

# ホリスティック企業レポート

## 農業総合研究所

### 3541 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2018年1月26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 20180123

# 農業総合研究所(3541 東証マザーズ)

発行日: 2018/1/26

## 新しい農産物流通モデルの「農家の直売所」を運営する農業関連ベンチャー 18年8月期は将来の体制固めに向けた費用増で営業赤字計画

### > 要旨

#### ◆ 会社概要

・農業総合研究所(以下、同社)は、各地の農業生産者から集荷した農産物を、集荷翌日には都市部のスーパーマーケット等の小売店舗の直売所コーナーで販売する「農家の直売所」の流通モデルを運営している。

#### ◆ 17年8月期決算

・17/8期の連結業績は、売上高が1,659百万円(前期比38.9%増)、営業利益が131百万円(同16.3%減)となった(17/8期より連結決算開始のため、前期比は単体業績との比較)。流通総額と営業利益で期初想定の水準に届かなかった。同社では物流プラットフォームに原因があったとしている。

#### ◆ 18年8月期業績予想

・18/8期連結業績について、同社は売上高2,270百万円(前期比36.8%増)、営業利益は100百万円の赤字(前期は131百万円の黒字)を予想している。流通総額は前期比27.0%増の一方、物流再構築、IT強化、人員増強等の将来投資のための費用増で、営業赤字になるとしている。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、18/8期の連結業績予想について、売上高は2,206百万円(前期比32.9%増)、流通総額9,046百万円(同27.6%増)、営業赤字45百万円とした。同社が想定する体制再構築のための費用増や子会社の赤字等を織り込んだ。

#### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、19/8期以降、流通総額は年25~27%の増加が続き、また、体制強化のための先行投資の縮小、海外子会社の赤字縮小で、19/8期に営業黒字回復、20/8期に17/8期の水準までの売上高営業利益率の回復を予想した。  
・19/8期以降の営業利益の回復は、18/8期の物流再構築や人員体制の強化の可否にかかっており、その進捗に留意したい。

### 【3541 農業総合研究所 業種：卸売業】

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)
2016/8	1,195	35.2	156	251.1	162	262.4	107	106.4	29.3	113.5	0.0
2017/8	1,659	38.9	131	-16.3	130	-19.6	84	-21.0	20.3	144.1	0.0
2018/8 CE	2,270	36.8	-100	—	-70	—	-70	—	-16.7	—	0.0
2018/8 E	2,206	32.9	-45	—	-45	—	-45	—	-10.7	152.6	0.0
2019/8 E	3,183	44.3	51	—	51	—	33	—	7.9	160.7	0.0
2020/8 E	4,415	38.7	353	581.4	353	581.1	229	581.1	54.6	215.4	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、2017/8期より連結決算、2017/8期前期比は2016/8期単体比  
17年9月1日付で1：2の株式分割を実施 EPS、BPS、配当金は遡及して調整

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】

	2018/1/19		
株価(円)	2,081		
発行済株式数(株)	4,201,000		
時価総額(百万円)	8,742		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	102.5	—	263.4
PBR(倍)	14.4	13.6	12.9
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-8.1	-23.0	-30.6
対TOPIX(%)	-11.6	-28.1	-44.1

### 【株価チャート】



### アップデート・レポート

2/26

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****◆ 農産物の第3の流通形態「農家の直営所」を運営**

農業総合研究所（以下、同社）は、「農家の直売所」の流通プラットフォームを運営している。このプラットフォームでは、各地の農業生産者から集荷した農産物を、集荷翌日に都市部のスーパーマーケット等の小売店舗（以下、スーパー等）の直売所コーナーで販売することを可能にしている。

「農家の直売所」は、農業協同組合（以下、JA）による市場流通や「道の駅」の直売流通といった既存の流通形態の中間に位置し、両者の良いところ取りをした「第3の流通形態」である。同時に、生活者、スーパー等、生産者のそれぞれにメリットのある「三方よし」の仕組みとなっている。

**◆ 「農家の直売所」を支えるのは物流機能とIT機能**

「農家の直売所」を通じてどれだけの農産物が取引されているかを示すのが流通総額である。流通総額の拡大に向けて、同社は、スーパー等の需要サイドと、生産者の供給サイドの双方に付加価値を提供するよう、仕組みのブラッシュアップに余念がない。

この「農家の直売所」の流通形態は、物流機能とIT機能の掛け合わせで成り立っている。物流の機能としての特徴は、生産者とスーパー等の間をつなぐ集荷場ネットワークの存在である。また、ITの機能は、生産から流通に至るまでの細かい業務をIT利用の作業に置き換えていくことで構築されてきた。これらが同社の強みとなっている。

**◆ 子会社を通じて日本の農産物の海外への供給も開始**

国内での流通形態である「農家の直売所」のモデルをベースに、子会社の世界市場（東京都港区）を通じて、国内の生産者と海外のマーケットを結ぶ「ニッポンイチバ」の流通形態の構築を進めている。子会社の重要性が増したことにより、17/8期第4四半期からの連結決算へ移行した。

**◆ 取引の大半は委託販売システムによるもの**

同社の事業は、農家の直売所事業の単一セグメントだが、単体は取引形態に応じて3種類に区分される。そのうち、手数料だけを売上高に計上する委託販売システムが中心であり、17/8期単体においては、全体の売上高の75.3%、売上総利益の93.1%を占めている（図表1）。

【 図表 1 】 取引別売上高・売上総利益 (単体)

(単位：百万円)

取引	売上高			前期比			構成比		
	15/8期	16/8期	17/8期	15/8期	16/8期	17/8期	15/8期	16/8期	17/8期
委託販売システム	662	956	1,207	—	44.5%	26.2%	74.9%	80.1%	75.3%
買取委託販売	90	156	320	—	72.2%	105.3%	10.3%	13.0%	20.0%
卸販売	131	82	75	—	-37.5%	-8.2%	14.8%	6.9%	4.7%
合計	884	1,195	1,603	2.9%	35.2%	34.2%	100.0%	100.0%	100.0%

取引	売上総利益			前期比			構成比		
	15/8期	16/8期	17/8期	15/8期	16/8期	17/8期	15/8期	16/8期	17/8期
委託販売システム	658	954	1,196	—	45.1%	25.3%	94.8%	94.6%	93.1%
買取委託販売	21	36	70	—	68.6%	92.6%	3.1%	3.6%	5.5%
卸販売	14	17	18	—	22.4%	5.1%	2.1%	1.8%	1.4%
合計	694	1,009	1,285	50.9%	45.3%	27.4%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) 農業総合研究所有価証券報告書、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

### ◆ 日本における農産物の流通

日本国内において、野菜や果物といった農産物の流通は、JA を経由した市場流通が大半を占める。

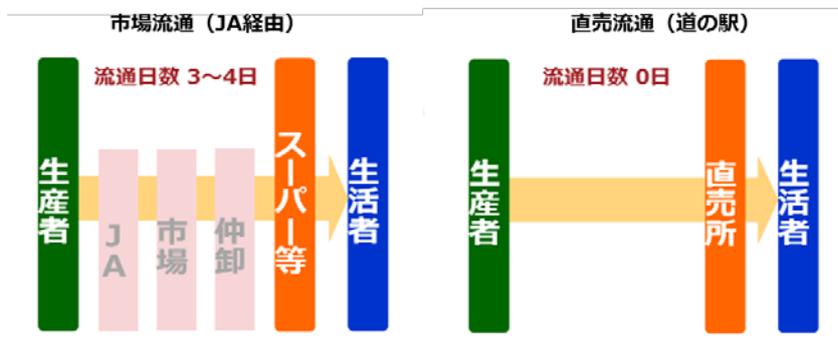
生産者が JA に持ち込んだ農産物は、市場、仲卸、スーパーマーケット等を経て生活者の食卓に届く (図表 2)。比較的均一の品質の農産物を、大量に、かつ安定的に流通させるという観点では、JA 経由の市場流通は、生活者の食卓を支えるうえで重要な役割を担ってきた。

