



# エスフーズ

東証1部 2292 業種: 食品、卸売、小売、外食

三田証券株式会社  
調査部長 チーフアナリスト  
清水 純一

jshimizu@mitasec.com

## 目標株価引き上げ。短期では相場高、中長期では生産能力増強に期待

## 業績予想変更

### 新たな目標株価は5,300円、Buy継続

レーティング

Buy

三田証券(当社)は、エスフーズ(2292、同社)の業績予想をアップデートし、目標株価を4,900円から5,300円へ引き上げる。レーティングBuyを継続する。

目標株価(円)	5,300 ←	4,900
株価(円)(3/15)		3,265
時価総額(十億円)		105.4

1月13日に同社が発表した22/2期1-3Q(3-11月)営業利益は134億円(前年同期比41.2%増)と大幅な増益であった。同社は通期営業利益ガイダンスを127億円から170億円(前期比34.8%増)へ上方修正した。

### 変更の有無

レーティング	なし
目標株価	あり
業績予想	あり

ガイダンス修正にあたり、同社は、小売店向けの販売が堅調であることに加えて、外食店向けの販売にも回復の兆しが見られると述べた。当社では、エスフーズ単体や米国ミートパッカー子会社が同社グループの好業績を牽引していると推察している。特に、最近の米国牛肉相場の高騰・高止まりは同社業績にプラスに働いている可能性が高いと当社は見ている(7頁の参考資料を参照)。一方、同社グループにおいて、円安や原材料価格上昇の影響を受けやすいハム・ソーセージ事業の規模が小さい点は安心材料であろう。

### 株価推移(円)



出所: Bloomberg Finance LP

中長期的には、国内及び海外における生産能力増強の成果が期待される。24/2期後半には米国ミートパッカー子会社の新設備が完成し、生産能力がほぼ倍増する見込みである。

### 業績推移

	20/2	21/2	22/2予	23/2予	24/2予
売上高	十億円 352.0	327.5	356.8	381.5	401.7
営業利益	十億円 10.7	12.6	17.3	17.5	16.3
経常利益	十億円 11.1	13.0	17.8	18.0	16.9
当期純利益	十億円 6.5	10.0	11.8	11.5	10.7
EPS	円 205.6	315.3	373.8	362.8	337.1
BPS	円 2,528	2,783	3,086	3,371	3,624
DPS	円 60.0	64.0	70.0	78.0	84.0
PER	倍 10.9	10.4	8.7	9.0	9.7
PBR	倍 0.9	1.2	1.1	1.0	0.9
配当利回り	% 2.7	2.0	2.1	2.4	2.6
ROA	% 3.9	5.8	6.5	5.7	4.9
ROE	% 8.1	11.9	12.7	11.2	9.6

出所: 会社資料、三田証券

### 三田証券による業績予想アップデート

当社は営業利益予想を22/2期129億円→173億円(前期比36.9%増)、23/2期136億円→175億円、24/2期146億円→163億円、と引き上げる。短期的には米国牛肉相場高や国内外食店向け卸売回復による高水準の利益が見込まれ、中長期的には国内外の生産能力増強の成果が期待できると考える。中長期的に利益成長を促す各種プロジェクトの管理・遂行能力の高さが同社の強みであると当社は評価している。

### 会社概要

エスフーズは兵庫県を本拠とする総合食肉企業。神戸ビーフ・松阪牛・近江牛などブランド和牛の卸売に強みを持つ。加工品では牛内臓肉製品「こてっちゃん」が有名。子会社を通じて小売・外食にも進出。近年、北海道の養豚事業、米国のミートパッカー事業、鶏肉事業などに注力している。

### バリュエーション、リスク要因

目標株価の算出にあたっては、22/2期-27/2期の業績予想をもとに(期の進行を受けてアップデート)、株主資本コスト6.0%(不変)、永久成長率0.4%(不変)の残余利益モデル(RIM)を用いた。なお、目標株価は、当社による24/2期EPS予想337.11円の15.7倍に相当する水準である。

当社見解に対するリスク要因は、食肉の安全を揺るがすような事象の発生、食肉・加工品の需要環境の著しい悪化、競争環境の激化によるマージン低下、長期にわたる食肉の輸入制限、新型コロナクラスター発生による生産量減少、大規模M&Aの失敗、など。

