

ホリスティック企業レポート 大冷

2883 東証二部

アップデート・レポート
2015年12月25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 20151222

大冷(2883 東証二部)

発行日:2015/12/25

骨なし魚のパイオニアを自負するファブレス企業 競争激化で16年3月期上期業績は冴えないが、下期以降の回復に期待

> 要旨

◆ 骨なし魚を中心に展開する業務用冷凍食品のファブレス企業

・大冷(以下、同社)は業務用冷凍食品のファブレス企業で、骨なし魚(骨を抜いた魚およびその切り身)のパイオニアであり、同社の売上高の約半分を骨なし魚が占めている。

◆ 16年3月期上期決算の概要

- ・16/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が14,029百万円(前年同期比2.4%増)、営業利益が604百万円(同33.2%減)と、増収営業減益となった。期初の会社計画に対して、売上高、営業利益とも未達となった。
- ・骨なし魚において、15/3期下期から、競合他社の参入による競争が激化している。シェアを守る方針により、値引きを行った案件が発生し、予想通りに売上総利益率が大きく低下した。競争激化の度合いは、総じて想定通りの厳しさだったと言える。

◆ 16年3月期の業績予想

- ・16/3期業績について、同社は、売上高28,550百万円(前期比5.1%増)、営業利益1,320百万円(同13.3%減)という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)では、競争の長期化の可能性を考慮して、会社計画を下回る水準を予想していた。上期の売上総利益率の推移と、直近の競争環境が緩和しつつある状況、販売管理費の抑制状況を考慮に入れ、売上高28,525百万円(前期比5.0%増)、営業利益1,354百万円(同11.0%減)と、会社計画を若干上回る水準にまで予想を引き上げた。

◆ 中期業績予想

- ・当センターでは、16/3期の業績予想見直しに伴い、17/3期以降の業績予想も上方修正した。
- ・競争緩和による売上総利益率の緩やかな回復と、販売管理費の伸びの抑制により、17/3期には営業利益率は5%台を回復するものと予想する。

[2883 大冷 業種:食料品]

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)
2014/3	26,341	1.2	1,660	13.3	1,649	15.9	896	5.7	168.9	762.7	50.0
2015/3	27,172	3.2	1,522	-8.3	1,517	-8.0	1,029	14.8	186.9	995.4	55.0
2016/3 CE	28,550	5.1	1,320	-13.3	1,318	-13.1	833	-19.0	138.7	—	55.0
2016/3 E	28,525	5.0	1,354	-11.0	1,362	-10.2	860	-16.4	143.3	1,089.5	55.0
2017/3 E	29,639	3.9	1,489	10.0	1,497	9.9	946	10.0	157.5	1,200.4	55.0
2018/3 E	30,673	3.5	1,626	9.2	1,634	9.2	1,032	9.1	171.9	1,328.6	55.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 14年10月に1:2の株式分割を実施 14年12月の上場時に700,000株の第三者割当増資を実施

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

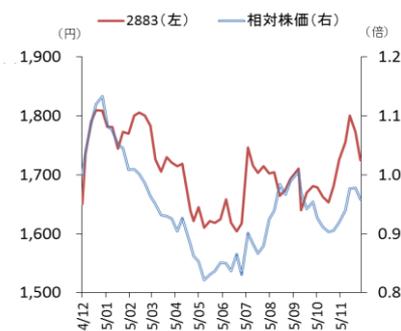
	2015/12/18
株価(円)	1,725
発行済株式数(株)	6,008,300
時価総額(百万円)	10,364

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	9.2	12.0	11.0
PBR(倍)	1.7	1.6	1.4
配当利回り(%)	3.2	3.2	3.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-2.2	5.8	-3.6
対TOPIX(%)	0.6	-2.9	-11.8

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/12/19

アップデート・レポート

2/16

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ない。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