ただし、その仕組みはあくまで大量供給に適したものであり、食の多様化という生活者の嗜好の変化や、大量供給に適さない規格外の農産物の供給に対応しきれものではない。JA が買い取る農産物は、JA の規格に合ったものに限られるので、事実上、生産者は自由に農産物を作ることができない状況に置かれている。JA 経由の市場流通は、その状況のもとで成り立っている仕組みと言えよう。

JA 経由の市場流通とは別に、生産者が直売所に直接農産物を持ち込んで、その場で販売する直売流通という仕組みが存在する。いわゆる「道の駅」での販売である (図表 2)。

直売流通の場合、収穫当日の農産物が販売されるために鮮度も高く、産地に根差した珍しい農産物の販売も可能となる。しかし、「道の駅」はどうしても生産地の近くにしか存在せず、生活者はアクセスしづらい。また、供給量も少なく、流通範囲が限定的にならざるをえない。

【 図表 2 】 既存の農産物の流通形態

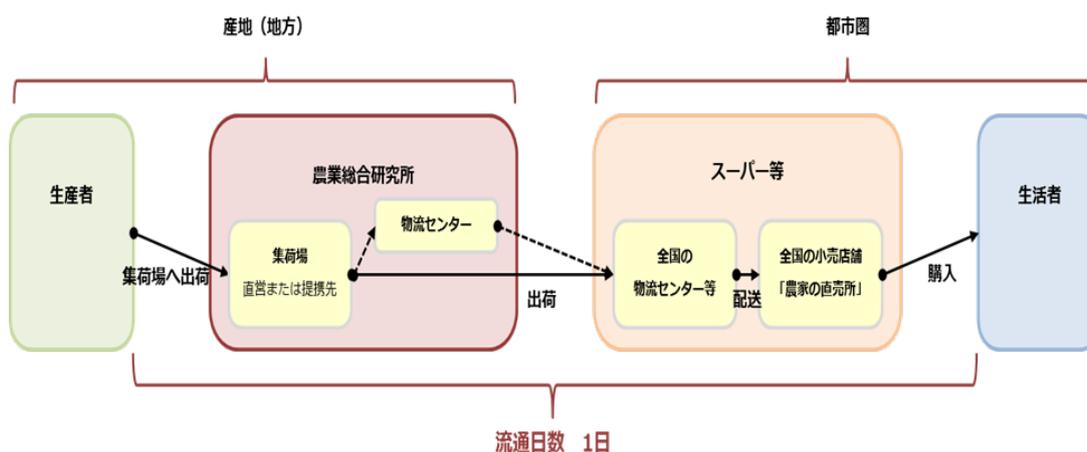


(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」

◆ 「農家の直売所」は JA と「道の駅」の良いところ取りの仕組み  
 同社が運営する「農家の直売所」は、生産者と都市部のスーパー等を直接つなぐことを特徴とした、農産物の第 3 の流通形態である。

生産者はまず、同社が設置している集荷場（17/8 期末時点で全国 69 カ所）に農産物を出荷する。集荷場に集められた農産物は、集荷場の費用負担により、スーパー等の物流センター等に出荷され、そこから全国の店舗に配送される。その後、農産物は各店舗の直売所コーナーに陳列され、生活者が購入することになる（図表 3）。

【 図表 3 】 農業総合研究所の「農家の直売所」による農産物の流れ



(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」に証券リサーチセンター加筆

生産者と生活者のそれぞれの視点からの各流通形態の特徴を比較してみた（図表 4）。「農家の直売所」は、JA 経由の市場流通の供給量に

は及ばない。しかしながら、大量供給のJAの市場流通と、少量供給の「道の駅」の流通の良いところ取りを実現した、中規模流通に適した流通形態となっている。

また、「農家の直売所」は、その流通形態に関わるそれぞれの当事者に対して以下の付加価値を提供しており、文字通り「三方良し」の流通形態となっている。

- (1) 生産者：収益増加の機会
- (2) 小売店舗（スーパー等）：集客に資する売り場
- (3) 生活者：鮮度の高い、生産者の顔が見える農産物

【図表4】農産物の各流通形態の特徴の比較

生産者の視点	農業総合研究所 「農家の直売所」	既存の流通形態	
		JA経由の市場流通	直売流通 「道の駅」
いくらで販売するか	生産者が自由に決定	市場相場（競り）で決定	生産者が自由に決定
販売先をどこにするか	生産者が自由に決定	どの小売店舗で販売されているか不明	自由だが 事実上近所の「道の駅」に限られる
何を生産するか	生産者が自由に決定	JAで指定されたもののみ生産可能	生産者が自由に決定
ロスリスク	生産者に在庫責任あり	生産者に在庫責任なし	生産者に在庫責任あり
末端販売価格に対する 手取金額の割合	市場流通よりは高いが 「道の駅」よりは低い	低い	高い
総収入	生産者の努力次第で増やすことができる	少なめだが比較的安定的	生産者の努力次第も そもそもの販売量が少なく収入は限られる
取扱量	やや多い	多い	少ない
生産者の手間	やや少ない (バーコード発券と集荷場への運搬)	少ない (JAへの運搬)	多い (包装と道の駅への運搬)

生活者の視点	農業総合研究所 「農家の直売所」	既存の流通形態	
		JA経由の市場流通	直売流通 「道の駅」
農産物の鮮度	収穫後1日で陳列	収穫から3~4日後のものが陳列	収穫した日のものが陳列
農産物の美味しさ	完熟してから収穫	未完熟の状態での収穫（早取り）	完熟してから収穫
トレーサビリティ	生産者が分かる	生産者は分からない	生産者が分かることが多い
規格・品揃え	規格品・規格外品が混合 全国の農産物	流通規格に合ったもののみ 全国の農産物	規格外品が中心 「道の駅」がある産地の農産物に限られる
末端販売価格	市場流通での価格よりやや低め	市場流通での価格	市場流通での価格より低め

(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」に証券リサーチセンター加筆

◆ 「農家の直売所」には3種類の取引形態がある

「農家の直売所」には以下の3種類の取引形態が存在し、売上高、売上原価として何が計上されるかが異なっている

- (1) 委託販売システム
- (2) 買取委託販売
- (3) 卸販売

(1) の委託販売システムは、スーパー等の直売コーナーで生産者が委託販売を行うことを基本とし、同社がその流通経路を提供する形態である。流通総額のうち、同社手数料部分が売上高に計上され、売上原価として計上されるものはない。

(2) の買取委託販売は、同社が生産者から農産物を買取り、同社がスーパー等で委託販売を実施する形態である。流通総額のうち、スーパー等の販売手数料を差し引いた金額が同社の売上高となり、買取仕入高が売上原価となる。

(3) の卸販売は、同社が農産物を買取り、スーパー等へ販売を行う形態である。スーパー等へ販売した金額が同社の売上高となり、生産者からの買取仕入高が売上原価となる。

【 図表 5 】「農家の直売所」の3つの取引形態

	委託販売システム	買取委託販売	卸販売
在庫リスク	生産者	同社	スーパー等
価格決定権	生産者	同社	スーパー等
同社にとっての仕入の有無	なし	あり	あり
売上総利益率 (17/8期単体)	99.1%	21.9%	24.9%

(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」、有価証券報告書、決算説明会資料より、会社ヒアリングを踏まえて証券リサーチセンター加筆

