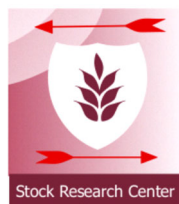


ホリスティック企業レポート STIフードホールディングス 2932 東証二部

ベーシック・レポート
2021年12月28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 20211227

セブン-イレブン向けが中心の研究開発型の水産食品メーカー 今後の需要拡大が見込まれる中で、当面は生産能力の拡大の進捗に注目

1. 会社概要

- STIフードホールディングス(以下、同社)は、水産原料素材の調達から製造・販売までを自社で一貫して行う水産食品メーカーである。セブン-イレブン向けの食品または食材を多く扱っている。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

- 事業持株会社として設立された 18/12 期以降、生産能力の拡大とともに増収が続いた。利益面では、19/12 期は配送費の増加等で減益となったが、20/12 期は子会社の生産管理体制が確立して大幅増益となった。
- 惣菜を供給する上場企業に比べ、同社の自己資本利益率(ROE)は高い。売上高営業利益率や総資産経常利益率が高いことに加えて、財務レバレッジを効かせながら、成長している局面にあることがうかがえる。

【主要指標】

	2021/12/24
株価(円)	2,764
発行済株式数(株)	5,752,900
時価総額(百万円)	15,901

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	17.0	13.8	12.1
PBR(倍)	4.3	3.0	2.6
配当利回り(%)	1.4	2.0	2.0

3. 非財務面の分析

- 同社の知的資本の源泉は、現在のビジネスモデルを確立した創業者(人的資本)にある。他社がやらないことを手掛けるうちに製造技術の開発に踏み込んでいき、特許取得するほどの研究開発型の企業となっていった。その過程でセブン-イレブン・ジャパン(関係資本)との取引量の増加と生産体制(組織資本)の強化がうまく噛み合いながら業容を拡大してきた。

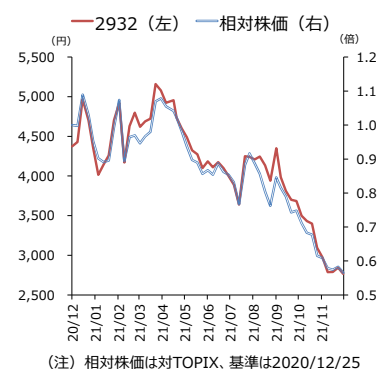
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-2.0	-32.3	-37.6
対TOPIX(%)	-4.9	-30.9	-43.3

4. 経営戦略の分析

- 対処すべき課題として、生産能力の増強と製造拠点の労働力の獲得が挙げられる。
- 水産惣菜メーカーとしての供給責任を果たすべく、生産能力の拡大を成長戦略の根幹に置いている。その上で、セブン-イレブン・ジャパン及び7-Eleven, Inc.との取引拡大、新規販売チャネルの開拓、研究開発と新商品開発の強化を進めていくとしている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンターでは、参入障壁の高い、製造技術を重視したビジネスモデルを評価している。どの戦略を採ろうとも、当面は、増加が見込まれる需要に見合う生産能力の拡大が必要であり、その進捗に注目していきたい。

【2932 STIフードホールディングス 業種:食料品】

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)
2019/12	20,644	15.7	531	-21.7	591	-16.8	456	-10.0	91.2	389.0	28.0
2020/12	23,062	11.7	1,310	146.7	1,276	115.8	832	82.6	162.7	648.8	40.0
2021/12 CE	26,000	12.7	1,730	32.0	1,720	34.8	1,110	33.3	199.8	-	55.0
2021/12 E	26,045	12.9	1,703	29.9	1,730	35.6	1,117	34.2	200.9	907.2	55.0
2022/12 E	30,570	17.4	2,013	18.2	2,042	18.0	1,319	18.0	229.3	1,081.5	55.0
2023/12 E	36,897	20.7	2,637	31.0	2,668	30.7	1,723	30.7	299.5	1,326.1	55.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2020年6月30日付で1:5の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正
2020年9月の上場時に300,500株の公募増資を実施(別途オーバーアロットメント分の第三者割当増資195,000株あり)
2021年10月に200,000株の公募増資を実施(別途オーバーアロットメント分の第三者割当増資57,400株あり)

ベーシック・レポート

2/33

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。

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
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 水産品に特化した食品メーカーでセブン - イレブン向けが中心

S T I フードホールディングス（以下、同社）は、水産品に特化した食品・食材メーカーである。水産原材料の調達から製造・販売までを一貫して行い、常温（ドライ）、冷蔵（チルド）、冷凍（フローズン）の3温度帯の消費者向け最終製品を小売チェーン店に販売している。セブン - イレブン向けの最終製品が多い。

前身の水産商社の新東京インターナショナルの時代より、水産品の輸入と製造で拡大してきた。新東京インターナショナルは、為替予約の失敗により10年に民事再生法の適用を受けたが、スポンサーの極洋（1301 東証一部）の下で、為替リスクを負う水産商社の事業を切り離し、食品と食材の製造に事業を集約して再建を果たした。その後、セブン - イレブン向けの製品で業績を拡大してきた。現在は同社と連結子会社6社、非連結子会社1社でグループを構成している。

◆ 売上高の8割超が食品によるもの

同社は単一の事業セグメントだが、食品と食材の製品分類別に売上高を公表している（図表1）。最終製品の製造を担う食品の成長が目立ち、売上構成比は20/12期には83.2%まで上昇している。

【図表1】製品分類別売上高

（単位：百万円）

製品分類	売上高（連結）					
	19/12期	20/12期	前期比		売上構成比	
			19/12期	20/12期	19/12期	20/12期
食品	15,695	19,190	19.7%	22.3%	76.0%	83.2%
食材	4,949	3,871	4.7%	-21.8%	24.0%	16.8%
合計	20,644	23,062	15.7%	11.7%	100.0%	100.0%

（出所）S T I フードホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 製品分類（1）：食品

食品は、コンビニエンスストア向けを中心とした水産惣菜と、水産原材料を用いた缶詰・レトルト製品に分類される。

水産惣菜は、一部に冷凍惣菜もあるが、チルド（冷蔵）惣菜が主である。電子レンジで温めるだけで食べられる焼魚が代表例である。サーモン、サバ、イワシ、イカ、タコ、赤魚、ムール貝等の国内外で水揚げされた原料を、後述する自社一貫生産体制のもとで製造している点が同社の特徴となっている。

特殊な包装技術を導入するなどの工夫を重ね、14年に一般的に2～3日間と言われているチルド惣菜の消費期限を、保存料を使うことなく

10 日間まで延ばすことを実現している。この技術上のブレイクスルーは、販売機会損失の抑制やフードロス（食品廃棄）といった社会的課題の解消につながるとして顧客企業に受け入れられ、需要が拡大してきた。

チルド惣菜以外では缶詰・レトルト製品も取り扱っている。特に缶詰は、保存用商品というよりは、日常使いの惣菜としての製品を投入している。例えば、DHA や EPA 等の不飽和脂肪酸を多く含んだサバやサンマのオリーブオイルを豊富に使用した缶詰や、カルシウム豊富な骨をそのまま食べられるようにした鮭の中骨缶詰等は、ヘルシー食品として需要を伸ばしている。

◆ 製品分類（2）： 食材

食材は、主にコンビニエンスストア向けのおにぎり、弁当、パスタ、サラダ等に使われる水産食材であり、食材商社経由でデイリー惣菜メーカーに供給している。製品はサーモンフレーク、イクラ、辛子明太子等である。味や食感、鮮度を重視した加工が特徴で、そのための製法技術に関する特許を複数保有している。

◆ 顧客

同社の製品は、最終的にセブン・イレブンの店舗で販売されるものが多い。そのため、セブン・イレブン・ジャパン及びセブン・イレブン・ジャパンが指定する販売先 3 社（ベンダーサービス、三井食品、リテールシステムサービス）の合計 4 社の売上構成比は 19/12 期、20/12 期とも 84.9%と高い水準となっている。中でもセブン・イレブン・ジャパンに直接販売するものが多く、19/12 期 50.6%、20/12 期 62.0%と年々上昇が続いている（図表 2）。

【 図表 2 】セブン・イレブン・ジャパン関連の売上高の推移

（単位：百万円）

	18/12期	19/12期	20/12期
セブン・イレブン・ジャパン	8,677	10,441	14,303
【以下、セブン・イレブン・ジャパンが指定する販売先】			
ベンダーサービス	4,556	4,748	3,801
三井食品	—	2,215	—
リテールシステムサービス	—	—	—
全社売上高	17,843	20,644	23,062
セブン・イレブン・ジャパンの売上構成比	48.6%	50.6%	62.0%
上記4社合計の売上構成比	83.5%	84.9%	84.9%

