

2012年6月29日（金）

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
永田 昌寿

■次世代型卸商社モデルで流通を最適化

2001年に日用品・化粧品卸売業3社が核となって設立された2大広域卸売業の1社。全国規模の物流網に加え、誤配率1/10万以下という高精度の物流力が強みで、寡占化が進みつつある同卸市場でも同社のシェアは15～20%（フィスコ推定）と想定され、依然として成長余地が大きい。

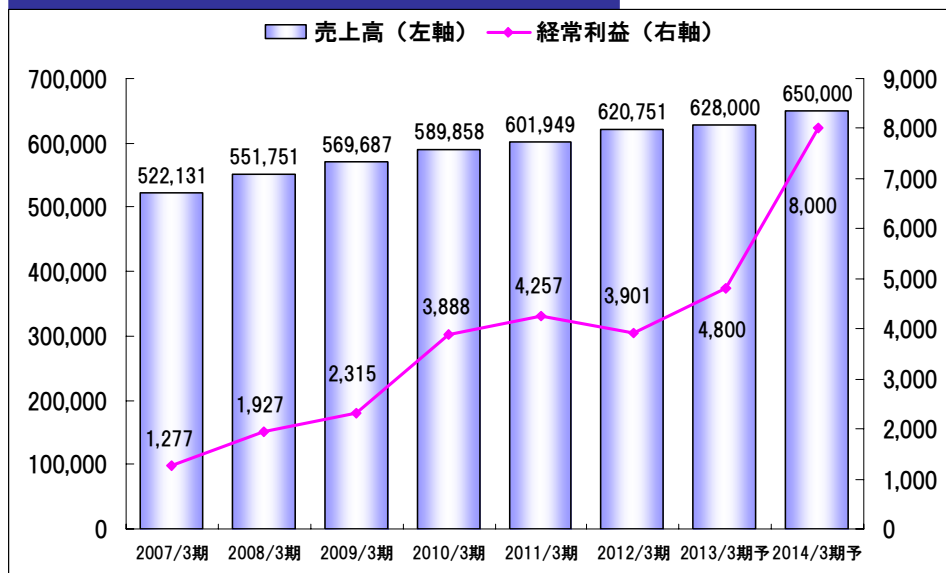
生産から消費まで流通を最適化する「次世代型卸商社」を事業モデルとしている。メーカーの営業代行機能や小売店サイドの受託物流のほか、広告メディアと売り場の販促を連動させた企画などを行っており、中間流通から一歩進んだ取り組みを行っている。

業績は2012年3月期が震災など一過性の費用で減益となったものの、2013年3月期は一時費用の消滅や効率改善に加えて、取引量の拡大を背景に増収増益路線に回帰する見通し。中期経営計画の最終年度となる2014年3月期は経常利益で80億円と高めの目標設定だが、2012年3月期から2013年3月期にかけて実施している物流センター統合のほか、自然的な人員減に対応した生産性向上策など、目標達成に向けた布石が打たれている。

■Check Point

- ・従来の卸売業から脱却した新たなビジネスモデルを追及
- ・全国への広域展開と高精度の物流・在庫管理能力に強み
- ・中期経営計画最終年度の2014年3月期に経常利益80億円を達成へ

業績の推移（単位：百万円）



■沿革

従来の卸売業から脱却した新たなビジネスモデルを追及

同社は、化粧品・日用品卸売業にて関東圏地盤のダイカ(株)、中部圏地盤の伊藤伊(株)、九州圏地盤の(株)サンビックの共同で2001年に設立されたが、源流である3社の歴史はそれよりも古く、日本の日用品や化粧品の卸売業の国内市場の発展と共に成長してきた。小売店の広域化（ナショナルチェーン化）と大規模化で、地域色が濃かった卸売業にも広域化への対応と、規模の経済性による効率化が求められたことが設立の背景にあったようだ。設立後も、中部圏、四国圏、関西圏の卸企業を傘下に収めることで地域補完を行う一方、異業種企業との提携により、プロモーション展開のほか、物流の効率化や海外進出など、従来型の卸売業から脱却した「次世代型卸商社」としての新たなビジネスモデルを追及している。

