

ホリスティック企業レポート

エー・ピーカンパニー

3175 東証一部

アップデート・レポート
2015年7月24日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20150721

エー・ピーカンパニー(3175 東証一部)

発行日: 2015/7/24

**生販直結型の6次産業モデルにより居酒屋「塚田農場」等を直営展開
積極的な出店に加えて、海外展開の本格化や新規事業の育成で高成長を維持**

> 要旨

◆ 生販直結型の居酒屋「塚田農場」等を直営展開

- エー・ピーカンパニー(以下、同社)は、地鶏をメインとした「塚田農場」などの居酒屋を首都圏中心に展開している。
- 自社農場での地鶏生産を含め、生産者との直接提携関係による「生販直結モデル」を強みとして高い成長性を実現してきた。

◆ 15年3月期決算は大幅な増収増益ながら計画を下回る

- 15/3期決算は、売上高 19,235 百万円(前期比 21.8%増)、営業利益 1,268 百万円(同 23.7%増)と大幅な増収増益となった。
- 但し、新規出店が大きく未達となったことや既存店売上が想定以下となったことから、同社及び証券リサーチセンター(以下、当センター)の予想を下回った。

◆ 16年3月期も増収増益を見込む

- 16/3期について同社は、売上高 22,576 百万円(前期比 17.4%増)、営業利益 1,581 百万円(同 24.6%増)を予想している。海外展開の本格化を含めて出店ペースの回復を図るものの、前期出店が計画を下回ったことで業績の伸びは前期よりも緩やかになる見通しである。
- 当センターでは、15/3期実績等を踏まえて、前回の業績予想を減額修正した。売上高 22,000 百万円(前期比 14.4%増)、営業利益 1,500 百万円(同 18.3%増)と見込んでいる。会社予想を下回る業績予想となったのは、新規出店数を会社予想よりも少なく見積もったことによる。

◆ 中期業績予想

- 同社の中期的な成長戦略は、生産流通事業の拡充と主力業態を中心とした店舗数拡大のほか、海外展開と新規事業(宅配弁当等)の育成である。国内の出店ペースは毎期 40 店前後を想定している。
- 当センターでは、16/3期の業績予想を減額修正したことを踏まえて、中期業績予想も減額修正した。但し、海外での出店数の前提を引き上げたことから、18/3期までの成長率は売上高が年率 20.9%、営業利益が同 25.4%と依然として高い水準を見込んでいる。

アナリスト: 柴田 郁夫

+81 (0) 3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

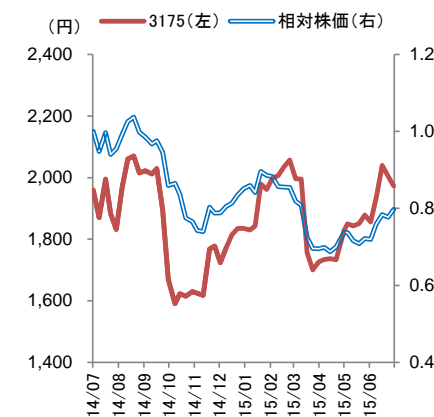
【主要指標】

	2015/7/17
株価(円)	2,071
発行済株式数(株)	7,427,850
時価総額(百万円)	15,383
	前期実績 今期予想 来期予想
PER(倍)	17.0 15.4 11.8
PBR(倍)	4.5 3.5 2.7
配当利回り(%)	0.0 0.0 0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	3.7	19.0	9.6
対TOPIX(%)	1.7	13.9	-15.0

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/7/11

【3175 エーピーカンパニー 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2013/3	11,387	36.9	705	69.8	784	69.6	430	96.8	63.5	247.9	0.0
2014/3	15,793	38.7	1,025	45.5	1,243	58.5	675	56.9	91.0	338.7	0.0
2015/3	19,235	21.8	1,268	23.7	1,493	20.1	906	34.2	122.1	460.9	0.0
2016/3 CE	22,576	17.4	1,581	24.6	1,779	19.1	1,076	18.7	144.9	—	0.0
2016/3 E	22,000	14.4	1,500	18.3	1,700	13.9	1,000	10.4	134.6	595.5	0.0
2017/3 E	28,000	27.3	2,000	33.3	2,200	29.4	1,300	30.0	175.0	770.5	0.0
2018/3 E	34,000	21.4	2,500	25.0	2,700	22.7	1,600	23.1	215.4	985.9	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/15