# 投資判断のポイント

## アウトLOOK

図表: 三田証券による業績予想サマリー (連結)

単位: 百万円	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	27/2	22/2	22/2	23/2	24/2
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	会社予想	コンセンサス	コンセンサス	コンセンサス
<b>業績</b>													
売上高	338,781	351,972	327,479	356,814	381,511	401,660	426,710	452,561	477,130	355,000	348,996	360,862	378,178
(YoY, %)	7.1	3.9	-7.0	9.0	6.9	5.3	6.2	6.1	5.4				
営業利益	10,973	10,703	12,609	17,265	17,460	16,337	16,911	17,425	17,760	17,000	17,238	16,567	17,799
(YoY, %)	0.1	-2.5	17.8	36.9	1.1	-6.4	3.5	3.0	1.9				
OPM (%)	3.2	3.0	3.9	4.8	4.6	4.1	4.0	3.9	3.7				
経常利益	11,344	11,085	12,990	17,826	17,999	16,899	17,524	18,094	18,482	17,500	17,628	16,922	18,154
(YoY, %)	-1.2	-2.3	17.2	37.2	1.0	-6.1	3.7	3.3	2.1				
当期純利益	7,185	6,511	9,965	11,819	11,470	10,658	11,063	11,432	11,677	11,500	11,534	11,068	11,814
(YoY, %)	-7.4	-9.4	53.0	18.6	-3.0	-7.1	3.8	3.3	2.1				
減価償却費	3,322	3,675	5,017	4,500	4,700	5,000	5,250	5,500	5,700				
設備投資額	12,494	16,307	5,569	5,000	9,200	8,500	6,750	7,000	7,200				
フリーCF	-2,471	-12,821	17,184	-1,756	9,559	7,884	11,544	12,071	12,245				
<b>セグメント業績</b>													
<b>製造・卸売事業</b>													
売上高	307,380	321,013	296,788	325,700	348,815	368,723	393,498	419,095	443,334				
(YoY, %)	8.1	4.4	-7.5	9.7	7.1	5.7	6.7	6.5	5.8				
営業利益	10,501	10,631	11,964	16,792	16,729	15,490	16,201	16,849	17,366				
OPM (%)	3.4	3.3	4.0	5.2	4.8	4.2	4.1	4.0	3.9				
<b>小売事業</b>													
売上高	22,153	21,588	24,128	24,770	25,453	25,453	25,539	25,710	25,880				
(YoY, %)	-4.1	-2.6	11.8	2.7	2.8	0.0	0.3	0.7	0.7				
営業利益	1,242	1,031	1,993	1,667	1,654	1,654	1,660	1,671	1,682				
OPM (%)	5.6	4.8	8.3	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5				
<b>外食事業</b>													
売上高	7,927	8,044	5,179	4,954	5,846	6,080	6,262	6,338	6,491				
(YoY, %)	4.1	1.5	-35.6	-4.3	18.0	4.0	3.0	1.2	2.4				
営業利益	356	319	-331	-294	76	292	301	304	312				
OPM (%)	4.5	4.0	-6.4	-5.9	1.3	4.8	4.8	4.8	4.8				
<b>1株当たり指標</b>													
EPS (円)	226.90	205.59	315.26	373.83	362.79	337.11	349.94	361.59	369.36	363.75	364.83	350.07	373.68
BPS (円)	2,525.62	2,528.08	2,783.07	3,086.38	3,371.17	3,624.27	3,882.22	4,145.81	4,409.17				
DPS (円)	56.00	60.00	64.00	70.00	78.00	84.00	92.00	98.00	106.00	70.00			
<b>バリュエーション、収益性等</b>													
PER (倍)	19.0	10.9	10.4	8.7	9.0	9.7	9.3	9.0	8.8				
PBR (倍)	1.7	0.9	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7				
配当性向 (%)	24.7	29.2	20.3	18.7	21.5	24.9	26.3	27.1	28.7				
配当利回り (%)	1.3	2.7	2.0	2.1	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2				
ROA (%)	4.5	3.9	5.8	6.5	5.7	4.9	4.8	4.7	4.6				
ROE (%)	8.9	8.1	11.9	12.7	11.2	9.6	9.3	9.0	8.6				
<b>財務健全性指標</b>													
自己資本比率 (%)	48.3	46.8	51.0	50.4	50.6	51.3	52.1	52.9	53.5				
D/レシオ (倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3				

