

|| 企業調査レポート ||

# ヨシムラ・フード・ホールディングス

2884 東証 1 部

企業情報はこちら >>>

2017 年 6 月 26 日 (月)

執筆：フィスコアナリスト



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

<b>■ 要約</b>	<b>01</b>
1. 会社概要と成長戦略	01
2. 2017 年 2 月期連結決算：M&A 実行に制約があったものの、2 期連続の増収増益を達成	01
3. 2018 年 2 月期会社連結業績予想：業績予想数値は極めて保守的、 前期の制約が外れて本領発揮の年	01
4. 新しい投資テーマとして注目される可能性も	02
<b>■ 会社・事業概要と沿革</b>	<b>03</b>
1. 会社・事業概要	03
2. 沿革	05
<b>■ ビジネスモデルと競合・強み</b>	<b>05</b>
1. ビジネスモデル	05
2. 食品業界における M&A の競合状況	09
3. 強み	10
<b>■ 成長戦略</b>	<b>10</b>
1. 基本方針	10
2. 戦略	10
3. カタリスト	12
4. 事業リスクと人的ボトルネック	12
<b>■ 業績動向</b>	<b>13</b>
1. 2017 年 2 月期連結決算	13
2. 2018 年 2 月期会社連結業績予想	17
<b>■ 株式需給</b>	<b>18</b>
1. 所有者別株式数の割合及び大株主の状況	18
2. 新しい投資テーマとして認識される可能性	19

## ■ 要約

### 国内で中小企業活性化ビジネスを展開、今期は制約なくなり本領発揮へ

#### 1. 会社概要と成長戦略

ヨシムラ・フード・ホールディングス<2884>は、国内の中小食品企業を対象に企業の事業支援及び再生を行う会社。中小食品会社を買収し自社に取り込んだ上で、被買収会社の強みを生かしながら、経営戦略の立案・実行及び経営管理を行うとともに、同社の「中小企業支援プラットフォーム」で、営業・製造・商品開発・品質管理、経営管理といった機能ごとに支援及び統括を行う。このようなビジネスモデルであることから、M&Aによるグループ化と既存事業の押し上げの両輪で成長を狙う。国内では後継者のいない中小企業が多く、今後の拡大ポテンシャルは大きい。現在は中小食品企業のみを対象としているが、今後は他分野への展開も視野に入れているようだ。

#### 2. 2017年2月期連結決算：M&A実行に制約があったものの、2期連続の増収増益を達成

2017年2月期連結業績は、売上高が前期比26.6%増の16,241百万円、営業利益が同50.4%増の493百万円、経常利益が同61.7%増の530百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同23.3%減の353百万円となった。楽陽食品(株)、(株)ヨシムラ・フード等の販売増が寄与したほか、期中に連結子会社となった純和食品(株)、榮川酒造(株)、エスケーフーズ(株)3社が貢献した。物流や人件費など事業拡大に伴う費用の増はあったものの、積極的な設備投資等により子会社における生産性が向上し利益率が上昇した。最終利益が減益となっているのは、前期において特別利益に収用補償金515百万円があったことなどの反動減。営業利益率は前期から0.4ポイント改善し3.0%で、ROEは10.57%、ROAは7.2%となった。

#### 3. 2018年2月期会社連結業績予想：業績予想数値は極めて保守的、前期の制約が外れて本領発揮の年

2018年2月期の会社連結業績予想は、売上高19,088百万円(前期比17.5%増)、営業利益576百万円(同16.9%増)。営業利益率は前期と同水準の3.0%を見込む。同社はこの業績予想数値に成長の一翼であるM&Aを全く織り込んでおらず、極めて保守的な印象。東証一部への市場変更に伴う審査のため前期において半年間M&Aができないという制約があったが、今期においてはそのような制約がまったくないことから、定常状態でのM&A件数増が見込める。なお、前期は半年間で3件のM&Aがあったことから、案件の中身や価格次第等にもよるだろうが、年間5~6件程度の案件の成立は可能であろうと弊社では考える。

## 要約

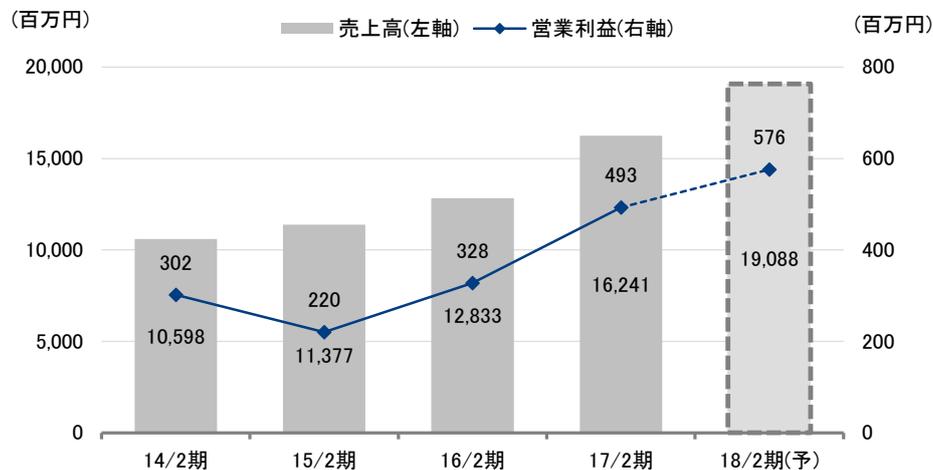
## 4. 新しい投資テーマとして注目される可能性も

ビジネスモデルを鑑みると、同社株式は中小企業版リートのようなものと考えられる。現在は、食品セクターに分類されているけれども、M&A とその後の中小企業支援プラットフォームを活用して経営等の改善を行うというビジネスモデル、及び食品以外の分野にも展開する意向を示していることが広く知られるようになると、新しい投資テーマとして認識される可能性もある。投資家から上場していない中小企業に直接的には投資をすることは難しいが、同社に投資することで、間接的ではあるが中小企業への投資が可能となる。加えて、同社の事業は中小企業の支援・応援にとどまらず、地域の活性化、中小企業における後継者不足への対応、産業の育成、雇用の確保等の観点から社会的意義についても注目される可能性もあるだろう。

