株式投資のための企業研究

アリアケジャパン（2815）の株価上昇のバックグラウンド

有賀泰夫（2017 年 3 月）

■　著作権について

『株式投資のための企業研究「アリアケジャパン（2815）の株価上昇のバックグラウンド」』(以下、本冊子と表記)は、著作権で保護されている著作物です。
本冊子の著作権は、発行者（有賀泰夫）にあります。
本冊子の使用に関しましては、以下の点にご注意ください。

■　使用許諾契約書

本契約は、本冊子を入手した個人・法人(以下、甲と称す)と発行者(以下、乙と称す)との間で合意した契約です。本冊子を甲が受け取り開封することにより、甲はこの契約に同意したことになります。

第１条 本契約の目的：
乙が著作権を有する本冊子に含まれる情報を、本契約に基づき甲が非独占的に使用する権利を承諾するものです。

第２条 禁止事項：
本冊子に含まれる情報は、著作権法によって保護されています。甲は本冊子から得た情報を、乙の書面による事前許可を得ずして出版・講演活動および電子メディアによる配信等により一般公開することを禁じます。特に当ファイルを 第三者に渡すことは厳しく禁じます。甲は、自らの事業、所属する会社および関連組織においてのみ本冊子に含まれる情報を使用できるものとします。

第３条 損害賠償：
甲が本契約の第２条に違反し、乙に損害が生じた場合、甲は乙に対し、違約金が発生する場合がございますのでご注意ください。

第４条 契約の解除：
甲が本契約に違反したと乙が判断した場合には、乙は使用許諾契約書を解除することができるものとします。

第５条 責任の範囲：
本冊子の情報の使用の一切の責任は甲にあり、この情報を使って損害が生じたとしても一切の責任を負いません。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

もくじ

はじめに.....5

【アリアケジャパン（2815）：改めて注目したい銘柄】2011 年 9 月 9 日 6

【アリアケジャパン（2815）：第 2 四半期決算報告】2011 年 11 月 12 日 8

【2013 年 3 月期第 3 四半期決算速報】2013 年 2 月 7 日 15

【2015 年 3 月期決算報告】2015 年 5 月 18 日 19

【海外収益の貢献度が急上昇するアリアケジャパン（2815）- Outperform (New)】2015 年 9 月 2 日.....26

【2017 年 3 月期第 2 四半期決算報告】2016 年 11 月 16 日.....46

【2017 年 3 月期第 3 四半期決算報告】2017 年 2 月 8 日 55

考察.....59

おわりに.....63

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

自己紹介

有賀泰夫

埼玉県出身。埼玉大学の生化学科を卒業後、日系証券会社入社。最初の 3 年間、大阪の阿倍野支店で個人営業。以降はアナリスト中心で、バイサイド（投信会社）も経験。途中、労働組合委員長と人事部が挟まる。アナリストとしては異色を自認。

82 年のアナリストとしてのスタートは医薬、トイレタリーなど。当時、バイオテクノロジーブームの走りで、世の中にはDNAも知らない人が多かったため、大学の専攻が大いに役立った。一時ラインマネージャー職になるが、95 年から食品、食品卸担当に。98 年にアナリストとして外資系に転職。3 年でその会社が日本から撤退し、再び日系証券に。

日経ヴェリタス（旧：日経金融新聞）主催のアナリストランキングでは食品部門で最高第 4 位、退職時の 2009 年は第 6 位。

最初の転職の直前、98 年 6 月にゲノムブームを察知し、600 円の宝酒造（当時）を唯一人推奨。宝酒造の株価はじり高後、99 年半ばから本格的に上昇し、結局 2000 年に 3,000 円を超えた。このとき、その関連で島津製作所を取り上げ、MALDI-TOFMSの詳細レポートを証券界で唯一作成。何と、2 年後にその装置の開発で田中氏がノーベル賞を受賞したときには、とにかくびっくり。元来、材料株と成長株が好きで、99 年には推奨株が軒並み急騰。しかし、急騰しすぎて、その後スランプに陥る。

ファンダメンタル（材料も含む）と株価の関係を解明することをライフワークとしてきた。

今は独立して、ファンド向けアドバイスが主業務に。説明会や取材、企業間の連携サポートなども。一方、機関投資家と個人投資家の情報ギャップに憤りを感じ、個人投資家に対して株価解説もついた詳細な企業情報レポートを提供中。

証券会社のアナリストをやめてみてわかったことは、証券会社のアナリストの立場で株価を当てるのは極めて難しいということ。証券会社のアナリストがカバーすべき銘柄は、多くの人の関心の高い銘柄にならざるを得ず、情報ギャップが少ないため、市

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

場のミスプライスが見つけにくいためである。

しかし、自由に銘柄を選べる立場になってみると、本当に企業価値を判断できる人が見ていない株が星の数ほどある。そのような銘柄でのアナリストとしての価値は非常に高いということに気付く。

特に月次データを公表している企業の場合、月次データさえ丁寧に分析しておけば、次に出る決算はおおよそ見当がつく。しかし、証券会社のアナリストがカバーしていない銘柄であれば、ほとんど世の中の人は分析の仕方さえ知らないので、まさに自分だけが次に出る業績がわかる銘柄が簡単に見つかるのである。

私の無料メルマガでは、さまざまなファンダメンタルアプローチの知識をもとに、今狙う旬の株を理由付きで推奨していますので、無料メルマガを読まないことは大変な損失になる。最低 1 週間に 1 度は無料メルマガを配信していますので、まだ読んだことのない人は、下の URL からご自身で申し込みをしてください。
参照 URL：http://www.mag2.com/m/0001086601.html

なお、株式投資関係の無料メルマガを申し込んだ経験のある人ならわかると思いますが、無料メルマガにはほとんど内容のないものが多くなっています。それに対して、私のメルマガはプロの投資家が読むレベルの内容です。これを読まないことはあなたにとって大きな損失であることは間違いありません。メルマガは役に立たないと思えばいつでも解約できますので、一度目を通して損はないでしょう。
参照 URL：http://www.mag2.com/m/0001086601.html

【推奨環境】

レポート記載の URL はクリックすると、当該ページにアクセスできます。できない場合は、最新の AdobeReder を下記のページよりダウンロードしてください（無料）。
参照 URL：http://www.adobe.co.jp/products/acrobat/readstep2.html

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

はじめに

株式投資は昔から資産形成するための有力な手段と言われています。企業を運営するリスクを負わず、企業の成長を資産の増加として享受できることが背景にあります。特に戦後の日本のように国の経済が高成長を遂げ、さまざまな産業が成長し、それに伴って多くの企業が成長した中では、高い確率で長期投資によって高いリターンを上げることが可能でした。その場合、銘柄選択もそれほど難しいものではありませんでした。

しかし、わが国の成長率が低下し、グローバルには競争がますます激しくなっています。その中で成長し、ただ保有しているだけで、株式投資で高い成果を上げられる企業は限られることになります。その意味で、個々の企業の成長ポテンシャルを探ることと、投資のタイミングを測ることは極めて重要です。

今回取り上げるアリアケジャパン(2815)は、天然調味料の低コストの製造法を開発したことで、日本の味を牛耳る地位を手に入れた会社です。ただし、あまりに優れているため、すでに国内では使用すべき企業はすべに使用しており、成長率が低下しています。

そこで、この 10 年取り組んできたのが、海外市場への展開です。そしていよいよ今、海外での成長が軌道に乗り、従来以上に注目度が高まっています。本レポートではそのアリアケジャパンの成長過程に関して、過去のレポートを振り返っています。

注意事項

なお、当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当方では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

【アリアケジャパン（2815）：改めて注目したい銘柄】2011 年 9 月 9 日

世界的な景気の先行きに対する警戒感から、依然軟調な相場が続いています。

一方で、ディフェンシブな企業や内需型企業で景気にあまり関係ない企業には株価が強い企業も見受けられます。また、同時に株価が強い企業の株価はより強く、弱い企業は弱くというような、順張り的な傾向もみられます。

株は市場が総弱気のときに投資すべきなのはわかっていても、株価が大きく下げているのが主力株だけに、すでに大量に保有しているということもあり得ます。

そこで、今回はディフェンシブで、かつ成長企業でありながらここで株価が下がっている銘柄の中から、アリアケジャパン（2815）に注目してみたいと思います。

同社は国内において畜産系天然調味料のトップメーカーですが、2000 年代の初めまでに広範囲の業界で同社の調味料が用いられたことによって、2000 年代の業績は伸び悩んでいました。

それに対して、国内の圧倒的な競争力を背景に欧州への進出を図りました。すでに進出計画後 10 年以上経過しましたが、ようやくここにきて欧州での売り上げが本格的に拡大する兆しが見え始めました。

それと同時に、成熟化していた国内においても、新たな営業手段として顧客とのリレーションシップを強化する方策がうまく行き、再び成長し始めています。業績は 2009 年 3 月期まで大幅に悪化し、2010 年 3 月期に横ばいの後、2011 年 3 月期には 18.2%増収、30.4%営業増益となり、今期も 15.9%増収、12.3%営業増益を見込んでいます。

ただし、すでに終わった第 1 四半期は 20.7%増収、29.6%営業増益と前年度の勢いを継続しており、今期の計画のピッチを上回って推移しています。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815		
株価(2011年9月9日)	1,471 円		PBR(11/3実)	1.14 倍	
株数	31,829 千株		配当利回り(12/3予)	2.7%	
配当	40 円		時価総額	468 億円	
発行済み株式数	32,809 千株		株主資本	40,956 百万円	
自己株式	980 千株		BPS	1286.8 円	

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2010/9上	実績	12,442	17.1	1,629	32.4	1,204	9.1	482	21.7	15.1	-
2011/3下	実績	14,609	19.1	2,154	28.8	2,280	22.4	1,234	37.6	38.8	-
2011/9上	会社予	14,464	16.3	1,815	11.4	1,879	56.1	977	102.7	30.7	-
2012/3下	会社予	16,896	15.7	2,433	13.0	2,487	9.1	1,373	11.3	43.1	-
2008/3期	実績	22,961	2.3	4,074	-25.5	3,493	-34.1	1,851	-40.5	58.2	25.3
2009/3期	実績	21,736	-5.3	2,890	-29.1	1,830	-47.6	789	-57.4	24.8	59.3
2010/3期	実績	22,893	5.3	2,902	0.4	2,967	62.1	1,293	63.9	40.6	36.2
2011/3期	実績	27,051	18.2	3,783	30.4	3,484	17.4	1,716	32.7	53.9	27.3
2012/3期	会社予想初	31,360	15.9	4,248	12.3	4,366	25.3	2,350	36.9	73.8	19.9
2009-1Q	実績(3カ月)	5,008	-1.3	574	-28.3	713	16.3	305	7.0	-	-
2009-2Q	実績(3カ月)	5,614	-0.5	656	40.2	391	黒転	91	黒転	-	-
2009-3Q	実績(3カ月)	6,379	4.3	982	-1.7	1,169	1501.4	575	115倍	-	-
2009-4Q	実績(3カ月)	5,892	20.1	690	10.9	694	-40.5	322	-51.1	-	-
2010-1Q	実績(3カ月)	6,039	20.6	758	32.1	259	-63.7	13	-95.7	-	-
2010-2Q	実績(3カ月)	6,403	14.1	871	32.8	945	141.7	469	415.4	-	-
2010-3Q	実績(3カ月)	7,630	19.6	1,238	26.1	1,062	-9.2	522	-9.2	-	-
2010-4Q	実績(3カ月)	6,979	18.4	916	32.8	1,218	75.5	712	121.1	-	-
2011-1Q	実績(3カ月)	7,289	20.7	982	29.6	958	269.9	481	3600.0	-	-
2011-2Q	会予(3カ月)	7,175	12.1	833	-4.4	921	-2.5	496	5.8	-	-

株価も震災後の安値から前期決算の公表をはさんで継続的に上昇していましたが、好調な第１四半期決算発表にもかかわらず、全体マーケットが調整局面にあったこともあり、株価は調整しています。

週足・売買高チャート

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

【アリアケジャパン（2815）：第 2 四半期決算報告】2011 年 11 月 12 日

【H&L 企業研究クラブ会員向けメール】2011 年 11 月 12 日付

11 日金曜日は、決算発表、決算説明会とたくさんありました。
たくさんあるときほど、時間がないもので、ようやくまとまった第 1 号です。
すぐにでも上がりそうな決算、そして説明会でしたので、急ぎましたが、今までかかりました。

アリアケジャパン（2815）です。

5 月の説明会でも、投資家が「こりゃすごい」という雰囲気で、第 1 四半期いっぱい株価は上昇して、1,350 円どころから 1,650 円どころまで上昇しました。
その後、相場の下落もあって、今 1,370 円台です。

説明会ですごいなと思うと、アナリストや投資家がレポートを書いて、
そのレポートを見てファンドマネージャが買います。
そして、順調に上がります。

今回も前回と同じようなイメージの相場が期待できるのではないでしょうか。

そのほかの銘柄も急いで作成します。

有賀

H&L 企業研究クラブ
2011 年 11 月 12 日

【アリアケジャパン（2815）：第 2 四半期決算報告】

アリアケジャパン（2815）の 2012 年 3 月期第 2 四半期決算が発表されましたので、その報告をします。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

アリアケジャパンの 2012 年 3 月期第 2 四半期決算は 22.0%増収、27.7%営業増益、40.4%経常増益、75.7%純利増益となった。期初予想に対しては売上高、営業利益は上回ったものの、経常利益、純利益は下回った。

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815		
株価(2011年11月11日)	1,376 円	PBR(11/3実)	1.07 倍		
株数	31,829 千株	配当利回り(12/3予)	2.9%		
配当	40 円	時価総額	438 億円		
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	40,956 百万円		
自己株式	980 千株	BPS	1286.8 円		

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2010/9上	実績	12,442	17.1	1,629	32.4	1,204	9.1	482	21.7	15.1	-
2011/3下	実績	14,609	19.1	2,154	28.8	2,280	22.4	1,234	37.6	38.8	-
2011/9上	実績	15,182	22.0	2,080	27.7	1,690	40.4	847	75.7	26.6	-
	会社予	14,464	16.3	1,815	11.4	1,879	56.1	977	102.7		
2012/3下	会社予2Q	16,178	10.7	2,168	0.6	2,676	17.4	1,503	21.8	47.2	-
2008/3期	実績	22,961	2.3	4,074	-25.5	3,493	-34.1	1,851	-40.5	58.2	23.7
2009/3期	実績	21,736	-5.3	2,890	-29.1	1,830	-47.6	789	-57.4	24.8	55.5
2010/3期	実績	22,893	5.3	2,902	0.4	2,967	62.1	1,293	63.9	40.6	33.9
2011/3期	実績	27,051	18.2	3,783	30.4	3,484	17.4	1,716	32.7	53.9	25.5
2012/3期	会社予想初	31,360	15.9	4,248	12.3	4,366	25.3	2,350	36.9	73.8	18.6
2010-1Q	実績(3カ月)	6,039	20.6	758	32.1	259	-63.7	13	-95.7	-	-
2010-2Q	実績(3カ月)	6,403	14.1	871	32.8	945	141.7	469	415.4	-	-
2010-3Q	実績(3カ月)	7,630	19.6	1,238	26.1	1,062	-9.2	522	-9.2	-	-
2010-4Q	実績(3カ月)	6,979	18.4	916	32.8	1,218	75.5	712	121.1	-	-
2011-1Q	実績(3カ月)	7,289	20.7	982	29.6	958	269.9	481	3600.0	-	-
2011-2Q	実績(3カ月)	7,893	23.3	1,098	26.1	732	-22.5	366	-22.0	-	-

同社は海外の子会社から原料を輸入するため、過去から為替の予約を行ってきた。かつてはデリバティブの会計も実現主義的であったため、含み損益を開示していなかったので特に業績に影響があったわけではなかったが、ここ数年は時価会計によってデリバティブの損益が四半期ごとに営業外に反映され、経常利益以下に大きな影響を与えるようになった。

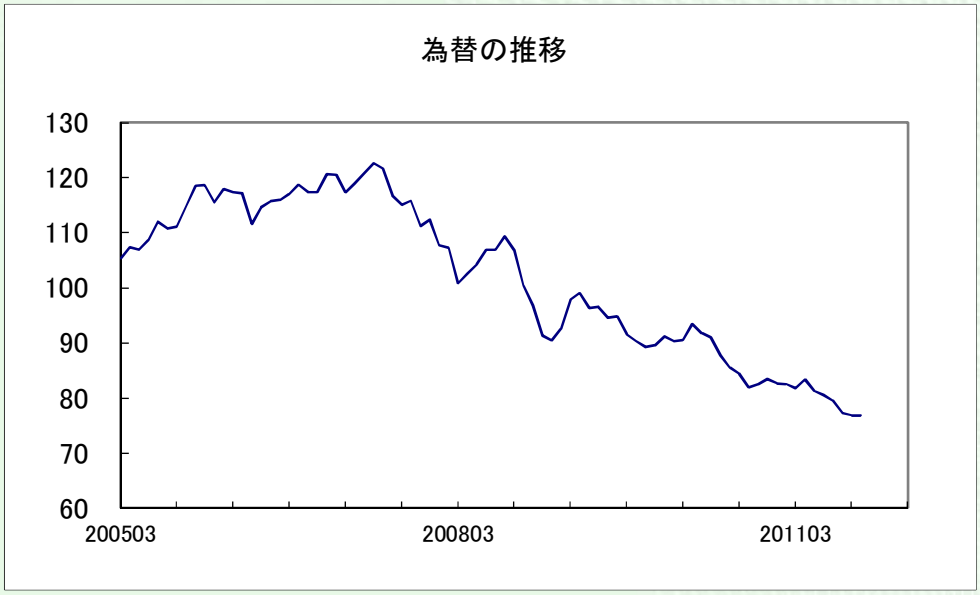
2011 年 3 月期も期初の為替が 1＄＝94.04 円に対して、期末が 1＄＝84.15 円と約 10 円の円高となっている。これに対して営業外では、デリバティブ評価益が 46 百万円、為替差損が 515 百万円発生し、差し引き 469 百万円のマイナスとなっている。

いくつかのデリバティブを組み合わせてリスクおよびコストをコントロールしているため、厳密にはなかなか外部からは理解しがたいが、円高になると営業外にはマイナスに働く。ただし、何のためにデリバティブを組むのかというと、原価をコントロールするためであり、デリバティブの損失は営業利益にはプラスに寄与している。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

しかし、デリバティブの損失は原価の数年分に相当する分が一度に動くのに対して、営業利益には 1 年分が寄与するにすぎないため、1 期で考えると、営業外の影響が大きくなる。一方、長期的に考えれば、均されてデリバティブの影響はないということになる。