出所: 会社資料、三田証券 注: コンセンサス予想は QUICK コンセンサス

図表: 三田証券による業績予想変更 (連結、百万円)

単位: 百万円	22/2	22/2	22/2	23/2	23/2	24/2	24/2
	会社予想	旧三田予想	新三田予想	旧三田予想	新三田予想	旧三田予想	新三田予想
売上高	355,000	340,572	356,814	357,523	381,511	379,724	401,660
営業利益	17,000	12,922	17,265	13,632	17,460	14,608	16,337
経常利益	17,500	13,336	17,826	14,069	17,999	15,100	16,899
当期純利益	11,500	8,135	11,819	8,862	11,470	9,533	10,658
EPS (円)	363.75	257.35	373.83	280.35	362.79	301.58	337.11

出所: 会社資料、三田証券

バリュエーション

図表: 残余利益モデル (RIM)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想
10億円							
自己資本 (EOP)	97.6	106.6	114.6	122.7	131.1	139.4	
当期利益		11.5	10.7	11.1	11.4	11.7	
株主資本コスト		5.9	6.4	6.9	7.4	7.9	
残余利益		5.6	4.3	4.2	4.1	3.8	
残余利益の現在価値		5.3	3.8	3.5	3.2	2.8	
ターミナルバリューの現在価値							51.1
ベータ	1.10						
リスクフリーレート (%)	0.50						
市場リスクプレミアム (%)	5.00						
株主資本コスト (%)	6.00						
永久成長率 (%)	0.40						
				株主資本価値合計		167.3	
				発行済株式数 (m)		31.615	
				目標株価 (円)		5,300	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率 (%)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
目標株価	5,200	5,200	5,250	5,250	5,300	5,300	5,350	5,400	5,400	5,450	5,500

出所: 三田証券

図表: 食肉業者のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 3/15	時価総額 10億円	PER 前期	PER 直近12ヵ月	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 来期予	EV/売上高 来期予	ROE 直近12ヵ月	売上成長率 直近12ヵ月	EBITDAマージン 直近12ヵ月	配当利回り 今期予	1ヵ月 騰落率	3ヵ月 騰落率	1年 騰落率
プリマハム	2281	2,311	116.8	8.2	11.4	11.2	10.7	1.1	5.2	0.3	9.9	-2.3	6.1	2.8	-4.9	-6.0	-35.5
日ハム	2282	4,190	431.4	13.2	10.5	11.3	13.7	0.9	7.0	0.5	9.3	3.9	6.8	2.4	-5.4	2.9	-16.5
林業産	2286	510	4.5	3.5	5.9	NA	NA	0.5	NA	NA	7.9	-9.6	3.0	NA	-2.3	-1.9	-24.3
丸大食	2288	1,517	40.2	93.0	857.1	NA	NA	0.5	NA	NA	0.1	-5.2	3.5	NA	-2.8	0.8	-14.3
福留ハム	2291	1,864	6.3	NA	NA	NA	NA	1.5	NA	NA	-3.7	-2.5	1.5	NA	-0.1	-1.2	-7.7
<b>S F O O D S</b>	<b>2292</b>	<b>3,265</b>	<b>105.4</b>	<b>10.4</b>	<b>9.6</b>	<b>9.9</b>	<b>10.0</b>	<b>1.1</b>	<b>4.8</b>	<b>0.3</b>	<b>11.8</b>	<b>4.0</b>	<b>5.7</b>	<b>2.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-5.8</b>	<b>-10.7</b>
滝沢ハム	2293	3,040	6.4	113.3	40.7	NA	NA	1.6	NA	NA	4.1	-1.0	3.1	NA	-1.5	1.8	-7.7
伊藤ハム米久HD	2296	702	208.7	10.2	10.0	11.9	12.0	0.8	6.1	0.3	8.2	1.6	4.5	3.1	1.0	7.0	-8.9
スターゼン	8043	2,112	41.2	6.0	6.3	NA	NA	0.7	NA	NA	10.8	4.8	2.7	NA	-1.8	7.9	-18.9
平均				32.2	118.9	11.1	11.6	1.0	5.8	0.3	6.5	-0.7	4.1	2.6	-2.0	0.6	-16.1

