

# ホリスティック企業レポート

## 農業総合研究所

### 3541 東証マザーズ

フル・レポート  
2017年7月21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 20170718

## 新しい農産物流通モデルの「農家の直売所」を運営する農業関連ベンチャー 流通総額の増加と海外向けのビジネスモデル構築に注目

### 1. 会社概要

・農業総合研究所(以下、同社)は、各地の農業生産者から集荷した農産物を、集荷翌日には都市部のスーパーマーケット等の小売店舗の直売所コーナーで販売する「農家の直売所」の流通モデルを運営している。

アナリスト:藤野敬太  
+81(0)3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 2. 財務面の分析

・11/7 期～16/8 期は、売上高は年平均 22.1%増、経常利益は同 100.3%増のペースで拡大した(1 カ月決算だった 11/8 期を除く)。売上高、経常利益ともに大きく増加したが、各期を見ると流通総額の増加と、増員による人件費の先行負担の兼ね合いで黒字と赤字を繰り返してきた。

・生鮮青果物の流通分野でサービスを展開する企業と財務指標を比較すると、ビジネスモデルの違いはあるものの、収益性や成長性は総じて同社が高い。一方、財務の安全性については他社を下回っている。

#### 【主要指標】

|           |  | 2017/7/14 |       |      |
|-----------|--|-----------|-------|------|
| 株価(円)     |  | 6,210     |       |      |
| 発行済株式数(株) |  | 2,095,500 |       |      |
| 時価総額(百万円) |  | 13,013    |       |      |
|           |  | 前期実績      | 今期予想  | 来期予想 |
| PER(倍)    |  | 106.0     | 134.1 | 83.9 |
| PBR(倍)    |  | 27.3      | 22.7  | 17.8 |
| 配当利回り(%)  |  | 0.0       | 0.0   | 0.0  |

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、現社長自らの農業に関する実体験に基づく知見と、それによって確立されたビジネスモデルそのものにある。物流と IT の機能がビジネスモデルを支え、ブラッシュアップされていくことで、顧客資本である小売店舗と生産者が増加していった。

#### 【株価パフォーマンス】

|           | 1カ月  | 3カ月  | 12カ月 |
|-----------|------|------|------|
| リターン(%)   | 11.9 | 0.8  | 20.8 |
| 対TOPIX(%) | 11.0 | -5.0 | -1.7 |

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題には、「農家の直売所」の流通総額の拡大がある。現在は流通総額の拡大には増員が不可欠だが、中長期的には、人員増と流通総額の拡大が比例しない仕組みや体制の構築に取り組むとしている。

・「農家の直売所」の流通総額を年 30%以上のペースで拡大することを目標に、ビジネスモデルの強化を行っていく。また、子会社を通じて、日本産農産物を海外へ供給するビジネスモデルの確立を進めていく。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

・「農家の直売所」は、既存の流通形態とは競合しない絶妙なポジションのもとに構築されたプラットフォームである。それを支える物流と IT の機能が強みであるが、流通総額の拡大ペースに影響を与えるボトルネックも存在し、これらをどのように克服するかが当面の注目点となる。

#### 【3541 農業総合研究所 業種：卸売業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2015/8    | 884          | 2.9        | 44            | —          | 44            | —          | 52           | —          | 29.4       | 30.4       | 0.0        |
| 2016/8    | 1,195        | 35.2       | 156           | 251.1      | 162           | 262.4      | 107          | 106.4      | 58.6       | 227.1      | 0.0        |
| 2017/8 CE | 1,560        | 30.6       | 170           | 8.6        | 169           | 4.0        | 109          | 1.9        | 52.3       | —          | 0.0        |
| 2017/8 E  | 1,547        | 29.5       | 150           | -3.7       | 150           | -7.5       | 97           | -8.9       | 46.3       | 273.8      | 0.0        |
| 2018/8 E  | 2,144        | 38.6       | 239           | 59.0       | 239           | 59.1       | 155          | 59.1       | 74.0       | 348.2      | 0.0        |
| 2019/8 E  | 2,689        | 25.4       | 331           | 38.3       | 331           | 38.3       | 215          | 38.3       | 102.6      | 451.0      | 0.0        |

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、決算は単体、16年6月の上場時に325,500株の公募増資を実施(オーバーアロット分55,500株を含む)

## 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

#### ◆ 農産物の第3の流通形態「農家の直営所」を運営

農業総合研究所(以下、同社)は、「農家の直売所」の流通プラットフォームを運営している。このプラットフォームでは、各地の農業生産者から集荷した農産物を、集荷翌日に都市部のスーパーマーケット等の小売店舗(以下、スーパー等)の直売所コーナーで販売することを可能にしている。「農家の直売所」は、農業協同組合(以下、JA)による市場流通や「道の駅」の直売流通といった既存の流通形態の中間に位置し、両者の良いところ取りをした「第3の流通形態」である。同時に、生活者、スーパー等、生産者のそれぞれにメリットのある「三方よし」の仕組みとなっている。

#### ◆ 「農家の直売所」を支えるのは物流機能とIT機能

「農家の直売所」を通じてどれだけの農産物が取引されているかを示すのが流通総額である。流通総額の拡大に向けて、同社は、スーパー等の需要サイドと、生産者の供給サイドの双方に付加価値を提供するよう仕組みのブラッシュアップに余念がない。この「農家の直売所」の流通形態は、物流機能とIT機能の掛け合わせで成り立っている。物流の機能としての最大の特徴は、生産者とスーパー等の間をつなぐ集荷場ネットワークの存在である。また、ITの機能は、生産から流通に至るまでの細かい業務をIT利用の作業に置き換えていくことで構築されてきた。これらが同社の強みとなっている。

#### ◆ 子会社を通じて日本の農産物の海外への供給も開始

国内での流通形態である「農家の直売所」のモデルをベースに、子会社の世界市場(東京都港区)を通じて、国内の生産者と海外のマーケットを結ぶ「ニッポンイチバ」の流通形態の構築を進めている。

#### ◆ 取引の大半は委託販売システムによるもの

同社の事業は、農家の直売所事業の単一セグメントだが、取引形態に応じて3種類に区分される。そのうち、手数料だけを売上高に計上する委託販売システムが中心であり、16/8期においては、全体の売上高の80.1%、売上総利益の94.6%を占めている(図表1)。

【 図表 1 】取引別売上高・売上総利益

(単位:百万円)

| 取引       | 売上高   |       | 前期比   |        | 構成比    |        |
|----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|          | 15/8期 | 16/8期 | 15/8期 | 16/8期  | 15/8期  | 16/8期  |
| 委託販売システム | 662   | 956   | —     | 44.5%  | 74.9%  | 80.1%  |
| 買取委託販売   | 90    | 156   | —     | 72.2%  | 10.3%  | 13.1%  |
| 卸販売      | 131   | 82    | —     | -37.5% | 14.8%  | 6.9%   |
| 合計       | 884   | 1,195 | 2.9%  | 35.2%  | 100.0% | 100.0% |

| 取引       | 売上総利益 |       | 前期比   |       | 構成比    |        | 売上総利益率 |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
|          | 15/8期 | 16/8期 | 15/8期 | 16/8期 | 15/8期  | 16/8期  | 15/8期  | 16/8期 |
| 委託販売システム | 658   | 954   | —     | 45.1% | 94.8%  | 94.6%  | 99.4%  | 99.8% |
| 買取委託販売   | 21    | 36    | —     | 68.6% | 3.1%   | 3.6%   | 23.9%  | 23.4% |
| 卸販売      | 14    | 17    | —     | 22.4% | 2.1%   | 1.8%   | 11.1%  | 21.7% |
| 合計       | 694   | 1,009 | 50.9% | 45.3% | 100.0% | 100.0% | 78.5%  | 84.4% |

(注) 14/8 期は取引別の売上高、売上総利益の開示がないため、15/8 期の取引別の前期比はなし

(出所) 農業総合研究所有価証券届出書、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

### ◆ 日本における農産物の流通

日本国内において、野菜や果物といった農産物の流通は、JA を経由した市場流通が大半を占める。

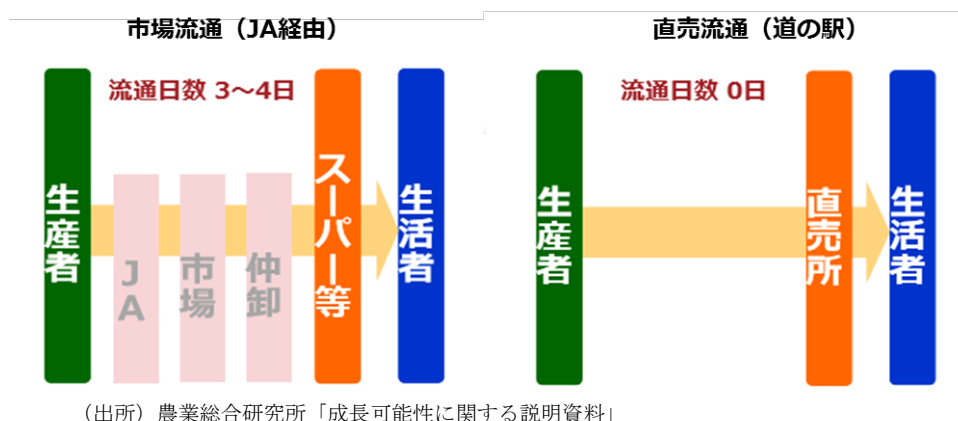
生産者が JA に持ち込んだ農産物は、市場、仲卸、スーパーマーケット等を経て生活者の食卓に届く(図表 2)。比較的均一の品質の農産物を、大量に、かつ安定的に流通させるという観点では、JA 経由の市場流通は、生活者の食卓を支えるうえで重要な役割を担ってきた。

ただし、その仕組みはあくまで大量供給に適したものであり、食の多様化という生活者の嗜好の変化や、大量供給に適さない規格外の農産物の供給に対応しきれるものではない。JA が買い取る農産物は、JA の規格に合ったものに限られるので、事実上、生産者は自由に農産物を作ることができない状況に置かれている。JA 経由の市場流通は、その状況のもとで成り立っている仕組みと言えよう。

JA 経由の市場流通とは別に、生産者が直売所に直接農産物を持ち込んで、その場で販売する直売流通という仕組みが存在する。いわゆる「道の駅」での販売である(図表 2)。

直売流通の場合、収穫当日の農産物が販売されるために鮮度も高く、産地に根差した珍しい農産物の販売も可能となる。しかし、「道の駅」はどうしても生産地の近くにしか存在せず、生活者はアクセスしづらい。また、供給量も少ないため、流通範囲が限定的にならざるをえない。

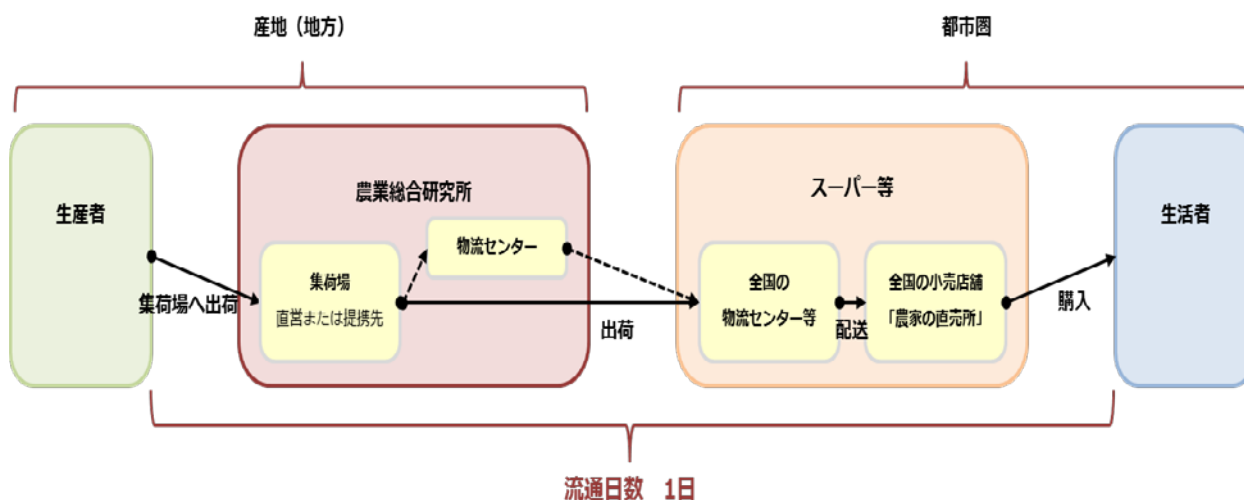
【 図表 2 】 既存の農産物の流通形態



◆ 「農家の直売所」は JA と「道の駅」の良いところ取りの仕組み  
 同社が運営する「農家の直売所」は、生産者と都市部のスーパー等を直接つなぐことを特徴とした、農産物の第3の流通形態である。

