

MIYAGAWA Laboratory

日本ハム株式会社 (2282)

Osaka
City
University

Faculty of business

日本一誠実な企業を目指して

Executive Summary

連結	売上高		当期利益		利益率 (%)
	百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	
12.03	1,017,784	1.102	11,655	0.899	1.145
13.03	1,022,839	1.005	16,459	1.412	1.609
14.03	1,122,097	1.097	24,524	1.490	2.186
15.03予想	1,322,419	1.179	19,484	0.795	1.473
16.03予想	1,375,714	1.040	20,339	1.044	1.478
17.03予想	1,435,613	1.044	21,309	1.048	1.484
18.03予想	1,500,847	1.045	22,347	1.049	1.489
19.03予想	1,569,657	1.046	23,443	1.049	1.494

当社は、2002年の食肉偽装問題を受けて、コーポレート・ガバナンスやコンプライアンスの体制を積極的に強化してきた。グループ内部では、「日本で一番誠実といわれる企業グループになる」(アニュアルレポート 2014 より抜粋) という目標を掲げている。その日本ハムの経営は、果たして各ステークホルダーに誠実なものなのかということを見るために、「誠実さ」を代表する指標を設定し分析を行った。その結果、本レポートの要点を以下のようにまとめる。

- ◆ 株主と債権者、すなわち資本の提供者への高い誠実さを見せた。株主への利益還元(配当、自己株式取得)を積極的に行い、目標に設定した ROE も前倒しで達成している。財務状態も健全であり、返済能力、利息の支払能力も高く、株主、債権者に対して誠実といえる結果となった。
- ◆ 従業員については、雇用が安定しており、当社の強みとするマーケティングや商品提案にかかるコストは大きい。しかし、一人あたりの有形固定資産の割り当ては小さい。有給休暇取得率も比較企業と比べると低いいため、従業員に対しての制度を改善することが望ましい。
- ◆ 顧客については、比較企業と比べると情報提供にかかるコストには拡大の余地がある。垂直統合の強化には、各工程での商品の安全管理を容易化するという効果が考えられるが、在庫回転率の観点から見ると、垂直統合による一貫体制の効果がまだ現れていないと、今後の効果が期待される。

2014年11月10日

株価(2014/11/10)

2,432 円

高値 2,442 円

安値 2,409 円

発行済み株式数

204,000,000 株

時価総額

496,128 百万円

売上高(14.3 期)

1,122,097 百万円

営業利益(14.3 期)

35,700 百万円

経常利益(14.3 期)

35,303 百万円

EPS(14.3 期) 117.84 円

PER(14.3 期) 12.59 倍

PBR(14.3 期) 0.98 倍

EV/EBITDA (14.3 期)

7.5 倍

配当利回り(2014/11/10)

1.43%

大阪市立大学商学部

宮川研究室 3 回生

阿部 祐也

有末 早希

松本 智樹

八木 駿一

渡辺 久晃

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。

目 次

1. 本レポートの目的：分析に対するモチベーション
2. 会社概要：日本ハム株式会社について
 - (1) 会社概要
 - (2) 当社の歴史
3. 分析アプローチ：比較企業の選定と分析フレームワークの設定
 - (1) 比較企業
 - (2) 分析フレームワーク
4. 株主への誠実さ分析：株主への利益還元に積極的である
 - (1) ROE
 - (2) 配当性向
 - (3) 自己株式取得による支出
 - (4) PBR
 - (5) 株主についてのまとめ
5. 債権者への誠実さ分析：健全な財務状態であり、債権者にとって魅力的である
 - (1) 負債比率
 - (2) 当座比率
 - (3) 売上債権回転日数
 - (4) インタレストカバレッジレシオ
 - (5) 貸倒準備率
 - (6) 債権者についてのまとめ
6. 従業員への誠実さ分析：人的投資は積極的、制度面の整備が求められる
 - (1) 期末従業員数
 - (2) 労働装備率
 - (3) 販管費に占める人件費・福利厚生費率

- (4) 有給休暇取得率
 - (5) 従業員についてのまとめ
7. 顧客への誠実さ分析：安全管理と情報提供の向上が求められる
- (1) 広告宣伝費
 - (2) 棚卸資産回転月数
 - (3) 棚卸資産率
 - (4) 顧客についてのまとめ
8. 理論株価算定：企業価値予測 (Valuation)
- (1) FCF 予測
 - (2) 資本コスト (WACC) 算定
 - (3) 企業価値予測
 - (4) 株主価値、理論株価算定
9. 分析指標一覧
10. あとがき：分析を行って

1. 本レポートの目的：分析に対するモチベーション

当社は2002年の食肉偽装問題を起こし信用を失った。そこから「日本で一番誠実といわれる企業グループになる」という目標の下、各ステークホルダーに誠実になるためコーポレート・ガバナンスやコンプライアンスの強化にあたってきたが、実際の経営は各ステークホルダーにどれだけ誠実なのであろうか。当社の財務データを用いて、評価・比較が難しい「誠実さ」を定量的に表し、実際の経営活動を通してどれだけ各ステークホルダーに誠実な経営ができているかを分析する。

2. 会社概要：日本ハム株式会社について

(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：1949年5月30日

(2) 当社の歴史

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	ロサンゼルスでのデイリーミーツ（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（現オーキービーフェキスポート）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

（出所：日本ハム HP より）

3. 分析アプローチ：比較企業の選定と分析フレームワークの設定

(1) 比較企業

業種、時価総額を考慮し
右に記載している5社を
比較企業として選定した

伊藤ハム株式会社
アサヒグループホールディングス
麒麟ホールディングス
味の素株式会社
明治ホールディングス

(2) 分析フレームワーク

➤ 株主

経営者と株主の間におこ
る情報の非対称性をどれ
だけ軽減できているのか
で「誠実さ」を判断

株式会社においては、経営と所有の分離が起こり、それゆえに経営者と所有者である株主との間には情報の隔りがある（情報の非対称性）。それを軽減する施策を行い、実際に結果として見える数値で提示することが「誠実さ」を表す方法であり、ROE、配当性向、自己株式取得による支出、PBRを用いて分析する。

➤ 債権者

企業の負債返済能力や利
子の支払い能力で「誠実
さ」を判断

主に金融機関である。企業が資金不足に陥ったときは信用に応じた資金提供を行っており、市場において重要な役割を担っている。債権者が重要視するのは企業の負債返済能力や利子の支払い能力である。よって負債比率、当座比率、売上債権回転日数、インタレストカバレッジレシオ、貸倒準備率を用いて分析する。

➤ 従業員

従業員の管理や待遇の優
劣で「誠実さ」を判断

従業員は企業のパフォーマンスに直接的に影響を及ぼすステークホルダーのひとつである。従業員の管理、待遇にかかるコストの優劣に「誠実さ」を見出し、それらが企業のパフォーマンスが大きく変化させると考えた。よって期末従業員数、労働装備率、販管費に占める人件費・福利厚生費率、有給休暇取得率を用いて分析する。

➤ 顧客

企業と顧客の間におこ
る情報の非対称性をどれ
だけ軽減できているのか
によって「誠実さ」を判断

顧客は企業が利益を求めて活動する限り必要不可欠な存在である。ゆえに重要なステークホルダーのひとつであるが、そこには当然、情報の非対称性が存在している。その障壁をどれほど軽減しているか、また顧客に対して安全な商品を提供しているかによって「誠実さ」を判断する。よって広告宣伝費、棚卸資産回転月数、棚卸資産率を用いて分析する。

