

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## 酒井重工業

6358 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2022 年 3 月 29 日 (火)

執筆：客員アナリスト

寺島 昇

FISCO Ltd. Analyst **Noboru Terashima**



FISCO Ltd.

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

## 目次

■ 要約	01
1. 2022年3月期第3四半期の業績概要	01
2. 2022年3月期の業績見通し	01
3. 中長期の成長戦略	01
■ 会社概要	02
■ 事業概要	03
1. 事業内容	03
2. 特色、強み	03
3. シェア及び競合	04
■ 業績動向	04
1. 2022年3月期第3四半期の業績概要	04
2. 地域区分別の動向	05
3. 財務状況	06
■ 今後の見通し	07
● 2022年3月期の業績見通し	07
■ 中長期の成長戦略	08
1. 事業戦略	08
2. 資本戦略	09
3. ESGへの取り組み	09
■ 株主還元策	10

## 要約

### 道路舗装用ロードローラをはじめとする道路建設機械の専門メーカー。国内シェアは70%超とトップ、海外シェアの拡大により成長を図る

酒井重工業 <6358> は道路舗装用ロードローラをはじめとする道路建設機械の専門メーカー。長い歴史を有し、国内シェアは70%超を誇るトップメーカーである。近年では北米や東南アジアを中心に海外市場の開拓に注力している。

#### 1. 2022年3月期第3四半期の業績概要

2022年3月期第3四半期の連結業績<sup>※</sup>は、売上高が19,793百万円(前年同期比28.7%増)、営業利益が1,165百万円(同189.0%増)、経常利益が1,206百万円(同286.2%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益が836百万円(前年同期は285百万円の損失)となった。前年同期は新型コロナウイルス感染症拡大(以下、コロナ禍)の影響を受けたことから、売上高、営業利益ともに前年同期比で大きく伸長したが、国内外市場ともに需要回復が本格化したことにより、予算に対しても上回る結果であった。また、地域別でも国内外ともに順調で、特に海外で想定以上に好調に推移した。

<sup>※</sup>2022年3月期の期首から「収益認識に関する会計基準」(企業会計基準第29号 2020年3月31日)等を適用しているが、2022年3月期第3四半期に与える影響はない。前年同期は非適用の数値である。

#### 2. 2022年3月期の業績見通し

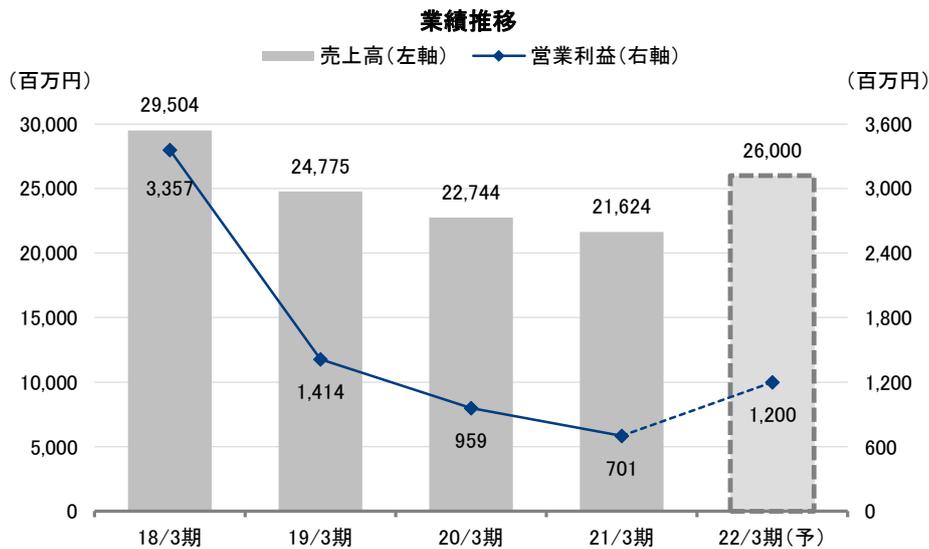
2022年3月期の連結業績は、売上高で26,000百万円(前期比20.2%増)、営業利益で1,200百万円(同71.1%増)、経常利益で1,250百万円(同89.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益で850百万円(前期は4百万円の利益)を見込んでいる。依然としてコロナ禍の影響が不透明であるものの、国内・海外ともに堅調に推移すると予想される。一方で、鋼材等の部材価格高騰やコンテナ運賃の高騰によるコスト増を見込んでおり、その多くが第4四半期の売上原価として計上予定であることから、慎重な見通しとなっている。しかし、営業利益は第4四半期(会計期間)に35百万円以上で達成するなど控えめな印象であり、利益予想がさらに上方修正される可能性もあると弊社では見ている。

