

ホリスティック企業レポート STIフードホールディングス 2932 東証スタンダード

アップデート・レポート
2023年4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 20230404

STIフードホールディングス(2932 東証スタンダード) 発行日:2023/4/7

セブン-イレブン向けが中心の研究開発型の水産食品メーカー
 注目点は引き続き、原材料価格の動向と遅延している滋賀工場の立ち上げ

> 要旨

◆ 会社概要

・STIフードホールディングス(以下、同社)は、水産原料素材の調達から製造・販売までを自社で一貫して行う水産食品メーカーである。セブン-イレブン向けの食品または食材を多く扱っている。

◆ 22年12月期決算

・22/12期決算は、売上高 27,567 百万円(前期比 5.0%増)、営業利益 1,488 百万円(同 13.6%減)となった。元々期初計画では減益を想定していたが、売上高が未達となったことや、原材料価格の上昇等の影響により、営業利益は期初計画の 1,500 百万円を若干下回った。

◆ 23年12月期業績予想

・23/12期業績について、同社は、売上高 30,000 百万円(前期比 8.8%増)、営業利益 1,800 百万円(同 20.9%増)を計画している。
 ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/12期の業績を、売上高 30,308 百万円(前期比 9.9%増)、営業利益 1,834 百万円(同 23.2%増)と、会社計画と若干上回る水準を予想した。会社想定通りに生産能力が拡大していくとともに、生産性向上等で原材料価格上昇の影響をカバーすることによって売上総利益率が改善するという前提で予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、生産能力の拡大により、売上高は 24/12期は前期比 11.1%増、25/12期は同 13.8%増、売上高営業利益率は 24/12期 6.3%、25/12期 6.7%と予想した。
 ・同社は生産能力の拡大を成長戦略の根幹に置いている。目下の課題は、建設計画の見直しが生じた滋賀工場の立ち上げである。計画の遅延に対しては、短期的には既存工場の生産能力引き上げで対応するが、中期的な成長戦略に影響を与えうため、着工時期等、滋賀工場建設の動向に注目したい。また、費用面では、為替の変動を含めた原材料価格や労務費、電気代をはじめとする水道光熱費の動向にも注意を払ってきたい。

【2932 STIフードホールディングス 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)
2021/12	26,264	13.9	1,723	30.2	1,745	36.8	1,110	33.4	200.0	945.7	55.0
2022/12	27,567	5.0	1,488	-13.6	1,528	-12.4	1,006	-9.4	174.2	1,046.5	55.0
2023/12 CE	30,000	8.8	1,800	20.9	1,800	17.8	1,150	14.3	194.1	-	55.0
2023/12 E	30,308	9.9	1,834	23.2	1,870	22.4	1,195	18.8	201.6	1,193.2	55.0
2024/12 E	33,673	11.1	2,123	15.8	2,162	15.6	1,382	15.6	233.2	1,371.4	55.0
2025/12 E	38,315	13.8	2,576	21.3	2,620	21.2	1,674	21.2	282.5	1,599.0	55.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、2022/12期より新収益認識基準適用。2022/12期の前期比は適用前の2021/12期の金額との比較

アップデート・レポート

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。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。

アナリスト: 藤野敬太

+81 (0) 3-6812-2521

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】

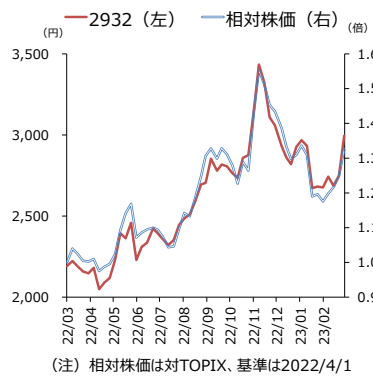
	2023/3/31
株価 (円)	2,996
発行済株式数 (株)	5,926,300
時価総額 (百万円)	17,755

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	17.2	14.9	12.8
PBR (倍)	2.9	2.5	2.2
配当利回り (%)	1.8	1.8	1.8

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	11.6	-2.1	37.4
対TOPIX (%)	11.1	-7.6	33.5

【株価チャート】



> 事業内容

◆ 水産品に特化した食品メーカーでセブン - イレブン向けが中心

STIフードホールディングス(以下、同社)は、水産品に特化した食品・食材メーカーである。水産原材料の調達から製造・販売までを一貫して行い、常温(ドライ)、冷蔵(チルド)、冷凍(フローズン)の3温度帯の消費者向け最終製品を小売チェーン店に販売している。セブン - イレブン向けの最終製品が多い。

前身の水産商社の新東京インターナショナルの時代より、水産品の輸入と製造で拡大してきた。新東京インターナショナルは、為替予約の失敗により10年に民事再生法の適用を受けたが、スポンサーの極洋(1301 東証プライム)の下で、為替リスクを負う水産商社の事業を切り離し、食品と食材の製造に事業を集約して再建を果たした。その後、セブン - イレブン向けの製品で業績を拡大してきた。現在は、同社と連結子会社6社、非連結子会社1社でグループを構成している。

◆ 売上高の約8割が食品によるもの

同社は食品製造販売事業の単一の事業セグメントだが、食品と食材の製品分類別に売上高を公表している(図表1)。最終製品の製造を担う食品が全体の売上高の約8割を占めている。

【図表1】製品分類別売上高

(単位:百万円)