4. 株主への誠実さ分析：株主への利益還元に積極的である

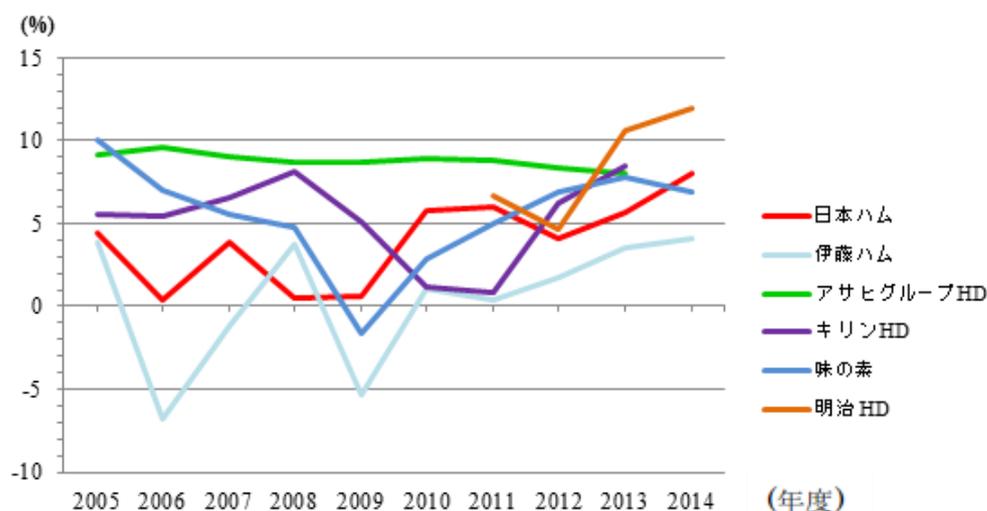
(1) ROE

株主資本当期利益率とも呼ばれ、株主資本を使ってどれだけの利益が生み出されたかを見る指標である。ROE が高いほど効率的に株主資本を使っていることを意味するので、株主に対しての「誠実さ」を代表するひとつの基準となると考えた。

ROE は目標値を超え上昇傾向にあり、効率的に利益を生み出している

当社の ROE は近年ほぼ 5% を上回る水準で推移している。これは上場食品企業 93 社中 27 位（2014 年 10 月 20 日時点 日本経済新聞社の Web サイトより）と高い位置にある。また、当社の中期的な目標を決めた「新中期経営計画パートⅣ」では 2015 年 3 月期の目標値が 7.3% である。しかし、2014 年 3 月期において 7.98% と目標を前倒しで達成しており、株主に対して誠実な経営をしているといえる。

【図表 1】 ROE の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

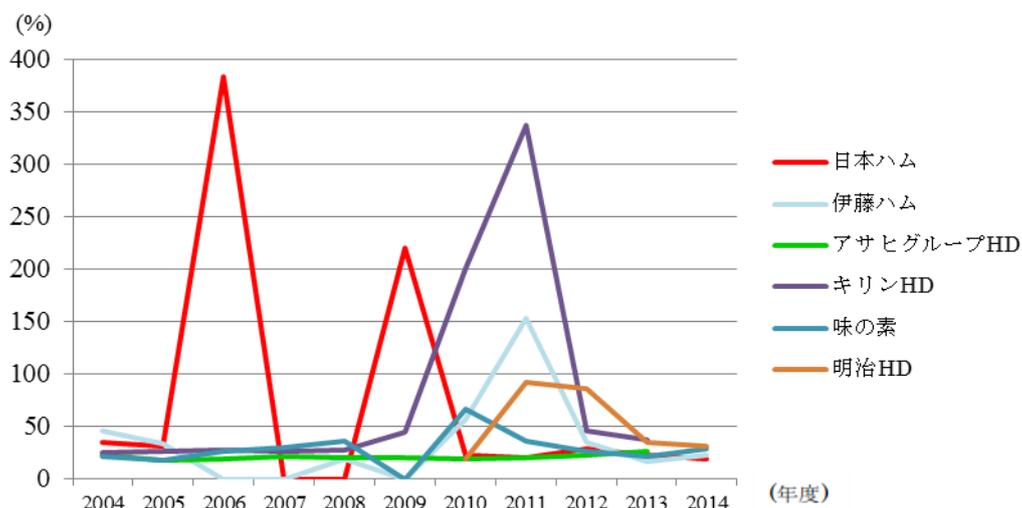
(2) 配当性向

その期の配当額を当期利益額で除したものであり、その期に得た利益に対して配当をいくら支払っているかという指標である。FCF 仮説によると、株主は経営者が無駄な余剰資金を持つことを望まない。よって、配当性向の値が高いほど株主に対して誠実といえる。

株主に対して安定した配当を支払い続けている

2006年3月期に384%、2009年3月期には220%と高い値を示している。これは当期利益が減少したにもかかわらず、安定した配当を支払っているためである。しかし近年、売上高や営業利益は上昇傾向にあるにもかかわらず、20%前後を推移している。これには以前から取り組んでいる国内の生産効率化、輸送網構築、海外生産基盤の強化を目的とした積極的な設備投資への資金投入が原因として考えられる。当社は当期利益の増減に関わらず、安定した配当を支払い続けている。

【図表2】配当性向の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

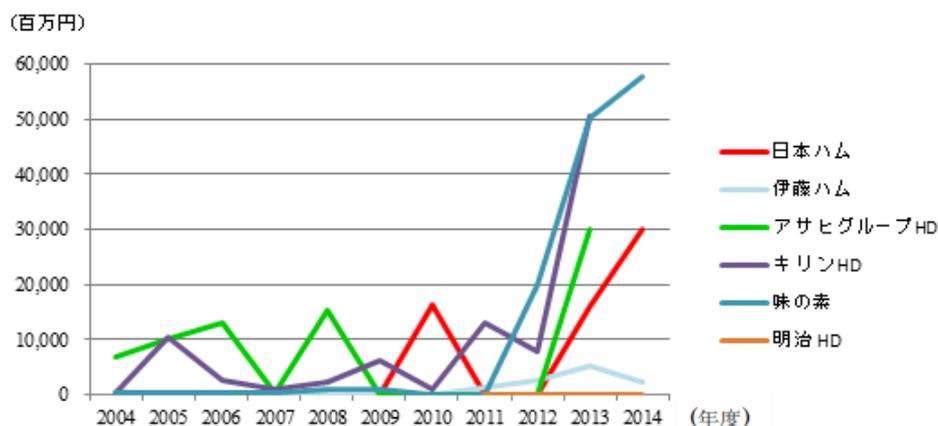
(3) 自己株式取得による支出

利益還元政策には、配当政策の他に自己株式の取得がある。企業が発行して流通させた自社の株式を市場から買い戻すことで、自己資本は減少し ROE や EPS (一株あたり利益) などが増加する。そのため株主への利益還元とされる。よって、自己株式の取得にどれだけ支出を行っているか分析する。

積極的な自己株式取得を行い、株主価値が低下しないように努めている

当社の自己株式の取得による支出は以前あまり行われてはなかったが、2010年、2013年、2014年と近年活発に行われている。また、自己株式取得による支出額を時価総額(期末発行済み株式数×株価)で除した数値を算出した。これは当該期末における発行済み株式数に対しどれだけ買い戻しをしたかを示しており、当社は高い割合の株式を買い戻している。2014年3月期の自己株式取得は当社のCB転換による自己株式の増加を受けたもので、株主への利益還元に精力的であることを示している。

