

# ホリスティック企業レポート

## エー・ピーカンパニー

### 3175 東証一部

フル・レポート  
2013年10月18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20131015

要旨

1. 会社概要

- ・エー・ピーカンパニー(以下、同社)は、地鶏をメインとした居酒屋「塚田農場」などを首都圏中心に展開している。
- ・自社農場での地鶏生産を含め、生産者との直接提携関係による「生販直結モデル」を強みとして、高い成長を実現してきた。
- ・13年9月25日、東京証券取引所マザーズから市場第一部に市場変更となった。

アナリスト: 柴田 郁夫  
+81(0)3-6858-3216  
ishibata@stock-r.org

【主要指標】

	2013/10/11
株価(円)	2,184
発行済株式数(株)	7,427,850
時価総額(百万円)	16,222

2. 財務面の分析

- ・主力食材の調達力と店舗数の拡大で業績を牽引するというのが同社の成長モデルである。13/3期も、生産体制の増強と店舗数の順調な拡大に加えて、既存店売上高の伸びにより大幅な増収増益となった。
- ・14/3期についても、同社は38.6%増収、31.8%営業増益と高い成長率を見込んでいるが、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の過去の実績や第1四半期決算の状況等を踏まえて、同社予想の達成は可能と判断している。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	34.4	26.8	19.1
PBR(倍)	8.8	6.6	4.9
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(%)	0.7	-11.9	53.7
対TOPIX(%)	0.4	-16.8	-4.7

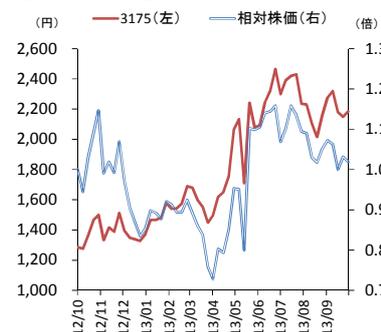
3. 非財務面の分析

- ・同社の価値創造の源泉は、生販直結型の業態モデルによる中間流通コストの削減に留まらず、生産者と一体となって食材の付加価値を高めるブランディングや、高いモチベーションに支えられたスタッフによる接客サービス等によって顧客の支持を得てきたところにある。

4. 経営戦略

- ・同社戦略のポイントは、外食から生産や流通へ事業領域を拡張することにより、他社との差別化を図ってきたことである。
- ・地域産業の活性化という社会的使命感のもと、生産者や地方自治体と連携して、ブランド力を高めたことが奏功したと考えられる。
- ・今後の戦略課題は、現在の出店ペースが一巡した後、販売形態の多様化をどのように図っていくかにある。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/10/12

5. アナリストの評価

- ・当センターでは、16/3期までの年平均成長率は、売上高36.4%、営業利益36.1%と予想している。
- ・未開拓である地方都市への出店を含め、中期的に店舗拡大の余地は十分にあると判断している。

【3175 エー・ピーカンパニー 業種:小売業】

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)
2012/3	8,320	59.0	415	116.8	462	140.6	218	96.2	36.5	77.9	0.0
2013/3	11,387	36.9	705	69.8	784	69.6	430	96.8	63.5	247.9	0.0
2014/3	GE 15,787	38.6	929	31.8	1,027	30.9	605	40.6	81.5	—	0.0
2014/3	E 15,787	38.6	929	31.8	1,027	30.9	605	40.6	81.5	329.3	0.0
2015/3	E 21,785	38.0	1,323	42.4	1,420	38.3	850	40.5	114.4	443.7	0.0
2016/3	E 28,883	32.6	1,776	34.2	1,870	31.7	1,100	29.4	148.1	591.8	0.0

(注) GE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

### 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

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 生販直結型の居酒屋「塚田農場」等を直営展開

エー・ピーカンパニー（以下、同社）は、地鶏をメインとした「塚田農場」や、鮮魚をメインとした「四十八漁場」などの居酒屋を首都圏中心に展開している。自社農場での地鶏生産を含め、生産者（契約農家や漁師等）との直接提携関係による「生販直結モデル」を強みとして急速に店舗数を拡大し、高い成長を実現してきた。その背景として、みやざき地頭鶏（じとっこ）等、産地直送の高級食材を平均客単価4,000円前後の中価格帯で提供するメニューと顧客満足度を高める独自のサービスにより、顧客からの支持を得てきたことがあげられる。

事業セグメントは、「塚田農場」や「四十八漁場」を主要ブランドとして、直営店97店舗（FC店44店舗）を展開する販売事業と、地鶏、鮮魚、青果物などの生産及び加工、流通を行う生産流通事業に分かれる（13/3期末現在）。なお、生産流通事業は、自社直営店向けの他、外部売上高としてFC店向けの食材提供を中心に行っている。販売事業が、売上高の約92%、セグメント利益（調整前）の約77%を占めている。主要業態の概要と店舗数、及び出店エリアの状況は図表1及び図表2の通りとなっている。

【図表1】主要業態の概要と店舗数（海外店を除く）

販売形態	モデル	店舗ブランド	特徴	直営店	FC店
外食	地鶏	宮崎県日南市(日向市) 塚田農場 わが家	「生産者の想いを伝える」をテーマとした店内で、自社農場等で育ったみやざき地頭鶏の炭火焼をはじめとしたひむか(宮崎)郷土料理と蔵元直送の銘酒を中心に提供	47	-
		十勝新得町 塚田農場	自社農場等で育った「新得地鶏」をはじめ、「インカのめざめ」等の十勝野菜や新得町名物の蕎麦など、十勝地方の素材を生かした料理を中心に提供	5	-
		鹿児島県霧島市 塚田農場	自社農場等で育った「黒さつま鶏」をメインに、黒豚のしゃぶしゃぶやさつま揚げ、きびなご、枕崎のぶえん鯉などの鹿児島の郷土料理を中心に提供	11	-
		宮崎県日南市(日向市) じとっこ組合 じとっこ	みやざき地頭鶏の専門店として、自社農場等で育ったみやざき地頭鶏のモモ、ムネ、ささみ、手羽、内臓など全ての部位を多彩な料理で提供	1	44
		日南館	日南素材地産地(東)消をテーマに、日南の素材を生かした料理を提供	2	-
	鮮魚	四十八漁場 魚米	「魚食文化を未来に残すこと」をテーマとして、日本各地の定置網や一本釣り漁師等と直結した「今朝獲れ鮮魚」や環境に配慮した未利用魚の料理などを中心に提供	14	-
		日本橋墨之栄	日本各地の漁業で朝獲った旬の魚をその日のうちに店舗にてお届けする「今朝獲れ鮮魚」と、遠火の強火で仕上げる「原始焼き」をメインに提供	1	-
	ホルモン	芝浦食肉 平澤精肉店 関根精肉店	東京芝浦の仲卸業者から仕入れる上質なホルモンを、「もつ鍋」「ホルモン焼き」をメインに提供	13	-
	中食	鮮魚	よんばち寿司	「今朝獲れ鮮魚」をはじめとする厳選した素材を、職人の手握りで提供	2

