

ホリスティック企業レポート

ダイショー

2816 東証二部

アップデート・レポート
2013年12月27日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20131224

ダイショー(2816 東証二部)

発行日:2013/12/27

**14年3月期上期は期初予想を上回る増収ながら原価率上昇により減益
九州工場の稼働に伴う新製品群が伸長したが、減価償却費負担等が重荷**

> 要旨

アナリスト:柴田 郁夫
+81(0)3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

◆ たれ、スープなど調合調味料に特化する食品メーカー

- ・ダイショー(以下、同社)は、「味・塩こしょう」「焼肉のたれ」「鍋スープ」など、調合調味料に特化する食品メーカーである。
- ・スーパー等の生鮮部門における店頭プロモーションに強みをもつが、惣菜部門向け(業務用)の販路開拓等にも注力している。

◆ 14年3月期上期決算は増収だが減益

- ・14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高8,443百万円(前年同期比8.5%増)、営業利益155百万円(同67.8%減)と、増収減益であった。期初会社予想との対比では、売上高で5.0%上回ったものの、営業利益は29.5%下回る結果となった。
- ・たれ・スープ類が惣菜部門向けに伸長したことや、即食系の新製品が想定以上に好調であったことが増収に寄与したものの、九州工場の減価償却費等による原価率上昇が利益の足を引っ張った。

◆ 証券リサーチセンターでは14年3月期の利益予想は据え置き

- ・14/3期予想について、同社は17,700百万円(前期比3.0%増)、営業利益810百万円(前期比27.1%減)と期初予想を据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、14/3期上期の実績を踏まえ前回レポートの14/3期売上高予想を増額修正する一方で、利益予想は、前回予想を据え置いた。

◆ 中期業績見通し

- ・当センターでは、15/3期以降については売上高を増額修正したが、セールスマックスの変化、新製品開発や販路開拓の費用増を考慮し利益予想を減額修正した。
- ・惣菜部門向けの販路開拓や即食製品の展開等が成長を牽引するものの、九州工場の減価償却費負担とセールスマックスの変化が原価率を引き上げ、利益率の改善には慎重な見方が必要と判断している。

【主要指標】

	2013/12/20
株価(円)	862
発行済株式数(株)	9,868,800
時価総額(百万円)	8,507

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	12.3	19.4	16.6
PBR(倍)	1.2	1.1	1.1
配当利回り(%)	1.9	1.9	1.9

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.6	-1.7	19.6
対TOPIX(%)	-0.8	-7.0	-18.5

【株価チャート】



【2816 ダイショー 業種:食品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)	
2011/3	16,932	4.7	1,339	10.2	1,352	10.7	629	0.4	65.3	626.6	16.0	
2012/3	17,089	0.9	1,243	-7.2	1,252	-7.3	588	-6.6	61.0	672.1	16.0	
2013/3	17,177	—	1,111	—	1,132	—	674	—	69.9	726.8	16.0	
2014/3	GE	17,700	3.0	810	-27.1	800	-29.4	440	-34.8	45.6	—	16.0
2014/3	E	18,200	6.0	800	-28.0	790	-30.2	430	-36.2	44.5	753.8	16.0
2015/3	E	18,600	2.2	850	6.3	850	7.6	500	16.3	51.8	789.6	16.0
2016/3	E	19,100	2.7	950	11.8	950	11.8	550	10.0	57.0	830.5	16.0

(注)GE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、13/3期は単体決算移行で前年同期比なし

アップデート・レポート

2/10

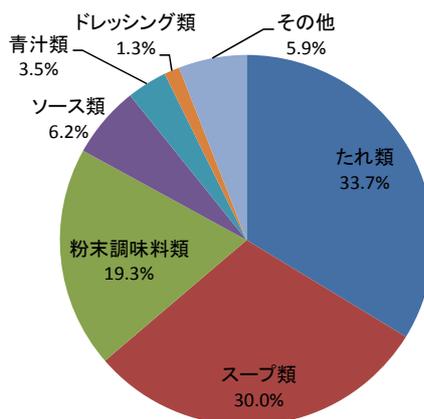
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

