

## 目次

今月のポイント ..... P.1

### 「社会構造の変化に 対応した銘柄に注目」

#### ストック・ピック銘柄

継続紹介

◆ジェイエシーリクルートメント(2124) ..... P.6

継続紹介(JPX 日経インデックス 400 採用)

◆日本 M&A センター(2127) ..... P.9

新規紹介

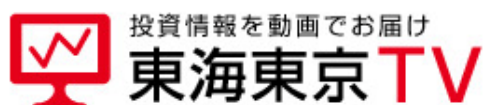
◆プリマハム(2281) ..... P.13

新規紹介

◆あいホールディングス(3076) ..... P.16

新規紹介(JPX 日経インデックス 400 採用)

◆富士通(6702) ..... P.19



投資情報を動画でお届け

最近の「カンパニーレポート」が視聴可能—オンデマンドで再生できます！

## 社会構造の変化に対応した銘柄に注目

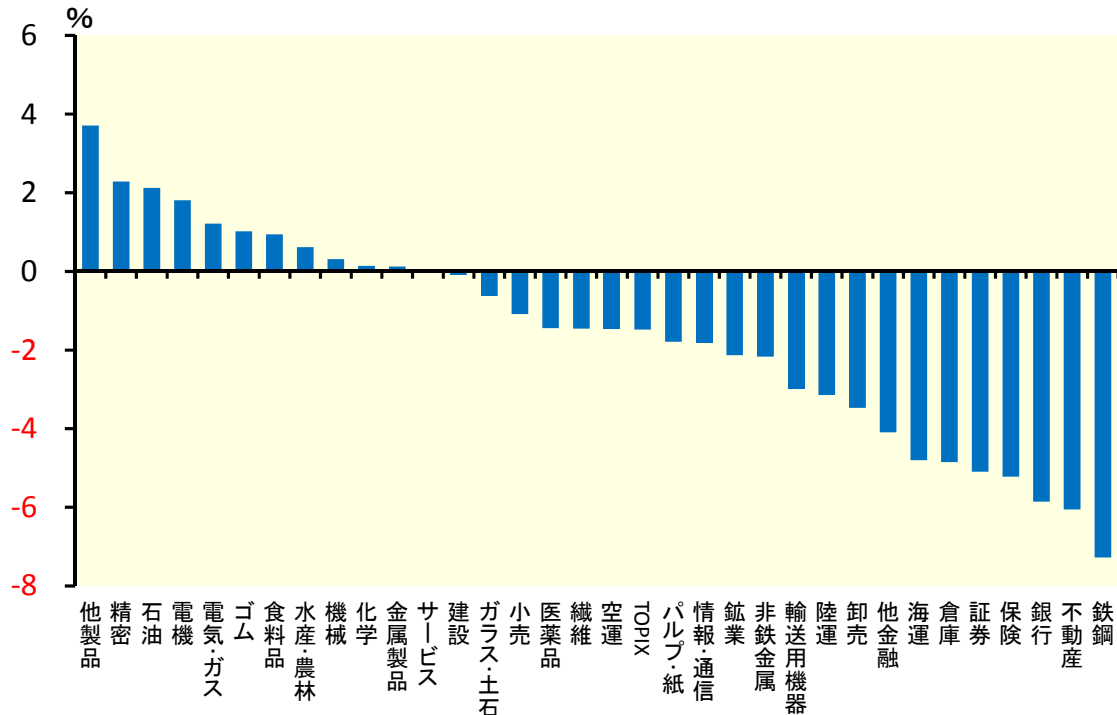
### 【4月の注目セクターと銘柄】

- 3月はトランプラリーのなかで活躍した金融株、素材関連株が下落する一方で、半導体関連株を中心として電機株、化学株が上昇し、食料品株、水産株などの景気ディフェンシブ株が堅調な展開となった(図表1)。また、外部環境が不透明となるなかで、「働き方改革」関連株(おもに人材関連株)が個別テーマ株として注目された。
- 4月は米中首脳会談、日米経済対話などトランプ政権下での通商交渉がスタートする。こうしたなかで、米製造業の生産は米景況感に比べると回復が遅れている(図表2)。また、米金融政策についてもFRBの資産圧縮も浮上している。となると、リスクオンの株高とはなりにくく、4月についても個別企業のファンダメンタルズを重視する選別物色が中心となるものと見られる。
- そこで、4月の参考銘柄としては「働き方改革」の推進が追い風となる**ジェイエイシーリクルートメント**(2124)、高齢化社会の進展のなかで事業承継ニーズの高まりで恩恵を受ける**日本M&Aセンター**(2127)、などの社会構造の変化に対応した企業に注目。また、AI(人工知能)の活用が広がりを見せるなかで、同分野に注力姿勢をみせる**富士通**(6702)をピックアップしたほか、景気変動の影響を受けにくい**プリマハム**(2281)やマンション向け監視カメラの更新需要拡大が予想される**あいホールディングス**(3076)を参考銘柄として選定した。

### 【トピックス】～テスラとフォード モーターの逆転が意味すること

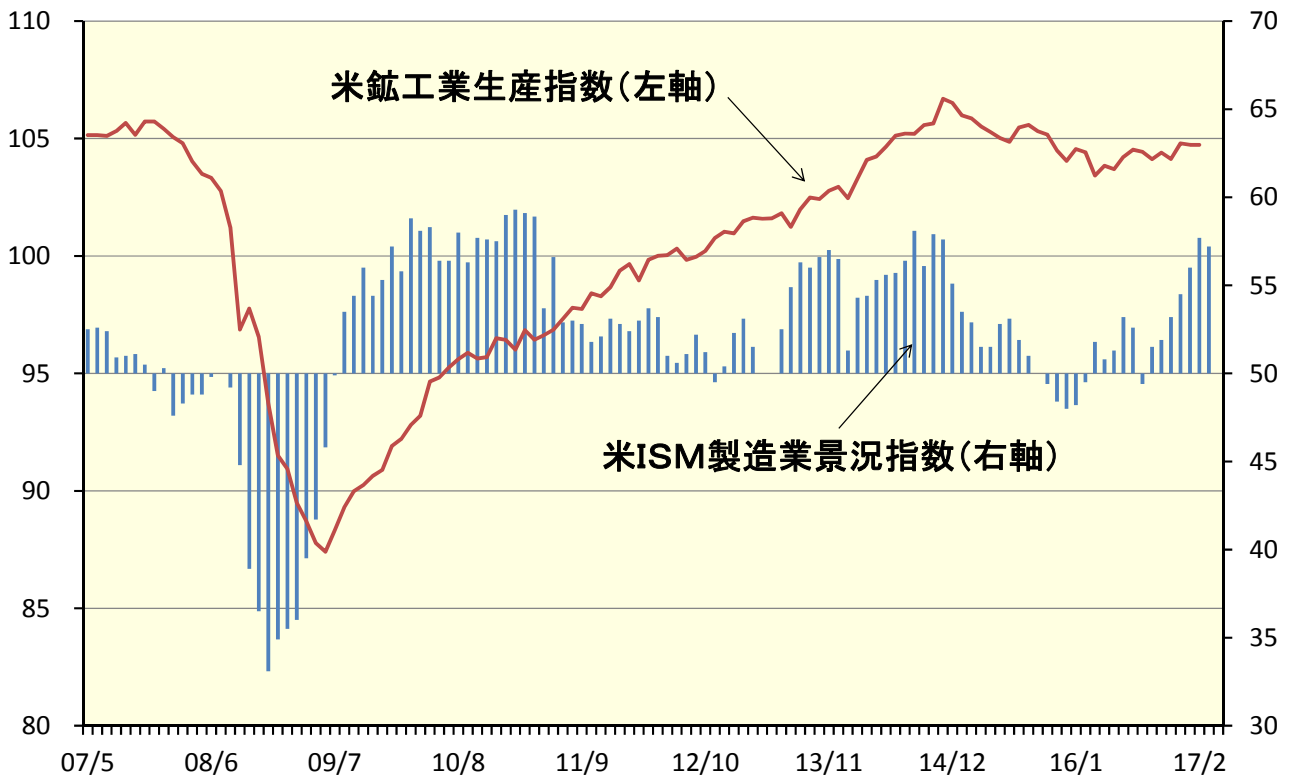
- 2017年4月3日、米自動車業界で歴史的な出来事が起こった(図表3)。米電気自動車専門のテスラ(TSLA)が米ビッグ3の一角のフォード モーター(F)を時価総額で上回ったのだ。直接的なきっかけは、同社の17年1-3月期の生産・出荷台数が四半期ベースで過去最高を更新したことと、中国のインターネット大手のテンセントが同社株を購入したことが明らかになったことなど。
- ただ、より重要な側面は自動運転の実用化に向けた取り組みを同社が積極化させていることと考える。例えば、同社は17年末までにロサンゼルスからニューヨークまで自動運転で大陸横断テストを行う計画であることと、全車種に完全自動運転機能対応のハードウェアを搭載する方針であることなど。
- テスラとフォード モーターの時価総額逆転は中長期的な社会構造や産業構造の変化に着目した動きを株式市場が強めつつあることを示しているものと見られる。有望投資テーマとしてはわが国の高齢化(「働き方改革」関連株を含む)に対応した企業(図表4)のほか、**自動運転**、**AI**(人工知能)、**IoT**(モノのインターネット)、なども注目されよう(図表5)。

