

H1 として最高の営業利益。財務体質・ガバナンス体制も整い、いよいよ本格的な成長投資へ

マルハニチロ（以下、同社）の 26/3 期 中間期（以下、H1）の連結業績は、売上高 5,367 億円（前年同期比 0.9% 増）、営業利益 187 億円（同 16.6% 増）で、2007 年の経営統合以降の中間期として過去最高の営業利益となった。水産資源セグメントが前年同期の営業損失（-23 億円）から黒字転換（+10 億円）したことが前年同期比増益の主要因である。H1 の経常利益は 183 億円（同 16.8% 増）と前年同期比増益を確保したが、親会社株主に帰属する中間純利益は 125 億円（同 9.8% 減）と減益となった。これは政策保有株式の売却に伴う投資有価証券売却益が前年 H1 の 71 億円から 38 億円に減少したことが要因である。

同社は Q1 決算時に通期営業利益予想を 300 億円に上方修正したが、今回の H1 決算ではこの通期予想が据え置かれた。H1 の営業利益進捗率は 62.5% であり、今期業績は順調に進捗していると考えてよいだろう。

中期経営計画初年度の今回の中間決算は業績面では過去最高益で、海外事業を中心に複数の成長投資も始まっており、28/3 期の目標達成に向けて順調なスタートと考えてよいだろう。一方で、同社のバリュエーションは PBR が 0.8 倍にとどまっており、同業他社と比較してもまだ低い。半年間の実績では株式市場の見方を変えるには至っていないようである。

当社では、エクイティストーリーとは「実現可能で緻密な経営戦略」と「ワクワクする夢」によって構成されると考えている。中期経営計画を外部の投資家が理解しようとする場合、何をするかはもちろん重要だが、なぜそれが実現可能かという背景の理解もまた重要である。今回の中期経営計画には以下のようなタイミングで策定・公表されたという背景があり、この点に対する株式市場の理解が進めば、実現可能性への信認が高まり、バリュエーション修正の要因となるのではないかと考えられる。

現行の中期経営計画は 2025 年 3 月に発表されたが、この時期は以下の 3 点を含む複数の条件が整い、いよいよ本格的な成長投資をスタートできるというタイミングであった。1) ネット D/E レシオは 25/3 期末に 1.0 倍を達成し、財務体質の改善が完了して財務面で投資をサポートできる状態になったこと。2) 23/3～25/3 期の前中期経営計画の期間中に ROIC 経営を社内に浸透させ、不採算事業の見直しを開始したこと。3) 2025 年 6 月にガバナンス体制を変更して独立社外取締役が取締役会の過半数となったこと。従って、今回は単なる 3 年に 1 度のルーティン的な更新ではなく、非常に面白いタイミングでの意欲的な中期経営計画であることが伺われる。同社経営陣は PBR を 1 倍以上に引き上げることを重要な目標とし、1880 年の事業開始（第一創業）、2007 年の経営統合（第二創業）に続き、今回予定されている Umios へ社名を変更しソリューションカンパニーへとなることを「第三創業」と位置付けて大きな変化を目指している。一般に、経営に対する株式市場からの認識が変化するタイミングではバリュエーションの見直しが起きる可能性があり、同社の今後の新規投資やメッセージに注目しておきたい。

株価・出来高（過去 1 年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(2025/12/12)	3,711
52週高値(2025/11/28)	3,806
52週安値(2025/1/17)	2,890
上場来高値(2018/6/28)	4,510
上場来安値(2014/5/19)	1,500
発行済株式数(百万株)	50.4
時価総額(十億円)	187.0
EV(十億円)	473.4
自己資本比率(25/3、%)	33.7
ROE(25/3、%)	10.7
PER(26/3 会予、倍)	10.7
PBR(25/3 実績、倍)	0.8
配当利回り(26/3 会予、%)	3.0

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

# マルハニチロ | 1333 (東証プライム)

## 日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
25/3期H1	532,134	4.9	16,070	-4.1	15,689	-25.0	13,810	26.8	274.2	50.0
<b>26/3期H1</b>	<b>536,697</b>	<b>0.9</b>	<b>18,740</b>	<b>16.6</b>	<b>18,332</b>	<b>16.8</b>	<b>12,455</b>	<b>-9.8</b>	<b>247.2</b>	<b>50.0</b>
24/3期	1,030,674	1.0	26,534	-10.3	31,106	-7.1	20,853	12.1	413.6	85.0
25/3期	1,078,631	4.7	30,381	14.5	32,254	3.7	23,264	11.6	461.9	110.0
26/3期 会社予想(旧)	1,080,000	0.1	27,000	-11.1	26,000	-19.4	17,500	-24.8	347.4	110.0
26/3期 会社予想(新)	1,080,000	0.1	30,000	-1.3	29,000	-10.1	17,500	-24.8	347.4	110.0

注：EPSとDPSはともに2026/1/1を効力発生日とする株式分割の影響を考慮しない場合の数字を記載。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

1. 26/3 期 H1 決算概要と通期見通し.....	3
1) 経営統合以降の中間期最高益を達成し、好調な中計スタート.....	3
2) 通期業績予想は Q1 時点の上方修正値を据え置き.....	3
2. セグメント別概況：中期経営計画で掲げた方針に進捗の兆し.....	4
1) 水産資源セグメント.....	4
2) 食材流通セグメント.....	4
3) 加工食品セグメント.....	5
3. バリュエーション修正を促す要素は出始めている.....	7
1) バリュエーションは今も相対的に低位にある.....	7
2) 本格的な成長投資への準備は整った.....	8
3) 北米事業への認識ギャップも注目点.....	10

