

Q1 として最高の営業利益。中計が始まってまだ 3 か月だが中計施策効果の兆しが見られる

マルハニチロ（以下、同社）の 26/3 期第 1 四半期（以下、Q1）の連結業績は営業利益 94 億円（前年同期比 23.1%増）となり、経営統合以降の第 1 四半期としては過去最高の営業利益となった。水産資源セグメントが前年同期の営業損失から黒字転換したこと、食材流通セグメントで欧州の好調で前年並み利益を確保できたこと、加工食品セグメントでペットフード事業が好調であったことが要因である。一方、営業外損益で 25/3 期 Q1 に為替差益が発生していたのに対して 26/3 期 Q1 は為替差損に転じたため、経常利益は同 5.3%減の 93 億円であった。

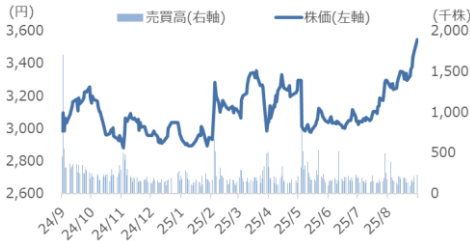
Q1 決算の好調な実績と今後の見通しを踏まえ、26/3 期の通期業績予想の上方修正が発表された。営業利益は 270 億円から 300 億円、経常利益は 260 億円から 290 億円へ、それぞれ 30 億円の上方修正である。ただし、親会社株主に帰属する当期純利益は、事業構造改革の進捗状況によって特別損益に変動がありうるため、現時点では据え置き 175 億円とされている。

26/3 期 Q1 決算の注目点は、漁業や北米事業などの赤字解消に加えて、中期経営計画で打ち出された施策の効果の兆しが見られたことであろう。例えば、北米ユニットは 25/3 期 Q1 の営業損失 4 億円から 26/3 期 Q1 は営業利益 4 億円へ改善した。スケソウダラ市況の回復も助けになったが、同時に加工会社の統合による運用改善効果も貢献したようである。

同社のバリュエーションは PBR で 0.8 倍と同業他社と比較しても相対的に低いが、その要因の一つは、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。今回黒字化した北米スケソウダラ事業は稀少な漁獲枠を持っており、模倣困難なアセットである。利益寄与が小さかったために株式市場で必ずしもポジティブ要素とは見られていないが、同社経営陣はこれ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の源泉となることがあるため、注目すべきポイントではないかと当社では考える。

成長投資の進展にも注目しておきたい。今年 5 月に欧州で水産加工販売の VDL 社を買収した。VDL 社への投資は 100 億円に満たない規模と推測されるが、マルハニチロの中計ではオーガニック投資に 700 億円、インオーガニック投資に 700 億円で合計 1,400 億円の成長投資枠を設定している。適切な成長投資は株式市場の期待値を高めてバリュエーションに働きかける可能性があるため、今後のさらなる投資の進捗も注目点である。

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(2025/9/8)	3,544
52週高値(2025/9/8)	3,544
52週安値(2024/11/11)	2,880
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)	178.5
EV (十億円)	452.4
自己資本比率(25/3、%)	33.7
ROE (25/3、%)	10.7
PER (26/3 会予、倍)	10.2
PBR (25/3 実績、倍)	0.8
配当利回り (26/3 会予、%)	3.1

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)
25/3期Q1	256,928	2.4	7,657	-0.4	9,868	-12.0	6,540	-1.7	129.9	-
26/3期Q1	263,597	2.6	9,428	23.1	9,343	-5.3	6,499	-0.6	129.0	-
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(旧)	1,080,000	0.1	27,000	-11.1	26,000	-19.4	17,500	-24.8	347.4	110.0
26/3期 会社予想(新)	1,080,000	0.1	30,000	-1.3	29,000	-10.1	17,500	-24.8	347.4	110.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. 26/3 期 Q1 決算概要と通期見通し	3
1) 経営統合以降の第 1 四半期最高益を達成し、好調な中計スタート	3
2) 通期業績予想上方修正	3
2. セグメント別概況：中期経営計画で掲げた方針に進捗の兆し	4
1) 水産資源セグメント	4
2) 食材流通セグメント	5
3) 加工食品セグメント	5
3. 水産資源セグメントのsmallミーティング	7
4. 低いバリュエーション修正のカギを検討する	10

1. 26/3 期 Q1 決算概要と通期見通し

1) 経営統合以降の第 1 四半期最高益を達成し、好調な中計スタート

Q1 業績のハイライトと増益の要因

26/3 期 Q1 の連結業績は、売上高 2,636 億円（前年同期比 2.6%増）、営業利益 94 億円（同 23.1%増）となり、2007 年の経営統合以降の第 1 四半期としては過去最高の営業利益となった（図表 1）。水産資源セグメントが前年同期の営業損失から黒字転換したこと、食材流通セグメントで欧州の好調で前年並み利益を確保できたこと、加工食品セグメントでペットフード事業が好調であったことが要因である。