沿 革	
2001年10月	ダイカ(株) (昭和11年設立)、伊藤伊(株) (昭和41年設立)、(株)サンビック (昭和50年設立) の3社が共同で、株式移転方式で当社を設立。3社がその子会社となることにつき承認可決。
2002年 4月	株式を店頭売買有価証券市場（現ジャスダック市場）に上場。
2002年 4月	3社が共同して株式移転により同社を設立。
2002年 9月	四国地盤の化粧品・日用雑貨卸の徳倉(株)を株式交換方式で子会社化（直前期年商204億円、経常利益0.65億円）。
2004年 4月	同社の子会社であるダイカ(株)、伊藤伊(株)、(株)サンビック、徳倉(株)及び野村商事(株)（伊藤伊子会社）が合併。
2004年 6月	本店を東京都港区から千葉県船橋市に移転。
2004年 8月	中部圏を地盤とする(株)木曾清を株式交換方式により子会社化（直前期年商158億円、経常利益2.84億円）。
2005年12月	ペット用品卸のジャベル(株)を株式交換方式により子会社化（直前期年商565億円、経常利益1.18億円）。
2006年10月	大阪地盤の化粧品日用雑貨卸の(株)シスコと合併（直前期年商513億円、経常利益4.4億円）。
2006年11月	同社、(株)電通テック（(株)電通100%子会社）、日本電気(株)、大日本印刷(株)と共同で、(株)電通リテールマーケティングを設立。当社の出資は36%で電通に次ぐ第2位株主。
2004年 4月	(株)インスタマーケティングを設立。
2007年12月	資本効率改善及び株主利益還元を目的として自己株式取得を公開買い付けで406万6,750株を取得（発行済株式5.1%、取得金額12.89億円）。
2010年 3月	食品卸の(株)日本アクセス、医薬品卸のアルフレッサホールディングス(株)とシーエス(株)（アルフレッサホールディングス(株)の連結子会社）、丹平中田(株)（アルフレッサホールディングス(株)の資本提携先）と業務提携。
2011年 3月	東京証券取引所市場第二部に上場。
2012年 2月	上海に同社の子会社である凱饒泰（上海）貿易有限公司を設立。
2012年 3月	東京証券取引所市場第一部銘柄に指定。
2012年 3月	アルフレッサヘルスケア(株)（アルフレッサHD子会社）と共同物流を北海道石狩にて開始。
2012年 6月	関西地区の家庭用品部門強化及び売上拡大を目的として、市野(株)の全株式を取得し子会社化（直前期年商18.49億円、経常利益0.07億円）。

(出所) 有価証券報告書よりフィスコにて一部加筆・抜粋

■ 事業概要

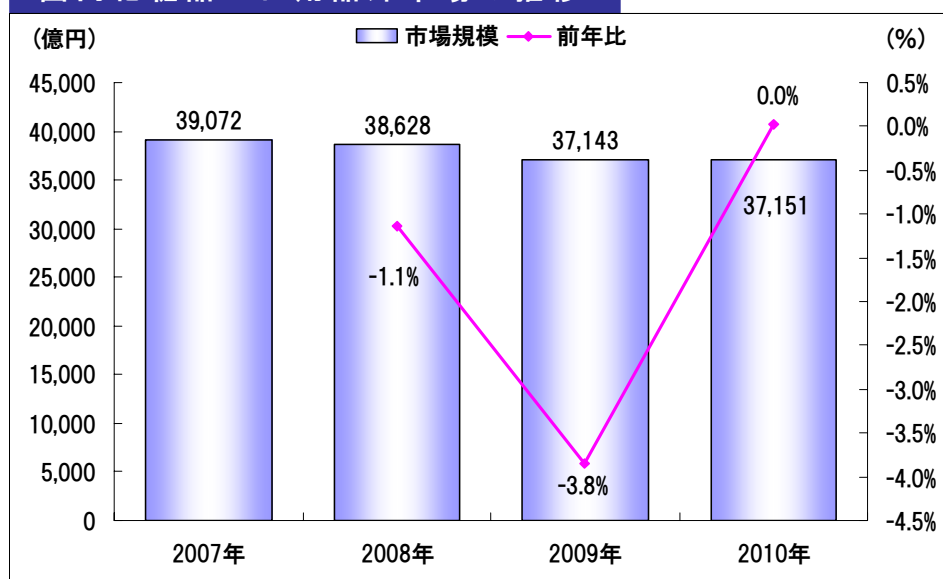
2大広域卸売業の1社で推定シェアは15～20%

・ 業界でのポジショニング

同社は、日用品、化粧品、トイレタリー用品、衛生用紙製品、家庭用品のほか、ペット関連用品などを扱う卸売業である。日本国内の化粧品、日用品卸市場はおよそ3.7兆円規模（下表「国内化粧品・日用品卸市場の推移」参照）で、同社はPaltac<8283>（メディバルホールディングス<7459>の子会社）と並んで、全国展開する2大広域卸売業の位置付けにあり、同社のシェアは15～20%と推定される。

