

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：2021/4/20

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)は野菜・果樹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

- ・2020/12 期業績は 4.4%増収、15.6%営業減益と期初予想に比べて売上高はやや下回り、営業利益は上回った。売上高の未達要因は、同社の主要剤である土壌消毒剤の国内向け販売が苦戦したこと、営業利益の過達理由は、新型コロナウイルス感染症拡大を受けた販売促進費の減少等により販売費及び一般管理費が当初見込みから下振れたためである。
- ・地域別売上高にみると、国内向けは微増収となる一方で、海外向けは二桁増収と好調であった。特に害虫防除剤が欧州向け中心に大幅増収となった。

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 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、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

- ・2021/12 期の業績予想について、同社は 5.2%増収、6.6%営業増益としている。製品の種類別売上高予想では拡大が続く害虫防除剤を 6.9%増収とし、前期苦戦した土壌消毒剤は 4.4%増収と 3 期振りの増収転換を想定している。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2021/12 期業績予想は同社予想並みとする。2022/12 期は 4.4%増収、12.0%営業増益とし、新たに策定した 2023/12 期業績予想は 4.0%増収、8.1%営業増益とした。2022/12 期、2023/12 期ともに、売上面では害虫防除剤の伸長と土壌消毒剤の堅調な推移を見込み、利益面では山口工場の定率法による減価償却負担減と販売促進費増等による販売費及び一般管理費の増大を想定した。

【 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)
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		14,569	-5.5	1,230	-42.9	1,328	-38.5	966	-25.7	76.47	1,495.96	22.0
2020/12		15,203	4.4	1,038	-15.6	1,177	-11.3	489	-49.3	39.06	1,520.60	22.0
2021/12	CE	16,000	5.2	1,107	6.6	1,108	-5.9	569	16.1	45.18	-	22.0
2021/12	E	16,000	5.2	1,107	6.6	1,108	-5.9	569	16.1	45.18	1,544.53	22.0
2022/12	E	16,700	4.4	1,240	12.0	1,241	12.0	680	19.5	54.88	1,577.40	22.0
2023/12	E	17,370	4.0	1,340	8.1	1,341	8.1	740	8.8	59.72	1,615.12	22.0

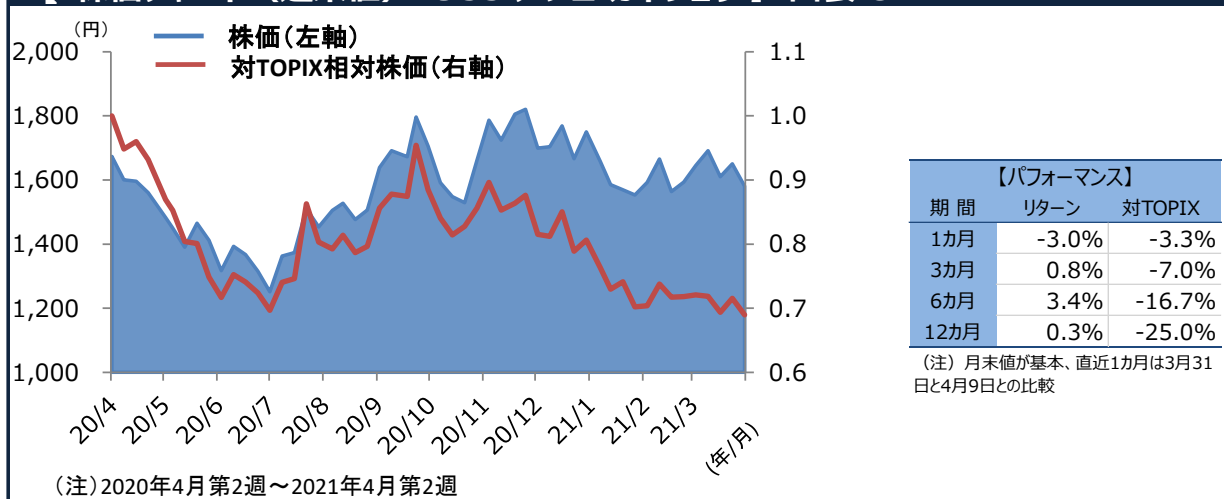
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

【 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	2021/4/9	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	1,581	前期実績	40.5	1.0	1.4%	56.3%
発行済株式数 (千株)	13,404	今期予想	35.0	1.0	1.4%	48.7%
時価総額 (百万円)	21,193	来期予想	28.8	1.0	1.4%	40.1%
潜在株式数 (千株)	0	前期末自己資本比率		65.0%	前期ROE	2.6%

(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 】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
2020 年 12 月期業績	P6
アグロ カネショウの 2021 年 12 月期業績予想	P8
アルファ・ウイン調査部の業績予想	P9
3. 事業内容とビジネスモデル	P12
食料増産に不可欠な農薬	P12
農薬の登録制度と開発業務	P12
地域密着の営業活動とその強み	P13
独自品の売上構成比は約 5 割強	P15
販売体制	P16
4. 株主構成	P17
株式所有者別比率の筆頭は個人その他	P17
5. ESG	P19
環境対応 (Environment)	P19
社会的責任 (Society)	P19
企業統治 (Governance)	P20
6. 成長の軌跡	P21
沿革	P21
過去の業績推移	P22
海外展開	P23
7. 業界環境	P26
市場規模と参入障壁	P26
土壌消毒剤市場	P26
同業他社比較	P27
8. 成長戦略	P29
中期事業計画の概要	P29
9. アナリストの視点	P31
アグロ カネショウの強みと課題	P31
震災関連の補償について	P32
株主還元	P32
株価について	P33