＜図表1:3月の月間騰落率(東証33業種、2月末→3月末)＞



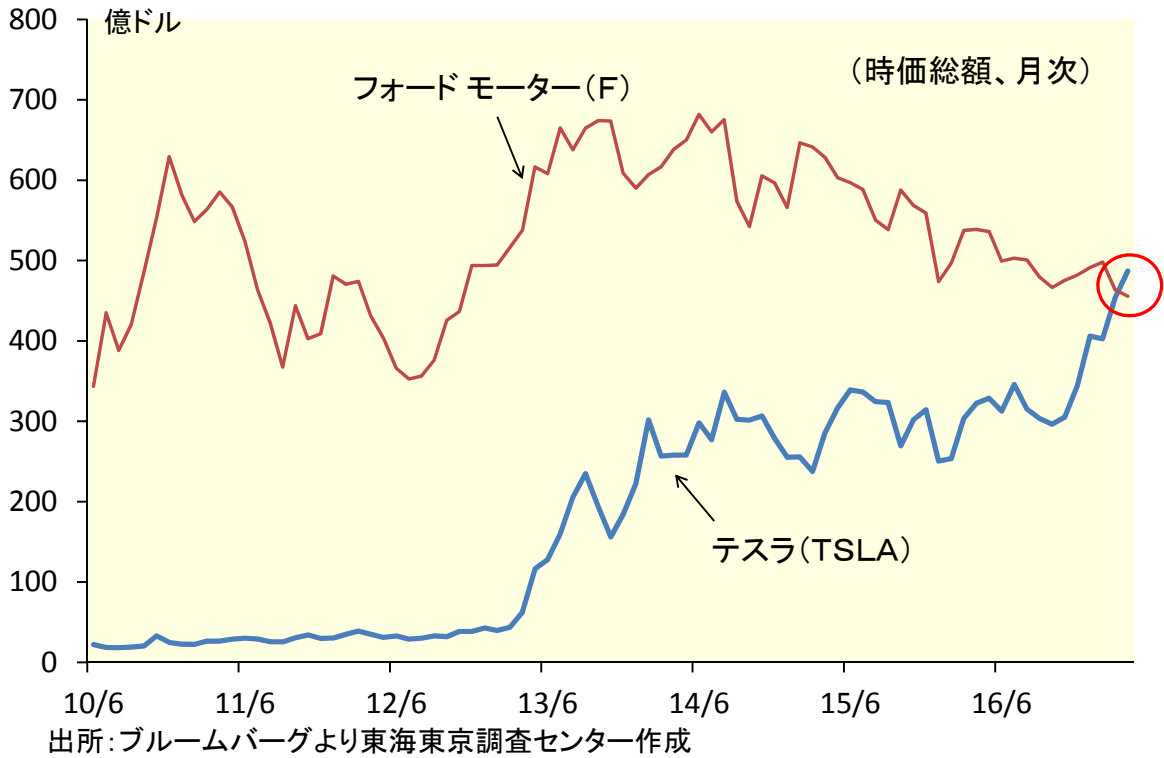
出所:ブルームバーグより東海東京調査センター作成

＜図表2:米鉱工業生産は米企業センチメントに比べ回復力が鈍い＞



出所:米サプライマネジメント協会、FRBより東海東京調査センター作成

<図表3: テスラとフォード モーターの時価総額が逆転>



<図表4: 一億総活躍社会で注目される銘柄群>

コード	銘柄	内容
2124	JACR	中高額案件を中心とする人材紹介事業を展開。外資系企業などに強み
2170	LINK&M	組織・人事・IRを対象とした経営コンサルタント会社。社員の意欲向上を喚起するノウハウに強み
2181	テンプHD	総合人材サービス大手。人材派遣・請負事業、人材紹介サービスを様々な分野で提供
2398	ツクイ	高齢者や患者に訪問介護や施設介護サービスを展開。訪問介護員養成講座の開講なども行う
2749	JPHD	保育園などの託児所を運営。保育所向け給食の請負や保育関連用品の企画・販売なども行う
4554	富士製薬	不妊治療剤などのホルモン剤に強みを持つジェネリック医薬品会社
6098	リクルートHD	仕事、住宅、結婚など様々な分野の情報サービスを提供。求人広告や、人材紹介等のサービスも提供
6436	アマノ	就業情報・給与計算の情報システム機器、時間管理機器を展開
7956	ピジョン	ベビーフードやスキンケアなどの育児用品を製造・販売。マタニティ・介護用品の製造も行う

出所:会社資料等より東海東京調査センター作成、銘柄はQUICK略称、銘柄コード順

＜図表5:期待される有望投資テーマ＞

【国内的な政策テーマ】

テーマ	コメントおよび関連銘柄
一億総活躍社会	<p>＜働き方改革＞</p> <p>政府は子育て支援・介護の基盤強化とともに「働き方改革」を推進し、労働参加率の向上を目指している。また、残業時間の上限規制についての指針を策定し、健康増進や生産性向上も図る。こうした安心して働ける社会システムの構築によって、消費の底上げや投資拡大などにつながる考え。雇用のミスマッチ解消に向けた人材関連企業の役割が増すこととなる。</p> <p>関連企業: テンプHD(2181)、リクルートHD(6098)、JACR(2124)、ツクイ(2398)、富士製薬(4554)など</p>
	<p>＜物流の効率化＞</p> <p>Eコマース(電子商取引)市場が急速に拡大する中で、物流業界の人手不足が深刻化。ヤマトHDは荷物の総量規制や宅配料金の値上げを実施した。値上げの動きは他の宅配業者へと広がりつつある。値上げは物流業界の待遇改善につながるとみられるものの、労働需給が逼迫する中で人手不足の解消は容易ではなく、物流施設の効率化が求められる。物流施設の自動化・効率化に寄与する製品などの需要拡大が見込まれる。また、再配達削減が見込まれる宅配ボックスの設置の動きも広がる。</p> <p>関連企業: 豊田織機(6201)、ダイフク(6383)、ダイヘン(6622)、グローリー(6457)、フジキカイ(6134)など</p>
高齢化社会	<p>65歳以上の人口は総務省の調査によると、2016年6月で3443万人(総人口の27.1%)だが、国立社会保障・人口問題研究所の試算では、30年に3685万人(同31.6%)に拡大する見通し。高齢化とともに中堅・中小企業の事業承継ニーズが高まる。経産省と中小企業庁が全国7カ所に設置した事業引継ぎ支援センターへの相談社数は16年4-9月の半年で14年度通期を上回り、引継ぎ件数は15年度通期並みとなった。経営者高齢化、後継者不在の解決策としてM&amp;Aの認知度が高まっているといえよう。</p> <p>関連企業: M&amp;A(2127)、M&amp;Aキャビ(6080)など</p>