図表 1. マルハニチロ: 26/3 期 Q1 決算要約

(百万円)	25/3 期Q1	26/3期 Q1	前年同期比 (%)	26/3期 会社予想(当初)	26/3期 会社予想(修正後)	修正幅 (当初予想比)	前期比 (%)
売上高	256,928	263,597	2.6	1,080,000	1,080,000	0	0.1
営業利益	7,657	9,428	23.1	27,000	30,000	3,000	-1.3
経常利益	9,868	9,343	-5.3	26,000	29,000	3,000	-10.1
当期純利益	6,540	6,499	-0.6	17,500	17,500	0	-24.8

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

営業外損益と特別損益の影響

一方で、経常利益は 93 億円（同 5.3%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益は 65 億円（同 0.6%減）と、利益段階によっては前年を下回った。これは、営業外損益に計上される為替差損益の影響が大きい。25/3 期 Q1 は円安により営業外で為替差益が発生していたが、26/3 期 Q1 は円高により為替差損に転じたことが営業外損益悪化の主要因であり、この影響で経常利益は前年同期比で減益となった。26/3 期 Q1 は政策保有株式売却による投資有価証券売却益が 18 億円計上されたものの、前年同期比では当期純利益はわずかな減少となった。

2) 通期業績予想上方修正

通期営業利益予想は 270 億円から 300 億円へ上方修正

第 1 四半期の好調な実績と今後の見通しを踏まえ、26/3 期の通期業績予想は上方修正された。営業利益は 270 億円から 300 億円、経常利益は 260 億円から 290 億円へ、それぞれ 30 億円の上方向修正である。

親会社株主に帰属する当期純利益については、中期経営計画で掲げた事業構造改革の進捗状況によって特別損益に変動がありうるため、現時点では据え置き 175 億円とされている。

各セグメントの見通し概要

水産資源セグメントは、北米の収益改善は計画通りに進捗しているものの、漁業ユニットで第 2 四半期（以下、Q2）以降に魚価低迷などの影響が出る可能性があるため、通期予想は据え置いている。

食材流通セグメントでは、欧州事業の好調継続に加え、Q2 より連結化される子会社 VDL グループの利益貢献（今期約 6 億円の寄与見込み）を織り込み、営業利益予想は当初予想の 152 億円から 170 億円へ上方修正された。

加工食品セグメントでは、ペットフード事業の販売好調が Q2 以降も継続すると見て、営業利益予想は当初の 128 億円から 136 億円に上方修正された。

一過性費用を除くと、上方修正後の
通期見通しは実質 YoY 増益

中期経営計画初年度である 26/3 期は、本社移転（2026 年 3 月予定）及び、社名変更に伴う CI ブランディング（2026 年 3 月に社名変更）と商品パッケージ改定で、計 50 億円の一過性費用を支出する計画である。この負担を除いて考えれば、実質的な営業利益予想は 350 億円、実質的な経常利益予想は 340 億円であり、いずれも前期水準を上回っている。上方修正後の業績見通しは、実質的には前期比増益と見ることができる。

2. セグメント別概況：中期経営計画で掲げた方針に進捗の兆し

1) 水産資源セグメント

26/3 期 Q1 は大幅な利益改善

26/3 期 Q1 の水産資源セグメントは売上高は 2.2%増収の 289 億円、営業利益は 11 億円の営業損失から 6 億円の営業黒字へ 17 億円の大幅改善となった（図表 2）。

漁業ユニットでは操業見直しや
不採算事業の撤退を実施

漁業ユニットは操業効率の改善や不採算事業からの撤退が奏功し、25/3 期 Q1 の 10 億円の営業損失から、26/3 期 Q1 は損益ゼロへ改善した。ニュージーランドでは操業計画の見直しがアジなどの漁獲増につながり、オーストラリアのスナッパー漁では操業体制の見直しで効率化が図られた模様である。一方、採算が悪化していたキンメダイ事業（インド洋）とマグロ延縄事業からは撤退を行った。カナダ沖でのカラスガレイ漁を早期に開始できたことも、収益改善に貢献した。

一方、Q2 以降の漁業ユニットの見通しについては、一部魚種で漁獲量が良くないものや単価が低いものがあるため、同社では慎重に見ているとのことである。この結果、同ユニットの通期営業利益については予想の 10 億円の黒字から 1 億円の赤字に修正した。

北米ユニットは生産体制見直しの
効果もあり黒字化

北米ユニットは、主力であるスケソウダラの相場回復に加え、生産体制見直しによる運用改善効果が寄与し、増収・黒字転換となった。26/3 期 Q1 の営業利益は前年同期の 4 億円の営業損失から 4 億円の営業利益へと改善した。川上（調達・一次加工）分野では、2024 年 10 月に実施した会社統合によって、漁船からの水揚げタイミングの工場間調整が実施できるようになったことや、雇用者の最適配置が魚の付加価値の最大化につながった。カニ製品も販売が復調した。また、川下（高次加工）分野ではカニカマ製品のリテールでの販売も好調に推移した。

