

ホリスティック企業レポート

日本コンセプト

9386 東証 JQS

フル・レポート
2013年9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20130917

要旨

1. 会社概要

- ・日本コンセプト(以下、同社)は、ISO タンクコンテナ(以下、タンクコンテナ)を用いた国際複合一貫輸送を行う総合液体物流会社である。保有もしくはレンタルで調達したタンクコンテナの洗浄及びメンテナンスまで行っている。
- ・タンクコンテナを自社保有することによる価格競争力、日本国内での堅固な顧客基盤に加え、グローバルでの営業力及び輸送のネットワーク網、ノウハウが強みとなっている。

2. 財務面の分析

- ・グローバルネットワークの拡大、営業拠点及び設備拡充、世界的な景気回復にともない、13/12 期以降、利益の拡大局面を迎えている。
- ・利益よりタンクコンテナ及び関連設備の充実を優先してきたため、自己資本の厚みに乏しく、小規模であることが課題ではあるが、収益性、効率性、成長性は高水準である。

3. 非財務面の分析

- ・顧客は、化学、薬品、食品メーカーや商社などで、B2Bの受注型のビジネスモデルである。知的資本は、長年の国内業界トップクラスの実績と知名度、ノウハウ、信頼性により形成されていると考えられる。

4. 経営戦略

- ・繰り返し再利用するタンクコンテナは、自社保有の物件の多いことが価格競争力を生み出し、国内5カ所とマレーシア1カ所に持つ拠点で内部洗浄し、メンテナンスを行うことにより輸送面での品質を維持することが、他社との差別化のポイントとなっている。
- ・実質的な参入障壁は高く、国内発の物流を中心に安定的な経営基盤を確立しているが、ライバルは世界的に大手である海外企業であり、また業容は世界景気、在庫調整サイクルに左右される側面はある。

5. アナリストの評価

- ・中長期的には、タンクローリー、ドラム缶輸送などから、クライアントが効率性及び経済性を求めて、タンクコンテナ輸送に切り替えると考えられるため、液体輸送市場における物流量、及びエリアの拡大と顧客数の増加が成長ドライバーになると考えられる。グローバルネットワークの構築と設備増強から、年率5%~10%の利益成長が予想される。

アナリスト:松尾 十作
+81(0)3-6858-3216

【主要指標】

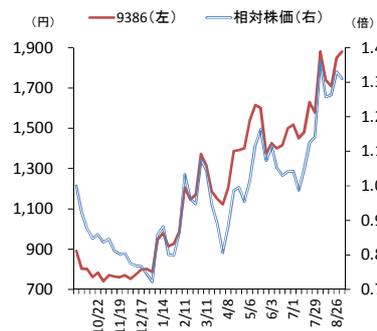
	2013/9/13
株価(円)	1,881
発行済株式数(株)	4,366,000
時価総額(百万円)	8,212

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.4	8.0	8.8
PBR(倍)	2.6	2.0	1.7
配当利回り(%)	1.6	1.6	1.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	10.6	32.9	158.7
対TOPIX(%)	3.5	28.4	144.2

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/10/4

【9386 日本コンセプト 業種:倉庫・運輸関連業】

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	7,160	-	1,136	-	505	-	299	-	76.6	406.0	10.0
2011/12	7,473	-	1,259	-	907	-	533	-	136.3	527.2	10.0
2012/12	7,331	-1.9	1,012	-19.6	1,118	23.2	661	23.9	164.4	724.2	30.0
2013/12 CE	8,930	21.8	1,610	59.0	1,720	53.7	1,030	55.7	235.9	NA	30.0
2013/12 E	8,930	21.8	1,610	59.0	1,720	53.7	1,030	55.7	235.9	934.9	30.0
2014/12 E	9,350	4.7	1,800	11.8	1,500	-12.8	930	-9.7	213.0	1,122.9	30.0
2015/12 E	9,800	4.8	2,000	11.1	1,700	13.3	1,060	14.0	242.8	1,340.7	35.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 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
- － 中期業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略

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

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

注1) ISO タンクコンテナ
ISO 規格に準拠した液体貨物輸送の標準容器。国際輸送の基準や危険物輸送の構造要件を満たしている。償却期間は20年だが、経済的耐用年数は20年超である。

注2) 自社保有タンクコンテナ
自社で購入し、所有しているISO タンクコンテナ。

注3) 運用コンテナ
レンタルにより調達しているタンクコンテナを含め、同社が運用しているISO タンクコンテナ全体を指す。

注4) 片道輸送
出荷元から搬入先までの片道運賃のみで請け負う輸送形態を指す。ローリー車を使用した液体貨物輸送は、輸送後に空荷の状態では出発点まで回送する輸送形態で、往復分の運賃がかかるのが一般的となっている。

注5) デポ
貨物輸送後のISO タンクコンテナを洗浄する場所。洗浄を専門とする業者への委託もあるが、同社は自社でデポを保有し、洗浄、危険物一時保管、加温、詰替えなどの付帯サービスを含めたトータルソリューションを提供する物流拠点として位置付けている。

◆ グローバルで展開する液体輸送の物流サービス業者

日本コンセプト(以下、同社)はISO タンクコンテナ(以下、タンクコンテナ)^{注1}を輸送容器として使い、有機化学品(薬品、洗剤原料等を含む)、天然油、鉱油、ガス、食品材料などの液体を、グローバルに輸送するサービスに特化した物流会社である。国内及び海外での陸上及び海上輸送を外注し、自社保有タンクコンテナ^{注2}を含めた運用コンテナ^{注3}と外注先が輸送に使用する鉄道、トラック、船などの輸送手段と組み合わせ、主にアジア、欧州などの各国間での国際複合一貫輸送サービスを提供している。