◆ 骨なし魚を特徴とする業務用冷凍食品のファブレス企業

大冷(以下、同社)は、業務用冷凍食品のファブレス企業である。98年に「骨なしちうお」の商品化に成功して以来、骨なし魚の分野でのパイオニアとされている。骨とりをした魚をそのまま冷凍加工した「骨なし魚」シリーズのほか、凍ったままの調理を可能にしたり、冷めても柔らかさが保たれるようにしたりする加工処理を施した「楽らくシリーズ」が商品化されている。

ファブレスの形態をとるため、同社の役割は企画・開発と販売になる。販売は給食事業の大手企業等への直接販売もあるが、基本的には間屋経由での間接販売が中心である。病院や高齢者施設の給食向けが多く、スーパーやコンビニエンスストア等の店頭で販売される市販にはほとんど回っていないと推察される。

生産は国内及び海外(中国、ベトナム、タイ)の約50社の協力会社に委託されている。同社の仕入のうち約60%が海外で生産されたものとなる。同社が製造および品質管理の技術とノウハウを有し、それらを協力会社に提供する形をとっている。

◆ 単一事業だが売上高は3つの事業部門に分類される

同社は業務用冷凍食品卸売の単一事業であるが、売上高は3つの事業部門に分類される(図表1)。骨なし魚事業が売上高全体の約半分を占めている。

【図表1】事業部門別売上高内訳

(単位: 百万円)

事業部門	14/3	15/3	16/3上	前年同期比		構成比	
				15/3	16/3上	15/3	16/3上
骨なし魚事業	12,885	13,394	6,696	3.9%	-1.2%	49.3%	47.7%
ミート事業	2,307	2,539	1,412	10.0%	7.9%	9.3%	10.1%
その他事業	11,148	11,238	5,920	0.8%	5.4%	41.4%	42.2%
合計	26,341	27,172	14,029	3.2%	2.4%	100.0%	100.0%

(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 骨なし魚事業

同社の売上高の約半分を占める骨なし魚事業は、98年に「骨なしちうお」の商品化に成功したことに端を発している。当初は普通のピンセットで骨をとっていたが、現在は骨抜きプライヤーと呼ばれる専

用器具を用いて骨をとることが多い。骨とりの部分はどうしても人の手で行う必要があるのと、魚種により骨の数や形状が異なるため、ノウハウの蓄積は競争力の源泉のひとつとなっている。

競争力の源泉は品ぞろえの豊富さにもある。同社の取り扱い魚種は15年9月末時点で35種類(15年3月末時点では33種類)にのぼる。

こうした骨をとった魚をそのまま冷凍加工した「骨なし魚」シリーズのほか、それぞれ加工処理を施された「楽らくシリーズ」が商品化されている(図表2)。

【図表2】骨なし魚事業の主な商品シリーズ

主な商品シリーズ	特徴	商品の一例
楽らくクックシリーズ	凍ったまま調理ができる 冷めても柔らかさが持続する 魚の生臭さが抑えられる	楽らく骨なしさんま 楽らく骨なし秋さけ
楽らく旨味シリーズ	楽らくクックシリーズの特徴をすり身に生かす	楽らく旨味鯛生つまれ 楽らく旨味えび生しんじょ
楽らく調味シリーズ	厳選した調味料を使用する 仕上がりに手作り感がある	楽らく調味骨なし赤魚(生)煮付 クロメバルの煮付(R)
骨なしシリーズ	楽らく処理を施してなく、骨とりのみされている	骨なしさんま 骨なし皮なし切身がれい

(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 製造技術

同社の骨なし魚の製造は、蓄積されたノウハウの塊とも言える。製造のプロセスは、骨をとる工程(半解凍、三枚おろし、骨とり)と骨をとった後の加工工程(楽らく処理、成形)に大別できる。このうち、前者は機械では処理できず人の手で処理される工程のため、アナログなノウハウの集積がものを言う。後者は加工方法そのものが重要であり、同社ではこの部分を中心に5つの製造特許を有している(図表3)。

【図表3】保有する製造特許

取得年月	特許
07年1月	冷凍骨抜き魚身及びその加工方法
08年9月	加熱処理した魚の製造方法
09年3月	凍ったまま調理できる冷凍魚の製造方法および冷凍魚
10年12月	湯せん・蒸し調理用魚介類包装冷凍食品およびその製造方法
14年1月	施設調理用冷凍揚物の製造方法および施設調理用冷凍揚物

