

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 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 11 月 28 日 (火)

執筆：客員アナリスト

宮田仁光

FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**



FISCO Ltd.

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

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

目次

■ 要約	01
■ 事業概要	03
1. 事業内容	03
2. 極めてユニークな同社のビジネスモデル	04
3. 強みはビジネスモデルそのもの	06
■ 業績動向	09
1. ターニングポイント	09
2. 2018 年 2 月期第 2 四半期の業績動向	09
3. 2018 年 2 月期の業績見通し	11
■ 成長戦略	11
1. 中期成長イメージ	11
2. リスクと課題	12
■ 株主還元策	13
■ 情報セキュリティ	13

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

■ 要約

中小食品企業を子会社化し 長期的視点で支援するユニークなビジネスを展開

ヨシムラ・フード・ホールディングス <2884> は、食品の製造や販売を行う中小企業を支援・活性化することを目的に、2008 年 3 月に設立された。以来、優れた商品や技術、販路、製造ノウハウを持ちながら、後継者難や事業再生、人材・資金・営業力不足といった様々な課題を抱える全国の中小食品企業を子会社化することで支援、さらに、持株会社として子会社の経営戦略の立案や実行、経営管理を行うとともに、営業、製造、仕入物流、商品開発、品質管理、経営管理といった子会社各社の機能に横串を刺した「中小企業支援プラットフォーム」という仕組みによって活性化してきた。

同社の強みは、ビジネスモデルの要である M&A と「中小企業支援プラットフォーム」にある。同社は子会社の短期売却を目的にしておらず、長期的な視点で持続的な成長を目指しているため、オーナーや従業員、取引先にとって受け入れやすい。また、「中小企業支援プラットフォーム」は、各子会社の業務を会社の壁を超えて横断的に統括し有機的に結び付けることで、各社が持つ強みを伸ばし弱みを補い合うことができる。食品分野に特化したこのマッチアップは、同社のビジネスモデルを非常にユニークなものにしている。

同社の子会社は製造事業と販売事業の 2 セグメントに分けられる。製造事業では各社が独自商品に強みを持ち、卸売業者などを通じて日本全国のスーパーマーケットやコンビニエンスストア、ドラッグストアなどへ販売している。販売事業では販売・企画機能に強みがあり、消費者ニーズを捉えた企画開発商品を、主に業務用チャネル向けに販売している。

2018 年 2 月期第 2 四半期は、売上高が前年同期比 43.9% 増の 9,935 百万円、営業利益が同 44.9% 増の 352 百万円と好調だった。セグメント別では、製造事業は、前期にグループ入りした純和食品（株）、榮川酒造（株）、（株）エスケーフーズ 3 社の収益寄与に加え、楽陽食品（株）の主力商品であるチルドシウマイの販売好調、生産性向上を目的とする楽陽食品と（株）雄北水産への増強投資により、売上高が 7,701 百万円（前年同期比 59.6% 増）、営業利益が 460 百万円（同 40.9% 増）と大きく伸びた。販売事業は、企画提案力の強化に注力したことで主要得意先への販売が好調に推移、売上高が 2,234 百万円（同 7.4% 増）、営業利益が 96 百万円（同 4.3% 増）となった。特に楽陽食品の好調は想定以上で、売上・利益ともに期初の会社予想に対して超過達成となった。

2018 年 2 月期の通期業績予想は、売上高が前期比 21.2% 増の 19,687 百万円、営業利益が同 31.5% 増の 648 百万円を見込んでいる。引き続き M&A によるグループ拡大と「中小企業支援プラットフォーム」を利用した的確な支援により、子会社の活性化と成長を目指す。なお、2018 年 2 月期業績予想も第 2 四半期決算発表と同時に上方修正されたが、第 2 四半期の超過達成成分を上乗せしたのみで、販売モメンタムなどを考慮するとやや保守的な感が強い。

