ホリスティック企業レポート
アイスコ
7698 東証スタンダード

ベーシック・レポート
2022年7月22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 20220719

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

フローズン商品に特化した食品卸と生鮮食品スーパーの二本柱で展開
フローズン事業の「フルメンテナンスサービス」が当面の成長の主軸

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

1. 会社概要

・アイスコ（以下、同社）は、アイスクリームと市販用冷凍食品に特化した食品卸と食品スーパーマーケットの運営を行っている。

2. 財務面の分析

・16/3 期から 21/3 期までの年平均成長率は、売上高が 4.7%、経常利益が 26.8%であった。会計処理変更があった 17/3 期以外は増収が続いたが、顧客企業の成長ペースに体制整備が追いつかずに 19/3 期と 20/3 期は減益となった。その状況が解消された 21/3 期は大幅増益となった。

・食品卸で小売店舗も展開している企業の財務指標と比べると、自己資本利益率（ROE）は高いが、財務レバレッジの高さ（自己資本比率の低さ）が主要因であり、売上高利益率には改善の余地があると考えられる。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、フローズン事業の「フルメンテナンスサービス」を支える自前の物流・配送網（組織資本）である。業界のトレンドに反して自前の物流・配送網を保有し続けたことで、競争優位性を確立し、関係資本である顧客企業を増やしていった。その結果、顧客企業の事業拡大とともに同社は成長することができるようになった。

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、「フルメンテナンスサービス」の配送員の増員と定着、同サービスの提供体制の強化と収益力の向上が挙げられる。

・30 年度に売上高 1,000 億円、営業利益 25 億円の達成を目指す 10 年ビジョンを見据えた 24/3 期までの中期経営計画では、(1) 人財育成と組織力向上、(2) 既存事業の収益力向上、(3) 新規事業の創出の 3 点を重点テーマとしている。

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、自前の物流・配送網を保有し続け、さらに「フルメンテナンスサービス」として磨き上げてきたことが競争優位性の源泉と評価している。また、フローズン事業とスーパーマーケット事業を併営するシナジー効果は、新規事業であるフローズン専門店の出店でさらに明確になる可能性があると見て、その動向に注目したい。

【主要指標】

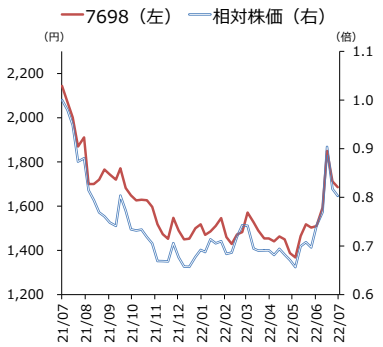
	2022/7/15
株価 （円）	1,686
発行済株式数 （株）	1,908,100
時価総額 （百万円）	3,217

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	12.5	10.7	8.4
PBR （倍）	1.0	1.0	0.9
配当利回り（%）	2.2	2.2	2.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン（%）	-14.0	15.2	-15.7
対TOPIX（%）	-15.0	15.7	-15.4

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2021/7/16

【 7698 アイスコ 業種：卸売業 】

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)
2021/3		40,551	10.4	800	451.1	855	302.7	523	262.6	326.4	1,455.3	24.0
2022/3		42,264	4.2	353	-55.8	409	-52.1	255	-51.3	134.9	1,610.9	37.0
2023/3	CE	45,612	7.9	392	10.9	438	6.9	283	10.9	148.4	-	37.0
2023/3	E	45,753	8.3	404	14.4	465	13.5	300	17.9	157.3	1,732.5	37.0
2024/3	E	48,110	5.2	529	31.0	594	27.9	384	27.9	201.4	1,897.3	37.0
2025/3	E	50,930	5.9	644	21.7	713	20.0	461	20.0	241.8	2,102.4	37.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想
2021年4月の上場時に217,500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79,900株あり）
2022/3期より新収益認識基準適用。売上高に影響あり。2022/3期の前期比は新基準適用前の2021/3期の金額との比較

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

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。

1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ アイスクリーム及び冷凍食品の卸売と食品スーパーの 2 本柱

アイスコ（以下、同社）は、アイスクリームと市販用冷凍食品（以下、フローズン商品）に特化した食品卸を中心に事業を展開している。元々はアイスクリーム専門の卸売だったが、96 年に市販用冷凍食品の卸売に参入した。また、09 年 4 月に大我産業を吸収合併し、食品スーパーマーケットの運営を行うようになった。

◆ 2 つの事業セグメントのうち、主力はフローズン事業

同社の事業は、フローズン商品の卸売を行うフローズン事業と、食品スーパーマーケットを運営するスーパーマーケット事業の 2 つの報告セグメントで構成されている（図表 1）。フローズン事業の売上構成比の上昇が続いており、売上高の 8 割近くを占めている。一方、セグメント利益率は、期によって変動が大きいものの、スーパーマーケット事業がフローズン事業を上回っている。

【 図表 1 】事業別売上高・営業利益

（単位：百万円）

	売上高（単体）（外部顧客への売上高）									
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	前期比			売上構成比		
					20/3期	21/3期	22/3期	20/3期	21/3期	22/3期
フローズン事業	24,914	27,342	31,167	33,641	9.7%	14.0%	7.9%	74.4%	76.9%	79.6%
スーパーマーケット事業	10,300	9,386	9,384	8,623	-8.9%	0.0%	-8.1%	25.6%	23.1%	20.4%
合計	35,214	36,728	40,551	42,264	4.3%	10.4%	4.2%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益（単体）									
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	前期比			売上高営業利益率 / セグメント利益率		
					20/3期	21/3期	22/3期	20/3期	21/3期	22/3期
フローズン事業	181	66	520	279	-63.2%	677.7%	-46.3%	0.2%	1.7%	0.8%
スーパーマーケット事業	137	78	279	73	-42.9%	257.1%	-73.6%	0.8%	3.0%	0.9%
調整額（全社費用）	―	―	―	―	―	―	―	―	―	―
合計	318	145	800	353	-54.5%	451.1%	-55.8%	0.4%	2.0%	0.8%

（注）22/3 期から新収益認識基準適用。22/3 期の全体の売上高及びスーパーマーケット事業の売上高は適用する前と比べて 398 百万円少なくなった。22/3 期の前期比は適用前の 21/3 期の金額との比較
（出所）アイスコ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

＞ ビジネスモデル

◆ フローズン事業を特徴づける「アイスコ一貫システム」

フローズン事業では、関東及び東海エリアを中心に、フローズン商品に特化した卸売を行っている。メーカーから小売店舗までの商流を「アイスコ一貫システム」と称する独自の仕組みで担っている。

この「アイスコ一貫システム」には、以下の 3 つの優位性がある。

(1) 「フルメンテナンスサービス」
(2) 自社物流
(3) 商品調達力

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。

◆ フローズン事業の優位性（1）： 「フルメンテナンスサービス」

一般的な食料品の流通において、卸売業者が小売店舗へ納品する際は、店舗のバックヤードに商品を置いてくるだけの「ドロップ納品」の方式をとることが多い。

ところが、フローズン商品の場合は、常温の状態ではすぐに溶けてしまうため、「ドロップ納品」を行う場合は、(1) バックヤードに在庫管理用の冷凍庫が必要である、(2) 納品のための店舗スタッフが必要である、(3) 納品されるタイミングに合わせて店舗スタッフを待機させるなどの複雑なシフト管理等が必要になるなど、小売店舗側の負担が大きい。特に、バックヤードが狭くて冷凍庫を置くことができない小規模の店舗には、そもそも「ドロップ納品」が適さない。

こうした問題を解決するのが、同社の配送員が顧客店舗の売り場に商品を直接陳列する「フルメンテナンスサービス」である。「フルメンテナンスサービス」によって、小売店舗は以下のメリットを享受することができる。

(1) 納品時に陳列まで完了するため、陳列作業が不要になる
(2) 各店舗の売場に商品が直接搬入されるため、大規模なバックヤードが不要になる
(3) 同社の配送員が在庫管理や売上データの検証を行い、代理発注も行うことができるため、発注業務の削減や、欠品等の機会損失の削減につながる

◆ フローズン事業の優位性（2）： 自社物流

フローズン商品は、温度管理等の面で物流品質に差が出やすいため、他の食品に比べて、物流の難易度が高いとされている。加えて、「フルメンテナンスサービス」を強みとするためには、自社リソースで運用できる物流の体制（コールドチェーン）が欠かせない。同社は関東・東海エリアにおいて、自社配送、自社保管、需給調整最適化を可能とするために、同社は自社で物流インフラを構築してきた。

ハード面では、13 カ所の物流拠点（厚木、千葉、岩槻の 3 カ所の物流センターと、10 カ所の営業所）と約 300 台の配送用トラックを所有している。

ソフト面では、「フルメンテナンスサービス」の担い手である、配送と陳列を行う配送員を重視している。直近の人数の開示はないが、21/3 期末時点の配送員は 355 人であった。その結果、配送の約 9 割を自社社員が行い、残り約 1 割を協力会社等へ委託している。配送員が自社社員中心であることは、研修等を通じた継続的な教育や業務の標準化の徹底により、配送品質の向上を図りやすいという利点がある。