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

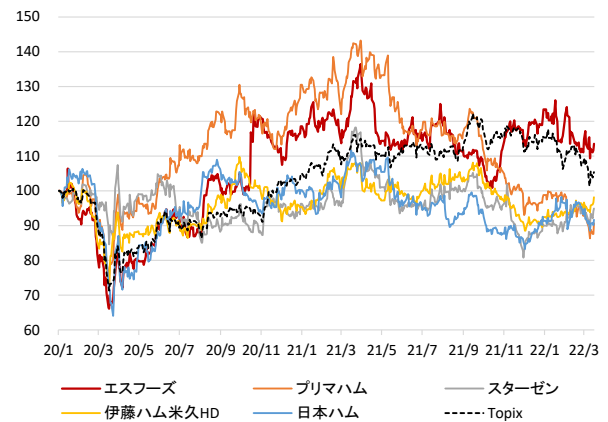
注: 予想値は Bloomberg コンセンサスベース

図表: エスフーズ PER 推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: 食肉業者株価推移



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 2019 年末を 100 として指数化

# 三田証券による業績予想

図表: 三田証券業績予想 (連結、諸指標)

諸指標	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	三田予想 27/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
売上高成長率 (%)	7.1	3.9	-7.0	9.0	6.9	5.3	6.2	6.1	5.4	
営業利益成長率 (%)	0.1	-2.5	17.8	36.9	1.1	-6.4	3.5	3.0	1.9	
経常利益成長率 (%)	-1.2	-2.3	17.2	37.2	1.0	-6.1	3.7	3.3	2.1	
当期純利益成長率 (%)	-7.4	-9.4	53.0	18.6	-3.0	-7.1	3.8	3.3	2.1	
粗利率 (%)	14.1	13.9	15.4	15.3	15.3	14.9	14.8	14.7	14.6	
EBITDAマージン (%)	4.4	4.3	5.6	6.4	6.1	5.6	5.4	5.3	5.1	
OPM (%)	3.2	3.0	3.9	4.8	4.6	4.1	4.0	3.9	3.7	
ROA (%)	4.5	3.9	5.8	6.5	5.7	4.9	4.8	4.7	4.6	
ROE (%)	8.9	8.1	11.9	12.7	11.2	9.6	9.3	9.0	8.6	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、PL、百万円)

PL 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	三田予想 27/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
売上高	338,781	351,972	327,479	356,814	381,511	401,660	426,710	452,561	477,130	6.0
売上原価	291,136	303,072	276,895	302,263	323,149	341,696	363,493	386,028	407,400	
売上総利益	47,645	48,899	50,583	54,551	58,362	59,964	63,217	66,533	69,730	
販管費	36,672	38,196	37,974	37,286	40,902	43,627	46,306	49,108	51,970	
営業利益	10,973	10,703	12,609	17,265	17,460	16,337	16,911	17,425	17,760	0.6
営業外収益	917	903	1,006	1,060	1,133	1,193	1,268	1,344	1,417	
営業外費用	546	521	625	499	594	631	655	675	695	
経常利益	11,344	11,085	12,990	17,826	17,999	16,899	17,524	18,094	18,482	0.7
特別利益	180	216	4,923	1,000	600	402	427	453	477	
特別損失	275	912	2,498	1,200	800	602	640	679	716	
税金等調整前当期純利益	11,250	10,390	15,414	17,626	17,799	16,698	17,311	17,868	18,244	0.7
法人税等合計	3,678	3,546	5,131	5,464	5,874	5,510	5,713	5,896	6,020	
非支配株主に帰属する当期純利益	386	331	318	343	456	530	535	540	546	
親会社株主に帰属する当期純利益	7,185	6,511	9,965	11,819	11,470	10,658	11,063	11,432	11,677	-0.2
EBITDA	14,947	15,109	18,458	22,695	23,093	22,310	23,159	23,909	24,497	1.5
発行済株式総数 (百万株)	31.666	31.669	31.609	31.615	31.615	31.615	31.615	31.615	31.615	
EPS	226.90	205.59	315.26	373.83	362.79	337.11	349.94	361.59	369.36	
DPS	56.00	60.00	64.00	70.00	78.00	84.00	92.00	98.00	106.00	
配当性向 (%)	24.7	29.2	20.3	18.7	21.5	24.9	26.3	27.1	28.7	
DOE (%)	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.5	
BPS	2,525.62	2,528.08	2,783.07	3,086.38	3,371.17	3,624.27	3,882.22	4,145.81	4,409.17	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、セグメント業績、百万円)

