

ホリスティック企業レポート

農業総合研究所

3541 東証マザーズ

アップデート・レポート
2018年12月21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 20181218

農業総合研究所(3541 東証マザーズ)

発行日:2018/12/21

新しい農産物流通モデルの「農家の直売所」を運営する農業関連ベンチャー 19年8月期は流通総額の増加で投資の費用をカバーして営業黒字化を目指す

> 要旨

◆ 会社概要

・農業総合研究所(以下、同社)は、各地の農業生産者から集荷した農産物を、集荷翌日には都市部のスーパーマーケット等の小売店舗の直売所コーナーで販売する「農家の直売所」の流通モデルを運営している。

◆ 18年8月期

・18/8期の連結業績は、売上高が2,310百万円(前期比39.2%増)、流通総額が8,778百万円(同23.8%増)、営業損失が96百万円(前期は131百万円の利益)となった。自然災害の多発により流通総額こそ期初会社計画を下回ったが、買取委託販売の割合の増加で売上高は会社計画を上回った。また、会社計画通りに投資を実行し、ほぼ計画通りの水準での営業損失となった。

◆ 19年8月期業績予想

・19/8期連結業績について、同社は売上高3,200百万円(前期比38.5%増)、流通総額12,000百万円(同36.7%増)、営業利益50百万円(前期は96百万円の損失)を予想している。物流、IT強化、人員増強の将来のための投資を予定しているが、営業利益の黒字転換を図るとしている。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、19/8期の連結業績予想について、売上高は3,229百万円(前期比39.8%増)、流通総額11,599百万円(同32.1%増)、営業利益50百万円と予想した。流通総額とそれに伴う売上総利益の増加により、投資に係る費用をカバーして営業黒字化する展開を想定した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、20/8期以降、流通総額は年26~34%の増加が続き、また、体制強化のための先行投資の縮小や海外子会社の赤字縮小により、売上高営業利益率は21/8期には10%台まで上昇するものと予想した。

・「売上高の重層化」を目指す19/8期の投資が20/8期以降のサービスの多様化とそれに伴う売上高増にどのようにつながっていくかに注目する。

【3541 農業総合研究所 業種：卸売業】

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)
2017/8	1,659	38.9	131	-16.3	130	-19.6	84	-21.0	20.3	144.1	0.0
2018/8	2,310	39.2	-96	—	-47	—	-29	—	-6.9	143.0	0.0
2019/8 CE	3,200	38.5	50	—	60	—	60	—	14.3	—	0.0
2019/8 E	3,229	39.8	50	—	62	—	62	—	14.8	173.8	0.0
2020/8 E	4,496	39.2	323	539.9	323	421.3	114	85.0	27.1	223.9	0.0
2021/8 E	5,772	28.4	591	82.7	591	82.7	210	82.7	50.0	315.5	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、17/8期の期中に連結決算に移行、17/8期の前期比は16/8期単体決算との比較

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】

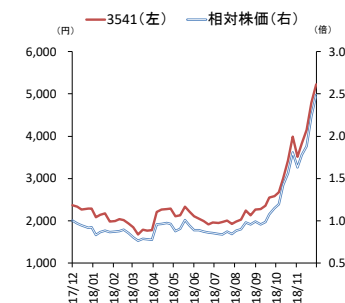
	2018/12/14
株価(円)	5,230
発行済株式数(株)	4,201,000
時価総額(百万円)	21,971

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	—	353.4	193.0
PBR(倍)	36.6	30.1	23.4
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	26.0	121.7	130.9
対TOPIX(%)	32.0	153.0	163.6

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/25

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**◆ 農産物の第3の流通形態「農家の直営所」を運営**

農業総合研究所(以下、同社)は、「農家の直売所」の流通プラットフォームを運営している。このプラットフォームでは、各地の農業生産者から集荷した農産物を、集荷翌日に都市部のスーパーマーケット等の小売店舗(以下、スーパー等)の直売所コーナーで販売することを可能にしている。

「農家の直売所」は、農業協同組合(以下、JA)による市場流通や「道の駅」の直売流通といった既存の流通形態の中間に位置し、両者の良いところ取りをした「第3の流通形態」である。同時に、生活者、スーパー等の販売者、生産者のそれぞれにメリットのある「三方よし」の仕組みとなっている。

◆ 「農家の直売所」を支えるのは物流機能とIT機能

「農家の直売所」を通じてどれだけの農産物が取引されているかを示すのが流通総額である。流通総額の拡大に向けて、同社は、生活者と接点を持つ販売者(スーパー等)の需要サイドと、農産物を供給する生産者の供給サイドの双方に付加価値を提供するよう、仕組みのブラッシュアップに余念がない。

この「農家の直売所」の流通形態は、物流機能とIT機能の掛け合わせで成り立っている。物流の機能としての特徴は、生産者とスーパー等の間をつなぐ集荷場ネットワークの存在である。また、IT機能は、生産から流通に至るまでの細かい業務をIT利用の作業に置き換えていくことで構築されてきた。これらが同社の強みとなっている。

◆ 子会社を通じて日本の農産物の海外への供給も開始

国内での流通形態である「農家の直売所」のモデルをベースに、子会社の世界市場(東京都港区)を通じて、国内の生産者と海外のマーケットを結ぶ「ニッポンイチバ」の流通形態の構築を進めている。なお、子会社の重要性が増したことにより、17/8期第4四半期から連結決算へ移行した。

◆ 取引の大半は単体の委託販売システムによるもの

同社の事業は、農家の直売所事業の単一セグメントだが、取引形態に応じて5種類に区分される。そのうち、手数料だけを売上高に計上する委託販売システムは、18/8期の連結業績全体に対し、売上高の60.2%、売上総利益の83.2%を占めている(図表1)。

【 図表 1 】 取引別売上高・売上総利益

(単位:百万円)

取引	売上高			前期比			構成比		
	16/8期単	17/8期連	18/8期連	16/8期単	17/8期連	18/8期連	16/8期単	17/8期連	18/8期連
委託販売システム	956	1,113	1,391	44.5%	—	25.0%	80.1%	67.1%	60.2%
買取委託販売	156	321	609	72.2%	105.3%	90.1%	13.0%	19.3%	26.4%
卸販売	82	75	37	-37.5%	-8.6%	-51.2%	6.9%	4.5%	1.6%
その他	—	86	105	—	—	20.9%	—	5.2%	4.5%
子会社	—	64	168	—	—	162.5%	—	3.9%	7.3%
合計	1,195	1,659	2,310	35.2%	38.8%	39.2%	100.0%	100.0%	100.0%

取引	売上総利益			前期比			構成比		
	16/8期単	17/8期連	18/8期連	16/8期単	17/8期連	18/8期連	16/8期単	17/8期連	18/8期連
委託販売システム	954	1,113	1,391	45.1%	—	25.0%	94.6%	85.2%	83.2%
買取委託販売	36	70	135	68.6%	92.6%	92.3%	3.6%	5.4%	8.1%
卸販売	17	18	8	22.4%	5.1%	-54.2%	1.8%	1.4%	0.5%
その他	—	80	87	—	—	9.3%	—	6.1%	5.2%
子会社	—	24	51	—	—	109.6%	—	1.8%	3.1%
合計	1,009	1,305	1,672	45.3%	29.4%	28.1%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 18/8 期より従来「委託販売システム」に含まれていた一部が「その他」に分離表示された
 「委託販売システム」は 16/8 期と 17/8 期で連続性がないため、17/8 期の「委託販売システム」の前期比はなし
 出所) 農業総合研究所 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

