

2013年2月13日（水）

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
山田 潤,CFA

■全国をカバーする国内最大級の広域卸売業

同社は化粧品・日用品で国内最大級の広域卸売業である。営業エリアは全国をカバーしており、全国展開する大手小売業向けを中心に化粧品、日用品、家庭用品、ペット用品などの商流、物流を提供している。精度の高い多品種少量の物流を全国レベルで行うことができる点や、消費者向けの来店企画など、きめ細かく小売業の店頭を支援できる点が強みである。

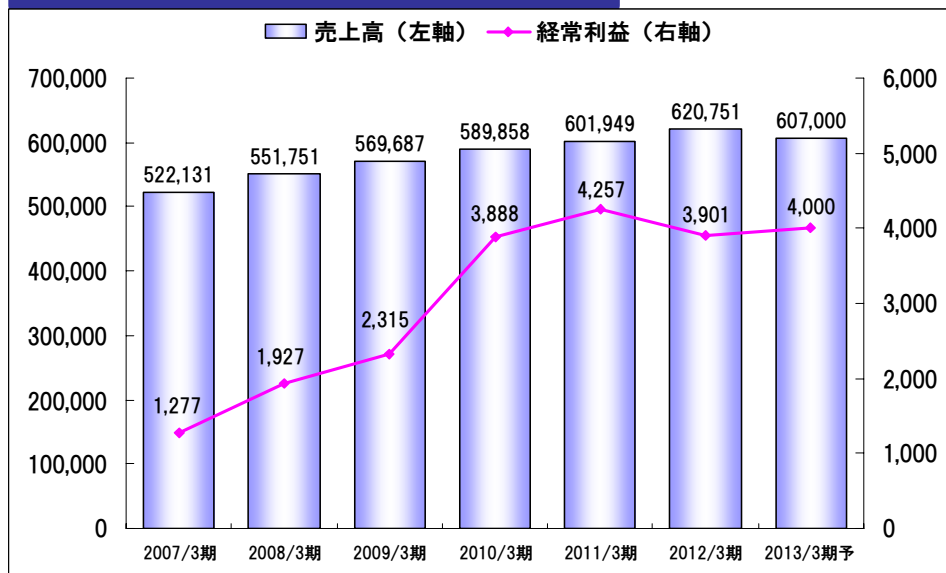
川上から川下へ商品を流すだけでなく、効率的な商流・物流を自ら提案する「次世代型卸商社」を事業モデルとしている。メーカーの営業代行機能や小売店サイドの受託物流のほか、広告メディアと売り場の販促を連動させた企画などを行っており、中間流通から一歩進んだ取り組みを行っている。

支店間業務機能の集約化などの業務効率の改善や、子会社との共同物流の拡大などの物流体制の再構築を進め、さらなるローコスト経営の実現を目指している。

■Check Point

- ・顧客の広域化に対応して経営統合により規模を拡大
- ・消費者起点、店頭起点の「提案型営業」を実施
- ・1株当たり配当額とコストを勘案し中間配当実施の可能性

業績の推移（単位：百万円）



■ 会社概要

全国展開する大手小売業へ精度の高い商流、物流を提供

(1) 事業概要

小売業向けに化粧品、日用品、家庭用品、ペット用品などの卸売業を行っている。営業エリアは全国をカバーしており、全国展開する大手小売業へ精度の高い商流、物流を提供している。顧客はドラッグストア、ホームセンター、食品スーパー、GMS（総合スーパー）、ディスカウントストア、コンビニなど約5,300社、5万店舗であり、80,000アイテムの商品を約1,600社の取引先から仕入れて、これらの顧客へ供給している。

強みとしては、精度の高い多品種少量の物流を全国レベルで行える点や、消費者向けの来店企画など、きめ細かく小売業の店頭を支援できる点があげられる。



出所：会社資料より引用

顧客の広域化に対応して経営統合により規模を拡大

(2) 会社沿革

同社は2002年にダイカ（札幌）、伊藤伊（名古屋）、サンビック（福岡）の日用品の地域卸3社が経営統合したのち、徳倉（徳島）が加わって誕生した。その後もM&Aを通じて、規模の拡大、取扱商品の拡大や機能の拡充を図っている。