【図表1】ISO タンクコンテナ



(出所) 日本コンセプトホームページ

低コスト(ワンウェイ/片道輸送^{注4})で、利便性が高く、安全で環境に優しいタンクコンテナ輸送は競争優位性が高い。国内外の化学品メーカー、化学品専門商社、食品及び薬品会社などが主要顧客である。特に、国内の主要顧客は、ほぼ100%カバーしており、日本発の輸送に関しては磐石な顧客基盤を持っている。

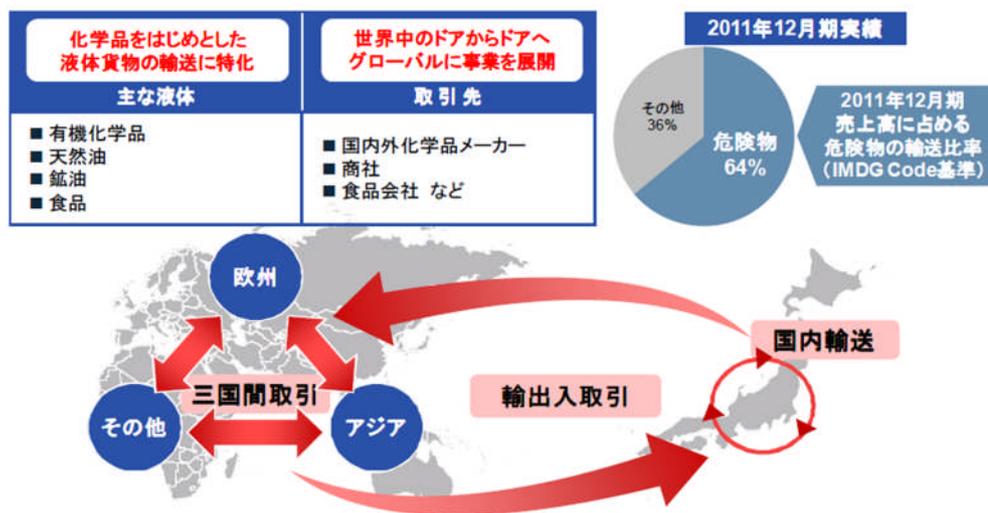
繰り返し再利用するタンクコンテナは、自社保有の物件が多いことが、価格競争力を生み出している。国内4カ所とマレーシア1カ所のデポ^{注5}で、自社グループで内部洗浄しメンテナンスを行うことにより品質の維持とタンクコンテナの耐用年数の長期化につながり、他社との差別化のポイントとなっている。

12年12月末現在、同社及び連結子会社、計7社でグループを形成している。連結子会社はいずれも海外現地法人であり、欧米及び東南アジアなどの各拠点における輸出入貨物取扱業や統括持株会社などである。

◆ 各事業の概要と売上高構成

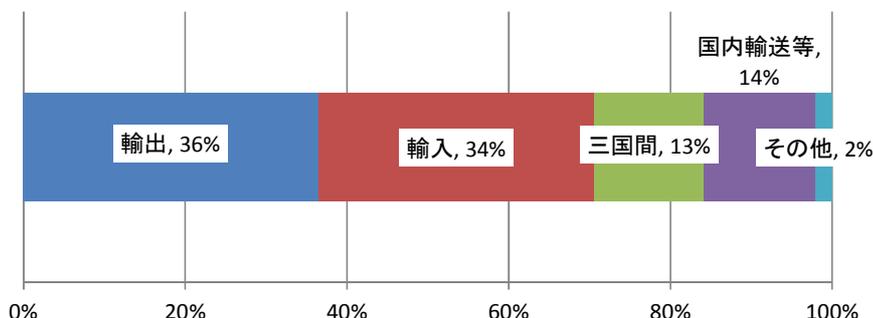
同社グループの事業は、国際複合一貫輸送サービス事業の単一セグメントである。売上区分は、輸出、輸入、三国間、国内輸送等、その他売上(加温及び保管など輸送を伴わない業務の売上高)の5つに区分される。日本国内からの輸出及び輸入が合計7割(12/12期)、日本国内輸送等を含めると約8割(同)を占める。近年は国内企業の海外移転などで輸出依存度が低下する一方で、輸入や三国間売上比率が上昇していた。グローバル経済、貿易量、顧客の各エリア間の在庫調整により業績に影響をうける景気敏感株であると認識される。

【図表2】事業概要



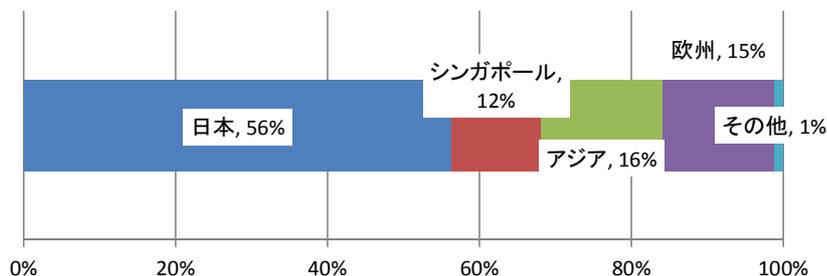
(出所) 日本コンセプト会社説明資料

【図表3】売上高構成 (12/12期)



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【図表 4】所在地別売上高構成 (12/12 期)



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ タンクコンテナ輸送の特徴

タンクコンテナ輸送は、欧州での食品輸送からはじまり、化学品など多様な液体貨物輸送容器として世界に普及し始めてきている。同社は、タンクコンテナを利用した液体貨物に特化し、国際複合一貫輸送を行っている。

その特徴は、

①大量輸送できること

ドラム缶は1缶当たり約200リットルでドライコンテナに80本積載可能(合計16,000リットル)、ケミカル用タンクローリー車は10t前後が多い。対してタンクコンテナは仕様により異なるが、11,000リットル~23,000リットルと大容量である。

