

創業 145 年を誇る世界最大級の水産物サプライヤー。社名を Umios に変更し、肉類を含めた世界の水産・食品会社における時価総額上位 10 社入りを目指す

マルハニチロは、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、創業 145 年を誇る世界最大級の水産物サプライヤーである。事業セグメントは、水産資源、食材流通、加工食品等によって構成されている。

マルハニチロの企業 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」と考える。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。エクイティストーリーとしては、「同社の新長期ビジョンに期待するグローバル株式投資家が食品セクターの投資対象として同社株式を選択すること」、「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」及び「微細藻類由来 DHA への参入等による安定成長企業への変身」が挙げられる。

2025 年 3 月、同社は、2026 年 3 月からの「Umios」(ウミオス)への社名変更、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」を公表した。10 年後の定量目標は、海外経常利益比率 70%以上、ROIC7%以上、Global Meat and Seafood Protein Provider Top 10 (時価総額)であり、28/3 期の定量目標は、営業利益 400 億円、ROIC5%、PBR1 倍以上等である。

水産会社に対する株式市場の低評価もあり、同社の PBR は現在 1 倍を下回る水準にある。しかし、ROE が 15%前後であった時期においては、同社の PBR は概ね 1.7 倍で推移していた。中期経営計画の着実な実行により、ROIC の改善等を通じて特別利益の影響を除いた ROE の引上げに成功すれば、PBR は 1 倍を上回ってくると期待される。

日本基準-連結

決算期	売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	純利益	前年比	EPS	DPS
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)
21/3	809,050	-	16,172	-	18,093	-	5,753	-	109.3	40.0
22/3	866,702	7.1	23,819	47.3	27,596	52.5	16,898	193.7	321.1	55.0
23/3	1,020,456	17.7	29,575	24.2	33,500	21.4	18,596	10.0	363.7	65.0
24/3	1,030,674	1.0	26,534	-10.3	31,106	-7.1	20,853	12.1	413.6	85.0
25/3 会社予想	1,050,000	1.9	30,000	13.1	32,000	2.9	22,000	5.5	436.8	110.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

株価・出来高 (過去 1 年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価 (2025/4/30)	3,263
52週高値 (2024/7/23)	3,384
52週安値 (2024/8/5)	2,841
上場来高値 (2014/5/19)	1,500
上場来安値 (2018/6/28)	4,510
発行済株式数 (百万株)	50.4
時価総額 (十億円)	164.4
EV (十億円)	463.0
自己資本比率 (24/3、%)	30.8
ROE (24/3、%)	10.8
PER (25/3 会予、倍)	7.3
PBR (24/3 実績、倍)	0.7
配当利回り (25/3 会予、%)	3.4

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

目次

エグゼクティブサマリー.....	3
1. 会社概要.....	4
2. 沿革.....	6
1) マルハ.....	6
2) ニチロ.....	7
3) マルハニチロ.....	8
3. 池見賢社長の「私の履歴書」.....	11
4. 主要事業.....	13
1) 水産資源セグメント.....	13
2) 食材流通セグメント.....	15
3) 加工食品セグメント.....	17
5. セグメント別の業績推移.....	19
1) 水産資源セグメント.....	19
2) 食材流通セグメント.....	20
3) 加工食品セグメント.....	20
6. 企業 DNA と模倣困難性.....	22
1) ポジショニング理論.....	22
2) 企業 DNA.....	22
3) 模倣困難性.....	23
4) エクイティストーリー.....	23
5) パーパスとミッション.....	24
7. 財務戦略.....	25
8. 業績の動向と今後の見通し.....	27
1) 25/3 期第 3 四半期累計期間.....	27
2) 新長期ビジョン及び中期経営計画「For the ocean, for life 2027」.....	28
9. 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
4) 同業他社比較（地域別売上高構成比）.....	40
5) 同業他社比較（ROE）.....	42
10. バリュエーションと株価見通し.....	45
11. リスク要因.....	48
12. サステナビリティ経営の推進.....	50
1) サステナビリティ.....	50
2) コーポレート・ガバナンスの体制と仕組み.....	51

エグゼクティブサマリー

世界最大級の水産物サプライヤー

マルハニチロは、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、創業145年を誇る世界最大級の水産物サプライヤーである。事業セグメントは、水産資源、食材流通、加工食品等によって構成されている。

2007年にマルハとニチロが経営を統合

マルハとニチロは、第2次世界大戦後、共に遠洋漁業によって飛躍を遂げたものの、1977年の200海里問題を契機に遠洋漁業からの脱却を余儀なくされたため、マルハは水産商事事業に軸足を移し、ニチロは加工食品事業の強化に針路を変更した。世界的な水産物の調達と事業領域の拡大を目的に、2007年に持株会社を設立して両社は経営を統合した。2014年には、シナジー効果の最大化を目指して組織再編を行い、現在の体制となった。

各セグメントには2~3ユニットが存在

水産資源セグメントは、漁業、養殖、北米の各ユニットによって構成されている。食材流通セグメントは、水産商事、食材流通、農畜産の各ユニットに分類されている。加工食品セグメントは、加工食品、ファインケミカルに分けられている。

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

マルハニチロの企業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」と考える。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。

3つのエクイティストーリー

エクイティストーリーとしては、「同社の新長期ビジョンに期待するグローバル株式投資家が食品セクターの投資対象として同社株式を選択すること」、「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」及び「微細藻類由来DHAへの参入等による安定成長企業への変身」が挙げられる。

財務内容は大きく改善

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）の実行を経て、大きく改善した。自己資本比率は、18/3期末では22.3%であったが、24/3期末には30.8%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24/3期末には1.2倍へと、急低下した。

社名変更と中期経営計画を公表

2025年3月、同社は、2026年3月から社名を「Umios」(ウミオス)に変更すると公表した。1880年からの第一創業期、2007年の経営統合からの第二創業期に続く、第三創業期と位置付けている。同時に、10年後に向けた新長期ビジョンと中期経営計画「For the ocean, for life 2027」も公表された。10年後の定量目標は、海外経常利益比率70%以上、ROIC7%以上、Global Meat and Seafood Protein Provider Top 10（時価総額）であり、28/3期の定量目標は、営業利益400億円、ROIC5%、PBR1倍以上等である。また、今回の中期経営計画では、セグメント別のROICの目標を設定し、資産効率の改善に注力する方針である。

成長を続ける世界の水産市場

魚介類の生産や消費は、近年、日本では減少傾向にあるものの、世界的には増加が続いている。肉類を含めてタンパク質を供給する世界の食品会社、水産会社の中で、同社は大手企業とは言えない。しかし、水産業を主力事業とする企業に限定すれば、同社の売上高は世界トップである。

ROICの改善によるPBRの上昇を目指す

水産会社に対する株式市場の低評価もあり、同社のPBRは現在1倍を下回る水準にある。しかし、ROEが15%前後であった時期においては、同社のPBRは概ね1.7倍で推移していた。中

期経営計画の着実な実行により、ROICの改善等を通じて、特別利益の影響を除いたROEの引上げ等に成功すれば、PBRは1倍を上回ってくると期待される。

1. 会社概要

世界最大級の水産物サプライヤー

マルハニチロは、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、マルハニチロ、子会社99社及び関連会社53社によって構成されている。グループ会社152社の地域別構成は国内70社、海外82社である。海外取引先は、約70の国と地域に広がっている。

24/3期末の連結従業員数は12,531人である。地域別従業員比率は、日本47.0%（マルハニチロ12.8%、国内グループ会社34.2%）、北米4.6%、アジア42.6%、欧州3.0%、海外その他2.9%）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1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売上高構成比は7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 1. セグメント別業績推移（25/3期期初に実施された組織改編後）

(億円)

	セグメント	内訳	22/3	23/3	24/3
売上高	水産資源		1,474	2,125	2,261
	食材流通		5,457	6,155	6,249
	加工食品		1,566	1,744	1,604
	その他	うち物流	166	176	173
		うちその他	4	4	20
合計		8,667	10,205	10,307	
営業利益	水産資源		39	91	29
	食材流通		74	68	97
	加工食品		110	117	108
	その他	うち物流	11	16	23
		うちその他	5	4	8
合計		238	296	265	

出所：会社資料を基にストラテジー・アドバイザーズ作成

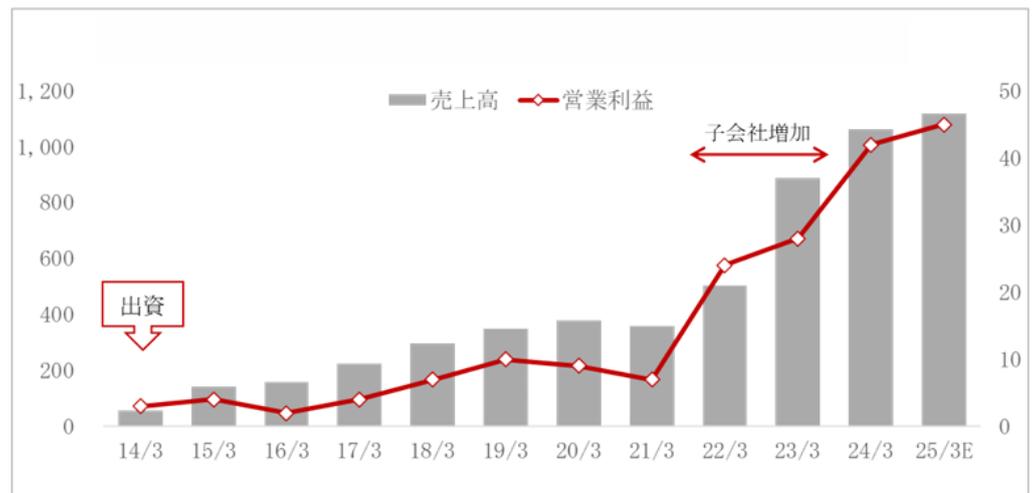
海外経常利益比率は46%

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、24/3期には23.2%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、2025年3月時点での25/3期実績見込みは46%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Seafood Connection Holding B.V.（以下、SCH）が挙げられる。SCHは、出資してからの11年間で売上高が18倍、営業利益が14倍に拡大しており、海外での成長を牽引している。

図表 2. SCHの売上高と営業利益の推移（単位：億円）



※ 売上高は左軸、営業利益は右軸

出所：会社資料

SCHの業績が急拡大している主な要因は、スペイン子会社やイギリス子会社等の買収と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。

2. 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、北海道の複数工場で缶詰・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。

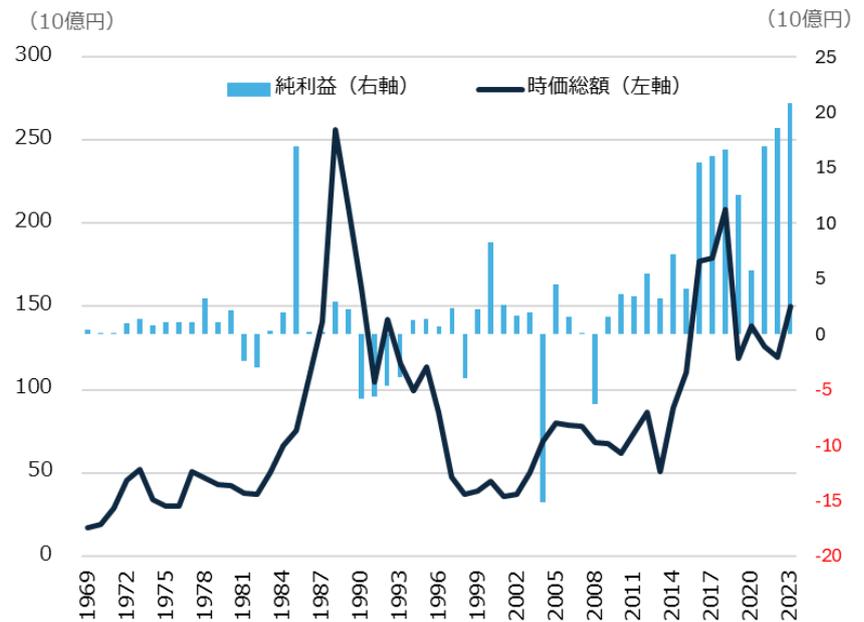
2010年には、民間企業として初めてクロマグロの完全養殖に成功した。

海外展開強化と組織再編 (2010年代)

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SCH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。

図表 3. マルハニチロ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 4. マルハニチロの沿革

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	マルハ株式会社へ商号変更
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 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商号変更
2008年	株式会社マルハニチロ水産に商号変更 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 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 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 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 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

※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

3. 池見賢社長の「私の履歴書」

瀬戸内海を見て育つ

池見賢社長は兵庫県出身で1957年12月22日生まれ。幼少期から運動が好きで、小学生の時にはバク転（後方倒立回転跳び）が出来たそうである。池見氏は神戸市灘区の中高一貫校である六甲学院に通ったが、同校は長い坂を上ったところに位置しており、校舎から瀬戸内海が一望できた。

海外勤務に憧れた大学時代

海を見て育つ中で、海や水産への関心が高まり、京都大学農学部水産学科に入学した。京都大学では海洋環境に関わる微生物の研究に打ち込む大学生活を送っていた。趣味の読書で、「沈まぬ太陽」等の山崎豊子の作品をむさぼるように読む中で、海外で働くことに憧れを持つようになった。

商社よりも大洋漁業が海外への近道

池見氏は、海外勤務が多い総合商社を対象に就活を始めたが、面接を通じて商社では海外で勤務するには国内で少なくとも5年間働く必要があると言われていた。そんな時、大洋漁業に就職していた大学の先輩と話す機会があった。大洋漁業は、1980年当時、200海里問題への対応から世界各地で漁場確保のために次々と合併会社を作っており、希望すればすぐ海外に行けるとその先輩は教えてくれた。そこで、池見氏は商社への就活をやめ、大洋漁業への入社を決断した。