## 1. 26/3 期 H1 決算概要と通期見通し

### 1) 経営統合以降の中間期最高益を達成し、好調な中計スタート

#### H1 (中間期) 業績のハイライトと増益の要因

26/3 期 中間期 (H1) の連結業績は、売上高 5,367 億円 (前年同期比 0.9%増)、営業利益 187 億円 (同 16.6%増) となり、2007 年の経営統合以降の中間期としては過去最高の営業利益となった。水産資源セグメントが前年同期の営業損失 (-23 億円) から大幅に改善し黒字転換 (+10 億円) したことが前年同期比増益の主要因である。

食材流通セグメントは、水産商事ユニットが欧州事業などで増益となった一方、食材流通ユニットと農畜産ユニットが減益となり、セグメント全体としては前年並み営業利益となった。

加工食品セグメントは、主力のペットフード事業の販売好調と価格改定効果が増収要因となったが、コスト増などからセグメント全体として前年同期比では営業利益 6.9%減益となった。ただし、コスト増は期初から見込まれていたものであるため、計画からの乖離はない模様である。

図表 1. マルハニチロ: 26/3 期 H1 決算要約

(百万円)	25/3 H1	26/3期 H1	前年同期比 (%)	26/3期 会社予想(当初)	26/3期 会社予想(修正後)	修正幅 (当初予想比)	前期比 (%)
売上高	532,134	<b>536,697</b>	0.9	1,080,000	1,080,000	0	0.1
営業利益	16,070	<b>18,740</b>	16.6	27,000	30,000	3,000	-1.3
経常利益	15,689	<b>18,332</b>	16.8	26,000	29,000	3,000	-10.1
親会社株主に帰属する 当期純利益	13,810	<b>12,455</b>	-9.8	17,500	17,500	0	-24.8

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

#### 特別損益の影響で純利益は減益

H1 の経常利益は 183 億円 (前年同期比 16.8%増) と営業利益同様に前年同期比での増益を確保したが、親会社株主に帰属する中間純利益は 125 億円 (同 9.8%減) と減益となった。これは政策保有株式の売却に伴う投資有価証券売却益が前年 H1 の 71 億円から 38 億円に減少したことが要因である。

#### 順調な新中計スタート

中期経営計画初年度の今回の中間決算は業績面では過去最高益となり、海外事業を中心に複数の成長投資も始まっており、28/3 期の目標達成に向けて順調なスタートと考えてよいだろう。

### 2) 通期業績予想は Q1 時点の上方修正値を据え置き

#### 通期営業利益予想は Q1 で上方修正した 300 億円を据え置き

同社は第 1 四半期 (Q1) 決算時に通期営業利益予想を 300 億円に上方修正したが、今回の H1 決算ではこの通期予想が据え置かれた。H1 の営業利益進捗率は 62.5%であり、説明会において今期業績は順調に進捗しているとの説明があった。

#### 各セグメントの実績と見通し

水産資源セグメントは、通期会社予想の営業利益 6 億円に対し H1 の実績が 10 億円と既に超過している。下期は漁業ユニットでのマグロ・カツオ等の魚価低迷や、養殖・北米ユニットでのコスト高止まりの可能性もあると見て、同社の説明によれば慎重な通期予想としているとのことである。

食材流通セグメントでは、欧州事業の好調継続に加え、第 2 四半期 (Q2) から連結化された子会社 VDL グループの利益貢献 (通期営業利益で 6 億円貢献) もあり、通期会社予想の営業利益 170 億円に対して H1 の実績は 92 億円 (進捗率 54.1%) と順調な進捗である。

加工食品セグメントは前述のように H1 の営業利益の減益は想定線であるため、通期会社予想の営業利益は 136 億円で据え置かれている。H1 営業利益の進捗率は 55.1%で、これも問題はないと考えられる。

## 一過性費用を除くと、上方修正後の 通期見通しは実質 YoY 増益

中期経営計画初年度である 26/3 期は、本社移転（2026 年 3 月予定）及び、社名変更に伴う CI ブランディング（2026 年 3 月に社名変更）と商品パッケージ改定で、計 50 億円の一過性費用を支出する計画である。通期営業利益予想 300 億円は前期比では表面上 1.3%の減益予想だが、一過性費用を除く実質的な営業利益予想は 350 億円、実質的な経常利益予想は 340 億円でいずれも前期水準を上回っており、実力的には増益計画と解釈できる。

## 2. セグメント別概況：中期経営計画で掲げた方針に進捗の兆し

### 1) 水産資源セグメント

#### 26/3 期 H1 は大幅な利益改善

26/3 期 H1 の水産資源セグメントは、売上高は前年同期比 0.6%減の 616 億円、営業損益は前年同期の 23 億円の営業赤字から 10 億円の営業黒字へ 33 億円の大幅改善となった。

#### 漁業ユニットでは不採算事業の撤退 を実施し、黒字転換

漁業ユニットは、ミクロネシア海域のカツオ漁獲減や魚価低迷で減収となったものの、スナッパー（豪州）やアジ（NZ）の漁獲増、カナダ沖カラスガレイの魚価上昇、インド洋のキンメダイ事業からの撤退などが増益要因となり、前年 H1 の赤字から黒字転換した。

