

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：2019/9/12

アルファ・ウイン 調査部

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

● 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

- ・2019/12 期第 2 四半期累計業績は、13.8%減収、46.6%営業減益。営業減益率が減収率を大幅に上回った理由は、のれんの償却負担増と研究開発費の増加により販売費及び一般管理費が前年同期比 9.9%増加し固定費負担が高まったためである。
- ・主力の土壤消毒剤は 24.7%減収。国内向けでは主力薬剤であるバスアミド、D-D、ネマキックとも減収、海外向けも輸出相手先国の受け入れ事情から D-D の出荷が下期へ後倒しとなったこと等により減収であった。

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野菜・花卉向けが過半である。
- ・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 2021/12 期に売上高 17,600 百万円、営業利益 2,800 百万円を目指すとしている。目標達成のために、①海外事業の強化、②研究開発力の強化、③技術力の更なる強化と新サービスの実践の 3 点を掲げている。海外事業の強化については、北米、中南米、及び韓国以外のアジアに販売及び技術普及の強化を図っていきたい、としている。

業績予想

- ・2019/12 期の業績予想について同社は期初予想を減額修正し、3.7%減収、48.7%営業減益としている。製品の種類別売上高予想は開示していない。営業減益予想は、減収予想による売上総利益の減少に加え、前期に営業譲渡を受けた剤の営業権の償却、山口新工場竣工に伴う減価償却費増、研究開発費増等によるものである。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2019/12 期業績予想は、4.0%減収、49.0%営業減益とする。2020/12 期業績予想は 2.7%増収、15.0%営業増益、2021/12 期業績予想は、2.3%増収、10.0%営業増益とする。2020/12 期、2021/12 期業績予想とも売上面では土壤消毒剤の堅調な推移、害虫防除剤の好調を想定し、2 桁営業増益予想は山口新工場に係る定率部分の減価償却費減が寄与するとした。

1/31

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から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ない、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。

【 4955 アグロ カネショウ 業種：化学 】図表 A

| 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) |
|---------|----|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 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 | | 15,411 | 5.6 | 2,157 | 2.9 | 2,161 | 3.2 | 1,301 | -32.3 | 102.99 | 1,451.23 | 22.0 |
| 2019/12 | CE | 14,848 | -3.7 | 1,107 | -48.7 | 1,175 | -45.6 | 783 | -39.8 | 61.92 | - | 22.0 |
| 2019/12 | E | 14,800 | -4.0 | 1,100 | -49.0 | 1,170 | -45.9 | 780 | -40.1 | 61.57 | 1,486.95 | 22.0 |
| 2020/12 | E | 15,200 | 2.7 | 1,265 | 15.0 | 1,333 | 13.9 | 850 | 9.0 | 67.09 | 1,532.05 | 22.0 |
| 2021/12 | E | 15,550 | 2.3 | 1,391 | 10.0 | 1,459 | 9.5 | 920 | 8.2 | 72.62 | 1,582.66 | 22.0 |

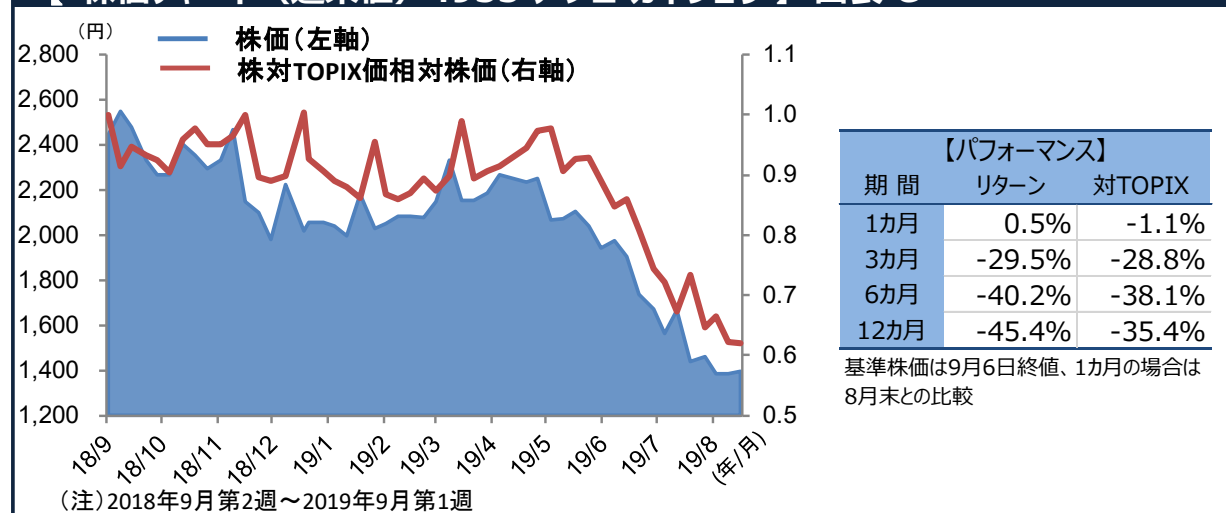
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

【 株価・バリュエーション指標：4955 アグロ カネショウ 】図表 B

| 項 目 | 2019/9/6 | 項 目 | PER (倍) | PBR (倍) | 配当利回り | 配当性向 |
|-------------|----------|-----------|---------|---------|-------|-------|
| 株 価 (円) | 1,393 | 前期実績 | 13.5 | 1.0 | 1.6% | 21.4% |
| 発行済株式数 (千株) | 13,404 | 今期予想 | 22.6 | 0.9 | 1.6% | 35.7% |
| 時価総額 (百万円) | 18,673 | 来期予想 | 20.8 | 0.9 | 1.6% | 32.8% |
| 潜在株式数 (千株) | 0 | 前期末自己資本比率 | 60.3% | 前期ROE | 7.2% | |

(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 】図表 C



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 |
| 2019 年 12 月期上期業績 | P6 |
| アグロ カネショウの 2019 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 | P10 |
| 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 割強 | P13 |
| 販売体制 | P14 |
| 4. 株主構成 | P15 |
| 株式所有者別比率の筆頭は個人その他 | P15 |
| 5. ESG | P17 |
| 環境対応 (Environment) | P17 |
| 社会的責任 (Society) | P17 |
| 企業統治 (Governance) | 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 | P22 |
| 土壌消毒剤市場 | P22 |
| 同業他社比較 | P23 |
| TPP について | P24 |
| 8. 成長戦略 | P26 |
| 中期事業計画の概要 | P26 |
| 9. アナリストの視点 | P28 |
| アグロ カネショウの強みと課題 | P28 |
| 震災関連の補償について | P28 |
| 株主還元 | P29 |
| 株価について | P30 |

