

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  
佐藤 謙

## ■海外進出とシイタケでさらなる拡大を図る

キノコの研究開発から生産、販売まで携わる日本唯一のキノコ総合企業。ブナシメジ、エリンギでは国内シェアトップ。2012年3月期の連結業績は、震災による消費の自粛と原発事故による風評被害の影響で野菜価格全般が低迷したことが影響し、売上高は前期比0.6%増と増収を維持したものの、営業利益は同19.7%減と6期ぶりの減益決算となった。

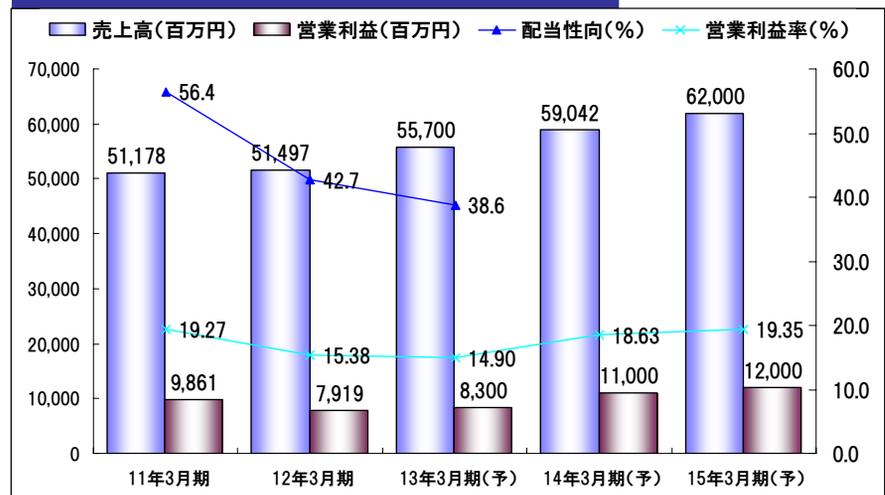
2013年3月期の会社計画では、売上高が前期比8.2%増の55,700百万円、営業利益が同4.8%増の8,300百万円と増収増益に転じる見通し。震災の影響で2012年3月期の上半期は停止していた宮城センターが通年稼働するほか、9月より台湾第二センターが稼働し、生産量が前期比3.5%増加することに加え、販売価格も主要3品目平均で5%程度上昇を見込んでいるのが主因。ただ、償却費や人件費など固定費負担が増加するほか、ブランディング戦略強化のため広告費を2012年3月期比で400百万円強増やすことで、利益率は0.5ポイントほど低下する見通し。

中期経営計画では、2015年3月期に売上高62,000百万円、営業利益12,000百万円を目指す。アジアを中心とした海外市場の開拓に加えて、新品種の開発により売上高の成長を目指す。利益率も生産性の向上により一段の改善を進めていく方針だ。また、長期的には、日本の40倍以上の市場を持つ中国市場への進出、しいたけの菌床栽培による国内市場参入を狙っている。潜在力の大きいこれら市場への参入が実現すれば、業績は一段の飛躍が期待でき、長期的な成長魅力が増してこよう。

## ■Check Point

- ・ 2013年3月期は2つのセンターが通年稼働で売上に貢献
- ・ ブランド戦略の強化で新たなファンを獲得
- ・ シイタケ量産化で国内事業強化

### 各種業績指標の推移



## ■2012年3月期の決算

### 震災による消費の自粛と野菜価格下落が影響

5月17日に発表された2012年3月期の連結業績は売上高が2011年3月期比0.6%増の51,497百万円、営業利益が同19.7%減の7,919百万円、経常利益が同14.1%減の8,278百万円、当期純利益が同34.5%増の4,408百万円となった。売上高は僅かながら増収を維持したものの、営業利益、経常利益は6期ぶりの減益に転じた。当期純利益に関しては2012年3月期に計上した米国子会社の減損損失(1,961百万円)や、震災による災害損失(604百万円)などの特別損失が大幅に縮小したことで2期ぶりに増益に転じた。

