2015 年 8 月 28 日

H&L 企業研究クラブ

【業績回復に勢いが出てきたものの歴史的安値圏にある三菱食品（7451）に注目】

メーカーの値上げでいよいよ回復に転じ始めた加工食品卸売業

メーカーのコストアップによってこの 3 年ほど悪化してきた加工食品卸売業の業績がいよいよ回復に転じ始めた。

メーカーはコストアップになると、製品価格に転嫁しようとするが、製品価格への転嫁には 2 段階のステップを踏む必要がある。まずは値引き販売を少なくすることである。メーカーサイドから見れば販売促進費の抑制ということになる。卸売業はメーカーと小売業の間に立って、メーカーから値引きの原資となる販売促進費を引出し、それを小売業に提供し、小売業をサポートする。しかし、その販売促進費が減少し始めると、小売業に提供する分も減らさなければならないが、どうしても小売業に提供する分の縮小交渉が他社との競争の中では遅れ気味になり、卸売業の業績の圧迫要因となる。その結果その時期には、卸売業の業績が悪化することになる。

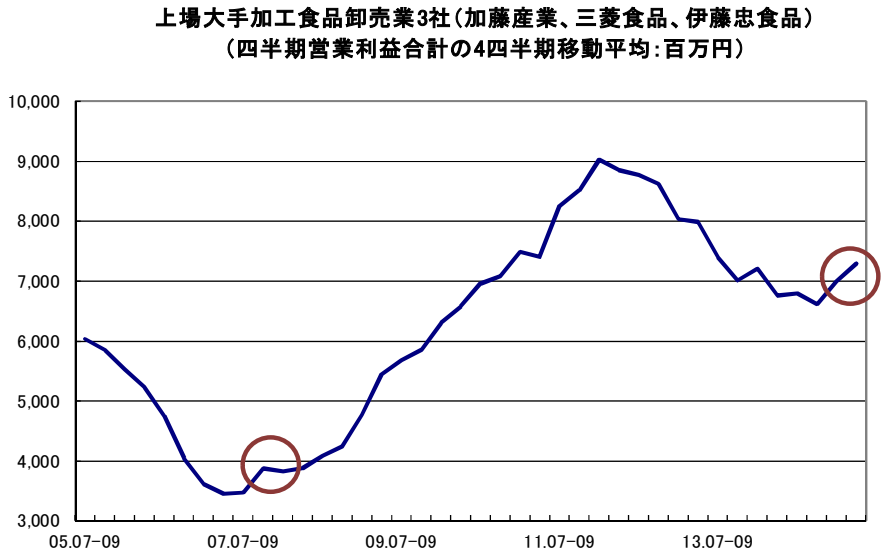
銘柄名	三菱食品	コード	7451				
株価（2015年8月27日）	2,443 円		PBR(15/3実)	1.01 倍	ROE	8.0%	
株数	57,140 千株		配当利回り(16/3予)	1.7%			
配当	42 円		時価総額	1,396 億円			
発行済み株式数	58,125 千株		自己資本(15/3)	138,052 百万円			
自己株式	985 千株		BPS	2416.0 円			

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
2014/9上	実績	1,187,994	−0.6	5,864	−15.2	7,073	−7.8	4,656	−3.6	−	−
2015/3下	実績	1,149,258	−3.6	9,399	7.1	10,159	6.9	5,096	5.6	−	−
2015/9上	会予初	1,170,000	−1.5	5,400	−7.9	6,300	−10.9	4,800	3.1	−	−
2016/3下	会予初	1,180,000	2.7	10,300	9.6	11,200	10.2	6,200	21.7	−	−
2012/3期	実績	2,151,941	−	18,196	−	19,795	−	12,282	−	214.9	11.4
	菱食前年同期比		43.0		35.5		36.3		115.0		
2013/3期	実績	2,318,873	7.8	17,046	−6.3	18,735	−5.4	11,472	−6.6	200.8	12.2
2014/3期	実績	2,388,226	3.0	15,684	−8.0	17,172	−8.3	9,657	−15.8	169.0	14.5
2015/3期	実績	2,337,252	−2.1	15,263	−2.7	17,232	0.3	9,752	1.0	170.7	14.3
2016/3期	会社予想初	2,350,000	0.5	15,700	2.9	17,500	1.6	11,000	12.8	192.5	12.7
2014-1Q	実績(3カ月)	577,207	−0.4	1,507	−44.8	2,134	−34.4	1,336	−42.0	−	−
2014-2Q	実績(3カ月)	610,787	−0.8	4,357	4.1	4,939	11.9	3,320	31.4	−	−
2014-3Q	実績(3カ月)	614,968	−2.8	5,007	−9.8	5,420	−11.7	3,734	−4.7	−	−
2014-4Q	実績(3カ月)	534,290	−4.6	4,392	36.3	4,739	40.8	1,362	50.0	−	−
2015-1Q	実績(3カ月)	584,953	1.3	2,464	63.5	3,077	44.2	2,765	107.0	−	−

