

ホリスティック企業レポート ホクリヨウ

1384 東証一部

アップデート・レポート
2016年5月13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 20160510

ホクリヨウ(1384 東証一部)

発行日:2016/5/13

北海道で約50%のシェアを占める鶏卵業界の雄
円高による飼料価格の低下で16年8月期の利益予想が大幅増額修正に

> 要旨

◆ 会社概要

- ・ホクリヨウ(以下、同社)は、北海道最大の鶏卵会社で、北海道内シェアは約50%を占めている。買収した他の農場の設備を更新するという手法で生産量の増加と生産性と品質の向上を同時に実現し、成長してきた。
- ・14年には岩手の農場を買収し、本州への進出を果たした。

◆ 16年8月期第2四半期累計決算

- ・16/8期第2四半期累計期間決算は、売上高7,997百万円(前年同期比5.3%増)、営業利益992百万円(同102.8%増)となり、期初の会社計画(売上高7,882百万円、営業利益781百万円)を上回った。
- ・高卵価傾向が続いたほか、円高による飼料価格の低下を受けて売上総利益率が改善し、利益の大幅超過達成につながった。

◆ 16年8月期業績予想

- ・16/8期業績について、同社は売上高15,555百万円(前期比0.2%減)、営業利益1,360百万円(同31.3%増)へ予想を引き上げた。
- ・証券リサーチセンターでは、16/8期の業績予想を、売上高16,001百万円(前回16,350百万円)、営業利益1,450百万円(同1,038百万円)へと修正した。期初想定の為替水準よりも円高が進行し飼料価格が低下したことによる売上総利益率の想定以上の上昇を織り込み、利益予想を引き上げた。

◆ 今後の注目点

- ・17/8期以降は、売上高は年3~4%の増収を予想する。卵価の若干の低下を見込むものの、販売量の回復が牽引する展開を想定している。また、飼料価格は現在の水準で推移するものとした。その結果、18/8期まで8%台の営業利益率が維持されるものと予想する。
- ・中長期的な成長を見る上で、北海道以外への初めての進出先となった岩手の子会社でのこ入れの進捗に引き続き注目したい。

【1384 ホクリヨウ 業種：水産・農林業】

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)
2014/8	13,239	—	352	—	413	—	54	—	9.4	676.4	6.7
2015/8	15,591	17.8	1,036	193.6	1,067	157.9	667	1,135.2	100.1	712.4	12.0
2016/8 CE	15,555	-0.2	1,360	31.3	1,426	33.6	890	33.4	119.4	—	14.0
2016/8 E	16,001	2.6	1,450	40.0	1,498	40.4	935	40.2	125.4	786.5	14.0
2017/8 E	16,721	4.5	1,470	1.4	1,523	1.7	967	3.4	129.6	898.6	14.0
2018/8 E	17,259	3.2	1,512	2.9	1,570	3.1	997	3.1	133.7	1,015.0	14.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、15年2月の上場時に1,630,000株の第三者割当増資を実施(オーバーアロットメント分の330,000株を含む) 14年11月12日に1:3の株式分割を実施 2014/8のEPS、BPS、配当金は分割後の株式数で遡及修正

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

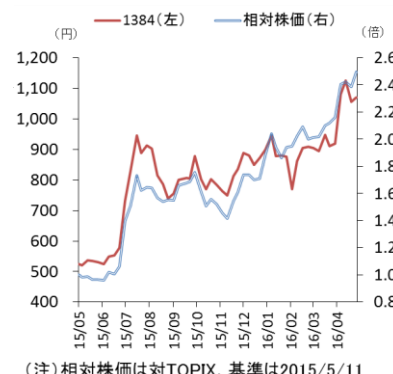
	2016/5/6
株価(円)	1,070
発行済株式数(株)	7,459,000
時価総額(百万円)	7,981

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	10.7	8.5	8.3
PBR(倍)	1.5	1.4	1.2
配当利回り(%)	1.1	1.3	1.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	1.3	22.3	100.4
対TOPIX(%)	4.6	22.2	158.3

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/18

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ず、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。

> 事業内容

◆ 北海道最大の鶏卵会社

ホクリヨウ (以下、同社) は、北海道最大の鶏卵会社で、北海道内では採卵鶏飼養羽数ベースで約 50%のシェアを握る。約 50 年前に自前の農場を建設して養鶏事業に参入後、畜産事業を手がけてきたが、現在は鶏卵の生産に特化している。その過程で、他の農場の施設を買収して規模を拡大してきた。

14 年には岩手の第一ポトリーフームの買収により、本州への進出を果たした。

◆ 高いシェアを支える 3 つの競争力の源泉

同社の強みは、雛育成から販売までのビジネスプロセスを一貫して自社で行っていることと、大規模経営であるために積極的な設備投資が継続されていることの 2 点に集約される。その結果、(1) 安全・品質管理の徹底、(2)設備のスクラップ&ビルド、(3) 直接販売による顧客接点の確保という 3 つの競争力の源泉が得られている。詳細は後述する。

◆ 鶏卵事業が営業利益の大半を稼ぎ出す

同社の事業セグメントは鶏卵事業と食品事業に分かれている (図表 1)。高いシェアを有する鶏卵事業が売上高の 86.2% (16/8 期上期) を占め、営業利益の大半を稼ぎ出している。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益

(単位: 百万円)

セグメント	売上高						営業利益						
	14/8期	15/8期	16/8期	前期比		14/8期	15/8期	16/8期	前期比		営業利益率		
			上期	15/8期	16/8期上期			上期	15/8期	16/8期上期	15/8期	16/8期上期	
報告セグメント	鶏卵事業	11,304	13,472	6,894	19.2%	5.1%	715	1,475	1,160	106.2%	77.9%	10.9%	16.8%
	食品事業	1,934	2,118	1,102	9.6%	6.6%	38	97	43	154.2%	-4.0%	4.6%	3.9%
	その他	1	0	0	-	3.1%	0	0	0	-	-3.6%	-	-
	全社費用	-	-	-	-	-	-401	-536	-210	-	-	-	-
	合計	13,239	15,591	7,997	17.8%	5.3%	352	1,036	992	193.6%	102.8%	6.6%	12.4%