北米ユニットについては、これらの状況を織り込んで通期見通しを当初予想の 1 億円の営業赤字から 3 億円の営業黒字に上方修正された。

本セグメントの取り組みについては、決算発表に先立つ 7 月 16 日にスモールミーティングが行われている。その詳細については第 3 章で紹介する。

養殖ユニットは下期の改善を見込む

養殖ユニットは、前年同期比では減益となった。売上高は 45 億円と前年同期比で 5 億円増加した一方で、営業利益は前年同期の 2 億円から 1 億に減少した。同社はクロマグロ、ブリ、カンパチの 3 魚種の養殖を行っている。クロマグロは本来は収益性が高いが、近年は天然マグロ豊漁による相場下落に加えて餌代高騰が利益減少要因となっており、収益回復には時間がかかる見通しである。一方、ブリ・カンパチは販売価格上昇によって増収要因となったものの、昨年夏の高水温による餌食いの悪化が生育の遅れを引き起こしており、26/3 期 Q1 に出荷した魚の原価上昇要因となった。

Q2 以降については、飼料価格や物流費、人件費、資材費などのコストは依然として高い水準で推移すると見られるものの、高水温対策として沈下式いけすの導入を進めていることで魚の成長性が改善している。このため、下期にかけてブリ・カンパチによる利益貢献が見込まれており、通期営業利益予想は当初予想の 2 億円の赤字から 4 億円の黒字に上方修正された。

2) 食材流通セグメント

26/3 期 Q1 の営業利益は前年同期比横ばい

26/3 期 Q1 の食材流通セグメントは売上高は 1.2%増収の 1,827 億円、営業利益は横ばいの 48 億円であった（図表 2）。水産商事が好調であったが、生産コスト上昇によって食材流通は減益となった。農畜産部門については、事業運営体制の見直しを進めている。

水産商事ユニットは国内、海外とも Q1 増収増益、通期予想上方修正

水産商事ユニットは国内事業、海外事業ともに増収増益となり、ユニットの営業利益は 25/3 期 Q1 の 27 億円から 26/3 期 Q1 は 32 億円に増加した。

国内事業で凍魚加工品やホタテ、エビ、マグロなどの水産物全般の販売単価上昇があったことに加えて、ROIC を意識して在庫のコントロールを行ったことが寄与したと考えられる。

欧州事業は、主力商品の相場が上昇する中で、外食、量販店、加工業者などとの幅広い販売チャネルを活用して収益性を向上させた。欧州事業の営業利益は前年同期比で 3 億円（26%）の増益となった。欧州事業の統括会社である Seafood Connection Holding 社（以下 SCH 社）への出資比率を今回 70%から 81.96%に引き上げ、さらに 6 月には新たにオランダの水産加工販売会社（VDL 社）を買収した。欧州事業の強化は順調に進んでいる模様である。

Q2 以降も堅調な業績が続く見通しであること、VDL 社の利益寄与が追加されることから、通期営業利益は当初予想の 93 億円から 111 億円に上昇修正された。

食材流通ユニットの通期利益予想は据え置き

食材流通ユニットはグループ内連携を強化し、販路を拡大して増収となったが、生産コストの上昇があり Q1 の営業利益は前年の 15 億円から今年は 14 億円に 1 億円の減益となった。グループ内の連携では、水産商事ユニットが取り扱う水産物を食材流通ユニットの顧客に販売するルートが拡大しており、グループ全体での収益安定に寄与し始めているようである。

原料コストと物流費は高水準が継続する見通しだが、想定線であり、通期予想の営業利益は 54 億円で据え置かれている。

農畜産ユニットは事業構造改革の影響で想定線の減収減益

3 月 24 日発表の新長期ビジョン・中期経営計画で打ち出されたように、農畜産ユニットは 28/3 期までの 3 年間で収益の抜本的な改善のための事業構造変革を行う計画である。すでにこの Q1 からアクションが始まっており、収益性の低い取引の見直しの影響を主因として Q1 の売上高は 22%の減収となり、営業利益は 6 億円から 2 億円へ低下した。

もともと今期の通期業績見通しは前期比 24%減収、営業利益は前期 15 億円から今期 5 億円への減益予想となっている。従って、Q1 の減収減益は事業構造改革のアクションにより計画されたものであることがわかる。従って、通期営業利益予想は当初の 5 億円から変更されていない。しばらくは高収益体制へ変革するための移行期間と位置付けられており、3 カ年の中計期間中にはまずは元の利益水準に回復できる見通しである。

3) 加工食品セグメント

加工食品セグメントは海外ペットフード事業が牽引して好調

加工食品セグメントは、売上高は 8.5%増収の 468 億円、営業利益は 11.5%増益の 38 億円となった（図表 2）。加工食品ユニットでは、主にタイのペットフード事業が北米向け販売中心に昨年に続く好調で、想定を上回る増益となった。国内主力商品の販売も好調を維持している。ファインケミカルユニットはヘパリン販売が堅調で増収であったが、サプリメント販売の減少で減益となった。

米国がタイからの輸入品に課す関税は 19%となったが、決算説明 Web 会議での説明によれば、同社の販売商品がプレミアムペットフードであるため、同社ではそれほど大きな影響は出ないのでは

