

## 3143 オーオイル

### ～業界トップの食品原料を有する商社、環境ビジネスも主力事業へ～

2021年12月7日

東証2部

#### ポイント

- ・環境関連の大型シーリングファンは引き続き好調で、大きな伸びをみせている。新型コロナウイルスの影響はあるが、飲料関係の食品原料が好転している。販路の開拓もあって、アイスクリームの業績改善も見込める。
- ・実際、今期の2Qは大幅増益となり、会社計画は上方修正された。このペースで行くと下期も会社計画を上回ってこよう。会社計画の営業利益710百万円(前期比+32.1%)に対して、800百万円(同+49.0%)を予想する。2年ぶりにピーク利益を更新しよう。
- ・当社は、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、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。
- ・最近、食と環境のオーオイルに進化しつつある。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利益貢献を高めている。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。
- ・圧倒的な換気力と制音性で、用途も大型物流倉庫から、商業施設などへ広がりつつある。毎年の新設倉庫だけで7000台の潜在需要に相当するので、大きく飛躍しよう。今期はこの大型シーリングファン分野で、業界トップに躍進しつつある。
- ・昨年100%子会社のアクセルテックを新設し、電気工事業のメビウスを譲受した。小規模ながら同社をベースに、大型シーリングファンの設置工事の内製化を図る。これによって、受注獲得の競争力を高め、同時に付加価値の向上も見込めよう。
- ・新商材、人材投資、M&Aの具体化に力を入れている。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、その路線作りに励んでいる。来期もピーク利益の更新が続こう。株価はかなり割安である。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さらに高まってこよう。

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 大型シーリングファンが主力ビジネスに成長
4. 当面の業績 環境ビジネスの利益貢献が高まり、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 (2021年12月7日) 1107円 時価総額 34億円 (3150千株)  
PBR 0.98倍 ROE 14.9% PER 6.5倍 配当利回り 4.5%

(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
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	29527	537	551	347	110.3	45.0
2022.3(予)	28000	800	810	540	171.4	50.0
2023.3(予)	29500	950	940	610	193.7	60.0

(2021.9ベース)

総資産 10778百万円 純資産 3621百万円 自己資本比率 32.9%

BPS 1126.9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

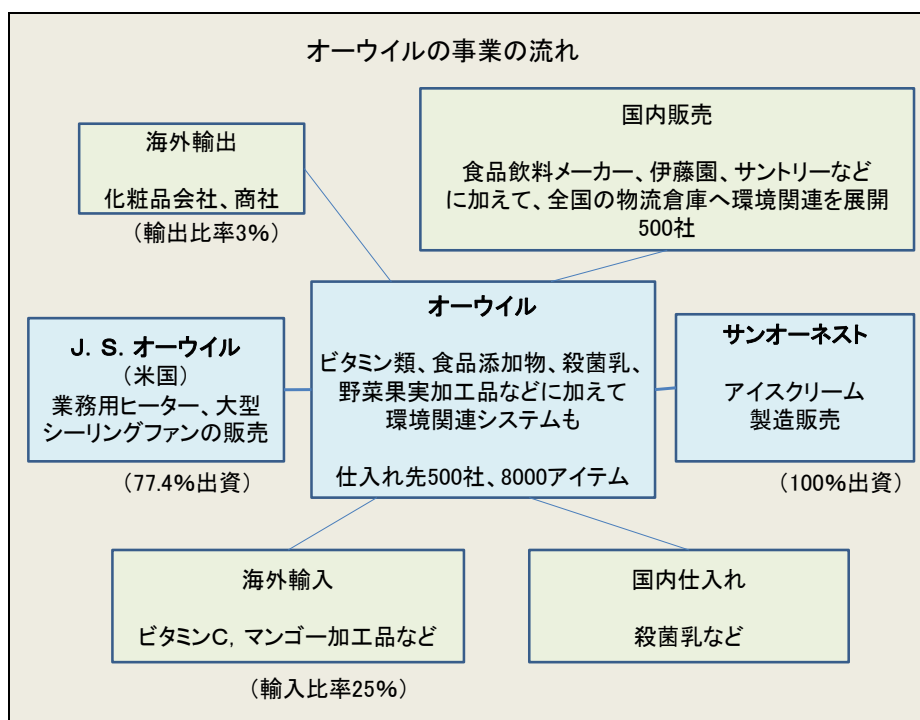
### 食と環境のオーウイルへ

食品原料から環境関連システムへ、収益源が広がっている。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、“食と環境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）である。サントリー、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

伊藤園との取引は、当社創業以来、最有力顧客として継続している。2021年3月期の売上比率は20.0%を占めた。大株主でも、上位10位内に入っている。しかし、ビジネスとしては互いに独立した関係にあり、他の飲食メーカーとも同等のスタンスでフェアに取引を行っている。

