

アルファ・ワイン 企業調査レポート

アグロ カネショウ (4955 東証一部)

発行日 : 2018/4/18

アルファ・ワイン 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業メーカーである。
- ・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

- ・2017/12 期は、1.9%増収、1.6%営業増益。国内向け売上高は主力の土壤消毒剤の貢献により堅調だったが、北米地域での流通在庫調整が長引いたことが影響し、海外向けは減収となり、全体として微増収だった。
- ・売上高総利益率の若干の低下を、販管費率の縮小で吸収し、営業増益率は増収率にほぼ見合った。

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)買収剤の投入、ウ)海外展開の推進、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、海外売上高は概して増大傾向にある。

業績予想

- ・2018/12 期の業績予想について同社は、9.0%増収、13.1%営業増益としている。製品の種類別の予想売上高は開示していない。コメントとして、①土壤消毒剤は前期比 10%程度伸長を見込んでいること、②北米向けの一部の製品の在庫調整が終わり正常な販売活動に戻ること、を公表している。
- ・アルファ・ワイン調査部の2018/12期業績予想は、売上高が前回予想と同じ16,000百万円(前期比9.7%増)、営業利益は前回予想2,200百万円を2,450百万円とする。主に研究開発費の減額により販売費及び一般管理費の予想額を減額修正したため、営業利益予想は増額修正となった。中期業績予想については新たに2020/12期を策定した。
- ・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。

アルファ・ワイン 企業調査レポート

アグロ カネショウ (4955 東証一部)

発行日 : 2018/4/18

【 4955 アグロ カネショウ 業種: 化学 】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
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	14,587	1.9	2,096	1.6	2,094	-0.4	1,922	49.5	152.11	1,406.75	22.0
2018/12 CE	15,902	9.0	2,371	13.1	2,379	13.6	1,316	-31.5	103.62	—	22.0
2018/12 E	16,000	9.7	2,450	16.9	2,458	17.4	1,380	-28.2	108.92	1,479.95	22.0
2019/12 E	17,000	6.3	2,630	7.3	2,638	7.3	1,490	8.0	117.61	1,575.56	22.0
2020/12 E	18,000	5.9	2,810	6.8	2,818	6.8	1,600	7.4	126.29	1,679.85	22.0

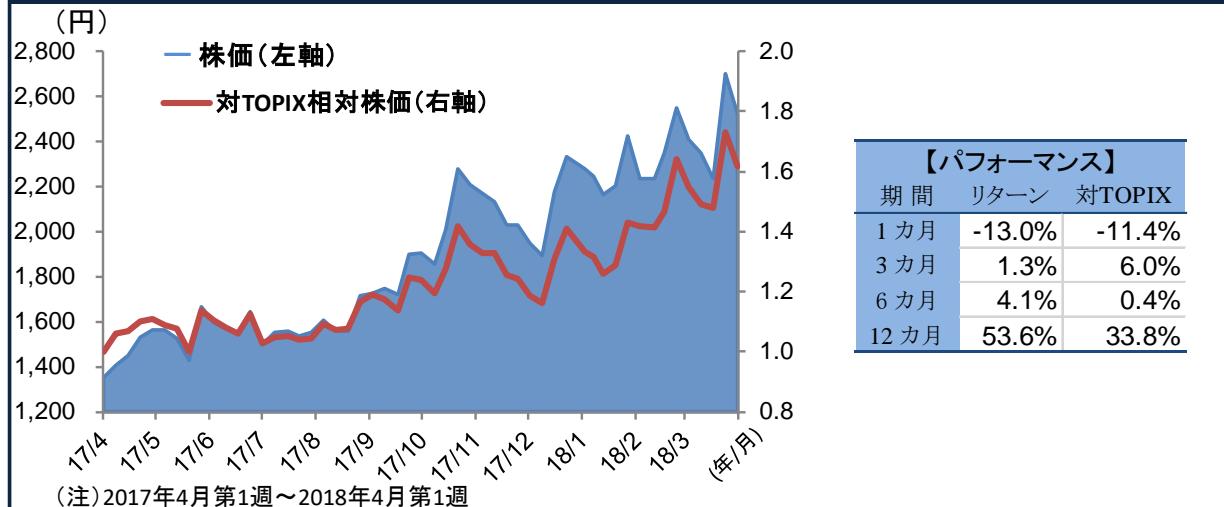
(注) CE : 会社予想、E : アルファ・ワイン調査部予想

【 株価・バリュエーション指標: 4955 アグロ カネショウ 】

項目	2018/4/6	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	2,523	前期実績	16.6	2.0	0.9%	14.5%
発行済株式数(千株)	13,404	本期予想	23.2	1.7	0.9%	20.2%
時価総額(百万円)	33,820	来期予想	21.5	1.6	0.9%	18.7%
潜在株式数(千株)	0	前期末自己資本比率	67.1%	前期ROE	11.5%	

(注) 予想はアルファ・ワイン調査部予想

【 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・ワイン調査部の業績予想	P8
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.....	P10
農薬の登録制度と開発業務	P10
地元密着の営業活動とその強み	P11
独自品の売上構成比は約5割	P13
販売体制	P14
4. 株主構成.....	P15
一部の上位株主の持株比率上昇	P15
5. ESG	P17
環境対応	P17
社会的責任	P17
企業統治	P17
6. 成長の軌跡	P18
沿革	P18
過去の業績推移	P19
海外展開	P20
7. 業界環境	P22
市場規模と参入障壁	P202
土壤消毒剤市場	P23
8. 成長戦略	P24
中・長期事業計画の概要	P24
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

