2019 年 6 月 12 日

H&L 企業研究クラブ

【加藤産業（9869）の 2019 年 9 月期第 2 四半期決算報告】

加藤産業（9869）の 2019 年 9 月期第 2 四半期決算は期初計画の 7.3%増収、3.7%営業減益に対して、7.6%増収、4.2%営業増益と利益面では大幅な増額で着地した。増収率が高めなのは昨年下期からは買収したマレーシアの卸のレインヒン分が売上に乗っているためで、増収分の内 2 分の 1 がレインヒン分となっている。ただし、M&A 分を除いても売上は堅調であり、特に常温食品が好調であった。これは市場の好調というよりも同社の営業での取り組みの成果と考えられる。

銘柄名	加藤産業	コード	9869				
株価(2019年6月11日)	3,505 円		PBR(18/9実)	1.07 倍	ROE	6.3%	
株数	35,896 千株		配当利回り(19/9予)	1.7%			
配当	60.00 円		時価総額	1,258 億円			
発行済み株式数	38,153 千株		自己資本	117,856 百万円			
自己株式	2,257 千株	2Q	BPS	3,283 円			

決算期		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
2018/3上	実績	493,957	1.7	5,713	9.5	6,364	8.3	4,033	10.3	112.4	−
2018/9下	実績	515,138	5.5	4,479	9.7	5,171	13.9	2,972	−5.2	82.8	−
2019/3上	実績	531,469	7.6	5,955	4.2	6,871	8.0	3,825	−5.2	106.6	−
	会予初	530,000	7.3	5,500	−3.7	6,200	−2.6	3,700	−8.3	103.1	−
	ARJ予	531,469	7.6	5,693	−0.3	6,520	2.5	3,942	−2.3	109.8	−
2012/9期	実績	720,258	2.5	11,084	3.9	12,154	5.2	6,696	6.3	186.5	18.8
2013/9期	実績	733,181	1.8	10,303	−7.0	11,354	−6.6	7,052	5.3	196.5	17.8
2014/9期	実績	771,514	5.2	8,989	−12.8	9,997	−12.0	5,781	−18.0	161.0	21.8
2015/9期	実績	926,090	20.0	8,932	−0.6	10,121	1.2	6,178	6.9	172.1	20.4
2016/9期	実績	953,153	2.9	7,939	−11.1	9,043	−10.7	5,204	−15.8	145.0	24.2
2017/9期	実績	973,818	2.2	9,298	17.1	10,417	15.2	6,793	30.5	189.2	18.5
2018/9期	実績	1,009,095	3.6	10,192	9.6	11,535	10.7	7,005	3.1	195.1	18.0
2019/9期	会予初	1,050,000	4.1	10,300	1.1	11,700	1.4	7,200	2.8	200.6	17.5
	ARJ予	1,064,430	5.5	10,568	3.7	12,184	5.6	7,279	3.9	202.8	17.3
	ARJ予旧	1,056,910	4.7	10,396	2.0	11,923	3.4	7,454	6.4	207.6	16.9
18/9 1Q	実績(3カ月)	261,197	2.1	3,087	12.6	3,510	11.1	2,145	4.1	−	−
18/9 2Q	実績(3カ月)	232,760	1.3	2,626	6.2	2,854	5.0	1,888	18.3	−	−
18/9 3Q	実績(3カ月)	250,671	4.7	1,924	9.4	2,413	5.5	1,499	−10.6	−	−
18/9 4Q	実績(3カ月)	264,467	6.4	2,555	9.9	2,758	22.5	1,473	1.0	−	−
19/9 1Q	実績(3カ月)	278,820	6.7	3,120	1.1	3,727	6.2	2,126	−0.9	−	−
19/9 2Q	実績(3カ月)	252,649	8.5	2,835	8.0	3,144	10.2	1,699	−10.0	−	−
19/9 3Q	ARJ予(3カ月)	263,205	5.0	1,982	3.0	2,482	2.8	1,613	7.6	−	−
19/9 4Q	ARJ予(3カ月)	269,756	2.0	2,632	3.0	2,832	2.7	1,841	25.0	−	−

営業利益が増額修正となった要因は、もともと経費を多めに計上していたが、結果的に使わなかった分の影響が大きいということである。ただし、利益増の中身を見ると、実は 2.4 億円の営業利益の増分の内、海外の収益改善が 2.27 億円となっている。つまり国内は微増益である。もっとも、その海外は多少改善している模様であるが、前年度下期にのれんの減損を行っており、その分が今期にはのれんの減少となって寄与している部分もある。今上期にも別の海外子会社で減損を出しており、下期にはのれんが減って増益に寄与することにな

