

|| 企業調査レポート ||

ヨシムラ・フード・ホールディングス

2884 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 12 月 19 日 (水)

執筆：客員アナリスト

宮田仁光

FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. ターニングポイント	03
■ 事業内容	04
1. M&Aにおける2つのデューデリジェンス	04
2. 中小企業支援プラットフォーム	05
3. 社内外の厚い信頼	06
■ 業績動向	08
1. 2019年2月期第2四半期の業績動向	08
2. 2019年2月期の業績見通し	10
■ 中期経営計画	11
1. 中期成長イメージ	11
2. リスクと課題	12
■ 株主還元策	12
■ 情報セキュリティ	13

■ 要約

増強投資で苦境を乗り越え、拓ける中期成長

ヨシムラ・フード・ホールディングス <2884> は、食品業界の中小企業を対象に長期的視点で支援し活性化する事業を行っている。優れたノウハウを持ちながら、後継者難や事業再生などで経営状態が芳しくない中小企業が世に数多くある。同社はそうした企業を M&A で子会社化し、子会社の持つ機能を横断的に利用することで、各社の強みを生かし弱みを補完して業績を改善させていくのである。つまり同社のビジネスモデルは、M&A と子会社の成長の両輪で構成されているといえる。他に類を見ない極めてユニークなものと言える。

M&A で重要なのがデューデリジェンスである。財務や法務のデューデリジェンスが重要なのは言うまでもないが、同社を特徴付けているのが「事業のデューデリジェンス」である。同社の事業統括担当がシャープな「目利き」として事業を厳しく査定している。また、M&A 後に支援し活性化を進めるのも当の事業統括担当であり、彼らが各子会社と直接向き合うことでより強い信頼が得られる。この際、同社の「長期的に支援・活性化を図る」という考え方自体が信頼構築の基礎にもなる。M&A 後、同社は多数の M&A を通じて構築してきた横串機能を提供、営業や製造、仕入物流など子会社が欠落している機能を補う。こうした横串機能を同社は「中小企業支援プラットフォーム」と呼んでいる。実績が上がるにつれ、同社のビジネスモデルへの認知も広がりを見せてきた。一方、企業経営者の事業承継への関心も高まりつつあり、同社の事業環境はますます追い風が強まっている。

2019 年 2 月期第 2 四半期の業績は、売上高 11,438 百万円（前年同期比 15.1%増）、営業利益 158 百万円（同 55.0%減）となった。期初の同社計画に対して、売上高で 247 百万円、営業利益で 100 百万円の未達である。売上高は、販売好調に加え 2018 年 2 月期下期以降に子会社化した 3 社の実績が加わった。しかし利益面では、原材料価格の高騰や工場での生産性低下、物流費の増加、子会社増によるコスト増加などにより非常に厳しい環境となった。特に主力の楽陽食品で（株）チルド餃子が売れ過ぎた影響で、各所の生産性が低下したことが未達の主因となった。

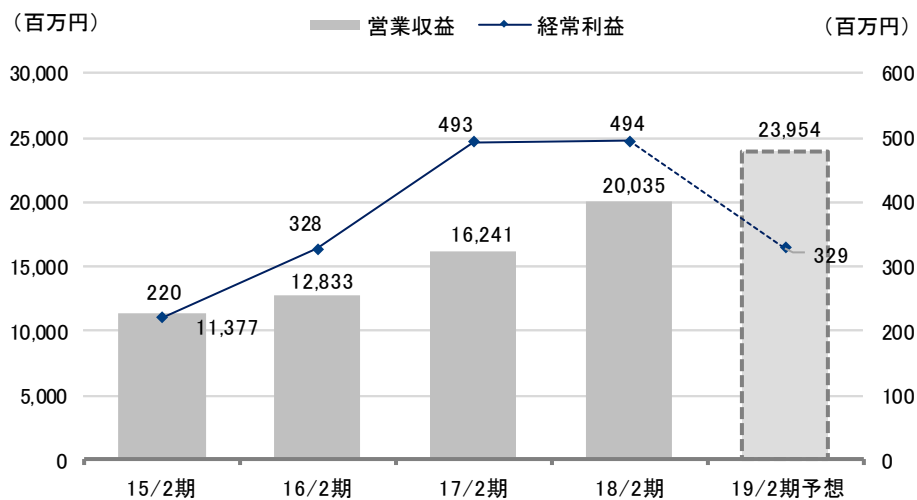
2019 年 2 月期の通期業績見通しについて、同社は売上高 23,954 百万円（前期比 19.6%増）、営業利益 329 百万円（同 33.3%減）を見込んでいる。同社の期初の業績見通しに対し、売上高で 675 百万円上方修正したものの、営業利益で 225 百万円の方修正となった。売上高の上方修正は新たな M&A による子会社増が要因で、営業利益の下方修正は新工場設立の費用発生と原材料費高騰の影響継続を見込んだものである。なかでも新工場は、チルド餃子が売れ過ぎたことに対応した楽陽食品の増強投資で、チルド餃子の生産力強化ばかりでなく、チルドシューマイの生産性改善も大きな目的となっている。特に 2020 年 2 月期以降の増益寄与は大きくなるものと期待する。