(注) この他に海外（シンガポール）に1店舗を有する  
(出所) 同社資料に基づき証券リサーチセンター作成

【図表 2】 出店エリアの状況 (13/3 期末)

都道府県	店舗数
東京都	61
神奈川県	11
千葉県	3
埼玉県	3
大阪府	5
兵庫県	2
群馬県	2
北海道	8
宮崎県	1
海外(シンガポール)	1

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

なお、FC 店については、生産流通事業の拡大を図る中で、直営店を補う販売チャネルとして増やしてきたが、今後は直営店の出店ペースを加速することにより、直営店中心の店舗拡大を図る方針である。

生産拠点は、宮崎県(日南市)、北海道(新得町)、鹿児島県(霧島町)に自社農場(養鶏場)を有している他、宮崎県(日南市、綾町)に雛センター、宮崎県(日南市)と北海道(新得町)に処理加工場を運営している(13/3 期末現在)。また、13 年 4 月には地鶏の生産体制強化のため宮崎県(西都市)にも処理加工場を設置するとともに、13 年 6 月からは鮮魚の集荷配送センター(羽田空港近く)の稼働も開始した。

現在の連結子会社は 6 社で、(株)地頭鶏ランド日南(宮崎県日南市で地鶏の生産流通事業を行う)、(株)セブンワーク(東京都中央卸売市場の売買参加権を取得して青果物等の卸売事業を行う)、(株)新得ファーム(北海道上川郡新得町で地鶏の生産流通事業を行う)、(株)プロジェクト 48(宮崎県延岡市で定置網漁業を含めて鮮魚の生産流通事業を行う)、AP Company International Singapore Pte., Ltd.(シンガポールで飲食店運営を行う)、(株)エーピーアセットマネジメント(農水省との共同で立ち上げた 6 次産業化ファンドの運営を行う)となっている。

## > ビジネスモデル

### ◆ 生産直結の業態モデルで差別化

同社業態の特徴は、自社農場における地鶏生産を含め、生産者(契約農家や漁師等)との直接提携関係等により、産地直送の新鮮な高級食材を平均単価 4,000 円前後の中価格帯で提供する仕組みにある。例えば、地鶏業態では、孵化からの一貫生産体制による中間流通コストの削減が、モモだけでなく全部位を余すことなく販売するノウハウ

と併せて、メイン商品(炭火焼き)の低価格化を実現している。また、鮮魚業態では、漁師の協力と独自の空輸便導入により、納品期間の短縮と高鮮度を可能とし、朝水揚げされた鮮魚を夕方店舗に届ける「今朝獲れ便」が売りとなっている。一方、生産者からは商品価値に見合った価格で安定調達することで、生産者、消費者、同社の ALL-WIN の関係を構築している。

また、生販直結モデルは、生産者と消費者の両者にとって高いトレイサビリティを実現し、消費者には食の安全や美味しさを伝え、生産者には消費者の声をフィードバックすることで生産意欲を高める効果を生み出している。加えて、同社の従業員にとっても、生産者の想いや地域産業の活性化を担う事業の社会性や意義(ミッション)を共有することにより、高いモチベーションに支えられた接客サービスをはじめ、食材および産地の付加価値を高めるブランディングや、外食の枠を超えた人材採用も可能としている。

#### ◆ 高いリピート率を実現する独自の販促方法

同社のもう一つの特徴として、「ジャブ営業」と呼ばれる独自の店内販促手法をあげることができる。客単価の約 10%のサービス権限をスタッフへ移譲することでお土産に特製ミソを手渡す等、小さな付加価値を積み重ねるとともに、顧客とのコミュニケーションを深める機会を増やすことで顧客満足度を高め、再来店動機を創出する仕組みとなっている。同社の既存店でのリピート率は 54.3%と高い水準にあり、好調な既存店売上高を支えている(13/3 期実績)。

#### ◆ 店舗数の拡大が同社業績を牽引する成長モデル

同社は、店舗数の拡大が業績を牽引する成長モデルである。一方、同社が店舗拡大するうえで制約となるのが、地鶏や鮮魚など主力食材の安定調達力の他、人材や店舗立地、出店資金の確保などがあげられる。特に、同社業態の特徴を持続させるためには、生販直結型による食材調達力とミッションを共有できる人材の確保が重要となる。

同社は、今後の店舗拡大の軸としている地鶏業態について、既に宮崎県で 50 万羽、全国で 80 万羽の地鶏生産体制を構築しており、約 300 店舗までの出店が可能となっている。また、鮮魚業態についても、全国漁場との直結ネットワークを広げるとともに、「今朝獲れ便」を前提とした物流拠点を各地に展開していく方針である。一方、生産や加工、流通にも携わることができる同社の事業領域は、幅広い人材を採用する点で有利に働いており、ミッション共感度とスキルレベルでセグメント化した独自の教育体系や、様々なキャリアアップを自ら選択できる人事制度と合わせて計画的な人材育成を図っている

◆ 生産流通の拡充と販売形態の多様化を目指す

同社は、地鶏、鮮魚、青果物等の生産及び加工、流通体制の強化に加えて、蕎麦などの新たな食材の取り扱いにより、生産流通事業の拡充を図る計画である。13年7月には、国（農林水産省）と民間企業の共同出資により設立された農林漁業成長産業化支援機構と6次産業化ファンド<sup>注1</sup>を共同で立ち上げ、全国の生産者や自治体との連携により、地方食材の発掘に活用する方針である。一方、販売事業でも、FF（ファーストフード<sup>注2</sup>）業態などの新業態の他、小売や卸売にも本格参入することにより販売形態の多様化を図っていく。

