

# 五洋食品産業株式会社

(2230・TOKYO PRO Market)

発行日 2017年5月25日

## 第2次中期計画初年度は順調、3Qに大きく業績を伸ばす

### 主要取引先での拡販や新規開拓によりトップラインが順調に拡大

17/5期に入り、6月から9月までの4カ月間は主要取引先(大手外食チェーン)のグランドメニューに採用されていた主力製品がメニューカットになったことなどが影響し売上高は毎月前年割れが続いた。しかし、10月以降は主要取引先のグランドメニューに主力製品が再採用になったことに加え、当社製品開発力、品質、供給力等への評価から大手外食チェーンの各業態においてフェアメニュー等の販売企画等への当社製品の採用数が増加したこと、業務用(卸問屋経由の販売)において中堅の外食市場の新規獲得があったこと、などが寄与し毎月前年を上回る高水準の販売が続く。特に書入れ時の3Q(12-2月)はフェア等の販売企画における受注数量の伸びなどもあり、前年同期比21.4%増収となるなどトップラインの拡大が足下は順調だ。

### 規模拡大と粗利益率改善から3Qが大幅増益となり、計画遂行は良好

17/5期3Q累計(6-2月)の営業利益は前年同期比7.6%増の105億円となった。主要業務用チャネルを中心に売上規模が拡大する中、売上構成や生産効率の改善が進み増益。3Qの3カ月間が特に好調で営業利益は同70.2%増の86百万円となった。売上大幅増に加え、1)クリスマスケーキにつき高粗利率の製品採用数が増加、2)主要取引先において高粗利率の製品採用数が増加、3)高粗利率製品の輸出売上が増加、3)宅配用で低粗利率製品の改廃を戦略的に進めた、などから3Qのみの粗利益率が前年同期の30.2%→33.1%へ向上したことなどが大幅増益に寄与した。なお、上期(6-11月)は期初の一時的な売上の落ち込みから減益となり計画遂行に遅れが見られたが3Qに挽回し3Q累計で通期営業利益計画の96.3%を遂行、良好な計画遂行から利益計画の超過達成が見込まれる。

### 売上規模は順調に拡大、供給力向上など飛躍に向け基盤整備が進む

16/5期までの第1次中期経営計画期間では、商品ブランド戦略見直しや販売チャネルの明確化が、顧客への最適な商品開発提供、採用増、拡販に繋がり業務用・宅配用の基幹ビジネスの強化が進んだ。今期からの第2次中期経営計画(17/5期~19/5期)では黒字企業となり攻めに向かう。新計画期間を「新たな成長への大きな転換期」と位置づけ、基幹ビジネスの一段の強化に加え、一般消費者向けビジネスや輸出にも注力し新たな成長を目指す。こうした中、17/5期は3Q中心に業績が急拡大し、新中期経営計画は順調にスタートした。また、業務用中心にフローズンスイーツ需要の拡大が見込める中、売上規模40億円を見据え、供給力の強化を充実を目的とした本社工場の増築・改修工事も3月に完了した。足下では第三者割当による新株及び新株予約権付社債発行により資金を調達し、駐車場用地確保に動くとともに、経営の機動性や安定性強化を目的に運転資金の充実を図るなど、一段の飛躍に向け着実に基盤整備を進める。

業績動向	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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	年度終値株価 円	
										高値	安値
2016/3Q 累計実績	1,412	14.9	98	122.7	72	167.5	65	192.3	42.96	-	-
2017/3Q 累計実績	1,473	4.3	105	7.6	85	18.7	87	33.8	50.75	-	-
2015/5 実績	1,639	22.8	61	na	39	na	38	na	40.87	490	459
2016/5 実績	1,870	14.1	119	94.5	88	123.4	82	111.4	52.39	800	500
2017/5 会社予想	2,087	11.6	109	-8.1	75	-14.8	74	-9.4	43.31	-	-

### リサーチレポート

発行者:リーディング証券株式会社

執筆者: 高田 悟、CMA

(〔株〕ティー・アイ・ダヴリュ)

会 社 概 要	
所在地	福岡県糸島市
代表者	舛田 圭良
設立年月	1975年5月
資本金	100百万円
上場日	2012年5月28日
U R L	www.goyofoods.co.jp
業 種	食品
従業員数	71名(72名)
主要指標 2017/5/24 現在	
直近株価	925円(4/28)
年初来高値	925円(1/27)
年初来安値	925円(1/27)
発行済株式数	1,717,172株
売買単位	100株
時価総額	1,588百万円
会社予想配当	0.0円
予想当期利益ベースEPS	43.31円
予想PER	21.36倍
実績BPS	214.42円
実績PBR	4.31倍