■会社概要

会社沿革

		主な沿革
2002年	4月	ダイカ(株)、伊藤伊(株)、(株)サンビックが共同して持株会社「(株)あらた」を設立。
2004年	4月	子会社であるダイカ(株)、伊藤伊(株)、(株)サンビック、徳倉(株)が(株)あらたと合併。
2005年	9月	(株)テクノカネカと合併する。
	12月	ジャベル(株)を完全子会社とする。
2006年	4月	(株)九州シーエルシーと合併する。
	10月	(株)シスコと合併する。
	11月	(株)電通の100%子会社である(株)電通テック、日本電気(株)、大日本印刷(株)の3社と共同で(株)電通リテールマーケティングを設立する。
2007年	4月	流通ネット(株)と合併する。
	4月	(株)インスタマーケティングを設立する。
2008年	9月	(株)タカマツヤと共同で(株)アドグッドを設立する。
2010年	3月	(株)日本アクセス、アルフレッサホールディングス(株)、アルフレッサホールディングスの連結子会社であるシーエス薬品(株)、アルフレッサホールディングスが資本提携している丹平中田(株)と業務提携契約を締結することで合意する。
2011年	3月	東京証券取引所市場第二部に上場する。
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する。
2012年	3月	東京証券取引所市場第一部銘柄に指定。
2012年	8月	市野(株)の株式を取得し子会社とする。

経営統合を通じて規模の拡大を図っている理由としては、顧客であるホームセンターやドラッグストアなどが経営統合や広域化してきたこと、小売価格が低迷して卸価格への引き下げ圧力が高まってきたことなどの事業環境の変化があげられる。

顧客の店舗網が広域化して売上規模が拡大すると、地域卸売業では対応できない事態も発生する。この課題に対応するのが経営統合による規模の拡大であり、これにより営業地域を全国へ広げ、全国レベルで同じ精度で商流、物流を提供することを目指した。食品と比べて地域性が薄い日用品では地域卸売業としての特色は出しにくく、広域化、全国展開は必然であったと思われる。また一方で、売上規模の拡大した顧客からの卸価格引き下げ圧力などの厳しい要求にこたえるためにも、仕入規模を拡大し仕入先への価格交渉力の強化や、統合によるシナジー効果を利用した物流費や間接費等のコスト削減も必要となった。

その後のM&A、新会社設立や業務提携は、卸売業としての機能面の充実を目指したのも見られる。ジャベルは、生体を含むペット用品の総合卸で、ペット関連の売り場作りに強みを持っている。シスコ(大阪)は独自の店頭販促物を自前で作成する部門を持つなどの特徴を持っていた。電通リテールマーケティングは、同社の仕入先であるメーカーと共同で広告を企画し顧客への提案を行う。インスタマーケティングは、その提案した広告と顧客の店頭が連動して売上が上がるように、店頭管理を行っている。アドグッドブランドとしてプライベートブランド商品の開発を行っている。食品卸の日本アクセスや、医薬品卸のアルフレッサホールディングス<2784>との業務提携は、近年、食品の売上高比率が5割以上に高まっているドラッグストアチェーンがあるなど、顧客の店頭の変化への対応である。医食住トータルで提案できる機能を得ることは、卸売業としての重要な戦略となってきた。



■会社概要

なお、同社の業界でのポジショニングは、約3.7兆円の規模となっている日本国内の化粧品・日用品卸市場において、Paltac<8283>（メディパ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）を含んでいるために、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。

