



株式投資のための企業研究
プリマハム(2281)の株価上昇
の深層

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「プリマハム（2281）の株価上昇の深層」』（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、本冊子を購入した個人・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。

もくじ

はじめに.....	5
【すべてはここから始まった】2012年8月12日.....	6
【プリマハム(2281)三重工場見学記：確信に近づく】2013年10月26日.....	13
【2016年3月期第2四半期決算報告】2015年11月2日.....	24
【プリマハム(2281)の株価はいつ上がるのか?】2016年3月23日.....	28
【コスト競争力による業界シェア向上で業績急拡大】2016年11月24日.....	34
【前回のレポートに対して米国の投資家から質問】2016年12月8日.....	45
【2017年3月期決算の増額修正】2017年2月1日.....	50
【2017年3月期第3四半期決算フォロー】2017年3月8日.....	53
おわりに.....	61

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

場のミスプライスが見つけにくいいためである。

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には分析の仕方さえ知らないもので、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、まだ読んでいない人は、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 AdobeReader 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>

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となります。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。

ブリマハム(2281)はここ数年業績が急変貌を遂げた代表的な企業です。その結果、株価は右肩上がりの上昇となっています。株価が右肩上がりであっても、上下動が大きいとなかなか持ちこたえられずに、少ない利益で手放してしまうことが往々にしてあります。しかし、同社の場合、常に割安であったため、比較的長期に持って大幅に取れた株ではないでしょうか。しかも依然割安で今から買っても十分なリターンが得られる可能性は高いと思われます。

このように、長期に持って、大幅なリターンを得られる株は、必ずしも急成長企業というわけではありません。その意味において、同社のような株こそ、株式投資においては理想的な投資対象であったのではないかと思います。かつては倒産寸前までいった同社の軌跡を追うことは、株式投資に対するスタンスを研究する上で極めて価値のあることと考えられます。本レポートでは同社の変遷を追うことで、株式投資において大きなリターンを得る手法の一端を探ります。

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。

【すべてはここから始まった】2012年8月12日

2012年8月12日

H&L 企業研究クラブ

【中長期注目銘柄：プリマハム (2281)】

- ・加工食品卸売業の存在感が高い我が国の食品流通市場においては、大手スーパーや NB メーカーが収益性を高めるには、従来手法では難しいものがある。
- ・本来 NB メーカーはブランド力を高めて、少品種大量生産によって収益性を高める。しかし、卸売業が介在する市場ではむしろ消費者の多様性に対応する多品種少量型、かつフレキシブルな新製品の投入が必要である。
- ・大手加工食品メーカーには過去にヒット商品で収益性とブランド力を高めた企業が多く、その幻想から抜け出せない企業が大半である。
- ・その中でプリマハム (2281) は長期業績低迷を経験し、切羽詰まった状況から生産ラインの労働生産性を飛躍的に高め、再浮上のきっかけをつかんだ可能性がある。
- ・また子会社のプライムデリカは、弁当、おにぎり以外の分野でセブン・イレブン向けベンダーとして最大手であり、食品流通市場で勝ち組筆頭のコンビニエンスの成長も享受できる。

唯一トップを争うことがなかった業界 4 番手

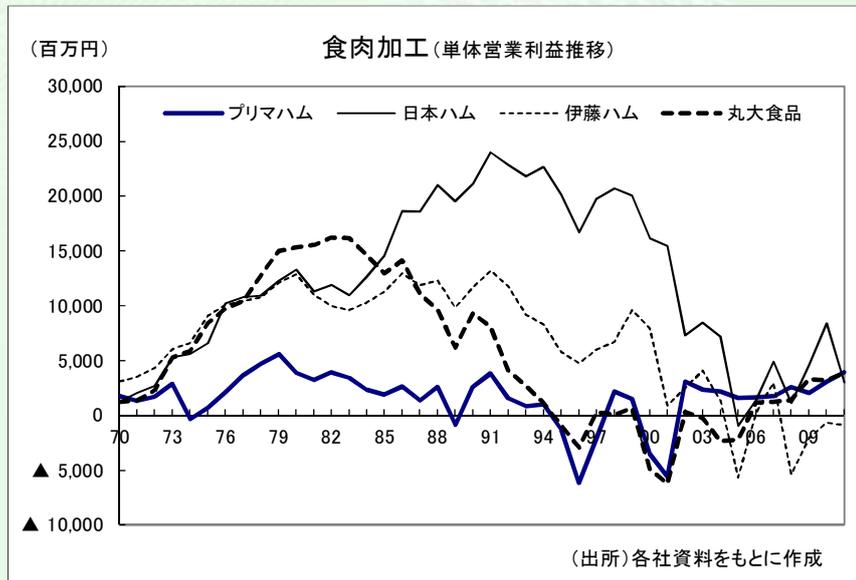
ハム・ソーセージの製造を主要事業とする食肉加工業のこの 40 年の収益推移を見ると、業界全体としての地盤沈下の激しさに加え、業界内での順位変動の激しさが特徴づけられる。

その中であって、日本ハム (2282)、伊藤ハム (2284)、丸大食品 (2288) は 1980 年前後に高水準の収益を上げ、業界トップを争う関係にあったが、同社はこの 3 社に大きく引き離された 4 位に甘んじていた。

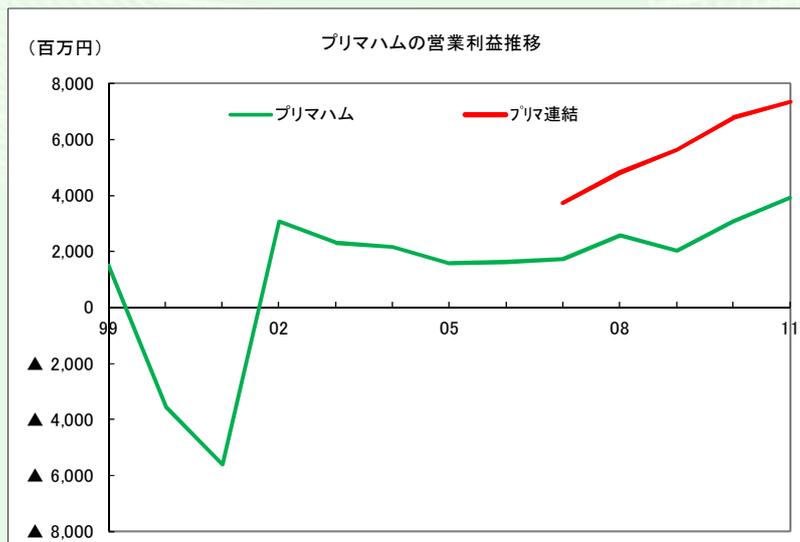
その後、日本ハムが 1987 年に発売したシャウエッセンの大ヒットによって 1990 年代初頭に圧勝し、伊藤ハム、丸大食品は収益を大きく落とした。ただし、

プリマハムの株価上昇の深層

その日本ハムを含め、業界全体の収益は1990年代初旬以降2000年代まで継続的に大きく悪化した。



その間、1990年代後半から2000年代初旬に、同社と丸大食品の収益は赤字が常態となり、資本を大きく毀損することとなった。しかし、同社はその長期低迷を経て、経営体質を抜本的に改善することに成功し、唯一連結ベースで過去最高益を更新している。



ハム・ソーセージの人・時生産性が劇的に改善

同社がまず取り組んだことは、ハム・ソーセージの生産性の向上であった。2000年当時、全社で赤字であり、当然工場も赤字であったが、現在は工場も黒字となっている。この間、生産量は多少増えている中、工場の従業員数は2,000人から1,000人と半減している。

一般的な食品工場において、従業員数を減らしたり、生産性を上げることは、実は簡単である。高速の自動化装置を導入すればいい。しかし、ハム・ソーセージは大半が手作業であり、食品の生産ラインとしては惣菜類と並んで収益性の向上が難しい分野である。

同社が工場の生産性に成功した秘訣はおそらく、やるしかない状況に追い込まれたことではないかと考えられる。何しろ当時は10年近くにわたって、赤字の垂れ流し状態であった。つまりやらなければ、会社がなくなってしまうところまで行ったということであろう。

これは経営が変わって、発想自体が変わったことが大きい。かつてであれば、10人で作業を行っているラインから一人退職したとすると、当然のように一人補充するというをやってきた。しかし、10人でやっていたことを9人でやると決めると、不思議と知恵は湧くものでそれが可能となる。

ノウハウという面で見れば、同社だけに特別なノウハウがあったわけでない。日本の工場であれば、大半の工場がそうであるが、いわゆる従業員参加型の工程改善がある。また、製造に用いる機械自体を従業員の創意工夫によって生産性が上がるように、絶え間なく改善を加えて行くこともある。

これらのバックグラウンドとして、やらなければ会社がなくなるから、何としても工場でも利益を上げるんだという意識改革が徹底されたものと思われる。我が国の食品企業において、これほどまで収益性が悪化した企業は、他のサブセクターにはあまり見受けられない。

市況産業である砂糖ではかつて大きな赤字となり、消えて行った会社はあるが、これは市況変動が主因であり、生産性で吸収できる問題ではなかった。

表に同社と日本ハムのセグメント売上高と営業利益を示す。日本ハムの最大の強みは食肉事業であり、これは同社を含めた同業他社にはまねのできない部分であるが、逆に食肉事業というビジネスの収益変動の大きさが、日本ハムの弱点でもある。

	2012/3	売上高	営業利益	営業利益率	営業利益構成比
プリマ	食肉	87,415	1,749	2.0%	23.9%
	加工食品事業	183,404	5,544	3.0%	75.7%
	その他	402	33	8.2%	0.5%
	計	271,221	7,326	2.7%	100.0%
日本ハム	食肉	666,226	16,160	2.4%	61.8%
	加工食品事業	342,186	8,030	2.3%	30.7%
	その他	135,189	1,960	1.4%	7.5%
	計	1,143,601	26,150	2.3%	100.0%

一方、同社の加工食品事業は日本ハムの半分の売上高にもかかわらず、営業利益率は日本ハムを上回っている。同社によれば末端での製品価格は同社より日本ハムの方が上と述べており、単価も低く、数量も少ない企業が利益率で上回るという逆転現象が起こっている。ここが同社の最大の強みであり、日本ハムの弱い所でもある。この背景にあるのが、上で述べた切羽詰まった状況で始めた生産性の向上である。

セブン・イレブンの取引がもう一つの柱

ハム・ソーセージを中心とした生産性の向上が同社の成長のけん引役であるが、もう一つの大きな柱が子会社のプライムデリカで行う、セブン・イレブン向けのベンダー事業である。

2012/3	百万円、%
売上高	60,612
経常利益	2,457
当期純利益	1,256
売上高経常利益率	4.1%

プライムデリカで行うベンダー事業もなかなか収益化の難しい事業である。これはやはりハム・ソーセージ同様、人手に頼る部分が極めて大きいことに加え、商品の改廃サイクルが速いことがある。

プライムデリカの売上高経常利益率は 4.1%であり、ほぼ同社のハム・ソーセージに匹敵する水準となっている。これもおそらくハム・ソーセージの生産性向上と同じメカニズムが働いているものと考えられる。

セブン・イレブン向けベンダーではわらべや日洋 (2918) の売上高は 1,600 億円であり、ダントツとなっている。同社との最大の違いはわらべや日洋は弁当・おにぎりのウエイトが高く、同社はそれらがほとんどないことである。また、わらべや日洋の経常利益率は 2.5%と同社よりかなり低い。

今や、コンビニエンスは食品流通市場で最大の勝ち組であり、今後とも同社の成長ドライバーの一つとして期待されよう。

短期的に食肉の収益変動に影響される

2013 年 3 月期第 1 四半期決算は、2.0%減収、21.4%営業減益、21.1%経常減益、31.1%純利減益と厳しい決算となった。

銘柄名	プリマハム	コード	2281								
株価(2012年8月10日)	143 円			PBR(12/3実)		1.03 倍					
株数	223,817 千株			配当利回り(13/3予)		1.4%					
配当	2 円			時価総額		320 億円					
発行済み株式数	224,393 千株			自己資本		31,146 百万円					
自己株式	576 千株			BPS		139 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中間	実績	135,768	9.8	3,740	21.6	4,001	24.8	2,565	82.3	11.5	-
2012/3下	実績	135,454	6.3	3,587	-2.8	3,553	-6.4	1,932	8.1	8.6	-
2012/9中間	会社予想初	134,000	-1.3	3,100	-17.1	3,000	-25.0	1,800	-29.8	8.0	-
2013/3下	会社予想初	137,000	1.1	3,000	-16.4	3,200	-9.9	2,300	19.0	10.3	-
2009/3期	実績	279,692	-0.4	4,807	29.0	5,071	27.1	3,109	36.4	13.9	10.3
2010/3期	実績	252,607	-9.7	5,625	17.0	5,958	17.5	2,811	-9.6	12.6	11.4
2011/3期	実績	251,005	-0.6	6,766	20.3	7,001	17.5	3,195	13.7	14.3	10.0
2012/3期	実績	271,222	8.1	7,327	8.3	7,554	7.9	4,497	40.8	20.1	7.1
2013/3期	会社予想初	271,000	-0.1	6,100	-16.7	6,200	-17.9	4,100	-8.8	18.3	7.8
2011-1Q	実績(3ヵ月)	67,016	11.8	2,051	70.8	2,444	79.3	1,473	197.6	-	-
	修正後	61,316	2.3	1,761	46.6						
2011-2Q	実績(3ヵ月)	68,752	8.0	1,689	-9.9	1,557	-15.5	1,092	19.7	-	-
2011-3Q	実績(3ヵ月)	73,179	7.9	3,059	1.4	3,068	-0.5	2,144	-18.1	-	-
2011-4Q	実績(3ヵ月)	62,275	4.5	528	-21.7	485	-31.8	-212	-74.4	-	-
2012-1Q	実績(3ヵ月)	65,660	-2.0	1,612	-21.4	1,929	-21.1	1,015	-31.1	-	-
	修正後		7.1		-8.5						
2012-2Q	会予(3ヵ月)	68,340	-0.6	1,488	-11.9	1,071	-31.2	785	-28.1	-	-

ただし、同社では一部子会社の決算期変更によって、前年度の売上、利益がかさ上げされている。特に第 1 四半期に影響しており、表の修正値のように前年度第 1 四半期を修正すると、実際の今第 1 四半期の業績は 7.1%増収、8.5%増

業減益となる。

それでも営業利益が悪化した要因は、食肉事業の不振である。食肉事業は鶏肉の需給悪化によって去年後半から悪化し、未だに不振が続いている。また、鶏肉の価格に引っ張られる形で、豚、牛の状況も悪い。そのため、食肉トップの日本ハム（2282）の業績も厳しい。

この食肉ビジネスは市況産業のため、収益状況の予想は困難を極める。もっとも同社の場合、同業他社比で食肉のウエイトが低いため、他社ほどは食肉収益によってぶれる度合いは高くない。

もともと今上期は慎重に見ていることから、業績は期初より減益予想であったので、ほぼ会社計画と大差のない第1四半期決算ではなかったかと考えられる。

食肉収益の悪化終盤が投資タイミング

食肉加工業の中長期的な業績はハム・ソーセージを含む加工食品事業の収益動向に左右される。同社の場合、長い低迷期を経て、ハム・ソーセージの生産性を向上させることに成功した。最近はその生産性の高さによって、シェアも高まりつつあるようである。

加えて、セブン・イレブン向けベンダーもコンビニエンスのPBシェアが高まる中で、コンスタントな成長が期待できる。特にセブン・イレブンは業者に対する要求はシビアであるが、それに対応できる企業には収益を確保できる仕組みとなっている。

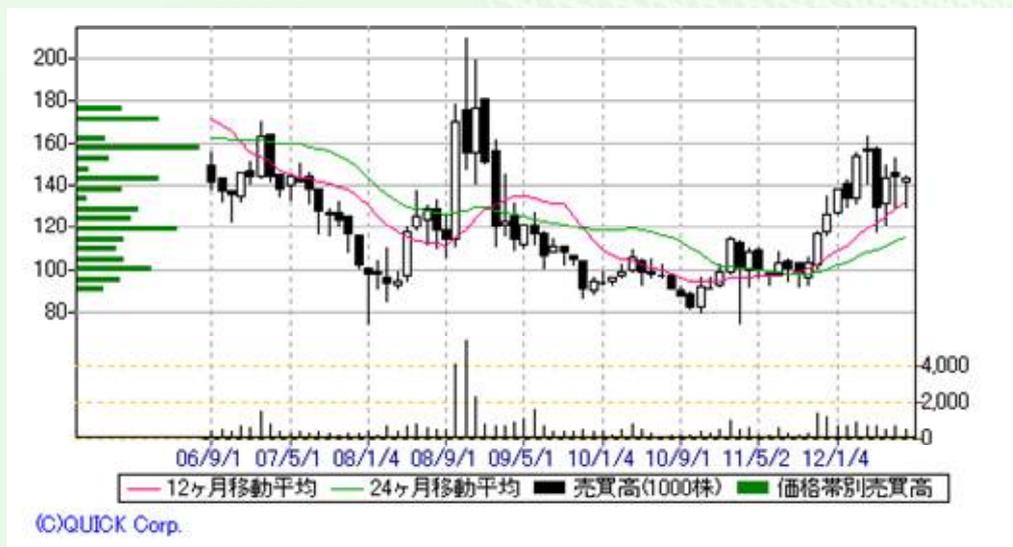
一方、食肉事業自体に長期的な収益トレンドは見出しにくい。しかし、短期的に収益が大きく変動する性格を持つ。これは食肉事業が商社的な性格の事業であり、儲かるときには業界全体が仕入れを増やし在庫が膨らむ。在庫が膨らむとやがて儲からなくなり、各社が仕入れを減らすことで、在庫が減少に向かう。そして、再び儲かるようになるという性格のビジネスであるためだ。

