

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
寺島 昇

■前期決算は修正予想並みも今期は利益確保へ

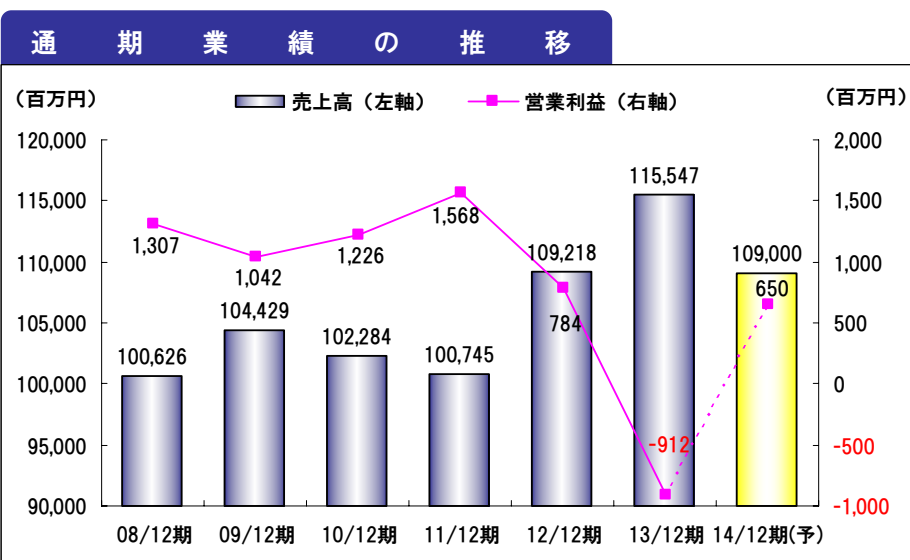
木徳神糧<2700>は、米穀の販売を主力とする食品卸会社である。米穀以外には、鶏卵、加工食品、飼料などを扱っている。2013年12月期決算は、売上高が前期比5.8%増の115,547百万円、営業損失912百万円（前期は784百万円の利益）、経常損失930百万円（同786百万円の利益）、当期純損失546百万円（同638百万円の利益）となった。厳しい結果であったが、ほぼ期中での修正予想並みの結果であり、赤字の理由も明白であるため特段の驚きはない。

2014年12月期は、売上高で前期比5.7%減の109,000百万円、営業利益で650百万円、経常利益で600百万円、当期純利益で340百万円を予想している。前年に比べて米穀の販売価格が低位で推移すると的前提から売上高は減少予想だが、数量は微増で推移し利益は確保できる見込み。かなり堅い予想と思われる、米穀価格の動向やコンビニ向けの展開次第では、業績は計画を上振れする可能性もある。

同社は特に重要な経営戦略のひとつとして、「付加価値商品開発」を掲げている。大手の量販店、外食チェーン、コンビニなどの優良販売先を抱えているので、この施策を実行していけば、同社の収益構造は大きく変わる可能性が高い。またTPP（環太平洋戦略的経済連携協定）の展開次第では国内外で同社のビジネスチャンスが拡大する可能性があり、同交渉の今後の動向が注目される。

■Check Point

- ・米穀商として開業後、食品事業、飼料事業に業容を拡大
- ・今期は各部門とも黒字予想、全体の利益も回復の見通し
- ・高付加価値製品の拡販、開発で収益構造は変わる可能性



■ 会社概要

米穀商として開業後、食品事業、飼料事業に業容を拡大

(1) 会社沿革

同社の主力事業は米穀類の仕入れ、精米、販売であるが社歴は古く、その起源は1882年（明治15年）にさかのぼる。その後は表に見られるように食品事業や飼料事業などにも業容を拡大し、2001年7月に株式をジャスダック市場に上場した。

