

## 3143 オーオイル

### ～業界トップの食品原料を有する商社、安定した好配当利回りに注目～

2018年12月18日

東証2部

#### ポイント

- ・業績は好調である。今2019年3月期はピーク利益を大幅に更新しよう。主力の伊藤園向けに新商材の販売が拡大している。新しい取引先も増えている。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高く評価されていることによる。
- ・主力3分野の採算重視の営業とコスト管理の徹底で、利益率が向上している。前期の営業利益は前年度比+35%であったが、今2019年3月期も、会社計画を上回って650百万円(同+48%)が見込めよう。来期も増益が続き、連続増配も期待できよう。
- ・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。
- ・主力事業は気候変動の影響を受けるが、ここにきて収益性が向上している。食品副原料ではビタミンCの需給が好転し市況が上がっている。乳製品では、ソフトコンテナの活用で殺菌乳の採算が好転している。農産加工品では、茶葉の伸びに加え、野菜汁やデザート用果肉の提案営業が需要増に結びついている。
- ・アイスクリームでは、大手菓子メーカーのヨックモックからの受託生産に加えて、大手レジャーランド向けが新たな納入先に加わっている。米国の子会社では、冬場商品の業務用ヒーターに、夏場の業務用シーリングファンなども揃え力を入れている。
- ・ここ数年力を入れてきた環境関連ビジネスが拡大する方向にある。環境浄化装置に加えて、米国マクロエア社の国内総代理店として、大型施設用のHVLS(大風量低速回転)ファンが、倉庫などの猛暑対策や省エネに寄与することで、市場開拓が進もうとしている。
- ・時価総額40億円を安定的に超えて、東証1部へ市場変更するには、もう一段のレベルアップが求められるが、ほぼ射程に入りつつある。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 ワンストップ機能を営業に生かし、ピーク利益の更新が続こう
5. 企業評価 引き続き安定した配当利回りに注目

## 企業レーティング B

株価 (2018年12月17日) 1047円 時価総額 33億円 (3150千株)  
PBR 1.29倍 ROE 16.8% PER 7.6倍 配当利回り 3.8%

(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
2009.3	22261	408	371	137	44.9	30.0
2010.3	24529	284	297	143	45.5	30.0
2011.3	25381	279	278	181	57.6	30.0
2012.3	26431	439	443	158	50.3	30.0
2013.3	27443	373	393	225	71.6	30.0
2014.3	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(予)	32000	650	660	435	138.1	40.0
2020.3(予)	33000	700	700	460	146.0	45.0

(2018.9ベース)

総資産 12721百万円 純資産 2594百万円 自己資本比率 20.0%  
BPS 808.6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・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

