

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
2016年7月15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 20160712

大冷(2883 東証二部)

発行日:2016/7/15

骨なし魚のパイオニアを自負するファブレス企業 17年3月期が利益回復の初年度になる展開を期待

> 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月期決算

・16/3期決算は、売上高が27,508百万円(前期比1.2%増)、営業利益が1,169百万円(同23.2%減)と、増収営業減益であった。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。

・主力の骨なし魚事業において、販売価格の値上げが実施されたものの、競合他社の参入による競争が激化し、値上げを相殺するような値引きが行われた結果、販売数量の減少と売上総利益率の低下が発生した。

◆ 17年3月期業績予想

・17/3期業績について、同社は、売上高27,980百万円(前期比1.7%増)、営業利益1,389百万円(同18.8%増)と予想している。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、17/3期の業績予想を、売上高28,034百万円(前期比1.9%増)、営業利益1,355百万円(同15.9%増)へと修正した。売上高は会社計画を若干上回るとした一方、売上総利益率の改善度合いを会社計画よりも慎重に見たため、営業利益については会社計画を若干下回るものと予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、18/3期以降も、前予想よりはペースは落ちるものの、利益が回復に向かうという考え方は変えていない。

・競合他社による価格攻勢の影響や、大口取引先の購買方針の変更の影響が一巡することで、緩やかな増収と売上総利益率の回復が見られ、18/3期には営業利益率は5%台を回復するものと予想する。

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】

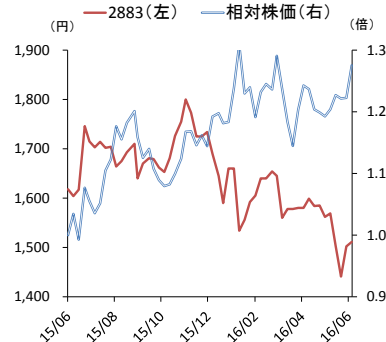
	2016/7/8
株価(円)	1,511
発行済株式数(株)	6,008,300
時価総額(百万円)	9,079

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.6	10.1	8.8
PBR(倍)	1.4	1.3	1.2
配当利回り(%)	3.6	3.6	3.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.3	-4.4	-11.9
対TOPIX(%)	3.2	6.0	20.8

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2015/7/3

【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	27,508	1.2	1,169	-23.2	1,179	-22.3	784	-23.8	130.6	1,070.4	55.0
2017/3 CE	27,980	1.7	1,389	18.8	1,394	18.3	919	17.2	153.0	—	55.0
2017/3 E	28,034	1.9	1,355	15.9	1,366	15.9	900	14.8	149.8	1,165.4	55.0
2018/3 E	28,595	2.0	1,552	14.6	1,563	14.5	1,030	14.5	171.5	1,281.9	55.0
2019/3 E	29,169	2.0	1,704	9.8	1,716	9.8	1,130	9.8	188.2	1,415.1	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株の公募増資を実施

アップデート・レポート

2/15

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

◆ 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。

◆ 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事業の単一セグメントであるが、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期	15/3期	16/3期	前期比		構成比	
				15/3期	16/3期	15/3期	16/3期
骨なし魚事業	12,885	13,394	13,065	3.9%	-2.5%	49.3%	47.5%
ミート事業	2,307	2,539	2,735	10.0%	7.7%	9.3%	9.9%
その他事業	11,148	11,238	11,707	0.8%	4.2%	41.4%	42.6%
合計	26,341	27,172	27,508	3.2%	1.2%	100.0%	100.0%

(出所) 大冷決算説明会資料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16/3 期末時点で 38 種類（前期末時点では 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蓄積がものを言う。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なし魚の製品特性上、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ー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、日本人管理者の常駐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、そのうちの約 50%が中国である。

骨なし魚の場合、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(非上場 東京都千代田区)及び数社とは直接取引を行っているが、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 7.9%であるため(図表 4)、全社売上高の 90%近くが問屋経由と推測される。そのため、同社には、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、一部に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期	14/3期	15/3期	16/3期	前期比
日清医療食品	2,608	2,837	2,984	2,182	-26.9%
構成比	10.0%	10.8%	11.0%	7.9%	-
売上高全体	26,042	26,341	27,172	27,508	1.2%

