

25/3 期は計画線で最高益。決算説明会では
模倣困難なアセットの活用戦略が明らかに

25/3 期の営業利益は、会社計画 300 億円と同水準の 304 億円（前期比 14.5% 増）であった。前中期経営計画（23/3 期～25/3 期）での当初計画 270 億円を超過達成し、2007 年の経営統合以降の最高益となった。食材流通セグメントと加工食品セグメントの営業利益が期初計画を上回った一方、水産資源セグメントが期初計画を下回り、全社としてはほぼ計画線の利益を確保した。

26/3 期会社予想営業利益は前期比 11.1% 減の 270 億円とされたが、一過性費用として企業変革費用 50 億円を販管費に計上するため、これを除いた実質的な営業利益は前期比 5.3% 増益の 320 億円である。この企業変革費用は中期経営計画の 28/3 期目標営業利益 400 億円の達成に向けたブランディングや人的資本投資の効果を狙ったものである。これらの効果に加え、一過性費用計上額が 28/3 期に 20 億円に減少することもあり、同社では 28/3 期営業利益 400 億円は十分達成可能と見ている。

3 月に公表された新長期ビジョンと中期経営計画では「バリューサイクル」と「グローバル戦略」の二つがキーワードである。5 月 16 日の決算説明会では、これに関連して国内荷受事業と北米スケソウダラ事業の戦略について詳細な説明が行われたので紹介したい（本文中でさらに詳しく記述）。「荷受」は将来見通しが厳しいと見られがちな業態だが、マルハニチロは説明会で「当社が誇る重要なアセット」と説明している。荷受の持つ模倣困難な鮮魚集荷力が現時点ではグループの流通事業の機能として十分に収益に結びついていない点は課題だが、荷受 6 社を連結子会社として持つ特異なポジションを活用してグループ内の川下機能につなげ、かつては水産物流通の中心であった荷受の潜在的な価値の顕在化を果たす方針である。北米スケソウダラ事業は足元の収益は市場環境要因で厳しいものの、本質的には新規参入が極めて困難な稀少アセットである。これを同社グループが持つ川下機能により一層つなげることで利益を安定化する戦略を中期経営計画で追求しようとしている。

同社株のバリュエーションが相対的に低い要因の一つは、同社の持つ模倣困難性が株式市場で認識されていないことにあると考えられる。荷受と北米スケソウダラ事業は株式市場で必ずしもポジティブ要素とはされていないと見られるが、同社経営陣はこれらを模倣困難性を持つアセットと認識している。このような認識ギャップは株式市場における超過リターン源泉となることがあるため、今後注目しておくべきポイントではないかと当社では考える。

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(2025/6/3)	3,076
52週高値(2024/7/23)	3,384
52週安値(2024/8/5)	2,841
上場来高値(2018/6/28)	4,510
上場来安値(2014/5/19)	1,500
発行済株式数(百万株)	50.4
時価総額(十億円)	154.9
EV(十億円)	422.4
自己資本比率(25/3、%)	33.7
ROE(25/3、%)	10.7
PER(26/3 会予、倍)	8.7
PBR(25/3 実績、倍)	0.7
配当利回り(26/3 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 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
22/3期	866,702	7.1	23,819	47.3	27,596	52.5	16,898	193.7	321.1	55.0
23/3期	1,020,456	17.7	29,575	24.2	33,500	21.4	18,596	10.0	363.7	65.0
24/3期	1,030,674	1.0	26,534	-10.3	31,106	-7.1	20,853	12.1	413.6	85.0
25/3期	1,078,631	4.7	30,381	14.5	32,254	3.7	23,264	11.6	461.9	110.0
26/3期 会社予想	1,080,000	0.1	27,000	-11.1	26,000	-19.4	17,500	-24.8	347.4	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

目次

1. 25/3 期決算概要.....	3
1) 経営統合以来の最高益を達成.....	3
2) 水産資源が未達だが食材流通と加工食品は超過達成.....	4
2. 26/3 期業績見通し	6
1) 実質的には 5%営業増益の計画	6
2) セグメント別の見通し	6
3. 模倣困難性を利益に転化する二つの試みに注目	9
1) 荷受がなぜ「当社が誇る重要なアセット」なのか	9
2) 北米スケソウダラ事業のバリューサイクル強化	12
4. エクイティストーリーによるバリュエーション修正の可能性	14

1. 25/3 期決算概要

1) 経営統合以来の最高益を達成

前中期経営計画の目標は超過達成

25/3 期通期決算は、売上高が前期比 4.7%増の 1 兆 786 億円、営業利益が同 14.5%増の 304 億円であった。会社計画はそれぞれ 1 兆 500 億円、300 億円なので全社数値としてはほぼインラインの決算であったものの、前中期経営計画の当初計画営業利益 270 億円を超過達成することができた。また、営業利益 304 億円は 2007 年の経営統合以降の最高益である。

図表 1. 実績と会社計画

(百万円)	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期 CoE	28/3期 CoE
売上高	866,702	1,020,456	1,030,674	1,078,631	1,080,000	1,150,000
前期比	7.1%	17.7%	1.0%	4.7%	0.1%	
営業利益	23,819	29,575	26,534	30,381	27,000	40,000
前期比	47.3%	24.2%	-10.3%	14.5%	-11.1%	
売上高営業利益率	2.7%	2.9%	2.6%	2.8%	2.5%	3.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	16,898	18,596	20,853	23,264	17,500	
前期比	193.7%	10.0%	12.1%	11.6%	-24.8%	
売上高当期純利益率	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%	1.6%	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