事業引継ぎ支援センターの累計成約実績が 2017 年度までの 5 年で 1,478 件となり、特に 2017 年度は前年同期比で 2 倍近いペースに加速した。このような好環境下にあるため、同社は M&A をさらに積極化させる意向である。また、グループ企業の増加に伴ってシナジーを拡大するため、「中小企業支援プラットフォーム」の更なる強化も考えている。中期的には、販路の共有化などを進め、売上拡大や仕入れのスケールメリット、製造拠点や管理業務の集約による収益性向上を目指す。また、海外販路が拓けるなかメードインジャパンの高付加価値商品の開発も必須だろう。現在、業績改善から中期成長へとほぼたく準備が着々と進んでいるところである。そのためにもプラットフォームの強化と支える人材の確保は必要だろう。

Key Points

- ・ M&A と子会社の成長が両輪というユニークな中小企業支援ビジネス
- ・ 2019 年 2 月期第 2 四半期の業績苦戦は楽陽食品の生産性低下が原因
- ・ 楽陽食品の抜本改善と順調な M&A を背景に膨らむ中期成長イメージ

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

M&A と長期支援による中小企業支援ビジネス

1. 会社概要

同社は、食品業界の中小企業を対象に長期的視点で支援・活性化していく事業を行っている。少子高齢化、人口減少という厳しい環境のなかで、商品や技術、販路など特定な分野で優れたノウハウを持ちながら、後継者難や事業再生、人材・資金・営業力不足といった様々な問題により、経営状態が芳しくない中小企業が世に数多くある。同社はそうした企業を次々と子会社化し、子会社各社の持つリソースをグループ全体で活用する仕組みを構築した。各子会社は営業、製造、仕入物流、商品開発、経営管理といった機能を、各社の枠を超えて横断的に利用、強みを生かし弱みを補完し合うことでともに発展していくことを目指している。

会社概要

食品業界は、事業所数や雇用者数などの面で日本最大の業種であり、その大半が中小企業であると言われている。業界は少子高齢化などによって縮小を続けており、中小の食品企業が単独で生き残るには難しい時代となってきた。一方、戦後のベビーブーマーが経営者の平均引退年齢と言われる 70 歳を超え始め、今後 10 年で半数の経営者が引退年齢に達するという予測もある。そのような状況なのに、国内企業の 3 分の 2 が後継者不在と言われ、今後、事業継続をあきらめ廃業を選択肢に入れざるを得ない企業が急増すると推測される。

このような環境ながら、中小食品企業の事業継続の受け皿となる会社や組織があまりにも少ないのが現状である。M&A と思う浮かぶような大企業にとっては、中小食品企業は規模が小さ過ぎて効率が悪く、短期的な利益を求めがちな投資ファンドにとっては、成熟産業のため投資対象になりにくい。中小企業に寄り添ってきた中小企業診断士や税理士、公認会計士は専門家であるがゆえに、事業を承継・継続するためのトータルソリューションを容易に持ち得ない。このように、事業承継の担い手が圧倒的に不足しているという現実問題がある。そのような中で、同社は長期的視点での支援という点で他に類を見ない極めてユニークな企業であり、競合企業はほとんどないと言ってよい状況なのである。

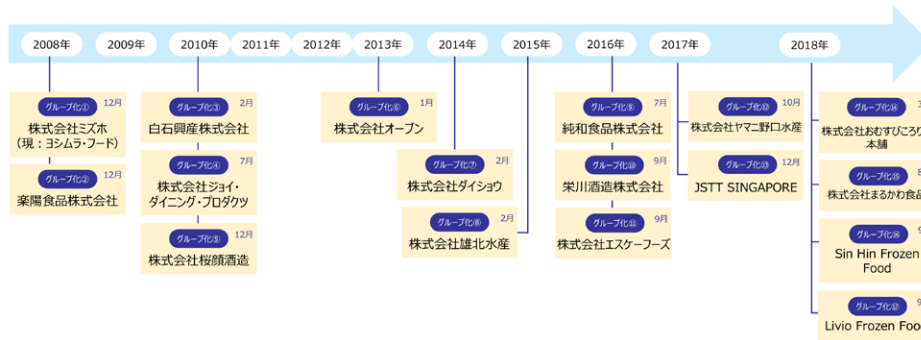
2. ターニングポイント

同社は、2008 年に現代表取締役 CEO である吉村元久氏によって設立された。設立以来、事業承継問題を抱える企業や単独での経営に行き詰まった企業を子会社化し、再生・活性化してきた。同時に、同社も業容を急速に拡大し、2016 年に東証マザーズに上場、2017 年には早くも東証 1 部に市場変更した。東証 1 部への市場変更が完了したこともあり、2018 年には M&A を積極的に推進し始めたところである。2018 年 10 月現在、17 社の食品関連企業を擁し、海外にも進出している。

