

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

■TPP交渉の展開次第でビジネスチャンス拡大

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。2012年12月期決算は、売上高が前期比8.4%増の109,218百万円、営業利益が同51.3%減の763百万円、経常利益が同50.0%減の786百万円、当期純利益が同81.6%増の638百万円となり、当期純利益は、2011年12月期に震災による特別損失が発生したため大幅増となった。

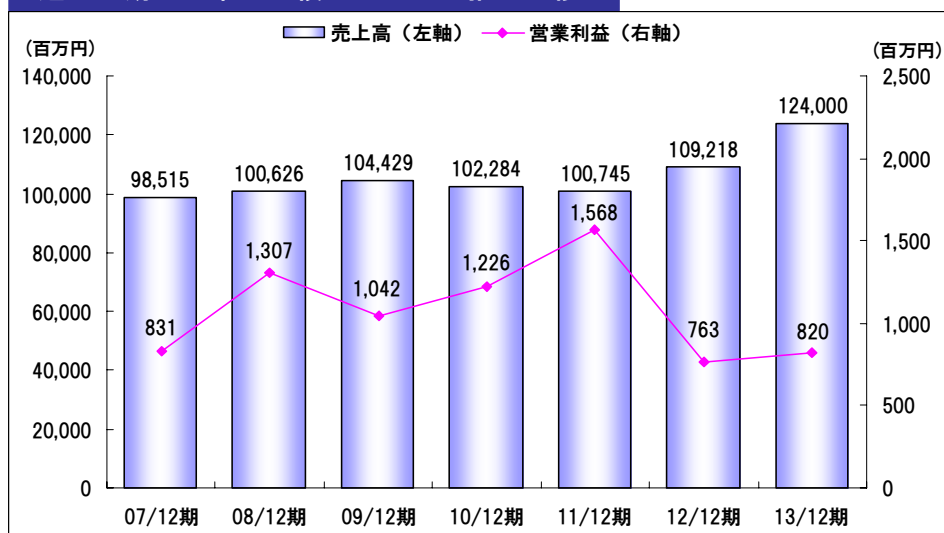
2013年12月期は、売上高で前期比13.5%増の124,000百万円、営業利益で同7.4%増の820百万円、経常利益で同4.7%減の750百万円、当期純利益で同29.6%減の450百万円を予想している。米穀価格が高止まりするとの前提から利益は微増予想であるが、米穀価格が下がってくるようであれば、業績は計画を上振れる可能性もある。

同社は経営戦略として、「大手米卸の底力の発揮」「飼料事業の進化」「海外事業の見直し」「食品事業の再構築」「付加価値商品開発」の5つの課題を掲げているが、これら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ある。またTPP交渉の展開しだいでは同社のビジネスチャンスが広がる可能性があり、同交渉の今後の動向が注目される。

■Check Point

- ・米穀事業を主力に食品、飼料事業などにも業容を拡大
- ・2013年12月期は米穀事業の堅調推移で増収営業増益見通し
- ・仕入先を拡大・多様化し仕入価格交渉で優位な立ち位置へ

通 期 業 績 の 推 移



■会社概要

米穀事業を主力に食品、飼料事業などにも業容を拡大

(1) 沿革

同社の主力事業は米穀類の仕入、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。その後は下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
1911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
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