◆ 農薬の中堅専業メーカー

- 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。

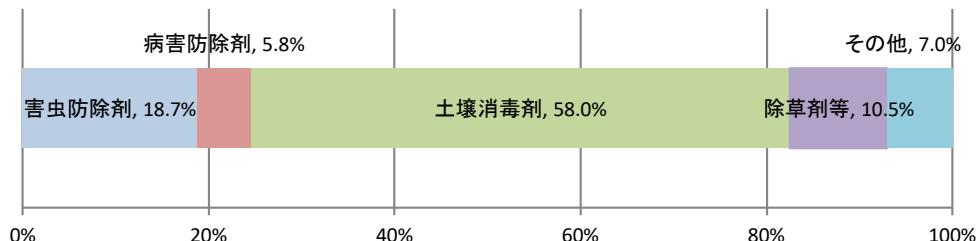
アグロ カネショウ（以下、同社）は農薬業界では中堅規模の専業メーカーで、果樹・野菜向けに特化し、土壤消毒剤、害虫防除剤等の農薬の開発・製造・販売を行っている。同社グループは、同社と連結子会社2社の合計3社で構成されている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA」（カネショウ・ソイル・トリートメント、所在地：ベルギー王国、以下KST）と「AGRO-KANESHO KOREA CO.,LTD」（所在地：大韓民国、以下AKK）である。KSTは、農業用土壤消毒剤の原体及びバルクを同社及び世界90カ国へ輸出している。

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、土壤消毒剤が全体の6割弱、用途別では野菜向けが7割弱を占めている。

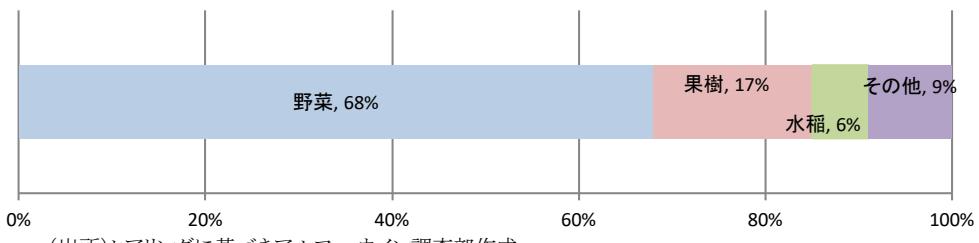
事業セグメントは農薬製造・販売事業单一である。製品別の売上構成は、土壤消毒剤が全体の6割弱（図表1）、用途向けでは野菜向けが7割弱（図表2）を占めている。

【図表1】 製品の種類別の売上高構成比（2017年12月期）



（出所）決算説明会資料に基づきアルファ・ワイン調査部作成

【図表2】 製品の用途向け別売上高構成比（2017年12月期）



（出所）ヒアリングに基づきアルファ・ワイン調査部作成

アルファ・ワ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・ワイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した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。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

◆ 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櫛引 大吉氏は常々、「企業経営は目先の利益だけにとらわれていてはいけない、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、櫛引 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月期決算

◆ 本決算は微増収、営業
微増益、純利益大幅増
益。

◆ 製品の種類別は新たな
区分表示。単体の輸出部
分が各種類別売上高に
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、一部の製
品の流通在庫調整が長
引き減収

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製品の種類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、従来から製品の種類別売上高に振り分けられていた。

製品種類別売上高について

1. 土壌消毒剤は 8,465 百万円（前期比 6.6%増）。海外向けは、供給元のトラブルによりバスアミド粒剤が前期を下回ったものの、D-D がモロッコ、ラテンアメリカ向けに好調だった。国内出荷は総じて堅調であり、なかでもネマキック粒剤が適用拡大^{注1}もあり大きく伸長、D-D も好調だった。
2. 害虫防除剤は 2,724 百万円（同 4.1%減）。国内向けはチェーンアップ水和剤等好調だった。米国向けの殺ダニ剤カネマイトフロアブルが流通在庫調整^{注2}から低迷したことが大きく影響し、全体では減収だった。
3. 除草剤は 1,527 百万円（同 3.7%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だった。
4. 病害防除剤は 846 百万円（同 5.7%減）。りんごの黒星病対策として緊急使用された兼商フルーツセイバーと新製剤であるキノンドー水和剤が堅調だった。水和剤を除くキノンドー剤が前年同期に好調だった反動で減収だった。全体として減収となった。
5. その他は 1,023 百万円（同 2.1%減）。展着剤^{注3}や家庭園芸関連は前期並みだった。かんきつ類の裏年^{注4}からターム水溶剤の需要が少なく、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減収だった。全体として減収となった。

注1) 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、やまいも、えだまめ、だいす、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2) 流通在庫調整

