

# ホリスティック企業レポート

アグロ カネショウ

4955 東証二部

フォロー・レポート  
2013年9月20日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20130917

# アグロ カネショウ(4955 東証二部)

発行日:2013/9/20

中堅の農薬専門メーカー、野菜や果実向けが多い  
 今期は減益見込みだが、来期以降は生産体制が正常化し増益トレンドへ

## > 要旨

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

### ◆ 中堅の農業薬品専門メーカー

- ・アグロ カネショウ(以下、同社)は、果樹、野菜向け農薬の輸入及び製造販売を行っている中堅専門農薬メーカーである。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。特に、農業用土壌処理剤など競争力のある製品を持つ。営業担当者が直接農家を訪問するコンサルティングセールスを行っている。
- ・東日本大震災で主力の福島工場が被災し、茨城に建設を進めていた新工場が稼働を開始した。事業は正常化しつつある。

### ◆ 13年12月期第2四半期累計決算は同社予想並み

- ・13/12 期第2 四半期累計決算(以下、上期)は増収ながら営業利益は前年同期比 13.6%減益となったが、ほぼ同社の期初予想並みであった。13/12 期通期も新工場の償却負担、R&Dなどの先行投資負担により増収ながらも減益を同社は見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、13/12 期について売上高及び営業利益は同社予想並みだが、上期同様に為替差益の発生を見込んでいるため、経常利益と純利益は同社予想を上回る水準を見込んでいる。

### ◆ 中期見通しに変更なし

- ・当センターでは 14/12 期は新工場の償却負担が期を通してかかるものの、13/12 期に利益を圧迫した KSD ののれんの償却及び新工場への機械装置等の移転費用がなくなることから営業増益を見込んでいる。
- ・当センターでは、従来の中期業績見通しを変えていない。世界人口の増加による食糧増産が不可欠であり、世界ベースでは、農薬使用量の増加が見込まれる。同社業績は既存農薬の適用拡大、販売促進の強化による国内及び海外販売の増加、加えて先行投資負担のピークアウトが見込めることから、中期的には増収増益トレンドを辿ると予想している。

### 【主要指標】

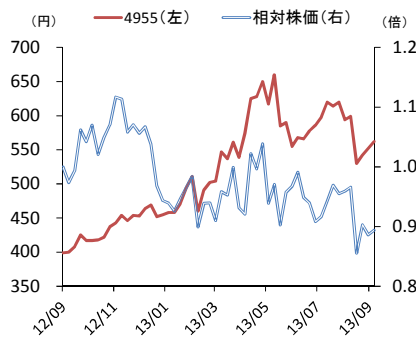
	2013/9/13
株価(円)	562
発行済株式数(株)	13,404,862
時価総額(百万円)	7,534

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.6	12.3	11.7
PBR(倍)	0.5	0.6	0.6
配当利回り(%)	4.3	3.6	3.6

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-6.2	-2.8	32.2
対TOPIX(%)	-9.6	-7.0	-17.7

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/9/7

### 【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)
2010/12	12,929	3.0	1,375	27.4	1,220	19.4	874	47.3	142.8	1,688.3	20.0
2011/12	11,310	-12.5	1,096	-20.3	1,039	-14.9	-276	—	-22.8	795.4	10.0
2012/12	11,917	5.4	1,165	6.3	1,173	12.9	655	—	53.8	867.6	20.0
2013/12 CE	12,358	3.7	853	-26.8	865	-26.3	530	-19.2	43.6	—	20.0
2013/12 E	12,358	3.7	853	-26.8	1,030	-12.2	560	-14.5	45.7	893.4	20.0
2014/12 E	12,830	3.8	1,100	29.0	1,110	7.8	590	5.4	48.2	921.6	20.0
2015/12 E	13,200	2.9	1,200	9.1	1,210	9.0	640	8.5	52.3	953.8	20.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

### フォロー・レポート

2/10

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。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。

**> 事業内容****◆ 果樹、野菜向け農薬専門メーカー**

アグロ カネショウ (以下、同社) は、農薬の輸入及び製造販売を行う中堅専門農薬メーカーで、農薬の効果が大きい果樹、野菜向けに特化している。輸入品に独自のノウハウを加えた農薬と自社開発の農薬で業容を拡大してきた。害虫防除剤、病害防除剤等の農薬が主力製品である。また、ベルギーの連結子会社(三井物産との合弁会社、同社出資比率 60%) は、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 カ国余りへ輸出している。

