

ホリスティック企業レポート (4955 アグロ カネショウ 東証二部)

フル・レポート
2012年11月13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20121108

要旨

アナリスト: 松尾 十作
+81 (0) 3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

1. 会社の概要

- ・果樹、野菜向け農薬事業に特化し農薬の輸入販売及び製造販売を行っている中堅専門メーカー。
- ・会員店販路を中心とした商系の販路が中心であり、営業担当が直接農家を訪問、コンサルティングセールスを行う農家密着型営業が特長。
- ・創業から今日に至るまで農薬及び関連事業の専門家として、輸入品に独自のノウハウを加えた農薬と自社開発農薬で業容を拡大してきた。

2. 財務面の分析

- ・震災、原発事故の影響により 2011 年 12 月期は大幅な減収減益、福島工場の減損により最終利益赤字転落。今 2012 年 12 月期黒字転換へ。
- ・当センターでは震災復興需要・生産の軌道化などで今期以降は、業況がほぼ通常の水準に回復していくと予想。来期以降も、新しい農薬による効果や輸出の伸びなどで、実質的に増収増益へ。

3. 非財務面の分析

- ・同社は、復興需要に対処するために、新工場の建設及び生産面でのリスク分散、新薬の研究開発、国内外での登録・上市に注力している。海外への輸出及び積極的な進出にも意欲的である。

4. 経営戦略の分析

- ・復興需要の本格化、消費税増税の仮償などの取り込みに注力している。また、結城事業所/茨城工場の新設により、研究開発のスピードアップと供給・品質の向上を目指す。

5. アナリストの評価

- ・同社は、農薬の効果が大い果樹・野菜分野に特化し会員店による流通経路で全国展開。農家密着型の営業スタイルは業界ではユニーク。独自商品・自社新薬の開発に注力し、今後は成長率が高まる局面もあると考えられる。

【主要指標】

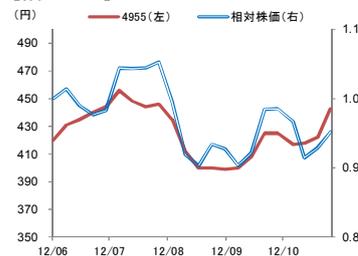
	2012/11/2
株価(円)	437
発行済株式数(株)	13,404,862
時価総額(百万円)	5,858

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	-19.1	6.6	8.2
PBR(倍)	0.5	0.5	0.5
配当利回り(%)	2.3	4.6	4.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.9	-4.7	12.6
対TOPIX(%)	0.3	-5.4	15.9

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/6/04

【4955 アグロカネショウ 業種:化学業】

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)
2009/12	12,557	-7.6	1,079	55.5	1,021	54.2	593	黒字化	91.8	1,620.3	40.0
2010/12	12,930	3.0	1,375	27.4	1,220	19.5	874	47.4	142.8	1,688.3	20.0
2011/12	11,310	-12.5	1,096	-20.3	1,039	-14.8	-277	-131.7	-22.8	795.4	10.0
2012/12 CE	12,403	9.7	1,164	6.2	1,189	14.4	828	黒字化	68.0	—	20.0
2012/12 E	12,000	6.1	1,130	3.1	1,160	11.6	815	黒字化	66.6	813.6	20.0
2013/12 E	12,460	3.8	1,200	6.2	1,180	1.7	650	-20.2	53.1	846.7	20.0
2014/12 E	13,000	4.3	1,280	6.7	1,240	5.1	680	4.6	55.5	882.2	20.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター 予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

果樹、野菜向け農薬事業に特化、農家密着型営業と多品種少量生産に特長

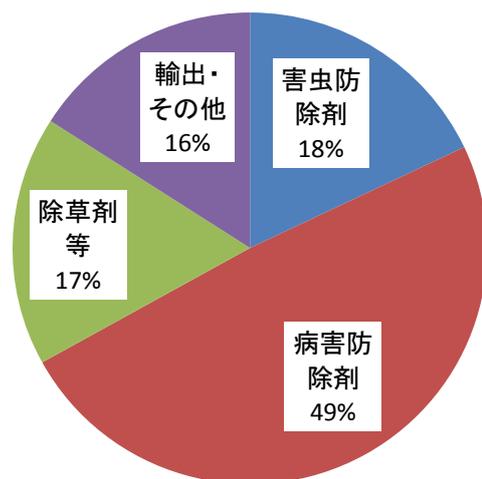
◆ 農業薬品の中堅専門メーカー

アグロ カネショウ (以下：同社) は、創業以来、農家と直結した農薬事業の推進を事業方針とし、農業生産に携わる人々に信頼される企業を目指してきた。個性ある製品の研究開発、独自の販売ルートと営業支援システムを駆使し、農家に直接技術指導及び普及に注力して発展してきた。

同社グループは、同社と海外連結子会社1社の合計2社で構成されており、害虫防除剤、病害防除剤等農薬の製造及び販売を主な事業としている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA (カネショウ・ソイル・トリートメント、所在地：ベルギー王国、以下KST) であり、バスアミド微粒剤やD-D等の農業用土壌処理剤の原体及びバルクを同社及び90ヶ国余りへ輸出している。