## Key Points

- ・ 中小企業活性化ビジネスを取り扱う。M&A によるグループ化と既存事業の押し上げが成長戦略の両輪。
- ・ 2017年2月期連結業績は、売上高が前期比26.6%増の16,241百万円、営業利益が同50.4%増の493百万円と、M&A に制約がかかった中で2期連続の増収増益を達成。
- ・ 2018年2月期会社連結業績予想：M&A は全く織り込んでおらず極めて保守的な予想数値の印象。今期から M&A にかかる制約が外れて本領発揮の年。
- ・ 新しい投資テーマとして認識される可能性も。

## 業績推移



出所：有価証券届出書、有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社・事業概要と沿革

### 食品業界を中心に中小企業を買収・支援

#### 1. 会社・事業概要

同社は、食品業界を中心に中小企業を買収・支援を主に行う会社。中小企業の支援・活性化を目的とし、持株会社としてグループ全社の経営戦略の立案・実行及び経営管理を行い、各子会社の強みを伸ばすとともに、子会社に対し、営業・製造・商品開発・品質管理、経営管理といった機能ごとに支援及び統括を行う「中小企業支援プラットフォーム」を構築している。現在、ホールディングス傘下には、製造事業で、チルドシウマイや餃子を製造販売する楽陽食品、かきフライ等を製造販売する(株)オープン、乾麺等の製造販売を行う白石興産(株)、岩手県の酒造10社が集う(株)桜顔酒造、ピーナッツバターのパイオニアである(株)ダイショウ、ねぎとろやまぐろの切り落としの製造販売を手掛ける(株)雄北水産、ゼリー製造の純和食品、福島県の酒造メーカーである榮川酒造、チルド冷凍とんかつ等が主力のエスケーフーズ、販売事業では、業務用食材の企画・販売を手掛けるヨシムラ・フード、冷凍食品の企画・販売を行う(株)ジョイ・ダイニング・プロダクツの合計11の子会社がある。現在は中小食品企業が主だが、今後は他分野へも展開予定のもよう。

国内には多くの中小企業があり、少子高齢化による売上減少あるいは事業継承問題等で、本来の力を発揮できずに立ち行かなくなっている企業が増加している。そうした企業の株式や事業を譲り受け、ヒト・モノ・カネによる支援を行うことにより、地方の中小食品企業の再成長と地域経済の活性化を図ることができる。商品力・技術力・営業力など、何か1つの「強み」を持った中小食品企業がグループとなり、独自のプラットフォームを創出することで、中小食品企業の活性化を図るとしている。

ヨシムラ・フード・ホールディングス | 2017年6月26日(月)  
 2884 東証1部 | <http://y-food-h.com/ir/>

## 会社・事業概要と沿革

## ホールディングス傘下の事業会社とその事業内容

名称と本社所在地	セグメント	事業内容と特徴	販売先
楽陽食品(株) (東京都足立区)	製造事業	国内5カ所の工場において、チルドシウマイ及びチルド餃子を製造・販売。チルドシウマイの生産量は国内トップシェアを誇り、主力商品である「チルドシウマイ」は年間約3,082万パック(注1)販売している。	主に、大手スーパーとの直接取引や、大手食品商社を経由して、日本全国のスーパー量販店、ドラッグストア、生活協同組合等へ販売。
(株)オープン (愛媛県四国中央市)	製造事業	供給量が限られた広島県産カキを調達する独自のルートをもち、かきフライを主力商品として、鶏なんこつからの揚げやささみフライ等を製造販売。	主に、大手食品商社を経由して、日本全国のスーパー量販店、生活協同組合等へ販売。
白石興産(株) (宮城県白石市)	製造事業	創業130年、宮城県白石市特産の白石温麺を主力商品とし、伝統的な製法により製造される乾麺等の製造販売を行う。	主に、大手食品商社を経由して、東北地区、関東地区のスーパー量販店、ドラッグストア、生活協同組合等へ販売。
(株)ダイショウ (埼玉県比企郡ときがわ町)	製造事業	ピーナッツバターのパイオニアであり、独自の製法により作られる「ピーナッツバタークリーミー」は昭和60年の販売開始以来、30年続くロングセラー商品。	主に、大手食品商社を経由して、主に関東地方のスーパー量販店、ドラッグストアへ販売。
(株)桜顔酒造 (岩手県盛岡市)	製造事業	昭和48年岩手県の地場の酒蔵10社が集まり設立。岩手県卓越技能者表彰(注2)を受賞した杜氏が造る日本酒は、全国新酒鑑評会や東北清酒鑑評会等で数々の賞を受賞(注3)。	主に、酒卸問屋等を経由して、岩手県内のスーパー、飲食店、ドラッグストア等へ販売。
(株)雄北水産 (神奈川県足柄上郡大井町)	製造事業	捕獲後すぐに船上で-50~-60度で瞬間冷凍される船凍品のマグロのみを使用したねぎとろ、まぐろ切り落としを製造販売。	主に、水産卸売市場を経由して、主に関東地方と東北地方のスーパー量販店へ販売。
純和食品(株) (埼玉県熊谷市)	製造事業	埼玉県 HACCP を取得するなど、万全な品質管理体制を構築しており、ゼリーの製造においては新興企業ながら、大手GMSに評価されるなど、その技術力と商品力に定評がある。	主に大手GMS等にPB商品を販売。
榮川酒造(株) (福島県耶麻郡磐梯町)	製造事業	明治2年会津若松にて創業。その後、磐梯山の西山麓に移転し「日本名水百選指定 磐梯西山麓湧水群」の清らかな名水を仕込みに、澄みきった自然環境の中で、人の五感を最大限に生かした伝統的手造りを継承しながら口当たり柔らかい飲み飽きしない清酒を醸造している。	主に、酒卸問屋等を経由して、福島県内のスーパー、飲食店、ドラッグストア及び首都圏の飲食店等へ販売。
(株)エスケーフーズ (埼玉県大里郡寄居町)	製造事業	チルド・冷凍とんかつ等の製造販売を主力としており、顧客ニーズに対応する製品を生産している。また、直接仕入れ、直接販売を行うなど商社機能を有するメーカーでもある。	主に、商社を介さず、直接大手スーパー等へ直接商品を販売。
(株)ヨシムラ・フード (埼玉県越谷市)	販売事業	業務用食材の企画・販売を主とし、自社で物流機能を持たず、販売先へ直送するビジネスモデルを構築。	外食産業、スーパー惣菜、産業給食、コンビニエンスストアベンダー、医療福祉関係、学校給食など、多種多様な販路を有する。
(株)ジョイ・ダイニング・プロダクツ (埼玉県越谷市)	販売事業	冷凍食品の企画・販売を行う。日本全国の生活協同組合と直接口座を有しており、それを活用してグループ商品の販売も行う。	主に、全国の生活協同組合や宅配業者に対して販売。