取引先として特別であり、互いになくっ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も拡大している。

カテゴリ別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3		
	売上高	売上高	売上高	売上高	売上高	構成比	伸び率
食品副原料	8820	8910	9195	9141	8031	27.7	-12.1
乳及び乳製品	6456	6653	6462	6689	6645	23.0	-0.7
飲料製品	3367	3323	2934	2668	2390	8.3	-10.4
農産物及び同加工品	4380	6353	6674	8587	8128	28.1	-5.4
FC事業	767	778	809	496	269	0.9	-45.7
その他(環境関連を含む)	3531	4466	4567	4501	3476	12.0	-22.8
合計	27320	30448	30644	32085	28941	100.0	-9.8

(注)伸び率は売上高の前年度比、構成比は売上高構成比。

## 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。

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部に指定替えした。2022年4月の市場変更では、スタンダード市場を選択する予定である。

### 小口会長、伊達社長の布陣

2019年6月、創業者の小口会長(78歳)から、生え抜きの伊達社長(49歳)に、社長がバトンタッチされた。創業世代から第2世代にマネジメントが移っている。

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、当時40代の執行役員が2名取締役となり、若手の登用も進んでいる。

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

2016年に監査等委員会設置会社へ移行した。執行担当の取締役6名、監査等委員会の社外取締役3名で取締役会は構成されている。

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(法学博士)、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は、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る。取締役会の議長は伊達社長が務めている。独立社外取締役が3名以上、3分の1以上という社外取締役の基準には十分であるが、マネジメント経験のある社外取締役という点で、もう1名の参加は検討課題であろう。

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。

役員報酬に当たっては、中長期的な企業価値向上に向けてのインセンティブとして、株式報酬の仕組みを導入し、現行役員の保有株式が高まる方向に持っていくことが望まれる。執行担当の取締役の報酬については、創業者である小口会長は別格として、業績に見合った株式報酬制度を取り入れ、創業者の後に続くマネジメントが実績に応じて一定の株式報酬を得て、中長期の企業価値向上に邁進していくことは、一般株主からみても頼りになる。

流動性を損なわないで、役員へ株式報酬を与える方策はいろいろある。将来は、次世代の役員が株式の10%前後を占有するくらいの比率が望ましい。業績が伸びるならば、多少のダイリューション(希薄化)も許容されよう。

#### セグメント別業績

	2017.3		2018.3		2019.3		2020.3		2021.3	
	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	27359	305	30236	443	30492	578	32172	663	29515	629
製造販売業 (アイスクリーム)	710	17	670	2	720	7	706	0	473	-91
その他 (コンビニFC)	766	2	778	3	809	11	496	7	—	—
合計	28121	326	31033	439	31375	595	32685	674	29527	537

(注)その他(コンビニFC)は卸売に統合

#### 戦力の集中～品質重視

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

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。

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。

### 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。

また、昨年10月に100%子会社のアクセルテックを新設した。環境関連の大型シーリングファンの設置工事を担当する。

グループ全体の社員数は、2021年3月末の連結ベースで106名、このうちオーウイル単体で71名、サンオーネスト32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44名（本体で27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。

### ダイバーシティ～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るだろう。

### 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。

---

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。

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<sup>あまこし</sup>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マネジメント課において、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98%、製造販売（サンオーネスト）2%である。

