

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) 発行日：2017/9/12

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、土壤消毒剤、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

- ・2016/12 期は、1.9%減収、14.8%営業減益。円高ユーロ安、北米地域での販売低迷が影響し減収となり、研究開発費の増加を主因とする販管費負担が増加し減益であった。
- ・2017/12 期上期は、1.5%減収、15.3%営業減益であった。採算性の高い薬剤の増収により、売上総利益率は改善したものの、研究開発費の増加を主体とする固定費の負担増から営業減益となった。純利益は 71.4%増益であったが、特別利益で土地譲渡益を計上したためである。

競争力

- ・同社は天候に左右されにくい土壤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。
- ・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

- ・2017/12 期の業績予想について同社は、4.1%増収、5.8%営業減益とした。上期業績は通期会社予想に対する進捗率が、売上高 54.6%(前年同期 57.7%)、営業利益 65.8%(同 73.3%)と前年同期に比べ遅れているが、下期について米国向けの殺ダニ剤の売上計上と上期同様にネマキックの貢献を想定し、達成可能としている。
- ・アルファ・ウイン調査部は前回の当調査部の 2017/12 期の売上高、及び営業利益予想を継続する。当期純利益予想については、上期の特別損益を反映し 42.3%増益に修正した。中期業績予想については前回予想を概ね踏襲した。
- ・同社は、1 年以上継続して保有している株主を対象に株主還元の拡充を図った。

【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)
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	1,236.43	22.0
2016/12		14,314	-1.9	2,063	-14.8	2,102	-20.5	1,285	-11.6	101.15	1,236.43	22.0
2017/12	CE	14,900	4.1	1,944	-5.8	1,942	-7.6	1,797	39.8	139.58	—	22.0
2017/12	E	15,000	4.8	2,000	-3.1	1,998	-4.9	1,830	42.3	142.14	1,355.41	22.0
2018/12	E	16,000	6.7	2,200	10.0	2,198	10.0	1,200	-34.4	93.21	1,428.13	22.0
2019/12	E	17,000	6.3	2,440	10.9	2,438	10.9	1,350	12.5	104.86	1,512.33	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	2017/9/1	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,714	前期実績	16.9	1.4	1.3%	21.7%
発行済株式数 (千株)	13,404	今期予想	12.1	1.3	1.3%	15.5%
時価総額 (百万円)	22,976	来期予想	16.3	1.1	1.3%	21.0%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		64.5%	前期ROE	8.3%

(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
農薬の中堅専業メーカー	P4
経営理念.....	P5
2. 直近期業績と今後の見通し	P6
2017 年 12 月期上期決算	P6
アグロ カネショウの 2017 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
農薬の登録制度と開発業務.....	P9
地元密着の営業活動とその強み.....	P10
独自品の売上構成比は約 5 割.....	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. ESG	P15
環境対応	P15
社会的責任.....	P15
企業統治.....	P15
6. 成長の軌跡	P16
沿革	P16
過去の業績推移.....	P17
海外展開.....	P18
7. 業界環境.....	P20
市場規模と参入障壁.....	P20
土壌消毒剤市場.....	P21
8. 成長戦略.....	P23
中・長期事業計画の概要	P23
9. アナリストの視点	P25
アグロ カネショウの強みと課題	P25
震災関連の補償について	P27
株主優待制度を拡充.....	P27
株価について	P27

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。

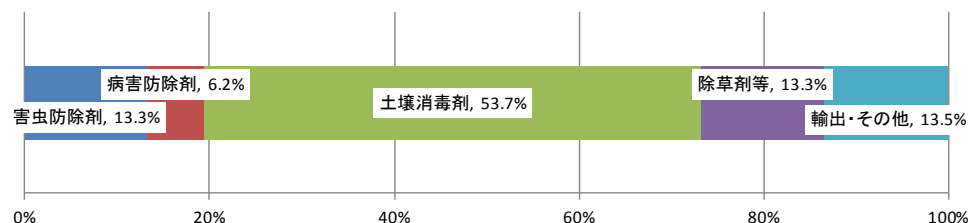
アグロ カネショウ（以下、同社）は農薬業界では中堅規模の専門メーカーで、果樹・野菜向けに特化し、土壌消毒剤、害虫防除剤等の農薬の開発・製造・販売を行っている。同社グループは、同社と連結子会社2社の合計3社で構成されている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA」（カネショウ・ソイル・トリートメント、所在地：ベルギー王国、以下 KST）と「AGRO-KANESHO KOREA CO.,LTD」（所在地：大韓民国、以下 AKK）である。KST は、農業用土壌消毒剤の原体及びバルクを同社及び世界 90 カ国へ輸出している。

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。

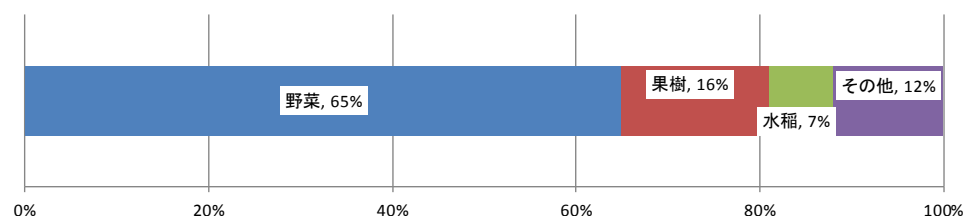
事業セグメントは農薬製造・販売事業単一である。製品別の売上構成は、土壌消毒剤が全体の5割強（図表1）、用途向けでは野菜向けが7割弱（図表2）を占めている。

