

# ホリスティック企業レポート ヒューテックノオリン 9056 東証二部

フル・レポート  
2013年3月21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20130315

要旨

1. 会社の概要

・冷凍倉庫・トラック輸送によるコールドチェーン物流を担う。冷凍食品メーカー、問屋から寄託を受ける保管在庫型物流センター運営を主体に、小売業向け通過型センター運営、病院給食配送等も手掛ける。

アナリスト: 高坂 茂樹  
+81(0)3-6858-3216  
kousaka@stock-r.org

2. 財務面の分析

・株式上場する類似会社と比べ収益性は高い。センター新設に多額の投資を必要とする業態だが、安全性、成長性も良好である。  
・2013/3 期は新センター立ち上げに伴う費用負担増等から減収減益予想ながら、来期以降は年率 5% 程度のトップラインの成長を予想。

【主要指標】

	2013/3/15
株価(円)	928
発行済株式数(千株)	10,438
時価総額(百万円)	9,686

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	6.9	9.2	7.4
PBR(倍)	0.59	0.55	0.52
配当利回り(%)	3.0	3.2	3.2

3. 非財務面の分析

・食の安全を確保しつつ効率化・低コスト化を実現するためのセンター設計やマテハン新技術の導入、自社メンテナンス等に積極的。  
・技術水準向上を進めるも、最後は人が決め手となる業態との認識から、人材の確保・育成に経営トップが率先して取り組んでいる。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.8	9.3	2.7
対TOPIX(%)	-0.9	-12.5	-12.0

4. 経営戦略

・食の安全に留意した最高品質のコールドチェーンによる全国一元受注体制の確立、付加価値サービスによる収益性向上、人材拡充等を追求。  
・当面の戦術は、新設・増強したセンターの早期稼働率向上。中期的には複合型センターの拡充、新たな食材物流網の構築等を目指す。

【株価パフォーマンス】



5. アナリストの評価

・手堅い成長戦略は妥当である。M&A は案件次第で活用すれば良い。  
・ガバナンス体制整備、利益還元策等の姿勢は評価できる。  
・円安デメリットの内需産業のため、対 TOPIX で株価はアンダーパフォームするも、電気料金上昇等が一服すれば、相対株価は回復に向かおう。  
・中期的な観点による適正株価は、過去 10 年間及びリーマンショック前の 5 年間の PER 平均値 6.8~8.4 倍を参考に、1,000~1,250 円と算定した。

【9056 ヒューテックノオリン 業種:陸運業】

決算期	営業収益 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2011/3	33,558	3.8	2,161	-4.3	2,266	-5.6	1,203	-8.1	115.4	1,448.0	20.0
2012/3	34,864	3.9	2,326	7.6	2,421	6.8	1,402	16.5	134.5	1,569.3	28.0
2013/3 CE	36,000	3.3	1,640	-29.5	1,630	-32.7	970	-30.9	93.0	—	30.0
2013/3 E	36,300	4.1	1,800	-22.6	1,800	-25.7	1,050	-25.1	101.1	1,678.5	30.0
2014/3 E	38,000	4.7	2,200	22.2	2,200	22.2	1,300	23.8	125.1	1,773.6	30.0
2015/3 E	40,000	5.3	2,600	18.2	2,600	18.2	1,550	19.2	149.2	1,889.8	33.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、無印は実績

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合状況
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

### 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

- － 課題と当面の戦略
- － 中・長期戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

冷蔵倉庫での保管から共同配送まで一貫して手掛けるコールドチェーン物流の先駆者

冷凍食品メーカー・問屋相手に保管・共同配送を行う DC 事業が主力サービス

チェーンストア相手の TC 事業、病院向け食材配送、金融機関向けサービスも併営

### ◆ コールドチェーンを支える中堅物流業者

株式会社ヒューテクノオリン（以下、同社）は、冷凍食品の共同配送を得意とする独立系冷蔵物流業者である。半世紀前から効率的なコールドチェーン構築に取り組んでおり、業界のリーディングカンパニーを自負している。

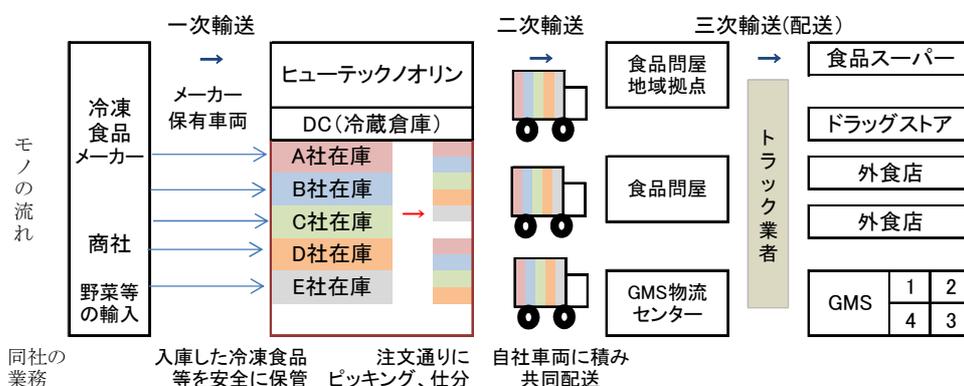
同社の主たる業務は、冷蔵倉庫を設け、冷凍食品メーカー等から寄託を受けて冷凍食品等を定温（氷点下 18～30 度）保管し、併せて荷役（貨物の入・出庫に伴う運搬作業等）、流通加工（輸入冷凍食材の細菌検査、小包装詰め替え・製品化等）、荷捌き・仕分（倉庫内の貨物を問屋からの注文に応じてピッキング・配送先別に整理）等の業務を行い、問屋のデポ（最前線の物流拠点）や小売業の物流センター等へ自社車両で配送するまでの一連の物流業務を請け負うことである。倉庫業、道路貨物運送業を統合した事業で、DC 事業（Distribution Center、保管在庫型物流センター業務、図表 1）と呼ばれる。

同社は複数の冷凍食品メーカーの製品を詰め合わせ共同配送し、メーカーの庸車削減、受入側の問屋や小売業物流センター等の入荷・検品作業軽減、双方の庸車物流コストの削減を実現する（図表 2）。

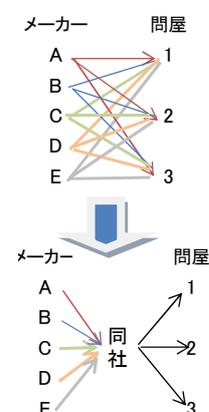
また食品スーパー、GMS（General Merchandise Store：総合スーパー）等の調達物流において、日配食品（牛乳、パン、豆腐、惣菜、麺類等の比較的賞味期限の短い食品）のベンダーから貨物を受け入れ、配送先店舗別に仕分した後、自社保有トラックで各店舗に配送するための通過型物流センター（TC：Transportation Center）業務も営んでいる。

この他、病院向けの食材やリネン等の輸送業務、地方銀行・信用金庫等の現金・有価証券・重要書類等の支店間輸送業務等も受託している。

図表 1 在庫保管型物流センター事業のイメージ



図表 2 庸車効率化



(出所) 図表 1、2 ともに同社ウェブサイト営業案内ページ等より証券リサーチセンター作成

DC、TC 合わせた食品物流  
が9割超、DC73%、TC24%  
でメーカー・商社向けメイン

関東地盤だが、東北から九  
州までの全国ネット、北海道  
は協力会社に委託

◆ 食品取扱いが97%、冷凍食品メーカー向け DC 事業が主力業務

同社の営業収益は、食品物流(2012/3 期構成比 97%)と、金融向け警備輸送事業、子会社の営む病院関連物流事業で構成されるその他(同 3%)に分類される。

食品物流は DC 事業(同 73%)、TC 事業(24%)に分類される。DC 事業は、冷凍食品メーカー・商社の共同配送(同 45%)、問屋物流(同 6%)、病院食材物流(同 11%)、保税・加工業務(同 5%)、その他に分類される(図表 3)。

◆ 全国に広がるコールドチェーン

主な事業所は、関東地方に7支店(大型 DC)の他、東北、中部、関西、九州にそれぞれ支店を配置。北海道は協力会社に委託している。支店管轄下の物流センター、さらに小規模の営業所を含めると、冷蔵倉庫を保有し車両を配備する営業拠点は全国 17 あり、冷蔵倉庫容積 85.7 万平米、収納能力は 34.2 万トンにのぼる(図表 4)。

このうち関東第二支店は、DC 機能と TC 機能、さらに流通加工場を併せ持った複合型物流センターである(18 頁図表 24 参照)。

12 年 2 月に移転・新設された東京支店は同社最大の物流センターで、冷凍(収容能力 2.7 万トン)、チルド(同 1.0 万トン)、ドライ(常温、同 1.1 千トン)の 3 温度帯に対応する倉庫を持ち、遠距離拠点への一次便(幹線輸送)、問屋デポ、小売業物流センターへの二次便(共同配送)、小売店向け三次便(店舗納品)のフルサービスを提供。

また、戸田及び神戸に、乳製品はじめ日配品のチルド物流拠点がある。この他、TC 事業を営む拠点が関東地方に 5 カ所、病院食材配送拠点が東京、埼玉、大阪、愛知、宮城、長野の 6 カ所。また食材加工場が関東支店と関西支店の 2 カ所に併設されている。

図表 3 営業収益の内訳 (百万円)

決算期	2011/3	2012/3	構成比
営業収益	33,558	34,864	100%
(前年同期比増減率)	3.8%	3.9%	
<b>DC事業</b>	23,892	25,402	73%
(前年同期比増減率)	7.5%	6.3%	
うち メーカー・商社	15,006	15,804	45%
(前年同期比増減率)	6.6%	5.3%	
うち 問屋物流	2,162	2,106	6%
(前年同期比増減率)	6.5%	-2.6%	
うち 病院食材	3,450	3,707	11%
(前年同期比増減率)	32.7%	7.5%	
うち 保税・加工業務	1,470	1,880	5%
(前年同期比増減率)	-17.7%	27.9%	
その他	1,802	1,903	6%
(前年同期比増減率)	-17.4%	5.6%	
<b>TC事業</b>	8,353	8,265	24%
(前年同期比増減率)	-0.2%	-1.1%	
食品 小計	32,245	33,667	97%
(前年同期比増減率)	5.4%	4.4%	
<b>その他</b>	1,312	1,196	3%
(前年同期比増減率)	-3.0%	-8.8%	

(出所)2012/3 期決算説明会資料より  
当センター作成

図表 4 事業拠点一覧

業務分類	中核支店	進出年	住所	センター	営業所	備考	
DC 保管在庫型 物流センター 運営	関東支店	86.03	埼玉県越谷市	2	1	関東工場併設 12.02移転新設	
	関東第二支店	06.04	埼玉県越谷市				
	東京支店	90.01	八王子市	2	2	リバック、惣菜工場併設	
	東京第二支店	12.06	立川市				
	関東中央支店	99.11	埼玉県白岡町	1(神戸)	1	チルド物流に特化	
	東京臨海支店	02.04	川崎市				
	戸田支店	70.04	埼玉県戸田市	5			
	東北支店	89.01	仙台市				
	関西支店	94.03	大阪府高石市				
	九州支店	97.07	福岡市	1			
中部支店	10.05	愛知県小牧市					
幹線輸送	(幹線輸送)		(基幹支店内)		1	担当部署は営業所と同格	
食材加工	(加工営業部)		関東、関西支店	1	2工場	担当部署はセンターと同格	
TC	松戸センター	10.10	千葉県松戸市		4	1	99年千葉、神奈川で開業
金融向け	(警備輸送部)	78.04	東京都墨田区			1	担当部署は支店と同格
病院向け サービス	(本体)	80.12	越谷市他			6	80年に冷凍食品の病院向け 配送事業化
	(株)ヘルティ	87.06	埼玉県越谷市			2	87年リネン集配事業進出

(注)病院食材センター等は各支店内にあり、拠点数を重複して記載している  
(出所)同社会社案内に基づき当センター作成

> ビジネスモデル

複数の冷凍食品メーカーから預かり、問屋のオンライン注文受けデポに共同配送

食の安全を第一義に、共同配送でローコスト、短納期を実現、流通加工も受託

食の安全を第一義に、共同配送でローコスト、短納期を実現、流通加工も受託

◆ 共同配送システムの基本メニュー

同社の冷凍貨物共同配送システムの基本メニューは以下の通り(同社ウェブページより)。

- 1) **寄託貨物**：冷凍食品、アイスクリーム、水産加工品などで、保管及び輸送温度は氷点下 18～同 30 度。
- 2) **配送先**：全国の食品問屋、他社営業冷蔵倉庫、GMS、食品スーパー、コンビニエンスストア、外食チェーン等の物流センターで、現在は約 1 万 8 千カ所に配送している。
- 3) **配送時間**：受注から納品までのリードタイムは 24 時間以内。
- 4) **情報処理**：寄託者名、寄託貨物品名・配送先は事前に登録され、入庫・出庫・配送指示、在庫受払情報等はオンライン処理される。当システムで入手した情報は漏洩しないと約束する。
- 5) **料金**：地域別、個建(ケース当たり)料金は、保管料、荷役料、配送料、付帯料金で構成され、顧客毎に交渉で決定される。

◆ 安心で安定した効率的な物流サービス

同社が提供する物流サービスは、全国 17 の冷蔵倉庫・約 500 台の保冷車両、さらに入・出庫や倉庫内の仕分、ピッキング作業を自動化するマテリアルハンドリング(以下マテハン)の最新システムを用意し、イ) 高いレベルの「食の安全」を、適切な価格で確保する、ロ) 共同保管・共同配送により、物流コスト削減を実現する、ハ) 加工場併設 DC で、食材の品質を落とさずに流通加工を行う、等により、価値を創造している。

◆ 取引先上位 10 社との取引額が営業収益の 75%占める

有価証券報告書に記載の大口取引先は、スーパーマーケットのボランタリーチェーンの中核で商品開発・物流機能等を担うシジシージャパン(2012/3 期の当該会社との取引額は総営業収益の 12.8%)、大手食品問屋の三菱食品(同 12.1%)、病院給食事業を営む日清医療食品(同 10.6%)等。この他、同社の筆頭株主でもあるマルハニチロ食品、テーブルマーク、日清フーズ等の冷凍食品メーカー、TC 事業の顧客であるコープネット事業連合、日配品である麺類メーカーのシマダヤをはじめ、上位 10 社との取引額は総営業収益の約 75%に達する。

図表 5 同社の価値創造

対象顧客	冷凍食品メーカー	食品メーカー・輸入商社	食品問屋	チェーンストア	病院・福祉施設(注)
	共同配送、仕分作業などのアウトソーシング				
主なサービス	問屋向け一輸送の庸車削減・効率化	大口食材の小包装への詰替業務	DC内でメーカー在庫を入手、DC内で仕分	日配品・冷凍食品の調達物流効率化	パック単位で仕分・厨房へ納品
サービス体制	DC、保冷車両	加工場併設DC、保税蔵置場許可	DC、保冷車両	TC、保冷車両(関東)	DC、保冷車両(東北～関西6拠点)
価値創造	・全国網羅するコールドチェーンで共同配送、センター複合化により物流効率化 ・保管・配送の移管した温度管理による食品の品質維持 ・監視カメラや追跡管理体制など万全なセキュリティ対策による食の安全確保 ・省エネルギー化した施設設計による環境対応				

(注) ヘルティーでは、リネン類の集配、給食会社のセントラルキッチンから病院への患者別給食配送等を行っている。

(出所) 同社社会案内、ヒアリングに基づき当センター作成

加工、荷捌き・仕分の併営を前提とした倉庫設計、省エネ・環境問題にも配慮

作業者の負担を軽減するマテハン機器導入に積極的

営業・管理と同格の施設本部が最新機器・システム導入に取り組む

(注) 同社は新たな地域に進出する場合、大手物流企業の施設を賃借して営業所レベルで業務を行いながら寄託者募集活動を進め、一定規模に達した後自前のセンター建設を行うことがある。このため賃借料は減価償却費と同様設備関係費用と考えられる。

### ◆ コールドチェーン運営上の技術的背景

倉庫専業会社では通常、スペースを最大限貨物預かりに活用する。冷蔵保管、流通加工、荷捌き・仕分、二次輸送（共同配送）の一貫物流を指向する同社の冷蔵倉庫は、メーカーから受入れた貨物を保管するスペースだけでなく、リパック加工等のスペースや問屋からの注文に応じて配送先別に仕分するスペース等も広くとっている（図表 6）。また、DC・TCの両機能を備えた倉庫、フロンの代わりに二酸化炭素とアンモニアを利用する天然冷媒システム、冷凍機を使わず隣接都市ガス会社の LNG 廃棄冷熱を利用する省エネ倉庫等、同社の倉庫設計にはオリジナリティがある。

品質維持のために氷点下 30 度の倉庫内での各種作業を行う同社の倉庫では、作業者の負担を軽減するべく、最新のマテハン技術の導入に積極的だ。無人自動ラック倉庫、冷凍食品専用自動仕分システム等を国内で初めて導入したのは同社と推察される。

最新のマテハン設備と共に、倉庫管理システム、輸配送管理システム等によるコンピュータ管理も完備され、入庫・出庫指示や在庫管理等の情報は全てメーカー、問屋等とオンラインで共有され、ピッキング作業もデジタル表示器で指示が出されるのでミスが少ない。

車両は各種規制に随時対応している他、デジタルタコグラフの導入によるエコドライブ徹底、圧縮天然ガス車、ハイブリッド車を随時導入。また、倉庫の冷熱を保冷車の庫内予備冷却に用いる、保冷車予冷システムを東洋製作所と共同開発し、特許も取得している。

同社は管理本部、営業本部と同格に車両部、情報システム部、施設マテハン部で構成される施設本部を置き、これらの取組みを進めている。

### ◆ 労務費や賃借料・償却負担が重い費用構造

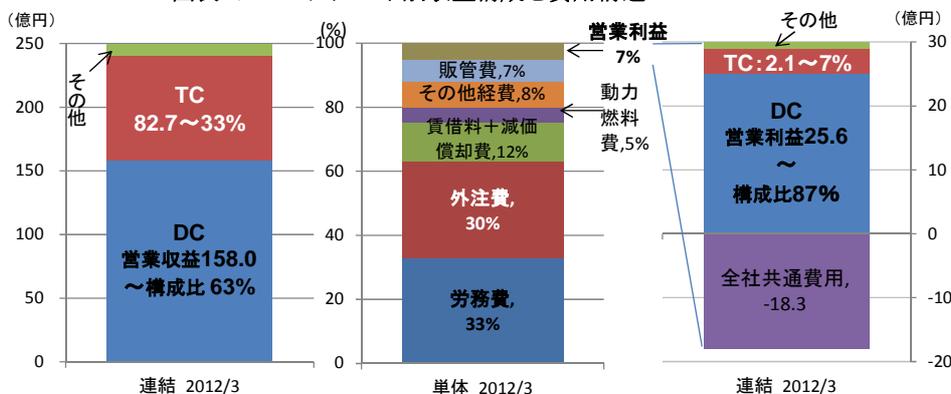
図表 7 中央のように同社の主なコストは、ドライバーや庫内作業者の労務費、自社で賄いきれない地域の庸車や在庫保管に係る外注費、自社倉庫等の減価償却費・他社物件賃借料（注）、冷蔵倉庫の電気代やトラック軽油代などの順に並ぶ。収益性は DC が TC を上回っている。

図表 6 同社の倉庫利用法



(出所) 同社ウェブサイトより  
当センター作成

図表 7 セグメント別収益構成と費用構造



(注) 営業利益構成比の分母は全社共通費用考慮前  
(出所) 2012/3 期有価証券報告書より当センター作成

➤ 業界環境と競合状況

トラック輸送、倉庫を中心に  
国内物流市場は 25 兆円、う  
ち食料品は 7,931 億円

冷凍食品消費量は増加基  
調、輸入も増勢

金額ベースで冷凍食品国内  
生産は 6 千億円強、輸入は  
約 1 千億円

◆ 物流市場は約 25 兆円、うち食料品・飲料向けは 9,625 億円

物流業界の市場規模は 5 年に一度実施される国土交通省の産業連関分析表による調査結果が参考になろう。当該調査によれば、2005 年の物流関連業界（陸・海・空運の貨物輸送、倉庫業、港湾輸送、貨物利用運送、梱包に自家用貨物輸送を加算）の生産額は約 25 兆円で、20 年前に比べ 36.5% 増、10 年前比 1.9% 減、5 年前比 9.5% 増となっている。同社が手掛ける自動車貨物輸送事業は約 13 兆円で、同順で 84.4% 増、3.5% 減、8.1% 増、倉庫業は約 1 兆 88 百万円で、同順で 80.4% 増、17.1% 増、38.5% 増である（図表 8）。

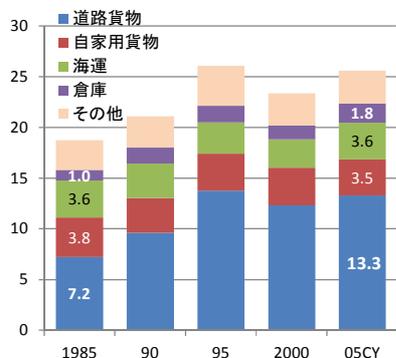
05 年の当該調査から食料品・飲料関係の物流業界生産額を見ると 9,625 億円、うち食料品だけでは 7,931 億円となる。道路貨物輸送業が 65% を占め、倉庫業はこれに次ぎ 15% を占める（図表 9）。

◆ 冷凍食品の国内市場は増加基調にある

日本冷凍食品協会によれば、2011 年のわが国冷凍食品消費量（国内生産+冷凍食材輸入+調理冷凍食品輸入）は約 256 万トン（前年比 4.3% 増）。過去最高の 06 年 269 万トンには及ばないものの、輸入毒入り餃子事件などで 08 年、09 年と 2 年連続して大きく落ち込んだ後、10 年、11 年と回復基調にあり、11 年はピーク比 95.2% の水準にある（図表 10）。このうち国内生産量は 141 万トン（前年比 1.3% 増）で、ピーク比 91.7% の水準にある。生産金額は約 6,366 億円（同 1.3% 増）。これを業務用と家庭用に分けると、業務用は外食産業の低迷を背景に 97 年をピークに減少傾向にあり、11 年の生産量は 86 万トン（同 0.6% 増）で 4 年ぶりに増加に転じた。一方家庭用は、消費量全体と同様、07~09 年に前年割れしたものの、10、11 年と 2 年連続で増加しており、11 年は 55 万トン（同 2.5% 増）であった。

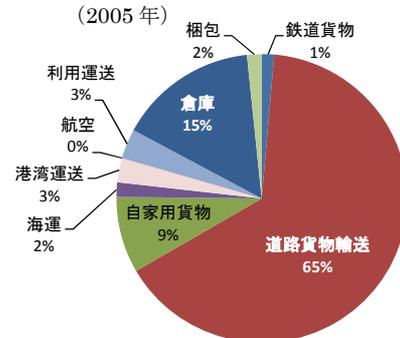
冷凍食品メーカーの 11 年の調理冷凍食品輸入額は 1,090 億円（同 17.6% 増、出所は日本冷凍食品協会で会員企業以外の商社、小売業の PB 商品等は含まれない）で、業務用・家庭用ともに増加した。冷凍野菜の輸入額は 1,202 億円（同 7.6% 増、出所は貿易統計）。

図表 8 物流生産額の推移

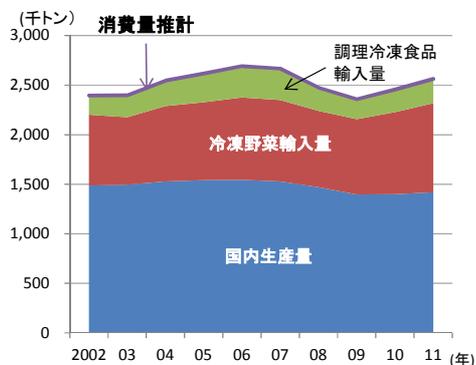


(出所) 図表 8、9 ともに国土交通省「運輸部門を中心とした 2005 年産業連関表」より当センター作成

図表 9 物流業の業種別生産額構成 (2005 年)



図表 10 冷凍食品消費量の推移



(出所) 日本冷凍食品協会ウェブサイト掲載統計より当センター作成

**物流アウトソーシングが進み、専門企業に豊富な機会**

**大まかな試算では、同社の冷凍食品物流に占めるシェアは2割近くなる**

(注1)但し当該調査でアンケートに回答した要冷蔵食品メーカーは8社に止まり、また商社による冷凍野菜輸入額もカウントされていない点に留意されたい。

**冷蔵倉庫業者は約1千社あり、大手集中度は低い**

(注2)3PL(3rd Party Logistics)事業者:自社設備に拘らない貨物利用運送業。狭義には荷主(1st)、設備保有物流業者(倉庫ないし運輸業、2nd)以外の第三者を指す。

**◆ 物流アウトソーシングの進展**

物流はメーカーや流通業にとってコストであり、商品の品質維持・向上、納期短縮というニーズの一方で、コスト削減意欲も強い。従って物流企業が高成長を実現することは困難である。しかし、彼ら荷主企業は、物流コスト削減のために専門業者へのアウトソーシングを進めており、同社の置かれた環境は決して暗くはない。

日本ロジスティクスシステム協会の主要荷主企業730社へのアンケート調査によれば、2011年度における荷主企業の物流費の対売上高比率は全業種平均4.90%で、長期的には漸減傾向にあるが、このうち自家物流費、物流子会社向け支払物流費のウエートは低下し、専業者に対する支払額が増加傾向にあり、11年度は物流費のうち専業社向けが70.2%にのぼっている(図表11-左)。

この調査において、要冷蔵食品メーカーの売上高に対する物流コストの割合は約9.4%である(図表11-右)。この比率を前述の冷凍食品生産・輸入額に乗じると、816億円となる。同社のメーカー・商社向けDC営業収益158億円から、冷凍食品物流における同社のシェアは2割近いと試算される(注1)。

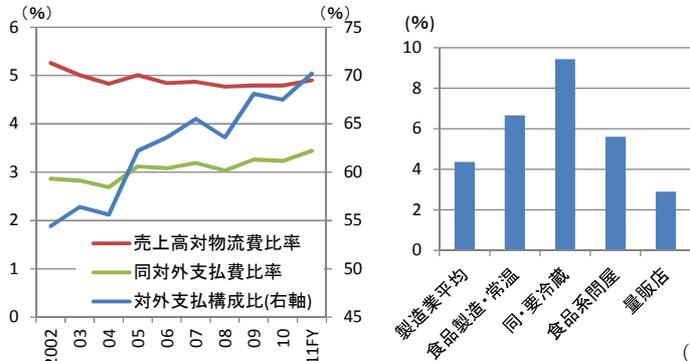
**◆ 大手業者への集中度は低い**

冷蔵倉庫会社として設備能力から同社のポジションを評価すると、自家用、営業用を問わない全国シェアは約1.8%で、食品メーカーや同系列倉庫会社を除いた独立系では首位である(図表12)。

わが国において冷蔵倉庫で事業を営む業者数は1,100社余り。入庫量ベースの取扱い品目は冷凍食品29%、畜産物27%、水産物27%、農産物12%、その他で構成される(保管残高ベースの冷凍食品構成比は15%、2009年国土交通省「倉庫統計季報」)。以上より冷蔵食品倉庫事業者としての同社のシェア6%~10%と推計される。

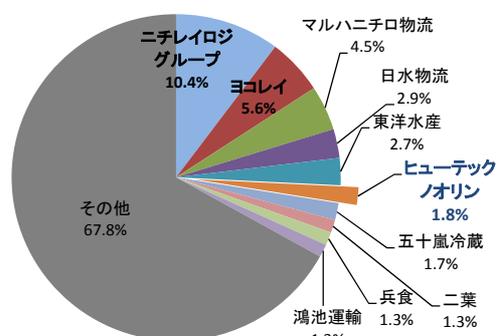
倉庫事業は多額の設備投資が必要なため、参入障壁は高いと考えられる。しかし、トラック運送事業の参入障壁は極めて低く、また3PL事業者(注2)の存在もあり、業界内の競争は相応に厳しいようだ。

図表11 売上高に占める物流費の比率と業態別比較



(出所) 日本ロジスティクスシステム協会「物流コスト調査報告書」より当センター作成

図表12 営業冷蔵倉庫の上位企業のシェア



(注) 2012年1月現在

(出所) 日本冷蔵倉庫協会資料、ニチレイロジグループ2011年度事業報告会資料より、当センター作成

> 沿革と企業理念

冷凍食品物流を開始して約40年。共同配送に早くから取り組む

流通加工は82年、病院給食物流は80年、チェーンストア物流は92年に着手

ヒューマンと物流品質を実現するテクノロジーが大事と社名に思いを込める

人材、技術を磨き、高付加価値の物流サービスを提案し続ける企業

◆ 1974年のコールドチェーン物流開始以来40年の伝統を誇る

同社は1953年に、倉庫業、運輸業及び貨物の荷役・梱包等を目的として、農林協同倉庫の商号で東京都墨田区に設立された。翌54年に、雪印乳業(現・雪印メグミルク)から脱脂粉乳等の寄託貨物保管業務を受託。食品保管業務が開始された。

66年に冷蔵倉庫業を開始。チーズ、マーガリン等乳製品の定温物流に始まり、74年には日魯漁業(現・マルハニチロ食品)他数社の冷凍食品メーカーからの共同配送業務を受託。同社はコールドチェーン物流の開始を以て第二の創業としている。業歴は約40年に達する。当初は主に関東地方で冷凍食品等の冷蔵保管・仕分・共同配送業務を展開していたが、82年に仙台営業所を開設して東北地方に事業エリアを拡大(89年東北支店設置)。94年に関西支店、97年に九州支店、2002年に名古屋営業所(10年に中部支店)を開設し、現在に至る。この間、冷凍食品のリパック加工事業(82年)、チェーンストア物流(92年)等業務・取引先業種の拡大も進めた。また、警備輸送事業は78年に、病院給食物流事業は80年に、子会社ヘルティによる病院向けリネン集配事業は87年に開始した。

商号の由来は、創業者が農協系の出身だったため。92年に現商号に変更した。最重要な経営資源の「ヒューマン」、最高の物流品質を提供する「テクノロジー」、そして創業精神を引き継ぐ伝統を示す「ノオリン」の文字が組み合わせられた。

95年日本証券業協会に株式を店頭登録、東京証券取引所市場第二部に上場したのは2001年のことである。

◆ 「人と技術と伝統」を財産とする物流情報企業を目指す

同社は、「人と技術と伝統」で仕組みを作る物流情報企業になることをテーマに掲げた行動憲章「ビジョン21」を商号変更時に定めた。「お客様の喜びがグループの喜びである」をスローガンに、冷凍食品物流を事業領域として、その深耕・拡充と新業態の開発を進めること、機能複合による課題の克服、新たな仕組みを提案すること、そのような挑戦を続けることを、経営理念として唱えている(図表13)。

図表13 ヒューテック・グループ行動憲章「ビジョン21」の概要

1. テーマ	「人と技術と伝統」で仕組みを創る物流情報企業	
2. スローガン	お客様の喜び…それがヒューテックノオリンの喜び	
3. 基本方針	経営理念	限りなき明日の夢に向かって挑戦をし続ける
	存在意義	「くらしを支える物流の実現」への尽力を使命とする
	事業領域	冷凍食品物流の深耕・拡充、新発想の業際・業態の開発・参入を実践する
	事業構造	機能複合による付加価値・難易度の高い仕事に挑戦、新たな仕事を提案・提供する
	行動規範	同一思想・同一手法・同一品質のマネジメント哲学に拘り仕事を行う
	企業文化	一人ひとりが得意分野を持つ物流プロ集団を目指す

(出所)同社ウェブサイト「第三の創業」ページより一部要約して当センター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

過去 10 年、営業収益は概ね右肩上がりの成長を遂げた

新規出店に伴う減価償却負担や人件費の増加で、利益は一進一退のなかで伸長

ROA 高水準安定、ROS は上昇傾向にある

#### ◆ 緩やかな成長で 2012/3 期は売上高・経常利益共にピークを記録

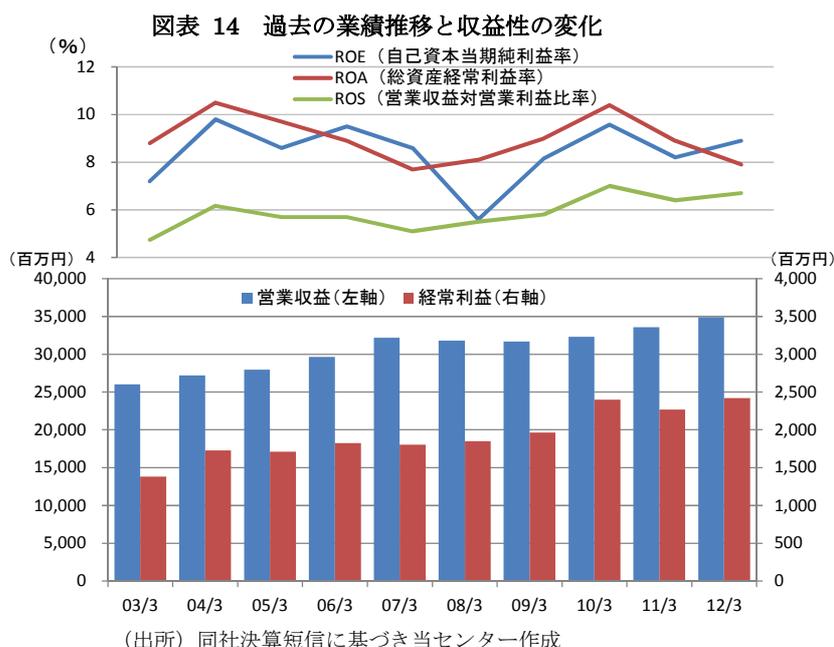
同社の過去 10 年間の業績推移と収益性の変化を図表 14 に示す。同社の営業収益、経常利益は、緩やかながら概ね右肩上がりで推移し、2012/3 期は営業収益・経常利益共に過去最高を更新した。

冷凍食品メーカーや食品問屋、小売業を主な顧客とする同社の収益は景気変動に左右され難い。営業収益は 2008/3 期に前期比 1.2%減、09/3 期に同 0.3%減となったのは、中国製冷凍餃子の中毒事件でわが国の冷凍食品消費が減少したためである。

経常利益は一進一退を繰り返しつつ、徐々に利益規模を拡大させている。新規支店、センターの立ち上げや移転時には減価償却費やリース料あるいは土地・建物賃借料、人件費の増加があり、当該決算期に限り増加したコストを営業収益の増加で吸収しきれず、減益となることがしばしばある。しかし、同社では新規取引の内諾を得てから投資実行に移る出店戦略を基本としており、翌期以降も稼働率が低迷しないよう努めている。

ただ九州支店については、収益性の改善が遅れ、08/3 期に ROE は大きく落ち込んでいるが、これは支店開設以来長らく赤字を続けていた九州支店のリース資産等の簿価を切り下げ、減損損失を特別損失に計上した。このため、当該決算期の ROE は大きく落ち込んでいる。

ROA は大型投資に伴う総資産増加等により上下動はあるものの、10%弱の高水準を維持している。ROS は僅かながら上昇傾向にある。この他、収益性の低下につながるリスク要因として、冷蔵倉庫の電気料金改定やトラック燃料油の市況等には注意しておきたい。



キャッシュフローはばらつくも、キャッシュは積みあがっている

> 同業他社との比較

同業他社に比べ収益性は良好、成長性は安定的、安全性には問題なし

図表 15 にキャッシュフロー (以下 CF) の推移、図表 16 に自己資本と有利子負債等の推移を取り上げた。支店新設等に伴い、投資額が償却の範囲を大きく上回ってフリーキャッシュフローが赤字になる決算期もあるが、現金及び現金同等物の残高は着実に積みあがっている。CF 対有利子負債比率は 2~3 年のレンジに納まっている。

◆ 同業他社に比べ収益性は高い

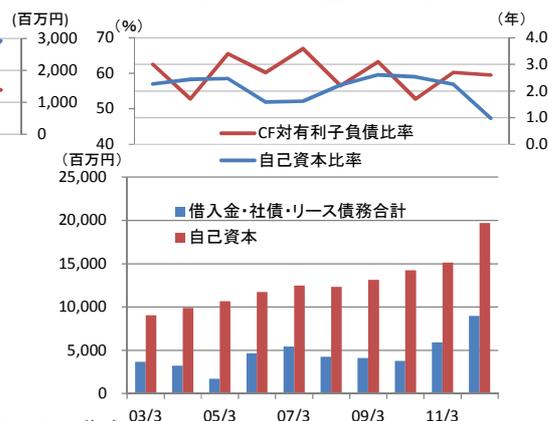
同業他社との財務諸指標の比較を図表 17 に示す。参照企業は、協同乳業、ニチレイ等が株主の名糖運輸、キューピー系列だが依存度は 1 割台に止まるキューソー流通システム、独立系 3PL 事業者のハマキョウレックス、食品販売併営で運輸を手掛けないヨコレイである。同社は規模では見劣りするものの、安全性は同業他社と同等で問題視されることなく、収益性はハマキョウレックスの ROE を除き、他社よりも優れている。

成長性も M&A に積極的なハマキョウレックスには及ばないが、売上高 (営業収益)、利益、純資産が安定成長していることを窺わせる。

図表 15 設備投資とキャッシュフロー



図表 16 自己資本、借入金等の推移



(出所) 図表 15、16 とともに同社決算短信より当センター作成

図表 17 同業他社との財務指標比較

項目	銘柄	ヒューテックノオリン					
		決算期	12/3	12/3	12/11	12/3	12/9
規模	売上高	百万円	34,864	44,717	139,228	89,935	111,108
	経常利益	百万円	2,421	507	2,457	6,552	1,233
	総資産	百万円	34,646	28,205	54,751	85,164	90,937
収益性	自己資本利益率	%	8.9	0.6	2.9	14.2	2.2
	総資産経常利益率	%	8.4	2.4	4.1	7.5	3.1
	売上高営業利益率	%	6.6	1.3	1.6	7.1	2.2
成長性	売上高 (3年平均)	%	3.2	-3.4	0.9	4.3	-0.1
	経常利益 (同上)	%	7.2	-18.6	16.7	18.4	-15.5
	純資産 (同上)	%	7.6	-1.2	0.2	14.1	0.1
安全性	自己資本比率	%	47.3	39.7	47.3	28.7	60.8
	流動比率	%	100.9	93.3	86.9	47.4	142.6
	固定長期適合率	%	101.0	103.2	114.5	154.2	86.2

(注) 売上高を同社、名糖運輸、ハマキョウレックスは営業収益と呼ぶ。数値は基本的に直近決算期実績。平均成長率は直近期実績と 4 期前の対比で複利で算出。自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首+期末平均資本)で、ROEは3年、他は2年平均値。流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定負債÷(固定負債+自己資本)

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書より当センター作成

> 今後の業績見通し

成長見越した前期の大型投資の負担を消し込めず、13/3期会社予想は大幅減益に

会社予想はやや慎重と判断、当センター予想は若干高めだが、2割減益を覚悟

◆ 2013/3 期は大型投資に伴い増収ながら 2 期ぶりに減益に

同社の今期業績予想は、営業収益 36,000 百万円 (前期比 3.3%増)、営業利益 1,640 百万円 (同 29.5%減)、経常利益 1,630 百万円 (同 32.7%減)、純利益 970 百万円 (同 30.9%減)。配当は創業 60 周年記念配 2 円を含め 1 株当たり 30 円 (同 2 円増)。

前期に大型の設備投資を実行し、期末に東京支店、中部支店増築棟が稼働を開始、今期も 10 月にも関西支店京都センター、神奈川 JD センター等が稼働し始める等、前期ほどではないが高水準の投資が続いている (図表 18)。このため、減価償却負担増や移転に係る一時的な費用増により、収益性の低下は避けられないとの想定である。

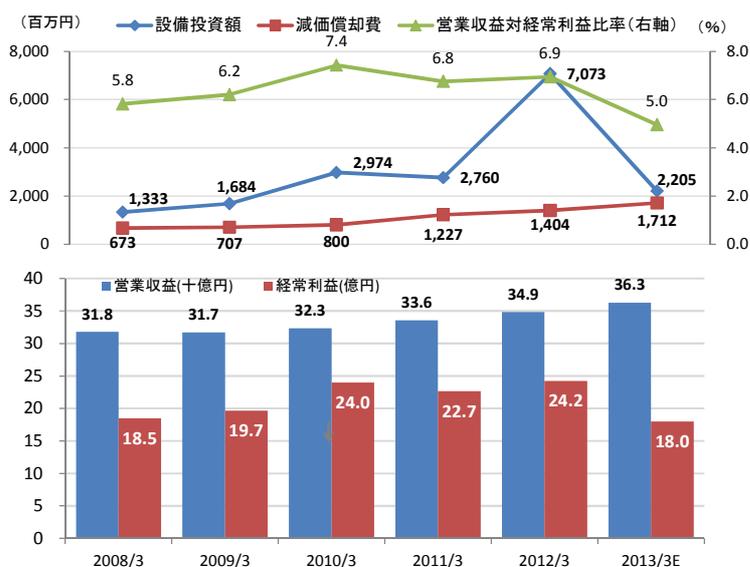
なお、当期・第 3 四半期決算は、営業収益 27,729 百万円 (前年同期比 4.9%増・通期予想に対する進捗率 77%)、営業利益 1,377 百万円 (同順で 31.0%減・84%)、経常利益 1,415 百万円 (同順で 31.1%減・87%)、純利益 778 百万円 (同順で 36.5%減・80%)。

◆ 証券リサーチセンターの今期予想

証券リサーチセンターでは、会社予想は概ね妥当と考え、それより若干高め営業収益 363 億円 (前期比 4.1%増)、営業利益 18 億円 (同 22.6%減) を当センター予想とする。

図表 19 に示すように、取引口座数は着実に増加しており、増収基調を維持し、新設備の稼働率も着実に高まっているようである。第 3 四半期までの順調な予想進捗を考慮し、通期予想から単純減算で導かれる今期・第 4 四半期会計期間の営業収益・営業利益は、東京支店の移転・新設で費用増があった前期・第 4 四半期会計期間を下回ってしまうことも考慮した。

図表 18 業績と設備投資、償却負担、収益性の変化



(出所) 同社決算短信及び決算説明会資料に基づき当センター作成

図表 19 取引口座数の推移

決算期	四半期	期末口座数 (対前四半期比)
12/3期	1Q	100.3
	2Q	102.9
	3Q	104.3
	4Q	96.6
13/3期	1Q	103.0
	2Q	101.0
	3Q	107.2

(出所) ヒアリングに基づき  
当センター作成

◆ 営業収益の中期成長力は 4.7%と予想

15/3 期に過去最高益の更新を予想、前期ピークのため、平均利益成長率は 4%弱に

冷凍食品の国内市場は低率ながら着実な成長を想定

食の安全と安定品質・ローコストを実現できれば顧客基盤拡充は十分可能と想定

大型投資はピークアウト、電気料金値上がり等の悪材料も出尽くすと考えた

同社の中期的な収益動向についての証券リサーチセンターの見解は、図表 20 の通りで、営業収益は毎期ピークを更新、2015/3 期には 12/3 期の営業利益、経常利益、純利益とともに過去最高益を更新すると予想。2012/3 期から 2015/3 期までの 3 年平均成長率は営業収益で 4.7%、営業利益は同 3.8%と予想した。

冷凍食品の市場は、女性のビジネス社会での働き手としての地位向上、家庭での調理時間短縮ニーズやそれに応えるメーカーの創意工夫、海外工場の活用によるコスト削減と衛生検査体制の厳格化等により、伸び率は小さくとも着実に拡大するものと想定。

また、同社の「食の安全への拘り」と、ローコストオペレーションへの取り組みは、メーカー、流通業者に評価され、既存顧客との新たな地域での取引開始、新規顧客の開拓が進み、相応のトップラインの伸長は可能と考えた。

設備投資は 12/3 期の 71 億円をピークに、14/3 期以降は 20 億円前後の水準で推移すると想定。減価償却負担も一服するとみている。

リスク要因として、電気料金値上げや原油市況高騰による燃料油価格上昇、それに国内外の食材原料に対する疫病・汚染の発生等で冷凍食品流通が一時的に減少すること、等に留意したい。電気料金については、米国シェールガスの輸入や石炭火力発電再考に向けた政府の取り組み等から、毎期上昇するような事態は回避可能と考えている。

図表 20 業績予想モデル (単位：百万円)

決算期	2011/3	2012/3	2013/3 E	2014/3 E	2015/3 E
<b>営業収益</b>	<b>33,558</b>	<b>34,864</b>	<b>36,300</b>	<b>38,000</b>	<b>40,000</b>
(前年同期比増減率)	3.8%	3.9%	4.1%	4.7%	5.3%
DC事業	23,892	25,402	26,890	28,050	29,800
(前年同期比増減率)	7.5%	6.3%	5.9%	4.3%	6.2%
TC事業	8,353	8,265	8,500	8,700	8,900
(前年同期比増減率)	-0.2%	-1.1%	2.8%	2.4%	2.3%
その他	1,312	1,196	1,220	1,250	1,300
(前年同期比増減率)	-3.0%	-8.8%	2.0%	2.5%	4.0%
<b>営業利益</b>	<b>2,161</b>	<b>2,326</b>	<b>1,800</b>	<b>2,200</b>	<b>2,600</b>
(前年同期比増減率)	14.8%	21.5%	-22.6%	22.2%	18.2%
(対営業収益比率)	6.4%	6.7%	5.0%	5.8%	6.5%
セグメント別内訳					
DC事業	3,133	3,333	3,500	3,700	4,000
(対営業収益比率)	13.1%	13.1%	13.0%	13.2%	13.4%
TC事業	701	613	250	500	700
(対営業収益比率)	8.4%	7.4%	2.9%	5.7%	7.9%
その他	254	210	230	235	240
(対営業収益比率)	19.4%	17.6%	18.9%	18.8%	18.5%
全社費用・消去	-1,928	-1,831	-2,100	-2,235	-2,340
<b>経常利益</b>	<b>2,266</b>	<b>2,421</b>	<b>1,800</b>	<b>2,200</b>	<b>2,600</b>
(前年同期比増減率)	-5.6%	6.8%	-25.7%	22.2%	18.2%
(対営業収益比率)	6.8%	6.9%	5.0%	5.8%	6.5%
<b>当期純利益</b>	<b>1,203</b>	<b>1,402</b>	<b>1,050</b>	<b>1,300</b>	<b>1,550</b>
(前年同期比増減率)	-8.1%	16.5%	-25.1%	23.8%	19.2%

(出所) 同社決算短信、予想 (E) は当センター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

共同配送による効率化をいち早く提案、新技術導入にも積極的

物流品質とコスト削減の両立を訴え、地道に荷主の理解を得てきた

マテハン・冷凍機等のメーカーとともに冷凍倉庫用設備開発に取り組んできた

◆ **共同配送システムや作業者にやさしいマテハン技術導入で業界牽引**

同社は、冷凍食品がわが国で普及する黎明期から冷蔵倉庫・保冷車両による冷蔵輸送の一貫物流を手掛け、いち早く複数の冷凍食品メーカーの共同保管・共同配送による物流効率化を提唱し、実践してきたコールドチェーン物流のリーディングカンパニーと位置付けられる。同社がこのような地位を築くことができたのは、創業精神を引き継ぎ、人材開発と最新技術の導入に積極的に取り組み、高い物流品質とローコストオペレーションを両立するという経営方針が、顧客である荷主企業の共感を得られたためであろう。

ヒアリングによれば、同社の提供する物流サービスの価格は、同業他社に比べ名目ベースでは決して安くはないようだ。しかし、コストパフォーマンスの観点から同社のサービスを受け入れる荷主が増加していることが、毎期の取引口座の増加、営業収益の通増傾向、ROA や営業収益対営業利益比率などの収益性指標における良好なデータ等に表れている。

製造業の売上高研究開発費比率等のような技術指向を示す指標はない。しかし、食の安全・環境対応を含む新技術の導入意欲や、ユーザー企業としてマテハン機器・冷凍機メーカーなどと共に新技術開発に取り組む姿勢は、社名に恥じないものである。

図表 21 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客基盤・ブランド	<ul style="list-style-type: none"> <li>業界シェア(冷蔵能力)</li> <li>取引口座数</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>約2%、業界6位(独立系首位)</li> <li>前年比7.7%増</li> </ul>
	事業パートナー	<ul style="list-style-type: none"> <li>開示事項なし</li> </ul>	—
組織資本	業務プロセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業収益対営業利益比率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>6.7% (5.8)</li> </ul>
	知的財産・ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> <li>開示事項なし</li> </ul>	—
人的資本	経営陣	<ul style="list-style-type: none"> <li>過去3年平均成長率</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業収益3.2%</li> <li>経常利益7.2%</li> </ul>
	従業員	<ul style="list-style-type: none"> <li>従業員1人当たり営業収益</li> <li>同 経常利益</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>28百万円 (28)</li> <li>2.0百万円 (1.8)</li> </ul>

(注) KPIの数値は断りなければ前期実績、カッコ内は3年前の数値

(出所) ヒアリング及び有価証券報告書等に基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

環境負荷の少ない施設設計に積極的に取り組んでいる

くらしを支える物流を効率化することが使命と認識

社外取締役は不在だが招聘に意欲、取締役の選任や報酬決定は委員会に委任

筆頭株主はじめ上位株主に荷主企業が散見される

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、新しい施設設計や車両導入に際して、天然冷媒システムの採用、LNG 廃棄冷熱利用、非熱伝導セラミックの冷蔵倉庫屋根への塗布、低公害車の導入、保冷車の予熱システム開発（東洋製作所と共同で特許取得）など、省エネルギー、地球温暖化ガス排出抑制に繋がる新技術の導入に積極的である。

◆ 社会的責任 (Society)

同社はグループ憲章ビジョン 21 のなかで、「くらしを支える物流の実現」に尽力することを、企業の存在意義と位置付けている。従って業務に邁進する限り、企業市民として社会的責任を果たすことになる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役は総勢 8 名で、専務取締役管理本部長は農林中央金庫 OB、他の取締役は皆同社で育った人材であり、社外取締役は居ない。ただし有価証券報告書には、早期に人材を確保するよう努力する旨記載されている。監査役は 3 名で、うち 2 名は社外役員である。また同社は執行役員制度を導入しており、8 名が就任。

この他、同社は役員の選任及び報酬決定に至るプロセスの透明化を図り健全なガバナンスを維持するために（会社法で定められた委員会設置会社のそれとは異なるが）、当該組織は代表取締役と独立役員、社外役員によって構成される「指名委員会」、「報酬委員会」を 12 年に設置している。

また、同社は 12 年 5 月の株主総会において、役員退職慰労金制度を廃止する一方、取締役に対し株式報酬型ストックオプションを導入し、取締役の業績向上に対する意欲を高める施策を決議している。

図表 22 に同社の株式保有状況を示す。同社の筆頭株主は、主要顧客のマルハニチロ食品。この他上位 10 位内には、三菱食品、退職給付信託・雪印メグミルク、キンレイ等の取引先が名を連ねる。

図表 22 大株主及び株主属性別の株式保有状況 (単位：%)

氏名又は名称	所有比率	株主属性	所有比率
マルハニチロ食品	10.63	個人株主	36.33
フィデリティ・ロープライズ ストック ファンド	9.99	その他の法人	27.33
日本トラスティ・サービス信託銀行	5.25	金融機関	23.79
農林中央金庫	4.98	外国法人等	12.44
共栄火災海上保険	4.98	金融商品取引業者	0.11
上位 5 名の所有比率	35.83	株主数 (人)	2,394

(注) 2012 年 3 月末現在

(出所) 有価証券報告書に基づき当センター作成

## 4. 経営戦略

### > 経営課題

荷主企業のニーズを満たす  
努力を重ね、7%超の収益成  
長、ROE10%超を目指す

#### ◆ 荷主の品質向上・コスト削減要求を叶えつつ収益力向上を目指す

同社は経営課題として、食品メーカーや食品問屋、小売業者の荷主企業の物流業者に対する基本的なニーズ、即ち、

- 1) 安全・安心な食品保管と、短納期・定時の安定した輸・配送、
- 2) それらの要求を低コストで実現すること、
- 3) それも環境に対する負荷を少なく済ませること、

という3つの、ややもすると矛盾する要求に対して、バランス良く最大限の満足を感じてもらうことを、経営戦略の柱に据えている。

そうした努力を続けることで、既存顧客との取引地域の拡大(本社で全国一括契約するのではなく、各地域の物流センター利用契約を結んでいる)、新規顧客開拓等により、7%以上の高い営業収益成長率の実現を目指している。また同社の収益性は同業他社に比べ高いが、さらに高レベルのROE10%以上を経営目標に置いている(図表23)。

### > 当面の事業戦略

受託容量拡大に備え、高水  
準の設備投資が続いている

#### ◆ コストアップ要因吸収に向け業務効率化と稼働率向上を推進

同社は2011/3期に27億円(中部支店新設、東北支店第二センター等)、12/3期70億円(東京支店移転新設、中部支店増築等)の設備投資を執行し、今期も35億円(関西支店京都センター新設、神奈川JDセンター移転新設等)と投資額は高水準になる計画である。このため減価償却費や人件費は増加傾向にある。

さらに、現在の事業環境は、イ)東日本大震災以降の電力不足、電気料金上昇、ロ)消費低迷による量販店の販売物量伸び悩み、といったマイナス要因を抱えている。そうした環境下で同社は、以下の施策を進めている。

- 1) DC事業においては、これまで以上の保管効率の追求、幹線輸送への本格的な取組み、輸・配送の合理化、物量の確保を図る。
- 2) TC事業においては、既存センターの運営効率化・コストダウンを徹底する。
- 3) DC・TC複合センター(関東第二支店、次頁図表24)の利点を生かした高効率物流の提案営業をはじめ、直近で立ち上げた新施設の稼働率早期向上に注力する。

DC、TCの運営効率化、複合  
センターの利用提案を進める

図表23 成長戦略の概要

方針	数値目標	戦略区分	課題	当面の戦略	今後の戦略
変化する 寄託者企業の 物流ニーズに 対応 ↓ 安全日本一の実現、 最高の物流品質 と ローコスト オペレーション の両立	営業収益 成長率 7%以上	営業本部	・全国一元受注、 一貫物流の推進 ・付加価値サービスの 提案	・狭隘化した拠点の能力増強 ・既存顧客との他地域での取引提案 ・複合型物流センターの活用の提案	・チルド物流等新たな食材物流の構築 ・北陸・新潟などでの自社物流に向けた展開 ・受注代行業務の確立 ・複合型センターへの移行推進
		施設本部	・最新技術を導入し サービス品質向上	・省エネ化・CO <sub>2</sub> 対策進めた新設計 ・エコドライブの徹底	・新技術への対応、メンテナンス力向上 ・低公害車の導入
	ROE 10%以上	管理本部	・新規投資への備え ・人材拡充	・キャッシュフローと株主資本の充実 ・研修制度の拡充～「ノオリン塾」開講	・人材の確保・育成努力の継続 ・人事体系の見直し
	ヘルティー	・業容拡大	・営業拠点の拡充	・院内物流、食器洗浄等のサービス拡充	

(出所) 決算短信、決算説明会資料及びヒアリングに基づき当センター作成

> 中・長期戦略

顧客開拓と設備拡充の足並みをそろえた戦略を遂行

冷凍食品専業から新たな食材物流にチャレンジする

複合型センターの配備を進め、提案営業を強化する

情報システムの高度活用も将来の課題に

◆ 需要に応じた柔軟な物流施設への投資

冷蔵倉庫・運輸業は装置産業であり、出店戦略は最重要戦略の一つである。これまでも顧客開拓・物量確保の営業推進、施設狭隘化・設備新增設を繰り返し、着実に右肩上がりの成長を遂げてきたが、このサイクルを適時適切に進めることが、同社の基本戦略である。

◆ チルド物流等新たな食材物流の構築

同社は冷凍食品の物流において既にブランドを築いているが、取扱い商品・サービスの幅を広げる取り組みにより、成長基盤を広げる意向を持っている。

具体的にはチルド物流(日配品等の要冷蔵品)、病院食材等について、全国に物流網を広げ、リードタイムの短縮とサービス品質の向上を図り、営業収益の拡大を狙う意向である。

◆ 複合型センターの導入による取引深耕・新規顧客開拓

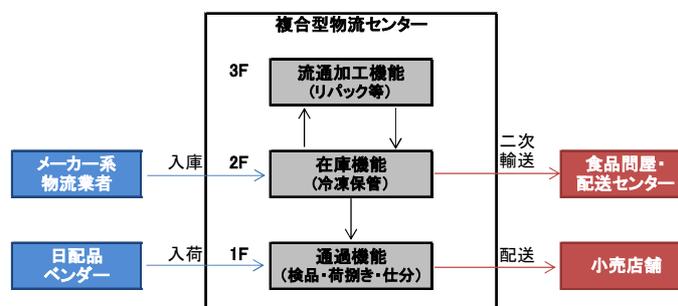
同社の事業における関東地方のウエートは、DC 設置数が 6 割、TC は 10 割であり、営業収益の構成は非開示ながら 7 割程度と推察される。関東地方で取引のある荷主企業との関東以外での業務の新規受託・拡大の余地はまだ残されているようだ。

中期的には、自社センターの DC・TC 複合化を進め、複合型センターの利用による一層の物流効率化を訴えて取引深耕・新規顧客開拓を図る意向である。生協グループはターゲットのうちの 1 つのようだ。複合型センターには、冷蔵倉庫から加工場への移動に伴う解凍リスクや CO<sub>2</sub> 排出の抑制、輸送時間カット等のメリットがある。

◆ 情報システムのブラッシュアップによる受注代行業務の確立

同社は倉庫管理システム、輸・配送管理システム等を荷主企業とオンラインで結び、情報処理業務の効率化を進めている。自社の情報システムをさらに高度化し、受注代行業務等を収益事業として確立する意向を持っている。

図表 24 複合型物流センターの概要



(出所) 同社社案内に基づき当センター作成

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

コールドチェーン物流の先進企業の名に恥じぬ技術と提案力を保有、収益性も高い

食品メーカーや大手小売業の新商品開拓により市場が活性化

アウトソーシングを肯定する風潮が後押し、ただし競争も激化している

#### ◆ コールドチェーンを担う先進企業のブランドを確立

同社の特徴を SWOT の観点で検討すれば、図表 25 のようにまとめられよう。

同社の強みは、共同配送や物流新技術の導入で先行し、コールドチェーン物流の先進企業であることが顧客に認知されていることであろう。独立系企業ゆえに自由な発想で物流効率化の戦略を考案できたものと推察される。徒らに規模の拡大に囚われず、冷凍食品物流に専心して地道に提案営業を積み重ね、顧客基盤を拡充してきたため、収益性も類似企業に比べ高い水準を確保している。

一方弱みは、業界内にコンペティターが多く、荷主との交渉で劣位に立たされ、電気料金や燃料油の上昇時に価格転嫁が困難であること、現場作業者の労働環境が厳しく、人材確保が容易でないこと等、業界共通の課題が挙げられる。

機会には、次の二つを挙げたい。

- 1) 社会で活躍する女性が過半数に達していることから、繁忙な家庭内調理担当者に向けて便利で美味しい冷凍・チルド商品を開発する意欲が食品メーカーや大手小売業 PB 商品開発部門に旺盛で、その結果冷凍食品、チルド食品の市場が拡大基調にあること。
- 2) 物流専門企業の高度な物流サービスに対する認識が荷主企業に広まり、物流アウトソーシングの潮流が高まっていること。

脅威には、外食産業の不振による業務用冷凍食品流通の減少、電力需給の不安定化によるコストアップ、それに業界内競争の激化による価格の上方硬直化等を指摘しておく。

図表 25 SWOT 分析

項目	ヒューテックノオリンの特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 物流品質高度化に向けた新技術導入で先行</li> <li>● 荷主企業に品質の高さが認知され、収益性に反映される</li> <li>● 独立系ゆえに共同配送の提案が理解され易い</li> </ul>
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 荷主が価格にセンシティブで、燃料油等の価格転嫁は困難</li> <li>● 自社系列企業を含め競合業者が多く、価格競争はシビア</li> <li>● 冷凍庫内作業、運転手等の労働条件から、人材確保が難しい</li> </ul>
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> <li>● メーカーや小売業の新商品開発による冷凍食品市場拡大</li> <li>● 荷主企業のアウトソーシング活用意欲の高まり</li> </ul>
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 外食産業の低迷による業務用冷凍食品の伸び悩み</li> <li>● 電力需給の逼迫、料金上昇</li> <li>● 価格競争の発生</li> </ul>

(出所) ヒアリングに基づき当センター作成

> 経営戦略の評価

M&A に頼らない地道な成長戦略の継続がふさわしいと考える

グローバル展開は時期尚早かもしれないが、検討は進めておきたい

冷凍食品以外でも同社の蓄積した技術・提案力が通用するだろうか

病院・福祉施設向けサービスは有望市場と考える

◆ 成長力加速に向けた戦略の検討

同社はコールドチェーン物流に特化し、手堅い支店出店戦略により、高くはないが着実に営業収益の成長を実現してきた。

同社と同じ独立系物流業者でも、ハマキョウレックスや SBS ホールディングスなど、M&A の積極活用により、トップラインの高成長を実現している企業がある。同社にそうした高成長を期待するのは妥当であろうか。

