

# H&L企業研究クラブ 株式投資セミナー

平成29年12月9日

H&Lリサーチ 有賀泰夫

# 上値を追う東京株式市場の展望と注目銘柄

- 失われた25年を取り戻す時がやつてきた。
- 日経平均に騙されるな。
- 日経平均戻り高値の二つの重要要素
- 出遅れオールド銘柄には乗るな
- キラキラ輝くニューグロース銘柄群

# いよいよ到来、失われた25年を取り戻す時



# 終わりを告げる失われた25年

- ・ 持ち合い解消による株価の割高感の解消
  - ・ 淘汰が進んで、生き残り企業の株価が大きく上がった。
  - ・ アベノミクスで円安、金利低下が進んだ。
  - ・ 安倍首相が2014年6月の成長戦略でROEを高める戦略を打ち出す。
  - ・ 2014年2月 :「スチュワードシップ・コード」の策定
  - ・ 2015年6月1日 :東京証券取引所が企業統治指針「コーポレートガバナンス・コード」を導入
  - ・ 外人投資家と機関投資家の持ち株比率のアップ  
外人持ち株比率 : 1980年代末約5% → 2014年度末31.7%
- その結果、……
- ・ 成長が正しく評価される時代に。成長しない株はそれなりに
  - ・ そして、日経平均は26年ぶりの高値

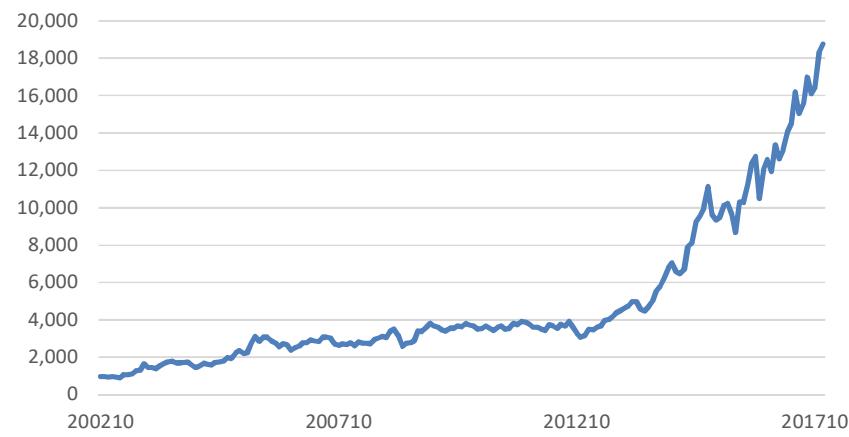
トヨタ



三井化学(4183)



ニトリ



野村証券(8604)



### 2016.12.3セミナー銘柄の検証

		2016年12月2日	その後の高値	高値	直近株価	上昇率	上昇率
銘柄名	コード	株価	年月	株価	2017年12月5日	高値まで	2017年12月5日
プリマハム	2281	398	2017年12月	835	835	109.8%	109.8%
アリアケ	2815	5,710	2017年12月	10,280	10,060	80.0%	76.2%
SFPダイニング	3198	1,470	2017年12月	2,096	2,085	42.6%	41.8%
今村証券	7175	949	2017年10月	1,624	1,492	71.1%	57.2%
日特エンジニアリング	6145	1,462	2017年11月	5,100	4,780	248.8%	226.9%
ニトリ	9843	11,720	2017年12月	18,770	18,750	60.2%	60.0%
サイゼリヤ	7581	2,720	2017年10月	3,760	3,610	38.2%	32.7%
クスリのアオキ	3549	4,750	2017年11月	7,350	7,060	54.7%	48.6%
平均						85.1%	77.6%
日経平均		18,315	2017年11月	22,938	22,622	25.2%	23.5%
差異(平均-日経平均)						59.9%	54.1%
TOPIX		1,471	2017年11月	1,818	1,791	23.5%	21.7%

### 2017.6.10セミナー銘柄の検証

		2017年6月9日	その後の高値	高値	直近株価	上昇率	上昇率
銘柄名	コード	株価	年月	株価	2017年12月5日	高値まで	2017年12月5日
プリマハム	2281	627	2017年12月	835	835	33.2%	33.2%
三菱食品	7451	3,280	2017年12月	3,500	3,495	6.7%	6.6%
やまみ	2820	1,893	2017年6月	2,159	2,005	14.1%	5.9%
サイゼリヤ	7581	3,145	2017年10月	3,760	3,610	19.6%	14.8%
さくらインターネット	3778	858			824		
加藤産業	9869	3,030	2017年12月	4,125	4,160	36.1%	37.3%
ウエルシアホールディングス	3141	4,055	2017年12月	4,855	4,845	19.7%	19.5%
今村証券	7175	1,053	2017年10月	1,624	1,492	54.2%	41.7%
平均						25.1%	21.0%
日経平均		19,909	2017年11月	22,938	22,622	15.2%	13.6%
差異(平均-日経平均)						9.9%	7.3%
TOPIX		1,592	2017年11月	1,818	1,791	14.2%	12.5%

ただし、さくらインターネットはセミナーで解説しているように、7月末と10月末の株価の平均値で計算

# このバブルをどう乗り切るか

- 今、業績好調な中心銘柄の利食いをいかに我慢するかが肝心。
- 割高になっても簡単には降りない。しかし、割高な銘柄には新規に手を出さない。
- 一方で、現在は業績が良く見えないため、低PERにいる銘柄に少しずつ資金をシフトする。ただし、あまり急がない。

# 今回の銘柄の選択方針

- ・ 業界を圧倒するローコスト経営を確立している会社  
ニトリ(9843)、プリマハム(2281)、やまみ(2820)、サイゼリヤ(7581)  
アリアケジャパン(2815)
- ・ 小売市場の構造変化の勝ち組業態内の勝ち組企業  
ウエルシア(3141)、クスリのアオキ(3549)、ベルク(9974)  
あらた(2733)、PALTAC(8283)、三菱食品(7451)、加藤産業(9869)
- ・ ビジネスマネーが安定成長型だが、投資期のため、業績が実力より下に見えるネット企業  
サイバーエージェント(4751)、さくらインターネット(3778)、  
〇〇〇(セミナーのお楽しみ銘柄)
- ・ すでに業績は急向上だが、市場から無視されている証券株  
今村証券(7175)

