

アルファ・ウイン 企業調査レポート

アグロ カネショウ (4955 東証一部)

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.jp/>

● 要旨

事業内容

- ・アグロ カネショウ(以下、同社)は果樹・野菜向けに特化した農薬メーカーで、土壌消毒剤、害虫防除剤等の製造・販売を行っている。農薬業界では中堅規模の専門メーカーである。
- ・同社は創業以来、農家と直結した農薬事業の推進を事業方針とし、農業生産に携わる人々に信頼される企業を目指している。

業績動向

- ・2011/12 期は、東日本大震災に端を発した東京電力福島第一原子力発電所の事故の影響を受け純損益で赤字を計上した。その後 2012/12 期にバイエルクロップサイエンス社から結城中央研究所を譲り受け、2013/12 期には同敷地内に建設した茨城工場の稼働もあり過去最高経常利益を更新、2014/12 期に過去最高売上高を更新した。
- ・2015/12 期は、6.7%増収、13.4%経常増益と 2 期連続で過去最高売上高を更新、また 3 期連続で過去最高経常利益を更新した。

競争力

- ・同社は天候に左右されにくい土壌消毒剤が主力製品であり、トップシェアを誇っている。また用途別売上高では野菜向けが過半である。
- ・最終需要家である各農家に密着した営業体制を構築しており、農家の作付面積や栽培する野菜等の品目を同社側で把握していることが強みとなっている。

経営戦略

- ・2025/12 期売上高 30,000 百万円を目指すとしている。目標達成のために、ア)新規剤の投入、イ)海外展開の推進、ウ)新規導入剤の投入、の 3 点を掲げている。
- ・新規剤については、現在 3 剤の開発が公表されている。海外展開については、主力農薬の海外での登録・販売国数が増加傾向にある。

業績予想

- ・2016/12 期業績について同社は 3.7%増収・30.5%経常減益を予想。経常減益予想であるのは新規剤の研究開発費の増加により固定費が増加し、利益を圧迫する見通しのためである。
- ・アルファ・ウイン・キャピタルは、2016/12 期以降、研究開発費がほぼ一定額で推移し、固定費の対売上高比率が漸次低下期待から、増収率を上回る経常増益を歩むと予想する。
- ・同社の配当政策は、業績等を勘案した安定配当の継続を基本方針としている。2014/12 期の一株当たり配当金は記念配 7 円を含む 27 円で、配当性向 20.3%。2015/12 期は普通配当のみの 22 円で同 19.7%。同社は 2016/12 期についても安定配当に則り 22 円、同 30.5%を計画している。

【 4955 アグロ カネショウ 業種:化学 】

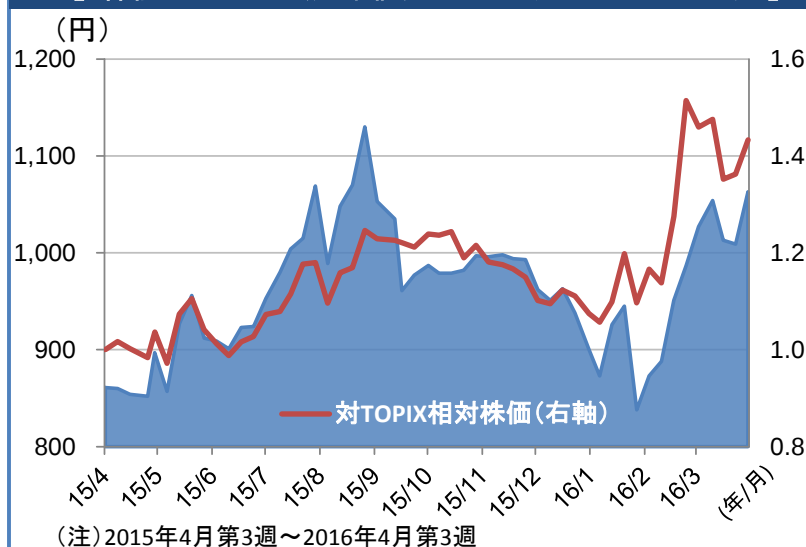
決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2013/12	13,351	12.0	1,039	-10.8	1,913	63.1	1,356	106.9	110.79	1,032.85	25.0
2014/12	13,682	2.5	2,267	118.1	2,330	21.8	1,667	23.0	132.92	1,127.42	27.0
2015/12	14,597	6.7	2,421	6.8	2,643	13.4	1,454	-12.8	111.53	1,186.32	22.0
2016/12 CE	15,133	3.7	1,786	-26.2	1,836	-30.5	923	-36.5	72.15	—	22.0
2016/12 E	15,150	3.8	1,800	-25.7	1,850	-30.0	923	-36.5	72.15	1,258.72	22.0
2017/12 E	16,150	6.6	2,080	15.6	2,130	15.1	1,170	26.8	91.46	1,327.75	22.0
2018/12 E	17,100	5.9	2,330	12.0	2,380	11.7	1,400	19.7	109.44	1,416.81	22.0

(注) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン・キャピタル予想

【 株価・バリュエーション指標 : 4955アグロ カネショウ 】

項 目	2016/4/15	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,063	前期実績	9.5	0.9	2.1%	19.7%
発行済株式数 (千株)	13,404	今期予想	14.7	0.8	2.1%	30.5%
時価総額 (億円)	142.4	来期予想	11.6	0.8	2.1%	24.1%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率	60.2%	前期ROE	9.6%	

【 株価チャート (週末値) 4955アグロ カネショウ 】



【 パフォーマンス 】

期 間	リターン	対TOPIX
1 カ月	1.4%	0.4%
3 カ月	14.8%	20.8%
6 カ月	8.6%	24.3%
12 カ月	23.9%	45.0%

目次

1. 会社概要.....	P4
農薬の中堅専門メーカー.....	P4
経営理念.....	P5
2. 事業内容とビジネスモデル.....	P6
食料増産に不可欠な農薬.....	P6
農薬の制度と開発.....	P6
地元密着の営業活動とその強み.....	P7
他社開発品も付加価値化.....	P8
販売体制.....	P8
3. 株主構成.....	P10
外国法人等の持株比率上昇.....	P10
4. 成長の軌跡.....	P11
沿革.....	P11
過去の業績推移.....	P12
5. 業界環境.....	P13
市場規模と参入障壁.....	P13
同業他社比較.....	P14
6. 成長戦略.....	P15
中・長期事業計画の概要.....	P15
TPP について.....	P16
7. 直前期業績と今後の見通し.....	P18
2015 年 12 月期決算.....	P18
アグロ カネショウの 2016 年 12 月期業績予想.....	P19
アルファ・ウイン・キャピタルの業績予想.....	P20
8. アナリストの視点.....	P22
アグロ カネショウの強みと課題.....	P22
震災関連の補償について.....	P24
安定配当.....	P24
株価について.....	P24