なお、Paltacの売上高は、一般薬品の売上高（非開示）を含んでいるため、化粧品・日用品分野では同社との規模の開きは小さくなる。

国内化粧品・日用品卸市場の推移



(出所) 日本商業新聞社 2011年9月発刊資料

化粧品・日用雑貨卸売業界のランキング

順位	企業名	上場区分	年商 (百万円)			
			2010/3期	占有率(※)	2011/3期	占有率(※)
1	Paltac (注1)	東証1部	739,170	38%	757,557	38%
2	あらた	東証1部	589,858	30%	601,949	30%
3	中央物産	ジャスダック	142,448	7%	130,644	7%
4	フジモトHD (注2)	非上場	163,156	8%	168,566	8%
5	井田両国堂	非上場	91,348	5%	97,640	5%
6	東京堂	非上場	62,356	3%	63,200	3%
7	広島共和物産	非上場	50,786	3%	50,856	3%
8	東流社	非上場	43,733	2%	43,511	2%
9	小津産業	東証2部	43,000	2%	36,200	2%
10	ハリマ共和物産	大証2部	33,429	2%	33,572	2%
	合計		1,959,284	100%	1,983,695	100%

(出所) 日経MJ「日本卸売業調査」統計資料より

(※) 上位10社の中の占有率

(注1) Paltacはメディバルホールディングス傘下の企業。同企業の年商には一般薬品の売上高を含む

(注2) フジモトHDの年商は、ホールディングカンパニー移行前の2社の年商を単純合算で表示



■事業概要

日用品で高成長の全国チェーンが顧客に多数

・事業セグメントについて

同社の取り扱う商材数は膨大な数になり、ドラッグストアやホームセンターの店頭にある日用品や化粧品などの大半の商材を取り扱っている。4つのカテゴリー別に売上高が開示されているが、Health&Beautyを筆頭に、トイレタリー、紙製品が3大カテゴリー。本体と子会社ジャペル（2011年3月期の年商772億円）で展開するペット用品・その他、家庭用品の構成はやや低い。（下表参照）

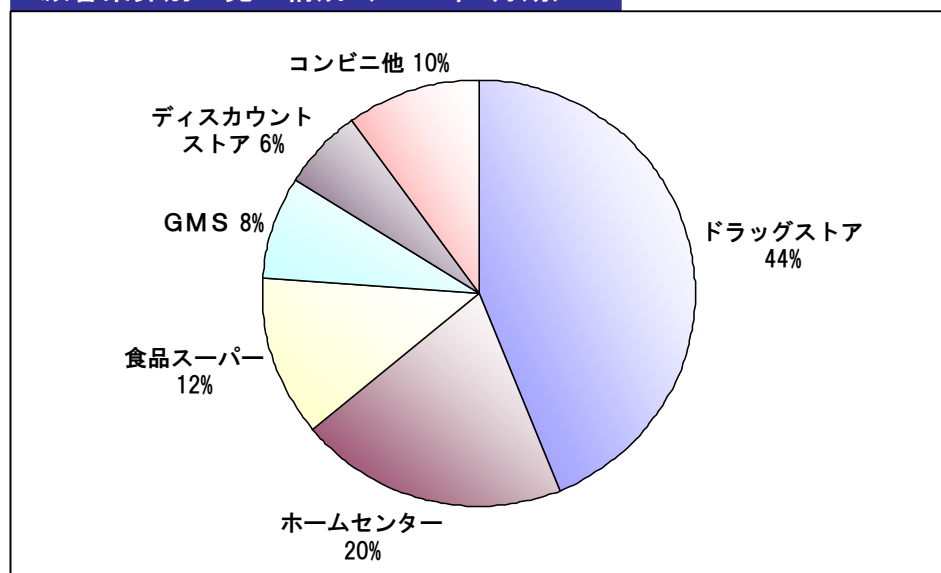
取引先数は仕入先1,600社、販売先5,300社に及ぶ。販売先の顧客業界別は以下の通りであり、ドラッグストアとホームセンター業界で64%を占めるが、高成長の全国チェーンが数多く入っている。

カテゴリー別売上高（単位：百万円）

		2011/3期	構成比	2012/3期	構成比	前期比
Health&Beauty	化粧品・装粧品・石鹸・入浴剤・オーラルケア	174,270	29.0%	185,294	29.8%	+6.3%
トイレタリー	各種洗剤・芳香剤・防虫剤・殺虫剤・乾電池・記録メディア・照明用品・電気応用品・OA用品・文具・食品・カー用品	155,835	25.9%	163,260	26.3%	+4.8%
紙製品	家庭紙・紙おむつ・ペーパー用品・衛生用品・生理用品	135,329	22.5%	130,379	21.0%	-3.7%
家庭用品	台所用雑貨・住居用雑貨・生活用雑貨・レジャー用品・園芸用品	42,591	7.1%	43,995	7.1%	+3.3%
ペット用品・その他	ペット用品・その他	93,923	15.6%	97,821	15.8%	+4.2%
連結売上高		601,949		620,751		+3.1%