会社沿革

年月	主な沿革
1882年 1月	東京都日本橋兜町に、米穀商木村徳兵衛商店として開業
1920年 10月	木村徳兵衛商店を改組し、(株)木村徳兵衛商店を設立
1950年 3月	(株)木村徳兵衛で再発足
1964年 1月	商号を木徳株式会社に変更
1983年 8月	(株)クックマン(現在の東洋キトクフーズ)を設立し、惣菜事業に進出
1991年 8月	ベトナムでの米穀取扱いを目的として、アンジメックス・キトク合併会社を設立
1994年 6月	桶川精米工場(埼玉県桶川市)を設置、精米能力の拡大を図る
1995年 4月	輸入米穀の特別売買契約申込資格を取得、売買同時契約方式による米穀輸入業務を開始
1997年 2月	本社機能を東京都品川区東品川に移転
2001年 7月	ジャスダック市場へ上場
2006年 10月	本社機能を東京都江戸川区西瑞江に移転
2009年 1月	東洋キトクフーズ(株)、東洋フーズ(株)を吸収合併
2010年 8月	木徳東海(株)を設立し、東海地区に進出
2011年 2月	中国産米の取扱いを目的として、木徳(大連)貿易有限公司(遼寧省大連市)を設立
2012年 1月	備前食糧(株)(岡山県)、木徳九州(株)(福岡県)、木徳東海(株)(静岡県)の3社を吸収合併

国内の主な製販拠点



出所：会社資料より引用

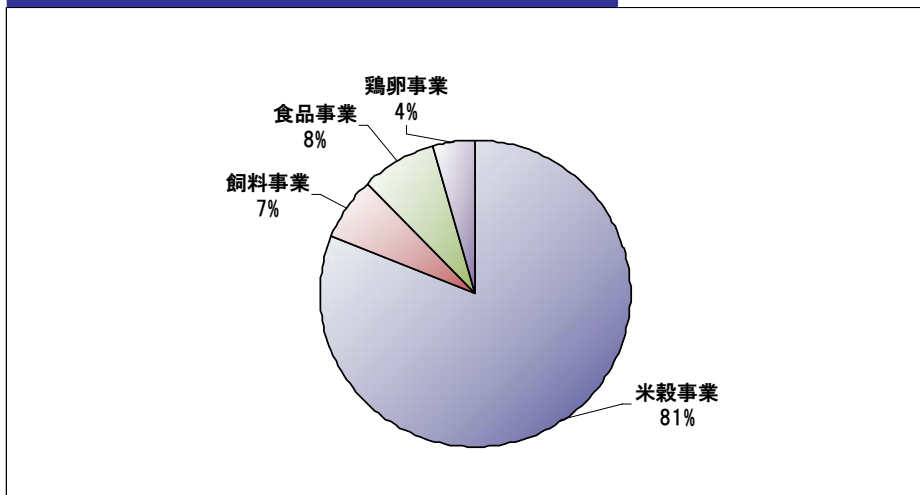
■会社概要

売上高の割合は米穀事業が81%と大部分を占める

(2) 事業内容

同社の事業は米穀事業、飼料事業、食品事業、鶏卵事業に分かれる。2013年12月期のセグメント別売上高の割合は米穀事業が81%と大部分を占めており、続いて食品事業が8%、飼料事業が7%、鶏卵事業が4%となっている。

セグメント別の売上高構成比(13/12期)