ソロモン諸島とタイに16年

池見氏は、1981年に京都大学を卒業し、大洋漁業に入社すると、海外事業部に配属された。その後の32年間は、国内での海外事業部に合計16年、ソロモン諸島に合計7年、タイに合計9年、勤務した。

当時、ソロモン諸島の合併会社では、カツオ漁、カツオを使ったツナ缶の製造、輸出等を行っていた。また、1990年に買収したタイの合併会社 Kingfisher Holdings Limited でもツナ缶の製造、輸出等を行っていた。

タイ合併会社との関係での苦境

池見氏は、タイ法人での副社長としての勤務を終えた2008年4月に、ニチロから商号が変更されたマルハニチロ食品の海外部長に就任した。2009年春には、タイ法人に今度は社長として赴任する話があった。しかし、旧マルハへの不満を持っていた現地パートナーとの関係がこじれ、池見氏の社長就任自体が問題にされたわけではないが、社長に直ぐに就任できなかった経験を持つ。同年4月、マルハニチロホールディングスの海外業務部長役に就任したものの、1年ほど耐え忍ぶ日々が続いたようである。関係修復に努めた結果、1年後、タイ法人の社長に就任し、本来の役割を果たせるようになった。異文化の海外パートナーを相手にして、困難な状況を克服した経験がその後の昇進に繋がったと思われる。

マルハとニチロの一体化を推進

その頃、マルハニチロホールディングスの久代敏男社長は、マルハとニチロの統合後、主要子会社6社が縦割りで活動していたため、グループシナジーが発揮できていない状況に危機感を持ち、6社の統合を模索していた。久代社長は、2011年4月、6社の統合実現の推進役となる執行役員経営企画部長に、本社管理部門未経験の池見氏を抜擢した。2014年4月には、池見氏ら経営陣の尽力による組織再編（マルハとニチロの一体化）が実現した。

その後、池見氏は取締役、常務執行役員、専務執行役員を歴任すると共に、人事、経理等の管理部門を管掌し、経営全般の経験を積んでいった。2020年4月に、前任の伊藤滋社長の後を継いで代表取締役社長に就任した。

DXの推進にも注力

社長就任以降、池見社長はDXの推進に力を入れてきた。その成果が認められ、2025年4月に、経済産業省によって、「DX銘柄2025」に次ぐ地位となる「DX注目企業2025」に選ばれ、2年連続の選定となった。食料品、水産・農林業の会社として、DX銘柄に選定されたのは2024年のニチレイ（2871 東証プライム）と2025年の味の素（2802 東証プライム）の合計二社、

DX 注目銘柄に選定されたのはマルハニチロ一社であり、同社は業界内において DX のフロントランナーとなっている。

ただし、池見社長は、未だに残る各社、各部署の縦割り意識を問題視しており、更なるグループ全体のワークフローの共通化、システム化に引き続き取り組む方針である。

中期経営計画の実行者に相応しい

後述する中期経営計画において、同社は、セグメント間の連携を進めて、川上から川下に至る「バリューサイクル」を強化することで収益性を高め、出来上がったバリューサイクルを 4 つの重点エリアで「グローバル展開」する方針を掲げている。マルハニチロの主要子会社の統合を主導し、海外事業に長く携わった経験を持つ池見社長は、その経験を活かして今回の中期経営計画を着実に実行していくものと考えられる。

図表 5. マルハニチロの歴代社長

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年～現在

※2007年のマルハ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、2014年4月以降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

4. 主要事業

3 セグメントで事業展開

マルハニチロは、「水産資源セグメント」、「食材流通セグメント」そして「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。

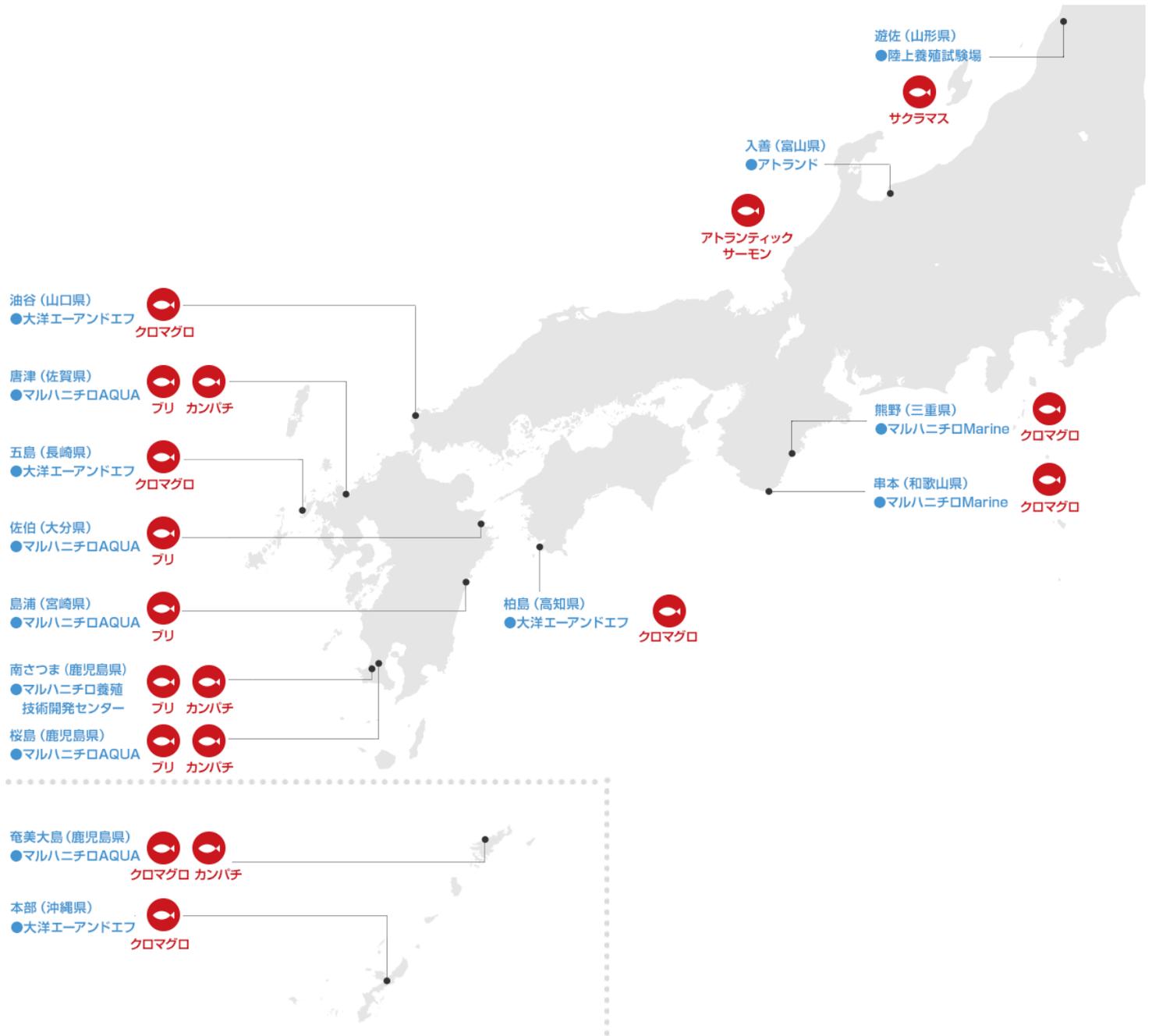
養殖ユニット

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 4,660 トン（2022 年度）で、国内シェア 28%である。また、カンパチの生産量は年間約 2,980 トン（2022 年度）で、国内シェア 10%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 290,672 トン（2024 年）を誇り、全米シェアの約 26%に達する。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。

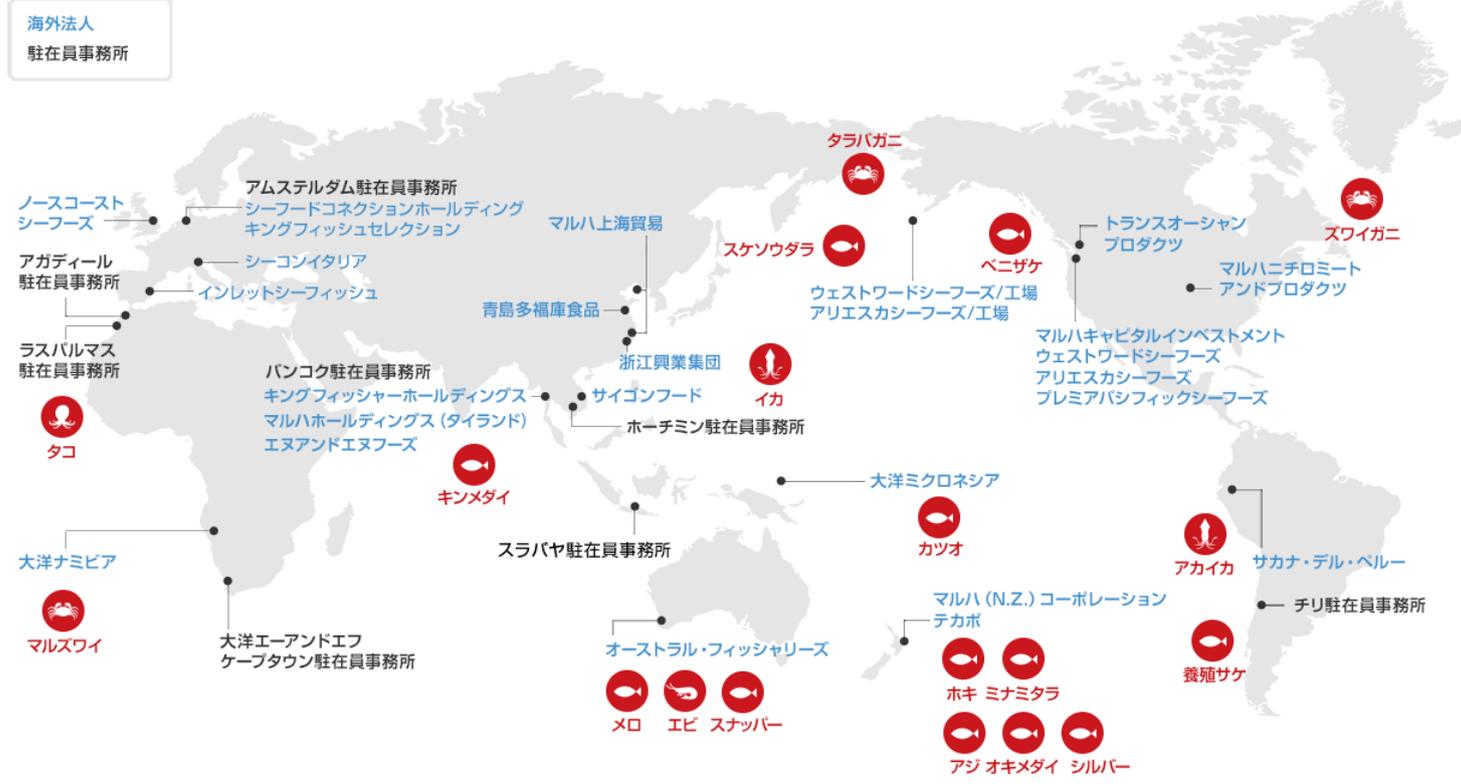
図表 6. 国内の養殖拠点



※ 2024年6月時点。2024年12月に、プリの養殖場である「海晴丸」(静岡県沼津市)を取得。

出所：会社資料

図表 7. 海外での主な調達魚種と拠点



※ 2024年6月時点。現時点では、アリエスカシーフーズはウエストワードシーフーズとの統合により消滅。

出所：会社資料

2) 食材流通セグメント

水産商事ユニット

国内外 70 カ国以上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。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 26%）カテゴリーを中心としてシェアを拡大しており、中国・台湾をはじめとした海外市場への展開も推進している。

図表 8. 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 9. 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：会社資料より戦略・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（2023年時点の国内シェア約76%）・サバ缶詰（同約33%）・カニ缶詰、お弁当向け冷凍食品（同約21%）、冷凍ミックス野菜類、などが挙げられる。また、コンビニエンスストアや外食チェーン向けに、調理済みの惣菜やお弁当の開発・製造を行っている。

図表 10. サケ缶詰



出所：会社資料

図表 11. サバ缶詰



出所：会社資料

図表 12. 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約 50%、2023 年時点）、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

図表 13. DHA・EPA（健康食品用）



出所：会社資料

5. セグメント別の業績推移

25/3 期に大規模な組織改編を実施

同社は、25/3 期より、多様化するチャネルへの対応や、水産品・畜産品・農産品及び付加価値の高い加工品の提供を通じた企業価値の最大化を目的に、大規模な組織改編を実施した。

水産資源セグメントでは、「水産商事ユニット」を食材流通セグメントに移管した。「海外ユニット」を廃止し、北米事業と欧州事業によって構成される「北米ユニット」を新設すると共に、アジア事業（ペットフード、食品加工等）を加工食品セグメントの「加工食品ユニット」に移管した。

食材流通セグメントでは、「畜産ユニット」を「農畜産ユニット」に改称し、「加工食品セグメント」の「加工食品ユニット」にあった農産関連事業を移管した。また、物流セグメントは、機能提供事業と位置付け、その他に含めることにした。

図表 14. 2025 年 3 月期の組織体制の変更

セグメント	ユニット	セグメント	ユニット
水産資源	漁業	水産資源	漁業
	養殖		養殖
	水産商事		北米
	海外	加工食品	
加工食品	加工食品	加工食品	加工食品
	ファインケミカル		ファインケミカル
食材流通	食材流通	食材流通	水産商事
	畜産		食材流通
物流*	物流		農畜産

2024年3月期
2025年3月期

出所：会社資料

以下の各ユニットの業績は、新組織ベースのユニットについての説明である。

1) 水産資源セグメント

漁業ユニット

漁業ユニットについては、23/3 期は、メロ等の主力業種の販売好調により、増収増益となった。24/3 期は、漁船の稼働減に伴う漁獲量の減少、燃料費の高騰により、減収減益であった。

