

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

■業界環境の改善による業績の回復に期待

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。2013年12月期第2四半期決算(1-6月)は、売上高こそ前年同期比10.3%増の57,526百万円となったが、精米の仕入価格上昇等により営業利益は同49.5%減の230百万円、経常利益は同53.5%減の229百万円、四半期純利益は同66.8%減の156百万円となった。

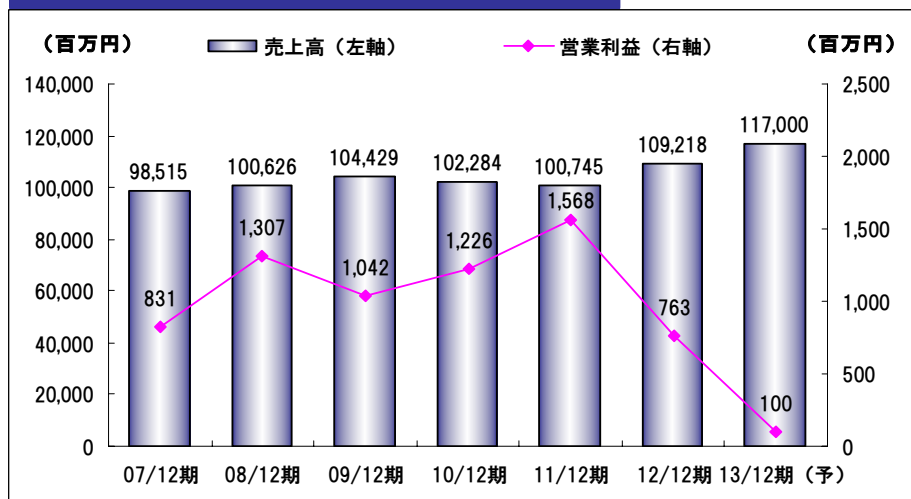
これに伴い2013年12月期通期の予想は、売上高で前期比7.1%増の117,000百万円、営業利益で同86.9%減の100百万円、経常利益で同92.4%減の60百万円、当期純利益で同98.4%減の10百万円へ下方修正された。下半期は赤字決算との予想であるが、主要因は同社の内部要因ではなく米穀業界全体の問題等の外部要因によるものである。2014年12月期以降、業界環境が改善されれば業績の回復が期待できそうだ。2013年12月期は「夜明け前が一番暗い」状況と言える。

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。特に「海外事業」と「新製品開発」は重要であり、これらの展開次第では同社の収益構造が大きく変わる可能性がある。また日本政府はTPP交渉へ正式参加したが、今後の進展により同社のビジネスにとってプラスこそあれ、マイナスになるものはみられない。同交渉の今後の動向が一段と注目される。

■Check Point

- ・ 1882年に米穀商として開業以降、順調に事業を拡大
- ・ 2013年産米は豊作予想、自社の体質改善で業績回復へ
- ・ 仕入先の多様化や市場の自由度増で事業拡大のチャンス

