

# ホリスティック企業レポート 大冷

## 2883 東証二部

フル・レポート  
2015年8月14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 20150811

## 骨なし魚のパイオニアを自負する冷凍食品のファブレス企業 16年3月期は大手メーカーの参入による競争激化を凌ぐ我慢の期

### 1. 会社概要

- ・大冷(以下、同社)は、業務用冷凍食品のファブレス企業である。同社は企画・開発と販売を行い、生産は国内外の約50の協力会社に委託している。
- ・骨なし魚(骨を抜いた魚およびその切り身)のパイオニアであり、同社の売上高の約半分を骨なし魚が占めている。

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

### 2. 財務面の分析

- ・10/3期～15/3期の売上高は年平均1.8%の成長率で拡大してきた。経常利益は10/3期～14/3期は連続増益で推移したが、15/3期は競合先の参入に対する防衛のために売上総利益を犠牲にし、減益となった。
- ・他社との比較では、収益性や安全性において同社は優位にある。同社がファブレス形態であり、バランスシートが身軽なことが要因と考えられる。一方、成長性は他社に劣り、売上高や総資産で見た規模も小さい。

### 【主要指標】

	2015/8/7
株価(円)	1,703
発行済株式数(株)	6,008,300
時価総額(百万円)	10,232

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	9.1	12.7	11.5
PBR(倍)	1.7	1.6	1.4
配当利回り(%)	3.2	3.2	3.2

### 3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、骨なし魚を世の中に送り出した開発力と、ファブレスを支える仕組み(特に協力会社、製造ノウハウ、品質管理)が構築されていることにある。

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.7	5.8	—
対TOPIX(%)	-2.4	1.5	—

### 4. 経営戦略の分析

- ・大手メーカーの骨なし魚分野への参入に対し、売上値引きによって対応し、シェアを守る方針である。
- ・原材料の安定調達の観点からも、ミート事業の拡大による事業ポートフォリオの分散を志向している。一方、コンビニエンスストアなどの市販商品への進出には慎重なスタンスを保っている。

### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

- ・大手メーカーの骨なし魚分野への参入の影響に注視している。大手メーカーが同分野に対して予想以上に経営資源を投入してくる可能性は考慮に入れておきたい。競争が想定以上に長期化する、あるいは、17/3期以降の業績回復ペースが緩慢になるなどの影響が考えられる。

【2883 大冷 業種: 食料品】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2014/3	26,341	1.2	1,660	13.3	1,649	15.9	896	5.7	168.9	762.7	50.0
2015/3	27,172	3.2	1,522	-8.3	1,517	-8.0	1,029	14.8	186.9	995.4	55.0
2016/3 CE	28,550	5.1	1,320	-13.3	1,318	-13.1	833	-19.0	138.7	—	55.0
2016/3 E	28,554	5.1	1,265	-16.9	1,273	-16.1	804	-21.9	133.9	1,080.1	55.0
2017/3 E	29,667	3.9	1,403	10.9	1,411	10.8	892	10.9	148.5	1,182.0	55.0
2018/3 E	30,701	3.5	1,568	11.8	1,576	11.7	996	11.7	165.8	1,304.2	55.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

14年10月に1:2の株式分割を実施

14年12月の上場時に700,000株の第三者割当増資を実施

## 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
- － 競合他社との比較

### 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

- － 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

#### ◆ 骨なし魚を特徴とする業務用冷凍食品のファブレス企業

大冷(以下、同社)は、業務用冷凍食品のファブレス企業である。98年に「骨なしちうお」の商品化に成功して以来、骨なし魚の分野でのパイオニアとされている。骨とりをした魚をそのまま冷凍加工した「骨なし魚」シリーズのほか、それぞれ加工処理を施された「楽らくシリーズ」が商品化されている。

ファブレスの形態をとるため、同社の役割は開発と販売になる。給食事業の大手企業等への直接販売もあるが、基本的には問屋経由での間接販売が中心である。最終ユーザーは病院や高齢者施設の給食が多く、スーパーやコンビニエンスストア等の店頭で販売される市販にはほとんど回っていないと推察される。

生産は国内及び海外(中国、ベトナム、タイ)の約50社の協力会社に委託されている。同社の仕入のうち約60%が海外で生産されたものとなる。同社が製造および品質管理の技術とノウハウを有し、それらを協力会社に提供する形をとっている。

#### ◆ 単一事業だが売上高は3つの事業部門に分類される

同社は業務用冷凍食品卸売の単一事業であるが、3つの事業部門に分類される(図表1)。骨なし魚部門が売上高全体の約半分を占めている。

【図表1】事業部門別売上高

(単位:百万円)

事業部門	14/3	15/3	構成比	前期比
骨なし魚事業	12,885	13,394	49.3%	3.9%
ミート事業	2,307	2,539	9.3%	10.0%
その他事業	11,148	11,238	41.4%	0.8%
合計	26,341	27,172	100.0%	3.2%

(出所) 大冷有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### > ビジネスモデル

#### ◆ 骨なし魚事業

同社の売上高の約半分を占める骨なし魚の事業は、98年に「骨なしちうお」の商品化に成功したことに端を発している。当初は普通のピンセットで骨をとっていたが、現在は骨抜きプライヤーと呼ばれる専用器具を用いて骨をとることが多い。骨とりの部分はどうしても人の手で行う必要があるのと、魚種により骨の数や形状が異なるため、ノウハウの蓄積は競争力の源泉のひとつとなっている。

競争力の源泉は品ぞろえの豊富さにもある。同社の取り扱い魚種は15年3月末時点で33種類にのぼる。

こうした骨をとった魚をそのまま冷凍加工した「骨なし魚」シリーズのほか、それぞれ加工処理を施された「楽らくシリーズ」が商品化されている(図表2)。

【図表2】骨なし魚事業の主な商品シリーズ

主な商品シリーズ	特徴	商品の一例
楽らくクックシリーズ	凍ったまま調理ができる 冷めても柔らかさが持続する 魚の生臭さが抑えられる	楽らく骨なしさんま 楽らく骨なし秋さけ
楽らく旨味シリーズ	楽らくクックシリーズの特徴をすり身に生かす	楽らく旨味鯛生つまれ 楽らく旨味えび生しんじょ
楽らく調味シリーズ	厳選した調味料を使用する 仕上がりに手作り感がある	楽らく調味骨なし赤魚(生)煮付 クロメバルの煮付(R)
骨なしシリーズ	楽らく処理を施してなく、骨とりのみされている	骨なしさんま 骨なし皮なし切身がれい