【図表1】 製品の種類の売上高構成比（2016年12月期）



（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

【図表2】 製品の用途向け別売上高構成比（2016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

- ◆ 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 博敬氏は「我が信条」について、基本理念はそのままに、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

◆ 2017 年 12 月期上期決算

- ◆ 上期決算は微減収、二桁営業減益。

- ◆ 製品の種類別は新たな区分表示。単体の輸出部分が各種別売上高に振り分けられた。

- ◆ 主力の土壌消毒剤売上高の伸長はネマキックが貢献。

- ◆ 害虫防除剤は、流通在庫調整で二桁減収

2017/12 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）業績は、売上高 8,138 百万円（前年同期比 1.5%減）、営業利益 1,280 百万円（同 15.3%減）、経常利益 1,277 百万円（同 13.0%減）、純利益 1,506 百万円（同 71.4%増）であった。

2017/12 期より新たな区分となった製品の種類別売上高は下記の通りである。従来の製品の種類別売上高との大きな相違は、輸出・その他に含まれていた、単体決算における輸出部分が各種別売上高に振り分けられたことにある。連結子会社の海外売上高は、従来から種類別売上高に振り分けられていた。

1. 土壌消毒剤は 4,253 百万円（前年同期比 6.4%増）。海外向け D-D は、スペインにおける制度変更^{注1}に起因する売上低迷があった。しかし国内出荷は堅調であり、なかでもネマキック粒剤が適用拡大^{注2}もあり大きく伸長した。このため、全体では増収となった。
2. 害虫防除剤は 1,488 百万円（同 19.4%減）。国内向けは堅調であったものの、米国向けの殺ダニ剤カネナイトフロアブルが流通在庫調整^{注3}から低迷したことが影響し、減収であった。
3. 除草剤は 1,178 百万円（同 1.5%減）。ウキクサ類の除草剤モゲトン粒剤が増収となったものの水稻向けのカソロン粒剤等が減収となり、除草剤等全体でも減収であった。
4. 病害防除剤は 576 百万円（同 2.3%増）。前年同期に好調であったキノンドー剤が反動で減収となったものの、順次適用拡大が進んでいる兼商フルーツセイバーが引き続き好調であったことから増収を確保した。
5. その他は 641 百万円（同 2.9%減）。展着剤^{注4}は前年同期並みであったが、家庭園芸関連は一部の地域での天候不順が影響、植物成長調整剤^{注5}は対象作物の作柄が影響したことから各々減収となり、その他全体でも減収となった。

注 1) スペインにおける制度変更

スペインにおいて D-D を使用する際、農家も使用許可を得る必要がある制度へと変更となった。

注 2) ネマキック粒剤の適用拡大

2017 年 2 月に認められた適用拡大。追加対象作物名は、らっきょう、やまのいも、えだまめ、だいず、ほうれんそう、はくさい、キャベツ、レタス、にら、にがうり、つるむらさき、ピーマン。とくにレタスに対する需要拡大が期待されている。

注 3) 流通在庫調整

米国向けの殺ダニ剤カネナイトフロアブルは、2015 年に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、2015/12 期の売

上高が前期比数倍増となった。その後、流通在庫過多から出荷調整が続いている。

注4) 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。

注5) 植物成長調整剤

果物の肥大促進、摘果作業労力軽減等に寄与する薬剤。同社独自製品が多い。

◆ 売上総利益率改善も研究開発費増で営業減益。

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 1.5%ポイント改善の 44.5%となったものの、人件費を含む研究開発費の増加等により販売費及び一般管理費（以下、販管費）が同 14.8%増であったことから、営業利益は 15.3%減益となった。

営業外収支においては、前年同期に為替差損が計上されたのに対し、この上期は為替差益の計上となった。このため経常減益率は営業減益率よりやや縮小した。

特別損益においては、東京電力福島第1原子力発電所事故により減損処理した福島工場の土地（帳簿価格 0 円、18,721 m²）を日本国へ 17 年 5 月に譲渡したことによる特別利益 1,350 百万円、研究開発中止に伴う特別損失 249 百万円を計上した。研究開発中止をした新規剤の該当品目は開示されていない。

◆ 2017/12 期会社予想の売上高は期初予想通り、営業利益は微減額。

◆ アグロ カネショウの 2017 年 12 月期業績予想

2017/12 期について同社は、売上高 14,900 百万円（前期比 4.1%増、期初予想と変わらず）、営業利益 1,944 百万円（同 5.8%減、期初予想 1,961 百万円）、経常利益 1,942 百万円（同 7.6%減、同 1,987 百万円）、当期純利益 1,797 百万円（同 39.8%増、同 1,028 百万円）を予想している。僅かな営業利益予想の減額については、製品別の売上高予想の見直しによるものである。

販管費に含まれる研究開発費は 917 百万円（前期比 5.5%増）としている。想定為替レートは期初見通しを修正せず 116 円／ユーロ（2016/12 期の期中平均は 120 円／ユーロ）である。

2017/12 期上期業績の通期会社予想に対する進捗率は、売上高 54.6%（前年同期 57.7%）、営業利益 65.8%（同 73.3%）と前年同期に比べ遅れている。同社は下期について、米国向けカネマイトフロアブルの売上計上と上期同様にネマキックが伸長することを想定し、達成可能としている。

◆ 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、図表 3 に示した。

- ◆ 当調査部の業績予想モデルは経常利益、純利益予想を修正。

(1) 2017 年 12 月期予想

2017/12 期業績予想は、3 月 27 日付レポート（以降、前回）の予想を当期純利益のみ修正し、売上高 15,000 百万円（前期比 4.8% 増、前回予想と変わらず）、営業利益 2,000 百万円（同 3.1% 減、前回予想と変わらず）、経常利益 1,998 百万円（同 4.9% 減、前回予想 2,026 百万円）、純利益 1,830 百万円（同 42.3% 増、同 1,050 百万円）とする。製品別の売上高予想も前回予想を踏襲する。

