

ホリスティック企業レポート 大冷

2883 東証一部

アップデート・レポート
2017年7月7日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20170704

大冷(2883 東証一部)

発行日: 2017/7/7

骨なし魚のパイオニアを自負するファブレス企業 競争激化の中で、骨なし魚にこだわらずに販売数量の増加を目指す

> 要旨

◆ 骨なし魚を中心に展開する業務用冷凍食品のファブレス企業

・大冷(以下、同社)は業務用冷凍食品のファブレス企業で、骨なし魚(骨を抜いた魚およびその切り身)のパイオニアであり、同社の売上高の約半分を骨なし魚が占めている。

◆ 17年3月期決算

・17/3期決算は、売上高が27,104百万円(前期比1.5%減)、営業利益が1,270百万円(同8.6%増)と、前期比減収・営業増益であった。期初の会社計画に対して、売上高、営業利益とも未達となった。

・競合他社との価格競争の一段の激化と、大口販売先の2社購買政策の進行により、主力の骨なし魚事業の売上高は前期比5.6%減となった。それでも、ミート事業とその他事業の増収が、全体の減収幅の縮小に貢献した。一方、円高を背景とした仕入価格の引き下げ浸透で、売上総利益率は上昇し、全体の増益につながった。

◆ 18年3月期業績予想

・18/3期業績について、同社は、売上高27,850百万円(前期比2.7%増)、営業利益1,270百万円(同0.0%減)と予想している。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、18/3期の業績予想を、売上高27,868百万円(前期比2.8%増)、営業利益1,284百万円(同1.1%増)へ下方修正した。17/3期に苦戦した骨なし魚事業の売上高を慎重に見たことが主な修正点である。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、19/3期以降、ミート事業とその他事業の増収が牽引して、全体では年2%の増収が続くと想定した。増収と、販売費及び一般管理費の伸びの抑制で、20/3期には売上高営業利益率が5.0%まで回復する展開を予想する。

・協会の工場の稼働率の維持の観点から、骨なし魚事業にこだわらず販売量を増やすことが当面の目標となる。骨なし魚事業の競争状況に加え、販売量を増やすための諸施策の進捗にも注目したい。

【2883 大冷 業種：食料品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2016/3	27,508	1.2	1,169	-23.2	1,179	-22.3	784	-23.8	130.6	1,070.4	55.0
2017/3	27,104	-1.5	1,270	8.6	1,282	8.8	867	10.6	144.4	1,160.0	55.0
2018/3 CE	27,850	2.7	1,270	-0.0	1,275	-0.6	874	0.8	145.5	—	55.0
2018/3 E	27,868	2.8	1,284	1.1	1,296	1.0	887	2.4	147.8	1,252.8	55.0
2019/3 E	28,533	2.4	1,341	4.4	1,352	4.4	926	4.4	154.2	1,352.0	55.0
2020/3 E	29,138	2.1	1,444	7.7	1,456	7.6	997	7.6	166.0	1,463.1	55.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アナリスト: 藤野敬太
+81 (0) 3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2017/6/30
株価(円)	1,831
発行済株式数(株)	6,008,300
時価総額(百万円)	11,001

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	12.7	12.4	11.9
PBR(倍)	1.6	1.5	1.4
配当利回り(%)	3.0	3.0	3.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.6	1.3	21.5
対TOPIX(%)	-2.1	-5.0	-6.1

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/15

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

◆ 骨なし魚を特徴とする業務用冷凍食品のファブレス企業

大冷(以下、同社)は、業務用冷凍食品のファブレス企業である。98年に「骨なしちうお」の商品化に成功して以来、骨なし魚の分野でのパイオニアとされている。骨とりをした魚をそのまま冷凍加工した「骨なし魚」シリーズのほか、凍ったままの調理を可能にしたり、冷めても柔らかさが保たれるようにしたりする加工処理を施した「楽らくシリーズ」が商品化されている。

ファブレスの形態をとるため、同社の役割は企画・開発と販売になる。販売は給食事業の大手企業等への直接販売もあるが、基本的には間屋経由での間接販売が中心である。病院や高齢者施設の給食向けが多く、スーパーやコンビニエンスストア等の店頭で販売される市販にはほとんど回っていないと推察される。