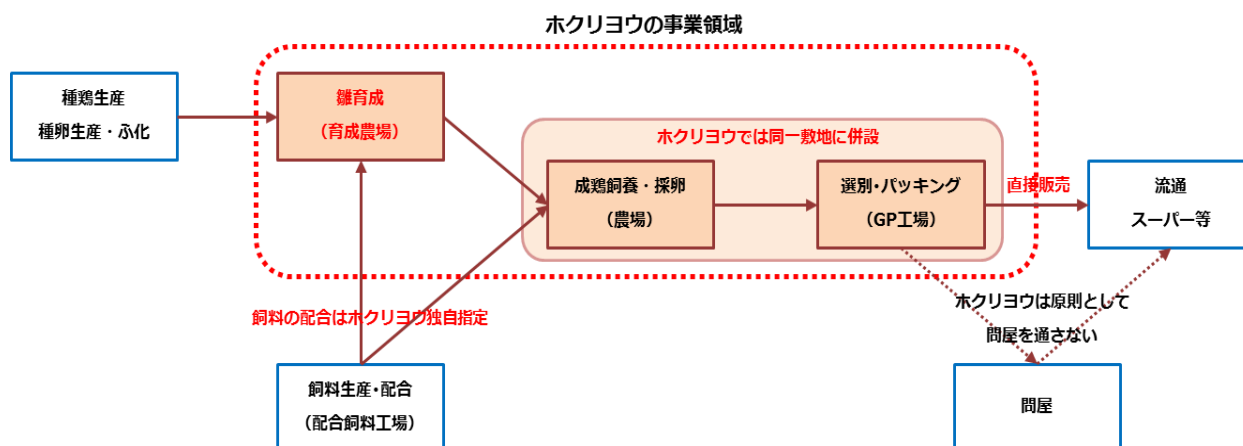
(出所) ホクリヨウ有価証券報告書および決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 雛の育成から販売までを自社で手がける

鶏卵業界において、鶏卵が販売されるプロセスは図表 2 の通りとなる。同社は北海道において、雛の育成から小売業者への製品販売までを自社で一貫して手がけている。

【 図表 2 】 鶏卵事業のプロセスとホクリヨウの事業領域



(注) ホクリヨウの特徴は赤字で記載

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書、会社ヒアリング、日本卵業協会資料より証券リサーチセンター作成、

鶏卵生産者の多くは、雛育成、成鶏飼養・採卵、選別・パッキングの3つのプロセスのうち、成鶏飼養・採卵のみを行う。めす鶏はふ化後約145日(145日齢)から産卵を始めるが、鶏卵生産者の多くは、約120日齢ほど育った大雛を外部より仕入れ、採卵した卵は、農協等のGP^{注1}センターの機能を持つところへ出荷し、自社で選別やパッキングを行わない。当然、販売も行わないので、流通との接点もない。

注1) GP

GPはGrading and Packing (選別と包装)の略。

GPを行う施設のことを同社ではGP工場と呼ぶが、業界他社ではGPセンターと呼ぶところもある。

GP工場で鶏卵は、洗浄、検査、大きさ等による選別の工程を経て、包装され、製品化される。

一方、同社の場合は雛育成から自社で行い、農場での成鶏の飼養・採卵、自前のGP工場での選別やパッキングを経て、製品を流通やスーパーへ直接販売する(問屋を通さない)。

なお、種鶏生産と雛のふ化、飼料生産・配合の設備は持たず、外部からの調達としている。あくまで、雛育成、成鶏、GP、販売に経営資源を集中させている。ただし、飼料そのものの生産は行わないが、飼料の配合は同社が独自に指定するものであり、商品開発上の差別化要因につながっている。

◆ 現在の自社農場・生産拠点の多くは買収により取得

養鶏事業に関して、同社は現在、北海道に、雛育成の3農場(うち早来農場は雛育成専門)、成鶏の6農場と、5カ所のGP工場を所有している。GP工場はすべて成鶏農場との併設である。また、14年に買収した第一ポーターリーファームは、岩手県に、2カ所(盛岡、はまなす)の成鶏農場およびGP工場を所有する(図表3)。

【 図表 3 】 ホクリヨウの鶏卵事業の農場・生産拠点

農場・生産拠点	機能			GP工場建築	設立・取得の経緯	
	雛育成	成鶏	GP			
本社	札幌農場・GP工場	✓	✓	✓	00年新築	64年設立
	登別農場・GP工場		✓	✓	05年新築	80年登別養鶏より設備取得
	北見農場・GP工場		✓	✓	87年新築 01年増改築	81年東養鶏より設備取得
	十勝農場・帯広GP工場		✓	✓	02年新築	86年養鶏場諫山飼料店より設備取得
	千歳農場・GP工場	✓	✓	✓	11年新築	09年設立 10~11年白樺ファームより設備取得
	道南農場		✓		-	09年千軒農場より設備取得
	早来農場	✓			-	87年設立
第一ポートリー ファーム	盛岡農場・GP工場		✓	✓	-	14年日本配合飼料より 第一ポートリーファームの全株式を取得
	はまなす農場・GP工場		✓	✓	-	同上

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書および会社案内より証券リサーチセンター作成

64年の札幌農場と87年の早来農場は自前で設立したが、それ以外は他社の設備を買収してきた。自社農場・GP工場の改装で、自動化・省力化を進め、買収によって取得した農場にも同様の設備更新を行うことで、規模拡大と生産性向上を続けてきた。

注2) ウインドレス鶏舎

文字通り窓がない鶏舎。窓をつくらないことで、人工的に鶏に最も適した環境を作り出すことができる。その結果、外気の変化による影響を最低限に抑えて鶏へのストレスを下げることができるほか、病原菌をもたらす鳥獣の侵入を防ぐことができる。

◆ 農場・GP工場の様子

同社の農場にある鶏舎は、世界で主流となっている窓がないウインドレス鶏舎^{注2}となっている。光線や空調の管理がしやすく、外気の変化の影響を受けない環境をつくるとともに、病原菌等を運ぶ鳥獣の侵入を防ぐことができる。

鶏舎内の採卵、給餌、給水、除糞といった作業はコンベアー等により自動化されている。また、各農場における鶏舎の配置にも工夫がなされ、鶏舎で集められた原卵は、同じ敷地内にあるGP工場にコンベアーで自動搬送される(インライン方式)。