純利益予想を修正したのは、前述の 2017/12 期上期の特別損益を反映したためである。

(2) 中期業績見通し

2019/12 期までの売上高予想、営業利益予想、及び製品の種類別売上高予想も従来予想を継続する。

【図表 3】中期業績予想

（単位：百万円）

	2016/12期実績	前回2017/12期E	2017/12期E	前回2018/12期E	2018/12期E	前回2019/12期E	2019/12期E
売上高	14,314	15,000	15,000	16,000	16,000	17,100	17,000
製品の種類別							
土壌消毒剤	7,692	8,260	8,260	8,755	8,755	9,260	9,260
害虫防除剤	1,898	1,880	1,880	1,930	1,930	1,980	1,980
除草剤等	1,910	1,990	1,990	2,090	2,090	2,200	2,200
病害防除剤	885	920	920	975	975	1,160	1,160
その他	1,927	1,950	1,950	2,250	2,250	2,400	2,400
売上総利益率	43.8%	43.5%	43.5%	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%
販売費及び一般管理費	4,207	4,530	4,530	4,800	4,800	5,000	5,000
(対売上高比)	29.4%	30.2%	30.2%	30.0%	30.0%	29.4%	29.4%
営業利益	2,063	2,000	2,000	2,200	2,200	2,440	2,440
(対売上高比)	14.4%	13.3%	13.3%	13.8%	13.8%	14.4%	14.4%
経常利益	2,102	2,026	1,998	2,226	2,198	2,466	2,438
(対売上高比)	14.7%	13.5%	13.3%	13.9%	13.7%	14.5%	14.3%
当期純利益	1,285	1,050	1,830	1,200	1,200	1,350	1,350
(対売上高比)	9.0%	7.0%	12.2%	7.5%	7.5%	7.9%	7.9%

（注）2016/12 期の製品の種類別売上高での「その他」は、「輸出・その他」を指す。前回とは 2017 年 3 月 27 日付レポート掲載数字を指す。

（出所）アルファ・ウイン調査部

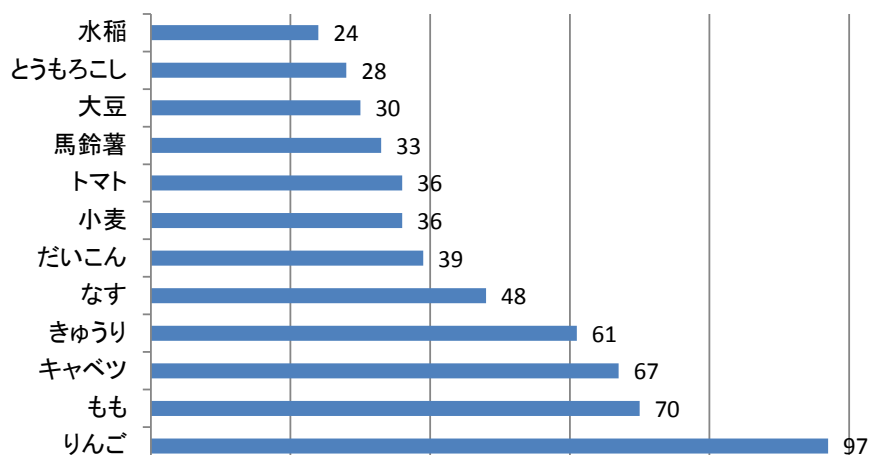
3. 事業内容とビジネスモデル

◆ 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

◆ 農薬の登録制度と開発業務

国内では、農薬産業の製造・販売は農薬取締法で規制されている。医薬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業務が中心となる。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^{注6}」、「展示圃（てんじほ）活動^{注7}」、「農家説明会^{注8}」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」^{注9}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、地域ごとの会員店社員のノウハウを強化する技術部会^{注10}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 6) 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 7) 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 8) 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 9) 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 10) 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及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。

◆ 独自品の売上構成比は約 5 割

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 11)}）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）、モゲトン（除草剤の一種・水稻の苔取りなど）が準主力薬剤である。