◆ 調合調味料に特化する食品メーカー

ダイショー（以下、同社）は、定番品である「味・塩こしょう」をはじめ、「焼肉のたれ」「鍋スープ」など、調合調味料の製造販売を行う食品メーカーである。品目群で見ると、「たれ類」、「スープ類」、「粉末調味料類」で売上高の80%以上を占める（図表1）。特に、市場の伸びが著しい鍋スープ市場でのシェアは16%でトップを誇る。

【図表1】品目別売上高（13/3期実績）



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

主要な取引先は、イオンやイトーヨーカドーに代表されるGMS（総合量販店）と全国各地のスーパーである。また、売上高に占める小売用と業務用の比率は約7：3である。小売用はスーパーの生鮮部門を中心に日配部門向けにも供給する一方、業務用は肉回りのバックヤードの他、惣菜部門向けの開拓に注力している。本社機能を東京と福岡に構え、全国に42の販売拠点を有する。また、生産は、東日本の「関東工場」（茨城）、西日本の「福岡工場」、「福岡第2工場」の他、12年10月に竣工した「九州工場」（福岡）の4工場で行なっている。

◆ 生鮮品売り場での店頭プロモーションに強み

同社の特徴は、精肉、青果、鮮魚など、生鮮品売り場での提案型営業にある。これは、一部の競合品を除き、調味料類の専用棚に並べられている他社製品とは一線を画す。同社の販売方法は、多額の広告宣伝費をかけて製品認知を高め、主に指名買いを狙うものではなく、消費者との接点となる売り場を重視し、素材の持ち味を活かしたメニュー提案による店頭プロモーションを展開している。これは、スーパーなどにとっても、生鮮品をとともに並べられた同社製品が献立づくりのヒントになることで、消費者の購買意欲を喚起できるメリットがあり、この点が同社の生鮮品チャンネルにおける影響力や交渉力を高めていると考えられる。

> 決算概要

◆ 14年3月期上期は期初予想を上回る増収ながら大幅な減益

14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高8,443百万円(前年同期比8.5%増)、営業利益155百万円(同67.8%減)、経常利益160百万円(同67.2%減)、純利益88百万円(同71.6%減)と増収ながら大幅な減益となった。期初会社予想との対比では売上高が5.0%上回ったものの、営業利益では29.5%下回った。

【図表2】14/3期上期決算概要

(単位:百万円)	13/3上期 (実績)		14/3上期 (実績)		前年同期比		14/3期上期 (会社予想)		予想対比 達成率
		構成比		構成比	増減	増減率		構成比	
売上高	7,785		8,443		658	8.5%	8,040		105.0%
たれ	3,206	41.2%	3,474	41.2%	268	8.4%	—	—	—
スープ	1,139	14.6%	1,224	14.5%	85	7.5%	—	—	—
ソース	551	7.1%	699	8.3%	148	26.9%	—	—	—
ドレッシング	145	1.9%	138	1.6%	-7	-4.8%	—	—	—
粉末調味料	1,776	22.8%	1,798	21.3%	22	1.2%	—	—	—
青汁	350	4.5%	304	3.6%	-46	-13.1%	—	—	—
その他	615	7.9%	804	9.5%	189	30.6%	—	—	—
売上原価	4,085	52.5%	4,884	57.8%	799	19.6%	—	—	—
売上総利益	3,700	47.5%	3,559	42.2%	-141	-3.8%	—	—	—
販売費一般管理費	3,219	41.3%	3,403	40.3%	184	5.7%	—	—	—
営業利益	481	6.2%	155	1.8%	-326	-67.8%	220	2.7%	70.5%

(出所) ダイショー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

品目別には、たれ・ソース類が惣菜部門向け(業務用)を中心に伸ばしたことに加えて、「スープはるさめ」などの即食系の新製品(その他に分類)が食品部門向け(小売用)に好調であったことが増収に寄与した。

利益面では、12年10月に竣工した九州工場の稼働に伴う減価償却費が期初から上乘せ(前年同期比で約2億円の負担増)となった他、円安等による材料費のコスト増、生産ラインの移設に伴う一時的な費用等により原価率が上昇したことから、想定よりも減益幅が拡大した。