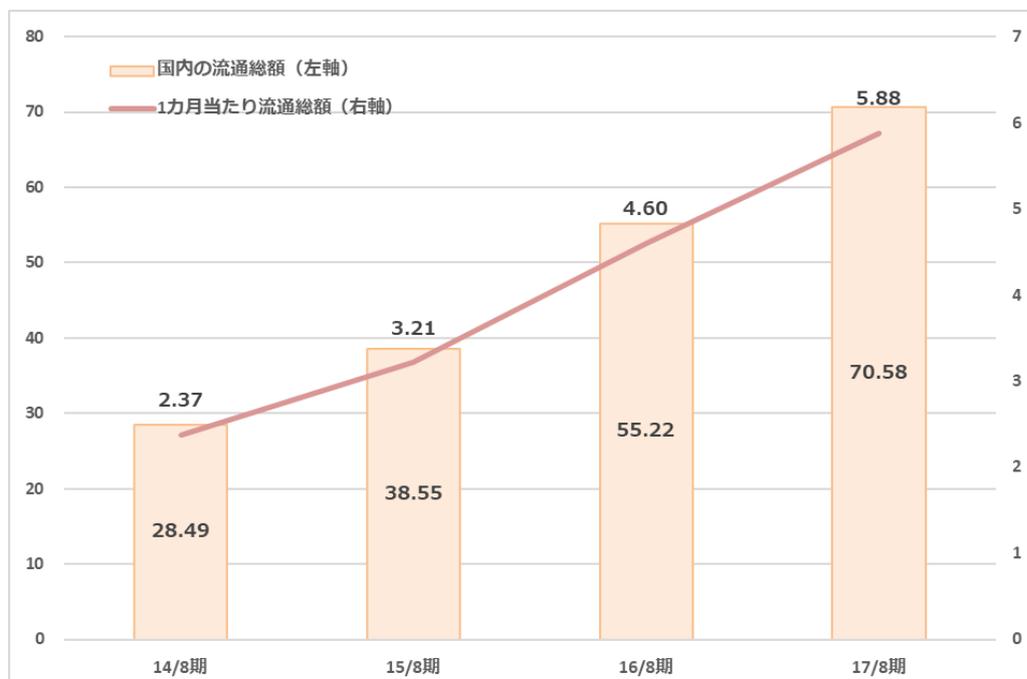
◆ 流通総額をいかに増やすかが重要

どの取引形態であっても、「農家の直売所」の仕組みを用いた農産物の流通が増えることが、同社の経営にとって最も重要なこととなる。

単体（国内）の流通総額は 14/8 期から 17/8 期の年平均 35.3% のペースで増加し、17/8 期には 70.58 億円となっている（図表 6）。

【 図表 6 】 単体（国内）の流通総額の推移

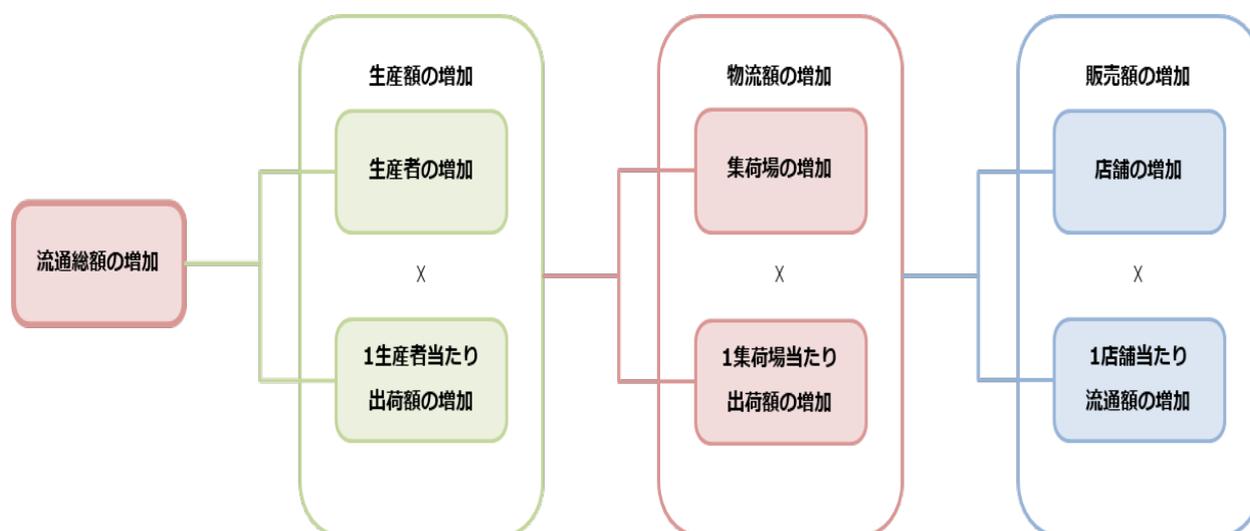
(単位：億円)



(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」、決算説明会資料より証券リサーチセンター作

また、図表 3 に示した「農家の直販所」を通じた農産物の流れと合わせて考えると、流通総額を増やすためには、(1) 小売店舗での販売額、(2) 生産者側の生産額、(3) 販売と生産の間をつなぐ物流額の 3 つをバランス良く増やしていくことが必要となる（図表 7）。

【 図表 7 】 流通総額の増加の要因分解



(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

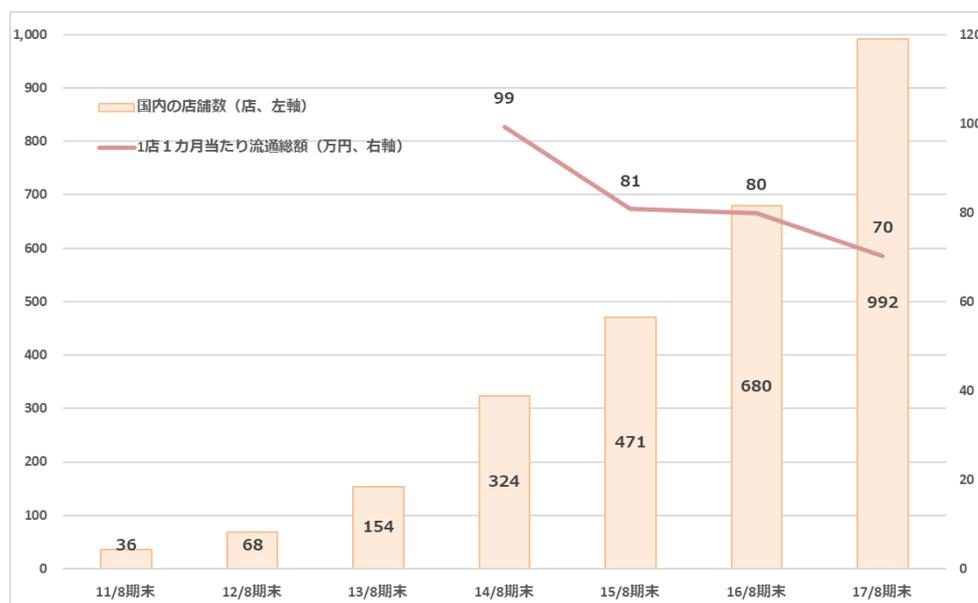
#### ◆ 販売額の観点

需要サイドから見ると、流通総額の増加は、店舗数の増加と、1店舗当たり流通額の増加の積算で捉えられる。

17/8 期末時点で、同社のシステムを利用している店舗は 996 店（うち国内は 992 店舗）で、国内のスーパーに対する普及率は 4.8% となっている（図表 8）。一方、1 店 1 カ月当たり流通総額は、期を追うごとに低下している。考えられる要因として、お試し導入のような店舗の増加が先行している可能性や、売場面積の小さい小型店舗への導入が増えている可能性が挙げられよう。

なお、スーパーチェーンごとの導入店舗数は非開示だが、主要取引先の上位には、17/8 期の連結売上高の 16.1% を占める阪急オアシス（大阪府豊中市）、同 13.4% のサミット（東京都杉並区）、同 10.1% のイオンリテール（千葉県千葉市）が並び、この 3 社で同社の売上高の 39.6% を占めている。

