

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～

2024年6月12日

東証スタンダード

ポイント

・業績は好調で、ピーク利益の更新が続こう。既存分野で天候要因の影響はあるものの、環境関連の成長と内外での新規分野の立上げが寄与してくることによる。

・3月末に水産加工分野の「海鮮」を5億円で買収した。今期から連結に入ってくる。いくらや寿司ネタの冷凍鮮魚の加工品を手掛け、安定的な収益を上げている。オーオイルグループに入ること、業容の一段の拡大が見込めると判断した。当面、年商50億円、営業利益1～2億円がターゲットとなろう。

・前期は飲料向け果汁の減少や夏場の殺菌乳の減少が影響したが、環境関連のシーリングファンは好調に推移した。新しいビジネスを育てようという動きが加速しつつある。新商材、人材投資、M&Aの具体化に力を入れており、水産加工品の輸入販売、米国での食品ビジネスの強化、専門人材の採用など、次の路線作りを強化している。

・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。

・近年は、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。また、食品工場などで使われるボイラー用のノズル式スチームトラップ(水排出機器)の取り扱いも増加している。熱交換の高効率化に寄与する点が高く評価されている。米国での食品メーカーの開拓、国内への水産加工品の輸入販売なども進みそうである。

・次は営業利益15億円に向けて基盤作りが進もう。成長余力は十分にある。株価は割安である。ROE 15%×PER 10倍＝PBR 1.5倍が目途となろう。昨年11月に自社株買い16万株(取得価額2.0億円、株式総数の5.08%)を実施した。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。

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、水産加工に進出
4. 当面の業績 円安、原料高を乗り越えて、ピーク利益の更新続く
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 (2024年6月11日) 1594円 時価総額 50億円 (3150千株)

PBR 1.08倍 ROE 15.9% PER 6.81倍 配当利回り 3.5%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	税引き利益	EPS	配当
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	28312	826	827	575	182.7	47.0
2023.3	31255	942	875	580	184.3	47.0
2024.3	31775	958	909	681	220.7	50.0
2025.3(予)	35000	1030	1030	700	234.1	55.0
2026.3(予)	37000	1200	1200	800	267.6	60.0

(2024.3ベース)

総資産 13629百万円 純資産 4544百万円 自己資本比率 32.3%

BPS 1472.1円

(注) ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

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

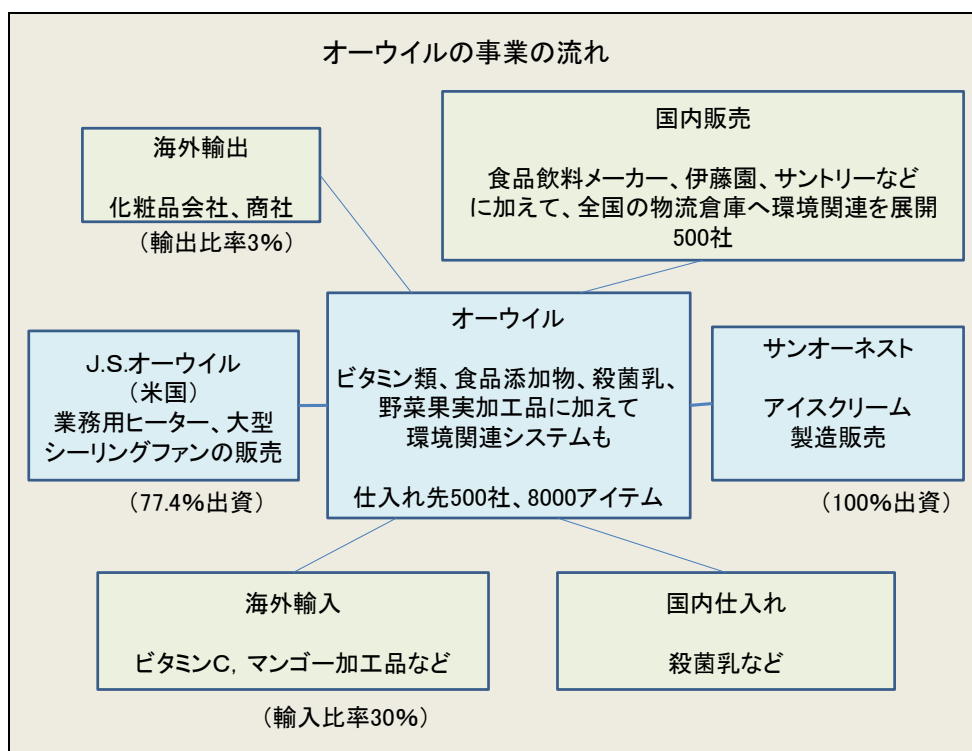
食と環境のオーウイルへ

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

主要な取引先顧客では、2024年3月期も伊藤園の58億円がトップであった。顧客別売上高では上位20社で全体の7割、仕入れ先では上位30社で全体の7割を占める。

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。2024年3月期の売上比率は約18%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。