前中計の目標値を全て達成し、 26/3 期からの企業変革と成長投資 に向けた基盤ができた

営業利益のみならず、前中期経営計画（23/3 期～25/3 期の 3 か年計画）で掲げた 25/3 期の当初目標値は全て達成することができた。EBITDA は目標 465 億円に対して 25/3 期実績は 516 億円、ROIC は同 4.3%に対して 4.3%、ROE は同 9%に対して 10.7%、ネット D/E レシオは同 1.2 倍に対して 1.0 倍となった。ネット D/E レシオが 22/3 期の 1.4 倍から 1.0 倍に大きく低下し、26/3 期からの企業変革と成長投資に向けた財務面の基盤が強化された。

図表 2. 25/3 期実績で前中期経営計画の目標値を全て達成

(億円)	前中計における 25/3期計画 (A)	25/3期実績 (B)	差異 (B)-(A)
売上高	9,600	10,786	1,186
営業利益	270	304	34
EBITDA	465	516	51
ROIC	4.3%	4.3%	0.0%
ROE	9.0%	10.7%	1.7%
ネットD/Eレシオ	1.2倍	1.0倍	-0.2pt

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 水産資源が未達だが食材流通と加工食品は超過達成

水産資源セグメントは各ユニットが計画を下回った

水産資源セグメントは期初計画では営業利益 75 億円と増益計画であったが、実績は 16 億円（前期比 46%減益）と計画を大きく下回った。ユニット別にみると漁業ユニットは 20 億円の営業利益計画が実績は 9 億円の損失、養殖ユニットは高水温による成長遅れや飼料代などの原価上昇で 4 億円の営業利益計画が実績は 14 億円の損失、北米ユニットはスケソウダラ事業の軟調な相場を要因として営業利益 52 億円の計画が実績 40 億円と、それぞれのユニットが計画未達であった。

食材流通セグメントは好調な業績

一方、食材流通セグメントは期初計画では営業利益 100 億円としていたが、実績は 133 億円（前年比 33%増益）と大きく計画を上回った。水産資源セグメントとは逆に、食材流通セグメントでは三つのユニットがいずれも計画を上回る結果となった。水産商事ユニットは前年の市況悪化の反動を見込んで営業利益 40 億円への増益を計画していたが、下期にさらに想定以上に改善して実績は 62 億円まで上昇した。食材流通ユニットは 48 億円の営業利益計画が 53 億円、農畜産ユニットは 12 億円の営業利益計画が 18 億円とそれぞれ改善した。

加工食品セグメントは主にペットフード事業の好調で上振れ

加工食品セグメントも、期初計画の営業利益 118 億円に対して実績は 135 億円と計画を上回った。加工食品ユニットが主としてタイのペットフード事業の上振れにより営業利益計画 105 億円に対して実績 122 億円と好調であった。ファインケミカルユニットは営業利益計画 13 億円に対して実績は 12 億円とほぼ計画線であった。

図表 3. 25/3 期のセグメント別実績 (単位 : 億円)

セグメント	ユニット	売上高			営業利益				
		24/3期	25/3期	前年対比 増減率	24/3期 営業利益率	25/3期 営業利益率	前年対比 増減率		
水産資源	漁業	385	437	13.3%	-10	-	-9	-	-
	養殖	160	174	8.4%	7	4.4%	-14	-	-
	北米	1,716	1,916	11.6%	32	1.9%	40	2.1%	24.4%
	セグメント計	2,261	2,526	11.7%	29	1.3%	16	0.6%	-45.8%
	(国内内訳)	649	652	0.4%	1	0.1%	-27	-	-
	(海外内訳)	1,612	1,874	16.3%	29	1.8%	43	2.3%	48.2%
食材流通	水産商事	2,981	2,985	0.1%	25	0.8%	62	2.1%	149.7%
	食材流通	2,344	1,397	2.3%	62	2.6%	53	2.2%	-13.5%
	農畜産	924	921	-0.4%	13	1.4%	18	1.9%	33.8%
	セグメント計	6,249	6,303	0.9%	100	1.6%	133	2.1%	33.3%
	(国内内訳)	6,214	6,265	0.8%	101	1.6%	132	2.1%	30.2%
	(海外内訳)	35	38	9.6%	-1	-	1	3.5%	-
加工食品	加工食品	1,525	1,678	10.0%	95	6.2%	122	7.3%	28.8%
	ファインケミカル	79	79	0.1%	11	14.6%	12	15.8%	8.4%
	セグメント計	1,604	1,757	9.6%	106	6.6%	135	7.7%	26.6%
	(国内内訳)	1,132	1,174	3.7%	64	5.7%	50	4.3%	-22.3%
	(海外内訳)	471	583	23.7%	42	8.9%	85	14.5%	101.7%
物流		176	182	3.1%	23	13.1%	23	12.9%	1.4%
その他		17	19	11.1%	12	69.6%	15	76.8%	22.6%
全社		-	-	-	-5	-	-18	-	-
合計		10,307	10,786	4.7%	265	2.6%	304	2.8%	14.5%
(国内内訳)		8,172	8,275	1.3%	187	2.3%	164	2.0%	-12.0%
(海外内訳)		2,134	2,511	17.7%	79	3.7%	140	5.6%	77.3%

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 26/3 期業績見通し

1) 実質的には 5%営業増益の計画

26/3 期予想は一過性費用を除けば営業利益 320 億円の計画

決算発表と同時に 26/3 期の業績予想が公表された。売上高は前期比 0.1%増の 1 兆 800 億円、営業利益は同 11.1%減益の 270 億円と計画されている。ただし、26/3 期は一過性の費用として 50 億円の企業変革費用を販管費に計上することが計画されており、この一過性費用を除外した実質的な営業利益は 320 億円で前期比 5.3%の増益である。