【 図表 8 】 国内の店舗数の推移



(注) 流通総額は単体(国内)の数値を使用

(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

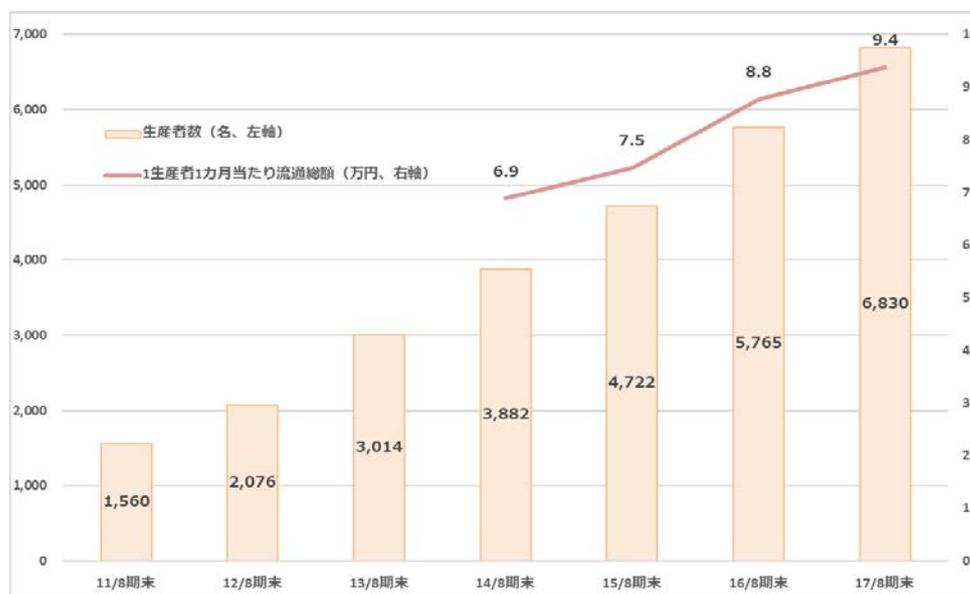
#### ◆ 生産額の観点

供給サイドから見ると、流通総額の増加は、生産者数の増加と、1生産者当たり出荷額の増加の積算で捉えられる。

17/8 期末時点で、登録生産者数は 6,830 名まで増加した。うち、3,509 名が関西エリア、1,214 名が関東エリアの生産者となっており、全国の総農家数に対する普及率は 0.32% となっている。1 生産者 1 カ月当たり流通総額も、月 9.4 万円まで徐々に上昇しており、登録した生産者の出荷額が増加傾向にあることが見て取れる(図表 9)。

生産者に直に接し、営業及びサポートを行うのは集荷場のスタッフである。従って、生産者の増加及び生産者の出荷額の増加は、集荷場の数とスタッフの質にかかっている部分があると言えよう。

【 図表 9 】 登録生産者数の推移



(注) 出荷される農産物は海外にも流通するため流通総額は連結の数値を使用  
 (出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

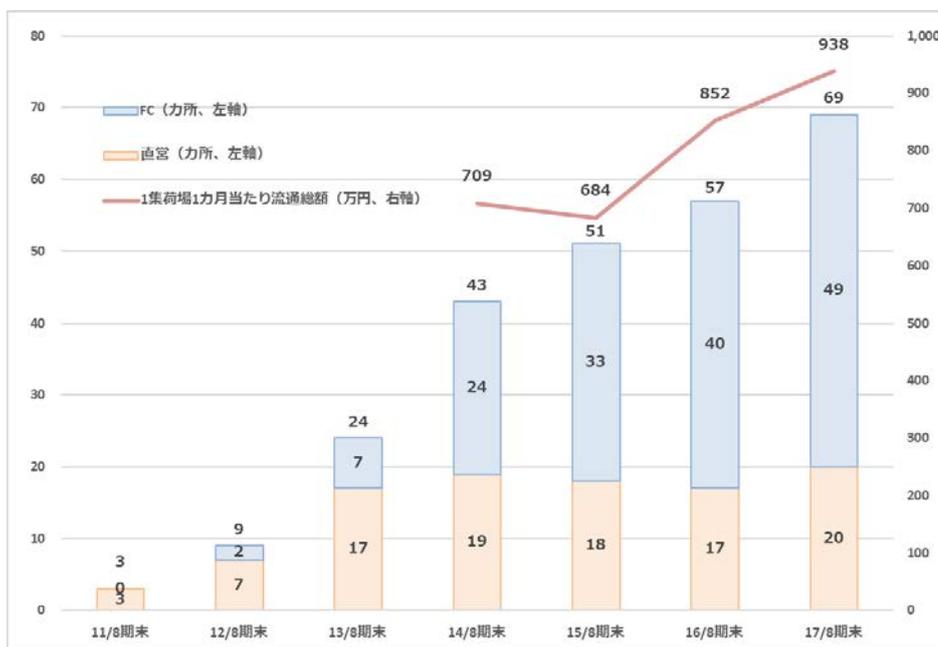
◆ 物流額の観点

需要サイドと供給サイドをつなぐ物流の観点から見ると、流通総額の増加は、農産物を受け入れる集荷場の数の増加と、1集荷場当たり出荷額（処理額）の増加の積算で捉えられる。

17/8 期末時点で、集荷場の数は、直営 20 カ所、業務委託先（以下、FC）49 カ所の合計 69 カ所となっている（図表 10）。集荷場は、47 都道府県のうち 27 都府県に設置されており、69 カ所のうち 23 カ所が関西エリア、13 カ所が関東エリアにある。最近の集荷場の増加は FC の増加によるものであり、直営での設置は抑制している模様である。1 集荷場 1 カ月当たり流通総額も、月 900 万円台を超えて上昇している。

集荷場は、原則、流通した金額に応じた手数料収入により運営され、人件費のほか、集荷場からスーパー等の物流センターに出荷する際の運送費が主な費用となる。従って、直営であっても FC であっても、一定以上の取扱量がないと採算が合わないことになる。

【 図表 10 】 集荷場の数の推移



(注) 集荷場を経由する農産物は海外にも流通するため流通総額は連結の数値を使用  
(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 「農家の直売所」の流通形態を支える物流と IT の機能

「農家の直売所」の流通形態は、物流機能と IT 機能の掛け合わせで成り立っていると捉えることもできる。

物流の機能としての最大の特徴は、上述の通り、生産者とスーパー等の間をつなぐ集荷場ネットワークの存在である。

IT の機能は、生産から流通に至るまでの細かい業務を IT 利用の作業に置き換えていくことで構築されてきた。

例えば、生産者は出荷する農作物を、どの店舗で、どのくらいの価格で販売するかを決めなくてはならない。当然、それを管理するために、出荷時にバーコードを貼る業務が発生する。同社では、その貼り付け作業を行う生産者のために、バーコード発券機を貸与している。また、一部の生産者にはタブレット端末を貸与し、生産者自ら配送することも可能にしている。端末の貸与やバーコード発券には僅少なながら手数料を徴収しており、同社の収入源のひとつとなっている。

このように、「農家の直売所」を通じた流通に関する業務を、IT 化によって負担軽減する仕組みが散りばめられている。

IT化は生産者の出荷作業の利便性を上げることに留まらない。今後は、生産者と生活者とのコミュニケーションを活性化することや、販売動向等の生活者サイドから収集された情報を活用して、生産者の経営の意思決定の精度を上げることを目指していく。そのため、現在、「農家の直売所」専用アプリの「農直アプリ」の開発を進めている。

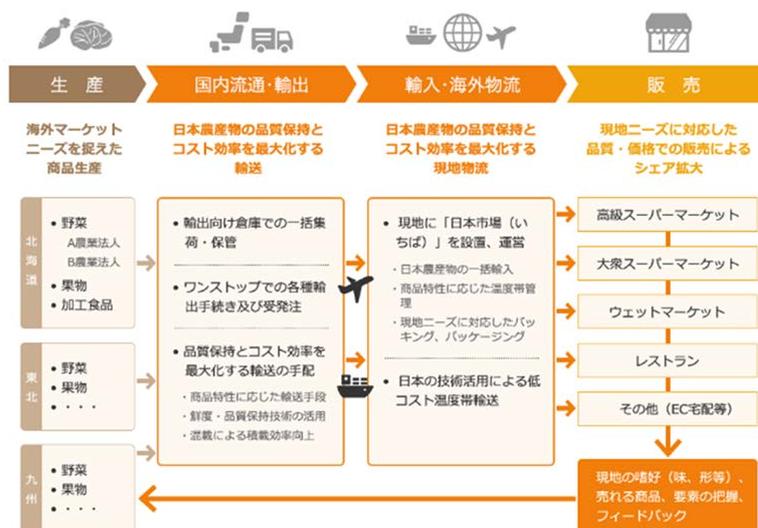
また、16年10月のNTTドコモ(9437 東証一部)との業務提携は、タブレットの活用も含め、同社のITの機能を強化するためのものである。