注1：2017年2月期に楽陽食品において製造されたチルドシウマイの販売量。

注2：桜顔酒造の杜氏である猪川栄四郎が、岩手県がおこなう2012年度岩手県卓越技能者表彰を受賞。

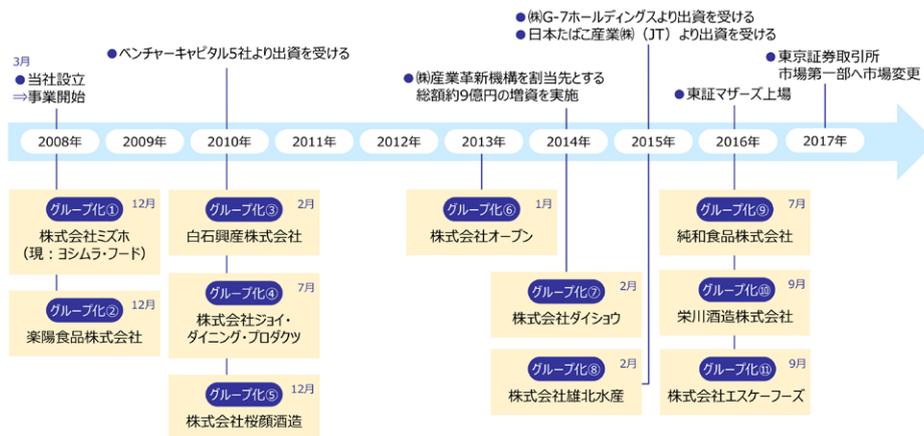
注3：2000年、2008年、2009年、2011年に全国新酒鑑評会において金賞を受賞。また、2000年、2012年、2014年、2015年に東北清酒鑑評会において優等賞を受賞。

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## 2. 沿革

2008年3月に吉村元久(よしむらもとひさ)代表取締役CEOが(株)エルパートナーズを設立、事業を開始、その後、現在の商号に変更した。2008年12月には(株)ミズホ(現・ヨシムラ・フード)及び楽陽食品をグループ化した。2010年にはベンチャーキャピタル5社より出資を受け、同年2月に白石興産、7月にジョイ・ダイニング・プロダクツ、12月に桜顔酒造をグループ傘下におさめた。2013年にはオープンをグループ会社化、2014年には、(株)産業革新機構を割り当て先とする総額約9億円の増資を実施するとともに、2月にはダイショウを買収した。2015年には、G-7ホールディングス<7508>及び日本たばこ産業<2914>より出資を受け、同年2月に雄北水産を買収した。2016年3月に東京証券取引所マザーズに上場、同年7月に純和食品、9月に栄川酒造とエスケーフーズを傘下におさめた。2017年3月には東京証券取引所市場第一部へ市場変更となっている。

### 沿革図



出所：決算説明会資料より掲載

## ■ ビジネスモデルと競合・強み

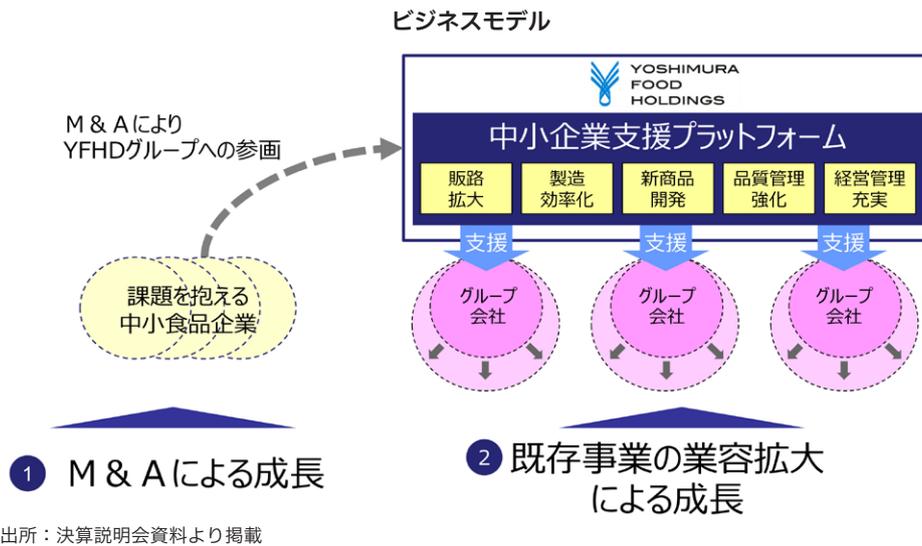
### グループ一体運営で支援・活性化

#### 1. ビジネスモデル

同社は、支援・活性化を行う中小企業を原則完全子会社化し、グループ一体運営を行うことを基本としている。M&A後は、中小企業支援プラットフォームで販路拡大・製造効率化・新商品開発・品質管理の強化・経営管理の充実を主にグループ会社を支援することで、新たに参画した会社の弱みを補完しながら強みを従来以上に発揮させ、既存事業の業容拡大による成長を狙う。対象となる中小企業を問題点の洗い出しと、解決策の選定及び実行までの全責任を同社が負う。

