

グループ内の連携強化により、安定的な成長を目指す

Executive Summary

	売上高		営業利益		営業利益率
	百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	%
16.03	1,229,324	1.4%	49,207	1.6%	4.0%
17.03	1,202,293	-2.2%	53,802	9.3%	4.5%
18.03(予想)	1,232,197	2.5%	61,469	14.3%	5.0%
19.03(予想)	1,256,320	2.0%	62,678	2.0%	5.0%
20.03(予想)	1,280,968	2.0%	63,912	2.0%	5.0%
21.03(予想)	1,306,153	2.0%	65,172	2.0%	5.0%
22.03(予想)	1,331,889	2.0%	66,458	2.0%	5.0%

(出所) 日経 Needs FQ より作成

当社は日本の食肉業界においてトップシェアを誇り、企業理念に掲げた「食べる喜び」を提供するため、食に関するあらゆる分野へ事業を拡大させている。また、2015年からセグメントは従来の食肉事業本部、加工事業本部、関連企業本部に加え、海外事業本部を新設した。今後は海外売上高の早期拡大を目指すとともに、当社最大の課題である外部環境の影響による営業利益のばらつきを抑えるため、生産飼育から販売までの一貫した経営体制を強化し、当社内でリスクヘッジを行っていく。

当分析チームは本レポートの要点を以下のようにまとめた。

- 売上高は順調に拡大しているが、各セグメントに注目すると、外部環境の影響を大きく受け、営業利益は年度毎に大きくばらついていることが分かる
- 外部環境の影響を大きく受け、営業利益は大きく変動していることを加味した上で、今後は売上高の拡大と営業利益の安定を見込み、理論株価を算出したところ 4275 円となり、現在の株価は割安に評価されている。

2017年11月8日

株価(2017/11/9)

2,809 円

高値

2,932 円

安値

2,839 円

時価総額

599,451 百万円

発行済株式数

213,708,115 株

PER(17.03 期)

28.00 倍

PBR(17.03 期)

1.60 倍

EV/EBITDA(17.03 期)

9.28 倍

大阪市立大学商学部

宮川研究室 4 回生

鮫島涼子

末近菜穂子

寒川綾乃

東浦智哉

横山遼大朗

吉延世羅

目次

1. 会社概要：世界で一番の「食べる喜び」をお届けする会社へ
 - (1) 会社概要
 - (2) 事業概要
 - (3) 沿革

2. 事業戦略分析：国内事業の持続的な収益強化と海外売上高の早期拡大の成長戦略
 - (1) 事業別売上高・売上高構成比の推移
 - (2) 事業別営業利益・営業利益構成比の推移
 - (3) 事業別 ROA の推移と比較
 - (4) 加工事業本部
 - (5) 食肉事業本部
 - (6) 関連企業本部
 - (7) 海外事業本部

3. マルチプル分析：株価は順調に上昇するも、企業価値は割安に評価
 - (1) 株価推移
 - (2) PER の同業他社比較
 - (3) PBR の同業他社比較
 - (4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較

4. 財務分析：増益を反映し ROE と ROA はともに上昇基調にある
 - (1) ROE の同業他社比較
 - (2) ROE の分解
 - (3) ROA の同業他社比較
 - (4) ROA の分解

5. バリュエーション：市場は当社を割安に評価している
 - (1)業績予想
 - (2)理論株価の算出
 - (3)考察

1. 会社概要：世界で一番の「食べる喜び」をお届けする会社へ

(1) 会社概要

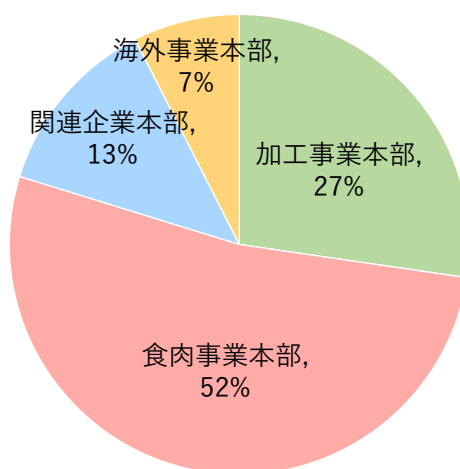
社名：日本ハム株式会社

本社：大阪市北区梅田二丁目4番9号ブリーゼタワー

設立：1945年5月30日

(2) 事業概要

【図表 1】日本ハム事業別売上高構成比（2017年3月期）



（出所）日経 Needs FQ より作成

食肉事業の売上高が全体の52%を占めている

加工事業、食肉事業、関連企業、海外事業本部の4つの事業グループから構成されている。各事業の定量的分析と定性的分析については、「第2章 事業戦略分析」で触れることにする。

「人輝く、食の未来」の実現を目指すための現場作りに注力

当社は、企業理念に「食べる喜び」を基本のテーマとして掲げていて、食に関するあらゆる分野で事業を行っている。世界で一番の「食べる喜び」をお届けする会社となるべく、生産飼育から製造販売まで、すべて自社グループで行い、世界19の国と地域に展開している。

(3) 沿革

年月	沿革
1942年	徳島市寺島本町に徳島食肉加工場を創設
1963年	鳥清ハム（株）と合併し、商号を日本ハム（株）に変更
1968年	日本ブロイラー（株）を共同出資で設立、ファーム事業参入
1973年	プロ野球球団日本ハム球団（株）を設立
1977年	仙台フード（株）を設立し、食肉販売体制の構築を開始
1977年	ロサンゼルスデイリーミーツ（現デイリーフーズ）買収
1979年	日本ハム食品（株）を設立し、加工食品部門に本格進出
1981年	マリンフーズ（株）の事業を継承し、水産加工部門に進出
1984年	日本ドライフーズ（株）を設立、フリーズドライ事業進出
1987年	豪の牛肉処理会社（現オーキービーフエクスポート）買収
1990年	ハワイ最大のハムソーセージメーカーレドンドを買収
1990年	豪の牛肉処理会社 T. B. S. を買収
1992年	関西ルナ（株）（現日本ルナ（株））の乳酸菌飲料事業継承
1995年	日本ピュアフード（株）を設立、天然系調味料事業を強化
2003年	北海道日本ハムファイターズ（株）設立
2004年	丸和（現日本ハムヘルスクリエイト（株））の株式を取得
2012年	本社（本店）を現在地（大阪市北区）へ移転
2014年	日邦食品（香港）を設立
2014年	NHフーズ・ブラジルを設立
2014年	グループブランド変更
2014年	コーポレートブランドロゴ変更

(当社HPより筆者作成)

2. 事業戦略分析：国内事業の持続的な収益力強化と海外売上の早期拡大の成長戦略

ここからは事業ごとのデータ数値を用いて分析を行う。なお、事業別売上高は消去調整他の値を差し引かず用いている。

(1) 事業別売上高・売上高構成比の推移

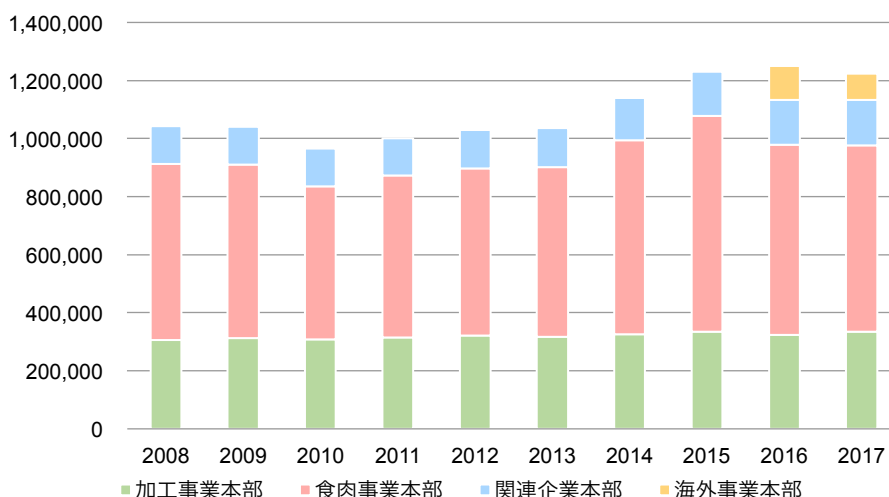
日本ハムの売上高上昇の原因は食肉事業の売上高拡大が一つの要因であると考えられる

当社の売上高は2008年から2010年にかけて減少したものの2014年からは上昇傾向にあり、2015年には120億円を超えた。加工事業と関連企業の売上高は、ほぼ横ばいで推移している一方で、2013年から食肉事業の売上高が拡大していることが主な原因と考えられる。

2016年、2017年においては国内の食肉相場が軟調に転じた事や、物流費の上昇、販売競争の激化により、厳しい経営状況に晒された為、売上は減少している。

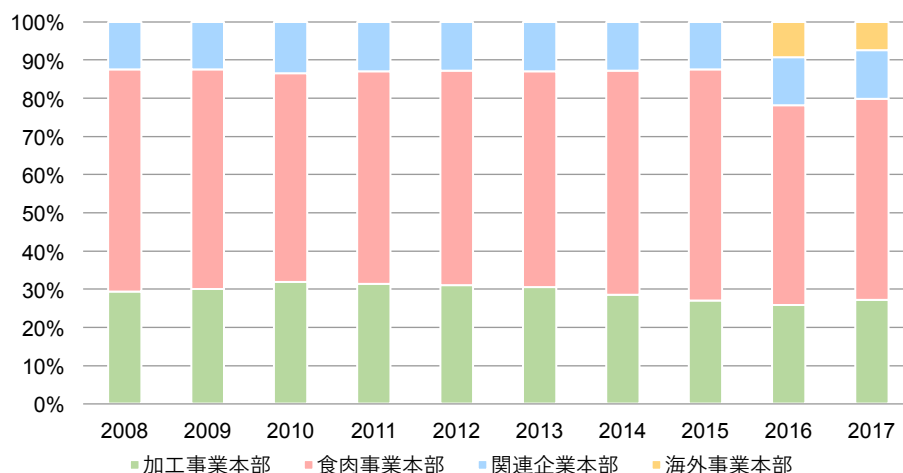
売上高構成比の推移を見ても食肉事業が好調である事が推測される。2013年までは構成比にほぼ変動は見られないが、2014年から徐々に食肉事業本部の割合が大きくなっている。