注 11) 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

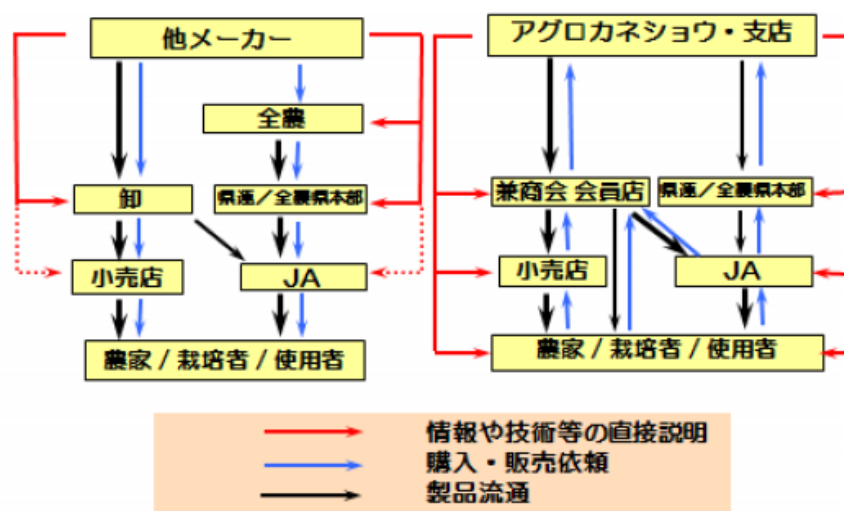
◆ 販売体制

国内向けの売上高構成比は 74.0%（2016/12 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

◆ 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。

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



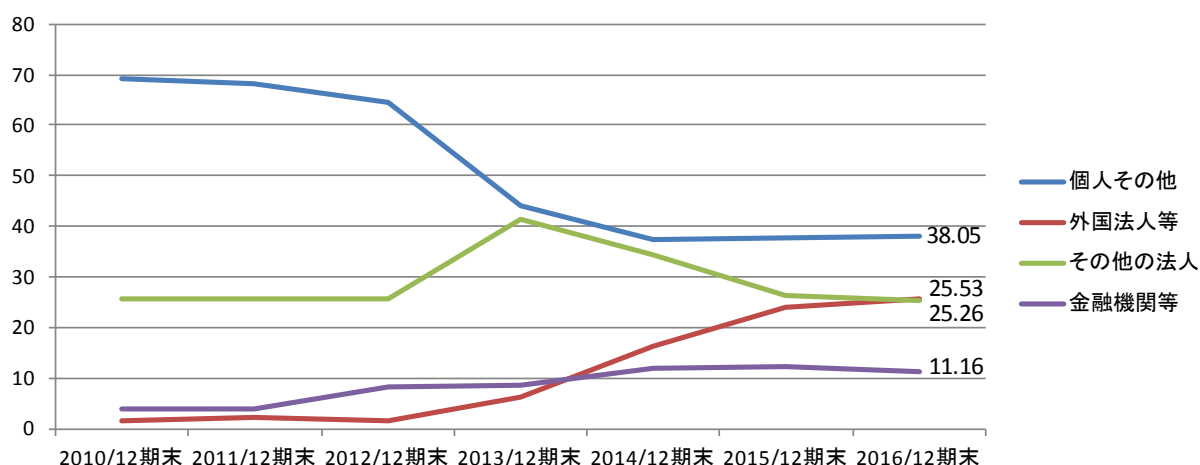
(出所) 許諾を得て決算説明会資料より転載

4. 株主構成

◆ 一部の上位株主の持株比率上昇

同社の2016年12月末の株主所有者別比率(図表7)では、個人その他が2016年12月末とほぼ変わらず38.05%とトップを維持しているものの、外国法人等は25.53%と次点にまで上昇、その他の法人は1年前とほぼ変わらない25.26%だが3位に後退した。

【図表7】株主所有者別状況



(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

【図表8】大株主の状況

(単位：千株)

	2014年12月末	2015年12月末	2016年12月末	2017年6月末
THE BANK OF YORK, NON-TREATY JASDEC ACCOUNT	714	934	923	1,006
株式会社麻生	—	515	750	841
兼商産業株式会社	2,100	800	800	800
GOLDMAN, SACHS & CO. REC	—	—	671	709
株式会社みずほ銀行	500	500	500	500
三井物産株式会社	482	482	482	482
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	—	401	485	469
HSBC BANK PLC A/C MARATHON FUSION JAPAN PARTNERSHIP LP	—	388	458	460
櫛引 博敬	399	402	399	399
アグロ カネショウ取引先持株会	—	—	316	—
UBS AG LONDON A/C IPB SE GREGATED CLIENT ACCOUNT	419	621	—	—
双日株式会社	401	401	—	—
アグロ カネショウ従業員持株会	305	—	—	—
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG(FE-AC)	296	—	—	—
(自己株式)	367	367	768	735

(注) 2016年12月5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2016年12月5日現在で956千株(7.13%)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2016年12月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) 有価証券報告書及び四半期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、総じて外国法人等の持分が増加している。次点の株式会社麻生も上昇しているが、長期保有目的の株主の模様である。

5. ESG

◆ 環境対応 (Environment)

同社の工場の排水については、法令に基づき適切に処理しているほか、法令に基づき河川に放水しても良い処理水については、一時施設内の鯉等を飼っている池に流した後に放水するなど、環境に配慮している。

同社は室内の冷房設定温度を 28 度とし、沖縄の伝統衣装「かりゆし」の着用を推進するなど、クールビズを実施（6 月 1 日～9 月 30 日）している。

同社の所沢事業所では、月 1 回全社員参加で、事業所周辺の清掃活動を行っている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は食料生産の増産及び効率化という事業性格を強く意識し、法律で義務付けられている農薬の安全確認・検査を実行することで、社会的責任を果たしていると考えられる。

同社の各工場及び事業所では、「卓球クラブ」「野球部」「アスリートクラブ」「テニス部」などを設立している。同社内での交流だけに止まらず、地域社会との交流活動も活発に行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社はコンプライアンス（法令及び企業倫理の順守）の実践を監督・支援する組織としてコンプライアンス委員会を設置している。同委員会はコンプライアンスに関する教育、研修、監督権限がある。同委員会設置のほか報告制度を設け、通常の報告ルートでは報告が難しいようなコンプライアンス違反や、違反のおそれがある行動に対する監視体制を敷いている。

また、内部統制委員会を設立し、会社法および金融商品取引法で要求される内部統制の整備・運用状況を継続的に確認及び評価し、同社内での内部統制水準の維持・改善に取り組んでいる。

2016/12 期末段階では、執行役員制度を採用していないこともあり、同社の経営陣は取締役 9 名（うち社外取締役 2 名）と、監査役 3 名（うち社外監査役は 2 名で、税理士・公認会計士と弁護士各 1 名）で構成されている。