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

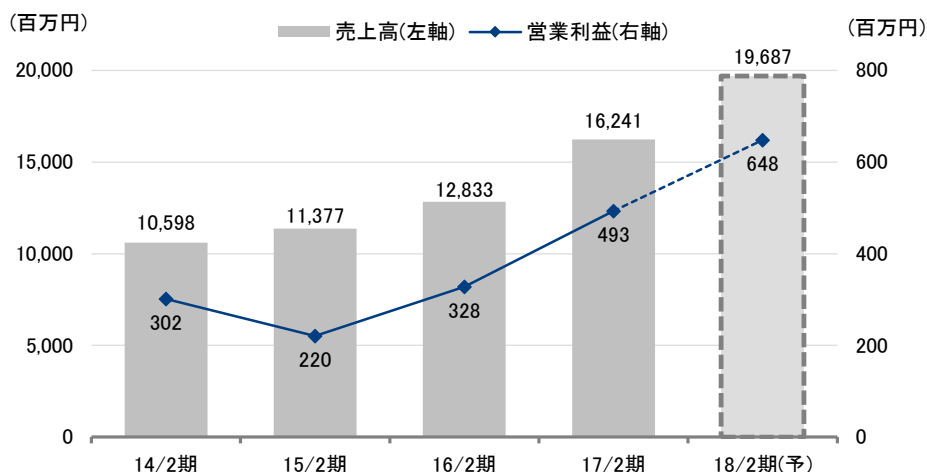
要約

シェア争いに伴う熾烈な価格競争により、中小食品企業の経営環境は非常に厳しい。そのうえ、経営者の高齢化や開発力不足など課題が山積している。このため、今後、中小食品企業の事業承継ニーズはますます高まることが予測されている。同社も、M&A の推進や「中小企業支援プラットフォーム」の強化にさらに取り組んでいく考えである。2017 年 3 月に東京証券取引所市場第 1 部に市場変更に、上場準備期間中の M&A の制限が解除された。2016 年の東証マザーズ上場の際は上場後に 3 件の子会社化が発表されたが、今回は 10 月まででまだ 1 件である。今後、M&A が加速することで、更なる事業拡大につながることが期待される。

Key Points

- ・後継者難など課題の多い中小食品企業を子会社化し、長期視点で支援するユニークなビジネスを展開
- ・M&A と支援プラットフォームに強み。中小食品企業の支援ビジネスは外部環境良好で競合が少ない
- ・2018 年 2 月期通期業績も上方修正の公算。後継者難拡大などから中期的に M&A 加速が期待される

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

M&A と長期支援による中小企業支援ビジネス

1. 事業内容

同社は、食品業界の中小企業を対象に長期的視点で支援・活性化していくことを事業とする、他に類を見ない極めてユニークな企業である。少子高齢化、人口減少という厳しい環境のなかで、優れた商品や技術、販路、製造ノウハウを持ちながら、後継者難や事業再生、人材・資金・営業力不足といった様々な課題により経営状態が芳しくない中小企業が世に数多くある。同社はそうした企業を子会社化した上、子会社各社の持つリソースをグループ全体で活用する仕組みを構築、各子会社は営業、製造、仕入物流、商品開発、経営管理といった機能を、各社の枠を超えて横断的に利用することで相互の強みを生かし弱みを補完し合い、相互発展していくのである。

食品業界は、事業所数や雇用者数などの面で日本最大の業種であり、その約 99% が中小企業と言われる。多くの中小食品企業が優れた商品や人材、技術力を有する反面、財務や商品開発、人材開発の面で弱点を持つ企業はさらに多い。しかも、少子高齢化などにより国内の食品市場は縮小を続けており、中小食品企業が単独で生き残るには難しい時代となってきた。一方、戦後のベビーブーマーが経営者の平均引退年齢と言われる 70 歳を超え始め、今後 10 年で半数の経営者が引退年齢に達すると予測されている。このような厳しい環境のなか、国内企業の 3 分の 2 が後継者不在とも言われ、事業継続をあきらめ廃業を選択肢に入れる中小食品企業も多くなってきたようである。

このような環境ながら、中小食品企業の事業継続の受け皿となる会社や組織があまりにも少ないのが現状である。M&A というと、思い浮かぶような大企業にとって中小食品企業は規模が小さ過ぎて効率が悪く、投資ファンドにとっては成熟産業のため短期的な利益を求めづらく投資対象になりにくい。中小企業に寄り添ってきた中小企業診断士や税理士、公認会計士は専門家であるがゆえに、事業を承継・継続するためのトータルソリューションを容易に持ち得ない。このように、事業承継の担い手は圧倒的に不足しているといえることができる。つまり、同社にとって競合企業がほとんどないと言ってよい状況なのである。

