

ホリスティック企業レポート

ホクリヨウ

1384 東証二部

フル・レポート
2016年2月12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 20160209

北海道で約 50%のシェアを占める鶏卵業界の雄 北海道での成功パターンを進出先の岩手に移植することで次の成長を目指す

1. 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、北海道内では約 50%のシェアを占めている。買収した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て成長してきた。
- ・14 年 4 月には岩手の農場を買収し、本州への進出を果たした。

2. 財務面の分析

- ・10/8 期～15/8 期は、売上高は年平均 8.9%、経常利益は同 12.4%の成長率で拡大してきた。12/8 期の大幅減益は、鶏卵相場下落による減収のほか、設備投資に伴う減価償却負担増が要因だが、15/8 期までの 5 期間では売上高・利益ともに成長してきた。
- ・他社との比較では、自己資本利益率(ROE)が 10%を上回っているなど、収益性についてはやや優位にある。一方、安全性については特段優位にあるわけではない。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、北海道において確立している雛育成から販売までの一貫体制と、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 2 点にある。

4. 経営戦略の分析

- ・買収した岩手の子会社へのこ入れが課題となろう。16/8 期は設備の大幅な刷新を行うと同時に、地場スーパー等の地元流通業者への直接販売を進めていく予定である。
- ・北海道においても、引き続き、設備更新による生産性向上を継続する方針である。また、鶏卵の選別や包装を行う工場(GP 工場)においては、食品安全の認証取得を進めていく。

5. アナリストの評価

- ・鶏卵相場の変動等の外部環境の変化に対し、同社がこれまで展開してきた「規模と品質の同時追求」の戦略は理にかなっている。
- ・今後本格化する岩手の子会社へのこ入れ策の成否が、北海道外への進出による中長期的な成長実現の鍵を握るものと考えられる。

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

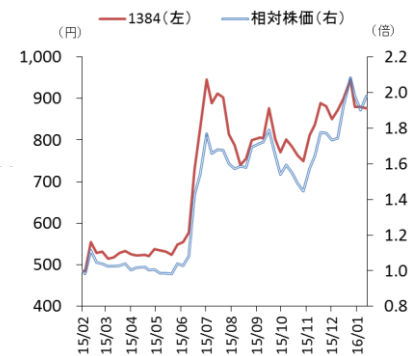
【主要指標】

	2016/2/5
株価(円)	876
発行済株式数(株)	7,459,000
時価総額(百万円)	6,534

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.8	10.5	10.2
PBR(倍)	1.2	1.1	1.1
配当利回り(%)	1.4	1.4	1.4

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	-0.5	4.2	81.0
対TOPIX(%)	4.1	20.2	101.5



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/2/20

【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	15,522	-0.4	949	-8.4	1,008	-5.5	586	-12.2	78.6	—	12.0
2016/8 E	16,350	4.9	1,038	0.2	1,088	2.0	620	-7.0	83.1	762.0	12.0
2017/8 E	16,721	2.3	1,073	3.4	1,128	3.7	643	3.7	86.2	832.9	12.0
2018/8 E	17,259	3.2	1,164	8.5	1,223	8.4	697	8.4	93.4	911.1	12.0

(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適正

フル・レポート

2/29

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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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48%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4月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、3つの競争力の源泉が得られている。

1つ目は、安全・品質管理の徹底である。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。

2つ目は、設備のスクラップ&ビルドである。設備を改装・更新することで、自動化・省力化を進め、生産性の向上を実現してきた。

3つ目は、直接販売による顧客接点の確保である。取引先に直接販売する体制を築いているため、問屋を通す場合より収益性が高い。また、自社ブランドも持っており、高価格設定が可能な製品の販売比率は30%弱に達している。

◆ 鶏卵事業が営業利益の大半を稼ぎ出す

同社のセグメントは鶏卵事業と食品事業に分かれる（図表1）。高いシェアを有する鶏卵事業が売上高の86.4%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	前期比	14/8期	15/8期	前期比	営業利益率
報告セグメント	鶏卵事業	11,304	13,472	19.2%	715	1,475	106.2%	10.9%
	食品事業	1,934	2,118	9.6%	38	97	154.2%	4.6%
その他		1	0	-	0	0	-	-
全社費用		-	-	-	-401	-536	-	-
合計		13,239	15,591	17.8%	352	1,036	193.6%	6.6%

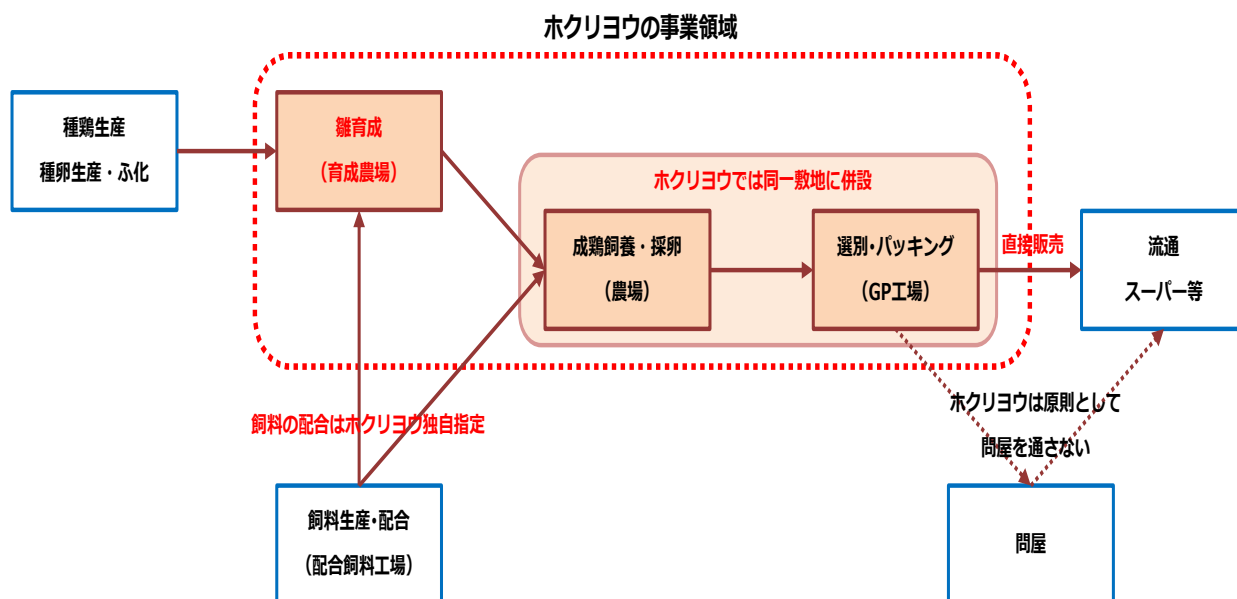
(出所) ホクリヨウ有価証券報告書および決算説明会より証券リサーチセンター作成

> 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に出荷し、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工場では、鶏卵は、洗浄、検査、大きさ等による選別の工程を経て、包装し、製品化される。

