

# ホリスティック企業レポート

## 竹本容器

4248 東証二部

フル・レポート

2015年4月24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 20150421

## 浅草・合羽橋発祥の消費財向け容器メーカー 地道に親子3代で積み上げた金型資産の土壌にスタンダードボトルの花が咲く

### 1. 会社の概要

- 竹本容器(以下、同社)は、化粧品・美容、食品、医薬品向けの容器メーカーであり、多品種少量生産に対応できることを最大の強みとする。
- 長年かけて蓄積してきた金型資産を活用して製造する容器(スタンダードボトル)をベースとしたビジネスモデルが、短納期や少ロット生産で、かつ、カスタマイズされたデザインの包装容器の供給を求める消費財メーカーのニーズに合致している。

### 2. 財務面の分析

- 09/12期～14/12期まで売上高は年平均6.1%で成長してきた。12/12期より中国の子会社が連結対象となって以降、中国での売上高の伸びが全体の売上増加を牽引してきた。
- 経常利益は、東日本大震災の影響で落ち込んだ11/12期を底にして、以降は増益が続き、8%近辺の経常利益率となっている。

### 3. 非財務面の分析

- 同社の競争力の源泉であるスタンダードボトルをベースとしたビジネスモデルは、初代社長の時代から自社ブランドを持つことを目標としてきた戦略、それを支えるべく地道に積み上げられてきた金型資産の厚み、金型資産を有効活用するプロセスが背景にある。

### 4. 経営戦略の分析

- 競争力の源泉をさらに強化すべく同社は金型投資を加速させるとともに、金型の更なる有効活用を目指して、提案型の営業にシフトしていく意向であり、これらを通じて、金型保有というハード、提案型営業というソフトの両輪での成長を目指している。

### 5. アナリストの評価

- 10年前に現在の社長にバトンタッチされてからの経緯からは、初代から始まった金型資産の蓄積の加速、蓄積された金型資産の最大活用という、事業承継において大事な、「変えざるべきもの」の見極めができていと判断される。事業承継と上場によってアクセルが踏まれる世界展開は、想定以上の時間がかかる可能性も考えられるが、スタンダードボトルビジネスが世界で花咲くことを期待したい。

【4248 竹本容器 業種：化学】

| 決算期        | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|------------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2013/12    | 10,017       | 3.8        | 757           | 19.8       | 813           | 23.5       | 592          | 36.3       | 115.6      | 738.3      | 5.0        |
| 2014/12    | 11,062       | 10.4       | 877           | 15.9       | 879           | 8.1        | 581          | -1.8       | 113.0      | 893.6      | 19.0       |
| 2015/12 CE | 11,605       | 4.9        | 1,040         | 18.5       | 1,017         | 15.6       | 672          | 15.6       | 118.3      | —          | 24.0       |
| 2015/12 E  | 11,659       | 5.4        | 1,017         | 15.9       | 997           | 13.3       | 654          | 12.6       | 115.3      | 1,009.2    | 24.0       |
| 2016/12 E  | 12,659       | 8.6        | 1,127         | 10.8       | 1,107         | 11.0       | 727          | 11.1       | 128.0      | 1,118.5    | 25.0       |
| 2017/12 E  | 13,709       | 8.3        | 1,224         | 8.6        | 1,204         | 8.8        | 791          | 8.8        | 139.3      | 1,243.5    | 27.0       |

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 14年12月に557,500株の第三者割当増資を実施(オーバーアロットメントの112,500株を含む)

### フル・レポート

2/28

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。

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】

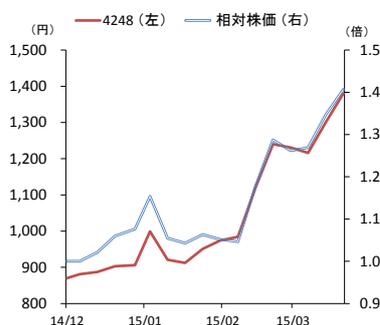
|           | 2015/4/10 |
|-----------|-----------|
| 株価(円)     | 1,380     |
| 発行済株式数(株) | 5,682,200 |
| 時価総額(百万円) | 7,841     |

|          | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|----------|------|------|------|
| PER(倍)   | 12.2 | 12.0 | 10.8 |
| PBR(倍)   | 1.5  | 1.4  | 1.2  |
| 配当利回り(%) | 1.4  | 1.7  | 1.8  |

### 【株価パフォーマンス】

|           | 1カ月  | 3カ月  | 12カ月 |
|-----------|------|------|------|
| リターン(%)   | 12.5 | 49.8 | —    |
| 対TOPIX(%) | 9.2  | 33.4 | —    |

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/12/19

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆多品種少量生産を実現する消費財向け容器メーカー

竹本容器（以下、同社）は、化粧品、食品、医薬品向けなどのボトルを中心とした容器の製造・販売を行っている。

同社のビジネスを語るにあたり、「スタンダードボトル」がキーワードとなる。

化粧品会社などが、自社の新製品のために包装容器を成形するためには金型が必要となるが、「ゼロから金型を作る」、「世の中に既に存在している金型を使う」、という2つの選択肢が存在する。

独自の包装容器を用意する場合は「ゼロから金型を作る」ことになり、数百万円のコストと3カ月程度の時間が必要となる。新製品が売れて1つの型で大量の容器を作ることができれば、1個あたりのコストが安くなるというメリットはあるが、どうしても新製品販売のリスクは大きいものとなる。

しかし、新製品のライフサイクルの短縮や、1製品あたりの生産の小ロット化の傾向が顕著になる中で、こうした新製品開発時のリスクやコストを軽減したいという需要は強まっている。その需要に対応するのが、「世の中に既に存在している金型を使う」という選択肢である。

同社は独自に金型を製作・蓄積しており、14年12月末時点で2,704型の金型を保有している。その金型で生産される本体容器や、ディスプレイなどの付属品を総称して「スタンダードボトル」と呼ぶ。同社のスタンダードボトルを使用することにより、顧客企業にとっては、金型製造がない分リードタイムの短縮や数百万円のコスト節約が可能となるほか、初期ロットを少量にすることによる新製品投入時のリスク軽減も可能となる。

同社は、新製品にどのような容器や付属品を使うかのコーディネート、金型投資、容器の量産までを一貫通貫で手掛けており、このことが、同社の最大の特徴となっている（図表1）。顧客企業は、同社に包装容器の製造を依頼することにより、前述した金型投資の負担を回避できると同時に、リードタイムの短縮といったメリットを享受できる。また、スタンダードボトルだからといって、見るからに汎用品のような容器になるわけではなく、容器本体と付属品の組み合わせや着色、印刷により、顧客の要望に応じたデザインに仕上げるような細やかなカスタマイズも可能である。仕様決定後、最短2週間での納品が可能とのことである。

【 図表 1 】 容器を作る時に考えられる選択肢

|         | 容器の独自開発                                                          | スタンダードボトル                                                       |                                                                               |
|---------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| コーディネート | 顧客自身<br>または<br>成形メーカー                                            | 商社                                                              | 竹本容器                                                                          |
| 金型投資    | 顧客自身                                                             | 成形メーカー<br>(金型を保有するメーカーを探す)                                      | 竹本容器<br>(既に保有している金型を使用)                                                       |
| 量産      | 成形メーカー<br>(金型は顧客から借りる)                                           | 成形メーカー                                                          | 竹本容器                                                                          |
| 生産量     | 大ロット                                                             | 小ロット                                                            | 小ロット                                                                          |
| 顧客のコスト  | 大きい<br>金型投資(数百万円)<br>+量産コスト                                      | 小さい<br>量産コストのみ                                                  | 小さい<br>量産コストのみ                                                                |
| リードタイム  | 長<br>(金型製造に3カ月かかる)                                               | 中                                                               | 短                                                                             |
| 特徴      | 大量生産のため<br>1個あたりの価格は低い<br>(その分価格競争になりやすい)<br><br>こだわりのある容器を製造できる | 少量多品種向き<br><br>コーディネートと量産が別のため<br>細かい対応は難しい<br>(成型メーカーの生産能力に依存) | 少量多品種向き<br><br>コーディネートと量産が同じため<br>細やかなカスタマイズも可能<br><br>自社生産のため<br>納期コントロールが容易 |
| 主な顧客    | 大手メーカー                                                           | 中堅・中小メーカー                                                       | 中堅・中小メーカー                                                                     |
| 主なプレイヤー | 吉野工業所(成形メーカー)<br>吉田プラ工業(成形メーカー)                                  | グラセル(商社)                                                        | 竹本容器                                                                          |