### 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。

### 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

---

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。



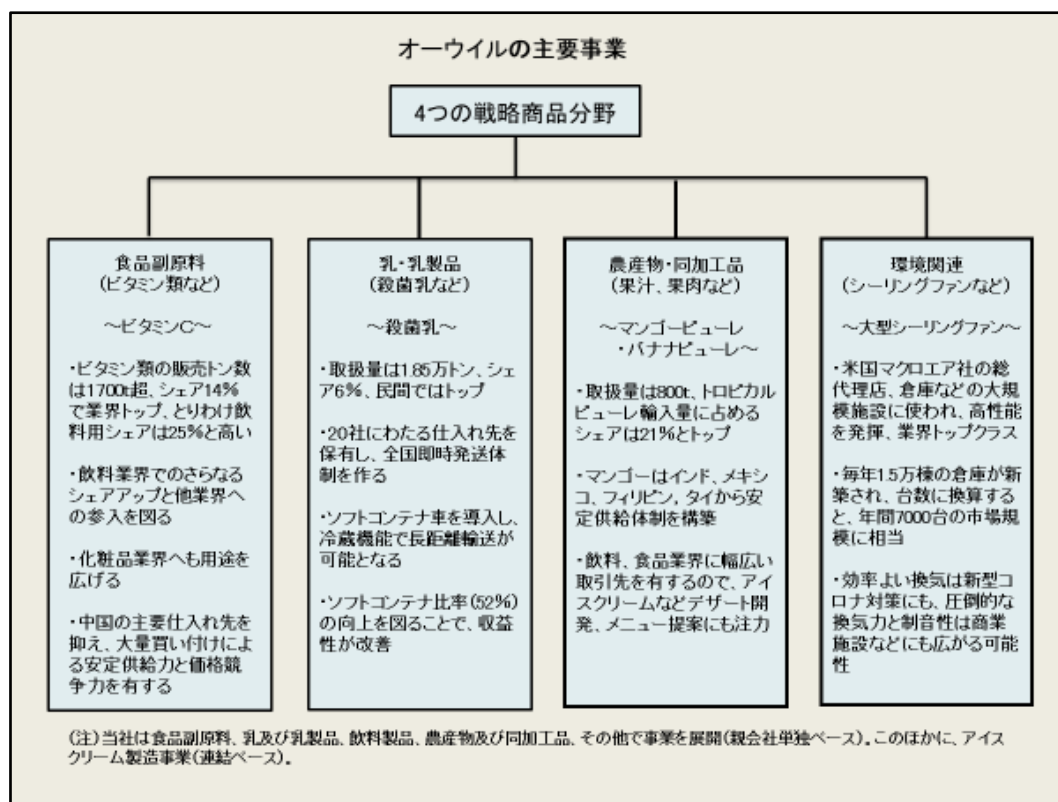
サプライヤーが全体の9割を占めている。

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20%強でトップ

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

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。

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 3000~6000 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 800 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 6%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 6%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°C 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。

## 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。マクロエア社は、ウォルター ボイド氏によって創業された。蒸し暑い乳牛舎の空調を改善し、夏場の乳量低減の改善に貢献している。

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(現社長)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。

## 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

---

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。

卸売の主な内容

卸売の内訳				利益 貢献度	主な品目(アイテム)
	2019.3	2020.3	2021.3		
食品副原料	30.0	28.5	27.7	○	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	21.1	20.8	23.0	○	業務用殺菌乳、粉乳、粉乳調整品、煉乳 発酵乳
飲料製品	9.6	8.3	8.3		各種飲料製品、PB飲料製品
農産物及び 同加工品	21.8	26.8	28.1	○	茶葉、マンゴー・バナナ加工品、果汁類、野菜汁 ピューレ類
その他	17.5	16.5	12.9	○	大型空調ファン、環境浄化システム、機材類 飲料製造用の資材、ケミカル、経皮吸収剤など

(注)○はセグメントの営業利益に貢献、単体ベース。

### コンビニ事業は縮小へ

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店経営していたが、4月に1店となった。再来期末にはすべて撤退となろう。

これまで市場動向を知るといって意味があったが、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であった。黒字は確保してきたが、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させてきた。

## 3. 中期経営方針 大型シーリングファンが主力ビジネスに成長

### リモートワークへの対応～新規顧客開拓でも新たな動き

リモートワークの仕組みは、コロナショックの前から進めていた。全員がPCを持って自宅で仕事ができるようにしていた。リモート会議についても、海外の取引先や国内の取引先ともスムーズに進められている。コロナ対策がB to Bの中で互いに進んできたので、対面でなくてもビジネスがかなり進められるようになっている。

リモートの良さも出ている。テーマを決めてきちんと会話していくので、本題に集中して議論が進み、しっかり結論が共有できるようにもなっている。IRにおいても、個人投資家説明会において、リアルな会場よりも多くの人々にライブで語る事ができ、しかも一定期間アーカイブできるので、その効果も従来よりも高いといえる。

リモート営業では、新規顧客開拓が難しいというのが通常であるが、違った動きも出てい

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。リモートで会議に入ると、関心の高い先方の参加者が1~2名ではなく、大勢がリモートで同席して、一気に当社の良さをアピールできる。つまり、初期の波及効果が大きいので、その後の商談がスムーズに進むというケースが出ている。

### 今後の重点施策

既存事業の更なる深耕に加えて、今後の重点施策として、伊達社長は3点を強調する。第1は、環境ビジネスを大きく伸ばす。第2は、食品分野で飲料以外の原材料を増やす。第3は、海外事業の拡大に本格的に力を入れる。そのために、即戦力となる専門人材を採用しつつある。通常の中途採用というよりは、もっと高い能力に絞って人材を採っている。2020年10月には本社人員の1割弱に相当する人材を増やしている。

### サステナビリティへの取り組みを強化

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で貢献を高めつつある。今後は、資金調達面で、サステナブルファイナンスに取り組むことが重要なテーマとなろう。

### 今後の展開～食品から環境ビジネスへ進化と深化

今後数年をみると、年商350億円、経常利益10億円に向けてレベルアップできる局面にある。業績は安定しているものの伸び悩んだ時期もあったが、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、

---

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。

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、最近で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方向にある。

## 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

---

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。

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71名中60名が営業本部に属する。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

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。

---

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。

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、食と環境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ため、シェアを高めしていくことがポイントである。

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。

### 伊藤園向けの拡大とバランス

主要取引先では、伊藤園への売上高が 2019 年 3 月期の 48 億円（全売上高の 15.5%）から 2020 年 3 月期は 64 億円（同 19.8%）へ大幅に増加した。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ことによる。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た。