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。

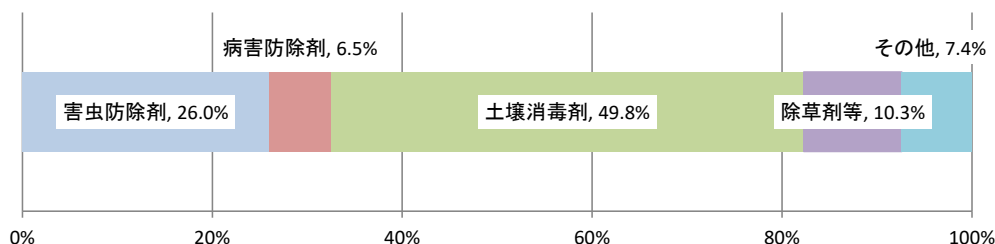
アグロ カネショウ（以下、同社）は農薬業界では中堅規模の専門メーカーで、野菜・果樹向けに特化し、土壌消毒剤、害虫防除剤等の農薬の開発・製造・販売を行っている。同社グループは、同社と連結子会社3社の合計4社で構成されている。連結子会社は、「Kanesho Soil Treatment SPRL/BVBA」（カネショウ ソイル トリートメント、所在地：ベルギー王国、出資比率は同社 6：三井物産 4、以下 KST）、「AGRO-KANESHO KOREA CO., LTD.」（所在地：大韓民国、100%出資、以下 AKK）、「KANESHO CHP」（所在地：東京都港区、出資比率は同社 7：三井物産 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への供給、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に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約 5 割、用途別では野菜・花卉向けが 7 割弱を占めている。

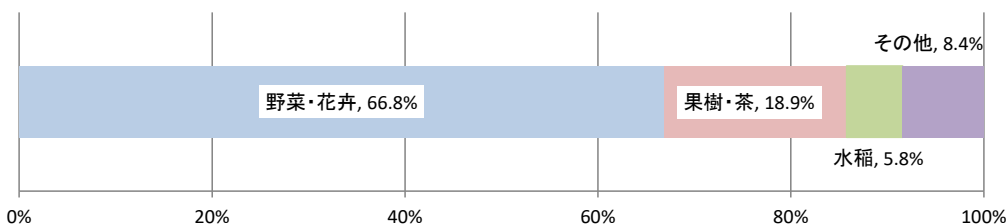
事業セグメントは農薬製造・販売事業の単一セグメントである。製品の種類別売上構成は、土壌消毒剤が全体の約 5 割（図表 1）、用途向け別では野菜・花卉向けが 7 割弱（図表 2）を占めている。

【図表 1】 製品の種類別売上高構成比（2020 年 12 月期）



（出所）株主総会招集通知に基づきアルファ・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（2020 年 12 月期）



（出所）ヒアリングによりアルファ・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

◆ 2020 年 12 月期業績

2020/12 期の業績は、売上高が前期比 4.4%増の 15,203 百万円、営業利益は同 15.6%減の 1,038 百万円、経常利益は同 11.3%減の 1,177 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 49.3%減の 489 百万円であった（図表 3）。

【図表 3】2020 年 12 月期業績内容

(百万円、%)

	2019/12期		2020/12期					
	実績	前期比	期初予想	前期比	修正予想	前期比	実績	前期比
売上高	14,569	-5.5	15,662	7.5	15,411	5.8	15,203	4.4
営業利益	1,230	-42.9	897	-27.1	669	-45.6	1,038	-15.6
経常利益	1,328	-38.5	899	-32.3	822	-38.1	1,177	-11.3
純利益	966	-25.7	494	-48.9	274	-71.7	489	-49.3

(注) 期初予想は 2019/12 期決算公表時の会社予想、修正予想は 7 月 31 日公表、純利益は親会社株主に帰属する当期純利益(出所)決算短信、ニュースリリースよりアルファ・ウイン調査部作成

売上高が期初予想に 459 百万円届かず、率にして 2.9%の下振れとなったのは、主に土壤消毒剤が国内を中心に苦戦をしたことによる。国内向けは前期比 1.5%増収、海外向けは同 11.9%増収であった。なお、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）による減収効果は 2 億円程度であったと同社は分析している。

国内向けは前期比 1.5%増収、海外向けは同 11.9%増収。

営業利益は期初予想を 141 百万円上回り、率にして 15.7%の超過達成となったのは、コロナ禍により販売促進活動を一部自粛したことや研究開発費等の関連費用が想定を下回ったことで販売費及び一般管理費（以下、販管費）が期初予想に比べ抑制されたことによる。

なお、期初予想の販管費は、既に登録されている農薬の有効成分の安全性評価を行い所轄官庁に報告するための登録維持費用が嵩むことを理由に、売上高予想の 7.5%増を大きく上回る前期比 17.2%増と想定されていた。農薬の登録維持費用の実績値は開示されていないが、コスト増要因となったものの想定をよりやや少なかったようである。

営業利益と経常利益が期初予想から上振れる一方で、親会社株主に帰属する当期純利益は期初予想に 5 百万円届かなかった。理由は期初に見込んでいなかった特別損失 415 百万円を計上したためであり、当該特別損失は同社の品質基準に達していない製品、及び原材料の廃棄等に関連する費用である。

ヨーバルはカニバリ（製品間の競争関係）が小さく、競争力の高い害虫防除剤と、同社は捉えている。

製品の種類別^{注1}売上高については、以下の通りである。

1. 害虫防除剤は 3,950 百万円（前期比 20.8%増）。国内は二桁増収、海外は 4 割近い増収であった。国内ではコロナ禍で影響を受けた花卉市場向けの剤が低迷したものの、2018 年 12 月より販売を開始したダーズバン D F（以下、ダーズバン）及び 2020 年 3 月に上市された兼商ヨーバル[®]フロアブル（以下、ヨーバル）が上乗せとなり好調であった。海外ではスペインにおいて 2018 年に登録となったカネマイトフロアブル（以下、カネマイト）が大きく拡大したこともあり、欧州向けが貢献した。
2. 病害防除剤は 983 百万円（前期比 9.6%増）。ほぼ国内向けである。兼商クプロシールドとストライド顆粒水和剤が、同社の一部の販売チャネルにおいて推奨販売されたこともあり増収に貢献した。
3. 土壌消毒剤は 7,565 百万円（前期比 2.5%減）。国内外とも微減収であった。国内では主力薬剤であるバスアミドは堅調であったが、他剤が競合品の影響を受けた。海外向けでは、D-D が好調であったものの、バスアミド微粒剤（以下、バスアミド）、ネマキック粒剤（以下、ネマキック）が低迷した。
4. 除草剤は 1,565 百万円（前期比 0.7%減）。ほぼ国内向けである。九州、中部、東北地方等での豪雨が除草剤散布作業に支障をきたす等、天候要因に左右された。
5. その他は 1,137 百万円（前期比 6.4%増）。園芸用品、展着剤、植物成長剤とも好調であった。