(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 製造技術

同社の骨なし魚の製造は蓄積されたノウハウの塊とも言える。製造のプロセスは、骨をとる工程(半解凍、三枚おろし、骨とり)と骨をとった後の加工工程(楽らく処理、成形)に大別できる。このうち、前者は機械では処理できず人の手で処理される工程のため、アナログなノウハウの集積がものを言う。後者は加工方法そのものが重要であり、同社ではこの部分を中心に5つの製造特許を有している(図表3)。

【図表3】保有する製造特許

取得年月	特許
07年1月	冷凍骨抜き魚身及びその加工方法
08年9月	加熱処理した魚の製造方法
09年3月	凍ったまま調理できる冷凍魚の製造方法および冷凍魚
10年12月	湯せん・蒸し調理用魚介類包装冷凍食品およびその製造方法
14年1月	施設調理用冷凍揚物の製造方法および施設調理用冷凍揚物

(出所) 大冷有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 品質管理

骨が残っていないことを前提とする骨ぬき魚の製品特性上、製造技術と同等かそれ以上に重要なのが品質管理である。同社では、以下の仕組みにより品質管理を徹底している。

- ・ 製品全品にエックス線による残骨検査のチェックを行う
- ・ 「骨なし魚情報トレースシステム」により、商品に印字された識別コードから原材料まで辿れるようにしている
- ・ 一般財団法人日本冷凍食品検査協会によるトレサビリティ監査を受ける (2年に1回)
- ・ 海外の協力会社に対しては、日本人の常駐員または巡回員の配置を義務づけている

#### ◆ ファブレス形態

同社は業務用冷凍食品を事業領域とするが、企画・開発と販売に特化しており、製造は外部の協力会社に委託するファブレス形態を採用している。

協力会社の数は約 50 社にのぼる。同社の場合、協力会社とは、国内ではメーカー、国外では商社を指す。1つの商社が複数の現地工場を束ねることがあるため、同社の商品を製造する工場は少なくとも 50カ所以上ということになる。仕入量の約 60%が海外(中国、ベトナム、タイ)で生産され、その多くが中国である。

骨なし魚の場合は、協力工場は同社のためだけの製造ラインを用意することになる。また、品質管理体制も同社の基準を満たす必要がある。

#### ◆ 販売は問屋経由が中心

病院向け・介護施設向け給食受託大手の日清医療食品(未上場)と数社に対しては直接取引となるが、残りの多くは問屋経由での販売となる。日清医療食品に対する売上高は全社売上高の 10%強であるため(図表 4)、全社売上高の 80%強が問屋経由と推測される。そのため、同社としても、商品の最終ユーザーを完全に把握することはできない。しかし、問屋経由のものについても、病院や介護施設向けが多く、一部外食業界向けがある模様である。

【図表 4】日清医療食品向けの売上高

(単位:百万円)

	13/3	14/3	15/3	前期比
日清医療食品	2,608	2,837	2,984	5.2%
構成比	10.0%	10.8%	11.0%	-
売上高全体	26,042	26,341	27,172	3.2%

(注) 日清医療食品向けは骨なし魚以外の売上高も含まれる

(出所) 大冷有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ ミート事業とその他事業

骨なし魚事業以外には、ミート事業とその他事業がある。顧客や販売方法に骨なし魚事業と差がなく、扱っている商材の違いで分類されていると考えて差し支えない。

ミート事業は、骨なし魚で培った加工技術を畜肉に応用して立ち上げてきた分野である。凍ったまま調理ができて冷めても柔らかい「楽らくクックシリーズ」の特性に加えて、肉の臭みが抑えられる特徴をもつ「楽らく匠味シリーズ」が商品化されている。またアメリカンドックなどの商品もミート事業に含まれる。

その他事業には、惣菜等の調理冷食、冷凍野菜や水産品、練り製品が分類される。他社からの仕入品(同社の生産委託先以外からの仕入品)もこちらに分類される。このうち、冷凍野菜や水産品などの加工度の低い商品(原料に近い商品)、および他社からの仕入品は、利幅が小さいために、意図的に取扱いを減らしてきている。

その結果、具体的な開示はないが、現在では、骨なし魚事業、ミート事業、その他事業とも、利益率にはさほど大きな差はなくなってきている模様である。

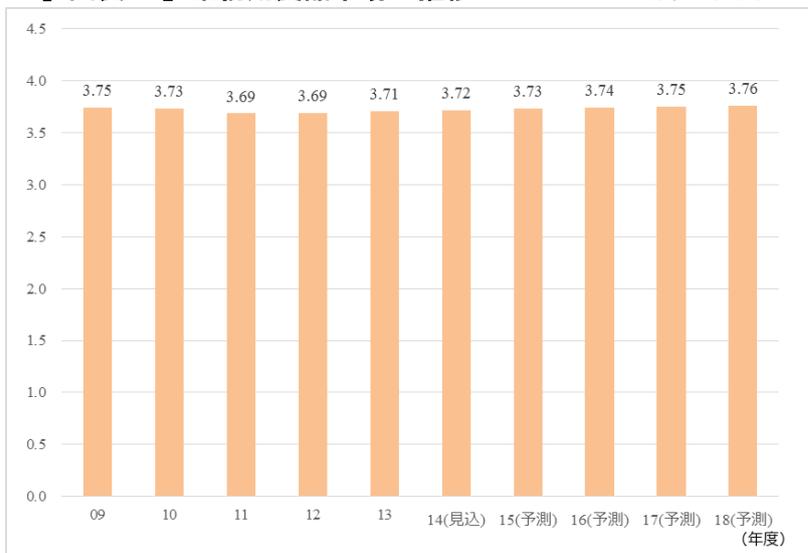
### > 業界環境と競合

#### ◆ 業務用食品市場は11年度を底に回復傾向にある

同社の主要商品の多くは業務用冷凍食品である。矢野経済研究所によると、業務用食品市場そのものは、東日本大震災があった11年度を底に、堅調な中食市場と外食市場の復調を背景に前年度の水準をわずかだが上回って推移している。今後も老人福祉施設での給食需要に支えられて前年度比0.2%~0.4%増のペースで推移するものと予測されている(図表5)。

