

# ホリスティック企業レポート

## ダイショー

### 2816 東証二部

フォロー・レポート  
2013年7月5日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20130702

# ダイショー (2816 東証二部)

発行日:2013/7/5

「味・塩こしょう」「焼肉のたれ」「鍋スープ」など調合調味料に特化した食品メーカー  
スーパー惣菜部門向け伸長で増収となるが経費増を賄えず営業減益決算

## > 要旨

アナリスト:柴田 郁夫  
+81(0)3-6858-3216  
ishibata@stock-r.org

### ◆ 生鮮品売り場での店頭プロモーションに強み

- ・「味・塩こしょう」「焼肉のたれ」「鍋スープ」など、調合調味料に特化する食品メーカーである。
- ・スーパー等の生鮮部門における店頭プロモーションに強みを発揮している。今後はスーパーの惣菜部門向け強化で成長を目論む。

### ◆ 13年3月期決算は増収営業減益決算

- ・13/3 期決算は、売上高 17,177 百万円(前期比 1.0%増)、営業利益 1,111 百万円(同 12.4%減)、経常利益 1,132 百万円(同 11.6%減)、純利益 674 百万円(同 14.6%増)と増収ながら営業減益だった。
- ・スーパーの惣菜部門向けの売上高が伸長し、たれ類、粉末調味料類、ソース類等が増収に寄与するものの、新工場稼働による減価償却費負担の増加などを吸収できず営業減益に至った。

## > 投資判断

### ◆ 14年3月期も増収営業減益へ

- ・14/3 期について、会社は売上高 17,700 百万円(前期比 3.0%増)、営業利益 810 百万円(同 27.1%減)、経常利益 800 百万円(同 29.4%減)、純利益 440 百万円(同 34.8%減)と増収減益を見込んでいる。13/3 期と同様に好調なソース類が大きく増収に寄与する見込みだが、新工場の減価償却費が年度を通しての負担となるため。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、ソース類の増収見込みを控えめにしたこと、売上高 17,600 百万円(前期比 2.5%増)、営業利益 800 百万円(同 28.0%減)を予想している。

### ◆ 中期的な想定株価は 870 円~1,300 円

- ・当センター予想の 16/3 期 EPS 72.5 円に、妥当と思われる PER12 倍~18 倍を適用すると、同社の中期的な株価は 870 円~1,300 円と想定される。

### 【主要指標】

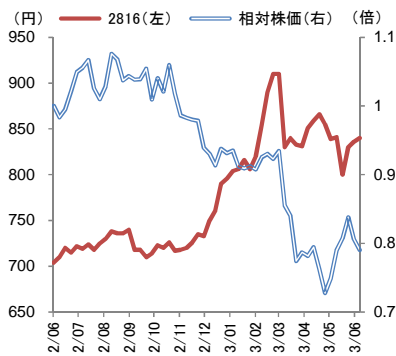
	2013/6/28
株価(円)	840
発行済株式数(株)	9,868,800
時価総額(百万円)	8,290

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	12.0	18.9	14.7
PBR(倍)	1.2	1.1	1.1
配当利回り(%)	1.9	1.9	1.9

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.1	-1.2	19.7
対TOPIX(%)	0.1	-9.8	-18.7

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/6/18

### 【2816 ダイショー 業種:食料品】

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)
2011/3	16,932	4.7	1,339	10.2	1,352	10.7	629	0.4	65.3	626.6	16.0
2012/3	17,089	0.9	1,243	-7.2	1,252	-7.3	588	-6.6	61.0	672.1	16.0
2013/3	17,177	—	1,111	—	1,132	—	674	—	69.9	726.8	16.0
2014/3 CE	17,700	3.0	810	-27.1	800	-29.4	440	-34.8	45.6	—	16.0
2014/3 E	17,600	2.5	800	-28.0	790	-30.2	430	-36.2	44.5	753.8	16.0
2015/3 E	18,000	2.3	1,000	25.0	1,000	26.6	550	27.9	57.0	794.7	16.0
2016/3 E	18,500	2.8	1,250	25.0	1,250	25.0	700	27.3	72.5	851.3	16.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、13/3期は連結決算から単体決算移行で前年同期比較なし

## フォロー・レポート

2/10

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。一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家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個人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にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

