



第 3 創業期に向けて Umios が出航。安田新  
社長が取り組むワンチーム化とグローバル戦略に  
期待したい

26/3 期決算は、売上高が前期比 2.5%増、営業利益が同 2.7%増、EBITDA が同 2.9%増であった。営業利益は過去最高の 312 億円となった。セグメント別営業利益は、水産資源が前期比 63 億円の増益、食材流通が同 22 億円の減益、加工食品が同 39 億円の減益となり、水産資源が営業増益を牽引。26/3 期通期の配当は 2026 年 1 月に実施された 1:3 の株式分割調整後で 44.7 円（前期比実施 8 円増配）となった。

27/3 期の会社計画は、売上高 1 兆 1,100 億円（前期比 0.4%増）、営業利益 320 億円（同 2.6%増）、経常利益 300 億円（同 4.0%減）である。一過性の企業変革費用（CI ブランディング費用 30 億円）を除いた営業利益は 350 億円であり、実質ベースの営業利益は前期比 5.4%増と見込んでいる。

2026 年 3 月、同社は、「Umios」(ウミオス)に社名を変更した。2025 年 3 月に公表した 10 年後に向けた新長期ビジョン及び中期経営計画「For the ocean, for life 2027」は同社にとって第 3 創業期の幕開けとして位置付けられている。4 月に就任した安田新社長が取り組むワンチーム化とグローバル戦略に期待したい。

同社の模倣困難性は、「グローバルな調達・生産・加工・流通を一貫して行う、水産物関連のサプライチェーンを大規模に構築し、かつ、100 年以上にわたって維持・発展させ続ける中で、獲得した信頼や調達力・漁獲枠」であるとストラテジー・アドバイザーズは考える。

2025 年 7 月以降、力強く上昇していた同社株価は、今年 3 月からは、一転して下落基調で推移している。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いまだ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。今後、模倣困難性に基づいた施策の成果が数値として表れ、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、バリュエーション改善に繋がるであろう。

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(2026/6/19)     | 1,247.5 |
| 52週高値(2026/2/27)  | 1,585.5 |
| 52週安値(2025/6/26)  | 999.3   |
| 上場来高値(2026/2/27)  | 1,585.5 |
| 上場来安値(2014/5/19)  | 500.0   |
| 発行済株式数(百万株)       | 151.2   |
| 時価総額(十億円)         | 188.6   |
| EV (十億円)          | 485.6   |
| 自己資本比率(26/3、%)    | 32.9    |
| ROE (26/3、%)      | 9.3     |
| PER (27/3 会予、倍)   | 12.6    |
| PBR (26/3 実績、倍)   | 0.8     |
| 配当利回り (27/3 会予、%) | 3.6     |

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

| 決算期        | 売上高<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | EPS<br>(円) | DPS<br>(円) |
|------------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| 23/3期      | 1,020,456    | 17.7       | 29,575        | 24.2       | 33,500        | 21.4       | 18,596       | 10.0       | 121.2      | 21.7       |
| 24/3期      | 1,030,674    | 1.0        | 26,534        | -10.3      | 31,106        | -7.1       | 20,853       | 12.1       | 137.9      | 28.3       |
| 25/3期      | 1,078,631    | 4.7        | 30,381        | 14.5       | 32,254        | 3.7        | 23,264       | 11.6       | 154.0      | 36.7       |
| 26/3期      | 1,105,890    | 2.5        | 31,191        | 2.7        | 31,251        | -3.1       | 22,182       | -4.7       | 146.8      | 44.7       |
| 27/3期 会社予想 | 1,110,000    | 0.4        | 32,000        | 2.6        | 30,000        | -4.0       | 15,000       | -32.4      | 99.2       | 45.0       |

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 期決算概要 .....                           | 3  |
| セグメント別概況.....                                 | 5  |
| 1) 水産資源セグメント .....                            | 5  |
| 2) 食材流通セグメント .....                            | 6  |
| 3) 加工食品セグメント .....                            | 7  |
| 2. 27/3 期会社計画.....                            | 7  |
| セグメント別概況.....                                 | 9  |
| 1) 水産資源セグメント .....                            | 9  |
| 2) 食材流通セグメント .....                            | 10 |
| 3) 加工食品セグメント .....                            | 10 |
| 3. 中期経営計画と新長期ビジョンの概要及び進捗状況 .....              | 12 |
| 1) 新長期ビジョン .....                              | 12 |
| 2) 中期経営計画「For the ocean, for life 2027」 ..... | 13 |
| 4. 株価動向とバリュエーション.....                         | 16 |
| 1) バリュエーションは今も相対的に低位にある .....                 | 16 |
| 2) 経営方針への信認が中長期的なバリュエーション改善へのカギ .....         | 18 |
| 5. エクイティストーリー.....                            | 19 |
| 【イニシエーション・アップデート】 .....                       | 20 |
| 6. 会社概要.....                                  | 20 |
| 7. 沿革 .....                                   | 21 |
| 1) マルハ .....                                  | 21 |
| 2) ニチロ .....                                  | 22 |
| 3) マルハニチロ.....                                | 23 |
| 8. 安田大助社長の「私の履歴書」 .....                       | 25 |
| 9. 主要事業.....                                  | 28 |
| 1) 水産資源セグメント .....                            | 28 |
| 2) 食材流通セグメント .....                            | 28 |
| 3) 加工食品セグメント .....                            | 30 |
| 10. 企業 DNA と模倣困難性.....                        | 31 |
| 1) ポジショニング理論 .....                            | 31 |
| 2) 企業 DNA .....                               | 31 |
| 3) 模倣困難性.....                                 | 32 |
| 4) パーパス、ミッション、バリューズ .....                     | 33 |
| 11. 財務戦略.....                                 | 33 |
| 12. 市場動向及び同業他社比較 .....                        | 35 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1) 世界のタンパク質供給源別生産量 .....     | 35 |
| 2) 日本のタンパク質需給 .....          | 37 |
| 3) 同業他社比較 (事業ポートフォリオ) .....  | 38 |
| 13. リスク要因 .....              | 40 |
| 14. サステナビリティ経営の推進 .....      | 42 |
| 1) サステナビリティ .....            | 42 |
| 2) コーポレート・ガバナンスの体制と仕組み ..... | 44 |

## 1. 26/3 期決算概要

### 26/3 期決算は 2.5%増収 2.7% 営業増益

26/3 期決算は、売上高が前期比 2.5%増、営業利益が同 2.7%増、親会社株主に帰属する当期純利益が同 4.7%減、EBITDA が同 2.9%増であった。営業利益は過去最高の 312 億円となった。2 度に亘って上方修正された通期計画に対する達成率は、売上高が 102%、営業利益が 104%、親会社株主に帰属する当期純利益が 114%、EBITDA が 106%であった。

### 実質ベースでは 9.2%営業増益

販管費に計上された一過性の企業変革費用 20 億円を除いた営業利益は 332 億円となった。結果、実質ベースの営業利益は前期比で 9.2%増加した。

### 営業外収支が縮小

為替差益の減少等により、営業外収支は前期の 18.7 億円から 0.6 億円に縮小した。営業利益は増加したものの、営業外収支が減少したため、経常利益は前期比 3.1%減少した。

### 特別損益は減少

特別利益では、固定資産売却益は前期比 29.5 億円増加したものの、投資有価証券売却益が同 31.9 億円減少したため、合計では前期の 119.2 億円から 114.7 億円に減少した。一方、特別損失では、減損損失は前期比 10.9 億円減少したものの、本社移転費用が 21.2 億円計上されたため、合計では前期の 22.3 億円から 32.2 億円に増加した。結果、特別損益は、前期の 96.9 億円から 82.5 億円に減少した。なお、政策保有株式については、24/3 末の取得原価をベースとする保有残高の 3 分の 2 を縮減するという目標を達成した。

ROIC は、投下資本の増加に伴い、前期の 4.3%から 4.1%に若干低下した。一方、ROE は、自己資本の拡大と、当期純利益の減少に伴い、前期の 10.7%から 9.3%に低下した。

### 期末配当金は 28 円に引上げ

1 株当たり期末配当金については、「配当性向 30%以上を前提とした累進配当」という基本方針に基づき、2 月に修正した 24 円に対して更に 4 円増配し、28 円と決定した。結果、26/3 期通期の配当は 2026 年 1 月に実施された 1:3 の株式分割調整後で 44.7 円（前期比実質 8 円増配）となり、配当性向は 30.4%（前期は 23.8%）となった。

### 水産資源事業が営業利益の増加を 牽引

セグメント別営業利益は、水産資源事業が前期比 63 億円の増益、食材流通事業が同 22 億円の減益、加工食品事業が同 39 億円の減益、その他事業と調整額の合計が 6 億円の増益であった。水産資源セグメントが営業増益を牽引した。水産資源セグメントについては、事業構造改革効果や生産改善効果、販売増加により、大幅増益となった。食材流通セグメントについては、欧州事業の好調は継続したものの、畜産事業が収益構造見直しや価格変動影響を受けて大幅減益となったため、全体では減益を余儀なくされた。

加工食品セグメントについては、国内加工食品事業が、販売数量減に伴う工場稼働率低下により、海外加工食品事業も、パーツ高米ドル安の影響や、水産加工における原材料高の影響により、それぞれ減益となった。しかし、海外ペットフード事業の販売は堅調であった。

図表 1. 26/3 期 連結損益計算書

| (億円)            | 25/3 期 | 26/3 期 | 前期比    |         | 計画達成率 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|-------|
|                 |        |        | 増減     | 増減率     |       |
| 売上高             | 10,786 | 11,059 | 273    | 2.5%    | 102%  |
| 売上原価            | 9,330  | 9,519  | 189    | 2.0%    |       |
| 売上総利益           | 1,456  | 1,540  | 84     | 5.8%    |       |
| 販売費・一般管理費       | 1,152  | 1,228  | 76     | 6.6%    |       |
| 営業利益            | 304    | 312    | 8      | 2.7%    | 104%  |
| (一過性の企業変革費用を除く) | (304)  | (332)  | (+28)  | (+9.2%) | -     |
| 営業利益率           | 2.8%   | 2.8%   | -      | -       | -     |
| 営業外収益           | 69     | 54     | -15    | -21.7%  |       |
| 営業外費用           | 51     | 54     | 3      | 5.9%    |       |
| 経常利益            | 323    | 313    | -10    | -3.1%   | 108%  |
| 特別利益            | 119    | 115    | -4     | -3.4%   |       |
| 特別損失            | 22     | 32     | 10     | 45.5%   |       |
| 税金等調整前当期純利益     | 419    | 395    | -24    | -5.7%   |       |
| 法人税等            | 121    | 113    | -8     | -6.6%   |       |
| 非支配株主に帰属する当期純利益 | 66     | 61     | -5     | -7.6%   |       |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 233    | 222    | -11    | -4.7%   | 114%  |
| EBITDA          | 516    | 531    | 15     | 2.9%    | 106%  |
| ROE             | 10.7%  | 9.3%   | -1.4pt | -       | -     |
| ROIC            | 4.3%   | 4.1%   | -0.2pt | -       | -     |
| ネット D/E レシオ (倍) | 1.0    | 1.0    | -      | -       | -     |

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 2. 営業利益の増減分析（前期比）

(単位：億円)



出所：会社資料

## セグメント別概況

図表 3. 26/3 期セグメント別業績 (26/3 期組織ベース) (単位: 億円)

| セグメント   | ユニット     | 売上高    |        |             | 営業利益                |                     |             |       |        |
|---------|----------|--------|--------|-------------|---------------------|---------------------|-------------|-------|--------|
|         |          | 25/3 期 | 26/3 期 | 前年対比<br>増減率 | 25/3 期<br>営業<br>利益率 | 26/3 期<br>営業<br>利益率 | 前年対比<br>増減率 |       |        |
| 水産資源    | 漁業       | 386    | 345    | -10.6%      | -12                 | -3.1%               | 4           | 1.2%  | -      |
|         | 養殖       | 174    | 211    | 21.7%       | -11                 | -6.3%               | 8           | 3.8%  | -      |
|         | 北米       | 717    | 738    | 2.9%        | -16                 | -2.2%               | 13          | 1.8%  | -      |
|         | セグメント計   | 1,276  | 1,294  | 1.4%        | -39                 | -3.1%               | 24          | 1.9%  | -      |
|         | (国内 内訳)  | 603    | 639    | 6.0%        | -24                 | -4.0%               | 1           | 0.2%  | -      |
|         | (海外 内訳)  | 673    | 655    | -2.7%       | -15                 | -2.2%               | 23          | 3.5%  | -      |
| 食材流通    | 水産商事     | 4,184  | 4,426  | 5.8%        | 111                 | 2.7%                | 116         | 2.6%  | 4.5%   |
|         | 食材流通     | 2,405  | 2,487  | 3.4%        | 54                  | 2.2%                | 44          | 1.8%  | -18.5% |
|         | 農畜産      | 921    | 787    | -14.6%      | 15                  | 1.6%                | -2          | -0.3% | -      |
|         | セグメント計   | 7,511  | 7,699  | 2.5%        | 180                 | 2.4%                | 158         | 2.1%  | -12.5% |
|         | (国内 内訳)  | 6,274  | 6,298  | 0.4%        | 123                 | 2.0%                | 93          | 1.5%  | -24.5% |
|         | (海外 内訳)  | 1,237  | 1,402  | 13.3%       | 57                  | 4.6%                | 65          | 4.6%  | 13.8%  |
| 加工食品    | 加工食品     | 1,719  | 1,774  | 3.2%        | 127                 | 7.4%                | 91          | 5.1%  | -28.3% |
|         | ファインケミカル | 79     | 83     | 5.9%        | 12                  | 15.2%               | 10          | 12.0% | -16.7% |
|         | セグメント計   | 1,798  | 1,858  | 3.3%        | 139                 | 7.7%                | 101         | 5.4%  | -27.7% |
|         | (国内 内訳)  | 1,212  | 1,213  | 0.1%        | 53                  | 4.4%                | 34          | 2.8%  | -36.0% |
|         | (海外 内訳)  | 585    | 645    | 10.3%       | 86                  | 14.7%               | 67          | 10.4% | -22.6% |
| その他     |          | 202    | 208    | 3.0%        | 23                  | 11.4%               | 29          | 13.9% | 26.1%  |
| 合計      |          | 10,786 | 11,059 | 2.5%        | 304                 | 2.8%                | 312         | 2.8%  | 2.6%   |
| (国内 内訳) |          | 8,275  | 8,342  | 0.8%        | 164                 | 2.0%                | 148         | 1.8%  | -9.8%  |
| (海外 内訳) |          | 2,511  | 2,717  | 8.2%        | 140                 | 5.6%                | 164         | 6.0%  | 17.1%  |

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 1) 水産資源セグメント

## セグメント利益が大幅改善して黒字転換

水産資源セグメントについては、売上高が前期比 1.4%増収の 1,294 億円、営業損益は前期の 39 億円の損失から 24 億円の利益へと、63 億円の大幅改善となった。国内事業が前期の 24 億円の損失から 1 億円の利益に、海外事業が前期の 15 億円の損失から 23 億円の利益に、共に黒字転換した。

## 養殖等の国内事業の営業利益が計画を上回った

第 3 四半期 (以下、Q3) 決算発表時に、6 億円から 18 億円に上方修正されたセグメント営業利益計画に対しては、更に 6 億円の上振れとなった。海外事業は計画通りであった一方、国内事業が計画を 6 億円上回った。ユニット別では、漁業が計画比 2 億円、養殖が同 4 億円、北米が同 1 億円の上振れとなった。

## 漁業ユニットは操業効率改善等が寄与して黒字転換

漁業ユニットについては、ミクロネシア海域のカツオ漁獲減や魚価低迷により、売上高は前期比 10.6%の減収となった。一方、ニュージーランドと豪州での操業効率の改善に伴う漁獲増や、日本

## 養殖ユニットは大幅な増収等により、黒字転換

における不採算事業からの撤退等により、営業利益は前期の 12 億円の損失から 4 億円の利益に改善した。

養殖ユニットについては、ブリ・カンパチの販売価格が引き続き堅調に推移したため、売上高は前期比 21.7%の大幅増収となった。一方、営業利益は、生産コスト（飼料費、人件費、物流費等）の高止まりは継続しているものの、増収効果や輸出増加、高水温対策に伴う歩留まり改善により、前期の 17 億円の損失から 8 億円の利益に改善した。

## 北米ユニットは生産体制見直しの効果等により、黒字化

北米ユニットは、主力のスケソウダラの製品相場が堅調に推移したことや、カニカマ製品の販売が数量、価格の両面で好調だったことから、売上高は前期比 2.9%の増収となった。一方、営業利益は、構造改革効果（生産拠点の統合等によるコスト低減）や、生産改善効果（スケソウダラのフィレ製造比率の向上）、販売増加効果（カニカマ製品）により、前期の 16 億円の損失から 13 億円の利益に黒字転換した。

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、拠点統合によって原料共有が可能となり、生産性が大幅に向上した。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の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。

川下のカニカマ製品事業では、需要増加を想定して過去 1 年の間に工場への追加投資を行って生産ラインを拡張しており、足元の販売好調はこの投資の効果が出ていると考えられる。

## 2) 食材流通セグメント

### 食材流通は 2.5%増収 12.5%減益

食材流通セグメントについては、売上高が前期比 2.5%増の 7,699 億円、営業利益は同 12.5%減の 158 億円となった。海外事業は、前期比 13.8%増の 65 億円となったものの、国内事業が同 24.5%減の 93 億円となった。

### 国内事業、海外事業共に営業利益が計画を下回った

Q3 決算発表時に、170 億円から 168 億円にやや下方修正されたセグメント営業利益計画に対しては、更に 10 億円の不振となった。海外事業、国内事業共に計画を各々 5 億円下回った。ユニット別では、水産商事が計画比 4 億円、食材流通が同 3 億円、農畜産が同 2 億円の不振となった。

### 水産商事ユニットは国内外とも好調

水産商事ユニットについては、国内事業は、ホタテ、エビ等を中心とした水産物全般における販売単価の上昇に伴い、販売が好調だった。特に、販売単価の上昇に加えて、グループ内の連携効果により、荷受子会社の利益が増加した模様である。欧州事業は、既存事業における収益性向上に加えて、2025 年 5 月に買収した VDL 社の利益貢献により、増益となった。

この結果、同ユニット全体では、前期比 5.8%増の増収となり、営業利益は前期の 111 億円から 116 億円に増加した。

### 食材流通ユニットはコスト増で減益

食材流通ユニットについては、グループ内連携の強化に伴う販路拡大により、前期比 3.4%の増収となった。しかし、コスト上昇を業務効率の改善と生産性の向上努力で補いきれず、セグメント営業利益は前期の 54 億円から 44 億円に減少した。

### 農畜産ユニットは事業構造改革が継続中

農畜産ユニットについては、現行の中期経営計画で打ち出された、畜産事業の収益構造の見直しを実施している。畜産事業では、原料のトレーディングを主軸とした収益構造を、よりユーザーに近い加工品を中心としたものに転換する方針である。この影響により、農畜産ユニットは前期比 14.6%の減収となった。

一方、収益構造の見直しの影響に加え、国内市場における輸入冷凍豚肉の販売価格下落に伴うマージンの悪化等もあり、同ユニットの営業利益は前期の 15 億円の利益から 2 億円の損失となった。

## ユニット間の連携により、産業給食向けの販売が拡大

同社は、2025 年 4 月に、グループ全体のあらゆる商材を提供することを目的とした、給食食材営業部を食材流通ユニット内に新設した。結果として、水産商事ユニットとの連携により、産業給食向けの販売が拡大した。

## 3) 加工食品セグメント

### 加工食品は 3.3%増収 27.7%減益

加工食品セグメントについては、売上高は 3.3%増収の 1,858 億円であった一方、営業利益は同 27.7%減益の 101 億円となった。海外事業が前期比 22.6%減の 67 億円、国内事業が同 36.0%減の 34 億円となった。

### 国内事業、海外事業共に営業利益が計画を下回った

Q3 決算発表時に、136 億円から 111 億円に下方修正されたセグメント営業利益計画に対しては、更に 10 億円の下振れとなった。海外事業が計画を 8 億円、国内事業が計画を 3 億円下回った。ユニット別では、加工食品が計画を 10 億円下回った一方、ファインケミカルは計画通りの着地であった。

### 海外加工食品事業については、タイの北米向けペットフード事業及び水産加工事業が減益

海外加工食品事業については、タイから輸出している北米向けのペットフード事業において、販売は堅調に推移したものの、対ドルでのパーツ高によって利益が減少した。一方、タイの水産加工事業は、原材料価格の上昇によるコストの増加や、タイパーツ高による輸出採算の悪化により、減益となった。

