

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

- ・2015/12 期は、6.7%増収、6.8%営業増益と2期連続で過去最高の売上高及び営業利益を更新した。
- ・2016/12 期上期は、2.1%増収、10.0%営業減益であった。採算性の高い薬剤の増収により、売上総利益率はやや改善したものの、研究開発費を主体とする固定費負担増から減益となった。営業外損益では、為替差損益が前年同期の差益から差損となり、営業減益率を上回る 17.3% 経常減益だった。

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果樹・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

- ・同社は2025/12 期に売上高 300 億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2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り、海外売上高は増大傾向にある。

業績予想

- ・2016/12 期の業績について同社は、期初に策定した3.7%増収、26.2%営業減益予想を据え置いた。上期業績は当初計画に比べて土壌消毒剤売上高が伸び悩み、研究開発費等の一部が先送りとなる等の相違はあったものの、下期に修正が図られるとしている。
- ・アルファ・ウイン調査部は前回の当調査部の 2016/12 期の業績予想を継続する。上期において為替差損を計上したものの現下の円高基調もあり、為替差損益については従来予想通り影響なしと想定した。売上高及び利益の中期予想も修正していない。
- ・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。2015/12 期の一株当たり配当金は年 22 円であり、2016/12 期についても年 22 円を計画している。なお、2016/12 期より中間配当を開始すると公表した(中間配当金は一株当たり 10 円)。

【 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

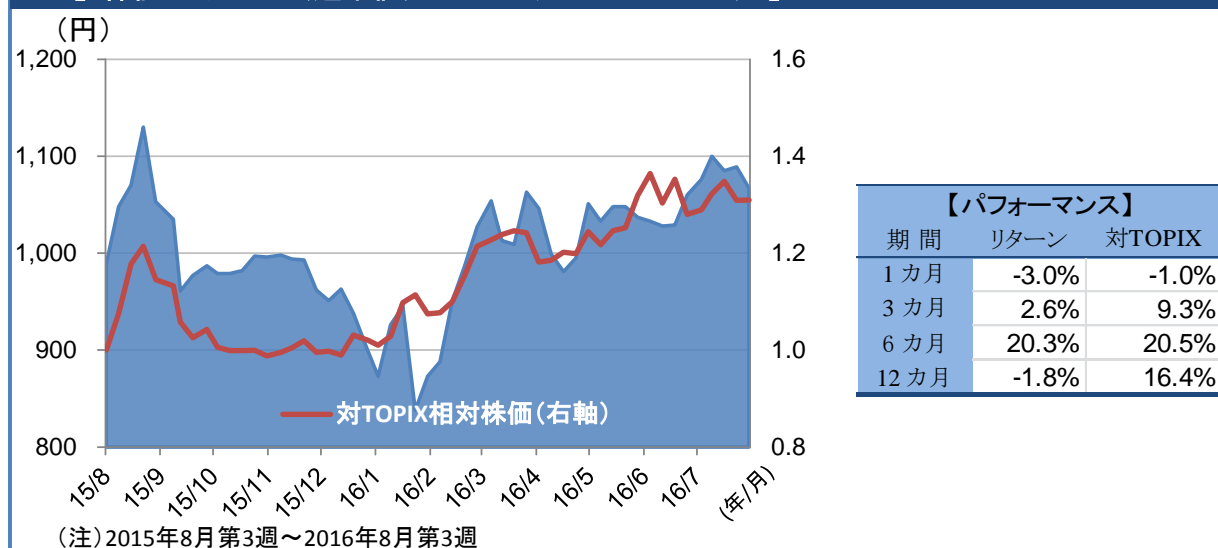
(注) CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想

【 株価・バリュエーション指標 : 4955アグロ カネショウ 】

項 目	2016/8/19	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,067	前期実績	9.6	0.9	2.1%	19.7%
発行済株式数 (千株)	13,404	今期予想	14.8	0.8	2.1%	30.5%
時価総額 (億円)	143.0	来期予想	11.7	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%