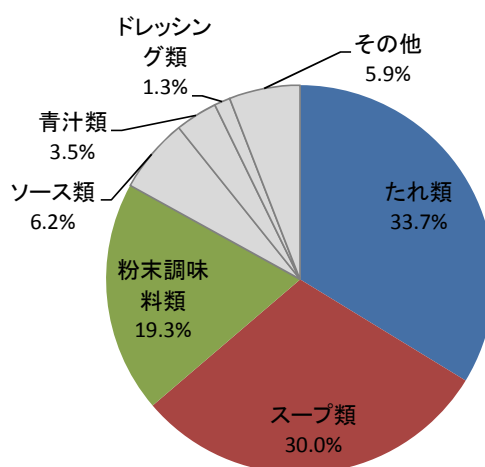
決算サマリー

> 事業内容

◆ 調合調味料に特化する食品メーカー

ダイショー（以下、同社）は、定番品である「味・塩こしょう」をはじめ、「焼肉のたれ」、「鍋スープ」など、調合調味料の製造販売を行う食品メーカーである。品目群で見ると、「たれ類」、「スープ類」、「粉末調味料類」で売上高の80%以上を占める。特に、市場の伸びが著しい鍋スープ市場でのシェアは約17%でトップを誇る。

【図表1】品目業種別売上高 (13/3期)



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

主要な取引先は、イオンやイトーヨーカドーに代表されるGMS（総合量販店）と全国各地の食品スーパーである。売上高に占める小売用と業務用の比率は凡そ7:3である。小売用はスーパーの生鮮部門を中心に日配部門向けにも供給している。業務用はスーパーの肉回りのバックヤードでの加工用その他、スーパーの惣菜部門向け開拓に注力している。本社を東京と福岡に構え、全国42カ所に販売拠点を有する。製造は、東日本の「関東工場」（茨城）、西日本の「福岡工場」、「福岡第2工場」の他、昨年10月に竣工した「九州工場」（福岡）の4工場で行っている。

◆ 生鮮品売り場での店頭プロモーションに強み

同社の特徴は、精肉、青果、鮮魚など生鮮品売り場における最終顧客への提案型営業にある。この点で、一部の競合先を除き、調味料類を専用棚に並べるだけの先とは一線を画している。同社の販売方法は、多額の広告宣伝費をかけて製品認知を高め、主に指名買いを狙うマーケティングではなく、消費者との接点となる売り場を重視し、素材の持ち味を活かしたメニュー提案による店頭プロモーションを展開している。これは、スーパーなどにとっても、生鮮品とともに並べられ

た同社製品が献立づくりのヒントになることで、最終顧客の購買意欲を喚起できるメリットがあり、そのメリットに対する評価が同社の生鮮品売り場におけるスーパーへの交渉力を高めていると考えられる。

◆ **㈱壺番屋とのコラボレーション**

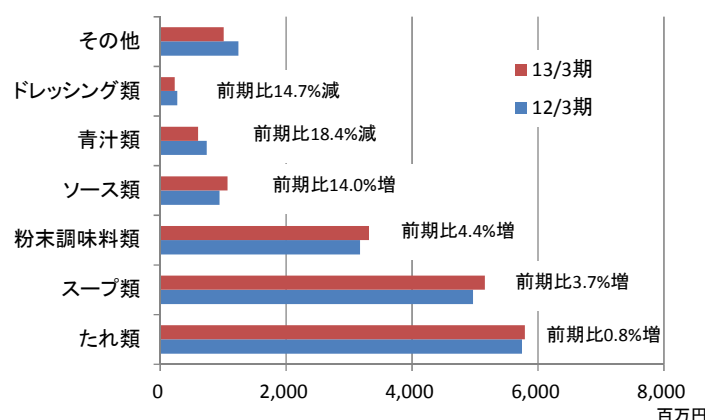
同社は、2010年10月より「カレーハウス CoCo 壺番屋」を展開する㈱壺番屋とのコラボレーションを開始した。有力な相手先ブランドを活用した製品を発売することで、売り場への提案力の強化、販路拡大、ブランド力向上などが狙い。「CoCo 壺番屋カレー鍋スープ」「CoCo 壺番屋チーズカレー鍋スープ」を皮切りに、現在までのところ6つの製品をコンスタントに発売しており、順調に成果をあげている模様だが、売上高など具体的な開示はない。