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

## 1. 特色 食品原料を軸に複合機能商社を志向

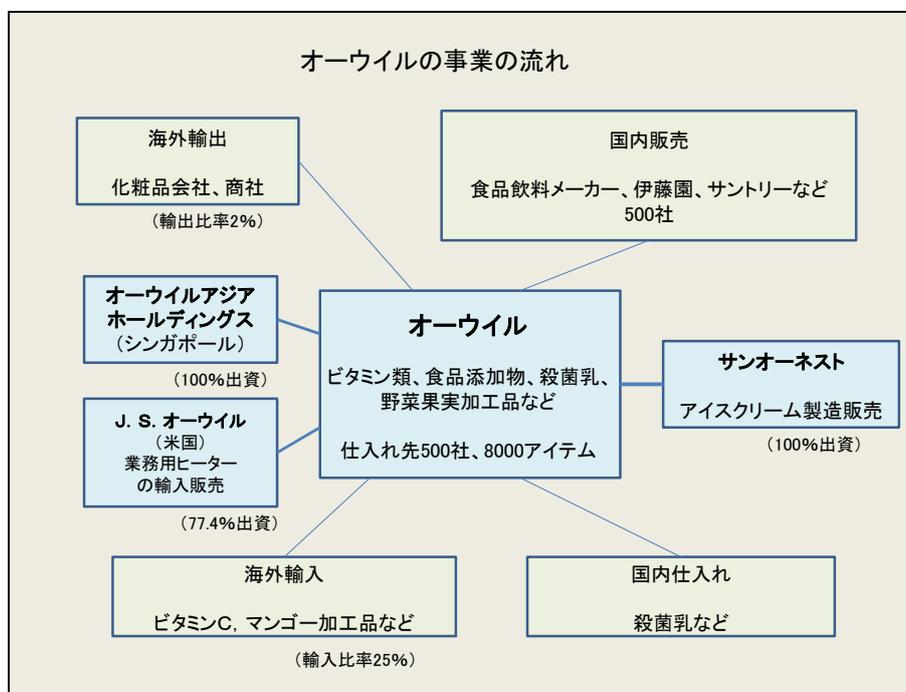
### 食品原料が主力

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。主力顧客は伊藤園とサントリーで、2社合計の売上高は約2割を占める。他にも、キリン、アサヒ、ダイドードリンコなど大手の飲料メーカーや大手飲料メーカー(受託製造企業)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14%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。最近では工場の環境浄化システム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

(単体ベース)	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	
	売上高	売上高	売上高	売上高	売上高	構成比
食品副原料	10167	9341	9088	8820	8910	29.2
乳及び乳製品	6359	5639	5232	6456	6655	21.8
飲料製品	4093	3639	3743	3367	3323	10.9
農産物及び同加工品	3384	4472	4689	4380	6353	20.8
FC事業	862	962	1009	767	778	2.6
その他	2293	2365	3089	3531	4466	14.6
合計	27161	26418	26850	27320	30488	100.0

## オーウイは‘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兼社長(75歳)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。

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。

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とで名付けた。O'willには、未来に向けて意思（WILL）を持った人の輪（○）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、市場に当たっては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。そして、現在は東証1部を目指している。

### 小口会長兼社長で原点回帰

2017年6月に小口会長が、会長兼社長として、社長に復帰した。前社長は1年間社長を努めた後、副会長に就いていたが、3月末で退任した。その後、原点回帰を基本として、企業価値の向上を図っている。

創業者の後継を担うというのは容易ではないが、社内に人材はいる。マネジメントを担うという点で実績と力量をみている。後継の社長(COO)については、少し時間をかけて選任していく方向ではあるが、早晩実現するものとみられる。

### コーポレートガバナンスへの対応

現在のコーポレートガバナンスでは、執行担当の取締役5名（前年度より1名減）、監査等委員である取締役3名（うち社外2名）という体制である。執行役員は3名（1名増）で、営業部長、サンオーネスト社長、経理・財務部長である。

2016年に監査等委員会設置会社へ移行した。監査役3名が取締役になり、うち2名が社外取締役である。霞信彦氏は慶大名誉教授で、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化している。

当社のような小規模の会社のガバナンスにおいて、監査役の他に、社外取締役を2名置くというのは、その機能において過大である。業務執行取締役5名、監査委員会に属する取締役3名（うち2名が社外）という方式で十分運営できよう。今後、後継者をどのように選任するかという点では、ガバナンスの工夫も求められる。

## 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。

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)

	2014.3		2015.3		2016.3		2017.3		2018.3	
	売上高	営業利益								
卸売事業	26299	280	26726	243	26774	233	27359	305	30236	443
製造販売業 (アイスクリーム)	488	7	521	0	583	5	710	17	670	2
その他 (コンビニFC)	862	-5	962	-1	1009	15	766	2	778	3
合計	27650	279	28209	242	27802	254	28121	326	31033	439

## 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。オーウイルアジア

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。

(OWA、同 100%) は、シンガポールを拠点に新しい商材を立ち上げつつある。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。今後は食品、ケミカル分野にも領域を広げていく。

グループ全体の社員数は 100 名弱である。2018 年 3 月末の連結ベースで 96 名、このうちオーウイル単体で 64 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。そのほかにパートや嘱託社員を 80 名 (本体で 56 名) ほど使っている。本体で展開するコンビニのアルバイト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 37 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。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。このプレミアムアイスクリームを伸ばしている。