(出所) 決算短信、有価証券報告書

顧客業界別の売上構成（2011年3月期）



(出所) 取材によりフィスコ作成

■事業概要

経営実態を表す最適な利益指標は経常利益

・業界慣習と会計 ～経常利益が最適な利益の指標～

日用品・化粧品の卸売業と仕入先メーカーとの長年の業界慣習にて、仕入割引（リベート）が存在する。また、小売店と卸売業など納入業者の間には、センターフィーが存在する。

仕入割引とは仕入先であるメーカーと卸売業との販売報奨金であり、販売後に現金値引きされるために、営業外収益で計上されている。仕入割引は、過去の決算情報から売上高の0.7～0.8%で安定している。

一方、センターフィーとは、卸売業などベンダーから小売店への支払手数料である。従来まで行っていた個店までの配送を、一括配送センターに集約して個店へ共同配送することで物流の効率化を図る仕組みである。

同社では仕入割引については営業外収益に計上し、センターフィーについて、販売管理費で計上している（荷造包装運搬費に含まれる）ため、損益計算書では、会計上の営業利益と経常利益との間で差異が大きくなり、現在の取引状況から見て必ずしも経営実態を適切に表しているとは言えない状況にある。

そのために、現在の財務諸表上では経営実態を表す最適な利益指標は経常利益と考えられる。

全国への広域展開と高精度の物流・在庫管理能力に強み

・SWOT分析

同社を取り巻く外部環境と経営の現状について、SWOT分析で簡便表にて表した。なお、SWOT分析とは、組織のビジョンや戦略を企画立案する際に利用する、強み「Strength」、弱み「Weakness」、機会「Opportunity」、脅威「Threat」の4つに区分して、現状を分析する一般的な手法である。

外部環境による機会では、全国広域卸として規模の経済性が機能し、再編などで外部資本を取り込む際に有利な立ち位置にいること、消費財に根差した事業であるために不況抵抗力も強いことが挙げられる。一方、脅威では、生産者（メーカー）と販売者（小売店）をマイケルポーター氏の「5つの競争要因（5 Forces）」に当てはめてみると、中間流通のために買い手競争力（交渉力）と売り手の競争力（価格支配力）の影響を受けることが挙げられる。PB（プライベートブランド）に代表される生産者とメーカーの直取引なども悪影響となる。

■事業概要

内部環境による強みでは高精度の物流・在庫管理能力を軸に、小売店の商品納入作業の軽減などを通じて小売店の生産性向上に貢献してきた実績があることが挙げられる。次世代型卸商社モデルでは中間流通事業者の立場から、メーカーの販売や販促支援のほか、物流と情報支援を通じて、生産から販売までを最適化できるような機能提供まで昇華させることで競争力を高める戦略を出している。弱みでは合併・買収で拡大した経営組織で、地域によって物流拠点や間接部門などが分散したことによる不効率性が挙げられる。現在は、拠点統廃合などの手が打たれ、解消へ向かっている。

SWOT分析

		好影響	悪影響
		<機会 (Opportunity)>	<脅威 (Threat)>
外部環境		<ul style="list-style-type: none"> ・ 主要顧客業界の全国広域展開 ・ 取扱い商材の不況抵抗力が高いこと ・ M&Aや提携等で外部成長機会の獲得 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 生産者と販売者の直取引増加 ・ 買い手の競争力向上 ・ 売り手（仕入先）の価格支配力向上
		<強み (Strength) >	<弱み (Weakness) >
内部環境		<ul style="list-style-type: none"> ・ 「次世代卸商社」モデルを通じた取引関係 ・ 高精度の物流・在庫管理能力 ・ コスト競争力 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 一部地域で分散化した物流機能 ・ 合併・買収によって肥大化した組織の適正化

(出所) 取材等によりフィスコ作成

■事業リスク

保有銘柄は消費関連かつ130超でリスクを分散

同社の有価証券報告書及び決算短信には、以下の7点の事業リスクについての記載がなされている。各リスク要因についてフィスコにて加筆した。

(1) 競争激化による投資コストの増加について

業界再編に伴う同業者の買収や異業種への進出に伴う投資のほか、大型物流センターの建設など事業拡大のために必要な投資。投資に伴う減価償却費など費用の増加のほか、投資の結果が事前想定と著しく乖離した場合は、減損などの処理が必要になる場合がある点を考慮する必要がある。

(2) 仕入割引のリスクについて

化粧品・日用品の卸売業界の特有業界慣習として、仕入割引（リベート）がある。仕入先のメーカーより支払われる販売報奨金に相当するものだが、損益計算書上の営業外収益に計上、同社の経常利益の大半に貢献している。会計制度の変更や取引慣行変更によって、仕入割引が売上原価（控除）に移動する可能性がある。ただし、粗利益額、営業利益額が仕入割引分だけ増加して、経常利益は不変の結果となる見通しで、実質的な影響はないと考えられる。