【 図表 5 】 業務用食品市場の推移

(単位：兆円)



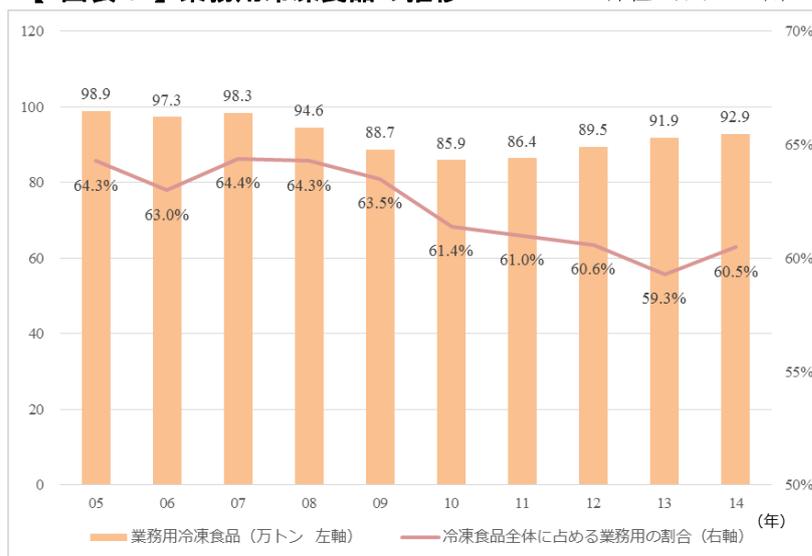
(出所) 矢野経済研究所「業務用食品市場に関する調査結果 2015」より  
証券リサーチセンター作成

◆ 業務用冷凍食品市場は全体より 1 年早く底打ちして回復

冷凍食品は家庭用と業務用に分類されるが、業務用は冷凍食品全体の 60%程度を占める。業務用冷凍食品の生産量において 08 年からの減少が顕著なのは、08 年に発生した中国製冷凍餃子事件の影響である。底を打ったのは業務用食品市場全体よりも 1 年早い 10 年だが、以降、業務用食品市場と歩調を合わせる形で回復傾向にある (図表 6)。

【 図表 6 】 業務用冷凍食品の推移

(単位：万トン %)



(出所) 一般社団法人日本冷凍食品協会「用途別国内生産量推移」より  
証券リサーチセンター作成

◆ 高齢者向けが伸びる

業務用冷凍食品の主な向け先と考えられる給食市場は、全体としては09年度～13年度の5年間の年平均成長率が0.3%で、微増に推移してきた市場である。その中で、高齢者施設給食は年平均3.0%で増加している(図表7)。

【図表7】給食市場の推移

(単位：億円)



(出所) 矢野経済研究所「給食市場に関する調査結果 2014」より証券リサーチセンター作成

また、富士経済によると、高齢者向け食品・宅配・施設給食の市場規模はジャンルによるが、20年まで年平均1.0%～4.2%の伸びを示すとされている(図表8)。高齢者向け施設給食市場の年平均成長率が1.0%と伸びは緩慢となるものの、そのメニューに含まれる高齢者向け食品の割合が増えるものと考えられる。

【 図表 8 】 高齢者向け食品・宅配・施設給食の市場規模

(単位：億円)

	14年	20年(予)	年平均 成長率
高齢者向け食品市場 (メーカー出荷ベース)	1,322	1,693	4.2%
高齢者向け食品宅配サービス市場 (小売ベース)	6,241	7,178	2.4%
高齢者向け施設給食市場 (受託ベース)	10,227	10,833	1.0%

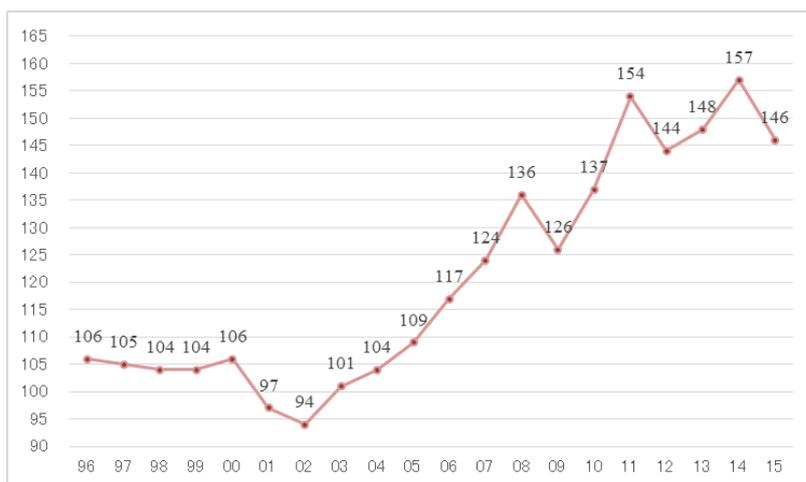
(注) 高齢者向け食品は、流動食、在宅用やわかか食、施設用やわかか食、栄養補給食、水分補給食、とろみ調整食品・固形化補助剤、低たんぱく食、施設用冷凍骨なし魚が対象