②長期反復利用できること

内部洗浄により反復利用だけでなく、異なる液体の輸送が可能で、経済的耐用年数は20年超である。

③統合一貫輸送ができること

ドライコンテナ同様に積み重ねることができることから、複数の輸送手段を組み合わせ、発送荷主の戸口から受取り荷主の戸口まで輸送できる。

④貯蔵保管機能があること

ケミカルタンカーのように港湾に大規模貯蔵施設を必要とせず、受け入れ先のインフラを選ばないため、新興国にも急速に普及している。

> ビジネスモデル

◆ 信頼性が求められる B2B モデル

同社のクライアントは、化学、医薬、食品などのメーカーや商社(顧客数は非公表)であり、物流インフラという特性上、相応の信頼性や実績、継続性、安定性が求められる。クライアントからの運営に関する評価は高く、業務にはグローバルなネットワーク、ライセンス、技

術、データ、ノウハウの蓄積及び実績が必要である。顧客から継続的に発注されることが多く、リピート率は高水準である。長年の納入実績や世界に展開していること、洗浄及びメンテナンスまで一貫した体制を整えている点が継続的な取引につながっていると思われる。

◆ 同社の特徴

(1) 「持つ」経営

タンクコンテナは化学品をはじめ、危険物を繰返し輸送するため信頼性と安全性を確保することが最重要である。このために、自社の拠点であるデポで、自社で保有する割合の高いタンクコンテナを徹底的に洗浄するなど、厳格な品質管理を行っている。独自の洗浄技術及びノウハウの蓄積でタンクコンテナの経済的耐用年数の伸長やコストダウンが図られている。また、トラブル発生時及び緊急時に迅速な対応ができることが競争力を生み出していると考えられる。自社デポを活用し加温、保管、詰替え等の付帯サービスもトータルに提供している。

(2) グローバルカンパニー

創業からグローバルに事業を展開していることから、自社グループと代理店による強力なネットワークを構築している。アジア、欧州に加え米州にも再進出したことにより、3地域6法人と12カ国14代理店で広範なエリアをカバーしている。

(3) 日本式ビジネススタイル

同社は「徹底した顧客志向」のもと、優良顧客と長期、安定的な取引、きめ細かなサービスを提供している。タンクコンテナの在庫がなければ輸送費をかけても海外からでも取寄せ、必ず用意する。また、自社デポ研修により習得したノウハウ、液体貨物物流、貿易実務への知見、様々なトラブルに即応できる対応力及び徹底した顧客志向で顧客に安全で確実な物流サービスを提供することが可能である。

◆ タンクコンテナを保有するビジネスモデルで展開

同社は、サービス内容、品質、付加価値を重視するクライアントに対し、グローバルの輸送インフラとシステムを構築しサービスを提供し展開してきた。フロービジネスだが、継続取引性が高いクライアント数の増加を通じて優良顧客数を積み上げてきた。事業の安定性とグローバルに展開するスケールメリットや稼働率向上による収益性の改善が見込める状況にある。因みに同社のビジネスは、設備を必要とするが、最先端技術は不要である。

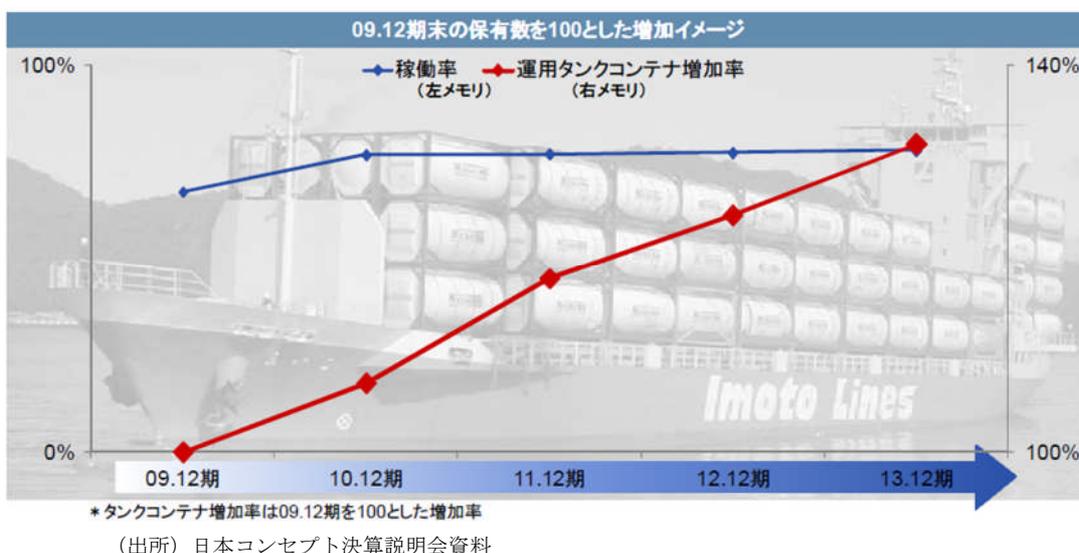
タンクコンテナを自社保有するメリットは、リース（レンタル）に比べ保有コストが約20%低いことである。また、自社デポでの高品質なメンテナンスにより、経済的耐用年数の伸長が可能であり、20年の償却期間終了後も使用することで価格競争力が一層高まる。

注 6) 動静情報
タンクコンテナの種類や位置
などを指す。

◆ 高収益の背景は高水準のタンクコンテナ稼働率

自社グループ(海外子会社)と代理店による強力なグローバルネットワーク及び情報網を活用し、全世界の顧客ニーズ情報及び運用タンクコンテナの動静^{注6}情報を集積、情報に基づいた機動的な営業により、タンクコンテナの高い稼働率を実現している。顧客ニーズを発掘する営業力、各地域のタンクコンテナ数が各地域の物流量に応じた数量となるように考慮した受注を推進し、顧客ニーズ情報とタンク動静情報をマッチングさせ、空タンクの輸送を徹底的に削減している。