通 期 業 績 の 推 移



■会社概要

1882年に米穀商として開業以降、順調に事業を拡大

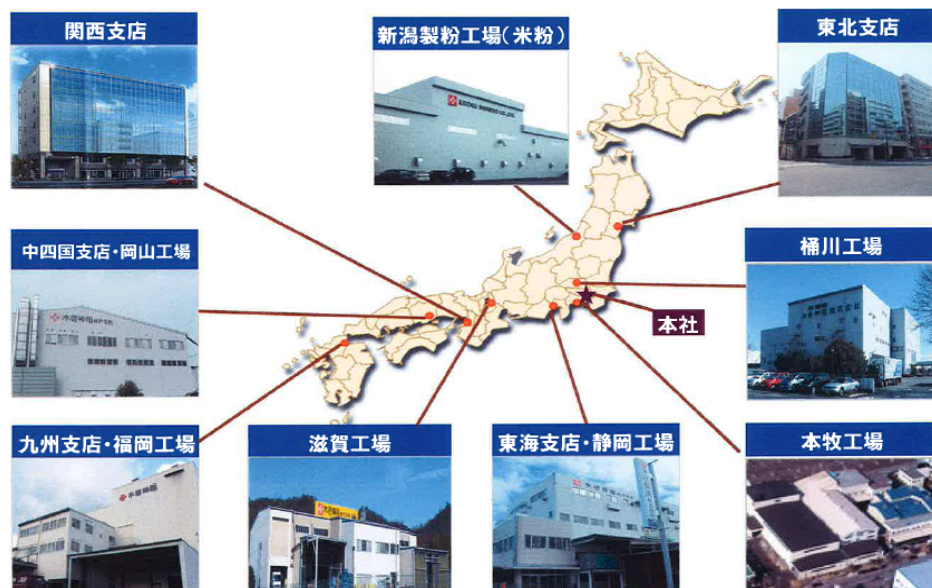
(1) 会社沿革

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、木村徳兵衛商店を設立
1950年 3月	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	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
1991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、東洋フーズを吸収合併
2012年 1月	備前食糧（岡山県）、木徳九州（福岡県）、木徳東海（静岡県）の3社を吸収合併

国内の主な製販拠点



出所：会社資料より引用

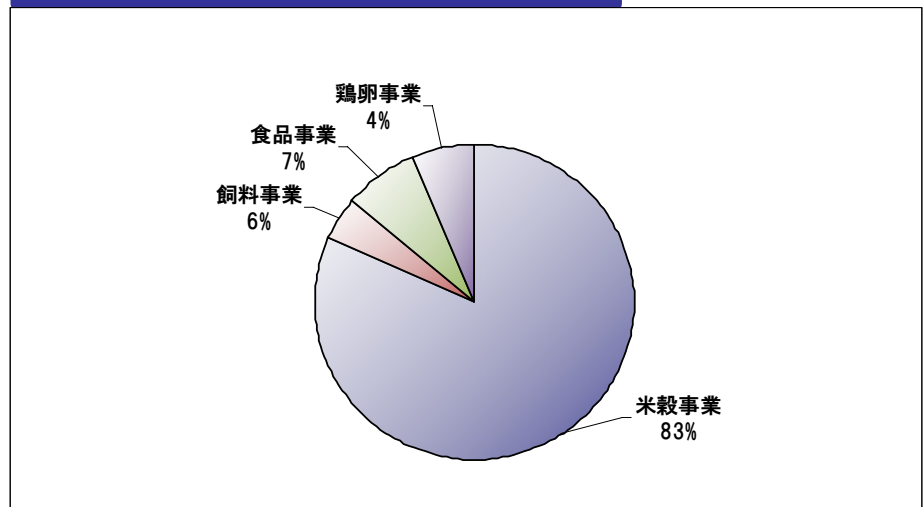
■会社概要

主力の米穀事業における売上高は業界内第2位

(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。2013年12月期の第2四半期のセグメント別売上高の割合は米穀事業が83%と大部分を占めており、続いて、飼料事業が6%、食品事業が7%、鶏卵事業が4%となっている。

セグメント別の売上高構成比(13/12期2Q)



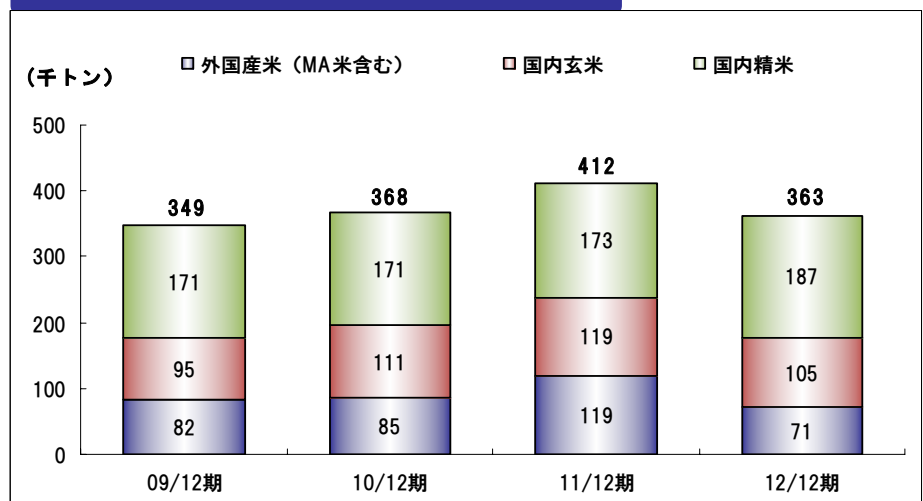
(※) MA米(ミニマム・アクセス米) :