GP工場での洗浄、殺菌、検卵、重量選別からパッキングまで、一部人の手を介する部分があるが、ほぼ全自動化されたラインで行われる。採卵されたほぼ全量が当日中に製品化される。

パッキングされた鶏卵はGP工場から流通業者やスーパー等の小売店舗に直接配送される。

◆ 一貫体制と大規模経営が支える鶏卵事業の競争力の源泉

雛育成から販売までのビジネスプロセスを一貫して自社で行っていることと、大規模経営であるために積極的な設備投資が継続されていることによって、(1) 安全・品質管理の徹底、(2)設備のスクラップ&ビルド、(3) 直接販売による顧客接点の確保という 3 つの競争力の源泉が得られている。

◆ 鶏卵事業の競争力の源泉 1～安全・品質管理の徹底

防疫体制の構築に資金を投下し続けることで、高品質の鶏卵の安定供給を求める流通業者の信頼を得ることにつながっている。一貫体制と大規模経営によって実現されている、食品安全の確保や偽装防止のための取り組みとして、以下の点があげられる。

- ・ 初生雛（ふ化したばかりの鶏の雛）の段階から自社にて育成
- ・ 全雛へのサルモネラワクチンの接種
- ・ 鳥インフルエンザ等を防備するウインドレス鶏舎
- ・ 植物性飼料の使用（同社独自配合）
- ・ GP 工場での認証取得（ISO22000^{注3}または FSSC22000^{注4}）
- ・ 農場の鶏舎の HACCP^{注5}の認証取得
- ・ 卵殻印字によるトレーサビリティ

注3) ISO22000

ISOは、International Organization for Standardization（国際標準化機構）の略。食品の安心安全を目的として、どのように食品危害を予防するかを構築し、消費者へ安全な商品提供を可能にする食品安全マネジメントシステムの国際規格。

注4) FSSC22000

FSSCは、Food Safety System Certification（食品安全認証財団）の略。食品安全の基本である前提条件プログラム（PRP）をより具体的にするため、食品安全マネジメントシステムISO22000のPRPに関する要求事項を産業分野ごとに規定している。FSSC22000は、フードディフェンス（Food defense=食品防御）が含まれた国際規格である。

このうち、GP 工場での認証取得について、ISO22000（食品安全）は、09年の札幌を皮切りに、北海道の5カ所すべてで取得済みである。また、ISO22000を進化させたFSSC22000についても、16年3月までに北海道の5カ所すべてのGP工場で取得した（図表4）。

【 図表 4 】 ホクリヨウの GP 工場の認証取得

農場・生産拠点		認証	
		ISO22000 (食品安全)	FSSC22000
本社	札幌GP工場	09年	15年
	登別GP工場	11年	16年3月
	北見GP工場	10年	16年3月
	帯広GP工場	10年	16年3月
	千歳GP工場	12年	15年
第一ポトリ ファーム	盛岡GP工場	-	-
	はまなすGP工場	-	-

(注) 取得している場合は取得年を表示（取得していない場合は-）
 (出所) ホクリヨウ決算説明会資料、会社案内、プレスリリースより
 証券リサーチセンター作成

農場の鶏舎では、HACCPに準拠した手法を取り入れた品質検査を全自動で実施している。後述する設備のスクラップ&ビルドは、このような品質検査の機能の強化も大きな目的となっている。

また、05年よりトレーサビリティの手法を導入した。他の鶏卵メーカーでは、卵のケースへの紙の添付、または卵へのシール貼り付けにより賞味期限等を表示するのが一般的である。同社では、賞味期限とトレーサビリティ番号を直接卵殻に印字する「卵殻印字」の方法を採用している。これにより、卵の生産農場や生産したGP工場の追跡が可能となるほか、製造したパックの日付の改竄を不可能にしている。

◆ 鶏卵事業の競争力の源泉2 ～ 設備のスクラップ&ビルド

同社は、自社農場・GP工場の改装で自動化・省力化を進め、生産性の向上を実現してきた。北海道内の5カ所のGP工場は、00年から11年にかけて順次新築または増改築されたものである(図表3)。

設計思想が統一されており、同一品質の製品の製造が可能になっている。そのため、同社の農場または近隣の農場で鳥インフルエンザが発生して鶏卵が移動禁止となった場合、他のGP工場からの供給でカバーできるバックアップ体制が構築されている。

◆ 鶏卵事業の競争力の源泉3 ～ 直接販売による顧客接点の確保

GP工場でパッキングされた製品を、問屋を通さずに、取引先に直接販売している。5カ所のGP工場から、北海道内約2,500店超の取引先に、6時間以内に配送する体制が構築されている。北海道内では、直売率が96～97%に達している。

また、「PG卵モーニング」、「サラダ気分」、「雛の巣」等の自社ブランドを持つほか、取引先のプライベートブランドでの供給も手がけている。このことは、取引先への営業や提案を可能とし、付加価値を持つ鶏卵の販売を増やすことにつながっている。現在、北海道において、高価格の設定が可能な特殊卵の販売比率は、金額ベースで約30%と高い水準となっている。

これらの施策により、問屋を通す同業他社に比べて高い収益性を実現している。

なお、岩手については、買収前は問屋売りが主流だったが、今後は地場取引先への直接販売の比率を上げる方針である。

◆ 食品事業

食品事業は、豚肉・鶏肉等の畜肉やハム・ソーセージ等の肉加工品を、主に北海道内のホテルや飲食店に販売する事業である。畜肉のスライ

ス等も自社設備で行うが、材料を自社で生産しているわけではないため、鶏卵事業とは異なり利益率は低い。

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表5のようにまとめられる。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・北海道の鶏卵供給における高いシェア ・雛育成から販売までの一貫体制 ・大規模経営によって可能となる設備更新の継続 ・流通への直接販売 ・食品安全の認証取得など、安全・品質管理の徹底
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・鶏卵への依存が高い事業構成 ・主要市場の北海道での将来的な人口減 ・代表取締役社長への依存度の高さ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・北海道における設備更新による生産性向上の機会 ・子会社買収による本州（岩手県）進出および子会社の改善（設備更新や地元販路開拓） ・業務用の鶏卵需要の拡大 ・上場による知名度や信頼感の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・人口の減少による長期的な市場の縮小 ・鶏卵価格や飼料価格の大きな変動 ・サルモネラ食中毒や鳥インフルエンザ等の疫病発生による生産停止や需要減退 ・農林水産省などの行政当局の方針が変更する可能性 ・TPP発効による業界構造の変化の可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は一貫体制と積極的な設備投資にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表6に示し、KPIの数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、北海道において、雛育成から販売までの一貫体制が確立していることと、大規模経営によって可能となっている積極的な設備投資の継続という、組織資本に属する2点に集約される。そうした組織資本をベースに、安全・品質管理が徹底されることで、高品質な製品が供給され、ひいては顧客資本の充実につながっている。