➤ 市場構造とポジション

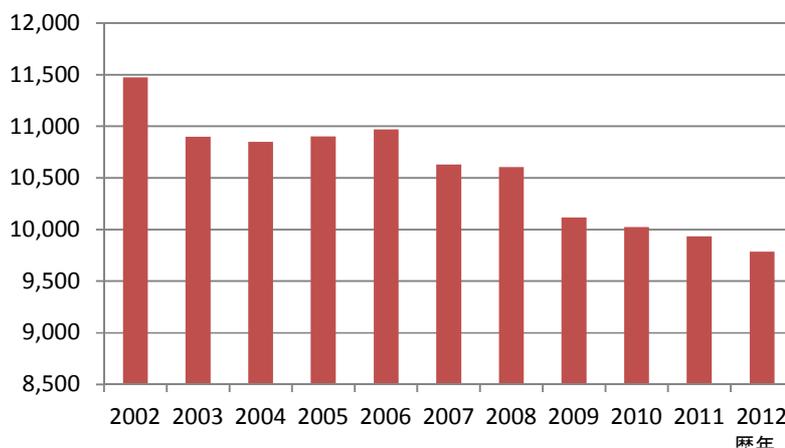
◆ 居酒屋業界は厳しい環境が続く

外食産業総合調査研究センターによると、同社が属する「居酒屋・ビアホール等」の12年の市場規模は、約9,780億円と推定されている。過去の推移を見ると、景気の停滞が続く中、交際費の削減や個人消費の低迷に加えて、低価格業態の出現や中食ブーム、若者のアルコール離れの影響もあり、「居酒屋・ビアホール等」の市場は縮小傾向が続いている。

また、参入障壁が低い業界であるがゆえに、常に新陳代謝の激しい市場構造と言える。従って、当業界で生き残るためには、効率的なオペレーションで低価格を訴求するか、明確なコンセプトに基づく差別化戦略を打ち出すことが求められている。そのような環境下、同社の他にも、モンテローザ（非上場）やチムニー（3178 東証二部）など、自社農場や契約農場からこだわりの食材を直接仕入れる業態を展開する動きが見られ始めた。

【図表3】居酒屋・ビアホール等の市場規模

(単位: 億円)



(出所) 外食産業総合調査研究センター資料に基づき証券リサーチセンター作成

注1) 6次産業化ファンド  
6次産業化ファンドとは、6次産業化事業体（農業者が流通、販売にも関わる事業）を支援するファンドのことで、国（農林水産省）と民間企業（金融機関や食品会社等）が共同で出資して設立された。

#### ◆ 6次産業化の動きに注目が集まる

一方、農林水産省が推進する「6次産業化」は、農林水産業者が食品加工や、流通、販売にも主体的かつ総合的に関わることによって、農村漁村の活性化や雇用機会の創出を図ることを目的としたものである。農林水産省は、食品産業の将来ビジョンの中で、農林漁業の成長産業化を掲げ、6次産業の市場規模を15年までに3兆円、20年までに10兆円にまで拡大する目標を設定している。また、13年1月には、(株)農林漁業成長産業化支援機構が設立され、農林水産業者と他産業事業者が共同で取り組む事業（6次産業化事業）を官民連携して支援する体制を整備した。6次産業化ファンド設立を承認された事業会社には、同社の他に、飲食店に関する情報提供サイトを運営するぐるなび（2440 東証1部）が選定されている。

## > 沿革と経営理念

#### ◆ 沿革

同社の前身である(有)エー・ピーカンパニーは、2001年に現社長の米山氏により飲食店経営等を事業目的として、東京都八王子市に設立された。04年8月に地鶏モデル1号店「わが家八王子」をオープンした。06年2月には、宮崎県日南市に子会社(有)エー・ピーファームを設立するとともに、同市内に自社農場を建設し、みやざき地頭鶏（じとっこ）の生産を開始した。06年6月に現在の(株)エー・ピーカンパニーに商号変更した。また、同年12月に鮮魚モデル1号店「魚米新宿店」、07年6月にはホルモンモデル1号店「関根精肉店八王子」をオープンし、業態の多様化を図った。そして、07年8月に主力ブランドとなる「宮崎日南市塚田農場」の出店を開始するとともに、「じとっこ」ブランドのライセンス展開も開始した。

07年11月には、宮崎県日南市に加工センターを建設し、食品加工業務にも参入した。10年3月には、(株)セブンワーク（現連結子会社）を子会社化し、流通事業にも本格参入した。同年4月には、(株)地頭鶏ランド日南（存続会社）を(有)エー・ピーファームとの合併によりグループ化して、生販一貫体制の構築を図った。同年6月には、(株)セブンワークが東京都中央卸売市場大田市場青果部の売買参加権を取得し、青果物の卸売業務を開始した。10年12月に、宮崎県延岡市島野浦の定置網漁業者と提携し、当日水揚げされた鮮魚を当日提供する「今朝獲れ便」を開始すると、11年6月には、宮崎県延岡市に子会社(株)プロジェクト48（現連結子会社）を設立し、漁協組合員との共同経営による定置網漁業を開始した。

11年6月には、十勝新得フレッシュ地鶏事業協同組合と提携するとともに、北海道上川郡新得町に子会社(株)新得ファーム（現連結子会社）を設立し、自社農場での新得地鶏の生産も開始した。11年7月には、

JA 日向との提携による「宮崎県日向市塚田農場」の出店、及び鮮魚モデルの主力ブランド「四十八漁場」の出店を開始し、同年8月には「十勝新得町塚田農場」ブランドの出店を開始した。12年3月に、鹿児島県黒さつま鶏生産者と提携し、「鹿児島県霧島市塚田農場」ブランドの出店を開始するとともに、鹿児島県霧島市に自社農場を建設して、黒さつま鶏の生産も開始した。

12年6月には、全国展開の布石として、群馬県伊勢崎市にロードサイド店舗の塚田農場 伊勢崎店をオープンするとともに、同年7月には、シンガポールに子会社を設立し、同年10月にシンガポール1号店を出店した。12年9月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した。13年3月には、(株)エーピーアセットマネジメントを設立し、(株)農林漁業成長産業化支援機構により機構と共同でファンドを設立する承認を受けた。同年4月に、宮崎県西都市に自社処理場と加工場を建設して宮崎県における地鶏の生産拡大を図った。同年9月に市場第一部へ市場変更となった。

#### ◆ 経営理念

同社は、「食のあるべき姿を追求する」というグループ共通のミッションの下、「生販直結モデル」の事業展開を通じて、第一次産業の活性化および高品質低価格の実現による、食産業における生産者、販売者、消費者の ALL-WIN の達成を目指している。