#### 3. 中長期の成長戦略

同社は、2021年6月に2026年3月期を最終年度とする「中期的な経営方針」を発表している。最終目標として「企業価値・株主価値の向上」を掲げ、これを達成するために「事業の成長戦略」と「効率的な資本戦略」を推進する方針だ。定量的な目標としては、2026年3月期に売上高300億円、営業利益31億円、ROE(自己資本利益率)8%を実現し、安定的に配当性向50%(DOE(株主資本配当率)4%)を維持することを目指す。この方針に沿って、2022年3月期は配当性向100%(年間配当120円)を発表していたが、業績予想の上方修正に伴い配当基準を配当性向からDOEに変更し、年間配当を150.0円に増額することを発表した。業績がさらに上振れるようであれば、さらなる増配の可能性もあると弊社では見ている。このように、ROEの改善に向けて明白な資本政策を発表し、それに沿った株主還元を実行している同社の姿勢は、評価に値すると言える。

**Key Points**

- ・長い歴史を有するロードローラのトップメーカーで国内シェアは70%超。海外シェアの拡大により成長を図る
- ・2022年3月期業績予想を上方修正したものの控え目な印象、さらなる上方修正の可能性も
- ・中期的な数値目標として、2026年3月期に売上高300億円、営業利益31億円、ROE8%を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 会社概要

### 長い歴史を有するロードローラのトップメーカー

同社は道路舗装用ロードローラをはじめとする道路建設機械の専門メーカーで、国内シェア70%超を誇るトップメーカーである。1970年にはインドネシアに合併会社を設立するなど、早くから海外展開を進めており、2021年3月期末現在、国内子会社4社、海外子会社5社(米国、中国、インドネシア3社)を有している。株式については、1964年に東京証券取引所市場第2部に上場、その後1981年に同市場第1部に指定替えとなっている。

## ■ 事業概要

### 国内シェア 70% 超を誇るロードローラのトップメーカー。 高付加価値化と海外シェアの拡大で成長を図る

#### 1. 事業内容

同社の主たる事業は、道路舗装などに使われるロードローラの製造・販売で、ロードローラ関連が売上高の約95%を占める。一言でロードローラと言っても能力や大きさなどは多岐にわたり、同社の製品数はプラットフォームだけでも20種ほど、これにバリエーションを加えた最終製品数は70～80種に及ぶ。また、大きさは約1トンから20トン（大型土木向け）、中心の価格帯は500万円（中型ローラ）～1,000万円（大型ローラ）と幅広い。

2022年3月期第3四半期の地域区分別売上高※は、国内11,083百万円（売上高比率56.0%）、北米3,220百万円（同16.3%）、アジア4,871百万円（同24.6%）、中近東・ロシア CIS18百万円（同0.1%）、その他598百万円（同3.0%）となっている。

※「地域区分別売上高」とは顧客向けに実際に販売された金額であり、決算短信での報告セグメントである「所在地別売上高」とは異なる。

#### 2. 特色、強み

既述のように同社はロードローラをはじめとする道路建設機械の専門メーカーであるが、以下のような特色や強みを持っている。

##### (1) 専門メーカーとしての長い歴史

同社の最大の特色（強み）は、ロードローラをはじめとする道路建設機械の専門メーカーとしての長い歴史であろう。言い換えれば、選択と集中によるグローバルニッチ戦略によって専門性を高め、独自の技術を蓄積してきたことだ。

##### (2) 技術力

単に「道路を固める、舗装する」と言っても、それぞれの土地や土質、土壌などによって必要な圧力・回転力等（締固め技術）は異なる。そのため、工事会社はそれぞれの工事現場（地盤等）に合った異なる種類のロードローラが必要な場合も多い。同社は、長い間ロードローラをはじめとする道路建設機械の専門メーカーとして歩んできたことから、この「締固め技術」については高い技術力を誇っており、同業他社が追い付くことは容易ではない。