同社の成長は決して順調だったわけではない。2008 年の設立時、支援先は食品業界の中小企業にターゲットを絞り、M&A と子会社間シナジーの両輪で成長するという方向感はずでに出されていた。しかし、その後長らく子会社の活性化という点で試行錯誤が続いた。2013 年 1 月の（株）オープン子会社化を前に、ようやく蓄積してきたノウハウが形になってきたのである。事業統括担当をホールディングスに置いて各社の事業を統括的に担当し、M&A のデューデリジェンスから子会社の活性化までを同一人物が責任を持って見る——という現在の形がほぼ出来上がった。これをターニングポイントに M&A ～支援という流れに対し組織的対応が可能となり、M&A も子会社の成長も加速することになる。

会社概要

同社の中小食品企業の M&A の歩み



出所：決算説明会資料より掲載

■ 事業内容

M&A と子会社の成長がビジネスの両輪

1. M&A における 2 つのデュエリジェンス

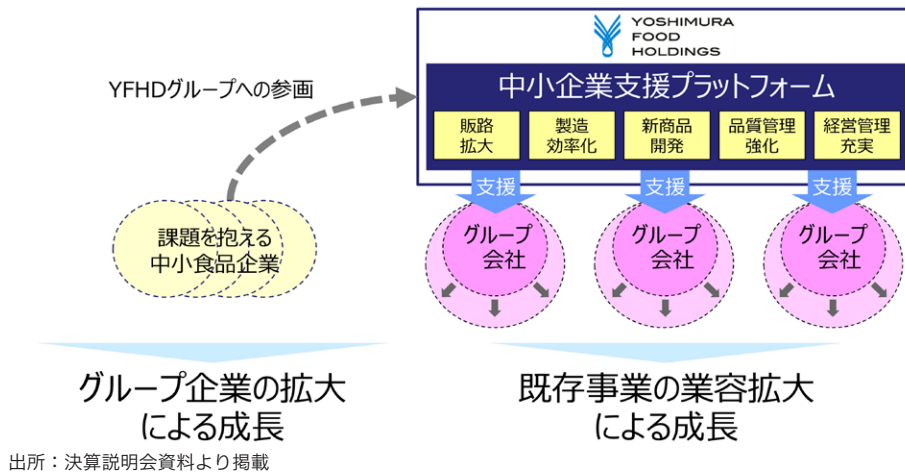
同社のビジネスモデルは、M&A と子会社の成長の両輪で構成されている。同社は、様々な課題を抱える全国の中小食品企業を子会社化してグループを形成・拡大する。一方、持株会社としてグループ全体の戦略の立案・実行と経営管理を行うことで子会社各社の収益改善を図り、子会社のリソースをグループ全体で活用することで各社の成長を促進する。このような、中小食品企業の M&A とその後の支援が両輪になったビジネスモデルは、他に類を見ない極めてユニークなものと言える。

M&A 案件は仲介会社や地方銀行などから紹介されることが多い。最近では、複数案件をまとめた紹介や海外からの紹介が増えているもようである。案件紹介から子会社化まで通常 6 ヶ月程度かかる。日本の場合、中小の食品企業だと買い手が少なく割安に放置されることが多いため、買収価格が経営改善後ベースで EV/EBITDA 倍率 2 ~ 3 倍になることもある。一方、海外では EV/EBITDA 倍率で 8 ~ 10 倍と比較的リーズナブルな価格になることが多い。いずれにしろ、同社の場合、事業内容や改善策、強み、優秀な人材の有無などを独自の方法で厳しく査定することで、割高な価格では買わないという姿勢を堅持している。

事業内容

M&A で重要なのがデューデリジェンスである。もちろん財務や法務のデューデリジェンスが重要なのは言うまでもないが、同社を特徴付けているのが「事業のデューデリジェンス」である。同社の事業統括担当が、同社と同子会社にとってシナジーがあるかないかなど、シャープな「目利き」として厳しく事業を査定する。また、M&A 後で重要なのが子会社従業員などステークホルダーとの信頼関係の構築である。この際、同社の「長期的に支援・活性化を図る」という考え方自体が信頼構築の基礎となるが、支援・活性化を進めるのも当の事業統括担当である。彼らが各子会社に直接向き合うことでより強い信頼が得られ、種々の課題解決が進めやすくなる（課題解決の結果、子会社従業員のモチベーションは上がり、信頼関係はますます深まる）。同じ担当者が M&A の前と後で事業に直接関与するケースは非常に少ないと思われ、この点でも同社のユニークさが表れていると言える。