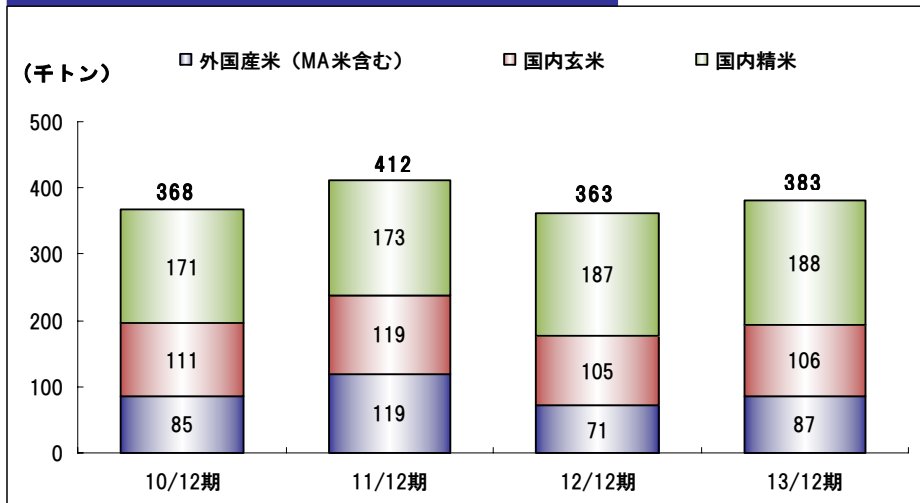
●米穀事業

同事業は主に玄米を仕入れて加工（精米）し、販売を行っているが、一部は中小精米業者向けに玄米のままで販売される。2013年12月期の取扱い数量は、国内精米49.2%、国内玄米27.7%、外国産米（MA米(※)含む）23.0%となっている。

(※) MA米（ミニマム・アクセス米）：

最低限輸入しなければならない外国産米で、政府米として扱われる。国が入札に参加した輸入業者を通じて買い上げ、その後国内の実需者へ売り渡す。MA米の一部について、国家貿易の枠内で輸入業者と実需者の直接取引を認めている。これをSBS米（Simultaneous Buy and Sell）と呼ぶ。

米穀の種類別取扱量



■会社概要

米穀の主な仕入先は、全農（JA）が約80%を占めるが、それ以外の仕入先は地域の単独農協や海外など。仕入価格と数量は全農との相対で決められるが、数量を確保するために提示された価格をある程度飲まざるを得ないのが現状で、この部分で競争原理は働いていない。

仕入れた玄米を全国計12ヶ所（自社工場7ヶ所、委託工場5ヶ所）の工場で精米し、各ユーザーに販売している。主な販売先は、大手GMS（総合スーパー）が17%、コンビニエンスストアが19～20%、外食チェーンが7～8%、一般米屋などが4%となっている。また上記のように玄米のまま販売されるものが28～30%ほどある。企業グループ別では、セブン-イレブン、イトーヨーカ堂、デニーズなどのセブン&アイ・ホールディングス<3382>向けが約25～30%を占める。それ以外では、吉野家ホールディングス<9861>などの外食チェーンや各地の生協も同社の主要顧客であり、上位5社向けの売上高比率は40～45%となっている。

同社の業界内の地位は第2位。最大手は神明（未上場）で年間売上高は約140,000百万円。第3位以下は、ヤマタネ<9305>、新潟ケンベイ（未上場）、ミツハシ（未上場）、むらせ（未上場）などが続いているが、いずれも売上規模は30,000～50,000百万円程度であり、同社と神明が業界内では2強と言っても過言ではない。米市場全体に対する同社のシェアは、主食出荷及び加工用ベースで約4.7～5.0%、全国出荷団体取扱ベースで約11.5%となっている。

●飼料事業

現在でこそ売上比率は低くなっているが、終戦直後は同社の主力事業のひとつであった。現在の中心事業は、精米工程から出る米糠を主原料として配合飼料向けの材料を供給している。部門としては、営業利益を計上しており黒字である。急成長を見込みにくい分野ではあるが、販路を拡大することで売上高、利益を伸ばしていくことは可能であるとみられる。

●食品事業

米加工製品、鶏肉、和菓子材料の米粉などを扱っている。いずれも「米」に関連した加工食品であるが競争が激しい分野であり、採算は低下している。特に鶏肉事業は安い輸入品に押されて赤字が続いており、事業継続が大きな経営判断となりそうだ。事実、経営陣は「同事業は今期（2014年12月期）が正念場だ」と述べている。