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。

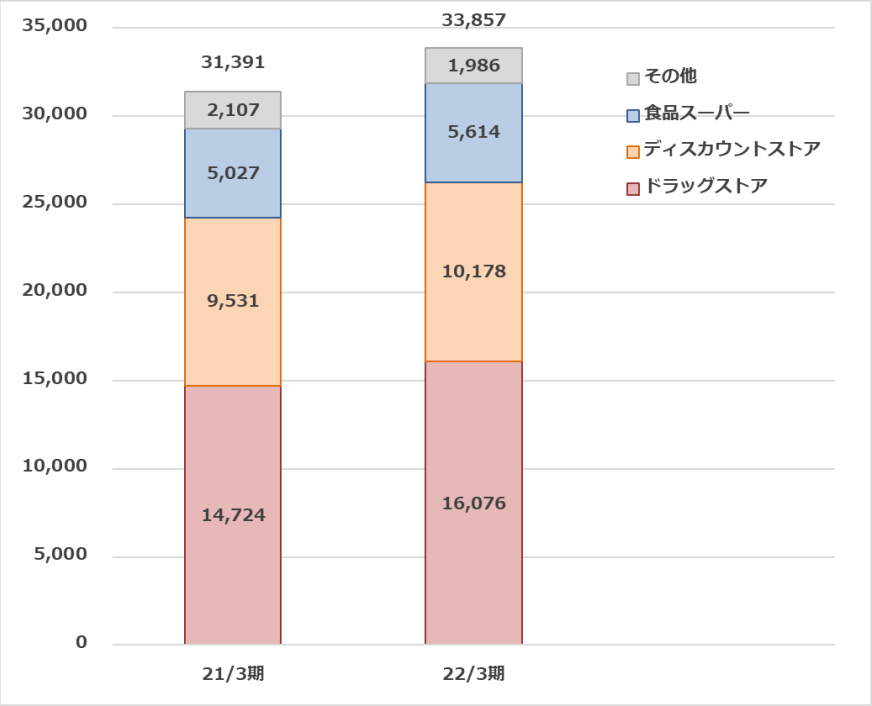
◆ フローズン事業の優位性（3）： 商品調達力

売上拡大に伴い、メーカーとの交渉力は強まっており、商品調達力は増している。さらに、消費者に一番近い小売店舗の売場を理解している強みを活かし、顧客が欲する専用商材の開発のプロデュースやコーディネートを行うことで、他社では取り扱えない商品を増やしている。

◆ フローズン事業の顧客

同社のサービスは、バックヤードが狭い店舗を運営する顧客企業を中心に受け入れられている。そのため、顧客業態別では、ドラッグストアやディスカウントストアが多く、両業態でフローズン事業の売上高の 8 割弱を占めている（図表 2）。

【 図表 2 】フローズン事業の顧客業態別売上高 （単位：百万円）



（出所）アイスコ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

中でも、ドラッグストアを運営するクリエイトＳＤホールディングス（3148 東証プライム）傘下のクリエイトエス･ディーと、総合ディスカウントストアを運営するパン･パシフィック･インターナショナルホールディングス（7532 東証プライム）傘下のドン･キホーテが同社の主要顧客となっている（図表 3）。両主要顧客の店舗の増加は、フローズン事業の売上成長の原動力となっている。

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。

【 図表 3 】フローズン事業の上位顧客

（単位：百万円）

	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期
ドン・キホーテ及びそのグループ会社	4,657	7,021	9,570	10,207
フローズン事業の売上高に占める割合	18.7%	25.7%	30.7%	30.3%
クリエイトエス・ディー	7,040	7,914	8,219	7,993
フローズン事業の売上高に占める割合	28.2%	28.9%	26.4%	23.8%

（出所）アイスコ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ スーパーマーケット事業

同社は、食品スーパーマーケット「スーパー生鮮館 TAIGA」を神奈川県に展開している。22 年 4 月に静岡県の浜松店を閉店したため、6 月末時点で直営店舗は神奈川県に 7 店となっている（別途、テナント店舗 2 店舗がある）（図表 4）。

「スーパー生鮮館 TAIGA」は、青果、鮮魚、精肉の生鮮 3 品の取り扱いを強みとしている。一般社団法人スーパーマーケット協会の「2022 年版 スーパーマーケット白書」によると、21 年の国内全体のスーパーマーケットの売上高に占める生鮮 3 品の割合は 34.5%であるのに対し、同社の 22/3 期のスーパーマーケット事業の売上高に占める生鮮 3 品の割合は 47.4%であり、同社が生鮮 3 品に注力している状況がうかがえる。

直営店舗の売場面積は 150～320 坪で、当日仕入・当日販売を行うことによってもたらされる生鮮品の鮮度の高さにより、他のスーパーとの差別化を図っている。

【 図表 4 】スーパーマーケット事業の店舗（22 年 6 月末時点）

出店形態	店舗所在地（すべて神奈川県）	店舗名	売場面積（坪）	駐車場台数（台）
直営店舗	横浜市南区	スーパー生鮮館TAIGA永田店	150	33
	大和市	スーパー生鮮館TAIGA南林間店	254	32
	横浜市泉区	スーパー生鮮館TAIGA岡津店	281	90
	横浜市港南区	スーパー生鮮館TAIGA芹が谷店	301	128
	藤沢市	スーパー生鮮館TAIGA藤沢石川店	320	98
	海老名市	スーパー生鮮館TAIGA海老名下今泉店	260	98
	座間市	スーパー生鮮館TAIGA座間店	196	30
テナント店舗	海老名市	海老名ビナウォーク店（ビナウォーク内）	―	―
	藤沢市	藤沢白旗店（ピーコックストア・藤沢トレアージュ白旗店内）	―	―

（出所）アイスコ有価証券報告書、スーパー生鮮館 TAIGA ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

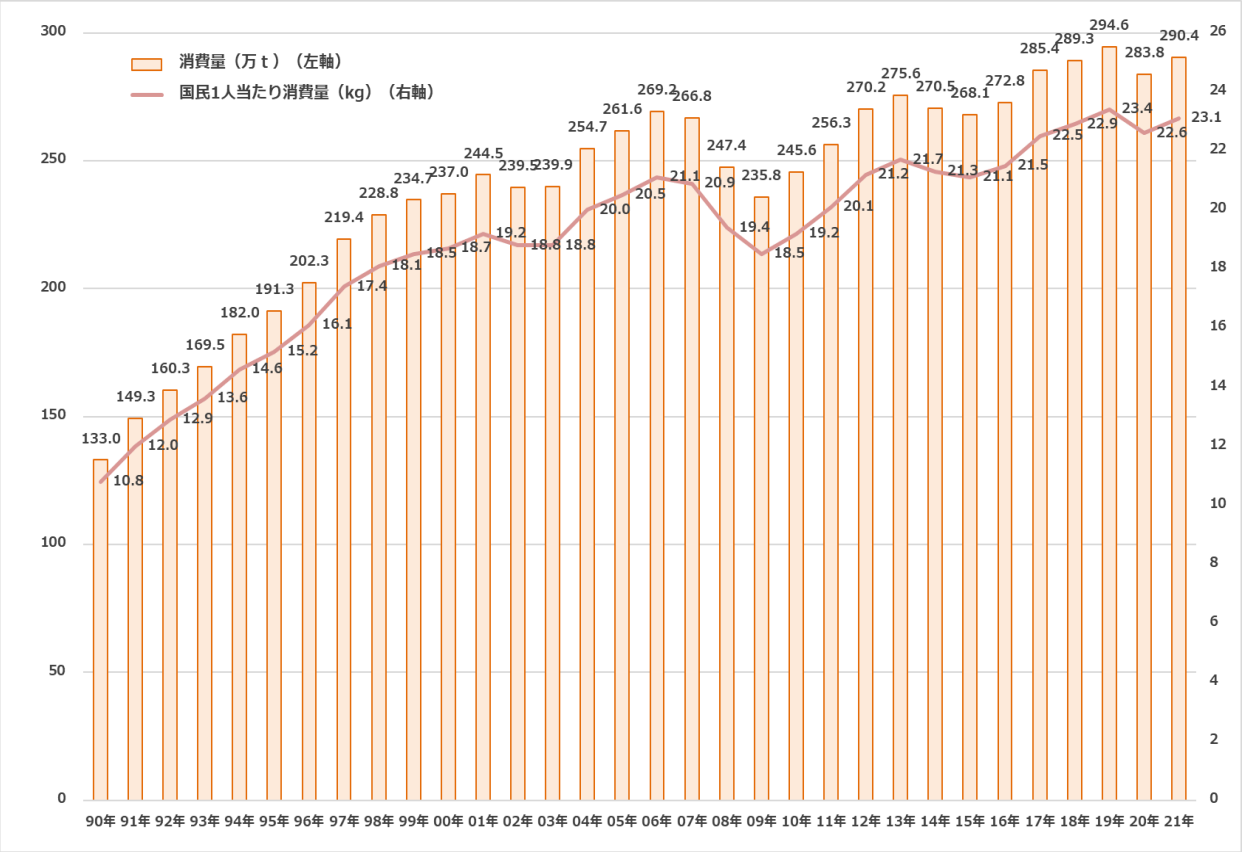
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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

＞ 業界環境と競合

◆ フローズン事業（1）： 国内の冷凍食品の消費量の推移

一般社団法人日本冷凍食品協会の統計によると、21 年の国内での冷凍食品の消費量は 290.4 万トンであり、過去 10 年間で年平均 1.3%のペースで増加しており、緩やかながらも冷凍食品への需要は増加傾向にある（図表 5）。その要因として、(1) 冷凍加工技術の進歩により品質が向上したこと、(2) 女性の社会進出による家事時間の短縮ニーズが高まったこと、(3) フードロスを避ける傾向が強まっていることが挙げられる。