1. 会社概要

◆ 農薬の中堅専門メーカー

- ◆ 農業生産に携わる人々に信頼される企業を目指している。
- ◆ 同社グループは3社で構成されている。

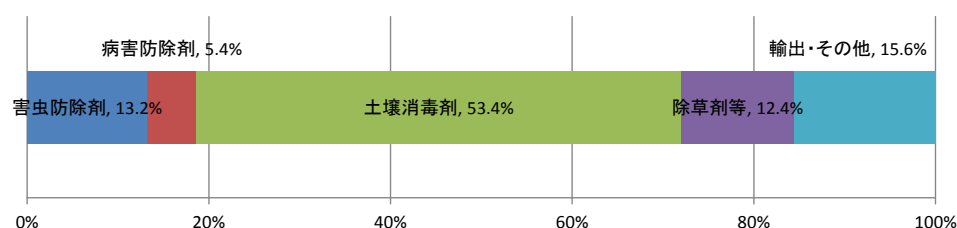
アグロ カネショウ（以下、同社）は農薬業界では中堅規模の専門メーカーで、果樹・野菜向けに特化し、土壌消毒剤、害虫防除剤等の農薬の開発・製造・販売を行っている。同社グループは、同社と連結子会社2社の合計3社で構成されている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA」（カネショウ・ソイル・トリートメント、所在地：ベルギー王国、以下KST）と「AGRO-KANESHO KOREA CO.,LTD」（所在地：大韓民国、以下アグロコリア）である。KSTは、農業用土壌消毒剤の原体及びバルクを同社及び世界90カ国へ輸出している。

同社は創業以来、農家と直結した農薬製造・販売事業の推進を事業方針とし、農業生産に携わる人々に信頼される企業を目指している。個性ある製品の研究開発、同社独自の販売ルート及び営業支援システムを駆使し、最終需要家である農家に対し直接農薬を使う技術の指導を行い、製品普及に注力して業容を拡大してきた。社名の由来は、アグロ（農業）+カネショウ（旧社名で創業者の実家の屋号である兼商）である。

- ◆ 製品別売上高は、土壌消毒剤が全体の5割強、用途向けでは野菜向けが7割弱を占めている。

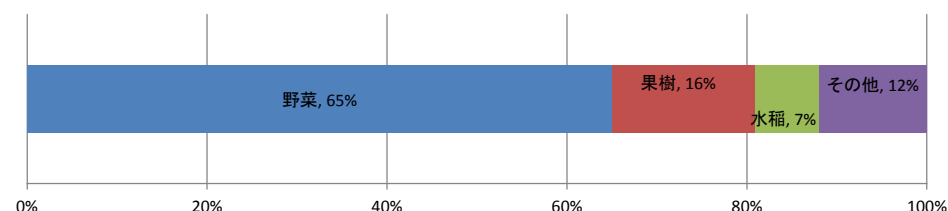
事業セグメントは農薬製造・販売事業単一である。製品別の売上構成は、土壌消毒剤が全体の5割強（図表1）、用途向けでは野菜向けが7割弱（図表2）を占めている。

【図表1】 製品の種類別の売上高構成比（2015年12月期）



(出所) 株主総会招集通知書に基づきアルファ・ウイン・キャピタル作成

【図表2】 製品の用途向け別売上高構成比（2015年12月期）



(出所) 決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン・キャピタル作成

- ◆ 創業者の精神である「我が信条」が経営の基本方針。

◆ 経営理念

同社の創業者である榎引大吉は、常々「企業経営は目先の利益だけにとらわれてはいけけない、哲学を持たない会社は繁栄しない」と唱えていた。同社グループは、創業以来一貫して創業者の精神である「我が信条」を経営の基本方針としている。現社長、榎引博敬が「我が信条」の基本理念はそのままにし、よりわかりやすい現在の形に改定した。

第1：我々の責任は、我々の商品とサービスを利用する全てのお客様に対するものである。

第2：我々の責任は、我々の事業に参画している全ての社員に対するものである。

第3：我々の責任は、我々が事業を営む地域社会、ひいては社会全体に対するものである。

第4：我々の責任は、株主に対するものである。

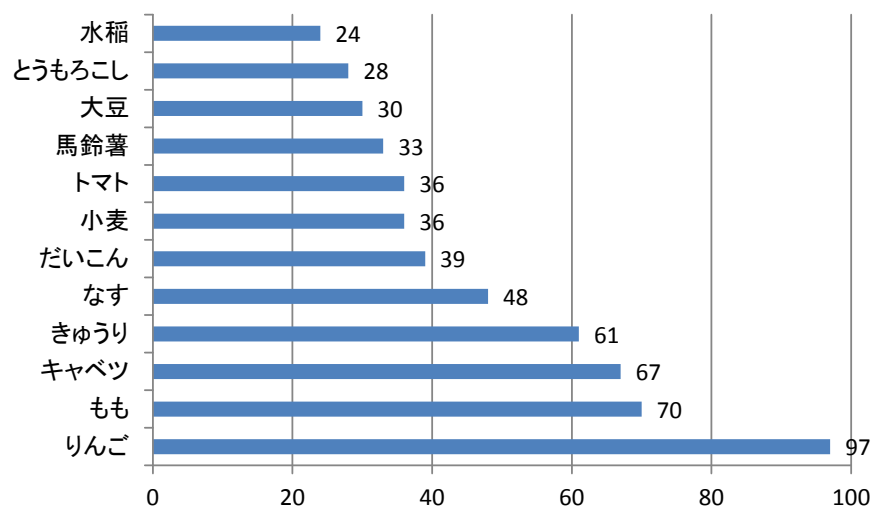
2. 事業内容とビジネスモデル

◆ 食料増産に不可欠な農薬

世界の人口増加（2015 年末推計 73 億人、2050 年予想 95 億人、国際連合調査）により食料増産は極めて重要な問題となっている。生産性向上・農作業の省力化（病虫害・雑草の防除対策）のために、農薬は不可欠である。同社がターゲットとする果樹・野菜については、農薬を使用しない場合の農作物のロス率は、図表 3 のようにキャベツ 67%、もも 70%、リンゴ 97%と推測されている。

- ◆ 農薬を使用しない場合の農作物のロス率はリンゴ 97%、もも 70%と高い。

【図表 3】農薬を使用しないで栽培した場合の減収率（単位：％）



（出所）農薬工業会ウェブサイトにて 2008 年 8 月より掲載されている記事に基づき
アルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ 農薬の制度と開発

農薬業界は農薬取締法で規制されている。医療品及び医療機器等と類似しており、農薬も国（農林水産省等）による登録認可制度があり、各農薬の薬効・安全性等が厳しく審査されている。

農薬の研究開発は効能が高い農薬を見つけること、及びその安全性を証明する作業が中心となる。開発した農薬は、200 項目にわたる試験を行い、安全性を十分確認した上で、製造者あるいは販売者が登録申請を行なっている。したがって新たな農薬の開発から登録まで、一薬剤あたり約 10 年の期間と約 30 億円の費用を要すると言われている。加えて農薬の審査・登録は、農林水産省のみならず、厚生労働省・環境省など国のさまざまな機関が係わり、最新の科学レベルで安全性の審査がなされ、認可まではさらに最低 2 年を要するという長いビジネスモデルである。

- ◆ 農薬の開発は、一薬剤あたり約 10 年の期間と 30 億円の開発費を要する。

国内では、医薬品のような後発医薬品制度はなく、特許切れとなっても販売者が全てのデータを揃えて薬品を登録する必要がある。安全性の確認手続き・登録作業の煩雑さ故に、参入障壁は高いと言える。

◆ 地元密着の営業活動とその強み

◆ 技術普及を重視した農家直結の営業方針。

同社は、農薬を単に製造・販売するのではなく、果樹、野菜、花卉などの園芸農家を中心に、技術普及を重視した農家直結の営業方針を持っている。「TCA 活動^{※1}」、「展示圃（てんじほ）活動^{※2}」、「農家説明会^{※3}」などの営業施策を行っている。