2021 年 3 月期は、伊藤園向けが 59 億円（同 20.0%）であった。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（ビタミンCを含む）、②乳製品関連、③農産加工品関連、④新規関連（環境含む）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。

### 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、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おり、また、大手レジ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いる。大手和食チェーンへも新規の納入が始まっている。

これまで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。

アイスクリームの立て直しでは、販売チャネルの見直し、新しいルートの開拓に力を入れ



てきた。当社のアイスクリームは個性があっておいしいので、それが新規の取引の開拓にむすびついている。こうした効果もあって、収益は改善方向に向かおう。

なお、サンオーネストは赤字化に伴い、親会社の持ち株の評価減を2021年3月期に行ったが、連結への影響は特に出していない。

### 排水浄化プラント事業の広がり

排水浄化システムの市場はかなり大きい。7兆円の市場のうち、2割の1.4兆円は食品・飲料関係である。この7~8年で一定の市場開拓はできており、今後も伸ばすことができよう。当社が取り扱う浄化システムはオゾンを利用するが、その流動が旋回噴流型で、隅々までオゾンが行きわたるので、浄化の効率がよい。

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發揮し、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、毎年数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。

2014年から販売代理店として営業活動を開始し、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污水に含まれる有機物を酸化分解し、加えて脱臭・脱色にも効果を發揮する。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。

ただ、目先の受注活動はやや鈍い。食品工場の設備新設やリニューアルに伴うものなので、コロナショックの影響が間接的に出ているが、中期的には引き続き期待できよう。

### 大型シーリングファンが急成長～業界トップに躍進

大型シーリングファンの成約件数は順調に拡大している。今上期も5割増のペースが続いており、今年度はこの分野で業界トップの件数になるものともみられる。参入してから4年、市場開拓はさらに進みそうである。

展示会での評価は引き続き高い。当社の営業力も強化されている。既存顧客のリピートに加えて、新規顧客開拓が進んでいる、商品力が最も注目されており、スマートである上に、価格はリーズナブルである。

---

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。

従来大手との競争に加えて、台湾や中国からの廉価品も入ってきているが、そこは差別化して、マクロエアの良さを訴求していく。

シーリングファンを設置したユーザーの声として、1) 湿気をとばしてくれる。2) 汗が引く、3) 夏だけでなく冬場も暖かい空気を回してくれる、4) ファンの逆回転なども手元のスイッチで簡便にできる、など好評である。

Eコマースの拡大もあって、物流倉庫へのニーズは強い。延べ床面積は今後も拡大しよう。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が多い。新設倉庫だけみても、当社のマクロエアが使える市場は年間7000台ほど見込める。競合もあるので、自社の販売台数は公表していないが、急速に伸びているといっても、まだその台数は少ない。今後、数年で10倍以上に拡大することも期待できよう。

#### シーリングファンの競争優位性は高い～この分野でトップクラス

EC用の物流倉庫で働く人々がいる。換気も求められる。よって、シーリングファンの需要はこの面からも弾みがついている。マクロエア製品のマーケティングでは、展示会への出展に力を入れた。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っている。

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。

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も整えている。

評判が広がっており、大ヒット商品に育っている。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<sub>2</sub>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。

シーリングファンについては、当社が取り扱うマクロエアと、他社が取り扱うファンが有力商品で、いずれも米国からの輸入である。また、中国製で参入しているもう1社がある。その中で、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。

## コロナ対応も加わり、領域は一段と広がろう

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価格は高いが、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。

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。

実際、大型物流倉庫が7割を占めるが、食品工場、スポーツジム、商業施設などへも販売を広げている。効率よい換気は新型コロナ対策にもなる。圧倒的な換気力と制音性はライブハウス、劇場、博物館、病院の待合室、学校の体育館などにも、広がる可能性がある。当社の主力ビジネスに大きく飛躍しよう。

大型シーリングファンは、国の指針として出されている換気の規準も十分クリアする。米国からの製品の調達、設備工事業者についても需要拡大に対応できる。今後は、ニーズの多様化が進むので、日本に合ったスペックの製品改良というのもテーマになっており、マクロエア社の対応も進むことになるろう。

シーリングファンについては、1) さらにラインアップを増やす、2) 設置工事などの作業を外注だけでなく、内製化していく、3) 国内だけでなく海外への展開も図る、4) そのためにはパートナーとも組んでいく、ということで中長期的に伸ばしていく方針である。

## 子会社アクセルテックを新設

アクセルテックは、夏はシーリングファン、冬はイルミネーションと仕事は忙しい。人材をさらに増強したいところで、設備工事ができるエンジニアを求めている。

アクセルテックについては、設置のビジネスを立ち上げている。イルミネーションの本業も堅調なので、今期も黒字を確保しよう。まだ全体の規模が小さいので、連結に入っていないが、いずれ貢献してこよう。