一方、同社の場合、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、製品を小売業者や量販店へ直接販売する(問屋を通さない)。

なお、種鶏生産と種卵生産・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、成鶏飼養・採卵、GP、販売に経営資源を集中させている。なお、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トリーフームは、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
第一ポトリーフーム	盛岡農場・GP工場		✓	✓	－	14年日本配合飼料より 第一ポトリーフ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実現し続けてきた。

◆ 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）。

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。

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。また、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、以下の3つの競争力の源泉が得られている。

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

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=食品防衛) が含まれた国際規格である。

注5) HACCP

HACCPは、Hazard Analysis Critical Control Pointの略。

食品の製造・加工工程のあらゆる段階で発生する可能性のある危害をあらかじめ分析し、その結果に基づいて、製造工程のどの段階でどのような対策を講じればより安全な製品を得ることができるかという重要管理点を定め、これを連続的に監視することにより製品の安全を確保する衛生管理の手法。

◆ 鶏卵事業の競争力の源泉 1～安全・品質管理の徹底

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

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カ所すべてのGP 工場で取得済みである。また、ISO22000を進化させたFSSC22000は、15年に札幌と千歳の2カ所で取得している（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	—
	北見GP工場	10年	—
	帯広GP工場	10年	—
	千歳GP工場	12年	15年
第一ポートリー 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および会社案内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

自社農場・GP工場の改装で自動化・省力化を進めてきた同社だが、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(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。

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。

> 業界環境と競合

◆ 鶏卵価格は 13 年夏以降上昇傾向

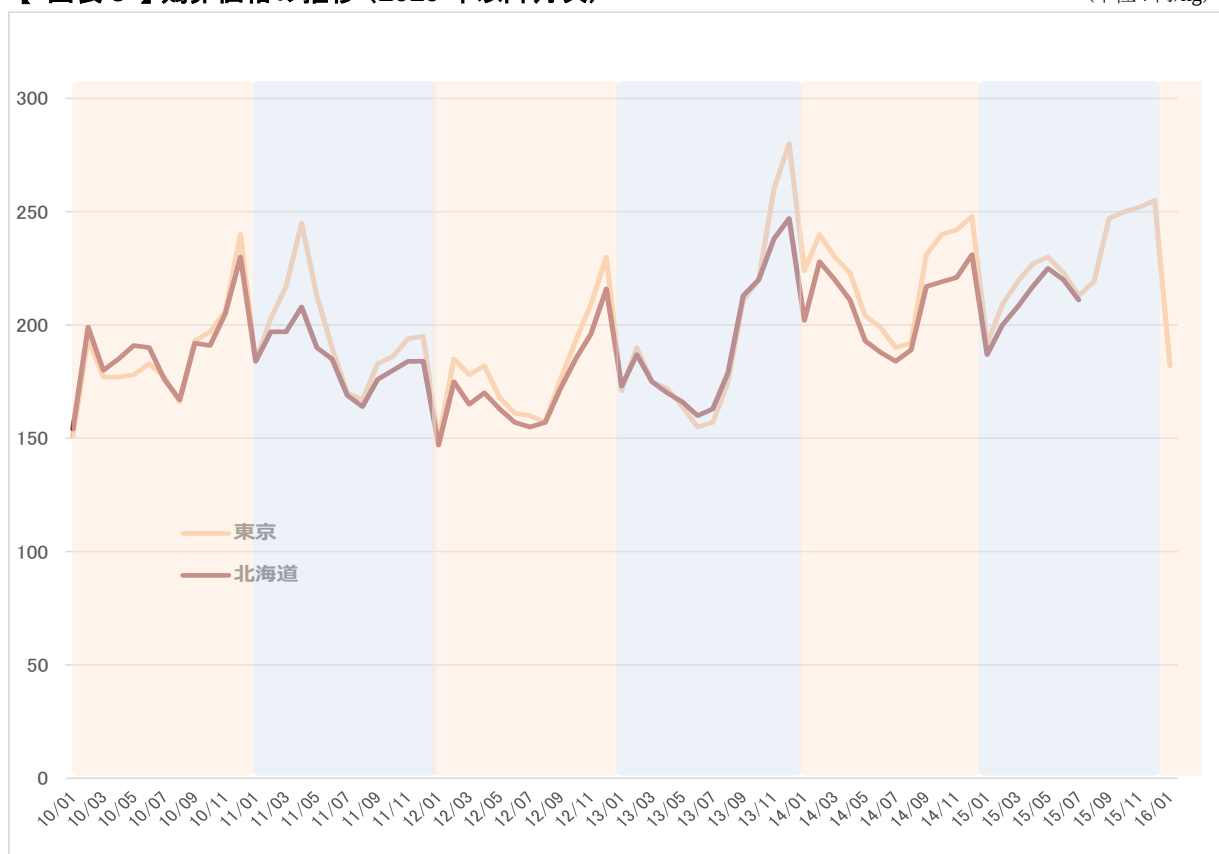
鶏卵相場には、以下のような季節変動性があるとされている。

- ・ 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 5）。なお、東京相場では、15 年 12 月の 255 円（1kg あたり）から 16 年 1 月の 182 円まで大きく低下している。通常の季節性もあるが、それまでの高値からの調整の要素がある可能性に留意したい。

【図表 5】鶏卵価格の推移（2010 年以降月次）

（単位：円/kg）



（注）北海道の最新の数値は 15 年 7 月

（出所）北海道農政部生産振興局「北海道の採卵鶏をめぐり的情勢」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 6】鶏卵価格の推移(2015 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
	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
北海道 (Mサイズ平均)	219	209	221	217	242
東京 (Mサイズ平均)	238	216	225	218	250

(注) 東京の鶏卵価格は日本養鶏協会の月次価格の3ヵ月平均で算出

(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

◆ 生産量は 2000 年以降ほぼ横ばいで推移

鶏卵の生産量は、00 年以降、北海道は年 10～11 万トン、全国では年 250 万トン近辺を推移しており、ほぼ横ばいと言える(図表 7)。

【図表 7】鶏卵の生産量の推移

(単位: 万トン)

	00年	02年	04年	06年	08年	10年	11年	12年	13年	14年
北海道	10.9	10.8	10.3	10.7	10.8	10.1	10.4	10.6	10.5	10.6
全国	254.0	252.9	247.2	248.8	254.7	251.5	248.3	250.7	252.2	250.2
北海道のシェア	4.3%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%

