

ホリスティック企業レポート

アグロ カネショウ

4955 東証二部

フォロー・レポート
2013年3月8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20130305

アグロ カネショウ (4955 東証二部)

発行日: 2013/3/8

農薬の中堅専門メーカー。東日本大震災で主力工場が被災するが、生産体制を再構築し事業は正常化へ。今期は減益見込みだが、来期以降増益トレンドへ

> 要旨

◆ 農業薬品の中堅専門メーカー

・果樹、野菜向け農薬事業に特化し、農薬の輸入販売及び製造販売を行っている中堅専門メーカー。輸入品に独自のノウハウを加えた農薬と自社開発農薬で業容を拡大。農業用土壌処理剤などの競争力のある製品を持つ。農薬の登録制度が参入障壁となっている。

◆ 前期に黒字化。今期は増収ながらもコスト負担増から減益へ

・前2012年12月期決算は増収増益、黒字転換。今期は黒字を維持するが増収減益へ。新工場の償却負担、R&Dなどの先行投資負担見込みによる。

> 投資判断

◆ 来年度以降、拡販と先行投資負担一巡で増収増益トレンドへ

・同社の高成長は見込みにくいものの、既存農薬の適用拡大、販売促進の強化による国内・海外販売の増加、加えて先行投資負担のピークアウトが見込めることから、来期以降の業績は増収増益トレンドが予想される。

◆ 中期的な想定株価は520円～630円

・短期的な株価のアップサイドは見込みにくい、PER、PBR、配当利回りなどのバリュエーション的には相対的に低いレベルと思われる。前期中期的な業績予想を見直し、新たに加えた2015年12月期の当センター予想EPS52.3円に、適正PERと思われる10～12倍を当てはめ、当面の想定株価レンジは520円～630円とした。

アナリスト: 松尾十作
+81(0)3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

【主要指標】

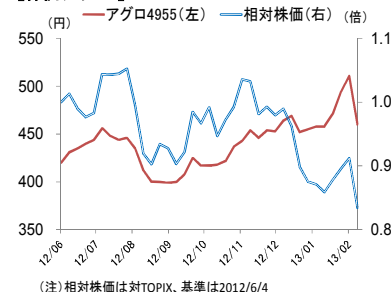
	2013/1
株価 (円)	502
発行済株式数 (株)	13,404,862
時価総額 (百万円)	6,729

	前期	今期E	来期E
PER (倍)	9.3	11.4	10.4
PBR (倍)	0.6	0.6	0.5
配当利回り (%)	4.0	4.0	4.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	3.5	10.8	23.6
対TOPIX (%)	-0.3	-11.3	5.9

【株価チャート】



【4955 アグロ カネショウ 業種: 化学業】

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)
2010/12	12,930	3.0	1,375	27.4	1,220	19.5	874	47.4	142.8	1,688.3	20.0
2011/12	11,310	-12.5	1,096	-20.3	1,039	-14.9	-276	--	-22.8	795.4	10.0
2012/12	11,917	5.4	1,165	6.3	1,173	12.9	655	--	53.8	867.6	20.0
2013/12 CE	12,358	3.7	853	-26.8	865	-26.3	530	-19.2	43.6	---	20.0
2013/12 E	12,400	4.1	880	-24.5	890	-24.1	540	-17.6	44.1	891.7	20.0
2014/12 E	12,830	3.5	1,100	25.0	1,110	24.7	590	9.3	48.2	919.9	20.0
2015/12 E	13,200	2.9	1,200	9.1	1,210	9.0	640	8.5	52.3	952.2	20.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、当センター予想 1 株指標は自社株控除

フォロー・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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

決算サマリー

> 事業内容

輸入品に独自のノウハウを加えた農薬と自社開発の農薬で業容を拡大。農家密着型営業のコンサルティングセールスが特徴

◆農薬の効果が大きい果樹、野菜向けに特化

アグロ カネショウ (以下：同社) グループは、同社と海外連結子会社 1 社、海外非連結子会社の合計 3 社で構成されており、害虫防除剤、病害防除剤等農薬の製造及び販売を主な事業としている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA (カネショウ・ソイル・トリートメント、所在地：ベルギー王国、以下 KST) であり、バスアミド微粒剤や D-D 等の農業用土壌処理剤の原体及びバルクを同社及び 90 カ国余りへ輸出している。