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

事業概要

中小食品企業の M&A と子会社の成長がビジネスの両輪

2. 極めてユニークな同社のビジネスモデル

同社のビジネスモデルは、様々な課題を抱える全国の中小食品企業を子会社化してグループを形成・拡大する一方、持株会社としてグループ全体の戦略の立案・実行及び経営管理を行うとともに、子会社のリソースをグループ全体で活用する仕組みによって、長期的視点で子会社各社の課題を解決し成長を図るというものである。中小食品企業の M&A と子会社の成長が両輪になったビジネスモデルは、他に類を見ない極めてユニークなものと言える。

買収の具体的プロセスは、案件の紹介・初期検討→初期情報の開示・検討→条件提示→合意→基本合意書の締結→デューデリジェンス→最終交渉→子会社化という流れになる。案件は M&A 仲介会社や地方銀行などから紹介されることが多い。案件紹介から子会社化まで通常 6 ヶ月程度かかる。中小の食品小企業であるため買い手が極端に少なく割安に放置されていることが多く、買収価格は経営改善後ベースで EV/EBITDA 倍率 2 ～ 3 倍になることもある。なお、M&A に当たって、事業内容や改善策、強み、優秀な人材の有無などを独特な方法で査定することで、割高な価格では買わないという姿勢を堅持することができるのである。

M&A で重要なのがデューデリジェンスである。もちろん財務や法務のデューデリジェンスが重要なのは言うまでもないが、同社を特徴付けているのが「事業のデューデリジェンス」である。同社に所属する事業統括担当が、同社と同子会社にとってシナジーがあるかないかなどシャープな「目利き」として厳しく査定するのである。また、M&A 後で重要なのが子会社従業員などとの信頼関係の構築である。この際、同社の「長期的に支援・活性化を図る」という考え方自体が信頼構築の礎となるが、支援・活性化の中心となるのも当の事業統括担当であり、彼らが各子会社に直接向き合うことで信頼が得られ課題の解決が進めやすくなる（その結果が評価されれば子会社従業員のモチベーションは上がり、信頼関係がさらに深まる）。同じ担当者が M&A 前も M&A 後も事業に関与するということはまれであり、この点でも同社のユニークさが表れていると言える。

同社は、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うとともに、子会社に対しては営業、製造、仕入物流、商品開発、品質管理、経営管理といった横串機能を提供して統括・支援している（事業統括担当の本質的な役割である）。これにより各子会社相互の強みを生かし弱みを補完し合うことができる。つまり、ヒト・モノ・カネといった経営資源を融通し合うわけだが、こうした仕組みを「中小企業支援プラットフォーム」と呼んでいる。「中小企業支援プラットフォーム」は、同社が食品の製造・販売に特化して長期的に支援に取り組んできたノウハウの蓄積により構築された仕組みで、長期的支援という考え方は共感を得られやすい。かつて産業促進機構やベンチャーキャピタルなどから同社が出資を受けてこられたのも、子会社の従業員や元オーナー、取引先などからの信頼が厚いのも、「中小企業支援プラットフォーム」の背景への共感によるものと考えられる。

ヨシムラ・フード・ホールディングス

2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)

http://y-food-h.com/ir/

事業概要

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、鶏なんこつのから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 1985 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	1973 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℃ 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	1869 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造りを継承しながら口当たり柔らかな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) ヤマニ野口水産 (北海道留萌市)	製造事業	鮭とばやいくら醤油漬けなど北海道の新鮮な原料を使用した水産品を製造している。高品質な商品はネット販売で高いリピート率を誇る。	地元商圏内のスーパーやネット通販。
(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、決算説明会資料よりフィスコ作成