(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 品質管理

骨が残っていないことを前提とする骨ぬき魚の製品特性上、製造技術と同等かそれ以上に重要なのが品質管理である。同社では、以下の仕組みにより品質管理を徹底している。

- ・ 製品全品にエックス線による残骨検査を行う
- ・ 「骨なし魚情報トレースシステム」により、商品に印字された識別コードから原材料まで辿れるようにしている
- ・ 一般財団法人日本冷凍食品検査協会によるトレサビリティ監査を受ける (2年に1回)
- ・ 海外の協力会社に対しては、日本人の常駐員または巡回員の配置を義務づけている

◆ ファブレス形態

同社は業務用冷凍食品を事業領域とするが、企画・開発と販売に特化しており、製造は外部の協力会社に委託するファブレス形態を採用している。

協力会社の数は約 50 社にのぼる。同社の場合、協力会社とは、国内ではメーカー、国外では商社を指す。1つの商社が複数の現地工場を束ねることがあるため、同社の商品を製造する工場は少なくとも 50カ所以上ということになる。仕入量の約 60%が海外(中国、ベトナム、タイ)で生産され、その多くが中国である。

骨なし魚の場合は、協力工場は同社のためだけの製造ラインを用意することになる。また、品質管理体制も同社の基準を満たす必要がある。

◆ 販売は問屋経由が中心

病院向け・介護施設向け給食受託大手の日清医療食品(未上場)と数社に対しては直接取引となるが、残りの多くは問屋経由での販売となる。日清医療食品に対する売上高は全社売上高の 10%強であるため(図表 4)、全社売上高の 80%強が問屋経由と推測される。そのため、同社としても、商品の最終ユーザーを完全に把握することはできていない。しかし、問屋経由のものについても、病院や介護施設向けが多く、一部外食業界向けがある模様である。

【図表 4】日清医療食品向けの売上高

(単位:百万円)

	13/3	14/3	15/3	前期比
日清医療食品	2,608	2,837	2,984	5.2%
構成比	10.0%	10.8%	11.0%	-
売上高全体	26,042	26,341	27,172	3.2%

(注) 日清医療食品向けは骨なし魚以外の売上高も含まれる
(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ ミート事業とその他事業

骨なし魚事業以外には、ミート事業とその他事業がある。顧客や販売方法に骨なし魚事業と差がなく、扱っている商材の違いで分類されていると考えて差し支えない。

ミート事業は、骨なし魚で培った加工技術を畜肉に応用して立ち上げてきた分野である。凍ったまま調理ができて冷めても柔らかい「楽しくクックシリーズ」の特性に加えて、肉の臭みが抑えられる特徴をもつ「楽しく匠味シリーズ」が商品化されている。またアメリカンドックなどの商品もミート事業に含まれる。

その他事業には、惣菜等の調理冷食、冷凍野菜や水産品、練り製品が分類される。他社からの仕入品(同社の生産委託先以外からの仕入品)もその他事業に分類される。このうち、冷凍野菜や水産品などの加工度の低い商品(原料に近い商品)、および他社からの仕入品は、利幅が小さいために、意図的に取扱いを減らしてきている。

その結果、具体的な開示はないが、現在では、骨なし魚事業、ミート事業、その他事業とも、利益率にはさほど大きな差はなくなってきている模様である。

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表5のようにまとめられる。

【図表5】SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・骨なし魚分野での先行者メリットと高シェア ・ファブレスメーカーとしての展開 ・生産のノウハウの蓄積と製造特許に裏付けられた生産技術・品質管理水準 ・生産委託先の協力会社のネットワークの存在 ・他社に比べて良好な財務体質
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・問屋への依存度が高くエンドユーザーの把握が困難 ・大手メーカーに比べて小規模
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・団塊の世代の高齢化とそれに伴う高齢者向けの食事に対する需要の拡大 ・肉の分野への進出による同社の対象市場の拡大 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手メーカーの骨なし魚分野への参入(価格競争の激化) ・魚価の高止まり・さらなる上昇 ・生産委託先の協力会社の与信の低下の可能性