生産は国内及び海外(中国、ベトナム、タイ)の約50社の協力会社に委託されている。同社の仕入のうち約60%が海外で生産されたものとなる。同社が製造および品質管理の技術とノウハウを有し、それらを協力会社に提供する形をとっている。

◆ 売上高は3つの事業部門に分類される

同社は業務用冷凍食品卸売事業の単一セグメントであるが、売上高は3つの事業部門に分類される(図表1)。骨なし魚事業が売上高全体の約45%を占めるが、売上構成比は低下傾向にある。

【図表1】事業部門別売上高内訳

(単位:百万円)

事業部門	15/3期	16/3期	17/3期	前期比		構成比		
				16/3期	17/3期	15/3期	16/3期	17/3期
骨なし魚事業	13,394	13,065	12,329	-2.5%	-5.6%	49.3%	47.5%	45.5%
ミート事業	2,539	2,735	2,814	7.7%	2.9%	9.3%	9.9%	10.4%
その他事業	11,238	11,707	11,960	4.2%	2.2%	41.4%	42.6%	44.1%
合計	27,172	27,508	27,104	1.2%	-1.5%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) 大冷決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 骨なし魚事業

同社の売上高の約半分を占める骨なし魚事業は、98年に「骨なしちうお」の商品化に成功したことに端を発している。当初は普通のピンセットで骨をとっていたが、現在は骨抜きプライヤーと呼ばれる専用器具を用いて骨をとることが多い。骨とりの部分はどうしても人の

手で行う必要があるのと、魚種により骨の数や形状が異なるため、ノウハウの蓄積は競争力の源泉のひとつとなっている。

競争力の源泉は品ぞろえの豊富さにもある。同社の取り扱い魚種は17/3 期末時点で 35 種類（前期末時点では 38 種類）にのぼる。

こうした骨をとった魚をそのまま冷凍加工した「骨なし魚」シリーズのほか、それぞれ加工処理を施された「楽らくシリーズ」が商品化されている（図表 2）。

【 図表 2 】 骨なし魚事業の主な商品シリーズ

主な商品シリーズ	特徴	商品の一例
楽らくクックシリーズ	凍ったまま調理ができる 冷めても柔らかさが持続する 魚の生臭さが抑えられる	楽らく骨なしさんま 楽らく骨なし秋さけ 楽らく骨なしとろあじ
楽らく調味シリーズ	厳選した調味料を使用する 仕上がりに手作り感がある	楽らく調味骨なし赤魚（生）煮付 楽らく調味骨なし切身がれい（生）煮付 楽らく調味骨なしさば（生）照焼
骨なし魚シリーズ	楽らく処理を施してなく、骨とりのみされている	骨なしさんま 骨なし切身がれい 骨なしさば

(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 製造技術

同社の骨なし魚の製造は、蓄積されたノウハウの塊とも言える。製造のプロセスは、骨をとる工程（半解凍、三枚おろし、骨とり）と、骨をとった後の加工工程（楽らく処理、成形）に大別できる。このうち、前者は機械では処理できず人の手で処理される工程のため、アナログなノウハウの蓄積がものを言う。後者は加工方法そのものが重要であり、同社ではこの部分を中心に 5 つの製造特許を有している（図表 3）。

【 図表 3 】 保有する製造特許

取得年月	特許
07年1月	冷凍骨抜き魚身及びその加工方法
08年9月	加熱処理した魚の製造方法
09年3月	凍ったまま調理できる冷凍魚の製造方法および冷凍魚
10年12月	湯せん・蒸し調理用魚介類包装冷凍食品およびその製造方法
14年1月	施設調理用冷凍揚物の製造方法および施設調理用冷凍揚物

(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 品質管理

骨が残っていないことを前提とする骨なし魚の製品特性上、製造技術と同等かそれ以上に重要なのが品質管理である。同社では、以下の仕組みにより品質管理を徹底している。

- ・ 製品全品にエックス線による残骨検査を行う
- ・ 「骨なし魚情報トレースシステム」により、商品に印字された識別コードから原材料まで辿れるようにしている
- ・ 一般財団法人日本冷凍食品検査協会によるトレーサビリティ監査を受ける (2年に1回)
- ・ 海外の協力会社に対しては、日本人管理者の常駐または巡回員の配置を義務づけている