養殖ユニット

養殖ユニットについては、23/3 期は、ブリ、カンパチの販売数量の増加、販売価格の回復に加え、マグロ等の主要魚種相場の上昇により、増収増益となった。24/3 期は、マグロ、カンパチの販売価格が堅調に推移し、売上高は前年並みを確保したが、飼料代等のコスト上昇及びブリの相場下落により、減益となった。

北米ユニット

北米ユニットの 23/3 期については、北米事業は、新規に獲得したスケソウダラ資源の生産増、販売価格の上昇により、増収増益となった。欧州事業は、水産物の仕入販売の増加及び買収等に伴う子会社の増加により、増収増益となった。

24/3 期については、北米事業は、スケソウダラの供給増で増収になったものの、すりみ・フィレの価格下落により、減益となった。欧州事業は、前期に子会社化した英国水産加工販売会社及びオランダの食品卸会社が堅調で、増収増益となった。

2) 食材流通セグメント

水産商事ユニット

水産商事ユニットについては、23/3期は、外食・業務用向け販売が回復したことや、水産物全般の魚価が堅調であったことから、増収増益となった。24/3期は、冷凍マグロやサケ・マスなどの輸入水産物の販売価格の下落により、減収減益となった。

食材流通ユニット

食材流通ユニットについては、23/3期は、外食向け販売の回復や、堅調な給食・介護食向け販売により、増収となったものの、原材料やエネルギー価格の高騰、円安によるコスト増加に対応した販売価格の改定が効果を発揮するまでのタイムラグの発生により、減益となった。24/3期は、グループ内連携を通じた販路拡大や価格改定効果、業務効率・生産性の向上により、増収増益となった。

農畜産ユニット

農畜産ユニットについては、23/3期は、全般的な輸入畜肉相場の上昇、欧州産豚肉の数量増加、国産牛肉の堅調な販売により、増収増益となった。24/3期は、全般的な畜肉相場の上昇、輸入食肉の堅調な販売により、増収増益となった。

3) 加工食品セグメント

加工食品ユニット (加工食品事業)

加工食品ユニットの加工食品事業については、23/3期は、販売数量での苦戦を価格改定効果や販売拡大策で補い、微増収となったものの、原材料やエネルギー価格の高騰、円安によるコスト増加に対応した販売価格の改定が効果を発揮するまでのタイムラグの発生により、減益となった。また、冷凍食品では、広島工場の焼失による販売機会のロスが発生した。24/3期は、価格改定の浸透に伴い、主力製品では販売価格の上昇や数量の増加がみられたものの、広島工場の焼失による販売数量の減少を補えず減収となった。一方、生産性の向上や価格改定効果により、利益は大幅に増加した。

加工食品ユニット (アジア事業)

タイの Kingfisher Holdings を中心とするアジア事業については、23/3期は、ペットフード事業の北米向け販売好調及びドル高バーツ安により、大幅な増収、増益となった。24/3期は、ペットフード事業が北米での在庫調整により、大幅な減収減益となった。

ファインケミカルユニット

ファインケミカルユニットについては、23/3期は、新規参入したヘパリンの販売や既存の健康食品向けの販売が好調に推移し、増収増益となった。24/3期は、医薬用コンドロイチンやヘパリンの販売好調により増収となったものの、機能性表示食品制度の運用変更による販売数量減、及びペルーのアンチョビー禁漁による原料高騰の影響等により、減益となった。

組織改編の影響を遡及修正（概算）したセグメント別・ユニット別の業績の推移は図表 15 の通りである。

図表 15. 25/3 期期初に実施された組織改編の影響を遡及修正したセグメント別・ユニット別の業績推移

(単位:億円)

		売上高				営業利益			
		2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期 (計画)	2022年3月期	2023年3月期	2024年3月期	2025年3月期 (計画)
漁業ユニット	UT計	315	422	385	462	3	18	△ 10	20
養殖ユニット	UT計	146	159	160	166	0	16	7	4
北米ユニット	UT計	1,013	1,544	1,716	1,800	36	57	32	52
水産資源セグメント 計	UT計	1,474	2,125	2,261	2,428	39	91	29	75
(国内 内訳)	国内	572	686	649	699	3	19	1	4
(海外 内訳)	海外	902	1,439	1,612	1,729	35	72	29	72
水産商事ユニット	UT計	2,798	3,116	2,981	2,858	46	38	24	40
食材流通ユニット	UT計	1,948	2,179	2,343	2,459	21	21	60	48
農畜産ユニット	UT計	711	860	924	849	7	8	13	12
食材流通セグメント 計	UT計	5,457	6,155	6,249	6,166	74	68	97	100
(国内 内訳)	国内	5,437	6,122	6,214	6,123	74	70	99	98
(海外 内訳)	海外	20	33	35	44	0	△ 3	△ 1	1
加工食品ユニット	UT計	1,497	1,667	1,525	1,630	95	103	97	105
ファインケミカルユニット	UT計	68	78	79	81	15	14	11	13
加工食品セグメント 計	UT計	1,566	1,744	1,604	1,712	110	117	108	118
(国内 内訳)	国内	1,121	1,156	1,133	1,180	56	35	66	63
(海外 内訳)	海外	444	589	471	531	54	82	42	55
物流	UT計	166	176	173	176	11	16	23	18
その他/全社	UT計	4	4	20	18	5	4	8	△ 11
合計	UT計	8,667	10,205	10,307	10,500	238	296	265	300
(国内 内訳)	国内	7,292	8,132	8,172	8,181	150	144	187	186
(海外 内訳)	海外	1,375	2,073	2,134	2,319	88	152	79	114

※ 過去数値は参考情報として作成した概算値。国内はマルハニチロと国内連結子会社の合計、海外は海外連結子会社の合計。25/3 期計画は期初時点。

出所：会社資料

6. 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、マルハニチロ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用することで、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用することで、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、ストラテジー・アドバイザーズでは企業 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連発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。

マルハニチロの企業 DNA

従って、マルハニチロ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」であるとストラテジー・アドバイザーズは考える。

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・ベスト・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。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性に特に注目している。

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

マルハニチロの模倣困難性は、「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。マルハニチロ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、実際の取得につなげられたものと言える。

4) 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

我々が考えるエクイティストーリーは3つある。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。後述する「10年後に向けた新長期ビジョン」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、日本株式市場全体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」に変更すると公表した。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展開を実現するという同社の決意が感じられる。また、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我々は大いに注目している。

なお、後述する中期経営計画において、その最終年度となる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。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。

「微細藻類由来 DHA への参入等による安定成長企業への変身」にも期待

三つ目のストーリーとしては、「微細藻類由来 DHA への参入等による安定成長企業への変身」が挙げられる。同社株式のバリュエーションが割安に評価されている一因は、水産資源セグメントが利益のボラティリティが高いと市場参加者に見られていることや、営業利益率が低いことにある。

しかし、水産資源セグメントについては、ここ数年実施してきた構造改革により、現時点では利益の安定化の目途がついてきた。

一方、24/3期で2.6%にとどまる営業利益率については、グループ全体で大きく改善することは容易ではない。しかし、加工食品セグメントの営業利益率は6.7%と他のセグメントを大きく上回っている。その中でも、ファインケミカルユニットは、売上高構成比では0.8%に過ぎないが、営業利益率が13.9%と高く、同社のビジネスでは特異な存在である。同ユニットが規模を伴った成長を実現した場合は、投資家が抱いている同社へのイメージを大きく変える可能性がある。

同社は、2024年5月に、世界有数の微細藻類メーカーであるカナダのMara Renewables Corporation（以下、Mara）と業務提携契約を締結した。日本市場向けに、Maraが製造する藻由来DHAの供給を独占的受けることにより、従来の魚由来DHAに加え、藻由来DHAの製造・販売に乗り出した。微細藻類はバイオ燃料でも注目されているテクノロジーであり、今後の研究開発の動向に注目すべきと思われる。将来的には、高い経済成長が見込まれているアジア・オセアニア地区において、合弁工場の建設も視野に入れており、利益への貢献や株価への影響が期待される。

5) パーパスとミッション

同社は、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」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145年の長寿企業である同社に相応しいと思われる。

7. 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、24/3 期末には 30.8%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 24/3 期末には 1.2 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 24/3 期末には 2,843 億円へと、若干増加したものの、現金及び預金が 18/3 期末の 164 億円から 24/3 期末には 379 億円へと増加したため、ネット有利子負債はこの期間に 31 億円減少した。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 24/3 期末の 2,071 億円に大幅に増加した。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、MNEV（Maruha Nichiro 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。

MNEV

MNEV 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（MNEV 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 30 円、17/3 期から 21/3 期までは同 40 円であった。その後は、22/3 期 55 円、23/3 期 65 円、24/3 期は 85 円と、増配を継続した。25/3 期においては 110 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。

2025 年度～2027 年度の新中期経営計画においては、配当性向 30%以上及び累進配当を目標として掲げている。

図表 16. 財務データの推移

(百万円)							
決算期	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
【キャッシュ・フロー】							
当期純利益	16,102	16,695	12,537	5,753	16,898	18,596	20,853
減価償却費・のれん償却額	15,870	15,936	16,639	17,168	17,750	16,695	17,893
資本的支出	-19,967	-17,700	-24,824	-22,923	-16,579	-31,510	-22,983
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得	-853	-	-98	-2,312	-1,574	-3,299	-
自己株取得	-12	-15	-5	-5	-4	-5,381	-266
配当金支払額	-2,359	-2,098	-2,098	-2,096	-2,097	-2,883	-5,038
【B/S】							
現預金	16,475	12,132	21,782	31,579	24,952	33,679	37,944
有利子負債 (リース債務等を除く)	266,036	263,408	261,715	259,837	250,604	301,139	284,351
自己資本	115,459	125,353	132,628	142,496	160,174	178,311	207,128
【主要指標】							
自己資本比率	22.3	24.1	25.1	26.7	29.2	28.0	30.8
D/Eレシオ	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6	1.7	1.4
ネット D/Eレシオ	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.5	1.2
1株当たり配当(円)	40	40	40	40	55	65	85
配当性向	13.1	12.6	16.8	36.6	17.1	17.9	20.6

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

8. 業績の動向と今後の見通し

1) 25/3 期第 3 四半期累計期間

Q3 累計業績は 5%増収 10%営業増益

25/3 期第 3 四半期累計期間決算は、売上高が前年同期比 5.2%増、営業利益が同 9.8%増、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 3.6%増、EBITDA が同 9.8%増であった。通期計画に対する進捗率は、売上高が 78.9%、営業利益が 92.8%、親会社株主に帰属する四半期純利益が 105.6%、EBITDA が 87.7%であった。

主な増収要因は水産資源セグメント及び加工食品セグメントの販売数量増であった。一方、主な増益要因としては水産物販売好調（食材流通セグメント）及びタイのペットフード事業の北米販売好調が挙げられる。

水産資源は 11%増収 54%減益

水産資源セグメントは、前年同期比 10.6%増収、53.5%営業減益であった。漁業ユニットは、オーストラリアのメロやニュージーランドのイカ・アジ等の数量増により、増収増益となった。一方、高温による成長遅れや飼料代等の高騰による原価上昇により養殖ユニットが減益となったほか、主力のスケソウダラのすりみ・フィレの相場下落により北米ユニットも減益となった。

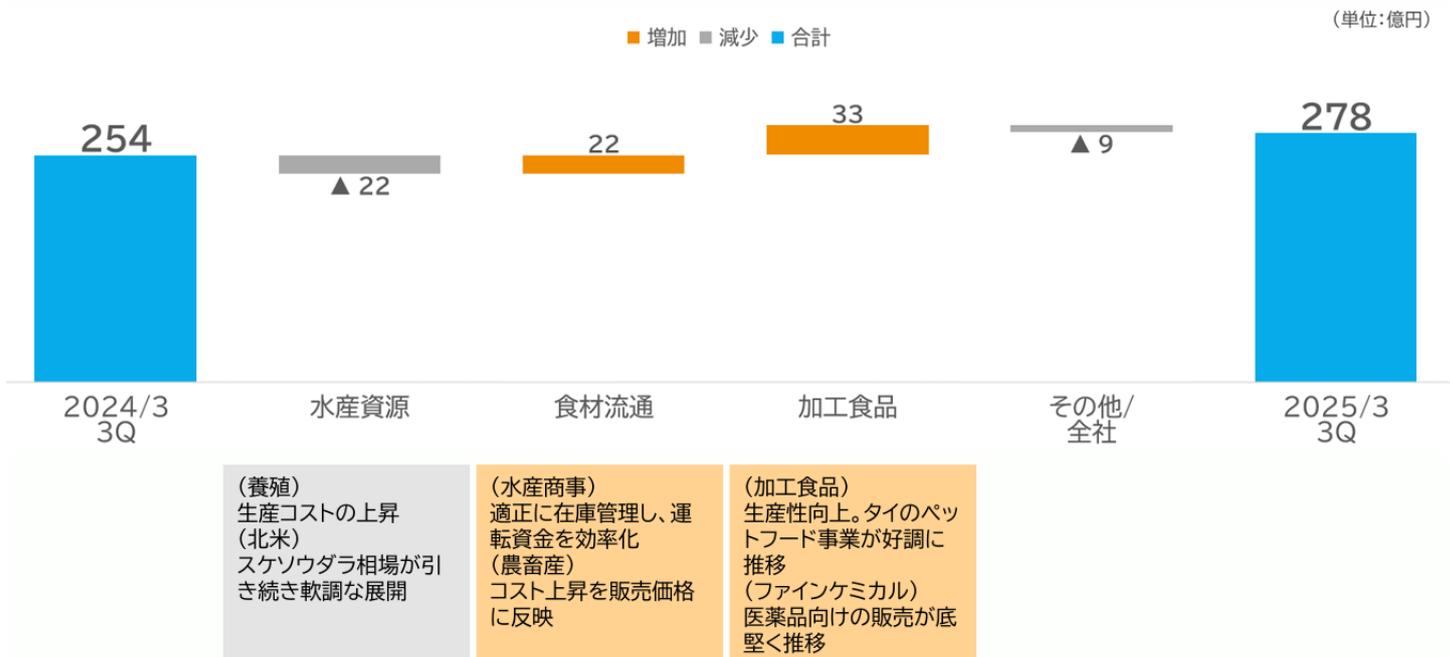
食材流通は 1%増収 21%増益

食材流通セグメントは、前年同期比 1.3%増収、21.1%営業増益であった。食材流通ユニットは生産コストの増加により減益となったものの、水産商事ユニットと農畜産ユニットにおける収益性の向上により、全体では増益となった。