(3) 業績変動について

第3四半期に業績が膨らみ、第4四半期に落ち込む季節要因がある。

(4) 信用リスクについて

取引先の信用リスク。販売先は5,300社でかつ特定取引先への依存度が低い。

(5) 大規模災害について

東日本大震災での対応のように、大規模災害にもバックアップ体制はできているが、一時的な費用の発生や固定資産の除却など損失が出る可能性がある。

(6) 減損会計について

有形固定資産の用途変更によって減損会計適用の可能性がある。

(7) 投資有価証券保有に係る株価変動リスクについて

2012年3月期末の投資有価証券残高は53億円で、對自己資本比11%。内訳は、上場株式48.53億円（取得原価43.53億円）、非上場株式2.39億円、関連会社株式2.08億円。営業上の取引関係のある仕入先（主に消費財メーカー）及び販売先（主に小売業）企業の株式が中心。ただ、消費関連銘柄の保有構成であることに加えて、保有銘柄数は130超（1銘柄の最大保有は6.48億円）と、リスク分散もなされていると考えられる。

■業界内での株価バリュエーション

中期経営計画を通じた業績と資本効率の向上に期待

同社の株価バリュエーションを、同業である化粧品・日用品卸売業に加えて、参考までに、同業界と同様に業界再編が進む食品卸売業や医薬品卸売業などの上位企業を合わせて比較分析した（下記表を参照）。同社の株価バリュエーションはPBR0.6倍と業界平均並みだが、他業界との比較ではやや割安の評価となっている。ROAやROEなど資本効率指標がやや劣位にあることが要因と考えられる。同社では、中期経営計画を策定して、現在、物流施設の統合や間接部門の統廃合など、資本効率の向上に向けた取り組みを行っており、業績の改善と共に今後の資本効率の向上に期待がかかるところだ。

自己資本比率について言及したい。得意領域に特化した一部卸売業を除くと、運転資本（在庫や売掛金から買掛金を引いた金額）をファイナンスする卸売業の事業構造から、広域化で規模が拡大するほど資産と負債が膨らみ自己資本が低下する傾向がある。下記の表の通り、医薬品や食品の卸売企業でも自己資本比率は、平均すると25%ほどにとどまる。

流動比率など安全性を確認する指標と合わせてみる必要があるが、運転資本の劣化リスクが低ければ、自己資本比率の数値以上に安全性は高いと考えられる。

化粧品・日用雑貨卸売企業の株価バリュエーション表

企業名	上場	コード	決算期	株価 (円)	時価総額 (百万円)	予想PER (倍)	PBR (倍)	ROA (%)	ROE (%)	自己資本比率 (%)
メディバルHD	東証1部	7459	3月期	1,126	275,335	11.9	0.7	2%	6%	28%
あらた	東証1部	2733	3月期	395	31,324	15.3	0.6	2%	4%	23%
中央物産	ジャスダック	9852	3月期	378	4,653	4.9	0.3	4%	6%	34%
小津産業	東証2部	7487	5月期	1,136	9,582	31.2	0.9	2%	3%	57%
ハリマ共和物産	大証2部	7444	3月期	808	4,397	4.5	0.4	11%	10%	62%
中山福	大証1部	7442	3月期	629	12,715	8.2	0.8	11%	9%	68%
6社合計					338,006	11.6	0.7	3%	6%	29%
以下参考 (食品卸)										
三菱食品	東証1部	7451	3月期	2,019	117,355	10.4	1.0	4%	10%	19%
加藤産業	東証1部	9869	9月期	1,601	61,083	9.3	0.8	5%	9%	34%
伊藤忠食品	東証1部	2692	3月期	2,970	38,707	7.7	0.6	4%	8%	33%
3社合計					217,146	9.5	0.9	4%	9%	25%
(医薬品卸)										
アルフレッサHD	東証1部	2784	3月期	4,220	219,324	14.8	0.9	3%	6%	23%
スズケン	東証1部	9987	3月期	2,685	252,254	15.3	0.8	3%	6%	30%
2社合計					471,578	15.0	0.9	0%	6%	26%

(出所) フィスコ作成

(注1) 株価は2012年6月29日引値、予想PERは各社今期会社計画ベース

(注2) 合計値はそれぞれの企業の数値を単純合算

(注3) ROAは各社経常利益を総資産で除して算出

ROEは各社当期純利益を自己資本で除して算出

■業績動向

前期は一過性の要因で減益も売上高は計画を上振れて着地

・2012年3月期の実績

2012年3月期の業績は、売上高620,751百万円（2011年3月期比3.1%の増加）、営業赤字616百万円、経常利益3,901百万円（同8.4%の減少）、当期純利益1,615百万円（同59.1%の増加）となった。期初の会社計画に対して売上高は、積極的な拡販策が奏功して約11,800百万円の上振れとなった。一方、損益面では、経常利益で300百万円の未達となった。未達要因を分析すると以下の表の通りだが、震災関連や返品や在庫処分など一過性の要因が影響する結果となった。なお、補足であるが、在庫減損はマスクなどインフルエンザ関連商材で、物流センター被災は同社が受託している顧客物流センターが震災直後から3カ月休止となったことを示している。