カテゴリー別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2021.3		2022.3	2023.3	2024.3	
	売上高		売上高	売上高	売上高	構成比
	(旧)	(新)	(新)	(新)	(新)	
食品副原料	8031	7721	8098	9238	9749	32.2
乳及び乳製品	6645	6196	5779	7313	6888	22.7
飲料製品	2390	1772	1838	1993	2235	7.4
農産物及び同加工品	8128	7809	8966	8931	8861	29.3
F C事業	269	269	180	194	120	0.4
その他 (環境関連を含む)	3476	1952	2572	2212	2427	8.0
合計	28941	25721	27436	29883	30283	100.0

(注) (新)は新収益認識基準、(旧)は旧基準ベース。

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。

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。

セグメント別業績

(百万円)

	2020.3		2021.3		2022.3		2023.3		2024.3	
	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	32172	663	29515	629	28237	845	31181	986	31567	954
製造販売業 (アイスクリーム)	706	0	473	-91	654	-10	675	-42	911	8
合計	32685	674	29527	537	28312	826	31255	942	31775	958

(注) 2022.3期は新収益認識基準、それ以前は旧基準。その他(コンビニFC)は卸売に統合

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「甘糰^{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糰を使用して、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。

オーウィルは‘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。

社名のオーウィルは、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。

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、2022年4月の市場変更でスタンダード市場に移行した。

2019年6月、創業者の小口会長から、生え抜きの伊達社長に、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

6月の株主総会で、環境事業担当の執行役員が取締役に選任される予定である。取締役9名のうち、6名が執行サイド、3名が監査等委員（全員社外）となる。

2016年に監査等委員会設置会社へ移行した。取締役会の議長は伊達社長が務めている。社外取締役では、廣田氏は公認会計士、久塚氏は元味の素食品研究所長（農学博士）、小宮氏は弁護士である。

取締役（執行サイド）への株式報酬制度を今総会に付議しており、導入する予定である。譲渡制限付株式報酬制度を役員報酬に組み込むことは、マネジメントのインセンティブシステムとしては望ましい。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。

株式の持ち合い（特定投資株式）については、毎年6月の取締役会で見直している。バランスシート上の投資有価証券（2024年3月末で372百万円）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おり、意義が薄いものについては縮減している。

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

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。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。

グループ経営を展開

オーウイル本体のほかに、4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。

2022年10月に100%子会社のアクセルテックを設立した。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。そして、この4月に水産加工の海鮮を買収した。

グループ全体の社員数は、2024年3月末の連結ベースで101名、このうちオーウイル単体で70名、サンオーネスト27名、米国子会社4名という陣容である。このほかにパートや嘱託社員を26名（本体で9名）ほど使っている。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。

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を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

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。

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。

2023年にサステナビリティ推進委員会をスタートさせた。社長を委員長にして、約10人のメンバーで1~2ヶ月に1回議論している。マテリアリティの設定やその進捗、活動評価などを通して、価値創造に結び付けていく方針である。サステナビリティ基本方針に基づき、マテリアリティを特定し、その活動をスタートさせていくこととなる。

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、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。