（円・ドルの推移）



期初の会社計画では、前期に 469 百万円あった為替による営業外の損失が今期には 0 としており、営業外損益が 4 億円強改善する計画となっている。第 2 四半期までの累計で見ると、前第 2 四半期累計のデリバティブ関係の損失が 527 百万円あったのに対して、507 百万円となっており、前年同期比ベースではわずかに改善しているが、計画は 0 で立てている。

そのため、営業利益は計画比 265 百万円の増額修正となっているのに対して、経常利益は計画比 189 百万円の減額修正となった。

ただし、為替差損に関しては、数年前には市場も過剰反応したが、最近はメカニズムが知れ渡り、それほどは気にしなくなっているので、今後同社を考える場合は、よほど為替が大きく変動しない限りは、あまり意識する必要はなかろう。

そこで、実際のビジネスの状況を反映する売上高と営業利益に目を転じてみよ

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

う。

第 2 四半期の 3 ヵ月を見ると、売上高は 23.3%増、営業利益は 26.1%増となっており、第 1 四半期の 20.7%増収、29.6%営業増益と比較して、営業利益の伸び率はわずかに低下しているとはいうものの、増収率がさらに高まっている。

2012年第2四半期実績（地域別売上高）

	2010-2Q 実績	2011-2Q 実績	増減額	増減率	2011-2Q 計画	計画比
アリアケ（本体）	107.9	125.5	17.6	16.3%	118.0	6.4%
米国	4.8	6.8	2.0	41.7%	5.8	17.2%
アジア	7.7	8.4	0.7	9.1%	9.8	-14.3%
欧州	1.9	8.7	6.8	357.9%	8.9	-2.2%
海外計	14.4	23.9	9.5	66.0%	24.5	-2.4%
日本子会社	2.1	2.4	0.3	14.3%	2.2	9.1%
子会社計	16.5	26.3	9.8	59.4%	26.7	-1.5%
合計	124.4	151.8	27.4	22.0%	144.6	5.0%

上の表は半期ベースの地域別売上高の変化を示したものである。まずは、円高下にもかかわらず海外での売上が 66%も伸びていることが目を引く。立ち上げ期にある欧州の売上は 4.6 倍と急増し地域別の売上高でトップとなり、増設を行った米国も 42%伸び、アジアは若干低いもののそれでも 9.1%増となっている。ただし、円高もあって計画比では米国以外は下回った。

一方、計画比で大幅に伸び率が高まっているのがアリアケ本体である。国内向けとなるアリアケ本体の売上高は 17.6%増と大幅な伸びとなっている。

即席めん向けは 1.1%減となったものの、コンビニ向けを中心とする加工食品が 22.7%増、外食向けが 16.3%増と大きく伸びた。コンビニに関しては弁当・惣菜向けが大きく伸びている。この背景は、従来同社がコンビニのベンダーに原料を収めていたものを、同社が最終製品まで完成させて収めるようになっていることがある。

カレーを例にとってみると、従来同社はカレー用の調味料を製造し、濃縮して、カレーを製造するメーカーに納め、そのメーカーがカレーを作ってコンビニに納めていた。調味料を製造して、濃縮して、カレーメーカーに納め、カレーメーカーが再び水で薄めて使っていたわけである。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

ところがそのような工程では、濃縮にエネルギーコストがかかり、薄めるときにさらに調味料の質が低下するという問題があった。そこで、同社がカレーまで作ることによって、コストと質の両面でメリットが出ることになる。同社にとっては、仮に原料売上であれば 1 の売上だったところが、製品売上に代わるため、売上は数倍に膨らむことになる。

ただし、一方で同じ利益率は取れない。しかし、数量効果が効くため、結果的には利益率は全体として維持、もしくは若干高まることになる。

さて、今上期決算に関しては、売上、利益が大きく伸びたわけだが、通期の業績を据え置いた。しかし、会社側の見方はかなり強気で、やはり売上、営業利益に関しは大きく上振れそうである。

会社側によれば、単体の売上高は通期で 251 億円の計画であるが、10 月の状況を踏まえて、265 億円は行くだろうというニュアンスであった。また、海外も好調であるが、若干上期は不採算の売上を 1 億円強とったが、それはやめたということ。

以上の状況を踏まえて、H&L リサーチの売上予想を以下のように考えた。

	2010年度実績	2011年度計画	増減額	増減率	2010下実績	2011下会社予想	増減額	増減率	2011下H&L予想	増減額	増減率	2011通H&L予想	増減額	増減率
アリアケ(本体)	229.2	251.0	21.8	9.5%	121.3	125.5	4.2	3.5%	141.0	19.7	16.2%	266.5	37.3	16.3%
米国	12.2	13.7	1.5	12.3%	7.4	6.9	-0.5	-6.8%	10.0	2.6	35.1%	16.8	4.6	37.7%
アジア	17.1	24.2	7.1	41.5%	9.4	15.8	6.4	68.1%	10.0	0.6	6.4%	18.4	1.3	7.6%
欧州	7.6	20.2	12.6	165.8%	5.7	11.5	5.8	101.8%	12.0	6.3	110.5%	20.7	13.1	172.4%
海外計	36.9	58.1	21.2	57.5%	22.5	34.2	11.7	52.0%	32.0	9.5	42.2%	55.9	19.0	51.5%
日本子会社	4.4	4.5	0.1	2.3%	2.3	2.1	-0.2	-8.7%	2.5	0.2	8.7%	4.9	0.5	11.4%
子会社計	41.3	52.6	11.3	27.4%	24.8	26.3	1.5	6.0%	34.5	9.7	39.1%	60.8	19.5	47.2%
合計	270.5	313.6	43.1	15.9%	146.1	161.8	15.7	10.7%	175.5	29.4	20.1%	327.3	56.8	21.0%

また、海外に関しては、不採算案件が減ることから、下期には採算性は向上する模様である。

よって、下期も売上高の伸び率を上回る営業利益の伸びを予想した。

来期に関しては、伸び率が高い海外のウエイトが上昇することから、今期を上回る増収とし、利益率も若干の上昇を見込んだ。また、営業外に関しては、今期が 5 億円程度の為替関連損に対して、来期は 0 を見込んでいる。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815		
株価(2011年11月11日)	1,376 円	PBR(11/3実)	1.07 倍		
株数	31,829 千株	配当利回り(12/3予)	2.9%		
配当	40 円	時価総額	438 億円		
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	40,956 百万円		
自己株式	980 千株	BPS	1286.8 円		

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2010/9上	実績	12,442	17.1	1,629	32.4	1,204	9.1	482	21.7	15.1	-
2011/3下	実績	14,609	19.1	2,154	28.8	2,280	22.4	1,234	37.6	38.8	-
2011/9上	実績	15,182	22.0	2,080	27.7	1,690	40.4	847	75.7	26.6	-
	会社予	14,464	16.3	1,815	11.4	1,879	56.1	977	102.7	30.7	-
2012/3下	会社予2Q	16,178	10.7	2,168	0.6	2,676	17.4	1,503	21.8	47.2	-
	H&L予想	17,550	20.1	2,700	25.3	2,800	22.8	1,540	24.8	48.4	
2009/3期	実績	21,736	-5.3	2,890	-29.1	1,830	-47.6	789	-57.4	24.8	55.5
2010/3期	実績	22,893	5.3	2,902	0.4	2,967	62.1	1,293	63.9	40.6	33.9
2011/3期	実績	27,051	18.2	3,783	30.4	3,484	17.4	1,716	32.7	53.9	25.5
2012/3期	会社予想初	31,360	15.9	4,248	12.3	4,366	25.3	2,350	36.9	73.8	18.6
	H&L予想	32,732	21.0	4,780	26.4	4,490	28.9	2,387	39.1	75.0	18.3
2013/3期	H&L予想	39,000	19.1	6,000	25.5	6,200	38.1	3,410	42.9	107.1	12.8
2010-1Q	実績(3カ月)	6,039	20.6	758	32.1	259	-63.7	13	-95.7	-	-
2010-2Q	実績(3カ月)	6,403	14.1	871	32.8	945	141.7	469	415.4	-	-
2010-3Q	実績(3カ月)	7,630	19.6	1,238	26.1	1,062	-9.2	522	-9.2	-	-
2010-4Q	実績(3カ月)	6,979	18.4	916	32.8	1,218	75.5	712	121.1	-	-
2011-1Q	実績(3カ月)	7,289	20.7	982	29.6	958	269.9	481	3600.0	-	-
2011-2Q	実績(3カ月)	7,893	23.3	1,098	26.1	732	-22.5	366	-22.0	-	-

もちろん、今下期に関しても、来期に関しても円高がさらに進めばその都度為替差損が発生することは頭に入れておく必要があろう。

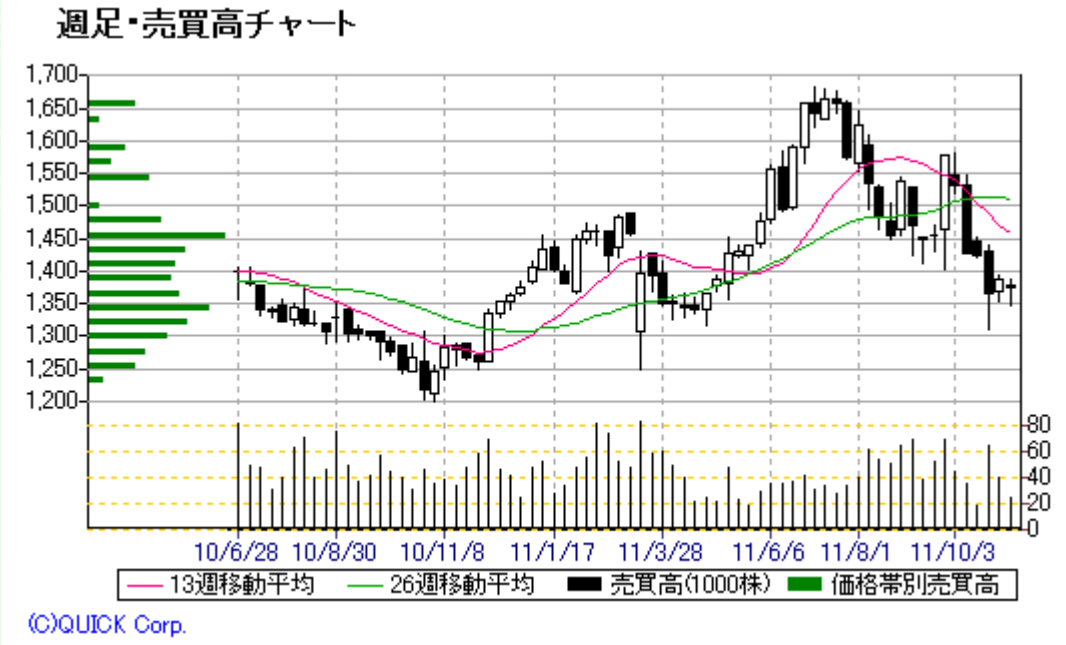
来期予想 EPS に対して、PER は 12.8 倍であり、かなりの割安感はあろう。また、説明会に出席した多くの投資家は会社側の強気な姿勢に納得して帰った人も多かったので、おそらく向こう 1、2 ヵ月は株価が順調に上がる可能性があろう。

ただし、前掲の分析レポートにあるような同社の強さの秘密は、今カバーしているアナリストも十分に理解しているわけではない。そのため、今のように好調な決算が出たばかりであれば、強気のレポートが出る可能性はあろう。しかし、時間が経過して次の四半期決算が出る時期になると、急に不安になったりするものである。

今年度においても、前期決算の好調を評価して、株価は 1,350 円どころから 1,650 円まで上昇した後、むしろ業績は会社計画を上回って推移したにもかかわらず、現在その出発点まで戻っている。

もちろん、これは市場環境のせいでもあるが、やはり市場の理解度の低さが影響しているのではないかとも考えられる。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.



Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

【2013 年 3 月期第 3 四半期決算速報】2013 年 2 月 7 日

2013 年 2 月 7 日
H&L 企業研究クラブ

【アリアケジャパン（2815）：2013 年 3 月期第 3 四半期決算速報】

アリアケジャパン（2815）が 2 月 6 日に 2013 年 3 月期第 3 四半期決算を公表したので、それに関して報告を行う。

2013 年 3 月期第 3 四半期決算（10-12 月）は 8.0%増収、20.5%営業増益、39.1%経常増益、64.3%純利増益と引き続き好調な決算となった。

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815		
株価（2013年2月6日）	1,639 円	PBR(12/3実)	1.24 倍		
株数	31,829 千株	配当利回り(13/3予)	2.7%		
配当	45 円	時価総額	522 億円		
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	42,103 百万円		
自己株式	980 千株	BPS	1322.8 円		

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
（連結）		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2011/9上	実績	15,182	22.0	2,080	27.7	1,690	40.4	847	75.7	26.6	-
2012/3下	実績	16,334	11.8	2,860	32.8	3,206	40.6	1,739	40.9	54.6	-
2012/9上	実績	15,690	3.3	2,536	21.9	2,405	42.3	1,332	57.3	41.8	-
	会社予	16,060	5.8	2,655	27.6	2,834	67.7	1,612	90.3	50.6	-
2013/3下	会社予2Q	19,613	20.1	3,292	15.1	3,697	15.3	2,179	25.3	68.5	-
2009/3期	実績	21,736	-5.3	2,890	-29.1	1,830	-47.6	789	-57.4	24.8	66.1
2010/3期	実績	22,893	5.3	2,902	0.4	2,967	62.1	1,293	63.9	40.6	40.3
2011/3期	実績	27,051	18.2	3,783	30.4	3,484	17.4	1,716	32.7	53.9	30.4
2012/3期	実績	31,516	16.5	4,940	30.6	4,896	40.5	2,586	50.7	81.2	20.2
2013/3期	会社予想初	35,303	12.0	5,828	18.0	6,102	24.6	3,511	35.8	110.3	14.9
2011-1Q	実績(3カ月)	7,289	20.7	982	29.6	958	269.9	481	3600.0	-	-
2011-2Q	実績(3カ月)	7,893	23.3	1,098	26.1	732	-22.5	366	-22.0	-	-
2011-3Q	実績(3カ月)	8,578	12.4	1,515	22.4	1,566	47.5	806	54.4	-	-
2011-4Q	実績(3カ月)	7,756	11.1	1,345	46.8	1,640	34.6	933	31.0	-	-
2012-1Q	実績(3カ月)	7,788	6.8	1,227	24.9	1,086	13.4	576	19.8	-	-
2012-2Q	実績(3カ月)	7,902	0.1	1,309	19.2	1,319	80.2	756	106.6	-	-
2012-3Q	実績(3カ月)	9,262	8.0	1,825	20.5	2,178	39.1	1,324	64.3	-	-
2012-4Q	会予(3カ月)	10,351	33.5	1,467	9.1	1,519	-7.4	855	-8.4	-	-
2011-3Q	実績(9カ月)	23,760	18.4	3,595	25.4	3,256	43.7	1,653	64.6	-	-
2012-3Q	実績(9カ月)	24,952	5.0	4,361	21.3	4,583	40.8	2,656	60.7	-	-

売上高は国内が 9.4%増と再び高まったことから 8.0%増を達成。海外は引き続き欧州の不採算取引をやめた影響で、子会社計で 1.7%減となっている。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

営業利益は国内が着実に増加したことに加え、米国、アジアの収益が拡大したため、20.5%増と大きく伸びた。

営業外で為替差損が為替差益に転換したため、経常利益は 39.1%増と大幅な伸びとなった。

通期会社計画から第 3 四半期までの累計値を差し引くと、第 4 四半期は 33.5%増収、9.1%営業増益となる。売上高の達成は難しいと思われるが、営業利益に関しては余裕でクリアできそうである。

黒字転換した海外は、円安がプラスに

今回の決算の最大のポイントは海外が黒字化したということである。海外が赤字であるならば、円安はマイナスに寄与することになるが、黒字であるならば、決算上の数字に円安がプラスになる。

同社が継続的に開示している数値は、セグメントごとの売上高と経常利益である。ところが本体のアリアケジャパンに関しては、営業外で大きな為替差損益が発生する。そのため、本体及び連結の経常利益を分析するためには、為替差損益の影響を除かなければ、正しいビジネスのトレンドがつかめない。

そこで、上表にあるように営業外で発生するデリバティブ及び為替の損益を計算し、その分をアリアケジャパン本体及び合計値から差し引いてビジネスのトレンドを見る。もっとも、全体に関しては業績表の営業利益を見れば、トレンドを正しく見ることができる。ただし、全体の業績表では、海外と国内の業績トレンドが不明なため、少しややこしい計算をしなければならない。

ここでチェックする項目は、経常利益のアリアケジャパン本体及び全体からデリバティブ・為替の差損益を除いた値と子会社である。表の黄色の部分に相当する。

まず、差損調整後のアリアケジャパンの伸び率を見ると、第 1 四半期 31.1%増、第 2 四半期 11.3%増、第 3 四半期 7.0%増と低下傾向にある。これは国内ビジネスの状況を示しているが、ここ数年の同社の高い利益成長をけん引してきたが、伸び率はやや低下傾向にある。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

一方、子会社の経常利益は赤字が縮小傾向にあり、第 3 四半期にはいよいよ黒字に転換している。前年同期比の増益額を見ると、第 1 四半期 0.5 億円、第 2 四半期 0.8 億円、第 3 四半期 1.8 億円と、第 3 四半期には国内の増益分 1.2 億円を上回ってきた。

そのため、国内がやや減速したが、高水準の連結営業利益の増加を達成している。

これまでのように海外が赤字であれば、円安はトータルとして若干マイナスに寄与していたと思われるが、海外が黒字になってくると、円安がプラスに効いてくる。その意味で、第 4 四半期以降の業績に期待が持てると言えよう。

セグメントの売上高、経常利益推移 （単位：億円）

絶対額				増加額			伸び率		
売上高	2012-1Q	2012-2Q	2012-3Q	2012-1Q	2012-2Q	2012-3Q	2012-1Q	2012-2Q	2012-3Q
アリアケ	65.5	69.8	81.2	5.9	3.9	7.0	9.9%	5.9%	9.4%
米国	4.0	2.9	4.3	0.2	-0.1	1.2	5.3%	-3.3%	38.7%
アジア	5.1	4.7	4.9	0.4	1.0	0.9	8.5%	27.0%	22.5%
欧州	2.2	0.5	1.1	-1.5	-4.5	-2.2	-40.5%	-90.0%	-66.7%
日本	1.1	1.1	1.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0%	-15.4%	-8.3%
子会社計	12.4	9.2	11.4	-0.9	-3.8	-0.2	-6.8%	-29.2%	-1.7%
合計	77.9	79.0	92.6	5.0	0.1	6.8	6.9%	0.1%	7.9%
経常利益									
アリアケ	12.2	13.5	20.6	1.7	5.2	4.3	16.2%	62.7%	26.4%
-デリ,為替	15.0	13.9	17.8	3.6	1.4	1.2	31.1%	11.3%	7.0%
米国	0.1	0.1	1.1	-0.1	-0.2	1.1	-	-	-
アジア	1.0	0.7	1.2	0.0	0.2	0.6	0.0%	40.0%	100.0%
欧州	-1.6	-1.2	-1.2	0.4	0.8	0.1	-	-	-
日本	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
配当調整	-0.8	0.0	0.0	-0.8	0.0	0.0	-	-	-
子会社計	-1.3	-0.3	1.1	-0.5	0.8	1.8	-	-	-
合計	10.9	13.2	21.7	1.2	6.0	6.1	12.4%	83.3%	39.1%
-デリ,為替	13.7	13.6	18.9	3.1	2.2	3.0	28.7%	19.5%	18.6%
百万円									
デリバティブ	-72	100	128						
為替	-204	-137	153						
計	-276	-37	281						
差額									
デリバティブ	-184	200	-8						
為替	-1	179	322						
計	-185	379	314						