米穀事業の売上高が全体の約80%を占める

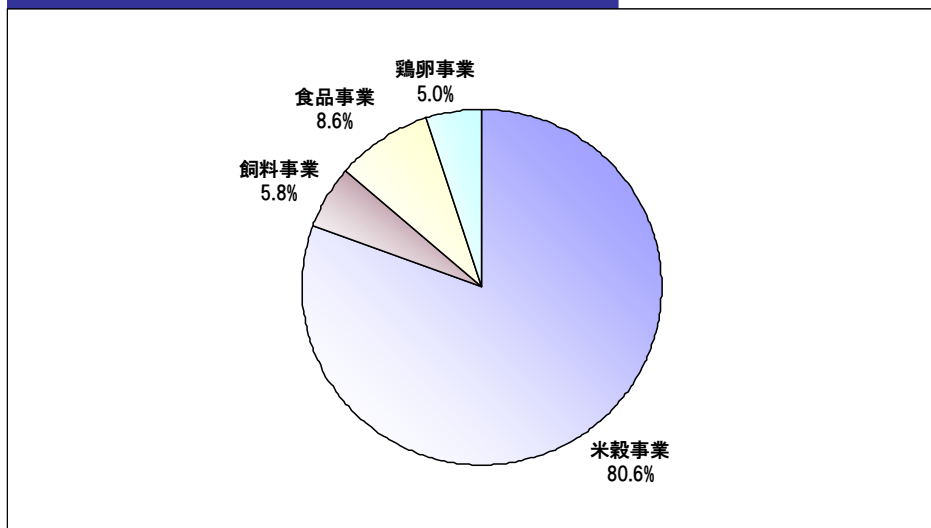
(2) 事業内容

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。2012年12月期のセグメント別売上高の割合は米穀事業が80.6%と大部分を占めており、続いて食品事業が8.6%、飼料事業が5.8%、鶏卵事業が5.0%となっている。



■会社概要

セグメント別売上高構成比（2012年12月期）



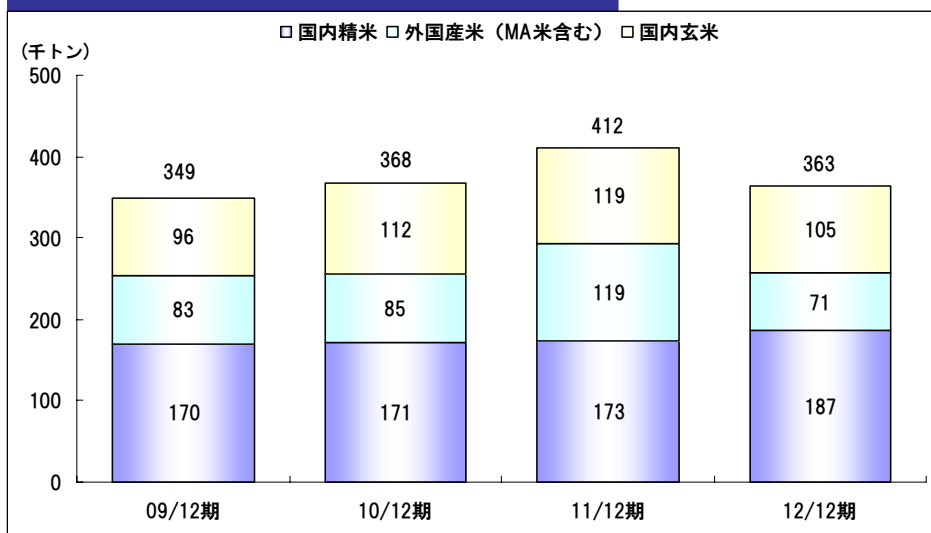
●米穀事業

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。2012年12月期の取扱い数量は、国内精米51.5%、国内玄米28.9%、外国産米（MA米（※）含む）19.6%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7ヶ所（新潟製粉工場含む）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が25%、コンビニエンスストアが18～19%、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20～25%を占める。それ以外の外食チェーンでは、吉野家ホールディングス<9861>、松屋フーズ<9887>なども同社の主要顧客であり、上位5社向けの売上高比率は35～40%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1,417億円。第3位以下は、ヤマタネ<9305>、新潟ケンペイ（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300～500億円程度であり、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、主食出荷および加工用ベースで約4.7～5.0%、全国出荷団体取扱いベースで約11.5%となっている。

飼料事業は販路の拡大で収益が伸びる可能性

●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が、いずれも「米」に関連した加工食品である。競争が激しい分野でもあり、利益率は年々低下しており、2012年12月期は赤字転落を余儀なくされた。