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97%、製造販売(サンオーネスト)約3%である。

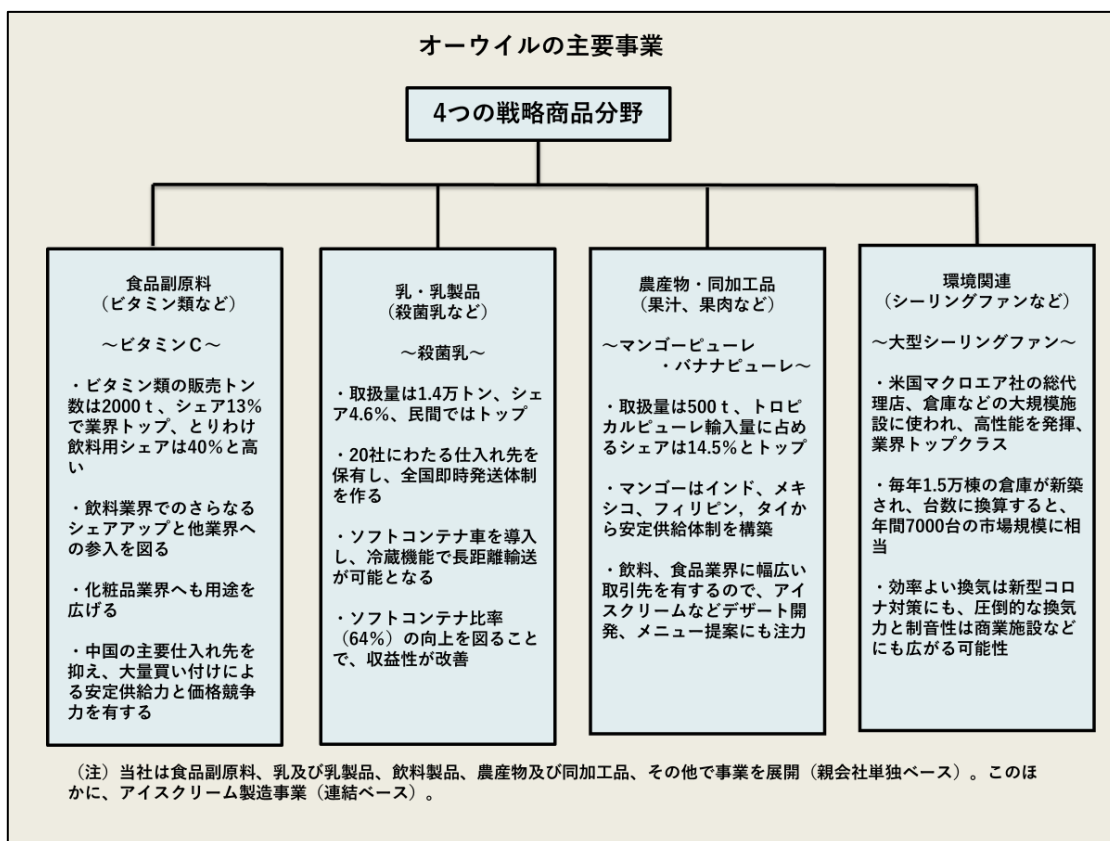
よい品質へのこだわりを追求

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

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1.2～1.4万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割以上を占めている。

このビタミンCの国内における取扱シェアは13%前後(飲料用向けではシェア40%)である。大半を海外から輸入している。ビタミンC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こり、一次問屋の1社であった当社に流通再編のチャンスが訪れた。ビタミンCの原料はとうもろこしであるが、その生産が中国にシフトする局面で、日本の品質に合うところを確保し、トップシェアを握ったのである。

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。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、シェア約15%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 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 500 t を握っており、その規模はトップ、シェアも約 15% 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5%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 5%弱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、お菓子など業務用殺菌乳の需要は幅広い。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。

大型シーリングファンの日本総代理店

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は、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) ファンを開発した。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。他社製品に比べて軽く、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。

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引があり、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、収益性は高まっていく。また、近年「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、利益貢献を大きく高めている。

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

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。

卸売の主な内容

(%)

卸売の内訳	2023.3		利益 貢献度	主な品目 (アイテム)
	2023.3	2024.3		
食品副原料	30.9	32.2	○	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	24.5	22.7	○	業務用殺菌乳、粉乳、粉乳調整品、煉乳 発酵乳
飲料製品	6.7	7.4		各種飲料製品、PB飲料製品
農産物及び 同加工品	29.9	29.3	○	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	7.4	8.0	○	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。売上構成は新収益認識基準ベース。

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、水産加工に進出

ポストコロナへの対応

新型コロナへの対応では、1) 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、全く問題なかった。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ったが、仕入れ面で大きな障害は出なかった。

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ンネルがあり、各々でコロナ禍の影響はあった。プラス面では、大型シーリングファンがEコマース向け倉庫など大型施設の空気循環を高めるという点で、市場拡大が加速した。

今後の重点戦略～4つのグループ戦略

4つのグループ戦略を掲げている。①既存収益基盤事業、②成長ドライバー事業、③新規事業、④関係会社事業の具現化である。環境事業への広がり、水産加工分野への進出、アイスクリームの収益化、米国事業の拡大などで、成長性を高めようとしている。

既存事業の更なる深耕に加えて、環境ビジネスを大きく伸ばす。食品分野で飲料以外の原材料を増やす。さらに、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。

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。

水産加工分野に進出

今後の成長戦略として、1) 既存事業の商材と顧客基盤を深掘りしながら、2) 成長ドライバーである環境関連の事業を国内だけでなく、海外へも指向し、3) M&A を軸としたグループ会社の事業を、シナジーを活かしつつ拡大していく。

今年3月末に水産加工の「海鮮」を買収し、100%子会社とした。海鮮は、鮮凍魚介類の卸売事業と魚卵の輸入・加工販売を主力とする。オーウイルは、数年前から水産加工の人材を採用し、ウニの輸入などを手掛け、順調にビジネスを立ち上げていた。そこで冷凍鮮魚・魚卵を有望分野としてM&Aを実施した。