会員店（代理店）・JA・販売店と同社グループを密に連携する「トライアングル作戦」^{※4}を展開（図表 4）し、需要の開拓と販売促進を行うのが同社のビジネスモデルである。同社の支店・営業所の社員は、ほとんどが地元採用で“生え抜きの社員”である。各地方の出身者であることから生活習慣や言葉にも溶け込み、顧客である農家と円滑なコミュニケーションをとることができている。また、その土地の農業や環境、地域特性なども熟知し、農家の声・ニーズを製品開発に生かす仕組みを確立している。

同社の営業技術普及担当者は、病虫害や農薬の知識、農薬の使用技術のみならず、農業経営に至るまでさまざまな農家支援を提供している。地域に適合した病虫害防除を支援し、地域に密着した日々の細やかなサポートで信頼関係を育もうとしている。このために、社員のノウハウ強化のために技術部会^{※5}などを行なっている。

【図表 4】アグロ カネショウの営業体制

農家密着型の営業体制



(出所) 許諾を得て決算説明会資料より転載

注 1) T C A活動

支店・営業所の技術普及担当者は、地域に密着した、TCA（テクニカル&コマーシャルアドバイザー）として農家と密接に連絡を取り合い、病害虫防除技術の他に農業技術と経営の助言を行うことである。

注 2) 展示圃（てんじほ）活動

地域の農業指導機関と連携し、農薬の効果的で適正な使い方を実演により説明、効果や特性を理解してもらうための展示圃場を運営する活動を指す。

注 3) 農家説明会

作物の栽培に合った効果的な病害虫の防除方法や農薬の使用方法を指導する説明会を指す。また、病害虫防除暦の作成支援、技術情報の提供等をおこなう。

注 4) トライアングル作戦

「地域のリーダーとなる中核農家」、「農薬販売・指導を行う JA や販売店」、「TCA」が有機的に結びつき、技術情報の交換、農家ニーズ調査・確認、展示圃の設置、新技術の開発等を行い、製品普及の核としている営業手法を指している。

注 5) 技術部会

地域ごとの会員店社員に対して、展示圃活動を通じた技術の習得や製品知識の向上を図り、同社の製品販売に携わる人々全てが十分な製品知識および、使用技術に基づき農家に販売できるよう研修体制を整えている。

したがって、最終需要家である各農家の作付面積や育成する野菜等の品目を同社側で理解していることから、販売する農薬の種類や数量、受け渡しのタイミング等を同社側で把握できる強みを有している。

◆ 他社開発品も付加価値化

同社の扱う農薬点数は約 100 点にも及ぶ多品種少量生産である。自社開発品の売上構成比は約 2 割だが、他社が開発した農薬に液剤化等の付加価値を加えた農薬は同約 7 割にも及んでいる。

- ◆ 主力薬剤は、バスアミド微粒剤、D-D、ネマキック。

主力の薬剤は、バスアミド微粒剤（土壌消毒剤^{注6)}）と D-D（土壌消毒剤）とネマキック（線虫剤）であり、この 3 商品で全売上高の 5 割超を占めている。他に、カネマイトフロアブル（自社開発品：害虫防除剤ーダニ防除剤）、カソロン粒剤（除草剤）、モグトン（除草剤の一種・水稻の苔取りなど）が準主力薬剤である。

注 6) 用語説明

害虫防除剤：農作物の有害昆虫（害虫）の防除

病害防除剤：農作物を植物病原菌（糸状菌及び細菌）の有害作用から守る

除草剤：農作物や樹木に有害な作用をする雑草類の防除

線虫剤：病害防除剤の一種。農作物の根の表面または組織内に寄生増殖して加害する線虫類の防除

ダニ防除剤：害虫防除剤の一種。農作物に寄生増殖して加害するダニ類の防除

土壌消毒剤：作物を育てる前に土壌に撒き、病害菌、害虫及び雑草などを防除

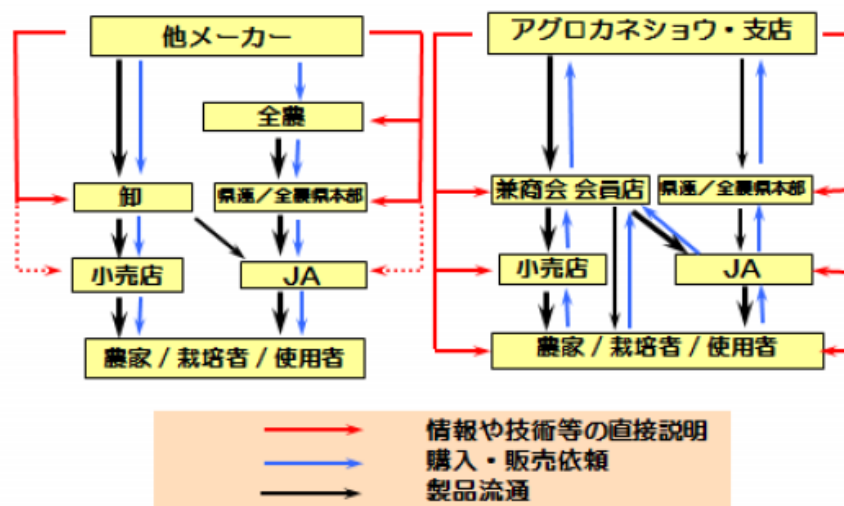
◆ 販売体制

- ◆ 主な流通経路は同業他社と異なり、加盟店及び商社系の販路である。

国内向けの売上構成比は 70.7%（2015/12 期）である。会員店販路及び商社系の販路が中心（9 割程度）であり、残りは全農等である（図表 5）。海外でも、各国の気候、風土、農業の方法、農薬に関する規制など特性を考慮して、主に自社開発したオリジナル農薬等を提供している。国内同様に、現地の技術者による技術指導を中心に普及活動を行なっ

ている。ターゲット市場は、韓国、台湾などのアジア諸国はもとより、欧州、北米、アジアまでグローバルである。

【図表5】アグロ カネショウの流通経路



（出所）許諾を得て決算説明会資料より転載

3. 株主構成

◆ 外国法人等の持ち株比率上昇

創業者一族の持株比率は 8.96%(代表取締役社長である榎引博敬氏及び榎引博敬氏の資産管理会社の合算保有比率) に過ぎず、2010 年 12 月末の 28.63%(榎引社長の持株比率) から大きく低下している(図表 6)。株主所有者別では、個人その他が 2010 年 12 月末 69.13%から 37.76%に低下する一方、外国法人等は同 1.43%から 23.85%へと大きく上昇した(図表 7 及び 8)。

- ◆所有者別株主は、個人その他が減少し、外国法人等が増加した。

【図表 6】大株主の状況 (2015 年 12 月末)

	(%)
THE BANK OF YORK, NON-TREATY JASDEC ACCOUNT	6.97
兼商産業株式会社	5.96
UBS AG LONDON A/C IPB SE GREGATED CLIENT ACCOUNT	4.63
株式会社麻生	3.84
株式会社みずほ銀行	3.72
三井物産株式会社	3.59
榎引 博敬	3.00
双日株式会社	2.99
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	2.99
HSBC BANK PLC A/C MARATHON FUSION JAPAN PARTNERS HIP LP	2.89
計	40.62