米国向けの殺ダニ剤カネマイトフロアブルは、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た。

注 3) 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 4) 裏年

かんきつ類は収穫量の多い「表年（おもてどし）」と収穫量の少ない「裏年（うらどし）」を交互に繰り返す。

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。

- ・売上総利益率低下を販管費の前期比ほぼ横ばいで吸収し、営業利益は増収率にほぼ見合いだった。

売上高総利益率は前期比 0.4% ポイント低下の 43.4% だった。一部の製品の原材料が高かったためである。研究開発費は開発を中止した薬剤があり 652 百万円と同 25.0% 減となったこともあり、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は同 0.6% 増とほぼ前期並みであった。販管費率は同 0.4% ポイント低下の 29.0% だった。売上総利益率の低下を販管費率の低下で補い、営業増益率は増収率にほぼ見合いの同 1.6% 増、営業利益率は同横ばいの 14.4% だった。

営業外収支においては、コミットメントライン設定に伴う金融費用の増加等により前期の 38 百万円の受取り超から当期は 2 百万円の支払い超となり、前期比 0.4% 減の経常減益だった。

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 1,267 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。特別損益は前期の 223 百万円の利益から 1,017 百万円の利益となり純利益は前期比 49.5% 増の 1,922 百万円だった。

- ◆ 2018/12 期会社予想は 9% 増収、13% 営業増益額。

◆ アグロ カネショウの 2018 年 12 月期業績予想

2018/12 期について同社は、売上高 15,902 百万円（前期比 9.0% 増）、営業利益 2,371 百万円（同 13.1% 増）、経常利益 2,379 百万円（同 13.6% 増）、当期純利益 1,316 百万円（同 31.5% 減）を予想している。

製品の種類別の予想売上高は開示していない。土壤消毒剤は前期比 10% 程度伸長を見込んでいること、北米向けのカネマイトは在庫調整が終わり正常な販売活動に戻ることをコメントしている。

販管費に含まれる研究開発費は 555 百万円（前期比 14.9% 減）としている。想定為替レートは 125 円／ユーロ（2017/12 期の期中平均は 126.67 円／ユーロ）である。

既に公表している長期ビジョンのなかの中期事業計画での 2018/12 期業績予想（以下、中計予想）との差異は図表 3 の通りである。2017/12

期本決算公表時の2018/12期の予想売上高は事業計画に比べ下回っている。土壤消毒剤のバスアミドの若干の伸び悩み、害虫防除剤のカネマイトの在庫調整が長引いたため、と同社は説明している。

営業利益予想は中計予想を上回っているが、これは中期事業計画公表時に計画していた病害防除剤の開発を中止したことによって販管費が縮小しているためである。

【図表3】2017/12期業績予想の中期事業計画との差異

(単位:百万円)	中期事業計画	短信記載
売上高	17,100	15,902
営業利益	2,300	2,371
純利益	1,400	1,316

(注)中期事業計画とは、2016年3月に公表した長期ビジョンに基づく

短信記載とは2016/12期本決算公表時の業績予想

(出所)各種資料に基づきアルファ・ワイン調査部作成

◆ アルファ・ワイン調査部の業績予想

アルファ・ワイン調査部(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4に示した。

(1) 2018年12月期予想

当調査部の2018/12期業績予想は10%増収、17%営業増益。

2018/12期業績予想は、2017年9月12日付レポート(以降、前回)の予想を修正し、売上高16,000百万円(前期比9.7%増、前回予想と変わらず)、営業利益2,450百万円(同16.9%増、前回予想2,200百万円)、経常利益2,458百万円(同17.4%増、前回予想2,198百万円)、純利益1,380百万円(同28.2%減、同1,200百万円)とする。製品別の売上高予想も修正する(図表4)。

【図表4】中期業績予想

(単位:百万円)

	2017/12期実績	前回2018/12期E	2018/12期E	前回2019/12期E	2019/12期E	2020/12期E
売上高	14,587	16,000	16,000	17,000	17,000	18,000
製品別						
土壤消毒剤	8,465		9,400		10,100	10,800
害虫防除剤	2,724		3,150		3,400	3,650
除草剤等	1,527		1,550		1,560	1,570
病害防除剤	846		850		860	870
その他	1,023		1,050		1,080	1,110
売上総利益率	43.4%	43.8%	43.1%	43.8%	43.1%	43.1%
販売費及び一般管理費	4,230	4,800	4,450	5,000	4,700	4,950
(対売上高比)	29.0%	30.0%	27.8%	29.4%	27.6%	27.5%
営業利益	2,096	2,200	2,450	2,440	2,630	2,810
(対売上高比)	14.4%	13.8%	15.3%	14.4%	15.5%	15.6%
経常利益	2,094	2,198	2,458	2,438	2,638	2,818
(対売上高比)	14.4%	13.7%	15.4%	14.3%	15.5%	15.7%
当期純利益	1,922	1,200	1,380	1,350	1,490	1,600
(対売上高比)	13.2%	7.5%	8.6%	7.9%	8.8%	8.9%

(注)前回とは2017年9月12日付レポート掲載数字を指す。

(出所)アルファ・ワイン調査部

アルファ・ワ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・ワイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した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。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

前述の通り製品の種類別売上高は新しい分類となったが、2014/12期から2016/12期までも新しい分類で公表された。組み換え前の製品の種類別売上高で区分されていた「輸出・その他」は、輸出分を各々の製品別売上高に振り分けられている。2018/12期の製品の種類別売上高は2017/12期実績を考慮して新たに予想した。