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販売される。2013年12月期の第2四半期の取扱数量は、国内精米42.5%、国内玄米20.5%、外国産米(MA米(※)含む) 37.0%となっている。

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60%を占めるが、それ以外の仕入先には商人系の集荷業者、地域の単独農協や海外などがある。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。

仕入れた玄米は全国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。

同社の売上高は業界内では第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>、新潟ケンベイ（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

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、鶏肉以外はいずれも「米」に関連した加工食品である。鶏肉事業は競争が激しい分野でもあるため利益率は年々低下している。2012年12月期は赤字転落を余儀なくされ、2013年12月期の第2四半期でも赤字は続いている。

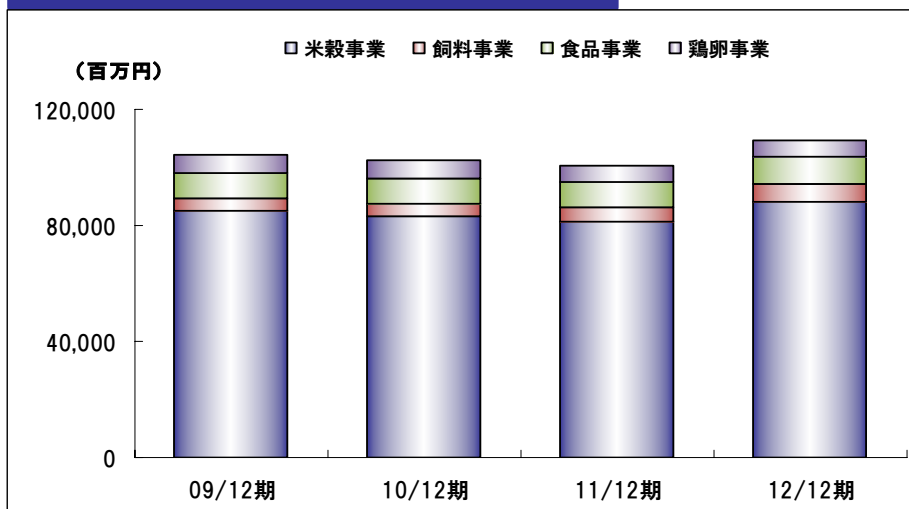
●鶏卵事業

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。利益率は鶏卵価格の動向によって変動する。

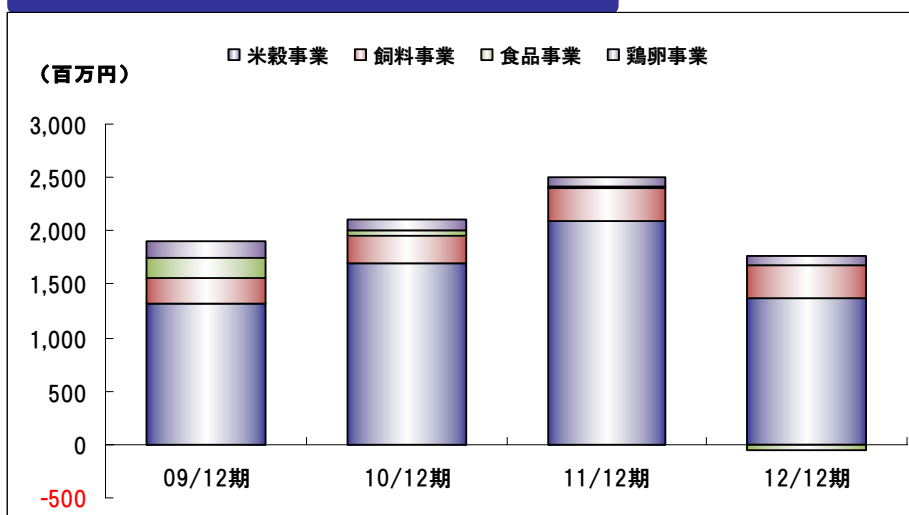
過去4年間のセグメント別の売上高および営業利益の推移はグラフの通りとなっている。（注：いずれも全社分の消去前）