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 知的資本分析

◆ **知的資本の源泉は、開発力とファブレスを支える仕組みにある**
同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 6 に示し、KPI の数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、骨なし魚を世の中に送り出した開発力と、ファブレスを支える仕組みが構築されていることにある(特に協力会社、製造ノウハウ、品質管理)。

一方、問屋経由の間接販売が中心であるため、新商品開発のアイデアの源となるエンドユーザーとの接点(最終ユーザーの要望や潜在需要を吸い上げる部分)については、知的資本の源泉と言えない状況に甘んじている。

【 図表 6 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値 (前回)	数値 (今回アップデート)
関係資本	顧客 ・販売先	・問屋	開示なし	----
		・最終ユーザー	開示なし (把握しきれず)	----
		・直接販売先	数社 (うち1社は日清医療食品)	----
		・日清医療食品向けの売上高	2,984百万円 (全売上高の11.0%)	----
	ブランド ・自社ブランド商品	・楽らくクックシリーズ	14種類	----
		・楽らく旨味シリーズ	7種類	----
		・楽らく調味シリーズ	5種類	----
		・楽らく匠味シリーズ	10種類	----
	・幅広い品揃え	・取り扱い魚種	33種類	35種類
	ネットワーク ・ファブレスを支える協力会社	・協力会社 (国内はメーカー、海外は商社)	約50社	----
・一括物流センター		・物流の委託先	ヒューテックノオリン	----
組織資本	・ファブレス形態による生産	・委託製造地域	4カ国 (日本 中国 タイ ベトナム)	----
		・海外生産比率	約60%	
	・開発力	・特命商品開発プロジェクト	特になし	----
		・新商品選定最終会議	年2回開催	----
	・品質管理	・X線による残骨調査	特になし	----
		・骨なし魚情報トレースシステム	特になし	----
		・トレサビリティ監査	2年に1回 (日本冷凍食品検査協会)	----
		・海外協力工場の管理	日本人常駐員または巡回員の配置の 義務付け	----
	知的財産 ノウハウ ・製造ノウハウ	・製造特許	5件	----
		・手作業の工程でのノウハウの蓄積	特になし	----
人的資本	経営陣 ・インセンティブ	・債務超過から立て直した現社長の存在	特になし	----
		・取締役による保有	704,400株 (11.7%)	----
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	なし	----
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	132百万円	----
	従業員 ・企業風土	・従業員数	156名 (社外への出向者含む)	----
		・平均年齢	40.4歳	----
・平均勤続年数	12.3年	----		
・インセンティブ	・従業員持株会	86千株 (発行済株式数の1.43%)	----	
	・ストックオプション	なし	----	

(注) 特に記載がない場合は、KPIの数値は、前回は15/3期末、今回は16/3期上期末のもの 前回と変更ないものは----と表示 (出所) 大冷有価証券報告書および決算説明会資料、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 16年3月期上期は苦戦

16/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高が前年同期比 2.4%増の 14,029 百万円、営業利益が同 33.2%減の 604 百万円、経常利益が同 32.8%減の 609 百万円、純利益が同 37.6%減の 405 百万円となった。

期初の 16/3 期上期の会社計画に対する達成率は、売上高は 96.3%、営業利益は 76.7%、経常利益は 77.5%、純利益は 81.0%で、売上高、利益ともに未達となった (図表 7)。

【 図表 7 】 大冷の 16 年 3 月期の四半期業績推移

(単位：百万円)