なお、決算説明会では、26/3 期計画については保守的な見立てをしているとのコメントがあった。

50 億円の企業変革費用を支出

マルハニチロは、2025 年 3 月に公表した 3 か年の中期経営計画期間中に、企業変革費用として 3 年合計で 150 億円を支出する計画である。うち、50 億円は投資として計上されるため、残りの 100 億円が損益計算書に直接影響する費用となる。この 100 億円の費用うち 50 億円が 26/3 期、30 億円が 27/3 期、20 億円が 28/3 期に支出される計画である。

28/3 期の営業利益 400 億円は達成可能

この企業変革費用は直接的には CI 変更や本社移転などの費用として支出されるものが多いが、同社の目論見としては、中期経営計画の目標である 28/3 期営業利益 400 億円の達成に向けたブランディングや社員の意識改革などの効果を狙っている。これらの効果も含めた各事業の収益改善に加えて、一過性費用計上額そのものが 26/3 期の 50 億円から 28/3 期に 20 億円に減少することも一部寄与し、28/3 期に目標とする営業利益 400 億円については同社では十分達成可能と見ているようである。

2) セグメント別の見通し

組織変更があるが比較可能な 25/3 期数値が公表されている

以下はセグメント別の会社計画の内訳詳細である。50 億円の一過性費用は各セグメントには配賦されず、その他の部門に計上されている。また、26/3 期から組織変更によって一部セグメントの数字が変わっているが、以下のセグメント別の増減益の説明は新組織ベースの記載となっている。図表 4 にあるように 25/3 期の新組織ベースの数字が公表されているため、26/3 期について前期との比較分析が可能である。

水産資源セグメントは利益が大きく改善の見通し

25/3 期までこのセグメントに属していた欧州事業が食材流通セグメントに移ったことで、新組織ベースの水産資源セグメントの 25/3 期は営業損失となっているが、26/3 期は前期の営業損失 39 億円から営業利益 6 億円へ大きく利益が改善する計画である。

三つのユニットのうち利益改善幅が最も大きいと見込まれるのは漁業ユニットで、不採算な事業からの撤退などの効果で前期の営業損失 12 億円から 26/3 期は営業利益 10 億円へ 22 億円改善して黒字転換となる。さらに現在、ニュージーランドと豪州で新船の建造を進めており、老朽化した船の入れ替えによる稼働率改善効果が 27/3 期以降には顕在化する見込みである。

養殖ユニットも、営業損失が 25/3 期の 11 億円から 26/3 期は 2 億円に縮小する見込みである。前期の収支悪化要因であった高水温と原価上昇に対しては対策を実施し、同時にブリとカンパチの相場の回復を見込んでいる。

北米ユニットも、営業損失が 25/3 期の 16 億円から 1 億円に縮小する計画とされている。このユニットの売上高の過半を占める北米スケウダラ事業は 2 年前にロシアが増産して市況が低下していたが、ロシア産がロシア国内や中国への販売を進める中で需給バランスが徐々に整いつつあり、価格も堅調に推移し始めた模様である。

食材流通セグメントは減益見通したが欧州事業は上振れ期待もありうる状況

食材流通セグメントの営業利益は、25/3 期の 179 億円から 26/3 期は 152 億円へ減益計画となっている。水産商事の国内事業で 25/3 期に通常以上に好調であったことの反動があることと（通常の利益水準に戻ると想定）、農畜産ユニットで利幅や資金効率の良くない事業の事業モデルの変革を行うことで利益がいったん落ち込むこと、の 2 点が主要因である。

農畜産ユニットは ROIC が低く、同社では ROIC 改善の観点から事業のリモデリングが必要と判断し、あえて 26/3 期は減益計画として対策を打つ方針である。図表 4 の 28/3 期の営業利益予想にあるように、中計最終年度にはもともとの利益水準に戻せるように着実に対策を進める方針である。

新たに水産商事ユニットに加わった欧州事業のシーフードコネクションについて、説明会では、欧州におけるコスト上昇を完全には価格転嫁できないリスクを考慮して利益見通しを作成したとの説明があった。また、5 月に買収を公表したオランダの VDL グループは昨年並みの利益が出るとすれば 26/3 期に 6~7 億円の利益寄与がありうるが、この影響は現時点の 26/3 期業績予想には織り込まれていない。

加工食品セグメントはペットフード事業を慎重に見ている

加工食品セグメントの営業利益計画は、25/3 期の 140 億円から 26/3 期には 128 億円とやや減益の計画になっている。このセグメントの大半（売上高で 96%）を占めるのは加工食品ユニットだが、その中のタイのペットフード事業を慎重に見ていることが主要因である。足元の状況は比較的順調とのことだが、タイの最低賃金上昇やパーツ高などを考慮して、ペットフード事業を減益と想定している。このため、加工食品ユニットの営業利益は 128 億円から 117 億円へ 11 億円の減益計画となっている。

なお、現時点で米国関税影響は織り込んでいないものの、タイから米国に輸出しているペットフードには関税の影響が出る可能性がある。ただし、同社がタイで生産するペットフードはプレミアム帯の商品であるため、比較的購買力のある購買層がどのような行動をとるかが注目点となる。

ファインケミカルユニットについては、営業利益が 25/3 期の 12 億円から 26/3 期は 11 億円へやや減少する見通しである。

図表 4. 26/3 期と 28/3 期計画 (単位 : 億円)