経常利益の未達要因

↑	増収による粗利益増や効率改善等	+1,800百万円
↓	粗利益率計画差異	▲600百万円
	うち期末在庫減損（新型インフルエンザ関連）	（▲200百万円）
	うち物流センター被災に伴う逸失手数料	（▲300百万円）
	震災対応一時費用・想定外返品処理コスト増	▲1,500百万円（概算）

（出所）同社への取材をもとにフィスコで作成、なお一部はフィスコで算定

今期は一過性の減益要因の消滅による大幅増益に期待

・2013年3月期の見通し

2013年3月期の見通しは、売上高628,000百万円（前期比1.2%の増加）、経常利益4,800百万円（同23.0%の増加）、当期利益2,000百万円（同23.8%の増加）となっている。

売上高は、前期比1.2%の増加と、過去3期の平均増収率2.9%よりも控えめな前提となっている。理由としては、2013年3月期より拡販重視の営業姿勢から収益性重視の姿勢へ転換にすることに伴う、増収率の鈍化を織り込んでいるためだ。セグメント別では、Health&Beauty、トイレタリーが引き続き牽引する見通し。同社の主要取引先であるドラッグストアやホームセンターなどの業績動向や今年度の業績計画等から判断すると、やや控えめな印象である。

■業績動向

損益面では、2012年3月期に生じた一過性費用などの消滅効果が大きい。経常利益は4,800百万円と前期比900百万円の増益計画であるが、2012年3月期決算分析の損益要因で示した通り、費用消滅効果から比較的に保守的な計画と考えられる。変動リスクとして、プラス面では予想以上の増収、効率改善効果、マイナス面では取扱量の下振れや粗利益率の予想以上の低下などが想定される。

損益計算書（単位：百万円）

	2006/3期	2007/3期	2008/3期	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012/3期	Cos.est 2013/3期予	Cos.est 2014/3期予
売上高	455,986	522,131	551,751	569,687	589,858	601,949	620,751	628,000	650,000
売上原価	401,536	456,841	481,225	496,612	513,531	525,622	542,463		
売上総利益	54,449	65,290	70,526	73,074	76,326	76,326	78,288		82,550
販管費	56,968	67,719	72,091	74,333	76,255	76,040	78,904		78,850
営業利益	-2,518	-2,429	-1,565	-1,259	71	286	-616		3,700
営業外収益	4,209	4,606	4,936	4,990	5,153	5,195	5,728		
営業外費用	649	900	1,443	1,415	1,336	1,224	1,209		
経常利益	1,041	1,277	1,927	2,315	3,888	4,257	3,901	4,800	8,000
特別利益	1,192	776	540	51	60	188	3		
特別損失	1,547	942	2,235	684	747	1,280	208		
税引前利益	685	1,111	232	1,682	3,202	3,165	3,696		
法人税等	472	928	379	1,477	1,907	2,149	2,080		
少数株主持分	0	0	0	0	0	0	0		
当期利益	213	183	-147	205	1,295	1,015	1,615	2,000	-
株価（円/株）								395	(2012/6/29)
時価総額（百万円）								31,324	(2012/6/29)
予想PER(X)								15.7	(2012/6/29)
PBR(X)								(※)0.7	(2012/6/29)
予想配当利回り（%）								2.0%	
一株当り指標（円）									
発行済株式数（百万株）	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3	79.3
当期利益	2.7	2.3	-1.9	2.6	16.3	12.8	20.4	25.2	-
フリーキャッシュフロー	42.0	6.7	86.6	-13.0	93.7	-16.5	-66.8		
株主資本	517.0	590.8	552.3	547.0	564.3	575.8	595.4		
配当金	12.0	10.0	6.0	4.0	5.0	7.0	8.0	8.0	
伸び率（%、前年比）									
売上高	+7.3	14.5	5.7	3.3	3.5	2.0	3.1	+1.2	+8
営業利益	-	-	-	-	-	+303	-	-	-
経常利益	-51.0	+22.7	+51	+20.1	+68	+9	-8.4	+23	+67
当期利益	-65.8	-14.1	-	-	+532	-21.6	+59.1	+23.8	-
マージン（%）									
売上総利益	11.9	12.5	12.8	12.8	12.9	12.7	12.6	-	-
販管費	12.5	13.0	13.1	13.0	12.9	12.6	12.7	-	-
営業利益	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-	0.6
経常利益	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.7	0.6	0.8	1.2
当期利益	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	-