減益の主たる要因は、震災による消費の自粛と原発事故に伴う風評被害で野菜価格が期を通して全般的に低迷し、きのこ類も同様に価格が低迷したことが挙げられる。また、期初計画比でも売上高、営業利益ともに下回る結果となった(表参照)。生産量に関しては、ブナシメジ、エリンギ、マイタケともに期初計画を1~2%上回ったが、価格がそれぞれ2011年比で下落、とりわけエリンギが9.2%、マイタケが7.3%と大きく下落したのが響いた。売上原価がほぼ計画通りの水準となり、販売管理費も計画より若干圧縮できたことを考えると、営業利益の未達要因は販売価格下落によるものと指摘できる。ただ、市場全体の価格動向と比較してみると、同社がシェア36%とトップのブナシメジや、同様にシェア42.9%とトップのエリンギに関しては市場平均よりも下落幅は小幅に留まっている。こうしたことから、2012年3月期においては業界全体が価格下落で厳しい状況を強いられるなか、相対的に見れば同社の業績は健闘したともみてとれよう。

#### 2012年3月期の業績(単位:百万円)

	期初計画	実績	計画比
売上高	53,300	51,497	-3.4%
売上原価	33,025	32,947	-0.2%
販売管理費	11,040	10,630	-3.7%
営業利益	9,200	7,919	-13.9%

#### 2012年3月期きのこ生産量(単位:トン)

	期初計画	実績	計画比
ブナシメジ	41,490	41,903	1.0%
エリンギ	17,924	18,274	2.0%
マイタケ	10,879	11,038	1.5%
合計	70,293	71,215	1.3%