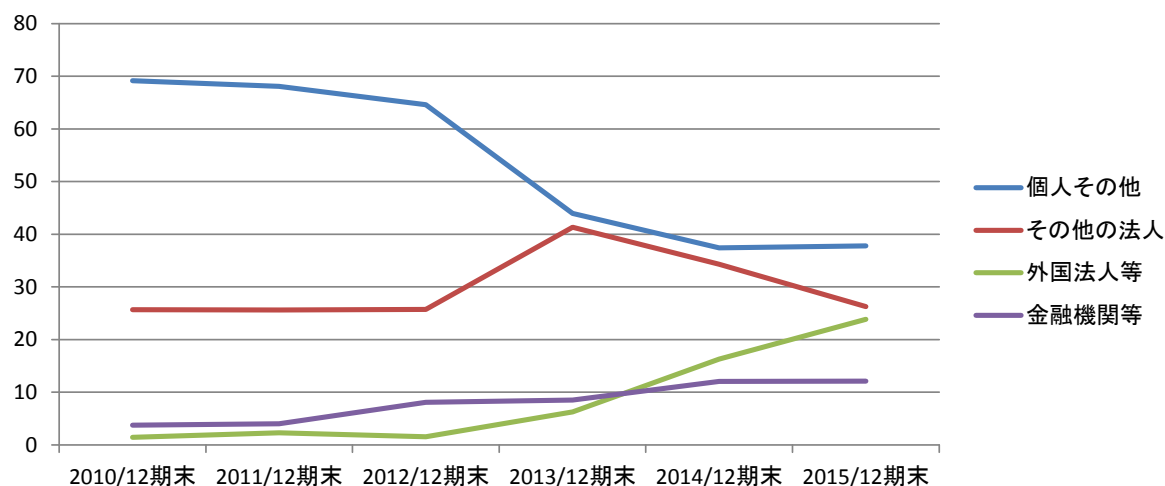
【図表 7】株主所有者別状況 (2015 年 12 月末)

	(%)
個人その他	37.76
その他の法人	26.27
外国法人等	23.85
金融機関等	12.12

(出所) 図表 6 及び 7 ともに有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

【図表 8】株主所有者別の推移

(単位: %)



(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

4. 成長の軌跡

◆ 沿革

- ◆創業者は、日本における農業及び農薬の重要性・将来性を展望して創業した。

1951 年、現社長の実父である櫛引大吉氏が、戦後の荒廃した農地を見て日本における農業及び農薬の重要性・将来性を展望して創業した。当初はリンゴ用農薬・肥飼料の売買・輸入販売などを行っていた。社名を、櫛引家本家（青森県弘前市）の屋号に因んで兼商（カネショウ）株式会社とした。1959 年、兼商化学（のちに兼商化学工業に社名変更）を設立し、1960 年に、販売特約店との共同出資により青森兼商販売を設立した。その後、次々に販売会社を設立し、全国的な販売網を整備してきた。

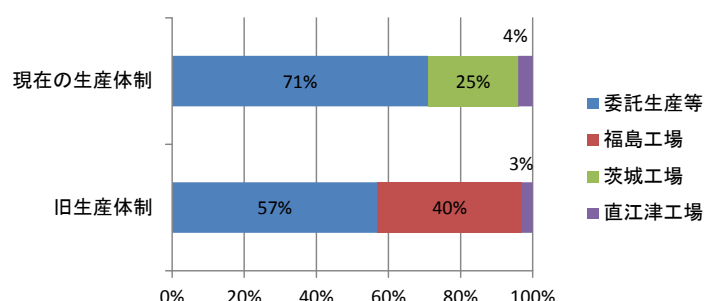
1985 年に兼商と兼商化学工業が合併、これを機に、商号は現在のアグロ カネショウに改められた。1989 年に全国の販売会社を吸収合併。2003 年には、ベルギーに土壤消毒剤を取り扱う KST を三井物産（8031 東証一部）と合併で設立した（現在の出資比率は同社 6：三井物産 4）。2010 年に国内連結子会社であった三和化学工業（染料等を生産販売）を売却した。

2011 年 3 月 11 日に、主要生産拠点であった福島工場が、東日本大震災を引き金に生じた東京電力福島第一原子力発電所の事故により生産不能となる。2011 年 12 月、福島工場の再開をやむなく断念し閉鎖した。2012 年 1 月、バイエルクロップサイエンス株式会社が閉鎖した結城中央研究所（茨城県）を譲り受け、同社の結城事業所とし、生物研究部門を所沢事業所より移管した。2013 年、結城事業所内に茨城工場が完成した（図表 9）。

- ◆2014 年 9 月 19 日に東京証券取引所第二部から第一部へ市場変更。

2013 年 12 月に土壤分析室を設置し、15/12 期より顧客サービスの一環として土壌分析・診断サービスを開始。2014 年 9 月 19 日に東京証券取引所第二部から第一部へ市場変更。2014 年 10 月、害虫防除剤「ペイオフ ME 液剤」を BASF 社より買収した。

【図表 9】生産能力の構成の変化



(注) 旧生産体制とは東日本大震災以前を指す

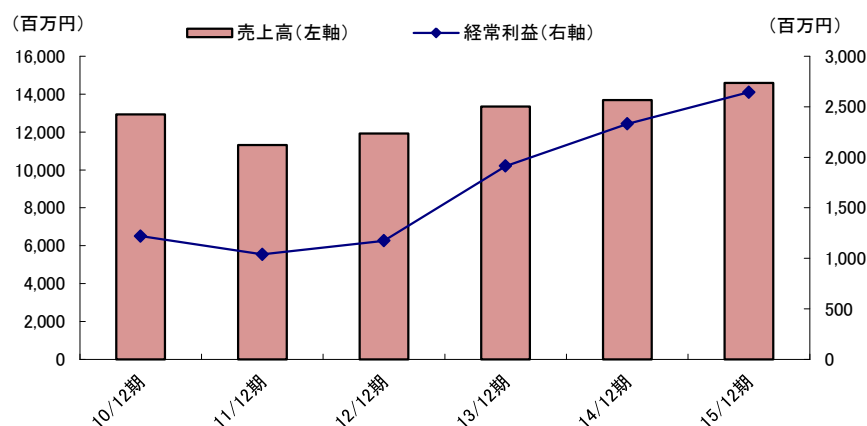
(出所) 説明会資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ 過去の業績推移

- ◆ 自社開発農薬で業容を拡大。

同社は創業から今日に至るまで、農薬及び関連事業の専門家として、創業来の地域密着営業と、その後の新薬開発による自社開発農薬で業容を拡大してきた。

【 図表 10 】 業績推移



(出所) 有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

東日本大震災の影響により、2011/12 期は前期比 12.5%減収、14.9%経常減益、当期純利益は福島工場の閉鎖に伴う特別損失計上で 276 百万円の赤字（前年同期は 874 百万円の黒字）となった。その後、茨城工場の稼働もあり業績は回復傾向を示し、2013/12 期には過去最高経常利益を更新、2014/12 期には過去最高売上高を更新した（図表 10）。

- ◆ 最終利益が赤字でも安定配当の視点から配当を維持。

配当については、最終利益が赤字となった 2011/12 期においても安定配当の視点から 1 株当たり年 10 円と配当を維持した。

同社の福島工場は、東京電力（9501 東証一部）福島第一原子力発電所よりわずか 1km しか離れていない場所にあった。東日本大震災時に福島工場は、東京電力福島第一原子力発電所の放射能汚染を被り、東京電力から一部の賠償金が支払われ、福島工場代替の茨城工場建設に係る国庫補助金を受け取ってきた。しかし同社としては、福島工場操業停止による逸失利益及び土地取得費用など、東京電力から受け取るべき賠償金の半分程度しか受け取っていないと判断している。