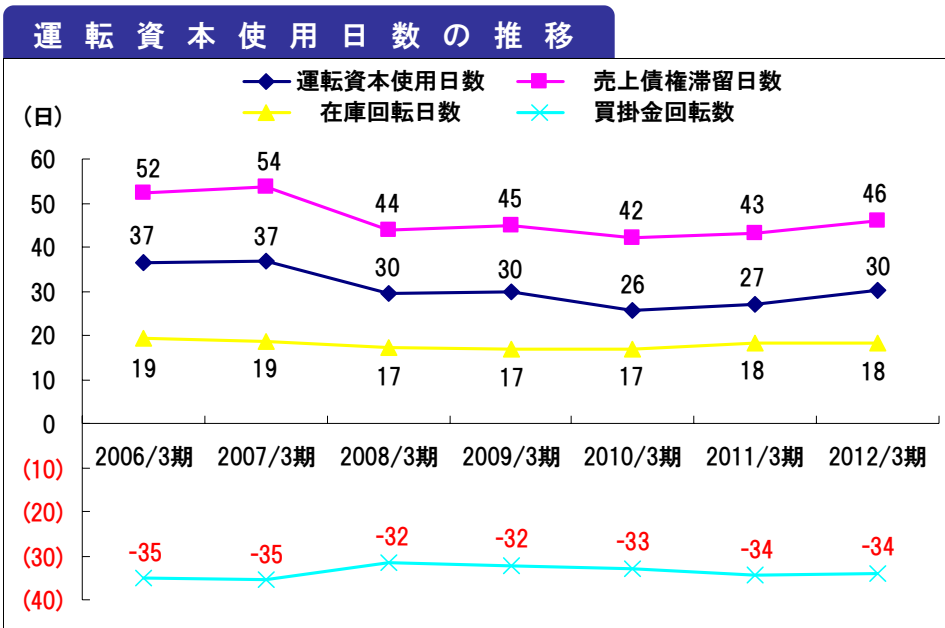
(出所)有価証券報告書、予想は会社
(※)PBRは2012年3月期実績

■ バランスシートに対する考察

財務面での安全性は数字以上

同社は、卸売業として対小売店の売掛金回収期間と対メーカーの買掛金支払日数の差を埋めるほか、在庫機能を提供している。そのために運転資本の負担がバランスシートに反映され、売上債権と在庫の合計が資産の50%超を占めている。下の図及び表から、運転資本使用日数（売上債権滞留日数＋在庫回転日数から買掛金回転数を差し引いた日数）が、約30日で、同日相当分の売上高規模（約500億円強）を運転資本として要している。同社のバランスシートを単純化すると、運転資本と有形固定資産を、自己資本と有利子負債で調達している構造となっていると考えられる。

同社の運転資本の安全性は高い。在庫はナショナルブランドの日用品かつ高回転であるために陳腐化リスクが低く、売上債権も取引先を分散している。上位取引先においても全国展開する有力チェーンが占めており、貸倒リスクは低いと考えられる。また、有形固定資産は営業所と物流センターの土地・建物等が大半を占める。自己資本比率は23%（2012年3月期）となっているものの、同社のバランスシートからは数字以上に財務面の安全性が感じられる。



(出所) 有価証券報告書よりフィスコ作成

貸借対照表における運転資本と有形固定資産の構成状況

	2006/3期	2007/3期	2008/3期	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012/3期
運転資本 (①+②-③)	45,657	52,843	44,633	46,433	41,614	44,302	51,446
売上債権①	65,387	76,821	66,457	70,367	68,033	70,942	78,328
在庫②	24,149	26,493	26,106	26,429	27,046	30,203	31,199
買掛債務③	43,879	50,471	47,930	50,363	53,465	56,843	58,081
有形固定資産	39,010	42,336	42,699	43,604	42,790	44,034	44,897
自己資本	40,998	46,849	43,798	43,379	44,751	45,665	47,198
有利子負債	57,560	65,900	65,501	66,901	59,286	62,384	68,707
①+②の対資産比率	56%	56%	52%	53%	52%	53%	54%

(出所) 有価証券報告書



■ 中期経営計画

2014年3月期を最終年度に経常利益80億円を達成へ

同社は2011年3月期決算公表時に中期経営計画も公表している。2014年3月期を最終年度に、経常利益80億円と3力年で1.88倍にする目標設定となっている。数値面での前提の詳細は以下の表を参照。