海鮮は、冷凍のイクラや寿司ネタの鮮魚加工などを手掛けており、この分野では有力企業の1社である。海鮮の業績は2023年3月期で売上高4720百万円、営業利益144百万円、3月末の総資産は2678百万円、純資産は506百万円であった。社員は11名の規模である。この会社を525百万円で取得した。

海鮮の経営者(2代目)はそのまま取締役として残り、実務に当たっていく。オーウイルから社長を出して、本体とのシナジーを追求していくという布陣である。

この水産加工分野は、今後年商50億円、営業利益で1~2億円は稼げそうである。

事業の拡大戦略～食品から環境ビジネスへ進化と深化

中期的にみると、年商400億円、経常利益15億円に向けてレベルアップできる局面にある。業績はピーク利益を更新している。

中長期の目標としては、商社として社員100名を掲げている。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。

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。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。現状はシェアを維持することに力を入れている。

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。

る。大口の安定需要を押さえ、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、南アのレイボス茶など、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。

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。円安もあって、現在は年商 15~20 億円の規模である。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。

調達先のバランスを目指す～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。

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。

海外原料などの取扱いは 70 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。

グローバルな原料の仕入れについては、1) 調達先のバランスをとっていく。例えばビタミンCは、中国に全面的に依存しているが、インドのものについて価格は高くても利用することで、調達先を広げていく。2) くだものについては、果汁、ピューレの輸入だけでなく、現地での生産に参画して、一定の供給先の確保を図ることも検討課題としている。

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70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10億円強を達成した後の成長については、新しい商材の拡大、海外の拡大にかかっている。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。

ステビアは、南米原産の天然甘味料として、食品に幅広く利用されている。タレなどの調味料の甘味付与、カロリーオフのゼリーやヨーグルトなどに使われている。砂糖の数百倍の甘味を有するので、微量の添加で済むため、カロリーオフにつながる。ステビア自体の糖質はゼロなので、糖質オフにも役立つ。このステビアで、新規需要先を開拓している。

水産加工品分野への広がりにも布石している。M&Aの効果が今後出てこよう。

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16%)から2023年3月期は61億円(同20%)へ増加した。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。

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、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、大手レジヤランド向けなどPBブランド向けに納入先も増えている。大手和食チェーンや有力アイスクリーム企業へも新規納入も始まっている。

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。

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。

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割強は食品・飲料関係である。この7~8年で一定の市場開拓はできている。当社が取り扱う浄化システムはオゾンを利用、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発揮し、成約に結び付いている。

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。

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

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。

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。

排水浄化プラントは、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、このプラントの評判は良く、今後とも伸ばしていくことができよう。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できる。ただ、排水浄化プラントは、食品工場の設備投資に依存する。前期の受注はなかったが、今期に期待したい。

大型シーリングファンが業界トップクラスに躍進

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。この分野で業界トップクラスとなり、市場開拓はさらに進んでいる。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。

従来のお手頃との競争に加えて、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る。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単にできる、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8000~9000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。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。

アジアへの展開も視野に

マクロエアの輸入販売については、日本の総代理店だけでなく、アジアでの販売権も手に入れた。今後、アジアに進出している日系企業の食品工場などから販売を伸ばせる可能性が出ている。実際、アジア展開ではマクロエアのシーリングファンをコア商品として市場開拓をスタートさせている。アジア拠点が利用している物流倉庫をターゲットとしている。

シーリングファンの優位性~新たな競合の中で

シーリングファンについては、大手数社に加えて、新興企業の参入も増えている。新興企業は中国や台湾からの輸入品を取り扱っている。当社としては、大手の1社として、品質、性能を中心に、有力企業への販売に力を入れている。アジア向けについては、マクロエアが生産しているアジア向け廉価型のシーリングファンを品揃えして対応していく。

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。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。このファン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高い。

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。

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だろう。

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で内製化

アクセルテックは、夏はシーリングファンの設置、冬はイルミネーションの工事と、仕事は忙しい。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。

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の工事やメンテナンスについて、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、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、工事会社を買収した。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。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オイルから出したが、先方の人員は創業者以下残ったので、事業の連携に結びついている。

アクセルテックは、のれんの償却を入れて、黒字を確保している。イルミネーションのビジネスとシーリングファンのビジネスではイルミネーションの比率が大半を占めており、マクロエアの仕事を増やすには人材の増強が必要である。

環境関連の商材～ノズル式スチームトラップ、エアロシールド

環境事業で、排水処理プラント、大型シーリングファンに続く商材が立ち上がっている。スチームトラップという配管機器である。蒸気を使って加熱するプロセスにおいて、熱交換で蒸気から水（ドレン）になったものを抜く必要がある。その時使う機器が、スチームトラップである。これを仕入れて販売する代理店となった。