【 図表 5 】国内の冷凍食品の消費量の推移



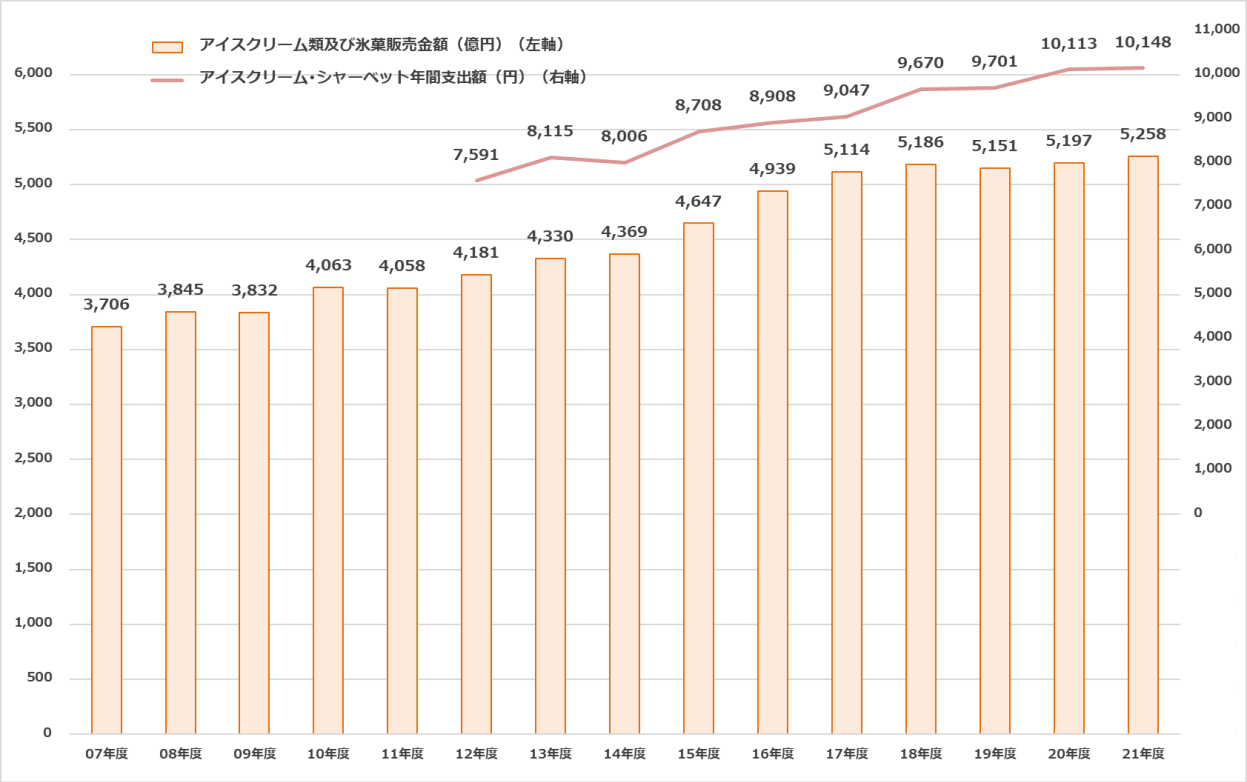
（出所）一般社団法人日本冷凍食品協会統計資料より証券リサーチセンター作成

◆ フローズン事業（2）： 国内のアイスクリームの販売金額の推移

一般社団法人日本アイスクリーム協会の統計によると、21 年度の国内でのアイスクリーム類及び氷菓の販売金額は 5,258 億円で、11 年度からの 10 年間で年平均 2.6%、16 年度からの 5 年間で同 1.3%のペースで増加している。また、総務省統計局の「家計調査」によると、二人以上の世帯でのアイスクリーム･シャーベットの年間支出額は 21 年度で 10,148 円となっており、16 年度からの 5 年間で同 2.6%のペースで増加している（図表 6）。

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。

【 図表 6 】国内のアイスクリーム類及び氷菓の販売金額の推移



（出所）一般社団法人日本アイスクリーム協会統計資料より証券リサーチセンター作成

◆ フローズン事業（3）： 顧客側の出店状況

同社の「フルメンテナンスサービス」は、フローズン商品を取り扱いたいが、バックヤードに冷凍設備がない店舗に対して特に効果を発揮するサービスである。そうした店舗を多く持っている業態の代表格がドラッグストアである。

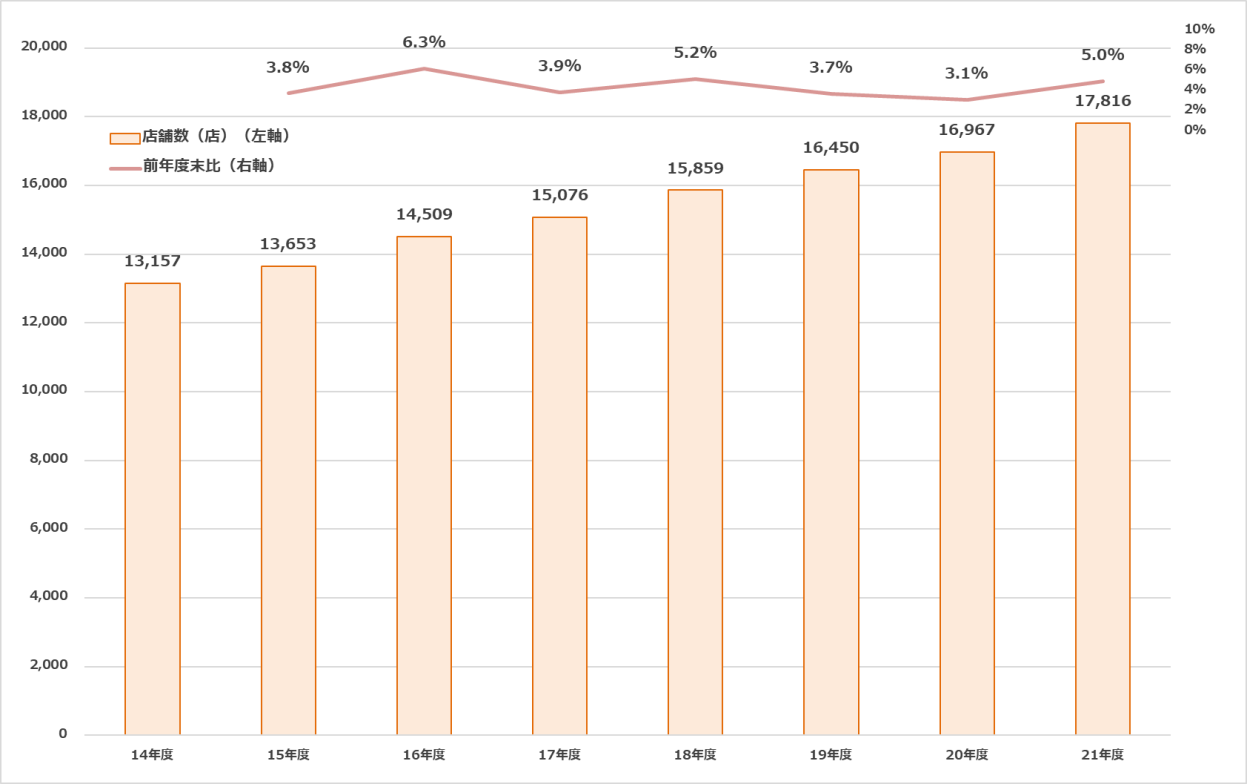
経済産業省の「商業動態統計」によると、21 年度末のドラッグストアの店舗数は全国で 17,816 店舗であり、統計数値のある 14 年度末の 13,157 店舗から年平均 4.4%増のペースで増加し続けてきた（図表 7）。同社は主要顧客の一社であるクリエイトエス・ディーを通じて、ドラッグストアの店舗増の恩恵を享受していると言える。

また、もうひとつの主要顧客であるドン・キホーテの店舗数も、21 年 6 月末 346 店で 15 年 6 月末の 242 店から増加が続いている。パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス（7532 東証プライム）傘下のドン・キホーテ以外の国内の店舗数は、ユニーの店舗が加わった 19 年 6 月末に大きく増加した。M&A の関係で年ごとの増減は大きいものの、グループ内での存在感が増している（図表 8）。同