セグメント	ユニット	売上高						
		(組織変更前)				(組織変更後)		
		22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	25/3期	26/3期計画	28/3期計画
水産資源	漁業	315	422	385	437	386	366	364
	養殖	146	159	160	174	174	186	193
	北米	1,013	1,544	1,716	1,916	717	796	873
	セグメント計	1,474	2,125	2,261	2,526	1,276	1,348	1,430
	(国内 内訳)	572	686	649	652	603	661	688
	(海外 内訳)	902	1,439	1,612	1,874	673	687	742
食材流通	水産商事	2,798	3,116	2,981	2,985	4,184	4,078	4,354
	食材流通	1,948	2,179	2,343	2,397	2,405	2,535	2,684
	農畜産	711	860	924	921	923	703	779
	セグメント計	5,457	6,155	6,249	6,303	7,512	7,316	7,817
	(国内 内訳)	5,437	6,122	6,214	6,265	6,275	6,030	6,302
	(海外 内訳)	20	33	35	38	1,237	1,286	1,515
加工食品	加工食品	1,497	1,667	1,525	1,678	1,718	1,845	1,943
	ファインケミカル	68	78	79	79	79	81	98
	セグメント計	1,565	1,744	1,604	1,757	1,796	1,926	2,041
	(国内 内訳)	1,121	1,156	1,133	1,174	1,211	1,289	1,368
	(海外 内訳)	444	589	471	583	585	637	673
物流		166	176	173	182			
その他/全社		4	4	20	19	202	210	213
合計		8,667	10,205	10,307	10,786	10,786	10,800	11,500
(国内 内訳)		7,792	8,132	8,172	8,275	8,275	8,172	8,560
(海外 内訳)		1,375	2,073	2,134	2,511	2,511	2,628	2,941

セグメント	ユニット	営業利益						
		(組織変更前)				(組織変更後)		
		22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	25/3期	26/3期計画	28/3期計画
水産資源	漁業	3	18	-10	-9	-12	10	22
	養殖	0	16	7	-14	-11	-2	6
	北米	36	57	32	40	-16	-1	24
	セグメント計	39	91	29	16	-39	6	52
	(国内 内訳)	3	19	1	-27	-24	-13	6
	(海外 内訳)	35	72	29	43	-15	19	46
食材流通	水産商事	46	38	24	62	111	93	116
	食材流通	21	21	60	53	54	54	76
	農畜産	7	8	13	18	15	5	13
	セグメント計	74	68	97	133	179	152	205
	(国内 内訳)	74	70	99	132	123	98	130
	(海外 内訳)	0	-3	-1	1	57	54	75
加工食品	加工食品	95	103	97	122	128	117	145
	ファインケミカル	15	14	11	12	12	11	13
	セグメント計	110	117	108	135	140	128	158
	(国内 内訳)	56	35	66	50	54	51	62
	(海外 内訳)	54	82	42	85	86	77	96
物流		11	16	23	23			
その他/全社		5	4	8	-3	23	-16	-15
合計		238	296	265	304	304	270	400
(国内 内訳)		150	144	187	164	164	110	183
(海外 内訳)		88	152	79	140	140	160	217

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 模倣困難性を利益に転化する二つの試みに注目

説明会でバリューサイクル強化事例とされた荷受と北米スケソウダラ事業

3月に公表された新長期ビジョンと中期経営計画では、「バリューサイクル」と「グローバル戦略」の二つがキーワードとなっている。今回の決算説明会では、この二点についてさらに詳細な説明が行われた。説明会資料の最後にある「本日の振り返り」では、以下の4点が今回の説明会のポイントとして記載されている。

- 2026年3月期の計画には、将来の利益創出のための企業変革費用を計上
- 当社が誇る重要なアセットである「荷受」を、グループの調達・流通機能として位置づけ強化
- 北米スケソウダラ事業はバリューサイクル強化により強固な収益体制の構築を推進
- グローバル戦略の成功事例である欧州事業を横展開し、海外の経常利益比率 50%以上を目指す

[2025年5月1日付の当社イニシエーションレポート](#)で、マルハニチロの模倣困難性の一つが「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」であると示した。上記の4点のうち2番目と3番目に記載されている、「荷受」と北米スケソウダラ事業は同社の模倣困難性の重要なパーツであると考えられる。このため本レポートでは、これまであまり取り上げられなかった「荷受」と、足元利益が落ち込んだ状態の北米スケソウダラ事業について議論したい。

1) 荷受がなぜ「当社が誇る重要なアセット」なのか

意図をもって荷受（卸売業者）をグループ会社化してきている

「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などに販売する事業者である。マルハニチロは大都魚類（東京豊洲）を筆頭に名古屋（大東魚類）、京都（大京魚類）、神戸（神港魚類）など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し、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）の連結子会社を保有している（図表5）。この他に、保有比率は不明であるが、同社自身がグループと位置付けている荷受会社が3社あり、これらは持分法であると推測される。

これに対してニッスイの荷受会社に対する出資状況はかなり異なっている。グループ企業とされている荷受会社は4社のみで、そのうち比較的大規模の大きい大水に対する出資比率は31.9%と低い。両社の間には荷受会社に対する方針の違いがあると考えられる。

