

# ホリスティック企業レポート カクヤスグループ 7686 東証スタンダード

アップデート・レポート  
2022年9月22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 20220920

# カクヤスグループ(7686 東証スタンダード)

発行日: 2022/9/22

自社で構築した店舗網及び物流・配達網を特徴とする酒類販売大手  
23年3月期は主力の業務用の回復を背景に3期ぶりの営業利益黒字化へ

## > 要旨

### ◆ 会社概要

・カクヤスグループ(以下、同社)は、東京23区をはじめとした大都市圏にて、料飲店等の業務用と、家庭用の双方への酒類販売を主な事業としている。

### ◆ 22年3月期決算

・22/3期決算は、売上高85,514百万円(前期比6.6%増)、営業損失3,328百万円(前期は2,602百万円の損失)となった。増収の主要因はM&Aによる子会社の増加であり、新型コロナウイルス禍の影響に翻弄され続けた期となった。

### ◆ 23年3月期業績予想

・23/3期業績について、同社は売上高120,741百万円(前期比41.2%増)、営業利益906百万円(前期は3,328百万円の損失)を計画している。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/3期について売上高121,214百万円(前期比41.7%増)、営業利益992百万円(前期は3,328百万円の損失)と、会社計画を上回る水準を予想した。会社計画と同じく、外食需要の回復を背景に主力の業務用の売上高の回復を想定し、売上高営業利益率は0.8%となり、3期ぶりの営業利益黒字化を予想した。

### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、24/3期は前期比12.6%増収、25/3期は同9.0%増収となり、売上高営業利益率は24/3期1.3%、25/3期1.8%と上昇していくものと予想した。  
・短期的には業務用の売上高回復の進捗を確認していく局面で、23/3期末頃に新型コロナウイルス禍前の売上高水準まで戻るかどうかはひとつの注目点となろう。同時に、当センターでは営業キャッシュ・フローがプラスに転換するかどうかにも注目している。中期的には、新型コロナウイルス禍で前倒的に構築した三層物流により競争優位性が高まった可能性があり、個人店レベルの飲食店との取引増とシェア拡大につなげられるかに着目している。

### 【7686 カクヤスグループ 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)
2021/3	80,226	-26.1	-2,602	—	-1,728	—	-1,601	—	-206.9	413.1	49.8
2022/3	85,514	6.6	-3,328	—	-2,898	—	-2,808	—	-310.0	247.8	10.0
2023/3 CE	120,741	41.2	906	—	827	—	592	—	63.6	—	未定
2023/3 E	121,214	41.7	992	—	910	—	651	—	69.9	307.7	10.0
2024/3 E	136,530	12.6	1,810	82.5	1,737	90.8	1,155	77.5	124.0	421.8	10.0
2025/3 E	148,882	9.0	2,700	49.1	2,631	51.5	1,750	51.5	187.9	599.7	10.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想  
2021年5月に1,500,000株の第三者割当増資を実施  
2022/3期より新収益認識基準を適用。2022/3期の前期比は旧収益基準での2021/3期との比較

### アップデート・レポート

2/20

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。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。

アナリスト: 藤野敬太

+81 (0) 3-6812-2521

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】

	2022/9/16
株価 (円)	1,364
発行済株式数 (株)	9,322,110
時価総額 (百万円)	12,715

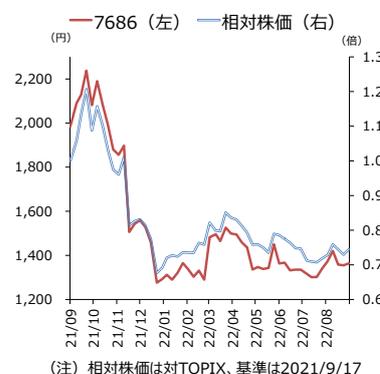
  

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	-	19.5	11.0
PBR (倍)	5.5	4.4	3.2
配当利回り (%)	0.7	0.7	0.7

### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-4.1	1.6	-36.9
対TOPIX (%)	-2.9	-2.0	-33.9

### 【株価チャート】



> 事業内容

◆ 東京や大阪等の大都市圏で業務用、家庭用双方に酒類を販売

カクヤスグループ(以下、同社)は、東京 23 区のほか、神奈川県、大阪府、福岡県といった大都市圏にて、料飲店等の業務用と、家庭用の双方への酒類販売を主な事業としている。家庭用の宅配を特徴とし、自社の店舗網と物流・配達網を構築していることが最大の特徴である。

◆ 4 つの計上区分に分類され、新型コロナウイルス禍による打撃を受けても業務用の売上高が過半

同社は酒類販売事業の単一セグメントだが、売上高は料飲店(全国チェーン、中堅料飲店、個人店)等向けの「業務用」、家庭向けの「宅配」、店舗における店頭売上である「POS」、「卸その他」の4つに分類されている(図表1)。

新型コロナウイルス禍の前は業務用で約7割の売上を占めていたが、新型コロナウイルス禍で打撃を受けたことで、業務用の構成比は5割程度まで低下した。23/3期になり、業務用の顧客である飲食店が通常営業に戻りつつある中で、業務用の構成比は再度上昇しつつある。

【図表1】計上区分別売上高

(単位:百万円)

	売上高(連結)				前期比/前年同期比				売上構成比			
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期
	1Q											
業務用	76,871	42,593	46,455	17,375	-0.7%	-44.6%	9.1%	99.1%	70.8%	53.1%	54.3%	65.5%
宅配	16,039	19,545	20,631	4,951	-0.1%	21.9%	5.6%	-4.3%	14.8%	24.4%	24.1%	18.7%
POS	15,295	17,825	17,128	3,849	1.5%	16.5%	-3.9%	-12.8%	14.1%	22.2%	20.1%	14.5%
卸その他	355	262	1,298	365	76.8%	-26.2%	394.4%	28.5%	0.3%	0.3%	1.5%	1.3%
合計	108,562	80,226	85,514	26,541	-0.1%	-26.1%	6.6%	42.7%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