◆ ファブレス形態

同社は業務用冷凍食品を事業領域とするが、企画・開発と販売に特化しており、製造は外部の協力会社に委託するファブレス形態を採用している。

協力会社の数は約 50 社にのぼる。同社の場合、協力会社とは、国内ではメーカー、国外では商社を指す。1つの商社が複数の現地工場を束ねることがあるため、同社の商品を製造する工場は少なくとも 50カ所以上ということになる。仕入量の約 60%が海外 (中国、ベトナム、タイ) で生産され、そのうちの約 50%が中国である。

骨なし魚の場合、協力工場は同社のためだけの製造ラインを用意することになる。また、品質管理体制も同社の基準を満たす必要がある。

◆ 販売は問屋経由が中心

同社は、病院向け・介護施設向け給食受託等の数社とは直接取引を行っているが、残りの多くは問屋経由での販売となる。全社売上高の 90%超が問屋経由と推測される。

そのため、同社には、商品の最終ユーザーを完全に把握することはできていない。しかし、問屋経由のものについても、病院や介護施設向けが多く、一部に外食・中食業界向けがある模様である。

◆ ミート事業とその他事業

骨なし魚事業以外には、ミート事業とその他事業がある。顧客や販売方法において骨なし魚事業とは差がなく、扱っている商材の違いで分類されていると考えて差し支えない。

ミート事業は、骨なし魚で培った加工技術を畜肉に応用して立ち上げた分野である。凍ったまま調理ができて冷めても柔らかい「楽らくクックシリーズ」の特性に加えて、肉の臭みが抑えられる特徴をもつ「楽らく匠味シリーズ」が商品化されている。またアメリカンドックなどの商品もミート事業に含まれる。

その他事業には、惣菜等の調理冷食、冷凍野菜や水産品、練り製品が分類される。他社からの仕入品(同社の生産委託先以外からの仕入品)もその他事業に分類される。このうち、冷凍野菜や水産品などの加工度の低い商品(原料に近い商品)、および他社からの仕入品は、利幅が小さいために、意図的に取扱いを減らしてきている。

その結果、具体的な開示はないが、現在では、骨なし魚事業、ミート事業、その他事業とも、利益率にさほど大きな差はなくなっている模様である。

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表4のようにまとめられる。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・骨なし魚分野での先行者メリットと高シェア ・ファブレスメーカーとしての展開 ・生産のノウハウの蓄積と製造特許に裏付けられた生産技術・品質管理水準 ・生産委託先の協力会社のネットワークの存在 ・他社に比べて良好な財務体質
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・問屋への依存度が高くエンドユーザーの把握が困難 ・大手メーカーに比べて小規模
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・団塊の世代の高齢化とそれに伴う高齢者向けの食事に対する需要の拡大 ・肉の分野への進出による同社の対象市場の拡大 ・円高進行による仕入条件の改善 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手メーカーの骨なし魚分野への参入(価格競争の激化) ・消費者のデフレ志向の強まり ・大口顧客の購買条件の変化 ・魚価の高止まり・さらなる上昇 ・生産委託先の協力会社の与信の低下の可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、開発力とファブレスを支える仕組みにある
同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表5に示し、KPIの数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、骨なし魚を世の中に送り出した開発力と、ファブレスを支える仕組みが構築されていることにある(特に協力会社、製造ノウハウ、品質管理)。

一方、問屋経由の間接販売が中心であるため、新商品開発のアイデアの源となるエンドユーザーとの接点(最終ユーザーの要望や潜在需要を吸い上げる部分)については、知的資本の源泉と言えない状況に甘んじている。