製品分類	売上高(連結)								
	20/12期	21/12期	22/12期	前期比			売上構成比		
				20/12期	21/12期	22/12期	20/12期	21/12期	22/12期
食品	19,190	21,779	22,248	22.3%	13.5%	2.2%	83.2%	82.9%	80.7%
食材	3,871	4,485	5,319	-21.8%	15.9%	18.6%	16.8%	17.1%	19.3%
合計	23,062	26,264	27,567	11.7%	13.9%	5.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 22/12期より新収益認識基準適用。22/12期の前期比は適用前の21/12期の金額との比較
(出所) STIフードホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 製品分類(1): 食品

食品は、コンビニエンスストア向けを中心とした水産惣菜と、水産原材料を用いた缶詰・レトルト製品に分類される。

水産惣菜は、一部に冷凍惣菜もあるが、チルド(冷蔵)惣菜が主である。電子レンジで温めるだけで食べられる焼魚が代表例である。サーモン、サバ、イワシ、イカ、タコ、赤魚、ムール貝等の国内外で水揚げされた原料を、後述する自社一貫生産体制のもとで加工している点が同社の特徴となっている。

特殊な包装技術を導入するなどの工夫を重ね、14年に一般的に2~3日間と言われていたチルド惣菜の消費期限を、保存料を使うことなく10日間まで延ばすことを実現した。この技術上のブレイクスルーは、販売機会損失の抑制やフードロス(食品廃棄)といった社会的課題の解消につながるとして顧客企業に受け入れられ、需要が拡大してきた。

チルド惣菜以外では缶詰・レトルト製品も取り扱っている。特に缶詰は、保存用商品というよりは、日常使いの惣菜としての製品を投入している。例えば、DHAやEPA等の不飽和脂肪酸を多く含んだサバやサンマのオリーブオイルを豊富に使用した缶詰や、カルシウムが豊富な骨をそのまま食べられるようにした鮭の中骨缶詰等は、ヘルシー食品として需要を伸ばしている。

◆ 製品分類 (2) : 食材

食材は、主にコンビニエンスストア向けのおにぎり、弁当、パスタ、サラダ等に使われる水産食材であり、食材商社経由でデイリー惣菜メーカーに供給している。製品はサーモンフレーク、イクラ、辛子明太子等である。味や食感、鮮度を重視した加工が特徴で、そのための製法技術に関する特許を複数保有している。

◆ 顧客

同社の製品は、最終的にセブン-イレブンの店舗で販売されるものが多い。そのため、セブン-イレブン・ジャパン及びセブン-イレブン・ジャパンが指定する販売先3社(バンダーサービス、三井食品、リテールシステムサービス)の合計4社の売上構成比は21/12期85.4%、22/12期86.0%と高い水準となっている。中でもセブン-イレブン・ジャパンへの直接販売の割合は、21/12期、22/12期とも65.4%と高い水準が続いている(図表2)。

【図表2】セブン-イレブン・ジャパン関連の売上高の推移

(単位:百万円)

	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期
セブン-イレブン・ジャパン	8,677	10,441	14,303	17,189	18,039
【以下、セブン-イレブン・ジャパンが指定する販売先】					
バンダーサービス	4,556	4,748	3,801	3,929	4,725
三井食品	—	2,215	—	—	—
リテールシステムサービス	—	—	—	—	—
全社売上高	17,843	20,644	23,062	26,264	27,567
セブン-イレブン・ジャパンの売上構成比	48.6%	50.6%	62.0%	65.4%	65.4%
上記4社合計の売上構成比	83.5%	84.9%	84.9%	85.4%	86.0%

(注) 三井食品の18/12期と20/12期と21/12期、リテールシステムサービスは売上構成比が10%未満のため、金額の開示なし
(出所) STIフードホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

セブン-イレブン・ジャパンは、10年頃より、魚惣菜として焼き魚や煮魚を取り扱うようになり、セブン&アイグループのプライベートブランド「セブンプレミアム」の1ジャンルとして展開してきた。

開始当初から商品の品質と味にこだわり、素材の本来のおいしさを実現することを基本コンセプトとし、原材料や製造方法、商品パッケージだけでなく、配送の仕組みを変更するなどの工夫を重ねてきた。その結果、食の安全や健康に対するニーズの高まりを捉え、中高年層や女性客を中心に購買層を広げ、販売を拡大してきた。「セブンプレミアム」の魚惣菜の年間販売量は5,000万食を超えている。

セブン-イレブン・ジャパンの魚惣菜シリーズは店頭のカスタマーや売れ筋商品についての考え方を大きく変えたと言われるが、この展開を供給メーカーとして支えてきたのが当社である。

◆最大の強みは自社一貫生産体制

同社の最大の競争力の源泉は、一貫生産体制にある。生産工程を外部に委託せず、自社工場にて、チルド温度帯での下処理、骨取り、加熱調理、冷却、包装までを一貫して行っている。このことで、製品の鮮度、食感、旨味、美味しさのすべてを最大化する全体最適な工程を作り上げ、製品の美味しさの追求と品質向上につなげている。同時に、新製品の開発可能性の幅を広げることに寄与している。

特に調理の工程においては、温度管理の徹底と、質を落とす行為である解凍回数の減少によって、品質向上を図っている。

また、一貫生産体制を敷いていることにより、素材を使い切る製品ポートフォリオの構築を可能にし、フードロス対応と同時に原材料コスト低減と新製品開発につなげている。

生産を担うグループ会社は5社あり、東北、関東、東海、九州地域に製造拠点を有している(図表3)。グループ工場ごとに異なる得意分野、製造能力、物流効率を勘案しながら、常温(ドライ)、冷蔵(チルド)、冷凍(フローゼン)の3温度帯での食品、食材の製造の最適化を図っている。