なお、北海道での手法を、買収した第一ポーターリーファームを通じて岩手でも展開することで、次の成長につなげる方針である。

【 図表 6 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・道内の取引先 (直接販売)	2,500店超	-----	
		・道内の直接販売比率	96~97%	-----	
		・特殊卵の販売比率	約30% (販売金額ベース)	-----	
		・OEM提供の比率	開示なし	-----	
		・直接販売比率	開示ないが低い	-----	
	ブランド	・岩手での鶏卵の販売	・問屋売りの取引先	開示なし	-----
		・食品事業の販売	・特になし	特になし	-----
		・鶏卵の商品ブランド	・自社ブランド	3ブランド (PG卵モーニング サラダ気分 雛の巣)	-----
		・シェア	・道内シェア (採鶏卵飼養羽数ベース)	約49%	-----
		・消費者・地域住民への啓蒙	・たまご大学の開催	特になし	-----
ネットワーク	・特になし	・特になし	特になし	-----	
組織資本	プロセス	・北海道の鶏卵事業での 雛育成から販売までの一貫体制	・雛専用の育成農場	1農場 (早来)	-----
			・成鶏農場	6農場 (札幌 登別 北見 十勝 千歳 道南)	-----
			・成鶏農場のウインドレス鶏舎の比率	100%	-----
			・採鶏卵飼養羽数	252万羽	-----
			・製造工場	5GP工場 (札幌 登別 北見 帯広 千歳)	-----
		・食品安全の認証取得	ISO22000 (食品安全) : 5GP工場全て FSSC22000 : 札幌 千歳	ISO22000 (食品安全) : 5GP工場全て FSSC22000 : 5GP工場全て	
		・販売拠点	5支店 (札幌 旭川 北見 釧路 函館) 3営業所 (小樽 登別 帯広)	-----	
		・岩手の鶏卵事業 (子会社の第一ポートリーファーム)	・成鶏農場	2農場 (盛岡 はまなす)	-----
			・成鶏農場のウインドレス鶏舎の比率	30%弱	-----
			・採鶏卵飼養羽数	開示なし	-----
	・製造工場		2GP工場 (盛岡 はまなす)	-----	
	・販売拠点		1支店 (盛岡)	-----	
	・設備更新など積極的な設備投資	・有形固定資産のうち 建物及び構築物の金額	総額8,781百万円 純額3,889百万円	総額は開示なし 純額4,441百万円	
		・有形固定資産のうち 機械装置及び運搬具の金額	総額6,557百万円 純額1,010百万円	総額は開示なし 純額1,088百万円	
		・食品事業の生産	・加工場	6力所 札幌 小樽 旭川 北見 釧路 帯広	-----
知的財産 ノウハウ		・鶏卵事業の設備	・GPセンターの統一された設計思想 ・全自動の製造ライン	特になし 特になし	----- -----
		・品質管理	・オリジナル植物性飼料 (動物性蛋白質を含まない)	特になし	-----
	・HACCPという衛生管理手法の導入 ・トレーサビリティ		特になし 卵殻印字の採用など	----- -----	
人的資本	経営陣	・現社長を含む創業家の存在	・特になし	特になし	-----
		・インセンティブ	・取締役による保有	215,800株 (2.89%) 22,000株 (0.29%) (社長を除く)	244,800株 (3.28%) 22,000株 (0.29%) (社長を除く)
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	なし	-----
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	134百万円 (6名)	-----
			・従業員数	202名	-----
	従業員	・企業風土	・平均年齢	46.2歳	-----
		・インセンティブ	・平均勤続年数	10.5年	-----
			・従業員持株会	なし	-----
			・ストックオプション	なし	-----

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は15/8期または15/8期末、今回は16/8期上期または16/8期上期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示

「人的資本」の「取締役による保有」のうち、社長を除く取締役の保有株数は変動がないものと仮定して算出した
(出所) ホクリヨウ有価証券報告書および決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 16年8月期第2四半期累計期間の利益は通期会社計画に到達

16/8期第2四半期累計期間(以下、上期)は、売上高が7,997百万円(前年同期比5.3%増)、営業利益が992百万円(同102.8%増)、経常利益が1,029百万円(同113.2%増)、四半期純利益が711百万円(同116.2%増)となった。

期初発表の16/8期上期の会社計画に対する達成率は、売上高で101.5%、営業利益は127.0%、経常利益は126.7%、四半期純利益は146.3%であった。営業利益以下すべての段階の利益で16/8期上期の会社計画を大幅に超過し、通期会社計画をも上回った。

主力の鶏卵事業は前年同期比で5.1%の増収となった。そのうち、価格は16/8期上期の半年間の平均卵価(北海道Mサイズ)は228.27円(前年同期比13.98円、6.5%高)と高卵価傾向が続いた。鶏舎の建設コスト上昇により業界全体で新しい鶏舎が増えていないという供給側の要因と、訪日観光客の増加を受け業務用の販売が増加したという需要側の要因がある。

また、総じて堅調な需要が続き、数量は前年同期比で若干の増加となったものと推察される。期初の段階では、鶏舎の建て替えによる一時的な採卵鶏の生産羽数の減少を見込んで、鶏卵販売重量が前期比2%減となる想定だったが、その水準を上回ったものと考えられる。

一方、飼料価格はこれまで高止まりで推移してきたが、原料であるとうもろこしや大豆粕の価格が低下した影響から、前年同期比3%程度下落した。この結果、売上総利益率は、前年同期の19.3%に対して25.0%まで上昇し、営業利益の大幅増につながった。