(出所) ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ 主に化粧・美容分野で使われる

同社の容器は化粧品、食品、日用雑貨、医薬品等の消費財に使われており、化粧・美容分野が過半を占めている(図表2)。

14/12期の同社の取引先(14/12期に売上を計上した顧客数)は4,603社に達したが、売上高の10%以上を占めるような企業はなく、特定企業への依存度は低い。同社へのヒアリングによれば、上位800社で売上高の約90%を占めるとのことである。見方を変えれば、下位約3,800社で売上高の約10%が構成されている(単純平均で1社あたり約29万円)、少量案件への対応が行われていることを示唆している。

【 図表 2 】 販売先別売上高

(単位:百万円)

|         | 12/12 | 13/12  | 14/12  | 構成比    |
|---------|-------|--------|--------|--------|
| 化粧・美容   | 5,549 | 5,710  | 6,472  | 58.5%  |
| 日用・雑貨   | 518   | 510    | 681    | 6.2%   |
| 食品・健康食品 | 912   | 936    | 972    | 8.8%   |
| 化学・医薬   | 515   | 553    | 502    | 4.5%   |
| 卸・その他   | 2,157 | 2,306  | 2,433  | 22.0%  |
| 合計      | 9,654 | 10,017 | 11,062 | 100.0% |

(注) 上記区分は販売先の主要事業内容により分類されたもので、販売先での実際の用途と上記区分が異なる場合がある  
(出所) 竹本容器有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 現在は日本と中国で展開している

同社は容器事業の単一事業のため、セグメント情報の開示はない。

地域別には、日本が 77.5%、中国が 20.8%という売上高構成になっている(図表 3)。

中国では、昆山にて製造、上海にて製造と販売を行っている。中国で生産されたものは中国国内と米国で販売される。現状では、日本と中国の間での製商品の取引はほとんどなく、日本、中国ともに、単独でビジネスがほぼ完結する状況になっている。

【図表 3】地域別売上高 (単位:百万円)

|     | 12/12期 | 13/12期 | 14/12期 | 構成比    | 前期比   |
|-----|--------|--------|--------|--------|-------|
| 日本  | 7,910  | 7,764  | 8,568  | 77.5%  | 10.4% |
| 中国  | 1,629  | 2,083  | 2,312  | 20.8%  | 11.0% |
| その他 | 115    | 169    | 180    | 1.7%   | 6.5%  |
| 合計  | 9,654  | 10,017 | 11,062 | 100.0% | 10.4% |

(出所) 竹本容器有価証券届出書および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

◆ 同社の競争優位性の源泉は 2 つに分解できる

多品種少量生産への対応を可能にしている要因として、同社が長年かけて蓄積してきた金型資産の存在と、金型資産を使いこなすプロセス、つまりカスタマイズ能力の高さが挙げられる。

同社のビジネスフローは自社の蓄積のために金型を作る「スタンダードボトル開発」という顧客が直接関与しない前半のプロセスと、スタンダードボトルから顧客が選択した容器をベースに、着色・成形・加飾を行って顧客仕様の製品にする「カスタマイズ」という後半のプロセスに大別できる(図表 4)。

【図表 4】ビジネスフロー



(出所) 竹本容器会社説明会資料

#### ◆ 競争優位性の源泉 1 : 地道に蓄積してきた金型資産

ビジネスフローの前半の「スタンダードボトル」開発のプロセスについて、スタンダードボトルのビジネスモデルを可能にしている最大の要因は、同社が保有する金型の存在である。同社は初代の竹本茂氏が社長であった 1963 年から金型投資を始めており、14/12 期末時点で 2,704 型の金型を保有するに至っている。

過去には、国内の競合先でも、同社と同様の金型保有のビジネスモデルを構築する動きがあったが、失敗に終わったようである。売上高に直結しない金型に資金を出し続けることが経営として許容しづらいことと、生産や営業のビジネスプロセスが少量のオーダーになじまなかったことが失敗の要因と考えられる。このように、今から同社と同じビジネスモデルを構築するには、相当の時間と資金、ビジネスプロセスの変更が求められるため、参入障壁は高いと言える。

英国には、M&H Plastics という、金型所有のビジネスモデルを有する類似企業がある。しかし、M&H Plastics でも、保有金型数は同社の半分以下と推測される。事実上、消費財向け容器の金型保有量では、同社が世界でトップと推察される。

#### ◆ 競争優位性の源泉 2 : カスタマイズ能力

ビジネスフローの後半の「カスタマイズ」のプロセスでは、顧客がスタンダードボトルから容器本体や付属品を選択した後、着色、成形、加飾が施される。このプロセスについても、同社は長年にわたり技術を蓄積してきており、現在、シルクスクリーン印刷や真空蒸着、シュリンクフィルム、ラベルなど 8 種類の加飾技術を社内には有している。

また、加飾の種類だけでなく、少量の生産に対応できる技術運用もまた、隠れた競争力であり、これらによって、顧客の細やかなニーズへの対応、納期のコントロールが行われている。

#### ◆ 少量オーダーは値下げ圧力が相対的に低く収益性に貢献

大手成形メーカーだと通常 10 万本単位の注文に対応するのに対し、同社では 1,000 本単位での受注も可能である。注文規模が小さいことは、ボリュームディスカウントのような顧客からの値下げ圧力が相対的に低いことを意味しており、同社の収益性の高さに貢献しているものと推察される。

#### ◆ カタログ販売が中心の営業

少量多品種を強みとしているため、同社の営業は、カタログ販売、ネット、ショールーム経由からの注文が多い。同社によれば、売上高の約 70%がカタログ販売に端を発する案件の模様である。

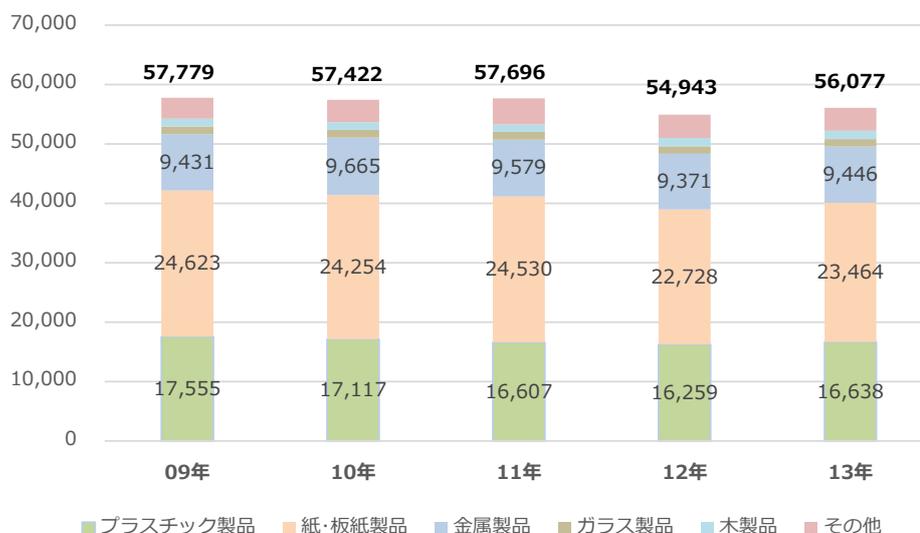
新規の受注獲得には、ネットも活用されている。製品のカスタマイズシミュレーションを行うことができる”TAKEMOTO 3D Visualizer”が同社のウェブサイト上に用意されており、少量多品種の包装容器のカスタマイズを体感できるようになっている。

> 業界環境と競合

◆ 製品サイクルの短縮と拡大が続く顧客業界

日本の包装・容器出荷金額は、09年～11年までは5兆7,000億円の水準で推移してきた(図表5)。12年に東日本大震災の後遺症等の要因で一旦落ち込んだものの、13年にはやや持ち直して5兆6,077億円の規模となっている。材料別の構成比は、紙・板紙製品が42%、プラスチック製品が30%、金属製品が17%となっている。同社が主力とするプラスチック製品は、12年まで微減傾向が続き、13年は微増に転じ、1兆6,639億円の規模になっている。