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

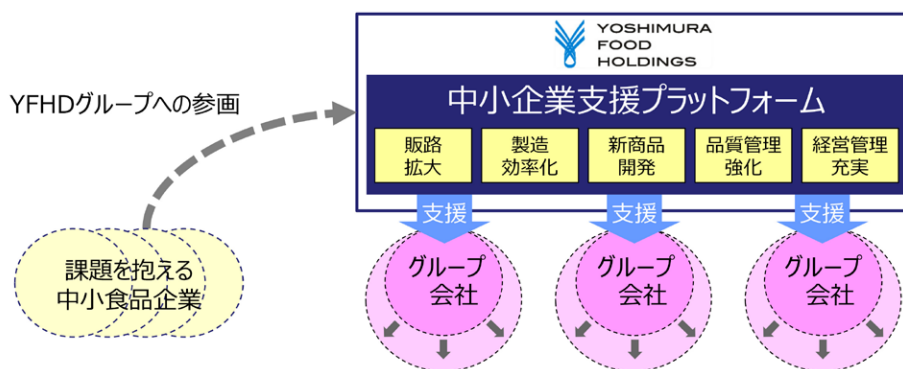
事業概要

強みは M&A と中小企業支援プラットフォーム

3. 強みはビジネスモデルそのもの

同社の強みはまさにビジネスモデルそのもの、事業承継の受け皿としての M&A と「中小企業支援プラットフォーム」にある。同社は、M&A で子会社化した会社の売却を目的としていないため、事業規模が小さく成長に時間がかかる企業や、成長のための経営資源が不足しているような企業などを含め、幅広く中小企業の受け皿になることができる。これは他にない強みである。

M&A による中小企業支援イメージ



出所：決算説明会資料より掲載

また、創業以来、食品に特化して中小企業の支援・活性化をしてきたため、既に同社は食品業界の市場環境や商習慣、中小食品企業特有のリスクなどを熟知する一方、デューデリジェンスや交渉のノウハウも蓄積してきた。M&A 前後で同じ事業統括担当が絡むため「目利き」としての強みもある。加えて、M&A 仲介会社や地方銀行や信用金庫、証券会社などの地域金融機関、税理士やコンサル事務所、弁護士、再生コンサルタントなどと幅広いネットワークを構築しており、中小食品企業の M&A 情報を容易に得る体制も構築している。

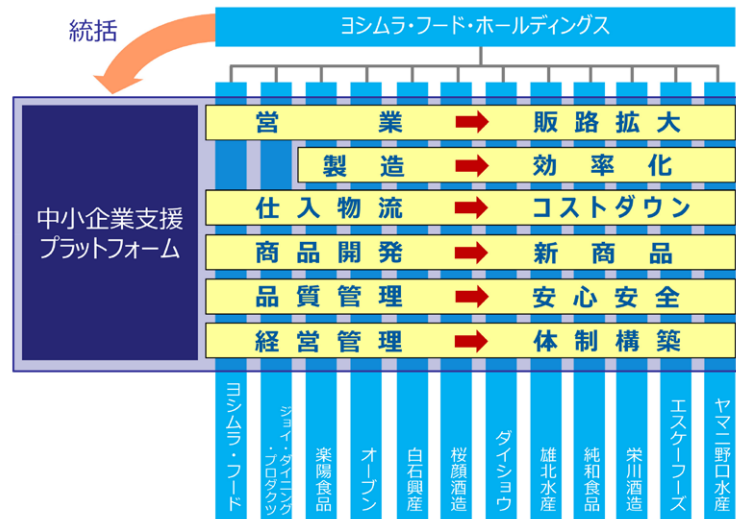
同社のもう 1 つの強みが「中小企業支援プラットフォーム」である。そして、これを利用して課題を整備するだけで子会社の経営が簡単に上向くことは、既に実証されていると言える。これまで M&A してきた 12 社は、うち 4 社が親会社によるリストラ、3 社が再生案件、5 社が後継者難であり、チルド・冷凍総菜から酒、酒の肴、ゼリー、ピーナツバターまで製品は多岐にわたり、日本各地で小規模ながら地域に密着して製造してきた会社である。このように様々な子会社がなべて数字を伸ばしているのである。