【 図表 5 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客 ・販売先	・問屋	開示なし	-----	
		・最終ユーザー	開示なし (把握しきれず)	-----	
		・直接販売先	数社 (うち1社は日清医療食品)	-----	
		・日清医療食品向けの売上高	2,182百万円 (全売上高の7.9%)	2年連続で全売上高の10%を下回り 開示なし	
	ブランド ・自社ブランド商品	・楽らくクックシリーズ	14種類	-----	
		・楽らく旨味シリーズ	7種類	-----	
		・楽らく調味シリーズ	5種類	-----	
		・楽らく匠味シリーズ	10種類	-----	
	・幅広い品揃え	・取り扱い魚種	38種類	35種類	
	ネットワーク	・ファブレスを支える協力会社	・協力会社 (国内はメーカー、海外は商社)	約50社	-----
・一括物流センター		・物流の委託先	ヒューテックノオリン	-----	
組織資本	・ファブレス形態による生産	・委託製造地域	4カ国 (日本 中国 タイ ベトナム)	-----	
		・海外生産比率	約60% うち約50%が中国	-----	
	開発力	・特命商品開発プロジェクト	特になし	-----	
		・新商品選定最終会議	年2回開催	-----	
		・X線による残骨調査	特になし	-----	
		・骨なし魚情報トレースシステム	特になし	-----	
	品質管理	・トレサビリティ監査	2年に1回 (日本冷凍食品検査協会)	-----	
		・海外協力工場の管理	日本人常駐員または巡回員の配置の 義務付け	-----	
	知的財産 ノウハウ	・製造ノウハウ	・製造特許	5件	-----
			・手作業の工程でのノウハウの蓄積	特になし	-----
人的資本	経営陣 ・債務超過から立て直した現社長の存在	・特になし	特になし	-----	
		・取締役による保有	638,800株 (10.6%)	-----	
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	なし	-----	
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	128百万円	133百万円	
	従業員 ・企業風土	・従業員数	153名	155名	
		・平均年齢	40.5歳	40.7歳	
		・平均勤続年数	12.7年	12.8年	
		・インセンティブ	・従業員持株会	88千株 (発行済株式数の1.47%)	90千株 (発行済株式数の1.51%)
			・ストックオプション	なし	-----

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は16/3期または16/3期末、今回は17/3期または17/3期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示

(出所) 大冷有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 17年3月期は売上高、利益とも会社計画未達

17/3期決算は、売上高が前期比1.5%減の27,104百万円、営業利益が同8.6%増の1,270百万円、経常利益が同8.8%増の1,282百万円、当期純利益が同10.6%増の867百万円となった。

期初の会社計画に対する達成率は、売上高で96.9%、営業利益は91.5%、経常利益は92.0%、当期純利益は94.4%で、売上高、利益ともに未達となった。

事業別にみると、増収となったのはミート事業とその他事業であり、主力の骨なし魚事業の売上高は前期比5.6%減となった。骨なし魚事業では競合他社との価格競争が一段と激化したほか、大口販売先における2社購買化がさらに進行した。減収を価格低下と数量減の要因に分解すると、数量減の要因の影響の方が大きかったようである。

売上総利益は前期比3.6%の増益となった。17/3期の売上総利益率は16.5%と、前期の15.7%より0.8%ポイントの上昇となった。一部商品の評価損が発生したものの、期中の円高に対応した仕入価格の引き下げが浸透したことと、新商品の売上高増加が貢献した。

東証一部指定に伴う手数料発生や基幹システム更新による減価償却費の増加によって、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は増加した。それでも、売上総利益の増加がカバーして営業増益となり、前期に4.3%まで落ち込んでいた売上高営業利益率は、4.7%まで回復した。

> 期中の変化

◆ 骨とり魚の新商品の投入

同社は骨なし魚という市場を創ったパイオニアであり、魚については従来、骨なし魚のみを取り扱ってきた。一方、業界全体としては、新規参入が増えてきたこともあり、骨なし魚と骨とり魚が混在する状況となっている。

骨なし魚と骨とり魚の違いは、業界全体で通用する共通の定義がなされているわけではない。同社では図表6のように定義しており、一言で表現すれば、骨とり魚は、残骨が多少残っていても許容されるもので、加工コストがかからない分、販売価格が安い商品群と言えよう。

業界全体として、品質(残骨率の低さ)より低価格であることが重視される流れとなっている。そのため、他社への対抗上、同社も18/3期より骨とり魚を新商品として投入する方針である。ただし、当初は、既に価格競争で負けている顧客に対する提案から始まる予定としている。