2つの成長エンジンを有するビジネスモデル

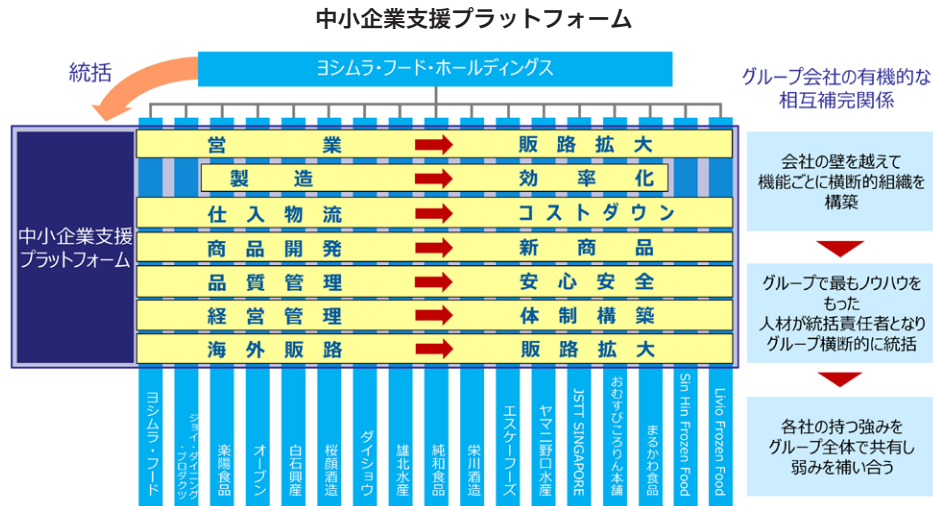


子会社のその後を支える横串機能

2. 中小企業支援プラットフォーム

同社は、持株会社としてグループ全社の経営戦略の立案・実行及び経営管理を行っている。子会社に対しては営業、製造、仕入物流、商品開発、品質管理、経営管理といった横串機能を提供することで、統括・支援をスムーズに進めている（事業統括担当の本質的な役割である）。この際、子会社単位で欠落しているヒト・モノ・カネなど経営資源をグループ内で融通し合うことで、各子会社相互の強みを生かし弱みを補完している。こうした仕組みを同社は「中小企業支援プラットフォーム」と呼んでいる。「中小企業支援プラットフォーム」は、同社が食品の製造・販売に特化して長く支援に取り組んできたノウハウの蓄積により構築された仕組みである。こうした考え方は共感されやすく、かつて（株）産業革新機構（現：（株）INCJ）や日本たばこ産業（2914）、ベンチャーキャピタルなどから同社が出資を受けてこられたのも、子会社の従業員や元オーナー、取引先などからの信頼が厚いのも、「中小企業支援プラットフォーム」の考え方への共感によるものと考えられる。当然、ESG（環境・社会・ガバナンス）投資という観点にもフィットした考え方である。

事業内容



出所：決算説明会資料より掲載

信頼の積み重ねが成長の原動力

3. 社内外の厚い信頼

ちなみに、「中小企業支援プラットフォーム」を実際に動かす事業統括担当は、グループの中で最も食品に精通した人材でなければならない。しかし、もともと持株会社の同社にはそのような人材がいるわけではない。ということは、事業統括担当は子会社から同社に引き上げられたということを示している。実際、6つの横串事業のうちで営業と製造、それに仕入物流の事業統括担当は子会社の出身である（商品開発と品質管理が外部、経営管理が同社）。こうした引き立ては非常に効率的な考え方であるばかりでなく、子会社従業員のモチベーション向上にもつながると考えられる。なかでも事業全体を統括しているのが COO の北堀孝男（きたほりたかお）氏で、吉村 CEO と共同代表を務めるキーマンである。（株）ミズホ（現（株）ヨシムラ・フード）出身で、食品業界 50 年以上、経営者歴 30 年以上という大ベテランである。北堀 COO が事業全体を統括することで、吉村 CEO は増える M&A の交渉や経営全般に専念することができる。

同社は長らく食品に特化して中小企業を支援・活性化してきたため、食品業界の市場環境や商習慣、中小食品企業特有のリスクなどを熟知することになった。デューデリジェンスや交渉のノウハウも蓄積してきた。M&A の前と後で同じ事業統括担当が関与するため支援・活性化の「目利き」でもある。このため、M&A 仲介会社や地方銀行・信用金庫・証券会社といった地域の金融機関、税理士やコンサル事務所、弁護士、再生コンサルタントなどからの信頼も厚く、同社が中小食品企業の M&A 情報を容易に得ることができる背景にもなっている。また、時節柄事業承継セミナーが増えており、事業承継を具体的に考える経営者も増えてきたと見られる。このため同社の案件は足もとで増加ピッチを速めている。なかでも、後継者難を背景とした案件は急増している模様で、ますます仲間が増えそうだ。案件の急増に対し、同社は今後、人材については、中小企業では採用しづらいハイレベルな外部人材の採用を増やすこと、子会社化については、オーナーシップや経営のノウハウを維持したほうがよい場合は、同社が 51% 以上所有するのであれば 100% 所有にこだわらないということなどを考え始めている（SIN HIN FROZEN FOOD PRIVATE LIMITED、LIVIO FROZEN FOOD PTE. LTD. はオーナーが 30% の所有を維持）。