> 業績見通し

◆ 同社は14年3月期通期予想を据え置く

14/3期について、同社は売上高17,700百万円(前期比3.0%増)、営業利益810百万円(同27.1%減)、経常利益800百万円(同29.4%減)、当期純利益440百万円(同34.8%減)と期初予想を据え置いた。

品目別に見ると、たれ類、粉末調味料類はほぼ横ばいを見込む一方で、スープ類とソース類が伸ばす計画となっている。スープ類では、定番の和風鍋スープを中心として市場の伸びに復調の兆しが見られる

こと、ソース類では、製造設備導入で13年1月から内製化を開始したオイル系、乳化系が惣菜部門向けに好調であることに加え、13年8月から生産を開始した具入り製品が上乘せ要因となることが主な増収要因となっている。さらに、同社が惣菜部門向けの開拓と並んで注力している即食製品（調理の手間を省いて、すぐに食べられる製品）については、足元好調な「スープはるさめ」（その他に分類）が伸長する計画のようである。

利益面については、九州工場が通年で稼働することによる減価償却費の増加（年間約4.6億円を予定）や、原材料費の上昇、総菜部門向けの営業人員の増強等から営業減益となる見通しである。なお、14/3期上期の実績では、利益が同社予想に未達となったが、生産ラインの移設費用等の一時的なコスト要因が解消することに加えて、新生産設備の活用による合理化、自動化、省力化を推進することで原価低減を目指す方針である。

【図表3】14/3期の通期予想

(単位:百万円)	13/3期 (実績)		14/3期(当センター予想)				前期比		14/3期(会社予想)		前期比
	金額	構成比	修正前		修正後		修正前	修正後	金額	構成比	
			金額	構成比	金額	構成比					
売上高	17,177		17,600		18,200		2.5%	6.0%	17,700		3.0%
たれ	5,792	33.7%	5,800	33.0%	6,000	33.0%	0.1%	3.6%	5,800	32.8%	0.1%
スープ	5,154	30.0%	5,300	30.1%	5,300	29.1%	2.8%	2.8%	5,300	29.9%	2.8%
ソース	1,070	6.2%	1,330	7.6%	1,330	7.3%	24.3%	24.3%	1,430	8.1%	33.6%
ドレッシング	229	1.3%	260	1.5%	260	1.4%	13.5%	13.5%	260	1.5%	13.5%
粉末調味料	3,316	19.3%	3,320	18.9%	3,320	18.2%	0.1%	0.1%	3,320	18.8%	0.1%
青汁	602	3.5%	540	3.1%	540	3.0%	-10.3%	-10.3%	540	3.1%	-10.3%
その他	1,009	5.9%	1,050	6.0%	1,450	8.0%	4.1%	43.7%	1,050	5.9%	4.1%
売上原価	9,131	53.2%	9,600	54.5%	10,200	56.0%	5.1%	11.7%	—	—	—
売上総利益	8,045	46.8%	8,000	45.5%	8,000	44.0%	-0.6%	-0.6%	—	—	—
販売費一般管理費	6,933	40.4%	7,200	40.9%	7,200	39.6%	3.9%	3.9%	—	—	—
営業利益	1,111	6.5%	800	4.5%	800	4.4%	-28.0%	-28.0%	810	4.6%	-27.1%

(出所) ダイショー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの14年3月期業績予想

当センターでは、14/3期予想について、上期の実績や足元の状況、下期偏重の季節要因等を踏まえ、前回レポート(13年7月発行)の14/3期売上高予想を増額修正した。利益予想は、同社予想に対しやや慎重に判断した前回予想を据え置いた。

品目別には、たれ類とその他の売上高予想を増額した一方、他の品目の売上高予想には変更はない。修正後の14/3期予想は、売上高18,200百万円(前期比6.0%増)、営業利益800百万円(同28.0%減)、経常利益790百万円(同30.2%減)、純利益430百万円(同36.2%減)を見込んでいる。

> 中期見通し

◆ 中期経営計画

同社は 16/3 期を最終年度とする中期経営計画を公表している。16/3 期までの成長率は、売上高で年率 3.4%、営業利益で同 8.0%を見込んでいる。品目別では、ソース類が大きく伸びるとともに、主力 3 品目(たれ、スープ、粉末調味料)も底堅く推移する見込みである。