ないかと見ているようだ。順調な進捗から、26/3 期の加工食品セグメントの営業利益予想は当初予想の 128 億円から 136 億円に上方修正された。

図表 2. 26/3 期 Q1 のセグメント別営業利益 (単位 : 十億円)

セグメント	ユニット	25/3Q1	26/3Q1	前年同期比 (%)	25/3	26/3会社予想		
						当初	修正後	修正幅 (当初予想比)
水産資源	漁業	-10	0	-	-12	10	-1	-11
	養殖	2	1	-50.0	-11	-2	4	6
	北米	-4	4	-	-16	-1	3	4
	セグメント計	-11	6	-	-39	6	6	0
	(国内内訳)	-3	-2	-	-24	-13	-6	7
	(海外内訳)	-8	8	-	-15	19	12	-7
食材流通	水産商事	27	32	18.5	111	93	111	18
	食材流通	15	14	-6.7	54	54	54	0
	農畜産	6	2	-66.7	15	5	5	0
	セグメント計	48	48	0.0	180	152	170	18
	(国内内訳)	36	33	-8.3	123	98	106	8
	(海外内訳)	11	14	27.3	57	54	64	10
加工食品	加工食品	31	37	19.4	127	117	125	8
	ファインケミカル	3	2	-33.3	12	11	11	0
	セグメント計	35	38	8.6	139	128	136	8
	(国内内訳)	15	12	-20.0	53	51	54	3
	(海外内訳)	20	27	35.0	86	77	82	5
その他		6	2	-66.7	23	-16	-12	4
合計		77	94	22.1	304	270	300	30
(国内内訳)		51	45	-11.8	164	110	132	22
(海外内訳)		26	49	88.5	140	160	168	8

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

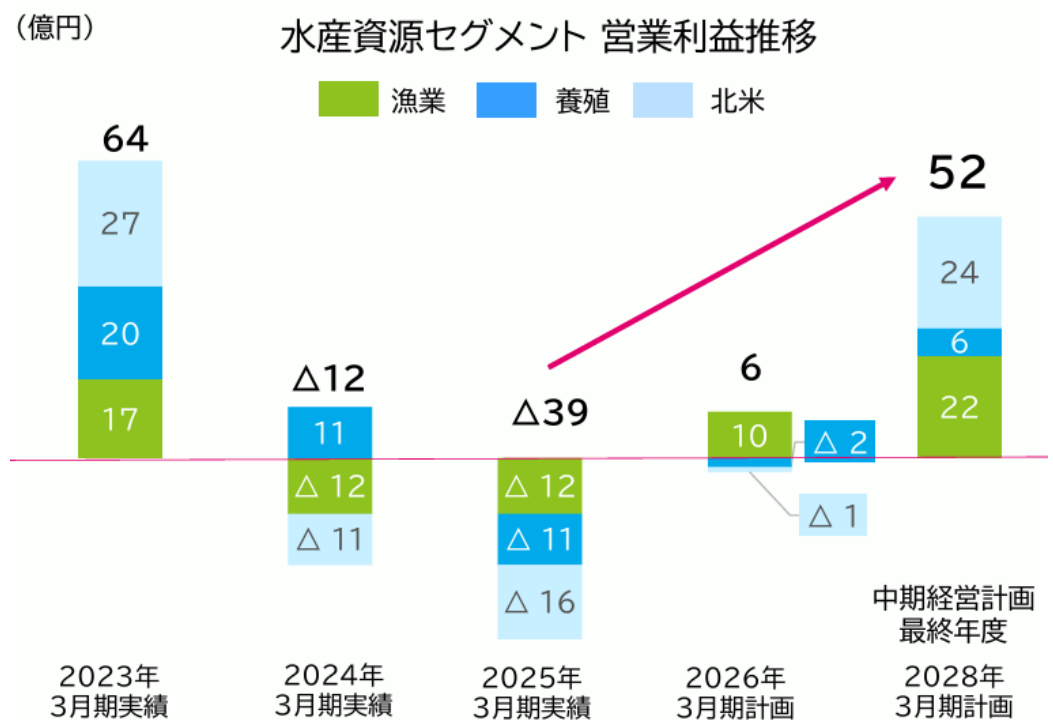
3. 水産資源セグメントのsmallミーティング

今回の Q1 決算で黒字転換した水産資源セグメントについて、決算に先立つ 7 月 16 日に small ミーティングが開催された。水産資源セグメントは相場変動とコスト上昇が課題だが、中期経営計画ではこれらの課題に対して、生産性向上・コスト低減の取り組みを行うと同時に、川下事業を強化することによって川上事業のボラティリティ影響の低減を図り、安定した収益を得られる体制を構築することを目指している。同 small ミーティングでは、中期経営計画で最も大きい営業利益改善（40 億円増益）を計画している北米事業を中心にした説明が行われた。