ダーズバンは、2018 年 12 月に米国法人である Dow AgroSciences LLC より、日本及び韓国における営業権を同社子会社である CHP が譲受した剤である。

ヨーバルは、ドイツ・バイエル社が開発した害虫防除剤で、日本では同社が 2020 年 1 月に登録を取得した剤である。広範囲の作物・害虫に対して優れた効果を有し、かつ他の害虫防除剤との自社競合も少ないことから、同社は大型農薬（ピーク年商が大きく期待できる農薬）と捉えている。

注 1) 製品種類別

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。

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。

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。

売上高総利益率は前期比 0.7%ポイント低下の 40.2%であった。減価償却費が前期比 19.8%減、同 169 百万円減の 685 百万円となり利益率良化に働いたものの、国内向けに比べ採算性の低い海外向けの伸長が利益率を押し下げた。減価償却費の減少要因は、2018 年 11 月に竣工した山口工場の機械等の償却方法が定率法であるためである。

販管費は前期比 7.6%増、同 356 百万円増の 5,078 百万円、売上高販管費率は同 1.0%ポイント悪化の 33.4%であった。前述した農薬の登録維持費用の増加がコスト増の主因である。

コロナ禍の経営環境下にあつて、前述の通り販売促進活動の一部自粛及び制限を実施しているが、2020 年 5 月 13 日より新たに「お客様相談窓口」を開設した。従来からあるお客様相談室を強化、自社施設内に専用スペースを設け、担当する社員が製品の技術情報などの問い合わせに電話及びメールで対応している。

◆ アグロ カネショウの 2021 年 12 月期業績予想

同社の 2021/12 期業績予想は、売上高 16,000 百万円（前期比 5.2%増）、営業利益 1,107 百万円（同 6.6%増）、経常利益 1,108 百万円（同 5.9%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 569 百万円（同 16.1%増）である。

国内外別では、国内微増収、海外二桁増収見通しの模様である。製品の種別別売上高については、以下の通りである。

1. 害虫防除剤 4,222 百万円（前期比 6.9%増）。国内外とも伸長見通しで海外向けは二桁増収を見込んでいる。国内向けは前期同様にダズバン及びヨーバルの牽引を想定している。海外向けも前期同様にカネマイトの貢献を見込んでいる。
2. 病害防除剤 1,020 百万円（同 3.7%増）。前期同様に兼商クプロシールドの貢献を想定し、キノンドーの好調を見込んである。
3. 土壌消毒剤 7,901 百万円（同 4.4%増）。海外向けは微減収を想定し、国内向けの増収で補う見通しである。国内向けでは、相次ぐ自然災害が招いた防除機会減少に歯止めが掛かり需要回復局面に向かうことを見込んでいる。
4. 除草剤 1,641 百万円（同 4.8%増）。全国的に天候が平年並みとする前提のもとで、需要の回復を予想している。
5. その他 1,215 百万円（同 6.8%増）。ヨーバルの害虫効果を増すべく、ヨーバルとの併売で展着剤を拡販する目論みである。

売上総利益率予想は前期比 0.9%ポイント上昇の 41.1%である。販管費予想は、農薬の登録維持費用の増加、販売促進費の増加を想定して同 7.8%増の 5,476 百万円である。

営業増益予想に対し経常減益予想である理由は、2020/12 期に営業外収益で計上していた企業誘致奨励金や情報提供料収入等が、2021/12 期には剥落するとしているためである。経常減益予想に対して、親会社株主に帰属する当期純利益が増益予想であるのは、2020/12 期に計上したたな卸資産廃棄損が一過性であるためである。

◆ 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、2020/12 期業績を踏まえて、2021/12 期以降の同社の業績予想モデルを修正した(図表 4)。

2021 年 12 月期予想

2020/12 期業績予想は、売上高 16,000 百万円（前期比 5.2%増、従前予想 16,200 百万円）、営業利益 1,107 百万円（同 6.6%増、同 970 百万円）、経常利益 1,108 百万円（同 5.9%減、同 972 百万円）、親会社株主に帰属する当期純利益 569 百万円（同 16.1%増、同 550 百万円）と、同社予想並みに修正する。

製品の種類別売上高予想についても同社予想並みに修正する。

1. 害虫防除剤は 4,222 百万円（前期比 6.9%増、従前予想 3,950 百万円）。2021/12 期の従前予想は前期比 8.2%増の 3,950 百万円であったが、2020/12 期実績で達成したため 201/12 期は会社計画並みに増額修正した。
2. 病害防除剤は 1,020 百万円（同 3.7%増、同 1,020 百万円）である。2020/12 期が従前予想 970 百万円に対し 983 百万円であったことから、2021/12 期予想も従前予想を踏襲した。
3. 土壌消毒剤は 7,901 百万円（前期比 4.4%増、同 8,400 百万円）。2021/12 期の従前予想 8,400 百万円は前期比 3.4%増であったが、2020/12 期の減収実績を受けて減額修正した。
4. 除草剤は 1,641 百万円（同 4.8%増、同 1,650 百万円）。2020/12 期実績が想定範囲内であったことを踏まえ、従来予想をほぼ踏襲した。
5. その他は 1,215 百万円（同 6.8%増、1,180 百万円）。2020/12 期実績は想定をやや下回ったが、ヨーバルとの併売による展着剤の伸長を期待した。

売上総利益率予想を同社予想並みの 41.1%とするのは、定率償却により山口工場の減価償却費負担が軽減見込みであることに加え、採算性

の高い国内向けの比率が前期実績よりやや高まると見たためである。

販管費予想も同社予想並みとするのは、農薬の登録維持費用の推移が開示されていないため、当調査部が会社予想額を大きく増減した予想を建てられないためである。

【図表4】中期業績予想

(単位：百万円)