◆ 鶏卵価格の推移

鶏卵相場には、以下のような季節変動性があるとされている。

- ・ 1月の初市で、前年12月の高い水準から大きく下落
- ・ 2月にかけて上昇して、4月までは比較的高値圏で推移
- ・ 5月の連休以降、夏場にかけて、消費減退で大きく下落
- ・ 8月後半から9月にかけて上昇
- ・ 10~12月は冬季商品の伸びによる需要期で高値推移

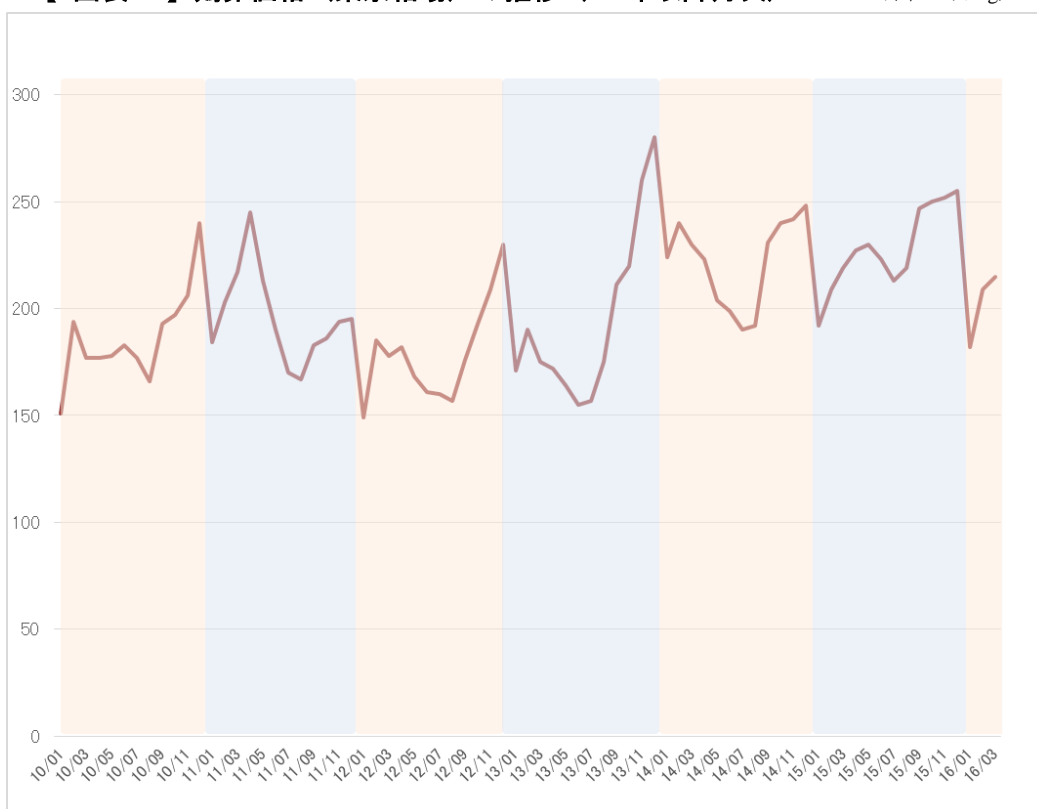
このような傾向があることを踏まえた上で10年以降の東京の鶏卵相場の推移を見ると、13年の夏以降15年にかけて鶏卵価格が上昇トレンドにあったことがうかがえる(図表7)。短期的な乖離はあるが、

北海道も東京と似たようなトレンドを示している。

最近の状況として、東京相場では、15年12月の255円(1kgあたり)に対し、16年1月は182円と大きく低下した局面があった。15年1月との比較でも10円低い水準であり、それまで続いた高値からの調整局面入りの可能性も考えられたが、16年2月と3月は前年同月とほぼ同水準の価格で推移している。

【図表7】鶏卵価格(東京相場)の推移(10年以降月次)

(単位:円/kg)



(出所) 日本養鶏協会「鶏卵価格の年次別月別推移」より証券リサーチセンター作成

直近の状況では、北海道と東京で若干の乖離が見られている。16/8期上期の半年間の平均卵価は、北海道Mサイズが228.27円(前年同期比13.98円、6.5%高)、東京Mサイズが232.49円(同5.35円、2.4%高)となった。

四半期で見ても、16/8期第2四半期の東京相場は前年同期比で若干のマイナスだが、北海道相場では前年同期比でプラスを維持している(図表8)。この背景として、稼働羽数の増加が続く東京では、鶏卵の供給が増加傾向にある一方、北海道では、同社も含めた上位企業が設備更新を行っているため、稼働羽数が増えていないということが考

えられる。

【 図表 8 】 鶏卵価格の推移 (15 年 8 月期以降四半期)

(単位：円/kg)

	15/8期				16/8期	
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期
	14年9月 ～14年11月	14年12月 ～15年2月	15年3月 ～15年5月	15年6月 ～15年8月	15年9月 ～15年11月	15年12月 ～16年2月
北海道 (Mサイズ平均)	219	209	221	217	242	215
前年同期比	-	-	-	-	10.5%	2.7%
東京 (Mサイズ平均)	238	216	225	218	250	215
前年同期比	-	-	-	-	5.0%	-0.5%