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。

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

---

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。

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オイル経由である。

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。

### 3. 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。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4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。

#### 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。

---

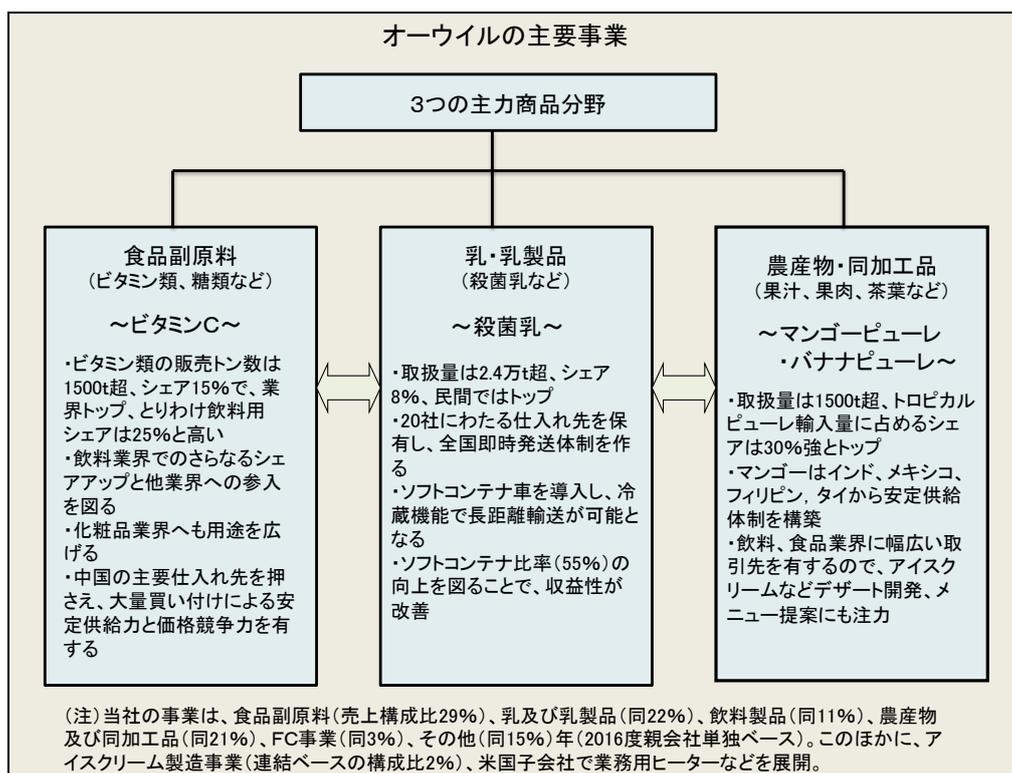
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

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れ、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。



### 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、

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。

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1500t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。

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		
食品副原料	35.4	33.8	32.3	29.2	○	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	○	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		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	○	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		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		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、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、2018.3期で、卸売95.4%、製造販売2.1%、その他2.5%。

### 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8%とトップ

殺菌乳の取扱量については、国内シェア8%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、

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。

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55%前後まで高めている。

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。

### 収益源は、食品副原料、殺菌乳、農産加工品の3つ

現在の稼ぎ頭は食品副原料、乳及び乳製品、農産物及び同加工品である。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。

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実行し、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た。年間で20億円の売上減となったが、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。一部の取引を見直したが、無印良品（良品計画）など、主力のところについては継続している。

FCは東京の大手町でコンビニのフランチャイジー(加盟店)を経営している。末端の食品飲料動向を把握しようというものであり、本業の商社とは性格が異なるビジネスである。FCはコンビニを4店ほど経営している。am/pmがファミリーマートに買収されたことに伴い、当社のFCもファミリーマートとなった。

### コンビニ事業の運営

その他のセグメントに入っているコンビニ事業(4店)は黒字を確保しており順調である。コンビニはファミリーマートにFCとして、大手町で4店経営しているが、今後の事業展開とどうするかは課題である。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店を増やすという方向ではない。