よって、1年から3年程度のサイクルで好不調を繰り返す。そのような企業に投資する場合には、食肉の収益が落ち込んだ終盤がベストタイミングである。もちろん、それを読むことは簡単ではない。それゆえ、日本ハムのように食肉

収益のウェイトが高い企業の場合、業績予想は困難を極める。

日本ハムと比較して、同社の場合、食肉収益のウェイトは極端に低い（P.9の表を参照）。つまり、予測不能な食肉収益のウェイトが低いため、業績のブレが小さいと言えよう。現状は食肉の収益が悪化し始めてほぼ1年程度を経過している。そろそろ、食肉収益が底打ちをして改善に転じてもおかしくない局面ではある。

プリマハム：月足・売買高チャート



その意味で、急ぐ必要はないが、そろそろ同社に対する投資タイミングを探ってもいい局面ではないだろうか。ただし、ここまで述べてきたように食肉によって収益がぶれるため、短期の投資向きではないことを付け加えておく。

なお、通常100円台の株には経営リスクを伴う場合が多い。しかし、同社の場合、約40%の大株主に伊藤忠商事があり、経営者も伊藤忠商事が送り込んでいる。よって、100円台の株価ではあるが経営リスクは極めて小さいと考えていだろう。

【プリマハム（2281）三重工場見学記：確信 に近づく】2013年10月26日

2013年10月26日

H&L企業研究クラブ

【プリマハム（2281）三重工場見学記】

2013年10月22日にプリマハム（2281）三重工場の見学会が開催された。場所は忍者の里、伊賀市である。アナリスト、ファンドマネージャーなど15名ほどが参加した。

同社はハム・ソーセージ分野でこのところ継続的にシェアを上昇させている。ハム・ソーセージ市場が数量ベースで年率2%程度の増加にとどまっているのに対して、同社の数量増はコンスタントに7-8%となっている。そして、シェア上昇を背景に同業他社の業績不振をしり目に、業績も好調である。

	2013/3	売上高	営業利益	前期比	営業利益率	営業利益構成比
プリマ	食肉	84,212	395	-77.4%	0.5%	5.6%
	加工食品事業	191,099	6,790	22.5%	3.6%	96.2%
	その他	336	-126	-	-37.5%	-1.8%
	計	275,647	7,059	-3.6%	2.6%	100.0%
日本ハム	食肉	583,159	15,531	-3.9%	2.7%	58.3%
	加工食品事業	317,192	9,565	19.1%	3.0%	35.9%
	その他	134,769	1,527	-22.1%	1.1%	5.7%
	計	1,035,120	26,623	1.8%	2.6%	100.0%
伊藤ハム	食肉	207,776	645	-	0.3%	11.4%
	加工食品事業	230,487	4,990	73.6%	2.2%	88.2%
	その他	563	25	-	4.4%	0.4%
	計	438,827	5,659	96.5%	1.3%	100.0%
丸大食品	食肉	57,718	-83	-	-0.1%	-2.5%
	加工食品事業	148,904	3,221	-41.3%	2.2%	97.2%
	その他	386	177	0.0%	45.9%	5.3%
	計	207,009	3,314	-43.9%	1.6%	100.0%

(出所)各社決算短信よりH&Lリサーチで作成

上の表は食肉加工業のセグメントの収益性を比較したものである。全体の営業利益に占める加工食品事業のウエイトを見ると、日本ハム（2282）は36%に過ぎないが、同社を含む他の3社は90%-100%と収益構造が大きく異なる。極論

すれば、日本ハムは食肉中心の会社であって、他の3社は加工食品事業の会社とすることができる。とはいうものの、加工食品事業をとっても、売上高、営業利益とも日本ハムがトップである。

ここではハム・ソーセージが含まれる各社の加工食品事業の収益性を比較する。同社の売上高は日本ハム、伊藤ハム（2284）に次いで第3位ながら営業利益は日本ハムに次ぐ第2位となっている。しかも営業利益率は売上高で5割ほど多い日本ハムを上回っている。

もっとも同社の子会社でセブン・イレブン向けのベンダーであるプライムデリカの収益性が高く、それによって加工食品事業の収益性がかさ上げされている。そこで、食品加工事業からプライムデリカ分を除いて計算したものを下に示すが、それでも営業利益率は日本ハムの3.0%を若干上回る3.2%となっている。

この業績好調の背景にあるのが生産性の向上であり、その中心的存在が今回見学した三重工場である。生産性が高いため、コスト競争力があり、シェアが上昇しているという循環となっている。

プライムデリカの業績

(単位:百万円)

	2011/3	2012/3	前期比	2013/3	前期比
売上高	48,452	60,612	25.1%	66,585	9.9%
経常利益	2,322	2,457	5.8%	2,815	14.6%
当期純利益	1,274	1,256	-1.4%	1,730	37.7%
売上高経常利益率	4.8%	4.1%	-0.7%	4.2%	4.3%

2012/3期は13ヵ月分が計上されている。

実質伸び率は2012/3期が15%、2013/3期が20%(+110億円)

加工食品ープライムデリカ

(単位:百万円)

	2011/3	2012/3	前期比	2013/3	前期比
売上高	115,497	122,792	6.3%	124,514	1.4%
営業利益	1,882	3,087	64.0%	3,975	28.8%
対売上高比率	1.6%	2.5%		3.2%	

ただし、プライムデリカは経常利益のみの開示であるため、プライムデリカの営業外収支をゼロと仮定して算出

ハム・ソーセージの生産性を測る一つの物差しは、一人当たりの生産量である。一人あたりの生産量が多ければ、単位当たりの人件費が低くなり、コストが下がることになる。

三重工場の10年ほど前の生産性は3t/人・月であったが、最近では6t/

人・月まで上昇している。三重工場の生産性向上に貢献した前工場長が1年ほど前に異動した茨城工場では、この1年で3.5 t/人・月から4.5 t/人・月まで向上しているようである。

他社比較に関しては、やや同社の表現はあやふやなところがあるが、一般的な工場は3 t/人・月前後で、高いところでは5-6 t/人・月ではないかと述べている。現工場長がかつて海外視察をしてデンマークに行ったところ、5.7 t/人・月というレベルにあり驚いたとも述べた。ただし、よくよく聞いてみると、海外の場合、工場の生産量が多く（三重工場 1,700 t/月に対して、デンマークの工場は 3,000 t/月）、原料がフレッシュで解凍の必要がないためその分時間が少なくて済み、生産品種も少ないようである。そう考えれば、いかに三重工場の現時点の生産性が高いかがわかる。

同社の主要工場は三重と茨城で、そのほかは規模の小さな鹿児島工場と特別な製品を作っている北海道工場がある。トサツ場がある鹿児島の生産性は3.5 t/人・月であり、生ハムなど特殊な製品を作っている北海道工場は生産量も350 t/月（従業員 150 人）に過ぎず、生産性は2 t強/人・月と低い。

安物のハム・ソーセージの店頭価格であれば、100 円/100 g という価格もある。同社からの販売価格を 65% とすれば、小売業の仕入れ価格は 65 円/100 g となる。

一方、一人当たり工場人件費を 20 万円程度と置いてみる。三重工場の従業員数は正社員 70 名、パート 70 名、中国の研修生 130 名で合計 270 名となっている。270 名で月間 1,700 t 生産するので、6.3 t/人・月となる。

つまり、200,000 円/6,300 kg であり、3.2 円/100 g となる。65 円に対する 3.2 円は約 5% に相当する。ということは、生産性が半分の工場との比較では、販売価格に対して人件費だけで 5% の差がついていることになる。

なお、中国の研修生は、トータルコストを考えるとほぼパートと同水準であるが、同社工場で中国人研修生の採用が多い背景には三重県でパートを集めるのが大変なために、中国の研修生を受け入れる体制を作ってきたということである。

同社工場での人時生産性を上げるための具体策を述べることにする。人時生産性向上のために目指す方向性の一つが原料投入から製品完成までの時間短縮である。同社ではここ数年でおおよそ7日から5日に短縮したということである。一つの方策としては、看板方式の採用であり、原料をストックしないということであるが、仕掛品に関してもストックせず、すぐ次の工程に流れるような生産管理を行っている。

また、製造過程における前工程の共通化も進んでいる。現在、同工場では包装形態の差異も含めて108種類の最終製品が作られている。それに対して、ハム・ソーセージの前工程である塩漬工程ではロースハム2、ベーコン2、ソーセージ7の原料が製造されているに過ぎない。これが以前は倍ほどもあったそうである。これによって製造品種の変更によるライン洗浄などの手間が大幅に省けることになる。

このほか印象に残ったこととしては、徹底して無駄なものを省く、あるいは工夫することによって工場内に何も無い空間を多く作ることである。これは障害物を省くことによって、作業効率が上がるとともに、新たな投資をせずに増産余地を生むものである。

仕掛品をストックするタンクは既製品が1tであるのに対して、溶接によって高さを高くして1.3tのものを用いている。これによって設置スペースが狭くなり、新たな空間が生まれている。また、従来は1tタンクを重ねることもあり、そのタンクをフォークリフトで移動させていた。

しかし、1.3tタンクにし、そのタンクに車輪をつけて、移動を簡単にすることによってフォークリフトが不要となった。また、カンバン方式の採用によって、原料や仕掛品は入庫もしくは完成と同時に次の工程に移るため、多くの場面でフォークリフトが不要になった。かつては工場内で20数台のフォークリフトが稼働していたが、現在は数えるほどになっている。

もともと、人数換算での人時生産性が上昇すると同時に、フォークリフトの廃止などは一人当たり人件費の低下にもつながる。このような改善の積み重ねによってkg当り労務費は2006年を100とすると2013年には40のレベルまで下がった。

また、ハム・ソーセージは10℃での保存を行うため、製造時間の短縮はストレートに電気代に節約にもつながる。このような人時生産性の向上と同時に、コスト面でもさまざまな効率化に取り組んでいる。

その他製造面のコスト削減の一例としては、ハムの長さを0.6mから1.8mと3倍にした。ハムは製造後スライスするのであるが、端の部分はスライスハムとしては販売できない。そこで、長さを3倍にすることで、無駄の発生量が減少することになる。

また、ベーコンの製造においても従来は角が丸まった容器で製造していたが、角を鋭角にすることで、無駄が省けるようにしている。

製品を出荷する段ボール箱もかつては品種ごとに異なるサイズのものを用いていたが、現在は種類をかなり減らして、共通化を進めている。段ボールを共通化すると、商品の区別がしにくくなるが、それに対しては包装テープの色を変えて対応している。

日本の多くのメーカーの工場でも同様の改善運動は行われており、ここまで説明した内容も他のメーカー工場で行われているものもあろう。ただし、今回の工場見学で感じた雰囲気では他のメーカー工場と最も異なるものは、古い工場でありながら、スペースの空きがふんだんにあるということであった。

そもそも、同社は従来7工場あったものをリストラの過程で4工場に減らしている。しかも会社全体としては生産数量が増加しているわけであり、主力の三重工場の生産数量も大きく増加している。それにもかかわらず、余剰スペースが増えているということは、極めて不思議な感覚を持った。

一般的には生産量が増えている工場では、追加のラインや追加のスペースがあることによって、煩雑な感じがすることが多い。当該工場でも生産量が増える中でのやりくりであるから、仕方がないという雰囲気である。ところが、生産数量が劇的に増える中で、余剰スペースが増えているというのは非常に不思議な体験であった。

同社はここ数年、ハム・ソーセージの生産性の高さを武器に業界内でのシェアを向上させてきた。食品業界において、生産性が高いゆえに収益性が高い企業

というものはあまり記憶にない。大方の生産性の高さは、まずシェアが高く、生産数量が多いゆえの生産性の高さというケースである。

しばしば、高速生産ラインを導入することで、生産性が大きく上昇し、一時的に相対的に優位となる局面はある。しかし、他社が同様の装置を導入することで、やがてその先行優位は小さなものとなる。

しかし、同社の属する食肉加工業界はどうしても人手に依存する部分が大きく、一つの装置の導入によって、生産性が劇的に変わるものではない。もちろん、そのような装置が全くないわけではなく、同社工場にもソーセージをケーシングに詰める自動化装置が導入されていたが、かつてはなかった装置である。たまたまつい最近テレビで見た成城石井の工場に導入されていたものと同じものであった。これなどは自動化によって高速化した例ではあるが、そのような装置が使えるのは全行程のほんの一部である。

それゆえ、日々の積み重ねで達成されたものである。もちろん、他社の工場でも同様なく工夫がされており、その部分では差は開きにくいし、追いつかれる可能性も低い。そうすると、やはり改善の方向性、つまり余剰スペースを増やしたり、原料段階からアイドルタイムを作らずに次々と後の工程に進めるというようなビジョンがはっきりとしている同社の優位性はそう簡単には減価するものではないと考えられる。

考察

後日の電話取材で追加的にわかったことを付加する。同社では生産性の向上を目指して、かつて工場にコンサルタントを導入した模様である。しかし、結局はそのコンサルタントの指導のようにはしなかったということである。

もちろん、これは全面的には採用しなかったということであり、部分部分では採用しているものもあるとは思われる。コンサルタントの指導事例として不採用にしたものに副資材などの保管スペースを挙げている。コンサルタントの指導では、副資材を置く場所を白いラインで床に描き、整理整頓すべしというものがある。

現時点の工場ではそのようなスペースはなく、流れ作業で必要な時期に必要な

副資材や仕掛品を持ってくるといった方式が採用されているようである。確かに、整理整頓されず、雑然と副資材が並んでいる状況に対しては、設置場所の明示化によって整理されるが、カンバン方式であれば、さらにスペースに余裕ができ、煩雑さを避けることができる。

このような説明で感じたことは、一種同社工場ではガラパゴス化が形成されているのではないかということである。同業種、異業種を問わず様々な工場においては、工場独特の改善が進むことによって、工場自体が進化し、類似製品を製造していてもかなり作り方が異なり、生産性が異なるということがしばしば起こる。もっとも、同業のライバルの工場を見る機会はほぼないと思われるので、当事者が認識するケースはまれであろうが。

そのまれなケースはしばしば M&A によって見られる。かつて、日清食品が明星食品を傘下に入れたとき、日清食品の社長が同じラーメンでもここまで違うかというほど製造工程が違っていたと述べている。違っていた部分は、工場の生産性である。当時、日清食品は収益性が高く、明星食品は収益性が低かった。しかし、工場の生産性は明星食品が勝っていたようで、あれほど低コストで作れるとはと驚いていた。

余談にはなるが、それではなぜ日清食品の方が収益性が高いかというと、一つの要因はブランド力が高いためである。製品のブランド力の高さにより生産量が多いために、生産性が高くなるが、大量生産型が主流であるため、ヒットまで行かず大量生産に移行できていない多くの商品の生産性は低いということであろう。

一方で日清食品に比べるとブランド力で劣る明星食品は少ない生産量でもローコストで製造できるラインを目指したと考えられる。つまり、ベースにある方針やビジョンが明らかに反映するというのが、従業員参加型による改善活動を行う日本工場の特徴である。

そのような観点で考えれば、ブランドを確立するのが困難な食肉加工品の分野ゆえ、生産性の高さが大きな意味を持つと言える。食肉加工品の分野では高級品のブランド商品はあるが、ある程度の数量があるブランド商品は日本ハムのシャウエッセンくらいしか思い浮かばない。

シャウエッセンは年間 500 億円の販売金額を誇り、同社の加工食品の屋台骨を支える商品であるが、シャウエッセンがありながら食肉加工品の営業利益率がプリマハムを下回っているのであるから、いかに他の商品が儲かっているかわかる。

日本の多くの加工食品メーカーは商品のブランド力を高めることで数量を追求し、それによって高収益を享受してきた。海外流通先進国のように高シェアのチェーンストアが現れ、NB（ナショナルブランド）の加工食品を大量陳列し、それより低価格でSB（ストアブランド）、PB（プライベートブランド）を販売する戦略であればNBメーカーは収益を確保しやすい。