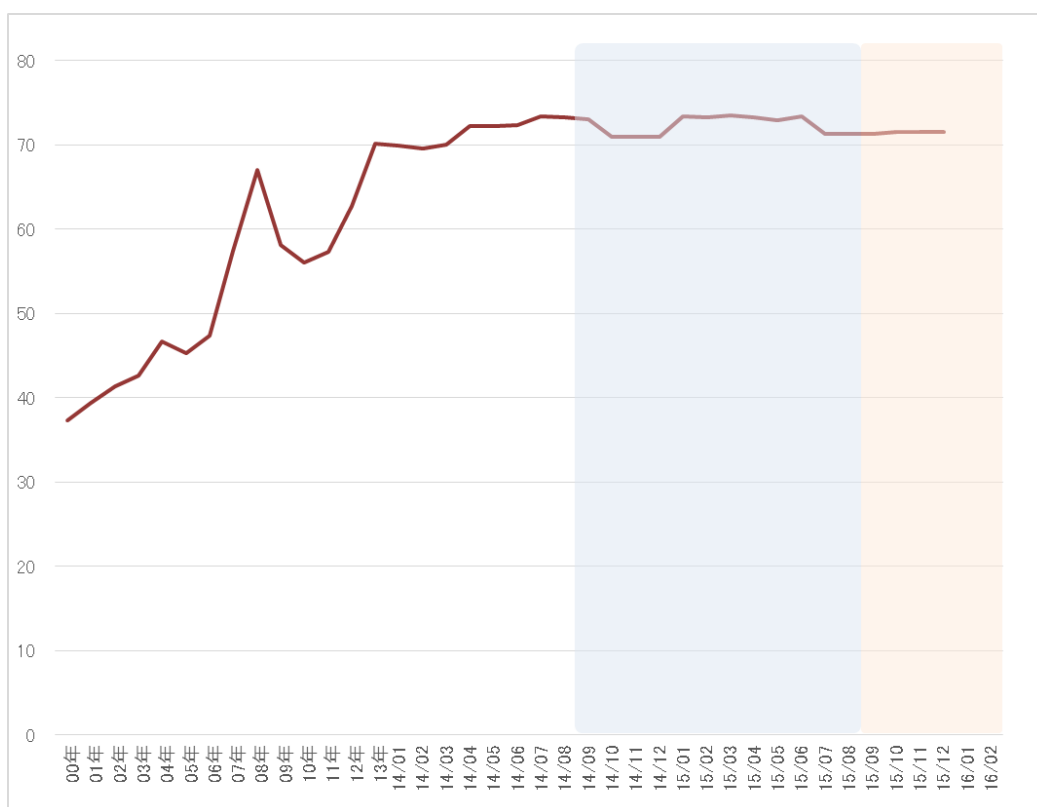
(注) 東京の鶏卵価格は日本養鶏協会の月次価格の3カ月平均で算出

北海道の鶏卵価格のうち16/8期第2四半期は四半期報告書記載の数値より平均値を算出

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書および日本養鶏協会「鶏卵価格の年次別月別推移」より証券リサーチセンター作成

【 図表 9 】 飼料価格の推移

(単位：円/kg)



(注) 13年までは年次、14年以降は月次。最新の数値は15年12月

14/8期は青色のゾーン、15/8期は赤色のゾーンにしている。

(出所) 日本養鶏協会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 飼料価格の推移

鶏卵生産における原価の約60%が飼料費である。飼料費は海外の穀

物の作況のほか、輸入するための船舶運賃や為替の影響を受ける。成鶏用飼料価格は13年以降、1kgあたり70円近辺で高止まりしている。ただし、14年半ば頃に72~73円近辺で推移していたのに対し、15年後半は71円台で推移しており、低下傾向が見られる。(図表9)。飼料価格は15年12月までしか公表されていないが、16年に入り急速な円高が進行したことにより、飼料価格の低下傾向が加速している可能性がある。

> 期中の変化

◆ 新事業

16/8期上期決算発表と同時に、新しい事業の開始について公表された。液卵及び温泉たまごの製造事業を開始し、同社の売上構成の中でウェイトが低い業務・加工用市場への事業を強化するという内容である。そのために、約10億円をかけて北海道北広島市輪厚工業団地内に液卵工場を建設する。着工は16年5月、竣工は16年12月の予定で、17年1月に稼働開始の予定である。

> 今後の業績見通し

◆ 16年8月期会社計画

16/8期通期の会社計画は、売上高15,522百万円(前期比0.2%減)、営業利益1,360百万円(同31.3%増)、経常利益1,426百万円(同33.6%増)、当期純利益586百万円(同33.4%増)へと上方修正された(図表10)。

【図表10】ホクリヨウの16年8月期の業績計画

(単位:百万円)

	14/8期	15/8期	16/8期会社計画		前期比	
	実績	実績	(修正後)	(期初)	(修正後)	(期初)
売上高	13,239	15,591	15,555	15,522	-0.2%	-0.4%
鶏卵事業	11,304	13,472	-	13,294	-	-1.3%
食品事業	1,934	2,118	-	2,228	-	5.2%
その他	1	0	-	0	-	-
売上総利益	2,108	3,147	-	3,016	-	-4.2%
売上総利益率	15.9%	20.2%	-	19.4%	-	-
営業利益	352	1,036	1,360	949	31.3%	-8.4%
営業利益率	2.7%	6.6%	8.7%	6.1%	-	-
鶏卵事業	715	1,475	-	1,285	-	-12.9%
食品事業	38	97	-	65	-	-33.0%
その他・全社費用	-400	-536	-	-401	-	-
経常利益	413	1,067	1,426	1,008	33.6%	-5.5%
経常利益率	3.1%	6.8%	9.2%	6.5%	-	-
当期純利益	54	667	890	586	33.4%	-12.1%
当期純利益率	0.4%	4.3%	5.7%	3.8%	-	-

(出所) ホクリヨウ決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

期初の16/8期の会社計画は、売上高15,522百万円(前期比0.4%減)、営業利益949百万円(同8.4%減)、経常利益1,008百万円(同5.5%減)、当期純利益586百万円(同12.2%減)であった。減益計画が一転して増益計画となった。

16/8期の鶏卵相場について、期初の段階では慎重に見て、前期よりも約2%低い水準を想定していた。上述の通り、16/8期上期は高卵価傾向が続いたが、下期は前年同期比マイナスで推移する展開を想定している模様である。

また、設備計画を前提とした鶏舎数と採卵鶏の生産羽数から、期初の段階では、鶏卵販売重量は前期比2%減でみていたが、多少の増加はあるとしても、期初の想定範囲内で想定していると推察される。

費用面では、期初の段階では、トンあたりの飼料価格は円安傾向を考慮して前期比1%高と想定されていた。しかし、円高が進行した結果、16/8期上期は前年同期比3%安で推移した。下期はさらに低下する見込みで、通期の前提は前期比7%安の水準にまで引き下げられた。営業利益の増額修正の大半は、この部分で説明がつく。また、はまなすGP工場の建替えに伴い、約1億円の償却負担増を見込んでいる。