【図表 2】事業別売上高推移（単位：百万円）



(出所) 日経 Needs FQ より作成

【図表 3】 事業別売上高構成比の推移



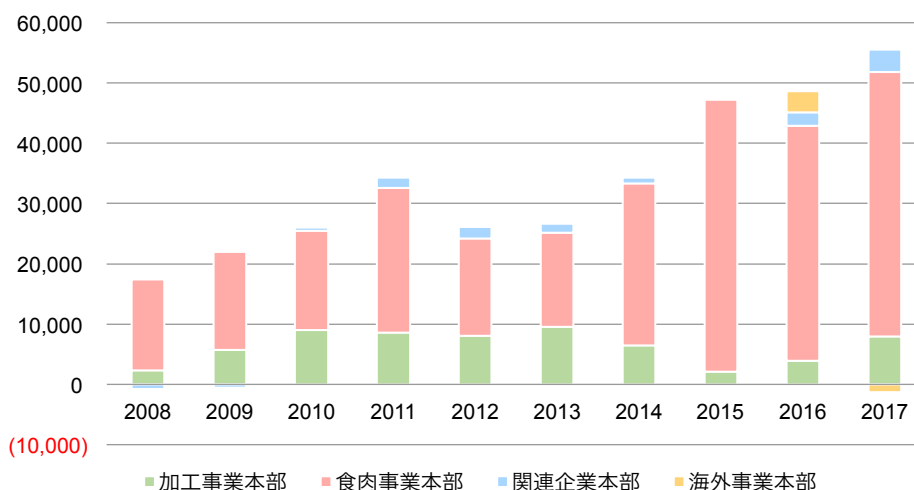
(出所) 日経 Needs FQ より作成

当社の営業利益の大部分が食肉事業本部で占められている

(2) 事業別営業利益の推移

図表 4 より、2008 年～2011 年にかけて拡大していた営業利益は 2012 年に一旦減少するが、その後回復を見せ 2017 年には最も高い水準の営業利益を上げていることが分かる。注目すべきは、加工事業本部は前年同期比 103%の増益であり、関連事業本部は、前年同期比 67.2%の増益となっている。この二つのセグメントの大幅な増益が全体を押し上げている。一方で 2008 年～2014 年にかけて加工事業本部の営業利益率のばらつきが大きく、2015 年は過去 10 年で最も低い収益となっている。これは原料の市場価格の影響を受け、原価が変化するためである。

【図表 4】 事業別営業利益推移 (単位：百万円)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

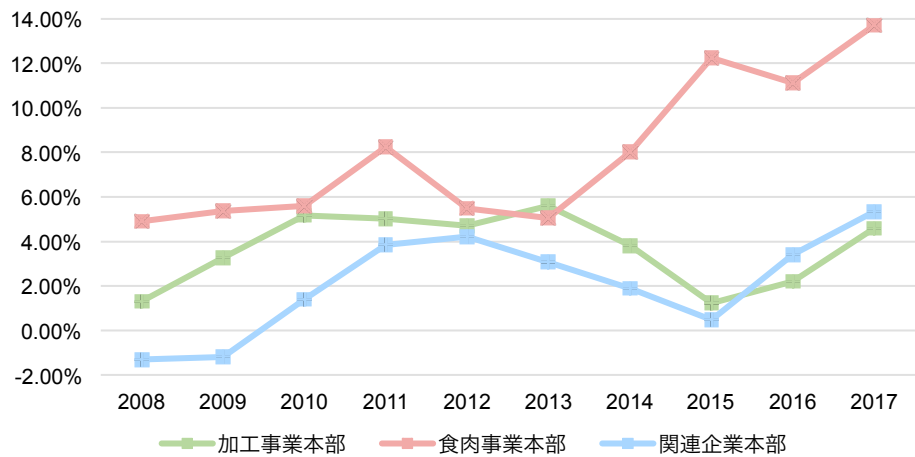
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

(3) 事業別 ROA 分析

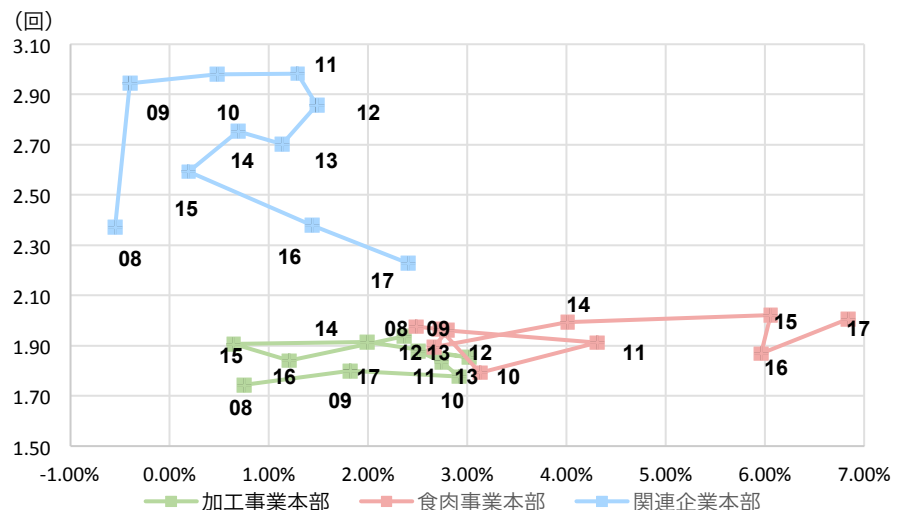
食肉事業本部の ROA 上昇の原因は高い利益率である

図表 5 の事業別 ROA の推移を分析するため、図表 6 では ROA を売上高営業利益率と総資本回転率に分解し、その関係を示した。加工事業本部の回転率は横ばいで推移しているが、利益率の変動が大きいことから、ROA は利益率に大きく影響を受けることが分かる。食肉事業本部は、回転率を 2 回転前後で維持しつつ 2013 年～2017 年にかけて利益率を約 4% 伸ばしている。この利益率の上昇が 2013 年以降の ROA 上昇の要因となっている。関連企業本部は回転率の高い事業であったが、2011 年以降回転率は下がり利益率が上昇している。2016 年以降、関連事業本部の ROA が加工事業本部の ROA よりも高い要因は、利益率の上昇と元々の回転率の高さにある。

【図表 5】 事業別 ROA の推移



【図表 6】 売上高営業利益率と総資本回転率



(図表 5・6 出所) 日経 Needs FQ より作成

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

(4) 加工事業本部：ハム、ソーセージ、加工食品の販売

ブランド力の強化とコスト改善対策により加工事業本部の営業利益は上昇している

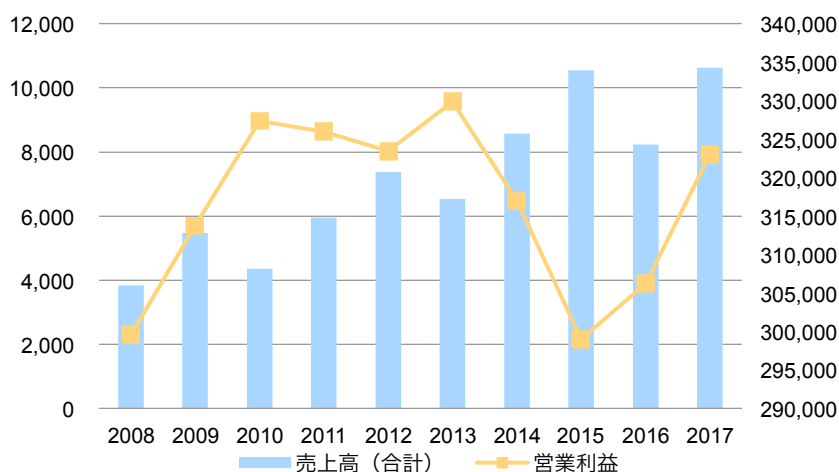
ハム、ソーセージなどの食肉加工品と、調理加工品を取り扱う部門。ハム・ソーセージ部門と加工食品部門の二部門から構成されている。

売上高は2015年3月期に最高を記録し、翌期には低下したものの回復しつつある。その要因として、販促に注力していた「シャウエッセン」が好調に推移したこと、業務用商品がハム・ソーセージ部門では大手外食向けに定番商品が、加工食品部門ではCVSチャネル等で大型商品の導入が決定したことが挙げられる。営業利益については、原材料、資材、原燃料価格の影響を大きく受けてしまうため、変動が大きい。しかし、2017年3月期にはそれらの価格が落ち着いたため、大幅に回復した。また、コンシューマー向け商品の売り上げ回復と高生産ラインの導入、物流コスト、アイテム数の削減といったコスト改善対策も営業利益回復の要因として挙げられる。

➤ 今後の展望

原材料、資材、原燃料価格が落ち着いたこと、コスト改善対策の効果が表れ始めていることから、営業利益は安定することが予想される。また、飲食料品販売額がスーパー、CVSにおいて年々増加してきていることからそれらのチャネルの拡大を図ることで売り上げの上昇が期待できる。また、飲食費の最終消費額に占める加工食品の割合、1世帯当たりの加工食品、調理食品ともに支出額が徐々に増加してきていることから売上高の上昇が期待できる。