【図表 5】稼働率推移



> 市場構造とポジション

◆ 市場規模と成長性

タンクコンテナを利用した物流は海外では広く利用されているものの、国内においては成長途上にある(グローバルでの市場規模等を示す近年の統計データは存在しない)。経済性や利便性に加え、安全性と環境対応に優れた輸送容器であるため、タンクローリーやドラム缶などの代替輸送手段(詰め替えの手間がなく機動性に富む)としてタンクコンテナを活用し液体輸送を効率化する、あるいは経済合理性を追求する顧客のニーズがある。同社は、タンクコンテナの日本におけるパイオニア企業として顧客を啓蒙しつつ、液体輸送に関わる様々なニーズに対応し、市場拡大の恩恵を受けると考えられる。海外ではシェールガス革命で液体物流が活発化すると思われる北米に再進出し、北南米での市場開拓余地は大きいと思われる。

◆ 競合先と同業者

日本国内のタンクコンテナ輸送分野では、自社でグローバルなネットワークを持ち、同一モデルで展開する企業はほとんど存在しない。海外では Stolt-Nielsen Limited (ストルトニールセン) が、世界で同社以外の専業同業者としては唯一上場している企業である。パーセルタンカ、タンクコンテナ、ストレージターミナルの輸送や運営を行い、主に化学物質の液体輸送や取り扱いを行っている。タンクコンテナでは世界一の規模であり、1959年の設立で、12年の売上高は2,072百万米ドル(約2,030億円)、営業利益170百万米ドル(約167億円、営業利益率8.2%)、純利益71百万米ドル(約69億円)(98円/ドルにて換算)、従業員数5,000名以上である。

注6) 関係子会社

NC ストルト輸送サービス㈱と双日ロジスティクスを指す。前者は世界最大手のストルト・ニールセン・グループが50%出資、日本郵船系の日本コンテナ輸送株式会社と株式会社築港で50%を出資してしる。後者は双日株式会社(2766 東証一部)の子会社。

部分的に競合する国内での競合先は、大手石油会社系の丸運(9067 東証一部)や日本石油輸送(9074 東証一部)、日本液体運輸(非上場)、日陸(同)、日本埠頭倉庫(同)、海外大手同業者の日本代理店、大手化学メーカー及び商社などの系列のグループ物流関係子会社^{注6}などである。

> 沿革と経営理念

◆ 経革

現社長及び現副社長が創業者である。両氏とも海運及び物流業界に長年従事し、タンクコンテナ市場の成長性を確信したことから、タンクコンテナを活用した輸送サービスに特化した企業として、1994年1月に同社を設立した。当初は、液体物流輸送サービスなどの代理店からスタートし国内顧客を開拓した。その後、リース及びレンタルでタンクコンテナの運用を行い、海外ネットワークの構築を始めた。資金調達を行い自社のタンクコンテナを保有したことが、業容のブレークスルーの転換点となった。12年10月4日にジャスダック市場に上場を果たした。

◆ 経営理念

同社は以下の4項目を経営理念として掲げている。

1. わたしたちは、効率的な国際液体物流システムを構築・運営することにより、世界中のお客様に貢献します。
2. わたしたちは、きめ細かい高品質のサービスをお客様に提供します。
3. わたしたちは、働く厳しさと喜びを共有し、国際液体物流のプロフェッショナル集団となることを目指します。
4. わたしたちは、公共性・信頼性・国際性を備え、社会に誇り得る会社となることを目指します。

2. 財務面の分析

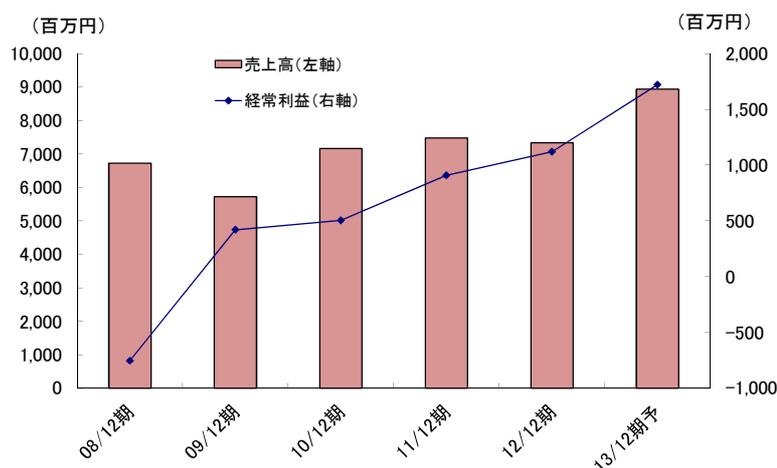
> 過去の業績推移

◆ 過去の長期業績推移

同社はタンクコンテナに特化し、国内顧客から日系海外顧客、純粋な海外顧客へと販売及び輸送ネットワークを拡大し、グローバルで国際輸送一貫体制の基盤を確立してきた。

08/12期には、リーマンショックによる景気後退のため物流量が低迷したこと、先行投資負担、及び為替に関連するデリバティブの損失により経常赤字に転落した。その後は、経費構造の見直し、先行投資効果(コンテナ投資など)、景気の回復、顧客開拓及びグローバル事業の強化により増益に転じ、以後、黒字基調を維持している。売上高は過去5年間(08/12期非連結と12/12期連結を比較)で約1.1倍と横ばいの推移だが、経常利益は754百万円の赤字から1,118百万円の黒字へと大幅に改善した。

【図表6】業績推移



(注) 予想は証券リサーチセンター予想
(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

◆ 過去の成長性・収益率が高いが、財務体質の改善が課題

日本国内では同一モデルで展開している専門家は存在しないため、類似する上場企業としては、エアアイティ (9381 東証一部)、丸運 (9067 東証一部) など国際貨物輸送業者を取り上げ比較した。同業他社との比較では、同社は自己資本の厚みが小さく安全性が課題であること、小規模であることを除けば、収益性、効率性、成長性、ともに高水準である。先行投資を継続したことから自己資本の蓄積が遅れたが、その成果が表れ差別化する独自のサービス及びモデルを展開していることが収益力向上の背景にあると分析される。