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	決算期	年商（百万円）			
				2010年	占有率(%)	2011年	占有率(%)
1	Paltac (注1)	東証1部	3月	739,170	37.7%	757,557	38.2%
2	あらた	東証1部	3月	589,858	30.1%	601,949	30.3%
3	中央物産	ジャスダック	3月	142,448	7.3%	130,644	6.6%
4	フジモトHD (注2)	非上場	10月	163,156	8.3%	168,566	8.5%
5	井田両国堂	非上場	11月	91,348	4.7%	97,640	4.9%
6	東京堂	非上場	3月	62,356	3.2%	63,200	3.2%
7	広島共和物産	非上場	8月	50,786	2.6%	50,856	2.6%
8	東流社	非上場	1月	43,733	2.2%	43,511	2.2%
9	小津産業	東証2部	5月	43,000	2.2%	36,200	1.8%
10	ハリマ共和物産	大証2部	3月	33,429	1.7%	33,572	1.7%
	合計			1,959,284	100.0%	1,983,695	100.0%

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はメディパ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

消費者起点、店頭起点の「提案型営業」を実施

(3) 事業内容

同社は全国ネットの営業、物流体制を作り上げ、Health & Beauty、トイレタリー、紙製品、家庭用品、ペット用品の5大カテゴリーを充実させ、「消費者起点」「店頭起点」で売り場提案のできる「提案型営業」を実施している。

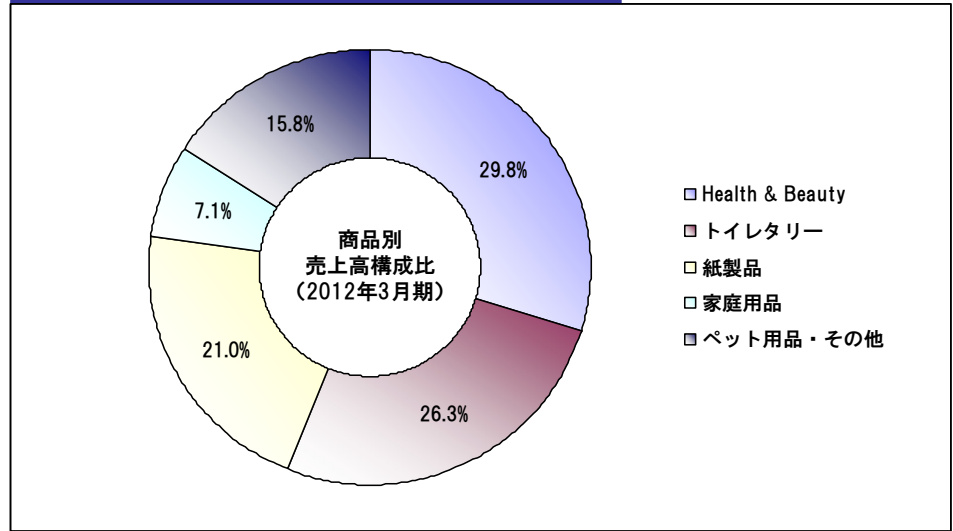
カテゴリー別売上高（単位：百万円）

		11/3期		12/3期		前期比
		構成比		構成比		
Health & Beauty	基礎化粧品、シャンプー、ボディソープ、洗顔フォーム、ヘアカラー、ヘアワックス、入浴剤、オーラルケア商品	174,270	29.0%	185,294	29.8%	6.3%
トイレタリー	食器用洗剤、住居用洗剤、洗濯用洗剤、柔軟剤、漂白剤、消臭・芳香剤、防虫・殺虫剤、カイロ、乾電池、文具	155,835	25.9%	163,260	26.3%	4.8%
紙製品	ボックスティッシュ、トイレットペーパー、キッチンタオル、紙おむつ、生理用品	135,329	22.5%	130,379	21.0%	-3.7%
家庭用品	食品保存ラップ、アルミホイル、たわし、鍋、フライパン、包丁、まな板、割り箸、トイレ・浴室清掃用品、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	ペットフード、猫砂、トイレシート、ペット用シャンプー、ペット用消臭剤	93,923	15.6%	97,821	15.8%	4.2%
連結売上高		601,949		620,751		3.1%