セグメント業績 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	三田予想 27/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
<b>食肉等の製造・卸売事業</b>										
売上高	307,380	321,013	296,788	325,700	348,815	368,723	393,498	419,095	443,334	6.4
(YoY, %)	8.1	4.4	-7.5	9.7	7.1	5.7	6.7	6.5	5.8	
営業利益	10,501	10,631	11,964	16,792	16,729	15,490	16,201	16,849	17,366	0.7
(YoY, %)	1.9	1.2	12.5	40.4	-0.4	-7.4	4.6	4.0	3.1	
OPM (%)	3.4	3.3	4.0	5.2	4.8	4.2	4.1	4.0	3.9	
<b>食肉等の小売事業</b>										
売上高	22,153	21,588	24,128	24,770	25,453	25,453	25,539	25,710	25,880	0.9
(YoY, %)	-4.1	-2.6	11.8	2.7	2.8	0.0	0.3	0.7	0.7	
営業利益	1,242	1,031	1,993	1,667	1,654	1,654	1,660	1,671	1,682	0.2
(YoY, %)	-3.0	-17.0	93.3	-16.4	-0.8	0.0	0.3	0.7	0.7	
OPM (%)	5.6	4.8	8.3	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	
店舗数	154	145	141	149	149	149	150	151	152	
平均店舗数	153	150	143	145	149	149	150	151	152	
(YoY, %)	1.0	-2.3	-4.3	1.4	2.8	0.0	0.3	0.7	0.7	
売上高/平均店舗数	145	144	169	171	171	171	171	171	171	
(YoY, %)	-5.1	-0.3	16.8	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>食肉等の外食事業</b>										
売上高	7,927	8,044	5,179	4,954	5,846	6,080	6,262	6,338	6,491	5.6
(YoY, %)	4.1	1.5	-35.6	-4.3	18.0	4.0	3.0	1.2	2.4	
営業利益	356	319	-331	-294	76	292	301	304	312	NA
(YoY, %)	-12.5	-10.4	NA	NA	NA	284.0	3.0	1.2	2.4	
OPM (%)	4.5	4.0	-6.4	-5.9	1.3	4.8	4.8	4.8	4.8	
店舗数	50	48	41	41	41	41	41	42	43	
平均店舗数	52	49	45	41	41	41	41	42	43	
(YoY, %)	-5.5	-4.9	-9.2	-7.9	0.0	0.0	0.0	1.2	2.4	
売上高/平均店舗数	154	164	116	121	143	148	153	153	153	
(YoY, %)	10.2	6.7	-29.1	3.8	18.0	4.0	3.0	0.0	0.0	
<b>その他</b>										
売上高	1,320	1,325	1,383	1,390	1,397	1,404	1,411	1,418	1,425	1.3
(YoY, %)	4.0	0.4	4.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
営業利益	116	-15	-63	0	0	0	0	0	0	NA
(YoY, %)	-1.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
OPM (%)	8.8	-1.1	-4.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、BS、百万円)