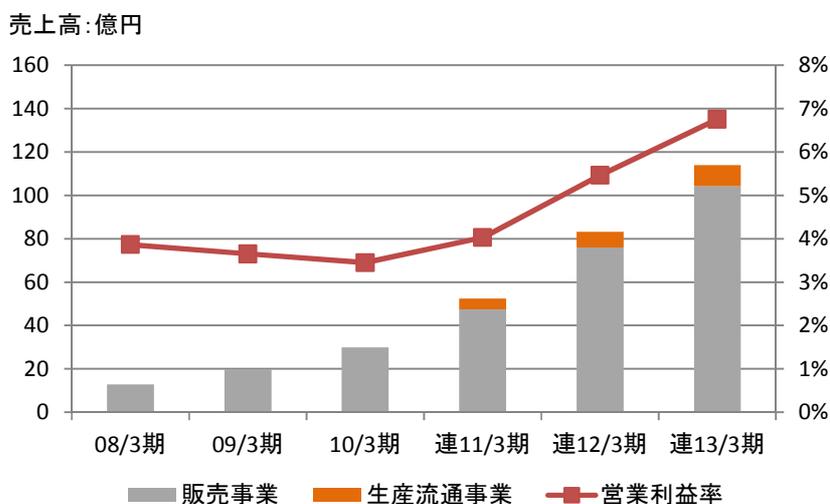
## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 店舗数の拡大が業績を牽引

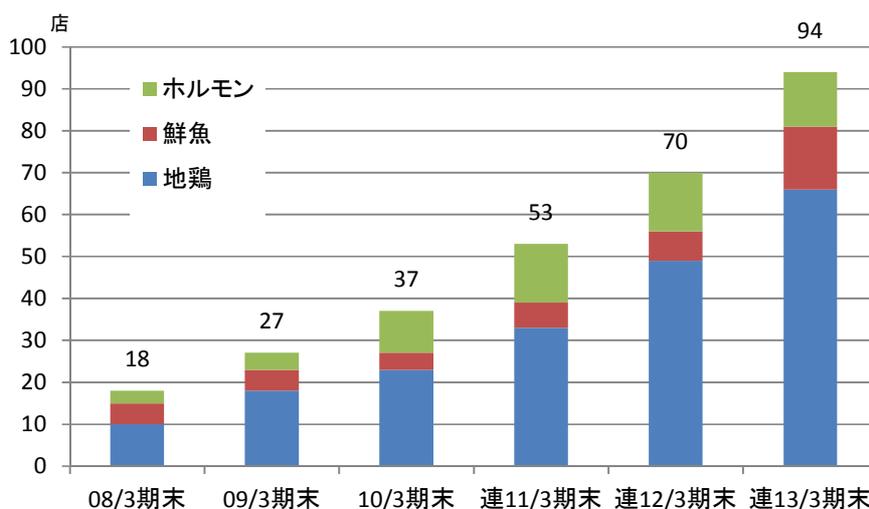
同社の過去の業績を振り返ると、地鶏業態を中心とした店舗数の拡大が同社の成長を牽引してきた。また、利益面では、11/3期から営業利益率の向上が見られる。これは、生産流通事業を連結決算に取り込んだことや、ジャブ営業の効果などで既存店売上高が好調に伸び、出店費用を含めた固定費を吸収してきたことが考えられる。

【図表 4】業績推移



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【図表 5】店舗数の推移 (中食、海外を除く)



(出所) 各種資料およびヒアリングにより証券リサーチセンター作成

◆ 13年3月期は大幅な増収増益

13/3期は、売上高 11,387 百万円（前期比 36.9%増）、営業利益 705 百万円（同 69.8%増）、経常利益 784 百万円（同 69.6%増）、純利益 430 百万円（同 96.8%増）と大幅な増収増益となった。

事業別売上高では、販売事業が売上高 10,436 百万円（前期比 37.3%増）、生産流通事業が売上高 950 百万円（前期比 32.1%増）とそれぞれ伸長した。販売事業では、生産体制を増強した地鶏業態に加えて、「今朝獲れ便」で同業他社と差別化した鮮魚業態が順調に店舗数を拡大したうえに、既存店売上高も前期比 1.1%増と好調に推移した。生産流通事業では、新しい生産拠点（北海道新得町、鹿児島県霧島町）の稼働と FC 店向けの青果物売上高伸長により、事業単位での業績の規模を示す総売上高で 1,916 百万円（同 31.4%増）に拡大した。一方、利益面では、増収効果により新規出店費用や生産拠点の立上げ費用を賄い、営業利益率は 6.2%と前期比 1.2%ポイント上昇した。

【図表 6】13年3月期の実績と前期比較

(単位: 百万円)	12/3期 (実績)		13/3期 (実績)		増減率
		構成比		構成比	
売上高	8,320		11,387		36.9%
販売事業 (総売上高)	7,600 (7,625)	91.3%	10,436 (10,457)	91.6%	37.3%
生産流通事業 (総売上高)	719 (1,458)	8.6%	950 (1,916)	8.3%	32.1%
売上原価	2,663	32.0%	3,640	32.0%	36.7%
販管費	5,241	63.0%	7,041	61.8%	34.3%
		利益率		利益率	
営業利益	415	5.0%	705	6.2%	69.8%
販売事業	304	4.0%	538	5.1%	77.0%
生産流通事業	114	7.8%	164	8.6%	43.9%
調整	-3		2		
期末店舗数(新規出店数)	74		97	(26)	23
地鶏(店)	49		66	(18)	17
鮮魚(店)	7		15	(7)	8
ホルモン(店)	14		13		-1
中食(店)	4		2		-2
海外(店)	0		1	(1)	1
FC店(店)	44		44		0

(注) 総売上高とは、内部取引を含む売上高の合計値。また、事業別の営業利益率は、各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算

(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料、決算短信、及びヒアリングにより証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

◆ 収益性と成長性の高さに特徴

同社の比較対象企業として、事業規模から、一六堂 (3366 東証一部)、ジェイグループホールディングス (3063 東証マザーズ)、ダイヤモンドダイニング (3073 東証 JQS) を取り上げた。