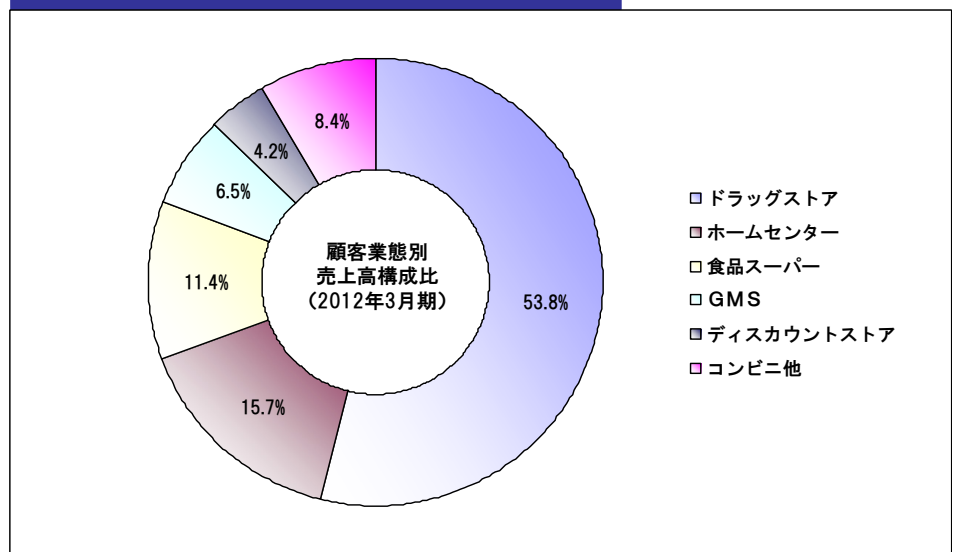
■会社概要

商品別売上高構成比



顧客業態別の売上高をしてみると、以下のようにドラッグストアが売上高の過半を占めており、同社にとって最大の得意先業態となっている。

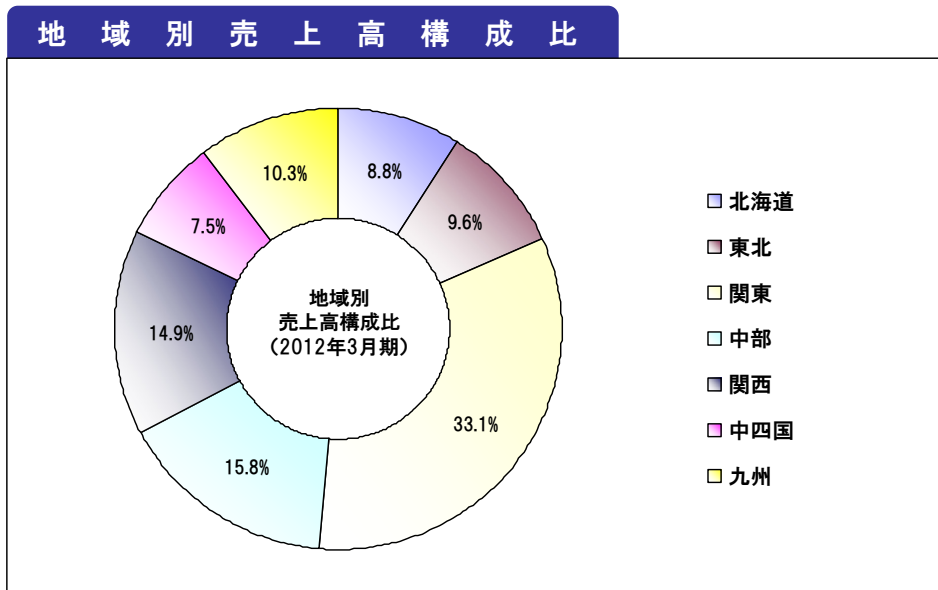
顧客業態別売上高構成比



地域別の売上高は、以下のように圧倒的に関東地区の売上高が多く、次いで中部地区、関西地区と続くが、九州地区以降では売上高の差は縮む。



■会社概要



同社が担っている卸売業としての中間流通機能は大きく分けて、3つに分かれている。(1)マーチャンダイジング機能は、小売業が必要とする商品群をメーカーから仕入れ、集めて供給する機能。(2)ロジスティクス機能は、集めた商品を顧客である小売業の店頭までローコストで素早く届ける機能。(3)情報支援機能は、小売業とメーカーの中間の立ち位置を利用して、両社発信の情報を交換し流通全体の効率化を目指している。