当社は、食品会社に強みを有する。いい商品ながら十分販売が伸びせていない、高性能のノズル式スチームトラップをマーケティングすることにした。これが2022年3月期からかなり伸び始めた。年商としてはまだ少額であるが、高い成長が見込めよう。収益性も見込めるので、環境分野で1つの柱になる可能性もあろう。

熱交換プロセスにおいて、ドレンを自動的に排出する自力式のバルブをトラップと称する。従来の機械式では、間欠的にドレンを処理するやり方をとるが、ノズル式は連続的に処理するので、効率的である。

当社が取り扱うノズル式スチームトラップは、①蒸気漏れの削減、②燃料費の削減、③ボイラー稼働率の低減、④ボイラー稼働台数の削減などに貢献する。ノズル式なので、高い初期能力を維持する。高価格ではあるが、10年以上の長寿命が確保できるので、環境にやさしく、効率も高いものとなる。

ノズル式スチームトラップは好調に伸びている。ノズル式は機械式に比べて価格は高いが、ボイラーのエネルギー効率の向上に寄与するので、この点が評価されている。

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30%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効くので、ビジネスにはプラスに働いている。

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

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 JS0 (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。JS0 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。

JS0 は、2012 年に米国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 7 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。

JS0 は年商 15～20 億円で、利益を稼げる体制を整えている。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。

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。

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

長期的に売上高 500 億円、経常利益 15~20 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 15~20 億円を目指す方向にある。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) を軸にする。

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。

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。

重要経営指標

	(%、百万円/人)									
	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	
ROE (自己資本当期純利益率)	8.8	10.2	13.8	16.8	16.8	11.2	16.6	15.0	16.1	
ROA (総資本経常利益率)	3.6	4.1	4.6	5.3	7.0	5.6	8.0	8.0	7.3	
1人当たり売上高 (単体)	339	359	417	444	471	425	403	383	388	
1人当たり営業利益 (単体)	3.4	4.2	6.8	8.0	10.0	8.4	11.5	12.4	12.4	

KPI は明快

経営上の業績指標としては、営業利益と総資産経常利益率 (ROA) を重視している。また、生産性では社員一人当たりの営業利益にも着目し、2023 年 3 月期の 923.8 万円/人を 2025 年 3 月期には 1000 万円/人に上げることを目標としている。また、当社の ROE は安定的に高い。KPI として注目できよう。

商社のビジネスとして、限界利益で 1 億円を超える商材を見据えて育てるようにマネジメントしている。

ビジネス上の KPI として、①1 アイテムで限界利益 1 億円、あるいは、②1 顧客で限界利益 1 億円を目指すようにしている。顧客に対しては、担当者、役員、社長という 3 層で営業

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。

に当たっていく。取引先では業務用殺菌乳をリード役にここから他の商品に広がる例も多い。業務用殺菌乳の需給は変動が大きい中で、当社の安定供給力が評価されている。

環境関連でも、排水処理、シーリングファン、スチームトラップなどユニークなものを揃えて、ワンストップで営業している。シーリングファンの競合は増えている。当社でもマクロエア社製でのモデルの多様化やそれ以外のメーカー製品の品揃えなど、多様化を進める方向にある。さらに、シーリングファンだけでなく、空調の技術領域を広げていく。

ビジネスにおける利益マインドは上がっており、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。今後とも、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に注力する。

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5つのテーマを掲げている。攻めのテーマとして、①海外事業、新規事業の強化がある。新たな無形資産作りのテーマとしては、②サステナビリティ経営の推進、③人的資本の充実に注力する。守りのテーマは、④原料調達の確保と再構築、⑤事業継続体制の強化である。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。

人材については、基本給を上げ、賞与のメリハリも高めている。外部からの採用については、今後とも力を入れていく。DXについては、社内の営業情報を一元的に共有するような仕組みをこれから作っていく予定である。

キャッシュ・フロー

(百万円)

	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3
営業キャッシュ・フロー	-832	801	149	184	280
税引後利益	517	289	683	602	748
減価償却費	57	47	43	50	66
売上債権増加	771	367	-213	-278	-1802
棚卸資産増加	7	35	-357	-232	-541
仕入債務増加	-1985	97	246	440	1510
投資キャッシュ・フロー	-75	-192	-21	-31	28
有形固定資産取得	-83	-25	-21	-40	-166
投資有価証券売却					169
貸付金		-150		30	30
フリー・キャッシュ・フロー	-907	609	128	153	252
財務キャッシュ・フロー	262	-96	-300	-166	-310
長期借入金	403	54	-149	-3	57
自己株式取得					-203
配当金	-126	-141	-141	-148	-148
現預金等の期末残高	1385	1910	1775	1793	1851