	2020/12期実績	前回2021/12期E	2021/12期E	前回2022/12期E	2022/12期E	2023/12期E
売上高	15,203	16,200	16,000	16,800	16,700	17,370
製品の 種類 別	土壌消毒剤	7,565	8,400	7,901	8,650	8,200
	害虫防除剤	3,950	3,950	4,222	4,200	4,440
	除草剤等	1,565	1,650	1,641	1,700	1,750
	病害防除剤	983	1,020	1,020	1,060	1,050
	その他	1,137	1,180	1,215	1,190	1,310
売上総利益率	40.2%	42.1%	41.1%	42.5%	41.6%	41.8%
販売費及び一般管理費	5,078	5,850	5,476	6,100	5,700	5,920
(対売上高比)	33.4%	36.1%	34.2%	36.3%	34.1%	34.1%
営業利益	1,038	970	1,107	1,040	1,240	1,340
(対売上高比)	6.8%	6.0%	6.9%	6.2%	7.4%	7.7%
経常利益	1,178	972	1,108	1,042	1,241	1,341
(対売上高比)	7.7%	6.0%	6.9%	6.2%	7.4%	7.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	490	550	569	600	680	740
(対売上高比)	3.2%	3.4%	3.6%	3.6%	4.1%	4.3%

(注) 前回予想とは、2020年4月8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

中期業績予想

当調査部は2022/12期を見直し、新たに2023/12期の業績予想を策定した。

2022/12期業績予想は、前回の当調査部予想（売上高16,800百万円、営業利益1,040百万円）を修正し、売上高16,700百万円（前期比4.4%増）、営業利益1,240百万円（同12.0%増）とした。

中期業績予想においても、ヨーバル等、害虫防除剤の好調を見込む。

製品の種類別売上高予想については、土壌消毒剤では国内外とも堅調を、害虫防除剤ではヨーバルの貢献による国内向け出荷の堅調と海外向けの好調を、病害防除剤及び除草剤は堅調を、その他は2021/12期同様に展着剤の増大等を見込んだ。

売上総利益率予想は、減価償却費負担減を織り込み、前期比0.5%ポ

イント改善の 41.6%と予想した。販管費については、販売促進費用の増加を見込むものの、農薬の登録維持費用の漸減を想定し 5,700 百万円（前期比 4.1%増）と予想、販管費率は 34.1%と同 0.1%ポイント低下する見通しである。結果、売上高営業利益率は同 0.5%ポイント上昇の 7.4%を予想する。

新たに策定した 2023/12 期業績予想は、売上高 17,370 百万円（前期比 4.0%増）、営業利益 1,340 百万円（同 8.1%増）とした。

製品の種別別売上高予想については、2022/12 期予想とほぼ同じ傾向とした。売上総利益率予想についても、減価償却費負担減を織り込み前期比 0.2%ポイント改善の 41.8%を予想した。販管費については、販促費の増加等を見込み前期比 3.9%増の 5,920 百万円と予想、販管費率は 34.1%と 2022/12 期予想並みを想定した。結果、売上高営業利益率は同 0.3%ポイント上昇の 7.7%を予想する。

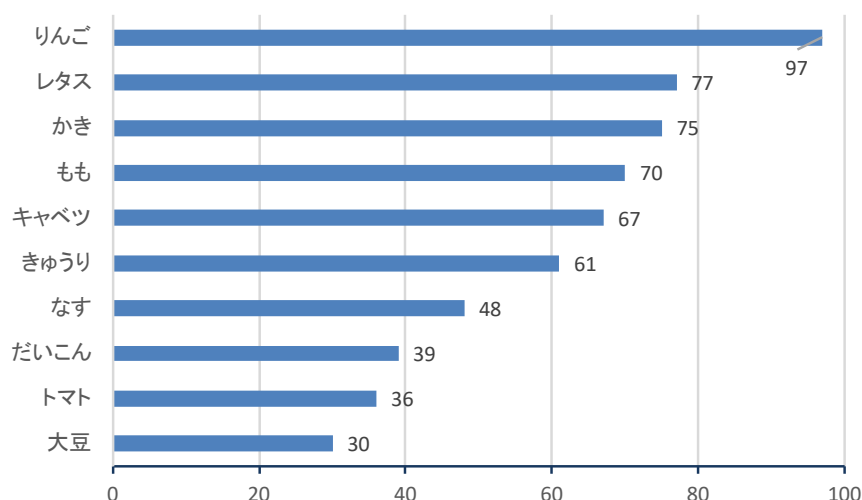
3. 事業内容とビジネスモデル

◆ 食料増産に不可欠な農薬

世界の人口増加（2020 年推計 77.9 億人、2050 年予想 97.3 億人、総務省統計局「世界の統計 2020」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 5 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 5】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。

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、参入障壁は高いといえる。

◆ 地域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 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、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 6】アグロ カネショウの営業体制



(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、病虫害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虫害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、病虫害防除暦の作成支援、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。

こうした地域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。

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。

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した。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、土壌の化学性や生物性分析などによる土壌診断を行うことである。具体的には、線虫密度、土壌病害密度等を分析する。このサービスもトライアングル作戦の一環である。

同社は土壌診断サービスを拡大するため、従業員の土壌医資格取得を促進しており、2021年2月末時点では土壌医（1級）は4名（2020年2月末時点3名）、土づくりマスター（2級）は35名（同39名）、土づくりアドバイザー（3級）は15名（同8名）、の資格合格者を擁している。土壌医資格とは、土壌医検定で得られるもので、土壌診断、施肥や作物育成の改善等の知識を持つ人材の育成を目的に、農林水産省等の後援のもと、一般財団法人日本土壌協会が実施している資格試験制度である。

こうした土壌分析を用いて、最終需要家である農家と共に、農産物栽培における問題解決をするためにカネショウファームを展開している。カネショウファームは同社が設置している実験農場で、栽培法、病虫害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。

最終需要家である農家と共に、農産物栽培における問題解決をするため、カネショウファームの全国展開を目指している。

2019 年 12 月末時点で、カネショウファーム山形（山形県）、カネショウファーム茨城（茨城県）、カネショウファーム愛知（愛知県）、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、2020 年 12 月期にはカネショウファームつがる（青森県）を設け、全国展開を目指している。