【図表 7】 同業他社比較

項目	銘柄 証券コード 決算期	単位	日本コンセプト 9386JQS 12月	エーアイテー 9381東証一部 2月	丸運 9067東証一部 3月
規模	売上高	百万円	7,331	16,730	48,397
	経常利益	百万円	1,118	1,292	-60
	総資産	百万円	12,696	4,543	40,482
収益性	自己資本利益率	%	25.3	26.8	-0.5
	総資産経常利益率	%	9.2	31.2	-0.1
	売上高経常利益率	%	15.3	7.7	-0.1
成長性	売上高(3年平成成長率)	%	8.6	18.3	-0.2
	経常利益(同上)	%	38.6	16.4	-
	純資産(同上)	%	39.8	20.1	1.7
安全性	自己資本比率	%	24.9	70.4	46.1
	流動比率	%	93.2	361.7	78.6
	インタレスト・カバレッジレシオ	倍	2.1	867.2	10.9

(注) 丸運の成長性/経常利益は、13/3 期経常赤字だったため記載なし
(出所) 各種資料より証券リサーチセンター作成

◆ 13年12月期第2四半期決算

13/12期第2四半期累計決算は、売上高4,477百万円(前年同期比19.8%増)、営業利益839百万円(同47.2%増)、経常利益1,088百万円(同97.9%増)、純利益は661百万円(同99.9%増)となった。期初見込に対し想定以上の景気回復などの恩恵を受けたことと、営業強化などによる売上高の上振れが、期初に見込んだ営業利益、経常利益、純利益を上回る結果となった。

中国景気が下げ止まり、円安により輸出が回復する一方、北米、アジアからの輸入も上向き、全般的に各国間の国際輸送も堅調に推移した。四日市に新設した中部拠点を活用し同地域の案件を取り込むなど国内輸送も拡大した。同社の取扱高が堅調に増加したこと、為替レートが想定より円安で推移したこと(期初85円前提)、円安に伴いデリバティブ評価益が発生したことなどにより、人件費などのコスト増を吸収し利益は伸長した。

> 今後の業績見通し

◆ 同社の13年12月期予想

13/12期通期について同社は、売上高8,930百万円(前期比21.8%増)、営業利益1,610百万円(同59.0%増)、経常利益1,720百万円(同53.7%増)、純利益は1,030百万円(同55.7%増)を見込んでいる。

為替相場の変動及び中国などの新興国での経済成長の鈍化に伴う景気減速が懸念されるものの、最近の状況を勘案し全体の取扱高は引き続き順調に推移するとの見通しから、同社は業績予想を上方修正した。

【図表 8】 13/12 期業績予想

百万円	上期			下期予			通期予		
	実績	期初予想	差異金額	修正予想	期初予想	修正額	修正予想	期初予想	修正額
売上高	4,477	3,990	487	4,453	4,260	193	8,930	8,250	680
営業利益	839	590	249	771	790	-19	1,610	1,380	230
経常利益	1,088	430	658	632	640	-8	1,720	1,070	650
当期利益	661	260	401	369	380	-11	1,030	640	390

(注) 予想は日本コンセプト予想

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

業績見通しの前提となる為替相場は、前回発表では 85 円／ドルを想定していたが、今回の修正予想において同社は 95 円／ドルに変更している。因みに、同社はドル建て、円建て取引が多いが、1 円／ドルのドル高円安のインパクトは、売上高では 30 億円、利益では 6 百万円～7 百万円の増加となる。また、通常取引においては、基本的に為替予約及びヘッジは行わない方針である。

◆ 証券リサーチセンターの 13 年 12 月期業績予想

同社の 13/12 期業績予想は、13/12 期上期の実績が予想を上回った分だけ 13/12 期通期予想に上乘せしたにとどまり、期初に策定した 13/12 期下期予想は修正していない。同社はタンクコンテナの保有台数（非公表）や、その稼働率（数値は非公表）は、会社計画線で推移しており、当センターでは 13/12 期通期予想を修正するほどの要因は見当たらない。

三重県四日市市のデポ開設により、ワンウェイ輸送サービスの提供が加速しつつあり、営業部を強化し受注拡大や案件の採算管理徹底を推進しており、その成果も出つつある模様である。尚、当センターでは、世界的に景気も腰折れしておらず、為替は、新規の予想レートよりも円安に推移していることから、会社計画は慎重であり若干の上方修正余地もありうると考えている。但し、過去に行った為替オプションのデリバティブ投資（15 年に満期）、為替の変動（円高）により、本業以外にも一時的に業績に影響を与える点には留意しておきたい。尚、同社は、以後新規のデリバティブ投資は止めている。

> 中期業績見通し

◆ 中期経営計画

同社は、中期経営計画を 1 年ごとにローリングしており、新たな中期経営計画を 13 年 2 月に発表した。計画最終年度である 15/12 期には売上高 98.5 億円（12/12 期実績比 1.34 倍）、営業利益 17.4 億円（同 1.72 倍）、純利益 9.2 億円（同 1.39 倍）を達成、加えて 15/12 期には、売

上総利益率を12/12期の13.8%から29.4%まで2倍以上に引き上げる計画である。現状では、企業買収などは特に検討しておらず、本業及び周辺事業に特化していく方針である。内外物流ネットワークの拡充と、持続的成長を担保する経営基盤の強化を図ることが、同社の重要な成長戦略である。

北米市場におけるシェール革命の進展に伴い、新たに発生する化学品等の輸送ニーズを確実に取り込むとともに、北米拠点を海外の主要拠点に成長させ、内外物流ネットワークの更なる拡充と持続的成長を担保する経営基盤を強化する。