（注）三井食品の 18/12 期と 20/12 期、リテールシステムサービスは売上構成比が 10%未満のため、金額の開示なし

（出所）S T I フードホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

セブン・イレブン・ジャパンは、10 年頃より、魚惣菜として焼き魚や煮魚を取り扱うようになり、セブン&アイグループのプライベート

ブランド「セブンプレミアム」の1ジャンルとして展開してきた。

開始当初から商品の品質と味にこだわり、素材の本来のおいしさを実現することを基本コンセプトとし、原材料や製造方法、商品パッケージだけでなく、配送の仕組みを変更するなどの工夫を重ねてきた。その結果、食の安全や健康に対するニーズの高まりを捉え、中高年層や女性客を中心に購買層を広げ、販売を拡大してきた。18年には「セブンプレミアム」の魚惣菜の年間販売数が5,000万食を超えるまでとなった。

セブン・イレブン・ジャパンの魚惣菜シリーズは店頭の客層や売れ筋商品についての考え方を大きく変えたと言われるが、この展開を供給メーカーとして支えてきたのが同社である。

> ビジネスモデル

◆ 最大の強みは自社一貫生産体制

同社の最大の競争力の源泉は、一貫生産体制にある。生産工程を外部に委託せず、自社工場にて、チルド温度帯での下処理、骨取り、加熱調理、冷却、包装までを一貫して行っている。このことで、製品の鮮度、食感、旨味、美味しさのすべてを最大化する全体最適な工程を作り上げ、製品の美味しさの追求と品質向上につなげている。同時に、新製品の開発可能性の幅を広げることに寄与している。

特に調理の工程においては、温度管理の徹底と、質を落とす行為である解凍回数の減少によって、品質向上を図っている。

また、一貫生産体制を敷いていることにより、素材を使い切る製品ポートフォリオの構築を可能にし、フードロス対応と同時に原材料コスト低減と新製品開発につなげている。

生産を担うグループ会社は5社あり、東北、関東、東海、九州地域に製造拠点を有している(図表3)。グループ工場ごとに異なる得意分野、製造能力、物流効率を勘案しながら、常温(ドライ)、冷蔵(チルド)、冷凍(フローゼン)の3温度帯での食品、食材の製造の最適化を図っている。

M&Aを含めてグループ全体として、製造拠点を増やすとともに、生産能力を高めてきた。20/12期末には1日当たり54.5万食の生産能力となった(図表4)。

【 図表 3 】 S T I フードホールディングスの製造拠点

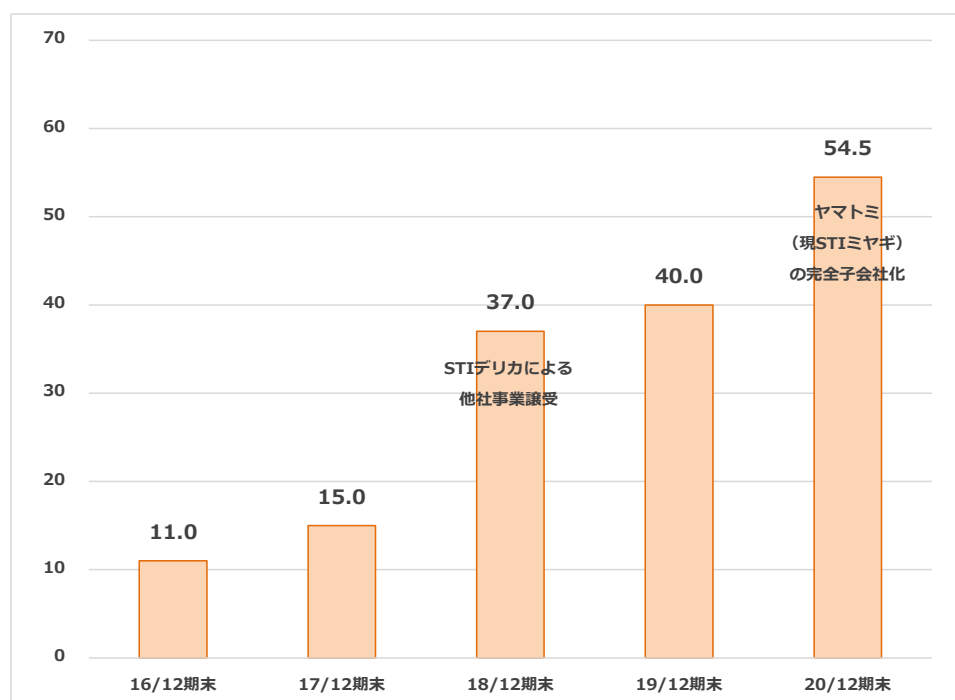
会社	地域	工場	製品分野と製造しているもの		
			食品	食材	一次加工原料
STIミヤギ	宮城県	石巻工場 ヤマトミ第1工場 ヤマトミ第2工場	缶詰・レトルト製品等	おにぎり/弁当/パスタ/サラダ等に 使われる水産食材	STIフード、STIEナックで使われる 水産原料の一次加工
STIフード	千葉県	船橋工場	「セブンプレミアム」水産惣菜	-----	-----
STIデリカ	埼玉県	白岡工場	「セブンプレミアム」水産惣菜	-----	-----
STIサンヨー	静岡県	焼津工場 SPF工場	缶詰・レトルト製品	-----	-----
STIEナック	福岡県	福岡第1工場 福岡第2工場	「セブンプレミアム」水産惣菜	おにぎり/弁当/パスタ/サラダ用食材	-----
STIEナック	関西地域	大阪工場(仮)	-----	-----	-----

(注) 大阪工場(仮)は現在準備中

(出所) S T I フードホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】 S T I フードホールディングスの生産能力

(単位:万食/日)



(出所) S T I フードホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 調達

同社は、必要なサイズ、必要な数量を安定的に調達できるよう、その時々々の相場価格で複数の商社や問屋から広く調達できる体制を構築している。なお、調達時には、同社グループの現地社員の立ち合いのもとで素材の検品や加工状況の確認を行い、品質を担保している。

また、同社は海外に2社の子会社を持っている。米国シアトル州にある STI AMERICA Inc.は北米での水産原材料の買い付けを、チリのロス・ラゴス州にある STI CHILE S.A. (非連結会社)は、鮭等のチリ産の養殖品の検品をそれぞれ担っている。

◆ 研究開発・商品開発

同社は研究開発型の企業としての性格が強い。特に新しい製造方法の確立を突破口として、新製品開発につなげていくことを得意としている。

同社の前身企業が97年に「生鮮イクラの静菌技術」を開発し、それまで使うことができなかったイクラを、コンビニ向けおにぎりに使うことができるようになった。

14年に開発した「三段階焼成・ガス置換パック技術」では、一般的に2〜3日間と言われているチルド惣菜の消費期限を、保存料を使うことなく10日間まで延ばすことを可能にし、セブンプレミアムの魚惣菜の拡販に大きく貢献した。また、18年には、一般家庭でつくるのと同様の食感や風味を出すことができる「ホットパック技術」を確立し、紅鮭フレークや熟成炙りたらこといったおにぎり具材に使用されている。

こうした同社が開発した製造方法は適宜特許申請されている。特許庁の「特許情報プラットフォーム」において検索すると、21年12月時点で、「STI フードホールディングス」のものとして登録されているものは9件、「新東京インターナショナル」のものとして登録されているものは4件ある(申請中も含む)(図表5)。

【図表5】保有する特許

出願人	出願年月	出願番号	発明の名称
S T I フードホールディングス	21年6月	特願2021-102042	サケの切り身の軟らか焼成品とその製造方法
	20年4月	特願2020-079885	バック入り焼成魚肉フレークとその製造方法
	19年1月	特願2019-565132	バック入り焼成魚肉フレークとその製造方法
	18年4月	特願2019-512550	鶏肉又は豚肉の軟らか加熱調理品とその製造方法
	18年2月	特願2018-567518	魚の切り身の軟らか焼成品とその製造方法
	18年1月	特願2018-565506	ウナギ目に属する魚の軟らか加熱調理品とその製造方法
	18年1月	特願2018-561445	魚介類の軟らか煮付け品とその製造方法
	17年12月	特願2018-559474	魚の切り身の軟らか煮付け品とその製造方法
	16年11月	特願2017-552690	サケの切り身の軟らか焼成品とその製造方法
新東京インターナショナル	05年10月	特願2004-085304	薄塩魚卵とその製造方法
	03年3月	特願2001-270216	魚介類の養殖臭有無の判別方法および養殖場の管理方法
	99年3月	特願平09-241712	イクラの静菌保冷方法
	93年9月	特願平04-078748	鱈の白子进行处理する方法

