

# 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12月5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 20141202

# ヒューテックノオリン (9056 東証二部)

発行日:2014/12/5

**冷凍食品の保管、共同配送を主力とする独立系物流業者  
人手不足による外注費及び人件費の増加が利益を圧迫**

## > 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。

### ◆ 15年3月期第2四半期決算

- ・15/3 期第2 四半期累計(以下、上期)決算は、前年同期比 4.7%増収、21.5%営業減益であった。同社の期初計画に対する達成率は、売上高102.1%、営業利益 88.3%であった。
- ・12年に新設ないし移転増床された5店所の稼働率が上昇したために増収となったが、利益面では運送を中心とした外注費や人件費、エネルギーコストの増加等を吸収しきれなかった。

### ◆ 15年3月期(通期)予想

- ・15/3 期業績について同社は、前期比 4.1%増収、13.3%営業減益を予想している。期初計画に対し、営業収益は増額されたが、外注費の増加等が想定を上回るとの見込みから営業利益は減額修正された。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、同社の期初予想を上回る営業収益の上積みを見込み、営業減益は回避可能とみていたが、人手不足の深刻化や上期実績に鑑みて減益予想に改めた。

### ◆ 投資に際しての留意点

- ・当センターは人的資源の制約等が当面は同社の利益を圧迫すると考え、今後3年間の年平均成長率は売上高4.2%、営業利益0.5%と予想する。
- ・新サービスへの取り組みや海外進出、M&A 等のアグレッシブな中期事業戦略が示されれば評価が変わる可能性があるだろう。

### 【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	40,000	4.1	1,750	-13.3	1,710	-14.4	830	-27.0	79.9	—	28.0
2015/3 E	40,200	4.6	1,800	-10.8	1,750	-12.3	850	-25.2	81.8	1,801.7	28.0
2016/3 E	41,300	2.7	1,900	5.6	1,850	5.7	1,100	29.4	105.9	1,879.6	28.0
2017/3 E	43,500	5.3	2,050	7.9	2,000	8.1	1,200	9.1	115.5	1,967.1	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

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: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】

	2014/11/28
株価(円)	978
発行済株式数(千株)	10,438
時価総額(百万円)	10,208

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.9	12.0	9.2
PBR(倍)	0.57	0.54	0.52
配当利回り(%)	2.9	2.9	2.9

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.2	-2.7	-2.0
対TOPIX(%)	-5.6	-11.8	-12.5

### 【株価チャート】



> 事業内容

**冷凍食品の共同配送、センター業務等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、各店舗への一括配送を目的として、荷捌き、積み替え作業を行う物流センターである。

**メーカー系列でない低温物流会社として早くから共同配送を提案してきた。**

◆ 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<sup>注1</sup>)事業とTC(Transfer Center<sup>注2</sup>)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。この他、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当該セグメントに分類される。

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事業で首都圏を中心に全国29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事業で6店所、その他事業で警備輸送業務拠点4カ所を有する。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。低温トラック輸送業務を営む上場企業には、キューソー流通システム(9369 東証一部)、名糖運輸(9047 東証一部)等がある。

同社はメーカー系列でない低温物流専門業者として、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て評価され、業容を拡大してきた。

【図表1】 営業収益の内訳

(単位:百万円)

決算期	14/3期	前期比	構成比	主要顧客
<b>DC事業</b>	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%	医療施設及び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%	—
<b>TC事業</b>	8,838	5.8%	23%	食品スーパー向けボランタリーチェーン等
<b>その他</b>	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

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。

食の安全安心を支える物流パートナーという認知が強み、人材難が課題。

> 業績動向

新增設店所の貢献が拡大し、期初予想を上回る増収率を達成した。

人手不足で備員単価上昇、電力及び軽油値上がりも利益を圧迫した

同社は効率的な物流センターの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より、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。

同社の強みは、食の安全及び安心を支えるパートナーとして顧客から認知されるブランド力、それを実現する倉庫及び運送関連のノウハウや技術力等の知的資本の充実であると証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

しかし、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、主要コスト上昇時に価格転嫁が容易でないこと、現場作業員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。