マルハニチロは、2020年に大都魚類をTOBで完全子会社化しており、同社が目的を持って荷受会社をグループ化してきたことがわかる。

なお、OUG、横浜丸魚は出資比率が低くグループ企業ではないが、10%以上の保有があるため参考に記載している。

図表 5. 荷受会社との資本関係の比較

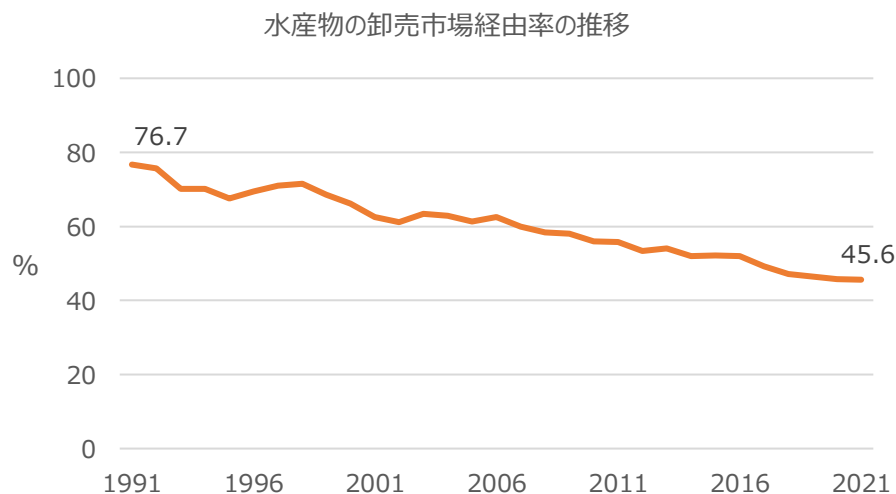
マルハニチロ (1333)				ニッスイ (1332)			
保有比率		関係	総資産 百万円	保有比率		関係	総資産 百万円
大都魚類	100.00%	連結子会社	26,007	大水	31.90%	グループ企業	21,824
神港魚類	100.00%	連結子会社	10,391	山津水産	NA	グループ企業	3,990
大東魚類	90.25%	連結子会社	6,943	三共水産	NA	グループ企業	1,268
九州中央魚市	83.68%	連結子会社	3,703	広島水産	NA	グループ企業	
九州魚市	NA	連結子会社	4,093	横浜魚類	19.78%	第一位株主	
大京魚類	NA	連結子会社	2,050	中央魚類	12.00%	第一位株主	
船橋魚市	NA	グループ企業	1,593	中部水産	14.30%	第一位株主	
名北魚市場	NA	グループ企業					
境港魚市場	NA	グループ企業					
OUG	13.84%	第一位株主					
横浜丸魚	11.49%	第一位株主					

出所：各社会社資料、決算公告よりストラテジー・アドバイザーズ作成

マクロデータからは荷受の重要性は低下しているように見えるが

荷受は主に卸売市場の中において活躍する業態として発展してきた企業である。しかし、流通形態の多様化により、過去数十年にわたって水産物流通における卸売市場そのものの位置づけが低下してきた。図表 6 に見るように、1991 年には水産物流通における卸売市場経由率は 76.7%あったが、30 年後の 2021 年には 45.6%にまで低下した。この間に市場外での流通のシェアが増加し、荷受の活躍の場が徐々に狭まってきたと言える。

図表 6. 水産物流通における卸売市場のウェイトは低下



出所：農林水産省データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

なぜ「荷受」が重要なアセットなのか

このような環境で荷受会社の株式を買い増してグループ化する行動は一見すると理解が難しく、荷受をグループに多数保有していることが現時点で株式市場から高く評価されているとは言い難い。しかし、マルハニチロはこの「荷受」を「当社が誇る重要なアセット」とまで言い切っており（図表 7）、ここに株式市場との認識ギャップが存在している。

荷受の特徴である鮮魚集荷力は今も衰えていない

荷受はもともとマージンが規制されていて粗利率は低く、公共事業的なビジネスであった。卸売市場経由率が低下する中で水産物流通全体における荷受のシェアは低下したが、国内の産地から鮮魚を集めて流通させる集荷力は今でも強い。各産地との関係、鮮魚の取り扱いの難しさなどから、荷受以外の企業が入り込むのは容易ではない。

荷受を含めた模倣困難なシステムを構築

そのような特殊機能を持つ荷受会社をマルハニチロは計 6 社、連結子会社に持っている。ただし、荷受会社を持つだけでは意味がなく、荷受が集めた商品をその先（量販、外食、給食など）に流す機能を持っていないければ宝の持ち腐れとなってしまう。マルハニチロはそれら川下の流通機能も保有しているため、グループ全体としての活用が可能である。これら全体の体制を今から模倣して構築しようとしても、かなり困難だろうと考えられ、その点で模倣困難なアセットと言える。

中期経営計画ではこの模倣困難なアセットの利益への転化を進める

マルハニチロは 3 月に公表した新長期ビジョンと中期経営計画の中で、荷受の活用によるバリューサイクルの強化を目的を持って意図的に推し進めようとしている。図表 7 は 5 月 16 日開催の決算説明会資料の図であるが、荷受会社をグループ全体の調達から流通に係る重要な機能と位置付けている。これはまさに、[2025 年 5 月 1 日付の当社イニシエーションレポート](#)で示したマルハニチロの模倣困難性「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」の一つの要素である荷受機能を新たな位置付けで活用し、模倣困難性を利益に転化する試みであると考えられる。