下半期について慎重に見ている要素としては、カツオ、イワシ、マグロの魚価低迷の可能性や、ニュージーランドでのシーズン終了に伴う漁船稼働低下などがある。

#### 養殖ユニットは増収増益

養殖ユニットは、ブリ・カンパチの販売価格が堅調に推移した。生産コスト（資材費、人件費、物流費など）の高止まりは継続しているものの、増収効果と歩留まり改善により、増収増益を達成した。ブリ・カンパチについては国内の在池尾数が少ないことから、同社では価格は堅調に推移するとの見方をしている。

飼料価格の高騰は足元でやや一服感もあるが、長期では高止まりを想定し、増肉係数に注力した餌の開発や成長が早い種苗開発などで対応していく方針である。

#### 北米ユニットは生産体制見直しの 効果もあり黒字化

北米ユニットは、主力のスケソウダラの相場が堅調に推移したことに加え、生産拠点の統合などによるコスト低減効果が寄与し、H1 の売上高は前年並みながら営業損益は黒字転換となった。川下（高次加工）分野ではカニカマ製品の販売が好調であった。

生産拠点の統合前は 3 か所の工場間で原料スケソウダラを効率よく共有して加工することが難しかったが、拠点統合により共有できるようになって生産性の向上が可能になった。これによって、工場間接経費、要員数、漁船の水揚げ待機時間の削減によるコスト削減に加えて、原料鮮度改善と水揚げタイミングコントロールによる生産効率の向上も見られている模様である。また、川下のカニカマ事業では、12 月完成予定でカニカマ工場の拡張投資が行われている。カニカマ工場は現在フル稼働に近い状況にあり、増設ライン稼働後には追加の売上貢献が期待される。

### 2) 食材流通セグメント

#### 26/3 期 H1 のセグメント営業利益 は前年同期比ほぼ横ばい

H1 の食材流通セグメントは、売上高は 0.1%増収の 3,708 億円、営業利益は 0.9%増の 92 億円で、セグメント全体としてほぼ前年並みの数字となった。内訳は、水産商事ユニットが国内外ともに好調だったが、生産コスト上昇によって食材流通ユニットは減益となった。農畜産ユニットは収益構造見直しの影響で 20.6%の減収となったが、これは中計経営計画で想定されている動きである。



## 水産商事ユニットは国内外とも好調

水産商事ユニットは、国内事業ではホタテ、エビなど水産物全般の販売単価が H1 に上昇した。今後も堅調な相場を見込んでいるとのことである。

欧州事業は、主力商品の収益性向上に加え、2025 年 5 月に取得した欧州子会社（VDL グループ、通期営業利益寄与 6 億円見込み）も貢献し、増収増益となった。

## 食材流通ユニットはコスト増で減益

食材流通ユニットの H1 は、グループ内連携の強化によって販路を拡大して増収となったが、コスト上昇を業務効率改善と生産性向上努力で補いきれず前年同期比減益となった。グループ内連携については、ユニット内に限らずグループ全体での増加を進めており、水産商事ユニットで調達した原料を加工して量販店の惣菜部門へ販売するような取り組みも強化している。

## 農畜産ユニットは事業構造改革の影響で減収減益

農畜産ユニットでは、新中期経営計画で打ち出された収益の抜本的な改善のための事業構造改革を実施している。同ユニットではこれまで原料を主軸に取り扱ってきたが、よりユーザーに近い加工品にシフトする方針である。この影響により、H1 の売上高は 20.6%の大きな減収となったが、想定線とのことである。これに加えて国内市場における輸入冷凍豚肉の価格変動も H1 の減益要因となった模様。

### 3) 加工食品セグメント

## コスト増の影響で前年同期比減益だが計画線

H1 の加工食品セグメントは、売上高は 4.7%増収の 939 億円、営業利益は 6.9%減益の 75 億円となった。前年同期比では減益だが、コスト増は期初から想定されていたため、利益実績は概ね想定通りとのことである。

## 北米向けペットフード事業が販売好調

加工食品ユニットは、タイのペットフード事業が北米向け中心に販売好調で、国内事業の価格改定効果もあり増収となった。しかし、原材料の高止まりと生産コスト増により前年同期比では減益となった。

ファインケミカルユニットは、ヘパリンならびに医薬品向け素材の販売が堅調に推移し増収となり、利益は前年並みを確保した。

## 自社ブランドの国内ペットフード事業「アイシア」も拡大を目指す

今回の H1 決算説明資料ではペットフード事業について詳しい説明が記載されている。同社は、タイにおける北米向けペットフード事業（OEM 製造・販売）以外に、「アイシア」ブランドによる自社ブランドペットフード事業を日本国内で展開している。加工食品ユニットにおけるペットフード事業全体の売上高は約 499 億円で、アイシア単体の数字は不明だがここ数年の利益は安定しているとのことである。ウェットキャットフード分野ではアイシアは国内シェア 2 位を確保している。同社は今年度からペットフード事業推進室を新設し（[6 月 16 日プレスリリース](#)）、アイシアブランドの販売拡大を本格的に展開する計画である。

図表 2. 26/3 期 H1 のセグメント別営業利益 (単位 : 十億円)