■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

今期2Qは仕入価格上昇による米穀事業の増収減益が影響

(1) 2013年12月期第2四半期実績

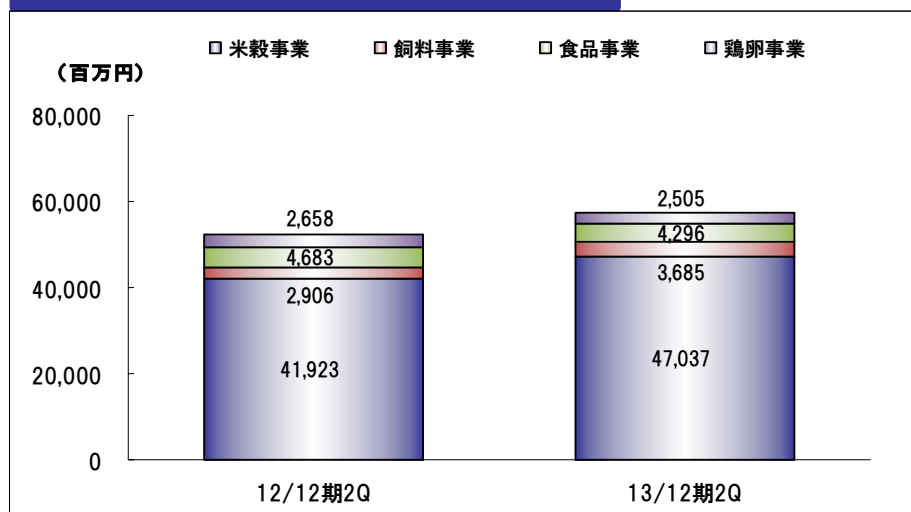
2013年12月期の第2四半期（1-6月）決算は、売上高こそ前年同期期比10.3%増の57,526百万円となったが、営業利益は同49.5%減の230百万円、経常利益は同53.5%減の229百万円、四半期純利益は同66.8%減の156百万円となり、当初予想（売上高62,300百万円、営業利益390百万円、経常利益360百万円、四半期純利益220百万円）を大きく下回った。主力の米穀事業や飼料事業は増収となったが、鶏卵事業、食品事業は減収となった。

2013年12月期第2四半期の業績

(単位：百万円、%)