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。

KAM～アイスクリーム製造と食品関連在庫を確認

2023年3月期のKAM（監査上の主要な検討事項）では、2つが対象となった。1つは、アイスクリームの製造販売事業に関する固定資産（376百万円、総資産の3.3%）が事業のキャッシュ・フローからみて減損が必要となるか、という点が検討された。

もう1つは、オーイル単体の商品・製品の棚卸資産（2091百万円、総資産の18.3%）のうち、営業循環過程から外れたものの評価がルールに合致しているか。つまり、有効期限までに販売できないと見込まれるものが何らかの不良在庫となっていないか、という点が検討された。いずれも特に問題はなかった。

キャッシュ・フローでは、基本的にフリーキャッシュ・フローを確保しており、経営は安定している。

バランスシート

(百万円)

	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3
流動資産	8199	8581	9072	9979	12246
現預金	1385	1910	1775	1793	1851
受取手形売掛金	4407	4039	4271	4568	6247
商品製品	1791	1435	1506	2163	2448
未着商品	465	793	1060	594	858
固定資産	860	1108	1449	1466	1382
有形固定資産	430	400	376	478	537
投資その他	860	1108	1068	984	800
資産合計	9497	10093	10521	11445	13629
流動負債	4995	5193	5310	5798	7644
買掛金	3717	3815	4071	4521	6042
長期借入金(1年内)	815	792	764	776	844
固定負債	1483	1582	1445	1482	1440
長期借入金	1419	1498	1376	1361	1349
純資産	3018	3318	3765	4164	4544
有利子負債比率	23.5	22.7	20.4	18.7	16.1
自己資本比率	31.2	32.2	35.0	35.4	32.3

4. 当面の業績 円安、原料高を乗り越えて、ピーク利益の更新続く

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て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

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。

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、為替リスクを当社が負う取引と負わない取引があり、前者の場合はドルに対する円高(ユーロ建てはほとんどない)はプラスに働き、円安はマイナスとなる。

一方、為替リスクを負わない取引においては、マージンは率(%)で決まるので、円安で金額が増えるとそれに見合ってマージン額も増加する。

総合的にみると円安の方がやや不利である。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している。

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	53.2	13257	46.8
	2023.3	16498	52.8	14757	47.2
	2024.3	16585	52.2	15190	47.8
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	57.1	1281	42.9
	2023.3	1733	54.8	1432	45.2
	2024.3	1792	54.9	1472	45.1
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	70.9	240	29.1
	2023.3	614	65.2	328	34.8
	2024.3	598	62.3	360	37.7

(注) 右辺は上期、下期の構成比。

収益認識に関する会計基準の変更

2022年3月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上するようになった。

見かけ上、2022年3月期の売上高は減少した。当社は商社である。その中で、仕入れて、

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。

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。

この影響で従来のベースの会計基準から見ると、2652 百万円ほど売上高、売上原価が減少した。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。

2022 年 3 月期は 2 年ぶりにピーク利益を更新した。農産物加工品や食品副原料の販売数量が伸びたこと、環境関連の大型シーリングファンが好調に拡大したことが寄与した。海外では、米国子会社の業績が改善した。冬場のヒーターの需要がよかったことによる。8 割がヒーターで残りの主力がシーリングファンである。アクセルテックはこの 2 期とも黒字を確保している。配当は 2 円増配して 47 円とした。

カテゴリー別売上内訳

(百万円、%)

(単体ベース)	2020.3		2021.3		2022.3		2023.3		2024.3	
	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	9141	-0.6	8031	-12.1	8098	4.9	9238	14.1	9749	5.5
乳及び乳製品	6689	3.5	6645	-0.7	5779	-6.7	7313	26.5	6888	-5.8
飲料製品	2668	-9.1	2390	-10.4	1838	3.8	1993	8.4	2235	12.2
農産物及び 同加工品	8587	28.7	8128	-5.4	8966	14.8	8931	-0.4	8861	-0.8
F C 事業	496	-38.7	269	-45.7	180	-32.9	194	7.6	120	-38.1
その他 (環境関連を含む)	4501	-1.5	3476	-22.8	2572	31.8	2212	-14.0	2427	9.7
合計	32085	4.7	28941	-9.8	27436	6.7	29883	8.9	30283	1.3

(注) 伸び率は売上高の前年度比。2022.3期は新収益認識基準、それ以前は旧基準ベース。

2023 年 3 月期は、売上高 31255 百万円（前年度比+10.4%）、営業利益 942 百万円（同+14.1%）、経常利益 875 百万円（同+5.8%）、純利益 580 百万円（同+0.9%）、と 2 年連続でピーク利益を更新した。