(出所) 富士経済「高齢者向け食品市場の将来展望 2015」より  
証券リサーチセンター作成

◆ 魚価は上昇トレンドが続く

骨なし魚の原材料の仕入は同社ではなく協力会社が行うが、現在の生産の 60%が海外の協力会社経由であることから、同社の仕入価格はグローバルな魚価の影響を受ける。中国を始めとする新興国の経済成長による消費増の結果、魚介類は仕入競争の様相を強めている。そのため、グローバルでの魚価を表す FAO Fish Index は右肩上がりのトレンドを描いている(図表9)。

【 図表 9 】 FAO Fish Index



(注) 02年~04年の平均値を100とする

(注) 96年~14年までは各年の月次の平均値 15年は15年1月の数値

(出所) FAO(国連食糧農業機関) Fish Price Index より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 競合

国内の骨なし魚の市場について正確な統計はないが、同社によると300~400億円の市場規模だと推測される。そのうち、同社の売上高が約130億円(骨なし魚事業の売上高)、マルハニチロ(1333 東証一部)とオカフーズ(未上場)の売上高がそれぞれ50~60億円と推測される。

この市場に、極洋(1301 東証一部)や日本水産(1332 東証一部)が参入してきており、価格引き下げを含めて販売競争が激化している。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 多角化に失敗して経営危機に陥る

1971年に安楽修氏が創業した業務用冷凍食品を扱う個人事業会社が前身で、翌72年に同社が設立された。切り身魚を得意とし、本業は順調に拡大したが、90年代の多角化の失敗で業績が悪化し、01年には債務超過に陥った。

その時、同社に資本を投入して救済したのが、富山県のフルタフーズ(未上場)と加ト吉(現 テーブルマーク)である。両社の資本参加に際して、創業家の安楽家は経営から手を引くこととなり、再建を任せられたのは、03年に就任した現社長の齋藤修氏であった。

#### ◆ 骨なし魚による骨太の業績回復

同社の経営危機は多角化の失敗によるもので、本業は傷んでいなかった。同社の顧客で病院・介護施設向けに食材を提供する大手給食企業からの依頼で、骨なし魚の開発に着手し、98年に「骨なしちうお」の商品化に成功した。同社の業績回復は、この骨なし魚があったからこそである。07年には「冷凍骨抜き魚及びその加工方法」が特許を取得した。

再建の過程で支援を仰いだ加ト吉は、その後、JT(2914 東証一部)の傘下に入ることになった。JTのグループの経営方針により、加ト吉が保有する同社の株式はフルタフーズが買い取るようになった。その関係で、同社の大株主にフルタフーズの関係者が名を連ねている。

#### ◆ 経営理念

同社の経営理念として、以下の3点が掲げられており、その実現に向け、業務用冷凍食品の領域で事業展開をしている。

- ・安全安心を優先に顧客に満足と感動を提供する
- ・変化に対応する改革と想像力のある提案を行う
- ・食文化の未来に発展する提案と社会への貢献

◆ 株主

上場前の有価証券届出書および 15/3 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 3 月末時点で、フルタフーズの関係者である株式会社フルタおよび古田耕司氏が大株主 1 位と 2 位に名を連ねている（合計 52.08% の保有）。その後、代表取締役社長の齋藤修氏ほか、現取締役または元役員が続く。現取締役の 6 名のうち 5 名によって 11.72% が、現監査役 3 名のうち 2 名によって 0.50% が保有されている。

また、15 年 3 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3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
株式会社フルタ	2,733,500	51.49%	1	2,733	45.49%	1	古田耕司氏および近親者が全株式を所有する資産管理会社
古田耕司	1,000,000	18.84%	2	396	6.59%	2	上場時に603,700株売り出し (オーバーアロットメント分204,000株を含む)
齋藤修	370,000	6.97%	4	370	6.15%	3	代表取締役社長
日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	303	5.05%	4	
正林淳生	160,000	3.01%	5	160	2.66%	5	取締役専務
大冷社員持株会	70,600	1.33%	7	86	1.43%	6	
西村信義	84,400	1.59%	6	84	1.40%	7	取締役副社長
関秀和	70,000	1.32%	8	70	1.16%	8	元役員
富田史好	50,000	0.94%	9	50	0.83%	9	代表取締役副社長
岩佐成泰	44,000	0.83%	10	44	0.73%	10	元役員
中道博志	400,000	7.54%	3	-	-	-	上場時に400,000株売り出し
(大株主上位10名)	4,982,500	93.9%	-	4,298	71.53%	-	
(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	5,308,300	100.0%	-	6,008	100.0%	-	

(出所) 大冷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

同社の業績の詳細は 10/3 期以降の分が開示されているが、10/3 期～15/3 期まで年平均 1.8% 増で売上高が拡大してきた。12/3 期～15/3 期は 4 期連続の増収であった。また、経常利益は 10/3 期～14/3 期まで 4 期連続増益で推移し、15/3 期は減益となった。

11/3 期は、売上高が前期比ほぼ横ばいの減収、経常利益が同 42.1% 増の大幅増益となっている。これは、利益率の低い仕入商品の取り扱いを意図的に抑制し、利益率の高い骨なし魚の販売が増加したことが要因である。

#### ◆ 15 年 3 月期は売上高は会社計画を達成したが、利益は未達

東証二部上場後初の通期決算であった 15/3 期は、売上高が前期比 3.2% 増の 27,172 百万円、営業利益が同 8.3% 減の 1,522 百万円、経常利益が同 8.0% 減の 1,517 百万円、当期利益が同 14.8% 増の 1,029 百万円となった。為替変動を含む原材料価格上昇に応じた販売表示価格の値上げの浸透により増収となった。一方、骨なし魚の分野に対して大手メーカーが販売価格攻勢をかけてきたことに対して、売上値引きによって売上総利益を削ってシェアを守らざるを得ず、売上粗利益以下減益となった。

14 年 12 月の新規上場時に発表していた会社計画に対する達成率は、売上高は 102.0%、営業利益は 91.2%、経常利益は 91.2%、当期利益は 92.3% となった。利益未達の要因は、前述の通り大手メーカーの販売価格攻勢の影響である。