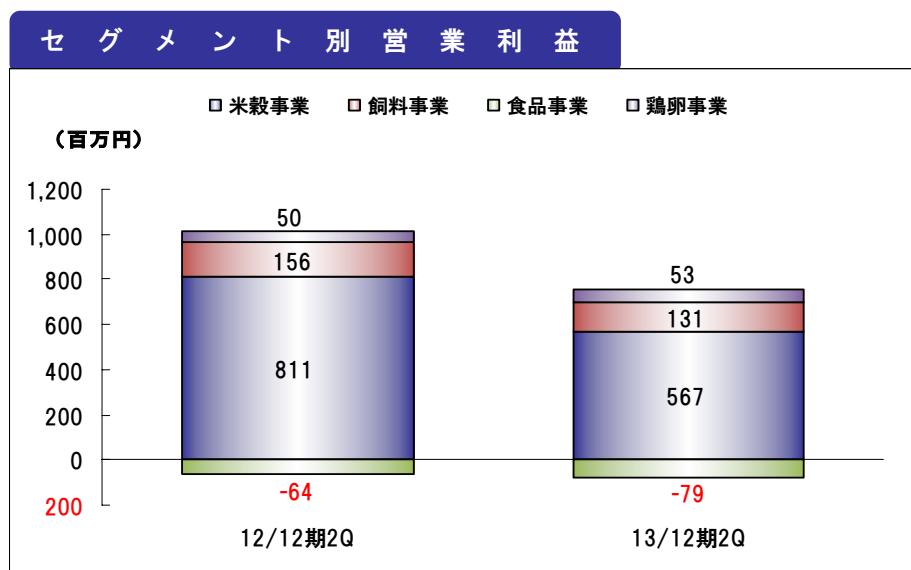
	12/12期 第2四半期		当初予想	13/12期 第2四半期		(増減)	
	金額	構成比		金額	構成比	金額	率
売上高	52,172	100.0	62,300	57,526	100.0	5,353	10.3
売上総利益	3,494	6.7	-	3,185	5.5	-309	-8.8
販管費	3,037	5.8	-	2,954	5.1	-82	-2.7
営業利益	457	0.9	390	230	0.4	-226	-49.5
経常利益	492	0.9	360	229	0.4	-263	-53.5
四半期純利益	472	0.9	220	156	0.3	-315	-66.8

セグメント別売上高

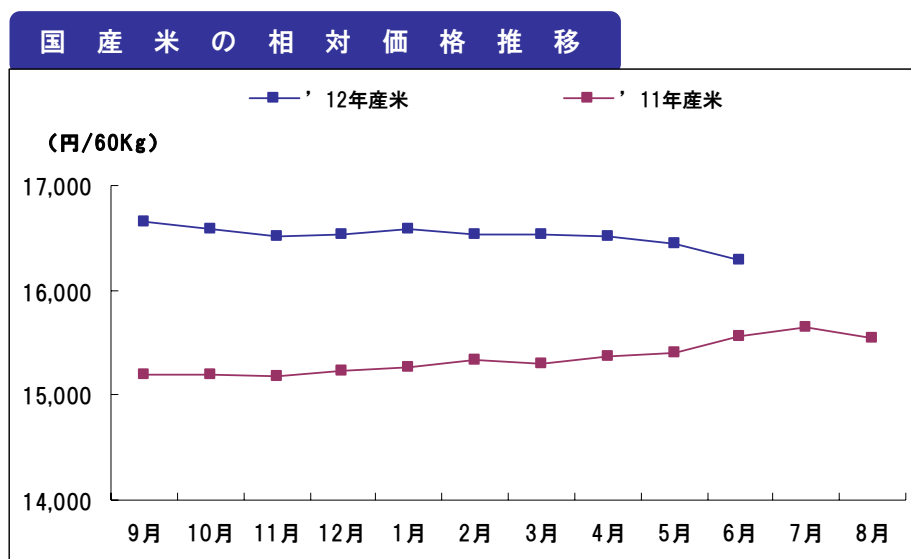


■決算動向

またセグメント別営業利益は下図のようになり、米穀事業と飼料事業が減益、食品事業では赤字幅が拡大した。特に主力の米穀事業の営業利益が大きく減少したことが全体に影響を与えたと言える。



米穀事業が不振であった要因は明白である。今年度当初から言われていたことであるが、2012年産米の相場は、集荷団体（全農等）が生産者への仮渡金を大幅に引き上げたことや猛暑により一部銘柄の品質が低下したことなどから、スタート当初から前年同期を大幅に上回る高値で推移した。このため同社の仕入価格も上昇し、販売価格の値上げを余儀なくされた。