各ファームにおける具体的な取り組みとしては、

1. カネショウファーム茨城では「はくさい黄化病対策」
 2. カネショウファーム高松では「しょうが根茎腐敗病対策」
 3. カネショウファーム南九州では「加工用かんしょのつる割れ病対策」
 4. カネショウファーム山形では「枝豆ダイズシストセンチュウ対策」
 5. カネショウファーム愛知では「トマト青枯病対策」
 6. カネショウファームつがるでは「メロン急性^{いちょう}萎凋症状対策」
- の確立を目指している。

また、同社は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展開している。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

土壌分析・診断サービスに続き、国際認証取得支援サービスを開始。

割超を占めている。他に、カネマイト（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。

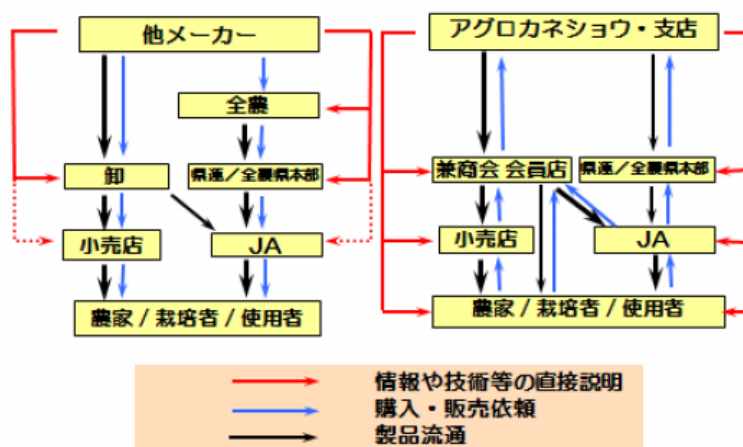
注9) 線虫剤

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剤

◆ 販売体制

国内向けの売上高構成比は 70.5%（2020/12 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 JA 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



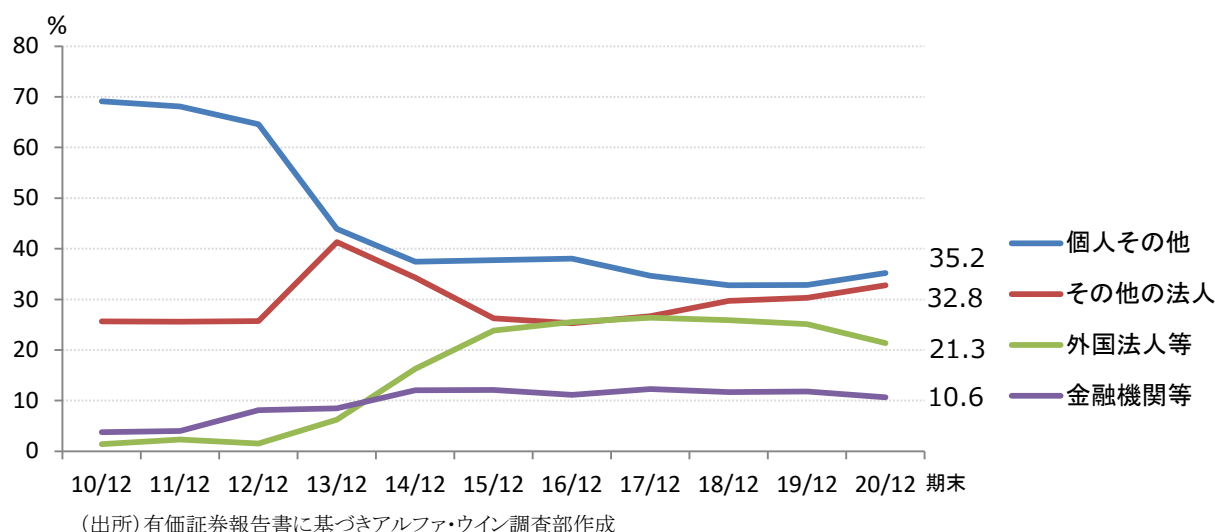
(出所) 決算説明会資料

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2020年12月末の株式所有者別比率(図表8)では、個人その他が35.2%と2019年12月末(32.8%)から上昇しトップを維持している。その他の法人は32.8%(2019年12月末30.3%)と上昇、外国法人等は21.3%(同25.1%)と減少し、順位は変わらなかった。

【図表8】株式所有者別状況



【図表9】上位株主の状況

(単位：千株、%)

	17年12月末	18年12月末	19年12月末	20年12月末	
	持株数	持株数	持株数	持株数	持株比率
株式会社麻生	999	1,455	1,672	2,074	16.66
GOLDMAN,SACHS & CO.REG	698	672	1,333	1,288	10.34
兼商産業株式会社	800	800	800	800	6.42
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	466	632	713	670	5.38
三井物産株式会社	482	482	482	482	3.87
MLI FOR CLIENT GENERAL OMNI NON COLLATERAL NON TREATY-PB	-	698	620	448	3.59
櫛引 博敬	399	399	401	401	3.22
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	-	-	272	371	2.98
アグロ カネショウ取引先持株会	-	291	301	312	2.51
株式会社みずほ銀行	500	500	500	250	2.00
THE BANK OF NEW YORK, NON-TREATY JASDEC ACCOUNT	1,008	742	-	-	-
HSBC BANK PLC A/C MARATHON FUSION JAPAN PARTNERSHIP LP	448	-	-	-	-
(自己株式)	735	735	707	957	7.14

(注) 1、2020年8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、ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社が2020年7月31日時点で762千株(5.69%)の株式を保有している旨が記載されているものの、同社として2020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。

2、2020年8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、株式会社ヴァレックス・パートナーズが2020年8月3日時点で804千株(6.00%)の株式を保有している旨が記載されているものの、同社として2020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

3、図表中の持株比率は、自己株式を除いて算出した数値、自己株式の比率は発行済み株式数に対する数値

(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 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。

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。

2019/12期を初年度とする中期事業計画の施策の一つとして健康経営を盛り込んでいる。健康診断の受診率向上や全事業所への血圧計設置、食事の改善やスポーツ振興等に取り組んでいることが評価され、2019年9月に健康保険組合連合会東京連合会の健康優良企業「銀の認定」を取得した。