## 事業環境・販売動向

## 経営環境

冷凍洋菓子は  
洋菓子とアイス  
クリームの両面の  
コンセプトを持つ

洋菓子は伸び悩みが  
アイスクリームは好調

アイスクリームの  
側面や欧米市場  
状況から冷凍洋菓子  
拡大余地は大きい

足下の市場環境は必  
ずしも明るくはない

## 販売状況

好調、16/5期は  
ほぼ毎月前年を上回  
わり、17/5期は前半  
苦戦も後半挽回

## ■冷凍洋菓子事業を取り巻く経営環境

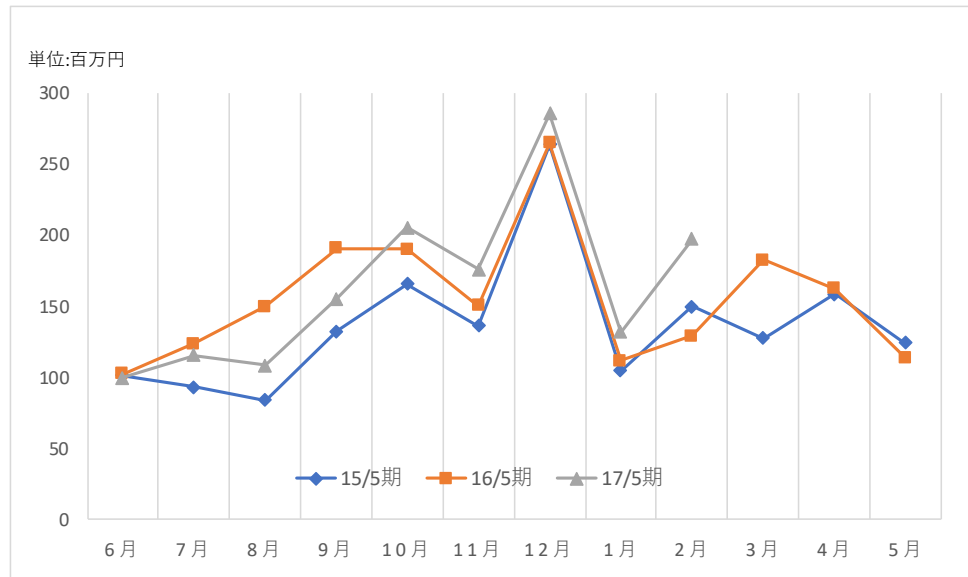
- ・当社が特化するフローズスイーツ(冷凍洋菓子)は洋菓子とアイスクリームの両面のコンセプトを持ち合わせる。日本におけるデザート市場の規模は国内シンクタンクの調査によれば 2兆円強と言われるが、デザートを洋菓子とアイスクリームに限定すると9,000億円弱と見られる。ちなみに2015年は洋生菓子(ケーキ、カステラ、ドーナツ、その他)の小売金額が4,167億円(全日本菓子協会調べ)となり、アイスクリーム類(アイスクリーム、アイスマルク、ラクトアイス、氷菓子)の販売金額が4,647億円(一般社団法人 日本アイスクリーム協会調べに基づく)となった。
- ・ここ数年の販売額の推移を見ると、洋生菓子の販売は横這い傾向だが、アイスクリーム類は2013年以降3年連続で過去最高を更新し2015年に始めて4,500億円を突破した。高温多湿化など気象変化、スーパーやCVS(コンビニエンスストア)などの取り組み強化など販売チャネルの多様化、暖房環境が整ったことによる「冬アイス」の販売増加などがアイスクリーム類販売好調の背景と見られる。
- ・少子高齢化、家族構成の変化、健康志向などから洋生菓子は伸び悩みが続くと見られるが、今では流通の発達により季節に関係なく手軽に賞味可能となったことや温暖化の流れなどからアイスクリームは市場の伸び余地がまだ大きいと見られている。こうした中、フローズスイーツは日本ではまだ馴染みが薄いものの、アイスクリームと共通の側面を持つこと、一般的な市場が欧米には存在することなどを踏まえると今後市場が拡大する余地は大きいと考える。
- ・とはいえ、嗜好品であり短期的にはその消費は景気や天候などに左右される中、2016年度は4月に熊本地震が発生し、夏には西日本を中心に猛暑となり、秋以降は相次ぐ大型台風が北日本に大きな被害をもたらすなど、天災や異常気象が景気回復に少なからず影響を与える状況となっており、加えて景気は回復過程にあるが所得は伸び悩みが続くなど、フローズスイーツを取り巻く市場環境は必ずしも明るいとは言えない状況が続いている。