しかし、加工食品卸売業が関与する日本の食品流通市場では、誰でも知っていて、どこの店にも置いてあるNBは特売の対象となるため、数量は稼げるものの収益性を高めることは難しい。しかも、かつてのようにヒット商品が出にくく、ロングセラーはさらに難しくなっている。そうはいつても、ヒット商品が出ればやはり儲かるので、効率は下がってもヒット商品を追求する姿勢は簡単には変えられない。

その中で同時並行的に大量自動生産型ではないラインの生産性向上が、経営のコンセンサスを得られる目標とはなりにくいということがあるかもしれない。

そのような観点から見てガラパゴスとも表現できる独自の進化を遂げた同社の三重工場は同社にとって貴重な財産ではないかと思われる。

なお、加工食品卸売業が関与する日本の食品流通市場の特殊性は弊著「日本の問屋は永遠なり」（2012年5月）に詳細に解説している。書籍概要はこちらからご覧ください。

<http://cherry100.mods.jp/ra/s/559>

投資判断

現時点の同社株のバリュエーションはPERが11.6倍である。食品株の場合、業績が比較的安定しているため、業界全体として成長性があるわけではないが、平均PERは比較的高めであり、同社株も15-16倍のPERでの評価が妥当であろう。

同社株の PER の低さは認知度の低さが大きな要因と考えられる。かつて長期間収益が低迷したことで、カバーするアナリストも皆無である。アナリストがカバーしないと、アナリストに依存する部分が多いファンドマネージャーのカバーも当然低いものとなる。

銘柄カバーの多い少ないで言えば、経常利益で最低 100 億円が必要であろう。同社の場合、あとわずかで届く可能性はあるが、まだ 2、3 年要する可能性はある。

銘柄名	プリマハム	コード	2281		
株価(2013年10月25日)	208 円			PBR(13/3実)	1.30 倍
株数	223,817 千株			配当利回り(14/3予)	1.0%
配当	2 円			時価総額	466 億円
発行済み株式数	224,393 千株			自己資本	35,736 百万円
自己株式	576 千株			BPS	160 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 倍
2012/9中間	実績	134,526	-0.9	3,655	-2.3	4,044	1.1	2,318	-9.6	10.4	-
2013/3下	実績	141,121	4.2	3,604	0.5	3,879	9.2	2,041	5.6	9.1	-
2013/9中間	会社予想初	139,000	3.3	4,000	9.4	3,900	-3.6	1,900	-18.0	8.5	-
2014/3下	会社予想初	146,000	3.5	3,400	-5.7	3,600	-7.2	2,100	2.9	9.4	-
2010/3期	実績	252,607	-8.7	5,625	17.0	5,958	17.5	2,811	-9.6	12.6	16.6
2011/3期	実績	251,005	-0.6	6,766	20.3	7,001	17.5	3,195	13.7	14.3	14.6
2012/3期	実績	271,222	8.1	7,327	8.3	7,554	7.9	4,497	40.8	20.1	10.4
2013/3期	実績	275,647	1.6	7,259	-0.9	7,923	4.9	4,359	-3.1	19.5	10.7
2014/3期	会社予想初	285,000	3.4	7,400	1.9	7,500	-5.3	4,000	-8.2	17.9	11.6
2011-1Q	実績(3ヵ月)	67,016	11.8	2,051	70.8	2,444	79.3	1,473	197.6	-	-
2011-2Q	実績(3ヵ月)	68,752	8.0	1,689	-9.9	1,557	-15.5	1,092	19.7	-	-
2011-3Q	実績(3ヵ月)	73,179	7.9	3,059	1.4	3,068	-0.5	2,144	-18.1	-	-
2011-4Q	実績(3ヵ月)	62,275	4.5	528	-21.7	485	-31.8	-212	-74.4	-	-
2012-1Q	実績(3ヵ月)	65,660	-2.0	1,612	-21.4	1,929	-21.1	1,015	-31.1	-	-
2012-2Q	実績(3ヵ月)	68,866	0.2	2,043	21.0	2,115	35.8	1,303	19.3	-	-
2012-3Q	実績(3ヵ月)	76,234	4.2	3,408	11.4	3,590	17.0	2,078	-3.1	-	-
2012-4Q	実績(3ヵ月)	64,887	4.2	196	-62.9	289	-40.4	-37	赤小	-	-
2013-1Q	実績(3ヵ月)	71,350	8.7	1,760	9.2	2,143	11.1	891	-12.2	-	-
2012-2Q	会予(3ヵ月)	67,650	-1.8	2,240	9.6	1,757	-16.9	1,009	-22.6	-	-

先日もセルサイド、バイサイドのアナリストと会食したが、ほとんど認識の対象となっていなかった。ただし、実際は興味を持ってもおかしくはないレベルには達しているという感触を持った。

まずは時価総額が 500 億円近くになってきたということ。やはり、小型株を対象とするところは別として、機関投資家の投資対象としては最低 500 億円の時価総額は必要である。そうなると、同社の時価総額である 466 億円は業績が不変でも PER が 10% 上がるだけで到達可能である。

また、簡単にはチェックしているバイサイドアナリストは、同社の加工食品の収益性が高いのはコンビニエンスストアのプライムデリカがあるからと述べている。

しかし、実際はそれを除いても日本ハムを上回る収益性であるということには意外感を持ったようである。

それではどのようなタイミングで市場の認知度が上がるのであろうか。まずは、今回のような工場見学であるが、この本質的な価値はやはり私のようなマニアックなものにしかわからないだろうとは感じた。工場や物流センターの価値は場数と明確な目的意識が必要であり、おそらく今回のメンバーではそこまでは解釈できなかつたろうと思われる。

株価が動意づくために手っ取り早いのは、業績の伸びに勢いが出てくることであるが、こればかりは完ぺきには読みにくい。

ただし、将来的に業績が急変する可能性は高まっていると思われる。セグメントの表にあるように前期の営業利益は加工食品が 68 億円、食肉が 4 億円である。2 期前の 2011 年 3 月期の営業利益を見ると、加工食品が 42 億円であるのに対して、食肉は 22 億円となっている。

同社の食肉のビジネスは仕入れ販売であり、自社製造品とは異なって赤字ならば縮小、停止は可能である。その意味で o-157 や狂牛病などが発生した特殊な時期を除けば、かつてないほど収益は悪化しており、これ以上悪化する可能性はかなり減退しているものと思われる。

一方で、加工食品のここ数年の成長性には目を見張るものがあり、食肉の悪化が止まるだけでも全社の成長性はかなり高まる可能性がある。それによって、バリュエーションの切り上がりが考えられる。

また、現時点では日本ハムを除いて低収益に甘んじている食肉事業であるが、そもそも変動の激しいビジネスであり、過去は好調時、不調時が 2-3 年おきに現れた。これは食肉ビジネスの基本は仕入れ販売だということがある。食肉の市況自体は変動するのであるが、仕入れて販売し、しかも自社で生産しているわけではないので、無理して販売する必要がないので、儲からない時期は取扱量を減らし、儲かる時期には増やせばよい。

ただし、輸入品では契約と販売までに時間差が発生するため、儲かると思って仕入れたが、皆がそう思って輸入量が増え、売るときには赤字だったというこ

とが起こり得る。すると、各社輸入を止めるので、収支が改善し、さらに時間が経過すると、国内在庫が減って逆に儲かるようになる。

これがかつてのパターンであったが、このパターンがやや崩れていることは確かである。その背景の分析はいまだにできてはいないのであるが、やはり仕入れ販売というビジネスの性質上、従来パターンが全くなくなったとは考えにくい。そこで将来のある時から食肉ビジネスが急に改善する可能性はあるものと思われる。

そんな局面になれば、業績、バリュエーション両面の変化によって株価が大きく上昇する可能性はあろう。ただし、食肉の収益改善が業績に効き始めた場合は注意が必要になる。ようするに実態以上に良く見えてしまい、仮に食肉収益が再度悪化した場合には株価のボラティリティも高くなってしまうことがある。

それゆえ、少なくとも同社に投資する場合は、食肉の収益が改善する前という前提条件は必須である。

週足・売買高チャート



【2016年3月期第2四半期決算報告】2015 年11月2日

H&L 企業研究クラブ

2015年11月2日

【プリマハム (2281) の2016年3月期第2四半期決算報告】

11月2日にプリマハム (2281) が2016年3月期第2四半期決算を公表したので、それについて報告する。

ほぼ予定通りの無難な決算

2016年3月期第2四半期決算は前年同期比11.1%増収、12.8%営業増益、15.7%経常増益、30.1%純利増益となった。期初計画に対して、売上高は大幅な増額修正、営業利益、純利益は若干の減額修正、経常利益は若干の増額修正となった。

銘柄名	プリマハム	コード	2281									
株価(2015年11月2日)	332円			PBR(15/3実)	1.39倍	ROE	11.0%					
株数	251,763千株			配当利回り(16/3予)	1.2%							
配当	4円			時価総額	836億円							
発行済み株式数	252,622千株	1Q末		自己資本	59,948百万円	1Q末						
自己株式	859千株	1Q末		BPS	238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中間	実績	163,549	10.9	3,676	-9.2	4,064	-9.0	2,188	47.0	8.7	-	
2015/3下	実績	177,634	13.8	3,537	-25.8	3,671	-24.0	4,204	55.5	16.7	-	
2015/9中間	実績	181,763	11.1	4,148	12.8	4,701	15.7	2,847	30.1	11.3	-	
	日経(10/28)	180,000	10.1		-100.0	4,700	15.6		-100.0			
	会社予想初	170,000	3.9	4,400	19.7	4,500	10.7	2,900	32.5			
2016/3下	会予修2Q	178,237	0.3	5,752	62.6	5,299	44.3	3,753	-10.7	14.9	-	
	日経(10/28)	167,000	-6.0		-100.0	5,300	44.4		-100.0			
	会社予想初	177,000	-0.4	5,500	55.5	5,500	49.8	3,700	-12.0			
2013/3期	実績	275,647	1.6	7,259	-0.9	7,923	4.9	4,359	-3.1	17.3	19.2	
2014/3期	実績	303,600	10.1	8,813	21.4	9,298	17.4	4,192	-3.8	16.7	19.9	
2015/3期	実績	341,183	12.4	7,213	-18.2	7,735	-16.8	6,392	48.7	25.4	13.1	
2016/3期	会予修2Q	360,000	5.5	9,900	37.3	10,000	29.3	6,600	3.3	26.2	12.7	
	会社予想初	347,000	1.7	9,900	37.3	10,000	29.3	6,600	3.3	26.2	12.7	
15/3 1Q	実績(3ヵ月)	78,232	9.6	1,742	-1.0	2,010	-6.2	1,055	18.4	-	-	
15/3 2Q	実績(3ヵ月)	85,317	12.0	1,934	-15.4	2,054	-11.6	1,133	89.8	-	-	
15/3 3Q	実績(3ヵ月)	95,163	12.6	3,416	-16.0	3,529	-14.8	2,186	-4.1	-	-	
15/4 4Q	実績(3ヵ月)	82,471	15.3	121	-82.7	142	-79.3	2,018	375.9	-	-	
16/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,652	12.0	1,858	6.7	2,454	22.1	1,091	3.4	-	-	
16/3 2Q	実績(3ヵ月)	94,111	10.3	2,290	18.4	2,247	9.4	1,756	55.0	-	-	

売上高、経常利益に関しては日経紙がすでに観測記事を掲載しており、ほぼそ

の水準であったことからサプライズはない。また、日経紙になかった営業利益、純利益は若干減額修正であったが、幅自体がぶれの範囲程度であり、これもサプライズはなかったと言えよう。

食肉の大幅悪化を加工食品でカバー

前年度の第3四半期まで改善してきた食肉の収益が、第4四半期に悪化し始め、今第1四半期も前年同期比5億円以上の営業減益となった。第1四半期は食肉以外で6億円強のプラスであったため、全社の営業利益はかろうじて1億円強の増益となった。

セグメント利益

(単位:百万円)

	2013-3Q	2013-4Q	2014-1Q	2014-2Q	2014-3Q	2014-4Q	2015-1Q	2015-2Q
売上高(外部)	84,523	71,541	78,232	85,317	95,163	82,471	87,652	94,111
(食肉)	27,583	24,601	25,824	27,724	31,601	28,358	30,752	31,532
(加工食品)	56,863	46,837	52,351	57,521	63,495	54,031	56,823	62,526
(その他)	77	104	56	72	67	82	77	52
営業利益	4,067	699	1,742	1,934	3,416	121	1,858	2,290
(食肉)	337	220	279	441	458	-87	-247	-242
(加工食品)	3,675	488	1,459	1,543	2,879	188	1,871	2,366
(その他)	53	-8	3	-48	77	20	234	166
変化額								
売上高(外部)	8,289	6,654	6,882	9,131	10,640	10,930	9,420	8,794
(食肉)	5,914	4,707	819	3,236	4,018	3,757	4,928	3,808
(加工食品)	2,383	1,937	6,081	5,900	6,632	7,194	4,472	5,005
(その他)	-7	9	-19	-4	-10	-22	21	-20
営業利益	659	503	-18	-353	-651	-578	116	356
(食肉)	21	402	221	552	121	-307	-526	-683
(加工食品)	545	130	-250	-855	-796	-300	412	823
(その他)	91	-28	10	-49	24	28	231	214
変化率								
売上高(外部)	10.9%	10.3%	9.6%	12.0%	12.6%	15.3%	12.0%	10.3%
(食肉)	27.3%	23.7%	3.3%	13.2%	14.6%	15.3%	19.1%	13.7%
(加工食品)	4.4%	4.3%	13.1%	11.4%	11.7%	15.4%	8.5%	8.7%
(その他)	-8.3%	9.5%	-25.3%	-5.3%	-13.0%	-21.2%	37.5%	-27.8%
営業利益	19.3%	256.6%	-1.0%	-15.4%	-16.0%	-82.7%	6.7%	18.4%
(食肉)	6.6%	黒転	381.0%	黒転	35.9%	赤転	赤転	赤転
(加工食品)	17.4%	36.3%	-14.6%	-35.7%	-21.7%	-61.5%	28.2%	53.3%
(その他)	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益率								
(食肉)	1.2%	0.9%	1.1%	1.6%	1.4%	-0.3%	-0.8%	-0.8%
(加工食品)	6.5%	1.0%	2.8%	2.7%	4.5%	0.3%	3.3%	3.8%

しかし、前年度の第2四半期の食肉の営業利益がこのところで最も高い5.5億円の黒字であったため、今第2四半期に食肉の悪化幅が大きくなり、それ以外の事業の改善でカバーできず、減益となるのが心配ではあった。案の定、食肉営業利益の前年同期比は7億円弱と大きく悪化したが、食肉以外で10.4億円の

改善となったことから、全体で 3.6 億円の増益となった。

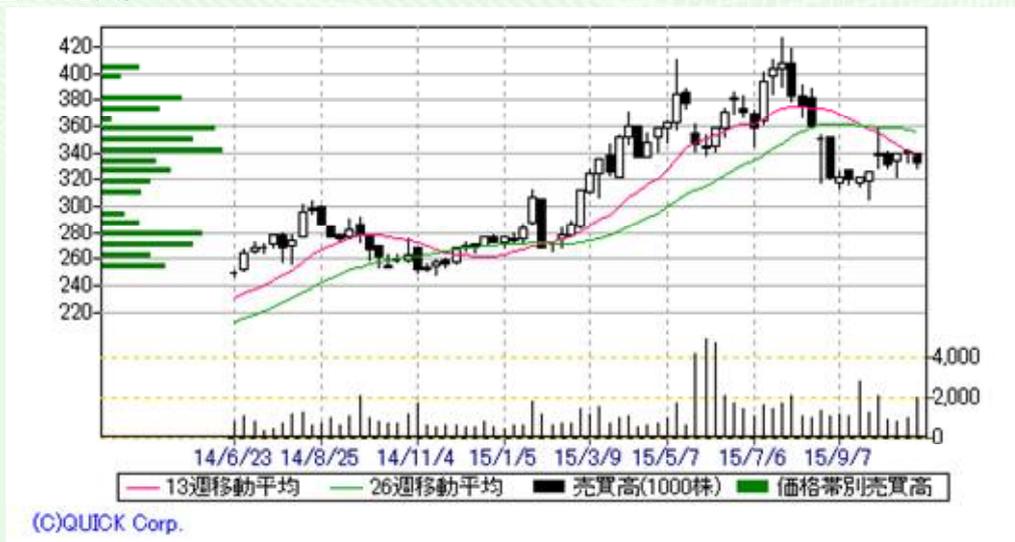
前年度は第 3 四半期以降の食肉の営業利益は急速に縮小、悪化しているため、今期の第 3 四半期以降の食肉の悪化幅は限定的になることから、下期の大幅な増益の確実度はかなり大きくなったと考えられる。

投資判断

今上期に関しては食品企業の業績はおおむね好調である。この背景はコストアップで悪化した業績が、値上げで回復局面にあるためと考えられる。食肉加工業の場合、他の食品企業よりやや早めに値上げしており、今下期以降は値上げ効果が薄れる。同社の成長ポイントは、同業他社に対するコスト競争力が高まっており、シェアが急上昇してそれによって収益が拡大している点である。