### ◆ 子会社の世界市場を通じた世界への進出

「農家の直売所」は国内での農産物流通の流通形態だが、同様に、国内の生産者と海外のマーケットを結びつける流通形態の確立も同社は志向している。そのため、16年8月に第三者割当増資を引き受けて、世界市場(東京都港区)を子会社化した。

世界市場は、日本の青果物を世界に届けるための「ニッポンイチバ(NIPPON ICHIBA)」の構築を進めている。基本的には、同社の「農家の直売所」に倣ったモデルとなっており、委託販売が基本である。「農家の直売所」と異なるのは輸出入の手続きが発生することである。「ニッポンイチバ」のモデルでは、日本国内での青果物の確保と輸出向け倉庫までの物流は同社が、輸出向け倉庫での処理から輸出先での手続き全般や物流を世界市場が、それぞれ担当する(図表11)。

【図表11】世界市場の「ニッポンイチバ」の青果物の流通



(出所) 世界市場ウェブサイト

なお、世界市場は、17年6月に、海外需要開拓支援機構（東京都港区、以下、クールジャパン機構）の出資を受けた。出資を受けるのに伴い、世界市場の既存株主（同社を含む4社）で中間持株会社の世界市場ホールディングス（以下、世界市場HD）を設立し、世界市場は世界市場HDが61.4%、クールジャパン機構が38.6%を保有する会社となった。同社にとって世界市場は子会社から孫会社へ変更されたが、重要性が増したため、17/8期第4四半期から連結決算へ移行した。

また、17年7月に同社、世界市場、日本航空（9201 東証一部）の3社で締結された連携協定も、「ニッポンイチバ」のビジネスモデルの機能強化を目指したものと見て取れる。

> 強み・弱みの分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「農家の直売所」という新しい農産物の流通形態を確立できていること</li> <li>- 生産者、スーパー等小売店、生活者の3者にとってメリットのある仕組み</li> <li>- 既存の流通形態と競争しないポジショニング</li> <li>・「農家の直売所」の流通形態を支える機能</li> <li>- 集荷場ネットワークを中心とする物流の機能</li> <li>- ITの機能</li> <li>・現社長の実体験に基づいた農業分野の業務に対する知見</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・流通総額を増やすのにまだ増員が不可欠な状況にあること</li> <li>・ビジネスモデル上のボトルネックの存在</li> <li>- 集荷場の業務委託先の成り手</li> <li>- 生産者のITリテラシー向上</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現社長への依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スーパー等の小売店舗、生産者にまだ十分な新規拡大余地があること</li> <li>・既存のスーパー等の小売店舗や生産者の取引額の増加余地があること</li> <li>・集荷場の設置余地がまだ十分にあること</li> <li>・子会社の世界市場を通じた輸出事業の開始</li> <li>・上場による知名度の向上</li> <li>- 人員の採用</li> <li>- 業務提携先の確保</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スーパー等の小売店舗の営業方針の転換の可能性</li> <li>・集荷場の業務委託先がなかなか増えない可能性</li> <li>・既存の流通形態との競争激化の可能性</li> <li>・自然災害や天候不順による農産物生産の減少とそれに伴う流通総額減少の可能性</li> <li>・物流過程において食の安全性を脅かす事故が起きる可能性</li> <li>・子会社の世界市場を通じた海外展開が軌道に乗らない可能性</li> <li>・人材の確保が難しくなる可能性</li> </ul>

(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、現社長の実体験に基づく知見と、その知見によって確立されたビジネスモデルにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 13 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、同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する、現社長自らの農業に関する実体験に基づく知見にあると考える。その知見に基づき、組織資本と人的資本にまたがる、「農家の直売所」のビジネスモデルの確立とブラッシュアップにつながっていった。

「農家の直売所」のビジネスモデルを支えるのは、物流の機能と IT の機能という、組織資本のプロセスにある。この 2 つの機能はビジネ

モデルを特徴的なものとするのと同時に、他社に対する参入障壁にもなっていると考えられる。その結果、関係資本である、全国のスーパーマーケットと登録生産者という需要サイドと供給サイドの両顧客が増加していき、取引の増加によって、流通総額が増えていくという循環に至っている。

【 図表 13 】 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	・全国のスーパーマーケット	・委託販売システム採用店舗数	680店 (16/8期末) 950店 (17/8期第3四半期末)	992店 (17/8期末) 1,021店 (18/8期第1四半期末)	
			・委託販売システム採用店舗の全国導入率	5.4% (17/8期第3四半期末)	4.8% (17/8期末) 5.0% (18/8期第1四半期末)	
		・主要顧客	・阪急オアシス (全売上高の21.8%)	阪急オアシス (全売上高の16.1%)		
			・サミット (同19.3%)	サミット (同13.4%)		
		・ダイエー (同8.8%) (16/8期)	イオンリテール (同10.1%)			
		・登録生産者数	5,765名 (16/8期末) 6,512名 (17/8期第3四半期末)	6,830名 (17/8期末) 7,107名 (18/8期第1四半期末)		
	・登録生産者	・全国登録率	0.30% (17/8期第3四半期末)	0.32% (17/8期末) 0.33% (18/8期第1四半期末)		
		ブランド	・国内の委託販売システムの名称	・「農家の直売所」	特になし	-----
			・海外向けの委託販売システムの名称	・「ニッポンイチバ(NIPPON ICHBA)」	特になし	-----
	・表彰	・表彰	「日本ベンチャーアワード2016」 経済産業大臣賞	-----		
	ネットワーク	・業務提携	・NTTドコモ	流通プラットフォームの構築 (16年10月~)	-----	
			・地方銀行	5行	7行	
			・日本航空	日本産農産物の国内流通と輸出拡大	-----	
			・デリカフーズホールディングス	(新規)	物流プラットフォームの再構築 (17年10月~)	
		・子会社	・世界市場	輸出事業進展	-----	
組織資本	プロセス	・「農家の直売所」を通じた取引額	・流通総額	5,522百万円 (16/8期) 4,995百万円 (17/8期第3四半期累計期間)	連結7,089百万円 (国内+香港) 単体7,058百万円 (国内)	
			・集荷場の数	57カ所 (直営17 FC40) (16/8期末) 61カ所 (直営18 FC43) (17/8期第3四半期末)	69カ所 (直営20 FC49) 71カ所 (直営21 FC50)	
		・物流の機能	・集荷場のカバー領域	47都道府件のうち24都府県に設置	47都道府件のうち28都道府県に設置 (18/8期第1四半期末)	
			・物流センター	外部委託で2カ所	-----	
	・ITの機能	・生産者用バーコード発券機	特になし	-----		
		・タブレットの活用	特になし	-----		
		・アプリケーション開発	特になし	-----		
		・現社長の農業関連の実体験に基づく知見	・現社長の創業前の農業関連の経験年数	生産者として3年 販売者として1年	-----	
	知的財産 ノウハウ	・ビジネスモデル	・表彰	「日本ベンチャーアワード2016」 経済産業大臣賞	-----	
		経営陣	・インセンティブ	・「農家の直売所」モデルの構築	特になし	-----
・代表取締役社長による保有	370,000株 (17.65%)			740,000株 (17.65%)		
・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	326,000株 (15.56%)			652,000株 (15.56%)		
・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	39百万円 (4名) (16/8期)			60百万円 (4名)		
・従業員数	52名 (単体) (16/8期末)			69名 (連結) 67名 (単体)		
従業員	・企業風土	・平均年齢	31.8歳 (単体) (16/8期末)	32.2歳 (単体)		
		・平均勤続年数	2.2年 (単体) (16/8期末)	2.6年 (単体)		
		・従業員持株会	37,500株 (1.78%)	61,000株 (1.45%)		
		・ストックオプション	なし	-----		
	・インセンティブ	なし	-----			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は17/8期上期または17/8期上期末、今回は17/8期または17/8期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示