6. 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。

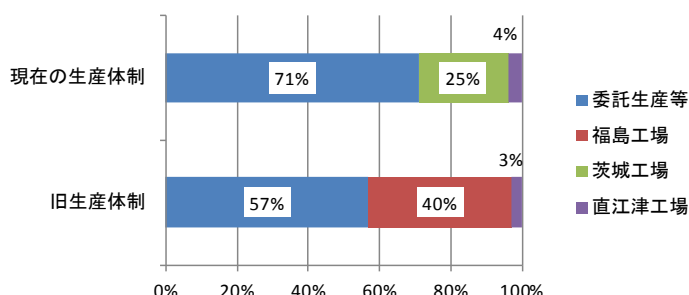
1985 年に兼商と兼商化学工業が合併、これを機に、商号は現在のアグロ カネショウに改められた。1989年に全国の販売会社を吸収合併。2003 年には、ベルギーに土壌消毒剤を取り扱う KST を三井物産（8031 東証一部）と合弁で設立した（現在の出資比率は同社 6: 三井物産 4）。2010 年に国内連結子会社であった三和化学工業（染料等を生産販売）を売却した。

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（以下、東電）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、2015/12 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

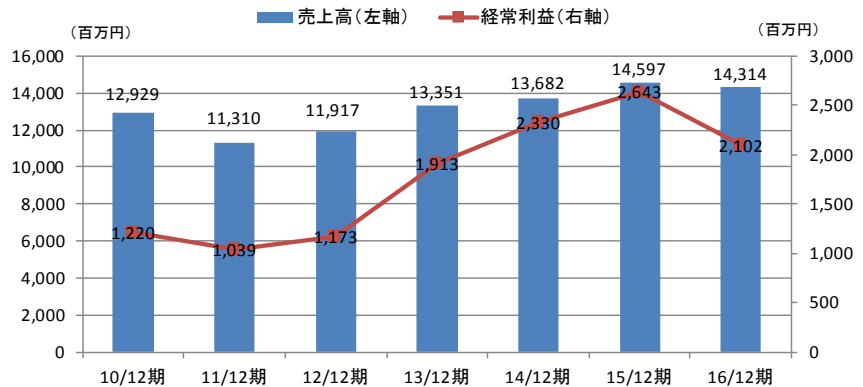
(出所) 説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

◆ 過去の業績推移

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、①創業来の国内での地域密着営業と、②新薬開発による自社開発農薬、③海外事業の拡充、の3点で業容を拡大してきた。

- ◆ 自社開発農薬で業容を拡大。

【図表 10】業績推移



(出所) 有価証券報告書よりアルファ・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）であった。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。

2013/12 期に過去最高経常利益を更新したが、大幅な円安ユーロ高により円換算の輸出売上高の伸び及び採算性向上に負う面が大きい。また、2014/12 期に過去最高売上高を更新したのは、国内市場向け売上高の堅調さによるもの。2014/12 期の 2 期連続の過去最高経常利益の更新は、小幅な円安ユーロ高による採算性の向上と、事業を譲受した際に計上した KST ののれんの償却がほぼ終了したことによる固定費負担減が貢献した。2016/12 期の減収経常減益については前述の通りである。

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。

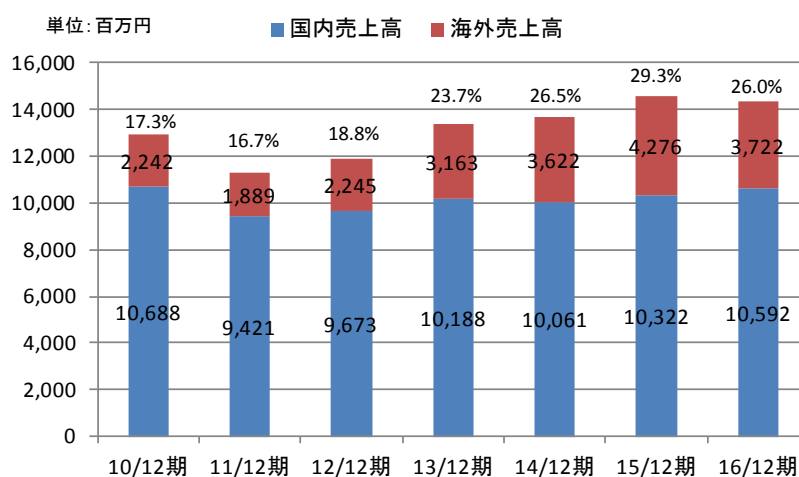
同社の福島工場は、東電福島第一原子力発電所よりわずか 1km しか離れていない場所にあった。東日本大震災時に福島工場は、東電福島第一原子力発電所の放射能汚染を被ったため、東電から一部の賠償金を受けとったほか、福島工場代替の茨城工場建設に係る国庫補助金、福島工場跡地の国への売却金等を受け取ってきた。現在、福島工場操業停止に伴う逸失利益に対する裁判を東電と係争中である。

- ◆ 海外売上高の伸長が業績を牽引。

◆ 海外展開

同社の業績の伸長は国内売上高が 100 億円前後で足踏みするなかで、海外売上高の成長に支えられてきた（図表 11）。2016/12 期に海外売上高が減少したのは、米国向けの殺ダニ剤カネマイトフロアブルの低迷に起因している。2015 年に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、2015/12 期の売上高が前期比数倍増となったが、その後、流通在庫過多による出荷調整が 2017/12 期上期末まで続いている。