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。

社は国内全域をカバーしているわけではないので、これらすべての店舗に対応するものではないが、グループの店舗の増加が同社の事業機会につながる可能性がある。

【 図表７ 】国内のドラッグストアの店舗数の推移

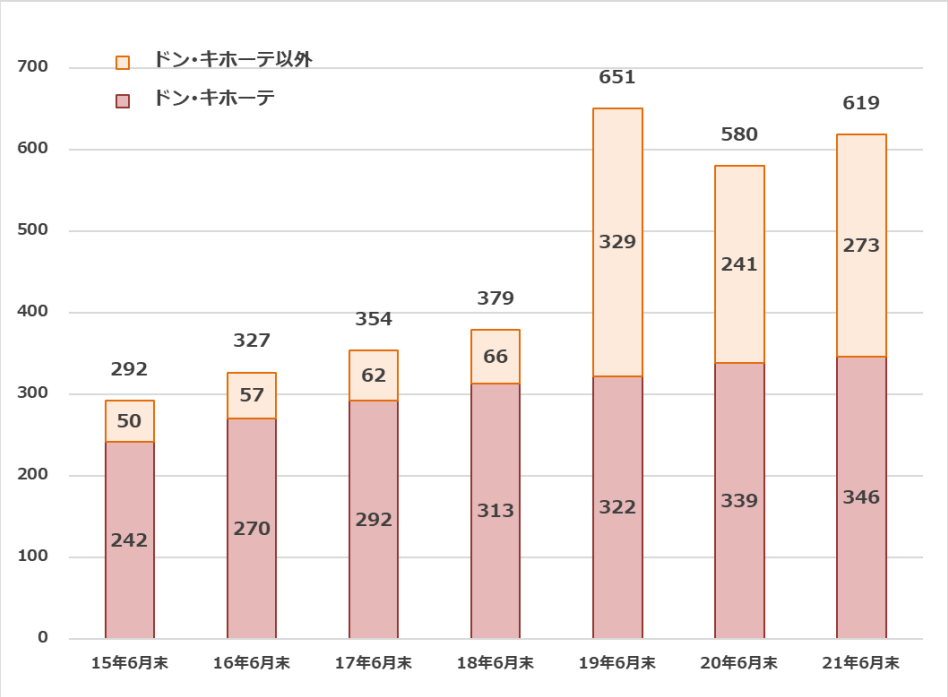


（出所）経済産業省「商業動態統計」より証券リサーチセンター作成

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。

【 図表 8 】パン･パシフィック･インターナショナルホールディングスの国内店舗数の推移

（単位：店）



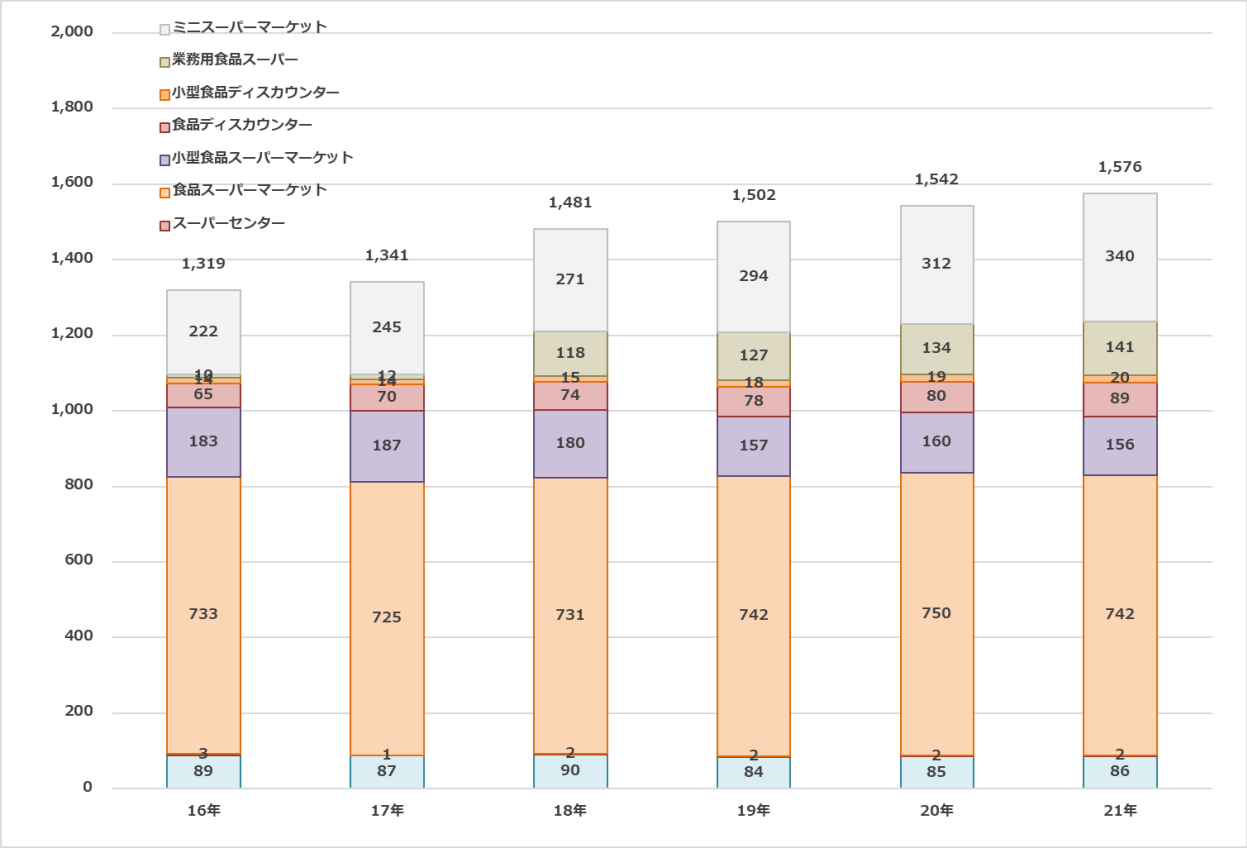
（出所）パン･パシフィック･インターナショナルホールディングスファクトシート及び決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ スーパーマーケット事業： 神奈川県のスーパーマーケットの店舗数

一般社団法人スーパーマーケット協会の「スーパーマーケット白書」によると、21 年末時点の神奈川県のスーパーマーケットの店舗数は 1,576 店とされている。そのうち、「スーパー生鮮館 TAIGA」が分類される食品スーパーは 742 店ある。16 年末時点の 733 店と比べると微増程度である。逆に店舗数を増やしている業態はミニスーパーマーケットである（図表 9）。

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。

【 図表 9 】神奈川県のスーパーマーケットの店舗数の推移 （単位：店）



（出所）一般社団法人スーパーマーケット協会「スーパーマーケット白書」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合（1）： フローズン事業

フローズン事業の競合先となりうるのは、食品卸業者である。三菱商事（8058 東証プライム）系の三菱食品（7451 東証スタンダード）や伊藤忠商事（8001 東証プライム）系の日本アクセス（東京都品川区）等の総合商社系の食品卸業者に加え、加藤産業（9869 東証プライム）、旭食品（高知県南国市）、ヤマエ久野（福岡県福岡市）等、同社と同じ独立系食品卸業者も多く存在する。ただし、展開地域の違い、規模、取り扱う食品の種類に違いがあるため、完全に競合しているというわけではない。

フローズン商品に特化して自前の物流網を保持している先は多くないが、九州を中心に展開している佐々木冷菓（長崎県北松浦郡）等が挙げられる。ただし、展開している地域の違いにより、同社とは直接競合していない。

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。

◆ 競合（2）： スーパーマーケット事業

スーパーマーケット事業において競合先となるのは、同社が出店している地域にあるスーパーマーケットである。同社の店舗がある行政区単位でみると、近隣に大型の総合スーパーが 1～2 店あり、さらに複数社の食品スーパーが店舗を構えているという状況になっていることが多い。

同社の出店エリアで競合先となる食品スーパーは、出店エリアごとに異なる。複数の出店エリアで競合店がある先としては、相鉄ローゼン（神奈川県横浜市）、オダキューOX を運営する小田急商事（神奈川県川崎市）、フジを運営する富士シティオ（神奈川県横浜市）、食品館あおばを運営するビック・ライズ（神奈川県横浜市）、いなげや（8182 東証プライム）、ロピア（神奈川県川崎市）、生活協同組合ユーコープ（神奈川県横浜市）等が挙げられる。

＞沿革・企業理念・株主

◆ 沿革 1： 現代表取締役社長の祖父が創業

同社の前身は、代表取締役社長の相原貴久氏の祖父である相原勘作氏が 1948 年に神奈川県横浜市にて個人事業として創業した相原冷菓店である。当初は、氷菓であるアイスキャンデーの製造・販売を行っていたが、1954 年に乳製品であるアイスクリームの製造及び卸売業に転業した。

◆ 沿革 2： アイスクリーム総合卸として展開

1960 年代から 70 年代にかけて、各メーカーがアイスキャンデーやアイスクリームを大量生産するようになった。大手メーカーはそれぞれ専属の卸業者を抱えて販売を強化していったが、同社も協同乳業製品（ブランド名はメイトー）の卸として事業を拡大した。

各メーカーが専業の卸会社を持つという形態は、小売業者からすると、販売する製品のメーカーごとに取引先が異なるという状況となっていた。こうした状況を見て、各メーカーの製品を同時に取り扱えば、小売業者にとってメリットが大きいと考えるようになった。そこで、1972 年に株式会社相原冷菓を設立し、アイスクリームの総合卸が始まった。当時のアイスクリーム業界では総合卸という業態は非常に珍しく、同社はアイスクリーム総合卸の先駆けとなった。

◆ 沿革 3： 高島物産と合併してアイスコへ

高島物産は 1952 年に神奈川県横浜市にて設立された冷菓の販売会社で、その後事業を拡大し、1980 年代には神奈川県最大のアイスクリーム一次卸となっていた。ただ、1990 年代にかけて業績が悪化し、多額の負債を抱えていた。そこで、1992 年に、神奈川県内有数の卸

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。

業者となっていた同社と高島物産が合併して、商号を現在のアイスコに変更した。

◆ 沿革 4： 冷凍食品の卸売の本格化

1996 年には、アイスクリーム卸の冷凍設備を活用できるとして、市販用冷凍食品の卸売も本格的に行うようになった。ここで、現在のフローズン事業の原型が整ったことになる。