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

◆ 生販直結型の居酒屋「塚田農場」等を直営展開

エー・ピーカンパニー（以下、同社）は、地鶏をメインとした「塚田農場」や、鮮魚をメインとした「四十八漁場」などの居酒屋を首都圏中心に展開している。自社農場での地鶏生産を含め、生産者（契約農家や漁師等）との直接提携関係による「生販直結モデル」を強みとして急速に店舗数を拡大し、高成長を実現してきた。その背景には、みやざき地頭鶏（じとっこ）等、産地直送の高級食材を平均客単価 4,000 円前後の中価格帯で提供するメニューと顧客満足度を高める独自のサービスにより、顧客からの支持を得てきたことがある。

事業セグメントは、「塚田農場」や「四十八漁場」を主要ブランドとして、15/3 期末現在で直営店 152 店舗（内、海外 3 店舗）、FC 店 51 店舗を展開する販売事業と、地鶏、鮮魚、青果物などの生産及び加工、流通を行う生産流通事業に分かれている。なお、生産流通事業は、自社直営店向けの他、外部売上高として FC 店向けの食材提供等を行っている。販売事業が、売上高の 94.4%、セグメント利益（調整前）の 84.9%を占めている（15/3 期実績）。主要業態の概要と店舗数の状況は図表 1 の通りとなっている。

なお、FC 店については、生産流通事業の拡大を図る中で、直営店を補う販売チャネルとして増やしてきたが、今後は直営店を中心した店舗数の拡大を図る方針である。

【図表 1】主要業態の概要と店舗数 (海外 3 店舗を除く、15/3 期末現在)

販売形態	モデル	店舗ブランド	特徴	直営店	FC店
外食	地鶏	宮崎県日南市塚田農場 宮崎県日向市塚田農場	「生産者の想いを伝える」をテーマとした店内で、自社農場等で育ったみやざき地頭鶏の炭火焼をはじめとしたひむか(宮崎)郷土料理と蔵元直送の銘酒を中心に提供	89	-
		北海道シントク町塚田農場	自社農場等で育った「新得地鶏」をはじめ、「インカのめざめ」等の十勝野菜や新得町名物の蕎麦など、十勝地方の素材を生かした料理を中心に提供	10	-
		鹿児島県霧島市塚田農場	自社農場等で育った「黒さつま鶏」をメインに、黒豚のしゃぶしゃぶやさつま揚げ、きびなご、枕崎のぶえん鯉などの鹿児島の郷土料理を中心に提供	24	-
	鮮魚	四十八漁場等	「魚食文化を未来に残すこと」をテーマとして、日本各地の定置網や一本釣り漁師等と直結した「今朝獲れ鮮魚」や環境に配慮した未利用魚の料理などを中心に提供	16	-
	ホルモン	芝浦食肉等	東京芝浦の仲卸業者から仕入れる上質なホルモンを食材として、「もつ鍋」「ホルモン焼き」をメインに提供	9	-
中食	鮮魚	よんばち寿司	「今朝獲れ鮮魚」をはじめとする厳選した素材を、職人の手握りで提供	1	-
ライセンス	地鶏	じとっこ組合	みやざき地頭鶏の専門店として、自社農場等で育ったみやざき地頭鶏のモモ、ムネ、ささみ、手羽、内臓など全ての部位を多彩な料理で提供	-	51

(出所) エー・ピーカンパニー資料より証券リサーチセンター作成

注1) 鹿児島県霧島市の処理加工工場については14年8月に竣工、10月より本格稼働を開始した。

生産拠点は、宮崎県（日南市、日向市）、北海道（新得町）、鹿児島県（霧島町）に自社農場（養鶏場）を有している他、宮崎県（日南市、綾町）等に雛センター、宮崎県（日南市、西都市）と北海道（新得町）、鹿児島県（霧島市）^{注1}に処理加工工場を運営している。また、羽田空港近くに鮮魚の集荷配送センターを保有している。

現在の連結子会社は国内8社と海外3社の合計11社となっている。国内は、(株)地頭鶏ランド日南（宮崎県日南市で地鶏の生産流通事業を行う）、(株)セブンワーク（東京都中央卸売市場の売買参加権を取得して青果物等の卸売事業を行う）、(株)新得ファーム（北海道上川郡新得町で地鶏の生産流通事業を行う）、(株)カゴシマバンズ（鹿児島県霧島市で地鶏の生産流通事業を行う）、(株)プロジェクト48（宮崎県延岡市で定置網漁業を含めて鮮魚の生産流通事業を行う）、(株)エーピーアセットマネジメント（6次産業化ファンドの運営を行う）、エー・ピー投資事業有限責任組合（農水省との共同で立ち上げた6次産業化ファンド）、新鮮組フードサービス(株)（主力業態7店舗などを運営）である。