生産者はまず、同社が設置している集荷場(17/8期第3四半期末時点で全国61カ所)に農産物を出荷する。集荷場に集められた農産物は、集荷場の費用負担により、スーパー等の物流センター等に出荷され、そこから全国の店舗に配送される。その後、農産物は各店舗の直売所コーナーに陳列され、生活者が購入することになる(図表3)。

【 図表 3 】 農業総合研究所の「農家の直売所」による農産物の流れ



(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」に証券リサーチセンター加筆

生産者と生活者のそれぞれの視点からの各流通形態の特徴を比較してみた(図表4)。「農家の直売所」は、JA 経由の市場流通の供給量には及ばない。しかしながら、大量供給のJAの市場流通と、少量供給の「道の駅」の流通の良いところ取りを実現した、中規模流通に適した流通形態となっている。

また、「農家の直売所」は、その流通形態に関わるそれぞれの当事者に対して以下の付加価値を提供しており、文字通り「三方良し」の流通形態となっている。

- (1) 生産者：収益増加の機会
- (2) 小売店舗(スーパー等)：集客に資する売り場
- (3) 生活者：鮮度の高い、生産者の顔が見える農産物



【 図表 4 】 農産物の各流通形態の特徴の比較

| 生産者の視点                | 農業総合研究所 「農家の直売所」           | 既存の流通形態           |                                  |
|-----------------------|----------------------------|-------------------|----------------------------------|
|                       |                            | JA経由の市場流通         | 直売流通 「道の駅」                       |
| いくらで販売するか             | 生産者が自由に決定                  | 市場相場(競り)で決定       | 生産者が自由に決定                        |
| 販売先をどこにするか            | 生産者が自由に決定                  | どの小売店舗で販売されているか不明 | 自由だが<br>事実上近所の「道の駅」に限られる         |
| 何を生産するか               | 生産者が自由に決定                  | JAで指定されたもののみ生産可能  | 生産者が自由に決定                        |
| ロスのリスク                | 生産者に在庫責任あり                 | 生産者に在庫責任なし        | 生産者に在庫責任あり                       |
| 末端販売価格に対する<br>手取金額の割合 | 市場流通よりは高いが<br>「道の駅」よりは低い   | 低い                | 高い                               |
| 総収入                   | 生産者の努力次第で増やすことができる         | 少なめだが比較的安定的       | 生産者の努力次第も<br>そもそもの販売量が少なく収入は限られる |
| 取扱量                   | やや多い                       | 多い                | 少ない                              |
| 生産者の手間                | やや少ない<br>(バーコード発券と集荷場への運搬) | 少ない(JAへの運搬)       | 多い(包装と道の駅への運搬)                   |

| 生活者の視点   | 農業総合研究所 「農家の直売所」      | 既存の流通形態                |                                |
|----------|-----------------------|------------------------|--------------------------------|
|          |                       | JA経由の市場流通              | 直売流通 「道の駅」                     |
| 農産物の鮮度   | 収穫後1日で陳列              | 収穫から3~4日後のものが陳列        | 収穫した日のものが陳列                    |
| 農産物の美味しさ | 完熟してから収穫              | 未完熟の状態で収穫(早取り)         | 完熟してから収穫                       |
| トレーサビリティ | 生産者が分かる               | 生産者は分からない              | 生産者が分かることが多い                   |
| 規格・品揃え   | 規格品・規格外品が混合<br>全国の農産物 | 流通規格に合ったもののみ<br>全国の農産物 | 規格外品が中心<br>「道の駅」がある産地の農産物に限られる |
| 末端販売価格   | 市場流通での価格よりやや低め        | 市場流通での価格               | 市場流通での価格より低め                   |

(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」に証券リサーチセンター加筆

#### ◆ 「農家の直売所」には3種類の取引形態がある

「農家の直売所」には以下の3種類の取引形態が存在し、売上高、売上原価として何が計上されるかが異なっている。

- (1) 委託販売システム
- (2) 買取委託販売
- (3) 卸販売

(1) の委託販売システムは、スーパー等の直売コーナーで生産者が委託販売を行うことを基本とし、同社がその流通経路を提供する形態である。流通総額のうち、同社手数料部分が売上高に計上され、売上原価として計上されるものはない。

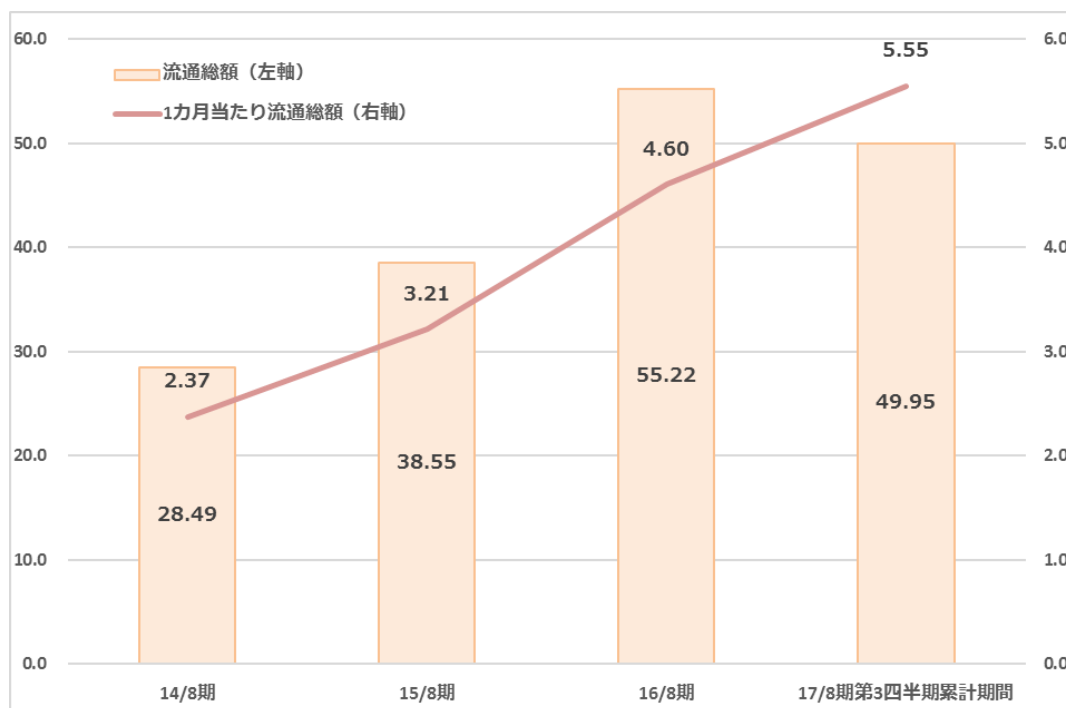
(2) の買取委託販売は、同社が生産者から農産物を買取り、同社がスーパー等で委託販売を実施する形態である。流通総額のうち、スーパー等の販売手数料を差し引いた金額が同社の売上高となり、買取仕入高が売上原価となる。





【 図表 6 】 流通総額の推移

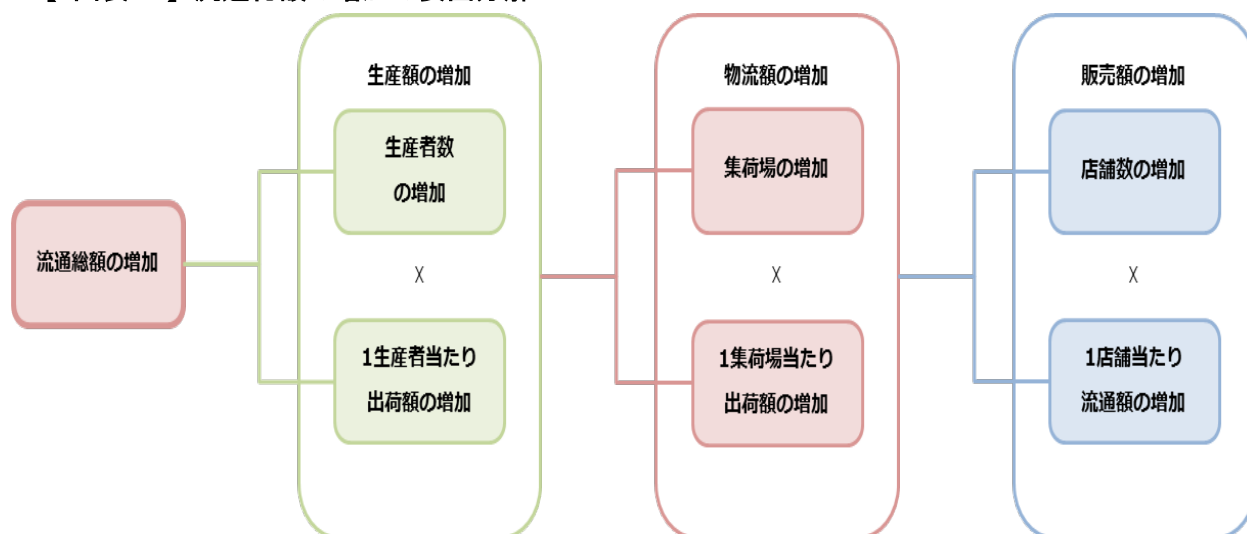
(単位: 億円)



(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、図表3に示した「農家の直販所」を通じた農産物の流れと合わせて考えると、流通総額を増やすためには、(1) 小売店舗での販売額、(2) 生産者側の生産額、(3) 販売と生産の間をつなぐ物流額の3つをバランス良く増やしていくことが必要となる(図表7)。

【 図表 7 】 流通総額の増加の要因分解



(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

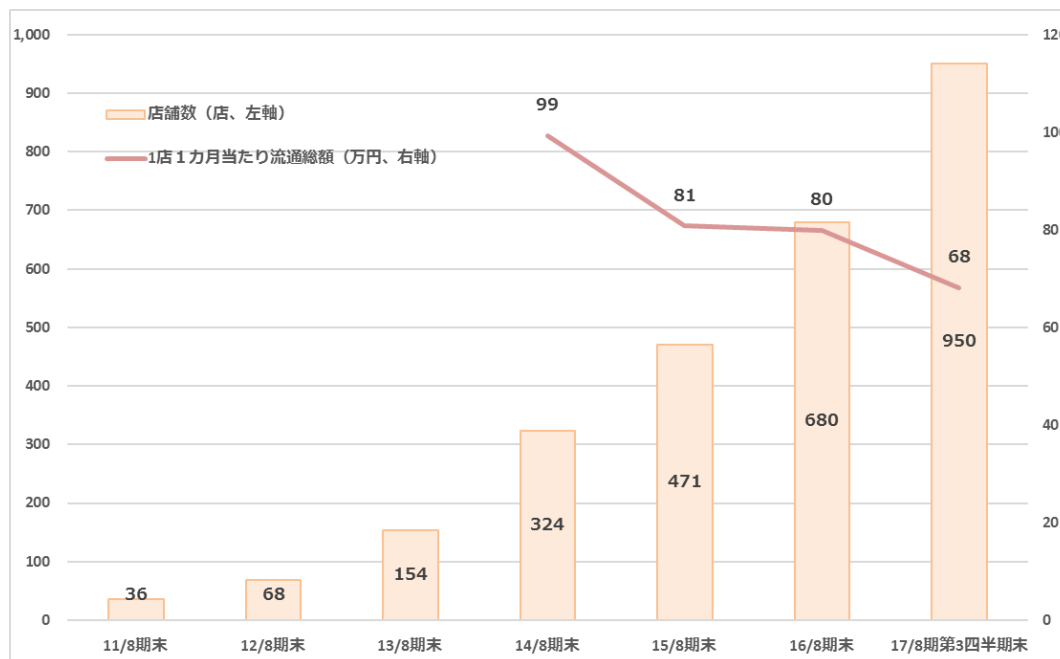
#### ◆ 販売額の観点

需要サイドから見ると、流通総額の増加は、店舗数の増加と、1店舗当たり流通額の増加の積算で捉えられる。

17/8 期第 3 四半期末時点で、委託販売システムを採用しているスーパー等の店舗は 950 店で、全国のスーパーに対する普及率は 5.4%となっている(図表 8)。一方で、1店 1 カ月当たり流通総額は、期を追うごとに低下している。考えられる要因として、お試し導入のような店舗の増加が先行している可能性や、売場面積の小さい小型店舗への導入が増えている可能性が挙げられよう。

なお、スーパーチェーンごとの導入店舗数は非開示だが、主要取引先の上位には、16/8 期の売上高の 21.8%を占める阪急オアシス(大阪府豊中市)、同 19.3%を占めるサミット(東京都杉並区)が並び、この 2 社で同社の売上高の 41.1%を占めている。