BS 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	三田予想 27/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
資産の部										
流動資産合計	99,237	97,228	102,409	123,382	135,716	144,696	155,248	166,038	176,663	7.4
現金及び預金	40,410	30,644	40,284	38,851	49,998	56,243	64,932	73,894	82,841	
売掛金	33,157	37,314	32,754	39,586	39,852	40,480	41,354	41,718	41,943	
棚卸資産	22,035	25,716	25,881	38,994	38,865	39,892	39,867	40,232	40,637	
その他	3,635	3,554	3,490	5,950	7,002	8,081	9,095	10,193	11,242	
固定資産合計	66,304	73,842	69,984	70,191	74,841	78,491	80,171	81,921	83,671	3.6
有形固定資産	44,315	57,030	52,391	52,891	57,391	60,891	62,391	63,891	65,391	
無形固定資産	701	726	637	800	700	600	530	530	530	
投資その他の資産	21,286	16,085	16,955	16,500	16,750	17,000	17,250	17,500	17,750	
資産合計	165,542	171,071	172,394	193,573	210,557	223,187	235,419	247,959	260,334	6.1
負債の部										
流動負債合計	49,298	52,577	48,568	56,506	60,782	63,822	67,032	70,350	73,498	5.4
買掛金	27,760	28,569	24,032	31,234	33,392	35,308	37,561	39,889	42,098	
短期有利子負債	12,753	14,226	12,370	11,992	13,192	13,500	13,500	13,500	13,500	
その他	8,785	9,782	12,166	13,281	14,198	15,013	15,971	16,961	17,900	
固定負債合計	30,214	32,145	29,319	32,612	35,861	36,919	37,252	37,600	37,956	3.1
長期有利子負債	23,725	27,850	24,602	27,980	30,780	31,500	31,500	31,500	31,500	
その他	6,489	4,295	4,717	4,632	5,081	5,419	5,752	6,100	6,456	
負債合計	79,513	84,722	77,887	89,118	96,643	100,741	104,284	107,950	111,453	4.6
純資産の部										
自己資本	79,977	80,062	87,970	97,576	106,579	114,581	122,736	131,069	139,395	7.4
新株予約権	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
非支配株主持分	6,050	6,286	6,536	6,879	7,335	7,865	8,400	8,940	9,486	
純資産	86,028	86,348	94,507	104,455	113,914	122,446	131,136	140,009	148,881	7.3
有利子負債	36,478	42,076	36,972	39,972	43,972	45,000	45,000	45,000	45,000	
有利子負債/EBITDA (x)	2.4	2.8	2.0	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8	
D/Eレシオ (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	
自己資本比率 (%)	48.3	46.8	51.0	50.4	50.6	51.3	52.1	52.9	53.5	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、CF、百万円)

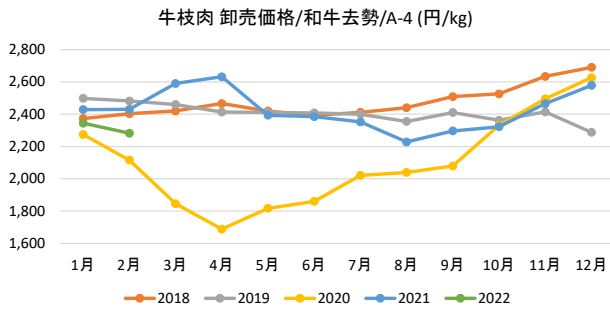
CF 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	三田予想 27/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
営業CF	11,538	5,130	16,507	4,789	19,209	16,834	18,744	19,521	19,895	
当期純利益	7,185	6,511	9,965	11,819	11,470	10,658	11,063	11,432	11,677	
減価償却費及びのれん償却額	3,385	3,743	5,203	4,600	4,800	5,100	5,320	5,500	5,700	
その他	968	-5,124	1,339	-11,629	2,940	1,076	2,361	2,590	2,518	
投資CF	-14,009	-17,951	677	-6,545	-9,650	-8,950	-7,200	-7,450	-7,650	
有形・無形固定資産の取得	-12,494	-16,307	-5,569	-5,000	-9,200	-8,500	-6,750	-7,000	-7,200	
有形・無形固定資産の売却	168	16	6,520	0	0	0	0	0	0	
その他	-1,683	-1,660	-274	-1,545	-450	-450	-450	-450	-450	
財務CF	6,651	3,613	-7,326	778	1,587	-1,638	-2,856	-3,109	-3,298	
有利子負債の増減	8,464	5,616	-5,185	3,000	4,000	1,028	0	0	0	
株式の発行・取得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-1,645	-1,833	-1,961	-2,022	-2,213	-2,466	-2,656	-2,909	-3,098	
その他	-168	-170	-180	-200	-200	-200	-200	-200	-200	
現金及び現金同等物残高	39,453	30,189	39,829	38,851	49,998	56,243	64,932	73,894	82,841	
フリーCF	-2,471	-12,821	17,184	-1,756	9,559	7,884	11,544	12,071	12,245	