【図表 3】 自己株式による取得による支出額の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

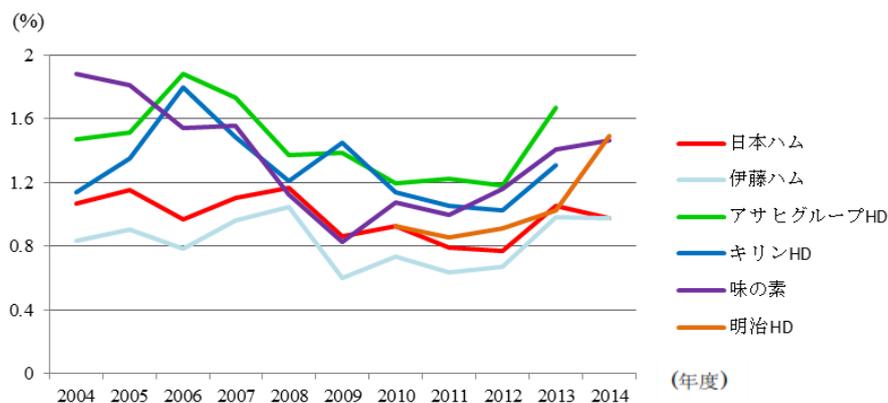
(4) PBR

株価を一株あたり純資産で除した値であり、株価が簿価に比べて市場でどれだけ評価されているかを見る指標である。1 倍を割ると株価は割安評価を受けていることになる。逆に 1 倍を超すと割高評価されていることになり、それだけ企業は株価を向上させようと努力していることがわかる。既存株主のために割高評価を維持させることが誠実であると考えた。

PBR は 1 倍付近を推移しているが、比較的安定している

2009 年から 2012 年にかけて割安評価を受けていたが、2013 年は 1.05 倍の割高評価へと転じた。しかし、2014 年には再び 1 倍を割っている。純資産の継続的な増加も要因と考えられ、原材料等の価格の高騰、円安、少子高齢化による国内の食品需要の縮小といった不安要素も存在する。それを受けて株価が下落すれば、1 倍を下回り続ける可能性がある。株主への貢献のために更なる株価の向上が求められる。

【図表 4】 PBR の推移



(出所：日経 NEEDSFQ より筆者作成)

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。

(5) 株主についてのまとめ

株主に対して安定した配当を出し、リキャップCBを行うなど利益還元に努めている

株主に対しては、「誠実さ」のフレームワークとして設定した指標において優良な結果となった。当社は、ROEの向上、安定した配当性向、自己株式の取得に力を入れている。ROEについては来年の3月期の目標を前倒しで達成している。株主への利益還元政策をみると、配当額は高くはないが安定した配当の支払いに努めている。また、当社は転換社債が株式に転換された場合でも、負債を借入れて自己株式を取得するリキャップCBを行うなど、株主への利益還元を努めている。

5. 債権者への誠実さ分析：健全な財務状態であり、債権者にとって魅力的である

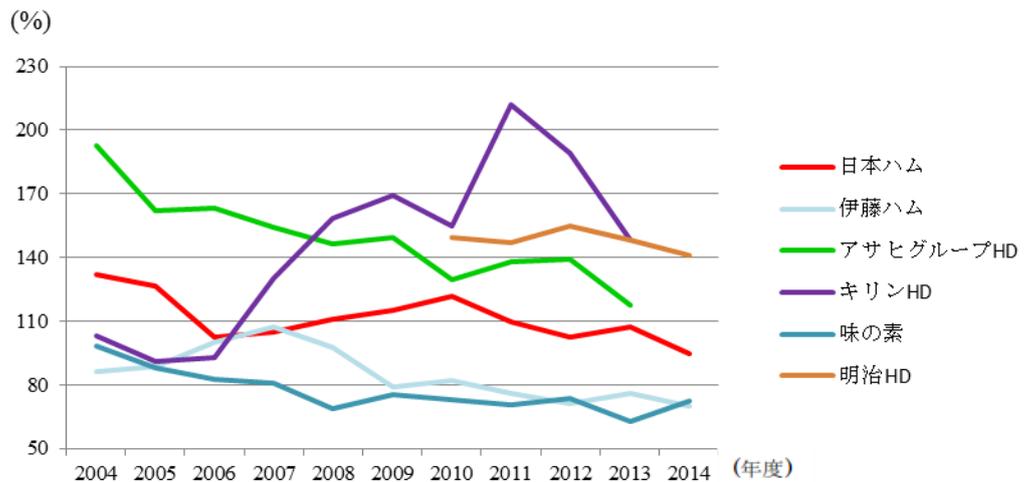
(1) 負債比率

負債額を自己資本額で除したものであり、自己資本に対して負債がどの程度あるかという企業の安全性分析に使われる指標である。一般的に負債を多く抱える企業ほど倒産リスクをはらみ、不安定な財務状態であるとされる。健全な財務状態は、定期的な利子と元本の支払いを求める債権者にとって「誠実さ」を表すと考えた。

負債比率は減少傾向にあり、健全な財務状態のため安全性が高い

当社の負債比率は近年減少傾向にあり、2014年3月期では100%を割っている。これは株主資本の増加と有利子負債の減少に起因している。当社は現在、自己資本と負債がほぼ同じ比率であり、比較的財務状態は健全であるといえる。よってこの指標より、当社は債権者にとって誠実であると考えられる。

【図表 5】負債比率の推移



(2) 当座比率

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

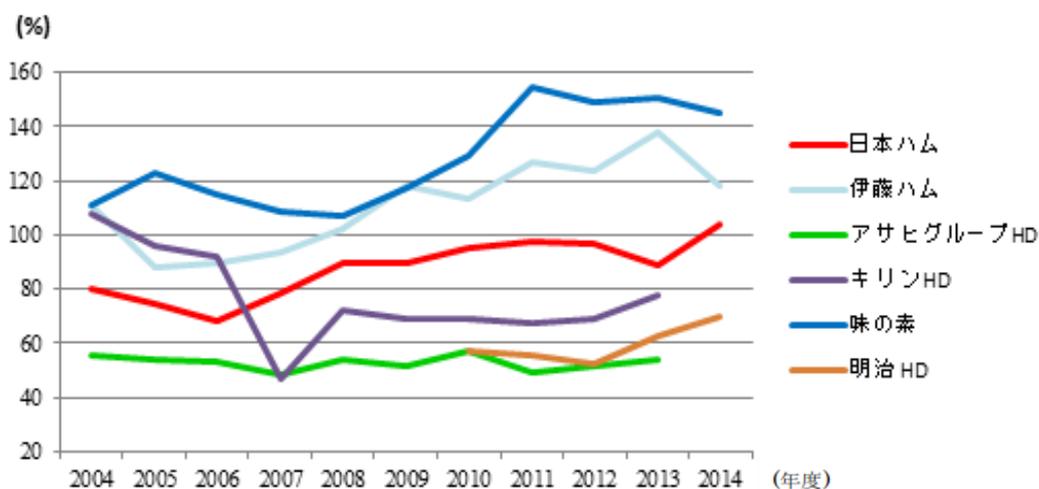
現金や預金などの流動性の高い資産である当座資産額を流動負債額で除したものである。企業の短期の支払い能力を見る安全性の指標であり、この値が100%以上であれば、安全性は高いといえる。近い将来償還する流動負債に対して、換金性の高い流動資産をどの程度保有しているかを示すことで、負債比率と同様に財務状態の安全性から「誠実さ」を分析する。

現在の短期の支払い能力は十分であり安全性が高い

2007年以降80%以上を推移し、2014年には初めて100%を上回っており、短期的な支払い能力は十分である。しかし、大幅な資産減少や利益減少があった場合、利益が失われすぐに100%を大きく割ってしまう可能性がある。当社は、海外事業の基盤強化やインテグレーションシステムの拡充などを積極的に行っており、設備投

資額の増加による大幅な流動資産の減少が予想される。健全な財政状態を保ちつつ、リスクのある投資を行うには、より多くの流動性の高い資産を持つ必要がある。しかし、企業の資産保有において債権者と利害がトレードオフの関係にある株主は、手元に流動資産を多く保有しておくことは望まない。株主と債権者との利害調整が今後の課題になると考えられる。