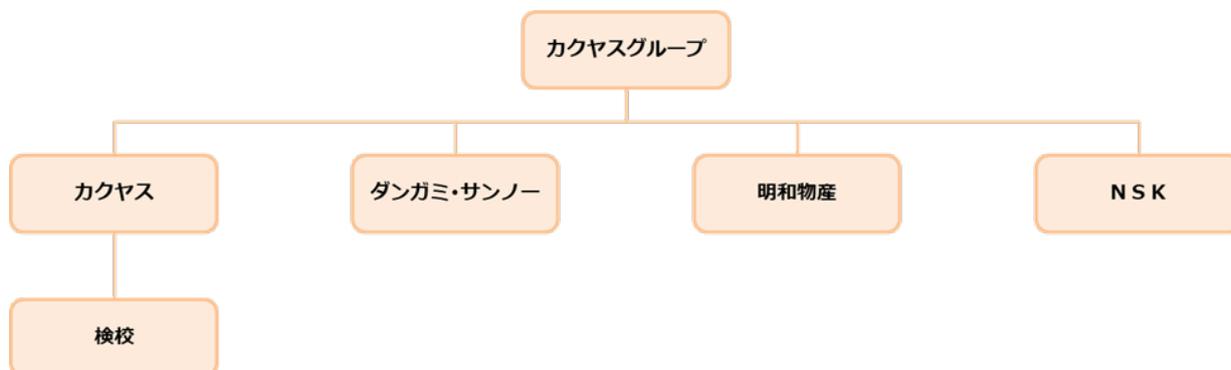
(注) 22/3期より新収益認識基準を適用。22/3期の前期比は21/3期の旧収益認識基準での数値との比較  
(出所) カクヤスグループ有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ カクヤスグループの構成

同社は20年10月1日に持株会社体制に移行し、純粋持株会社であるカクヤスグループの下に5社(うち1社は孫会社)を配している(図表2)。カクヤスとNSK以外はM&Aによって子会社化した。

【 図表 2 】 カクヤスグループの構成



(出所) カクヤスグループ決算説明会資料、プレスリリースより証券リサーチセンター作成

【 図表 3 】 カクヤスグループの企業

グループ会社	被保有比率	経緯	事業内容
カクヤス	100.0%	従来からの中核企業	・「なんでも酒やカクヤス」等を展開
ダンガミ・サンノー	100.0%	M&A 旧サンノー (20年5月) 旧ダンガミ (20年12月)  両社は22年3月に合併	・旧ダンガミ - 福岡県、長崎県を中心とした業務用酒販 - 福岡県福岡市中心に直営小売店舗「酒のガリバー」を運営 ・旧サンノー - 福岡県福岡市を中心に業務用酒販 - 繁華街型業務用酒類小売「リカーズABC」を運営
明和物産	100.0%	M&A (21年2月)	・首都圏の一部を商圏とした明治の乳製品等の配達
NSK	100.0%	設立 (11年7月)	・グループの投資管理
検校	カクヤスが 100.0%を保有 (孫会社)	M&A (12年2月)	・日本酒や焼酎といった和酒の卸売

(出所) カクヤスグループ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

### ◆ カクヤスの店舗ブランド

カクヤスの酒類販売は、「なんでも酒やカクヤス」、「KYリカー」、「KAKUYASU SELECT」、「CORK」の4つの家庭用店舗ブランドと、1つの業務用店舗ブランドで展開されている。

家庭用店舗ブランドの主力は、「なんでも酒やカクヤス」である。「いつでも、どこでも、どれだけでも」のサービスを顧客に提供する、付加価値戦略を実現するための店舗ブランドであり、東京 23 区を中心に横浜や大阪等でドミナント展開している。店頭販売に加え、家庭用の宅配、業務用の配達も行っている。

「KYリカー」は、神奈川県を中心に、東京都下や埼玉県川口市等の郊外エリアにおいて、酒の大型専門店として出店されている。今後「カクヤス」ブランドを利用した認知拡大を図るため、23/3 期に入り、順次「なんでも酒やカクヤス」へのブランド変更を開始している。

「KAKUYASAU SELECT」は、提案型店舗として展開が始まっている。また、「CORK」は、個人向けギフトとして酒と花をセットで販売する店舗である。

業務用店舗ブランドとしては、「kakuyasu class」がある。従来は「なんでも酒やカクヤス」から派生した、ワイン類の販売をメインとする店舗ブランドだったが、最近では業務用店舗ブランドとして位置づけられている。

#### ◆ 新型コロナウイルス禍前の三位一体モデル

東京 23 区で展開している「なんでも酒やカクヤス」の最大の特徴は、その店舗網である。「なんでも酒やカクヤス」の店舗の商圈は、対象エリアのどこにでも 1 時間枠単位で配達できるように半径 1.2km と小さく設定されており、配達密度の向上を図りながら店舗を配置して、東京 23 区全体をカバーしている。配達先は顧客の住宅だけでなく、花見やバーベキュー等のイベントを開催している場所も対象となり、ビール 1 本から無料配送をしている。

また、各店舗は、業務用販売にも対応している。他の酒類販売業者は、販売手法の違いから、業務用販売または家庭用販売のどちらかに特化して展開することがほとんどである。しかし、同社は、同一店舗で業務用販売と家庭用販売(家庭用配送と店頭販売)の両方を扱うことで、各商圈における取扱量の増加と、短時間で届けるという付加価値の両立を実現している。

同社では、同一店舗にて業務用販売、家庭用配送、店頭販売を行う形態を三位一体モデルと称している。同社によると、新型コロナウイルス禍前においては、店舗によるばらつきはあるものの、店舗での売上は、業務用販売、家庭用配送、店頭販売でおよそ三分の一ずつだった。

#### ◆ 三層物流への転換

同社は 19 年 12 月の上場時より、中長期戦略として、「配達プラットフォーム企業への進化」を掲げていた。当時は 3~5 年かけて進めていく予定だったが、新型コロナウイルス禍の発生により、前倒しで実行する必要性が生じた。

店舗での販売は、新型コロナウイルス禍が発生すると、飲食店需要に裏づけられる業務用販売が減少する一方、一般消費者が家で過ごす時間が増えたため、家庭用配送が大幅に増加した。その後、新型コロナウイルス禍が落ち着き、業務用販売が回復する局面では、従来の三位一体モデルでは、家庭用配送がこなせなくなるという懸念があった。

そのため、業務用小型倉庫を新設することで、業務用販売の回復に備えるのと同時に、店舗においては、業務用の商材がなくなった分を家庭用の品揃え強化に充てることで、家庭用配送の更なる増加を目指すこととなった。この方針のもと、業務用のルート物流網(第1層)、業務用の即配物流網(第2層)、家庭用の即配物流網(第3層)から成る三層物流を構築、強化していくとしている(図表4)。

三層物流のうち、第1層の業務用センターを拠点としたルート配送だけであれば、同様の物流網を構築している同業他社は存在する。しかし、第2層の業務用小型倉庫を拠点とする即配(クイックデリバリー)の機能を持つ同業他社はなく、同社の競争優位性を高めることになる。

クイックデリバリーは、店舗の保管場所が限られるのに酒類のメニューが多い、比較的規模の小さい個人店レベルの飲食店の需要に合致している。同社としても、取引条件が良い相対的に利益率が高い個人店との取引拡大を方針としており、第2層の存在が同社のシェア拡大に必要不可欠な機能と位置づけられている。