同社の特筆すべき強みとしては、まず「景気動向に左右されにくい事業内容」があげられる。取り扱っている商品のほぼすべてが生活必需品で、成長性は乏しいもののその需要に大きな波はなくこの数年は横ばい傾向で推移しており、同社は安定的に売上を計上することができている。次に「ロジスティクス機能」があげられる。同社は各地に物流センターを開設し、その中に「AiMAS (アイマス) (※)」などの最新の物流エンジニアリングを持っているため、多品種少量の商品を極めて高い精度で届けることができる。3つ目は「リテールサポート機能」である。これは効率的な商流、物流を自ら提案する、より能動的な小売業向けの店頭支援である。

(※) AiMAS (アイマス) : バーコードリーダーとハカリを搭載して重量検品するカート。バーコードのスキャンにより「商品違い」、ハカリの重量検知により「数量違い」、どのハカリが検知したかにより「納品先違い」を無くし、誤配送率10万分の1未満の高い納品精度を実現する。歩行距離を30%削減し、作業者の負荷軽減にもなる。

「AiMAS (アイマス)」



出所：会社HPより引用



■会社概要

より能動的な店頭支援の例としてあげられるのが、業務提携先の電通リテールマーケティングと共同で取り組んでいる、小売業の店頭と広告を連動させる販促企画の提案である。従来では、商品の「店頭化率の低さ」や「販売促進の店頭実現力の低さ」から、広告やキャンペーンが商品の販売拡大に直結していないのではないかと、といった販売の機会損失に対する問題提起がなされることが少なくなかった。そこで、電通テック、日本電気<6701>、大日本印刷<7912>と同社で電通リテールマーケティングを設立し、マス広告をはじめとする広告キャンペーンから購買の最終ステージである店頭までをワンストップで結ぶ体制を整えることで、販促の費用対効果の最大化を可能にした。

売場事例



出所：会社資料より引用

規模の経済性が機能し再編などでは有利な立ち位置

(4) 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在ること、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。