#### ◆ 東証二部上場による公募増資で自己資本増強

14 年 12 月の東証二部上場により第三者割当増資が行われたことと、借入金返済が完了して無借金となった結果、同社の自己資本比率は、14/3 期の 48.8% から 15/3 期の 64.1% にまで上昇し、財務面での安全性は高まっている。

### > 競合他社との比較

#### ◆ 冷凍食品の大手企業と比較する

冷凍食品の大手である、マルハニチロ、極洋、日本水産と主な財務指標を比較した。また、業務用冷凍食品が主力の日東ベスト (2877 東証 JQS) とも比較してみた (図表 11)。

【 図表 11 】 財務指標比較：冷凍食品の大手企業および業務用冷凍食品が主力の企業

項目	銘柄	コード	大冷		マルハニチロ	極洋	日本水産	日東ベスト
			2883		1333	1301	1332	2877
			直近決算期	(参考)	15/3	15/3	15/3	15/3
規模	売上高	百万円	27,172	—	863,784	218,350	638,435	51,608
	経常利益	百万円	1,517	—	11,834	2,107	21,392	199
	総資産	百万円	9,323	—	502,016	88,937	459,293	36,446
収益性	自己資本利益率	%	20.5	17.2	8.7	11.5	13.6	1.8
	総資産経常利益率	%	17.2	16.3	2.4	2.4	4.8	0.6
	売上高営業利益率	%	5.6	—	1.0	1.1	2.8	0.3
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	2.5	—	1.9	6.3	5.9	3.0
	経常利益 (同上)	%	5.7	—	-7.3	7.3	36.5	-28.3
	総資産 (同上)	%	-0.3	—	2.4	1.5	4.6	4.7
安全性	自己資本比率	%	64.1	—	17.7	25.5	18.6	29.4
	流動比率	%	281.8	—	110.3	150.4	109.1	104.6
	固定長期適合率	%	15.1	—	97.7	45.4	99.8	96.3

(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)

大冷は15/3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) 大冷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

直近期の数値の比較から、収益性や安全性においては、同社は優位にある。特に、自己資本利益率(ROE)や総資産経常利益率は、他社を大きく上回っている。同社の期初の数値が資金調達前の数値であることを考慮し、期初と期末の平均値でなく期末の数値を用いて算出した数値を用いても、他社との乖離は大きい。同社がファブレス形態であり、バランスシートが軽いことが要因と考えられる。また安全性も他社を大きく上回っている。

成長性においては、グループ再編があったマルハニチロを除いたとしても、他社より劣後している。また、事業領域の違いがあるために単純な比較ができないが、売上高および総資産で見た規模は他社よりも小さい。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は開発力とファブレスを支える仕組みにある

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。同社の知的資本の源泉は、骨なし魚を世の中に送り出した開発力と、ファブレスを支える仕組みが構築されていることにある(特に協力会社、製造ノウハウ、品質管理)。

一方、問屋経由の間接販売が中心であるため、新商品開発のアイデアの源となるエンドユーザーとの接点(最終ユーザーの要望や潜在需要を吸い上げる部分)については、知的資本の源泉と言えない状況に甘んじている。

【 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 ・販売先	・問屋	開示なし	
		・最終ユーザー	開示なし(把握しきれず)	
		・直接販売先	数社(うち1社は日清医療食品)	
		・日清医療食品向けの売上高	2,984百万円(全売上高の11.0%)	
	ブランド ・自社ブランド商品	・楽らくクックシリーズ	14種類	
		・楽らく旨味シリーズ	7種類	
ネットワーク ・ファブレスを支える協力会社	・楽らく調味シリーズ	5種類		
	・楽らく匠味シリーズ	10種類		
	・幅広い品揃え	・取り扱い魚種	33種類	
組織資本	・ファブレス形態による生産	・協力会社 (国内はメーカー、海外は商社)	約50社	
		・一括物流センター	・物流の委託先	ヒューテックノオリン
	プロセス ・開発力	・委託製造地域	4カ国 (日本 中国 タイ ベトナム)	
		・海外生産比率	約60%	
		・特命商品開発プロジェクト	特になし	
		・新商品選定最終会議	年2回開催	
		・品質管理	・X線による残骨調査	特になし
			・骨なし魚情報トレースシステム	特になし
	知的財産 ノウハウ ・製造ノウハウ	・トレサビリティ監査	2年に1回 (日本冷凍食品検査協会)	
		・海外協力工場の管理	日本人常駐員または巡回員の配置の義務付け	
人的資本	経営陣 ・債務超過から立て直した現社長の存在	・製造特許	5件	
		・手作業の工程でのノウハウの蓄積	特になし	
		・特になし	特になし	
		・取締役による保有	704,400株(11.7%)	
	従業員 ・企業風土	・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	132百万円	
		・従業員数	156名(社外への出向者含む)	
		・平均年齢	40.4歳	
・インセンティブ	・平均勤続年数	12.3年		
	・従業員持株会	86千株(発行済株式数の1.43%)		
		・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 15/3 期末のものとする

(出所) 大冷有価証券届出書、有価証券報告書、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は食料品に属するが、IR 資料等の中で環境対応に関する具体的な取り組みについての言及は確認できない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「安全安心を優先に顧客に満足と感動を提供する」ことを経営理念に掲げており、本業の業務用冷凍食品の分野にて、社会に貢献する方針をとっている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名(社外取締役は1名)で構成されている。社外取締役の長尾敏成氏は、大和銀行(現りそな銀行)、警視庁を経て弁護士として登録し、長尾敏成法律事務所を開設した。現在は警視庁嘱託弁護士であるほか、ロイヤルメディカルクラブ(未公開)の監査役との兼任である。

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。常勤監査役の阿部和行氏は宇部興産飲料(未公開)、下関鋼製(未公開)を経て同社に入社し、執行役員総務部長を経験している。非常勤監査役のうち、川田剛氏は国税庁出身で、税理士として開業し、税理士法人山田&パートナーズの会長である。日本化成(4007 東証一部)や本間組(未公開)の監査役、および日本ユニシス(8056 東証一部)の非常勤取締役との兼任である。大谷悦夫氏は丸紅飯田(現丸紅(8002 東証一部))でキャリアを開始した後、丸紅建設(未公開)の専務取締役、サンエー電機(未公開)の専務取締役、医療法人元生会常務理事を経験している。