## 事業概要

**(3) 信用力**

経験工学と実績に裏付けられた信用力も同社の強みだ。地下の締固め品質を確保する技術についてはブラックボックスであり、後発メーカーや非専門メーカーが容易に真似できるものではない。例えば、高温で運ばれてくるアスファルト合材は限られた時間のなかで施工する必要があり、施工不良の場合は再施工という大きな代償を伴う。また、道路や盛土の施工品質問題の発生は遅効性があり、完工時の締固め品質はブラックボックスになる傾向にある。このような経験工学は、長年使い慣れたブランドと様々な現場経験による長年の知見が強みとなっており、これらの点が多くのお客様から信頼を得ている。

**3. シェア及び競合**

(一社)日本建設機械工業会のデータによれば、2020年度の国内建設機械出荷額は2.2兆円、このうち同社の主要製品であるロードローラー等の道路機械は2.8%となっている。この道路機械市場で、同社のシェアは70%超とトップメーカーとなっている。主な競合先としては日立建機<6305>などがあるが、いずれも専門メーカーではない。また、海外メーカーも一部進出しているものの存在感はない。したがって、国内においては、市場の浮沈がそのまま同社の業績につながっているとも言える。

世界市場(海外市場)では、正確な統計がないものの、同社のシェア(生産台数ベース)は6~7%と推定される。ただし、これは全世界をベースにしたもので、同社が主戦場としている日本、ASEAN、北米の市場に限ればシェアは20%程度ようだ。なお、世界市場での主な競合はCaterpillar<CAT>、FAYAT SAS、Deere & Company<DE>、Volvo Personvagnar ABなどであるが、ロードローラーの専門メーカーは見当たらない。

## 業績動向

### 2022年3月期第3四半期は国内外ともに需要回復が本格化し、前年同期比189.0%の営業増益。特に海外が好調に推移

**1. 2022年3月期第3四半期の業績概要**

2022年3月期第3四半期の連結業績は、売上高が19,793百万円(前年同期比28.7%増)、営業利益が1,165百万円(同189.0%増)、経常利益が1,206百万円(同286.2%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益が836百万円(前年同期は285百万円の損失)となった。

## 業績動向

前年同期はコロナ禍の影響を大きく受けたことから、売上高、営業利益ともに前年同期比で大幅に増加しているが、予算に対しても上振れて着地した。また、With コロナ時代の経済回復が進むなか、国内外ともに需要回復が本格化した結果、特に海外が好調に推移した。原材料（鋼材等）の値上がり等により売上総利益率は24.9%（前年同期は25.2%）とやや低下したものの、増収効果により売上総利益は4,918百万円（前年同期比27.2%増）となった。一方で販管費は、営業活動等が前年同期より活発となり出張旅費や交際費等が増加したこと、人件費の増加などから同8.4%増となったが、増収により販管費率は前年同期の22.5%から19.0%へ低下した。この結果、営業利益は大幅な増益となった。

営業利益の増減要因を分析すると、増収による増益が1,111百万円、原価率の上昇による減益が59百万円、販管費の増加による減益が289百万円（内訳は人件費95百万円増加、運送費59百万円増加、技術研究費43百万円増加、その他費用92百万円増加）であった。

## 2022年3月期第3四半期 連結業績概要

（単位：百万円）

	21/3期3Q		22/3期3Q		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	額	率
売上高	15,374	100.0%	19,793	100.0%	4,419	28.7%
売上総利益	3,866	25.2%	4,918	24.9%	1,052	27.2%
販管費	3,463	22.5%	3,753	19.0%	289	8.4%
営業利益	403	2.6%	1,165	5.9%	762	189.0%
経常利益	312	2.0%	1,206	6.1%	894	286.2%
親会社株主に帰属する 四半期純損益	-285	-1.9%	836	4.2%	1,121	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 2. 地域区分別の動向

2022年3月期第3四半期の地域区分別売上高については、全体的にコロナ禍の影響から回復基調にある。国内では依然としてコロナ禍の影響を受けているものの、道路・土木関連工事などの公共投資関連が堅調に推移したことから、売上高は11,083百万円（前年同期比16.0%増）とほぼ計画どおりとなった。