国内販売に関しては、会員店販路を中心とした販路が中心であり、営業担当者が直接農家を訪問し、コンサルティングセールスを行なっている。農薬を販売するには各国での個別の登録が必要となり、登録には時間と費用がかかることが、参入障壁となっている。

東日本大震災時の東京電力福島第一原子力発電所の事故により、主力工場であった福島工場は生産不能となった。このため、外部への委託生産と代替となる茨城新工場での生産を開始し(13年4月下旬完成、生産能力は福島工場の約 2/3)、事業は正常化しつつある。

**◆ 製品構成**

同社の取り扱う農薬の種類は多岐にわたり、多品種少量生産を行なっている。売上構成は、病害防除剤が全体の 3 割強、野菜及び畑作向けが 7 割弱を占める。同社は特定分野に特化し、競争力のある土壌消毒剤分野では、国内トップクラスのシェアを有する。

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-ハダニ防除剤)、カソロン粒剤(除草剤)、モゲトン粒剤(除草剤の一種:水田の藻や畑地の苔の防除)などが挙げられる。また、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っている。

日本の農業の季節性から、同社の業績は第 2 四半期累計決算(以下、上期)が通期売上高の約 6 割を占め、上期偏重となっている。付加価値を加えた独自開発品が売上の約 7 割。また自社開発品の売上は全体の約 2 割を占めている。独自開発品とは、既存農薬を改良したもので、例えば他社製品を含めて粒剤を利用しやすい液剤として開発した農薬、又は求められる効果を得るために A 剤と B 剤を混和した農薬を、新たに農薬登録し認められた農薬を指す。

> 決算概要

◆ 13年12月期第2四半期決算はほぼ同社予想並み

13/12期上期は前年同期比6.9%増収、同13.6%営業減益、同5.7%経常増益、同15.7%純利益増益となったが、売上高及び営業利益においては同社の期初業績予想と大きな乖離はなかった。

【図表1】13/12期第2四半期累計決算概要

百万円	会社 期初予想	実績	前年 同期比
売上高	7,405	7,473	6.9%
営業利益	1,043	1,014	-13.6%
経常利益	1,050	1,247	5.7%
純利益	650	808	15.7%

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

売上高では主力製品であるD-D、カソロン、モゲトンの順調な販売が貢献した。新工場への移転費用や新工場の稼働による減価償却費増(前年同期比121百万円増の507百万円)、円安ユーロ高による想定を上回る輸入原料高などを背景とする原価率の上昇により、売上高営業利益率は13.6%と3.2%ポイント低下した。為替差益232百万円(前年同期9百万円)を営業外収益に計上したことにより、経常増益となった。原料購入のために為替予約(ユーロ)を行っているが、円安に振れたため為替差益が発生した。福島工場被災に対する賠償金の一部53百万円を特別利益に計上したことから、純利益は同社予想を158百万円上回った。

同社は、単一セグメントであり、売上げ区分別概況は以下の通り。

1) 害虫防除剤：売上高1,576百万円(前年同期比7.8%減)

発売4年目の線虫防除剤「ネマキック粒剤」は売上を伸ばしたが、ハダニ剤「カネマイトフロアブル」は、好調であった前年同期の反動や対象農産物の一部が同剤を隔年使用(耐性を考慮)する影響もあり前年同期を下回った。

2) 病害防除剤：売上高3,172百万円(前年同期比20.8%増)

同社の最大製品である土壌消毒剤「バスアミド微粒剤」が、自社で直接販売しない代理店ルートにおいて流通在庫を適正とするため、販売が抑制され12/12期上期を若干下回った。主要病害防除剤「キノンドーフロアブル」はほぼ前年同期並みに推移し、流通在庫が減少したと思われる「D-D」が回復し、前年同期を上回った。

3) 除草剂等：売上高 1,361 百万円（前年同期比 10.2%増）  
5月～6月に好天が続いたことにより「モゲトン粒剤」が好調であった。また、「カソロン粒剤」や他関連剤も前年同期を上回るなど順調であった。

4) 輸出・その他：売上高 1,362 百万円（前年同期比 4.2%減）  
輸出は「カネマイトフロアブル」を中心に展開し、ほぼ前年同期並みの実績であった。国内販売では、の土壤消毒剤の原料である「ダズメットバルク」は、出荷時期のずれにより前年同期を下回った。

## > 業績見通し

### ◆ 13年12月期の同社予想

13/12期通期について、同社は売上高 12,358 百万円（前期比 3.7%増）、営業利益 853 百万円（同 26.8%減）、経常利益 865 百万円（同 26.3%減）、純利益 530 百万円（同 19.2%減）と期初予想を変更していない。売上げ区分別予想は開示していない。13/12期上期において経常利益及び純利益は同社予想を上回ったものの、13/12期下期に不透明要素があるとして、期初予想を修正しなかった。