海外子会社には、AP Company International Singapore Pte.,Ltd.（シンガポールで飲食店を運営）のほか、15/3期に米国（ハワイ州）に設立した AP Company USA Inc.と AP Company Kalakaua LLCがある。

➤ ビジネスモデル

◆ 生販直結の業態モデルで差別化

同社業態の特徴は、自社農場における地鶏生産を含め、生産者（契約農家や漁師等）との直接提携等により、産地直送の新鮮な高級食材を平均単価4,000円前後の中価格帯で提供する仕組みにある。

例えば、地鶏業態では、孵化からの一貫生産体制により中間流通コストの削減を図るとともに、モモ肉だけでなく全部位を余すことなく販売するノウハウがメインメニュー（炭火焼き）の低価格化を実現している。また、鮮魚業態では、漁師の協力と独自の空輸便導入により、配送時間の短縮と高い鮮度の維持が可能となり、朝に水揚げされた鮮魚を夕方店舗に届ける「今朝獲れ便」が特徴となっている。一方、商品価値に見合った価格で安定調達することで、生産者、消費者、同社、いずれにも ALL-WIN の関係を構築している。

生販直結モデルは、生産者と消費者の両者にとって高いトレイサビリティを実現し、消費者には食の安全や美味しさを伝え、生産者には消費者の声をフィードバックすることで生産意欲を高める効果を生み出している。加えて、同社の従業員にとっても、生産者の想いや地域産業の活性化を担う事業の社会性や意義（ミッション）^{注2}を共有す

注2) ミッション

同社は、「食のあるべき姿を追求する」というグループ共通のミッションの下、「生販直結モデル」の事業展開を通じて、第一次産業の活性化および高品質低価格の実現による、食産業における生産者、販売者、消費者の ALL-WIN の達成を目指している。

ることにより、高いモチベーションに支えられた接客サービスをはじめ、食材および産地の付加価値を高めるブランディングや、外食の枠を超えた人材採用も可能としている。

◆ 高いリピート率を実現する独自の販促方法

同社のもう一つの特徴として、「ジャブ営業」と呼ばれる独自の店内販促手法をあげることができる。客単価の約3%のサービス権限をスタッフへ移譲することでお土産に特製ミソを手渡す等、小さな付加価値を積み重ねるとともに、顧客とのコミュニケーションを深める機会を増やすことで顧客満足度を高め、再来店動機を促す仕組みとなっている。既存店でのリピート率は50%を超える水準を維持している。

◆ 店舗数の拡大が同社業績を牽引する成長モデル

同社は、店舗数の拡大が業績を牽引する成長モデルである。一方、店舗数の拡大を図るうえで制約となるのが、地鶏や鮮魚など主力食材の安定的な調達力の他、人材や店舗立地、出店資金の確保などがあげられる。特に、同社業態の特徴を持続させるためには、生販直結型による食材調達力とミッションを共有できる人材の確保が重要となる。

同社は、今後の店舗数拡大の軸としている地鶏業態について、既に宮崎県での50万羽を筆頭に全国で92万羽の地鶏生産体制を構築しており、約350店舗までの出店が可能となっている。また、鮮魚業態についても、全国漁場との直結ネットワークを広げるとともに、「今朝獲れ便」を前提とした物流拠点を各地に展開していく方針である。

一方、生産や加工、流通にも携わることができる同社の事業領域は、幅広い人材を採用するうえで有利に働いており、ミッション共感度とスキルレベルでセグメント化した独自の教育体系や、様々なキャリアアップを自ら選択できる人事制度と合わせて計画的な人材育成を図っている。

◆ 生産流通の拡充と販売形態の多様化を目指す

同社は、地鶏、鮮魚、青果物等の生産及び加工、流通体制の強化に加えて、蕎麦などの新たな食材の取り扱いにより、生産流通事業の拡充を図る計画である。13年7月には、国（農林水産省）と民間企業の共同出資により設立された農林漁業成長産業化支援機構と6次産業化ファンド^{注3}を共同で立ち上げ、全国の生産者や自治体との連携により、地方食材の発掘に活用する方針である。一方、販売事業でも、FF（ファストフード）業態などの新業態開発や、15/3期より開始した高級弁当宅配サービスなど、小売や卸売にも本格参入することにより販売形態の多様化を図っていくとしている。