セグメント	ユニット	25/3H1	26/3H1	前年同期比 (%)	25/3	26/3会社予想		
						当初	修正後	修正幅 (当初予想比)
水産資源	漁業	-8	1	-112.5	-12	10	-1	-11
	養殖	-1	2	-300.0	-11	-2	4	6
	北米	-14	7	-150.0	-16	-1	3	4
	セグメント計	-23	10	-143.5	-39	6	6	0
	(国内内訳)	-12	-4	-66.7	-24	-13	-6	7
	(海外内訳)	-12	15	-225.0	-15	19	12	-7
食材流通	水産商事	54	66	22.2	111	93	111	18
	食材流通	28	25	-10.7	54	54	54	0
	農畜産	9	1	-88.9	15	5	5	0
	セグメント計	91	92	1.1	180	152	170	18
	(国内内訳)	68	61	-10.3	123	98	106	8
	(海外内訳)	23	31	34.8	57	54	64	10
加工食品	加工食品	75	71	-5.3	127	117	125	8
	ファインケミカル	5	4	-20.0	12	11	11	0
	セグメント計	80	75	-6.3	139	128	136	8
	(国内内訳)	30	25	-16.7	53	51	54	3
	(海外内訳)	50	50	0.0	86	77	82	5
その他		13	11	-15.4	23	-16	-12	4
合計		161	187	16.1	304	270	300	30
(国内内訳)		92	90	-2.2	164	110	132	22
(海外内訳)		69	98	42.0	140	160	168	8

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. バリュエーション修正を促す要素は出始めている

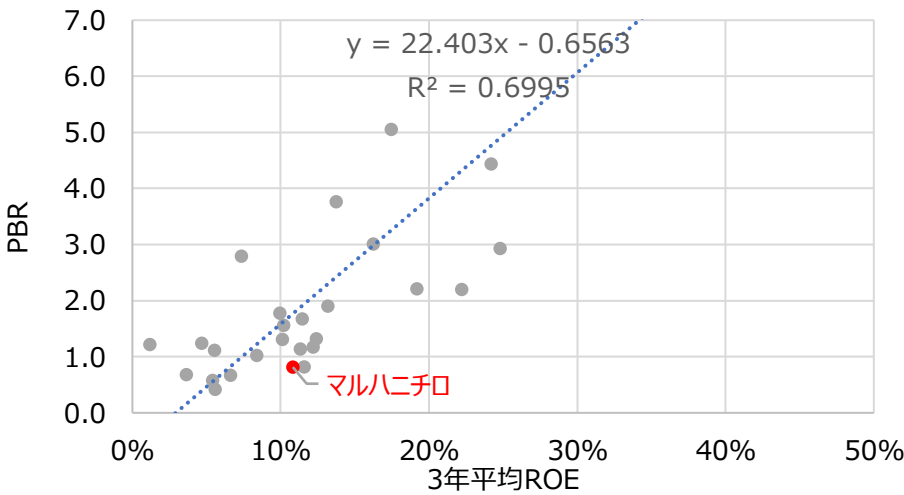
1) バリュエーションは今も相対的に低位にある

ROEとPBRの関係からは同業比較でPBRが相対低位

グローバルのタンパク質供給等関連主要企業のうちROEマイナス企業あるいはROEデータが3期分取れない企業を除く27社について、ROE（3年平均）とPBRの間には概ね相関関係が見られる。回帰モデルによると、 $PBR = ROE \times 22.403 - 0.6563$ という比例関係に近い状態にある。決定係数（ $R^2$ ）は0.6995であり、モデルの適合度が高いとされる0.7に近い水準にある（図表3）。なお、これらグローバル企業のリストは図表6に掲載した。

マルハニチロは近似線のかなり下方に位置しており、この分析からは相対的な割安感が見られる。同社の3年平均ROEは11%であるが、11%のROEの企業が近似線上にある場合のPBR試算値は1.8倍であり、現在のPBR約0.8倍の2倍超の水準となる。

図表 3. ROE（3年平均）とPBRの関係



出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

国内同業他社との比較でもバリュエーションは低位

上記のグローバル企業群には日本企業が8社含まれている。これらの日本企業と比較してもマルハニチロのバリュエーションは相対的に低位にある（図表4）。PBRは8社の中で最も低く、PERは低い方から3番目である。

図表 4. 国内同業他社との収益性・バリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価（円） （12/12）	時価総額 （百万円）	実績 ROE	実績 ROIC	自己資本 比率	PBR 直近実績 （倍）	PER 会社予想 （倍）
マルハニチロ	1333	2025/03	3,711	187,007	10.7%	4.3%	33.7%	0.8	10.7
ニッスイ	1332	2025/03	1,202	364,534	9.6%	4.7%	43.6%	1.3	14.6
ニチレイ	2871	2025/03	1,848	463,018	9.6%	7.4%	52.1%	1.8	16.5
極洋	1301	2025/03	4,605	54,695	10.7%	5.8%	36.5%	0.8	6.7
横浜冷凍	2874	2025/09	1,380	81,412	2.5%	1.0%	38.6%	1.0	27.1
紀文食品	2933	2025/03	1,041	23,766	13.1%	6.5%	28.7%	1.1	7.9
日本ハム	2282	2025/03	6,710	652,954	5.1%	3.5%	55.2%	1.3	19.2
伊藤ハム米久HD	2296	2025/03	5,630	319,507	4.6%	4.0%	61.2%	1.1	17.7

出所：SPEEDA 及び会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 株式市場における模倣困難性の認識と経営方針への信認がバリュエーション改善へのカギ

同業他社比較からは、収益性の割に株価バリュエーションが割安と判断されるが、その要因の一つは、同社の模倣困難性や、それを利益に転化するための戦略が、まだ十分に株式市場から認識されていない点にあると考えられる。例えば、模倣困難性を持つアセットである北米スケソウダラ事業などが、過去 2 年の業績低迷もあって現時点では同社の強みとして全く認識されていない可能性がある。このような認識ギャップの解消が今後の株価とバリュエーション改善へのカギとなるだろう。