水産資源セグメントの営業利益推移と課題・取り組み

水産資源セグメントの営業利益は、23/3 期には 64 億円であったが、24/3 期には 12 億円の営業赤字、25/3 期には 39 億円の営業赤字と、直近 2 年間は苦戦が続いている。この主な要因は、相場（漁獲・マーケット・為替など）の変動と、操業・生産コストの上昇による利益圧迫であった。これに対し、同社は中期経営計画の最終年度である 28/3 期に営業利益 52 億円へ回復させることを目指し、1) 生産性向上・コスト低減と、2) 川下事業の強化による収益力向上に取り組むことで、川上のボラティリティ影響を低減し、安定収益体制を構築する方針を掲げている。

図表 3. 決算説明会資料における北米スケソウダラ事業の施策詳細説明



出所：会社資料（2025 年 7 月 16 日 small ミーティング）

北米には模倣困難なアセットを保有しており、これをどのように活かすかが今後の注目点の一つ

同社の北米事業は、スケソウダラ、マダラ、カニなどの加工・販売を行っている。米ベリング海において同社は、スケソウダラは約 26%、マダラは約 16%、カニ類は約 30%の資源アクセス枠を保有している。欧米の漁業は資源管理がしっかりと行われるため、設備を整備していれば一定の漁獲量が確保しやすい。このような権利を後から確保するのは非常に難しく、稀少性あるいは模倣困難性のあるアセットと考えられる。この貴重なアセットを活かして利益拡大につなげるため、同社は北米での事業基盤の強化を進める方針である。

北米ビジネスにおける 3 つの強み

貴重な資源アクセス枠に加えて、同社自身が作り出している強みとしては、1) 現地パートナー及びネイティブコミュニティとの協業、2) 日本人技術者による品質管理、3) 幅広い製造手段と商材・アイテム、の 3 つの強みがある。

- 1) 現地パートナー及びネイティブコミュニティとの協業については、現地の漁船会社や製造会社への出資を通じて、現地コミュニティとも連携しながら、地域社会と一体となって事業を推進している。
- 2) 日本人技術者による品質管理については、日本人社員や技術者を現地に派遣することで、技術の蓄積と継承を行いながら、きめ細かい製品管理・品質管理を実施している。過去 10 年で駐在した社員数は生産部門と販売・管理部門を合わせて累計 119 名に上る。このような人員派遣により、顧客向けに独自の品質を持つ製品の提供が可能となっている。
- 3) 幅広い製造手段と商材・アイテムについては、陸上工場に加えて母船やパートナー加工船による洋上加工も可能な体制を整えている。様々な製造手段を持ち、幅広いグレードやアイテムを揃えることにより、多様な顧客ニーズに応えることが可能となっている。

川上分野の構造改革

収益改善に向けた具体的な取り組みとして、北米スケソウダラ事業において川上（漁獲・一次加工）の構造改革を進めている。同社は、スケソウダラ事業に関連して陸上加工工場を 3 工場、漁船を 21 隻保有している。また、洋上で加工ができる母船を 3 隻保有している。2024 年 10 月には陸上加工工場を持つ北米現地法人 2 社を合併し、一つの会社の下で二つの工場を運営するように変更した。これにより、漁船がフレキシブルに最適なタイミングで最適な工場に魚を水揚げできるようになり、生産効率の向上と魚の付加価値の最大化が可能となった。また、将来的には漁船数の削減も可能でコスト削減につながるため、同社では多額の利益貢献を見込んでいる。

川上と川下の連携による バリューサイクルの強化

また、ビジネス全体の収益安定化を図るため、川下（高次加工）の強化も図り、川上と川下の連携を強めて高次加工比率を引き上げる方針である。現在のところ、北米で漁獲されたスケソウダラは多くがすり身やフィレなどの原料・中間製品として販売されている。現在、スケソウダラ製品のグループ消費比率は約 5 割だが、この比率を向上させ、自社グループ内での高次加工比率も増やすことで、川上事業の市況などによるボラティリティを川下事業で吸収する戦略である。

カニカマ事業の成長性と生産能力の 増強

北米のカニカマ市場は、高タンパク質・低カロリーの健康食品として需要が継続的に拡大している。同社は 1985 年から米国でのカニカマ事業に投資を開始しており、現在は米国リテール市場でトップシェアを誇っている。この市場は 4~5 社の大手企業が 9 割以上を占める寡占状態である。その中で同社は NB ブランド、PB ブランド双方でシェアを押さえており、新規参入は容易ではない。

需要増加に対応するため、2025 年 12 月のフル稼働を目指してカニカマ工場の拡張工事を進めており、生産キャパシティを約 25%増強する計画である。

なお、米国の関税政策は北米スケソウダラ事業に関しては追い風となる可能性がある。関税によって米国に輸入される他国産製品の価格が上がる場合は、米国で生産する同社の製品が価格競争力を持つことになる。

漁業ユニットの課題と戦略

同スモールミーティングでは、水産資源セグメントに属するその他の 2 つのユニット、漁業と養殖についても説明があった。

漁業ユニットは 49 隻の漁船を保有し、全世界で年間約 8 万トンの水揚げ実績を誇る一方で、船舶維持費や人件費などの高コストが課題となっている。人手不足への対応として省人化が求められ、加えて老朽船の居住性や操業効率の低さから新造船への投資判断も重要となる。こうした状況を踏まえ、同社は中期経営計画において「事業の選択と集中による構造改革」、「新船投入による操業効率改善」、「川下戦略の強化」を重要施策としており、引き続き、資源管理が徹底された