個性がある製品の研究開発、独自の販売ルートと営業支援システムを駆使し、農家に直接技術指導及び農薬普及に注力して事業を発展させてきた。農薬の販売には各国固有の登録が必要となり、登録には時間とコストがかかるため参入障壁となっている。

国内販売に関しては、会員店販路を中心とした商系の販路が主力であり、営業担当者が直接農家を訪問し、コンサルティングセールスを行う農家密着型営業に特長がある。

一昨年の東日本大震災に伴う東電福島第一原子力発電所の爆発に伴う放射能汚染の影響で、主力工場であった福島工場が現在に至っても立入禁止の状況が続き、生産不能である。外部への委託生産と代替となる茨城新工場の生産を開始、事業を再建中だが正常化しつつある。

◆売上・商品構成

農薬の種類は多岐にわたり、同社の取扱商品数は約 100 点にも及び、多品種少量生産を行う。同社は特定分野に特化、土壌消毒剤分野では競争力のある製品を持ち、国内トップクラスのシェアである。また、日本の農業の季節性から、同社業績は上期 (1~6 月) が年間売上高の約 6 割を占め、上期偏重となっている。

売上構成は、病害防除剤が全体の約 4 割、野菜・畑作向けが 7 割を占める。何らかの付加価値を加えた独自開発品が売上の約 7 割。また自社による開発品は 2 商品と数は少ないものの、売上の約 2 割を占め、利益率も高い商品群として貢献している。

主力製品は、バスアミド微粒剤 (土壌消毒剤)、D-D (土壌消毒剤)、カネマイトフロアブル (自社開発品：害虫防除剤-ダニ防除剤)、カソロン粒剤 (除草剤)、モゲトン (除草剤の一種・水稲の藻や畑地の苔の防除など) の商品で、全売上の約 65%を占める。今後は 2 年前から発売しているネマキック粒剤 (自社開発品：害虫防除剤-線虫防除剤) が海外も含め成長段階に入る。

> 決算概要

◆前2012年12月期

2011年農薬年度(10月から翌9月)の国内農薬業界は、放射能汚染・風評被害・天候不順などの悪影響があり、農薬の流通在庫も多く厳しい状況だった反面、果樹・そ菜類の一部の価格が高値で推移するなど改善の兆しもあり、農薬出荷金額が前年比0.6%増だった。

同社の前2012年12月期は、生産体制の再構築と需要の開拓・販売促進の強化から売上高11,917百万円(前期比5.4%増)、営業利益1,165百万円(同6.3%増)、経常利益1,173百万円(同12.9%増)、当期純利益655百万円(11年12月期276百万円の当期純損失)と、最終損益は黒字転換した。尚、同社及び当センターと実績当期純利益の乖離の主要因は、法人税の見積りの差などである。

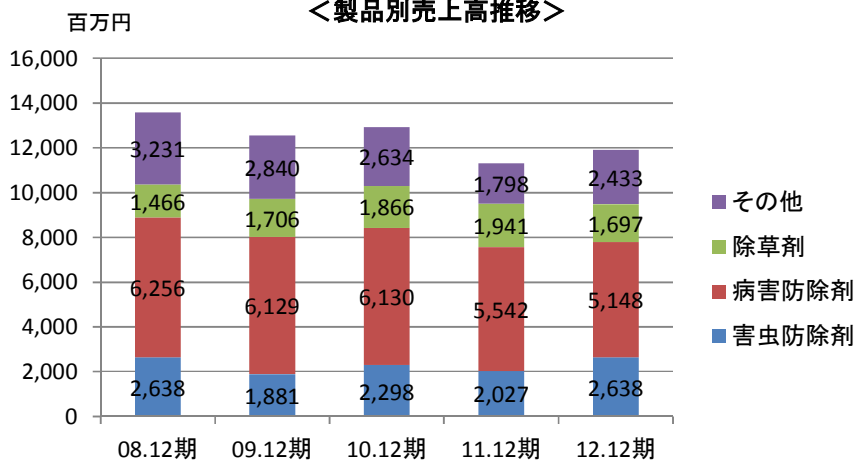
< 前12年12月期決算概要 >

	会社予想	当センター予想	実績
売上高(百万円)	12,403	12,000	11,917
前期比(%)	9.7	6.1	5.4
営業利益(百万円)	1,164	1,130	1,165
前期比(%)	6.2	3.1	6.3
経常利益(百万円)	1,189	1,160	1,173
前期比(%)	14.4	11.6	12.9
当期純利益(百万円)	828	815	655
前期比(%)	黒字化	黒字化	黒字化