【図表 6】 当座比率の推移の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

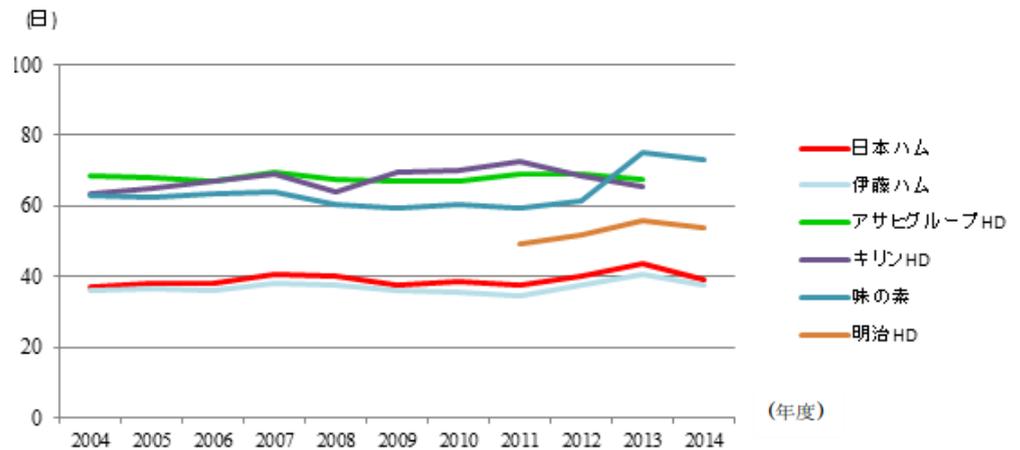
(3) 売上債権回転日数

売上債権額を一日あたりの売上高で除したもので、売上債権をどれだけ早く現金化しているかがわかる。この日数が少ないほど、売上債権を迅速に回収できていることになり、手元に流動性の高い資産が多くあることは債権者にとって誠実であると考えられる。

今後、PB 拡販を狙い売上債権が増加することが予想でき、売上債権回転日数の維持、短縮が求められる

全体的に安定して推移しており、その中でも当社は迅速に債権を現金化できている。当社と伊藤ハムの売上債権額は他の企業に比べて少ないため数値が低い可能性も考えられる。よって、この指標より当社の財務状況が健全であるといえる。しかし、近年小売と連携した PB の拡販を狙っているため、これから売上債権は増加することが予測される。併せて、売上債権の現金化を早めるキャッシュコンバージョンサイクルを推進する動きが見られるため、売上債権回転日数の短縮も期待される。

【図表 7】 売上債権回転日数の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

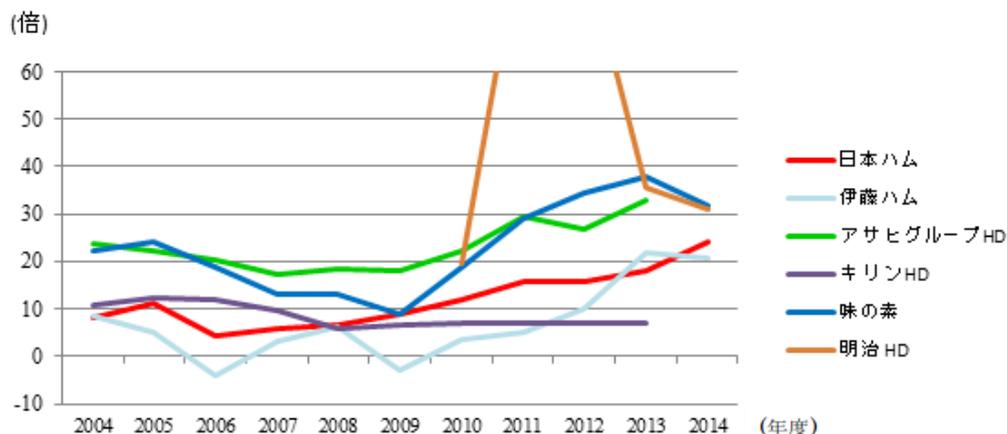
(4) インタレストカバレッジレシオ

支払い利息額を営業利益額で除したもので、支払利息をどれだけ利益でまかなえるかを表す指標である。定期的な利子と元本の支払いを求める債権者にとって、利息の支払い能力は関心が高い。よってインタレストカバレッジレシオが高いほど利息の支払い能力があり、債権者に誠実であるとしてこの指標を採用する。

既に 20 倍を上回り、今後の海外展開によっても増益が見込めるため利息の支払い能力は十分である

有利子負債額は 2004 年 3 月期の 163,393 百万円から、2014 年 3 月期の 144,963 百万円まで減少しており、有利子負債を順調に返済している。営業利益についてはあまり目立った増減はないが、これからの海外展開による増益が期待される。これらのことから、今後インタレストカバレッジレシオは高い値で推移すると考えられる。2008 年 3 月期を境に大きく伸びており、2014 年 3 月期の時点では 20 倍を超えている。支払利息分を十分にカバーできており、債権者にとって望ましい結果となった。

【図表 8】 インタレストカバレッジレシオの推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

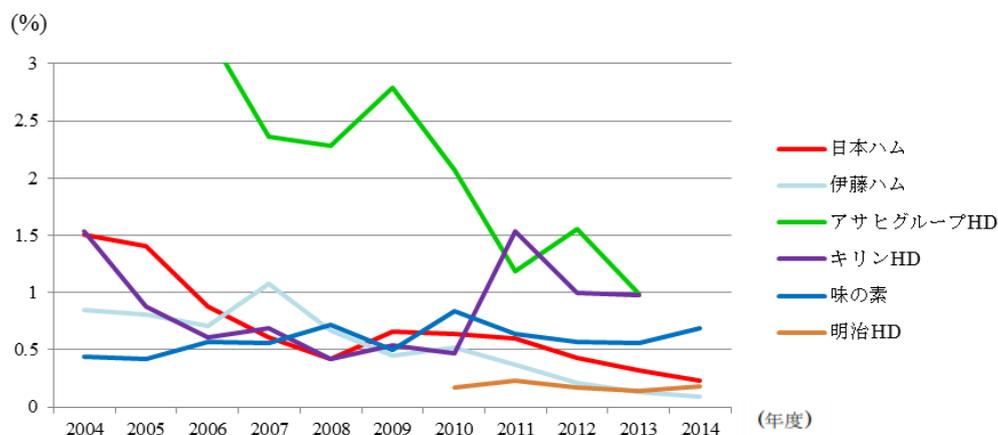
(5) 貸倒準備率

貸倒引当金を売掛金及びその他の短期債権で除したものを貸倒準備率として比較する。売上債権が回収できず、負債返済に困窮する万が一の事態に備えていることも「誠実さ」の判断基準とした。

売上債権は増加している一方で、貸倒引当金は低下、貸倒リスクへの準備は甘くなっている

当社は 2004 年 3 月期には、売上債権が全て回収できなくとも余ほどの引当金を充てていたが、そこから引当金額は急下降し、2014 年では 0.22% と引当金額を急減させている。しかし、売上債権額自体はむしろ増加傾向にある。この背景には PB の拡販という販売の多角化が考えられる。当社は売上債権の貸倒リスクへの対処には比較企業ほど力を入れていないといえる。

【図表 9】 貸倒準備率の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

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) 債権者についてのまとめ

健全な資本構成であり利息の支払い能力についても非常に高い

債権者の誠実さ分析では、主に資本構成、利息の支払能力、流動的な資産の比率の観点から分析をした。総資本における自己資本の比率は高く、健全な財政状態を保っている。総資産に占める当座資産の比率も大きく、売上債権の現金化も迅速であった。利息の支払能力は非常に高いが、貸倒れが起きた場合の準備は年々低下している。有利子負債が減っていることを受けての対応と考えられるが、貸倒れが発生する場合に備えた準備も十分にしておくことが誠実といえる。

