率は、9.06%と前々期並みにとどまったが、これは、1) 収益性の高い環境関連は伸びているが、2) 農産加工品などの粗利率は相対的に高くないが、ここが伸びていること、3) 全体への利益貢献は極めて少ないが、粗利率の高いコンビニの売上高が事業縮小で減っていることによる。今期については、収益性の高い分野の伸びが目立ってくるので、売上高粗利率は上がってくることになろう。

来期については、コロナの影響が一巡する一方、海外からの直接輸入品や環境関連がさらにのびてくるので、業績はかなりよくなるものと予想される。

今後の展開～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6～7億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。

今後の経営方針としては、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の強化、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。

新型コロナウイルスの影響については、中国からはビタミンC、フルーツ缶詰、果糖などを輸入しているが、ビタミンCは在庫手当てもしているため、今のところ問題はない。

大型シーリングファンは、2021年3月期も拡大が見込める。既にかかなりの受注見込みが立っており、前期を大きく上回っていくことになろう。営業担当も増員しており、拡大への手は打っている。大型シーリングファンは倉庫だけでなく、商業施設や大型ビルのエントランスでも使うようになりつつある。それだけ用途が広がっている。

営業面では、新規顧客が成果を上げている。新規商品の紹介が既存商品の拡大につながることもある。実際、環境装置の顧客にそれ以外のビジネスを紹介して、取引が増加しているケースもある。

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。

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

新商材の開発に注力

伊達社長は、今後の重点課題として3つあげている。第1は、利益の1~2割を稼ぐような新商材の開発を進めること。そのためには、第2に、人材投資を強化して、営業力や管理能力を高めていくこと。第3に、M&Aの検討チームを作って動いているが、ここで案件を事業に結び付けていくこと。当社の本業及びその周辺ビジネスへの拡大を狙っている。

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。

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。

直近の業績をみると、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。

安定成長を見込み、増配を期待

2020年3月期の配当については、従来の40円を45円へ増配した。配当性向は、30~40%を目途に、減配はせずに安定配当を目指す方向である。利益水準が上がってきたことを確認しつつ、増配する方針は今後も続くことになろう。

配当45円は配当利回りで4.4%に相当する。3月末の株主数は3034人である。今後は、増配と共に、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。これに環境関連ビジネスが乗ってきたので、業績はもう一段レベルアップしてこよう。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10億円が見えつつある。次のテーマである経常利益15億円

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 30 億円強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と掴んでいるので、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。

5月29日の株価(1031円)で見ると、PBRは1.09倍、ROEは13.3%、PERは8.1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一段と注目したい。