しかし、これまでは他の食品企業同様、食肉加工業も業績が好調であり、同社の好調さがやや目立っていない。詳細に見れば、明らかに異なるのであるが、同社は低迷時代が長かったため、いまだ食品企業の中では一人前とは言えない存在である。しかし、実際は経常利益 100 億円の堂々と 2 位企業だが、今のところ投資家はその事実あまり気付いていないし、その背景も理解していない。よって他の食品企業の業績が値上げによる回復期を過ぎれば、改めて同社の優位性に対する注目度が高まってくるものと考えられる。

週足・売買高チャート(プリマハム)



そういった意味では今回の第2四半期決算の3カ月間の業績を見ると、すでに決算を公表している業界最大手の日本ハムの営業利益は20%ほどの減益となっており、そろそろ同社に対する関心も再び盛り上がるのではないかと考えられる。

【プリマハム（2281）の株価はいつ上がるのか？】2016年3月23日

H&L 企業研究クラブ

2016年3月23日

【プリマハム（2281）の株価はいつ上がるのか？】

一時的損失で計画利益未達見込みの2016年3月期決算

2016年3月期第3四半期累計決算は7.3%増収、3.7%営業減益であった。上期決算は11.1%増収、12.8%営業増益と順調であったが、第3四半期の3カ月の決算は0.7%増収、21.5%営業減益と急ブレーキがかかった。

銘柄名	プリマハム	コード	2281								
株価(2016年3月22日)	278 円			PBR(15/3実)	1.17 倍	ROE	11.0%				
株数	251,763 千株			配当利回り(16/3予)	1.4%						
配当	4 円			時価総額	700 億円						
発行済み株式数	252,622 千株	1Q末		自己資本	59,948 百万円	1Q末					
自己株式	859 千株	1Q末		BPS	238 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中間	実績	163,549	10.9	3,676	-9.2	4,064	-9.0	2,188	47.0	8.7	-
2015/3下	実績	177,634	13.8	3,537	-25.8	3,671	-24.0	4,204	55.5	16.7	-
2015/9中間	実績	181,763	11.1	4,148	12.8	4,701	15.7	2,847	30.1	11.3	-
2016/3下	会予修2Q	178,237	0.3	5,752	62.6	5,299	44.3	3,753	-10.7	14.9	-
2013/3期	実績	275,647	1.6	7,259	-0.9	7,923	4.9	4,359	-3.1	17.3	16.1
2014/3期	実績	303,600	10.1	8,813	21.4	9,298	17.4	4,192	-3.8	16.7	16.7
2015/3期	実績	341,183	12.4	7,213	-18.2	7,735	-16.8	6,392	48.7	25.4	10.9
2016/3期	会予修2Q	360,000	5.5	9,900	37.3	10,000	29.3	6,600	3.3	26.2	10.6
	ARJ(今回)	363,637	6.6	7,701	6.8	8,420	8.9	5,158	-19.3	20.5	13.6
	ARJ(前回)	368,890	8.1	7,298	1.2	7,950	2.8	4,776	-25.3	19.0	14.7
2017/3期	中計	352,000	-2.2	8,500	-14.1	8,700	-13.0	5,600	-15.2	22.2	12.5
	ARJ(今回)	377,080	3.7	9,700	26.0	9,800	16.4	6,500	26.0	25.8	10.8
	ARJ(前回)	375,000	1.7	9,700	32.9	9,800	23.3	6,500	36.1	25.8	10.8
2018/3期	中計	358,000	1.7	9,700	14.1	9,900	13.8	6,100	8.9	24.2	11.5
	ARJ(今回)	385,000	2.1	11,500	18.6	11,600	18.4	7,400	13.8	29.4	9.5
	ARJ(前回)	385,000	2.7	11,500	18.6	11,600	18.4	7,400	13.8	29.4	9.5
15/3 1Q	実績(3ヵ月)	78,232	9.6	1,742	-1.0	2,010	-6.2	1,055	18.4	-	-
15/3 2Q	実績(3ヵ月)	85,317	12.0	1,934	-15.4	2,054	-11.6	1,133	89.8	-	-
15/3 3Q	実績(3ヵ月)	95,163	12.6	3,416	-16.0	3,529	-14.8	2,186	-4.1	-	-
15/4 4Q	実績(3ヵ月)	82,471	15.3	121	-82.7	142	-79.3	2,018	375.9	-	-
16/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,652	12.0	1,858	6.7	2,454	22.1	1,091	3.4	-	-
16/3 2Q	実績(3ヵ月)	94,111	10.3	2,290	18.4	2,247	9.4	1,756	55.0	-	-
16/3 3Q	実績(3ヵ月)	95,784	0.7	2,683	-21.5	2,849	-19.3	1,789	-18.2	-	-
2014-3Q	実績(9ヵ月)	258,712	11.5	7,092	-12.6	7,593	-11.8	4,374	16.1	-	-
2015-3Q	実績(9ヵ月)	277,547	7.3	6,831	-3.7	7,550	-0.6	4,636	6.0	-	-

この結果、既報通り今通期の会社計画は未達となる公算が高まった。ただし、来期に関しては今期の一時的損失がなくなる。同社では来期は大型の設備投資

を行うため、中期計画で来期は減益の計画であったが、今期に一時的損失が発生したため、来期は期初会社計画も増益予想となる可能性が出てきた。

ハム・ソーセージに関する WHO の警告の影響は軽微

第 3 四半期に営業減益となった一つの要因は 10 月末にあった世界保健機構 (WHO) のハム・ソーセージの発がん性警告によって、11 月、12 月のハム・ソーセージが販売不振となったことによるものである。ただし、この件に関しては、短期的な影響にとどまり、営業利益への影響もそれほど大きなものではなかった。

セグメント利益

(単位:百万円)
ARJ(3/22)

	15/3 1Q	15/3 2Q	15/3 3Q	15/3 4Q	16/3 1Q	16/3 2Q	16/3 3Q	16/3 4Q
売上高(外部)	78,232	85,317	95,163	82,471	87,652	94,111	95,784	86,090
(食肉)	25,824	27,724	31,601	28,358	30,752	31,532	31,394	29,000
(加工食品)	52,351	57,521	63,495	54,031	56,823	62,526	64,331	57,000
(その他)	56	72	67	82	77	52	59	90
営業利益	1,742	1,934	3,416	121	1,858	2,290	2,683	870
(食肉)	279	441	458	-87	-247	-242	-1,063	-200
(加工食品)	1,459	1,543	2,879	188	1,871	2,366	3,498	900
(その他)	3	-48	77	20	234	166	248	170
変化額								
売上高(外部)	6,882	9,131	10,640	10,930	9,420	8,794	621	3,619
(食肉)	819	3,236	4,018	3,757	4,928	3,808	-207	642
(加工食品)	6,081	5,900	6,632	7,194	4,472	5,005	836	2,969
(その他)	-19	-4	-10	-22	21	-20	-8	8
営業利益	-18	-353	-651	-578	116	356	-733	749
(食肉)	221	552	121	-307	-526	-683	-1,521	-113
(加工食品)	-250	-855	-796	-300	412	823	619	712
(その他)	10	-49	24	28	231	214	171	150
変化率								
売上高(外部)	9.6%	12.0%	12.6%	15.3%	12.0%	10.3%	0.7%	4.4%
(食肉)	3.3%	13.2%	14.6%	15.3%	19.1%	13.7%	-0.7%	2.3%
(加工食品)	13.1%	11.4%	11.7%	15.4%	8.5%	8.7%	1.3%	5.5%
(その他)	-25.3%	-5.3%	-13.0%	-21.2%	37.5%	-27.8%	-11.9%	9.8%
営業利益	-1.0%	-15.4%	-16.0%	-82.7%	6.7%	18.4%	-21.5%	619.0%
(食肉)	381.0%	黒転	35.9%	赤転	赤転	赤転	赤大	赤小
(加工食品)	-14.6%	-35.7%	-21.7%	-61.5%	28.2%	53.3%	21.5%	378.7%
(その他)	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益率								
(食肉)	1.1%	1.6%	1.4%	-0.3%	-0.8%	-0.8%	-3.4%	-0.7%
(加工食品)	2.8%	2.7%	4.5%	0.3%	3.3%	3.8%	5.4%	1.6%

同社の 10 月までのハム・ソーセージの売上高は数量ベースで 107%であったが、11 月には 94%まで落ち込んだ。年末ギフトへの影響も大きく、販売数量は前年の 150 万個が 130 万個に減少した。金額では前年の 31 億円が 28 億円と 10%

減となった。ただし、生産を抑えて最初の段階では80%しか作らず、その後売れた分だけ作ったためロスは出なかった。通常、年末ギフトは多目に作って、第4四半期に返品されて収益のマイナス要因となるものである。

ギフトを除くザラバ商品では、12月の終わりにころには、重点商品は101%まで戻っている。第4四半期の1月にはかなり戻って、104%となった。結果的には、11月だけ落ち込み、12月も影響は受けたが前年比では若干のプラスとなった。10月が大幅増であったことから、四半期では増益を確保できている。加工食品からプライムデリカ分を除いた営業利益の前年同期比の増益額は2.11億円と、第2四半期の増益額の5.93億円からは3分の1となったが、それでも7.0増と増益は維持した。

プライムデリカの第3四半期3カ月の売上高は209億円と6.1%増となり、営業利益は前年同期の1.5億円の赤字から2.55億円の黒字と4億円ほどの改善となった。これは、売上高が順調に増加していることと、前年度に予想外に膨らんでしまった労務費が着実に低下していることによるものである。

輸入牛肉の評価損が一時的に発生

第3四半期の営業利益がマイナスとなった最大の要因は食肉事業の大幅な収益悪化である。これは輸入牛肉のバラ肉部位の先物で10数億円の評価損を出したことによるものである。去年中国が爆買いして輸入の牛肉価格が上がったので、今期は事前に手当てをしようと考えて、10月以降の契約の在庫を確保していた。ところが、その後米国で牛肉価格が暴落したため、在庫の評価損を計上して大きな損失が発生した。

ただし、これはあくまで第3四半期だけに発生した一時的な損失であり、第4四半期にもこれ以上影響は残らず、来期には損失自体はゼロになると考えられるものである。

来期には新工場稼働で減価償却費が大幅増

同社では今、来期で400億円規模の設備投資を計画している。まず、茨城工場にてウインナープラントに117億円、ハム・ベーコンプラントに120億円を投じる。さらに、プライムデリカで神奈川県内に新バンダー工場の建設に160億

円を投じる予定である。設備投資自体は今期 241 億円、来期 158 億円であるが、償却は来期から本格化する。今期の減価償却費は 57 億円と前期と変わらないが、来期は 82 億円と 27 億円の増加を見込んでいる。

そのため会社側では今期の期初の営業利益計画 99 億円に対して、中計で来期の営業利益を 85 億円と 14 億円の減益で見えていた。しかし、今期に食肉で大きな損失が発生し、WHO 勧告でハム・ソーセージも若干足を引っ張った。そのため、当クラブでは今期の営業利益は 77 億円ほどに減額修正されると見ている。

ただし、この 2 要因は食肉に関しては明らかに一時的要因であり、ハム・ソーセージについても結果的にはすでに影響がなくなりつつあり、来期は通常レベルに戻る可能性が高い。よって、会社側は来期の営業利益を中計通り 85 億円としてくる可能性は高いものと思われる。

一方、当クラブでは来期の営業利益を 97 億円見ている。今期比では 20 億円の増益となる。食肉に関しては一時的要因がなくなることから、15 億円強の増益で考えた。それでも 2 億円ほどの赤字は残ると慎重に見た。

プライムデリカは 10 億円弱ほど減価償却費が膨らむが、前年度に新工場稼働に伴って予想外に労務費が膨らんでおり、その労務費が順調に削減されていることと、売上高が順調に拡大していることから 5 億円強の増益を見込む。

一方、ハム・ソーセージは引き続きコスト競争力を背景にシェアが上昇し、数量ベースで 7-8%の増加を見込む。シェア拡大を背景にプライムデリカを除く加工食品の営業利益は前年度に 20 億円、今年度も 17 億円の増益を達成していることから、来年度は 20 億円弱の減価償却費増があっても 1 億円ほどの減益にとどまると見ている。

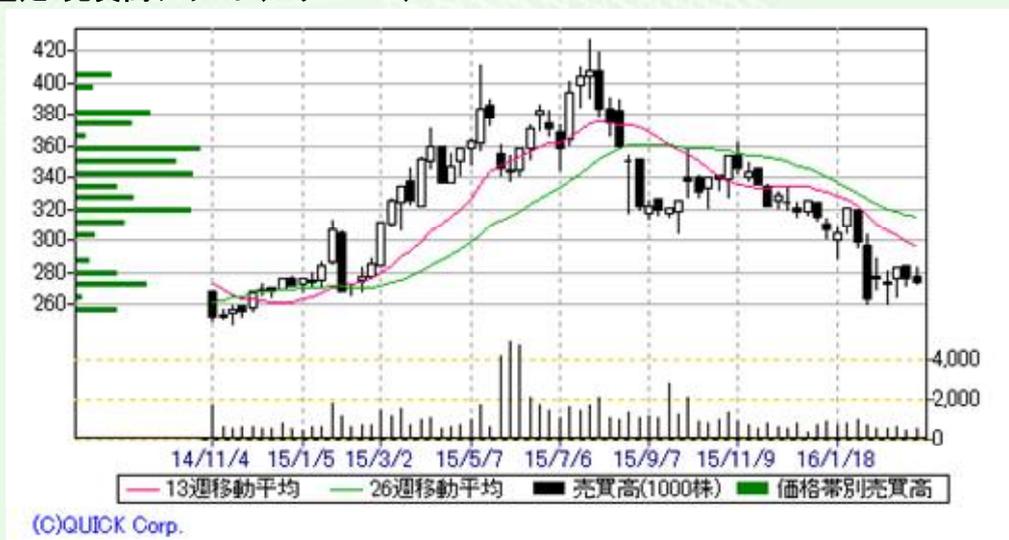
なお、今年度の営業利益予想に関しては、WHO 勧告の影響が急速に低下していることを考慮して、1 月末の当クラブ予想に対して、若干の上乗せで考えた。

投資判断

小売り株、食品株などあまり業績変動が大きい業種において、PER は株価

を説明する指標として極めて扱いやすいものである。現時点の同社の PER は会社予想の減額修正を織り込んだベースで 13.6 倍となっている。

週足・売買高チャート(プリマハム)



安定的な業績の内需企業の PER は、主要企業において 20-25 倍で評価されることが多い。ただし、食肉企業の場合、他の食品企業と収益構造が異なることもあって、主要企業の日本ハム (2282) でも 18.7 倍とやや低めである。

そうは言っても、同社の PER は一時的要因による減額修正を見込んでも 13.6 倍とかなりの割安感がある。よって、向こう半年から 1 年を目安に、来期の予想 EPS に対して PER15 倍で評価した 387 円を当面の目標株価として、Outperform 継続とする。

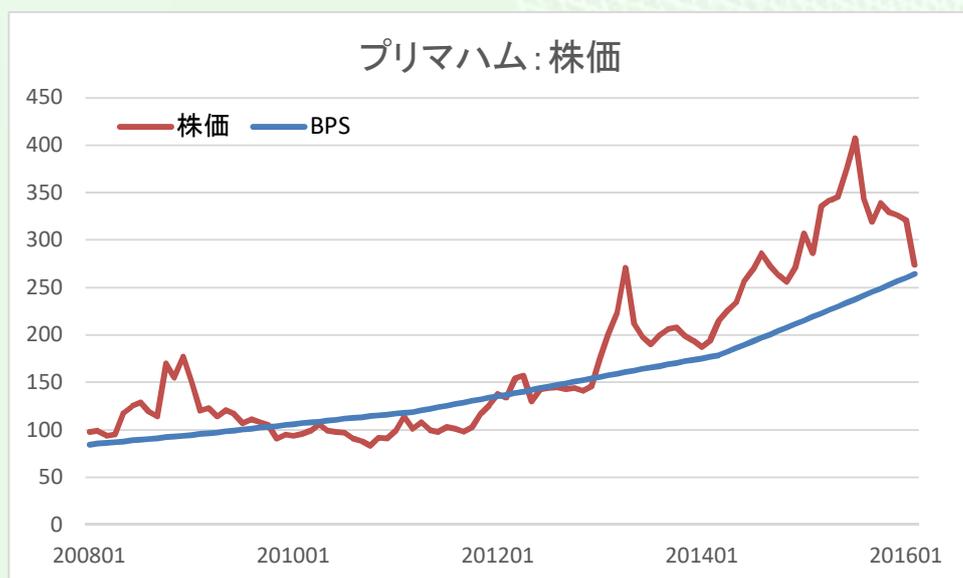
一方、PBR と ROE の観点からは、低リスクでの投資が期待できる。下図は同社の絶対株価 (月末値) と BPS の推移を比較したものである。きれいに、BPS の増加に伴って、絶対株価が上昇していることがわかる。BPS の算出は各 3 月期末の値をもとに、期中に関しては按分計算して、連続的に BPS が変化するとして計算した。