健康経営推進により、健保より健康優良企業の「銀の認定」を得る。

同社は、埼玉県「多様な働き方実践企業認定制度」において、最上級であるプラチナ認定を取得している。この制度は、仕事と家庭の両立を支援するため、テレワークや短時間勤務など、多様な働き方を実践している企業等を県が認定するものである。同社の研究所が埼玉県にあるため認定の対象となり、同社が申請し認定基準9項目中8項目に該当しプラチナ認定を取得した。

◆ 企業統治（Governance）

同社は取締役会の指名・報酬等の決定に関する手続きの客観性等を確保し、コーポレート・ガバナンスを強化するため、2019 年 4 月に取締役会の任意の諮問機関として指名報酬委員会を設置した。加えて、取締役会の経営意思決定及び監督機能と業務執行機能を分離するため、執行役員制度を導入した。また、2021 年 3 月に監査等委員会設置会社となった。

同社の経営陣は取締役 6 名、うち監査等委員 1 名、社外取締役の監査等委員 2 名で構成されている。社外取締役の監査等委員のうち 1 名が弁護士である。取締役を兼務していない執行役員 5 名が各本部長に就任している。

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。加えて、内部通報制度も設けており、通常の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。

内部統制委員会も設立しており、会社法および金融商品取引法で要求される内部統制システムの整備・運用状況を継続的に確認及び評価し、内部統制水準の維持・改善に取り組んでいる。

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。

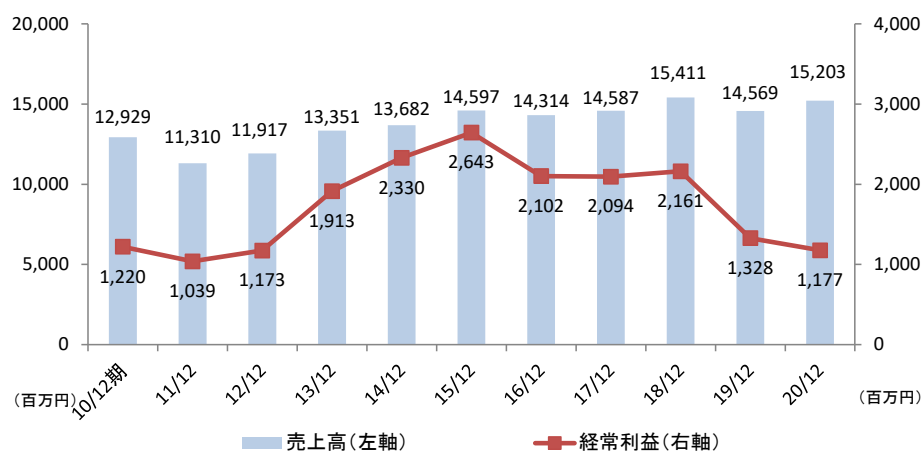
同社の新規開発剤は、1999年の害虫防除剤カネマイト、2010年の土壌消毒剤ネマキック、2020年の害虫防除剤ヨーバルが挙げられる。2020年3月上市のヨーバルは、低薬量で様々な害虫に高い効果があり、果樹・園芸場面で広く使えるよう幅広い対象作物の農薬登録を取得している。買収剤としては、2003年でドイツのBASF社から土壌消毒剤であるバスアミドとD-D、2014年では同じくBASF社から害虫防除剤ペイオフ、2018年には前述の害虫防除剤のダーズバンが加わった。ダーズバンについては、営業譲渡の受け皿として三井物産との合弁会社であるCHPを18年12月に設立、将来年商10億円規模を目指している。

◆ 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



(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った。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。2020/12 期については前述の通りである。

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。

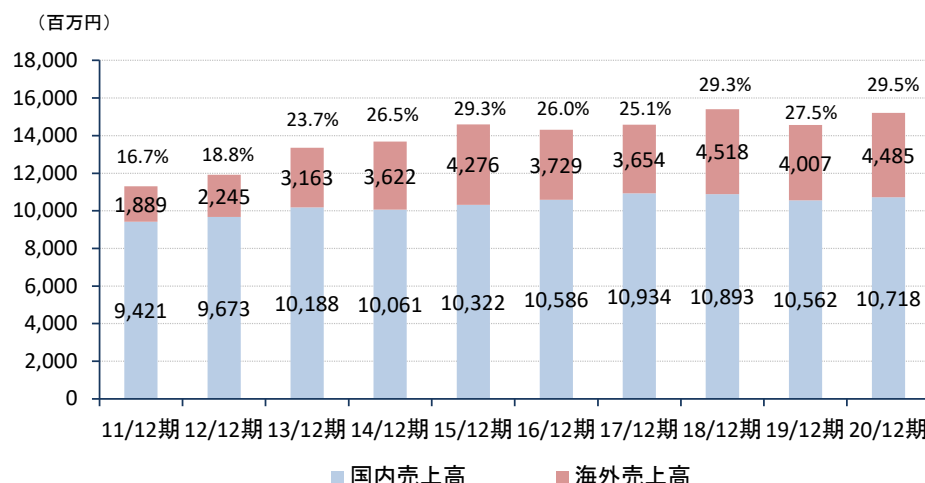
配当については、最終利益が赤字となった 2011/12 期においても安定配当の観点から 1 株当たり年 10 円と配当を維持、2015/12 期以降は年 22 円の安定配当が続いている

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、同社の求めていた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。その後同社は、2019 年 7 月 29 日に 2011 年 4 月 13 日以降の損害賠償請求訴訟を提起した。

◆ 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）。

【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

2016/12 期に海外売上高が減少したのは、米国向けの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 25.1%とピークであった 2015/12 期の 29.3%から 4.2%ポイント低下した。