【図表 7】 主要な財務指標の他社比較要移

銘柄 証券コード 決算期	エー・ピーカンパニー 3175 3月	一六堂 3366 2月	ジェイグループ 3063 2月	ダイヤモンドダイニング 3073 2月	
規模	売上高(百万円)	11,387	10,043	9,968	25,015
	営業利益(同上)	705	780	68	691
	総資産(同上)	7,444	6,412	6,947	11,899
収益性	自己資本利益率	37.1%	11.2%	1.5%	2.7%
	総資産経常利益率	13.0%	16.2%	0.9%	6.8%
	売上高営業利益率	6.2%	7.8%	0.7%	2.8%
	(売上原価率)	32.0%	28.1%	30.7%	22.6%
	(販管費率)	61.8%	64.1%	68.6%	74.6%
成長性	売上高(3年年率成長率)	56.2%	5.3%	3.1%	14.3%
	経常利益(同上)	102.8%	14.5%	-11.6%	-15.4%
	純資産(同上)	142.5%	5.7%	-0.7%	7.0%
安全性	自己資本比率	24.7%	73.7%	23.4%	24.0%
	流動比率	156.7%	196.5%	51.1%	90.8%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	22.2	59.7	7.8	15.7
従業員の状況					
	従業員数(名)	411	229	452	699
	臨時(名)	938	1,047	498	2,946
	正社員比率	30.5%	17.9%	47.6%	19.2%
	正社員1人当たりの売上高(百万円)	28	44	22	36

(出所) 各社資料より証券リサーチセンター作成

◆ 収益性

同社の収益構造における特徴は、他社に比べて原価率が高い半面、販管費率が低いことである。その要因のひとつに、売上高で約8%を占める生産流通事業が影響していると考えられる。もっとも、生産流通事業のセグメント利益率は8.6% (図表 6) と高い水準であり、同社の収益性の高さに貢献している。一方、販売事業のセグメント利益率は5.1% (図表 6) であり、一六堂には劣るものの他の2社を上回っている。これは、同社が、生販直結型による中間流通コストの削減効

果を享受している他、既存店売上高が好調に推移していることが、相対的に高い利益率に繋がっていると考えられる。なお、一六堂の営業利益率が高いのは、出店エリアを集中するドミナント戦略による効率性の高さや、手堅い出店方針により出店費用が抑えられていることが主因と考えられ、拡大路線を取っている同社とは店舗戦略の違いが表れていると言える。

◆ 安全性

同社の財務基盤は、自己資本比率から判断して十分と言える水準ではない。ただし、流動比率は高い水準にあり支払能力に懸念はない。

> 今後の業績見通し

◆ 14年3月期の同社予想

14/3期の会社予想は、売上高 15,787 百万円 (前期比 38.6%増)、営業利益 929 百万円 (同 31.8%増)、経常利益 1,027 百万円 (同 30.9%増)、純利益 605 百万円 (同 40.6%増) の増収増益を見込んでいる。

【図表 8】 14年3月期の同社業績予想

(単位: 百万円)	13/3期 (実績)		14/3期 (予想)		増減率
		構成比		構成比	
売上高	11,387		15,787		38.6%
販売事業 (総売上高)	10,436 (10,457)	91.6%	14,809 (14,829)	93.8%	41.9%
生産流通事業 (総売上高)	950 (1,916)	8.3%	978 (2,498)	6.2%	2.9%
		利益率		利益率	
営業利益	705	6.2%	929	5.9%	31.8%
販売事業	538	5.1%	719	4.8%	33.6%
生産流通事業	164	8.6%	210	8.4%	28.0%
調整	2		2		
期末店舗数(新規出店数)	97	(26)	142	(45)	45
外食(店)	94	(25)	134	(40)	40
中食(店)	2		4	(2)	2
海外(店)	1	(1)	4	(3)	3
FC店(店)	44		51		7

(注) 総売上高とは、内部取引を含む売上高の合計値。また、事業別の営業利益率は、各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算

(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料及び決算短信、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

事業別では、販売事業が売上高 14,809 百万円 (前期比 41.9%増)、セグメント利益 719 百万円 (同 33.6%増)、生産流通事業が売上高 978

百万円 (同 2.9%増)、セグメント利益 210 百万円 (同 28.0%増)、とそれぞれ伸長する見通しである。販売事業では、新規出店数 45 店舗、期末店舗数 142 店舗を想定しており、主力の地鶏業態や鮮魚業態を中心に大幅に店舗数を拡大する計画である。一方、生産流通事業は、流通センターの稼働による鮮魚の外販が外部売上高の増収に寄与する見込みである。

なお、新しい生産拠点 (鹿児島県霧島町) や処理加工場 (宮崎県西都市) の稼働により地鶏生産及び取扱高が増加し、生産流通事業の総売上高は 2,498 百万円 (前期比 30.4%) を予想している。

一方、利益面では、大幅な店舗数拡大による出店コストが収益の重荷になり、営業利益率は 5.9%と前期比 0.3%ポイント低下する見込みである。

◆ 証券リサーチセンターの 14 年 3 月期業績予想

8 月 8 日に開示された 14/3 期第 1 四半期は、売上高、営業利益ともに順調に進捗していることが確認された。

【図表 9】 14 年 3 月期第 1 四半期実績

(単位:百万円)	13/3期第1四半期 (実績)		14/3期第1四半期 (実績)		増減率
		構成比		構成比	
売上高	2,527		3,410		35.0%
販売事業 (総売上高)	—	—	3,165 (3,170)	92.8%	—
生産流通事業 (総売上高)	—	—	245 (570)	7.2%	—
売上原価	1,726	68.3%	2,336	68.5%	35.3%
販管費	1,551	61.4%	2,135	62.6%	37.7%
営業利益	175	6.9%	201	5.9%	15.1%
販売事業	—	—	159	5.0%	—
生産流通事業	—	—	48	8.4%	—
調整	—	—	-6		—
期末店舗数(新規出店数)	82		106		24
地鶏(店)	54		75		21
鮮魚(店)	10		15		5
ホルモン(店)	14		13		-1
中食(店)	4		2		-2
海外(店)	0		1		1
FC店	44		44		0
既存店売上高		104.4%		102.6%	

(注) 総売上高とは、内部取引を含む売上高の合計値。また、事業別の営業利益率は、各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算  
(出所) 決算短信及びヒアリングにより証券リサーチセンター作成

地鶏の生産体制強化に支えられた地鶏業態の店舗数の拡大と、既存店売上高の伸びが売上高を牽引した模様である。一方、利益面では、想定通り、店舗拡大による出店コストが重荷となり、営業利益率は5.9%に低下した。当センターでは、出店計画の実現と既存店売上高102%を前提として、過去の実績や第1四半期の状況などを踏まえ、14/3期の会社予想は達成可能と判断している。