■会社概要

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

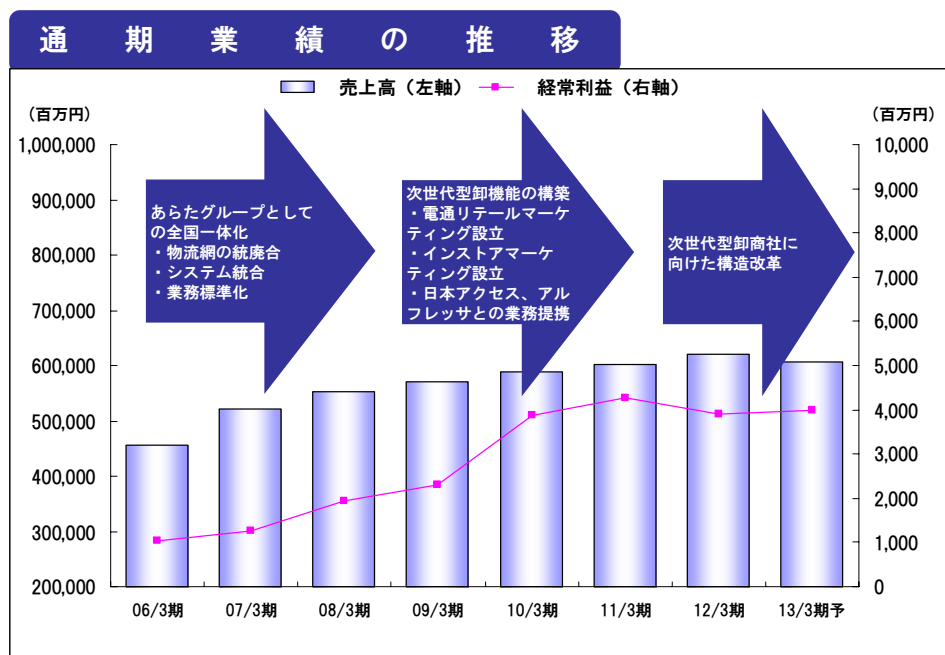
出所：取材等によりフィスコ作成



■業績動向と成長戦略

次世代型卸商社に向けた構造改革を推進

過去7年間の業績の推移をみると、安定して収益を計上してきたことがみとれる。2006年3月期からの3年間は、あらたグループとしての全国一体化した経営の基盤を作る期間であった。具体的には、物流網の統廃合、ITシステムの統合、業務の標準化を進めた。そして、2009年3月期からの3年間は次世代型卸商社としての機能を構築する期間であった。具体的には、メーカーと共同で広告を企画し小売業の顧客への提案を行う電通リテールマーケティングの設立、提案した広告と顧客の店頭が連動して売上が上がるように、店頭管理を行うインスタマーケティングの設立、食品卸の日本アクセス及び医薬品卸のアルフレッサホールディングスとシナジーを狙った異業種間業務提携を行った。



通期業績の推移（単位：百万円）

	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	当期純利益	前期比	EPS(円)	配当(円)
08/3期	551,751	5.7%	-1,565	-	1,927	50.9%	-147	-	-1.89	6
09/3期	569,687	3.3%	-1,259	-	2,315	20.1%	205	-	2.74	4
10/3期	589,858	3.5%	71	-	3,888	67.9%	1,295	530.4%	17.26	5
11/3期	601,949	2.0%	286	302.1%	4,257	9.5%	1,015	-21.6%	13.52	7
12/3期	620,751	3.1%	-616	-	3,901	-8.4%	1,615	59.1%	20.95	8
13/3期予	607,000	0.1%	4,200	0.6%	4,000	2.2%	1,650	1.3%	21.40	8

※2013年3月期の第1四半期より「仕入割引に関わる会計方針の変更」および「納品代行料に関わる会計方針の変更」ならびに「受取手数料原価に関わる表示方法の変更」を実施

次世代型卸商社に向けた構造改革として、グループ連携体制の強化を通じて、売上高増加、コスト削減の両面でシナジー効果を発揮させることを、以下の側面から達成していく方針である。

異業種提携を活かして販売促進支援能力を向上

(1) 次世代型卸商社に向けた付加価値向上

(a) 異業種提携を活かした販売促進支援能力の向上

地域の特性・消費行動の多様化に応じるため、POS分析等の社内ツールを活用し販売促進活動の企画・実行支援能力のさらなる向上を図るとともに、広告メディアや日用雑貨以外の卸売事業会社との提携を活かした取り組みを引き続き強化していく。

(b) 営業・物流に関するサービス事業の拡充

同社が保有する営業提案・物流のノウハウを活用した店頭管理支援や仕入先メーカーの営業代行といったサービス事業の拡充に向け、現在は西日本を中心としているインスタマーケティングの事業を東日本にも展開していく。

経営資源の連携により需要の掘り起こしを図る

(2) 市場の拡大・開拓

(a) グループシナジーの促進

グループが保有する経営資源の連携により需要の掘り起こしを図る。具体的には、北海道・関東を中心に展開している、ファッションあらたによる当社の営業・物流インフラを活用した全国展開や、ペット用品の総合卸ジャペルの強みを活かしたペット関連売場の提案先拡大により、顧客の業績向上への貢献を高める。

(b) 新規分野

BtoB企業として小売業へのネット販売拡大のための提案。そして小売業の店頭シニア売場の提案である。当社はAAAの業務提携を通じて総合生活提案の中に介護用品の品揃えだけではなく、シニアを意識した新しいカテゴリ提案を積極的に行う。

(c) 海外展開

顧客である小売業を海外でも支えるべく、2012年2月に上海に子会社を設立し、日用品を中心とした事業展開を積極的に進めていく。今後は、香港2012年7月に設立したペット用品の販売を中心とした事業内容のジャペルの海外子会社の営業を開始する。