	16/3期							
	第1四半期	第2四半期	上期				下期	通期
	実績	上期実績 -1Q実績	期初計画	実績	前年同期比	期初計画比	通期計画 -上期実績	会社計画
売上高	6,894	7,134	14,573	14,029	2.4%	96.3%	14,520	28,550
通期会社計画に対する進捗率	24.1%	25.0%	51.0%	49.1%	-	-	50.9%	-
骨なし魚事業	3,356	3,339	-	6,696	-1.2%	-	7,126	13,822
ミート事業	669	743	-	1,412	7.9%	-	1,295	2,708
その他事業	2,869	3,051	-	5,920	5.4%	-	6,099	12,019
売上総利益	1,093	1,085	-	2,178	-12.4%	-	2,361	4,539
売上総利益率	15.9%	15.2%	-	15.5%	-	-	16.3%	15.9%
営業利益	306	298	787	604	-33.2%	76.7%	715	1,320
営業利益率	4.4%	4.2%	5.4%	4.3%	-	-	4.9%	4.6%
経常利益	309	300	786	609	-32.8%	77.5%	708	1,318
経常利益率	4.5%	4.2%	5.4%	4.3%	-	-	4.9%	4.6%
当期純利益	208	197	500	405	-37.6%	81.0%	427	833

(注) 16/3 期下期は通期の計画から上期の数値を差し引いて算出。

(出所) 大冷決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

売上高は前年同期比で増収となったが、期初計画には未達となった。

増収となっているのはミート事業とその他事業であり、主力の骨なし魚事業の売上高は前年同期比 1.2%減となった。販売表示価格の引き上げという増収要因はあったものの、競合他社の販売攻勢激化の影響により、一部の契約を取られた模様である。また、期初計画比未達の要因として、前年同期に行った上場前の売上高増強の施策が今期になかったための反動減が、同社の想定よりも大きかったこともあげられる。

売上総利益は前年同期比 12.4%の減益となった。売上総利益率が、前年同期の 18.2%に対し、16/3 期上期は 15.5%まで低下したことが響いた。15/3 期上期までは高い売上総利益率を維持できていたが、競合他社の価格競争を伴う販売攻勢が 15/3 期下期から激化した影響により、前年同期の水準からは大幅に低下した。

販売管理費は前年同期とほぼ同水準に抑えられているため、営業利益の減益は、ほぼ売上総利益の減益で説明がつく。営業利益率は前年同期の 6.6%に対し、4.3%にまで低下した。

> 期中の変化

◆ 売上総利益率の推移

売上総利益率は、第 1 四半期は 15.9%、第 2 四半期は 15.2%と推移したが、第 2 四半期の低下には、商品評価損 55 百万円が含まれているため、この評価損を除いて考えると、第 2 四半期の売上総利益率は 16.0%近辺だったと思われる。

この商品評価損は 2 種類の在庫を処理したものである。一つは、一部 PB 商品の販売不振により抱えた在庫である。もう一つは、過去に商品アイテムの見直しを実施した時にすでに廃版となったものの、いまだ残っていた自社商品の在庫である（冷凍食品のため賞味期限は 2 年と長いため、このようなタイムラグが発生する）。両在庫の処理とも一時的な要因であり、直近の競争激化の影響とは直接関係しないものと考えられる。

◆ 競争環境

国内の骨なし魚の市場について正確な統計はないが、同社によると 300~400 億円の市場規模と推測される。そのうち、同社の売上高が約 130 億円(骨なし魚事業の売上高)、マルハニチロ(1333 東証一部)とオカフーズ(未上場)の売上高がそれぞれ 50~60 億円と推測される。

この市場に、極洋(1301 東証一部)や日本水産(1332 東証一部)が参入してきており、価格引き下げを含めた販売競争の激化につながった。極洋と日本水産が大きく価格を下げてシェアを取ろうとするのに対し、同社とマルハニチロが守るという構図となっている。

参入組は価格を下げて量を確保する戦略のため、やや乱暴な価格設定での提案が行われた模様で、価格に敏感な一部顧客の乗り換えも発生した模様である。そのため、15/3 期下期と 16/3 期上期は厳しい戦いを強いられた。しかし、16/3 期下期に入ると、競争が局地的になってきたという感触を同社はつかんでいる模様である。

同社はファブレス企業であるため、実際の生産は協力会社が担っている。こうした他社の攻勢に対し、売上総利益を損なっても案件を守ろうとするのは、協力会社の工場の稼働率を一定水準以上に維持するためである。

