2015 年 9 月 6 日
H&L 企業研究クラブ

【海外収益の貢献度が急上昇するアリアケジャパン（2815)】

・アリアケジャパンは調味料メーカーである。しかし、この調味料の会社はある面日本の加工食品、外食、中食の味を牛耳っている会社と言える。さらに、調味料の会社でありながら営業利益率が 15.3%（2015 年 3 月期連結ベース）と極めて高水準にある。
・同社は 1990 年代から 2000 年代初旬の 10 年以上にわたって、成熟と言われる国内食品市場において年率 10%を上回る利益成長と営業利益率 20%以上という高収益を達成した会社である。その後、2000 年代後半に停滞期を迎え、そして今、海外を舞台に再び躍進の時代を迎えている。
・これまでの同社は良くも悪くも盤石な国内で成長してきたが、いよいよ海外の利益ウエイトが急速に高まる局面を迎えており、世界を相手に味を創造する会社に変貌を遂げそうである。
・食品メーカーはディフェンシブではあるが、海外ウエイトが高まる局面では成長株として評価される。それゆえ、景気に対する懸念がある今のような時期には、海外ウエイトの高い食品株の PER は高水準となる。同社は今まさに海外が成長に大きく寄与する会社に変わっている最中であり、今後バリュエーションの上昇が期待される。

2015 年 3 月期下期から加速し始めた業績拡大

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815			
株価（2015年9月4日）	4,630 円	PBR(15/3実)	2.61 倍	ROE	9.6%	
株数	31,826 千株	配当利回り(16/3予)	1.2%			
配当	55 円	時価総額	1,474 億円			
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	56,492 百万円			
自己株式	983 千株	BPS	1775.0 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
15/3 1H	実績	18,529	6.6	2,651	-3.3	3,065	-8.5	1,931	-2.2	60.7	-
	会社予初	19,426	11.8	3,021	10.2	3,408	1.7	2,217	12.3	69.7	-
15/3 2H	実績	22,386	12.9	3,600	24.3	4,497	15.8	2,794	22.7	87.8	-
16/3 1H	会社予初	22,921	23.7	3,786	42.8	4,048	32.1	2,622	35.8	82.4	-
16/3 2H	会社予初	23,086	3.1	4,147	15.2	4,606	2.4	2,817	0.8	88.5	-
2013/3期	実績	33,591	6.6	5,475	10.8	6,408	30.9	3,788	46.5	119.0	38.9
2014/3期	実績	37,201	10.7	5,639	3.0	7,236	12.9	4,252	12.2	133.6	34.7
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1	148.5	31.2
2016/3期	会社予想初	46,007	12.4	7,933	26.9	8,654	14.4	5,439	15.1	170.9	27.1
15/3 1Q	実績(3ヵ月)	8,899	6.8	1,189	-8.0	1,272	-24.6	750	-25.2	-	-
15/3 2Q	実績(3ヵ月)	9,630	6.4	1,462	0.9	1,793	7.8	1,181	21.5	-	-
15/3 3Q	実績(3ヵ月)	11,293	11.3	2,047	13.6	2,771	3.4	1,718	6.7	-	-
15/3 4Q	実績(3ヵ月)	11,093	14.7	1,553	41.8	1,726	43.1	1,076	61.3	-	-
16/3 1Q	実績(3ヵ月)	10,559	18.7	1,880	58.1	2,144	68.6	1,374	83.2	-	-
16/3 2Q	会予(3ヵ月)	12,362	28.4	1,906	30.4	1,904	6.2	1,248	5.7	-	-

15/3 期は 10.0%増収、10.9%営業増益、4.5%経常増益、11.1%純利増益であった。期初計画に比較すると売上、利益とも減額修正ではあるが、期中の進行状況からすると終盤にかけてかなりキャッチアップしたと言えよう。第 4 四半期のみを取ると、14.7%増収、41.8%営業増益とそれまでとの比較で桁違いに大幅な利益面の伸び率となった。