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 4955アグロ カネショウ 】



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. 直近期業績と今後の見通し	P6
2016 年 12 月期上期決算	P6
アグロ カネショウの 2016 年 12 月期業績予想	P7
アルファ・ウイン調査部の業績予想	P7
3. 事業内容とビジネスモデル	P9
食料増産に不可欠な農薬	P9
農薬の制度と開発	P9
地元密着の営業活動とその強み	P10
他社開発品も付加価値化	P11
販売体制	P11
4. 株主構成	P13
一部の上位株主の持株比率上昇	P13
5. 成長の軌跡	P14
沿革	P14
過去の業績推移	P15
6. 業界環境	P16
市場規模と参入障壁	P16
同業他社比較	P17
7. 成長戦略	P18
中・長期事業計画の概要	P18
TPP について	P19
8. アナリストの視点	P21
アグロ カネショウの強みと課題	P21
震災関連の補償について	P23
安定配当	P23
株価について	P23

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。

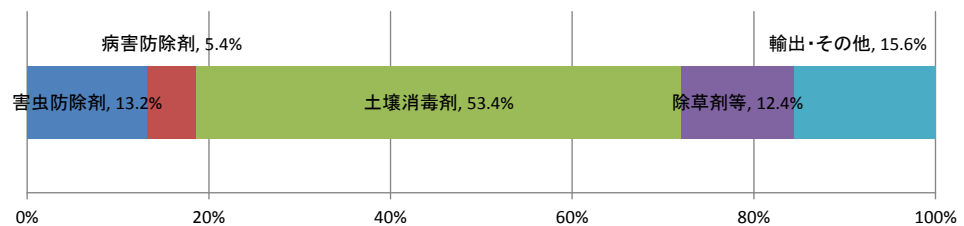
アグロ カネショウ（以下、同社）は農薬業界では中堅規模の専門メーカーで、果樹・野菜向けに特化し、土壌消毒剤、害虫防除剤等の農薬の開発・製造・販売を行っている。同社グループは、同社と連結子会社 2 社の合計 3 社で構成されている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA」（カネショウ・ソイル・トリートメント、所在地：ベルギー王国、以下 KST）と「AGRO-KANESHO KOREA CO.,LTD」（所在地：大韓民国、以下 AKK）である。KST は、農業用土壌消毒剤の原体及びバルクを同社及び世界 90 カ国へ輸出している。

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となることを目指している。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、用途別では野菜向けが 7 割弱を占めている。

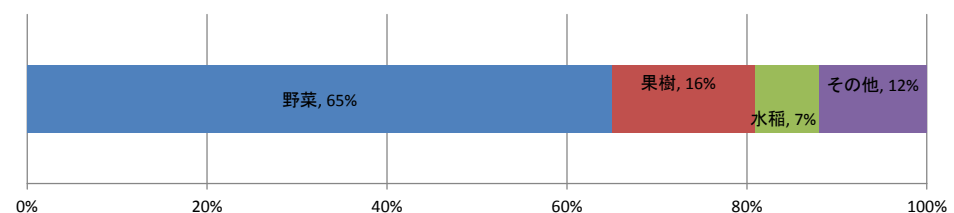
事業セグメントは農薬製造・販売事業単一である。製品別の売上構成は、土壌消毒剤が全体の 5 割強（図表 1）、用途向けでは野菜向けが 7 割弱（図表 2）を占めている。

【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・ウイン調査部作成

【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・ウイン調査部作成

◆ 経営理念

- ◆ 創業者の精神である「我が信条」が経営の基本方針。

同社の創業者である榎引 大吉氏は、常々「企業経営は目先の利益だけにとらわれてはいけない、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 博敬氏が「我が信条」の基本理念はそのままにし、より分かり易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. 直近期の業績と今後の見通し