アクセルテックにおけるシーリングファンの設置工事は徐々に始まっている。この会社は5人程度の小規模であるが、協力会社を使っている。慣れてくるにつれて、設置のスピードも上がってこよう。技術的な問題はないので順調に推移しよう。

大型シーリングファンの工事やメンテナンスについて、自社グループでその機能を持つということが課題になっていた。これまでは、総代理店としての商社機能で、輸入元からの仕入れ、顧客への営業を担当し、実際の設置工事については、外部の業者を使っていた。

大手の食品企業や倉庫企業では自社のグループに工事機能を有する会社もあるが、当社が紹介するケースも多かった。ここでの課題は、1) 工事の内容、2) スケジュールや費用、

---

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) その後のフォローという点で、付加価値が外部流出して、競争上不利になることもありえることにあった。

そこで、工事会社を M&A することにした。よい案件が紹介されたので短期間で決断し実行した。2020 年 10 月に、当社は 100%子会社アクセルテックを新設し、同 12 月に電気工事業のメビウス社を買収した。メビウス社は小さな会社で、2020 年 5 月期で売上高 144 百万円、営業利益もしっかり出していた。創業者を中心に社員は 5 名程度であるが、イルミネーションの電気設備で事業を行っていた。春・夏が不需要期となるが、当社の大型シーリングファンはそこが需要期である。アクセルテックの社長はオーウイルから出すが、先方の人員は創業者以下全員が残るので、事業の発展にうまく結びつこう。

大型シーリングファンの需要は全国に及ぶが、アクセルテックは、まずは全需要の 3 分の 1 前後を占める関東・首都圏の設置作業を請け負っていく。この内製化で、1) 利益面での付加価値が高まる、2) 受注面での競争力が高まる、という効果が見込める。

### 海外展開の強化～直接輸入比率の向上

海外売上比率を高めるという会社方針に従って、海外人材は今後とも強化していく。米国現法や東南アジア（ベトナムなど）向け営業などに人材を増やすことになる。

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。

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。経済の発展ステージから見て、ベトナムなどが有力であろう。

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内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。

---

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。

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	2021.3
ROE(自己資本当期純利益率)(%)	6.9	8.8	10.2	13.8	16.8	16.8	11.2
ROA(総資本経常利益率)(%)	3.4	3.6	4.1	4.6	5.3	7.0	5.6
1人当たり売上高(単体)(百万円/人)	330	339	359	417	444	471	425
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	8.4

#### 長期的に売上高500億円、経常利益15億円を目指す～M&Aも検討

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。

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。

伊達社長は、M&Aを常に検討している。1) 当社の強みが活かせる、2) シナジーが出る、3) 市場の拡大が見込める、4) 当社の規模(B/S、P/L)に見合って、参入障壁が築けることをベースに照準を定めている。

#### バランスシート

	(百万円)			
	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
流動資産	9912	9910	8199	8581
現預金	1820	2040	1385	1910
受取手形買掛金	5432	5181	4407	4039
商品製品	1575	1705	1791	1435
未着商品	589	562	465	793
固定資産	1243	1314	860	1108
有形固定資産	446	440	430	400
投資その他	772	867	860	1108
資産合計	11155	11224	9497	10093
流動負債	7238	7289	4995	5193
買掛金	5323	5703	3717	3815
長期借入金(1年)	791	696	815	792
固定負債	1609	1228	1483	1582
長期借入金	1522	1135	1419	1498
純資産	2308	2706	3018	3318
有利子負債比率	20.7	16.3	23.5	22.7
自己資本比率	20.3	23.6	31.2	32.2

#### キャッシュ・フロー

	(百万円)			
	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
営業キャッシュ・フロー	-64	890	-832	801
税引後利益	358	384	517	289
減価償却費	94	88	57	47
売上債権増加	-1557	257	771	367
棚卸資産増加	-625	-106	7	35
仕入債務増加	1514	378	-1985	97
投資キャッシュ・フロー	-84	-67	-75	-192
有形固定資産取得	-84	-67	-83	-25
関係会社株式取得				-20
貸付				-150
フリー・キャッシュ・フロー	-148	823	-907	609
財務キャッシュ・フロー	250	-618	262	-96
長期借入金	373	-481	403	54
配当金	-94	-103	-126	-141
現預金等の期末残高	1820	2040	1385	1910

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。

## 対処すべき課題

今後の対処すべき課題として、会社サイドは9つのテーマを掲げている。これをまとめてみると、攻めのテーマとして、①ニッチNo.1商品の開拓、②海外事業、新規事業の強化、③環境事業の推進がある。

新たな無形資産作りのテーマとしては、④人材の育成、⑤ダイバーシティの推進、⑥DXの強化である。そして、守りのテーマとして、⑦安定供給体制の強化、⑧品質管理体制の強化、⑨内部管理体制の強化をあげている。