ギャップがあるところにこそ投資チャンスが生まれる

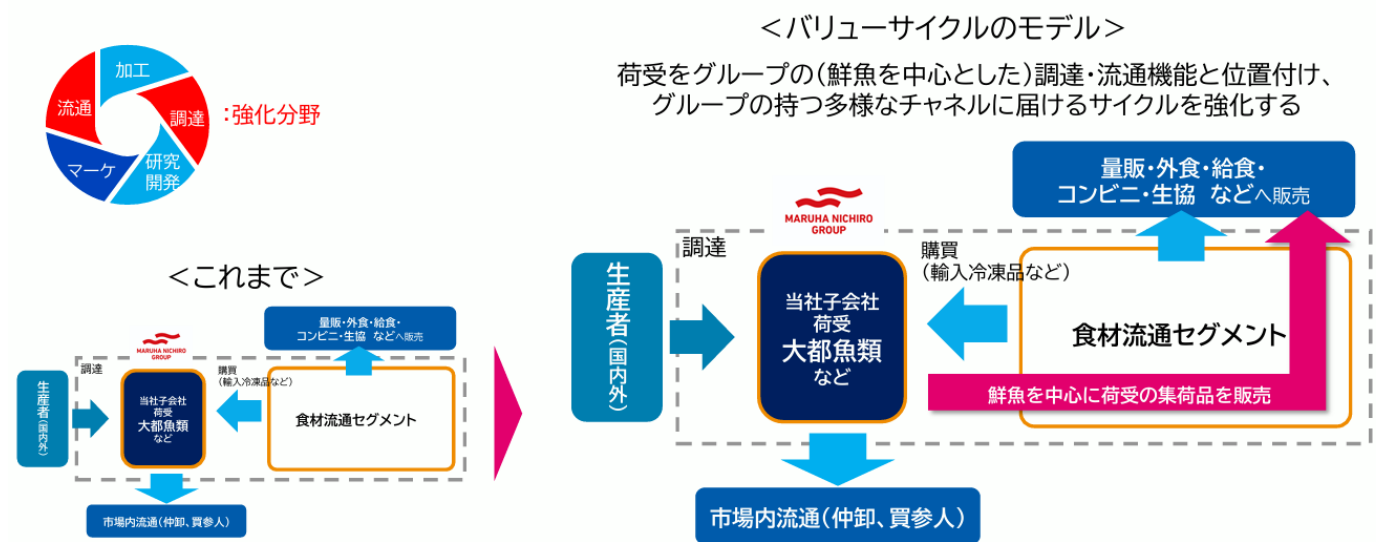
とは言え、現時点ではまだ荷受を持つことによる模倣困難性が収益力に完全には結び付いていない。当社が見るところ、ここは今後の課題であり、中期経営計画の中での進化・実現に期待せざるを得ない。しかし、株式市場においては、認識ギャップがあるところにこそ投資チャンスがあると考えられる。一見すると部外者には時代遅れにも見える「荷受」を、マルハニチロは「当社が誇る重要なアセット」と呼んでいる。このギャップには是非注目しておきたい。

図表 7. 決算説明会資料における「荷受」とバリューサイクルの詳細説明

「荷受」機能による「バリューサイクル」強化のイメージ図



当社が誇る重要なアセット「荷受」。グループの調達・流通機能を活用して、「バリューサイクル」強化へ



出所：2025 年 5 月 16 日決算説明会資料

2) 北米スケソウダラ事業のバリューサイクル強化

もう一つの「隠れた」稀少アセット

同じく 5 月 16 日の決算説明会資料でバリューサイクル強化事例として詳細な内容が紹介されたのが北米のスケソウダラ事業である。これは米国ベーリング海で漁獲したスケソウダラをすり身やフィレに一次加工して販売する事業である。

マルハニチロは米国ベーリング海での資源アクセス枠の 26%を保有している。欧米の漁業は資源管理がしっかり行われるので、設備をきちんと整備していれば一定の漁獲量が確保しやすい。このような権利を今から確保するのは非常に難しく、模倣が困難な隠れた稀少アセットと言える。

とは言え、収益の安定性は課題

隠れたバリュー、模倣困難なアセットとは言え、足元の収益性は課題となっている。ここ数年はロシア産スケソウダラの流通量が増加したことで相場が下落し、北米スケソウダラ事業の収益性が大きく悪化した。26/3 期は前述のように需給バランスが回復の兆しを見せており、利益は回復が見込まれるものの、決して高い利益率が確保できるという段階には至っていない。また、一時的に回復したとしても、市況変動による収益ボラティリティのリスクが解消したわけではない。

中計では高次加工比率の向上によりこの課題を解決する方針

マルハニチロは、この問題を高次加工比率の引き上げによって改善しようと計画している。現状では漁獲の多くはすり身やフィレという原料・中間製品としての販売が行われている。北米のグループ工場加工されたすり身の 10%程度は同じく北米にあるグループ内のカニカマ工場で使用しているものの、まだまだ最終製品にまで転換する高次加工の比率は低い。中期経営計画では、自社グループ内での高次加工品比率を上昇させることにより、原料の相場変動の影響緩和を狙っている。

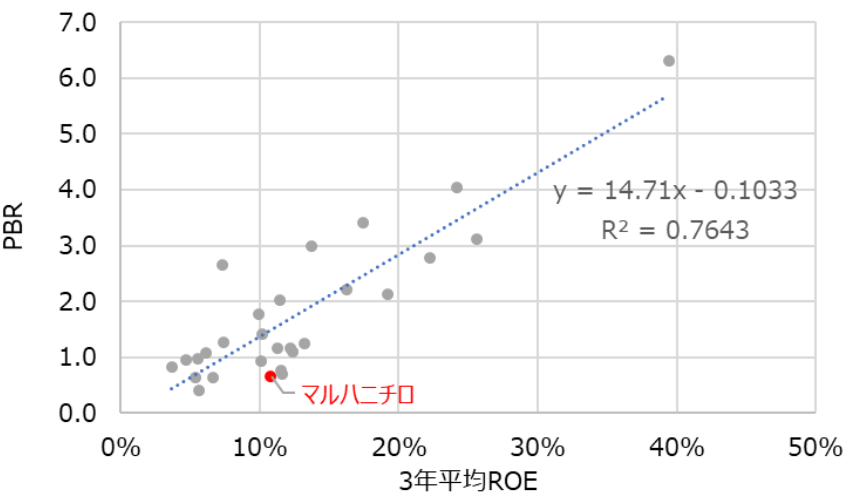
4. エクイティストーリーによるバリュエーション修正の可能性

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マイナス企業を除く28社について、ROE（3年平均）とPBRの間には概ね相関関係が見られる。回帰モデルによると、 $PBR = ROE \times 14.71 - 0.1033$ という比例関係に近い状態にある。また、決定係数（R²）は0.76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9）。なお、これらグローバル企業のリストは図表11に掲載した。

グラフの中でマルハニチロは近似線のかなり下方に位置しており、この分析からは相対的な割安感が見られる。同社の3年平均ROEは11%であるが、11%のROEの企業が近似線上にある場合のPBR試算値は1.5倍であり、現在のPBR約0.7倍の2倍程度の水準となる。