## 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

### 今後の目標～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7～

---

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。

8億円に向けて、もう一段レベルアップできる局面にある。

ここ数年、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、次の世代へのバトンタッチを念頭におきながら、業容の一段の拡大を図る。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、を軸に実行計画を練っている。

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。海外は米国などの拠点を活かして、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、売上げ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、コストが大幅に上昇している。中国における環境問題への対応で、生産設備への公害防止投資がかさんでおり、業界あげてコストが急速にアップしている。その中で、当社は一定の数量を確保するように動いている。一方、供給の制約から市況は上昇しており、採算も好転している。

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。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、廃棄ロスとして費用が発生するが、これをテコに市場開拓が進んだ。

海外のうちシンガポールについては、どの商材から立ち上げていくかなど、拠点の見直しも含めて検討している。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、一定の進展をみせようとしている。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

---

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64名中50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ヘスペリジン(ポリフェノール的一种)、アセスルファムK(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。

売上高350億円、経常利益6~7億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~ヨックモックのシガールアイス

ヨックモックのシガールアイスは、マンゴーが加わって、バニラ、チョコ、イチゴ、マンゴーのラインアップとなった。

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。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。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。

### 高付加価値製品を投入～「和の輝」、<sup>あまこうじ</sup>甘糍アイス

2016年11月にサンオーネストは、「和の輝」という4種類のプレミアムカップアイスを発売した。和三盆ミルク、丹波黒豆、特選抹茶、クラウンメロンの4種である。「和の輝」はバラ売りではなく、4種類12個セット、7500円で販売している。

単価は600円強で従来のアイスクリームに比べて高価格である。食べ比べればすぐ分かるが、美味しさが違う。ネットをベースに販売している。食品は、機能性とファッション性が求められる。高い品質のものを、話題性を伴って世に送り、一定のブランドを作っていくと、ビジネスとしては続かない。この点で、「和の輝」のマーケティングとその成果が注目される。

2017年9月に、サンオーネストの「<sup>あまこうじ</sup>甘糍アイス」が静岡県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。

### 環境浄化システム事業への広がり

環境浄化システムは前の期の2件に対して、2018年3月期は1件の販売となった。今期は4～5件が見込めよう。環境浄化システムは、継続的にビジネスになっている。環境浄化システムは、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、このシステムの評判は良く、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。

環境浄化システムは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始めた。導入を検討しようという顧客は増えつつある。

この環境浄化システム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・脱色にも効果を発揮する。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。

### 大型空調ファンの日本総代理店に

2017年より、米国マクロエア社の総代理店となっている。倉庫などの大型施設に使われるファン（扇風機型の空調設備）で、高い性能を有し、環境にとっていい効果を発揮する。米国子会社が持ち込んできたビジネスで、今後の展開は有望である。

マクロエア (MacroAir) は1998年にHVLS (大風量低速回転) ファンを発明した。カリフ

---

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

オルニアに本社があるが、酪農家の乳牛舎の蒸し暑い空気をゆっくり循環させる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、しかも無音で微風から涼風まで20段の変速ができる。

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。

現在、国内の主力製品は、大手商社が扱う鉄製のものであるが、マクロエアの製品はアルミ製で軽く、価格競争力も高い。日本での業務用の潜在市場はかなりあり、一定の粗利率が見込めるのでビジネスとしての収益性は高い。

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。

環境浄化装置とこの大型空調ファンを入れて、環境ビジネスは数年で5~10億円に拡大できよう。利益面での貢献も見込めるので注目できる。現在は卸売のその他に入っているが、年商5億円を超えてくるようなら1つの売上部門として開示することもインパクトがあるう。

#### 中期的な事業拡大の方向~海外展開の強化

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、まだ数%である。基本的には外需の取り込みを中心に事業展開を考えていく。海外との取引はこれまで日本の本社をベースにしていたが、新しい商材や取引先の開拓に向けて海外拠点を活用していく方針だ。