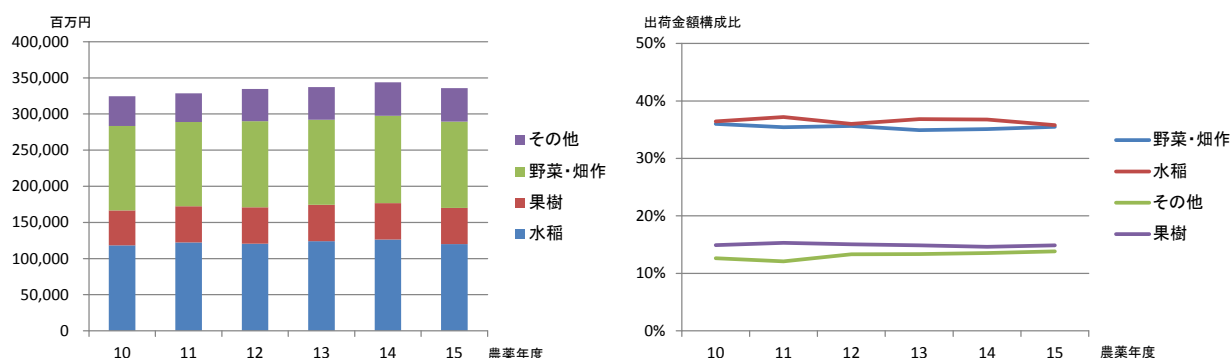
5. 業界環境

◆ 市場規模と参入障壁

世界の農薬市場は、人口の伸びによる食料需要の増大に伴って推定 4 兆円弱（2005 年）から推定 5 兆円弱（2012 年）と成長した。これに対し、日本での農薬出荷金額は 2005 農業年度^{注 7}の 3,292 億円から 2012 農業年度 3,347 億円、2015 農業年度では 3,358 億円と市場の伸長が小さい（図表 11）。用途をみても水稻向けがやや低下傾向にあるのに対し、野菜・畑作向け、果樹向けが安定的に推移している。

注 7) 2005 農業年度
2004 年 10 月から 2005 年 9 月迄

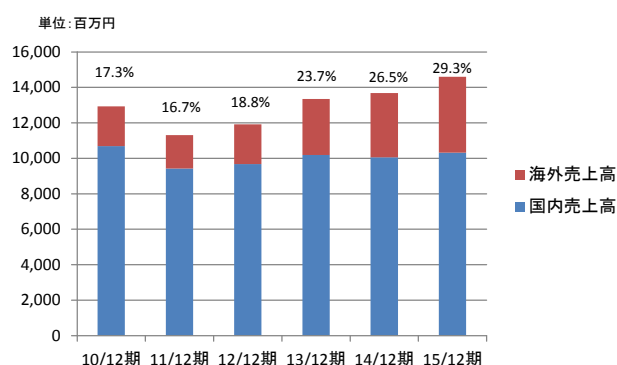
【図表 11】日本の農薬出荷金額と用途別出荷金額構成比



(出所) 農薬工業会ウェブサイトよりアルファ・ウイン・キャピタル作成

このような市場構造を受け同社の国内外別売上高は、国内売上高が強みを持つ野菜・畑作向けを中心に堅調に推移している一方、海外売上高は増大傾向にある（図表 12）。

【図表 12】アグロ カネショウの国内外別売上高推移



(注) 図表内数字は海外売上高の構成比

(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ 同業他社比較

農薬を製造・販売している同規模の上場会社として、エス・ディー・エスバイオテック（4952 東証二部）、北興化学工業（4992 東証一部）、クミアイ化学工業（4996 東証一部）を取り上げ、財務指標を比較した（図表 13）。

同社の売上高及び利益規模は業界の中位だが、類似企業と比較すると安全性指標が高く財務体質が優良である。ニッチマーケットでユーザーのニーズを汲み取り適正利益を確保する経営方針と手堅い経営手法により収益性指標は総じて高いものの、自己資本比率が高いゆえに財務レバレッジが低いため ROE では見劣りしている。

【 図表 13 】 同業他社との財務指標比較

		アグロ カネショウ 4955東証一部 15/12期	エス・ディー・エス バイオテック 4952東証二部 14/12期	北興化学工業 4992東証一部 15/11期	クミアイ化学工業 4996東証一部 15/10期
決算期					
規模					
売上高	百万円	14,597	15,740	42,251	61,124
経常利益	百万円	2,643	1,386	2,956	8,064
収益性					
自己資本利益率	%	9.6	15.7	11.2	13.1
総資産経常利益率	%	10.6	8.3	6.9	10.4
売上高営業利益率	%	16.6	9.9	6.6	6.1
成長性					
売上高(3年平均成長率)	%	7.0	12.1	1.9	11.5
経常利益(同上)	%	31.1	23.2	61.3	42.1
安全性					
自己資本比率	%	60.2	30.9	42.3	42.3
流動比率	%	417.2	135.6	149.0	197.1
キャッシュフロー有利子負債倍率	年	0.6	7.0	6.8	3.0

(注) エスデー・エス バイオテックは決算期変更のため、直近の本決算は 2014/12 期となる(翌期は 15 カ月決算で 2016/3 期)

キャッシュフロー有利子負債倍率の計算式は、期末有利子負債／年間キャッシュフロー

(出所) 各社決算短信よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

6. 成長戦略

◆ 中・長期事業計画の概要

同社は長期ビジョン及び中期事業計画を公表した。長期ビジョンでは2025/12 期売上高 30,000 百万円を目指すとしている。中期事業計画の目標数値は2018/12 期売上高 17,100 百万円、営業利益 2,300 百万円、当期純利益 1,400 百万円である（図表 14）。目標達成のために、ア) 新規剤の投入、イ) 海外展開の推進、ウ) 新規導入剤の投入、の 3 点を掲げている。

【図表 14】アグロ カネショウの中・長期事業計画 (単位:百万円)

	15/12期 実績	16/12期 予想	18/12期 計画	25/12期 目標
売上高	14,597	15,133	17,100	30,000
営業利益	2,421	1,786	2,300	
当期純利益	1,454	923	1,400	

(出所)決算説明会資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

新規薬剤については、現在 3 剤の開発が公表されている（図表 15）。一つは害虫防除剤で申請は 2016 年末、上市は 2020 年の計画。一つは病害防除剤で申請は 2019 年、上市は 2023 年の計画である。基礎研究中の薬剤が一つ（図表 15 では A 剤）あるもののまだ実用試験に進むタイミングは不明としている。買収による新規導入剤については交渉事として計画に含まれていない。2014 年 10 月に BASF 社より害虫防除剤フルシトリネート（商品名「BASF ペイオフ ME 液剤」）を事業買収により導入した。北海道のてんさい、だいず、ばれいしょ等への散布を対象に幅広く販売されているが、販売地域の拡大や製品適用拡大等で主力薬剤に育てる方針である。

【図表 15】アグロ カネショウの今後の開発計画

	基礎研究	実用試験 5～6年	申請 計画	登録・上市 計画
新規 剤				
害虫防除剤	→		2016年末	2020年
病害防除剤	→		2019年	2023年
A剤	→		未定	未定

(出所)決算説明会資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

海外展開の推進については、世界的に競争力のある薬剤について登録・販売する国を増やすことで、量の拡大を図る方針である。具体的には、土壌消毒剤のバスアミド、D-D、ネマキック、害虫防除剤のネマキックの登録国を増やすことで、販売の増大を図る目論みである（図表 16）。