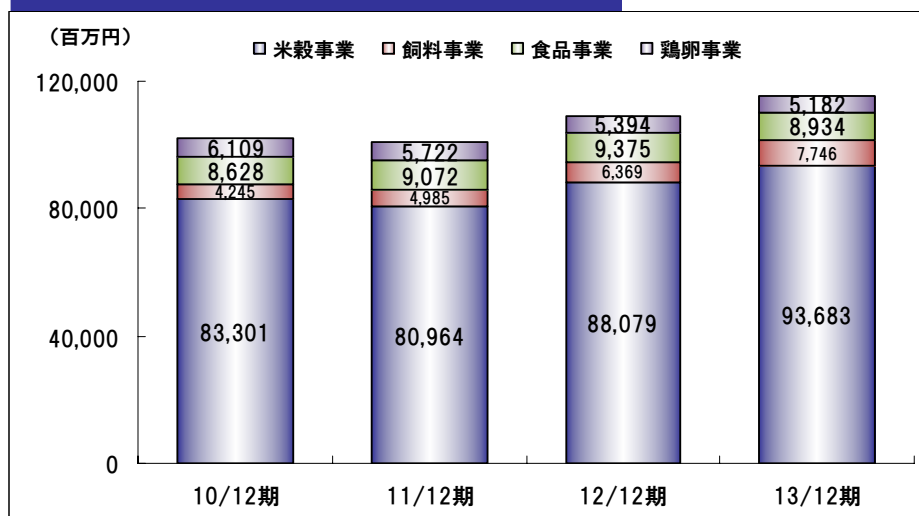
●鶏卵事業

鶏卵を仕入れて大手量販店などに販売しているが、養鶏は手掛けていない。セブン&アイグループとの取引は鶏卵部門がきっかけで始まった。鶏卵に日付を刻印したのは同社が最初とのことである。鶏卵価格の動向によって利益率変動する。

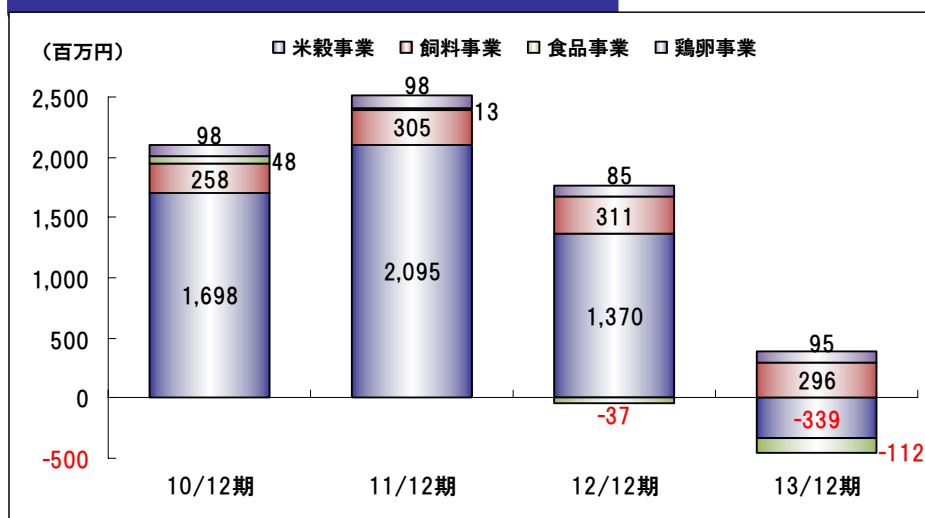
過去4年間のセグメント別の売上高及び営業利益の推移はグラフの通りとなっている。（注：いずれも全社分の消去前）

■会社概要

セグメント別売上高の推移



セグメント別営業利益の推移



■決算動向

2013年12月期は米の高値仕入れ、余剰在庫が赤字要因に

(1) 2013年12月期実績

2013年12月期決算は、売上高が前期比5.8%増の115,547百万円、営業損失912百万円（前期は784百万円の利益）、経常損失930百万円（同786百万円の利益）、当期純損失546百万円（同638百万円の利益）となった。セグメント別売上高は、米穀事業が93,683百万円（前期比6.4%増）、食品事業が8,934百万円（同4.7%減）、鶏卵事業が5,182百万円（同3.9%減）、飼料事業が7,746百万円（同21.6%増）となった。またセグメント別営業利益（全社分消去前）は、米穀事業が339百万円の損失（前期は1,370百万円の利益）、食品事業が112百万円の損失（同37百万円の損失）、鶏卵事業が95百万円の利益（前期比12.2%増）、飼料事業が296百万円の利益（同4.7%減）となった。