【図表 4】 中期経営計画

(単位:百万円)	13/3期 (実績)	14/3期 (会社計画)	15/3期 (会社計画)	16/3期 (会社計画)	年成長率
売上高 (伸び率)	17,177 1.0%	17,700 3.0%	18,300 3.4%	19,000 3.8%	3.4%
営業利益 (利益率)	1,111 6.5%	810 4.6%	1,100 6.0%	1,400 7.4%	8.0%
経常利益 (利益率)	1,132 6.6%	800 4.5%	1,100 6.0%	1,400 7.4%	7.3%
純利益 (利益率)	674 3.9%	440 2.5%	600 3.3%	800 4.2%	5.9%

(出所) ダイショー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

販売チャネル別には、生鮮部門向け(小売用)が頭打ちとなる中で、注力する惣菜部門向け(業務用)が成長を牽引する計画と見られる。加えて、小売用でも PB 商品への取り組みや需要拡大が見込める即食製品の展開等で売上高を伸ばす方針のようである。

利益面では、業務用の推進や PB 商品の取り組み等により利幅が圧迫される懸念に加えて、営業人員の増強がコストアップ要因となるものの、増収効果による固定費吸収とともに、九州工場の本格稼働に伴う生産性向上や省エネ効果により営業利益率の改善を目論んでいる。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターでは、前回レポートの中期業績予想も修正した。売上高予想は、修正後の 14/3 期を起点として全体的な水準を引き上げたが、15/3 期以降の伸び率に大きな変化はない。一方、利益面については、減価償却費負担の増加は予想していたものの、原材料費の高騰や、開発部門の強化に伴うコスト増、業務用を中心としたセールスマックスの変化の影響等を勘案して、原価率の前提を前回予想よりも高めに見直したことから減額修正となった。

17/3 期までは、九州工場の減価償却費負担(年間約 4 億円を予定)が続くことに加え、次の成長に向けた新製品開発や販路開拓への先行投資が見込まれることから、大幅な利益率改善には慎重な見方が必要であると判断した。

一方で、「スープはるさめ」のような新機軸のヒット商品や、新たな販路開拓（開拓余地のある総菜部門向けの拡販、PB商品の投入等）、原価低減への取り組み等は、業績の上振れ要因として注目すべきであろう。

【図表 5】 中期業績予想

(単位:百万円)	13/3期 (実績)	14/3期 (当センター予想)		15/3期 (当センター予想)		16/3期 (当センター予想)		年成長率	
		修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後
売上高 (伸び率)	17,177 1.0%	17,600 2.5%	18,200 6.0%	18,000 2.3%	18,600 2.2%	18,500 2.8%	19,100 2.7%	2.5%	3.6%
営業利益 (利益率)	1,111 6.5%	800 4.5%	800 4.4%	1,000 5.6%	850 4.6%	1,250 6.8%	950 5.0%	4.0%	-5.1%
経常利益 (利益率)	1,132 6.6%	790 4.5%	790 4.3%	1,000 5.6%	850 4.6%	1,250 6.8%	950 5.0%	3.4%	-5.7%
当期利益 (利益率)	674 3.9%	430 2.4%	430 2.4%	550 3.1%	500 2.7%	700 3.8%	550 2.9%	1.3%	-6.6%

(注) 予想は証券リサーチセンター予想
(出所) 証券リサーチセンター

➤ 株主還元

◆ 中期的にも年 16 円配が継続する見通し

同社の配当政策は、業績の見通し、配当性向、内部留保の水準などを総合的に判断しながら、長期的な安定配当を基本としている。明確な数値基準等の開示はないが、年 16 円の安定配当を継続している。当センターの中期業績予想に基づけば、配当水準を変更する要因は見当たらず、しばらくは現在の配当額が継続される可能性が高いと思われる。また、個人株主の増加とともに自社のファンづくりを目的として、自社製品による株主優待を実施している。