海域の漁業権・漁獲枠を保有することで、持続可能な水産物供給体制の構築を進める方針である。

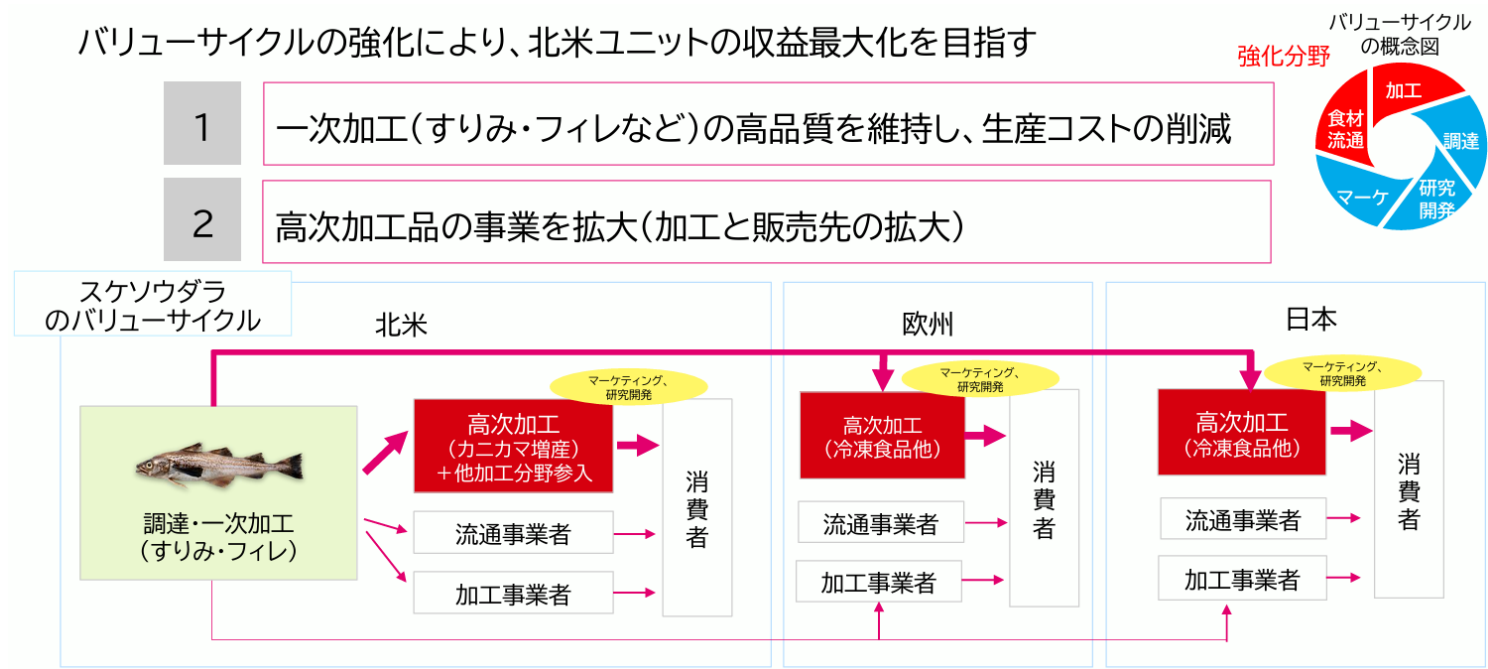
養殖事業への期待と成長戦略

天然資源の増加が見込めない中、世界的な人口増加に伴うタンパク質供給需要に対応するには養殖事業が不可欠であり、同社では養殖事業を中長期的な成長の牽引役と考えているようである。養殖事業の課題としては、飼料や物流コストの高騰、温暖化による海水温上昇が挙げられる。これらのリスクに対応するため、高水温を回避する「沈下式いけす」の導入・拡張に加えて、養殖場の北上も検討している。魚種の面では、生産効率の良いウロマグロの短期養殖、成長の早い魚種であるスギの事業規模拡大を計画している。

模倣困難性のあるアセットを如何に活用するかが中計の注目ポイント

マルハニチロは、同社が保有する模倣困難なアセットの一つである世界各国での漁獲枠を活かしつつ、事業の持続可能性と収益性の向上を目指している。中期経営計画「For the ocean, for life 2027」では、全社営業利益で 300 億円から 400 億円への増益を目指しているが、その増益の最も大きな部分は水産資源部門による改善とされている。北米事業における生産拠点統合によるコスト削減や川上と川下の連携による収益の安定化、漁業事業における構造改革や操業効率改善などの中期経営計画で計画された施策を実行することで、課題を一つずつ克服し、中計最終年度に向けて改善していくことが期待される。