## ■当社売上高月次推移

- ・次ページの図表1は当社の売上高の月次推移である。
- ・洋菓子業界は需要の季節変動が大きく夏場にあたる当社1Q(6-8月)に需要が最も落ち込み、クリスマス等のイベントがある当社3Q(12-2月)に需要が最も高まる傾向がある。
- ・こうした中、当社売上は16/5期はほぼ毎月、前年同月を上回る推移となり通期の売上高は前期から231百万円増(前期比14.1%増)の1,870百万円となった。
- ・また、17/5期は景気見通しに不透明感が強い中、主要取引先である大手外食チェーンでのメニュー見直し等により前半は前年割れが続く苦戦したが、10月以降挽回し、3Q累計(6-2月)の売上高は前年同期比61百万円増(前年同期比4.3%増)の1,473百万円となり、足下は前年を上回る推移となっている。

事業環境・販売動向

（図表 1）月次売上高の推移



出所：会社資料より TIW 作成

拡販に努めるが、  
大手外食チェーン  
と輸出チャンネルに  
特に注力

■増収基調の背景

当社には①「飲食店等(プロ)向け業務用スイーツ事業(業務用チャンネル)」、②「宅配向けスイーツ事業(宅配用チャンネル)」、③「小売市場向けスイーツ事業(小売用チャンネル)」、④「海外向けスイーツ事業(輸出チャンネル)」の4つの販売チャンネルがある。チャンネルそれぞれで最適な商品開発を進め新規の取引拡大に努めたことが増収基調の背景として指摘できる。とりわけ大手外食チェーンとの取引拡大に向けた取り組みに注力してきたことや輸出チャンネルにおいて海外市場向け商品の開発や海外における販促活動に積極的に取り組んできたことが全体での売上拡大に大きく寄与している。

（図表 2）販売チャンネル別売上高推移

単位:百万円

部門	16/5期3Q累計		17/5期3Q累計		
	売上高	売上構成	売上高	売上構成	前年比
業務用関連	920	65.1%	940	63.8%	102.2%
宅配関連	439	31.0%	460	31.2%	105.0%
小売量販関連	21	1.5%	24	1.6%	112.5%
輸出関連	33	2.4%	50	3.4%	150.3%

出所：会社資料より TIW 作成

17/5期3Q累計では業務用の前年からの増収率が他チャンネルに比べ低い为主要取引先外食チェーン向け売上が顧客メニューの見直しにより期初に一時的に落ちたことによる。

全てのチャンネルで  
売上高は前年を  
上回る推移

業務用の伸びが  
低い、一時的な  
売上の落ちが影響

業績分析

3Q累計業績

4.3%増収  
7.6%増益

3Q業績

3Q業績は 21.4%  
増収、70.2%増益

大手外食チェーン  
向けが大幅に増加

粗利益率の改善が  
大幅増益に寄与

■売上規模の拡大や粗利益率改善により増益

17/5期3Q累計は売上高が前年同期比4.3%増の1,473百万円、営業利益が同7.6%増の105億円、経常利益が同18.7%増の85百万円、純利益が同33.8%増の87百万円となった。主要業務用に加え、全ての販売チャネル売上が前年を上回り増収。営業利益は売上規模の拡大に加え、売上構成改善及び生産効率向上による粗利益率の改善（売上高粗利益率は前年同期29.2%→30.3%へ向上）などにより増益。なお、最終段階利益は前年の固定資産売却損やリース解約損などがなくなり特別損益の改善から大幅増益。