➤ 株価バリュエーション

◆ 現在の株価水準はフェアバリュエーションの範囲内

同社の比較対象企業として、取り扱い品目や企業規模からエスビー食品 (2805 東証二部) とエバラ食品工業 (2819 東証二部) を選定した。比較対象企業の実績基準 PBR 及び今期予想基準 PER や配当利回りなどを考慮すると同社の株価はフェアバリュエーションの範囲内と考えられる。

【図表 6】 株価バリュエーション

銘柄 証券コード 決算期		ダイショー 2816(東証二部) 3月	エスピー食品 2805(東証二部) 3月	エバラ食品工業 2819(東証二部) 3月
売上高予想	百万円	17,700	125,000	50,000
(営業利益率予想)	%	4.6%	3.2%	3.1%
当期純利益予想	百万円	440	2,100	739
純資産	百万円	7,015	30,214	17,734
ROE	%	10.0%	5.9%	4.0%
PER(今期予想基準)	倍	18.9	12.1	19.2
PBR(前期実績基準)	倍	1.2	0.8	0.8
予想配当利回り	%	1.9%	1.0%	1.7%
過去3年売上高成長率	%	2.0%	0.3%	0.5%
同 経常利益	%	-2.5%	-5.5%	-6.5%
株価	円	862	3,655	1,552
時価総額	百万円	8,507	25,501	14,193

(注) ダイショーの予想は証券リサーチセンター予想、他 2 社の予想は会社予想、株価は 12/20 終値
(出所) 証券リサーチセンター

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

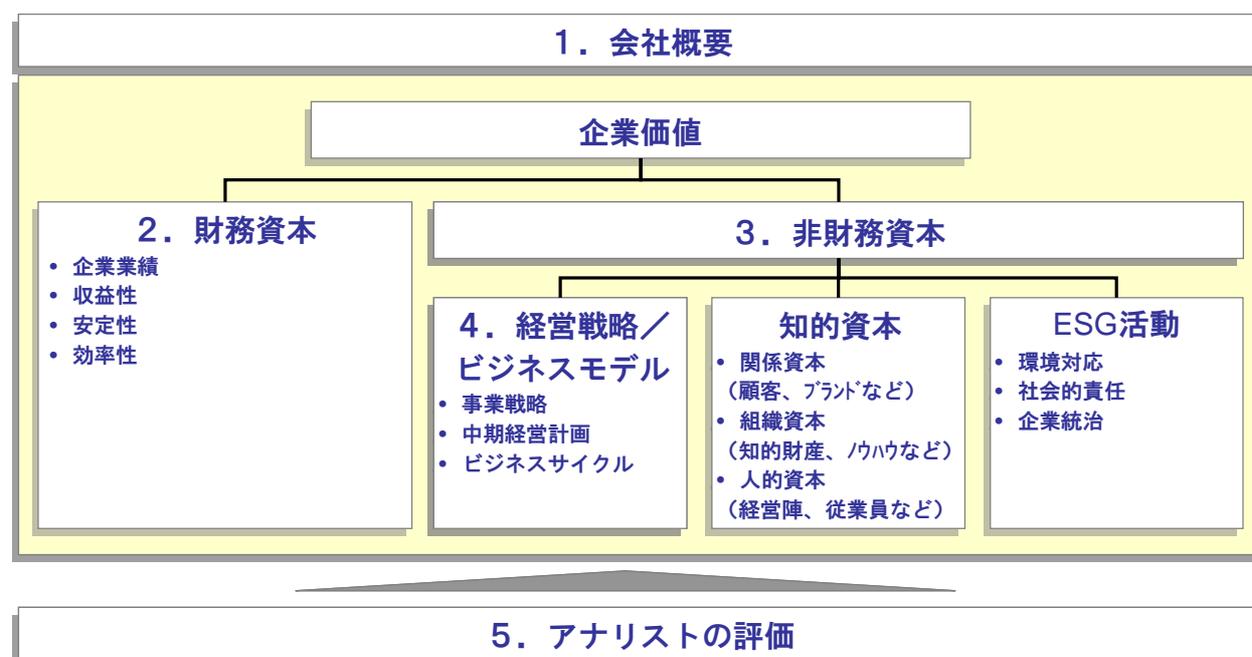
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。