

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
2017年2月3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 20170131

ホクリヨウ(1384 東証一部)

発行日: 2017/2/3

北海道で約 50%のシェアを占める鶏卵業界の雄
鶏卵価格の低下により 17 年 8 月期は減益の見通し

> 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 月期決算

- ・16/8 期決算は、売上高 15,682 百万円(前期比 0.6%増)、営業利益 1,496 百万円(同 44.5%増)となり、第 2 四半期決算公表時に上方修正された会社計画(売上高 15,555 百万円、営業利益 1,360 百万円)も上回った。
- ・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。

◆ 17 年 8 月期業績予想

- ・17/8 期業績について、同社は売上高 15,464 百万円(前期比 1.4%減)、営業利益 1,167 百万円(同 22.0%減)と予想している。
- ・証券リサーチセンターでは、17/8 期の業績予想を、売上高 15,384 百万円(前回 16,721 百万円)、営業利益 1,185 百万円(同 1,470 百万円)と会社計画の水準まで修正した。鶏卵価格の大幅低下が減収減益の大きな要因である。

◆ 今後の注目点

- ・18/8 期は 2.8%、19/8 期は 10.0%の増収を予想する。卵価は現行水準で推移する一方、岩手の改修により販売重量は 18/8 期は一旦減少するものの、19/8 期に大きく増加する展開を想定した。その結果、19/8 期の営業利益率は 8.0%に達するものと予想する。
- ・中長期的には、岩手の子会社のでこ入れの進捗のほか、加工事業への進出の足掛かりとなる輪厚液卵工場の動向に着目したい。

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】

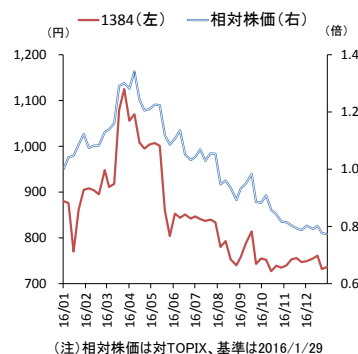
	2017/2/3
株価 (円)	736
発行済株式数 (株)	8,459,000
時価総額 (百万円)	6,226

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	5.7	7.7	7.5
PBR (倍)	0.9	0.8	0.7
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 (%)	-1.7	-2.6	-16.4
対TOPIX (%)	-3.7	-12.5	-22.7

【株価チャート】



【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)
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	15,682	0.6	1,496	44.5	1,552	45.5	979	46.7	128.2	825.9	14.0
2017/8 CE	15,464	-1.4	1,167	-22.0	1,227	-21.0	791	-19.2	93.6	—	14.0
2017/8 E	15,384	-1.9	1,185	-20.8	1,256	-19.1	810	-17.3	95.8	907.7	14.0
2018/8 E	15,819	2.8	1,223	3.1	1,296	3.2	835	3.2	98.7	992.5	14.0
2019/8 E	17,399	10.0	1,398	14.4	1,475	13.9	951	13.9	112.4	1,091.1	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)
16年6月に1,000,000株の第三者割当増資を実施

アップデート・レポート

2/19

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。

> 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。

◆ 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 85.9%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	
					15/8期	16/8期				15/8期	16/8期	15/8期	16/8期
報告セグメント	鶏卵事業	11,304	13,472	13,470	19.2%	0.0%	715	1,475	1,854	106.2%	25.7%	11.0%	13.8%
	食品事業	1,934	2,118	2,210	9.6%	4.3%	38	97	91	154.2%	-5.6%	4.6%	4.2%
	その他	1	0	0	-10.6%	-21.6%	0	0	0	-8.5%	-45.7%	-	-
	全社費用	-	-	-	-	-	-401	-536	-449	-	-	-	-
	合計	13,239	15,591	15,682	17.8%	0.6%	352	1,036	1,496	193.6%	44.5%	6.6%	9.5%