セグメント動向 （単位：億円）

売上高	14/3 1Q	14/3 2Q	14/3 3Q	14/3 4Q	15/3 3Q	15/3 2Q	15/3 3Q	15/3 4Q	2015-1Q	14/3 F	15/3 F	16/3FCE
アリアケ	67.6	75.7	83.9	69.3	68.4	79.2	88.5	76.9	79.3	296.5	313.0	347.0
米国	5.6	5.5	5.7	8.7	5.0	3.2	7.7	11.1	8.8	25.5	27.0	36.2
アジア	6.4	6.2	7.3	10.1	6.8	6.8	10.0	12.7	9.4	30.0	36.3	44.0
欧州	2.7	2.1	3.7	7.8	8.0	6.1	5.7	9.5	7.2	16.3	29.3	29.1
日本	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	3.7	3.6	3.8
子会社計	15.7	14.8	17.6	27.4	20.6	17.1	24.4	34.1	26.3	75.5	96.2	113.1
合計	83.3	90.5	101.5	96.7	89.0	96.3	112.9	111.0	105.6	372.0	409.2	460.1
営業利益												
アリアケ	12.6	13.7	16.2	11.0	10.6	13.4	18.1	13.5	14.9	53.5	55.6	64.5
米国	1.0	0.8	1.7	1.0	0.4	0.3	1.4	1.0	1.7	4.5	3.1	4.7
アジア	1.0	1.2	1.8	2.2	1.6	1.8	2.0	2.8	2.6	6.2	8.2	8.9
欧州	-1.7	-1.2	-1.8	-3.3	-0.7	-1.0	-1.1	-1.7	-0.4	-8.0	-4.5	1.0
日本	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
子会社計	0.3	0.8	1.8	0.0	1.3	1.2	2.4	2.1	3.9	2.9	7.0	14.8
合計	12.9	14.5	18.0	11.0	11.9	13.6	21.5	15.6	18.8	56.4	62.6	79.3
売上高	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額
アリアケ	2.1	5.9	2.7	1.4	0.8	3.5	4.6	7.6	10.9	12.1	16.5	34.0
米国	1.6	2.6	1.4	0.7	-0.6	-2.3	2.0	2.4	3.8	6.3	1.5	9.2
アジア	1.3	1.5	2.4	2.1	0.4	0.6	2.7	2.6	2.6	7.3	6.3	7.7
欧州	0.5	1.6	2.6	4.7	5.3	4.0	2.0	1.7	-0.8	9.4	13	-0.2
日本	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.5	-0.1	0.2
子会社計	3.3	5.6	6.2	8.9	4.9	2.3	6.8	6.7	5.7	24	20.7	16.9
合計	5.4	11.5	8.9	10.3	5.7	5.8	11.4	14.3	16.6	36.1	37.2	50.9
利益（海外ウエイト）												
アリアケ	-0.2	1.0	-0.5	-1.7	-2.0	-0.3	1.9	2.5	4.3	-1.4	2.1	8.9
米国	0.8	0.5	0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	1.3	1.3	-1.4	1.6
アジア	0.1	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6	0.2	0.6	1.0	1.5	2	0.7
欧州	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4	1.0	0.2	0.7	1.6	0.3	-1.3	3.5	5.5
日本	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0	0	0
子会社計	0.8	0.4	0.3	1.6	1.0	0.4	0.6	2.1	2.6	3.1	4.1	7.8
合計	0.6	1.4	-0.2	-0.1	-1.0	-0.9	3.5	4.6	6.9	1.7	6.2	16.7
売上高	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率
アリアケ	3.2%	8.5%	3.3%	2.1%	1.2%	4.6%	5.5%	11.0%	15.9%	4.3%	5.6%	10.9%
米国	40.0%	89.7%	32.6%	8.7%	-10.7%	-41.8%	35.1%	27.6%	76.0%	32.8%	5.9%	34.1%
アジア	25.5%	31.9%	49.0%	26.3%	6.3%	9.7%	37.0%	25.7%	38.2%	32.2%	21.0%	21.2%
欧州	22.7%	320.0%	236.4%	151.6%	196.3%	190.5%	54.1%	21.8%	-10.0%	136.2%	79.8%	-0.7%
日本	-9.1%	-9.1%	-18.2%	-11.1%	-10.0%	-10.0%	11.1%	0.0%	0.0%	-11.9%	-2.7%	5.6%
子会社計	26.6%	60.9%	54.4%	48.1%	31.2%	15.5%	38.6%	24.5%	27.7%	46.6%	27.4%	17.6%
合計	6.9%	14.6%	9.6%	11.9%	6.8%	6.4%	11.2%	14.8%	18.7%	10.7%	10.0%	12.4%
営業利益												
アリアケ	-1.6%	7.9%	-3.0%	-13.4%	-15.9%	-2.2%	11.7%	22.7%	40.6%	-2.6%	3.9%	16.0%
米国	400.0%	166.7%	30.8%	-28.6%	-60.0%	-62.5%	-17.6%	0.0%	黒転	40.6%	-31.1%	51.6%
アジア	11.1%	20.0%	38.5%	46.7%	60.0%	50.0%	11.1%	27.3%	62.5%	31.9%	32.3%	8.5%
欧州	赤大	赤大	赤大	赤小	赤小	赤小	赤小	赤小	赤小	赤大	赤小	黒転
日本	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
子会社計	黒転	100.0%	20.0%	黒転	333.3%	50.0%	33.3%	-	200.0%	黒転	141.4%	111.4%
合計	4.9%	10.7%	-1.1%	-0.9%	-7.8%	-6.2%	19.4%	41.8%	58.0%	3.1%	11.0%	26.7%

第 4 四半期の売上高はアリアケ本体が 7.6 億円増、子会社計で 6.7 億円増、それぞれ 11.0%増、24.5%増と大幅な伸びとなった。アリアケ本体は第 1 四半期の 1.2%増から、第 2 四半

期 4.6%増、第 3 四半期 5.5%増から第 4 四半期には一気に二けた増に乗せてきた。一方、子会社計は第 1 四半期から 31.2%増、15.5%増、38.6%増、そして 24.5%増と高水準の伸びが続いている。

営業利益に関しては、アリアケ本体は上期の減益が下期には増益に転じた。子会社計ではすべての四半期で増益であり、特に第 4 四半期は前年同期比 2.1 億円の増益と伸び幅が大きくなっている。
子会社の中では米国が主としてコストアップの影響で、14/3 期第 4 四半期から 15/3 期第 3 四半期にかけて減益であったが、15/3 期第 4 四半期には前年同期並みまで回復した。アジアに関しては期を通じて増益に寄与している。欧州は赤字幅職掌という形で期を通じて増益に寄与したが、特に第 4 四半期の寄与度が高まっている。その結果子会社計では第 4 四半期の増益幅が最も大きくなった。

停滞期を経て復活したアリアケジャパン

同社の強さの背景に関しては後述することにして、まずは同社のこの 15 年間の業績動向を振り返ってみることにしよう。

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
（連結）		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%
2000/3期	実績	16,052	17.3	3,743	31.6	3,915	31.3	2,209	16.7
2001/3期	実績	17,946	11.8	4,476	19.6	4,710	20.3	2,682	21.4
2002/3期	実績	18,424	2.7	4,636	3.6	4,886	3.7	2,877	7.3
2003/3期	実績	19,035	3.3	5,431	17.1	5,673	16.1	3,265	13.5
2004/3期	実績	19,458	2.2	5,718	5.3	5,930	4.5	3,419	4.7
2005/3期	実績	20,171	3.7	5,289	−7.5	5,342	−9.9	3,123	−8.7
2006/3期	実績	21,761	7.9	5,781	9.3	5,871	9.9	3,499	12.0
2007/3期	実績	22,449	3.2	5,466	−5.4	5,300	−9.7	3,110	−11.1
2008/3期	実績	22,961	2.3	4,074	−25.5	3,493	−34.1	1,851	−40.5
2009/3期	実績	21,736	−5.3	2,890	−29.1	1,830	−47.6	789	−57.4
2010/3期	実績	22,893	5.3	2,902	0.4	2,967	62.1	1,293	63.9
2011/3期	実績	27,051	18.2	3,783	30.4	3,484	17.4	1,716	32.7
2012/3期	実績	31,516	16.5	4,940	30.6	4,896	40.5	2,586	50.7
2013/3期	実績	33,591	6.6	5,475	10.8	6,408	30.9	3,788	46.5
2014/3期	実績	37,201	10.7	5,639	3.0	7,236	12.9	4,252	12.2
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1

同社の 2000 年以降の業績推移を見ると、04/3 期までコンスタントな増益基調にあり、99/3 期を起点にすると年率 15%の営業増益と高水準な伸びを示している。しかも、2001 年 9 月の日本における狂牛病、2003 年 12 月の米国における狂牛病に足を引っ張られながらのこの増益率である。

同社は主に鶏と豚の骨を原料としているのであるが、当時までは顧客の要請で牛の骨も一部用いていた。そのため、原料を牛から他の原料に変更する必要が生じ、狂牛病発生で業績が一時停滞した時期があった。

ところが、そのように順調であった業績が 05/3 期から減益に転じ、06/3 期には一旦回復したものの、07/3 期に再び減益となり、08/3 期、09/3 期と 20%を上回る減益と大きく落ち込んだ。この時点で営業利益はピークの字の 2 分の 1 となっている。10/3 期も 0.4%営業増益とほぼ横ばいに終わった。しかし、その後の 5 年間の業績拡大には目覚ましいものがあり、15/3 期に営業利益ベースで過去最高益を更新している。もっとも、経常利益ベースではすでに 13/3 期には最高益を更新している。

一足早く回復に転じた国内事業

10/3 期の連結業績は上で述べたように 0.4%営業増益とほぼ横ばいであったのに対して、国内事業の状況を示す単体業績は 17.9%の営業増益となっている。

ひとつには資源バブルがはじけ、コストが低下したことがある。他の食品企業同様同社もコストには弱い体質であるが、特に石油に連動するエネルギーコストの影響が大きい会社である。ただし、これは同社の成長の方向性とはあまり関係のない回復であった。

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
（単体）		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%
2000/3期	実績	15,268	17.6	3,580	36.9	3,897	33.1	2,266	16.9
2001/3期	実績	16,768	9.8	4,262	19.1	4,637	19.0	2,689	18.7
2002/3期	実績	17,099	2.0	4,437	4.1	4,742	2.3	2,750	2.3
2003/3期	実績	17,623	3.1	5,259	18.5	5,562	17.3	3,185	15.8
2004/3期	実績	18,288	3.8	5,574	6.0	5,813	4.5	3,343	5.0
2005/3期	実績	18,811	2.9	5,154	−7.5	5,218	−10.2	3,077	−8.0
2006/3期	実績	19,762	5.1	5,333	3.5	5,426	4.0	3,178	3.3
2007/3期	実績	19,752	−0.1	5,012	−6.0	4,945	−8.9	2,872	−9.6
2008/3期	実績	19,990	1.2	3,757	−25.0	3,795	−23.3	2,205	−23.2
2009/3期	実績	19,258	−3.7	3,254	−13.4	2,491	−34.4	1,428	−35.2
2010/3期	実績	20,183	4.8	3,837	17.9	3,935	58.0	2,255	57.9
2011/3期	実績	22,919	13.6	4,330	12.8	4,116	4.6	2,382	5.6
2012/3期	実績	26,645	16.3	5,094	17.6	5,198	26.3	2,967	24.6
2013/3期	実績	28,442	6.7	5,495	7.9	6,350	22.2	3,948	33.1
2014/3期	実績	29,645	4.2	5,349	−2.7	6,701	5.5	4,224	7.0
2015/3期	実績	31,296	5.6	5,556	3.9	6,592	−1.6	4,299	1.8

そして、11/3 期、12/3 期と単体の売上高が連続して二ケタ増となり、営業利益も二ケタ増が継続した。国内が中心の単体売上高が二ケタ増収となるのは実に 00/3 期までさかのぼらなければならない。なお、国内事業の売上高の大幅増の背景に関しては、後に詳細に述べる。

圧倒的なコスト競争力

同社が国内で他を圧倒する強固なビジネスモデルを構築したことが、現在の海外での躍進の礎となっている。この中身を理解しないことには、同社の海外における現在の好調の背景も理解できないし、将来の海外市場での継続的な成長をイメージすることもできない。これを理解すれば、現時点の海外での急成長も、その将来像も比較的容易に想像できよう。

同社の国内におけるビジネスは畜産系天然調味料で強固な地盤を形成し、現在はあらゆるカテゴリーの天然系総合調味料メーカーとなっている。極端な言い方をすれば、国内において、ライバルは皆無といっていいほどの存在である。

同社の最大の特徴は、天然調味料の製造を完全自動化したことによる圧倒的なコスト競争力である。しかも、完全自動化に成功したことによって、純度の高いエキスを抽出することができるため、同時に製品クォリティまで高めることができたのである。これはこの数十年間国内において追随する企業さえ現れない極めて特異なノウハウである。

天然調味料とくくられる調味料の製造は、世の中のあらゆる場面で行われている。一例が街のラーメン屋である。街のラーメン屋では、既成のスープを使っているところを別にすれば、豚や鶏の骨、魚のあら、野菜などを数時間から数日かけて煮込んで秘伝のスープを作っている。こだわりのレストランでもフォンドボーやデミグラスソースをやはり店独自のレシピで作っている。このように天然調味料は身の回りのあちこちで作られているものである。

当然、手間がかかるため人件費まで考慮すると高コストなものとなる。しかし、これを工業化しようとしても、やはり大変な作業となる。一般的な製造方法は、規模だけを大掛かりにして、街のラーメン屋やレストラン同様に釜で材料を煮込むことである。それを人手によってラインに移し、その後はほぼ自動で乾燥や濃縮を行うことで最終製品となる。

工業化しても高コストとなるのは、釜からラインに移動させる段階でどうしても人手がかかるためである。特に難しいのが残渣の処理である。これは、原料の骨が形の定まっていない固形物であることによる。

長い年月をかけ、編み出した画期的な製造法

まさに、アリアケジャパンの強さの秘密はここにある。今から数十年前に不可能と思われた抽出工程の自動化に成功したことだ。この技術は門外不出であり、当時から製造部品も別々の会社に発注する念の入れようである。しかもラインでは装置の製造企業のラベルをはが

しているほどである。

まず、アリアケジャパンの強さの秘密を知るためには、この工場を見る必要がある。これは、実は個人投資家でも可能である。同社株を 100 株持てば、工場で開催する株主総会に出席できる。そのときに工場見学も催される。ただし、場所は長崎県であり、もちろん交通費は自腹である。

この工場は、多くの株主、機関投資家、アナリストなどが見学した経験があろう。ところが、アリアケの工場は素晴らしいのであるが、さりとてその工場を見て、同社の素晴らしさがわかるわけではない。これは、化学工場や薬品工場、他の食品工場など多くの工場を見学している人でも、同社の工場もなるほど素晴らしいなという程度にしか感じられないためである。

それでは、どうすればそのすごさがわかるかというと、他の企業の天然調味料工場を見学することである。他の工場では、上で述べたように、大きな釜で煮出したエキスを人手で後工程に移しているのである。日本で２番手の会社でさえ同じ仕組みである。しかし、アリアケジャパンでは原料の投入から全て自動である。つまり、天然調味料以外の普通の工場で行われていることが、天然調味料工場で行うのが難しいところを、普通の工場と同じにしたことが同社の強さの最大の秘密である。

それゆえ、ライバルの工場を見なければ同社の工場がいかにすごいかはわからないのであるが、いまだかつてライバルの工場を見た人には会ったことがない。ということは、同社の本当の強さを理解している人はほとんどいないのではないかと思われる。（もちろん私は複数のライバル企業の工場見学を行っている。）

この自動化の成功は近年になって、さらに商品の差別化に大きく貢献している。実際の工程は当然秘密だが、その後連続抽出工程によって、よりピュアなエキスを抽出できるようになった模様である。つまり、温度を変えて、骨を 1 時間煮出したエキス、2 時間煮出したエキス、3 時間煮出したエキスという具合に成分の異なった純度の高いエキスを取り分けるのである。これは、自動化しているゆえ可能であり、ライバル企業の工場で行おうとすればさらに大変な作業となってしまうし、おそらくは不可能であろう。

コストだけではない強さの秘密

ハイクォリティ、リーゾナブルプライスやミドルクォリティ、ロープライスが競争に勝つ必須条件であるが、同社はそのさらに上を行く、ハイクォリティ、ロープライスの企業である。

これが同社の強さの本質であり、今や日本の食品の味を支配していると言っても過言ではない。

つまり、同社のビジネスモデルは、ローコストを武器に低単価で商品を販売するというだけではない。先に挙げたようなラーメン屋が評判になって、繁盛したことから、チェーン展開することを考えたとしよう。しかし、秘伝のたれをそう簡単に大量には作れない。かといって、チェーン店の店長に秘伝のレシピを公開するわけには行かない。そこで、アリアケジャパンに相談に行く。すると、同社ではスープの成分を分析し、同社が持つエキスを組み合わせてそのラーメン屋と同じ味を作り出すのである。

このようにして作ったスープは単価が低いわけではなく、付加価値も高いものである。ラーメンスープを調合することはいわば株式のポートフォリオを作成するような作業である。つまり、ソフトを開発する必要がある。この背景には、やはりローコストがあり、ソフトを開発する余裕があるということになる。すでにこのようなソフトを同社では 20 年近く前に開発している。

同社の基本的なビジネスモデルは以上のようなものであるが、次に 1990 年代から 2000 年代にかけての同社の驚異的な成長からいくつかのエピソードを紹介しよう。

カレー戦争を演出

1990 年代前半までのアリアケジャパンの成長は、即席麺用のスープが中心であった。それこそ、即席麺のライバル企業が皆同社の製品を使うという状況にあった。しかし、それほど同社の名前が世の中に知られていたわけではない。

95 年に同社の名前が一躍世に出るきっかけとなったのが、ルーカレー市場で起こったカレー戦争であった。

このカレー戦争は 95 年に、業界 3 位のシェアにあった江崎グリコが、業界で初めて同社の調味料を用いて「熟カレー」という新製品を発売したことで口火が切られた。「熟カレー」は一晩寝かせた味をコンセプトに、95 年 3 月に発売され、発売初年度で 60 億円を売り上げる大ヒット商品となった。

「熟カレー」発売以前のグリコのシェアは 3%程度に過ぎなかったが、「熟カレー」のヒットによって 97 年にシェアが 13-14%まで急上昇する。成熟した食品市場では、このようなシェアの激変は滅多にないことである。この「熟カレー」は一方で、低価格という側面を持

った商品であったこともそのヒットのひとつの要因であった。

この下位メーカーの躍進によって、それまで右肩上がりを続けていたトップシェアのハウス食品の業績が悪化に転じる。そしてハウスが、「熟カレー」によるグリコの大躍進に対抗して 96 年に発売したのが「こく」と「まろやかさ」を売り物とする「こくまろ」であった。

これも初年度で 80 億円を売り上げるヒット商品となる。この「こくまろ」に用いられたのがやはり同社の調味料であり、その後ハウスはカレールー以外のシチューやハヤシルーなどあらゆる商品に同社の調味料を使うようになる。

さらに 2 位のエスビーも同様に同社の調味料を使うようになったと考えられる。

アリアケジャパンの調味料の位置づけとは

当時、私が感じた最大の疑問は、それではそれまでは一体どのような方法で、ルーカレーの味を作っていたのかということであった。その答は、その時点で世の中に存在するさまざまな調味料を組み合わせて、求める味を作っていたということであった。

たとえば、化学調味料、たんぱく加水分解物などに加えて、豚や牛の脂などを利用していたのである。これらの調味料を用いて工業的に求める味を作り上げることはなかなか大変なことであった。それに対して、同社のローコスト製造技術と味を作る技術によって、まさにユーザーの思い通りのハイレベルな味をローコストで入手できるようになった。それゆえ、低価格競争にも対応できたのである。

このようにして、同社の調味料はあっという間にルーカレー業界向けに売上高を拡大させて行く。このルーカレー市場の競争において同社の存在が広く知られたことで、その後さまざまな加工食品業界でも同様に多くの企業が同社の調味料を使うようになった。

ちなみに、95/3 期に単体ベースで 97 億円であった同社の売上高は 98/3 期に 127 億円に、同じく営業利益は 19 億円から 28 億円に増加している。これと同じことが、80 年代から 90 年代にかけて即席麺業界において起こっており、同社の初期の躍進を支えた。このようにしてわが国においては、一つの業界でライバル企業の多くが同社の調味料を用いていることも珍しくない。

日本の味のスタンダードに

ある時点において世の中にないものを要求されてもなかなか応えられるものではないが、良い見本が存在すれば真似はできる。食品業界では同社の調味料による高水準な味があるので、他の調味料メーカーもその味を真似して作ることは可能である。そのため、同社が加工食品め向けのすべての調味料を供給しているわけではないが、結果的に同社が日本全体の味の水準を引き上げることになっている。

かつて私がヨーロッパ出張で同社株を推奨したことがあるが、そのとき現地の投資家と話をしていると、彼らは一様に口を揃えて、海外のスーパーで売っている加工食品やデリカはおいしくないので買わないという。現地で暮らしている日本人の主婦も、加工食品やデリカは日本のほうが圧倒的においしいと言う。この背景にあるものが実は同社の技術であり、日本における家庭の食卓の豊かさを影で支えているのが同社であり、同社が日本の味のスタンダードを作ったということなのである。

その意味において、同社が本格的に市場としての海外への進出を表明した時点において、海外においても十分同社の技術というものが通用するだろうと思う根拠となっていた。

加工食品、外食から中食へ

1990 年代の後半に加工食品メーカーのライバル同士が競うようにしてアリアケ製品を用いるようになったため、同社の売上高は急ピッチに拡大したものの、わずか数年で使うべきところは使ってしまった。その結果、もともとそれらの加工食品市場は成長しているわけではなかったため、同社の先行きにも停滞感が見え始めた。

そこで加工食品業界を制覇した同社が、次に目をつけたのがコンビニを中心とする中食業界であった。これが 2000 年前後のことである。

ここでも初期の逸話がある。かつてコンビニの冬の名物は、店内に広がるおでんの香りであった。もちろん、おでん好きにはたまらないが、一杯やりに来たわけではないので、あの臭いがたまらなくいやだという人もいた。しかし、その後ほとんど臭いがしなくなったことを何人の人が気付いているだろうか。この臭いのしないおでんのつゆを最初に開発したのも同社であった。こういったことも、味の創造の一形態と言えよう。

こうして、今やおでんのつゆだけではなく、弁当のハンバーグのデミグラスソース、照り焼きチキンのたれ、カレーからスープやサンドイッチのスプレッドまで同社の調味料が使わ

れているのである。

とはいうものの、加工食品と異なり中食は、1 商品のロットが小さいため売上高の成長率は急速に低下している。ただし、これらの商品の付加価値は高いため、利益率はキープしていた。

同社の売り上げ構成は、加工食品向け、中食向けに加え、外食向けがある。日本の多くのチェーン外食店の多くはやはり同社の顧客となっている。

再び国内がけん引役に

それに対して同社では、2000 年代終盤には多少利益率が低下したとしても、売上高の伸び率を高める戦略に出た。

それによって、まずは引き続きコンビニに中心とする弁当・惣菜向けが大きく伸びた。この背景は、従来同社がコンビニのベンダーに原料を収めていたものを、同社が最終製品まで完成させて収めるようになったことがある。

カレーを例にとってみると、従来同社はカレー用の調味料を製造し、濃縮して、カレーを製造するメーカーに納め、そのメーカーがカレーを作ってコンビニに納めていた。調味料を製造して、濃縮して、カレーメーカーに納め、カレーメーカーが再び水で薄めて使っていたわけである。
ところがそのような工程では、濃縮にエネルギーコストがかかり、薄めるときにさらに調味料の質が低下するという問題があった。そこで、同社が最終製品のカレーまで作ることによって、コストと質の両面でメリットが出ることになる。同社にとっては、仮に原料売上であれば 1 の売上だったところが、製品売上に代わるため、売上は数倍に膨らむことになる。

ただし、一方で同じ利益率は取れない。しかし、数量効果が効くため、結果的には利益率は全体として維持、もしくは若干高まることになる。

一方それまでの同社は独自のローコスト製法によって、圧倒的なコスト競争力があり、さらにそのコスト競争力を背景として、高品質な製品をローコストで提供することによって、国内において圧倒的なシェアを握った。しかし、一方で圧倒的な製品力があることから、顧客ごとにきめ細かな対応を怠ってきた面があった。

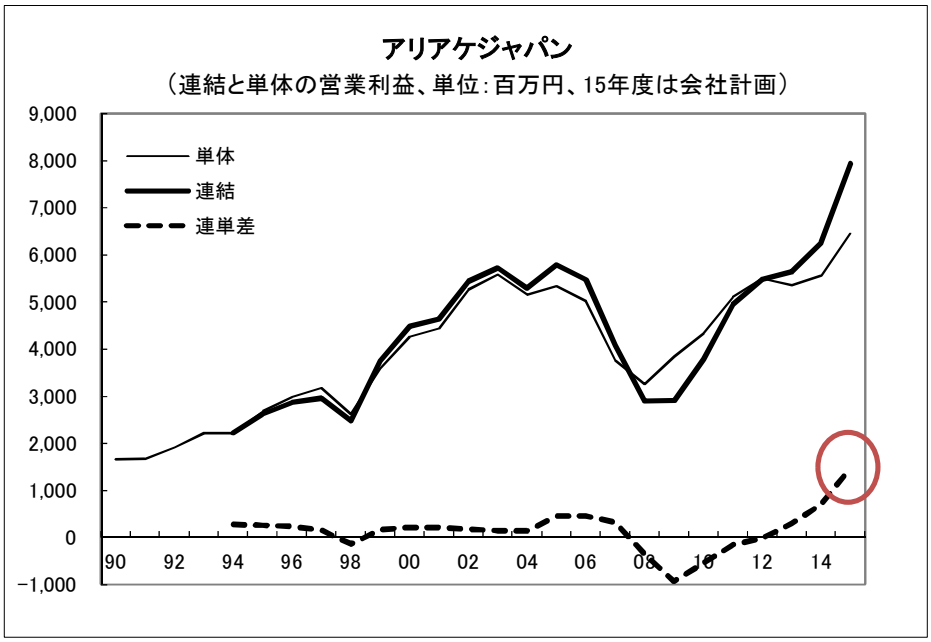
これはつまり、個別の調味料などに関しては、同社仕様の既製品を顧客に使わせてきたとい

う意味である。顧客とすればそれでもコストパフォーマンスの高さを評価して同社製品を使ってきたのだが、やはり顧客自体がオリジナリティのある製品による差別化も必要なため、きめ細かなフォローを行う他社とも取引を行ってきた。そのため、同社の顧客内でのシェアが頭打ちとなっていた。

それに対して、同社では大口顧客に絞って、きめ細かなフォロー体制を取り始め、顧客内シェアの上昇に成功した。そのため、主要顧客である外食産業の市場が伸び悩んでいるにもかかわらず、国内においても着実な成長を遂げてきた。国内の売上の伸び率がやや期によってばらつきがあるのは、中食や加工食品で比較的大型の新製品のタイミングのずれなどによるものである。

いよいよはずみがつく海外事業

国内の食品メーカー、中食、外食店で同社の実力を知らないものはないほどであることから、すでに使用すべきところには使用されており、国内では開拓余地がないと考え、同社は 15 年ほど前に欧州への進出に踏み切ることにした。



しかし、逆に商品やサービスの命運を握るものこそ味であったゆえ、日本のように知名度がない同社は欧州において長い間苦戦してきた。苦戦してきたというのは収益面であり、実際は着実に進展したのではあるが、単にもともと時間がかかる性格のビジネスであったということであろう。そもそも、海外には同社に匹敵する会社がないこともあり、同社の価値を

浸透させること自体に手間取ったという面がある。そのため、欧州への進出以来海外事業では赤字が続いていたが、14/3 期に若干の黒字に転じた後、15/3 期にはいよいよ収益拡大に弾みがついてきた。

16/3 期にはさらに収益拡大に弾みがつく計画となっているが、実際問題、後述するように第 1 四半期においても海外収益の急拡大が確認されている。

誤算続きであった海外事業

2000 年代初旬の低成長期に、同社が考えたのが本格的な海外市場の開拓として欧州に進出することであった。これまでも海外では、米国、中国と工場を設けていたが、工場設立時点の主たる目的は日本向けの原料調達・供給基地としての位置づけであった。実のところは欧州でも原料基地としてのウエイトは高かったのであろうが、高品質を大量に調達できるめどが立ち、どうせなら大規模な工場を建設し、日本への輸出だけでなく、欧州の市場自体も開拓しようという決断を行ったものと考えられる。

しかし、当初期待感を持ってスタートした欧州であるが、欧州自体の経済の不調もあって予想以上に収益化に手間取った。

欧州での事業展開に当って、ひとつの重要な役割を演ずるのが、高名な三つ星レストランのシェフであるジョエル・ロブションとのコラボレーションであった。きっかけはジョエル・ロブションが同社の技術力の高さに目をつけたことである。同氏は 1945 年生まれで、1974 年に「オテル コンコルド・ラ・ファイエット」総料理長に就任。1981 年に独立し、「ジャルマン」開店、1984 年史上最短でミシュランの三つ星を獲得。世界各国のレストランをプロデュース。日本でも恵比寿、六本木などにレストランがある。

まず、欧州ではロブションがプロデュースしたブイヨンを業務用として販売した。ただし、これらはあくまでロブションを広告塔として使うという位置付けの意味合いのほうが大きく、ビジネスとしてウェイトが高いのは加工食品メーカー向けである。その加工食品メーカー向けが経済の不調もあってボリュームが稼げない状況が続いた。当然、同社製品が新規に入り込むのは、メーカーが新製品を開発して市場に投入するときである。食品自体の消費は必ずしも経済の好不調の影響を受けるわけではないが、新製品を投入するための設備投資や営業人員投入に対するメーカーのスタンスが慎重になったということである。また、そもそも加工食品市場において日本ほど頻繁にメーカーが新製品を開発する国もない。

欧州事業に関しては、最初の青写真では 2005-06 年辺りには売上が立っているというもの

であった。しかし、実際のビジネスに取り組んでみると、経験不足による読み違いが次々と出てきたことにより、工場がようやく稼働したのが 08 年 6 月であった。

そのため、サンプル供給が可能となった 08 年 6 月から本格的な顧客との商談、商品開発がスタートしている。その時点では、09 年秋には本格発売という見通しであったが、リーマンショックによる世界的大不況でさらに数ヶ月延びることになった。そのようなもたつきがあって、結局現時点でも依然赤字が継続している。

米国・中国がけん引し始めた海外事業

当初、大々的にスタートした欧州事業であったが、様々な誤算からいまだに赤字が続いている。しかし、それにもかかわらず海外事業全体として 14/3 期には黒字化し、急速に貢献度を高めてきた背景は、当初原料調達先として進出していた米国、アジアでの現地ビジネスが本格拡大を始め、収益力が大きく高まっていることによるものである。

セグメント動向 **（単位：億円）**

売上高	2012F	14/3 F	増減額	15/3 F	増減額	16/3FCE	増減額
アリアケ	284.4	296.5	12.1	313.0	16.5	347.0	34.0
米国	19.2	25.5	6.3	27.0	1.5	36.2	9.2
アジア	22.7	30.0	7.3	36.3	6.3	44.0	7.7
欧州	6.9	16.3	9.4	29.3	13.0	29.1	−0.2
日本	4.2	3.7	−0.5	3.6	−0.1	3.8	0.2
子会社計	53.0	75.5	22.5	96.2	20.7	113.1	16.9
（海外計）	48.8	71.8	23	92.6	20.8	109.3	16.7
合計	337.4	372.0	34.6	409.2	37.2	460.1	50.9
営業利益							
アリアケ	54.9	53.5	−1.4	55.6	2.1	64.5	8.9
米国	3.2	4.5	1.3	3.1	−1.4	4.7	1.6
アジア	4.7	6.2	1.5	8.2	2.0	8.9	0.7
欧州	−6.7	−8.0	−1.3	−4.5	3.5	1.0	5.5
日本	0.2	0.2	0.0	0.2	0	0.2	0
子会社計	−0.2	2.9	3.1	7.0	4.1	14.8	7.8
（海外計）	−0.4	2.7	3.1	6.8	4.1	14.6	7.8
合計	54.7	56.4	1.7	62.6	6.2	79.3	16.7

寄与度が小さい国内子会社も含めた子会社トータルで見ると、10/3 期には営業利益ベースで最大の 9 億円強の赤字となっていたが、14/3 期に 3 億円弱の黒字に転ずると、15/3 期 7 億円、そして 16/3 期計画では 15 億円弱とわずかの期間に全体収益への貢献度を高めている。

それ以前より日本ではまさに向かうところ敵なしの同社であったが、常に最大のネックと

なったのが原料の調達である。つまり需要はあるが、原料供給に制約があり、需要に応える生産が出来なくなる可能性があることだ。同社の歴史は原料ソースの探索の歴史でもある。同社の創業は東京であり、その後原料を追いかけるようにして工場を移転し、最終的に 1978 年に畜産原料の豊富な九州の有明海に臨む長崎県の小佐々町に工場を構えることになる。これが社名の由来でもある。しかし、原料の豊富な九州でも、同社製品の市場が拡大してくるとやがて原料が底をつきそうになった。

そこで同社は、まずは原料を求めて 1990 年に米国、1995 年には中国でそれぞれ工場を立ち上げている。1990 年代において両工場は主として日本向けの原料工場という位置づけであった。ただし、米国では一部市場開拓を進めたが、必ずしも本格的な開拓ではなかったことから、現地事業が大きな事業としては育たない時期が続いた。

中国においても当初は日本向けの原料供給が中心であり、現地での売上げは 2000 年代半ば過ぎまで日本から進出した大手即席麺メーカーへの供給が中心であった。その後、中国の即席麺メーカーにも供給を始めたが、中国における原料価格の上昇もあって、大幅に伸ばす状況にはなかった。ただし、欧州工場が稼動した 2008 年辺りには同時に中国における増設も立ち上がり、大口の商談も決まり始めている。この場合、原料調達は顧客が行うということであった。また、米国においても増設を検討していた。

このように欧州工場が稼働する以前は、米国、中国とも日本向けの原料供給基地という位置づけであった。しかし、欧州工場が稼働したことにより、日本向けの原料供給にめどが立ったことから、それぞれの地域で現地の営業を本格化し始めた。

この間、欧州市場での顧客開拓の遅れに加え、もともと細々と営業を続けていた米国、中国、従来から現地での販売が主体であった台湾などにおいて、着実に顧客開拓が進み、むしろ欧州以外の国での収益貢献度が急速に高まってきた。

米国に関しては、大口顧客への加工食品向けの売上高が好調に推移しており、生産量を増やすことに注力している。15/3 期は寒波や加工食品向け売上の立ち直りが遅れ、しかも原燃料価格の高騰があり、上期は減収減益となったが、下期には盛り返している。顧客は加工食品が中心であるが、外食向けなども徐々に増えてきている模様。

15/3 期の下期から売上増が加速しており、工場はフル稼働となっている。もっとも、稼働体制の変更で増産は可能としている。米国では工場の認可基準が厳しいため、M&A によって工場を手に入れ、装置を入れ替えて同社仕様にする方が簡単であるため、今後の増産対応は M&A を中心に考えているようである。その場合、当該企業の原料調達力も重視する模様。か

つては生産品の多くを日本向けとしていたが、現在ではかなり少なくなっているようである。
売上面でも、利益面でも最も貢献度が高いのが中国、台湾のアジアである。中国は加工食品向けの顧客開拓が進み、順調に売り上げが拡大している。中国は今のところ設備に余裕があるとのこと。

台湾は外食向けがほとんどであり、こちらも順調に推移している。台湾では工場の老朽化に対応し、1 年後には新工場が立ち上がる見込みである。

欧州工場の商品供給は日本向けと欧州域内分が 5：5 となっている。日本向けに関しては現地の利益はゼロいう位置づけになる。現時点の欧州内の顧客は加工食品メーカーであり、日本及び他地域での浸透ピッチを考えると、本格的な業績寄与にはもう少し時間がかかるのかもしれない。

ただし、ベルギー、フランスの機械の減損や合理化などリストラを行って、今期中には黒字化を目指すことにしている。

同社の商品はいわば部材であり、しかも味という食品にとっては最も重要な商品価値のベースであるため、顧客に対する最初の入り口段階では先方も慎重になるためかなりの時間がかかるものなのであろう。おそらく、東洋水産が成功したラーメンやヤクルトが成功した乳製品のようなわけにはいかないのであろう。

最終製品ではあるがキッコーマンの醤油のような位置づけであると考えられる。そのキッコーマンが醤油を海外に浸透させ、同社の屋台骨を支えるようになるまでには 30 年、40 年の歳月を要している。しかし、東洋水産のラーメンは最終製品だけに見様見真似で繰り返しライバルが参入を試みる。しかし、キッコーマンの醤油は真似はされても本質までは真似できないため、軌道に乗ってからは安定的な成長を遂げている。

同社の天然調味料はどちらかといえばキッコーマンの醤油に近いが、消費者の文化自体を変えるわけではないので、そこまでの時間はかからないが、それでも海外に同社のような企業がないことから、顧客が取り入れるまでに時間がかかったということであろう。しかし、一度入り込んでしまえば、同社の真似をできる会社は日本同様出現する可能性はゼロに近いものであり、大きなブレもなく着実に高い成長が見込まれるものと考えられる。

市場の期待を超えた 2016 年 3 月期第 1 四半期決算

2016 年 3 月期第 1 四半期決算は 18.7%増収、58.1%営業増益、68.6%経常増益、83.2%純利増益となった。すでに触れたように、15/3 期第 4 四半期の営業利益は 41.8%増と、それまでと増益ピッチを大きく変えてきたが、この第 1 四半期もそのトレンドに変化はなく、むしろ市場の期待を上回る決算ではなかったかと考えられる。

国内外とも勢いが加速

第 1 四半期決算の特徴を一言で言えば、国内も海外も利益成長が加速したということであろう。
国内でビジネスを行うアリアケジャパン本体の売上高は 15.9%増収と伸び率が加速してきた。14/3 期年が 4.2%増、15/3 期が 5.6%であり、前年度の第 4 四半期に 11.0%増と久々に二ケタに乗せてきたが、今第 1 四半期はその水準をさらに大きく上回った。当然のことながら、営業利益も 40.6%増と大幅な伸び率となった。このところは、売上増に加えて、原油価格の下落がポジティブに作用しているものと推測される。

同社の主要顧客は加工食品メーカー、外食産業、中食産業（主としてコンビニ）があるが、第 1 四半期は各業界ともほぼ似たような伸びであった模様。同社は去年秋に創業来初の値上げを行っており、値上げの寄与によって 15/3 期 4Q から売上の伸び率が高くなっている。

中食向けは直接的なコンビニの PB は当然中食でカウントされるが、コンビニとメーカーがコラボするメーカーPB は同社からは加工食品メーカー向けにしか見えないので、加工食品でカウントされているが、実際はコンビニの好調の影響が大きいと思われる。中食向けでは弁当、総菜向けが伸びていて、レトルトパックのビーフシチューやクラムチャウダーなども同社からの直接的な出荷となっている。

外食に関しても市場が伸びない中、同社の売上は大きく伸びているが、これはおそらく数年前から行っているトップセールスの成果による顧客内シェアの上昇と考えられる。

海外を中心とする子会社計の売上高は 27.7%増と高水準をキープした。ただし、前年同期比の売り上げ増加額は前年度第 3 四半期の 6.8 億円、第 4 四半期の 6.7 億円を下回り、5.7 億円増にとどまった。米国の売上高増加額は加速し、アジアは高水準をキープしたが、欧州がマイナスに転じた。欧州に関しては不採算品目の販売中止もあり減収に転じている。その結果、欧州は減収にもかかわらず増益をキープした。

ただし、海外の増収率についてはやや円高気味であったことも影響している。米国は円ベースでは 76.0%増であったが、ドルベースでは 85.%増となっている。欧州も円ベースの売上は 10%減であるが、現地通貨ベースではほぼフラットである。ユーロが前年同期の 141 円から 130 円と円高になったことによる。また、欧州の収益に関してはフランスは単月黒字を達成し、ベルギーももう少しで黒字という段階にある模様。

その結果、子会社計の営業利益は前年同期比 3 倍増となり、全社営業利益に占めるウエイトも 20%を超え始めた。子会社計が黒字に転換したのが 14/3 期であるから、かなりのピッチで収益が向上していることがわかろう。

投資判断

第 1 四半期決算は全体として大幅な増収、増益となったが、もともと計画自体が高めの設定となっていることもあり、上期はオンライン・プラスアルファという状況であろう。ただし、同社の場合、計画自体高めに出す傾向にあり、過去 15 期間で実績の営業利益が期初の会社計画を上回ったのは何とわずかに 1 期に過ぎない。増額修正があったのは 12/3 期で、営業利益は期初計画の 42.48 億円（12.3%増益）が実績で 49.4 億円（30.4%増益）と増額修正されているが、それ以外の期はすべて減額修正である。

もっともだからと言って株価が売られたかといえば、決してそんなことはなく、この 5 年ほどはコンスタントに株価は上昇傾向にある。つまり、同社株の場合、減額修正だから売り、増額修正だから買いという風に見ている単細胞な投資家にはやや扱いにくい株ということになろう。

食品株の場合、海外での成長がその企業の成長のけん引役となっている銘柄のバリュエーションはかなり高くなりがちである。同社の PER は約 27 倍であり、安心して買える内需株のバリュエーションの 30 倍より若干下回る水準にある。現時点において内需依存度の高い食品株で PER30 倍は、いくら景気の先行きが見通しにくいとは言ってもほぼ許容限界ではないかと思われる。

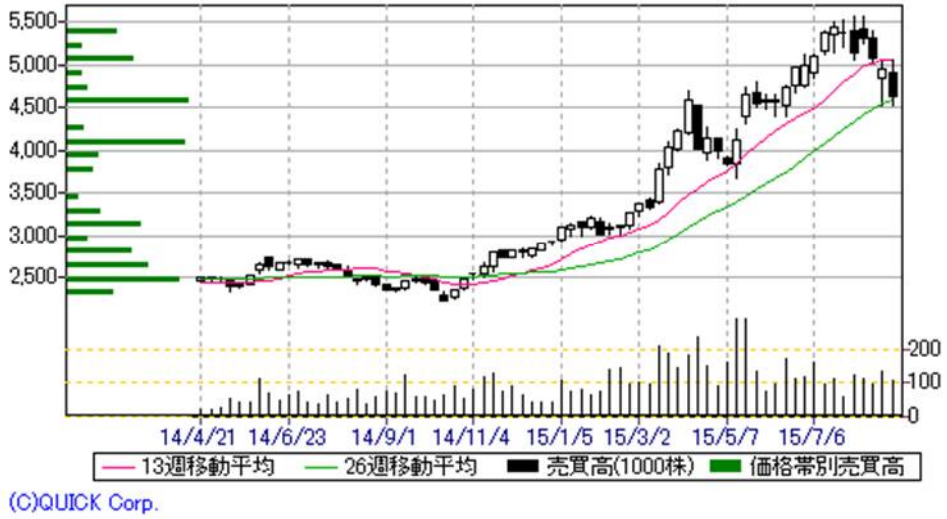
海外で稼ぐ食品企業のバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	営業利益	営業利益率	営業利益	営業利益成長率	時価総額	PER	PBR	ROE	株価（9/4）	株価上昇率
		予想	実績：百万円	実績	海外ウエイト	年平均：5年	百万円	倍	倍	予想	円	2014年3月末～直近
アリアケ	2815	2016/3	6,251	15.3%	11.2%	16.6%	147,354	27.1	2.61	9.6%	4,630	93.4%
カルビー	2229	2016/3	24,183	10.9%	9.8%	20.5%	550,283	34.8	5.02	14.4%	4,125	69.8%
ヤクルト	2267	2016/3	34,898	9.5%	94.6%	12.9%	988,530	35.9	3.04	8.5%	5,980	15.4%
キッコーマン	2801	2016/3	25,370	6.8%	81.6%	3.8%	677,819	39.9	2.87	7.2%	3,470	78.2%
味の素	2802	2016/3	74,519	7.4%	60.2%	3.1%	1,504,965	30.1	2.25	7.5%	2,543	72.4%
日経平均											17,792	20.0%

しかし、同社の収益に占める海外ウエイトが 20%を超えてきたことは、同社が海外で成長する企業という扱いを受ける可能性が一段と高まり、目先的にはこれまでのバリュエーションのタガが外れる可能性が考えられる。

それらを総合的に判断した場合、現時点の会社予想に対する PER27 倍は、この水準であれば、それほどリスクのある水準とは思えない。

週足-売買高チャート



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。

本レポートの解説

本レポートは H&L 企業研究クラブの 1015 年マル秘レポート第 14 弾として販売されたレポートである。マル秘レポートやその他のレポートはこちらから有料で入手できる（例外を除いて 2,000 円）
http://cherry100.mods.jp/point/05/

また、マル秘レポートを作成後ただちに無料メルマガにて知らせているので、投資タイミン

グを逃さず入手したい場合は、こちらから無料メルマガに登録しておくことをお勧めする。
http://cherry100.mods.jp/ra/s/904
このメルマガでは必ずしもすべてが銘柄名を伏せたマル秘銘柄というわけではなく、銘柄名を明かして、業績の見方、投資タイミングなどを解説している場合も多い。