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

事業概要

中小企業支援プラットフォームのイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

例えば、楽陽食品は、子会社化当初のリストラ巡後は、新規工場や既存工場への投資や新規客へのアプローチなど経営を積極化させた。その結果、チルドシウマイの業界シェアが2009年の16.9%から2014年にはトップシェアの23.3%まで拡大、最後発と言っていた餃子も2017年2月期には821百万円と2年で4倍に成長した。経営資源の制約で積極経営できない中小企業が多いなか、楽陽食品の様変わりまさに「中小企業支援プラットフォーム」の強みを示していると言えるだろう。

楽陽食品のチルドシウマイ（左）とチルド餃子（右）



出所：楽陽食品ホームページより掲載

ヨシムラ・フード・ホールディングス

2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)

<http://y-food-h.com/ir/>

事業概要

さらに直近でも事例は多い。2016 年 7 月に子会社化した純和食品は、ポイルやレトルトの高い技術がありながら、イオン <8267> 向けにゼリーの PB（プライベートブランド）を製造販売するだけだった。これではイオンの販売戦略に振り回されるリスクが高く、年度によっては大変苦戦することもあった。そこで今期に入って NB（ナショナルブランド）商品を開発しグループの営業網を利用して販売した結果、既に取り先のスーパーは 30 チェーンに拡大した。また、2017 年 10 月に子会社化したばかりの（株）ヤマニ野口水産は、全国に販路がなく北海道の留萌で酒の肴を細々と作り続けるだけだったが、グループの販売網を使えるようになった途端、生協への北海たこやわらか煮の納入が決まった。「中小企業支援プラットフォーム」は食品分野であれば高い汎用性のある仕組みである、と同社が自負するのもうなずける。

純和食品のゼリー（左）とヤマニ野口水産の北海たこやわらか煮（右）



出所：純和食品、ヤマニ野口水産ホームページより掲載

ちなみに、「中小企業支援プラットフォーム」の事業統括担当は、グループで最も食品のノウハウを持った人材でなければならない。しかし、持株会社の同社にはそのような人材がもともといるわけではない。ということは、事業統括担当は子会社から同社に引き上げられたということを示している。実際、6 つの横串事業のうちで営業と製造、それに仕入物流の事業統括担当は子会社の出身である（ほかは商品開発と品質管理が外部、経営管理が同社）。横串ばかりか縦串も使ってシナジーを上げているということが出来る。これは非常に効率的な考え方である上、次は自分と子会社従業員のモチベーションも上がるというものだろう。

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
http://y-food-h.com/ir/

業績動向

2008 年ビジネスモデルの原型創出と 2012 年事業統括担当設置がターニングポイント

1. ターニングポイント

同社のターニングポイントは、2008 年の設立時と 2013 年の（株）オープン買収前である。設立時は 12 月に子会社化した楽陽食品とヨシムラ・フード、それに同社の 3 社でビジネスの在り方を模索するところからスタートした。このときに、食品業界の中小企業へフォーカスすることになるとともに、M&A と子会社間のシナジーの両輪で成長するという、現在のビジネスモデルの原型が出来上がった。

その後、2010 年 2 月白石興産（株）、7 月（株）ジョイ・ダイニング・プロダクツ、12 月（株）桜顔酒造の M&A にこぎつくが、依然として試行錯誤を継続する状況だった。しかし、2013 年 1 月のオープン子会社化を前に、同社内に事業を統括的に見る横串の仕組みを構築し事業統括担当を設置、M&A のデューデリジェンスも M&A 後の事業支援も同一人物がするという現在の形がほぼ出来上がった。これにより組織的対応が可能となり、M&A も子会社の成長も加速することになる。

2018 年 2 月期第 2 四半期は大幅増益、 ビジネスモデルの強みが現れた決算

2. 2018 年 2 月期第 2 四半期の業績動向

2018 年 2 月期第 2 四半期の業績は売上高が前年同期比 43.9% 増の 9,935 百万円、営業利益が同 44.9% 増の 352 百万円、経常利益が同 56.6% 増の 389 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 102.8% 増の 331 百万円となった。

2018 年 2 月期第 2 四半期業績

(単位：百万円)