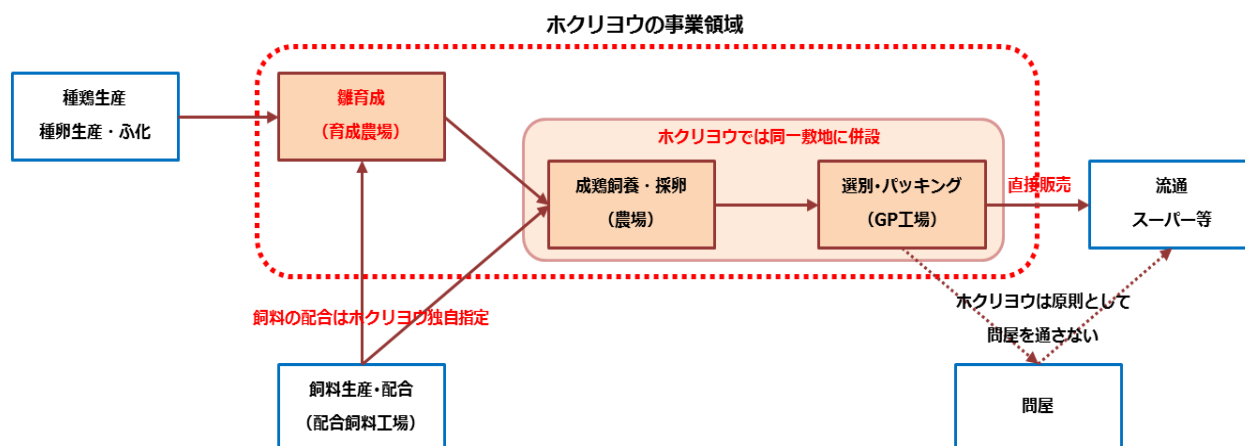
(出所) ホクリヨウ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 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、

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。

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。

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、製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。岩手県においては、14年に買収した第一ポーターファームは、岩手県に、2カ所(盛岡、はまなす)の成鶏農場及び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
	輪厚液卵工場				－	16年12月新築 液卵と温泉たまごの自社製造のため
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

(注) 他社へ賃貸している割卵工場は除く

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書、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。

なお、16年12月に新築された輪厚液卵工場は、GP工場とは異なり、液卵と温泉たまごの自社製造のための工場であり、加工事業への進出の足掛かりを目的としたものである。

◆ 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。

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ができるほか、病原菌をもたらし鳥獣の侵入を防ぐことができる。

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。

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。

- ・ 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4) FSSC22000

FSSCは、Food Safety System Certification（食品安全性システム認証）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=食品防衛）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。岩手については、17年に、はまなすGP工場でのFSSC22000の取得を目指すとしている（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
第一ポーター ファーム	盛岡GP工場	－	－
	はまなすGP工場	－	17年に取得 が目標

(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。北海道では、5 カ所の GP 工場から、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、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 40%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現在の 25%から 50%まで引き上げる方針である。

◆ 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。

米国のトランプ新大統領が TPP からの離脱の大統領令に署名したことにより、TPP は暗礁に乗り上げた。今後どのような貿易の枠組みが形成されるにせよ、すぐに決まるものではないため、「脅威」として挙げていた「TPP 発効による業界構造の変化の可能性」は一旦削除した。また、輪厚工場の完成に伴い、「機会」に「輪厚工場新築による加工事業への進出」を追加した。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・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)	・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)	・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 ・輪厚工場新築による加工事業への進出（追加） ・上場による知名度や信頼感の向上
脅威 (Threat)	・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（削除）