M&Aを含めてグループ全体として、製造拠点を増やすとともに、生産能力を高めてきた。22/12期末には1日当たり79.0万食の生産能力となった(図表4)。

【図表3】STIフードホールディングスの製造拠点

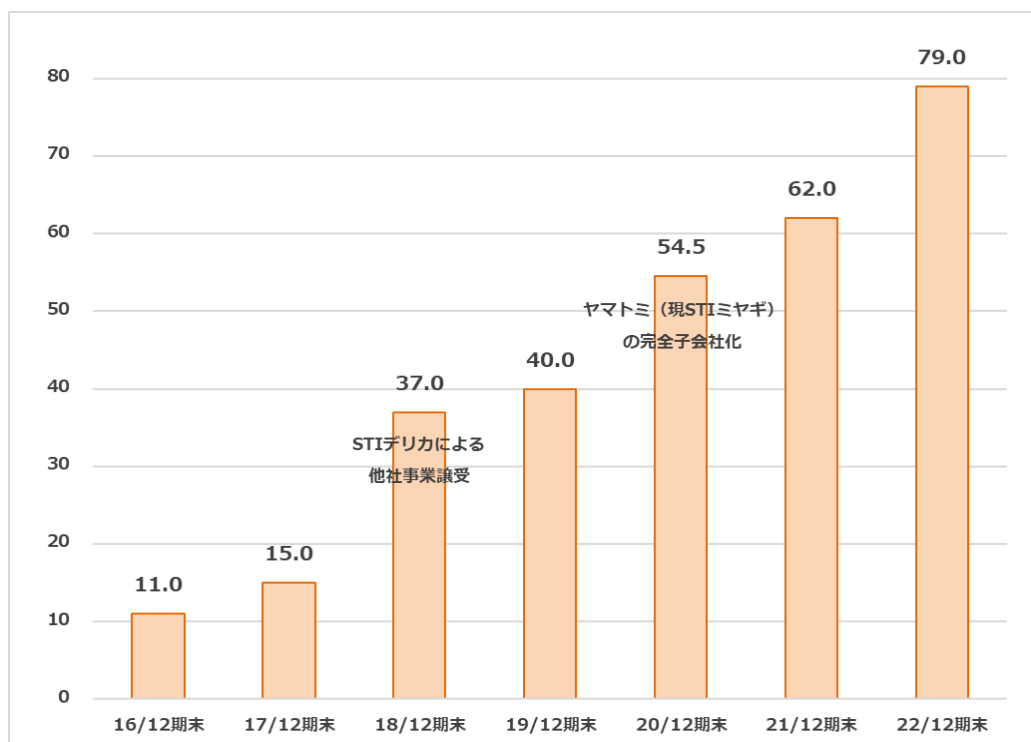
会社	地域	工場	製品分野と製造しているもの		
			食品	食材	一次加工原料
STIミヤギ	宮城県	石巻工場 ヤマトミ第1工場 ヤマトミ第2工場	「セブンプレミアム」水産惣菜 缶詰 スモーク製品等	おにぎり/弁当/パスタ/サラダ用食材	STIフード、STIエナックで使われる 水産原料の一次加工
STIフード	千葉県	船橋工場	「セブンプレミアム」水産惣菜	-----	-----
STIデリカ	埼玉県	白岡工場	「セブンプレミアム」水産惣菜	-----	-----
STIサンヨー	静岡県	焼津工場 SPF工場	缶詰 レトルト製品	-----	-----
STIエナック	福岡県	福岡第1工場 福岡第2工場	「セブンプレミアム」水産惣菜	おにぎり/弁当/パスタ/サラダ用食材	-----
STIエナック	滋賀県	滋賀工場(予定)	「セブンプレミアム」水産惣菜(予定)	-----	-----

(注) 滋賀工場(予定)は建設用地を取得済み

(出所) STIフードホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

【図表4】STIフードホールディングスの生産能力

(単位:万食/日)



(出所) STIフードホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 調達

同社は、必要なサイズ、必要な数量を安定的に調達できるよう、その時々々の相場価格で複数の商社や問屋から広く調達できる体制を構築している。なお、調達時には、同社グループの現地社員の立ち合いのもとで素材の検品や加工状況の確認を行い、品質を担保するようにしている。

また、同社は海外に 2 社の子会社を持っている。米国ワシントン州にある STI AMERICA Inc.は北米での水産原材料の買い付けを、チリのロス・ラゴス州にある STI CHILE S.A. (非連結子会社)は、鮭等のチリ産の養殖品の検品をそれぞれ担っている。

◆ 研究開発・商品開発

同社は研究開発型の企業としての性格が強い。特に新しい製造方法の確立を突破口として、新製品開発につなげていくことを得意としている。

同社の前身企業が 97 年に「イクラの静菌保冷方法」を開発し、それまで使うことができなかつたイクラを、コンビニ向けおにぎりに使うことができるようになった。

14 年に開発した「三段階焼成・ガス置換パック技術」では、一般的に 2～3 日間と言われているチルド惣菜の消費期限を、保存料を使うことなく 10 日間まで延ばすことを可能にし、セブンプレミアムの魚惣菜の拡販に大きく貢献した。また、18 年には、一般家庭でつくるのと同様の食感や風味を出すことができる「ホットパック技術」を確立し、紅鮭フレークや熟成炙りたらこといったおにぎり具材に使用されている。

