

## 【アリアケジャパン (2815) : コストアップ下での当面の成長性は限定的だが】

アリアケジャパン (2815) の2019年3月期決算は4.1%増収、5.5%営業増益であった。これは期初計画を売上面で若干下回り、営業利益はほぼオンラインであるが、実質的には売上、利益とも計画比未達の決算であった。実質と見かけ上の差は、前期決算には期末に売却した米国子会社の業績が15ヵ月分、つまり3ヵ月分余計に計上されていることによるものである。

銘柄名	アリアケジャパン		コード		2815							
株価(2019年5月21日)	7,230 円		PBR(19/3実)		2.60 倍		ROE		9.3%			
株数	31,822 千株		配当利回り(20/3予)		1.1%		DOE		2.8%			
配当	77 円		時価総額		2,301 億円							
発行済み株式数	32,809 千株		株主資本		88,393 百万円							
自己株式	987 千株		BPS		2777.7 円							
決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER	
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍	
19/3 1H	実績	26,427	2.5	5,661	7.4	5,991	9.5	4,104	9.6	129.0	-	
19/3 2H	実績	30,123	5.5	6,288	3.8	6,555	7.5	12,573	188.8	395.1	-	
20/3 1H	会社予想初	24,600	-6.9	5,200	-8.1	5,300	-11.5	3,800	-7.4	119.4	-	
20/3 2H	会社予想初	27,400	-9.0	5,900	-6.2	5,900	-10.0	4,400	-65.0	138.3	-	
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1	148.5	48.7	
2016/3期	実績	46,404	13.4	8,836	41.4	9,081	20.1	5,939	25.7	186.6	38.7	
2017/3期	実績	48,803	5.2	10,273	16.3	10,579	16.5	7,585	27.7	238.4	30.3	
2018/3期	実績	54,348	11.4	11,329	10.3	11,570	9.4	8,099	6.8	254.5	28.4	
2019/3期	実績	56,550	4.1	11,949	5.5	12,546	8.4	16,677	105.9	524.1	13.8	
	会社予想修	56,500	4.0	11,700	3.3	12,300	6.3	16,400	102.5	515.4	14.0	
	会社予想初	56,802	4.5	11,922	5.2	12,315	6.4	8,828	9.0	277.4	26.1	
	ARJ予想(旧)	55,300	1.8	11,689	3.2	12,001	3.7	19,388	139.4	609.3	11.9	
2020/3期	会社予想初	52,000	-8.0	11,100	-7.1	11,200	-10.7	8,200	-50.8	257.7	28.1	
	ARJ予想	52,000	-8.0	11,100	-7.1	11,200	-10.7	8,200	-50.8	257.7	28.1	
	ARJ予想(旧)	52,500	-7.2	10,754	-10.0	11,354	-5.4	8,061	-58.4	253.3	28.5	
18/3 1Q	実績(3ヵ月)	12,315	12.5	2,486	10.9	2,643	27.9	1,862	34.5	-	-	
18/3 2Q	実績(3ヵ月)	13,474	20.0	2,784	19.1	2,828	27.6	1,883	15.9	-	-	
18/3 3Q	実績(3ヵ月)	15,108	14.4	3,266	4.3	3,451	-1.8	2,321	-3.0	-	-	
18/3 4Q	実績(3ヵ月)	13,451	0.3	2,793	8.9	2,648	-4.8	2,033	-6.8	-	-	
19/3 1Q	実績(3ヵ月)	12,875	4.5	2,750	10.6	2,986	13.0	2,039	9.5	-	-	
19/3 2Q	実績(3ヵ月)	13,552	0.6	2,911	4.6	3,005	6.3	2,065	9.7	-	-	
19/3 3Q	実績(3ヵ月)	15,029	-0.5	3,208	-1.8	3,320	-3.8	1,151	-50.4	-	-	
19/3 4Q	実績(3ヵ月)	15,094	12.2	3,080	10.3	3,235	22.2	11,422	461.8	-	-	