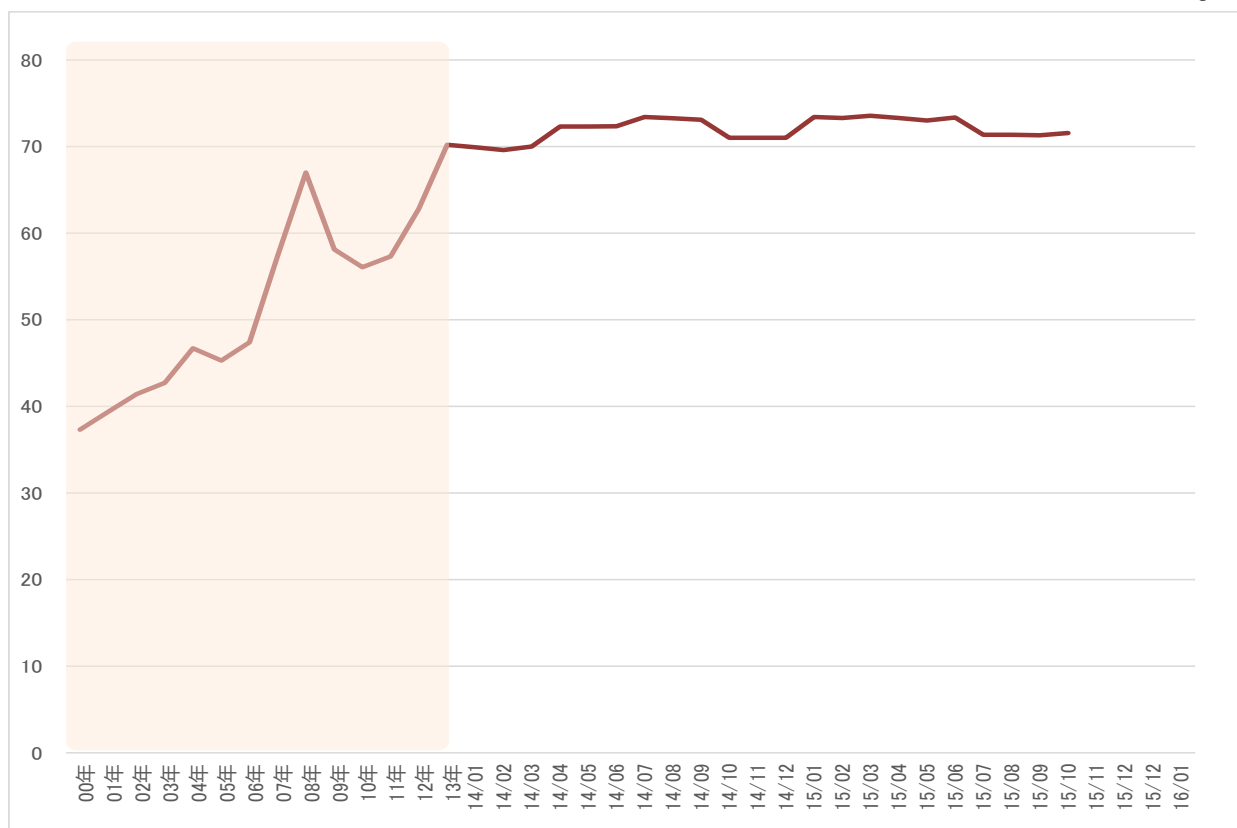
(出所) 北海道農政生産振興局「北海道の採卵鶏をめぐる情勢」、日本養鶏協会統計資料より証券リサーチセンター作成

◆ 飼料価格は高止まりで推移

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(図表 8)。

【図表8】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10月

(出所) 日本養鶏協会の資料より証券リサーチセンター作成

◆ 全国よりも大規模化が進む北海道

北海道では、14年の飼養戸数は72戸、飼養羽数（成鶏めす）は515万羽で、1戸あたりの飼養羽数（成鶏めす）は7.2万羽となっている（図表9）。これは全国の5.2万羽よりも多く、全国よりも生産者の大規模化が進んでいることを示している。

なお、同じ14年において、5万羽以上の成鶏めすを飼養する大規模生産者は、戸数ベースで北海道では27.9%、全国では25.2%である。この大規模生産者が、北海道では92.7%の、全国では83.8%の成鶏めすを飼養しており、大規模業者への集中の度合いは全国より高い。

【図表 9】採卵鶏飼養戸数および飼養羽数の推移

			90年	95年	00年	06年	11年	12年	13年	14年	5万羽以上飼養の 大規模生産者の割合 (14年)
北海道	飼養戸数	戸	2,060	250	130	93	80	80	73	72	27.9%
	飼養羽数(成鶏めす)	万羽	624	677	615	594	537	543	526	515	92.7%
	1戸あたり飼養羽数(成鶏めす)	万羽	0.3	2.7	4.7	6.4	6.7	6.8	7.2	7.2	-
全国	飼養戸数	戸	86,500	7,310	4,890	3,600	2,930	2,810	2,650	2,560	25.2%
	飼養羽数(成鶏めす)	万羽	13,696	14,663	14,037	13,689	13,735	13,548	13,309	13,351	83.8%
	1戸あたり飼養羽数(成鶏めす)	万羽	0.2	2.0	2.9	3.8	4.7	4.8	5.0	5.2	-

(注) 種鶏を除く成鶏めす 1,000 羽以上の飼養者について集計 成鶏めすは「6 カ月以上のめす鶏」
(出所) 北海道農政生産振興局「北海道の採卵鶏をめぐる情勢」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

14 年の北海道における同社の採卵鶏飼養羽数(成鶏めす)は 252 万羽であり、北海道の飼養羽数 515 万羽に対するシェアは 48.9%と、ほぼ半分を占めている。

同社以外で、北海道において大規模に鶏卵を供給しているのは、ホクレン農業協同組合連合会(以下、ホクレン)、トーチクである。

ホクレンは提携先の 12 カ所の農場から原卵を集め、6 カ所の GP センター(自前の流通センター3 カ所、提携先の GP センター3 カ所)でパッキングし、ホクレンのブランドで販売している。

トーチクは、農場と GP センターを自社で保有しており、同社に近い体制をとっている。しかし、14 年、事業譲渡に伴い、鶏卵生産で国内最大手のイセ食品のグループ会社となった。

全国に目を向けると、国内最大手のイセ食品(埼玉)、アキタ(広島)、クレストグループ(愛知)、タカムラ(富山)等が大規模に展開している。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1～先々代社長により創業