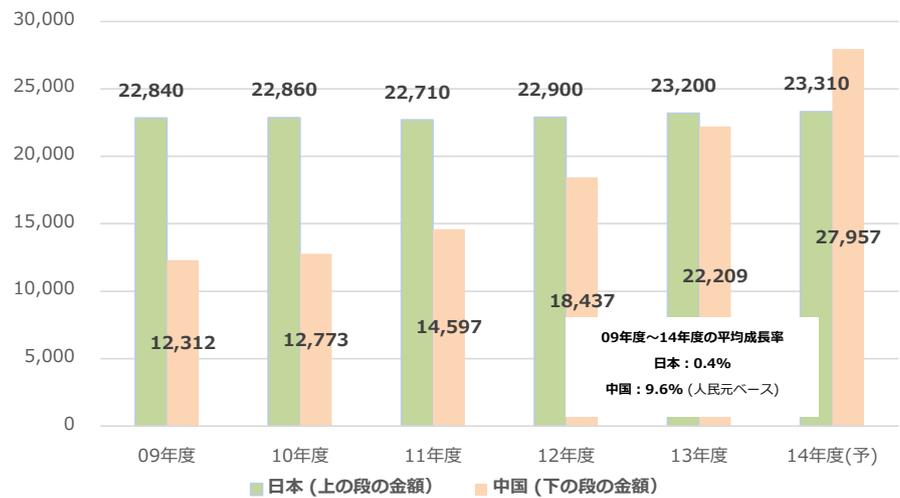
【図表5】包装・容器出荷金額の推移



(出所) 公益社団法人日本包装技術協会

包装・容器の業界全体の出荷金額が停滞を続ける一方で、同社の売上高の約6割を占める化粧・美容業界の顧客が属する化粧品の14年度の市場規模は日本が2兆3,310億円、中国が2兆7,957億円と推計されている(図表6)。09年度~14年度の平均成長率は、推計で中国9.6%、日本0.4%となっており、同社が96年に進出した中国での顧客業界の成長率は日本を大きく上回っている。

【 図表 6 】 日本と中国の化粧品市場規模の推移 (単位：億円)

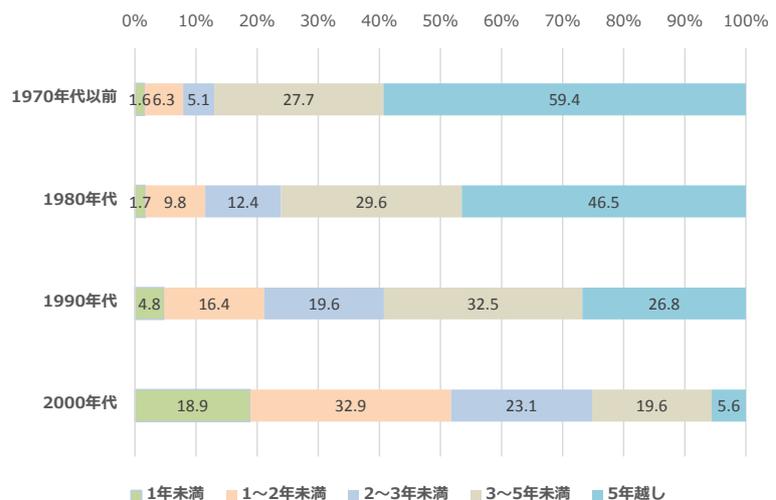


(注) 中国市場の円換算は各年度末の為替レートを使用。中国の平均成長率は人民元ベースで計算

(出所) 矢野経済研究所「化粧品市場に関する調査結果 2014」「中国化粧品市場に関する調査結果 2014」より証券リサーチセンター作成

いくらか古い資料だが、図表7で見られる通り、全般的に製品のライフサイクルが短くなっていることは、同社にとって追い風と考えられる。

【 図表 7 】 ヒット商品のライフサイクル

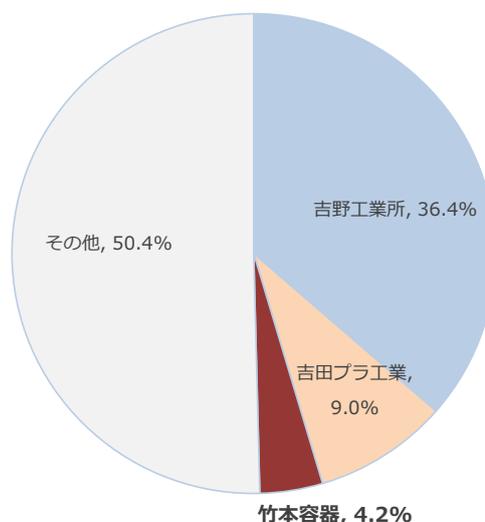


(出所) 中小企業研究所「製造業販売活動実態調査」(04年11月)

◆供給側からの観点:容器業界では3番手のメーカー

化粧品・トイレタリー容器の市場 1,558 億円のうち、同社のシェアは3位で 4.2%である。シェアだけで言えば、化粧品・トイレタリー容器業界の3番手企業である(図表8)。

【図表8】化粧品・トイレタリー容器の市場シェア (08年度金額ベース)

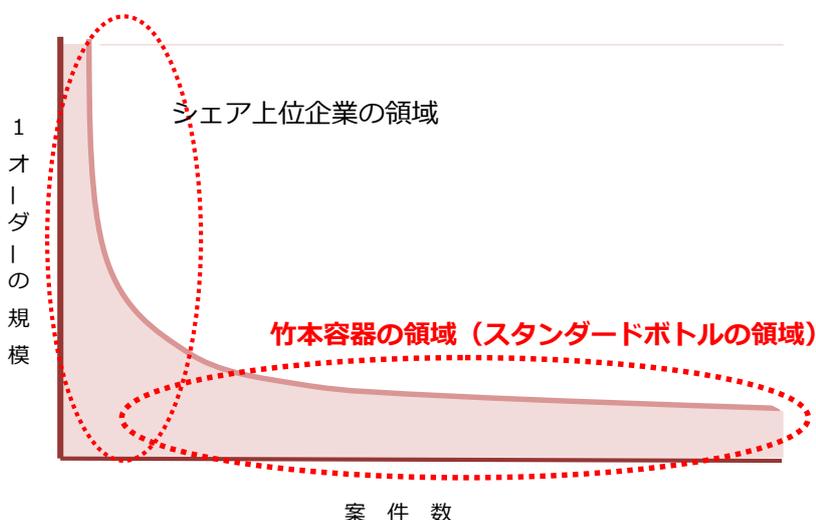


(出所)「プラスチックパッケージ成形加工メーカー年鑑 2010年版」

上位2社の吉野工業所(未上場)と吉田プラ工業(未上場)は、ともに大量生産を得意としているものと推察される。これらの企業と本社とは事業領域が大きく異なり、直接競合することはないものと考えられる。

大量生産を得意とする吉野工業所や吉田プラ工業は竹本容器と比較して、案件数は少ないものの1オーダーあたりの規模が大きい分野(図表9の左側の部分)を事業領域としている一方で、少量多品種の生産を得意とする同社は1オーダーあたりの規模が小さいものの案件数が多いロングテールの部分(図表9の右側の部分)を事業領域としている。実際、当社によると、営業の現場で吉野工業所等と競合することはほとんどないとのことである。当然、同社の領域である、金型の保有を前提とするスタンダードボトルをベースとした少量多品種の生産については、吉野工業所も吉田プラ工業も際立った競争力があるとは言い難い。

【 図表 9 】 市場シェア上位企業との領域の違い



(出所) 証券リサーチセンター

正確なデータは存在しないが、同社の感覚値としては、図表 8 に示した化粧品・トイレタリー容器の市場 1,558 億円のうち、スタンダードボトルの対象となるのは、5分の1～3分の1くらいとのことである。その対象市場を分母にすると、同社のシェアは 15～25%程度になると考えられる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 初代竹本茂氏が創業

同社の歴史は、現社長の竹本笑子氏の祖父である竹本茂氏が、義理の兄とともに、ガラス容器（再生瓶）の販売を開始した 1950 年にまでさかのぼる。創業の地は、東京・浅草の合羽橋である。創業の 3 年後の 53 年に法人化して同社設立となった。

