



# 株式会社 ニッポン (2001)

より高いリターンを実現するための新たな「レシピ」

2025 年 9 月 4 日

## カバレッジ開始

- **水面下で進む大規模な構造改革** – ニッポンは現在、高収益・高成長・資本効率性の高い企業への転換を進めており、実行が成功すれば企業価値の大幅な再評価が期待される。この変革の柱となっているのが EBITDA マージンの拡大であり、食品事業におけるマーケティング及び商品開発力の強化と、利益基盤である製粉事業の継続的な業務効率の改善によって支えられている。また、経営陣は ROE 向上に向けた明確な戦略を実行しており、政策保有株の解消や遊休資産の売却を通じて、大規模な設備投資計画の原資を確保。これにより成長を加速させ、資本収益性の改善と株主価値の創出につなげていく構えだ。

## 大胆な構造改革が進行中

- **安定した強固な基盤** – ニッポンは中期的に、食品事業における生産能力および製品ポートフォリオの拡充、海外市場への浸透拡大、「その他」事業の持続的な成長モメンタムを背景に、年率で中程度の一桁成長を継続すると予想される。コア事業である製粉および食品分野での効率性向上が進む中、生産設備やデジタル・トランスフォーメーションへの継続的な投資も寄与し、EBITDA マージンは高水準の一桁台を維持できると見込まれる。
- **資本の再配分が成長の鍵** – ニッポンは 2025 年 3 月期から 2027 年 3 月期にかけて、最大で 1,400 億円規模の設備投資を計画しており、これにより成長の加速が見込まれる。ただし、その実現にあたっては、営業 CF の持続的な創出と負債の活用が価値創出の中核となる。
- **ESG 評価** – アストリス・サステナビリティ・モデルに基づく同社の ESG スコア判定は「Amber」。
- **バリュエーション** – 当社予想に基づけば、同社株は FY3/26 予想 EV/EBITDA 倍率 6.3 倍（前年比 EBITDA 成長率 -0.2%）、PER が 11.4 倍、P/NAV が 0.49 倍で取引されている。

株価: 2,336 円 時価総額: 1,876 億円



出所:ブルームバーグ

### リターン

	年初来	1M	3M	12M
絶対 (%)	+6.1	+6.0	+6.3	+2.0
相対 (%)	-3.4	+2.6	-3.7	-9.5

### セクター

食品製品  
その他食品製造 (GICS 分類)

### 株式データ

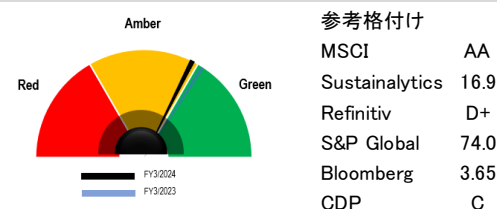
株価(円)	2,336
時価総額 (10 億円)	187.6
時価総額 (100 万ドル)	1,266.1
52 週レンジ (円)	2,088 – 2,333
発行株式数 (100 万株)	80.3
日次平均出来高 (100 万ドル)	3.2
浮動株 (%)	60.8
外国人株式保有比率 (%)	10.2
コード	2001
取引所	Tokyo Prime
純有利子負債/自己資本 (倍)	N/A
ブルームバーグ 買い   ホールド   売り	0   0   0

出所:ブルームバーグ

### 事業概要

製粉、食品、その他の 3 つの主要セグメントを擁する多角的な食品メーカー

### アストリス・サステナビリティ ESG レーティング



### イベント予定日

2025 年 11 月: 26 年 3 月期第 2 四半期決算発表

電話: +81 3 6868 8797

E メール: [Corporateresearch@astrisadvisory.com](mailto:Corporateresearch@astrisadvisory.com)

本レポートは同社から委託され、支払いを受けて作成されている

年度	3/24	3/25	3/26E	3/27E	3/28E
売上高 (10 億円)	400.51	410.88	423.97	441.57	459.98
営業利益 (10 億円)	20.34	21.49	21.54	22.55	23.41
純利益 (10 億円)	26.37	24.76	16.02	16.73	17.28
EPS (円)	338.20	317.27	205.17	214.22	221.35
1 株当たり配当 (円)	66.00	66.00	66.00	66.00	66.00
売上高伸び率 (%)	+9.6	+2.6	+3.2	+4.2	+4.2
営業利益成長率 (%)	+65.5	+5.6	+0.2	+4.7	+3.8
純利益成長率 (%)	+157.0	-6.1	-35.3	+4.4	+3.3
EPS 成長率 (%)	+156.0	-6.1	-35.3	+4.4	+3.3
PER (倍)	6.9	7.4	11.4	10.9	10.5
EV/EBITDA (倍)	6.7	6.3	6.3	6.0	5.8
EV/売上高 (倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR (倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	12.8	10.6	6.7	7.0	7.2
ROCE (%)	6.7	7.3	6.8	7.1	7.4
FCF 利回り (%)	1.5	(0.7)	(1.1)	(0.3)	3.5
配当利回り (%)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8

出所:会社データ、アストリス・アドバイザー(推定)

CLICK TO REQUEST A  
COMPANY CALL/MEETING

# 目次

サマリー ..... 3

会社概要..... 4

経営理念..... 16

ビジネスモデル ..... 17

同業他社分析 ..... 19

セグメント別バリュエーション..... 25

資本配分..... 26

直近の業績..... 28

中期経営計画 ..... 30

当社の業績予想と主な前提条件 ..... 32

経営陣・役員..... 33

その他の会社情報..... 35

アストリス・クオンツシート..... 36

アストリス・サステナビリティ ESG 評価..... 38

投資家とのディスカッションポイント ..... 40



## サマリー

ニッポンは 1896 年に創業し、近代的な製粉技術を日本に導入した先駆的な食品企業の一つである。

資本配分戦略の遂行に伴い、ニッポンの ROE は今後上昇基調を辿るとみられる。

ニッポンは、製粉、食品（プレミックス、パスタ、冷凍食品、中食など）、その他（ヘルスケア、ペットケア、エンジニアリング）他という 3 つの主要セグメントを展開する多角的な食品メーカーである。現在、資本効率の向上、成長加速、株主価値の向上を目的とした大胆な資本配分戦略に着手している。

当社は、ニッポンが高収益・高成長、そしてとりわけ資本効率の高い企業へと大きく変革を遂げつつあると捉えており、それが企業価値の再評価と株価上昇の余地につながるとみている。

本レポートでは、以下の点を当社の投資仮説の根拠としている：

- コアである食品事業における業務効率の持続的な改善、および製粉事業における効率改善および顧客による価格受容が、EBITDA マージンの拡大につながっている点
- 政策保有株の解消によって遊休資本を活用し、資本効率の改善および ROE 向上に向けた明確な道筋が示されている点
- 遊休資本、コア事業からのキャッシュフロー、借入金を原資とした大規模な設備投資計画が、成長を大きく加速させると見られる点

当社の予想では、ニッポンは以下を通じて中期成長を達成するとみられる。

- 食品事業における生産能力および製品ポートフォリオの拡充、海外市場への浸透拡大、「その他」セグメントの持続的な成長モメンタム
- 生産設備およびデジタル・トランスフォーメーションへの継続的な投資を背景に、製粉および食品のコア事業における効率性向上が進んでおり、EBITDA マージンは高水準の一桁台を維持している。加えて、食品事業における製品構成のプレミアム化も、マージン拡大に寄与している

同社株は、FY3/26 予想 EV/EBITDA 倍率 6.3 倍（前年比 EBITDA 成長率 -0.2%）、PER が 11.4 倍、P/NAV が 0.49 倍で取引されている。

## 会社概要

### 概要

創業当初は製粉事業であったが、現在では多角的な食品メーカーへと成長してきた。

1896年に日本製粉株式会社として創業した同社は、日本における近代的な機械製粉の先駆者の一つである。創業から128年の歴史を通じて、基幹事業である製粉から戦略的に事業領域を拡大し、現在では多角的な食品メーカーへと進化している。製粉にとどまらない多様な事業ポートフォリオを反映するため、2021年に社名を「株式会社ニッポン」に変更した。

ニッポンは現在、3つの主要事業セグメントを展開している。基幹事業である製粉事業、多様な製品を含む食品事業（プレミックス、パスタ、冷凍食品、中食など）、そしてその他事業（ヘルスケア製品、ペックケアエンジニアリング他）である。製粉および食品の両セグメントは、それぞれ異なる事業特性と成長機会を有しており、ニッポンの長期的な成長戦略の構築において重要な位置づけとなっている。

主力ブランドである「オーマイ」は国内で広く認知されており、全国に生産拠点を展開しているが、同社は次なる成長フェーズとして海外展開を重視している。現在、アメリカ、タイ、インドネシア、中国、そして直近ではベトナムにおいて事業拡大を進めており、グローバルプレゼンスの向上に注力している。

2023年3月期から2027年3月期を対象とする中期目標では、資本効率と資本収益性の改善を戦略上の最優先事項と位置づけており、それが現在の資本配分および成長戦略の根幹を形成している。

### 主な M&A とコーポレートイベント

ニッポンは1949年に東京証券取引所および大阪証券取引所に上場した。

大型の変革型 M&A は実施していないものの、主に食品事業を中心に、戦略的な事業拡大・強化を目的とした M&A を複数実行してきた。M&A は、ニッポンの成長を支える重要な手段の一つである。

### 主な沿革

年	事項
1896	東京にて日本製粉株式会社として創業
1924	横浜工場が操業開始、日本初の大規模沿岸型製粉工場
1949	東京証券取引所および大阪証券取引所に上場
1955	日粉食糧株式会社を設立し、オーマイブランドの人造米事業に参入。その後、パスタを販売
1973	冷凍食品市場に参入
1995	株式会社ファーストフーズの株式を取得。中食事業の基盤を強化
1996	タイに NIPPON (Thailand) Co., Ltd. を設立し、ASEAN におけるプレミックス事業に参入
2000	米国のパスタ製造会社 Pasta Montana, L.L.C. を買収し、米国での事業基盤を拡大
2013	株式会社ナガノマトの株式を取得
2014	成長著しい ASEAN 市場への展開として、PT NIPPON FOODS INDONESIA を設立
2021	製粉および冷凍食品事業の拡大を目的に、東福製粉株式会社の完全子会社化
2022	食品事業のさらなる拡大に向けて、オーケー食品工業株式会社の完全子会社化
2023	米国の製粉会社 Utah Flour Milling, LLC へ出資
2025	冷凍食品事業の拡大を目的に、株式会社畑中食品を子会社化

出所: 会社データ

国内では高い知名度を有する中、現在は海外展開が成長の重要なドライバーとなっている。

戦略的な M&A が、ニッポンの成長を支える重要な推進力となってきた。



## 成長性と収益性の両立

ニッポンの売上および利益成長は、消費財セクターの企業に典型的な傾向と一致しており、安定的かつ一貫性のある推移を示している。2021年3月期の収益認識に関する会計基準変更適用時期を除き、長年にわたり一桁台前半の安定した売上成長と、薄利ながらも安定した営業利益率を維持してきた。ただし近年は、価格環境の好転により、売上成長の加速とマージンの拡大がみられる。

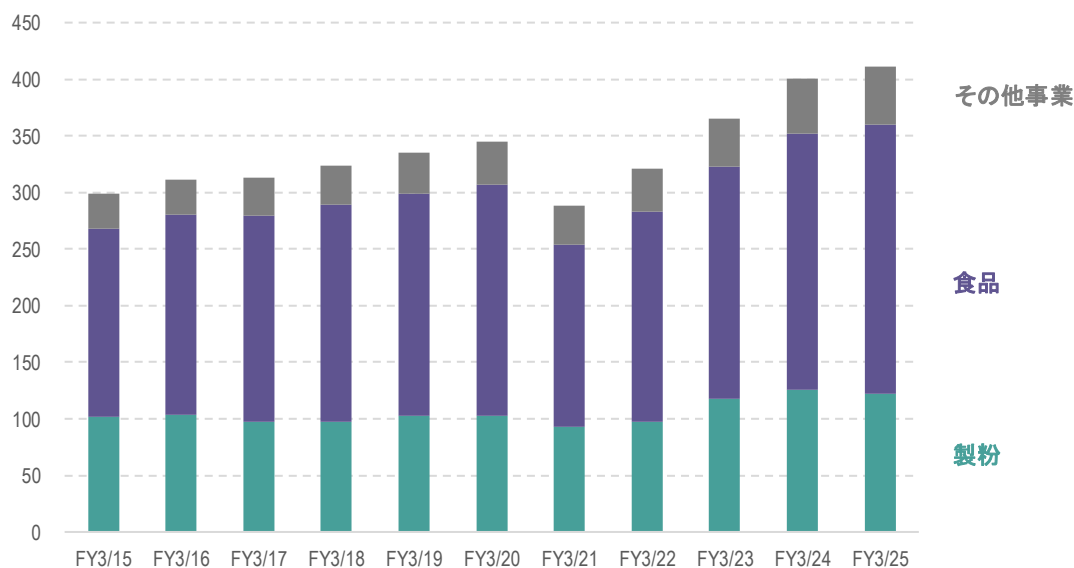
### 売上高の推移

2025年3月期までの10年間(2015年3月期～2025年3月期)において、売上高は年平均成長率(CAGR)+3.2%で推移。特に直近の3年間(2022年3月期～2025年3月期)は、COVID-19後の需要回復とインフレ進行に伴う価格調整の影響により、+8.5%のCAGRと大きく加速した。今後は、国内インフレが落ち着くにつれ、成長率は過去の平均水準(約+3%)に回帰すると予想される。

売上構成比の観点では、食品事業が長年にわたり全体売上の50%以上を占めており、今後も「長期ビジョン 2030」戦略の下で成長が見込まれる。

### 食品事業の売上構成比の上昇傾向

2015年3月期以降の年間売上高(単位:十億円)