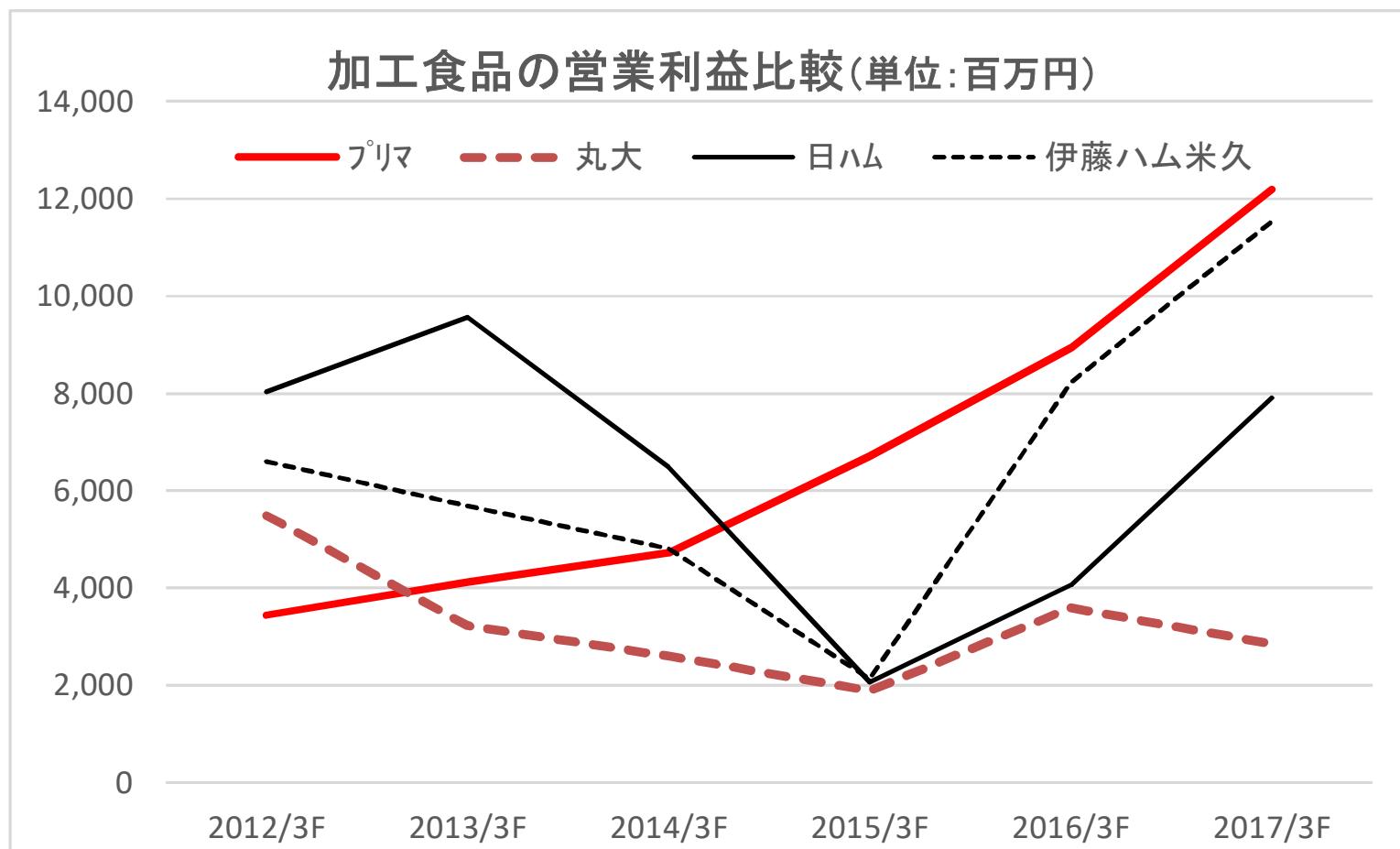
## 主要食肉加工企業のハム・ソーセージ売上高比較

(単位:百万円)

		2012/3F	2013/3F	2014/3F	2015/3F	2016/3F	2017/3F	5期間累計の増減
プリマハム プライムデリカ除く	加工食品売上高	122,792	128,812	127,492	151,817	159,549	160,704	37,912
	内ハム・ソーセージ	57,712	61,326	65,410	72,538	76,192	77,860	20,148
	5社内シェア(ハムソー)	12.9%	13.6%	14.1%	15.1%	16.0%	16.3%	3.3%
	加工食品営業利益	3,444	4,127	4,727	6,707	8,939	12,193	8,749
	加工食品営業利益率	2.8%	3.2%	3.7%	4.4%	5.6%	7.6%	4.8%
丸大	加工食品売上高	150,179	148,904	150,193	156,952	161,952	163,057	12,878
	内ハム・ソーセージ	89,856	87,756	89,540	91,267	89,142	86,997	-2,859
	5社内シェア(ハムソー)	20.1%	19.5%	19.2%	19.1%	18.7%	18.2%	-1.9%
	加工食品営業利益	5,486	3,221	2,599	1,885	3,590	2,848	-2,638
	加工食品営業利益率	3.7%	2.2%	1.7%	1.2%	2.2%	1.7%	-1.9%
伊藤ハム米久計 米久の2015年度 2016年度に加工 食品の計上基準 変更あり	加工食品売上高	291,611	306,219	361,117	363,693	383,778	281,404	-10,207
	内ハム・ソーセージ	162,398	160,629	166,944	164,999	170,347	172,861	10,463
	5社内シェア(ハムソー)	36.3%	35.7%	35.9%	34.5%	35.7%	36.1%	-0.2%
	加工食品営業利益	6,598	5,689	4,808	2,132	8,229	11,536	4,938
	加工食品営業利益率	2.3%	1.9%	1.3%	0.6%	2.1%	4.1%	1.8%
日本ハム	加工食品売上高	320,722	317,192	325,740	332,492	328,432	348,253	27,531
	内ハム・ソーセージ	137,286	139,948	143,490	150,103	141,459	141,362	4,076
	5社内シェア(ハムソー)	30.7%	31.1%	30.8%	31.3%	29.6%	29.5%	-1.2%
	加工食品営業利益	8,030	9,565	6,481	2,064	4,054	7,911	-119
	加工食品営業利益率	2.5%	3.0%	2.0%	0.6%	1.2%	2.3%	-0.2%
5社合計	加工食品売上高	885,304	901,127	964,542	1,004,954	1,033,711	953,418	68,114
	内ハム・ソーセージ	447,252	449,659	465,384	478,907	477,140	479,080	31,828
	加工食品営業利益	23,558	22,602	18,615	12,788	24,812	34,488	10,930
	加工食品営業利益率	2.7%	2.5%	1.9%	1.3%	2.4%	3.6%	1.0%

ただし、プリマハムの加工食品はプライムデリカ分を除く

# 圧倒的なコスト競争力



銘柄名	プリマハム	コード	2281	PBR(17/3実)	2.93 倍	ROE	14.6%				
株価(2017年12月6日)	838 円			配当利回り(18/3予)	1.0%						
株数	251,752 千株			時価総額	2,110 億円						
配当	8 円			自己資本	72,019 百万円						
発行済み株式数	252,622 千株			BPS	286 円						
自己株式	870 千株										
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
2016/9中間	実績	179,438	-1.3	7,446	69.1	7,712	64.1	4,775	67.7	19.0	-
2017/3下	実績	183,898	2.5	8,119	112.8	8,390	105.9	5,234	46.1	20.8	-
2017/9中間	実績	195,406	8.9	7,203	-3.3	7,473	-3.1	4,931	3.3	19.6	-
2018/3下	会社予想2Q	199,594	8.5	7,697	-5.2	7,927	-5.5	5,569	6.4	22.1	-
2013/3期	実績	275,647	1.6	7,259	-0.9	7,923	4.9	4,359	-3.1	17.3	48.4
2014/3期	実績	303,600	10.1	8,813	21.4	9,298	17.4	4,192	-3.8	16.7	50.3
2015/3期	実績	341,183	12.4	7,213	-18.2	7,735	-16.8	6,392	52.5	25.4	33.0
2016/3期	実績	361,233	5.9	7,963	10.4	8,776	13.5	6,429	0.6	25.5	32.8
2017/3期	実績	363,336	0.6	15,565	95.5	16,102	83.5	10,009	55.7	39.8	21.1
2018/3期	会社予想2Q	395,000	8.7	14,900	-4.3	15,400	-4.4	10,500	4.9	41.7	20.1
	会社予想初	381,300	4.9	13,000	-16.5	13,100	-18.6	9,000	-10.1	35.7	23.4
	ARJ予	388,322	6.9	16,232	4.3	16,402	1.9	11,065	10.6	44.0	19.1
2019/3期	ARJ予	403,736	4.0	19,712	21.4	19,812	20.8	13,508	22.1	53.7	15.6
16/3 1Q	実績(3カ月)	87,652	12.0	1,858	6.7	2,454	22.1	1,091	3.4	-	-
16/3 2Q	実績(3カ月)	94,111	10.3	2,290	18.4	2,247	9.4	1,756	55.0	-	-
16/3 3Q	実績(3カ月)	95,784	0.7	2,683	-21.5	2,849	-19.3	1,789	-18.2	-	-
16/3 4Q	実績(3カ月)	83,686	1.5	1,132	835.5	1,226	763.4	1,793	-11.1	-	-
17/3 1Q	実績(3カ月)	87,655	0.0	3,087	46.9	3,231	31.7	1,906	74.7	-	-
17/3 2Q	実績(3カ月)	91,783	-2.5	4,359	89.4	4,481	99.4	2,869	63.4	-	-
17/3 3Q	実績(3カ月)	98,054	2.4	5,758	114.6	5,854	105.5	3,935	120.0	-	-
17/3 4Q	実績(3カ月)	85,844	2.6	2,361	108.6	2,536	106.9	1,299	-27.6	-	-
18/3 1Q	実績(3カ月)	94,582	7.9	3,726	20.7	3,828	18.5	2,496	31.0	-	-
18/3 2Q	実績(3カ月)	100,824	9.9	3,477	-20.2	3,645	-18.7	2,435	-15.1	-	-