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

投資判断

同社株は数少ない食品企業の成長株として、高めの PER で評価されてきた。しかし、昨年株主優待を廃止したこともあって、株価は高値から調整したままである。とことが、株主優待の代わりに増配を公表しており、どう考えても配当の方が株主優待より価値が高そうであり、好業績から改めて注目される可能性があると考えていた。

それに加えて、第 3 四半期決算によって、海外の収益貢献が確認され始めたことによって、再び注目される可能性が高まっていると言えよう。

週足・売買高チャート

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

【2015 年 3 月期決算報告】2015 年 5 月 18 日

H&L 企業研究クラブ会員向けメール（20150514）
【緊急】特報銘柄：決算速報 20150514-1

決算発表、説明会多すぎて、本日分はまだ全部目を通せていません。
目に入った中から、すごい順に、お知らせします。

本日発表、説明会のアリアケジャパン（2815）
すごいです。即買ってください。急騰の可能性があります。
しかも長く持って、大幅に取れる可能性もあります。
いつかはとは思っていましたが、いよいよ業績急拡大ステージ入りの可能性も。
レポートを間に合わせるか、他の銘柄をチェックするか思案中です。
決算短信です。
1 ページ目だけ目を通してください。
http://file.swcms.net/file/ariakejapan/dam/jcr:96c7a882-b860-4234-8d47-53b31a06a91a/20150514000001.pdf

（以下省略）

そして、以下がその後完成したレポートです。

2015 年 5 月 18 日
H&L 企業研究クラブ

【アリアケジャパン（2815）：2015 年 3 月期決算報告】

アリアケジャパン（2815）の 2015 年 3 月期決算に関して報告を行う。

2015 年 3 月期決算は 10.0%増収、10.9%営業増益、4.5%経常増益、11.1%純利増益となった。期初計画に比較すると売上、利益とも減額修正ではあるが、期中の進行状況からすると終盤にかけてかなりキャッチアップしたと言えよう。第 4 四半期のみを取ると、14.7%増収、41.8%営業増益とそれまでとの比較で桁違いに大幅な利益面の伸び率となった。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815				
株価(2015年5月18日)	4,450 円	PBR(15/3実)	2.51 倍	ROE	9.6%		
株数	31,826 千株	配当利回り(16/3予)	1.2%				
配当	55 円	時価総額	1,416 億円				
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	56,492 百万円				
自己株式	983 千株	BPS	1775.0 円				

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2014/9上	実績	18,529	6.6	2,651	-3.3	3,065	-8.5	1,931	-2.2	60.7	-
2015/3下	実績	22,386	12.9	3,600	24.3	4,497	15.8	2,794	22.7	87.8	-
2015/9上	会社予初	22,921	23.7	3,786	42.8	4,048	32.1	2,622	35.8	82.4	-
2016/3下	会社予初	23,086	3.1	4,147	15.2	4,606	2.4	2,817	0.8	88.5	-
2011/3期	実績	27,051	18.2	3,783	30.4	3,484	17.4	1,716	32.7	53.9	82.5
2013/3期	実績	33,591	6.6	5,475	10.8	6,408	30.9	3,788	46.5	119.0	37.4
2014/3期	実績	37,201	10.7	5,639	3.0	7,236	12.9	4,252	12.2	133.6	33.3
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1	148.5	30.0
	会社予想初	41,879	12.6	6,961	23.4	7,724	6.7	5,066	19.1	159.2	28.0
2016/3期	会社予想初	46,007	12.4	7,933	26.9	8,654	14.4	5,439	15.1	170.9	26.0
2013-1Q	実績(3カ月)	8,329	6.9	1,293	5.4	1,687	55.3	1,003	74.1	-	-
2013-2Q	実績(3カ月)	9,052	14.6	1,449	10.7	1,664	26.2	972	28.6	-	-
2013-3Q	実績(3カ月)	10,151	9.6	1,802	-1.3	2,679	23.0	1,610	21.6	-	-
2013-4Q	実績(3カ月)	9,669	11.9	1,095	-1.7	1,206	-33.9	667	-41.1	-	-
2014-1Q	実績(3カ月)	8,899	6.8	1,189	-8.0	1,272	-24.6	750	-25.2	-	-
2014-2Q	実績(3カ月)	9,630	6.4	1,462	0.9	1,793	7.8	1,181	21.5	-	-
2014-3Q	実績(3カ月)	11,293	11.3	2,047	13.6	2,771	3.4	1,718	6.7	-	-
2014-4Q	実績(3カ月)	11,093	14.7	1,553	41.8	1,726	43.1	1,076	61.3	-	-

第 4 四半期の売上高はアリアケ本体が 7.6 億円増、子会社計で 6.7 億円増、それぞれ 11.0%増、24.5%増と大幅な伸びとなった。アリアケ本体は第 1 四半期の 1.2%増から、第 2 四半期 4.6%増、第 3 四半期 5.5%増から第 4 四半期には一気に二けた増に乗せてきた。一方、子会社計は第 1 四半期から 31.2%増、15.5%増、38.6%増、そして 24.5%増と高水準の伸びが続いている。

営業利益に関しては、アリアケ本体は上期の減益が下期には増益に転じた。子会社計ではすべての四半期で増益であり、特に第 4 四半期は前年同期比 2.1 億円の増益と伸びが大きくなっている。

子会社の中では米国が設備投資の影響で、2013 年度第 4 四半期から 2014 年度の第 3 四半期かけて減益であったが、第 4 四半期には前年同期並みまで回復した。アジアに関しては期を通じて増益に寄与している。欧州も期を通じて増益に寄与しているが、特に第 4 四半期の寄与度が高まっている。その結果子会社計では特に第 4 四半期の増益幅が大きくなった。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

時間がかかった海外の収益化

セグメント動向　　（単位:億円）

売上高	2013-1Q	2013-2Q	2013-3Q	2013-4Q	2014-1Q	2014-2Q	2014-3Q	2014-4Q	2013F	2014F
アリアケ	67.6	75.7	83.9	69.3	68.4	79.2	88.5	76.9	296.5	313.0
米国	5.6	5.5	5.7	8.7	5.0	3.2	7.7	11.1	25.5	27.0
アジア	6.4	6.2	7.3	10.1	6.8	6.8	10.0	12.7	30.0	36.3
欧州	2.7	2.1	3.7	7.8	8.0	6.1	5.7	9.5	16.3	29.3
日本	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	0.8	3.7	3.6
子会社計	15.7	14.8	17.6	27.4	20.6	17.1	24.4	34.1	75.5	96.2
合計	83.3	90.5	101.5	96.7	89.0	96.3	112.9	111.0	372.0	409.2
営業利益										
アリアケ	12.6	13.7	16.2	11.0	10.6	13.4	18.1	13.5	53.5	55.6
米国	1.0	0.8	1.7	1.0	0.4	0.3	1.4	1.0	4.5	3.1
アジア	1.0	1.2	1.8	2.2	1.6	1.8	2.0	2.8	6.2	8.2
欧州	-1.7	-1.2	-1.8	-3.3	-0.7	-1.0	-1.1	-1.7	-8.0	-4.5
日本	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
子会社計	0.3	0.8	1.8	0.0	1.3	1.2	2.4	2.1	2.9	7.0
合計	12.9	14.5	18.0	11.0	11.9	13.6	21.5	15.6	56.4	62.6
売上高	差異	差異	差異	差異	差異	差異	差異	差異		
アリアケ	2.1	5.9	2.7	1.4	0.8	3.5	4.6	7.6	12.1	16.5
米国	1.6	2.6	1.4	0.7	-0.6	-2.3	2.0	2.4	6.3	1.5
アジア	1.3	1.5	2.4	2.1	0.4	0.6	2.7	2.6	7.3	6.3
欧州	0.5	1.6	2.6	4.7	5.3	4.0	2.0	1.7	9.4	13
日本	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.5	-0.1
子会社計	3.3	5.6	6.2	8.9	4.9	2.3	6.8	6.7	24	20.7
合計	5.4	11.5	8.9	10.3	5.7	5.8	11.4	14.3	36.1	37.2
営業利益										
アリアケ	-0.2	1.0	-0.5	-1.7	-2.0	-0.3	1.9	2.5	-1.4	2.1
米国	0.8	0.5	0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	1.3	-1.4
アジア	0.1	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6	0.2	0.6	1.5	2
欧州	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4	1.0	0.2	0.7	1.6	-1.3	3.5
日本	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	0	0
子会社計	0.8	0.4	0.3	1.6	1.0	0.4	0.6	2.1	3.1	4.1
合計	0.6	1.4	-0.2	-0.1	-1.0	-0.9	3.5	4.6	1.7	6.2
売上高	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率
アリアケ	3.2%	8.5%	3.3%	2.1%	1.2%	4.6%	5.5%	11.0%	4.3%	5.6%
米国	40.0%	89.7%	32.6%	8.7%	-10.7%	-41.8%	35.1%	27.6%	32.8%	5.9%
アジア	25.5%	31.9%	49.0%	26.3%	6.3%	9.7%	37.0%	25.7%	32.2%	21.0%
欧州	22.7%	320.0%	236.4%	151.6%	196.3%	190.5%	54.1%	21.8%	136.2%	79.8%
日本	-9.1%	-9.1%	-18.2%	-11.1%	-10.0%	-10.0%	11.1%	0.0%	-11.9%	-2.7%
子会社計	26.6%	60.9%	54.4%	48.1%	31.2%	15.5%	38.6%	24.5%	46.6%	27.4%
合計	6.9%	14.6%	9.6%	11.9%	6.8%	6.4%	11.2%	14.8%	10.7%	10.0%
営業利益										
アリアケ	-1.6%	7.9%	-3.0%	-13.4%	-15.9%	-2.2%	11.7%	22.7%	-2.6%	3.9%
米国	400.0%	166.7%	30.8%	-28.6%	-60.0%	-62.5%	-17.6%	0.0%	40.6%	-31.1%
アジア	11.1%	20.0%	38.5%	46.7%	60.0%	50.0%	11.1%	27.3%	31.9%	32.3%
欧州	赤大	赤大	赤大	赤小	赤小	赤小	赤小	赤小	赤大	赤小
日本	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
子会社計	黒転	100.0%	20.0%	黒転	333.3%	50.0%	33.3%	-	黒転	141.4%
合計	4.9%	10.7%	-1.1%	-0.9%	-7.8%	-6.2%	19.4%	41.8%	3.1%	11.0%

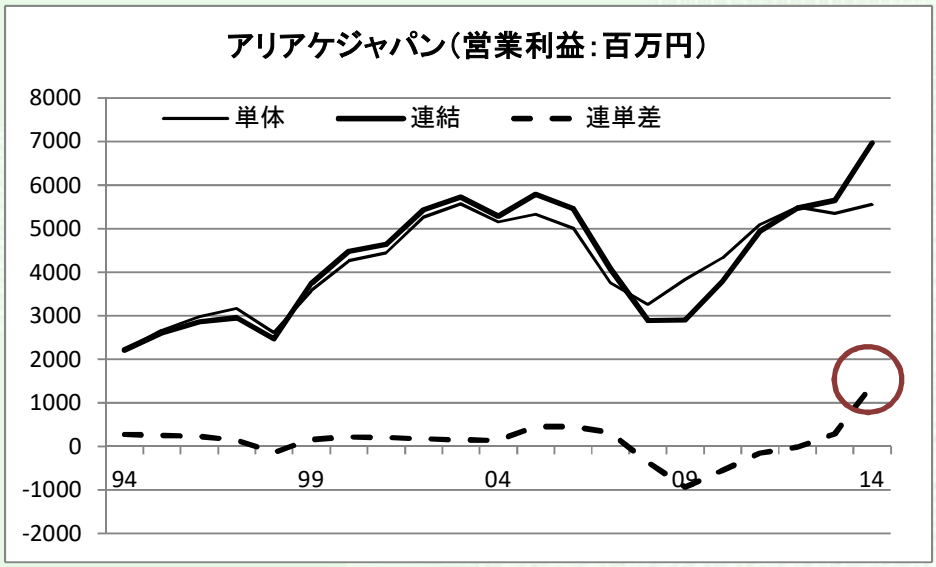
Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

同社はこの数十年間、圧倒的なコスト競争力から、今や日本の食シーンにおいてなくてはならない会社となっている。カレールー、シチュールー、即席ラーメンなどの加工食品はもとより、コンビニの惣菜や弁当、チェーンの外食店などのソースやスープなど多くの分野において同社は高シェアを占めている。

これらの商品やサービスにとって味の決め手が同社のエキスであるわけで、まさに同社は日本の味を牛耳っていると言っても過言ではない。

国内の食品メーカー、中食、外食店で同社の実力を知らないものはないほどであることから、すでに使用すべきところには使用されており、国内では開拓余地がないため、同社は 10 年ほど前に欧州への進出に踏み切った。

しかし、逆に商品やサービスの命運を握るのが味であったことから、日本のように知名度がない同社は欧州において長い間苦戦してきた。そもそも、海外には同社に匹敵する会社がないこともあり、同社の価値を浸透せせること自体に手間取ったという面がある。そのため、欧州への進出以来海外事業では赤字が続いていたが、前々年度に若干の黒字に転じた後、前年度にはいよいよ収益拡大に弾みがついてきた。



前頁の図は同社の単体及び連結の営業利益とその連単差の推移を示したものである。連単差の部分には一部国内事業も入っているが、大方は海外子会社となる。これを見ると丸印で示したように、前年度から本格的な拡大期に入ったこ

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

とがわかる。

最大の強みは圧倒的なコスト競争力

同社の最大の強みは圧倒的なコスト競争力である。畜産系天然調味料の製造方法は豚や鶏の骨を長時間煮出すというシンプルなものだ。これは街のラーメン屋や味自慢の洋食店などで、自前のスープベースやフォンドボーを作ることをイメージすればわかろう。手間はかかるが、どこでも普通に行われていることである。しかし、これを工業的に効率的に生産しようとすると実は高い壁が存在することになる。

まずは、効率的ではない工場をイメージしてみよう。大きな釜があって、その釜で豚や鶏の骨を煮出す。場合によっては、野菜や魚介類などを同時に煮込む場合もある。数時間煮込んだ後に、上澄みだけを取って、その後の濃縮工程や乾燥工程に回す。この一連の作業で最も自動化が難しい工程が、煮込んだ後の残渣の処理である。

現在でも一般的な天然調味料工場では、大きな鍋から取り出した上澄みを人手で後工程のラインに運んでいる。そこから先の濃縮や乾燥工程は同社の工場も他社の工場もそう大きな差はなく、同じような外国製の乾燥機、濃縮器がならんでいる。そして、もう一つ大変な作業が、上澄みを取った後の残渣の処理である。これも多くの工場では人手に頼って行われている。

もちろん、今であればロボット技術が当時と比較して格段に進歩しているので、実はコストをかければできないことはない。しかし、化学調味料と異なって天然調味料はオーダーメイドが多く、一つ一つの商品ロットが小さいため、それだけのコストをかけて投資を行ってビジネスが成り立つかという問題があるため、多くの企業ではロボット化には二の足を踏んでいるのが実情である。

それに対して同社では 40 年ほど前に、最もネックとなっていた残渣の効率的な方法を 10 年以上の歳月をかけて開発に成功した。これが同社の圧倒的な競争力の背景である。現在、同社工場と他社工場を比較すると、その差には実に驚く。一般の工場は上で述べたような作業のため、多くの人が忙しそうに働いており、また人手でエキスを移動させるためフロアが水で濡れていることが多い。しかし、同社工場は完全自動化でコンピュータ管理されており、まるで化学工場の

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

ようにパイプライン中心の工場となっている。

コストの差を高付加価値化に向ける

ただし、同社の強みはコストではあるが、その低コストでできた差を徹底して付加価値を付けることに使っている点である。つまり、汎用的な調味料を低価格で販売するという手法ではなく、コストが浮いた分を顧客が求める味を作ることに向けることで、極めて高レベルな調味料をリーゾナブルな価格で提供できるのである。

それゆえ、高級中華料理店やホテルなどがこぞって同社にオーダーメイドの調味料を注文することになる。

このような日本で無敵のノウハウを持って欧州に乗り込んだのであるが、食関連企業にとって命運を握る味に関する技術故、実際に採用されるまでには想像以上の時間を要してしまったのであろう。しかし、一度採用されることによって、やがては評判が評判を呼ぶという、かつての日本における状況の再現が期待されるところである。

これまで成長のボトルネックとなっていた海外の収益拡大が見えてきたことで、国内での堅調な成長と合わせて、当面安定的に高い成長が期待されるものである。

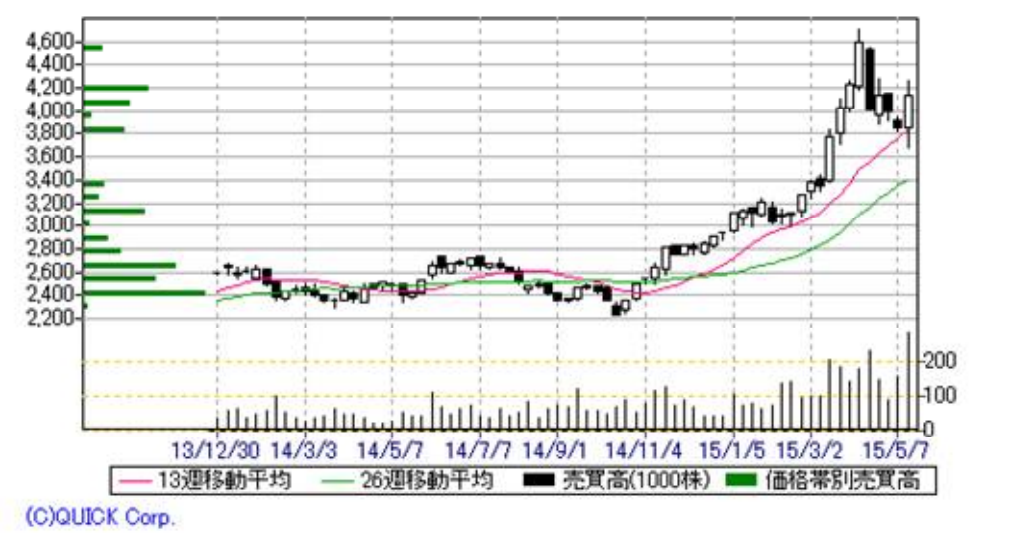
投資判断

現時点の PER 水準の 26.0 倍は、他の内需企業との比較では決して割安とは言えない。しかし、成長市場の海外で成功を収めつつある食品企業の PER は突出して高くなっている。キッコーマン（2801）、ヤクルト（2267）、カルビー（2229）などがその典型であり、各社 PER は 40 倍前後の評価である。