#### シンガポールを拠点に周辺国へ展開

シンガポールは黒字を確保しているが、タイなどアジアの商品を軸にビジネスを展開するように方向転換をめざしている。OWA (オーウイルアジア) の社長は、伊達専務(営業本部長)が兼務しており、アセアンビジネスの強化に向けて手を打っていく。

#### 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

米国は暖冬の影響で売上がダウンし、2018年3月期は前期比で大幅な減益となった。米

---

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。

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（静岡機械）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。これは、工業施設内の空調のレベルを改善する。大風量低速回転ファンで、いわば大型の天井からつるす、ゆっくり回る扇風機である。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。

### 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、売上高を倍増の 500 億円に拡大する計画である。本社の 64 人で年商 304 億円 (476 百万円/人) であるから、1 人当たり年商 5 億円として、社員 100 人で売上 500 億円が 1 つの目標となる。1 人当たり年商 4 億円は実績があるので、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

小口会長は、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、米国やシンガポールでの事業拡大にも人材は必要である。シンガポールについては、アセアンでのビジネスを見据えて、拠点の見直しも必要になってこよう。

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 ワンストップ機能を営業に生かし、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。

### 2018年3月期は好調であった

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。

---

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。

カテゴリー別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2014.3		2015.3		2016.3		2017.3		2018.3		
	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	10167	3.6	9341	-8.1	9088	-2.3	8820	-2.9	8910	29.2	1.0
乳及び乳製品	6359	7.9	5639	-11.3	5232	-7.2	6456	23.4	6653	21.8	3.1
飲料製品	4093	-29.5	3639	-11.1	3743	2.9	3367	-10.0	3323	10.9	-1.3
農産物及び同加工品	3384	18.8	4472	32.1	4689	4.8	4380	-6.6	6353	20.8	45.1
FC事業	862	16.7	962	11.5	1009	4.9	767	-24.0	778	2.6	1.6
その他	2293	-5.7	2365	3.2	3089	30.6	3531	14.3	4466	14.6	26.5
合計	27161	-1.3	26418	-2.7	26850	1.6	27320	1.7	30448	100.0	11.6

(注) 伸び率は売上高の前年比、構成比は売上高構成比。

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ている。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。

8月の天候不順などはあったが、飲料業界は概ね順調であった。暑い日は無糖飲料が伸び、炭酸飲料も悪くなかった。ここでは、ビタミンCなど副原料が伸びた。野菜飲料では、当社の対応の良さから、顧客内シェア拡大となり、上乘せとなって伸びた。茶葉では、中国産のウーロン茶やジャスミンが伸びた。

ビタミンCの市況は一時下がっていたが、2017年後半から再び上がった。食品副原料でビタミンCの市況が大きく好転した。世界の生産拠点である中国で環境規制が厳しくなっており、生産能力に一定の制約が入っている。需給の好転で市況が上がっており、当社の販売価格も上がった。当社は安定調達契約を結んでいるので、有利に働いている。この分野では業界トップなので、常に先手を打っている。

殺菌乳は2.0万tから2.4万tへ取扱量がかなり増えた。これは当社のシェアが上がってきている効果もある。殺菌乳において採算のよいソフトコンテナ比率を高めた。ローリー車ではなく、温度管理にすぐれたソフトコンテナを用いることで、フレキシブルなデリバリーができる。このソフトコンテナ比率を55%程度(前年同期40%台)に上げた。また、乳調整品などの輸入も拡大させて、収益を増加させた。

また、欧州向け経皮吸収剤(シップ用)の新規案件の成約もあった。当社の輸出はまだ多くない。売上高の2%レベルであるが倍増ペースとなった。ドイツ向けのシップ剤が新規に拡大している。

アイスクリームは新製品を出しているが、業務用のバルクアイスが減少した。また、次の

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。

新商品に対応して設備投資をした。アイスクリームは前年同期を下回った。前年はタリーズ（伊藤園グループ）向けの季節限定品が入っていたが、今期はその分が減少したことによる。しかし、別の大手に販売を増やす目途も立っているので心配はない。