> 中期業績見通し

◆ 中期経営計画

同社は、中期経営計画を公表している(図表10)。生産流通事業の拡充と外食を中心とした店舗数の拡大が同社の成長を牽引する計画となっている。特に、地鶏業態を中心として、新しい生産拠点や処理加工工場等の稼働と、地方都市を含めた出店エリアの拡大によって新規出店を加速させる方針である。16/3期までの年平均成長率では、売上高で36.4%、営業利益で36.1%を見込んでいる。

【図表10】中期経営計画

(単位:百万円)	13/3期 実績	14/3期 計画	15/3期 計画	16/3期 計画	年平均成長率
売上高	11,387	15,787	21,785	28,883	36.4%
伸び率	36.8%	38.6%	38.0%	32.6%	
販売事業	10,436	14,809	20,658	27,650	38.4%
伸び率	37.3%	41.9%	39.5%	33.8%	
(総売上高)	(10,457)	(14,829)	(20,680)	(27,671)	38.3%
伸び率	37.1%	41.8%	39.5%	33.8%	
生産流通事業	950	978	1,126	1,232	9.1%
伸び率	32.1%	2.9%	15.1%	9.4%	
(総売上高)	(1,916)	(2,498)	(3,258)	(3,989)	27.7%
伸び率	31.4%	30.4%	30.4%	22.4%	
営業利益	705	929	1,323	1,776	36.1%
利益率	6.2%	5.9%	6.1%	6.1%	
販売事業	538	719	961	1,293	33.9%
利益率	5.2%	4.9%	4.7%	4.7%	
生産流通事業	164	210	362	482	43.2%
利益率	8.6%	8.4%	11.1%	12.1%	
調整額	2	0	0	0	
出店数(直営、店)	26	45	60	70	39.1%
外食(店)	25	40	50	50	
中食・FF(店)		2	4	10	
海外(店)	1	3	6	10	
期末店舗数(直営、店)	97	142	202	272	41.0%
外食(店)	94	134	184	234	
中食・FF(店)	2	4	8	18	
海外(店)	1	4	10	20	

(注) 予想はエー・ピーカンパニー予想、総売上高とは、内部取引を含む売上高の合計値。また、事業別の営業利益率は、各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算

(出所) 同社資料に基づき証券リサーチセンター作成

なお、16/3 期末の直営店舗数は 272 店舗を想定しているが、その内、主力業態を中心とした外食が 234 店舗を占める他、新規事業として取り組んでいる中食・FF（ファーストフード）業態で 18 店舗、海外で 20 店舗を計画している。また、生産流通事業では、外部の飲食店や小売店への卸売も推進する方針である。一方、利益面では、新規出店数の拡大に伴う出店コストの他、新規事業への先行投資などにより、営業利益率は 6%水準を維持していく計画となっている。

#### ◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、同社の中期経営計画についても達成可能であると判断している。出店計画の前提が極めて意欲的な水準ではあるが、新規出店の制約条件となる人（店舗スタッフ）、モノ（主力食材の調達力および店舗立地）、金（出店資金）の面で、同社には十分な店舗展開力があると判断した。すなわち、店舗スタッフに関しては、計画的な採用や教育により人材が確保されていること、また、主力食材である地鶏の調達力も既に約 300 店舗分まで確保していること、店舗立地については、未開拓となっている地方都市を含めて十分に出店余地が残されていることから、当面の出店には不安はないと考えた。出店資金についても、東証一部企業としての信用力などから、同社の資金調達力に問題がないものと思われる。また、中食及び FF 業態や海外に関しては、現時点で判断材料に乏しいが、同社は試験的に進めていく計画であり、16/3 期までの中期経営計画に織り込まれた業績貢献の比重は小さいと判断した。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 地域産業の活性化を担う社会的使命の共有が価値創造の源泉

同社の価値創造の源泉は、生販直結型の業態モデルによる中間流通コストの削減効果に留まらず、地域産業の活性化を担う社会的使命のもと、生産者と一体となって食材の付加価値を高めるとともに、高いモチベーションに支えられたスタッフによる接客サービス等によって、顧客の支持を得てきたところにあると考えられる。

【図表 11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
<b>関係資本</b>			
顧客	・顧客満足度の高さ ・来店顧客数(延べ)の増加	①リピート率 ②既存店売上高の伸び ③既存店客数の伸び	①54.3% ②+1.1% ③+3.0%
ブランド	・人気業態によるブランド認知	①地鶏モデル「塚田農場」等ブランド店舗数 ②鮮魚モデル「四十八漁場」等ブランド店舗数	①66店 ②15店
事業パートナー	・生産者(地鶏、鮮魚)との連携 ・地方自治体との連携 ・農水省とのファンド組成による6次産業化事業への投資 ・ライセンス契約先との関係	①契約農家数 ③連携する都道府県 ④投資件数 ⑤ライセンス提供先	①30農家 ②3自治体(宮崎県、北海道、鹿児島県) ③見込み案件1件 ④FC44店
<b>組織資本</b>			
プロセス	・生産から販売までの直結モデル ・顧客の声を生産者にフィードバックする仕組み	①中間流通コストの削減率 ②高い鮮度(配送時間) ③フィードバック件数	①非開示 ②荷上げから店舗到着まで約8時間 ③非開示
知的財産・ノウハウ	・食材や産地の付加価値を高めるブランディング ・顧客を感動させるサービス手法(ジャブ営業) ・無駄な部位を出さないノウハウ	①キラー商品の数 ②ジャブ営業の提供回数 ③顧客満足度指数 ④廃棄ロス率	①非開示 ②非開示 ③非開示 ④非開示
<b>人的資本</b>			
経営陣	・食産業全体の変革に貢献する高い志 ・生産者や地方自治体などに働きかける交渉力 ・適材適所で社員の能力を活かすマネジメント力	-	-
従業員	・正社員中心にミッションが共有された組織 ・独自の採用・教育体系による人材育成	①正社員数(正社員比率) ②新規採用数 ③研修回数 ④教育担当数	①411名(30.5%) ②今期採用予定数150名 ③20種類(選択制) ④8名

(注) 開示データは 13/3 期、及び 13/3 期末  
(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### 注2) 未利用の魚

未利用の魚とは、捕獲されたものの商品価値が低く市場に出回らない種類やサイズが規格外の魚を指す。

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、各店舗で省エネ対策に取り組むとともに、未利用の魚<sup>注2</sup>を利用した料理や地鶏のモモだけでなく全部位を余すことなく販売するノウハウなど、食材の無駄を出さない取り組みは、ゴミの減量化にも繋がっている。