【 図表 8 】 店舗数の推移



(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

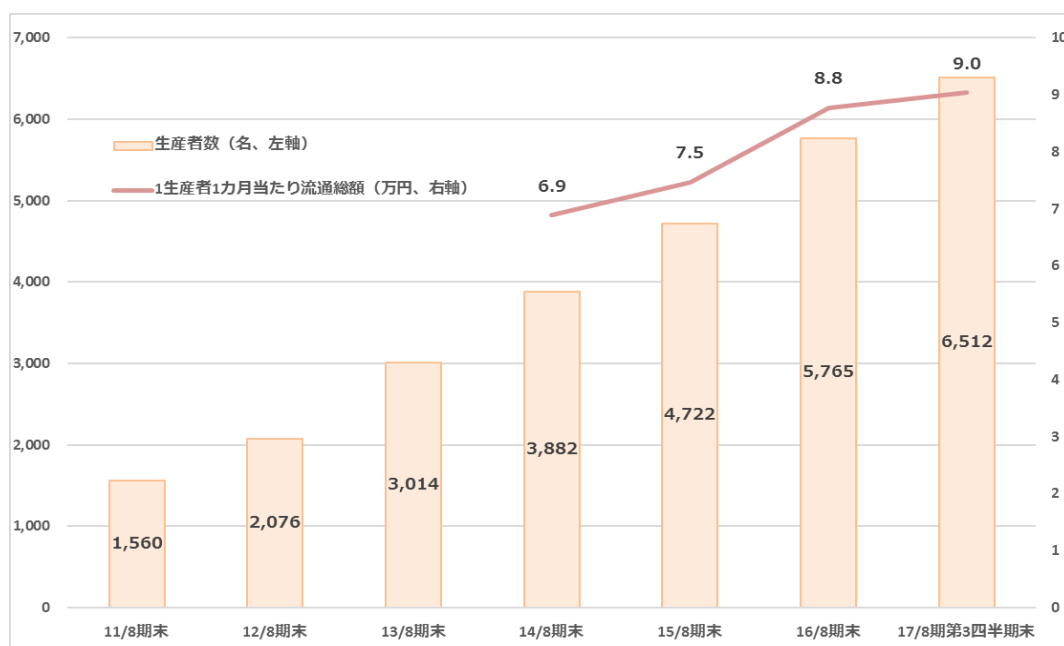
◆ 生産額の観点

供給サイドから見ると、流通総額の増加は、生産者数の増加と、1生産者当たり出荷額の増加の積算で捉えられる。

17/8 期第 3 四半期末時点で、登録生産者数は 6,512 名まで増加した。うち、3,402 名が関西エリア、1,162 名が関東エリアの生産者となっており、全国の総農家数に対する普及率は 0.30%となっている。1生産者 1 カ月当たり流通総額も、月 9.0 万円まで徐々に上昇しており、登録した生産者の出荷額が順調に増加していることが見て取れる(図表 9)。

生産者に直に接し、営業及びサポートを行うのは集荷場のスタッフである。従って、生産者の増加及び生産者の出荷額の増加は、集荷場の数とスタッフの質にかかっている部分があると言えよう。

【 図表 9 】 登録生産者数の推移



(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

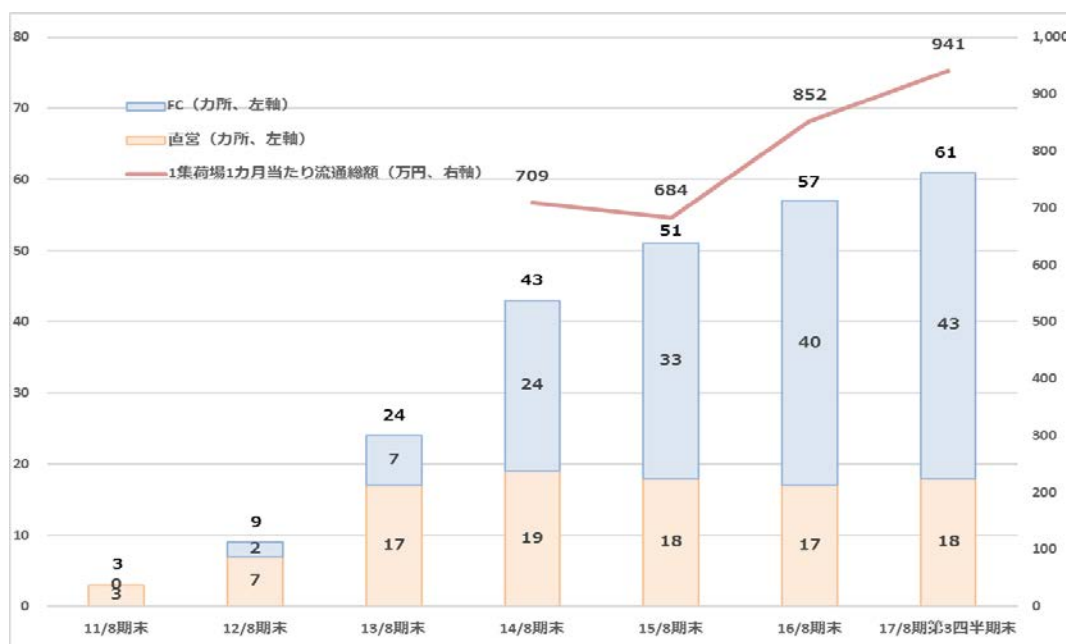
#### ◆ 物流額の観点

需要サイドと供給サイドをつなぐ物流の観点から見ると、流通総額の増加は、農産物を受け入れる集荷場の数の増加と、1集荷場当たり出荷額(処理額)の増加の積算で捉えられる。

17/8期第3四半期末時点で、集荷場の数は、直営18カ所、業務委託先(以下、FC)43カ所の合計61カ所となっている(図表10)。集荷場は、47都道府県のうち24都府県に設置されており、61カ所のうち22カ所が関西エリア、13カ所が関東エリアにある。最近の集荷場の増加はFCの増加によるものであり、直営での設置は抑制している模様である。1集荷場1カ月当たり流通総額も、月900万円台を超えて上昇している。

集荷場は、原則、流通した金額に応じた手数料収入により運営され、人件費のほか、集荷場からスーパー等の物流センターに出荷する際の運送費が主な費用となる。従って、直営であってもFCであっても、一定以上の取扱量がないと採算が合わないことになる。

【 図表 10 】 集荷場数の推移



(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 「農家の直売所」の流通形態を支える物流とITの機能

「農家の直売所」の流通形態は、物流機能とIT機能の掛け合わせで成り立っていると捉えることもできる。

物流の機能としての最大の特徴は、上述の通り、生産者とスーパー等の間をつなぐ集荷場ネットワークの存在である。

ITの機能は、生産から流通に至るまでの細かい業務をIT利用の作業に置き換えていくことで構築されてきた。

例えば、生産者は出荷する農作物を、どの店舗で、どのくらいの価格で販売するかを決めなくてはならない。当然、それを管理するために、出荷時にバーコードを貼る業務が発生する。同社では、その貼り付け作業を行う生産者のために、バーコード発券機を貸与している。また、一部の生産者にはタブレット端末を貸与し、生産者自ら配送することも可能にしている。端末の貸与やバーコード発券には僅少なながら手数料を徴収しており、同社の収入源のひとつとなっている。

このように、「農家の直売所」を通じた流通に関する業務を、IT化によって負担軽減する仕組みが散りばめられている。IT化は生産者の

出荷作業の利便性を上げることに留まらない。今後は、生産者と生活者とのコミュニケーションを活性化することや、販売動向等の生活者サイドから収集された情報を活用して、生産者の経営の意思決定の精度を上げることを目指していく。そのため、現在、「農家の直売所」専用アプリの「農直アプリ」の開発を進めている。

また、16年10月のNTTドコモ(9437 東証一部)との業務提携は、タブレットの活用も含め、同社のITの機能を強化するためのものである。

#### ◆ 子会社の世界市場を通じた世界への進出

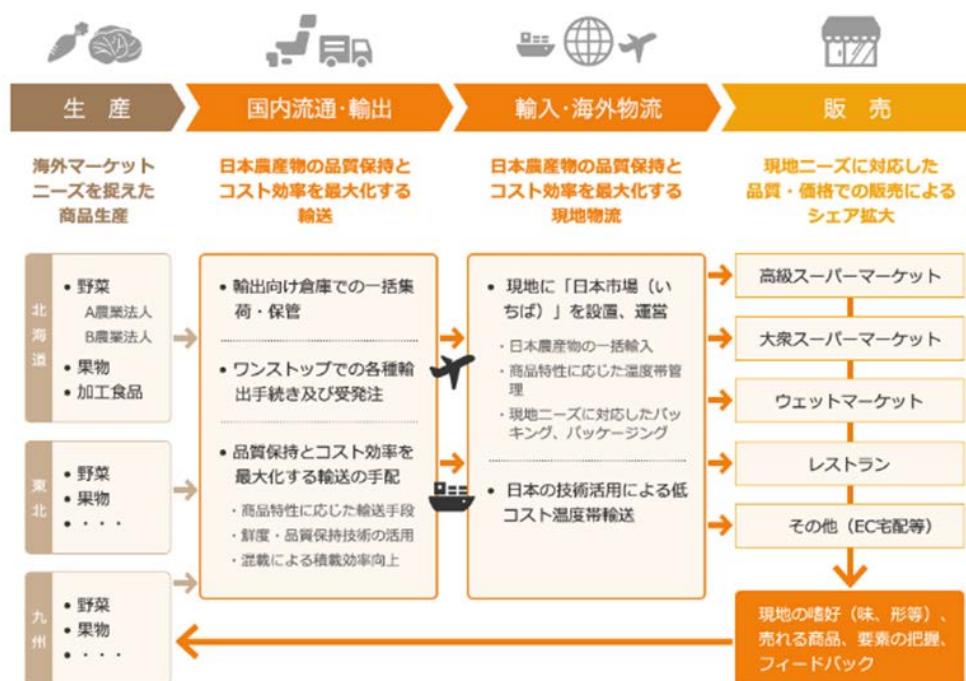
「農家の直売所」は国内での農産物流通の流通形態だが、同様に、国内の生産者と海外のマーケットを結びつける流通形態の確立も同社は志向している。

そのため、16年8月に第三者割当増資を引き受けて、世界市場(東京都港区)を子会社化した。

世界市場は、日本の青果物を世界に届けるための「ニッポンイチバ(NIPPON ICHIBA)」の構築を進めている。基本的には、同社の「農家の直売所」に倣ったモデルとなっており、委託販売が基本である。「農家の直売所」と異なるのは輸出入の手続きが発生することである。「ニッポンイチバ」のモデルでは、日本国内での青果物の確保と輸出向け倉庫までの物流は同社が、輸出向け倉庫での処理から輸出先での手続き全般や物流を世界市場が、それぞれ担当する(図表11)。



【 図表 11 】 世界市場の「ニッポンイチバ」の青果物の流通



(出所) 世界市場ウェブサイト

なお、世界市場は、海外需要開拓支援機構（東京都港区、以下、クールジャパン機構）の出資を受けることとなった。出資を受けるのに伴い、世界市場の既存株主（同社を含む4社）で中間持株会社の世界市場ホールディングス（以下、世界市場HD）を設立し、世界市場は世界市場HDが61.4%、クールジャパン機構が38.6%を保有する会社となった。同社にとって世界市場は子会社から孫会社へ変更されたが、重要性が増したことにより、17/8期第4四半期から連結決算へ移行することとなった。

また、17年7月に同社、世界市場、日本航空（9201 東証一部）の3社で締結された連携協定も、「ニッポンイチバ」のビジネスモデルの機能強化を目指したものと見て取れる。

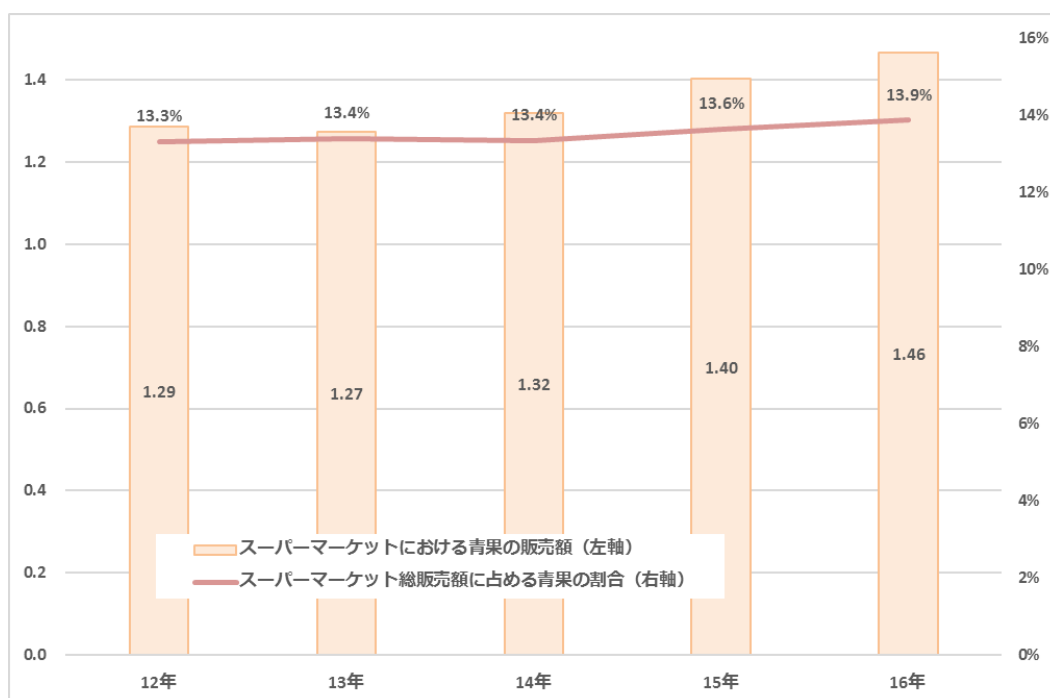
➤ 業界環境と競合

◆ 小売サイド(スーパーマーケット)の状況

新日本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、スーパーマーケットにおける青果の販売高は16年で1.46兆円の規模となっており、約10兆円とされるスーパーマーケットの総販売額の13~14%を占めている(図表12)。12年~16年の販売額の年平均成長率は、スーパーマーケット全体で2.3%増であるのに対し、青果は3.3%増となっており、スーパーマーケットにおける青果の重要性が増していることを示唆していよう。