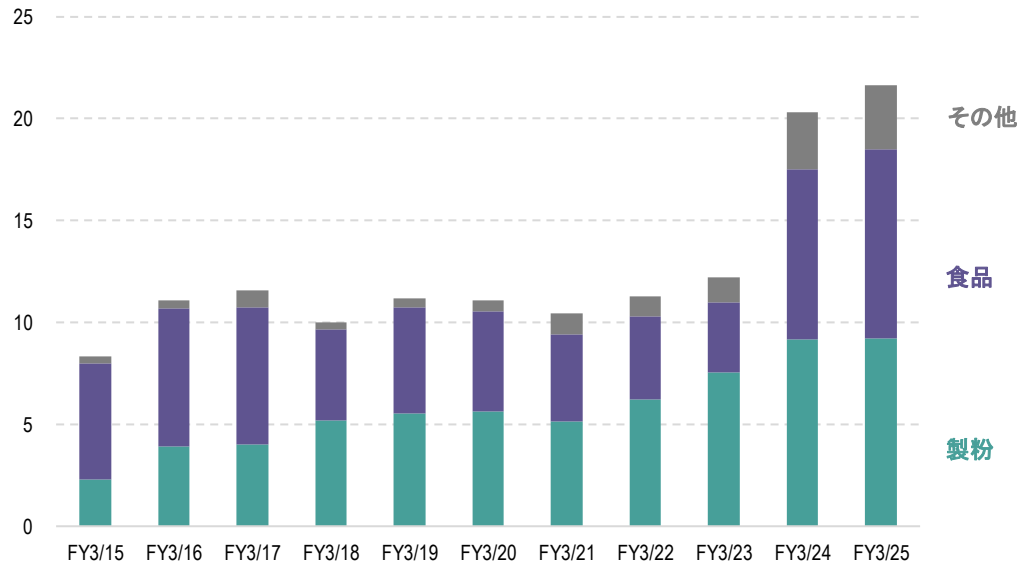
※「収益認識に関する会計基準」等の適用に伴い、2020年度は遡及適用後の数値

出所: 会社資料

### 利益動向

過去10年間にわたり、ニッポンの営業利益は売上の成長にもかかわらず横ばい圏で推移してきた。これは、食品事業におけるマージンの縮小や、事業環境の厳しさを反映している。ただし、2024年3月期には食品事業のマージン改善により、営業利益が大幅に改善した。この10年間の利益推移からは、製粉事業が営業利益の中核的なドライバーである一方で、食品事業の収益貢献は変動性が高いことが示されている。また、「その他事業」セグメントは、2015年3月期から2025年3月期にかけて+23.5%の年平均成長率(CAGR)で営業利益を拡大しており、収益源としての存在感を高めつつある。

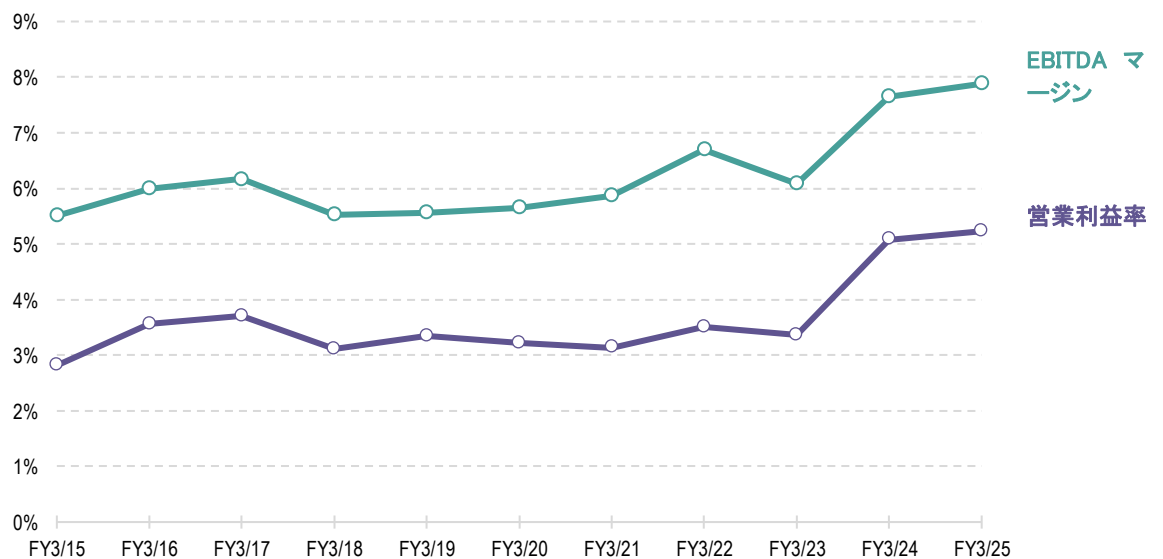
製粉事業が利益の中核を担いつつ、食品事業も改善傾向  
2015 年 3 月期以降の年間営業利益(単位:十億円)



出所:会社資料

ニッポンの営業利益率および EBITDA マージンはいずれも、これまで一貫して上昇傾向にある。ただし、今後の設備投資計画および資本配分戦略により、減価償却費の増加が見込まれ、営業利益率に一定の影響を与えられとされる。これは、実態としての事業パフォーマンスを必ずしも正確に反映しないため、収益性の改善を評価する指標としては、EBITDA マージンの方が適切であると判断される。

EBITDA マージンは一貫して上昇傾向にあり、営業利益率を上回って推移  
2015 年 3 月期以降の年間マージン(単位:%)



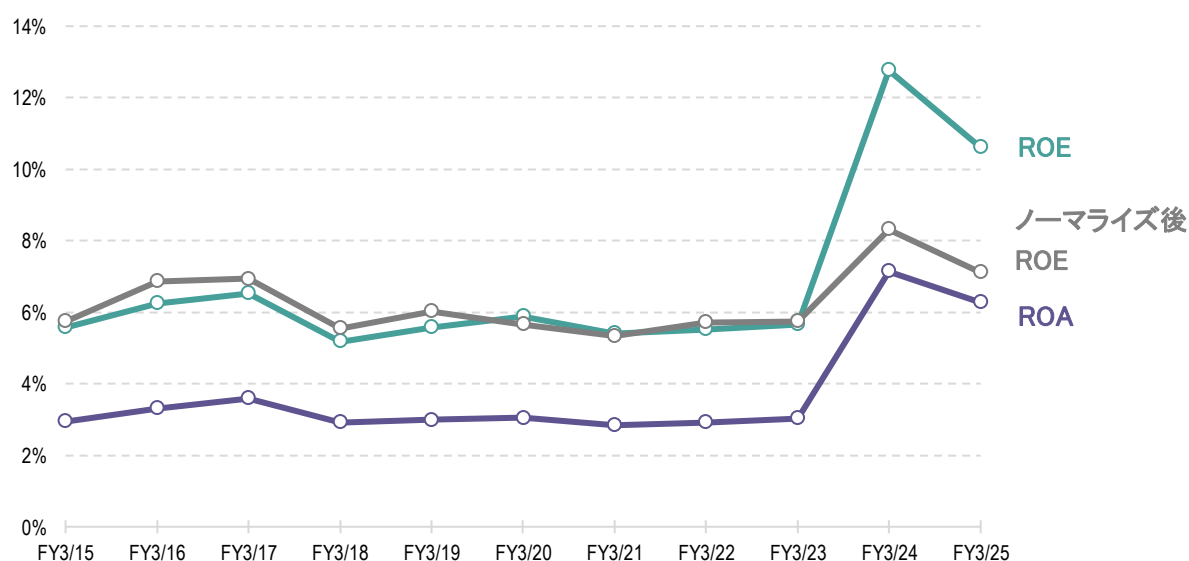
出所:会社資料

## ROE および ROA の推移

営業利益と同様に、ニッポンの ROE および ROA は過去 10 年間にわたり概ね横ばいで推移してきたが、直近では大きく上昇している。この上昇は、資本効率向上戦略の一環として進められている政策保有株の売却により、累積していた含み益が顕在化した(売却された)ことによるものである。今後も政策保有株の売却が継続する中で、報告ベースの ROE および ROA は変動性を伴うと見られるが、実質的な事業パフォーマンスを評価する上では、ノーマライズ後の ROE の方が適切と考えている。

### 政策保有株の売却に伴い、報告ベースの ROE・ROA が直近で急上昇

2015 年 3 月期以降の年間 ROA(%）、ROE(%）、ノーマライズ後



出所：ファクトセット、会社データ

同社がバランスシートおよび資本構成の最適化を進める中で、ROA および ROE には現在の水準から大きな上昇余地があるとみている。



## セグメント概要

ニッポンは事業を以下の 3 つのセグメントに分類している。

### 現行セグメントの詳細

部門	概要	主な商品
製粉事業	製パン業、製麺業、製菓業、外食業などの BtoB 顧客向けに小麦粉を、飼料会社向けにふすまを販売	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 小麦粉</li> <li>- ふすま</li> <li>- 倉庫</li> <li>- そば粉</li> </ul>
食品事業	業務用および家庭用の幅広い食品製品を製造・販売	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 冷凍食品 (NB・PB)</li> <li>- 乾燥パスタおよび家庭用小麦粉 (NB・PB)</li> <li>- 中食・惣菜</li> <li>- プレミックス食品</li> </ul>
その他事業	外食、ペットケア、ヘルスケア、エンジニアリングなどを含む多角的な事業ポートフォリオ	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 健康食品 (機能性素材およびサプリメント)</li> <li>- ペットケア</li> <li>- 外食事業</li> <li>- エンジニアリングサービス</li> </ul>

出所: 会社データ

### 製粉事業

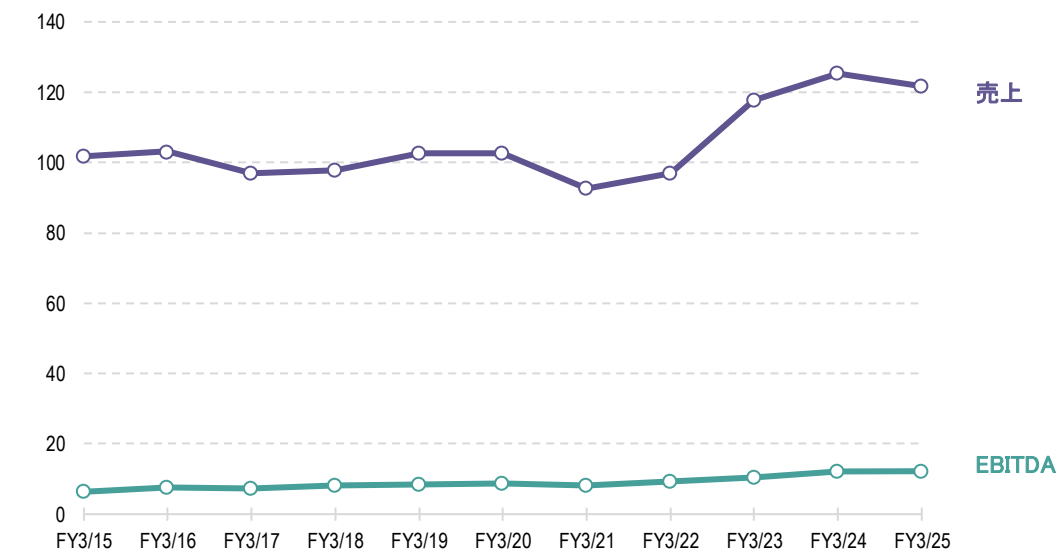
日本の製粉業界は、上位 4 社 (日清製粉グループ本社<東証: 2002>、ニッポン、昭和産業<東証: 2004>、日東富士製粉<東証: 2003>) が市場の約 80% を占めるなど、寡占的な特徴を有している。残る約 20% は、小規模かつ独立系の製粉会社によって構成されている。後継者問題や統廃合が進んだことにより、国内の製粉企業数は過去 10 年で 30% 減少した。

日本の製粉業界における重要な特徴の一つが、農林水産省の存在である。同省は小麦の輸入を一元的に管理しており、2023 年に日本が消費した 558 万トンの小麦のうち、83% が輸入で賄われている。農林水産省は、世界的な市場価格、物流費、為替変動を反映する形で、輸入小麦の売渡価格を年 2 回 (4 月および 10 月) 国内の製粉会社向けに改定している。この政府主導の制度により、製粉業界の最大の原材料コストは実質的に標準化・安定化されている。さらに、日本の消費者に対して安定的な供給と価格を確保する観点から、農林水産省は、製粉会社が健全なマージンを維持し、事業継続が可能な水準で輸入小麦価格を設定する必要があるという点を強く意識している。結果として、同業界は事実上、政府によって規制された産業であり、資本集約度が高く、需要は安定的で参入障壁が高い一方で、高成長が難しい構造となっている。この点から見れば、製粉事業は公益事業やインフラ事業に類似する性質を有している。

表面的には分かりにくいものの、ニッポンの製粉事業は、2015 年 3 月期以降、売上高を上回るペースで EBITDA を着実に成長させてきた。2025 年 3 月期までの 10 年間に於いて、EBITDA は年平均成長率 (CAGR) +6.7% で推移しており、同期間の売上高 CAGR (+1.8%) を大きく上回っている。



### 売上の変動にかかわらず、EBITDA は一貫して上昇傾向 2015 年 3 月期以降のセグメント別売上高および EBITDA の推移(単位:十億円)

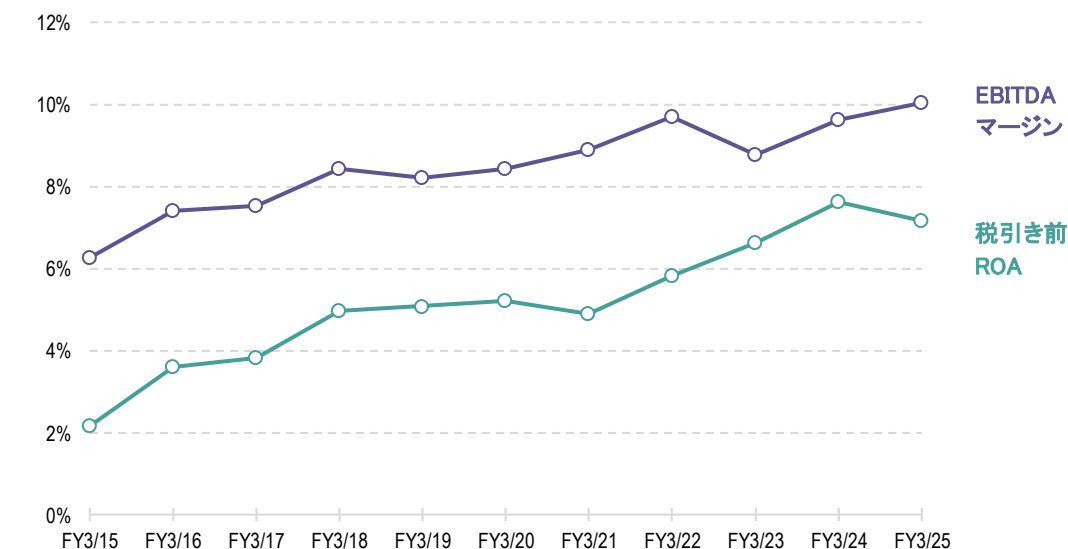


出所: 会社データ

さらに、同セグメントの EBITDA マージンは、2015 年 3 月期の 6.3%から 2025 年 3 月期の 10.0%へと大きく拡大している。特筆すべきは、税引前 ROA が同期間に 2.2%から 7.2%へと 3 倍以上に上昇している点である。これらの継続的な改善は、単年ベースでの業績やマージンの変動ではなく、ニッポンの製粉事業が質の高いビジネスへと構造的に進化してきたことを示している。