◆ 日本における農産物の流通

日本国内において、野菜や果物といった農産物の流通は、JA を経由した市場流通が大半を占める。

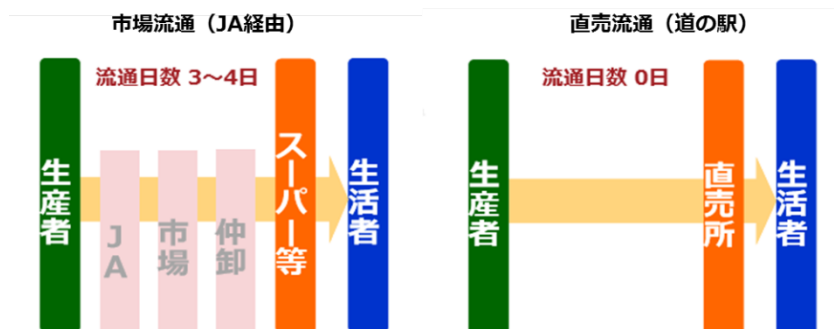
生産者が JA に持ち込んだ農産物は、市場、仲卸、スーパーマーケット等を経て生活者の食卓に届く(図表 2)。比較的均一な品質の農産物を、大量に、かつ安定的に流通させるという観点では、JA 経由の市場流通は、生活者の食卓を支えるうえで重要な役割を担ってきた。

ただし、その仕組みはあくまで大量供給に適したものであり、食の多様化という生活者の嗜好の変化や、大量供給に適さない規格外の農産物の供給に対応しきれないものではない。JA が買い取る農産物は、JA の規格に合ったものに限られるので、事実上、生産者は自由に農産物を作ることができない状況に置かれている。JA 経由の市場流通は、その状況のもとで成り立っている仕組みと言えよう。

JA 経由の市場流通とは別に、生産者が直売所に直接農産物を持ち込んで、その場で販売する直売流通という仕組みが存在する。いわゆる「道の駅」での販売である(図表 2)。

直売流通の場合、収穫当日の農産物が販売されるために鮮度も高く、産地に根差した珍しい農産物の販売も可能となる。しかし、「道の駅」はどうしても生産地の近くにしか存在せず、生活者はアクセスしづらい。また、供給量も少なく、流通範囲が限定的にならざるをえない。

【 図表 2 】 既存の農産物の流通形態

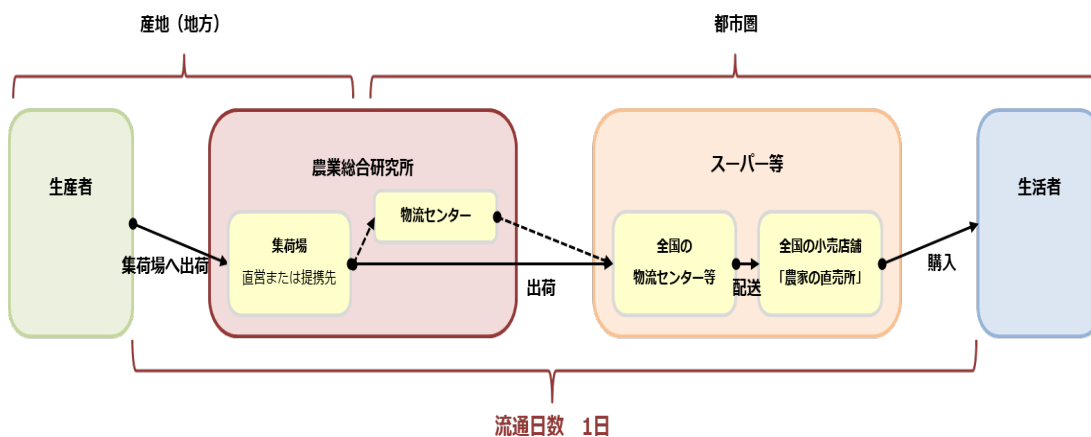


(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」

◆ 「農家の直売所」は JA と「道の駅」の良いところ取りの仕組み
 同社が運営する「農家の直売所」は、生産者と都市部のスーパー等を直接つなぐことを特徴とした、農産物の第3の流通形態である。

生産者はまず、同社が設置している集荷場（18/8 期末時点で全国 86 カ所）に農産物を出荷する。集荷場に集められた農産物は、集荷場の費用負担により、スーパー等の物流センター等に出荷され、そこから全国の店舗に配送される。その後、農産物は各店舗の直売所コーナーに陳列され、生活者が購入することになる（図表 3）。

【 図表 3 】 農業総合研究所の「農家の直売所」による農産物の流れ



(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」に証券リサーチセンター加筆

生産者と生活者のそれぞれの視点からの各流通形態の特徴を比較してみた（図表 4）。「農家の直売所」は、JA 経由の市場流通の供給量には及ばない。しかしながら、大量供給の JA の市場流通と、少量供給の「道の駅」の流通の良いところ取りを実現した、中規模流通に適した流通形態となっている。

また、「農家の直売所」は、その流通形態に関わるそれぞれの当事者に対して以下の付加価値を提供しており、文字通り「三方良し」の流通形態となっている。

- (1) 生産者：収益増加の機会
- (2) 小売店舗（スーパー等）：集客に資する売り場
- (3) 生活者：鮮度の高い、生産者の顔が見える農産物

【 図表 4 】 農産物の各流通形態の特徴の比較

生産者の視点	農業総合研究所 「農家の直売所」	既存の流通形態	
		JA経由の市場流通	直売流通 「道の駅」
いくらで販売するか	生産者が自由に決定	市場相場（競り）で決定	生産者が自由に決定
販売先をどこにするか	生産者が自由に決定	どの小売店舗で販売されているか不明	自由だが 事実上近所の「道の駅」に限られる
何を生産するか	生産者が自由に決定	JAで指定されたもののみ生産可能	生産者が自由に決定
ロスのリスク	生産者に在庫責任あり	生産者に在庫責任なし	生産者に在庫責任あり
総収入	生産者の努力次第で増やすことができる	少なめだが比較的安定的	生産者の努力次第も そもそもの販売量が少なく収入は限られる
取扱量	やや多い	多い	少ない
生産者の手間	やや少ない (バーコード発券と集荷場への運搬)	少ない (JAへの運搬)	多い (包装と道の駅への運搬)

生活者の視点	農業総合研究所 「農家の直売所」	既存の流通形態	
		JA経由の市場流通	直売流通 「道の駅」
農産物の鮮度	収穫後1日で陳列	収穫から3~4日後のものが陳列	収穫した日のものが陳列
農産物の美味しさ	完熟してから収穫	未完熟の状態で収穫（早取り）	完熟してから収穫
トレーサビリティ	生産者が分かる	生産者は分からない	生産者が分かることが多い
規格・品揃え	規格品・規格外品が混合 全国の農産物	流通規格に合ったもののみ 全国の農産物	規格外品が中心 「道の駅」がある産地の農産物に限られる

JA経由の市場流通での 末端販売価格を 100円とした場合の価格	農業総合研究所 「農家の直売所」	既存の流通形態	
		JA経由の市場流通	直売流通 「道の駅」
末端販売価格	95円	100円	90円
生産者の手取り金額	60円	30円	70円

(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」、決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 「農家の直売所」には3種類の取引形態がある