【図表7】加工事業本部の売上高と営業利益の推移（単位：百万円）



(出所) 日経 Needs FQ より作成

当社売上高の 52% を食肉事業本部が占める

(5) 食肉事業本部：生産飼育から処理・加工、物流、販売まで一貫して行う

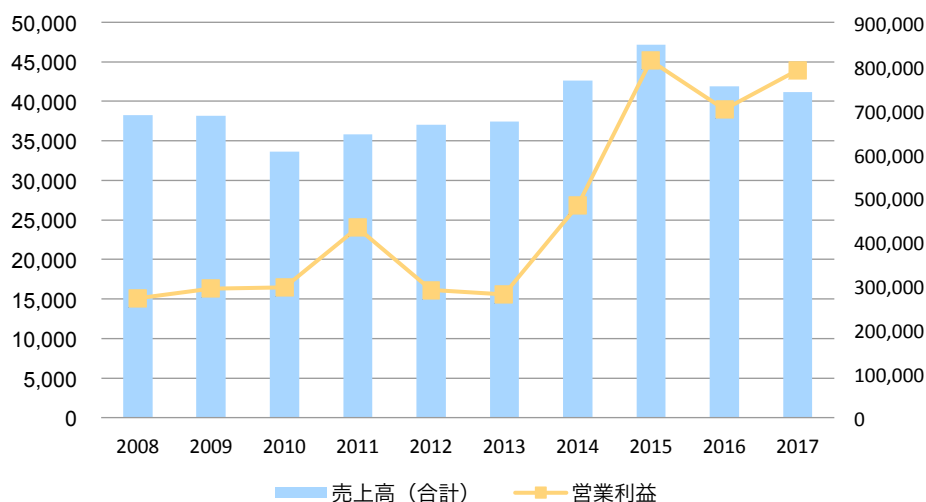
食肉事業本部は、売上構成比 50% を占める当社の花形事業であり、主力商品は「桜姫・麦小町ナイター」や、「桜姫」である。食肉の生産供給を自社で一貫して行うパーティカル・インテグレーションシステムを活かして BtoB、BtoC ともに事業を展開し、シェアを伸ばしている。

食肉事業本部は、ROA が他の事業と比較して最も高い水準で推移しており、特に 2013 年 3 月期以降に大きく上昇し 2017 年 3 月期には過去 10 年で最高の 13.72% を記録している。しかしこの事業は食肉相場や、家畜の病気の蔓延、為替変動による原油価格や飼料価格の高騰など、外部環境に大きく影響を受けるため、先の見通しが立てにくいという課題がある。また、海外拠点においても、その国特有の環境の変化や食肉市場の変動により利益が大きく変動する。このようなリスクの中で、パーティカル・インテグレーションシステムによって外部環境に応じた生産販売調整を行うことで、安定した利益を実現している。今後は、より外部環境の変化に左右されづらいビジネスモデルを構築するため、ブランド力の強化が課題である。

➤ 今後の展望

当社の中期経営計画では国内食肉販売シェア 25% の達成を目標にしている。生産拡大のため自社の食肉生産技術を活かした他社との業務提携やセグメントを超えたグループ間の連携を強化していくであろう。

【図表 8】食肉事業本部の売上高と営業利益の推移（単位：百万円）



(出所) 日経 Needs FQ より作成

(6) 関連企業本部：水産・乳製品事業の展開を行う

「製造・販売・開発」の連携による商品力と調達力の強化で、当社グループの事業領域拡大を目指す

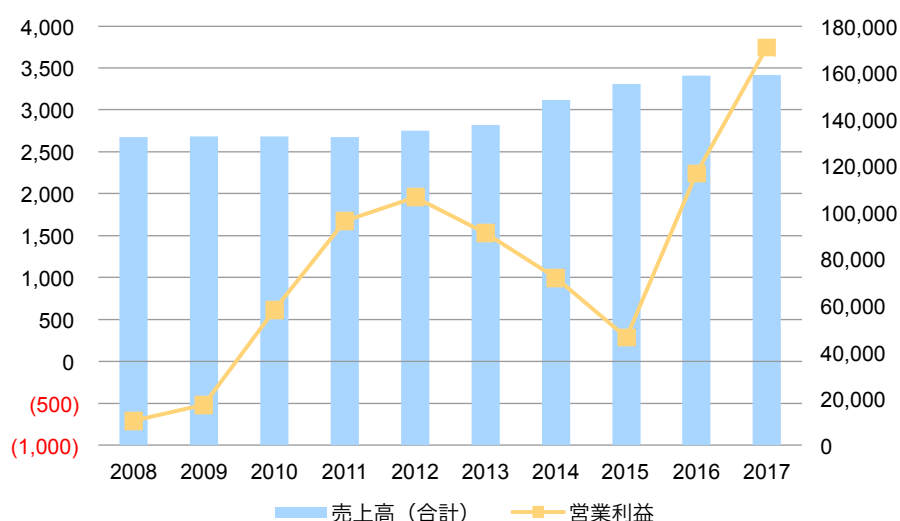
関連事業本部は、主に水産事業と乳製品事業（チーズ、ヨーグルト）を展開しており、マリンフーズ、宝幸、日本ルナの3社を中心に構成されている。多様な商品群が強みであり、日本ルナの主力である「バニラヨーグルト」や、新製品であるヨーグルトとシリアルをセットにした「TOPCUP」シリーズの売上は順調に伸びている。

図表9より、売上高は2011年度から緩やかな上昇である一方で、営業利益は2015年に一度大きく落ち込んだ後、大幅な上昇を遂げている。主な要因としてマリンフーズにおいて収益性の高い自社製造製品の売上高伸長や、TVCMなどによる販売促進の強化が挙げられる。今後もコンシューマー向け商品強化に向けて、積極的な販売促進施策と新商品の開発を行うべきである。

➤ 今後の展望

関連事業本部の注力している取り組みとして二つ挙げられる。一つ目は、より自社製造商品比率を上昇させることによって収益力を向上させることである。二つ目は、グループシナジーを活用することによる販路の拡大である。例えば、マリンフーズの主力販路である回転寿司チャンネルで加工事業本部の商品を販売する事が挙げられる。中期経営計画の中にもグループシナジーの強化が組み込まれており、さらなる拡大が見込まれる。今後は関連事業本部は高い収益力と幅広い事業領域を糧に成長し、売上構成比における割合も高くなると予想される。

【図表9】 関連企業本部の売上高と営業利益の推移（単位：百万円）



(出所) 日経 Needs FQ より作成

(7) 海外事業本部：日本向けの輸出・現地内販売および第三国への販売を行う

国や地域の特性に合わせた地域密着型の事業を展開し、現地販売力の強化を図る。

2016年4月から新たに設立された、海外19の国と地域に展開するグループ会社の事業を統括する部門である。従来各事業本部に属した海外事業と海外関係会社を単一の事業本部にすることで、海外事業を「見える化」し、海外での事業拡大を目的としている。

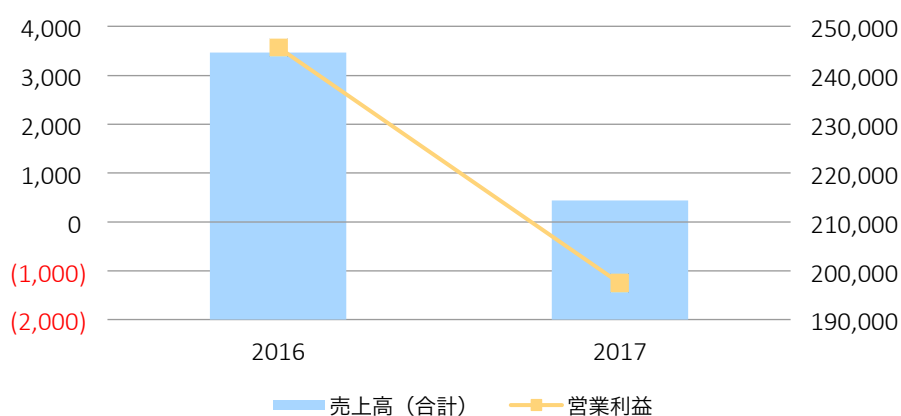
図表10より、2017年は売上高、営業利益共に減収、減益となっている。主な原因として、豪州における気候変動により牛生体仕入れ価格の上昇が挙げられる。

➤ 今後の展望

不採算事業の整理と成長分野への投資を行う戦略により、2017年度はアメリカの養豚子会社などの売却と、ウルグアイの牛肉処理・販売大手BPU社の買収を行った。今後は各国のグループ会社で培ったノウハウを共有し、国や地域の特性に合わせた地域密着型の事業を展開する「スモールニッポンハム」を創出し現地販売強化につなげていく。

豪州では、原料相場の影響を受けにくいブランド牛の販売の比率を高めることで事業の安定化を図っていく。東南アジアでは食肉のインテグレーションシステム、加工事業、販売を強化し、北米では冷凍食品の需要拡大に対応し、工場を新設し、生産・販売体制を拡充していく。欧州では加工食品に健康志向を加味した商品の製造・販売を展開する。