### 国内加工食品事業も減益

国内加工食品事業については、原材料高や、価格改定後の販売数量減に伴う工場稼働の低下、テレビ CM 等の販売促進費の増加、パッケージ改定費用の計上等により、減益となった。

結果、同ユニット全体では、前期比 3.2%増収となったが、営業利益は前期の 127 億円から 91 億円に減少した。

### ファインケミカルユニットの営業利益も減益

ファインケミカルユニットについては、医薬品向けの販売が底堅く推移したため、前期比 5.9%増収となった。一方、コスト増加の影響により、営業利益は前期の 12 億円から 10 億円に減少した。

## 2. 27/3 期会社計画

### 一過性の企業編変革費用を除いた営業利益は前期比 5.4%の増加を予想

27/3 期の会社計画は、売上高 1 兆 1,100 億円（前期比 0.4%増）、営業利益 320 億円（同 2.6%増）、経常利益 300 億円（同 4.0%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 150 億円（同 32.4%減）である。

一過性の企業変革費用（CI ブランディング費用 30 億円）を除いた営業利益は 350 億円であり、実質ベースの営業利益は前期比 5.4%増と見込んでいる。営業外収支は、前期の 0.6 億円の黒字から 20 億円の赤字への悪化を計画している。支払利息の増加が見込まれている模様である。

特別損益については、前期の 82.5 億円から約 20 億円への減少を計画している。非支配株主に帰属する当期純利益については、2026 年 1 月に実施された Umios Food Group Europe B.V.（以下、UFGE。旧 Seafood Connection Holding B.V.）の完全子会社化により、前期の 60.6 億円から減少が見込まれている模様である。

ROIC については、営業利益の増加と投下資本の抑制により、前期比 0.2%ポイント改善の 4.3%と見込まれている。

## 1 株当たり年間配当金は 45 円を予想

1 株当たり年間配当金については、「配当性向 30%以上を前提とした累進配当」という基本方針に基づいて、前期の株式分割修正後の 44.7 円に対して、45 円（配当性向 45.4%）を予想している。

## Umios ロジは持分法適用関連会社に移行

同社は、完全子会社である Umios ロジ（旧マルハニチロ物流）の発行済株式の 51%を、センコーグループホールディングス（9069 東証プライム）に譲渡すると公表した。譲渡予定日は 2026 年 9 月 1 日であり、それ以降、Umios ロジは持分法適用関連会社に移行する。また、総資産約 500 億円、有利子負債約 300 億円が同社のバランスシートから除外される見通しである。

同社は、物流機能の持続可能性向上に向けて、物流専門企業のノウハウや経営資源の活用を模索していたが、高次加工品対応の物流品質・保管能力・輸配送において、センコーグループホールディングスに Umios ロジの株式を譲渡することが最適と判断した。

図表 4. 27/3 期の会社計画

| (億円)            | 26/3 期 | 27/3 期計画 | 前期比     |        |
|-----------------|--------|----------|---------|--------|
|                 |        |          | 増減      | 増減率    |
| 売上高             | 11,059 | 11,100   | +41     | +0.4%  |
| 営業利益            | 312    | 320      | +8      | +2.6%  |
| （一過性の企業変革費用を除く） | (332)  | (350)    | (+18)   | +5.4%  |
| 営業利益率           | 2.8%   | 2.9%     | +0.1pt  | -      |
| 営業外収支           | 1      | -20      | -19     | -      |
| 経常利益            | 313    | 300      | -13     | -4.0%  |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 222    | 150      | -72     | -32.4% |
| ROIC            | 4.1%   | 4.3%     | +0.2pt  | -      |
| 配当性向            | 30.4%  | 45.4%    | +15.0pt | -      |
| EPS (円)         | 146.75 | 99.22    | -       | -      |

出所：会社資料

## 3 セグメント合計で 54 億円の増益を見込む一方、その他による減益要因を考慮し、全体では 8 億円の営業増益を計画

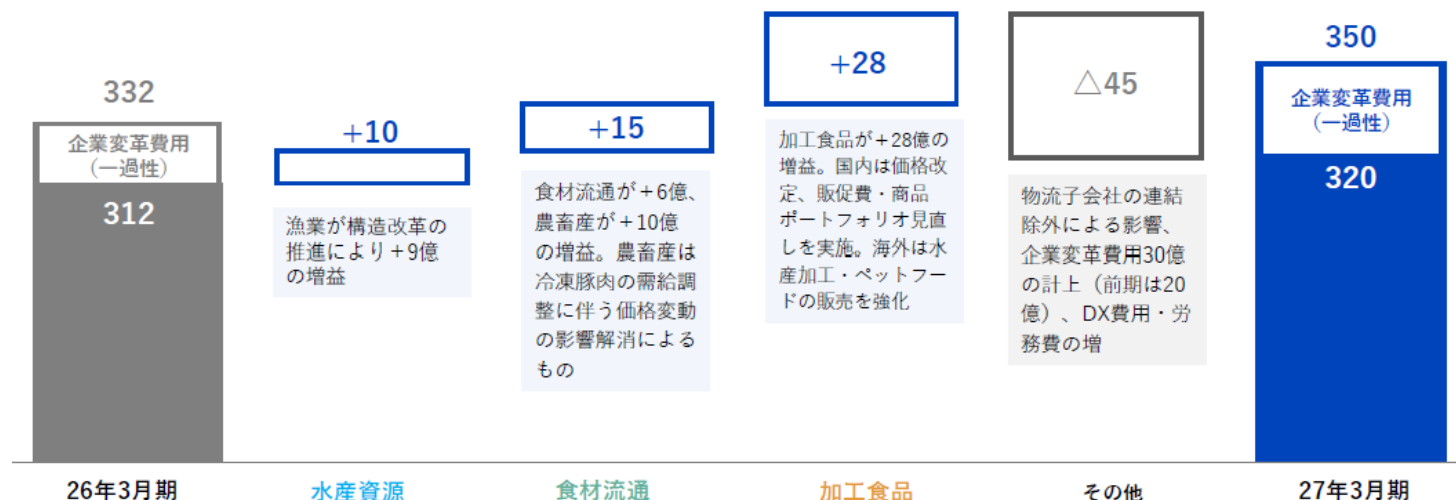
セグメント別営業利益の増減計画は、水産資源事業が前期比 10 億円の増益、食材流通事業が同 15 億円の増益、加工食品事業が同 28 億円の増益、その他事業と調整額の合計が 45 億円の減益である。

水産資源セグメントについては、漁業ユニットが前期比 9 億円の増益を見込んでいる。食材流通セグメントについては、食材流通ユニットが同 6 億円、農畜産ユニットが同 10 億円の増益を見込んでいる。加工食品セグメントについては、加工食品ユニットが同 28 億円の増益を見込んでいる。

その他と調整額については、企業変革費用が前期の 20 億円から約 30 億円（CI ブランディング費用のみ）に増加することが 10 億円の減益要因となっているほか、物流子会社の連結除外や、DX 費用・人件費の増加等が 35 億円の減益要因となっている。なお、28/3 期の企業変革費用は約 20 億円が見込まれている。

なお、中東情勢による影響について同社は、現時点では計画に織り込んでいないものの、今後の情勢については慎重に注視すると説明している。

図表 5. 営業利益計画の増減分析



出所：会社資料

## セグメント別概況

### 1) 水産資源セグメント

#### 海外事業が増益を牽引

水産資源セグメントについては、売上高が前期比 4.7%増収の 1,215 億円、営業利益は同 58.8%増の 27 億円を見込んでいる。営業利益は、海外事業が前期比 9 億円増益の 32 億円と見込む一方、国内事業も前期の 6 億円の損失から 5 億円の損失に、やや改善する計画。

#### 漁業ユニットは 9 億円の増益計画

漁業ユニットについては、不採算事業からの早期撤退、漁船の選択と集中、新船投入に伴う操業公立の改善、川下戦略の推進により、前期比 1.2%減と減収を見込む一方、営業利益は前期の 4 億円から 13 億円への増加を計画している。

#### 養殖ユニットは 2 億円の増益計画

養殖ユニットについては、27/3 期より、養殖魚の販売強化のため、販売部門を食材流通セグメントの水産商事ユニットへ組織移動を行った。結果、新組織ベースの 26/3 期の売上高は、旧組織ベースの 211 億円から 98 億円に減少している。また、新組織ベースの営業利益は、旧組織ベースの 8 億円から 0 億円に減少している。

生産体制の強化により、新組織ベースの売上高は、前期比 4.1%増の 102 億円への増加を見込んでいる。一方、営業利益は、生産コストの増加を見込むものの、高水温対策などの原価低減策の継続的な実施により、前期の 0 億円から 2 億円への増加を計画している。

#### 北米ユニットの利益は横這いを計画

北米ユニットについては、27/3 期より、カニ事業を食材流通セグメントの水産商事ユニットへ組織移動を行った。結果、新組織ベースの 26/3 期の売上高は、旧組織ベースの 738 億円から 718 億円に減少している。また、新組織ベースの営業利益は、旧組織ベースと同じの 13 億円である。

高収益製品の製造比率向上により、新組織ベースの売上高は前期比 7.5%増の 772 億円を見込んでいる。一方、営業利益については、北米子会社は構造改革効果により増益を見込むものの、コストの増加を背景に、北米ユニットに属する国内子会社が減益見通しであるため、ユニット全体としては前期比横這いの 13 億円と計画されている。

## 2) 食材流通セグメント

### 国内外事業が共に増益を計画

食材流通セグメントについては、売上高が前期比 1.7%減収の 7,700 億円、営業利益は同 9.1%増の 179 億円を見込んでいる。営業利益は、海外事業が前期比 8 億円増益の 72 億円、国内事業も同 6 億円増益の 107 億円と計画している。

### 水産商事ユニットは 1 億円の減益計画

水産商事ユニットについては、販売価格の高止まりに伴う販売数量の伸び悩みにより、売上高は前期比 0.5%減と 22 億円の減収を見込んでいる。一方、グループ内の川上機能・川下機能との更なる連携強化や、欧州における事業領域と販売拡大により、営業利益は 123 億円と、前期比 1 億円の減益にとどめる計画である。

### 食材流通ユニットは 6 億円の増益計画

食材流通ユニットについては、売上高は前期比 0.4%減と 11 億円の減収を見込んでいる。一方、川下機能を生かしたグループ連携強化や、バリューサイクル戦略の推進、中国での介護食などの海外事業の拡大により、営業利益は前期比 6 億円増の 49 億円を計画。

### 農畜産ユニットは 10 億円の増益計画

農畜産ユニットについては、畜産事業の収益構造の見直しが続くため、売上高は前期比 12.6%減と 99 億円の減収を見込んでいる。一方、輸入冷凍豚肉の販売価格下落に伴って前期に大きく悪化したマージンの正常化により、営業損益は前期の 2 億円の損失から 8 億円の利益に回復する計画。

## 3) 加工食品セグメント

### 国内外事業が共に増益を計画

加工食品セグメントについては、売上高が前期比 6.5%増収の 1,979 億円、営業利益は同 27.7%増の 129 億円を見込んでいる。営業利益は、海外事業が前期比 14 億円増益の 82 億円、国内事業も同 14 億円増益の 48 億円と計画している。

### 加工食品ユニットは 27 億円の増益計画

加工食品ユニットについては、売上高が前期比 6.9%増収の 1,885 億円、営業利益は同 27 億円増益の 117 億円を見込んでいる。国内事業においては、価格改定効果や、販促費・商品ポートフォリオの見直し、生産体制の見直しが増益要因として挙げられる。海外事業においては、ペットフード事業の販売数量増加が見込まれている。

### ファインケミカルユニットは利益横這いの計画

ファインケミカルユニットについては、原材料高や健康食品の規制強化の動きを受けて、売上高が前期比 1.1%増の 94 億円、営業利益は前期比横這いの 12 億円を見込んでいる。27/3 期の取組みとしては、医薬品原料事業の拡大や、機能性表示の取得による売上拡大、微細藻類由来 DHA 事業の推進が挙げられる。

図表 6. 27/3 期のセグメント別計画 (27/3 期組織ベース)

(億円)

| セグメント   | ユニット     | 売上高    |        |             | 営業利益                |                     |             |       |        |
|---------|----------|--------|--------|-------------|---------------------|---------------------|-------------|-------|--------|
|         |          | 26/3 期 | 27/3 期 | 前年対比<br>増減率 | 26/3 期<br>営業<br>利益率 | 27/3 期<br>営業<br>利益率 | 前年対比<br>増減率 |       |        |
| 水産資源    | 漁業       | 345    | 341    | -1.2%       | 4                   | 1.2%                | 13          | 3.8%  | 225.0% |
|         | 養殖       | 98     | 102    | 4.1%        | 0                   | 0.0%                | 2           | 2.0%  | -      |
|         | 北米       | 718    | 772    | 7.5%        | 13                  | 1.8%                | 13          | 1.7%  | 0.0%   |
|         | セグメント計   | 1,161  | 1,215  | 4.7%        | 17                  | 1.5%                | 27          | 2.2%  | 58.8%  |
|         | (国内 内訳)  | 506    | 498    | -1.6%       | -6                  | -1.2%               | -5          | -1.0% | -      |
|         | (海外 内訳)  | 655    | 717    | 9.5%        | 23                  | 3.5%                | 32          | 4.5%  | 39.1%  |
| 食材流通    | 水産商事     | 4,559  | 4,537  | -0.5%       | 124                 | 2.7%                | 123         | 2.7%  | -0.8%  |
|         | 食材流通     | 2,486  | 2,475  | -0.4%       | 43                  | 1.7%                | 49          | 2.0%  | 14.0%  |
|         | 農畜産      | 787    | 687    | -12.6%      | -2                  | -0.3%               | 8           | 1.2%  | -      |
|         | セグメント計   | 7,832  | 7,700  | -1.7%       | 164                 | 2.1%                | 179         | 2.3%  | 9.1%   |
|         | (国内 内訳)  | 6,431  | 6,083  | -5.4%       | 101                 | 1.6%                | 107         | 1.8%  | 5.9%   |
|         | (海外 内訳)  | 1,400  | 1,616  | 15.4%       | 64                  | 4.6%                | 72          | 4.5%  | 12.5%  |
| 加工食品    | 加工食品     | 1,765  | 1,885  | 6.9%        | 90                  | 5.1%                | 117         | 6.2%  | 30.0%  |
|         | ファインケミカル | 93     | 94     | 1.1%        | 12                  | 12.9%               | 12          | 12.8% | 0.0%   |
|         | セグメント計   | 1,858  | 1,979  | 6.5%        | 101                 | 5.4%                | 129         | 6.5%  | 27.7%  |
|         | (国内 内訳)  | 1,213  | 1,269  | 4.6%        | 34                  | 2.8%                | 48          | 3.8%  | 41.2%  |
|         | (海外 内訳)  | 646    | 710    | 9.9%        | 68                  | 10.5%               | 82          | 11.5% | 20.6%  |
| その他     |          | 208    | 206    | -1.0%       | 29                  | 13.9%               | -16         | -7.8% | -      |
| 合計      |          | 11,059 | 11,100 | 0.4%        | 312                 | 2.8%                | 320         | 2.9%  | 2.6%   |
| (国内 内訳) |          | 8,342  | 8,048  | -3.5%       | 148                 | 1.8%                | 131         | 1.6%  | -11.5% |
| (海外 内訳) |          | 2,717  | 3,052  | 12.3%       | 164                 | 6.0%                | 189         | 6.2%  | 15.2%  |

注：27/3 期組織では、養殖ユニットの販売部門が食材流通セグメントの水産商事ユニットに、北米ユニットのカニ事業が食材流通セグメントの水産商事ユニットに、加工食品ユニットの一部事業がファインケミカルユニットに、各々移動している

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 3. 中期経営計画と新長期ビジョンの概要及び進捗状況

### 1) 新長期ビジョン

#### 社名変更と中期経営計画を同時公表

同社は、2025年3月24日に、二つの重要な経営情報を公表した。一つは、2026年3月1日に社名をUmios（ウミオス）に変更すると取締役会で決議したことである。Umiosは、「umi」「one」「solutions」を組み合わせた造語である。マルハニチログループのルーツである海「umi」を起点に、グループ内外のステークホルダーや社会全体、そして地球と一体「one」となって、食を通じて地球規模の社会課題を解決「solutions」していく、という決意が込められている。1880年からの第一創業期、経営統合を行った2007年からの第二創業期に続く、第三創業期と位置付けた。

もう一つは、新長期ビジョン及び中期経営計画「For the ocean, for life 2027」の開示である。

#### 10年後に向けた新長期ビジョン

10年後に向けた新長期ビジョンにおける主な取組みとしては、以下の4点が掲げられている。

- ・消費者起点の持続的な価値創造を可能にするバリューサイクルを構築・強化
- ・バリューサイクルのグローバル展開により、価値創造の最大化
- ・事業ポートフォリオ方針
  - 持続可能な事業の選択と集中
  - 川下戦略及びグローバル戦略への投資
  - 健康価値訴求を強化
- ・価値創造を支える「挑戦」と「共創」の文化醸成

#### バリューサイクルをグローバルに展開

同社グループは、資源調達力、加工技術力、食材提供力を強みとしている。しかし、これまでは、事業ユニットや機能別組織（加工部門、研究開発部門、マーケティング部門等）が独自に強みを活かしているものの、部門間で強みを組み合わせる価値創造する発想に乏しかったようである。

同社グループが保有する、サステナブルな食品開発・機能探索、消費者ニーズの把握・分析・施策、サステナブルなタンパク質へのアクセス、消費者ニーズに応える加工技術、多様な食シーンへの提供力を、消費者起点のバリューサイクルとして一体化することで、同社グループは持続的な価値創造の実現に取り組む方針である。その上で、一つのエリアで構築したバリューサイクルの仕組みを、世界の各エリアのニーズに合わせて実行するグローバル展開を志向している。

#### 4つの重点エリアにRHQを設置

消費者起点のバリューサイクルをグローバルに展開するため、同社は日本本社をGlobal Head Officeとして位置付けた。欧州・アジア・北米、中国の4つの重点エリアにはRHQ（Regional Headquarters）を設置し、グループ連携の強化と迅速な意思決定を推進する。特に、Umios Food Group Europeが欧州で実現した成功モデル（戦略的なM&A及びPMIの実行、飲食店が必要とする全ての食材・食品を一括配送する体制等）の他エリアへの展開を目指している。

#### 10年後のKGI目標

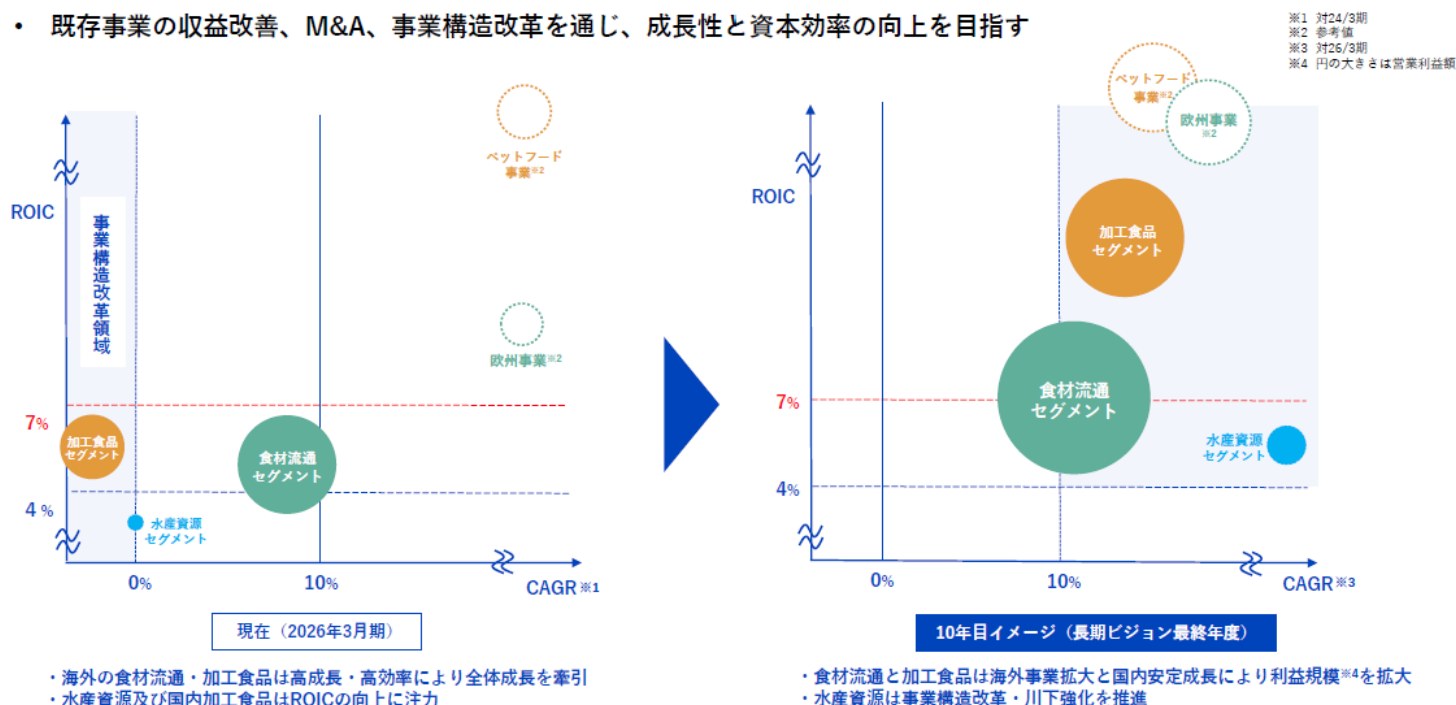
10年後に向けた定量目標としては、海外経常利益比率70%以上（25/3期44%）、ROIC7%以上（同4.3%）、時価総額でのGlobal Meat and Seafood Protein Provider Top 10入りが挙げられている。海外経常利益比率の引上げについては、欧州やタイ、中国での既存事業強化、北米での業務用カニカマの拡販に加え、M&Aも実施して目標達成を目指す方針である。