同社株はそれらの企業ほど時価総額は大きくないが、機関投資家が買える株としての最低線である 1,000 億円は超えていることから、当面 PER30 倍越えを目安に評価が高まる局面に来たのではないかと考えられる。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

週足・売買高チャート



Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

【海外収益の貢献度が急上昇するアリアケジャパン（2815）– Outperform (New)】2015 年 9 月 2 日

海外収益の貢献度が急上昇するアリアケジャパン（2815）– Outperform (New)

有賀泰夫, **Analyst**

アリアケジャパンは調味料メーカーである。しかし、この調味料の会社はある面日本の加工食品、外食、中食の味を牛耳っている会社と言える。さらに、調味料の会社でありながら営業利益率が 15.3%（2015 年 3 月期連結ベース）と極めて高水準にある。

同社は 1990 年代から 2000 年代初旬の 10 年以上にわたって、成熟と言われる国内食品市場において年率 10%を上回る利益成長と営業利益率 20%以上という高収益を達成した会社である。その後、2000 年代後半に停滞期を迎え、そして今、海外を舞台に再び躍進の時代を迎えている。

これまでの同社は良くも悪くも盤石な国内で成長してきたが、いよいよ海外の利益ウエイトが急速に高まる局面を迎えており、世界を相手に味を創造する会社に変貌を遂げそうである。

食品メーカーはディフェンシブではあるが、海外ウエイトが高まる局面では成長株として評価される。それゆえ、景気に対する懸念がある今のような時期には、海外ウエイトの高い食品株の PER は高水準となる。同社は今まさに海外が成長に大きく寄与する会社に変わっている最中であり、今後バリュエーションの上昇が期待される。よって、Outperform として新規にレーティングを開始する。

2015 年 3 月期下期から加速し始めた業績拡大

15/3 期は 10.0%増収、10.9%営業増益、4.5%経常増益、11.1%純利増益であった。期初計画に比較すると売上、利益とも減額修正ではあるが、期中の進行

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

状況からすると終盤にかけてかなりキャッチアップしたと言えよう。第 4 四半期のみを取ると、14.7%増収、41.8%営業増益とそれまでとの比較で桁違いに大幅な利益面の伸び率となった。

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815				
株価(2015年9月1日)	4,790 円	PBR(15/3実)	2.70 倍	ROE	9.6%		
株数	31,826 千株	配当利回り(16/3予)	1.1%				
配当	55 円	時価総額	1,524 億円				
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	56,492 百万円				
自己株式	983 千株	BPS	1775.0 円				

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
15/3 1H	実績	18,529	6.6	2,651	-3.3	3,065	-8.5	1,931	-2.2	60.7	-
15/3 2H	実績	22,386	12.9	3,600	24.3	4,497	15.8	2,794	22.7	87.8	-
16/3 1H	会社予初	22,921	23.7	3,786	42.8	4,048	32.1	2,622	35.8	82.4	-
16/3 2H	会社予初	23,086	3.1	4,147	15.2	4,606	2.4	2,817	0.8	88.5	-
2014/3期	実績	37,201	10.7	5,639	3.0	7,236	12.9	4,252	12.2	133.6	35.9
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1	148.5	32.3
2016/3期	会社予想初	46,007	12.4	7,933	26.9	8,654	14.4	5,439	15.1	170.9	28.0
	ARJ	46,007	12.4	7,933	26.9	8,654	14.4	5,439	15.1	170.9	28.0
2017/3期	ARJ	51,700	12.4	9,450	19.1	10,150	17.3	6,395	17.6	200.9	23.8
2018/3期	ARJ	56,800	9.9	11,100	17.5	11,800	16.3	7,434	16.3	233.6	20.5
15/3 1Q	実績(3カ月)	8,899	6.8	1,189	-8.0	1,272	-24.6	750	-25.2	-	-
15/3 2Q	実績(3カ月)	9,630	6.4	1,462	0.9	1,793	7.8	1,181	21.5	-	-
15/3 3Q	実績(3カ月)	11,293	11.3	2,047	13.6	2,771	3.4	1,718	6.7	-	-
15/3 4Q	実績(3カ月)	11,093	14.7	1,553	41.8	1,726	43.1	1,076	61.3	-	-
16/3 1Q	実績(3カ月)	10,559	18.7	1,880	58.1	2,144	68.6	1,374	83.2	-	-
16/3 2Q	会予(3カ月)	12,362	28.4	1,906	30.4	1,904	6.2	1,248	5.7	-	-

第 4 四半期の売上高はアリアケ本体が 7.6 億円増、子会社計で 6.7 億円増、それぞれ 11.0%増、24.5%増と大幅な伸びとなった。アリアケ本体は第 1 四半期の 1.2%増から、第 2 四半期 4.6%増、第 3 四半期 5.5%増から第 4 四半期には一気に二けた増に乗せてきた。一方、子会社計は第 1 四半期から 31.2%増、15.5%増、38.6%増、そして 24.5%増と高水準の伸びが続いている。

営業利益に関しては、アリアケ本体は上期の減益が下期には増益に転じた。子会社計ではすべての四半期で増益であり、特に第 4 四半期は前年同期比 2.1 億円の増益と伸び幅が大きくなっている。

子会社の中では米国が主としてコストアップの影響で、14/3 期第 4 四半期から 15/3 期第 3 四半期にかけて減益であったが、15/3 期第 4 四半期には前年同期並みまで回復した。アジアに関しては期を通じて増益に寄与している。欧州は赤字幅職掌という形で期を通じて増益に寄与したが、特に第 4 四半期の寄与度が高まっている。その結果子会社計では第 4 四半期の増益幅が最も大きくなった。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

セグメント動向 （単位：億円）

売上高	14/3 1Q	14/3 2Q	14/3 3Q	14/3 4Q	15/3 3Q	15/3 2Q	15/3 3Q	15/3 4Q	2015-1Q	14/3 F	15/3 F	16/3FCE
アリアケ	67.6	75.7	83.9	69.3	68.4	79.2	88.5	76.9	79.3	296.5	313.0	347.0
米国	5.6	5.5	5.7	8.7	5.0	3.2	7.7	11.1	8.8	25.5	27.0	36.2
アジア	6.4	6.2	7.3	10.1	6.8	6.8	10.0	12.7	9.4	30.0	36.3	44.0
欧州	2.7	2.1	3.7	7.8	8.0	6.1	5.7	9.5	7.2	16.3	29.3	29.1
日本	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	3.7	3.6	3.8
子会社計	15.7	14.8	17.6	27.4	20.6	17.1	24.4	34.1	26.3	75.5	96.2	113.1
合計	83.3	90.5	101.5	96.7	89.0	96.3	112.9	111.0	105.6	372.0	409.2	460.1
営業利益												
アリアケ	12.6	13.7	16.2	11.0	10.6	13.4	18.1	13.5	14.9	53.5	55.6	64.5
米国	1.0	0.8	1.7	1.0	0.4	0.3	1.4	1.0	1.7	4.5	3.1	4.7
アジア	1.0	1.2	1.8	2.2	1.6	1.8	2.0	2.8	2.6	6.2	8.2	8.9
欧州	-1.7	-1.2	-1.8	-3.3	-0.7	-1.0	-1.1	-1.7	-0.4	-8.0	-4.5	1.0
日本	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
子会社計	0.3	0.8	1.8	0.0	1.3	1.2	2.4	2.1	3.9	2.9	7.0	14.8
合計	12.9	14.5	18.0	11.0	11.9	13.6	21.5	15.6	18.8	56.4	62.6	79.3
売上高	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額	増減額
アリアケ	2.1	5.9	2.7	1.4	0.8	3.5	4.6	7.6	10.9	12.1	16.5	34.0
米国	1.6	2.6	1.4	0.7	-0.6	-2.3	2.0	2.4	3.8	6.3	1.5	9.2
アジア	1.3	1.5	2.4	2.1	0.4	0.6	2.7	2.6	2.6	7.3	6.3	7.7
欧州	0.5	1.6	2.6	4.7	5.3	4.0	2.0	1.7	-0.8	9.4	13	-0.2
日本	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.5	-0.1	0.2
子会社計	3.3	5.6	6.2	8.9	4.9	2.3	6.8	6.7	5.7	24	20.7	16.9
合計	5.4	11.5	8.9	10.3	5.7	5.8	11.4	14.3	16.6	36.1	37.2	50.9
利益（海外ウエイト）												
アリアケ	-0.2	1.0	-0.5	-1.7	-2.0	-0.3	1.9	2.5	4.3	-1.4	2.1	8.9
米国	0.8	0.5	0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	1.3	1.3	-1.4	1.6
アジア	0.1	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6	0.2	0.6	1.0	1.5	2	0.7
欧州	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4	1.0	0.2	0.7	1.6	0.3	-1.3	3.5	5.5
日本	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0	0	0
子会社計	0.8	0.4	0.3	1.6	1.0	0.4	0.6	2.1	2.6	3.1	4.1	7.8
合計	0.6	1.4	-0.2	-0.1	-1.0	-0.9	3.5	4.6	6.9	1.7	6.2	16.7
売上高	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率
アリアケ	3.2%	8.5%	3.3%	2.1%	1.2%	4.6%	5.5%	11.0%	15.9%	4.3%	5.6%	10.9%
米国	40.0%	89.7%	32.6%	8.7%	-10.7%	-41.8%	35.1%	27.6%	76.0%	32.8%	5.9%	34.1%
アジア	25.5%	31.9%	49.0%	26.3%	6.3%	9.7%	37.0%	25.7%	38.2%	32.2%	21.0%	21.2%
欧州	22.7%	320.0%	236.4%	151.6%	196.3%	190.5%	54.1%	21.8%	-10.0%	136.2%	79.8%	-0.7%
日本	-9.1%	-9.1%	-18.2%	-11.1%	-10.0%	-10.0%	11.1%	0.0%	0.0%	-11.9%	-2.7%	5.6%
子会社計	26.6%	60.9%	54.4%	48.1%	31.2%	15.5%	38.6%	24.5%	27.7%	46.6%	27.4%	17.6%
合計	6.9%	14.6%	9.6%	11.9%	6.8%	6.4%	11.2%	14.8%	18.7%	10.7%	10.0%	12.4%
営業利益												
アリアケ	-1.6%	7.9%	-3.0%	-13.4%	-15.9%	-2.2%	11.7%	22.7%	40.6%	-2.6%	3.9%	16.0%
米国	400.0%	166.7%	30.8%	-28.6%	-60.0%	-62.5%	-17.6%	0.0%	黒転	40.6%	-31.1%	51.6%
アジア	11.1%	20.0%	38.5%	46.7%	60.0%	50.0%	11.1%	27.3%	62.5%	31.9%	32.3%	8.5%
欧州	赤大	赤大	赤大	赤小	赤小	赤小	赤小	赤小	赤小	赤大	赤小	黒転
日本	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
子会社計	黒転	100.0%	20.0%	黒転	333.3%	50.0%	33.3%	-	200.0%	黒転	141.4%	111.4%
合計	4.9%	10.7%	-1.1%	-0.9%	-7.8%	-6.2%	19.4%	41.8%	58.0%	3.1%	11.0%	26.7%

停滞期を経て復活したアリアケジャパン

同社の強さの背景に関しては後述することにして、まずは同社のこの 15 年間

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

の業績動向を振り返ってみることにしよう。

決算期（連結）	数値区分	売上高 百万円	伸率 %	営業利益 百万円	伸率 %	経常利益 百万円	伸率 %	純利益 百万円	伸率 %
2000/3期	実績	16,052	17.3	3,743	31.6	3,915	31.3	2,209	16.7
2001/3期	実績	17,946	11.8	4,476	19.6	4,710	20.3	2,682	21.4
2002/3期	実績	18,424	2.7	4,636	3.6	4,886	3.7	2,877	7.3
2003/3期	実績	19,035	3.3	5,431	17.1	5,673	16.1	3,265	13.5
2004/3期	実績	19,458	2.2	5,718	5.3	5,930	4.5	3,419	4.7
2005/3期	実績	20,171	3.7	5,289	-7.5	5,342	-9.9	3,123	-8.7
2006/3期	実績	21,761	7.9	5,781	9.3	5,871	9.9	3,499	12.0
2007/3期	実績	22,449	3.2	5,466	-5.4	5,300	-9.7	3,110	-11.1
2008/3期	実績	22,961	2.3	4,074	-25.5	3,493	-34.1	1,851	-40.5
2009/3期	実績	21,736	-5.3	2,890	-29.1	1,830	-47.6	789	-57.4
2010/3期	実績	22,893	5.3	2,902	0.4	2,967	62.1	1,293	63.9
2011/3期	実績	27,051	18.2	3,783	30.4	3,484	17.4	1,716	32.7
2012/3期	実績	31,516	16.5	4,940	30.6	4,896	40.5	2,586	50.7
2013/3期	実績	33,591	6.6	5,475	10.8	6,408	30.9	3,788	46.5
2014/3期	実績	37,201	10.7	5,639	3.0	7,236	12.9	4,252	12.2
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1

同社の 2000 年以降の業績推移を見ると、04/3 期までコンスタントな増益基調にあり、99/3 期を起点にすると年率 15%の営業増益と高水準な伸びを示している。しかも、2001 年 9 月の日本における狂牛病、2003 年 12 月の米国における狂牛病に足を引っ張られながらのこの増益率である。

同社は主に鶏と豚の骨を原料としているのであるが、当時までは顧客の要請で牛の骨も一部用いていた。そのため、原料を牛から他の原料に変更する必要が生じ、狂牛病発生で業績が一時停滞した時期があった。

ところが、そのように順調であった業績が 05/3 期から減益に転じ、06/3 期には一旦回復したものの、07/3 期に再び減益となり、08/3 期、09/3 期と 20%を上回る減益と大きく落ち込んだ。この時点で営業利益はピークの字の 2 分の 1 となっている。10/3 期も 0.4%営業増益とほぼ横ばいに終わった。しかし、その後の 5 年間の業績拡大には目覚ましいものがあり、15/3 期に営業利益ベースで過去最高益を更新している。もっとも、経常利益ベースではすでに 13/3 期には最高益を更新している。

一足早く回復に転じた国内事業

10/3 期の連結業績は上で述べたように 0.4%営業増益とほぼ横ばいであったの

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

に対して、国内事業の状況を示す単体業績は 17.9%の営業増益となっている。

ひとつには資源バブルがはじけ、コストが低下したことがある。他の食品企業同様同社もコストには弱い体質であるが、特に石油に連動するエネルギーコストの影響が大きい会社である。ただし、これは同社の成長の方向性とはあまり関係のない回復であった。

決算期		売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率
（単体）		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%
2000/3期	実績	15,268	17.6	3,580	36.9	3,897	33.1	2,266	16.9
2001/3期	実績	16,768	9.8	4,262	19.1	4,637	19.0	2,689	18.7
2002/3期	実績	17,099	2.0	4,437	4.1	4,742	2.3	2,750	2.3
2003/3期	実績	17,623	3.1	5,259	18.5	5,562	17.3	3,185	15.8
2004/3期	実績	18,288	3.8	5,574	6.0	5,813	4.5	3,343	5.0
2005/3期	実績	18,811	2.9	5,154	−7.5	5,218	−10.2	3,077	−8.0
2006/3期	実績	19,762	5.1	5,333	3.5	5,426	4.0	3,178	3.3
2007/3期	実績	19,752	−0.1	5,012	−6.0	4,945	−8.9	2,872	−9.6
2008/3期	実績	19,990	1.2	3,757	−25.0	3,795	−23.3	2,205	−23.2
2009/3期	実績	19,258	−3.7	3,254	−13.4	2,491	−34.4	1,428	−35.2
2010/3期	実績	20,183	4.8	3,837	17.9	3,935	58.0	2,255	57.9
2011/3期	実績	22,919	13.6	4,330	12.8	4,116	4.6	2,382	5.6
2012/3期	実績	26,645	16.3	5,094	17.6	5,198	26.3	2,967	24.6
2013/3期	実績	28,442	6.7	5,495	7.9	6,350	22.2	3,948	33.1
2014/3期	実績	29,645	4.2	5,349	−2.7	6,701	5.5	4,224	7.0
2015/3期	実績	31,296	5.6	5,556	3.9	6,592	−1.6	4,299	1.8

そして、11/3 期、12/3 期と単体の売上高が連続して二ケタ増となり、営業利益も二ケタ増が継続した。国内が中心の単体売上高が二ケタ増収となるのは実に 00/3 期までさかのぼらなければならない。なお、国内事業の売上高の大幅増の背景に関しては、後に詳細に述べる。

圧倒的なコスト競争力

同社が国内で他を圧倒する強固なビジネスモデルを構築したことが、現在の海外での躍進の礎となっている。この中身を理解しないことには、同社の海外における現在の好調の背景も理解できないし、将来の海外市場での継続的な成長をイメージすることもできない。これを理解すれば、現時点の海外での急成長も、その将来像も比較的容易に想像できよう。

同社の国内におけるビジネスは畜産系天然調味料で強固な地盤を形成し、現在はあらゆるカテゴリーの天然系総合調味料メーカーとなっている。極端な言い方をすれば、国内において、ライバルは皆無といっていいほどの存在である。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

同社の最大の特徴は、天然調味料の製造を完全自動化したことによる圧倒的なコスト競争力である。しかも、完全自動化に成功したことによって、純度の高いエキスを抽出することができるため、同時に製品クォリティまで高めることができたのである。これはこの数十年間国内において追随する企業さえ現れない極めて特異なノウハウである。

天然調味料とくくられる調味料の製造は、世の中のあらゆる場面で行われている。一例が街のラーメン屋である。街のラーメン屋では、既成のスープを使っているところを別にすれば、豚や鶏の骨、魚のあら、野菜などを数時間から数日かけて煮込んで秘伝のスープを作っている。こだわりのレストランでもフォンドボーやデミグラスソースをやはり店独自のレシピで作っている。このように天然調味料は身の回りのあちこちで作られているものである。

当然、手間がかかるため人件費まで考慮すると高コストなものとなる。しかし、これを工業化しようとしても、やはり大変な作業となる。一般的な製造方法は、規模だけを大掛かりにして、街のラーメン屋やレストラン同様に釜で材料を煮込むことである。それを人手によってラインに移し、その後はほぼ自動で乾燥や濃縮を行うことで最終製品となる。