アジアではトップクラスのシェアを盤石にするため、成長国及び地域への子会社設立や現地企業への直接営業を推進する。インド・中東では代理店との連携強化により、日系及び欧米企業との取引拡大を推進する。

中期経営計画の14/12期予想が12/12期本決算公表時点の13/12期予想に比べ営業利益以下の利益が減益見通しとなっている。これは、中期経営計画が12/12期本決算公表前に示されたもので、12/12期業績が中期計画策定時より大きく上振れし、12/12期実績に基づいた13/12期予想数字が大きくなったためである。

【図表9】中期経営計画

百万円	13/12期予	13/12期修正予	14/12期予	15/12期予
売上高	8,250	8,930	9,020	9,850
営業利益	1,380	1,610	1,570	1,740
経常利益	1,070	1,720	1,240	1,470
当期利益	640	1,030	770	920

(注) 予想は日本コンセプト予想、13/12期予は13年2月時点、13/12期修訂は、12/12期決算公表時点

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

同社の上場による信用力の向上、納入実績及び、規模の拡大、顧客数の積み上げにより、安定した収益基盤が確立されつつある。また、タンクコンテナへの代替需要、及び北米中心に新規市場の開拓余地は大きく、コスト面でも同社の優位性は高いため、同社のサービスが採用される可能性は高まってきていると考えられる。会社計画は、上期の景気回復を十分には織り込んだものでなく、今期については既に業績見通しを上方修正している。今後の世界経済の回復し次第ではあるが、会社の中期計画数値が上方修正される可能性はあろう。

注 8) 実質年率利益成長
13/12 期は、為替デリバティブの評価益などの特別利益などが発生しているが、ノーマライズしたベースでの利益成長を意味する。

当センターの中期業績予想にあたっては、毎年、前期比約 7%のタンクコンテナの増加とタンクコンテナ稼働率の現状維持を前提とした。規模の拡大にともない安定かつ継続した収入増と増益が予想される。タンクコンテナの減価償却期間は 20 年であり、創業時から使用している減価償却が済んだほぼゼロコストのタンクコンテナがまもなく順次発生する事から、収益性は改善していくものと考えている。以上から、14/12 期及び 15/12 期には、実質年率利益成長^注8%5%~10%が可能と当センターでは考えている。尚、為替は 95 円/ドルを前提としている。なお、14/12 期の当センター予想業績において、11.8%営業増益に対し 12.8%経常減益であるのは、13/12 期に見込まれる為替差益及びデリバティブ評価益を 0 としたためである。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 顧客接点を活かして蓄積された組織資本を中心に構成

同社の知的資本は、長年継続的に事業を継続し蓄積してきたグローバルの顧客ネットワーク・運用ノウハウと、国内トップクラスの実績・信頼性と認知度により形成されていると考えられる。

【図表 10】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	ブランド力 ・ジャスダック上場企業 ・納入実績 ・知名度及び信頼性	①業歴 ②売上高順位 ③同グループブランド及び社名の認知度	①20年 ②海外及び国内上場企業の業界での売上、知名度では上位 ③認知度は高いが、数値的には不明
	ネットワーク ・大手企業との提携により、ビジネスの安定化と拡大を狙う。 ・実務を担当する子会社及び関連会社が海外に存在、カバーしきれないエリアは協力先を確保している。	①拠点数 ②グループ企業 ③販売代理店	①国内拠点：デポ5カ所、海外拠点デポ1カ所 ②6社 ③メインの代理店は、世界で14社程度
	顧客基盤 ・海外及び国内の石油、化学、薬品、食品などのメーカー。継続的に顧客及び業務範囲を拡大している。安定的な継続型ビジネス。	①取引社数 ②コンテナ保有数 ③契約継続率	①非公表だが国内の大手関連企業とはほぼ取引あり ②非公表だが、世界でも上位 ③レギュラーはほぼ100%、別途スポット顧客あり
組織資本	知的財産 ・運営及び対応ノウハウの蓄積。オリジナルでシステムを開発。	・各分野の勉強会、研修会回数	・年数回
	業務プロセス ・受注提案→契約→輸送・運用→保守及びメンテナンス	・契約期間	・短期の受注(数カ月以内)、因みにタンクコンテナの買い換え期間は、20年程度
	ノウハウの共有/管理 ・経営会議及び営業会議によって意思決定と確認がされている。 ・知識、職務遂行能力など。OJTや社内研修会などを通じノウハウの共有がなされる。	①取締役会及び監査役会 ②各分野のOJT・研修会など	①各毎月1回(営業会議は毎週実施) ②カリキュラム、スケジュールの沿って実施
人的資本	経営トップの資質 ・社長及び副社長は創業者、現在も経営し、筆頭及び第2位株主。	①業界経験年数 ②代表取締役任期年数 ③社長+副社長個人の株式保有比率	①約30年 ②約20年 ③約59%
	企業文化 ・少数精鋭 ・フラットな組織	①平均勤続年数 ②従業員数	①不明 ②従業員数158名(12年12月末、外平均臨時雇用者数13名)
	従業員 ・OJT及び社内研修	①外部奨励資格 ②離職率	①外部奨励資格(危険物取扱者甲4種は必須)は、受験費用等は会社が負担。 ②年間数パーセントと小さい。

(注) 開示データは 12/12 期末

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

注9) モーダルシフト
トラックによる幹線貨物輸送
を環境負荷の小さい鉄道や海
運利用へと転換すること。

◆ 環境対応 (Environment)

同社が活用するタンクコンテナは、モーダルシフト^{注9)}の観点から環境保全に繋がり、省エネルギー、省資源、リサイクル、廃棄物削減等に寄与する。

◆ 社会的責任 (Society)

タンクコンテナの利用促進が、社会インフラの効率化に寄与し社会に貢献する。震災後の陸前高田市では、特例措置として安全対策を施したタンクコンテナを仮設給油所として活用した。