先々代の米山清作氏が 1949 年に創業した北海道糧食株式会社が、同社の前身である。当初は飼料の販売ならびに乾麺の製造販売でスタートしたが、食生活の変化を見越して、飼料販売に軸足を移していった。

乾麺の事業からは 56 年に撤退し、飼料事業の延長で養鶏事業への関心を強めていき、先代の米山清一氏が 64 年に札幌郡広島村に広島畜産センターを建設、本格的に養鶏事業を開始した。

◆ 沿革 2～畜産物の生産販売専業で再スタート

一方、飼料事業は大手企業に集約されていく流れがあり、72 年に飼料部門を他社へ営業譲渡して撤退した。同年に、北海道糧食株式会社から株式会社ホクリヨウに商号を変更し、養鶏を中心とする畜産物の生産販売専業の会社として再スタートした。また、再スタートから 5 年後の 77 年、余市郡に赤井川畜産センターを建設し、養豚事業も手掛けるようになった。

◆ 沿革 3～買収による拡大

80 年代に入ると、養鶏部門においては登別養鶏（登別市）、東養鶏（北見市）、養鶏場諫山飼料店（河東郡）の施設を取得していき、養豚部門においてはエス・ピー・エフ畜産センター（苫前郡）を取得していった。当時は、鶏卵の増産による価格下落をおそれた農林水産省から、「自社で鶏の羽数を増やしてはならない」という行政指導があり、規模の拡大は買収によってのみ可能であった（なお、この行政指導は 2000 年代になるまで続いた）。そこで同社は、買収によって施設を取得した後に、それを建て直して生産羽数を増やすという方法で規模を拡大していった。

◆ 沿革 4～グループ内再編と再度の拡大

04 年にグループ内再編を行い、販売部門は株式会社ホクリヨウへ、生産部門は株式会社ホクリヨウ生産へそれぞれ集約した。その後 08 年には株式会社ホクリヨウと株式会社ホクリヨウ生産が合併した。

再編が完了すると、規模拡大を再開した。09 年の株式会社千歳ポートリーの設立を皮切りに、株式会社住吉たまごの営業権、株式会社北海道エッグの営業権、道南の千軒農場の施設をそれぞれ買収した。千歳ポートリーは、有限会社沼山ファーム、有限会社武石忠興農場の資産をそれぞれ取得した。なお、株式会社千歳ポートリーは 11 年に株式会社ホクリヨウと合併した。

その後も、10 年から 11 年にかけて株式会社白樺ファーム（成鶏部門および育成部門）を、13 年にサークル商事の営業権をそれぞれ買収した。そして、14 年には岩手県の株式会社第一ポートリーファームを子会社化し、初の本州進出となった。

なお、この過程で、10 年には、養豚生産部門を別会社化した上で売却し、養豚事業から撤退した。以降、同社は鶏卵専業となって現在に至っている。

◆ 経営理念

同社は、「品質管理を徹底的に追究し、世の中に広く安心して食べていただける製品を提供する」を経営理念に掲げ、鶏卵の生産・販売、畜肉の販売を行っている。

◆ 株主

上場前の有価証券届出書および 15/8 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 10 の通りである。

15 年 8 月末時点で、代表取締役社長の米山大介氏の妻である米山恵子氏が 51.06%を保有する筆頭株主である。大株主 2 位には米山貞子氏 (7.63%)、3 位には米山大介氏 (2.59%) が続き、大株主 1～3 位を米山家一族が占める (合計 61.30%)。

上場前は金融機関による保有はなく、米山家一族以外の保有も個人によるものであった。なお、図表 10 の大株主上位 10 名に名を連ねる個人は、米山大介氏以外は、取締役でも従業員でもない。

現取締役の 8 名のうち 7 名によって 2.89%が保有されている (社長の保有分を除くと 6 名で 0.30%)。また、現監査役 3 名のうち 1 名が 0.04%を保有する。

なお、15 年 8 月末時点で新株予約権による潜在株式は存在しない。

【 図表 10 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			15年8月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
米山恵子	4,258,800	73.06%	1	3,808,800	51.06%	1	代表取締役社長の配偶者 上場時に450,000株売り出し
米山貞子	1,019,400	17.49%	2	569,400	7.63%	2	代表取締役社長の二親等内の血族 上場時に450,000株売り出し
米山大介	193,800	3.32%	3	193,800	2.59%	3	代表取締役社長
株式会社証券ジャパン	0	-	-	158,500	2.12%	4	
株式会社北海道銀行	0	0.00%	-	150,000	2.01%	5	
米山公久	117,000	2.01%	4	117,000	1.56%	6	
株式会社トマル	0	0.00%	-	115,300	1.54%	7	群馬県を本拠とする同業他社
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	0	-	-	103,400	1.38%	8	
CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC	0	0.00%	-	58,600	0.78%	9	
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	53,100	0.71%	10	
窪田セン蔵 (センは「米」ヘンに「建」)	54,000	0.93%	5	-	-	-	
森内裕司	27,000	0.46%	6	-	-	-	
森内美希	27,000	0.46%	6	-	-	-	
小笠原貞由	18,000	0.31%	8	-	-	-	
草刈睦男	18,000	0.31%	8	-	-	-	
本間武光	18,000	0.31%	8	-	-	-	
品田宣克	18,000	0.31%	8	-	-	-	
柳谷和廣	18,000	0.31%	8	-	-	-	
川崎正雄	18,000	0.31%	8	-	-	-	
(大株主上位10名)	5,805,000	99.6%	-	5,327,900	71.43%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	0	0.0%	-	0	0.0%	-	
発行済株式総数	5,829,000	100.0%	-	7,459,000	100.0%	-	

(出所) ホクリヨウ有価証券届出書および有価証券報告書、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 10/8 期以降の分が開示されており、10/8 期～15/8 期まで、売上高は年平均 8.9%増、経常利益は同 12.4%増のペースでそれぞれ拡大してきた (14/8 期以降連結決算)。

売上高は、基本的には鶏卵価格の推移 (図表 5) に連動し、11/8 期の増収と 12/8 期の減収は、ほぼ鶏卵価格の変動の影響で説明がつく。一方、経常利益は売上高の変動に加え、設備投資に伴う減価償却負担が影響する。12/8 期の経常利益が前期比で半減しているのは、鶏卵価格の変動のほかに、11 年の千歳 GP 工場の新築による減価償却負担増によるものである。

◆ 15 年 8 月期は高卵価傾向の継続で会社計画比で大幅超過

東証二部上場後初の通期決算であった 15/8 期は、売上高が前期比 17.8%増の 15,591 百万円、営業利益が同 193.6%増の 1,036 百万円、経常利益が同 157.9%増の 1,067 百万円、当期純利益が同 12.4 倍の 667 百万円と、前期比大幅増収増益となった。