前期比で伸長率が高いと思われる製品種類別の予想売上高について

1. 土壤消毒剤は9,400百万円（前期比11.0%増）。国内向けはネマキック粒剤の適用拡大が広くいきわたり好調で国内向けを牽引する見通しである。海外向けは、供給元のトラブル解消でバスアミド粒剤が堅調に推移、D-Dも好調な見通しである。
2. 害虫防除剤は3,150百万円（同15.6%増）。米国向けの殺ダニ剤カネマイトフロアブルが流通在庫の正常化から前期比で大きく伸長する見通しである。

2018/12期の売上高総利益率を前回予想の43.8%から43.1%に引下げた。2017/12期の売上高総利益率は43.4%と前期比0.4%ポイント悪化したが、上期44.5%に対し下期42.0%だった。下期は北米向けカネマイトの売上計上があったが、このカネマイトの採算性が一時的に悪化したと当調査部では推測している。したがって、2018/12期の売上高総利益率は慎重に予想する。

販管費については4,450百万円予想と前回予想4,800百万円を引き下げた。2017/12期は4,230百万円と前回予想4,530百万円を下回ったことを鑑み、想定額を引き下げた。したがって営業利益は、前回予想2,200百万円を増額し2,450百万円と予想した。

2017/12期に計上のあった特別利益は想定していないため、当期純利益は1,380百万円（前期比28.2%減）と予想する。

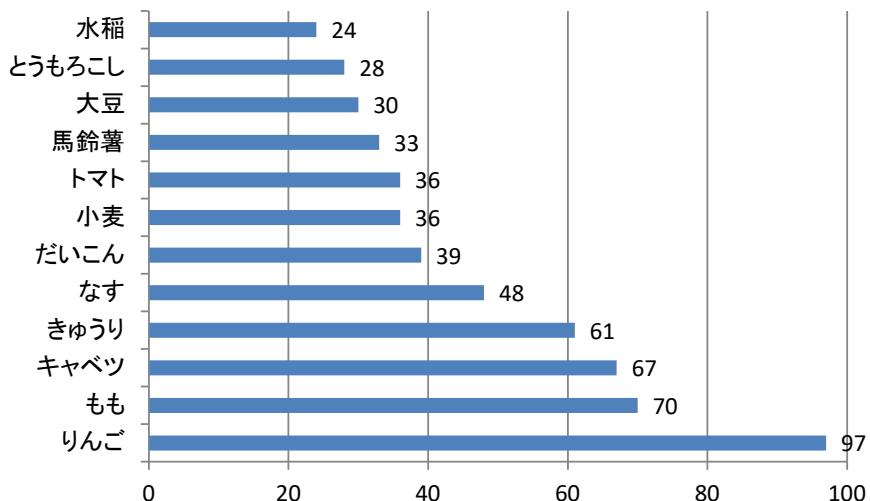
3. 事業内容とビジネスモデル

◆ 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5のようにキャベツ67%、もも70%、りんご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りんご97%、もも70%と高い。

【図表5】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2008年8月に掲載されている記事に基づき
アルファ・ワイン調査部作成

◆ 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。

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・環境省など国の人々が係わり、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。

国内では、医薬品のような後発医薬品制度ではなく、特許切れとなつ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、最終顧客である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最終顧客である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6）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、病害虫や農薬の知識、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。地域に適合した病害虫防除を支援し、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6】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) TCA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

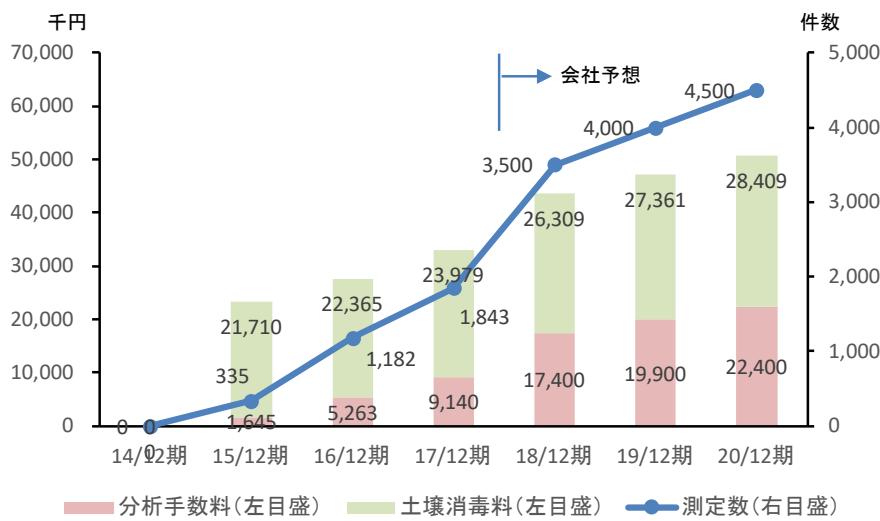
地域ごとの会員店社員に対して、展示圃活動を通じた技術の習得や製品知識の向上を図り、同社の製品販売に携わる人々全てが十分な製品知識及び使用技術に基づき農家に販売できるよう研修体制を整えている。

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。

- ・土壤分析・診断サービスの普及進み、最終顧客である農家との結びつきが深まる。

同社は2013年12月に土壤分析室を設置し、2015/12期より顧客サービスの一環として土壤分析・診断サービスを開始した。今般、サービスの状況を初めて開示した（図表7）。