## ビジネスモデルと競合・強み

同社がグループ化に選択する企業は、課題を抱え支援を欲する企業もあるが、承継問題に起因する案件も多い。2017年2月期にグループ会社化した純和食品とエスケーフーズでは後継者不在、栄川酒造は私的整理により100%減資後、同社が出資を行った。


**(1) 案件検討から M&A まで**

プレ M&A では、案件の紹介・初期検討から始まって、初期情報の開示・検討に進み、条件提示を行う。そこで合意がなされるようであるならば、基本合意書を締結、その後デューデリジェンスに入る。デューデリジェンスでは、開示情報が限定的な中、良い会社を見極める目利き力が必要となるほか、中小企業ならではのリスクを見極める力が必要となる。同社は、通常のケースでプレ M&A に6ヶ月程度の時間がかかると説明している。

案件は、投資銀行・地方銀行・信用金庫・証券会社などの金融機関、M&A アドバイザリー業務を行う企業、再生系案件を取り扱う弁護士等より紹介される。また、そのような中小企業は、買い手もおらず割安に放置されやすく、サブセクターにもよるが買収価格は経営改善後結果的に EV/EBITDA 倍率で2~3倍となることも多いようだ。同社は事業の内容や改善策が見えているか、優秀な人材の有無等を見つつ、割高な価格では買わないという姿勢を堅持している。

**(2) M&A 後**

M&A 後の PMI では通常、約6ヶ月かかる。この PMI 実行の中で、人心掌握、経営管理体制の構築、中小企業支援プラットフォームにより、グループ企業とのシナジー効果の創出及び業績の向上を狙う。特に人心掌握は PMI を実行する上で要となっており、同じ立場に立ってコミュニケーションを図ることで、信頼関係を構築し、社員のモチベーションを向上させる。

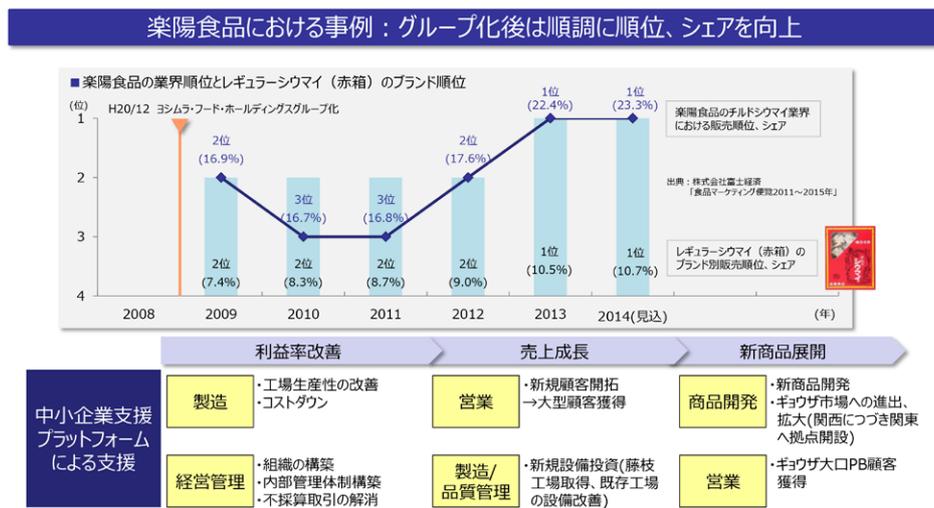


ビジネスモデルと競合・強み

2008年12月にグループ入りした、シウマイ・餃子等のチルド・冷凍調理食品の製造・販売を行う樂陽食品の実例を説明したい。2009年から2011年に利益率の改善を目的に、製造現場では工場の生産性の改善、コストダウンを実施するとともに、管理部門では、組織の構築、内部管理体制の構築、不採算取引の解消を進めた。続く2012年から2014年の3か年では、新規顧客開拓を行い、大型顧客獲得に成功したほか、新規工場の取得及び既存工場の設備改善も実施した。これらにより、2009年に同社のチルドシウマイ業界における販売シェアが16.9%で業界第2位だったものが、2013年には、販売シェアが22.4%、業界1位になり、翌年の2014年には販売シェアは23.3%まで拡大した。同社は、その後、新商品の開発に入っており、餃子市場への進出、大口PB顧客を獲得するなどした結果、2015年2月期の餃子の売上高は204百万円であったが、2017年2月期には880百万円にまで達したと見られる。

他社についても同様で、オープンは、2014年2月期から2016年2月期までに年平均成長率は10.0%増、ダイショウは2015年2月期から2016年2月期に同13.2%増を達成した。

樂陽食品における実例



子会社のメリットは前述のとおりだが、同社にとってもグループ企業が増加することによって、売上拡大、コスト削減、事業活動領域の拡大が可能となる。売上拡大においては、販路の共有化、クロスセルの推進によって販売会社化による効果的・効率的な営業体制の構築が可能であることのほか、新規チャネル、新規顧客の開拓など営業管理・支援が容易になる。また、通販やBtoC等の新たな販売チャネルの開拓が可能になり、PB商品等の可能性も広がる。コスト削減では、規模拡大による仕入コストのボリュームディスカウント、製造拠点の集約によるコストダウン、管理業務の集約による効率化が期待される。このことから、同社の中小企業支援プラットフォームはM&A数の増加とともに拡大していく仕組みとなっている。

M&A後の業績貢献については、当然のことながら、案件の件数、案件のタイプ、タイミング、事業のステージによって出方が異なる。初年度にM&A関連費用が計上されるため、民事再生案件やグループ化のタイミングによっては初年度に大きな赤字になりやすい傾向にある。