6. 従業員への誠実さ分析：人的投資は積極的、今後制度面の整備が求められる

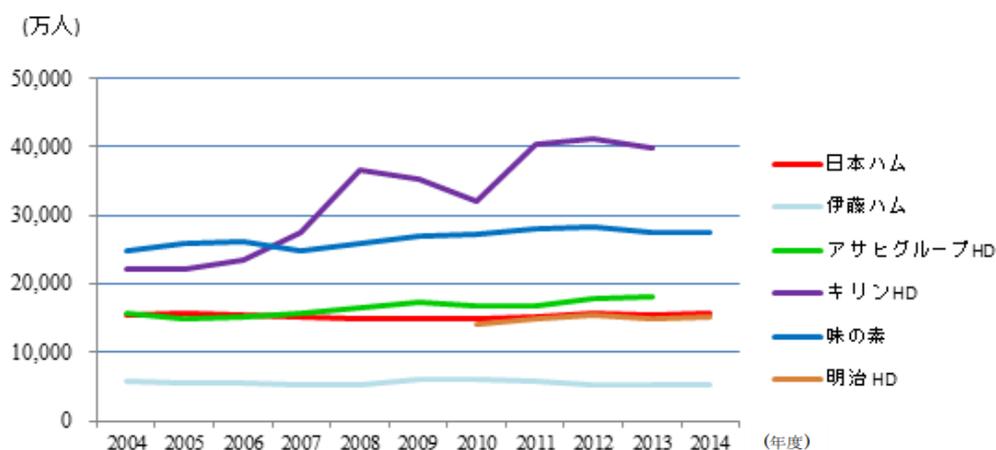
(1) 期末従業員数

従業員の雇用が維持されることは、従業員にとって関心があることである。よって、従業員の雇用が維持されているかが企業の従業員への「誠実さ」を表す数値になると考え、期末の従業員数を採用しその変動を見る。

雇用は安定しており、従業員に対して誠実である

他社と比べると期末従業員数は圧倒的にキリンが多いが、2009年、2010年と大きく従業員数が削減され、その後大きく増えるなど期末従業員数の変動が大きい。従業員数の増減は従業員にとって不安の要因になると考えられる。当社を含むキリン以外の企業は特に大きな変動はなく、雇用の維持に努めているといえる。

【図表 10】 期末従業員数の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

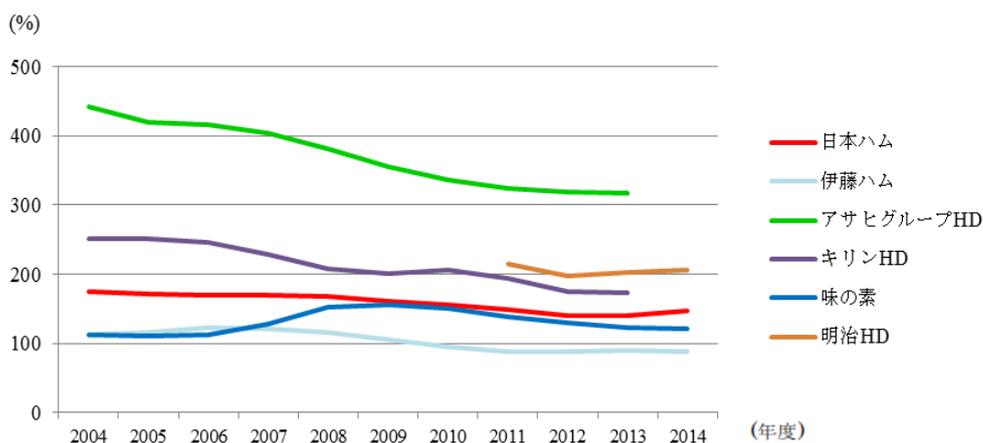
(2) 労働装備率

有形固定資産額を期末従業員数で除したものであり、機械化がどれだけ進んでいるかを表す指標である。ゆえにどれだけ設備が従業員に割り当てられているかという、従業員への人的投資と捉えられる。

今後は有形固定資産への投資増加により、従業員の作業効率が向上することが期待できる

設備投資が増えているが、期末従業員数は特に変化は見られないため、人的資本から機械への転換が行われているわけではない。近年は、一貫体制の整備や海外の生産基盤の強化を目的とした設備投資が活発に行われている。現に豪州事業での生産・販売体制の強化により、豪州事業は大幅黒字転換した。今後も多くの設備投資を行う計画があることから、従業員一人に対しての設備の割合が増え、従業員の作業効率の向上が期待される。

【図表 11】 労働装備率の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

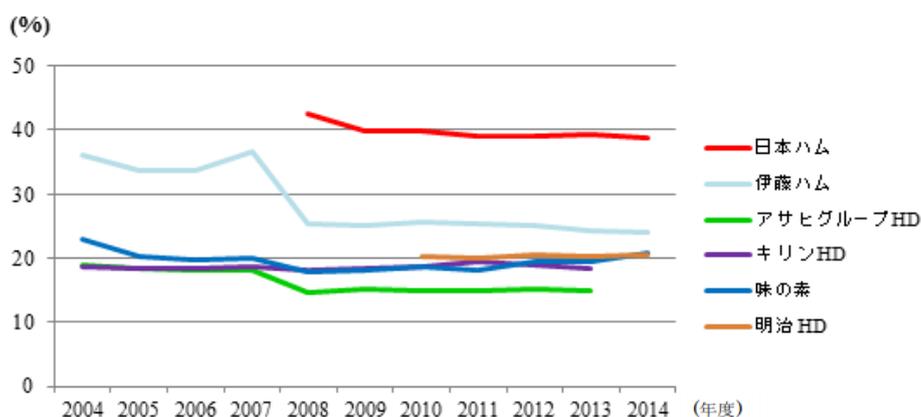
(3) 販管費に占める人件費・福利厚生費率

企業が人的資本にどれだけ投資しているのかを表す指標として、販管費に占める人件費・福利厚生費の割合を用いる。販管費とは、企業の商品や製品の販売業務や本社の一般管理業務に発生した全ての費用である。

積極的な人的資本への投資が行われている

当社は比較企業のおよそ 2 倍の人件費・福利厚生費を計上している。このことから、当社は積極的に人的資本に投資しているといえる。ただし、製造原価に含まれる人件費等は含まれていないことを考慮されたい。

【図表 12】 販管費における人件費・福利厚生費率の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

(4) 有給休暇取得率

有給休暇取得率とは、従業員が一年で実際にとった有給休暇の平均を労働基準法で

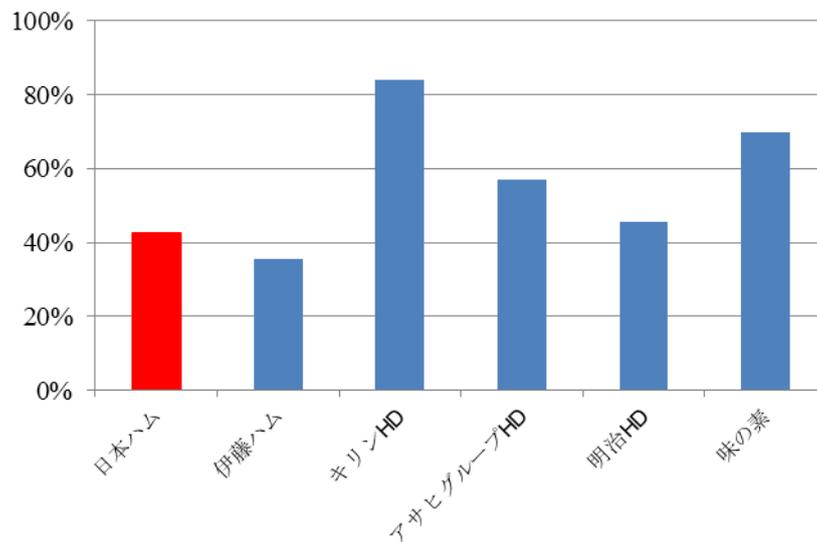
本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