■決算動向

2013年12月期の業績

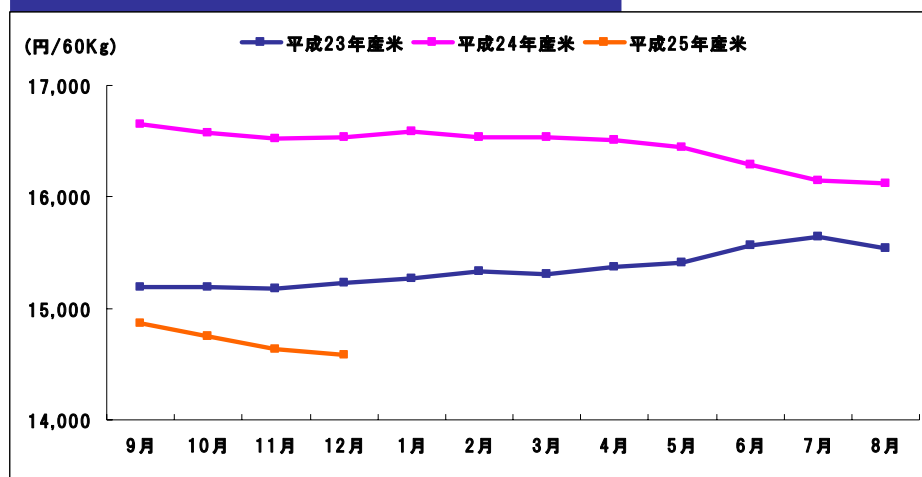
(単位：百万円、%)

	12/12期		13/12期		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
売上高	109,218	100.0	115,547	100.0	6,329	5.8
売上総利益	6,750	6.2	4,990	4.3	-1,759	-26.1
販管費	5,965	5.5	5,903	5.1	-61	-1.0
営業利益	784	0.7	-912	-0.8	-1,697	-
経常利益	786	0.7	-930	-0.8	-1,717	-
当期純利益	638	0.6	-546	-0.5	-1,185	-

非常に厳しい決算結果であったが、既に期中で下方修正を行っており、この修正予想に近い結果であったことから特段の驚きはないだろう。また営業損失となった要因（主に2つ）もはっきりしている。どちらも主力の米穀事業に関連したものの、1つは集荷団体（JA）が生産団体の施策により高値で平成24年産米の集荷を行ったが、同社も数量確保のためにこの高値集荷を受け入れたため、結果的に仕入価格と販売価格が逆ざやとなってしまったこと。もう1つは、同社内での管理体制不足によって意図せざる余剰在庫が発生し期末に評価損を計上せざるを得なかったためである。

米穀事業では、2012年6月には震災等被害の代替を主な目的に政府備蓄米4万トンが放出され、さらに同年7月には2012年度の作況指数が102の「やや良」と見込まれたことなどから、需給緩和により相場は下げに向かうとの見方が強まっていた。しかし、端境期には集荷団体が生産者への仮渡し金を大幅に引き上げたこと、猛暑による一部銘柄の品質低下が発生したことなどから、平成24年産米の相場はスタートから前年同期を上回る水準で推移した。（図参照）

国産米の相対価格推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

これに対しては、同社としてもある程度の数量確保のために高値仕入れをせざるを得なかった。一方で販売面では、大手GMSなどでは価格の上昇により店頭での販売数量は伸び悩み、また大手外食チェーンやコンビニ向けでは仕入価格上昇分のすべてを販売価格に転嫁することができなかった。さらに期の後半には平成25年産米が比較的低位で推移するとの見方が広がり、多くの卸業者が余剰在庫の処分（投げ売り）に走り、販売価格は一段と低下した。この結果、同社においても期の後半には仕入価格と販売価格が完全に逆ざやとなってしまった。