2010 年、11 年のように人気のない局面では BPS を下回ることもあるが、その時点で投資すれば確実にその後 ROE を上回る高いリターンを得ることができている。現時点はほぼ 2016 年 3 月期末の BPS まで株価が落ちており、現状の

プリマハムの株価上昇の深層

ように市場において人気のない時期が継続するとしても、来期の予想 ROE である約 10% のリターンを比較的低リスクで得ることができる。

場合によっては、景気悪化、円高というような局面で、それらに影響されない同社の好調な業績が評価されれば、再び株価は BPS 水準から上方へのかい離が期待される場所である。特に同社株は個人投資家好みであり、株価が動意づけば、人気化しやすい傾向があり、意外とそれほど時間をかけずに、BPS からの上方かい離が期待できよう。



【コスト競争力による業界シェア向上で業績急拡大】2016年11月24日

2016年11月24日

H&L企業研究クラブ

【プリマハム（2281）：コスト競争力による業界シェア向上で業績急拡大】

シェア激変が起こり始めたハム・ソーセージ市場

長期間にわたって成熟状態が続く我が国の食品市場において、比較的大きな市場で下位企業がシェアを大きく伸ばすことは滅多にない。すでに30年ほど経過しているが、ビール業界3位であったアサヒが麒麟を逆転してトップシェアとなったことは、まさに食品業界の奇跡とも言われている。

それよりは小ぶりであるが、日本ハム（2282）がシャウエッセンによりハム・ソーセージ市場でシェアを逆転したこともある。特に確立されたブランドが少なかったハム・ソーセージ市場でブランドを確立したことは、売上よりもむしろ利益面で大きな影響を及ぼした。しかし、今となってみると、なかなかブランド確立が困難なハム・ソーセージ市場において、ブランドのうまみを強烈に知ったことで、日本ハムがその後ハム・ソーセージで利益を上げられなくなったことは、まさに皮肉と言うしかない。

ところで、そのハム・ソーセージ市場において、未だ業界関係者以外の認知度は低いが、下位企業による劇的なシェア変動が始まっている。

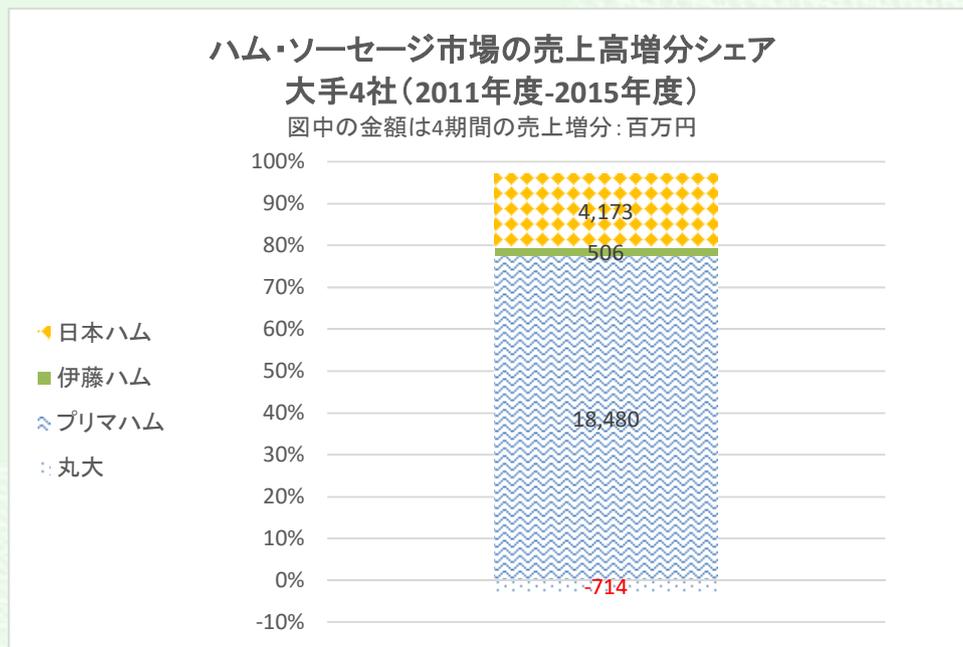
ハム・ソーセージ市場のシェア上位4社は、日本ハム、伊藤ハム（現在は伊藤ハム米久だが、ここでの議論は伊藤ハム限定で考える）、丸大食品（2288）、そしてプリマハム（2281）である。この中で、プリマハムを除く3社はかつてトップシェアを争う関係にあったが、プリマハムは3位、4位を争う状況が続いていた。

しかし、そのプリマハムがこの数年間で急速にシェアを伸ばし、いよいよこの10月のSCIデータでは丸大食品を逆転して3位に返り咲いた。これは何と2002

年以來 14 年ぶりのことである。ただし、3 位になった事実だけであれば、それほどセンセーショナルなことではない。それまでの 3 位がコケて、4 位が 3 位になったとしても業界全体が揺れ動くほどの話とはならない。

最もセンセーショナルな事実は、この 4 年間の 4 社合計のハム・ソーセージの売上高の増加分の内、プリマハムの売上増加分が 82%を占めているということである。

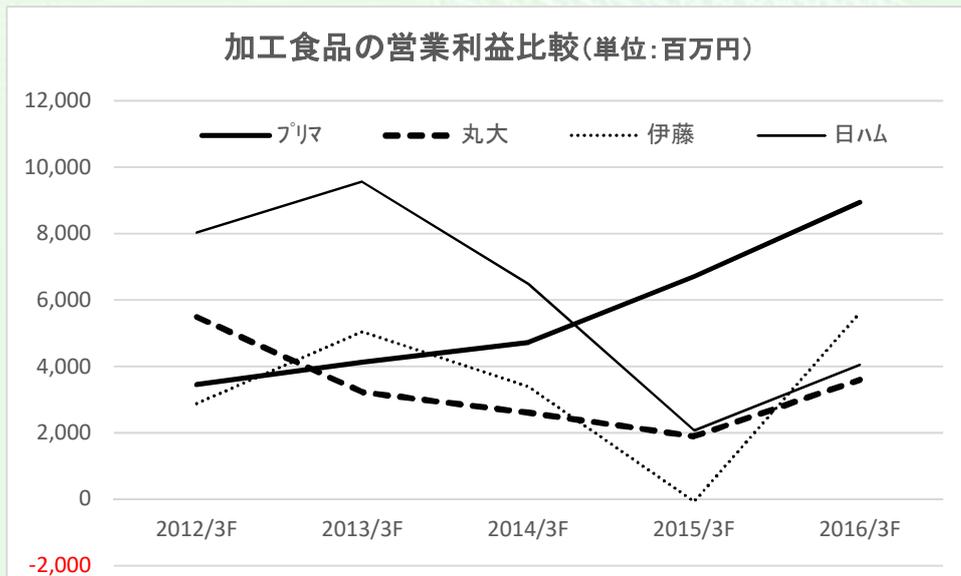
図は、4 社合計の売上増分に占めるウエイトを示したものであるが、プリマハム以外には日本ハムが若干売上高を伸ばしたものの、伊藤ハムは微増、丸大食品は微減となっている。



食品市場で下位企業がシェアを伸ばすケースとして、安売りによる増販が行われることはある。しかし、利益を伴わない増販は長続きせず、業界を揺るがすことにはならない。プリマハムの場合、この間一貫して利益を向上させており、今やハム・ソーセージを含む加工食品事業では業界トップの収益力を示している。

図はこの 5 期間の各社のハム・ソーセージを含む加工食品事業の営業利益推移を示したものである。右肩上がりで推移しているのはプリマハムのみであり、

前期実績では売上高で業界トップの日本ハムの倍の水準となっている。なお、プリマハムのセグメント情報では加工食品事業に子会社でコンビニベンダーを行うプライムデリカ分も入っているが、図からはプライムデリカ分を除いている。



このように利益を伴ったシェアアップであるということは、競争力をバックグラウンドとしていることにほかならず、継続性に関して十分信頼のおけるものと考えられる。なお、この事実に関しては、業界内の人々にとっては業界を揺るがすようなことであり周知の事実でありながら、アナリスト、投資家の大半はこの事実に気づいていないものである。

これはプリマハムの説明会でも自社のことは説明しても業界全体には触れず、日本ハムは自社のことのみ、唯一ライバルについて触れた伊藤ハム米久でも日本ハムとの関係のみ月次シェア推移として参考資料において示しているだけであることによる。

シェア上昇の背景には圧倒的なコスト差

ハム・ソーセージ市場においてプリマハムの売上高のみ大きく伸びている背景は、各社の製造コストの差にあると考えられる。一般的に食品工場ばかりでなく、多くの製造業の工場では、同業他社の工場と生産コストが大きく異なるこ

とはしばしば起こり得る。これは、日本では従業員主導の QC によって、日々改善が行われていることで、工場独自で進化しているためである。もちろん、同一企業では工場間でその情報は共有化される。しかし、当然ながらライバルには生産工程を見せないため、企業間のコスト差が大きくなるケースはある。

しかし、一方で多くの食品市場では、特定企業が生産コストの優位性でシェアを大きく変動させるケースはあまりない。これは、多くの食品市場では、価格よりブランドが優先されるためである。今回のプリマハムのケースは、ハム・ソーセージ市場がブランドの影響が小さい市場だということが上げられる。ハム・ソーセージの市場である程度の規模があるブランド商品は、先に述べたシャウエッセンくらいのものである。

ただし、コスト差とは言っても実際は同じ基準で各社の製造コストを知る機会が極めて少ない。今回の場合、まず、10月初旬のプリマハムの茨城工場の見学会において、茨城工場の現況を説明するために、各工場の製造コストに触れた。それによると、三重工場が 120 円弱/kg、鹿児島工場が 140 円/kg に対して、設備投資前の茨城工場が 120 円/kg ということであった。

それに対して、茨城工場では今回の設備投資によって減価償却費が上乗せになったことで一旦 140 円/kg まで上昇したが、当面の目標である 110 円/kg をほぼ達成しつつあるとのことであった。つまり、茨城工場では稼働 3-4 か月で減価償却費をカバーできるほど生産性が上がったようである。また、茨城工場での今回の設備投資による最終目標としては 100 円/kg としている。

なお、ここで述べている製造コストは原材料を除いた製造コストで、人件費、償却費、水道光熱費などのコストの合計を示している。つまり、高品質な原料を使えば、高品質な製品ができるため、単純に原価を比較してもどちらがローコストかはわからないが、製造コスト部分だけを比較できれば、純粋なコストが比較できることになる。

ただし、その時点では当然他社のコストは不明であった。その後、日本ハムの説明会において、アナリストのコストダウンの質問に対して、会社側が 8%下げると述べており、これは kg 当たり 20 円に相当すると付け加えたことから、日本ハムの現状は 250 円/kg であることがわかった。プリマハムの場合、主要工場の三重工場と茨城工場がおよそ 120 円/kg であることから、代表的な製造

コストとして 120 円/kg を用いて、それぞれの試算を行った。

これらの数字を比較すると、同一品質の製品を前提に 600 円/kg の原材料を用いて、両社が食肉加工品を製造すると、プリマハムは 720 円/kg の原価となり、日本ハムは 850 円/kg となる。両社の前期の加工食品の営業利益率はプリマハムが 5.6% に対して、日本ハムは 1.2% であるので、その差は 4.4% となっていた。

日本ハムの粗利率を 30% とおいて、販売単価を計算すると、1,105 円/kg となる。一方、プリマハムはそれより 4.4%pt 粗利率を上乗せして、34.4% としても 968 円/kg にすぎない。つまり、同じ原料で、同じクオリティの製品を作ったとして、販売価格にこれだけの差が出てしまうのである。プリマハムの販売競争における優位性が十分理解できる試算結果ではないかと考えられる。また、ここまでのコスト差があるため、この 4 年間でハム・ソーセージ市場の 4 社増収分における 82% をプリマハムが占めていることにも十分納得が行こう。

なお、実際の両社の販売価格はプリマハムが 1,100 円/kg、日本ハムが 1,286 円/kg ほどと推測される。日本ハムの方が高いのは、製造コスト差に加えて、シャウエッセンなど高価格な商品の構成比が高いためと考えられる。

また、ここで用いた両社の製造コスト差は、現時点の両社の全体像の実態を完璧に示しているわけではない。しかし、両社間には圧倒的なコスト差があることもまた事実であろう。それにしても両社のコスト差には想像以上に大きなものがある。この大きな背景としては、ここ数年の両社の数量増の差というものがあろう。

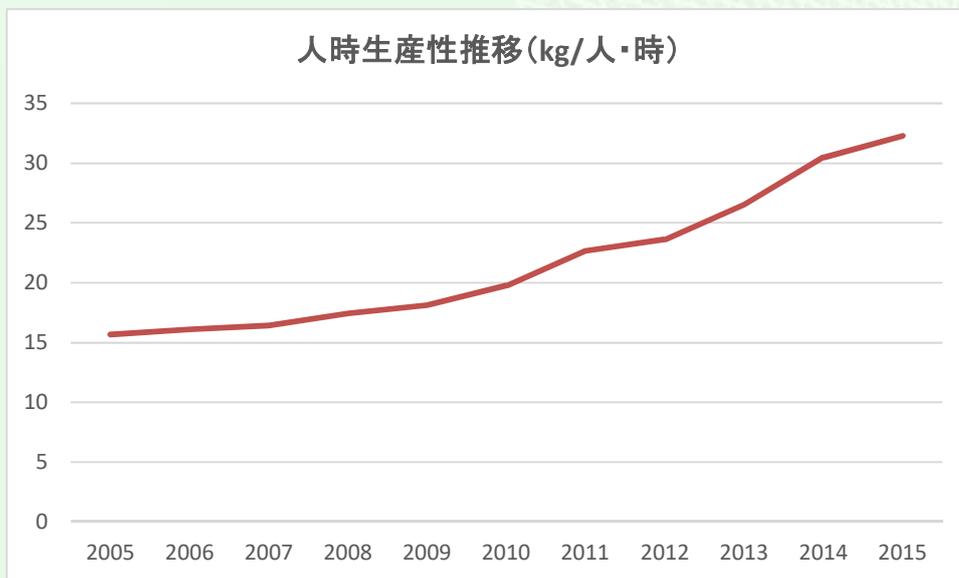
つまり、数量増加のピッチが速く、稼働率が高ければ当然単位当たり固定費負担はさらに低下し、コストは下がることになる。製造工程自体のコンセプトや進化のピッチによる構造的なコスト差に加えて、そのコスト差によって達成されるシェア変動による稼働率の差が、さらに上乗せになってここまでの差になって表れたと考えるのが妥当であろう。

いつの間にここまでのコスト差はついたのか？

本レポートではこの 4 年間のハム・ソーセージ市場の動向を示したが、実際問

題、本格的にプリマハムのシェアが上昇したのはここ数年のようである。この背景には、プリマナムではあるコンセプトに基づいてこの 10 年ほど継続的に工場の生産性向上に努めてきたが、コスト差が小さいうちはそれほど明確に営業に差がつかなかった。

しかし、コスト差が徐々に営業の差になって表れるようになると、数量の増加効果もコスト差の開きを加速させたようである。それがスパイラルに効いて、この数年の躍進につながったと考えられる。



ちなみに、上の図はプリマハムの生産性を別の観点から示す人時生産性の推移を示したものである。人時生産性の前期比を見ると、2009年度までは年平均4%弱の改善であったが、2009年度からは年率10%ほどの改善となっている。なお、この人時生産性と先に述べた kg 当たり生産コストの関係は、パートの時給を想定することで導かれる。仮にパートの時給を 1,000 円と置いた場合、図の期間において製造コストに占める kg 当たり労務費コストは 33 円ほど低下していることになる。

また、通常は新工場が立ち上がると、一旦生産性は落ちる。しかし、同社の今回の新工場稼働においては、立ち上がりから極めて順調に稼働した模様である。これは、これまでの経験を踏まえて工場での生産性向上策を目いっぱい盛り込んだ設計となっていることや、新工場がスムーズに稼働できるように、新規の

機械装置はまず旧工場の一部稼働させてから、新工場に持ち込むなど下準備を十分に行ったためである。

以上の分析結果から、ここ数年のプリマハムのハム・ソーセージ市場におけるシェア向上は一時的なものではなく、根本的なコスト競争力をベースとした持続性のあるものと結論付けられる。

通期決算は更なる増額修正へ

2017年3月期第2四半期累計決算は1.3%減収ながら、69.1%営業増益、64.1%経常増益、67.7%純利増益となった。期初計画は4.5%増収、7.0%営業増益であるので、大幅な増額修正である。