主力カテゴリーである乳及び乳製品や食品副原料の販売が堅調であったことによる。業務用ヒーターの販売が伸びて米国子会社の業績が向上したことも貢献している。

円安の進行によって仕入れ価格が上がってきた。これに対しては、値上げを図った。2 回の値上げによって、コストアップは一定程度カバーできた。営業外費用で為替差損が 81 百万円（前年同期 26 百万円）発生した。

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。

四半期別業績

(百万円)

	1Q		2Q		3Q		4Q		合計	
	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
2022.3期	7556	355	7499	231	6745	181	6512	59	28312	826
2023.3期	7940	301	8558	313	8048	227	6709	101	31255	942
2024.3期	8117	286	8468	312	7840	167	7351	193	31775	958

前2024年3月期も過去最高の利益を達成

2024年3月期は、売上高31775百万円(前年度比+1.7%)、営業利益958百万円(同+1.7%)、経常利益909百万円(同+4.0%)、純利益681百万円(同+17.4%)となった。目標の営業利益10億円には今一步であったが、過去最高の利益を達成した。

飲料用の食品副原料が順調、乳及び乳製品と農産物及び同加工品は減収であったが、環境関連のシーリングファンやスチームトラップが好調、アイスクリームも販売拡大で黒字化を達成したことが寄与している。

乳製品では脱脂分乳の需要減、農産加工品では野菜汁の需要が一巡したことが影響した。シーリングファンは2割増ペースで成長している。アイスクリームは市場開拓の効果で売上が増加した。

純利益の伸びが高いのは、投資有価証券の売却益が91百万円ほど特別利益に入っていることによる。政策保有株の見直しを逐次進めている効果である。

円安に伴う輸入原料高については、約半分はドル建てベースでそのまま販売するので、当社が為替の負担をすることはない。もう半分は自社で負担するので、この分は販売先に値上げを要求していく。この価格交渉にはタイムラグがあるので、一部の負担は残ってくる。また、商品の競争力によっては自社で吸収するものもある。主力アイテムについては値上げが浸透しているので、カバーできることになろう。

シーリングファンについては、倉庫の拡大投資は2024年も続くので、需要の伸びは引き続き期待できよう。マクロエアのシーリングファンは米国からの輸入品であるが、国内での小売価格については競争もあるのでマーケットを見ながら見積りを行っている。もともと収益性は高いので、採算は十分確保していける。

FCは昨年9月に終了、コンビニ事業からは計画通り撤退した。人手不足が、子会社のアイスクリーム工場やアクセルテックに出ている。アクセルテックでは、シーリングファンの取付工事に関わる人員の強化に力を入れていく。

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。

セグメント別業績予想

(百万円)

	2022.3		2023.3		2024.3		2025.3(予)		2026.3(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	28237	845	31181	986	31567	954	35000	1000	37000	1170
製造販売業 (アイスクリーム)	654	-10	675	-42	911	8	1000	30	1000	30
合計	28312	826	31255	942	31775	958	35000	1030	37000	1200

(注) 利益はセグメントの営業利益。2022.3期より新収益認識基準。(予)はアナリスト予想

今期もピーク利益を更新へ

今 2025 年 3 月期の会社計画は、売上高 35000 百万円（前年度比+10.1%）、営業利益 1030 百万円（同+7.4%）、経常利益 1030 百万円（同+13.2%）、純利益 700 百万円（同+2.7%）と、引き続きピーク利益を更新しよう。業績好調を反映して、継続的増配が期待できる。

4 月に水産加工の「海鮮」を買収し、100%子会社とした。4 月から連結に入っている。海鮮は、鮮凍魚類の卸売事業と魚卵の輸入、加工販売を主力とする。オーウイルは、数年前から水産加工の人材を採用し、ウニの輸入などを手掛け、順調にビジネスを伸ばしていた。冷凍鮮魚・魚卵が有望分野として M&A を実施した。

海鮮は、冷凍にいくらかや寿司ネタの鮮魚の加工などを手掛けており、この分野では有力企業の 1 社である。海鮮の業績は 2023 年 3 月期で売上高 4720 百万円、営業利益 144 百万円、経常利益 150 百万円、純利益 95 百万円であった。3 月期の総資産は 2678 百万円、純資産は 506 百万円であった。社員は 11 名の規模である。この会社を 525 百万円で取得した。のれんの金額もさほど大きくないとみられるので、初年度から黒字を確保し、2 年目には本格的に収益貢献が期待できよう。

業績予想

(百万円、%)

	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	2025.3(予)	2026.3(予)
売上高	31375	32685	29527	28312	31255	31775	35000	37000
粗利益 (同率)	2842 9.06	2960 9.06	2655 8.99	2983 10.54	3165 10.13	3264 10.27	3680 10.51	3980 10.76
販管費 (同率)	2246 7.16	2286 7.00	2118 7.17	2157 7.62	2223 7.11	2305 7.26	2650 7.57	2780 7.51
営業利益 (同率)	595 1.90	674 2.06	537 1.82	827 2.92	942 3.01	958 3.01	1030 2.94	1200 3.24