増収策と費用管理がポイントとなる。費用管理面では、従業員の自然的な減少をベースにした労働生産性の向上が中心となっており、達成の蓋然性が高いと考えられる。

売上高は3力年で8.0%増となっており、年率平均2.6%増である。過去5年の平均成長率3.5%増よりもやや抑えた前提。セグメント別では、紙製品が唯一減少の想定（下表-右サイドの※を参照）となっているが、ティッシュ・トイレットペーパーなど陥没価格復元による販売量低下リスクを反映したためのような。2012年3月期の売上高実績では2011年3月期比3.1%の増収と順調な進捗であった。

粗利益率は2011年3月期12.7%→2012年3月期12.6%に0.1%低下と計画対比でも差異が生じているが、2013年3月期より採算重視の取引で低下に歯止めを掛けるようだ。経費面では、2012年3月期において、震災に関連した一時費用や返品在庫処理に絡む費用の増加で2014年3月期の経費目標値を超過したが、2013年3月期以降平準化することで、効率改善を取り戻していく見込みだ。計画に対する上下の変動リスクは、粗利益率と経費面では、物流費など変動費の動向であろう。

経常利益倍増に向けたシナリオ

	2011/3期	売上比	2012/3	売上比	2014/3期予	売上比	差額	伸び率
売上高	6,019		6,207		6,500		+481	8.0%
(H&B)	(1,658)	28%	-		(1,710)	26%	52	3.1%
(トイレット)	(1,558)	26%	-		(2,030)	31%	472	30.3%
(紙製品)	(1,353)	22%	-		(1,170)	18%	-183	-13.5%
(家庭用品)	(426)	7%	-		(470)	7%	44	10.3%
(ペット・その他)	(153)	3%	-		(160)	2%	7	4.6%
(ジャベル(ペット))	(772)	13%	-		(810)	12%	38	4.9%
(ファッションあらた(H&B))	(84)	1%	-		(130)	2%	46	54.8%
営業総利益	763	12.7%	782	12.6%	824	12.7%	+61	8.0%
経費	760	12.6%	789	12.7%	787	12.1%	+27	3.5%
変動費	413	6.9%	-		440	6.8%	+27	6.5%
(物流関連費)	(358)	5.9%	-		(380)	5.8%	+22	6.2%
(その他)	(55)	0.9%	-		(60)	0.9%	+4	8.0%
固定費	347	5.8%	-		347	5.3%	+0	0.0%
(人件費)	(192)	3.2%	-		(187)	2.9%	-5	-2.6%
(その他)	(155)	2.6%	-		(160)	2.5%	5	3.2%
営業利益	3	0.0%	-6	-0.1%	37	0.6%	+34	1196.1%
営業外損益	40	0.7%	45	0.7%	43	0.7%	+3	7.5%
経常利益	43	0.7%	39	0.6%	80	1.2%	+37	87.9%
人員数(人)	3,010		-		2,910		-100	
従業員1人売上高(億円)	2.0		-		2.2		+0.2	

(出所) 決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

コスト構造の見直しと異業種との連携強化を図る

・中期経営計画の戦略の詳細について

(1) コスト構造改革について

- ・ 間接業務の集約・効率化による効果 年間 480百万円のコストダウン
(48カ所に分散している間接業務の集約)
(自然減少によって3年で約100名の減員)

- ・ 物流効率の改善 600百万円相当の効率化
売上高比0.1%費用負担を引き下げる
(物流拠点の統廃合—中部地区5拠点→2拠点に再編)
(共同物流—グループ内のほか、石狩センターでは異業種連携を実現)

2012年3月期までの進捗では、震災に対応した費用増加や想定外の返品処理費用などで、一時的ではあるが、前者としては効率が悪化する結果となった。同社では、返品処理のための専用センターの敷設等で追加施策を打っていることを取材を通じて確認できた。効率改善については、オペレーションが平準化される2013年3月期と2014年3月期の動向がカギとなろう。

(2) 市場拡大と開拓

- ・ グループシナジーの促進と海外展開の2本柱
グループシナジーで134億円、子会社インスタマーケティングで7億円増収が定量的な目標となっている。海外展開は異業種提携のほか、別チャンネルでも拡大機会を模索中だが、業績の貢献にはしばらく時間を要する見通し。

・ 新規ビジネスの開拓

ネット販売に対する営業を強化するため、平成24年4月より営業本部内に開発戦略室を設置。平成26年には売上高50億円を目標としている。

(3) 次世代型卸商社に向けた付加価値向上

- ・ 異業種連携を活用した販売促進支援能力向上
電通リテールマーケティングとの提携強化で、店頭と広告を連動させた販促支援事業を拡充させる。同事業では、成功事例が出てきている。

・ 営業・物流に関するサービスの拡充

受託物流の拡大、仕入先の営業代行機能の提供、对小売店には販売企画の提案や店頭の売り場管理等のインスタマーケティングを提供。

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、株式会社大阪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