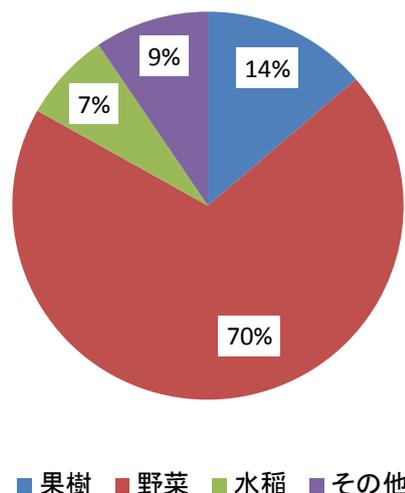
販売代理店やJAと連携して、技術情報の交換、農家のニーズ調査、新技術・農薬の開発を進める。社名の由来は、アグロ(農業)+カネショウ(旧社名である兼商)である。日本の農業の季節性から、同社の業績は上期偏重となっている。専門であるため事業セグメントは単一。売上構成は、病害防除剤が全体の約5割(図表1)、野菜・畑作向けが7割(図表2)を占める。

【図表1】売上構成比(2011.12期)



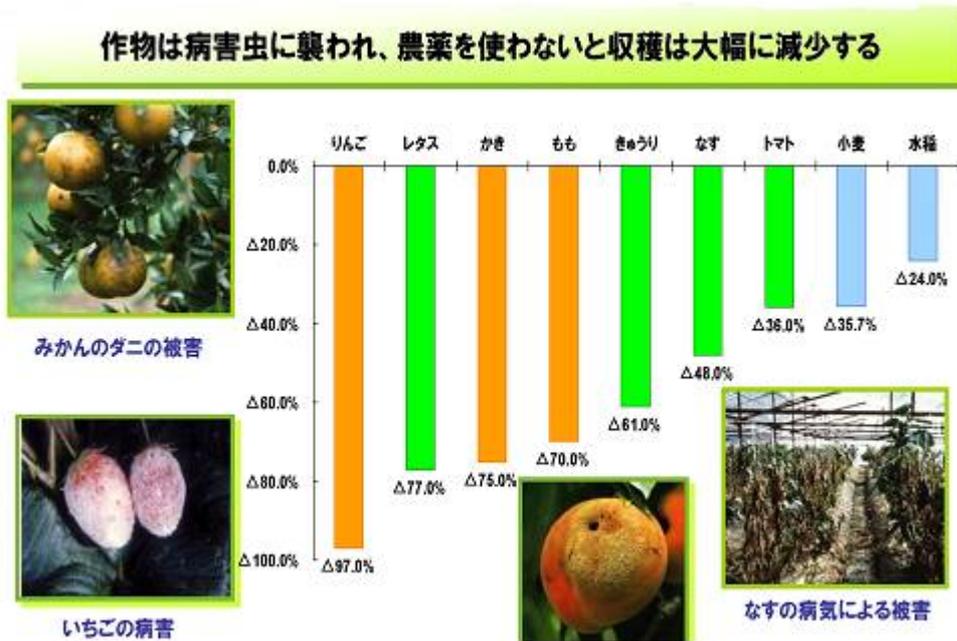
出所) 短信より当センター作成

【図表2】分野別売上高構成(2011.12期)



出所) 決算説明会資料より当センター作成

【図表 3】 農薬の必要性



出所) 決算説明会資料より

> ビジネスモデル

◆ 食料増産に不可欠な農薬

世界人口の急増（現在約 70 億人→2050 年推計 92 億人、総務省統計局より引用）により食料増産は極めて重要な問題となっている。生産性向上・農作業の省力化（病虫害・雑草の防除対策）から、農薬は不可欠である。因みに、同社の主力市場である果樹・野菜では、農薬を使用しない場合の農作物のロス率は、「なす」48%、「もも」70%、「りんご」97%と推測されている（図表 3）。

◆ 農薬の審査・登録体制と開発

当業界は、農薬取締法で規制されており、医療品と類似している。農薬は登録認可制度があり、国（農林水産省等）により薬効のみならず安全性が厳しくチェックされている。

農薬の研究開発は効能が高い農薬を見つけること、及びその安全性を証明する作業が中心となるが、開発した農薬は、200 項目にわたる試験を行い、安全性を十分確認した上で、製造者あるいは販売者が申請を行う。そのために開発から登録まで、薬剤あたり約 10 年の期間と約 15～30 億円の費用を要する。

加えて農薬の審査・登録は、農林水産省のみならず、厚生労働省・環境省など国のさまざまな機関がかかわり、最新の科学レベルで安全性の審査がなされ、申請から登録まではさらに最低2年を要するという長いビジネスモデルである。こうした厳しい審査の背景には、食の安全に対する消費者の関心の高まりがある。

【図表 4】新剤開発手順

新剤の開発には10年の歳月と30億円の費用が必要

農薬登録：作物、病害虫、使用方法・回数・時期など



出所) 決算説明会資料より

◆ 農家のニーズに応える多彩な製品群

農家のニーズをもとに開発されたダニ剤、害虫防除剤、線虫防除剤、病害防除剤、土壌消毒剤、除草剤、植物成長調整剤、展着剤など各種農薬と機能性液肥を最も使いやすい形で製剤・包装し、使用技術・ノウハウとともに提供している。