銘柄名	やまみ	コード	2820	PBR(17/6実)		3.10 倍	ROE	20.7%			
株価(2017年12月6日)	1,993 円			配当利回り(18/6予)		1.0%					
株数	6,376 千株			時価総額		127 億円					
配当予想	20 円			株主資本		4,097 百万円					
発行済み株式数	6,376 千株			BPS		643 円					
自己株式	0 千株										
決算期 (非連結)	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 %	EPS 円	PER 倍	
2016/12中間 実績	4,931	3.7	473	-14.9	468	-14.6	311	-21.2	48.8	-	
2017/6下期 実績	4,862	2.9	469	-2.3	472	-3.5	319	3.4	50.0	-	
2017/12中間 会社予初	5,050	2.4	492	4.0	480	2.6	316	1.6	49.6	-	
	ARJ	5,082	3.1	516	9.0	506	8.1	333	7.2	52.3	-
2018/6下期 会社予初	5,150	5.9	492	4.9	485	2.8	320	0.3	50.2	-	
2013/6期 実績	6,130	14.6	166	-53.8	183	-47.7	200	-23.1	31.4	63.5	
2014/6期 実績	7,748	26.4	357	115.1	348	90.2	293	46.5	46.0	43.4	
2015/6期 実績	9,084	17.2	430	20.4	419	20.4	349	19.1	54.7	36.4	
2016/6期 実績	9,480	4.4	1,036	140.9	1,037	147.5	703	101.4	110.3	18.1	
2017/6期 実績	9,793	3.3	942	-9.1	940	-9.4	630	-10.4	98.8	20.2	
2018/6期 会社予初	10,200	4.2	984	4.5	965	2.7	636	1.0	99.7	20.0	
	ARJ	10,235	4.5	1,041	10.5	1,021	8.7	673	6.8	105.6	18.9
2019/6期 ARJ	11,054	8.0	1,199	15.1	1,179	15.4	777	15.4	121.8	16.4	
17/6 1Q 実績(3カ月)	2,312	2.3	184	-20.3	182	-20.2	121	-23.9	-	-	
17/6 2Q 実績(3カ月)	2,619	5.0	289	-11.1	286	-10.6	190	-19.3	-	-	
17/6 3Q 実績(3カ月)	2,474	4.4	268	-6.9	270	-9.4	180	-11.6	-	-	
17/6 4Q 実績(3カ月)	2,388	1.3	201	5.2	202	5.8	139	32.4	-	-	
18/6 1Q 実績(3カ月)	2,429	5.1	176	-4.3	175	-3.8	110	-9.1	-	-	

## 製造原価明細書

(単位:百万円)

	やまみ	オーケー食品工業
	2016年6月期	2016年3月期
製品売上高	9,481	8,295
当期製造総費用	6,736	6,162
材料費	3,564	2,747
労務費	896	1,737
経費	2,276	1,679
(減価償却費)	760	352
(水道光熱費)	910	—
(消耗品費)	150	—
(その他)	456	1,327
対売上高比率		
当期製造総費用	71.0%	74.3%
材料費	37.6%	33.1%
労務費	9.5%	20.9%
経費	24.0%	20.2%
(減価償却費)	8.0%	4.2%
(水道光熱費)	9.6%	—
(消耗品費)	1.6%	—
(その他)	4.8%	16.0%
製造コスト	33.5%	41.2%
労務費+減価償却	17.5%	25.2%
労務費、減価償却以外	16.0%	16.0%
販売管理費	1,719	1,960
対売上高	18.1%	23.6%
営業利益	1,036	340
対売上高	10.9%	4.1%

# サイゼリヤの新業態

## スペゲッティのファーストフード「マリアーノ」

ランチメニュー：パスタ、カップサラダ、ドリンクで500円。パスタ大盛で600円。ドリンクは珈琲と紅茶で、お替り自由。

店舗ベースで営業利益率15%の利益モデルがほぼ完成。見かけが簡単なため、本格出店を開始して評判を呼べば、模倣店が次々と出現する可能性がある。そこで、大量出店を開始したら最初から年間200-300店出店できるような店舗展開モデルを確立した後に本格出店する。

年200-300店出店には、週6店舗から10店舗の出店が必要。そこで店舗の工期を1週間程度にするため、モジュール化が必須条件。

今期二ヶタ出店、来期は最大で130店、さ来期から年200-300店の出店意向。

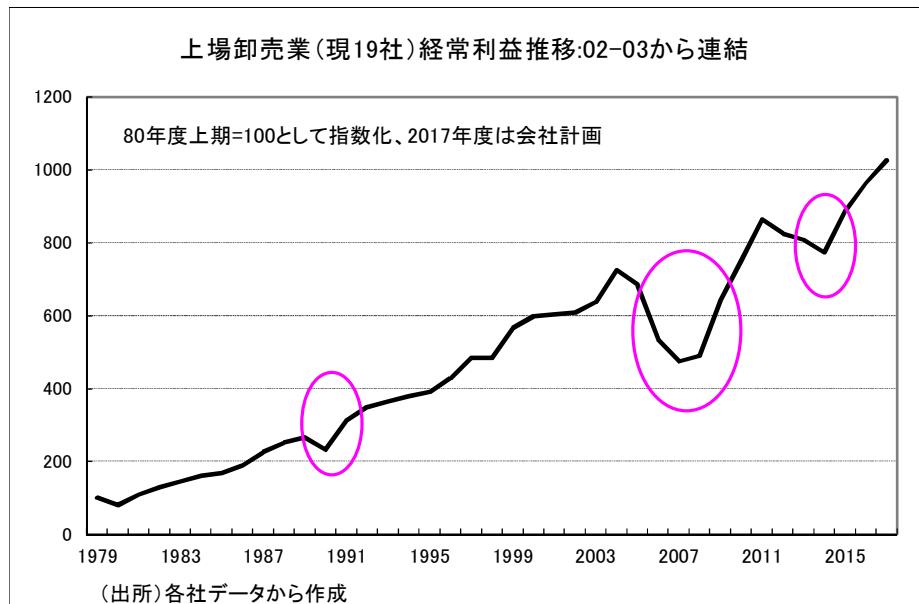
	サイゼリヤとすき家の比較					(単位:百万円)
	売上高	店舗数	1店当たり 売上高	営業利益	営業利益率	
サイゼリヤ(連結:17/8期)	148,306	1,424	104	11,214	7.6%	
サイゼリヤ(日本セグメント)	117,259	1,057	111	7,731	6.6%	
新業態(6年後:仮説)	70,000	1,000	70	10,500	15.0%	
ゼンショー(連結:17/3期)	544,028	4,881	111	18,775	3.5%	
内すき家	194,300	2,701	72	-	-	