ヨシムラ・フード・ホールディングス | 2017年6月26日(月)  
2884 東証1部 | <http://y-food-h.com/ir/>

ビジネスモデルと競合・強み

M&Aの主な流れと時間軸



出所：決算説明会資料より掲載

2. 食品業界における M&A の競合状況

食品業界における M&A と言うと、大手食品会社や投資ファンドが競合になるのではないかと疑問に思うかも知れないが、実際にはどのプレイヤーとも競合しない。まず、投資ファンドとの比較では、同社が事業インフラを保有しているのに対して投資ファンドはなく、また投資ファンドの食品業界に対する取り組み経験は案件次第である。もっと重要なのは、投資ファンドが M&A 対象とする企業規模が一定規模以上であることと、売却を前提にしていることである。投資ファンドの場合は、効率性を考えて一定規模以上に偏りやすい。同社が長期保有を基本とし売却を考えないのに対して、投資ファンドは資金回収時期や方法が見えないことには投資ができないという、中小の食品企業を買収するには些かハードルが高いと言えよう。

一方、大手食品会社は、事業インフラを保有し、食品業界に対する取り組みも行っている。M&A や投資をするとしても長期保有となるだろう。しかし、大手食品会社の場合、投資ファンドと同様に一定規模以上の企業規模を求める場合が多く、また買収先が自社の戦略に完全に一致しないと行動に移さない。このため、大手食品会社による買収は進まず、投資ファンドにとっても食品の中小食品企業は投資対象にはならず、同社とはバッティングしない。事実上、競合会社がないことが最大のアドバンテージと言えよう。

食品業界における M&A プレイヤーの比較

	ヨシムラ・フード・ホールディングス	大手食品会社	投資ファンド
事業インフラ	有	有	無
食品業界に対する取り組み	有	有	案件による
対象とする企業規模	中小企業	一定規模以上	一定規模以上
保有方針	長期	長期	売却を前提

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

### 3. 強み

事実上の競合他社がないということに加え、同社の最も大きな強みは、中小食品企業に特化することで蓄積してきた経験やノウハウであろう。具体的に挙げると、豊富な M&A 経験、強みを持つ企業を選ぶ目利き力、中小企業支援プラットフォームを活用した相乗効果、金融機関等の豊富な情報リソースである。金融機関等からの M&A 案件の紹介や情報提供なしに円滑に M&A を進めることは難しいが、それに加えて豊富な M&A 経験とそれを生かし得られた目利き力は、優良な案件を選択するのに欠かせないし、M&A の成功の鍵を握っていると言っても過言ではないだろう。そして、実際に同社の中小企業支援プラットフォームを活用して得られた相乗効果という結果を出しているという点は重要だ。

また、被買収会社のオーナー等から見ると同社が売却を目的としていないことも大きな評価になっていると思われる。売却による投資回収を目的としていないため、中長期的な視点から持続的成長を目指す経営が可能であるとともに、事業の継続や労働環境の維持を望む中小企業のオーナー等にとって、同社の目先の利益に捕らわれず中長期での視点で経営に臨む姿勢に自社を託したいと考えることもあるだろう。

同社は、東証 1 部上場企業となり、多様な資金調達手段が可能となったほか、信用力・知名度の向上とともに、人材の確保、案件の持込が多くなることで、優良な M&A 案件に遭遇する機会が更に拡大すると見られる。なお、M&A の紹介・持込案件が増加しても、スクリーニング等の案件の検討には現状の人数でも十分に対応可能だそうだ。

## ■ 成長戦略

### M&A による傘下企業の増加と既存事業の成長・拡大が両輪

#### 1. 基本方針

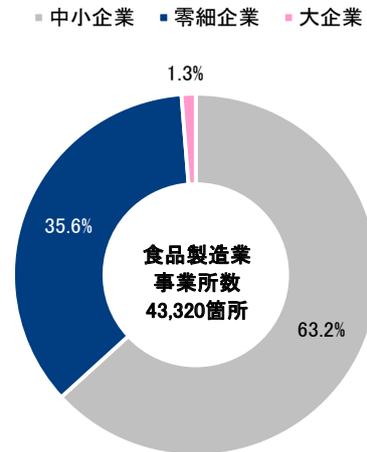
同社の成長戦略の基本方針は、「M&A による傘下企業の増加」と「既存事業の成長・拡大」の両輪による成長を強化することとしている。後継者不足等の外部環境という追い風がある中で、傘下企業は増加していくと思われる。また、中小企業支援プラットフォームを強化することで既存事業の成長・拡大及び人材の強化で成長を狙う。

#### 2. 戦略

同社は、両輪の 1 つである M&A を積極的に行い、傘下企業を増加させていくことによって事業規模を拡大する。今後の M&A のポテンシャルを考える上で、この国を取り巻く状況が興味深い。同社資料によれば、国内製造業のうち、GDP・雇用者数・事業者数において食品産業は最大の業種であるが、約 99% が中小・零細企業となっている。また、国内の中小企業のうち、66.1% は後継者が不在であり、60 代社長の 60.0% が事業承継の準備が進んでいない状況で、このため、休廃業・解散件数が増加している。休廃業・解散の最大の理由は経営者の高齢化と健康問題である。経営者はサラリーマンより引退時期が遅いため、ベビーブーマーの経営者の大量引退は今後増加の一途をたどると思われ、同社の M&A 開拓余地は果てしなくあると言えよう。

成長戦略

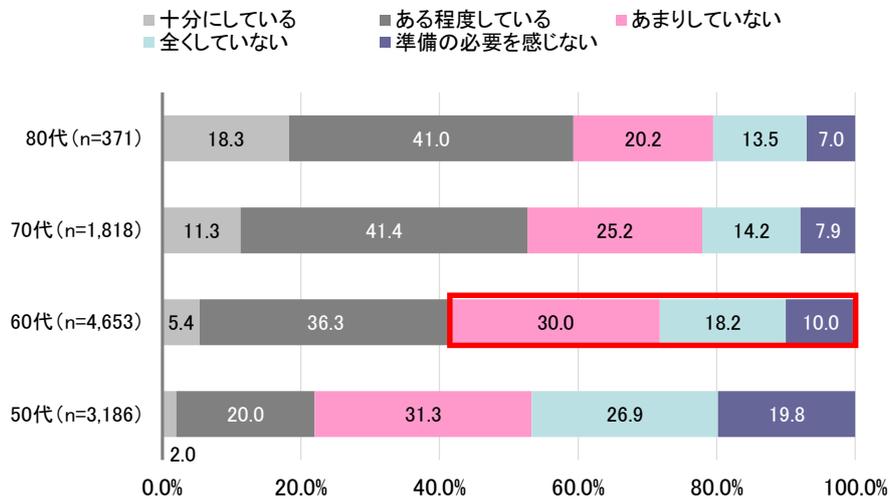
食品製造業の規模別事業所の割合



注1：食品製造業は、食料品製造業及び飲料・たばこ・飼料製造業（たばこ製造業、飼料・有機質肥料製造業を除く）の合計

注2：大企業は従業者数300人以上、中小企業は同4～299人、零細企業は同3人以下の事業所  
出所：経済産業省 2013年工業統計表「産業編」データよりフィスコ作成