そうした戦略も踏まえ、展開エリアでの配送密度を高めることができるよう、拠点網の拡充が続いている(図表5)。

【図表4】カクヤスグループが考える三層物流

物流層	対象	提供方法	拠点	今後の注力ポイント
第1層	業務用	ルート配送	業務用センター	・更なる効率化
第2層	業務用	即配	業務用小型倉庫	・業務用小型倉庫の新設
第3層	家庭用	即配	店舗 家庭用小型倉庫	・店舗における商品ラインナップの強化 ・お取り寄せ品のリードタイム短縮 ・家庭用配送拠点の新設

(出所) カクヤスグループ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 5 】 カクヤスグループの拠点数

区分	運営会社	拠点の種類	21/3期末	22/3期末	23/3期 第1四半期末
業務用	カクヤス	カクヤス	43	51	52
		業務用センター	30	36	38
		業務用店舗 (kakuyasu class)	10	9	9
		業務用小型倉庫	6	5	5
		ダンガミ・サンノー	14	22	24
		業務用センター	13	15	14
		業務用店舗 (酒のガリバー 等)	2	2	2
		業務用店舗 (リカーズABC)	11	11	11
		業務用小型倉庫	0	1	0
		業務用小型倉庫	0	1	1
家庭用	カクヤス	カクヤス	178	190	187
		WEBセンター	178	190	187
		社内物流センター (平和島)	2	2	2
		店舗 (なんでも酒やカクヤス)	138	137	139
		店舗 (KYリカー)	27	29	25
		店舗 (KAKUYASU SELECT)	0	2	2
		店舗 (CORK)	1	1	1
		小型倉庫	10	19	18
その他	明和物産	その他	8	8	8
		小型倉庫	8	8	8
合計			229	249	247

(出所) カクヤスグループ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 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6のようにまとめられる。

役員人事により、代表取締役社長だった佐藤順一氏が22年6月から取締役会長になったことを受けて、関係する項目の役職名を変更したが、内容については前回のレポートと同じである。

【図表6】SWOT分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・業務用と家庭用の双方をカバーする事業構成</li> <li>・サービスの付加価値を強く意識したビジネス構築</li> <li>・同一店舗にて業務用販売、家庭用配送、店頭販売を行う三位一体モデルの店舗・物流網                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 他社に真似されない、家庭のラストワンマイルにアクセスできる自社配送</li> <li>- 自前の多様な顧客接点(宅配、POS、ECサイト)</li> </ul> </li> <li>・酒販業界内での存在感の大きさ</li> <li>・創業家出身の取締役会長のリーダーシップ</li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新型コロナウイルス禍により毀損した財務基盤</li> <li>・取締役会長への依存度の高さ</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・三位一体モデルから三層物流への店舗・物流網の進化</li> <li>・新型コロナウイルス禍によって減少した業務用需要の回復</li> <li>・巣籠もり消費で拡大のきっかけを得た家庭用の需要拡大</li> <li>・酒税改定によるビールの消費量拡大の期待</li> <li>・M&amp;Aによる業容拡大の余地</li> <li>・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内酒類市場の販売(消費)数量の減少傾向の継続</li> <li>・新型コロナウイルス等の感染症が再拡大する可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 飲食店への休業・営業時間短縮要請等による業務用の取引量が再度減少する可能性</li> <li>- 取引先である飲食店の廃業の増加</li> </ul> </li> <li>・競争の激化の可能性</li> <li>・地震や台風等の自然災害の影響を受ける可能性</li> <li>・酒税の改正の影響                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 20年から段階的に実施されている酒税の税率変更</li> </ul> </li> <li>・配達中に重大な交通事故が起きる可能性</li> <li>・気候変動が業績に影響を及ぼす可能性</li> <li>・M&amp;Aで思ったような成果をあげない可能性</li> <li>・新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の可能性と、その影響による先行きの不透明さ</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 創業家出身の会長のリーダーシップが知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表7に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「創業家出身の会長のリーダーシップ」である。

一般的に、酒販業界は酒税や免許等による規制が強い一方、生活必需

品ではないこともあり、消費者の動向をはじめとした外部要因の影響を受けやすい。その結果、外部の変化に対してドラステックな対応をとりづらい傾向にあると考えられる。

それに対して、同社は、事業モデルを大きく変えることも厭わずに大胆な変革を起こすことがある。配達サービスの無料化や、付加価値戦略に舵を切った際の東京 23 区内を網羅する店舗網の構築が代表例だが、その実行には必ず会長のリーダーシップが伴っていた。

こうして変革を成し遂げる過程で、新しい事業モデルのプロセスが確立し、顧客も開拓され、新たな発展段階へと移っていくことを繰り返してきている。

【 図表 7 】 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 (アカウント) 数	・業務用のアカウント数	開示なし	-----	
		・家庭用のアカウント数	開示なし	-----	
	販売区分別の動向	・業務用の客数と客単価の前年同期比	客数1.4%増 客単価0.6%減 (22/3期3Q累計)	客数5.7%増 客単価3.2%増 (22/3期)	客数26.2%増 客単価57.7%増 (23/3期1Q)
		・宅配の客数と客単価の前年同期比	客数9.9%増 客単価2.5%減 (22/3期3Q累計)	客数8.9%増 客単価3.1%減 (22/3期)	客数5.0%減 客単価0.7%増 (23/3期1Q)
		・POSの客数と客単価の前年同期比	客数5.5%減 客単価0.9%増 (22/3期3Q累計)	客数5.3%減 客単価1.5%増 (22/3期)	客数15.4%減 客単価3.0%増 (23/3期1Q)
	ブランド	・「カクヤス」の知名度	・特になし	特になし	-----
	ネットワーク	・仕入先	・仕入先の数	開示なし	-----
・事業上関係のある大株主		・大株主になっている食品商社	伊藤忠食品 三愛食品	-----	
		・大株主になっているメーカー	麒麟麦酒 アサヒビール サントリー酒類 ザッポロビール	-----	
組織資本	プロセス	・業務用拠点	カクヤス37カ所 ダンガミ12カ所 サンノー1カ所 (21年12月末)	カクヤス38カ所 ダンガミ・サンノー14カ所 (22年6月末)	
		・競争優位性の源泉である店舗・物流網	・家庭用拠点	カクヤス189カ所 (21年12月末)	カクヤス187カ所 (22年6月末)
		・その他の拠点	明和物産6カ所 (21年12月末)	明和物産8カ所 (22年6月末)	
	・展開地域	・拠点のある地域	東京23区 神奈川 大阪 福岡 長崎	-----	
	・グループ経営	・グループ会社の数	子会社4社 孫会社1社 (22年3月時点)	-----	
		・投資管理	子会社N S Kが担当	-----	
知的財産 ノウハウ	付加価値戦略のノウハウの蓄積	・店舗・物流網を構築してからの年数	およその出店が完了した03年頃から18年経過	およその出店が完了した03年頃から19年経過	
		・創業以来の年数	1921年11月の創業より100年経過 (22年3月時点)	-----	
人的資本	経営陣	・創業家のリーダーシップ	1981年3月の入社以来41年経過	1981年3月の入社以来41年経過 1993年7月の代表取締役社長就任より2022年6月 まで29年経過 2022年6月～取締役会長兼カクヤス代表取締役社長 (22年9月時点)	
		・現取締役会長の経験	1993年7月の代表取締役社長就任より28年経過 (22年3月時点)		
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結1,653人 単体80人 (21/3期末)	連結1,578人 単体75人
		・平均年齢	41.1歳 (単体) (21/3期末)	41.0歳 (単体)	
		・平均勤続年数	10.0年 (単体) (21/3期末)	9.5年 (単体)	
		・平均年間給与	519万円 (単体) (21/3期末)	528万円 (単体)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 22/3 期上期または 22/3 期上期末、今回は 22/3 期または 22/3 期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示