工業化しても高コストとなるのは、釜からラインに移動させる段階でどうしても人手がかかるためである。特に難しいのが残渣の処理である。これは、原料の骨が形の定まっていない固形物であることによる。

長い年月をかけ、編み出した画期的な製造法

まさに、アリアケジャパンの強さの秘密はここにある。今から数十年前に不可能と思われた抽出工程の自動化に成功したことだ。この技術は門外不出であり、当時から製造部品も別々の会社に発注する念の入れようである。しかもラインでは装置の製造企業のラベルをはがしているほどである。

まず、アリアケジャパンの強さの秘密を知るためには、この工場を見る必要がある。これは、実は個人投資家でも可能である。同社株を 100 株持てば、工場で開催する株主総会に出席できる。そのときに工場見学も催される。ただし、場所は長崎県であり、もちろん交通費は自腹である。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

この工場は、多くの株主、機関投資家、アナリストなどが見学した経験があろう。ところが、アリアケの工場は素晴らしいのであるが、さりとてその工場を見て、同社の素晴らしさがわかるわけではない。これは、化学工場や薬品工場、他の食品工場など多くの工場を見学している人でも、同社の工場もなるほど素晴らしいなという程度にしか感じられないためである。

それでは、どうすればそのすごさがわかるかというと、他の企業の天然調味料工場を見学することである。他の工場では、上で述べたように、大きな釜で煮出したエキスを人手で後工程に移しているのである。日本で２番手の会社でさえ同じ仕組みである。しかし、アリアケジャパンでは原料の投入から全て自動である。つまり、天然調味料以外の普通の工場で行われていることが、天然調味料工場で行うのが難しいところを、普通の工場と同じにしたことが同社の強さの最大の秘密である。

それゆえ、ライバルの工場を見なければ同社の工場がいかにすごいかはわからないのであるが、いまだかつてライバルの工場を見た人には会ったことがない。ということは、同社の本当の強さを理解している人はほとんどいないのではないかと思われる。（もちろん私は複数のライバル企業の工場見学を行っている。）

この自動化の成功は近年になって、さらに商品の差別化に大きく貢献している。実際の工程は当然秘密だが、その後連続抽出工程によって、よりピュアなエキスを抽出できるようになった模様である。つまり、温度を変えて、骨を１時間煮出したエキス、2 時間煮出したエキス、3 時間煮出したエキスという具合に成分の異なった純度の高いエキスを取り分けるのである。これは、自動化しているゆえ可能であり、ライバル企業の工場で行おうとすればさらに大変な作業となってしまうし、おそらくは不可能であろう。

コストだけではない強さの秘密

ハイクォリティ、リーゾナブルプライスやミドルクォリティ、ロープライスが競争に勝つ必須条件であるが、同社はそのさらに上を行く、ハイクォリティ、ロープライスの企業である。これが同社の強さの本質であり、今や日本の食品の味を支配していると言っても過言ではない。

つまり、同社のビジネスモデルは、ローコストを武器に低単価で商品を販売す

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

るというだけではない。先に挙げたようなラーメン屋が評判になって、繁盛したことから、チェーン展開することを考えたとしよう。しかし、秘伝のたれをそう簡単に大量には作れない。かといって、チェーン店の店長に秘伝のレシピを公開するわけには行かない。そこで、アリアケジャパンに相談に行く。すると、同社ではスープの成分を分析し、同社が持つエキスを組み合わせてそのラーメン屋と同じ味を作り出すのである。

このようにして作ったスープは単価が低いわけではなく、付加価値も高いものである。ラーメンスープを調合することはいわば株式のポートフォリオを作成するような作業である。つまり、ソフトを開発する必要がある。この背景には、やはりローコストがあり、ソフトを開発する余裕があるということになる。すでにこのようなソフトを同社では 20 年近く前に開発している。

同社の基本的なビジネスモデルは以上のようなものであるが、次に 1990 年代から 2000 年代にかけての同社の驚異的な成長からいくつかのエピソードを紹介しよう。

カレー戦争を演出

1990 年代前半までのアリアケジャパンの成長は、即席麺用のスープが中心であった。それこそ、即席麺のライバル企業が皆同社の製品を使うという状況にあった。しかし、それほど同社の名前が世の中に知られていたわけではない。

95 年に同社の名前が一躍世に出るきっかけとなったのが、ルーカレー市場で起こったカレー戦争であった。

このカレー戦争は 95 年に、業界 3 位のシェアにあった江崎グリコが、業界で初めて同社の調味料を用いて「熟カレー」という新製品を発売したことで口火が切られた。「熟カレー」は一晩寝かせた味をコンセプトに、95 年 3 月に発売され、発売初年度で 60 億円を売り上げる大ヒット商品となった。

「熟カレー」発売以前のグリコのシェアは 3%程度に過ぎなかったが、「熟カレー」のヒットによって 97 年にシェアが 13-14%まで急上昇する。成熟した食品市場では、このようなシェアの激変は滅多にないことである。この「熟カレー」は一方で、低価格という側面を持った商品であったこともそのヒットのひとつ

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

の要因であった。

この下位メーカーの躍進によって、それまで右肩上がりを続けていたトップシェアのハウス食品の業績が悪化に転じる。そしてハウスが、「熟カレー」によるグリコの大躍進に対抗して 96 年に発売したのが「こく」と「まろやかさ」を売り物とする「こくまろ」であった。

これも初年度で 80 億円を売り上げるヒット商品となる。この「こくまろ」に用いられたのがやはり同社の調味料であり、その後ハウスはカレールー以外のシチューやハヤシルーなどあらゆる商品に同社の調味料を使うようになる。

さらに 2 位のエスビーも同様に同社の調味料を使うようになったと考えられる。

アリアケジャパンの調味料の位置づけとは

当時、私が感じた最大の疑問は、それではそれまでは一体どのような方法で、ルーカレーの味を作っていたのかということであった。その答は、その時点で世の中に存在するさまざまな調味料を組み合わせて、求める味を作っていたということであった。

たとえば、化学調味料、たんぱく加水分解物などに加えて、豚や牛の脂などを利用していたのである。これらの調味料を用いて工業的に求める味を作り上げることはなかなか大変なことであった。それに対して、同社のローコスト製造技術と味を作る技術によって、まさにユーザーの思い通りのハイレベルな味をローコストで入手できるようになった。それゆえ、低価格競争にも対応できたのである。

このようにして、同社の調味料はあっという間にルーカレー業界向けに売上高を拡大させて行く。このルーカレー市場の競争において同社の存在が広く知られたことで、その後さまざまな加工食品業界でも同様に多くの企業が同社の調味料を使うようになった。

ちなみに、95/3 期に単体ベースで 97 億円であった同社の売上高は 98/3 期に 127 億円に、同じく営業利益は 19 億円から 28 億円に増加している。これと同じことが、80 年代から 90 年代にかけて即席麺業界において起こっており、同社の

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

初期の躍進を支えた。このようにしてわが国においては、一つの業界でライバル企業の多くが同社の調味料を用いていることも珍しくない。

日本の味のスタンダードに

ある時点において世の中にないものを要求されてもなかなか応えられるものではないが、良い見本が存在すれば真似はできる。食品業界では同社の調味料による高水準な味があるので、他の調味料メーカーもその味を真似して作ることは可能である。そのため、同社が加工食品向けのすべての調味料を供給しているわけではないが、結果的に同社が日本全体の味の水準を引き上げることになっている。

かつて私がヨーロッパ出張で同社株を推奨したことがあるが、そのとき現地の投資家と話をしていると、彼らは一様に口を揃えて、海外のスーパーで売っている加工食品やデリカはおいしくないので買わないという。現地で暮らしている日本人の主婦も、加工食品やデリカは日本のほうが圧倒的においしいと言う。この背景にあるものが実は同社の技術であり、日本における家庭の食卓の豊かさを影で支えているのが同社であり、同社が日本の味のスタンダードを作ったということなのである。

その意味において、同社が本格的に市場としての海外への進出を表明した時点において、海外においても十分同社の技術というものが通用するだろうと思う根拠となっていた。

加工食品、外食から中食へ

1990 年代の後半に加工食品メーカーのライバル同士が競うようにしてアリアケ製品を用いるようになったため、同社の売上高は急ピッチに拡大したものの、わずか数年で使うべきところは使ってしまった。その結果、もともとそれらの加工食品市場は成長しているわけではなかったため、同社の先行きにも停滞感が見え始めた。

そこで加工食品業界を制覇した同社が、次に目をつけたのがコンビニを中心とする中食業界であった。これが 2000 年前後のことである。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

ここでも初期の逸話がある。かつてコンビニの冬の名物は、店内に広がるおでんの香りであった。もちろん、おでん好きにはたまらないが、一杯やりに来たわけではないので、あの臭いがたまらなくいやだという人もいた。しかし、その後ほとんど臭いがしなくなったことを何人の人が気付いているだろうか。この臭いのしないおでんのつゆを最初に開発したのも同社であった。こういったことも、味の創造の一形態と言えよう。

こうして、今やおでんのつゆだけではなく、弁当のハンバーグのデミグラスソース、照り焼きチキンのたれ、カレーからスープやサンドイッチのスプレッドまで同社の調味料が使われているのである。

とはいうものの、加工食品と異なり中食は、1 商品のロットが小さいため売上高の成長率は急速に低下している。ただし、これらの商品の付加価値は高いため、利益率はキープしていた。

同社の売り上げ構成は、加工食品向け、中食向けに加え、外食向けがある。日本の多くのチェーン外食店の多くはやはり同社の顧客となっている。

再び国内がけん引役に

それに対して同社では、2000 年代終盤には多少利益率が低下したとしても、売上高の伸び率を高める戦略に出た。

それによって、まずは引き続きコンビニに中心とする弁当・惣菜向けが大きく伸びた。この背景は、従来同社がコンビニのベンダーに原料を収めていたものを、同社が最終製品まで完成させて収めるようになったことがある。

カレーを例にとってみると、従来同社はカレー用の調味料を製造し、濃縮して、カレーを製造するメーカーに納め、そのメーカーがカレーを作ってコンビニに納めていた。調味料を製造して、濃縮して、カレーメーカーに納め、カレーメーカーが再び水で薄めて使っていたわけである。

ところがそのような工程では、濃縮にエネルギーコストがかかり、薄めるときにさらに調味料の質が低下するという問題があった。そこで、同社が最終製品のカレーまで作ることによって、コストと質の両面でメリットが出ることにな

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

る。同社にとっては、仮に原料売上であれば 1 の売上だったところが、製品売上に代わるため、売上は数倍に膨らむことになる。

ただし、一方で同じ利益率は取れない。しかし、数量効果が効くため、結果的には利益率は全体として維持、もしくは若干高まることになる。

一方それまでの同社は独自のローコスト製法によって、圧倒的なコスト競争力があり、さらにそのコスト競争力を背景として、高品質な製品をローコストで提供することによって、国内において圧倒的なシェアを握った。しかし、一方で圧倒的な製品力があることから、顧客ごとにきめ細かな対応を怠ってきた面があった。

これはつまり、個別の調味料などに関しては、同社仕様の既製品を顧客に使わせてきたという意味である。顧客とすればそれでもコストパフォーマンスの高さを評価して同社製品を使ってきたのだが、やはり顧客自体がオリジナリティのある製品による差別化も必要なため、きめ細かなフォローを行う他社とも取引を行ってきた。そのため、同社の顧客内でのシェアが頭打ちとなっていた。

それに対して、同社では大口顧客に絞って、きめ細かなフォロー体制を取り始め、顧客内シェアの上昇に成功した。そのため、主要顧客である外食産業の市場が伸び悩んでいるにもかかわらず、国内においても着実な成長を遂げてきた。国内の売上の伸び率がやや期によってばらつきがあるのは、中食や加工食品で比較的大型の新製品のタイミングのずれなどによるものである。

いよいよはずみがつく海外事業

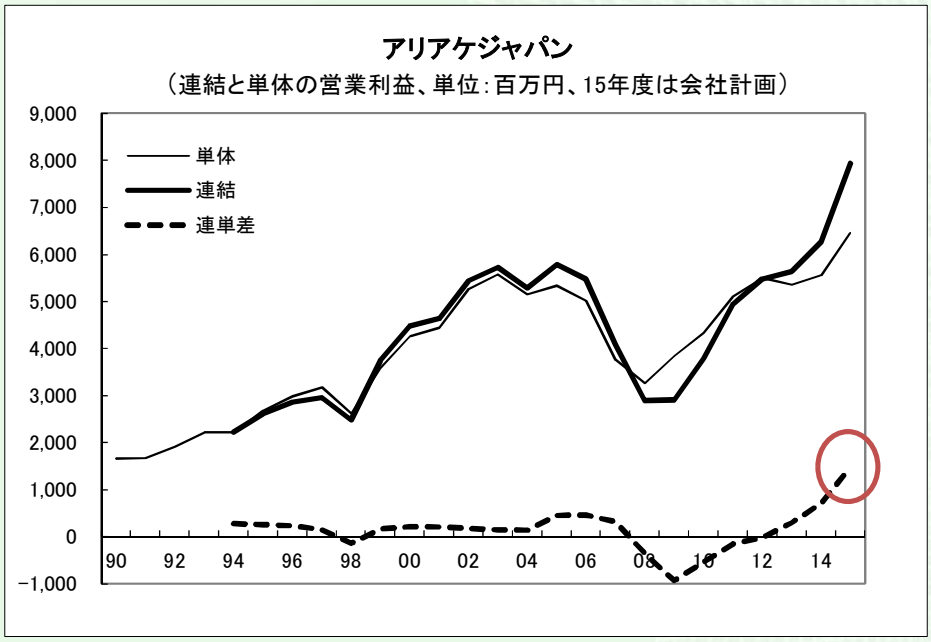
国内の食品メーカー、中食、外食店で同社の実力を知らないものはないほどであることから、すでに使用すべきところには使用されており、国内では開拓余地がないと考え、同社は 15 年ほど前に欧州への進出に踏み切ることにした。

しかし、逆に商品やサービスの命運を握るものこそ味であったゆえ、日本のように知名度がない同社は欧州において長い間苦戦してきた。苦戦してきたというのは収益面であり、実際は着実に進展したのではあるが、単にもともと時間がかかる性格のビジネスであったということであろう。そもそも、海外には同社に匹敵する会社がないこともあり、同社の価値を浸透させること自体に手間

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

取ったという面がある。そのため、欧州への進出以来海外事業では赤字が続いていたが、14/3 期に若干の黒字に転じた後、15/3 期にはいよいよ収益拡大に弾みがついてきた。

16/3 期にはさらに収益拡大に弾みがつく計画となっているが、実際問題、後述するように第 1 四半期においても海外収益の急拡大が確認されている。



誤算続きであった海外事業

2000 年代初旬の低成長期に、同社が考えたのが本格的な海外市場の開拓として欧州に進出することであった。これまでも海外では、米国、中国と工場を設けていたが、工場設立時点の主たる目的は日本向けの原料調達・供給基地としての位置づけであった。実のところは欧州でも原料基地としてのウエイトは高かったのであろうが、高品質を大量に調達できるめどが立ち、どうせなら大規模な工場を建設し、日本への輸出だけでなく、欧州の市場自体も開拓しようという決断を行ったものと考えられる。

しかし、当初期待感を持ってスタートした欧州であるが、欧州自体の経済の不調もあって予想以上に収益化に手間取った。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

欧州での事業展開に当って、ひとつの重要な役割を演ずるのが、高名な三つ星レストランのシェフであるジョエル・ロブションとのコラボレーションであった。きっかけはジョエル・ロブションが同社の技術力の高さに目をつけたことである。同氏は 1945 年生まれで、1974 年に「オテル コンコルド・ラ・ファイエット」総料理長に就任。1981 年に独立し、「ジャルマン」開店、1984 年史上最短でミシュランの三つ星を獲得。世界各国のレストランをプロデュース。日本でも恵比寿、六本木などにレストランがある。

まず、欧州ではロブションがプロデュースしたブイヨンを業務用として販売した。ただし、これらはあくまでロブションを広告塔として使うという位置付けの意味合いのほうが大きく、ビジネスとしてウェイトが高いのは加工食品メーカー向けである。その加工食品メーカー向けが経済の不調もあってボリュームが稼げない状況が続いた。当然、同社製品が新規に入り込むのは、メーカーが新製品を開発して市場に投入するときである。食品自体の消費は必ずしも経済の好不調の影響を受けるわけではないが、新製品を投入するための設備投資や営業人員投入に対するメーカーのスタンスが慎重になったということである。また、そもそも加工食品市場において日本ほど頻繁にメーカーが新製品を開発する国もない。

欧州事業に関しては、最初の青写真では 2005-06 年辺りには売上が立っているというものであった。しかし、実際のビジネスに取り組んでみると、経験不足による読み違いが次々と出てきたことにより、工場がようやく稼働したのが 08 年 6 月であった。

そのため、サンプル供給が可能となった 08 年 6 月から本格的な顧客との商談、商品開発がスタートしている。その時点では、09 年秋には本格発売という見通しであったが、リーマンショックによる世界的大不況でさらに数ヶ月延びることになった。そのようなもたつきがあって、結局現時点でも依然赤字が継続している。

米国・中国がけん引し始めた海外事業

当初、大々的にスタートした欧州事業であったが、様々な誤算からいまだに赤字が続いている。しかし、それにもかかわらず海外事業全体として 14/3 期には黒字化し、急速に貢献度を高めてきた背景は、当初原料調達先として進出して

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

いた米国、アジアでの現地ビジネスが本格拡大を始め、収益力が大きく高まっていることによるものである。

セグメント動向 （単位：億円）

売上高	2012F	14/3 F	増減額	15/3 F	増減額	16/3FCE	増減額	2016ARJE	増減額	2017ARJE	増減額
アリアケ	284.4	296.5	12.1	313.0	16.5	347.0	34.0	380.0	33.0	410.0	30.0
米国	19.2	25.5	6.3	27.0	1.5	36.2	9.2	44.0	7.8	50.0	6.0
アジア	22.7	30.0	7.3	36.3	6.3	44.0	7.7	54.0	10.0	64.0	10.0
欧州	6.9	16.3	9.4	29.3	13.0	29.1	−0.2	35.0	5.9	40.0	5.0
日本	4.2	3.7	−0.5	3.6	−0.1	3.8	0.2	4.0	0.2	4.0	0.0
子会社計	53.0	75.5	22.5	96.2	20.7	113.1	16.9	137.0	23.9	158.0	21.0
（海外計）	48.8	71.8	23	92.6	20.8	109.3	16.7	133.0	23.7	154.0	21.0
合計	337.4	372.0	34.6	409.2	37.2	460.1	50.9	517.0	56.9	568.0	51.0
営業利益											
アリアケ	54.9	53.5	−1.4	55.6	2.1	64.5	8.9	72.0	7.5	79.0	7.0
米国	3.2	4.5	1.3	3.1	−1.4	4.7	1.6	6.5	1.8	9.0	2.5
アジア	4.7	6.2	1.5	8.2	2.0	8.9	0.7	11.0	2.1	13.0	2.0
欧州	−6.7	−8.0	−1.3	−4.5	3.5	1.0	5.5	5.0	4.0	10.0	5.0
日本	0.2	0.2	0.0	0.2	0	0.2	0	0.0	−0.2	0.0	0
子会社計	−0.2	2.9	3.1	7.0	4.1	14.8	7.8	22.5	7.7	32.0	9.5
（海外計）	−0.4	2.7	3.1	6.8	4.1	14.6	7.8	22.5	7.9	32.0	9.5
合計	54.7	56.4	1.7	62.6	6.2	79.3	16.7	94.5	15.2	111.0	16.5