高度成長期になりプラスチックが普及した 63 年にはプラスチック容器の販売も手掛けるようになった。この頃から自社ブランドを持つという目標のもと、プラスチック容器の金型投資が始まった。ただ、当時は自社で生産設備を保有していなかったため、保有する金型を成形メーカーに預けて生産を委託する事業であり、金型を保有する商社のような立ち位置にあった。

同社が自社で生産をするようになったのは、86 年以降である。

### ◆ 2代目竹本雅英氏の時代

2代目の竹本雅英氏の社長在任期間は1989年～2004年である。バトンを受けた後の92年には、生産拠点を茨城県の結城事業所に集約したほか、96年には上海子会社を設立して、中国進出の足掛かりをつくった。

竹本雅英氏の強い意向により、早い時点で事業承継が行われ、3代目の竹本笑子氏に社長がバトンタッチされたのは、竹本雅英氏が54歳の時である。

### ◆ 3代目竹本笑子氏の時代

3代目の竹本笑子氏は、大学卒業後、国際証券(現・三菱UFJモルガンスタンレー証券)を経て99年に同社に入社した。経理部門、子会社、営業本部長を経た後、04年に取締役役に就任し、同年に社長の座を引き継いだ。

竹本笑子氏は3人姉妹の真ん中である。姉は現在の常務取締役である深澤隆弘氏の妻である。妹の竹本えつこ氏は、中国子会社の総経理を経て、今は取締役企画開発部長として開発部門を率いている。典型的なファミリービジネスとして展開してきた同社であるが、総じて事業承継がスムーズに行われてきたと言えよう。

### ◆ 経営理念

同社の経営理念は、「日本と世界の器文化に貢献する」である。そして、「生活上必要不可欠な容器-カタチ(容)あるウツワ(器)-を通じて、顧客の商品である内容物の価値を安全に包み、更にその価値と個性化を高める」ことを使命として掲げている。

### ◆ 株主

14年12月末時点で、社長の竹本笑子氏が29.7%を保有する筆頭株主であり、第2位の若竹持株会(従業員持株会)以外では、竹本雅英氏(社長の父)、竹本えつこ氏(社長の妹)、深澤隆弘氏(社長の姉の夫)と続く(図表10)。

上場直前の時点では、ベンチャーキャピタルの保有は5社合計で3.7%ある。多くは既存株主からの譲受によって取得されているようである。

親族以外の経営陣の保有割合は、14年12月末時点で、取締役3名合計で0.48%、監査役2名で1.09%であり、大きな保有ではない。

【 図表 10】大株主の状況

| 株主 (敬称略)            | 上場前       |        |    | 14年12月末時点 |        |    | 備考                                            |
|---------------------|-----------|--------|----|-----------|--------|----|-----------------------------------------------|
|                     | 株数 (株)    | 割合     | 順位 | 株数 (株)    | 割合     | 順位 |                                               |
| 竹本笑子                | 1,685,000 | 32.9%  | 1  | 1,685,000 | 29.7%  | 1  | 代表取締役社長                                       |
| 竹本容器若竹持株会           | 423,400   | 8.3%   | 3  | 501,800   | 8.8%   | 2  | 従業員持株会                                        |
| 竹本雅英*               | 490,000   | 9.6%   | 2  | 390,000   | 6.9%   | 3  | 上場時に100,000株を売り出し<br>社長の父 相談役                 |
| 竹本えつこ*              | 305,000   | 6.0%   | 5  | 305,000   | 5.4%   | 4  | 社長の妹 取締役                                      |
| 深澤隆弘                | 265,000   | 5.2%   | 6  | 265,000   | 4.7%   | 5  | 社長の姉の夫 常務取締役                                  |
| 竹本力                 | 377,000   | 7.4%   | 4  | 227,000   | 4.0%   | 6  | 上場時に150,000株を売り出し<br>社長の親族<br>子会社相談役 (15年4月～) |
| 山本健人                | 135,000   | 2.6%   | 8  | 135,000   | 2.4%   | 7  | 社長の親族                                         |
| 深澤英里子*              | 110,000   | 2.1%   | 9  | 110,000   | 1.9%   | 8  | 社長の姉                                          |
| 山本勝人                | 155,000   | 3.0%   | 7  | 100,000   | 1.8%   | 9  | 上場時に55,000株を売り出し<br>社長の親族                     |
| 菅井信二                | 65,000    | 1.3%   | 11 | 65,000    | 1.1%   | 10 | 15年3月まで相談役 (現在は退任)                            |
| 星孝行                 | 95,000    | 1.9%   | 10 | -         | -      | -  | 14年12月末では上位10位に入らず<br>元取締役                    |
| (大株主上位10位)          | 4,040,400 | 78.8%  | -  | 3,783,800 | 66.6%  | -  |                                               |
| (社長と社長の二親等以内の血族の保有) | 2,653,000 | 51.8%  | -  | 2,553,000 | 44.9%  | -  | 14年12月末は上位10位以下の1名の<br>持分が変動していないと仮定して算出      |
| (新株予約権による潜在株式数)     | 0         | 0.0%   | -  | 0         | 0.0%   | -  |                                               |
| 発行済株式総数             | 5,124,700 | 100.0% | -  | 5,682,200 | 100.0% | -  |                                               |

(注) \*がついているのは社長の二親等以内の血族であることを示す

(出所) 竹本容器有価証券届出書および有価証券報告書、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は 09/12 期以降の分が開示されている。09/12 期～14/12 期まで年平均 6.1% で売上高が拡大してきた(途中 12/12 期以降は連結ベースとなっており、09/12 期の単体の売上高と 14/12 期の連結の売上高から算出)。09/12 期以降、単体は 80 億円前後の売上高で横ばいまたは微減で推移してきているが、12/12 期に中国の子会社が連結対象となり、それ以降、中国子会社の売上高の伸びが全体の売上高の増加を牽引している(図表 11)。

【 図表 11 】 地域別売上高と単体売上高の推移

(単位：百万円)

|      | 09/12期 | 10/12期 | 11/12期 | 12/12期 | 13/12期 | 14/12期 | 年平均成長率      |             |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|
|      |        |        |        |        |        |        | 12/12→14/12 | 09/12→14/12 |
| 日本   | -      | -      | -      | 7,910  | 7,764  | 8,568  | 4.1%        | -           |
| 中国   | -      | -      | -      | 1,629  | 2,083  | 2,312  | 19.1%       | -           |
| その他  | -      | -      | -      | 115    | 169    | 180    | 25.1%       | -           |
| 連結合計 | -      | -      | -      | 9,654  | 10,017 | 11,062 | 7.0%        | -           |
| 単体   | 8,213  | 8,069  | 8,030  | 8,076  | 7,885  | 8,652  | 3.5%        | 1.0%        |

(出所) 竹本容器有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

09/12 期以降の経常利益を見ると、東日本大震災の影響で落ち込んだ 11/12 期を底にして、以降は増益が続いている。その結果、13/12 期には経常利益率 8% を回復している。

同社の業績で確認しておくべき点は、貸借対照表上の金型の推移である。12/12 期以降の推移は図表 12 の通りだが、償却を上回るペースで金型の投資が実行され、着実に金型資産が増えている状況が読み取れる。

【 図表 12 】 貸借対照表上の金型

(単位：百万円)

|         | 12/12期 | 13/12期 | 14/12期 | 前期比  |
|---------|--------|--------|--------|------|
| 金型(純額)  | 265    | 338    | 498    | 160  |
| 金型      | 3,880  | 4,211  | 4,491  | 280  |
| 減価償却累計額 | -3,615 | -3,872 | -3,993 | -121 |

(出所) 竹本容器有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 14年12月期は会社計画より上振れて増収・経常増益で着地

東証二部上場後初の決算であった14/12期は、売上高が前期比10.4%増の11,062百万円、営業利益が同15.9%増の877百万円、経常利益が同8.1%増の879百万円、当期利益が同1.8%減の581百万円という着地となった。

14年12月の新規上場時に発表していた会社計画に対する達成率は、売上高は102.1%、営業利益は104.4%、経常利益は108.1%、当期純利益は111.7%となった。会社計画を上回ったのは、主に円安の進行による中国子会社の売上高の円換算額の増加によるところが大きい。