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。

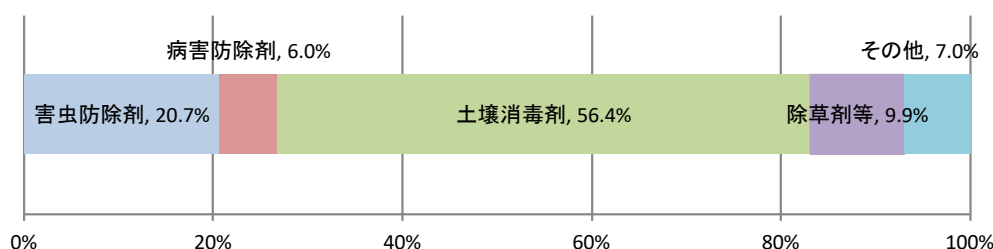
アグロ カネショウ（以下、同社）は農薬業界では中堅規模の専門メーカーで、果樹・野菜向けに特化し、土壌消毒剤、害虫防除剤等の農薬の開発・製造・販売を行っている。同社グループは、同社と連結子会社3社の合計4社で構成されている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA」（カネショウ ソイル トリートメント、所在地：ベルギー王国、出資比率は同社 6：三井物産 4、以下 KST）、「AGRO-KANESHO KOREA CO., LTD.」（所在地：大韓民国、100%出資、以下 AKK）、「KANESHO CHP」（所在地：東京都港区、出資比率は同社 7：三井物産 3、以下 CHP）である。KST は、農業用土壌消毒剤の原体及びバルクを、同社及び世界約 50 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農薬を使う技術の指導を直接行い、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。

- ◆ 製品の種類別売上高は、土壌消毒剤が全体の 6 割弱、用途別では野菜・花卉向けが 7 割弱を占めている。

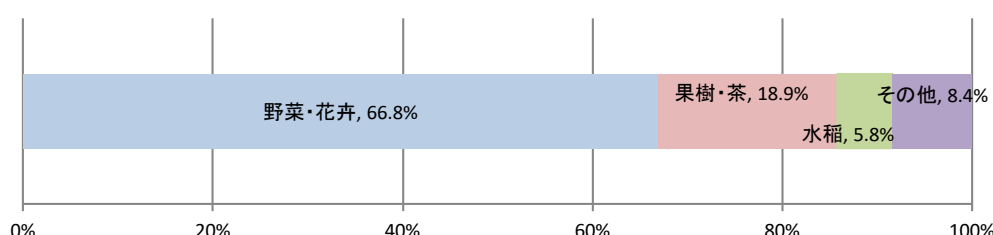
事業セグメントは農薬製造・販売事業単一である。製品の種類別売上構成は、土壌消毒剤が全体の 6 割弱（図表 1）、用途向け別では野菜向けが 7 割弱（図表 2）を占めている。

【図表 1】 製品の種類別売上高構成比（2018 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

【図表 2】 製品の用途向け別売上高構成比（2018 年 12 月期）



（出所）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はいけいない。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

◆ 2019 年 12 月期上期業績

◆ 2019/12 期上期は特に
土壌消毒剤不振が影響
し減収、営業減益。

2019/12 期第 2 四半期累計（以下、上期）の業績は、売上高が前年同期比 13.8%減の 7,412 百万円、営業利益は同 46.6%減の 773 百万円、経常利益は同 45.8%減の 780 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益は同 45.4%減の 528 百万円。上期決算発表（8 月 9 日）の 1 週間前（8 月 2 日）に 2019/12 期の上期及び通期の業績予想の減額修正をリリースした。上期実績は修正予想値並みの着地であった。減収要因を製品の種類別売上高からみると、売上構成比トップの土壌消毒剤の落ち込みが厳しく、減収寄与率は 93%に達している。

製品の種類別^{注1}売上高について

◆ 主力の土壌消毒剤売上
高は、国内外とも低迷。

1. 土壌消毒剤は 3,363 百万円（前年同期比 24.7%減）。国内向けでは主力薬剤であるバスアミド、D-D、ネマキックとも減収であった。長雨影響が大きかった模様だが、一部農産物の市況下落等による需要低迷も逆風となったようだ。海外向けも、輸出相手先国の受け入れ事情から D-D の一部の出荷が下期へ後倒しとなったこと、海外向けバスアミドは需要家への供給不足も加わって減収であった。

◆ 害虫防除剤は、前期買収
剤のダズバンの貢献あ
るも、海外向けカネナイト
が不振。

2. 害虫防除剤は 1,649 百万円（前年同期比 2.1%減）。2018 年 12 月に営業権を取得したダズバンの貢献があったものの、準主力薬剤であるダニ剤カネナイトフロアブルの海外向け減収が影響した。ダズバンは、日本及び韓国での営業権を Dow AgroSciences LLC から獲得、同社が買収したことで買収前の販売実績に同社が直販する分が加算されることとなった。

3. 除草剤は 1,148 百万円（前年同期比 1.3%減）。水稻向け除草剤カソロン粒剤の減収が、他製剤の増収を打ち消した形である。

4. 病害防除剤は 594 百万円（前年同期比 3.6%減）。減収要因は、2018/12 期上期が同 7%増収と高伸長であったことへの反動と天候不順により夏野菜向けのモレスタン水和剤等が低迷したことである。

5. その他は 655 百万円（前年同期比 1.3%減）。薬剤を葉に付きやすくする展着剤^{注2}は堅調であったが、家庭園芸関連、植物成長調整剤^{注3}が伸び悩んだ。

注 1) 製品種類別

土壌消毒剤：作物を育てる前に土壌に撒き、土壌中の病害菌や害虫、雑草などを防除

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

注 2) 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3) 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で同社独自製品。

営業減益率が減収率を大幅に上回った理由は、のれんの償却負担増と研究開発費の増加により販売費及び一般管理費（以下、販管費）が前年同期比 9.9%増加し、売上高販管費比率が 30.6%と同 6.6%ポイント上昇したためである。結果、売上高営業利益率は 10.4%と同 6.4%ポイント低下した。

のれんの償却は 175 百万円、同 113 百万円増となったが、この負担増は 2018 年 12 月に買収した害虫防除剤ダーズバンののれん償却費が発生したためである。研究開発費は 422 百万円と同 222 百万円増となっている。なお、売上高総利益率は 41.0%と前年同期比 0.1%ポイント向上している。

◆ アグロ カネショウの 2019 年 12 月期業績予想

同社は、前述のように 8 月 2 日に 2019/12 期業績予想の減額修正をリリースした。通期修正予想は売上高を期初予想 15,881 百万円から 14,848 百万円（前期比 3.7%減）に、営業利益を同 1,660 百万円から 1,107 百万円（同 48.7%減）に、経常利益を同 1,662 百万円から 1,175 百万円（同 45.6%減）に、親会社株主に帰属する当期純利益を同 975 百万円から 783 百万円（同 39.8%減）に減額された。

通期予想から上期実績を差し引きした下期の業績予想は、営業利益を除き期初予想から若干引き上げられており、今回の減額修正は主に天候不順等による上期の苦戦を通期予想に反映することとめた内容といえる。製品の種類別売上高、売上総利益率、販管費の予想は開示していない。

同社の想定として、山口新工場の竣工（2018 年 11 月）により減価償却費の増加、2018 年 12 月に買収した害虫防除剤ダーズバンののれん償却費発生と研究開発費増により販管費の増加を見込んでいる。減価償却費増とのれんの償却費増を合わせた前期比増加額は約 6 億円と同社は説明している。想定為替レートは 130 円／ユーロ（2018/12 期の期中平均は 130.42 円／ユーロ）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、2019/12 期上期の業績を反映し、2019/12 期以降の同社の業績予想モデルを修正した（図表 3）。

2019 年 12 月期予想

2019/12 期業績予想は、売上高 14,800 百万円（前回予想 16,000 百万円、

2019/12 期会社予想業績は 4%減収、49%営業減益。減益予想は減収による売上総利益の減少と新工場の償却負担等の固定費増によるもの。

前期比 4.0%減)、営業利益 1,100 百万円 (同 1,700 百万円、同 49.0%減)、経常利益 1,170 百万円 (同 1,702 百万円、同 45.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 780 百万円 (同 980 百万円、同 40.1%減) に減額修正する。