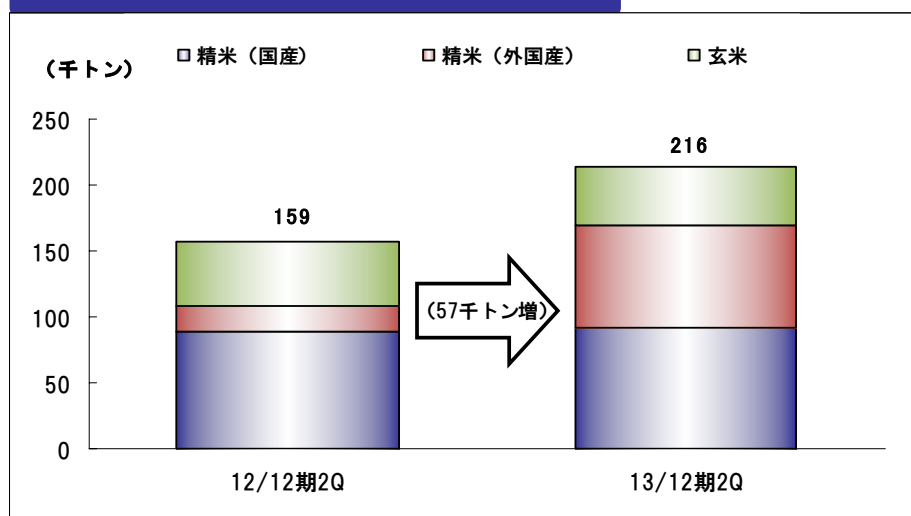
出所：会社資料よりフィスコ作成



■決算動向

しかし消費サイドでは、依然として消費者の節約志向や低価格志向が続いていることから、価格の上昇により大手量販店等での精米販売は低迷した。また卸業者向けにおいても、全体の需給が緩んでいることから卸業者は自社在庫を優先的に販売し、その結果として卸業者向けの玄米販売が低迷した。その一方で業務用販売（大手外食チェーン向け等）や販促活動の強化によるコンビニエンスストアでの精米販売は好調に推移した。ただし業務用販売では、品質面においては必ずしも国産米にこだわらない一方で価格面での要求は厳しかった。そのためMA米の取扱い数量が大幅に増加し、全体の取扱量・販売金額を押し上げた。しかし仕入価格の上昇分すべてを販売価格に転嫁できなかったことから、米穀事業の粗利は大きく下がった。その結果として全体の売上総利益率は前年同期の6.7%から5.5%へ低下した。

米穀の種類別取扱量



販売管理費においては、様々な費用の節約に努め絶対金額を抑えたことから、対売上高比率は前年同期で5.8%から5.1%まで低下した。しかし、売上総利益額の減少が大きかったことから営業利益、経常利益、四半期純利益は前年同期比で大幅減となった。

第2四半期の財政状況では、前渡金の減少1,512百万円、棚卸資産の減少400百万円、現預金の減少268百万円などから、流動資産は前連結会計年度末に比べて2,727百万円減少した。固定資産は、有形固定資産200百万円増、投資その他資産187百万円増などから全体で494百万円増加した。

負債の部では、買掛金の減少2,335百万円、その他流動負債の減少629百万円、長期借入金の減少536百万円、短期借入金の増加1,259百万円などから負債総額は2,391百万円減少した。純資産については、利益剰余金の増加131百万円等により純資産は前連結会計年度末に比べて157百万円増加した。

■決算動向

貸借対照表

(単位：百万円)

	12/12期 第2四半期	13/12期 第2四半期	増減額
現金・預金	2,509	2,240	-268
受取手形・売掛金	9,975	9,575	-399
商品および製品	4,319	4,778	459
仕掛品・原材料・貯蔵品	3,482	2,623	-859
前渡金	1,537	25	-1,512
その他流動資産	551	404	-147
流動資産計	22,376	19,648	-2,727
有形固定資産	5,384	5,585	200
無形固定資産	64	170	105
投資その他の資産	1,729	1,917	187
固定資産計	7,178	7,672	494
資産合計	29,554	27,321	-2,233
支払手形・買掛金	6,863	4,527	-2,335
短期借入金他	9,785	10,825	1,039
未払法人税	173	60	-112
その他流動負債	2,503	1,923	-580
流動負債計	19,325	17,336	-1,988
長期借入金、社債等	2,946	2,339	-606
その他固定負債	586	791	204
固定負債計	3,532	3,130	-402
負債合計	22,858	20,467	-2,391
純資産合計	6,696	6,853	157
負債・純資産合計	29,554	27,321	-2,233