【 図表 6 】 骨なし魚と骨とり魚の違い

特徴	骨なし魚 (従来からの商品群)	骨とり魚 (新商品群)
品質水準	骨が残っていない (残っていると問題になる)	骨が多少残っていても問題なし
販売価格	高い	安い
X線による残骨調査を行う	実施する	実施しない
海外協力工場	日本人常駐員のいる工場のみ	日本人常駐員がいなくても良い
トレサビリティ体制	整備されている	整備されていないとも良い

(出所) 大冷会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ 競争環境

国内の骨なし魚の市場について正確な統計はないが、同社によると、市場規模は約 400 億円とされている。ただし、この市場規模には骨なし魚だけでなく、骨とり魚も含まれている。

骨なし魚と骨とり魚の定義があいまいな部分があることは上述の通りである。新規参入する企業は、同社の基準で言うところの骨とり魚しか扱わないところが多く、骨とり魚の増加が、骨なし魚から一部のシェアを取るだけでなく、全体の市場規模の拡大要因となっているものと推察されよう。

以前から骨なし魚を扱っている主な企業は、同社 (推定シェアは約 30%)、マルハニチロ (1333 東証一部)、オカフーズ (非上場 東京都中央区) で、この 3 社で売上高は 250~270 億円に達すると推測される。その市場に、極洋 (1301 東証一部) や日本水産 (1332 東証一部) が参入し、価格引き下げを含めた販売競争の激化につながっている。

◆ 販売量を増やすことが当面の目標

同社はファブレス企業であるため、実際の生産は協力会社が担っている。協力会社の工場の稼働率を一定水準以上に維持するだけの量の発注を行えるかどうか、仕入条件交渉を優位に進められるかどうかの鍵を握る。

そのため、骨なし魚事業、ミート事業、その他事業の違いに関係なく、販売量を増やすことが当面の目標となる。具体的には、問屋経由以外の販路の拡大、ユーザーダイレクト販売 (直販) の増加、PB 商品の開発加速とそのための組織改編といった施策に着手している。

> 今後の業績見通し

◆ 18年3月期会社計画

18/3期の会社計画は、売上高 27,850 百万円（前期比 2.7%増）、営業利益 1,270 百万円（同 0.0%減）、経常利益 1,275 百万円（同 0.6%減）、当期純利益 874 百万円（同 0.8%増）である（図表 7）。

【図表 7】大冷の 18年3月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	前期比
	実績	実績	実績	会社計画	
売上高	27,172	27,508	27,104	27,850	2.7%
骨なし魚事業	13,394	13,065	12,329	12,420	0.7%
ミート事業	2,539	2,735	2,814	2,940	4.5%
その他事業	11,238	11,707	11,960	12,488	4.4%
売上総利益	4,677	4,306	4,463	-	-
売上総利益率	17.2%	15.7%	16.5%	-	-
営業利益	1,522	1,169	1,270	1,270	-0.0%
売上高営業利益率	5.6%	4.3%	4.7%	4.6%	-
経常利益	1,517	1,179	1,282	1,275	-0.6%
売上高経常利益率	5.6%	4.3%	4.7%	4.6%	-
当期純利益	1,029	784	867	874	0.8%
売上高当期純利益率	3.8%	2.9%	3.2%	3.1%	-

(出所) 大冷決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

骨なし魚事業は、数量、価格ともに前期比ほぼ横ばい、または微増を見込む。競争激化により、販売価格を引き上げることはできないと見ているようである。ミート事業とその他事業は、17/3期と同様、新製品開発や、その他事業でのユーザーダイレクト販売の拡販により、数量を伸ばすことで増収を目指していく。なお、会社計画通りとなると、18/3期のその他事業の売上高は、これまでの主力の骨なし魚事業の売上高を抜くこととなる。

数値の開示はないが、18/3期の売上総利益率は 17/3期比横ばいで想定している模様である。販売価格がなかなか上げられない状況を前提としているようである。なお、17/3期の為替レートの前提は 1 ドル 115 円である。同社にとって、円高進行は、タイムラグを置くものの、仕入条件の改善につながろう。一方、目標達成賞与の発生等による人件費増により、販管費の増加を見込んでおり、売上高営業利益率では 17/3期比 0.1%ポイント減の 4.6%を想定している。