#### 2012年の平均販売単価の比較

	卸市場	ホクト
ブナシメジ	-5.7%	-1.3%
エリンギ	-12.2%	-9.2%
マイタケ	-7.0%	-7.3%



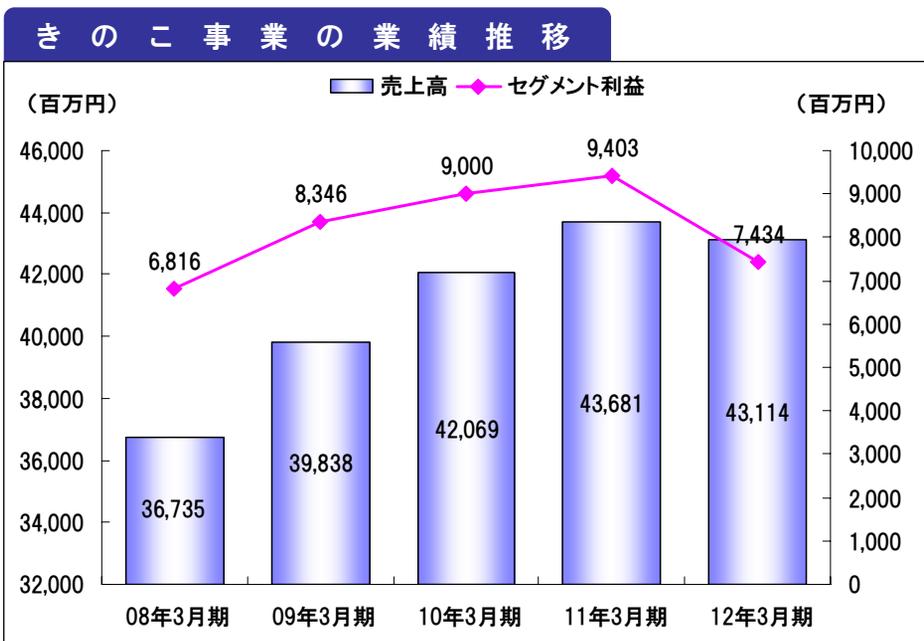
■2012年3月期の決算

## 来期は2つのセンターが通年稼働で売上に貢献へ

部門別の状況に関しては以下のとおり。

### ○きのこ事業

2012年3月期の売上高は2011年3月期比1.3%減の43,114百万円、セグメント利益は同20.9%減の7,434百万円となった。生産面では震災の影響で停止していた宮城きのこセンター（ブナシメジ：年産能力3,200トン）が2011年10月から稼働を再開したほか、福岡八女きのこセンター（ブナシメジ：同3,200トン）が通年稼働したこと、佐久第二きのこセンター（エリンギ：同2,500トン）が2011年9月より稼働開始したことなどで、ブナシメジ（ブナピー含む）が2011年3月期比0.9%増の41,903トン、エリンギが同8.6%増の18,274トン、マイタケが同0.3%減の11,038トンとなり、全体で同2.6%増の69,426トンとなった。ただ、前述した通り販売価格が揃って2011年3月比で下落したことから売上高は減収に転じ、営業利益も価格下落に減価償却費（2011年3月期比228百万円の増加）なども加わって2ケタの減益となった。

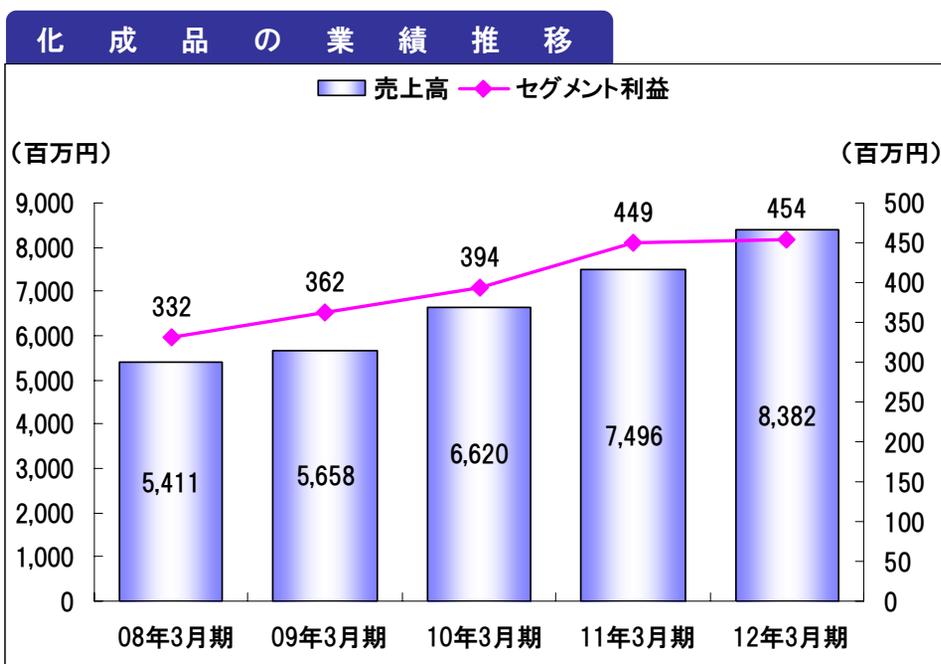


■2012年3月期の決算

## 増収も原油高騰でセグメント利益は伸び悩み

### ○化成品事業

子会社のホクト産業で手がける事業。2012年3月期の売上高は前期比11.8%増の8,382百万円、セグメント利益は同1.1%増の454百万円となった。売上高に関しては農業資材部門を中心とした大型受注や、工業製品分野における包装用フィルムなど新規市場開拓によって売上高は2ケタ増収と好調に推移したが、利益面では原油高騰による仕入原価の上昇で伸び悩む格好となった。



## ■2013年3月期の見通し

### 積極的なブランディング戦略できのこ文化を市場に浸透

2013年3月期の会社業績見通しは、売上高が前期比8.2%増の55,700百万円、営業利益が同4.8%増の8,300百万円、経常利益が同1.5%増の8,400百万円、当期純利益が同10.5%増の4,870百万円と増収増益を見込んでいる。

部門別では、きのこ事業が前期比7.2%増の46,200百万円、化成品事業が同13.3%増の9,500百万円とそれぞれ増収を見込んでいる。売上高の伸びに対して営業利益の伸びが低いのは、表に見られる費用項目で前期比増加が見込まれるため。