15 年 2 月の上場時に公表された計画の売上高 14,907 百万円、営業利益 484 百万円、当期純利益 269 百万円に対する達成率は、売上高は 104.6%、営業利益は 214.0%、当期利益は 248.0%となった。

13 年夏以降、高卵価傾向が続いていることが、業績の押し上げ要因となっている。15/8 期の年間平均卵価は、北海道 M サイズが 217 円 (前期比 8.4 円高)、東京 M サイズが 224 円 (同 1.7 円高) となった。コンビニエンスストア向けの業務用を中心に需要が堅調だったこと、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なかったこと、ほとんどが輸入の種鶏の数が増えていないことが高卵価傾向の要因である。

一方、飼料価格は高止まりではあるが、ほぼ横ばいで推移した。

> 他社との比較

◆ 東証二部上場による公募増資により安全性は緩やかに強化

15 年 2 月の東証二部上場時に第三者割当増資が行われた結果、同社の自己資本比率は、14/8 期末の 40.6%から 15/8 期末の 47.6%まで上昇した。また、総資産に対する有利子負債の比率は、14/8 期末の 29.0%に対し、15/8 期末では 25.9%まで低下し、緩やかながら安全性は高まっている。

◆ 鶏卵または鶏肉の生産を事業とする企業と比較する

先述の通り、鶏卵事業者の競合先となる企業は存在するが、いずれも未上場企業であり、比較対象となる上場企業はない。そこで、鶏卵の生産・加工、または鶏肉の生産を事業として行っている企業と比較した。比較対象は、無農薬・無投薬の食肉や鶏卵等を製造販売する秋川牧園（1380 東証 JQS）、業務加工用の液卵大手のイフジ産業（2924 東証二部）、鶏肉国内大手でケンタッキーフライドチキン向けの販売が多いアクシーズ（1381 東証 JQS）とした（図表 11）。

【図表 11】財務指標比較：鶏卵の生産・加工、または鶏肉の生産を事業とする企業

項目	銘柄	コード	ホクリヨウ		秋川牧園	イフジ産業	アクシーズ
			1384	(参考)	1380	2924	1381
		直近決算期	15/8期		15/3期	15/3期	15/6期
規模	売上高	百万円	15,591	—	4,831	13,130	17,664
	経常利益	百万円	1,067	—	72	531	1,934
	総資産	百万円	11,165	—	4,026	8,392	10,483
収益性	自己資本利益率	%	14.4	12.6	3.5	9.8	15.1
	総資産経常利益率	%	10.2	9.6	1.8	6.5	20.2
	売上高営業利益率	%	6.6	—	1.6	3.9	10.5
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	14.4	—	3.0	6.7	5.1
	経常利益（同上）	%	35.8	—	6.3	-13.4	57.7
	総資産（同上）	%	11.9	—	1.4	2.2	6.9
安全性	自己資本比率	%	47.6	—	34.0	48.9	73.9
	流動比率	%	109.3	—	114.4	156.3	221.9
	固定長期適合率	%	95.2	—	89.9	72.4	67.5

（注）数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出（前期または 3 期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本＋固定負債）

ホクリヨウは 14/8 期より連結決算のため、3 期前は単体の数値を使用。

ホクリヨウは 15/8 期中に上場に際しての資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記している

（出所）ホクリヨウおよび各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

単純な比較は難しいものの、直近期の数値の比較から、収益性はやや優位にあると言える。特に、自己資本利益率（ROE）が 10%を上回っているのは評価できる。

成長性も他社に比べて総じて高いが、鶏卵相場が高い水準で推移している影響によるところが大きく、参考程度に留めておきたい。なお、安全性については、特段優位にあるわけではない。設備の更新を積極的に行っている関係で、固定長期適合率が他社よりやや高めである。

3. 非財務面の分析

> 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 12 に示した。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値	
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	
			・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	
		・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	
			・食品事業の販売	特になし	
	ブランド	・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	
			・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 （子会社の第一ポトリファーム）	・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
				・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
	・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		
	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	特になし	
			・全自動の製造ライン	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	特になし	
			・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
・インセンティブ				・取締役による保有	215,800株（2.89%） 22,000株（0.30%）（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			・企業風土	・従業員数	202名
		・平均年齢		46.2歳	
		・平均勤続年数		10.5年	
		・インセンティブ	・従業員持株会	なし	
			・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は 15/8 期または 15/8 期末のものとする

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

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、買収した第一ポトリ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。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は水産・農林業に属し、鶏卵の生産と販売を主な事業とする。供給される製品の安全・品質の向上のため、生産拠点である農場とGP工場での防疫体制を常に強化している。

また、鶏の糞尿物は、「家畜排せつ物の管理適正化及び利用の促進に関する法律」に基づき、発生する鶏糞のほとんどは肥料として近隣農家へ無償で譲渡されるなど、周囲環境との調和が図られている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「品質管理を徹底的に追究し、世の中に広く安心して食べていただける製品を提供する」を経営理念に掲げており、本業の鶏卵の生産・販売、畜肉の販売を通じて社会に貢献する方針をとっている。

さらに、「ホクリヨウたまご大学」と称して、消費者に対して鶏卵の製造過程を積極的に公開する活動を行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は8名(社外取締役は2名)で構成されている。

社外取締役の津元淳氏は、一貫して北海道銀行でキャリアを積み、常務執行役員まで務めた。現在は、道銀地域総合研究所の代表取締役社長との兼任である。

社外取締役の村山圭一氏は、松下鈴木(現伊藤忠食品 2692 東証一部)を経て、スハラ食品に入社し、代表取締役社長まで務めた。現在はスハラ食品の代表取締役会長との兼任である。

監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役2名の合計3名で構成されている。非常勤監査役の2名は社外監査役である。

常勤監査役の大沼尚之氏は、中西家具店、山中建設を経て同社に入社し、執行役員総務部長まで務めた。

非常勤監査役の酒井純氏は、日本楽器製造、公認会計士西村重興事務所を経て、公認会計士・税理士酒井純事務所を開業した。現在は同事務所のほか、ツルハホールディングス (3391 東証一部) の監査役との兼任である。

非常勤監査役の岡崎拓也氏は、司法研修所卒業後、田中敏滋法律事務所を経た後、岡崎拓也法律事務所を開業した。現在は同事務所のほか、フルテックの監査役との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 買収した第一ポートリーファームの設備一新