【図表12】スーパーマーケットにおける青果の販売高の推移

(単位:兆円)

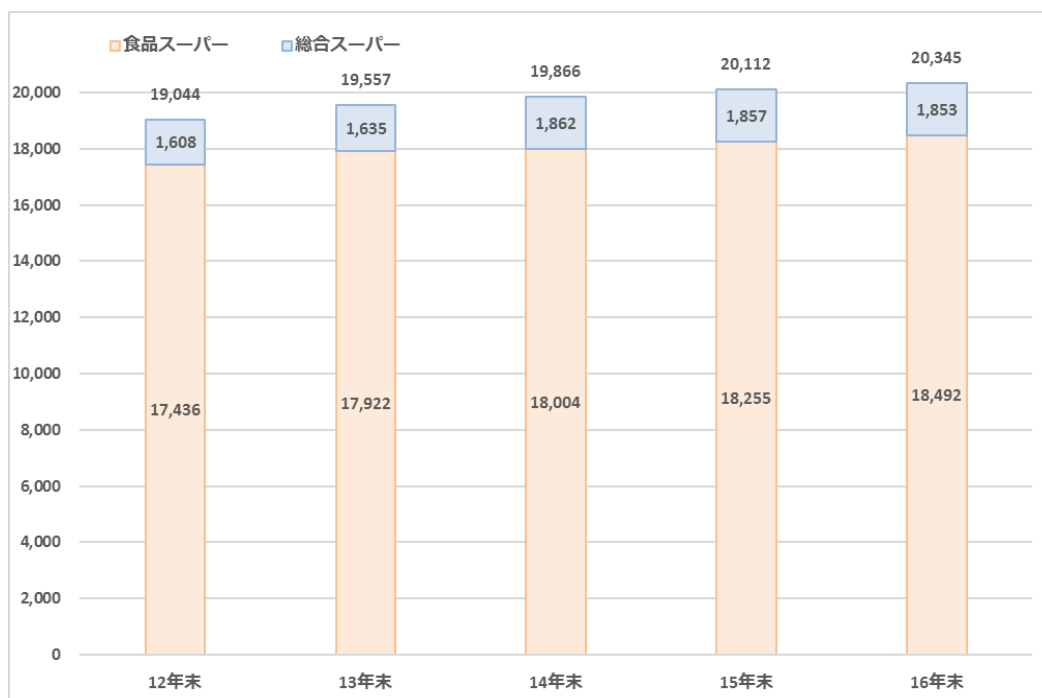


(出所)新日本スーパーマーケット協会「スーパーマーケット白書」より証券リサーチセンター作成

新日本スーパーマーケット協会のデータによると、スーパーマーケットの店舗数は、16年末に全国で20,345店(総合スーパー1,853店、食品スーパー18,492店)あるとされている(図表13)。

【図表 13】 全国のスーパーマーケットの店舗数の推移

(単位:店)



(注)12年末の店舗数は13年1月末のデータで代用

(出所)新日本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

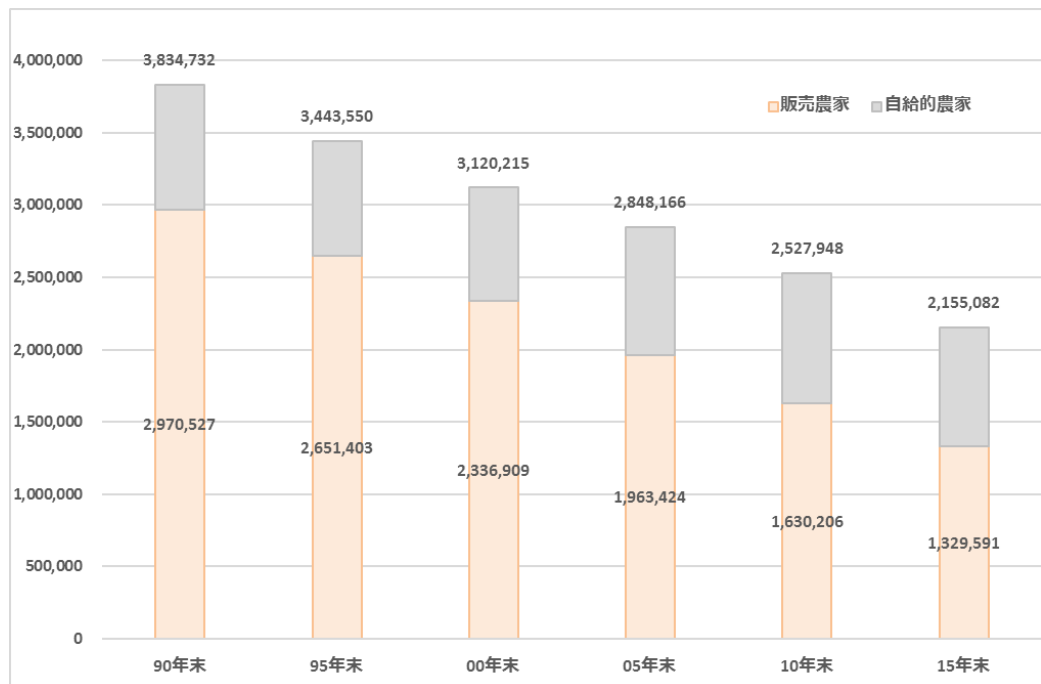
◆ 生産者サイドの状況

農林水産省の「農林業センサス」によると、総農家数は年々減少しており、15年は2,155,082戸となっている(図表14)。そのうちの約60%が、販売農家であるが、その構成比もまた年々低下している。

農林水産省の「生産農業所得統計」によると、野菜と果実の産出額は15年の時点で3.18兆円(野菜2.39兆円、果実0.78兆円)である(図表15)。時系列で見ると、野菜と果実に関しては、緩やかながらも成長している分野であることが分かる。

【 図表 14 】 全国の農家数の推移

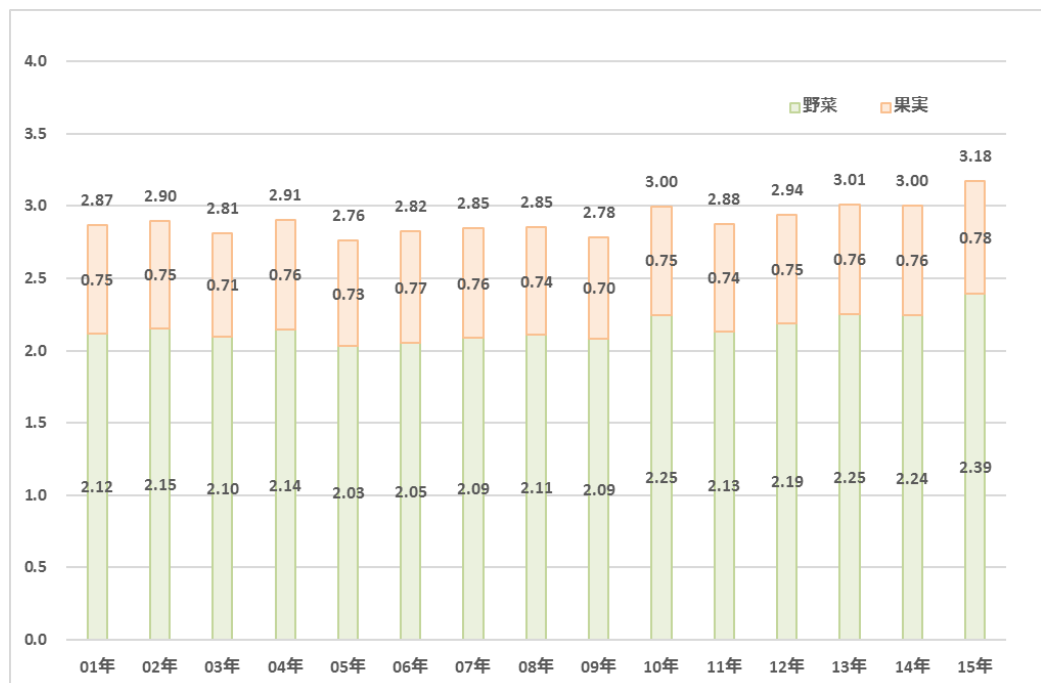
(単位：戸)



(出所) 農林水産省「農林業センサス」より証券リサーチセンター作成

【 図表 15 】 農業産出額（野菜・果実）の推移

(単位：兆円)



(出所) 農林水産省「生産農業所得統計」より証券リサーチセンター作成

◆ 流通の状況

農林水産省の「農林業センサス」の中に、農産物の販売のあった経営体に対し、農産物をどこに出荷したかを尋ねた調査がある。それによると、73%の経営体が農協に出荷していることと、小売業者や食品製造業・外食産業のようにある程度まとまったボリュームで買い取る先への出荷割合が上昇している。同時に、出荷先の選択肢が広がっていることも同調査から見て取れる(図表16)。

【図表16】 出荷先別の割合

| 出荷先          | 10年   | 15年   |
|--------------|-------|-------|
| 農協           | 73.6% | 73.1% |
| 農協以外の集出荷団体   | 13.3% | 12.7% |
| 卸売市場         | 10.4% | 11.0% |
| 小売業者         | 7.1%  | 8.4%  |
| 食品製造業・外食産業   | 1.6%  | 2.8%  |
| 消費者に直接販売     | 21.8% | 19.0% |
| 自営の農産物直売所    | —     | 3.9%  |
| その他の農産物直売所   | —     | 8.5%  |
| インターネットによる販売 | 0.3%  | 0.7%  |
| その他の方法       | —     | 7.9%  |
| その他          | 4.9%  | 7.8%  |

(注)調査は複数回答可のため、合計は100%にはならない  
(出所)農林水産省「農林業センサス」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

上述の通り、同社の「農家の直売所」は、JA 経由の市場流通と「道の駅」の直売流通の中間の流通形態であるため、JA または「道の駅」は同社の競合先と捉えることができる。ただし、お互いに浸食し合う領域はごく一部分に留まり、うまく住み分けがなされていると捉えた方が妥当と考えられる。

都市圏で農産物を直売するという販売形態としては、「農家の直売所」のようなスーパー等の店舗内に販売コーナーを設ける形態のほか、都市部の仮設店舗等に農産物を持ち込んで販売するマルシェ、地方自治体が運営するアンテナショップ等が挙げられよう。ただし、これらは、常設でなかったり、品揃えの一部でしかなかったりで、これらも直接の競合先とはなりづらい。

「農家の直売所」の流通形態が物流機能と IT 機能の掛け合わせで成り立っているという観点で言えば、アマゾンの物流機能や、農産物流

通の効率化に資するシステムを提供し、一部業務の受託も行うイーサポートリンク(2493 東証 JQS)は、一部類似する部分もある。しかし、前者は農産物を扱っていないことと、リアルな売場を持っていないことから、後者は物流機能を有していないことから、完全に競合するものではない。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 沿革 1 ~ 代表取締役社長の想いが出発点

代表取締役社長の及川智正氏は東京農業大学の出身で、卒業論文は、「日本の未来の農業」がテーマであった。その執筆の過程で、既存の業界の仕組みを変えることで、農業の衰退を防げるのではないかと考えた。そして、漠然とではあるが、農業に関連する仕事に就く気持ちを抱いていた。

97年に大学を卒業した後に就職したのは、農業とは関係のない、ガス販売の巴商会(東京都大田区)であった。そこでは、営業職を中心に従事し、大手客先を任されるほどとなった。6年の勤務を経た後、農業に対する想いを叶えるべく、和歌山県出身の夫人の縁で、03年に和歌山県で新規就農した。