2019/12 期業績予想における製品の種別売上高予想を修正。

製品の種別売上高予想について

1. 土壌消毒剤は 7,810 百万円 (前期比 10.3%減、前回予想 8,900 百万円)。国内向けの販促効果や海外向け先送り需要が下期において顕在化することを見込んだ。
2. 害虫防除剤は 3,500 百万円 (同 9.8%増、同 3,580 万円)。上期実績は期初会社計画に近かった模様であり、当調査部予想も微修正とした。海外向け殺ダニ剤カネマイトフロアブルは下期に盛り返す見通し、加えて前述のダズバン、及び 2019/12 期下期に新規登録が期待される新害虫防除剤の貢献を想定している。
3. 除草剤は 1,500 百万円 (同 1.5%減) と前回予想並み。
4. 病害防除剤は 910 百万円 (同 1.0%減、同 940 百万円)。2018 年 1 月に上市した兼商クプロシールドの新規貢献効果剥落を見込み、小幅ながらも減収予想とした。
5. その他は 1,080 百万円 (同 0.6%増) と前回予想並み。

【図表 3】中期業績予想

(単位：百万円)

| | 2018/12期実績 | 前回2019/12期E | 2019/12期E | 前回2020/12期E | 2020/12期E | 前回2021/12期E | 2021/12期E |
|-----------------|------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| 売上高 | 15,411 | 16,000 | 14,800 | 16,570 | 15,200 | 17,100 | 15,550 |
| 製品の種別 | 土壌消毒剤 | 8,706 | 8,900 | 7,810 | 9,100 | 8,000 | 9,300 |
| | 害虫防除剤 | 3,187 | 3,580 | 3,500 | 3,920 | 3,720 | 4,220 |
| | 除草剤等 | 1,523 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| | 病害防除剤 | 919 | 940 | 910 | 960 | 910 | 980 |
| | その他 | 1,073 | 1,080 | 1,080 | 1,090 | 1,070 | 1,100 |
| 売上総利益率 | 41.7% | 39.6% | 38.7% | 40.1% | 39.6% | 40.7% | 40.1% |
| 販売費及び一般管理費 | 4,276 | 4,630 | 4,630 | 4,700 | 4,750 | 4,800 | 4,850 |
| (対売上高比) | 27.7% | 28.9% | 31.3% | 28.4% | 31.3% | 28.1% | 31.2% |
| 営業利益 | 2,157 | 1,700 | 1,100 | 1,945 | 1,265 | 2,160 | 1,391 |
| (対売上高比) | 14.0% | 10.6% | 7.4% | 11.7% | 8.3% | 12.6% | 8.9% |
| 経常利益 | 2,162 | 1,702 | 1,170 | 1,947 | 1,333 | 2,162 | 1,459 |
| (対売上高比) | 14.0% | 10.6% | 7.9% | 11.8% | 8.8% | 12.6% | 9.4% |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 1,301 | 980 | 780 | 1,150 | 850 | 1,300 | 920 |
| (対売上高比) | 8.4% | 6.1% | 5.3% | 6.9% | 5.6% | 7.6% | 5.9% |

(注) 前回予想とは、2019 年 4 月 23 日発行のレポートでの記載数字を指す

(出所) アルファ・ウイン調査部

2019/12 期業績予想における売上総利益率は 38.7% (前回予想 39.6%) とした。主に国内向けに比べ採算性がやや劣る海外向け売上高の高まりを見込んだためである。販管費は前回予想並みの 4,630 百万円とした。

2019/12 期業績予想の減額修正に伴い、2020/12 期及び 2021/12 期業績予想を修正。

土壌消毒剤の堅調な推移、害虫防除剤の好調の想定、山口新工場に係る定率部分の減価償却費減の寄与は、前回予想と同じ。

中期業績予想

当調査部は 2020/12 期業績予想についても前回予想（売上高 16,570 百万円、営業利益 1,945 百万円）を下方修正し、売上高 15,200 百万円、前期比 2.7%増、営業利益 1,265 百万円、同 15.0%増とした。

2020/12 期の業績予想を下方修正した構図は 2019/12 期の減額修正と相似している。まず、売上高の下方修正額 1,370 百万円を製品種類別にみると、土壌消毒剤が 1,100 百万円の減額、害虫防除剤が 200 百万円の減額、病害防除剤が 50 百万円の減額、その他が 20 百万円の減額、である。

土壌消毒剤を 9,100 百万円から 8,000 百万円に引き下げた理由は、国内一部地域における自然災害影響等による需要減を想定したためであり、害虫防除剤を 3,920 百万円から 3,720 百万円に引き下げたのは、海外向けカネマイトフロアブルの売上高予想を慎重に見込んだためである。

2020/12 期の売上総利益率は、前回予想 40.1%を 39.6%に下方修正した。下方修正の主な要因は、国内に比べ採算性がやや劣る海外向けの売上高構成比が一段と高まると予想したためである。販管費予想は研究開発費微増を前提に前回予想の 4,700 百万円から 4,750 百万円へと見直した。結果、営業利益予想は前回予想に比べ 35.0%減の 1,265 百万円となった。親会社株主に帰属する当期純利益の予想増減率（前期比 9.0%増）が予想経常増減率（同 13.9%）に比べ見劣りするの、当期純利益のうち、非支配株主に帰属する当期純利益の構成比が高まるためである。

2021/12 期業績予想は前回予想（売上高 17,100 百万円、営業利益 2,160 百万円）を下方修正し売上高 15,550 百万円、同 2.3%増、営業利益 1,391 百万円、同 10.0%増とした。減額修正した構図は 2020/12 期の減額修正とほぼ同様である。売上高の下方修正額 1,550 百万円の主な製品種類別内訳としては、土壌消毒剤が 1,100 百万円の減額、害虫防除剤が 350 百万円の減額である。

2020/12 期及び 2021/12 期業績予想とも、土壌消毒剤の堅調な推移と害虫防除剤の好調を想定、山口新工場に係る定率部分の減価償却費減が寄与することもあり、2 桁営業増益予想とした。

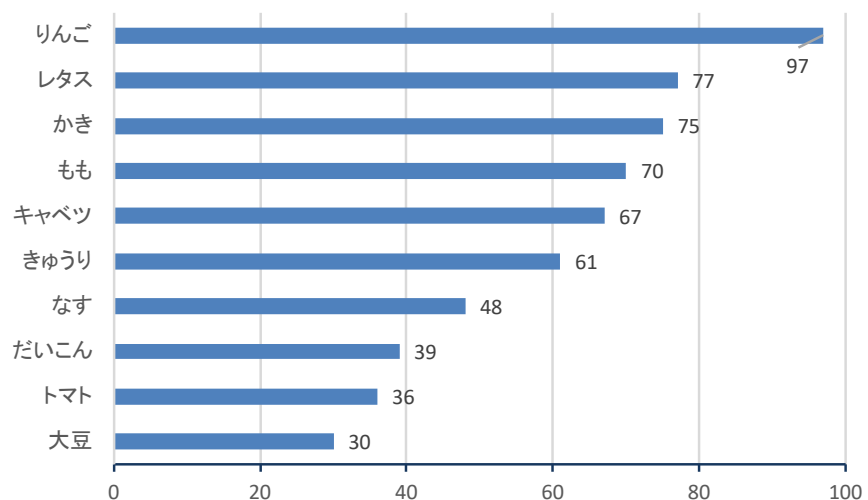
3. 事業内容とビジネスモデル

◆ 食料増産に不可欠な農薬

世界の人口増加（2017 年推計 75.5 億人、2050 年予想 97.7 億人、総務省統計局「世界の統計 2019」より）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。同社が主力のターゲットとする果樹・野菜について、農薬を使用しない場合の農作物の減収率は、図表 4 のようにりんご 97%、レタス 77%である。