【図表10】日本ハム海外事業本部の売上高と営業利益の推移（単位：百万円）

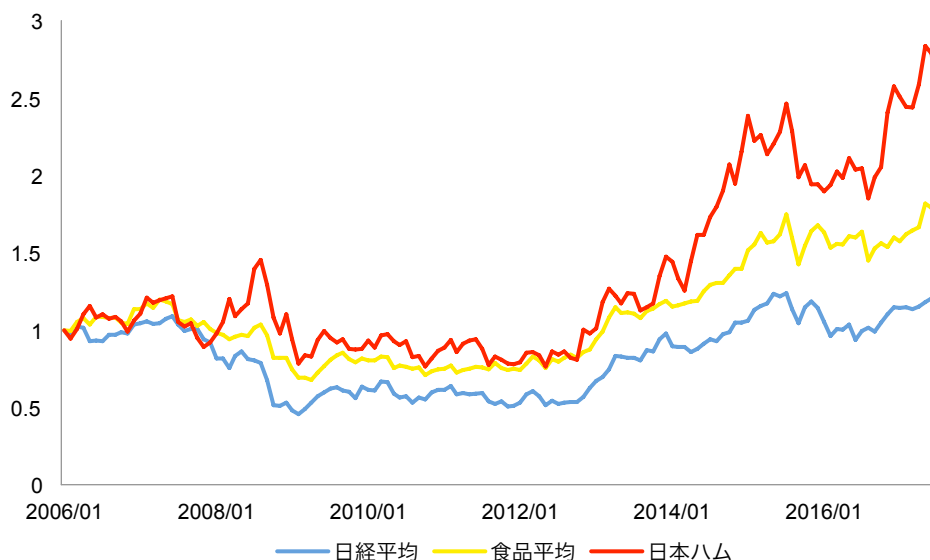


(出所) 日経 Needs FQ より作成

3. マルチプル分析：株価は順調に上昇するも、企業価値は割安に評価

(1) 日経平均との株価推移

【図表 11】日本ハム、日経平均、食品業界の株価推移（単位：倍）



(出所) 日経 Needs FQ より作成

2014年以降株価は上昇し、日経平均と食品平均を大幅に上回る。

図表 1 は 2006 年 6 月末の株価を 1 とした時の当社株価と日経平均株価、食品業界の平均株価を 2017 年 6 月までの変動をグラフ化したものである。当社の株価は日経平均とおおむね相関しており、市場との感応度を示すベータ値は 0.53 となっている。2011 年以降の当期純利益の拡大を市場が評価した事によって、当社の株価は日経平均や食品平均より大きく上回る伸び率を記録した。

(2) PER の同業他社比較

$$\text{PER(倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり当期純利益}}$$

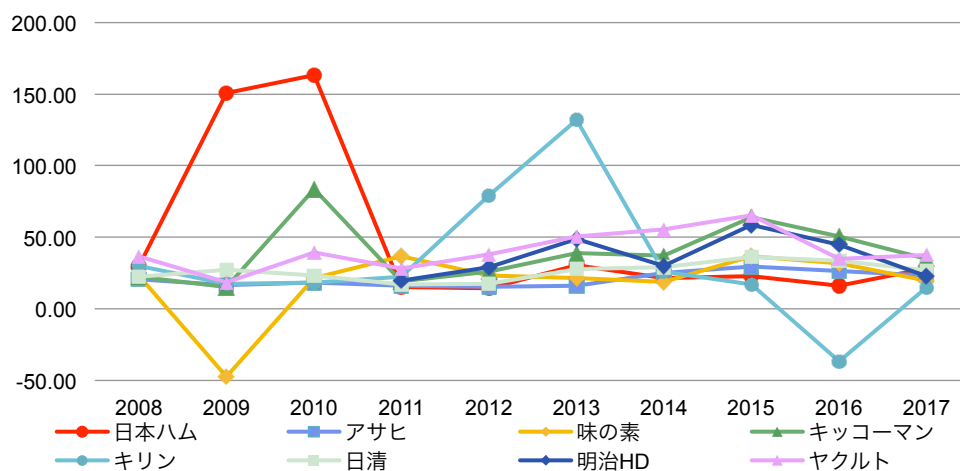
当初は低い水準で推移していたが近年は上昇している。

図表 12 より当社の PER は 2009 年、2010 年に異常値を記録しており株価は割高評価を受けている。異常値が計測された要因として一株当たり当期純利益が大幅に減少したことが挙げられる。この 2 年を除けば、PER は同業他社とほぼ同じ水準で推移している。

【図表 12】 PER の同業他社比較

PER	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
日本ハム	29.53	150.58	163.10	15.24	14.35	30.40	21.33	23.03	16.29	28.00
アサヒ	20.43	16.61	18.39	15.97	15.40	16.12	25.07	29.34	26.58	23.35
味の素	23.39	-47.57	21.32	36.46	23.18	21.52	18.73	36.60	31.88	19.75
キッコーマン	22.49	15.11	83.82	19.17	25.91	38.81	37.20	63.91	50.61	35.04
キリン	30.19	17.35	18.29	22.35	79.27	131.85	25.98	16.87	-36.72	14.71
日清	22.58	27.20	23.25	16.80	17.52	27.78	29.00	36.03	33.58	26.96
明治HD				19.51	28.89	48.97	29.86	58.68	44.73	22.62
ヤクルト本社	36.71	18.50	39.18	28.23	38.01	50.36	55.63	65.31	35.00	37.69

【図表 13】 PER の同業他社の比較 (単位: 倍)



(図表 12・13 出所) 日経 Need FQ より作成

(3) PBR の同業他社比較

$$\text{PBR(倍)} = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり純資産}}$$

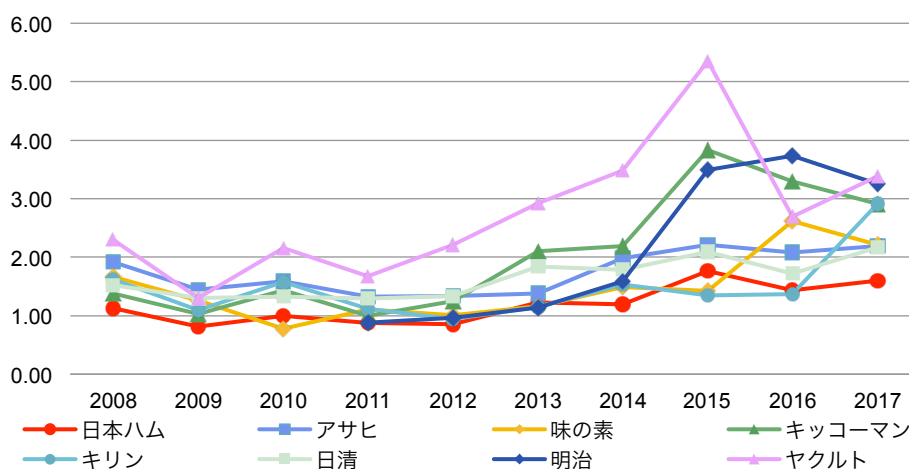
当社 PBR は低い水準から上昇傾向に移行しつつある

図表 14 より当社の PBR は同業他社に比べて低い水準で推移している。2009 年からの株価の下落を受け PBR は 2011 年と 2012 年に 1 倍割れしている。その後一株当たり純資産が増加したものの、それを上回って株価が伸びたため当社の PBR は上昇傾向にある。

【図表 14】 PBR の同業他社比較

PBR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
日本ハム	1.13	0.81	1.00	0.88	0.85	1.22	1.20	1.76	1.43	1.60
アサヒ	1.92	1.45	1.59	1.33	1.33	1.38	1.98	2.21	2.09	2.19
味の素	1.67	1.25	0.77	1.11	1.01	1.16	1.48	1.43	2.61	2.21
キッコーマン	1.38	1.03	1.44	1.00	1.25	2.10	2.20	3.84	3.29	2.92
キリン	1.63	1.10	1.58	1.12	0.94	1.14	1.54	1.34	1.37	2.91
日清	1.52	1.31	1.32	1.29	1.34	1.84	1.78	2.09	1.72	2.16
明治				0.88	0.96	1.14	1.59	3.49	3.73	3.26
ヤクルト	2.30	1.30	2.16	1.67	2.22	2.93	3.48	5.36	2.70	3.38

【図表 15】 PBR の同業他社の比較 (単位: 倍)



(図表 14・15 出所) 日経 Needs FQ より作成

(4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較

$$\text{EV/EBITDA 倍率} = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債} - \text{保有現預金}}{\text{営業利益} + \text{減価償却費}}$$

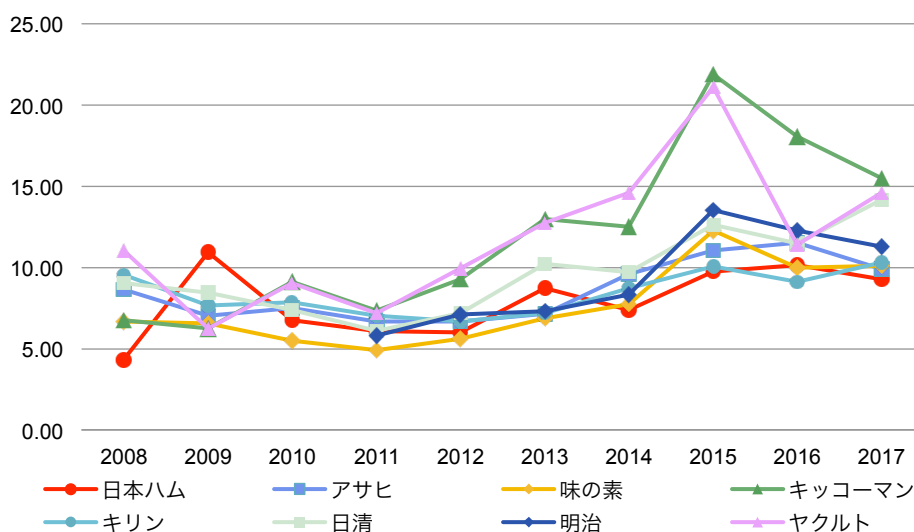
株価上昇に伴う時価総額の上昇により近年は上昇傾向にある。

図表 17 によると当社の EV/EBITDA 倍率は同業他社の中で低い水準で推移している。特に 2008 年、2009 年から 2012 年までは、営業利益と保有現預金の拡大を受け減少し続けた。しかし、その後増益が市場に評価され、当社の時価総額上昇に伴い EV/EBITDA 倍率も上昇傾向にある。