中期経営計画ではこれらの模倣困難性を収益へ転化するための道筋が示されたが、発表後も同業他社比でディスカウントされた株価バリュエーションが続いていることから見る限り、まだ株式市場がその方向性を信じ切るまでに至っていないと判断される。今後、中期経営計画で示された施策が進捗し、徐々に数値にも表れ、それらが株式市場に的確に説明されて同社の経営方針が株式市場からの信認を得ていくことが、バリュエーション修正の要因となるのではないかと当社では考える。

## 模倣困難性にもとづく同社のエクイティストーリーに注目

2025 年 5 月 1 日付の当社イニシエーションレポート([マルハニチロ: 創業 145 年を誇る世界最大級の水産物サプライヤー。社名を Umios に変更し、肉類を含めた世界の水産・食品会社における時価総額上位 10 社入りを目指す](#))では以下の 3 つのエクイティストーリーをあげた。

- 1) 同社の新長期ビジョンに期待するグローバル株式投資家が食品セクターの投資対象として同社株式を選択すること
- 2) グローバルでの水産物の調達力・漁獲枠を活かして製造した加工食品をグローバルで拡販し、利益率の向上と水産資源セグメントの利益ボラティリティの影響低減を実現すること
- 3) 微細藻類由来 DHA への参入等による安定成長企業への変身

### 2) 本格的な成長投資への準備は整った

## エクイティストーリー (1) 投資家が選択するには

エクイティストーリーの 1 番目「株式投資家が投資対象とすること」は、現在投資していない投資家が考え方を变えて同社株式を投資対象とすることを意味している。このためには、株式市場が同社に対する見方を変える何らかの理由あるいはきっかけが必要である。

## 中期経営計画の目標が実現可能となる背景も重要

一般に中期経営計画を外部の投資家が理解しようとする場合、中期経営計画で何をするかはもちろん重要であるが、なぜそれが実現可能なのかという背景の理解もまた重要である。当社では、エクイティストーリーとは「実現可能で緻密な経営戦略」と「ワクワクする夢」によって構成されると考えており、夢を語るだけで株式市場から信頼されるほど簡単なことではない。

しかし同社の場合、以下に示すように過去数年に渡るさまざまな改革を実施したことで、財務体質、ROIC 管理体制、ガバナンス体制等が整備され、今後の本格的な成長投資の実現に向けた準備を完了している。この点に対する理解が株式市場で進めば、実現可能性への信認が高まり、バリュエーション修正の要因の一つとなるのではないかと考えられる。

## 社名変更を第三創業と位置付け企業価値向上に取り組む

同社は 2025 年 3 月 24 日に新長期ビジョンと中期経営計画を公表するとともに、Umios 株式会社への社名変更を決定した。同社では、1880 年の事業開始（第一創業）、2007 年の経営統合（第二創業）に対して、今回予定されている Umios へ社名を変更しソリューションカンパニーへとなることを第三創業と位置付けている。10 月 29 日に発行した統合報告書でもこの「第三創業」という考え方を紹介するとともに、新たに設定したパーパスとミッションをベースに企業価値最大化への取り組みを一段と強化するとしている。

## 財務体質を含む様々な課題の解決に目途がついたタイミング

財務面の観点では、25/3 期末に同社のネット D/E レシオがちょうど 1.0 倍となって財務体質の改善が完了し、本格的な成長投資が可能な財務体質を確保したタイミングであることに注目したい。この他にも、図表 5 にあるように、1977 年の 200 海里問題で漁業からの撤退を余儀なくされ、構造転換を図る中で進めたノンコア資産の処分が 3 年前に完了し、23/3 期～25/3 期の前中期経



営計画で ROIC 経営を社内に浸透させ、不採算事業の見直しも開始した。2025 年 6 月からはガバナンス体制も変更するなど、様々な改革が完了したタイミングでもある。

## いよいよ本格的な成長投資に向かう

この結果として得られた健全な財務体質、ROIC による経営管理の考え方、新たなガバナンス体制等を背景に、いよいよ本格的な成長投資に向かうことができるタイミングで新たな中期経営計画が策定された。このような背景を理解すると、今回は単なる 3 年に 1 度のルーティン的な中計更新ではなく、非常に面白いタイミングでの意欲的な中期経営計画であることがわかる。前述の統合報告書の策定過程において、ここからがスタートラインだという意識を持って編集作業を行っていたとのことであり、新たなステージに向かうという意識が同社内で共有されているようである。

## このような大きな変化のタイミングは株式投資における注目点となりうる

今回の中期経営計画では、同社経営陣は PBR を 1 倍以上に引き上げることを重要な目標とし、自らが「第三創業」と位置付ける大きな変化を目指している。一般に、経営に対する株式市場からの認識が大きく変化するタイミングではバリュエーションの変化が起きる可能性がある。新規投資などの同社の今後の動きに注目しておきたい。

図表 5. 新たなスタートへの条件は整っている

200海里問題の負の遺産解消完了	構造転換を図る中で進めたノンコア資産の処分が3年前に完了
ROIC重視の経営	2022年発表の前中計でROICを財務KGIとして初導入
前中計を計画通り達成	前中計（23/3期～25/3期）における財務KGIをすべて達成
財務体質の改善完了	ネットD/Eレシオ：16/3期末 3.2倍 ⇒ 25/3期末 1.0倍
不採算事業の見直し開始	インド洋のキンメダイ漁業は25/3期に撤退、他も検討の方針
ガバナンス体制の改革	2025年6月に監査等委員会設置会社へ移行、独立社外取締役が過半数