◆ 農薬を使用しない場合の果樹・野菜の減収率は大きい。

【図表 4】農薬を使用しないで栽培した場合の減収率（単位：%）



(注) 1990 年～2006 年の試験結果のまとめ。減収率は最大と最小値の平均値

(出所) 一般社団法人 日本植物防疫協会「病虫害と雑草による農作物の損失」よりアルファ・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、一薬剤当り約 10 年の期間と 30 億円の開発費を要する。

◆ 技術普及を重視、最終顧客である農家直結の営業方針。

◆ 地元密着の営業活動とその強み

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4}」、「展示圃（てんじほ）活動^{注5}」、「農家説明会^{注6}」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7}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、多くが地元採用である。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8}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

農家密着型の営業、「トライアングル作戦」を展開。



(出所)決算説明会資料

注4) TCA 活動

支店・営業所の技術普及担当者が、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5) 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6) 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行う。

注7) 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す。

注8) 技術部会

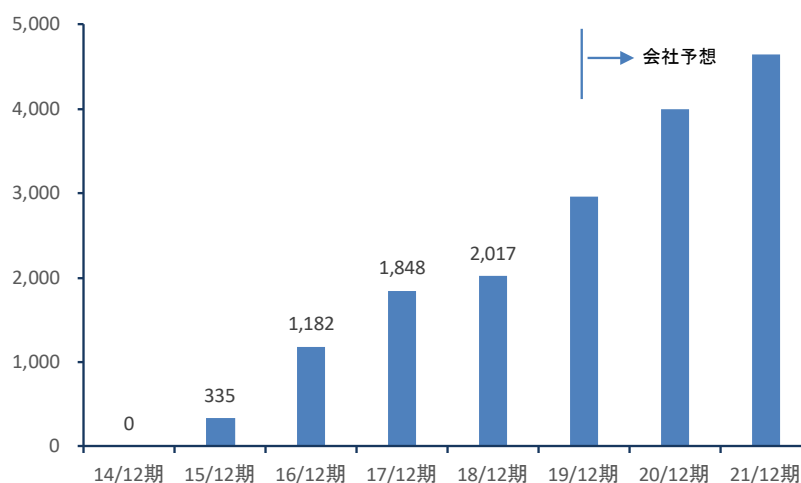
地域ごとの同社会員店社員に対して、展示圃活動を通じた技術の習得や製品知識の向上を図り、同社の製品販売に携わる人々全てが十分な製品知識及び使用技術に基づき農家に販売できるよう研修体制を整えている。

こうした地元密着型の営業活動によって、同社は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直接理解し、販売する農薬の種類や数量、受け渡しのタイミング等の需要動向をより正確に把握できる強みを有している。

同社は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、2017/12期の決算説明会時からサービスの状況を開示している（図表6）。

【図表6】土壌診断サービスの分析件数推移

（単位：件数）



（出所）決算説明会資料より、アルファ・ウイン調査部作成

◆ 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。

土壌診断サービスとは、最終需要家である農家の畑の土地から採取した土壌サンプルを同社の研究室に持ち帰り、土壌を診断することで化学性、線虫密度、土壌病害密度等を診断するものである。2015/12 期では分析件数 335 件だったが、2018/12 期には同 2,017 件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広がり新規に利用する農家が増えた。このサービスもトライアングル作戦の一環である。

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：東京都千代田区、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、一歩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すものとして、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 割強

同社が扱う農薬は、約 100 アイテムにも及ぶ多品種少量生産の商材である。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。

主力の薬剤は、バスアミド微粒剤（土壌消毒剤）と D-D（土壌消毒剤）とネマキック（線虫剤^{注 9)}）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、カネナイトフロアブル（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。

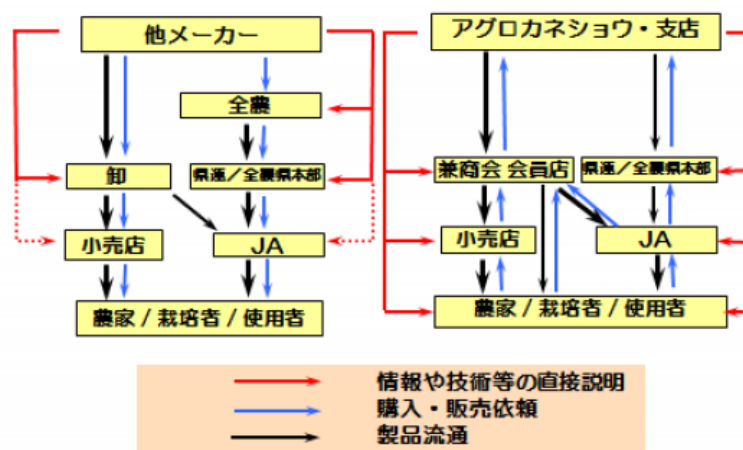
注 9) 線虫剤

土壌消毒剤の一種。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

◆ 販売体制

国内向けの売上高構成比は 70.7% (2018/12 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 7)。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 7】アグロ カネショウの流通経路



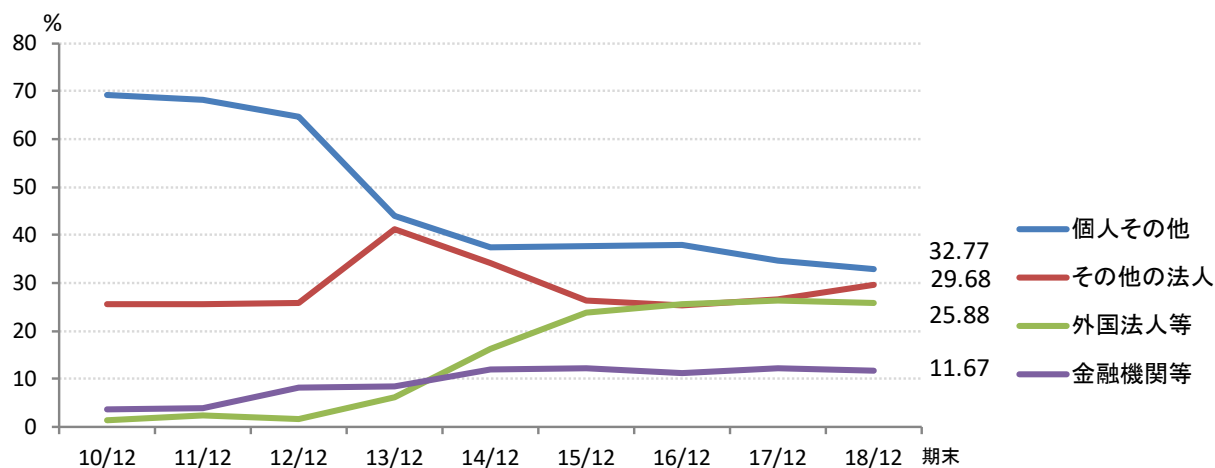
(出所) 決算説明会資料

4. 株主構成

◆ 株式所有者別比率の筆頭は個人その他

同社の2018年12月末の株式所有者別比率(図表8)では、個人その他が2017年12月末とほぼ変わらず32.77%とトップを維持している。その他の法人は29.68%(2017年12月末26.68%)、外国法人等は25.88%(同26.35%)となり、順位は変わらなかった。