海外では、主要な市場での建機需要の回復が進んだことから、売上高は8,709百万円（前年同期比49.6%増）と大幅な増収となった。このうち北米は、好調な建設投資に伴い建機需要が回復したことに加え、シェアアップによる効果もあり、売上高は3,220百万円（同62.9%増）となった。アジアでは、好調なベトナム、タイなどのインドシナ市場に加え、停滞していたインドネシア市場でも需要回復が進んだ結果、売上高は4,871百万円（同37.7%増）となった。その他はオーストラリア、ニュージーランド、中南米が比較的堅調であったことから、売上高は598百万円（同100.6%増）となった。

## 業績動向

## 地域区分別売上高

(単位：百万円)

	21/3 期 3Q		22/3 期 3Q		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	額	率
国内	9,553	62.1%	11,083	56.0%	1,530	16.0%
海外	5,820	37.9%	8,709	44.0%	2,888	49.6%
北米	1,976	12.9%	3,220	16.3%	1,243	62.9%
アジア	3,538	23.0%	4,871	24.6%	1,332	37.7%
中近東・ロシア CIS	6	0.0%	18	0.1%	12	184.5%
その他	298	1.9%	598	3.0%	300	100.6%
合計	15,374	100.0%	19,793	100.0%	4,419	28.7%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 財務基盤は安定、手元の現金及び預金は 8,469 百万円と豊富

### 3. 財務状況

2022年3月期第3四半期末の財務状況について、流動資産は25,691百万円（前期末比2,763百万円増）となったが、主に現金及び預金の増加1,486百万円、受取手形及び売掛金の増加717百万円、棚卸資産の増加275百万円などによる。固定資産は12,152百万円（同21百万円減）となったが、主に有形固定資産の増加92百万円、無形固定資産の減少33百万円、投資その他の資産の減少79百万円による。この結果、資産合計は37,843百万円（同2,742百万円増）となった。なお、2022年3月期第3四半期末の現金及び預金は8,469百万円と高水準だ。

一方で、負債合計は15,503百万円（前期末比2,440百万円増）となったが、主に流動負債のうち買掛債務（支払手形及び買掛金、電子記録債務）の増加2,445百万円、短期借入金の増加19百万円、固定負債の減少70百万円などによる。純資産合計は22,340百万円（同301百万円増）となったが、主に親会社株主に帰属する四半期純利益の計上等による利益剰余金の増加368百万円、為替換算調整勘定の増加369百万円、その他有価証券評価差額金の減少173百万円などによる。この結果、2022年3月期第3四半期末の自己資本比率は58.9%（前期末は62.7%）となった。

さらに同社では、バランスシートのスリム化に注力してきたが、その成果として2022年3月期第3四半期末の正味運転資本（売上債権＋棚卸資産－仕入債務）は前年同期末比19.2%減（同2,114百万円減）の8,868百万円となった。主に棚卸資産の効率化を進めたことで、棚卸資産は同878百万円減の7,326百万円まで圧縮された。この結果、売上高／棚卸資産回転数は、同1.1回改善して年間3.6回となった。

## 業績動向

## 正味運転資本推移

(単位：百万円)

	21/3期3Q 実績	22/3期3Q 実績	増減	
			額	率
連結売上高(年計)	20,429	26,044	5,615	27.5%
売上債権	7,510	8,676	1,166	15.5%
棚卸資産	8,204	7,326	-878	-10.7%
仕入債務	-4,732	-7,134	-2,402	50.8%
正味運転資本	10,982	8,868	-2,114	-19.2%

注：連結売上高(年計) = 当3Q累計売上高 + 前4Q売上高  
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2022年3月期業績予想を上方修正も控えめな印象であることから、利益予想がさらに修正される可能性も

#### ● 2022年3月期の業績見通し

同社は、世界的に建設機械の需要回復が進展するなか、足元の業績が好調に推移していることから、2022年2月に連結業績予想の上方修正を発表した。売上高で26,000百万円(前期比20.2%増)、営業利益で1,200百万円(同71.1%増)、経常利益で1,250百万円(同89.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益で850百万円(前期は4百万円の利益)と予想している。