◆ 2016 年 12 月期上期決算

2016/12 期第 2 四半期累計（以下、上期）決算は、売上高 8,263 百万円（前年同期比 2.1%増）、営業利益 1,512 百万円（同 10.0%減）、経常利益 1,468 百万円（同 17.3%減）、純利益 878 百万円（9.2%減）。

2016 年 4 月に発生した熊本地震や梅雨時期の局地的豪雨で大きな被害を被る地域があったことなど、農業関係者の一部には厳しい環境であったものの同社は増収を果たした。利益面では、研究開発費の増加を主因とする販売費及び一般管理費（以下、販管費）の増加、為替差損の計上等により、二桁の経常減益となった。

製品種類別売上高では、

1. 土壌消毒剤は 3,923 百万円（前年同期比 0.1%減）。線虫剤のネマキック粒剤は順調に推移した。一方、D-D 及びバスアミド微粒剤は、原料の仕入が遅れたこと等により販売面に支障をきたし前年同期を下回った。主力 2 剤の減収で土壌消毒剤の売上高はほぼ横ばいとなった。
2. 害虫防除剤は 1,188 百万円（前年同期比 7.4%減）。ペイオフME やアルバリン水溶剤等の主力製品が低迷し減収となった。
3. 除草剤等は 1,380 百万円（前年同期比 7.3%増）～ 前年同期にやや低迷した水稻向けのモグトン粒剤、アークエース剤が好調で除草剤等全体でも増収であった。
4. 病害防除剤は 555 百万円（前期比 11.6%増）。顆粒水和剤を新たに発売したキノンドー剤が好評であったこと、兼商フルーツセイバーが好調であったこと等から二桁増収となった。
5. 輸出・その他は 1,215 百万円（前期比 10.6%増）。殺ダニ剤カネマイトフロアブルの輸出が、前年同期の牽引役だった北米以外のその他地域の貢献で前年同期を上回った。家庭園芸剤も好調、展着剤^{注1}は前年同期並みであった。

注 1) 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加えるもの。

採算性の高い薬剤の増収により、売上総利益率は前年同期比 0.4%ポイント改善の 43.0%となった。販管費は同 15.4%増と増収率を上回ったが、増加分である 271 百万円のうち約 8 割が新規剤及び既存剤の研究開発費の増加分であった模様。販管費の対売上高比率は同 2.9%ポイント上昇の 24.7%であった。結果、売上高営業利益率は前年同期比 2.5%ポイント低下の 18.3%となった。

営業外収支は 44 百万円の赤字となり、前年同期の 94 百万円の黒字から反転した。海外からの原料購入に係る為替差損益が前年同期の差益

69 百万円から差損 61 百万円となったためである。その結果、経常利益は営業減益率より大きな減益率となった。

純利益の減益率が経常減益率より小さかったのは、研究開発費の一部が税額控除となり、実効税率が前年同期比 5.5%ポイント低下の 28.6%となったためである。

同社の期初予想に対する達成率は売上高 94.8%、営業利益 109.5%となった。売上高については、当初計画に比べて土壌消毒剤が伸び悩んだため未達となったが、営業利益については、研究開発費や諸費用の一部が先送りとなったため計画を上回った。

上期決算発表と同時に同社は、2016/12 期より中間配当を開始すると公表した。中間配当金は 1 株当たり 10 円、期末 12 円の計画で、年間配当金は期初公表通り 1 株当たり 22 円である。

◆ 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）とする期初の会社計画を据え置いた。製品種類別区分別売上高も同様である。なお、下期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。

同社が 2016/12 期通期業績予想を据え置いたのは、前述のように上期業績は当初計画に比べて土壌消毒剤が伸び悩み、研究開発費の一部先送り等があったものの、下期に修正が図られると見込んでいるためである。