◆ 企業統治 (Governance)

取締役会は4名(内、社外取締役0名)、監査役会は独立性の高い社外監査役2名(税理士及び弁護士各1名)を含む3名で構成されている。社長及び副社長はともに大株主であり、両名で過半数を保有する。社長が東京に常駐し経営全般、副社長はシンガポールにも駐在しアジアを統括している。一方で、三菱東京UFJ銀行及びみずほ銀行がメインバンクであり且つ大株主でもある。取締役管理部長(経営企画管理及び法務担当)、取締役管理部経理グループ担当部長(財務経理担当)は、両行の出身者である。今後は、規模拡大とともに複数の社外取締を招聘し、コーポレートガバナンスの強化が望まれよう。また、毎月1回の定例取締役会、監査会を原則毎月1回開催しているが、毎週、社長が営業会議に出席し、役職員に情報を伝達及び指示している。

【図表 11】 大株主の状況

株主名	持株比率(%)
1 松元 孝義氏 (社長)	32.3
2 山中 康利氏 (副社長)	20.1
3 日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	5.4
4 有限会社エスアンドアール(副社長の資産管理会社)	4.6
5 蓮見 正純氏	2.3
6 株式会社三菱東京UFJ銀行 (取引金融機関)	2.3
7 株式会社三井住友銀行 (取引金融機関)	2.3
8 有限会社エムアンドエム(社長の資産管理会社)	2.3
9 野村信託銀行株式会社 (投信口)	2.2
10 大田 宜明氏	1.7
計	75.4
経営者(社長+副社長、及びその資産管理会社)	59.2
取引金融機関	4.6

(13年6月30日現在)

(出所) 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

【図表 12】 所有者別状況 (%)

	(%)
個人その他	83.46
その他の法人	8.08
外国法人等	0.90
金融機関等	5.36
金融商品取引業者	2.20
合計	100.00

(12年12月31日現在)

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 安全性の確保、営業力強化、財務体質の強化

安全と環境問題への取組み、顧客ニーズへの対応による営業力及び設備の拡充、財務体質の改善と資金調達の多様化、人材育成と内部管理体制の充実による経営基盤の強化が当面の課題とその対策及び方針となる。

1. 安全と環境問題への取組み

同社グループは、主に危険物に該当する液体の大量輸送を提供しているため、事故防止と環境保全が永遠かつ最重要課題である。取り扱う液体化学品は、漏洩事故等により生命や環境に悪影響を及ぼすリスクが高いことから、物流洗浄拠点における安全なタンクオペレーションや設備の充実、安全な輸送、化学品自体に関する知識の習得等などの人材教育、関係する輸送業者に対する安全や環境問題に係わる教育を徹底することで、安全や環境保全体制の確保に努めることが課題となる。

2. 顧客ニーズへの対応による営業力及び設備の拡充

経営の安定を視野に入れ、日本発着の国際輸送取引に加え、国内輸送案件の受注拡大に向けた積極的な営業活動や欧米大手化学企業への更なる取引深化、日本を経由しない第三国間の輸送取引獲得に向けた営業強化に注力していく。

国内営業においては、継続的に国内各地に順次営業拠点を新設及び拡充することによって、国内ワンウェイ輸送による低コストでの輸送サービスや、液体貨物の積み替え及び加温等の附帯サービスの提供力を強化することで、タンクコンテナの優位性と同社グループの持つ専門性をアピールし、顧客の物流ニーズに応える提案を行う。

3. 財務体質の改善と資金調達の多様化

自己資本の厚みが小さく、財務体質の改善を図る必要がある。業容の拡大と競争力向上のためには、タンクコンテナの調達や物流洗浄拠点への継続的な投資が不可欠なものになる。しかし、投資資金の回収は約 20 年にも亘り、業容の拡大と財務のバランスを保った経営が肝要となる。従来、銀行等からの資金調達のほか、自社保有分で不足するタンクコンテナはリースやレンタル方式で調達してきたが、今後は運用するタンクコンテナ数の増加、及び支店等物流洗浄拠点の設備能力増強ニーズに応じた設備投資に応じられるよう、資本市場からの資金調達も視野に入れた財務運営を行いたいと同社では考えている。

4. 人材育成と内部管理体制の充実による経営基盤の強化

案件数や規模の増大に伴い、優秀かつ適切な人員を安定的に確保し強化することも事業の持続的成長力を担保する為には必須であり、計画的に国際ビジネスに従事出来る人材の育成と内部管理体制の一層の充実を図る必要がある。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 開発から製造、販売、アフターサービス一体の価値創造に強み
 同社の強みは、「コンテナタンクを保有し、活用するノウハウ、システムインフラ、運営、洗浄保守サービスをオールインワンで提供できる」ことである。蓄積したグローバルの顧客とのネットワーク・運用ノウハウをベースにビジネスのシステムを改善・構築し、オリジナルなソリューションを提供してきた。

【図表 13】 SWOT 分析

項目	同社の特質
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ●グローバルなネットワーク(代理店網とデポ)、ノウハウの蓄積、長い業歴と実績に裏打ちされた信用力及び知名度 ●タンクを保有し、自社で洗浄する信頼性・価格競争力のあるビジネス ●成長性、収益性が高い
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ●特定人物(社長、副社長)への依存が大きい ●財務体質、金利上昇 ●小規模組織であること ●単一事業であること
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ●成長市場、ドラム缶及びタンクローリーからのシフト需要、米国中心に世界市場での開拓余地大、新規需要(シェールガス関連)の開拓
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ●重大な輸送事故等によるレピュテーションリスク、信頼の失墜 ●大規模災害、戦争或いは政治的、社会的非常事態などによる世界経済の混乱、システム障害 ●化学品等製造業界の市況変動や輸送需要及び費用の変動 ●国内及び海外における現地の法律や規制の変更及び強化 ●外国為替相場の変動 ●価格競争の激化