ところが、値引きの抑制が一巡すると、次にメーカーは製品の価格改定を行う。この製品の価格改定はメーカー、卸、小売りそれぞれにプラスに働くことになる。単純化すれば、メーカー、卸、小売業の取り分は製品価格に対して一定率という取り決めになっているた

めである。つまり、メーカーが価格を 10%引き上げれば、それぞれの基本の取り分が 10%増えることになる。

多分、こう説明しても業界に精通した人でないと、なかなか納得できないものがあるだろう。そこで、ここでは上場加工食品卸売業上位 3 社の加藤産業（9869）、三菱食品（7451）、伊藤忠食品（2692）の四半期営業利益の推移を示す。ただし、図は四半期営業利益の 1 年移動平均で示している。



前回の業績落ち込みの時期はグローバルな景気拡大により様々な原燃料・資材の価格が上昇した 2005 年から 2007 年にかけてであった。この時営業利益はピーク比で約 55%の水準まで落ち込んでいる。しかし、その後 2007 年半ばからのメーカーの相次ぐ値上げで業績は急回復した。しかも、この図からわかるように、リーマンショックがあった 2008 年から 2009 年にかけても全くその影響を受けていない。まさに、ディフェンシブストックの面目躍如といったところである。今回はピークの営業利益水準と比較すると、ボトム（2014 年 10-12 月）でも 73%の水準にとどまっているが、これは前回のコストアップ局面の経験を踏まえて各社が慎重に行動したためと考えられる。

今回の加工食品メーカーの値上げであるが、実際はここ 1 年以上にわたって五月雨的に行われてきた。たとえば、原材料の高騰でハム・ソーセージの値上げが行われた。しかし、ハム・ソーセージは卸を通さない食品であるため、卸の業績とは無関係である。

また、卸を通す加工食品でも値上げは行われてきたが、メーカーが消費税増税の影響も考慮し、規格変更で実質値上げを行うものであった。つまり、表面上の価格を変えず、容量を変更するようなパターンである。その場合、消費者はこれまでと同じ量を買っているつもりでも、実際は同じ金額で、量が減っているというパターンになる。そうなると、総購入金額が増えないことが多く、卸の取り分も増えないため、卸の業績にはプラスの影響を与えるわけではない。

今年になっての値上げは、即席めんなど主要商品で表面上の価格を上げる対応をするところが多く、また比較的広範囲で値上げが行われたため、加工食品卸売業の業績反転に直接効き始めている。実際に値上げを打ち出している商品には、前述の即席めん以外にも輸入ワイン、食用油、冷凍食品、アイスクリームなどなど数え上げればきりがないほどである。4 月以降も立て続けに値上げが行われており、トマトケチャップ、レギュラーコーヒー、バター／チーズなどが続いている。

図を見ると、加工食品卸売業の業績は 2015 年 1-3 月にわずかに増益に転じていることがわかる。しかし、2014 年 1-3 月は消費税増税前の駆け込み需要で、若干ながらも一時的に増益となった期であり、その期に対して増益に転じたことは、たとえわずかであったとしても大きな変化と捉えることができよう。そして、2015 年 4-6 月には更なる業績回復が確認された。今回もいよいよここから加工食品卸売業の業績回復が加速するのではないかと考えられる。

もちろん価格改定交渉は卸売業と小売業の個々の交渉であるので、自動的に達成されるものではない。しかし、昨今は小売業においても消費者への価格転嫁が順調に進んでおり、業績も概ね好調であることから、卸売業の意識次第で十分進展可能であろう。