加工食品は 14%増収 39%増益

加工食品セグメントは、前年同期比 13.6%増収、39.2%営業増益であった。加工食品ユニットは、主力商品の販売増加と、24/3 期には在庫調整で落ち込んでいたペットフード事業の急回復により、増収増益となった。ファインケミカルユニットは、医薬品向けの販売堅調により、増収増益となった。

図表 17. 営業利益のセグメント別増減要因（前年同期対比）



出所：会社資料

図表 18. 四半期別業績動向 (単位: 百万円)

決算期	24/3					25/3			
	Q1	Q2	Q3	Q3 累積	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3 累積
売上高	250,922	256,434	279,990	787,346	243,328	256,928	275,206	295,967	828,101
(前年同期比)	7.90%	1.50%	-5.30%	0.80%	1.60%	2.40%	7.30%	5.70%	5.20%
売上原価	216,862	220,873	244,606	682,341	214,515	221,270	237,531	254,472	713,273
売上総利益	34,060	35,561	35,384	105,005	28,813	35,657	37,675	41,496	114,828
(売上総利益率)	13.60%	13.90%	12.60%	13.30%	11.80%	13.90%	13.70%	14.00%	13.90%
販売費及び一般管理費	26,374	26,489	26,784	79,647	27,637	28,000	29,261	29,732	86,993
営業利益	7,685	9,072	8,601	25,358	1,176	7,657	8,413	11,764	27,834
(売上高営業利益率)	3.10%	3.50%	3.10%	3.20%	0.50%	3.00%	3.10%	4.00%	3.40%
営業外収益	4,355	1,669	1,820	7,844	839	3,364	-374	3,789	6,779
営業外費用	826	1,041	1,107	2,974	1,137	1,154	2,217	218	3,589
経常利益	11,213	9,701	9,314	30,228	878	9,868	5,821	15,335	31,024
(売上高経常利益率)	4.50%	3.80%	3.30%	3.80%	0.40%	3.80%	2.10%	5.20%	3.70%
特別利益	64	95	8,549	8,708	852	92	7,617	2,102	9,811
特別損失	590	2,614	118	3,322	1,453	122	134	87	343
税引前利益	10,688	7,182	17,743	35,613	278	9,838	13,303	17,351	40,492
法人税等合計	3,483	2,120	5,163	10,766	402	2,271	3,933	5,500	11,704
(法人税率)	32.60%	29.50%	29.10%	30.20%	144.60%	23.10%	29.60%	31.70%	28.90%
当期純利益	6,652	4,242	11,540	22,434	-1,581	6,540	7,270	9,428	23,238
売上高当期純利益率	2.70%	1.70%	4.10%	2.80%	-0.60%	2.50%	2.60%	3.20%	2.80%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 新長期ビジョン及び中期経営計画「For the ocean, for life 2027」

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年からを第一創業期、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。

前中計の財務 KGI の多くは達成見込み

同社は、新中期経営計画の公表に併せ、2022年3月に公表した前回の中期経営計画に対する総括も実施した。前中期経営計画で設定した、25/3期計画の財務 KGI の多くは、2024年5月に上方修正されていたが、未発表の25/3期の実績は概ね修正計画を達成したと見られる。

図表 19. 前中期経営計画の総括 財務 KGI

	2022年3月期 実績	前中期経営計画	
		2025年3月期 当初計画	2025年3月期 見通し
MNEV※1	105億円	95億円	120億円
売上高	8,667億円	9,600億円	10,500億円
営業利益	238億円	270億円	300億円
経常利益	276億円	280億円	320億円
海外経常利益比率	33%	42%	46%
EBITDA	426億円	465億円	500億円
ROIC※2	4.3%	4.3%	4.3%
ROE	11.2%	9.0%	10.0%
ネットD/Eレシオ	1.4倍	1.2倍	1.0倍

成果

- ・ 食材流通セグメントを中心とした事業間連携の強化・拡充
- ・ 欧州での水産物流通事業拡大
- ・ 加工食品セグメントのペットフード事業における収益拡大
- ・ 財務体質改善 (R&I格付けA-に昇格)

課題

- ・ 環境的、経済的に持続可能性の高い事業への選択と集中
- ・ 収益安定・向上のための事業構造改革、および川下戦略強化
- ・ 食材流通、加工食品領域における海外展開の強化
- ・ 国内の生産拠点最適化へ向けた取組みの加速

将来に向けた
取組み

- ・ 北米スケソウダラ資源のアクセス強化
- ・ 微細藻類由来DHAへの参入 (新たな原材料の確保)
- ・ サーモン陸上養殖参入や培養肉研究企業との協業開始

※1 MNEV (Maruha Nichiro Economic Value) : 「事業活動の成果に伴う経済付加価値額」として、投下資本利益率 (ROIC) と加重平均資本コスト (WACC) の差 (MNEV スプレッド) に、投下資本を乗じ算出し可視化
 ※2 ROIC : (経常利益 + 支払利息 - 受取利息) × (1 - 実効税率) / 投下資本により算出

$$\text{MNEV} = \text{MNEV スプレッド} \times \text{投下資本}$$

投資資本に対する利回り - 資本コスト
(ROIC : 投下資本利益率) (WACC : 加重平均資本コスト)

出所 : 会社資料

食材流通セグメントが営業利益の拡大を牽引

特に、25/3期における食材流通セグメントの営業利益は、介護食やマグロの取組み等で積極的な事業間連携を進めた結果、当初計画値 (89 億円) 及び 2024 年 5 月に修正された計画値 (100 億円) を大幅に上回る 128 億円となったと見られる。

ネット D/E レシオも計画より改善

中期経営計画期間における営業キャッシュ・フローの配分については、事業戦略&サステナビリティ戦略に基づく投資 (計画 1,000 億円→実績見込 800 億円) 及びインオーガニック成長のための戦略投資 (最大 500 億円→実績見込 100 億円) が共に計画を下回った。投資額が計画を下回った一方、利益は当初計画を上回って推移したため、25/3期末のネット D/E レシオは、当初計画 (1.2 倍) を下回る 1.0 倍となる見込みである。

2025 年 3 月 24 日時点での 25/3 期のセグメント別業績見通し及び海外リア別売上高見通しは図表 20 及び図表 21 の通りである。

図表 20. 25年3月期のセグメント別業績見通し

セグメント (単位: 億円)	2022年3月期 実績		2025年3月期 当初計画		2025年3月期 修正計画 (2024年5月7日修正)		2025年3月期 見通し	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
水産資源	1,474	39	1,946	70	2,428	75	2,466	15
食材流通	5,457	74	5,803	89	6,166	100	6,122	128
加工食品	1,566	110	1,666	101	1,712	118	1,718	138
その他	170	16	184	11	194	7	194	19
合計	8,667	238	9,600	270	10,500	300	10,500	300

※2025年3月期の組織体制に準じた数値

出所: 会社資料

図表 21. 25年3月期の海外エリア別売上高見通し

	エリア	2022年3月期 実績	2025年3月期 当初目標 (A)	2025年3月期 見通し (B)	目標比 (B-A)	3年間の 平均成長率
海外売上高	北米	424 億円	500 億円	703 億円	203億円	18%
	欧州	560 億円	900 億円	1,265 億円	365億円	31%
	アジア	448 億円	550 億円	563 億円	13億円	8%
	その他地域	174 億円	200 億円	253 億円	53億円	13%
	全体	1,606 億円	2,150 億円	2,784 億円	634億円	20%
海外売上高比率		18.5%	22.4%	25.8%	3.4pt	—

※上記海外売上高の数値は拠点ごとではなく、エリアごとの販売金額を指し、日本からの輸出も含む

出所: 会社資料

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て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、SCH 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年後に向けた事業ポートフォリオ方針

10年後に向けた事業ポートフォリオの方針は図表 22 の通りである。

図表 22. 10 年後に向けた事業ポートフォリオ方針

セグメントの位置付け/役割	テーマ	事業方針		
		ユニット名	~2027年(28/3期) に向けて	~10年後に向けて
<p>水産資源 競争優位の「源泉」</p> <p>食材流通 グローバル展開を牽引</p> <p>加工食品 健康価値訴求を強化</p>	持続可能な事業の選択と集中	漁業	縮小 持続可能な体制に向けて再構築	縮小 事業運営体制の再構築を継続
		養殖	強化 次なる資源調達の柱とすべく強化	強化 グローバルな資源調達力・収益力強化
		北米	リモデリング 川上戦略の構造改革 強化 グローバルな川下戦略の強化	維持 リモデリングされた戦略を維持
川下戦略とグローバル戦略へ投資	水産商事	リモデリング 荷受事業の再編 強化 グローバルな水産物流通強化	強化 グローバル水産物流通網の更なる拡大	
	食材流通	強化 グループ内販売連携強化	強化 グローバルな販売連携強化	
	農畜産	リモデリング 収益改善の為にビジネスモデル変革 強化 グループ内販売連携強化	維持 強化したグループ連携機能として維持	
付加価値創出を強化	加工食品	リモデリング 収益改善、生産体制最適化加速 強化 グローバル展開の強化	強化 グローバルでの生産・販売体制の強化 生産体制高度化	
	ファインケミカル	強化 価値創造力強化のため積極投資	強化 グローバル展開に向けた事業拡大	

※ 物流事業はインフラ機能として事業ポートフォリオから除外

出所：会社資料

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 期見込 46%）、ROIC 7%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。

世界の競合企業時価総額上位 10 社

2025 年 2 月末時点において、Global Meat and Seafood Protein Provider の時価総額上位 10 社は図表 23 の通りである。

図表 23. Global Meat and Seafood Protein Provider TOP10 (時価総額)

ランキング	所在国・地域	企業名	時価総額 (百万円)	【参考】 売上高合計 (百万円)
			直近終値ベース	直近年度
1	中華人民共和国	Muyuan Foods Co Ltd	3,979,094	2,201,491
2	アメリカ合衆国	Tyson Foods Inc	3,100,709	8,025,347
3	アメリカ合衆国	Hormel Foods Corp	2,393,863	1,794,647
4	中華人民共和国	Wens Foodstuff Group Co Ltd	2,166,495	1,785,668
5	アメリカ合衆国	Pilgrims Pride Corp	2,020,555	2,711,995
6	ブラジル	JBS SA	2,009,490	9,982,280
7	中華人民共和国	Henan Shuanghui Investment & Development Co Ltd	1,862,164	1,193,424
8	ノルウェー	Mowi ASA	1,527,699	919,303
9	香港	WH Group Ltd	1,495,854	3,690,539
10	アメリカ合衆国	Smithfield Foods Inc	1,173,646	2,059,365

※ 2025 年 2 月 28 日時点における食肉、水産業界の時価総額上位 10 社

出所：SPEEDA に基づく会社資料

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。

全社財務 KGI 及びセグメント別 KGI

同社は、25/3 期（見直し）から、水産資源セグメントに所属していた SCH を食材流通セグメントの水産商事ユニットへ、同じく水産資源セグメントに所属していた青島多福康食品有限公司を加工食品セグメントの加工食品ユニットへ移管した。28/3 期における全社財務 KGI 及びセグメント別 KGI（組織改編後）の目標は図表 24 の通りである。

なお、28/3 期の ROIC が 25/3 期実績見込みの 4.3%から 5.0%に上昇すると見込まれているのに対し、ROE は低下する計画となっている。これは、25/3 期において、政策保有株式の売却による多額の投資有価証券売却益（第 3 四半期累計期間実績 92 億円）が見込まれているためである。

図表 24. 全社 KGI 及びセグメント KGI (組織改編後)

■ 全社財務KGI

	25/3期 見通し	28/3期 計画
MNEV	50億円※1	90億円
営業利益	300億円	400億円
海外経常利益比率	46%	54%
EBITDA	500億円	640億円
ROIC	4.3%	5%
ROE	10.2%	9%
ネットD/ELシオ	1.0倍	1.0倍

■ セグメント別KGI (組織改編後)

セグメント		25/3期 見通し	28/3期 計画
		営業利益	営業利益
水産資源※2	国内	△33億円	6億円
	海外	△15億円	46億円
	小計	△48億円	52億円
	ROIC	—	3.8%
食材流通	国内	128億円	130億円
	海外	58億円	75億円
	小計	186億円	205億円
	ROIC	4.8%	5.5%
加工食品	国内	55億円	62億円
	海外	88億円	96億円
	小計	143億円	158億円
	ROIC	8.9%	8.8%
その他	小計	19億円	△15億円
全社計	国内	158億円	183億円
	海外	142億円	217億円
	合計	300億円	400億円
	ROIC	4.3%	5%

【資本コスト】

CAPM式による株主資本コストは5.3~7.5%
WACCは4%前後

※1 2028年3月期に想定するWACCにて再計算

※ 国内はマルハニチロ個社と国内連結子会社の合計、海外は海外連結子会社の合計

出所：会社資料

漁業ユニット (水産資源)

水産資源セグメントでは、漁業ユニットは、インド洋で操業していたキンメダイ事業の売却等の不採算事業の整理、船の選択と集中（減船）、老朽船の新船への更新による操業効率改善等、ユニット内での施策のほか、マグロやカツオにおける食材流通セグメント、加工食品セグメントとの連携による拡販（川下戦略）に取り組む方針である。

養殖ユニット (水産資源)

養殖ユニットは、育種の高度化（成長スピードを速くする育種、魚病に強い個体の育種）や、気候変動への対応強化（高水温による育成不良対策、高水温下でも生育可能な新業種の生産）、他セグメントとの事業間連携による拡販を目指している。