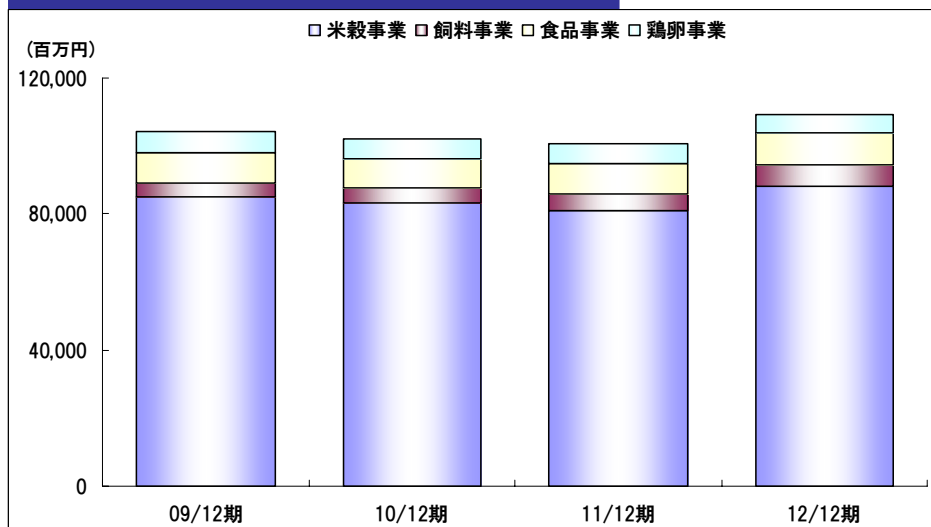
●鶏卵事業

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が変動する。

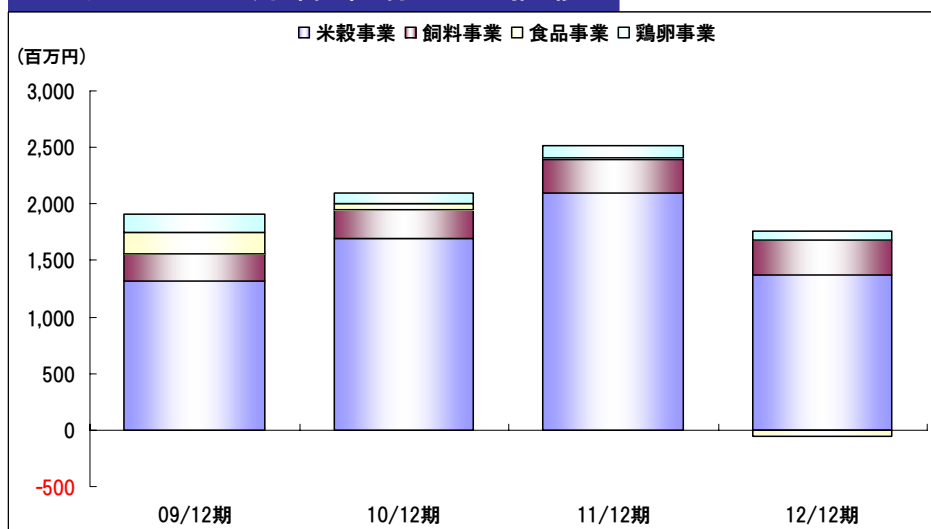
過去4年間のセグメント別の売上高および営業利益の推移はグラフの通りとなっている。（注：いずれも全社分の消去前）