配当金は、17/3期の 1株当たり年 55 円（配当性向 38.1%）に対し、18/3期も同 55 円（同 37.8%）を据え置く予定である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、17/3期の実績を踏まえて、18/3期以降の業績予想を見直すとともに、20/3期の業績予想を新たに策定した。

18/3期は、売上高 27,868 百万円（前期比 2.8%増）、営業利益 1,284 百万円（同 1.1%増）、経常利益 1,296 百万円（同 1.0%増）、当期純利益 887 百万円（同 2.4%増）とした（図表 7）。前回予想よりも売上高、売上総利益率を下方修正し、販管費を増額したため、営業利益は下方修正となった。一方、売上高、利益とも、会社計画とほぼ同水準という予想となった。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 18/3期の売上高は、3事業とも会社計画に沿った水準とした。前回予想に対し、骨なし魚事業は 17/3期の苦戦を織り込んで下方修正し、17/3期に堅調だったミート事業は上方修正し、全体としてはやや下方修正となった。

(2) 18/3期の売上総利益率は、17/3期と同じ 16.5%とした。前回予想の 16.7%よりは 0.2%ポイントの引き下げとなった。17/3期に発生した一時的な商品評価損がなくなることと、仕入価格見直し等の原価改善施策のプラス効果と、価格競争による利益率の悪化がほぼ相殺されるという前提に立っている。

(3) 販管費は人件費の増加等を織り込んだ結果、前回予想より約 90 百万円増えると想定した。その結果、売上高営業利益率は会社計画と同じ水準の 4.6%になるという予想となった。前回予想の売上高営業利益率より低い水準としたのは、売上高が前回予想ほど伸びことが主要因である。

19/3期以降は、骨なし魚事業での、既存の大口顧客向けの数量減の影響が限定的になっていき、年 1%程度の増収が続くものとした。ミート事業やその他事業を中心に、新製品開発、新規顧客開拓（外食・中食業界の顧客等）、ユーザーダイレクト販売の増加で年 3%程度の増収を想定し、全体では 2%台の増収率が続く予想する。この増収ペースは、前回予想より大きくは変わっていない。

骨なし魚事業の価格競争が緩和されないままである可能性、仕入条件に影響を与える為替変動が読みづらいことを考慮し、売上総利益率は 18/3期と同じ水準が続くものとしたが、販管費の伸びが緩やかになることで、売上高営業利益率は 20/3期には 5.0%にまで回復するものと予想する。

【 図表 8 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書)

