

「業務用の八百屋」の国内最大手

投資判断 (3/27)

デリカフーズ (3392・東証1部)

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	昨年来高値	昨年来安値	PER(予)
1,102円 (3/27)	100株	81.9億円 (3/27)	1,110円 (17/3/27)	858円 (16/2/12)	24.2倍 (3/27)

中期経営計画を評価、上場来高値も視野

■収益改善進み17年3月期上ブレの公算大

17年3月期3Q累計(16年4～12月)の連結業績は、売上高26,023百万円(前年同期比9.9%増)、営業利益420百万円(同28.9%減)の増収・減益。天候悪化が長引き野菜価格が高騰した他、6月に新規稼働した西東京FSセンター(コールドチェーン対応カット野菜工場、出荷センター、分析室を含む次世代型工場)での生産ライン追加投資、ならびに減価償却費増などが利益圧迫要因となった。

会社側は、2Q決算発表時に17年3月期連結業績予想の修正を発表。売上高33,500百万円(前期比6.1%増)を据え置いた一方、営業利益を期初予想の770百万円から535百万円(同21.7%減)に引き下げた。11月以降は天候が回復へと向かい野菜価格も持ち直した他、生産性改善活動が奏功したことなどにより収益性が改善。モーニングスター(MS)では、下期の収益改善傾向や修正計画に対する3Qまでの進捗率が超過ペースにあることを踏まえ、17年3月期連結は会社計画を小幅に上回ると想定する。

■中期経営計画、拠点拡大で成長

2月9日、会社側は20年3月期を最終年度とする3カ年の中期経営計画(中計)を発表。同20日に就任した大崎善保新社長の陣頭指揮の下、中計最終年度に売上高40,000百万円、経常利益1,100百万円、純利益680百万円、ROE(自己資本利益率)8.0%、配当20円を目指す。

MSでは会社中計を基に18年3月期連結業績を、売上高35,500百万円(MS予想前期比2.9%増)、営業利益780百万円(同38.1%増)と予想する。売上成長率見通しは小幅だが、利益面では西東京FSセンターの黒字化、外食産業の慢性的な人材難を追い風に高付加価値のカット野菜、真空加熱野菜への需要シフトが営業利益を押し上げるとみている。

また、東名阪の3事業子会社を17年秋に経営統合し、重複業務をスリム化する方針。受発注システムの一本化な



ど初期費用もあるが、下期には合理化効果が出始めると想定する。統合効果が本格化するのには19年3月期以降とみられる。

会社側では23年3月期を最終年度とする次の中計で売上高50,000百万円、経常利益1,400百万円を目指すとしており、今後新設予定のFSセンター1拠点、物流センター2拠点がさらなる成長を生む礎となる。同社は着実に売上規模を拡大させることでスケールメリットを高め、利益率改善につなげられる稀有な立ち位置にあると言えるだろう。

株価は、年明け1,000円を挟んだもみ合いを上げ、3Q決算、中計発表後は新経営体制への期待や、期末配当権利取りなどをにらんだ動きを強め、3月27日に昨年来高値1,110円を付けた。18年3月期からの5カ年の収益予想を基にDCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法で算出したMS想定株価レンジは1,300～1,600円。レンジ下限は会社中計の利益目標弱含みというサブシナリオに基づくが、利益計画達成の確度が高まれば15年1月8日に付けた上場来高値1,385円の上抜けも視野に入る。投資判断は新規「Overweight」とする。

(有村 孝浩)

業績動向 (3/27時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
15年3月期	実績	28,042	5.3	746	48.6	765	52.0	489	77.2	78.4
16年3月期	実績	31,573	12.6	683	▲8.4	708	▲7.5	400	▲18.1	54.7
17年3月期	会社予想	33,500	6.1	535	▲21.7	560	▲20.9	334	▲16.6	45.6
	MS予想	34,500	9.3	565	▲17.3	580	▲18.1	350	▲12.5	47.1
18年3月期	MS予想	35,500	2.9	780	38.1	800	37.9	500	42.9	67.2

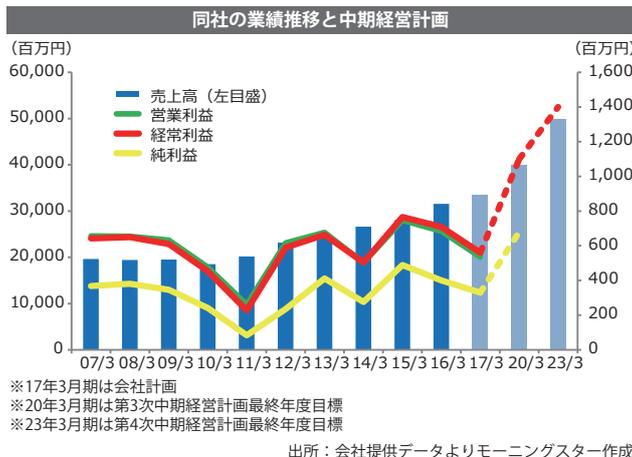
■ 会社概要

同社は2003年に設立した持ち株会社であり、外食産業向けカット野菜の製造・販売事業を目的とし1979年に名古屋デリカフーズがグループの前身。84年に東京デリカフーズを設立。関東地区におけるファミリーレストラン向け主体の営業・製造・物流体制を構築した。90年には大阪デリカフーズを設立。東名阪の3事業会社を核に、エリア対応式の全国配送網を整備した。この他、食のコンサルティング事業のデザイナーズフーズ、グループ内で受託・蓄積した野菜類等の栄養価データ分析業務を2018年3月期から受け継ぐメディカル青果物研究所を傘下に持ち、2014年にはグループ物流の内製化を図るためエフエスロジスティックスを設立した。17年秋、東名阪3事業会社を経営統合し「デリカフーズ」に商号変更し、社名を譲る形となる同社は「デリカフーズホールディングス」と改称する予定。