(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。顧客や販売方法において骨なし魚事業とは差がなく、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「楽らくクックシリーズ」の特性に加えて、肉の臭みが抑えられる特徴をもつ「楽らく匠味シリーズ」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。16/3期までの状況を受け、「機会」に「円高進行による仕入条件の改善」を、「脅威」に「消費者のデフレ志向の強まり」及び「大口顧客の購買条件の変化」を、それぞれ追加した。

【 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 ・円高進行による仕入条件の改善 ・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) ・消費者のデフレ志向の強まり ・大口顧客の購買条件の変化 ・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

> 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)	
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%) (15/3期)	2,182百万円 (全売上高の7.9%)	
	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	35種類	38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	-----	-----
・海外生産比率			約60% (15/3期)	約60% うち約50%が中国	
・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 ・債務超過から立て直した現社長の存在	・特になし	特になし	-----	
		・取締役による保有	704,400株 (11.7%) (15/3期)	638,800株 (10.6%)	
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	なし	-----	
	・インセンティブ	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	132百万円	128百万円	
		従業員 ・企業風土	・従業員数	156名 (15/3期)	153名
			・平均年齢	40.4歳 (15/3期)	40.5歳
・平均勤続年数	12.3年 (15/3期)		12.7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%) (15/3期)	88千株 (発行済株式数の1.47%)		
	・ストックオプション	なし	-----		

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は16/3期上期または16/3期上期末、今回は16/3期または16/3期末のもの
前回と変更しないものは-----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月期は前期比20%超の利益減少

16/3期決算は、売上高が前期比1.2%増の27,508百万円、営業利益が同23.2%減の1,169百万円、経常利益が同22.3%減の1,179百万円、当期純利益が同23.8%減の784百万円となった。

期初の会社計画に対する達成率は、売上高で96.4%、営業利益は88.6%、経常利益は89.5%、当期純利益は94.1%で、売上高、利益ともに未達となった。

事業別にみると、増収となった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期比2.5%減となった。販売表示価格の引き上げという増収要因があった一方、競合他社との競争による数量減という減収要因による影響の方が大きかった。さらに、同社の大口販売先が2社購買体制へ移行したことも、数量減に拍車をかけた。

売上総利益は前期比7.9%の減益となった。16/3期の売上総利益率は15.7%と、前期の17.2%より1.5%ポイント低下したことが響いた。15/3期下期より激化した競合他社の価格競争を伴う販売攻勢により、予定していた販売表示価格の値上げの浸透が遅れたことが影響した。他社の価格に対抗するために価格対応せざるをえなかった取引も発生した模様である。加えて、世界的な需要増による原料価格の上昇や円高により、仕入価格が上昇したことも、売上総利益率の低下につながった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、前期比微減の水準に抑えられたため、営業利益の減益は、ほぼ売上総利益の減益で説明がつく。16/3期の営業利益率は、前期の5.6%に対し、4.3%にまで低下した。

> 期中の変化

◆ 売上総利益率の低下に影響した2つの出来事

16/3期の売上総利益率の低下には、主に2つの出来事が影響した。

16/3期はそれまでの原料価格の上昇を受け、同社に限らず業界全体として、販売表示価格の値上げに踏み切った期であった。一方、競合他社の価格競争を伴う販売攻勢が激しくなったことを受けて、販売表示価格の引き上げと同時に、値引きがなされた取引が増加した模様である。会計処理上は、売上高が増加すると同時に値引き分が原価計上されるため、仮に売上総利益額は同じだったとしても、売上総利益率の低下を引き起こす。

また、16/3期第2四半期には、商品評価損55百万円が発生した。この商品評価損は2種類の在庫を処理したものである。ひとつは、一部PB商品の販売不振により抱えた在庫である。もうひとつは、過去に

商品アイテムの見直しを実施した時にすでに廃番となったものの、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年と長く、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。