### 2015 年 3 月期以降、EBITDA マージンは拡大し、税引前 ROA は 3 倍超に上昇

2015 年 3 月期以降のセグメント別税引前 ROA および EBITDA マージンの推移(単位: %)



出所: 会社データ

当社は、製粉事業セグメントにおける目立たないながらも重要な構造転換は、以下の要因によって推進されていると考えている:

- 当社では、規制当局である農林水産省は、同業界が直面する人口動態の逆風、生産設備の近代化に伴う設備投資負担の増大、そしてインフレ環境の中で、従来の低マージン体制は持続不可能であると認識していると考えている。
- ニッポンによる工場設備への投資は、操業コストの低下をもたらし、資本効率の重視により、資産のより生産的な活用につながっている。

売上高の自然成長(オーガニックなトップライン成長)は限定的である可能性があるものの、本セグメントは、他の成長施策を支えるためのキャッシュフローを安定的に創出し、業界再編を通じて成長を促進できる、高品質なビジネスへと転換したと捉えている。

## 食品事業

食品事業は、製粉事業とは対照的に、日本国内では市場が細分化され、競争が非常に激しい領域である。ニッポンは、総合食品企業、カテゴリー特化型のリーディングカンパニー、大手小売業によるプライベートブランドと競合している。競争力を維持するには、ブランド構築、商品開発、流通投資を継続的に行う必要がある。

ニッポンは食品事業内に4つのサブセグメントを展開している:

- **冷凍食品:** 小売・業務用の双方に向けて、パスタやワンプレートミールを含む多様な冷凍食品を展開している。小売向けには、「オーマイプレミアム」「よくばりプレート」などの商品名で販売。
- **食品素材:** BtoB 向けに、食品メーカーや外食産業向けにプレミックス、コーングリッツ、米粉などの業務用原材料を供給。
- **加工食品:** 小売および業務用チャネル向けに、常温保存可能な食品を提供。中でも、「オーマイ」および「オーマイプレミアム」の乾燥パスタおよびソースは、国内で広く定着した家庭用ブランドとなっている。
- **中食(調理済み食品):** コンビニエンスストア向けに、弁当、おにぎり、サンドイッチなどの調理済み食品を製造。

業界全体の成長をけん引する構造的な要因として、ニッポンが的確に捉えているのは、日本における世帯規模の縮小という人口構造の変化と、外食産業における慢性的かつ深刻化する労働力不足である。これらの変化は、小売チャネルにおける個食・即食型商品の需要を高めるとともに、業務用チャネルにおける生産性向上ソリューションへの需要を生み出している。

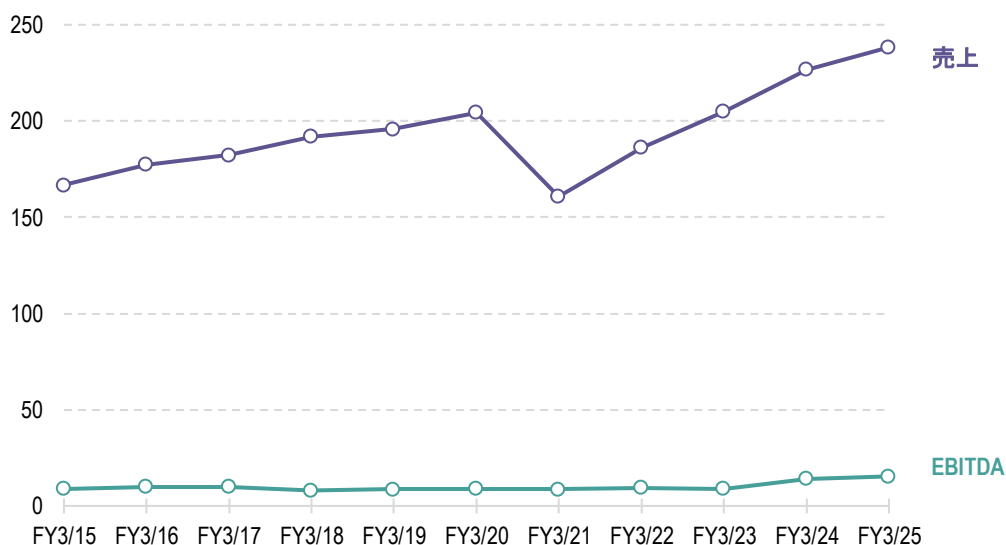
## 冷凍食品事業を中心としたニッポンの成長戦略 食品事業内の各サブセグメント主要製品



出所: 会社データ

食品事業の売上高は安定的に推移しており、2015 年 3 月期～2025 年 3 月期の期間において年平均成長率(CAGR)は+3.6%となっている。新型コロナウイルス感染拡大時には業務用チャネルにおける需要が急減し、売上高も大幅に落ち込んだが、その後は力強く回復。2024 年 3 月期には、コストインフレに対応した価格改定の遂行により、EBITDA が大きく改善した。

## 会計基準影響を除けば安定した成長が継続 2015 年 3 月期以降のセグメント売上高および EBITDA (単位: 十億円)



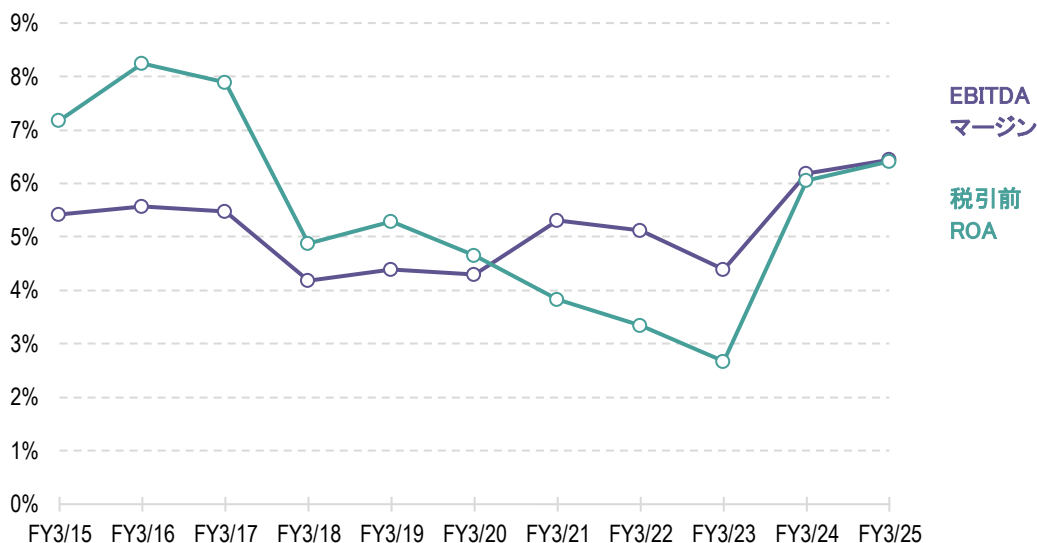
出所: 会社データ

売上高の成長は安定的に推移している一方で、営業利益率は外部コストの影響を受けやすく、変動の大きい状況が続いてきた。原材料費・物流費・人件費の上昇局面に加え、価格改定の実行にも課題があったことから、利益率が大きく圧迫される時期があった。

また、競争力維持のために必要となる多額の設備投資も、税引前 ROA を押し下げてきたが、2024 年 3 月期の利益率改善に伴い回復している。

### 事業の拡大に必要な多額の設備投資を背景に税引前 ROA は低下傾向にあったが、足元では回復傾向

2015 年 3 月期以降の税引前 ROA および EBITDA マージン(単位:%)の推移



出所: 会社データ

食品事業は、安定した売上成長の実績を持つニッポンの最大セグメントである一方、激しい競争環境や原材料価格の上昇により収益性は引き続き課題となっている。直近の業績は堅調であるものの、このポジティブな流れを持続できるかが鍵となる。ニッポンが現在の営業利益率と成長を継続的に実現できれば、2030 年に掲げる財務目標の達成にも上振れの可能性があると考えられる。

### その他事業

「その他事業」は、製粉事業および食品事業というコアセグメント以外の幅広い事業ポートフォリオで構成されており、消費者向けおよび法人向けビジネスが混在している。非中核かつ規模は比較的小さいものの、「その他事業」はニッポンの中で最も成長率の高いセグメントであり、利益面で無視できない貢献を果たすまでに拡大してきた。

当セグメントにおける主な事業は以下の通り:

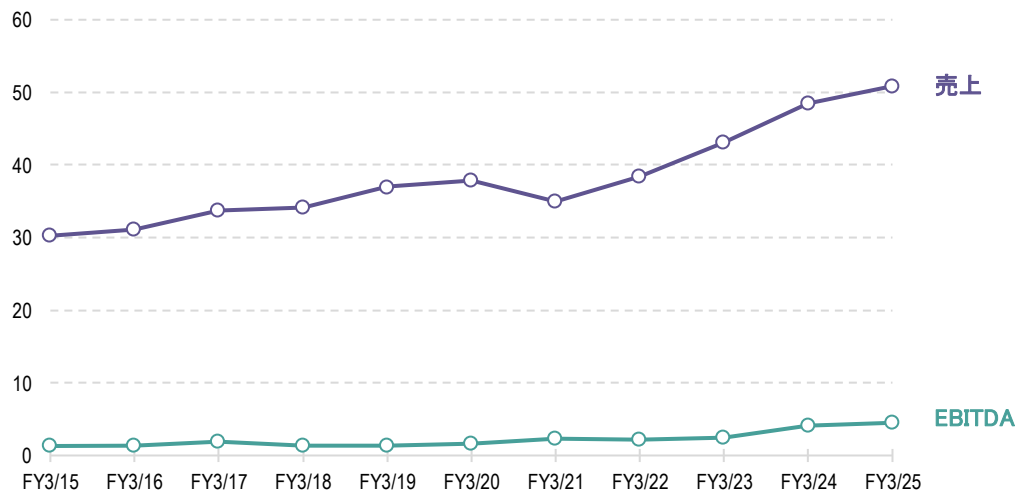
- **ヘルスケア:** 健康と美容にフォーカスした製品を展開。BtoB 向けの機能性食品素材(例: 亜麻仁、セラミド)に加え、BtoC 向けには健康補助食品、機能性食品、化粧品などを販売。
- **ペットケア:** 自社の専用工場 2 拠点でペットフードを製造・供給。OEM メーカーとしての事業を継続しつつ、収益性を牽引する新たな高付加価値製品の開発を進めている。

- **エンジニアリング**: 食品・粉体プラント向けのエンジニアリングソリューションを提供。コンサルティング、設計、建設、メンテナンス、運用といった施設のライフサイクル全体を対象とする。
- **外食事業**: 「ミスタードーナツ」「築地銀だこ」などのクイックサービスレストランを関東・関西・九州エリアでフランチャイズ展開・運営。

当セグメントの売上高は、2015 年 3 月期から 2025 年 3 月期にかけて年平均成長率 (CAGR)+5.3%で拡大。近年ではペットケア事業における販売数量の増加と価格改定、および外食事業の成長が主なけん引役となっている。EBITDA は 2015 年 3 月期の 13 億円から 2025 年 3 月期には 45 億円と 3 倍以上に拡大しており、CAGR は+13.2%に達した。

### コロナ禍以降、売上高と EBITDA の成長が加速

セグメント売上高および EBITDA(10 億円)の推移(2015 年 3 月期~2025 年 3 月期)

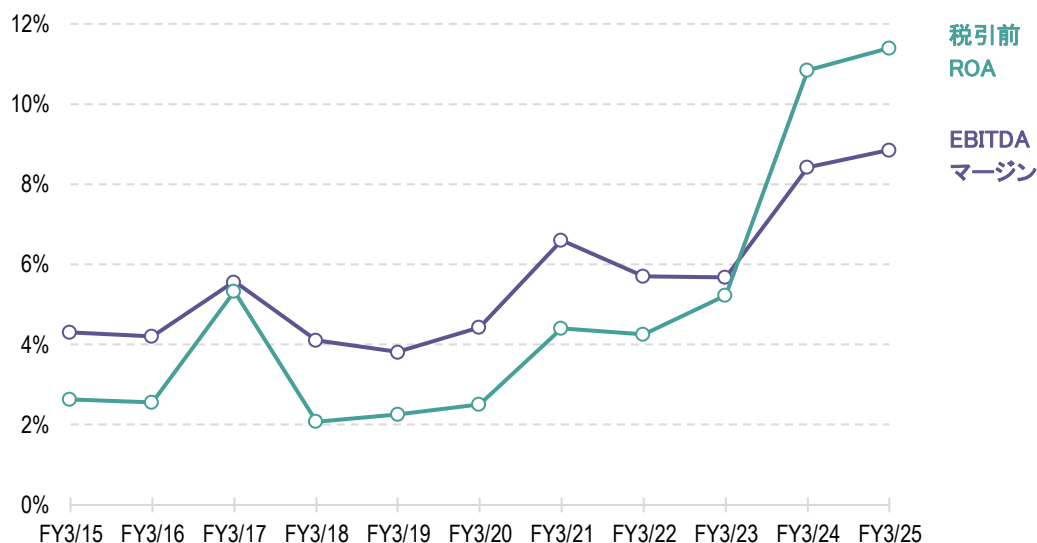


出所: 会社データ

このセグメントの EBITDA マージンは初期こそ変動があったものの、その後は一貫して拡大し、2025 年 3 月期には過去 10 年で最高となる 8.9%(2015 年 3 月期は 4.3%)に達した。収益性の大幅な改善は、コストインフレを上回る価格改定の実行、販売数量の増加とそれに伴う営業レバレッジの顕在化、製品・サービス構成の改善によるもの。