◆ アルファ・ウイン調査部の業績予想

アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）は同社の業績予想モデルを一部見直し、次頁図表 3 に示した。2018/3 期までの 3 期間の年平均成長率は従来予想と変わらず売上高 18.4%、経常利益 29.3%である。

(1) 2016 年 12 月期予想

2016/12 期業績予想は、従来予想を継続するものの製品種類別の予想売上高を見直した。2016/12 期上期実績を勘案したためである。営業外収支については、上期において為替差損を計上したものの現下の円高基調もあり、為替差損益については従来予想通り影響なしと想定した。

(2) 2018 年 12 月期までの中期業績見通し

2018/12 期までの業績見通しも従来予想を継続するものの製品種類別の予想売上高を見直した。2016/12 期予想を修正したためである。

製品種類別売上高では、

1. 土壌消毒剤は 9,000 百万円 (年率成長を 5.4% 増から 4.9% 増に修正、過去 3 期の年率成長は 8.3% 増)。2017/12 期以降の成長性については修正していない。
2. 害虫防除剤は 2,050 百万円 (同順で 4.5% 増から 2.0% 増に修正、1.0% 減)。2016/12 期上期実績を勘案しペイオフ ME の競争力を想定より低くした。
3. 除草剤等は 2,100 百万円 (同順で 2.8% 増から 5.2% 増に修正、2.7% 増)。2016/12 期上期実績を勘案し従来予想を修正したためである。
4. 病害防除剤は 1,050 百万円 (同順で 5.1% 増から 10.2% 増に修正、3.4% 増)。主力品キノンドーの水和剤の競争力を評価したためである。
5. 輸出・その他は 2,900 百万円 (同順で 8.3% 増と変わらず、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。

【図表 3】中期業績予想

(単位：百万円)

	15/12期実績	前回16/12期E	16/12期E	前回17/12期E	17/12期E	前回18/12期E	18/12期E
売上高	14,597	15,150	15,150	16,150	16,150	17,100	17,100
土壌消毒剤	7,794	8,300	8,100	8,740	8,540	9,130	9,000
害虫防除剤	1,930	2,000	1,920	2,100	2,000	2,200	2,050
除草剤等	1,804	1,900	1,900	1,930	2,030	1,960	2,100
病害防除剤	784	850	880	880	980	910	1,050
輸出・その他	2,283	2,100	2,350	2,500	2,600	2,900	2,900
売上総利益率	43.4%	42.6%	42.6%	42.6%	42.6%	42.6%	42.6%
販売費及び一般管理費	3,916	4,650	4,650	4,800	4,800	4,950	4,950
(対売上高比)	26.8%	30.7%	30.7%	29.7%	29.7%	28.9%	28.9%
営業利益	2,421	1,800	1,800	2,080	2,080	2,330	2,330
(対売上高比)	16.6%	11.9%	11.9%	12.9%	12.9%	13.6%	13.6%
経常利益	2,643	1,850	1,850	2,130	2,130	2,380	2,380
(対売上高比)	18.1%	12.2%	12.2%	13.2%	13.2%	13.9%	13.9%
当期純利益	1,454	923	923	1,170	1,170	1,400	1,400
(対売上高比)	10.0%	6.1%	6.1%	7.2%	7.2%	8.2%	8.2%