この評価損により、16/3期の売上総利益率は0.2%ポイント引き下げられたことになる。上述の通り、16/3期の売上総利益率は前期比で1.5%ポイント低下したため、競争環境の激化や仕入価格の上昇を含む取引条件の悪化が1.3%ポイントの低下を引き起こしたことになる。

◆ 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、同社によると市場規模は約400億円と考えられる。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)でシェア30%強となり、マルハニチロ(1333 東証一部)とオカフーズ(非上場 東京都中央区)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、採算度外視と思われるような価格設定での提案が行われ、価格に敏感な一部顧客の乗り換えが発生している模様である。そのため、15/3期下期以降、同社は厳しい対応を強いられた。しかし、直近は、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

同社は既存の顧客を守るだけでなく、顧客層の拡大を目指し、16/3期に直販部を新設した。同社の販売経路は卸経由が中心であったが、ユーザーダイレクト販売により、販売先の拡大を図る計画である。同社によれば、17/3期以降に売上高に貢献すると見込んでいる。

> 今後の業績見通し

◆ 17年3月期会社計画

17/3 期の会社計画は、売上高 27,980 百万円 (前期比 1.7%増)、営業利益 1,389 百万円 (同 18.8%増)、経常利益 1,394 百万円 (同 18.3%増)、当期純利益 919 百万円 (同 17.2%増) である (図表 7)。

【 図表 7 】 大冷の 17 年 3 月期の業績計画

(単位:百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	前期比
	実績	実績	実績	会社計画	
売上高	26,341	27,172	27,508	27,980	1.7%
骨なし魚事業	12,885	13,394	13,065	13,244	1.4%
ミート事業	2,307	2,539	2,735	2,726	-0.3%
その他事業	11,148	11,238	11,707	12,008	2.6%
売上総利益	4,907	4,677	4,306	4,644	7.8%
売上総利益率	18.6%	17.2%	15.7%	16.6%	-
営業利益	1,660	1,522	1,169	1,389	18.8%
営業利益率	6.3%	5.6%	4.3%	5.0%	-
経常利益	1,649	1,517	1,179	1,394	18.3%
経常利益率	6.3%	5.6%	4.3%	5.0%	-
当期純利益	896	1,029	784	919	17.2%
当期純利益率	3.4%	3.8%	2.9%	3.3%	-

(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

骨なし魚事業は、16/3 期にあった販売価格の値上げがないため、数量増による増収を見込む。ミート事業は、一部顧客が商品を切り替えるため、微減収となる見込みである。その他事業は、取扱商品の入れ替えのほか、ユーザーダイレクト販売の貢献により増収を目指していく。

売上総利益率は 16/3 期の 15.7%に対し、17/3 期は 0.9%ポイント改善する想定となっている。上述の 16/3 期の商品評価損による引き下げ分の剥落に加え、販売価格値上げに伴う値引き販売の縮小を見込んでいる。なお、17/3 期の為替レート的前提は 1 ドル 110 円としている。同社にとって、円高進行は、タイムラグを置くものの、仕入条件の改善につながろう。

配当金に関して、16/3 期の 1 株あたり年 55 円に対し、17/3 期も同 55 円を据え置く予定である。

◆ 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期の実績を踏まえて、17/3期以降の業績予想を見直すとともに、19/3期の業績予想を新たに策定した。

17/3期は、売上高 28,034 百万円（前期比 1.9%増）、営業利益 1,355 百万円（同 15.9%増）、経常利益 1,366 百万円（同 15.9%増）、当期純利益 900 百万円（同 14.8%増）とした（図表 8）。前回予想よりも売上高を引き下げた一方、売上総利益率の改善幅は引き上げた。一方、会社計画に対して売上高は若干上回るとしたものの、売上総利益率の改善については会社想定よりも慎重に見た結果、営業利益は会社計画より若干下回るという予想となった。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高は、骨なし魚事業とミート事業については会社計画に沿った水準に、その他事業については会社計画を上回る水準になるものと予想した。その他事業は、16/3期より開始したユーザーダイレクト販売が貢献し始めるものとした。