寄与度が小さい国内子会社も含めた子会社トータルで見ると、10/3 期には営業利益ベースで最大の 9 億円強の赤字となっていたが、14/3 期に 3 億円弱の黒字に転ずると、15/3 期 7 億円、そして 16/3 期計画では 15 億円弱とわずかの期間に全体収益への貢献度を高めている。

それ以前より日本ではまさに向かうところ敵なしの同社であったが、常に最大のネックとなったのが原料の調達である。つまり需要はあるが、原料供給に制約があり、需要に応える生産が出来なくなる可能性があることだ。同社の歴史は原料ソースの探索の歴史でもある。同社の創業は東京であり、その後原料を追いかけるようにして工場を移転し、最終的に 1978 年に畜産原料の豊富な九州の有明海に臨む長崎県の小佐々町に工場を構えることになる。これが社名の由来でもある。しかし、原料の豊富な九州でも、同社製品の市場が拡大してくるとやがて原料が底をつきそうになった。

そこで同社は、まずは原料を求めて 1990 年に米国、1995 年には中国でそれぞれ工場を立ち上げている。1990 年代において両工場は主として日本向けの原料工場という位置づけであった。ただし、米国では一部市場開拓を進めたが、必ずしも本格的な開拓ではなかったことから、現地事業が大きな事業としては育たない時期が続いた。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

中国においても当初は日本向けの原料供給が中心であり、現地での売上げは2000 年代半ば過ぎまで日本から進出した大手即席麺メーカーへの供給が中心であった。その後、中国の即席麺メーカーにも供給を始めたが、中国における原料価格の上昇もあって、大幅に伸ばす状況にはなかった。ただし、欧州工場が稼動した 2008 年辺りには同時に中国における増設も立ち上がり、大口の商談も決まり始めている。この場合、原料調達は顧客が行うということであった。また、米国においても増設を検討していた。

このように欧州工場が稼働する以前は、米国、中国とも日本向けの原料供給基地という位置づけであった。しかし、欧州工場が稼働したことにより、日本向けの原料供給にめどが立ったことから、それぞれの地域で現地の営業を本格化し始めた。

この間、欧州市場での顧客開拓の遅れに加え、もともと細々と営業を続けていた米国、中国、従来から現地での販売が主体であった台湾などにおいて、着実に顧客開拓が進み、むしろ欧州以外の国での収益貢献度が急速に高まってきた。

米国に関しては、大口顧客への加工食品向けの売上高が好調に推移しており、生産量を増やすことに注力している。15/3 期は寒波や加工食品向け売上の立ち直りが遅れ、しかも原燃料価格の高騰があり、上期は減収減益となったが、下期には盛り返している。顧客は加工食品が中心であるが、外食向けなども徐々に増えてきている模様。

15/3 期の下期から売上増が加速しており、工場はフル稼働となっている。もっとも、稼働体制の変更で増産は可能としている。米国では工場の認可基準が厳しいため、M&A によって工場を手に入れ、装置を入れ替えて同社仕様にする方が簡単であるため、今後の増産対応は M&A を中心に考えているようである。その場合、当該企業の原料調達力も重視する模様。かつては生産品の多くを日本向けとしていたが、現在ではかなり少なくなっているようである。

売上面でも、利益面でも最も貢献度が高いのが中国、台湾のアジアである。中国は加工食品向けの顧客開拓が進み、順調に売り上げが拡大している。中国は今のところ設備に余裕があるとのこと。

台湾は外食向けがほとんどであり、こちらも順調に推移している。台湾では工

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

場の老朽化に対応し、1 年後には新工場が立ち上がる見込みである。

欧州工場の商品供給は日本向けと欧州域内分が 5：5 となっている。日本向けに関しては現地の利益はゼロいう位置づけになる。現時点の欧州内の顧客は加工食品メーカーであり、日本及び他地域での浸透ピッチを考えると、本格的な業績寄与にはもう少し時間がかかるのかもしれない。

ただし、ベルギー、フランスの機械の減損や合理化などリストラを行って、今期中には黒字化を目指すことにしている。

同社の商品はいわば部材であり、しかも味という食品にとっては最も重要な商品価値のベースであるため、顧客に対する最初の入り口段階では先方も慎重になるためかなりの時間がかかるものなのであろう。おそらく、東洋水産が成功したラーメンやヤクルトが成功した乳製品のようなわけにはいかないのであろう。

最終製品ではあるがキッコーマンの醤油のような位置づけであると考えられる。そのキッコーマンが醤油を海外に浸透させ、同社の屋台骨を支えるようになるまでには 30 年、40 年の歳月を要している。しかし、東洋水産のラーメンは最終製品だけに見様見真似で繰り返しライバルが参入を試みる。しかし、キッコーマンの醤油は真似はされても本質までは真似できないため、軌道に乗ってからは安定的な成長を遂げている。

同社の天然調味料はどちらかといえばキッコーマンの醤油に近いが、消費者の文化自体を変えるわけではないので、そこまでの時間はかからないが、それでも海外に同社のような企業がないことから、顧客が取り入れるまでに時間がかかったということであろう。しかし、一度入り込んでしまえば、同社の真似をできる会社は日本同様出現する可能性はゼロに近いものであり、大きなブレもなく着実に高い成長が見込まれるものと考えられる。

市場の期待を超えた 2016 年 3 月期第 1 四半期決算

2016 年 3 月期第 1 四半期決算は 18.7%増収、58.1%営業増益、68.6%経常増益、83.2%純利増益となった。すでに触れたように、15/3 期第 4 四半期の営業利益は 41.8%増と、それまでと増益ピッチを大きく変えてきたが、この第 1 四

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

半期もそのトレンドに変化はなく、むしろ市場の期待を上回る決算ではなかったかと考えられる。

国内外とも勢いが加速

第 1 四半期決算の特徴を一言で言えば、国内も海外も利益成長が加速したということであろう。

国内でビジネスを行うアリアケジャパン本体の売上高は 15.9%増収と伸び率が加速してきた。14/3 期年が 4.2%増、15/3 期が 5.6%であり、前年度の第 4 四半期に 11.0%増と久々に二ケタに乗せてきたが、今第 1 四半期はその水準をさらに大きく上回った。当然のことながら、営業利益も 40.6%増と大幅な伸び率となった。このところは、売上増に加えて、原油価格の下落がポジティブに作用しているものと推測される。

同社の主要顧客は加工食品メーカー、外食産業、中食産業（主としてコンビニ）があるが、第 1 四半期は各業界ともほぼ似たような伸びであった模様。同社は去年秋に創業来初の値上げを行っており、値上げの寄与によって 15/3 期 4Q から売上の伸び率が高くなっている。

中食向けは直接的なコンビニの PB は当然中食でカウントされるが、コンビニとメーカーがコラボするメーカーPB は同社からは加工食品メーカー向けにしか見えないので、加工食品でカウントされているが、実際はコンビニの好調の影響が大きいと思われる。中食向けでは弁当、総菜向けが伸びていて、レトルトパックのビーフシチューやクラムチャウダーなども同社からの直接的な出荷となっている。

外食に関しても市場が伸びない中、同社の売上は大きく伸びているが、これはおそらく数年前から行っているトップセールスの成果による顧客内シェアの上昇と考えられる。

海外を中心とする子会社計の売上高は 27.7%増と高水準をキープした。ただし、前年同期比の売り上げ増加額は前年度第 3 四半期の 6.8 億円、第 4 四半期の 6.7 億円を下回り、5.7 億円増にとどまった。米国の売上高増加額は加速し、アジアは高水準をキープしたが、欧州がマイナスに転じた。欧州に関しては不採算

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

品目の販売中止もあり減収に転じている。その結果、欧州は減収にもかかわらず増益をキープした。

ただし、海外の増収率についてはやや円高気味であったことも影響している。米国は円ベースでは 76.0%増であったが、ドルベースでは 85.%増となっている。欧州も円ベースの売上は 10%減であるが、現地通貨ベースではほぼフラットである。ユーロが前年同期の 141 円から 130 円と円高になったことによる。また、欧州の収益に関してはフランスは単月黒字を達成し、ベルギーももう少しで黒字という段階にある模様。

その結果、子会社計の営業利益は前年同期比 3 倍増となり、全社営業利益に占めるウエイトも 20%を超え始めた。子会社計が黒字に転換したのが 14/3 期であるから、かなりのピッチで収益が向上していることがわかろう。

投資判断

第 1 四半期決算は全体として大幅な増収、増益となったが、もともと計画自体が高めの設定となっていることもあり、上期はオンライン・プラスアルファという状況であろう。ただし、同社の場合、計画自体高めに出す傾向にあり、過去 15 期間で実績の営業利益が期初の会社計画を上回ったのは何とわずかに 1 期に過ぎない。増額修正があったのは 12/3 期で、営業利益は期初計画の 42.48 億円（12.3%増益）が実績で 49.4 億円（30.4%増益）と増額修正されているが、それ以外の期はすべて減額修正である。

もっともだからと言って株価が売られたかといえば、決してそんなことはなく、この 5 年ほどはコンスタントに株価は上昇傾向にある。つまり、同社株の場合、減額修正だから売り、増額修正だから買いという風に見ている単細胞な投資家にはやや扱いにくい株ということになろう。

食品株の場合、海外での成長がその企業の成長のけん引役となっている銘柄のバリュエーションはかなり高くなりがちである。同社の PER は約 28 倍であり、安心して買える内需株のバリュエーションの 30 倍より若干下回る水準にある。現時点において内需依存度の高い食品株で PER30 倍は、いくら景気の先行きが見通しにくいとは言ってもほぼ許容限界ではないかと思われる。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

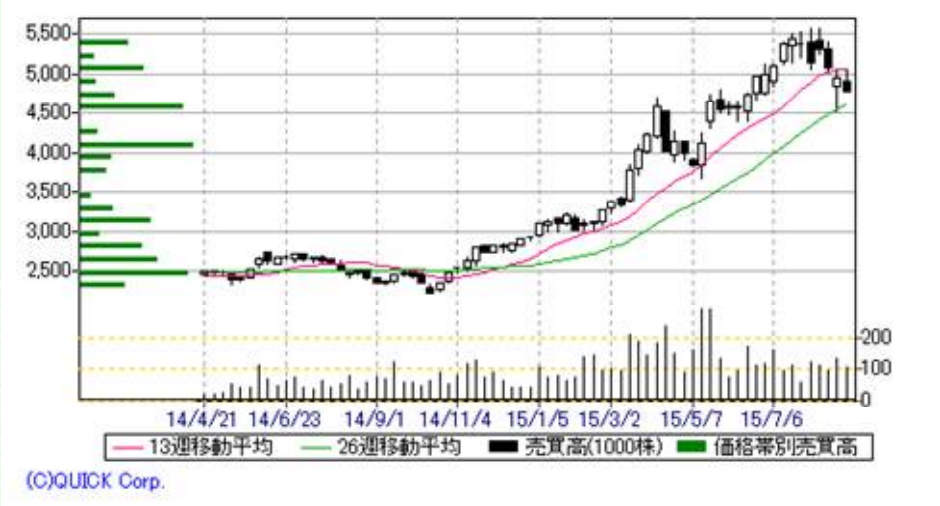
しかし、同社の収益に占める海外ウエイトが 20%を超えてきたことは、同社が海外で成長する企業という扱いを受ける可能性が一段と高まり、目先的にはこれまでのバリュエーションのタガが外れる可能性が考えられる。

海外で稼ぐ食品企業のバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	営業利益	営業利益率	営業利益	営業利益成長率	時価総額	PER	PBR	ROE	株価(9/1)	株価上昇率
		予想	実績:百万円	実績	海外ウエイト	年平均:5年	百万円	倍	倍	予想	円	2014年3月末～直近
アリアケ	2815	2016/3	6,251	15.3%	11.2%	16.6%	152,447	28.0	2.70	9.6%	4,790	100.1%
カルビー	2229	2016/3	24,183	10.9%	9.8%	20.5%	579,632	36.7	5.29	14.4%	4,345	78.9%
ヤクルト	2267	2016/3	34,898	9.5%	94.6%	12.9%	1,059,611	38.5	3.26	8.5%	6,410	23.7%
キッコーマン	2801	2016/3	25,370	6.8%	81.6%	3.8%	716,887	42.2	3.03	7.2%	3,670	88.5%
味の素	2802	2016/3	74,519	7.4%	60.2%	3.1%	1,509,404	30.2	2.25	7.5%	2,551	72.9%
日経平均											18,166	22.5%

それらを総合的に判断した場合、現時点の会社予想に対する PER30 倍は、この水準であれば、それほどリスクのある水準とは思えない。以上から、新規にレーティングを Outperform としてカバーを開始する。

週足・売買高チャート



Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

【2017 年 3 月期第 2 四半期決算報告】2016 年 11 月 16 日

H&L 企業研究クラブ

2016 年 11 月 16 日

【アリアケジャパン（2815）の 2017 年 3 月期第 2 四半期決算報告】

為替換算マジックにより、見かけ上の第 2 四半期決算に減速感が見られるが、実態は極めてポジティブ

アリアケジャパン（2815）の 2017 年 3 月期第 2 四半期決算に関して報告を行う。

2017 年 3 月期第 2 四半期累計決算は 0.5%増収、14.9%営業増益、0.9%経常減益、9.3%純利増益となった。期初計画に対しては、売上、経常利益、純利益はショートしたが、肝心の営業利益は上回って終わった。営業利益の二ケタ増益に対して、経常利益が微減益となった要因は、円高進行による為替差損益の変動によるものである。

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815				
株価(2016年11月16日)	5,430 円	PBR(16/3実)	2.92 倍	ROE	10.8%		
株数	31,824 千株	配当利回り(17/3予)	1.1%				
配当	60 円	時価総額	1,728 億円				
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	59,251 百万円				
自己株式	985 千株	BPS	1861.8 円				

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
（連結）		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
16/3 1H	実績	22,059	19.1	3,984	50.3	4,322	41.0	2,754	42.6	86.5	-
16/3 2H	実績	24,345	8.8	4,852	34.8	4,759	5.8	3,185	14.0	100.1	-
17/3 1H	実績	22,180	0.5	4,578	14.9	4,284	-0.9	3,009	9.3	94.6	-
	会社予	23,509	6.6	4,316	8.3	4,671	8.1	3,059	11.1	96.1	-
17/3 2H	会社予	27,881	14.5	5,076	4.6	5,611	17.9	3,583	12.5	112.6	-
	ARJ予想	24,800	1.9	5,642	16.3	5,386	13.2	3,373	5.9	106.0	-
2013/3期	実績	33,591	6.6	5,475	10.8	6,408	30.9	3,788	46.5	119.0	45.6
2014/3期	実績	37,201	10.7	5,639	3.0	7,236	12.9	4,252	12.2	133.6	40.6
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1	148.5	36.6
2016/3期	実績	46,404	13.4	8,836	41.4	9,081	20.1	5,939	25.7	186.6	29.1
2017/3期	会社予想初	50,061	7.9	9,654	9.3	9,895	9.0	6,592	11.0	207.1	26.2
	ARJ予想	50,060	7.9	10,220	15.7	9,670	6.5	6,382	7.5	200.5	27.1
2018/3期	ARJ予想	54,360	8.6	11,770	15.2	12,270	26.9	7,730	21.1	242.9	22.4
16/3 1Q	実績(3カ月)	10,559	18.7	1,880	58.1	2,144	68.6	1,374	83.2	-	-
16/3 2Q	実績(3カ月)	11,500	19.4	2,104	43.9	2,178	21.5	1,380	16.9	-	-
16/3 3Q	実績(3カ月)	12,476	10.5	2,589	26.5	2,668	-3.7	1,759	2.4	-	-
16/3 4Q	実績(3カ月)	11,869	7.0	2,263	45.7	2,091	21.1	1,426	32.5	-	-
17/3 1Q	実績(3カ月)	10,948	3.7	2,241	19.2	2,067	-3.6	1,384	0.7	-	-
17/3 2Q	実績(3カ月)	11,232	-2.3	2,337	11.1	2,217	1.8	1,625	17.8	-	-

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

国内外における同社のビジネストレンドは依然好調であり、円高によって海外収益が若干目減りしているものの、会社計画を上回るピッチで営業利益は増加トレンドにある。

国内外とも順調に推移

第 2 四半期累計のアリアケジャパン本体は 1.4%増収、5.6%営業増益となった。これは前年度の第 2 四半期累計決算が 12.9%増収、33.8%営業増益と大幅に伸びた反動という面が大きい。同社の場合、スポット的な売上もあるため、期によって売上の伸びにはばらつきがあり、このままずるずると伸び率が低下するとは考えにくい。