◆ 15年3月期第2四半期決算

15/3期第2四半期累計（以下、上期）決算は、営業収益19,905百万円（前年同期比4.7%増）、営業利益724百万円（同21.5%減）、四半期純利益302百万円（同43.6%減）であった（図表2）。

12年2月に開設された東京支店をはじめ、同年3月の中部支店、同年6月の東京支店第二センター（14年10月東京第二支店に改称）、同年10月の京都センター、神奈川JDセンター等12年に新設ないし増床された5店所が安定稼働期に入り、顧客開拓営業等によって取扱物量が増加した結果、期初計画を上回る増収率となった。なお、KPIと見做される上期末の顧客口座数は前年同期末比3.5%増であった。

一方、営業原価は前年同期比5.8%増加し、原価率は同1.0%ポイント悪化した。トラック輸送及び倉庫内作業等の外注費が前年同期比10%増となった他、自社雇用の臨時備員（同8%増）、電力（同11%増）、

【図表2】15年3月期第2四半期累計（上期）決算の概要

(単位:百万円)

決算期	14/3期 上期	構成比	15/3期 上期	構成比	前年同期 比増減率	期初 計画	計画比
営業収益	19,018	100.0%	19,905	100.0%	4.7%	19,500	102.1%
うちDC事業	14,062	73.9%	14,702	73.9%	4.6%	—	—
うちTC事業	4,345	22.8%	4,599	23.1%	5.8%	—	—
うちその他事業	610	3.2%	604	3.0%	-0.9%	—	—
営業原価	17,096	89.9%	18,091	90.9%	5.8%	—	—
販売費及び一般管理費	998	5.2%	1,090	5.5%	9.2%	—	—
営業利益	923	4.9%	724	3.6%	-21.5%	820	88.3%
うちDC事業	1,609	11.4%	1,505	10.2%	-6.4%	—	—
うちTC事業	210	4.8%	214	4.7%	2.1%	—	—
うちその他事業	101	16.6%	94	15.6%	-7.6%	—	—
全社費用	-998	-5.2%	-1,090	-5.5%	—	—	—
経常利益	940	4.9%	729	3.7%	-22.5%	840	86.8%
四半期純利益	535	2.8%	302	1.5%	-43.6%	480	62.9%

(注) 営業収益のセグメント別内訳は外部顧客向け収益基準、営業利益の構成比欄は利益率、全社費用欄は対売上高比率(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

軽油(同 13%増)など諸費用が軒並み増加した。これらは取扱物量増に比例して増加しただけでなく、人手不足や円安による単価上昇も大きく影響している。社員の人件費も定期昇給や新卒入社等により増加している。販売費及び一般管理費の大半を占める人件費も同 4%増となった。

(注 3)同社が保有する東京定温冷蔵の全株式を売却したことに伴い、個別決算では 396 百万円の売却益が特別利益に計上されると同時に税負担も生じた。連結決算では、売却益は概ね消去され 18 百万円に圧縮される一方、法人税等 167 百万円は消去されずに計上された。

取扱物量は順調に増加、TC 事業は取引対象店舗数の増加等も寄与した。

同社は前期比増収減益を予想、期初予想利益は下方修正された。

以上の結果、営業利益は前年同期比 21.5%減となり、期初計画に対する達成率は 88.3%にとどまった。同社は当初から人手不足や円安等による諸費用の価格上昇を想定しており、14/3 期下期に交渉を始めたサービス料金への転嫁は間に合わず、営業減益になると予想していた。しかし、外注費の増加は想定しておらず、この点が計画未達の要因になった。

経常利益は同 22.5%減、四半期純利益は同 43.6%減であった。なお、四半期純利益の減益率が他の利益よりも大きいのは、持分法適用関連会社の株式売却に伴う税負担<sup>注 3</sup>によるものである。

セグメント別にみると、主力の DC 事業は、前年同期比 4.6%増収、6.4%減益であった。顧客開拓営業等によって東京第二支店、京都センター等の取扱物量が順調に増加したが、増収効果や業務効率化だけでは外注費や人件費等の増加を吸収しきれなかった。

TC 事業は 5.8%増収、2.1%増益であった。取扱物量増や一部のセンターにおける配送対象店舗数の増加、受託業務内容の変更による料率上昇等の結果、増収効果でコスト増を吸収して僅かながら増益を達成した。