	17/2 期 2Q		18/2 期 2Q				
	実績	構成比	実績	構成比	前年同期比	予算	予算差
売上高	6,903	100.0%	9,935	100.0%	43.9%	9,552	383
売上総利益	1,539	22.3%	2,191	22.1%	42.3%	-	-
販管費	1,296	18.8%	1,838	18.5%	41.8%	-	-
運搬費	499	7.2%	766	7.7%	53.5%	-	-
給与及び手当	265	3.8%	337	3.4%	27.4%	-	-
その他	531	7.7%	734	7.4%	31.1%	-	-
営業利益	243	3.5%	352	3.6%	44.9%	280	72
経常利益	248	3.6%	389	3.9%	56.6%	295	94
親会社株主に帰属する四半期純利益	163	2.4%	331	3.3%	102.8%	227	104

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

ヨシムラ・フード・ホールディングス

2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)

http://y-food-h.com/ir/

業績動向

製造事業では、積極的な設備投資や子会社間の相互支援により、新商品の開発や販路の拡大を推進した。この結果、主力のチルドシウマイやチルド餃子を引き続き伸ばした楽陽食品が売上高 2,548 百万円（前年同期比 8.9% 増）、新商品の冷凍かきフライが好評だったオープンが売上高 1,152 百万円（同 15.1% 増）となるなど既存子会社が好調だった。加えて、2017 年 2 月期に新たにグループ企業となった純和食品、榮川酒造、エスケーフーズの 3 社が収益に寄与した。このため、製造事業セグメントの売上高は 7,701 百万円（同 59.6% 増）、営業利益は 460 百万円（同 40.9% 増）となった。販売事業でも、子会社間の情報網などを活用して既存取引先への企画提案の強化に注力した結果、主要取引先への冷蔵原料を大幅に伸ばしたヨシムラ・フーズの売上高が 2,548 百万円（同 8.9% 増）になるなど、販売事業セグメントの売上高は 2,234 百万円（同 7.4% 増）、営業利益は 96 百万円（同 4.3% 増）となった。

セグメント別売上高

（単位：百万円）

	17/2 期 2Q	18/2 期 2Q		調整前	
	売上高	売上高	前年同期比	営業利益	前年同期比
製造事業セグメント	4,824	7,701	59.6%	460	40.9%
楽陽食品	2,339	2,548	8.9%	-	-
オープン	1,001	1,152	15.1%	-	-
白石興産	537	489	-8.9%	-	-
ダイショウ	314	348	10.8%	-	-
雄北水産	225	262	16.3%	-	-
桜顔酒造	158	158	0.0%	-	-
純和食品	337	943	179.8%	-	-
榮川酒造	-	269	-	-	-
エスケーフーズ	-	1,795	-	-	-
販売事業セグメント	2,079	2,234	7.4%	96	4.3%
ヨシムラ・フーズ	2,339	2,548	8.9%	-	-
ジョイ・ダイニング・プロダクツ	396	394	-0.6%	-	-
合計	6,903	9,935	43.9%	352	44.9%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

まさに同社の強みである、子会社増による事業の拡大と「中小企業支援プラットフォーム」が有効に機能した決算だったと言えるだろう。このため、売上高で 383 百万円、営業利益で 72 百万円期初の業績予想を超過した。しかし実は、第 1 四半期の営業利益は期初予想を超過したが、第 2 四半期は期初予想に未達だった。第 2 四半期が閑散期となるとともに、1) 6 月の酒税法改正で榮川酒造の販売単価は上がったものの販売数量が未達になったこと、2) 新規製造ラインを導入した楽陽食品において 8 月の試運転時の不具合により原価率が上がったことが理由である。しかし、1) は徐々に影響が薄まっていくと見られること、2) は一時的要因であることから、第 3 四半期以降の業績に大きな影響は及ぼさないと考えられる。

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

業績動向

2018 年 2 月期通期業績予想はやや保守的

3. 2018 年 2 月期の業績見通し

2018 年 2 月期の通期業績予想は、売上高が前期比 21.2% 増の 19,687 百万円、営業利益が同 31.5% 増の 648 百万円、経常利益が同 32.7% 増の 702 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 46.0% 増の 516 百万円と見込んでいる。なお、2017 年 10 月に北海道留萌市のヤマニ野口水産を子会社化している。