■決算動向

こうした期中の需給と価格の大きな変化に対し、平成24年産米の販売進捗管理に不備があり、また在庫調整や販売促進のタイミングを見誤り対策が後手に回った結果、期末に評価損を計上する結果となった。

以上のような状況から主力の米穀事業が大幅な赤字を計上する結果となり、全体の売上総利益率は前期の6.2%から4.3%へ大きく低下した。一方で販売管理費においては、エリア拡大による物流費や倉庫費の上昇などにより金額は前期比で微減にとどまり、その結果、営業損益、経常損益、当期純損益は赤字となった。

2013年12月期の財政状況は、期末にかけて在庫処理を行ったことなどから商品及び製品が約1,096百万円減少した。加えて現預金の減少420百万円、売掛金の増加236百万円などから、流動資産は848百万円減少した。

固定資産は、有形固定資産の増加442百万円（主に新規投資）、投資その他資産の増加387百万円（主に投資有価証券）などにより全体で919百万円増加した。その結果、総資産は前期比71百万円増の29,626百万円となった。

負債の部では、買掛債務が1,701百万円減少したが、短期借入金や長期借入金等が2,035百万円増加したことから負債総額は497百万円増加した。当期純損失の計上等により純資産は425百万円減少した。

貸借対照表

(単位：百万円)

	12/12期末	13/12期末	増減額
現金・預金	2,509	2,088	-420
受取手形・売掛金	9,975	10,211	236
商品および製品	4,319	3,223	-1,096
仕掛品・原材料・貯蔵品	3,482	3,567	84
前渡金	1,537	1,762	225
その他流動資産	551	674	122
流動資産計	22,376	21,528	-848
有形固定資産	5,384	5,827	442
無形固定資産	64	153	89
投資その他の資産	1,729	2,116	387
固定資産計	7,178	8,098	919
資産合計	29,554	29,626	71
支払手形・買掛金	6,863	5,161	-1,701
短期借入金他	9,785	11,208	1,422
未払法人税	173	3	-169
その他流動負債	2,503	2,776	273
流動負債計	19,325	19,150	-175
長期借入金、社債等	2,946	3,558	612
その他固定負債	586	646	60
固定負債計	3,532	4,205	672
負債合計	22,858	23,356	497
純資産合計	6,696	6,270	-425
負債・純資産合計	29,554	29,626	71



■決算動向

キャッシュ・フローの状況は表のようであった。営業活動によるキャッシュ・フローは、当期純損失を計上したこと、仕入債務が大幅に減少したことなどから1,634百万円の支出となった。投資活動によるキャッシュ・フローは、有形固定資産の取得などにより696百万円の支出に、財務活動によるキャッシュ・フローは長短借入金の増加などから1,877百万円の収入となった。この結果、総額のキャッシュ・フローは420百万円減少し、期末の現金及び現金同等物残高は2,067百万円となった。

キャッシュ・フロー計算書 (単位：百万円)

	12/12期	13/12期
営業活動によるキャッシュ・フロー	-772	-1,634
投資活動によるキャッシュ・フロー	-117	-696
財務活動によるキャッシュ・フロー	445	1,877
現金および現金同等物の増減	-429	-420
現金および現金同等物の期末残高	2,488	2,067

今期は各部門とも黒字予想、全体の利益も回復の見通し

(2) 2014年12月期決算見通し

2014年12月期の業績は、売上高が前期比5.7%減の109,000百万円、営業利益が650百万円（前期赤字）、経常利益が600百万円（同）、当期純利益が340百万円（同）を見込む。セグメント別売上高は、米穀事業が87,500百万円（前期比6.6%減）、食品事業が9,100百万円（同1.9%増）、鶏卵事業が5,100百万円（同1.6%減）、飼料事業が7,300百万円（同5.8%減）を予想している。主力の米穀事業をはじめとして各部門とも黒字転換を予想しており、全体の営業利益、経常利益、当期純利益も回復を見込んでいる。