この中では、次の新規事業の開拓と人材育成がとりわけ重要であろう。

## 4. 当面の業績 環境ビジネスの利益貢献が高まり、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が高い。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価格が修正されないで、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。

業績の季節性

		(百万円、%)			
		上期		下期	
売上高	2019.3	16679	53.2	14695	46.8
	2020.3	17834	54.6	14851	45.2
	2021.3	15903	53.9	13624	46.1
	2022.3	15055			
粗利益	2019.3	1586	55.8	1256	44.2
	2020.3	1655	55.9	1305	44.1
	2021.3	1419	53.4	1236	46.5
	2022.3	1702			
営業利益	2019.3	466	78.3	129	21.7
	2020.3	477	70.9	196	29.1
	2021.3	366	68.2	171	31.8
	2022.3	586			

(注) 右辺は上期、下期の構成比。

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。

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。

## 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。4Qには新型コロナウイルスの影響が出始めていたが、まださほど響かなかった。

カテゴリ別売上内訳

(単体ベース)	2017.3		2018.3		2019.3		2020.3		2021.3	
	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	8820	-2.9	8910	1.0	9195	3.2	9141	-0.6	8031	-12.1
乳及び乳製品	6456	23.4	6653	3.1	6462	-2.9	6689	3.5	6645	-0.7
飲料製品	3367	-10.0	3323	-1.3	2934	-11.7	2668	-9.1	2390	-10.4
農産物及び同加工品	4380	-6.6	6353	45.1	6674	5.0	8587	28.7	8128	-5.4
FC事業	767	-24.0	778	1.6	809	4.0	496	-38.7	269	-45.7
その他(環境関連を含む)	3531	14.3	4466	26.5	4567	2.3	4501	-1.5	3476	-22.8
合計	27320	1.7	30448	11.6	30644	0.5	32085	4.7	28941	-9.8

(注)伸び率は売上高の前年度比

## 新型コロナウイルスの影響と対応

飲料は大半が家庭用ではあるが、自販機、コンビニ、量販店など、いくつかの主力チャネルがあり、各々でコロナの影響があった。

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ので、全

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。



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、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、市場拡大が加速している。

社内のリモート体制は、コロナショック前から整えてきた。稟議書も電子決済ができるようになってきている。営業は出かける場合も来てもらう場合も先方の都合に合わせており、オンラインでの営業もこなしている。

但し、新規の顧客開拓という点では、オンラインだけでは必ずしもうまくいかない。大型シーリングファンは別格で、ホームページ経由での問合せが入っており適宜対応している。

コロナに伴う巣ごもり需要関連でみると、当社は取扱い品目であり目立ったものがない。外での飲食には強いが、家庭内での食材を増やしていくことが課題である。

### 2021年3月期は減益となった

2021年3月期は、売上高 29527 百万円（前年度比-9.7%）、営業利益 537 百万円（同-20.3%）、経常利益 551 百万円（同-23.9%）、純利益 347 百万円（同-26.5%）となった。

減益要因では、1) アイスクリームのサンオーネストの赤字化、2) 農産加工品の中の飲料向け茶葉の減少、3) 殺菌乳の飲料減などが響いた。コロナの影響が減益要因となった。

マクロエアの大型シーリングファンは、台数、金額とも倍増ペースで伸びており、収益寄与を高めている。シーリングファンは好調であったが、主力3分野のマイナスをカバーするには到らなかった。飲料関係は、業界全体の需要がダウンし、巣ごもり需要という点で当社の製品内容はさほどプラスには働かなかった。また、アイスクリームのサンオーネストが赤字幅を拡大した点でも響いた。

#### 業績予想

(百万円、%)

	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3(予)	2023.3(予)
売上高	28121	31033	31375	32685	29527	28000	29500
粗利益 (同率)	2461 8.75	2681 8.64	2842 9.06	2960 9.06	2655 8.99	3000 10.71	3350 11.36
販管費 (同率)	2134 7.59	2242 7.22	2246 7.16	2286 7.00	2118 7.17	2200 7.86	2400 8.14
営業利益 (同率)	326 1.16	439 1.42	595 1.90	674 2.06	537 1.82	800 2.86	950 3.22

### 収益認識に関する会計基準の変更

今期から収益認識に関する会計基準の変更で、飲料製品などシンプルな仕入れ販売については、売上、原価を各々計上するのではなく、その販売手数料としての粗利のみを売上計

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。

上するようになった。

見かけ上、今期の売上高はかなり減少する。当社は商社である。その中で、仕入れて、そのまま販売するような商売については、売上高と原価をたてるのではなく、その差額の手数料（粗利）を売上に計上することになる。

この影響で2Q累計では従来のベースの会計基準からみると、15億円ほど売上高、売上原価が減少している。1年間でみると約30億円の減少となるペースである。これは売上高だけの影響で、粗利益以下は同じ基準なので、営業利益の伸びは前期と比較して実態を表している。