図表 4. 北米スケソウダラ事業の収益改善と安定化施策



出所：会社資料（2025 年 7 月 16 日スモールミーティング）

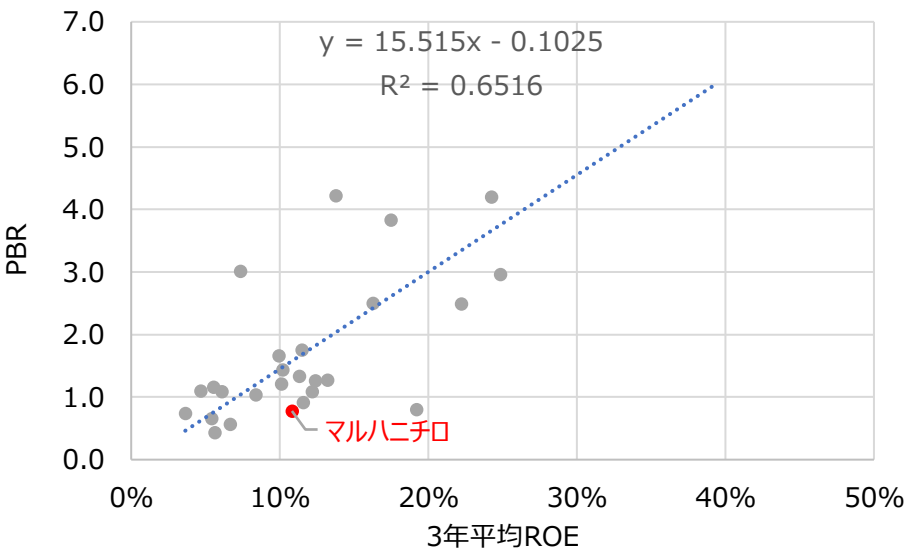
4. 低いバリュエーション修正のカギを検討する

ROEとPBRの関係からは
同業比較でPBRが相対低位

グローバルのタンパク質供給等関連主要企業のうちROEマイナス企業あるいはROEデータが3期分取れない企業を除く27社について、ROE（3年平均）とPBRの間には概ね相関関係が見られる。回帰モデルによると、 $PBR = ROE \times 15.515 - 0.1025$ という比例関係に近い状態にある。また、決定係数（R²）は0.65であり、モデルの適合度が高いとされる0.7に近い水準にある（図表8）。なお、これらグローバル企業のリストは図表10に掲載した。

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

図表 5. 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。これらの日本企業と比較してもマルハニチロのバリュエーションは相対的に低位にある（図表9）。PBRは8社の中で最も低く、PERは低い方から3番目である。

図表 6. 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 (9/8、円)	時価総額 (百万円)	実績 ROE	実績 ROIC	自己資本 比率	PBR 直近実績 (倍)	PER 会社予想 (倍)
マルハニチロ	1333	2025/03	3,544	178,533	10.7%	4.3%	33.7%	0.8	10.2
ニッスイ	1332	2025/03	1,079	335,377	9.6%	4.7%	43.6%	1.2	13.1
ニチレイ	2871	2025/03	1,718	430,438	9.6%	7.4%	52.1%	1.7	14.6
極洋	1301	2025/03	5,120	60,812	10.7%	5.8%	36.5%	0.9	7.4
横浜冷凍	2874	2024/09	1,219	71,914	5.2%	1.8%	38.5%	0.9	25.6
紀文食品	2933	2025/03	1,206	27,533	13.1%	6.5%	28.7%	1.3	9.2
日本ハム	2282	2025/03	5,793	573,239	5.1%	3.5%	55.2%	1.1	19.1
伊藤ハム米久HD	2296	2025/03	5,840	331,324	4.6%	4.0%	61.2%	1.2	18.9

出所：SPEEDA 及び会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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

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

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

Q1 で見られた中計施策効果の兆し に注目

今回の Q1 決算は中期経営計画が始まってまだ最初の 3 か月が経過しただけではあるが、漁業や北米事業において中計施策に基づく改善の兆しではないかと思われる利益改善が見られた。また、期待の大きい欧州事業においては、Q1 の好調と M&A 戦略の進展を踏まえて通期営業利益予想が 93 億円から 111 億円に引き上げられた。3 か月だけの結果から判断するのはまだ早いかもしれないが、このような中計施策と関連した業績変化は、株式市場が中期経営計画の達成を信認するきっかけになりうるので、是非注目しておきたい。

模倣困難性にもとづく 同社のエクイティストーリーに注目

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

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

このうち、2 番目の「グローバルでの水産物の調達力・漁獲枠を活かして製造した加工食品をグローバルで拡販し、利益率の向上と水産資源セグメントの利益ポラリティの影響低減を実現すること」は、まさに今回の Q1 決算実績で議論した北米スケソウダラ事業の改善と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。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。

また、北米スケソウダラ事業の場合、足元の収益性が厳しいために株式市場は価値を認識していない可能性があるが、会社は価値を認識しているという点も非常に面白いポイントである。このような認識ギャップは株式市場における超過リターン源泉となりうるためである。