「農家の直売所」には以下の3種類の取引形態が存在し、売上高、売上原価として何が計上されるかが異なっている

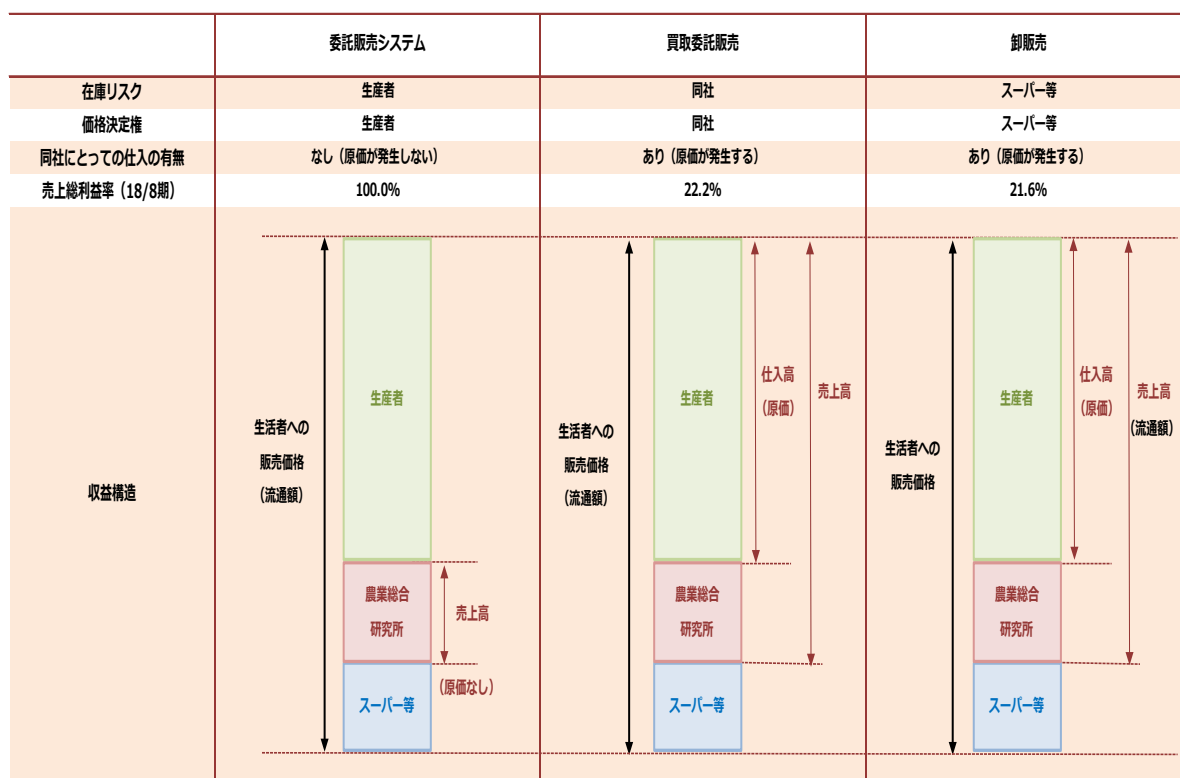
- (1) 委託販売システム
- (2) 買取委託販売
- (3) 卸販売

(1) の委託販売システムは、スーパー等の直売コーナーで生産者が委託販売を行うことを基本とし、同社がその流通経路を提供する形態である。流通額のうち、同社手数料部分が売上高に計上され、売上原価として計上されるものはない。

(2) の買取委託販売は、同社が生産者から農産物を買取り、同社がスーパー等で委託販売を実施する形態である。流通額のうち、スーパー等の販売手数料を差し引いた金額が同社の売上高となり、買取仕入高が売上原価となる。

(3) の卸販売は、同社が農産物を買取り、スーパー等へ販売を行う形態である。スーパー等へ販売した金額が同社の売上高となり、生産者からの買取仕入高が売上原価となる。この場合は同社の売上高が流通額となる。

【 図表 5 】「農家の直売所」の3つの取引形態



(出所) 農業総合研究所 有価証券報告書、決算説明会資料より、会社ヒアリングを踏まえて証券リサーチセンター加筆

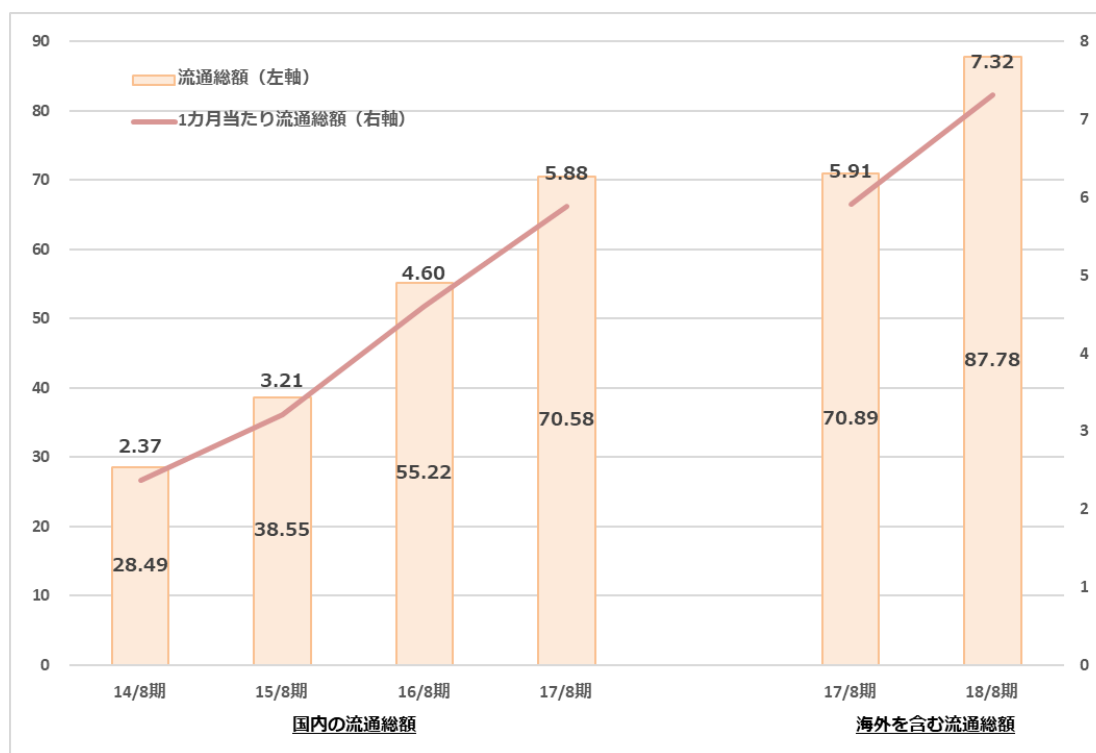
◆ 流通総額をいかに増やすかが重要

どの取引形態であっても、「農家の直売所」の仕組みを用いた農産物の流通が増えることが、同社の経営にとって最も重要なこととなる。

流通総額は14/8期(単体)から18/8期(連結)まで年平均32.5%のペースで増加し、18/8期には87.78億円となっている(図表6)。

【図表6】流通総額の推移

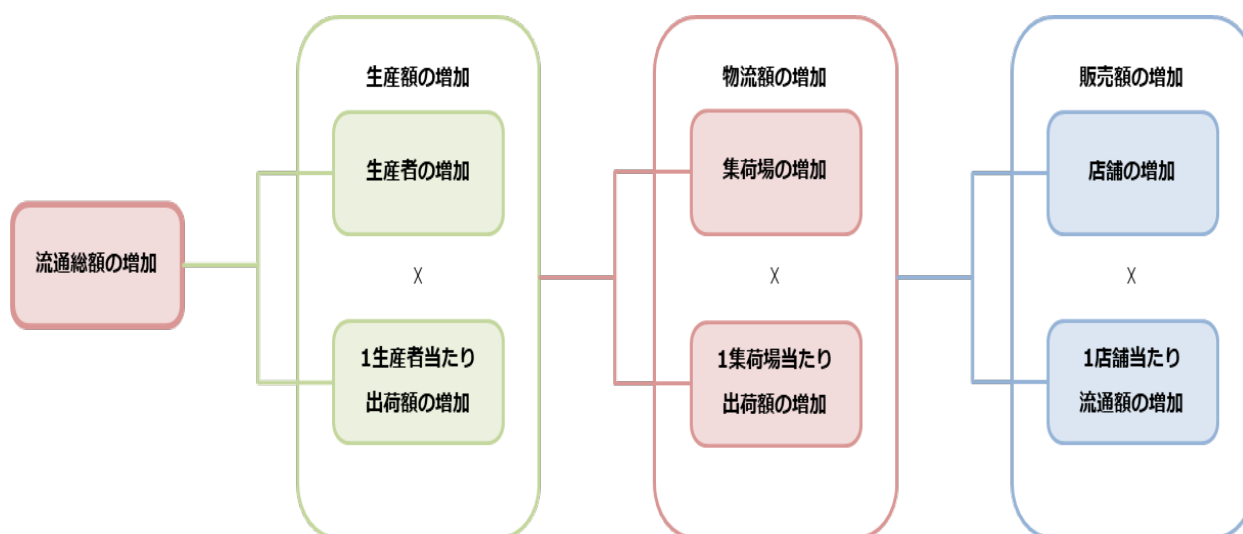
(単位:億円)