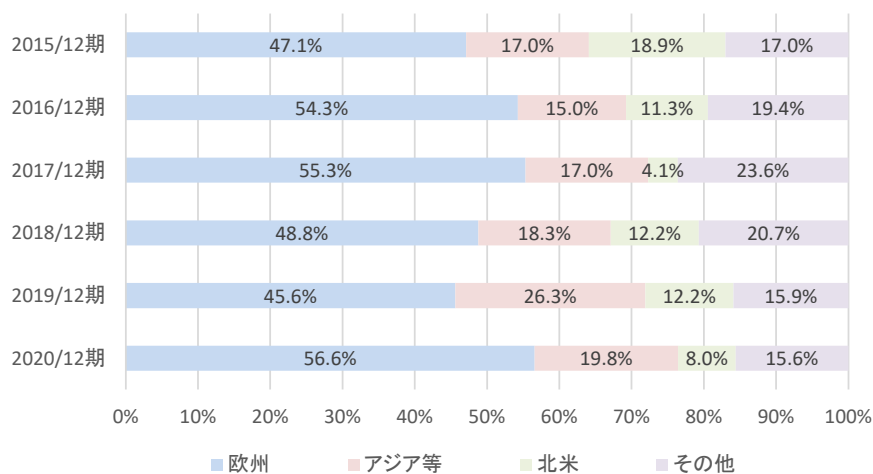
流通在庫調整の一巡で 2018 年 12 月期の海外売上高は過去最高水準を記録した。2019 年 12 月期の海外売上高は土壌消毒剤の不振を受けて減少したものの、2020 年 12 月期は害虫防除剤の好調で再拡大した。

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 13 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増減はカネマイトフロアブルの需要動向によるもの。アジア等地域向けは、中東向けの土壌消毒剤の好調によるものである。2020/12 期における欧州地域の構成比上昇は、スペインで 2018 年に登録となったカネマイトの増収によるものである。

【図表 13】海外における地域別売上高構成比



(出所) 決算説明会資料、ヒアリング等よりアルファ・ウイン調査部作成

7. 業界環境

◆ 市場規模と参入障壁

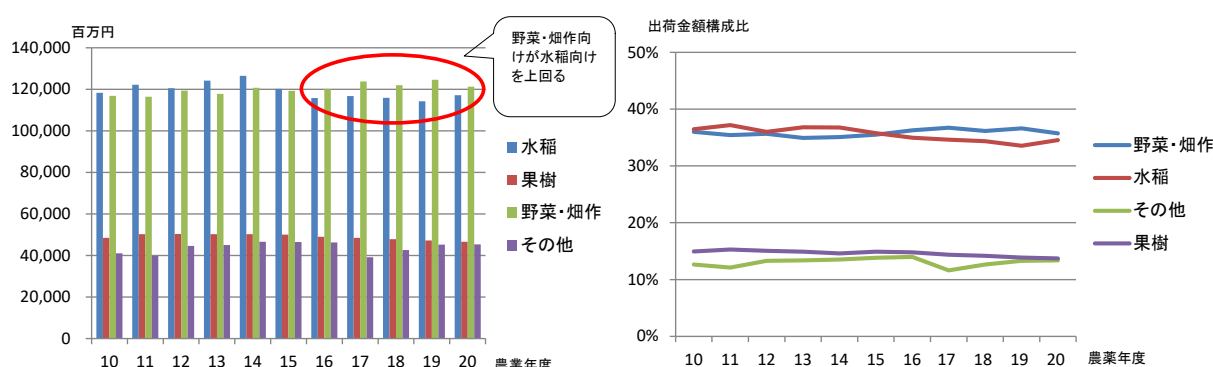
2019 年農業年度において、国内農業の用途別では、野菜・畑作向けが水稻向けを 4 年連続で上回る。

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、2020 農業年度では 3,391 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。2020 農業年度においては、野菜・畑作向けが水稻向けを 5 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)、OAT 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	OAT 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
	2020/12 期	2020/3 期	2020/12 期	2020/11 期	2020/10 期	2020/9 期注
売上高	15,203	12,387	20,288	39,641	107,280	64,715
営業利益	1,038	1,074	1,512	2,287	8,283	5,576
営業利益率	6.8%	8.7%	7.5%	5.8%	7.7%	8.6%
売上高	15,203	12,387	20,288	24,921	79,395	58,442
営業利益	1,038	1,074	1,512	-271	8,014	4,401
営業利益率	6.8%	8.7%	4.9%	-1.1%	10.1%	7.5%
農業関連						
国内売上	10,718	7,400	7,585	22,558	36,300	19,500
国内売上比率	70.5%	59.7%	37.4%	90.5%	46%	33.4%
海外売上	4,485	4,987	12,703	2,363	43,100	36,200
海外売上比率	29.5%	40.3%	62.6%	9.5%	54%	61.9%

(注) OAT アグリオの肥料・バイオスティミュラントも農業関連で計算、北興化学工業の国内及び海外売上比率は個別、北興化学工業、クミアイ化学工業、日本農薬の農業関連の売上高及び営業利益はセグメント会計、日本農薬の農業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、日本農薬は 9 月決算から 3 月決算となり損益計算書項目は 6 カ月決算の 2020/3 期と 2021/3 期上期決算の合算値を 2020/9 期と表記

(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	OAT 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
	直近決算期	20/12 期	20/3 期	20/12 期	20/11 期	20/10 期	21/3 期第 2 四半期注
規模	売上高	百万円 15,203	12,387	20,288	39,641	107,280	64,715
	経常利益	百万円 1,177	1,455	1,346	3,258	9,916	5,064
	総資産	百万円 28,977	14,350	22,848	48,201	154,857	97,016
収益性	自己資本利益率	% 2.6	19.0	12.9	8.5	6.9	4.8
	総資産経常利益率	% 4.0	10.4	4.6	7.1	6.7	5.3
	売上高営業利益率	% 6.8	8.7	7.5	5.8	7.7	8.6
成長性	売上高 (3 年平均成長率)	% 1.4	-0.3	12.8	-0.2	16.6	2.5
	経常利益 (同上)	% -17.5	3.4	-10.7	-2.7	0.0	12.1
	総資産 (同上)	% 3.0	1.5	33.6	6.0	3.6	3.0
安全性	自己資本比率	% 65.0	46.4	23.9	60.7	63.6	58.5
	流動比率	% 574.0	242.8	133.6	243.4	268.5	245.6
	固定長期適合率	% 32.7	40.5	83.3	48.2	55.5	42.3

(注) 日本農薬は 9 月決算から 3 月決算となり損益計算書項目は 6 カ月決算の 2020/3 期と 2021/3 期上期決算の合算値を 2020/9 期と表記