(2) 売上総利益率は、前期比 0.7%ポイント改善の 16.4%とした。16/3期に発生した一時的な商品評価損がなくなることで、16/3期上期を中心に激しかった価格競争が落ち着いてくるという前提に立っている。それでも、会社計画の 16.6%より 0.2%ポイント下回るものとしたのは、仕入価格見直し等の原価改善の施策の浸透度合いを慎重に見たためである。

(3) 販管費率を会社計画並みとした結果、営業利益率は会社計画の 5.0%を若干下回る 4.8%になるという予想となった。その差は想定している売上総利益率の差によるものである。

18/3期以降は、前回予想よりペースは落ちるものの、利益が回復に向かうという考え方は変えていない。競合他社による価格攻勢の影響や大口取引先の購買方針の変更の影響が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、いったん離れた顧客の一部が戻ってくることを前提に、増収および売上総利益率の改善が緩やかに続く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、販管費の伸びが抑制されることにより、18/3期には営業利益率は 5%台まで回復するものと予想する。

【 図表 8 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書)

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期CE	17/3期E (新)	17/3期E (旧)	18/3期E (新)	18/3期E (旧)	19/3期E
損益計算書								
売上高	27,172	27,508	27,980	28,034	29,639	28,595	30,673	29,169
前期比	3.2%	1.2%	1.7%	1.9%	3.9%	2.0%	3.5%	2.0%
事業別								
骨なし魚事業	13,394	13,065	13,244	13,248	14,223	13,447	14,693	13,649
ミート事業	2,539	2,735	2,726	2,727	2,920	2,727	3,110	2,727
その他事業	11,238	11,707	12,008	12,058	12,494	12,420	12,869	12,793
売上総利益	4,677	4,306	4,644	4,597	4,801	4,775	5,030	4,958
前期比	-4.7%	-7.9%	7.9%	6.8%	5.1%	3.9%	4.8%	3.8%
売上総利益率	17.2%	15.7%	16.6%	16.4%	16.2%	16.7%	16.4%	17.0%
販売費及び一般管理費	3,154	3,136	3,255	3,242	3,312	3,222	3,404	3,253
販管費率	11.6%	11.4%	11.6%	11.6%	11.2%	11.3%	11.1%	11.2%
営業利益	1,522	1,169	1,389	1,355	1,489	1,552	1,626	1,704
前期比	-8.3%	-23.2%	18.8%	15.9%	10.0%	14.6%	9.2%	9.8%
営業利益率	5.6%	4.3%	5.0%	4.8%	5.0%	5.4%	5.3%	5.8%
経常利益	1,517	1,179	1,394	1,366	1,497	1,563	1,634	1,716
前期比	-8.0%	-22.3%	18.3%	15.9%	9.9%	14.5%	9.2%	9.8%
経常利益率	5.6%	4.3%	5.0%	4.9%	5.1%	5.5%	5.3%	5.9%
当期純利益	1,029	784	919	900	946	1,030	1,032	1,130
前期比	14.8%	-23.8%	17.2%	14.8%	10.0%	14.5%	9.1%	9.8%
当期純利益率	3.8%	2.9%	3.3%	3.2%	3.2%	3.6%	3.4%	3.9%