銘柄名	サイゼリヤ	コード	7581	PBR(17/8実)		2.20 倍	ROE	10.5%			
株価(2017年12月6日)	3,555 円			配当利回り(18/8予)		0.5%					
株数	49,541 千株			時価総額		1,761 億円					
配当	18 円			株主資本		80,189 百万円					
発行済み株式数	52,272 千株			BPS		1618.6 円					
自己株式	2,731 千株										
決算期 (連結)	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 %	EPS 円	PER 倍	
2017/2上 実績	70,548	-0.3	4,638	44.2	5,004	48.5	3,152	59.9	-	-	
2017/8下 実績	77,758	4.8	6,578	13.6	6,881	19.4	4,344	22.9	-	-	
2018/2上 会予初	74,400	5.5	5,400	16.4	5,500	9.9	3,500	11.0	-	-	
2018/8下 会予初	81,600	4.9	7,100	7.9	7,300	6.1	4,900	12.8	-	-	
2013/8期 実績	110,428	5.9	7,547	-23.6	8,450	-19.7	3,937	-28.0	79.5	44.7	
2014/8期 実績	125,618	13.8	5,488	-27.3	5,917	-30.0	1,193	-69.7	24.1	147.6	
2015/8期 実績	139,277	10.9	7,511	36.9	8,004	35.3	3,774	216.3	76.2	46.7	
2016/8期 実績	144,961	4.1	9,006	19.9	9,134	14.1	5,505	45.9	111.1	32.0	
2017/8期 実績	148,306	2.3	11,216	24.5	11,885	30.1	7,496	36.2	151.3	23.5	
2018/8期 会社予想初	156,000	5.0	12,500	12.0	12,800	7.4	8,400	9.5	169.6	21.0	
	ARJ予	157,000	5.9	13,000	15.9	13,300	11.9	8,728	11.3	176.2	20.2
2019/8期 ARJ予	166,000	5.7	13,600	4.6	14,000	5.3	9,188	5.3	185.5	19.2	
16/8 1Q 実績(3カ月)	35,963	10.8	1,712	33.9	1,766	28.0	1,093	20.0	-	-	
16/8 2Q 実績(3カ月)	34,820	5.5	1,504	36.1	1,603	27.6	878	92.1	-	-	
16/8 3Q 実績(3カ月)	36,907	0.8	2,746	2.2	2,788	0.5	1,743	5.5	-	-	
16/8 4Q 実績(3カ月)	37,271	0.2	3,044	24.8	2,977	14.8	1,791	137.5	-	-	
17/8 1Q 実績(3カ月)	35,606	-1.0	2,722	59.0	2,892	63.8	1,919	75.6	-	-	
17/8 2Q 実績(3カ月)	34,942	0.4	1,916	27.4	2,112	31.8	1,233	40.4	-	-	
17/8 3Q 実績(3カ月)	38,434	4.1	3,402	23.9	3,606	29.3	2,368	35.9	-	-	
17/8 4Q 実績(3カ月)	39,324	5.5	3,176	4.3	3,275	10.0	1,976	10.3	-	-	

# 小売市場の流通構造変化と卸売業

- GMSの衰退、ドラッグストア、コンビニ、食品スーパーの成長。中でもドラッグストアの成長が著しい。加えて、成長業態内でも業績格差  
ウエルシア(3141)、クスリのアオキ(3549)、ベルク(9974)
- 日雑卸はGMSのウェイト低下、ドラッグストア、食品スーパーの成長にけん引される。インバウンド、好景気による価格上昇、ドラッグは専用センターが少ないとことから、このところは加工食品卸より日雑卸が優位  
あらた(2733)、PALTAC(8283)
- 加工食品卸はGMSのウェイト低下、食品スーパー、コンビニにけん引され、最近はドラッグストアとの取引が拡大中。  
三菱食品(7451)、加藤産業(9869)  
なお、伊藤忠食品(2692)の主要顧客はGMSとコンビニ(セブンイレブン)  
収益の中心はコンビニだが、GMSの衰退、コンビニも一時の勢いがなくじり貧。

銘柄名	ウエルシアホールディングコード	3141									
株価(2017年12月6日)	4,810 円	PBR(17/2実)	4.32 倍	ROE予	13.1%						
株数	104,093 千株	配当利回り(18/2予)	0.7%								
配当	32 円	時価総額	5,007 億円								
発行済み株式数	104,817 千株	株主資本	115,934 百万円								
自己株式	724 千株	BPS	1,114 円								
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 %	EPS 円	PER
17/2 1H	実績	310,996	34.6	11,643	51.8	12,427	51.5	7,414	68.0	71.2	-
17/2 2H	実績	312,167	5.0	12,435	12.1	13,296	9.2	7,037	37.6	67.6	-
18/2 1H	実績	340,665	9.5	14,462	24.2	15,432	24.2	9,678	30.5	93.0	-
18/2 2H	会予2Q	351,335	12.5	12,438	0.0	13,368	0.5	6,122	-13.0	58.8	-
2015/2期	実績(6カ月)	191,991	11.4	5,999	-17.1	6,611	-12.3	3,596	-9.6	-	-
	実績(12カ月)	380,461	9.4	12,971	-8.2	14,042	-8.3	7,454	-9.7	71.6	67.2
2016/2期	実績	528,402	38.9	18,759	44.6	20,377	45.1	9,527	27.8	91.5	52.6
2017/2期	実績	623,163	17.9	24,078	28.4	25,723	26.2	14,451	51.7	138.8	34.6
2018/2期	会予2Q	692,000	11.0	26,900	11.7	28,800	12.0	15,800	14.1	151.8	31.7
	会予初	675,000	8.3	26,300	9.2	28,100	9.2	15,000	8.3	144.1	33.4
	H&L予	695,000	11.5	29,400	22.1	31,200	21.3	17,117	18.4	164.4	29.3
2019/2期	H&L予	715,500	2.9	31,610	7.5	33,410	7.1	18,329	10.0	176.1	27.3
17/2 1Q	実績(3カ月)	153,630	36.8	4,411	41.7	4,841	41.7	2,805	68.6	-	-
17/2 2Q	実績(3カ月)	157,366	32.6	7,232	58.7	7,586	58.5	4,609	67.7	-	-
17/2 3Q	実績(3カ月)	153,159	4.9	4,825	9.1	5,279	6.7	2,893	35.9	-	-
17/2 4Q	実績(3カ月)	159,008	5.0	7,610	14.2	8,017	10.9	4,144	38.8	-	-
18/2 1Q	実績(3カ月)	167,008	8.7	6,360	44.2	6,801	40.5	4,326	54.2	-	-
18/2 2Q	実績(3カ月)	173,657	10.4	8,102	12.0	8,631	13.8	5,352	16.1	-	-



### 卸売業分類(19社)

#### 日用雑貨卸(4社)

あらた(2733)、CBグループ(9852)、PALTAC(8283)

エコーTD(7427)：ペットフード

#### 加工食品卸(6社)

ヤマエ久野(8108)、加藤産業(9869)、伊藤忠食品(2692)

トーカン(7648)、三菱食品(7451)、ユアサ・フナショク(8006)

#### 魚類卸(4社)

OUG-HD魚市場(8041)、ヨンキュウ(9955)

マルイチ産商(8228)、大水(7538)