部門別売上構成比(16年3月期実績)は、ホール野菜52%、カット野菜36%、その他(野菜以外)12%。ただ、17年3月期から販売開始し好調な真空加熱野菜がカット野菜売上に寄与していることから、足元は利益率の高いカット野菜が40%に近づいている。

■ 事業環境と展望

同社推計による最新の国内外食・中食市場規模は、約30兆円。このうち野菜が2兆円を占める。市場経由で町の飲食店などに野菜が卸されるといった中小・零細事業者が主体とみられる中、同社は「業務用の八百屋」の最大手として、全国店舗展開を行う外食チェーンや中食大手に野菜を供給している。参入障壁は高くはないものの、全国契約産地などから仕入れる野菜調達力、24時間・365日体制でホール野菜・カット野菜等をチルド配送する供給力を兼ね備える同社に対抗する競合の動きはなく、価格競争が仕掛けられにくいことも強み。その強みを利して物流体制の強化を加速させる。同社は野菜を載せて複数の外食店舗に毎日配送するが、他の食材を同じ店舗に届ける「ついで需要」が今後増えることは確実で、この需要を取り込んでいく。



リスク要因

天候不順や自然災害により著しく野菜の収穫が減少する場合、仕入価格が高騰することなどにより、財務・業績が悪化する可能性がある。ただ、輸入野菜の仕入を顧客の同意の下に行う体制を持つことや、同時期に天候不順、自然災害の影響を受けなかった国内産地を複数持つなど、リスク分散した生産地取引でリスクの極小化にも力を入れている。

株主還元 (3/27時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
15年3月期	実績	0円	17円	17円
16年3月期	実績	0円	15円	15円
17年3月期	会社予想	0円	15円	15円

■ 株主優待

- 毎年9月末日の株主名簿に記載された100株以上所有する株主を対象(通常株主優待)
- ・100株以上500株未満：1,500円相当のこだわり野菜・果物の詰合せ、または1,500円分のジェフグルメカード
 - ・500株以上1,000株未満：3,000円相当のこだわり野菜・果物の詰合せ、または3,000円分のジェフグルメカード
 - ・1,000株以上：6,000円相当のこだわり野菜・果物の詰合せ、または6,000円分のジェフグルメカード

- 3年以上継続して1,000株以上を保有する株主を対象(長期保有優遇株主優待)
- ・通常優待に加え、高級米「命仁」2キログラムを贈呈

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (3/27時点)

	デリカフーズ (3392・東証1部)	久世 (2708・ジャスダック)	伊藤忠食品 (2692・東証1部)	
基本事項	株価	1,102円	1,022円	4,770円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	110,200円	102,200円	477,000円
	決算月	3月	8月	3月
株価指標	PER(予)	24.2倍	10.4倍	19.8倍
	PBR(実)	1.2倍	0.8倍	0.8倍
	配当利回り(予)	1.4%	1.2%	1.5%
成長性	売上高成長率(予)	6.1%	▲6.2%	▲3.5%
	営業利益成長率(予)	▲21.7%	10.5%	▲19.7%
	EPS成長率(予)	▲16.7%	▲21.8%	3.2%
収益性	売上高営業利益率(予)	1.6%	0.8%	0.5%
	自己資本当期純利益率(実)	6.0%	10.2%	4.0%
	総資産経常利益率(実)	4.2%	3.1%	2.2%
財務安定性	自己資本比率(実)	39.9%	26.0%	35.0%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	103.5%	56.7%	11.2%
	流動比率(実)	199.6%	119.3%	122.8%

ホール野菜・カット野菜等を外食チェーン中心に卸す事業領域で直接競合する上場企業はないが、食品卸としてビジネスモデルが近い久世(2708)、伊藤忠食品(2692)を比較企業として選定した。

■ 成長性

17年3月期は外食産業からの根強い需要を受け増収が見込まれる。一方、天候悪化による野菜の高騰や、生産ラインの追加投資や減価償却費負担が増加したことなどが影響し、営業利益はマイナス成長となる見通し。

比較企業では、久世が営業利益成長率で優位。16年3月期に営業黒字化し17年3月期も利益回復が進む見通し。他方、物流センター再編に伴う固定資産売却により最終増益を見込む伊藤忠食品がEPS成長率で優位となっている。

■ 収益性

営業利益率は1.6%も、競合との比較では高め。野菜価格の高騰など一過性要因を織り込んだ上での値だが、比較2社が1%を割る水準であることを踏まえれば、カット野菜、真空加熱野菜など付加価値商品を手掛けている同社に収益面でアドバンテージがあるといえよう。

ROE(自己資本当期純利益率)では6%と相対中位。一方、久世は純利益率は中位ながら、総資産回転率、財務レバレッジが高いことがROEの高さにつながっている。

■ 財務安定性

自己資本比率は39.9%と相対的に高い。比較企業内では有利子負債が最も多く、デット・エクイティ・レシオ(D/Eレシオ)も100%超となっているが、近年は売れ筋のカット野菜の生産能力を高める設備投資を借入中心に賄っていることからD/Eレシオが高めに出ているものとみられる。ただ、流動比率は199.6%と100%を大きく上回っており、財務面の不安は乏しい。

モーニングスター株式会社
プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 有村 孝浩
03-6229-0810 tarimura@morningstar.co.jp

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50 億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。