他にも、2000 年には「肉のオオクボ」等を運営するオオクボ（現オーエムツーネットワーク（7614 東証スタンダード）との合弁でアイオーを設立して食肉販売業務を開始するなど、冷凍設備を活用する形で事業領域を広げる動きが見られた。

◆ 沿革 5： 自社配送網を捨てずにユニークなポジションを確立

総合卸の多くは、自社で配送網を構築して展開してきたが、2000 年頃以降、総合商社が出資してくるようになると、自社配送網を持たない経営にシフトするようになっていった。

そうした業界全体の潮流とは一線を画し、同社は、自社で配送・陳列までを完結する「フルメンテナンスサービス」を維持し、さらに磨き上げていった。こうして同社は、独立系のフローズン商品の総合卸として、ユニークなポジションを確立していった。

◆ 沿革 6： スーパーマーケットを展開する大我産業を吸収合併

時代は少し遡るが、2 代目社長で、現取締役会長である相原敏貴氏は、1966 年に相原冷菓店に入社し、家業に携わっていた。1970 年代に米国視察で得た知見から、アイスクリームの他に、スーパーマーケットの業態が今後の日本にも浸透すると確信し、自らの手で手掛けたいと考えるようになった。その結果、1979 年に大我産業を設立して、神奈川県を中心にスーパーマーケットを展開していった。

当初、スーパーマーケットを展開すると、アイスクリーム卸の顧客である小売店舗と利益相反が生じる懸念があったため、両事業を全く別の企業で展開していた。しかし、時が経ってその懸念がなくなってきたことを受け、経営の合理化と効率化を進めるべく、09 年に同社が大我産業を吸収した。ここに、フローズン事業とスーパーマーケット事業の 2 つの事業を併せ持つ現在の形態となった。

◆ 沿革 7： 3 代目社長体制への移行と上場

後に 3 代目社長となる相原貴久氏は、1994 年に同社に入社し、1999 年に取締役に就いた。一時期大我産業の専務取締役となった時期はあったが、02 年には専務取締役に就任し、相原敏貴氏とともに同社の経営を牽引してきた。

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。

2 事業から成る体制になって以降、会計処理方法の変更があった 17/3 期を除くと売上高は着実に増加していった。18 年には経営の効率化を目指して、不動産管理業務を目的に設立していたアイスコホールディングスやアイオーを相次いで吸収合併してグループ体制を強化した。また、同年、相原貴久氏が代表取締役社長に、相原敏貴氏が代表取締役会長となり、世代交代を進めてきた（相原敏貴氏は、22 年 6 月以降、取締役会長）。

こうして、21 年 4 月に東京証券取引所 JASDAQ（スタンダード）への上場を果たし、現在に至っている。

◆ 企業理念

同社は、「I Care Everybody Company ～ あらゆる人々に慈しみの心をもって接する企業でありたい ～」を企業理念として掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と 22/3 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 10 の通りである。

22 年 3 月末時点で、筆頭株主は代表取締役社長の相原貴久氏の資産管理会社の KAN コーポレーションで 35.40%を保有している。続いて、相原貴久氏の父で取締役会長の相原敏貴氏が第 2 位株主で 5.90%を、相原貴久氏が第 4 位株主で 5.01%をそれぞれ保有している。相原ファミリーによる保有は、第 6 位株主の相原久子氏の 2.75%、第 7 位株主の野口みゆき氏の 2.36%がある。

相原ファミリー以外で主だったところでは、第 3 位に 5.69%を保有するアイスコ従業員持株会、第 5 位に 3.93%を保有する江崎グリコ（2206 東証プライム）が見られる。

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。

【 図表 10 】大株主の状況

株主（敬称略）	上場前			22年3月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	株数（株）	割合	順位	
株式会社KANコーポレーション	675,000	42.06%	1	675,000	35.40%	1	代表取締役社長の資産管理会社
相原 敏貴	367,500	22.90%	2	112,500	5.90%	2	取締役会長　代表取締役社長の父 上場時に255,000株売出し
アイスコ従業員持株会	79,500	4.95%	4	108,579	5.69%	3	
相原 貴久	150,000	9.35%	3	97,500	5.11%	4	代表取締役社長　取締役会長の子 上場時に52,500株売出し
江崎グリコ株式会社	75,000	4.67%	5	75,000	3.93%	5	
相原 久子	52,500	3.27%	6	52,500	2.75%	6	取締役会長の血族
野口 みゆき	45,000	2.80%	7	45,000	2.36%	7	取締役会長の血族
青木 哲也	45,000	2.80%	7	40,000	2.10%	8	常務執行役員　取締役会長の3親 上場時に5,000株売出し
今 年明	0	0.00%	-	39,500	2.07%	9	
北川 誠司	0	0.00%	-	30,500	1.59%	10	
山本 宗男	16,500	1.03%	9	–	–	-	
浅井 功	15,000	0.93%	10	–	–	-	
（大株主上位10名）	1,476,000	91.96%	-	1,276,079	66.93%	-	
（新株予約権による潜在株式数）	139,050	8.66%	-	134,850	7.07%	-	
発行済株式総数（自己株式含まず）	1,605,000	100.00%	-	1,906,600	100.00%	-	
発行済株式総数（自己株式含む）	1,605,000	–	-	1,906,600	–	-	
参考：自己株式数 *割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合	0	0.00%	-	0	0.00%	-	

（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）アイスコ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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。

2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

◆ 過去の業績

16/3 期以降の業績が開示されているが、21/3 期までの年平均成長率は、売上高が 4.7%、経常利益が 26.8%である。

当該期間中で減収となったのは 17/3 期のみであるが、これは 17/3 期に受取リベートの会計処理が売上高への計上から仕入戻しへの計上に変更されたという特殊事情によるものであった。それを除けば、顧客企業の成長を追い風としたフローズン事業の拡大が牽引して増収が続いた。

利益面では、17/3 期と 18/3 期は増益が続いたが、19/3 期と 20/3 期は、顧客企業の成長ペースに自社のリソース拡充のペースが追いつかず、増収であったにも関わらず、外注費の増加等により減益となるとともに、利益率の低下も招いた。その状況が解消されたのは 21/3 期で、新型コロナウイルス禍に伴う需要増とも相まって、大幅増益となった。

◆ 22 年 3 月期は利益が上場時公表の会社計画を大きく下回る

22/3 期は、売上高 42,264 百万円（前期比 4.2%増）、営業利益 353 百万円（同 55.8%減）、経常利益 409 百万円（同 52.1%減）、当期純利益が 255 百万円（同 51.3%減）となった。

21 年 4 月の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 70.7%、経常利益は 76.0%、当期純利益は 67.7%であった。

同社は 22/3 期より新収益認識基準を適用し、スーパーマーケット事業におけるテナント売上について、従来の総額表示から純額表示へと変更となった。その結果、22/3 期のスーパーマーケット事業の売上高と売上原価は、適用前に比べてそれぞれ 398 百万円減少している（売上総利益以下は影響なし）。全体及びスーパーマーケット事業の売上高の前期比は、旧基準の前期の数値との比較となる。

フローズン事業は、売上高が前期比 7.9%増、セグメント利益が同 46.3%減となった。夏場の記録的な大雨や長雨等の天候要因や、前期の新型コロナウイルス禍に伴う巣ごもり需要急増の反動はあったが、主要得意先の新規出店等により売上高は堅調に推移した。一方、岩槻物流センター開設にかかる費用増加等の先行投資の影響や、軽油代や電気料金等の燃料費高騰の影響により、減益となった。

スーパーマーケット事業は、売上高が前期比 8.1%減、セグメント利益が同 73.6%減となった。前期にあった新型コロナウイルス禍に伴う

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。

巣ごもり需要の急拡大の反動減で、減収減益となった。

これらより、全体の売上高営業利益率は前期比 1.2%ポイント低下の 0.8%となった。

◆ 上場時の公募増資で自己資本比率は若干改善

21 年 4 月の上場時に公募増資を行った結果、21/3 期末に 16.3%であった同社の自己資本比率は、22/3 期末には 20.7%へやや改善した。

＞ 他社との比較

◆ 食品卸で小売店舗も展開している企業と比較

食品卸で小売店舗も展開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、業務用食品卸最大手で食品スーパーも展開するトーホー（8142 東証プライム）、中京圏地盤のホテルや外食等向け業務用食品卸で業務用食品スーパー「アミカ」も展開する大光（3160 東証スタンダード）、東北や北関東地盤の業務用食材卸のサトー商会（9996 東証スタンダード）とした（図表 11）。

卸先の違い、規模や展開地域の違い、展開している小売店舗の業態の違い等により単純比較は難しいが、直近の財務指標に関しては、自己資本利益率（ROE）が他社よりも高い点が目立つ。ただし、ROE の高さに最も貢献しているのは、財務レバレッジの高さ（自己資本比率の低さ）である。ROE を構成する要素である総資産回転率と売上高当期純利益率に影響を与える総資産経常利益率と売上高営業利益率もサトー商会に次ぐ水準にあるが、水準としては低い。今後、規模拡大とともに、利益率の改善が今後の課題と言える。