## 10年後に向けた事業ポートフォリオ方針

今回、同社が明らかにした長期ビジョン最終年度（10年目）における事業ポートフォリオのイメージは図表7の通りである。

図表7. 長期ビジョン最終年度（10年目）における事業ポートフォリオのイメージ

- 既存事業の収益改善、M&A、事業構造改革を通じ、成長性と資本効率の向上を目指す



出所：会社資料

## 2) 中期経営計画「For the ocean, for life 2027」

### 28年3月期に向けた財務目標

28/3期を最終年度とする中期経営計画では、バリューサイクルの構築とグローバル戦略の推進により、安定的なキャッシュの創出、収益性・資本効率の向上、積極的な成長投資の実施、適切な財務バランスの維持、株主還元の充実により、企業価値の向上を目指している。

28/3期に向けた財務目標としては、営業利益400億円、ROIC5%、3期間の成長投資（オーガニック成長投資とインオーガニック成長投資の合計）1,400億円以上、R&I格付けA-格維持、配当性向30%以上及び累進配当、PBR1倍以上が挙げられている。

同社は、今回、中期経営計画の解像度向上に向けて、前述した事業ポートフォリオの現在地と中長期的な方向性の明示に加え、中計目標であるROIC5%達成に向けた具体的施策の開示、成長投資1,400億円の内訳や目的に関する情報拡充を実施した。

同社は、WACC4%を超えるROIC5%達成に向けて以下の施策を実行している。26/3期と28/3期を比較したROIC改善幅（+0.9ポイント）の施策別の貢献イメージは以下の通りである。

- 1) 同社が定義するROICの分子である税引き後・利息支払い前経常利益（NOPATに相当）に貢献する営業利益率の改善（26/3期実績2.8%→28/3期計画3.5%）が+0.7ポイント

- 2) 分母を構成する運転資本に影響する、全事業での在庫管理・売掛金のサイト短縮活動による運転資本の圧縮（CCC 短縮）が+0.1 ポイント
- 3) 分母を構成する固定資産に影響する、政策保有株式・不動産の売却、物流子会社の株式譲渡などが+0.1 ポイント（成長投資に伴う固定資産の増加影響も考慮されている）

なお、M&A による事業拡大については、主に次期中計への貢献を想定しており、現在の中計での利益貢献は織り込まれていない。

セグメント別 ROIC 向上施策

セグメント別 ROIC の目標達成に向けた具体策の一覧は図表 8 の通りである。

図表 8. セグメント別 ROIC 向上施策

|            | 水産資源                                                          |        |        | 食材流通                                                              |        |        | 加工食品                                                                      |        |        |
|------------|---------------------------------------------------------------|--------|--------|-------------------------------------------------------------------|--------|--------|---------------------------------------------------------------------------|--------|--------|
| ROIC       | 26/3実績                                                        | 27/3計画 | 28/3計画 | 26/3実績                                                            | 27/3計画 | 28/3計画 | 26/3実績                                                                    | 27/3計画 | 28/3計画 |
|            | 2.0%                                                          | 2.6%   | 3.8%   | 4.7%                                                              | 5.1%   | 5.5%   | 7.3%                                                                      | 7.4%   | 8.8%   |
| 26/3<br>実施 | 構造改革<br>漁業：不採算事業の撤退<br>養殖：高水温対策<br>北米：生産拠点統合                  |        |        | 事業拡大・連携強化<br>・ 欧州でのM&A<br>・ 国内グループ内での連携強化<br>・ 低採算の畜産流通事業の変革      |        |        | 販売拡大<br>・ ペットフード事業の販売拡大<br>・ 国内市販冷食の収益性強化                                 |        |        |
|            | 構造改革・販売強化<br>漁業：不採算事業の撤退（継続）<br>養殖：生産体制の強化<br>北米：生産コスト低減・販売強化 |        |        | 事業拡大・連携強化<br>欧州：①事業領域拡大<br>②水産資源＋食材流通連携による川下強化<br>国内：荷受と食材流通の連携強化 |        |        | 構造改革・事業拡大<br>・ 国内加工食品事業の構造改革（生産体制含む）<br>・ ペットフード事業の拡大<br>・ 油脂事業（DHAなど）の拡大 |        |        |

出所：会社資料

海外を中心に川下強化に向けた積極投資を計画

同社は、中期経営計画期間中での営業キャッシュ・フローを約 1,500 億円と見込んでいる。営業キャッシュ・フローと、政策保有株式の売却等、資産効率化等により獲得した資金の使途としては、定常投資約 400 億円、オーガニック成長投資約 700 億円、インオーガニック成長投資約 700 億円、配当などの株主還元が挙げられている。

同社は今回、成長投資額 1,400 億円の目的別構成比の内訳について、川下強化 56%、ペットフード事業強化 18%、既存事業強化 16%、生産能力・新船 7%、企業変革投資 3%と公表した。

26/3 期の実施された投資としては、欧州での水産加工会社（VDL 社）の買収（川下強化）や、欧州での既存子会社への追加出資（既存事業強化）、北米での既存子会社の生産能力増強（生産能力強化）が挙げられる。

資産効率化の状況と株主還元の見通しを公表

同社は今回、資産効率化に伴うキャッシュインの金額が、26/3 期と 27/3 期の合計で約 500 億円（うち、26/3 期実績 165 億円）と見込まれること、中計期間中の株主還元の総額が 200 億円以上と想定されることを公表した。

成長投資 1,400 億円について、案件別の投資時期や、目的別の金額構成比は図表 9 の通りである。

図表 9. 成長投資の案件別投資時期や目的別金額構成比

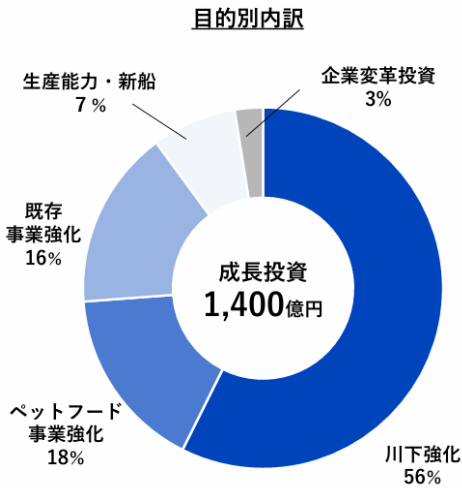
投資方針

① 財務規律の維持前提

② WACCに事業特性・リスクに応じて一定のリスクプレミアム（数%程度）を加えたハードルレートを設定

③ 投資後の事業別ROIC向上を重視

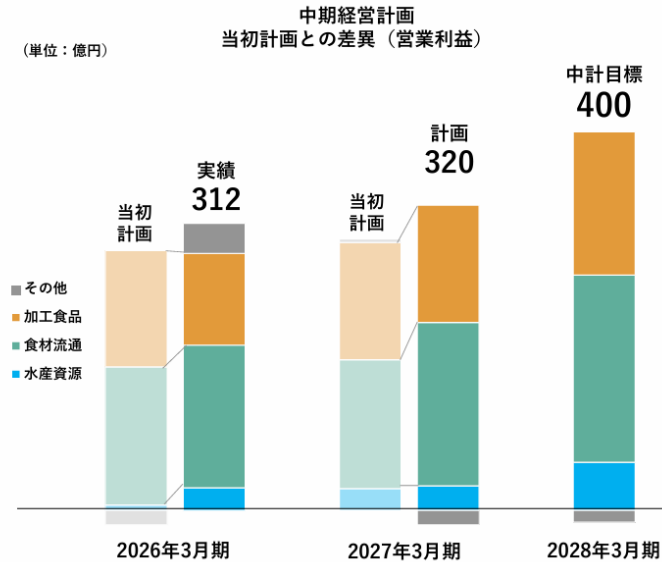
|     |            |                         | 投資時期（予定） |      |      |
|-----|------------|-------------------------|----------|------|------|
| 地域  | 目的         | 概要                      | 26/3     | 27/3 | 28/3 |
| 欧州  | 川下強化       | 水産加工会社（VDL社）買収          |          |      |      |
|     | 既存事業強化     | 既存子会社への追加出資             |          |      |      |
| 北米  | 川下強化       | 加工・流通領域でのM&A            |          |      |      |
|     | 生産能力増強     | 既存子会社の生産能力増強            |          |      |      |
| アジア | 川下強化       | 加工・流通領域でのM&A            |          |      |      |
|     | ペットフード事業強化 | 生産・販売領域でのM&A<br>生産機能の拡張 |          |      |      |



出所：会社資料

中計 1 年目の進捗状況をまとめたものが図表 10 である。水産資源セグメントと食材流通セグメントについては中計達成に向けて順調に推移しているものの、加工食品セグメントの国内事業では課題が顕在化しており、同社は対策を早急に実行すると説明している。

図表 10. 中期経営計画における当初計画との差異（営業利益）



水産資源セグメント

想定以上

生産拠点統合（北米）、不採算事業の撤退（漁業）などの構造改革効果が想定以上。構造改革の継続と川下強化を実行。

食材流通セグメント

想定以上

国内はコスト高・輸入冷凍豚肉相場の影響により苦戦も、欧州事業の好調が全体をけん引。27/3期以降はグループ内連携強化の推進と欧州事業の拡大に注力。

加工食品セグメント

国内苦戦・海外堅調

海外（ペットフード事業）は堅調も国内の加工食品が価格改定後の販売数量減により全体の計画を下回る。27/3期以降は国内の生産体制・商品ポートフォリオ見直しに着手。成長ドライバーであるペットフード事業への投資も実行。

出所：会社資料

## 4. 株価動向とバリュエーション

### 1) バリュエーションは今も相対的に低位にある

上昇していた株価は一転下落し、  
PBR は割安な水準に低下

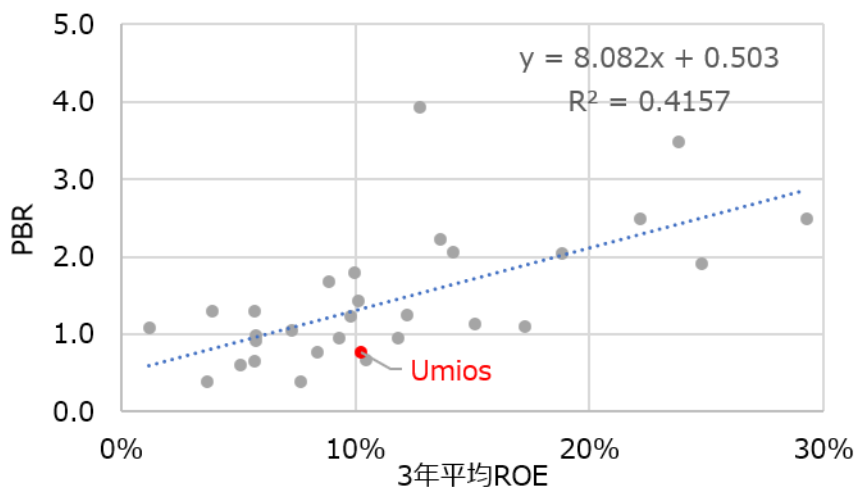
2025 年 7 月以降、力強く上昇していた同社株価は、2026 年 3 月からは、一転して下落基調で推移している。2 月末と 5 月末を比較した過去 3 か月では、同社株価は 20.1% 下落（同期間に TOPIX は 0.5% 上昇）しており、市場平均をアンダーパフォームした。この結果、1 倍に迫っていた PBR は、現在 0.8 倍と再び割安な水準に低下した。ストラテジー・アドバイザーズ（以下、当社）では、中東情勢の悪化による業績の先行きへの懸念や、半導体・AI 関連株に対する株式市場の関心の集中が相対パフォーマンスの悪化に繋がったと見ている。

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 24 社について、ROE（3 年平均）と PBR の間にはある程度の相関関係が見られる。回帰モデルによると、 $PBR = ROE \times 8.082 + 0.503$  という関係である。（図表 11）。なお、これらグローバル企業のリストは図表 12 に掲載した。

決定係数（ $R^2$ ）が 0.4157 と必ずしも高くないことには留意が必要だが、Umios は近似線の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 10% であるが、10% の ROE の企業が近似線上にある場合の PBR 試算値は 1.3 倍であり、同社の PBR 0.8 倍に対して約 75% 高い水準となる。

図表 11. 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

図表 12. 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<br>(百万円)     | 3年平均<br>ROE | PBR        | PER         | PBR試算値     | 試算値と<br>実績値の差 |
|----------------------|-------------|-----------|------------------|-------------|------------|-------------|------------|---------------|
| JBS N.V.             | JBS         | ブラジル      | 12,894,182       | 15%         | 1.1        | 6.1         | 1.7        | -0.6          |
| Tyson Foods          | TSN         | アメリカ      | 8,121,950        | 1%          | 1.1        | 13.8        | 0.6        | 0.5           |
| Marfrig Global Foods | MBRF3       | ブラジル      | 4,397,450        | 29%         | 2.5        | 84.0        | 2.9        | -0.4          |
| WH Group             | 00288       | 香港        | 4,193,024        | 12%         | 1.3        | 8.4         | 1.5        | -0.2          |
| Kraft Heinz          | KHC         | アメリカ      | 3,731,621        | 6%          | 0.6        | 11.1        | 1.0        | -0.3          |
| Muyuan Foods         | 002714      | 中国        | 3,001,061        | 14%         | 2.2        | 26.8        | 1.6        | 0.6           |
| General Mills        | GIS         | アメリカ      | 2,940,159        | 25%         | 1.9        | 9.8         | 2.5        | -0.6          |
| CJ CheilJedang       | 097950      | 韓国        | 2,882,832        | 4%          | 0.4        | 6.3         | 0.8        | -0.4          |
| Pilgrims Pride       | PPC         | アメリカ      | 2,767,455        | 22%         | 2.5        | 8.2         | 2.3        | 0.2           |
| Charoen Pokphand     | CPF         | タイ        | 2,601,670        | 5%          | 0.6        | 7.4         | 0.9        | -0.3          |
| Smithfield Foods     | SFD         | アメリカ      | 2,323,623        | 10%         | 1.4        | 9.3         | 1.7        | -0.3          |
| Wens Foodstuff       | 300498      | 中国        | 2,162,384        | 19%         | 2.0        | 26.1        | 2.0        | 0.0           |
| Hormel Foods         | HRL         | アメリカ      | 1,807,854        | 9%          | 1.7        | 16.5        | 1.2        | 0.5           |
| Conagra Brands       | CAG         | アメリカ      | 1,752,152        | 8%          | 0.8        | 7.8         | 1.2        | -0.4          |
| 日本ハム                 | 2282        | 日本        | 1,457,391        | 6%          | 1.0        | 13.9        | 1.0        | 0.0           |
| Henan Shuanghui      | 000895      | 中国        | 1,237,936        | 24%         | 3.5        | 14.5        | 2.4        | 1.1           |
| <b>Umios</b>         | <b>1333</b> | <b>日本</b> | <b>1,105,890</b> | <b>10%</b>  | <b>0.8</b> | <b>12.6</b> | <b>1.3</b> | <b>-0.6</b>   |
| 伊藤ハム米久HD             | 2296        | 日本        | 1,071,381        | 6%          | 0.9        | 14.5        | 1.0        | -0.1          |
| Dongwon Industries   | 006040      | 韓国        | 1,010,443        | 8%          | 0.4        | 4.3         | 1.1        | -0.7          |
| Mowi                 | MOWI        | ノルウェー     | 962,445          | 14%         | 2.1        | 13.7        | 1.7        | 0.4           |
| ニッスイ                 | 1332        | 日本        | 931,265          | 10%         | 1.2        | 12.8        | 1.3        | -0.1          |
| ニチレイ                 | 2871        | 日本        | 716,144          | 10%         | 1.8        | 19.9        | 1.3        | 0.5           |
| Thai Union Group     | TU          | タイ        | 604,569          | 9%          | 0.9        | 9.3         | 0.1        | 0.9           |
| Austevoll Seafood    | AUSS        | ノルウェー     | 567,525          | 7%          | 1.0        | 9.3         | 1.1        | -0.0          |
| Japfa Comfeed        | JPFA        | インドネシア    | 553,913          | 17%         | 1.1        | 5.2         | 1.9        | -0.8          |
| Leroy Seafood        | LSG         | ノルウェー     | 496,142          | 6%          | 1.3        | 13.0        | 1.0        | 0.3           |
| SalMar               | SALM        | ノルウェー     | 394,796          | 13%         | 3.9        | 17.7        | 1.5        | 2.4           |
| 極洋                   | 1301        | 日本        | 334,612          | 10%         | 0.7        | 7.1         | 1.3        | -0.7          |
| ヨコレイ                 | 2874        | 日本        | 125,563          | 4%          | 1.3        | 33.6        | 0.8        | 0.5           |
| 紀文食品                 | 2933        | 日本        | 111,038          | 12%         | 0.9        | 9.5         | 1.5        | -0.5          |

注：売上高は各社期末の為替で計算。PBR は直近の時価総額/自己資本で計算。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 特別損益の影響を除いても、国内同業他社に比べ PBR は割安

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 Umios のバリュエーションは相対的に低位にある（図表 13）。PBR は 8 社の中で 2 番目に低く、PER は低い方から 3 番目である。

当社では、同社の親会社株主に帰属する当期純利益には、資産売却に伴う特別利益や、本社移転費用等の特別損失も含まれているため、その影響を除いた比較を行った。特別損益の影響を除いた ROE（26/3 期）は約 7%と試算され、ROE が同水準にある日本ハム（2282 東証プライム）や伊藤ハム米久ホールディングス（2296 東証プライム）に比べて、同社株式の PBR は割安という結果であった。

図表 13. 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)<br>(6/19) | 時価総額<br>(百万円)  | 実績<br>ROE   | 実績<br>ROIC  | 自己資本<br>比率   | PBR<br>直近実績<br>(倍) | PER<br>会社予想<br>(倍) |
|--------------|-------------|----------------|------------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------------|--------------------|
| <b>Umios</b> | <b>1333</b> | <b>2026/03</b> | <b>1,247.5</b>   | <b>188,601</b> | <b>9.3%</b> | <b>3.5%</b> | <b>27.1%</b> | <b>0.8</b>         | <b>12.6</b>        |
| ニッスイ         | 1332        | 2026/03        | 1,249.5          | 378,938        | 9.5%        | 5.0%        | 31.5%        | 1.2                | 12.8               |
| ニチレイ         | 2871        | 2026/03        | 2,047.0          | 513,014        | 10.0%       | 6.5%        | 43.6%        | 1.8                | 19.9               |
| 極洋           | 1301        | 2026/03        | 4,320.0          | 51,310         | 9.5%        | 4.5%        | 29.5%        | 0.7                | 7.1                |
| ヨコレイ         | 2874        | 2025/09        | 1,877.0          | 111,023        | 2.5%        | 1.0%        | 33.7%        | 1.3                | 33.6               |
| 紀文食品         | 2933        | 2026/03        | 1,065.0          | 24,314         | 4.7%        | 3.8%        | 23.5%        | 0.9                | 9.5                |
| 日本ハム         | 2282        | 2026/03        | 5,928.0          | 558,023        | 6.6%        | 5.2%        | 53.8%        | 1.0                | 13.9               |
| 伊藤ハム米久 HD    | 2296        | 2026/03        | 4,730.0          | 268,430        | 7.0%        | 5.2%        | 51.4%        | 0.9                | 14.5               |