■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

2012年12月期は米の販売価格上昇の影響で増収減益

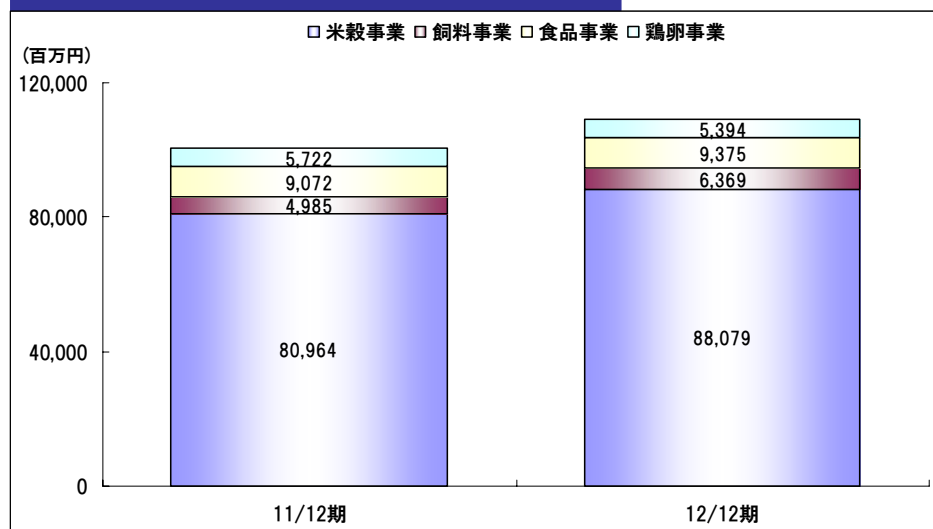
(1) 2012年12月期実績

2012年12月期決算は、売上高が前期比8.4%増の109,218百万円、営業利益が同51.3%減の763百万円、経常利益が同50.0%減の786百万円、当期純利益が同81.6%増の638百万円と増収となった。主力の米穀事業、飼料事業、食品事業で売上高は増加したが、鶏卵事業は減収となった。

2012年12月期の業績（単位：百万円）

	11/12期		12/12期		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
売上高	100,745	100.0%	109,218	100.0%	8,473	8.4%
売上総利益	7,468	7.4%	6,729	6.2%	-739	-9.9%
販管費	5,899	5.9%	5,965	5.5%	66	1.1%
営業利益	1,568	1.6%	763	0.7%	-805	-51.3%
経常利益	1,574	1.6%	786	0.7%	-788	-50.0%
当期純利益	351	0.3%	638	0.6%	287	81.6%

セグメント別売上高

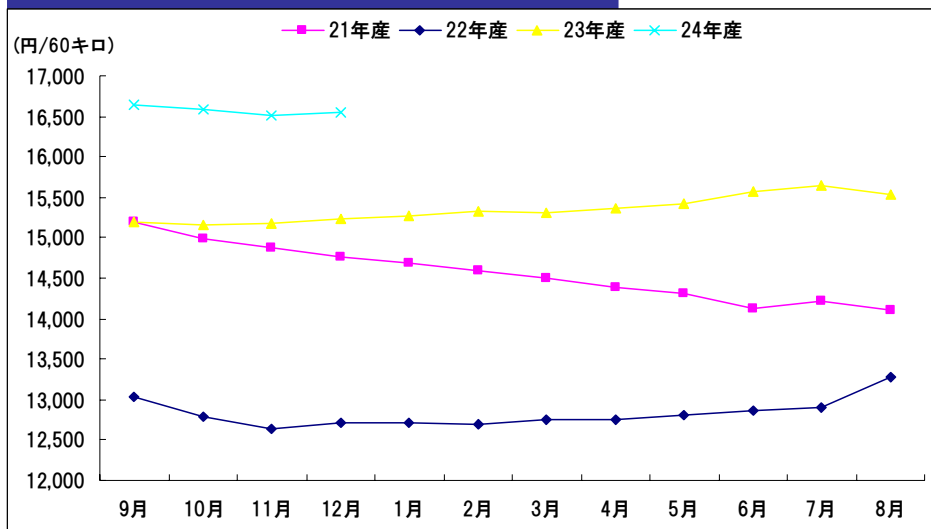


米穀事業の売上高が増加した主な要因は米の販売価格が上昇したことによるが、数量ベースでの販売（取扱量）は前述のグラフ（米穀の種類別取扱量）のように減少した。国産の精米は比較的堅調に推移したが、MS米販売や玄米販売が低調だった。

■決算動向

その一方で米の仕入価格は上昇した。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、2012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。この結果、同社の平均仕入価格も上昇したが、仕入価格上昇分のすべてを販売価格に転嫁できなかったことから、結果として売上総利益率は前期の7.4%から6.2%へ低下した。