14/12期の売上高総利益率は29.6%で、前期の30.3%から0.7%ポイント低下した。プラスチック原材料価格の上昇、中国の賃金上昇、金型の減価償却費増加が要因である。一方、販売管理費率は21.7%で、前期より1.1%ポイント低下した。これらの結果、営業利益率は7.9%と、前期比0.3%ポイントの上昇となった。売上高総利益率の低下を販売管理費の抑制でカバーした格好である。

経常利益が増益にも関わらず当期純利益が減益となっているのは、法人税等の増加によるものである。税引前当期純利益に対する法人税等の割合は、13/12期の30.0%に対し、14/12期は34.6%まで上昇している。

#### ◆ 東証二部上場による資金調達で自己資本増強

14年12月の東証二部上場により、約4.5億円の資金調達が行われた結果、同社の自己資本比率は、13/12期末の44.9%から14/12期末には50.2%にまで上昇した。長期借入金の返済も進んでおり、自己資本の強化と合わせて、財務面での安全性は高まっている。

### > 同業他社との比較

#### ◆ 全くの同じビジネスモデルを有する上場企業は見当たらない

国内において、容器メーカーは何社も存在するが、同社と同じビジネスモデルを有する国内企業は見当たらない。直接競合はしないが、製瓶からスタートして各種容器へ多角化を進めてきた石塚硝子(5204 東証一部)、分野は異なるが食品トレーや弁当・総菜容器の最大手であるエフピコ(7947 東証一部)の2社を類似企業として選定し、財務指標を比較してみた。

エフピコについては、14/3期に原料価格の急上昇の影響で前期比大幅減益となっていることから、最高益を更新した13/3期の数値も掲載した(図表13)。

【 図表 13 】 類似企業との財務指標比較

| 項目  | 銘柄            | コード | 竹本容器   | 竹本容器 | 石塚硝子   | エフピコ    | エフピコ      |
|-----|---------------|-----|--------|------|--------|---------|-----------|
|     |               |     | 4248   | 4248 | 5204   | 7947    | 7947      |
|     |               | 決算期 | 14/12  | (参考) | 14/3   | 14/3    | 13/3 (参考) |
| 規模  | 売上高           | 百万円 | 11,062 | -    | 59,007 | 161,121 | 158,192   |
|     | 経常利益          | 百万円 | 879    | -    | 760    | 10,054  | 15,122    |
|     | 総資産           | 百万円 | 10,107 | -    | 72,438 | 180,476 | 172,260   |
| 収益性 | 自己資本利益率       | %   | 13.1   | 11.5 | 0.9    | 7.8     | 12.0      |
|     | 総資産経常利益率      | %   | 9.5    | 8.7  | 1.1    | 5.7     | 8.9       |
|     | 売上高営業利益率      | %   | 7.9    | -    | 1.7    | 6.1     | 9.2       |
| 成長性 | 売上高 (3年平均成長率) | %   | 11.3   | -    | 1.8    | 4.6     | 8.2       |
|     | 経常利益 (同上)     | %   | 18.1   | -    | -9.0   | -9.3    | 7.4       |
|     | 総資産 (同上)      | %   | 14.5   | -    | 2.6    | 5.0     | 7.7       |
| 安全性 | 自己資本比率        | %   | 50.2   | -    | 24.2   | 44.3    | 44.5      |
|     | 流動比率          | %   | 156.4  | -    | 112.7  | 121.1   | 114.5     |
|     | 固定長期適合率       | %   | 72.0   | -    | 98.0   | 89.7    | 91.3      |

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)  
 (出所) 竹本容器有価証券報告書および有価証券届出書、各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

事業分野やビジネスモデル、事業規模に違いはあるが、直近期については、同社の収益性、成長性は他の2社を大きく上回っている。

最高益を更新した13/3期のエフピコとの比較では、売上高営業利益率こそ下回る。しかし、同社の期初の数値が資金調達前の数値であることを考慮し、期初と期末の平均値でなく、期末の数値で算出したとしても(図表13の参考値)、自己資本利益率や総資産経常利益率は最高益の13/3期のエフピコを若干下回る水準にある。収益性は最盛期のエフピコとの比較でも遜色がないと言えよう。安全性についても特段の問題はない水準にある。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 初代社長以来の一貫した戦略がビジネスモデルを支える

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 14 に示した。

同社の競争力の源泉であるスタンダードボトルをベースとしたビジネスモデルは、初代社長の時代から自社ブランドを持つことを目標としてきた戦略、それを支えるべく地道に積み上げられてきた金型資産の厚み、金型資産を有効活用するプロセスによって成り立っている。

【 図表 14 】 知的資本の分析

| 項目   | 分析結果         | KPI                           |                                       |                    |
|------|--------------|-------------------------------|---------------------------------------|--------------------|
|      |              | 項目                            | 数値                                    |                    |
| 関係資本 | 顧客           | ・顧客企業                         | ・顧客企業数                                | 4,603社             |
|      |              | ・市場シェア                        | ・化粧品・トイレットリー容器での市場シェア                 | 4.2%               |
|      | ブランド         | ・スタンダードボトルを特徴とするメーカーとしてのポジション | ・売上に占める自社製品比率                         | 72.5%              |
|      |              | ネットワーク                        | ・グローバル展開                              | ・海外拠点のある国の数        |
|      | ・協力メーカー      |                               | ・日本以外の売上比率                            | 22.5%              |
|      |              |                               | ・日本以外の金型比率                            | 26.6%              |
| ・社数  | ・売上占める他社製品比率 |                               | 開示なし<br>13.8%                         |                    |
| 組織資本 | プロセス         | ・金型の製造                        | ・金型の製作数                               | 年203種類             |
|      |              | ・カスタマイズのための加飾技術               | ・保有する技術数                              | 8種類                |
|      |              | ・営業                           | ・営業の人数                                | 66人 (国内)           |
|      |              |                               | ・ショールーム来客数                            | 開示なし               |
|      | 知的財産<br>ノウハウ | ・金型のストック                      | ・ウェブページ上の<br>カスタマイズシミュレーションの<br>アクセス数 | 開示なし               |
|      |              |                               | ・資産計上されている金型<br>(減価償却前)               | 4,491百万円           |
|      |              |                               | ・資産計上されている金型<br>(純額)                  | 498百万円             |
|      |              |                               | ・金型への投資額                              | 438百万円             |
|      |              | ・保有金型数                        | 2,704型 (日本1,984、中国720)                |                    |
|      |              | ・特になし                         | 特になし                                  |                    |
| 人的資本 | 経営陣          | ・竹本家3代にわたる経営                  | ・特になし                                 | 特になし               |
|      |              | ・インセンティブ                      | ・社長と社長の二親等以内の<br>血族の保有                | 2,553,000株 (44.9%) |
|      |              |                               | ・親族以外の取締役の持株数                         | 27,000株 (0.47%)    |
|      |              |                               | ・役員持株会                                | 15年2月に新設           |
|      | 従業員          | ・企業風土                         | ・従業員数                                 | 889名 (正社員合計)       |
|      |              |                               | ・平均年齢                                 | 222名 (平均臨時雇用人数)    |
|      |              |                               | ・平均勤続年数                               | 37.1歳 (単体)         |
|      |              |                               | ・従業員持株会                               | 10.5年 (単体)         |
|      |              | ・インセンティブ                      | ・従業員持株会                               | 501,800株 (8.8%)    |
|      |              |                               | ・ストックオプション                            | なし                 |

(注) KPI の数値は記載がない場合は 14/12 期末のもの

(出所) 竹本容器有価証券報告書、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

**> ESG活動の分析****◆ 環境対応 (Environment)**

同社の事業は、様々な食品・環境関連の法規制を受けている。特に、容器包装に係る分別収集および再商品化の促進等に関する法律(容器包装リサイクル法)の適用を受ける事業者には該当している。具体的には、リサイクル義務の対象となる生産物の総量から再商品化義務量が算出され、それに応じた再商品化実施委託料を負担している。その他の法規制に関しても適切な対応がなされている。

法規制とは別に、本業における環境対応にも積極的である。特に容器の素材については、環境配慮型のものを積極的に導入している。具体的には、サトウキビの非可食部分由来の樹脂、100%リサイクル材使用のボトル、繰り返し使える詰め替え容器、廃棄時に小さく潰して減容化する容器、CO2排出量削減に寄与する材料を使った容器などを、顧客に提案している。