注：ROIC(投下資本)は NOPAT/(有利子負債残高及び純資産の合計値の期中平均)で計算

出所：SPEEDA 及び会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

## 2) 経営方針への信認が中長期的なバリュエーション改善へのカギ

### 短期的には中東情勢に注目

2 月末以降、株価が下落しているのは同社だけではなく、業界全体の傾向である。よって、短期的には、中東情勢の好転に伴う、原油価格の下落や石油関連製品の供給正常化が株価をみる上でのポイントになろう。

### 株式市場での模倣困難性の認識と 経営方針への信認が中長期的なバ リュエーション改善へのカギ

一方、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いまだ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の一つである北米スケソウダラ事業については、24/3 期から 25/3 期までの業績不振により、現時点では同社の強みとしては、ほとんど認識されていないと思われる。同事業は 26/3 期に業績が回復したものの、まだ利益貢献度が高いとは言えないため、川下戦略の強化により、収益の柱として確立できるかがポイントとなろう。

また、同社は、中期経営計画において、欧州・アフリカ、北米、アジア・オセアニア、中国の 4 つの重点エリアに RHQ (Regional Headquarters) を設置して、グループ連携の強化と迅速な意思決定を推進すると表明している。しかし、UFGE が欧州で実現した成功モデルを他エリアでも展開するという方針については、まだあまり成果が出ていないため、株式市場はまだ様子見の姿勢を取っていると見られる。

このような会社側と株式市場の期待に係るギャップの解消が、中長期的な株価とバリュエーション改善へのカギとなるだろう。今後、中期経営計画で示された施策の成果が数値として表れ、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、バリュエーション改善に繋がるであろう。

## 5. エクイティストーリー

### 「新長期ビジョンに期待するグローバル株式投資家による投資」の可能性

当社は、昨年5月に発行したイニシエーションレポートにおいて、同社のエクイティストーリーを3つ取り上げた。今回は、向こう3～5年の期間での実現が期待される2つのメインストーリーについてアップデートする。

一つ目は、企業DNAをベースに培われた模倣困難性を更に進化させ、「2025年3月に公表した同社の新長期ビジョンと中期経営計画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」である。新長期ビジョンにおいて、同社は、グループ内の事業間連携の強化によるバリューサイクルの確立とそのグローバル展開により、海外経常利益比率70%以上やGlobal Meat and Seafood Protein Provider Top 10（時価総額）等を目指す方針を掲げている。

人口減少や生産性の上昇率の低さから、国内市場に収益の大半を依存する日本企業に対するグローバル投資家の見方は厳しい状況が続いている。しかし、各セクターにおいて、国際競争力を持つ成長企業が本来あるべきバリュエーション水準よりも割安に放置されていると判断された場合、日本株でも投資対象に選ばれる可能性はある。

同社は、新長期ビジョンで掲げた海外経常利益比率70%に向けて、成長投資を強化しており、今後、グローバルカンパニーとしての評価が高まると考えられる。同社株については、現在の時価総額では有力なグローバル株式投資家に選ばれることは難しいものの、時価総額が一定の水準を超えてくると、投資候補リストに入ることはあり得るだろう。

### 2つの企業DNAを活かした、利益率の向上と水産資源セグメントの利益の安定化

二つ目のストーリーは、「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」である。

同社は、2026年3月に社名を「Umios」に変更した。マルハニチロという確立したブランドがある中で、社名変更には、統合や組織変更後も残っている社内の縦割り意識を打ち壊し、グループ力を結集してバリューサイクルの確立とグローバル戦略を実現するという同社の決意が感じられる。また、後述する企業DNAでも触れたように、従来の日本の消費者をメインターゲットとした商品の提供から、世界の各エリアの消費者ニーズを踏まえた商品の提供へと、マーケティング戦略が大きく変化したことに当社は大いに注目している。

2025年5月には、中計で掲げる「バリューサイクル」と「グローバル戦略」の実現に向けて、UFGEが欧州の水産加工会社VDLを買収した。VDLは加工食品セグメントではなく、食材流通セグメントの水産商事ユニットに属しているが、こうした成長投資の継続が、広義での加工食品のグローバルでの拡販を通じた利益率の向上に繋がると見られるため、同社グループの今後の川下戦略に期待したい。

なお、中期経営計画の最終年度となる28/3期の利益計画は、戦略の成果がまだ十分に発現していないという前提で策定されたと見られる。同社の模倣困難性である「水産物関連に係る信頼や調達力・漁獲枠」が企業価値に転換され、同社の想定よりも早期に戦略の成果が発現した場合は、利益の拡大だけでなく、事業リスクの低下に伴うバリュエーションの上昇を通じた株価へのインパクトが期待できよう。

【イニシエーション・アップデート】

6. 会社概要

世界最大級の水産物サプライヤー

Umios は、1880 年創業のマルハと 1907 年創業のニチロの経営統合によって誕生した、世界最大級の水産物サプライヤーである。

従業員数は海外が国内を上回る

同社グループは、26/3 期末において、同社、子会社 98 社及び関連会社 53 社によって構成されている。25/3 期末時点のグループ会社 150 社の地域別構成は国内 69 社、海外 81 社であった。海外取引先は、約 70 の国と地域に広がっている。

26/3 期末の連結従業員数は 12,479 人である。25/3 期末における地域別従業員比率は、日本 48.7%、北米 5.0%、アジア 40.4%、欧州 3.0%、海外その他 3.0%と、海外が国内を上回っている。

総合食品会社と捉えることもできる

事業セグメントは、水産資源、食材流通、加工食品、その他に分類されており、セグメント別の業績推移は図表 14 の通りである。戦争や 200 海里問題等といった逆境を成長の機会に変えて事業ポートフォリオを組み替えていった結果、食材流通や加工食品等の水産資源以外のセグメント売上高構成比は 8 割を超えている。食材流通セグメントに含まれている水産商事ユニットと水産資源セグメントを除いた非水産関連の売上高構成比で見ても、概ね 5 割であった。

東京証券取引所は同社を水産・農林業に分類しているが、セグメント別売上高構成比を見る限り、投資家は同社を、魚介類、冷凍食品、加工食品及び畜産物を幅広く取り扱う総合食品会社と捉えることも出来よう。

同社は、2026 年 3 月に社名を「Umios」に変更し、海を起点とした価値創造力で食を通じて人も地球も健康にする「ソリューションカンパニー」になることを宣言している。

図表 14. セグメント別業績推移 (26/3 期組織ベース)

| (億円) |       |        |        |
|------|-------|--------|--------|
|      | セグメント | 25/3   | 26/3   |
| 売上高  | 水産資源  | 1,276  | 1,293  |
|      | 食材流通  | 7,510  | 7,699  |
|      | 加工食品  | 1,797  | 1,857  |
|      | その他   | 201    | 208    |
|      | 合計    | 10,786 | 11,058 |
| 営業利益 | 水産資源  | -38    | 24     |
|      | 食材流通  | 180    | 157    |
|      | 加工食品  | 139    | 100    |
|      | その他   | 41     | 37     |
|      | 調整額   | -18    | -8     |
|      | 合計    | 303    | 311    |

※売上高は外部顧客ベース  
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

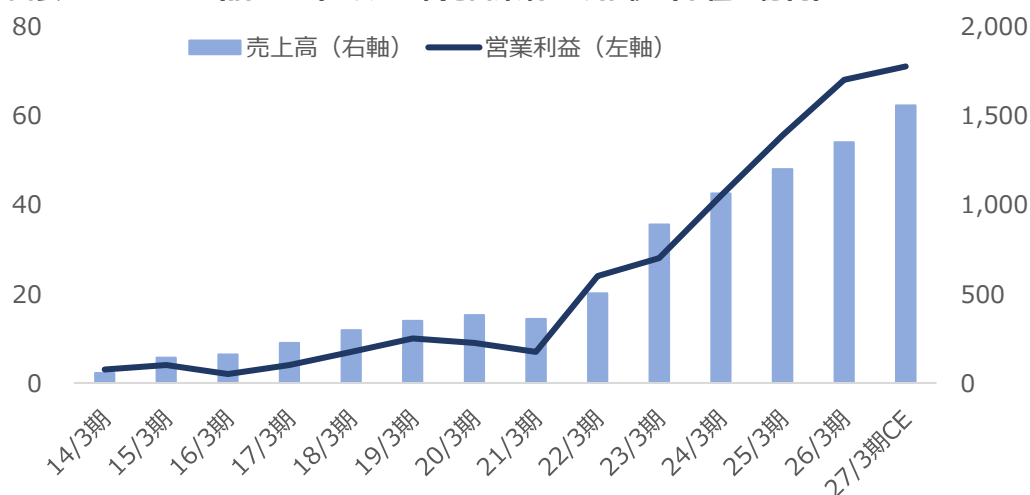
## 海外経常利益比率は 46%

日本においては、人口減少による食品市場の縮小が予想されている一方で、人口増加が続いている海外においては、むしろ食糧やタンパク質の不足が懸念される状況にあり、水産物を含む食品市場は拡大が見込まれている。こうした環境下、同社グループは、M&A による海外展開の強化に取り組んできた。海外売上高比率は、15/3 期では 15.2%に過ぎなかったが、26/3 期には 24.6%に上昇した。また、海外経常利益比率は、22/3 期は 33%であったが、25/3 期は 44%に上昇している。

## オランダ子会社が成長を牽引

海外 M&A の成功例としては、13 年に買収したオランダの冷凍水産物販売の持株会社である UFGE が挙げられる。UFGE は、出資以降、売上高、営業利益が急拡大しており、同社グループの海外での成長を牽引している。

図表 15. UFGE (旧 SCH) の売上高と営業利益の推移 (単位: 億円)



出所: 会社資料とヒアリングによりストラテジー・アドバイザーズ作成

UFGE の業績が急拡大している主な要因は、スペインやイギリス、オランダ等での子会社の買収と PMI(Post Merger Integration)の成功や、オランダを中心とした飲食店への食材一括配送サービスの拡大、地域の実情に詳しい現地経営者への権限移譲にある。

## 7. 沿革

### 1) マルハ

#### 中部幾次郎氏による創業期 (1880 年代~1930 年代)

マルハ創業者の中部幾次郎氏は、15 歳だった 1880 年に祖父から引き継いだ鮮魚仲買運搬事業を開始した。創業時は、明石近海で獲れた鮮魚を大阪の魚市場に運んで生業を立てていた。1905 年に、中部氏が発案した日本初の発動機付鮮魚運搬船「新生丸」の運航が開始されると、短時間で多くの魚が運べるようになり、中部氏に大きな利益をもたらした。1922 年には土佐捕鯨を買収し、捕鯨業に進出した。中部氏は、1924 年に「株式会社林兼商店」を設立した。戦前には、林兼商店は、オホーツク海からインド洋まで広範囲に国際漁場を広げたが、第二次世界大戦でその多くを失っただけでなく、漁船や冷蔵施設、工場等の大部分を消失した。

#### 戦後の漁業の復活期 (1940 年代~1950 年代)

1943 年に、水産統制令により、林兼商店の内地水産部門、「大洋捕鯨株式会社」及び「遠洋捕鯨株式会社」が統合し、捕鯨業、トロール漁業及び底曳網漁業を事業目的とした「西大洋漁業統制株式会社」が設立された。1945 年 3 月に、水産物及び農畜産物の製造、加工、販売業並びに冷蔵倉庫業が事業目的に追加された。西大洋漁業統制は、終戦直後の 1945 年 8

月 23 日に、戦後の食糧難から国民を救うため、漁船の大量建造を決定し、漁業の復活に向けて動き出した。同年 12 月には「大洋漁業株式会社」に商号が変更された。

大洋漁業は、1947 年に大都魚類株式会社、1948 年に神港魚類株式会社を設立し、全国各地で鮮魚の卸売事業の強化に乗り出した。1950 年代に入ると、一般家庭に冷蔵庫が普及してきたため、事業領域を水産加工に拡張した。1953 年には、魚肉ハム・ソーセージの販売を開始したほか、養殖事業に進出した。1955 年には冷凍食品「フィッシュスティック」の生産を開始した。

## 遠洋漁業の拡大と衰退の時代 (1960 年代～1970 年代)

1960 年代、大洋漁業は、大小約 800 隻、総トン数約 25 万トンの船舶を保有し、遠洋漁業の最盛期を迎えていた。日本への水産資源の確保の為だけでなく、漁場の開発や現地での漁業・生産の指導も行い、低開発国への漁業振興という大きな役割も果たしていた。

1963 年には、アラスカに買付拠点会社を設立した。また、北洋母船でかまぼこやフィッシュソーセージ等の練り製品の原料となる「すりみ」のテスト生産を開始し、加工事業を本格化したことにより、漁業だけでなく、水産商事としてのグローバル展開が始まった。水産缶詰・フィッシュソーセージなどを一般消費者に販売し、認知度が高まった。

しかし、1977 年に 200 海里水域制限が国際ルールとして導入されると、日本の水産会社は、漁場を次々と失い、収益源であった遠洋漁業からの撤退が徐々に始まった。こうした中、大洋漁業は、海外から水産物を買付・輸入する水産商事へと針路を変更した。

## 持株会社化と企業再編の時代 (1980 年代～2000 年代初頭)

1985 年から 1990 年に掛けては、ベーリング海の水産資源を安定的に調達するため、北米に現地法人が次々と設立された。すりみ事業の現地化に伴い、北米事業における強力な生産・加工・販売体制を確立した。1990 年には、食品・水産素材の研究から技術開発に取り組む中央研究所を開設したほか、水産加工を手掛けるタイのキングフィッシャーに資本参加した。

1993 年に、大洋漁業は「マルハ株式会社」に商号を変更した。2004 年には株式移転により、完全親会社である「株式会社マルハグループ本社」を設立し、持株会社体制に移行した。

## 2) ニチロ

### 北洋漁業とサケ缶事業で発展した創業期 (1900 年代初頭～終戦まで)

ニチロは、1906 年 11 月、共に当時 20 代であった堤清六氏と平塚常次郎氏によって、北洋出漁を目的に新潟県三条市に設立された「堤商会」を前身としている。創業した 1907 年に、ロシアのカムチャッカに向けて出航した帆船「宝寿 (ほうじゅ) 丸」は、漁獲・買付した大量の紅サケを積んで新潟港に戻ったが、当時はシロサケやギンザケなど白身のサケに慣れた日本人にとって、真紅の紅サケは馴染まず、高値では売れなかった。

紅サケの缶詰が外国市場ではよく売れていることに気づいた創業者の二人は、カムチャッカに工場を建設し、1910 年に鮭缶詰の大量生産に成功した。堤商会は、1913 年に日本最初の衛生缶を使用した缶詰の工業的な大量生産を開始した。この革新的な衛生缶は北洋における最優秀品として欧米市場を席巻した。この時誕生したのが、現在まで 110 年以上愛され続ける「あけぼの印」(DAY BREAK BRAND) である。

1921 年には、堤商会を前身とする会社等が統合し、「日魯漁業株式会社」が設立された。

### 終戦後、遠洋漁業に挑戦 (1940 年代)

1945 年、日魯漁業は、終戦によって、カムチャッカ、北千島、樺太にあった莫大な資産と事業の 97% を失った。主力の北洋でのサケ・マス漁業が、マッカーサー・ラインの漁業制約下に置かれて再開が困難となり、これまで行っていなかった底曳網漁業や、遠洋カツオ・マグロ漁業、北海道沿岸漁業に乗り出した。また、北海道の複数工場缶詰・塩干物等を製造する水産加工業も再開した。

中でも、遠洋カツオ・マグロ漁業では、1946 年に久里浜に支社を開設し、カツオ・マグロを原料とする大規模総合食品工場等を併設した。遠洋漁業事業は、ノウハウ不足や海難事故などにより、開始から数年間は赤字が続いたが、1952 年のマッカーサー・ライン撤廃を契機に、マグロ漁船の大型

化と近代化を進めた。その結果、同時期に再開されたサケ・マス漁業と共に、マグロ漁業は日魯漁業の基幹事業となった。

## マグロ漁業と食品事業で発展 (1950年代～1980年代)

好調だったマグロ事業の環境は、1954年の「ビキニ事件」により激変した。事件発生以降、被災していないマグロまでが消費者から敬遠される事態となり、久里浜支社に大量保管していた冷凍マグロをいかに販売するかが大きな経営課題となった。

久里浜支社が、窮地から脱出を目指してマグロの加工方法について研究した後、誕生したのがフィッシュソーセージであった。マグロ類に、サケ・マス缶製造の際に冷凍保管されたサーモンフレークを配合して作られたフィッシュソーセージは「サーモンソーセージ」として1955年に発売され、大ヒットした。日魯漁業は、その後、広島、山形、札幌に食品工場を新設した。1957年には、日魯漁業のマグロ漁業は、ビキニ事件の風評被害を乗り越え、マグロ艦保有総トン数、生産力において日本一となった。

日魯漁業は、1960年に家庭用冷凍食品の第1弾となる「あけぼのスティック」の生産を開始した。鮮度の高い水産原料を使ったタラバガニ、エビ、イクラ、サケの加工食品が次々と発売されたほか、冷凍枝豆にも進出し、陸上加工部門を増強して行った。1961年には、業務用冷凍食品「日魯の冷凍カキ」を発売した。1977年の200海里問題を契機に、日魯漁業は、主力の北洋サケ・マス漁業からの撤退を余儀なくされ、加工食品事業の強化へと舵を切った。

1979年には、「あけぼの おべんとうシリーズ」の展開が開始された。おべんとうシリーズは、お弁当と冷凍食品を結び付けた、当時としては斬新なコンセプトに基づいて開発された。特に、ソースインタイプのフライという画期的な形状を独自開発した「白身魚タルタルソース」はロングセラー商品となった。

## 社名変更と食品会社としての展開強化 (1990年代～2000年代初頭)

1990年に、日魯漁業は社名を「株式会社ニチロ」に変更した。同年にはタイに、日本向け調理冷凍食品を生産するN&Nフーズを設立し、水産・食品・畜産という幅広いカテゴリーを手掛ける食品会社となった。

1990年以降も、ニチロは、冷凍食品事業の商品ラインナップを拡充し、「肉巻きポテト」（発売1991年）、「あら挽き肉しゅうまい」（同1995年）、「そばめし」（同2000年）等のヒット商品を世に送り出した。

2003年には、中国に日照日魯栄信食品を設立したほか、冷凍食品会社のアクリフーズを子会社化して、生産体制を強化した。

## 3) マルハニチロ

## 2007年の経営統合の背景

共に水産業のパイオニアとして創業した両社の遠洋事業は1990年頃に終焉を迎えたが、2000年代に入ると、水産資源の減少や地球環境問題などを背景に、日本の水産業には大きな変革の波が到来していた。世界的な水産物の調達と事業領域の拡大を目的に、2007年にマルハグループ本社（旧マルハ）とニチロは経営を統合し、マルハニチロホールディングスが誕生した。

漁業を中心に発展を遂げ、200海里問題を契機に業態転換を迫られたという点では両社は共通点を持つ。しかし、マルハが国内外での水産資源調達力を強みとする一方、ニチロは加工食品分野での商品開発力と販売力を強みとしており、強みが異なる両社は補完関係にあった。

## 2008年に新しいグループ体制に移行

2008年には、4つの主要事業会社（マルハニチロ水産、マルハニチロ食品、マルハニチロ畜産、マルハニチロ物流）と共通機能会社（マルハニチロマネジメント）による新しい企業グループ体制が構築された。経営統合によって、原料の調達から加工・販売までをグローバルに行う体制が強化された結果、マルハニチロは、年間70万トン以上を扱う、世界最大級の水産物のサプライヤーとしての地位を確立した。

## 海外展開強化と組織再編 (2010年代)

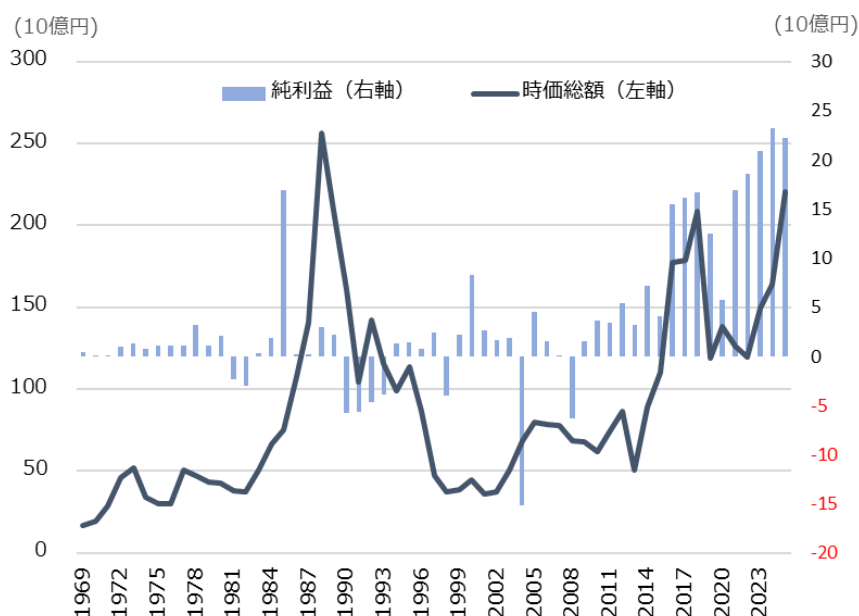
2010年には、民間企業として初めてクロマグロの完全養殖に成功した。

2013年には、海外事業の成長モデルとなった、オランダの冷凍水産物販売会社 Seafood Connection Holding B.V. (現 UFGE) を買収したほか、オーストラリアの大手商業漁業会社 Austral Fisheries も買収した。