コメの相対取引価格の推移



出所：会社資料

また、販売管理費においても、エリア拡大による物流費や倉庫費の上昇などにより前期比で微増となったことから、営業利益、経常利益は前年比で大幅減となった。ただし当期純利益は、前年度に震災による特別損失が発生していたことから、前年比較では増益となった。

2012年12月期の財政状況は、MA米の仕入代金が増加したことから前渡金が1,508百万円増、米の価格上昇による棚卸資産の増加が約1,453百万円、現預金の減少486百万円などから、流動資産は2,651百万円増加した。

固定資産は、新規投資173百万円、投資有価証券の増加141百万円などがあったが、減価償却費が415百万円増（資産の減）により全体で120百万円減少した。

負債の部では、買掛金の増加1,019百万円、前受金の増加778百万円、有利子負債の増加547百万円増があったが、未払法人税等が242百万円減少したことから負債総額は1,840百万円増加した。利益の計上により純資産は690百万円増加した。

■決算動向

貸借対照表（単位：百万円）

	11/12期	12/12期	増減額
現金・預金	2,995	2,509	-486
受取手形・売掛金	9,673	9,975	302
仕掛品・原材料・貯蔵品	2,558	4,811	2,253
その他流動資産	4,499	5,080	583
流動資産計	19,724	22,376	2,652
有形固定資産	5,627	5,384	-243
無形固定資産	74	64	-10
投資その他の資産	1,597	1,729	132
固定資産計	7,299	7,178	-121
資産合計	27,024	29,554	2,530
支払手形・買掛金	5,844	6,863	1,019
短期借入金他	9,878	9,785	-93
未払法人税	415	173	-242
その他流動負債	1,989	2,503	514
流動負債計	18,128	19,325	1,197
長期借入金、社債等	2,304	2,946	642
その他固定負債	583	586	3
固定負債計	2,888	3,532	644
負債合計	21,017	22,858	1,841
純資産合計	6,006	6,696	690
負債・純資産合計	27,024	29,554	2,530

キャッシュ・フローの状況は下表のようであったが、MS米の前渡金が発生したことなどから、営業活動によるキャッシュ・フローは772百万円のマイナスとなった。長期借入金の増加により財務活動によるキャッシュ・フローは445百万円のプラスとなったが、総額のキャッシュ・フローは429百万円減少した。この結果、期末の現金および現金同等物残高は2,488百万円となった。

キャッシュフロー計算書（単位：百万円）

	11/12期	12/12期
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,461	-772
投資活動によるキャッシュ・フロー	-348	-117
財務活動によるキャッシュ・フロー	-26	445
現金および現金同等物の増減	1,073	-429
現金および現金同等物の期末残高	2,974	2,488

2013年12月期は米穀事業の堅調推移で増収営業増益見通し

(2) 2013年12月期決算見通し

2013年12月期の業績は、売上高が前期比13.5%増の124,000百万円、営業利益が同7.4%増の820百万円、経常利益が同4.7%減の750百万円、当期純利益が同29.6%減の450百万円を見込む。米穀事業の売上高が堅調に推移する見通しであることから、営業利益も微増を予想しているが、経常利益は受取配当金等の減少などから前期比で微減を見込んでいる。当期純利益も税金等が正常に戻ると予想されることから、前期比では減少を予想している。