こうした同社が開発した製造方法は適宜特許申請されている。特許庁の「特許情報プラットフォーム」において検索すると、22 年 5 月時点で、「STI フードホールディングス」のものとして登録されているものは 9 件、「新東京インターナショナル」のものとして登録されているものは 4 件ある (申請中も含む) (図表 5)。

【図表5】保有する特許

出願人	出願年月	出願番号	発明の名称
STIフードホールディングス	21年6月	特願2021-102042	サケの切り身の軟らか焼成品とその製造方法
	20年4月	特願2020-079885	バック入り焼成魚肉フレークとその製造方法
	19年1月	特願2019-565132	バック入り焼成魚肉フレークとその製造方法
	18年4月	特願2019-512550	鶏肉又は豚肉の軟らか加熱調理品とその製造方法
	18年2月	特願2018-567518	魚の切り身の軟らか焼成品とその製造方法
	18年1月	特願2018-565506	ウナギ目に属する魚の軟らか加熱調理品とその製造方法
	18年1月	特願2018-561445	魚介類の軟らか煮付け品とその製造方法
	17年12月	特願2018-559474	魚の切り身の軟らか煮付け品とその製造方法
	16年11月	特願2017-552690	サケの切り身の軟らか焼成品とその製造方法
新東京インターナショナル	04年3月	特願2004-085304	薄塩魚卵とその製造方法
	01年9月	特願2001-270216	魚介類の養殖臭有無の判別方法および養殖場の管理方法
	97年8月	特願平09-241712	イクラの静菌保冷方法
	92年3月	特願平04-078748	鱈の白子を処理する方法

(出所) 特許庁「特許情報プラットフォーム」にて、「STIフードホールディングス」、「新東京インターナショナル」で検索したもの。そのため、他の出願人名義のものが存在する可能性あり

(出所) 特許庁「特許情報プラットフォーム」より証券リサーチセンター作成

◆ 品質管理

同社は、数値に基づく品質管理や、製品コード番号から製造した場所や日時、使用原材料等を遡って調べることができるトレース管理を実践している。また、すべての商品において、内装工程前に印字検査や X 線検査等の各種検査を実施し、加えて目視確認を行うことで品質確保に努めている。

こうした品質管理は、98 年以降のセブン・イレブン・ジャパンとの取引を通じて培われてきたという側面もあり、厳しいとされるセブンプレミアムの規格にも耐える品質管理が行われている。

> 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6のようにまとめられる。

「脅威」の項目に「水産原材料以外の物価上昇圧力」と「対象とする魚介類の漁獲量の急激な変動」を追加した。

【図表6】SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・下処理から包装までの自社一貫生産体制 <ul style="list-style-type: none"> - 品質向上のための工程改善が可能 - フードロスの削減が可能 ・水産原材料の調達力 <ul style="list-style-type: none"> - 多様な調達ルート、目利き力 ・特許を取得するほどの高い製造技術や生産管理ノウハウ ・主要顧客であるセブン- イレブン・ジャパンとの強力なパートナー関係 ・水産ビジネスに深い知見を持つ創業社長のコミットメント
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> ・メーカーとしての供給責任のプレッシャー <ul style="list-style-type: none"> - 拡大が見込まれる需要に対して生産能力を増強し続けなくてはならない状況 ・創業者である代表取締役社長への依存度の高さ
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・中食市場の拡大 ・セブン- イレブン・ジャパンとの取引拡大 <ul style="list-style-type: none"> - セブン- イレブンの「セブンプレミアム」の拡販 - 焼き魚以外のジャンルの新製品の投入の余地 ・生産能力の増強による規模拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 既存の工場での能力増強 - 新たな工場の取得 ・セブン- イレブン以外の販路拡大の余地(自社EC通販を含む) ・海外展開(台湾、北米) ・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> ・工場の稼働に影響を及ぼすことが発生する可能性 <ul style="list-style-type: none"> - サプライチェーンの混乱(水産原材料の調達難、調達先のトラブル、物流の混乱等) - 工場の労働力の不足 - 自然災害等による工場または工場周辺の交通網の被災 ・水産原材料の価格の急激な変動 ・水産原材料以外の物価上昇圧力(新規) ・対象とする魚介類の漁獲量の急激な変動(新規) ・セブン- イレブン・ジャパンの方針転換の可能性 ・M&Aが思ったような成果をあげない可能性 ・新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の可能性と、その影響による先行きの不透明さ

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 現在のビジネスモデルを確立した創業者が知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表7に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「現在のビジネスモデルを確立した創業者」である。

前身の会社の創業から34年が経過しているが、当初は、水産品の輸入販売を中心に、創業者が陣頭に立って、他社がやらないことを手掛けながら業容を拡大していった。その過程で、製造技術の開発にも踏み込んでいった。同社が取得した「イクラの静菌保冷方法」の特許も97年8月に出願されたものであり、この頃より、製造技術も重視する現在の研究開発型の企業となる素地が出来上がっていったものと思われる。

こうした中、98年1月にセブン-イレブン・ジャパンとの取引が始まった。その後一時、民事再生法適用による再建の期間はあったものの、同社最大の関係資本が築かれることとなった。