(出所) 農業総合研究所「成長可能性に関する説明資料」、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、図表3に示した「農家の直販所」を通じた農産物の流れと合わせて考えると、流通総額を増やすためには、(1) 小売店舗での販売額、(2) 生産者側の生産額、(3) 販売と生産の間をつなぐ物流額の3つをバランス良く増やしていくことが必要となる(図表7)。

【 図表 7 】 流通総額の増加の要因分解



(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

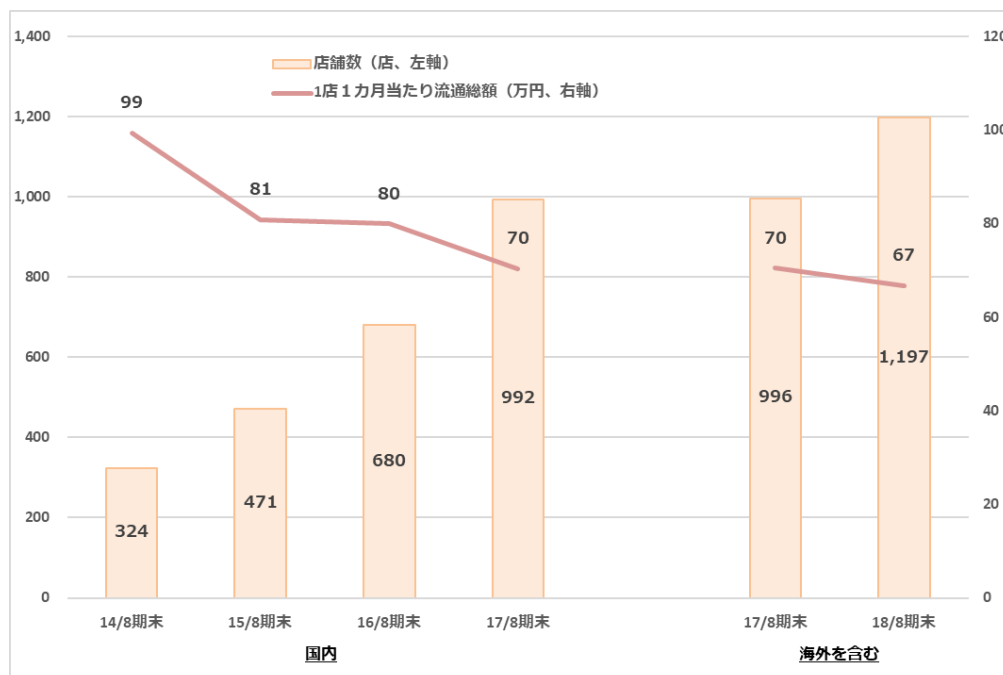
◆ 販売額の観点

需要サイドから見ると、流通総額の増加は、店舗数の増加と、1店舗当たり流通額の増加の積算で捉えられる。

18/8 期末時点で、同社のシステムを利用している店舗は 1,197 店（うち国内は 1,185 店舗）で、国内のスーパーマーケットに対する普及率は 5.8%となっている（図表 8）。一方、1店1カ月当たり流通総額は、期を追うごとに低下してきている。考えられるひとつの要因として、店舗数が増加する局面では、お試しで導入するようなケースが多い可能性が挙げられよう。

なお、スーパーチェーンごとの導入店舗数は非開示だが、主要取引先の上位には、18/8 期の連結売上高の 13.0%を占めるイオンリテール（千葉県千葉市）、同 11.7%の阪急オアシス（大阪府豊中市）が並び、この 2 社で同社の売上高の 24.7%を占めている。

【 図表 8 】 店舗数の推移



(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

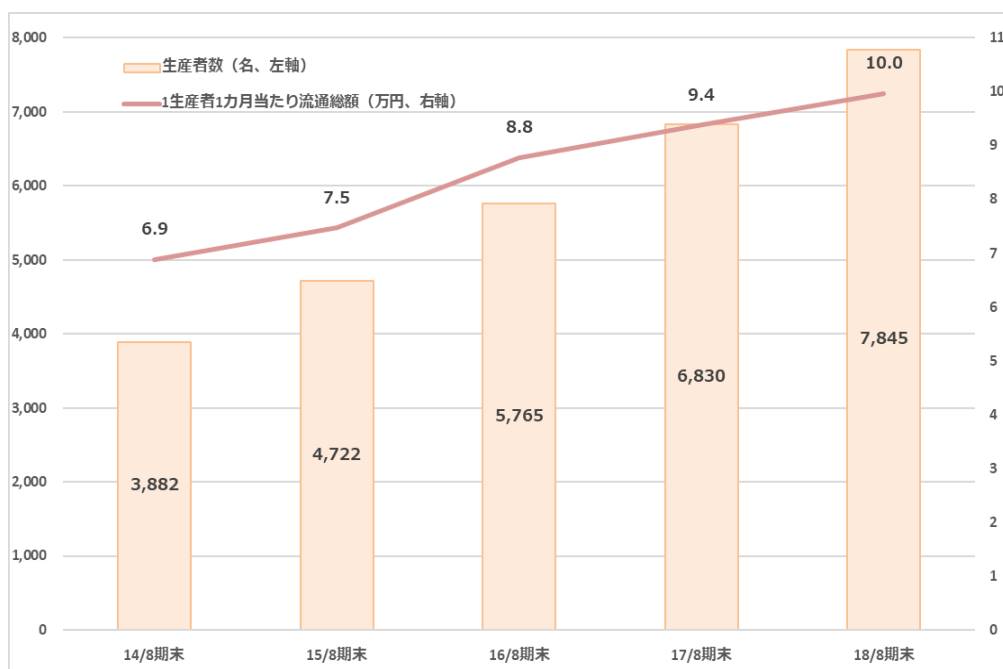
◆ 生産額の観点

供給サイドから見ると、流通総額の増加は、生産者数の増加と、1生産者当たり出荷額の増加の積算で捉えられる。

18/8 期末時点で、登録生産者数は 7,845 名まで増加した。うち、3,903 名が関西エリア、1,450 名が関東エリアの生産者となっており、全国の総農家数に対する普及率は 0.36%となっている。1生産者1カ月当たり流通総額も、月 10.0 万円まで徐々に上昇しており、登録した生産者の出荷額が増加傾向にあることが見て取れる (図表 9)。

生産者に直に接し、営業及びサポートを行うのは集荷場のスタッフである。従って、生産者の増加及び生産者の出荷額の増加は、集荷場の数とスタッフの質、及び集荷場から先の物流システムの能力にかかっている部分があると言えよう。

【 図表 9 】 登録生産者数の推移



(注) 出荷される農産物は海外にも流通するため、17/8 期より流通総額は連結の数値を使用
(出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

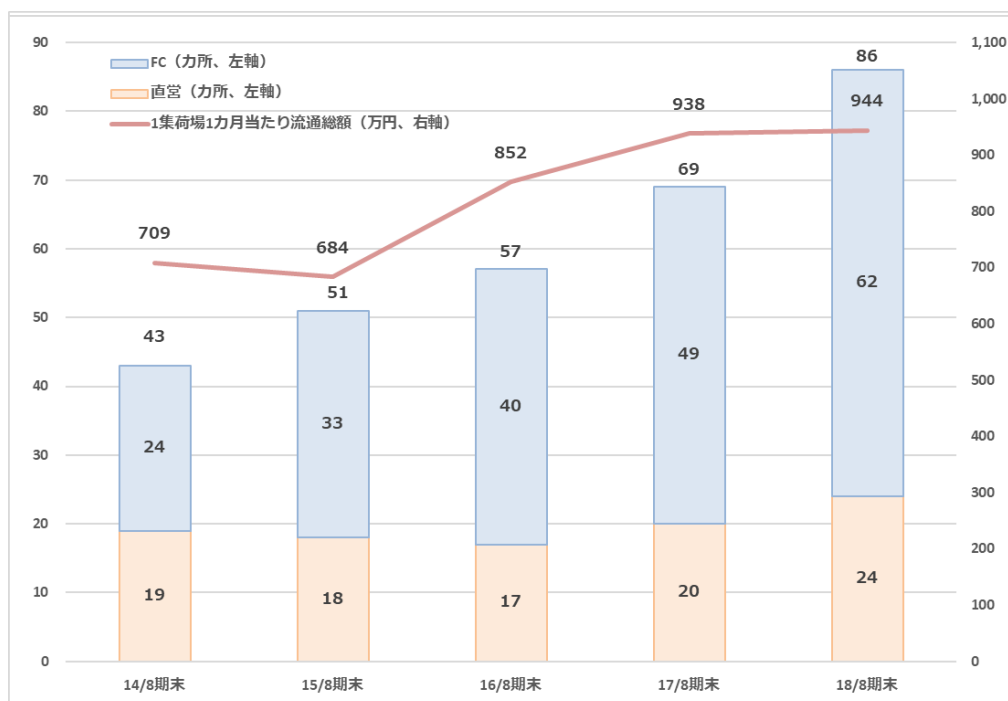
◆ 物流額の観点

需要サイドと供給サイドをつなぐ物流の観点から見ると、流通総額の増加は、農産物を受け入れる集荷場の数の増加と、1集荷場当たり出荷額（処理額）の増加の積算で捉えられる。