【図表 16】 EV/EBITDA 倍率の同業他社比較

EV/EBITDA	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
日本ハム	4.33	10.93	6.74	6.08	5.99	8.72	7.39	9.75	10.14	9.28
アサヒ	8.65	7.04	7.52	6.66	6.67	7.16	9.60	11.06	11.54	9.91
味の素	6.69	6.56	5.51	4.91	5.61	6.86	7.74	12.26	9.98	10.12
キッコーマン	6.74	6.25	9.11	7.35	9.29	13.00	12.52	21.88	18.07	15.49
キリン	9.55	7.67	7.86	7.03	6.69	7.20	8.73	10.08	9.14	10.30
日清	9.04	8.43	7.37	6.10	7.21	10.24	9.71	12.63	11.50	14.15
明治				5.81	7.11	7.30	8.35	13.52	12.29	11.29
ヤクルト	11.06	6.24	9.06	7.20	9.96	12.74	14.61	21.09	11.39	14.58

【図表 17】 EV/EBITDA 倍率の同業他社比較 (単位：倍)



(図表 16・17 出所) 日経 Need FQ より作成

4. 財務分析：増益を反映し ROE と ROA はともに上昇基調にある

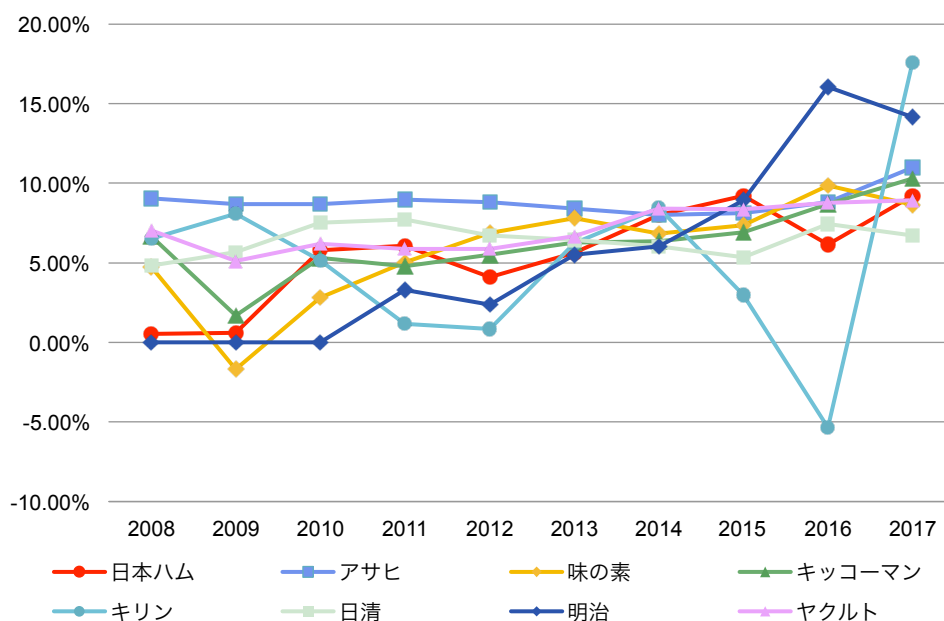
(1) ROE の同業他社比較

$$\text{ROE}(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \times 100$$

2012年3月期から上昇を続け、2015年3月期では競合他社の中で最高水準記録する

当社の ROE は 2009 年 3 月期から 2015 年 3 月期において大きく変動している。2009 年 3 月期までは、競合他社と比べて低い数値を記録していたが、2010 年 3 月期以降は 4%以上の水準を維持している。特に 2012 年 3 月期からは 4 期連続で上昇を続け、2015 年 3 月期には競合他社の中でも最高水準を記録。さらに 2017 年 3 月期には、新中期経営計画パート V の目標値である 8.0%を上回る 9.2%となっている。

【図表 18】 ROE の同業他社比較



(出所) 日経 Needs FQ より作成

(2) ROE の分解

$$\text{ROE}(\%) = \text{売上高当期純利益率} \times \text{使用総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

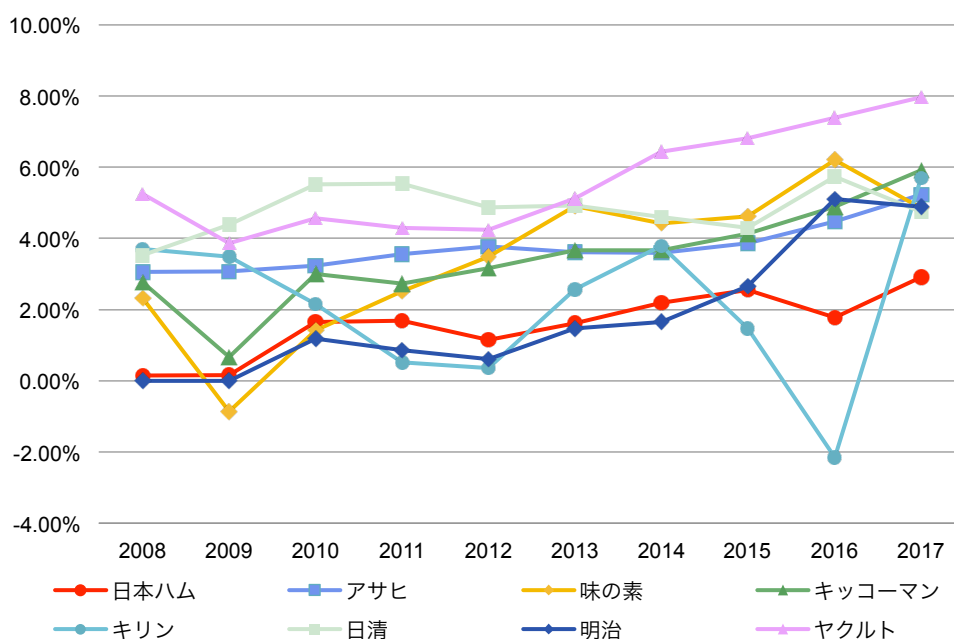
$$= \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}} \times \frac{\text{使用総資本}}{\text{自己資本}}$$

➤ 売上高当期純利益率

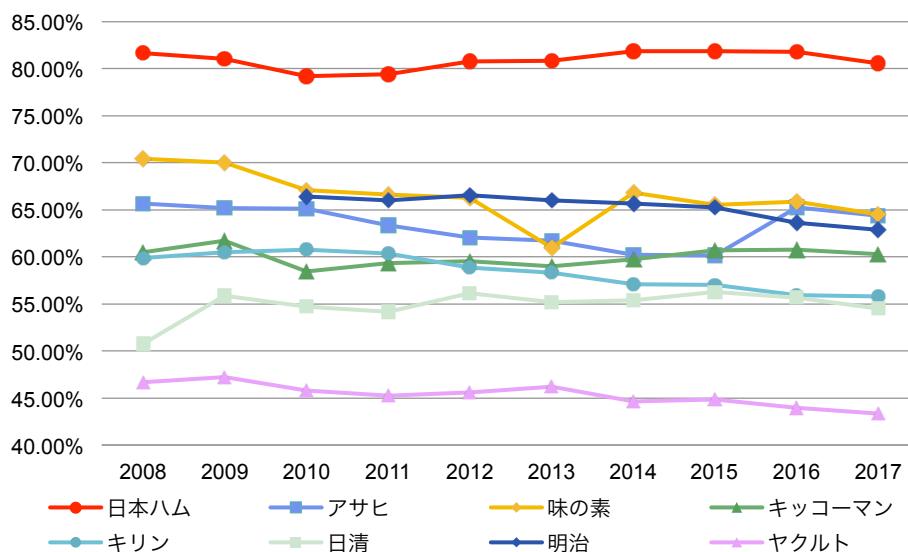
当社の売上高当期純利益は上昇基調にあるが、未だ低水準で推移

図表 19 より、2009 年 3 月期までは最高でも約 1% とかなり低水準であったが、2010 年 3 月期以降当期純利益の上昇により改善し 1% 以上を維持している。特に 2012 年 3 月期以降 4 期連続で上昇。しかし競合他社と比較して依然として低水準で推移している。図表 20 より、売上原価率が競合他社と比較して最も高くなっていることが原因であると考えられる。当社は新中期経営計画パート V において ROE8% を目標にしているため、現在の水準を維持する必要がある。

【図表 19】 売上高当期純利益率の同業他社比較



【図表 20】 売上原価率の同業他社比較



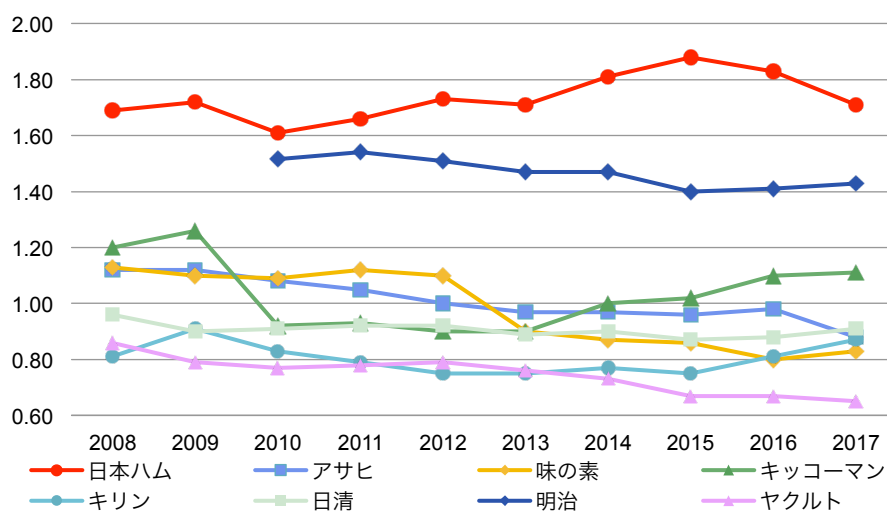
(図表 19・20 出所) 日経 Needs FQ より作成

当社の使用総資本回転率は高水準で推移

➤ 使用総資本回転率

図表 21 より使用総資本回転率は 1.6 回以上の高水準で推移しているが、2015 年以降は利益率の上昇に伴い低下している。競合他社に比べ使用総資本回転率が高い理由としては、総資産額が相対的に小さいことが挙げられる。この相対的に小さい総資産額で大きな売上高を生み出していることが ROE 上昇の要因となっていることが分かる。

