

# 五洋食品産業株式会社

(2230・TOKYO PRO Market)

発行日 2017年1月5日

## 冷凍ケーキと小さな幸せを届け、新たな成長局面を迎える

### 強みは企画開発力と量産化の仕組み、業務用を柱に小売にも注力

冷凍ケーキを主とする冷凍洋菓子(フローズンスイーツ)の製造販売会社。「作り立てのおいしさ」をいつでもどこでも再現する企画開発力と量産化の仕組みが強み。具体的には①味と価格を両立させる商品開発力、②大量生産でも高品質を実現する生産技術力、③企画・開発・生産・供給を一気通貫する短期対応力、④大ロットでも対応できる安定供給能力の4つの要素が挙げられる。他社には真似ができないこうした強みで競合との差別化を図り、顧客の要求コンセプトに適合する高品質な製品を開発、生産し業務用の大口需要に応えるといったビジネスモデルである。生協向けや外食産業(レストラン、カフェ、回転寿司など)を中心とするB to B向けを基幹事業とする。ただし、洋菓子とアイスクリーム双方の領域をコンセプトとする冷凍洋菓子は欧米では一般的であり、一般消費者市場の成長余地も大きいと見られることから、「これからのスイーツはストックできない!」との発想のもと、一般消費者(家庭)向け自社ブランドの「Sweets Stock!」を創設し、B to C(小売)ビジネスの育成強化にも注力する。

### 業務用が牽引し3期連続大幅増収、16/5期は営業過去最高益を更新

当社において注目されるのは売上高が3期連続で大幅増収となったことである。商品企画開発力や生産供給体制、高品質なサービスへの評価により、14/5期上期(6-11月)に業務用チャネルにおいて大手外食チェーンの全国店舗でメニューに当社製品が採用されたことなどを契機に、首都圏での営業体制強化も相俟って、大手外食チェーンとの取引が継続的に拡大し、主要業務用チャネルの売上高が大幅に増加したことによる。利益面は2010年の新社屋本社・工場への移転後、生産設備刷新や量産体制に向けての人員強化など費用先行から赤字が続いたが、業務用を中心とした売上規模の拡大、生産性向上などにより15/5期に黒字化した。続く16/5期には営業利益が過去最高となり、増資、減資により債務超過、繰越損失を解消した。

### 成長への転換期を迎え、攻めに向け工場を増築、17/5期は費用先行

16/5期までの第1次中期経営計画期間では、商品ブランド戦略見直しや販売チャネルの明確化が、顧客への最適な商品開発提供、採用増、拡販に繋がり業務用・宅配用の基幹ビジネスの強化が進んだ。今期からの第2次中期経営計画(17/5期から19/5期)では黒字企業となり攻めに向かう。新計画期間を「新たな成長への大きな転換期」と位置づけ、基幹ビジネスの一段の強化に加え、一般消費者向けビジネスや輸出にも注力し新たな成長を目指す。このため売上規模40億円を見据え本社工場の増築・改修を進めボトルネック解消を図るが、将来への費用先行から17/5期は減益を計画。冷凍洋菓子の文化や市場の拡がりとともに中期的に一段の成長が期待される。

### リサーチレポート

発行者:リーディング証券株式会社

執筆者:高田 悟、CMA

([株]ティー・アイ・ダヴリュ)

会社概要	概要
所在地	福岡県糸島市
代表者	舛田 圭良
設立年月	1975年5月
資本金	100百万円
上場日	2012年5月28日
URL	www.goyofoods.co.jp
業種	食品
従業員数	71名(72名)
主要指標 2017/1/4 現在	
直近株価	925円(12/29)
年初来高値	925円(9/1)
年初来安値	622円(1/5)
発行済株式数	1,717,172株
売買単位	100株
時価総額	1,588百万円
会社予想配当	0.0円
予想当期利益ベースEPS	43.31円
予想PER	21.46倍
実績BPS	156.79円
実績PBR	5.90倍