依然としてコロナ禍の影響が不透明であるものの、国内は防災・減災や国土強靱化計画などを背景に需要は堅調に推移すると同社では予想している。海外についても、米国の巨大インフラ整備計画やASEAN及び新興諸国の経済対策等により、世界的に建設機械の需要回復が進んでいる。一方で、鋼材等の部材価格高騰やコンテナ運賃の高騰によるコスト増を見込んでおり、その多くが第4四半期の売上原価として計上される見通しである。このため、上方修正後の通期予想は慎重な見通しとなっている。しかし、営業利益は第4四半期(会計期間)に35百万円以上で達成するなど控えめな印象であることから、利益予想がさらに上方修正される可能性もあると弊社では見ている。

今後の見通し

## 2022年3月期 連結業績予想

(単位：百万円)

	21/3期		22/3期		増減	
	実績	構成比	修正予想	構成比	額	率
売上高	21,624	100.0%	26,000	100.0%	4,375	20.2%
営業利益	701	3.2%	1,200	4.6%	498	71.1%
経常利益	659	3.0%	1,250	4.8%	590	89.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	4	0.0%	850	3.3%	845	-

注：22/3期修正予想は2022年2月公表の値  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 中長期の成長戦略

### 中期的な成長戦略として「海外シェア拡大」「海外事業領域拡大」 「次世代事業開発による付加価値創造」を掲げ、 2026年3月期に売上高300億円、営業利益31億円を目指す

同社は2021年6月に、2026年3月期を最終年度とする「中期的な経営方針」を発表した。最終目標として「企業価値・株主価値の向上」を掲げ、これを達成するために「事業の成長戦略」と「効率的な資本戦略」を推進する方針である。また、定量的な目標としては、2026年3月期に売上高300億円、営業利益31億円、ROE8%を実現し、安定的に配当性向50%（DOE4%）を維持することを目指す。なお、2022年3月期第3四半期末現時点で、これらの数値目標を据え置いている。

#### 1. 事業戦略

##### (1) 国内市場：安定化及び次世代事業開発による付加価値創造

ロードローラの国内市場は既に成熟期にあることに加えて同社のシェアも高いことから、既存製品に新たな付加価値（高機能等）を付けること、つまり次世代事業開発による成長を目指す。

##### (2) 海外市場：シェア拡大と事業領域の拡大

海外市場においては、需要が拡大している地域（国）も多いこと、また同社のシェアも低いことから成長の余地は大きい。このため、既存市場の深耕と事業領域の拡大の2つの戦略により成長を目指す。

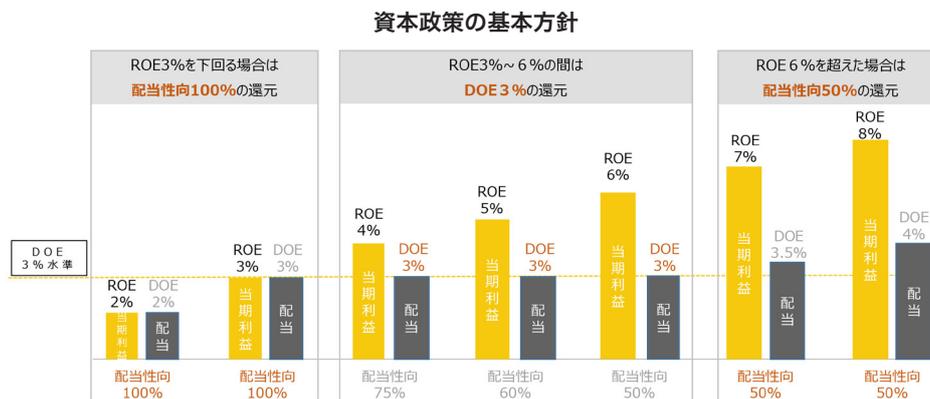
##### (3) 定量的目標

中長期的な数値目標としては、2024年3月期に売上高265億円、営業利益20億円、ROE5.5%、2026年3月期に売上高300億円、営業利益31億円、ROE8%を目指す。

## 2. 資本戦略

資本政策の基本方針として同社は、ROE8%を目標としてそれを支えるための株主還元を実施するとし、株主価値の向上（資本効率の改善）を掲げている。2026年3月期の最終目標として、ROE8%かつ配当性向50%、すなわちDOE4%を掲げている。