(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	・北海道での鶏卵の販売	・道内の取引先 (直接販売)	2,500店超 (15/8期末)	-----
			・道内の直接販売比率	96~97% (15/8期)	-----
			・特殊卵の販売比率	約30% (販売金額ベース) (15/8期)	約40% (販売金額ベース)
			・OEM提供の比率	開示なし	-----
	ブランド	・岩手での鶏卵の販売	・直接販売比率	開示ないが低い	-----
			・問屋売りの取引先	開示なし	-----
			・特になし	特になし	-----
			・食品事業の販売	・特になし	-----
	ネットワーク	・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)	-----
			・道内シェア (採鶏卵飼養羽数ベース)	約49% (15/8期)	約50%
			・消費者・地域住民への啓蒙	・たまご大学の開催	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	・離専用の育成農場	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% (15/8期末)	-----
			・採鶏卵飼養羽数	252万羽 (15/8期)	257万羽
			・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 : 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)	-----
			・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 (15/8期末)	50%強
			・採鶏卵飼養羽数	開示なし	-----
	知的財産 ノウハウ	・岩手の鶏卵事業 (子会社の第一ポトリファーム)	・製造工場	2GP工場 (盛岡 はまなす)	-----
			・販売拠点	1支店 (盛岡)	-----
			・有形固定資産のうち 建物及び構築物の金額	総額は開示なし 純額4,441百万円	総額9,604百万円 純額4,712百万円
			・有形固定資産のうち 機械装置及び運搬具の金額	総額は開示なし 純額1,088百万円	総額6,576百万円 純額1,192百万円
			・食品事業の生産	・加工場	6カ所 札幌 小樽 旭川 北見 釧路 帯広
			・鶏卵事業の設備	・GPセンターの統一された設計思想	特になし
			・品質管理	・全自動の製造ライン	特になし
			・オリジナル植物性飼料 (動物性蛋白質を含まない)	・オリジナル植物性飼料	特になし
			・HACCPという衛生管理手法の導入	・HACCPという衛生管理手法の導入	特になし
			・トレーサビリティ	・トレーサビリティ	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	-----
			・取締役による保有	244,800株 (3.28%) 22,000株 (0.29%) (社長を除く)	240,800株 (2.85%) 18,000株 (0.21%) (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) (15/8期)	134百万円 (7名)
			・従業員数	202名 (15/8期末)	207名
	従業員	・企業風土	・平均年齢	46.2歳 (15/8期末)	46.4歳
			・平均勤続年数	10.5年 (15/8期末)	10.9年
			・従業員持株会	なし	-----
			・ストックオプション	なし	-----
			・インセンティブ	・インセンティブ	-----

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

前回の「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、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要**◆ 16 年 8 月期の利益は上方修正後の通期会社計画を超過**

16/8 期は、売上高が 15,682 百万円（前期比 0.6%増）、営業利益が 1,496 百万円（同 44.5%増）、経常利益が 1,552 百万円（同 45.5%増）、親会社に帰属する当期純利益が 979 百万円（同 46.7%増）となった。

期初発表の 16/8 期会社計画に対する達成率は、売上高で 101.0%、営業利益は 157.7%、第 2 四半期発表時に上方修正された会社計画に対しては、売上高で 100.8%、営業利益は 110.1%であった。

主力の鶏卵事業は前期比で 0.0%減とほぼ横ばいとなった。16/8 期の平均卵価（北海道 M サイズ）は 1kg あたり 215.83 円（前期比 1.15 円安、0.5%安）となった。14 年から 15 年にかけて上昇してきた卵価は落ち着きを取り戻した格好である。また、鶏卵販売重量は前期比で若干の減少になったものの、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いた期初計画（前期比 2%減）よりは上回ったものと推察される。

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、前期比 7%程度下落した。この結果、16/8 期の売上総利益率は、15/8 期の 20.2%に対し 22.9%まで上昇し、営業利益の大幅増につながった。営業利益率は 15/8 期の 6.6%に対し、16/8 期は 9.5%と 2.9%ポイント上昇した。