注1) 従業員数( )内は平均臨時雇用人数。

注2) EPS、PER、BPS、PBRは自己株式数除く発行済株式数ベース。

業績動向	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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	年度終値株価 円	
										高値	安値
2013/5 実績	1,187	-3.4	-141	na	-163	na	-154	na	-162.51	2,120	2,000
2014/5 実績	1,334	12.3	-7	na	-42	na	-37	na	-39.58	500	461
2015/5 実績	1,639	22.8	61	na	39	na	38	na	40.87	490	459
2016/5 実績	1,870	14.1	119	94.5	88	123.4	82	111.4	52.39	800	500
2017/5 会社予想	2,087	11.6	109	-8.1	75	-14.8	74	-9.4	43.31	-	-

注1) 2013年10月16日、1株→4株へ株式分割。14/5期は株式分割による権利落後の株価を記載。

## 会社概要

## 会社概要



おいしい冷凍ケーキと  
小さな幸せを届ける会社

## 会社沿革

## 大株主

2016年5月末	持株比率%
イノベーション・エンジン食品革新投資事業有限責任組合	38.31
舛田 圭良	17.65
FP成長支援A号投資事業有限責任組合	11.64
FPステップアップ支援投資事業有限責任組合	5.28
エイチシー5号投資事業組合	2.56
舛田 タズ子	1.60
上木戸 一仁	1.32
藤永 晋也	1.28
佐銀ベンチャーキャピタル投資事業有限責任組合第二号	1.25
ニシヤ商事株式会社	1.16

出所:16/5期有価証券報告書

## ■冷凍洋菓子の製造会社、食べたい時に食べたい味で食べてもらうが使命

- ・福岡県糸島市に本社を置く、冷凍洋菓子(フローズンスイーツ)の製造販売会社。
- ・長年の経験とノウハウによる巧みなレシピ、製造工程、冷凍技術のもと、ケーキを冷凍し、解凍後も、冷凍前の味、品質を維持する事ができる技術が強み。
- ・顧客が当社の冷凍ケーキを購入後、食べたい時に食べただけ解凍し、食べたい味(=作り手の伝えたい味)で食べてもらう、そうしたデザートの実業でもある小さな幸せをより多くの方に届けることを経営方針に掲げる。
- ・生協向け、外食産業(レストラン、カフェ、回転寿司など)向け中心に事業を拡大。
- ・フローズンケーキという新しい洋菓子の食べ方の提案により一般消費者市場開拓にも注力するとともに、北米、香港・マカオ、タイなど海外への輸出も手掛ける。
- ・15/5期に赤字から脱却し、黒字企業となったことで17/5期からの第2次中期経営計画では営業、生産力等の強化により一段の飛躍を図る。

## ■冷凍洋菓子に集中、危機を乗り越え、2012年に上場、海外展開も図る

1975年創業。ナチュラルチーズ加工業として設立され、ピザ向けチーズの製造などを行ってきたが、1980年に洋菓子製造に参入。1995年に洋菓子工場を新設。これを契機に従来、ピザを供給していたグリーンコープ(地元の生活協同組合連合会)にチーズケーキの納入を開始した。その後輸送の利便性(型崩れを防げる)からケーキを冷凍し納入するようになった。しかし、2000年11月に商品回収事故が発生する。冷凍ケーキにも関わらず商品にカビが発生、納入先のグリーンコープとの取引は停止となり、前代表の病倒、役員・従業員の大量離脱等により創業以来の経営危機を迎えた。

2001年8月に現舛田社長が代表取締役に就任し経営再建に奔走。舛田社長自ら営業活動を行うとともに、資金調達(増資)活動を展開する一方で、食品卸会社の支援を受け品質管理部を創設。2005年7月にはISO9001(2000)国際品質マネジメント規格を本社各部門にて取得した。2006年までにナチュラルチーズの加工およびピザ・クラスト製造から撤退し、同年、食品のフローズン化という時代背景もあり冷凍洋菓子事業へ事業を完全にシフトした。2008年、2013年に食のオリンピックと称される「モンドセレクション」で主力のバイクドケーキにて「金賞」を取得した。2010年2月には西九州自動車道に隣接する前原IC南工業団地内に総工費7.5億円でHACCP(食品の安全性を確保するための衛生管理システム)対応の新社屋本社・工場が完成。これをきっかけに「Sweets Stock!(これからのスイーツはストックできないと!)」プロジェクトによる新市場開拓に取り組み、大型総合スーパーや食品スーパーなど小売市場への供給も開始している。