#### 2Qのセグメント別業績

	2021.3 2Q		2022.3 2Q		
	売上高	利益	売上高	利益	利益増減
卸売事業	15886	413	15011	590	177
製造販売業 (アイスクリーム)	220	-52	303	-5	47
合計	15903	366	15055	586	220

(注)利益はセグメント営業利益、その他(コンビニFC)は卸売事業に包含。

#### 今2022年3月期の上期は好調に回復

2022年3月期の2Q累計（上期）は、売上高15055百万円（前年同期15903百万円）、営業利益586百万円（前年同期比+60.3%）、経常利益593百万円（同+57.6%）純利益414百万円（同+68.3%）と極めて好調であった。上半期として、過去最高の利益をあげた。

今期から収益認識基準が変わった。売上高は減っているようにみえるが、その影響が上期で15億円ほどあった。前年同期を今期と同じ会計基準でみると、卸売事業の売上高は+5.8%と伸びている。

#### 2Qのカテゴリー別売上内訳

(単体ベース)	2021.3 2Q		2022.3 2Q			
	売上高	構成比	売上高	(増減)	構成比	伸び率
食品副原料	4038	29.2	4270	231	29.2	5.7
乳及び乳製品	3196	23.1	2888	-307	19.8	-9.6
飲料製品	1001	7.3	1012	11	6.9	1.1
農産物及び同加工品	4371	31.7	5113	741	35.0	17
FC事業	134	1.0	93	-40	0.6	-30.1
その他	1069	7.7	1229	159	8.4	15
合計	13812	100.0	14608	796	100.0	5.8

(注)伸び率、(増減)は売上高の前年比、構成比は売上高構成比。

新収益認識基準ベース(前年同期も修正済み)

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。

食品副原料はビタミンCなどを中心に需要が回復しており、収益面でも伸びている。乳製品は、取引先の変更もあって目先の売上高は減少しているが、新しい領域が伸びているので、いずれ十分カバーできよう。ソフトコンテナ比率は上がっている。飲料製品は横這い圏にとどまったが、収益性はやや好転した。農産加工品は、マンゴーピューレや野菜ジュース関連が伸びており、収益面でも寄与している。

その他では、飲料関連資材が伸びているが、利益面ではマクロエアの成長に伴う寄与がさらに高まっている。FCは1店となったので、減少している。2年後には完全撤退となる予定である。

アイスクリームでは、既存分野の回復に加え、新規取引先の開拓で好転し、赤字も縮小した。しかし、まだ黒字化にはボリュームが足りない。もう一段の需要開拓が求められよう。

#### セグメント別業績予想

(百万円)

	2019.3		2020.3		2021.3		2022.3(予)		2023.3(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	31301	589	32668	670	29515	629	28000	820	29500	920
製造販売業 (アイスクリーム)	720	7	706	0	473	-91	550	-20	800	30
合計	31375	595	32685	674	29527	537	28000	800	29500	950

(注)利益はセグメントの営業利益。その他は卸売事業に包含。(予)はアナリスト予想

#### 通期では、2年ぶりにピーク利益を更新しよう

上期の好業績を受けて、会社サイドは、通期の業績計画を上方修正した。営業利益を従来の630百万円から710百万円へ+80百万円ほど上げた。上期の営業利益586百万円に対して、下期は124百万円を見込んでいる。

通常上期の利益の方が季節性からみて多く出るが、それにしても下期の計画は慎重である。当社は常に固めの計画を立てるので、その点では、コロナの影響がまだあるとしても、会社計画を上回ってくることは十分想定できる。

コロナの影響は、当初外出自粛などによって、自販機向け飲料、レジャー用アイスクリーム、外食デザート関連に出たが、今期はいずれも改善方向にある。10月以降は、営業面でも対面が増えており、一部海外出張も始まっている。

これまで顧客先での新商品開発にはやや停滞感があったが、ここからはピッチも上がってこよう。当社にとっても商材の拡販に結び付けるチャンスである。

エネルギー価格や食品原料の価格が上昇しているが、当社にとって調達面で不安になるようなことはおきていない。物流コストは一部上がっているが、収益を大きく圧迫するほどではない。

環境ビジネスについては、シーリングファンが引き続き大きく伸びよう。昨年営業力を強

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。

化しており、技術面での人材も確保している。工事を担う協力会社も強化しているので、需要増には十分対応できよう。

今期は、会社計画の営業利益 710 百万円を上回って、800 百万円を達成し、過去のピーク利益を更新しよう。来期の営業利益も 950 百万円(前年度比+18.8%)が十分期待できよう。

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。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。

今後の方針として、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。

## 5. 企業評価 引き続き安定した好配当利回りに注目

### 大型シーリングファンに続く新商材の開発に注力

伊達社長は、当面の目標として、営業利益 10 億円を目指している。すでに 8 億円を目指す体制にあるが、さらに収益を伸ばすには新規分野の拡大と既存分野の入れ替えが必要である。その方向に進みつつあるので、今後の展開が期待できよう。