2010年代の同社は、国内の利益成長性を高めるため、収益性を若干犠牲にして、売上を増やす方策を取ってきた。もちろん、収益性といっても利益率のことであって、利益の絶対額を最大化するためにそのような方針を採ってきたという意味である。もっとも、結果的には海外の利益成長があったため、連結ベースの利益率は上昇した。しかし、コストが上昇する現状のような環境においては、顧客であるメーカーや小売業の収益が厳しく、同社に対する要求もよりシビアなものとなってくる。そのような環境下において、これまでのような売上追求姿勢では、やがて自らの収益性も低下すると判断し、前期中から売上より利益重視へと方針を転換している。

具体的には前期中において中食向けの収益性が低い商材（おそらくコンビニ向け商材のこと）の取引をやめている。この分だけでも売上高で10億円程（増収率で2%に相当）の影響があった模様である。その結果、ここ数年と比較して増収率が低下し、前期の単体の増収率は0.5%増に止まっている。同社では当面、今後もこの方針を継続する計画である。

同社が採算性にこだわるもう一つの理由は、同社のビジネスモデルの歴史的な変化によるものである。同社のビジネスモデルの骨格は、鶏や豚の骨など低価格の原料を用いて、付加価値の高いエキスをローコストで生産することである。これら主原料はそもそも価格が低いことから同社の原価に対する原材料のウエイトは低いものであった。

しかし、近年、同社は従来の原料供給から消費者が直接購入する最終製品を手がけるようになってきた。レトルトカレーを例に取れば、これまではレトルトカレーを製造するメーカーに原料エキスを供給してきたが、今はそれに加えてレトルトカレーそのものを小売PBとして、直接小売業に販売しているということである。

そのため、出荷価格に占める原材料費率が上昇し、原材料価格の変動の影響を受けやすくなっている。原材料のウエイトが高い場合、原材料価格が上がれば製品価格を上げ、その代わりに原材料が下がれば、価格を下げるという対応を取ることになる。しかし、原材料価格の変動に合わせて、製品価格を変動させても、その都度製品価格への転嫁不足が起これり、かなり意識しないと長期的には採算性が悪化する可能性が高まる。そのため、同社はこれまで以上に採算性にこだわるようになってきている。米国事業の売却に関しても、かねてより米国の小売市場はアマゾンによるホールフーズの買収によって劇的に悪化し始めたと述べており、そのような採算性に対する危機感が後押しした可能性があるだろう。

### **米国子会社の売却によって今期は減収減益予想**

今通期の会社計画は8.0%減収、7.1%営業減益と減収・減益予想となっている。これは売上・利益の約10%を占める米国事業を売却したことによるものである。前期決算から米国を除いて今期の伸び率を計算すると、4.4%増収、7.8%営業増益予想となる。国内は2.6%増収、2.4%営業増益と低い伸びにとどまるが、海外は11.3%増収、30.0%営業増益と高水準の伸びを見込んでいる。

同社は今回の決算公表と同時に、ローリングで3期間の業績予想を公表している。その内容は国内を着実に成長させ、海外、特に中国及び東南アジアを飛躍的に成長させるというもの。ただし、そのためには当面投資が必要である。よって、今来期の売上及び利益の成長率はこれまでよりやや低めとなる見込みである。

過去3年間の年平均成長率は7.7%増収、7.5%営業増益であったが、米国を除いて計算した今後3年間の成長率は4.1%増収、5.5%営業増益にとどまる見込みである。

今後の事業計画

(単位:億円)

		実績				計画			年平均成長率	
		2017/3	2018/3	2019/3	2019/3 (除く米国)	2020/3	2021/3	2022/3	2017/3-2019/3	2019/3-2022/3 (除く米国)
売上高	連結	488	543	566	498	520	543	562	7.7%	4.1%
	単体	360	390	392	392	402	412	422	4.3%	2.5%
	連結子会社	153	180	195	137	140	154	166	12.9%	6.6%
	連結調整	-25	-27	-22	-31	-22	-23	-25	-	-
営業利益	連結	103	113	119	103	111	116	121	7.5%	5.5%
	単体	75	78	83	83	85	87	89	5.2%	2.4%
	連結子会社	28	35	37	20	26	29	32	15.0%	17.0%
<b>(参考)</b>										
連結子会社+連調		128	153	173	106	118	131	141	16.3%	10.0%