◆ ヒューテックノオリンの 15 年 3 月期業績予想

15/3 期業績予想について同社は 14 年 10 月に、営業収益を期初の 39,100 百万円から 40,000 百万円に、以下同順で営業利益を 1,900 百万円から 1,750 百万円に、経常利益を 1,900 百万円から 1,710 百万円に、当期純利益を 1,100 百万円から 830 百万円に修正した。11 月の上期決算公表時に 10 月の修正値は変更されなかった(図表 3)。

【図表 3】15 年 3 月期業績予想の概要

(単位:百万円)

決算期	13/3期 通期	14/3期 通期	15/3期 通期予想	前期比 増減率	15/3期 期初計画	前期比 増減率	期初計画 比増減
営業収益	36,411	38,416	40,000	4.1%	39,100	1.8%	900
営業利益	1,626	2,017	1,750	-13.3%	1,900	-5.8%	-150
経常利益	1,653	1,996	1,710	-14.4%	1,900	-4.8%	-190
純利益	922	1,137	830	-27.0%	1,100	-3.3%	-270
設備投資	5,068	4,393	2,943	-33.0%	3,076	-30.0%	-133
減価償却費	1,942	2,157	2,072	-3.9%	1,999	-7.3%	73

(注) 予想はヒューテックノオリン

(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

**適正料金収受に向けて折衝進む。15/3 期中の決着を目指す。**

**料金改定は織り込まず、人材関連の費用増から利益は減額修正された。**

15/3 期の営業収益は、過去最高値になる見込みである。新規顧客の開拓や既存顧客への新たな物流システムの提案による新規業務の獲得等の地道な営業を進めることで、15/3 期上期と同様に下期も取扱物量の増加による増収が続く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。

なお、同社は外部環境変化によるコスト上昇に見合った適正料金実現に向けた顧客との折衝を 14/3 期下期に始めているが、改定時期は顧客によって異なり、改定幅も確定していないため、業績予想には織り込んでいない。また、同社は料金改定幅について収益に大きな影響を与えるような大幅上昇にはならないとしている。

主要顧客の食品メーカーも円安による原材料高などのコストアップに苦しんでおり、物流コスト上昇を受け入れさせることは容易でないが、粘り強く要請を続けるなかで、徐々に料金見直しが始まっている模様である。一部の食品メーカーが年明けに家庭用冷凍食品を値上げすると表明するなど、顧客業界にもコスト増分の価格転嫁に向けた動きがあり、同社は 15/3 期末までに料金改定を終えたいとしている。

営業利益は期初予想の前期比 5.8%減益からさらに減額され、同 13.3%減とされた。売上高営業利益率は、前期の 5.3%から 4.4%へ 0.9%ポイント低下することになる。取扱物量増に伴う増収効果を、外注費や人件費等の上昇による減益要因が上回り、価格転嫁も織り込んでいないためである。運送車両や人員に関する外注費用は当初予算比 6%上振れると見込んでいる。

なお、15/3 期下期の営業利益は前年同期比 6.2%減と上期に比べ減益率縮小が見込まれている(図表 4)。これは 14/3 期下期に既に外注費の単価上昇が始まっていたこと、軽油価格の上昇一服等が要因である。

経常利益の減額幅は営業利益より 40 百万円、純利益は 140 百万円大きい(5 頁図表 3)。これはそれぞれ、関係会社株式の売却(第 1 四半期に実行)に伴う持分法投資利益の減少(営業外収益)、連結決算で相殺される株式売却益に対する過大な税負担の発生が要因である。

【図表 4】15 年 3 月期業績予想の上期/下期の対比

(単位:百万円)

決算期	15/3期 通期予想	前期比 増減率	14/3期 上期	14/3期 下期	15/3期 上期実績	前年同期 比増減率	15/3期 下期予想	前年同期 比増減率	下期計画 修正額	上期実績 対計画比
営業収益	40,000	4.1%	19,018	19,398	19,905	4.7%	20,095	3.6%	495	405
営業利益	1,750	-13.3%	923	1,094	724	-21.5%	1,026	-6.2%	-54	-96
経常利益	1,710	-14.4%	940	1,056	729	-22.5%	981	-7.1%	-79	-111
純利益	830	-27.0%	535	602	302	-43.6%	528	-12.3%	-92	-178