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。

【 図表 11 】財務指標比較：食品卸で小売店舗も展開している企業

項目	銘柄		アイスコ		トーホー	大光	サトー商会
		コード	7698		8142	3160	9996
		直近決算期	22/3期	（参考）	22/1期	22/5期	22/3期
規模	売上高	百万円	42,264	―	188,567	55,692	38,851
	経常利益	百万円	409	―	178	232	1,004
	総資産	百万円	14,860	―	82,702	17,918	31,313
収益性	自己資本利益率	%	9.4	8.3	1.7	0.4	2.6
	総資産経常利益率	%	2.8	2.8	0.2	1.4	3.2
	売上高営業利益率	%	0.8	―	-0.2	0.2	2.2
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	6.3	―	-4.7	-4.0	-8.0
	経常利益（同上）	%	-0.8	―	-53.3	-30.9	-15.8
	総資産（同上）	%	6.4	―	-2.5	-1.6	-2.9
安全性	自己資本比率	%	20.7	―	24.1	23.7	75.5
	流動比率	%	98.0	―	94.4	106.9	260.1
	固定長期適合率	%	102.8	―	106.0	91.1	51.1

（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）
アイスコ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

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。

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆ 「フルメンテナンスサービス」を支える自前で構築した物流・配送網が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 12 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本のプロセスに属する「フローズン事業の「フルメンテナンスサービス」を支える自前の物流・配送網」にある。他社が自前の物流・配送網を持たない経営にシフトしていった中、同社はそれらを自前で保有し続けることにこだわり、サービス品質を高めていった。こうした経営判断ができたのは、人的資本の経営陣に分類される「創業家による経営のイニシアティブ」にあり、ファミリービジネスとしての展開の良い面が出たためだと考えられる。

サービス品質向上に向けた努力を重ねた結果、「フルメンテナンスサービス」は顧客企業から支持されるようになり、関係資本である「フローズン事業の顧客」の増加につながり、特に、上位の顧客企業の事業拡大が同社の成長エンジンとなった。顧客企業の需要に応える形でサービス体制を強化、拡大した結果、さらに需要に応えることができるという好循環を描くようになっていった。

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。

【 図表 12 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI 項目	KPI 数値
関係資本	顧客	・フローズン事業の顧客	・納品先店舗数	約5,000店舗
			・顧客企業の業態別売上高	ドラッグストア47.5% ディスカウントストア30.1% 食品スーパー16.6%
			・主要顧客と売上構成比	ドン・キホーテ（グループ会社含む）24.2% クリエイトエス・ディー18.9%
		・スーパーマーケット事業の顧客	・特になし	特になし
	ブランド	・特になし	・特になし	特になし
	ネットワーク	・フローズン事業の仕入先	・主要仕入先	ナックス
		・フローズン事業の配送の業務委託先	・委託先	委託先の詳細の開示はないが、配送業務量の約10%が業務委託先による配送
組織資本	プロセス	・フローズン事業の「フルメンテナンスサービス」を支える自前の物流・配送網	・物流拠点	13カ所（物流センター3カ所　営業所10カ所）
			・配送用トラック	約300台
		・スーパーマーケット事業の体制	・店舗数	直営店舗8店　テナント店舗2店 （22年4月からは直営店舗7店）
			・生鮮3品の売上構成比	47.4%
	知的財産 ノウハウ	・フローズン事業の「フルメンテナンスサービス」のノウハウの蓄積	・配送員の教育・研修	詳細の開示なし
			・拠点配置の最適化	詳細の開示なし
			・合理化、効率化	運航管理システム　配車システム等
			・資産計上されているソフトウェア	20百万円
人的資本	経営陣	・創業家による経営のイニシアティブ	・創業以来の年数	1948年5月の相原冷菓店の創業から74年経過
			・取締役会長のコミットメント	1966年4月の入社から56年経過 社長在任は1992年から2018年まで26年 会長在任は2018年6月から4年経過
			・代表取締役社長のコミットメント	1994年4月の入社から28年経過 社長在任は18年6月から4年経過
	従業員	・企業風土	・従業員数	単体679人
			・平均年齢	36.7歳（単体）
			・平均勤続年数	5.7年（単体）
			・平均年間給与	431万円（単体）

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合は 22/3 期または 22/3 期末のものとする
（出所）アイスコ有価証券報告書、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）

同社が注力する SDGs のうち、「持続可能な消費と生産に取り組む」と「気候変動から地球を守るために、今すぐ行動を起こす」の 2 点が環境対応に関係する。

「持続可能な消費と生産に取り組む」については、フードロス問題の課題解決に向けて、賞味期限が長く、食べる分量だけ使える冷凍食品の取り扱いを増やすことで対応していくとしている。

「気候変動から地球を守るために、今すぐ行動を起こす」については、使用する冷凍庫の電気の一部を自社倉庫に設置した設備での太陽光発電で賄うほか、環境配慮型トラックの導入を検討していくとしている。

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。

◆ 社会的責任（Society）

同社は、「I Care Everybody Company ～ あらゆる人々に慈しみの心をもって接する企業でありたい ～」を企業理念として掲げており、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。

◆ 企業統治（Governance）

同社は監査等委員会設置会社であり、取締役会は、取締役 5 名と、監査等委員である取締役 3 名で構成されている。取締役 1 名と、監査等委員である取締役 3 名が社外取締役である。

社外取締役の三上和美氏は、魚力（7596 東証プライム）の代表取締役社長、代表取締役会長を務めた。

常勤の監査等委員である社外取締役の岡宮健一氏は、神奈川銀行の支店長を務めた後、一般社団法人横浜銀行協会での職を経験した。

監査等委員である社外取締役の中田雅明氏は、オカムラ（7994 東証プライム）、千代田トレーディングを経て魚力に入社し、魚力の代表取締役社長を務めた。

監査等委員である社外取締役の榎本進一郎氏は、箕山･榎本総合法律事務所の弁護士である。

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。

4. 経営戦略の分析

＞ 対処すべき課題

◆ 「フルメンテナンスサービス」の配送員の増員と定着

食品卸業界全体として配送員は慢性的に不足している。このことは、自前の物流･配送網を保有する同社の「フルメンテナンスサービス」への需要を高めることにつながっているが、同時に、同社にとっても需要増に応えるために配送員の確保が必要不可欠であることも意味している。同社は、積極的な採用を続けるとともに、育成や定着のための諸施策を講じていくことが求められている。

◆ 「フルメンテナンスサービス」の提供体制の強化と収益力の向上

主要顧客の事業拡大を同社の成長要因として取り込むため、主要顧客の事業拡大ペースに合わせて、同社のサービス体制を強化していく必要がある。

過去、主要顧客の出店ペースにサービス体制が追いつかず、主要顧客の需要増に対応するために外注費等が増加して業績が悪化したこともあった。同社としては配送員の増員だけに留まらず、配送業務を中心に合理化や効率化を図り、提供体制の強化とともに収益力の向上を目指していくとしている。

＞ 今後の事業戦略

◆ フローズン卸のリーディングカンパニーを目指す 10 年ビジョン

同社は、「iceco VISION 2030」と称した 10 年ビジョンを掲げており、売上高 1,000 億円、営業利益 25 億円を 30 年度の数値目標としている。フローズン市場の拡大が続くことを見越し、差別化戦略をもとに、フローズン卸業界でのリーディングカンパニーを目指すというものである。

◆ 24 年 3 月期までの第一次中期経営計画

同社は、22/3 期から 24/3 期の 3 カ年を対象とする第一次中期経営計画を策定している。この中期経営計画の 3 カ年は、10 年ビジョンの達成に向けて足場を固めつつ、売上高と利益の拡大を図る時期と位置づけている。そのための重点テーマとして、(1) 人財育成と組織力向上、(2) 既存事業の収益力向上、(3) 新規事業の創出の 3 点を掲げている。

このうち、(2) の既存事業の収益力向上の中心となるのは、フローズン事業における「フルメンテナンスサービス」の強化である。具体的には、運転業務の可視化、サテライトデポ（通過型センター）による物流拠点配置の最適化、自動配車システムの活用といった、物流･配送ネットワークの合理化や効率化を進めていくことに注力するとしている。

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。

（3）の新規事業の創出については、フローズン専門店「FROZEN JOE'S（フローズン ジョーズ）の展開と、海外事業を想定している。特にフローズン専門店は、23/3 期中に第 1 号店を開店する予定としている。

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。

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 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】SWOT 分析

強み (Strengths)	【フローズン事業】 ・「フルメンテナンスサービス」の展開 ・「フルメンテナンスサービス」を支える、自前で保有している物流・配送網 ・顧客企業からの高い評価 【スーパーマーケット事業】 ・生鮮食品の構成比が高いことが差別化要因となっている店舗 【共通】 ・創業家が主導してきた経営、及びこれまで世代交代/経営の継承がスムーズに行われてきたこと
弱み (Weaknesses)	・利益率の低さ及び自己資本比率の低さ ・スーパーマーケット事業の縮小傾向（店舗減）
機会 (Opportunities)	【フローズン事業】 ・冷凍食品の市場拡大の継続 ・「フルメンテナンスサービス」に対する需要拡大 ・主要顧客の事業成長（出店増等）の取り込みや、主要顧客内でのシェア拡大余地 ・物流・配送網の合理化や効率化の余地 【スーパーマーケット事業】 ・店舗の増加に転じる可能性 【共通】 ・新規事業（フローズン専門店、海外事業）の立ち上げ ・上場企業であることによる知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threats)	・天候要因による業績変動の可能性（特に夏季） ・フローズン事業の得意先の政策変更（取引先の集約や帳合変更等） 　- 取引の縮小や取引条件見直しの可能性 　- 急激な需要拡大に対応するために、外注費等の増加で一時的に利益率が低下する可能性 ・コスト上昇（燃料費等の物流コストや人件費等） ・競争激化の可能性 ・物流拠点がある地域での自然災害や物流拠点での事故により打撃を受ける可能性 ・配送中に事故が起きたり、配送業務中に不祥事が起きたりする可能性 ・人材の確保が思うように進まない可能性 ・新型コロナウイルス感染症の感染が再拡大する可能性