(出所)アルファ・ウイン調査部

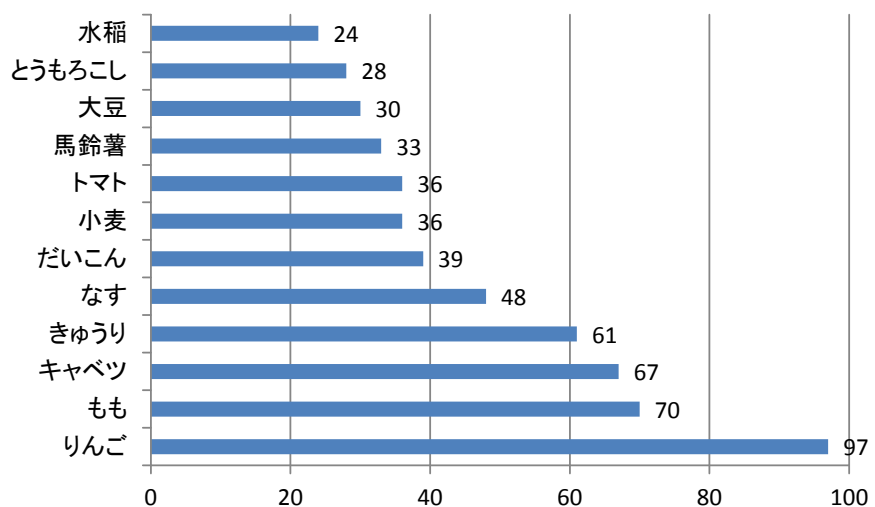
3. 事業内容とビジネスモデル

◆ 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 4 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 4】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・ウイン調査部作成

◆ 農薬の制度と開発

国内では、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る。認可まではさらに最低 2 年を要するという開発期間の長いビジネスである。

- ◆ 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^{※2}」、「展示圃（てんじほ）活動^{※3}」、「農家説明会^{※4}」などの営業施策を行っている。

農家、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」^{※5}を展開（図表 5）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^{※6}などを行なっている。

【図表 5】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 2) 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 3) 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 4) 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 5) 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 6) 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栽培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。自社のみが販売する独自品の売上構成比は約 5 割強、残りが導入品となっている。

- ◆ 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7)}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 7) 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：害虫防除剤の一種。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

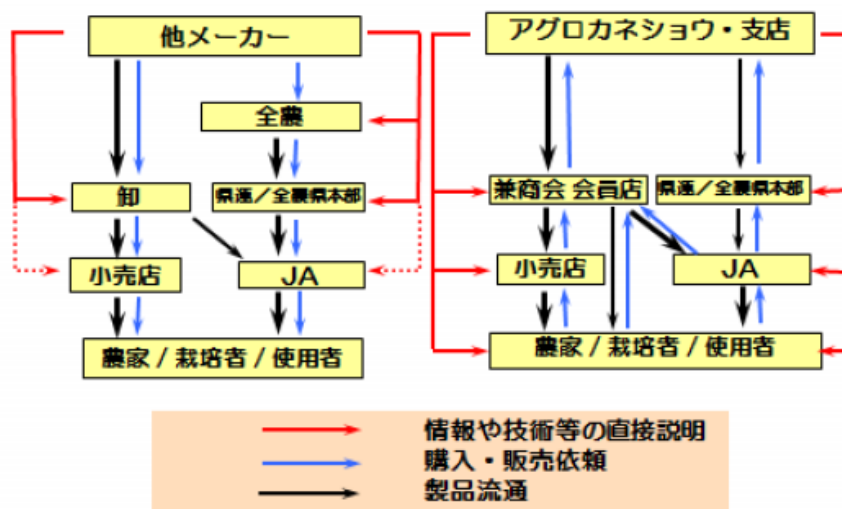
◆ 販売体制

- ◆ 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 6）。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、中近東までグローバルである。

【図表6】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

4. 株主構成

◆ 一部の上位株主の持ち株比率上昇

同社の株主所有者別では、個人その他が 37.76%、その他の法人 26.27%、外国法人等 23.85%である（図表 7）。

【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) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

同社の大株主の状況（図表 8）では、2016 年 6 月末時点での上位 2 社は半年前、1 年前と比較して安定的に推移している。3 位の株式会社麻生、6 位の GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL は比較的同社の株主となった日が浅いが、保有比率の上昇が見られる。

【図表 8】大株主の状況

(単位：%)