(注) 特許庁「特許情報プラットフォーム」にて、「S T I フードホールディングス」、「新東京インターナショナル」で検索したもの。そのため、他の出願人名義のものがある可能性あり

(出所) 特許庁「特許情報プラットフォーム」より証券リサーチセンター作成

◆ 品質管理

同社は、数値に基づく品質管理や、製品コード番号から製造した場所や日時、使用原材料等を遡って調べることができるトレース管理を実践している。また、すべての商品において、内装工程前に印字検査やX線検査等の各種検査を実施し、加えて目視確認を行うことで品質確保に努めている。

こうした品質管理は、98年以降のセブン-イレブン・ジャパンとの取引を通じて培われてきたという側面もあり、厳しいとされるセブンプレミアム規格にも耐える品質管理が行われている。

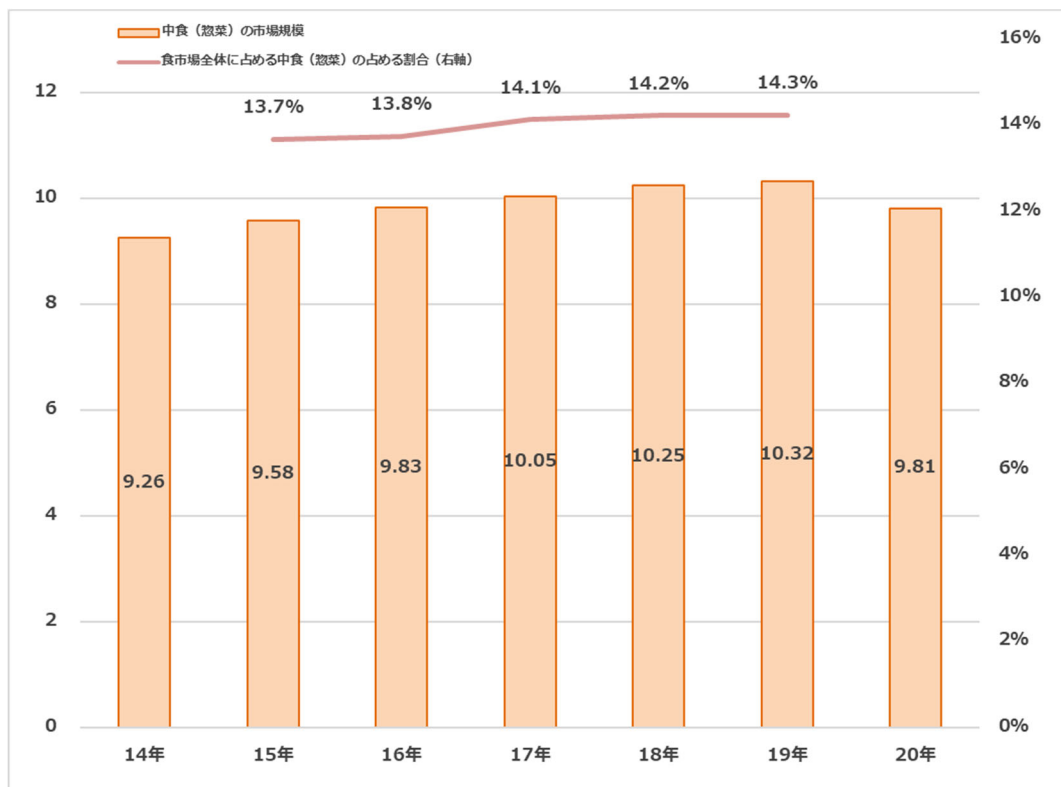
> 業界環境と競合

◆ 国内の中食（惣菜）市場

一般社団法人日本惣菜協会の「2021年版惣菜白書」によると、20年の中食（惣菜）の市場規模は9.81兆円である（図表6）。内食と外食を加えた食市場全体における構成比は13～14%台で推移し、内食や外食に比べてまだ低いものの、新型コロナウイルス禍発生前の19年までは食市場の成長の牽引役となってきた。20年こそ縮小したが、14年の9.26兆円を起点とすると、年平均0.97%のペースで拡大してきた。

【図表6】中食（惣菜）市場の規模の推移

(単位：兆円)



(出所) 一般社団法人日本惣菜協会「惣菜白書」より証券リサーチセンター作成

業態別に見ると、20年の9.81兆円の中食（惣菜）市場のうち、コンビニエンスストア（CVS）は3.14兆円、構成比で32.1%を占めている（図表7）。新型コロナウイルス禍の影響で20年こそ減少したが、19年までは一貫して構成比が上昇しており、中食市場の拡大を牽引してきた。

【図表7】業態別の中食（惣菜）市場の推移

(単位：兆円)

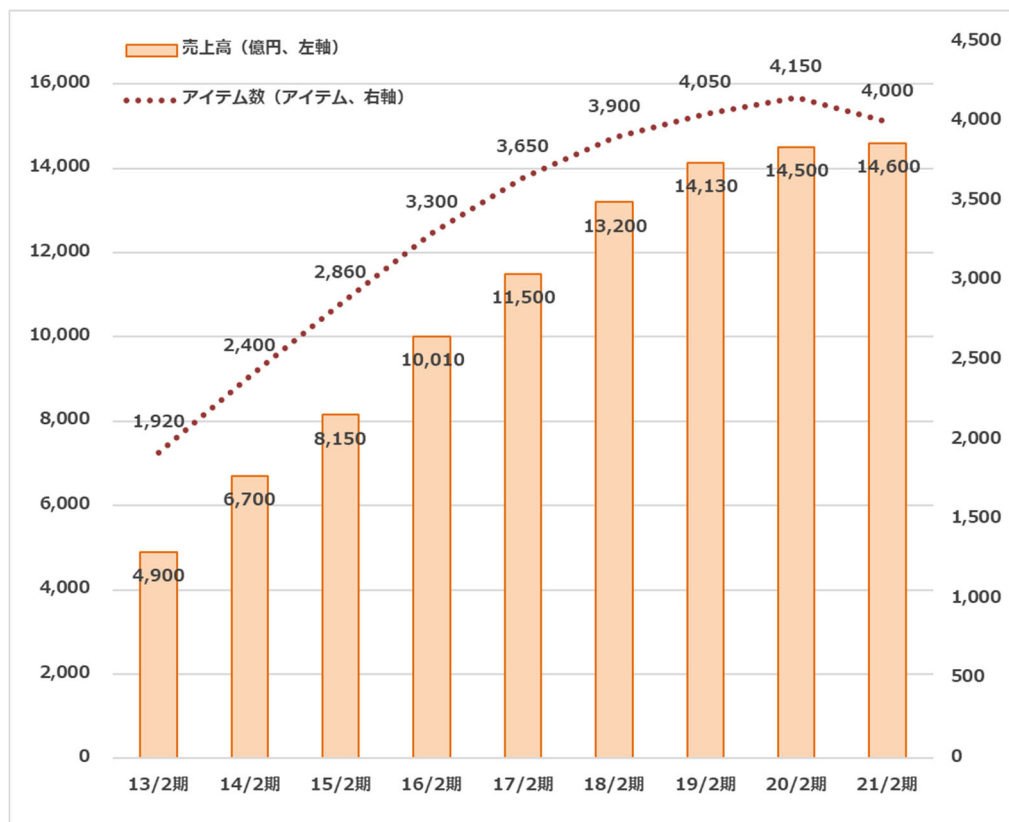


(出所) 一般社団法人日本惣菜協会「惣菜白書」より証券リサーチセンター作成

◆「セブンプレミアム」の推移

07年に登場したセブン&アイグループのプライベートブランドである「セブンプレミアム」は、価格よりも提供価値を重視しており、セブン-イレブンの来店顧客層や売れ筋商品を変えたとも言われている。21/2期は4,000アイテムが販売され、1兆4,600億円の売上高となった(図表8)。

【 図表 8 】「セブンプレミアム」の売上高とアイテム数の推移



(出所) セブン&アイホールディングス「コーポレートアウトライン」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

主要顧客のセブン・イレブン・ジャパン向けの魚惣菜について、同社の製造技術が活きる分野においては、相当に高いシェアを取っていると推察される。その代表例がチルドの焼き魚であり、上述した14年の技術面でのブレイクスルー以降、同社のシェアは上昇してきた模様である。このチルドの焼き魚に関して言えば、セブン・イレブンの店頭では、同社製品の他にノースイ（東京都港区）や合食（兵庫県神戸市）、松岡水産（千葉県銚子市）、マルハニチロ（1333 東証一部）の製品が販売されている。