【図表 16】アグロ カネショウの海外での登録・販売実績

薬 剤	登録・販売国数
土壌消毒剤	
バスアミド	62カ国（59カ国）
D-D	14カ国（11カ国）
ネマキック	5カ国（3カ国）
害虫防除剤	
カネマイト	31カ国（29カ国）
除草剤	
モゲトン	15カ国（16カ国）

(注)2015 年 12 月末現在、括弧内は 2014 年 12 月末現在

(出所)決算説明会資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ TPP について

日本・米国を中心とした環太平洋地域による経済連携協定（EPA）のである Trans-Pacific Partnership（TPP）の 2015 年 10 月における大筋合意については、同社はビジネスチャンスであると前向きに捉えている。

【図表 17】一部の農産物における TPP の影響度

コメ	日本は5.6万トン（段階的に引き上げ、発効後13年目以降は7.84万トン）を無関税で輸入する。なお、年間の主食用コメの消費量は約 800万トン弱である。
小麦及び大麦	国が一元的に輸入する制度は維持されるが、事実上の関税に相当するマークアップを9年目までに45%削減となる。生産者への影響は限定的と思われる。
オレンジ	関税が段階的に引き下げられるうえに、一定の輸入量を超えた場合には関税を引き上げるセーフガードが設けられることから、生産者への影響は限定的と思われる。
さくらんぼ	1年目に関税が50%削減され、6年目に撤廃される。国産のさくらんぼは、味や見た目で差別化されており、生産者への影響は限定的と思われる。
りんご	1年目に関税が25%削減され、11年目に撤廃される。国産のりんごは、品質面で国際的にも高い競争力を持っているため、生産者への影響は限定的と思われる。
キウイフルーツ	6.4%の関税が速やかに撤廃される。国内の消費量の過半がニュージーランドからの輸入品であることから、国産品がマイナーであり撤廃される関税率が小さいことから、生産者への影響は限定的と思われる。
メロン・イチゴ	6.0%の関税が速やかに撤廃される。国産品は産地による差別化が進んでおり、生産者への影響は限定的と思われる。
野菜	にんじん、かぶちや、アスパラガス、トマト、レタス等の多くの野菜は3%の関税率が撤廃となるが税率が小さく、生産者への影響度は為替の変化の方が大きいと思われる。にんじんは輸入の9割がTPPに参加していない中国からの輸入のため影響なし。

(出所)アルファ・ウイン・キャピタル作成

農林水産省が 2013 年に行った試算によれば、農林水産物は約 3 兆円の生産額減少としている。その内訳はコメ 1.01 兆円、豚肉 0.46 兆円、牛肉 0.36 兆円、牛肉・乳製品 0.29 兆円、砂糖 0.15 兆円、その他 0.70 兆円である。その他は小麦・大麦、野菜、果物が含まれている。

上記試算のように農林水産物ではコメの影響額が最大であるものの、図表 2 の製品の用途向け別売上高構成比にあるように、同社の水稻向け売上高比率は約 7%と小さい。野菜については、現在の関税率そのものが小さいことと、いちごにみられるように品質の向上に生産者が意欲的であること、消費者が国産品に対する嗜好性が高いことが挙げられる。したがって、農家等生産者と直接のつながりを保有している同社にとっては、生産者の品質向上意欲を取り込むビジネスチャンスとも捉えられよう。

7. 直前期業績と今後の見通し

◆ 2015 年 12 月期決算

2015/12 期決算は、売上高 14,597 百万円（前期比 6.7%増）、営業利益 2,421 百万円（同 6.8%増）、経常利益 2,643 百万円（同 13.4%増）、当期純利益 1,454 百万円（12.8%減）。2 期連続で過去最高売上高を更新、また 3 期連続で過去最高経常利益を更新した。

製品種類別売上高では、

1. 土壌消毒剤は 7,794 百万円（前期比 4.7%増）。バスアミド微粒剤はほぼ前期並みであったが、ネマキック粒剤、D-D が順調に伸長した。
2. 害虫防除剤は 1,930 百万円（前期比 3.9%増）。主力製品のひとつであるダニ防除剤カネマイトフロアブルが、競合品の影響により低迷したものの、新規外注防除剤であるペイオフMEやベネビアODが補い増収に貢献した。
3. 除草剤等は 1,804 百万円（前期比 3.4%減）。水稻向けのカソロン粒剤はほぼ前期並みであったがモゲトン粒剤等が低迷した。
4. 病害防除剤は 784 百万円（前期比 4.2%増）。主力品キノンドー水和剤及びモレスタン水和剤等が増収に貢献した。
5. 輸出・その他は 2,283 百万円（前期比 29.7%増）。北米向けのカネマイトフロアブルが前期比数倍増となった。北米西海岸で天候不順によりダニが繁殖したことで、ダニ防除剤への需要が増加したことによる。また展着剤^{注8}も販売が好調であった。

注 8) 展着剤

農薬を水で薄めて散布するときに、薬剤が害虫の体や作物の表面によく付着するように添付するもの。

売上総利益率は前期比 0.4%ポイント改善し 43.4%となった。原材料費低減のための経営努力が奏功したためである。販売費及び一般管理費の対売上高比率は同 0.4%ポイント上昇の 26.8%。人件費等を含む研究開発費が 614 百万円（前期比 74.0%増）と増加したことが主因である。結果、売上高営業利益率は前期並みの 16.6%となった。

営業外収支は 221 百万円の受取超過となり、14/12 期の 63 百万円の受取超過から拡大した。海外からの原料購入に係る為替リスクに対し予約（ユーロ）で対処しているが、為替差益が 14/12 期の 7 百万円から 15/12 期は 81 百万円に増加、さらにロイヤリティが新たに 67 百万円計上されたためである。そのため、経常増益率は前期比 13.4%増と営業増益率（6.8%増）より増益率が高まった。

特別損益については、2014/12 期に計上された東京電力からの補償金 637 百万円及び茨城工場建設に係る国庫補助金 183 百万円の特別利益等がなかったことから、当期純利益は前期比 12.8%の減益となった。

同社の期初予想に対する達成率は売上高 103.2%、営業利益 255.9% (図表 18)。営業利益は期初の 58.3%減益予想が増益となった。この要因は主に販売費及び一般管理費で計上される研究開発費によるものである。既存薬剤に係る研究開発費が当初見通しに比べ大幅な減少となったほか、一部次期へのずれ込み等が発生したため、研究開発費が当初見通しに比べ縮小となったためである。

【図表 18】2015 年 12 月期決算概要

(単位: 百万円)

	期初予想 (A)	修正予想 (B)	直前予想 (C)	実績 (D)	前期比	D/A	達成率 D/B	D/C
売上高	14,148	14,006	14,597	14,597	6.7%	103.2%	104.2%	100.0%
営業利益	946	1,838	2,421	2,421	6.8%	255.9%	131.7%	100.0%
経常利益	1,183	1,964	2,643	2,643	13.4%	223.4%	134.6%	100.0%
当期純利益	639	977	1,467	1,454	-12.8%	227.5%	148.8%	99.1%

(注) 期初予想とは 2014 年 12 月期決算公表時点、修正予想とは 2015 年 7 月 29 日時点、直前予想とは 2016 年 1 月 28 日時点
(出所) 決算短信、ニュースリリースよりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ アグロ カネショウの 2016 年 12 月期業績予想