業務見直しやシステム機能改善により業務効率を向上

(3) コスト構造改革

(a) 間接業務の集約・効率化

さらなる収益性向上に向けて、48ヶ所に分散している支店間接業務機能を集約するとともに、業務見直しやシステム機能改善による業務効率の向上を実現する。あわせて、集約・効率化された業務に即した組織体制や人事制度を実現する。具体的には、採用抑制や自然減少による人員数の削減を実施する。

(b) グループ物流網の見直し

グループ全体で物流効率を高めるため、ジャベル社およびファッションあらた社との共同物流を拡大する。大型物流センター新設も視野に入れた中部地域および四国地区の物流体制再構築を進めていく。

■事業リスクなど

実態の反映、採算管理強化のためリベートは適正処理へ

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。従来、営業外収益の仕入割引として処理していたが、今期第1四半期より、取引実態に即したより適正な経営成績を表示し、顧客別採算管理に反映したうえで顧客との取引条件の取り決め等の決定に利用するため、仕入控除項目として売上原価に含めて処理する方法に変更した。この変更により同社の有価証券報告書及び決算短信には、以下の6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) 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。

(3) 信用リスクについて

顧客の信用リスク。顧客数は5,300社でかつ特定取引先への依存度が低い。

(4) 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整えたが、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。

(5) 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はある。

(6) 投資有価証券保有に係る株価変動リスクについて

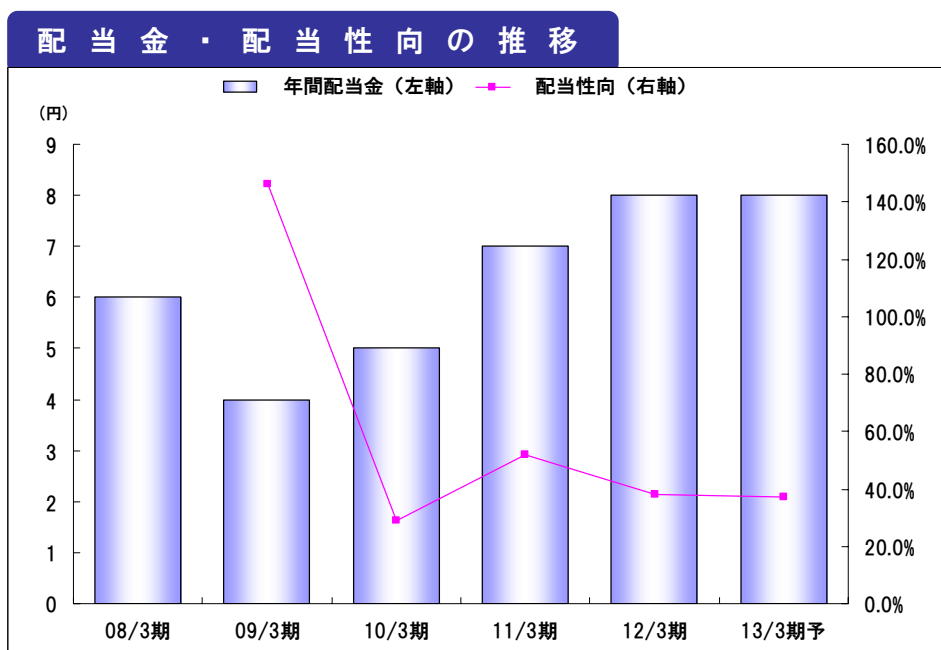
営業上の取引関係の維持、強化のため取引先を中心に株式を保有している。保有総額は約52億円で、総資産比2.5%、自己資本比10.9%である。

■株主還元策への考察

1株当たり配当額とコストを勘案し中間配当実施の可能性

配当については、安定した配当を継続的に実施することを基本として、各事業年度の業績、財務状況、今後の事業展開等を総合的に勘案して、配当を実施する方針である。特に配当性向や総還元性向は明示されていないが、過去2期は52%、38%と相対的に高い水準であった。

また、現在、中間配当は実施されていないが、今後、1株当たり配当額と支払に伴うコストを勘案して実施の有無を検討する方針である。



ディスクレーマー（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