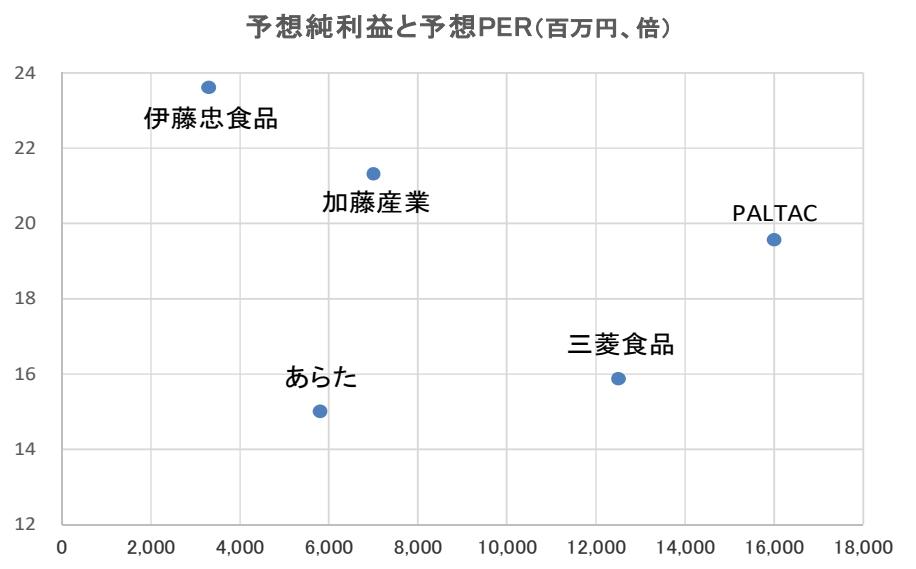
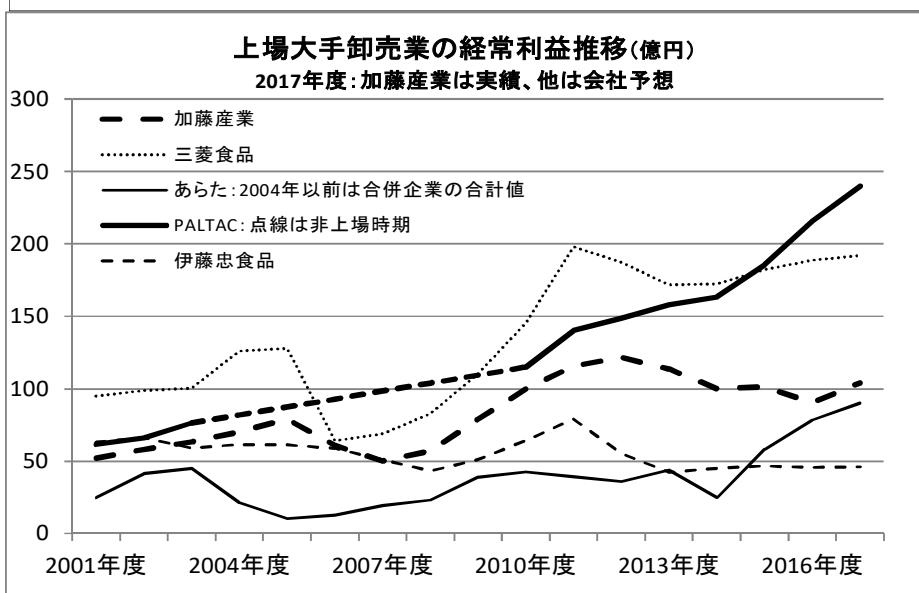
#### 外食卸(4社)

サトー商会(9996)、尾家産業(7481)

久世(2708)、トーホー(8142)

#### おもちゃ卸(1社)

ハピネット(7552)



銘柄名	あらた	コード	2733								
株価(2017年12月6日)	6,000 円	PBR(17/3実)		1.48 倍	予ROE	10.3%					
株数	14,701 千株	配当利回り(18/3予)		1.2%							
配当	70.00 円	時価総額		882 億円							
発行済み株式数	16,030 千株	自己資本		59,604 百万円							
自己株式	1,329 千株	BPS		4,054 円							
決算期 (連結)	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 %	EPS 円	PER 倍	
2016/9中間 実績	355,644	4.7	3,703	38.9	3,910	43.7	2,433	55.4	165.5	-	
2017/3下 実績	348,966	3.6	3,681	21.3	3,932	27.2	2,430	44.8	165.3	-	
2017/9中間 実績	369,766	4.0	4,473	20.8	4,844	23.9	3,231	32.8	219.8	-	
2018/3下 会社2Q	354,234	1.5	4,227	14.8	4,156	5.7	2,569	5.7	174.8	-	
	会社予想初	355,000	1.7	4,300	16.8	4,300	9.4	2,700	11.1	183.7	-
	ARJ予	362,925	4.0	4,417	20.0	4,667	18.7	2,894	19.1	196.8	-
2012/3期	実績	620,751	3.1	-616	-	3,901	-8.4	1,615	59.1	109.9	54.6
	基準変更	605,705	-	4,174	-	3,915	-	1,628	-	110.7	54.2
2013/3期 実績	616,327	1.8	3,726	-10.7	3,605	-7.9	1,768	8.6	120.3	49.9	
2014/3期 実績	651,954	5.8	4,472	20.0	4,388	21.7	2,435	37.7	165.6	36.2	
2015/3期 実績	638,792	-2.0	2,461	-45.0	2,469	-43.7	1,124	-53.8	76.5	78.5	
2016/3期 実績	676,743	5.9	5,699	131.6	5,811	135.4	3,244	188.6	220.7	27.2	
2017/3期 実績	704,610	4.1	7,384	29.6	7,842	35.0	4,863	49.9	330.8	18.1	
2018/3期	会社2Q	724,000	2.8	8,700	17.8	9,000	14.8	5,800	19.3	394.5	15.2
	会社予想初	719,000	2.0	8,100	9.7	8,300	5.8	5,200	6.9	353.7	17.0
	ARJ予	732,691	4.0	8,890	20.4	9,511	21.3	6,125	25.9	416.6	14.4
	ARJ予(従来)	722,310	2.5	8,478	14.8	8,711	11.1	5,571	14.6	379.0	15.8
2019/3期 ARJ予	754,671	3.0	9,779	10.0	10,379	9.1	6,689	9.2	455.0	13.2	
2020/3期 会社中計	760,000	-	-	-	10,000	-	-	-	-	-	
17/3 1Q 実績(3ヶ月)	177,504	5.0	2,042	33.7	2,193	38.6	1,315	42.9	-	-	
17/3 2Q 実績(3ヶ月)	178,140	4.3	1,661	46.0	1,717	50.7	1,118	73.1	-	-	
17/3 3Q 実績(3ヶ月)	183,954	3.6	2,313	13.8	2,483	21.1	1,448	16.1	-	-	
17/3 4Q 実績(3ヶ月)	165,012	3.5	1,368	36.7	1,449	39.3	982	127.8	-	-	
18/3 1Q 実績(3ヶ月)	183,701	3.5	2,457	20.3	2,701	23.2	1,795	36.5	-	-	
18/3 2Q 実績(3ヶ月)	186,065	4.4	2,016	21.4	2,143	24.8	1,436	28.4	-	-	
18/3 3Q ARJ予(3ヶ月)	191,312	4.0	2,776	20.0	2,926	17.8	1,814	25.3	-	-	
18/3 4Q ARJ予(3ヶ月)	171,612	4.0	1,642	20.0	1,742	20.2	1,080	10.0	-	-	