【図表8】株式所有者別状況



(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9】上位株主の状況

(単位：千株)

| | 16年12月末 | 17年12月末 | 18年12月末 | 19年6月末 | |
|--|---------|---------|---------|--------|-------|
| | 持株数 | 持株数 | 持株数 | 持株数 | 持株比率 |
| 株式会社麻生 | 750 | 999 | 1,455 | 1,471 | 11.61 |
| GOLDMAN,SACHS & CO.REG | 671 | 698 | 672 | 955 | 7.54 |
| 兼商産業株式会社 | 800 | 800 | 800 | 800 | 6.31 |
| GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL | 485 | 466 | 632 | 743 | 5.86 |
| MLI FOR CLIENT GENERAL OMNI NON COLLATERAL NON TREATY-PB | — | — | 698 | 689 | 5.43 |
| BNYM AS AGT/CLTS NON TREATY JASDEC | — | — | — | 531 | 4.19 |
| 株式会社みずほ銀行 | 500 | 500 | 500 | 500 | 3.94 |
| 三井物産株式会社 | 482 | 482 | 482 | 482 | 3.80 |
| 榊引 博敬 | 399 | 399 | 399 | 400 | 3.15 |
| アグロ カネショウ取引先持株会 | — | — | 291 | 295 | 2.33 |
| THE BANK OF NEW YORK, NON-TREATY JASDEC ACCOUNT | 923 | 1,008 | 742 | — | — |
| HSBC BANK PLC A/C MARATHON FUSION JAPAN PARTNERSHIP LP | 458 | 448 | — | — | — |
| (自己株式) | 768 | 735 | 735 | 735 | 5.48 |

(注) 2019年5月28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2019年5月20日時点で保有株式割合を8.14%から9.14%(1,225千株)へと引き上げた旨が記載されているものの、同社として2019年6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。

2019年6月7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、コーンウォール・キャピタル・マネジメント・エルピーは、2019年5月31日時点で保有株式割合を5.29%から3.99%(535千株)へと減少させた旨が記載されているものの、同社として2019年6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 9）では、2018 年 12 月末以降、株式会社麻生が筆頭株主を占めている。2015 年 6 月末に上位株主として登場後保有株式を買い増してきたが、長期保有目的の株主とみられる。株式会社麻生は都筑電気（8157 東証二部）の筆頭株主でもある。新たな上位株主として第 6 位株主に外国法人等が登場した。

なお、2019 年 7 月 25 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株式会社麻生の持株数は 1,512,600 株、持株比率は 11.28%と増加した。

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。さらに、法令に基づき河川に放水しても良い処理水についても、鯉等を飼育している施設内の池を経由させた上で放水するなど、環境に配慮している。

同社は室内の冷房設定温度を26度から28度とし、沖縄の伝統衣装「かりゆし」、又はポロシャツの支給を実施するなど、クールビズを実施（6月1日～9月30日）している。

◆ 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TCA活動は、農家の競争力向上を目的に行っており、それらは、農家の所得増大、雇用増加等に貢献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。

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。同社の結城事業所では農家及び農協職員の工場見学の受け入れ、また所沢事業所では近隣小学校の校外学習の一環として児童の見学を受け入れている。

◆ 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、社内での内部統制水準の維持・改善に取り組んでいる。

2019年4月に執行役員制度を導入。同社の経営陣は取締役7名（うち社外取締役2名）と、監査役4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（現 東京電力ホールディングス 9501 東証一部 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。

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となった。

今後の更なる事業拡大と製品の安定供給を実現するため、2017 年 9 月に新工場建設を公表、2018 年 11 月に竣工した。図表 10 は山口新工場の規模を示している。

【図表 10】福島工場と山口新工場の比較

| | 福島工場 | 山口新工場 |
|----------|----------|----------|
| 敷地面積 | 18,721㎡ | 48,629㎡ |
| 建築面積 | 5,798㎡ | 9,109㎡ |
| (うち倉庫面積) | (1,951㎡) | (5,336㎡) |
| 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)決算説明会資料

各施設の面積は、被災し生産中止となった福島のおよそ2倍から3倍、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。従業員数が福島工場に比べ少ないのは、機械化等による効率化によるものである。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している。

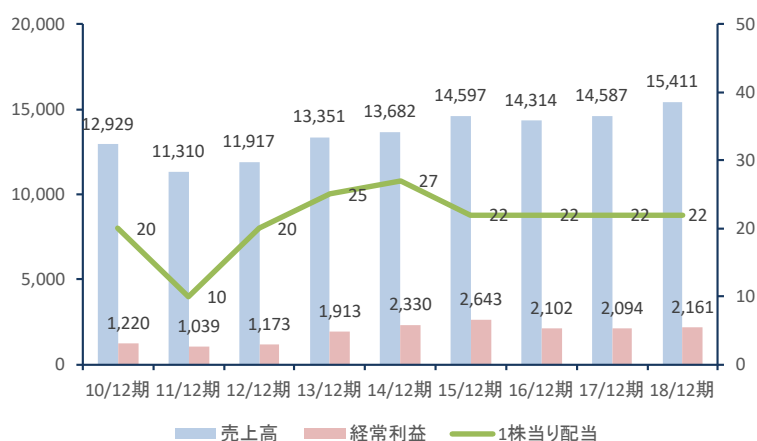
同社の新規開発剤は、1999年の害虫防除剤カネマイト、2010年の土壌消毒剤ネマキック、2019年上市予定の新規害虫防除剤が挙げられる。買収剤としては、2003年でドイツのBASF社から土壌消毒剤であるバスアミドとD-D、2014年では同じくBASF社から害虫防除剤ペイオフ、2018年には前述の害虫防除剤のダーズバンが加わり、ダーズバンは将来年商10億円規模と説明している。ダーズバンについては、営業譲渡の受け皿として三井物産と合弁会社であるCHPを18年12月に設立した。

◆ 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創業来続く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。

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11）。

【図表11】業績推移 (単位：左軸は百万円、右軸は円)



(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

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る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かつ

◆ 東日本大震災の影響により最終利益が赤字でも配当を維持。

た。2014/12 期には 2 期連続で最高経常利益を更新、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 のれん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。2018/12 期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観点から 1 株当たり年 10 円と配当を維持、2015/12 期以降は年 22 円の安定配当が続いている

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。同社は、福島工場操業停止による営業損害について東京電力ホールディングスに対し損害賠償請求訴訟を提起してきたが、最高裁判所は 2019 年 1 月 29 日付けで、同社の求めている被災直後の逸失利益に対する判決への同社の上告を棄却した。これを受けて同社は 2011 年 4 月 13 日以降の損害訴訟について準備を進め争っていくとしている。