食品事業は、インバウンド効果の継続を前提に、期初計画では前期年比約5%増と予想されていた。16/8期上期は前年同期比6.6%の増収で推移していることから、期初の見通しに近い増収を見込んでいるものと推察される。

株主還元に関して、1株あたりの配当は、直近の好調な業績推移を受けて、年12円から14円(中間0円、期末14円)へ引き上げられた。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、16/8期上期の実績を踏まえて、16/8期以降の業績予想を見直した。

16/8期は、売上高16,001百万円(前期比2.6%増)、営業利益1,450百万円(同40.0%増)、経常利益1,498百万円(同40.4%増)、当期純利益935百万円(同40.2%増)と、売上高、利益とも会社計画を上回る水準を予想する(図表11)。減益を見込んでいた期初の会社計画に対し、当センターでは営業及び経常増益になると予想していたが、16/8期上期の想定以上の原価率の改善を踏まえ、修正後の会社計画を上回る水準にまで利益水準を引き上げた。

当センターでは、業績を予想する上で、以下の点に留意した。

- (1) 鶏卵事業において、北海道の鶏卵価格は、15/8 期の 217 円に対し、期初の段階で 216 円と想定していたが、16/8 期上期の高止まりの状況を反映させて、219~220 円程度に引き上げた。
- (2) 販売数量は、16/8 期の第 2 四半期以降は前期比微減で推移すると想定していた。下期については、前回予想を踏襲し、前年同期比微減の予想とした。
- (3) 売上総利益率は 15/8 期の 20.2% に対し、期初の段階では 19.4% まで低下するとみていたが、想定を上回る円高による飼料価格の低下を織り込み、通期で 22.5% まで上昇するものと予想した。販管費は期初の会社計画より若干多い水準での推移という見方を継続した。結果として、営業利益率は 9.1% (15/8 期は 6.6%、16/8 期修正後会社計画は 8.7%、当センター前回予想は 6.3%) まで上昇するものと予想する。

17/8 期以降は年 3~4% 台の増収を見込む。鶏卵価格は 16/8 期より 2% 程度低い水準での推移とする一方、北海道の一部の鶏舎の更新と、岩手の設備更新による生産性の向上等によって販売数量が増加することを見込む。また、飼料価格は現在と同水準で推移するものとする。償却負担増はあるものの、増収効果によって、8% 台の営業利益率で推移するものと予想した。

【 図表 11 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/8期	15/8期	16/8期CE (今回)	16/8期CE (前回)	16/8期E (今回)	16/8期E (前回)	17/8期E (今回)	17/8期E (前回)	18/8期E (今回)	18/8期E (前回)
損益計算書										
売上高	13,239	15,591	15,555	15,522	16,001	16,350	16,721	16,721	17,259	17,259
前期比	-	17.8%	-0.2%	-0.4%	2.6%	4.9%	4.5%	2.3%	3.2%	3.2%
セグメント別										
鶏卵事業	11,304	13,472	-	13,294	13,773	14,122	14,383	14,383	14,811	14,811
食品事業	1,934	2,118	-	2,228	2,228	2,228	2,338	2,338	2,448	2,448
その他	1	0	-	0	0	0	0	0	0	0
売上総利益	2,108	3,147	-	3,016	3,600	3,171	3,762	3,294	3,883	3,451
前期比	-	49.3%	-	-4.2%	14.4%	0.8%	4.5%	3.9%	3.2%	4.8%
売上総利益率	15.9%	20.2%	-	19.4%	22.5%	19.4%	22.5%	19.7%	22.5%	20.0%
販売費および一般管理費	1,755	2,111	-	2,067	2,150	2,133	2,291	2,220	2,370	2,287
販管費率	13.3%	13.5%	-	13.3%	13.4%	13.0%	13.7%	13.3%	13.7%	13.3%
営業利益	352	1,036	1,360	949	1,450	1,038	1,470	1,073	1,512	1,164
前期比	-	193.6%	31.3%	-8.4%	40.0%	0.2%	1.4%	3.4%	2.9%	8.5%
営業利益率	2.7%	6.6%	8.7%	6.1%	9.1%	6.3%	8.8%	6.4%	8.8%	6.7%
セグメント別										
鶏卵事業	715	1,475	-	1,285	1,803	1,391	1,840	1,443	1,899	1,551
食品事業	38	97	-	65	66	66	70	70	73	73
その他	0	0	-	0	0	0	0	0	0	0
全社費用	-401	-536	-	-401	-420	-420	-440	-440	-460	-460
経常利益	413	1,067	1,426	1,008	1,498	1,088	1,523	1,128	1,570	1,223
前期比	-	157.9%	33.6%	-5.5%	40.4%	2.0%	1.7%	3.7%	3.1%	8.4%
経常利益率	3.1%	6.8%	9.2%	6.5%	9.4%	6.7%	9.1%	6.7%	9.1%	7.1%
当期純利益	54	667	890	586	935	620	967	643	997	697
前期比	-	1135.2%	33.4%	-12.1%	40.2%	-7.0%	3.4%	3.7%	3.1%	8.4%
当期純利益率	0.4%	4.3%	5.7%	3.8%	5.8%	3.8%	5.8%	3.8%	5.8%	4.0%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	14/8期	15/8期	16/8期CE	16/8期CE	16/8期E	16/8期E	17/8期E	17/8期E	18/8期E	18/8期E
貸借対照表										
現金	1,355	2,344	-	-	1,758	1,462	2,091	1,242	3,097	1,662
受取手形および売掛金	1,603	1,377	-	-	1,428	1,489	1,686	1,625	1,717	1,778
棚卸資産	237	254	-	-	245	256	276	266	262	273
その他	154	157	-	-	160	160	163	163	166	166
流動資産	3,352	4,133	-	-	3,592	3,367	4,218	3,297	5,243	3,880
有形固定資産	5,787	6,356	-	-	7,228	7,228	7,273	7,517	6,750	7,277
無形固定資産	87	80	-	-	68	68	58	58	48	48
投資その他の資産	479	594	-	-	600	600	600	600	600	600
固定資産	6,353	7,031	-	-	7,896	7,896	7,931	8,176	7,398	7,926
資産合計	9,705	11,165	-	-	11,489	11,264	12,150	11,473	12,642	11,806
支払手形および買掛金	1,622	1,490	-	-	1,490	1,555	1,624	1,559	1,543	1,608
短期借入金	635	635	-	-	635	635	635	635	635	635
1年以内返済予定の長期借入金	566	388	-	-	346	346	326	326	292	292
未払金	362	331	-	-	336	539	351	551	362	569
未払法人税等	295	167	-	-	310	-	322	-	332	-
賞与引当金	85	115	-	-	125	125	135	135	145	145
その他	430	653	-	-	655	655	655	655	655	655
流動負債	3,996	3,781	-	-	3,898	3,856	4,049	3,862	3,966	3,905
長期借入金	1,609	1,865	-	-	1,519	1,519	1,193	1,193	900	900
社債	0	0	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	157	204	-	-	205	205	205	205	205	205
固定負債	1,766	2,070	-	-	1,724	1,724	1,398	1,398	1,105	1,105
純資産合計	3,942	5,313	-	-	5,866	5,684	6,702	6,212	7,570	6,795
(自己資本)	3,942	5,313	-	-	5,866	5,684	6,702	6,212	7,570	6,795
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	-	-	0	0	0	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	431	955	-	-	1,471	1,088	1,523	1,128	1,570	1,223
減価償却費	549	657	-	-	628	628	855	610	922	639
売上債権の増減額 (-は増加)	-142	226	-	-	-50	-111	-258	-136	-30	-152
棚卸資産の増減額 (-は増加)	378	-16	-	-	9	-1	-31	-9	14	-7
仕入債務の増減額 (-は減少)	-204	-124	-	-	0	65	133	4	-80	49
法人税等の支払額	-283	-463	-	-	-535	-467	-556	-485	-573	-526
その他	374	144	-	-	12	38	22	9	18	14
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,103	1,379	-	-	1,535	1,238	1,688	1,120	1,841	1,241
有形固定資産の取得による支出	-468	-1,038	-	-	-1,500	-1,500	-900	-900	-400	-400
有形固定資産の売却による収入	76	4	-	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-5	-13	-	-	-3	-3	-5	-5	-5	-5
その他	-105	19	-	-	-5	-5	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-503	-1,027	-	-	-1,508	-1,508	-905	-905	-405	-405
短期借入金の増減額 (-は減少)	-30	0	-	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-482	78	-	-	-388	-388	-346	-346	-326	-326
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	0	657	-	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-19	-38	-	-	-89	-89	-104	-89	-104	-89
その他	-22	-20	-	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-554	676	-	-	-477	-477	-450	-435	-430	-415
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	45	1,028	-	-	-450	-746	332	-219	1,005	420
現金及び現金同等物の期首残高	1,135	1,180	-	-	2,209	2,209	1,758	1,462	2,091	1,242
現金及び現金同等物の期末残高	1,180	2,209	-	-	1,758	1,462	2,091	1,242	3,097	1,662