◆ 地元密着ときめ細かな営業活動、ノウハウの共有が強み

農薬の単なる製造販売ではなく、果樹、野菜、花卉など園芸農家を中心に技術普及を重視した農家直結の営業方針を持つ。「TCA 活動(注1)」、「展示圃(てんじほ)活動(注2)」、「農家説明会(注3)」などの営業施策を行っている。

会員店・JA・販売店と同社グループを密に連携する「トライアングル作戦」(注4)を展開し、需要の開拓と販売促進を行うビジネスモデルである。同社の支店・営業所の社員は、ほとんどが地元採用で“生え抜きの社員”である。各地方の出身者であることから生活習

慣や言葉にも溶け込み、顧客である農家と円滑なコミュニケーションをとることができる。また、その土地の農業や環境、地域特性なども熟知し、農家の声・ニーズを製品開発に生かす仕組みを確立している。

同社の営業技術普及担当者は、病虫害や農薬の知識、農薬の使用技術のみならず、農業経営にいたるまでさまざまな農家支援を提供している。地域に適合した病虫害防除を支援し、地域に密着した日々の細やかなサポートで信頼関係を育もうとしている。このために、会員店・社員のノウハウ強化のために技術部会(注5)などを行なっている。

【図表 5】 農家密着型営業体制



出所)決算説明会資料より

以下の(注)は同社HPより抜粋し、当センターにて加筆修正

(注1) TCA活動: 支店・営業所の技術普及担当者は、地域に密着した、TCA(テクニカル&コマーシャルアドバイザー)として農家と密接に連絡を取り合い、病虫害防除技術のみならず、農業技術と経営の助言をおこなう。

(注2) 展示圃(てんじほ)活動: 地域の農業指導機関と連携して、農薬の効果的で適正な使い方を実演によって説明し、その効果、特性を理解してもらうための展示圃場を運営。

(注3) 農家説明会: 作物の栽培に合った効果的な病虫害の防除方法や農薬の使用方法を指導。また、病虫害防除暦の作成支援、技術情報の提供等をおこなう。

(注4) トライアングル作戦: 「地域のリーダーとなる中核農家」と「農業販売・指導を行うJAや販売店」と「TCA」が有機的に結びつき、技術情報の交換、農家ニーズ調査・確認、展示圃の設置、新技術の開発等を行い、製品普及の核としている。

(注5) 技術部会：地域ごとの会員店(代理店)社員に対して、展示圃活動を通じた技術の習得や製品知識の向上を図り、同社の製品販売に携わる人々すべてが十分な製品知識および、使用技術に基づき農家に販売できるよう研修体制を整えている。

◆ 輸入商品も独自のノウハウを加え商品化、自社開発品にも注力

商品数は約 100 点にも及び多品種少量生産。何らかの付加価値を加えた独自開発品が売上の約 7 割。また自社による開発品は、2 商品と数は少ないものの、売上の約 2 割であり、利益率も高い商品群として貢献している。取扱品目数が多く、いずれ効率面からは絞り込みが必要となろう。

主力製品は、バスアミド微粒剤（土壌消毒剤）、D-D（土壌消毒剤）、カネマイトフロアブル（自社開発品：害虫防除剤-ダニ防除剤）、カソロン粒剤（除草剤）、モゲトン（除草剤の一種・水稻の藻や畑地の苔の防除など）の商品で、全売上の約 65% を占める。今後は、2 年前から発売しているネマキック粒剤（自社開発品：害虫防除剤-線虫防除剤）が海外も含め成長段階に入る。

用語説明

害虫防除剤：農作物の有害昆虫（害虫）の防除薬剤

病害防除剤：農作物を植物病原菌（糸状菌及び細菌）からの保護薬剤

除草剤：農作物や樹木に有害な作用をする雑草類の防除薬剤

線虫防除剤：害虫防除剤の一種。農作物の根の表面または組織内に寄生増殖して加害する線虫類の防除薬剤

ダニ防除剤：害虫防除剤の一種。農作物に寄生増殖して加害するダニ類の防除薬剤

土壌消毒剤：作物を育てる前に土壌に処理し、病原菌、線虫、害虫及び雑草などを防除する薬剤

◆ 販売体制

国内では、会員店販路を中心とした商系の販路が中心である（9 割程度）。残りは県の農協・JA 等。一方、海外販売では、各国の気候、風土、農業の方法、農薬に関する規制など特性を考慮して、主に自社開発したオリジナル農薬（カネマイトフロアブル：ダニ剤等）を提供。今後はネマキック粒剤を積極的に輸出していく。国内同様に、現地の技術者とともに、技術指導を中心に普及活動を行う。ターゲット市場は、韓国、台湾などの近隣アジア諸国はもとより、北米、中南米、ヨーロッパ、中近東、アフリカまでグローバルである。同社製品を販売している国は 90 ヶ国程度に及ぶ。他にも、バスアミド、D-D、キンセット（バクテリアに有効な病害防除剤）、モゲトン、キノンドー（病害防除剤）などを販売。