14 年に買収した岩手県の第一ポートリーファームの生産・製造設備は老朽化が進んでいる。

他県への進出は初めてのケースとなるが、北海道で培われた成功パターンを適用していくことが基本方針となる。同社は過去、北海道において、買収による規模の拡大と、買収先の設備の刷新による生産性向上を繰り返してきた。第一ポートリーファームについても、今後数年かけて、老朽化した鶏舎と GP 工場を一新して、同社の北海道の農場および GP 工場並みの生産性と品質管理を行えるようにする計画である。

◆ 本州での直接販売の強化

岩手県の第一ポートリーファームの生産・製造設備の老朽化のほかに、関東の間屋への販売が主流であることが問題点となっている。

ビジネスモデルのところで述べた通り、競争優位性の一つとして、北海道においては、同社は卸を通さずに流通やスーパーに対して直接販売することで顧客接点を確保している。

それにならい、第一ポートリーファームの商圏である岩手の地場スーパーへの直接販売を進めるとともに、一般的な卵よりも高価格設定が可能な特殊卵の販売も強化し、収益向上を目指す。

◆ 人材育成

15/8 期末時点で、同社の従業員の平均年齢は 46.2 歳であり、高齢化が進んでいると同社は認識している。これまでの採用は中途採用がメインとなっていたが、新卒採用も開始した。16 年春には、5 名の新卒が入社する予定となっている。

> 今後の事業戦略

◆ 設備更新による生産性向上

引き続き、設備更新による生産性向上を継続する。15/8 期は、登別農場の 3 号成鶏舎の建替え、第一ポートリーファームはまなす農場の 6 号および 7 号成鶏舎の建替えを行った。

16/8 期以降は、第一ポートリーファームのてこ入れが中心となる(図表 13)。特に、はまなすでは、GP 工場の建替えという大きな刷新が予定されている。

【 図表 13 】 ホクリヨウの 16 年 8 月期以降の主要設備の更新

農場・生産拠点		経緯	投資金額 (百万円)	竣工・完了 予定時期
本社	登別農場	2号成鶏舎の建替え	210	16年7月
	早来農場	1号育成舎の建替え	180	17年1月
	札幌GP工場	選別機入替え	250	17年6月
第一ポートリー ファーム	はまなすGP工場	GP工場の建替え	974	15年10月
	盛岡農場	1号成鶏舎の建替え	240	16年3月
	盛岡農場	2号成鶏舎の建替え	240	16年6月
	盛岡農場	3号成鶏舎の建替え	230	17年2月
	盛岡農場	4号成鶏舎の建替え	230	17年5月

(出所) ホクリヨウ有価証券報告書をもとに証券リサーチセンター作成

◆ さらなる品質管理の強化

前述の通り、GP 工場で安全・品質管理の認証を取得しているが(図表 4)、すべての GP での FSSC22000 取得が目標となる。北海道では、16/8 期に、登別、帯広、北見の 3GP 工場で FSSC22000 の認証取得を目指す。また、岩手では、はまなす GP 工場において、17/8 期を目安に、ISO22000(食品安全)の取得を目指す。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】 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 ・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

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 理にかなった「規模と品質の同時追求」の戦略

鶏卵業界は、生産者の大規模化と寡占化が進み、1戸あたり飼養羽数は90年の0.3万羽に対し、14年は7.2万羽となっている（図表9）。同社はその流れに乗り、施設の買収による規模の拡大と、設備更新による生産性と品質の向上を積極的に進め、北海道の約半分のシェアを獲得するまでに成長した。

小売価格の変動幅が小さいことから、鶏卵は「物価の優等生」と言われてきたが、需給に左右される相場商品であることに変わりはなく、短期的には鶏卵相場の変動幅は、上にも下にも大きくなる可能性がある。一方、人口減少によって長期的には市場の縮小が想定される。また、生食が多いことから、安全・品質管理への継続的な投資も必要である。

鶏卵相場の変動をはじめ、鶏卵業界を取り巻く外部環境の変化によって生じる影響に対応するためには、経営規模を拡大していかないとさ

らに難しくなると考えられる。その意味では、同社がこれまで展開してきた「規模と品質の同時追求」の戦略は理にかなっている。

◆ 中長期の成長余地は岩手での成否が鍵を握る

競合先のトーチクがイセ食品のグループ会社となった14年は、北海道の鶏卵業界にとって、大きな転換点となった可能性がある。同社、トーチク、ホクレンの3社寡占の状態がますます決定的になったということと同時に、北海道の市場に北海道以外のプレイヤーを呼び込んでしまったことを意味しているためである。イセ食品がトーチクに対してどこまでこ入れしてくるかが注目される。

イセ食品の北海道進出と同じ年に、同社が、岩手の第一ポトリファームを買収して本州に進出したことは、新しい成長シナリオの第一歩と言える。北海道での成功パターンを岩手でも展開することで、今後は、設備の更新や、地元スーパーなどへの直送などの問屋を通さない直販経路の開拓を進める方針であり、その成否により、中長期的に他県への進出という成長余地が計られるものと考えられる。

> 今後の業績見通し

◆ 前期比減収減益の16年8月期会社計画

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）である（図表15）。

15/8期は鶏卵相場が予想以上に高止まりしたことで好業績となったが、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る。15年12月頃までは高止まりが続くも、16年1月以降は下落に転じるものとしている。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、鶏卵販売重量は前期比2%減の想定となっている。

費用面では、トンあたりの飼料価格は、円安傾向を考慮して前期比1%高と想定している。また、はまなすGP工場の建替えに伴い、約1億円の減価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、前期年比約5%増と予想されている。

株主還元に関して、1株あたりの配当は、15/8期は年12円（中間0円、期末12円）であったが、16/8期も年12円（中間0円、期末12円）に据え置く予定である。

【 図表 15 】 ホクリヨウの 16 年 8 月期の業績計画 (単位：百万円)

	14/8期 実績	15/8期 実績	16/8期 会社計画	前期比
売上高	13,239	15,591	15,522	-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	949	-8.4%
営業利益率	2.7%	6.6%	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	1,008	-5.5%
経常利益率	3.1%	6.8%	6.5%	-
当期純利益	54	667	586	-12.1%

(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

◆ 第 1 四半期では大幅増益で通期計画に対して高い進捗

16/8 期の第 1 四半期は、売上高が 4,143 百万円(前年同期比 7.7%増)、営業利益が 642 百万円(同 92.4%増)、経常利益が 657 百万円(同 89.1%増)、四半期純利益が 439 百万円(同 81.3%増)となった(図表 16)。通期の会社計画に対する進捗率は、売上高は 26.7%、営業利益は 67.7%であり、15/8 期の第 1 四半期より高い進捗率となっている。