**◆ 社会的責任 (Society)**

同社は、「生活上必要不可欠な容器—カタチ(容)あるうつわ(器)—を通じて、顧客の商品である内容物の価値を安全に包み、更にその価値と個性化を高める」ことを使命としており、その立ち位置で社会に貢献する方針をとっている。

**◆ 企業統治 (Governance)**

同社の取締役会は7名(社外取締役は2名)で構成されている。社外取締役の穴田信次氏は、東京証券取引所および水戸証券の出身で、オプトエレクトロニクス(6664 東証JQS)の社外監査役、小津産業(7487 東証一部)の社外取締役との兼任である。田中達也氏は弁護士であり、ピクシブ(未上場)およびその関連会社の取締役、アニメイトホールディングス(未上場)の監査役、キュア(未上場)の取締役との兼任である。

監査役会は3名で構成され、内訳は、常勤監査役1名(社外監査役)、非常勤監査役2名(うち1名が社外監査役)である。社外監査役のうち、常勤監査役の石川雅郎氏は中小企業金融公庫の出身である。非常勤監査役の二宮洋氏は日本長期信用銀行(現・新生銀行)の出身で、ハイデイ日高(7611 東証一部)の社外監査役との兼任である。

## 4. 経営戦略

### > 対処すべき課題

#### ◆ 海外展開

中国はすでに金型を有している拠点で、現在の生産量は年 80 型だが、3 年後には年 220 型程度の生産体制にする予定である。中期計画が達成できるかどうかは、中国で金型をつくりきることができるかどうかにかかっているとっては過言ではない。

また、すでに金型を保有している日本と中国以外では、米国、タイ、インド、欧州へと展開先を増やしていく方針である。ただし、各地域で何をスタンダードボトルとして金型投資するかの判断はこれからであると考えられ、各拠点でビジネスが完結するような体制になるまでには時間がかかろう。それまでの間、日本と中国でどれだけ収益を上げられるか、また、付属品の融通などを含め、日本と中国から新拠点に対してどれだけサポートができるかが鍵を握る。

#### ◆ 人員の確保

2つの意味で人員の確保が課題となる。

1つは作業工程での人員の確保である。同社は少量多品種のオーダーに対応するため、検査工程でどうしても人によるプロセスの部分が多くなる。そのため、生産ラインを増やすにあたっては人員を増やす必要がある。

もう1つは、海外拠点の人員の確保である。展開する拠点がが増えて戦線が拡大するのに応じて、拠点ごとにマネジメントの体制をつくりあげる必要がある。ここで、同社がファミリービジネスであることが、場合によっては人員確保を難しくする可能性がある。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 金型投資の更なる強化

スタンダードボトルのビジネスモデルで事業展開する同社の競争力の源泉が、保有する金型にあることは論を待たない。同社はその源泉をさらに強化していくと同時に、海外展開も進めていくため、世界各地で金型投資および生産体制の構築を進めていく。現在は日本と中国で金型を有しているが、17年には6カ国で金型を保有する体制にする予定である(図表15)。

【 図表 15 】 金型の保有数と年間生産数 (単位：型)

|     | 保有金型数 | 年間金型生産数 |       | 備考                       |
|-----|-------|---------|-------|--------------------------|
|     | 14/12 | 14/12   | 17/12 |                          |
| 日本  | 1,984 | 約120⇒   | 約120  | 内製または外注<br>1カ国あたり40型×4カ国 |
| 中国  | 720   | 約80⇒    | 約220  |                          |
| その他 | 0     | 0 ⇒     | 約160  |                          |
| 合計  | 2,704 | 203     | 500   |                          |

(注) 生産数はヒアリングに基づく数値で、多少の差異がある可能性がある  
(出所) 竹本容器決算説明会資料およびヒアリングより証券リサーチセンター作成

#### ◆ 海外展開

14/12 期末時点で、日本以外の拠点は、中国・上海、中国・昆山、米国、タイ（駐在事務所）の 3 カ国 4 カ所にある。同社は、さらにインドや欧州に拠点を増やして世界展開を進める方針である。14/12 期の海外売上高の割合は 23%だが、中計では 17 年には 27%とする内容となっている。

#### ◆ 提案型営業

14/12 期の自社製品売上高比率は 72.5%だが、中期的には 62%にまで低下する方向である。スタンダードボトルのビジネスモデルを同社の強みとしてきたことを考えると、一見、これまでの方針と相反するようにも思える。

この点について、同社は、現在保有し、さらに積み増しを図るスタンダードボトルの金型を有効活用するために、提案型の営業にシフトしていく方針をもっている。例えば、同社が従来同様ボトル本体の金型を用意し、顧客のロゴ部分の金型だけを顧客が用意するような提案が考えられる（同社の金型はロゴだけを別にはめられるように作られている）。その結果としての自社製品売上比率の低下を想定しているようである。

当然、営業スタイルが提案型になるため、現在の営業担当者、企画開発担当者、技術者のマインドセットを変える必要があり、体制が整うまで時間を要するものと考えられる。ただし、この転換が進んだ場合、金型保有というハード、提案型営業というソフトの両輪での成長が期待できるようになる。

## 5. アナリストの評価

### > 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 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

|                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 強み<br>(Strength)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・確立されたビジネスモデル(スタンダードボトル)</li> <li>・豊富に保有する金型の品ぞろえ</li> <li>・自社金型と加飾技術の組み合わせによる顧客ニーズへの対応力(カスタマイズ)</li> <li>・早くからの中国への進出</li> </ul>                                                                                                                                                                                              |
| 弱み<br>(Weakness)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・シェアの低さ</li> <li>・高くない知名度</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 機会<br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・プロダクトマーケットでの多品種少量生産・短納期・小ロット化の流れ                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 顧客が金型を保有できない状況</li> </ul> </li> <li>・過去のデザインの再流行</li> <li>・デザインだけでないニーズの多様化                             <ul style="list-style-type: none"> <li>— 環境対応の機能性</li> <li>— 子どもや高齢者向け</li> </ul> </li> <li>・中国市場の成長</li> </ul> |
| 脅威<br>(Threat)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・競合の参入</li> <li>・国内の製造拠点の集中による災害リスク</li> <li>・原材料(ナフサ)価格の変動</li> <li>・景気悪化の可能性(日本および中国)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                             |

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ ファミリービジネスの事業継承を経験

中小企業庁の統計によれば、日本の企業のうち中小企業は社数ベースで 99%以上を占め、かつ、家族と一体化したファミリービジネスとして展開している企業が圧倒的に多い。団塊の世代がリタイアする時期に差し掛かっていることや、相続税制が変更されてきていることなどを背景に、事業承継が世の中のテーマとして浮上している。後継者をどうすべきか、後継者以外をどのように扱うか、そもそも事業を次世代に継がせるべきなのかどうか・・・、多くの中小企業経営者が抱える課題である。

同社の経営は 10 年前に現在の社長にバトンタッチされた。早い段階で次の代へ承継するという先代社長の強い意向があったためである。

承継実行後、経営体制を整え、世界展開という次の成長目標を定めた上で、14年に上場した。

#### ◆ 金型資産の蓄積という「変えざるべきもの」への理解

事業承継においては、「変えざるべきもの」の見極めが必要である。初代から始まった金型資産の蓄積をさらに続けて競合の追随を許さないことと、蓄積された金型資産を最大限活用すること、の2点は、同社にとって最も重要な「変えざるべきもの」であり、実際にその方針に従って経営がなされている。

#### ◆ 事業承継によって進む世界展開

2代目の社長の時の中国進出が、同社の世界展開の始まりである。3代目の竹本笑子氏の社長就任後、中国市場への浸透がさらに進められている。社長の妹である竹本えつこ氏を中国の責任者として送った時期もあり、経営の重点が置かれていることがうかがえる。また、現社長になってすぐに米国の拠点を設置されるなど、中国以外へも目が向けられるようになった。

今後は、現在拠点がある中国、米国、タイ（駐在事務所）以外にも、インドや欧州への視野が広がることになる。もちろん、地域ごとの消費文化や競争環境の違いを考えるとハードルは高く、拠点によっては、業績に貢献するまで想定以上の時間を要するかもしれない。

#### ◆ 中期計画の達成可能性のポイント

同社は17/12期までの中期計画を公表している。その達成の成否は、日本と中国以外の拠点も含めて、目標通り年500型の金型を作りきれるかどうかという点と、提案型の営業ができる担当者育成が進むかどうかの2点にかかっている。