### ◆ 沿革 2 ~ 社長自ら農家を経験

和歌山県で3年間、苦しみながらも農家として農業に従事したことで、スーパーマーケットに自ら営業し、需要のある農産物を持っていくという販売手法が受け入れられることに着目した。同時に、マインド面も含めて農家が多く課題を抱えていることと、一農家では農業の業界を変革できないことに気づくこととなった。

### ◆ 沿革 3 ~ さらに八百屋も経験した後に同社を設立

そうした折、エフ・アグリシステムズ(現フードディスカバリー野菜ソムリエ協会)に参画し、農産物流通の部門を立ち上げる責任者として、販売する側に立つ機会を得た。具体的には、大阪府の千里中央に八百屋を立ち上げ、農家から野菜を仕入れて生活者に売ることとなった。

1円でも高く販売したいと考える農家(生産者)の立場から一転、農産物を仕入れる販売者となって1円でも安く仕入れようという立場になった。この両方を経験したことで、生産者と販売者が共存できていない状況を変えるところに、業界を改革する突破点があることに気づくに至った。

そこで、07年に和歌山に戻り、生産者と販売者をつなぐビジネスに

携わろうとしたが、適した企業・組織が世の中に存在していないと考え、生産者と販売者の両方を経験したことを武器に、同社を設立した。

#### ◆ 沿革4 ～ 設立後最初のビジネスは農家の営業代行

同社設立後、最初に手掛けたのが、農家の営業代行である。例えば、紀州みかんを農家の代わりに高級スーパーに販売するといったビジネスである。

販売代行では、農産物そのものはよく売れた。しかし、販売代行の対価として現金を得ることはできなかった。商習慣上、農家には販売代行というサービスに対して報酬を払うという発想自体がなかったためである。そこで、仕方なく、現金ではなく現物(農産物)で報酬を得て、それを自分で販売することで現金収入を得るようになった。

#### ◆ 沿革5 ～ 現在のビジネスモデルを確立

そうしているうちに、「同社に農産物を渡すと高く売ってくれる」という評判が立ち、農産物が同社に集まるようになった。

また、併せて、農家から直売に関する相談を受けるようになった。それまで直売と言えば、道の駅やファーマーズマーケット等が存在していたが、販売量や立地、農家にかかる作業負担等のデメリットもあったのでどうしたら良いかという内容であった。

そこで、同社は、都会でファーマーズマーケットを作り、そこに農産物を送り込んで販売するというビジネスの着想に至り、スーパーマーケットの野菜販売コーナーを直売所にするという、現在の委託販売のビジネスモデルの確立につながっていった。

「農家の直売所」と名付けられたこのサービスは、08年の和歌山県紀の川市での初の集荷場の開設を経て、スーパーマーケット2店舗と生産者20名をつなぐところから始まったが、関西圏、首都圏へ徐々に広がっていった。なお、その過程で、11年には、農業関連のビジネスの立ち上げを模索していたディスク研磨機の分野でトップシェアの株式会社プレンティアー(東京都品川区)の出資を受け、親会社となっている。また、同社のビジネスモデルの評価は高く、独立行政法人中小企業基盤整備機構が主催する日本ベンチャーアワード2016の経済産業大臣賞を受賞した。



**◆ 企業理念**

同社は、「持続可能な農産業を実現し、生活者を豊かにする」を経営目標（ビジョン）とし、「ビジネスとして魅力ある農産業の確立」を経営方針（ミッション）として掲げている。

そのために、「農業の産業化」、「農業の構造改革」、「農業の流通革命」の3点において農業革新（イノベーション）を起こすとしている。

**◆ 株主**

有価証券届出書と17/8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17の通りである。

17年2月末時点で、関係会社であるプレンティアーが筆頭株主で34.35%を保有している。同社代表取締役社長の及川智正氏の17.65%、取締役副社長の堀内寛氏の14.31%、プレンティアーの取締役の澁谷剛氏の4.77%がその後に続く。親会社のプレンティアーとその関係者、及び同社の社長、副社長で71.08%を占めている。この4者と従業員持株会を除くと、機関投資家の保有が中心となる。自社株は存在しない。なお、上場前は僅少なながらベンチャーキャピタルの保有もあったが、現在の保有は確認できていない。

【 図表 17 】 大株主の状況

| 株主(敬称略)   | 上場前       |         |    | 17年2月末時点  |         |    | 備考                    |
|---|-----------|---------|----|-----------|---------|----|-----------------------|
|   | 株数<br>(株) | 割合      | 順位 | 株数<br>(株) | 割合      | 順位 |                       |
| 株式会社ブレんティー  | 820,000   | 46.33%  | 1  | 720,000   | 34.35%  | 1  | 関係会社 上場時に100,000株売り出し |
| 及川 智正   | 370,000   | 20.90%  | 2  | 370,000   | 17.65%  | 2  | 代表取締役社長               |
| 堀内 寛  | 330,000   | 18.64%  | 3  | 300,000   | 14.31%  | 3  | 取締役副社長                |
| 澁谷 剛  | 100,000   | 5.65%   | 4  | 100,000   | 4.77%   | 4  | 株式会社ブレんティーの取締役        |
| 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口9)  | 0         | 0.00%   | -  | 83,000    | 3.96%   | 5  |                       |
| 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)   | 0         | 0.00%   | -  | 49,200    | 2.34%   | 6  |                       |
| 農業総合研究所従業員持株会   | 30,000    | 1.69%   | 6  | 37,500    | 1.78%   | 7  |                       |
| 資産管理サービス信託銀行株式会社(証券投資信託口)   | 0         | 0.00%   | -  | 30,600    | 1.46%   | 8  |                       |
| BBH/SUMITOMO MITSUI TRUST (UK)<br>LIMITED FOR SMT TRUSTEES (IRELAND)<br>LIMITED FOR JAPAN SMALL CAP FUND CLT AC | 0         | 0.00%   | -  | 17,200    | 0.82%   | 9  |                       |
| 株式会社紀陽銀行  | 0         | 0.00%   | -  | 15,000    | 0.71%   | 10 |                       |
| 東果大阪株式会社  | 60,000    | 3.39%   | 5  | -         | -       | -  |                       |
| 松尾 義清   | 13,000    | 0.73%   | 7  | -         | -       | -  | 取締役                   |
| 坂本 大輔   | 13,000    | 0.73%   | 7  | -         | -       | -  | 取締役                   |
| 株式会社プラス   | 10,000    | 0.56%   | 9  | -         | -       | -  |                       |
| 三菱UFJキャピタル4号投資事業有限責任組合  | 10,000    | 0.56%   | 9  | -         | -       | -  |                       |
| 紀陽リース・キャピタル株式会社   | 10,000    | 0.56%   | 9  | -         | -       | -  |                       |
| 清野 芳昭   | 4,000     | 0.23%   | 12 | -         | -       | -  | 常勤監査役                 |
| (大株主上位10名)  | 1,766,000 | 99.77%  | -  | 1,722,500 | 82.19%  | -  |                       |
| (新株予約権による潜在株式数)   | 0         | 0.00%   | -  | 0         | 0.00%   | -  |                       |
| 発行済株式総数   | 1,770,000 | 100.00% | -  | 2,095,500 | 100.00% | -  |                       |

(出所) 農業総合研究所所有価証券届出書、四半期報告書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

同社の業績は、11/7期以降の数値が開示されている。決算期変更のため1カ月決算であった11/8期を除くと、11/7期～16/8期までの5期の年平均増収率は22.1%であった。ビジネスモデルの項で述べた通り、商流が同じであっても、どの取引形態かによって、売上高に計上される金額が異なってくる。そのため、12/8期の1,150百万円あった売上高が、翌13/8期には524百万円まで低下するという事態が起きる。

そのため、売上高よりも、流通総額の推移、または売上総利益の推移の方が実態を示していよう。流通総額、売上総利益は14/8期以降の数値が開示されており、14/8期～16/8期までの年平均増加率はそれぞれ、15.5%、23.8%となっている。

11/7期～16/8期までの5期の経常利益の年平均増収率は100.3%であった。しかし、13/8期と14/8期は2期連続で赤字だった。13/8期と14/8期は流通総額が損益分岐点に達しなかったことが要因だが、13/8期以降に大幅な増員が始まっており、人件費負担が赤字の要因だったと考えられる。

#### ◆ 16年8月期は流通総額の大幅増と利益率の改善で大幅営業増益

16/8期は、売上高が前期比35.2%増の1,195百万円、営業利益が同251.1%増の156百万円、経常利益が同262.4%増の162百万円、当期純利益が同106.4%増の107百万円と、前期比で大幅増収増益となった。

流通総額は前期比43.2%増の5,522百万円となり、これが増収の牽引役となった。主要指標のうち、16/8期末の店舗数は680店(前期末比209店増)、登録生産者数は5,765名(同1,043名増)となった。店舗と登録生産者の両方が伸びたことで、流通総額が増加したと言えよう。

取引別売上高は、委託販売システムが前期比44.5%増、買取委託販売が同72.2%増となった。高利益率の委託販売システムの売上構成比が80.1%と前期比5.2%ポイント上昇したことにより、全体の売上総利益率も84.4%と前期比5.9%ポイントの上昇となった。

また、従業員の増加が抑制されたことにより、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は203百万円の増加に留まり、売上高販管費率は71.3%と前期比2.2%ポイント低下した。その結果、売上高営業利益率は前期の5.1%から8.0%ポイント上昇の13.1%となった。

#### ◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

16年6月の東証マザーズ上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、15/8期末に9.8%であった同社の自己資本比率は、16/8期末には43.2%まで上昇し、財務の安全性が大きく改善されたと言える。

### > 他社との比較

#### ◆ 生鮮青果物の流通分野でサービスを展開する企業と比較

同社は、「農家の直売所」という流通形態を開発して農産物の流通を行っている。スーパー等の食品を取り扱う小売店舗と生産者の間に位置し、両者に対して付加価値を提供するビジネスモデルを有する上場企業は他にはない。そこで、農産物の流通の分野で特徴的なビジネスモデルを有する上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、農産物流通の効率化に資するシステムを提供し、一部業務の受託も行うイーサポートリンク、高付加価値な青果物や加工食品のネット販売を中核事業とするオイシックスドット大地（3182 東証マザーズ）とした（図表18）。

ビジネスモデル自体が異なっているため、売上高や利益の規模は三者三様だが、収益性については他社を大きく上回っている。また、成長性についても総じて同社が高い（唯一の例外は、同業他社を買収し、17/3期より連結決算が開始となったオイシックスドット大地の総資産の成長性）。

一方、安全性は総じて他社より低く、特に自己資本比率や流動比率については他社に劣後している。成長ステージの違いによるものと考えられる。

【 図表 18 】 財務指標比較：農産物の流通の分野で特徴的なビジネスモデルを有する企業

| 項目  | 銘柄           | コード   | 農業総合研究所 |      | イーサポート | オイシックス |
|-----|--------------|-------|---------|------|--------|--------|
|     |              |       | 3541    | (参考) | リンク    | ドット大地  |
|     |              | 直近決算期 | 16/8期   |      | 16/11期 | 17/3期  |
| 規模  | 売上高          | 百万円   | 1,195   | -    | 4,457  | 23,016 |
|     | 経常利益         | 百万円   | 162     | -    | 370    | 778    |
|     | 総資産          | 百万円   | 1,100   | -    | 5,405  | 15,051 |
| 収益性 | 自己資本利益率      | %     | 40.6    | 22.6 | 8.1    | 7.9    |
|     | 総資産経常利益率     | %     | 19.7    | 14.8 | 6.8    | 7.1    |
|     | 売上高営業利益率     | %     | 13.1    | -    | 8.5    | 3.3    |
| 成長性 | 売上高(3年平均成長率) | %     | 31.6    | -    | 1.8    | 13.1   |
|     | 経常利益(同上)     | %     | -       | -    | -10.5  | 0.1    |
|     | 総資産(同上)      | %     | 34.8    | -    | 2.7    | 38.3   |
| 安全性 | 自己資本比率       | %     | 43.2    | -    | 70.3   | 60.8   |
|     | 流動比率         | %     | 192.6   | -    | 355.4  | 200.4  |
|     | 固定長期適合率      | %     | 11.9    | -    | 49.8   | 44.9   |

(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)

農業総合研究所は16/8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

農業総合研究所は3期前の経常利益が赤字のため、経常利益の成長率は表記せず

オイシックスドット大地は17/3期より連結決算のため、1期前及び3期前は単体の数値

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

#### ◆ 知的資本の源泉は現社長の実体験に基づく知見と、その知見によって確立されたビジネスモデル

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 19 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する、現社長自らの農業に関する実体験に基づく知見にあると考える。その知見に基づき、組織資本と人的資本にまたがる、「農家の直売所」のビジネスモデルの確立及びそのブラッシュアップにつながっていった。

「農家の直売所」のビジネスモデルを支えるのは、物流の機能と IT の機能という、組織資本のプロセスにある。この 2 つの機能はビジネスモデルを特徴的なものとするのと同時に、他社に対する参入障壁にもなっていると考えられる。その結果、関係資本である、全国のスーパーマーケットと登録生産者という需要サイドと供給サイドの両顧客が増加していき、取引の増加によって、流通総額が増えていくという循環に至っている。