(注) 予想はヒューテクノオリン、下期予想は通期予想から上期予想を減じて算出  
(出所) ヒューテ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

人手不足の深刻化を考慮し、当センターも営業減益予想に転換した。

◆ 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15/3期上期実績を踏まえて通期業績予想を見直し、営業収益40,200百万円(前期比4.6%増)、営業利益1,800百万円(同10.8%減)と予想する。当センターの前回予想(14年6月)で小幅ながら増収増益を予想していたが、年末の繁忙期に人手不足の厳しさが響くと同社の見通しを受け入れ減益予想に転換した(図表5)。

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料金適正化の若干の寄与を見込んだこと等である。

【図表5】 中期業績予想モデル

(単位:百万円)

決算期	2012/3	13/3	14/3	旧 15/3 E	新 15/3 E	旧 16/3 E	新 16/3 E	旧 17/3 E	新 17/3 E
営業収益	34,864	36,411	38,416	39,500	40,200	41,000	41,300	43,200	43,500
(前期比増減率)	3.9%	4.4%	5.5%	2.8%	4.6%	3.8%	2.7%	5.4%	5.3%
DC事業	25,402	26,843	28,348	29,200	29,700	30,500	30,600	32,500	32,600
(前期比増減率)	6.3%	5.7%	5.6%	3.0%	4.8%	4.5%	3.0%	6.6%	6.5%
IC事業	8,265	8,355	8,838	9,050	9,300	9,240	9,500	9,430	9,700
(前期比増減率)	-1.1%	1.1%	5.8%	2.4%	5.2%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%
その他	1,196	1,212	1,228	1,250	1,200	1,260	1,200	1,270	1,200
営業利益	2,326	1,626	2,017	2,050	1,800	2,000	1,900	2,250	2,050
(前年同期比増減率)	7.6%	-30.1%	24.0%	1.6%	-10.8%	-2.4%	5.6%	12.5%	7.9%
(対営業収益比率)	6.7%	4.5%	5.3%	5.2%	4.5%	4.9%	4.6%	5.2%	4.7%
DC事業	3,333	3,136	3,244	3,400	3,250	3,400	3,350	3,700	3,550
(対営業収益比率)	13.1%	11.7%	11.4%	11.6%	10.9%	11.1%	10.9%	11.4%	10.9%
IC事業	613	227	533	610	550	650	650	690	700
(対営業収益比率)	7.4%	2.7%	6.0%	6.7%	5.9%	7.0%	6.8%	7.3%	7.2%
その他	210	226	230	240	200	250	200	260	200
全社費用・消去	-1,831	-1,964	-1,991	-2,200	-2,200	-2,300	-2,300	-2,400	-2,400
経常利益	2,421	1,653	1,996	2,050	1,750	2,000	1,850	2,250	2,000
(前期比増減率)	6.8%	-31.7%	20.7%	2.7%	-12.3%	-2.4%	5.7%	12.5%	8.1%
当期純利益	1,402	922	1,137	1,200	850	1,180	1,100	1,350	1,200
(前期比増減率)	16.5%	-34.2%	23.2%	5.5%	-25.2%	-1.7%	29.4%	14.4%	9.1%

(出所)実績はヒューテクノオリン決算短信、予想(E)は証券リサーチセンター

◆ 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、首都圏における旺盛な需要に対処するべく、埼玉県岩槻市に収容能力7万トン強(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年秋にも稼働させる計画をすすめている。新センターの収益及び経費への影響額は不明で、昨今の建設業界の人手不足を考慮すれば稼働時期も遅れる懸念がある。短期的には減価償却負担増や一時的なセンター立上げ

既存店所の2倍の規模を持つ新物流センター建設を進めている。

(注4)冷凍食品消費量  
日本冷凍食品協会は、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。  
13年の前年比伸び率及び過去5年の平均成長率は、以下の通りである。  
(ア) 5.0%、1.1%  
(イ) -2.9%、3.7%  
(ウ) 2.0%、2.2%