銘柄名	プリマハム	コード	2281								
株価(2016年11月22日)	396円			PBR(16/3実)	1.58倍	ROE	14.5%				
株数	251,752千株			配当利回り(17/3予)	1.0%						
配当	4円			時価総額	997億円						
発行済み株式数	252,622千株			自己資本	63,158百万円						
自己株式	870千株			BPS	251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
2015/9中間	実績	181,763	11.1	4,148	12.8	4,701	15.7	2,847	30.1	11.3	-
2016/3下	実績	179,470	1.0	3,815	7.9	4,075	11.0	3,582	-14.8	14.2	-
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	会予修2Q	185,562	3.4	4,254	11.5	3,688	-9.5	2,325	-35.1	9.2	-
2012/3期	実績	271,222	8.1	7,327	8.3	7,554	7.9	4,497	40.8	17.9	22.2
2013/3期	実績	275,647	1.6	7,259	-0.9	7,923	4.9	4,359	-3.1	17.3	22.9
2014/3期	実績	303,600	10.1	8,813	21.4	9,298	17.4	4,192	-3.8	16.7	23.8
2015/3期	実績	341,183	12.4	7,213	-18.2	7,735	-16.8	6,392	48.7	25.4	15.6
2016/3期	実績	361,233	5.9	7,963	10.4	8,776	13.5	6,429	0.6	25.5	15.5
2017/3期	会予修2Q	365,000	1.0	11,700	42.4	11,400	29.9	7,100	10.4	28.2	14.0
	ARJ予(今回)	364,098	0.8	15,000	82.5	14,666	67.1	9,156	42.4	36.4	10.9
	ARJ(前回)	365,438	1.2	15,000	82.5	14,666	67.1	9,156	42.4	36.4	10.9
2018/3期	中計(新)	401,000	5.2	9,900	10.0	9,700	12.8	6,000	11.1	23.8	16.6
	ARJ予(今回)	375,900	3.2	17,000	13.3	16,700	13.9	10,521	14.9	41.8	9.5
	ARJ予	376,000	2.9	17,000	13.3	16,700	13.9	10,688	16.7	42.5	9.3
16/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,652	12.0	1,858	6.7	2,454	22.1	1,091	3.4	-	-
16/3 2Q	実績(3ヵ月)	94,111	10.3	2,290	18.4	2,247	9.4	1,756	55.0	-	-
16/3 3Q	実績(3ヵ月)	95,784	0.7	2,683	-21.5	2,849	-19.3	1,789	-18.2	-	-
16/3 4Q	実績(3ヵ月)	83,686	1.5	1,132	835.5	1,226	763.4	1,793	-11.1	-	-
17/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,655	0.0	3,087	46.9	3,231	31.7	1,906	74.7	-	-
17/3 2Q	実績(3ヵ月)	91,783	-2.5	4,359	89.4	4,481	99.4	2,869	63.4	-	-
17/3 3Q	ARJ予(今回)	99,160	3.5	5,474	104.0	5,174	81.6	3,260	82.2	-	-
17/3 4Q	ARJ予(今回)	85,500	2.2	2,080	83.7	1,780	45.2	1,121	-37.5	-	-

なお、同社ではこれまで営業外で処理していたベンダー子会社が受取る事業分量配当金など(前年同期分で2.55億円)を営業利益に組み入れる形に変えたため、それに合わせてセグメント情報も含めて営業利益のみ前年同期の値を修正している。会社側の公表値でも絶対金額と伸び率にややねじれが生じているため、表の数値には整合性に欠ける部分があるが、表内及び当レポートの文章内

プリマハムの株価上昇の深層

ではすべて実質で表現している。

セグメント利益(四半期)				(単位:百万円)				
	16/3 1Q	16/3 2Q	16/3 3Q	16/3 4Q	17/3 1Q	17/3 2Q	17/3 3QARJ	17/3 4QARJ
売上高(外部)	87,652	94,111	95,784	83,676	87,655	91,783	99,160	85,500
(食肉)	30,752	31,532	31,394	27,628	28,886	29,041	29,500	27,000
(加工食品)	56,823	62,526	64,331	55,948	58,695	62,673	69,600	58,400
(その他)	77	52	59	100	73	69	60	100
営業利益	1,858	2,290	2,683	1,132	3,087	4,359	5,474	2,080
(食肉)	-247	-242	-1,063	-380	-467	402	300	100
(加工食品)	1,871	2,366	3,498	1,329	3,543	3,878	4,924	1,800
(その他)	234	166	248	183	11	80	250	180
変化額								
売上高(外部)	9,420	8,794	621	1,205	3	-2,328	3,376	1,824
(食肉)	4,928	3,808	-207	-730	-1,866	-2,491	-1,894	-628
(加工食品)	4,472	5,005	836	1,917	1,872	147	5,269	2,452
(その他)	21	-20	-8	18	3	17	1	0
営業利益	116	356	-733	1,011	986	2,057	2,791	948
(食肉)	-526	-683	-1,521	-293	-220	636	1,363	480
(加工食品)	412	823	619	1,141	1,348	1,236	1,426	471
(その他)	231	214	171	163	-27	72	2	-3
変化率								
売上高(外部)	12.0%	10.3%	0.7%	1.5%	0.0%	-2.5%	3.5%	2.2%
(食肉)	19.1%	13.7%	-0.7%	-2.6%	-6.1%	-7.9%	-6.0%	-2.3%
(加工食品)	8.5%	8.7%	1.3%	3.5%	3.3%	0.2%	8.2%	4.4%
(その他)	37.5%	-27.8%	-11.9%	22.0%	4.3%	32.7%	1.7%	0.0%
営業利益	6.7%	18.4%	-21.5%	835.5%	46.9%	89.4%	104.0%	83.7%
(食肉)	赤転	赤転	赤大	赤大	赤大	黒転	黒転	黒転
(加工食品)	28.2%	53.3%	21.5%	606.9%	61.4%	46.8%	40.8%	35.4%
営業利益率								
(食肉)	-0.8%	-0.8%	-3.4%	-1.4%	-1.6%	1.4%	1.0%	0.4%
(加工食品)	3.3%	3.8%	5.4%	2.4%	6.0%	6.2%	7.1%	3.1%
プライムデリカの業績								
売上高	19,400	20,983	21,017	18,679	19,672	21,764	21,600	19,400
前年同期比(率)	4.3%	8.7%	6.7%	3.8%	1.4%	3.7%	2.8%	3.9%
営業利益	61	34	255	-225	804	836	724	300
前年同期比(額)	-229	230	408	354	500	802	469	525
前年同期比(率)	-79.0%	黒転	黒転	赤小	164.5%	2358.8%	183.9%	黒転
加工食品売上高								
-プライム売上高	37,423	41,543	43,314	37,269	39,023	40,909	48,000	39,000
前年同期比(率)	10.9%	8.7%	-1.1%	3.4%	4.3%	-1.5%	10.8%	4.6%
加工食品営業利益								
-プライム営業利益	1,810	2,332	3,243	1,554	2,739	3,042	4,200	1,500
前年同期比(額)	641	593	211	787	848	434	957	-54
前年同期比(率)	54.8%	34.1%	7.0%	102.6%	44.8%	16.6%	29.5%	-3.5%

第1四半期決算の3カ月が売上高横ばい、営業利益46.9%増益に対して、第2四半期決算の3カ月は2.5%減収、89.4%営業増益と増益率が大きく伸びている。これは、第1四半期決算までは加工食品の好調、バンダー事業の業績回復がけん引し、食肉事業は足を引っ張っていたが、第2四半期にはその食肉事業も増益に転じたためである。よって、主要3事業がすべて増益となっており、

しかも食肉事業は市場在庫率が下がっており、好転するとしばらくは好調が続く性格であることから、当面の業績は市場の想定をはるかに上回る好調が見込まれる。

上期決算の利益が大幅に上振れたため、会社側では通期業績予想を増額修正しているが、下期の計画は期初計画と同じ水準においている。同社の場合、ほぼ上期と下期の営業利益水準は同水準にあり、今期に関しては上期×2 倍の営業利益は比較的余裕で達成できよう。特に第 1 四半期まで不振であった食肉が回復に転じてきたことを考慮すると、上期×2 倍以上の大幅な増益となる可能性も高まったと言えよう。さらに、その好調は来期も継続する可能性が高いものと考えられる。

セグメント利益	処理変更 (単位:百万円)					
	2014/3F	2015/3F	2016/3F	2016/3F	2017/3FARJ	2018/3FARJ
売上高(外部)	303,600	341,183	361,223	361,223	364,098	375,900
(食肉)	101,677	113,507	121,306	121,306	114,427	115,000
(加工食品)	201,591	227,398	239,628	239,628	249,368	260,600
(その他)	332	277	288	281	302	300
営業利益	8,813	7,213	7,963	8,206	15,000	17,000
(食肉)	504	1,091	-1,932	-1,932	335	700
(加工食品)	8,270	6,069	9,064	9,388	14,145	15,800
(その他)	39	52	831	635	521	500
変化額						
売上高(外部)	27,953	37,583	20,040	-	2,875	11,802
(食肉)	21,763	11,830	7,799	-	-6,879	573
(加工食品)	6,194	25,807	12,230	-	9,740	11,232
(その他)	-4	-55	11	-	21	-2
営業利益	1,554	-1,600	750	-	6,794	2,000
(食肉)	-54	587	-3,023	-	2,267	365
(加工食品)	1,443	-2,201	2,995	-	4,757	1,655
(その他)	165	13	779	-	-114	-21
変化率						
売上高(外部)	10.1%	12.4%	5.9%	-	0.8%	3.2%
(食肉)	27.2%	11.6%	6.9%	-	-5.7%	0.5%
(加工食品)	3.2%	12.8%	5.4%	-	4.1%	4.5%
(その他)	-1.2%	-16.6%	4.0%	-	7.5%	-0.7%
営業利益	21.4%	-18.2%	10.4%	-	82.8%	13.3%
(食肉)	-9.7%	116.5%	-277.1%	-	黒転	109.0%
(加工食品)	21.1%	-26.6%	49.3%	-	50.7%	11.7%
(その他)	-	-	-	-	-	-
営業利益率						
(食肉)	0.5%	1.0%	-1.6%	-1.6%	0.3%	0.6%
(加工食品)	4.1%	2.7%	3.8%	3.9%	5.7%	6.1%

以上から当クラブでは表記のような業績予想とした。現時点で通期の会社予想の営業利益は 117 億円、42.4%増であるが、当クラブでは 150 億円、82.5%増と見ている。

投資判断

目標株価は従来同様今期予想 EPS を PER18 倍に評価した 655 円とし、Outperform 継続とする。

なお、当面の株価動向はこの 1 年ほどと同様、着実かつ安定的な上昇トレンドとなるのではないかとと思われる。好業績企業への投資において、一番投資判断に迷うのが、新たな業績ニュースに反応して株価が急上昇することである。しかし、同社の場合、アナリストカバレッジが低いため、出てきた業績を解釈できる人が少なく、このところはビッグサプライズにも一気に株価が上昇することはあまりない。今後もそう簡単にはカバレッジが増えないと思われるため、継続的に安定的な株価上昇が期待される場所である。

アナリストが新規にカバーを開始するには大きなエネルギーが必要である。特に業界内で直近の株価パフォーマンスが好調な企業を新規にカバーするには、かなり深く分析し、理解を深めなければならない。食肉加工業界において多くのアナリストがカバーしている企業は日本ハムのみで、そのほかの銘柄はほとんどカバーされていない。しかし、食肉加工業界において日本ハムはかなり異質な会社であり、その収益の大半は食肉事業からのものである。一方で、プリマハムの場合、収益の大半は加工食品事業である。

丸大食品はプリマハムと収益構造が似ており、伊藤ハム米久はこれら 2 社と日本ハムの中間となっている。極論すれば、プリマハムは第 2 次産業であり、日本ハムは第 1 次産業と第 3 次産業の会社である。そのため、日本ハムだけをカバーしているアナリストがプリマハムをカバーするにはかなりエネルギーを要することになる。加えて、プリマハムの場合、他の企業にはないコンビニベンダーも収益への影響度が大きいことも分析を難しいものとしている。

よって、プリマハムは当面これまで同様過小評価が継続すると思われる。しかし、業績は勢い良く拡大する可能性が高く、常に割安ではあるが、継続的に上昇する株となることが期待されるわけである。このような株は投資家にとって

は極めて都合が良い株ではないかと考えられる。

週足・売買高チャート(プリマハム)



【前回のレポートに対して米国の投資家から 質問】 2016年12月8日

2016年12月8日

H&L 企業研究クラブ

【プリマハム (2281) : 前回のレポートに対して米国の投資家から質問】

11月24日付でプリマハム (2281) の新たな切り口による推奨レポートを作成したところ、それを見たニューヨークの投資家から質問がありました。

経営者の力量

有賀さん、

お世話になっております。プリマハムですが、複数の投資家が興味を持っているようですので次の点を簡単に教えていただけませんか？

(1)

経営者の質はどうですか？競合他社や一般的な日本の経営者と比べて特徴はありますか？ コンサル出身、投資銀行出身、異業種出身など、外人投資家受けしそうな人はいますか？

(2)

数年前から製造過程のコスト削減に注力して成功したという事ですが、他社も同様の努力はしていると思いますが、なぜ他社より上手くいったのでしょうか？

具体的に製造過程をどのように変えてコスト削減に成功したのでしょうか？
これから他社が真似することは出来ないのでしょうか？

(3)

その他、経営者の戦略などで、優れている点や他社と違う点はありますか？

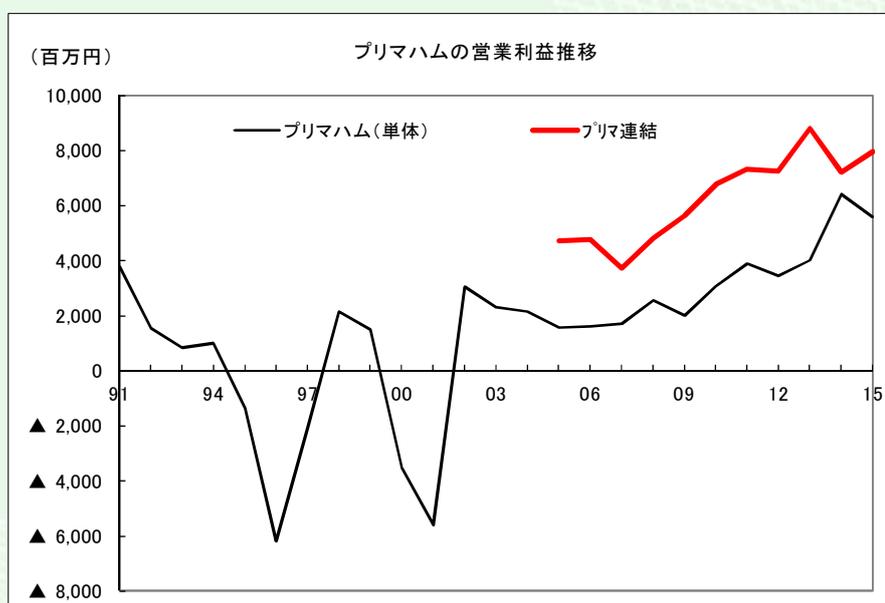
宜しくお願い致します。

〇〇

(回答)

(1)

同社の業績はハム・ソーセージを含む加工食品の長期低迷と、O-157（1996年）と狂牛病（2001年）による牛肉の特損によって資本を大きく棄損し、2003年9月に増減資を行い、第3者割当て伊藤忠の出資を仰ぐ。2016年3月末の伊藤忠の出資比率は39.36%となっている。



現社長の松井鉄也社長は、2003年の増資とほぼ同時に伊藤忠から常務として就任。前社長の貴納順二氏（伊藤忠出身）から2009年に社長を引き継ぐ。伊藤忠出身としては7代連続の社長。東大卒。

前社長時代から取り組んだ、工場の生産性向上を軌道に乗せ、営業力強化に結び付けたと考えられる。ロジカルに着実に経営を行える社長である。

食肉加工の経営は、食肉加工と食肉というビジネスモデルが全く異なる二つのビジネスがある。それゆえ、一つの経営手法で両方をコントロールするのはかなり難しい。日本ハムは食肉事業で大成功しているが、加工食品事業の収益は

すでに 20 年以上も低迷が続いている。一方、プリマハムはこの 10 年ほどで加工食品が大きく成長してきたが、食肉に関しては全くビジネスとして成り立っていない。

総合商社のビジネスでも資源などは極めてボラティリティの高いビジネスであり、食品関係は川上を除けば、安定的なビジネスである。ボラティリティの高いビジネスはある程度力任せに拡大を図ることで、リスクがコントロールできるようになる。一方、安定的なビジネスは着実に一つ一つの採算性を確保していかなければならない。

プリマハムの松井社長は商社でも食品の分野が長く、安定的なビジネスには強いが、日本ハムの経営者はボラティリティの高いビジネスに強いが、安定的なビジネスには弱い。このような違いはあるが、トータルで見た場合、プリマハムの社長は、食品業界においては上位 10%ほどには入る力量があると思われる。

(2)