◆ ユーザーダイレクト販売

既存の顧客を守る以外に、顧客層の拡大を目指し、直販部を新設した。同社は卸経由の販売が中心だが、このユーザーダイレクト販売により、販売経路の多様化を図る計画である。同社によれば、17/3 期以降に売上げが計上されることを見込んでいる。

> 今後の業績見通し

◆ 16年3月期会社計画は据え置き

16/3 期通期の会社計画は、売上高 28,550 百万円 (前期比 5.1%増)、営業利益 1,320 百万円 (同 13.3%減)、経常利益 1,318 百万円 (同 13.1%減)、当期純利益 833 百万円 (同 19.0%減) で、期初計画が据え置かれた (図表 8)。

【図表 8】大冷の 16 年 3 月期の業績計画

(単位：百万円)

	14/3	15/3	15/3上	15/3下	16/3上	16/3下	16/3	
	実績	実績	実績	実績	実績	計画	会社計画	前期比
売上高	26,341	27,172	13,703	13,469	14,029	14,520	28,550	5.1%
骨なし魚事業	12,885	13,394	6,776	6,617	6,696	7,126	13,822	3.2%
ミート事業	2,307	2,539	1,308	1,230	1,412	1,295	2,708	6.7%
その他事業	11,148	11,238	5,617	5,621	5,920	6,099	12,019	6.9%
売上総利益	4,907	4,677	2,488	2,188	2,178	2,360	4,539	-3.0%
売上総利益率	18.6%	17.2%	18.2%	16.3%	15.5%	16.3%	15.9%	-
営業利益	1,660	1,522	905	616	604	715	1,320	-13.3%
営業利益率	6.3%	5.6%	6.6%	4.6%	4.3%	4.9%	4.6%	-
経常利益	1,649	1,517	907	609	609	708	1,318	-13.1%
経常利益率	6.3%	5.6%	6.6%	4.5%	4.3%	4.9%	4.6%	-
当期純利益	896	1,029	649	379	405	427	833	-19.0%

(注) 15/3 期下期と 16/3 期下期は通期の数値から上期の数値を差し引いて算出。
(出所) 大冷決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

売上高は 3 事業とも増加するという想定を据え置いている。骨なし魚事業は、原料値上げ等の原価上昇分を、販売表示価格引き上げという形で転嫁されることを想定している。ミート事業は、「楽らく匠味シリーズ」の拡販を、その他事業では、同社独自のプライベート展示会での新製品発表とその拡販を見込んでいる。

一方、15/3 期下期から本格化した大手メーカーの骨なし魚分野への参入と、それに伴う競争激化に対抗するために、売上値引きを実施する。その影響を考慮して、売上総利益率は 15/3 期の 17.2%に対し、16/3 期は 1.3%ポイント低下する想定となっている。

配当金に関して、15/3 期は 1 株あたり年 55 円で、16/3 期も同 55 円を継続する予定である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、16/3 期業績を、売上高 28,525 百万円（前期比 5.0%増）、営業利益 1,354 百万円（同 11.0%減）、経常利益 1,362 百万円（同 10.2%減）、当期純利益 860 百万円（同 16.4%減）とし、前回予想よりも引き上げた（図表 9）。前回予想では、売上高は会社計画とほぼ同水準を予想する一方、利益は会社計画を下回るとしていた。今回、売上高はほぼ据え置きとしたが、利益については、会社計画を若干上回る水準にまで引き上げた。

売上高は、16/3 期上期の状況を受け、骨なし魚事業を若干減額し、ミート事業を若干増額し、全体としては微修正を行った。

売上総利益率は、期初の会社計画の 15.9%に対し、前回予想では 15.7%としていたが、これを 16.0%にまで引き上げた。前回予想では、競合他社との価格競争の影響が、同社の想定よりも長期化する可能性を考慮していた。しかし、第 2 四半期の商品評価損を除けば、上期は約 16.0%で推移してきた模様であることと、直近の取材にて、一時期の乱暴な価格競争がおさまりつつあると同社が認識していることから、会社想定水準の売上総利益率まで引き上げることとした。