◆ 海外展開

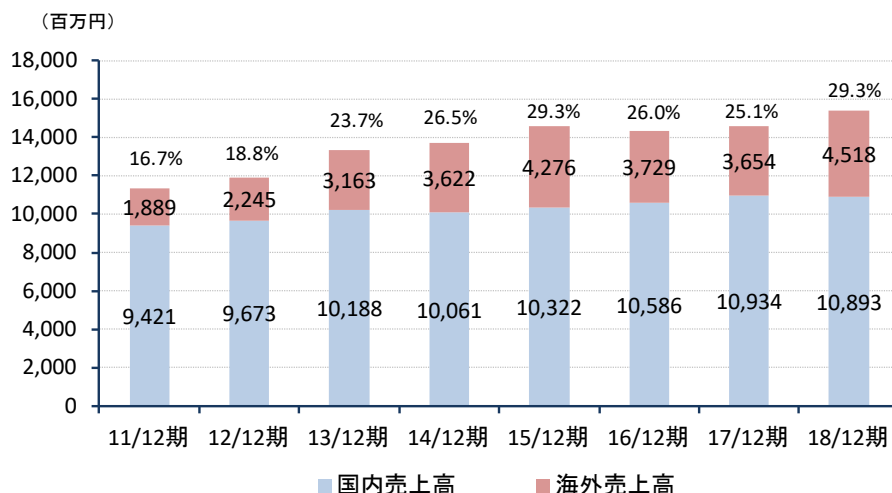
同社の業績の伸長は国内売上高が 100 億円前後で足踏みするなかで、海外売上高の成長に支えられてきた（図表 12）。2016/12 期に海外売上高が減少したのは、米国向けの殺ダニ剤カネマイトフロアブルの低迷に起因している。2015 年に北米西海岸で天候不順によりダニが繁殖したことでダニ防除剤への需要が増加し、2015/12 期の売上高が前期比数倍増となったが、その後、流通在庫過多による出荷調整が 2017/12 期まで続いた。2017/12 期は国内向け売上高が土壌消毒剤の貢献で伸長し、海外向け売上高の構成比は 25.0%とピークであった 2015/12 期の 29.3%から 4.3%ポイント低下した。

同社の海外事業は、1965 年に台湾向けの病害防除剤キノンドーや展着剤の出荷から始まった。欧州向けは 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、バスアミド、D-D、及びネマキックである。

2003 年には、ドイツ BASF 社から譲受した農業用土壌処理剤事業（製品はバスアミド及び D-D）の受け皿として、三井物産と合弁でベルギー王国に KST を設立した（同社出資比率 60.0%）。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、現在では約 50 カ国に供給している。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 12】アグロ カネショウの国内外別売上高推移

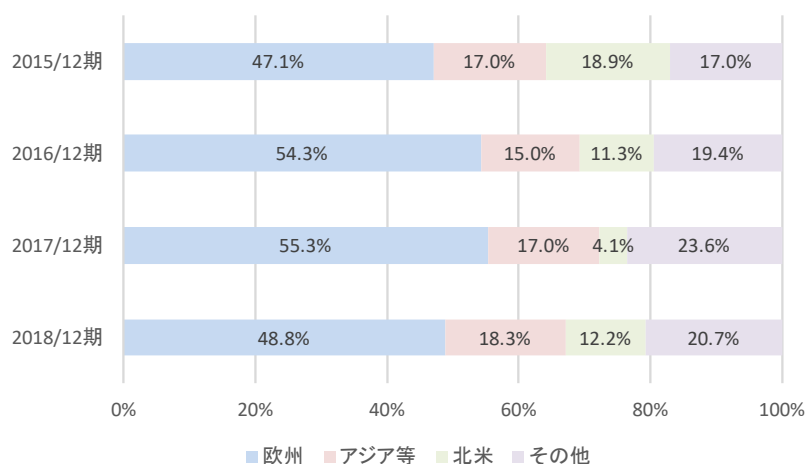


(注) 図表内数字 (%) は海外売上高の構成比、数値は四捨五入

(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

図表 13 は海外における地域別売上高構成比である。2017/12 期まででは、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 13】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、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

7. 業界環境

◆ 市場規模と参入障壁

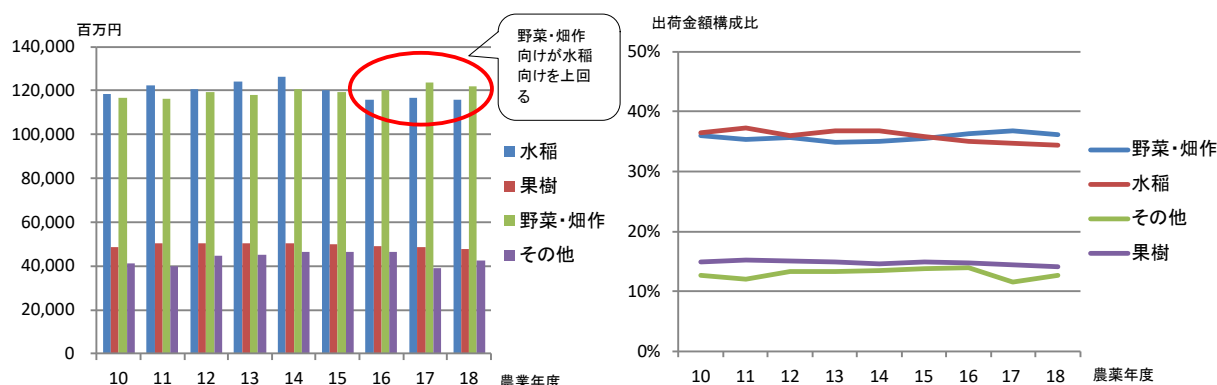
◆ 2018 年農業年度において、国内農薬の用途別では、野菜・畑作向けが水稻向けを3年連続で上回る。

農薬工業会がまとめている農薬出荷金額は 2010 農業年度^{注 10}の 3,244 億円から 2014 農業年度 3,439 億円、2018 農業年度では 3,373 億円と市場は停滞気味である（図表 14）。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。2018 農業年度においては、野菜・畑作向けが水稻向けを 3 年連続で上回った。

注 10) 農業年度

毎年 10 月から翌年 9 月迄、2010 農業年度は 2009 年 10 月から 2010 年 9 月迄

【図表 14】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

◆ 土壌消毒剤市場

土壌消毒剤市場は成分名別に、クロルビクリン、D-D、タゾメット等に分類され、図表 15 に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。

【図表 15】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 |
| D-D | クロルビクリン錠剤 | 南海化学 |
| | 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 |
| クロルビクリンとD-Dの混合 | テロン | ダウ・ケミカル |
| | 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 |
| タゾメット | ダブルストッパー | 日本化薬、ダウ・ケミカル |
| | 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 |
| カーバムNa塩 | 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 |
| | 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

土壌消毒剤市場のなかで、出荷金額が大きい成分名は 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の 3 割弱、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。

◆ 同業他社比較

同社との同業他社比較として、農薬を製造・販売している同規模の上場会社のエス・ディー・エス バイオテック (4952 東証二部)、O A T アグリオ (4979 東証一部)、北興化学工業 (4992 東証一部)、クミアイ化学工業 (4996 東証一部)、日本農薬 (4997 東証一部) を取り上げた (図表 16、図表 17)。

【図表 16】同業他社比較、その 1

(単位：百万円)

| | アグロ カネショウ | エス・ディー・エス バイオテック | O A T アグリオ | 北興化学工業 | クミアイ化学工業 | 日本農薬 |
|-----------|-----------|---------------------|------------|----------|----------|----------|
| | 4955東証一部 | 4952東証二部 | 4979東証一部 | 4992東証一部 | 4996東証一部 | 4997東証一部 |
| | 18/12期 | 19/3期 | 18/12期 | 18/11期 | 18/10期 | 18/9期 |
| 売上高 | 15,411 | 11,584 | 15,278 | 41,015 | 96,846 | 61,213 |
| 営業利益 | 2,157 | 984 | 1,756 | 3,141 | 5,582 | 4,172 |
| 営業利益率 | 14.0% | 8.5% | 11.5% | 7.7% | 5.8% | 6.8% |
| 売上高 | 15,411 | 11,584 | 15,278 | 27,708 | 68,147 | 55,504 |
| 営業利益 | 2,157 | 984 | 1,756 | 855 | 4,992 | 3,395 |
| 営業利益率 | 14.0% | 8.5% | 11.5% | 3.1% | 7.3% | 6.1% |
| 農薬関連 国内売上 | 10,893 | 7,267 | 8,055 | - | - | 20,100 |
| 国内売上比率 | 70.7% | 62.7% | 52.7% | 90.2% | - | 37.3% |
| 海外売上 | 4,517 | 4,317 | 7,223 | - | - | 33,800 |
| 海外売上比率 | 29.3% | 37.3% | 47.3% | 9.8% | - | 62.7% |