> 沿革・企業理念・株主

◆ 沿革 1：水産業の成長可能性に気づいた現代表取締役社長兼 CEO が前身となる新東京インターナショナルを設立

現代表取締役社長兼 CEO の十見裕氏は、学生の時よりいつか商売をしたいと思いつき、また、バックパッカーとして各地を巡るほど海外への興味が強かった。そこで最初に就職したのが、伊藤忠アパレル（現伊藤忠商事）であった。

アパレル分野でキャリアを積んでいた折、たまたま人手を多く必要としていた食品部門での水産品の輸入業務に携わる機会があった。当時は、世界各国が 200 海里を設定するようになり、日本の水産品の調達が遠洋漁業での漁獲中心から、世界各国からの輸入中心に転換する時期であり、大手商社がこぞって商機を得ようとして、人員を投入していたのである。

ファイナンスの感覚が鋭い十見氏は、資金回収に半年から 1 年の時間がかかるために大きな成長資金を必要とするアパレルとは異なり、現金回収期間が最短数日、平均 15 日前後と短期間である水産業の流通に魅力を感じた。また、輸入のことばかりに注目が集まっていた当時の水産業において、日本の加工技術や養殖技術が高いことに着目し、日本の水産業は輸出市場においても成長余地があると考えようになっていた。

こうした経験を踏まえ、水産業の会社に転職して数年間勤務した後に独立し、1988 年に同社の前身となる新東京インターナショナルを設立した。

◆ 沿革 2：新東京インターナショナルの業容拡大

新東京インターナショナルはまず、水産原材料や水産食材の輸出入販売から手掛けていった。仕入元である米国・アラスカで使い途がなかったマダラの白子を輸入し、包装し直して販売するといったような、同業の大手企業が扱わないような商流をつくることを得意とし、取扱量を増やしていった。

包装等の加工は当初は外部に委託していたが、取扱量が増加したことに伴い、加工作業のための自社工場を持つようになった。また、97 年には米国・シアトルに STI AMERICA Inc.を設立して、対北米の輸出入を増やしていった。

同じ 97 年に、コンビニエンスストア向けのおにぎり具材の取り扱いを開始した。発明した味付イクラについては、その製造に関連する特許を取得したほどである。97 年時点では顧客にはならなかったものの、翌 98 年にはセブン-イレブン・ジャパンとの取引が始まった。

その後も、2000 年に養殖サーモンのための STI CHILE S.A.を設立したほか、03 年に水産系食材製造のために新東京エナック（現 S T I エナック）を、06 年にセブン-イレブン向け惣菜の製造のために新東京フードを設立した。また、他社からの事業譲受等により工場や設備を取得して、取扱量を増やしていった。

なお、98 年以降、セブン-イレブン・ジャパンとの取引は拡大が続き、06 年にはセブン-イレブン・ジャパンが新東京インターナショナルの株式の 10.0%を持つまでとなった。

◆ 沿革 3：新東京インターナショナルの民事再生法適用

新東京インターナショナルの売上高は08年には130～140億円程度まで拡大し、そのうちの約100億円が輸入原材料の販売によるもの、残りが最終製品の製造販売によるものであった。業容拡大の過程で、工場の設備投資等に常に資金が必要だったところに、09 年の急激な円高の進行によって、輸入決済の際の為替変動を回避するために利用していた為替デリバティブで多額の損失が発生した。セブン-イレブン・ジャパンとの取引が好調だったものの、資金繰りに窮したことにより、事業の立て直しのために、新東京インターナショナルは10 年 4 月に民事再生法適用を申請することとなった。

スポンサーとして救済に乗り出したのは極洋である。極洋は10 年 7 月に完全子会社としてエス・ティー・アイを設立し、10 年 9 月に新東京インターナショナルの事業を譲受した。

◆ 沿革 4：最終製品の製造販売に事業を集約して再建

民事再生法適用に追い込まれたのは、為替デリバティブで発生した多額の損失が原因であり、新東京インターナショナルの最終製品の製造販売のビジネスモデルが毀損していたわけではない。再建に当たっては、輸入原材料の販売という商社ビジネスからは撤退し、最終製品の製造販売に事業を集約することとなった。

事業再建の目途が立ったことで、13 年 4 月、エス・ティー・アイは、新東京インターナショナルの完全子会社でセブン-イレブン向け惣菜の製造を担っていた新東京フードに吸収合併されることとなった。

◆ 沿革 5：技術のブレイクスルー

14 年 5 月、新東京フードは、惣菜に初めて配合ガス置換包装機を導入した。この装置を用いた加工技術を確立したことで、従来約 3 日であった惣菜の消費期限を、約 10 日まで大幅に延ばすことが可能になった。これは、社会的課題であるフードロスが大きく削減できるという画期的なものであった。

その後、サーモンフレークや焼きタラコの製造における特許を取得し、新たに確立した製造技術を製品開発や量産につなげていくという流れをつくった。

◆ 沿革 6：持株会社化と上場

15 年 12 月、先立って設立した子会社が缶詰やペットフードの製造・販売を行っていた三洋食品の事業を譲受した。

こうした事業譲受の機会が増えることを見越し、17 年 11 月に設立された持株会社となるための準備会社が、18 年 1 月に新東京フードと株式交換をした上で新東京フード(現 S T I フード)を吸収分割した。その結果、S T I フードホールディングスが事業持株会社となり、現在のグループ体制の原型が築かれた。

その後、18 年 8 月に設立した新東京デリカ(現 S T I デリカ)による他社の事業の譲受、19 年 12 月の三洋食品(現 S T I サンヨー)の完全子会社化、20 年 4～6 月にかけての支援先のヤマトミの完全子会社化(後に三洋食品に吸収)、20 年 6 月の STI AMERICA Inc.の完全子会社化を次々と実施し、グループ体制を強化してきた。そして、20 年 9 月に東京証券取引所市場第二部への上場を果たした。

◆ 企業理念

「S T I フードホールディングスは、社員の幸せと社会のより豊かな未来のために、国内外の食料資源を大切に、価値ある食文化創造の責任を果たします」が同社のミッションである。

◆ 株主

有価証券届出書と 21/12 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 9 の通りである。

21 年 6 月末時点で、筆頭株主は代表取締役 CEO の十見裕氏の資産管理会社である十見であり、第 2 位株主は十見裕氏である。保有比率は合計で 52.76%となっている。なお、十見裕氏以外の取締役による保有はない。

取引先では、極洋とセブン-イレブン・ジャパンが第 3 位でそれぞれ 9.09%を保有している。また、第 8 位のキャメル珈琲(東京都世田谷区)が 1.81%を保有している。

【 図表 9 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			21年6月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
株式会社十見	1,980	39.60%	1	1,980	36.02%	1	代表取締役CEOの資産管理会社
十見 裕	920	18.40%	3	920	16.74%	2	代表取締役CEO
株式会社極洋	1,500	30.00%	2	500	9.09%	3	取引先 上場時に1,000,000株売出し
株式会社セブン-イレブン・ジャパン	500	10.00%	4	500	9.09%	3	取引先
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	0	0.00%	-	303	5.52%	5	
MSIP CLIENT SECURITIES	0	0.00%	-	165	3.01%	6	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB)	0	0.00%	-	122	2.23%	7	
株式会社キャメル珈琲	100	2.00%	5	100	1.81%	8	取引先
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (EF-AC)	0	0.00%	-	96	1.75%	9	
野村證券株式会社	0	0.00%	-	86	1.57%	10	
(大株主上位10名)	5,000	100.00%	-	4,775	86.90%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	500	10.00%	-	476	8.66%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含まず)	5,000	100.00%	-	5,495	100.00%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含む)	5,000	-	-	5,495	-	-	
参考: 自己株式数	0	0.00%	-	0	0.00%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合							

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) S T I フードホールディングス有価証券届出書、四半期報告書、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社は18年1月に現在の事業持株会社として設立された。同社グループの経営状況を表す財務諸表は18/12期分からとなり、前年度との比較分析が可能となるのは19/12期からとなる。

19/12期業績は、売上高20,644百万円(前期比15.7%増)、営業利益531百万円(同21.7%減)、経常利益591百万円(同16.8%減)、親会社株主に帰属する当期純利益456百万円(同10.0%減)となった。