【図表 21】 使用総資本回転率の同業他社比較 (単位: 回)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

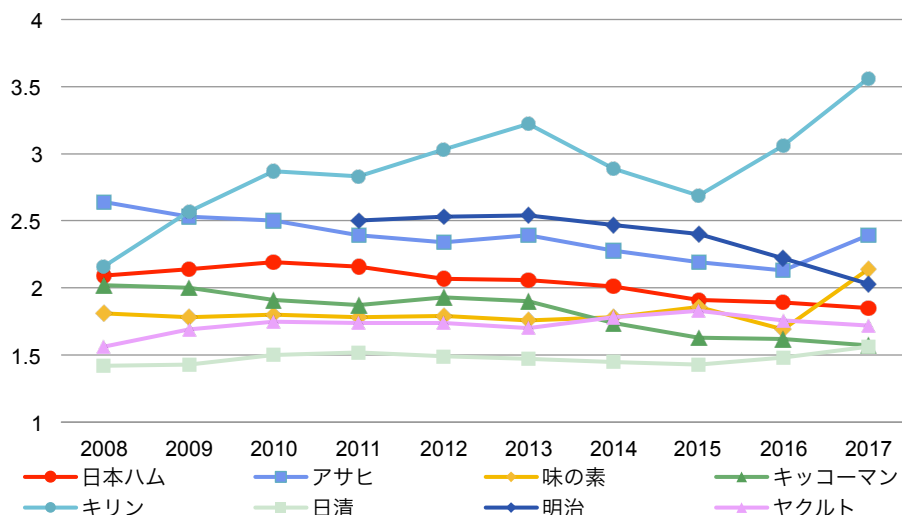
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

当社の財務レバレッジは2010年3月期より下降傾向

➤ 財務レバレッジ

財務レバレッジは競合他社の中でも平均的な水準で推移している。2010年3月期以降は当社の最適資本構成を目指した中期経営計画パート4に従い、財務レバレッジは下降傾向にある。

【図表 22】財務レバレッジの同業他社比較 (単位：倍)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

当社は、負債を増やすことで ROE をさらに上昇させることができる

➤ ROE と ROA の関係性

ROE を ROA、有利子負債利率を中心に分解してみると、以下の式になる。

$$ROE = \{ROA + (ROA - \text{有利子負債利率}) \times \text{負債合計} / \text{自己資本}\} \times (1 - \text{税率})$$

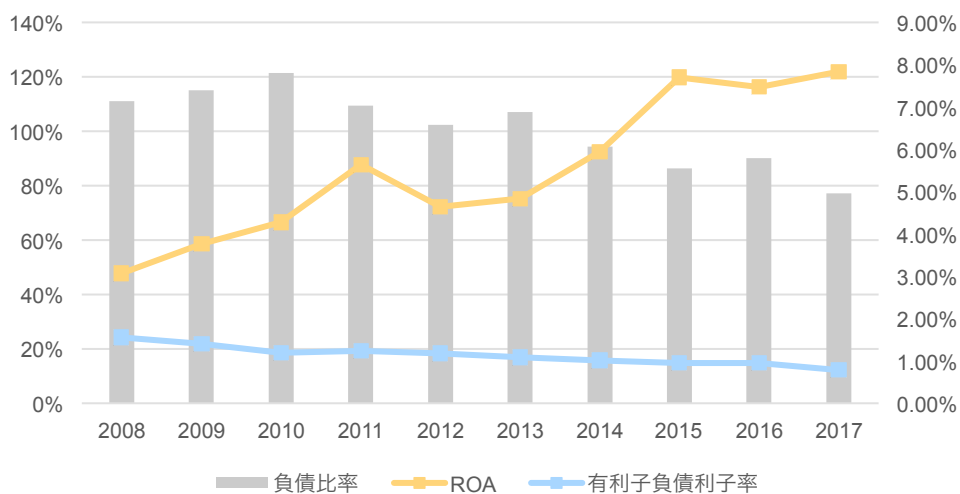
上記の式は、ROE と ROA の関係を表しており、ROE を向上させるための下記のことを示唆している。

- ① ROA > 有利子負債利率 のとき、レバレッジを上げる
- ② ROA < 有利子負債利率 のとき、レバレッジを下げる

このことより、財務レバレッジの値が妥当かどうかを日本ハムにおける ROA、有利子負債利率、レバレッジの関係からみていく。図は 2008 年から 2017 年における三項目の比較をしたものである。2008 年から常に日本ハムの ROA は有利子負債利率を上回っているのが読み取れる。2011 年以降有利子負債利率は低下しているが、レバレッジをみると 2010 年以降低下し続けている。8 社のなかでもレバレッジは最も低い水準で移行しており、負債を増やすことで ROE のさらなる上昇を見込める。

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

【図 23】 負債比率・有利子負債比率・ROA の推移



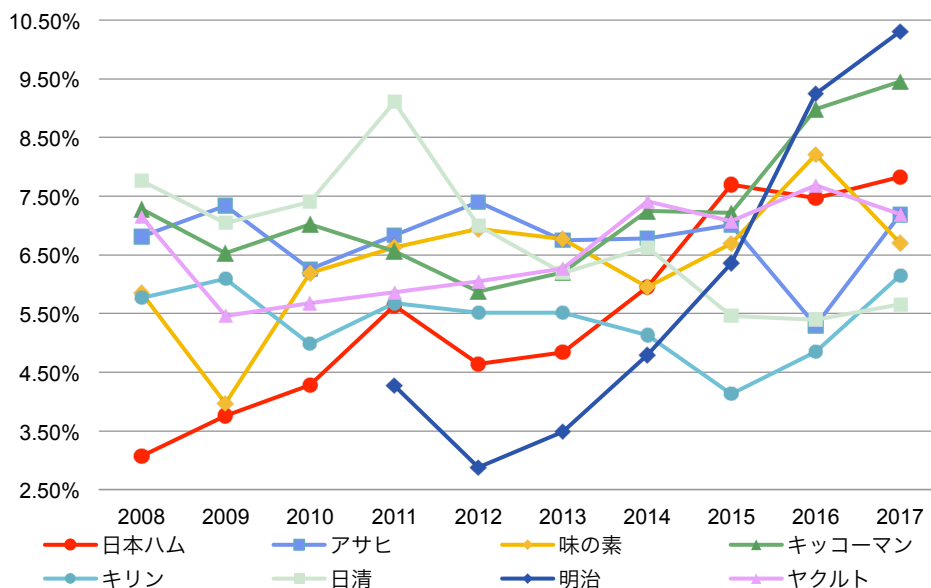
(出所) 日経 Needs FQ より作成

(3) ROA の同業他社比較

当社の ROA は、2012 年 3 月期から上昇傾向にあり、2015 年 3 月期では競合他社で最高水準になる

ROA に関しては、日本ハムは 2012 年に一度低下したものの、その後回復し、2013 年から大幅に増加傾向である。上がり幅の最も高い 2010 年から 2011 年は前年度比約 32% の増加で、2008 年から 2017 年では約 155% の増加である。これは明治について二番目に高い成長率である。

【図表 24】 8 社 ROA の推移



(出所) 日経 Needs FQ より作成

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

(1) ROA の分解

次に売上高営業利益率と総資本回転率 ROA を売上高営業利益率と総資本回転率に分解する。

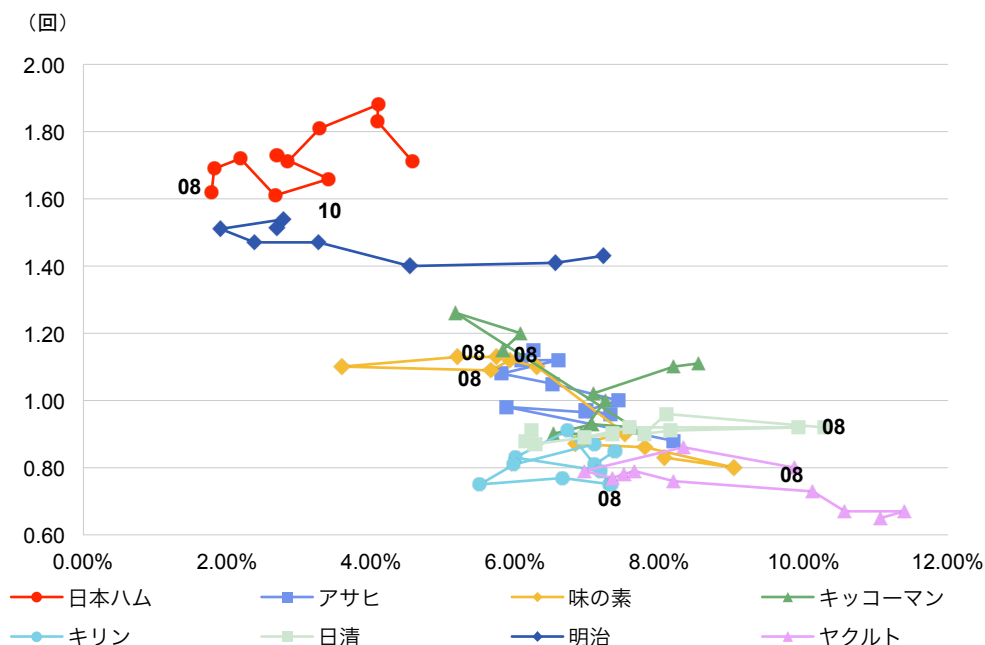
$$ROA = \text{使用総資本回転率} \times \text{売上高事業利益率}$$

$$= \frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}} \times \frac{(\text{営業利益} + \text{受取利息})}{\text{売上高}}$$