【 図表 19 】 知的資本の分析

| 項目           | 分析結果                          | KPI                                  |                          |  |
|--------------|-------------------------------|--------------------------------------|--------------------------|--|
|              |                               | 項目                                   | 数値                       |  |
| 関係資本         | 顧客                            | ・全国のスーパーマーケット                        | ・委託販売システム採用店舗数           | 680店 (16/8期末)<br>950店 (17/8期第3四半期末)                          |
|              |                               |                                      | ・委託販売システム採用店舗の全国導入率      | 5.4% (17/8期第3四半期末)   |
|              |                               | 登録生産者                                | ・主要顧客                    | 阪急オアシス (全売上高の21.8%)<br>サミット (同19.3%)<br>ダイエー (同8.8%) (16/8期) |
|              |                               |                                      | ・登録生産者数                  | 5,765名 (16/8期末)<br>6,512名 (17/8期第3四半期末)                      |
|              | ブランド                          | ・国内の委託販売システムの名称<br>・海外向けの委託販売システムの名称 | ・「農家の直売所」                | 特になし   |
|              |                               |                                      | ・「ニッポンイチバ(NIPPON ICHBA)」 | 特になし   |
|              |                               | 表彰                                   | 表彰                       | 「日本ベンチャーアワード2016」<br>経済産業大臣賞                                 |
|              | ネットワーク                        | 業務提携                                 | ・NTTドコモ                  | 流通プラットフォームの構築<br>(16年10月～)                                   |
|              |                               |                                      | ・地方銀行                    | 5行   |
|              |                               | 子会社                                  | ・日本航空                    | 日本産農産物の国内流通と輸出拡大   |
|              |                               |                                      | ・世界市場                    | 輸出事業進展   |
|              | 組織資本                          | プロセス                                 | ・「農家の直売所」を通じた取引額         | ・流通総額  |
| ・物流の機能       |                               |                                      |                          | ・集荷場の数   |
| ITの機能        |                               |                                      | ・集荷場のカバー領域               | 47都道府件のうち24都府県に設置  |
|              |                               |                                      | ・物流センター                  | 外部委託で2カ所   |
| 知的財産<br>ノウハウ |                               | ・現社長の農業関連の実体験に基づく知見                  | ・生産者用バーコード発券機            | 特になし   |
|              |                               |                                      | ・タブレットの活用                | 特になし   |
|              |                               | ・ビジネスモデル                             | ・アプリケーション開発              | 特になし   |
|              |                               |                                      | ・現社長の創業前の農業関連の経験年数       | 生産者として3年 販売者として1年  |
| 人的資本         |                               | 経営陣                                  | ・「農家の直売所」モデルの構築          | 特になし   |
|              |                               |                                      | ・代表取締役社長による保有            | 370,000株 (17.65%)  |
|              | ・社長以外の取締役の持株数<br>(監査役は除く)     |                                      | 326,000株 (15.56%)        |  |
|              | ・ストックオプション (取締役)<br>*社外取締役は除く |                                      | なし                       |  |
|              | ・役員報酬総額 (取締役)<br>*社外取締役は除く    |                                      | 39百万円 (4名) (16/8期)       |  |
|              | 従業員                           | 企業風土                                 | ・従業員数                    | 52名 (16/8期末)   |
|              |                               |                                      | ・平均年齢                    | 31.8歳 (16/8期末)   |
|              |                               |                                      | ・平均勤続年数                  | 2.2年 (16/8期末)  |
|              |                               | インセンティブ                              | ・従業員持株会                  | 37,500株 (1.78%)  |
|              |                               |                                      | ・ストックオプション               | なし   |

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/8期上期、または17/8期上期末のものとする

(出所) 農業総合研究所有価証券報告書、四半期報告書、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)

同社の業態は卸売業に属し、生産者から集荷された農産物が、原則翌日には都市部のスーパー等で販売される「農家の直売所」の流通形態を確立し、運営している。IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できないが、取り扱っている商品が農産物ということもあり、安全・安心な農産物の流通が、間接的に環境に資する対応につながっていると考えられる。

### ◆ 社会的責任 (Society)

「持続可能な農産業を実現し、生活者を豊かにする」という経営目標(ビジョン)、「ビジネスとして魅力ある農産業の確立」という経営方針(ミッション)のもと、本業である「農家の直売所」という流通形態の運営を通じて、社会に貢献する方針をとっている。

農産物の産地が地方に広がっていることもあり、同社の事業は間接的に各地の地域経済に根差している。そのため、本業分野での地域への貢献を通じて、社会に貢献する取り組みも見受けられる。

17年5月に、熊本市と「熊本の農産物等の国内外への販路開拓及び震災復興に関する連携協定」を締結したのはその好例である。この協定では、熊本の農産物の販路開拓を通じて震災復興に寄与するほか、熊本市にある植木集荷場より出荷した農産物の売上高の一部を義援金として熊本市に寄付するとしている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名で構成されているが、社外取締役は存在しない。

監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役2名の合計3名で構成されている。3名とも社外監査役である。

常勤監査役の清野芳昭氏は、大和証券(現 大和証券グループ本社 8601 東証一部)で長くキャリアを積んだ後、クレディスイスファーストポストン証券会社東京支店の投資銀行本部ディレクターを経て、みずほ証券でキャリアを積んだ。その後、サクセスネットワークス(現 バタフライ)の監査役を務めた。

非常勤監査役の後藤弘之氏は、日本電気(6701 東証一部)でキャリアを開始し、プレステージジャングループ、ホロンフィールド、メディアウスでの勤務を経て、プレンティリーに入社した。現在はプレンティリーの監査役、アイ・シンクレントの監査役との兼任である。

非常勤監査役の藤本幸弘氏は、梶田江尻法律事務所(現 西村あさひ法律事務所)でキャリアを開始した弁護士で、米国シドリー・オースティン法律事務所を経て、あさひ法律事務所(現 西村あさひ法律事務所)のパートナーを務めた。現在は、M&A キャピタルパートナーズ(6080 東証一部)の監査役、シティユーワ法律事務所のパートナーとの兼任である。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 「農家の直売所」の流通総額の増加

「農家の直売所」を通じての流通総額の拡大のために、委託販売先であるスーパー等の売場と、農産物を供給する生産者を増やし続けていくことが必要不可欠である。同社では、新規の取引先を増やすことと、既存の取引先との取引を拡大することを同時に実現していくことを経営方針の根幹に据えている。

#### ◆ 流通総額の増加に比例した人員増が必要な状況からの脱却

現時点では、流通総額の拡大のためには、それに見合うだけの人員増が不可欠と同社では認識している。16/8期は過去の増員により、流通総額の拡大に対応できたが、今後の更なる流通総額に向け、17/8期は積極的に増員する予定である。そのことは、後述の通り、17/8期の会社計画において、流通総額の伸びの割に営業利益の伸びが抑えられる内容となっていることからもうかがえる。

短期的には流通総額の拡大のために増員をしていく予定だが、中長期的には、ITの活用等により、増員しなくても流通総額が拡大する仕組みや体制を構築するとしている。

#### ◆ 海外展開に向けた子会社のビジネスモデルの確立

同社は、16年8月に子会社化した世界市場を通じて、日本産農産物の輸出を可能とする仕組みを構築することを計画している。詳細は「ビジネスモデル」の項で記載した通りだが、世界市場を通じた提携も進んでおり、まずはビジネスモデルの確立が急務となろう。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 流通総額の拡大の継続

同社の事業戦略の根幹は、同社の創り上げた農産物流通の仕組みを通じた流通総額を拡大することにある。同社では、流通総額の年成長率の目標を30%以上と設定している。そのために、以下の施策を行うとしている。

- (1) 新規スーパー等での売場の新規確保
- (2) 集荷場に行かず自宅からスーパー等に出荷できる仕組みの拡大

個別の施策もさることながら、どの部分をてこ入れすれば、「農家の直売所」がさらに使われるようになるか、つまり、流通総額を拡大することができるかといった問題が経営戦略の根幹にある。同社としては、まずはスーパー等での浸透度を高めることをまず優先する模様で

ある。実際、17/8 期第 3 四半期を通過した時点で、通期で目標としていた店舗数を超過したことから、同社の姿勢がうかがえる。

◆ 流通総額拡大のための人員の増加

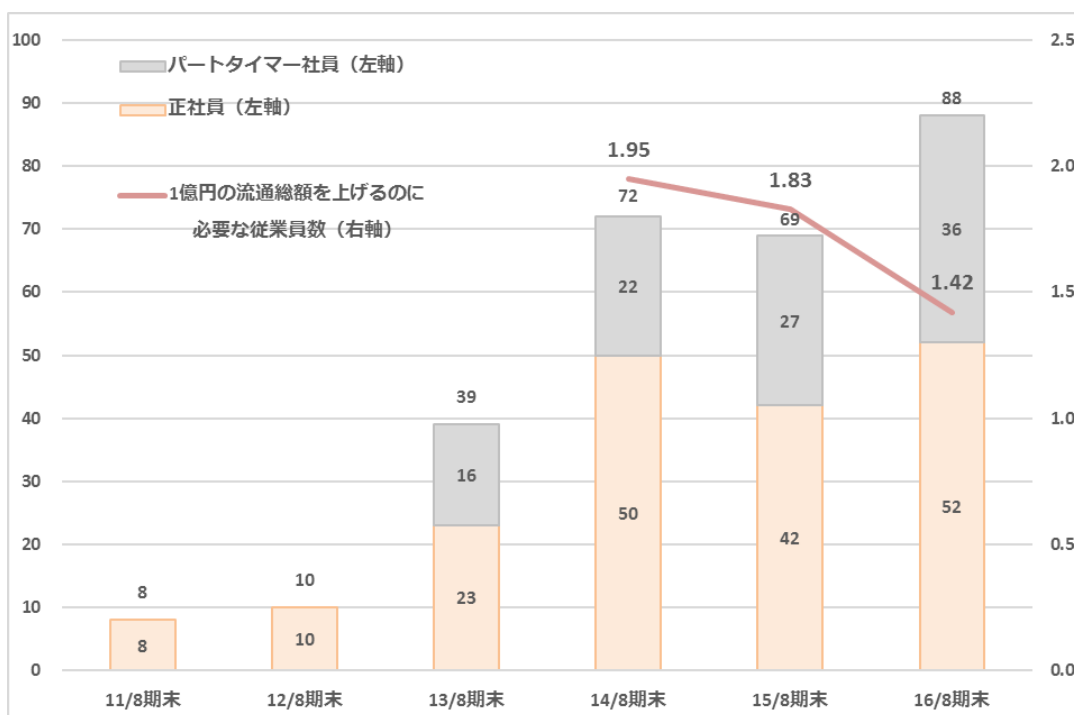
同社は、少なくとも短期的には、流通総額の拡大のためには、それに見合うだけの人員増が不可欠と認識している。過去の業績を見ると、流通総額の拡大と先行投資的な人員増による人件費増(≒利益の抑制)が交互に繰り返しながら成長してきたと言える。

図表 20 に示した通り、同社は 13/8 期から 14/8 期にかけて大きく増員をしたが、当該期間は赤字だった。その後、増員が抑制される中で流通総額が拡大した結果、「1 億円の流通総額を上げるのに必要な従業員数」が低下していき、利益水準が大きく上がっていった。これからすると、16/8 期の高成長は、過去の増員によって実現されたものと捉えることも可能である。

後述する通り、17/8 期業績について、人員の増加を見込んで利益成長が抑えられる会社計画となっている。「1 億円の流通総額を上げるのに必要な従業員数」がどこまで上昇するかはひとつの目安となろう。

【 図表 20 】 従業員数の推移

(単位：人)



(注) 「1 億円の流通総額を上げるのに必要な従業員数」の算出には期末ではなく期中平均の従業員数を使用 (出所) 農業総合研究所所有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

ネスモデルの項で詳述した通り、日本産農産物の輸出の流通形態の確立に向け、子会社の世界市場を中心に事業が進行している。世界市場の重要性が増したということで、17/8 期第 4 四半期からは連結決算が開始されることとなり、グループ内での位置づけも大きくなっているようだ。

## 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）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 21 のようにまとめられる。