(出所) 農業総合研究所有価証券報告書、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8月期は流通総額と営業利益が期初計画に達せず**

17/8期の連結業績は、売上高が1,659百万円(前期比38.9%増)、営業利益が131百万円(同16.3%減)、経常利益が130百万円(同19.6%減)、親会社株主に帰属する当期純利益が84百万円(同21.0%減)となった(前期比は16/8期の単体業績との比較)。

17/8期第3四半期決算公表時に、海外の「農家の直売所」を担当する子会社2社の重要性が増したことにより、17/8期からの連結決算への移行が発表された。

以下の記述は、国内の業績を示す単体決算を中心に行う。

17/8期の単体業績は、売上高が1,603百万円(前期比34.2%増)、営業利益が160百万円(同2.7%増)となった。期初計画に対する達成率は、売上高は102.7%、営業利益は94.5%となり、売上高はほぼ期初計画通りとなった一方、営業利益は期初計画を下回った。

国内の流通総額は7,058百万円(前期比27.8%増)となり、期初計画に対する達成率は94.1%に留まった。主要指標のうち、17/8期末の国内の店舗数は992店(前期末比312店増)、登録生産者数は6,830名(同1,065名増)となった。店舗の伸びが流通総額の増加を牽引した。それでも、期初計画を下回ったのは、同社によると、物流プラットフォームに原因があるとしている(「期中の変化」の項で後述)。

国内の取引別売上高は、委託販売システムが前期比26.2%増、買取委託販売が同105.3%増と、買取委託販売の増収が目立った。この結果、売上構成比は、委託販売が前期の80.1%から75.3%まで低下し、買取委託販売は前期の13.1%から20.0%まで上昇した。販売の増加に対して供給が追いつかず、販売する商品を確保するために買取委託販売を増やしたことが要因である。図表5に示した通り、同じ流通総額でも、買取委託販売の方が計上される売上高が大きくなるため、流通総額が計画を下回り、売上が計画を上回るようになった。

高利益率の委託販売システムの売上構成比の低下により、単体の売上総利益は前期比27.4%増に留まり、売上総利益率は前期比4.2%ポイント低下の80.2%となった。

また、今後の成長のために、期初の予定通りに増員を行ったため、国内の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比31.9%増となった。売上総利益の伸びでは販管費の増加はカバーしきれず、単体の営業利益は前期比2.7%増に留まり、売上高営業利益率は前期の13.1%から5.2%ポイント低下の7.9%となった。

なお、連結業績から単体業績を差し引いた分が海外の子会社の分となる。それによると、17/8 期第 4 四半期の 3 カ月分は、流通総額は 31 百万円、売上高が 56 百万円、売上総利益は 20 百万円、販管費が 50 百万円と推算され、海外子会社は 30 百万円の営業赤字でスタートしていることとなる。

## > 期中の変化

### ◆ 17 年 8 月期の流通総額の未達は物流プラットフォームが原因

図表 7 の流通総額に影響を与える要因のうち、17/8 期は、店舗が想定以上に増加した一方、生産者の増加は想定を下回っていた模様である。同社は、物流プラットフォームに原因があると指摘している。

従来、集荷場と店舗の間の物流計画は、集荷場ごとに組み立てられていた。しかし、店舗の増加に伴い、距離や配送時間の制約により、生産者が販売を希望する店舗に配送できない状況が散見されるようになった。さらに、店舗が増えるたびに物流計画を組み直す必要があり、オペレーションが回りきらない集荷場も生じた模様である。

また、大規模農家の増加により、出荷希望量の増加に対し、集荷場の物理的な処理能力（袋詰め等）が追いつかず、同社以外の流通ルートでの出荷に回さざるを得ないことも起きるようになった。

### ◆ 物流プラットフォームの再構築に向けた取り組み

物流プラットフォームの煩雑化の解消と、集荷場の能力増強を目的に、同社は物流プラットフォームの再構築に乗り出した。外食産業向けにカット野菜やホール野菜を販売するデリカフーズホールディングス（3392 東証一部、以下、デリカ）との業務提携（17 年 10 月）は、その文脈上にある。

業務提携により、デリカの保有する冷蔵センター内に、同社の物流拠点設けることとなる。各地の集荷場からデリカの拠点に農産物を集約し、デリカの拠点からスーパーマーケットの店舗に配送する体制を構築する。この体制となれば、集荷場からの物流の一本化、集荷場で行っていた作業の一部移管、集荷場増加のための増員の抑制（1 人当たり流通総額の増加）、店舗の増加へのスムーズな対応が可能になるとしている。

さらに、物流プラットフォームの再構築と並行して、IT プラットフォームの強化や人員増強を行うとしている。これらにより、20/8 期までに日本全国を網羅する体制を構築する予定で、同社は 18/8 期～19/8 期をそのための投資期間と位置づけている。

> 今後の業績見通し

◆ 18年8月期会社計画

18/8期の会社計画は、売上高2,270百万円(前期比36.8%増)、営業赤字100百万円(前期は131百万円の黒字)、経常赤字70百万円(同130百万円の黒字)、親会社株主に帰属する当期純損失70百万円(同84百万円の黒字)である(図表14)。

【図表14】農業総合研究所の業績計画

(単位:百万)

	16/8期	17/8期	17/8期	18/8期	19/8期	20/8期	前期比		
	単体	単体	連結	連結 会社計画	連結 中期計画	連結 中期計画	18/8期	19/8期	20/8期
流通総額	5,522	7,058	7,089	9,000	12,000	16,000	27.0%	33.3%	33.3%
売上高	1,195	1,603	1,659	2,270	-	-	36.8%	-	-
取引別(単体)									
委託販売システム	956	1,207	-	-	-	-	-	-	-
買取委託販売	156	320	-	-	-	-	-	-	-
卸販売	82	75	-	-	-	-	-	-	-
主要指標									
期末店舗数(店舗)	680	992	996	-	-	-	-	-	-
期末登録生産者数(名)	5,765	6,830	6,830	-	-	-	-	-	-
期末集荷場数(カ所)	57	69	69	-	-	-	-	-	-
売上総利益	1,009	1,285	1,305	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	84.4%	80.2%	78.7%	-	-	-	-	-	-
取引別(単体)									
委託販売システム	954	1,196	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	99.8%	99.1%	-	-	-	-	-	-	-
買取委託販売	36	70	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	23.4%	21.9%	-	-	-	-	-	-	-
卸販売	17	18	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	21.7%	24.9%	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	156	160	131	-100	50	360	-	-	620.0%
売上高営業利益率	13.1%	10.0%	7.9%	-4.4%	-	-	-	-	-
経常利益	162	160	130	-70	-	-	-	-	-
売上高経常利益率	13.6%	10.0%	7.9%	-3.1%	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	107	106	84	-70	-	-	-	-	-
売上高当期純利益率	9.0%	6.7%	5.1%	-3.1%	-	-	-	-	-

(出所) 農業総合研究所決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

連結の流通総額は前期比27.0%増の9,000百万円を見込む。店舗数や生産者数等の具体的な内訳の開示はないが、17/8期に引き続き、需要側である店舗数の増加が流通総額の増加を牽引する想定になっている模様である。

同社では、18/8期は20/8期に向けた投資の時期と位置づけている。そのため、単体では、物流プラットフォームの再構築のほか、ITプラットフォームの強化、日本全国を網羅する体制構築のための人員増強を行う予定としている。加えて、海外の子会社も事業拡大のために赤字が続く見込みであり、連結全体で費用が先行する。その結果、18/8期は100百万円の営業赤字になるとしている。