第 1 四半期中の鶏卵相場は 1kg241.96 円(北海道 M サイズ平均)で、前年同期より 22.42 円高い水準で推移した。その結果、鶏卵事業の売上高は前年同期比 7.7%増となった。飼料価格は高止まりしているものの、この増収が奏功し、鶏卵事業の営業利益は同 79.8%増となった。全体で見ても、営業利益率は 15.5% (同 6.8%ポイントの上昇)となった。

ただし、鶏卵相場への慎重な見方を変えていないため、会社計画は上期、通期とも据え置かれた。

【 図表 16 】 ホクリヨウの 16 年 8 月期の四半期業績

(単位：百万円)

	15/8期					16/8期				
	第1四半期	第2四半期	上期	下期	通期	第1四半期	第2四半期	上期	下期	通期
	実績		実績		実績	実績	上期計画 －1Q実績	期初計画	通期計画 －上期計画	期初計画
売上高	3,849	3,747	7,596	7,995	15,591	4,143	3,739	7,882	7,640	15,522
通期に対する進捗率	24.7%	24.0%	48.7%	51.3%	—	26.7%	24.1%	50.8%	49.2%	—
鶏卵事業	3,352	3,210	6,562	6,910	13,472	3,610	—	—	—	13,294
通期に対する進捗率	24.9%	23.8%	48.7%	51.3%	—	27.2%	—	—	—	—
食品事業	496	537	1,033	1,085	2,118	533	—	—	—	2,228
通期に対する進捗率	23.4%	25.4%	48.8%	51.2%	—	23.9%	—	—	—	—
その他	0	0	0	0	0	0	—	—	—	0
売上総利益	811	658	1,469	1,678	3,147	1,164	—	—	—	3,016
売上総利益率	21.1%	17.6%	19.3%	21.0%	20.2%	28.1%	—	—	—	19.4%
通期に対する進捗率	25.8%	20.9%	46.7%	53.3%	—	38.6%	—	—	—	—
営業利益	334	155	489	547	1,036	642	139	781	168	949
営業利益率	8.7%	4.1%	6.4%	6.8%	6.6%	15.5%	3.7%	9.9%	2.2%	4.6%
通期に対する進捗率	32.2%	15.0%	47.2%	52.8%	—	67.7%	14.6%	82.3%	17.7%	—
鶏卵事業	407	245	652	823	1,475	732	—	—	—	1,285
営業利益率	12.1%	7.6%	9.9%	11.9%	10.9%	20.3%	—	—	—	9.7%
通期に対する進捗率	27.6%	16.6%	44.2%	55.8%	—	57.0%	—	—	—	—
食品事業	16	28	44	53	97	15	—	—	—	65
営業利益率	3.2%	5.2%	4.3%	4.9%	4.6%	2.8%	—	—	—	2.9%
通期に対する進捗率	16.5%	28.9%	45.4%	54.6%	—	23.1%	—	—	—	—
その他・全社費用	-90	-117	-207	-329	-536	-105	—	—	—	-401
経常利益	347	136	483	584	1,067	657	155	812	196	1,008
経常利益率	9.0%	3.6%	6.4%	7.3%	6.8%	15.9%	4.1%	10.3%	2.6%	4.6%
通期に対する進捗率	32.5%	12.7%	45.3%	54.7%	—	65.2%	15.4%	80.6%	19.4%	—
純利益	242	225	467	200	667	439	47	486	100	586

(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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 16/8 期業績を、売上高 16,350 百万円（前期比 4.9%増）、営業利益 1,038 百万円（同 0.2%増）、経常利益 1,088 百万円（同 2.0%増）、当期純利益 620 百万円（同 7.0%減）と予想する（図表 17）。減益を見込む会社計画に対し、当センターでは若干ながら営業及び経常増益になる想定とした。

会社計画では、16/8 期の北海道の鶏卵価格を、15/8 期の 217 円から約 2%低下すると想定している（212～213 円）。一方、当センターでは 16/8 期の鶏卵価格を 216 円と想定した。第 1 四半期の鶏卵価格が 241.96 円と高止まっていることを織り込んだためである。また、会社計画では、販売数量は通期で前期比約 2%減を見込んでいるのに対し、

当センターでは、第2四半期以降は前期比微減で推移するものと想定している。

売上総利益率は会社計画と同水準の19.4%、販売管理費は会社計画より若干多い水準で予想した。結果として、営業利益率は6.3%（15/8期は6.6%、16/8期会社計画は6.1%）と予想する。営業利益の会社計画との差異は、鶏卵価格と販売数量の差異によるものである。

17/8期以降は年2～3%の増収を見込む。鶏卵価格は16/8期より若干低い水準での推移とするが、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。償却負担増はあるものの、増収効果によって、営業利益は18/8期の6.7%に向けて緩やかに上昇していくものと予想した。

【 図表 17 】 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)

	14/8期	15/8期	16/8期CE	16/8期E	17/8期E	18/8期E
損益計算書						
売上高	13,239	15,591	15,522	16,350	16,721	17,259
前期比	-	17.8%	-0.4%	4.9%	2.3%	3.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
鶏卵事業	11,304	13,472	13,294	14,122	14,383	14,811
食品事業	1,934	2,118	2,228	2,228	2,338	2,448
その他	1	0	0	0	0	0
売上総利益	2,108	3,147	3,016	3,171	3,294	3,451
前期比	-	49.3%	-4.2%	0.8%	3.9%	4.8%
売上総利益率	15.9%	20.2%	19.4%	19.4%	19.7%	20.0%
販売管理費	1,755	2,111	2,067	2,133	2,220	2,287
販売管理費率	13.3%	13.5%	13.3%	13.0%	13.3%	13.3%
営業利益	352	1,036	949	1,038	1,073	1,164
前期比	-	193.6%	-8.4%	0.2%	3.4%	8.5%
営業利益率	2.7%	6.6%	6.1%	6.3%	6.4%	6.7%
セグメント別						
鶏卵事業	715	1,475	1,285	1,391	1,443	1,551
食品事業	38	97	65	66	70	73
その他	0	0	0	0	0	0
全社費用	-401	-536	-401	-420	-440	-460
経常利益	413	1,067	1,008	1,088	1,128	1,223
前期比	-	157.9%	-5.5%	2.0%	3.7%	8.4%
経常利益率	3.1%	6.8%	6.5%	6.7%	6.7%	7.1%
当期純利益	54	667	586	620	643	697
前期比	-	1135.2%	-12.1%	-7.0%	3.7%	8.4%

(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届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 18 】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)