13/12期下期の売上高については 4,885 百万円（前年同期比 0.1%減）を同社は見込んでいるが、足元の状況は生産体制の正常化、国内での販促効果、輸出の伸びなど期初の想定と大きな乖離はないようである。コスト前提も計画線で推移しており、震災後に不要不急の販売費及び一般管理費を削減した反動や茨城新工場稼働に伴う製造間接費、R&D投資、海外での農薬登録などの負担や販売促進費が発生する事から13/12期下期は161百万円の営業赤字(前年同期8百万円の赤字)を見込んでいる。

### ◆ 13年12月期の証券リサーチセンター予想

当センターの業績予想だが、同社の業績は上期偏重で、13/12期上期が売上高と営業利益においてほぼ想定通りだったことから売上高及び営業利益は会社予想並み、経常利益以下の利益は、13/12期上期実績の為替差益と賠償金による特別利益を反映し、同社予想を上回る水準を見込んでいる。

なお、1月及び4月に茨城新工場の一期工事および二期工事が終了し、13/12期下期にフルに償却がスタートすることから経常利益及び純利益は、12/11期下期と比較し赤字幅が増大する見通しである。

> 中期見通し

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

同社は具体的な中期経営計画を公表していない。当センターでは、従来の売上高及び利益の中期業績予想を継続する。日本の農薬市場は成熟しているものの世界の農薬市場は、世界人口の増加に伴う食糧増産ニーズを背景に、アジア、北・中南米を中心に持続的に拡大していくと思われる。

同社はこのようなグローバルにおける農薬需要を取り込み、既存農薬の適用拡大、新製品効果、また海外での販売の伸びが期待できること、及び減価償却費等の負担が低下することから、14/12期以降は、実質的に増収増益基調(震災被害に伴う営業外損益及び特別損益などを除外した実質ベースの損益)が続くと当センターでは予想している。

製品別では引き続き、ネマキック、バスアミド、DDなどが牽引役となろう。特に14/12期は10年間の均等償却をしていた連結子会社のれんがなくなることから、茨城新工場稼働に伴う償却負担が年度を通して発生しても、ネットで数億円の増益効果が発残すると予想する。12/12期末総資産18,466百万円に対し、同現金及び預金が8,666百万円と豊富であり、既存農薬メーカーの買収や農薬の営業権獲得のために、戦略的に使用することも想定される。また、環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)に関しては、同社は議題の米ではなく、自由化が進んでいる果樹、野菜向け農薬専業であるため業績への悪影響はかなり限定的であると考えられる。

【図表2】中期業績予想

百万円	12/12期	13/12期予	14/12期予	15/12期予
<b>売上高</b>	<b>11,917</b>	<b>12,358</b>	<b>12,830</b>	<b>13,200</b>
害虫防除剤	2,638	2,630	2,680	2,700
病害防除剤	5,148	5,278	5,500	5,600
除草剤等	1,697	2,000	2,050	2,100
輸出他	2,433	2,450	2,600	2,800
販管費	4,043	4,350	4,500	4,600
<b>営業利益</b>	<b>1,165</b>	<b>853</b>	<b>1,100</b>	<b>1,200</b>
<b>経常利益</b>	<b>1,173</b>	<b>1,030</b>	<b>1,110</b>	<b>1,210</b>
<b>純利益</b>	<b>655</b>	<b>560</b>	<b>590</b>	<b>640</b>

(注) 予想は証券リサーチセンター予想  
(出所) 証券リサーチセンター

#### ◆ 震災関連の被害及びその補償について

同社は、福島工場にかかる損害に関し東京電力に補償を求め、震災以来交渉を重ねている。福島工場の一部の機械装置等を除染し茨城工場に移設した費用が、東京電力より約 53 百万円支払われた。しかし、逸失利益及び福島工場の建物及び土地などに対する賠償金は支払われておらず、根本的な解決には至っていない。

今後も、引続き東京電力に補償を求めていく方針である(同社請求金額は、対外的に非公表)。なお、当センターの 14/12 期以降の利益予想には、東日本大震災による追加減損や損害賠償請求金額などを織り込んでいない。