## 4. 経営戦略

### > 対処すべき課題

#### ◆ 大手メーカーの参入への対応

15/3期の会社計画の利益未達の要因として、同社の主力である骨なし魚の分野に大手冷凍食品メーカーの参入が挙げられている。現在のタイミングで大手メーカーが本格参入してきた要因のひとつには、高齢者向け市場の拡大が見込まれることが挙げられよう。

同社の最終ユーザーには病院や高齢者施設が多い。これらの施設は年間契約のところが多く、原材料価格上昇を背景とした販売表示価格の値上げは契約更改のタイミングで順次行われる。そのタイミングで競合との価格比較が行われるため、契約更改を遅らせるなどの売上値引きで対応することになる。その結果、販売表示価格で売上計上されるものの、売上値引き分が原価に計上され、売上総利益が減少することになる。このように、売上総利益を削ってでもシェアを守ることを当面の対応策としている。16/3期は、大手メーカーの本気度を見極める時期として位置づけている。

#### ◆ 材料の安定調達

魚は水揚げの時期や漁獲量の変動があるため、養殖があっても在庫コントロールが難しいものとされている。また、同社はファブレスによる生産のため、原材料が協力会社のところに存在することになる。

同社の場合、協力会社には約1.5年分の材料を在庫にするよう依頼している模様である。そのため、資金力の低い一部の協力会社には、原料買付資金の貸付を行うことで、協力会社による安定的な材料確保を促している。14年12月の上場によって調達された資金は、原材料調達資金および魚製造委託先(協力会社)に対する原材料買付資金貸付に充当される予定である。

#### ◆ 直接販売の開拓

前述の通り、同社の販売チャネルは問屋経由が中心である。一方、同社の主力となった骨なし魚は、顧客からの要望で開発された商品であることから、直接顧客にアクセスするルートの確立が必要となる。同社はこうした認識に立ち、16/3期より直販のチームを設置する。これにより、骨なし魚やミートの分類に関係なく、新規顧客の開拓、リニューアル商品や新商品の開発・投入につなげる予定である。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 骨なし魚分野への大手の参入に対し売上値引きで防戦の方針

前述の通り、大手メーカーの骨なし魚分野への参入への対応が喫緊の課題である。同社によると、過去にも大手メーカーが参入してきた時

があったが、その時は、一旦は大手メーカーに注文が取られても、最終ユーザーが品質差を認識することで、しばらくすると同社に注文が戻ってきたとのことである。その事例を踏まえ、今回は販売価格の設定を変更することで、当面の攻勢を凌ぐ方針である。その間、技術優位性を保てるよう開発力を高めるとともに、直販のチームの設置を通じて、最終ユーザーの需要の掘り起こしを進める。

#### ◆ ミート事業の育成

骨なし魚で培ったノウハウと技術をミートにも展開する。15/3 期のミート事業の売上高構成比は既に 9.3%にまで上昇している。

魚だけでなく肉類まで広げるのは、同社にとっての対象市場の拡大、品揃えの拡充、顧客開拓のほか、原材料調達の安定・平準化が期待できるためである。魚はどうしても水揚げの時期が決まっているため、養殖があっても安定的な調達は難しい。一方、肉類は魚に比べて調達が安定している。その結果、不漁時に発生するような欠品のリスクは相対的に低い。

#### ◆ 市販商品への進出には慎重

競合の大手メーカーの中には市販用の商品を取り扱っているところがある。同社の取り扱いのほとんどはが業務用だが、同社は市販商品への進出には慎重なスタンスを崩していない。

市販用となると、コンビニやスーパーへの販売となる。これらの販売チャンネルは、大量に受注が来る一方、減る時も一気に減ることが多く、受注量の変動幅が大きいという特徴がある。先述の通り、魚は他の食材に比べて安定的な調達は難しく、同社としては、需要の動向も供給の動向も読みづらい状況を避けたいと考えているようである。

## 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 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・骨なし魚分野での先行者メリットと高シェア</li> <li>・ファブレスメーカーとしての展開</li> <li>・生産のノウハウの蓄積と製造特許に裏付けられた生産技術・品質管理水準</li> <li>・生産委託先の協力会社のネットワークの存在</li> <li>・他社に比べて良好な財務体質</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・問屋への依存度の高くエンドユーザーを把握が困難</li> <li>・大手メーカーに比べて小規模</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・団塊の世代の高齢化とそれに伴う高齢者向けの食事に対する需要の拡大</li> <li>・肉の分野への進出による同社の対象市場の拡大</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大手メーカーの骨なし魚分野への参入（価格競争の激化）</li> <li>・魚価の高止まり・さらなる上昇</li> <li>・生産委託先の協力会社の与信の低下の可能性</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 大手メーカーの参入の影響度合いに注視

15/3 期の減益と、16/3 期の会社計画の減益見通しの最大の要因となっている大手メーカーの参入の影響に注視する。

同社は、契約更改時期での販売価格の値上げを遅らせるなど、売上値引きをすることで、他社からの価格競争の攻勢を凌ぎ、品質差を背景に 17/3 期以降に顧客が戻ってくることを見込んでいる。その理由の 1 つに、大手メーカーにとって骨なし魚の分野の市場規模が小さく、大手メーカーの本気度を測りかねている点を同社は挙げている。

同社の見通しについて、方向感としては支持するものの、一方で、同社の想定以上に大手メーカーが本気だった場合の可能性も念頭に置いておきたい。たとえば、競合商品と考えられる極洋の「だんどり上手」シリーズは、13 年 7 月の発表後、14 年 3 月時点で商品種類は 23 品まで拡大した。14 年 9 月には日本食糧新聞社の「業務用加工食品 ヒット賞（給食・惣菜部門）」を受賞した。また、日本水産は 15 年春・夏の商品開発テーマとして「シニアマーケットへの対応」を掲げ、業務用食品で介護施設や病院向けの食材として「おいしいやわらかシリ