株主還元に関して、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続する。

#### ◆ 中期計画

中期計画として、これまで、19/8 期までの流通総額、売上高、営業利益が示されていたが、20/8 期までの流通総額と営業利益のみの公表となった。

流通総額は、18/8 期は前期比 27.0%増、19/8 期と 20/8 期は同 33.3%増と予想されている。

一方、利益面では、19/8 期に営業黒字を回復した後に利益成長軌道に乗る想定となっている。これは、同社が志向する「増員せずとも流通総額を増やす体制」が構築できるかどうかにかかっていると言えよう。人員（正社員）は、17/8 期の 67 名に対し、18/8 期は 100 名、19/8 期は 120 名、20/8 期は 130 名を予定しており、それがうまくいけば、20/8 期には、360 百万円の営業利益を達成できると同社は予想している。

#### ◆ 18 年 8 月期第 1 四半期決算

18/8 期第 1 四半期は、売上高 493 百万円、営業損失 40 百万円、経常損失 40 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失 20 百万円であった（前年同期は単体業績のため比較なし）。売上高の通期会社計画に対する進捗率は 21.7%となった。

なお、18/8 期第 1 四半期の単体業績は、売上高 458 百万円（前年同期比 32.0%増）、営業損失 24 百万円（前年同期は 26 百万円の黒字）となった。

国内の流通総額は 2,029 百万円（前年同期比 25.6%増）となった。主要指標のうち、18/8 期第 1 四半期末の国内の店舗数は 1,021 店（前期末比 29 店増）、登録生産者数は 7,107 名（同 277 名増）となった。店舗と登録生産者の両方の伸びによる流通総額の増加が続いている。

国内の取引別売上高は、委託販売システムが前年同期比 28.2%増、買取委託販売が同 76.0%増と、買取委託販売の増収が目立った。この結果、売上構成比は、委託販売が前年同期の 73.5%から 71.4%まで低下した一方、買取委託販売は前年同期の 15.3%から 20.3%まで上昇した。17/8 期後半より顕著になった、買取委託販売の増加が続いている。

買取委託販売の利益率は委託販売システムより低いため、売上構成比の変化により、売上総利益率は前年同期の 84.1%から 80.9%まで 3.2%

ポイント低下した。加えて、人員増や物流インフラ見直し、東京オフィス移転、会計システム入れ替え等、積極的に先行投資を行ったことで販管費が増加し、営業損失となった。

なお、当初より営業損失を見込んでいたこともあり、第1四半期決算公表時において、期初計画は据え置かれている。

#### ◆ 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、17/8期の実績を踏まえて、18/8期以降の業績予想を見直した。

18/8期は、売上高 2,206 百万円（前期比 32.9%増）、営業赤字 45 百万円（前期は 131 百万円の黒字）、経常赤字 45 百万円（前期は 130 百万円の黒字）、親会社株主に帰属する当期純損失 45 百万円（前期は 84 百万円の黒字）とした（図表 15）。連結決算に移行した影響もあるが、前回予想（単体）の売上高 2,144 百万円、流通総額 9,857 百万円、営業利益 239 百万円より下方修正となった。

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) 単体（国内）の全体の流通総額は、スーパー等の期末店舗数と1店舗当たり流通総額から算出した。その上で、全体の流通総額をどの取引によるものかに分けた。別途、登録生産者数と集荷場数を予想し、予想した流通総額との兼ね合いをチェックすることで、予想の整合性を確認した。

18/8期末の単体の店舗数は 1,175 店舗（17/8期末 992 店舗）、1店舗1カ月当たり流通総額は 68.5 万円（17/8期は 70.4 万円）とし、18/8期単体の流通総額を 8,906 百万円と予想した。他の主要指標は、18/8期末の登録生産者数は 7,900 名（17/8期末は 6,830 名）、集荷場数は 78 カ所（同 69 カ所）とした。また、単体の流通総額のうち、委託販売システムによるものは 94.5%になるものとした（17/8期は 94.4%）。

子会社部分では、店舗数は 10 店舗（17/8期末 4 店舗）、流通総額は 140 百万円とし、18/8期の連結の流通総額を 9,046 百万円とした（会社計画は 9,000 百万円）。

(2) 売上総利益率は、17/8期の 78.7%に対し、74.8%まで 3.9%ポイント低下するものとした。子会社の売上構成比の上昇もあり、高利益率の委託販売システムの連結売上高に対する売上構成比の低下を想定した。

(3) 販管費は、17/8 期の 1,174 百万円に対し、18/8 期は 1,696 百万円まで増加すると予想した。人員増による人件費の増加、物流費や業務委託費の増加のほか、連結子会社での費用も織り込んだ。

これらの結果、18/8 期の営業赤字は 45 百万円と予想した（会社計画では 100 百万円の営業赤字）。

19/8 期以降は、流通総額は年 25～27%の増加が続くものとした。店舗数の増加、すなわち需要サイドの拡充が流通総額の増加を牽引する展開を予想するが、物流プラットフォーム等の供給サイドが十分に対応できることが前提となる。

海外子会社での売上増もあり、売上高は 19/8 期は前期比 44.3%増、20/8 期は同 38.7%増と、流通総額の伸びを上回る展開を予想した。連結では、委託販売システムの売上構成比の低下に伴い、売上総利益率の低下は続くが、体制強化のための先行投資が終わることと、海外子会社の赤字縮小により、19/8 期に営業黒字を回復し、20/8 期には売上高営業利益率が 8.0%と、17/8 期の水準まで回復するものと予想した。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想

(損益計算書)

(単位：百万円)