【イノベーション】

テーマ	コメントおよび関連銘柄
自動運転	<p>国土交通省が16年11月に設置した自動運転戦略本部を軸に、17年以降自動運転の実現に向けた環境整備が進捗しよう。こうした中、トヨタとNTTの自動運転技術での提携が報じられた。このほか、ヤフーが自動運転事業へ本格参入、パナソニックが車載機器の米ベンチャー企業と資本・業務提携など同分野での各社の動きも加速している。完全自動運転に向けた製品開発や法整備などの進展とともに、ミリ波レーダーや状況判断する画像処理半導体や演算装置、人工知能技術(音声認識)などが必要になってこよう。</p> <p>関連企業: トヨタ(7203)、日産(7201)、独ダイムラー(DAI)、米テスラ(TSLA)などの自動車メーカー、デンソー(6902)などの自動車部品メーカー。ソニー(6758)、パナソニック(6752)、米エヌビディア(NVDA)、米アルファベット(GOOG)などのITメーカー</p>
AI(人工知能)	<p>人工知能は、機械が人間と同じように思考するための技術である。膨大なデータ解析が求められる自動運転、創薬開発などの先端分野のほか、生産現場での品質管理・工場の自動化など様々な産業へ用途が広がっている。アマゾン・ドット・コムは人工知能の一つの技術である音声認識を用いた製品「Echo」を販売、自社サイト利用の拡大につなげている。</p> <p>関連企業: 米IBM(IBM)、米マイクロソフト(MSFT)、米アルファベット(GOOG)、日立(6501)、富士通(6702)などのITサービス企業のほか、米エヌビディア(NVDA)、などの半導体企業もかかわる。音声認識技術では米アップル(AAPL)、米アマゾン・ドット・コム(AMZN)、米ニューアンス・コミュニケーションズ(NUAN)など</p>
IoT	<p>Internet of Things(モノのインターネット)の略称のこと。自動車や建設機械、家電など様々なモノにセンサーを組み込み、インターネットを通じて制御したり、監視したりする仕組み。こうした取り組みによって、生産性や安全性、利便性の向上に貢献することが期待される。ソフトバンクの試算ではIoTにつながるモノ(デバイス)は15年の46億個から21年には157億個に拡大するとの見方を示している。高い制御技術やセキュリティ技術が要求され、ソフトウェア開発やセンサー需要の拡大が見込まれよう。</p> <p>関連企業: 米IBM(IBM)、米GE(GE)、ソフトバンクG(9984)、ファナック(6954)、日立(6501)、富士通(6702)など</p>
新製品・新技術	<p>＜有機EL＞</p> <p>有機ELディスプレイは省電力性に優れ、曲面表示が可能であるなど液晶に代わる次世代ディスプレイとして注目される。17年に発売される米アップル社の新型「iPhone」は有機ELが採用されるとの観測。パネルメーカー各社は有機ELの本格普及に向けて設備投資を一段と積極化しつつある。露光装置ではニコン、蒸着装置ではキヤノン(キヤノントッキ)が世界トップシェア。</p> <p>関連企業: 米アプライドマテリアルズ(AMAT)、キヤノン(キヤノントッキ、7751)、ニコン(7731)、東エレク(8035)、Vテクノロジー(7717)、平田機工(6258JQ)、保土谷(4112)、アルバック(6728)、出光興産(5019)など</p>
	<p>＜VR・AR＞</p> <p>16年のVR(仮想現実)元年を経て17年に入り各社様々なVR関連製品、サービスを提供開始。バンナムHDは今年夏、国内最大のVR体験施設を東京・新宿に開業予定。ソフトバンクはVR・AR(拡張現実)技術を用いた歯科治療支援システムを開発。</p> <p>関連企業: ソニー(6758)、任天堂(7974)、バンナムHD(7832)、メガチップス(6875)、ハピネット(7552)、福井コンピ(9790)、米フェイスブック(FB)など</p>
	<p>＜半導体＞</p> <p>米国や中国のネット企業を中心にサーバー投資が旺盛。記録容量を飛躍的に増やす半導体・3D NANDの需要拡大が見込まれ、半導体市場の拡大局面が続く見通し。米フィラデルフィア半導体株指数は1000ポイントを突破した。</p> <p>関連企業: 東エレク(8035)、SUMCO(3436)、関電化(4047)、セ碓子(4044)、米テキサスインスツルメンツ(TXN)、米マイクロンテクノロジー(MU)、米インテル(INTC)など</p>
	<p>＜次世代移動体通信「5G」＞</p> <p>データ通信量の増大や接続機器の増加(IoT)といった通信環境の高度化が進む中、次世代通信規格「5G」が2020年の商用化を目指して開発が進んでいる。通信機器や計測機器などの需要拡大が見込まれるほか、5Gの普及段階では自動運転の通信などの新サービスやコンテンツの拡充が進捗しよう。また、通信機器の増加に伴いネットセキュリティの整備も欠かせない。</p> <p>関連企業: ソフトバンクG(9984)、NTTドコモ(9437)、KDDI(9433)、アンリツ(6754)、トレンド(4704)、米AT&amp;T(T)、米ベライゾン(VZ)、米キーサイト(KEYS)、米インテル(INTC)、米クアルコム(QCOM)など</p>

出所: 各種資料より東海東京調査センター作成

継続

### ジェイエイシーリクルートメント(2124)

- 人手不足を背景に、独自戦略で業績成長を遂げる人材紹介会社
- 17/12 期の経常利益は前期比 12%増、18/12 期は同 17%増と予想
- 好事業環境を背景に、株価は上値を目指す展開を予想

継続

### 日本M&Aセンター(2127)

JPX日経インデックス400採用

- 経営者の高齢化と後継ぎ不在により、中期的に良好な事業環境続く
- 17/3 期は会社修正計画比上ブレ、18/3 期も高成長を予想
- 株価は 4,050 円を目指すと考え

新規

### プリマハム(2281)

- コンビニ向け商品の提供を広げる食肉・加工食品メーカー
- 食生活の変化に対応した設備投資が功を奏す
- 利益率上昇への評価と割安感から、株価は 830 円を目指すとする

新規

### あいホールディングス(3076)

- マンション向け監視カメラで業界首位、業務提携・M&A を積極化
- 17/6 期・18/6 期ともに 2 ケタ経常増益を予想
- 株価はダブルボトムを形成、3,250 円を目指すとする

新規

### 富士通(6702)

JPX日経インデックス400採用

- グローバル ICT 企業、ビジネスモデル変革で収益向上を目指す
- 17/3 期営業利益は会社計画比上ブレ、18/3 期は前期比 3 割増の予想
- 18/3 期予想 PER11.6 倍、株価は再び上昇軌道をたどろう

個人投資家のためのわかりやすいカンパニーレポート No.910

ジェイシーリクルートメント(2124)

売買単位  
100株

2017年4月7日  
東海東京調査センター  
投資調査部 川又信之

	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	一株当たり 利益 配当	株価 (4/5時点)	1,912.0円
16/12	138 ( 24%)	47.2 ( 34%)	47.3 ( 34%)	32.6 ( 80%)	81.0 30.0	PER(17/12期予想)	21.1 倍
						“(18/12期予想)	18.1 倍
17/12予	165 ( 19%)	52.9 ( 12%)	52.9 ( 12%)	36.5 ( 12%)	90.6 50.0	PBR(16/12期実績)	8.32 倍
						一株当たり純資産	229.9 円
18/12予	193 ( 17%)	61.8 ( 17%)	61.8 ( 17%)	42.6 ( 17%)	105.7 50.0	ROE(16/12期実績)	40.7 %

出所:業績予想(連結優先)は東海東京調査センター(細井 克己)()は前期比伸び率

(単位:億円、%、円)

- 人手不足を背景に、独自戦略で業績成長を遂げる人材紹介会社
- 17/12期の経常利益は前期比12%増、18/12期は同17%増と予想
- 好事業環境を背景に、株価は上値を目指す展開を予想

詳細は、企業レポート(17年2月24日)を参照して下さい

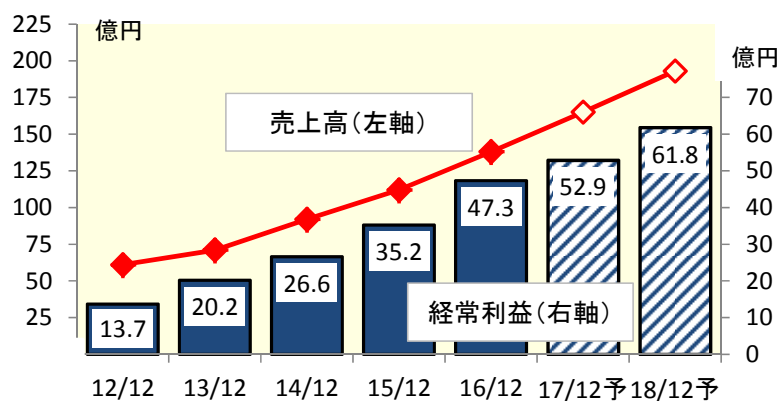
■ 人手不足を背景に、独自戦略で業績成長を遂げる人材紹介会社

4月3日に発表された日銀短観(3月調査)の、雇用人員判断DI(過剰-不足)では、足元について、大企業では-15(%ポイント、以下略)、中堅企業、中小企業はそれぞれ-26、-28と、企業の規模にかかわらず人員不足となっている実態が確認された。先行きについても、大企業は-15、中堅企業は-27、中小企業は-30と、さらに人員不足が強まる見通し。

同社は人材紹介業の準大手。外国語の得意な人材や外資系企業の経験者など、専門性の高い求人に注力し、他社との差別化を図る。

こうした戦略により同社は、中高額年収の求人に特化し、成約単価を高め、高い業績成長を実現している(図表1)。2016年10-12月期の1件当たり成約手数料は209万円。

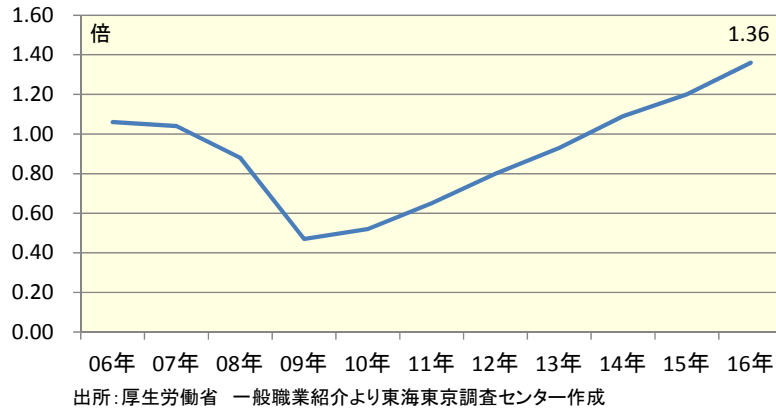
図表1: 売上高と経常利益



出所:会社資料より東海東京調査センター作成  
予想は東海東京調査センター

2016年の有効求人倍率が1.36倍(年平均、図表2)と、企業の求人意欲は旺盛。こうした良好な事業環境に対し、同社では、営業要員に該当するコンサルタントを増員し、採用決定人数(同社グループの紹介で転職先企業