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期CE	18/3期E (今回)	18/3期E (前回)	19/3期E (今回)	19/3期E (前回)	20/3期E
損益計算書									
売上高	27,172	27,508	27,104	27,850	27,868	28,595	28,533	29,169	29,138
前期比	3.2%	1.2%	-1.5%	2.7%	2.8%	2.0%	2.4%	2.0%	2.1%
事業別									
骨なし魚事業	13,394	13,065	12,329	12,420	12,427	13,447	12,551	13,649	12,677
ミート事業	2,539	2,735	2,814	2,940	2,941	2,727	3,044	2,727	3,135
その他事業	11,238	11,707	11,960	12,488	12,499	12,420	12,936	12,793	13,324
売上総利益	4,677	4,306	4,463	-	4,598	4,775	4,707	4,958	4,807
前期比	-4.7%	-7.9%	3.6%	-	3.0%	3.9%	2.4%	3.8%	2.1%
売上総利益率	17.2%	15.7%	16.5%	-	16.5%	16.7%	16.5%	17.0%	16.5%
販売費及び一般管理費	3,154	3,136	3,193	-	3,313	3,222	3,366	3,253	3,363
売上高販管費率	11.6%	11.4%	11.8%	-	11.9%	11.3%	11.8%	11.2%	11.5%
営業利益	1,522	1,169	1,270	1,270	1,284	1,552	1,341	1,704	1,444
前期比	-8.3%	-23.2%	8.6%	-0.0%	1.1%	14.6%	4.4%	9.8%	7.7%
売上高営業利益率	5.6%	4.3%	4.7%	4.6%	4.6%	5.4%	4.7%	5.8%	5.0%
経常利益	1,517	1,179	1,282	1,275	1,296	1,563	1,352	1,716	1,456
前期比	-8.0%	-22.3%	8.8%	-0.6%	1.0%	14.5%	4.4%	9.8%	7.6%
売上高経常利益率	5.6%	4.3%	4.7%	4.6%	4.7%	5.5%	4.7%	5.9%	5.0%
当期純利益	1,029	784	867	874	887	1,030	926	1,130	997
前期比	14.8%	-23.8%	10.6%	0.8%	2.4%	14.5%	4.4%	9.8%	7.6%
売上高当期純利益率	3.8%	2.9%	3.2%	3.1%	3.2%	3.6%	3.2%	3.9%	3.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 大冷有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 9 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期CE	18/3期E (今回)	18/3期E (前回)	19/3期E (今回)	19/3期E (前回)	20/3期E
貸借対照表									
現預金	1,867	1,862	2,356	-	2,847	3,158	3,360	4,061	4,016
売掛金及び受取手形	4,457	4,458	4,508	-	4,653	4,638	4,727	4,711	4,852
商品及び貯蔵品	1,812	1,925	1,929	-	2,041	2,002	2,023	1,993	2,127
その他	228	208	191	-	191	208	191	208	191
流動資産	8,366	8,454	8,986	-	9,733	10,006	10,303	10,974	11,187
有形固定資産	679	711	687	-	675	683	662	667	650
無形固定資産	56	173	136	-	102	106	68	72	35
投資その他の資産	221	206	205	-	205	206	205	206	205
固定資産	957	1,092	1,029	-	983	995	937	946	891
資産合計	9,323	9,546	10,016	-	10,717	11,002	11,240	11,921	12,078
買掛金及び支払手形	2,142	1,946	1,901	-	2,069	2,104	1,995	2,211	2,155
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払法人税等	290	138	250	-	238	186	249	204	268
その他	535	665	554	-	554	665	554	665	554
流動負債	2,969	2,750	2,706	-	2,862	2,956	2,799	3,081	2,978
長期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	374	365	340	-	327	344	316	337	310
固定負債	374	365	340	-	327	344	316	337	310
純資産合計	5,980	6,431	6,969	-	7,527	7,702	8,123	8,502	8,790
(自己資本)	5,980	6,431	6,969	-	7,527	7,702	8,123	8,502	8,790
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	1,606	1,185	1,295	-	1,296	1,563	1,352	1,716	1,456
減価償却費	90	34	67	-	53	54	53	55	52
売上債権の増減額 (-は増加)	-439	-1	-49	-	-144	-110	-73	-73	-125
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-136	-113	-3	-	-111	-87	17	8	-103
仕入債務の増減額 (-は減少)	-141	-196	-45	-	168	56	-73	106	159
法人税等の支払額	-627	-540	-334	-	-420	-509	-415	-566	-439
その他	-2	-32	47	-	0	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	348	335	976	-	840	966	860	1,246	1,000
有形固定資産の取得による支出	0	-26	-30	-	-7	-6	-7	-6	-7
有形固定資産の売却による収入	1	-	-	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	-1	-130	-	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	-1	-1	0	-	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	-	15	14	-	0	0	0	0	0
その他	-157	19	12	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-158	6	-135	-	-7	-6	-7	-6	-7
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-699	-	-	-	0	0	0	0	0
リース債務の返済による支出	-38	-15	-15	-	-12	-9	-10	-6	-6
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	1,165	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-265	-330	-330	-	-330	-330	-330	-330	-330
財務活動によるキャッシュ・フロー	161	-346	-346	-	-343	-339	-340	-336	-337
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	354	-5	494	-	490	621	512	903	655
現金及び現金同等物の期首残高	1,513	1,867	1,862	-	2,356	2,537	2,847	3,158	3,360
現金及び現金同等物の期末残高	1,867	1,862	2,356	-	2,847	3,158	3,360	4,061	4,016

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想
(出所) 大冷有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 株主優待制度