出所: 会社資料、三田証券

# 参考資料

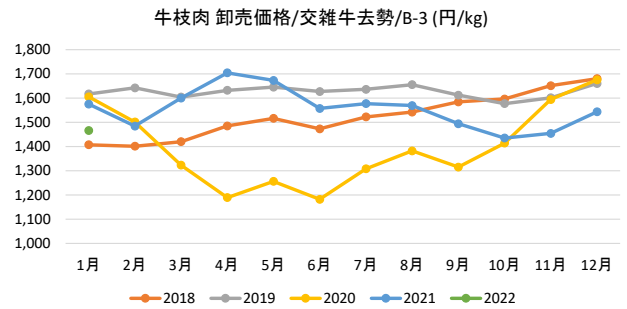
## 牛肉の卸売価格

図表: 国産 牛枝肉 和牛 去勢 A-4



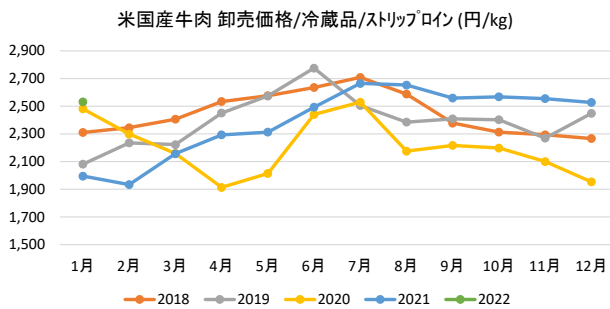
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 国産 牛枝肉 交雑牛 去勢 B-3



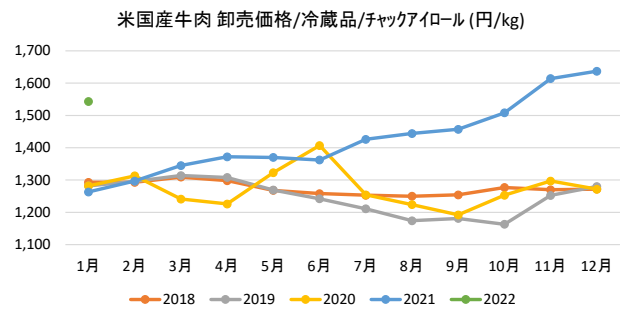
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産牛肉 冷蔵 ストリップロイン



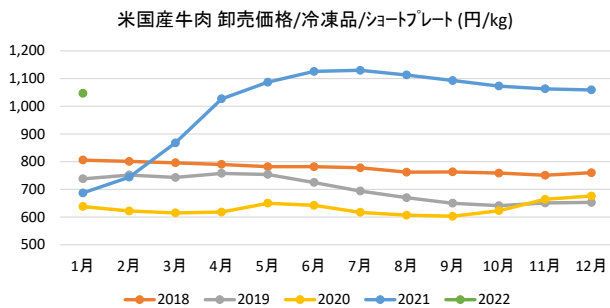
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産牛肉 冷蔵 チャックアイロール



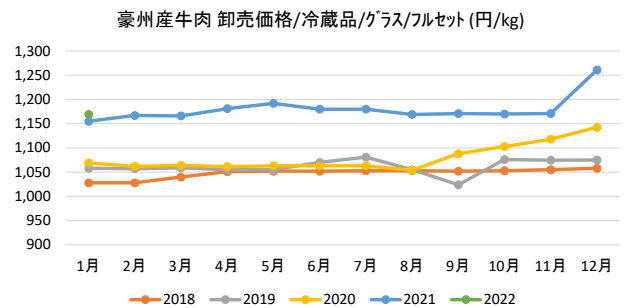
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産牛肉 冷凍 ショートプレート