税引前 ROA の大幅な改善は、ペットフード事業における営業レバレッジの効きと、フードサービス事業における低資本負担構造を反映している。

税引前 ROA の大幅な改善は、資本負担の軽いサブセグメントの成長を反映  
セグメント別 税引前 ROA および EBITDA マージン(%) 推移(2015 年～2025 年)



出所: 会社データ

食品および製粉事業と比べて規模は小さいものの、「その他事業」には、より速い成長率と高い利益率を持ち、成長に必要な資本が比較的少ない事業が含まれている。将来的には、「その他事業」が中核的な利益の牽引役へと成長し、ニッポン全体の収益性、ROA／ROE、および資本効率の向上に寄与すると考えている。



## グループ会社

ニッポンは、主要な連結子会社 14 社および持分法適用関連会社 1 社を有している。

### 開示された関係会社(2025 年 3 月期)

会社名	関係	持分 比率 (%)	事業内容
<b>製粉事業</b>			
松屋製粉株式会社	連結子会社	100.0	そば粉を中心とした高品質製粉 製品の製造・販売
ニッポン商事株式会社	連結子会社	95.6	小麦粉をはじめとするニッポン製 品を販売
ニッポン商事コーポレーション	連結子会社	100.0	小麦粉をはじめとするニッポン製 品を販売
鈴木株式会社	連結子会社	63.7	小麦粉をはじめとするニッポン製 品を販売
丸七商事株式会社	連結子会社	68.7	小麦粉をはじめとするニッポン製 品を販売
Utah Flour Milling, LLC	持分法適用関 連会社	25.0	PHM Brands との合併による米 国製粉事業
<b>食品事業</b>			
株式会社オーマイ	連結子会社	100.0	乾燥パスタの製造
日本リッチ株式会社	連結子会社	100.0	冷凍食品の販売
株式会社ファーストフーズ	連結子会社	100.0	惣菜・中食の製造
オーケー食品工業株式会社	連結子会社	100.0	加工食の製造および販売
	連結子会社	51.0	加工食品の製造および販売
株式会社ナガノトマト			
Pasta Montana, L.L.C.	連結子会社	100.0	米国におけるパスタ製品の製造 拠点
<b>その他事業</b>			
ニッポンドーナツ株式会社	連結子会社	100.0	プレミックス製品を活用した外食 店舗を展開
エヌピーエフジャパン株式会社	連結子会社	100.0	ペットフードおよび関連製品の製 造・販売
ニッポンエンジニアリング株式会社	連結子会社	100.0	食品製造設備に関する設計・施 工・保守などのエンジニアリング サービスを提供

出所: 会社データ



## 経営理念

### 革新と創造

ニッポングループには、明確に定義された経営理念がある:

「ニッポングループは、人々のウェルビーイング(幸せ・健康・笑顔)を追求し、持続可能な社会の実現に貢献します。」

この経営理念は、ニッポンの長期的な経営戦略に深く根付いており、成長戦略および設備投資方針の指針となっている。健康やウェルネス、食を通じた前向きな体験への注力を通じて、バリューチェーン上でより高付加価値な領域へのシフトを目指している。

こうした理念は、食品事業の立ち上げとその後の成長、そして近年のプレミアム食品への注力として具体化されている。ヘルスケア、外食、ペットフードといった分野への展開もまた、同社の経営理念の体现である。

### 経営ビジョン

「総合食品企業として、食による社会課題の解決に挑み続ける」

この企業ビジョンは、同社の成長戦略と軌を一にしており、日本社会が直面する2つの人口動態の変化—すなわち社会的課題ともいえる潮流—への対応を目指している:

- **家族構成の変化**: 単身世帯や共働き世帯の増加に伴い、家庭における調理は非生産的な時間とみなされつつある。ニッポンは、個食対応の冷凍食品や簡便調理食品を提供することでこの課題に対応し、同時に食品ロスの削減にも貢献している。
- **労働力不足**: 慢性的な人手不足が続く外食産業に対し、業務用顧客向けにプレミックスや冷凍食材などの付加価値製品を提供することで、現場の生産性や効率向上を支援している。

社会の変化に伴って消費者ニーズが多様化していく中、同社は今後もその変化に対応することで成長を続けることができると考えている。



# ビジネスモデル

## 主要な概念と事業フロー

製粉事業と食品事業では、事業モデルおよび構造に明確な違いがあり、製粉事業は政府の関与が大きいのに対し、食品事業は非常に競争の激しい市場で展開されている。

### 製粉事業

- **売上**: 主な事業は、政府が価格を統制する輸入小麦を製粉し、業務用小麦粉として販売することである。副産物であるふすま(小麦ふすま)を飼料用途として販売することでの収益や、港湾業務・倉庫業務などの付随サービスからの収益もある。
- **コスト**: 収益性は、最大のコスト要素である原料小麦の政府決定価格と、大規模な臨海工場の操業・保守にかかるエネルギーなどの固定費によって大きく左右される。
- **競争環境**: 成熟した安定的な寡占市場であり、高度に規制されている。競争優位性は主に、顧客からの信頼を得る営業活動・高品質な製造ノウハウやオペレーションの効率性、物流管理能力に依存する。

### 食品事業

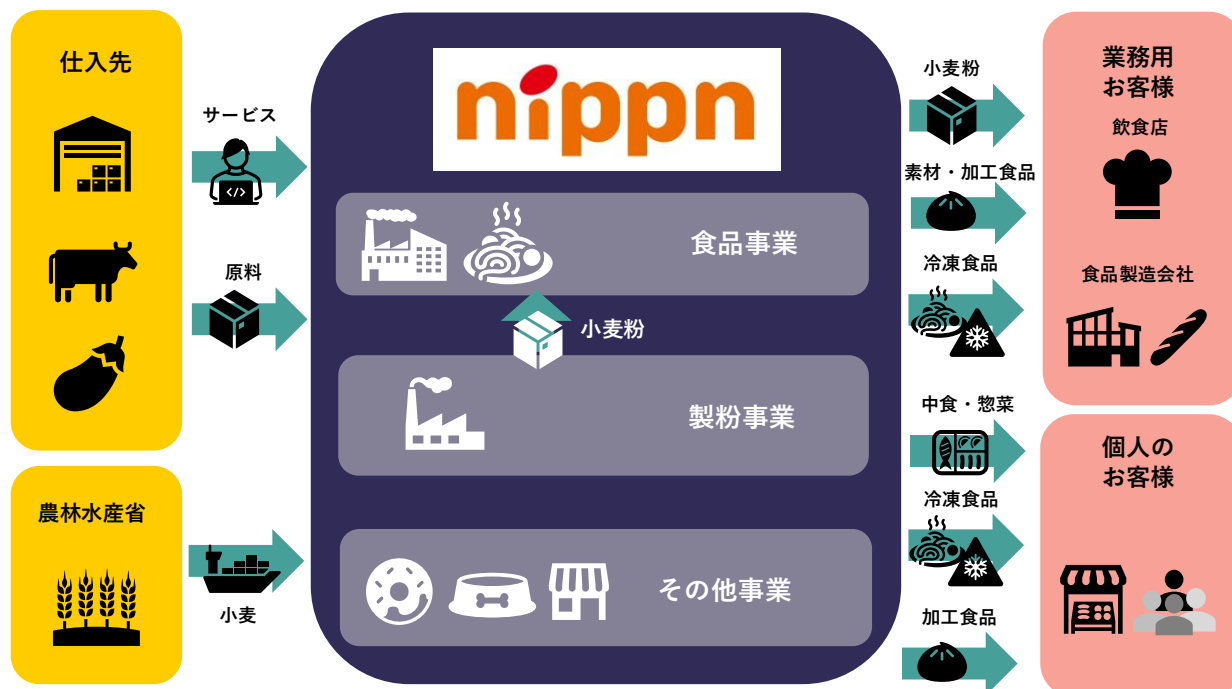
- **売上**: 小麦粉やその他の原料を加工し、以下の4つのサブセグメントで幅広い製品を提供している: 食品素材(B2B向け原料)、加工食品(パスタ・パスタソース等のドライグロスアリー)、冷凍食品(調理済み冷凍パスタ、冷凍ワンプレート商品等)、中食(コンビニエンスストア向け弁当・惣菜等)。
- **コスト**: 原材料費、人件費、包装資材費、設備保守費、研究開発費、ブランド商品の販売促進費など、多岐にわたる要因により構成される。
- **競争環境**: 食品事業の各サブセグメントにおいて激しい競争が存在し、ニッポンは、大手食品メーカー、各サブセグメントに特化した専門メーカー、さらにはスーパーマーケットなどのプライベートブランド商品とも競合している。

### 事業フロー

以下の図は、食品製造バリューチェーンにおけるニッポンの位置づけを示したものである。

## 製粉事業が食品およびその他事業への原料供給を担う構造

### 事業フローの概要



出所: 会社データ



## 同業他社分析

当社では、ニッポンの収益性およびバリュエーションを評価するにあたり、製粉業および食品メーカーを中心に以下の企業を比較対象として選定した。

- **国内企業**: 製粉会社および食品メーカーを選定
- **海外企業**: 穀物の製粉・加工を手がけるグローバル企業および食品製品メーカーを選定

### 国内企業

会社名	概要
株式会社日清製粉グループ本社 (2002 JP)	製粉を中心とする国内大手企業で、加工食品・調理食品・酵母・バイオテクノロジー・ヘルスケア製品などにも事業を多角化している
昭和産業株式会社 (2004 JP)	製粉、油脂、糖化製品、でんぷん、飼料など幅広い食品関連事業を展開するとともに、不動産の管理も行っている
日東富士製粉株式会社 (2003 JP)	小麦粉およびふすまの製造・販売を主軸とし、倉庫業や設備設置業にも従事している
株式会社ニチレイ (2871 JP)	加工食品（特に冷凍食品）、水産品、畜産品、低温物流などを主要事業とする総合食品企業
味の素株式会社 (2802 JP)	調味料、食用油、冷凍食品、飲料などを手がけるグローバルな食品・バイオ企業で、アミノ酸の科学に強みを持つ
マルハニチロ株式会社 (1333 JP)	漁業・養殖・水産加工・冷凍食品などを展開する世界最大級の水産会社のひとつ
日本ハム株式会社 (2282 JP)	食肉、ハム・ソーセージ、魚介類、乳製品などを中心とする国内有数の食品加工企業

出所: 会社データ、ブルームバーグ

### 海外企業

会社名	概要
Bunge Global SA (BG US)	油糧種子の加工、穀物の調達、食用油・製粉製品・砂糖・バイオエネルギーの製造などを行う、世界的なアグリビジネスおよび食品企業
Archer-Daniels-Midland Company (ADM US)	油糧種子やトウモロコシなどの農産物の調達・輸送・加工を手がける、グローバルな食品加工および商品取引会社。食品、飲料、動物飼料の原料を提供
Lamb Weston Holdings, Inc. (LW US)	フライドポテトやスイートポテトフライ、前菜用冷凍食品などの付加価値冷凍ポテト製品を世界中の外食産業・小売業者向けに製造・販売するリーディング企業
General Mills, Inc. (GIS US)	シリアル、ベーキングミックス、スナック、ヨーグルト、ペットフードなどのブランド食品を展開する多国籍食品メーカー
WK Kellogg Co (KLK US)	「フロスティ」や「フルーツループス」など、著名ブランドの朝食用シリアルの製造・販売を行う企業
Campbell Soup Company (CPB US)	代表的な缶入りスープで知られる加工食品メーカー。スナック、ベーカリー製品、飲料なども多数展開
Premium Brands Holdings Corp (PBH CA)	北米全域で、スペシャリティ食品製造および高級食品流通事業を展開するポートフォリオ企業
Post Holdings, Inc. (POST US)	朝食用シリアル、チルド食品、業務用食品、アクティブニュートリション（健康食品）などを展開する消費財ホールディング企業

出所: 会社データ、ブルームバーグ



## 主な分析結果

### 収益性

食品メーカーの収益性には国内外で大きな差があり、海外企業は構造的に高い利益率を誇る。海外企業の直近 12 か月の平均営業利益率 (OPM) は 8.9% であり、国内企業平均の 5.2% を大きく上回っている。この差は、海外企業がより大規模な事業展開、柔軟な物流体制、異なる製品構成を通じて、高い収益性を実現していることを示している。

ニッポンの過去 10 年間の平均営業利益率は 3.7% であり、国内同業他社の平均である 4.9% を下回り、海外企業の 9.6% からさらに大きく乖離している。一方、足元では営業利益率が 5.3% にまで改善し、国内同業他社の平均水準 (5.2%) に並ぶまでになっている。

### バリュエーション

利益ベースのバリュエーション (EV/EBITDA および PER) は、海外企業 (9.6 倍、14.4 倍) と国内企業 (8.8 倍、15.3 倍) でほぼ同水準である。これは、より高い収益性や人口動態における優位性を持つ海外企業と比較しても、日本企業が堅固なバランスシートを維持していることが評価されているためと考えられる。実際、国内企業の平均 PBR は 1.8 倍であるのに対し、海外企業は 2.8 倍となっている。

ニッポンは、予想 EV/EBITDA が 6.1 倍、PBR が 0.8 倍で取引されており、国内企業の平均である 8.8 倍および 1.8 倍と比較して大きなディスカウントとなっている。この要因としては、過去の低い利益率や資本効率の低さが挙げられる。当社では、ニッポンが成長戦略や資本効率の改善施策を着実に実行することで、バリュエーションが大きく見直される可能性があると考えている。

### 収益の持続可能性 (過去 5 年の実績)

過去 5 年間にわたり、ニッポンは同業他社を大きく上回る強固かつ持続的な利益成長を達成してきた。ニッポンの EPS の年平均成長率 (CAGR) は +22.1% であり、国内同業他社の +11.4% の約 2 倍、海外同業他社の +6.7% の 3 倍以上となっている。この結果は、同社が継続的に業務効率を改善してきたことを示している。