**冷凍食品内需の伸長、提案営業の自助努力等で営業収益の増勢続こう。**

**社内及び外注先の賃金上昇が続き利益を圧迫すると想定した。**

**新センター開業は16年初、17/3期は諸費用で利益貢献なしと想定。**

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5に示した通りで、14/3期から17/3期までの年平均成長率は、営業収益が4.2%、営業利益は0.5%、純利益は1.8%である。持続的な賃金上昇圧力や新センターの立ち上げ費用発生及び減価償却負担増を考慮して利益は横ばい圏にとどまると考えた。前提として、以下の想定をしている。

(1) わが国の冷凍食品消費量は過去5年間で年率2.2%成長した<sup>注4</sup>。今後も2%前後の伸長を続ける。

(2) 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、冷凍食品業界の短期的な業況に左右されず伸長する可能性がある。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、15/3期上期末は前年同期末比3.5%増となっている。当センターでは、今後も每期5%超の顧客口座数の増加が続くと想定している。

(3) エネルギー関連価格等の上昇は見込まず、賃金は緩やかに上昇すると見込んだ。従って16/3期は料金改定効果が発現するが、大きな増益要因にはならないと予想している。

(4) 新センターの開業時期はやや遅れて16年初～春になり、営業収益に貢献し始めるのは17/3期とした。減価償却負担や立ち上げ費用を考慮すると、本格的な利益貢献は18/3期以降になるとした。なお設備投資額は15/3期30億円、16/3期39億円、17/3期30億円、減価償却費は同順で21億円、22億円、25億円と想定した。

前回予想との比較では、人手不足による人件費及び外注費の利益圧迫をより厳しく想定し、営業収益を上方修正する一方で利益は下方修正した。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って調整する意向である。

**> 投資に際しての留意点**

**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。**

**◆ 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。その他同社は、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。

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。

(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。

**株価バリュエーションには割高感はないが、成長イメージが乏しい。**

◆ 同業他社比較

チルド食品を得意とする名糖運輸、キューピーの倉庫部門を起源とするキューソー流通システム、幅広い業種の顧客相手に 3PL 注5 事業を営み、食品スーパーの物流センター業務も手掛けるハマキョウレックス(9037 東証一部)、13年3月に上場した鴻池運輸(9025 東証一部)、それに冷蔵倉庫事業と食品販売事業を併営する横浜冷凍(2874 東証一部)を類似会社として取り上げ、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6に示した。なお、キューソー流通システム及び横浜冷凍は決算月が大きくずれるので厳密な比較にはなっていない。

前期実績基準 PBR は、ROE が最も高いハマキョウレックスを除き1倍割れとなっており、なかでも同社は 0.57 倍と最も低い。今期予想基準 PER は、利益水準は低い純利益増益予想の名糖運輸が 28.6 倍と最も高く、同社は会社予想基準で 12.2 倍、当センター予想基準で 12.0 倍と同業他社との比較では中位にある。配当利回りは同社が最も高い。

ハマキョウレックスは 3PL の代表的な企業と認知され、積極的な M&A でも知られており、ディフェンシブな色彩の濃い物流業界では異質である。鴻池運輸は、ハイブリッド物流と称して原材料購買及び製品販売物流だけでなく工場内業務請負も加えた一貫サービスで付加価値を取りに行く戦略や、グローバル展開を進めていることが株式市場で評価されている可能性がある。当センターは同社の成長性は現時点では上記2社ほど高くはないと考えている。

【 図表 6 】 同業他社との株価指標等の比較

銘柄	ヒューテックノオリン	名糖運輸	キューソー流通システム	ハマキョウレックス	鴻池運輸	横浜冷凍
市場コード	東証二部 9056	東証一部 9047	東証一部 9369	東証一部 9037	東証一部 9025	東証一部 2874
決算月	月 3	3	11	3	3	9
株価(11/28)	円 978	666	1,274	3,870	2,245	787
時価総額	億円 102.1	73.3	161.5	323.4	638.7	412.8
今期予想売上高(営業収益)	億円 400.0	580.0	1,465.0	920.0	2,437.0	1,436.3
今期予想基準PER	倍 12.2	28.6	12.9	9.5	11.8	16.3
今期予想 EPS成長率	% -27.0	26.6	0.3	10.9	23.6	36.2
売上高(営業収益)成長率	% 4.1	19.5	1.8	0.0	5.3	1.4
営業利益成長率	% -13.3	0.2	8.9	9.9	20.9	7.2
前期実績基準PBR	倍 0.57	0.61	0.59	1.10	0.87	0.69
前期実績ROE	% 6.5	1.7	4.7	10.9	6.1	3.2
今期予想売上高(営業収益)対営業利益率	% 4.4	0.8	1.8	7.1	3.9	3.1
今期予想配当金	円 28.00	15.00	18.00	44.00	45.00	20.00
今期予想配当利回り	% 2.86	2.25	1.41	1.14	2.00	2.54