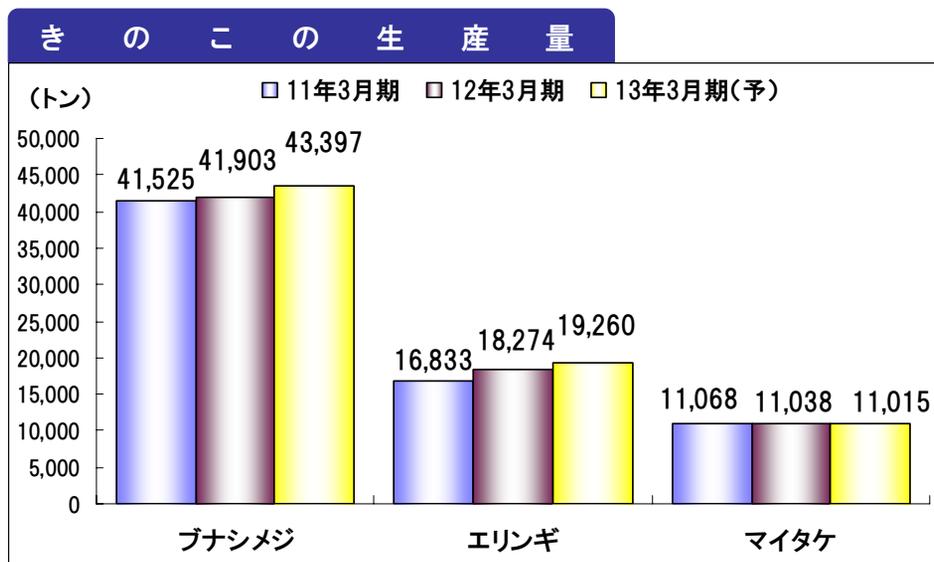
2013年3月期 費用増加項目（単位：百万円）

人件費	+300	広告費	+430
減価償却費	+320	販売促進費	+100
電力費	+330	販売手数料	+300
荷造包装費	+250	運賃	+110
燃料費	+200	材料費・他	+1,480

電力費の増加は電力料金の値上げを織り込んでいる。また、広告費は2012年3月期の560百万円から430百万円増の990百万円と急増するが、これはブランディング戦略強化の一環で、「きのこで創る健康食文化」を市場に浸透していくための施策となる。2013年3月期より新CMをスタートするほか、きのこのファンサイト「きのこらぼ」をスタート。Facebookやtwitter、mixiなどのSNSも活用して、「きのこ」と健康・美容に関する様々な情報を消費者に発信していくことで「きのこファン」を増やしていく戦略だ。同社ではこうした積極的な広告戦略によって、きのこの国内消費量の成長率を従来の2%から、4～5%にまで引き上げたい考え。

きのこの生産量は、ブナシメジが前期比3.6%増の43,397トン、エリンギが同5.4%増の19,260トン、マイタケが同0.2%減の11,015トンを計画している。ブナシメジは宮城きのこセンター（年産能力3,200トン）が通年フル寄与するほか、2012年9月より台湾第二工場（同2,100トン）の出荷が開始されることも寄与する。エリンギは佐久第二きのこセンター（同2,500トン）の通年フル寄与により、引き続き拡大する見通しだ。マイタケに関しては、ダイエットブームの沈静化により需要の伸びも頭打ちとなっていることから、生産計画も若干微減でみている。