当社の使用総資本回転率回転率は競合他社の中で最高水準を推移している

2008年から2015年にかけて、2012年を除けば営業利益率は上昇し続けている。2013年以降は回転率にも上昇がみられ、2015年は回転率、営業利益率ともに9年間で最高の記録になっている。8社を比較すると、日本ハムは回転率が最も高く、効率よく資産を使っている。一方で利益率は8社のなかでも低い、これは原価や販管費が利益を圧迫していることが原因だと言える。

【図表 25】 使用総資本回転率と事業利益率 (単位: 回)



(出所) 日経 Needs FQ より作成

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

6. バリュエーション：市場は当社を割安に評価している

本章では当社の理論株価を算出する。それにあたり、過去5年の財務データを用いた業績予想を行い、その後予想フリーキャッシュフロー、加重平均資本コストを求め、これをもとに企業価値を算出する。そして、企業価値から負債を引いた株主価値を発行済株式数で割り引くことで理論株価を算出する。

(1) 業績予想

➤ 売上高予想

加工事業本部、食肉事業本部、関連企業本部の売上高予想は2013年から2017年の過去5年の外部顧客に対する売上高を元に、各セグメントの売上高成長率を算出し、加工事業本部は1%、食肉事業本部は2%。関連企業本部3%、海外事業本部3%となった。

【図表 26】 売上高予想(単位：百万円)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
加工事業本部	324,302	334,249	337,591	340,967	344,377	347,821	351,299
食肉事業本部	654,151	642,118	654,960	668,060	681,421	695,049	708,950
関連企業本部	155,772	155,930	160,608	165,426	170,389	175,501	180,766
海外事業本部	116,250	91,566	94,313	97,142	100,057	103,058	106,150

(出所) 日経 Needs FQ より作成

➤ 営業利益予想

予想売上高に予想営業利益率をかけて予想営業利益を算出する。当社は外部環境により営業利益率に大きな変動が見られるが、生産から販売までを一貫して行うビジネスモデルの強化により当社グループ内での外部環境のリスクヘッジが可能になると考えられ、今後は営業利益の安定化が進むと予想した。そのため、2018年以降も2017年の営業利益率を維持出来ると考え、加工事業本部2.5%、食品事業本部7%、関連事業本部2.5%としている。海外事業本部に関しては、2017年営業利益が赤字のため2016年の営業利益率を用い、3%としている。

【図表 27】 営業利益予想(単位：百万円)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
加工事業本部	3,898	7,911	8,440	8,524	8,609	8,696	8,782
食肉事業本部	38,969	43,898	45,847	46,764	47,699	48,653	49,627
関連企業本部	2,241	3,746	4,015	4,136	4,260	4,388	4,519
海外事業本部	3,565	-1,251	2,892	2,979	3,068	3,160	3,255

(出所) 日経 Needs FQ より作成

➤ 設備投資額推移予想

2018年の予想設備投資額は、2017年のアニュアルレポートに記載されていた、2018年度設備投資予定額の64,400百万円を使用している。

2019年以降の4年間は39,879百万円で一定としている。当社の設備投資額の変動は大きいため、5年間の平均した数字を使用する。当社は今後も成長投資をする方針を示しており、2019年以降を予想するにあたり2013年から2017年の設備投資額5年平均の32,980百万円では低いと考え、2018年の高い設備投資予定額を含む2014年から2018年の5年平均を使用し設備投資額の予想を行った。

【図表 28】 設備投資額推移予想(単位：百万円)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
設備投資額(▲)	37,604	40,183	64,400	39,879	39,879	39,879	39,879

(出所) 日経 Needs FQ より作成

➤ 減価償却費予想

2018年の予想減価償却費は、2017年のアニュアルレポートに記載されていた2018年の設備投資額64,400百万円を参考に2017年から2018年(計画)にかけての設備投資増加率と同じ6%を2017年の減価償却費から増加させた。

2019年以降の4年間は、減価償却費を大きく変化させないと考え、2018年の計画値を含む過去5年の平均減価償却費を用いた。

【図表 29】 減価償却費予想(単位：百万円)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
減価償却費	19,926	20,287	32,513	22,242	22,242	22,242	22,242

(出所) 日経 Needs FQ より作成

➤ 運転資本増減額推移予想

運転資本増減額は、2013年～2017年で増減はあるものの今後も現在の水準から大幅な変動は無いと考えられる。そのため2013年～2017年の過去5年平均である4,704百万円と予想する。

【図表 30】 運転資本増減額推移予想(単位：百万円)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
運転資本増減額	-5,432	-8,214	4,704	4,704	4,704	4,704	4,704

(出所) 日経 Needs FQ より作成

➤ 予想フリーキャッシュフローの算出

$$\text{FCF} = \text{税引後営業利益 (税率 31\%)} + \text{減価償却費} \\ - \text{設備投資額} - \text{運転資本増減額}$$

【図表 31】 予想フリーキャッシュフロー(単位：百万円)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
税引後営業利益 (税率31%)	33,584	37,470	42,224	43,058	43,910	44,779	45,667
減価償却費	19,926	20,287	32,513	22,242	22,242	22,242	22,242
設備投資額(▲)	37,604	40,183	64,400	39,879	39,879	39,879	39,879
運転資本増減額	-5,432	-8,214	4,704	4,704	4,704	4,704	4,704
FCF	21,338	25,788	5,633	20,717	21,568	22,438	23,325

(出所) 日経 Needs FQ より作成

(2) 企業価値算出

➤ 加重平均資本コスト(WACC)の算出

当社の加重平均資本コストは 2.4%と算出される。算出にあたっては以下の公式を用いた。株主資本コスト(r_e)は、2016年1月から2017年1月における週次株価収益率から算出した β 値 0.489、リスクフリーレート(r_f) 0.25%(10年物国債金利過去5年平均)、リスクプレミアム(rm)6%を用いた。また、負債の資本コスト(r_d)は、2017年3月期の有利子負債利率 0.78%を用いた。法人税率は2017年有価証券報告書に従い 31%とした。負債合計と純資産合計は2017年3月期と同様の比率で推移すると予想し、それぞれ 311,920百万円、408,356百万円を用いた。

$$\text{加重平均資本コスト(WACC)} = \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d \times (1 - t) \\ = 2.4\%$$

D:有利子負債合計 E:資本合計 t:法人税率

➤ 企業価値の算出

当社の企業価値は DCF 法を用いて 1,051,983 百万円と算出した。予測した 5 年分のフリーキャッシュフローと継続価値(TV)を加重平均資本コストで割り引くことで企業価値を導いた。なお、継続価値の算出において、永久成長率は 0%、6 年目以降も加重平均資本コストは変動しないと仮定した。

$$\text{企業価値} = \sum_{n=1}^5 \left\{ \frac{\text{FCF}_n}{(1+WACC)^n} \right\} + \frac{\text{TV}}{(1+WACC)^5} \\ = 1,051,983 \text{ (百万円)}$$

➤ **理論株価の算出**

算出した企業価値から負債合計 138,284 百万円を除き、それを発行済株式数 213,708,115 株で割り引くことで当社の理論株価を導いた。これにより理論株価は 4275.45 円と算出され、現在の市場価格 2,809 円 (2017 年 11 月 10 日時点) は割安であると判断できる。

$$\begin{aligned}\text{理論株価} &= \frac{1,051,983 - 138,284(\text{百万円})}{213,708,115} \\ &= 4275.45 \text{ 円}\end{aligned}$$

(3) **考察**

➤ **当分析チームの考察**

当分析チームは当社を割高に評価した。その理由として、世界の牛肉消費は今後 10 年で 15% 拡大すると考えられ、当社にとって追い風となっている。それにあたり海外の食肉企業の買収など海外売上高拡大にむけてより力を入れ始めており、今後も売上拡大が望めると考えられるためである。また国内においては、当グループ内の連携を強化し事業部間でのリスクヘッジを行い、当社最大の課題である外部環境の影響による営業利益率の増減を安定させていくと考えられる。

➤ **理論株価と現実の乖離要因**

理論株価が 4,275 円に対して、現在の市場価格が 2,809 円と割安に評価されている要因は、当社の業績予想の難しさによって投資家が当社に対するリスクを大きく見積もることにある。その理由として、事業リスクの複雑さとビジネスモデルの不明瞭さが挙げられる。

事業リスクに関しては、食肉、飼料、燃料などのコストが相場によって変動しコストが安定せず、利益の見通しを立てることが難しい。そのため、予想には専門的な知識が投資家にも必要とされる。また、比較対象が企業規模、商品市場で異なるため、分析と業績予想、将来予想を行う上で観察する対象が非常に多くなり、難しいこともあげられる。

ビジネスモデル自体の不明瞭さに関しては、特にパーティカル・インテグレーションシステムがどのように機能し、どのような結果が現れるかというストーリーが想像できない点や、海外事業本部がどういった戦略で売上を拡大していくのかの具体的な言及がなされていない点がビジネスモデルの不明瞭さを招いている。