図表 2: 有効求人倍率(年平均)



に入社した人数)を伸ばしている。

政府は、3月28日に「働き方改革実行計画」を公表。その内容をみると、「転職・再就職者の採用機会拡大に向けた指針策定・受入れ企業支援と、職業能力・職場情報の見える化」などの項目が挙げられている。

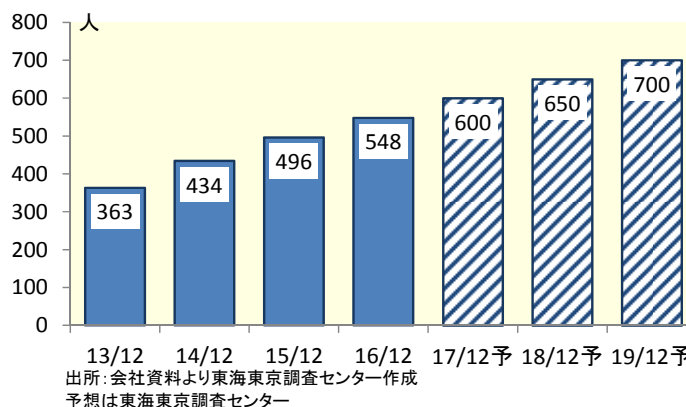
こうした政府の計画は、高い専門能力を有する人材の紹介に特化する戦略を採る同社との親和性は高いといえる。

## ■ 17/12期の経常利益は前期比12%増、18/12期は同17%増と予想

会社は17/12期の売上高を前期比19%増の164億円、経常利益を同6%増の50.3億円と予想。

これに対し、東海東京調査センターは売上高を同19%増の165億円とほぼ会社計画並みと予想するが、経常利益は同12%増の52.9億円と

図表 3: 各期末コンサルタント数





会社計画に対しやや上ブレとみる。

その要因は、コンサルタントの増員が軌道に乗ってきたとみており、それによる採用決定人数の増加を予想するため(図表3)。同社は16/12期前半に、コンサルタントなどの教育を行うチームの要員を拡充し、カリキュラムを内製化するなど、教育体制の強化を進めた。

これにより、コンサルタント拡充を加速しても、早期に戦力化し、業績につなげることが出来るようになったと当調査センターはみている。

続く18/12期の売上高は同17%増の193億円、経常利益は同17%増の61.8億円と2ケタ成長持続を予想。コンサルタント数は16/12期末の548人に対し、17/12期末は600人、18/12期末650人と順調に増加し、戦力化するとみる。

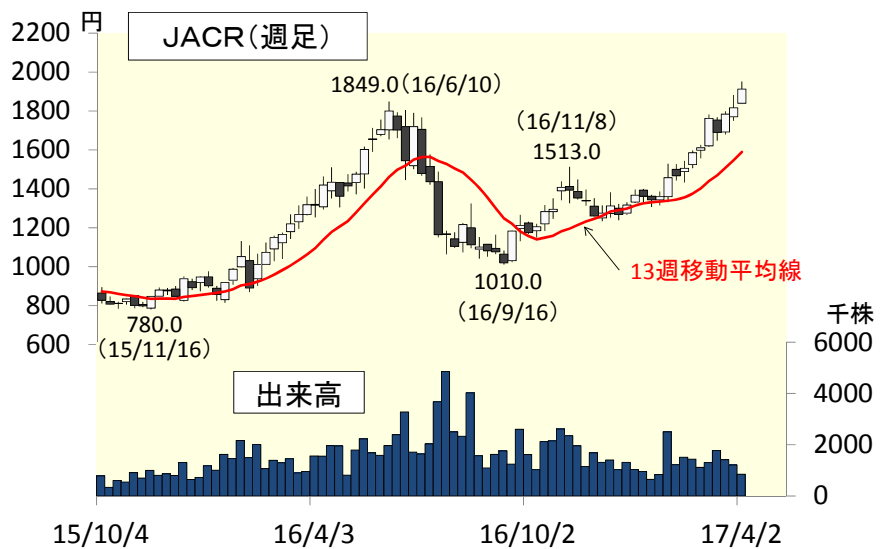
## ■ 好事業環境を背景に、株価は上値を目指す展開を予想

好事業環境を背景に、同社株は上昇トレンドにある(図表4)。業績好調と、政府の働き方改革との親和性の高さなどが、株価上昇の背景とみられる。

また、2.61%と依然高い予想配当利回り(17/12期一株当たり配当を会社、当調査センターとも50円と予想)も株価上昇の支援材料。

これらを考慮し、当面の同社の株価は上昇トレンドを持続、上値を目指す展開と考える。

図表4: 株価(週足)と出来高



出所: QUICKより東海東京調査センター作成

個人投資家のためのわかりやすいカンパニーレポート No.911

日本 M&A センター (2127) 売買単位 100 株

2017 年 4 月 7 日  
東海東京調査センター  
投資調査部 川又信之

	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	一株当たり利益	一株当たり配当	株価 (4/5時点)	3,690.0円
16/3	147.7 ( 21%)	70.0 ( 15%)	71.1 ( 13%)	48.4 ( 23%)	60.5	24.5	PER(17/3期予想)	42.4 倍
							〃(18/3期予想)	34.8 倍
17/3予	198.0 ( 34%)	100.6 ( 44%)	101.6 ( 43%)	69.1 ( 43%)	87.0	27.0	PBR(16/3期実績)	17.63 倍
							一株当たり純資産	209.3 円
18/3予	237.0 ( 20%)	122.7 ( 22%)	123.7 ( 22%)	84.1 ( 22%)	105.9	29.0	ROE(16/3期実績)	32.0 %

出所:業績予想(連結優先)は東海東京調査センター(摩嶋 竜生)()は前期比伸び率 16/10/1付けで1株→2株の株式分割を実施、一株当たり数値は遡及修正済 (単位:億円、%、円)

- 経営者の高齢化と後継ぎ不在により、中期的に良好な事業環境続く
- 17/3 期は会社修正計画比上ブレ、18/3 期も高成長を予想
- 株価は 4,050 円を目指すと考え

詳細は、企業レポート(16年11月14日)を参照して下さい

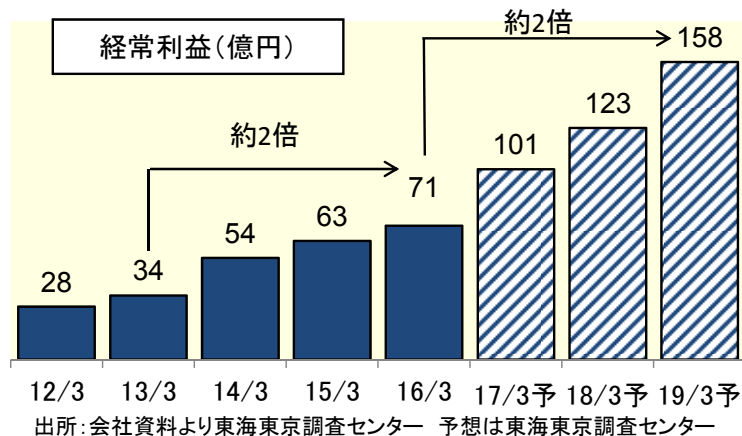
■ 経営者の高齢化と後継ぎ不在により、中期的に良好な事業環境続く

同社は日本における中堅・中小企業を対象とした M&A 仲介専業会社。事業主から事業譲渡仲介契約を受託し、同社のコンサルタントを介して案件を成約させ、仲介手数料を得る。

とくに、全国の会計士・税理士や地銀・証券会社と提携し、これらからの紹介(M&A 成立の際は紹介手数料を支払う)と、自社主催のセミナーによる直接マーケティングによる顧客獲得に特徴がある。

同社の業績は、図表 1 の通り、順調に拡大を続けている。その背景には、中堅・中小企業の多くが抱える後継者問題がある。わが国の多くの中堅・中小企業では、しばしば、後継者候補(現経営者の息子・娘など親族)が後継ぎとなるのを嫌う、などの理由から、経営者が高齢となっても、後継者が決まらないケースがみられる。

図表 1: 経常利益の推移



このレポートの取り扱いに関する重要事項は末尾の注意事項をご覧ください。

図表 2 のように、中小企業の倒産件数は、アベノミクスによる景気持ち直しなどにより減少傾向にあるが、中小企業の休廃業・解散件数は中長期で増加し、足元でも高止まりしている。

図表 3 上段は中小企業の後継者決定割合をあらわしたもの。後継者決定企業は中小企業全体の全体の 15.6%に過ぎず、後継者未定企業、廃業予定企業がそれぞれ 3 割強を占める。