図表 9. ROE（3年平均）とPBRの関係



出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

国内の同業他社比較でもバリュエーションは低位

上記のグローバル企業群には日本企業が8社含まれている。その中でも、マルハニチロのバリュエーションは相対的に低位にある（図表10）。

図表 10. 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 (6/3)	時価総額 (百万円)	ROE	ROIC	自己資本 比率	PBR 直近実績 (倍)	PER 会社予想 (倍)
マルハニチロ	1333	2025/03	3,076	155,581	10.7%	4.3%	33.7%	0.7	8.9
ニッスイ	1332	2025/03	840	262,379	9.6%	4.7%	43.6%	0.9	10.4
ニチレイ	2871	2025/03	1,904	489,194	9.6%	7.4%	52.1%	1.8	16.2
極洋	1301	2025/03	4,495	54,292	10.7%	5.8%	36.5%	0.8	6.5
横浜冷凍	2874	2024/09	889	52,688	5.2%	1.8%	38.5%	0.6	18.7
紀文食品	2933	2025/03	1,054	24,063	13.1%	6.5%	28.7%	1.2	8.0
日本ハム	2282	2025/03	5,099	505,285	5.1%	3.5%	55.2%	1.0	16.8
伊藤ハム米久 HD	2296	2025/03	5,050	290,229	4.6%	4.0%	61.2%	1.0	16.4

出所：SPEEDA 及び会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

株式市場における模倣困難性の認識がバリュエーション改善へのカギ

これら同業他社比較から、収益性の割には株価バリュエーションが割安と判断されるが、その要因の一つは、前述のような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のではないかと考えられる。むしろ、模倣困難性を持つ重要アセットである荷受や北米スケソウダラ事業などが、現時点では同社の強みとして全く認識されていない可能性すらある。このような認識ギャップの解消が今後の株価とバリュエーション改善へのカギとなるだろう。

中期経営計画ではこれらの模倣困難性を収益へ転化するための道筋が示されたが、株価バリュエーションから見ると、まだ株式市場がその方向性を信じ切るまでに至っていないと判断される。今後、中期経営計画で示された施策が進捗し、少しずつ数値にも表れ、それらが株式市場に的確に説明されて同社の経営方針が株式市場の信頼を得ていくことが、バリュエーションの修正の要因となるのではないかと当社では考える。

模倣困難性にもとづく同社のエクイティストーリーに注目

[2025年5月1日付の当社インシエーションレポート](#)では3つのエクイティストーリーをあげたが、そのうちの一つが「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ポテンシャルの低減を実現すること」である。これは、今回議論した二つの事業（荷受、北米スケソウダラ事業）と密接に関連したストーリーである。

当社では、エクイティストーリーは「実現可能で緻密な経営戦略」と「ワクワクする夢」によって構成されると考えている。荷受のように株式市場から見逃されている事業、あるいは北米スケソウダラ事業のように収益性に課題があると見られている事業が、実は模倣困難で希少なアセットであり、それが中期経営計画の重要施策であるバリューサイクル強化によって企業価値向上に貢献するアセットに変化するというのは、まさに当社が考えるエクイティストーリーの定義に合致している。

意外性がありワクワク感を掻き立てるストーリーが超過リターンの源泉

「荷受」のように一見すると将来見通しが厳しいと思われるがちな業態に実は見落とされている価値があり、マルハニチロのグループ力はその価値を顕在化できるというストーリー。あるいは北米スケソウダラ事業のように、足元の収益は市場要因で厳しいものの本質的には他者が入手することが困難なアセットを持ち、それをグループ力で活用して利益を安定化するというストーリー。いずれも意外性があるワクワク感を掻き立てるエクイティストーリーではないだろうか。このような認識ギャップと意外性のあるエクイティストーリーは株式市場における超過リターンの源泉となりうるので、株式投資家にとって注目しておきたいポイントではないかと当社では考えている。

マルハニチロ | 1333 (東証プライム)