【図表 32】 連結貸借対象表 (単位: 百万円)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
現金・預金	60,538	46,246	102,993	68,600	71,246	68,228	85,455	68,918	77,675	101,255
受取手形・売掛金	110,084	102,791	100,366	104,501	119,959	123,972	118,141	127,273	128,285	128,579
有価証券	388	10,051	261	20,197	5,199	10,200	190	190	0	0
棚卸資産	112,218	115,765	100,545	107,599	112,516	113,187	122,115	143,107	133,518	132,697
繰延税金資産	8,566	6,410	6,877	7,150	6,087	6,637	5,863	6,295	6,041	6,650
その他流動資産	13,389	10,280	7,862	8,859	8,502	10,837	8,338	9,139	19,036	10,590
貸倒引当金 (▲)	-457	-674	-638	-625	-518	-399	-266	-289	-382	-373
流動資産	304,726	290,969	319,329	317,363	324,468	334,917	340,791	356,454	364,173	379,398
有形固定資産	246,874	232,862	227,081	219,324	213,663	224,785	236,669	252,537	264,014	283,364
無形固定資産	7,251	11,729	12,224	10,244	8,737	7,375	5,402	4,339	4,832	4,715
投資・その他の資産合計	49,958	48,124	45,567	43,757	42,257	43,216	44,358	48,237	49,836	52,799
固定資産	304,083	292,715	284,872	273,325	264,657	275,376	286,429	305,113	318,682	340,878
資産合計	608,809	583,684	604,201	590,688	589,125	610,293	627,220	661,567	682,855	720,276
支払手形・買掛金	87,296	85,377	84,124	90,317	96,822	102,148	97,353	94,212	94,276	101,857
短期借入金・社債合計	74,967	63,398	90,815	67,251	67,096	83,373	54,561	52,637	52,824	61,626
未払金・未払費用	15,460	15,512	17,311	19,530	19,006	19,635	20,567	22,193	21,611	22,357
未払法人税等	1,983	2,274	6,657	8,885	4,371	6,066	4,419	7,729	7,122	8,920
デリバティブ債務	0	0	532	905	112	887	221	520	0	0
繰延税金負債	579	646	1,094	689	2,038	728	802	1,187	1,584	1,402
その他流動負債	11,242	10,913	12,927	10,219	14,226	15,824	18,013	25,149	23,503	21,591
流動負債	191,527	178,120	213,460	197,796	203,671	228,661	195,936	203,627	200,920	217,753
長期借入金・社債	110,940	105,552	96,770	88,012	72,091	66,448	90,402	84,169	101,759	76,658
引当金合計	14,299	23,259	16,128	17,581	17,170	15,005	12,584	12,075	14,426	13,268
繰延税金負債	2,471	2,492	2,465	2,589	2,616	2,525	2,449	2,467	2,632	2,561
デリバティブ債務	0	0	147	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	0	1,885	1,269	1,506	1,309	1,570	1,874	2,805	1,758	1,680
固定負債／非流動負債	127,710	133,188	116,779	109,688	93,186	85,548	107,309	101,516	120,575	94,167
負債合計	319,237	311,308	330,239	307,484	296,857	314,209	303,245	305,143	321,495	311,920
非支配株主持分	2,115	1,937	2,054	2,137	2,248	2,670	2,991	2,760	5,007	4,230
自己資本	287,457	270,439	271,908	281,067	290,020	293,414	320,984	353,664	356,353	404,126
純資産合計／資本合計	289,572	272,376	273,962	283,204	292,268	296,084	323,975	356,424	361,360	408,356

(出所) 日経 Need FQ より作成

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

【図表 33】 連結損益計算書 (単位: 百万円)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
売上高・営業収益	1,029,694	1,028,449	953,616	989,308	1,017,784	1,022,839	1,122,097	1,212,802	1,229,324	1,202,293
営業費用	1,011,925	1,007,032	928,761	956,133	991,271	994,818	1,086,397	1,164,358	1,180,117	1,148,491
売上原価・営業原価	840,512	833,564	754,992	785,878	822,222	827,058	918,304	993,023	1,005,646	968,995
売上総利益	189,182	194,885	198,624	203,430	195,562	195,781	203,793	219,779	223,678	233,298
販売費及び一般管理費	171,413	173,468	173,769	170,255	169,049	167,760	168,093	171,335	174,471	179,496
営業利益	17,769	21,417	24,855	33,175	26,513	28,021	35,700	48,444	49,207	53,802
営業外収益	1,008	1,299	4,694	1,030	4,866	3,345	3,369	1,774	1,050	1,772
受取利息・配当金	963	1,030	540	548	848	988	1,095	1,151	1,031	1,162
その他資産処分益・評価益	-	-	-	152	12	-	1,211	-	-	-
為替差益	-	-	4,095	-	-	841	1,063	-	-	106
その他営業外収益	45	269	59	330	4,006	1,516	-	623	19	504
営業外費用	11,008	16,429	5,525	4,682	4,613	3,335	3,766	5,674	14,948	6,462
支払利息・割引料	2,771	2,506	2,125	2,125	1,727	1,582	1,502	1,347	1,384	1,140
有価証券評価損	930	587	1,887	905	255	63	-	-	-	-
その他資産処分損・評価損	479	-	311	-	-	682	-	1,328	-	-
為替差損	2,289	8,339	-	106	279	-	-	88	1,706	-
その他営業外費用	4,539	4,997	1,202	1,546	2,352	1,008	2,264	2,911	11,858	5,322
経常利益	7,769	6,287	24,024	29,523	26,766	28,031	35,303	44,544	35,309	49,112
法人税等	3,893	4,651	8,370	12,821	15,460	11,359	11,038	13,513	13,117	14,530
法人税・住民税及び事業税合計	3,392	2,746	9,066	12,889	11,781	14,275	9,944	12,959	12,905	15,787
法人税等調整額	501	1,905	-696	-68	3,679	-2,916	1,094	554	212	-1,257
当期純利益 (連結)	-	-	-	16,925	11,801	16,710	24,704	31,164	18,755	35,055
非支配株主に帰属する当期純利益	-	92	182	194	146	251	180	116	-3,024	51
持分法投資損益 (米国会計基準)	-10	-440	249	223	495	38	439	133	-207	485
その他の当期利益影響額	-2,311	553	-	-	-	-	-	-	-3,230	-12
親会社株主に帰属する当期純利益	1,555	1,657	15,721	16,731	11,655	16,459	24,524	31,048	21,779	35,004

(出所) 日経 Need FQ より作成

【図表 34】 キャッシュフロー計算書 (単位: 百万円)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
税金等調整前当期純利益	1,555	1,657	15,721	16,731	11,655	16,459	24,524	31,048	21,779	35,004
減価償却費	24,486	24,646	25,098	24,643	24,234	19,781	19,081	19,405	19,926	20,287
減損損失	2,714	2,730	792	1,422	2,213	1,519	1,738	3,047	11,081	2,285
繰延税金	138	2,176	-696	-68	3,679	-2,916	1,094	554	272	-1,257
為替差損 (▲益)	-412	5,300	-4,239	-1,325	118	-1,627	-3,221	-963	-3,193	715
非支配株主損益	-	92	182	194	146	251	180	116	-3,024	51
売上債権の減少額 (▲増)	5,809	5,705	3,048	-4,230	-15,532	-3,178	6,339	-8,929	-113	-796
棚卸資産の減少額 (▲増)	408	-8,149	16,950	-7,529	-4,567	1,722	-8,215	-20,259	5,894	1,305
仕入債務の増加額 (▲減)	-6,260	-310	-1,786	6,465	6,496	4,473	-5,504	-3,617	-304	7,705
その他の流動資産の減少額 (▲増)	811	3,691	838	-1,247	73	-2,068	2,033	-2,260	-34	742
その他の流動負債の増加額 (▲減)	-621	562	9,252	1,343	-2,979	2,275	-3,728	12,021	-366	769
その他の小計欄より上の営業キャッシュフロー	1,062	-324	2,288	362	896	716	-1,369	-482	617	-1,556
営業活動によるキャッシュフロー	29,690	37,776	67,448	36,761	26,432	37,407	32,952	29,681	52,535	65,254
定期預金の預入による支出 (▲)	-9,764	-	-	-	-	-	-8,383	-1,027	-202	-7,735
定期預金の払戻による収入	-	9,383	-	-	-	-	-	-	-	-
固定資産の取得による支出 (▲)	-18,632	-16,877	-17,464	-15,913	-17,311	-29,904	-22,690	-34,519	-37,604	-40,183
固定資産の売却による収入	2,280	2,886	1,623	2,614	2,218	2,538	2,520	2,212	1,839	1,211
有価証券の取得による支出 (▲)	-	-	-43,630	-	-	-27,330	-	-	-	-
有価証券の売却による収入	-	-	-	21,848	23,783	-	-	-	-	-
投資有価証券の取得による支出 (▲)	-2,137	-10,283	-1,423	-10,346	-444	-332	-269	-308	-2,798	-624
投資有価証券の売却による収入	2,270	350	29	10,386	302	277	413	2,185	475	2,481
その他の投資活動によるキャッシュフロー	-810	-856	731	156	1,202	-62	1,388	-60	-8,958	6,774
投資活動によるキャッシュフロー	-26,793	-15,397	-60,134	8,745	9,750	-54,813	-27,021	-31,517	-49,139	-38,271
短期借入金の返済による支出 (▲)	-7,633	-1,694	-7,672	-3,711	-2,977	-3,355	-	-18,532	-	-
長期借入金による収入	31,426	40	29,968	25,931	12,462	44,533	51,459	19,631	30,408	6,282
長期借入金の返済による支出 (▲)	-12,630	-19,395	-7,316	-55,711	-29,753	-32,362	-43,010	-10,646	-32,614	-15,277
自己株式の取得による支出 (▲)	-	-49	-16,480	-14	-4	-16,006	-30,044	-21	-10	-9
配当金の支払金額 (▲)	-3,677	-3,663	-3,730	-3,455	-3,474	-3,886	-4,854	-7,619	-9,411	-6,744
その他の財務活動によるキャッシュフロー	-35	-	3	9	1	112	-28	-	-199	-178
財務活動によるキャッシュフロー	7,451	-24,761	-5,227	-36,951	-23,745	-10,964	-9,373	-17,187	8,182	-11,439
現金及び現金同等物に関する換算差額	-581	-544	108	-664	-195	1,194	1,365	1,499	-1,661	-226
現金及び現金同等物の増加額 (▲減)	9,767	-2,926	2,195	7,891	12,242	-27,176	-2,077	-17,524	9,917	15,318
現金及び現金同等物の期首残高	34,482	44,249	41,323	43,518	51,409	63,651	77,005	74,928	57,404	67,321
現金及び現金同等物の期末残高	44,249	41,323	43,518	51,409	63,651	36,475	74,928	57,404	67,321	82,639

(出所) 日経 Need FQ より作成

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。