2012年5月にはTOKYO AIM取引所(現東京証券取引所TOKYO PRO Market)に株式を上場。商品回収事故に加え、赤字・債務超過で数度に亘る存続危機に遭遇も、直接金融による資金調達により救われ、現在は業務用や宅配用を基幹事業に、小売、海外(北米、香港・マカオ、タイなど)市場開拓にも注力する。

## 事業概要

事業内容および  
ビジネスモデル

経営資源を

冷凍ケーキに  
集約冷凍のみに  
スコープし、  
廃棄が少ない  
エコスイーツを  
提供解凍後の味と  
品質にこだわり冷凍ケーキの  
利点を顧客基盤  
拡大や生産性  
向上につなげる

## ■冷凍洋菓子(フローズンスイーツ)の企画、開発、製造、販売に特化

創業期からのナチュラルチーズの加工及びピザ・クラスト製造は価格競争が激化したため 2006 年までに撤退し、一方で、冷凍技術進化に伴う市場での冷凍食品の浸透や時代背景を反映した食品のフローズン化の加速をにらみ、同年に冷凍洋菓子事業に事業を完全にシフトする。以降、取り扱う商品はほぼ冷凍ケーキのみとなり、冷凍洋菓子の企画、開発、製造、販売にビジネスモデルを転換集約する。

## ■当社冷凍洋菓子(フローズンスイーツ)の特徴(コンセプト)

当社は生産から流通までを一貫して“冷凍のみ”にスコープし、「必要な時に必要なだけ食べられる廃棄の少ないエコなスイーツ」をコンセプトとして下記特徴を有する製品の提供に努めている。

- ① 高品質(作り立ての味と品質を凍結[ギュッと閉じ込める])
- ② スリップ(目的のシーンまでタイムスリップ)
- ③ 利便性(必要な時に必要なだけ食することができる)
- ④ ストック(長期保存が可能であるため、廃棄が少ない)

## ■開発、製造のコンセプト「食べる時がゴールになるケーキ作り」

「製造された時がゴールでなくて、食べる時がゴールになるケーキを作ろう」とのひらめきから、何度もトライ&エラーを繰り返し、おいしいチーズケーキを模索したことが当社競争力の源泉と言える。当社独自の、1. 原材料の組み合わせ(レシピ)、2. 詳細な生産工程、3. 冷凍技術(マイナス 20~25 度のショック冷凍)、4. 長年の経験とノウハウという重要な4つの要素からなる「おいしさの方程式」により製造された冷凍ケーキは解凍後も解凍前と同じ味、品質を維持することができる。同方程式により生産された完成品は急速冷凍され、パッケージ化され、冷凍物流により店舗や家庭まで届けられる。食べる前に解凍することで、顧客はできたての味を楽しむことができる。これにより競合との差別化が図られている。

## ■長期保存、無駄解消、容易な在庫管理、大量生産が可能、などが利点

当社は 1. 家庭では、冷凍庫で長期保存が可能、2. 飲食店では、賞味期限による廃棄の無駄が解消できる、3. 小売店では安定した在庫管理が容易な冷凍食品として扱える、4. 海外へは、冷凍輸出を可能にし、現地で工場を建設した場合は一拠点で広範囲をカバーできる、など当社の技術により実現する冷凍ケーキの利点を顧客に訴求することにより、業務用、宅配用を中心に、小売用、輸出といった各販売チャネルで顧客基盤の拡大を図っている。また、ケーキ需要は季節性が強いが、冷凍ケーキには工場でクオリティ管理されたケーキを一括大量に生産し、保存、そして長距離輸送ができるといった製造販売上の利点がある。こうした長所を稼働平準化や生産性向上につなげ粗利益率の改善、収益向上に努めている。