サーモンフレーク製品やサバ缶ブームが続いた缶詰製品等が堅調だった食品が前期比19.7%増収となり、全体の増収を牽引した。一方、増収に応じた配送費等の販売費の増加や管理体制強化のための人員増により、販売費及び一般管理費(以下、販管費)が同24.2%増となった。その結果、売上高営業利益率が同1.2%ポイント低下の2.6%となり、営業減益となった。

◆ 20年12月期は上場時の会社計画の利益を大きく上回り大幅増益

20/12期は、売上高が23,062百万円(前期比11.7%増)、営業利益が1,310百万円(同146.7%増)、経常利益が1,276百万円(同115.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が832百万円(同82.6%増)となった。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は100.6%、営業利益は185.1%、経常利益は181.0%、親会社株主に帰属する当期純利益は185.5%であった。

製品区分別売上高は、食品が前期比17.5%増、食材が同27.1%減となり、食品の増収が全体を牽引した。以前から続く「時短ニーズ」に加え、新型コロナウイルス禍による「巣ごもり需要」が、定番の焼魚や新商品のカップサラダ等のチルド惣菜の販売増につながり、食品の増収の要因となった。

売上総利益率は前期比3.6%ポイント上昇の26.8%となった。特にS T I デリカの生産管理体制が確立して第2四半期に黒字化したことが大きかった。販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同14.2%増、売上高販管費率は同0.5%ポイント上昇の21.1%となった。配送費の増加が売上高販管費率上昇の一番の要因で、販管費の運賃の売上高に対する比率は、19/12期の8.1%から9.7%へ上昇した。

これらより、全体の売上高営業利益率は前期比3.1%ポイント上昇の5.7%となった。

◆ 上場時の公募増資で自己資本比率は上昇

20 年 8 月の上場時に公募増資を行った結果、19/12 期末に 21.1%であった同社の自己資本比率は 20/12 期末には 31.5%へと上昇した。

> 他社との比較

◆ 惣菜等の中食関連の企業と比較

メーカーとして、惣菜等の中食の食品を供給している上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、セブン-イレブン向けが多いわらべや日洋ホールディングス(2918 東証一部)、漬物業界首位でセブン&アイホールディングスグループ向けも多いピクルスコポーレーション(2925 東証一部)、マヨネーズ大手でサラダ・惣菜の売上高が多いケンコーマヨネーズ(2915 東証一部)、ファミリーマート向けが多いシノブフーズ(2903 東証二部)とした(図表 10)。

同社が最も優位性があるのは、自己資本利益率(ROE)である。保守的に低めに見た数値(参考値)の方でも、他社を大きく上回っている。

ROE で同社に次いで高いピクルスコポーレーションと比較すると、ROE の構成要素となる売上高営業利益率と総資産経常利益率はほぼ同水準であり、財務レバレッジ(自己資本比率の逆数)が効いている分、同社の ROE が高い状況にある。同社は 20/12 期において短期借入金がゼロであることから、自己資本比率が低いのは、借入金が多いというよりは、成長に必要な資本を買掛金や長期未払金で手当てしているためと言った方が実体に近いと考えられる。

【 図表 10 】 財務指標比較：メーカーとして、惣菜等の中食の食品を供給している上場企業

項目	銘柄	コード	STIフードホールディングス		わらべや日洋	ビックルス	ケンコー	シノプフーズ
			2932		ホールディングス	コーポレーション	マヨネーズ	2903
			20/12期	(参考)	2918 21/2期	2925 21/2期	2915 21/3期	2903 21/3期
規模	売上高	百万円	23,062	—	194,309	46,020	68,502	49,779
	経常利益	百万円	1,276	—	3,710	2,829	2,050	1,110
	総資産	百万円	11,324	—	82,273	25,949	62,320	30,350
収益性	自己資本利益率	%	30.2	23.4	1.5	13.3	4.2	6.1
	総資産経常利益率	%	12.4	11.3	4.4	11.3	3.3	3.7
	売上高営業利益率	%	5.7	—	1.7	5.9	2.9	2.2
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	—	—	-3.9	7.0	-2.0	1.7
	経常利益 (同上)	%	—	—	-2.7	31.9	-20.9	2.4
	総資産 (同上)	%	—	—	-1.8	7.1	-1.3	12.6
安全性	自己資本比率	%	31.5	—	53.7	56.4	57.1	43.9
	流動比率	%	126.6	—	125.0	116.0	175.4	112.1
	固定長期適合率	%	76.2	—	90.3	92.1	76.1	95.2

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 S T I フードホールディングスは3期前の17/12期が第1期で売上高及び利益が存在していないため、成長性の指標は算出できない。
 S T I フードホールディングスは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 現在のビジネスモデルを確立した創業者が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「現在のビジネスモデルを確立した創業者」である。

前身の会社の創業から 33 年が経過しているが、当初は、水産品の輸入販売を中心に、創業者が陣頭に立って、他社がやらないことを手掛けながら業容を拡大していった。その過程で、次第に製造技術の開発にも踏み込んでいった。同社が初期の頃に取得した「生鮮イクラの静菌管理技術」の特許も 97 年 8 月に出願されたものであり、この頃より、製造技術も重視する現在の研究開発型の企業となる素地が出来上がっていったものと思われる。

こうした中、98 年 1 月にセブン-イレブン・ジャパンとの取引が始まった。その後一時、民事再生法適用による再建の期間はあったものの、同社最大の関係資本が築かれることとなった。

なお、セブン-イレブン・ジャパンとの取引量の拡大に応じて、自社一貫生産体制が強化されていき、需要拡大と生産体制強化が相互に作用する関係となっていた。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・セブン-イレブン・ジャパンとの取引	・売上高に占める セブン-イレブン・ジャパン向けの割合	62.0%
			・セブン-イレブン・ジャパンとの取引歴	84.9% (指定3社を含む) (20/12期)
	ブランド	・自社の商品のブランド	・自社EC通販で販売している 自社商品のブランド	98年1月の取引開始から23年 焼き魚シリーズ「ichibi」 缶詰シリーズ「STONE ROLLS」
	ネットワーク	・水産品の調達先	・仕入先の数等	国内外にあるが開示なし
組織資本	プロセス	・自社一貫生産体制	・生産能力	日産54.5万食 (20/12期末)
			・生産能力に対する稼働率	55% (20/12期末)
			・製造拠点	グループ会社5社が9工場を展開
			・設備投資額	854百万円 (20/12期)
	知的財産 ノウハウ	・研究開発型企業としてのノウハウの蓄積	・海外の調達拠点	2カ所 (米国、チリ)
			・特になし	特になし
			・特許庁の「特許情報プラットフォーム」 に登録されている特許の数	「S T I フードホールディングス」での登録9件 「新東京インターナショナル」での登録4件 (21年12月時点)
			・最初の特許の取得からの年数	97年8月の「生鮮イクラの静置管理技術」 から24年経過
人的資本	経営陣	・現在のビジネスモデルを確立した創業者	・研究開発費	なし (20/12期)
	従業員	・企業風土	・前身となる企業の創業以来の年数	88年12月の会社設立より33年経過
			・従業員数	連結274人 単体73人
			・平均年齢	42.4歳 (単体) (20/12期末)
			・平均勤続年数	3.7年 (単体) (20/12期末)
			・平均年間給与	681万円 (単体) (20/12期末)

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 21/12 期第 2 四半期、または 21/12 期第 2 四半期末のものとする

(出所) S T I フードホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、SDGs への取り組みを通じて、調達、加工、流通、消費、廃棄までのすべてのバリューチェーンにおいて、環境や社会への負荷の軽減に努めている。

- (1) SDGs の 12 番「つくる責任、つかう責任」に関して、食品メーカーの使命として、フードロスや食品廃棄物の削減に努めている。例えば銀鮭ドレス原材料 (頭と内臓を取り除いた状態の銀鮭) では、17 年 5 月以前の製品使用率は 58.6% だったが、21 年 5 月には 89.2%まで上昇しており、こうした取り組みをあらゆる原材料に対して行っていくとしている。
- (2) SDGs の 13 番「気候変動に具体的な対策を」に関して、温室効果ガスの排出削減に努めている。同社では、23 年まで

に電気式フリーザーから窒素凍結機に順次入れ替えていく計画である。消費電力ベースで 19 年時点での電気式フリーザーによる CO2 の排出量を 100 とした場合、全台入れ替えが終わる 23 年には排出量は 40 まで減少すると同社は見込んでいる。

◆ 社会的責任 (Society)

「S T I フードホールディングスは、社員の幸せと社会のより豊かな未来のために、国内外の食料資源を大切に、価値ある食文化創造の責任を果たします」が同社のミッションである。このミッションにのっとり、本業を通じて社会的責任を果たしていく方針を採っている。