	15年6月末	15年12月末	16年6月末
THE BANK OF YORK, NON-TREATY JASDEC ACCOUNT	5.79	6.97	6.89
兼商産業株式会社	5.96	5.96	5.96
株式会社麻生	3.53	3.84	5.17
UBS AG LONDON A/C IPB SE GREGATED CLIENT ACCOUNT	4.63	4.63	3.83
株式会社みずほ銀行	3.72	3.72	3.72
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	2.99	3.63
三井物産株式会社	3.59	3.59	3.59
HSBC BANK PLC A/C MARATHON FUSION JAPAN PARTNERS HIP LP	2.29	2.89	3.40
櫛引 博敬	2.99	3.00	2.97
双日株式会社	2.99	2.99	—
計	35.53	40.62	39.20

(注) 計において 15 年 6 月末及び 16 年 6 月末は 9 社(人)計、15 年 12 月末は 10 社(人)計

16 年 7 月 13 日付けで公衆の縦覧に供されている大量保有報告書において、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社が 16 年 7 月 8 日現在で 673 千株(5.03%)の株式を所有している旨が記載されているものの、同社として当第 2 四半期会計期間末における実質所有株式数の確認が出来ず、上記大株主の状況には含めていない。

(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

5. 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。

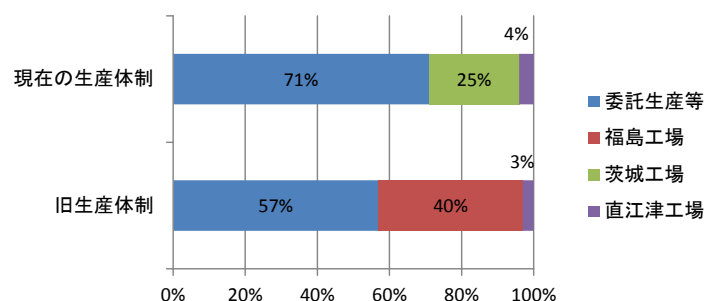
1985 年に兼商と兼商化学工業が合併、これを機に、商号は現在のアグロ カネショウに改められた。1989 年に全国の販売会社を吸収合併。2003 年には、ベルギーに土壌消毒剤を取り扱う KST を三井物産（8031 東証一部）と合併で設立した（現在の出資比率は同社 6：三井物産 4）。2010 年に国内連結子会社であった三和化学工業（染料等を生産販売）を売却した。

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 月に土壌分析室を設置し、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

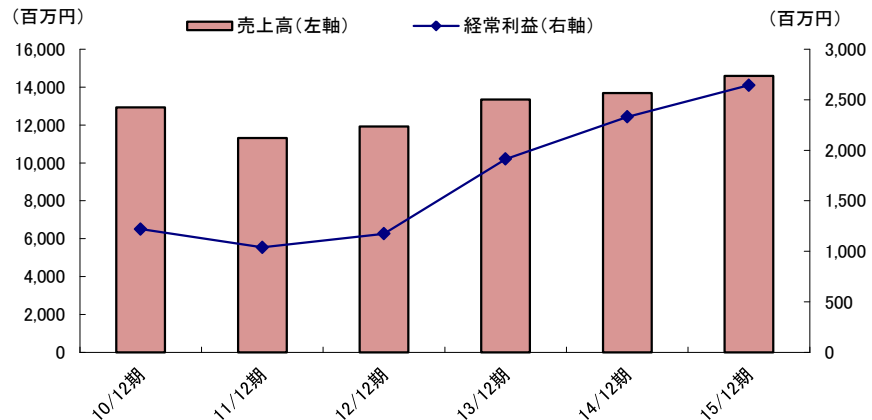
(出所) 説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