◆ 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。

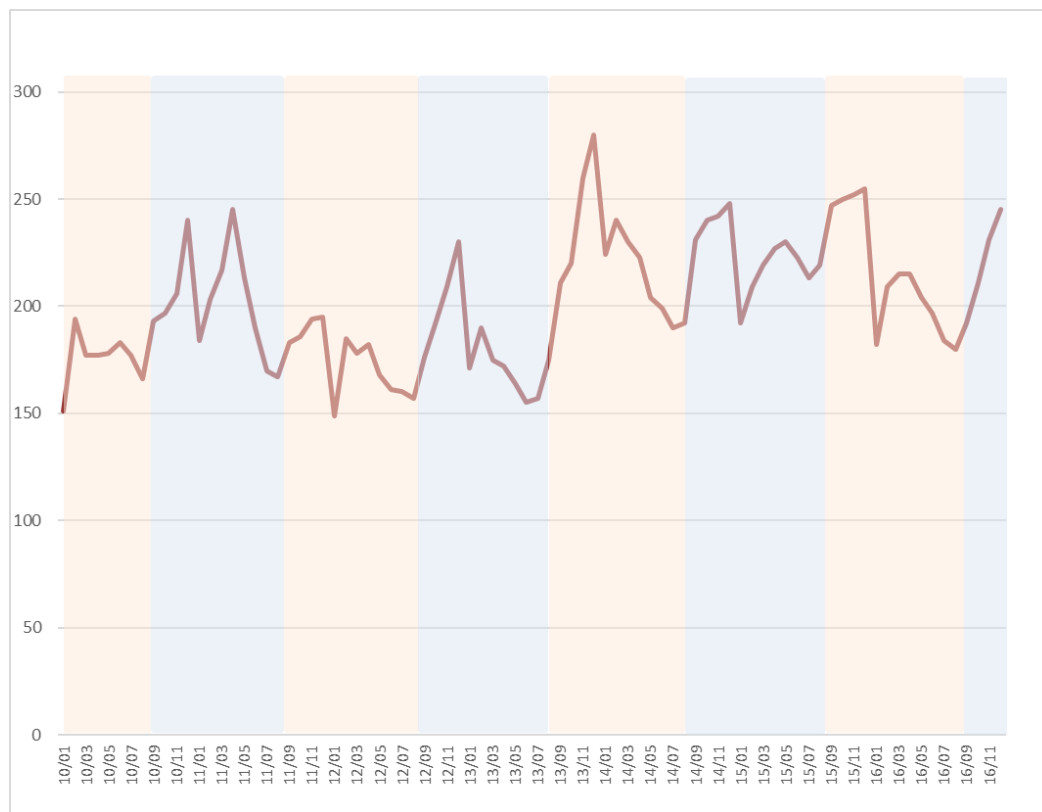
- ・ 1 月の初市で、前年 12 月の高い水準から大きく下落
- ・ 2 月にかけて上昇して、4 月までは比較的高値圏で推移
- ・ 5 月の連休以降、夏場にかけて、消費減退で大きく下落
- ・ 8 月後半から 9 月にかけて上昇
- ・ 10～12 月は冬季商品の伸びによる需要期で高値推移

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。

東京相場の 1kg あたり鶏卵価格は、16/8 期の最初の 4 カ月は前年同期比でプラスだった。しかし、期の後半はマイナスで推移し、16 年 8 月は前年同期比 39 円と大きく低下した。なお、17/8 期に入ってから、12 月まで前年同期比マイナスが続いているが、そのマイナス幅は徐々に縮小しつつある。

【 図表 7 】 鶏卵価格（東京相場）の推移（2010 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

四半期で見ると、16/8 期は第 3 四半期以降、前年同期比マイナスで推移しており、期末に向けて価格が低下する状況にあった（図表 8）。
なお、この傾向は、17/8 期第 1 四半期も続いている。

【 図表 8 】 鶏卵価格の推移

(単位：円/kg)