注3) 6次産業化ファンド

6次産業化ファンドとは、6次産業化事業体（農業者が流通、販売にも関わる事業）を支援するファンドのことで、国（農林水産省）と民間企業（金融機関や食品会社等）が共同で出資して設立された。

> 強み・弱みの分析

◆ 次世代の収益ドライバーの創出に注目

同社の競争力の源泉は、外食から生産、流通へ事業領域を拡張し、生販直結型の業態モデルを展開することにより、他社との差別化を図ってきたところにある。停滞する1次産業(地域産業)の活性化を自社のビジネス機会に結び付けた着眼や手腕は評価に値すると言えよう。特に、中間流通コストの削減効果を狙うことにとどまらず、産地支援という社会的使命のもと、積極的にイニシアティブやリスクをとってきたことが、生産者や地方自治体からの支持に繋がったものと考えられる。

また、「ジャブ営業」と呼ばれる販促手法も、足元ではコストアップ要因となるものの、長期的に見れば、顧客のリピート率を高めることで既存店売上高を支え、収益性の維持に貢献しているものと評価できる。

一方、課題としては、店舗数拡大のボトルネックとなり得る店舗物件の取得のほか、主力食材の調達力や人材等をいかにバランスよく確保していくかにある。また、現在の主力業態の出店ペースが一巡した後、どのように販売形態の多様化を図っていくのかも中期的な課題としてあげられる。同社は、今後も全国の生産者や自治体と提携し、生産流通事業の拡充を目指しているが、生産者側が期待しているのは、同社の販売に関するノウハウやネットワークであり、「塚田農場」での成功体験やブランド力をいかに次世代の収益ドライバーの創出に結び付けていくのか、海外展開を含めて注目したい。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・生販直結型の業態による差別化 ・店舗拡大に向けた展開力 ・高いリピート率を実現する独自の販促手法 ・生産者や地方自治体との連携による食材の調達力とブランディング
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・生産や流通領域への参入に伴うリスク範囲の拡大 ・米山社長への依存度 ・急激な業容拡大に体制が追いつかない懸念(食材調達力、人材等)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・景気回復による消費マインドの高揚 ・食のこだわりや本物志向 ・1次産業(地域産業)振興の動き ・海外への進出
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・消費税増税等による消費マインドの低下 ・円安の影響を含めた原価の高騰 ・食の安全性(産地偽装、食中毒等)を脅かす事件等の影響 ・鳥インフルエンザの発生による被害

(出所) 証券リサーチセンター

> 決算概要**◆ 15年3月期は増収増益なるが計画には及ばず**

15/3期決算は、売上高 19,235 百万円(前期比 21.8%増)、営業利益 1,268 百万円(同 23.7%増)、経常利益 1,493 百万円(同 20.1%増)、当期純利益 906 百万円(同 34.2%増)と大幅な増収増益であった。

ただ、売上高、営業利益については、会社予想に対して大きく未達となるとともに、会社予想を下回る水準を想定していた証券リサーチセンター(以下、当センター)の予想にも僅かに届かなかった。

一方、経常利益が会社予想及び当センター予想を上回ったのは、鹿児島県霧島市での生産拠点立ち上げに伴い、行政から補助金 60 百万円が支払われたことによるものである。

主力の販売事業が、14/3期出店分(純増 35 店舗)の通期寄与に加えて、15/3期の新規出店による店舗数の拡大(純増 20 店舗)が増収に寄与した。ただ、会社予想を大きく下回ったのは、新規出店は 26 店舗と大幅な未達(計画では 44 店舗)になったことと想定外の退店(6 店舗)があったことに加え、既存店売上高が前期比 5%減(計画では 3%減)と振るわなかったことに起因する。

既存店売上高が想定を下回った要因について同社は、TV番組等による話題性の高さと過熱気味となったオープン景気がしだいに正常化されてきたことと、店舗数の拡大に伴って同一マーケット内への出店が影響したことの 2 点をあげている。ただ、店舗ごとに適正売上高は確保していることから、営業利益率には大きな変動はない模様である。