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

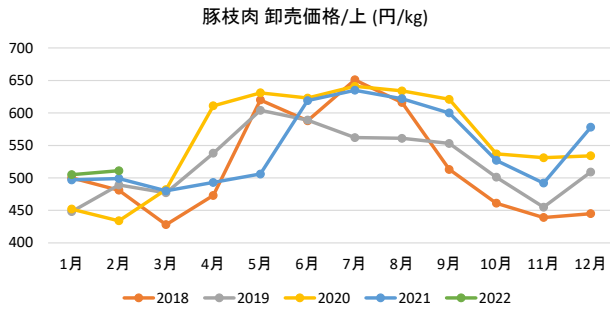
図表: 豪州産牛肉 冷蔵 グラス フルセット



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

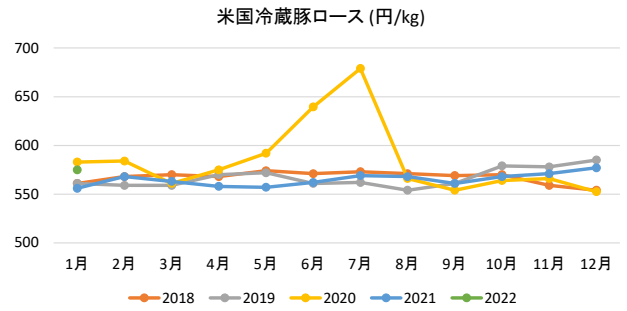
## 豚肉の卸売価格

図表: 国産 豚枝肉 上



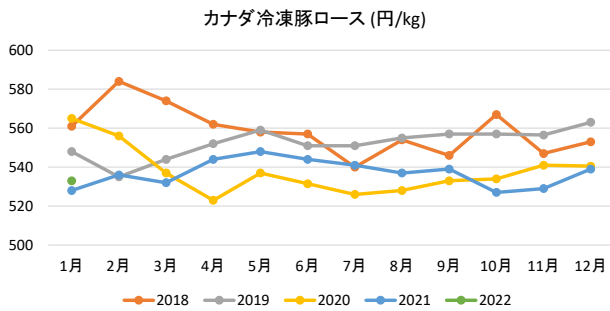
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産豚肉 冷蔵 ロース



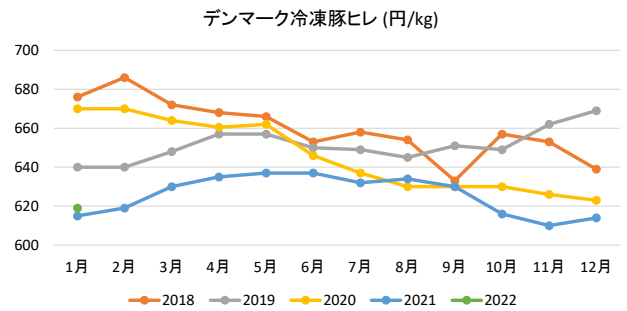
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: カナダ産豚肉 冷凍 ロース



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: デンマーク産豚肉 冷凍 ヒレ



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券



## 留意事項

### 【アナリストによる証明】

本レポートに示された有価証券や発行体に関する見解は、本レポートの表紙に記載されたアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明します。また、当該アナリストは、直接間接を問わず、本レポートで特定の見解を表明することに対して報酬を受領していないこと、また、報酬の受領を約していないことをここに証明します。

### 【目標株価及びレーティングについて】

レーティングの定義は以下の通りです。

目標株価及びレーティングの対象期間は今後 12 カ月程度です。

Buy：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が+15%以上と判断する銘柄。

Hold：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%から+15%の間にあると判断する銘柄。

Sell：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%以下と判断する銘柄。

RS：一時的に目標株価及びレーティングを停止した銘柄。

NR：目標株価又はレーティングを付与しない銘柄。

### 【利益相反関係の可能性について】

三田証券株式会社及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。三田証券株式会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、三田証券株式会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する又は整合しない態様で、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

### 【重要な開示事項】

1. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります：該当なし
2. 三田証券株式会社の役員は、本レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
3. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の5%以上を保有しています（前月末時点）：該当なし
4. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去 12 ヶ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. 本レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
6. 本レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
7. 本レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券（普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など）を保有しています：該当なし

### 【その他の留意事項】

本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、三田証券株式会社は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。三田証券株式会社は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。当社が行う情報提供に関しましては、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、将来の結果をお約束するものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本レポートの著作権は三田証券株式会社に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

### 【英語版レポートに関する免責事項】

本レポートは日本語版が正規版であり、英語版レポートは日本語版を英語に翻訳したものです。日本語版と英語版の内容に齟齬がある場合、常に日本語版が優先します。三田証券株式会社は、英語版レポートの内容の正確性、完全性等についていかなる保証をするものではありません。

### 【金融商品取引法における表示事項（手数料及びリスク情報等）】

本レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各サービス又は各商品ごとに所定の手数料や諸経費等をお客様にご負担いただく場合があります。また、各サービス又は各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。各サービス又は各商品ごとに手数料等、リスクは異なりますので、上場有価証券等書面、当該サービス又は商品等の契約締結前交付書面又はお客様向け資料をよくお読みください。

商号等 : 三田証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 175 号  
加入協会 : 日本証券業協会