定められている一年にとれる有給休暇 20 日で除したものであり、企業が従業員に対して有給休暇を取れる社内環境を整えているのか、従業員に対しての「誠実さ」を表す指標として採用する。

社内環境を整え、従業員一人あたりの負担を減らしていく必要がある

同業他社と比較すると、キリンが圧倒的に高い。日本ハムは伊藤ハムに次いで低い値であり、50%を下回っている。今後は社内環境を整え、有給休暇を取りやすい環境をつくるとともに、一人あたりの負担を減らしていく必要があると考える。

【図表 13】 有給休暇取得率



(出所：就活四季報 2014 より筆者作成)

(5) 従業員についてのまとめ

人的投資が積極的に行われ今後のマーケティング力の拡大が予想される

従業員においては、労働装備率は低いことがわかった。しかし、海外展開に向けて設備投資の増加に力を入れているため、今後の投資増加が期待される。また、販管費における人件費・福利厚生費は高い水準にあり、当社の強みであるマーケティング力の源泉であると考えられる。有給休暇取得率は比較企業と比べてまだ低い水準にあるため、改善の余地があると考えられる。

7. 顧客への誠実さ分析：安全管理と情報提供の向上が求められる

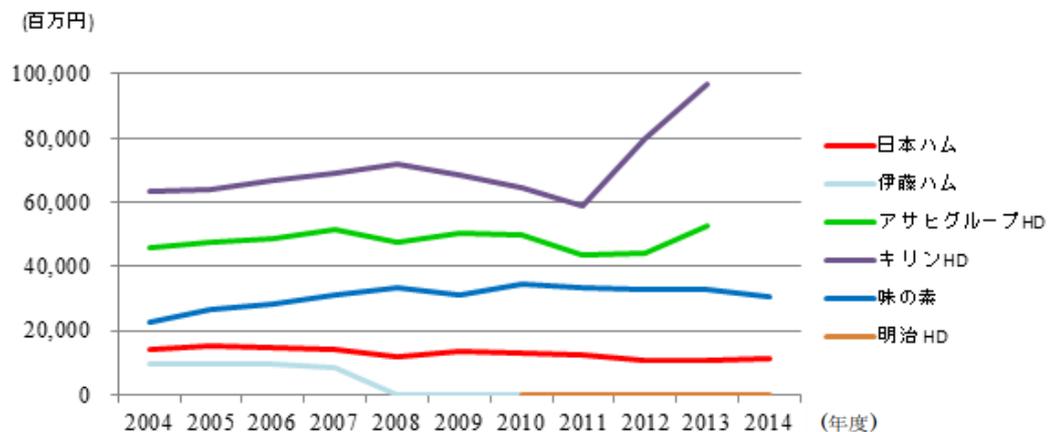
(1) 広告宣伝費

顧客への商品の情報提供はどれほど行われているのかを定量的に分析するために、企業の広告、宣伝にかかるコストを比較企業と比較した。顧客に対して当社の商品をより認知してもらえようとするのが誠実であると考えた。

今後、消費者への当社商品の認知度が高まってくると予想する

当社の広告宣伝費は2014年3月期まで比較的少なく、顧客に情報を提供するためにかかるコストには拡大の余地がある。そのため自社の商品についての情報提供にあまり積極的でなかったと推測される。しかし、本年度に当社はグループブランドを刷新し、新たなグループブランドでグループ全体の認知度を向上させることに努めている。このような認知度を上げるようとする姿勢から広告宣伝費が増加することが予想される。

【図表 14】 広告宣伝費の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

(2) 棚卸資産回転月数

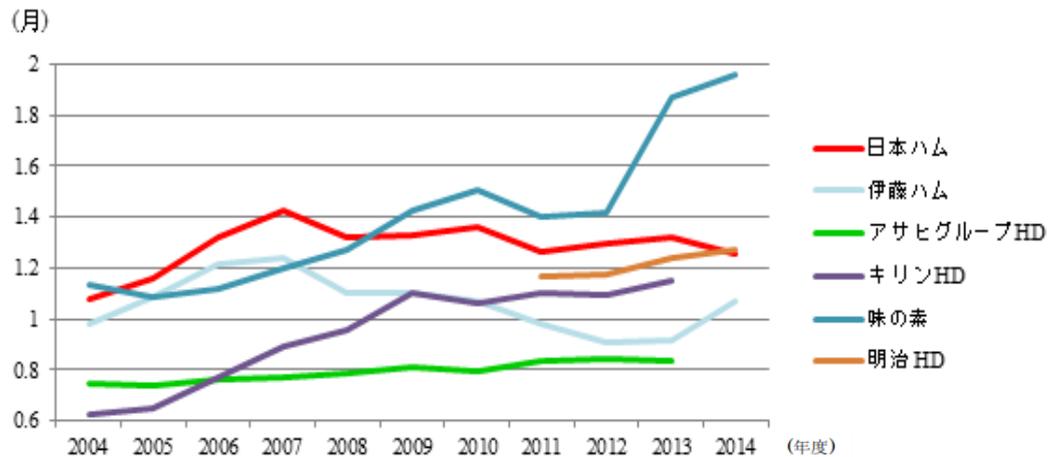
在庫が生産・仕入れからどの程度の期間で販売されるかを示す棚卸資産回転月数を指標として用いた。当社は食品事業であるため、顧客に対して、より新鮮かつ安全な食品を提供することが重要である。在庫の保有期間が長く、回転月数が長くなれば顧客に新鮮な商品を提供できない。また、回転月数が短いほど商品がスムーズに生産、流通、販売の工程を経ることを示すと考えられるため、企業の垂直統合度が高いと推測される。垂直統合度が高ければ各工程の管理が容易になり、顧客のための商品の安全性の確保につながると考えられる。

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。

高いレベルの安全管理が認められているが、垂直統合の効果は数値には十分に現れていない

当社は ISO による安全性の認証も受け、生産から販売までを自社で行う一貫体制を敷いているため垂直統合が高く安全性を実現できている。しかし、定量的に分析した結果、食品業界の平均値の 1.23 月（農林水産省より）を当社は上回り続け、比較企業の中でも長い月数である。

【図表 15】 棚卸資産回転月数の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

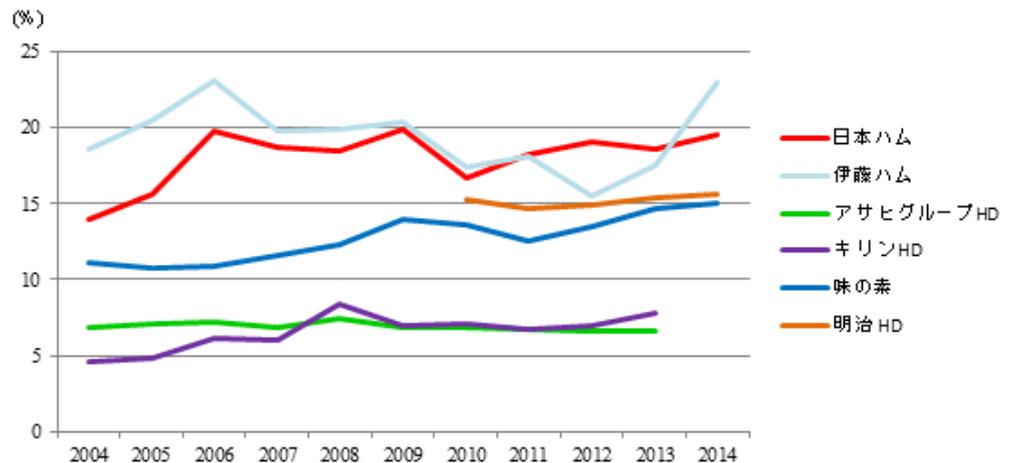
(3) 棚卸資産率

棚卸資産額を総資本で除したものであり、在庫が内部にどれだけ留まっているかを見る指標である。当然、低いほうが在庫の回転率が良く、垂直統合度も高いと考えられる。

長い棚卸資産回転月数より、高い棚卸資産率は不安がある

当社の棚卸資産率は高く、棚卸資産が高い割合で存在し続けていることがわかる。棚卸資産回転月数が長いため、高い棚卸資産率を継続させると維持コストなどが大きくなる。より早い棚卸資産の回転を実現するために、在庫の適正化を図る必要があると考えられる。