2018 年 2 月期業績見通し

(単位：百万円)

	17/2 期		18/2 期		18/2 期		前期比
	実績	構成比	期初計画	構成比	修正計画	構成比	
売上高	16,241	100.0%	19,088	100.0%	19,687	100.0%	21.2%
営業利益	493	3.0%	576	3.0%	648	3.3%	31.5%
経常利益	530	3.3%	607	3.2%	702	3.6%	32.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	353	2.2%	412	2.6%	516	2.6%	46.0%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

製造事業については、積極的な設備投資による生産性向上とコスト削減の推進、グループの全国流通網を使った各子会社製品の空白エリアへの積極投入に加え、新製品の開発やラインナップ拡大を加速する方針である。販売事業では、引き続き販売品目の増強、企画・提案力の向上を図る計画である。ヨシムラ・フード、オープン、楽陽食品など主力子会社が引き続き業績をけん引する見込みとなっている。なお、同社は 2018 年 2 月期通期の業績を上方修正したが、第 2 四半期の超過分を期初の通期業績予想に上乘せしたのみである。楽陽食品など既存の主力子会社の好調や純和食品でゼリーが新規取引先に採用されたことなどを考慮すると、同社の新たな業績予想はやや保守的な感が否めない。また、M&A を計画に織り込むことは非常に難しいのは分かるが、織り込まれていない点でも保守的だと感じさせる。

■ 成長戦略

東京証券取引所 1 部上場を果たし M&A の制約がはずれたため、M&A の加速を期待

1. 中期成長イメージ

特に中期経営計画はないが、同社は企業価値を高めるための目標として経常利益率 5%、自己資本当期純利益率 (ROE) 15% を掲げている。

ヨシムラ・フード・ホールディングス

2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)

<http://y-food-h.com/ir/>

成長戦略

中小企業の M&A など仲介する、公的相談窓口の事業引継ぎ支援センターの成約実績が、2012 年度から 2017 年度上期までの累計で 1,000 件を突破、特に 2017 年度上半期は前年同期比で 1.5 倍を超えるペースに加速したとの報道もある（日本経済新聞 2017 年 10 月 30 日朝刊）。同社は資金調達など上場会社としてのメリットを生かし、中小食品企業の M&A をさらに推進する考えである。また、グループ企業の増加に伴ってシナジーを拡大するには、「中小企業支援プラットフォーム」の更なる強化が必要となる。そして、販路の共有化や営業の管理・支援、新たな販売チャネルの開拓などによって売上を拡大し、規模拡大による仕入れのスケールメリット、製造拠点や管理業務の集約による効率化によって利益率を上げていく考えである。

なかでも同社が中期成長のために足元すべきことは、M&A やプラットフォームの関連業務の人材を強化することである。ただし、M&A については、現在の体制でも中期的な M&A は賄えるという考えである。一方、プラットフォームについては、子会社数の拡大においても子会社の成長においても、強化・拡張が必要である。物流や品質管理についてはそれでもまだ猶予はあるが、商品開発面では親会社の同社としてはすぐにでも支援したいところだろう。というのも、子会社各社は中小食品企業であるがゆえに商品力はあっても商品開発力が足りず、商品開発力が不足すると成長ができなくなるからである。また、事業領域の拡大策の 1 つとして、高付加価値商品を製造する企業の M&A による海外展開も考慮中だが、ならばますます商品開発力のある人材は必要ということになるだろう。

ところで、2017 年 3 月に東京証券取引所 1 部に上場市場を変更したが、満を持したように 2017 年 10 月にヤマニ野口水産を子会社化した。2016 年 3 月の東証マザーズ上場後は、上場準備の制約がなくなった途端、2016 年 7 月に純和食品、9 月に榮川酒造とエスケーフーズを子会社化した。同社の M&A のペースは、年間 200 件程度の案件から 10 件程度でオーナーと面談、うち 6 件程度が子会社になるというイメージである。東証マザーズ上場後の半年で M&A 3 件は、同社にとって快適なペースということだろう。ならば東京証券取引所 1 部への上場準備による制限が解除された今、少なくとも年間 6 件程度の M&A を期待したい。