ーズ」で新商品投入を発表している。このようなニュースフローだけで判断することは難しいものの、影響が長期化する可能性を捨てきれないものでもない。

### ▶ 今後の業績見通し

#### ◆ 16年3月期会社計画は増収減益を見込む内容

16/3期の会社計画は、売上高 28,550 百万円（前期比 5.1%増）、営業利益 1,320 百万円（同 13.3%減）、経常利益 1,318 百万円（同 13.1%減）、当期純利益 833 百万円（同 19.0%減）である（図表 14）。

【図表 14】大冷の 16年3月期の業績計画

	14/3 実績	15/3 実績	16/3 会社計画	前期比
売上高	26,341	27,172	28,550	5.1%
骨なし魚事業	12,885	13,394	13,822	3.2%
ミート事業	2,307	2,539	2,708	6.7%
その他事業	11,148	11,238	12,019	6.9%
売上総利益	4,907	4,677	4,539	-3.0%
売上総利益率	18.6%	17.2%	15.9%	-
営業利益	1,660	1,522	1,320	-13.3%
営業利益率	6.3%	5.6%	4.6%	-
経常利益	1,649	1,517	1,318	-13.1%
経常利益率	6.3%	5.6%	4.6%	-
当期純利益	896	1,029	833	-19.0%

(注) 16/3期会社計画の売上総利益は、決算短信の「今後の見通し」記載の内容から算出。

(出所) 大冷決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

売上高は3事業とも増加する見込みである。骨なし魚事業は、原料値上げ等の原価上昇分を、販売表示価格引き上げという形で転嫁されることを想定している。ミート事業は、「楽らく匠味シリーズ」の拡販を見込んでいる。その他事業では、同社独自のプライベート展示会での新製品発表とその拡販を想定した内容となっている。

一方、15/3期と同様、大手メーカーの骨なし魚分野への参入に対して売上値引きを実施する影響が続くことを見込み、売上総利益率は15/3期の17.2%に対し、16/3期は1.3%低下する想定である。

配当金に関して、15/3期は1株あたり年55円で、16/3期も同55円を継続する予定である。

◆ 第1四半期では早くも売上総利益率は低下

16/3期の第1四半期は、売上高が6,894百万円、営業利益が306百万円、経常利益が309百万円、当期利益が208百万円となった(前年同期比はなし)(図表15)。通期の会社計画に対する進捗率は、売上高は24.1%、営業利益は23.2%である。また、第1四半期の売上総利益率は15.9%となり、通期会社計画での想定と同水準となった。会社計画は上期、通期とも据え置かれた。

【図表15】大冷の16年3月期の四半期業績推移

(単位:百万円)

	16/3期				
	第1四半期	第2四半期	上期	下期	通期
	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	6,894	7,678	14,573	13,977	28,550
通期会社計画に対する進捗率	24.1%	26.9%	51.0%	49.0%	100.0%
骨なし魚事業	3,356	-	-	-	13,822
通期会社計画に対する進捗率	24.3%	-	-	-	-
ミート事業	669	-	-	-	2,708
通期会社計画に対する進捗率	24.7%	-	-	-	-
その他事業	2,869	-	-	-	12,019
通期会社計画に対する進捗率	23.9%	-	-	-	-
売上総利益	1,093	-	-	-	4,542
売上総利益率	15.9%	-	-	-	15.9%
営業利益	306	480	787	533	1,320
営業利益率	4.4%	6.3%	5.4%	3.8%	4.6%
上期会社計画に対する進捗率	23.2%	36.4%	59.6%	40.4%	100.0%
経常利益	309	476	786	532	1,318
経常利益率	4.5%	6.2%	5.4%	3.8%	4.6%
上期会社計画に対する進捗率	23.4%	36.1%	59.6%	40.4%	100.0%
当期純利益	208	291	500	333	833

(注) 第2四半期は上期期初計画-第1四半期実績で算出。下期は通期計画-上期計画で算出。

16/3期会社計画の売上総利益は、決算短信の「今後の見通し」記載の内容から算出。

(出所) 大冷決算短信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16/3期業績を、売上高28,554百万円(前期比5.1%増)、営業利益1,265百万円(同16.9%減)、経常利益1,273百万円(同16.1%減)、当期純利益804百万円(同21.9%減)と予想する(図表16)。売上高は会社計画とほぼ同水準を想定するものの、利

益は会社計画を下回ると予想した。

売上総利益率は会社計画では 15.9%と想定されているが、当センターでは 15.7%で予想している。競合他社の価格競争の影響が長期化することを想定してのことである。結果として、売上総利益の未達分が営業利益に影響し、営業利益率は前期の 5.6%に対して、4.4%（会社計画は 4.6%）まで低下するものと予想する。

17/3 期以降は利益が回復に向かうものと想定する。15/3 下期から本格化した競合他社の価格競争による攻勢の影響が 1 年以上経過してある程度一巡すると考えられることと、過去の同社の事例をもとに、離れた顧客の一部が戻ってくることを前提に、売上総利益率の低下が止まって緩やかに回復することをメインシナリオとする。低下した売上総利益率が以前の水準まで回復することは難しいものの、販売管理費の伸びが抑制されることにより、17/3 期には営業利益率は 5%台を回復するものと予想する。

【 図表 16 】 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)