その具体的なアクションとして、SDGs の 14 番「海の豊かさを守ろう」に関して、持続可能な原材料の調達を徹底するため、19 年 6 月に、国際的水産認証である「MSC-CoC」及び「ASC-CoC」の認証を取得している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 6 名の取締役で構成され、うち 2 名が社外取締役である。

社外取締役の相原信雄氏は、桑山の代表取締役社長、ブリリアンスインターナショナルジャパンの代表取締役会長、クレールの代表取締役会長、HAKKO インターナショナル(現エヌジーエー)の代表取締役会長を歴任してきた。現在は桑山の相談役である。

社外取締役の上平光一氏は、上平光一公認会計士・税理士事務所の所長である。現在は、タックスネットワークの代表取締役、スタンレー電気(6923 東証一部)の監査役を兼任している。

同社の監査役会は常勤監査役 1 名を含む 4 名の監査役で構成されている。うち、社外監査役は 2 名である。

常勤監査役の小川隆氏は、現在の双日(2768 東証一部)に連なる商社でキャリアを積んだ後、03 年に同社の前身となる新東京インターナショナルに入社した。以降、財務経理や企画まわりの役職を歴任し、同社設立時には執行役員・経営企画部長に就任した。その後、同社の取締役を経て、21 年 3 月より常勤監査役を務めている。

非常勤監査役の塚本幸一氏は、前身の新東京フードの監査役や取締役を経て、同社設立時に取締役に就任した経歴を持つ。19 年 3 月より同社の監査役を務めている。

非常勤の社外監査役の河野淳二氏は、数社に勤務の後、日本衛星放送（現WOWOW、4839 東証一部）、創通を経て、15 年 6 月にペイロール（4489 東証マザーズ）の常勤監査役に就任した。18 年 10 月には同社の常勤監査役となり、21 年 3 月から非常勤となった。

もうひとりの非常勤の社外監査役の渡邊定義氏は、渡邊定義税理士事務所の所長で、国税庁監査官や杉並税務署長、熊本税務署長等を歴任してきた。現在は、湘南信用金庫の非常勤監事と F I G（4392 東証一部、福証一部）の取締役（監査等委員）を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 生産能力の増強

チルド惣菜を中心に、セブン・イレブンの国内店舗における同社製品に対する需要は増加傾向にある。また、セブン・イレブンの海外店舗への供給も計画されており、需要はさらに拡大していく見通しである。同社は供給責任を持つメーカーとして、増加する需要に対応していく方針を採っており、工場への設備投資や M&A 等、生産能力を増強し続けていく考えである。

◆ 製造拠点の労働力の獲得

水産原材料の安定的な調達は言うまでもないが、各地の製造拠点における労働力の確保もまた、安定供給のためには欠かせない。同社は、労働力の少なくない割合を海外研修生に依存している。新型コロナウイルス禍の影響により海外との人流に制約を受けると、労働力の獲得が不安定となる可能性があり、その対応が求められる局面が増えてこよう。

> 今後の事業戦略

◆ 生産能力拡大をベースに置いた成長戦略

同社は水産惣菜メーカーとしての供給責任を果たすべく、生産能力の拡大を成長戦略の根幹に置いている。その上で、以下の3点を重点施策と位置づけている。

- (1) セブン・イレブン・ジャパン及び 7-Eleven, Inc.との取引拡大
- (2) 新規販売チャネルの開拓
- (3) 研究開発と新商品開発の強化

◆ 生産能力の拡大

「対処すべき課題」で述べた通り、セブン・イレブン向けの需要拡大が続き、また、セブン・イレブン向け以外の展開も考えると、生産能力の増強が求められる状況にある。現時点において、具体的に以下の施策を進めている。

- (1) S T I ミヤギの生産設備増強
- (2) 大阪工場（仮）の新設
- (3) 首都圏工場の新設

これらの結果、20/12 期末の日産 54.5 万食の生産能力を、23/12 期末には日産 96.5 万食に引き上げる計画である。

◆ セブン - イレブン・ジャパン及び 7-Eleven, Inc.との取引拡大

国内のセブン - イレブン向けについては、焼き魚の高いシェアを維持しつつ、他の惣菜領域での拡販を進めていく方針である。具体的には、カップサラダ、ホットメニューで適宜製品投入を行っていくとしている。

また、7-Eleven, Inc.との関係で、今後台湾及び米国への展開を準備している。台湾については、生産拠点を日本として日本から輸出できるよう国内の生産体制の強化を進めているところである。米国については、米国に生産拠点を置く想定で検討が続けられている。

◆ 新たな販路拡大

セブン - イレブン・ジャパン及びセブン - イレブン・ジャパンが指定する販売先3社に対する売上構成比は20/12期に84.9%に達しており、今後の需要増を考えると、その売上構成比はさらに上昇していく可能性がある。

同社としてはセブン - イレブン向けの拡大と同時に、以下に挙げる販路の多様化を進めていく方針である。

- (1) 健康食品通販等の特徴ある小売パートナーとの新規取引の開始や、キャメル珈琲が展開する KALDI ブランドでの商品共同開発の深化
- (2) 自社ブランドである「ichibi (焼き魚シリーズ)」、「STONE ROLLS (缶詰シリーズ)」の自社 EC 通販の育成
- (3) 販売会社や物流会社の M&A を模索

◆ 研究開発・新商品開発の強化

同社は製法や技術に関する開発を加速していくとしている。ベースとなる技術の面では、賞味期限をさらに延長する新技術の開発を継続している。また、商品開発に関連して、辻調グループ (辻調理師学校) との協業によって味や食感面での開発の深化を進めていくとしている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	・下処理から包装までの自社一貫生産体制 - 品質向上のための工程改善が可能 - フードロスの削減が可能 ・水産原材料の調達力 - 多様な調達ルート、目利き力 ・特許を取得するほどの高い製造技術や生産管理ノウハウ ・主要顧客であるセブン- イレブン・ジャパンとの強力なパートナー関係 ・水産ビジネスに深い知見を持つ創業社長のコミットメント
弱み (Weaknesses)	・メーカーとしての供給責任のプレッシャー - 拡大が見込まれる需要に対して生産能力を増強し続けなくてはならない状況 ・創業者である代表取締役社長への依存度の高さ
機会 (Opportunities)	・中食市場の拡大 ・セブン- イレブン・ジャパンとの取引拡大 - セブン- イレブンの「セブンプレミアム」の拡販 - 焼き魚以外のジャンルの新製品の投入の余地 ・生産能力の増強による規模拡大 - 既存の工場での能力増強 - 新たな工場の取得 ・セブン- イレブン以外の販路拡大の余地（自社EC通販を含む） ・海外展開（台湾、北米） ・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threats)	・工場の稼働に影響を及ぼすことが発生する可能性 - サプライチェーンの混乱（水産原材料の調達難、調達先のトラブル、物流の混乱等） - 工場の労働力の不足 - 自然災害等による工場または工場周辺の交通網の被災 ・水産原材料の価格の急激な変動 ・セブン- イレブン・ジャパンの方針転換の可能性 ・M&Aが思ったような成果をあげない可能性 ・新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の可能性と、その影響による先行きの不透明さ

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 参入障壁の高い、製造技術を重視したビジネスモデルを評価

創業者で現代表取締役社長の十見裕氏は、異業種から水産業界に入ってきたという経歴を持つが、業界の慣習にとらわれない「外の目」を持って事業に取り組んできた。水産業界においては後発であるため、大手企業を始め他社がやらないことを手掛け、水産原材料に付加価値をつけて収益につなげていったことが、研究開発型で、かつ、自社一貫生産体制によって展開する現在のビジネスモデルの源流となっている。

高品質の製品を安定的に大量に生産するためには、生産プロセス全体の最適化から取り組まねばならず、製造を他社に委託せずに自社で生産ラインを持つことの意味はこの部分にある。そして、製造技術をはじめとするノウハウの蓄積は一朝一夕にできることではなく、また、主要な製造技術は特許によって守られているため、高い参入障壁を築くことができている。その結果、セブン-イレブンという大きな販路を手に入れ、また、替えのきかないポジションを構築できたと言える。

◆ 当面は生産能力拡大のための施策の進捗に注目

同社は、セブン-イレブン・ジャパンとの取引拡大、Seven-Eleven, Inc.を通じた海外展開、セブン-イレブン以外の販路開拓といった戦略を掲げているが、どの戦略を採ろうとも、今後しばらくは同社に対する需要拡大が続く公算が大きい。同社の課題は、同社自身が認識している通り、拡大する需要に見合うように生産能力を確保し続けることである。