経営者の年齢別事業承継の準備状況



もう一つの車輪である既存事業については、中小企業支援プラットフォームを通じて業績拡大を推進するとともに、プラットフォームの更なる強化を行う。前述したように、グループ企業が増加することによって、売上拡大、コスト削減、事業活動領域の拡大が見込める。事業支援・再生の効果や効率を現状より上げるよう注力するようだ。

#### 成長戦略

中小企業支援プラットフォームの強化にも欠かせないのが、成長戦略の両輪に係わる人材の強化である。今後、M&Aによる規模の拡大をスムーズに行い、確実な売上増大と利益成長につなげていくためには、M&A関連業務とプラットフォーム関連業務の双方で人材強化を同時に進めていく必要と同社は認識している。具体的には、出資企業との連携強化、営業・製造分野、商品開発・マーケティング分野、品質管理分野などの人材強化に取り組むようだ。

まずは国内に注力するが、将来的には販路拡大の観点から海外展開も検討するもよう。

### 3. カタリスト

同社の成長の源泉は中小企業のM&Aによるところが大きいことから、今後のカタリストには、同社によるM&Aの発表や、M&Aや成長戦略の成果が数値として現れる決算発表及び業績予想の増額修正の発表などが考えられる。

### 4. 事業リスクと人的ボトルネック

同社はM&A先を完全子会社にするため、デューデリジェンス時に把握できなかった、もしくは顕在化していない事業リスクが今後顕在化する可能性はゼロではないだろう。一般的なコンサルティングと比較すると事業リスクが高いように見えるが、目利き力や実際にPMIを実行するなどして得たノウハウ・経験を自社に蓄積しているため、必ずしもリスクが高いという訳ではないだろう。また、食品以外の分野にも進出に意欲的だが、その際の事業リスクは現在の食品分野に限定した時と比べ大きくなると思われる。ただし、同社は、中小企業が抱える問題点は共通であることが多く、同社のノウハウや知見が生かせる局面があると考えている。

ただし、子会社化後にPMIを実行する統括責任者不足がボトルネックとなるリスクはある。PMIなどの実行力を備えている人材は多くはない。M&A後の人心掌握は特に重要であるため、この統括責任者には経験があり、抵抗勢力がありながらも人心掌握できる適性のある人材を選ぶことが重要である。この条件に合致した被買収会社に所属する優秀な従業員をひっぱり出すこともあるうそうだ。同社では、多くのM&Aを行うためにも、この人的ボトルネックに対応することが必要であるため、M&Aの実行時期をずらすことで対応することも検討しているようだ。

## ■ 業績動向

### M&A 実施に制約にも関わらず 2 期連続で過去最高益を更新

#### 1. 2017 年 2 月期連結決算

2017 年 2 月期連結業績は、売上高が前期比 26.6% 増の 16,241 百万円、営業利益が同 50.4% 増の 493 百万円、経常利益が同 61.7% 増の 530 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 23.3% 減の 353 百万円となった。楽陽食品、ヨシムラ・フード等の販売増が寄与したほか、期中に連結子会社となった純和食品、栄川酒造、エスケーフーズ 3 社が増収に貢献した。費用面では、M&A による事業拡大に伴う販売数量の増加により物流費が前期比 39.8% 増となったほか、子会社の増加で人件費が同 14.7% 増となった。利益面では、増収効果に加え、積極的な設備投資等により生産性が向上し利益率が上昇した。最終利益が減益となっているのは、前期において特別利益に収用補償金 515 百万円があったことなどの反動減。営業利益率は前期から 0.4 ポイント改善し 3.0%。ROE は 10.6%、ROA は 7.2% となった。

## 業績動向

## 簡易連結損益計算書

(単位：百万円)

	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
売上高	10,598	11,377	12,833	16,241
前期比	-	7.4%	12.8%	26.6%
売上原価	8,231	9,019	10,124	12,710
前期比	-	9.6%	12.3%	25.5%
売上総利益	2,367	2,358	2,709	3,531
前期比	-	-0.4%	14.9%	30.3%
販管費	2,065	2,138	2,381	3,038
前期比	-	3.5%	11.4%	27.6%
営業利益	301	220	328	493
前期比	-	-27.0%	48.9%	50.4%
経常利益	301	237	328	530
前期比	-	-21.2%	38.3%	61.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	126	231	461	353
前期比	-	83.2%	99.2%	-23.3%
<収益性分析>				
売上総利益率	22.3%	20.7%	21.1%	21.7%
売上高営業利益率	2.8%	1.9%	2.6%	3.0%
売上高経常利益率	2.8%	2.1%	2.6%	3.3%
売上高当期純利益率	1.2%	2.0%	3.6%	2.2%
EPS	45.03	60.94	116.63	81.38
潜在株式調整後EPS	-	-	-	80.91
BPS	556.47	617.71	752.29	838.17
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00
配当性向	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	8.1%	10.4%	17.1%	10.6%
ROA(総資産経常利益率)	-	4.1%	5.3%	7.2%
総資産回転率	-	195.8%	208.6%	219.9%

注1：同社は、2016年3月4日に東京証券取引所マザーズに上場したため、2017年2月期連結累計期間の潜在株式調整後EPSは、新規上場日から期末までの平均株価を期中平均株価とみなして算定。