■決算動向

通期業績の推移（単位：百万円）

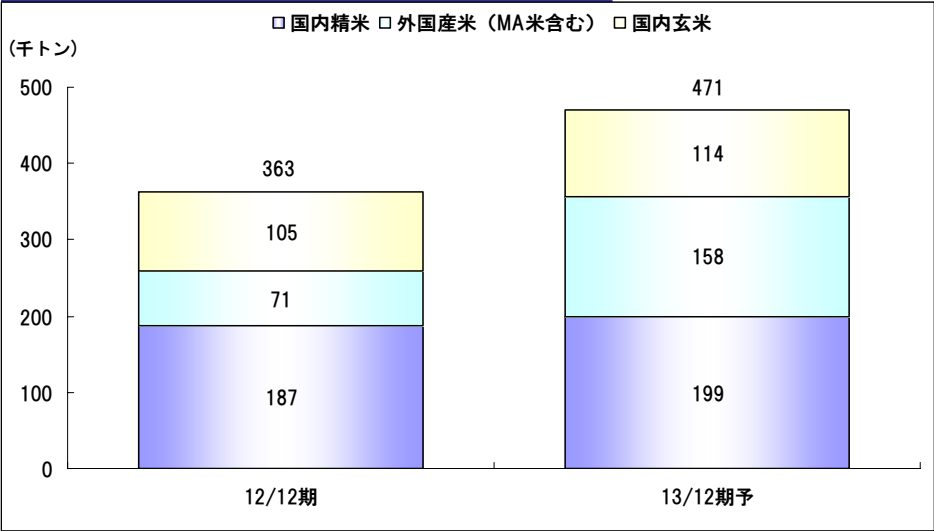
	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	当期 純利益	前期比	EPS (円)	配当 (円)
07/12期	98,515	7.1%	831	92.4%	717	130.5%	715	-	84.37	6.00
08/12期	100,626	2.1%	1,307	57.3%	1,187	65.6%	880	23.0%	103.81	6.00
09/12期	104,429	3.8%	1,042	-20.3%	941	-20.7%	578	-34.2%	68.27	5.00
10/12期	102,284	-2.1%	1,226	17.7%	1,087	15.5%	585	1.0%	68.99	6.00
11/12期	100,745	-1.5%	1,568	27.9%	1,574	44.8%	351	39.9%	41.49	8.00
12/12期	109,218	8.4%	763	-51.3%	786	-50.0%	638	81.6%	75.29	6.00
13/12期予	124,000	13.5%	820	7.4%	750	-4.7%	450	-29.6%	53.04	6.00

セグメント別売上高については表のように予想している。主力の米穀事業については、平成24年産米の価格が高水準で推移していることに加え、下記に述べるような拡販戦略をとること、外国産米を積極的に販売していくことなどから売上高は18.1%の増加を見込んでいる。その一方で、他の事業は事業内での再構築等を計画していることから、売上高はほぼ横ばいを予想している。

セグメント別売上高の見通し（単位：百万円）

	12/12期実績		13/12期予想	
	金額	増減率	金額	増減率
米穀事業	88,097	8.8%	104,000	18.1%
飼料事業	6,369	27.8%	6,000	-5.8%
食品事業	9,375	3.3%	9,000	-4.0%
鶏卵事業	5,394	-5.7%	5,000	-7.3%
合計	109,218	8.4%	124,000	13.5%

米 穀 の 種 類 別 販 売 量 見 通 し



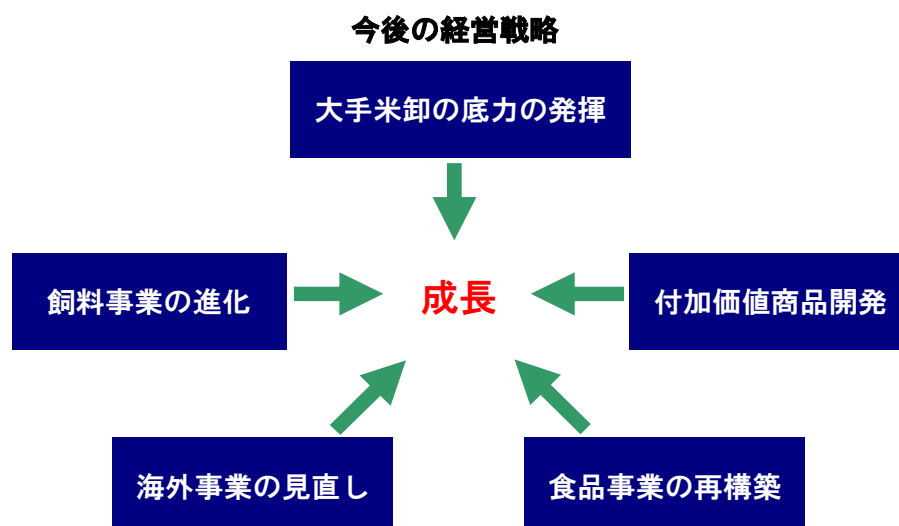
売上高の増加に対して営業利益を微増と予想していることから、全体としてかなり固めの予想と言えよう。この予想の前提として、米価格を現在の水準である16,000円（60Kg当り）前後と見ているためだが、米価格が今後低下に向かうとすると売上高は予想ほど増加しない一方で、利益率が改善されるため、利益は計画を上振れる可能性があるだろう。その意味で、今後の米価格の動向を注視する必要がある。