同社は、大阪工場（仮）を新設して関西圏初の製造拠点とし、その稼働後に、首都圏工場の新設を進めていくとしている。これ以外の既存の製造拠点でも能力増強を図っていくと考えられ、現在は、生産能力拡大の進捗を確認していく段階にあると言える。

> 今後の業績見通し

◆ 21 年 12 月期会社計画

21/12 期の会社計画は、売上高 26,000 百万円（前期比 12.7%増）、営業利益 1,730 百万円（同 32.0%増）、経常利益 1,720 百万円（同 34.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,110 百万円（同 33.3%増）である（図表 13）。第2 四半期決算公表時に上方修正された計画である。

なお、期初計画は、売上高 26,000 百万円（前期比 12.7%増）、営業利益 1,570 百万円（同 19.8%増）、経常利益 1,560 百万円（同 22.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,010 百万円（同 21.3%増）であった。売上高は据え置かれているが、原材料の歩留まり率や労働生産性が向上したことを受けて、利益が上方修正された。

期初会社計画の時から売上高及び費用に関する詳細の内訳の開示はないが、関西圏での新工場開設を中心とした生産能力の増強と、セブン-イレブンの新レイアウト導入によって惣菜売場のスペースが 2 倍になったことを受けての新商品の投入により拡販していくとしている。費用面では、生産工場の適正配置による物流費の低減を図っていく方針で、それらの結果、売上高営業利益率は同 0.9%ポイント上昇の 6.6%になると同社は予想している。

1株当たりの配当金額は、20/12期 40.0円(配当性向 24.6%)に対し、期初計画では21/12期 45.0円(同 24.5%)を予定していた。しかし、第2四半期公表時に55.0円(同 27.2%)に増額修正された。

【図表13】S T I フードホールディングスの21年12月期の業績計画

(単位:百万円)

	18/12期 実績	19/12期 実績	20/12期 実績	21/12期会社計画			
				期初	前期比	第2四半期決算時修正	
							前期比
売上高	17,843	20,644	23,062	26,000	12.7%	26,000	12.7%
食品	-	15,695	19,190	-	-	-	-
売上構成比	-	76.0%	83.2%	-	-	-	-
食材	-	4,949	3,871	-	-	-	-
売上構成比	-	24.0%	16.8%	-	-	-	-
売上総利益	4,109	4,791	6,176	-	-	-	-
売上総利益率	23.0%	23.2%	26.8%	-	-	-	-
販売費及び一般管理費	3,430	4,260	4,866	-	-	-	-
売上高販管費率	19.2%	20.6%	21.1%	-	-	-	-
営業利益	678	531	1,310	1,570	19.8%	1,730	32.0%
売上高営業利益率	3.8%	2.6%	5.7%	6.0%	-	6.6%	-
経常利益	710	591	1,276	1,560	22.2%	1,720	34.8%
売上高経常利益率	4.0%	2.9%	5.5%	6.0%	-	6.6%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	506	456	832	1,010	21.3%	1,110	33.3%
売上高当期純利益率	2.8%	2.2%	3.6%	3.9%	-	4.3%	-

(注) 22/12期より新収益認識基準適用の予定

(出所) S T I フードホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 21年12月期第3四半期累計期間業績

22/12期第3四半期累計期間は、売上高 19,223百万円(前年同期比 14.9%増)、営業利益 1,320百万円(同 45.8%増)、経常利益 1,335百万円(同 55.7%増)、四半期純利益 848百万円(同 58.1%増)であった。通期計画に対する進捗率は売上高が 73.9%、営業利益が 75.3%である。

売上高の詳細の開示はないが、セブン-イレブン向けのカップサラダの売上が伸長したことが増収に貢献し、第2四半期よりも第3四半期の売上高の方が上回って推移した。

一方、第3四半期の売上原価率は 73.7%で、第2四半期の 71.0%に比べて 2.7%ポイント悪化した。7月初旬から原材料調達先のベトナムでロックダウンが始まり、工場や港湾の操業が停止したことが要因で、一時的に調達先を国内に変更して対応したために原材料費が増加した。また、海外での需要増加によりマダコやサーモンの価格が急騰したことも影響した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：21年12月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の21/12期業績について、第3四半期までの進捗も踏まえ、売上高26,045百万円（前期比12.9%増）、営業利益1,703百万円（同29.9%増）、経常利益1,730百万円（同35.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益1,117百万円（同34.2%増）と、会社計画並みの水準を予想した（図表14）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高については、同社が計画している生産能力拡大及び稼働率をもとに算出した生産量をもとに予想した。同社の計画通り、21/12期末の生産能力は日産62.0万食、期中平均生産能力は58.3万食とし、稼働率は70.0%とした。
- (2) 売上総利益率は前期比1.5%ポイント上昇の28.3%とした。第2四半期まで29%台で推移していたことと、第3四半期にベトナムでのロックダウンによってサプライチェーンが混乱したことを考慮した。
- (3) 販管費は人員増による人件費の増加や運賃の増加等により前期比16.5%増とし、売上高販管費率は同0.7%ポイント上昇の21.8%とした。これらの結果、21/12期の売上高営業利益率は同0.8%ポイント上昇の6.5%になるものと予想した（会社計画は6.6%）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：22年12月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の22/12期業績について、売上高30,570百万円（前期比17.4%増）、営業利益2,013百万円（同18.2%増）、経常利益2,042百万円（同18.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益1,319百万円（同18.0%増）と予想した。なお、同社は22/12期から新収益認識基準の適用を予定しているが、その影響は現在同社で評価中のため、業績予想は旧収益認識基準で策定した。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高については、同社が計画している生産能力拡大及び稼働率をもとに算出した生産量をもとに予想した。同社の計画通り、22/12期末の生産能力は日産79.0万食、期中平均生産能力は70.5万食とし、稼働率は72.0%とした。
- (2) 売上総利益率は前期比0.3%ポイント低下の28.0%とした。

生産改善の効果を見込む一方、原材料価格の上昇等を想定した。

- (3) 販管費は人員増による人件費の増加や運賃の増加等により前期比 15.5%増としたが、増収率の方が高く、売上高販管費率は同 0.4%ポイント低下の 21.4%となった。これらの結果、22/12 期の売上高営業利益率は同 0.1%ポイント上昇の 6.6%になるものと予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 12 月期以降

23/12 期以降について、23/12 期は前期比 20.7%増収、24/12 期は同 15.9%増収とした。1 日当たりの生産能力は 23/12 期末 96.5 万食、24/12 期末 113.5 万食、稼働率は 23/12 期 72.0%、24/12 期 72.0%として予想を組み立てた。売上総利益率は 22/12 期と同じ 28.0%で横ばいとし、売上高販管費率の低下によって、売上高営業利益率は 23/12 期 7.1%、24/12 期 7.5%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 14 】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期CE (2Q時修正)	21/12期CE (期初)	21/12期E	22/12期E	23/12期E	24/12期E
損益計算書									
売上高	17,843	20,644	23,062	26,000	26,000	26,045	30,570	36,897	42,770
前期比	-	15.7%	11.7%	12.7%	12.7%	12.9%	17.4%	20.7%	15.9%
区分別									
食品	13,112	15,695	19,190	-	-	21,877	26,290	32,284	38,065
前期比	-	19.7%	22.3%	-	-	14.0%	20.2%	22.8%	17.9%
構成比	73.5%	76.0%	83.2%	-	-	84.0%	86.0%	87.5%	89.0%
食材	4,727	4,949	3,871	-	-	4,167	4,279	4,612	4,704
前期比	-	4.7%	-21.8%	-	-	7.6%	2.7%	7.8%	2.0%
構成比	26.5%	24.0%	16.8%	-	-	16.0%	14.0%	12.5%	11.0%
主要顧客									
セブン-イレブン・ジャパン	8,677	10,441	14,303	-	-	-	-	-	-
構成比	48.6%	50.6%	62.0%	-	-	-	-	-	-
ベンダーサービス	4,556	4,748	3,801	-	-	-	-	-	-
構成比	25.5%	23.0%	16.5%	-	-	-	-	-	-
三井食品	-	2,215	-	-	-	-	-	-	-
構成比	-	10.7%	-	-	-	-	-	-	-
参考指標									
期末生産能力(日産)(千食)	370	400	545	620	620	620	790	965	1,135
期中平均生産能力(日産)(千食)	260	385	473	583	583	583	705	878	1,050
期末稼働率	-	-	55.0%	70.0%	70.0%	70.0%	72.0%	72.0%	72.0%
売上総利益	4,109	4,791	6,176	-	-	7,370	8,559	10,331	11,975
前期比	-	16.6%	28.9%	-	-	19.3%	16.1%	20.7%	15.9%
売上高総利益率	23.0%	23.2%	26.8%	-	-	28.3%	28.0%	28.0%	28.0%
販売費及び一般管理費	3,430	4,260	4,866	-	-	5,667	6,546	7,693	8,784
前期比	-	24.2%	14.2%	-	-	16.5%	15.5%	17.5%	14.2%
売上高販管費率	19.2%	20.6%	21.1%	-	-	21.8%	21.4%	20.9%	20.5%
営業利益	678	531	1,310	1,730	1,570	1,703	2,013	2,637	3,191
前期比	-	-21.7%	146.7%	32.0%	19.8%	29.9%	18.2%	31.0%	21.0%
売上高営業利益率	3.8%	2.6%	5.7%	6.6%	6.0%	6.5%	6.6%	7.1%	7.5%
経常利益	710	591	1,276	1,720	1,560	1,730	2,042	2,668	3,226
前期比	-	-16.8%	115.8%	34.8%	22.2%	35.6%	18.0%	30.7%	20.9%
売上高経常利益率	4.0%	2.9%	5.5%	6.6%	6.0%	6.6%	6.7%	7.2%	7.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	506	456	832	1,110	1,010	1,117	1,319	1,723	2,084
前期比	-	-10.0%	82.6%	33.3%	21.3%	34.2%	18.0%	30.7%	20.9%
売上高当期純利益率	2.8%	5.6%	3.6%	4.2%	3.9%	4.3%	4.3%	4.7%	4.9%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