なお、セブン-イレブン・ジャパンとの取引量の拡大に応じて、自社一貫生産体制が強化されていき、需要拡大と生産体制強化が相互に作用する関係となっていた。

【図表7】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 ・セブン-イレブン・ジャパンとの取引	・売上高に占めるセブン-イレブン・ジャパン向けの割合	65.4%	65.4%
		・セブン-イレブン・ジャパンとの取引歴	85.4%(指定3社を含む)	86.0%(指定3社を含む)
			98年1月の取引開始から24年	98年1月の取引開始から25年
	ブランド ・自社の商品のブランド	・自社EC通販で販売している自社商品のブランド	焼き魚シリーズ「ichibi」 缶詰シリーズ「STONE ROLLS」	-----
ネットワーク ・水産品の調達先	・仕入先の数等	国内外にあるが開示なし	-----	
組織資本	プロセス ・自社一貫生産体制	・生産能力	日産62.0万食	日産79.0万食
		・生産能力に対する稼働率	67%	61%
		・製造拠点	グループ会社5社が9工場を展開	-----
		・設備投資額	835百万円	894百万円
	・調達	・海外の調達拠点	2カ所(米国、チリ)	-----
	・開発体制	・特になし	特になし	-----
	知的財産 ノウハウ ・研究開発型企業としてのノウハウの蓄積	・特許庁の「特許情報プラットフォーム」に登録されている特許の数	「STIフードホールディングス」での登録9件 「新東京インターナショナル」での登録4件 (22年5月時点)	「STIフードホールディングス」での登録9件 「新東京インターナショナル」での登録4件 (23年3月時点)
	・最初の特許の取得からの年数	97年8月の「生鮮イクラの静菌管理技術」 から24年経過	97年8月の「生鮮イクラの静菌管理技術」 から25年経過	
	・研究開発費	なし	-----	
人的資本	経営陣 ・現在のビジネスモデルを確立した創業者	・前身となる企業の創業以来の年数	88年12月の会社設立より33年経過	88年12月の会社設立より34年経過
	従業員 ・企業風土	・従業員数	連結285人 単体87人	連結283人 単体95人
		・平均年齢	41.9歳(単体)	42.9歳(単体)
		・平均勤続年数	3.5年(単体)	4.0年(単体)
		・平均年間給与	692万円(単体)	693万円(単体)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は21/12期または21/12期末、今回は22/12期または22/12期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示。

(出所) STIフードホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイト、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

◆ 22年12月期実績は期初計画からの乖離が小さく前期比減益

22/12 期業績は、売上高 27,567 百万円（前期比 5.0%増）、営業利益 1,488 百万円（同 13.6%減）、経常利益 1,528 百万円（同 12.4%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,006 百万円（同 9.4%減）となった。期初会社計画に対する達成率は、売上高 98.5%、営業利益 99.2%、経常利益 101.9%、親会社株主に帰属する当期純利益 105.9%であった。

同社は 22/12 期から新収益認識基準を適用している。適用により、有償支給取引及び有償受給取引について収益認識の方法に変更があり、適用前と比較して、売上高 341 百万円の減少があり、同額の売上原価が減少するという影響はあったが、売上総利益以下の利益、及び利益剰余金の期首残高への影響はなかった。

製品区分別売上高は、食品が前期比 2.2%増、食材が同 18.6%増となった。「時短ニーズ」や新型コロナウイルス禍による「巣ごもり需要」といった需要面での動きは堅調だったが、22 年 1 月に発生した船橋工場の火災の影響のほか、22 年末にかけての鯖の不漁によって高価格の金華鯖（きんかさば）の缶詰の販売が振るわず、売上高は伸び悩んだ。

売上総利益率は前期比 0.8%ポイント低下の 26.8%となった。21/12 期第 3 四半期以降顕著になった原材料費上昇の影響が続いた。四半期別では、21/12 期第 2 四半期まで 29%台で推移していたが、調達先のベトナムでのロックダウンや世界での需要回復による原材料の獲得競争等により、第 3 四半期 26.3%、第 4 四半期 26.0%と大きく低下した。22/12 期に入り、第 1 四半期 27.0%、第 2 四半期 27.1%、第 3 四半期 27.8%といくらか回復したものの、金華鯖の不漁等により第 4 四半期 25.4%と再度大きく低下した。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比 6.6%増、売上高販管費率は同 0.3%ポイント上昇の 21.4%となった。期初計画では販管費の計画値は開示されていなかったが、ほぼ計画通りだったようである。21/12 期に大幅に増加した運賃も同 2.9%増に留まった。

これらより、22/12 期通期の売上高営業利益率は前期比 1.2%ポイント低下の 5.4%となった。

> 最近の変化

◆ 設備投資計画の進捗

同社は生産能力の拡大を成長戦略の根幹に置いており、そのために、22/12 期の期初に公表された 24/12 期までの設備投資計画には、近畿

圏工場（滋賀工場）と首都圏工場の新設が盛り込まれ、また、中期的には、首都圏工場の後には、北米工場の新設も視野に入れているとしていた。

滋賀工場については、22年5月に、滋賀県愛知郡に土地を取得し、23/12期中の稼働開始を計画していた。しかし、琵琶湖のそばの住宅街にある関係で、雨水貯水槽の見直しやより強力な近隣対応が必要となり、設計見直しの必要に迫られている。現在、開発承認に向けて対応しているが、稼働開始時期の延期を余儀なくされている。