北米ユニット (水産資源)

25/3 期に赤字となっている北米ユニットは、市況の下落と生産コストの上昇に伴い、業績が大きく悪化したスケソウダラ事業について、操業コストの削減、工場や子会社の統合による生産コストの低減、すりみ・フィレの加工度向上、資本業務提携先である紀文食品（2933 東証プライム）との販売連携強化、市販用冷凍食品の北米市場開拓等に取り組む方針である。

食材流通セグメント

食材流通セグメントでは、水産商事ユニットの施策としては、荷受事業の再編、グローバルな水産物流通の強化が挙げられている。海外では、SCH 等の欧州での販売拡大に加え、今後は ASEAN 地域での取組みを強化する方針である。

食材流通ユニットの施策としては、グループ内連携の推進による、様々な顧客のニーズに対応した商品提供の強化が挙げられている。

農畜産ユニットの施策としては、グループ内連携の強化や、食材のトレーディングを主体とした事業構造から、収益が安定している加工食品の販売への事業構造のシフトが挙げられている。

加工食品セグメント

加工食品セグメントでは、加工食品ユニットの施策としては、国内生産体制の最適化、グローバル展開の強化が挙げられている。海外では、特に北米市場での冷凍食品の拡販に取組む方針である。

ファインケミカルユニットの施策としては、価値創造力強化のための積極投資、微細藻類由来 DHA の販路拡大が挙げられている。

28/3 期における加工食品セグメントの ROIC が、25/3 期見通しの 8.9% から 8.8% へと若干低下する計画となっているのは、微細藻類由来 DHA の生産投資等を織り込んでいるためである。

北米エリアで大幅な損益改善を計画

28/3 期における海外の各重点エリア別の経常利益の目標は図表 25 の通りである。

欧州・アフリカの増益計画は、概ね、食材流通セグメントに属する SCH の成長見通しを反映している。北米の損益改善計画は、概ね、水産資源セグメントの北米ユニットの業績回復見通しによるものである。アジア・オセアニアの増益計画は、加工食品セグメントに属するタイのペット事業の成長見通しと、食材流通セグメントの水産商事ユニットに属する豪子会社、ニュージーランド子会社の損益改善見通しを反映している。

図表 25. 海外の重点エリア別目標

重点エリア	経常利益		2028年3月期のめざす姿
	2025年3月期 見通し	2028年3月期 計画	
欧州・アフリカ	60億円	66億円	・ 域内ポートフォリオの拡充により、水産加工・冷凍食品製造・鮮魚供給・食材卸を含む、欧州独自のバリューサイクルを構築
北米	△30億円	25億円	・ 既存の北米資源アクセスを起点とした加工・販売機能強化と冷凍食品事業の拡大により、域内のバリューサイクルを拡大
アジア・オセアニア	114億円	123億円	・ 「世界のキッチン」としてグローバルに商材を供給する開発・加工拠点の確立 ・ ASEAN域内の各大都市圏市場に向けた販売網整備
中国	2億円	3億円	・ 上海現地法人を中核とする事業管理、販売推進体制を構築
合計	146億円	217億円	

※ 2026年3月期より、海外の財務数値は拠点ごとの集計に統一

出所：会社資料

海外への積極投資を計画

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（前中期経営計画見込 1,050 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。総投資額 1,800 億円の地域別内訳は、国内 950 億円（構成比 53%）、海外 850 億円（同 47%）である。前中期経営計画での総投資額（見込）900 億円、海外投資比率 38% と比べると、注力する海外への投資額が大幅に拡大する計画となっている。

なお、上記と別に、今後 3 期間の企業変革支出としては、研究開発や DX 投資に係る変革投資 50 億円、CI 変更・本社移転（2026年2月）に係る変革費用 100 億円が計画されている。

9. 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

過去30年間で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 26. 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 (90-22)	2033	CAGR (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。

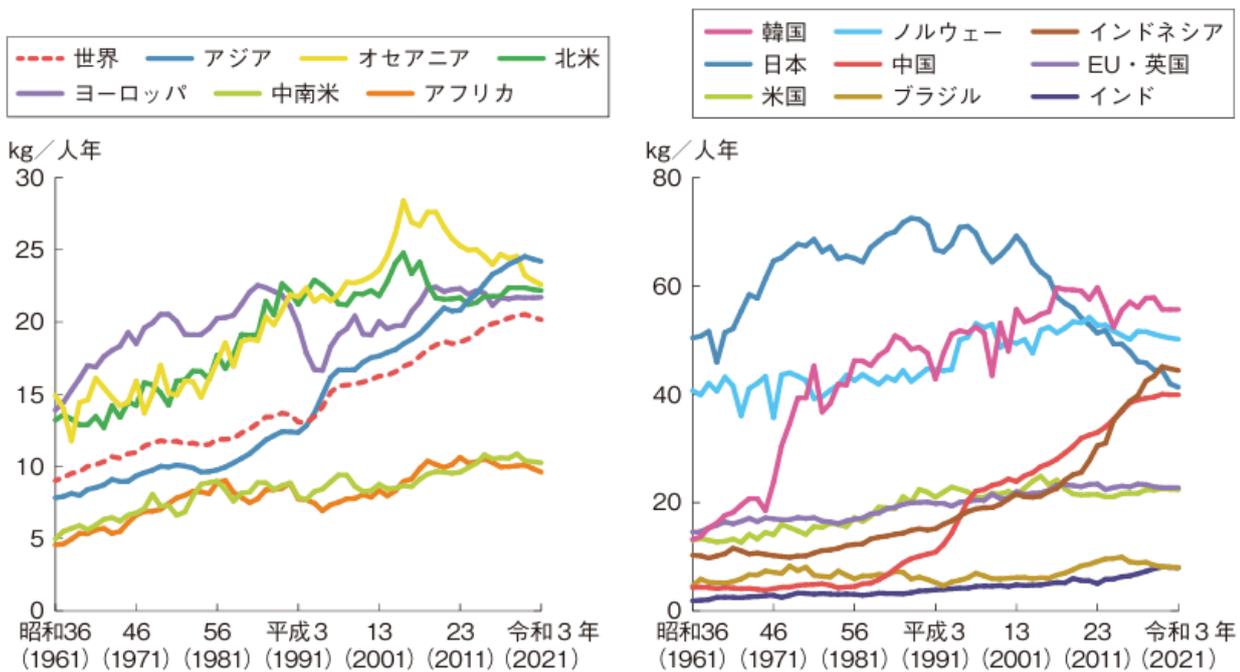
日本では例外的に船ごとの漁獲量割り当てが無く、水産資源維持の体制が整っていない

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と位置付けられる。

図表 27. 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)
(地域別) (主要国・地域)



※ 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

過去 30 年間で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 28. 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 (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 29. 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 (90-22)	CAGR (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 SA (JBSS3 サンパウロ)、Tyson Foods (TSN ニューヨーク)、WH Group (00288 香港) 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。

WH Group は、世界最大の豚肉生産企業

WH Group は、世界最大の豚肉生産企業であり、中国、米国、ヨーロッパの主要市場でトップの地位を占めている。同社は、豚の生産、屠殺、加工、包装肉および生鮮豚肉の流通を統合したグローバルプラットフォームを持ち、豚肉産業において競争優位性を確立している。WH Group は、Smithfield Foods や Henan Shuanghui Investment & Development などのブランドを所有しており、これらのブランドを通じて世界中で製品を提供している。

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、日本ハム株式会社 (2282 東証プライム)、マルハニチロ、伊藤ハム米久ホールディングス株式会社 (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持ち、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 30. 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 (百万円)	漁業	養殖	肉類	加工 食品	冷凍 食品	農産 品	医薬 品	健康 食品	ペット フード
JBS	JBSS3	ブラジル	11,577,382	-	○	○	○	○	-	-	-	-
Tyson Foods	TSN	アメリカ	7,996,350	-	-	○	○	○	-	-	-	-
WH Group	00288	香港	3,891,150	-	-	○	○	○	-	-	-	-
Kraft Heinz	KHC	アメリカ	3,876,900	-	-	-	○	○	-	-	-	-
Marfrig Global Foods	MRFG3	ブラジル	3,870,385	-	-	○	○	○	-	-	-	-
General Mills	GIS	アメリカ	2,978,580	-	-	-	○	○	-	-	-	○
CJ CheilJedang	097950	韓国	2,935,908	-	-	-	○	○	-	-	○	-
Muyuan Foods	002714	中国	2,896,885	-	-	○	○	-	-	-	-	-
Pilgrim's Pride	PPC	アメリカ	2,681,744	-	-	○	○	○	-	-	-	-
Charoen Pokphand	CPF	タイ	2,555,288	-	○	○	○	○	○	-	-	○
Smithfield Foods	SFD	アメリカ	2,121,300	-	-	○	○	○	-	-	-	-
Wens Foodstuff	300498	中国	1,888,343	-	-	○	○	○	-	○	-	-
Conagra Brands	CAG	アメリカ	1,807,635	-	-	-	○	○	-	-	-	-
Hormel Foods	HRL	アメリカ	1,788,120	-	-	-	○	○	-	-	-	-
日本ハム	2282	日本	1,303,432	-	-	○	○	○	-	-	○	-
Henan Shuanghui	000895	中国	1,254,020	-	-	○	○	○	-	-	-	-
マルハニチロ	1333	日本	1,030,674	○								
伊藤ハム米久 HD	2296	日本	955,580	-	-	○	○	○	-	-	-	-
Mowi	MOWI	ノルウェー	896,608	-	○	○	○	-	-	-	-	-
Dongwon Industries	006040	韓国	894,423	○	-	-	○	○	-	-	-	-
ニッスイ	1332	日本	831,375	○	○	○	○	○	-	○	○	-
ニチレイ	2871	日本	680,091	-	-	-	○	○	-	-	-	-
Thai Union Group	TU	タイ	609,105	○	○	-	○	○	-	-	○	○
Japfa Comfeed	JPFA	インドネシア	502,208	-	○	○	○	○	-	-	-	-
Austevoll Seafood	AUSS	ノルウェー	495,278	○	○	-	○	○	-	-	-	-
Dongwon F&B	049770	韓国	448,361	-	-	-	○	○	-	-	○	-
Leroy Seafood	LSG	ノルウェー	435,746	○	○	-	○	○	-	-	-	-
SalMar	SALM	ノルウェー	369,964	-	○	-	○	○	-	-	-	-
極洋	1301	日本	261,604	○	○	-	○	○	-	-	-	-
横浜冷凍	2874	日本	122,540	-	-	-	○	○	-	-	-	-
紀文食品	2933	日本	106,685	-	-	-	○	○	-	-	-	-

※為替はブラジルリアル円 26 円、ドル円 150 円、韓国ウォン円 0.1 円、タイバーツ円 4.4 円、人民元円 21 円、ユーロ円 160 円、ノルウェークロネ円 14 円で計算

出所：各社資料より戦略・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
の売上高トップはマルハニチロ**

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、マルハニチロ、Mowi ASA (MOWI オスロ)、Dongwon Industries Co Ltd (006040 韓国) である。マルハニチロ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。

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。

4) 同業他社比較 (地域別売上高構成比)

香港のWH Groupの米州向け売上高構成比は54%に及ぶ

タンパク質供給を担う世界の上場企業の地域別売上高構成比について、他地域への展開が進んでいる企業に着目すると、WH Groupの米州における売上高構成比が全体の54%を占めている点が際立っている。これは、2013年に米国の大手豚肉加工会社であるSmithfield Foodsを買収したことによるものである。

Thai Union Groupの欧米向け売上高構成比は53%

Thai Union Group PCL (TU タイ)の米州向け売上高は全体の38%を占め、欧州向けは15%を占めている。これは、同社が欧米に生産拠点をもち、Chicken of the Sea、John West、Petit Navireといった確立したブランドを通じてシーフード製品を販売しているためである。

**Thai Union groupは1977年
設立で、世界中でシーフード事業を
展開**

Thai Union Groupは、タイを拠点とする国際的なシーフード企業で、1977年に設立された。同社は、冷凍、缶詰、冷蔵のシーフード製品を製造・販売しており、世界中で事業を展開している。同社は、米国、フランス、ドイツ、ポーランド、ポルトガル、ノルウェー、セーシェル、スコットランド、ベトナム等に生産拠点を設置している。

**ニッスイの欧米向け売上高構成比は
37%**

株式会社ニッスイ (1332 東証プライム)の米州向け売上高は全体の19%を占め、欧州向け売上高は18%を占めている。これはニッスイが米国に生産拠点をもち、Gorton'sやBlueWater Seafoodsといった確立したブランドを通じて冷凍魚製品を販売していることと、欧州でフランスのシテ・マリン等の現地企業を買収し、加工食品ビジネスを強化していることによるものである。

ニッスイは1911年設立で、水産事業をはじめ多岐にわたる事業を展開

ニッスイは、日本を拠点とする総合食品会社で、1911年に設立された。同社は、水産事業、食品事業、ファインケミカル事業 (健康食品・スキンケア製品等)、物流事業など、多岐にわたる事業を展開しており、米国、ヨーロッパ、アジアなど、世界各地に拠点を設置している。

Mowiの取り扱いサーモンのうち米州向けは32%

Mowiの取り扱いサーモンのうち、米州向けは32%を占めている。これは、Mowiが米州においても生産拠点をもち、カナダやチリなどでサーモンの養殖を行っていることと、米州市場がサーモン消費の主要市場の一つであることによるものである。

米国のPilgrim's Prideの欧州向け売上高構成比は29%

Pilgrim's Pride Corp (PPC NASDAQ)の欧州向け売上高は全体の29%を占めている。これは、Pilgrim's Prideが欧州においても広範な事業展開を行っているためである。同社は、英国、アイルランド、そしてヨーロッパ大陸においても食品加工施設を運営している。