	14/8期	15/8期	16/8期CE	16/8期E	17/8期E	18/8期E
貸借対照表						
現預金	1,355	2,344	-	1,462	1,242	1,662
受取手形および売掛金	1,603	1,377	-	1,489	1,625	1,778
棚卸資産	237	254	-	256	266	273
その他	154	157	-	160	163	166
流動資産	3,352	4,133	-	3,367	3,297	3,880
有形固定資産	5,787	6,356	-	7,228	7,517	7,277
無形固定資産	87	80	-	68	58	48
投資その他の資産	479	594	-	600	600	600
固定資産	6,353	7,031	-	7,896	8,176	7,926
資産合計	9,705	11,165	-	11,264	11,473	11,806
支払手形および買掛金	1,622	1,490	-	1,555	1,559	1,608
短期借入金	635	635	-	635	635	635
1年以内返済予定の長期借入金	566	388	-	346	326	292
未払金 未払法人税等	657	498	-	539	551	569
賞与引当金	85	115	-	125	135	145
その他	430	653	-	655	655	655
流動負債	3,996	3,781	-	3,856	3,862	3,905
長期借入金	1,609	1,865	-	1,519	1,193	900
社債	0	0	-	0	0	0
その他	157	204	-	205	205	205
固定負債	1,766	2,070	-	1,724	1,398	1,105
純資産合計	3,942	5,313	-	5,684	6,212	6,795
(自己資本)	3,942	5,313	-	5,684	6,212	6,795
(少数株主持分及び新株予約権)	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	-	1,088	1,128	1,223
減価償却費	549	657	-	628	610	639
売上債権の増減額 (－は増加)	-142	226	-	-111	-136	-152
棚卸資産の増減額 (－は増加)	378	-16	-	-1	-9	-7
仕入債務の増減額 (－は減少)	-204	-124	-	65	4	49
その他	374	144	-	38	9	14
法人税等の支払額	-283	-463	-	-467	-485	-526
営業活動によるキャッシュフロー	1,103	1,379	-	1,238	1,120	1,241
有形固定資産の取得による支出	-468	-1,038	-	-1,500	-900	-400
有形固定資産の売却による収入	76	4	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-5	-13	-	-3	-5	-5
その他	-105	19	-	-5	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-503	-1,027	-	-1,508	-905	-405
短期借入金の増減額 (－は減少)	-30	0	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (－は減少)	-482	78	-	-388	-346	-326
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	0	657	-	0	0	0
配当金の支払額	-19	-38	-	-89	-89	-89
その他	-22	-20	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-554	676	-	-477	-435	-415
現金及び現金同等物の増減額 (－は減少)	45	1,028	-	-746	-219	420
現金及び現金同等物の期首残高	1,135	1,180	-	2,209	1,462	1,242
現金及び現金同等物の期末残高	1,180	2,209	-	1,462	1,242	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届出書および有価証券報告書、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、価格変動の可能性は否めない。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。この積立金への支払と積立金からの収入は、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積立金への支払と収入が発生しうる（こちらは原価で計上される）。

◆ 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、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。

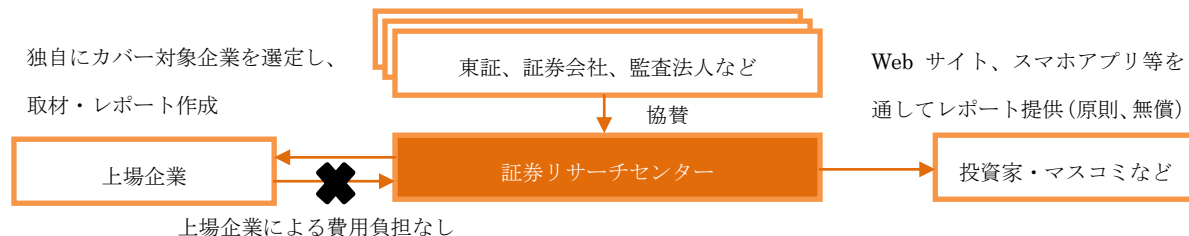
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ホクリヨウ (1384 東証二部)

発行日2016/2/12

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

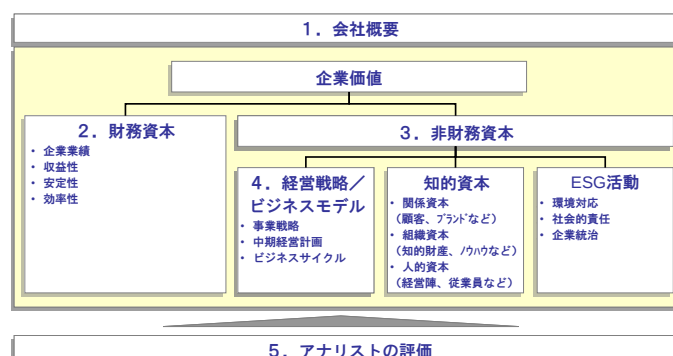
本レポートの構成

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。

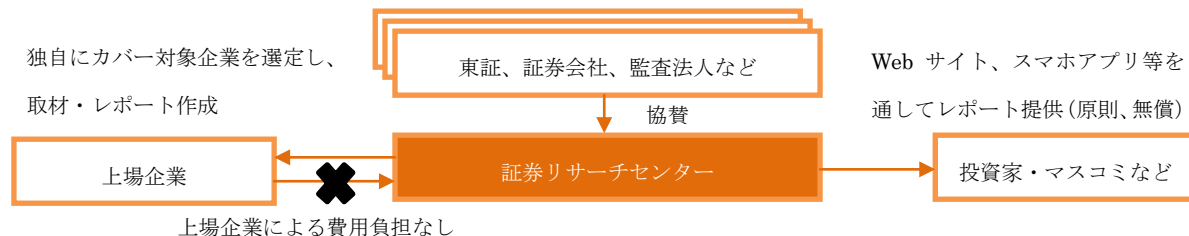
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ホクリヨウ (1384 東証二部)

発行日2016/2/12

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

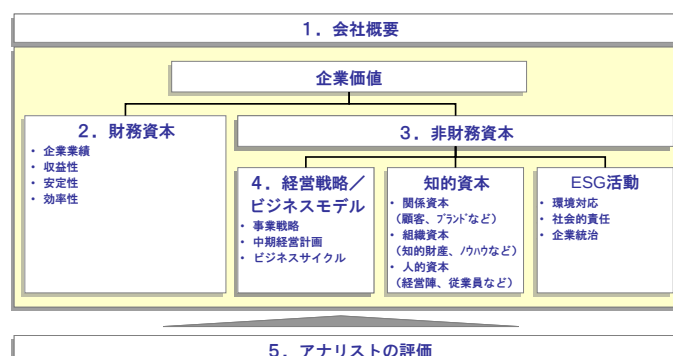
本レポートの構成

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。