### ◆ 社会的責任 (Society)

飲食業を営む同社にとって、食の安全は最大の社会的責任である。同社の生販直結モデルは、生産者と消費者の相互のトレーサビリティを実現することで生産情報が消費者に伝わる仕組みとなっている。また、同社がミッションとして掲げている生産者支援や加工場の設置等による地域産業の活性化及び雇用促進も重要な社会貢献としてあげることができる。同社は、行政、地域、生産者と生産及び販売計画を共有し、一体となって中長期的な増産を推進している。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名で構成されているが、社外取締役は存在しない。一方、監査役会3名はすべて社外監査役(全員が独立役員)で構成されている。なお、社外監査役の米田満氏は、主に飲食店向けの人材派遣や紹介等を行う㈱ゼロン(常勤監査役、取締役管理部長を歴任)の出身者、橋岡宏成氏は弁護士で、他3社の社外役員を兼任している。佐藤信之氏はシヴァリー・ベンチャーズ(コンサルティング会社)の代表取締役であり、他1社の社外役員も兼任している。

【図表 12】 大株主の状況

	(%)
米山 久	51.90
MTRインベストメント	9.09
日本マスタートラスト信託銀行㈱(信託口)	5.01
吉野 勝己	2.63
日本トラスティ・サービス信託銀行㈱(信託口)	2.51
BNYM SA/NV FOR BNYM CLIENT ACCOUNT	2.04
MPCS JAPAN (常任代理人 ㈱三菱東京UFJ銀行)	
THE CHASE MANHATTAN BANK,N.A.LONDON	
SECS LENDING OMNIBUS ACCOUNT (常任代理人 ㈱みずほコーポレート銀行決済営業部)	1.91
エー・ピーカンパニー従業員持株会	1.77
大久保 伸隆	1.45
野村信託銀行㈱(信託口)	1.23
合計	79.54

(出所)有価証券報告書(2013年3月末現在)

【図表 13】 所有者別状況

	(%)
金融機関等	9.20
法人	9.90
外国人等	5.30
個人その他	75.60
合計	100.0

(出所)有価証券報告書(2013年3月末現在)

13年3月末現在の株主構成は、創業者である米山社長が、資産管理会社であるMTRインベストメントと合わせて約61%を保有しているが、信託銀行(信託口)や海外のカストディアン名義が上位に並んでいることから、外国人を含めた機関投資家の持ち株比率も10%を超えていると見られる。なお、同社は、9月25日付で1,051,100株(オーバーアロットメント137,100株を含む)の株式の売出しを実施した。売出人は、米山社長を筆頭に同社関係者の顔ぶれとなっているが、売出し後の株主構成の変化にも注意したい。

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ 中長期的な成長の基礎固めが課題

同社は、14/3 期をスタートとする中期計画を進めており、積極的な店舗拡大と新規事業により高い成長を目指しているが、当面の課題としては、中期計画を軌道に乗せ、成長の基礎固めを行うことにある。同社は、中期計画の具体的なテーマとして、既存事業の強化、販売形態の多角化、生産流通の拡充、経営基盤強化の 4 つを掲げているが、14/3 期の施策については、以下の通りとなっている。

#### A) 既存事業の強化

##### (ア) 「塚田農場」の出店エリアの拡大

現在、首都圏中心の出店エリアを東海圏や他の地方都市に拡大するため、ロードサイドへの出店を含めて全国展開に向けた布石を打っていく

##### (イ) 「四十八漁場」ブランドの強化

塚田農場と並ぶブランド業態として、漁師との直接ネットワークを広げながら、出店店舗数の加速とメニュー強化を図る

#### B) 販売形態の多角化

##### (ア) 海外展開の本格化を目指し、シンガポールに 3 店舗を出店する

##### (イ) 新事業として、FF (ファーストフード) 業態 (農場直営そば店等) を立ち上げる

#### C) 生産流通の拡充

##### (ア) みやごき地頭鶏 50 万羽を含め、全国で 80 万羽供給体制を軌道に乗せる

##### (イ) 13 年 6 月に設置した集荷配送センター (羽田空港近く) の稼働による鮮魚の物流体制構築

##### (ウ) 農林漁業成長産業化支援機構との共同出資による 6 次産業化ファンドの立ち上げと活用

#### D) 経営基盤強化

##### (ア) 独自の採用及び教育体系の強化

##### (イ) 事業拡大基盤 (組織及びシステム) の整備

### > 中長期戦略

#### ◆ 出店拡大と新規事業の立ち上げを軸に展開

同社は、「売上高 1,000 億円超企業として、生産、流通、販売全般に統合的及び多角的に携わり、日本の食産業に革新をもたらす事業を行う」ことを長期目標に掲げるとともに、中期的には、既存事業 (地鶏や鮮魚を中心とした外食) における出店拡大や、新規事業の立ち上げ (販売形態の多様化等) により、最終年度 (16/3 期) で直営 270 店舗超、売上高 280 億円超、経常利益 19 億円超を目指している。具体的なテーマに対する中期的な実行施策は以下の通りとなっている。

- A) 既存事業の強化
  - 「塚田農場」と「四十八漁場」は首都圏を中心としながら、出店余地が大きいと思われる関西圏、東海圏、及び地方都市に全国展開することにより、直営店 270 店舗超に拡大する
- B) 販売形態の多角化
  - (ア) シンガポールを皮切りに東南アジア各国に多店舗展開して海外店舗数 20 店舗を目指す。特に、各国の嗜好に沿ったメニュー企画と現地生産等により生販直結モデルを海外でも実現する
  - (イ) FF 業態の確立や生産者直結型小売（通販及び宅配等）の企画により、中食・FF の店舗数 18 店舗を目指す
- C) 生産流通の拡充
  - (ア) 複数拠点での地鶏の安定生産を図る
  - (イ) 全国漁場との直結ネットワークを広げる
  - (ウ) 全国の生産者及び自治体との 6 次産業化事業を進める
- D) 経営基盤強化
  - (ア) 出店及び新規事業を可能とする人員体制を構築
  - (イ) 最適なグループ組織の構築

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 生販直結型の業態による差別化等に強み

同社は、同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）の状況を整理すると図表のようにまとめられる。

【図表 14】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・生販直結型の業態による差別化</li> <li>・店舗拡大の展開力</li> <li>・高いリピート率を実現する独自の販促手法</li> <li>・生産者や地方自治体との連携による食材の調達力とブランディング</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・生産、流通事業への参入に伴うリスク範囲の拡大</li> <li>・米山社長への依存度</li> <li>・急激な業容拡大に体制が追いつかない懸念</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気回復による消費マインドの高揚</li> <li>・食のこだわりや本物志向</li> <li>・1次産業(地域産業) 振興の動き</li> <li>・海外への進出</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・消費税導入等による消費マインドの低下</li> <li>・円安の影響を含めた原価の高騰</li> <li>・食の安全性(産地偽装、食中毒等)を脅かす事件等の影響</li> <li>・鳥インフルエンザの発生による被害</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 新たな収益ドライバーの創出に注目