18/8 期末時点で、集荷場の数は、直営 24 カ所、業務委託先（以下、FC）62 カ所の合計 86 カ所となっている（図表 10）。集荷場は、47 都道府県のうち 31 都府県に設置されており、86 カ所のうち 24 カ所が関西エリア、16 カ所が関東エリアにある。18/8 期は日本郵便の四国支社との業務委託が寄与し、FC の増加が牽引する形で集荷場の数が増加した。また、拠点の質の向上を目指して一部地域で集荷場の集約を実施したこともあり、拠点数が増加した割には、1集荷場1カ月当たり流通総額は 900 万円台の水準で微増となっている。

集荷場は、原則、流通した金額に応じた手数料収入により運営され、人件費のほか、集荷場からスーパー等の物流センターに出荷する際の運送費が主な費用となる。従って、直営であっても FC であっても、一定以上の取扱量がないと採算が合わないことになる。

【 図表 10 】 集荷場の数の推移



(注) 集荷場を経由する農産物は海外にも流通するため、17/8 期より流通総額は連結の数値を使用
 (出所) 農業総合研究所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 「農家の直売所」の流通形態を支える物流と IT の機能

「農家の直売所」の流通形態は、物流機能と IT 機能の掛け合わせで成り立っていると捉えることもできる。

物流の機能としての最大の特徴は、上述の通り、生産者とスーパー等の間をつなぐ集荷場ネットワークの存在である。

IT の機能は、生産から流通に至るまでの細かい業務を IT 利用の作業に置き換えていくことで構築されてきた。

例えば、生産者は出荷する農作物を、どの店舗で、どのくらいの価格で販売するかを決めなくてはならない。当然、それを管理するために、出荷時にバーコードを貼る業務が発生する。同社では、その貼り付け作業を行う生産者のために、バーコード発券機を貸与している。また、一部の生産者にはタブレット端末を貸与し、生産者自ら配送することも可能にしている。端末の貸与やバーコード発券には僅少ながら手数料を徴収しており、同社の収入源のひとつとなっている。なお、これらの収入は、18/8 期より取引形態別には「その他」に分類されるようになった。

このように、「農家の直売所」を通じた流通に関する業務を、IT化によって負担軽減する仕組みが散りばめられている。

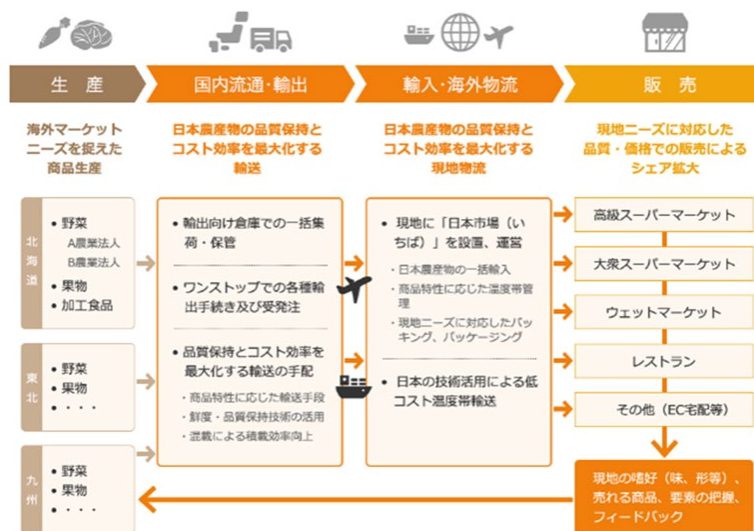
IT化は生産者の出荷作業の利便性を上げることに留まらない。今後は、生産者と生活者とのコミュニケーションを活性化することや、販売動向等の生活者サイドから収集された情報を活用して、生産者の経営の意思決定の精度を上げることを目指していく。

◆ 子会社の世界市場を通じた世界への進出

「農家の直売所」は国内での農産物流通の流通形態だが、同様に、国内の生産者と海外のマーケットを結びつける流通形態の確立も同社は志向している。そのため、16年8月に第三者割当増資を引き受けて、世界市場（東京都港区）を子会社化した。

世界市場は、日本の青果物を世界に届けるための「ニッポンイチバ（NIPPON ICHIBA）」の構築を進めている。基本的には、同社の「農家の直売所」に倣ったモデルとなっており、委託販売が基本である。「農家の直売所」と異なるのは輸出入の手続きが発生することである。「ニッポンイチバ」のモデルでは、日本国内での青果物の確保と輸出向け倉庫までの物流は同社が、輸出向け倉庫での処理から輸出先での手続き全般や物流を世界市場が、それぞれ担当する（図表 11）。

【 図表 11 】 世界市場の「ニッポンイチバ」の青果物の流通



(出所) 世界市場ウェブサイト

なお、世界市場は、17年6月に、海外需要開拓支援機構（東京都港区、以下、クールジャパン機構）の出資を受けた。出資を受けるのに

に伴い、世界市場の既存株主(同社を含む4社)で中間持株会社の世界市場ホールディングスを設立し、世界市場は世界市場ホールディングスが61.4%、クールジャパン機構が38.6%を保有する会社となった。同社にとって世界市場は子会社から孫会社へ変更されたが、重要性が増したため、17/8期第4四半期から連結決算へ移行した。

また、17年7月に同社、世界市場、日本航空(9201 東証一部)の3社で締結された連携協定も、「ニッポンイチバ」のビジネスモデルの機能強化を目指したものと見て取れる。

> 強み・弱みの分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 12 のようにまとめられる。

「機会」の項目に、「日本郵政グループとの提携による事業機会の拡大」を追加したことが主な変更点である。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・「農家の直売所」という新しい農産物の流通形態を確立できていること <ul style="list-style-type: none"> - 生産者、スーパー等小売店、生活者の3者にとってメリットのある仕組み - 既存の流通形態と競争しないポジショニング ・「農家の直売所」の流通形態を支える機能 <ul style="list-style-type: none"> - 集荷場ネットワークを中心とする物流の機能 - ITの機能 ・現社長の実体験に基づいた農業分野の業務に対する知見
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・流通総額を増やすのにまだ増員が不可欠な状況にあること ・ビジネスモデル上のボトルネックの存在 <ul style="list-style-type: none"> - 集荷場の業務委託先の成り手 - 生産者のITリテラシー向上 ・事業規模の小ささ ・現社長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・スーパー等の小売店舗、生産者にまだ十分な新規拡大余地があること ・既存のスーパー等の小売店舗や生産者の取引額の増加余地があること ・集荷場の設置余地がまだ十分にあること ・日本郵政グループとの提携による事業機会の拡大（新規） ・子会社の世界市場を通じた輸出事業の拡大（「開始」を「拡大」に変更） ・上場による知名度の向上 <ul style="list-style-type: none"> - 人員の採用 - 業務提携先の確保
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・スーパー等の小売店舗の営業方針の転換の可能性 ・集荷場の業務委託先がなかなか増えない可能性 ・既存の流通形態との競争激化の可能性 ・自然災害や天候不順による農産物生産の減少とそれに伴う流通総額減少の可能性 ・物流過程において食の安全性を脅かす事故が起きる可能性 ・子会社の世界市場を通じた海外展開が軌道に乗らない可能性 ・人材の確保が難しくなる可能性