図表 11. 水産業、肉類業、水産加工品業、冷凍食品業に携わる代表的なグローバル企業の PBR の実績値と計算値の比較

企業名	ティッカー	国	売上高 (百万円)	3年平均 ROE	PBR	PER	PBR試算値	試算値と実績値の 差
JBS	JBSS3	ブラジル	13,461,795	19%	2.1	7.2	2.7	-0.6
Tyson Foods	TSN	アメリカ	8,025,347	6%	1.1	14.5	0.8	0.3
Marfrig Global Foods	MRFG3	ブラジル	4,200,616	39%	6.3		5.7	0.6
WH Group	00288	香港	3,935,044	12%	1.1	7.7	1.7	-0.6
Kraft Heinz	KHC	アメリカ	3,920,634	5%	0.6	10.2	0.7	-0.1
CJ CheilJedang	097950	韓国	3,268,037	6%	0.4	6.3	0.7	-0.3
General Mills	GIS	アメリカ	2,935,611	26%	3.1	12.6	3.7	-0.6
Muyuan Foods	002714	中国	2,914,195	14%	3.0	11.0	1.9	1.1
Pilgrims Pride	PPC	アメリカ	2,711,995	22%	2.8	9.5	3.2	-0.4
Charoen Pokphand	CPF	タイ	2,497,901	4%	0.8	7.9	0.4	0.4
Wens Foodstuff	300498	中国	2,216,578	7%	2.7	10.8	1.0	1.7
Smithfield Foods	SFD	アメリカ	2,145,229		1.5	10.3	-0.1	1.6
Hormel Foods	HRL	アメリカ	1,794,647	11%	2.0	19.4	1.6	0.4
Conagra Brands	CAG	アメリカ	1,781,558	7%	1.3	9.7	1.0	0.3
日本ハム	2282	日本	1,370,553	5%	1.0	16.8	0.6	0.4
Henan Shuanghui	000895	中国	1,261,514	24%	4.0	16.2	3.5	0.6
マルハニチロ	1333	日本	1,078,631	11%	0.7	8.9	1.49	-0.8
Dongwon Industries	006040	韓国	995,606	7%	0.6	5.4	0.9	-0.2
伊藤ハム米久HD	2296	日本	988,771	6%	1.0	16.4	0.7	0.3
Mowi	MOWI	ノルウェー	913,168	16%	2.2	15.7	2.3	-0.1
ニッスイ	1332	日本	886,126	10%	0.9	10.4	1.4	-0.5
ニチレイ	2871	日本	702,080	10%	1.8	16.2	1.4	0.4
Thai Union Group	TU	タイ	595,426		0.8	9.5	-0.1	0.9
Japfa Comfeed	JPFA	インドネシア	535,848	13%	1.2	5.9	1.8	-0.6
Dongwon F&B	049770	韓国	499,083	12%	0.7	6.0	1.6	-0.9
Austevoll Seafood	AUSS	ノルウェー	498,887	12%	1.2	11.5	1.7	-0.5
Leroy Seafood	LSG	ノルウェー	439,046	10%	1.4	19.1	1.4	0.0
SalMar	SALM	ノルウェー	371,252	17%	3.4	21.3	2.5	0.9
極洋	1301	日本	302,681	12%	0.8	6.5	1.6	-0.8
横浜冷凍	2874	日本	122,282		0.6	18.7	-0.1	0.7
紀文食品	2933	日本	108,912	11%	1.2	8.0	1.6	-0.4

※為替はブラジルレアル円 28 円、ドル円 151 円、韓国ウォン円 0.1 円、タイバーツ円 4.3 円、人民元円 21 円、ユーロ円 164 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

図表 12. 連結損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	会予 26/3
売上高	905,204	809,050	866,702	1,020,456	1,030,674	1,078,631	1,080,000
売上原価	787,135	700,505	746,206	885,202	896,856	933,033	
売上総利益	118,069	108,544	120,496	135,254	133,818	145,598	
売上総利益率	13.0%	13.4%	13.9%	13.3%	13.0%	13.5%	
販売費及び一般管理費	100,989	92,372	96,677	105,678	107,284	115,216	
営業利益	17,079	16,172	23,819	29,575	26,534	30,381	27,000
営業利益率	1.9%	2.0%	2.7%	2.9%	2.6%	2.8%	2.5%
営業外収益	5,207	4,293	6,040	7,324	8,683	6,932	
営業外費用	2,386	2,371	2,263	3,400	4,111	5,059	
経常利益	19,901	18,093	27,596	33,500	31,106	32,254	26,000
経常利益率	2.2%	2.2%	3.2%	3.3%	3.0%	3.0%	2.4%
特別損益	1,166	-7,568	-79	-1,955	4,785	9,691	
特別利益	4,915	194	2,164	4,378	9,560	11,922	
特別損失	3,749	7,762	2,243	6,333	4,775	2,231	
税金等調整前当期純利益	21,067	10,525	27,518	31,545	35,891	41,945	
税引前利益率	2.3%	1.3%	3.2%	3.1%	3.5%	3.9%	
法人税等	6,296	1,626	7,196	7,059	11,168	12,119	
法人税等-当期分	5,526	3,711	4,519	7,597	9,848	10,306	
法人税等調整額-繰延分	770	-2,085	2,677	-538	1,320	1,813	
非支配株主に帰属する当期純利益	2,232	3,145	3,422	5,890	3,868	6,560	
親会社株主に帰属する当期純利益	12,537	5,753	16,898	18,596	20,853	23,264	17,500
当期純利益率	1.4%	0.7%	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%	1.6%

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 連結バランスシート(単位：百万円)

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

※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 14. 連結営業キャッシュ・フロー表 (単位 : 百万円)

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

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 15. 株価指標、ROE および KPI

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	会予 26/3
EPS (円)	238.2	109.3	321.1	363.7	413.6	413.6	347.4
BPS (円)	2,520.3	2,707.9	3,044.0	3,534.4	4,112.7	4,112.7	
1 株当たり配当金 (円)	40	40	55	65	85	110	110
配当性向	16.8	36.6	17.1	17.6	20.5	23.8	31.7
終値 (円)	2,258	2,625	2,397	2,375	2,974	3,261	
PER (倍)	9.5	24.0	7.5	6.4	7.2	7.9	
PBR (倍)	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7	0.8	
期末発行済株式数 (千株)	52,657	52,657	52,657	50,579	50,579	50,579	
自己株式数 (株)	32,290	34,758	36,389	128,003	215,068	209,805	
自社株控除株式数 (千株)	52,625	52,622	52,621	50,451	50,364	50,369	
時価総額 (百万円)	118,826	138,133	126,131	119,821	149,757	164,253	
株主資本比率	25.1	26.7	29.2	28.0	30.8	33.7	
有利子負債残高	261,715	259,837	250,604	301,139	284,351	270,911	
D/E レシオ	2.0	1.8	1.6	1.7	1.4	1.2	
ネット D/E レシオ	1.8	1.6	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0
EV (Enterprise Value)	389,402	394,427	383,366	425,293	438,055	431,751	
EBITDA (百万円)	33,718	33,340	41,569	46,270	44,427	49,349	45,968
EV/EBITDA 倍率	11.5	11.8	9.2	9.2	9.9	8.7	
ROE	9.7	4.3	11.2	11.0	10.8	10.7	7.5
ROIC	3.2	3.0	4.3	4.8	4.2	4.3	4.0
従業員数	11,107	13,117	12,352	12,843	12,531		

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレーマー

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Strategy Advisors

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