	14/3	15/3	16/3CE	16/3E	17/3E	18/3E
<b>損益計算書</b>						
売上高	26,341	27,172	28,550	28,554	29,667	30,701
前期比	1.2%	3.2%	5.1%	5.1%	3.9%	3.5%
事業別	-	-	-	-	-	-
骨なし魚事業	12,885	13,394	13,822	13,823	14,279	14,750
ミート事業	2,307	2,539	2,708	2,716	2,893	3,081
その他事業	11,148	11,238	12,019	12,014	12,494	12,869
売上総利益	4,907	4,677	4,539	4,482	4,717	4,973
前期比	2.0%	-4.7%	-3.0%	-4.2%	5.2%	5.4%
売上総利益率	18.6%	17.2%	15.9%	15.7%	15.9%	16.2%
販売管理費	3,247	3,154	3,219	3,217	3,313	3,405
販売管理費率	12.3%	11.6%	11.3%	11.3%	11.2%	11.1%
営業利益	1,660	1,522	1,320	1,265	1,403	1,568
前期比	13.3%	-8.3%	-13.3%	-16.9%	10.9%	11.8%
営業利益率	6.3%	5.6%	4.6%	4.4%	4.7%	5.1%
経常利益	1,649	1,517	1,318	1,273	1,411	1,576
前期比	15.9%	-8.0%	-13.1%	-16.1%	10.8%	11.7%
経常利益率	6.3%	5.6%	4.6%	4.5%	4.8%	5.1%
当期純利益	896	1,029	833	804	892	996
前期比	5.7%	14.8%	-19.0%	-21.9%	10.9%	11.7%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 大冷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 17 】 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)

	14/3	15/3	16/3CE	16/3E	17/3E	18/3E
<b>貸借対照表</b>						
現預金	1,513	1,867	-	2,037	2,186	2,519
売掛金および受取手形	4,018	4,457	-	4,460	4,642	4,777
商品および貯蔵品	1,676	1,812	-	1,880	1,940	1,996
その他	84	228	-	530	830	1,130
流動資産	7,291	8,366	-	8,908	9,599	10,423
有形固定資産	687	679	-	668	657	647
無形固定資産	97	56	-	53	51	51
投資その他の資産	218	221	-	225	228	231
固定資産	1,003	957	-	946	936	929
資産合計	8,295	9,323	-	9,854	10,536	11,353
買掛金および支払手形	2,284	2,142	-	2,159	2,229	2,312
短期借入金	0	0	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	200	0	-	0	0	0
その他	837	826	-	830	830	830
流動負債	3,322	2,969	-	2,989	3,059	3,142
長期借入金	499	0	-	0	0	0
その他	425	374	-	375	375	375
固定負債	924	374	-	375	375	375
純資産合計 (自己資本)	4,048	5,980	-	6,489	7,102	7,835
<b>キャッシュフロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	1,501	1,606	-	1,273	1,411	1,576
減価償却費	109	90	-	90	104	119
売上債権の増減額 (-は増加)	328	-439	-	-2	-182	-134
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-56	-136	-	-67	-59	-56
仕入債務の増減額 (-は減少)	-1,033	-141	-	16	69	83
固定資産売却損益 (-は益)	151	0	-	0	0	0
その他	40	-2	-	2	0	0
法人税等の支払額	-647	-627	-	-468	-519	-580
営業活動によるキャッシュフロー	393	348	-	843	823	1,007
有形固定資産の取得による支出	0	0	-	-1	-2	-2
有形固定資産の売却による収入	144	1	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-3	0	-	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	-1	-1	-	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	10	0	-	0	0	0
その他	1	-157	-	-303	-303	-303
投資活動によるキャッシュ・フロー	151	-158	-	-304	-305	-305
短期借入金の増減額 (-は減少)	0	0	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-200	-699	-	0	0	0
リース債務の返済による支出	-36	-38	-	-39	-39	-39
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	0	1,165	-	0	0	0
配当金の支払額	-265	-265	-	-330	-330	-330
財務活動によるキャッシュ・フロー	-502	161	-	-369	-369	-369
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	42	354	-	169	149	333
現金及び現金同等物の期首残高	1,470	1,513	-	1,867	2,037	2,186
現金及び現金同等物の期末残高	1,513	1,867	-	2,037	2,186	2,519

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 大冷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

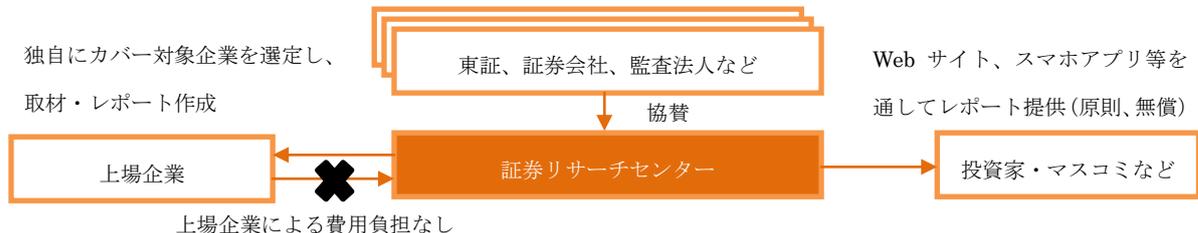
### ◆ 株主優待制度の導入

15年7月21日付で、株主優待制度の導入が公表された。毎年9月末の株主に対して、市場価格で2,000円相当の自社製品を贈呈するというものである。

同社は配当利回りが3.2%（15年8月7日時点）であり、株主優待制度で贈呈される自社製品の利回りも単純計算で1.2%となる。そのため、配当の権利取りに絡んだ株価形成がなされる可能性がある。

**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

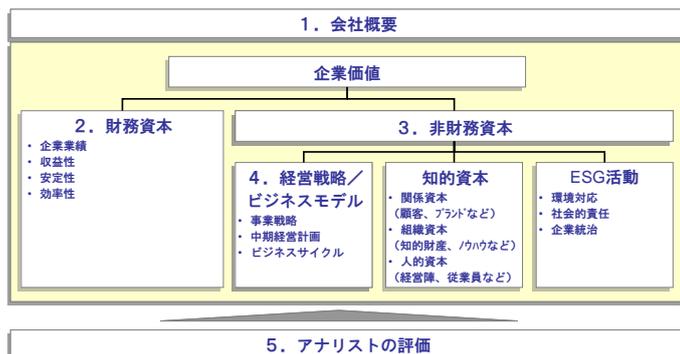
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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ので、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。