また、上期の販売管理費が抑制され、下期の増加も限定的であると考えられることから、ほぼ前回予想並みとし、営業利益率は前回予想の 4.4%に対し、4.7%にまで引き上げた。ほぼ売上総利益の部分の変更によるものである。

17/3 期以降は、16/3 期の予想を引き上げたことで微修正を行ったが、利益が回復に向かうという考え方は、前回予想と変わらない。15/3 期下期から本格化した競合他社による価格攻勢の影響が 1 年以上経過してある程度一巡すると考えられることと、過去の同社の事例をもとに、離れた顧客の一部が戻ってくることを前提に、売上総利益率の低下が止まって緩やかに回復することをメインシナリオとする。低下した売上総利益率が以前の水準まで回復することは難しいものの、販売管理費の伸びが抑制されることにより、17/3 期には営業利益率は 5%台を回復するものと予想する。

【 図表 9 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/3	15/3	16/3CE	16/3E (新)	16/3E (旧)	17/3E (新)	17/3E (旧)	18/3E (新)	18/3E (旧)
損益計算書									
売上高	26,341	27,172	28,550	28,525	28,554	29,639	29,667	30,673	30,701
前期比	1.2%	3.2%	5.1%	5.0%	5.1%	3.9%	3.9%	3.5%	3.5%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-	-
骨なし魚事業	12,885	13,394	13,822	13,769	13,823	14,223	14,279	14,693	14,750
ミート事業	2,307	2,539	2,708	2,742	2,716	2,920	2,893	3,110	3,081
その他事業	11,148	11,238	12,019	12,014	12,014	12,494	12,494	12,869	12,869
売上総利益	4,907	4,677	4,539	4,570	4,482	4,801	4,717	5,030	4,973
前期比	2.0%	-4.7%	-3.0%	-2.3%	-4.2%	5.1%	5.2%	4.8%	5.4%
売上総利益率	18.6%	17.2%	16.6%	16.0%	15.7%	16.2%	15.9%	16.4%	16.2%
販売管理費	3,247	3,154	3,219	3,216	3,217	3,312	3,313	3,404	3,405
販売管理費率	12.3%	11.6%	11.3%	11.3%	11.3%	11.2%	11.2%	11.1%	11.1%
営業利益	1,660	1,522	1,320	1,354	1,265	1,489	1,403	1,626	1,568
前期比	13.3%	-8.3%	-13.3%	-11.0%	-16.9%	10.0%	10.9%	9.2%	11.8%
営業利益率	6.3%	5.6%	4.6%	4.7%	4.4%	5.0%	4.7%	5.3%	5.1%
経常利益	1,649	1,517	1,318	1,362	1,273	1,497	1,411	1,634	1,576
前期比	15.9%	-8.0%	-13.1%	-10.2%	-16.1%	9.9%	10.8%	9.2%	11.7%
経常利益率	6.3%	5.6%	4.6%	4.8%	4.5%	5.1%	4.8%	5.3%	5.1%
当期純利益	896	1,029	833	860	804	946	892	1,032	996
前期比	5.7%	14.8%	-19.0%	-16.4%	-21.9%	10.0%	10.9%	9.1%	11.7%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想
(出所) 大冷有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 10 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	14/3	15/3	16/3CE	16/3E (新)	16/3E (旧)	17/3E (新)	17/3E (旧)	18/3E (新)	18/3E (旧)
貸借対照表									
現預金	1,513	1,867	-	2,101	2,037	2,296	2,186	2,674	2,519
売掛金および受取手形	4,018	4,457	-	4,451	4,460	4,643	4,642	4,769	4,777
商品および貯蔵品	1,676	1,812	-	1,876	1,880	1,940	1,940	1,992	1,996
その他	84	228	-	530	530	830	830	1,130	1,130
流動資産	7,291	8,366	-	8,960	8,908	9,709	9,599	10,566	10,423
有形固定資産	687	679	-	668	668	657	657	647	647
無形固定資産	97	56	-	53	53	51	51	51	51
投資その他の資産	218	221	-	225	225	228	228	231	231
固定資産	1,003	957	-	946	946	936	936	929	929
資産合計	8,295	9,323	-	9,906	9,854	10,646	10,536	11,496	11,353
買掛金および支払手形	2,284	2,142	-	2,155	2,159	2,229	2,229	2,308	2,312
短期借入金	0	0	-	0	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	200	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	837	826	-	830	830	830	830	830	830
流動負債	3,322	2,969	-	2,985	2,989	3,059	3,059	3,138	3,142
長期借入金	499	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	425	374	-	375	375	375	375	375	375
固定負債	924	374	-	375	375	375	375	375	375
純資産合計 (自己資本)	4,048	5,980	-	6,545	6,489	7,212	7,102	7,982	7,835
キャッシュフロー計算書									
税金等調整前当期純利益	1,501	1,606	-	1,362	1,273	1,497	1,411	1,634	1,576
減価償却費	109	90	-	90	90	104	104	119	119
売上債権の増減額 (－は増加)	328	-439	-	5	-2	-191	-182	-126	-134
棚卸資産の増減額 (－は増加)	-56	-136	-	-64	-67	-63	-59	-52	-56
仕入債務の増減額 (－は減少)	-1,033	-141	-	12	16	73	69	79	83
固定資産売却損益 (－は益)	151	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	40	-2	-	2	2	0	0	0	0
法人税等の支払額	-647	-627	-	-501	-468	-550	-519	-601	-580
営業活動によるキャッシュフロー	393	348	-	908	843	869	823	1,052	1,007
有形固定資産の取得による支出	0	0	-	-1	-1	-2	-2	-2	-2
有形固定資産の売却による収入	144	1	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-3	0	-	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	-1	-1	-	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	10	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	1	-157	-	-303	-303	-303	-303	-303	-303
投資活動によるキャッシュ・フロー	151	-158	-	-304	-304	-305	-305	-305	-305
短期借入金の増減額 (－は減少)	0	0	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-200	-699	-	0	0	0	0	0	0
リース債務の返済による支出	-36	-38	-	-39	-39	-39	-39	-39	-39
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	0	1,165	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-265	-265	-	-330	-330	-330	-330	-330	-330
財務活動によるキャッシュ・フロー	-502	161	-	-369	-369	-369	-369	-369	-369
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	42	354	-	234	169	194	149	377	333
現金及び現金同等物の期首残高	1,470	1,513	-	1,867	1,867	2,101	2,037	2,296	2,186
現金及び現金同等物の期末残高	1,513	1,867	-	2,101	2,037	2,296	2,186	2,674	2,519