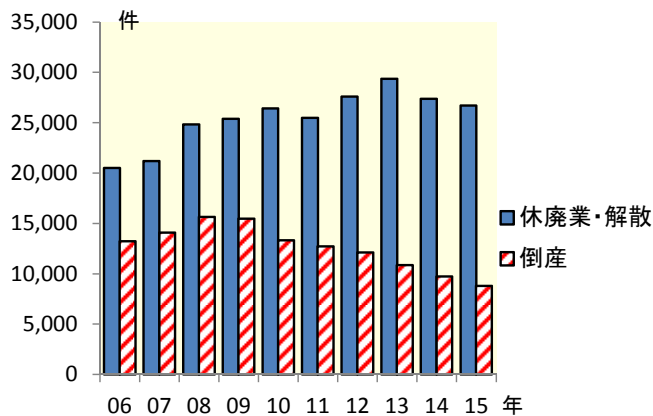
同社では、「未定企業」は事業承継の意向はあるが、後継者が決まらない企業、「廃業予定」企業は後継ぎの不在から、自分の代で事業を辞める予定の企業と分類している（「時期尚早」は現経営者が若年など）。

この廃業予定企業についても、業績は同業他社比較で「良い」「やや良い」と回答したケースは合計で 35%強を占める（図表 3 下段）。

同社は、これらの企業（図中の○）については、条件が合えば他社への事業売却の意向が潜在的にあり、M&A の優良対象先になるとしている。

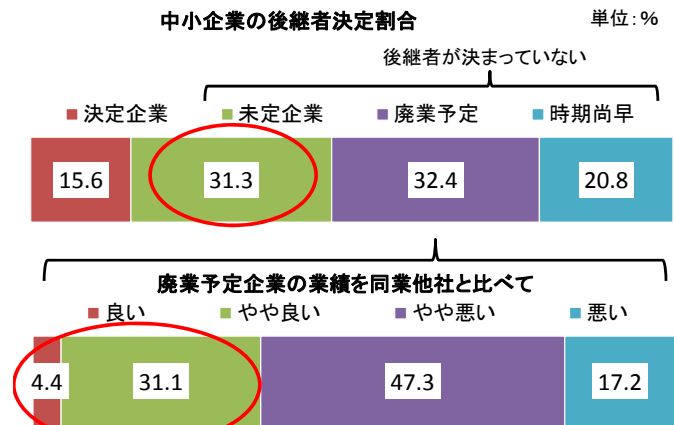
経営者の高齢化を背景に、対象企業の増加傾向は中長期的にも続くと考えられ、同社の事業環境は明るいと思われる。

図表 2: 中小企業の倒産、休廃業・解散件数



出所: 中小企業庁「中小企業白書2016」より東海東京調査センター作成

図表 3: 同社のターゲットとなる中小企業



出所: 会社資料より東海東京調査センター作成

## 17/3 期は会社修正計画比上ブレ、18/3 期も高成長を予想

会社は、2月6日に、17/3期予想の売上高を従来の168億円→187億円（前期比27%増）、経常利益を同80.0億円→90.0億円（同26%増）に上方修正した。

中堅・中小企業のM&Aについては、事業承継対策としてのM&Aに加え、業界再編に対応したM&A需要も顕在化しつつあると東海東京調査センターは考える。

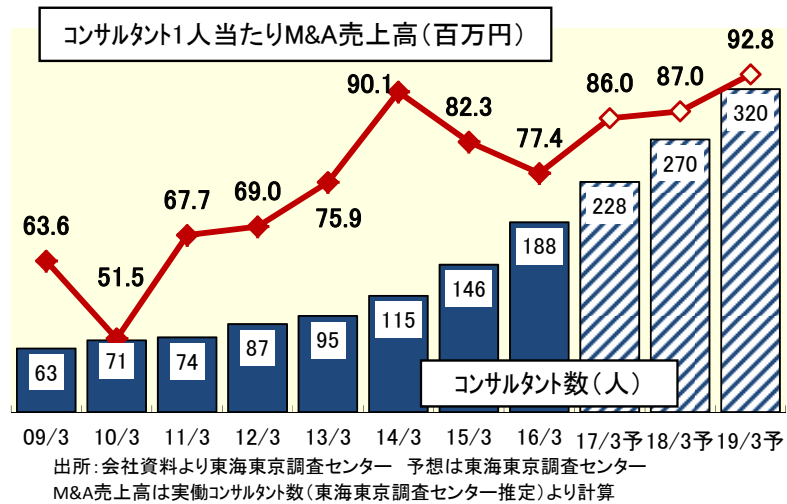
同社は、14/3期から需要の拡大を背景にコンサルタント数の拡大ペースを加速したため、戦力化前の新人コンサルタントの増加によりこれま

では1人当たり売上高がやや低下傾向にあった(図表4)。しかし、こうして採用した社員の戦力化が進みつつあり、今後は再び生産性向上が進むと考える。

コンサルタントの順調な増加と、成約件数の増加から、当調査センターは、17/3期の売上高を前期比34%増の198億円、経常利益を同43%増の101.6億円と予想する。修正後の会社計画90億円に対しても、上ブレを見込む。

続く18/3期も、コンサルタントと成約件数の順調な増加を予想し、売上高を前期比20%増の237億円、経常利益を同22%増の123.7億円と予想する。

図表4: コンサルタント数と同1人当たりM&A売上高



## ■ 株価は4,050円を目指すと考える

株式市場全体が不透明感から上値の重い動きとなる中、同社株は、中期的な事業拡大期待を背景に、上昇トレンドを持続している(図表5)。

図表5: 株価(週足)と予想PER



このレポートの取り扱いに関する重要事項は末尾の注意事項をご覧ください。

当社予想の 17/3 期予想 PER は現状で 42.4 倍、同 18/3 期予想 PER は 34.8 倍。同社株の過去の PER レンジからみて割高感はない。

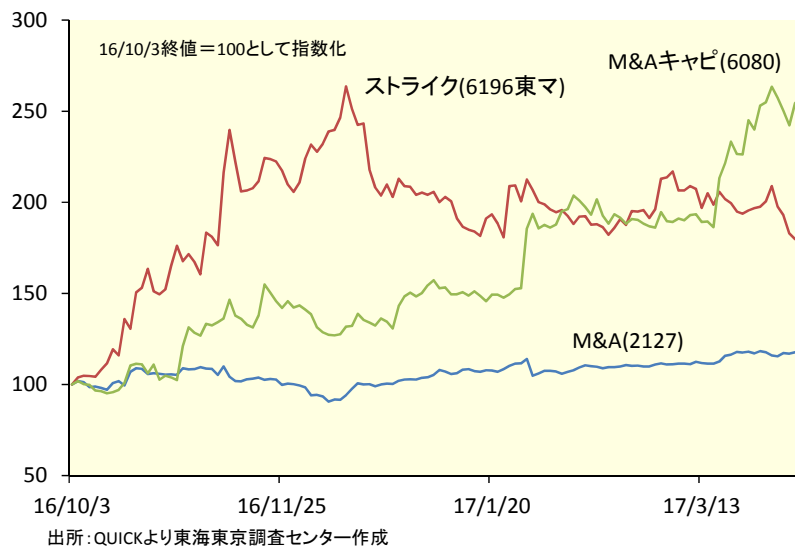
また、上場 M&A 仲介専業 3 社の中でも、同社株に出遅れ感がある(図表 6)。

当調査センターは、同社の目標株価を 17/3 期予想 PER46.5 倍の 4,050 円としている。PER46.5 倍はレポート作成時の過去 1 年間の平均値から算出。同社株は、当面、4,050 円を目指す動きと考える。

なお、同社は 17/3 期の決算発表を 4 月 28 日に予定している。

※目標株価の算定根拠・リスクについては、16 年 11 月 14 日付企業レポートをご参照ください

図表 6: M&A 仲介専業 3 社の株価推移



個人投資家のためのわかりやすいカンパニーレポート No.912

プリマハム (2281)

売買単位  
1000株

2017年4月7日  
東海東京調査センター  
投資調査部 関 邦仁

	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	一株当たり 利益 配当	株価 (4/5.時点)	487.0円
16/3	3,612 ( 6%)	79 ( 10%)	87 ( 13%)	64 ( 1%)	26.3 4.0	PER(17/3期予想)	13.5 倍
						"(18/3期予想)	13.1 倍
17/3予	3,650 ( 1%)	147 ( 85%)	151 ( 72%)	90 ( 41%)	36.0 4.0	PBR(16/3期実績)	1.94 倍
						一株当たり純資産	250.9 円
18/3予	3,712 ( 2%)	151 ( 3%)	155 ( 3%)	93 ( 3%)	37.1 4.0	ROE(16/3期実績)	11.4 %

出所:業績予想(連結優先)は東海東京調査センター(荒木 健次) ( )は前期比伸び率

(単位:億円、%、円)

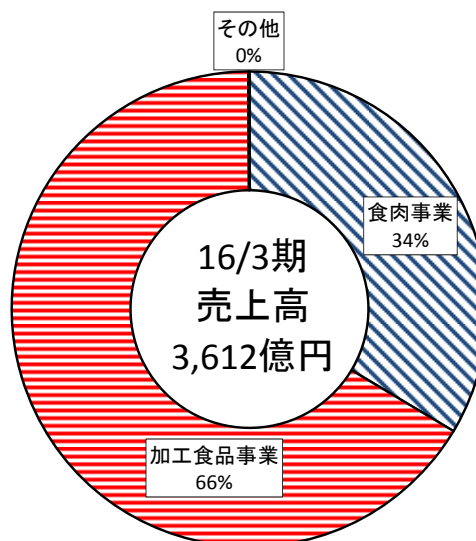
- コンビニ向け商品の提供を広げる食肉・加工食品メーカー
- 食生活の変化に対応した設備投資が功を奏す
- 利益率上昇への評価と割安感から、株価は 830 円を目指すとする