事業内容

子会社各社の事業内容

セグメント	子会社	事業内容	主な販売先
製造事業	楽陽食品 (株) (東京都足立区)	国内 5 カ所の工場において、チルドシウマイおよびチルド餃子を製造販売している。チルドシウマイの生産量は国内トップシェアを誇り、主力商品である「チルドシウマイ」は年間約 3,130 万パック (2018 年 2 月期) 販売する。	大手スーパーとの直接取引に加え、大手食品商社を経由して日本全国のスーパー量販店、ドラッグストア、生活協同組合などへ販売している。
	(株) オープン (愛媛県四国中市)	供給量が限られた広島県産カキを調達する独自のルートをもち、かきフライを主力商品として、鶏なんこつの中から揚げやすさみフライなどを製造販売している。	大手食品商社を経由して日本全国のスーパー量販店、生活協同組合などへ販売している。
	白石興産 (株) (宮城県白石市)	創業 130 年を誇り、宮城県白石市特産の白石温麺を主力商品とし、伝統的な製法により製造される乾麺などの製造販売を行っている。	大手食品商社を経由して東北地区、関東地区のスーパー量販店、ドラッグストア、生活協同組合などへ販売している。
	(株) ダイショウ (埼玉県ときがわ町)	ピーナッツバターのパイオニアであり、独自の製法により作られる「ピーナッツバタークリーム」は昭和 60 年の販売開始以来、30 年以上続くロングセラー商品となっている。	大手食品商社を経由して主に関東地方のスーパー量販店、ドラッグストアへ販売している。
	(株) 桜顔酒造 (岩手県盛岡市)	昭和 48 年岩手県の地場の酒蔵 10 社が集まり設立。岩手県卓越技能者表彰を受賞した社氏が造る日本酒は、フルーティな味わいで好調。	酒卸問屋などを經由して岩手県内のスーパー、飲食店、ドラッグストアおよび首都圏の百貨店などへ販売している。
	(株) 雄北水産 (神奈川県足柄上郡大井町)	船上で捕獲直後にマイナス 50 ～ 60 度で瞬間冷凍された船凍品マグロのみを使用したねぎとろやまぐろ切り落としを製造販売している。	水産卸売市場を經由して主に関東地方と東北地方のスーパー量販店へ販売している。
	純和食品 (株) (埼玉県熊谷市)	新興企業ながら、ゼリー製造において大手 GMS に評価されていることに加え、埼玉県 HACCP を取得するなど万全な品質管理体制を構築しており、技術力と商品力には定評がある。	大手 GMS などに PB 商品を販売している。
	榮川酒造 (株) (福島県耶麻郡磐梯町)	明治 2 年会津若松にて創業。澄みきった自然の磐梯山の西山麓に移転し、日本名水百選に指定された磐梯西山麓湧水群を仕込みに人の五感を最大限に生かした伝統的造りを継承、口当たり柔らかい飲み飽きない清酒を醸造している。	酒卸問屋などを經由して福島県内のスーパー、飲食店、ドラッグストアおよび首都圏の飲食店などへ販売している。
	(株) エスケーフーズ (埼玉県大里郡寄居町)	チルド・冷凍とんかつなどの製造販売を主力にするほか、ニーズに対応する製品も生産している。また、直接仕入れ・直接販売を行っており、商社機能を有するメーカーでもある。	商社などを介さず大手スーパーなどへ直接商品を販売している。
	(株) ヤマニ野口水産 (北海道留萌市)	鮭とばやいくら醤油漬けなど北海道の新鮮な原料を使用した水産品を製造している。高品質な商品はネット販売で高いリピート率を誇る。	地元商圏内のスーパーやネット通販。
	JSTT SINGAPORE PTE. LTD. (シンガポール)	自社工場製の寿司やのり巻などを大手スーパーに販売、自社製品や輸入した日本食材などの外食向けに卸売するほか、日本食レストラン 1 店舗を運営。シンガポールで取得の難しい生魚の処理・加工・製造許可を取得。	シンガポールの大手スーパー Cold Storage や Giant Hypermarket (合計 36 店舗) で販売コーナーを持つほか、現地向け卸売。
(株) おむすびころりん本舗 (長野県安曇野市)	即席めん具材や製菓原料、サプリメント素材などの自社開発のフリーズドライ製品のほか、ふりかけ「おむすびころりん野沢菜漬け」や非常食「水もどり餅」などを自社製造している。「水もどり餅」は毛利飛行士が宇宙に携行したことで有名。	主に食品商社及び地元長野県の土産物店、官公庁に対して販売。	
侘まるかわ食品 (静岡県磐田市)	新鮮でこだわりぬいた素材を活かした秘伝のレシピにより、野菜の旨味が凝縮した餃子を製造販売。餃子の街である浜松エリアでブランドは高い評価。事業閉鎖の告知に対し、全国から多くの存続依頼。	一般消費者向けにお持ち帰り餃子専門店を運営。	
販売事業	(株) ヨシムラ・フード (埼玉県越谷市)	業務用食材の企画・販売を主とし、自社で物流機能を持たず、販売先へ直送するビジネスモデルを構築している。	外食産業、スーパー惣菜、産業給食、コンビニエンスストアバンダー、医療福祉関係、学校給食など様々な販路を有している。
	(株) ジョイ・ダイニング・プロダクツ (埼玉県越谷市)	冷凍食品の企画・販売を行う。日本全国の生活協同組合に直接口座を有しており、それを活用してグループ商品の販売も行っている。	全国の生活協同組合や宅配業者に販売している。
	SIN HIN FROZEN FOOD PRIVATE LIMITED、LIVIO FROZEN FOOD PTE. LTD. (シンガポール)	アジア各地の有力な水産会社から高品質・安心安全な冷凍水産品・冷凍水産加工品のアジア諸国などへの卸売りと大手 SM で調理済冷凍食品の小売。取扱魚種はエビ、(日本産含む) ホタテ、サーモンなど。	売上の 6 割がシンガポールでのホテルやレストラン向け卸売で、SM などルート確保。シンガポール外ではオーストラリア、台湾、中国などで卸売。