セグメント動向 **（単位：億円）**

売上高	16/3 1Q	16/3 2Q	16/3 3Q	16/3 4Q	17/3 1Q	17/3 2Q	16/3 1H	16/3 2H	17/3 H
アリアケ	79.3	87.4	94.9	83.2	79.1	89.9	166.7	178.1	169.0
米国	8.8	11.0	10.6	13.6	10.5	7.6	19.8	24.2	18.1
アジア	9.4	9.6	10.9	13.1	10.9	9.6	19	24	20.5
欧州	7.2	6.1	7.3	8.0	8.1	4.3	13.3	15.3	12.4
日本	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	0.9	1.8	1.8	1.8
子会社計	26.3	27.6	29.8	35.5	30.4	22.4	53.9	65.3	52.8
合計	105.6	115.0	124.7	118.7	109.5	112.3	220.6	243.4	221.8
営業利益									
アリアケ	14.9	17.2	19.3	15.3	15.5	18.4	32.1	34.6	33.9
米国	1.7	2.1	2.5	3.3	2.4	1.9	3.8	5.8	4.3
アジア	2.6	2.5	3.2	3.9	3.5	2.7	5.1	7.1	6.2
欧州	−0.4	−0.8	0.7	0.2	1.0	0.3	−1.2	0.9	1.3
日本	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
子会社計	3.9	3.9	6.5	7.4	6.9	5.0	7.8	13.9	11.9
合計	18.8	21.1	25.8	22.7	22.4	23.4	39.9	48.5	45.8
売上高	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	
アリアケ	15.9%	10.4%	7.2%	8.2%	−0.3%	2.9%	12.9%	7.7%	1.4%
米国	76.0%	243.8%	37.7%	22.5%	19.3%	−30.9%	141.5%	28.7%	−8.6%
アジア	38.2%	41.2%	9.0%	3.1%	16.0%	0.0%	39.7%	5.7%	7.9%
欧州	−10.0%	0.0%	28.1%	−15.8%	12.5%	−29.5%	−5.7%	0.7%	−6.8%
日本	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
子会社計	27.7%	61.4%	22.1%	4.1%	15.6%	−18.8%	43.0%	11.6%	−2.0%
合計	18.7%	19.4%	10.5%	6.9%	3.7%	−2.3%	19.1%	8.7%	0.5%
営業利益									
アリアケ	40.6%	28.4%	6.6%	13.3%	4.0%	7.0%	33.8%	9.5%	5.6%
米国	325.0%	600.0%	78.6%	230.0%	41.2%	−9.5%	442.9%	141.7%	13.2%
アジア	62.5%	38.9%	60.0%	39.3%	34.6%	8.0%	50.0%	47.9%	21.6%
欧州	赤小	赤小	黒転	赤小	黒転	黒転	赤小	黒転	黒転
日本	−	−	−	−	−	−	−	−	−
子会社計	200.0%	225.0%	170.8%	252.4%	76.9%	28.2%	212.0%	208.9%	52.6%
合計	58.0%	44.5%	25.9%	45.5%	19.1%	10.9%	50.6%	34.3%	14.8%

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

四半期ごとの売上の伸び率を見ても、第 1 四半期は 0.3%の減収であったが、第 2 四半期には 2.9%増収とやや戻している。前年度が上期は 12.9%増収と異常な高さであったのに対して、下期には 7.7%増と低下傾向となっており、今下期は逆に上期比での伸び率の高まりが想定される。また、営業利益の伸びに関しても売上高にスライドして下期には高まろう。

海外子会社を中心とする子会社計は 2.0%減収、52.6%営業増益となった。減収となった最大の要因は円高であり、為替変動の影響を除くと 19.0%増収となり、引き続きかなりの勢いがあることがわかる。また、営業利益も円高の影響を受けており、為替の影響を除くと 89.2%増益となる。

全社で見た場合、為替の影響を除けば、8.2%増収、21.6%営業増益となり、かなり印象が異なる決算であったと言えよう。前年度の下期も上期並みの円安であるが、今上期はドルで見るとすでに 102.91 円となっており、下期も同程度と見れば、為替によるマイナスインパクトは上期以上にはなりにくいと考えられる。

本格的にすそ野が広がり始めた海外市場

同社のビジネスは世界で見ても唯一無二のビジネスである。食品加工業、外食企業、その他のフードサービス業などが同社製品を使い始めると、大多数の企業が同社製品の品質とコストパフォーマンスに納得するような製品を供給している。しかし、味覚が極めてローカルな性格を持つものであることや、食品は安全に配慮しなければならないものであること、さらには本質的なライバル企業が他にないことなどから、顧客が同社製品を採用した商品を開発し、初めに市場に出すまでにはかなりの時間を要する。

そのため、新規地域、あるいは新規国、あるいは新規業態への導入期には、様々な新規事業の進展状況が会社側からアナウンスされる割には売上高の増加ピッチが遅いことがしばしば起こる。しかし、一度顧客が同社製品を採用すれば、当該企業の顧客の反応を通じて同社製品のすごさを実感することになるため、それ以降の浸透スピードはかなり速いものになることが多い。これは過去の日本における食品市場での浸透ピッチを見れば、十分納得のできるものである。このことは特に加工食品においては顕著であり、各社が同社製品を用いた製品でしのぎを削った 1990 年代半ばのカレー戦争の後には、「インテル・インサイ

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

ド」同様、食品業界では「アリアケ・インサイド」という言葉が使われたほどである。

なお、加工食品業に比較すると、外食産業やその他フードサービス業の場合は、外部から同社製品の価値が見えにくいため、そこまでのスピード感はないが、逆に極めて着実な広がり方を示す。

同社では原料調達基地として、米国、中国には二十数年前に進出していたが、現地での販売を本格化したのはこの 10 年ほどである。その米国、中国でいよいよ売上拡大ピッチが上がっている。加えて、新規に進出した欧州においても着実にすそ野が広がっており、やがては米国、中国と並ぶ市場となってこよう。

投資判断

引き続き安定的な二ケタ増益が見込まれることから、向こう数か月を目安に今期予想 EPS を 30 倍に評価した 6,020 円を目安に Outperform 継続とする。
なお、第 2 四半期決算公表後、好業績継続にも関わらず、株価は低下傾向にある。これは、決算説明会での質疑応答において、投資家サイドでやや米国子会社の売上低迷に対して不安がる声があったことが一要因ではないかと思われる。しかし、当クラブではこの件は、投資家サイドの同社ビジネスに対する理解不足と為替換算のマジックによるものではないかと考えている。

一番目としては、同社ビジネスは極めて強固なものであるが、しばしば期によって売上がばらつく傾向がある。大多数の投資家は同社ビジネスに対する理解度が浅いと思われ、出てくる四半期の売上の伸びに一喜一憂しがちである。そうなると、いい状況が続くケース以外には同社株でリターンを得にくくなってしまう。むしろ、短期的にはやや逆張り的な投資スタンスが望まれるところである。

さらに、今回、弱気な見方を助長したのが為替換算による四半期ごとの見かけ上の業績と実態とのかい離であろう。同社の場合、子会社と親会社では決算期に 3 か月のずれがあり、PL の換算為替は 3 か月前の期末レートを用いている。今第 2 四半期であれば、子会社の 1 - 6 月決算を 6 月末の為替、すなわち代表的にドルをとれば 102.9 円で換算して、連結決算に反映させている。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

半期で見た場合、すでに述べたように公表された 0.5%増収、14.3%営業増益から、為替の影響を除くと 8.2%増収、21.6%営業増益となる。これに関しては多くの投資家が認識していることであり、このことが問題視されるわけではない。

一方、第 1 四半期の場合、子会社の 1 - 3 月の決算を 3 月末の為替である 113.7 円で換算して連結決算に反映させている。これが、四半期ベースで見た連結の PL をゆがんだものにすることになる。つまり、第 2 四半期決算期末では第 1 四半期と第 2 四半期の子会社業績を子会社の第 2 四半期末の為替で換算しているが、第 1 四半期の場合は、第 1 四半期の業績を第 1 四半期末の為替で換算している。すると、連結の業績で第 2 四半期累計値から第 1 四半期の値を差し引いて求めた第 2 四半期の値は、第 2 四半期の本当の値ではなく第 1 四半期末と第 2 四半期末の為替の差額分に現地通貨ベースの第 1 四半期の業績を乗じた分、第 2 四半期の業績が下振れて見えていることになる。

この説明では十分わかりにくいので、これを具体的に今回の決算に当てはめて、計算してみることにしよう。

表は海外子会社の内、議論の対象となった米国子会社を例として、連結決算調整後の現地通貨ベースの業績推移を計算したものである。最上段は連結の決算期であり、2 行目はその期の決算に用いられた為替の期末月を示し、3 行目は実際の為替となっている。

売上高	16/3 1Q	16/3 2Q	16/3 3Q	16/3 4Q	17/3 1Q	17/3 2Q	17/3 3Q	16/3 1H	17/3 1H
米国の検証	2015.3	2015.6	2015.9	2015.12	2016.3	2016.6	2016.9	2015.6	2016.6
ドル	121.17	122.5	120.96	121.61	113.68	102.9	102.12	122.5	102.9
売上									
千ドル	7,263	8,901	8,969	11,049	9,236	8,353		16,163	17,590
現地通貨の伸び	50.9%	178.2%	40.5%	35.6%	27.2%	−6.1%		101.8%	8.8%
差異（日−米）＝換算影響	25.1%	65.6%	−2.8%	−13.1%	−7.9%	−24.8%		39.7%	−17.4%
見かけの為替	121.17	123.59	118.18	123.09	113.68	90.98			
差異	0.00	1.09	−2.78	1.48	0.00	−11.92			
現地通貨2年前比	23.3%	70.5%	52.0%	58.8%	92.0%	161.1%			
営業利益									
千ドル	1,403	1,699	2,106	2,686	2,111	2,068		3,102	4,179
現地通貨の伸び	264.5%	468.3%	73.0%	291.0%	50.5%	21.7%		353.6%	34.7%
差異（日−米）＝換算影響	60.5%	131.7%	5.6%	−61.0%	−9.3%	−31.2%		89.3%	−21.6%

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

適用する為替レートは第 1 四半期決算であれば、3 月末のレートとなり、その後はそれぞれ 6 月末、9 月末、12 月末のレートとなる。第 1 四半期決算の米国子会社の現地通貨ベースの業績を求めるには、円ベースの金額をこの期末レートで割ればよい。今第 1 四半期の米国子会社の売上高は 10.5 億円、営業利益は 2.4 億円であるから、これらを 1 ドル＝113.68 円で割ると、現地通貨ベースでは 9,236 千ドル、2,068 千ドルとなる。

同様にして計算した前年同期の値と比較すると、円ベースでは 19.3%増収、41.2%増益であるのに対して、現地通貨ベースでは 27.2%増収、50.5%増益となり、それぞれの差の 7.9%pt、9.3%pt が為替換算による目減りとなる。

一方、同様に今第 2 四半期累計決算に関しても計算してみる。すると、円ベースでは 8.6%減収、13.2%増益であるのに対して、現地通貨ベースでは 8.8%増収、34.7%営業増益と計算される。それぞれの差は、17.4%pt、21.6%pt となり、換算為替が第 1 四半期の 113.68 円から 102.9 円とさらに円高が進んだことから換算による目減りが拡大している。

ここまでは、何ら複雑なことはないのであるが、ここからが大きな問題となる。

同社の業績の先行きを考えるために、ほとんどのアナリストや投資家は第 1 四半期と第 2 四半期で業績トレンドがどう変わったかを知るために、当然の作業としてこの第 2 四半期累計値から第 1 四半期の値を引いて第 2 四半期の 3 カ月間の業績を計算することになる。

すると、円ベースでは売上高 7.6 億円、営業利益 1.9 億円となり、同じくドルベースでは 8,353 千ドル、2,068 千ドルとなる。それぞれの前年同期比を求めると、円ベースでは 30.9%減、9.5%減となり、現地通貨ベースでは 6.1%減、21.7%増となる。この段階ですでにかなり印象の違う値となっているが、円ベースとドルベースの伸び率の差を取ると、売上高で 24.8%減、営業利益で 31.2%減となる。

実は円ベースの第 2 四半期決算（3 ヵ月）の値を期末の為替レートである 102.9 円でドルベースに換算すると、売上高 7,386 千ドル、営業利益 1,846 千ドルとなり、先述の 8,353 千ドル、2,068 千ドルと大きく異なる。当然前年同期比を計算しても異なるのであるが、この差はいったいどこから発生するのであろう

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

か。

これは、現地通貨を円に換算するときに、第 2 四半期末では第 1 四半期と第 2 四半期の合計値に期末レートの 102.9 円を乗じているが、円ベースで第 1 四半期の値を引き算すると、第 1 四半期末のレートである 113.68 円を乗じた値を引いてしまうのである。つまり、円ベースで第 2 四半期累計値から第 1 四半期の値を差し引くと、第 1 四半期末と第 2 四半期末の為替レートの差の 10.78 円を第 1 四半期の業績に乗じた値分、第 2 四半期の業績が少なく見えるのである。

つまり、為替変動が大きい場合には、円に換算した第 2 四半期累計値から第 1 四半期の値を引いて求めた第 2 四半期 3 カ月の値は、ほとんど意味を持たない数値となっているのである。

しかし、多くのアナリストや投資家は、円ベースで単純計算した値で、第 1 四半期と第 2 四半期の値を比較して議論してしまうものである。これは、為替変動が大きな場合には第 3 四半期、第 4 四半期と先に行くほどぶれが大きくなってしまうものであり、常に現地通貨ベースに直さなければ、正しい議論はできないのである。

今回は特に説明会において議論された米国の売上高に焦点を当てたため、ドルだけで計算しているが、同社の場合でもこのほか欧州はユーロであり、アジアは人民元に台湾ドルと本来はすべて現地通貨ベースで議論しなければならないが、どこまで詳細に計算するかは個々人の時間の余裕次第であり、むしろコアの数字だけ計算して、あとはある程度類推するしかないのかもしれない。

さて、ここで改めて、議論となった米国の売上高トレンドに関して考えてみよう。円ベースで見ると、第 1 四半期が 19.3%増で、第 2 四半期が 30.9%減であるからいかにも急減速したように見える。しかし、それぞれ現地通貨ベースで見た場合でも、第 1 四半期は 27.2%増収であるのに対して、第 2 四半期決算は 6.1%減収となり、特に円ベースと比較して減収幅が大幅に低下する。しかし、それでも第 1 四半期の 30%近い増収が、第 2 四半期には微減とは言え減ったわけであるから、問題にはなる。

まず、第 1 点はすでに述べたように、食品には季節性があり、同社にしても季節商品に対するスポット売上があるため、売上高は期によってばらつきやすい

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

という点は押さえておく必要がある。

次に、実は前年度の現地通貨ベースでの増収率を見ると、第 1 四半期が 50.9%増であるのに対して、第 2 四半期は 2.8 倍になっており、第 3 四半期には再び 40.5%増と第 1 四半期レベルの伸びとなっている。つまり、前年度の第 2 四半期の伸びが異常値で、むしろ今年度に 6.1%しか売上が減少していないことの方がすごいことなのかもしれないのである。

この辺りは、アナリストや投資家はどうしてもネガティブな問題には反応しやすく、ポジティブな問題はスルーしてしまうことが多いためではないかと思われる。

さて、もう少しだけ、先行きに関しても若干議論しておく必要があろう。すでに、9 月は過ぎているので第 3 四半期の換算レートは決定しており、102.12 円ほどとなる。つまり、第 2 四半期と第 3 四半期の為替レートには若干の差しかないので、第 3 四半期は純粋に現地通貨ベースの伸びから前年同期の為替との差である 15%ほどを差し引いた値となろう。

週足・売買高チャート

会社側では、米国が減速しているのではないかというアナリストの質問に対して、一部の売上がなくなったが、今後は取り戻せるというニュアンスで回答している。しかし、よくよく考えれば、第 3 四半期はすでに終了しており、それ

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

を踏まえてそのように述べた可能性も否定できない。もちろん、そうに違いないと思い込むにはリスクもあるが、少なくとも第 3 四半期には為替換算マジックによるネガティブな印象は払しょくされることは間違いなかろう。

以上が同社株に対する強気な見通しの背景である。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

【2017 年 3 月期第 3 四半期決算報告】2017 年 2 月 8 日

H&L 企業研究クラブ

2017 年 2 月 8 日

【アリアケジャパン（2815）の 2017 年 3 月期第 3 四半期決算報告】

アリアケジャパン（2815）の 2017 年 3 月期第 3 四半期累計決算は 2.5%増収ながら 17.3%営業増益となった。第 3 四半期の 3 カ月では 5.9%増収、20.9%営業増益と予想通り再び勢いを取り戻してきた。

銘柄名	アリアケジャパン	コード	2815				
株価(2017年2月7日)	5,760 円	PBR(16/3実)	3.09 倍	ROE	11.8%		
株数	31,824 千株	配当利回り(17/3予)	1.0%				
配当	60 円	時価総額	1,833 億円				
発行済み株式数	32,809 千株	株主資本	59,251 百万円				
自己株式	985 千株	BPS	1861.8 円				

決算期	数値区分	売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
(連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
16/3 1H	実績	22,059	19.1	3,984	50.3	4,322	41.0	2,754	42.6	86.5	-
16/3 2H	実績	24,345	8.8	4,852	34.8	4,759	5.8	3,185	14.0	100.1	-
17/3 1H	実績	22,180	0.5	4,578	14.9	4,284	-0.9	3,009	9.3	94.6	-
17/3 2H	会社予	27,881	14.5	5,076	4.6	5,611	17.9	3,583	12.5	112.6	-
	ARJ予想	24,800	1.9	5,876	21.1	6,308	32.6	3,982	25.0	125.1	-
2013/3期	実績	33,591	6.6	5,475	10.8	6,408	30.9	3,788	46.5	119.0	48.4
2014/3期	実績	37,201	10.7	5,639	3.0	7,236	12.9	4,252	12.2	133.6	43.1
2015/3期	実績	40,915	10.0	6,251	10.9	7,562	4.5	4,725	11.1	148.5	38.8
2016/3期	実績	46,404	13.4	8,836	41.4	9,081	20.1	5,939	25.7	186.6	30.9
2017/3期	会社予想初	50,061	7.9	9,654	9.3	9,895	9.0	6,592	11.0	207.1	27.8
	ARJ予想	48,547	4.6	10,454	18.3	10,592	16.6	6,991	17.7	219.7	26.2
	ARJ(従来)	50,060	7.9	10,220	15.7	9,670	6.5	6,382	7.5	200.5	28.7
2018/3期	ARJ予想	52,073	7.3	11,920	14.0	12,420	17.3	7,825	11.9	245.9	23.4
	ARJ(従来)	54,360	8.6	11,770	15.2	12,270	26.9	7,730	21.1	242.9	23.7
16/3 1Q	実績(3カ月)	10,559	18.7	1,880	58.1	2,144	68.6	1,374	83.2	-	-
16/3 2Q	実績(3カ月)	11,500	19.4	2,104	43.9	2,178	21.5	1,380	16.9	-	-
16/3 3Q	実績(3カ月)	12,476	10.5	2,589	26.5	2,668	-3.7	1,759	2.4	-	-
16/3 4Q	実績(3カ月)	11,869	7.0	2,263	45.7	2,091	21.1	1,426	32.5	-	-
17/3 1Q	実績(3カ月)	10,948	3.7	2,241	19.2	2,067	-3.6	1,384	0.7	-	-
17/3 2Q	実績(3カ月)	11,232	-2.3	2,337	11.1	2,217	1.8	1,625	17.8	-	-
17/3 3Q	実績(3カ月)	13,207	5.9	3,131	20.9	3,514	31.7	2,394	36.1	-	-
17/3 4Q	会予(3カ月)	14,674	23.6	1,945	-14.1	2,097	0.3	1,189	-16.6	-	-
	ARJ予(3カ月)	13,157	10.9	2,744	21.3	2,794	33.6	1,588	11.3	-	-
16/3 3Q	実績(9カ月)	34,535	15.8	6,573	39.9	6,990	19.8	4,513	23.7	-	-
17/3 3Q	実績(9カ月)	35,387	2.5	7,709	17.3	7,798	11.6	5,403	19.7	-	-