#### ◆ 2つの財務目標

財務面での中長期目標として、売上高営業利益率10%以上(14/12期は7.9%)、自己資本利益率(ROE)15%以上(14/12期は13.1%)、という2つを安定的に達成することを掲げている。同社が公表している17/12期までの中期計画では投資を優先するため、その達成は見込まれていない。17/12期の中期計画が達成され、各拠点が軌道に乗る頃には、これらの目標とする財務指標の達成が視野に入ってくると考えられる。

➤ 今後の業績見通し

◆ 15年12月期会社計画は二桁増益を見込む

15/12期の会社計画は、売上高 11,605 百万円（前期比 4.9%増）、営業利益 1,040 百万円（同 18.5%増）、経常利益 1,017 百万円（同 15.6%増）、当期純利益 672 百万円（同 15.6%増）であり、二桁の利益成長を見込む内容となっている（図表 17）。

【 図表 17 】 会社計画

(単位：百万円)

| 決算期    | 13/12<br>実績 | 14/12<br>実績 | 15/12<br>会社計画 | 16/12<br>会社中計 | 17/12<br>会社中計 | 年平均成長率<br>14/12→17/12 |
|--------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|-----------------------|
| 売上高    | 10,017      | 11,062      | 11,605        | 12,690        | 13,720        | 7.4%                  |
| 前年比    | 3.8%        | 10.4%       | 4.9%          | 9.3%          | 8.1%          | -                     |
| 売上総利益  | 3,040       | 3,272       | -             | -             | -             | -                     |
| 売上総利益率 | 30.3%       | 29.6%       | -             | -             | -             | -                     |
| 営業利益   | 757         | 877         | 1,040         | 1,140         | 1,260         | 12.8%                 |
| 営業利益率  | 7.6%        | 7.9%        | 9.0%          | 9.0%          | 9.2%          | -                     |
| 経常利益   | 813         | 879         | 1,017         | 1,120         | 1,240         | 12.2%                 |
| 経常利益率  | 8.1%        | 7.9%        | 8.8%          | 8.8%          | 9.0%          | -                     |
| 当期純利益  | 592         | 581         | 672           | 745           | 820           | 12.2%                 |

(出所) 竹本容器有価証券報告書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、14/12期の前期比 10.4%増に対し、15/12期は同 4.9%増と、一見すると伸びが鈍化しているように見える。これは 14/12 期に、円安の進行によって中国子会社の売上高の円換算額が増加したことが影響しているものと見受けられ、成長トレンドの変化を示すものではないと考えられる。

営業利益率は 14/12 期の 7.9%に対し、15/12 期は 9.0%を目標とする。原材料費の増加と労務費の増加が見込まれるが、増収効果と他の費用項目の伸びの抑制でカバーする内容となっている。なお、15/12 期から、日本国内の有形固定資産に対する減価償却の方法が、定率法から定額法に変更される。

同社は US ドルと人民元の為替変動の影響を受ける。15/12 期の為替レート的前提は、1US ドル=117.00 円、1 人民元=18.50 円であり、1 円の円安に対する営業利益への影響は、US ドルは 7 百万円の減、人民元は 14 百万円の増である。

15/12 期の 1 株当たり配当金は 24 円（中間 12 円、期末 12 円）を計画している。14/12 期は期末配当金 19 円のみだったが、15/12 期より中間配当を開始する予定である。同社の 15/12 期の連結当期純利益予想

に対する配当性向は 20.3% (14/12 期は 16.8%) となる。同社では、配当性向の目安を、連結当期純利益業績に対して 20%としており、ほぼその目安に沿った水準となっている。

#### ◆ 中期経営計画は年平均約 12%の経常利益成長を見込む内容

同社は 17/12 期までの中期経営計画を公表している。14/12 期から 17/12 期の 3 期の年平均成長率は、売上高では 7.4%、経常利益と当期純利益はともに 12.2%とされている。各地域の増収 (日本は年平均約 5%の増収、中国は年平均約 15 %の増収、その他は 4 拠点の立ち上がり)、営業利益率 9%台、自己資本利益率 (ROE) 12.5%を目指す内容である。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 15/12 期業績を、売上高 11,659 百万円 (前期比 5.4%増)、営業利益 1,017 百万円 (同 15.9%増)、経常利益 997 百万円 (同 13.3%増)、当期純利益 654 百万円 (同 12.6%増) と、会社計画とほぼ同水準での予想となった。(図表 18)

当センターでは、業績を予想する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高については、自社製品と顧客金型製品の伸びが全体を牽引するものと予想した。具体的には、自社製品は前期比 4.3%増、顧客金型製品は同 20.6%増を見込む。その結果、15/12 期の自社製品の構成比は 71%へ若干低下するものと予想した (14/12 期 72%)。
- (2) 売上総利益率は、原材料単価の低下や償却方法の変更による償却額の減少を見込み、14/12 期より若干の上昇を予想する。さらに、売上高の増加による販売管理費率の低下も見込まれるため、営業利益率は 8.7%まで上昇すると予想する。ただし、会社計画の営業利益率 9.0%をやや下回るものと想定している。

16/12 期以降は、売上高は年 8%台の増加、営業利益は年 10%前後の増加を予想する。海外展開と提案型営業へのシフトという同社の戦略が奏功することを前提に、顧客金型製品の売上高が牽引することを見込む内容となっている。

【 図表 18 】 証券リサーチセンターの業績予想 (単位：百万円)