同社戦略のポイントは、外食から生産、流通へ事業領域を拡張し、生販直結型の業態モデルを展開することにより、他社との差別化を図ったことにある。停滞する1次産業（地域産業）の活性化を自社のビジネス機会に繋がったところに意義があると評価できる。特に、中間流通コストの削減効果を狙うだけでなく、産地支援という社会的使命のもと、積極的にイニシアティブやリスクを取ってきたことが、生産者や地方自治体からの支持に繋がったものと考えられる。また、ジャブ営業という販促手法も、足元ではコスト要因となるものの、長期的に見れば、顧客のリピート率を高めることで好調な既存店売上高に結び付き、同社の収益性に貢献しているものと評価できよう。

一方、今後の戦略課題としては、現在の主力業態の出店ペースが一巡した後、いかに販売形態の多様化を図っていくかであろう。同社は今後も全国の生産者や自治体と提携し、生産流通事業の拡充を目指しているが、生産者側が期待しているのは、同社の販売に関するノウハウやネットワークであり、「塚田農場」での成功体験をいかに次世代の収益ドライバーの創出に結び付けていくかに注目したい。

### > 利益還元策

#### ◆ 中期的にも配当は見送られる公算が高い

同社は、「株主に対する利益還元を重要な経営課題としており、経営成績及び財務状態等を勘案し、利益還元策を決定していく」方針を掲げている。ただし、設立以来、新規出店による事業規模の拡大及び財務基盤の強化を目的に内部留保の充実を優先させてきたことから配当の実績はない。中期業績予想によれば、14/3期以降、更に出店ペースが加速されることや新規事業への投資が想定される一方、自己資本比率は必ずしも十分に高い水準とは言えないことから、しばらくの間、配当という形での株主還元は見送られる可能性が高いと考えられる。

### > バリュエーション比較

#### ◆ 高い株価バリュエーション

株価バリュエーションの比較対象企業として、財務指標で採用した3社を選定した。予想基準 PER 及び前期実績基準 PBR とともに他社と比べて高い水準にある。これは、同社の成長性と資本効率 (ROE) の高さを反映しているものと考えられる。

【図表 15】 株価バリュエーション

銘柄 証券コード 決算期		エー・ピーカンパニー 3175 3月	一六堂 3366 2月	ジェイグループ 3063 2月	ダイヤモンドダイニング 3073 2月
売上高予想 (営業利益率予想)	百万円 %	15,787 5.9%	9,233 4.1%	11,000 1.5%	24,600 2.7%
純利益予想	百万円	605	236	40	200
純資産 ROE	百万円 %	1,840 37.1%	4,728 11.2%	1,626 1.5%	2,859 2.7%
PER(今期予想基準)	倍	26.8	17.1	91.9	22.3
PBR(前期実績基準)	倍	8.8	0.9	1.9	1.6
予想配当利回り	%	0.0%	3.8%	1.0%	1.3%
過去3年成長率	%	56.2%	5.3%	3.1%	14.3%
同 経常利益	%	102.8%	7.6%	-12.6%	-15.9%
株価 (10/11)	円	2,184	473	486	1,867
時価総額	百万円	16,222	4,110	3,983	4,522

(注) エー・ピーカンパニーの予想は証券リサーチセンター予想、他3社の予想は会社予想  
(出所) 証券リサーチセンター

## 本レポートの特徴

### ■ 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

## 本レポートの構成

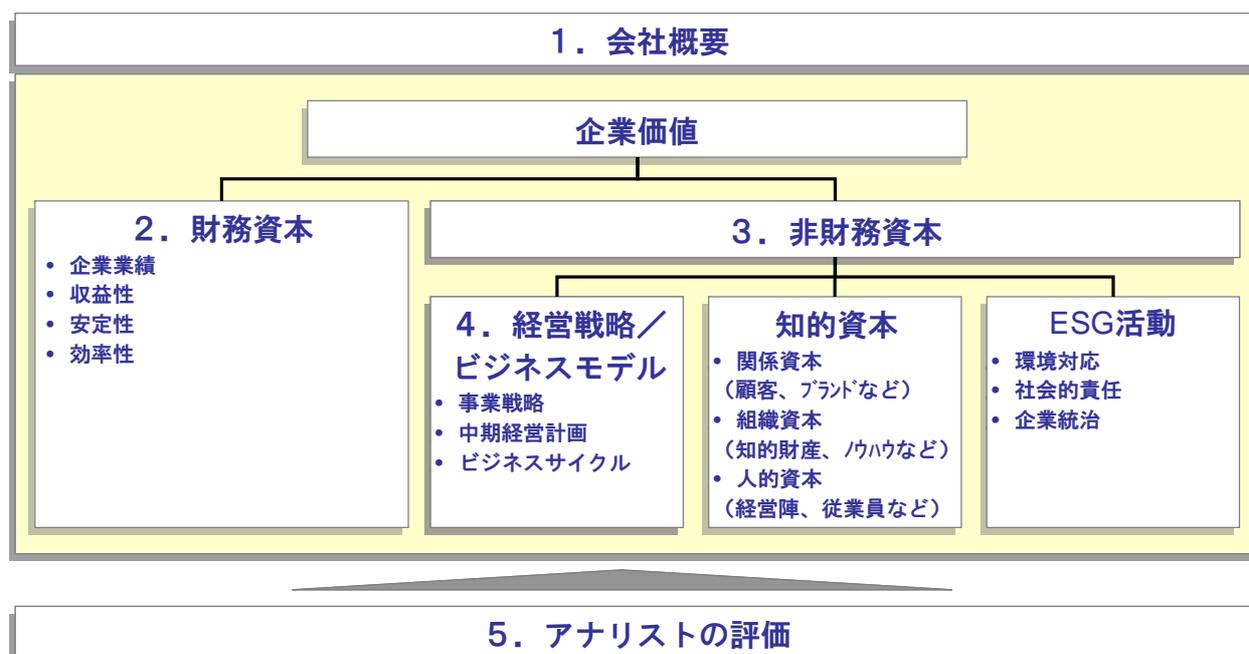
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 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。