出所：有価証券報告書等よりフィスコ作成

業績動向

2019 年 2 月期第 2 四半期の業績苦戦の理由は楽陽食品

1. 2019 年 2 月期第 2 四半期の業績動向

2019 年 2 月期第 2 四半期の業績は、売上高 11,438 百万円（前年同期比 15.1%増）、営業利益 158 百万円（同 55.0%減）、経常利益 201 百万円（同 48.2%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 131 百万円（同 60.3%減）となった。期初の同社計画に対して、売上高で 247 百万円、営業利益で 100 百万円、経常利益 74 百万円、親会社に帰属する四半期純利益で 29 百万円の未達となった。売上高は、オープン、ヨシムラ・フードの販売好調に加え、2018 年 2 月期下期以降に子会社化した 3 社（(株)ヤマニ野口水産、JSTT SINGAPORE PTE. LTD. (JSTT)、(株)おむすびころりん本舗）の売上高が加わった。利益面では、2018 年 2 月期下期からの原材料価格の高騰や得意先からの厳しい条件提示、工場での生産性低下などにより売上総利益率が低下、物流単価上昇や横持ち増加、子会社増によるコスト増加などにより販管費率が上昇した。

2019 年 2 月期第 2 四半期業績

	18/2 期 2Q (百万円)	売上比 (%)	19/2 期 2Q (百万円)	売上比 (%)	伸び率 (%)
売上高	9,935	100.0	11,438	100.0	15.1
売上総利益	2,191	22.1	2,534	22.2	15.7
販管費	1,838	18.5	2,376	20.8	29.2
運搬費	766	7.7	821	7.2	7.7
給与及び手当	337	3.4	491	4.3	45.5
その他	734	7.4	1,063	9.3	44.8
営業利益	352	3.6	158	1.4	-55.0
経常利益	389	3.9	201	1.8	-48.2
親会社株主に帰属する 四半期純利益	331	3.3	131	1.2	-60.3

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

製造事業においては、積極的な設備投資と「中小企業支援プラットフォーム」を背景に、各社とも新商品開発や販路拡大などを推進した。また、2018 年 2 月期下期に新たにグループ企業となったヤマニ野口水産、JSTT、2019 年 2 月期上期にグループ入りしたおむすびころりん本舗と（有）まるかわ食品が売上拡大に寄与した。しかし、原材料価格の高騰など利益面では前期から引き続き厳しい状況にあり、製造事業の売上高は 8,897 百万円（前年同期比 15.5%増）、セグメント利益は 270 百万円（同 41.3%減）となった。販売事業においては、「中小企業支援プラットフォーム」の情報網などを活用し、既存取引先への販売や企画提案力の強化に注力、主要得意先への販売が好調に推移した。このため、売上高は 2,540 百万円（同 13.7%増）、セグメント利益は 101 百万円（同 4.3%増）となった。

業績動向

セグメント別業績の動向

	18/2期2Q (百万円)	売上比 (%)	19/2期2Q (百万円)	売上比 (%)	伸び率 (%)
製造事業セグメント	7,701	77.5	8,897	77.8	15.5
楽陽食品	2,483	25.0	2,479	21.7	-0.1
オープン	1,152	11.6	1,230	10.8	6.8
純和食品	943	9.5	997	8.7	5.7
エスケーフーズ	1,795	18.1	1,834	16.0	2.1
おむすびころりん本舗	-	-	412	3.6	-
JSTT	-	-	705	6.2	-
その他(6社)	1,528	15.4	1,659	14.5	8.6
販売事業セグメント	2,234	22.5	2,540	22.2	13.7
ヨシムラ・フード	2,548	25.6	2,764	24.2	8.4
ジョイ・ダイニング・P	394	4.0	440	3.8	11.7
合計	9,935	100.0	11,438	100.0	15.1