中期経営計画「For the ocean, for life 2027」財務目標（2025年3月発表）

営業利益 400億円	R&I格付け A-格維持
ROIC 5%	配当性向 30%以上（累進配当）
成長投資※2 1,400億円以上	PBR 1倍以上

出所：会社資料

## インオーガニック投資の進展にも注目したい

エクイティストーリーを構成する「ワクワクする夢」という点では、インオーガニック投資の進展も重要である。2025 年 3 月発表の中期経営計画では、成長投資 1,400 億円が計画されており、その内訳はオーガニック投資が 700 億円、インオーガニック投資が 700 億円である。インオーガニック投資は相手のあることなので、投資枠を設定しても思うように進まないこともある。しかし、適切なインオーガニック投資は株式市場が予想していなかった成長ストーリーを付加することができるため、バリュエーションに働きかける効果があると考えられる。

同社は 2025 年 5 月に欧州の水産商事・加工会社である VDL 社の買収を行っている。買収時の開示資料に、欧州持株会社に 40 百万ユーロ（当時約 65 億円）の増資を行って買収原資とするとの説明があるため、この水準の金額が投資されたと推測される。このような投資が増えてくると、株式市場の認識を変えるもう一つのきっかけとなる可能性がある。

## 3) 北米事業への認識ギャップも注目点

### エクイティストーリー（2）は北米事業が好事例

エクイティストーリー 2 番目の「グローバルでの水産物の調達力・漁獲枠を活かして製造した加工食品をグローバルで拡販し、利益率の向上と水産資源セグメントの利益ボラティリティの影響低減を実現すること」は、まさに今回の H1 決算における北米スケソウダラ事業の黒字転換が実例の一つである。同時に今期はスケソウダラを原料とする川下事業である北米カニカマ工場で拡張投資を行っているが、これはバリューチェーン全体としての利益安定化に寄与する取り組みである。

北米スケソウダラ事業のように収益性に課題があると見られていた事業が、実は模倣困難で希少なアセットであり、それが中期経営計画の重要施策であるバリューサイクル強化によって企業価値向上に貢献するアセットに変化するというのは、まさに当社が考えるエクイティストーリーの定義に合致している。

また、北米スケソウダラ事業は昨年度まで収益性が厳しかったため株式市場がその価値を認識していない可能性があるが、一方で会社はその価値を認識しているというギャップも非常に面白いポイントである。このような認識ギャップは株式市場における超過リターンのも源泉となりうるためである。

図表 6. 水産業、肉類業、水産加工品業、冷凍食品業に携わる代表的なグローバル企業の PBR の実績値と計算値の比較

企業名	ティッカー	国	売上高 (百万円)	3年平均 ROE	PBR	PER	PBR試算値	試算値と 実績値の差
JBS NV	JBS	アメリカ	13,461,795	19%	2.2	7.6	3.6	-1.4
Tyson Foods	TSN	アメリカ	8,121,950	1%	1.2	16.5	-0.4	1.6
Marfrig Global Foods	MRFG3	ブラジル	4,200,616	39%	11.3	-	8.2	3.1
WH Group	00288	香港	3,935,044	12%	1.3	9.0	2.1	-0.8
Kraft Heinz	KHC	アメリカ	3,920,634	5%	0.6	9.7	0.6	0.0
CJ CheilJedang	097950	韓国	3,268,037	6%	0.4	7.7	0.6	-0.2
General Mills	GIS	アメリカ	2,940,159	25%	2.9	12.8	4.9	-2.0
Muyuan Foods	002714	中国	2,914,195	14%	3.8	13.5	2.4	1.3
Pilgrims Pride	PPC	アメリカ	2,711,995	22%	2.2	7.7	4.3	-2.1
Charoen Pokphand	CPF	タイ	2,497,901	4%	0.7	5.7	0.2	0.5
Wens Foodstuff	300498	中国	2,216,578	7%	2.8	15.3	1.0	1.8
Smithfield Foods	SFD	アメリカ	2,145,229	-	1.5	9.5	-0.7	2.2
Hormel Foods	HRL	アメリカ	1,794,647	11%	1.7	17.8	1.9	-0.2
Conagra Brands	CAG	アメリカ	1,752,152	8%	1.0	10.1	1.2	-0.2
日本ハム	2282	日本	1,370,553	5%	1.2	19.2	0.4	0.9
Henan Shuanghui	000895	中国	1,261,514	24%	4.4	17.9	4.8	-0.3
<b>マルハニチロ</b>	<b>1333</b>	<b>日本</b>	<b>1,078,631</b>	<b>11%</b>	<b>0.8</b>	<b>10.7</b>	<b>1.8</b>	<b>-1.0</b>
Dongwon Industries	006040	韓国	995,606	7%	0.7	6.5	0.8	-0.2
伊藤ハム米久HD	2296	日本	988,771	6%	1.1	17.8	0.6	0.5
Mowi	MOWI	ノルウェー	913,168	16%	3.0	33.2	3.0	0.0
ニッスイ	1332	日本	886,126	10%	1.3	14.6	1.6	-0.3
ニチレイ	2871	日本	702,080	10%	1.8	16.5	1.6	0.2
Thai Union Group	TU	タイ	595,426	-	1.0	11.2	-0.7	1.7
Japfa Comfeed	JPFA	インドネシア	535,848	13%	1.9	9.5	2.3	-0.4
Austevoll Seafood	AUSS	ノルウェー	498,887	12%	1.2	24.5	2.1	-0.9
Leroy Seafood	LSG	ノルウェー	439,046	10%	1.6	64.7	1.6	-0.1
SalMar	SALM	ノルウェー	371,252	17%	5.1	58.8	3.3	1.8
極洋	1301	日本	302,681	12%	0.8	6.7	1.9	-1.1
横浜冷凍	2874	日本	125,563	-	1.0	27.1	-0.7	1.7
紀文食品	2933	日本	108,912	11%	1.1	7.9	1.9	-0.7