(注) OATアグリオの肥料・バイオスティミュラントも農薬関連で計算、北興化学の国内及び海外売上比率は個別、クミアイ化学工業及び日本農薬の農薬関連の売上高及び営業利益はセグメント会計、日本農薬の農薬関連の国内及び海外売上高は説明会資料の数値で売上比率は国内と海外合計を分母としている

(出所) 各社の有価証券報告書、説明会資料等よりアルファ・ウイン調査部作成

【図表 17】同業他社比較、その 2

(単位：百万円)

| 項目 | 銘柄 | アグロ カネショウ | エス・ディー・エス バイオテック | O A T アグリオ | 北興化学工業 | クミアイ化学工業 | 日本農薬 |
|-----|----------------|------------|---------------------|------------|----------|----------|----------|
| | | 4955東証一部 | 4952東証二部 | 4979東証一部 | 4992東証一部 | 4996東証一部 | 4997東証一部 |
| | | 18/12期 | 19/3期 | 18/12期 | 18/11期 | 18/10期 | 18/9期 |
| 規模 | 売上高 | 百万円 15,411 | 11,584 | 15,278 | 41,015 | 96,846 | 61,213 |
| | 経常利益 | 百万円 2,161 | 1,009 | 1,751 | 4,081 | 8,074 | 3,651 |
| | 総資産 | 百万円 30,429 | 13,659 | 29,526 | 40,421 | 132,680 | 98,003 |
| 収益性 | 自己資本利益率 | % 7.2 | 6.7 | 19.9 | 12.8 | 5.1 | 4.9 |
| | 総資産経常利益率 | % 7.6 | 7.3 | 8.4 | 10.1 | 5.9 | 3.9 |
| | 売上高営業利益率 | % 14.0 | 8.5 | 11.5 | 7.7 | 5.8 | 6.8 |
| 成長性 | 売上高 (3 年平均成長率) | % 1.8 | - | 8.0 | -1.0 | 16.6 | 2.4 |
| | 経常利益 (同上) | % -6.5 | - | 16.6 | 11.3 | 0.0 | -27.0 |
| | 総資産 (同上) | % 5.8 | -2.4 | 43.2 | -2.9 | 16.0 | 6.5 |
| 安全性 | 自己資本比率 | % 60.3 | 42.6 | 22.8 | 59.5 | 67.3 | 56.5 |
| | 流動比率 | % 517.6 | 214.8 | 75.1 | 221.4 | 296.2 | 236.4 |
| | 固定長期適合率 | % 38.6 | 55.1 | 150.1 | 47.7 | 58.4 | 49.9 |

(注) エス・ディー・エス バイオテックは 2018/3 期から単体決算であるため、成長性は 2016/3 期単体決算の数字で計算、また変則決算のため、成長性の売上高と経常利益は未記載、直近決算期の財務諸表は直近の各社の四半期報告書の数値を使用

(出所) 各社の短信、有価証券報告書、四半期報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

同社は、安定的ながら成熟市場である国内農薬関連の売上高構成比が高いことから、成長性指標は同業他社比較で低目にみえる。なお、ク

ミアイ化学工業の成長性が突出して高い理由は、2017 年 5 月にイハラケミカル工業株式会社と合併したためである。一方、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同社の収益性指標は総じて良好で、農薬関連事業の収益性は同社が一番高く、全社ベースでの営業利益率も同様である。また、同社の安全性指標は健全な水準にあり、財務体質は優良である。

同社の海外売上高比率の低さは、海外市場開拓による今後の成長余地を表している。経常利益においてマイナス成長であったのは、北米地域でのカネマイトの流通在庫過多により、海外売上高が大きく減少したことで、2016/12 期から 2 期連続で経常減益となったためである。

◆ 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）である Trans-Pacific Partnership（TPP）は、同社にとってビジネスチャンスであると前向きに捉えている。農林水産物の生産額への影響について、農林水産省は 2017 年 12 月に試算を公表している（図表 18）。

試算にあたっては、TPP 参加 10 カ国（オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、マレーシア、ベトナム、ブルネイ、ペルー、チリ、メキシコ、カナダ）を対象国とし、内外価格差や品質格差、関税削減相当分の価格低下、国内対策の効果等が考慮されている。

試算では、関税削減等による価格低下圧力が生じるため、農林水産物の生産額は約 900 億円~1,500 億円減少する見込みである。しかしながら、国内生産体制の体質強化対策による生産コストの低減及び品質向上や経営安定対策などが奏功し、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量は維持されると農林水産省は結論付けている。

【 図表 18 】 一部の農産物における TPP の影響度

| 品目名 | 生産減少率 | 生産減少額 | 試算の考え方 |
|---------|-------|-------------|---|
| 米 | 0% | 0億円 | 現行の国家貿易制度や枠外税率を維持することから、国家貿易以外の輸入の増大は見込み難いことに加え、国別枠の輸入量に相当する国産米を政府が備蓄米として買い入れることから、国産主食用米のこれまでの生産量や農家所得に影響は見込み難い。 |
| 小麦 | 0% | 約29億円～約65億円 | 国家貿易制度の下で、新たな国別枠を通じた輸入は、既存枠を通じた輸入の一部が置き換わることが基本であることに加え、体質強化対策や経営所得安定対策を適切に実施することにより、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| 大麦 | 0% | 約4億円 | 国家貿易制度の下で、新たな T P P 枠を通じた輸入は、既存枠を通じた輸入の一部が置き換わることが基本であることに加え、体質強化対策や経営所得安定対策を適切に実施することにより、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| 砂糖 | 0% | 約48億円 | 糖価調整制度が現行どおり維持される中で、現在輸入されているタイ産の粗糖の一部が T P P 11参加国に代替されることにとどまることに加え、体質強化対策や経営所得安定対策等を適切に実施することにより、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| でん粉 | 0% | 0億円 | 糖価調整制度が現行どおり維持されるとともに、T P P 11参加国からのばいりしよでん粉の輸入は見込み難いことから、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| 小豆 | 0% | 0億円 | 枠外関税が維持されるため、国産との置き換わりは生じず、T P P 11参加国以外からの輸入が T P P 11参加国からの輸入への切り替わりにとどまること等から、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| いんげん | 0% | 0億円 | 枠外関税が維持されるため、国産との置き換わりは生じず、T P P 11参加国以外からの輸入が T P P 11参加国からの輸入への切り替わりにとどまること等から、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| 落花生 | － | － | T P P 11参加国からの輸入実績がほぼないことから、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| こんにゃくいも | － | － | 国境措置が維持されること等に加え、T P P 11参加国からの輸入実績がほとんどなく、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| 茶 | － | － | T P P 11参加国の茶生産については栽培環境の相違から国産との品質の違いは大きく、用途も限定的であることから、T P P 11参加国からの輸入実績がほとんどなく、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| 加工用トマト | － | － | 国産トマト加工メーカーは引き続き農家との契約栽培を維持したい意向であり、国産ケチャップソースの生産の継続が見込まれることから、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| かんきつ類 | 0% | 約8億円～約17億円 | 国産うんしゅうみかんは輸入オレンジとの価格差がある中で品質面で差別化、国産みかん果汁も稀少的商材として外国産と差別化が図られていることに加え、体質強化対策を適切に実施することにより、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| リンゴ | 0% | 約4億円～約8億円 | 国産りんごは品質面で国際的に高い競争力を有しており、国産りんご果汁も稀少的商材として外国産と差別化が図られていることに加え、体質強化対策を適切に実施することにより、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |
| パインアップル | 0% | 0億円 | 関税割当制度が維持されること等から、引き続き生産や農家所得が確保され、国内生産量が維持されると見込む。 |