2016/12 期について同社は、売上高 15,133 百万円 (前期比 3.7%増)、営業利益 1,786 百万円 (同 26.2%減)、経常利益 1,836 百万円 (同 30.5%減)、当期純利益 923 百万円 (同 36.5%減) を見込んでいる。

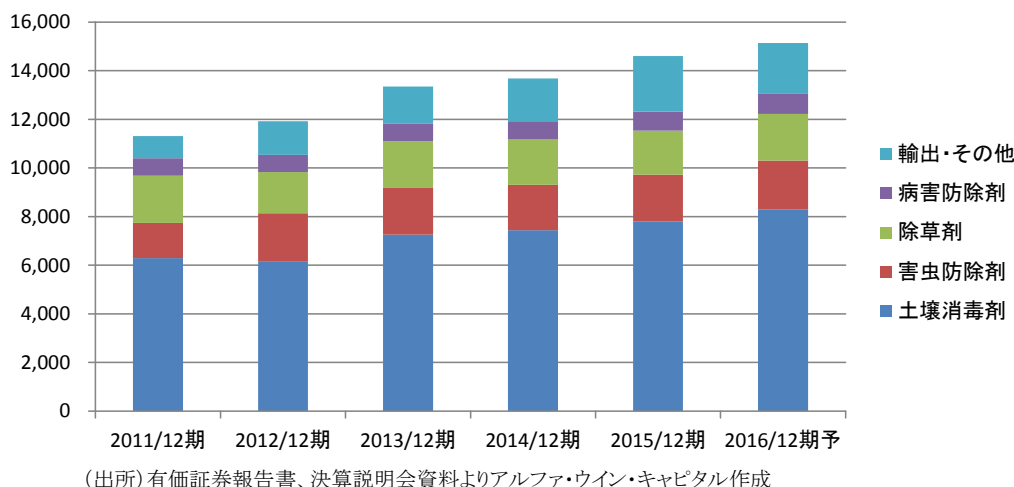
製品種類別区分別売上高 (図表 19) では、

1. 土壌消毒剤は 8,300 百万円 (前期比 6.5%増)。主力製品であるネマキック粒剤、バスアミド微粒剤、D-D の貢献を見込んでいる。
2. 害虫防除剤は 1,996 百万円 (前期比 3.4%増)。2015/12 期同様にペイオフ ME の貢献を想定している。
3. 除草剤等は 1,922 百万円 (前期比 6.5%増)。降雨の状況次第で販売環境が変わるものの、2 期続いた長雨の影響が減ずると想定している。
4. 病害防除剤は 850 百万円 (前期比 8.4%増)。新製品のキノンドー顆粒水和剤の投入、ストライド、フルーツセーバー等の伸びを想定している。
5. 輸出・その他は 2,066 百万円 (前期比 9.5%減)。2015/12 期に貢献した北米向けのカネマイトフロアブルは、2015/12 期こそ北米西海岸での天候不順で拡大したものの、2016/12 期は反動減があると想定しているため、減収見込みである。

26.2%の営業減益を見込む要因は、研究開発費が 1,028 百万円 (前期比 67.7%増) の増大見通しによるもの。想定為替レートは 135 円/ユーロ (2015/12 期中平均は 134 円/ユーロ) である。なお、為替差損益及び東京電力からの損害賠償金の計上を同社は想定していない。

【図表 19】製品種類別売上高の推移

(単位：百万円)



◆ アルファ・ウイン・キャピタルの業績予想

同社の業績予想モデルを策定し、次頁図表 20 に示した。2018/3 期までの 3 期間の年平均成長率は売上高 18.4%、経常利益 29.3%となった。

(1) 2016 年 12 月期予想

2016/12 期業績予想は、同社予想並みを見込む。前述のように、国内においては、農家密着型の営業体制であるトライアングル作戦による販売計画により、売上高予想の実現性が高いことを評価し、アルファ・ウイン・キャピタル（以下、当社）は、同社予想並みの売上高 15,150 百万円（前期比 3.8%増）を予想する。

営業利益については、研究開発費の増加等の経費増加等から 1,800 百万円（前期比 25.7%減）を予想する。為替差損益については影響なしとして経常利益は 1,850 百万円（同 30.0%減）、当期純利益は 923 百万円（同 36.5%減）を予想する。

(2) 2018 年 12 月期までの中期業績見通し

2015/12 期に至る過去 3 期の売上高の年率成長は 7.0%増である。2015/12 期から中期経営計画数値である 2018/12 期売上高 17,100 百万円までの年率成長は 5.4%増である。過去 3 期の年率成長に比べるとやや低い数字だが、2012/12 期は東日本大震災の影響により売上高成長が抑制されたため年率成長が高くなっていることを考慮すると、過去 3 期の年率成長に近い中期の売上高計画と思われる。中期経営計画の売上高の実現性が高いと当社は判断した。製品区分別売上高の予想においても、過去 3 期の年率成長やペイオフ ME 液剤の貢献、既存薬剤の適用拡大等を考慮し、2018/12 期の売上高を予想する。

製品種類別売上高では、

1. 土壌消毒剤は 9,130 百万円（年率成長 5.4%増、過去 3 期の年率成長は 8.3%増）。主力製品であるネマキック粒剤、バスアミド微粒剤、D-D の成長を想定する。
2. 害虫防除剤は 2,200 百万円（同順で 4.5%増、1.0%減）。過去 3 期においてはマイナス成長であったが、2014 年 10 月に事業買収したペイオフ ME の貢献で年率 4.5%成長を想定する。
3. 除草剤等は 1,960 百万円（同順で 2.8%増、2.7%増）。過去 3 期レベルの成長を想定する。
4. 病害防除剤は 910 百万円（同順で 5.1%増、3.4%増）。主力品キノンドーをはじめとする製品適用拡大等の貢献による成長を想定する。
5. 輸出・その他は 2,900 百万円（同順で 8.3%増、18.3%増）。北米地域をはじめ各地域での主力薬剤の登録・販売国数の増加での成長を想定する。

売上高総利益率は、2016/12 期の水準が維持されるとし、研究開発費が 2016/12 期並みの 10 億円前後と想定したことから販売費及び一般管理費の対売上高比率については、漸次低下を想定した。したがって、2017/12 期、2018/12 期とも増収率を上回る営業増益率が示現されるとした。

【 図表 20 】 中期業績予想

(単位：百万円)

	15/12期実績	16/12期E	17/12期E	18/12期E
売上高	14,597	15,150	16,150	17,100
土壌消毒剤	7,794	8,300	8,740	9,130
害虫防除剤	1,930	2,000	2,100	2,200
除草剤等	1,804	1,900	1,930	1,960
病害防除剤	784	850	880	910
輸出・その他	2,283	2,100	2,500	2,900
売上総利益率	43.4%	42.6%	42.6%	42.6%
販売費及び一般管理費	3,916	4,650	4,800	4,950
(対売上高比)	26.8%	30.7%	29.7%	28.9%
営業利益	2,421	1,800	2,080	2,330
(対売上高比)	16.6%	11.9%	12.9%	13.6%
経常利益	2,643	1,850	2,130	2,380
(対売上高比)	18.1%	12.2%	13.2%	13.9%
当期純利益	1,454	923	1,170	1,400
(対売上高比)	10.0%	6.1%	7.2%	8.2%