2014年、存続会社であったマルハニチロ水産は、社名を「マルハニチロ株式会社」に変更すると共に、マルハとニチロの統合によるシナジー効果の最大化を目的に、マルハニチロホールディングス及び主要事業子会社等を吸収合併した。2018年にはコーポレートブランドを刷新した。その後もグループ力の強化に取り組んだ結果、同社グループは、資源調達力、加工技術力及び食材提供力に強みを持つ総合食品会社に変貌した。

2026年3月、同社は、Umios に商号を変更した。

図表 16. Umios の純利益及び時価総額の長期推移



※2007年のマルハとニチロの統合以前は、マルハの数値

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 17. Umios の沿革

|        |                                                                                                                                             |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1943 年 | 水産統制令により、株式会社林兼商店の内地水産部門、大洋捕鯨株式会社及び遠洋捕鯨株式会社で、捕鯨業、トロール漁業及び底曳網漁業を事業目的とした西大洋漁業統制株式会社（資本金 6 千万円）を下関市に設立                                         |
| 1945 年 | 水産物及び農畜産物の製造、加工、販売業並びに冷蔵倉庫業を事業目的に追加                                                                                                         |
| 1947 年 | 大都魚類株式会社を設立(現・連結子会社)                                                                                                                        |
| 1948 年 | 神港魚類株式会社を設立（現・連結子会社）                                                                                                                        |
| 1949 年 | 本社を東京都に移転                                                                                                                                   |
| 1961 年 | 肥料・飼料事業を事業目的に追加                                                                                                                             |
| 1983 年 | 宇都宮市に練り製品工場完成                                                                                                                               |
| 1985 年 | 宇都宮市に調味料・薬品・健康食品工場完成                                                                                                                        |
| 1990 年 | つくば市に中央研究所完成                                                                                                                                |
| 1993 年 | マルハ株式会社に変更                                                                                                                                  |
| 2004 年 | 株式移転により完全親会社株式会社マルハグループ本社を設立                                                                                                                |
| 2007 年 | 株式会社マルハグループ本社と株式会社ニチロが経営統合、株式会社マルハグループ本社が株式会社ニチロを株式交換により完全子会社化<br>株式会社マルハグループ本社は株式会社マルハニチロホールディングスに変更                                       |
| 2008 年 | 株式会社マルハニチロ水産に変更<br>当社食品事業を、株式会社マルハニチロ食品（株式会社ニチロより商号変更）を承継会社として吸収分割<br>当社畜産事業を、株式会社マルハニチロ畜産を承継会社として吸収分割<br>株式会社マルハニチロ食品の水産事業を、当社を承継会社として吸収分割 |
| 2014 年 | マルハニチロ株式会社に商号変更<br>株式会社マルハニチロホールディングス、株式会社マルハニチロ水産、株式会社マルハニチロ食品、株式会社マルハニチロ畜産、株式会社マルハニチロマネジメント及び株式会社アクリフーズを吸収合併<br>東京証券取引所市場第一部に上場           |
| 2022 年 | 東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所市場第一部からプライム市場へ移行                                                                                                 |
| 2026 年 | Umios 株式会社に商号変更                                                                                                                             |

※2007 年のマルハとニチロの統合以前は、マルハの沿革

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 8. 安田大助社長の「私の履歴書」

### 野球に夢中

安田大助社長は神奈川県相模原市出身で 1961 年 9 月 2 日生まれ。法律書の編集者であった父親と専業主婦の母親に育てられた。地元への愛着が深かったことや、大洋漁業（現同社）入社から 2018 年まで転居を伴う異動がなかったことから、長年、相模原に住み続けているそうである。

幼少期からスポーツが好きで、小学生時代は、両親と一緒に当時ブームとなっていたボーリングに熱中した。特に夢中になった野球は、小学生の頃から大学卒業まで続けたそうである。安田氏は、神奈川県の中・県北エリアを代表する進学校であり、文武両道の校風を持つ、神奈川県立相模原高等学校に進学。野球部時代には、全国屈指の激戦区である神奈川県大会に出場。甲子園に憧れ毎日汗を流した。趣味の音楽鑑賞では、中学生時代に出会った「チューリップ」の 50 年以上のファンであり、今でもコンサートに足を運ぶという。

### 憧れていた早稲田大学に入学

子供の頃に、当時、早稲田大学の学生だった叔父に連れられて、神宮球場で観戦した早慶戦に感激し、早大進学を志すようになった。そうして入学した早稲田大学では、教育学部教育学科で

社会教育学を専攻し、会社や図書館、博物館等、学校以外の場での教育を学んだ。教員免許を取得したものの、教師になるつもりはなかったそうである。

## 同郷の先輩に導かれ、大洋漁業に入社

安田氏は、相模原在住の早稲田大学の先輩が別の大手水産会社に入社していたことや、就職活動の面接時に対応した社員の雰囲気良かったことから、85年に大洋漁業に入社した。当時、大洋漁業が大洋ホエールズ（現横浜 DeNA ベイスターズ）というプロ野球球団を所有していたことも多少は関係があったかもしれない。

## 入社後、海老一筋 19 年

安田氏は、大洋漁業に入社すると、希望通り営業職に配属された。北欧の甘海老などを扱う海老の国内営業を 19 年間続けたとのことである。その後、6 年間は東南アジアとの調整を行う部署に異動した。次の 4 年間は再び国内営業として北米産カニの販売に従事した。

## 大量の海老の在庫に苦しめられた

安田氏は、若い頃を振り返り、毎日、会社に来るのが楽しかったと語っているが、ある時、危機に見舞われた。当時、大洋漁業は、グリーンランドの会社と年間契約で漁獲した海老を全量購入する契約を結んでいたが、ある年、海老が記録的な大漁となり、大量の在庫を抱える事態となってしまった。ポジティブ思考であった安田氏も、さすがにこの時は眠れぬ夜を過ごしたそうである。その後、数千万円の損失を計上して在庫を売り切り、問題は収束した。この体験から、素早い決断の重要性を学んだという。

## 様々な事業の責任者を経験

2014 年、マルハニチロに同社の商号が変更された際、安田氏は水産第一部長に就任し、サバ、サンマ、イワシなど、幅広い冷凍魚の販売責任者となった。2018 年には、初めての地方勤務となる九州支社長に就任し、水産物以外の商材も扱うこととなった。2020 年、本社に復帰した安田氏は、執行役員に就任し、業務用食品のユニット長を務めた。

## 中期経営計画の骨子を創り上げた

安田氏は、2022 年に、常務執行役員に昇格し、食材流通セグメントの責任者となった。その後、当時の池見社長より、2025 年に公表された次期中期経営計画の原案を他の常務執行役員 3 人と策定するように指示を受け、通常業務の傍らで中期経営計画の骨子を創り上げた。23/3 期に営業利益 300 億円が達成できず（25/3 期に達成）、悔しい思いを共有した 4 人常務執行役員の合意事項は、中計で掲げている、28/3 期における営業利益 400 億円の達成である。

## 縦割り意識の排除に取り組む

安田氏は、食材流通セグメントのセグメント長時代、3 つのユニット間で縦割り意識が強いことに危機感を持ち、ユニット間で会話をするように働きかけたそうである。その後も、複数のユニットが同一顧客と取引している場合は、同社側の窓口を一本化する等、顧客本位の営業体制の構築にも尽力した。

## 2026 年、Umios の社長に就任

その後、安田氏は、2025 年に専務執行役員取締役役に就任し、各セグメント領域を横断して管理するマーケティング部門長と、海外戦略部門長を兼務し、同社が中期経営計画で打ち出した「グローバル戦略」を推進した。こうして、2026 年 4 月に、代表取締役社長執行役員最高執行責任者（COO）に就任した。3 月に商号を Umios に変更した同社の舵取りを担うことになった。また、池見前社長は、代表取締役会長最高経営責任者（CEO）に就任した。

## ワンチーム化を推進

安田社長は、今後の組織運営において、Umios のワンチーム化を推進する方針である。未だに残るセグメントやユニット間の縦割り意識を打破し、グループ間でお互いのリソースを積極的に活用する一方、機能が重複する組織の集約にも取り組むと述べている。

## グローバル戦略にも期待

また、安田社長は、「グローバル戦略」として、海外の各地域に根差して、現地で作って、現地で売るビジネスを展開したいと語っている。欧州で成功した UFGE のビジネスモデルを、例えば米国でも行いたいとしており、今後の取り組みが期待される。

## 池見会長とタッグを組む

今後は、池見会長がグループ経営全体の監督やガバナンス強化を、安田社長がグループの経営戦略や事業ポートフォリオの管理、投資判断等の業務執行を担当する。海外事業の担当が長く、DX

戦略を推進してきた池見会長と、国内事業に精通し、中期経営計画策定を主導した安田社長がタッグを組んで取組む、Umios のワンチーム化に注目したい。

**図表 18. Umios の歴代社長**

| 代  |        | 社長在任期間      |
|----|--------|-------------|
| 1  | 中部 幾次郎 | 1924～1950 年 |
| 2  | 中部 兼市  | 1950～1953 年 |
| 3  | 中部 謙吉  | 1953～1977 年 |
| 4  | 中部 藤次郎 | 1977～1987 年 |
| 5  | 天辰 祐之郎 | 1987～1989 年 |
| 6  | 中部 慶次郎 | 1989～2002 年 |
| 7  | 五十嵐 勇二 | 2002～2010 年 |
| 8  | 久代敏男   | 2010～2014 年 |
| 9  | 伊藤 滋   | 2014～2020 年 |
| 10 | 池見 賢   | 2020～2026 年 |
| 11 | 安田 大助  | 2026～現在     |

※2007 年のマルハとニチロの統合以前は、マルハの歴代社長。統合以降は、2014 年 3 月まではマルハニチロホールディングスの歴代社長、2026 年 3 月まではマルハニチロの歴代社長。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 9. 主要事業

### 3 セグメントで事業展開

Umios は、「水産資源セグメント」、「食材流通セグメント」及び「加工食品セグメント」を展開している。

#### 1) 水産資源セグメント

##### 漁業ユニット

世界の 15 漁業海域における漁業権・アクセス権を保有し、漁業を行っている。ニュージーランドでは、外国企業として唯一漁獲枠を保持しており、ホキやミナミタラ、アジなどを漁獲している。南極海域では、オーストラリアの排他的経済水域におけるメロの漁獲枠の約 7 割をグループ企業が保有して漁業を行っている。

##### 養殖ユニット

国内において主にクロマグロ、ブリ、カンパチの養殖を行っている。クロマグロの生産量は年間約 4,300 トン（2024 年）で、国内シェア 23%である。また、カンパチの生産量は年間約 2,500 トン（2024 年）で、国内シェア 11%である。

##### 北米ユニット

北米事業は、主にアラスカでの天然水産資源の調達・加工を中心に展開している。スケソウダラ、マダラ、カニ類への強い資源アクセスを有し、資源アクセス→生産→販売の一気通貫型ビジネスモデルを構築している。米ベーリング海産スケソウダラへの資源アクセス力は年間約 31 万トン（2025 年）を誇り、全米シェアの約 26%に達している。漁獲されたスケソウダラはすりみやフィレなどに加工したのち、北米、欧州、日本向けに販売している。主要カニカマ製品は、米国リテール市場でトップシェアである。

#### 2) 食材流通セグメント

##### 水産商事ユニット

国内外の約 70 カ国に及ぶ水産物の調達・市場流通も含む販売ネットワークを有し、グローバルな調達体制を誇っている。2022 年度のグループ取扱水産物は約 170 万トンに達した。エビについては世界各地から年間約 40,000 トン（2024 年）を仕入れており、国内シェアは約 18%である。タコに至っては西アフリカから年間約 4,100 トン（2024 年）を仕入れており、国内シェアは約 23%に達している。

##### 食材流通ユニット

多様な業態に対して水産商材や業務用商材の製造・販売を行っている。販売チャネルごとに 7 つの部署に分かれており、これらでほぼすべての BtoB 市場をカバーできること、冷凍・冷蔵・常温など、多様なユーザーニーズに応えられる食品加工拠点を保有していることが強みである。伸長を続ける介護食品市場では、キザミ食・ミキサー食・ソフト食（国内シェア約 27%）カテゴリーを中心としてシェアを拡大しており、海外市場への展開も推進している。介護食品品目数は 2025 年 4 月時点で 181 品目に達している。

図表 19. キザミ食・ミキサー食・ソフト食



出所：会社資料

## 農畜産ユニット

農産品及び食肉とその加工品を、国内外（16の国や地域）において調達・加工・販売している。世界各地から各種食肉や食肉加工品を食材流通ユニットや加工食品ユニットに安定供給できるグループ内の連携力を強みとし、国内市場では、経産牛肉（国産）の市場シェア15%、豚肉輸入シェア10%を実現している。経産牛とは子牛を出産した経験を持つ雌牛のことである。

農産物の取扱い数量は、年間32,000トン（2023年度）に達している。また、2023年度における国内輸入冷凍野菜市場の数量は1,121,000トン、輸入額は3,048億円である。同社グループは、同市場において、輸入数量シェア第8位、輸入額シェア第3位に位置しており、農産物市場においても存在感を増している。

図表 20. 食肉事業の世界での展開状況

| 国・地域     | 牛肉 | 豚肉 | 鶏肉 | 豚肉加工 | 鶏肉加工 |
|----------|----|----|----|------|------|
| 日本       | ○  | ○  | ○  | ○    | ○    |
| 台湾       | -  | -  | -  | ○    | -    |
| 中国       | -  | -  | -  | ○    | ○    |
| タイ       | -  | -  | ○  | ○    | ○    |
| オーストラリア  | ○  | -  | -  | ○    | -    |
| ニュージーランド | ○  | -  | -  | -    | -    |
| カナダ      | ○  | ○  | -  | ○    | -    |
| アメリカ     | ○  | ○  | -  | ○    | ○    |
| メキシコ     | ○  | ○  | -  | ○    | -    |
| ブラジル     | -  | -  | ○  | -    | -    |
| チリ       | -  | ○  | -  | -    | -    |
| オーストリア   | -  | ○  | -  | -    | -    |
| デンマーク    | -  | ○  | -  | ○    | -    |
| オランダ     | -  | ○  | -  | -    | -    |
| アイルランド   | ○  | ○  | -  | ○    | -    |
| スペイン     | ○  | ○  | -  | ○    | -    |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 加工食品ユニット

### 3) 加工食品セグメント

安定した原料調達力と商品開発力、技術力を融合させ、付加価値の高い商品を提案している。主な製品には、市販用冷凍食品、缶詰、フィッシュソーセージ、ちくわなどの魚肉練り製品、ハム・ソーセージなどの畜肉製品、カップゼリー、レトルト食品、調味料、フリーズドライ食品などがある。国内シェアトップカテゴリー群を複数保有している。その例としては、サケ缶詰（2024 年度時点の国内シェア約 76%）・サバ缶詰（同約 34%）・カニ缶詰、お弁当向け冷凍食品（同約 22%）、冷凍ミックス野菜類、などが挙げられる。

図表 21. サバ缶詰



出所：会社資料

図表 22. お弁当向け冷凍食品



出所：会社資料

## ファインケミカルユニット

「海の恵み」を医療や健康分野に活かすことを目的としており、水産原料由来の DHA（健康食品用国内シェアトップ）、EPA、コンドロイチン、スクワラン、プロタミン、DNA などの医薬品素材や健康食品素材、化粧品素材を提供している。超高齢社会における健康への関心の高まりに応じて、これらの素材の供給体制を強化し、新たな機能性表示食品用素材の開発も進めている（以下の各製品に関する記載は一般的に言われている内容である）。

DHA・EPA：中性脂肪低下や心血管疾患予防等、健康を願う人に人気があるオメガ-3 脂肪酸

コンドロイチン：関節の健康に配慮する人に注目されている成分

スクワラン：保湿を心がける人からの注目度が増している化粧品成分

プロタミン：医薬品の安定化剤として使用されるタンパク質

DNA：遺伝子研究や医薬品開発に使用される素材

## 10. 企業 DNA と模倣困難性

### 1) ポジショニング理論

#### コストリーダーシップ戦略及び差別化戦略を採用

著名な経営学者であるマイケル・E・ポーターは、企業が競争優位を築くための基本戦略として、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の3つを提唱している。このうち、Umios が採っている戦略は、水産物関連は①コストリーダーシップ戦略、水産物関連以外は②差別化戦略と言えよう。

コストリーダーシップ戦略とは、業界内で他社よりも低いコスト構造を実現することで競争に勝ち、市場シェアの拡大等を目指す戦略である。一方、差別化戦略とは、同業他社の製品・サービスとは異なる価値を顧客に提供することで競争優位性を確保する戦略である。

#### 水産物関連

水産資源セグメント、及び食材流通セグメントの水産商事ユニットについては、コストリーダーシップ戦略を採ることで、様々な地域や魚種で高いシェアを獲得し、それぞれ業界のリーディングカンパニーとなっている。

#### 水産物関連以外

一方、食材流通セグメントの食材流通ユニット、農畜産ユニット及び加工食品セグメントについては、BtoB 市場における多様な顧客ニーズへの対応力や、BtoC 市場における商品開発力、ブランド力を武器とした差別化戦略を採ることで、各業界や製品カテゴリーの中で存在感のあるポジションを確保している。

### 2) 企業 DNA

#### 企業 DNA を活かした事業戦略が成功の鍵

企業 DNA とは、創業者の想いや企業の歴史の中で培われた、その組織固有の価値観や哲学、企業文化である。企業 DNA を活かした事業戦略を立案、実行することが競争に打ち勝つ確率を高めると考えられる。そのため、当社では企業 DNA を重視している。

#### 「消費者が求める水産物由来の食材・食品を世界中の海から調達して届けたいという想い」

マルハとニチロの創業者である中部幾次郎氏、堤清六氏及び平塚常次郎氏は、「消費者が求める水産物由来の食材・食品を世界中の海から調達して食卓に届けたいという想い」から、創業当時、日本では誰も行っていなかった事業に挑み、成功させた点で共通している。

マルハは、日本初の発動機付鮮魚運搬船の導入や、広範囲にわたる国際漁場での操業を実行し、日本の水産業のパイオニアとなった。一方、ニチロは、ロシアのカムチャッカにおけるサケ漁と、サケ缶の生産・輸出で欧米からも評価される企業となった。

## 「リスクを恐れずに荒波に立ち向かうチャレンジ精神」

また、両社は、戦争で壊滅的な打撃を受けた状況から、不漁リスクもあるカツオ、マグロの遠洋漁業に活路を見出して、大きな飛躍を遂げたことや、70年代後半からの200海里問題への対応として、業態を転換して危機を乗り越えたことも良く似ている。

## 企業 DNA の進化と発展

遠洋漁業からの撤退により、両社は異なる針路を進むことになった。マルハは、主として水産物の海外調達と国内での販売を担当とする水産商事に主軸を移した。漁業の時代は世界の消費者にも目を向けていたが、一旦、国内販売を重視することとなった。その後、北米事業やタイ事業、欧州事業を強化して、再び海外志向を取り戻す中で、一つ目の企業 DNA で対象とする消費者が日本人の人々から世界の人々に戻ったと考えられる。

一方、ニチロは、経営の軸が加工食品事業の強化による付加価値の向上へと向かったため、冷凍食品等でのヒット商品を生産する加工食品会社に変化していった。サケ缶の生産開始から受け継がれてきた独自性の高い加工食品開発が企業 DNA に進化、発展したと思われる。

## Umios の企業 DNA

従って、Umios が長い歴史の中で培った企業 DNA は、「世界の消費者が求める水産物由来の食材・食品を世界中の海から調達して食卓に届けたいという想い」、「リスクを恐れずに荒波に立ち向かうチャレンジ精神」及び「独自性の高い加工食品開発」であると当社は考える。