(注)今期予想数値は会社予想  
 (出所)各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

同業他社との株価バリュエーション比較においては、同社の株価に割高感はないと考えられる。

一方、2頁の株価チャートを見ると、同社の週末値ベースの株価は過去1年間に947円(14年10月の減額修正公表直後)から1,026円(14年7月)の狭いレンジで推移しており、アベノミクスによる景気浮揚期待からTOPIXが上昇するなかで、ディフェンシブ銘柄に分類される陸運セクターに属する同社の相対株価は大きく低下している。

当センターの業績見通しに基づけば、利益成長力に欠ける同社の対TOPIX相対株価が短期間で大幅に上昇するとは考えにくい。ただし事業のグローバル展開や新たなサービスの開始等を含むアグレッシブな中期経営計画の策定と実行がなされれば、同社に対する評価が変わる可能性がある。14年6月に社長交代があった同社から、新たなビジョンが打ち出されるか否かを注視しておきたい。

「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

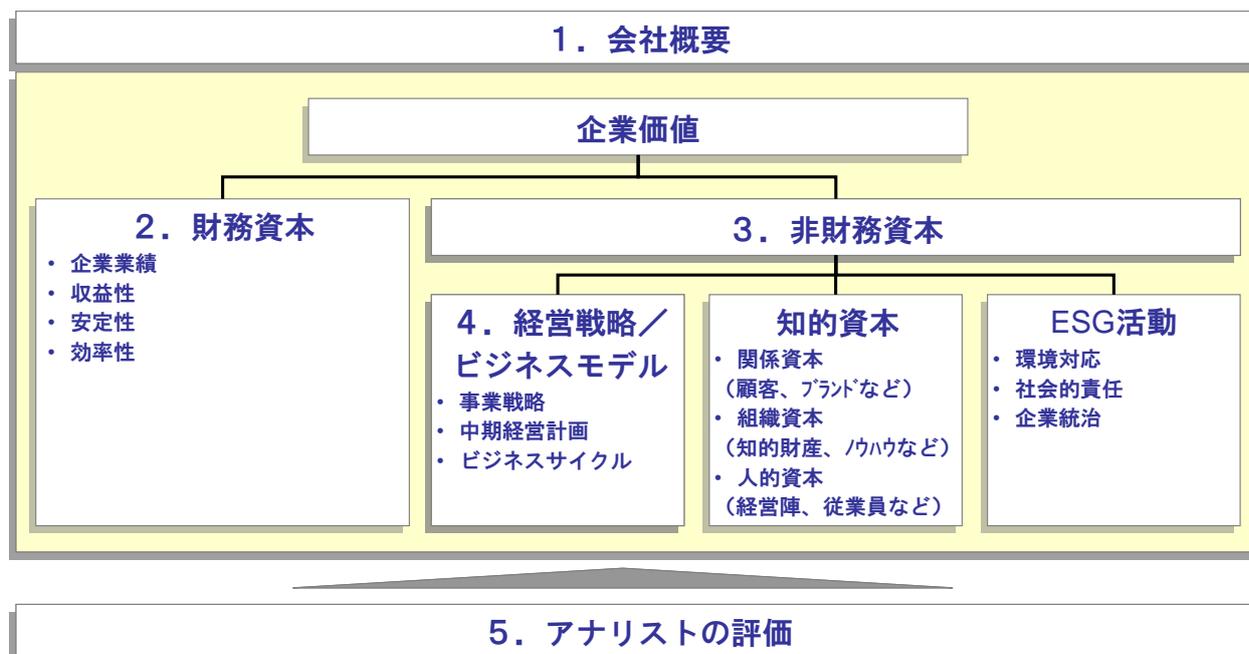
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ないため、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

12/12

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ため、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。