【図表7】土壤診断サービスの状況



（出所）決算説明会資料より、アルファ・ワイン調査部作成

土壤診断サービスとは、最終需要家である農家の畠の土地から得た土壤サンプルを同社の研究室に持ち帰り、土壤を診断することで撒くべき

12/28

アルファ・ワ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・ワイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した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。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

き肥料の種類や量を診断するものである。2015/12 期では測定数 335 件、分析手数料、土壤消毒料合わせて 23 百万円の売上高だったが、2017/12 期には同 1,843 件、同 33 百万円にまで拡大してきた。継続的に利用している農家に加え、口コミでサービスの良さが拡がり新規に利用する農家が加わった。このサービスもトライアングル作戦の一環である。

- ♦ 土壌分析・診断サービスに続き、新たに国際認証取得支援サービスを開始。

同社は新たに、農家や生産法人が国際認証の一つであるグローバル GAP を取得するための支援サービスを開始した。農業ベンチャーである株式会社ファーム・アライアンス・マネジメント（本社：東京都港区、以下、ファーム社）との業務提携によるものである。トライアングル作戦の一環で農家の方々にグローバル GAP を紹介していたが、一步踏み出して取得支援サービスを開始するに至った。

ファーム社が有するグローバル GAP 認証取得支援ならびに生産情報管理のためのシステムを活用した生産者向けの新たなサービスを、同社が提供するものである。安全・安心な国産農産物の国際競争力強化と国際市場への輸出拡大を目指せるものとして、同社はサービスを開始した。

グローバル GAP の GAP は適正農業規範（Good Agricultural Practice）である。ヨーロッパ発の世界認証で、安全で品質のよい農産物の栽培のため、食の安全、環境保全、労働安全の観点から 200 項目以上のチェックを受ける。

◆ 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（土壤消毒剤^{注11)} と D-D（土壤消毒剤）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・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

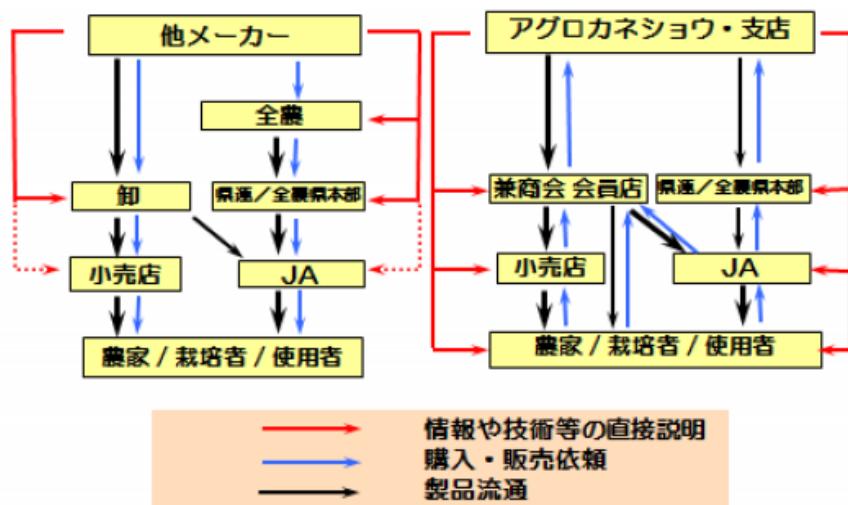
土壤消毒剤：作物を育てる前に土壤に撒き、病害菌、害虫及び雑草などを防除

◆ 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 8】アグロ カネショウの流通経路



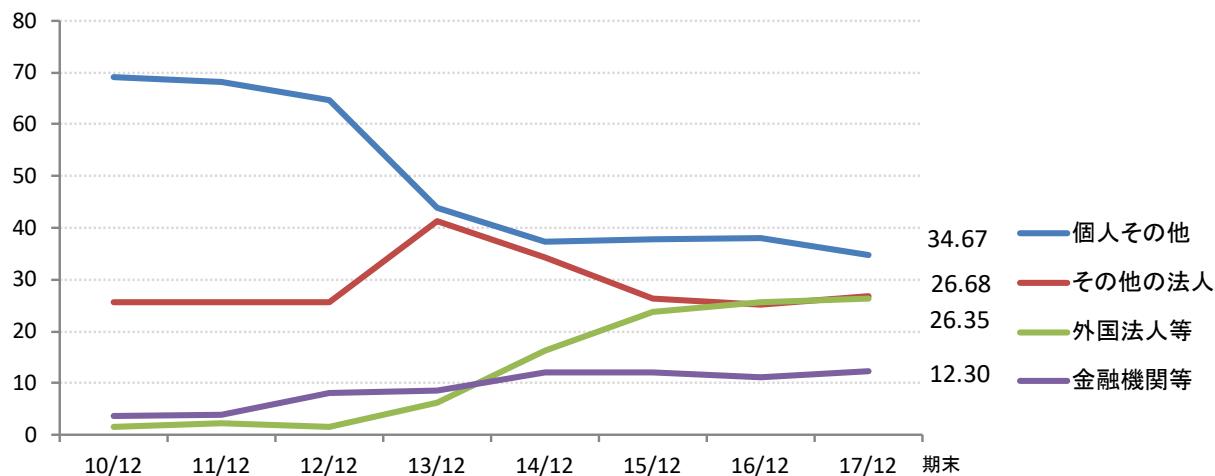
(出所) 許諾を得て決算説明会資料より転載

4. 株主構成

◆ 一部の上位株主の持株比率上昇

同社の2017年12月末の株主所有者別比率(図表9)では、個人その他が2016年12月末とほぼ変わらず34.67%とトップを維持しているものの、その他の法人は26.68%、外国法人等は1年前(25.53%)に比べやや上昇し26.35%だが3位に後退した。