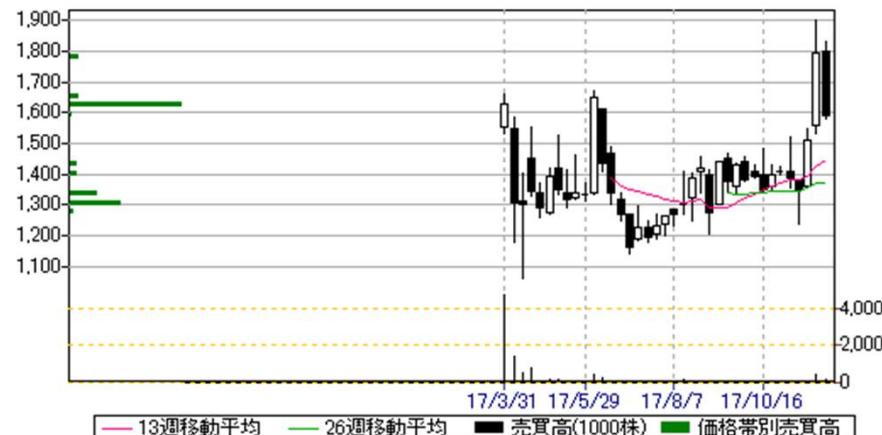
# 固定費への先行投資期にあるネット企業

- ・ ネット企業の限界利益率は100%に近く、変動費の心配は少ない。
- ・ 固定費が非連続的に増加するため、固定費が増加した局面が買い場になることが多い。固定費は先行投資的な費用で、主として、人件費、データセンター関連費用、広告費、稀に設備投資や番組制作費など
- ・ 固定費への先行投資中の企業の業績はその分実態価値より下に見えるから割安に投資できる。
- ・ ただし、ゲームのように広告宣伝費に先行投資をしても、確実にその投資に見合った成果が得られるかどうかわからない企業は対象外。一つのポイントはビジネスモデルが累積型の企業をピックアップ。
- ・ 最近取り上げたネットマーケティング(6175)は、2016/6期の広告投資で業績が落ち込んだが、2017/6期にはその効果で会員が増え、2017/6期、2018/6期と業績が急拡大。そうなると株価は上がりやすいが、逆に今後投資をすると、また業績伸び悩みの可能性がある。

週足・売買高チャート

ネットマーケティング

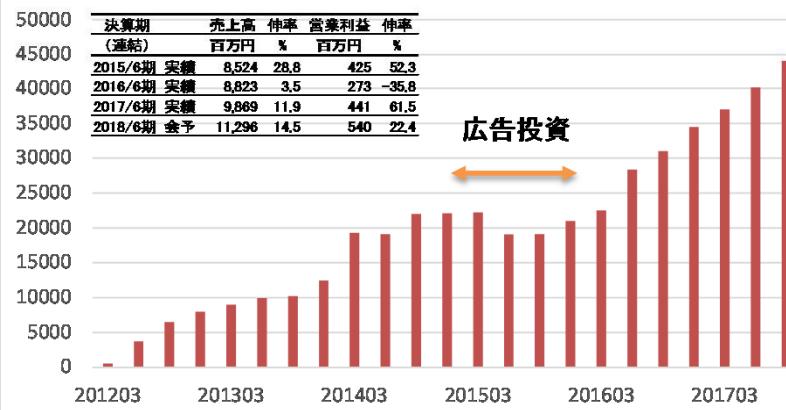
6175



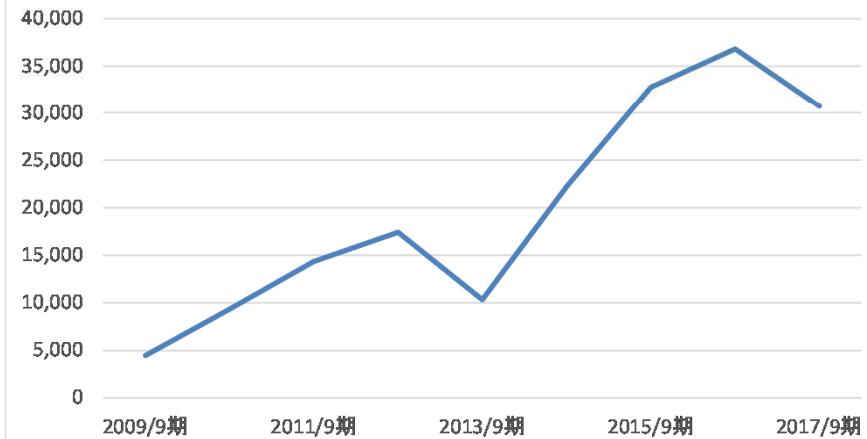
サイバーエージェント(4751) 月足



ネットマーケOmiai有料会員数推移(人)



サイバー営業利益推移(単位:百万円)



銘柄名	さくらインターネット	コード	3778							
株価(2017年12月6日)	814 円	PBR(17/3実)		3.70 倍	ROE	8.5%				
株数	34,621 千株	配当利回り(18/3予)		0.3%						
配当	2.5 円	時価総額		282 億円						
発行済み株式数(分割後)	34,621 千株	自己資本		7,609 百万円						
自己株式	0 株	BPS		220 円						
決算期 (連結・非連結)	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 %	EPS 円	PER 倍
2016/9中間 実績	6,523	10.8	588	20.5	505	21.1	318	14.8	9.2	-
2017/3下 実績	7,438	19.9	430	-11.9	299	-26.2	230	-16.7	6.6	-
2017/9中間 実績	8,120	24.5	303	-48.5	219	-56.6	105	-67.0	3.0	-
会社予想初	8,450	29.5	150	-74.5	65	-87.1	25	-87.5	0.7	-
2018/3下 会予修9/15	11,180	50.3	747	73.7	651	117.7	425	84.8	12.3	-
2011/3期 実績	8,584	9.9	1,225	63.8	1,194	65.1	572	0.9	16.5	49.3
2012/3期 実績	9,164	6.8	873	-28.7	808	-32.3	556	-2.8	16.1	50.7
2013/3期 実績	9,482	3.5	867	-0.7	812	0.5	479	-13.8	13.8	58.8
2014/3期 実績	10,045	5.9	736	-15.1	633	-22.0	353	-26.3	10.2	79.8
2015/3期 実績	10,576	5.3	964	31.0	857	35.4	516	46.2	14.9	54.6
2016/3期 実績	12,086	14.3	976	1.2	822	-4.1	553	7.2	16.0	51.0
2017/3期 実績	13,961	15.5	1,018	4.3	804	-2.2	548	-0.9	15.8	51.4
2018/3期 会予初	19,300	38.2	1,050	3.1	870	8.2	530	-3.3	15.3	53.2
2019/3期 伸びないとして	21,230	10.0	1,800	71.4	1,620	86.2	987	86.2	28.5	28.6
多少伸びたとして	21,230	10.0	2,100	100.0	1,920	120.7	1,170	120.7	33.8	24.1
2016-1Q 実績(3か月)	3,224	10.0	291	0.0	251	-0.8	156	-8.2	-	-
2016-2Q 実績(3か月)	3,299	11.7	297	50.8	254	54.9	162	51.4	-	-
2016-3Q 実績(3か月)	3,366	9.0	235	28.4	190	41.8	126	48.2	-	-
2016-4Q 実績(3か月)	4,072	30.8	195	-36.1	109	-59.8	104	-45.5	-	-
2017-1Q 実績(3か月)	4,014	24.5	114	-60.8	65	-74.1	26	-83.3	-	-
2017-2Q 実績(3か月)	4,106	24.5	189	-36.4	154	-39.4	79	-51.2	-	-