一方、生産流通事業についても、13年4月に西都市(宮崎県)に開設した地鶏加工場の稼働が順調に進んだことや、14年8月に霧島市(鹿児島県)に開設した地鶏加工場が生産を開始したことに加え、FC店(6店舗増)が拡大したことにより、外部売上高及び内部取引高がともに順調に拡大した。

また、利益面でも、新規出店が未達となったことにより出店費用は想定を下回ったものの、新規出店分の利益貢献が想定以下となったことや新規事業立ち上げコストの影響により営業利益率は 6.6%と前期とほぼ同水準にとどまった。

財務面には、総資産が新規出店及び鹿児島県での生産設備投資により 11,521 百万円(前期末比 18.8%増)と増加したが、自己資本も内部留保の積み増しにより 3,423 百万円(前期末比 36.1%増)と増加したことから自己資本比率は 29.7%(前期末は 25.9%)に改善した。一方、ROEも 30.5%(前期は 31.0%)と高い水準を維持している。

【 図表 3 】 15 年 3 月期の決算概要

(単位：百万円)

	14/3期 実績		15/3期 実績		増減		15/3期 当センター予想		乖離率	15/3期 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比			構成比	
売上高	15,793		19,235		3,442	21.8%	19,500		-1.4%	20,300		94.8%
販売事業	14,788	93.6%	18,166	94.4%	3,378	22.8%	-	-	-	-	-	-
(総売上高)*	14,808	-	18,190	-	3,382	22.8%	-	-	-	-	-	-
生産流通事業	1,004	6.4%	1,068	5.6%	64	6.4%	-	-	-	-	-	-
(総売上高)*	2,521	-	2,976	-	455	18.0%	-	-	-	-	-	-
売上原価	4,880	30.9%	5,820	30.3%	940	19.3%	6,000	30.8%	-3.0%	-	-	-
販管費	9,887	62.6%	12,146	63.1%	2,259	22.8%	12,200	62.6%	-0.4%	-	-	-
営業利益	1,025	6.4%	1,268	6.5%	242	23.7%	1,300	6.7%	-2.5%	1,323	6.5%	95.9%
販売事業	862	5.8%	1,088	6.0%	226	26.2%	-	-	-	-	-	-
生産流通事業	174	6.9%	194	6.5%	20	11.5%	-	-	-	-	-	-
調整	-11	-	-14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
経常利益	1,243	7.8%	1,493	7.7%	249	20.1%	1,400	7.2%	6.6%	1,445	7.1%	103.3%
純利益	675	4.2%	906	4.7%	231	34.2%	830	4.3%	9.2%	855	4.2%	106.0%
期末店舗数	132		152		20		160		-5.0%	176		86.4%
外食	128		148		20		156		-5.1%	168		88.1%
中食	1		1		0		1		0.0%	3		33.3%
海外	3		3		0		3		0.0%	5		60.0%
FC店	45		51		6		-		-	-		-
既存店売上高	101.6%		95.0%				95.0%				97.0%	

(※) 総売上高とは、内部取引を含む売上高の合計値。また、事業別の営業利益率は各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算
(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 戦略の進捗

注4) 新規出店 26 店舗のうち 7 店舗は、新鮮組フードサービスの買収により取得した店舗を業態変更したものである。

注5) 鴨モデル業態
山形県最上郡に建設した養鴨場で生産する自社ブランド「最上鴨」を使用した「やき鴨」等を主力メニューとする居酒屋業態

◆ 出退店の実績と計画

15/3 期の出店計画(会社計画)と実績は図表4の通りである。期初計画として新規出店 44 店舗(内、外食 40 店舗)、期末店舗数 176 店舗を予定していたが、結果は、新規出店 26 店舗^{注4}(すべて外食)、退店 6 店舗、期末店舗数 152 店舗と計画未達となった。

同社は、出店ペースを取り戻すため、外部からの人材招聘を含めて、店舗開発スタッフを増員(3名から8名)するとともに、組織を2分割するなど出店体制の強化を図った。

16/3 期の出店計画(会社計画)は図表5の通りである。新規出店 46 店舗(内、外食 40 店舗)、退店は 0 店舗で期末店舗数 198 店舗を予定している。その中には、新たな業態であるウェディングモデル 2 店舗、鴨モデル 1 店舗^{注5}が含まれている。また、FF 業態としてマーケティング店舗を出店(店舗数に含めていない)している「鴨そば 塚田農場」については、本格的な出店にはまだ時間を要する見通しである。