## ■2013年3月期の見通し

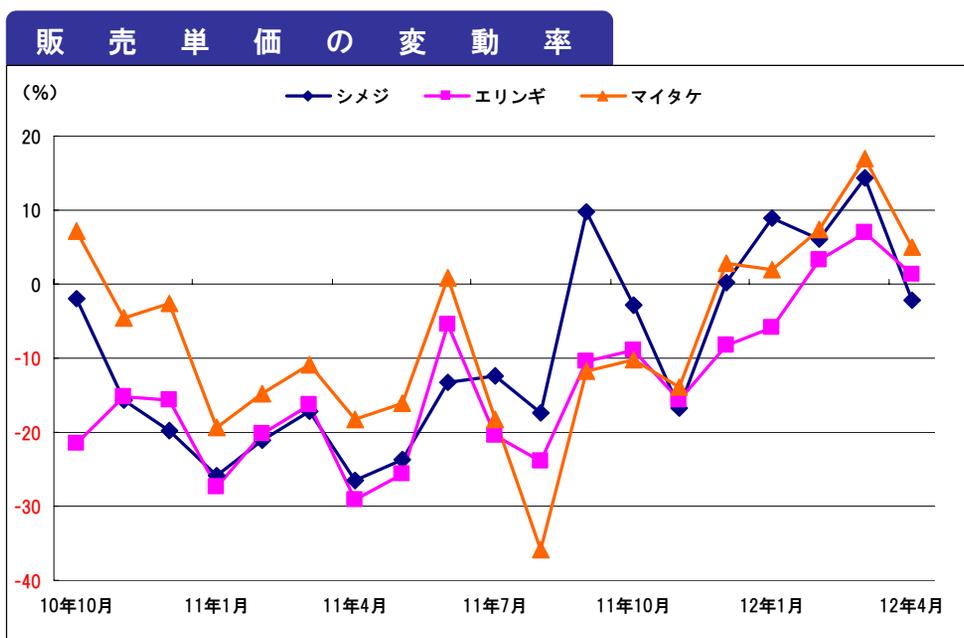
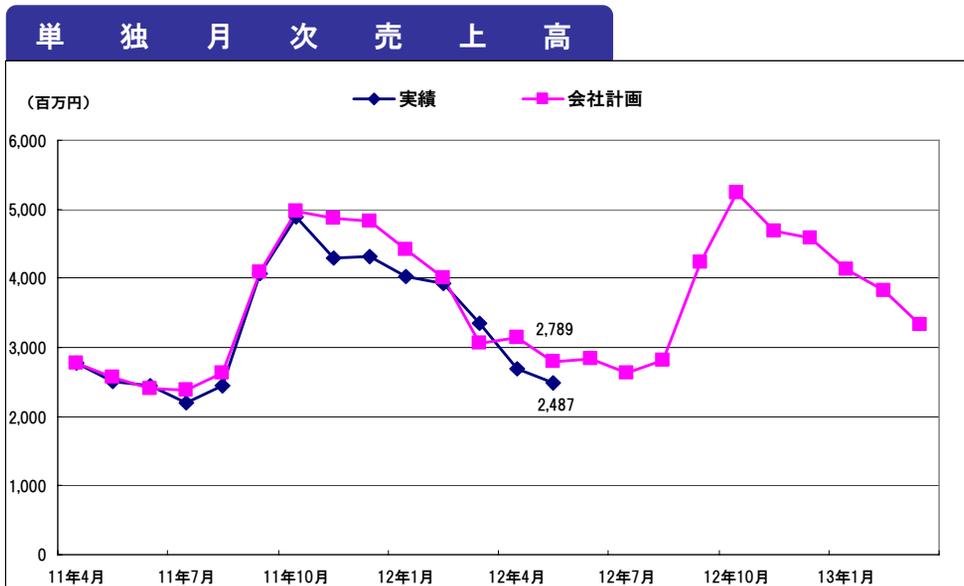


これら3品目を合計した生産量は、合計で2012年3月期比3.5%増となる。一方、売上高の計画は同7.2%増の46,200百万円の見通しとなっている。生産量の増加に加えて、低迷していた国内価格が2013年3月期は上昇に転じる前提となっているのが主因だ。具体的には、ブナシメジで4.3%、エリンギで6.9%、マイタケで5.1%程度の上昇を見込んでいる。2012年3月期の価格下落要因として、震災や原発事故などイレギュラーな要素が含まれていたとみており、2013年3月期は過去のトレンド線上に価格も回帰する動きになると会社側ではみているようだ。

一方、海外売上高は台湾、米国ともに2ケタ増収を見込んでいる。台湾は第二工場の稼働も寄与して、前期比42.3%増の570百万元、米国は現地での販促効果が出始めていることで同22.8%増の1,807万ドルを見込んでいる。円換算ベースでみると合計で前期比23.3%増の2,225百万円となる見通しだ。営業利益に関しては米国での赤字幅が縮小する見込みだが、台湾が工場稼働に伴う償却負担増で減益となるため、海外合計では若干の増益要因に留まる見込み。