外部要因により当初の業績予想を下方修正

(2) 2013年12月期決算見直し

2013年12月期の業績については当初、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450百万円を予想していた。しかしながら、前述のように上半期の業績が当初予想を下回る結果となったことから、通期の予想を売上高で前期比7.1%増の117,000百万円、営業利益で同86.9%減の100百万円、経常利益で同92.4%減の60百万円、当期純利益で同98.4%減の10百万円へ下方修正した。単純に下半期だけを見ると赤字決算との予想であるが、少なくとも2013年12月期までは現在の精米市場の環境が大きく変わることはないとの判断からである。

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	117,000	7.1%	100	-86.9%	60	-92.4%	10	-98.4%	53.04	6.00

今回の減益の要因を分析してみると以下のように要約出来る。

- ・2012年産米に対して集荷団体が需要（消費者）サイドの動向を反映しない高値で生産者から集荷。
- ・集荷団体はその高い価格のまま同社などの大手卸業者へ価格提示。同社としてはある程度の数量を確保するためには、不合理な価格でも契約せざるを得なかった。（前述したように、この部分では市場原理が働いていない）
- ・仕入価格が上昇したことから、同社も量販店向けなどに価格転嫁を行ったが、価格に敏感な消費者は買い控えの傾向を強め販売数量は伸び悩んだ。
- ・玄米の主な販売先である中小卸業者向けにおいては、末端での需要が低迷したことから中小卸業者は手持ち在庫の販売を優先し、同社のような大手卸業者からの玄米購入を控えた。
- ・一方で大手外食チェーン向けなどの業務用販売は好調であった。しかしながら、これらの需要家は製品の質（国産米等）よりも、価格にこだわる傾向がある。そのため仕入価格の上昇分をすべて販売価格に転嫁することは出来ず、結果として販売数量・金額は増えたが薄利あるいは逆ざやでの販売となった。

以上のような点から、今回の決算結果は、販売の減少に見合った仕入戦略が出来なかったことと、外部要因（業界が抱える問題）によるものと言える。言い換えれば2013年12月期の同社の決算は、依然として市場原理を無視した価格提示を行う集荷団体と市場原理に基づいた販売価格を求める需要家との板ばさみになることが想定されている。したがって今後の展開を考えた場合、米穀価格の動向に加えて業界の商慣習や因習などが改善されてくれば同社の業績も回復に向かうはずだ。

■今後の展望

2013年産米は豊作予想、自社の体質改善で業績回復へ

(1) 今後の業績見通し

2013年12月期決算の見通しは前述したように大変厳しいものとなっているが、その主要因は外部要因によるところが大きい。では2014年12月期以降の業績の見通しはどうか。まず最も重要な2013年産米価格は、先日発表された作況指数が100となり2013年産米は豊作の可能性が高いこと、2012年の高値により一部に2012年産米の在庫が残っていること、集荷団体も昨年の不合理な販売（価格）政策を反省していること、などから2012年産米に比べて下落すると予想されている。これは同社にとって2013年12月期とは反対に仕入価格の低下となるためプラス要因である。

しかし2013年12月期と同様に仕入先である集荷団体（全農等）からは引き続き高い価格を提示され、一方で販売先である大手外食チェーンなどからは低い販売価格を要求されることはないであろうか。その可能性は全くないとは言えないが、特に仕入先である集荷団体が再び市場原理（需要）を無視したような高値提示をするならば、それは時代に逆行し「日本の米穀市場の崩壊」につながっていく事になる。したがって、2年連続で集荷団体が高値での価格提示を行う可能性は低いと思われる。