■大幅増収大幅増益、高粗利率の製品採用数が増え、その受注が堅調

図表3は四半期毎の業績推移である。書入れ時の3Q(12-2月)業績は売上高が前年同期比21.4%増の614百万円、営業利益が同70.2%増の86百万円となった。3Qは、1)大手外食チェーン向けで主力製品のひとつであるバイクドチーズケーキがグランドメニューに再採用されたこと、2)大手外食チェーンにおけるフェアメニュー（和栗モンブラン、安納芋モンブランなど）やその他の販促企画への採用数が増え、各企画で受注数量が伸びたこと、3)業務用（卸問屋経由の販売）において中堅の外食市場向けで新規獲得があったこと、など主要業務用チャネルの販売が大幅に伸びたことから大幅増収となった。

利益面は販売増加に加え、1)クリスマスケーキにつき高粗利率の製品の採用数が増加したこと、2)大手外食チェーンの主要顧客向けで高粗利率の製品の採用数が増加し、それらの受注数量が堅調に推移していること、3)粗利率の高い製品の輸出の売上が増加したこと、4)宅配用（主に生協向け）製品のうち、特に粗利率の低い製品を戦略的に改廃してきたこと、などにより売上総利益率が前年同期の30.2%→33.1%へ改善したことなどが大幅増益に寄与した。

（図表3）四半期毎の業績推移

単位:百万円

	売上高		売上原価		売上総利益		販管費		営業利益	
				原価率		粗利益率		販管費率		営業利益率
16/5期1Q	376	261	69.5%		114	30.4%	100	26.7%	14	3.7%
16/5期2Q	531	386	72.6%		145	27.4%	112	21.0%	34	6.4%
16/5期3Q	506	353	69.8%		153	30.2%	102	20.2%	51	10.0%
16/5期4Q	458	328	71.5%		130	28.5%	109	23.8%	21	4.6%
17/5期1Q	323	225	69.6%		98	30.4%	104	32.1%	▲5	-1.6%
伸び率	-14.0%	-14.0%			-13.9%		3.3%		na	
17/5期2Q	537	392	73.1%		144	26.9%	119	22.2%	25	4.7%
伸び率	1.1%	1.7%			-0.7%		7.0%		-26.1%	
17/5期3Q	614	411	66.9%		204	33.1%	117	19.1%	86	14.0%
伸び率	21.4%	16.3%			33.2%		14.9%		70.2%	

注) 伸び率は前年同期との比較

出所: 決算短信より TIW 作成

業績分析

17/5期会社計画

売上計画遂行に遅れがあるが、利益計画遂行は3Qでの挽回から良好

中期経営計画

本社工場増築・改修工事が完了、一段の飛躍が期待される

■3Q累計で通期営業利益計画の96.3%を遂行

17/5期会社計画に対し、3Q累計の9カ月間で売上高は70.6%遂行し、営業利益は96.3%遂行した。2Q累計(6-11月)までの計画遂行は業務用チャネルの落ち込みが影響し営業利益で18.1%遂行に止まっていた。しかし、主要業務用チャネルの受注回復による3Qの業績急拡大によりかなり挽回した。売上高に関しては、1)業務用(卸問屋経由の販売)で9月に予定していた新製品の販売が遅れたこと、2)輸出に関し香港、台湾企業とで見込んでいた新規取引が成立しなかったことなどから3Qにかなり挽回したとはいえ、計画遂行にやや遅れがあるもようだ。しかし、営業利益計画に関しては粗利益率の改善が奏功し3Qに挽回したことや本社新工場引き渡しが12月から3月に変更になったことに伴う工場増設に伴う経費の減少もあり、新工場費用関係の影響から減益を見込んだ通期計画達成は十分可能と見られる。なお、経常段階と最終段階利益計画は3Q累計期間で既に17/5期通期計画を達成した。

■初年度は順調に規模を拡大、売上40億円へ向け供給力向上も進む

第1次中期経営計画では商品ブランド戦略見直しや販売チャネル明確化を実施。最適な商品開発による当社製品採用増により業務用・宅配の基幹ビジネスの強化が進んだ。さらには、工場設備刷新による品質及び生産性の向上により最終年度に営業過去最高益となり、繰越損失と債務超過を解消した。第2次中期経営計画(17/5期~19/5期)は基幹ビジネスのさらなる強化に加え、海外ビジネス及び自社ブランド「Sweet Stock!」によるプロモーション展開などにより一般消費者向けビジネス拡大を図り新たな成長を目指す。スタートの17/5期は当社製品への評価による拡販や新規開拓に売上構成の改善や生産効率向上などが相俟って3Q中心に業績は順調に拡大した。また、売上高40億円を見据え、供給力などのボトルネック解消に向け着工した本社工場の増築・改修工事は本年3月に完了した。一段の飛躍に向けた基礎固めが足下で着実に進んでいると言えそうだ。