会員店流通網を活かした
ブル型のコンサルティングセ
ールス

> 市場構造とポジション

海外は食料需要の増大に伴って、農薬が増大

◆ 市場規模と参入障壁

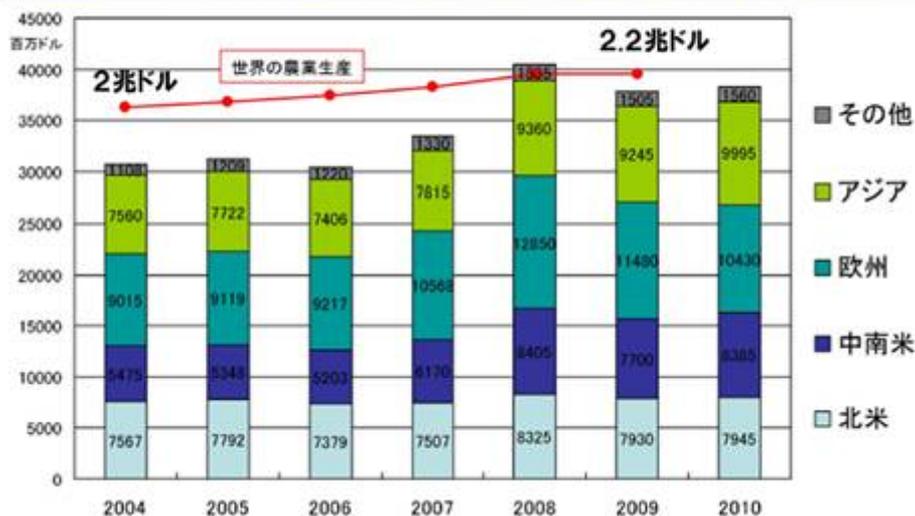
世界の農薬市場は推定 3 兆円、対して日本は 3,200 億円。特に海外は人口の伸びによる食料需要の増大に伴って、農薬需要が増加している。現在、我が国の農薬業界を取巻く情勢は出荷量、金額ともに横ばいの中で、海外メーカーの参入及び国内メーカーの再編と統合等によって変化しつつある。農薬市場における同社の国内における売上高シェアは、推定約 3~4%となる。

農薬の種類は多岐にわたるが、同社は特定分野に特化しており、土壌消毒剤分野では、同社は国内トップクラスである。主たる競合品を挙げると、害虫防除剤(線虫剤:同社自社開発品のネマキック粒剤)では石原産業(東証一部 4028)の商品が、D-D(土壌処理剤)ではダウアグロサイエンスがある。

国内には、医薬品のような後発医薬品制度はなく、特許切れとなっても販売者が全てのデータを揃えて薬品を登録する必要がある。安全性の確認手続き・登録において、結果的に参入障壁は高いと言える。

【図表 6】世界の農薬市場の地域別売上推移

市場規模は約3兆円 アジアを中心に成長が続く



出展: AgriFutura, The Newsletter of Phillips McDougall - AgriService

出所) 決算説明会資料より

> 沿革と経営理念

創業約 60 年、農業の輸入販売から自社開発・生産へと拡大、農家と直結した技術普及に注力して着実に発展

◆ 沿革

1951 年、現社長の実父である榎引大吉氏が、戦後の荒廃した農地を見て日本における農業及び農薬の重要性・将来性を感じ創業。当初はリンゴ用農業薬品・肥飼料の売買・輸入販売などを行う。社名を、榎引家本家(青森県弘前市)の屋号に因んで兼商(カネショウ)株式会社とした。1959 年、兼商化学工業を設立し、1960 年に、販売特約店との共同出資により青森兼商販売を設立。その後、次々に販社を設立し、全国的な販売網を整備した。

1985 年には兼商(株)と兼商化学工業(株)の合併により、新社名アグロ カネショウ(株)に改称。1989 年には、全国の販社を吸収合併。2003 年には、ベルギーに土壌処理剤を取り扱う KST を三井物産(東証一部・8031)と合併で設立(現出資比率、同社：三井物産=60：40)。2010 年に国内連結子会社であった三和化学工業(塗料などを生産販売)を売却。2011 年 3 月 11 日に、主要生産拠点であった福島工場が東日本大震災における東京電力第一原子力発電所の事故により生産不能となる。2013 年完成を目指し、代替新工場として茨城工場を建設中。

創業 60 数年のうち当初の 30 年近くは商品の輸入販売が主体で、自社製品の開発に着手したのは最近の 30 年程、同販売は 10 数年前からと社歴に対して、自社開発・販売の歴史は浅く、今後本格化していくものと予想される。1993 年 6 月に株式を店頭登録し、2000 年 9 月東京証券取引所市場第二部に上場した。

◆ 経営理念

創業者である榎引大吉は、常々「企業経営は目先の利益だけにとらわれてはいけない、哲学を持たない会社は繁栄しない」と唱えていた。同社グループは、創業以来一貫して創業者の精神である「我が信条」を経営の基本方針としている。1993 年 3 月 31 日に株式を公開したことを契機に、現社長、榎引博敬が「我が信条」を基本理念はそのままにし、よりわかりやすい現在の形に改定した。