図表 31. 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地域別売上高構成比

企業名	ティッカー	国	売上高 (百万円)	日本	米州	欧州	アジア	オセアニア	その他
JBS	JBSS3	ブラジル	11,577,382	-	84%	8%	-	8%	0%
Tyson Foods	TSN	アメリカ	7,996,350	-	95%	-	-	-	5%
WH Group	00288	香港	3,891,150	-	54%	13%	33%	-	-
Kraft Heinz	KHC	アメリカ	3,876,900	-	76%	-	-	-	24%
Marfrig Global Foods	MRF3	ブラジル	3,870,385	-	73%	-	-	-	27%
General Mills	GIS	アメリカ	2,978,580	-	86%	-	-	-	14%
CJ CheilJedang	097950	韓国	2,935,908	-	27%	3%	70%	-	1%
Muyuan Foods	002714	中国	2,896,885	-	-	-	-	-	-
Pilgrim's Pride	PPC	アメリカ	2,681,744	-	71%	29%	-	-	-
Charoen Pokphand	CPF	タイ	2,555,288	-	5%	14%	81%	-	0%
Smithfield Foods	SFD	アメリカ	2,121,300	-	100%	-	-	-	-
Wens Foodstuff	300498	中国	1,888,343	-	-	-	-	-	-
Conagra Brands	CAG	アメリカ	1,807,635	-	91%	-	-	-	9%
Hormel Foods	HRL	アメリカ	1,788,120	-	95%	-	-	-	5%
日本ハム	2282	日本	1,303,432	88%	12%				
Henan Shuanghui	000895	中国	1,254,020	-	-	-	-	-	-
マルハニチロ	1333	日本	1,030,674	77%	5%	11%	5%	2%	
伊藤ハム米久 HD	2296	日本	955,580	86%	4%	2%	4%	4%	0%
Mowi	MOWI	ノルウェー	896,608	2%	32%	50%	10%	-	6%
Dongwon Industries	006040	韓国	894,423	-	12%	-	86%	-	2%
ニッスイ	1332	日本	831,375	59%	19%	18%	4%		
ニチレイ	2871	日本	680,091	79%	21%				
Thai Union Group	TU	タイ	609,105	6%	38%	15%	11%	-	31%
Japfa Comfeed	JPFA	インドネシア	502,208	-	-	-	100%	-	-
Austevoll Seafood	AUSS	ノルウェー	495,278	-	7%	76%	15%	-	2%
Dongwon F&B	049770	韓国	448,361	1%	1%	-	97%	-	1%
Leroy Seafood	LSG	ノルウェー	435,746	-	5%	79%	14%	-	2%
SalMar	SALM	ノルウェー	369,964	-	-	73%	-	-	27%
極洋	1301	日本	261,604	92%	-	-	6%	-	3%
横浜冷凍	2874	日本	122,540	94%	0%	0%	5%	0%	
紀文食品	2933	日本	106,685	89%	11%				

※為替はブラジルレアル円 26 円、ドル円 150 円、韓国ウォン円 0.1 円、タイバーツ円 4.4 円、人民元円 21 円、ユーロ円 160 円、ノルウェークロネ円 14 円で計算 ※各社の地域区分は完璧に一致するわけではない 出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

Pilgrim's Pride は鶏肉がメインで JBS USA が大株主

Pilgrim's Pride は、米国に本社を置く多国籍食品会社で、主に鶏肉製品を取り扱っている。1946年に Lonnie "Bo" Pilgrim によって設立され、現在は JBS USA が 78.5%の株式を保有している。同社は Kentucky Fried Chicken、Walmart、Publix、Wendy's などの大手企業に鶏肉を供給しており、Costco のロティサリーチキンの独占供給者でもある。

韓国の CJ CheilJedang の米州向け売上高構成比は 27%

CJ CheilJedang Corp (097950 韓国) の米州向け売上高は全体の 27%を占めている。これは、同社が米国に生産施設を持ち、現地での生産と供給を行っていること、米国で Hetbahn インスタントライスや Bibigo ブランドの冷凍食品を販売しており、これらの製品が米州市場で高い評価を得ていることによるものである。

CJ CheilJedang は食品成分やパッケージ食品を扱う

CJ CheilJedang は、韓国を拠点とする国際的な食品会社で、食品成分（砂糖、小麦、油等）、パッケージ食品（Bibigo ブランド等）、医薬品、バイオテクノロジー関連製品を製造している。1953年にサムスングループの一部として設立され、2007年に独立した。

5) 同業他社比較 (ROE)

ROE トップはブラジルの Marfrig Global Foods

ROE (3年平均) の上位3社は Marfrig Global Foods SA (MRFG3 サンパウロ) (33%)、General Mills Inc (GIS ニューヨーク) (26%)、Henan Shuanghui Investment & Development Co Ltd (000895 深セン) (23%) である。Marfrig Global Foods は財務レバレッジの高さ、General Mills と Henan Shuanghui Investment & Development は当期純利益率の高さが、高い ROE の主因である。

Marfrig Global Foods は牛肉生産で世界上位

Marfrig Global Foods は特に牛肉の生産において世界上位の規模である。1986年に設立され、現在では南米と北米に 33 の生産拠点をもち、約 100 カ国に製品を輸出している。

General Mills は多くの有名食品ブランドを有し、100 カ国以上で展開

General Mills は、アメリカに本社を置く大手食品メーカーである。1856年に設立され、現在は 100 カ国以上で事業を展開している。有名なブランドには、アイスクリームの「ハーゲンダッツ」やシリアル「チェリオス」がある。ペットフード産業にも進出している。

Henan Shuanghui は中国国内で家畜の飼育から加工食品製造、冷蔵物流、包装材料製造まで手掛ける

Henan Shuanghui Investment & Development は、中国を拠点とする大手食肉加工企業である。1998年に設立され、深圳証券取引所に上場している。同社は、家畜の飼育、屠殺、肉製品の加工および販売を行っており、冷蔵物流や包装材料の製造なども手掛けている。主な製品には、冷蔵肉、ソーセージ、ハム、ベーコンなどがあり、中国国内で広く販売されている。

日本企業の ROE トップは紀文食品

日本企業の ROE (3年平均) 上位3社は、株式会社紀文食品 (13%)、株式会社極洋 (1301 東証プライム) (12%)、マルハニチロ (11%) である。3社とも財務レバレッジの高さが高 ROE の主因である。

紀文食品は主に水産練り製品の製造を行う

紀文食品は、1938年に創業した食品会社である。主に水産練り製品（かまぼこ、ちくわなど）の製造・販売を行っている。紀文食品は、国内外に広がる事業を展開しており、健康志向の商品や伝統的な日本の味を提供している。紀文食品の代表的な商品には、「チーちく」や「魚河岸あげ」などがある。また、糖質ゼロ麺などの健康志向の商品も人気である。最近では、ポチャッコやポムポムプリンなどのキャラクターを使った商品も登場している。

紀文食品はマルハニチロと、2024年3月25日に資本業務提携契約を締結した。この提携により、マルハニチロは紀文食品の株式を取得した。両社は国内においては、製品の開発・製造・販売での協力、物流効率化とコスト削減、研究開発部門の協業等を行う。また海外においては、北米、欧州、アジア地域での製品拡販、生産拠点の協業による効率化とコスト削減、海外消費者向け新製品開発等を行う方針である。

極洋は漁獲から加工までの一貫体制を持つ

極洋は、1937年に設立された食品メーカーで、本社は東京都港区赤坂にある。水産物の輸入や加工、冷凍食品を展開し、漁獲から加工までの一貫体制を持っている。魚素材を中心とした冷凍・チルド・缶詰商品や健康食品を提供しており、鮭やタラなどの水産原料の調達・加工に強みがある。極洋の事業は多岐にわたり、市販用食品、業務用食品、生鮮事業、食品事業、物流サービスなどを展開している。特に、寿司種やフライなどの業務用冷凍食品が有名である。最近では、健康志向の商品や新しいレシピの提案なども行っている。

水産業の ROE トップはノルウェーの SalMar

水産業を行う企業に限定すると、ROE (3年平均) 上位3社は、SalMar ASA (SALM オスロ) (17%)、Mowi (16%)、PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk (JPFA インドネシア) (13%) である。3社とも当期純利益率の高さが高 ROE の主因である。

SalMar は、世界第2位のサーモン養殖会社

SalMar は、世界で2番目に大きいサーモン養殖会社で、ノルウェー、アイスランド、スコットランドなどで生産を行っている。1991年に設立され、持続可能な水産養殖業の発展に貢献してきた。主な活動は、海洋での養殖、水産物の生産、加工および販売である。ノルウェー国内で100のライセンスを持ち、スコットランドの養殖場も運営している。また、SalMar はオフショア養殖プロジェクト「Ocean Farm 1」を運営しており、これは世界初のオフショア養殖施設の一つである。この施設では、年間約6,000トンのサーモンを生産している。SalMar は、アジア、北米、ヨーロッパなど、世界中にサーモンを販売している。

Japfa は海産物から肉類まで幅広く取り扱う

Japfa Comfeed Indonesia は、インドネシアの主要なアグリフード企業の一つである。1975年に設立され、動物性タンパク質の生産に特化している。Japfa は、家禽、魚、エビ、牛の飼育から、加工食品の生産まで、統合されたサービスを提供している。主な事業セグメントには、家禽事業（ブロイラー鶏の飼育と関連製品の提供）、水産事業（魚やエビの養殖）、牛事業（肉牛の飼育）、加工食品事業（冷凍食品や加工食品の生産）がある。同社は、インドネシア国内外に広範な流通ネットワークを有している。

図表 32. 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直近決算期主要指標

企業名	ティッカー	国	売上高 (百万円)	3年 CAGR	当期純 利益率	総資産 回転率	財務レ バレッジ	ROE	3年平均 ROE	PBR	PER
JBS	JBSS3	ブラジル	11,577,382	6%	2%	1.9	5.2	22%	18%	1.8	7
Tyson Foods	TSN	アメリカ	7,996,350	4%	2%	1.5	2.0	4%	6%	1.2	26
WH Group	00288	香港	3,891,150	-2%	6%	1.3	1.9	16%	12%	0.9	6
Kraft Heinz	KHC	アメリカ	3,876,900	0%	11%	0.3	1.8	6%	5%	0.9	16
Marfrig Global Foods	MRFG3	ブラジル	3,870,385	20%	2%	1.1	25.7	53%	33%	5.3	5
General Mills	GIS	アメリカ	2,978,580	3%	13%	0.6	3.2	25%	26%	4.1	16
CJ CheilJedang	097950	韓国	2,935,908	4%	1%	1.0	4.0	2%	5%	0.7	12
Muyuan Foods	002714	中国	2,896,885	20%	13%	0.7	2.8	27%	14%	2.9	12
Pilgrim's Pride	PPC	アメリカ	2,681,744	7%	6%	1.7	2.7	29%	22%	2.5	10
Charoen Pokphand	CPF	タイ	2,555,288	4%	3%	0.7	3.6	8%	4%	0.6	-
Smithfield Foods	SFD	アメリカ	2,121,300	-2%	7%	1.2	1.9	15%	10%	1.4	8
Wens Foodstuff	300498	中国	1,888,343	6%	-7%	0.9	2.6	-18%	-13%	4.0	-
Conagra Brands	CAG	アメリカ	1,807,635	3%	3%	0.6	2.5	4%	7%	1.7	41
Hormel Foods	HRL	アメリカ	1,788,120	2%	7%	0.9	1.7	10%	11%	2.1	21
日本ハム	2282	日本	1,303,432	3%	2%	1.4	1.9	6%	6%	1.0	19
Henan Shuanghui	000895	中国	1,254,020	-4%	8%	1.6	1.8	24%	24%	4.3	18
マルハニチロ	1333	日本	1,030,674	6%	2%	1.6	3.4	11%	11%	0.7	7
伊藤ハム米久 HD	2296	日本	955,580	4%	2%	2.1	1.6	6%	6%	0.8	15
Mowi	MOWI	ノルウェー	896,608	10%	8%	0.7	2.3	13%	16%	2.3	19
Dongwon Industries	006040	韓国	894,423	6%	1%	1.2	2.7	3%	6%	0.5	19
ニッスイ	1332	日本	831,375	8%	3%	1.4	2.5	10%	10%	1.2	13
ニチレイ	2871	日本	680,091	6%	4%	1.4	2.0	10%	10%	2.1	22
Thai Union Group	TU	タイ	609,105	-1%	3%	0.9	3.0	9%	-1%	1.1	-
Japfa Comfeed	JPFA	インドネシア	502,208	8%	5%	1.6	2.4	21%	13%	0.8	12
Austevoll Seafood	AUSS	ノルウェー	495,278	10%	8%	0.7	3.4	17%	12%	1.0	51
Dongwon F&B	049770	韓国	448,361	9%	3%	2.1	2.1	12%	12%	0.6	5
Leroy Seafood	LSG	ノルウェー	435,746	10%	9%	0.7	2.2	14%	10%	1.3	91
SalMar	SALM	ノルウェー	369,964	21%	11%	0.5	2.8	16%	17%	3.8	23
極洋	1301	日本	261,604	2%	2%	1.7	2.9	11%	12%	0.8	7
横浜冷凍	2874	日本	122,540	3%	3%	0.6	2.3	3%	4%	0.6	18
紀文食品	2933	日本	106,685	2%	3%	1.6	4.2	18%	13%	1.5	10