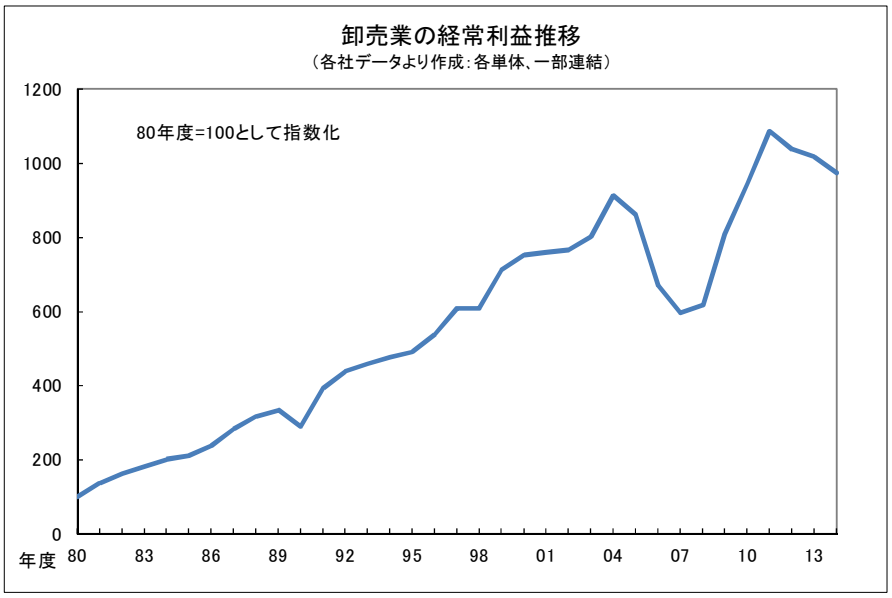
実は成長産業である卸売業

卸売業と聞くと卸売業に関して知識がない多くの投資家は、卸売業は衰退産業ではないかという反応を示す。しかし、実は我が国における卸売業はこの数十年間コンスタントに右肩上がりの成長を遂げており、特にバブル崩壊以降の 20 数年間にその存在感は一段と高まっている。

図は上場している卸売業のうち、小売業や外食産業を顧客とする卸売業 20 社の合計経常利益を指数化したものである。業績悪化局面はバブルピーク後の 90 年度、2000 年台半ば、そして今回である。2000 年台半ばは新興国の台頭に伴うグローバルな原燃料・資材の

価格上昇による食品メーカーのコストアップが主因であったが、90 年度は実はメーカーのコストアップではなく内需拡大による卸売業自身のコストアップによるものである。

2000 年台半ばの業績悪化時には、その後メーカーが値上げしたことによって卸売業の業績は回復に転じた。一方、90 年度はメーカーのコストが必ずしも上がったわけではなかったが、メーカーにとって流通を担う卸売業が疲弊する事態は避けたかったことから、卸売業のための値上げを行っている。



卸売業成長の背景

海外流通先進国においては我が国のようなトラディッショナルな卸売業はあまり見かけない。一方、我が国でもやがて卸はなくなるという「卸不要論」が長い間はびこってきた。そもそもこの卸不要論は 1963 年に発刊された「流通革命」（中央公論社：林周二）において、卸売業を介した我が国の非効率な流通構造は効率化が進み、その過程で非効率の象徴とされた卸売業はやがてなくなるという主張が世論に支持されて広まった。

この背景には、当時わが国でもダイエーやニチイ、イオンに代表されるスーパーが流通革命の旗手として産声を上げ、海外からは直取引を看板にしたコカ・コーラの進出があった。しかし、それから 50 年後の現実は、ダイエー、ニチイはイオンに集約され、そのイオンもついに自身が総合スーパーだという見方を変えてもらいたいと訴え始めた。鳴り物入りで日本に参入したウォルマートも、傘下の西友の存在感を高めているとは言い難い。セブン＆アイにおけるイトーヨーカ堂はもはやお荷物以外の何物でもなく、ユニーはファ

ミリーマートの軍門に下る決断を行ったが、お荷物のユニーの取り扱いでもめており、日本ではもはや総合スーパーであることを喧伝する企業はなくなった。また、一方で卸売業を通さなかった日本のコカ・コーラのこの 10 年ほどの業績は見るも無残ものとなっている。