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 大冷有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

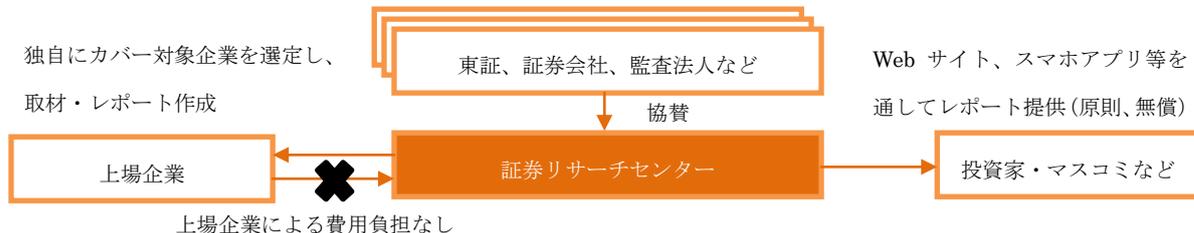
◆ 株主優待制度の導入

15年7月21日付で、株主優待制度の導入が公表された。毎年9月末の株主に対して、市場価格で2,000円相当の自社製品を贈呈するというものである。

同社は配当利回りが3.19%（15年12月18日時点）であり、株主優待制度で贈呈される自社製品の利回りも単純計算で1.16%となる。そのため、配当などの権利取りに絡んだ株価形成がなされる可能性がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



協賛会員

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」
 ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

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

本レポートの構成

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。