その一方で同社自身も一段と体質改善を進めている。当初20億円をかけて横浜の精米工場をリニューアルする計画であったが、業界環境を考慮してこの計画を中止した。精米の能力アップは同業他社の設備を買収することで可能と判断し、この計画中止によって浮いた資金は他の設備投資や新製品開発に回すことにした。このような大型投資の中止を決断することは勇気のいることだが、現在の業界環境を考えればこの判断は評価に値する。

以上のような諸々から判断すると、同社の業績は2013年12月期、特に下半期が底であり、2014年12月期以降は回復に向かう可能性が高い。現在は「夜明け前が一番暗い」状況と言えよう。

付加価値商品開発、海外事業、食品事業が重要施策

(2) 経営戦略

同社は以前から「大手米卸の底力の発揮」「飼料事業の進化」「付加価値商品開発」「海外事業の見直し」「食品事業の再構築」を経営戦略上の重要な施策として推し進めてきた。その中でも以下の3分野は特に重要であり同社が最も力を入れている施策である。

■今後の展望

(a) 付加価値商品の開発

現在最も注力しているのが「機能性のある米」の開発・販売だが、その第一弾が「低タンパク米」である。これはタンパク質を通常の米の25分の1に抑えたもので、腎臓病患者など、通常の米の摂取制限を受けている患者などが食することが出来る米である。従前の低タンパク米は乳酸化法によって製造していたが、同社は兵庫県のベンチャー企業と組み、酵素を使う方法により安価での提供を可能にした。現在はまだテストプラント規模であり、今年の8月から正式に販売開始しているが、将来は原料米をカリフォルニアから仕入れ、台湾の特産で原料加工を行い中国や東南アジアに輸出する計画である。

また、既に販売されている「米油」に続き他の「米関連製品」の開発も積極的に進めている。まだ大きなヒット商品は出ていないが、一度ヒット商品が生まれれば同社の場合、大手GMSやコンビニ等への強力な販路を持っているだけに業績が様変わりする可能性は高い。今後の新製品開発は注目する必要がある。

(b) 海外事業の見直し

同社がベトナムへ進出してから既に24年、現地に精米工場を建設してから14年が経過した。しかし現地での業容拡大は思惑どおりに進んでいないため、同社ではベトナムでの事業展開を根本から見直した。

最も問題になっていたのが品質のバラツキである。ベトナムは3期作であるため仕入時期や仕入先の農家によって玄米の品質にどうしてもバラツキが出てしまい、これが需要先からは不評であった。このような製品のバラツキを避けるため、同社自身が乾燥設備を持ち、農家からは「生もみ」で仕入れる方法に変更した。これによって玄米さらに精米の品質は大きく向上した。またこれらの設備は「長粒種」にも対応可能なため、今後はさらに拡販が可能となるはずである。

(c) 食品事業の再構築

鶏肉事業を行っている子会社の内外食品の昨年度決算は赤字であり、今年度の上半期も赤字計上しており、同社の再構築が早急の懸案となっている。主要因はブラジルなどからの輸入鶏肉に押されていることだが、内部の管理体制などにも問題はあろう。

このため同社では、内外食品に対して役員2名、営業職3名を出向させ、人的支援を行うと同時に、業態の見直しを進めている。具体的には単なる鶏肉の販売だけでなく加工品やレトルト食品など、より付加価値の高い製品に注力する方針。少なくとも2014年12月期の黒字転換が大命題である。

仕入先の多様化や市場の自由度増で事業拡大のチャンス**(3) TPPの影響**

日本政府は正式にTPP交渉へ参加した。これによって米や小麦を含めた日本の農業市場は大きく変わる可能性がある。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かつ未知数であるが、少なくとも現状より後退することは考え難い。言い換えれば同社にとってプラスこそあれマイナスとなるものはみられない。単に輸入の増加による仕入先の多様化だけでなく国産米の輸出や三国間貿易も含めて日本の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であるのは間違いないだろう。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