一般的に、ROEの向上のためには2つの改善が必要である。1つは言うまでもなく親会社株主に帰属する当期純利益の改善（上昇）であるが、もう1つは株主資本の抑制（必要以上に株主資本を増加させない、あるいは減少させること）である。同社では、前者の事業利益向上のためには既述のような事業戦略を推進していく計画だが、同時に必要以上に株主資本を増加させないために、「ROE3%を下回る場合は配当性向100%の還元」「ROE3%～6%の間はDOE3%の還元」「ROE6%を超えた場合は配当性向50%の還元」とする配当政策を実行する方針である。



出所：中期的な経営方針より掲載

自己株式の取得については、2026年3月期までに5～20億円規模を上限とした機動的な自己株式の取得を行うとしている。また、投資有価証券についても、事業戦略観点からの見直しを進める方針だ。なお、成長投資については、資本収益性（ROIC）を重視し、レバレッジの活用も検討するとしている。

## 3. ESGへの取り組み

同社では、本業を通じたSDGsやESG、脱炭素など社会的課題に積極的に取り組んでいる。ESGに関する主な取り組みは以下のとおりである。

### (1) E（環境）における取り組み：カーボンニュートラル（CN）に向けた取り組み

同社の国内生産工場のCO<sub>2</sub>排出量は年間約2,000トン（内訳は、化石燃料によるCO<sub>2</sub>排出量が約1,000トン、電力消費によるCO<sub>2</sub>排出量が約1,000トン）だが、このCO<sub>2</sub>排出量の50%削減を目指す。具体的には、電力使用による間接的なCO<sub>2</sub>排出について、再生可能エネルギーを導入することで削減する方針を決定している。

### (2) S (社会) における取り組み：道づくりを通じて社会事業に貢献する経営方針

同社では、道づくりを通じて世界の国土開発という社会事業に貢献する経営方針を掲げ、「労働安全」「社会貢献活動」「人的資本開発」を推進している。「労働安全」としては、緊急ブレーキ搭載型ローラを普及させることで施工現場の安全性向上を目指し、「社会貢献活動」としては道路建設という国土開発に資する技術開発、「人的資本開発」としてはダイバーシティを推進している。

### (3) G (ガバナンス) における取り組み：改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応

今般のコーポレートガバナンス・コードの改訂を踏まえ、取締役及び執行役員によって構成される同社の取締役会が備えるべきスキルを、「経営」「道路機械」「グローバル」「資本市場」「ものづくり」「マーケティング」「管理」として決定し、取締役会のスキルマトリクスとして公表している。また、取締役の指名、報酬等に係る取締役会の機能の独立性、客観性、説明責任を強化することを目的に、取締役会の下に社外取締役が過半数を占める「指名・報酬委員会」の設置を決定している。今後は、ダイバーシティの確保、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）に準じた気候変動リスク対応の実施なども予定している。

## 株主還元策

### 2022年3月期は業績予想の上方修正に伴い配当基準をDOEに変更し、年間150.0円配当を予定。2026年3月期までに5～20億円規模を上限とした自己株式取得を目指す

同社は、長期にわたり安定的な経営基盤の確保に努めるとともに、配当についても安定的な配当の継続を重視し、業績と健全な財務体質に裏付けられた成果の配分を基本方針とし、配当政策と自己株式の取得を行っている。既述のとおり、中期的な株主還元方針としては、ROE3%未満の場合は配当性向100%、ROE3%～6%の間はDOE3%、ROE6%超の場合は配当性向50%の還元を行うとしている。また、自己株式の取得については、2026年3月期までに5～20億円規模を上限とした機動的な自己株式取得の実施を検討している。

上記の配当政策に基づき、2022年3月期は期初に配当性向100%(年間配当120.0円)を発表していた。しかし、既述のとおり足元の業績が好調で、通期業績予想を上方修正したことに伴い、2022年3月期末のROEが3%を超える見込みであることから、配当基準を配当性向100%からDOE3%とし、年間配当150.0円(中間配当60.0円、期末配当90.0円)とすることを発表した。なお、業績がさらに上振れするようであれば、さらなる増配の可能性もあると弊社では見ている。

また自己株式の取得についても、中期的な経営方針に基づき、2021年7月15日までに130,000株(同340百万円)を取得済みである。

このように、ROEの改善に向けて明白な方針を発表し、それに沿った株主還元策を実行している同社の姿勢は、評価に値すると言える。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp