

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

アップデート・レポート
2014年6月20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20140617

ヒューテックノオリン (9056 東証二部)

発行日: 2014/6/20

冷凍食品の保管、共同配送を主力とする独立系物流業者 物流センターの新設一服する 15年3月期は成長鈍化も連続増益を予想

> 要旨

◆ 事業内容

- ・ヒューテックノオリン(以下、同社)は、冷凍食品メーカーや問屋の貨物を冷蔵倉庫で保管し、保冷トラックで共同配送するコールドチェーンを全国展開している。
- ・保管型物流センターのみならず、小売業向けの通過型物流センターの運営、金融機関向け警備輸送等の業務も併営している。また連結子会社であるヘルティーでは、病院向けリネンサービス等を営んでいる。

◆ 14年3月期決算

- ・14/3期決算は、前期比5.5%増収、24.0%営業増益であった。同社の第2四半期決算時に修正された通期の計画に対する達成率は、売上高100.0%、営業利益91.7%であった。
- ・営業利益の増益要因は、新設ないし移転増床5店所の立ち上げ時に発生する一時費用増が一巡したため、計画未達となった要因は、外注費や人件費等の営業原価が想定より上振れたためである。

◆ 15年3月期予想

- ・15/3期業績について同社は、前期比1.8%増収、5.8%営業減益を予想している。新設店所の稼働一巡で増収率が鈍化する一方、人手不足の顕在化等による人件費などのコスト増加が利益を圧迫するとしている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、新規顧客の獲得やサービスの提案により同社の予想を上回る営業収益の上積みが可能と判断した。増収効果や店所運営合理化で、営業減益は回避可能とみている。

◆ 投資に際しての留意点

- ・ディフェンシブな陸運セクターに属する同社の株価変動は比較的小さい。M&A、海外進出等の積極策が示されれば評価が変わる可能性がある。
- ・同業他社とのバリュエーション比較では遜色なく、当センターの予想利益が達成されれば割安感をもって再評価される可能性がある。

アナリスト: 高坂 茂樹
+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】

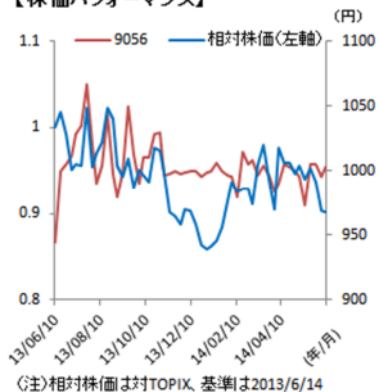
| | 2014/6/13 |
|------------|-----------|
| 株価(円) | 1,003 |
| 発行済株式数(千株) | 10,438 |
| 時価総額(百万円) | 10,469 |

| | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|----------|------|------|------|
| PER(倍) | 9.2 | 8.7 | 8.8 |
| PBR(倍) | 0.59 | 0.55 | 0.52 |
| 配当利回り(%) | 2.8 | 2.8 | 2.8 |

【株価パフォーマンス】

| | 1カ月 | 3カ月 | 12カ月 |
|-----------|------|-----|------|
| リターン(%) | -0.4 | 0.0 | -2.9 |
| 対TOPIX(%) | -3.6 | 0.9 | -8.2 |

【株価パフォーマンス】



【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) |
|-----------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 | 36,411 | 4.4 | 1,626 | -30.1 | 1,653 | -31.7 | 922 | -34.2 | 88.5 | 1,639.0 | 30.0 |
| 2014/3 | 38,416 | 5.5 | 2,017 | 24.0 | 1,996 | 20.7 | 1,137 | 23.2 | 109.5 | 1,710.0 | 28.0 |
| 2015/3 CE | 39,100 | 1.8 | 1,900 | -5.8 | 1,900 | -4.8 | 1,100 | -3.3 | 105.9 | — | 28.0 |
| 2015/3 E | 39,500 | 2.8 | 2,050 | 1.6 | 2,050 | 2.7 | 1,200 | 5.5 | 115.5 | 1,835.4 | 28.0 |
| 2016/3 E | 41,000 | 3.8 | 2,000 | -2.4 | 2,000 | -2.4 | 1,180 | -1.7 | 113.6 | 1,921.0 | 28.0 |
| 2017/3 E | 43,200 | 5.4 | 2,250 | 12.5 | 2,250 | 12.5 | 1,350 | 14.4 | 129.9 | 2,022.9 | 28.0 |

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想, 13/3期配当金には記念配2円含む

アップデート・レポート

2/11

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

冷凍食品の共同配送を手掛ける独立系物流業者。

(注1) Distribution Center(保管在庫型物流センター)は、大量の商品を保管し、仕分、流通加工等を行ったのち、出荷指示に従って届け先に配送する物流基地である。同社では、複数の冷凍食品メーカー等から商品の寄託を受けて自社の冷蔵倉庫に保管し、注文に応じて各社の商品をピッキングし、自社の車両に混載して問屋や小売業の物流センターに共同配送している。省エネルギーと渋滞緩和、受け手の荷受け作業の効率化に資するものである。

(注2) Transfer Center (通過型センター)は、食品量販店などの各店舗への一括配送を目的に、荷捌き、積み替え、配送を目的とした物流センターである。

最先端の物流システムを積極的に導入、最高品質のサービスを提供。

◆ コールドチェーンを支える中堅物流業者

ヒューテックノオリン(以下、同社)は、冷凍食品の共同配送を得意とする独立系低温食品物流業者である。同社は1970年代から効率的なコールドチェーン構築に取り組んでおり、「冷凍食品物流のリーディングカンパニー」を自負している(同社コーポレートサイト)。

同社の収益は、食品物流事業とその他事業(金融業向け警備輸送、子会社による病院向けリネン類集荷配送等)に大別される。食品物流事業はさらに、DC(Distribution Center、注1)事業とTC(Transfer Center、通過型センター注2)事業に二分される(図表1)。

DC事業の主な業務は、複数の冷凍食品メーカーの商品の共同保管、共同配送である。保管在庫機能を持った物流サービスとしては他に、食品問屋や病院食材メーカーの物流センター業務の受託、保税蔵置及び冷凍野菜の小分け包装等の流通加工業務等も営んでいる。

TC事業は、日配食品等のベンダーから食品スーパー等のチェーンストアの各店舗に配送する手前の物流センター業務の受託である。

同社の事業拠点は東京都墨田区の本社の他、DC事業では首都圏を中心に全国25カ所の支店、物流センター、営業所(合わせて店所と称す)、加工業務を営む支店併設の2工場、TC事業を営む6店所、警備輸送業務拠点(墨田区)等がある。病院や介護施設等のリネン類集配業務は子会社ヘルティ(埼玉県越谷市)が営んでいる。

◆ 事業の特徴と同社の強み

冷蔵倉庫、低温物流業界は、ニチレイロジグループ(非上場)をはじめ冷凍食品メーカー系列の企業が冷蔵倉庫保管能力順で上位を占めており、同社は業界6位、独立系では首位である。独立系ゆえに、早期に冷凍貨物の共同配送による物流コスト削減を冷凍食品メーカーや食品問屋に提案し、業容を拡大してきた。

効率的な物流センター設計や最先端の物流機器の導入、機器保守作業の内製化等に取り組み、食の安全を確保する最高品質のコールドチェーンを提供してきたことが顧客業界にも浸透しており、同社の強みと

図表1 営業収益の内訳 (単位: 百万円)

| 決算期 | 14/3 | 前期比 | 構成比 | 主要顧客 |
|---------------|--------|------|-----|---------------------|
| DC事業 | 28,348 | 5.6% | 74% | 冷凍食品、乳製品、製粉メーカー等 |
| うち メーカー等の共同配送 | 17,683 | 6.6% | 46% | 冷凍食品メーカー各社 |
| うち 問屋物流 | 3,060 | 1.7% | 8% | 食品専門商社等 |
| うち 病院食材 | 4,337 | 7.3% | 11% | 医療施設、福祉施設向け給食会社等 |
| うち 保税・加工業務 | 2,293 | 2.5% | 6% | 冷凍食品メーカー、商社等 |
| その他 | 973 | 0.5% | 3% | — |
| TC事業 | 8,838 | 5.8% | 23% | 食品スーパー向けボランタリーチェーン等 |
| その他 | 1,228 | 1.4% | 3% | 首都圏金融機関等 |

(出所) ヒューテックノオリン決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

認知されている模様である。

一方で、業界内の競争が激しいために荷主との交渉で劣位に立たされることが多く、コスト上昇時に価格転嫁が容易でないこと、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、業界共通の課題を同社も抱えている。

> 業績動向

新規設店所の貢献により
久方ぶりの高い増収率を
達成。

営業原価が想定以上に上
昇。二桁営業増益ながら
事前予想を下回った。

◆ 14年3月期決算

14/3期決算は、営業収益 38,416 百万円（前期比 5.7%増）、営業利益 2,017 百万円（同 24.0%増）、経常利益 1,996 百万円（同 20.7%増）、当期純利益 1,137 百万円（同 23.2%増）であった（図表 2）。

営業収益は 12 年 2 月に開設した東京支店、同年 6 月開設の東京支店第二センター、同年 10 月開設の京都センター等、新設及び移転増床された 5 店所の通年本格稼働に伴い、中国製冷凍餃子中毒事件から回復してきた過去 5 年間で最も高い増収率となった。

営業利益は前期比 2 割増の大幅増益となったが、これには 13/3 期の営業利益が前期比 3 割減と落ち込んだことの反動という側面がある。13/3 期の減益は、複数の新設店所開設に伴う減価償却費の増加や店所立ち上げ時の一時費用等が、新設店所による増収効果を上回ったためであった。14/3 期は、新設店所の通年安定稼働や店所立ち上げ費用の剥落により、状況が前期から反転した。営業利益率は前期の 4.5%から 5.3%に 0.8%ポイント改善した。

同社の事前予想に対する達成率は、第 2 四半期決算公表時に増額修正された営業収益予想に対して 100.0%、同時に減額修正された営業利益予想に対して 91.7%であった。電気料金や軽油の値上がりによるエネルギー関連費用増加に加え、トラック輸送の外注費、臨時従業員費等

図表 2 14/3 期決算の概要

(単位:百万円)

| 決算期 | 12/3期 | 13/3期 | 14/3期 | 前期比 | 事前会社 予想 | 達成率 | 証券リサーチ センター予想 | 乖離幅 |
|------------|--------|--------|--------|--------|------------|--------|------------------|-------|
| 営業収益 | 34,864 | 36,411 | 38,416 | 5.5% | 38,400 | 100.0% | 38,500 | -84 |
| うちDC事業 | 25,402 | 26,843 | 28,348 | 5.6% | | | 28,400 | -52 |
| うちTC事業 | 8,265 | 8,355 | 8,838 | 5.8% | | | 8,860 | -22 |
| うちその他 | 1,196 | 1,212 | 1,228 | 1.4% | | | 1,240 | -12 |
| 営業原価 | 30,705 | 32,820 | 34,407 | 4.8% | | | 34,250 | 157 |
| 販売費及び一般管理費 | 1,831 | 1,964 | 1,991 | 1.4% | | | 2,050 | -59 |
| 営業利益 | 2,326 | 1,626 | 2,017 | 24.0% | 2,200 | 91.7% | 2,200 | -183 |
| うちDC事業 | 3,333 | 3,136 | 3,244 | 3.4% | | | 3,600 | -356 |
| うちTC事業 | 613 | 227 | 533 | 134.8% | | | 300 | 233 |
| うちその他 | 210 | 226 | 230 | 1.8% | | | 230 | 0 |
| 全社共通費用 | -1,831 | -1,964 | -1,991 | — | | | -1,930 | -61 |
| 経常利益 | 2,421 | 1,653 | 1,996 | 20.7% | 2,150 | 92.8% | 2,150 | -154 |
| 当期純利益 | 1,402 | 922 | 1,137 | 23.2% | 1,250 | 91.0% | 1,250 | -113 |
| 設備投資 | 7,073 | 5,068 | 4,393 | -44.2% | 2,455 | 178.9% | 2,450 | 1,943 |
| 減価償却費 | 1,404 | 1,942 | 2,157 | -1.3% | 2,129 | 101.3% | 2,130 | 27 |

(出所)ヒューテックノオリン決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

TC 事業も低迷していた採算が改善した。

(注3)新センター建設計画後述するが埼玉県に用地を取得し、基礎工事に着手している。
 関連投資額は土地約 15 億円、建設仮勘定約 18 億円である。

同社は前期比増収減益を予想している。

(注4)冷凍食品消費量
 日本冷凍食品協会では、国内工場における冷凍食品生産量(ア)と冷凍野菜輸入量(イ)の合算値をわが国冷凍食品消費量(ウ)としている。
 2013年の前年比伸び率及び過去5年間の平均成長率は、以下の通りである。
 (ア) 5.0%、1.1%
 (イ) -2.9%、3.7%
 (ウ) 2.0%、2.2%

も人手不足の影響を受け増加し、同社の想定(事前開示なし)も上回ったとしている。

セグメント別にみると、営業収益の前期比伸び率は DC 事業、TC 事業ともに同程度であった。新設店所は DC だけでなく、TC も神奈川 JD センターが 12 年 10 月に移転増床して開設された。

セグメント利益は TC 事業で倍増しているが、これは神奈川 JD センター移転時に、新旧 2 カ所を並行稼働させる等 13/3 期の店所立ち上げ費用が重く、14/3 期はそれが解消されて安定稼働したためである。一方主力の DC 事業では、冷蔵倉庫の電力費、外注費や臨時従業員費等の増加が営業利益を圧迫し、前期比増収率は増収率を下回った。なお、それでも DC 事業の利益率は 11.4%で、TC 事業(6.0%)よりも高い。

設備投資額は事前の同社予想を大幅に上回ったが、これは逼迫する首都圏冷蔵倉庫需給に対応した新物流センター建設計画が浮上し、これに適した用地を先行取得したために増額された^{注3}もので、14/3 期減価償却費には影響は生じていない。

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、期初に同社の予想よりも低い営業利益を予想し、第 2 四半期決算公表後もその数値を据え置いたのだが、営業原価率の想定が同社と同様に甘かった。

◆ ヒューテックノオリンの 15 年 3 月期業績予想

15/3 期業績について同社は、営業収益 39,100 百万円(前期比 1.8%増)、営業利益 1,900 百万円(同 5.8%減)、経常利益 1,900 百万円(同 4.8%減)、当期純利益 1,100 百万円(同 3.3%減)と予想している(図表 3)。

15/3 期は新設店所の影響が消え、冷凍食品消費量の安定的な増加^{注4}に対応した、低水準の増収率になると同社は見込んでいる。セグメント別の営業収益の予想は開示されていないが、DC 事業を中心に増収になると同社は想定している。

営業原価については、(ア)社員給与のベースアップや臨時雇員の日給上昇等により人件費が前期に比べ増加する、(イ)電力及び軽油価格が高止まりする、(ウ)輸送に係る外注費は前期比微減となる、

図表 3 15/3 期業績予想の概要 (単位:百万円)

| 決算期 | 12/3期 | 13/3期 | 14/3期 | 15/3期CE | 前期比増減率 | 売上高対比 | 前期差 |
|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 営業収益 | 34,864 | 36,411 | 38,416 | 39,100 | 1.8% | 100.0% | — |
| 営業利益 | 2,326 | 1,626 | 2,017 | 1,900 | -5.8% | 4.9% | -0.4% |
| 経常利益 | 2,421 | 1,653 | 1,996 | 1,900 | -4.8% | 4.9% | -0.3% |
| 当期純利益 | 1,402 | 922 | 1,137 | 1,100 | -3.3% | 2.8% | -0.1% |
| 設備投資 | 7,073 | 5,068 | 4,393 | 3,076 | -39.3% | 7.9% | -3.6% |
| 減価償却費 | 1,404 | 1,942 | 2,157 | 2,129 | 9.6% | 5.4% | -0.2% |

(出所)ヒューテックノオリン決算短信及び決算説明会資料に基づき、証券リサーチセンター作成

14/3 期と同様、営業原価の利益圧迫が続くと同社は想定している。

当センターでは営業増益を想定する。

(エ)減価償却費も物流センター投資の端境期に当たるため前期比約1.6億円減少する等の想定を置いている。これらの想定に基づけば、営業原価率は前期実績と同程度かやや悪化することになる。なお、効果の程度は不明だが、東京支店及び同支店第二センターの業務分担の見直しによる利益率の改善に努めると同社は述べている。

販売費及び一般管理費については、物流機器の修繕費や車両リース費用の増加、管理部門の件数増加を見込んでおり、営業収益に対する比率は前期を上回ると想定している模様である。

以上より、営業利益は人件費やエネルギーコスト等の上昇を1.8%程度の増収では吸収しきれず、2期ぶりに減益に転じるとしている。

なお、同社は14/3期に続く諸経費の上昇を受けて、適正料金の收受(受託価格への転嫁)に向けて、まだ要請を始めてはいないが、遅くとも15/3期の後半には寄託者との交渉を開始する意向である。開示した予想業績にはこのような対策の効果は織り込まれていない。

◆ 証券リサーチセンターの15年3月期予想

当センターでは、同社の15/3期業績について、営業収益39,500百万円(前期比2.8%増)、営業利益2,050百万円(同1.6%増)とし、小幅ながら増収増益を予想する(図表4)。なお、当センターの前回予想との比較では、新設店所がなく前期並みの増収率維持は困難との説明を受け入れてDC事業を中心に売上高を減額し、14/3期実績を踏まえ

図表4 中期業績予想モデル

(単位:百万円)

| 決算期 | 2012/3 | 13/3 | 旧 14/3 E | 14/3実績 | 旧 15/3 E | 新 15/3 E | 旧 16/3 E | 新 16/3 E | 新 17/3 E |
|------------|--------|--------|----------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 営業収益 | 34,864 | 36,411 | 38,500 | 38,416 | 40,000 | 39,500 | 41,800 | 41,000 | 43,200 |
| (前年同期比増減率) | 3.9% | 4.4% | 5.7% | 5.5% | 3.9% | 2.8% | 4.5% | 3.8% | 5.4% |
| DC事業 | 25,402 | 26,843 | 28,400 | 28,348 | 29,650 | 29,200 | 31,200 | 30,500 | 32,500 |
| (前年同期比増減率) | 6.3% | 5.7% | 5.8% | 5.6% | 4.4% | 3.0% | 5.2% | 4.5% | 6.6% |
| TC事業 | 8,265 | 8,355 | 8,860 | 8,838 | 9,100 | 9,050 | 9,340 | 9,240 | 9,430 |
| (前年同期比増減率) | -1.1% | 1.1% | 6.0% | 5.8% | 2.7% | 2.4% | 2.6% | 2.1% | 2.1% |
| その他 | 1,196 | 1,212 | 1,240 | 1,228 | 1,250 | 1,250 | 1,260 | 1,260 | 1,270 |
| 営業利益 | 2,326 | 1,626 | 2,200 | 2,017 | 2,400 | 2,050 | 2,250 | 2,000 | 2,250 |
| (前年同期比増減率) | 7.6% | -30.1% | 35.3% | 24.0% | 9.1% | 1.6% | -6.3% | -2.4% | 12.5% |
| (対営業収益比率) | 6.7% | 4.5% | 5.7% | 5.3% | 6.0% | 5.2% | 5.4% | 4.9% | 5.2% |
| DC事業 | 3,333 | 3,136 | 3,600 | 3,244 | 3,800 | 3,400 | 3,700 | 3,400 | 3,700 |
| (対営業収益比率) | 13.1% | 11.7% | 12.7% | 11.4% | 12.8% | 11.6% | 11.9% | 11.1% | 11.4% |
| TC事業 | 613 | 227 | 300 | 533 | 400 | 610 | 450 | 650 | 690 |
| (対営業収益比率) | 7.4% | 2.7% | 3.4% | 6.0% | 4.4% | 6.7% | 4.8% | 7.0% | 7.3% |
| その他 | 210 | 226 | 230 | 230 | 240 | 240 | 250 | 250 | 260 |
| 全社費用・消去 | -1,831 | -1,964 | -1,930 | -1,991 | -2,040 | -2,200 | -2,150 | -2,300 | -2,400 |
| 経常利益 | 2,421 | 1,653 | 2,150 | 1,996 | 2,350 | 2,050 | 2,200 | 2,000 | 2,250 |
| (前年同期比増減率) | 6.8% | -31.7% | 30.0% | 20.7% | 9.3% | 2.7% | -6.4% | -2.4% | 12.5% |
| 当期純利益 | 1,402 | 922 | 1,250 | 1,137 | 1,400 | 1,200 | 1,300 | 1,180 | 1,350 |
| (前年同期比増減率) | 16.5% | -34.2% | 35.4% | 23.2% | 12.0% | 5.5% | -7.1% | -1.7% | 14.4% |

(出所)実績はヒューテックノオリン決算短信、予想は証券リサーチセンター作成

新規顧客開拓、物流センター運営効率化等で営業増益は可能と判断。

新規開拓は順調に進展。14/3 期末の顧客数は前期末比 8.3%増に。

(注5)3PL サードパーティロジスティクス
荷主、運輸や倉庫等の請負業者以外の第三者が、荷主企業の物流業務の全部もしくは一部を受託し、荷主に代わり最適な物流システムの構築及び運用を行うこと。
わが国では、物流手段の一部を持つ業者も当該業務を営んでいる。

既存店所の2倍以上の規模持つ新物流センター建設を計画。

て DC 事業及び TC 事業の営業利益率を見直した。

同社予想との相違点は、(ア) 各店所の予算を積み上げた同社の営業収益見通しが保守的になりがちなこと、(イ) 新設店所が無くとも新規顧客開拓やオペレーションの効率化により営業収益拡大の可能性のあることを同社よりも積極的に評価したこと、(ウ) 営業利益については営業収益増額による増収効果や値上げの寄与を見込んだこと、等である。

同社の成長戦略の進捗を示す KPI と見られる期末新規顧客数(口座数)は 12/3 期末に前期末比 3.9%増、13/3 期末同 9.3%増、14/3 期末同 8.3%増となっている。効率的な物流センター運用プランの提案等の営業努力により、顧客数を積み上げている同社の営業収益は、冷凍食品業界の業況に左右されず伸長する可能性がある。

新設店所の稼働前後に施設稼働率の早期引き上げのため、新規顧客獲得にまい進する結果、新規店所の開設 2 年目の増収効果が最大になると推察される。しかし、施設がフル稼働状態にあっても、外部倉庫の利用を含めた 3PL^{注5}の視点で、最適な物流センターを顧客に提案し、同一顧客からの受託業務拡大、収受料金の増額を図っている。従って新設店所が無くとも、同社の営業収益は業冷凍食品消費量の増加ペースを上回る伸びを示す可能性が高いと当センターでは考えている。

費用面については同社の各種想定を受け入れるが、(ア) 増収効果が同社予想よりも大きいこと、(イ) 満額、全社でなくとも今期後半より徐々に価格改定を受け入れる顧客があらわれると想定したこと、(ウ) 東京支店及び第二センターの業務効率化を見込んだこと等から、前期比営業増益は可能と判断した。

◆ 16 年 3 月期以降の業績見通し

同社は中期計画等を公表していない。施設新設計画については、収容能力約 7.4 万トン(同社の既存施設のうち最大規模の施設が 3.9 万トン、全社収容能力は 36.2 万トン)に達する、新たな物流センターを 15 年秋にも首都圏に新設する計画を公表しており、既に埼玉県岩槻市に土地を取得している。新センターの収益及び経費への影響額は不明で、短期的には減価償却負担増や一時的な立上げ経費の発生により営業減益となる可能性があるが、中期的な収益力向上への貢献は小さくないと考えられる。

当センターの業績予想モデルは前頁図表 4 に示した通りである。賃金、エネルギー関連価格等の上昇は見込まず、新センター立ち上げに伴う収益及び経費増を考慮した。16/3 期は経費増が先行し営業減益要因となるが、既存店所の収益増加で一部を吸収し、小幅減益に止まると予想した。17/3 期は新センター立ち上げが軌道に乗り始め、大幅な倉庫能力増ながら稼働率が順調に上昇すると想定し、二桁の営業増益が可

能と予想した。

なお、前回予想との比較では、16/3期の営業収益を減額したが、15/3期の営業利益を下方修正したために、前期比減益率は小幅となった。中期見通しについては、新センターの機能詳細の開示進展を待つて調整する意向である。

> 投資に際しての留意点

◆ 株主への利益還元方針

同社は株主への利益還元策について、安定配当の継続を基本方針としつつ、連結当期純利益の20%程度を目途として適時配当金を決定するとしている。

目標配当性向は2割、株主優待制度導入など株主還元を努めている。

コールドチェーンに係る物流サービスは、成長率こそ低いものの、継続した設備投資を要する成長産業であり、内部留保は将来の営業拠点の整備及び拡充等の投資により有効活用できると同社は認識している。

なお、同社は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送付する株主優待制度を導入している。

株価バリュエーションは割高ではない。

◆ 同業他社比較

類似会社との株価バリュエーション及び若干の財務指標の比較を図表5に示した。今期予想基準PERの比較では、幅広い業種を顧客として3PL事業を営むハマキョウレックス(9369 東証一部)に比べ高位にあるが、食品を扱う物流業者名糖運輸(9047 東証一部)やキューソー流通システム(9369 東証一部)に比べ、同社のPERは低位にある。営業収益の成長性が低い食品業界を顧客に持つ同業者と比べ

図表5 同業他社との株価指標等の比較

| 銘柄 市場 コード | ヒューテック ノオリン 東証二部 9056 | 名糖運輸 東証一部 9047 | キューソー 流通システム 東証一部 9369 | ハマキョウ レックス 東証一部 9037 |
|--------------------|--------------------------------|----------------------|---------------------------------|-------------------------------|
| 株価(6/13) | 円 1,003 | 661 | 1,026 | 2,852 |
| 時価総額 | 億円 104.7 | 72.7 | 130.1 | 238.3 |
| 今期予想基準PER | 倍 9.5 | 17.7 | 10.4 | 7.0 |
| 今期予想EPS成長率 | % -3.3 | 102.6 | 0.3 | 10.9 |
| 〃 営業収益成長率 | % 1.8 | 16.9 | 0.4 | 0.0 |
| 〃 営業利益成長率 | % -5.8 | 33.6 | 8.9 | 9.9 |
| 前期実績基準PBR | 倍 0.59 | 0.61 | 0.48 | 0.81 |
| 前期実績ROE | % 6.5 | 1.7 | 4.7 | 10.9 |
| 今期予想営業収益 対営業利益率 | % 4.9 | 1.1 | 1.8 | 7.1 |
| 今期予想配当金 | 円 28.00 | 15.00 | 18.00 | 44.00 |
| 今期予想配当利回り | % 2.79 | 2.27 | 1.75 | 1.54 |

(注)今期予想数値は会社予想、キューソー流通システムは11月決算
(出所)各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

(注6)M&A 効果

全国酪農業協同組合連合会の100%子会社で生乳、牛乳等を取り扱う物流業者ダイヤインの株式の65%を14年4月に取得。当該会社の13/3期売上高は81億円(14/3期名糖運輸売上高の約17%)、営業損益は29百万円の赤字。