◆ 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・ウイン調査部作成

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。

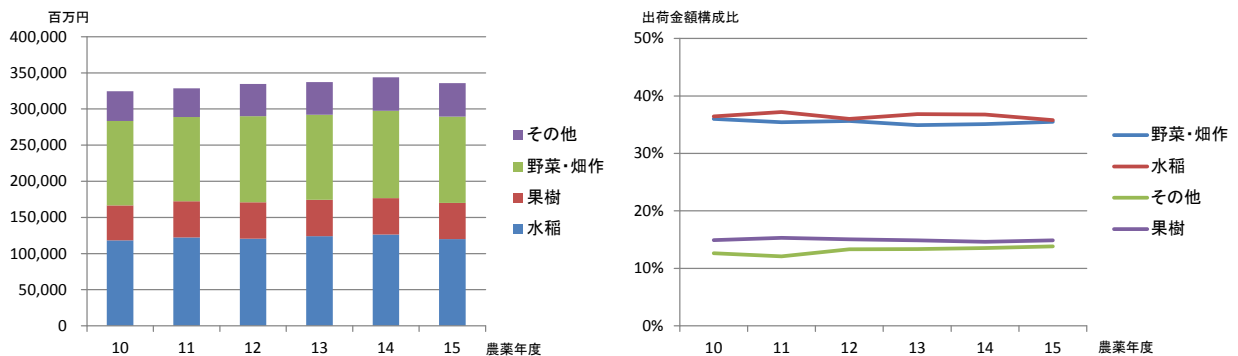
6. 業界環境

◆ 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

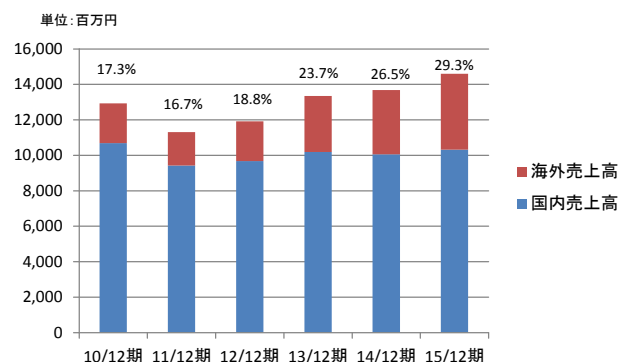
【図表 11】日本の農薬出荷金額と用途別出荷金額構成比



(出所) 農薬工業会ウェブサイトよりアルファ・ウイン調査部作成

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・ウイン調査部作成

◆ 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。一方、自己資本比率が高く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	エス・ディー・エス バイオテック	北興化学工業	クミアイ化学工業
		4955東証一部	4952東証二部	4992東証一部	4996東証一部
決算期		2015/12期	2016/3期	2015/11期	2015/10期
規模					
売上高	百万円	14,597	21,345	42,251	61,124
経常利益	百万円	2,643	1,680	2,956	8,064
収益性					
自己資本利益率	%	9.6	19.0	11.2	13.1
総資産経常利益率	%	10.6	8.7	6.9	10.4
売上高営業利益率	%	16.6	9.5	6.6	6.1
成長性					
売上高 (3年平均成長率)	%	7.0	—	1.9	11.5
経常利益 (同上)	%	31.1	—	61.3	42.1
安全性					
自己資本比率	%	60.2	34.6	42.3	42.3
流動比率	%	417.2	145.6	149.0	197.1
キャッシュ・フロー有利子負債倍率	年	0.6	—	6.8	3.0

(注) 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

エスデー・エス バイオテックは決算期変更のため 2016/3 期は 15 カ月決算、そのため成長性は未記載、また営業キャッシュ・フローがマイナスのためキャッシュ・フロー有利子負債倍率も未記載

(出所) 各社決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

7. 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 16 年 3 月に公表した。長期ビジョンでは 2025/12 期売上高 300 億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 171 億円、営業利益 23 億円、当期純利益 14 億円である（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・ウイン調査部作成

新規薬剤については、現在 2 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。もう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。他には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（世界的な開発・販売権）により導入した。現在は北海道のてんさい、大豆、馬鈴薯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・ウイン調査部作成