足元、2012年5月の状況に関しては既に発表済みで、会社計画比を302百万円ほど下回って推移した。首都圏エリアを中心に全体的に需要が弱いことが背景のようだ。ただ、春から夏にかけては、きのこの不需要期に当たるため、秋以降の需要次第で足元の遅れは十分取り戻せるものとみられる。また、東京都中央卸売市場における市場取引価格の前年同月比の伸び率でみると、傾向的には2011年に年間を通して前年同月比マイナスで推移していた各きのこの価格は2012年に入ってプラスに転じていることがわかり、傾向的には今後も前年を上回って推移する公算が大きいとみられる。このため、会社側の単価想定に対して実勢価格は今後も概ね想定の範囲内で進むものとみられる。

■2013年3月期の見通し



(出所) 東京都中央卸売市場資料を基にフィスコ作成



## ■ 成長戦略

### 中期計画の最終年度は営業利益120億円

会社側では2015年3月期までの中期経営計画を策定している。具体的には、最終年度となる2015年3月期の売上高は62,000百万円、営業利益12,000百万円、経常利益12,200百万円、当期純利益7,400百万円、1株当たり利益221.8円とした。

中期経営計画策定に当たっての、市場環境や競合環境の前提は表の通りで、同社の強みを活かしていくことで、戦略テーマとして掲げた海外市場での売上拡大、ならびに国内市場でのシェアアップを進めていく方針だ。

#### 中期経営計画の方向性

	国内市場	海外市場
市場環境	年率2%の緩やかな成長	アジアを中心に潜在需要は膨大
	(-) 要因：総人口減少	(+) 要因：中国のみでも日本の40倍の市場
	(+) 要因：キノコ食材の通年化、食の多様化	(+) 要因：アジアの経済成長に伴い富裕層が拡大
	(+) 要因：「安心」食材への需要増	
競合環境	供給増、但し販売単価は二極化	地場企業が存在するも、競争力に格差
	(-) 要因：増産による供給量増加	(+) 要因：生産効率、品質とも未成熟
	(+) 要因：品質のバラつき(=単価の二極化)	(+) 要因：研究開発力低い(種菌に明確な差)
ホクトの強み	・商品競争力(品質、日持ち、ブランド力)	・新製品開発力(きのこ総合研究所)
	・高効率生産(自動化による業界随一の効率性)	・財務健全性(成長を支えるキャッシュフロー)
戦略テーマ	・差別化強化で単価の維持、市場シェア向上	・アジア圏への積極進出

#### 中期経営計画 (単位：百万円)

	11年3月期 (実)	12年3月期 (実)	13年3月期 (予)	14年3月期 (予)	15年3月期 (予)
売上高	51,178	51,497	55,700	59,042	62,000
営業利益	9,861	7,919	8,300	11,000	12,000
経常利益	9,637	8,278	8,400		12,000
当期利益	3,278	4,408	4,870		7,400

## 市場規模40倍の中国の取り組みや東南アジア進出を視野

### (1) 海外市場での展開

海外市場では現在の米国、台湾市場に加えて、東南アジア、中国市場へも進出する計画で、2011年3月期に3%だった海外売上比率を2015年3月期に6%まで引き上げる計画だ。米国市場では当初、販売に苦戦したがイベント開催やメディアへの露出量を増やすなどのマーケティング活動が奏功し、ようやくブナシメジやエリンギなどの需要が増え始めてきた段階にある。今後は、市場開拓が遅れているマイタケに的を絞った販促活動を強化していく方針で、2014年3月期には黒字転化が見込まれる。

また、台湾ではブナシメジやブナピーの売れ行きが好調で、品質の高さから現地の同じ商品より価格が3割高くても売れる状況になっている。このため、2012年9月から第二センター（年産能力2,100トン）での収穫も開始される予定。同センターでは中国向けの輸出も将来的には視野に入れている。

### 台湾事業計画（単位：百万元、トン）

	売上高	年産能力	工場稼働率
11年3月期	275	1,120	100%
12年3月期	309	1,120	100%
13年3月期（予）	440	2,170	53%
14年3月期（予）	570	3,220	78%
15年3月期（予）	740	3,220	86%