一：我々の責任は、我々の商品とサービスを利用する全てのお客様に対するものである。

一：我々の責任は、我々の事業に参画している全ての社員に対するものである。

一：我々の責任は、我々が事業を営む地域社会、ひいては社会全体に対するものである。

一：我々の責任は、株主に対するものである。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

自社開発農薬の販売により
業容は拡大

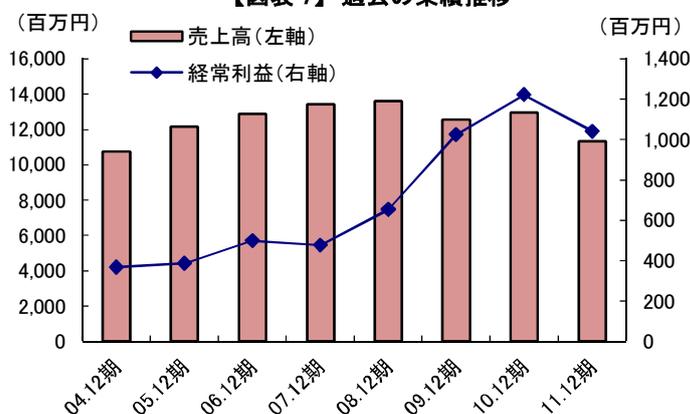
◆ 2011年12月期は大幅減収減益、一時的に赤字転落

創業から今日に至るまで農薬及び関連事業の専門家として、輸入品に独自のノウハウを加えた農薬と自社開発農薬で業容を拡大してきた。D-D やバスアミド微粒剤の販売開始が業績を牽引し、08年12月期以降、収益性が向上してきた。

前11年12月期は、東北大震災以降、東北3県を中心に広範囲にわたって作付け・栽培不能となる農地が発生した上、台風・大雨等の自然災害の影響も加わり農薬の使用が大幅に落ち込んだ地域があった。加えて、東京電力福島第一原子力発電所の事故により、同社の主要生産拠点であった福島工場は操業停止となり商品の供給が困難となったため、同社の業績に大きな影響を与えた。

そのため、前11年12月期業績は、売上高11,310百万円(前期比12.5%減)、営業利益1,096百万円(同20.3%減)、経常利益は1,039百万円(同14.9%減)と大幅な減収減益決算となった。災害による損失及び減損損失を計上した結果、当期純損失は-276百万円と赤字に転落したが、配当は従来の10円を維持した。

【図表7】過去の業績推移



出所) 決算短信より当センター作成

> 同業他社との比較

◆ 同業他社と比較し収益性では遜色なし

農薬を製造販売する同規模の上場他社と比較した。規模は業界全体のなかでは中位であるが、ニッチマーケットでユーザーニーズをくみ取り適正利益を確保する経営方針のため、類似企業と比較すると収益性は高い。震災の影響により減損などの特別損失等が発生したものの、財務上、安全性を示す指標は高く特に問題はないと思われる。

【図表 8】 同業他社との財務指標比較

項目	銘柄	アグロ カネショウ		エス・デー・エス・バイオテック	北興化学工業
	証券コード	4955 東証二部	4952 東証二部	4992 東証一部	
	決算期	2011/12	2011/12	2011/11	
規模	売上高	億円	113	112	412
	経常利益	億円	11	7	5
	総資産	億円	165	121	439
収益性	自己資本利益率	%	-2.8	13.3	-0.3
	総資産経常利益率	%	6.1	5.8	1.1
	売上高経常利益率	%	9.2	6.6	1.2
成長性	売上高(3年平成成長率)	%	-5.9	-3.5	-4.6
	経常利益(同上)	%	16.8	-14.0	-8.9
	純資産(同上)	%	-1.0	22.5	-4.1
安全性	自己資本比率	%	58.2	31.1	30.2
	流動比率	%	439.3	165.9	136.0
	インタレスト・カバレッジ・レシオ	倍	54.4	18.3	9.5

(注) 平均成長率は複利。自己資本利益率、総資本経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。
流動比率は流動資産÷流動負債、

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書

> 今後の業績見通し

震災復興需要などで 2012 年 12 月期には、ほぼ通常の水準に回復へ

◆ 今期会社予想は増収増益、黒字転換へ

東北大震災、原発事故の影響により 2011 年 12 月期は大幅な減収減益、最終利益は赤字に転落したものの、今 12 年 12 月期は混乱が和らぎ実質的に増収増益、黒字転換する見通しである。

12 年 12 月期第 2 四半期累計業績は、福島工場の代替生産が一部計画通りに進まず、売上高が対前年比 7.1%増となったものの、当初計画を下回る予想となった(計画 7,894 百万円、実績 6,992 百万円は達成率約 89%)。売上の会社予想未達に伴い経費節減等を実施したが、営業利益(計画 1,210 百万円、実績 1,164 百万円は達成率約 96%)、経常利益(計画 1,224 百万円、実績 1,189 百万円は達成率約 97%)及び半期純利益(計画 883 百万円、実績 828 百万円は達成率約 94%)とも計画を下回る結果となった。なお、通期の連結業績予想だが、期初公表の連結業績予想を据え置いている。