(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、クミアイ化学工業とOATアグリオの売上高の成長性が高い理由は、買収や合併効果によるものである。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安全性指標は健全な水準にあり、財務体質は優良である。他方、同社の収益性指標は低水準である。採算性の高い国内向け土壌消毒剤の低迷や新工場の立上げによる減価償却費負担、欧州地域での農薬の登録維持費用が近年嵩んでいるためである。

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、2019/12期において、のれんの償却費増や研究開発費増等固定費負担の大幅増で経常利益が大きく落ち込んだためである。

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 2025/12 期の売上高は 300 億円を目標としている。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。20/12 期の海外売上高構成比は 29.5%と 18/12 期における 29.3%を上回ったが、さらなる引き上げを目指しているようだ。

主力農薬の海外登録国は増加傾向にある。

カネマイトは、2020 年にペルー、イギリス、クロアチアの 3 カ国で新たに登録を取得、2020 年末では 45 カ国へと登録国数が増加した(図表 18)。特に 2018 年に登録となったスペインにおいては、上市セミナーを開催したこともあり好評で、欧州地域での増収に貢献している。現在、ブラジルやインド等 9 カ国で開発を進めている。また米国においては、カネマイトフロアブルと同じ有効成分ながら異なる製剤の開発を進めており、2021 年秋にカリフォルニア州での州登録取得を目指している。土壌消毒剤ネマキックは、2020 年までに 9 カ国での登録を取得し、ベトナムやアルジェリア等 3 カ国で開発を進めている。

【図表 18】アグロ カネショウの海外での登録・販売国数

薬 剤	登録・販売国数	開発中国数
土壌消毒剤		
バスアミド	44カ国	6カ国
D-D	3カ国	無し
ネマキック	9カ国	3カ国
害虫防除剤		
カネマイトフロアブル	46カ国	9カ国

(注)2020 年 12 月末時点

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングより
アルファ・ウイン調査部作成

【図表 19】アグロ カネショウの新規剤開発

剤	2020	2021	2022	2023	2024	2025～
A剤	商権獲得 → 上市					
B剤	導入	→	上市			
C剤	導入・申請	→	上市			
D剤	申請	→	上市			
E剤		申請	→		上市	

(出所) 決算説明資料

同社が進めている国内向けの新規剤開発は、図表 19 のように 5 剤が開示されている。全て自社開発ではなく買収によるものだが、国内申請は同社が行う。製品種類別では害虫防除剤、病害防除剤、除草剤等である。

研究開発力の強化としては、

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。新規剤については、基礎研究中の薬剤がいくつかあるものの実用試験に進むタイミングはまだ不明としている。また、環境変化への対応については、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。土壌診断サービスとグローバル GAP 認定取得サービスの現状は前述の通りである。

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、こ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。

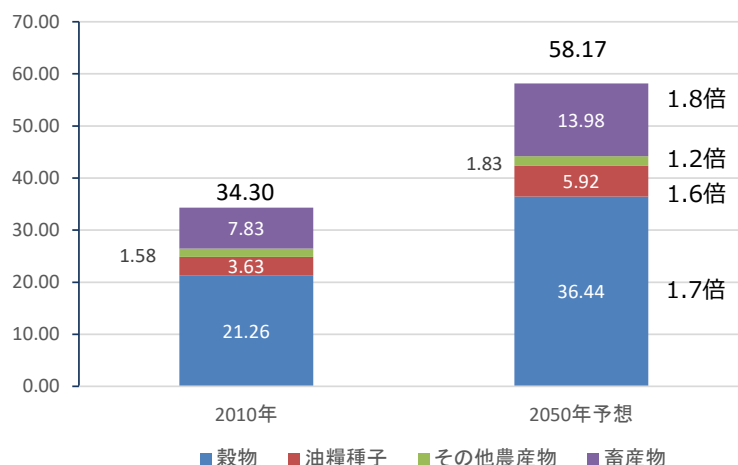
弱みを補足すると、自社生産比率が 5 割以下と低いが、一方でその比率上昇が収益性の改善につながる可能性がある。また、同社の今後の成長のけん引役である海外市場において、主力販売地域のなかで営業拠点が無い地域がある。営業拠点を設ければ、現地での潜在需要情報の収集により販売する剤の多様化、天候に即した販売方法の工夫等により需要の取込みが図られよう。

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、2010 年の 34.30 億トンから 2050 年には 58.17 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量の見通し (単位：億トン)



(出所) 農林水産省の「2050年における世界の食料需給見通し」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。その後、同社は、2019 年 7 月 29 日に、2011 年 4 月 13 日以降の損害賠償請求訴訟を提起した。

◆ 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

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。2020/12 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。

また、2020 年 8 月 13 日には 250,400 株 (380 百万円) の自社株買いを実施した。株主還元の強化、及び経営環境の変化に対応した機動的な資本政策の遂行を可能とするためである。

◆ 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。

株価は、2020 年 2 月 10 日の決算発表 (2019/12 期業績が営業大幅減益、2020/12 期の大幅営業減益予想) や新型コロナウイルス感染症の拡大を嫌気、2020 年 3 月 13 日には全体相場の急落 (日経平均株価安値 16,690.60 円は前日終値比 1,869.03 円安) もあって安値 892 円 (前日終値比 232 円安) まで調整した。

その後、コロナ禍による業績影響が少ない銘柄として、2020 年 4 月 8 日にはザラ場高値 1,771 円まで上昇したが、7 月には全体相場の軟調につれて調整した。2020 年 7 月 31 日公表の業績予想の減額修正が悪材料出尽くしにつながったことに、2020 年 8 月 11 日の自社株買い開示が加わり、株価はザラ場高値 1,850 円まで上昇した。第 3 四半期決算 (2020 年 11 月 9 日) 後は、株価は軟調傾向で、本決算公表 (2021 年 2 月 10 日) も新たな株価材料とはならなかった。

2020 年 2 月以降現在まで 1,600 円を軸とした株価の推移となっている。農薬を営む企業は、年単位で業績が評価されることから、全体相場に流されない投資姿勢が肝要かと思われる。

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。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。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。取材や客観的な事実に基づいて、極力、中立的な立場からレポートの記載に努めています。また、会社による予想や判断と弊社による予想及び判断を区分し、記載するようにしております。

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