注2：同社は、2015年6月12日付で10株につき1株の割合で株式併合を行っているが、前期の機種に当該株式併合が行われたと仮定し、EPSを算出。

注3：2016年2月期の潜在株式調整後EPSについては、潜在株式は存在するものの、同社株式は期末時点において非上場であり、期中平均株価が把握できないため記載していない。

出所：有価証券届出書、有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

## (1) セグメント及び子会社別の状況

セグメント別では、製造事業の売上高が同36.1%増の11,903百万円、利益が同35.8%増の660百万円。2017年2月期より新たにグループ入りした純和食品、栄川酒造、エスケーフーズがあったほか、樂陽食品における主力商品の拡販及び新分野の取り組みが増収に寄与した。利益面では、増収効果にとどまらず、生産性の向上を目的とした設備投資等により原価率の低減に成功、増益となっている。販売事業でも主要得意先への販売が好調に推移し、売上高が同6.2%増の4,338百万円、利益は同22.7%増の208百万円で着地した。

ヨシムラ・フード・ホールディングス | 2017年6月26日(月)  
 2884 東証1部 | <http://y-food-h.com/ir/>

## 業績動向

個社別の売上高の状況を見ると、製造事業セグメントに属する楽陽食品では、前期より本格参入したチルド餃子が大きく伸長、前期比13.1%増の4,524百万円となった。減収となったのは3社で、オープンではカキフライの単価が下落した影響、白石興産では小麦粉の販売の落ち込み、雄北では取引先の減少が主要因であった。純和食品は2016年7月から、栄川酒造及びエスケーフーズは2016年9月から収益に寄与している。経常利益では、楽陽食品が199百万円、オープンが32百万円、エスケーフーズが38百万円、ヨシムラ・フードが70百万円で、経常利益率を見ると、楽陽食品で4.4%、オープン1.3%、エスケーフーズ2.3%、ヨシムラ・フード1.5%となっている。

## 子会社別売上高・経常利益

(単位：百万円)

名称	16/2期	17/2期	前期比
連結売上高	12,833	16,241	26.6%
製造事業	8,748	11,903	36.1%
楽陽食品(株)	4,000	4,524	13.1%
(株)オープン	2,535	2,459	-3.0%
白石興産(株)	905	879	-2.8%
(株)ダイショウ	589	641	8.8%
(株)雄北水産	485	446	-8.0%
(株)桜顔酒造	357	344	-3.8%
純和食品(株)	-	786	-
栄川酒造(株)	-	343	-
(株)エスケーフーズ	-	1,697	-
販売事業	4,085	4,338	6.2%
(株)ヨシムラ・フード	4,384	4,659	6.3%
(株)ジョイ・ダイニング・プロダクツ	870	960	10.3%
連結経常利益	328	530	61.7%
楽陽食品(株)		199	
(株)オープン		32	
(株)エスケーフーズ		38	
(株)ヨシムラ・フード		70	
連結経常利益率	2.6%	3.3%	
楽陽食品(株)		4.4%	
(株)オープン		1.3%	
(株)エスケーフーズ		2.3%	
(株)ヨシムラ・フード		1.5%	

出所：決算説明資料及び有価証券報告書よりフィスコ作成

ヨシムラ・フード・ホールディングス | 2017年6月26日(月)  
 2884 東証1部 | <http://y-food-h.com/ir/>

## 業績動向

## (2) 財務及びキャッシュ・フローの状況

2017年2月期末時点の総資産は、前期から2,411百万円増の8,590百万円となった。流動資産は同1,731百万円増の6,199百万円で、現預金が同644百万円増の1,754百万円、受取手形及び売掛金が同548百万円増の2,396百万円、たな卸資産が同476百万円増の1,928百万円となった。固定資産は同680百万円増の2,390百万円で、有形固定資産が同394百万円増の1,701百万円、無形固定資産は同196百万円増の451百万円、投資その他の資産は同88百万円増の238百万円。無形固定資産のうち、のれんは同196百万円増の405百万円だった。負債は同1,810百万円増4,943百万円で、その内訳は流動負債が同755百万円増の3,150百万円、固定負債が同1,054百万円増の1,792百万円となった。流動負債のうち、買掛金は同339百万円増の1,319百万円で、短期性借入金等が同188百万円増の741百万円。固定負債のうち、長期性借入金等は同1,000百万円増の1,625百万円と、固定負債の増加分のほとんどを占めた。有利子負債は同1,188百万円増の2,366百万円。純資産は新株の発行や最終利益の積上がり等により同600百万円増の3,646百万円となっている。

これらの結果、自己資本比率は42.4%となった。前期より6.9ポイント低下したが、上場平均の3割を上回る水準。D/Eレシオは64.9%と低水準。固定比率及び固定長期比率はそれぞれ65.6%と44.0%と、100%を大きく下回っているほか、流動比率196.8%と理想的な水準に近く、いずれの数値についても財務の安定性は高いと考える。

## 簡易連結貸借対照表

(単位：百万円)

	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
流動資産	3,702	4,322	4,468	6,199
現預金	1,246	1,150	1,110	1,754
受取手形及び売掛金	1,405	1,965	1,848	2,396
たな卸資産	987	1,102	1,451	1,928
固定資産	1,795	1,800	1,710	2,390
有形固定資産	1,279	1,310	1,307	1,701
無形固定資産	348	333	254	451
のれん	277	275	208	405
投資その他の資産	167	157	149	238
資産合計	5,497	6,123	6,178	8,590
流動負債	1,919	2,762	2,395	3,150
買掛金	715	1,253	979	1,319
短期性借入金等	709	790	553	741
固定負債	1,461	1,015	737	1,792
長期性借入金等	1,233	850	624	1,625
負債合計	3,381	3,777	3,133	4,943
(有利子負債)	1,943	1,640	1,177	2,366
新株予約権	-	-	-	1
非支配株主持分	-	-	-	-
純資産合計	2,116	2,345	3,045	3,646
<安全性分析>				
自己資本比率	38.5%	38.3%	49.3%	42.4%
D/Eレシオ	91.8%	69.9%	38.7%	64.9%
流動比率	192.9%	156.5%	186.6%	196.8%
固定比率	84.8%	76.8%	56.2%	65.6%
固定長期適合比率	50.2%	53.6%	45.2%	44.0%