る。

販管費に関しては依然物流費の増加が止まらないということ。その結果、人件費＋物流費の売上構成比が 0.06%pt の上昇となっている。物流費は一時期のようにコントロール不能なほどではないが、じわりじわりと上昇しているとのこと。

酒類の営業利益はマイナス基調に転換

セグメント動向　　変更　　変更　　**（単位：百万円）**

	18/9 1Q	18/9 1Q	18/9 2Q	18/9 2Q	18/9 3Q	18/9 4Q	19/9 1Q	19/9 2Q
売上高（内部込）								
常温流通	187,741	183,894	163,284	159,651	184,755	191,792	189,917	167,827
低温流通	26,524	26,524	23,750	23,750	24,691	26,328	27,245	24,020
酒類流通	48,670	48,507	47,345	47,189	43,495	48,404	49,634	48,894
海外事業		931		919			10,690	9,960
小計	262,935	259,858	234,380	231,508	252,941	266,524	277,487	250,701
その他	3,129	3,068	2,915	2,940	3,071	3,130	3,132	3,704
調整	−4,868	−1,729	−4,534	−1,688	−5,341	−5,187	−1,799	−1,756
連結	261,197	261,197	232,760	232,760	250,671	264,467	278,820	252,649
営業利益								
常温	2,286	2,389	1,832	2,062	1,629	1,901	2,430	2,077
低温	162	162	73	73	−62	43	119	37
酒類	340	340	490	490	110	364	297	468
海外		−106		−228			−30	−76
小計	2,789	2,785	2,396	2,397	1,676	2,308	2,817	2,505
その他	298	298	226	226	238	229	299	310
調整	0	2	3	3	10	18	3	20
連結	3,087	3,087	2,626	2,626	1,924	2,555	3,120	2,835
前年同期比								
売上高（内部込）								
常温流通	1.7%	−	0.5%	−	6.2%	8.3%	3.3%	5.1%
低温流通	3.4%	−	5.5%	−	2.2%	4.9%	2.7%	1.1%
酒類流通	1.5%	−	1.4%	−	0.6%	0.9%	2.3%	3.6%
海外事業		−		−			1048.2%	983.8%
小計	1.9%	−	1.2%	−	4.8%	6.6%	6.8%	8.3%
その他	3.4%	−	2.7%	−	3.5%	4.2%	2.1%	26.0%
連結	2.1%	−	1.3%	−	4.7%	6.4%	6.7%	8.5%
営業利益								
常温	2.5%	−	−5.2%	−	−3.2%	−0.4%	1.7%	0.7%
低温	38.5%	−	37.7%	−	赤大	−44.9%	−26.5%	−49.3%
酒類	230.1%	−	102.5%	−	黒転	149.3%	−12.6%	−4.5%
海外		−		−			−	−
小計	13.7%	−	7.6%	−	10.8%	8.2%	1.1%	4.5%
その他	3.1%	−	−6.2%	−	−7.0%	11.7%	0.3%	37.2%
連結	12.6%	−	6.2%	−	9.4%	9.9%	1.1%	8.0%
前年同期比（額）								
営業利益								
常温	55	−	−100	−	−53	−8	41	15
低温	45	−	20	−	−46	−35	−43	−36
酒類	237	−	248	−	264	218	−43	−22
海外		−		−			76	152
小計	337	−	170	−	164	174	32	108
その他	9	−	−15	−	−18	24	1	84
調整	−1	−	−2	−	0	51	1	17
連結	345	−	153	−	166	230	33	209

前期までは 2017 年 6 月の酒税法改正による酒類の収益改善が全体収益をけん引していたが、今上期からはじわじわと酒類は減益基調に転換している。前年度下期から大幅に悪化した低温に関しては、今上期も厳しかったが、会社側ではとりあえず悪化には一巡感があると考えている。前年度に厳しくなりかけた常温食品であるが、今上期は何とか踏ん張って、かろうじて増益を維持した。

下期以降に関しては、食品メーカーの値上げが順次浸透しており、多少プラスには効いてくる可能性はあるが、値上げによって消費者の買い控えが起こり、数量が減ってしまうと元の木阿弥になる懸念はあろう。

同社の強みはきめ細かな積み重ねが着実にできる社風

今や加工食品卸の上位企業は総合商社系と超老舗企業の国分と同社しかない状況にある。その中にあって、売上高で第 4 位ながら、営業利益率ではダントツトップが同社である。卸と商社は同じくくりで考えられることも多いが、加工食品卸と総合商社のビジネスモデルを比較するとかなり異なることがわかる。