【図表 11】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

- ◆ 1965 年から海外事業がスタート。

同社の海外事業は、1965 年の台湾への病害防除剤キノンドーや展着剤の出荷から始まった。欧州へは 1994 年からの除草剤モゲトンの出荷からである。1999 年に殺ダニ剤カネマイトが国内で上市となり、戦略製品として欧州での拡販をするべく、ドイツ連邦共和国シュターデにヨーロッパ支店を同年に開設した。現在海外展開をしているオリジナル製品は、カネマイト、モゲトン、キノンドー、土壌消毒剤バスアミド及び D-D である。

同社の国内営業の強みである、最終消費家である農家への技術指導含む営業は、東南アジア地区で実践している模様である。

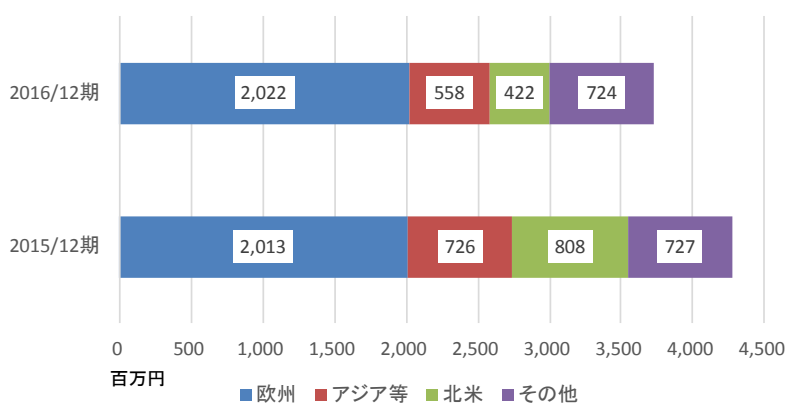
- ◆ KST 設立で海外事業が本格化。

KST 設立は 2003 年である。ベルギー王国に土壌消毒剤を取り扱う会社を三井物産と合併で設立した。ドイツ BASF 社の農業用土壌処理剤事業を譲受(製品はバスアミド及び D-D)したことで設立に至った。KST は、バスアミド及び D-D の製品を日本・台湾・韓国を除く世界を対象商圏とし、現在では 90 カ国以上に供給している。

AKK 設立は 2012 年である。対象商圏は大韓民国で、2016/12 期より一部の製品出荷が始まった。今後は対象商圏を広げることも視野にあるようだ。

図表 12 にあるように、売上高構成比が海外売上高の 2015/12 期 19%、2016/12 期 11%を占めるなど北米向けは重要な地域である。新たな拠点展開も検討している模様である。

【 図表 12 】 アグロ カネショウの海外における地域別売上高



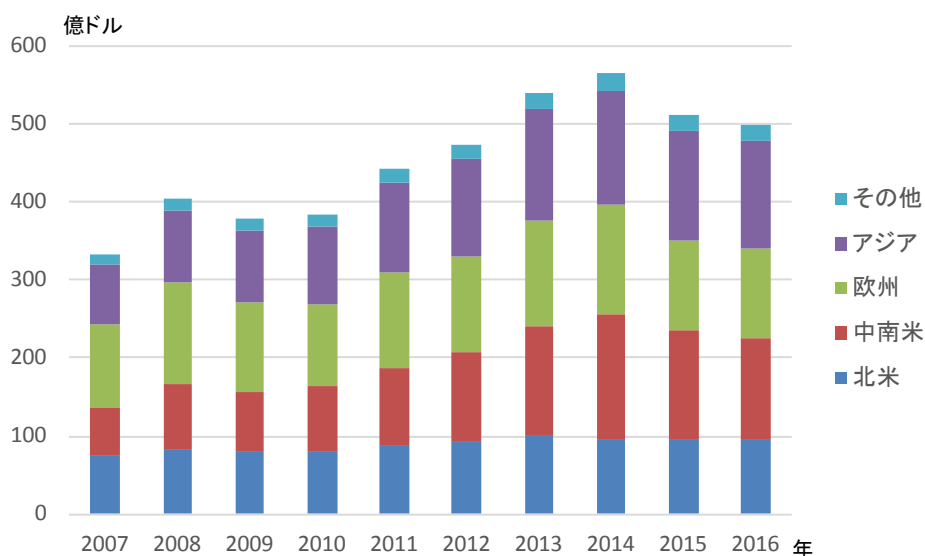
(出所)アグロ カネショウ決算説明会資料

7. 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 2010 年の 383 億ドルから 2014 年に 566 億ドルまで伸長したものの、2015 年には 512 億ドル、2016 年は 499 億ドルと 2 年続けて縮小した（図表 13）。2015 年は欧州及び北米ともに天候が良好で穀物が豊作であったことから農薬の使用が控えられ、2016 年は過年度の流通在庫の影響等により、市場が縮小した。

【図表 13】世界の農薬市場



(出所)アグロ カネショウ決算説明会資料を基にアルファ・ウイン調査部作成

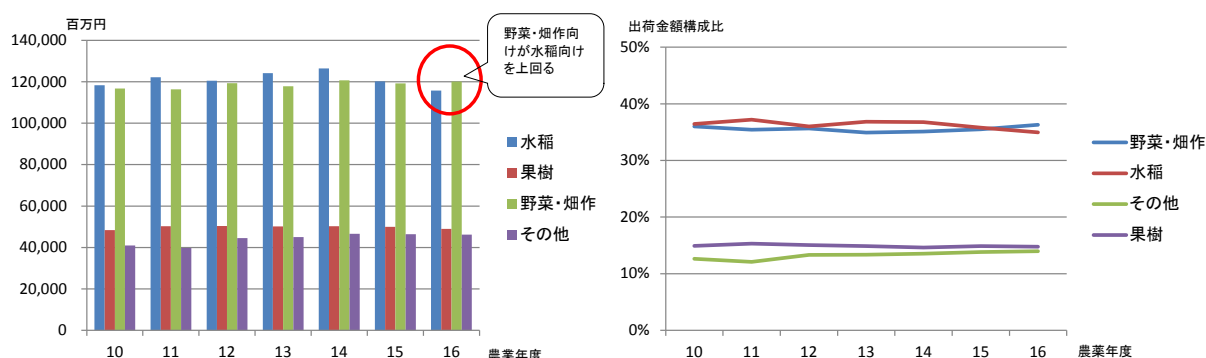
◆ 2016 年農業年度において、国内農薬の用途別では、野菜・畑作向けが水稻向けを上回る。