【 図表 4 】 業態別の出退店の状況

(単位：店)

	14/3期末 実績	15/3期の出退店実績			15/3期末 実績	15/3期の出退店計画 会社計画			15/3期末 会社計画
		出店	変更	退店		出店	変更	退店	
外食	128	26	-	-6	148	40	-	-	168
地鶏M(塚田農場)	102	24	-	-3	123	38	-	-	140
鮮魚M(四十八漁場)	14	2	-	-	16	2	-	-	16
ホルモンM(芝浦食肉等)	12	-	-	-3	9	-	-	-	12
中食・FF	1	-	-	-	1	2	-	-	3
海外	3	-	-	-	3	2	-	-	5
合計	132	26	-	-6	152	44	-	-	176
FC店									
国内	45	6	-	-	51				
海外	0	-	-	-	0				

【 図表 5 】 業態別の出退店の状況

(単位：店)

	15/3期末 実績	16/3期の出退店計画 会社計画			16/3期末 会社計画
		出店	変更	退店	
外食	148	40	-	-	188
地鶏M(塚田農場)	123	29	-	-	152
鮮魚M(四十八漁場)	16	8	-	-	24
ホルモンM(芝浦食肉等)	9	-	-	-	9
その他(ウェディング、鴨)	-	3	-	-	3
中食・FF	1	-	-	-	1
海外	3	6	-	-	9
合計	152	46	-	-	198
FC店					
国内	51	10	-	-	61
海外	0	3	-	-	3

(注) FF 業態の「鴨そば塚田農場」はマーケティング店舗であるため、店舗数には含まれていない
(出所) 図表4及び図表5ともに、エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、出店地域については首都圏が中心となっているが、15/3 期は初めて広島県と宮城県、茨城県にも出店を行った。同社は、出店余地の残る首都圏をはじめ、未開拓の地方都市への出店を拡大することで、中長期的には塚田農場 350 店舗体制を目指している（図表 6 参照）。

注 6) これまで外注していた物流機能（仕分けや配送等）を内製化することでオペレーションの効率化を図った。

また、鮮魚業態（四十八漁場）については、出店拡大に向けた体制準備のため、しばらく出店を凍結していたが、漁師とのネットワークが拡大したことや配送センターの機能拡充^{注 6}を図ったことから 15/3 期より出店を再開した（2 店舗）。16/3 期も新規出店 8 店舗を予定している。今後は、羽田空港近郊の配送センターからアクセスしやすい国道 16 号線沿いを中心にまずは 50 店舗まで拡大する予定であり、その後は、全国に配送センターを設置することにより更なる店舗拡大を目指していく方針としている。

【 図表 6 】 地域別の出店状況

(単位：店)

	14/3期末店舗数		15/3期末店舗数		増減		地鶏業態出店余地 (会社推定)
		地鶏業態		地鶏業態		地鶏業態	
首都圏	103	78	116	92	13	14	210
関西圏	10	10	13	13	3	3	40
東海圏	2	2	3	3	1	1	30
地方都市	14	12	17	15	3	3	70
北海道	5	3	5	3	0	0	-
宮城	0	0	1	1	1	1	-
福島	1	1	1	1	0	0	-
茨城	0	0	1	1	1	1	-
群馬	3	3	2	2	-1	-1	-
広島	0	0	2	2	2	2	-
宮崎	2	2	2	2	0	0	-
熊本	1	1	1	1	0	0	-
鹿児島	2	2	2	2	0	0	-
海外	3	3	3	3	0	0	-
合計	132	105	152	126	20	21	350

(出所) ヒアリングより証券リサーチセンター作成

◆ 生産流通事業の拡充と 6 次産業化の推進

地鶏業態については、エー・ピー農林漁業成長化ファンド（エー・ピー 6 次産業化ファンド）の 1 号案件であるガゴシマバンズ（連結子会社）が稼働を開始し、14 年 8 月に霧島市（鹿児島県）の処理加工工場が竣工した（10 月より本格稼働）。工場の処理能力は年間約 12 万羽であり、出店ペースに合わせて工場の稼働率を高めていく方針である。現在の地鶏生産体制は宮崎県（年間約 50 万羽）への依存度が高い