それでは日本では流通革命は起こらなかったのであろうか。否、決してそうではなく、日本では日本流の流通革命が起こり、かつてに比較すれば圧倒的に効率的で、消費者にとって使いやすい流通市場が出来上がったのである。しかし、その流通革命競争の中で、勝ち残ったのが当初言われていた総合スーパーという大手小売業ではなく、卸売業であり、その卸売業が持つ機能を有効に活用した地域食品スーパーやコンビニエンスストアであったということである。

なぜ、そうなったかをこの限られた紙面で詳細に解説することはできない。その中からひとつだけ小売業の競争力にとって極めて影響度の大きいもの述べるとすれば、小売業が卸売業を介する効用として世界でも類のないものに、キャッシュ・コンバージョン・サイクル（以下 CCC と略す）のマイナス化がある。これは、小売業が加工食品卸売業を介してメーカーと取引することで小売業の CCC がマイナスとなることを意味する。

ここでは幣著「日本の問屋は永遠なり」（アバン札幌、2012 年、大竹愼一＆有賀泰夫）から CCC 比較の解説を引用する。

CCC は以下の式で示される。なお、以下の式の各項目はそれぞれの回転日数による。

CCC＝売上債権＋在庫 - 買入債務

CCC はキャッシュの回収に要する日数を示す。すなわち、商品を仕入れて、販売しキャッシュを回収するまでの日数である。通常はこの値は多くの企業においてプラスの値を取り、40 日であれば、回収に 40 日かかることを示している。しかし、日本の食品スーパーを取ると、多くの企業でこの値がマイナスとなる。つまり、仕入れた時にはすでに回収が終わっており、商品取引においては売り上げを増やせば増やすほど、手元にキャッシュが余ることになる。

次の表は我が国の食品スーパーと米国の食品スーパーの CCC を比較したものである。米国の食品スーパーはキャッシュの回収に 11 日ほどかかるが、日本は卸売業も食品スーパーも CCC の値がマイナスとなっている。キャッシュが余剰であるのと不足するのとでは、企業の投資戦略に大きな違いが生じる。

日米の食品スーパーの CCC の差は約 25 日だが、このうち 18.6 日分が在庫回転日数の差であるが、それは卸売業による効率的なロジスティクスの賜物であり、卸売業がいかに小売業の経営にとって重要であるかが理解できる。当然、米国の経営者であれば、CCC は強く意識しているはずであり、土地代が安いから在庫が多くて平気というのんきな経営者はいない。

日本の加工食品卸、日米の食品スーパーのCCC比較

	日本 加工食品卸	日本 食品スーパー	米国 食品スーパー
受取手形・売掛金/1日当たり売上高	44.9	1.1	4.7
棚卸資産/1日当たり原価	8.9	9.1	27.7
合計	53.8	10.2	32.4
買掛金/1日当たり原価	76.0	24.5	21.6
キャッシュ・コンバージョン・サイクル	−22.2	−14.3	10.7
営業利益率	0.7%	5.1%	3.5%

会社データをもとに作成。各社2008年度のデータを用いた。
加工食品卸：菱食、加藤産業、伊藤忠食品
日本FS：ヤオコー、オオゼキ、ハローズ
米国FS：Whole foods、Safeway、Kroger
ただし、ハローズのデータは期末が休日であったことを調整して算出。
出典：「日本の問屋は永遠なり」（アバン札幌、2012年、大竹慎一、有賀泰夫）、P.50

それではなぜ、それほど重要なことであるにもかかわらず、効率を高める努力をしていないのか。米国では土地代が安かったため、在庫の圧縮にそこまでのエネルギーをかける必要性が小さく、戦略として大型店舗にするほうを選択したことによる。まさに、必要は発明の母であり、気づいたときにやろうとしても、他の代替手段との比較で、そのこと自体ができなくなっているのである。

ここまででも、「卸売業を排除してメーカーと小売業が直接取引きすれば効率が高まる」という説の欠陥がわかる。つまり、わが国の加工食品卸のロジスティクス技術が高いことによって、日本の卸売業と食品スーパーを合わせた在庫日数は、メーカーと直接取引きしている米国の食品スーパーの在庫日数より圧倒的に短い。しかも、一般的に日本の小売業の収益性は低いと見られているが、営業利益率を比較しても、この業態の比較ではむしろ日本の食品スーパーのほうが上回っているのである。