インオーガニック投資の進展にも注目 したい

エクイティストーリーを構成する「ワクワクする夢」という点では、インオーガニック投資の進展も重要である。2025 年 3 月発表の中期経営計画では、成長投資 1,400 億円が計画されており、その内訳はオーガニック投資が 700 億円、インオーガニック投資が 700 億円である。インオーガニック投資は相手のあることなので、投資枠を設定してもなかなか思うように進まないこともある。しかし、適切な

マルハニチロ | 1333 (東証プライム)

インオーガニック投資は株式市場が予想していなかった成長ストーリーを付加することができるため、バリュエーションに働きかける効果があると考えられる。

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

図表 7. 水産業、肉類業、水産加工品業、冷凍食品業に携わる代表的なグローバル企業の PBR の実績値と計算値の比較

企業名	ティッカー	国	売上高 (百万円)	3年平均 ROE	PBR	PER	PBR試算値	試算値と 実績値の差
JBS NV	JBS	アメリカ	13,461,795	19%	0.8	8.0	2.9	-2.1
Tyson Foods	TSN	アメリカ	8,025,347	6%	1.1	14.6	0.8	0.2
Marfrig Global Foods	MRFG3	ブラジル	4,200,616	39%	7.1	57.8	6.0	1.1
WH Group	00288	香港	3,935,044	12%	1.3	70.1	1.8	-0.6
Kraft Heinz	KHC	アメリカ	3,920,634	5%	0.7	10.3	0.7	-0.1
CJ CheilJedang	097950	韓国	3,268,037	6%	0.4	8.5	0.8	-0.3
General Mills	GIS	アメリカ	2,940,159	25%	3.0	13.7	3.7	-0.8
Muyuan Foods	002714	中国	2,914,195	14%	4.2	14.5	2.0	2.2
Pilgrims Pride	PPC	アメリカ	2,711,995	22%	2.5	8.2	3.3	-0.9
Charoen Pokphand	CPF	タイ	2,497,901	4%	0.7	6.7	0.5	0.3
Wens Foodstuff	300498	中国	2,216,578	7%	3.0	12.0	1.0	2.0
Smithfield Foods	SFD	アメリカ	2,145,229		1.6	10.0	-0.1	1.7
Hormel Foods	HRL	アメリカ	1,794,647	11%	1.8	16.0	1.7	0.1
Conagra Brands	CAG	アメリカ	1,752,152	8%	1.0	11.1	1.2	-0.2
日本ハム	2282	日本	1,370,553	5%	1.1	19.1	0.6	0.5
Henan Shuanghui	000895	中国	1,261,514	24%	4.2	17.1	3.7	0.5
マルハニチロ	1333	日本	1,078,631	11%	0.8	10.2	1.6	-0.8
Dongwon Industries	006040	韓国	995,606	7%	0.6	5.7	0.9	-0.4
伊藤ハム米久HD	2296	日本	988,771	6%	1.2	18.9	0.8	0.4
Mowi	MOWI	ノルウェー	913,168	16%	2.5	25.1	2.4	0.1
ニッスイ	1332	日本	886,126	10%	1.2	13.1	1.5	-0.3
ニチレイ	2871	日本	702,080	10%	1.7	14.6	1.4	0.2
Thai Union Group	TU	タイ	595,426		1.1	12.9	-0.1	1.2
Japfa Comfeed	JPFA	インドネシア	535,848	13%	1.3	7.1	1.9	-0.7
Austevoll Seafood	AUSS	ノルウェー	498,887	12%	1.1	10.4	1.8	-0.7
Leroy Seafood	LSG	ノルウェー	439,046	10%	1.4	14.9	1.5	-0.0
SalMar	SALM	ノルウェー	371,252	17%	3.8	30.4	2.6	1.2
極洋	1301	日本	302,681	12%	0.9	7.4	1.7	-0.8
横浜冷凍	2874	日本	122,282		0.9	25.6	-0.1	1.0
紀文食品	2933	日本	108,912	11%	1.3	9.2	1.7	-0.3

注：売上高は各社期末の為替で計算。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 8. 連結損益計算書 (単位 : 百万円)

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

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. 連結貸借対照表(単位 : 百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
現金及び預金	21,782	31,579	24,952	33,679	37,944	49,240
営業債権	106,077	102,644	115,391	131,769	138,418	133,259
棚卸資産	164,307	156,141	172,690	216,697	215,332	218,005
その他流動資産	9,824	10,147	11,271	10,494	13,291	14,072
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

注：短期借入金には一年以内に返済予定の長期借入金を含む

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 連結キャッシュ・フロー表 (単位: 百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
税引前利益	21,067	10,525	27,518	31,545	35,891	41,945
減価償却費・のれん償却額	16,639	17,168	17,750	16,695	17,893	18,968
売上債権の増減額	8,145	3,082	-9,942	-9,836	-4,041	7,945
棚卸資産の増減額	1,459	9,558	-14,647	-35,235	6,465	2,270
仕入債務の増減額	-1,275	-1,026	2,704	1,650	31	-899
その他営業キャッシュ・フロー	-6,857	-5,946	-4,134	-4,843	-2,635	-31,050
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 11. 株価指標、ROE および KPI

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

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

出所：会社資料より戦略・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