### 米国事業計画（単位：万ドル、トン）

	売上高	年産能力	工場稼働率
11年3月期	959	2,600	50%
12年3月期	1,148	2,600	55%
13年3月期（予）	1,410	2,600	70%
14年3月期（予）	1,807	2,600	90%
15年3月期（予）	1,901	2,600	100%

さらに、2012年内には新たな生産拠点として、東南アジアに1拠点進出する計画となっており、2014年秋の収穫を目指している。生産品目はブナシメジ、ブナピーになる。生産拠点の候補として現在、マレーシアやタイ、ベトナムなど数カ国に絞っているが、生産コストだけでなく物流コスト、税制面、生産に適した環境かどうかなどトータルコストでみて、最も効率的な拠点に進出する予定である。東南アジアに生産拠点を設けることで、東南アジア市場における市場開拓を本格化する計画だ。

なお、中国のきのこ市場だが、2009年の生産量で約2,000万トンと日本の40倍以上の巨大市場である。生産品目は多い順にヒラタケ492万トン、シイタケ343万トン、キクラゲ269万トン、マッシュルーム220万トン、エノキダケ218万トンといった具合で、生産額は1,000,000百万円を超えている模様だ。



■成長戦略

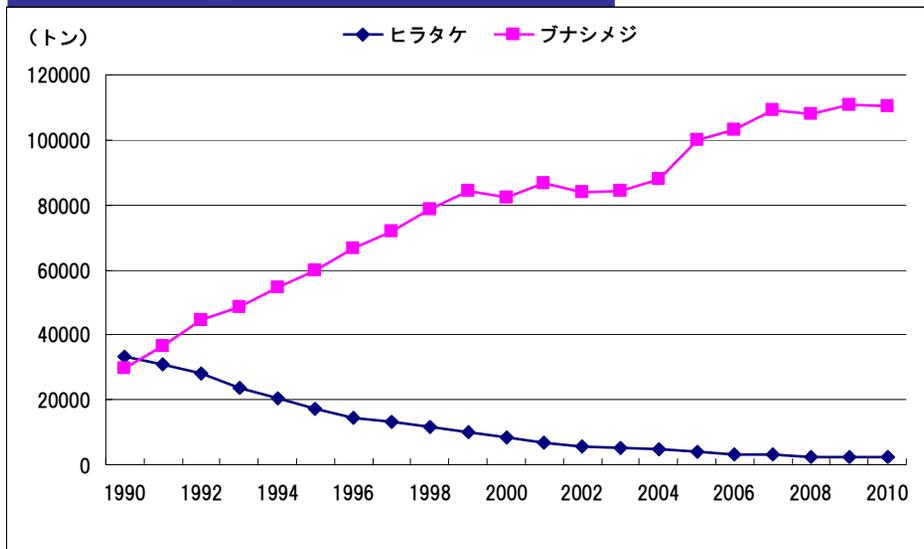
主要きのこ生産量 (単位：万トン)

	中国	日本
	2009年	2010年
シイタケ	343	7.7
ヒラタケ	492	0.3
ブナシメジ	44	11.0
エノキダケ	218	14.1
キクラゲ	269	-
マッシュルーム	220	-
エリンギ	32	3.7
マイタケ	-	4.3

(出所) 林野庁資料よりフィスコ作成

この中で注目すべきはヒラタケとブナシメジの生産量だ。この2品目に関しては形状、味覚などほぼ同じであり、類似品目と言っても良い。中国では現在は圧倒的にヒラタケの生産量が多いが、日本では逆になっている。しかし、日本においても1991年にブナシメジに逆転されるまではヒラタケのほうが生産量が大きかったという経緯がある。ヒラタケからブナシメジに需要がシフトした理由は、ブナシメジのほうが収穫後の日持ちが2倍ほど長かったことが挙げられる。日持ちが長ければ、消費者も傷みを気にせず買いやすくなり、またスーパーなどの小売店でも在庫管理という面で扱いやすいというメリットがあった。また、同社のようなブナシメジを大量生産する生産者が増えたことも90年代以降に市場が一気に拡大した背景にある。