セグメントのその他はコンビニ事業であるが、黒字をキープして比較的堅調であった。

粗利率が8.6%（前期8.8%）とやや低下しているが、これはプロダクトミックスによるものである。販管費比も7.2%（同7.6%）と減少しているのは、経費の見直しと人員の減少によるものである。物流コストは上がってきているが、販価への転嫁を進めている。

バランスシートおよびキャッシュ・フローにおいて、受取手形及び売掛金が増加しているのは、3月末が休日であったことによるもので、特に問題はない。運転資金面では低金利を活かして、5年の長期借入金を有効活用している。

#### セグメント別業績予想

(百万円)

	2016.3		2017.3		2018.3		2019.3(予)		2020.3(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	26774	233	27359	305	30236	433	31100	615	32000	645
製造販売業 (アイスクリーム)	583	5	710	17	670	2	800	30	900	50
その他 (コンビニFC)	1009	15	866	2	778	3	800	5	850	5
合計	27802	254	28121	326	31033	439	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

#### 伊藤園向けが一段と拡大

最大顧客である伊藤園向けの売上高は、2018年3月期で4333百万円（総売上比14.0%）と、前期の2732百万円（同9.7%）から+58.6%と大幅に増えた。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、2018年3月期の下期から本格化しており、2019年3月期はフルに寄与してくることになる。

今2019年3月期の営業方針は、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、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。

今期の方針としては、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

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。

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。

### 2019年3月期の上期は極めて好調に推移

2019年3月期の2Q累計(上期)は、売上高16679百万円(前年同期比+2.8%)、営業利益466百万円(同+48.4%)、経常利益450百万円(同+47.9%)、純利益317百万円(同+45.7%)と極めて好調であった。

上期の業績が計画を上回って好調であった要因は、1)主力の食品副原料、乳製品、農産物加工品などの販売が好調であったことと、2)物流費などの販管費が低く抑えられたことが寄与した。主力製品では、ビタミンCや茶葉などの食品副原料、アイスクリーム用の生クリームなどの乳製品、人参果汁用の農産加工品が好調であった。

飲料製品の取引を見直し、利益率の低い取引を終了したので、その分の売上が減少し、全体の売上の伸びも小幅にとどまった。アイスクリームの製造販売事業は、業務用のバルクや新規のPB商品が伸びて利益増に貢献した。

プロダクトミックスが改善しているので、上期の粗利率は9.5%(前年同期9.1%)へ改善し、販管費率も6.7%(同7.2%)へ改善したので、売上高営業利益率は2.8%(同1.9%)へ上昇した。

### 取引先の拡大

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。

### 直接輸入比率の向上

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。

### 業績のベースが上がっている

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。

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。

#### 業績予想

	(百万円、%)						
	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3(予)	2020.3(予)
売上高	27084	27677	27802	28121	31033	32000	33000
粗利益 (同率)	2358 8.71	2426 8.77	2451 8.82	2461 8.75	2681 8.64	2900 9.06	3030 9.18
販管費 (同率)	2079 7.67	2180 7.88	2197 7.90	2134 7.59	2242 7.22	2250 7.03	2330 7.06
営業利益 (同率)	279 1.36	246 1.03	254 0.89	326 1.16	439 1.42	650 2.03	700 2.12

#### 業績の拡大が見込めよう

上期の好業績分を上乗せして、通期の会社計画も上方修正した。2019年3月期の会社計画は、売上高31500百万円（前年度比+1.5%）、営業利益591百万円（同+34.5%）、経常利益582百万円（同+26.0%）、純利益400百万円（同+33.3%）を見込んでいる。これは相当固めなので、これを上回ることはほぼ確実である。

ビタミンCについては、市況の変動がある中で、今期の採算が上がっている。数量も伸びているので利益面ではかなり貢献している。

殺菌乳については、タンクローリーで運ぶものとソフトコンテナで運ぶものがある。9月の北海道の地震では、ソフトコンテナで長距離運ぶもののウエイトが減少した。供給先に合わせてフレキシブルに対応するのが当社の調達力の強みである。この上期は、この影響で物流費が減少している。