滋賀工場の稼働開始時期の遅延は生産能力増強計画にも影響を与える。23/12期はSTIフード及びSTIエナックの既存工場能力増強で、24/12期はまだ稼働率が低いSTIミヤギの稼働率上昇を中心に生産能力を増強し、拡大する需要に対応していく。中期的には、M&Aによる工場の取得について検討を続けていく方針である。

＞ 今後の業績見通し

◆ 23年12月期会社計画

23/12期の会社計画は、売上高 30,000 百万円（前期比 8.8%増）、営業利益 1,800 百万円（同 20.9%増）、経常利益 1,800 百万円（同 17.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,150 百万円（同 14.3%増）である（図表 8）。

売上高及び費用の内訳の開示はないが、売上高の増加は生産数量の増加によるところが大きい。22/12期は、期末の1日当たり生産能力 79.0 万食、最大稼働日の稼働率 61%、1日当たり生産数量 46.0 万食であったが、23/12期は、期末の1日当たり生産能力 86.0 万食、最大稼働日の稼働率 61%、1日当たり生産数量 52.0 万食を計画している。生産能力の増強については、滋賀工場が着工に至っていない状況にあるが、STIフードやSTIエナックの既存工場での増強により、この遅延をカバーしていくことを想定している。

費用面では、原材料価格の上昇や円安といった原価上昇要因を慎重に見ているものの、引き続き生産性向上や歩留まり改善を図るとともに、一部商品の値上げによって、売上総利益率の改善を図っていく方針である。これらの結果、売上高営業利益率は同 0.6%ポイント上昇の 6.0%になると同社は予想している。

1株当たりの配当金額は、22/12期と同じ 55.0 円を予定している。配当性向は 22/12期の 31.6%に対し、23/12期は 28.3%になる見込みである。

【図表8】STIフードホールディングスの23年12月期の連結業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前		「収益認識に関する会計基準」適用後		
	20/12期	21/12期	22/12期	22/12期会社計画	
	実績	実績	実績	期初	前期比
売上高	23,062	26,264	27,567	30,000	8.8%
食品	19,190	21,779	22,248	-	-
売上構成比	83.2%	82.9%	80.7%	-	-
食材	3,871	4,485	5,319	-	-
売上構成比	16.8%	17.1%	19.3%	-	-
売上総利益	6,190	7,257	7,388	-	-
売上総利益率	26.8%	27.6%	26.8%	-	-
販売費及び一般管理費	4,866	5,534	5,900	-	-
売上高販管費率	21.1%	21.1%	21.4%	-	-
営業利益	1,323	1,723	1,488	1,800	20.9%
売上高営業利益率	5.7%	6.6%	5.4%	6.0%	-
経常利益	1,276	1,745	1,528	1,800	17.8%
売上高経常利益率	5.5%	6.6%	5.5%	6.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	832	1,110	1,006	1,150	14.3%
売上高当期純利益率	3.6%	4.2%	3.7%	3.8%	-

(注) 22/12期より新収益認識基準適用。22/12期の前期比は新基準適用前の21/12期実績値との比較

(出所) STIフードホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆証券リサーチセンターの業績予想：23年12月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では23/12期以降の業績予想を見直すとともに、25/12期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の23/12期業績について、売上高30,308百万円（前期比9.9%増）、営業利益1,834百万円（同23.2%増）、経常利益1,870百万円（同22.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益1,195百万円（同18.8%増）と会社計画を若干上回る予想とした（図表9）。

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) 売上高については、同社が計画している生産能力及び稼働率をもとに算出した生産量をもとに予想した。同社の計画通り、23/12期末の生産能力は日産86.0万食、期中平均生産能力は82.5万食とし、最大稼働日の稼働率は61.0%とした。
- (2) 売上総利益率は前期比0.2%ポイント上昇の27.0%とした。原材料価格の上昇や円安の影響を生産性向上や歩留まり上昇といった同社の利益率改善策である程度は相殺できるも

のとした。

- (3) 販管費は人員増による人件費の増加や運賃の増加等により前期比 7.6%増としたが、増収率を下回るため、売上高販管費率は同 0.5%ポイント低下の 20.9%とした。これらの結果、23/12 期の売上高営業利益率は同 0.7%ポイント上昇の 6.1%と予想した(会社計画は 6.0%)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24 年 12 月期以降

24/12 期は前期比 11.1%増収、25/12 期は同 13.8%増収とした。1 日当たりの生産能力は 24/12 期末 100.0 万食、25/12 期末 115.0 万食、最大稼働日の稼働率は 24/12 期 62.0%、25/12 期 63.0%として予想を組み立てた。

売上総利益率は、25/12 期まで 23/12 期と同じ 27.0%で推移するものとし、売上高販管費率は 24/12 期は前期比 0.2%ポイント上昇の 20.7%、25/12 期は同 0.4%ポイント低下の 20.3%となり、売上高営業利益率は 24/12 期は同 0.2%ポイント上昇の 6.3%、25/12 期は同 0.4%ポイント上昇の 6.7%へと上昇していくものと予想した。