（出所）証券リサーチセンター

＞ 経営戦略の評価

◆ 競争力の源泉である自前の物流網を磨き上げてきた点を評価

2000 年頃以降、総合卸の多くが自社配送網を持たない経営にシフトしていった中で、同社は、自前の物流・配送網の保有にこだわり、さらに「フルメンテナンスサービス」として磨き上げていった。

冷凍食品の市場が拡大する中で、配送員の不足が深刻化、慢性化して

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。

いる現状においては、同社の自前主義は強みとして輝きを増すことになると考えられる。その意味では、自社で物流･配送網を保有し続けるという当時の経営判断と、それを強みとすべく磨き上げていったことを、証券リサーチセンター（以下、当センター）では評価している。

◆ フローズン事業とスーパーマーケット事業をひとつの会社で展開している意味と新規事業

そもそもは別会社で展開していたフローズン事業とスーパーマーケット事業は、09 年にひとつの会社での運営となった。フローズン事業の観点では、スーパーマーケット事業を兼営していることによって、顧客であるスーパーマーケットやフローズン事業の納品先の現場であるスーパーマーケットの店頭についての知識を深めることができる機会に恵まれていることを意味している。フローズン事業における高い顧客満足度は、スーパーマーケット事業を併営していることも一因となっていると当センターでは認識している。

それでも、ここまで、両事業間で目立ったシナジー効果が出ていないと見る向きがあるのも事実である。

今後、同社は、既存のフローズン事業を成長の牽引役にしていくものと考えられるが、同時に、新規事業を模索している状況がうかがえる。

新規事業のひとつとして、同社は、フローズン専門店の展開を計画しており、今年度中に 1 号店のオープンを予定している。短期的には利益貢献は大きくはないが、両事業のシナジーを発現する象徴となり、同社の事業のブランド力及び知名度の向上に資する可能性があることから、その展開に注目していきたい。

＞ 今後の業績見通し

◆ 23 年 3 月期会社計画

23/3 期の会社計画は、売上高 45,612 百万円（前期比 7.9%増）、営業利益 392 百万円（同 10.9%増）、経常利益 438 百万円（同 6.9%増）、当期純利益 283 百万円（同 10.9%増）である（図表 14）。

フローズン事業は前期比 11.2%増収、同 11.5%増益を計画している。顧客企業の出店増と冷凍食品の市場拡大が続くことを前提としている。利益面では、人件費や燃料費等の費用増加を、価格改定に伴う収益改善や DX を用いた生産性向上によってカバーし、セグメント利益率も前期と同じ 0.8%を見込んでいる。

スーパーマーケット事業は前期比 4.7%減収、同 7.3%増益を計画して

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。

いる。期初に 1 店舗閉店したために減収となるが、不採算店舗がなくなることによって増益となる見込みとしている。

これらより、23/3 期の営業利益は前期比 10.9%増、売上高営業利益率は同 0.1%ポイント上昇の 0.9%と同社は予想している。

23/3 期の配当は 22/3 期と同額の 1 株当たり 37.0 円（中間 19.0 円、期末 18.0 円）を計画している。配当性向は 24.9%を見込んでいる（22/3 期は 27.4%）。

【 図表 14 】アイスコの 23 年 3 月期の単体業績計画及び中期経営計画 （単位：百万円）

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後				
	19/3期 実績	20/3期 実績	21/3期 実績	22/3期 実績	23/3期 会社計画	前期比	24/3期 中期計画	前期比
売上高	35,214	36,728	40,551	42,264	45,612	7.9%	46,833	2.7%
フローズン事業	24,914	27,342	31,167	33,641	37,396	11.2%	–	–
売上構成比	70.7%	74.4%	76.9%	79.6%	82.0%	–	–	–
スーパーマーケット事業	10,300	9,386	9,384	8,623	8,215	-4.7%	–	–
売上構成比	29.3%	25.6%	23.1%	20.4%	18.0%	–	–	–
売上総利益	6,536	6,844	7,447	7,580	7,995	5.5%	–	–
売上総利益率	18.6%	18.6%	18.4%	17.9%	17.5%	–	–	–
販売費及び一般管理費	6,218	6,698	6,647	7,227	7,603	5.2%	–	–
売上高販管費率	17.7%	18.2%	16.4%	17.1%	16.7%	–	–	–
営業利益	318	145	800	353	392	11.0%	588	49.9%
売上高営業利益率	0.9%	0.4%	2.0%	0.8%	0.9%	–	1.3%	–
フローズン事業	181	66	520	279	312	11.5%	–	–
セグメント利益率	0.7%	0.2%	1.7%	0.8%	0.8%	–	–	–
スーパーマーケット事業	137	78	279	73	79	7.3%	–	–
セグメント利益率	1.3%	0.8%	3.0%	0.9%	1.0%	–	–	–
調整額	0	0	0	0	0	–	–	–
経常利益	419	213	855	409	438	7.1%	628	43.2%
売上高経常利益率	1.2%	0.6%	2.1%	1.0%	1.0%	–	1.3%	–
当期純利益	223	144	523	255	283	11.2%	439	54.7%
売上高当期純利益率	0.6%	0.4%	1.3%	0.6%	0.6%	–	0.9%	–

（注）22/3 期より新収益認識基準適用
（出所）アイスコ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 中期経営計画

同社は 24/3 期までの中期経営計画を公表している（図表 14）。24/3 期は前期比 2.7%増収、同 49.9%営業増益、売上高営業利益率は同 0.4%ポイント上昇の 1.3%としている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想： 23 年 3 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 23/3 期業績について、売上高 45,753 百万円（前期比 8.3%増）、営業利益 404 百万円（同 14.4%増）、経常利益 465 百万円（同 13.5%増）、当期純利

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。

益 300 百万円（同 17.9%増）と、会社計画をいくらか上回る水準を予想した（図表 15）。

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) フローズン事業の売上高は、セグメント従業員数と 1 人当たりセグメント売上高から算出した。23/3 期末の従業員数は前期末比 30 人増の 559 人、23/3 期の期中平均従業員数は前期比 31 人増の 544 人、1 人当たり売上高は同 5.2%増の 6,900 万円とし、フローズン事業は同 11.6%増収と予想した（会社計画は前期比 11.2%増収）。

(2) スーパーマーケット事業は、店舗数と 1 店舗当たり売上高から算出した。23/3 期末店舗数（テナント出店の 2 店舗を含む）は前期末比 1 店減の 9 店舗、1 店舗当たり売上高は前期比 0.3%増とし、スーパーマーケット事業は会社計画とほぼ同じ同 4.7%減収と予想した。

(3) 売上総利益率は前期比 0.1%ポイント低下の 17.8%とした（会社計画は 17.5%）。フローズン事業、スーパーマーケット事業とも売上総利益率は大きくは変わらないが、相対的に利益率が高いスーパーマーケット事業の売上構成比が低下する見込みであるため、全体の売上総利益率は若干低下すると予想した。

(4) 人員増による人件費や採用費の増加等により販管費は前期比 7.1%増とし、売上高販管費率は同 0.2%ポイント低下の 16.9%とした（会社計画は 16.7%）。これらの結果、23/3 期の売上高営業利益率は、会社計画と同じ同 0.1%ポイント上昇の 0.9%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： 24 年 3 月期以降

24/3 期以降について、24/3 期は前期比 5.2%、25/3 期は同 5.9%の増収を予想した。フローズン事業の売上高は 24/3 期が同 6.3%増、25/3 期が同 6.0%増、スーパーマーケット事業の売上高は 24/3 期が前期と同水準、25/3 期が前期比 5.3%増とした。フローズン事業の業務の効率化等が進むことを想定して売上総利益率は年 0.1%ポイントずつ上昇し、販管費も年 4～5%台の増加に留まるものとした。

これらの結果、売上高営業利益率は 24/3 期 1.1%、25/3 期 1.3%へと上昇していくと予想した。

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。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの単体業績予想 （損益計算書） （単位：百万円）