(出所)決算短信などから証券リサーチセンター作成

薬剤別売上高をみると害虫防除剤は2,638億円(同30.1%増)、その他も2,433億円(同35.3%増)と大幅に伸長した。害虫防除剤は、ネマキック粒剤の貢献が大きいようだ。その他は輸出売上高の構成比が高く、カネナイトフロアブルの輸出売上高が原発事故の影響から低下したが、前期は同剤の代替生産の体制が整って、売上高は伸長している。

< 製品別売上高推移 >



(出所)決算説明資料より当センター作成

他方、病害防除剤は 5,148 億円 (同 7.1%減)、除草剤も 1,697 百万円 (同 12.6%減) と低迷した。病害防除剤減収はバスアミド微粒剤と D-D が東北大震災による需要減退などを受けた流通在庫増の影響を受け、隔年使用のターム水溶剤 (植物成長調整剤) が需要の裏年に相当したため。除草剤も流通在庫増の影響のほか、モゲトンが使用時期に当たる季節に藻の発生が少ないことから需要減となったため。

◆新工場稼働

一昨年の東日本大震災に伴う東電福島第一原子力発電所の爆発に伴う放射能汚染の影響で、主力工場であった福島工場が現在に至っても立入禁止の状況が続き、生産不能である。代替となる茨城新工場を建設し、13年1月28日に第1期工事が完了、4月下旬には全てが完工予定。投資総額は10億円前後で、生産品目はバスアミド、各種水と製剤 (有効成分を水に溶かし希釈して使う) など。生産能力は福島工場の約6割程度のため、今後も国内外の取引先企業等の協力を含めながら安定した製品供給を行う。尚、12年9月に非連結子会社・アグロ カネショウコリアを韓国に設立した。委託生産先である韓国メーカーに対し、アグロ カネショウコリアによる品質管理と第三国への輸出拠点とするため。

> 業績見通し

今期は、新工場の償却負担、R&D コスト負担増から増収ながらも減益見通し

◆今 2013 年 12 月期会社予想

今 13 年 12 月期連結業績の会社予想は、売上高 12,358 百万円 (前期比 3.7%増)、営業利益 853 百万円 (同 26.8%減)、経常利益 865 百万円 (同 26.3%減)、当期純利益 530 百万円 (同 19.2%減) と増収減益。売上高は、国内の販促効果、海外販売の伸びなどから増収を見込んでいる。一方、震災後不要不急の販管費を削減した反動や、茨城新工場稼働に伴う製造間接費 (前期比約 2.5 億円増の見込み)、R&D 投資 (同 1 億円強)、海外での農薬登録などの負担や農薬登録に伴う販売促進費が発生する事から、減益を予想している。

製品別売上高では、最大構成比の病害防除剤 5,316 百万円 (前期比 3.3%増)、害虫防除剤 2,628 百万円 (同ほぼ横ばい)、除草剤 1,982 百万円 (同 16.8%増)、その他 2,430 百万円 (同ほぼ横ばい)。前期に流通在庫増の影響を受けた病害防除剤と除草剤が通常ベースに戻る見通しで、害虫防除剤とその他は全体として前期並みと見ている。

◆今 2013 年 12 月期の当センター予想

当センターでは、今期及び中期の業績予想を見直し改訂を行った。会社予想の製品別売上高で前期比横ばいとなっている害虫防除剤とその他が、前期の伸長の背景を考慮すると上積みの可能性もあろう。

一方、想定以上に茨城新工場の製造間接費（減価償却費を含む）やR&D 投資、海外での農薬登録などの先行投資負担が発生する事から、収益は前回予想を下方修正し、ほぼ会社予想並みまで引き下げた。コストなど会社側は厳しく見積もっており、会社予想は若干固めであると思われる。今期の減益要因は、将来に向けた成長のための布石と考えられ、前向きにとらえたい。