め、リスク分散からみても大きな成果と言える。15年3月には霧島市に雛センターも完成し、鹿児島県における一連の生産設備の建設が完了した。これで鹿児島県ブランド店舗の出店(約50店舗)に対応できる体制が整った模様である。

◆ 新規事業の育成による販売形態の多様化

販売形態の多様化については、中食・FF業態や小売事業への新規参入、海外展開などに取り組んでいる。

FF業態は、14年4月から新たにそば業態「鴨そば 塚田農場」を開始し、西新橋にマーケティング店舗をオープンした。主力メニューである「鴨せいろ」を890円の中価格帯で提供している。山形県に鴨肉の生産拠点を開設するなど、本格的な出店開始に向けて準備を進めている段階である。

小売事業については、14年7月から宅配弁当事業(ブランド名は「塚ラボ」)を開始した。東京23区内の医療及び製薬会社向けを中心に「おもてなし高級弁当(単価1,200円~3,000円)」を展開しているが、口コミ及び紹介等による新規顧客やリピーターの増加により、まだ赤字の段階ながら業績は順調に伸びている。16/3期は、製造拠点の拡充(池袋に加えて新木場工場を立ち上げ)を図るとともに、価格帯を広げることでターゲット層(一般企業や一般消費者向け)の拡大を目論む。更には、物流拠点を増やし、23区以外にも宅配エリアを拡大する予定である。18/3期には売上高3,315百万円、営業利益384百万円を目指す。

また、16/3期よりブライダル事業にも参入する。新業態としてウェディングモデル2店舗の出店を予定しているが、むしろ外食の既存店を結婚式2次会用として活用することで、既存店の利益獲得に狙いがあるとみられる。

海外展開については、これまでのシンガポール3店舗(直営店)での経験を通じて、オペレーションのフォーマットを確立してきたことから、16/3期より本格的な出店を開始する予定である。また、シンガポールにて確立された「美人鍋」ブランドをFCにて他のASEAN諸国にも展開する方針を掲げており、16/3期はフィリピンにてFC店3店舗を出店する予定である。加えて、和食人気の高い米国への出店も3店舗(ハワイ、ロサンゼルス等)予定している。

> 業績予想

◆ エー・ピーカンパニーによる業績予想

16/3 期の業績予想について同社は、売上高 22,576 百万円（前期比 17.4%増）、営業利益 1,581 百万円（同 24.6%増）、経常利益 1,779 百万円（同 19.1%増）、当期純利益 1,076 百万円（同 18.7%増）と増収増益を見込んでいる。

事業別予想の開示はないが、16/3 期も地鶏業態を中心とした店舗数拡大による販売事業の伸長が業績の伸びを牽引する計画である。なお、期初予想の前提となる新規出店数は 47 店舗（内、外食 40 店舗）、既存店売上高は前期比 3%減を想定している。

また、海外展開の本格化やブライダル事業の開始、宅配弁当事業の拡大も業績寄与する模様である。

利益面では、新規出店増加と新規事業の立ち上げに係る費用負担の増加を予定しているものの、増収により吸収することで営業利益率は 7.0%（前期は 6.6%）に改善する見通しである。

◆ 証券リサーチセンターによる業績予想

証券リサーチセンターでは、15/3 期実績や 16/3 期の会社予想等を分析したうえで、前回レポートにおける 16/3 期の業績予想を減額修正した。売上高 22,000 百万円（前期比 14.4%増）、営業利益 1,500 百万円（同 18.3%増）と会社予想を下回る水準を見込んでいる。

減額修正した理由は、15/3 期の業績や期末店舗数が当センター予想を下回ったことを反映したものである。また、会社予想を下回っているのは、16/3 期の新規出店の想定を会社予想よりも少なく見積もったことによる。特に、地鶏業態については、出店体制の強化等により出店ペースの巻き返しが期待できるものの、既存店売上高にやや陰りがみえていることから、その動向を見極める必要があると判断をしている。既存店売上高については、15/3 期実績と同水準の前期比 5%減と予想した。

【 図表 7 】 16 年 3 月期の業績予想

(単位：百万円)