■経営戦略

東北、関西、中四国、九州を重点地域として拡大に注力

会社側は今後の経営戦略として以下の5つを重要な取組みとして掲げている。



(1) 大手米卸の底力の発揮

大手米卸であることの特色を活かし、以下のような施策を実行し成長力を高める計画。

(a) 事業規模の拡大

- ・ 販売数量の拡大：既存取引でのシェア拡大を最優先に数量を拡大する。
- ・ 販売地域の拡大：特に東北、関西、中四国、九州を重点地域として拡大を図る。

(b) 仕入力の強化

- ・ 仕入ルートの複線化：全農離れということではなく、産地、集荷団体、個別農協別の取組みを強化して仕入ルートを多様化する。
- ・ 契約手法の多様化：収穫後の契約一辺倒ではなく、播種前、収穫前、複数年契約等、契約形態を増やすことで仕入力を強化する。
- ・ 仕入体制の充実：各地域において地元玉仕入を強化する。

(c) 営業提案力の強化

- ・ 経営資源の相互活用：友好卸（同業）との工場の共同利用（不稼働の工場の活用）や物流の協業を推進。これによってお互いにコストを削減出来る。
- ・ 取引先とのPB商品開発：大手コンビニでの精米販売を支援。地域別にTVCMを投入した。これが成功すれば、多くの商品に拡大する可能性があり、この展開は今後注目する必要がある。

■経営戦略

(d) 生産拠点の拡充

- ・ 桶川工場精米ライン増設：年間生産能力10万トンへ（2013年4月完成）
- ・ 岡山工場精米ライン増設：セブン-イレブンの四国出店に合わせて4月から同工場の増設工事開始
- ・ 本牧工場の一般精米ラインを全面リニューアル
- ・ 各工場で品質管理をレベルアップ：同業他社への差別化

(e) 中国事業の推進

- ・ 事業規模の拡大：COFCO（中国糧集团有限公司、中国最大手の穀物商社）との協力関係を強化。日系企業に特化した販売を推進。販売エリアの拡大（北京、天津、青島、上海、華南地区など）。これらの規模拡大に対応すべく現地法人の資本金を約150百万円に増資（4月実施予定）。
- ・ 品質向上に注力：中国米の精米品質向上のための技術支援を強化
- ・ 販売体制の強化：現地法人（木徳大連）に営業および仕入の権限を委譲。さらに従業員の現地化や組織化を推進

飼料事業は環境や需給変化を先取り出来る体制を構築

(2) 飼料事業の進化

(a) 事業規模の拡大

- ・ 全国展開：北海道、九州、関西における新規取引を強化。さらに企業畜産への販売を促進

(b) 安全・安心な供給体制づくり

- ・ 環境や需給変化を先取り出来る体制を構築
- ・ グループ力を活用して検査体制や情報伝達を強化

(c) 販売ルートの多様化

- ・ 飼料メーカー向け販売シェアの拡大
- ・ 飼料販売店への深耕開拓を強化（輸入乾牧草など）
- ・ きのご培地向けの飼料原料販売の強化

(d) 輸入飼料の仕入ルートの拡充

- ・ 専門性を活かして差別化出来る原料の開拓
- ・ グループの海外拠点との連携強化

(e) エコ社会形成への取組み

- ・ 食品加工工程で発生する副産物の活用

海外事業はベトナム米やタイ米の中国向け輸出を推進

(3) 海外事業の見直し

(a) ベトナム事業の見直し

- ・ ジャポニカ米の栽培、集荷、加工の各工程を再構築
- ・ 三国間貿易を拡大（ジャポニカ米6千トン、香り米1万トン）

(b) 海外市場向けに販売環境を整備

- ・ 将来の日本米輸出を見据えて、ベトナム米やタイ米の中国向け（COFCO）輸出を推進
- ・ アメリカ産中・短粒種や日本米のシンガポール、マレーシア等への販売を強化