◆中期見通し

同社は、中期的な経営数値目標を発表していない。当センターでは、14年12月期までの売上高、利益の中期業績予想の見直しを行い、新たに15年12月期予想も加えた。

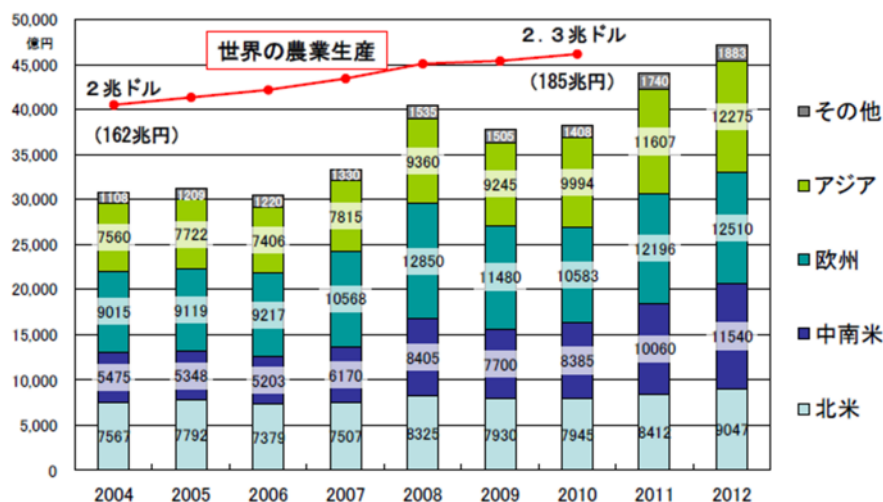
＜今期以降の中期業績予想＞

(単位:百万円)		13.12期	13.12期	14.12期	15.12期
		会社予想	予想	予想	予想
前回 12年11月 時点	売上高	—	12,460	13,000	—
	営業利益	—	1,200	1,280	—
	経常利益	—	1,180	1,240	—
	当期純利益	—	650	680	—
今回	売上高	12,358	12,400	12,830	13,200
	営業利益	853	880	1,100	1,200
	経常利益	865	890	1,110	1,210
	当期純利益	530	540	590	640

(出所)当センター作成

中長期的に見れば日本の農薬市場は成熟しているものの、世界の農薬市場は下図表のようにアジア・北・中南米を中心に拡大している。世界人口の増加に伴う食糧増産ニーズが背景にあり、今後も成長は持続的なものであると思われる。

＜世界の農薬市場推移＞



(出所) 決算説明会資料より

来期(14年度12月期)は、増収増益になると当センターでは予想している。この要因は、国内における技術指導普及販売の強化、既存剤の適用拡大が認可され販売増が見込めること、新製品の上市が期待されること、及び減価償却費等の負担が低下することである。製品別では、ネマキック粒剤、バスアミド微粒剤、D-D、ターム剤が牽引役となろう。

中期的にも、同様に既存農薬の適用拡大、新製品効果が継続し、また、海外での登録が順次認められ海外販売の伸びが期待できることから、実質増収増益(法人税効果や震災被害に伴う営業外損益及び特別損益などを除外した実質ベースの損益)を、当センターでは見込んでいる。

具体的な商品戦略は、バスアミド微粒剤とD-Dによる国内土壌処理剤市場でのシェアアップを図り、更に全世界での販売を展開して行くことである。また11年より新たに販売開始したネマキック粒剤を加えて土壌処理剤を充実させ、増収が図られよう。

◆震災関連の被害及びその補償について

同社は、福島工場にかかる損害に関し東京電力に補償を求め、震災以来交渉を重ねているが、解決には至っていない。今後も、引続き東京電力に補償を求めていく方針である。なお、当センターの今期以降のEPS予想には、東日本大震災による追加減損や損害賠償請求金額などを織り込んでいない。

投資判断

> 株主還元

◆安定配当が基本

同社の配当政策は、利益を株主、内部留保、従業員で3等分することが、基本的な考え方である。新型農薬の研究開発資金を内部留保しながら、業績を勘案し安定的な利益還元を行う方針である。今期減益となる予想だが、黒字化が定着し前期と同水準である20円配当を継続する計画である。当センターでは、業績が著しく好転しない限り、研究開発や海外での登録などのコストが継続することから、当面は増配の可能性はなく20円配当が続くと考えている。