事業概要

品質管理



本社工場



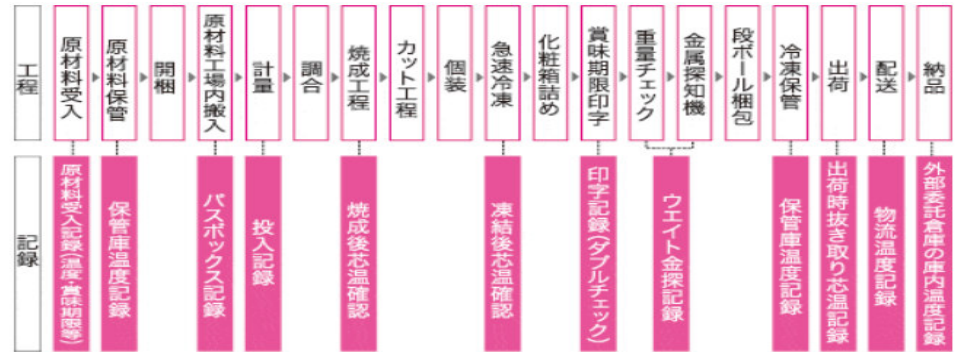
工場入口(サニタリー室)



充実した衛生管理

■HACCP 対応の生産拠点と一貫通貫した商品開発・生産体制

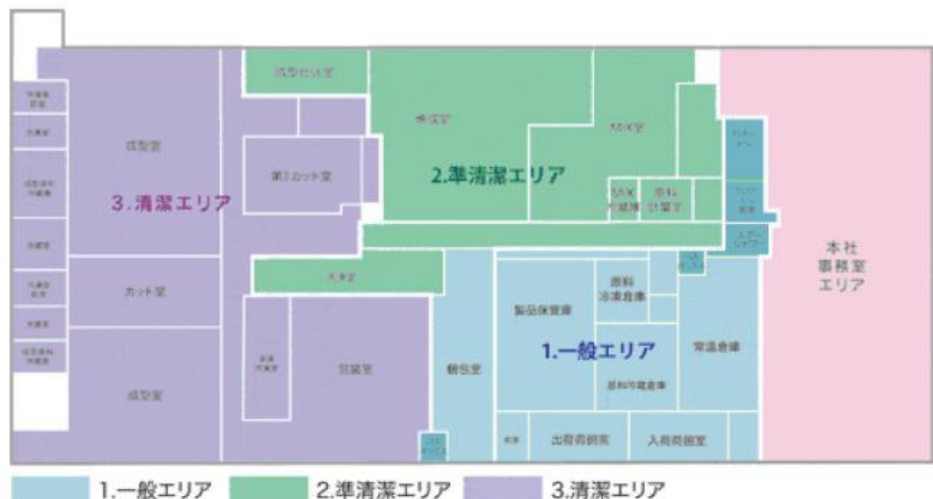
本社工場では HACCP の考え方を取り入れ、原料入荷から製造・加工・出荷・納品までの全行程において、起こりうる危害を事前に予測し、その流れを重点的に監視・記録することで、不良製品の出荷を防ぐという取り組みを一貫して行っている。



出所:会社公表資料より

■品質管理の徹底により顧客に安全、高品質な食を届けることを実現

工場内は、各製造工程ごとに安全を確保する導線計画が設けられ、計画に基づき、通路・出入り口や、原材料受け入れ・作業から出荷までのゾーニングが行われている。また、作業区域は HACCP に対応し、一般エリア、準清潔エリア、清潔エリアと呼ばれる 3 つの区域に分かれており、場内圧力の管理や工場内の配置に留意した床や作業従事者のユニフォームの色分けを行うなどにより、各エリア間の交差汚染の防止が図られている。さらには、“温湿度”空気防塵及び殺菌(カビ)“室内陽圧”の各制御による作業環境の構築などにより、細心の注意を払うことで品質管理の徹底が図られている。