【 図表 21 】 SWOT 分析

|                     |   |
|---------------------|---|
| 強み<br>(Strength)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・「農家の直売所」という新しい農産物の流通形態を確立できていること                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 生産者、スーパー等小売店、生活者の3者にとってメリットのある仕組み</li> <li>- 既存の流通形態と競争しないポジショニング</li> </ul> </li> <li>・「農家の直売所」の流通形態を支える機能                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 集荷場ネットワークを中心とする物流の機能</li> <li>- ITの機能</li> </ul> </li> <li>・現社長の実体験に基づいた農業分野の業務に対する知見</li> </ul> |
| 弱み<br>(Weakness)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・流通総額を増やすのにまだ増員が不可欠な状況にあること</li> <li>・ビジネスモデル上のボトルネックの存在                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 集荷場の業務委託先の成り手</li> <li>- 生産者のITリテラシー向上</li> </ul> </li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現社長への依存度が高い事業運営</li> </ul>   |
| 機会<br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・スーパー等の小売店舗、生産者にまだ十分な新規拡大余地があること</li> <li>・既存のスーパー等の小売店舗や生産者の取引額の増加余地があること</li> <li>・集荷場の設置余地がまだ十分にあること</li> <li>・子会社の世界市場を通じた輸出事業の開始</li> <li>・上場による知名度の向上                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 人員の採用</li> <li>- 業務提携先の確保</li> </ul> </li> </ul>  |
| 脅威<br>(Threat)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・スーパー等の小売店舗の営業方針の転換の可能性</li> <li>・集荷場の業務委託先がなかなか増えない可能性</li> <li>・既存の流通形態との競争激化の可能性</li> <li>・自然災害や天候不順による農産物生産の減少とそれに伴う流通総額減少の可能性</li> <li>・物流過程において食の安全性を脅かす事故が起きる可能性</li> <li>・子会社の世界市場を通じた海外展開が軌道に乗らない可能性</li> <li>・人材の確保が難しくなる可能性</li> </ul>  |

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 競争しない絶妙なポジションに立脚するプラットフォーム

同社が構築した「農家の直売所」は、生産者、小売店舗、生活者の3者それぞれにメリットのある「三方良し」の流通形態である。それと同時に、JA 経由の市場流通や直売流通の「道の駅」といった既存の流通形態の両方の特徴を持つ、両者の中間に位置する流通形態とも言

えよう。そのため、既存の流通形態と競合するものと見なされるかもしれない。

しかし、実際には、集荷場の運営を JA が受託するケースや、「道の駅」が地元の農産物の閑散期に販売高を維持するために「農家の直売所」の売り場を作ることを検討するケースが現れている。それらのことから、既存の流通形態と競合するというよりも、相互補完の流通形態、あるいは、新規の市場を創出する流通形態と考えた方が実体に合っていると考えられる。

「農家の直売所」の流通形態は、絶妙なポジショニングのもとに構築された、競争をしないで済むプラットフォームと言えよう。

#### ◆ 物流機能と IT 機能の掛け合わせで成り立つ「農家の直売所」

「農家の直売所」の流通形態は、物流機能と IT 機能の掛け合わせで成り立っていると捉えることができる。

物流の機能としての最大の特徴は、ビジネスモデルの項で述べた通り、生産者とスーパー等の間をつなぐ集荷場ネットワークの存在である。また、IT の機能は、生産から流通に至るまでの細かい業務を IT 利用の作業に置き換えていくことで構築されてきたものだが、今後は生産者と生活者との間のコミュニケーション促進や、生産者の意思決定支援の機能も盛り込まれることが想定される。そうすると、「農家の直売所」全体で、流通に関する情報の一元管理に近づいていくことになるだろう。

同社の構築した流通形態は、物流と IT の部分で同社が地道にブラッシュアップしてきた仕組みに支えられており、参入障壁の高いものとなっている。

#### ◆ 集荷場の処理能力と IT リテラシーがボトルネックになる可能性

ただし、その仕組みには、流通総額の拡大にブレーキをかけうる 2 つのボトルネックが存在すると証券リサーチセンター（以下、当センター）では考えている。

ひとつは、生産者や販売場所の増加ペースに対し、両者をつなぐ集荷場の処理能力の整備が追いつかないかどうかという物流プラットフォームにおけるボトルネックである。同社では現在、直営ではなく、FC による集荷場の増加を図っている。つまり、集荷場の増加は外部資源に頼らざるをえないわけで、集荷場の運営にアクティブに取り組もう



とする企業が確保できない場合、生産者や販売場所の増加に物流能力が追いつかない可能性がある。

もうひとつは、同社が提供する IT の仕組みを生産者等が使いこなせるかどうかという IT プラットフォームにおける課題である。時間をかければゆくゆくは使いこなせるであろうが、それまでに要する時間が、同社の想定以上に長くなることは念頭に置いておいた方が良いでしょう。実際に、17/8 期第 2 四半期累計期間の流通総額が会社計画に対して若干の未達となった要因のひとつに、生産者の IT 化が手間取って一時的に発注が減った生産者が存在したことが挙げられた。

これらのボトルネックを今後どのように解消していくかが、流通総額の拡大のペースを決定する要因となるものとする。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 17 年 8 月期会社計画

17/8 期の会社計画は、売上高 1,560 百万円（前期比 30.6%増）、営業利益 170 百万円（同 8.6%増）、経常利益 169 百万円（同 4.0%増）、当期純利益 109 百万円（同 1.9%増）であり、第 3 四半期まで経過した現在でも、期初計画は据え置かれている（図表 22）。

【 図表 22 】 農業総合研究所の 17 年 8 月期以降の業績計画

(単位: 百万円)

|             | 15/8期<br>単体<br>実績 | 16/8期<br>単体<br>実績 | 17/8期<br>単体<br>会社計画 | 18/8期<br>単体<br>中期計画 | 19/8期<br>単体<br>中期計画 | 前期比   |       |       |
|-------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-------|-------|-------|
|             |                   |                   |                     |                     |                     | 17/8期 | 18/8期 | 19/8期 |
| 流通総額        | 3,855             | 5,522             | 7,500               | 10,000              | 14,000              | 35.8% | 33.3% | 40.0% |
| 売上高         | 884               | 1,195             | 1,560               | 2,000               | 2,800               | 30.6% | 28.2% | 40.0% |
| 取引別         |                   |                   |                     |                     |                     |       |       |       |
| 委託販売システム    | 662               | 956               | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 買取委託販売      | 90                | 156               | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 卸販売         | 131               | 82                | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 主要指標        |                   |                   |                     |                     |                     |       |       |       |
| 期末店舗数(店舗)   | 471               | 680               | 905                 | -                   | -                   | 33.1% | -     | -     |
| 期末登録生産者数(名) | 4,722             | 5,765             | 7,000               | -                   | -                   | 21.4% | -     | -     |
| 期末集荷場数(カ所)  | 51                | 57                | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 売上総利益       | 694               | 1,009             | 1,362               | -                   | -                   | 35.0% | -     | -     |
| 売上総利益率      | 78.5%             | 84.4%             | 87.3%               | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 取引別         |                   |                   |                     |                     |                     |       |       |       |
| 委託販売システム    | 658               | 954               | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 売上総利益率      | 99.4%             | 99.8%             | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 買取委託販売      | 21                | 36                | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 売上総利益率      | 23.9%             | 23.4%             | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 卸販売         | 14                | 17                | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 売上総利益率      | 11.1%             | 21.7%             | -                   | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 営業利益        | 44                | 156               | 170                 | 250                 | 350                 | 8.6%  | 47.1% | 40.0% |
| 売上高営業利益率    | 5.1%              | 13.1%             | 10.9%               | 12.5%               | 12.5%               | -     | -     | -     |
| 経常利益        | 44                | 162               | 169                 | -                   | -                   | 4.0%  | -     | -     |
| 売上高経常利益率    | 5.1%              | 13.6%             | 10.8%               | -                   | -                   | -     | -     | -     |
| 当期純利益       | 52                | 107               | 109                 | -                   | -                   | 1.9%  | -     | -     |
| 売上高当期純利益率   | 5.9%              | 9.0%              | 7.0%                | -                   | -                   | -     | -     | -     |

(出所) 農業総合研究所決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

流通総額は前期比 35.8% 増の 7,500 百万円を見込む。その前提として、期末店舗数は前期末比 33.1% 増の 905 店、期末登録生産者数は同 21.4% 増を目指す内容となっており、店舗数の増加が牽引する想定となっている。

具体的な内訳の開示はないが、高利益率の委託販売システムの売上構成比がさらに上昇することにより、全体の売上総利益率は、前期比 2.9% ポイント上昇の 87.3% を見込んでいる。

一方、販管費は前期比 340 百万円増と大幅な増加を見込んでいる。中部や九州を強化するための人員増による人件費増のほか、物流費や集荷場の増加に伴う業務委託費の増加が想定されている。その結果、売上高営業利益率は、16/8 期より 2.2% ポイント低下の 10.9% となっている。

子会社の世界市場の重要性が増したことにより、17/8期の第4四半期から連結決算を開始する予定である。しかし、連結ベースでの会社計画は公表されていない。

株主還元に関して、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続する。

#### ◆ 中期計画

中期計画として、19/8期までの流通総額、売上高、営業利益が示されている。流通総額は、18/8期は前期比33.3%増、19/8期は同40.0%増を見込む内容となっている。利益面では同40%台の営業増益が見込まれているが、売上高営業利益率では18/8期、19/8期と12.5%の水準とし、16/8期の13.1%は超えないとしている。

#### ◆ 17年8月期第3四半期決算

17/8期第3四半期累計期間は、売上高1,122万円(前年同期比35.0%増)、営業利益93百万円(同10.2%減)、経常利益93百万円(同17.1%減)、四半期純利益61百万円(同14.7%減)であった。通期の会社計画に対する進捗率は、売上高は71.9%、営業利益は55.1%となった。

流通総額は前年同期比30.8%増の4,995百万円となったが、通期の会社計画の7,500百万円に対する達成率は66.6%となった。前年同期の通期実績に対する進捗率が69.2%であったことと比較すると、若干進捗が遅い感じは否めない。

主要指標のうち、店舗数は950店で通期計画に対する進捗率は120.0%、生産者数は6,512名で同進捗率は60.5%となった。

取引別売上高は、委託販売システムが前年同期比25.5%増、買取委託販売が同118.3%増となった。買取委託販売の伸びが目立った結果、売上構成比は19.6%まで上昇した。一方、買取委託販売は低利益率のため、全体の売上総利益率が前年同期比4.3%ポイント減の80.5%まで低下する要因となった。

人件費を中心に計画通り費用を使ったことにより、販管費は前年同期比34.8%増となったため、売上高営業利益率は8.4%と、前年同期比4.2%ポイントの低下となった。

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想**

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 17/8 期業績について、会社計画とほぼ同水準の売上高 1,547 百万円（前期比 29.5%増）、営業利益 150 百万円（同 3.7%減）、経常利益 150 百万円（同 7.5%減）、当期純利益 97 百万円（同 8.9%減）と予想する（図表 23）。

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) 全体の流通総額は、スーパー等の期末店舗数と 1 店舗当たり流通総額から算出した。その上で、全体の流通総額をどの取引によるものかに分けた。別途、登録生産者数と集荷場数を予想し、予想した流通総額との兼ね合いをチェックすることで、予想の整合性を確認した。

17/8 期末の店舗数は 1,050 店舗（16/8 期末 680 店舗、会社計画 905 店舗）、1 店舗 1 カ月当たり流通総額は 68.0 万円（16/8 期は 80.0 万円）とし、17/8 期の流通総額は 7,058 百万円と、会社計画の 7,500 百万円を下回るものと予想した。他の主要指標は、17/8 期末の登録生産者数は 6,900 名、集荷場数は 65 カ所と予想した。店舗数こそ会社計画を既に超過するペースで進捗しているが、登録生産者数は会社計画に届かず、集荷場の増加も進捗が遅れている可能性を考慮した。

全体の流通総額のうち、第 3 四半期までの状況を踏まえ、委託販売システムによるものは 95.1%になるものとした（16/8 期は 95.7%）。

流通総額が会社計画を下回りながら、それでも売上が会社計画に近い水準とした。第 3 四半期までの進捗を踏まえ、流通総額がそのまま売上高となる買取委託販売の構成比が上がり、原価が発生しない委託販売システムの売上構成比が下がるものと予想したためである。

(2) 売上総利益率は、16/8 期の 84.4%に対し、82.0%まで 2.4%ポイント低下するものとした。売上構成比の変動によるもので、上記の通り、原価が発生しない高利益率の委託販売システムの売上構成比の低下によるものである。

(3) 販管費は、16/8 期の 852 百万円に対し、17/8 期は 1,118 百万円まで増加するものと予想した（会社計画では 1,192 百万円）。人件費増のほか、物流費や業務委託費の増加を織り込んだ。ただ、当センターでは、流通総額が会社計画を下回るものとしており、流通総額に連動する物流費や業務委託費の増加が抑えられ、会社計画ほどの販管費はかからないと予想する。

これらの結果、17/8 期の売上高営業利益率は 10.7%と、16/8 期の 13.6%より 2.9%ポイント低下するものと予想した（会社計画では 10.8%）。

(4) 当センターでは17/8期について会社計画を下回る水準で予想しているが、それでも第3四半期累計期間までの進捗率は、売上高が72.5%、営業利益が62.2%に留まっている。元々利益の絶対額が小さく、費用の抑制でカバーできる部分が大いと考えているが、第4四半期のハードルは決して低いわけではない。