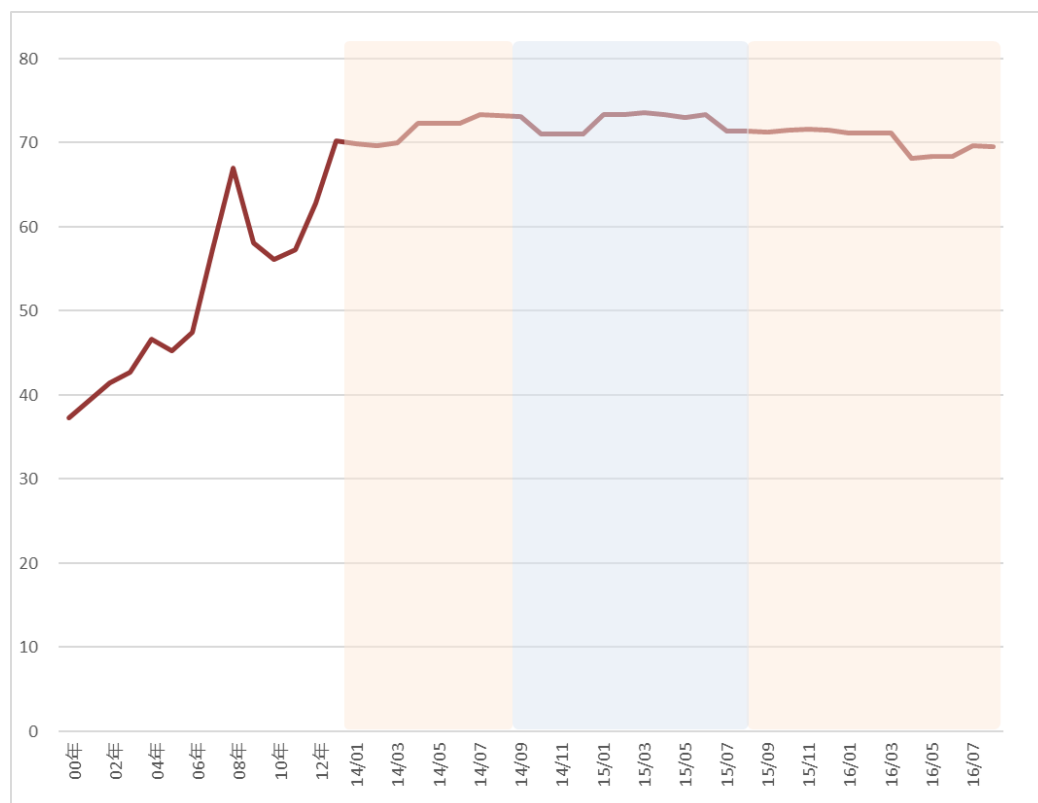
	15/8期				16/8期				17/8期
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期
	14年9月 ～14年11月	14年12月 ～15年2月	15年3月 ～15年5月	15年6月 ～15年8月	15年9月 ～15年11月	15年12月 ～16年2月	16年3月 ～16年5月	16年6月 ～16年8月	16年9月 ～16年11月
北海道 (Mサイズ平均)	219	209	221	217	242	215	219	188	201
前年同期比	-	-	-	-	10.5%	2.7%	-0.9%	-13.4%	-16.9%
東京 (Mサイズ平均)	238	216	225	218	250	215	211	187	211
前年同期比	-	-	-	-	5.0%	-0.5%	-6.2%	-14.4%	-15.4%

(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

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書、四半期報告書、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16年8月
 14/8期は赤色、15/8期は青色、16/8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、低下傾向が見られた。(図表9)。飼料価格は16年9月までしか公表されていないが、16年4月以降、68~69円の水準で推移している。

> 期中の変化

◆ 加工事業への進出

同社は、北海道北広島市輪厚工業団地内に、液卵と温泉たまごを自社製造する輪厚工場を新築した(着工16年5月、16年12月竣工)。

従来は、形状の問題等でパック詰めできない卵を、液卵用として外部メーカーの工場に販売していたが、自社製造化することで、パック卵

より単価を高くして販売することが可能となる。また、液卵は卵加工品の中間材料という位置づけでもあるため、加工事業への本格進出のためには避けて通れないものである。そのため、輪厚工場の本格稼働を加工事業への進出の最初のステップと位置づけ、同社の売上構成の中でウェイトが低い業務・加工用市場向け事業の強化を目指していく。

> 今後の業績見通し

◆ 17 年 8 月期会社計画

17/8 期通期の会社計画は、売上高 15,464 百万円（前期比 1.4%減）、営業利益 1,167 百万円（同 22.0%減）、経常利益 1,227 百万円（同 21.0%減）、当期純利益 791 百万円（同 19.2%減）である（図表 10）。

【図表 10】ホクリヨウの 17 年 8 月期の業績計画

（単位：百万円）

	14/8期	15/8期	16/8期	17/8期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	13,239	15,591	15,682	15,464	-1.4%
鶏卵事業	11,304	13,472	13,470	13,140	-2.5%
食品事業	1,934	2,118	2,210	2,324	5.1%
その他	1	0	0	0	-
売上総利益	2,108	3,147	3,584	-	-
売上総利益率	15.9%	20.2%	22.9%	-	-
営業利益	352	1,036	1,496	1,167	-22.0%
営業利益率	2.7%	6.6%	9.5%	7.5%	-
鶏卵事業	715	1,475	1,854	1,079	-
食品事業	38	97	91	88	-
その他・全社費用	-400	-536	-449	-	-
経常利益	413	1,067	1,552	1,227	-21.0%
経常利益率	3.1%	6.8%	9.9%	7.9%	-
当期純利益	54	667	979	791	-19.2%
当期純利益率	0.4%	4.3%	6.2%	5.1%	-

（出所）ホクリヨウ決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

鶏卵事業において、17/8 期の鶏卵相場は、それまでの高卵価の反動が続くことを前提に、前期よりも約 7%低い水準を想定している（金額では前期比約 15 円低下の約 200 円/ kg）。鶏卵販売重量は、岩手の鶏舎建て替えが進捗することにより、前期比約 1%増で見ている。費用面では、トンあたりの飼料価格は、円高傾向が続くことを前提に、前期比約 4%安の水準を想定している。また、新設の輪厚工場の新設等により、償却費負担は 91 百万円の増加を見込んでいる。

食品事業は、インバウンド効果の継続を前提に、前期比約 5%の増収が予想されている。

株主還元に関して、17/8 期の 1 株あたりの配当は、年 14 円（中間 0 円、期末 14 円）とし、16/8 期と同額に据え置かれた。

◆ 17 年 8 月期第 1 四半期決算

17/8 期第 1 四半期は、売上高 3,811 百万円（前年同期比 8.0%減）、営業利益 329 百万円（同 48.8%減）、経常利益 351 百万円（同 46.6%減）、四半期純利益 228 百万円（同 48.1%減）であった。第 2 四半期累計期間の会社計画に対する進捗率は、売上高が 50.9%、営業利益が 63.5%、通期の会社計画に対する進捗率は、売上高が 24.6%、営業利益が 28.2%であった。

鶏卵事業において、第 1 四半期の鶏卵価格（M サイズ、1kg あたり）は、北海道相場で前年同期比 16.9%安、東京相場で同 15.4%安となった（図表 8）。価格低下の結果、鶏卵事業の売上高は前年同期比 9.1%減となった。飼料価格の低下は見られたものの、減収の影響が大きく、鶏卵事業の営業利益は同 41.5%減となった。

食品事業も前年同期比 0.6%の減収となった。これは、16 年夏の北海道の台風被害により、北海道の観光業が影響を受けたことが原因である。ただ、費用の抑制により、営業利益は同 9.2%増となった。

同社では、鶏卵事業における鶏卵価格動向への慎重な見方を変えていないため、第 1 四半期決算の段階では、上期、通期とも会社計画を据え置いている。

◆ 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 期及び 17/8 期第 1 四半期までの実績を踏まえて、17/8 期以降の業績予想を見直すとともに、19/8 期の業績を新たに策定した。

17/8 期は、売上高は前期比 1.9%減の 15,384 百万円（前回予想は 16,721 百万円）、営業利益は同 20.8%減の 1,185 百万円（同 1,470 百万円）、経常利益は同 19.1%減の 1,256 百万円（同 1,523 百万円）、当期純利益は同 17.3%減の 810 百万円（同 967 百万円）と、売上高、利益とも会社計画に近い水準まで引き下げた（図表 11）。

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、16/8 期の 215.83 円/kg に対し、17/8 期は、会社想定と同水準の約 200 円/kg と想定した。

(2) 販売数量は、具体的な数字の開示はないが、会社計画では、通期で前期比約 1%増を見込んでいるのに対し、当センターでは、同 1.3%増とした。

(3) 売上総利益率は 16/8 期の 22.9%に対し、17/8 期は 22.0%まで低下するものと予想した。会社計画では飼料価格を前期比約 4%安の水準としているが、期初より円安が進行していることを踏まえ、飼料価格がさほど下がらない前提での予想とした。また、販管費も 1 億円強増加すると考え、結果として、営業利益率は 16/8 期の 9.5%に対し、17/8 期は 7.7% (会社計画は 7.5%) まで低下するものと予想した。