【図表9】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・ワイン調査部作成

【図表10】大株主の状況

(単位 : 千株)

	14年12月末	15年12月末	16年12月末	17年12月末
THE BANK OF YORK, NON-TREATY JASDEC ACCOUNT	714	934	923	1,008
株式会社麻生	—	515	750	999
兼商産業株式会社	2,100	800	800	800
GOLDMAN,SACHS & CO.REC	—	—	671	698
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	466
HSBC BANK PLC A/C MARATHON FUSION JAPAN PARTNERSHIP LP	—	388	458	448
櫛引 博敬	399	402	399	399
アグロ カネショウ取引先持株会	—	—	316	286
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2017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株主総会招集通知に基づきアルファ・ワイン調査部作成

同社の大株主の状況（図表 10）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(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。

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。

2017/12期にバスアミドの原体の供給元を切替えた。バスアミドの原体はドイツのBASF社から供給を受けていたが、BASF社がバスアミドの原体の製造を中止した。そのため、国内では三新化学工業(本社:山口県柳井市)、海外ではナンツウ(本社:中国南通市)から供給を受ける体制となった。三新化学工業からの原体は国内と台湾向け、ナンツウからの原体は国内と台湾以外向けの製品に使用している。

- 関西地区に新たな工場建設を公表。稼働は2019年初の計画。

2017年9月に新工場建設を公表した。今後の更なる事業拡大と製品の安定供給の実現のため、山口県防府市に新工場用地の土地(約48,000m²)を取得した。2018年2月に工事が着工、竣工式は2018年11月、完成は2018年末、稼働は2019年初の予定である。

【図表 11】福島工場と新工場の比較

	福島工場	山口工場
敷地面積	18,721m ²	48,629m ²
建築面積 (内 倉庫面積)	5,798m ² (1,951m ²)	9,109m ² (5,336m ²)
生産規模	4,500トン	同規模以上
設備投資額	29億円	42億円
従業員数	30名	16名

(出所)決算説明資料

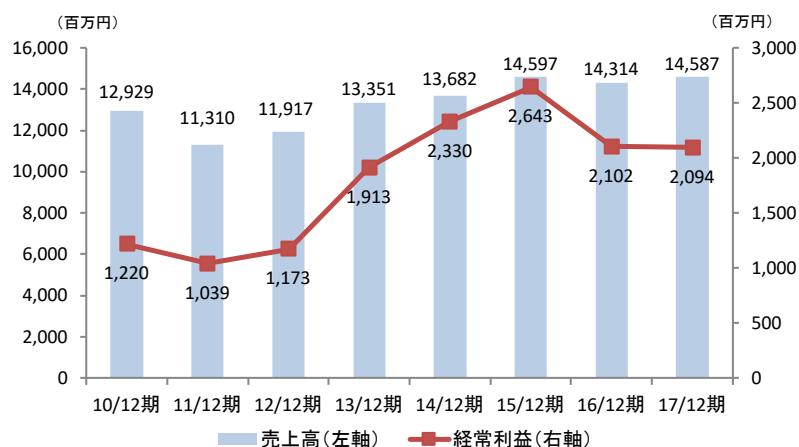
- 新工場の生産規模は福島工場の同規模以上。

図表 11 は山口工場の規模を示している。被災し生産中止となった福島の工場のおよそ 2 倍から 3 倍の規模である。生産規模は福島工場以上としている。設備投資額は土地代含めて約 42 億円。従業員は福島工場と比べ少ない人数を見込んでいるが、機械化等による人員削減によるものである。工場は第 1 工場、第 2 工場、第 1 倉庫、第 2 倉庫、危険物倉庫等で構成され、バスアミドやフロアブル等液剤の製品を生産する計画である。

◆ 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業者として、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。

【図表 12】業績推移



(出所)有価証券報告書及び短信よりアルファ・ワイン調査部作成

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 12）。

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。2017/12 期の微増収・経常微減益については前述の通りである。

- 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京電力ホールディングス（東証一部 9501）と係争中である。

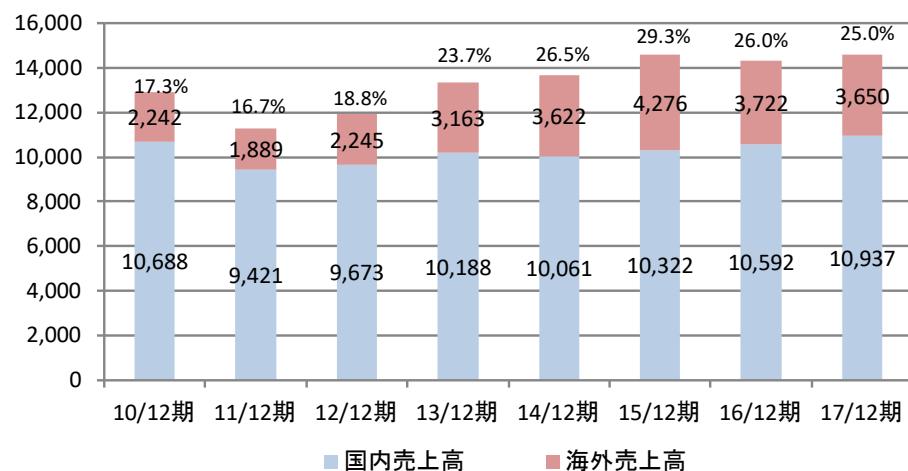
◆ 海外展開

- 海外売上高の伸長が売上高を牽引。

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 13）。

【図表 13】アグロ カネショウの国内外別売上高推移

単位:百万円



(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、及び決算説明会資料よりアルファ・ワイン調査部作成

20/28

アルファ・ワ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・ワイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した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。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