(図表4) 中期経営計画  
成長イメージ(3ステップ)



出所:会社資料より TIW 作成

## 特記事項及びリスク分析

## 特記事項

新たな成長に向け  
基盤整備が進む

駐車場用地取得  
及び造成、最繁忙期  
に向けた在庫投資が  
主な資金使途

## リスクおよび課題

## ■工場見学者並びに従業員の駐車場用地を取得

当社は第2次中期経営計画における管理・経営企画テーマにプロモーション活動・CSR活動の強化を掲げ、具体的な方策として工場見学対応、地域貢献活動、アンテナショップ設立などに取り組む。本年3月の本社工場の増築・改修工事の完了及び4月からの新工場稼働に合わせ、4月末に近隣（徒歩5分程度）で工場見学者並びに従業員の駐車場用地として固定資産（土地）を取得した。

面積は4,053.24㎡、取得価格は約165百万円（造成費用等が別途約35百万円で新たな成長に向けた基盤整備が着々と進む。

## ■第三者割当てによる新株及び新株予約権付社債発行により3億円弱を調達

当社は5月12日に第三者割当てによる新株式発行及び第1回無担保転換社債型新株予約権付社債の発行を発表した。

募集の概要は、①新株式はNCB九州活性化投資事業有限責任組合に対する第三者割当ての方法により、普通株式90,000株を発行、5月29日を払込期日とし79,200千円（発行価格1株につき880円）を調達し、39,600千円を資本に組入れる内容である。一方、②第1回無担保転換社債型新株予約権付社債発行は同じくNCB九州活性化投資事業有限責任組合に対する第三者割当ての方法により、払込期日を5月29日とし、新株予約権の総数49個、各社債金額は4,488千円（額面100円につき金100円）で219,912千円を調達する。また、社債の利率は0%（無利息）、転換価格は1株当たり880円（固定）で当社債発行による潜在株式数は249,900株となる内容である。なお、今般の新株式及び新株予約権付社債の発行により最大で19.8%の割合で希薄化が生じる計算になる。

資金調達の背景は、1)大手外食チェーンを中心に中期的に業務用フローズンスイーツの需要拡大が見込まれ、生産能力底上げが喫緊の経営上の課題となる中、本社工場の増設・改修工事及び生産ラインの増設などの設備投資を進めてきたが、同投資の効果を十分享受するためには労働力の十分な確保が必要不可欠であり、従業員向けに加え、成長に向けた広報活動の強化も含め上記記載の駐車場用地（現状から136台分の駐車スペースを追加でき、最大265台分の受入れが可能となる）の確保が必要になったこと、2)当社事業は売上の季節変動が激しく、12月の最需要期に安定供給を実現するために夏場の増産で十分な在庫を確保しておく必要があるが、売上規模の拡大に伴い、製品在庫を確り確保し、機動的な経営を行っていくために安定的かつ十分な手許運転資金を確保しておくことが一層重要になったこと、などによる。

## ■生産の一極集中、大口顧客への依存、人財の安定確保などがリスク要因

生産の一極に集中や業務用を中心に大口顧客の売上比重が大きいことなどがリスク要因と言えよう。一般消費者市場開拓に加えて、正社員化を進めているとはいえ良質な人財の安定的な確保などが企業成長に応じ一層重要になろう。

## ディスクレマー

本レポートは、リーディング証券株式会社（以下、発行者）が、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下、執筆者）に作成を委託し、発行するレポートです。

- 発行者は、東京証券取引所の定める「特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例」に基づき、対象企業と担当J-Adviser 契約を締結しております。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの執筆者と対象企業との間に重大な利益相反関係はありません。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。最終判断は投資家ご自身の責任においてなされなければなりません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

発行者：リーディング証券株式会社

住所：東京都中央区新川 1-8-8 アクロス新川ビル 5 階（〒104-0033）

TEL：03-4570-2119（代） URL：<http://leading-sec.com>

執筆者：株式会社ティー・アイ・ダヴリュ

住所：東京都千代田区九段南 1-5-6 りそな九段ビル 5 階 KS フロア（〒102-0074）

TEL：03-3546-8721（代） URL：<http://tiw.jp>