(出所)カクヤスグループ有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイト、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****◆ 22年3月期は新型コロナウイルス禍の影響で営業損失拡大**

22/3期は、売上高 85,514 百万円（前期比 6.6%増）、営業損失 3,328 百万円（前期は 2,602 百万円の損失）、経常損失 2,898 百万円（同 1,728 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失 2,808 百万円（同 1,601 百万円の損失）となった。同社は 22/3 期から新収益認識基準を適用しており、22/3 期の前期比は旧基準での 21/3 期との比較、前期の 21/3 期の数値は旧基準によるものである。

新収益認識基準を適用したことで、(1) 業務用売上の収益認識の一部が総額から純額へ、(2) 協賛金等の顧客に支払われる対価について、販管費として処理する方法から、取引価格から減額する方法へそれぞれ変更された。そのため、22/3 期においては、従来の収益認識基準での計上額と比較して、売上高は 329 百万円減少、売上原価は 19 百万円増加、販管費は 349 百万円減少している。なお、営業損失、経常損失、親会社株主に帰属する当期純損失には影響はない。

期初は、売上高 104,079 百万円（前期比 29.7%増）、営業利益 52 百万円、経常利益 41 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 106 百万円と黒字転換を計画していた。しかし、新型コロナウイルス禍の影響を受けた飲食店への客足の回復が遅いと見て、第 2 四半期決算公表時に、売上高 91,819 百万円（前期比 14.5%増）、営業損失 2,294 百万円、経常損失 1,886 百万円、親会社株主に帰属する当期純損失 1,566 百万円へ下方修正し、22/3 期の黒字転換を断念した。そして、22 年に入ってからのおミクロン株の急速な拡大によって、飲食店への時短要請や酒類提供時間短縮の要請が出るに至り、第 3 四半期決算公表時にさらに下方修正した。

区分別売上高は、業務用が前期比 9.1%増、宅配が同 5.6%増、POS が同 3.9%減、卸その他が同 394.4%増となった。

業務用は、客数が前期比 5.7%増、客単価が同 3.2%増となったが、これは 21/3 期に子会社化したダンガミ、サンノーの上乗せ分があるためであり、これら 2 社の影響を除くと、業務用の売上高は同 0.6%増に留まった。22/3 期において、飲食店等への規制がなかったのは第 3 四半期のみであり、新型コロナウイルス禍に翻弄される状況が続いたためである。特に緊急事態宣言の発令があった第 2 四半期は、客数が前年同期比 4.4%減、客単価が同 24.6%減と落ち込みが激しかった。

コロナ禍による巣籠もり需要の増加の恩恵を受けた宅配は、客数が前期比 8.9%増、客単価が同 3.1%減となった。コロナ禍も 2 年目となり、高単価の注文が減ったことで客単価は低下した。

同じく巣籠もり需要に連動するPOSは、客数が前期比 5.3%減となったことから、客単価が同 1.5%増となったものの減収となった。備蓄品購入を目的とした来店増が一巡し、客数は減少した。

卸その他が大幅増収となったのは、前期に完全子会社化した明和物産の売上高が加わったことが最大の要因である。

売上総利益率は前期比 0.3%ポイント上昇の 21.3%となった。相対的に利益率の高い家庭用(宅配、POS)の売上構成比の上昇と、業務用の中でも相対的に利益率が低いチェーン店向けの売上構成比の低下が影響した。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比 10.8%増となった。新収益認識基準の導入の影響で売上高から直接控除することとなった販売促進費は減少したものの、M&Aをした子会社の費用の上乗せ、カクヤスにおける営業体制維持のための給与の増加、家庭向けの宅配需要の喚起のためのテレビCMを行ったことによる広告宣伝費の増加があり、売上高販管費率は同 1.0%ポイント上昇の 25.2%となった。

これらの結果、22/3期は3,328百万円の営業損失となった。

なお、新型コロナウイルス禍による一時休業に対する雇用調整助成金等の助成金436百万円が営業外収益として計上されたため、経常損失は営業損失より小さくなっている(前期の助成金収入は804百万円)。また、減損損失233百万円等の特別損失が発生したものの、法人税等調整額382百万円もあって、親会社株主に帰属する当期純損失は経常損失よりも小さくなった。