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、販売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、害虫防除剤のカネマイト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・ウイン調査部作成

◆ 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は、同社にとってビジネスチャンスであると同社は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が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、かぼちゃ、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・ウイン調査部作成

農林水産省が 2013 年に行った TPP に関するインパクトは、農林水産物では約 3 兆円の生産額が減少する試算となった。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構成比にあるように、同社の水稻向け売上高の比率は約 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。

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 18 に列挙した。

【 図表 18 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・主力市場が温暖多雨である日本であり、農薬の必要性が高い ・消費者の国産嗜好の高い野菜や果物向けの農薬が主力 ・あらゆる野菜及び果物向けの農薬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 ・競争が激しく、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家密着営業
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・世界的な人口増加に伴う食料不足懸念と農薬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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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・ウイン調査部

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。

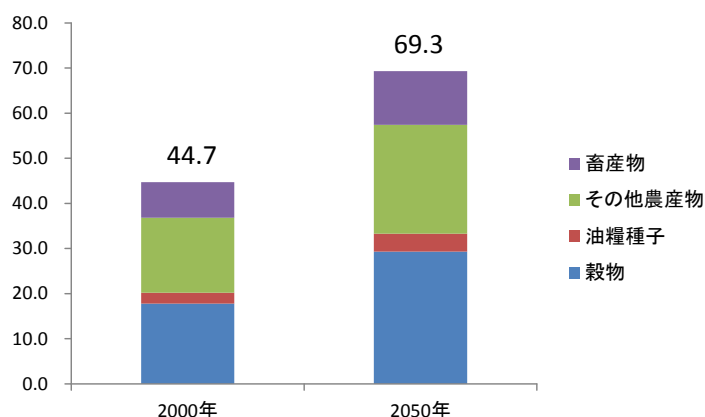
主たる機会としては、

- 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薬市場の需要の高まり（図表 19）
 - 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 20）
 - 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 19 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。

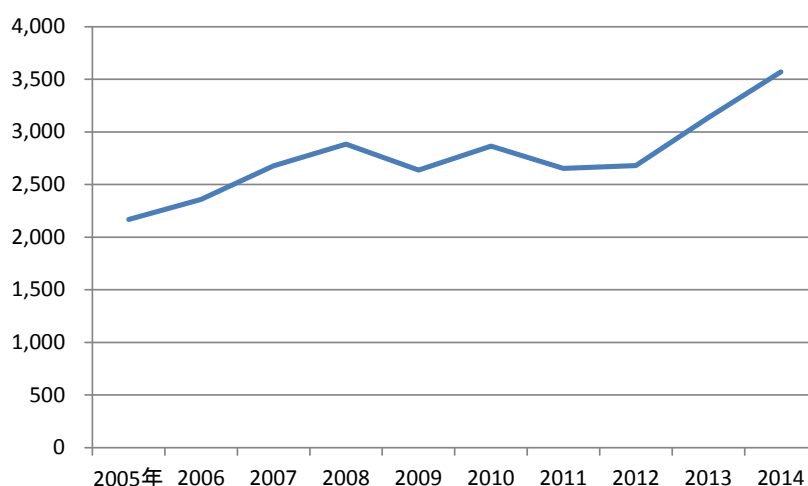
【図表 19】世界全体の食料需要の見通し（単位：億トン）



（出所）農林水産省の「食料・農業・農村白書」よりアルファ・ウイン調査部作成

図表 20 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 20】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・ウイン調査部作成

◆ 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。同社は今後も引き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考慮し、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調査部は予想する。

◆ 株価について

要約のページ（P2）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 四半期決算発表前後から同社の株価は強含みであったが、その後は利益確定の売りに押された。2015/12 期決算発表時に、同社の 2016/12 期業績予想が研究開発費の増加等固定費負担増による 3 割減益予想であったことを嫌気して株価は一時的に押したものの、その後は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。