きのこ生産量推移 (単位：トン)



(出所) 林野庁資料よりフィスコ作成

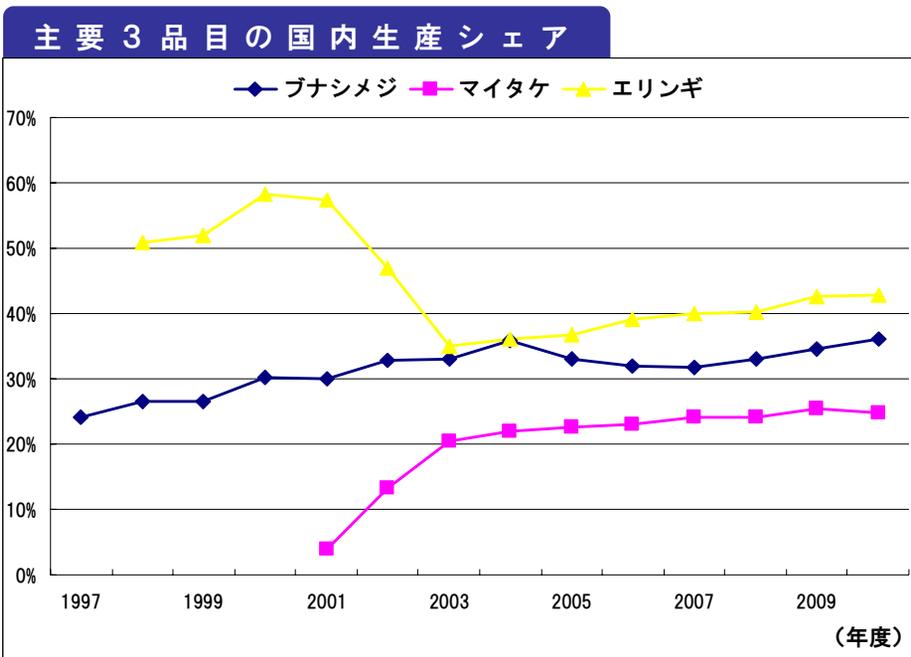
中国においても、今後消費者の生活スタイルが変わり、冷蔵庫に何日もきのこを保冷するというニーズが増えれば、日持ちの良いブナシメジに需要がシフトする可能性は十分あると言える。そうした際に品質の良い同社のブナシメジが中国で受け入れられるチャンスも出てこよう。中国における市場規模は日本の40倍以上にもなるだけに、同市場を取り込むことができれば業績に与えるインパクトは極めて大きく、今後の動向が注目される。



## シイタケの国内量産化でさらなる飛躍を目指す

### (2) 国内市場での展開

国内でのシェアに関しては、零細のきのこ生産業者が年々淘汰されていくなかで、緩やかながらシェアアップ進んでいくとみられるが、もう一つの注目点としては新品種の市場投入によるシェアアップが挙げられる。なかでも注目されるのが、2012年3月に発表した「シイタケの量産化に向けた栽培技術の開発着手」というものだ。



(出所) 林野庁統計および会社公表値を基にフィスコ作成

シイタケに関しては原木栽培と菌床栽培の大きく分けて2通りの栽培法があるが、現在は原木栽培が主流となっている。ただ、原木が放射能汚染の影響で不足し、シイタケの供給量が今後減少するという懸念が出始めており、同社に対して小売店などから菌床栽培での量産化を要望する声が強まってきたというのが、今回の発表の背景にある。同社では既に菌株については「HOKSY3号菌」を独自開発しており、品種登録も出願済みだ。あとは「安定した量・品質を低コストで大量生産する」技術の開発だけとなっている。同社では1年程度かけて量産化技術の開発を進め、数年後の量産化を目指していく方針だ。シイタケの国内市場規模は2010年で約72,100百万円、生産量で77,079トンとなっており、主要品目のなかでは最も市場規模が大きい。このため、大量生産が実現すれば同社業績も一段の飛躍が期待できることになり、今後の動向が注目されよう。



## 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