22/12期より新収益認識基準適用の予定。22/12期以降の業績予想は旧基準による

(出所) S T I フードホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 15 】証券リサーチセンターの連結業績予想（貸借対照表／キャッシュ・フロー計算書）（単位：百万円）

	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期CE (2Q時修正)	21/12期CE (期初)	21/12期E	22/12期E	23/12期E	24/12期E
貸借対照表									
現金及び預金	2,144	1,541	2,598	-	-	3,563	4,115	5,122	6,351
受取手形及び売掛金	2,131	2,258	2,655	-	-	2,995	3,515	4,243	4,918
たな卸資産	622	1,170	1,352	-	-	1,596	1,873	2,261	2,621
その他	172	185	169	-	-	285	285	285	285
流動資産	5,070	5,155	6,775	-	-	8,441	9,790	11,913	14,178
有形固定資産	3,159	3,125	3,741	-	-	4,090	4,269	4,198	4,127
無形固定資産	587	546	502	-	-	534	565	604	673
投資その他の資産	329	373	304	-	-	338	368	398	428
固定資産	4,077	4,045	4,548	-	-	4,964	5,203	5,202	5,230
資産合計	9,147	9,200	11,324	-	-	13,405	14,994	17,115	19,408
買掛金	2,674	2,879	2,851	-	-	3,255	3,821	4,612	5,346
リース債務	204	217	245	-	-	261	285	270	228
未払金	746	734	948	-	-	1,015	1,192	1,438	1,668
未払法人税等	154	166	276	-	-	376	444	580	702
短期借入金	-	-	-	-	-	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	510	510	567	-	-	602	527	355	394
その他	371	325	463	-	-	463	463	463	463
流動負債	4,662	4,832	5,352	-	-	5,975	6,734	7,721	8,803
長期借入金	1,678	1,167	1,000	-	-	897	870	814	420
リース債務	556	583	667	-	-	584	476	329	223
長期未払金	301	478	503	-	-	494	456	386	329
その他	178	178	234	-	-	234	234	234	234
固定負債	2,715	2,408	2,406	-	-	2,211	2,038	1,765	1,207
純資産合計	1,769	1,959	3,566	-	-	5,218	6,221	7,629	9,397
(自己資本)	1,729	1,945	3,565	-	-	5,218	6,221	7,628	9,396
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	753	673	1,281	-	-	1,730	2,042	2,668	3,226
減価償却費	348	612	667	-	-	675	677	679	681
のれん償却額	20	42	42	-	-	42	42	31	0
売上債権の増減額（-は増加）	-590	-127	-382	-	-	-339	-520	-727	-675
たな卸資産の増減額（-は増加）	68	-548	-177	-	-	-244	-277	-387	-360
仕入債務の増減額（-は減少）	934	204	-33	-	-	404	565	790	734
法人税等の還付額・支払額	-220	-332	-260	-	-	-512	-655	-808	-1,020
その他	555	97	-7	-	-	-49	176	246	229
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,869	622	1,130	-	-	1,706	2,050	2,492	2,814
有形固定資産の取得による支出	-211	-182	-153	-	-	-800	-631	-436	-436
有形固定資産の除却による支出	-	-	-8	-	-	0	0	0	0
有形固定資産の売却による収入	-	170	-	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-54	-39	-39	-	-	-120	-120	-120	-120
無形固定資産の売却による支出	-	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	-972	-11	-29	-	-	-34	-30	-30	-30
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,237	-63	-231	-	-	-954	-781	-586	-586
短期借入金の増減額（-は減少）	-90	-	-	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額（-は減少）	986	-510	-110	-	-	-67	-102	-227	-355
長期未払金の返済による支出	-77	-143	-170	-	-	-9	-37	-70	-57
リース債務の返済による支出	-135	-230	-253	-	-	-245	-261	-285	-270
株式の発行による収入	-	-	836	-	-	754	0	0	0
配当金の支払額	-	-225	-65	-	-	-219	-316	-316	-316
その他	0	-50	-20	-	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	684	-1,160	215	-	-	213	-718	-899	-999
換算差額	-1	-1	-7	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（-は減少）	1,315	-603	1,107	-	-	965	551	1,007	1,229
現金及び現金同等物の期首残高	728	2,044	1,441	-	-	2,548	3,513	4,065	5,072
現金及び現金同等物の期末残高	2,044	1,441	2,548	-	-	3,513	4,065	5,072	6,301

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) S T I フードホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 会計基準の変更による業績変動のリスク

新収益認識基準は22年12月期から適用される。現在、新収益認識基準が適用された場合の業績への影響度合いを、同社は評価している最中である。状況次第では、開示される業績に影響が及ぶ可能性がある。

◆ 主要顧客のセブン・イレブン・ジャパンに関連する影響

主要顧客のセブン・イレブン・ジャパン向けの売上構成比は、19/12期で84.9%、20/12期で84.9%と高い(セブン・イレブン・ジャパンが指定する販売先の分を含む)。そのため、セブン・イレブンの店頭での販売動向は同社の業績を左右する大きな要因となる。

また、セブン・イレブン・ジャパンの販売施策の変更や取引条件の改定等が生じた場合も業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 新型コロナウイルス感染症の再拡大の可能性

現在、国内での新型コロナウイルス感染症の状況は落ち着いているが、このまま感染が収束するか、感染第6波が来るか、見通しにくい。より感染力が強いと言われているオミクロン株への感染が国内で確認されていることもあり、仮に第6波が到来して陽性者数が大きく増加すると、再度、緊急事態宣言が発出される可能性もありうる。その場合、同社の事業活動及び業績に影響が出ることも考えられる。

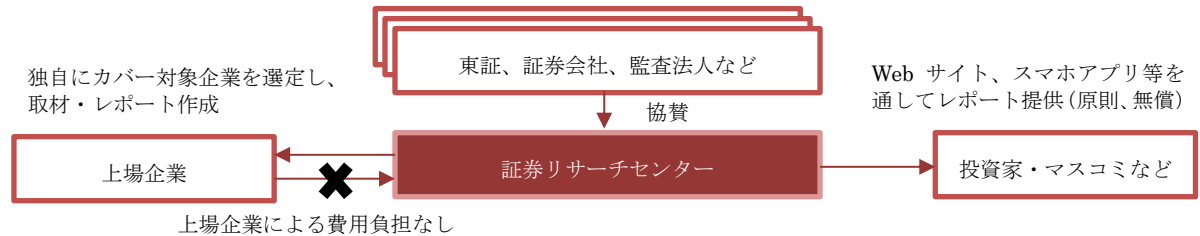
◆ 原材料の調達に関するリスク

同社は原材料の仕入ルートを多様化するなど、原材料の数量確保と価格の安定を図っているが、必要量の確保ができない場合や、魚価が高騰してしまう場合等は、売上高及び原価に影響を及ぼす可能性がある。また、主要原料のチリ産サーモン等は養殖で生産されるが、養殖地で疫病や自然災害が起きると、原材料調達に支障をきたすことも考えられる。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
宝印刷株式会社

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクス

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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、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。