### 3) 模倣困難性

## 模倣困難性に注目

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・バースト・ビューは、企業の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものが VRIO フレームワークであり、Value（経済的価値）、Rarity（希少性）、Inimitability（模倣困難性）、Organization（組織）について検討するべきとしている。当社では、このうち模倣困難性に特に着目している。

## 100 年以上にわたってグローバルな調達・生産・加工・流通体制を維持・発展させ続ける中で獲得した信頼や調達力・漁獲枠は、他社には模倣困難

Umios の模倣困難性は、「グローバルな調達・生産・加工・流通を一貫して行う、水産物関連のサプライチェーンを大規模に構築し、かつ、100 年以上にわたって維持・発展させ続ける中で獲得した信頼や調達力・漁獲枠」にある。200 海里水域制限の導入によって遠洋漁業から撤退して以降、同社は、海外企業との提携・合併会社の設立や漁業権の取得を通じて調達能力の拡充に努めてきた。Umios の年間水産物取扱量は 170 万トン（世界全体の水産物取扱量の約 0.9%）に達するものと考えられる。同社は、スケールメリットを活かして、日本を中心とした消費者に多様な水産物を安定的に提供しており、水産物の売り手・買い手、消費者から多大な信頼を得ている。

また、同社は太平洋最北部に広がるベーリング海のスケソウダラ、ニュージーランドのホキ・ミナミタラ・アジ、南極海域におけるオーストラリア経済水域のメロ等グローバルに多くの漁獲枠を保有している。特定魚種に特化している海外養殖大手企業や、特定海域だけで漁業権を持つローカル漁業会社には真似できない事業形態となっている。こうした漁獲枠の取得機会は非常に限られており、長年にわたってグローバルに事業を行ってきた同社だからこそ取得機会に恵まれ、実際の取得につながれたものと言える。

## 荷受も重要なアセット

漁獲枠以外の重要なアセットとして、同社は「荷受」を挙げている。荷受とは、産地から出荷された水産物等を集荷し、卸売市場で仲卸業者等に販売する国内事業者である。同社は、大都魚類（東京豊洲）を筆頭に、大東魚類（名古屋）、大京魚類（京都）、神港魚類（神戸）など、全国主要都市に比較的大規模の大きい荷受会社を連結子会社として保有する。産地市場色の強い九州地区においても 2 社（九州魚市、九州中央魚市）の連結子会社を有している。

卸売市場経由率が低下する中で、水産産流通全体に占める荷受のシェアも低下したが、荷受の持つ集荷力は今でも強い。同社は、荷受会社だけでなく、量販店や外食店、給食業者等の川下販路を持っているため、模倣困難なアセットとして荷受を積極的に活用する方針である。実際、「バリューサイクル」の取組み強化に伴い、26/3 期の国内荷受会社の営業利益は大幅増益となり、利益率も改善した模様である。

## 4) パーパス、ミッション、バリューズ

### パーパスとミッション

同社は、2025 年 3 月、社名変更の公表に併せ、新たなパーパスとミッションを策定した。パーパスは、「For the ocean, for life ー海といのちの未来をつくるー」である。人だけでなく地球全体が健康になれる「食」を世界中に広げることや、生態系を守り、豊かな自然の恵みを次の世代に引き継いでいくことに挑戦し続けるという同社の想いが込められている。

ミッションとしては、「私たちは誠実を旨とし、本物・安心・健康な『食』から広がる豊かなくらしとしあわせに貢献します」を掲げている。同社の企業 DNA や模倣困難性と重なり合うパーパスとミッションであり、創業 146 年の長寿企業である同社に相応しいと思われる。

### バリューズ

同社は、2026 年 3 月には、Umios への社名変更を節目に、グループ全体で共有する価値観として、新たに以下の「バリューズ」を策定した。

1. JOY 喜び～喜びとしあわせを「食」から広げていこう。
2. PIONEER 開拓者～まだ見ぬ景色を、共に見に行こう。
3. SUSTAINABILITY 持続可能性～地球に「ありがとう」と言われる仕事を。
4. SINCERITY 誠実～海に敬意を、人に誠意を、仕事に情熱を。
5. EXPERIENCE 経験～受け継ぐ。磨き上げる。未来へつなぐ。

## 11. 財務戦略

### 自己資本の増強により、ネット D/E レシオは急低下

同社の財務内容は、過去 2 度の中期経営計画（2018 年度～2021 年度、2022 年度～2024 年度）の実行等を経て、大きく改善した。

18/3 期末の自己資本比率は 22.3%に過ぎなかったが、26/3 期末には 32.9%に上昇した。ネット D/E レシオについては、18/3 期末の 2.2 倍から 26/3 期末には 1.0 倍へと、急低下した。有利子負債については、18/3 期末の 2,660 億円から 26/3 期末には 3,069 億円に増加したものの、現金及び預金が 18/3 期末の 164 億円から 26/3 期末には 541 億円へと増加したため、ネット有利子負債はこの期間に 32 億円の増加にとどまった。一方、自己資本については、主に利益蓄積により、18/3 期末の 1,154 億円から 26/3 期末の 2,472 億円へと大幅に増加した。結果として、R&I による発行体格付は、2022 年 2 月 28 日の BBB+から 2025 年 3 月 3 日には A-に格上げされた。同社は、2025 年 3 月 24 日に公表された新中期経営計画において、28/3 期末目標として、ネット D/E レシオ 1.0 倍、R&I 格付け A-維持を掲げている。

### 資本コストへの意識の高まり

2018 年度～2021 年度の中期経営計画において、同社が目標値を設定した KGI は、22/3 期の売上高、営業利益及び ROA、22/3 期末の D/E レシオ及び自己資本比率であった。2022 年度～2024 年度の中期経営計画の KGI については、UmEV（Umios Economic Value）、売上高、営業利益、経常利益、海外経常利益比率、EBITDA、ROIC、ROE、ネット D/E レシオが選択されており、以前よりも資本コストへの意識が高まった。

## UmEV (旧 MNEV)

UmEV は、事業活動の成果に伴う経済付加価値額として独自に算出した指標であり、投下資本利益率 (ROIC) と加重平均資本コスト (WACC) の差 (UmEV スプレッド) に、投下資本を乗じて算出されている。また、同社は、ROIC を (経常利益 + 支払利息 - 受取利息) × (1 - 実効税率) / 投下資本と定義している。

## 22/3 期以降は毎期増配

配当 (株式分割調整後) については、21/3 期までは安定配当方針に基づき、15/3 期及び 16/3 期は 1 株当たり 10 円、17/3 期から 21/3 期までは同 13.3 円であった。その後は、22/3 期 18.3 円、23/3 期 21.7 円、24/3 期 28.3 円、25/3 期 36.7 円、26/3 期 44.7 円と、増配を継続した。27/3 期においては、配当性向 30% 以上かつ累進配当という中期経営計画で掲げた配当方針に基づき、45 円を計画している。なお、23/3 期には自社株買い 50 億円を実施した。

図表 23. 財務データの推移

| (百万円)               |         |         |         |         |         |         |                |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|
| 決算期                 | 20/3    | 21/3    | 22/3    | 23/3    | 24/3    | 25/3    | 26/3           |
| 【キャッシュ・フロー】         |         |         |         |         |         |         |                |
| 当期純利益               | 12,537  | 5,753   | 16,898  | 18,596  | 20,853  | 23,264  | <b>22,182</b>  |
| 減価償却費・のれん償却額        | 16,639  | 17,168  | 17,750  | 16,695  | 17,893  | 18,968  | <b>20,059</b>  |
| 資本的支出               | -24,824 | -22,923 | -16,579 | -31,510 | -22,983 | -20,758 | <b>-28,030</b> |
| 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  | 0       | -775    | <b>-7,037</b>  |
| 自己株取得               | -5      | -5      | -4      | -5,381  | -266    | -6      | <b>-5</b>      |
| 配当金支払額              | -2,098  | -2,096  | -2,097  | -2,883  | -5,038  | -5,037  | <b>-5,546</b>  |
| 【B/S】               |         |         |         |         |         |         |                |
| 現預金                 | 21,782  | 31,579  | 24,952  | 33,679  | 37,944  | 49,240  | <b>54,141</b>  |
| 有利子負債 (リース債務等を除く)   | 266,008 | 263,710 | 254,466 | 304,941 | 287,891 | 277,286 | <b>306,880</b> |
| 自己資本                | 132,628 | 142,496 | 160,174 | 178,311 | 207,128 | 229,567 | <b>247,236</b> |
| 【主要指標】              |         |         |         |         |         |         |                |
| 自己資本比率              | 25.1    | 26.7    | 29.2    | 28.0    | 30.8    | 33.7    | <b>32.9</b>    |
| D/E レシオ             | 2.0     | 1.8     | 1.6     | 1.7     | 1.4     | 1.2     | <b>1.2</b>     |
| ネット D/E レシオ         | 1.8     | 1.6     | 1.4     | 1.5     | 1.2     | 1.0     | <b>1.0</b>     |
| 1 株当たり配当 (円)        | 13.3    | 13.3    | 18.3    | 21.7    | 28.3    | 36.7    | <b>44.7</b>    |
| 配当性向                | 16.8    | 36.4    | 17.1    | 18.1    | 20.6    | 23.8    | <b>30.4</b>    |

注：1 株当たり配当は株式分割の影響考慮後の数値

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

12. 市場動向及び同業他社比較

1) 世界のタンパク質供給源別生産量

魚介類と肉類の生産量はともに年率 2%で増加しており、構成比は 4 対 6

1991 年から 2022 年までにおける魚介類と肉類を合わせた世界のタンパク質供給は、年率約 2%で増加してきた。魚介類と肉類ともに生産量は年率約 2%で増加してきている。したがって、魚介類と肉類の構成比（概ね 4 対 6）についても 30 年間大きな変化は無い状況である。

図表 24. 世界及び日本のタンパク質供給源別生産量（千トン）

| タンパク質供給源 | 1991    | 2000    | 2010    | 2020    | 2022    | CAGR<br>(90-22) | 2033    | CAGR<br>(22-33) |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------|-----------------|
| 世界       | 265,449 | 341,024 | 419,547 | 493,774 | 520,644 | 2.2%            | 578,439 | 1.0%            |
| 魚介類      | 97,431  | 125,984 | 144,947 | 177,481 | 185,457 | 2.1%            | 206,226 | 1.0%            |
| 漁業       | 83,705  | 93,564  | 87,188  | 89,763  | 91,027  | 0.3%            | 93,796  | 0.3%            |
| 養殖       | 13,726  | 32,420  | 57,759  | 87,718  | 94,430  | 6.4%            | 112,430 | 1.6%            |
| 肉類       | 168,017 | 215,041 | 274,600 | 316,292 | 335,186 | 2.3%            | 372,214 | 1.0%            |
| 牛肉       | 55,122  | 58,577  | 66,693  | 71,305  | 73,679  | 0.9%            | 81,224  | 0.9%            |
| 豚肉       | 70,372  | 88,566  | 107,882 | 108,143 | 122,017 | 1.8%            | 131,058 | 0.7%            |
| 鶏肉       | 42,523  | 67,898  | 100,025 | 136,844 | 139,490 | 3.9%            | 159,932 | 1.3%            |
| 日本       | 12,564  | 8,691   | 7,872   | 7,087   | 6,791   | -2.0%           |         |                 |
| 魚介類      | 9,773   | 6,253   | 5,233   | 4,185   | 3,864   | -2.9%           |         |                 |
| 漁業       | 8,511   | 5,022   | 4,122   | 3,215   | 2,952   | -3.4%           |         |                 |
| 養殖       | 1,262   | 1,231   | 1,111   | 970     | 912     | -1.0%           |         |                 |
| 肉類       | 2,791   | 2,439   | 2,639   | 2,902   | 2,928   | 0.2%            |         |                 |
| 牛肉       | 407     | 365     | 358     | 335     | 348     | -0.5%           |         |                 |
| 豚肉       | 1,026   | 879     | 895     | 917     | 901     | -0.4%           |         |                 |
| 鶏肉       | 1,358   | 1,195   | 1,386   | 1,650   | 1,679   | 0.7%            |         |                 |

出所：FAO、水産庁「水産白書」、農畜産業振興機構資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

漁業は概ね横ばい推移の一方、養殖は年率 6%で増加

魚介類を漁業と養殖に分けて見ると、漁業の生産量が過去 30 年間概ね横ばいで推移してきたのに対し、養殖は年率約 6%で増加してきた。結果的に、漁業と養殖の構成比は 30 年前の 9 対 1 から 5 対 5 へと大きく変化した。

肉類の各成長率は鶏肉が 4%、豚肉が 2%、牛肉が 1%で、鶏肉の生産量が肉類全体の 4 割

肉類については鶏肉が年率約 4%、豚肉が約 2%、牛肉が約 1%で生産量を伸ばしてきており、鶏肉の生産量が豚肉を抜いて最大となっている。2022 年時点における鶏肉、豚肉、牛肉の構成比は概ね、4 対 4 対 2 である。

2033 年までの生産量成長率見通しは魚介類、肉類ともに年率 1%

FAO は 2033 年までのタンパク質生産量増加率について、年率 1%と、過去 30 年間の半分のペースで増加することを見込んでいる。魚介類と肉類ともに年率 1%程度の生産量増加を見込んでおり、魚介類については漁業が引き続き概ね横ばいの状態を継続するのに対し、養殖は年率約

2%での生産量増加を見込んでいる。肉類については、鶏肉の生産量増加率が引き続き最も高い状況に変化は無い一方で、豚肉の増加率は牛肉を下回ると見込まれている。

## 日本の国内生産量は魚介類が減少してきた一方で肉類は横ばい

日本国内のタンパク質生産量については、世界全体のトレンドと異なり、年率 2%で減少してきた。この減少は魚介類が年率約 3%で減少してきたことに起因するものであり、肉類生産量については概ね横ばいの状態が続いてきた。

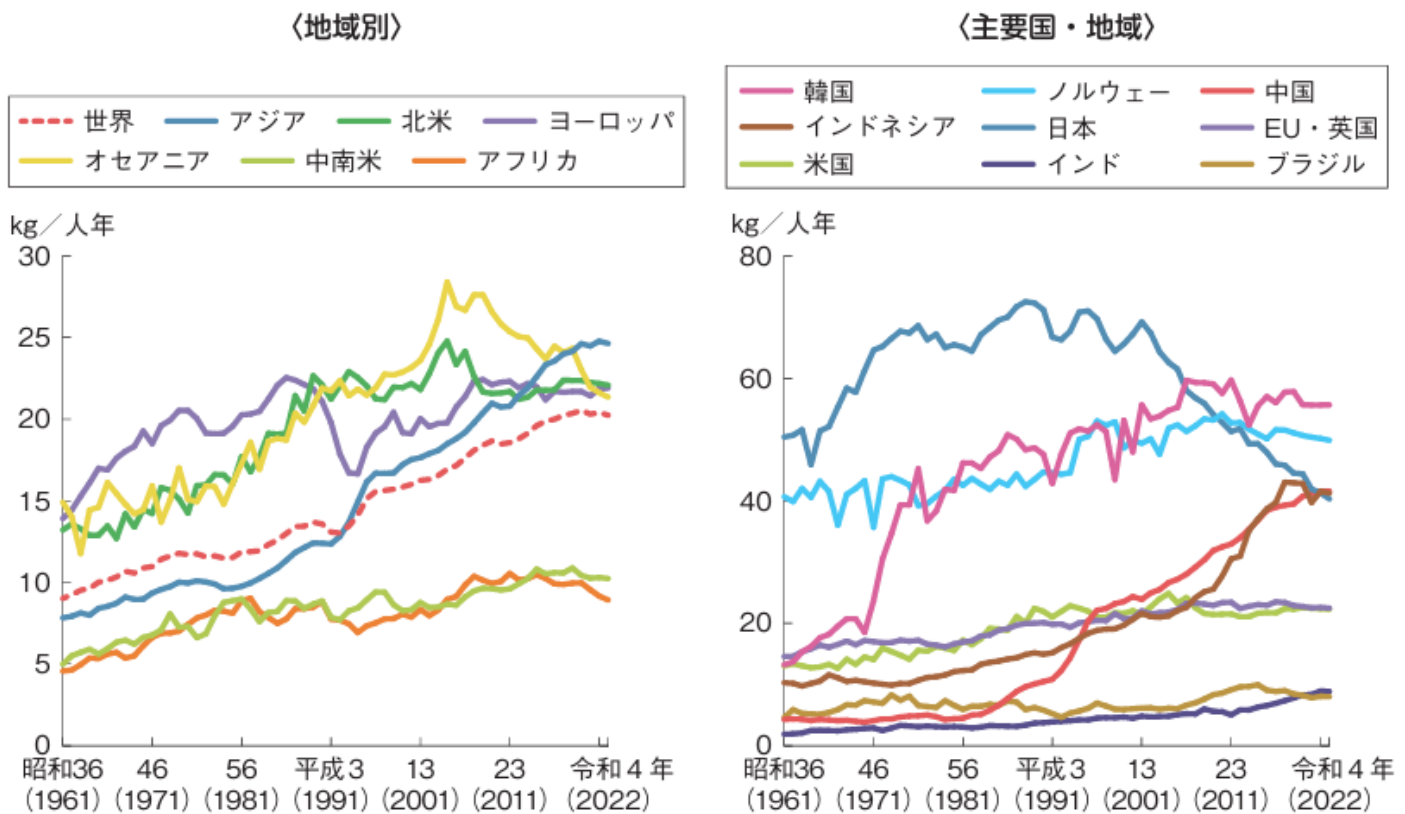
## 日本では例外的に船ごとの漁獲量割り当てが無く、水産資源維持の体制が整っていない

魚介類については漁業、養殖ともに生産量が減少してきたが、主因は漁業の生産量減少である。諸外国では船ごとに漁獲量を割り当てることで海洋資源の維持と漁獲量の維持を両立する体制が整ってきたのに対し、日本では船ごとの漁獲量割り当て導入が進んでいない。各漁船が個別の利益最大化のために可能な限り水産資源を取りつくしてしまう構図となっており、日本近海での水産資源が棄損されていく状況となっている。

## グローバルでは水産業は成長産業

需要面から見ると、日本人の一人当たり年間魚介類消費量は、1970 年頃から 60kg を超え、世界平均を大きく上回っていた。しかし、若者を中心とした魚離れにより、2000 年頃から減少基調が続いている。一方、生活水準の向上に伴い、インドネシアや中国など、アジアを中心として世界的にはむしろ一人当たり年間魚介類消費量は拡大を続けており、水産業はグローバルでは成長産業に位置付けられる。

図表 25. 世界の 1 人 1 年当たりの食用魚介類の消費量の推移 (粗食料ベース)



※ 粗食料とは、廃棄される部分も含んだ食用魚介類の数量。中南米は、カリブ海地域を含む。

出所: FAO (日本以外) 及び農林水産省「食料需給表」(日本) に基づき水産庁で作成

## 日本の肉類生産量は鶏肉の増加が他の減少を補う構図

日本の肉類については、全体では生産量微増のトレンドとなっているが、鶏肉の生産量が増加する一方で、牛肉と豚肉の生産量は減少する状況となっている。

## 2) 日本のタンパク質需給

日本国内でのタンパク質生産量は消費量を上回るペースで減少しており、自給率は低下

1991年から2022年までにおける日本のタンパク質消費は、若者を中心とした魚離れや人口減少の影響などにより、年率0.6%で減少してきたが、国内のタンパク質生産量はそれを上回る年率2.0%で減少している。このため、タンパク質自給率は100%超えから68%にまで低下した。内訳は、魚介類自給率が118%から77%に、肉類自給率が71%から59%に低下しており、低下幅は魚介類が大きい一方で、自給率自体は肉類のほうが低い状況となっている。

図表 26. 日本のタンパク質需給バランス及び自給率（千トン）

| タンパク質供給源 | 1991   | 2000   | 2010   | 2020   | 2022   | CAGR<br>(90-22) |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|
| 生産       | 12,564 | 8,691  | 7,872  | 7,087  | 6,791  | -2.0%           |
| 魚介類      | 9,773  | 6,253  | 5,233  | 4,185  | 3,864  | -2.9%           |
| 肉類       | 2,791  | 2,439  | 2,639  | 2,902  | 2,928  | 0.2%            |
| 牛肉       | 407    | 365    | 358    | 335    | 348    | -0.5%           |
| 豚肉       | 1,026  | 879    | 895    | 917    | 901    | -0.4%           |
| 鶏肉       | 1,358  | 1,195  | 1,386  | 1,650  | 1,679  | 0.7%            |
| 消費       | 12,235 | 12,868 | 11,098 | 10,250 | 10,013 | -0.6%           |
| 魚介類      | 8,277  | 8,529  | 6,765  | 5,283  | 5,050  | -1.6%           |
| 肉類       | 3,958  | 4,339  | 4,334  | 4,926  | 4,963  | 0.7%            |
| 牛肉       | 789    | 1,086  | 852    | 930    | 880    | 0.4%            |
| 豚肉       | 1,459  | 1,516  | 1,661  | 1,827  | 1,835  | 0.7%            |
| 鶏肉       | 1,710  | 1,737  | 1,821  | 2,169  | 2,248  | 0.9%            |
| 自給率      | 103%   | 68%    | 71%    | 69%    | 68%    |                 |
| 魚介類      | 118%   | 73%    | 77%    | 79%    | 77%    |                 |
| 肉類       | 71%    | 56%    | 61%    | 59%    | 59%    |                 |
| 牛肉       | 52%    | 34%    | 42%    | 36%    | 40%    |                 |
| 豚肉       | 70%    | 58%    | 54%    | 50%    | 49%    |                 |
| 鶏肉       | 79%    | 69%    | 76%    | 76%    | 75%    |                 |