コスト削減の取り組みは、すべての会社がずっとやっていたわけですが、その中で同社のコンセプトが良かったために、成果として表れたということです。

同社の独自の取り組みとして他社と異質な部分は、まずはコンサルタントを採用したが、すぐに駄目だと考えて同社独自に組みだしたことである。

方法論としては、とにかく工場内に何も無いスペースを多く作るということ。その結果、原材料や人の工場内での移動がスムーズになり、増産設備も空きスペースにラインが組めるので、低コストで可能となった。

各工場で行った中で、三重工場の方式が極めて優秀な成果を示したため、三重工場の工場長を茨城工場に異動させ茨城でも組みだして、さらには茨城の新工場にもその思想を大きく反映させた。

これはここ数年で上げた成果ではなく、10 年以上かけて行った結果、ここ数年で成果が大きく出たということ。

他社もずっとコスト削減には取り組んでいるが、たぶん方法論の優劣があつて、同社ほど成果が出ていないということ。つまり、独自の方法論が発見できるか

どうかが一番の問題であり、その方法論が正しかったとしても成果が顕在化するには10年の歳月を要する性格のものである。

当クラブの推奨銘柄にアリアケジャパン(2815)があるが、同社のローコスト製造法は今でこそ概略は知れ渡っている。しかし、具体的ノウハウは簡単にはまねできず、20年、30年経っても対抗する会社が一切出てこない。コストの優位性というものは、外部から見ると以上に継続性のある大きな優位性と言えよう。

(3)

特に最近では、業績の将来性への自信が増してきていることもあって、IRへの意識が強く前面に出ており、投資家の意向を積極的に取り込み、急速にIRの質が向上している。投資家との対話にも前向きである。

追加質問

有賀さん

度々すみません。

OPなどへの為替感応度はどんな感じですか？また、その他コモディティ市場への感応度などおおよその感覚などがありましたら教えて下さい。宜しくお願い致します。

〇〇

(回答)

〇〇さん

為替はほとんど影響しません。圧倒的に使用量が多いハム・ソーセージの主原料である輸入豚肉の関税制度が、差額関税制度というもので、為替がどうなるかが、円ベースの輸入価格が一定となるようなものです。それ以外は、他の食品企業同様な輸入原料を使っていますので、ゼロではありません。また、東南アジアで作った製品を輸入していますので多少は影響します。しかし、他の食品企業と比較するときわめて軽微です。よって、円安のデメリット、円高のメリットとも小さな会社です。

また、輸入牛肉に関しては、円ベースで高くなろうが、安くなろうが、利ザヤに関しては、国内の需給（在庫率）で決まってくるので、価格にはあまり影響されません。

有賀

【2017年3月期決算の増額修正】2017年2月1日

2017年2月1日

H&L 企業研究クラブ

【プリマハム (2281) : 2017年3月期決算の増額修正】

1月31日に日経紙が第3四半期決算観測と通期増額修正予想を掲載し、会社側も31日の寄り前に通期の増額修正を公表したのでその報告を行う。

第3四半期決算は大幅増益で着地の見込み

第3四半期決算についての日経観測記事によると、ソーセージの主力ブランドの「香薫」が好調で生産性が高まったということ。また、前年度はWHOのハムやソーセージの発がん性勧告により落ち込んだギフトが持ち直したこと。子会社のベンダーも好調であったこと。などにより、第3四半期累計の営業利益は90%増となった模様。

なお、この水準は当クラブの直近予想とほぼ同じ水準である。また、決算発表は2月6日の予定である。

通期決算は再度の大幅増額修正

日経紙では直近の通期会社計画の経常利益 114 億円、29.9%増に対して、150 億円程度への増額修正観測であった。それに対して、31日の9時前に会社側が通期の増額修正を公表した。

同社では期初の5.5%増収、9.5%営業増益予想を第2四半期決算公表時に1.0%増収、42.4%営業増益と修正した。今回はさらに1.0%増収、79.9%営業増益と大幅に利益が上乘せとなった。

会社側では増額修正要因として、ハム・ソーセージの生産性向上によるコスト削減、ベンダー事業の収益改善、原材料価格の安定を挙げている。

プリマハムの株価上昇の深層

なお、通期の見通しに関しても、第2四半期決算終了後に作成した当クラブの
通期予想とほぼ同水準である。

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 倍
2015/9中間	実績	181,763	11.1	4,148	12.8	4,701	15.7	2,847	30.1	11.3	-
2016/3下	実績	179,470	1.0	3,815	7.9	4,075	11.0	3,582	-14.8	14.2	-
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	会予修3Q前	185,562	3.4	7,254	90.1	7,288	78.8	4,225	18.0	16.8	-
2012/3期	実績	271,222	8.1	7,327	8.3	7,554	7.9	4,497	40.8	17.9	24.7
2013/3期	実績	275,647	1.6	7,259	-0.9	7,923	4.9	4,359	-3.1	17.3	25.5
2014/3期	実績	303,600	10.1	8,813	21.4	9,298	17.4	4,192	-3.8	16.7	26.5
2015/3期	実績	341,183	12.4	7,213	-18.2	7,735	-16.8	6,392	52.5	25.4	17.4
2016/3期	実績	361,233	5.9	7,963	10.4	8,776	13.5	6,429	0.6	25.5	17.3
2017/3期	会予修3Q前	365,000	1.0	14,700	78.9	15,000	70.9	9,000	40.0	35.7	12.3
	会予修2Q	365,000	1.0	11,700	42.4	11,400	29.9	7,100	10.4	28.2	15.6
	会社予想初	381,000	5.5	9,000	9.5	8,600	-2.0	5,400	-16.0	21.4	20.6
	日経観測(1/31)					15,000	70.9				
	ARJ予(直近)	364,098	0.8	15,000	82.5	14,666	67.1	9,156	42.4	36.4	12.1
2018/3期	中計(新)	401,000	5.2	9,900	10.0	9,700	12.8	6,000	11.1	23.8	18.5
	ARJ予(直近)	375,900	3.2	17,000	13.3	16,700	13.9	10,521	14.9	41.8	10.6
16/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,652	12.0	1,858	6.7	2,454	22.1	1,091	3.4	-	-
16/3 2Q	実績(3ヵ月)	94,111	10.3	2,290	18.4	2,247	9.4	1,756	55.0	-	-
16/3 3Q	実績(3ヵ月)	95,784	0.7	2,683	-21.5	2,849	-19.3	1,789	-18.2	-	-
16/3 4Q	実績(3ヵ月)	83,686	1.5	1,132	835.5	1,226	763.4	1,793	-11.1	-	-
17/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,655	0.0	3,087	46.9	3,231	31.7	1,906	74.7	-	-
17/3 2Q	実績(3ヵ月)	91,783	-2.5	4,359	89.4	4,481	99.4	2,869	63.4	-	-
17/3 3Q	ARJ予(直近)	99,160	3.5	5,474	104.0	5,174	81.6	3,260	82.2	-	-
	日経観測(1/31)	97,562	1.9	5,554	107.0	5,788	103.2	-	-	-	-
17/3 4Q	ARJ予(直近)	85,500	2.2	2,080	83.7	1,780	45.2	1,121	-37.5	-	-
	日経、会社	88,000	5.2	1,700	50.2	1,500	22.3	-	-	-	-
16/3 3QA	実績(9ヵ月)	277,547	7.3	6,831	-3.7	7,550	-0.6	4,636	6.0	-	-
17/3 3QA	ARJ予(直近)	278,598	0.4	12,920	82.3	12,886	70.7	8,035	73.3	-	-
	日経観測(1/31)	277,000	-0.2	13,000	90.3	13,500	78.8	-	-	-	-

投資判断

今期予想の PER は 12 倍であり、来期も同社中計ベースで 10%強の増益継続であることから、依然 10 倍強と割安である。よって、従来通り **Outperform** 継続とする。

同社株の場合、継続的にフォローしている食品株アナリストが少ないため、好業績が直ちに株価に反映されず、時間をかけて反映される傾向がある。好材料が出た局面では目先筋が乗るものの、一気には上昇せず、一旦下がり、その後じりじりと上がる傾向がある。よって、今回も上昇局面は数日でその後若干調整し、その後の決算発表によって次の決算までじり高をたどる可能性があるだろう。

プリマハムの株価上昇の深層

同社の場合、数カ月先の業績予想はそれほど難しいわけではないが、業績好調の背景をロジカルに説明できるアナリストが少ないのではないと思われる。そのため、将来の業績を織り込んで株価にプレミアムが付きにくく、結果的には中期的にコンスタントな株価上昇パターンが形成されると考えられる。

以上から考えて、過剰評価によって株価が上がりすぎない限り、当面継続的に保有でき、コンスタントなリターンが得られる株という位置づけになろう。

週足・売買高チャート(プリマハム)



【2017年3月期第3四半期決算フォロー】

2017年3月8日

H&L 企業研究クラブ

2017年3月8日

【プリマハム (2281) : 2017年3月期第3四半期決算フォロー】

プリマハム (2281) の2017年3月期第3四半期累計決算は売上高が横ばいながら、86.0%営業増益、79.7%経常増益、87.8%純利増益となった。第3四半期の3カ月では2.4%増収、営業利益2.1倍であった。

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
2015/9中間	実績	181,763	11.1	4,148	12.8	4,701	15.7	2,847	30.1	11.3	-
2016/3下	実績	179,470	1.0	3,815	7.9	4,075	11.0	3,582	-14.8	14.2	-
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	会予修3Q	185,562	3.4	7,254	90.1	7,288	78.8	4,225	18.0	16.8	-
2012/3期	実績	271,222	8.1	7,327	8.3	7,554	7.9	4,497	40.8	17.9	25.4
2013/3期	実績	275,647	1.6	7,259	-0.9	7,923	4.9	4,359	-3.1	17.3	26.2
2014/3期	実績	303,600	10.1	8,813	21.4	9,298	17.4	4,192	-3.8	16.7	27.2
2015/3期	実績	341,183	12.4	7,213	-18.2	7,735	-16.8	6,392	52.5	25.4	17.8
2016/3期	実績	361,233	5.9	7,963	10.4	8,776	13.5	6,429	0.6	25.5	17.7
2017/3期	会予修3Q前	365,000	1.0	14,700	84.6	15,000	70.9	9,000	40.0	35.7	12.7
	会計修正後				78.9						
	ARJ予(直近)	365,000	1.0	14,700	78.9	15,000	70.9	9,000	40.0	35.7	12.7
2018/3期	ARJ予(直近)	374,835	2.7	17,000	15.6	16,700	11.3	10,521	16.9	41.8	10.8
	ARJ(前回)	375,900	3.0	17,000	15.6	16,700	11.3	10,521	16.9	41.8	10.8
16/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,652	12.0	1,858	6.7	2,454	22.1	1,091	3.4	-	-
16/3 2Q	実績(3ヵ月)	94,111	10.3	2,290	18.4	2,247	9.4	1,756	55.0	-	-
16/3 3Q	実績(3ヵ月)	95,784	0.7	2,683	-21.5	2,849	-19.3	1,789	-18.2	-	-
16/3 4Q	実績(3ヵ月)	83,686	1.5	1,132	835.5	1,226	763.4	1,793	-11.1	-	-
17/3 1Q	実績(3ヵ月)	87,655	0.0	3,087	46.9	3,231	31.7	1,906	74.7	-	-
17/3 2Q	実績(3ヵ月)	91,783	-2.5	4,359	89.4	4,481	99.4	2,869	63.4	-	-
17/3 3Q	実績(3ヵ月)	98,054	2.4	5,758	114.6	5,854	105.5	3,935	120.0	-	-
17/3 4Q	会予(3ヵ月)	87,508	4.6	1,496	32.2	1,434	17.0	290	-83.8	-	-
16/3 3QA	実績(9ヵ月)	277,547	7.3	6,831	-3.7	7,550	-0.6	4,636	6.0	-	-
	会計修正	277,547		7,098		7,550		4,636			
17/3 3QA	実績(9ヵ月)	277,492	0.0	13,204	86.0	13,566	79.7	8,710	87.9	-	-

なお、同社ではこれまで営業外で処理していたベンダー子会社が受取る事業分量配当金など(前年度第3四半期累計で2.67億円)を営業利益に組み入れる形に変えたため、それに合わせて営業利益のみ前年同期の値を修正している。会社側の公表値でも絶対金額と伸び率にややねじれが生じているため、業績表の

数値には整合性に欠ける部分があるが、当レポートの文章内では基本的に実質で表現している。

各セグメントが好調継続

第3四半期の3カ月は各セグメントとも好調を継続した。加工食品の営業利益は39億円から49億円と26.2%の増益となった。

セグメント情報	処理変更			処理変更			処理変更			(単位:百万円)		
	16/3 1Q	16/3 1Q	16/3 2Q	16/3 2Q	16/3 3Q	16/3 3Q	16/3 4Q	17/3 1Q	17/3 2Q	17/3 3Q		
売上高(外部)	87,652	87,652	94,111	94,111	95,784	95,784	83,676	87,655	91,783	98,054		
(食肉)	30,752	30,752	31,532	31,532	31,394	31,394	27,628	28,886	29,041	31,090		
(加工食品)	56,823	56,823	62,526	62,526	64,331	64,331	55,948	58,695	62,673	66,889		
(その他)	77	70	52	52	59	59	100	73	69	75		
営業利益	1,858	2,101	2,290	2,302	2,683	2,695	1,132	3,087	4,359	5,758		
(食肉)	-247	-247	-242	-234	-1,063	-1,186	-380	-467	402	822		
(加工食品)	1,871	2,195	2,366	2,642	3,498	3,866	1,329	3,543	3,878	4,878		
(その他)	234	38	166	8	248	16	183	11	80	56		
変化額												
売上高(外部)	9,420	-	8,794	-	621	-	1,205	3	-2,328	2,270		
(食肉)	4,928	-	3,808	-	-207	-	-730	-1,866	-2,491	-304		
(加工食品)	4,472	-	5,005	-	836	-	1,917	1,872	147	2,558		
(その他)	21	-	-20	-	-8	-	18	3	17	16		
営業利益	116	-	356	-	-733	-	1,011	986	2,057	3,063		
(食肉)	-526	-	-683	-	-1,521	-	-293	-220	636	2,008		
(加工食品)	412	-	823	-	619	-	1,141	1,348	1,236	1,012		
(その他)	231	-	214	-	171	-	163	-27	72	40		
変化率												
売上高(外部)	12.0%	-	10.3%	-	0.7%	-	1.5%	0.0%	-2.5%	2.4%		
(食肉)	19.1%	-	13.7%	-	-0.7%	-	-2.6%	-6.1%	-7.9%	-1.0%		
(加工食品)	8.5%	-	8.7%	-	1.3%	-	3.5%	3.3%	0.2%	4.0%		
(その他)	37.5%	-	-27.8%	-	-11.9%	-	22.0%	4.3%	32.7%	27.1%		
営業利益	6.7%	-	18.4%	-	-21.5%	-	835.5%	46.9%	89.4%	113.7%		
(食肉)	赤転	-	赤転	-	赤大	-	赤大	赤大	黒転	黒転		
(加工食品)	28.2%	-	53.3%	-	21.5%	-	606.9%	61.4%	46.8%	26.2%		
(その他)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
営業利益率												
(食肉)	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	-3.4%	-3.8%	-1.4%	-1.6%	1.4%	2.6%		
(加工食品)	3.3%	3.9%	3.8%	4.2%	5.4%	6.0%	2.4%	6.0%	6.2%	7.3%		
プライムデリカの業績												
売上高	19,400	19,400	20,983	20,983	21,017	21,017	18,679	19,672	21,764	22,564		
前年同期比(率)	4.3%	-	8.7%	-	6.7%	-	3.8%	1.4%	3.7%	7.4%		
営業利益	61	304	34	34	255	362	-225	804	836	760		
前年同期比(額)	-229	-	230	-	408	-	354	500	802	398		
前年同期比(率)	-79.0%	-	黒転	-	黒転	-	赤小	164.5%	2358.8%	109.9%		
加工食品売上高												
-プライム売上高	37,423	37,423	41,543	41,543	43,314	43,314	37,269	39,023	40,909	44,325		
加工食品営業利益	10.9%	-	8.7%	-	-1.1%	-	3.4%	4.3%	-1.5%	2.3%		
-プライム営業利益	1,810	1,891	2,332	2,608	3,243	3,504	1,554	2,739	3,042	4,118		
前年同期比(額)	641	-	593	-	211	-	787	848	434	614		
前年同期比(率)	54.8%	-	34.1%	-	7.0%	-	102.6%	44.8%	16.6%	17.5%		

加工食品のうち、子会社のコンビニエンダーであるプライムデリカの営業利益

は3.6億円が7.6億円と2.1倍となった。プライムデリカの2014年3月期の業績は売上高741億円に対して、営業利益は35億円（旧会計処理ベース）であった。しかし、2014年に2工場が稼働し、減価償却費の増加に加え、新工場のパートが集まらず、派遣を利用したため人件費が大幅に増え、さらに原材料価格の高騰もあって、2015年3月期の営業利益は6.4億円の赤字（同）まで落ち込んだ。