### 主な知見

- ニッポンの収益性は改善傾向にあり、現在では国内同業他社と同水準にあるものの、海外企業とは依然として差がある。これは、国内市場における競争環境の厳しさを反映している。
- 同社の過去 5 年間にわたる利益成長および資本効率の改善は、経営パフォーマンスと資本配分戦略の持続的な向上を示している。
- こうしたパフォーマンスの改善にもかかわらず、ニッポンのバリュエーションは国内外の同業他社と比較して大幅なディスカウント水準にとどまっている。

以上のことから、ニッポンの現在の株価水準は、同社のファンダメンタルズの改善および資本効率向上に向けた戦略転換を十分に織り込んでいないと考えている。

業績の継続的な改善にもかかわらず、国内同業他社と比較して割安に評価されているニッポンのバリュエーション  
主要な収益性・バリュエーション指標の同業他社比較分析

ティッカー	会社名	時価総額 (百万米ドル)	収益性				バリュエーション				
			直近 12 か月 の営業利益 率(%)	10 年平均営 業利益率(%)	直近 12 か月 の ROE (%)	10 年平均の ROIC (%)	EV/EBITDA 12 か月フォ ワード (倍)	EV/売上高 12 か月フォ ワード (倍)	配当利回り 12 か月フォ ワード (%)	PER 12 か月フォ ワード (倍)	PBR (倍)
<b>2001 JP</b>	<b>株式会社ニッポン</b>	<b>1,318</b>	<b>5.3</b>	<b>3.7</b>	<b>8.1</b>	<b>3.8</b>	<b>6.1</b>	<b>0.5</b>	<b>2.8</b>	<b>11.1</b>	<b>0.75</b>
<i>国内企業</i>											
2002 JP	株式会社日清製粉グループ本社	3,580	5.2	4.6	7.1	3.8	6.5	0.6	3.4	13.4	1.09
2004 JP	昭和産業株式会社	663	3.2	3.0	6.9	4.5	6.8	0.4	3.5	8.0	0.72
2003 JP	日東富士製粉株式会社	436	6.7	6.7	6.5	6.6	9.6	0.7	4.2	17.2	1.32
2871 JP	株式会社ニチレイ	2,867	5.3	5.2	9.3	7.0	7.0	0.7	2.9	13.9	1.65
2802 JP	味の素株式会社	27,279	10.2	9.2	10.3	5.6	15.3	2.7	1.3	30.6	5.76
1333 JP	マルハニチロ株式会社	1,149	3.0	2.5	10.5	3.6	9.0	0.4	3.4	7.1	0.75
2282 JP	日本ハム株式会社	3,829	2.9	3.1	4.7	4.5	7.8	0.5	2.7	17.1	1.09
<b>平均値</b>		<b>5,686</b>	<b>5.2</b>	<b>4.9</b>	<b>7.9</b>	<b>5.1</b>	<b>8.8</b>	<b>0.9</b>	<b>3.1</b>	<b>15.3</b>	<b>1.77</b>
<i>海外企業</i>											
BG US	Bunge Global SA	16,251	2.1	3.1	13.2	3.0	8.3	0.4	3.5	10.0	1.00
ADM US	Archer-Daniels-Midland Company	29,654	1.3	3.0	4.9	6.1	8.0	0.4	3.4	13.8	1.32
LW US	Lamb Weston Holdings, Inc.	7,881	13.0	15.0	20.0	18.8	10.7	1.9	2.7	18.8	4.53
GIS US	General Mills, Inc.	26,986	16.9	17.5	24.7	11.4	12.0	2.2	5.0	13.5	2.93
KLK US	WK Kellogg Co.	1,985	7.8	5.6	10.9	9.0	9.9	1.1	2.9	15.8	5.74
CPB US	Campbell's Company	10,056	13.9	14.8	11.8	11.1	9.9	1.7	4.6	13.3	2.60
PBH CA	Premium Brands Holdings Corp	3,039	5.8	5.6	5.4	6.7	10.0	1.0	3.9	15.6	2.42
POST US	Post Holdings, Inc.	6,027	10.6	10.6	9.2	4.5	7.7	1.4	0.0	14.3	1.51
<b>平均値</b>		<b>12,735</b>	<b>8.9</b>	<b>9.4</b>	<b>12.5</b>	<b>8.8</b>	<b>9.6</b>	<b>1.3</b>	<b>3.3</b>	<b>14.4</b>	<b>2.76</b>

出所: ファクトセット、ブルーミングバーク、アストリス・アドバイザリー



EPS 成長率は売上高成長率を大きく上回っており、収益性の改善および業務効率の向上を反映

過去実績の同業他社比較分析 - 過去 5 年間の年平均成長率と収益性指標の変化率(2019 年～2025 年)

ティッカー	会社名	成長率の 5 年 CAGR						過去 5 年間の変化			
		売上高	EBIT	純利益	EPS	BPS	総資産成長率	粗利益率	FCF マージン	ROE	ROA
2001 JP	株式会社ニッポン	3.6	22.3	22.6	22.1	9.1	6.2	-4.1	-0.3	4.7	3.2
国内企業											
2002 JP	株式会社日清製粉グループ本社	3.6	9.4	9.1	9.2	4.7	3.5	-5.7	-0.7	1.4	0.7
2004 JP	昭和産業株式会社	5.7	12.0	11.4	10.5	8.7	7.9	-1.4	-0.4	0.7	0.6
2003 JP	日東富士製粉株式会社	4.7	1.4	1.0	1.1	6.2	4.9	-1.1	-5.2	-2.3	-1.4
2871 JP	株式会社ニチレイ	3.7	5.0	4.7	5.8	8.4	5.3	1.0	0.3	-1.2	-0.1
2802 JP	味の素株式会社	6.8	15.9	30.4	32.3	8.8	4.9	-0.8	4.2	5.8	2.7
1333 JP	マルハニチロ株式会社	3.6	15.1	13.2	14.2	12.6	5.2	0.5	0.0	0.9	1.0
2282 JP	日本ハム株式会社	2.2	7.2	6.7	7.1	6.2	4.3	0.5	0.7	0.3	0.2
平均値		4.3	9.4	10.9	11.4	7.9	5.1	-1.0	-0.2	0.8	0.5
海外企業											
BG US	Bunge Global SA	5.2	2.6	-0.4	1.6	15.0	6.3	0.6	1.6	38.3	12.0
ADM US	Archer-Daniels-Midland Company	5.7	8.3	5.5	8.4	6.1	3.9	-0.3	7.9	-2.1	-0.8
LW US	Lamb Weston Holdings, Inc.	11.5	9.8	9.2	9.4	65.9	19.3	-0.9	-9.4	-	-4.5
GIS US	General Mills, Inc.	3.3	6.3	7.3	8.2	7.5	0.5	0.2	-5.6	-1.4	0.9
KLK US	WK Kellogg Co.	-1.4	-16.1	-20.7	-21.0	-10.6	11.7	-	-	-	-
CPB US	Campbell's Company	3.5	0.5	3.6	16.0	28.3	3.0	-3.7	-5.5	-14.7	-0.8
PBH CA	Premium Brands Holdings Corp	12.1	17.7	7.6	3.1	6.7	14.6	0.3	-1.8	-2.4	-0.8
POST US	Post Holdings, Inc.	6.9	9.0	24.1	27.7	11.5	1.9	-2.3	0.9	13.6	4.0
平均値		5.9	4.8	4.5	6.7	16.3	7.7	-0.9	-1.7	-36.9	1.4

出所: ファクトセット、ブルームバーグ、アストリス・アドバイザリー

注: 数値は未調整。





## バランスシート

ニッポンは、低レバレッジで健全な流動性を有する堅実かつ保守的なバランスシートを維持しており、これは国内同業他社にも共通する特徴である。一方、海外の同業他社は、より積極的な M&A 主導型の成長戦略の結果として、著しく高いレバレッジを前提に事業を展開している。

ニッポンに関しては、以下の点が観察される：

- **流動性** — 流動比率は 1.5 倍、当座比率は 1.0 倍と健全な水準にあり、国内平均をやや下回るものの、海外同業他社の多くと比較して強固な短期的財務柔軟性を有していることが示されている。
- **レバレッジ** — 極めて保守的な資本構成を有している。ネット D/E レシオは実質ゼロ(0.0 倍)であり、総資本に対する有利子負債比率も 19.1%にとどまる。これは同業企業群の中でも極めて低い水準であり、同社が成長資金を内部資金で賄っていることを示している。
- **効率性** — 高い運転効率を示しており、棚卸資産回転率は 6.7 回と、国内外の平均を上回っている。キャッシュ・コンバージョン・サイクルも 68.2 日と、国内同業平均よりも効率的であり、運転資本管理の良好さを示している。

また、ニッポンは総額 1,037.8 億円の長期保有資産を有しており、その内訳は以下の通りである：

- 投資有価証券：855.3 億円
- 長期債権：44.0 億円
- その他の投資資産：41.2 億円

総じて、ニッポンは、低いレバレッジと多額の投資有価証券を特徴とする非常に堅固なバランスシートを有していると評価される。経済環境の変動に対応できる健全な資本基盤を備えており、今後の戦略的施策の資金源として、未活用の借入余力も十分に確保している。

財務体質は健全で、負債は極めて限定的

流動性、負債比率、資本効率の比較

会社名	流動性		負債比率				効率性			
	流動比率 (倍)	当座比率 (倍)	ネット D/E レシ オ (倍)	EBITDA ネット有 利子負債 倍率 (倍)	負債総資 本比率 (%)	自己資本 比率 (%)	資産回転 率 (倍)	棚卸資産 回転率 (倍)	在庫日数	キャッ シュ・サイ クル (日)
株式会社ニッポン	1.5	1.0	0.0	0.4	19.1	60.7	1.0	6.7	54.5	68.2
国内企業										
株式会社日清製粉グ ループ本社	2.3	1.5	0.0	-0.2	14.8	61.4	1.1	5.4	67.8	76.4
昭和産業株式会社	1.4	0.8	0.3	1.9	27.3	52.2	1.3	5.8	62.5	92.8
日東富士製粉株式会 社	3.3	2.2	0.0	-0.1	0.8	78.4	1.1	5.0	72.6	115.3
株式会社ニチレイ	1.6	1.2	0.3	1.1	29.0	51.5	1.4	10.8	33.7	68.8
味の素株式会社	1.8	1.1	0.4	1.3	39.9	43.4	0.9	3.5	104.0	101.2
マルハニチロ株式会社	1.7	0.8	1.0	4.5	54.1	33.7	1.6	4.3	84.8	113.3
日本ハム株式会社	1.6	0.9	0.3	2.0	29.9	55.2	1.4	6.7	54.2	65.4
平均値	2.0	1.2	0.3	1.5	28.0	53.7	1.3	5.9	68.5	90.5
海外企業										
Bunge Global SA	2.0	1.1	0.4	2.0	42.0	39.7	2.1	6.9	52.6	48.3
Archer-Daniels- Midland Company	1.4	0.8	0.4	3.0	36.0	41.4	1.6	6.8	53.7	53.1
Lamb Weston Holdings, Inc.	1.4	0.6	2.6	3.3	72.3	22.0	0.9	4.4	82.8	83.6
General Mills, Inc.	0.7	0.4	1.5	3.3	60.5	28.3	0.6	6.4	57.4	-24.1
WK Kellogg Co.	0.8	0.3	2.1	2.4	68.7	16.2	1.4	5.5	66.7	-3.7
Campbell's Company	0.8	0.3	1.8	3.8	65.2	26.1	0.7	5.0	72.9	24.6
Premium Brands Holdings	1.0	0.4	1.9	5.6	65.2	29.6	1.2	6.5	56.1	49.7
Post Holdings, Inc.	2.1	1.4	1.7	4.8	64.5	29.9	0.6	7.5	48.9	48.6
Bunge Global SA	2.0	1.1	0.4	2.0	42.0	39.7	2.1	6.9	52.6	48.3
平均値	1.1	0.6	1.9	3.9	66.1	25.4	0.9	5.9	64.1	29.8

出所: リフィニティブ、ファクトセット



## セグメント別バリュエーション

EV/EBITDA 倍率や PER、PBR といった収益ベースの評価指標に加え、製粉事業と食品事業で大きく異なる競争環境を踏まえると、株式会社ニッポンの評価に際してはセグメント別アプローチ (SOTP: Sum-of-the-Parts) を用いることも有効と考える。加えて、「その他」事業部門は利益率・成長率ともに相対的に高く、より高いバリュエーション・マルチプルが妥当と判断する。

株式会社ニッポンの現在株価は、SOTP 評価に対して 53% のディスカウントで取引されている

### セグメント別評価 (SOTP 分析)

(単位: 10 億円)	2026 年 3 月期 予想 EBITDA	マルチプル(倍)	評価額
製粉事業	11.79	7.50	88.42
食品事業	15.79	10.00	157.89
その他事業	4.74	11.00	52.18
	32.32	9.23	298.50
現金			44.95
投資有価証券			85.53
有利子負債			-57.03
純資産価値 (NAV)			371.95
株式 1 株あたり NAV			4,770.73
株価			2,336.00
NAV に対するディスカウント率			51%

出所: 会社資料、アストリス・アドバイザリー

セグメント別評価における主要な前提:

- **2026 年 3 月期の EBITDA 見積値**: 各事業部門の業績見通しをもとに、株式会社ニッポンの会社計画および中期経営計画に基づき当社が独自に推計した数値を使用している。
- **EBITDA マルチプル**: 各事業部門における同業他社の平均マルチプルをベースとし、ニッポンの競争ポジショニングを加味して、適宜プレミアムまたはディスカウントを適用している。