18/8期以降は、19/8期まで売上高は年25~39%の増加、流通総額は年26~40%の増加が続くものとした。店舗数の増加、すなわち需要サイドの拡充が流通総額の増加を牽引する展開を予想する。売上総利益率は委託販売システムの構成比の上昇により次第に改善し、販管費の伸びも抑制されていくことで、増収効果により、売上高営業利益率は19/8期に12.3%まで上昇するものと予想した。

なお、子会社の世界市場の重要性が増したことにより、17/8期の第4四半期から連結決算を開始すると同社は公表した。しかし、詳細の情報がないため、当センターでは連結ベースでの業績予想は作成していない。

【 図表 23 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

|              | 15/8期<br>単体 | 16/8期<br>単体 | 17/8期CE<br>単体 | 18/8期CE<br>単体 | 19/8期CE<br>単体 | 17/8期E<br>単体 | 18/8期E<br>単体 | 19/8期E<br>単体 | 20/8期E<br>単体 |
|--------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>損益計算書</b> |             |             |               |               |               |              |              |              |              |
| 売上高          | 884         | 1,195       | 1,560         | 2,000         | 2,800         | 1,547        | 2,144        | 2,689        | 3,223        |
| 前期比          | 2.9%        | 35.2%       | 30.6%         | 28.2%         | 40.0%         | 29.5%        | 38.6%        | 25.4%        | 19.9%        |
| 取引別          |             |             |               |               |               |              |              |              |              |
| 委託販売システム     | 662         | 956         | -             | -             | -             | 1,201        | 1,681        | 2,128        | 2,552        |
| 買取委託販売       | 90          | 156         | -             | -             | -             | 275          | 393          | 490          | 601          |
| 卸販売          | 131         | 82          | -             | -             | -             | 70           | 70           | 70           | 70           |
| 流通総額         | 3,855       | 5,522       | 7,500         | 10,000        | 14,000        | 7,058        | 9,857        | 12,453       | 14,929       |
| 前期比          | 34.7%       | 43.2%       | 35.8%         | 33.3%         | 40.0%         | 27.8%        | 39.7%        | 26.3%        | 19.9%        |
| 主要指標         |             |             |               |               |               |              |              |              |              |
| 期末店舗数(店舗)    | 471         | 680         | 905           | -             | -             | 1,050        | 1,375        | 1,700        | 2,000        |
| 期末登録生産者数(名)  | 4,722       | 5,765       | 7,000         | -             | -             | 6,900        | 7,900        | 8,900        | 9,900        |
| 期末集荷場数(力所)   | 51          | 57          | -             | -             | -             | 65           | 74           | 83           | 92           |
| 売上総利益        | 694         | 1,009       | 1,362         | -             | -             | 1,269        | 1,772        | 2,237        | 2,682        |
| 前期比          | 50.9%       | 45.4%       | 35.0%         | -             | -             | 25.8%        | 39.6%        | 26.3%        | 19.9%        |
| 売上総利益率       | 78.5%       | 84.4%       | 87.3%         | -             | -             | 82.0%        | 82.6%        | 83.2%        | 83.2%        |
| 販売費及び一般管理費   | 649         | 852         | 1,192         | -             | -             | 1,118        | 1,532        | 1,905        | 2,258        |
| 売上高販管費率      | 73.5%       | 71.3%       | 76.4%         | -             | -             | 72.3%        | 71.4%        | 70.9%        | 70.0%        |
| 営業利益         | 44          | 156         | 170           | 250           | 350           | 150          | 239          | 331          | 424          |
| 前期比          | -           | 251.1%      | 8.6%          | 47.1%         | 40.0%         | -3.7%        | 59.0%        | 38.3%        | 27.8%        |
| 売上高営業利益率     | 5.1%        | 13.1%       | 10.9%         | 12.5%         | 12.5%         | 9.8%         | 11.2%        | 12.3%        | 13.2%        |
| 経常利益         | 44          | 162         | 169           | -             | -             | 150          | 239          | 331          | 423          |
| 前期比          | -           | 262.4%      | 4.0%          | -             | -             | -7.5%        | 59.1%        | 38.3%        | 27.8%        |
| 売上高経常利益率     | 5.1%        | 13.6%       | 10.8%         | -             | -             | 9.7%         | 11.2%        | 12.3%        | 13.2%        |
| 当期純利益        | 52          | 107         | 109           | -             | -             | 97           | 155          | 215          | 275          |
| 前期比          | -           | 106.4%      | 1.9%          | -             | -             | -8.9%        | 59.1%        | 38.3%        | 27.8%        |
| 売上高当期純利益率    | 5.9%        | 9.0%        | 7.0%          | -             | -             | 6.3%         | 7.3%         | 8.0%         | 8.5%         |

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 農業総合研究所所有価証券届出書、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 24 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

|                      | 15/8期<br>単体 | 16/8期<br>単体 | 17/8期CE<br>単体 | 18/8期CE<br>単体 | 19/8期CE<br>単体 | 17/8期E<br>単体 | 18/8期E<br>単体 | 19/8期E<br>単体 | 20/8期E<br>単体 |
|----------------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>貸借対照表</b>         |             |             |               |               |               |              |              |              |              |
| 現金及び預金               | 297         | 726         | -             | -             | -             | 645          | 703          | 814          | 1,025        |
| 売掛金及び受取手形            | 230         | 296         | -             | -             | -             | 381          | 558          | 620          | 792          |
| 商品・貯蔵品               | 0           | 0           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| その他                  | 5           | 10          | -             | -             | -             | 10           | 10           | 10           | 10           |
| 流動資産                 | 534         | 1,033       | -             | -             | -             | 1,038        | 1,272        | 1,445        | 1,829        |
| 有形固定資産               | 6           | 3           | -             | -             | -             | 3            | 3            | 3            | 3            |
| 無形固定資産               | 5           | 24          | -             | -             | -             | 56           | 116          | 152          | 184          |
| 投資その他の資産             | 3           | 38          | -             | -             | -             | 39           | 39           | 39           | 39           |
| 固定資産                 | 15          | 66          | -             | -             | -             | 98           | 159          | 195          | 227          |
| 資産合計                 | 549         | 1,100       | -             | -             | -             | 1,137        | 1,432        | 1,641        | 2,057        |
| 買掛金                  | 267         | 344         | -             | -             | -             | 333          | 465          | 447          | 576          |
| 未払法人税等               | 0           | 59          | -             | -             | -             | 42           | 67           | 92           | 118          |
| 未払金                  | 78          | 70          | -             | -             | -             | 70           | 80           | 90           | 100          |
| 前受金                  | 0           | 0           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 短期借入金                | -           | 0           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 1年以内返済予定の長期借入金       | 37          | 31          | -             | -             | -             | 28           | 23           | 24           | 11           |
| その他                  | 28          | 29          | -             | -             | -             | 29           | 29           | 29           | 29           |
| 流動負債                 | 413         | 536         | -             | -             | -             | 503          | 666          | 685          | 836          |
| 長期借入金                | 82          | 88          | -             | -             | -             | 59           | 35           | 11           | 0            |
| その他                  | 0           | 0           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定負債                 | 82          | 88          | -             | -             | -             | 59           | 35           | 11           | 0            |
| 純資産合計                | 53          | 475         | -             | -             | -             | 573          | 729          | 945          | 1,220        |
| (自己資本)               | 53          | 475         | -             | -             | -             | 573          | 729          | 945          | 1,220        |
| <b>キャッシュ・フロー計算書</b>  |             |             |               |               |               |              |              |              |              |
| 税金等調整前当期純利益          | 44          | 162         | -             | -             | -             | 150          | 239          | 331          | 423          |
| 減価償却費                | 6           | 8           | -             | -             | -             | 11           | 22           | 26           | 30           |
| 売上債権の増減額 (-は増加)      | 55          | -65         | -             | -             | -             | -85          | -176         | -62          | -172         |
| 棚卸資産の増減額 (-は増加)      | 1           | 0           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 仕入債務の増減額 (-は減少)      | -148        | 76          | -             | -             | -             | -11          | 132          | -17          | 128          |
| 未払金の増減額 (-は減少)       | 43          | -7          | -             | -             | -             | 0            | 10           | 10           | 10           |
| 法人税等の支払額             | 0           | 0           | -             | -             | -             | -70          | -58          | -90          | -122         |
| その他                  | 12          | 4           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 営業活動によるキャッシュ・フロー     | 15          | 178         | -             | -             | -             | -5           | 169          | 197          | 299          |
| 有形固定資産の取得による支出       | -2          | 0           | -             | -             | -             | -3           | -3           | -3           | -3           |
| 無形固定資産の取得による支出       | -2          | -23         | -             | -             | -             | -40          | -80          | -60          | -60          |
| 投資有価証券の取得・売却による収支    | 0           | -35         | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| その他                  | 0           | -1          | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投資活動によるキャッシュ・フロー     | -4          | -60         | -             | -             | -             | -43          | -83          | -63          | -63          |
| 短期借入金の増減額 (-は減少)     | -           | 0           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 長期借入金の増減額 (-は減少)     | 14          | 0           | -             | -             | -             | -31          | -28          | -23          | -24          |
| 株式の発行による収支           | -           | 311         | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 配当金の支払額              | -           | -           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| その他                  | -           | -           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 財務活動によるキャッシュ・フロー     | 14          | 311         | -             | -             | -             | -31          | -28          | -23          | -24          |
| 換算差額                 | -           | -           | -             | -             | -             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 現金及び現金同等物の増減額 (-は減少) | 24          | 428         | -             | -             | -             | -80          | 58           | 110          | 211          |
| 現金及び現金同等物の期首残高       | 272         | 297         | -             | -             | -             | 726          | 645          | 703          | 814          |
| 現金及び現金同等物の期末残高       | 297         | 726         | -             | -             | -             | 645          | 703          | 814          | 1,025        |

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 農業総合研究所所有価証券届出書、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

◆ 自然災害等のリスクはどうしてもつきまとう

野菜や果実といった農産物の流通を事業としているため、農産物がそもそも流通に乗らないという状況が発生しうる。気候不順や病虫害による不作、台風や水害等の自然災害によってそもそも収穫できない状況が該当する。その他、食中毒等により食材として扱われなくなる状況や、地震や土砂災害による交通インフラの破損で物流が滞る状況も考えられる。これらの結果、同社の流通総額に影響が及ぶ可能性がある。

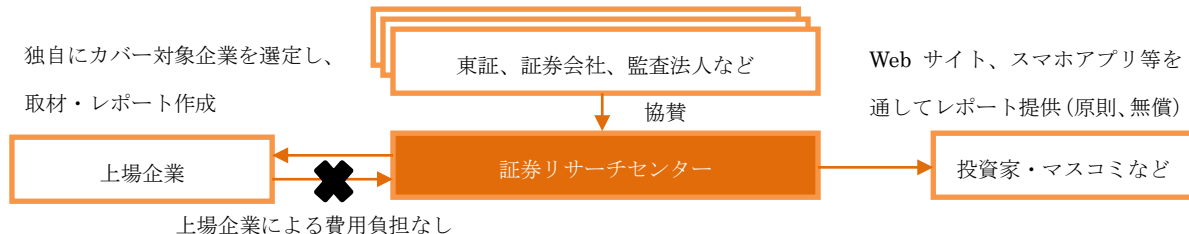
◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期について同社は現時点では未定としている。



**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。



■ **協賛会員**

|           |               |                 |             |
|-----------|---------------|-----------------|-------------|
| (協賛)      |               |                 |             |
| 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 | 有限責任あずさ監査法人   | 有限責任監査法人トーマツ    | 新日本有限責任監査法人 |
| 優成監査法人    | 株式会社 ICMG     |                 |             |
| (準協賛)     |               |                 |             |
| 三優監査法人    | 太陽有限責任監査法人    | 株式会社 SBI 証券     |             |
| (賛助)      |               |                 |             |
| 日本証券業協会   | 日本証券アナリスト協会   | 監査法人 A&A パートナーズ | いちよし証券株式会社  |
| 宝印刷株式会社   | 株式会社プロネクサス    |                 |             |

**本レポートの特徴**

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **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**

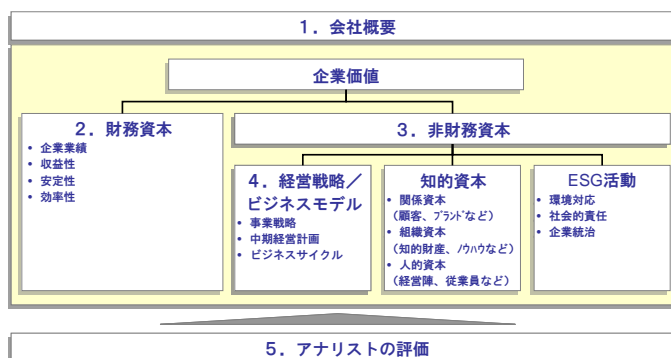
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。