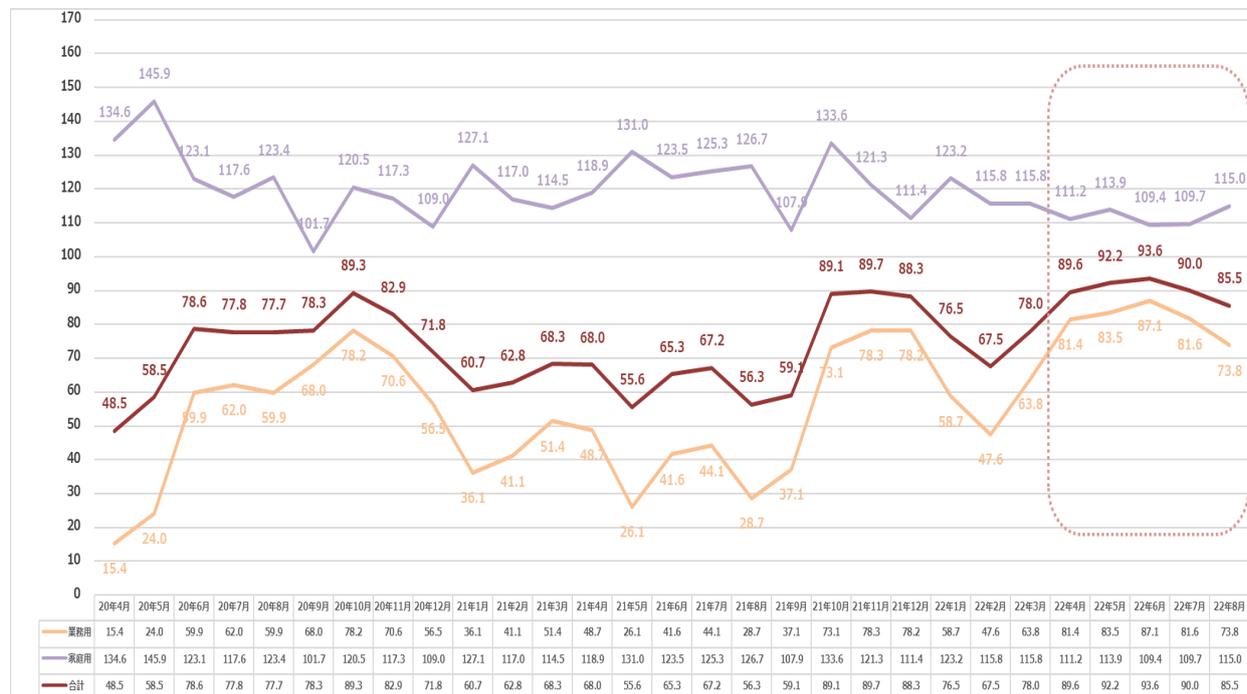
営業キャッシュ・フローは2,442百万円のマイナスとなり、1,634百万円のマイナスとなった21/3期に続き、2期連続のマイナスとなった。22/3期にマイナス幅が広がったのは、税金等調整前当期純損失の損失幅が拡大したことに加え、22/3期末にかけての業務用売上の戻りが大きく、売上増に連動した売掛金や在庫の増加による運転資本の増加が影響した。

## > 最近の変化

### ◆ 23年3月期に入ってから状況

東京都ではまん延防止等重点措置が22年3月21日に終了した。飲食店の営業が戻りつつあり、23/3期に入ってから売上高指数(新型コロナウイルス禍前の売上高を100とする指数)は、業務用は80台、家庭用は110前後で推移してきた(図表8)。

【 図表 8 】 月次売上高指数(新型コロナウイルス禍前の売上高を 100 とする指数)の推移



(出所) カクヤスグループ月次報告より証券リサーチセンター作成

同社の事業モデルを考えると、飲食店の営業が正常化していく過程では、外食需要が増加するために業務用が増え、家庭用が減る傾向にある。また、同社の売上構成を考えると、業務用が増加した方が全体の売上高が伸びることとなる。同社は、23年3月に向けて、全体の指数を100に近づけていくことを目指している。

なお、22年8月は業務用が80を下回ってきたが、これは全国的に新型コロナウイルスの新規感染者数が高い水準にあったためである。

◆ 三層物流への転換の進捗

新型コロナウイルス禍の発生により前倒しで実行してきた三層物流への転換は、都内環状八号線の内側について23/3期第2四半期中に完了する計画であった。ところが、郊外に近いエリアは業務用の売上高の回復が遅い傾向にあることを受け、一部方針を変更し、三層物流への転換を都内環状七号線内側に留めることとなった(環状七号線と環状八号線の間は従来通りの三位一体物流で運営)。そして、環状七号線の内側については、22年9月時点でほぼ転換が完了した模様である。

今後は、三層物流で業務用の需要の回復に対応しつつ、三層物流のうちの家庭用の拠点の効率化を図るべく、調整を加えていくことになる。

**◆ 役員人事**

22年6月の株主総会をもって、代表取締役社長だった佐藤順一氏はカクヤスグループの取締役会長となり、代表取締役副社長だった田島安希彦氏が新たな代表取締役社長となった。ただし、佐藤氏は引き続き連結売上高の大半を占める中核子会社であるカクヤスの代表取締役社長を務め続けるため、グループ全体のガバナンスと事業会社支援を田島氏が担い、佐藤氏がカクヤスの業績改善と事業推進に専念する体制となった。

**> 今後の業績見通し****◆ 23年3月期会社計画**

23/3期の会社計画は、売上高120,741百万円(前期比41.2%増)、営業利益906百万円(前期は3,328百万円の損失)、経常利益827百万円(同2,898百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益592百万円(同2,808百万円の損失)である(図表9)。

区分別売上高は、業務用が前期比69.4%増、宅配が同9.4%増、POSが同5.9%増、卸その他が同3.0%増と計画している。売上構成比では業務用が前期比10.9%ポイント上昇の65.2%としており、飲食店の通常営業の広がりによる需要回復を想定していることがうかがえる。

売上総利益率は、前期比0.4%ポイント低下の20.9%を計画している。相対的に利益率が低い業務用の売上構成比の上昇のほか、人件費や原油価格等の上昇をある程度織り込んでいる。

また、販管費は前期比13.2%増、売上高販管費率は同5.0%ポイント低下の20.2%を計画している。人員確保のための待遇改善に伴う給与等の人件費の増加、新型コロナウイルス禍で抑制してきた採用活動を通常に戻すことによる採用費の増加、増加する業務用に対応するための配送費や支払手数料(業務委託費)の増加等を見越しているが、増収率よりは伸び率を抑えられるとして、売上高販管費率は低下すると予想している。

これらより、23/3期は906百万円の営業利益となり、3期ぶりに黒字化すると同社は計画している。

【 図表 9 】 カクヤスグループの 23 年 3 月期の連結業績計画

(単位:百万円)

	旧収益認識基準			新収益認識基準		
	19/3期 実績	20/3期 実績	21/3期 実績	22/3期 実績	23/3期会社計画	
						前期比
売上高	108,715	108,562	80,226	85,514	120,741	41.2%
業務用	77,385	76,871	42,593	46,455	78,692	69.4%
売上構成比	71.2%	70.8%	53.1%	54.3%	65.2%	-
宅配	16,061	16,039	19,545	20,631	22,571	9.4%
売上構成比	14.8%	14.8%	24.4%	24.1%	18.7%	-
POS	15,067	15,295	17,825	17,128	18,139	5.9%
売上構成比	13.9%	14.1%	22.2%	20.0%	15.0%	-
卸その他	201	355	262	1,298	1,337	3.0%
売上構成比	0.2%	0.3%	0.3%	1.5%	1.1%	-
売上総利益	21,562	21,514	16,850	18,225	25,267	38.6%
売上総利益率	19.8%	19.8%	21.0%	21.3%	20.9%	-
販売費及び一般管理費	19,782	20,255	19,452	21,553	24,361	13.2%
売上高販管費率	18.2%	18.7%	24.2%	25.2%	20.2%	-
営業利益	1,779	1,259	-2,602	-3,328	906	-
売上高営業利益率	1.6%	1.2%	-3.2%	-3.9%	0.8%	-
経常利益	1,806	1,259	-1,728	-2,898	827	-
売上高経常利益率	1.7%	1.2%	-2.2%	-3.4%	0.7%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	745	513	-1,601	-2,808	592	-
売上高当期純利益率	0.7%	0.5%	-2.0%	-3.3%	0.5%	-