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つたが、その後、流通在庫過多による出荷調整が 2017/12 期上期末まで続いた。2017/12 期は国内向け売上高が土壌消毒剤の伸長が貢献し、海外向け売上高の構成比は 25.0% とピークであった 2015/12 期の 29.3% から 4.4 ポイント低下した。

・1965 年から海外事業がスタート。

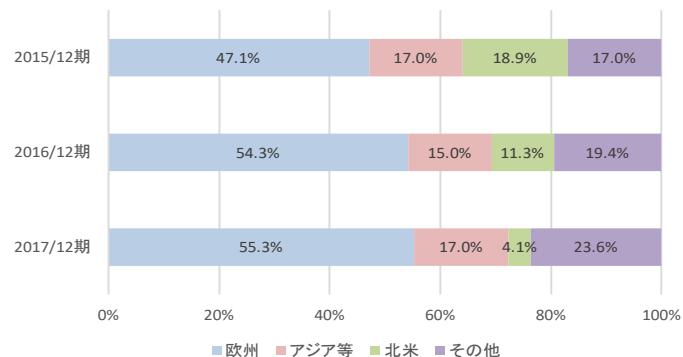
同社の海外事業は、1965 年の台湾への病害防除剤キノンドーや展着剤の出荷から始まった。欧州へは 1994 年からの除草剤モゲトンの出荷からである。1999 年に殺ダニ剤カネマイトが国内で上市となり、戦略製品として欧州での拡販をするべく、ドイツ連邦共和国シュターデにヨーロッパ支店を同年に開設した。現在海外展開をしている製品は、カネマイト、モゲトン、キノンドー、土壌消毒剤バスアミド及び D - D である。

・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弁で設立した。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)したことでの設立に至った。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。

図表 14 は海外における地域別売上高構成比である。北米地域向けの構成比の縮小は前述の通りカネマイトの縮小によるもの。その他地域の売上構成比の上昇は、アフリカや中近東向けの売上高増大によるものである。

【図表 14】海外における地域別売上高構成比



(出所)アグロ カネショウ決算説明会資料

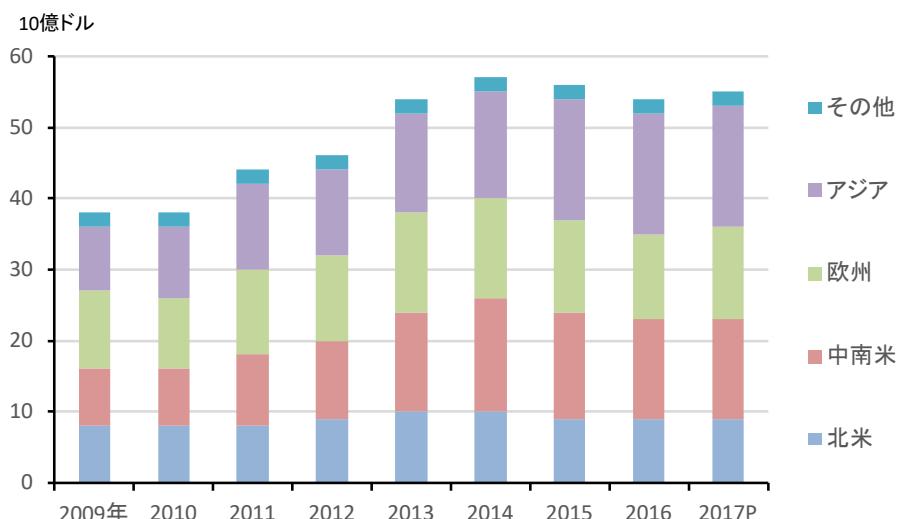
7. 業界環境

◆ 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 億ドルまで伸長してきた(図表 15)。北米大陸で不作となると需給関係により穀物価格が高騰し、生産農家の購買意欲が増すことで農薬など農業資材の市場が拡大したためである。

また、2015 年には世界の農薬市場は 512 億ドル、2016 年は 499 億ドルと 2 年続けて縮小した。2015 年は欧州及び北米とともに天候が良好で穀物が豊作であったことから穀物価格が低迷し、生産農家の購買意欲の低下から農薬の使用が控えられた。2016 年は過年度の流通在庫の影響等により市場が縮小、2017 年速報では前年比ほぼ横ばいであった。

【 図表 15 】世界の農薬市場



(注) 2017 P は 2017 年速報

(出所)アグロ カネショウ決算説明会資料を基にアルファ・ワイン調査部作成

・2017 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 2 年連続で上回る。

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、2017 農業年度では 3,369 億円と市場は停滞気味である(図表 16)。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。2017 農業年度においては、野菜・畑作向けが水稻向けを 2 年連続で上回った。