銘柄名	はてな	コード	3930	2016.2.24マザーズ上場						
株価(2017年12月6日)	1,796 円			PBR(17/7実)		4.83 倍	ROE	20.3%		
株数	2,782 千株			配当利回り(18/7予)		0.0%				
配当	0 円			時価総額		50 億円				
発行済み株式数	2,782 千株			株主資本		1,035 百万円				
自己株式	0 千株		BPS			372 円				
決算期 (非連結)	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 %	EPS 円	PER 倍
2016/1上 実績	721	-	139	-	130	-	83	-	-	-
2016/7下 実績	838	-	113	-	105	-	61	-	-	-
2017/1上 実績	909	26.1	195	40.3	196	50.8	120	44.6	-	-
2017/7下 実績	981	17.1	157	38.9	155	47.6	113	85.2	-	-
2015/7期 実績	1,094	23.8	172	-	164	80.2	55	-	19.8	90.8
2016/7期 実績	1,559	42.5	252	46.5	235	43.3	144	161.8	51.8	34.7
2017/7期 実績	1,890	21.2	352	39.7	351	49.4	233	61.8	83.8	21.4
2018/7期 会社予想初	2,207	16.8	222	-36.9	221	-37.0	141	-39.5	50.7	35.4
DC、人件費同率	2,207	16.8	407	15.7	407	16.1	260	11.6	93.4	19.2
16/7 1Q 実績(3カ月)	415	-	126	-	124	-	80	-	-	-
16/7 2Q 実績(3カ月)	306	-	13	-	6	-	3	-	-	-
16/7 3Q 実績(3カ月)	480	-	89	-	80	-	38	-	-	-
16/7 4Q 実績(3カ月)	358	-	24	-	25	-	23	-	-	-
17/7 1Q 実績(3カ月)	467	12.5	96	-23.8	96	-22.6	59	-26.3	-	-
17/7 2Q 実績(3カ月)	442	44.4	99	661.5	100	1566.7	61	1933.3	-	-
17/7 3Q 実績(3カ月)	502	4.6	99	11.2	98	22.5	60	57.9	-	-
17/7 4Q 実績(3カ月)	479	33.8	58	141.7	57	128.0	53	130.4	-	-
18/7 1Q 実績(3カ月)	475	1.7	48	-50.0	66	-31.3	48	-18.6	-	-
			92	-4.2					-	-

# 証券市場の活況にも無視される証券株

## 松井証券のデータ

売買代金:ネットストック

	月間売買代金	四半期	百万円			前期比	前年同期比
			1日平均	四半期	前年同期		
201604	3,303,375	-0.2%	165,169	4.8%			
201605	2,765,473	-8.3%	145,551	-13.1%			
201606	3,102,949	-12.3%	9,171,797	-7.0%	141,043	-12.3%	150,588
201607	3,298,268	-9.7%	164,913	-0.7%			
201608	2,772,174	-27.2%	126,008	-30.5%			
201609	2,485,988	-15.7%	8,556,430	-17.8%	124,299	-19.9%	138,407
201610	2,326,464	-24.6%	116,323	-20.8%			
201611	2,845,877	0.5%	142,294	-4.5%			
201612	3,220,547	8.7%	8,392,888	-5.5%	153,359	8.7%	137,325
201701	2,729,485	-5.6%	143,656	-5.6%			
201702	2,754,218	-17.7%	137,711	-17.7%			
201703	2,935,406	-11.9%	8,419,109	-12.0%	133,428	-11.9%	138,265
201704	2,568,109	-22.3%	128,405	-22.3%			
201705	2,704,744	-2.2%	135,237	-7.1%			
201706	3,263,158	5.2%	8,536,011	-6.9%	148,325	5.2%	137,322
201707	2,746,952	-16.7%	137,348	-16.7%			
201708	2,551,862	-7.9%	115,994	-7.9%			
201709	2,574,168	3.5%	7,872,982	-8.0%	128,708	3.5%	127,350
201710	3,251,514	39.8%	154,834	33.1%			
201711	3,360,579	18.1%	168,029	18.1%			
201712			161,432	26.8%	17.6%		

銘柄名	松井証券	コード	8628	PBR(17/3実)	2.54 倍	実ROE	15.6%								
株価(2017年12月6日)	936 円			配当利回り(18/3予)	3.5%										
株数	256,732 千株		17/3実	時価総額	2,403 億円										
配当	33 円			自己資本	94,739 百万円										
発行済み株式数	259,265 千株			BPS	369 円										
自己株式	2,533 千株					1日平均売買高									
決算期	数値区分	営業収益	伸率	純営業収益	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER	1日平均売買高 百万円	
(非連結)		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍		
2015/9中間	実績	18,540	13.7	17,747	13.5	12,159	18.0	12,208	17.7	8,625	33.3	33.6	-		
2016/3下	実績	15,895	-11.7	15,256	-11.6	9,586	-18.6	9,625	-18.6	6,138	-32.6	23.9	-		
2016/9中間	実績	13,747	-25.9	13,241	-25.4	7,320	-39.8	7,380	-39.5	5,105	-40.8	19.9	-		
2017/3下	実績	13,980	-12.0	13,258	-13.1	7,619	-20.5	7,664	-20.4	5,592	-8.9	21.8	-		
2017/9中間	実績	14,586	6.1	13,852	4.6	7,996	9.2	8,051	9.1	5,570	9.1	21.7	-		
2015/3期	実績	34,306	-14.0	32,893	-15.1	22,087	-18.5	22,202	-18.3	15,571	-4.5	60.7	15.4		
2016/3期	実績	34,435	0.4	33,003	0.3	21,745	-1.5	21,833	-1.7	14,763	-5.2	57.5	16.3		
2017/3期	実績	27,727	-19.5	26,499	-19.7	14,939	-31.3	15,044	-31.1	10,697	-27.5	41.7	22.5		
2018/3期	2Q × 2	29,172	5.2	27,704	4.5	15,992	7.0	16,102	7.0	11,140	4.1	43.4	21.6		
17/3 1Q	実績(3カ月)	7,463	-19.2	7,212	-17.9	4,028	-33.1	4,084	-32.6	2,828	-30.4	-	-	150,588	-7.1%
17/3 2Q	実績(3カ月)	6,284	-32.5	6,029	-32.7	3,292	-46.4	3,296	-46.4	2,277	-50.1	-	-	138,407	-17.4%
17/3 3Q	実績(3カ月)	6,981	-13.5	6,596	-14.9	3,813	-24.0	3,859	-23.7	2,673	-18.3	-	-	137,325	-5.7%
17/3 4Q	実績(3カ月)	6,999	-10.5	6,662	-11.3	3,806	-16.7	3,805	-16.7	2,919	1.9	-	-	138,265	-11.9%
18/3 1Q	実績(3カ月)	7,215	-3.3	6,896	-4.4	3,964	-1.6	4,016	-1.7	2,780	-1.7	-	-	137,322	-8.8%
18/3 2Q	実績(3カ月)	7,371	17.3	6,956	15.4	4,032	22.5	4,035	22.4	2,790	22.5	-	-	127,350	-8.0%
18/3 3Q	実績(3カ月)											-	-	161,432	17.6%

週足・売買高チャート 松井証券



(C)QUICK Corp.

週足・売買高チャート 今村証券



(C)QUICK Corp.