18/8 期以降、18/8 期は前期比 2.8%の増収、19/8 期は同 10.0%の増収を見込む。鶏卵価格は 17/8 期と同水準で推移するものとしたが、岩手での直接販売比率や特殊卵販売比率の上昇や、厚輪工場の稼働による高単価の液卵販売の増加等といった販売単価上昇の要因を織り込んだ。また、販売重量は、18/8 期は岩手の第一ポートリーの改修で一旦減少するものの、19/8 期以降は岩手での生産増により、増収のペースが拡大するものとした。費用面では、飼料価格は現在と同水準で推移するものとし、償却負担増はあるものの、増収効果によって、19/8 期には営業利益率は 8.0%に達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	17/8期CE	17/8期E (今回)	17/8期E (前回)	18/8期E (今回)	18/8期E (前回)	19/8期E
損益計算書									
売上高	13,239	15,591	15,682	15,464	15,384	16,721	15,819	17,259	17,399
前期比	-	17.8%	0.6%	-1.4%	-1.9%	4.5%	2.8%	3.2%	10.0%
セグメント別									
鶏卵事業	11,304	13,472	13,470	13,140	13,064	14,383	13,388	14,811	14,859
食品事業	1,934	2,118	2,210	2,324	2,320	2,338	2,430	2,448	2,540
その他	1	0	0	0	0	0	0	0	0
売上総利益	2,108	3,147	3,584	-	3,384	3,762	3,480	3,883	3,827
前期比	-	49.3%	13.9%	-	-5.6%	4.5%	2.8%	3.2%	10.0%
売上総利益率	15.9%	20.2%	22.9%	-	22.0%	22.5%	22.0%	22.5%	22.0%
販売費及び一般管理費	1,755	2,111	2,087	-	2,198	2,291	2,257	2,370	2,429
販管費率	13.3%	13.5%	13.3%	-	14.3%	13.7%	14.3%	13.7%	14.0%
営業利益	352	1,036	1,496	1,167	1,185	1,470	1,223	1,512	1,398
前期比	-	193.6%	44.5%	-22.0%	-20.8%	1.4%	3.1%	2.9%	14.4%
営業利益率	2.7%	6.6%	9.5%	7.5%	7.7%	8.8%	7.7%	8.8%	8.0%
セグメント別									
鶏卵事業	715	1,475	1,854	1,079	1,561	1,840	1,613	1,899	1,804
食品事業	38	97	91	88	104	70	109	73	114
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0
全社費用	-401	-536	-449	0	-480	-440	-500	-460	-520
経常利益	413	1,067	1,552	1,227	1,256	1,523	1,296	1,570	1,475
前期比	-	157.9%	45.5%	-21.0%	-19.1%	1.7%	3.2%	3.1%	13.9%
経常利益率	3.1%	6.8%	9.9%	7.9%	8.2%	9.1%	8.2%	9.1%	8.5%
当期純利益	54	667	979	791	810	967	835	997	951
前期比	-	1120.3%	46.7%	-19.2%	-17.3%	3.4%	3.2%	3.1%	13.9%
当期純利益率	0.4%	4.3%	6.2%	5.1%	5.3%	5.8%	5.3%	5.8%	5.5%