【図表 16】 棚卸資産率の推移



(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

(4) 顧客についてのまとめ

**顧客に対しての情報提供に
かけるコストの拡大と
安全性の更なる向上が
求められる**

比較企業と比べると広告宣伝費が低い水準にあり、顧客への情報の提供にかかるコストには拡大の余地がある。また、当社は一貫生産体制を敷いており、近年はその体制の強化にあたっている。垂直統合度が高ければ各工程の管理も容易になり、各工程での安全性の管理もより確かなものとなると考えられる。しかし、棚卸資産回転月数や棚卸資産率を見てみると、垂直統合による一貫体制の効果が現れているとは言い難く、今後の効果が期待される。現状でも高い安全性を実現しているが、さらなる安全性向上が求められる。

8. 理論株価算出：企業価値予測 (Valuation)

(1) FCF 予測

FCF = 当期利益+減価償却費－設備投資額－運転資本増減額で算出。各項目いずれも将来5年分を予想する。

➤ 売上高予想

売上高は、各事業のリスク要因、変動の安定度を考慮して予測

売上高においては、食肉事業は海外事業の改善というプラスの要素と、震災というマイナスの要素のリスクを含んだ2010年から2014年での平均増加率を使用し、将来の値を予測。加工事業、関連企業は安定的に増加していることから、加工事業は2007年から2014年（日経 NEEDS FQ のデータが2007年からしかなかったため）、関連企業は2004年から2014年の数値の平均増加率を使用し、同様に予測した。

【図表 17】 事業別売上高予想

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
食肉事業売上高	813,244	862,828	915,435	971,250	1,030,467
加工事業売上高	357,747	358,094	363,946	369,894	375,939
関連事業売上高	151,429	154,793	156,232	159,703	163,251
総売上高	1,322,419	1,375,714	1,435,613	1,500,847	1,569,657

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

➤ 利益率予想

売上高と同様に、リスク要因を考慮し営業利益率を推測

次に利益率（売上高営業利益率）の予測については、食肉事業は、売上高と同様の理由で2010年から2014年の期間の値を使用して平均増加率を算定し、予想営業利益率を設定した。加工事業と関連事業においては、原材料等の高騰、円安がこれからも継続すると予想し、その影響が強いと考えられる2010年から2014年の値を用いて、予想売上高営業利益率を設定した。

各売上高にそれぞれの売上高営業利益率を乗じて、予想営業利益を算出した後、損益計算書（日経 NEEDS FQ より）の当期利益を営業利益で除した値を2010年から2014年の5年間での平均値を算出。その平均値を既に算出した予想営業利益に乗じて、将来5年分の税引き後営業利益とした。

【図表 18】 事業別営業利益予想

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
食肉事業	23,881	25,337	26,881	28,520	30,259
加工事業	8,791	8,799	8,943	9,089	9,238
関連事業	1,503	1,536	1,551	1,585	1,620

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

➤ 運転資本の増減額予想

運転資本の増減額については、過去の平均増加率から算出

t 売上債権、買入債務、在庫に分けて、それぞれの予測増減値を算定した。売上債権額(売掛金と受取手形の合計額)と買入債務額(買掛金と支払手形の合計額)は、緩やかに増加していたため、2004年から2014年間の平均増加率を採用。在庫(棚卸資産額)は増加と減少を繰り返していたが、棚卸資産率は安定していたことからPBの拡販による増加予測と併せて、同様に2004年から2014年の平均増加率を使用した。以上の予想増減分を足しあわせ、将来5年分の運転資本の増減額を算定した。

【図表 19】 運転資本増減予想

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
運転資本増減	8,355	8,590	8,832	9,082	9,340

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

➤ 設備投資費予想

中期計画から、設備投資は大きく増加すると推測

新中期経営計画パートIVでは「成長戦略へのシフトアップ」を行い、経営資源の重点配分を実施している。2014年4月現在で、農場は447カ所(国内384、海外63)、工場は95カ所(国内73、海外22)、物流・営業拠点は370カ所(国内340、海外30)を展開している。新中期経営計画パートIVの実行期間である3年間で、これらの拠点を含め1,000億円の投資を計画している。2013年の投資額は226億円、2014年度は329億円である。計画通りに設備投資を行うなら、2015年度は、445億円となる。

過去と現在の設備投資のトレンドの変遷を考慮し、予測設備投資額を決定

しかし、過去10年間の設備投資額を考慮してもこの値は非常に高いため、2015年度の設備投資分が2016年度まで延びると予測した。よって、2015年度と2016年度の設備投資額は、329億円とした。2017年度以降の設備投資額は、219億円である。これは、安定した推移をしていた2005年から2012年までの設備投資額と大幅な増加をした2013年から2016年までの設備投資額を平均した値である。

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。

【図表 20】設備投資額予想

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
設備投資	-32,969	-32,969	-21,949	-21,949	-21,949

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

➤ 減価償却費予想

減価償却費は大幅な設備投資増加予測を受けて、同調して増加すると推測

最後に、減価償却費の予想を行う。過去 10 年間の減価償却費の平均値は、23,377 百万円である。しかし、設備投資額の大幅な増加予測に伴い、減価償却費も増加すると考えられる。よって、今後 5 年間の減価償却費は、過去 10 年間の平均値の 20% 増の 28,052 百万円で推移すると予想する。

【図表 21】減価償却費予想

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
減価償却費	28,052	28,052	28,052	28,052	28,052

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

➤ FCF と TV の予測

2019 年以降の FCF も継続価値 (TV : Terminal Value) として算定する。継続価値は次の式で行う。

$$TV = \frac{FCF(1+g)}{WACC-g}$$

海外事業の売上高は、現時点では全体の売上高のわずか 10% 程度である。しかし、当社は海外事業の展開に力を入れており、豪州事業の大幅改善などの実績もある。このことから、海外事業がこれから成長すると考え、永久成長率を $g=0.5\%$ と置くと、 $TV=900220.63$ 百万円となった。

【図表 22】FCF の予測

(百万円)	2015	2016	2017	2018	2019
当期利益	19,484	20,339	21,309	22,347	23,443
減価償却費	28,052	28,052	28,052	28,052	28,052
運転資本増減	8,355	8,590	8,832	9,082	9,340
設備投資	-32,969	-32,969	-21,949	-21,949	-21,949
FCF	6,213	6,832	18,580	19,368	20,206

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

(2) 資本コスト(WACC)算定

次に、FCF を割り引く資本コストの算定を行う。資本コストについては、株主における資本コスト(r_e)と、債権者における資本コスト(r_d)を加重平均し、税率を考慮して算出される WACC を使用する。WACC の算出は以下の式で行う。

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d(1 - T)$$

WACC の算定について、まず株主資本コスト r_e の算出を CAPM に基づいて $r_e = (r_m - r_f)\beta + r_f$ として行う。リスクプレミアムを $r_m - r_f = 6\%$ 、日本ハムのベータ値を $\beta = 0.694$ (2014年11月10日時点 Bloomberg より)と置くと、 $r_e = 4.62\%$ である。 $r_d = 1.02\%$ 、税率 25.5% であることから、 $WACC = 2.76\%$ となった。

(3) 企業価値予測

DCF 法における企業の現在価値は、以下の式で算定する。

$$PV = \sum_{n=1}^5 \left\{ \frac{FCF_n}{(1 + WACC)^n} \right\} + \frac{TV}{(1 + WACC)^5}$$