(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、現社長の実体験に基づく知見と、その知見によって確立されたビジネスモデルにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 13 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、組織資本に属する現社長自らの農業に関する実体験に基づく知見にあると考える。その知見に基づき、組織資本

と人的資本にまたがる、「農家の直売所」のビジネスモデルの確立とブラッシュアップにつながっていった。

「農家の直売所」のビジネスモデルを支えるのは、物流の機能と IT の機能という、組織資本のプロセスにある。この2つの機能はビジネスモデルを特徴的なものとするのと同時に、他社に対する参入障壁にもなっていると考えられる。その結果、関係資本である、全国のスーパーマーケットと登録生産者という需要サイドと供給サイドの両顧客が増加していき、取引の増加によって、流通総額が増えていくという循環に至っている。

【 図表 13 】 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	・全国のスーパーマーケット	・委託販売システム採用店舗数 1,081店 (単体、国内) 連結では1,087店	1,185店 (単体、国内) 連結では1,197店	
			・委託販売システム採用店舗の全国導入率 5.3%	5.8%	
			・主要顧客 阪急オアシス (全売上高の16.1%) サミット (同13.4%) イオンリテール (同10.1%) (17/8期)	イオンリテール (全売上高の13.0%) 阪急オアシス (同11.7%)	
		・登録生産者	・登録生産者数 7,291名	7,845名	
			・全国登録率 0.34%	0.36%	
	ブランド	・国内の委託販売システムの名称	・「農家の直売所」	特になし	-----
		・海外向けの委託販売システムの名称	・「ニッポンイチバ(NIPPON ICHBA)」	特になし	-----
		・表彰	・表彰 「日本ベンチャーアワード2016」 経済産業大臣賞	-----	-----
	ネットワーク	・業務提携	・NTTドコモ	流通プラットフォームの構築 (16年10月~)	-----
			・地方銀行	9行 (18年5月末)	-----
			・日本航空	日本産農産物の国内流通と輸出拡大	-----
			・デリカフーズホールディングス	物流プラットフォームの再構築 (17年10月~)	-----
			・日本郵政グループ	(今回、追加) 日本郵政四国支社との協業 日本郵政キャピタルの資本参加 (12.5%) (資本参加は18年10月)	-----
			・東京農業大学	産学連携協定	-----
			・子会社	・世界市場 輸出事業進展	-----
組織資本	プロセス	・「農家の直売所」を通じた取引額	・流通総額 連結4,265百万円 (国内+香港) 単体4,229百万円 (国内)	連結8,778百万円 単体の開示はなし	
		・物流の機能	・集荷場の数	72カ所 (直営22 FCS0)	86カ所 (直営24 FCS2)
			・集荷場のカバー領域	47都道府県のうち30都道府県に設置	47都道府県のうち31都道府県に設置
			・物流センター	外部委託で2カ所	-----
	・ITの機能	・生産者用バーコード発券機	特になし	-----	
		・タブレットの活用	特になし	-----	
		・アプリケーション開発	特になし	-----	
	知的財産 ノウハウ	・現社長の農業関連の実体験に基づく知見	・現社長の創業前の農業関連の経験年数	生産者として3年 販売者として1年	-----
		・ビジネスモデル	・表彰 「日本ベンチャーアワード2016」 経済産業大臣賞	-----	
	人的資本	経営陣	・現社長によるビジネスモデルの確立	・「農家の直売所」モデルの構築	特になし
・インセンティブ			・代表取締役社長による保有	742,500株 (17.67%)	-----
			・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	上期の開示なし	532,700株 (12.68%)
			・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	上期の開示なし	66百万円 (4名)
			・従業員数	69名 (連結) 67名 (単体) (17/7期末)	105名 (連結) 99名 (単体)
従業員		・企業風土	・平均年齢	32.2歳 (単体) (17/7期末)	32.1歳 (単体)
			・平均勤続年数	2.6年 (単体) (17/7期末)	2.4年 (単体)
			・従業員持株会	62,200株 (1.48%)	60,800株 (1.44%)
		・インセンティブ	・ストックオプション	なし	-----

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は18/8期上期または18/8期上期末、今回は18/8期または18/8期末のもの
前回と変更しないものは-----と表示

(出所) 農業総合研究所所有証券報告書、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**◆ 18年8月期は期初会社計画に沿った水準の営業損失**

18/8期の連結業績は、売上高が2,310百万円(前期比39.2%増)、営業損失が96百万円(前期は131百万円の利益)、経常損失が47百万円(同130百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失が29百万円(同84百万円の利益)となった。売上高の期初の会社計画に対する達成率は101.8%となり、営業損失は期初の会社計画の100百万円より4百万円少なかった。

流通総額は8,778百万円(前期比23.8%増)となった。主要指標のうち、18/8期末の国内の店舗数は1,197店(前期末比201店増)、登録生産者数は7,845名(同1,015名増)となり、店舗と登録生産者の両方の伸びによる流通総額の増加が続いている。ただし、自然災害の多発による影響を受け、流通総額の期初の会社計画に対する達成率は97.5%に留まった。

取引別売上高のうち、委託販売システムが前期比25.0%増、買取委託販売が同90.1%増となった。この結果、売上構成比は、委託販売システムが前期の67.1%から60.2%まで低下し、買取委託販売は前期の19.3%から26.4%まで上昇した。17/8期後半より顕著になった、買取委託販売の増加が続いている。

その背景には、店舗数の増加がある。買取により同社が一定量の商品を確保し、同社のコントロールのもと、各スーパーへの安定供給を図る必要性が高まっている模様である。

図表5に示した通り、同じ流通総額でも、買取委託販売の方が計上される売上高が大きくなる。そのため、高利益率の委託販売システムの売上構成比の低下により、売上総利益率は前期比6.3%ポイント低下の72.4%となった。

また、人員採用、物流インフラの見直し、ITプラットフォームの強化等の先行投資を行ったことで、国内の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比50.6%増となった。売上総利益の伸びでは販管費の増加はカバーしきれず、96百万円の営業損失となった(前期は131百万円の黒字)。

なお、内部取引等が存在するため一概に言えない部分はあるが、連結業績から単体業績を差し引いた分がおよそ海外の子会社の分となる。それによると、18/8期の海外子会社は、売上高が163百万円、売上総利益は50百万円、販管費が118百万円と推算され、海外子会社は68百万円の営業損失だったことになる。

> 期中の変化**◆ 18年8月期の投資**

18/8期は将来の成長のための基盤づくりに向け、計画通り、積極的な投資を実行した。

物流においては、大田市場（東京都大田区）内部に自社センターを開設したことが大きかった。この開設により、集荷場から小売店舗までの物流が集約できるようになり、小売店舗まで回りきれないことによる機会損失が減少した。また、物流面の対応ができずにこれまで同社の仕組みの導入を見送ってきた店舗も加わるようになり、店舗数の増加の足掛かりが強化された。

ITの分野では、ITプラットフォームの強化の一環として、ウォーターセル（新潟県新潟市）との農業情報システムの共同開発により、農業使用履歴管理アプリ「畑メモ（はためも）」の開発が行われ、トレーサビリティ機能が強化された。また、既存の物流網を利用した新たなサービスとして、外食店舗向けECサービス「彩直」が開発された。

また、人員の採用も進み、17/8期末69名だった従業員数は18/8期末には105名まで増加した。物流やIT、バイヤーといった即戦力人員の採用のほか、新卒採用も進んだ。

◆ 日本郵政グループとの提携

日本郵政グループとの提携も進み、18年4月には日本郵便四国支社（愛媛県松山市）と業務委託契約が締結された。これは日本郵便四国支社の物流網を活用する形で、集荷場の運営と、生産者の新規募集の業務を委託するものである。これにより、四国における農産物供給の強化が図られるという。

また、19/10期に入り、18年10月には日本郵政グループとの資本提携が公表された。具体的には、日本郵政グループの日本郵政キャピタル（東京都千代田区）が、同社の株式の12.5%を、同社の親会社であるプレンティアー（東京都品川区）から取得し、第3位の大株主になるというものである。なお、プレンティアーは筆頭株主であり続けるが、保有割合は34.28%から21.78%まで低下することとなった。