出所：決算説明会資料、決算短信よりフィスコ作成

問題の営業利益未達だが、主因は主力の楽陽食品における生産性の低下にある。未達額100百万円の要因を分析すると、原材料価格高騰を吸収するため主力製品で利益率の高いチルドシウマイを値上げしたが、かえって売上の減少を招いたこと、2017年2月期に参入したチルド餃子の受注が増加したことで工場間の横持ち物流費が増えたこと、チルド餃子の生産ラインフル稼働(24時間対応)に伴い残業など労務費が増加したこと、一方でチルドシウマイの生産ラインの休止時間が増えるなどアンバランスな生産体制が続いたこと、チルド餃子の増加に対してラインの切り替えで対応し生産性が低下したこと、チルドシウマイの新商品を投入できなかったこと一ということになり、楽陽食品だけで営業利益の未達額100百万円のうち約70百万円を占める。加えて、まるかわ食品のM&A費用で15百万円、残りはオープンで自社製品の販売が苦戦したことなどによる。

楽陽食品の人気商品



出所：楽陽食品ホームページより掲載

楽陽食品は新工場設立で生産性改善へ

2. 2019 年 2 月期の業績見通し

2019 年 2 月期の通期業績見通しについて、同社は売上高 23,954 百万円（前期比 19.6%増）、営業利益 329 百万円（同 33.3%減）、経常利益 384 百万円（同 30.7%減）、親会社に帰属する当期純利益 229 百万円（同 45.2%減）を見込んでいる。同社の期初の業績見通しに対し、売上高で 675 百万円上方修正したものの、営業利益で 225 百万円、経常利益で 196 百万円、親会社に帰属する当期純利益で 133 百万円の下方修正となった。同社は、まるか食品と Sin Hin、LIVIO FROZEN FOOD PTE. LTD. がグループ入りすることから売上高を上方修正したが、生産性改善を目指して設立する楽陽食品新工場の設立費用が新たに発生すること、下期も原材料費の高騰が続くこと、Sin Hin と Livio の連結が第 4 四半期になるため M&A 費用が発生する一方、利益貢献が 2020 年 2 月期以降になること——などから利益については下方修正となった。

ちなみに、楽陽食品の新工場は餃子専用の新潟第 2 工場で、2019 年 2 月に稼働の予定である。成型機を 4 基導入し餃子の生産能力を現状の 2 倍に引き上げ、餃子の生産を新潟第 2 工場に集約する。これまで各工場で少量ずつ生産していたのに対し、餃子のみを集中・連続して生産することが可能になるため、製造原価の低減につながる事が期待される。さらに、餃子の生産で忙しかった主力の秩父工場もシウマイに集中することができるため、生産性上昇に加え、大粒シウマイや 10 粒シウマイなど採算の高い製品の生産や開発ができるようになる。但し、新潟第 2 工場の開設が 2019 年 2 月のため、業績改善や収益貢献は 2020 年 2 月期からとなりそうだ。

2019 年 2 月期業績見通し

(百万円、%)

	18/2 期	売上比	19/2 期 修正予想	売上比	伸び率	19/2 期 期初予想	修正額
売上高	20,035	100.0	23,954	100.0	19.6	23,278	675
営業利益	494	2.5	329	1.4	-33.3	555	-225
経常利益	554	2.8	384	1.6	-30.7	580	-196
親会社株主に帰属 する当期純利益	419	2.1	229	1.0	-45.2	363	-133