銘柄名	今村証券	コード	7175	PBR(17/3実)	0.53 倍	ROE	3.6%
株価(2017年12月6日)	1,488 円	配当利回り(18/3予)	0.8%				
株数	2,660 千株	時価総額	40 億円				
配当	12 円	自己資本	7,522 百万円				
発行済み株式数	2,660 千株	BPS	2,828 円				
自己株式	0 千株						

決算期 (非連結)	数値区分	営業収益 百万円	伸率 %	純営業収益 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 %	EPS 円	PER
2015/9中間	実績	1,647	0.2	1,636	0.1	405	-18.0	407	-17.9	277	-10.1	104.1	-
2016/3下	実績	1,138	-36.7	1,128	-37.0	-55	赤転	-55	赤転	-42	赤転	-	-
2016/9中間	実績	1,242	-24.6	1,232	-24.7	63	-84.4	67	-83.5	42	-84.8	15.8	-
2017/3下	実績	1,655	45.4	1,645	45.8	375	黒転	386	黒転	230	黒転	86.5	-
2017/9中間	実績	1,674	34.8	1,662	34.9	381	504.8	390	482.1	250	495.2	94.0	-
2013/3期	実績	2,476	-	2,459	-	457	-	467	-	274	-	102.9	14.5
2014/3期	実績	4,009	61.9	3,994	62.4	1,567	242.9	1,575	237.5	852	211.2	320.3	4.6
2015/3期	実績	3,443	-14.1	3,425	-14.2	1,000	-36.2	995	-36.8	591	-30.6	222.2	6.7
2016/3期	実績	2,785	-19.1	2,764	-19.3	350	-65.0	352	-64.6	235	-60.2	88.3	16.8
2017/3期	実績	2,897	4.0	2,877	4.1	438	25.1	453	28.7	272	15.7	102.3	14.6
2018/3期	上期×2									500		188.0	7.9
15/3 4Q	実績(3カ月)	905	-	900	-	285	-	283	-	154	-	-	-
16/3 1Q	実績(3カ月)	928	-	922	-	276	-	281	-	210	-	-	-
16/3 2Q	実績(3カ月)	719	-	714	-	129	-	126	-	67	-	-	-
16/3 3Q	実績(3カ月)	648	-	644	-	32	-	34	-	27	-	-	-
16/3 4Q	実績(3カ月)	490	-45.9	484	-46.2	-87	赤転	-89	赤転	-69	赤転	-	-
17/3 1Q	実績(3カ月)	612	-34.1	607	-34.2	18	-93.5	21	-92.5	18	-91.4	-	-
17/3 2Q	実績(3カ月)	630	-12.4	625	-12.5	45	-65.1	46	-63.5	24	-64.2	-	-
17/3 3Q	実績(3カ月)	802	23.8	797	23.8	190	493.8	201	491.2	127	370.4	-	-
17/3 4Q	実績(3カ月)	853	74.1	848	75.2	185	黒転	185	黒転	103	黒転	-	-
18/3 1Q	実績(3カ月)	841	37.4	835	37.6	177	883.3	185	781.0	126	600.0	-	-
18/3 2Q	実績(3カ月)	833	32.2	827	32.3	204	353.3	205	345.7	124	416.7	-	-

**週足・売買高チャート**  
**ブリマハム(2281)**



(C)QUICK Corp.

**やまみ(2820)**



(C)QUICK Corp.

**サイゼリヤ(7581)**



(C)QUICK Corp.

**ウェルシア(3141)**



(C)QUICK Corp.

**週足・売買高チャート**  
あらた(2733)



**今村証券(7175)**



**さくらインターネット(3778)**



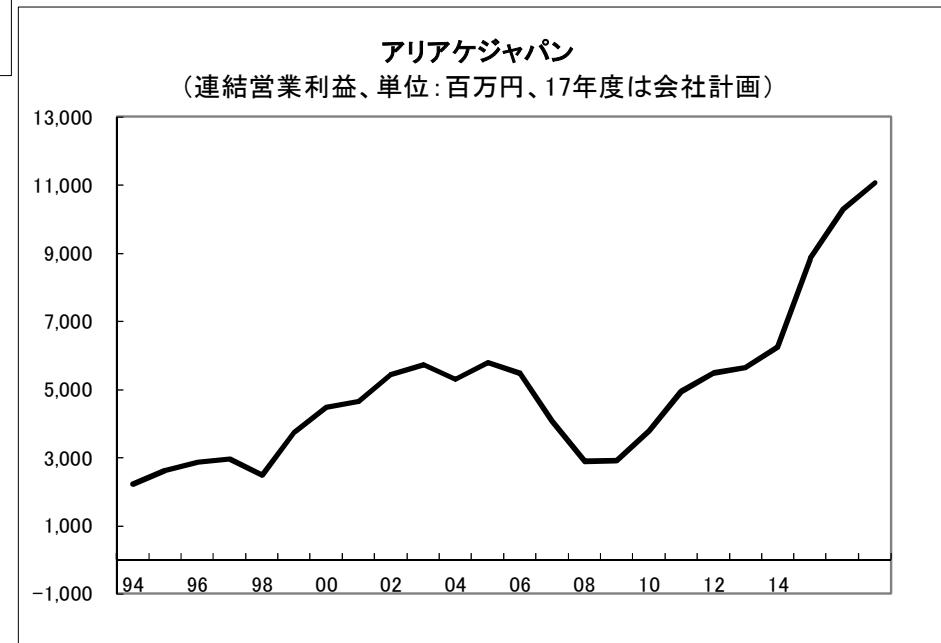
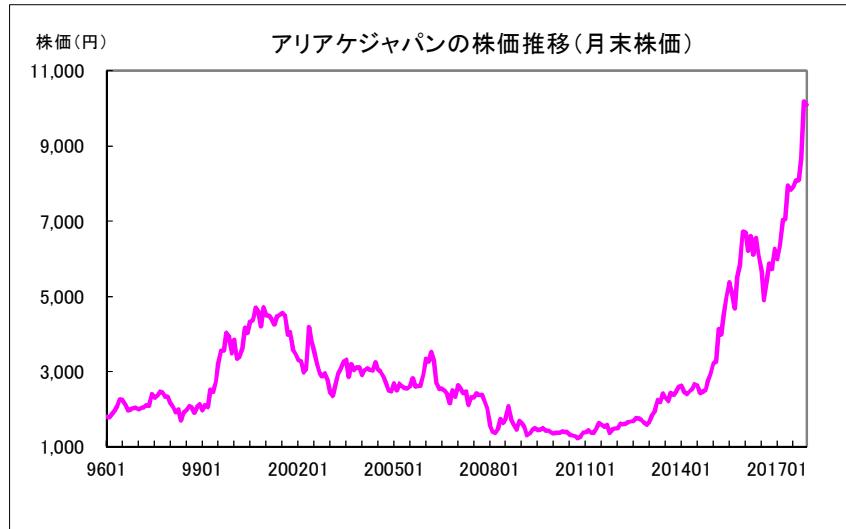
**はてな(3930)**



# 株式投資の考え方

- 特に最近気づいたことは、証券マンは売買で手数料を得る宿命。
- だから、株は売買が基本。結果、儲けるのが下手。
- しかし、本物の株式投資は長期で持つて企業成長からリターンを得る。これがウォーレンバフェットの本質。自分に代わり企業が資産を増やしてくれる。
- 株価を気にせず、企業の本質と成長(つまりはプロセス)に注意を配る必要がある。プラスアルファとして、新規投資ではバリュエーションに注意することは必要。結果、リターンが後からついて来る

# バブル崩壊と成長株(参考資料1)



(参考資料2)

週足・売買高チャート

加藤産業(9869)



(C)QUICK Corp.

月足・売買高チャート

加藤産業(9869)



(C)QUICK Corp.

月足・売買高チャート

さくらインターネット(3778)



(C)QUICK Corp.

月足・売買高チャート

さくらインターネット(3778)



(C)QUICK Corp.

# プロフィール

- H&Lリサーチ代表
- 1979年4月 新日本証券入社(現みずほ証券)後、証券アナリストとして数社の証券会社に勤務し、最後は三菱UFJ証券で2009年3月に退職し独立。
- 現在は機関投資家、個人投資家向けに情報提供。H&L企業研究クラブ主宰
- 著書に「やり方さえわかれれば、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』」、大竹慎一氏との共著で「日本の問屋は永遠なり」がある。