> **決算概要**

◆ **13年3月期決算は会社予想を上回る**

13/3期決算は、売上高17,177百万円(前期比1.0%増)、営業利益1,111百万円(同12.4%減)、経常利益1,132百万円(同11.6%減)、純利益674百万円(同14.6%増)と増収ながら営業減益となった(03/3期より単体決算へ移行したことから前期比増減率は単体ベース)。純利益は、関係会社の整理損を特別損失として計上した12/3期と比べて増益となった。品目別に見ると、たれ類が前期比0.8%増、粉末調味料類が同4.4%増、スープ類が同3.7%増と主力3品目群が堅調に推移した上に、ソース類が同14.0%増と好調だったことが増収に寄与した。チャンネル別(小売、業務用別)では、同社が今後の成長ドライバーとして注力するスーパーの惣菜部門向け(業務用)が大きく伸長し、それが、たれ類、粉末調味料類、ソース類等の伸びに繋がったと見られる。

【図表2】品目群別売上高



(注) 12/3期は連結決算だが、その他に含まれる外食事業が子会社売上高であり、その他を除く品目別では13/3期単体決算と同じ計上方法  
(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

利益面では、2012 昨年 10 月に竣工した九州工場の稼働開始による減価償却費の増加(12/3 期 391 百万円、13/3 期 458 百万円、うち九州工場分 180 百万円)や研究開発費の増加(製造原価に計上された研究開発費 12/3 期 172 百万円、13/3 期 203 百万円)により原価率が上昇し、惣菜部門開拓のための営業人員増員、各売り場での販促活動の強化等で販管費が増加したことなどから営業減益となった。

期初会社予想との対比では、売上高がマイナス 23 百万円(予想比 0.1%減)とほぼ予想通りだったが、営業利益ではマイナス 89 百万円(同 7.4%減)と予想を下回った。人件費や販促費の増加が期初予想以上であったことが主因のようだ。

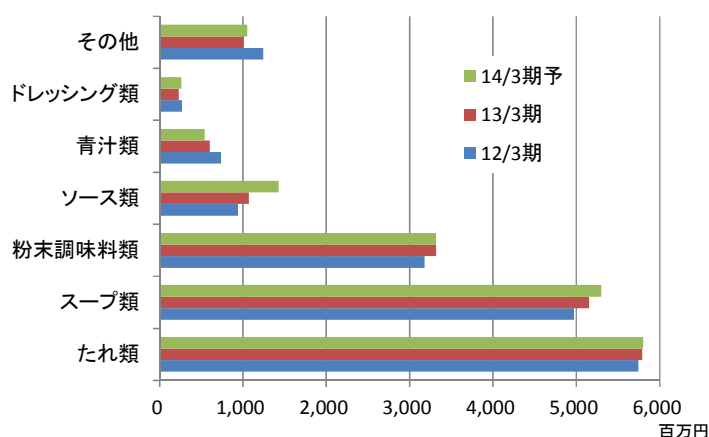
当センター予想との対比では、売上高がプラス 77 百万円(予想比 0.5%増)、営業利益ではマイナス 39 百万円(同 3.4%減)となった。売上高が予想比プラスとなったのは、横ばいを予想していたたれ類や粉末調味料類が惣菜部門向けに伸長したことと、市場の伸びに一服感のあったスープ類が下半期に想定以上に盛り返したことが主因である。一方、営業利益が予想比マイナスとなったのは、会社予想との差異同様、人件費や販促費の増加が想定以上であったことがあげられる。

> 業績見通し

◆ 14 年 3 月期会社予想

14/3 期について、会社は売上高 17,700 百万円(前期比 3.0%増)、営業利益 810 百万円(同 27.1%減)、経常利益 800 百万円(同 29.4%減)、純利益 440 百万円(同 34.8%減)を見込んでいる。

【図表 4】品目群別売上高



(注) 予想は会社予想

(出所) 決算短信及びダイショー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

品目別に売上高を見ると、たれ類、粉末調味料類がほぼ横ばいを見込む一方で、スープ類とソース類が伸長する見込みとなっている。スープ類では、定番の和風鍋スープを中心として市場の伸びに復調の兆しが見られること、ソース類では、製造設備導入で13年1月から内製化を開始したオイル系、乳化系が惣菜部門向けに好調であることに加え、13年8月から生産開始予定の具入り製品が上乘せ要因となることが主な増収要因となっている。さらに、同社が惣菜部門の開拓と並んで注力している即食製品(調理の手間を省いて、すぐに食べられる製品)については、足元好調な「スープはるさめ」(品目別ではその他に分類)が伸長する計画のようだ。