	15/8期単	16/8期単	17/8期単	17/8期連	18/8期CE連	18/8期CE単	19/8期CE連	19/8期CE単	20/8期CE連	18/8期CE連	18/8期CE単	19/8期CE連	19/8期CE単	20/8期CE連	20/8期CE単
					(今回)	(前回)	(今回)	(前回)		(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)
<b>損益計算書</b>															
売上高	884	1,195	1,603	1,659	2,270	2,000	-	2,800	-	2,206	2,144	3,183	2,689	4,415	3,223
前期比	2.9%	35.2%	34.2%	38.9%	36.8%	28.2%	-	40.0%	-	32.9%	38.6%	44.3%	25.4%	38.7%	19.9%
単体 取引別															
委託販売システム	662	956	1,207	1,207	-	-	-	-	-	1,472	1,681	1,811	2,128	2,192	2,552
買取委託販売	90	156	320	320	-	-	-	-	-	411	393	1,289	490	2,136	601
卸販売	131	82	75	75	-	-	-	-	-	78	70	82	70	86	70
連結-単体	-	-	-	56	-	-	-	-	-	243	-	769	-	1,493	-
流通総額 (17/8期以降は連結ベース)	3,855	5,522	7,058	7,089	9,000	10,000	12,000	14,000	16,000	9,046	9,857	11,454	12,453	14,380	14,929
前期比	34.7%	43.2%	27.8%	28.4%	27.0%	33.3%	33.3%	40.0%	33.3%	27.6%	39.7%	26.6%	26.3%	25.5%	19.9%
うち、単体	3,855	5,522	7,058	7,058	-	10,000	-	14,000	-	8,906	9,857	10,954	12,453	13,260	14,929
前期比	34.7%	43.2%	27.8%	28.4%	-	33.3%	-	40.0%	-	26.2%	39.7%	23.0%	26.3%	21.1%	19.9%
<b>主要指標</b>															
期末店舗数 (店舗)															
連結	-	-	-	996	-	-	-	-	-	1,185	-	1,530	-	1,800	-
単体	471	680	992	992	-	-	-	-	-	1,175	1,375	1,500	1,700	1,750	2,000
連結-単体	-	-	-	4	-	-	-	-	-	10	-	30	-	50	-
期末登録生産者数 (名)	4,722	5,765	6,830	6,830	-	-	-	-	-	7,900	7,900	8,900	8,900	9,900	9,900
期末集荷場数 (力所)	51	57	69	69	-	-	-	-	-	78	74	88	83	98	92
売上総利益	694	1,009	1,285	1,305	-	-	-	-	-	1,651	1,772	2,358	2,237	3,164	2,682
前期比	50.9%	45.4%	27.4%	29.4%	-	-	-	-	-	26.4%	39.6%	42.8%	26.3%	34.2%	19.9%
売上総利益率	78.5%	84.4%	80.2%	78.7%	-	-	-	-	-	74.8%	82.6%	74.1%	83.2%	71.7%	83.2%
販売費及び一般管理費	649	852	1,124	1,174	-	-	-	-	-	1,696	1,532	2,306	1,905	2,811	2,258
売上高販管費率	73.5%	71.3%	70.1%	70.8%	-	-	-	-	-	76.9%	71.4%	72.5%	70.9%	63.7%	70.0%
営業利益	44	156	160	131	-100	250	50	350	360	-45	239	51	331	353	424
前期比	-	251.1%	2.7%	-16.3%	-	47.1%	-	40.0%	620.0%	-	59.0%	-	38.3%	581.4%	27.8%
売上高営業利益率	5.1%	13.1%	10.0%	7.9%	-4.4%	12.5%	-	12.5%	-	-2.1%	11.2%	1.6%	12.3%	8.0%	13.2%
経常利益	44	162	160	130	-70	-	-	-	-	-45	239	51	331	353	423
前期比	-	262.4%	-1.2%	-19.6%	-	-	-	-	-	-	59.1%	-	38.3%	581.1%	27.8%
売上高経常利益率	5.1%	13.6%	10.0%	7.9%	-	-	-	-	-	-2.1%	11.2%	1.6%	12.3%	8.0%	13.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	52	107	106	84	-70	-	-	-	-	-45	155	33	215	229	275
前期比	-	106.4%	-0.6%	-21.0%	-	-	-	-	-	-	59.1%	-	38.3%	581.1%	27.8%
売上高当期純利益率	5.9%	9.0%	6.7%	5.1%	-	-	-	-	-	-2.1%	7.3%	1.1%	8.0%	5.2%	8.5%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) 農業総合研究所有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	15/8期単	16/8期単	17/8期単	17/8期連	18/8期CE単	18/8期CE単	19/8期CE単	19/8期CE単	20/8期CE単	18/8期E単	18/8期E単	19/8期E単	19/8期E単	20/8期E単	20/8期E単	
					(今回)	(前回)	(今回)	(前回)		(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	
<b>貸借対照表</b>																
現金及び預金	297	726	747	880	-	-	-	-	-	605	703	518	814	814	1,025	
売掛金及び受取手形	230	296	383	401	-	-	-	-	-	504	558	855	620	886	792	
商品・貯蔵品	0	0	0	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
その他	5	10	7	13	-	-	-	-	-	13	10	13	10	13	10	
流動資産	534	1,033	1,138	1,295	-	-	-	-	-	1,124	1,272	1,387	1,445	1,714	1,829	
有形固定資産	6	3	14	14	-	-	-	-	-	13	3	12	3	11	3	
無形固定資産	5	24	28	32	-	-	-	-	-	92	116	127	152	159	184	
投資その他の資産	3	38	52	17	-	-	-	-	-	17	39	17	39	17	39	
固定資産	15	66	95	64	-	-	-	-	-	122	159	157	195	188	227	
資産合計	549	1,100	1,234	1,360	-	-	-	-	-	1,247	1,432	1,545	1,641	1,902	2,057	
買掛金	267	344	411	413	-	-	-	-	-	409	465	672	447	730	576	
未払法人税等	0	59	24	25	-	-	-	-	-	0	67	14	92	98	118	
未払金	78	70	86	90	-	-	-	-	-	80	80	90	90	100	100	
前受金	0	0	0	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
短期借入金	-	0	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
1年以内返済予定の長期借入金	37	31	28	28	-	-	-	-	-	23	23	24	24	11	11	
その他	28	29	35	54	-	-	-	-	-	54	29	54	29	54	29	
流動負債	413	536	587	610	-	-	-	-	-	567	666	856	685	995	836	
長期借入金	82	88	59	59	-	-	-	-	-	35	35	11	11	0	0	
その他	-	-	4	4	-	-	-	-	-	4	0	4	0	4	0	
固定負債	82	88	64	64	-	-	-	-	-	40	35	15	11	4	0	
純資産合計	53	475	582	685	-	-	-	-	-	639	729	673	945	902	1,220	
(自己資本)	53	475	582	603	-	-	-	-	-	558	729	592	945	821	1,220	
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>																
税金等調整前当期純利益	44	162	-	131	-	-	-	-	-	-45	239	51	331	353	423	
減価償却費	6	8	-	8	-	-	-	-	-	24	22	28	26	32	30	
売上債権の増減額 (-は増加)	55	-65	-	-102	-	-	-	-	-	-102	-176	-350	-62	-30	-172	
棚卸資産の増減額 (-は増加)	1	0	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
仕入債務の増減額 (-は減少)	-148	76	-	66	-	-	-	-	-	-3	132	263	-17	58	128	
未払金の増減額 (-は減少)	43	-7	-	18	-	-	-	-	-	-10	10	10	10	10	10	
法人税等の支払額	0	0	-	-86	-	-	-	-	-	-25	-58	-3	-90	-39	-122	
その他	12	4	-	20	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
営業活動によるキャッシュ・フロー	15	178	-	56	-	-	-	-	-	-162	169	0	197	384	299	
有形固定資産の取得による支出	-2	0	-	-13	-	-	-	-	-	-3	-3	-3	-3	-3	-3	
無形固定資産の取得による支出	-2	-23	-	-9	-	-	-	-	-	-80	-80	-60	-60	-60	-60	
投資有価証券の取得・売却による収支	0	-35	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
その他	0	-1	-	-11	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-4	-60	-	-34	-	-	-	-	-	-83	-83	-63	-63	-63	-63	
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	0	-	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
長期借入金の増減額 (-は減少)	14	0	-	-31	-	-	-	-	-	-28	-28	-23	-23	-24	-24	
株式の発行による収支	-	311	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
その他	-	-	-	120	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
財務活動によるキャッシュ・フロー	14	311	-	88	-	-	-	-	-	-28	-28	-23	-23	-24	-24	
換算差額	-	-	-	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	24	428	-	111	-	-	-	-	-	-274	58	-87	110	296	211	
現金及び現金同等物の期首残高	272	297	-	726	-	-	-	-	-	880	645	605	703	518	814	
現金及び現金同等物の期末残高	297	726	-	880	-	-	-	-	-	605	703	518	814	814	1,025	

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 農業総合研究所有価証券報告書、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

### ◆ 自然災害等のリスクはどうしてもつきまとう

野菜や果実といった農産物の流通を事業としているため、農産物がそもそも流通に乗らないという状況が発生しうる。気候不順や病虫害による不作、台風や水害等の自然災害によってそもそも収穫できない状況が該当する。その他、食中毒等により食材として扱われなくなる状況や、地震や土砂災害による交通インフラの破損で物流が滞る状況も考えられる。これらの結果、同社の流通総額に影響が及ぶ可能性がある。

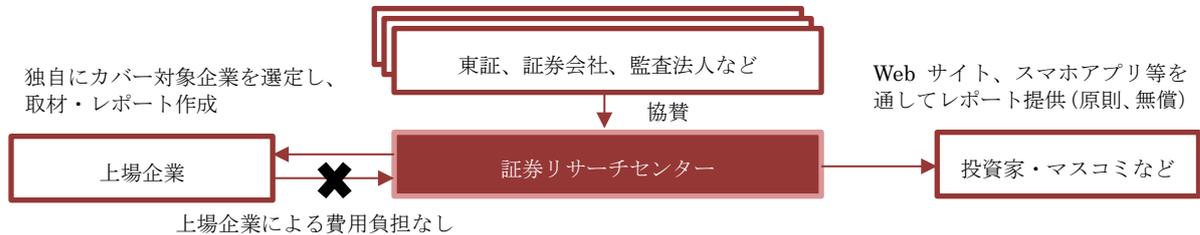
### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期について同社は現時点では未定としている。

## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

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

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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。