注 12) 2010 農業年度

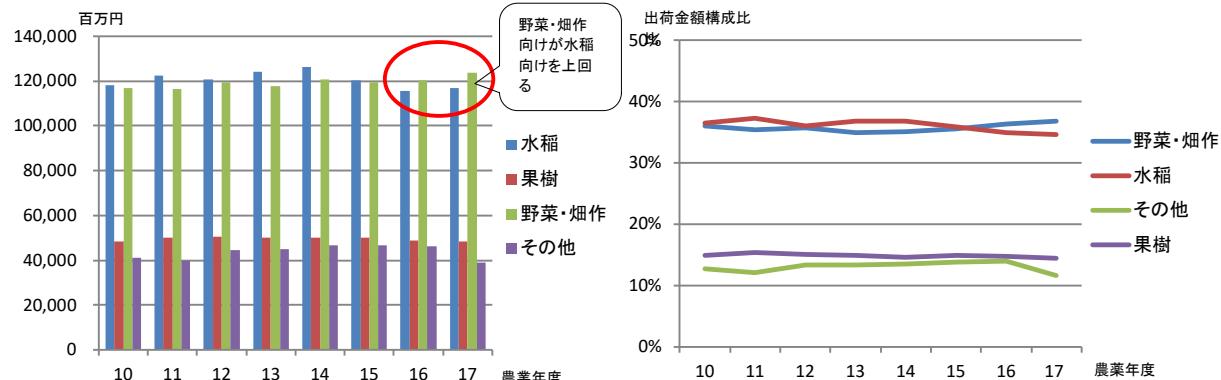
2009 年 10 月から 2010 年 9 月迄

22/28

アルファ・ワ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・ワイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した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。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

【図表 16】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・ワイン調査部作成

◆ 土壌消毒剤市場

同社の製品の種類別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。

農薬工業会が公表している 2016 農業年度の農薬別内訳によると、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。

土壌消毒剤市場の成分は図表 17 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 17】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D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	アリストラライフサイエンス

(出所) 各種資料、ヒアリングよりアルファ・ワイン調査部作成

アルファ・ワ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・ワイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。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。

弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した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。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

8. 成長戦略

◆ 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。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。

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

- 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。

	基礎研究	実用試験 5~6年	登録 申請	登録・上市 2~3年
新規 薬剤	害虫防除剤	→	2016年	2020年上市予定
	A剤	→	未定	未定
	B剤	→	未定	未定
	C剤	→	未定	未定

(出所)決算説明会資料よりアルファ・ワイン調査部作成

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、土壤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
土壤消毒剤	
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	34カ国 (29カ国)
除草剤	
モゲトン	15カ国 (16カ国)

(注)2017年12月末現在、括弧内は2014年12月末現在

(出所)ヒアリングよりアルファ・ワイン調査部作成

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
	<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、リン酸、カリ)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
	<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
	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・環境・安全性などの法規制の変化
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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
機会 (Opportunity)	
脅威 (Threat)	

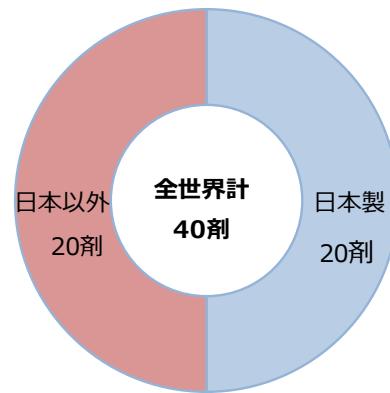
(出所)アルファ・ワイン調査部

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ろう。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

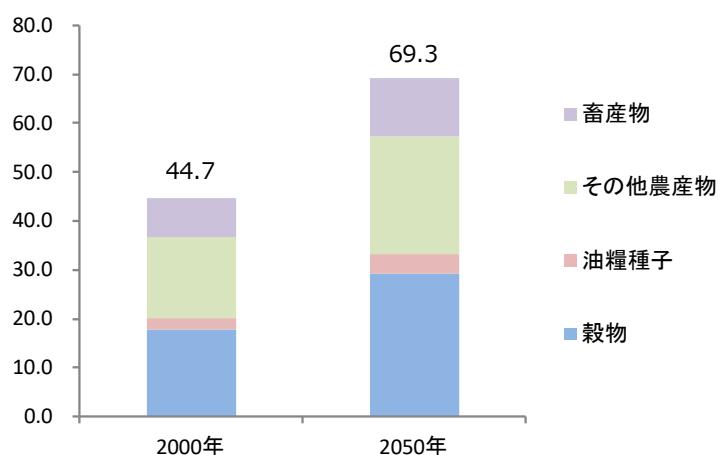


(出所)ヒアリングよりアルファ・ワイン調査部作成

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・ワイン調査部作成

◆ 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）を日本国に17年5月譲渡し、特別利益として約1,267百万円を得ている。

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。2018/12期以降も暫くは、年22円の普通配当が継続すると当調査部は予想する。

- 株主優待制度の拡充が図られた。
- 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。2017年3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2017年8月頃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収益性の高さ、経営の屋台骨である土壌消毒剤が高シェアであること、当調査部が予想するように2020/12期に至るまで、4期連続営業増益見込み等増益基調が続くことが投資家に期待されているものと思われる。

ディスクレーマー

アルファ・ワ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・ワイン・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】](mailto: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は負いません。