利益面については、九州工場が通年で稼働することによる減価償却費の増加(14/3期930百万円、うち九州工場分460百万円)や、原材料費の上昇、13/3期に続き惣菜部門の営業人員の増強等を行うことから営業減益となる見通しである。

◆ 14年3月期の当センター予想

当センターでは、売上高17,600百万円(前期比2.5%増)、営業利益800百万円(同28.0%減)、経常利益790百万円(同30.2%減)、純利益430百万円(同36.2%減)を予想する。会社予想よりも若干保守的としたのは、ソース類の伸びを会社予想に比べて控えめとし、新製品である具入り製品の売上高見通しを、当センターでは、8月以降の出荷動向を見定める必要から慎重な見積もりとしたため。

> 中期見通し

◆ 新たな中期経営計画

同社は16/3期を最終年度とする新たな中期経営計画を公表した。数値目標では16/3期において売上高を19,000百万円(年率成長率3.4%)、営業利益1,400百万円(同8.0%)、経常利益1,400百万円(同7.3%)、純利益800百万円(同5.9%)としている。品目別では、ソース類が大きく伸びるとともに、主力3品目も底堅く推移する見込みとしている。

【図表5】中期経営計画

百万円	13/3期 (実績)	14/3期 (会社計画)	15/3期 (会社計画)	16/3期 (会社計画)	年率成長率 (CAGR)
売上高	17,177	17,700	18,300	19,000	3.4%
伸び率	1.0%	3.0%	3.4%	3.8%	
営業利益	1,111	810	1,100	1,400	8.0%
利益率	6.5%	4.6%	6.0%	7.4%	
経常利益	1,132	800	1,100	1,400	7.3%
利益率	6.6%	4.5%	6.0%	7.4%	
純利益	674	440	600	800	5.9%
利益率	3.9%	2.5%	3.3%	4.2%	

(出所) ダイショー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

チャンネル別には、主力の生鮮部門向け（小売用）が売上高の伸び悩みを見込む一方、注力分野である惣菜部門向け（業務用）が成長を牽引する計画のようだ。加えて、小売用でも PB 商品への取り組みや、需要拡大が見込める即食製品の展開で売上高を確保していく方針である。

利益面では、業務用の推進や PB 商品の取り組みにより利幅が圧迫される懸念に加えて、営業人員の増強がコストアップ要因となるものの、増収効果による固定費吸収とともに、九州工場の本格稼働に伴う生産性向上や省エネ効果により営業利益率の改善を目論んでいる。

#### ◆ 当センターの中期見通し

当センターでは、13/3 期実績及び足元の状況等を踏まえ、前回レポート（12 年 11 月発行）の中期業績予想を修正するとともに、新たに 16/3 期の業績予想を策定した。惣菜部門向けについて足元好調であることが確認されたことや、市場の伸びに一服感のあった鍋スープに復調の兆しがあることから、中期的に売上高を増額修正し、利益面では想定外の営業人員の増強等がしばらく継続する見込みであることから減額修正した。

【図表 6】証券リサーチセンターの中期業績見通し

百万円	13/3期(実績)	14/3期予想	15/3期予想	16/3期予想	年率成長率
売上高	17,177	17,600	18,000	18,500	2.5%
伸び率	1.0%	2.5%	2.3%	2.8%	
営業利益	1,111	800	1,000	1,250	4.0%
利益率	6.5%	4.5%	5.6%	6.8%	
経常利益	1,132	790	1,000	1,250	3.4%
利益率	6.6%	4.5%	5.6%	6.8%	
当期利益	674	430	550	700	1.3%
利益率	3.9%	2.4%	3.1%	3.8%	

(出所) 証券リサーチセンター

当センターの中期業績予想は、今期業績予想と同様に同社の中期経営計画に比べれば保守的な水準となっている。当センターでは、同社の中期的な成長を牽引する惣菜部門向けの他、PB 商品への取り組みや即食製品の展開等について、会社予想よりも控えめな水準に留めたことが主な差異要因である。これらの取り組みはまだ仕掛けの段階であり、今後どのように成果に結びつけて行くのか、その進捗を見定めたい。