> 株主還元

◆ 13/12 期は 20 円配当を継続へ

同社の配当政策の基本方針は、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、利益を株主、内部留保、従業員で 3 等分すること、安定的な利益還元を行うことである。13/12 期は営業減益予想だが黒字化は定着し、12/12 期と同水準である 20 円配当を継続する予定である。当センターでは、研究開発や海外で農薬の登録などのコストが継続することから、当面増配の可能性は低く 20 円配当が続くと考えている。

> 株価バリュエーション

◆ 現株価水準はフェアバリュー

類似企業としてエス・ディー・エス バイオテック (4952 東証二部)、北興化学工業 (4992 東証一部) とバリュエーション指標の比較を行った。当センターによる 13/12 期予想において、賠償金などの特別利益を除外した実質的な予想 EPS は 43.1 円と推定される。これを基準にすると、今期の修正予想基準 PER は 13.0 倍となる。したがって、同社の株価バリュエーションは、同業他社との比較から、フェアバリューと思われる。

【図表 3】同業他社比較

	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
決算期	12月期	12月期	11月期
株価(9/13、円)	562	987	290
PER(今期予想基準、倍)	12.3	14.7	12.1
PBR(前期実績基準、倍)	0.6	1.9	0.6
配当利回り(今期予想基準)	3.6%	2.0%	2.8%
時価総額(百万円)	7,534	7,714	7,999
ROE(前期実績基準)	6.5%	13.5%	1.1%
純利益成長率	N.A.	4.4%	N.A.

(注) アグロ カネショウの予想は証券リサーチセンター予想、他 2 社の予想は会社予想、純資産、ROE、PBR は直近期ベース、純利益成長率は今期予想/前々期実績の年率成長率で、N.A.と記載されているのは、前々期実績が赤字のため。

(出所) 証券リサーチセンター



## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

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

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

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

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

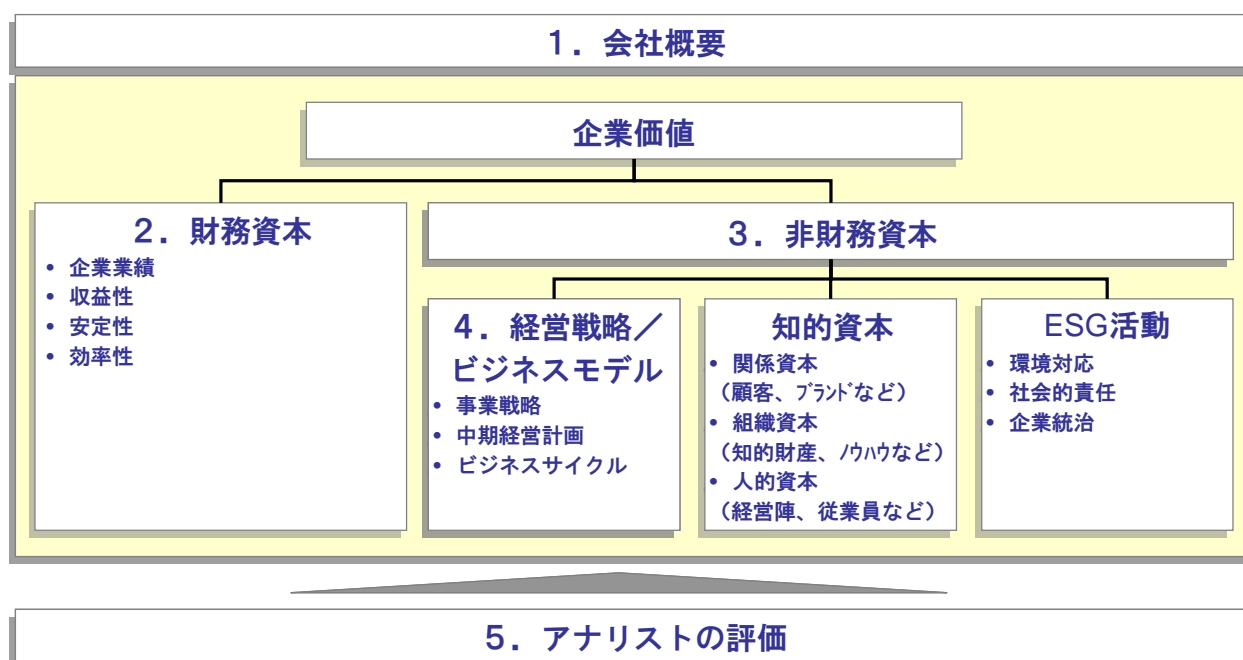
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

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

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

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



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

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

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

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

### ■ 配当利回り

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

### ■ ESG

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

### ■ SWOT 分析

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

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

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

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、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。