（出所）農林水産省「農林水産物の生産額への影響について」に基づきアルファ・ウイン調査部作成

8. 成長戦略

◆ 中期事業計画の概要

同社は新たな中期事業計画を 2019 年 2 月に公表した。「飛躍のための加速期間」として、2021/12 期に売上高 17,600 百万円、営業利益 2,800 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 1,600 百万円を目指すとしている。目標達成のために、①海外事業の強化、②研究開発力の強化、③技術力の更なる強化と新サービスの実践、の 3 点を掲げている。

海外事業の強化については、

1. 組織強化による戦略的な事業展開
2. 事業を担う人材育成の強化
3. 子会社を含む活動の活性化
4. 市場変化への対応体制の見直し
5. 商品ポートフォリオの拡充

を掲げている。具体的な施策として、北米、中南米及び韓国以外のアジアで、販売及び技術普及の強化を図って、海外における事業活動を活発化させたい、としている。売上高については、18/12 期の海外売上高構成比率 29.3%をさらに引き上げたい考えのようだ。

研究開発力の強化については、

1. 人材育成、研究環境改善による新規剤の創製を加速
 2. 環境変化に対応した新製剤・新技術の開発
 3. 海外子会社との連携による製品買収体制の強化
- を掲げている。

◆ 2019/12 期に新規薬剤を上市へ。

新規薬剤については、既に 2019/12 期に新害虫防除剤の上市が見通せる状況にあり、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幾つか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。1999 年に上市した自社開発のカネマイトは世界 39 カ国で登録されているが、更に 20 カ国での追加登録を目指している（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 | 50カ国 |
| D-D | 13カ国 |
| ネマキック | 10カ国 |
| 害虫防除剤 | |
| カネマイト | 39カ国 |
| 除草剤 | |
| モゲトン | 19カ国 |

(注) 19 年 1 月末時点

(出所) ヒアリングよりアルファ・ウイン調査部作成

環境変化に対応した新製剤については、ドローンを利用した散布用薬剤開発の検討をはじめたようである。

技術力の更なる強化と新サービスの実践については、

1. 土壌診断サービス
 2. グローバル GAP 認証取得支援サービス
 3. カネショウファームの全国設置
- を掲げている。

土壌診断サービス、グローバル GAP 認定取得サービスについては前述の通りである。

カネショウファームとは同社が設置している実験農場であり、最終需要家である農家が困っている栽培法、病害虫に関する諸問題に対して、既存の薬剤を利用した解決策の開発を手掛ける農場である。

2019 年 8 月末時点で、カネショウファーム茨城（茨城県）、カネショウファーム高松（香川県）、カネショウファーム南九州（鹿児島県と宮崎県に数カ所）を設置しているが、全国展開を目指している。

カネショウファーム茨城でははくさい黄化病防除技術の確立、カネショウファーム高松ではしょうが根茎腐敗病対策として無病タネしょうがの生産方法の確立、カネショウファーム南九州では焼酎用かんしょの腐敗症状に対する土壌調査及び防除方法の確立に取り組んでいる。

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 ・主力販売地域のなかで営業拠点が無い地域がある |
| 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 ・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、①前述した「トライアングル作戦」で、使用に際し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。②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」など、競争力の高い農薬が散見されるといった点が指摘できよう。

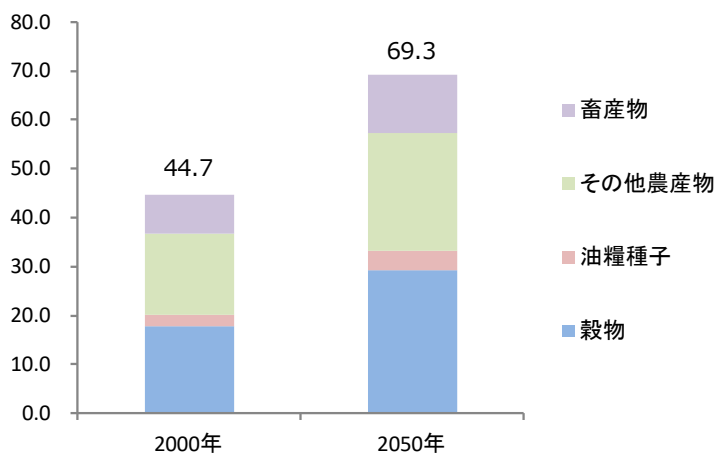
弱みを補足すると、自社生産比率が 5 割以下と低い、一方でその比率上昇が収益性の改善につながる可能性がある。また、同社の今後の成長のけん引役である海外市場において、主力販売地域のなかで営業拠点が無い地域がある。営業拠点を設ければ、現地での潜在需要情報の収集により販売する剤の多様化、天候に即した販売方法の工夫等により需要の取込みが図られよう。

また、機会を補足すると、新製品のラインナップに関して、同社を含む日本における新規剤の開発動向が注目されている。

図表 21 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見通しである。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 21】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、東電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、東電福島第一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 17 年 6 月、日本国に譲渡し特別利益として約 1,267 百万円を得ている。

同社は東京電力ホールディングスに対し、福島工場停止に伴う逸失利益の補償を求めてきたが、最高裁判所の上告棄却により、賠償金の一部（3,434 万円強）が確定した。ただ、今後も東京電力ホールディングスに対して、同社が被った損害のすべてについて賠償請求を行っていく方針である。

◆ 株主還元

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。

2016 年 9 月に株主優待制度を新たに導入すると公表した。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、図表 C) 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。「平成 30 年 7 月豪雨」と命名された西日本豪雨は、平成に入って最悪の豪雨災害をもたらした。同社株価は豪雨災害による業績への影響を懸念してか、2018 年 12 月前後まで軟化したが、その後底堅い動きとなった。2019 年 2 月 8 日に 2018/12 期本決算が公表され、2019/12 期業績計画が営業減益と伝えられたものの、株価への影響は限定的であった。

2019 年 5 月 10 日に公表された 2019 年 12 期第 1 四半期の業績が会社公表の第 2 四半期予想に対して低進捗を示す内容であったことから株価は調整局面入りとなり、2019 年 8 月 2 日の 2019 年 12 期第 2 四半期及び通期の業績予想のリリースで株価は一段の調整を余儀なくされた。目先の業績が厳しいにもかかわらず、8 月末以降値固め展開に進んでいるのは、経営の屋台骨である土壌消毒剤が高シェアであること等が投資家に評価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や事実に基づき、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。また、会社による予想及び判断と、弊社による予想及び判断を区分し、記載するように努めております。

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弊社は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。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。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.com】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。