(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、決算短信より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	17/8期CE	17/8期E (今回)	17/8期E (前回)	18/8期E (今回)	18/8期E (前回)	19/8期E
貸借対照表									
現預金	1,355	2,344	2,949	-	2,379	2,091	2,998	3,097	3,908
受取手形及び売掛金	1,603	1,377	1,299	-	1,355	1,686	1,374	1,717	1,628
棚卸資産	237	254	259	-	246	276	247	262	295
その他	154	157	236	-	236	163	236	166	236
流動資産	3,352	4,133	4,745	-	4,217	4,218	4,857	5,243	6,068
有形固定資産	5,787	6,356	7,631	-	8,454	7,273	8,338	6,750	8,039
無形固定資産	87	80	66	-	51	58	36	48	27
投資その他の資産	479	594	576	-	576	600	576	600	576
固定資産	6,353	7,031	8,274	-	9,082	7,931	8,951	7,398	8,642
資産合計	9,705	11,165	13,019	-	13,299	12,150	13,808	12,642	14,711
支払手形及び買掛金	1,622	1,490	1,369	-	1,412	1,624	1,447	1,543	1,698
短期借入金	635	635	130	-	0	635	0	635	0
1年以内返済予定の長期借入金	566	388	347	-	347	326	324	292	305
未払金	362	331	335	-	323	351	332	362	365
未払法人税等	295	167	336	-	312	322	322	332	366
賞与引当金	85	115	130	-	145	135	160	145	175
その他	430	653	837	-	880	655	950	655	1,000
流動負債	3,996	3,781	3,485	-	3,420	4,049	3,536	3,966	3,911
長期借入金	1,609	1,865	2,231	-	1,884	1,193	1,560	900	1,254
社債	0	0	0	-	0	0	0	0	0
その他	157	204	315	-	315	205	315	205	315
固定負債	1,766	2,070	2,547	-	2,200	1,398	1,876	1,105	1,570
純資産合計	3,942	5,313	6,986	-	7,678	6,702	8,395	7,570	9,229
(自己資本)	3,942	5,313	6,986	-	7,678	6,702	8,395	7,570	9,229
(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	1,462	-	1,256	1,523	1,296	1,570	1,475
減価償却費	549	657	774	-	915	855	1,030	922	1,008
売上債権の増減額 (－は増加)	-142	226	77	-	-55	-258	-19	-30	-253
棚卸資産の増減額 (－は増加)	378	-16	-5	-	13	-31	-1	14	-47
仕入債務の増減額 (－は減少)	-204	-124	-121	-	43	133	34	-80	251
法人税等の支払額	-283	-463	-312	-	-445	-556	-460	-573	-523
その他	374	144	81	-	21	22	104	18	142
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,103	1,379	1,956	-	1,749	1,688	1,984	1,841	2,053
有形固定資産の取得による支出	-468	-1,038	-1,800	-	-1,723	-900	-900	-400	-700
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	-7	-	0	-5	0	-5	0
その他	-105	19	70	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-503	-1,027	-1,736	-	-1,723	-905	-900	-405	-700
短期借入金の増減額 (－は減少)	-30	0	-505	-	-130	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-482	78	325	-	-347	-346	-347	-326	-324
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	0	657	802	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-19	-38	-89	-	-118	-104	-118	-104	-118
その他	-22	-20	-12	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-554	676	520	-	-595	-450	-465	-430	-442
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	45	1,028	740	-	-569	332	619	1,005	910
現金及び現金同等物の期首残高	1,135	1,180	2,209	-	2,949	1,758	2,379	2,091	2,998
現金及び現金同等物の期末残高	1,180	2,209	2,949	-	2,379	2,091	2,998	3,097	3,908

(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、決算短信より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（同社は 40 万羽以上の大手生産者のため、卵価低落だけでは交付金は得られない）。この基金への積立金支払と基金からの収入は、販管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は避けられない。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では、同社を対象とするレポート発信を 16 年 2 月 12 日より開始いたしました。

同社は 16 年 2 月 22 日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

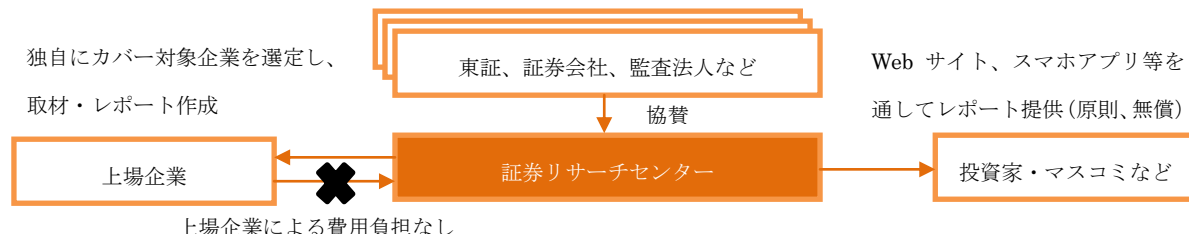
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ホクリヨウ (1384 東証一部)

発行日:2017/2/3

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

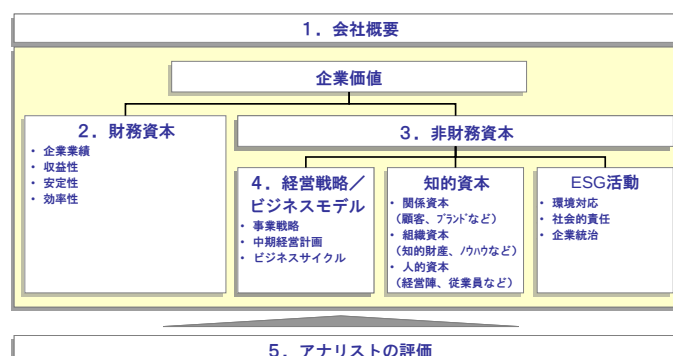
本レポートの構成

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算するための評価指標 (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。