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 鶏卵価格の動向**

他の農産物や畜産物と比べて相対的に安定しているとは言え、鶏卵も需給に左右される相場商品であり、価格変動幅が大きくなる可能性は否めない。鶏卵価格自体はコントロールできるものではなく、鶏卵価格の大きな変動によって業績も大きく影響を受ける可能性がある。

なお、鶏卵価格の大きな変動に備え、「鶏卵生産者経営安定対策事業（卵価安定基金制度）」という制度が鶏卵業界には設けられており、同社も加入している。これは、卵価低落時に価格差補填交付金を交付することによって鶏卵生産者の経営の安定を図るものだが、常時は積立金が発生する。この基金への積立金支払と基金からの収入は、販売管理費で計上されるため、鶏卵価格は売上高だけでなく、費用にも影響を与えうる。

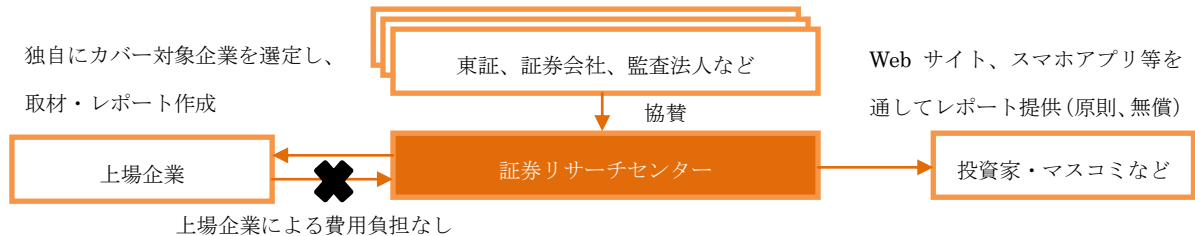
同様に、飼料に関しても「配合飼料価格差補填事業（飼料安定基金制度）」に加入しており、飼料価格の変動により基金への支払と収入が発生しうる（こちらは原価に計上される）。

◆ 鳥インフルエンザやサルモネラ食中毒等の発生の可能性

鶏卵事業はどうしても、鳥インフルエンザやサルモネラ食中毒のリスクにさらされる。もちろんリスクを回避するための経営努力はなされているが、同社の近隣で発生した場合には、出荷が停止される可能性がある。そのためのバックアップ体制は構築されているが、直接、間接的に影響を受けることが考えられる。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 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、質の高い客観的な企業情報を提供します

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

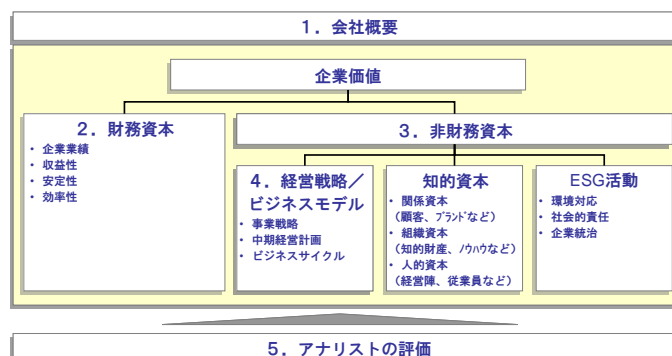
本レポートの構成

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 Ratio)

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、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。