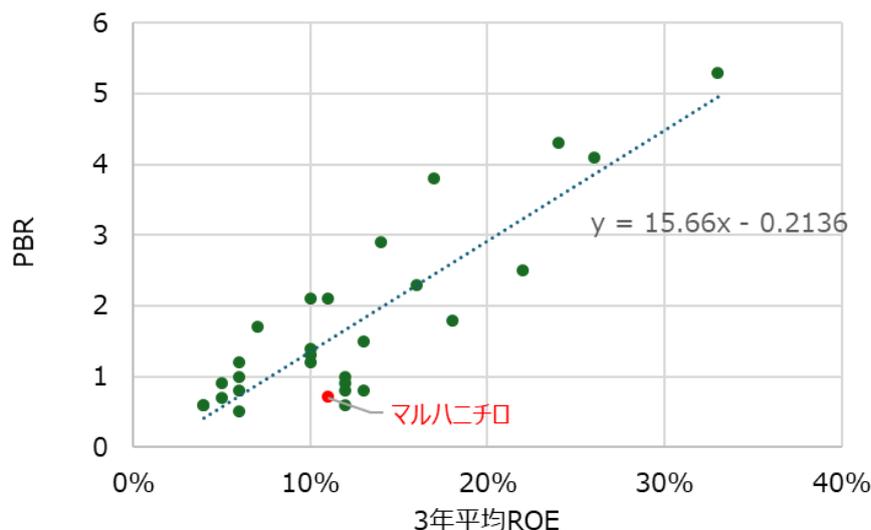
※為替はブラジルリアル円 26 円、ドル円 150 円、韓国ウォン円 0.1 円、タイバーツ円 4.4 円、人民元円 21 円、ユーロ円 160 円、ノルウェークローネ円 14 円で計算 出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10. バリュエーションと株価見通し

ROEとPBRはほぼ比例関係

タンパク質供給等関連主要企業 31 社について、ROE（3年平均）とPBRの間には概ね相関関係が見て取れる（ROEがマイナスの先は除く）。回帰モデルによると、 $PBR = ROE \times 15.7 - 0.2$ （ROEが0%になるとPBRもほぼゼロとなる）という比例関係に近い状態にある。また、決定係数（R2）は0.746であり、モデルの適合度が高いとされる0.7を上回っている。

図表 33. 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

全体では Muiyuan Foods が最も割高

この式を用いた各社の計算値と実績値を比較して実績値の割高・割安度合いを調べると、31社全体での割高企業上位3社は、SalMar（実績値 3.8、計算値 2.4）、Muiyuan Foods Co Ltd (002714 深セン)（実績値 2.9、計算値 2.0）、Henan Shuanghui（実績値 4.3、計算値 3.5）となっている。

Muiyuan Foods は中国で世界最大の豚農場を経営

Muiyuan Foods は、中国の食品会社で、豚肉の生産を専門としている。1992年に設立され、2014年に上場した。現在、飼料加工、生豚育種、生豚養殖、屠殺加工を含む豚肉産業チェーンを形成している。Muiyuan Foods は、世界最大の豚農場を運営しており、年間約1億頭の豚を育て、6300万頭を屠殺している。豚の飼育から屠殺までを一貫して行う「ファロートゥフィニッシュ」方式を採用しており、効率的な生産を実現している。

全体では Japfa Comfeed が最も割安

全体での割安企業上位3社は、Japfa Comfeed（実績値 0.8、計算値 1.8）、極洋（実績値 0.8、計算値 1.7）、マルハニチロ（実績値 0.7、計算値 1.5）となっている。

日本企業で最も割高なのはニチレイ

日本企業8社の中で、割高企業上位3社は、株式会社ニチレイ（実績値 2.1、計算値 1.4）、日本ハム（実績値 1.0、計算値 0.7）、横浜冷凍株式会社（2874 東証プライム）（実績値 0.6、計算値 0.4）である。

図表 34. 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 PBR の実績値と計算値の比較

企業名	ティッカー	国	売上高 (百万円)	3年平均 ROE	PBR	PBR 計算値	実績-計算 値
JBS	JBSS3	ブラジル	11,577,382	18%	1.8	2.6	-0.8
Tyson Foods	TSN	アメリカ	7,996,350	6%	1.2	0.7	0.5
WH Group	00288	香港	3,891,150	12%	0.9	1.7	-0.8
Kraft Heinz	KHC	アメリカ	3,876,900	5%	0.9	0.6	0.3
Marfrig Global Foods	MRFG3	ブラジル	3,870,385	33%	5.3	5.0	0.3
General Mills	GIS	アメリカ	2,978,580	26%	4.1	3.9	0.2
CJ CheilJedang	097950	韓国	2,935,908	5%	0.7	0.6	0.1
Muyuan Foods	002714	中国	2,896,885	14%	2.9	2.0	0.9
Pilgrim's Pride	PPC	アメリカ	2,681,744	22%	2.5	3.2	-0.7
Charoen Pokphand	CPF	タイ	2,555,288	4%	0.6	0.4	0.2
Smithfield Foods	SFD	アメリカ	2,121,300	10%	1.4	1.4	0.0
Wens Foodstuff	300498	中国	1,888,343	-13%	4.0	-	-
Conagra Brands	CAG	アメリカ	1,807,635	7%	1.7	0.9	0.8
Hormel Foods	HRL	アメリカ	1,788,120	11%	2.1	1.5	0.6
日本ハム	2282	日本	1,303,432	6%	1.0	0.7	0.3
Henan Shuanghui	000895	中国	1,254,020	24%	4.3	3.5	0.8
マルハニチロ	1333	日本	1,030,674	11%	0.7	1.5	-0.8
伊藤ハム米久 HD	2296	日本	955,580	6%	0.8	0.7	0.1
Mowi	MOWI	ノルウェー	896,608	16%	2.3	2.3	0.0
Dongwon Industries	006040	韓国	894,423	6%	0.5	0.7	-0.2
ニッスイ	1332	日本	831,375	10%	1.2	1.4	-0.2
ニチレイ	2871	日本	680,091	10%	2.1	1.4	0.7
Thai Union Group	TU	タイ	609,105	-1%	1.1	-	-
Japfa Comfeed	JPFA	インドネシア	502,208	13%	0.8	1.8	-1.0
Austevoll Seafood	AUSS	ノルウェー	495,278	12%	1.0	1.7	-0.7
Dongwon F&B	049770	韓国	448,361	12%	0.6	1.7	-1.1
Leroy Seafood	LSG	ノルウェー	435,746	10%	1.3	1.4	-0.1
SalMar	SALM	ノルウェー	369,964	17%	3.8	2.4	1.4
極洋	1301	日本	261,604	12%	0.8	1.7	-0.9
横浜冷凍	2874	日本	122,540	4%	0.6	0.4	0.2
紀文食品	2933	日本	106,685	13%	1.5	1.8	-0.3

※為替はブラジルリアル円 26 円、ドル円 150 円、韓国ウォン円 0.1 円、タイバーツ円 4.4 円、人民元円 21 円、ユーロ円 160 円、ノルウェークローネ円 14 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

ニチレイは築地に本社があり、加工食品事業や低温物流事業を営む

ニチレイは食品加工および物流企業で、1942年に設立された。本社は東京都中央区築地に所在。ニチレイは、加工食品事業（冷凍食品や調理済み食品の製造・販売）、低温物流事業（冷凍・冷蔵食品の物流サービス）、水産事業（水産物の加工・販売）、畜産事業（畜産物の加工・販売）、バイオサイエンス事業（バイオテクノロジーを活用した製品の開発・販売）などの事業を展開している。

横浜冷凍は冷蔵倉庫事業と食品販売事業を中心に展開

横浜冷凍は、1948年創業で本社は横浜市西区みなとみらいにある。冷蔵倉庫事業、水産品や農畜産物の加工・販売・輸出入、通関業、養殖業、製氷業等を行っている。全国に広がる物流拠点ネットワークを持ち、日本の「食のインフラ」を支えるエキスパートとして活動している。

日本企業で最も割安なのは極洋

日本の割安企業上位3社は、極洋（実績値 0.8、計算値 1.7）、マルハニチロ（実績値 0.7、計算値 1.5）、紀文食品（実績値 1.5、計算値 1.8）となっている。

水産業で最も割高なのは SalMar

水産業を営む企業12社の中で割高となっているのは SalMar（実績値 3.8、計算値 2.4）のみである。

水産業の割安企業は全体での割安企業と一致

水産業を営む企業の割安企業上位3社は、Japfa Comfeed、極洋、マルハニチロであり、全体での割安企業上位と一致している。

水産業でも成長率や利益率を高められれば株価評価が高くなる可能性はある

以上の分析から、売上高の成長率、当期純利益率、ROEが高いSalMarは例外であるが、水産の事業構成比が高い企業は、食肉加工や加工食品等の事業構成比が高い企業に比べ、割安に評価される傾向にあると考えられる。しかし、養殖、加工食品及び冷凍食品に特化しているSalMarが高いROE及び高成長率を実現することで高PBRとなっていることは、水産業の事業構成比が高い企業でも株式市場から高く評価される可能性は少なからず存在していると言える。

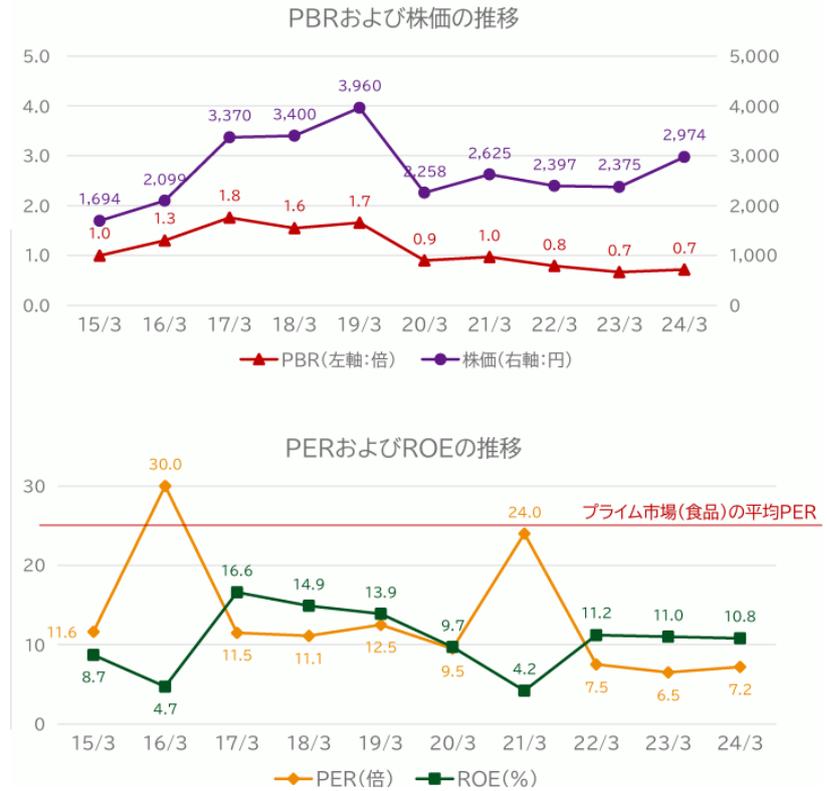
成長率の高まりや ROIC の改善による PBR 上昇を期待

同社株のPBRは、現時点で1.0倍を下回る水準にある。しかし、15/3～17/3期に掛けては、営業利益が急拡大したことから、PBRは1.0倍を超えて上昇した。17/3期～19/3期に掛けては、ROEが15%前後となっていたことから、PBRは1.7倍前後で推移していた。

その後は、20/3期に営業利益が落ち込んだことや、21/3期に多額の特別損失を計上したことから、ROEが10%を下回ると、PBRも低下し、1.0倍以下で推移した。22/3期以降は、営業利益が回復し、ROEも10%を超えてきたものの、特別利益として計上された一過性、かつ多額の利益（24/3期は保険受取金、25/3期は投資有価証券売却益）については市場参加者に評価されなかったため、PBR1倍割れが続いている。

同社は中期経営計画と長期ビジョンにおいて、営業利益とEBITDAの拡大、ROICの改善などを目指している。成長戦略の着実な進捗により、成長率が高まった場合や、ROICの改善を通じて、特別利益の影響を除いたROEが顕著に上昇した場合は、PBRは1.0倍を上回ってくると期待される。

図表 35. 同社の株価、ROE、PBR、PER の推移



出所：会社資料

11. リスク要因

マルハニチロ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、新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相互関税を課した場合、販売数量や出荷価格に影響を及ぼす可能性がある。

12. サステナビリティ経営の推進

1) サステナビリティ

新たにパーパスとミッションを策定

同社は、2025年3月の社名変更の公表に併せ、新たにパーパスとミッションを策定した。パーパスは、従来のブランドステートメント「海といのちの未来をつくる」を基に、グローバル企業となる決意を込めて、英文の「For the ocean, for life」とした。一方、ミッションは、「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あわせに貢献します」としている。

サステナビリティ戦略の KGI 及び KPI を更新

同社では、今回、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 36 及び図表 37 の通りである。

図表 36. サステナビリティ戦略 KGI・KPI (環境価値)

前中期経営計画の取組みの深化と活動範囲拡大を目的にKPIを更新 (色塗り部分が更新)

マテリアリティ	KGI (2030年のありたい姿)	主なKPI	ターゲット		前中期経営計画からの主な変更点
			2030年度目標	2027年度目標	
環境価値の創造	①気候変動問題への対応 2050年カーボンニュートラルを目指し、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	・CO2排出量削減率 (2017年比) (国内G [※])	30%以上	20%以上	・カーボンニュートラルをKPIからKGIに移動 ・海外GのScope1,2の目標設定、国内GのScope3精緻化・目標設定を追加
		・CO2排出量削減目標 (海外G [※]) ・Scope3目標設定 (国内G)	—	目標設定	
	②循環型社会実現への貢献 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 (2020年比) (MN [※])	30%以上	20%以上	・フードロス削減の目標上方修正 ・プラスチック使用量削減は容器包装に加え、工場で使用するプラスチックへ活動を拡大 ・水資源のリスクと機会、対応策分析を追加
		・フードロス削減 (2020年比) (国内G) ・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)	80%以上	70%以上	
③海洋プラスチック問題への取組み 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)	—	ガイドライン策定・運用啓発	・漁具管理ガイドラインのサプライチェーンへの拡大展開 ・クリーンアップ活動の社外ステークホルダーと協働し、拡大展開	
	・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)	33回以上/年	—		
④生物多様性と生態系の保全 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	・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)	100%	評価不明魚種の取扱方針策定	・資源状態不明な魚種の確認、取扱方針の策定を追加 ・電子トレーサビリティ方法の確立を追加 ・TNFDシナリオ分析の拡大展開 ・養殖場の認証レベル管理の向上	
	・電子トレーサビリティ方法の確立	—	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)	—	TNFDにもとづくシナリオ分析拡大実施		
	・養殖場の認証レベル管理の実施 (国内G)	—	グループ内全養殖場で管理体制の構築		