> 今後の業績見通し**◆ 19年8月期会社計画**

19/8期の会社計画は、売上高3,200百万円（前期比38.5%増）、営業利益50百万円（前期は96百万円の損失）、経常利益60百万円（同47百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益60百万円（同29百万円の損失）である（図表14）。

【 図表 14 】 農業総合研究所の業績計画

(単位:百万円)

	16/8期 単体	17/8期 単体	17/8期 連結	18/8期 連結	19/8期 連結 会社計画	20/8期 連結 中期計画	前期比	
							19/8期	20/8期
流通総額	5,522	7,058	7,089	8,778	12,000	16,000	36.7%	33.3%
売上高	1,195	1,603	1,659	2,310	3,200	-	38.5%	-
取引別								
委託販売システム	956	1,207	1,113	1,391	-	-	-	-
買取委託販売	156	320	321	609	-	-	-	-
卸販売	82	75	75	37	-	-	-	-
その他	-	-	86	105	-	-	-	-
子会社	-	-	64	168	-	-	-	-
主要指標								
期末店舗数(店舗)	680	992	996	1,197	-	-	-	-
期末登録生産者数(名)	5,765	6,830	6,830	7,845	-	-	-	-
期末集荷場数(力所)	57	69	69	86	-	-	-	-
売上総利益	1,009	1,285	1,305	1,672	-	-	-	-
売上総利益率	84.4%	80.2%	78.7%	72.4%	-	-	-	-
取引別								
委託販売システム	954	1,196	1,113	1,391	-	-	-	-
売上総利益率	99.8%	99.1%	100.0%	100.0%	-	-	-	-
買取委託販売	36	70	70	135	-	-	-	-
売上総利益率	23.4%	21.9%	21.9%	22.2%	-	-	-	-
卸販売	17	18	18	8	-	-	-	-
売上総利益率	21.7%	24.9%	24.9%	23.3%	-	-	-	-
その他	-	-	80	87	-	-	-	-
売上総利益率	-	-	92.0%	83.2%	-	-	-	-
子会社	-	-	24	51	-	-	-	-
売上総利益率	-	-	37.8%	30.2%	-	-	-	-
営業利益	156	160	131	-96	50	-	-	-
売上高営業利益率	13.1%	10.0%	7.9%	-4.2%	1.6%	-	-	-
経常利益	162	160	130	-47	60	-	-	-
売上高経常利益率	13.6%	10.0%	7.9%	-2.0%	1.9%	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	107	106	84	-29	60	-	-	-
売上高当期純利益率	9.0%	6.7%	5.1%	-1.3%	1.9%	-	-	-

(出所) 農業総合研究所決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

連結の流通総額は前期比 36.7%増の 12,000 百万円を見込む。店舗数や生産者数等の具体的な内訳の開示はないが、18/8 期に引き続き、需要側である店舗数の増加が流通総額の増加を牽引する想定になっている模様である。

投資については、18/8 期は事業体制の再整備のために投資をする期と位置づけられていたが、19/8 期は売上先の重層化を目指しての投資をする期と位置づけている。物流の分野では、開設した大田市場内の自社センターを活用する事業への投資を実施する予定である。IT の分野では、基幹システムの刷新に加え、小売店バイヤー向けアプリ「直ば」の開発を行うとしている。また、人材の分野では、18/8 期末の 105 名に対し、19/8 期末に 120 名まで人員を増強することを予定している。

投資を継続するため費用は先行するが、流通総額の増加とそれに伴う売上総利益の増加によって費用増をカバーし、19/8 期は 50 百万円の営業利益を確保して黒字化する計画である。

◆ 中期計画

中期計画として、20/8 期までの流通総額が公表されており、流通総額は、19/8 期は前期比 36.7%増、20/8 期は同 33.3%増と予想されている。

◆ 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、18/8 期までの実績を踏まえて、19/8 期以降の業績予想を見直すとともに、21/8 期の業績予想を新たに策定した。

19/8 期は、売上高 3,229 百万円（前期比 39.8%増）、営業利益 50 百万円（前期は 96 百万円の損失）、経常利益 62 百万円（前期は 47 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 62 百万円（前期は 29 百万円の損失）とした（図表 15）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 前回までは、国内（単体）と海外（連結と単体の差分）を分けて流通総額を予想していたが、国内の流通総額の開示がなくなったため、連結全体の流通総額を算出する方法に変更した。具体的には、海外を含めたスーパー等の期末店舗数と 1 店舗当たり流通総額から、算出した。

その上で、全体の流通総額をどの取引によるものかに分類した。別途、登録生産者数と集荷場数を予想し、予想した流通総額との兼ね合いをチェックすることで、予想の整合性を確認した。

19/8 期末の連結の店舗数は 1,615 店舗（18/8 期末 1,197 店舗）、19/8 期の 1 店舗 1 カ月当たり流通総額は 68.8 万円（18/8 期は 66.7 万円）として、19/8 期の流通総額は前期比 32.1%増の 11,599 百万円になるものと予想した（会社計画は 12,000 百万円）。

他の主要指標は、19/8 期末の登録生産者数は 8,900 名（18/8 期末は 7,845 名）、集荷場数は 97 カ所（同 86 カ所）とした。また、流通総額のうち、委託販売システムによるものの構成比は、18/8 期の 89.5%より 1.5%ポイント低下の 88.0%になるものとした。

(2) 売上総利益率は、18/8 期の 72.4%に対し、69.7%まで 2.7%ポイント低下するものとした。主に高利益率の委託販売システムの売上構成比が低下することを考慮したためである

(3) 販管費は、18/8 期の 1,769 百万円に対し、19/8 期 2,201 百万円まで増加すると予想した。人員増による人件費の増加、物流費や業務委託費の増加のほか、連結子会社での費用増を織り込んでいる。

これらの結果、19/8 期の営業利益は 50 百万円と、黒字化することを予想した (会社計画も 50 百万円の営業利益)。

20/8 期以降は、流通総額は 20/8 期は前期比 34.4%増、21/8 期は同 25.9%増と予想した。店舗数の増加、すなわち需要サイドの拡充が流通総額の増加を牽引する展開を予想するが、物流プラットフォーム等の供給サイドが十分に対応できることが前提となる。