詳細は、企業レポート(17年3月17日)を参照して下さい

■ コンビニ向け商品の提供を広げる食肉・加工食品メーカー

プリマハムは食肉やハム・ソーセージを中心とした食肉・加工食品を取り扱う伊藤忠系食品メーカー(図表1)。子会社のプライムデリカはセブンイレブン-ジャパン(以下、セブンイレブン)向けに「調理パン、スイーツ、惣菜、サラダ、軽食」を商品開発・製造している。これらを含む加工食品が売上高の 66%(16/3 期)を占めている。なお、セブンイレブンへの売上高は 16/3 期に 970 億円(売上高に占める比率:26.9%)と高い水準になっており、足元ではコンビニ向け商品の拡充、インターネット販売も開拓している。

<図表 1 : 事業別売上高構成比>

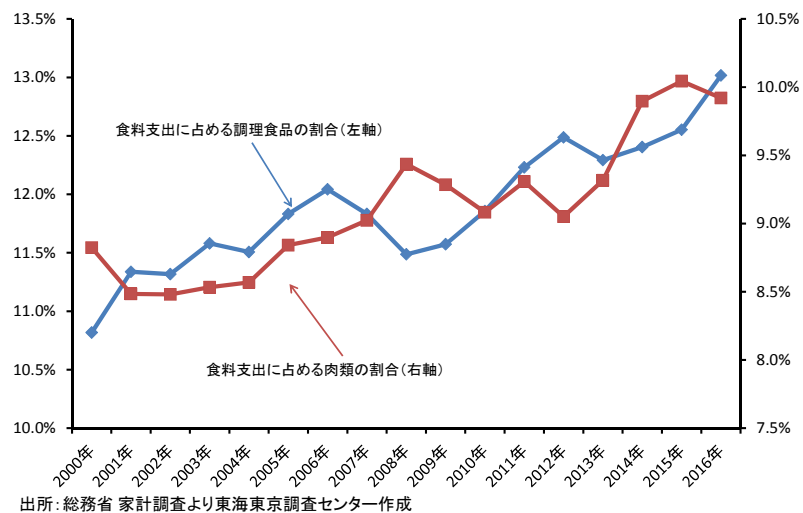


出所:会社資料より東海東京調査センター作成

## ■ 食生活の変化に対応した設備投資が功を奏す

同社の外部環境は、日本人の食の嗜好の変化により追い風が吹いている。総務省・家計調査によると1世帯当たり1カ月間の食料支出(二人以上世帯)が2000年の73,954円から2016年には72,934円と減少しているのに対し、同社に関係している調理食品の支出割合は、2000年：10.8%→2016年：13.0%、肉類の支出は、2000年：8.8%→2016年：9.9%と増加している(図表2)。背景には、食の欧米化の進展や、少子高齢化や単独・核家族の増加による食の個食化・簡便化がある。また、コンビニは同業他社との差別化のため、調理食品に注力し、売上を伸ばしている。

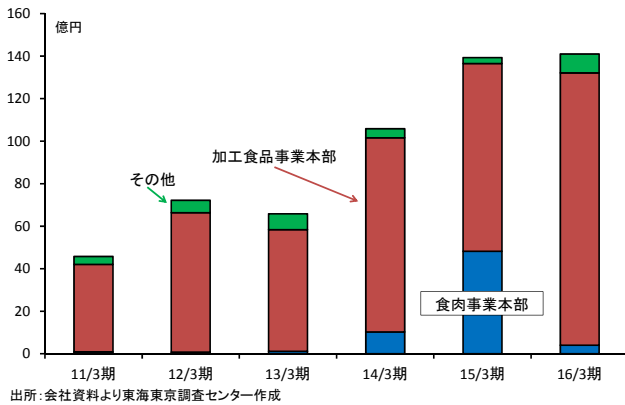
<図表2：食料支出に占める調理食品・肉類の割合推移>



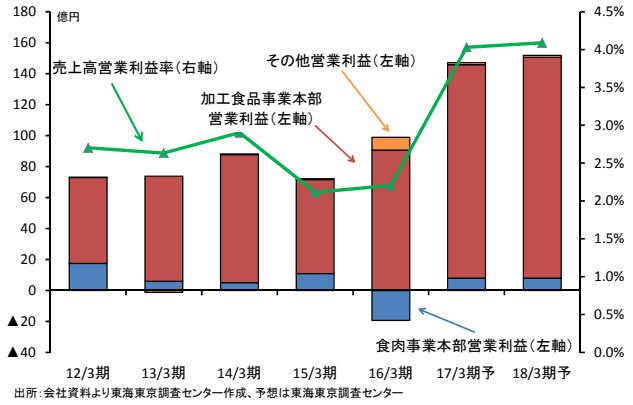
このような流れを受け、同社は加工食品事業の設備投資を積極的に実施(図表3)。全国の工場加工食品を24時間・365日体制で生産し、コンビニの発注体制に対応することで、コンビニ向けに販売を伸ばしている。これにより、相対的に高い利益率となっている加工食品事業を強化している。

この施策により、東海東京調査センターでは、17/3期営業利益予想を147.1億円(前期比85%増)と会社計画(147.0億円、同85%増)を達成可能とみる。続く、18/3期は151.8億円(同3%増)と予想(図表4)。また、相対的に利益率の高い加工食品事業の伸長に伴い、売上高営業利益率の上昇を見込む。

＜図表 3：事業別設備投資額の推移＞



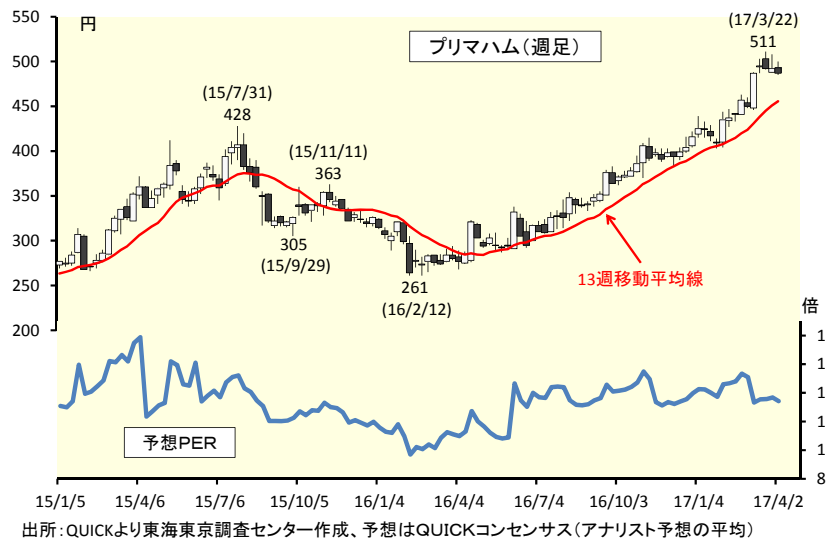
＜図表 4：営業利益と売上高営業利益率の推移＞



## ■ 利益率上昇への評価と割安感から、株価は 830 円を目指すとみる

株価は、13週移動平均線を下値支持に上昇基調が継続し、年初来高値圏で推移。しかし、17/3期予想PER13.5倍は東証33業種の食品のQUICKコンセンサス予想PER21.1倍に対して割安感。今後、加工食品事業の強化に伴い、利益率は安定的に高水準で推移するとみる。そのため、バリュエーションの見直しが株価押し上げ要因となろう(図表5)。当調査センターでは、割引キャッシュフローモデルを基に目標株価830円を目指し展開と予想する。

＜図表 5：株価チャート（週足）と予想PER＞





個人投資家のためのわかりやすいカンパニーレポート No.913

あいホールディングス(3076)

売買単位  
100株

2017年4月7日  
東海東京調査センター  
投資調査部 廣瀬 治

	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	一株当たり 利益 配当	株価 (4/5時点)	2,641.0円
16/6	487 ( 18%)	81 ( 14%)	83 ( -1%)	57 ( 4%)	121.7 30.0	PER(17/6期予想)	19.7 倍
						“(18/6期予想)	16.6 倍
17/6予	530 ( 9%)	92 ( 13%)	94 ( 12%)	63 ( 10%)	134.2 36.0	PBR(16/6期実績)	3.66 倍
						一株当たり純資産	720.8 円
18/6予	591 ( 12%)	105 ( 15%)	107 ( 15%)	75 ( 18%)	158.9 40.0	ROE(16/6期実績)	17.6 %

出所:業績予想(連結優先)は東海東京調査センター(石野 雅彦)()は前期比伸び率

(単位:億円、%、円)

- マンション向け監視カメラで業界首位、業務提携・M&A を積極化
- 17/6期・18/6期ともに2ケタ経常増益を予想
- 株価はダブルボトムを形成、3,250円を目指すとする