注：売上高は各社期末の為替で計算

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 7. 連結損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	会予 26/3
売上高	905,204	809,050	866,702	1,020,456	1,030,674	1,078,631	1,080,000
売上原価	787,135	700,505	746,206	885,202	896,856	933,033	
売上総利益	118,069	108,544	120,496	135,254	133,818	145,598	
売上総利益率	13.0%	13.4%	13.9%	13.3%	13.0%	13.5%	
販売費及び一般管理費	100,989	92,372	96,677	105,678	107,284	115,216	
営業利益	17,079	16,172	23,819	29,575	26,534	30,381	30,000
営業利益率	1.9%	2.0%	2.7%	2.9%	2.6%	2.8%	2.8%
営業外収益	5,207	4,293	6,040	7,324	8,683	6,932	
営業外費用	2,386	2,371	2,263	3,400	4,111	5,059	
経常利益	19,901	18,093	27,596	33,500	31,106	32,254	29,000
経常利益率	2.2%	2.2%	3.2%	3.3%	3.0%	3.0%	2.7%
特別損益	1,166	-7,568	-79	-1,955	4,785	9,691	
特別利益	4,915	194	2,164	4,378	9,560	11,922	
特別損失	3,749	7,762	2,243	6,333	4,775	2,231	
税金等調整前当期純利益	21,067	10,525	27,518	31,545	35,891	41,945	
税引前利益率	2.3%	1.3%	3.2%	3.1%	3.5%	3.9%	
法人税等	6,296	1,626	7,196	7,059	11,168	12,119	
法人税等-当期分	5,526	3,711	4,519	7,597	9,848	10,306	
法人税等調整額-繰延分	770	-2,085	2,677	-538	1,320	1,813	
非支配株主に帰属する当期純利益	2,232	3,145	3,422	5,890	3,868	6,560	
親会社株主に帰属する当期純利益	12,537	5,753	16,898	18,596	20,853	23,264	17,500
当期純利益率	1.4%	0.7%	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%	1.6%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成



図表 8. 連結貸借対照表(単位 : 百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
現金及び預金	21,782	31,579	24,952	33,679	37,944	49,240
営業債権	106,077	102,644	115,391	131,769	138,418	133,259
棚卸資産	164,307	156,141	172,690	216,697	215,332	218,005
その他流動資産	9,824	10,147	11,271	10,494	13,291	14,072
<b>流動資産</b>	<b>301,990</b>	<b>300,511</b>	<b>324,304</b>	<b>392,639</b>	<b>404,985</b>	<b>414,576</b>
土地	46,533	45,439	42,982	42,417	42,189	41,925
建設仮勘定	13,859	10,220	3,896	3,905	6,901	5,685
その他有形固定資産	87,814	92,243	93,371	102,673	103,130	110,601
<b>有形固定資産</b>	<b>148,206</b>	<b>147,902</b>	<b>140,249</b>	<b>148,995</b>	<b>152,220</b>	<b>158,211</b>
のれん	6,899	7,914	7,965	8,868	7,529	5,728
その他無形固定資産	12,140	11,997	14,067	22,860	24,530	25,593
<b>無形固定資産</b>	<b>19,039</b>	<b>19,911</b>	<b>22,032</b>	<b>31,728</b>	<b>32,059</b>	<b>31,322</b>
<b>投資その他の資産</b>	<b>58,827</b>	<b>64,541</b>	<b>62,016</b>	<b>63,864</b>	<b>82,537</b>	<b>77,101</b>
<b>固定資産合計</b>	<b>226,073</b>	<b>232,354</b>	<b>224,298</b>	<b>244,587</b>	<b>266,816</b>	<b>266,635</b>
<b>資産合計</b>	<b>528,063</b>	<b>532,866</b>	<b>548,603</b>	<b>637,227</b>	<b>671,801</b>	<b>681,211</b>
買入債務	32,797	34,270	36,226	41,701	43,734	44,972
未払金・未払費用	25,896	29,446	30,926	30,659	36,694	31,543
短期借入金	122,510	135,920	138,467	174,228	167,509	133,069
一年内返済の長期借入金	27,695	42,508	42,237	46,684	51,622	0
<b>流動負債</b>	<b>199,528</b>	<b>213,968</b>	<b>221,544</b>	<b>265,448</b>	<b>272,969</b>	<b>236,915</b>
長期借入金	139,204	123,917	112,136	121,910	98,841	99,842
社債	-	-	-	5,000	18,000	33,000
退職給付に係る負債	20,951	19,383	18,515	19,091	21,761	22,495
<b>固定負債</b>	<b>169,556</b>	<b>152,237</b>	<b>139,162</b>	<b>159,255</b>	<b>153,352</b>	<b>168,899</b>
<b>負債合計</b>	<b>369,085</b>	<b>366,206</b>	<b>360,707</b>	<b>424,704</b>	<b>426,321</b>	<b>405,815</b>
資本金・剰余金	59,756	61,758	61,766	56,634	56,313	56,309
利益剰余金	73,069	76,406	91,611	107,313	123,113	141,324
自己株式	-77	-83	-87	-308	-556	-542
<b>株主資本</b>	<b>132,747</b>	<b>138,081</b>	<b>153,291</b>	<b>163,639</b>	<b>178,870</b>	<b>197,090</b>
評価換算差額	-119	4,415	6,883	14,672	28,258	32,477
非支配株主持分	26,350	24,163	27,721	34,210	38,351	45,827
<b>純資産合計</b>	<b>158,978</b>	<b>166,660</b>	<b>187,895</b>	<b>212,522</b>	<b>245,480</b>	<b>275,396</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>528,063</b>	<b>532,866</b>	<b>548,603</b>	<b>637,227</b>	<b>671,801</b>	<b>681,211</b>