## 資本配分

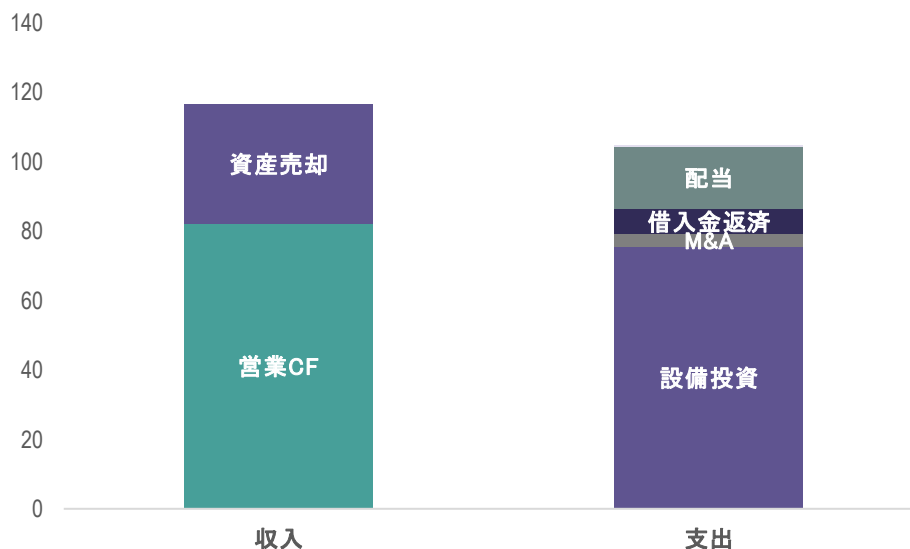
ニッポンは、長期経営計画「長期ビジョン 2030」の一環として、資本効率の向上に取り組んでいる。ROE および ROA の改善を目指し、大規模な設備投資計画や政策保有株式の大幅な縮減を含む、より積極的な資本配分戦略を採用している。

2021 年 3 月期から 2025 年 3 月期の 5 年間で、ニッポンは累計 1,164 億円のキャッシュ・インフローを創出し、そのうち大半の 756 億円を設備投資に再投資してきた。株主還元も引き続き重視しており、配当を通じて 180 億円を株主に還元している。

当該期間において M&A の実績は限定的であり、ニッポンは設備投資およびジョイントベンチャーを通じた有機的成長を優先してきた。ただし、2026 年 3 月期には、食品事業においてスモールサイズの買収(タックイン型買収)を完了する見込みである。

### 遊休資産の売却を通じて成長投資を実施

過去 5 年間の累積資本創出・配分実績(2021 年 3 月期～2025 年 3 月期)



出所: 会社データ

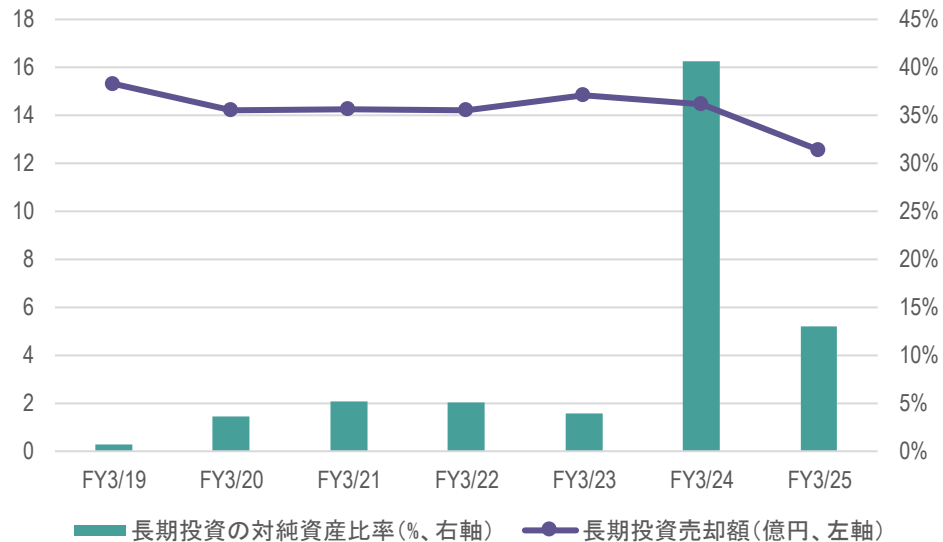
ニッポンは、長期的に ROE を 8% 超へ引き上げるための明確な資本配分計画を策定しており、この計画には、ニッポンが保有する多額の政策保有株式の削減、遊休資本をより高リターンの施策へ再投資すること、資本構成の最適化が含まれている。

### 政策保有株式の削減を優先事項に位置付け

ニッポンは政策保有株式の削減に積極的に取り組んでおり、2027 年 3 月期までにさらなる削減を行うことを表明しているほか、次期中期経営計画の発表時には新たな削減目標を設定する可能性がある。当社では、ニッポンが今後も政策保有株式の削減を継続し、そこで得られた資金を各事業における成長投資に再配分していくと見込んでいる。

## 長期保有資産はニッポンのバランスシートにおいて依然として重要な構成要素

長期保有資産の年間売却額(十億円)および純資産に占める割合

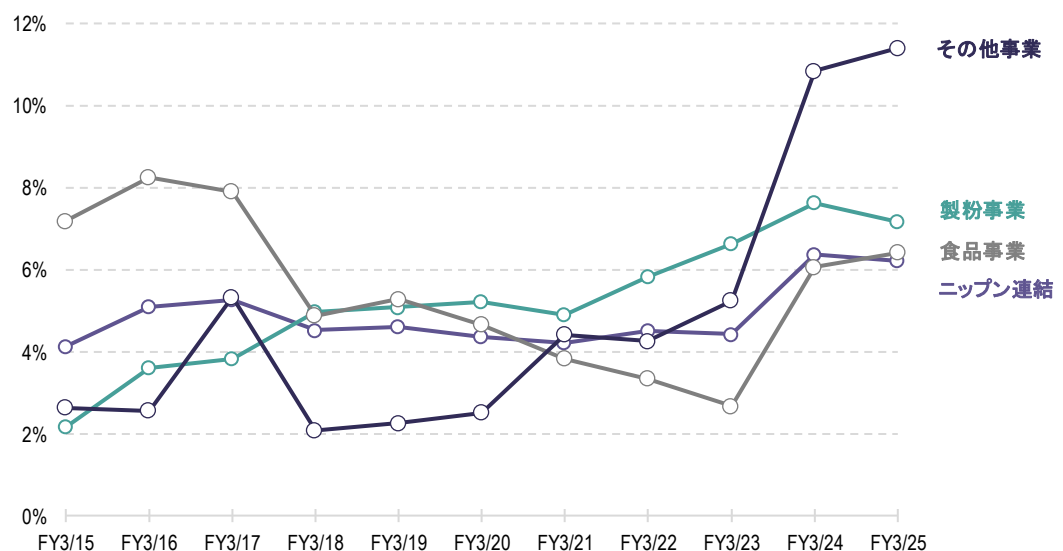


出所: 会社データ

## 資本効率化に向けた遊休資本の再配分には大きな余地

当社は、ニッポンには資本効率の改善に向けた大きな余地があると考えている。連結ベースの税引前 ROA がセグメントベースの税引前 ROA を大きく下回っていることから、バランスシート上に相当程度の遊休資産が存在していることが示唆される。このことが ROA を押し下げている要因となっている。ニッポンが資本配分戦略を着実に実行できれば、ROA および ROE の双方に大きな上振れ余地があると考ええる。

## 全ての事業セグメントが連結ベースを上回る税引前 ROA を達成 事業セグメント別および連結ベースの税引前 ROA(年次、%)



出所: 会社データ

## 直近の業績

### 2025 年 3 月期通期決算

2025 年 3 月期決算は、EBITDA マージンの改善を主因に堅調な結果に

#### 主要財務データ

(単位:10 億円)	2024 年 3 月期	2025 年 3 月期	前年比伸び率 (%)
売上高	400.51	410.88	+2.6
売上総利益(損失)	94.00	99.59	+5.9
売上総利益率	23.5	24.2	
販管費	73.659	78.10	+6.0
営業利益(損失)	20.34	21.49	+5.6
営業利益率	5.1	5.2	
税引前利益	36.17	36.88	+2.0
親会社株主に帰属する当期純利益	26.37	24.76	-6.1
EBITDA	30.66	32.38	+5.6
EBITDA マージン (%)	7.7	7.9	
調整後 ROE (%)	8.3	7.1	

出所:会社データ

### 2025 年 3 月期は、食品事業およびその他事業が好調に推移

#### セグメント別業績(セグメント間取引消去前)

(単位:10 億円)	2024 年 3 月期	2025 年 3 月期	前年比伸び率 (%)
売上高			
製粉	125.32	121.66	-2.9
食品	226.66	238.35	+5.2
その他	48.54	50.86	+4.8
セグメント EBITDA			
製粉	12.07	12.21	+1.2
食品	14.01	15.35	+9.6
その他	4.09	4.50	+10.0

出所:会社データ

#### 主な注目ポイント

2025 年 3 月期の通期決算では、ニッポンの確実な業績遂行が示され、収益性の成長が売上成長を上回った結果、売上高・営業利益ともに過去最高を更新した。

2025 年 3 月期通期決算の主なポイントは以下のとおり。

- **売上成長は食品事業が牽引**: 売上高は前年比+2.6%増の 4,108 億円となった。この成長は主に、外食・インバウンド需要の回復、価格改定の浸透、特に「オーマイプレミアム」ブランドを中心とした冷凍食品カテゴリーの好調な販売によるものである。
- **コスト上昇下においても EBITDA マージンは改善**: EBITDA は前年比+5.6%増の 324 億円となり、EBITDA マージンは 7.7%から 7.9%へと改善した。これは、売上総利益率



が 23.5%から 24.2%へと改善したことで、販売費及び一般管理費 (SG&A) の前年比 +6.0%増を吸収できたことによる。

- セグメント別では食品事業が成長を牽引:
  - 食品事業は売上が前年比+5.2%、セグメント EBITDA が同+9.6%と力強い成長を示した。これは、冷凍食品およびプレミックスの需要拡大が背景にある。
  - 製粉事業は、製粉価格改定の影響で売上が前年比-2.9%減少したが、セグメント EBITDA は微増 (同+1.2%) となった。
  - その他事業は、ペットフードの販売数量および価格改定、外食事業の回復により、売上は前年比+4.8%、セグメント EBITDA は同+10.0%と好調だった。

## 2026 年 3 月期業績会社予想

ニッポンの 2026 年 3 月期 (FY3/26) の業績予想では、食品事業における旺盛な需要を背景に、売上高が前年比+3.2%増の 4,240 億円と過去最高を見込んでいる。一方で、営業利益は人件費、物流費、減価償却費の上昇が重しとなり、215 億円 (前年比+0.1%) と横ばいの見通しである。

また、2026 年 3 月期の戦略的設備投資計画は過去最高の 314 億円となっており、2025 年 3 月期から 2027 年 3 月期までの 3 年間で最大 1,400 億円を投資する計画の一環である。主な投資プロジェクトには、2026 年 2 月完成予定の知多製粉工場と、傘下の畑中食品向けの冷凍食品新工場が含まれており、いずれも中長期的な生産能力・効率性・収益性の向上を目的としている。

## 2026 年 3 月期、ニッポンは成長投資として過去最大の設備投資を見込む

### 主要財務データ

(単位: 10 億円)	2025 年 3 月期 実績	2026 年 3 月期 会社予想	前年比伸び率 (%)
売上高	410.88	424.00	+3.2
営業利益 (損失)	21.49	21.50	+0.1
営業利益率	5.2	5.1	
親会社株主に帰属する当期純利益	24.76	20.20	-18.4
EBITDA	32.38	33.20	+2.5
EBITDA マージン (%)	7.9	7.8	
設備投資	21.96	31.40	+43.0

出所: 会社データ



## 食品事業および製粉事業において営業利益率の縮小を見込む

### セグメント別業績予想

(単位:10 億円)	2025 年 3 月期 実績	2026 年 3 月期 会社予想	前年比伸び率 (%)
<b>売上高</b>			
製粉	121.66	120.00	-1.4
食品	238.35	250.50	+5.1
その他	50.86	53.50	+5.2
<b>セグメント営業利益</b>			
製粉	9.20	8.60	-6.6
食品	9.28	9.60	+3.4
その他	3.00	3.30	+10.0

出所:会社データ

## 中期経営計画

### 2023 年 3 月期～2027 年 3 月期 中期目標

ニッポンは 2022 年 5 月に、2027 年 3 月期までに売上高 4,000 億円、営業利益 150 億円を目指す中期経営計画(2023 年 3 月期～2027 年 3 月期)を発表した。2024 年 3 月期において業績が想定を上回ったことを受け、当初の目標を前倒しで達成し、これによりニッポンは 2027 年 3 月期の財務目標を大幅に引き上げた。

上方修正後の 2027 年 3 月期目標は以下の通り:

- 売上高:4,500 億円(当初目標 4,000 億円比 +12.5%)
- 営業利益:210 億円(当初目標 150 億円比 +40%)
- EBITDA:358 億円(当初目標 289 億円比 +24%)
- ROE:8.0%以上(当初目標 6.0%以上比 +200 ベーシスポイント)

上記の目標達成に向け、ニッポンは設備投資を大幅に増加させ、成長加速を図る計画である。2025 年 3 月期から 2027 年 3 月期にかけて最大 1,400 億円の投資を実施する予定であり、新知多製粉工場や子会社畑中食品による冷凍食品工場の新設に加え、海外展開およびデジタルトランスフォーメーション／自動化への投資を重点的に行う。

### 2030 年に向けた長期経営計画「長期ビジョン 2030」

ニッポンの「長期ビジョン 2030」は、安定し成熟した中核事業から、成長性の高い冷凍食品事業および海外事業への展開を支えるための資本再配分を図る包括的な計画である。この野心的な戦略の成功は、大規模な設備投資プロジェクトを着実に遂行し、国際市場へのさらなる浸透を実現できるかにかかっている。

## 成長を支える柱は冷凍食品事業と海外事業

### 2031 年 3 月期 長期財務目標

(単位: 10 億円)	2024 年 3 月期 実績	2027 年 3 月期 中期経営計画の 目標	2031 年 3 月期 長期ビジョンの 目標
売上高(全社)	400.5	450.0	500.0
営業利益(全社)	20.3	21.0	25.0
売上高(冷凍食品事業)	52.0	65.0	90.0
売上高(海外事業)	20.0	40.0	60.0

出所: 会社データ

5,000 億円の売上高および 250 億円の営業利益という長期財務目標は、以下の 2 つの  
主要な成長戦略によって牽引される:

- **冷凍食品事業:** 市場が拡大している、主菜と副菜がセットになったワンプレート商品の生産能力を増強するとともに、継続的なマーケティング施策の実施により、「オーマイプレミアムブランド」の冷凍パスタの認知拡大を図る。
- **海外事業:** 米国ユタ州での製粉合併事業を通じた拠点拡大に加え、ベトナムに新たなプレミックス工場を建設し、成長著しい ASEAN 市場への展開拠点とする。初期段階では B2B 顧客へのアプローチに注力する。