2014年12月期決算見通し

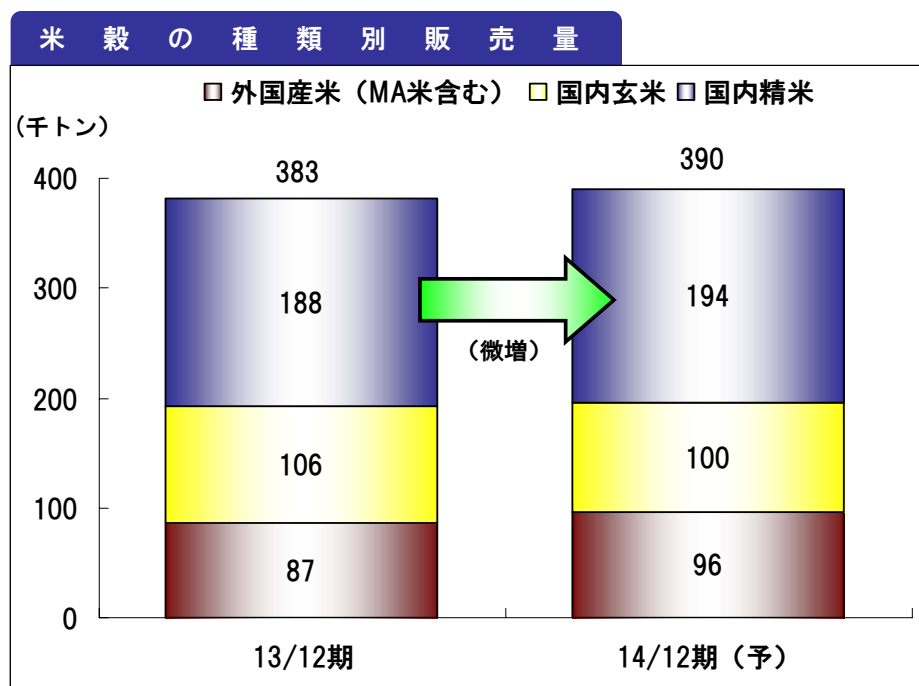
(単位：百万円、%)

	13/12期		14/12期 (予)		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
売上高	115,547	100.0	109,000	100.0	-6,547	-5.7
米穀事業	93,683	81.1	87,500	80.3	-6,183	-6.6
食品事業	8,934	7.7	9,100	8.3	166	1.9
鶏卵事業	5,182	4.5	5,100	4.7	-82	-1.6
飼料事業	7,746	6.7	7,300	6.7	-446	-5.8
営業利益	-912	-	650	0.6	1,562	-
経常利益	-930	-	600	0.6	1,530	-
当期純利益	-546	-	340	0.3	886	-

主力の米穀事業については、前年度の赤字要因は既に対策が取られており今年度まで影響するものではない。平成25年産米の価格が低水準で推移していることから売上高は前期比で減少を見込んでいるが、仕入価格が低位で推移すると予想されることからマージンは確保できそうであり、部門としては黒字転換の見込みである。また海外産ジャポニカ米を積極的に販売していくことなどから取扱い数量は前期比で微増を予想している。



■決算動向



前期に大幅下方修正をしたこともあり、会社側の今期予想はかなり慎重であり全体としてかなり固めの予想と思われる。図からも明らかなように、2013年産米（25年産米）の取引価格は前期比でかなり低位から始まっており、同社の仕入価格もかなり低いと予想される。その一方で、販売価格も低下しているであろうが、完全に仕入価格にスライドして下がっていることはないだろう。言い換えれば、ある程度のマージンは確保できるはずである。