◆ 当センターは今期予想を慎重に判断

東北大震災復興需要・生産の軌道化などで今期以降は、業況はほぼ通常の水準に回復すると予想している。注意点だが、昨年の甚大な震災被害にもかかわらず、2011年農薬年度(10月から翌9月)は、農薬出荷金額が前年比0.6%増となっていることから業界全般に足下の流通在庫が多めであると予想されること、比重の高い上期が計画未達であったこと、震災の農業生産に対する影響も依然残っている。したがって当センターの今12年12月期業績予想は、会社予想を若干下方修正した。

◆ 来期以降、実質増収増益基調へ

来13年12月期以降は、ネマキックの伸長、展着剤^(注)のアイヤーエース、園芸用害虫防除剤のアザチン、園芸用病害防除剤のケミヘルなど新製品効果も期待されること、海外での登録が順次認められ輸出の伸びが期待できること、震災被害の緩和を前提に実質増収増益(法人税効果や震災被害に伴う営業外損益及び特別損益を除外した実質ベースの損益)を見込んでいる。

(注) 展着剤：農薬を水で薄めて散布するときに、薬剤が害虫の体や作物の表面によく付着するように添加するもの。

来期以降、新製品効果も期待される。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 開発力・営業力強化

農薬の製造・販売という特性上、研究開発による新薬開発と顧客である農家・地域密着型のビジネスモデルは、開発力強化とコンサルティングセールス的な営業力が不可欠である。

【図表 9】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・上場企業であり、知名度や規模の経済を享受。 ・農家密着型の営業を全国展開し、顧客を囲い込み。	・支店・営業所数	・全国 16 拠点
	ブランド ・社歴が長く上場企業で、高いブランド力を保有。 ・高いブランド力を利用し、高品質・高価格帯戦略を取っている	・業界シェア	・推定シェア 3～4% 土壌消毒剤・展着剤ではトップシェア。微生物害虫防除剤では 2 位のシェア。
	ネットワーク ・国内外の会社と技術・販売契約、他社との棲み分けを図っている。 ・国内会員店網を活用している。	・契約数 ・会員店数	・重要契約数 12 社 ・国内会員店数約 90
組織資本	プロセス ・業務のサイクルは以下のとおり。 ①植物の季節性を考慮して、農薬の営業施策を行う。 ②新薬開発は、開発サイクルが長い。また、輸入品などの登録には数年を要する。	・商品販売頻度 ・新薬開発サイクル	・商品販売頻度 1～2 回/年 ・新薬開発サイクル約 10 年
	知的財産・ノウハウ ・経営会議によって意思決定と確認がされている。 ・技術部会、社内研修会などを通じてノウハウの共有がなされる	・有資格者数 ・博士号保有社員数	・研究員 40 名 ・博士号保有者 5 名
人的資本	経営陣 ・社長は二代目で創業者から事業を継承。筆頭株主として約 25%の株式を保有。 ・経営者は「我が信条」を定め、これを理念として貫いている。	・任期年数 ・株式保有比率	・社長の任期年数約 20 年 ・株式保有比率 24.44%
	従業員 ・社員に長期の農家研修（新入社員研修・3 年目フォローアップ農家研修）や語学研修のための海外留学といった体験型研修を行っている。 ・新剤の開発研究や分析で理系の人材が必要なため、生物系・化学系の大学院卒業生を採用。	・勤続年数	・09 年 12 月期平均勤続年数 13.9 年 → 前期同 13.4 年

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は室内の冷房設定温度を 28 度とし、沖縄の伝統衣装「かりゆし」の着用を推進するなど、クールビズを実施 (6 月 1 日～9 月 30 日) している。また、工場・事業所周辺の清掃活動に、同社社員が積極的に参加している。法律に基づいた農薬生産など、環境に配慮する業務を行うことから、地球環境の保護に繋がっていると思われる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は食料生産の増産及び効率化という事業性格を強く意識し、法律で義務付けられている安全確認・検査を実行することで、社会的責任を果たしていると考えられる。また、献血、ふるさとまつりへの協力、スポーツ活動を通じて地域の住民との交流を図っている。

◆ 企業統治 (Governance)

執行役員制度を採用していないこともあり、同社の経営陣は取締役 9 名 (うち社外取締役 0 名) と、監査役 3 名 (うち社外監査役 2 名、税理士と弁護士各 1 名) で構成されており、規模に対して取締役がやや多いとの印象をうける。

創業者一族の議決権は約 25% (代表取締役社長である榎引氏の株式保有比率) に過ぎない。また、取引先であり出資者の商社 (三井物産など) からの役員受け入れがあり、社外監査役を招聘するなどを行っている。今後は、独立性と透明性を一層高めるためにも、社外取締役の招聘などが必要だろう。

【図表 10】大株主の状況 (12年6月末)

	(%)
榎引 博敬	24.44
三井物産株式会社	13.29
アグロカネショウ株式会社	3.72
株式会社みずほ銀行	3.73
双日株式会社	2.99
アグロカネショウ取引先持株会	2.15
アグロカネショウ従業員持株会	2.15
株式会社三井住友銀行	0.96
生化学工業株式会社	0.91
住友商事株式会社	0.89
上位10株主	60.70