出所：FAO、水産庁「水産白書」、農畜産業振興機構資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 魚介類の消費量減少の一因は価格上昇

魚介類の肉類に対する相対的な自給率の高さは、消費量の減少が寄与している面もある。肉類の消費量が年率0.7%で増加しているのに対し、魚介類の消費量は年率1.6%で減少している。この減少は、食生活の変化等需要面の要因もある一方、魚介類の価格上昇（東日本大震災後の漁師減少、燃油価格高騰、円安による輸入価格の上昇等が要因）という供給面の要因も存在する。過去30年間の価格上昇率は魚介類、肉類ともに年率約1%と同水準であるが、2010年以降で見ると、魚介類が3.2%、肉類が1.8%と、魚介類の価格上昇率が肉類を大きく上回っている状況である。

図表 27. 魚介類と肉類の消費者物価指数 (1991 を 100 とする)

| タンパク質供給源 | 1991  | 2000  | 2010  | 2020  | 2022  | CAGR<br>(90-22) | CAGR<br>(10-22) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-----------------|
| 魚介類      | 100.0 | 101.2 | 99.0  | 128.9 | 144.5 | 1.2%            | 3.2%            |
| 肉類       | 100.0 | 102.8 | 113.1 | 133.5 | 139.9 | 1.1%            | 1.8%            |

出所：総務省統計局資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) 同業他社比較 (事業ポートフォリオ)

#### タンパク質供給の売上高世界トップは JBS

タンパク質供給を担う世界の上場企業の売上高上位 3 社は、JBS N.V. (JBS サンパウロ)、Tyson Foods (TSN ニューヨーク)、Marfrig Global Foods (MBRF3 サンパウロ) である。いずれも肉類の生産、加工食品、冷凍食品を取り扱っている。

#### JBS はブラジルで設立され、牛肉、豚肉、鶏肉を扱う

JBS は 1953 年にブラジルのゴイアス州アナポリスで設立され、牛肉、豚肉、鶏肉の加工および冷凍食品の製造を行っている。世界中に生産および加工施設を持ち、150 以上の国で事業を展開している。製品ラインナップには、牛肉、豚肉、鶏肉に加え、加工食品も含まれている。2021 年にはオーストラリアの大手サーモン生産者である Huon Aquaculture を買収し、養殖事業に参入した。

#### Tyson Foods も牛肉、豚肉、鶏肉を扱い、世界中で製品を販売

Tyson Foods は、アメリカ合衆国アーカンソー州スプリングデールに本社を置く、世界最大級の食品加工企業である。1935 年にジョン・W・タイソンによって設立され、現在では鶏肉、牛肉、豚肉の生産・加工を行っている。Tyson Foods は、Jimmy Dean、Hillshire Farm、Ball Park などの有名ブランドを所有しており、世界中で製品を販売している。

#### Marfrig Global Foods は、世界トップクラスの牛肉加工会社

1986 年に設立された Marfrig Global Foods は、ブラジルのサンパウロに本社を置く、世界的な大手食肉加工企業である。特に、牛肉の生産・加工においては世界トップクラスの規模を誇る。現在では、南米、北米、中東、アジアなど、世界約 120 カ国に展開している。

#### 日本企業の売上高トップは日本ハム

日本企業の売上高上位 3 社は、日本ハム (2282 東証プライム)、Umios、伊藤ハム米久ホールディングス (2296 東証プライム) である。

#### 日本ハムは大阪に本社を有し、食肉加工品、ハム、ソーセージ等を扱う

日本ハムは 1949 年設立で、本社は大阪市北区梅田にある。食肉加工品、ハム、ソーセージ、乳製品、冷凍食品などの製造・販売を行っている。日本ハムは、国内外に多くの生産拠点をもち、グローバルに事業を展開している。

#### 伊藤ハム米久ホールディングスは 2016 年に合併によって設立

伊藤ハム米久ホールディングスは、2016 年 4 月 1 日に伊藤ハム株式会社と米久株式会社が経営統合して設立された企業で、本社は東京都目黒区にある。食肉加工品、ハム、ソーセージ、冷凍食品などの製造・販売を行っており、国内外に多くの生産拠点を持っている。

図表 28. 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企業の主要事業ポートフォリオ

| 企業名                  | ティッカー       | 国         | 売上高<br>(百万円)     | 漁業       | 養殖       | 肉類       | 加工<br>食品 | 冷凍<br>食品 | 農産<br>品  | 健康<br>食品 | ペット<br>フード |
|----------------------|-------------|-----------|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|
| JBS N.V.             | JBS         | ブラジル      | 12,894,182       | -        | ○        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Tyson Foods          | TSN         | アメリカ      | 8,121,950        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Marfrig Global Foods | MBRF3       | ブラジル      | 4,397,450        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| WH Group             | 00288       | 香港        | 4,193,024        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Kraft Heinz          | KHC         | アメリカ      | 3,731,621        | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Muyuan Foods         | 002714      | 中国        | 3,001,061        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -        | -          |
| General Mills        | GIS         | アメリカ      | 2,940,159        | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | ○          |
| CJ CheilJedang       | 097950      | 韓国        | 2,882,832        | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | ○        | -          |
| Pilgrim's Pride      | PPC         | アメリカ      | 2,767,455        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Charoen Pokphand     | CPF         | タイ        | 2,601,670        | -        | ○        | ○        | ○        | ○        | ○        | -        | ○          |
| Smithfield Foods     | SFD         | アメリカ      | 2,323,623        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Wens Foodstuff       | 300498      | 中国        | 2,162,384        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Hormel Foods         | HRL         | アメリカ      | 1,807,854        | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Conagra Brands       | CAG         | アメリカ      | 1,752,152        | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| 日本ハム                 | 2282        | 日本        | 1,457,391        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | ○        | -          |
| Henan Shuanghui      | 000895      | 中国        | 1,237,936        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| <b>Umios</b>         | <b>1333</b> | <b>日本</b> | <b>1,105,890</b> | <b>○</b> | <b>○</b> | <b>○</b> | <b>○</b> | <b>○</b> | <b>○</b> | <b>○</b> | <b>○</b>   |
| 伊藤ハム米久 HD            | 2296        | 日本        | 1,071,381        | -        | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Dongwon Industries   | 006040      | 韓国        | 1,010,443        | ○        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Mowi                 | MOWI        | ノルウェー     | 962,445          | -        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -        | -          |
| ニッスイ                 | 1332        | 日本        | 931,265          | ○        | ○        | ○        | ○        | ○        | -        | ○        | -          |
| ニチレイ                 | 2871        | 日本        | 716,144          | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Thai Union Group     | TU          | タイ        | 604,569          | ○        | ○        | -        | ○        | ○        | -        | ○        | ○          |
| Austevoll Seafood    | AUSS        | ノルウェー     | 567,525          | ○        | ○        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Japfa Comfeed        | JPFA        | インドネシア    | 553,913          | -        | ○        | ○        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| Leroy Seafood        | LSG         | ノルウェー     | 496,142          | ○        | ○        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| SalMar               | SALM        | ノルウェー     | 394,796          | -        | ○        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| 極洋                   | 1301        | 日本        | 334,612          | ○        | ○        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| 横浜冷凍                 | 2874        | 日本        | 125,563          | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |
| 紀文食品                 | 2933        | 日本        | 111,038          | -        | -        | -        | ○        | ○        | -        | -        | -          |

※為替はブラジルレアル円 27.7 円、ドル円 150 円、韓国ウォン円 0.1 円、タイバーツ円 4.6 円、人民元円 21 円、ユーロ円 175 円、ノルウェークロネ円 15 円で計算

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

**水産業を主力事業とする企業の中で  
の売上高トップは Umios**

水産業を主力事業とする企業に限定すると、売上高の世界上位 3 社は、Umios、Mowi ASA (MOWI オスロ)、Dongwon Industries Co Ltd (006040 韓国) である。Umios が漁業と養殖の両方に携わっているのに対し、Mowi は養殖のみ、Dongwon Industries は漁業のみを行っている。なお、Dongwon Industries は、陸上サーモン養殖への参入が報じられたが、まだ事業開始には至っていないと見られる。

**Mowi は世界最大のサーモン養殖会社**

Mowi は、ノルウェーに本社を置く世界最大のサーモン養殖会社である。1964 年に設立され、現在ではサーモンの養殖、加工、販売を行っている。本社はベルゲンにあり、ノルウェーを中心に世界中で事業を展開している。日本にも拠点があり、千葉県成田市と大阪府泉佐野市に工場を持ち、サーモンの加工と販売を行っている。

**Dongwon Industries はマグロ、  
サーモンの漁業に加え、冷蔵倉庫事業も展開**

Dongwon Industries (東遠産業株式会社) は、1969 年に設立された韓国の大手水産企業である。本社はソウルと釜山にあり、世界中で事業を展開している。Dongwon Industries は、主にマグロ、サーモンなどの海産物の捕獲、加工、販売を行っている。特に、迅速な冷凍技術を用いて高品質の海産物を提供し、日本、米国、ヨーロッパなどに輸出している。また、米国のツナ缶などのシーフード加工で北米市場を中心に高いプレゼンスを持つ StarKist Tuna ブランドを所有しており、グローバル市場での存在感が高い。さらに、Dongwon Industries は冷蔵倉庫事業も展開しており、国内外で低温物流ネットワークを構築している。

## 13. リスク要因

Umios の業績や株価の動向に与えるリスクについて、グループ全体と事業セグメントに分けて列挙する。

### グループ全体のリスク

グループ全体に係るリスクとしては、国内外での労働力の確保、原材料価格の変動、原油価格の高騰、自然災害・感染症及び事故、カントリーリスク、M&A に係るリスク等が挙げられる。

### 労働力の確保

労働力が不足した場合、漁業や食品加工業などで操業が停止する可能性があるほか、賃金の高騰に伴い、人件費や物流費が増加する可能性がある。

### 原材料価格の変動

原材料の需要増加や、円安、漁獲高の減少による仕入価格の高騰が利益率の低下に繋がる可能性がある。他方、仕入価格が大きく下落した場合は、棚卸資産の評価損が発生する可能性がある。

### 原油価格の高騰

動燃料コスト（主に漁業、養殖事業等）や発送配達費（全セグメント）などの上昇に繋がる可能性がある。

### 地震などの自然災害・感染症及び事故

地震などの自然災害による生産設備等の破損及び操業停止、物流機能の麻痺等による商品供給等が発生する可能性がある。

養殖事業においては、予防困難な魚病等が発生した場合や、台風・赤潮等が発生した場合は、養殖魚が大量に突然死する可能性がある。

### カントリーリスク

海外事業において、進出国及びその周辺諸国の政治、経済、社会、法制度、税制等が変化した場合や、テロ、暴動及び戦争による経済活動の制約、サプライチェーンや流通網の遮断等が生じた場合は、事業活動に影響を及ぼす可能性がある。

### M&A に係るリスク

同社グループは、中期経営計画において、M&A を含むインオーガニック投資に約 700 億円を配分する方針を示している。M&A に伴い、固定資産やのれんが多額に計上された場合においては、対象会社の業績が想定を下回ると、固定資産やのれんの減損損失が発生する可能性がある。

## 水産資源セグメント等のリスク

水産資源セグメント及び水産商事ユニットのリスクとしては、養殖業への新規参入、漁獲規制・資源規制の強化、代替タンパク質の台頭等が挙げられる。

## 養殖業における新規参入や競争激化

漁業については、漁業権の確保や設備投資の負担、政府・自治体などの規制により、新規参入のハードルは高い。

一方、養殖業については、初期投資額や、環境保護面でのハードルはあるものの、養殖技術の普及に伴い、国内では、新興企業や地域ベンチャーが特定の魚種に特化して参入する例が見られる。また、海外においては、大規模に養殖事業を行っている企業が存在しており、世界市場において販売競争が激化する可能性がある。

## 漁獲規制・資源制限の強化

マグロやサーモン、タラなど人気の高い魚種では、各国が資源管理を強化している。漁獲割当量が縮小する一方で、世界の需要は拡大傾向にあるため、原料価格が上昇しやすい構造にある。長期的・安定的に原材料を調達するためには、漁獲権の確保や養殖事業の強化が必要となる。また、価格転嫁が難しい場合は、利益率が圧迫されるリスクがある。

## 代替タンパク質の台頭

近年、植物性代替肉や培養肉など「代替タンパク質」が注目されており、将来的には魚の代替製品としての地位を確立した場合は、水産物ビジネスに対する潜在的な脅威となる可能性がある。

## 食材流通及び加工食品セグメントのリスク

食材流通セグメント及び加工食品セグメントのリスクとしては、国内市場の飽和と価格競争、グローバル市場での競争激化、米国の関税政策が挙げられる。

## 国内市場の飽和と価格競争

国内においては、少子高齢化に伴う人口減少により、食品市場全体の成長余地が限られるため、価格競争の激化が懸念される。また、若年層の魚離れも課題として挙げられる。新商品の投入や高付加価値化による単価向上、シニア層向けの小容量・健康重視商品の開発などの取組みが順調に進まない場合、販売数量の減少や販売単価の下落が業績に影響を及ぼす可能性がある。

## グローバル市場での競争激化

同社グループは、設備投資や買収により、海外の食材流通市場や加工食品市場等での成長を目指す方針であるが、グローバル市場では同様のバリューチェーンを持つ海外企業との競争が激化する可能性がある。

## 米国の関税政策

タイのペットフード事業は、北米が主要販売先となっているため、米国がタイに高率の関税を課した場合、販売数量や出荷価格に影響を及ぼす可能性がある。

14. サステナビリティ経営の推進

1) サステナビリティ

サステナビリティ戦略の KGI 及び KPI を更新

同社では、2025 年に、2021 年度に特定したマテリアリティの見直しを視野に、従業員及び社外のステークホルダーに対してアンケート調査を行った。結果的にマテリアリティ項目の変更はなく、9 つの項目全てをマテリアリティとして継続することになった。一方、KGI（2030 年のありたい姿）や主な KPI については、前中期経営計画における進捗状況を踏まえ、一部変更を行った。サステナビリティ戦略の更新状況は図表 29 及び図表 30 の通りである。

図表 29. サステナビリティ戦略 KGI・KPI（環境価値）

| マテリアリティ |                                        | リスクと機会<br>(●機会／●リスク)                                                  | KGI<br>(2030年のありたい姿)                               | 主なKPI                                              | ターゲット                                                  | 2024年度(前中期経営計画結果)        |                          |       |
|---------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|-------|
|         |                                        |                                                                       |                                                    |                                                    |                                                        | ターゲット                    | 実績                       | 自己評価  |
| 環境価値の創造 | ① 気候変動問題への対応<br><br>気候変動問題への対応         | ○ 天然水産物の漁獲量減少を補う養殖水産物の販売機会の拡大<br>● 気候変動による原材料の調達不全リスクの増大              | 2050年カーボンニュートラルをめざし、脱炭素や気候変動に対して業界における主導的地位を確立している | CO <sub>2</sub> 排出量削減率(2017年比)(国内G <sup>※1</sup> ) | 2030年度目標:30%以上<br>2027年度目標:20%以上                       | 10%以上                    | 13.3%                    | ★★★☆☆ |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | CO <sub>2</sub> 排出量削減目標(海外G <sup>※1</sup> )        | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:目標設定                            | —                        | —                        | —     |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | Scope3目標設定(国内G)                                    | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:目標設定                            | —                        | —                        | —     |
|         | ② 循環型社会実現への貢献<br><br>循環型社会実現への貢献       | ○ 容器包装プラスチック使用量削減、フードロス削減によるコスト削減<br>● 容器包装プラスチックの環境配慮型素材切り替えによるコスト増加 | 効率的な資源利用によるサーキュラーエコノミーがグループ内に浸透し、実践している            | 容器包装プラスチック使用量削減率(2020年比)(MN <sup>※1</sup> )        | 2030年度目標:30%以上<br>2027年度目標:20%以上                       | 10%以上                    | 7.0%                     | ★★★☆☆ |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | フードロス(製品廃棄)削減率(2020年比)(国内G)                        | 2030年度目標:80%以上(前中計から上方修正)<br>2027年度目標:70%以上(前中計から上方修正) | 20%以上                    | 64.9%                    | ★★★★★ |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | 生産工場におけるプラスチック使用量削減目標設定(国内G)                       | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:目標設定(2025年)                     | —                        | —                        | —     |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | 水資源のリスクと機会、対応策の分析評価、対応策検討                          | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:リスク・機会・対応策の分析                   | —                        | —                        | —     |
|         | ③ 海洋プラスチック問題への対応<br><br>海洋プラスチック問題への対応 | ○ 海洋プラスチック問題へ積極的に取り組む企業としてイメージ向上<br>● 海洋に流出しづらい漁具への切替えによるコスト増加        | 自社を含むサプライチェーン上で海洋へのプラスチック排出ゼロを実践している               | サプライヤー向け漁具管理ガイドラインの策定と運用啓発(MN)                     | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:ガイドライン策定・運用啓発                   | グループ内ガイドライン策定と運用         | グループ内ガイドライン策定と運用済み       | ★★★☆☆ |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | 社外ステークホルダーとのクリーンアップ活動の共同開催(国内G)                    | 2030年度目標:33回以上/年<br>2027年度目標:21回以上/年                   | 海岸クリーンアップへの従業員累計参加率10%以上 | 海岸クリーンアップへの従業員累計参加率28.2% | ★★★★☆ |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | 取扱水産資源の資源状態確認率、評価不明魚種の取扱方針策定(G全体 <sup>※1</sup> )   | 2030年度目標:取扱水産資源の資源状態確認率100%<br>2027年度目標:評価不明魚種の取扱方針策定  | —                        | 取扱水産資源の資源状態確認率81.8%      | ★★★☆☆ |
|         | ④ 生物多様性と生態系の保全<br><br>生物多様性と生態系の保全     | ○ 持続可能な水産資源の提供による企業価値向上<br>● 認証取得・維持にかかるコストの上昇                        | 取扱水産資源について、資源枯渇リスクがないことを確認している                     | 電子トレーサビリティ方法の確立                                    | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:一部魚種で運用開始                       | —                        | —                        | —     |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | TNFDフレームワークにもとづく生物多様性リスク評価実施(国内G)                  | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:TNFDにもとづくシナリオ分析拡大実施             | 生物多様性リスク評価実施             | 一部事業で生物多様性リスク評価実施済       | ★★★☆☆ |
|         |                                        |                                                                       |                                                    | 養殖場の認証レベル管理の実施(国内G)                                | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:グループ内全養殖場で管理体制の構築               | 全養殖場の認証レベル管理の実施          | 全養殖場の認証レベル管理を開始済み        | ★★★☆☆ |