注：短期借入金には一年以内に返済予定の長期借入金を含む

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. 連結キャッシュ・フロー表 (単位 : 百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
税引前利益	21,067	10,525	27,518	31,545	35,891	41,945
減価償却費・のれん償却額	16,639	17,168	17,750	16,695	17,893	18,968
売上債権の増減額	8,145	3,082	-9,942	-9,836	-4,041	7,945
棚卸資産の増減額	1,459	9,558	-14,647	-35,235	6,465	2,270
仕入債務の増減額	-1,275	-1,026	2,704	1,650	31	-899
その他営業キャッシュ・フロー	-6,857	-5,946	-4,134	-4,843	-2,635	-31,050
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>39,178</b>	<b>33,361</b>	<b>19,249</b>	<b>-24</b>	<b>53,604</b>	<b>39,179</b>
有価証券及び投資有価証券の取得	-692	-152	-234	-149	-3,090	-52
有価証券及び投資有価証券の売却	157	202	1,209	3,227	1,333	15,215
有形固定資産の取得及び売却	-21,835	-22,323	-10,185	-15,712	-15,602	-17,511
無形固定資産の取得及び売却	-	-	-	-9,384	-1,757	-1,316
関係会社株式の取得	-	-	-1,527	-1,618	-1,470	-387
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得	-98	-2,312	-1,574	-3,299	-	-775
利息及び配当金の受取額	2,013	1,432	1,757	1,654	1,935	2,653
その他	-1,990	11,157	296	1,421	-276	287
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-22,445</b>	<b>-11,996</b>	<b>-10,258</b>	<b>-23,860</b>	<b>-18,927</b>	<b>-1,886</b>
短期借入金の純増減額	-6,100	-2,323	1,018	25,582	-13,907	-21,081
長期債務の増加	30,317	28,370	33,853	66,187	45,023	56,170
長期債務の返済	-25,794	-29,112	-46,481	-48,360	-51,646	-57,053
自己株式の取得	-5	-5	-4	-5,381	-266	-6
配当金の支払額	-2,098	-2,096	-2,097	-2,883	-5,038	-5,037
非支配株主への配当金の支払額	-1,164	-1,625	-1,505	-2,159	-2,138	-2,517
利息の支払額	-1,747	-1,509	-1,427	-2,204	-3,457	-4,156
その他の財務キャッシュ・フロー	-541	-2,512	-557	-494	-1,514	4,328
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-7,132</b>	<b>-10,812</b>	<b>-17,200</b>	<b>30,288</b>	<b>-32,943</b>	<b>-29,352</b>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>16,733</b>	<b>21,365</b>	<b>8,991</b>	<b>-23,884</b>	<b>34,677</b>	<b>37,293</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 株価指標、ROE および KPI

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	会予 26/3
EPS (円)	238.2	109.8	321.1	363.7	413.6	461.9	347.44
BPS (円)	2,520.3	2,714.3	3,044.0	3,534.4	4,112.7	4,557.7	
1 株当たり配当金 (円)	40	40	55	65	85	110	110
配当性向	16.8	36.4	17.1	17.6	20.5	23.8	31.7
終値 (円)	2,258	2,625	2,397	2,375	2,974	3,261	
PER (倍)	9.5	24.0	7.5	6.4	7.2	7.1	
PBR (倍)	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	
期末発行済株式数 (千株)	52,657	52,657	52,657	50,579	50,579	50,579	
自己株式数 (株)	32,290	34,758	36,389	128,003	215,068	209,805	
自社株控除株式数 (千株)	52,625	52,622	52,621	50,451	50,364	50,369	
時価総額 (百万円)	118,826	138,133	126,131	119,821	149,757	164,253	
株主資本比率	25.1	26.8	29.2	28.0	30.8	33.7	
有利子負債残高	266,008	263,710	254,466	304,941	287,891	277,286	
D/E レシオ	2.0	1.8	1.6	1.7	1.4	1.2	
ネット D/E レシオ	1.8	1.6	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0
EV (Enterprise Value)	389,402	394,427	383,366	425,293	438,055	438,126	
EBITDA (百万円)	33,718	33,376	42,593	47,449	45,963	51,580	50,000
EV/EBITDA 倍率	11.5	11.8	9.0	9.0	9.5	8.5	
ROE	9.7	4.2	11.2	11.0	10.8	10.7	7.5
ROIC	3.2	3.0	4.3	4.8	4.2	4.3	4.0
従業員数	11,107	13,117	12,352	12,843	12,531	12,454	

注：ROIC は、同社の定義「(経常利益+支払利息-受取利息) × (1 - 実効税率) ÷ 運転資本・固定資産の期首期末平均」による

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレーマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号