出所) 有価証券報告書より当センター作成

【図表 11】所有者別状況 (11年12月末)

	(%)
個人その他	68.1
法人	25.6
金融機関等	4.0
外国人	2.3

出所) 有価証券報告書より当センター作成

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

海外も含めた生産体制のリスク分散及び最適化と研究開発力が鍵

◆ 当面の対処すべき課題

同社は以下の2点を当面の対処すべき課題とし取り組んでいる。

- 1) 生産体制だが、バイエルクロップサイエンスが2011年末に閉鎖した結城中央研究所(茨城県結城市)を譲り受け、同社結城事業所とし、その敷地内に福島工場に代わる新工場「茨城工場」を建設する計画。完成時期は、第一期工事2013年1月、及び二期工事4月。投資総額は10億円前後で生産品目はバスアミド(病害防除剤)、各種水和製剤(有効成分を水に溶かし希釈して使う)など。生産能力は福島工場の約6割。今後も、国内外の取引先企業等の協力を含めながら安定した製品供給を行うことが課題である。

【図表12】新工場の建設



出所)決算説明会資料より

- 2) 研究開発体制だが、同結城事業所(茨城県結城市)に生物研究部門を移転し、質的・量的な研究内容の強化・拡充を進めるとともに新規薬剤の開発のスピードアップを目指している。

> 今後の戦略

◆ 中期ビジョンの具体策非公表

震災関連の影響から事業環境が正常化した後には、中期ビジョンの具体策が求められる。詳細は未公表ながら、「新規商品の提供及び開発、業務の再構築及び合理化推進による収益力強化を図り、グループのより一層の発展と企業価値の向上を目指す」とする、中期経営計画を発表している。目標とする経営指標は唯一15年12月期当期純利益9億円である。

また、海外展開も同社の将来を占う重要な戦略であるが、具体的な商品戦略としては、海外連結子会社である「KST」の農業用土壌処理剤

「バスアミド微粒剤」と「D-D」による国内土壌処理剤市場でのシェアアップを図り、更に全世界での販売を展開して行く方針である。また2011年より新たに販売開始した線虫防除剤「ネマキック粒剤」を加えて土壌処理剤を充実させ、技術普及及び販売に注力していく戦略である。

【図表 13】 海外展開の加速 カネマイトフロアブルの海外での登録状況



出所) 決算説明会資料より

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 高い参入障壁と独自の農業密着営業が強み

SWOT 分析による同社の強み・弱みは、以下のように要約される。

【図表 14】 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・独自の営業網を使った農家密着営業 ・高い参入障壁 ・シェアアップを可能にする全国展開網と、各地元採用でキャリアの長いプロ集団 ・農業体験を活用した教育・研修制度 ・出資母体である商社とのパイプ ・信用力とブランド力
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・天候に業績が影響を受けやすい業態 ・熟練者の退職・転職 ・小規模であること ・海外も含めた生産体制が十分には分散化できていない
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・世界的な人口増加に伴う食料不足懸念と農薬市場の需要の高まり ・新製品（自社開発品）のラインナップ ・震災復興需要の本格化 ・海外における農薬需要の高まりと農薬登録による海外展開によりシェアアップ
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・製品開発の遅れ、登録審査期間の長期化 ・風評含め原発被害の影響の長期化 ・環境・安全性などの法規制の変化 ・為替変動 ・ライセンス契約等の打ち切りリスク

> 経営戦略の評価

◆ ニッチマーケットで市場を創造する独自のビジネスモデル

同社は、果樹・野菜分野に特化し会員店による流通経路で全国展開。顧客である農家に密着しそのニーズを反映した商品を開発し提供するという「ニッチマーケットをクリエイト」し、「確実に適正利益を積み上げる」戦略は堅実で、プッシュ型の多い他社とは大きな違いである。

復興需要に対処すべく国内に新工場の建設中であるが、海外も含めた生産体制面でのリスク分散を図る必要があると思われ、今後はその具体策が待たれる。また、海外諸国への輸出及び積極的な進出にも意欲的であり、世界的な農薬需要の増加と申請中の農薬が順次登録されることに伴い海外売上高が伸長することが予想される。一方では、業績変動要因となる為替面での対応も求められるであろう。

新薬の開発には注力しているが、今後の業容のブレークスルーには、ヒットする大型自社開発品を生みだせるか否かにかかっている。また、商品力強化のために、有力商品を買収することも視野に入れており、その動向にも注目していきたい。

> 利益還元策

◆ 安定配当が基本方針

同社は株主への利益還元を重要な経営課題と捉え、配当政策は新型農薬の研究開発資金を内部留保しながら、業績を勘案し利益還元を行う方針である。連結配当性向は特に定めていない(今期予想ベースでは約30%)。業績が回復すると予想されることから、前期の10円配当から20円配当に増配する計画である。

当センターでは業績予想を前提に来期以降、当面は増配の可能性はなく20円配当が続くと考えている。ビジネスが再び成長軌道に乗れば、株主優待の実施や、増配・株式分割などの株主還元策の検討にも期待したい。