※ 対象組織を呼称で記載 MN:マルハニチロ（現 Umios）、国内 G:国内連結子会社、海外 G:海外連結子会社、G 全体：グループ全社  
出所：会社資料

図表 30. サステナビリティ戦略 KGI・KPI (社会価値)

|         | マテリアリティ                                                  | リスクと機会<br>(●機会／●リスク)                                                       | KGI<br>(2030年のありたい姿)                   | 主なKPI                                                          | ターゲット                                                                                                                             | 2024年度(前中期経営計画結果)                        |                                                         |       |
|---------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-------|
|         |                                                          |                                                                            |                                        |                                                                |                                                                                                                                   | ターゲット                                    | 実績                                                      | 自己評価  |
| 社会価値の創造 | ⑤ 安全・安心な食の提供<br><br>☑ 安全・安心な食の提供の提供                      | ○ 品質事故、品質クレーム減少によるコスト削減<br>● 製品の品質クレーム・トラブルによるお客さまの信頼低下、収益力の低下             | 人々が安心して食を世界中の食卓に提供している                 | ● 重大な品質事故 <sup>※2</sup> (国内G <sup>※1</sup> )                   | 2030年度目標:—<br>2027年度目標:ゼロ件                                                                                                        | ゼロ件                                      | ゼロ件                                                     | ★★★★☆ |
|         | ⑥ 健康価値創造と持続可能性に貢献する食の提供<br><br>☑ 健康価値創造と持続可能性に貢献する食の提供   | ○ お客さまの健康価値創造と持続可能性に配慮した食を提供する企業ブランドの向上<br>● 製品基準を満たす製品開発コストの増加            | 健康価値創造と持続可能性に貢献する食品トップ企業としてブランドを確立している | ● 各製品基準 <sup>※3</sup> を満たす製品売上比率(MN <sup>※1</sup> )            | 2030年度目標:食塩摂取基準を満たす製品65%以上<br>タンパク質摂取基準を満たす製品45%以上<br>脂質摂取基準を満たす製品20%以上<br>介護食の販売金額190%以上(2022年度比)<br>GSSI認証製品15%以上<br>2027年度目標:— | 健康価値創造と持続可能性に貢献する製品基準確立と2030年度目標を設定      | 健康価値創造と持続可能性に貢献する製品基準確立と2030年度目標を設定済                    | ★★★★☆ |
|         | ⑦ 多様な人財が安心して活躍できる職場環境の構築<br><br>☑ 多様な人財が安心して活躍できる職場環境の構築 | ○ 性別・年齢・国籍等にとらわれない人財登用による社内モチベーションの向上<br>● 人財開発および職場環境改善コストの発生             | 多様性が尊重された、従業員が安心して活躍できる職場環境が構築できている    | ● 健康価値創造・持続可能性が含まれるESG評価                                       | 2030年度目標:ESG評価の向上<br>2027年度目標:—                                                                                                   | —                                        | —                                                       | —     |
|         |                                                          |                                                                            |                                        | ● 採用比率女性50%維持による女性従業員比(MN)                                     | 2030年度目標:35%以上<br>2027年度目標:—                                                                                                      | 採用比率女性50%                                | 採用比率女性50%<br>女性従業員比29.2%                                | ★★★★☆ |
|         |                                                          |                                                                            |                                        | ● 取締役会女性比率30%(MN)                                              | 2030年度目標:30%以上<br>2027年度目標:—                                                                                                      | —                                        | —                                                       | —     |
|         |                                                          |                                                                            |                                        | ● 女性管理職比率(MN)                                                  | 2030年度目標:15%以上<br>2027年度目標:—                                                                                                      | 7.5%                                     | 7.7%                                                    | ★★★★☆ |
| 社会価値の創造 | ⑧ 事業活動における人権の尊重                                          | ○ グループ内、サプライチェーン上での人権リスク低減<br>● 人権問題への対応遅延による企業価値毀損                        | 自社含むサプライチェーン上で人権侵害ゼロに向けた取組みを実践できている    | ● 多言語対応の苦情処理メカニズムの設置と運用、および発覚した人権侵害リスクへの対応(G全体 <sup>※1</sup> ) | 2030年度目標:100%(G全体)<br>2027年度目標:100%(国内G <sup>※1</sup> )                                                                           | 人権研修実施率100%<br>人権リスクマップによる課題明確化          | 人権研修実施率98.7%<br>人権リスクマップによる課題明確化済み、外国人雇用に関するガイドラインを運用済み | ★★★★☆ |
|         | ⑨ 持続可能なサプライチェーンの構築<br><br>☑ 持続可能なサプライチェーンの構築             | ○ サプライチェーン上での社会・環境問題へのリスク低減<br>● サプライチェーンにおける社会・環境問題への対応遅延による原材料調達不全リスクの増大 | サプライヤーとの協働により持続可能な調達網構築を実現できている        | ● サプライヤーガイドラインへの同意率・重要項目改善率(G全体)                               | 2030年度目標:100%<br>2027年度目標:—                                                                                                       | システムカバー率:100%、同意率100%(MN <sup>※1</sup> ) | システムカバー率:100%、同意率83.1%(MN)                              | ★★★★☆ |
|         |                                                          |                                                                            |                                        | ● CSR監査方法の確立、IUU漁業由来水産物の調達回避のための基準・監査方法確立                      | 2030年度目標:G全体での運用<br>2027年度目標:IUU漁業調達回避方法確立とロビー活動推進                                                                                | —                                        | —                                                       | —     |

※ 対象組織を呼称で記載 MN:マルハニチロ(現 Umios)、国内 G:国内連結子会社、海外 G:海外連結子会社、G 全体:グループ全社  
出所:会社資料

### サステナビリティ推進体制

取締役常務執行役員が委員長を務め、代表取締役社長、取締役を兼務する役付執行役員、関連部署担当役員及び関連部署長を委員とし、社外取締役及び監査役をオブザーバーとするサステナビリティ推進委員会を設置している。同委員会は、グループ全体のサステナビリティ戦略の企画立案や目標設定、グループ各社の活動評価等を実施している。

### リスク管理体制

法務・リスク管理部を中心に、同社の各部署やグループ各社と連携しながら事業活動に内在するリスクを抽出し、評価・分析している。法務・リスク管理部は、日常において、リスクの拡大やクライシスを未然に防止する業務を行っているが、企業の存続が危ぶまれるような重大な事件・事故、大規模自然災害などの有事においては、非常事態に対応するクライシスマネジメントの中心的な役割を担っている。

## 2) コーポレート・ガバナンスの体制と仕組み

### コーポレート・ガバナンス体制

同社は、2025年6月に監査等委員会設置会社に移行した。26/3期においては、監査等委員ではない取締役8名（うち独立社外取締役4名）、監査等委員の取締役3名（うち独立社外取締役3名）を選任していた。役員11名のうち、女性は2名（二人とも社外取締役）、外国人は1名（社外取締役）である。また、同社は執行役員制度を導入しており、監督と執行を分離している。

また、同社は、取締役会の諮問機関として、指名・報酬委員会を設置しており、役員体制、役員報酬、同委員会の委員の選任等について審議している。

### 役員報酬制度

取締役の報酬等については、短期業績に対する責任を明確にすると共に、中長期的な企業価値向上と持続可能な成長に向けた健全なインセンティブが機能する報酬制度が導入されている。取締役個人に対する報酬制度は、概ね、固定報酬40-50%、短期業績連動報酬25-30%、中期業績連動型株式報酬25-30%の割合となることを目安に設計されている。

短期業績連動報酬及び中期業績連動型株式報酬は、中期経営計画で設定されたKGI及びKPIに対する達成度合いによって評価が決定される。その評価指標と評価ウェイトは、短期業績連動報酬が、連結経常利益25-50%、連結UmEV25-50%、担当事業の連結経常利益0-20%、担当事業の連結UmEV0-20%、個人目標0-10%である。中期業績連動報酬の評価指標と評価ウェイトは、連結UmEV30-60%、TSR20%、担当事業の連結UmEV0-30%、ESG目標20%である。

図表 31. 連結損益計算書 (単位 : 百万円)

| 決算期             | 21/3    | 22/3    | 23/3      | 24/3      | 25/3      | 26/3      | 27/3      |
|-----------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高             | 809,050 | 866,702 | 1,020,456 | 1,030,674 | 1,078,631 | 1,105,890 | 1,110,000 |
| 売上原価            | 700,505 | 746,206 | 885,202   | 896,856   | 933,033   | 951,909   |           |
| 売上総利益           | 108,544 | 120,496 | 135,254   | 133,818   | 145,598   | 153,981   |           |
| 売上総利益率          | 13.4%   | 13.9%   | 13.3%     | 13.0%     | 13.5%     | 13.9%     |           |
| 販売費及び一般管理費      | 92,372  | 96,677  | 105,678   | 107,284   | 115,216   | 122,790   |           |
| 営業利益            | 16,172  | 23,819  | 29,575    | 26,534    | 30,381    | 31,191    | 32,000    |
| 営業利益率           | 2.0%    | 2.7%    | 2.9%      | 2.6%      | 2.8%      | 2.8%      | 2.9%      |
| 営業外収益           | 4,293   | 6,040   | 7,324     | 8,683     | 6,932     | 5,426     |           |
| 営業外費用           | 2,371   | 2,263   | 3,400     | 4,111     | 5,059     | 5,366     |           |
| 経常利益            | 18,093  | 27,596  | 33,500    | 31,106    | 32,254    | 31,251    | 30,000    |
| 経常利益率           | 2.2%    | 3.2%    | 3.3%      | 3.0%      | 3.0%      | 2.8%      | 2.7%      |
| 特別損益            | -7,568  | -79     | -1,955    | 4,785     | 9,691     | 8,249     |           |
| 特別利益            | 194     | 2,164   | 4,378     | 9,560     | 11,922    | 11,473    |           |
| 特別損失            | 7,762   | 2,243   | 6,333     | 4,775     | 2,231     | 3,224     |           |
| 税金等調整前当期純利益     | 10,525  | 27,518  | 31,545    | 35,891    | 41,945    | 39,501    |           |
| 税引前利益率          | 1.3%    | 3.2%    | 3.1%      | 3.5%      | 3.9%      | 3.6%      |           |
| 法人税等            | 1,626   | 7,196   | 7,059     | 11,168    | 12,119    | 11,255    |           |
| 法人税等-当期分        | 3,711   | 4,519   | 7,597     | 9,848     | 10,306    | 12,278    |           |
| 法人税等調整額-繰延分     | -2,085  | 2,677   | -538      | 1,320     | 1,813     | -1,023    |           |
| 非支配株主に帰属する当期純利益 | 3,145   | 3,422   | 5,890     | 3,868     | 6,560     | 6,063     |           |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 5,753   | 16,898  | 18,596    | 20,853    | 23,264    | 22,182    | 15,000    |
| 当期純利益率          | 0.7%    | 1.9%    | 1.8%      | 2.0%      | 2.2%      | 2.0%      | 1.4%      |

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 32. 連結貸借対照表(単位：百万円)

| 決算期             | 21/3           | 22/3           | 23/3           | 24/3           | 25/3           | 26/3           |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 現金及び預金          | 31,579         | 24,952         | 33,679         | 37,944         | 49,240         | 54,141         |
| 営業債権            | 102,644        | 115,391        | 131,769        | 138,418        | 133,259        | 143,722        |
| 棚卸資産            | 156,141        | 172,690        | 216,697        | 215,332        | 218,005        | 244,733        |
| その他流動資産         | 10,147         | 11,271         | 10,494         | 13,291         | 14,072         | 14,872         |
| <b>流動資産</b>     | <b>300,511</b> | <b>324,304</b> | <b>392,639</b> | <b>404,985</b> | <b>414,576</b> | <b>457,468</b> |
| 土地              | 45,439         | 42,982         | 42,417         | 42,189         | 41,925         | 40,370         |
| 建設仮勘定           | 10,220         | 3,896          | 3,905          | 6,901          | 5,685          | 13,952         |
| その他有形固定資産       | 92,243         | 93,371         | 102,673        | 103,130        | 110,601        | 117,610        |
| <b>有形固定資産</b>   | <b>147,902</b> | <b>140,249</b> | <b>148,995</b> | <b>152,220</b> | <b>158,211</b> | <b>171,932</b> |
| のれん             | 7,914          | 7,965          | 8,868          | 7,529          | 5,728          | 7,622          |
| その他無形固定資産       | 11,997         | 14,067         | 22,860         | 24,530         | 25,594         | 25,658         |
| <b>無形固定資産</b>   | <b>19,911</b>  | <b>22,032</b>  | <b>31,728</b>  | <b>32,059</b>  | <b>31,322</b>  | <b>33,280</b>  |
| <b>投資その他の資産</b> | <b>64,541</b>  | <b>62,016</b>  | <b>63,864</b>  | <b>82,537</b>  | <b>77,101</b>  | <b>89,021</b>  |
| <b>固定資産合計</b>   | <b>232,354</b> | <b>224,298</b> | <b>244,587</b> | <b>266,816</b> | <b>266,635</b> | <b>294,234</b> |
| <b>資産合計</b>     | <b>532,866</b> | <b>548,603</b> | <b>637,227</b> | <b>671,801</b> | <b>681,211</b> | <b>751,702</b> |
| 買入債務            | 34,270         | 36,226         | 41,701         | 43,734         | 44,972         | 54,078         |
| 未払金・未払費用        | 29,446         | 30,926         | 30,659         | 36,694         | 31,543         | 35,509         |
| 短期借入金           | 135,920        | 138,467        | 174,228        | 167,509        | 133,069        | 137,386        |
| コマーシャル・ペーパー     | 0              | 0              | 0              | 0              | 5,000          | 29,000         |
| <b>流動負債</b>     | <b>213,968</b> | <b>221,544</b> | <b>265,448</b> | <b>272,969</b> | <b>236,915</b> | <b>281,295</b> |
| 社債              | 0              | 0              | 5,000          | 18,000         | 33,000         | 51,000         |
| 長期借入金           | 123,917        | 112,136        | 121,910        | 98,841         | 99,842         | 89,494         |
| 退職給付に係る負債       | 19,383         | 18,515         | 19,091         | 21,761         | 22,495         | 20,990         |
| <b>固定負債</b>     | <b>152,237</b> | <b>139,162</b> | <b>159,255</b> | <b>153,352</b> | <b>168,899</b> | <b>178,920</b> |
| <b>負債合計</b>     | <b>366,206</b> | <b>360,707</b> | <b>424,704</b> | <b>426,321</b> | <b>405,815</b> | <b>460,215</b> |
| 資本金・剰余金         | 61,758         | 61,766         | 56,634         | 56,313         | 56,309         | 46,095         |
| 利益剰余金           | 76,406         | 91,611         | 107,313        | 123,113        | 141,324        | 157,947        |
| 自己株式            | -83            | -87            | -308           | -556           | -542           | -478           |
| <b>株主資本</b>     | <b>138,081</b> | <b>153,291</b> | <b>163,639</b> | <b>178,870</b> | <b>197,090</b> | <b>203,564</b> |
| 評価換算差額          | 4,415          | 6,883          | 14,672         | 28,258         | 32,477         | 43,672         |
| 非支配株主持分         | 24,163         | 27,721         | 34,210         | 38,351         | 45,827         | 44,250         |
| <b>純資産合計</b>    | <b>166,996</b> | <b>187,895</b> | <b>212,522</b> | <b>245,480</b> | <b>275,396</b> | <b>291,487</b> |
| <b>負債純資産合計</b>  | <b>532,866</b> | <b>548,603</b> | <b>637,227</b> | <b>671,801</b> | <b>681,211</b> | <b>751,702</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 33. 連結キャッシュ・フロー計算書 (単位 : 百万円)

| 決算期                     | 21/3           | 22/3           | 23/3           | 24/3           | 25/3           | 26/3           |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税引前利益                   | 10,525         | 27,518         | 31,545         | 35,891         | 41,945         | 39,501         |
| 減価償却費・のれん償却額            | 17,168         | 17,750         | 16,695         | 17,893         | 18,968         | 20,059         |
| 売上債権の増減額                | 3,082          | -9,942         | -9,836         | -4,041         | 7,945          | -5,925         |
| 棚卸資産の増減額                | 9,558          | -14,647        | -35,235        | 6,465          | 2,270          | -19,402        |
| 仕入債務の増減額                | -1,026         | 2,704          | 1,650          | 31             | -899           | 6,828          |
| その他営業キャッシュ・フロー          | -5,946         | -4,134         | -4,843         | -2,635         | -31,050        | -16,257        |
| <b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b> | <b>33,361</b>  | <b>19,249</b>  | <b>-24</b>     | <b>53,604</b>  | <b>39,179</b>  | <b>24,804</b>  |
| 有価証券及び投資有価証券の取得         | -152           | -234           | -149           | -3,090         | -52            | -1,253         |
| 有価証券及び投資有価証券の売却         | 202            | 1,209          | 3,227          | 1,333          | 15,215         | 10,889         |
| 有形固定資産の取得及び売却           | -22,323        | -10,185        | -15,712        | -15,602        | -17,511        | -19,659        |
| 無形固定資産の取得及び売却           | 0              | 0              | -9,384         | -1,757         | -1,316         | -1,205         |
| 関係会社株式の取得及び売却           | 0              | -1,527         | -610           | -1,470         | -387           | -230           |
| 連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得     | -2,312         | -1,574         | -3,299         | 0              | -775           | -7,037         |
| 利息及び配当金の受取額             | 1,432          | 1,757          | 1,654          | 1,935          | 2,653          | 2,087          |
| その他                     | 11,157         | 296            | 413            | -276           | 287            | -4,756         |
| <b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b> | <b>-11,996</b> | <b>-10,258</b> | <b>-23,860</b> | <b>-18,927</b> | <b>-1,886</b>  | <b>-21,164</b> |
| 短期借入金の純増減額              | -2,323         | 1,018          | 25,582         | -13,907        | -21,081        | -5,401         |
| 長期借入金の増加                | 28,370         | 33,853         | 61,222         | 32,094         | 41,249         | 36,435         |
| 長期借入金の返済                | -29,112        | -46,481        | -48,360        | -51,646        | -57,053        | -40,973        |
| 自己株式の取得及び売却             | -5             | -4             | -5,381         | -265           | -1             | 14             |
| 配当金の支払額                 | -2,096         | -2,097         | -2,883         | -5,038         | -5,037         | -5,546         |
| 非支配株主への配当金の支払額          | -1,625         | -1,505         | -2,159         | -2,138         | -2,517         | -6,770         |
| 利息の支払額                  | -1,509         | -1,427         | -2,204         | -3,457         | -4,156         | -4,432         |
| その他の財務キャッシュ・フロー         | -2,512         | -557           | 4,471          | 11,414         | 19,244         | 25,865         |
| <b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b> | <b>-10,812</b> | <b>-17,200</b> | <b>30,288</b>  | <b>-32,943</b> | <b>-29,352</b> | <b>-808</b>    |
| <b>Free Cash Flow</b>   | <b>21,365</b>  | <b>8,991</b>   | <b>-23,884</b> | <b>34,677</b>  | <b>37,293</b>  | <b>3,640</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 34. 株価指標、ROE および KPI

| 決算期                   | 21/3    | 22/3    | 23/3    | 24/3    | 25/3    | 26/3    | 会予 27/3 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS (円)               | 36.4    | 107.0   | 121.2   | 137.9   | 154.0   | 146.8   | 99.2    |
| BPS (円)               | 902.6   | 1,014.7 | 1,178.1 | 1,370.9 | 1,519.2 | 1,635.3 |         |
| 1株当たり配当金 (円)          | 13.3    | 18.3    | 21.7    | 28.3    | 36.7    | 44.7    | 45      |
| 配当性向                  | 36.4    | 17.1    | 17.9    | 20.6    | 23.8    | 30.4    | 45.4    |
| 終値 (円)                | 875     | 799     | 792     | 991     | 1,087   | 1,456   |         |
| PER (倍)               | 24.0    | 7.5     | 6.4     | 7.2     | 7.1     | 9.9     |         |
| PBR (倍)               | 1.0     | 0.8     | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.9     |         |
| 期末発行済株式数 (千株)         | 52,657  | 52,657  | 50,579  | 50,579  | 50,579  | 151,737 |         |
| 自己株式数 (株)             | 35      | 36      | 128     | 215     | 210     | 553     |         |
| 自社株控除株式数 (千株)         | 52,657  | 52,657  | 50,579  | 50,579  | 50,579  | 151,736 |         |
| 時価総額 (百万円)            | 138,224 | 126,219 | 120,124 | 150,396 | 164,937 | 220,928 |         |
| 自己資本比率                | 26.7    | 29.2    | 28.0    | 30.8    | 33.7    | 32.9    |         |
| 有利子負債残高               | 263,710 | 254,466 | 304,941 | 287,891 | 277,286 | 306,880 |         |
| D/E レシオ               | 1.8     | 1.6     | 1.7     | 1.4     | 1.2     | 1.2     |         |
| ネット D/E レシオ           | 1.6     | 1.4     | 1.5     | 1.2     | 1.0     | 1.0     |         |
| EV (Enterprise Value) | 394,427 | 383,366 | 425,293 | 438,055 | 438,126 | 517,187 |         |
| EBITDA (百万円)          | 33,376  | 41,569  | 46,270  | 44,427  | 49,349  | 51,250  |         |
| EV/EBITDA 倍率          | 11.8    | 9.2     | 9.2     | 9.9     | 8.9     | 10.1    |         |
| ROE                   | 4.2     | 11.2    | 11.0    | 10.8    | 10.7    | 9.3     |         |
| ROIC                  | 3.0     | 4.3     | 4.8     | 4.2     | 4.3     | 4.1     | 4.3     |
| 従業員数                  | 13,117  | 12,352  | 12,843  | 12,531  | 12,454  | 12,479  |         |

注：1) 株価と1株当たり指標は、株式分割を考慮して遡及修正している

2) 有利子負債はリース負債などを含まない

3) 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

## ディスクレイマー

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る、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