総合商社は、個々のビジネスでリスクを取る分、その中からいくつかの大きなリターンを稼ぐビジネスが現れ、全社収益をけん引するが、加工食品卸は大きく稼げるビジネスがない分、個々のビジネスでいかに損を出さず、着実に利益を出すかが極めて重要である。そう考えると、総合商社が仕切るようになった加工食品卸の先行きが危惧されるところである。

卸に関しては、全社を挙げてきめ細かな積み重ねができるかどうかが、企業力の差となってくる。その点、同社はきめ細かな積み重ねが着実にできる社風にあり、そこが同社の最大の強みとなっている。

歴史的な同社の強みは、翌月初旬には月次決算が出せることである。卸のビジネスは本来かなり複雑で、かつリベートなど相手先があって月次では確定しにくい項目もあり、月次決算の集計はかなり意識的に行わなければ遅れ気味になってしまうものである。それに対して同社ではかなり早い時期から月次決算を翌月初旬にはまとめていた。これは、業績に変調が現れれば、早期に対応策が取れることを意味する。これが同社の大きな強みの一つであった。

しかし、このところ M&A によって業態の異なる子会社が増えたことで、それらの企業まで月次決算の早期取りまとめを浸透しきれていなかった。そのことが、単体中心時代と比較して、やや決算がぶれる要因となってきた。それに対して今回の説明会において、ようやく月次連結ができるようになってきたと述べている。これによって、グループ経営も以前より

は歯車が噛み合ってきたとも語っている。

加工食品卸売業では各社が提案営業を政策目標として掲げてはいるが、そのことが業績に結びついているように感じる会社はそれほど多くないが、同社はそれらを手段として用い、着実に業績に反映させている。

提案営業の具体的な手法としては、売り場と商品をマッチングさせて行くということがある。また、物流の効率化に商品提案を組み合わせるなどで、顧客の利便性を高めて行くこともある。さらには複数メーカーの商品の共同提案なども組み合わせる。また、同社では組織としての売る力を高める工夫も行なっている。

同社では提案型営業での個々の成果を全社的に共有するために、全国の支店での成果を持ち寄って、社内でコンクールを開催し、競い合うことで、そのノウハウを全社的に共有している。このような泥臭い手法が同社のモットーとも言える。また、全国 25 支店で、その地域の特徴あるメーカーを発掘して、同社のネットワークで全国に販売していることも営業力強化の一環である。

物流改善にも全社を挙げて取り組む

今期の重点施策のひとつとして、物流改善に注力している。加工食品卸売業の場合、扱い商品の温度帯が多岐にわたり、同一の仕組みにおいて 1 カ所の物流センターで取り扱う商品の金額を大きくしにくいため、日用雑貨卸と比較すると自動化機器の導入が難しい。

そこで同社では、AI による物流予測に力を入れている。この仕組みは特に人の手配に有効であり、庫内作業の生産性アップに大きな力を発揮する。現在、20 カ所の物流センターで稼働しているが、いまのところ優秀なセンター長のレベルには届いていないということである。もちろん、AI であるので学習することで、レベルは徐々に高まるものと考えられる。また、引き続き物流センター内での QC 活動にも取り組んでいる。

以上のような取り組みを行なっているが、昨年は若干上昇していた人時生産性が、今期に関しては若干低下している模様。これは、取り扱いアイテム数の増加を起因とするものである。一方、1 台の車が 1 日どれだけ運んだかで見る配送効率は若干改善した。ただし、庫内人件費も運送費もともに単価自体は上がっている。

事務業務では RPA を活用して、業務の効率化を図り、そこで浮いた人員をジョブローテーションによって営業に回し、営業力の強化を図っている。

投資判断

元来、食品関連企業は景気拡大局面で業績が厳しく、景気悪化局面では順調な業績が継続することが多い。これは、需要面において、食品は好景気の恩恵を受けにくい反面、コストが景気に連動しやすいためである。そういった観点から見た場合、この 10 年ほどは加工食品卸売業にとっては逆風下にあったといえよう。

そのような環境下において、同社業績は一旦落ち込むものの、現時点では 10 年前のピーク利益に近い水準まで挽回している。これは加工食品卸売業内ではトップクラスとなる。一方でそろそろ、長期的に続いた好景気にも黄色信号が点り始めており、今後同社の相対的な位置付けが上昇する可能性が考えられる。

ただし、そういった事情を考慮しても、現在のバリュエーションはほぼ妥当な水準といってもよかろう。よって、レーティングは Neutral 継続とするが、株価が下振れるようであれば、時間とともに投資を検討する価値が高まる銘柄と位置付けられる。

週足・売買高チャート　　加藤産業

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。