た同社の成長性を考慮すれば、同社のPERによる評価は不十分と考えられる。

なお、名糖運輸の今期予想増収率が高いのは、M&Aによる収益基盤拡大効果と推察される^{注6}。当該会社は営業利益成長率も高いが、収益性が低く、利益の変化率が大きくなる水準にあることを考慮すべきである。

実績基準PBRは各社ともに1倍割れとなっている。今期予想配当利回りは同社の2.79%が最も高い。

以上より同社の株価には割高感はなく、当センターの予想レベルないしそれ以上に業績見通しが改訂される局面がくれば、同社の株価は割安にみられる可能性があるかと判断する。

◆ 株価変動の少ないディフェンシブなセクター

2頁のチャート及び対TOPIXパフォーマンスの図表に示されるように、陸運業に属する同社の株価は比較的変動が少なく、ディフェンシブ銘柄に分類されがちである。

同社の営業収益は、近年では輸入餃子事件発生時を除き、右肩上がりの成長を遂げてきた。利益については店所の新增設に伴う減価償却費の増加や人件費、外注費の间歇的な拡大期に減益となるものの、トレンドとしては増益基調を示している。

縁の下で経済を支える黒子的なイメージがディフェンシブ銘柄の烙印に繋がっているが、M&Aによる事業基盤の拡大や海外展開等の中期戦略が示されれば、株式市場の評価は一変する可能性がある。

「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

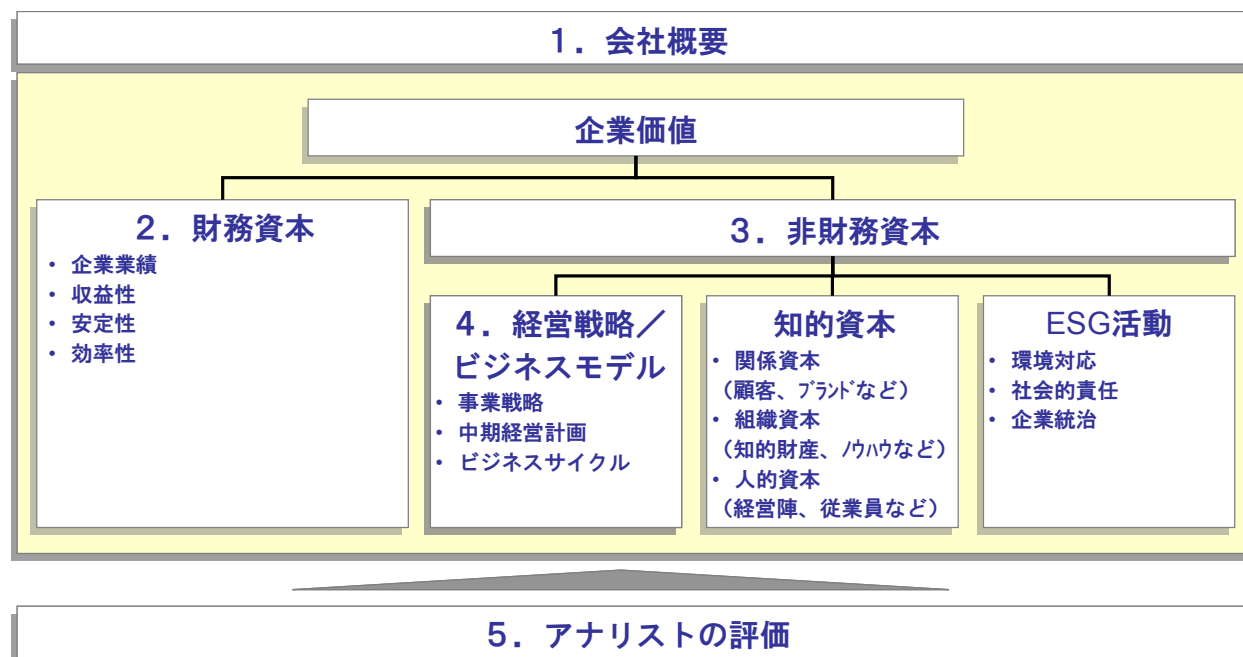
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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。

アップデート・レポート

11/11

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。