【図表9】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後					
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期CE	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E (今回)	24/12期E (前回)	25/12期E
損益計算書										
売上高	20,644	23,062	26,264	27,567	30,000	30,308	34,267	33,673	39,346	38,315
前期比	15.7%	11.7%	13.9%	5.0%	8.8%	9.9%	22.1%	11.1%	14.8%	13.8%
区分別										
食品	15,695	19,190	21,779	22,248	-	24,549	29,984	27,275	35,018	31,035
前期比	19.7%	22.3%	13.5%	2.2%	-	10.3%	24.3%	11.1%	16.8%	13.8%
構成比	76.0%	83.2%	82.9%	80.7%	-	81.0%	87.5%	81.0%	89.0%	81.0%
食材	4,949	3,871	4,485	5,319	-	5,758	4,283	6,397	4,328	7,279
前期比	4.7%	-21.8%	15.9%	18.6%	-	8.3%	9.0%	11.1%	1.0%	13.8%
構成比	24.0%	16.8%	17.1%	19.3%	-	19.0%	12.5%	19.0%	11.0%	19.0%
主要顧客										
セブン-イレブン・ジャパン	10,441	14,303	17,189	18,039	-	-	-	-	-	-
構成比	50.6%	62.0%	65.4%	65.4%	-	-	-	-	-	-
バンダーサービス	4,748	3,801	3,929	4,725	-	-	-	-	-	-
構成比	23.0%	16.5%	15.0%	17.1%	-	-	-	-	-	-
三井食品	2,215	-	-	-	-	-	-	-	-	-
構成比	10.7%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
参考指標										
期末生産能力(日産)(千食)	400	545	620	790	860	860	885	1,000	1,085	1,150
期中平均生産能力(日産)(千食)	385	473	583	705	825	825	838	930	985	1,075
期末稼働率	-	55.0%	67.0%	61.0%	61.0%	61.0%	59.0%	62.0%	57.0%	63.0%
売上総利益	4,791	6,190	7,257	7,388	-	8,183	9,355	9,091	10,741	10,345
前期比	16.6%	29.2%	17.2%	1.8%	-	10.8%	22.1%	11.1%	14.8%	13.8%
売上総利益率	23.2%	26.8%	27.6%	26.8%	-	27.0%	27.3%	27.0%	27.3%	27.0%
販売費及び一般管理費	4,260	4,866	5,534	5,900	-	6,349	7,543	6,968	8,459	7,768
前期比	24.2%	14.2%	13.7%	6.6%	-	7.6%	22.8%	9.8%	12.1%	11.5%
売上高販管費率	20.6%	21.1%	21.1%	21.4%	-	20.9%	22.0%	20.7%	21.5%	20.3%
営業利益	531	1,323	1,723	1,488	1,800	1,834	1,811	2,123	2,282	2,576
前期比	-21.7%	139.3%	30.2%	-13.6%	20.9%	23.2%	19.2%	15.8%	26.0%	21.3%
売上高営業利益率	2.6%	5.7%	6.6%	5.4%	6.0%	6.1%	5.3%	6.3%	5.8%	6.7%
経常利益	591	1,276	1,745	1,528	1,800	1,870	1,834	2,162	2,305	2,620
前期比	-16.8%	115.8%	36.8%	-12.4%	17.8%	22.4%	19.0%	15.6%	25.7%	21.2%
売上高経常利益率	2.9%	5.5%	6.6%	5.5%	6.0%	6.2%	5.4%	6.4%	5.9%	6.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	456	832	1,110	1,006	1,150	1,195	1,161	1,382	1,459	1,674
前期比	-10.0%	82.6%	33.4%	-9.4%	14.3%	18.8%	20.2%	15.6%	25.7%	21.2%
売上高当期純利益率	5.6%	3.6%	4.2%	3.7%	3.8%	3.9%	3.4%	4.1%	3.7%	4.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

22/12期より新収益認識基準適用。22/12期以降の業績予想は、今回は新基準、前回は旧基準による

(出所) S T I フードホールディングス有価証券届出書、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