> 株価バリュエーション

◆バリュエーションはやや割安な水準

上場会社する競合企業と同業他社比較を行った。同社の株価バリュエーションは、PER、PBR、配当利回りを総合的に勘案すると、今期予想ベースでは、同業他社及び東証一・二部平均と比較し、同社株価はやや割安な水準と思われる。国内では、農薬は成熟市場である上、放射能による農作物に対する損害の長期化リスクが反映されていると判断される。今後の事態の収束や、東電による損害賠償の支払い、業容の着実な回復が確認できれば、東証一・二部平均並みの株価バリュエーションも可能であろう。

<株価バリュエーション同業比較>

	4955 東証二部 同社	4952 東証二部 エス・ディー・エス バイオテック	4992 東証一部 北興化学工業
株価(13/3/1)	502	798	282
PER(今期予想)	11.4	13.0	11.8
PBR(直近実績)	0.6	1.5	0.6
配当利回り(予想)	3.98	2.51	2.84
時価総額(百万円)	6,729	6,235	8,456

(出所)当センター作成

> 今後の株価

◆中期的な株価想定レンジは520円～630円に見直し

15年12月期の当センター予想EPS52.3円をベースに、適正バリュエーションと思われる予想PER 10倍～12倍を掛け合わせると、想定株価水準は520円～630円となる。今期より、新工場による本格的な生産開始が始まる見込みであり、震災の打撃から事業は徐々に正常化しつつある。震災以前への農業生産水準への回復は見込みにくいものの、今後は事態の緩和により、株価も業績動向により変動する展開が予想される。環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)交渉参加に農家の反発が強いことを踏まえ、農業の競争力強化を産業競争力会議で検討しており、その動向と同社へのインパクトが注目される。

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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

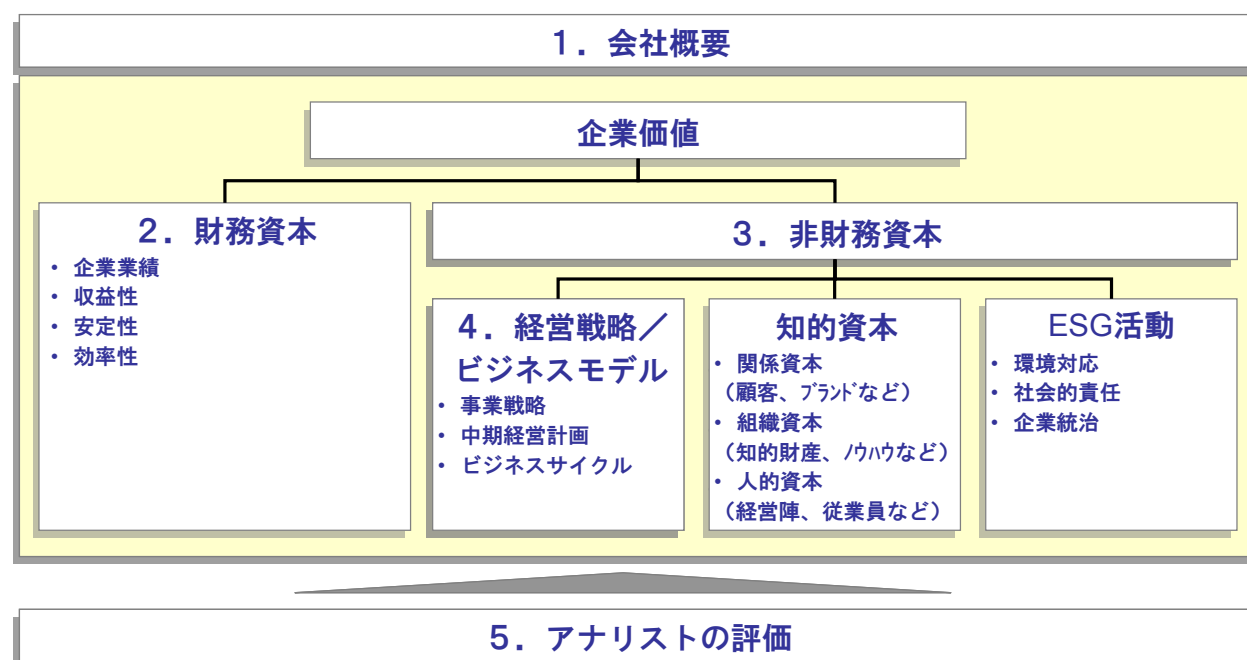
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。