同社の株主優待制度は、毎年9月末の株主に対して、市場価格で2,000円相当の自社製品を贈呈するというものである。

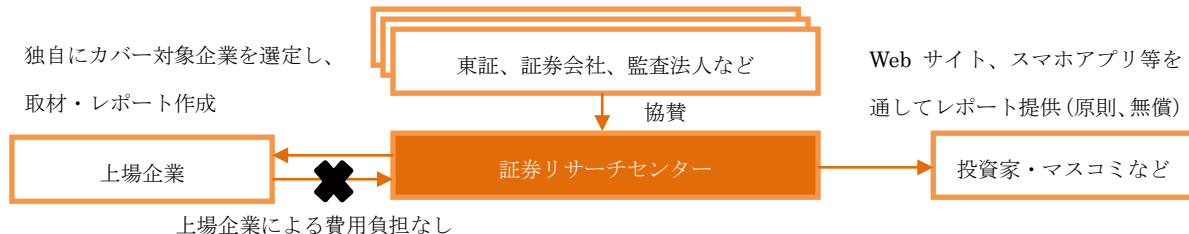
同社は配当利回りが3.00%（17年6月30日時点）であり、株主優待制度で贈呈される自社製品の利回りも単純計算で1.09%となる。そのため、配当などの権利取りに絡んだ株価形成がなされる可能性がある。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を15年8月14日より開始いたしました。

同社は16年11月21日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **魅力ある上場企業を発掘**

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ **企業の隠れた強み・成長性を評価**

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ **第三者が中立的・客観的に分析**

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

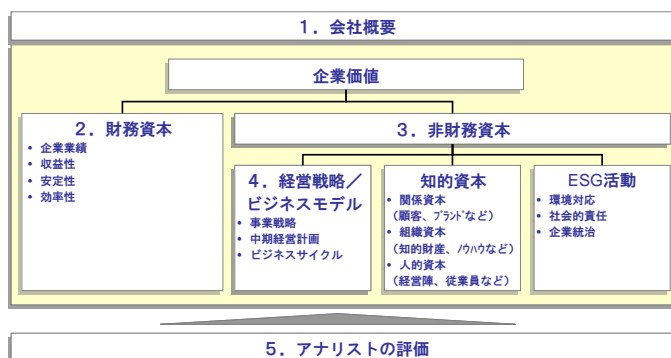
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

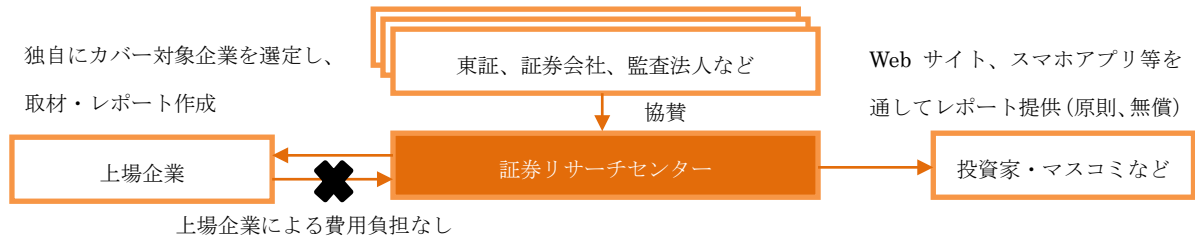
経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

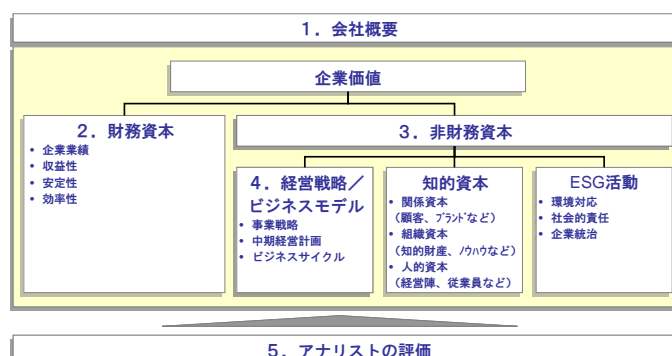
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。