日本での農薬出荷金額は 2010 農業年度^{注 12}の 3,244 億円から 2014 農業年度 3,439 億円、2016 農業年度では 3,310 億円と市場は停滞気味である（図表 12）。用途向けでは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。特に 2016 農業年度においては、野菜・畑作向けが水稻向けを上回った。

注 12) 2010 農業年度
2009 年 10 月から 2010 年 9 月迄

このような市場構造を受けて同社の売上高は、強みを持つ野菜・畑作向けを中心に国内売上高が堅調に推移している一方、海外売上高は普及活動等の地道な営業活動を背景に 2011/12 期 1,889 百万円（売上構成比 16.7%）から 2015/12 期には 4,275 百万円（同 29.3%）にまで拡大、2016/12 期は北米での天候要因により 3,728 百万円（同 26.0%）と調整した（図表 14）。

【図表 14】日本の農業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

◆ 土壌消毒剤市場

同社の製品の種類の売上高構成比で最大である土壌消毒剤は、農薬工業会の分類では、野菜・畑作向けの殺虫剤に含まれる線虫剤と殺菌剤に含まれる土壌消毒剤に含まれている。

図表 15 は、農薬工業会が公表している 2016 農業年度の農薬別内訳である。野菜・畑作向けの殺虫剤に含まれる線虫剤と殺菌剤に含まれる土壌消毒剤の出荷金額合計は 19,366 百万円、全体の 5.9%を占めている。同社の国内の土壌消毒剤売上高は 16/12 期 5,228 百万円であることから、市場シェアは 27%となる。

【図表 15】農業市場規模（単位：百万円）

水稲	殺虫剤	12,082
	殺菌剤	9,930
	殺虫殺菌混合剤	30,079
	除草剤	63,650
	小計	115,741
果樹	殺虫剤	21,055
	殺菌剤	19,541
	殺虫殺菌混合剤	329
	除草剤	8,013
	小計	48,937
野菜・畑作	殺虫剤	56,054
	ダニ剤	3,459
	線虫剤	8,960
	その他	43,634
	殺菌剤	40,025
	土壌殺菌剤	10,406
	その他の殺菌剤	29,619
	殺虫殺菌混合剤	2,931
その他の作物	除草剤	21,097
	小計	120,106
	殺虫剤	6,802
	殺菌剤	5,573
その他	殺虫殺菌混合剤	1,601
	除草剤	23,478
	小計	37,454
合計		331,018

(出所) 農薬工業会 2016 農業年度出荷統計より
アルファ・ウイン調査部作成

◆ 同社の土壌消毒剤シェアは 27%を誇る。

土壌消毒剤市場の成分は図表 16 のように、クロルビクリン、D-D、タゾメット等に分類され、それぞれの分類における商品名及び関連企業を記載した。出荷金額の主な成分名は D-D、タゾメットである。土壌消毒剤市場では同社がトップと見られ、次点と思われるテロンが約 15%のシェアと推察される。したがって、同社はニッチ市場におけるトップシェア企業であると位置づけられよう。

【図表 16】土壌消毒剤市場の関連企業

成分名	商品名	関連企業
クロルビクリン	クロールビクリン	南海化学、日本化薬、三井化学アグロ
	ドジョウビクリン	南海化学、日本化薬、三井化学アグロ
	クロビクテープ	三井化学アグロ
	クロビクフロー	日本化薬
	クロルビクリン錠剤	南海化学
D-D	D-D	アグロ カネショウ
	DC油剤	エス・ディー・エス バイオテック
	テロン	ダウ・ケミカル
クロルビクリンとD-Dの混合剤	ソイリーン	三井化学アグロ、エス・ディー・エス バイオテック
	ダブルストッパー	日本化薬、ダウ・ケミカル
タゾメット	ガスタード微粒剤	クミアイ化学工業、アグロ カネショウ、北興化学工業
	バスアミド微粒剤	日本曹達、クミアイ化学工業、アグロ カネショウ
カーバムNa塩	キルバー	北興化学工業、日本曹達
MITCとD-Dの混合剤	ディ・トラベックスサイド	バイエル
ヨウ化メチル	ヨーカヒューム	アリスタライフサイエンス

(出所)各種資料、ヒアリングよりアルファ・ウイン調査部作成

8. 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2016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17)。目標達成のために、ア)新規開発薬剤の投入、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17】アグロ カネショウの中・長期事業計画

(単位:百万円)

	2015/12期 実績	2016/12期 予想	2016/12期 実績	2018/12期 計画	2025/12期 目標
売上高	14,597	15,133	14,314	17,100	30,000
営業利益	2,421	1,786	2,063	2,300	—
当期純利益	1,454	923	1,285	1,400	—

(注) 公表年月が2016年3月であるため、2016/12業績が予想となっている。

(出所) 決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

- ◆ 新規薬剤である害虫防除剤を2016年12月に申請、上市は2020年の計画。

新規薬剤については、以下のように開発状況が公表されている(図表18)。一つは害虫防除剤で2016年12月に登録申請され、上市は2020年の計画である。キャベツや白菜等35種類の作物への適用が期待されている。他にも基礎研究中の薬剤が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。