国内に関しては、これまでのBtoB主体からBtoCへも可能性を広げようとしている。去年からスタートした新規ビジネスはすでに1億円の売上となっている。これらの商品はコンシューマーであり、小売業のPBで、商品としてはビーフカレー、ビーフシチューなどである。これらの商品はアリアケの名前が表示される商品である。

ただし、同社は原料供給でコンシューマーメーカーとも取引があるため、百貨店、ドラッグストアなど食品メーカーの主要顧客ではない小売業が対象となる。加えて、低価格路線には手を出さず、レトルトカレーであれば売価が300-400円の商品が対象である。基本的に利益率はこれまでの商品と同じ利益率を考えている。ただし、これらの商品を製造するためには、従来とは異なった設備が必要であるため、この3期間にはそれ相応のプラントの増設投資が必要となる。このように当面同社は、天然調味料の先にある食品加工メーカーに自ら踏み込む決断をしている。

海外に関して、欧州は原料供給基地として着実に生産体制を整える。すでにスプレードライヤー(エキスを粉末状に乾燥させる装置)を発注している。また欧州からはアフリカに対するスープの提供も将来構想としてある。

中国のトップラインはこれまで15-16%の成長であったが、今後の売上成長は15%弱ほどを見ている。利益率は下げず、できれば毎年0.2%くらいずつ利益率を上げたいとしている。大消費国である中国だが、日本同様少子高齢化が進んでおり、今後、簡便食品の需要が大幅に増える見込みであることが背景となっている。

中国では初めからBtoBだけでなく、BtoCも念頭において展開している。中国においても

BtoC は現在進行形であり、日本と異なって流通市場の整備が遅れていることから、EC で販売することを中心に考えている。

グローバル展開の一環として、東南アジアでスープ粉末の製造販売にも取り組み、アフリカの海産物も原料として取り込みたいとしている。最近立ち上げたインドネシア工場ではすでにエキスの生産を始めており、輸出も開始している。現在は、サンプルを供給している段階である。ハラールの認定も不可欠であるため、それに対応する体制もすでに整えている。

今回、米国子会社の売却によって 200 億円近いキャッシュが入ったこともあり、上記の状況から 3 年で 100 億円以上の投資を予定している。

すでに同社が確立している天然調味料のローコスト、ハイクオリティの生産体制は、全世界的に見ても他社の追随を許さないレベルにある。そう考えた場合、会社側の中計はそれなりに無理のない水準と考えられる。この水準に対する上振れ、下振れは原燃料価格の変動が左右しよう。むしろ、株式市場が懸念しているような、世界的な景気後退があれば、やや上振れ気味となる可能性があるだろう。

## 投資判断

同社株に関しては 2014 年辺りから推奨を開始し、2017 年夏場まで継続的に買い推奨して、2017 年夏場に一旦 **Neutral** とした。そして、2018 年 11 月初旬に **Sell** とした。その後、これは運よくであるが、米国子会社の売却発表で株価が急落したことから **Neutral** に戻し、2019 年 3 月半ばに改めて買い推奨として取り上げた。

その時のレポート：<http://cherry100.mods.jp/open/28152018-3Q.pdf>

現時点はそこから 20%ほど上昇した水準にある。

純粹に当面の成長率とバリュエーションの関係からいえば、現時点はやや割高という評価となろう。ただし、食品株は一般的に成長率の割に高めのバリュエーションが付きやすい。これは、成長性が必ずしも高くない一方、需要変動が小さいため業績の悪化リスクが他の業種に比較して低いためと考えられる。

そういった条件を考慮した場合には、同社は食品業界内で着実にやや高めの利益成長を遂げる可能性が高いことから、レーティングは引き続き **BUY** 継続とする。ただし、現時点のようなコストアップ局面が続けば業績の上振れは期待しがたく、当面株価には高いパフォーマンスを期待することは難しいと考える。

しかし、一方で、今後景気が悪化し、原燃料コストが低下した場合は、成長率が上積みされ、人気が高まる可能性はある。そこで、当面のパフォーマンスを気にしないのであれば、持っていていい株の一つという意味での BUY という位置付けとなる。また、現時点の水準からはダウンサイドリスクがそれほど大きくないという面もある。

### 週足・売買高チャート



(C)QUICK Corp.

### 注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。