## 当社の業績予想と主な前提条件

当社の業績予想は以下を勘案している。

- 資本配分および投資戦略の継続的な実行
- 効率性の向上および業務運営の規律による段階的なマージン改善
- M&A は想定していない

### アストリスの業績予想

	2026 年 3 月 期予想	2027 年 3 月 期予想	2028 年 3 月 期予想
売上高	423.97	441.57	459.98
成長率(%)	+3.2	+4.2	+4.2
営業利益 (10 億円)	21.54	22.55	23.41
営業利益率 (%)	5.1	5.1	5.1
EBITDA (10 億円)	32.32	34.13	35.51
EBITDA マージン(%)	7.6	7.7	7.7
FCF (10 億円)	(2.03)	(0.61)	6.56
FCF マージン (%)	-0.5	-0.1	1.4
ROE (%)	6.7	7.0	7.2
DPS (円)	66.0	66.0	66.0
配当利回り (%)	2.8	2.8	2.8

出所: アストリス・アドバイサリー

当社業績予想の主な前提は以下のとおり。

- **売上成長**: 食品事業における生産能力および製品ラインアップの拡充、海外市場への浸透拡大、「その他」事業の成長継続により、ニッポンは中程度の売上成長率を維持できると見込んでいる。
- **収益性**: 中核である製粉事業および食品事業における効率性の向上と、生産設備やデジタルトランスフォーメーションへの継続的な投資により、ニッポンは高水準の EBITDA マージン(一桁後半)を維持すると予想する。また、食品事業におけるプレミアム製品への構成比のシフトも、マージン拡大に寄与すると見込んでいる。

## 経営陣・役員

12 名、女性比率 25%、社外比率 41.7%

### 社内取締役の略歴

#### 前鶴 俊哉 – 代表取締役社長 CEO

1983 年 4 月に入社以来、一貫してニッポンでキャリアを積んできた。福岡工場長、生産技術本部長など、要職を歴任。2015 年 6 月に取締役に就任し、2020 年 6 月より現職の代表取締役社長 CEO に就任。現在、20,800 株を保有しており、他の上場企業における取締役職や社外役職は有していない。

#### 木村 富雄 – 代表取締役 専務執行役員

1984 年 4 月に入社。営業部門に豊富な経験を有し、関東支店および札幌支店の支店長を歴任。2020 年 6 月より製粉事業本部長を務め、2022 年 6 月に取締役就任、2024 年 6 月に専務執行役員に昇格。現在、4,600 株を保有しており、他の上場企業における取締役職や社外役職は有していない。

#### 川崎 裕章 – 取締役 常務執行役員

1986 年 4 月に入社。食品事業において要職を歴任し、小樽工場長および食品事業部長を務めた。2022 年 6 月に取締役常務執行役員就任、業務用食品事業本部の管掌。現在、9,100 株を保有しており、他の上場企業における取締役職や社外役職は有していない。

#### 小浦 浩司 – 取締役 常務執行役員

1987 年 4 月に入社。人事領域に精通し、人事・労務部長を歴任。2020 年 6 月に執行役員、2023 年 6 月に取締役就任、2024 年 6 月に常務執行役員に昇格。現在、2,600 株を保有しており、他の上場企業における取締役職や社外役職は有していない。

#### 大田尾 亨 – 取締役 常務執行役員

1987 年 4 月に入社。総務部秘書室長および経理・財務部長など、管理部門および財務領域での豊富な経験を有する。2022 年 6 月に執行役員に就任し、2024 年 6 月に取締役に就任。現在、3,900 株を保有しており、他の上場企業における取締役職や社外役職は有していない。

#### 阿部 直樹 – 取締役 常務執行役員

1988 年 4 月に入社。生産・技術本部を中心に、現場オペレーションおよび技術部門において複数の重要ポジションを歴任。2022 年 6 月に執行役員、2024 年 6 月に取締役および生産技術本部長に就任。現在、8,800 株を保有しており、他の上場企業における取締役職や社外役職は有していない。

### 青沼 孝明 – 取締役 監査等委員

1982 年 4 月に入社。関連事業部長や経理・財務部長など、複数の重要ポジション歴任。2019 年に取締役に就任し、2024 年 6 月より監査等委員会に所属。現在、14,000 株を保有しており、他の上場企業における取締役職や社外役職は有していない。

## 取締役の略歴

### 川俣 尚高 – 社外取締役

1990 年 4 月に運輸省(現・国土交通省)に入省後、1994 年に弁護士登録。2008 年 1 月より丸の内総合法律事務所のパートナーを務める。2014 年 6 月に当社監査役に就任、2017 年 6 月より社外取締役。現在、トレックス・セミコンダクター株式会社(東証:6616)および日本電設工業株式会社(非上場)の社外取締役を兼任。7,400 株を保有。

### 熊谷 日登美 – 社外取締役

1990 年 4 月より日本大学生物資源科学部にて教育職を歴任し、2011 年 3 月より同学部教授を務める。2022 年 6 月に当社社外取締役に就任。株式は保有しておらず、他の上場企業における社外取締役職も有していない。

### 高岡 美佳 – 社外取締役

2001 年 4 月に大阪市立大学にて教育職に就き、2002 年より立教大学に所属。2009 年 4 月より立教大学経営学部教授。2024 年 6 月に当社社外取締役に就任。現在、共同印刷株式会社(東証:7914)および SG ホールディングス株式会社(東証:9143)の社外取締役を兼任。株式は保有していない。

### 吉田 和彦 – 社外取締役(監査等委員)

1990 年 4 月に弁護士登録、1993 年 3 月に弁理士登録。2017 年 1 月より中村合同特許法律事務所のマネージングパートナーを務める。2017 年 6 月に当社監査役に就任、2020 年 6 月より取締役(監査等委員)に就任。現在、他の上場企業における社外取締役職は有しておらず、5,000 株を保有。

### 葉山 良子 – 社外取締役(監査等委員)

公認会計士。2015 年 1 月に自身の会計事務所を設立。これまでに、富士銀行(現・みずほ銀行)、有限責任監査法人トーマツ、EY 新日本有限責任監査法人などに勤務。2024 年 6 月に当社取締役(監査等委員)に就任。現在、ベルシステム 24 ホールディングス株式会社(東証:6183)の社外監査役、スギホールディングス株式会社(東証:7649)の監査役を兼任。株式は保有していない。

## その他の会社情報

### 問い合わせ先

#### 住所

〒102-0083  
東京都千代田区麹町四丁目 8 番地

#### 会社ウェブサイト

<https://www.nippon.co.jp/>

#### IR 連絡先

ir@nippon.co.jp  
出所: 会社データ

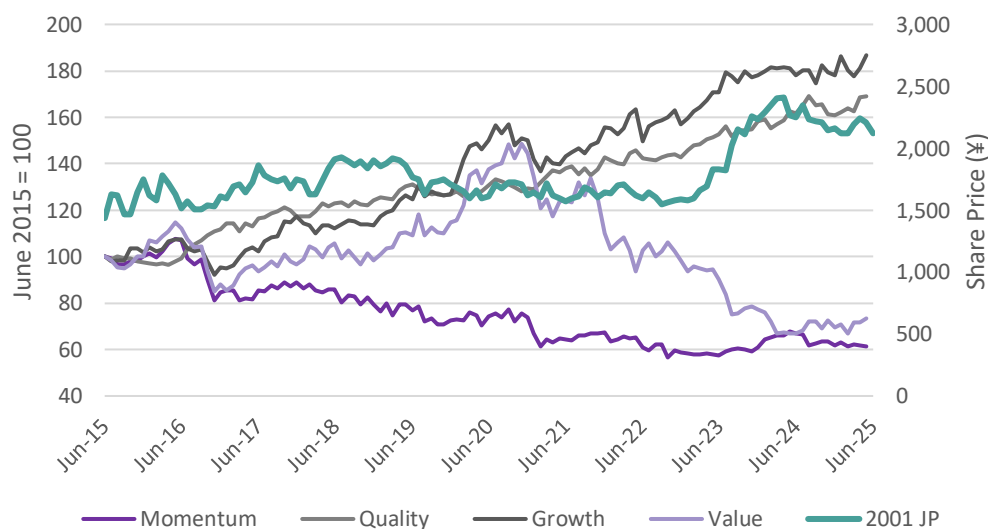
### 株主情報(2025 年 3 月末現在)

大株主	持株比率 (%)
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	9.60
ニッポン取引先持株会	5.60
大樹生命保険株式会社	4.50
株式会社ダスキン	3.20
三井物産株式会社	3.00
株式会社三井住友銀行	2.90
農林中央金庫	2.60
三井住友海上火災保険株式会社	2.40
さぬき丸一製麺株式会社	2.20
東洋水産株式会社	2.20

出所: 会社データ

## アストリス・クオンツシート

株価チャートとファクター分析(2015 年 6 月以降)



出所: ファクトセット

ファクター	2 年相関	5 年相関	10 年相関
モメンタム: 12 ヶ月 (直近1ヶ月 を差し引く)	0.19	0.21	0.13
クオリティ: FCF 利回り	-0.26	-0.11	-0.07
グロース: 営業利益成長率	-0.22	0.10	0.00
バリュー: 簿価時価比率	-0.35	0.01	-0.02

出所: ファクトセット

ニッポンの株価の推移は、モメンタム・ファクターとの相関性が 5 年間で 0.21 と、一定のモメンタム持続性を示す穏やかな相関を示している。一方、他のファクターとの長期的な相関はほとんど見られない。直近の期間においては、バリュー・ファクター(簿価倍率)との相関が最も強く、-0.35 と負の相関を示している。

### ファクターの計算方法と定義

#### ユニバース

TOPIX500

#### ファクターリターンの計算方法

**四分位範囲分析:** 1 ヶ月予測する各要素の上位四分位の平均パフォーマンスから下位四分位の平均パフォーマンスを差し引いて、ファクターリターンを求める。これを取りコストを考慮せずに毎月繰り返して行う。

#### ファクター

##### モメンタム

1 ヶ月リターン

12 ヶ月リターン

直近 1 ヶ月を差し引く

##### クオリティ

FCF 利回り(予想)

##### グロース

営業利益率(予想)

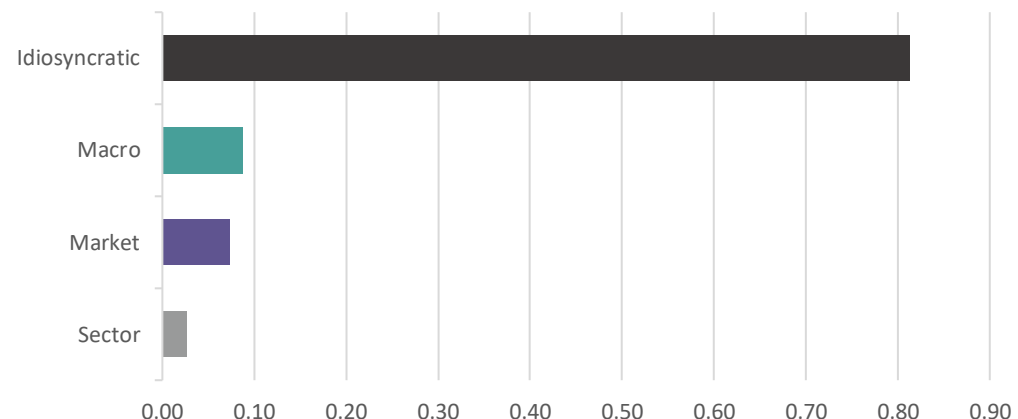
##### バリュー

簿価時価比率(実績)

出所: ファクトセット



### 株価パフォーマンスのドライバーと重回帰分析(2015 年 6 月以来)



出所: ファクトセット

ニッポンの株価は、主に固有の企業要因によって動いており、株価変動の 80% 超を占めている。測定対象となるファクターのうち、マクロ要因は株価変動の 9%、マーケット要因は 7% を説明する一方で、セクター要因の影響は極めて小さい。

### 重回帰分析の計算方法

#### 重回帰分析

すべてのドライバーを含めた回帰分析を行い、一度に 1 つのドライバーを除外しながら個別の回帰分析を行う。各ドライバーの特定の影響を定量化するために、部分決定係数 (partial R 二乗値) を計算。計算式は (すべてのドライバーを含む回帰分析の残差平方和 - 1 つのドライバーを除外した回帰分析の残差平方和) / 1 つのドライバーを除外した残差平方和。

出所: ファクトセット

### 重回帰分析の結果

ファクター	2 年相関	5 年相関	10 年相関
<b>市場</b>			
東証一部	0.06	0.08	0.28
TOPIX 非鉄金属指数	0.15	0.23	0.41
TOPIX 小型株指数	0.05	0.05	0.25
<b>セクター</b>			
TOPIX 食品指数	0.43	0.46	0.58
MSCI Japan 生活必需品指数	-0.03	0.23	0.53
MSCI Japan 食品・飲料・たばこ指数	0.25	0.33	0.51
<b>マクロ</b>			
10 年日本国債利回り	0.07	-0.06	-0.12
全国消費者物価指数 (CPI)	0.17	0.31	0.16
円/ドル	-0.35	-0.23	-0.34
鉱工業生産指数	0.14	-0.11	-0.10
景気ウォッチャー調査先行き判断	-0.18	-0.06	-0.04

出所: ファクトセット

ニッポンの株価は、過去 10 年間で TOPIX 食品指数との相関が最も高く、0.58 を記録している。5 年間でも 0.46 と高い相関を維持している。一方で、直近 2 年間では、TOPIX との相関は 0.06、MSCI Japan との相関は -0.03 と、広範な株価指数との相関はほとんど見られない。

マクロ要因との相関では、円/ドル為替レートとの負の相関 (-0.34) が過去 10 年間で最も強く表れている。

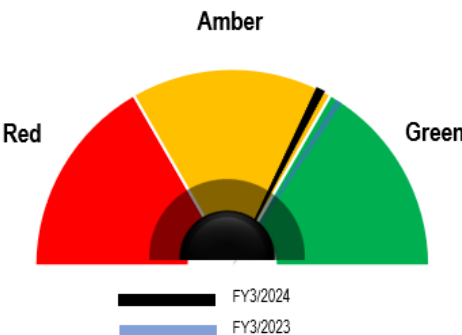
# アストリス・サステナビリティ ESG 評価

## 格付けとスコアカード

当社の評価モデルである「アストリス・サステナビリティ ESG」では、2024 年 3 月期の当社評価でニッポンの総合スコアを 64.0%と評価し、「Amber」に格付けしている。