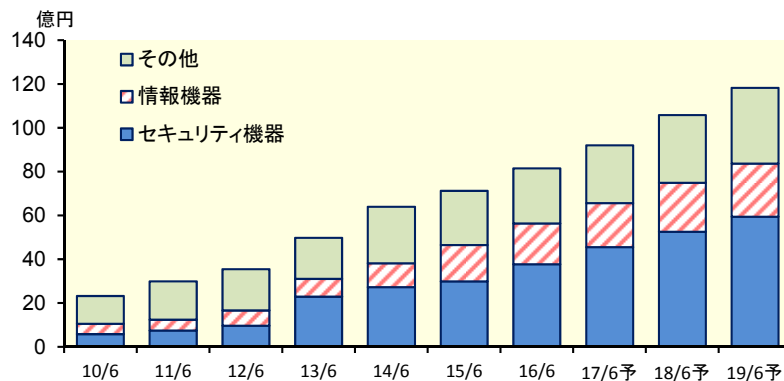
詳細は企業レポート(17年3月15日)を参照して下さい

■ マンション向け監視カメラで業界首位、業務提携・M&A を積極化

同社は、セキュリティ機器を展開するドッドウエル ビー・エム・エスと事務機器を手掛けるグラフィックの経営統合による純粋持株会社。国内外での業務提携やM&A(合併・買収)の積極化で事業領域を広げている。

業界トップの実績を誇るマンション向け監視カメラシステムの「セキュリティ機器事業」、屋外広告・看板製作で用いるカッティングマシンを中心とする「情報機器事業」の2大事業が業績拡大のけん引役を担う(図表1)。

図表1: 事業別営業利益の推移



出所:会社資料等を基に東海東京調査センター作成 予想は東海東京調査センター

とりわけ、「セキュリティ機器事業」は、収益性が高く、中期的に有望な事業と東海東京調査センターではみている。同事業の17/6期上半期売上高営業利益率は37%であった(同期総売上高営業利益率17%)。メガバンク・官公庁等の大型案件や商店街・小売店等様々な施設への導入実

績があり、特に既設マンション向けの納入実績が高い。日本全国の方譲マンションは15年末623万戸、防犯意識の高まりもあり監視カメラシステムの更新需要は大きい。

ほか、キャッシュカード即時発行機の「カード事業」、耐震診断を中心とする「建設設計事業」等を展開することで、強固な事業基盤の強化を目指している。

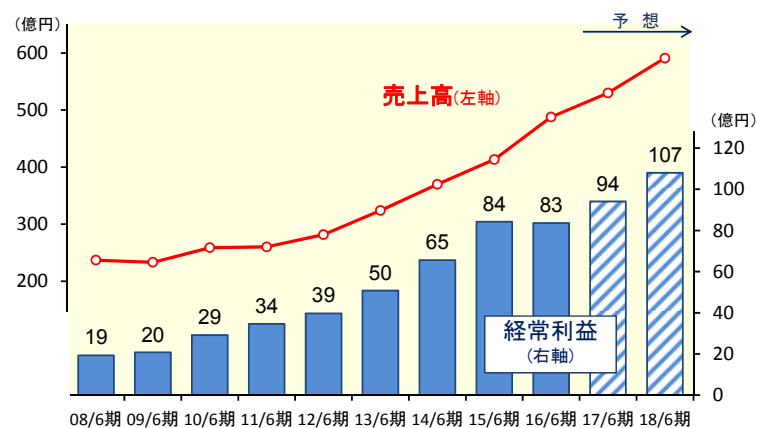
## ■ 17/6期・18/6期ともに2ケタ経常増益を予想

17/6期について、当調査センターでは、売上高を前期比9%増の530億円、経常利益を同12%増の94億円と予想(図表2)。会社計画(売上高545億円、経常利益93億円)に対して売上高が下回るが利益ではセキュリティ機器事業をけん引役として上回るとみる。セキュリティ機器事業の営業利益は、前期比21%増の46億円(売上高営業利益率38%)と予想する。

続く18/6期は、売上高を前期比12%増の591億円、経常利益を同15%増の107億円と、連続2ケタ増益を予想する。

米ソフト会社との業務提携(17年2月)によるAI(人工知能)を利用したデータセンター管理システムの拡大展開も期待される。既に、日本国内で大手データセンターにて国内初の導入が決定している。今後、導入が広がれば、同社の大きな収益源に成長する可能性を秘めている。

図表2: 売上高および経常利益の推移



出所: 会社資料を基に東海東京調査センター作成 予想は東海東京調査センター  
16/6期経常減益は持分法による投資利益の減少等が影響(持分法適用会社を連結子会社化したため)

## ■ 株価はダブルボトムを形成、3,250円を目指すとみる

株価は、17年2月の安値2,108円より上昇に転じ、16年11月の高値2,635円を上回ったことで、ダブルボトムを形成したとみる(図表3)。予想

PERは17/6期が19.7倍、18/6期が16.6倍で、今後、株価は利益成長とともに上昇トレンドをたどるとみる。

当調査センターでは、株価は3,250円を目指す展開を予想する。目標株価は、将来に生み出されるキャッシュフローを現在価値に見直して算定する割引キャッシュフローモデルを基に試算した。目標株価およびリスクの詳細については、企業レポート(17年3月15日)を参照して下さい。

図表 3: 株価チャート(週足)と出来高の推移



出所: QUICKを基に東海東京調査センター作成

個人投資家のためのわかりやすいカンパニーレポート No.914

富士通 (6702)

売買単位  
1000株

2017年4月7日  
東海東京調査センター  
投資調査部 廣瀬 治

	売上収益	営業利益	税前利益	当期利益	一株当たり 利益 配当	株価 (4/5時点)	680.0円
16/3	47,392 ( 0%)	1,206 (-32%)	1,318 (-34%)	867 (-38%)	41.9 8.0	PER(17/3期予想)	15.3 倍
						"(18/3期予想)	11.6 倍
17/3予	44,947 (-5%)	1,290 ( 7%)	1,382 ( 5%)	911 ( 5%)	44.4 9.0	PBR(16/3期実績)	1.80 倍
						一株当たり純資産	378.4 円
18/3予	41,181 (-8%)	1,721 (33%)	1,820 (32%)	1,200 (32%)	58.6 9.0	ROE(16/3期実績)	11.0 %

出所:業績予想(連結優先)はQUICKコンセンサス(各社アナリスト予想の平均、4/4時点) ( )は前期比伸び率  
一株当たり配当金予想は東洋経済予想

(単位:億円、%、円)

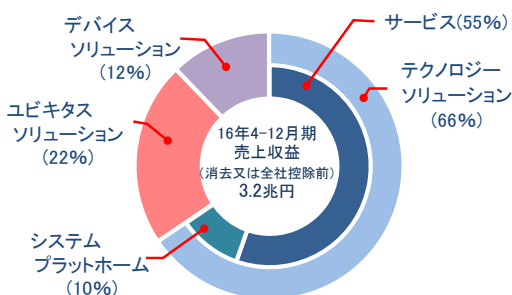
- グローバル ICT 企業、ビジネスモデル変革で収益向上を目指す
- 17/3 期営業利益は会社計画比上ブレ、18/3 期は前期比 3 割増の予想
- 18/3 期予想 PER11.6 倍、株価は再び上昇軌道をたどろう

■ グローバル ICT 企業、ビジネスモデル変革で収益向上を目指す

同社は、日本発のグローバルICT(情報通信技術)企業。国内ITサービスの市場シェアは13%とトップ(2015年、会社資料)。ITサービスをコアに、それを支えるサーバ等の製品や電子デバイスを提供(図表1)し、約16万人の社員が世界100か国以上でサポートする。理化学研究所と共同開発したスーパーコンピュータ「京」など最先端技術の開発に定評がある。

技術革新の激しいICT業界にあって、同社は幾度も「ビジネスモデル変革」に取り組んできた(図表2)。たとえば、02/3期にはPC用ハードディスク駆動装置から、05/3期には薄型TVの競争激化の中でプラズマディスプレイパネル事業から撤退した。15/3期に半導体生産からの撤退と設計開発でのパナソニック等との統合を行った。

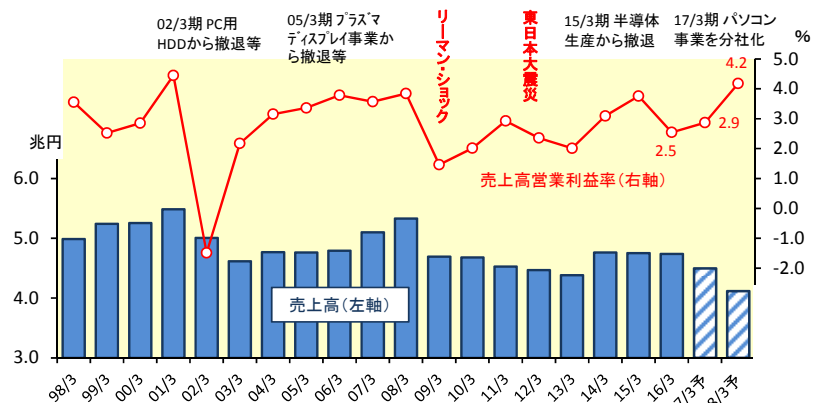
図表1: 事業別売上収益(売上高)構成比



■サービス: 製造業・サービス業・金融業向けシステム開発、等  
■システムプラットフォーム: サーバ、ストレージ、等  
■ユビキタスソリューション: パソコン・タブレット  
■デバイスソリューション: LSI、電子デバイス  
※上記のカッコ内は構成比、四捨五入により合計が100%とならない