| 決算期                          | 13/12  | 14/12  | 15/12CE | 16/12CE | 17/12CE | 15/12E | 16/12E | 17/12E |
|------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>損益計算書</b>                 |        |        |         |         |         |        |        |        |
| 売上高                          | 10,017 | 11,062 | 11,605  | 12,690  | 13,720  | 11,659 | 12,659 | 13,709 |
| 前期比                          | 3.8%   | 10.4%  | 4.9%    | 9.3%    | 8.1%    | 5.4%   | 8.6%   | 8.3%   |
| 自社製品 (スタンダードボトル)             | 7,476  | 8,019  | -       | -       | -       | 8,369  | 8,669  | 8,969  |
| 顧客金型製品                       | 1,050  | 1,213  | -       | -       | -       | 1,463  | 2,013  | 2,613  |
| 他社製品                         | 1,191  | 1,527  | -       | -       | -       | 1,527  | 1,627  | 1,727  |
| 材料その他                        | 298    | 300    | -       | -       | -       | 300    | 350    | 400    |
| 売上総利益                        | 3,040  | 3,272  | -       | -       | -       | 3,474  | 3,759  | 4,057  |
| 前期比                          | 4.6%   | 7.6%   | -       | -       | -       | 6.2%   | 8.2%   | 7.9%   |
| 売上総利益率                       | 30.3%  | 29.6%  | -       | -       | -       | 29.8%  | 29.7%  | 29.6%  |
| 販売管理費                        | 2,282  | 2,395  | -       | -       | -       | 2,457  | 2,632  | 2,833  |
| 販売管理費率                       | 22.8%  | 21.7%  | -       | -       | -       | 21.1%  | 20.8%  | 20.7%  |
| 営業利益                         | 757    | 877    | 1,040   | 1,140   | 1,260   | 1,017  | 1,127  | 1,224  |
| 前期比                          | 19.8%  | 15.9%  | 18.5%   | 9.6%    | 10.5%   | 15.9%  | 10.8%  | 8.6%   |
| 営業利益率                        | 7.6%   | 7.9%   | 9.0%    | 9.0%    | 9.2%    | 8.7%   | 8.9%   | 8.9%   |
| 経常利益                         | 813    | 879    | 1,017   | 1,120   | 1,240   | 997    | 1,107  | 1,204  |
| 前期比                          | 23.5%  | 8.1%   | 15.6%   | 10.1%   | 10.7%   | 13.3%  | 11.0%  | 8.8%   |
| 経常利益率                        | 8.1%   | 8.0%   | 8.8%    | 8.8%    | 9.0%    | 8.6%   | 8.7%   | 8.8%   |
| 当期純利益                        | 592    | 581    | 672     | 745     | 820     | 654    | 727    | 791    |
| 前期比                          | 36.3%  | -1.8%  | 15.6%   | 10.9%   | 10.1%   | 12.6%  | 11.1%  | 8.8%   |
| <b>貸借対照表</b>                 |        |        |         |         |         |        |        |        |
| 現預金                          | 1,237  | 1,863  | -       | -       | -       | 2,041  | 2,252  | 2,454  |
| 受取手形および売掛金                   | 2,275  | 2,413  | -       | -       | -       | 2,530  | 2,837  | 2,976  |
| 棚卸資産                         | 755    | 843    | -       | -       | -       | 862    | 968    | 1,006  |
| その他                          | 101    | 117    | -       | -       | -       | 120    | 120    | 120    |
| 流動資産                         | 4,370  | 5,237  | -       | -       | -       | 5,555  | 6,179  | 6,557  |
| 有形固定資産                       | 3,664  | 4,436  | -       | -       | -       | 4,753  | 5,115  | 5,523  |
| 無形固定資産                       | 199    | 250    | -       | -       | -       | 270    | 290    | 310    |
| 投資その他の資産                     | 199    | 183    | -       | -       | -       | 185    | 185    | 185    |
| 固定資産                         | 4,064  | 4,869  | -       | -       | -       | 5,208  | 5,590  | 6,018  |
| 資産合計                         | 8,434  | 10,107 | -       | -       | -       | 10,764 | 11,770 | 12,575 |
| 支払手形および買掛金                   | 1,385  | 1,564  | -       | -       | -       | 1,546  | 1,831  | 1,826  |
| 短期借入金                        | 0      | 0      | -       | -       | -       | 0      | 0      | 0      |
| その他                          | 1,420  | 1,783  | -       | -       | -       | 1,800  | 1,900  | 2,000  |
| 流動負債                         | 2,806  | 3,348  | -       | -       | -       | 3,346  | 3,731  | 3,826  |
| 社債および長期借入金                   | 1,624  | 1,443  | -       | -       | -       | 1,443  | 1,443  | 1,443  |
| その他                          | 219    | 238    | -       | -       | -       | 240    | 240    | 240    |
| 固定負債                         | 1,844  | 1,681  | -       | -       | -       | 1,683  | 1,683  | 1,683  |
| 純資産合計                        | 3,783  | 5,077  | -       | -       | -       | 5,734  | 6,355  | 7,065  |
| (自己資本)                       | 3,783  | 5,077  | -       | -       | -       | 5,734  | 6,355  | 7,065  |
| <b>キャッシュフロー計算書</b>           |        |        |         |         |         |        |        |        |
| 税金等調整前当期純利益                  | 849    | 889    | -       | -       | -       | 992    | 1,102  | 1,199  |
| 減価償却費                        | 682    | 723    | -       | -       | -       | 694    | 868    | 1,047  |
| 売上債権の増減額 (△は増加)              | 24     | -74    | -       | -       | -       | -117   | -306   | -138   |
| 棚卸資産の増減額 (△は増加)              | 0      | -57    | -       | -       | -       | -19    | -106   | -38    |
| 仕入債務の増減額 (△は減少)              | -223   | 148    | -       | -       | -       | -17    | 284    | -4     |
| その他                          | -62    | 103    | -       | -       | -       | 100    | 100    | 100    |
| 法人税等の支払額                     | -337   | -225   | -       | -       | -       | -337   | -374   | -407   |
| 営業活動によるキャッシュ・フロー             | 932    | 1,506  | -       | -       | -       | 1,295  | 1,567  | 1,757  |
| 有形固定資産の取得による支出               | -571   | -1,047 | -       | -       | -       | -842   | -1,200 | -1,400 |
| 無形固定資産の取得による支出               | -35    | -67    | -       | -       | -       | -19    | -20    | -20    |
| その他                          | 93     | -37    | -       | -       | -       | -1     | 0      | 0      |
| 投資活動によるキャッシュ・フロー             | -513   | -1,152 | -       | -       | -       | -863   | -1,220 | -1,420 |
| 短期借入金の増減額 (△は減少)             | -100   | 0      | -       | -       | -       | 0      | 0      | 0      |
| 長期借入金の増減額 (△は減少)             | -538   | -293   | -       | -       | -       | 0      | 0      | 0      |
| 株式の発行による収入<br>(株式公開費用の支出を含む) | 0      | 458    | -       | -       | -       | 0      | 0      | 0      |
| 配当金の支払額                      | -20    | -25    | -       | -       | -       | -176   | -136   | -136   |
| 財務活動によるキャッシュ・フロー             | -672   | 135    | -       | -       | -       | -175   | -136   | -136   |
| 現金及び現金同等物の増減額 (△は減少)         | -144   | 548    | -       | -       | -       | 255    | 210    | 201    |
| 現金及び現金同等物の期首残高               | 1,381  | 1,237  | -       | -       | -       | 1,786  | 2,041  | 2,252  |
| 現金及び現金同等物の期末残高               | 1,237  | 1,786  | -       | -       | -       | 2,041  | 2,252  | 2,454  |

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) 竹本容器有価証券届出書および有価証券報告書、決算説明会資料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

### ◆ ファミリービジネスとしての経営

ここまでファミリービジネスとしての強みを十分に発揮してきた同社であるが、ファミリー内の人間関係の変化が起因となって社内が混乱する場合には、通常よりも混乱の度合いが大きくなる可能性は否定できない。現状では、将来の混乱につながる兆候は確認されていない。

### ◆ ナフサ価格の変動

同社が生産する容器の材料となる合成樹脂は、原油から精製されるナフサが主原料である。現在は、原油価格が下落傾向にあるため特段の問題はないが、今後急激に価格が上昇し、顧客への価格転嫁が進まない場合には、原価上昇が業績に大きく影響を与える可能性がある点に留意する必要がある。

「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

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

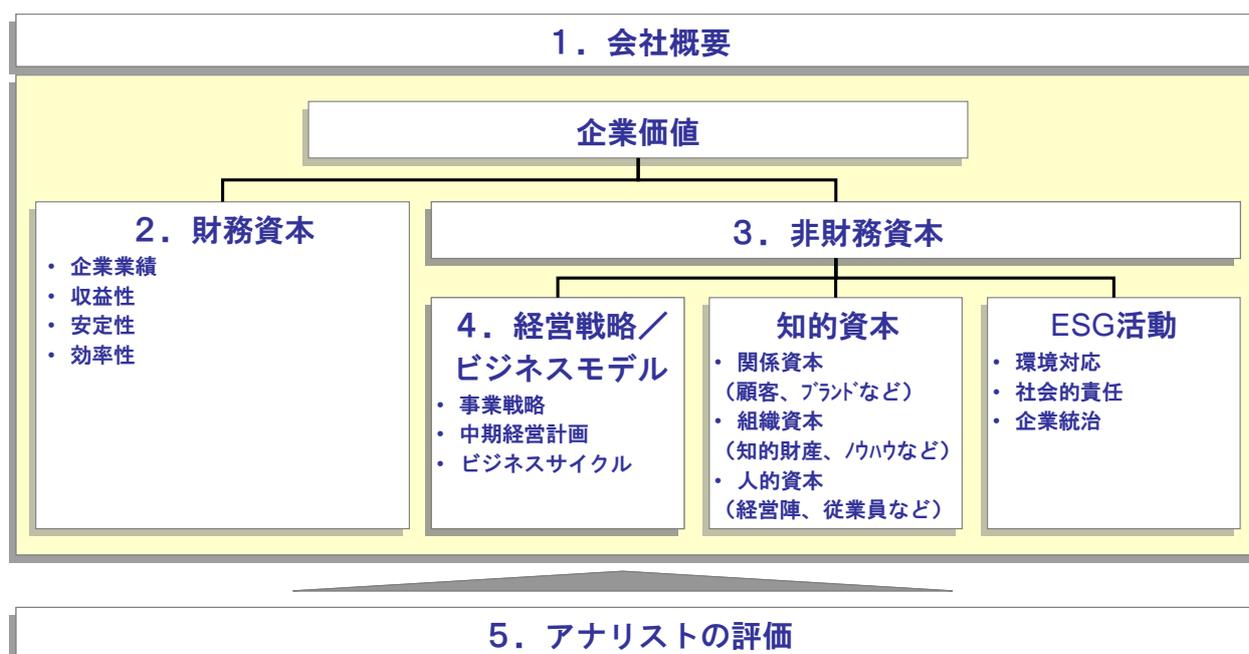
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。
- 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。