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

	15/3期	16/3期	17/3期CE	17/3期E (新)	17/3期E (旧)	18/3期E (新)	18/3期E (旧)	19/3期E
貸借対照表								
現預金	1,867	1,862	-	2,537	2,296	3,158	2,674	4,061
売掛金及び受取手形	4,457	4,458	-	4,527	4,643	4,638	4,769	4,711
商品及び貯蔵品	1,812	1,925	-	1,914	1,940	2,002	1,992	1,993
その他	228	208	-	208	830	208	1,130	208
流動資産	8,366	8,454	-	9,187	9,709	10,006	10,566	10,974
有形固定資産	679	711	-	697	657	683	647	667
無形固定資産	56	173	-	140	51	106	51	72
投資その他の資産	221	206	-	206	228	206	231	206
固定資産	957	1,092	-	1,044	936	995	929	946
資産合計	9,323	9,546	-	10,231	10,646	11,002	11,496	11,921
買掛金及び支払手形	2,142	1,946	-	2,047	2,229	2,104	2,308	2,211
短期借入金	0	0	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	0	0	-	0	0	0	0	0
未払法人税等	290	138	-	163	-	186	-	204
その他	535	665	-	665	830	665	830	665
流動負債	2,969	2,750	-	2,876	3,059	2,956	3,138	3,081
長期借入金	0	0	-	0	0	0	0	0
その他	374	365	-	353	375	344	375	337
固定負債	374	365	-	353	375	344	375	337
純資産合計 (自己資本)	5,980	6,431	-	7,002	7,212	7,702	7,982	8,502
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	1,606	1,185	-	1,366	1,497	1,563	1,634	1,716
減価償却費	90	34	-	53	104	54	119	55
売上債権の増減額 (-は増加)	-439	-1	-	-68	-191	-110	-126	-73
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-136	-113	-	10	-63	-87	-52	8
仕入債務の増減額 (-は減少)	-141	-196	-	101	73	56	79	106
固定資産売却損益 (-は益)	0	0	-	0	0	0	0	0
法人税等の支払額	-627	-540	-	-441	-550	-509	-601	-566
その他	-2	-32	-	0	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	348	335	-	1,021	869	966	1,052	1,246
有形固定資産の取得による支出	0	-26	-	-6	-2	-6	-2	-6
有形固定資産の売却による収入	1	0	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	-1	-	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
投資有価証券の売却による収入	0	15	-	0	0	0	0	0
その他	-157	19	-	0	-303	0	-303	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-158	6	-	-6	-305	-6	-305	-6
短期借入金の増減額 (-は減少)	0	0	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-699	0	-	0	0	0	0	0
リース債務の返済による支出	-38	-15	-	-11	-39	-9	-39	-6
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	1,165	0	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-265	-330	-	-330	-330	-330	-330	-330
財務活動によるキャッシュ・フロー	161	-346	-	-342	-369	-339	-369	-336
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	354	-5	-	674	194	621	377	903
現金及び現金同等物の期首残高	1,513	1,867	-	1,862	2,101	2,537	2,296	3,158
現金及び現金同等物の期末残高	1,867	1,862	-	2,537	2,296	3,158	2,674	4,061

(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

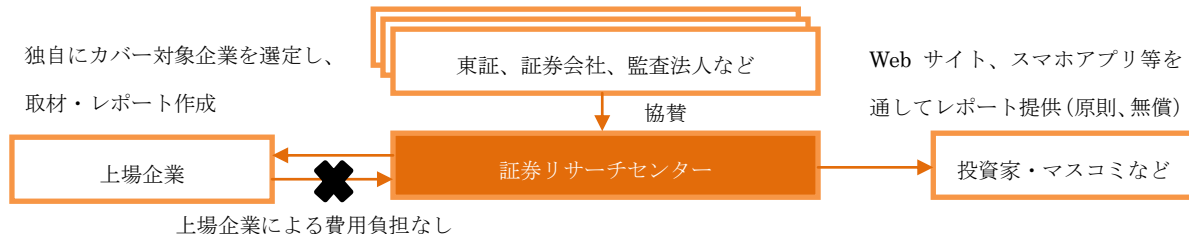
◆ 株主優待制度の導入

15年7月21日に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3.64% (16年7月8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1.32%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

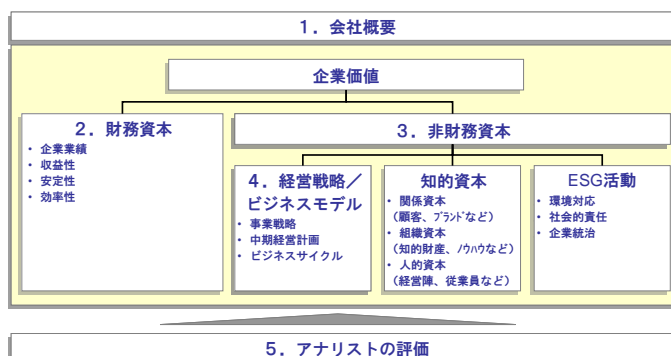
本レポートの構成

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、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。