(注) 22/3 期より新収益認識基準適用

(出所) カクヤスグループ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 23 年 3 月期第 1 四半期業績

23/3 期第 1 四半期は、売上高 26,541 百万円（前年同期比 42.7%増）、営業損失 186 百万円（前年同期は 1,307 百万円の損失）、経常損失 186 百万円（同 1,126 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純損失 150 百万円（同 709 百万円の損失）であった。売上高の通期計画に対する進捗率は 22.0%である。

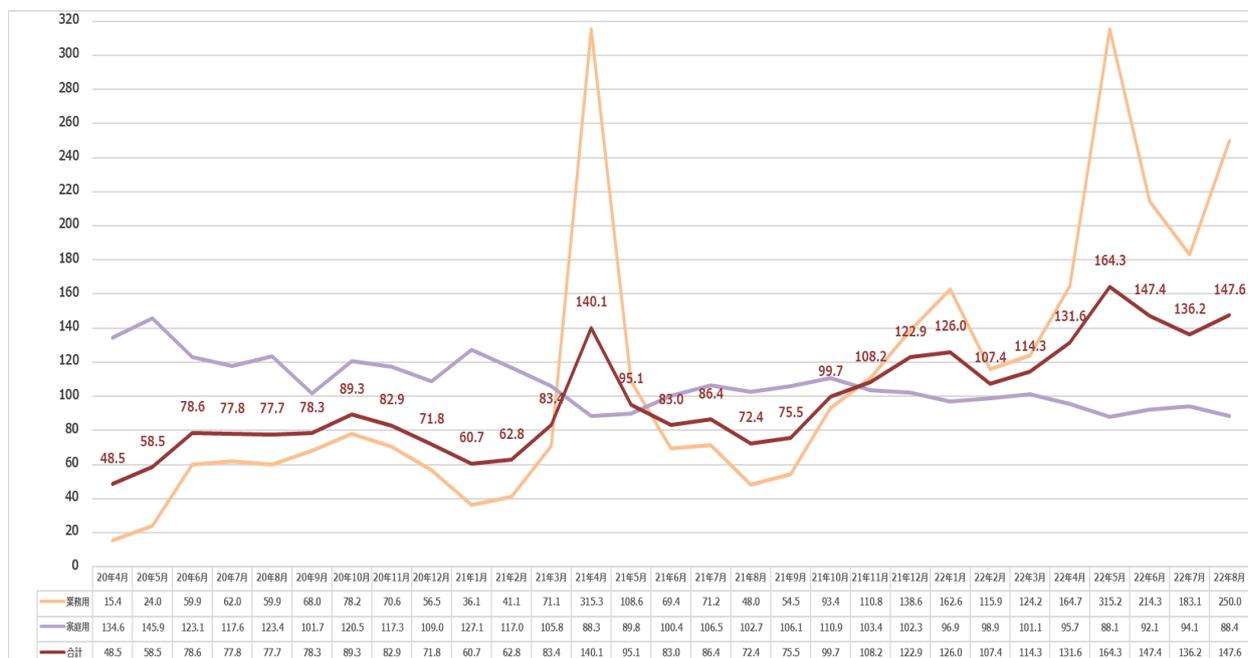
区分別売上高は、業務用が前年同期比 99.1%増、宅配が同 4.3%減、POS が同 12.8%減、卸その他が同 28.5%増となった。

業務用は、客数が前年同期比 26.2%増、客単価が同 57.7%増となった。前年同期は 4 月 25 日から 6 月 20 日までが緊急事態宣言下にあったのに対し、当四半期は飲食店等が通常営業に戻っていることが背景にある。同じ理由で、家飲み需要の影響を受ける宅配は客数が同 5.0%減、客単価が同 0.7%増、POS は客数が同 15.4%減、客単価が同 3.0%増となって、それぞれ減収となった。

なお、業務用と家庭用（宅配、POS）の月次売上高の前年同月比は図表 10 の通りである。

【 図表 10 】 月次売上高の前年同月比推移

(単位: %)



(出所) カクヤスグループ月次報告より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前年同期比 0.6%ポイント低下の 20.8%となった。相対的に利益率が低い業務用の売上構成比の上昇が要因と見られる。

販管費は前年同期比 8.0%増、売上高販管費率は同 6.9%ポイント低下の 21.5%となった。人件費や採用費等の増加があったが、増収率が上回り売上高販管費率は低下した。

これらの結果、23/3 期第 1 四半期累計期間は 186 百万円の営業損失となったものの、損失幅は前年同期よりも大きく縮小した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想： 23 年 3 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、22/3 期及び 23/3 期第 1 四半期業績を踏まえ、23/3 期以降の業績予想を見直した。

同社の 23/3 期業績について、売上高 121,214 百万円（前期比 41.7%増）、営業利益 992 百万円（前期は 3,328 百万円の損失）、経常利益 910 百万円（同 2,898 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 651 百万円（同 2,808 百万円の損失）と、会社計画を上回る水準を予想した（図表 11）。

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) 区分別売上高は、業務用が前期比 73.0%増、宅配が同 6.0%増、POSが同 3.0%増、卸その他が同 3.0%増と予想した。会社計画（業務用が同 69.4%増、宅配が同 9.4%増、POSが同 5.9%増、卸その他が同 3.0%増）と比べると、業務用は会社計画より強めに、宅配とPOSを会社計画より慎重に予想している。外食需要の回復をベースとしているのは同じだが、業務用を会社計画より強めに見ているのは、取引条件の良い個人店レベルの飲食店等の開拓が進み、結果としてサービス単価が上昇することを織り込んだためである。
- (2) 売上総利益率は前期比 0.5%ポイント低下の 20.8%とした（会社計画は 20.9%）。会社計画との違いは、業務用の売上構成比が会社計画よりも高く予想しているためである。
- (3) 販管費は人員増による人件費や採用費の増加等を織り込み、前期比 12.6%増（会社計画は 13.0%増）とし、売上高販管費率は同 5.2%ポイント低下の 20.0%とした（会社計画は 20.2%）。
- (4) これらの結果、23/3 期は 992 百万円の営業利益、0.8%の売上高営業利益率になるものと予想した（会社計画は 906 百万円の営業利益、0.8%の売上高営業利益率）。
- (5) 営業キャッシュ・フローは 1,297 百万円と 3 期ぶりにプラスになると予想した。税金等調整前当期純利益の黒字化に加え、増収による売上債権とたな卸資産の増加を、同じく増収による仕入債務の増加が上回る状況を予想した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年3月期以降