各期の FCF と TV を、算出した WACC で割り引いて現在価値(PV : Present Value)を算出する。その結果、 $PV = 850461.09$ 百万円となった。

(4) 株主価値、理論株価算定

企業価値から債権者価値(短期債務+長期債務+少数株主持分)を除いた株主価値を算出する。

$$PV - \text{債権者価値} = 702,507.09 \text{ 百万円}$$

最後に、これを発行済み株式数で除し理論株価を算出する。

$$\text{理論株価} = 3443.66 \text{ 円}$$

9. 分析指標一覧

損益計算書(百万円)

	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
売上原価	754,992	785,878	822,222	827,058	918,304
売上高	953,616	989,308	1,017,784	1,022,839	1,122,097
販売費及び一般管理費	173,769	170,255	169,049	167,760	168,093
売上総利益	198,624	203,430	195,562	195,781	203,793
営業外収益	4,694	1,030	4,866	3,345	2,158
営業外費用	5,525	4,682	4,613	3,335	2,555
営業利益	24,855	33,175	26,513	28,021	35,700
経常利益	24,024	29,523	26,766	28,031	35,303
特別利益	0	0	0	0	0
特別損失	0	0	0	0	0
税金等調整前当期利益	24,024	29,523	26,766	28,031	35,303
法人税等	8,370	12,821	15,460	11,359	11,038
少数株主損益	0	16,925	11,801	16,710	24,704
当期利益	15,721	16,731	11,655	16,459	24,524

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

貸借対照表(百万円)

	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
手元流動性	103,254	88,797	76,445	78,428	85,645
売上債権	100,366	104,501	119,959	123,972	118,141
棚卸資産	100,545	107,599	112,516	113,187	122,115
繰延税金資産	6,877	7,150	6,087	6,637	5,863
貸倒引当金 (▲)	-638	-625	-518	-399	-266
その他流動資産	8,925	9,941	9,979	13,092	9,293
流動資産合計	319,329	317,363	324,468	334,917	340,791
有形固定資産	227,081	219,324	213,663	224,785	236,669
無形固定資産／無形資産	12,224	10,244	8,737	7,375	5,402
投資・その他の資産合計	45,567	43,757	42,257	43,216	44,358
固定資産合計	284,872	273,325	264,657	275,376	286,429
資産合計	604,201	590,688	589,125	610,293	627,220
支払債務	84,124	90,317	96,822	102,148	97,353
短期債務(含むリース債務)	90,815	67,251	67,096	83,373	54,561
繰延税金負債	1,094	689	2,038	728	802
その他流動負債	37,427	39,539	37,715	42,412	43,220
流動負債合計	213,460	197,796	203,671	228,661	195,936
長期借入金	96,770	88,012	72,091	66,448	90,402
繰延税金負債	2,465	2,589	2,616	2,525	2,449
その他固定負債	17,544	19,087	18,479	16,575	14,458
固定負債合計	116,779	109,688	93,186	85,548	107,309
負債合計	330,239	307,484	296,857	314,209	303,245
株主資本	271,908	281,067	290,020	293,414	320,984
その他の包括利益累計額	-12,067	-16,231	-15,526	-8,773	-1,064
少数株主持分	2,054	2,137	2,248	2,670	2,991
純資産合計	273,962	283,204	292,268	296,084	323,975
負債・純資産合計	604,201	590,688	589,125	610,293	627,220

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

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。

キャッシュフロー計算書(百万円)

	2010/03	2011/03	2012/03	2013/03	2014/03
税金等調整前当期純利益	15,721	16,731	11,655	16,459	24,524
減価償却費	25,098	24,643	24,234	19,781	19,081
貸倒引当金の増加額 (▲減)	-638	-625	-518	-399	-266
その他の引当金の増加額 (▲減)	3,278	3,693	0	0	0
引当金増減	2,640	3,068	-518	-399	-266
売上債権の減少額 (▲増)	3,048	-4,230	-15,532	-3,178	6,339
棚卸資産の減少額 (▲増)	16,950	-7,529	-4,567	1,722	-8,215
仕入債務の増加額 (▲減)	-1,786	6,465	6,496	4,473	-5,504
その他の流動資産の減少額 (▲増)	838	-1,247	73	-2,068	2,033
その他の流動負債の増加額 (▲減)	9,252	1,343	-2,979	2,275	-3,728
運転資本増減	28,302	-5,198	-16,509	3,224	-9,075
その他	-4,313	-2,483	7,570	-1,658	-1,312
営業活動によるキャッシュフロー	67,448	36,761	26,432	37,407	32,952
固定資産・有価証券の取得・売却	-60,865	8,589	8,548	-54,751	-19,171
その他	731	156	1,202	-62	1,262
投資活動によるキャッシュフロー	-60,134	8,745	9,750	-54,813	-17,909
フリーキャッシュフロー	7,314	45,506	36,182	-17,406	15,043
短期借入金の増減	7,672	3,711	2,977	3,355	17,104
長期借入金による収入	29,968	25,931	12,462	44,533	51,459
長期借入金の返済による支出 (▲)	-7,316	-55,711	-29,753	-32,362	-43,010
有利子負債増減	30,324	-26,069	-14,314	15,526	25,553
自己株式の取得・処分	0	-2,475	0	0	0
配当金の支払金額 (▲)	-3,730	-3,455	-3,474	-3,886	-4,854
自己資本の増減	-3,730	-5,930	-3,474	-3,886	-4,854
その他	-31,821	-4,952	-5,957	-22,604	-30,072
財務活動によるキャッシュフロー	-5,227	-36,951	-23,745	-10,964	-9,373
現預金増減	2,087	8,555	12,437	-28,370	5,670
BSの現預金増減	46,957	-14,457	-12,352	1,983	7,217

(出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成)

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。

10. あとがき：企業分析を行って

阿部 祐也

分析を行っていく中で各指標について学び、深く理解することができたのでとても勉強になりました。またその数字をもとに、企業がどのような目的のもと財務戦略をたてているのか自分達の解釈を加えながら、メンバーと深い議論ができとても楽しかったです。日本ハムだけではなく、業界全体、世界全体に目を向け考察していくことなど、今回の企業分析を通して得られたものは大きいと思います。

有末 早希

得られた数値をもとに、なぜこのような数値になったのかを考察していく作業は、なかなか大変なものでした。この考察作業において「多角的な視点」が必要であると感じました。日本経済の動向、食肉業界の動向など、さまざまな側面から考察していくことで、新たな発見があるのだと実感しました。今回の企業分析を通じて、日本ハム株式会社を、定性的にも定量的にも知ることができたと思います。

松本 智樹

企業分析を行う中で、各指標が示す意味を理解し、得られた結果に自分たちの解釈を加えていくことが難しくも、やりがいのある作業でした。特に苦勞したことは、顧客と従業員への誠実さ分析の指標を見つけることでした。先行研究がなかったため、それぞれのステークホルダーが企業に求めるものは何なのかを、何度もメンバーで議論を重ねました。行き詰ることも多かったです。新たなものを作り上げる喜びは、気持ちの良いものでした。

八木 駿一

最初に驚いたことは当社が食肉事業を行っており、尚且つこの事業が当社の売上高の約60%も占めていたことです。どうしてもハム、ソーセージといった加工品事業のイメージが強かったです。更に分析を行っていく中で数字が企業にとって非常に重要なものであると分かりました。またその数字が何を示しているのかどうしてこうなったのかとメンバーと議論し、想像を膨らませる作業が勉強になりました。

渡邊 久晃

力を入れたのは、各事業の戦略から、現実に表れている数値の背景を解釈し当社とる戦略を理解することでした。特に理論株価算定では、自分たちに裁量を与えられている分、慎重に予測を進めています。また、指標を使った分析では会計の知識も必要とするなど終始新鮮さを感じながら分析が行えました。メンバーとの分析を通して、他分野の修得と違った角度からのものの見方が重要と感じさせられました。