> バリュエーション比較

◆ 株価バリュエーションは割安な水準

上場する競合企業と同業他社比較を行った。同社の株価バリュエーションは2012年12月期会社計画ベースでPER6.4倍、当センター予想ではPER6.6倍の水準。東証二部平均の今期予想PER12.3倍に比べて、同社の株価は割安な水準と思われる。

この要因として考えられるのは、放射能による農作物に対する損害の拡大及び長期化リスクであろう。したがって、今後の事態の収束化や損害賠償請求が認められ、業容の着実な回復が確認できれば、東証二部平均並みの株価バリュエーション評価も可能と予想される。

東証二部平均並みの株価バリュエーション評価も可能

【図表15】 株価バリュエーション同業比較

	4955 東証二部	4952 東証二部	4992 東証一部
	アグロ カネショウ	エス・ディー・エス・バイオテック	北興化学工業
株価(2012/11/2)	437	765	220
PER(今期予想、倍)	6.6	12.0	20.9
PBR(直近期、倍)	0.5	1.6	0.5
配当利回り(予想、%)	4.58	2.61	3.64
時価総額(百万円)	5,858	5,978	6,597

(注) 同社のみアナリスト予想、他社は会社予想

(出所) 各種資料より当センター作成

> 今後の株価見通し

内需・デフェンシブの小型株、
株価は上値余地があろう。

◆ 中期的な適正株価は 444 円～555 円を想定

前述の様に同社は原発事故による被害・業績悪化から、株価バリュエーションはディカウントされていると考えられる一方で、現在、事業は正常化しつつある。今後は、新工場による生産開始が始まる見込みであり、当センターでは同社の適正バリュエーションを予想 PER で 8 倍～10 倍と想定した。これに当センターの 2014 年 12 月期予想 EPS55.5 円を当てはめると、適正株価水準は 444 円～555 円のレンジが想定される。なお、当センターの来期以降の EPS 予想には、追加減損や損害賠償請求金額などを織り込んでいない。

また、2012 年 8 月に、同社株式の流動性向上及び株式の分布状況の改善を図ることを目的に立会外分売を実施（株式数 500,000 株、分売の価格 396 円）した。この結果、株主数も従前の 900 名前後から、1,600 名前後まで増加した模様。時期は未定ながらも、今後、東証一部への昇格も視野に入れており、業績の安定的な成長、株主還元及び IR の強化（決算説明会を年 1 回から 2 回へ）が必要であると思われる。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

知的資本分析のフレームワーク

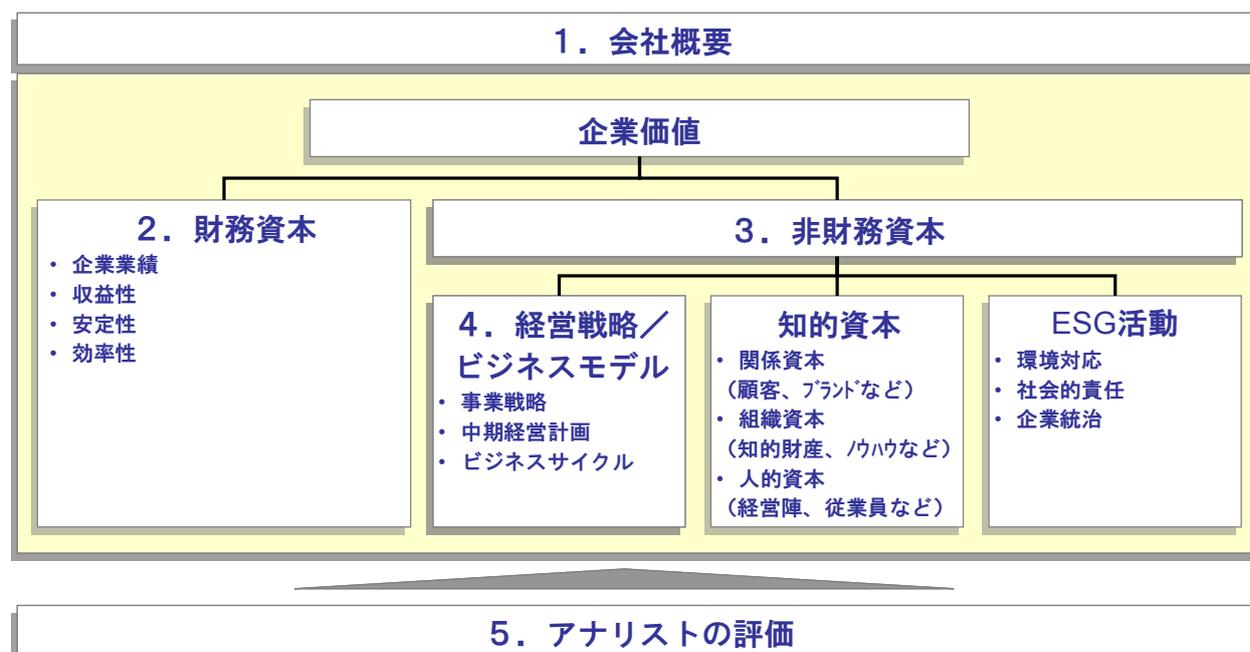
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。