	「収益認識に関する会計基準」適用前		「収益認識に関する会計基準」適用後					
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期CE	24/3期CE 中計	23/3期E	24/3期E	25/3期E
損益計算書								
売上高	36,728	40,551	42,264	45,612	46,833	45,753	48,110	50,930
前期比	4.3%	10.4%	4.2%	7.9%	2.7%	8.3%	5.2%	5.9%
セグメント別								
フローズン事業	27,342	31,167	33,641	37,396	-	37,536	39,893	42,280
前期比	9.7%	14.0%	7.9%	11.2%	-	11.6%	6.3%	6.0%
構成比	74.4%	76.9%	79.6%	82.0%	-	82.0%	82.9%	83.0%
フローズン事業の従業員数（期末）（人）	-	497	529	-	-	559	589	619
フローズン事業の従業員数（期中平均）（人）	-	-	513	-	-	544	574	604
従業員1人当たり売上高（万円）	-	-	6,557	-	-	6,900	6,950	7,000
スーパーマーケット事業	9,386	9,384	8,623	8,215	-	8,217	8,217	8,650
前期比	-8.9%	0.0%	-8.1%	-4.7%	-	-4.7%	0.0%	5.3%
構成比	25.6%	23.1%	20.4%	18.0%	-	18.0%	17.1%	17.0%
売上総利益	6,844	7,447	7,580	7,995	-	8,142	8,599	9,182
前期比	4.7%	8.8%	1.8%	5.5%	-	7.4%	5.6%	6.8%
売上総利益率	18.6%	18.4%	17.9%	17.5%	-	17.8%	17.9%	18.0%
販売費及び一般管理費	6,698	6,647	7,227	7,603	-	7,738	8,069	8,538
前期比	7.7%	-0.8%	8.7%	5.2%	-	7.1%	4.3%	5.8%
売上高販管費率	18.2%	16.4%	17.1%	16.7%	-	16.9%	16.8%	16.8%
営業利益	145	800	353	392	588	404	529	644
前期比	-54.5%	451.7%	-55.8%	11.0%	49.9%	14.4%	31.0%	21.7%
売上高営業利益率	0.4%	2.0%	0.8%	0.9%	1.3%	0.9%	1.1%	1.3%
セグメント別								
フローズン事業	66	520	279	312	-	317	439	549
前期比	-63.2%	677.7%	-46.3%	11.5%	-	13.6%	38.1%	25.1%
セグメント利益率	0.2%	1.7%	0.8%	0.8%	-	0.8%	1.1%	1.3%
スーパーマーケット事業	78	279	73	79	-	86	90	95
前期比	-42.9%	257.1%	-73.6%	7.3%	-	17.2%	4.8%	5.3%
セグメント利益率	0.8%	3.0%	0.9%	1.0%	-	1.1%	1.1%	1.1%
調整額・全社費用	-	-	-	-	-	-	-	-
経常利益	212	855	409	438	628	465	594	713
前期比	-49.4%	303.3%	-52.1%	7.1%	43.2%	13.5%	27.9%	20.0%
売上高経常利益率	0.6%	2.1%	1.0%	1.0%	1.3%	1.0%	1.2%	1.4%
当期純利益	144	523	255	283	439	300	384	461
前期比	-35.3%	263.2%	-51.3%	11.2%	54.7%	17.9%	27.9%	20.0%
売上高当期純利益率	0.4%	1.3%	0.6%	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%

（注）CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想
22/3 期より新収益認識基準適用。22/3 期の前期比は新基準適用前の 21/3 期実績値との比較
（出所）アイスコ有価証券届出書、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

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。

【 図表 16 】証券リサーチセンターの単体業績予想（貸借対照表／キャッシュ・フロー計算書）（単位：百万円）

	「収益認識に関する会計基準」適用前		「収益認識に関する会計基準」適用後					
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期CE	24/3期CE 中計	23/3期E	24/3期E	25/3期E
貸借対照表								
現金及び預金	1,294	1,733	2,336	–	–	2,514	2,675	2,984
受取手形及び売掛金	3,386	3,456	3,821	–	–	4,117	4,329	4,583
商品	519	546	591	–	–	640	673	713
未収入金	1,813	1,955	1,729	–	–	1,875	1,972	2,088
その他	34	21	20	–	–	20	20	20
流動資産	7,049	7,714	8,499	–	–	9,168	9,671	10,389
有形固定資産	5,309	5,260	5,049	–	–	4,887	4,730	4,572
無形固定資産	56	40	27	–	–	5	0	0
投資その他の資産	1,232	1,301	1,283	–	–	1,283	1,283	1,283
固定資産	6,599	6,601	6,360	–	–	6,176	6,014	5,855
資産合計	13,648	14,316	14,860	–	–	15,345	15,685	16,245
支払手形及び買掛金	5,454	5,505	6,280	–	–	6,863	7,216	7,639
未払金	635	657	489	–	–	549	577	611
未払費用	423	405	413	–	–	457	481	509
未払法人税等	21	262	44	–	–	69	89	107
短期借入金	1,250	1,250	700	–	–	700	700	700
1年内返済予定の長期借入金	529	438	456	–	–	398	334	302
その他	149	290	285	–	–	285	285	285
流動負債	8,464	8,809	8,670	–	–	9,323	9,684	10,155
長期借入金	2,541	2,312	2,219	–	–	1,821	1,486	1,184
その他	808	857	897	–	–	897	897	897
固定負債	3,350	3,169	3,116	–	–	2,718	2,383	2,081
純資産合計	1,833	2,337	3,072	–	–	3,303	3,617	4,008
(自己資本)	1,832	2,335	3,071	–	–	3,301	3,615	4,006
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	231	856	359	–	–	465	594	713
減価償却費	376	370	345	–	–	394	386	378
売上債権の増減額（－は増加）	-854	-70	-364	–	–	-296	-212	-253
たな卸資産の増減額（－は増加）	-22	-27	-44	–	–	-48	-32	-39
未収入金の増減額（－は増加）	-345	-121	225	–	–	-146	-96	-115
仕入債務の増減額（－は減少）	1,141	50	774	–	–	582	353	422
未払金の増減額（－は減少）	-70	-53	0	–	–	59	28	33
法人税等の支払額	-107	-70	-418	–	–	-139	-190	-234
その他	-38	170	114	–	–	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	311	1,105	992	–	–	915	854	934
有形固定資産の取得による支出	-586	-229	-331	–	–	-212	-220	-220
有形固定資産の売却による収入	5	3	1	–	–	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-16	0	-3	–	–	-5	-5	0
無形固定資産の売却による支出	–	–	–	–	–	0	0	0
投資有価証券の買付・売却による収支	–	0	–	–	–	0	0	0
保険積立金の積立・解約による収支	27	-12	88	–	–	0	0	0
差入保証金の差入・回収による収支	-1	-68	4	–	–	0	0	0
その他	7	-5	6	–	–	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-564	-312	-234	–	–	-217	-225	-220
短期借入金の増減額（－は減少）	–	–	-550	–	–	0	0	0
長期借入金の増減額（－は減少）	-72	-320	-75	–	–	-456	-398	-334
株式の発行による収入	–	–	547	–	–	0	0	0
ストックオプションの行使による収入	–	–	4	–	–	0	0	0
配当金の支払額	-26	-26	-74	–	–	-70	-70	-70
その他	0	–	–	–	–	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-98	-347	-148	–	–	-526	-468	-405
換算差額	–	–	–	–	–	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	-351	445	610	–	–	171	160	309
現金及び現金同等物の期首残高	1,582	1,231	1,677	–	–	2,287	2,458	2,619
現金及び現金同等物の期末残高	1,231	1,677	2,287	–	–	2,458	2,619	2,928

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想
（出所）アイスコ有価証券届出書、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

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。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 業績の季節的変動

フローズン事業で取り扱うアイスクリームは、商品特性上、夏季に販売量が増える傾向にある。そのため、四半期別の売上高は第 2 四半期が多くなる傾向にある。

また、アイスクリームの販売量は天候によって増減する。そのため、冷夏になったり、夏の時期に大雨が続いたりした場合は、売上高の減少を通じて業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 物価上昇について

同社の業務のうち、物流や配送にかかる燃料費や配送資材は、物価上昇の影響を受けやすい。同社では物価上昇による負の影響を価格転嫁で抑えていく方針だが、価格転嫁がスムーズに進まない場合は、利益率の低下という形で業績に影響が及ぶ可能性がある。

◆ 新型コロナウイルス感染症の再拡大による影響

新型コロナウイルス感染症は 22 年 7 月に入って、第 7 波の感染拡大が急速に進んでいる。新型コロナウイルス禍に関しては、行動制限につながる動きにはなっていないこともあり、今のところ、フローズン事業の「フルメンテナンスサービス」に対する需要が大きく損なわれる可能性は低いと言えよう。また、スーパーマーケット事業においても、チラシ配布等の販促活動が行えなくなるまでには至らないと考えられるが、仮に販促活動が制限される場合は、売上高が減少しても広告宣伝費の減少によって利益の上振れ要因となることも考えられる。

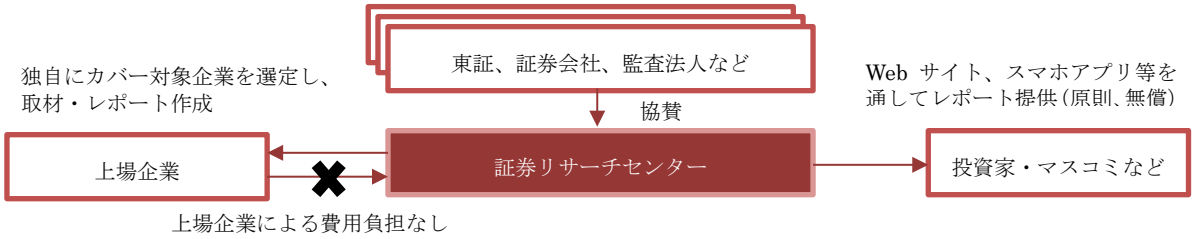
ただし、物流施設やスーパーマーケットの店舗での大規模な感染が発生した場合には、施設の一時使用停止等により、業績に影響を及ぼす可能性はある。

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。

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	ＳＭＢＣ日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社ＩＣＭＧ
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社ＳＢＩ証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	エイチ・エス証券株式会社	いちよし証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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。