出所:会社公表資料より

事業概要

商品ブランド

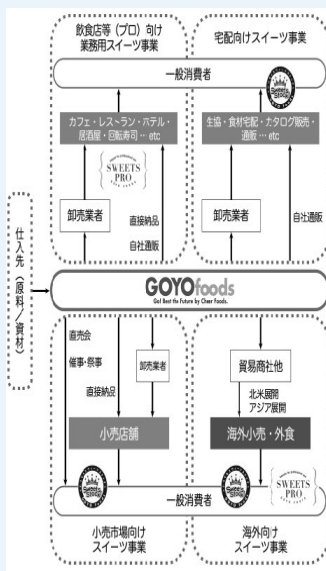
小売市場での冷凍洋菓子認知向上を目指し、「Sweets Stock!」を創設



ベイクドチーズケーキ

事業の柱

事業系統図



出所:16/5期有価証券報告書

収益構造

販売チャンネル別売上構成

	16/5期	13/5期
業務用	65.2%	50.8%
宅配用	30.5%	43.3%
小売用	1.4%	5.6%
輸出	2.9%	0.3%

出所:会社公開資料より作成

■業務用「SWEETS PRO」と小売用「Sweets Stock!」とにブランド分け

当社は、戦略的にB to B(業務用チャネル)向けの自社ブランド製品と、B to C(小売用チャネル)向けの自社ブランド製品とで、ブランド分けし事業を展開する。業務用自社ブランドとしては外食産業向けの用途で開発され、加工・調理面に配慮した「プロ向け仕様」の製品のコンセプトそのままに「SWEETS PRO」を創設し、一方、小売用自社ブランドとしては「Sweets Stock!」を創設している。

「Sweets Stocks!」は、冷凍の特徴を活かしておいしさそのままに「これからのスイーツはストックできないと!」という新たな発想により一般消費者向けに生まれたブランドである。業務用用途として広く普及してきた「フローズンスイーツ」は日本国内の一般消費者(家庭)にはまだ馴染みがないものの、冷凍冷蔵庫の普及率等インフラ自体が整っていることを踏まえれば、潜在需要は大きいと期待される。

■業務用、宅配用、小売用、輸出の4つの販売チャネル

当社には左図に示すとおり、①「飲食店等(プロ)向け業務用スイーツ事業(業務用チャネル)」、②「宅配向けスイーツ事業(宅配用チャネル)」、③「小売市場向けスイーツ事業(小売用チャネル)」、④「海外向けスイーツ事業(輸出チャネル)」の4つの販売チャネルがある。レストランや回転寿司など外食産業向けに、飲食店舗における使いやすさ、アレンジのしやすさ、大容量品、飲食店での冷凍庫スペースを考慮した「エコ化粧箱(実用新案を取得)」などをコンセプトにした「SWEETS PRO」ブランドで事業を展開する、業務用チャネルが売上の6割強を占める主力チャネルである。しかし、近年は一般消費者向けに「フローズンスイーツ」を普及させるため宅配用チャネルにおける一般ユーザー向け通販サイト内や小売用チャネルで「Sweet Stock!」ブランドでの事業展開を強力に推進する。また、輸出チャネルにおいては欧米では「フローズンスイーツ」が一般的な市場として存在し、アジア諸国では「スイーツ」が豊かさを象徴するアイテムとして注目されていることに加え、「メイド・イン・ジャパン」の品質、味、管理方法への評価も高いことから、商社、卸売業者を通じて北米、香港・マカオ、タイの消費者へ当社製品の提供を行っている。

■業務用6割強、宅配用3割、大手外食向け拡大から業務用の伸びが顕著

左表に示すとおり、16/5期は業務用チャネル65.2%、宅配用チャネル30.5%、小売用チャネル1.4%、輸出チャネル2.9%の売上構成。生協向けなどを中心とする宅配用売上が業務用優先などから横這いで推移する一方、首都圏での営業体制強化などによる大手外食チェーンとの継続的な取引拡大などにより13/5期から業務用の売上比重が高まっている。また、海外展開推進からまだ小規模だが輸出が比重を高めている。なお、顧客別では(株)ゼンショーホールディングスや三菱食品(株)などの大口取引先向けの売上高が全体の約5割に及ぶ。さらには、業務用の比重増が売上平準化に寄与してきたとはいえ、宅配用の季節性が大きく、3Q(12-2月)の12月が最需要期となるため、売上高は下期(12-5月)に偏る傾向がある。