【図表 10】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後					
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期CE	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E (今回)	24/12期E (前回)	25/12期E
貸借対照表										
現金及び預金	1,541	2,598	3,293	2,686	-	3,155	3,495	2,298	4,283	2,136
受取手形及び売掛金 (21/12期まで)	2,258	2,655	2,935	-	-	-	-	-	-	-
受取手形・売掛金及び契約財産 (22/12期以降)	-	-	-	3,394	-	3,727	3,837	4,141	4,406	4,712
たな卸資産	1,170	1,352	1,793	2,906	-	3,212	2,100	3,569	2,411	4,061
その他	185	169	184	151	-	151	184	151	184	151
流動資産	5,155	6,775	8,206	9,139	-	10,247	9,618	10,160	11,286	11,062
有形固定資産	3,125	3,741	3,833	4,035	-	4,029	5,154	5,752	5,488	6,791
無形固定資産	546	502	443	360	-	355	472	372	521	378
投資その他の資産	373	304	294	271	-	271	387	271	417	271
固定資産	4,045	4,548	4,571	4,666	-	4,656	6,015	6,395	6,427	7,441
資産合計	9,200	11,324	12,777	13,806	-	14,903	15,634	16,556	17,714	18,503
買掛金	2,879	2,851	3,000	3,580	-	3,940	3,906	4,377	4,485	4,981
リース債務	217	245	264	276	-	251	263	217	256	280
未払金	734	948	899	998	-	1,091	1,165	1,212	1,337	1,379
未払法人税等	166	276	372	218	-	253	393	292	494	354
短期借入金	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	510	567	502	427	-	180	195	226	241	241
その他	325	463	518	475	-	475	518	475	518	475
流動負債	4,832	5,352	5,558	5,977	-	6,192	6,443	6,801	7,334	7,713
長期借入金	1,167	1,000	504	501	-	621	781	395	540	153
リース債務	583	667	653	564	-	473	670	700	777	714
長期未払金	478	503	385	322	-	306	570	293	749	208
その他	178	234	234	238	-	238	234	238	234	238
固定負債	2,408	2,406	1,777	1,626	-	1,640	2,256	1,627	2,301	1,314
純資産合計	1,959	3,566	5,440	6,202	-	7,071	6,935	8,127	8,078	9,475
(自己資本)	1,945	3,565	5,440	6,201	-	7,071	6,935	8,127	8,078	9,475
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	673	1,281	1,748	1,588	-	1,870	1,834	2,162	2,305	2,620
減価償却費	612	667	742	769	-	740	679	854	766	848
のれん償却額	42	42	42	42	-	31	31	0	0	0
売上債権の増減額 (-は増加)	-127	-382	-279	-459	-	-333	-695	-413	-568	-570
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-548	-177	-440	-1,124	-	-305	-380	-356	-311	-492
仕入債権の増減額 (-は減少)	204	-33	148	579	-	359	707	437	578	603
法人税等の還付額・支払額	-332	-260	-534	-589	-	-640	-607	-741	-744	-884
その他	97	-7	63	53	-	92	211	121	172	167
営業活動によるキャッシュ・フロー	622	1,130	1,490	859	-	1,814	1,780	2,063	2,198	2,292
有形固定資産の取得による支出	-182	-153	-417	-512	-	-463	-1,158	-2,012	-685	-1,462
有形固定資産の除却による支出	-	-8	-	-	-	0	0	0	0	0
有形固定資産の売却による収入	170	-	6	2	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-39	-39	-104	-97	-	-136	-99	-136	-99	-136
無形固定資産の売却による支出	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-11	-29	-3	22	-	0	-30	0	-30	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-63	-231	-518	-660	-	-600	-1,287	-2,149	-814	-1,599
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)	-510	-110	-560	-77	-	-127	-27	-180	-195	-226
長期未払金の返済による支出	-143	-170	-188	-199	-	-15	65	-13	179	-84
リース債務の返済による支出	-230	-253	-280	-284	-	-276	-244	-251	-263	-217
株式の発行による収入	-	836	962	55	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-225	-65	-219	-316	-	-325	-316	-325	-316	-325
その他	-50	-20	-	0	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,160	215	-287	-822	-	-745	-522	-771	-595	-854
換算差額	-1	-7	9	17	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-603	1,107	694	-606	-	468	-29	-857	787	-161
現金及び現金同等物の期首残高	2,044	1,441	2,548	3,243	-	2,636	3,475	3,105	3,445	2,248
現金及び現金同等物の期末残高	1,441	2,548	3,243	2,636	-	3,105	3,445	2,248	4,233	2,086

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

22/12期より新収益認識基準適用。22/12期以降の業績予想は旧基準による

(出所) S T I フードホールディングス有価証券届出書、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

> 投資に際しての留意点

◆ 主要顧客であるセブン - イレブン・ジャパンへの依存度の高さに関するリスク

主要顧客のセブン - イレブン・ジャパン向けの売上構成比は、21/12期で 85.4%、22/12 期で 86.0%と高い (セブン - イレブン・ジャパンが指定する販売先の分を含む)。そのため、セブン - イレブンの店頭での販売動向は同社の業績を左右する大きな要因となる。

また、セブン - イレブン・ジャパンの販売施策の変更や取引条件の改定等が生じた場合も業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 原材料の調達に関するリスク

同社は原材料の仕入ルートを多様化するなど、原材料の数量確保と価格の安定を図っているが、必要量の確保ができない場合や、魚価が高騰してしまう場合等は、売上高及び原価に影響を及ぼす可能性がある。また、主要原料のチリ産サーモン等は養殖で生産されており、養殖地で疫病や自然災害が起きると、原材料調達に支障をきたすことも考えられる。

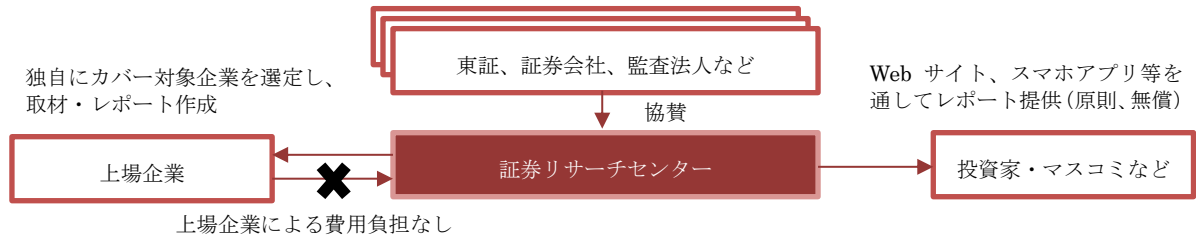
◆ 新工場建設がさらに遅延する可能性

同社が計画通りに生産能力を拡大することができるかどうかは、工場の新設が計画通りに進むかによるところが大きい。目下の注目点は当初 23/12 期中の稼働開始を目標としていた滋賀工場だが、設計変更の必要性に迫られ計画が遅延している。今後の展開によっては、同社の生産能力拡大の時期が先送りになり、業績に影響を与えることも想定される。

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

株式会社東京証券取引所	S M B C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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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ため、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。