リスクも仕組みで解消可能

2. リスクと課題

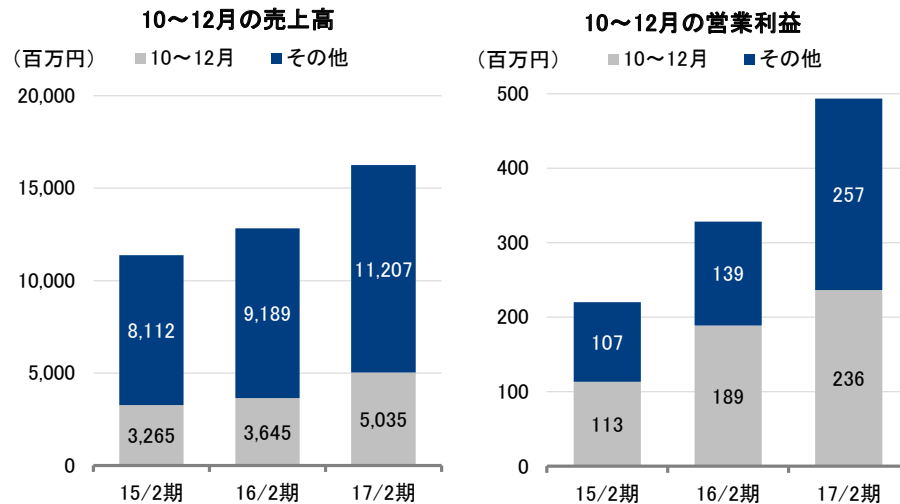
同社に特徴的なリスクは、食品の安全性、競合、季節変動、M&A に関するものである。食品の安全性については、基本的事項と位置付け、「中小企業支援プラットフォーム」の仕組みの中で品質管理の事業統括担当を置き、グループのベストプラクティスを横展開し、子会社各社の品質管理能力を高めている。競合について、同社ビジネスモデルに対する競合はほとんどないと言えるが、子会社各社は大手～中小食品企業と常に競合している。大手食品企業のスケールメリット、中小食品企業の独自性に対し、同社は独自性と子会社各社の相互補完によって対抗している。季節変動については、同社グループでは冬季（10 月から 12 月）に販売のピークを迎える製商品が多く、売上高で 3 割前後、営業利益で 5 割前後と冬季の構成比が高い。このため、ほかの季節にピークが来る新商品の開発なども進めている。

ヨシムラ・フード・ホールディングス
2884 東証 1 部

2017 年 11 月 28 日 (火)
<http://y-food-h.com/ir/>

成長戦略

収益の季節変動



出所：会社資料よりフィスコ作成

M&A のリスクとして、デューデリジェンス時に把握できなかったり、顕在化していなかったりするリスクがある。M&A 先が中小食品企業のため、同社のそうしたリスクは高いように思われがちだが、事業統括担当自身が M&A 前後のデューデリジェンスと事業支援に直接関わることで、リスクは大きく減じると考えられる。

株主還元策

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題の 1 つと位置付けているが、現在、成長過程にあると考えているため、資金を M&A や積極的な事業展開、プラットフォーム拡充による経営基盤の強化のための投資に充当することが、株主に対する最大の利益還元につながると考えている。このことから設立以来配当は実施しておらず、今後も当面の間は事業拡大のための投資や既存事業の必要運転資金とする方針である。しかしながら、将来的には、各事業年度の経営成績及び財政状態を勘案しながら、株主への利益還元も検討していく考えである。

情報セキュリティ

同社は M&A に関する情報を扱っている。M&A に関する情報は多くの場合インサイダー情報であり、制度的に極めて厳格に取り扱われることが求められている。M&A を主力事業とする同社がそうした情報を、故意、無意識に関わらず、漏洩または悪用した場合、法令違反となる可能性があるほか、上場企業としての信用も失墜、自ら成長の種を潰してしまいかねないことになる。これに対し同社は、法令にのっとり M&A 情報を厳密に取り扱うとともに、M&A 情報に関与する人員を最低人数に限ることで、こうしたリスクを極力排除するように努めている。

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