売上高は 20/8 期は前期比 39.2%増、20/8 期は同 28.4%増と、流通総額の伸びを上回る展開を予想した。委託販売システムの売上構成比の低下に伴い、売上総利益率の低下は続くが、体制強化のための先行投資が一段落することと、海外子会社の赤字縮小により、売上高営業利益率は 20/8 期 7.2%、21/8 期 10.3%と上昇するものと予想した。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	16/8期単	17/8期単	17/8期連	18/8期連	19/8期CE連	19/8期CE単	20/8期CE連	19/8期E連	19/8期E連	20/8期E連	20/8期E連	21/8期E連
					(中計)	(中計)		(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)
損益計算書												
売上高	1,195	1,603	1,659	2,310	3,200	-	-	3,229	3,219	4,496	4,340	5,772
前期比	35.2%	34.2%	38.9%	39.2%	38.5%	-	-	39.8%	42.3%	39.2%	34.8%	28.4%
(17/8期までの取引別売上高)												
単体・取引別												
委託販売システム	956	1,207	1,207	-	-	-	-	-	1,773	-	2,146	-
買取委託販売	156	320	320	-	-	-	-	-	1,364	-	2,108	-
卸販売	82	75	75	-	-	-	-	-	82	-	86	-
連結単体	-	-	56	-	-	-	-	-	625	-	1,200	-
(18/8期以降の取引別売上高)												
委託販売システム	-	-	1,113	1,391	-	-	-	1,837	-	2,469	-	3,123
買取委託販売	-	-	321	609	-	-	-	972	-	1,359	-	1,732
卸販売	-	-	75	37	-	-	-	30	-	30	-	30
その他	-	-	86	105	-	-	-	139	-	187	-	237
子会社	-	-	64	168	-	-	-	250	-	450	-	650
流通総額 (17/8期以降は連結ベース)	5,522	7,058	7,089	8,778	12,000	12,000	16,000	11,599	11,266	15,593	13,860	19,625
前期比	43.2%	27.8%	28.4%	23.8%	36.7%	33.3%	33.3%	32.1%	25.3%	34.4%	23.0%	25.9%
うち、単体	5,522	7,058	7,058	-	-	-	-	-	10,954	-	13,260	-
前期比	43.2%	27.8%	28.4%	-	-	-	-	-	23.0%	-	21.1%	-
主要指標												
期末店舗数 (店舗)												
連結	-	-	996	1,197	-	-	-	1,615	1,515	2,120	1,775	2,525
単体	680	992	992	1,185	-	-	-	1,600	1,500	2,100	1,750	2,500
連結単体	-	-	4	12	-	-	-	15	15	20	25	25
期末登録生産者数 (名)	5,765	6,830	6,830	7,845	-	-	-	8,900	8,900	9,900	9,900	10,900
期末集荷場数 (カ所)	57	69	69	86	-	-	-	97	88	110	98	123
売上総利益	1,009	1,285	1,305	1,672	-	-	-	2,251	2,301	3,070	3,032	3,909
前期比	45.4%	27.4%	29.4%	28.1%	-	-	-	34.6%	42.8%	36.4%	31.8%	27.3%
売上総利益率	84.4%	80.2%	78.7%	72.4%	-	-	-	69.7%	71.5%	68.3%	69.9%	67.7%
販売費及び一般管理費	852	1,124	1,174	1,769	-	-	-	2,201	2,235	2,746	2,736	3,317
売上高販費率	71.3%	70.1%	70.8%	76.6%	-	-	-	68.2%	69.4%	61.1%	63.0%	57.5%
営業利益	156	160	131	-96	50	50	-	50	65	323	296	591
前期比	251.1%	2.7%	-16.3%	-	-	-	-	-	-	539.9%	352.3%	82.7%
売上高営業利益率	13.1%	10.0%	7.9%	-4.2%	1.6%	-	-	1.6%	2.0%	7.2%	6.8%	10.3%
経常利益	162	160	130	-47	60	-	-	62	65	323	296	591
前期比	262.4%	-1.2%	-19.6%	-	-	-	-	-	-	421.3%	352.1%	82.7%
売上高経常利益率	13.6%	10.0%	7.9%	-2.0%	1.9%	-	-	1.9%	2.0%	7.2%	6.8%	10.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	107	106	84	-29	60	-	-	62	42	114	192	210
前期比	106.4%	-0.6%	-21.0%	-	-	-	-	-	-	85.0%	352.1%	82.7%
売上高当期純利益率	9.0%	6.7%	5.1%	-1.3%	1.9%	-	-	1.9%	1.3%	2.6%	4.4%	3.6%

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

(出所) 農業総合研究所有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/8期単	17/8期単	17/8期連	18/8期E連	19/8期CE連	19/8期CE連 (中計)	20/8期CE連 (中計)	19/8期E連 (今回)	19/8期E連 (前回)	20/8期E連 (今回)	20/8期E連 (前回)	21/8期E連 (今回)
貸借対照表												
現金及び預金	726	747	880	808	-	-	-	753	550	890	762	1,386
売掛金及び受取手形	296	383	401	496	-	-	-	618	830	933	882	1,059
商品・貯蔵品	0	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	10	7	13	67	-	-	-	67	13	67	13	67
流動資産	1,033	1,138	1,295	1,372	-	-	-	1,439	1,394	1,891	1,659	2,513
有形固定資産	3	14	14	30	-	-	-	29	12	28	11	27
無形固定資産	24	28	32	76	-	-	-	112	127	143	159	175
投資その他の資産	38	52	17	37	-	-	-	37	17	37	17	37
固定資産	66	95	64	143	-	-	-	178	157	209	188	239
資産合計	1,100	1,234	1,360	1,515	-	-	-	1,617	1,552	2,100	1,847	2,753
買掛金	344	411	413	502	-	-	-	594	663	810	715	1,024
未払法人税等	59	24	25	6	-	-	-	0	18	90	82	165
未払金	70	86	90	121	-	-	-	120	90	130	100	140
前受金	0	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
短期借入金	0	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	31	28	28	43	-	-	-	44	24	31	11	19
その他	29	35	54	57	-	-	-	57	54	57	54	57
流動負債	536	587	610	731	-	-	-	816	851	1,119	964	1,407
長期借入金	88	59	59	104	-	-	-	59	11	28	0	8
その他	-	4	4	11	-	-	-	11	4	11	4	11
固定負債	88	64	64	115	-	-	-	71	15	40	4	20
純資産合計	475	582	685	668	-	-	-	730	685	940	878	1,325
(自己資本)	475	582	603	600	-	-	-	662	604	777	796	988
キャッシュ・フロー計算書												
税金等調整前当期純利益	162	-	131	-47	-	-	-	62	65	323	296	591
減価償却費	8	-	8	18	-	-	-	28	28	32	32	32
売上債権の増減額 (-は増加)	-65	-	-102	-94	-	-	-	-122	-302	-315	-51	-125
棚卸資産の増減額 (-は増加)	0	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	76	-	66	89	-	-	-	91	233	215	52	214
未払金の増減額 (-は減少)	-7	-	18	31	-	-	-	-1	10	10	10	10
法人税等の支払額	0	-	-86	-47	-	-	-	-6	-4	-22	-39	-132
その他	4	-	20	-4	-	-	-	0	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	178	-	56	-53	-	-	-	52	30	244	299	591
有形固定資産の取得による支出	0	-	-13	-11	-	-	-	-3	-3	-3	-3	-3
無形固定資産の取得による支出	-23	-	-9	-59	-	-	-	-60	-60	-60	-60	-60
投資有価証券の取得・売却による収支	-35	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-1	-	-11	-6	-	-	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-60	-	-34	-77	-	-	-	-63	-63	-63	-63	-63
短期借入金の増減額 (-は減少)	0	-	0	-	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	0	-	-31	60	-	-	-	-43	-23	-44	-24	-31
株式の発行による収支	311	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-	-	120	-	-	-	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	311	-	88	60	-	-	-	-43	-23	-44	-24	-31
換算差額	-	-	0	-1	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	428	-	111	-72	-	-	-	-54	-56	136	212	496
現金及び現金同等物の期首残高	297	-	726	880	-	-	-	808	606	753	550	890
現金及び現金同等物の期末残高	726	-	880	808	-	-	-	753	550	890	762	1,386

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 農業総合研究所有価証券報告書、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**◆ 自然災害等のリスクはどうしてもつきまとう**

野菜や果実といった農産物の流通を事業としているため、農産物がそもそも流通に乗らないという状況が発生しうる。気候不順や病虫害による不作、台風や水害等の自然災害によってそもそも収穫できない状況が該当する。その他、食中毒等により食材として扱われなくなる状況や、地震や土砂災害による交通インフラの破損で物流が滞る状況も考えられる。これらの結果、同社の流通総額に影響が及ぶ可能性がある。

◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期について同社は現時点では未定としている。

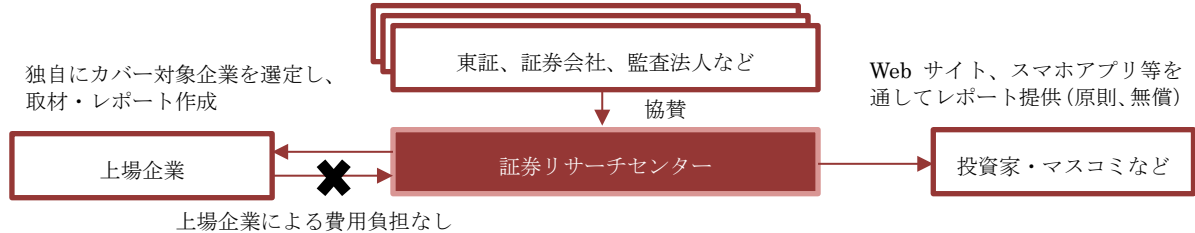
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を17年7月21日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してい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。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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・間接的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。