その後、減価償却費の減少、パートの派遣から自社雇用への転換、原料価格の転嫁に加え、売上が着実に増加したことで、2016年3月期には1.25億円の黒字（同）に転換した。今年度も償却費の減少、パートの自社化の進捗、売上増（第3四半期までの累計で4.2%増）などから第3四半期累計の営業利益は前年同期の7億円（会計処理変更後）が24億円と17億円の増益となっている。ただし、第3四半期の3ヵ月においては主原料の一つである葉物野菜価格が高騰したため、4億円ほどの増益にとどまった。それでも4億円の増益が確保できたのは、第3四半期の3ヵ月では売上高が7.4%増と高い伸びとなったことによるものである。

プライムデリカ分を除いた加工食品の第3四半期3ヵ月の営業利益は41億円と前年同期比6.1億円の増益となった。第1四半期は8.5億円の増益であったのに対して、新工場が稼働を開始した第2四半期には4.3億円増と減速したが、第3四半期には増益幅が若干拡大した。これは、前年同期にWHOの食肉の発がん性勧告により、年末ギフトが落ち込んだ反動の影響と考えられる。

とはいうものの新工場稼働によって、償却費が四半期で4-5億円の増加となっているが、第3四半期だけをとればハム・ソーセージの数量が7-8%増となっており、数量効果で償却増を吸収して増益を達成できたことは十分評価できるものであろう。

第3四半期の3ヵ月の食肉の営業利益は前年同期の12億円の赤字から8億円の黒字と20億円の増益となった。これは前年度の第3四半期において食肉の相場見通しを誤ったことで、10数億円の評価損を出したため大幅な赤字に落ち込んだことによる。もっとも、今第3四半期の営業利益水準である8.22億円はできすぎという見方もできる。年末を含む第3四半期の利益水準は他の四半期より高めではあるが、8億円という水準は2010年度の9.67億円以来の水準であり、今後やや要注が必要であろう。

実は第4四半期の計画はかなり高い

同社の今期の期初計画の営業利益は 90 億円 (+9.5%) であったが、上期決算終了時点で 117 億円 (+42.4%) に増額修正され、第3四半期決算終了時点で 147 億円 (+84.6%、会計処理変更考慮で+78.9%) となっている。

一般的な決算修正の傾向とすると、増額修正、増額修正と来た場合、通期見通しは堅めに出すものである。ところが、現時点の通期見通しから第3四半期までの実績を差し引いて第4四半期の計画の営業利益を計算すると、15 億円 (+32.2%) となる。これをもって直ちに今期計画が過大とは断定できないものの、過去の決算を振り返り季節性を考慮すると、この第4四半期の 15 億円はかなりの高水準であることがわかる。

過去8期間の通期の営業利益水準に対して、第4四半期の営業利益のウェイトの平均は 5.7% であるが、今期計画では 10.2% となっている。第4四半期の利益水準は過去最高の前年度で 11.3 億円であり、これ自体は前年同期比 9.4 倍であるが、それ以前のピーク利益は 2014 年3月期の 7 億円であった。一般的に3月期決算の食肉加工業では第3四半期の利益水準が最も高くなり、第4四半期の利益水準は極めて低く、場合によっては赤字となることもある。この背景は第3四半期には高価格な年末ギフトで稼げるが、年明けには売れ残りの損失処理があるためと考えられる。そこで、この点について、最近の状況取材した。

同社でもかつて 1、2 月は赤字のことが多かった模様。これは、ギフトの売れ残りの廃棄やおせち(年末の小売業店頭で並ぶ正月用のロースハムなどを指す)の売れ残りが、プロパー(通常の販売品)を食ってしまうためである。しかし、最近は無理してギフトやおせちをたくさん置くことをしなくなったので、1、2 月も黒字になるということ。

また、以前同社はハム・ソーセージ業界で 4 位であったので、おせちが並ぶ時に店頭から外されることもあった。いったん外されてしまったのを元に戻すのに、1 月下旬までかかっていた。しかし、最近では香薫が好調で、ソーセージでシャウエッセンに次ぐ 2 位商品となっているので、継続的に置いてもらえるということ。

以上から考えると、今期の会社計画の営業利益は無理のないほぼ妥当な水準と

言えるが、さりとてさらに大きく上積みされるものでもなかろう。

第4四半期からベンダー子会社の設備投資の償却費が発生

セグメント業績予想

	処理変更						
	2016/3F	2016/3F	2017/3FARJ	2018/3FARJ	17/3 2HARJ	18/3 1HARJ	18/3 2HARJ
売上高(外部)	361,223	361,223	365,000	374,835	185,562	185,313	189,522
(食肉)	121,306	121,306	118,225	119,407	60,298	58,506	60,901
(加工食品)	239,628	239,628	246,457	255,110	125,089	126,664	128,446
(その他)	288	281	317	317	175	142	175
営業利益	7,963	8,206	14,700	17,000	7,254	8,920	8,080
(食肉)	-1,932	-1,932	557	908	622	608	300
(加工食品)	9,064	9,388	13,815	15,765	6,394	8,221	7,544
(その他)	831	635	327	327	236	91	236
変化額							
売上高(外部)	20,040	-	3,777	9,835	6,102	5,875	3,960
(食肉)	7,799	-	-3,081	1,182	1,276	579	603
(加工食品)	12,230	-	6,829	8,653	4,810	5,296	3,357
(その他)	11	-	36	0	16	0	0
営業利益	750	-	6,494	2,300	3,439	1,474	826
(食肉)	-3,023	-	2,489	351	2,065	673	-322
(加工食品)	2,995	-	4,427	1,950	1,567	800	1,150
(その他)	779	-	-308	0	-195	0	0
変化率					前期比	前期比	前期比
売上高(外部)	5.9%	-	1.0%	2.7%	3.4%	3.3%	2.1%
(食肉)	6.9%	-	-2.5%	1.0%	2.2%	1.0%	1.0%
(加工食品)	5.4%	-	2.8%	3.5%	4.0%	4.4%	2.7%
(その他)	4.0%	-	12.8%	0.0%	10.1%	0.0%	0.0%
営業利益	10.4%	-	79.1%	15.6%	90.1%	19.8%	11.4%
(食肉)	-277.1%	-	-128.8%	63.0%	黒転	黒転	-51.8%
(加工食品)	49.3%	-	47.2%	14.1%	32.5%	10.8%	18.0%
(その他)	-	-	-	-	-	-	-
営業利益率							
(食肉)	-1.6%	-1.6%	0.5%	0.8%	1.0%	1.0%	0.5%
(加工食品)	3.8%	3.9%	5.6%	6.2%	5.1%	6.5%	5.9%
プライムデリカの業績							
	2016/3F	2016/3F	2017/3FARJ	2018/3FARJ	17/3 2HARJ	18/3 1HARJ	18/3 2HARJ
売上高	80,079	80,079	84,200	88,790	42,764	44,316	44,475
前年同期比(率)	6.0%	-	5.1%	5.5%	7.7%	6.9%	4.0%
営業利益	125	368	2,300	2,650	660	1,740	910
前年同期比(額)	763	-	1,932	350	630	100	250
前年同期比(率)			525.0%	15.2%	2100.0%	6.1%	37.9%
加工食品売上高							
-プライム売上高	159,549	159,549	162,257	166,320	82,325	82,349	83,972
加工食品営業利益	5.1%	-	1.7%	2.5%	2.2%	3.0%	2.0%
-プライム営業利益	8,939	9,020	11,515	13,115	5,734	6,481	6,634
前年同期比(額)	2,232	-	2,495	1,600	937	700	900
前年同期比(率)	33.3%	-	27.7%	13.9%	19.5%	12.1%	15.7%

同社ではこの2月から子会社のプライムデリカにおいて、相模原第二工場が稼働し、新たに月間1億円の償却費が発生する。プライムデリカでは2014年度に設備投資を行った際、年度比較で42億円の営業減益要因となった。これはすでに述べたように同一年度に二工場が稼働し、償却費、人件費の増加に、原材料費の上昇が重なったことによるものであった。

このうち、原材料費に関しては設備投資とは無関係である。一方、人件費に関して、前は工場自体を当該地区において新規に立ち上げたため、大幅なコスト増となってしまうが、今回は革新的設備の導入による品質衛生管理と生産性の向上を目指す移転増設であり、旧工場での雇用者で対応するため、人件費の増加リスクは小さいと考えられる。

また、償却費も前は二工場の立ち上げであったため大きく増えたが、今回は一工場であり、月間1億円の償却増にとどまるため、前回のような大幅な負担増にはならない。そうは言うものの、来期のプライムデリカの償却費は10億円ほど増加することから、会社計画ではプライムデリカは減益見通しになるものと考えられる。ただし、実際は2014年に立ち上げた二工場の収支改善が継続することから増益は維持できるものと考えている。

プライムデリカを除く加工食品は、コスト競争力を背景として引き続きコストなシェア上昇が見込まれる。加えて、第2四半期以降は減価償却費増が一巡することから、増益ピッチが高まることが考えられる。

食肉に関しては第3四半期の利益水準はやや高すぎると考えており、ここから先はそこまでの利益水準は想定しにくい。しかし、2011年以降続いていた輸入牛肉市場における需給悪化は2015年中にピークアウトし、在庫率も大きく下がっているため、年度ベースでの増益基調は維持できるものと判断している。

投資判断

今期予想のPERは12倍であり、来期も同社中計ベースでも10%強の増益継続見通しであることから、来期ベースでは10倍強と極めて割安である。よって、従来通り **Outperform** 継続とする。

ただし、日本取引所グループが進めている売買単位の100株への統一に関して、若干注意を要する問題がある。これは全国の証券取引所で、2018年10月までに売買単位を100株に統一するものである。現在、1,000株単位の企業が19.9%あるが、これらは来年の10月1日までに100株単位に変更しなければならないが、同社も100株単位への変更が必要である。

100株単位への変更で問題となる点は、特殊株主が多くなることへの対策があ

る。現在、同社の株は 1,000 株単位であるので、単位株主になるには 45 万円ほど必要になる。仮に現在の株価で 100 株単位にすると、4・5 万円で単位株主になれるため、特殊株主が増える可能性がある。そこで、株式併合の可能性が生じることになる。

週足・売買高チャート(プリマハム)



ここでは過去に 100 株単位への変更と株式併合を行った食品会社の森永製菓 (2201) を例にとって、公表タイミングと株価へのインパクトを検証した。

森永製菓は 2016 年 5 月 13 日に、2016 年 3 月期決算公表と同時に 2016 年 10 月 1 日に 5 株を 1 株に併合することを公表した。同社の業績はこのところ極めて好調であることから、チャートを見てもわかるようにその後も株価は順調に上昇している。しかし、実は 5 : 1 の併合を公表した翌日に株価は 10%ほど下落している。

具体的には 5 月 13 日 (金) の引け値 577 円に対して、週明けの 16 日には安値 517 円まであり、引け値は 525 円であった。引け値ベースで 577 円を上回るのは 6 月 3 日までかかっている。これは 5 : 1 と併合率が大きかったためで、2014 年 5 月 15 日に 2 : 1 の併合を公表した江崎グリコ (2206) の場合は 4%ほどの下落にとどまったが、それでも前日引け値を上回るのは 5 月 30 日であった。

今回も 5 月の決算公表では多くの会社が単位株の変更を行うことになるが、株

価の低い会社は株式併合を同時に公表する可能性が考えられる。森永製菓の場合は600円弱で5:1を選択し、江崎グリコの場合は1,300円ほどで2:1を選択している。プリマハムの場合、450円ほどであることから、5:1もしくは10:1辺りが考えられる。

週足・売買高チャート 森永製菓



ただし、本質を考えれば、株式の併合と企業の価値は無関係であり、多くの企業が次々と発表すれば、いちいち株価が反応しなくなることも考えられる。よって、どう対応するかは個々人の考え次第ということになるが、念のため事前に考察した。

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ます。「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す。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す。

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ますが、それも違います。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りません。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りましたが、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ます。

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す。このレポートで取り上げたプリマハムはまさにその条件にぴったりと当てはまる株です。もちろん、常に取り上げた会社がすべてプリマハムのように順調に上がり続けるわけではありません。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、売却を指示します。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りますので、新規の買いは止め、利食いも一つの選択肢にします。

このプリマハム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弾の銘柄です。この企業もプリマハム同様コスト競争力で急速にシェアを伸ばしている会社ですが、上場間がないため、ほとんど知られていない会社で、PERも低水準にあります。

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

ートを紹介しています。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す。2016 年に発行したマル秘レポートをすべて入手しますと、84,000 円ですが、当クラブの会員になりますと年間の会費 60,000 円だけですべてのマル秘レポートが入手できます。

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 度はお送りします。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ませんが、それらも極めて有望な銘柄で、実によく上がります。つまり、マル秘レポートだけが推奨株というわけではありません。

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、実は何倍もお得です。しかも、年に数回は無料のセミナーも開催します。

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いたします。このレポートは、H&L 企業研究クラブの会員の方限定でお届けするものです。月額会費は 5,000 円になります。入会のお申し込みはこちらからできます。

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ります。なお、PAYPALからお申し込みの際は、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お申し込みください。

また、銀行振り込みをご希望の場合はこちらになります。

<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ます。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

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。

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>

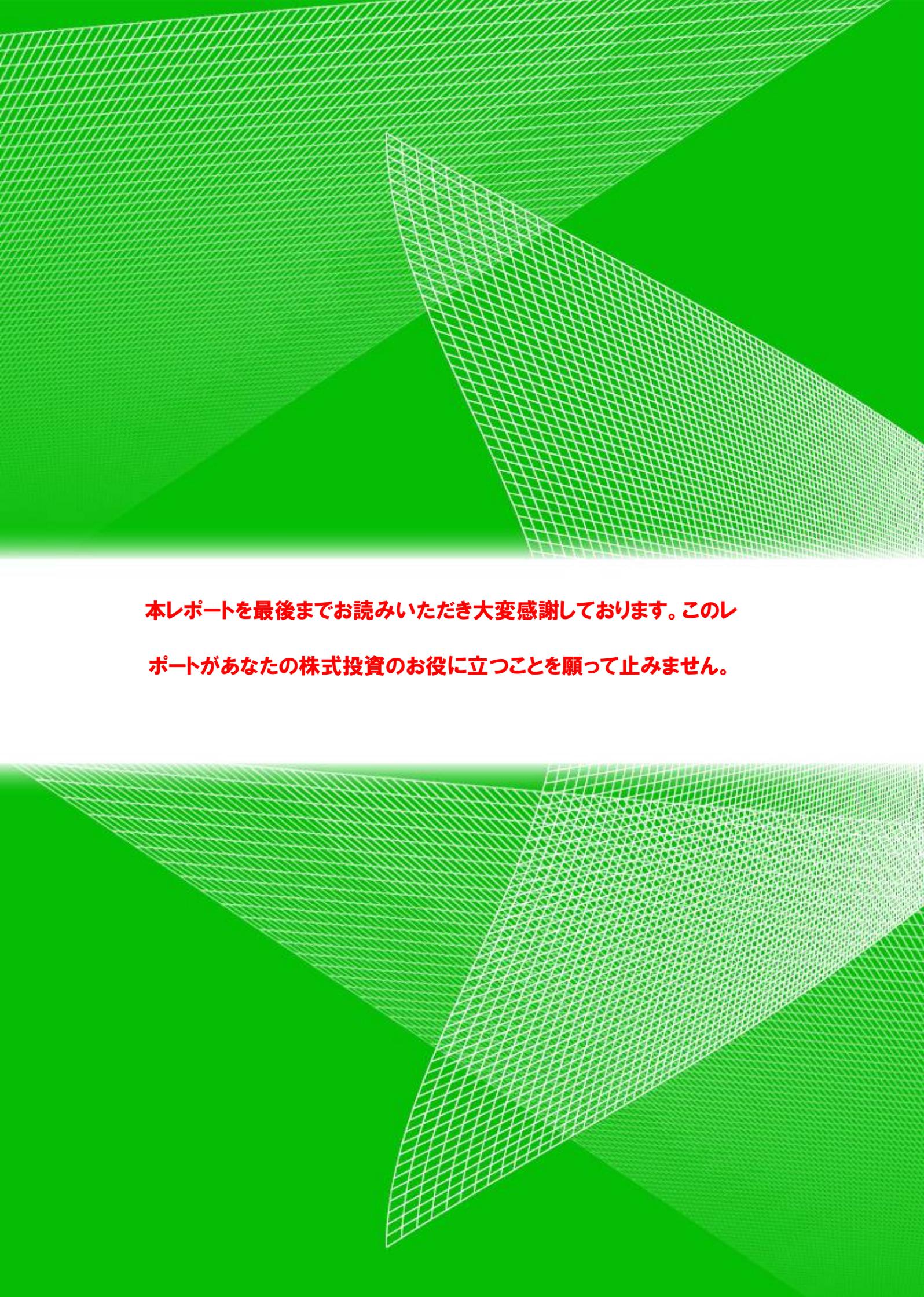
やり方さえわかれば、初心者でも株式投資で確実に勝てる

「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が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>



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。