生クリームは、新規の取引先へのワンストップ営業が実を結んだものである。先方の新製品への対応が評価されて、取引が拡大している。人参汁の取引は2017年秋から本格化したので、ほぼ1年を経過してきた。この取引の上乗せ効果は下期から一巡してこよう。

飲料製品でも大手コンビニ向けPBを見直した。年間で5億円前後の売上減となるが、利益面での影響はほとんどない。

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

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。

アイスクリームのPB商品では、下期も一定の需要が見込めるようになりつつあるので、通期でも上期の利益が残るような方向に入りつつある。ヨックモック向けのシガールが安定した需要は今後とも見込めよう。今期は大手レジヤランド向けの新しいアイス製品が入っている。ここも当社の子会社であるサンオーネストの品質と安定した供給が評価されて新規の受注となった。今後の拡大も期待できよう。アイスクリームについては、設備の増強も図っているので、年商10億円程度までは対応できるものとみられる。

米国は年商8億円程度であるが、この冬の寒さは例年並みなのでビジネスは伸びており、前期よりも利益は伸びる方向にある。

その他の分野では、飲料用ペットボトル用の材料が商流に入った。当社は、飲料については、原料から資材までワンストップ型の供給体制をとっているが、そのプロセスに追加の資材が入った。環境浄化システムは少しずつ実績を上げている。来期は貢献を高めてこよう。輸出では、経皮吸収用のシップ剤が伸びている。リニューアルした新製品が好調である。

今回の業績上方修正を受けて、今期の配当についても33円から40円へ増配する予定とした。会社計画のEPS126.99円に対して、配当性向は31.5%である。

## 5. 企業評価 引き続き安定した配当利回りに注目

### 東証1部に向けて

2018年3月末の株主数は3143名であった。時価総額が40億円を継続的に超えてくれば、東証1部に指定替えする条件を満たす。それには、業績をもう一段向上させ、それを踏まえて時価総額が増加できるにかかっている。

ジャスダックへの上場で、当社の信用力は大きく向上した。東証2部への移行で信頼は高まり、将来的には1部を視野に入れている。もう一息のところまで来ている。

業績について、今期の計画は固めである。経常利益で6億円超は十分達成できよう。一株当たり利益も130円をかなり超えてくる。配当性向は40%程度を目途としているので、今期は40円へ増配する。2017年3月期まで長らく30円であったが、前期は33円へ増配した。来期は45円が十分期待できよう。

東証1部への市場変更については、時価総額を50億円とすると、株価は1600円を維持する必要がある。1株当たり利益で120円が確保できれば、PER13.3倍として十分達成できよう。経常利益で6億円が1つの目途となる。これは今期で達成できよう。

株主には、中期的に安定株主になってもらうという観点から、株主優待を工夫することも一考に値しよう。3000人の株主のうち2年以上保有する株主には、1000円～2000円（1株

---

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。

換算で10~20円)相当の当社関連商品を贈るというのは有効である。配当利回り換算で0.6%~1.2%乗ってくる。これを含めて配当利回り重視という姿勢を示すことは、個人投資家にインパクトがあろう。

### 安定成長を見込む

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がアップしてこよう。

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7億円は射程内にある。しかし、次のテーマである経常利益15億円の肉付けはこれからである。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)。

株主還元では、業績を勘案し、成長投資、内部留保も考慮した上で安定的かつ継続的に還元する方針である。株主優待はやらない方針である。株主還元は業績に見合った配当を中心に考えていく。

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。12月17日の株価(1047円)でみると、PBRは1.29倍、ROEは16.8%、PERは7.6倍とかなり割安である。

配当40円は配当利回りで3.8%である。全上場企業(3803社)の中で配当利回りが3.8%の水準は、配当利回りランキングで上位300社以内と高い方に属する。

堅実なビジネスコアをもっているので、新規商材の市場開拓の行方を見ながら、利益成長と好配当利回りに注目したい。