24/3 期以降について、24/3 期は前期比 12.6%、25/3 期は同 9.0%の増収を予想した。業務用のシェア拡大に加え、宅配が安定的に増収基調をたどるとした。

相対的に利益率が低い業務用の売上構成比上昇により、売上総利益率は緩やかに低下していくものとした。販管費は増加ペースが緩やかになり、売上高販管費率は徐々に低下していくものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 24/3 期 1.3%、25/3 期 1.8%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 11 】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	旧収益認識基準			新収益認識基準						
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期CE	23/3期E (今回)	23/3期E (前回)	24/3期E (今回)	24/3期E (前回)	25/3期E (今回)	25/3期E (前回)
損益計算書										
売上高	108,562	80,226	85,514	120,741	121,214	105,016	136,530	117,779	148,882	128,232
前期比	-0.1%	-26.1%	6.6%	41.2%	41.7%	23.3%	12.6%	12.2%	9.0%	8.9%
販売区分別										
業務用	76,871	42,593	46,455	78,692	80,367	61,212	92,422	70,394	101,664	77,433
前期比	-0.7%	-44.6%	9.1%	69.4%	73.0%	35.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
売上構成比	70.8%	53.1%	54.3%	65.2%	66.3%	58.3%	67.7%	59.8%	68.3%	60.4%
宅配	5,940	7,238	7,641	8,359	8,099	9,005	9,071	10,085	9,978	11,094
前期比	-0.1%	21.9%	5.6%	9.4%	6.0%	15.0%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%
売上構成比	14.8%	24.4%	24.1%	18.7%	18.0%	23.2%	17.9%	23.1%	18.1%	23.4%
POS	15,295	17,825	17,128	18,139	17,641	17,905	18,171	18,442	18,716	18,995
前期比	1.5%	16.5%	-3.9%	5.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
売上構成比	14.1%	22.2%	20.1%	15.0%	14.6%	17.1%	13.3%	15.7%	12.6%	14.8%
卸その他	355	262	1,298	1,337	1,337	1,584	1,443	1,710	1,559	1,847
前期比	76.8%	-26.2%	394.4%	3.0%	3.0%	24.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
売上構成比	0.3%	0.3%	1.5%	1.1%	1.1%	1.5%	1.1%	1.5%	1.0%	1.4%
売上総利益	21,514	16,850	18,225	25,267	25,261	21,948	28,261	24,498	30,669	26,544
前期比	-0.2%	-21.7%	8.2%	38.6%	38.6%	22.8%	11.9%	11.6%	8.5%	8.4%
売上総利益率	19.8%	21.0%	21.3%	20.9%	20.8%	20.9%	20.7%	20.8%	20.6%	20.7%
販売費及び一般管理費	20,255	19,452	21,553	24,361	24,269	21,872	26,450	22,626	27,969	23,495
前期比	2.4%	-4.0%	10.8%	13.0%	12.6%	3.8%	9.0%	3.4%	5.7%	3.8%
売上高販管費率	18.7%	24.2%	25.2%	20.2%	20.0%	20.8%	19.4%	19.2%	18.8%	18.3%
営業利益	1,259	-2,602	-3,328	906	992	76	1,810	1,871	2,700	3,048
前期比	83.5%	-	-	-	-	-	82.5%	2361.1%	49.1%	62.9%
売上高営業利益率	1.2%	-3.2%	-3.9%	0.8%	0.8%	0.1%	1.3%	1.6%	1.8%	2.4%
経常利益	1,259	-1,728	-2,898	827	910	78	1,737	1,873	2,631	3,054
前期比	-30.3%	-	-	-	-	-	90.8%	2288.3%	51.5%	63.0%
売上高経常利益率	1.2%	-2.2%	-3.4%	0.7%	0.8%	0.1%	1.3%	1.6%	1.8%	2.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	513	-1,601	-2,808	592	651	54	1,155	1,218	1,750	1,985
前期比	-31.1%	-	-	-	-	-	77.5%	2117.8%	51.5%	63.0%
売上高当期純利益率	5.6%	-2.0%	-3.3%	0.5%	0.5%	0.1%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