出所：有価証券届出書、有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 業績動向

キャッシュ・フローを見ると、2017年2月期末の現金及び現金同等物の残高は、前期比644百万円増の1,714百万円となった。営業キャッシュ・フローは516百万円の収入で、法人税等の支払額373百万円、仕入債務の減少額202百万円はあったものの、税金等調整前当期純利益525百万円、たな卸資産の減少額225百万円、減価償却費190百万円等が上回った。投資キャッシュ・フローは、有形固定資産の取得による支出173百万円、連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出162百万円等で、308百万円の支出。財務キャッシュ・フローは436百万円の収入で、長期借入金の返済による支出1,086百万円、短期借入金の純減額239百万円等があったが、長期借入れによる収入1,620百万円、株式の発行による収入242百万円等により収入での着地となった。直近3期では、フリー・キャッシュ・フローが正の値となっている。

## 簡易連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/2期	15/2期	16/2期	17/2期
営業活動によるキャッシュ・フロー(a)	-120	473	-68	516
投資活動によるキャッシュ・フロー(b)	-605	-247	265	-308
財務活動によるキャッシュ・フロー	870	-321	-236	436
フリー・キャッシュ・フロー(a)+(b)	-725	226	196	207
現金及び現金同等物の期末残高	1,206	1,110	1,070	1,714

出所：有価証券届出書及び決算短信よりフィスコ作成

## 前期の制約は解消するも M&A による拡大は見込んでおらず、業績予想は極めて保守的

### 2. 2018年2月期会社連結業績予想

2018年2月期会社連結業績予想は、売上高19,088百万円(前期比17.5%増)、営業利益576百万円(同16.9%増)、経常利益は607百万円(同14.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益は412百万円(同16.7%増)としている。増収予想の大部分が前期においてグループ入りした子会社による通年寄与となっており、成長の源泉となるM&Aによる拡大はこの業績予想数値には織り込んでおらず、極めて保守的な予想数値と弊社では見ている。2018年2月期においてどれくらいの件数のM&Aをできるか、また買収案件がすぐに収益に寄与するかにもよる。前期は東証一部への市場変更に伴う審査のため年度後半においてはM&Aがまったくできなかったが、この制約があっても3件のM&Aを実施したこと、同社が東証一部に指定替えなどで知名度が上がり、案件を多く持ち込まれるようになってきたことを考慮すると、制約のない2018年2月期は単純に考えても5~6件のM&Aは可能と考える。同社は、2017年2月期においても保守的な業績予想を期初に発表しており、その後、2度にわたり予想を上方修正した。このことから、今期についても同様にM&Aの契約締結に伴い増額修正を発表すると思われる。今期は制約なしで、本来の実力が発揮される見込み。同社がM&Aの実施を発表するプレスリリース及び業績の上方修正を期待したい。

業績動向

## 会社連結業績予想

(単位：百万円)

	17/2期		18/2期(予)		
	実績	売上比	予想	売上比	前期比
売上高	16,241	-	19,088	-	17.5%
営業利益	493	3.0%	576	3.0%	16.9%
経常利益	530	3.3%	607	3.2%	14.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	353	2.2%	412	2.2%	16.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 株式需給

### 個人保有比率が高いのが特徴

#### 1. 所有者別株式数の割合及び大株主の状況

2017年2月末時点の所有者別株式数の割合は、金融機関が1.52%、金融商品取引業者が3.35%、その他の法人が28.35%、外国法人等が2.01%、個人その他が64.77%と、個人その他の保有率が高い。筆頭株主は同社の吉村代表取締役CEOの40.08%。2017年2月末時点で第2位大株主であった産業革新機構が、本年3月に同社の株式持分のうち、一部を売り出し、総株主の議決権の数に対する割合は2.70%と、第6位に後退した。よって、第2位株主には、4.84%を保有している日本たばこ産業が繰り上がっていると推測される。

#### 所有者別株式数の割合(2017年2月末時点)

(%)	政府及び地方 公共団体	金融機関	金融商品取引 業者	その他の法人	外国法人等	個人その他	計
所有株式数の割合	0.00	1.52	3.35	28.35	2.01	64.77	100.00

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## 株式需給

## 大株主の状況(2017年3月末時点)

順位	氏名または名称	持株数 (株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合(%)
1	吉村 元久	1,743,159	40.08
2	日本たばこ産業 <2914>	210,500	4.84
3	新村 健造	205,200	4.72
4	山口 貴弘	138,100	3.18
5	諏訪 光憲	127,311	2.93
6	(株) 産業革新機構	117,368	2.70
7	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	45,700	1.05
8	埼玉成長企業サポートファンド投資事業 有限責任組合無限責任組合員日本ベンチャーキャピタル(株)	44,800	1.03
9	(株) SBI 証券	42,000	0.97
10	G-7ホールディングス <7508>	41,300	0.95
合計		2,715,438	62.45

注：2017年2月末時点の大株主の状況に、3月に実施された産業革新機構による株式の売出しを反映し、2017年3月末時点の状況を推計。

出所：有価証券報告書及びプレスリリースよりフィスコ作成

## 2. 新しい投資テーマとして認識される可能性

ビジネスモデルを鑑みると、同社株式は中小企業版リートのようなものと考えられることができる。現在は、食品セクターに分類されているけれども、M&A とその後の中小企業再生プラットフォームを活用して経営等の改善を行うというビジネスモデル、及び食品以外の分野にも展開する意向を示していることが広く知られるようになると、新しい投資テーマとして認識される可能性もある。加えて、同社の事業は中小企業の支援・応援にとどまらず、地域の活性化、中小企業における後継者不足への対応、産業の育成、雇用の確保等の観点から社会的意義についても注目される可能性もあるだろう。

#### 重要事項（ディスクレーマー）

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、企業との電話取材等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・加工することは堅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・譲渡することは堅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