なお、「日本の問屋は永遠なり」ではなぜ日本では総合スーパーが負け組となり、ヤオコー（8279）やハローズ（2742）が好調なのかが手にとるようにわかるように解説している。本書の詳細は下の URL にて解説しており、本書の申し込みも下の URL から可能である。http://cherry100.mods.jp/land/book1/

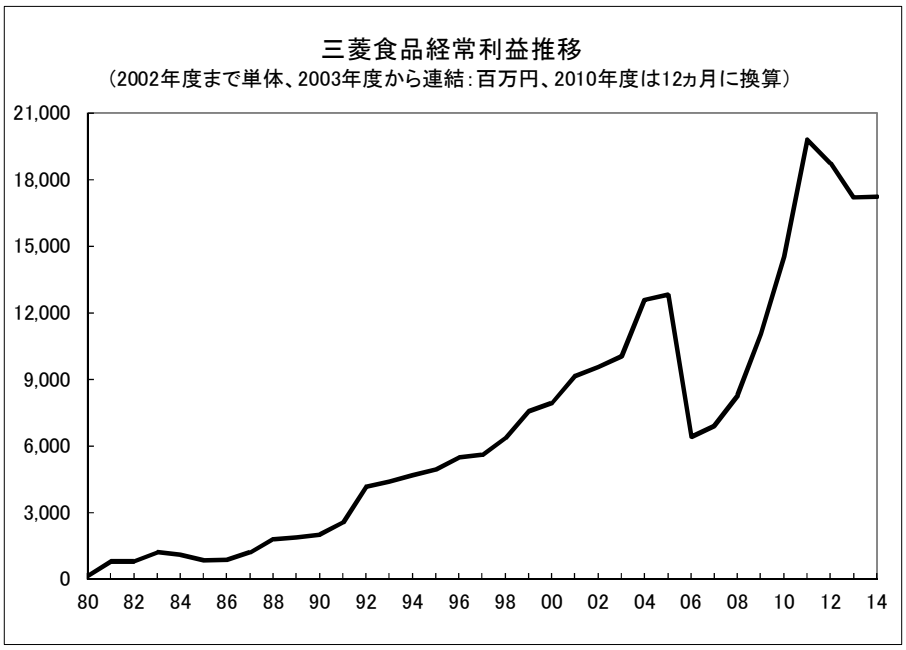
ロジスティクスで成功した三菱食品

我が国において卸売業がその高度な機能で存在感を高めてきたわけであるが、とりわけ1990年代にロジスティクス技術の高度化で業界をリードしてきたのが同社である。我が国におけるロジスティクスは他の流通先進国と異なり、多品種少量配送を特徴とする。少品種大量の商品を配送する場合、ローコストのロジスティクスを構築するにはそれほど高い技術は要しない。しかし、多品種少量配送で低誤配率を達成しつつ、ローコストで行うことは極めて高い技術を要する。

同社は我が国において日用雑貨におけるPALTAC（8283）と並んで、いち早くローコストでかつ高精度なロジスティクス技術を確立し、1990年代以降に高成長を遂げた企業である。

図は同社の過去35年間の経常利益推移を示したものである。直近20年をとっても、年率7%ほどの高い成長率を示している。ことに、この間がバブル崩壊後の失われた時代であったということは、特筆すべきことではないだろうか。

なお、業界全体の業績推移では90年度に減益となり、メーカーが製品値上げを行って、卸売業の業績立て直しに一役買っているが、その90年度の前後を見ても同社は業績が落ち込んだわけではない。それにもかかわらず、メーカー値上げの恩恵は享受し、その後業績は一段階切り上がっている。



ところが、2000 年代半ばのメーカーのコストアップ局面では、同社は業界以上に業績が落ち込んでいる。これはそれ以前の 15 年ほどの長きにわたってディスインフレが続いたことで、小売業との交渉は基本的には値下げ交渉であったことから、急成長した同社の多くの若い社員が価格上昇下での対応の経験がなかったことによるものであった。それゆえ今回は、前回の経験が生きているうちであったため、小幅な落ち込みにとどまっている。