同モデルでは、当社独自の手法\*により抽出した測定可能な ESG の中核的要因について、同社のパフォーマンスを時価総額 500 億～5,000 億円の食品・飲料・たばこ (GICS 分類に基づく) の同業他社合計 40 社と比較してランクづけしている。

### アストリス・サステナビリティ ESG モデルによるニッポンの格付け



出所: アストリス・アドバイザー (\*注: 社内格付け制度の詳細については、アストリスのコーポレートアドバイザーまでお問い合わせください)

### ESG スコアカード

	FY3/23	FY3/24
環境 (同業他社グループから抽出した 7 要因)		
アストリス環境スコア	50.4	49.4
社会 (同業他社グループから抽出した 11 要因)		
アストリス社会スコア	76.5	79.4
ガバナンス (同業他社グループから抽出した 37 要因)		
アストリス・ガバナンススコア	71.3	64.5
総合スコア (合計 55 要因)	67.7	64.0

出所: 会社データ、ファクトセット、アストリス・アドバイザー

この評価手法では以下の点を重視している。

### 環境

ニッポンは、温室効果ガス (GHG) 排出量、水使用量、廃棄物排出量に関するデータを含む、一定水準の環境情報開示を行っている。改善の余地はあるものの、同社は自社の環境負荷に対する認識を示している点で評価できる。食品製造業として、同社の直接的な環境影響は軽視できないが、環境負荷の削減に取り組む姿勢を明確にしている点は安心材料である。



## 社会

同社は、食による社会課題の解決に挑み続けており、「食によるウェルビーイングの追求」と「食と健康を通じた社会への貢献」の2つのマテリアリティの両立と好循環の継続を目指している。ESG レポーティングでは、特にジェンダー・ダイバーシティや従業員のウェルビーイングに重点を置いており、社内における社会的サステナビリティへの意識がうかがえる。情報開示の幅をさらに広げる余地はあるものの、現時点での取り組みからは、主要な社会課題に対する着実なコミットメントが読み取れる。

## ガバナンス

ニッポンのコーポレートガバナンス体制は以下のとおり。

- **取締役会** - 前鶴代表取締役社長 CEO を議長とし、社内取締役 6 名と社外独立取締役 5 名 (女性 3 人) の計 12 名で構成。監査等委員は 3 名 (2 名社外取締役)。
- **監査等委員会** - 監査等委員 3 名で構成。各委員は年度計画に基づいて監査を行い、監査の内容と結果を定期的に開催される委員会で報告する。
- **指名・報酬委員会** - 社外取締役 3 名 (うち 1 名が委員長を務める)、社内取締役 2 名の計 5 名で構成されている。主な職務は以下の通り:
  - 取締役候補者の指名・選任に関する提案
  - 役員報酬制度に関する方針の提案
  - 役員報酬総額の基準 (算定方法を含む) の提案
  - 個別役員報酬の基準 (算定方法を含む) の提案

## 論争

ニッポンとその株主に、財務上または評判上の重大な影響を及ぼす可能性のある重大な論争は見当たらない。

# 投資家とのディスカッションポイント

## 主要トピック

---

当社は投資家との意見交換において以下が重要な分野になると考えている。

1. 「長期ビジョン 2030」に基づく長期成長戦略
  - a. ニッポンが財務目標を上回る可能性を持つ要因や成長機会は何か。
  - b. 設備投資計画が完了した後、株主還元を大幅に強化する可能性はあるか。それが見込めない場合、株主価値を創出できる他の資本活用手段には何があるか。
  - c. 食品事業の規模拡大に伴い、EBITDA レベルでのマージン拡大の余地はあるか。他の大手食品メーカーと同水準への改善は可能か。
2. 事業地域拡大
  - a. ASEAN 地域での展開は B2B を中心に進めているように見えるが、今後 BtoC が成長戦略の中でより大きな位置を占める可能性はあるか。その場合、成長への影響はどうか。
  - b. 米国での展開は製粉事業が中心となっているが、その理由は何か。冷凍食品事業は北米市場と親和性が低いのか。
3. M&A 戦略
  - a. ニッポンは M&A 候補をどのように評価しているか。ROI の基準やその他の KPI は設定されているか。
  - b. 現在、買収候補との M&A 協議を積極的に行っているか。
4. 株主還元
  - a. 現在の株価が簿価に対して大きくディスカウントされている状況を踏まえ、大規模な自社株買いを検討する可能性はあるか。
  - b. 自社株買いは、今後も配当と並ぶ継続的な株主還元手段として位置づけられるのか。

JGAAP に基づく要約財務諸表

損益計算書 (10 億円)	期 3/24	期 3/25	期 3/26E	期 3/27E	期 3/28E
売上高	400.5	410.9	424.0	441.6	460.0
売上原価	(306.5)	(311.3)	(322.2)	(335.6)	(349.6)
売上総利益	94.0	99.6	101.8	106.0	110.4
売上総利益率(%)	23.5	24.2	24.0	24.0	24.0
営業利益	20.3	21.5	21.5	22.6	23.4
営業利益率(%)	5.1	5.2	5.1	5.1	5.1
営業外収益	3.34	3.5	3.4	3.5	3.5
営業外費用	(0.21)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
経常利益	23.3	24.4	24.0	25.1	25.9
特別利益	13.9	13.4	-	-	-
特別損失	(1.0)	(0.9)	-	-	-
税引前当期純利益	36.2	36.9	24.0	25.1	25.9
法人税等	(9.5)	(11.8)	(7.7)	(8.0)	(8.3)
実効税率(%)	26.3	32.0	32.0	32.0	32.0
当期純利益	26.6	25.1	16.4	17.1	17.6
非支配株主に帰属する 四半期純利益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
親会社株主に帰属する 四半期純利益	26.4	24.8	16.0	16.7	17.3
売上高前年比伸び率 (%)	+9.6	+2.6	+3.2	+4.2	+4.2
営業利益前年比伸び率 (%)	+65.5	+5.6	+0.2	+4.7	+3.8
税引前当期純利益前年 比伸び率(%)	+145.9	+2.0	-34.8	+4.4	+3.3
当期純利益前年比伸び 率(%)	+157.0	-6.1	-35.3	+4.4	+3.3

貸借対照表 (10 億円)	期 3/24	期 3/25	期 3/26E	期 3/27E	期 3/28E
現金・預金	45.59	44.95	47.26	43.00	45.90
商品	44.07	49.31	46.65	48.59	50.61
売掛金	58.84	58.13	62.29	64.87	67.58
その他	9.26	6.63	9.80	10.21	10.63
流動資産	157.76	159.01	165.99	166.66	174.72
有形固定資産	78.71	88.55	69.06	51.14	31.97
土地	45.69	45.86	59.41	70.29	78.57
無形固定資産	2.42	2.02	1.81	1.59	1.37
関連会社株式	8.15	8.15	21.69	32.57	40.86
投資等	82.47	77.38	67.38	65.38	63.38
その他	11.49	18.25	18.25	18.25	18.25
固定資産	228.93	240.21	237.59	239.22	234.40
資産合計	386.69	399.22	403.58	405.88	409.12
短期借入金	19.00	42.34	17.34	17.34	17.34
買掛金	33.79	34.28	36.42	37.93	39.51
その他	31.62	27.79	32.55	33.10	34.89
流動負債	84.40	104.41	86.30	88.37	91.75
長期借入金	43.62	14.69	39.69	39.69	39.69
その他長期負債	30.39	33.65	33.65	33.65	33.65
長期負債	74.00	48.33	73.33	73.33	73.33
株主資本	224.12	242.14	239.46	239.52	239.19
新株予約権	0.22	0.12	0.12	0.12	0.12
非支配株主持分	3.95	4.23	4.36	4.54	4.73
純資産	228.29	246.48	243.94	244.18	244.04
負債・純資産合計	386.69	399.23	403.58	405.88	409.12

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー(予想)

キャッシュフロー計算書 (10 億円)	期 3/24	期 3/25	期 3/26E	期 3/27E	期 3/28E
税引前当期純利益	36.2	36.9	24.0	25.1	25.9
減価償却費	10.3	10.9	10.8	11.6	12.1
運転資金の増減	(2.5)	(3.9)	2.2	(2.9)	(1.8)
その他の非現金項目	(15.1)	(12.8)	-	-	-
法人税等支払額	(4.9)	(12.3)	(7.7)	(8.0)	(8.3)
営業活動によるキャッシュフロー	24.0	18.8	29.4	25.8	28.0
設備投資	(21.2)	(20.2)	(31.4)	(26.4)	(21.4)
投資有価証券	(3.5)	-	-	-	-
その他の投資活動によるキャッシ ュフロー	15.2	12.3	10.0	2.0	2.0
投資活動によるキャッシュフロー	(9.5)	(7.8)	(21.4)	(24.4)	(19.4)
配当金支払額	(3.8)	(5.6)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
社債発行による収入(償還による 支出)	(3.1)	(4.2)	-	-	-
株式発行による収入(自社株買い による支出)	(0.0)	0.0	-	-	-
その他	(0.3)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
財務活動によるキャッシュフロー	(7.2)	(10.5)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
為替影響	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ネットキャッシュフロー	7.6	0.7	2.3	(4.3)	2.9
フリーキャッシュフロー(FCF)	2.9	(1.4)	(2.0)	(0.6)	6.6
EBITDA	30.7	32.4	32.3	34.1	35.5
EBITDA 利益率(%)	7.7	7.9	7.6	7.7	7.7
FCF マージン(%)	0.7	-0.3	-0.5	-0.1	1.4
FCF コンバージョン(%)	7.9	N/A	N/A	N/A	25.3
設備投資/売上高(%)	5.3	4.9	7.4	6.0	4.7
設備投資/減価償却(%)	205.1	185.0	291.2	227.9	176.9
営業 CF マージン(%)	6.0	4.6	6.9	5.8	6.1
主要指標	期 3/24	期 3/25	期 3/26E	期 3/27E	期 3/28E
収益性					
売上総利益率(%)	23.5	24.2	24.0	24.0	24.0
営業利益率(%)	5.1	5.2	5.1	5.1	5.1
当期純利益率(%)	6.6	6.0	3.8	3.8	3.8
ROA(%)	7.2	6.3	4.0	4.1	4.2
ROE(%)	12.8	10.6	6.7	7.0	7.2
ROCE(%)	6.7	7.3	6.8	7.1	7.4
ROIC(%)	5.5	5.0	4.9	5.2	5.4
流動性					
流動比率(倍)	1.9	1.5	1.9	1.9	1.9
クイック比率(倍)	1.3	1.1	1.4	1.3	1.4
負債比率					
D/E レシオ(倍)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
ネット D/E レシオ(倍)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
自己資本比率(倍)	0.58	0.6	0.6	0.6	0.6
インタレスト・カバレッジ・レ シオ(倍)	107.1	81.7	37.8	39.5	41.1
ネットデット/EBITDA (倍)	0.6	0.4	0.3	0.4	0.3
バリュエーション					
EPS(公表値)(円)	338.2	317.3	205.2	214.2	221.3
PER(倍)	6.9	7.4	11.4	10.9	10.5
希薄化後 PER(倍)	7.9	8.4	13.0	12.5	12.1
DPS (円)	66.0	66.0	66.0	66.0	66.0
配当性向(%)	19.5	20.8	32.1	30.8	29.8
配当利回り(%)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
株主総収益率(%)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
FCF 利回り(%)	1.5	(0.7)	(1.1)	(0.3)	3.5
希薄化後 FCF 利回り(%)	1.3	(0.6)	(0.9)	(0.3)	3.1
PBR(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/売上高倍率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA 倍率(倍)	6.7	6.3	6.3	6.0	5.8
EV/EBIT 倍率(倍)	10.0	9.5	9.5	9.1	8.7
EV/FCF 倍率(倍)	71.6	N/A	N/A	N/A	31.1



## 免責事項

本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が作成したものです。本レポートは、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が信頼できると考える公開情報源から入手した情報に基づいていますが、独自検証は行っていない、その正確性や完全性について保証、表明、保証をするものではありません。本レポートは、当該企業について述言及すべき全事項を記載したものではなく、また、記載を試みるものでもありません。ここに記載された意見は、本レポート作成時点におけるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社の判断を反映したものであり、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている将来の見通しに関する情報または記述には、仮定、今後の業績予測、未確定な金額見積もりなどに基づく情報が含まれているため、既知および未知のリスク、不確実性および、このテーマに関する実際の結果、業績または成果が現在の予想とは大きく異なる可能性をもたらすその他要因が含まれています。

本レポートは概説として作成されたものであり、特定の金融商品または戦略を個人的に推奨するものではなく、また個人的な投資アドバイスを構成するものでもありません。

アナリストは、( i ) 本レポートで表明する見解は、本レポートの対象である企業および証券に関する当該リサーチアナリストの個人的見解を正確に反映していること、( ii ) 当該リサーチアナリストの報酬のいかなる部分も、直接的にも間接的にも当該リサーチアナリストが本レポートで述べた見解に過去、現在、未来を通して関連しないことをここに証明します。

本レポートは、日本法に基づき設立され、日本の金融庁の監督下にあるアストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社により作成されました。現地当局による規制範囲に関する詳細をご要望の場合は、弊社から入手可能です。

## 利益相反

本レポートは、当該企業が委託して費用を負担したものであり、MiFID II で定義される許容可能な軽微な非金銭的利益に該当すると判断されるものです。

読者は、アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社が、現在、もしくは今後 3 ヶ月以内およびその後に、当該企業に対して IR/コーポレート・アドバイザリーなどのサービスを提供する、または提供することを求める可能性があることを前提とする必要があります。

記載金融証券への投資：アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、取締役、役員、従業員およびサービスプロバイダーの個人的な取引について制限的な方針をとっています。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、投資業務を行っておらず、本レポート記載の金融証券は一切保有していません。

## 責任制限

アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートに基づき投資家が行った投資、売却、保有の決定に関して、いかなる責任も負わないものとします。アストリス・アドバイザリー・ジャパン株式会社は、本レポートの情報に起因する直接的、間接的、偶発的、特別、または結果的損害（予見可能か否かを問わず）に対して、一切の責任を負わないものとします。

Copyright 2025 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.

全著作権所有。無断転載禁止