伊達社長は、意思決定のスピードを上げて、ポストコロナへ手を打っている。大型シーリングファンの工事内製化で素早く手を打った。付加価値を取り込むという点で、次の対応も進めていくことになろう。

今後の重点課題としては、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、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おり、全体の運営は上手くいっている。

人材については、退職者を中途採用でカバーしており、定着も進んだ。引き続き既存人材の育成に力を入れている。

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。

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。

### 株主優待はいかに～今のところ実施の予定はないが

2021年3月末の株主数は3262人である。個人株主から企業をみると、第1に、本業が中長期にしっかり伸びて、業績の安定性が高いことが重要である。第2に、株主にとっての魅力という点で、配当とともに、株主優待を充実することは有効である。

企業サイドには、個人投資家に株主なってもらい、配当とは別の魅力で株主を引き付けたいという思いがある。優待の中身では、選択できるケースが増えている。中長期の株主になってほしいという観点で、株式を長く保有すると、優待の内容が充実してくるというケースも増えている。

日本では個人投資家向けに人気があり、すでに定着している。個人投資家説明会に出ると、「なぜ株主優待を導入しないのか」、「もっと内容を充実してほしい」という声をよく聞く。一方で、機関投資家からは、株主平等の原則に反するので、特定の少数株主を優遇するのはやめてほしい、という意見が一貫してきかれる。

株主へのリターンは、キャピタルゲイン（株式価値の向上）とインカムゲイン（配当）の合計である。自己資本を活用するのであれば、自社株買いも株主還元の1つである。ここまでは、株主1株に対してすべて平等である。

では、株主優待はどうか。100株、1000株、1万株という株式数への比例ではなく、株主1人に対して、何らかの優待を発行する。例えば、株価1000円で100株(1単位)を保有する株主に、1000円相当の優待を出すとする。10万円投資して1000円であるから、1株10円、配当利回りとしてみると1%に相当する。

株主にとって必ずしも平等ではないが、どの株主に、よりマーケティングして株主作りをしていくかという姿勢が表れている。

株主優待は配当ではない。株主作りのマーケティング費用である。実際、会計上、株主優待の費用は交際費扱いである。一定の株主数を必要とする企業にとっては、株主優待でプラスアルファの魅力をつけることは有効である。

最近では、それがもっと進んできた。株主優待の商品やサービスの選択肢が増えている。さらに、優待をポイントにして貯めることによって、使える幅も大きく広がっている。

但し、企業から見るとそこには作戦が必要で、1) 手間がかからずに、ユニークな魅力をつけること、2) 使い勝手のよい喜ばれる中身にする事、3) 費用対効果で決して無理をしないことが求めよう。当社の商材が使われている商品などに結び付く優待であれば、親近

---

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。

感がわくであろう。

### 安定成長を見込み、増配を期待

株価はかなり割安である。PBR=ROE×PER という関係式において、ROE は 10%を超えており、収益性は十分にある。PER が 6 倍台であるが、これはいかにも低い。今期はピーク利益を更新し、来期も増益が見込めよう。食品関連に加えて、ここ数年で環境関連のビジネスを新規事業として拡大し、新しい収益源に加えてきた。今後の事業展開において、次の新規事業の開拓や DX と GX の取り組みにも力を入れようとしている。この点で、ROE 15.0×PER 10.0=PBR 1.5 倍という水準は十分期待できよう。

7 月に 10 万株の売り出し（株価 1035 円、ディスカウント率 3.09%）を行って、流動性の向上、株主数の増加を図った。

配当に関しては、配当性向が 30~40%で推移しているが、一定のバランスの中で、増配も検討されよう。2020 年 3 月期の配当については、従来 40 円を 45 円へ増配した。減配はせずに安定配当を目指し、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 4.1%に相当する。この配当利回りは、全上場会社(3800 社)の中でも上位(300 位前後)に位置する。

バランスシート上の投資有価証券（2021 年 3 月末で 645 百万円）は、そのほとんどが政策保有株式である。毎年取締役会で、その意義について検討する機会を設けている。その中で、意義が薄いものについては縮減していく方向にある。

食品副原料、乳製品、農産加工品の主力 3 分野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 10 億円は射程内に入りつつある。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 30~40 億円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。

新市場区分では、現在の東証 2 部からスタンダード市場に移行することになろう。B to B のビジネスなので、スタンダード市場でより個性を発揮し、いずれ規模が整ってきた時にはプライム市場を目指すという方向であろう。

12 月 7 日の株価(1107 円)で見ると、PBR は 0.98 倍、ROE は 14.9%、PER は 6.5 倍とかなり割安である。1500~2000 円の株価は十分狙える。堅実なビジネスコアをもっており、環境関連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。