また今期の販売数量を会社側は図のように39万トン（前期38.3万トン）とほぼ横ばいを予想しているが、確かに一般的な量販店等での米穀販売は伸び悩む可能性がある。しかし同社は、大手量販店以外にも大手外食やコンビニチェーンなどの優良顧客を多く抱えている。特にセブン・イレブン向けでは、セブン・イレブンが年間に調達する米穀のうち約半数以上（玄米含む）を供給する最大手の米穀供給業者であり、セブン・イレブンの動向が同社の米穀販売にも大きく影響する。

セブン・イレブンは現在、四国での店舗展開を加速させているが、同地区の惣菜用米穀を供給する同社にとっては追い風だ。また一部のセブン・イレブン店舗で米穀の無洗米販売を開始し、売れ行きは好調である。このように、セブン・イレブンの動向次第では米穀の販売数量が予想を上回って増加する可能性はある。

今期は米穀事業のマージンは確保できる見込みであることから、販売数量が伸びれば全体の利益も増加する可能性は高い。今後の売上（数量）の動向には注目する必要があるだろう。

■復活および成長のための3つの戦略

高付加価値製品の拡販、開発で収益構造は変わる可能性

会社側は以前から、「大手米卸の底力」「飼料事業の進化」「食品事業の再構築」「海外事業の見直し」「付加価値商品の開発」の5つを重要な中期経営戦略として掲げてきた。しかし足元の業績は上記のように大変厳しいものとなっており、これらの戦略をすべて進めることは容易ではない。まずは業績を復活（黒字転換）させることが先決であり、その後に絞り込んだ経営戦略を遂行することが必要だろう。

前述したように、同社の現在の主力業務は玄米を仕入れて精米し、それを販売することが中心になっている。しかし、仕入れは主に全農と言う大きな組織から、販売は大手のGMS、コンビニ、外食チェーン向けなどとなっており、価格交渉（利益確保）で優位に立つ事は容易ではない。結果として、同社の業績（利益）は自社努力以上に米価格の動向に左右されやすくなっている。しかし今後は、同社の企業努力により成長路線に入っていくことが必要であり、そのために特に必要かつ重要な戦略は、「仕入ルートの拡大・契約手法の多様化」「高付加価値製品の開発」「TPP」である。

(1) 仕入ルートの拡大・契約手法の多様化

既に会社側も重要施策として掲げているが、仕入先を全農以外へさらに拡大すること、契約形態を変えることなどは同社の今後の利益成長にとって重要である。何故なら、これによって仕入価格の交渉で優位に立ち、利益率を改善することが可能になるからである。既に一部の農協からは直接仕入れを行っているが、今後はさらに拡大が必要だろう。また長い目で見れば、TPP交渉の進展と相まって海外からの調達も選択肢のひとつであり、同社のような大手には可能だろう。

(2) 高付加価値製品の開発

これも利益成長のためには重要な施策である。既に各種の低たんぱく製品（低たんぱく米、低たんぱく高カロリー煎餅等）、こめ油などの高付加価値製品を開発しているが、これらの既存商品の拡販に努めると同時に、さらなるヒット商品の開発が必要だろう。これができるれば、同社の利益は拡大する可能性が高い。なぜなら同社は、セブン&アイグループを筆頭に大手量販店等の「販路」を持っているからである。多くのメーカーが、良い製品を開発しても販路の面で悪戦苦闘しているが、この点で同社は多いに有利であり、高付加価値製品の拡販、開発を進めることができれば収益構造は大きく変わる可能性がある。

(3) TPP

政府が正式にTPPへの参加を表明し交渉が進んでいる。未だに今後の詳細は不明であるが、いずれにしろ進展次第で米を含めた日本の農業市場は大きく変わる可能性が大きい。国内米穀市場及び同社にどのような影響が出てくるかはまだ不透明であるが、少なくとも現状より後退することは考え難い。輸出及び輸入だけでなく三国間貿易も含めて少しでも米穀市場の自由度が増せば、大手米卸としての同社にとっては事業拡大のチャンスと思われる。今後のTPP交渉の進展は大いに注目する必要がある。

ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い致します。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