(出所)アルファ・ウイン・キャピタル

8. アナリストの視点

◆ アグロ カネショウの強みと課題

同社の SWOT 分析を図表 21 に列挙した。

【図表 21】SWOT 分析

強み (Strength)	・主力市場が温暖多雨である日本であり、農業の必要性が高い ・消費者の国産嗜好の高い野菜や果物向けの農業が主力 ・あらゆる野菜及び果物向けの農業を幅広く揃えている ・天候に左右されにくい土壌消毒剤が主力 ・競合が激しく、需要が先細り傾向の水稻向け売上高構成比は小さい ・アグロ カネショウが構築した独自の営業網による農業密着営業
弱み (Weakness)	・日本国内向け売上高構成比が高く、分散されていない ・自社の生産体制が分散化されていない ・製品開発に多大な時間と費用がかかること ・化学肥料原料（窒素、りん酸、加里）のほぼ全てが輸入で調達先が特定国に依存 ・大規模災害による農業生産の停滞
機会 (Opportunity)	・世界的な人口増加に伴う食料不足懸念と農業市場の需要の高まり ・世界的な和食ブームによる日本の農産物需要の増大 ・新製品のラインナップ ・日本と同様な温暖多雨であるアジア市場の開拓
脅威 (Threat)	・環境・安全性などの法規制の変化 ・製品開発の遅れ ・ライセンス契約等の打ち切りリスク ・為替変動による原材料コストの上昇

（出所）アルファ・ウイン・キャピタル

主たる強みとして、

- ア) 主力市場が温暖多雨である日本である
 - イ) 消費者の国産嗜好の高い野菜や果物向けが主力である
 - ウ) 独自の営業網による農家密着営業であること、
- の3点が挙げられる。

主たる弱みとして、

- エ) 日本国内向け売上構成比が高く、分散されていない
 - オ) 自社生産比率が5割以下と低く、自社工場の稼働率も低い
- の2点であろう。

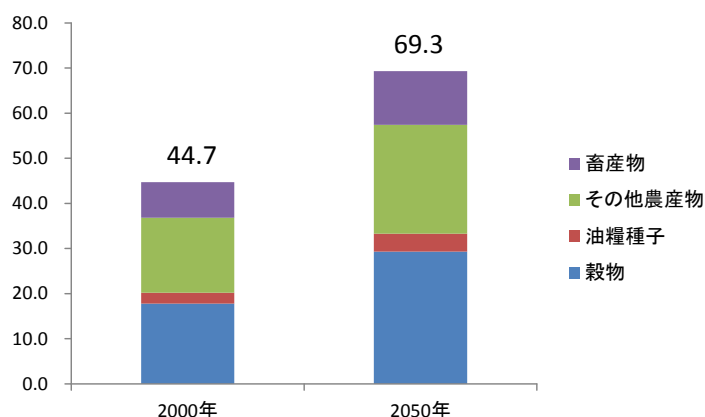
主たる機会としては、

- カ) 世界的な人口増加に伴う食料不足懸念を背景とした農業市場の需要の高まり（図表 22）
 - キ) 世界的な和食ブームによる日本の農産物需要の増大（図表 23）
 - ク) 未開拓のアジア市場の開拓
- の3点が挙げられよう。

図表 22 にあるように世界の食料需要は、人口増、開発途上国の経済発展に伴う食生活の変化等により、肉類の増加、畜産物生産のための飼料穀物増加が見込まれ、2000 年の 44.7 億トンから 2050 年には 69.3 億

トンまで増加すると見込まれている。こうした食料需要増により農薬の市場は拡大が見込まれる。

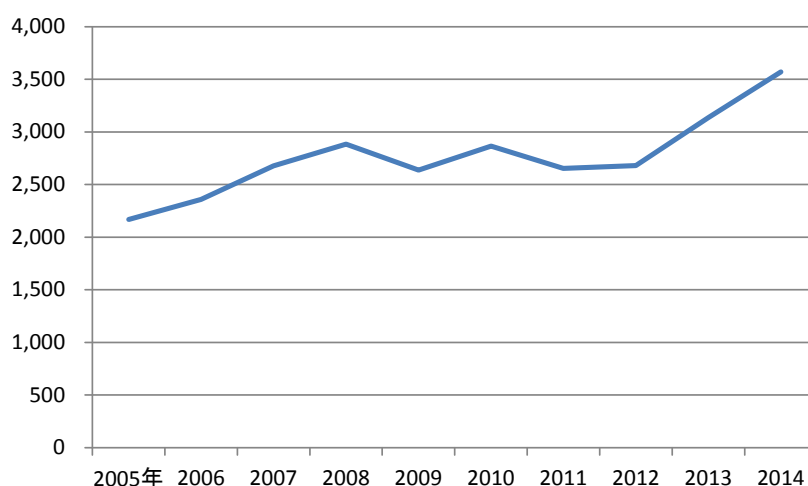
【図表 22】世界全体の食料需要の見通し (単位：億トン)



(出所) 農林水産省の「食料・農業・農村白書」よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

図表 23 にあるように日本の農産物の輸出額は、2009 年から 2012 年まで停滞した時期もあったが、世界的な和食ブームを背景に 2013 年、2014 年と増加傾向となっている。日本国政府は TPP を背景に 2020 年までに農林水産品・食品の輸出を 1 兆円にまで拡大させるとしている。なお、既に中間目標の 7,000 億円を 2015 年に達成している。

【図表 23】日本の農産物の輸出額推移 (単位：億円)



(出所) 農林水産省の「食料・農業・農村白書」よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ 震災関連の補償について

同社は、東京電力福島第一原子力発電所の事故の影響で操業停止となった福島工場に係る損害について東京電力に補償を求め、震災以来交渉を重ねている。2013/12 期及び 2014/12 期は受取補償金を特別利益として計上した。同社は今後も引続き東京電力に補償を求めていく方針である（同社請求金額は非公表）。

◆ 安定配当

同社は自社の利益の源泉が、ユーザーの需要を直接掘り起こす技術普及活動と独創的な新薬を生み出す研究開発活動にあると認識しており、新薬の研究開発資金を確保しながら業績を勘案し、利益を株主、従業員で分かち合うことを利益還元の基本方針としている。

2014/12 期は、2014 年 9 月 19 日に東証第二部から第一部へ指定されたことを記念して、一株当たり年 20 円の普通配当に記念配当 7 円を加えた年 27 円の利益配当を実施した。2015/12 期の一株当たり配当金については年 22 円の普通配当を実施した。2016/12 期以降暫くは、年 22 円の普通配当が継続すると当社は予想する。

◆ 株価について

要約のページ（2P）に同社の過去 1 年間の株価及び対 TOPIX 相対株価を掲げている。2015/12 期第 1 四半期決算公表後から同社の株価及び TOPIX に対する相対株価も上昇基調となった。2015 年 7 月の 2015/12 期業績予想の増額修正後も株価は強含みであったが、その後利益確定の売りに押された。2016 年 1 月後半より日柄調整終了と 2016/12 期以降の成長期待から株価が反転。現在に至るまで堅調な株価推移となっている。2015/12 期決算説明会にて、同社は初めて「長期ビジョン・中期事業計画」を公表したことも現下の TOPIX に対する相対的な株価の上昇の一因と思われる。

ディスクレーマー

アルファ・ウイン 企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼により、アルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートでは、企業の保有する独自の製品・サービスや技術など、持続的成長に必要な競争力の源泉を明確に描き出すとともに、企業の外部環境や内部環境を強み・弱み・機会・脅威の4つのカテゴリーで分析するSWOT分析の企業戦略評価への活用、KPI（業績指標）やガバナンスの確認等も行っております。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材等を経て作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.jp】にてお願いいたします。