※ 対象組織を呼称で記載 MN:マルハニチロ、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 37. サステナビリティ戦略 KGI・KPI (社会価値)

前中期経営計画の取組みの深化と活動範囲拡大を目的にKPIを更新 (色塗り部分が更新)

マテリアリティ	KGI (2030年の ありたい姿)	主なKPI	ターゲット		前中期経営計画からの主な変更点	
			2030年度目標	2027年度目標		
社会価値の創造	⑤安全・安心な食の提供	人々が安心できる食を世界中の食卓に提供している	重大な品質事故 (国内G [※])	—	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	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	各製品基準を満たす製品売上比率 (MN [※])	食塩摂取65%以上、たんぱく質摂取45%以上、脂質摂取20%以上、GSSI認証製品15%以上	—	<ul style="list-style-type: none"> 具体的な製品売上比率のKPIを設定 社外評価の評価方法を設定
			健康価値創造・持続可能性が含まれるESG評価	ESG評価の向上	—	
	⑦多様な人材が安心して活躍できる職場環境の構築	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	採用比率女性50%維持による女性従業員比 (MN)	35%以上		<ul style="list-style-type: none"> 人財育成プログラムにもとづく各人財プールで目標設定 従業員エンゲージメントの特定項目でエンゲージメントスコアの目標設定
			女性管理職比率 (MN)	15%以上		
			人財育成プログラムにもとづく各人財プールの目標達成 (MN)	各人財プールの目標数値達成	各人財プールの目標数値達成	
⑧事業活動における人権の尊重	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	従業員エンゲージメントの特定項目のエンゲージメントスコア達成 (MN)	特定項目のエンゲージメントスコア達成	特定項目のエンゲージメントスコア達成	<ul style="list-style-type: none"> KGIを現実的な表現に修正 KPIを苦情処理メカニズムの構築と運用、リスクへの対応に修正 	
		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 [※])	100% (G全体)	100% (国内G)		
⑨持続可能なサプライチェーンの構築	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)	100%	—	<ul style="list-style-type: none"> CSR監査方法の確立と運用 IUU漁業由来水産物の調達回避方法の確立とロビー活動推進を追加 	
		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	G全体での運用	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、国内 G:国内連結子会社、海外 G:海外連結子会社、G 全体：グループ本社

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、企業の存続が危が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、これまで監査役会設置会社の形態を採用しており、25/3 期においては、取締役 8 名（うち独立社外取締役 4 名）、監査役 5 名（うち独立社外監査役 4 名）を選任していた。役員 13 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 60%、短期業績連動報酬 30%、中長期業績連動型株式報酬 10%の割合となることを目安に設計されている。

短期業績連動報酬に係る指標は、当該年度の連結経常利益予算に対する達成度合いである。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、連結経常利益 50%、連結 ROIC30%、5 項目の ESG 指標 20%である。

監査等委員会設置会社へ移行

同社は、6月25日に開催予定の株主総会での承認を条件として、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行すると公表した。移行の目的としては、業務執行と監督との役割分担の明確化を通じたコーポレート・ガバナンスの実効性の向上や、持続的な成長と価値創造を可能にする経営基盤の構築に向けた体制づくりが挙げられている。

図表 38. 連結損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	会予 25/3
売上高	873,295	918,820	922,468	905,204	809,050	866,702	1,020,456	1,030,674	1,050,000
売上原価	746,954	793,705	798,619	787,135	700,505	746,206	885,202	896,856	
売上総利益	126,341	125,115	123,849	118,069	108,544	120,496	135,254	133,818	
売上総利益率	14.5%	13.6%	13.4%	13.0%	13.4%	13.9%	13.3%	13.0%	
販売費及び一般管理費	100,033	100,617	102,091	100,989	92,372	96,677	105,678	107,284	
営業利益	26,308	24,497	21,758	17,079	16,172	23,819	29,575	26,534	30,000
営業利益率	3.0%	2.7%	2.4%	1.9%	2.0%	2.7%	2.9%	2.6%	2.9%
営業外収益	4,344	5,816	5,871	5,207	4,293	6,040	7,324	8,683	
営業外費用	2,778	2,397	2,397	2,386	2,371	2,263	3,400	4,111	
経常利益	27,874	27,917	25,233	19,901	18,093	27,596	33,500	31,106	32,000
経常利益率	3.2%	3.0%	2.7%	2.2%	2.2%	3.2%	3.3%	3.0%	3.0%
特別損益	-3,242	-1,206	1,313	1,166	-7,568	-79	-1,955	4,785	
特別利益	302	1,384	4,704	4,915	194	2,164	4,378	9,560	
特別損失	3,544	2,590	3,391	3,749	7,762	2,243	6,333	4,775	
税金等調整前当期純利益	24,632	26,711	26,547	21,067	10,525	27,518	31,545	35,891	
税引前利益率	2.8%	2.9%	2.9%	2.3%	1.3%	3.2%	3.1%	3.5%	
法人税等	5,818	7,301	7,624	6,296	1,626	7,197	7,059	11,169	
法人税等-当期分	6,194	7,067	6,177	5,526	3,711	4,519	7,597	9,848	
法人税等調整額-繰延分	-376	234	1,447	770	-2,085	2,677	-538	1,320	
非支配株主に帰属する当期純利益	3,368	3,307	2,226	2,232	3,145	3,422	5,890	3,868	
当期純利益	15,446	16,102	16,695	12,537	5,753	16,898	18,596	20,853	22,000
当期純利益率	1.8%	1.8%	1.8%	1.4%	0.7%	1.9%	1.8%	2.0%	2.1%

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 39. 連結バランスシート(単位 : 百万円)

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
現金及び預金	13,769	16,475	12,132	21,782	31,579	24,952	33,679	37,944
営業債権	103,686	115,703	114,040	106,077	102,644	115,391	131,769	138,418
棚卸資産	149,609	152,010	163,521	164,309	156,561	172,691	216,698	215,333
その他流動資産	11,906	11,310	9,666	9,822	9,927	11,270	10,493	13,290
流動資産	278,970	295,498	299,359	301,990	300,511	324,304	392,639	404,985
土地	49,813	48,430	47,723	46,533	45,439	42,982	42,417	42,189
建設仮勘定	-	-	7,669	13,859	10,220	3,896	3,905	6,901
その他有形固定資産	90,201	90,014	84,959	87,814	92,243	93,371	102,673	103,130
有形固定資産	140,014	138,444	140,351	148,206	147,902	140,249	148,995	152,220
のれん	10,148	9,125	8,060	6,899	7,914	7,965	8,868	7,529
その他無形固定資産	12,201	12,792	12,394	12,139	11,997	14,067	22,860	24,529
無形固定資産	22,349	21,917	20,454	19,039	19,911	22,032	31,728	32,059
投資その他の資産	59,967	60,983	60,152	58,827	64,541	62,016	63,864	82,537
固定資産合計	222,332	221,345	220,958	226,073	232,354	224,298	244,587	266,816
資産合計	501,303	516,843	520,318	528,063	532,866	548,603	637,227	671,801
買入債務	33,078	36,758	33,512	32,797	34,270	36,226	41,701	43,734
未払金・未払費用	27,877	28,290	28,158	25,896	29,446	30,926	30,659	36,694
短期借入金	149,036	138,199	126,186	122,510	135,920	138,467	174,228	167,509
流動負債	226,214	219,812	203,792	199,528	213,968	221,544	265,448	272,969
長期借入金	123,172	127,838	137,221	139,204	123,917	112,136	121,910	98,841
社債	-	-	-	-	-	-	5,000	18,000
退職給付に係る負債	21,844	21,144	20,507	20,951	19,383	18,515	19,091	21,761
固定負債	152,267	156,981	166,145	169,556	152,237	139,162	159,255	153,352
負債合計	378,482	376,793	369,938	369,085	366,206	360,707	424,704	426,321
資本金・剰余金	59,767	59,703	59,697	59,756	61,758	61,766	56,634	56,313
利益剰余金	33,789	47,523	62,113	73,069	76,406	91,611	107,313	123,113
自己株式	-45	-57	-72	-77	-83	-87	-308	-556
株主資本	93,511	107,169	121,739	132,747	138,081	153,291	163,639	178,870
評価換算差額	7,152	8,290	3,614	-119	4,415	6,883	14,672	28,258
非支配株主持分	22,156	24,589	25,025	26,350	24,163	27,721	34,210	38,351
純資産合計	122,820	140,049	150,379	158,978	166,660	187,895	212,522	245,480
負債純資産合計	501,303	516,843	520,318	528,063	532,866	548,603	637,227	671,801

※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 40. 連結営業キャッシュ・フロー表 (単位: 百万円)

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
税引前利益	24,632	26,711	26,547	21,067	10,525	27,518	31,545	35,891
減価償却費・のれん償却額	15,154	15,870	15,936	16,639	17,168	17,750	16,695	17,893
売上債権の増減額	-4,022	-11,184	1,041	8,145	3,082	-9,942	-9,836	-4,041
棚卸資産の増減額	-9,322	-784	-12,589	1,459	9,558	-14,647	-35,235	6,465
仕入債務の増減額	3,052	3,151	-2,876	-1,275	-1,026	2,704	1,650	31
その他営業キャッシュ・フロー	-3,525	-4,027	-11,872	-6,857	-5,946	-4,134	-4,843	-2,635
営業活動によるキャッシュ・フロー	25,969	29,737	16,187	39,178	33,361	19,249	-24	53,604
有価証券及び投資有価証券の取得	-1,814	-103	-275	-692	-152	-234	-149	-3,090
有価証券及び投資有価証券の売却	360	1,431	1,088	157	202	1,209	3,227	1,333
有形固定資産の取得及び売却	-13,692	-18,646	-17,075	-21,835	-22,323	-10,185	-15,712	-15,602
無形固定資産の取得及び売却	-	-	-	-	-	-	-9,384	-1,757
関係会社株式の取得	-	-	-	-	-	-1,527	-1,618	-1,470
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得	-	-853	-	-98	-2,312	-1,574	-3,299	-
利息及び配当金の受取額	1,829	3,174	1,971	2,013	1,432	1,757	1,654	1,935
その他	2,220	22	2,437	-1,990	11,157	296	1,421	-276
投資活動によるキャッシュ・フロー	-11,097	-14,975	-11,854	-22,445	-11,996	-10,258	-23,860	-18,927
短期借入金の純増減額	-21,224	-12,017	-4,180	-6,100	-2,323	1,018	25,582	-13,907
長期債務の増加	58,577	38,123	36,657	30,317	28,370	33,853	66,187	45,023
長期債務の返済	-45,779	-33,379	-34,474	-25,794	-29,112	-46,481	-48,360	-51,646
自己株式の取得	-16	-12	-15	-5	-5	-4	-5,381	-266
配当金の支払額	-1,573	-2,359	-2,098	-2,098	-2,096	-2,097	-2,883	-5,038
非支配株主への配当金の支払額	-1,111	-1,238	-1,401	-1,164	-1,625	-1,505	-2,159	-2,138
利息の支払額	-1,955	-1,763	-1,792	-1,747	-1,509	-1,427	-2,204	-3,457
その他の財務キャッシュ・フロー	-537	-669	-559	-540	-2,512	-557	-494	-1,514
財務活動によるキャッシュ・フロー	-13,618	-13,314	-7,863	-7,132	-10,812	-17,200	30,288	-32,943
Free Cash Flow	14,872	14,762	4,333	16,733	21,365	8,991	-23,884	34,677

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 41. 株価指標、ROE および KPI

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	会予 25/3
EPS (円)	293.4	306	317.2	238.2	109.3	321.1	363.7	413.6	436.8
BPS (円)	1,912.5	2,193.8	2,382.0	2,520.3	2,707.9	3,044.0	3,534.4	4,112.7	
1株当たり配当金 (円)	45	40	40	40	40	55	65	85	110
配当性向	15.3	13.1	12.6	16.8	36.6	17.1	17.6	20.5	
終値 (円)	3,370	3,400	3,960	2,258	2,625	2,397	2,375	2,974	
PER (倍)	11.5	11.1	12.5	9.5	24.0	7.5	6.4	7.2	7.3
PBR (倍)	1.8	1.5	1.7	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7	
期末発行済株式数 (千株)	52,657	52,657	52,657	52,657	52,657	52,657	50,579	50,579	
自己株式数 (株)	23,097	26,784	30,528	32,290	34,758	36,389	128,003	215,068	
自社株控除株式数 (千株)	52,634	52,630	52,626	52,625	52,622	52,621	50,451	50,364	
時価総額 (百万円)	177,376	178,942	208,400	118,826	138,133	126,131	119,821	149,757	
株主資本比率	20.1	22.3	24.1	25.1	26.7	29.2	28.0	30.8	
有利子負債残高	272,207	266,036	263,408	261,715	259,837	250,604	301,139	284,351	
D/E レシオ	2.7	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6	1.7	1.4	
ネット D/E レシオ	2.6	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.5	1.2	
EV (Enterprise Value)	461,816	456,691	488,192	389,402	394,427	383,366	425,293	438,055	
EBITDA (百万円)	41,462	40,367	37,694	33,718	33,340	41,569	46,270	44,427	48,430
EV/EBITDA 倍率	11.1	11.3	13.0	11.5	11.8	9.2	9.2	9.9	9.5
ROE	16.6	14.9	13.9	9.7	4.2	11.2	11.0	10.8	
ROIC	-	-	4.1	3.2	3.0	4.3	4.8	4.2	
従業員数	11,237	10,938	11,276	11,107	13,117	12,352	12,843	12,531	

※ 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り、執筆者に対して指摘を行っております)。

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

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