(c) MA米・SBS米の安定的な輸入

- ・ 現地における情報収集や業務連携を強化
- ・ 国内業務向けのSBS米輸入の継続

副産物を再利用する循環型ビジネスを推進

(4) 付加価値商品開発

(a) 低たんぱく保存食の開発

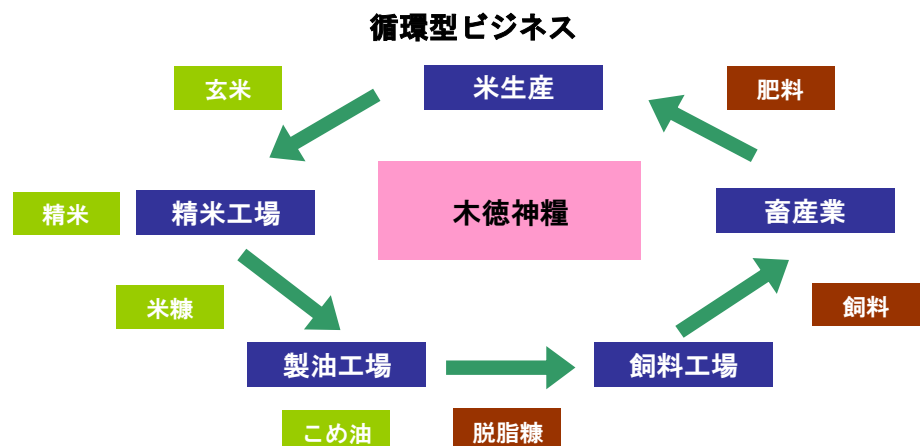
- ・ 酵素技術を活かし、長期保存米の開発・販売を促進

(b) 低たんぱくシリーズの拡充

- ・ 低たんぱくせんべいの新製品を上市
- ・ 焼きおにぎりをはじめとした携帯食の充実

(c) 循環型ビジネスの推進

- ・ 精米加工の過程で発生する国産米の糠を活用、安全・安心なNon-GMO植物油「こめ油」を拡販
- ・ 副産物の脱脂糠を再利用、飼料原料とした販売、食料自給率向上に貢献する。



鶏肉事業の改革、惣菜事業の見直しなど食品事業を再構築

(5) 食品事業の再構築

(a) 鶏肉事業（内外食品）の改革徹底

- ・ 生産：マーケット志向の雛飼育へと転換
- ・ 加工：製販連携強化を推進。真壁工場に熱加工設備を新規導入（6月完成）
- ・ 販売：小売店中心から脱却。付加価値商品（つくば鶏）の販売強化。グループセールズ事業部（親会社）との連携強化
- ・ 管理：体制強化のため親会社（同社）からの人的支援を強化

(b) 惣菜事業（東洋キトクフーズ）の見直し

- ・ 内外食品との連携を強化、新商品作りを推進
- ・ 採算性を重視、工程別の見直しを実施

■成長のための3つのキーワード

仕入先を拡大・多様化し仕入価格交渉で優位な立ち位置へ

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は可能だろう。そのために上記の経営戦略を確実に実行していくことが必須だが、特に重要なキーワードは、「仕入先の拡大・多様化」「高付加価値製品の開発」「TPP」である。

（1）仕入先の拡大・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。

（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。既に上記のように低たんぱく製品やこめ油などの高付加価値製品を開発しているが、さらなるヒット商品を開発できれば、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、高付加価値製品を開発出来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交渉への参加を表明した。これによって米を含めた日本の農業市場は変わる可能性が大きい。国内米穀市場およ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交渉の進展はおおいに注目する必要がある。

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