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中期経営計画

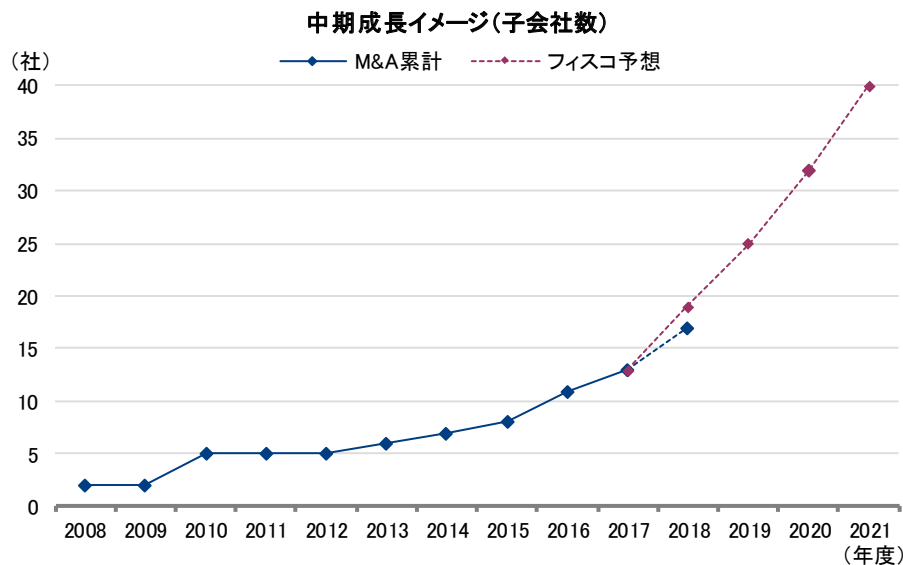
M&A の拡大を通じて中長期成長につながる飛躍を期待

1. 中期成長イメージ

特に中期経営計画はないが、同社は企業価値を高めるための目標として、経常利益率 5%、自己資本当期純利益率 (ROE) 15% を掲げている。

中小企業の M&A など仲介する、公的相談窓口の事業引継ぎ支援センターの成約実績が、2012 年度から 2017 年度までの累計で 1,478 件となり、特に 2017 年度は前年同期比で 2 倍近いペースに加速、しかも事業承継の約 7 割が第三者への事業引き継ぎとなった。このような好環境下で、同社は資金調達力など上場会社としてのメリットを生かし、中小食品企業の M&A をさらに推進する意向である。また、グループ企業の増加に伴ってシナジーを拡大するため、「中小企業支援プラットフォーム」の更なる強化も考えている。中期的にも同社は、販路の共有化や営業の管理・支援、新たな販売チャネルの開拓などによって売上を拡大し、仕入のスケールメリットや製造拠点・管理業務の集約によって利益率を引き上げていく方針である。

なかでも中期成長のために同社が足元ですべきことは、人材を強化することである。プラットフォーム関連のマンパワーについては、物流や品質管理にはまだ猶予があるものの、喫緊の課題となっていた商品開発面では優秀な外部人材を採用するなどすでに手を打った模様である。中小食品企業のネックとなりやすい、製造技術はあっても新しい商品を開発する力が足りないという部分を補う考えだ。また、事業領域の拡大策の 1 つとして海外への進出を果たしており、高付加価値商品など海外向けの商品開発力のある人材は必要ということになるだろう。M&A については、現在の体制でも年間 6 社程度の M&A は可能という考えだが、プラットフォームの拡張を進めれば、M&A 件数は中期的に徐々に増加ピッチを上げていくと予想される。



業績のボラティリティへの対応が課題

2. リスクと課題

同社に特徴的なリスクは、食品の安全性、競合、季節変動、M&A に関するものである。食品の安全性については、基本事項と位置付け、「中小企業支援プラットフォーム」の仕組みの中で品質管理の事業統括担当を置いて子会社各社の品質管理能力を高め、グループのベストプラクティスを横展開している。競合について、同社ビジネスモデルに対する競合はほとんどないと言えるが、子会社各社は大手～中小食品企業と常に競合している。大手食品企業のスケールメリット、中小食品企業の独自性に対し、同社は独自性と子会社各社の相互補完によって対抗している。季節変動については、同社グループでは冬季（10 月～12 月）に販売のピークを迎える製商品が多く、売上高で 3 割前後、営業利益で 4 割前後と冬季の構成比が高くなっている。このため、ほかの季節にピークが来る商品の開発を進める必要がある。

2019 年 2 月期第 2 四半期で明白になったリスクは業績リスクで、子会社における原価や人件費、物流費などの急激なコストアップと、M&A による一時費用の額と発生時期の不確実性が背景にある。コストアップに対しては値上げで対応したいところだが、8 割のシェアを誇る低価格チルドシウマイですら簡単に値上げさせてくれない。それほどまでに大手流通の価格決定権は強く、消費者は低価格志向が強い。しかし、競合先に対してならば、1 つの経験をグループ全体で共有しやすいという、「中小企業支援プラットフォーム」を利用できるという優位性がある。また、M&A による一時費用の額については投資基準を厳格に適用すればよく、時期については M&A の数が増えてくれば予測しやすくなり、規模が拡大すれば費用も吸収できるようになる。しかし、同社はまだノウハウを蓄積している途上の中小企業の集合体でもあることから、コストアップを即座に吸収できるほどの能力はなく、M&A による一時費用もまだまだ重い。従って、M&A 案件を業績見通しに入れないのは当然だが、そのような中でも動いている案件を含め想定される費用については、保守的に予算計上することも一考かもしれない。

■ 株主還元策

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題の 1 つと位置付けているが、一方で、現在は成長過程にあるという認識から、資金を M&A や積極的な事業展開、プラットフォーム拡充による経営基盤の強化のための投資に充当することが、株主に対する最大の利益還元につながると考えている。このため、設立以来配当は実施しておらず、今後も当面の間、資金は事業拡大のための投資や既存事業の必要運転資金とする方針である。しかしながら、将来的には、各事業年度の経営成績及び財政状態を勘案しながら、株主への利益還元も検討していく考えである。

■ 情報セキュリティ

同社は M&A に関する情報を扱っている。M&A に関する情報は多くの場合インサイダー情報であり、制度的に極めて厳格に取り扱われることが求められる。M&A を主力事業とする同社がそうした情報を、故意、無意識に関わらず、漏洩または悪用した場合、法令違反となる可能性があるほか、上場企業としての信用も失墜、自ら成長の種を潰してしまいかねないことになる。これに対し同社は、法令にのっとり M&A 情報を厳密に取り扱うとともに、M&A 情報に接する人員を最低人数に限ることで、リスクを極力排除するように努めている。

重要事項（ディスクレマー）

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、企業との電話取材等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・加工することは堅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・譲渡することは堅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いたします。

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