## 事業環境・業績分析

## 市場動向

冷凍洋菓子は欧米では一般的であり市場拡大余地は大きい

## 業績動向

16/5期は主要業務用チャネルが牽引し大幅増収大幅増益、営業過去最高益を更新

17/5期は大幅増収減益を計画、本社工場の能力拡大に伴い費用が先行

## 中期経営計画

前中計で赤字体質から脱却し、新中計は新たな成長への大きな転換期と位置づける

売上規模 40 億円を見据えた本社工場の増改築によりボトルネックを解消

## リスクおよび課題

## ■冷凍洋菓子市場は 800 億円程度、需要は景気や天候の影響を受ける

国内の和・洋菓子・デザート類およびアイス類の市場規模は国内シンクタンクの調査によれば2兆円強と言われる。当社の手掛ける冷凍ケーキ(フローズンケーキ)はこの洋菓子、アイス双方の領域をコンセプトとするカテゴリーに位置するが、市場規模は当社推定で800億円程度と見られる。需要は景気や天候などの影響が大きい。また、とくに夏場はアイスクリームと競合関係にあり、天候によるアイスクリームの需要動向の影響を受ける。国内ではまだ馴染みがないが欧米で冷凍洋菓子が一般的な市場として存在することから市場拡大余地は大きいと見られる。

## ■2016/5期業績

16/5期は前期比 14.1%増収、営業利益が同 94.5%増となった。顧客コンセプトに合致する商品開発や首都圏の営業体制強化などが奏功し、大手外食チェーンとの取引が継続拡大し、主要業務用チャネルが同 24.2%増収となったことにより大幅増収。利益面は増産体制へのシフトおよび生産規模拡大による単位当たりの間接固定費の減少や生産性改善などを通じて原価率が前期の 72.7%から 71.0%へ改善したことなどから大幅増益となり、営業利益は過去最高益を更新。

## ■2017/5期業績予想

17/5期は前期比 11.6%増収、同 8.1%営業減益を計画。大手外食チェーンを中心とした新規販売先拡大やアジアおよび北米への輸出拡大などにより大幅増収を見込む。利益面は本社工場の増築・改修工事実施による費用先行から減益を想定。スタートの1Q(6-8月)は前年同期比 14.0%減収、5百万円の営業赤字(前年同期は 13百万円の営業黒字)となった。例年、需要が最も落ちる時期であり懸念は低い、悪天候などにより前年ほど需要が伸びなかったことによる。

## ■基幹ビジネスに加え、海外、一般消費者向けビジネスを一段と強化する

14/5期から16/5期までの第1次中期経営計画では商品ブランド戦略の見直しや販売チャネル明確化を実施。これにより、顧客への最適な商品開発による当社製品採用増により業務用・宅配の基幹ビジネスの強化が進んだ。加えて、工場設備刷新による品質及び生産性の向上により最終年度に営業利益は過去最高となり、繰越損失と債務超過を解消した。第2次中期経営計画(17/5期から19/5期)は既存基幹ビジネスの一段の強化に加え、海外ビジネスおよび自社ブランド「Sweet Stock!」によるプロモーション展開などにより一般消費者向けビジネスの拡大を図り新たな成長を目指す。そのため売上高40億円を見据え、本社工場の増築・改修(2017年3月完成予定)を行い供給力不足などのボトルネック解消を図る。

## ■生産の一極集中、大口顧客への依存、人財の安定確保などがリスク要因

生産の一極に集中や業務用を中心に大口顧客の売上比重が大きいことなどがリスク要因と言えよう。一般消費者市場開拓に加えて、正社員化を進めているとはいえ良質な人財の安定的な確保などが企業成長に応じ一層重要になろう。

## ディスクレーマー

本レポートは、リーディング証券株式会社(以下、発行者)が、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ(以下、執筆者)に作成を委託し、発行するレポートです。

- 発行者は、東京証券取引所の定める「特定上場有価証券に関する有価証券上場規程の特例」に基づき、対象企業と担当J-Adviser 契約を締結しております。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの執筆者と対象企業との間に重大な利益相反関係はありません。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。最終判断は投資家ご自身の責任においてなされなければなりません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

発行者：リーディング証券株式会社

住所：東京都中央区新川 1-8-8 アクロス新川ビル 5階(〒104-0033)

TEL：03-4570-2119(代) URL：<http://leading-sec.com>

執筆者：株式会社ティー・アイ・ダヴリュ

住所：東京都千代田区九段南 1-5-6 りそな九段ビル 5階 KSフロア(〒102-0074)

TEL：03-3546-8721(代) URL：<http://tiw.jp>