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。

海鮮の経営者（2代目）はそのまま取締役として残り、実務に当たっていく。オーウイルから社長を出して、本体とのシナジーを追求していくという布陣である。この水産加工分野は、当面年商50億円で営業利益でも1~2億円は稼げそうである。

米国拠点の陣容を強化し、まずは日系食品メーカーに販路を広げようとしている。今期から実績が出てこよう。

今後の展開としては、1) 人材を強化し、2) 事業領域をM&Aを含めて拡大し、数年後には営業利益で15億円が目指せるようなところに持っていく方針である。

賃上げは適切に進めている。労働配分率を重要な指標とみており、低下した分を上げる方向で対応している。単体の人材70名を将来は100名に拡大して、1人当たりの売上高拡大を図っていく。商社として、1人当たり営業利益を重視しており、連結ベースで9百万円に乗っている。これは企業として上位にある。

増配を予定

配当については、2023年3月期47.0円、2024年3月期50.0円に対して、今期は55円に上げる予定である。前期の配当性向は22.7%、今期は会社計画に対して23.5%である。業績が安定的に拡大できるならば継続的な増配が十分見込めよう。

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

今後の重点施策としては、第1に人材の採用に力を入れていく。第2にM&Aを引き続き進めていく。

人材の強化では、1人当たりの限界利益や営業利益をKPIとしている。限界利益で1億円を超える商材を作っていく。人材も10~20名の増員ができれば、インパクトは大きくなる。M&Aも積極的に検討している。のれんに負担が大きくならずに、シナジーが見込める案件を定めようとしている。米国でのフードビジネスも次第に開拓が進もう。

営業利益10億円は射程に入った。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。それに向けて、利益の1~2割を稼ぐような新商材の開発を進めている。そのために人材投資を強化して、営業力や管理能力を高めていく。M&Aの検討チームを作って動いており、案件を事業に結び付けていくことで、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。

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。

当社のサステナビリティを支える 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。

今後の成長戦略を、①高める、②伸ばす、③創る・育てる、④連携する、に置く。既存の収益基盤事業を高め、成長ドライバー事業を伸ばし、新規事業を M&A を含めて創り育て、関係会社の事業と連携するという意味である。営業利益も、新しい分野を中心に拡大を図っていく方針である。現在、その方向に向かっている。

安定成長を見込み、増配を期待

昨年 11 月に自己株式の取得を実施した。16 万株で取得価格は 203 百万円 (株価 1269 円) であった。発行済株式総数の 5.08% である。50 円配当の配当総額が 157 百万円であるから、一定のインパクトを有する還元であった。次の株主還元や保有株の活用にも期待したい。

$PBR=ROE \times PER$ という関係からみると、当社は $PBR 1.08 倍 = ROE 15.9\% \times PER 6.8 倍$ というレベルにある。つまり、ROE は高いが、成長性が十分評価されていない。結果として、商社としての無形資産、ビジネスモデルも十分評価されていない。ここが評価されれば、株価は 2000 円であってもおかしくない。

そのためには、経常利益 15 億円～20 億円への道筋を示す。成長性を示すディスクロージャーを具体化する。国内既存市場の成熟イメージを打破するような領域、商材の広がりを図ることであろう。環境関連はその有力分野であり、海外の強化も重要である。

流動性を高めるという点で、株式を 2024 年 3 月末現在の 3338 人から 1 万人レベルに増やすことも意味がある。本業のアピールとともに、増配に加えて、株主優待の工夫も検討に値しよう。

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。

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おり、これから水産加工分野の拡大も見込めるので、業績はもう一段レベルアップしてこよう。

次の目標である経常利益 15～20 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。中期展開の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)。

投資家としては、1) 事業領域を飲料、食品から環境分野に広げていること、2) 海外事業の収益性が高まっていること、3) 安定した収益性と成長性をベースにした増配と配当利回

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。

りのよさ、などに注目したい。配当に関しては、利益水準が上がってきたことを確認しつつ増配する累進的配当方針は今後も続くことになろう。

時価総額が50億円台に上がっている。ユニークな特長をもっており、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ろう。

6月11日の株価(1594円)で見ると、PBRは1.08倍、ROEは15.9%、PERは6.81倍、配当利回り3.5%とかなり割安である。株主優待をうまく取り入れつつ、個人投資家向けIR活動を活発化することで、 $ROE 15\% \times PER 10倍 = PBR 1.5倍$ として、2200円前後の株価は十分狙えよう。利益成長と好配当利回りに一段と注目したい。