前述のように、2017/12期上期決算公表時に研究開発中止に伴う特別損失249百万円を計上した。研究開発を中止した新規剤の該当品目は開示されていない。

【図表18】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	登録 申請	登録・上市 2～3年
新規 剤				
害虫防除剤	→	→	2016年12月	2020年上市予定
A、B、C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 19）。

【 図表 19 】 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

9. 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 20 に列挙した。

【図表 20】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・競合が激しく、需要が先細り傾向の水稻向け売上構成比は小さい ・JAに頼らない、独自に構築した営業網による農家密着営業 ・農家密着営業から特定農産物に対する新防除技術を開発 ・農産物の高付加価値化につながる独自の植物成長調整剤を販売
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・日本国内向け売上構成比が高いこと ・自社の生産体制が分散化されていない ・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 ・主力販売地域のなかで営業拠点がない地域がある
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

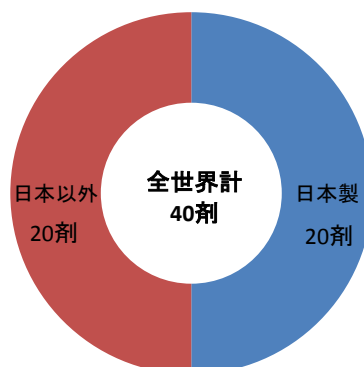
(出所)アルファ・ウイン調査部

図表 20 に挙げた強みを補足すると、前述したように「トライアングル作戦」で、使用方法に手数と時間がかかる土壌消毒剤を拡販し、それが自社独自の販売網構築と製品開発に繋がっている点であろう。また農産物の高付加価値化、例えばメロンの果実肥大及びネット形成を促進する、同業他社にない植物成長剤「アークランド液剤」もあるなど、競争力の高い農薬が散見される。

弱みを補足すると、図表 9 に見られるように自社生産比率が 5 割以下と低く、その比率上昇が採算性の改善につながる可能性がある。また、同社の今後の成長のけん引役である海外市場において、主力販売地域のなかで営業拠点がない地域がある。営業拠点を設ければ、現地での潜在需要情報の収集により販売する剤の多様化、天候に即した販売方法の工夫等により需要の取込みが図られよう。

また、機会を補足すると新製品のラインナップについて、同社を含む日本での新規剤の開発が注目されている。

【 図表 21 】 世界の新農薬開発状況

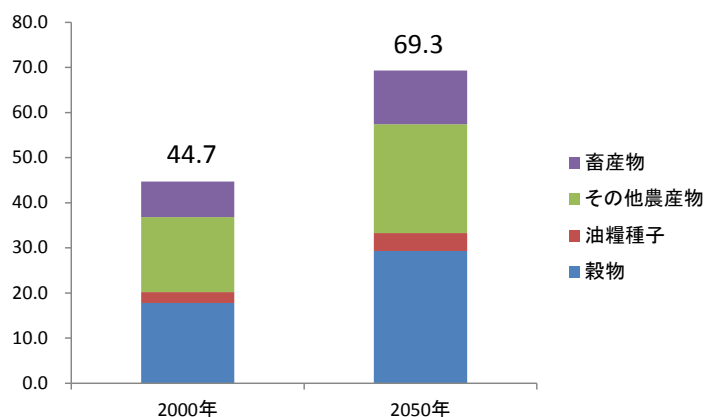


(出所)ヒアリングよりアルファ・ウイン調査部作成

同社が調べた、現在世界で開発中（申請中、登録前を含む）の新農薬数は世界で 40 剤だが、日本が 20 剤と半分を占める（図表 21）。なお、かつては、世界に占める地域別の開発費率では、日本以外が 7 割～8 割を占めていたが、日本企業が新農薬開発において相対的地位を向上させていると言われている。

図表 22 に示した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、ひいては同社の海外におけるビジネスチャンスが広がると思われる。

【 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電に補償を求め、震災以来交渉を重ねている。2013/12 期、2014/12 期、2015/12 期は受取補償金を特別利益に計上した。2017/12 期上期は、東京電力福島第 1 原子力発電所事故により減損処理した福島工場の土地（帳簿価額 0 円）を日本国に 17 年 5 月譲渡し、特別利益約 1,350 百万円を得ている。

同社は東電に対し、福島工場停止に伴う逸失利益の補償を求めてなお係争中である（同社請求金額は非公表）。

◆ 株主優待制度を拡充

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 期からは中間配当を実施している。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。

株主優待制度を新たに導入すると 2016 年 9 月に公表した。毎年 12 月末現在において 100 株以上保有している株主に対し、500 円相当の全国共通おこめ券 2 枚（2kg 相当）を贈呈するものである。2017 年 8 月に株主優待制度の拡充が公表され、100 株以上かつ 1 年継続保有している株主については、全国共通おこめ券 4 枚（4kg 相当）を贈呈する、とした。

- ◆ 株主優待制度の拡充が図られた。

◆ 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。2016 年 9 月以降、同社株価は大きな調整もなく総じて右肩上がりとなっている。特に 2016 年末から現在に至るまで TOPIX に対する相対的な株価の上昇が見られる。同社の売上高営業利益率に見られる競争力の高さ、経営の屋台骨である土壤消毒剤が高シェアであること、2016/12 期及び 2017/12 期上期営業減益も将来のための研究開発費増であること等が投資家に理解されているものと思われる。

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分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、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。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務を負いません。