前期までの同社決算は、国内の売上好調に加え、海外は売上好調と、欧州の黒字転換や米国、アジアの利益の大幅拡大によって、連結ベースで売上、利益とも大きく伸びた。しかし、今期に入って、国内の伸びが低下したこと、為替換算によって海外の売上、利益が目減りしたこともあって、第 1 四半期には 3.7%

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

増収、19.2%営業増益と減速し始めた。

さらに、第 2 四半期には為替換算によって、海外がさらに目減りしたため、2.3%減収、11.1%営業増益と減速感が強まった。特に同社の場合、海外に関して 3 カ月前の四半期末の為替で換算するため、連結ベースの四半期の数字が歪んで見える特殊要因が発生する。そのことによって、海外の中でも特に米国の数字がかなり減速しているように見えたため、決算発表後に株価が大きく売られた。

しかし、前回のレポートでも指摘したように、現地通貨ベースの米国の第 2 四半期の売上が急減速して、若干ながらもマイナスとなったのは、当該四半期のみ前年同期の売上が異常に伸びていたためで、今第 3 四半期には再び伸び率が高まる可能性があるとしていた。

セグメント動向　　**（単位：億円）**

売上高	16/3 1Q	16/3 2Q	16/3 3Q	16/3 4Q	17/3 1Q	17/3 2Q	17/3 3Q	2015-3QA	2016-3QA
アリアケ	79.3	87.4	94.9	83.2	79.1	89.9	102.0	261.6	271.0
米国	8.8	11.0	10.6	13.6	10.5	7.6	10.2	30.4	28.3
アジア	9.4	9.6	10.9	13.1	10.9	9.6	11.9	29.9	32.4
欧州	7.2	6.1	7.3	8.0	8.1	4.3	7.1	20.6	19.5
日本	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	2.8	2.7
子会社計	26.3	27.6	29.8	35.5	30.4	22.4	30.1	83.7	82.9
合計	105.6	115.0	124.7	118.7	109.5	112.3	132.1	345.3	353.9
営業利益									
アリアケ	14.9	17.2	19.3	15.3	15.5	18.4	23.3	51.4	57.2
米国	1.7	2.1	2.5	3.3	2.4	1.9	3.2	6.3	7.5
アジア	2.6	2.5	3.2	3.9	3.5	2.7	4.0	8.3	10.2
欧州	-0.4	-0.8	0.7	0.2	1.0	0.3	0.7	-0.5	2
日本	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
子会社計	3.9	3.9	6.5	7.4	6.9	5.0	8.0	14.3	19.9
合計	18.8	21.1	25.8	22.7	22.4	23.4	31.3	65.7	77.1
売上高	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率
アリアケ	15.9%	10.4%	7.2%	8.2%	-0.3%	2.9%	7.5%	10.8%	3.6%
米国	76.0%	243.8%	37.7%	22.5%	19.3%	-30.9%	-3.8%	91.2%	-6.9%
アジア	38.2%	41.2%	9.0%	3.1%	16.0%	0.0%	9.2%	26.7%	8.4%
欧州	-10.0%	0.0%	28.1%	-15.8%	12.5%	-29.5%	-2.7%	4.0%	-5.3%
日本	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-10.0%	0.0%	-3.6%
子会社計	27.7%	61.4%	22.1%	4.1%	15.6%	-18.8%	1.0%	34.8%	-1.0%
合計	18.7%	19.4%	10.5%	6.9%	3.7%	-2.3%	5.9%	15.8%	2.5%
営業利益									
アリアケ	40.6%	28.4%	6.6%	13.3%	4.0%	7.0%	20.7%	22.1%	11.3%
米国	325.0%	600.0%	78.6%	230.0%	41.2%	-9.5%	28.0%	200.0%	19.0%
アジア	62.5%	38.9%	60.0%	39.3%	34.6%	8.0%	25.0%	53.7%	22.9%
欧州	赤小	赤小	黒転	黒転	黒転	黒転	0.0%	赤小	黒転
日本	-	-	-	-	-	-	-	-	-
子会社計	200.0%	225.0%	170.8%	252.4%	76.9%	28.2%	23.1%	191.8%	39.2%
合計	58.0%	44.5%	25.9%	45.5%	19.1%	10.9%	21.3%	39.8%	17.4%

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

実際問題、米国の現地通貨ベースの売上は第 1 四半期の 27.2%増、第 2 四半期の 6.1%減に対して、第 3 四半期には 12.9%増と回復した。また、営業利益も第 1 四半期の 50.5%増、第 2 四半期の 21.7%増が第 3 四半期には 50.3%増と伸び率が高まった。

これを為替換算した円ベースで見ると、増収率は第 1 四半期の 19.3%増、第 2 四半期の 30.9%減が、第 3 四半期にはマイナス幅が 3.8%減まで縮小した。営業利益も第 1 四半期の 41.2%増、第 2 四半期の 9.5%減が第 3 四半期には 28.0%増と盛り返した。

他の通貨は円に対してドルほど極端に動いていないが、方向性はほぼ同様である。さらに、国内の回復もあって、第 3 四半期の 3 か月の営業利益は 21.3%増益と再び勢いを取り戻した。

第 4 四半期の換算為替は、12 月末のレートであることから、117 円半ばと 9 月末の 102 円から大幅な円安となる。国内も勢いを取り戻してきたこともあり、会社計画に対して利益面で上振れを見込んでいた当クラブの通期利益予想はさらに若干ながらも上ぶれると見た。

投資判断

週足・売買高チャート

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

国内の順調、海外の成長が再び認識されたことで、株価も再度上昇に転じると思われる。向こう数カ月を目安に今期予想 EPS を 30 倍に評価した 6,590 円（従来 6,020 円）として、Outperform 継続とする。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

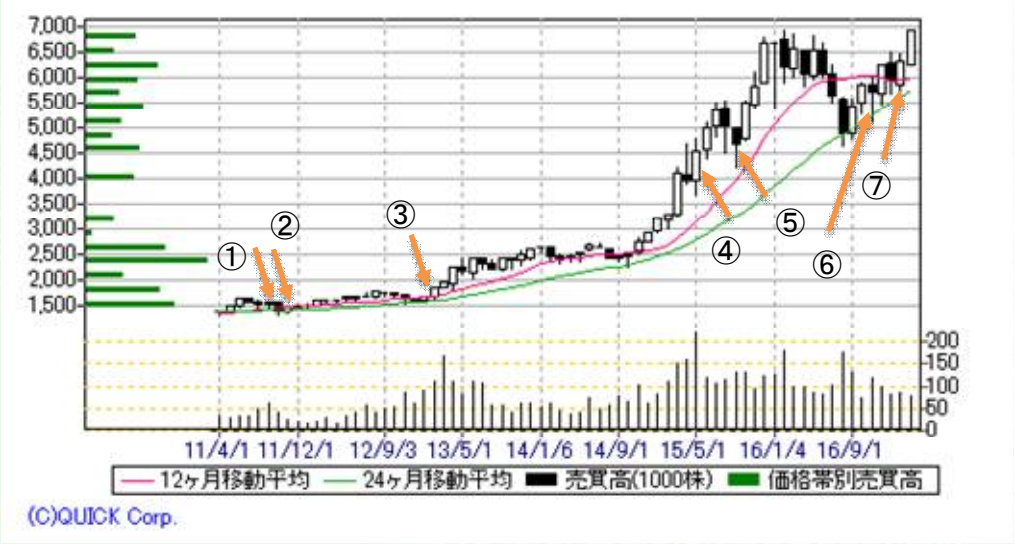
考察

同社株に関しては、長期的に保有すべき推奨株という位置づけであり過去から繰り返し推奨してきた。その時々のレポートでは、目先的にどう動きそうかをファンダメンタルの観点から解説している。

2013 年 3 月期第 3 四半期決算（2013 年 2 月 7 日付、図の③）は同社のその後にとってエポックメイキングとなった決算であった。それは、四半期ベースで初めて海外が黒字となった決算である。第 3 四半期決算までの累計値では依然赤字であったが、第 3 四半期の 3 カ月のみを取ると黒字に転換したタイミングである。

同社の成長のけん引役と考えられる海外であったが、黒字化には時間がかかっており、海外が黒字になれば同社に対する見方が大きく変わると思われていたためである。加えて、当時は円安進行下であり、赤字だと円安はマイナスに作用するが、黒字になればプラスに作用するという面もあった。そのため、その時点において再び注目される可能性が高まったとした。

月足・売買高チャート：アリアケジャパン（2815）　　レポート発行日



その後順調に株価が上昇し、2015 年 3 月期決算公表時にも強気のレポートを発行している（2015 年 5 月 18 日付、図の④）。ただし、この時は決算発表、説

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

明会を受けて、とりあえずメールで翌日からの買い指令を出している。レポートはその後に作成した。

決算発表日の 5 月 14 日の引け値 3,860 円に対して、翌 15 日の寄付きが 4,125 円、引け値が 4,130 円で、5 月末には 4,540 円となり、8 月には 5,590 円まで上昇した。

この時には会員メールと同時に無料メルマガでも有料のマル秘銘柄として紹介したところ、なんと 36 名の読者の方が申し込んでいる。これは当時の最高申込数であった。

その後同社株が 8 月に高値を付けたころから中国の株価下落、景気の悪化により、世界的に景気が悪化するのではないかという不安から、全体相場が大きく下げた。またそれにつられて、同社株も調整局面となっていた。

しかし、同社のようなディフェンシブは景気悪化で相場が調整しているような局面でこそむしろ仕込み場である。ただし、好業績が出て、株価に勢いがある時はレポートの作成も簡単であるが、多くの人が不安で株を買いたくない時のレポートは、高度な知識と分析力が必要になる。その時点において作成したレポート（2015 年 9 月 2 日付、図の⑤）では、同社のビジネスモデルの本質的な強さに関して詳細に解説している。

これは 1990 年代半ばから同社をフォローする中で、同社工場を何度か視察し、また同業他社の工場を何社か視察して導いた結論である。同社の業績を調べれば、当該時点での好不調は誰にでもわかる。しかし、同社のビジネスは四半期ごとにやや強弱があり、勢いが良く見えるときもあれば、陰りが出てきたように見えることもある。

根本的な強さについて理解していなければ、絶好調な時には強気になるのは簡単だが、やや不調になると急に不安になるものである。その意味において、本質を理解しているからこそ、株価が軟調な時に強気で推奨できるわけである。

ただし、このレポートの内容に関して、ほとんどのアナリストは理解できていない可能性がある。それは、現在の工場を見てもなかなか同社の本質がわからいこともあろう。また、ライバルの工場を見ないことには、比較もできないの

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

であるが、ライバルの工場を見る機会はそれほど多くはない。

よって、市場のほとんどの投資家は、このレポートで解説している同社の本質的なビジネスの強さを十分理解しているわけではないと考えられる。

その証拠には、2017 年 3 月期第 1 四半期、第 2 四半期決算で業績がやや伸び悩むと再び株価が売られる局面となっている。そこで、再び、市場の間違いを指摘し、強気に見るべきであるという推奨レポートを作成した（2016 年 11 月 16 日付、図の⑥）。

これは海外の売上がやや伸び悩んだことと為替の円高が重なって、少し不安になるような業績が出てきたのであるが、それは単なる為替によるマジックと期によるばらつきに過ぎず、第 3 四半期決算によって、再び市場は強気になる可能性が高いという内容であった。

結果的に、第 3 四半期決算は予想通りの好決算であり、再び株価は史上最高値に上昇している（2017 年 2 月 8 日付、図の⑦）。

2017 年 3 月 25 日付の日経紙のコラムにおいて、同社株が取り上げられた。表題は、「中小型株に 2 度目の春：成長に着目、割高でも買い」というもの。その中で、同社株は昨年来の史上最高値に顔合わせしたことに触れている。その理由として、中国での販売拡大が軌道に乗り始め、国内市場に依存したビジネスモデルから脱しつつあるためとしている。

また、同社の IR 担当者が香港で機関投資家 12 社を訪れた際には、中国での販売動向を熱心に聞かれたとある。

販売動向は結果であり、誰でも簡単に理解できる。好調であれば、きっと同社のビジネスモデルはすごいのだろうとなりやすい。それゆえ、現時点の株価の動きは極めて強いものとなっている。

しかし、すでに述べたように同社のビジネスは 1 年を通じて継続的に売れて行く商品だけではなく、季節ごとにスポットで決まる売上も多い。そのため、四半期ごとの売上の伸びには想像以上にばらつきがある。繰り返しになるが、根本的な強さを理解していないと、出てきた数字が強いときには強気になり、弱

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

いときには弱気になるという形になってしまう。
現時点のように同社に注目する人が多くなればなるほど、ちょっとした売上、利益の伸びの変化に一喜一憂することになることが想像される。つまり今後は株価の乱高下がこれまで以上に起こる可能性があるということだ。

当然、投資家とすれば、高いところで売って、安くなったらまた買えば投資効率がいいだろうと思うのであるが、実際にやってみるとそう簡単ではない。十分高くなったと思って売ってしまったらさらに高くなって、せっかくのチャンスを失うこともしばしばである。

その意味においてここから先の対応は、あまり株価の上下動には一喜一憂せず、腰を据えて根本的なビジネスモデルの変調がない限りは持ち続けるというスタンスが特に重要な局面に入ってきたのではないかと思われる。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

おわりに

多くの投資家は株式投資に関して、大きな考え違いをしている。「株式投資は利食ってなんぼ」という考えや、「売らなければ利益は確定しない」という考え方がまさにそれである。しかし、株式投資の目的が、短中長期に大きく資産を増やし続けることである限り、着実に高めの成長をし、しかも過大評価を受けていない企業の株を長期的に持ち続けることこそが、資産の増大に最も貢献するのである。

もちろん、長期に持ち続けることこそが株式投資の最大の秘訣であるという考えの人もいるが、それもしばしば間違いのもととなる。つまり、その企業のビジネスモデルが他社と異なり、着実に高めの成長を遂げる可能性のある会社でなければならない。1989 年までの日本市場であれば、中身はどうあれ長期に持つことが高いリターンにつながったが、1990 年以降はむしろ逆で、ダメな会社は持てば持つほど損をする可能性が高まっている。

H&L 企業研究クラブのモットーは、長期的に保有できて、かつ市場を上回るリターンを上げ続けられる株を探すことである。このレポートで取り上げたアリアケジャパンはまさにその条件にぴったりと当てはまる株である。もちろん、常に取り上げた会社がすべて同社のように順調に上がり続けるわけではない。しかし、フォローを開始した後は、常に業績をチェックし続け、最初の判断に間違いがあったと思えば、売却を指示することもある。また、バリュエーションが高くなり始めた場合は、短期的にはリスクが大きくなるので、新規の買いは止め、利食いも一つの選択肢にする。

なお、このアリアケジャパンのように長期的に保有して、コンスタントに高めのリターンが得られるであろうと考えている株が、メルマガでも紹介しているマル秘レポート 2017 年第 6 弾の銘柄である。この企業もアリアケジャパン同様コスト競争力で成長している会社だが、上場間がないため、ほとんど知られていない会社で、PER も低水準である。

なお、マル秘レポート 2017 年第 6 弾はこちらから入手できます。(有料:3,000 円)
http://kabusiki.xyz/index.php/repo1/index
レポート番号:maruhi-20170226

これらのマル秘レポートは 1 部 3,000 円ですが、2016 年も年間で 28 本のマル秘レポ

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

ートを紹介している。ただし、常時マル秘レポートを見たい場合は、月額 5,000 円の H&L 企業研究クラブの会員になるとかなりお得である。2016 年に発行したマル秘レポートをすべて入手すると 84,000 円だが、当クラブの会員になると年間の会費 60,000 円だけですべてのマル秘レポートが入手できる。

しかも、会員にはそれらのマル秘レポートの業績や株価のフォローアップレポートも 3 か月に 1 度は送る。さらに、当クラブでは繰り返し取り上げてきた銘柄はマル秘レポートとはしていないが、それらも極めて有望な銘柄で、実によく上昇する。つまり、マル秘レポートだけが推奨株というわけではない。

月に 2 本のマル秘レポートを注文するなら、当クラブに加入して月額 5,000 円でさらに多くの有望銘柄のレポートを見る権利を入手した方が、実は何倍も得である。しかも、年に数回は無料のセミナーも開催する。

当クラブではマル秘レポートを含めて月に 10 本前後のレポートを配信している。このレポートは、H&L 企業研究クラブの会員の方限定で届けるものである。月額会費は 5,000 円になる。入会の申し込みはこちらからできる。

https://www.paypal.com/cgi-bin/webscr?cmd=_s-xclick&hosted_button_id=424KPCFGD8NH4

上のアドレスはPAYPALを通じたカードでの支払いになる。なお、PAYPALからの申し込みの際は、必ず「H＆L企業研究クラブ」の入会申し込みであることを確認して申し込んでもらいたい。

また、銀行振り込みを希望する場合はこちらから申し込める。
https://form.zero1-mail.com/f/e31134c0/

H&L 企業研究クラブは、役に立たないと思えば簡単に退会できる。H&L 企業研究クラブでは 30 年間プロとして培ってきたアナリストのノウハウを余すところなく、皆様にお伝えしたいと考えています。

H＆Lリサーチ
有賀

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

発行者情報

発行者：春研一（こと有賀泰夫）

連絡先メールアドレス：http://form1.fc2.com/form/?id=509606
ご意見、ご感想をお寄せください。

メルマガ名：「春研一の株式投資とアフィリエイトで稼ぐ」
メルマガURL：http://www.mag2.com/m/0001086601.html
（メルマガは上記アドレスから、いつでも簡単に登録・解除ができます。）

ブログ「世田谷発。株式投資とアフィリエイトで稼ぐ」
参照 URL：http://cherry100.blog108.fc2.com/

H&L リサーチのホームページ
参照 URL：http://cherry100.mods.jp/H&Lresearch/

「日本の問屋は永遠なり」
卸売業研究の日本トップアナリストの私が全精力を注いで執筆しました。
大竹慎一、有賀泰夫共著、定価：2,800 円（税抜）
詳細はこちらで見ることができます。なお、こちらのサイトから購入しますと、1 冊 2,700 円（税込、送料無料）で購入することができます。
http://cherry100.mods.jp/ra/s/559

やり方さえわかれば、初心者でも株式投資で確実に勝てる
「株式投資で確実に勝つための月次データ利用法という裏技」
この本を読むと、本当に初心者でも確実に株で儲けることできるようになります。まさに目からウロコの株式投資本です。
こちらの URL から購入しますと、通常 1 冊 1,944 円のところ、1,700 円（税込、送料無料）で購入することができます。
http://kabusiki.xyz/index.php/book-kabu1/index

Copyright (C) 2017.3All Rights Reserved.

本レポートを最後までお読みいただき大変感謝しております。このレポートがあなたの株式投資のお役に立つことを願って止みません。