出所:会社資料より東海東京調査センター作成

図表2: 売上収益(売上高)および同営業利益率の推移



出所: 会社資料等を基に東海東京調査センター作成  
予想は QUICK コンセンサス(4/4 時点) 14/3 期よりIFRSを適用

このレポートの取り扱いに関する重要事項は末尾の注意事項をご覧ください。

現在、同社は、非中核事業としてパソコン事業を分社化(中国レノボ・グループと事業統合で調整中)する一方、ICT サービス事業などに経営資源を集中する「ビジネスモデル変革」を推進。他業種との協業※等で技術力の強化を図るとともに、コスト削減等で収益性の向上を目指している。

同社が主戦場とする ICT 市場では、IoT(モノのインターネット)や AI(人工知能)等の新たな技術をビジネス変革(生産性向上、働き方改革、等)や競争優位の確保に活かす動きが活発化。また、防災、エネルギー、環境など生じている様々な課題解決が ICT の新たな役割として期待されている。

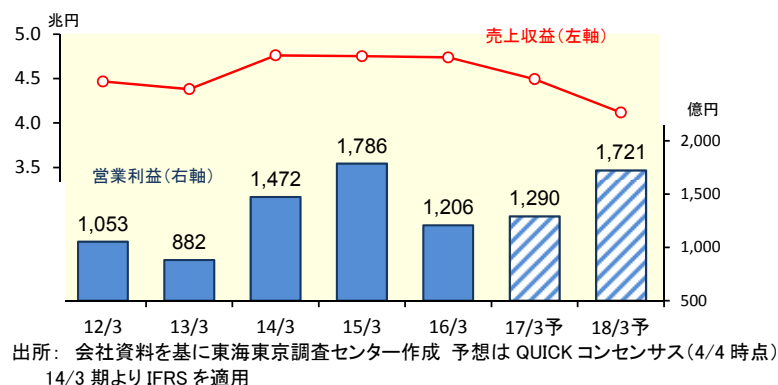
※同社は、IoT 分野では米・インテル(ティッカー:INTC)と製造工程の効率化等の実現、米・VMウェア(同:VMW)と自動運転車を含む自動車業界向け IoT ソリューションの開発で戦略的協業を拡大。AI 分野では、2015 年に同社の AI に関する様々な技術を体系化した「Zinrai(ジンライ)」をプラットフォームとして顧客に提供している。ロボット・自動車の自動制御や医療、金融機関等に活用を促し、AI関連売上高を 21/3 期までの 5 年間で累計 3,200 億円を目指している。同社は、コア技術のディープラーニング(深層学習)で世界最高の学習速度を達成するなど技術力に定評がある。

## ■ 17/3 期営業利益は会社計画比上ブレ、18/3 期は前期比 3 割増の予想

16 年 10-12 月期は、売上収益が前年同期比 4%減の 1 兆 1,154 億円、営業利益が同 2.7 倍の 373 億円となった。営業増益は「ビジネスモデル変革」効果の顕在化によるもので、会社計画に比べて 50 億円上ブレたもよう。17/3 期について、会社側は期初計画の営業利益 1,200 億円を見直さなかった。会社計画の 17 年 1-3 月期における前提為替レートは 1 米ドル=105 円、1 ユーロ=115 円(1 円の円安による営業利益影響額は対米ドルで▲1 億円、対ユーロで±0 億円)。ビジネスモデル変革費用は 17/3 期通期計画 450 億円(16 年 4-12 月期実績 74 億円)を変更していない。

だが、QUICK コンセンサスの営業利益予想は 17/3 期が前期比 7%増の 1,290 億円と会社計画を上回り、続く 18/3 期が同 33%増の 1,721 億円を見込む(図表 3)。

図表 3: 売上収益(売上高)および営業利益の推移

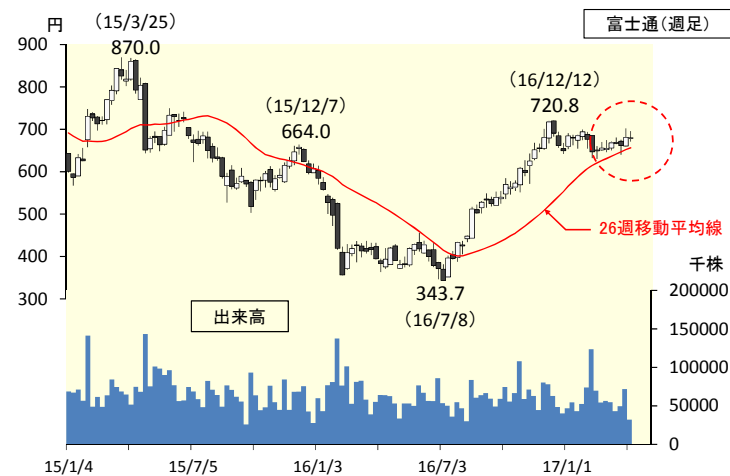


## ■ 18/3 期予想 PER11.6 倍、株価は再び上昇軌道をたどろう

株価は26週移動平均線に接近し、16年12月高値720.8円からの調整が一巡しつつあるとみる。(図表4)。

予想PERは17/3期の15.3倍から18/3期予想PERは11.6倍と、期を追うごとに割安感が強まる。株価は、業績上ブレ期待に加えて、最先端技術の展開も注目され再び上昇軌道をたどるとみる(図表5)。なお、17/3期決算発表は4月28日の予定。

図表 4： 株価チャート(週足)と出来高の推移



出所: QUICKを基に東海東京調査センター作成

図表 5： 株価チャート(月足)と税前利益の推移



出所: 会社資料を基に東海東京調査センター作成 予想は QUICK コンセンサス(4/4 時点) 14/3 期より IFRS 基準を適用

## 東海東京調査センターからの注意事項

### 【レーティングの定義】

投資判断の定義	
Outperform	今後 6 カ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上上回るとアナリストが予想
Neutral	今後 6 カ月間における投資成果が TOPIX に対して±15%未満とアナリストが予想
Underperform	今後 6 カ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上下回るとアナリストが予想
Suspended	一時的に投資判断、目標株価を停止
NR	レーティング、目標株価を付与せず

このレポートは、東海東京調査センター（以下「弊社」）が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようお願いいたします。

レーティングの表記は、TOPIX に対して Outperform、Neutral、Underperform の 3 段階で区分表記しています。また、一時的に投資判断、目標株価を停止する場合は、Suspended、レーティングが無い場合は、NR と表記しています。対象期間は、投資評価が付与された日を起点として、6 カ月程度を想定しております。

アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくもので、期間は 6 カ月程度を想定しております。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関わる市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、東海東京証券に提供することを主たる事業内容としており、弊社の収入は主に東海東京証券から得ております。

## 東海東京証券からの注意事項

このレポートは、東海東京調査センターが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

**金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます**

### 東海東京証券の概要

商号等：東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長(金商)第140号  
 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

### リスクについて

- ◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券(上場有価証券等)の売買等にあたっては、株式相場、金利水準等の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等(裏付け資産)の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご注意ください。
- ◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。
- ◎ 信用取引またはデリバティブ取引を行う場合は、その損失の額がお客様より差入れいただいた委託保証金または証拠金の額を上回るおそれがあります。
- ※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。
- ※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。
- ◎ 上記以外の上場有価証券等にも価格等の変動による損失が生じるおそれがありますので、上場有価証券等の取引に際しては、当該商品等の契約締結前交付書面等をよくお読みください。



## 手数料等諸費用について

### I 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

(1) 国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く。)

委託手数料の上限は、約定代金の1.242%(税込)になります。

(2) 国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券等

委託手数料の上限は、約定代金の1.08%(税込)になります。

※上記金額が2,700円(税込)に満たない場合には、2,700円(税込)になります。

※信用取引には、委託手数料の他に、委託保証金を差し入れていただきます。対面取引における信用取引の委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ500万円以上、ダイレクト信用取引の委託保証金は、売買代金の33%以上で、かつ30万円以上が事前に必要です。加えて、買付の場合は金利、売りつけの場合は貸株料及び品貸料等をいただきます。金利、貸株料、品貸料等の額は、その時々々の金利情勢等に基づき決定されますので、金額等をあらかじめ記載することはできません。

### II 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます。)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

#### (1) 外国金融商品市場等における委託取引

##### ① 国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料(上限:約定代金の1.404%(税込))が掛ります。

##### ② 外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

#### (2) 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として2.75%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※ 外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものといたします。

### III その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。

**金融商品等にご投資いただく際のリスク、手数料等は、金融商品等ごとに異なりますので、契約締結前交付書面や上場有価証券等書面または目論見書等をよくお読みください。**