## 投資判断

### > 株主還元

#### ◆ 中期的にも年 16 円配当が継続する見通し

同社の配当政策は、業績の見通し、配当性向、内部留保の水準などを総合的に判断しながら、長期的な安定配当を基本としている。明確な数値基準等の開示はないが、年 16 円の安定配当を継続している。当センターの中期業績予想に基づけば、配当水準を変更するほどの材料は見当たらず、しばらくは現在の配当額が継続される可能性が高いと思われる。なお、自社株買いに関する方針については開示されていない。また、個人株主の増加とともに自社のファンづくりを目的として、自社製品による株主優待を実施している。

### > 株価バリュエーション

#### ◆ 現在の株価水準はフェアバリュー

同社の比較対象会社として、取り扱い品目や企業規模からエスビー食品とエバラ食品工業を選定した。比較対象会社の実績基準 PBR 及び今期予想基準 PER や配当利回りなどを考慮すると同社の株価はフェアバリューの範囲内と考えられる。

【図表 6】株価バリュエーション

銘柄 証券コード 決算期		ダイショー 2816 3月	エスビー食品 2805 3月	エバラ食品工業 2819 3月
予想PER	倍	18.9	12.2	18.2
実績PBR	倍	1.2	0.8	0.8
予想配当利回り		1.9%	1.9%	1.8%
株価	円	840	736	1,471
時価総額	百万円	8,290	25,676	18,238

(注) ダイショーの予想は証券リサーチセンター予想、他 2 社の予想は会社予想

(出所) 証券リサーチセンター作成

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 中期的な想定株価レンジは 870 円～1,300 円

比較対象会社の株価バリュエーションを考慮し、同社の適正な PER を 12 倍～18 倍と想定した。当センター予想の 16/3 期 EPS 72.5 円に基づく、中期的な適正株価水準は 870 円～1,300 円と想定される。



## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

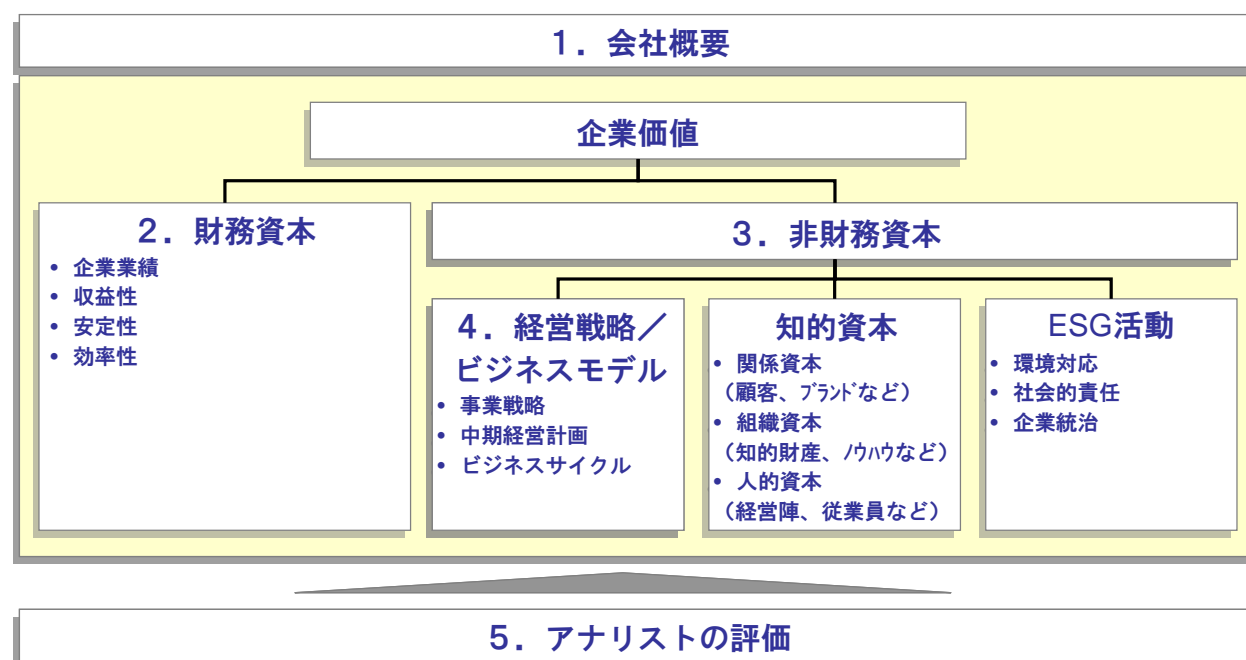
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家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個人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にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。