同社は、M&A を否定しておらず、買収案件が持ち込まれれば真摯に検討しているという。ただ、業務内容や営業地域等の点で、同社の要求に合致する案件に巡り合っていないだけ、との回答を得た。

しかし、同社の収益力の高さは、取引開始の確約を得てからの新規出店、社内での人材育成など、時間を掛けた経営戦略の果実であろう。時間を買う M&A は、企業文化の不整合、低収益事業の採算改善に向けた経営資源配分など、全社的にはマイナスになる可能性があり、同社の採るべき戦略として相応しくないと考えられる。

◆ グローバル展開の可能性

同社はこれまでに、大手商社の依頼に応え、中国・上海で冷蔵倉庫・運輸会社を束ねたコールドチェーン構築の支援や、大連での問屋事業経営等、海外事業の経験がある。しかし、中国での事業運営には規制が多くインフラ整備も遅れているために収益化が困難と判断し、現在は手掛けていないようだ。

前項と同様に、海外展開についても、同社の収益性や効率性を損なうリスクが高いと当センターでは判断する。国内でまだ深耕の余地が多分にある。

ただ、将来の進出地域として、市場は大きいが地政学的リスクの高まった中国か、日系企業の進出が盛んな東南アジア新興国か、インフラ整備の遅れたカンボジア、ミャンマー等も視野に入れるべきか、検討は早期に行っておく必要があろう。

◆ 病院食材等冷凍食品以外の事業領域への資源配分

チェーンストア物流事業の拡大を目論む同社にとって、チルド温度帯や常温の食品物流に対応する設備投資は不可欠である。ただ、コールドチェーンと異なり、要求される技術的ハードルが下がるため、競争はより厳しいものとなる。2 温度帯対応車両の配備などの投資が、十分なリターンを生むか、懸念される場所である。

病院、老人保健施設等への食材物流や院内物流等の取り組みは、長期的に需要拡大が見込まれる有望なビジネスと考えられる。既存顧客である病院給食事業大手との取引を深めることで、より広範なサービスの提供も可能になる。従って、当該分野には、一定の経営資源配分をなす価値があるものと思われる。

> 利益還元策

配当性向2割以上を継続、株主優待制度導入や自社株買いも行う

◆ 配当性向2割が目安、株主優待や自社株買いも実施

同社は株主への利益還元について、安定配当の継続を基本方針に、配当性向2割を目安として業績に見合った適正な利益配分を行う意向である。また2009年より、決算期末の株主に対して年1回(10月中旬)、新潟県魚沼産コシヒカリ新米を500株以上1,000株未満保有者に3kg、1,000株以上の保有者には一律5kg発送する株主優待制度を導入している。この他、同社は機動的な資本政策の遂行を意識し、また取締役に対するストックオプション導入も考慮して、13年2月に5万株を上限に自己株式買付を行い、4.2万株を取得している。

> バリュエーション比較

類似企業や東証2部市場平均との比較では割安と感じられる

◆ 類似物流会社に比べ低い評価

同社の株価バリュエーションを類似会社と比べると、PERではハマキョウレックスより高く、PBRではキューソー流通システムを上回るが、収益性・成長性・安全性のバランス良さ(12頁参照)を考慮すれば、やや過小評価されていると感じられる。東証2部上場銘柄平均との比較でその感は一層強まる(図表26)。

同社の過去の予想PER、実績PBRの推移を図表27に示す。時系列比較で現在の株価は、PER、PBRの両面で上限に近いと映る。

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な観点での適正株価は1,000~1,250円と試算

円安でデメリットを受ける内需産業のため、TOPIXに対し同社の株価は最近アンダーパフォームしている(2頁チャート)。ただ、安定成長が見込まれるため、電気料金や軽油等のコスト上昇が一服すれば、相対株価は回復に向かおう。

中期的にみた適正株価は、過去10年間及びリーマンショック前の5年間のPER平均値6.8~8.4倍を参考に、1,000~1,250円と算定した。

図表26 同業他社との株価バリュエーション比較

銘柄 市場 証券コード	ヒューテック ノオリン 東証2部 9056	名糖運輸 東証1部 9047	キューソー 流通システム 東証1部 9369	ハマキョウ レックス 東証1部 9037	ヨコレイ 東証1部 2874	東証2部市場 全上場銘柄 平均値	
株価	円	928	683	955	3,580	885	353
時価総額	億円	96.9	75.1	121.1	299.1	464.2	39,212
今期予想PER	倍	10.0	24.4	10.7	8.5	26.9	18.7
前期実績PBR	倍	0.59	0.66	0.47	1.22	0.83	0.84
配当利回り	%	3.23	2.20	1.78	1.12	2.26	1.80

(注) 東証2部市場平均の時価総額、1株当たり価格は普通株式ベース、配当利回りは今期予想・単純平均  
(出所) 各社決算短信、株価(3月15日終値)及び市場平均バリュエーション(同週末)は日本経済新聞紙面

図表27 過去のバリュエーション

(単位:円、倍)

決算期	2004/3	05/3	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	平均値	
株価	最高	518	725	1,251	1,070	1,125	778	883	780	858	928	892
	最低	350	495	639	656	550	410	403	571	606	690	537
BPS	前期	1,730	1,891	2,042	1,122	1,197	1,181	1,259	1,366	1,448	1,569	1,480
EPS	当期	59.8	164.2	99.1	99.3	66.6	99.5	125.5	115.4	134.5	93.0	105.7
PBR	最高	0.30	0.38	0.61	0.95	0.94	0.66	0.70	0.57	0.59	0.59	0.60
	最低	0.20	0.26	0.31	0.58	0.46	0.35	0.32	0.42	0.42	0.44	0.36
PER	最高	8.7	4.4	12.6	10.8	16.9	7.8	7.0	6.8	6.4	10.0	8.4
	最低	5.8	3.0	6.4	6.6	8.3	4.1	3.2	4.9	4.5	7.4	5.1

(注) PBRは前期末BPSから、PERは会社予想EPSに相当する当期EPSから算出。

(出所) 有価証券報告書より当センター作成

## 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

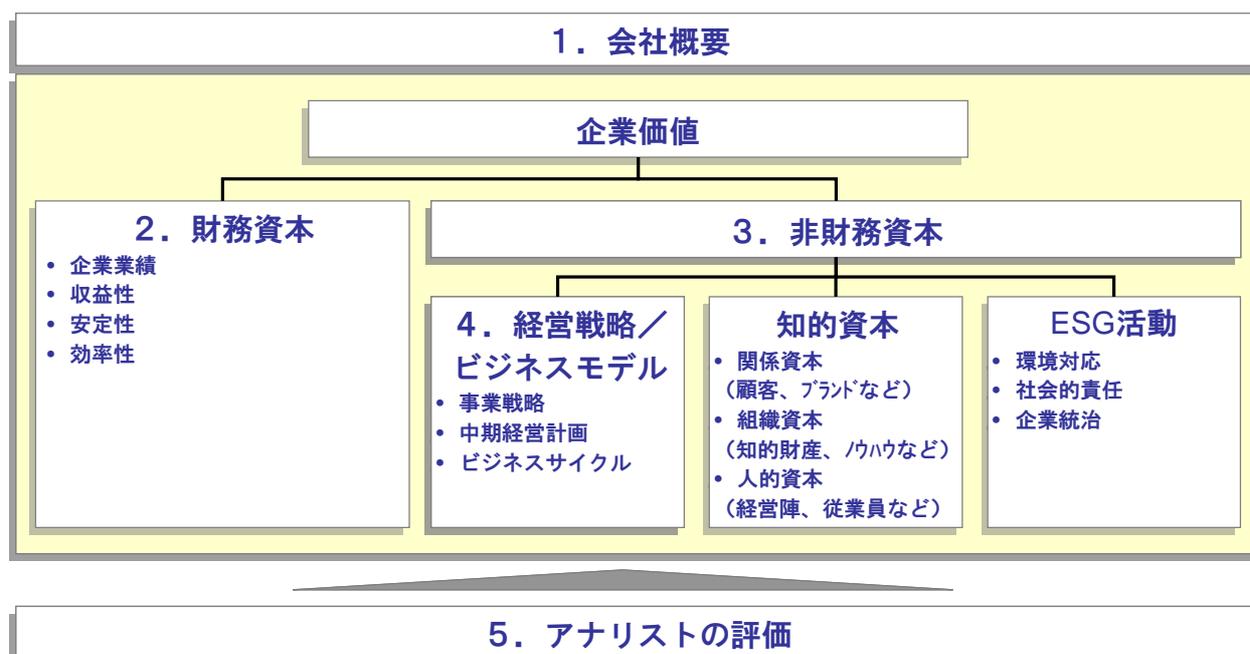
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。