セグメントごとにばらつく収益動向

加工食品卸売業の成長パターンは過去からの主要商品である加工食品において効率性の達成を成し遂げた企業が、より遅れた業界であった低温、酒類、菓子といった収益性の低い企業を買収し、その被買収企業に効率性のノウハウを注入することで成長してきた。それゆえ、被買収企業の収益性の低い取引先を切るなどの手段を取って収益性を高めるため、買収時に一時売上が増えても、その後継続的に売上高が減少するケースもある。つまり、売上高の増減が利益とは無関係ということもしばしば起こり得る。

同社にとって、酒類、菓子はそのような形で構造改革中であり、メーカーのコストアップ下でも構造改革による収益向上が観察される。そのため、依然減益基調にあった前年度においてもこの 2 セグメントの営業利益は改善していた。なお、菓子に関しては今後値上げ効果も期待されるが、酒類に関しては今回はほとんど値上げ品目がないため、値上げ効果による収益改善はなく、引き続き構造改革による収益改善となる。

セグメント営業利益の推移　　（単位：百万円）

	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期
加工食品	6,624	6,262	5,108	3,742
低温食品	8,161	9,626	8,948	8,280
酒類	552	159	740	988
菓子	2,358	516	594	1,951
計	17,695	16,563	15,390	14,961
その他・調整	499	480	294	302
連結計	18,194	17,043	15,684	15,263
増減				
加工食品	－	-362	-1,154	-1,366
低温食品	－	1,465	-678	-668
酒類	－	-393	581	248
菓子	－	-1,842	78	1,357
計	－	-1,132	-1,173	-429
その他・調整	－	-19	-186	8
連結計	－	-1,151	-1,359	-421

それゆえ、今回のメーカーによる価格改定効果が加工食品卸売業の業績に効果を示すのは、主として、加工食品と低温食品の中の冷凍食品、そして菓子ということになる。

同社業績は2015年3月期第4四半期から急速に営業利益の前年同期比が伸びており、第4四半期の36.3%営業増益に対して、2016年3月期第1四半期も63.5%営業増益と大幅に伸びた。同社の今期業績予想は2.9%営業増益であり、上期に至っては7.9%営業減益予想となっている。それゆえ、第1四半期の実績およびすでに述べてきたような客観的情勢から考えて、今期業績に関しては特に利益面で大幅な増額修正が期待されるところである。

ただし、会社側ではこの見方を現時点で全面的に肯定しているわけではない。既に述べたように、価格に対するフィーは業界内での暗黙の了解ではあるが、どんな状況下であっても取引条件は個々の企業間で異なることから、最後は個別交渉で決着をつけるものである。もちろん、会社側でも小売業の業績が好調な点は今回の価格交渉においてポジティブとは見ている。しかし、あくまで個別交渉であり、会社側の全営業マンに対する統率力にも影響を受けることから、完全に達成できるかどうかは現時点では不透明というスタンスである。

もっとも卸売業の場合、過去から業績予想はあくまでも慎重に公表する傾向がある。つまり、常に小売業との納入価交渉があるため、結果として好調であっても、事前の予想段階では慎重な姿勢を保つためである。

投資判断

現時点における加工食品卸売業のバリュエーションは内需株としては極めて低い水準にある。少なくともここ数年、同社を含めた加工食品卸売業の業績は低迷しており、現時点においてバリュエーションが低水準であることにそれほど違和感があるわけではない。しかし、本レポートで述べたようなシナリオに沿って業績がコンスタントな拡大軌道に乗った場合には、業態にかかわらずその成長性に見合ったバリュエーションで評価される可能性は高い。