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 経営手腕

タンクコンテナを用いた国際複合一貫輸送事業に特化し業界大手まで急成長をとげたのは、創業者である現社長及び副社長の経営手腕に負うところが大きい。両氏は、早くから同事業に成長性を見出し、クライアント企業へ低価格、信頼性、利便性、効率性、エンドユーザーを意識した付加価値サービスの提供を行ってきた。このために必要な設備投資を行い、サービス体制を整備し、受注、運用、保守サービスまで一貫したビジネスモデルを構築して、新市場を開拓してきた。

戦略的に技術力及び総合力を背景に付加価値の高い液体輸送事業に特化したこと、タンクコンテナを保有し信頼性と安定性、価格競争力

を手にしたことが、今日のニッチ市場でのナンバーワンとしての地位を確立したと思われる。

◆ 差別化しながら規模拡大を図れるかに注目

クライアント企業向けにサービスを提供するには、相応の対応力(コンテナの数)とスピード力が要求される。リースで需要に応じてタンクコンテナ数を調整するものの、競争力と対応力強化のためには自社で十分なコンテナ及びデポを確保することと、現地での営業力強化が肝要となる。今後は特に、北米での事業再スタートの成否及び世界市場での取引拡大や、国内事業の全国展開が、次の飛躍へのポイントとなろう。

> 利益還元策

◆ 13年12月期は記念配を実施し増配予定

同社は、未だ成長過程にあり継続的な成長を行うため、内部留保の充実と設備投資資金の確保の必要性がある。経営成績及び財政状態を勘案しながら、安定配当と企業価値の向上により株主への利益還元を検討していく方針である。連結配当性向20%を当面の水準と考えているが、業績に応じて配当を行い、水準の引き上げも中長期の課題としている。13/12期は年10円配に加え、上場記念配20円を予定しており、配当性向は12%前後となろう。中期的に業績見通しは好調な見込みで、目標配当性向との乖離があるため、今後は増配の可能性があるかと当センターでは考えている。

> バリュエーション比較

◆ 低いバリュエーション

株価バリュエーションの比較対象企業として、財務指標の比較の際に採用した2社を選定した。EPS成長率が高いながらも今期予想基準PERでは1桁台と低い。特殊物流事業者としての、今後の成長力が十分には株価に反映されていないと判断される。

【図表14】 株価バリュエーション

	9386東証JQS 日本コンセプト	9381東証一部 エアイテイー	9067東証一部 丸運
業態	液体輸送、国際輸送	複合一貫国際貨物輸送	液体、貨物、国際輸送
株価(13/9/13終値、円)	1,881	1,401	256
PER(今期予想基準、倍)	8.0	14.9	12.3
PBR(前期実績基準、倍)	2.0	4.2	0.4
配当利回り(今期予想基準)	1.6%	2.3%	19.5%
時価総額(百万円)	8,212	13,838	7,415
ROE(前期実績基準、%)	25.3	26.8	-0.5
EPS成長率	31.6%	19.6%	-37.4%

(注) 日本コンセプトの予想は証券リサーチセンター予想、他2社の予想は会社予想、純利益成長率は今期予想/前々期実績の年率成長率
(出所) 証券リサーチセンター

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

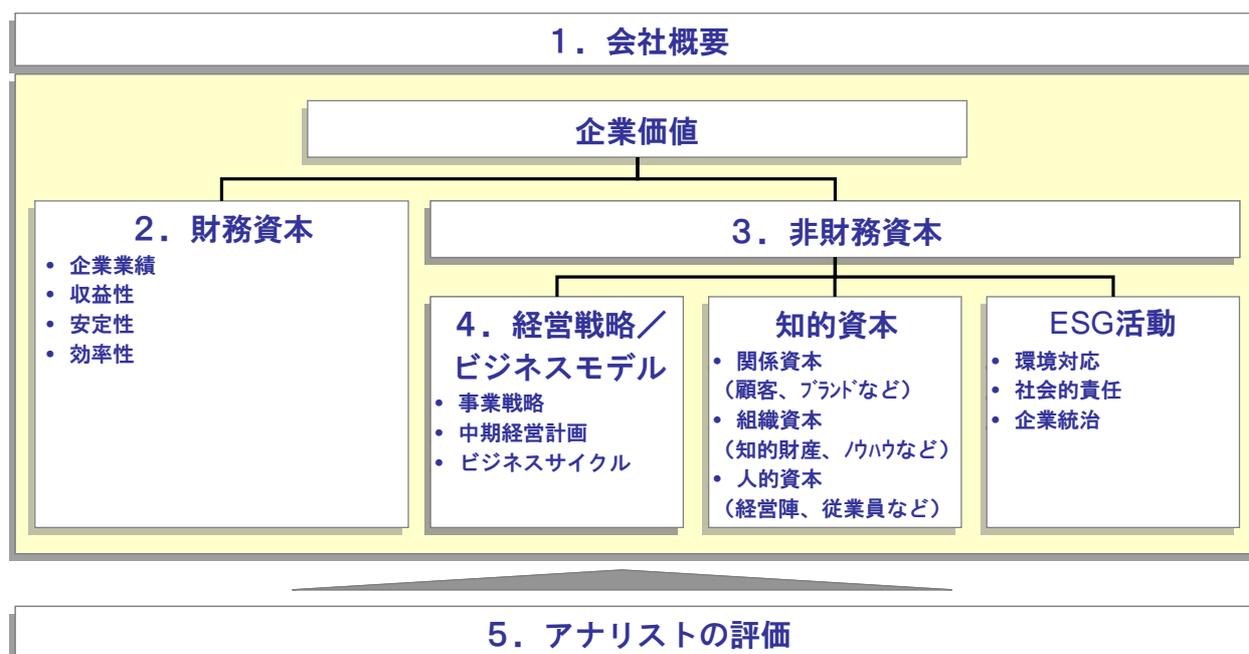
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。