22/3期より新収益認識基準適用。22/3期の前期比は新基準適用前の21/3期実績値との比較

(出所) カクヤスグループ有価証券届出書、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

【 図表 12 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	旧収益認識基準			新収益認識基準							
	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期CE	23/3期E (今回)	23/3期E (前回)	24/3期E (今回)	24/3期E (前回)	25/3期E (今回)	25/3期E (前回)	
<b>貸借対照表</b>											
現金及び預金	3,489	2,525	2,748	-	2,385	1,954	2,876	2,249	3,395	3,208	
受取手形及び売掛金	6,843	4,745	5,586	-	7,575	5,985	8,328	6,595	8,932	7,052	
商品	4,290	3,610	4,274	-	6,060	4,725	6,826	5,182	7,444	5,514	
未収入金	1,191	1,180	1,075	-	1,697	1,575	1,911	1,766	2,084	1,923	
その他	310	1,725	1,857	-	2,034	1,534	2,034	1,534	2,034	1,534	
流動資産	16,123	13,785	15,540	-	19,753	15,775	21,976	17,327	23,891	19,233	
有形固定資産	6,723	6,732	7,160	-	6,993	7,386	6,845	7,449	6,712	7,505	
無形固定資産	1,106	2,357	2,050	-	1,862	1,772	1,713	1,591	1,562	1,415	
投資その他の資産	4,518	4,119	3,789	-	3,892	4,046	3,942	4,046	3,992	4,046	
固定資産	12,348	13,208	13,000	-	12,748	13,205	12,501	13,086	12,267	12,966	
資産合計	28,472	26,994	28,541	-	32,501	28,980	34,478	30,414	36,158	32,200	
買掛金	12,569	10,079	11,393	-	15,757	13,232	17,748	14,133	19,354	15,387	
未払法人税等	341	52	105	-	207	18	465	524	705	855	
短期借入金	4,864	5,614	7,645	-	7,645	6,952	7,645	6,952	6,645	5,952	
リース債務	186	164	35	-	2	2	1	2	0	0	
その他	2,251	2,626	2,046	-	2,334	2,595	1,822	2,189	1,818	2,136	
流動負債	20,211	18,535	21,224	-	25,946	22,799	27,682	23,801	28,523	24,331	
長期借入金	1,983	4,166	4,080	-	2,747	2,182	1,926	1,585	1,109	1,041	
リース債務	181	39	3	-	1	2	0	0	0	0	
繰延税金負債	77	76	44	-	60	58	60	58	60	58	
その他	857	965	882	-	882	961	882	961	882	961	
固定負債	3,098	5,246	5,009	-	3,690	3,203	2,868	2,604	2,051	2,060	
純資産合計 (自己資本)	5,162	3,212	2,307	-	2,865	2,977	3,927	4,009	5,584	5,808	
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>											
税金等調整前当期純利益	892	-1,888	-3,100	-	910	78	1,737	1,873	2,631	3,054	
減価償却費	701	684	756	-	594	578	540	562	528	564	
のれん償却額	3	52	159	-	160	160	160	160	160	160	
売上債権の増減額 (-は増加)	1,919	2,735	-871	-	-1,989	-962	-752	-609	-604	-457	
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-75	889	-926	-	-1,786	-894	-765	-456	-617	-331	
未収入金の増減額 (-は増加)	132	386	157	-	-622	-298	-214	-191	-172	-156	
仕入債務の増減額 (-は減少)	-1,157	-3,368	1,246	-	4,364	2,504	1,991	901	1,605	1,254	
法人税等の還付額・支払額	-676	-482	570	-	-156	-4	-324	-150	-641	-738	
その他	206	-642	-433	-	-177	0	0	0	0	0	
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,945	-1,634	-2,442	-	1,297	1,161	2,372	2,089	2,888	3,348	
固定資産の取得による支出	-1,179	-412	-1,170	-	-405	-704	-404	-604	-404	-604	
投資有価証券の取得・売却による収支	28	8	185	-	0	0	0	0	0	0	
敷金及び保証金の差入・回収による収支	-13	443	-57	-	-46	0	-50	0	-50	0	
連結の範囲の変更に伴う子会社株式の取得 による支出	-	-1,330	-	-	0	0	0	0	0	0	
その他	-31	-94	-14	-	-57	0	0	0	0	0	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,195	-1,385	-1,056	-	-508	-704	-454	-604	-454	-604	
短期借入金の増減額 (-は減少)	1,636	394	2,020	-	0	1,000	0	0	-1,000	-1,000	
長期借入金の増減額 (-は減少)	-682	2,188	-74	-	-1,045	-981	-1,333	-1,003	-821	-597	
リース債務の返済による支出	-201	-188	-164	-	-35	-35	-2	-2	-1	-2	
株式の発行による収入	417	-	2,209	-	0	0	0	0	0	0	
新株予約権の行使による株式の発行による収入	89	46	19	-	0	0	0	0	0	0	
自己株式の取得による支出	-	-	0	-	0	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-360	-384	-286	-	-93	-186	-93	-186	-93	-186	
その他	-	-	-	-	16	0	0	0	0	0	
財務活動によるキャッシュ・フロー	899	2,055	3,723	-	-1,157	-202	-1,428	-1,191	-1,915	-1,785	
換算差額	-	-	-	-	5	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	1,648	-964	223	-	-362	255	490	294	519	959	
現金及び現金同等物の期首残高	1,840	3,489	2,525	-	2,748	1,698	2,385	1,954	2,876	2,249	
現金及び現金同等物の期末残高	3,489	2,525	2,748	-	2,385	1,954	2,876	2,249	3,395	3,208	

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

22/3期より新収益認識基準適用

(出所)カクヤスグループ有価証券届出書、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

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 新型コロナウイルス感染症等の影響

新規感染者数の動向等から、新型コロナウイルス感染第7波はピークアウトした可能性が高まってきたが、新規感染者数はまだ高い水準にある。今後、行動制限に至るような緊急事態宣言等の発出がなくても、新規感染者数が急増する局面では、一時的に外食需要が低減し、主力の業務用の業績に影響が出ることも考えられる。

### ◆ 法律、規制等の変更と税制改正

国内の酒類販売においては、酒税法をはじめとする各種法律や規制の適用を受ける。また、消費税や酒税等の税制改正の影響も受ける。今後これらに予期せざる変更があったり、変更適切に対応できなかったりした場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

### ◆ 地震や風水害等の自然災害

地震、台風による風水害等の自然災害は、同社の店舗や物流・配達網の毀損等を通じて同社の業績に影響を与える可能性がある。特に、同社の拠点が東京23区に集中していることから、同地区及びその周辺に自然災害が発生した場合には、同社の業績に影響を与える可能性がある。

### ◆ 借入金の財務制限条項

22/3 期末時点の貸出コミットメント契約 7,800 百万円（うち借入実行残高 6,600 百万円）及び長期借入金のうちの 1,682 百万円に対し、以下の3点の財務制限条項が付与されている。これらに抵触した場合、同社は期限の利益を喪失し、財務戦略の変更等を余儀なくされる可能性がある。

- (1) 各連結会計年度において、連結貸借対照表の純資産合計を21/3 期末の純資産合計の75%以上、かつ23/3 期以降直前期末の純資産合計の75%以上に維持する
- (2) 23/3 期以降、連結ベースで2期連続の経常損失を計上しない
- (3) 23/3 期以降、各期末において、連結ベースでの「有利子負債－現金及び預金」÷「営業利益＋減価償却費」の比率を8倍未満に維持する

### ◆ 流通株式時価総額が小さくなる可能性について

同社が東証スタンダード市場の上場維持基準を満たすためには、流通株式比率25%以上を維持しなくてはならない。22/3 期末の上位株主は、親会社のSKYグループホールディングスのほか、6社の取引先が入っている。取引先が保有する株式が流通株式と認められない場合は、流動株式比率が30%を切ることになる。次回の上場維持基準に

係る審査が行われた際に条件を満たしていなかった場合、その後 1 年以内にこの上場維持基準に適合しなければ、上場廃止基準に該当する可能性がある点には留意が必要である。

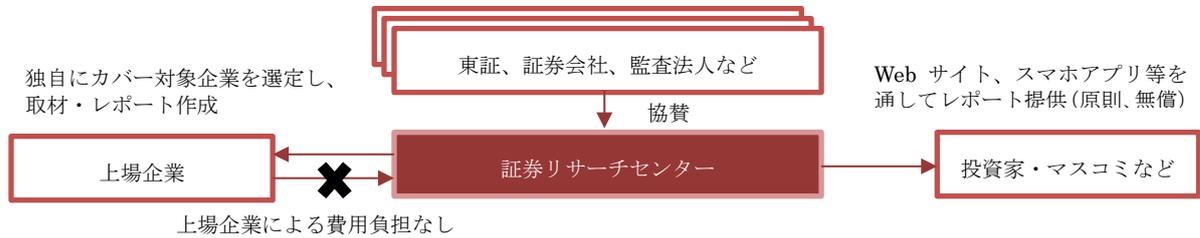
#### ◆ 配当について

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、22/3 期まで配当を行ってきた。23/3 期については、期初時点では配当の実施及びその金額について「未定」としている。

## 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。

※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

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
エイチ・エス証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 S B I 証券  
いちよし証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社 I C M G  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### 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。