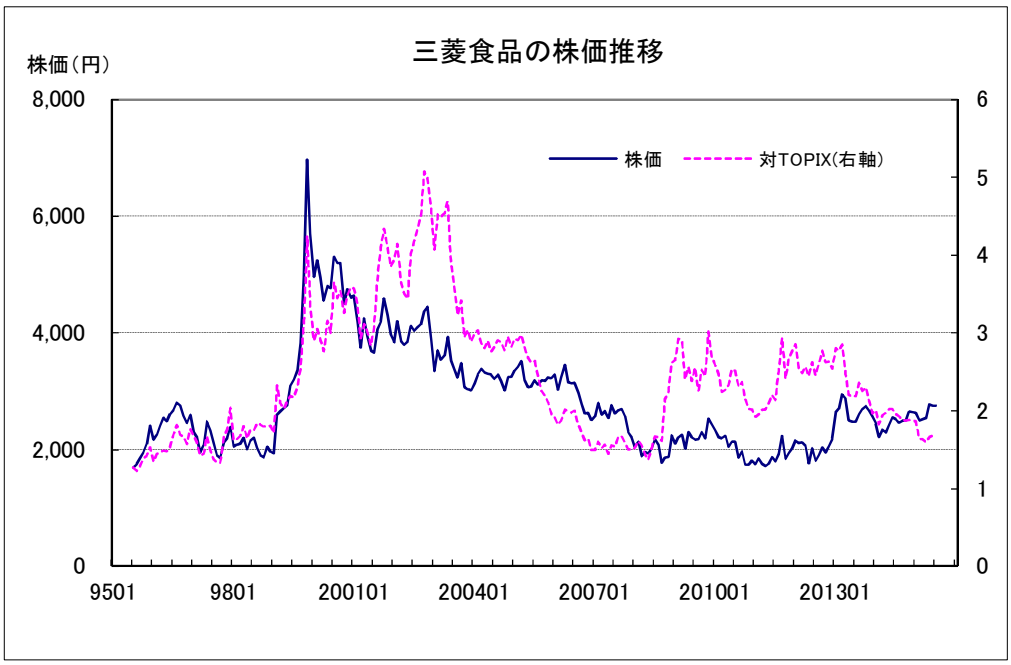
加工食品卸売業上場大手3社のバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	営業利益	営業利益成長率	時価総額	PER	PBR	ROE	株価(8/27)	株価上昇率
		予想	実績:百万円	年平均:18年	百万円	倍	倍	予想	円	2014年3月末～直近
伊藤忠食品	2692	2016/3	3,670	-1.4%	51,737	18.5	0.69	3.7%	4,030	14.3%
三菱食品	7451	2016/3	15,263	5.9%	139,593	12.7	1.01	8.0%	2,443	4.4%
加藤産業	9869	2015/9	8,989	3.9%	97,900	15.8	1.05	6.7%	2,614	19.1%
日経平均									18,574	25.3%

その中にあっても、同社株はとりわけフローの利益に対するバリュエーションが低く、現時点の会社予想 PER は 12.3 倍と 3 社中最低である。今期業績に関しては今のところ各社増額修正の方向で推移している。もっとも、加藤産業の決算は 9 月であり、今期に関しては増額幅はわずかであろう。一方、伊藤忠食品と同社は大幅増額修正の可能性が高く、同社の場合増額修正を織り込むと PER は 11 倍ほどに過ぎない。

しばしば、キャリアの短い投資家と会話していると、PER が低いのは業種特性であって、業績がよくなってもバリュエーションはさして上がらないのではないかという質問を受ける。しかし、決してそのようなことはなく、どんな業種でも業績がよければ高いバリュエーションで評価されるのである。現に、2000 年の IT バブル期には同社株の PER が 80 倍に評価されたことがあり、それはおそらくその時点までの数年間の業績推移に引っ張られたものなのであろうと思う。

今回も業績回復によって、段階的に PER が切り上がることが見込まれ、来期の業績が見え始める半年ほど先には、来期の ARJ の予想 EPS に対して PER20 倍を想定し、目標株価を 4,800 円とする。この PER20 倍は、ある程度の規模の内需企業で、業績が順調な企業の PER の下限値と位置付けられる。



なお、バリュエーション比較表において、伊藤忠食品の 18 年間の営業利益成長率は年率 1.4%と唯一減益である。これは他の 2 社と伊藤忠食品ではビジネスモデルが若干異なり、伊藤忠食品の主要顧客は大手小売業であるのに対して、他の 2 社は大手小売業が主要

顧客ではない。これは極めて重要で、卸が担う機能を大手は自社で行おうとするため、卸にとっては付加価値の低いビジネスになりがちである。

その点、同社同様加藤産業は推奨対象となるが、今後も伊藤忠食品を推奨対象とする可能性は低い。なお、現時点では同社株のバリュエーションが低いことから、同社株中心の推奨となる。

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 13 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。