	15/3期 実績		16/3期 当センター予想				増減(率)		16/3期 会社予想	増減(率)
		構成比	修正前		修正後		修正前	修正後		
			構成比	構成比	構成比	構成比				
売上高	19,235		23,800		22,000		22.1%	14.4%	22,576	17.4%
販売事業 (総売上高)※	18,166	94.4%	22,400	94.1%	20,850	94.8%	23.1%	14.8%	-	-
生産流通事業 (総売上高)※	1,068	5.6%	1,400	5.9%	1,150	5.2%	7.7%	7.7%	-	-
(総売上高)	2,976	-	3,500	-	3,350	-	12.9%	12.6%	-	-
売上原価	5,820	30.3%	7,300	30.7%	6,700	30.5%	21.7%	15.1%	-	-
販管費	12,146	63.1%	14,800	62.2%	13,800	62.7%	21.3%	13.6%	-	-
営業利益	1,268	6.5%	1,700	7.1%	1,500	6.8%	30.8%	18.3%	1,581	7.0%
経常利益	1,493	7.7%	1,800	7.6%	1,700	7.7%	28.6%	13.9%	1,779	7.9%
当期純利益	906	4.7%	1,050	4.4%	1,000	4.5%	26.5%	10.4%	1,076	4.7%
期末店舗数(店)	152		194		188		34	36	198	46
外食	148		186		178		30	30	188	40
中食	1		3		1		2	0	1	0
海外	3		5		9		2	6	9	6
既存店売上高	95.0%		97.0%		95.0%				97.0%	

(※) 総売上高とは、外部顧客への売上高と内部取引等の合計値、事業別の営業利益率は各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算

(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 中期業績予想

◆ 中期経営計画

同社は具体的な中期経営計画を公表していない。ただ、中長期的な成長イメージとして、6次産業化の更なる推進を図る一方、主力業態を中心とした既存事業(外食)の拡大と新規事業の育成による「販売形態の多様化(海外、FF、小売企画)」や「卸売及び小売の本格化(外販強化、M&A)」に取り組む方針を打ち出している。

特に既存事業(外食)については、年間40店舗前後の出店を継続することにより地鶏業態350店舗、鮮魚業態50店舗の合計400店舗(売上高で500億円)体制を長期的な目標としている。

一方、新規事業については、FF業態(そば業態)の事業化や高級弁当宅配サービス等による小売事業への参入、ASEAN諸国や米国を中心とした海外展開の本格化、生産流通の外販による卸売事業の拡大など、販売形態の多様化を図ることで既存事業と同規模(売上高で500億円)にまで事業拡大を図るイメージを描いている。

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

当センターでは、16/3 期の業績予想を減額修正したことを踏まえ、中期業績予想も減額修正するとともに、新たに 18/3 期業績予想を策定した。修正後の 16/3 期の業績予想を起点として、17/3 期の水準も引き下げたが、海外における店舗数の拡大を織り込んだことから、伸び率では前回は上回る水準となっている。18/3 期までの成長率として、売上高が年率 20.9%、営業利益が同 25.4%を見込んでいる。

外食における新規出店（国内）の前提については、前回予想を据え置き、年間 30 店舗とした一方、16/3 期よりシンガポールでの出店が本格化する海外については店舗数の想定を引き上げた。また、FF 業態（そば業態）は、本格的な事業化に向けてやや遅れがみられるものの、17/3 期以降、毎期 3 店舗の出店を想定した。小売事業（弁当、通販等）や卸売事業（生産流通外販）の業績寄与については現時点で織り込んでいない。

一方、既存店売上高については、15/3 期の実績等を踏まえ、前期比 5%減に引き下げた。

利益面については、修正後の 16/3 期の営業利益率予想を基準として緩やかに改善するものと予想した。増収による固定費負担軽減や生産流通事業の稼働率向上が期待できるものの、依然として高い成長率を支えるための先行費用（出店コストや人件費の増加、新規事業への投資等）が想定されることから大幅な改善には慎重な見方が必要とみている。

【 図表 8 】 証券リサーチセンターによる中期業績予想 (単位：百万円)

	15/3期		16/3期		17/3期		18/3期	成長率
	前回	実績	前回	修正後	前回	修正後	当センター予想	
売上高	19,500	19,235	23,800	22,000	29,000	28,000	34,000	20.9%
伸び率	23.5%	21.8%	22.1%	14.4%	21.8%	27.3%	21.4%	
営業利益	1,300	1,268	1,700	1,500	2,100	2,000	2,500	25.4%
利益率	6.7%	6.6%	7.1%	6.8%	7.2%	7.1%	7.4%	
新規出店数	31	26	34	36	35	38	39	-
退店数	0	6	0	0	0	0	0	-
期末店舗数(店)	160	152	194	188	229	226	265	20.4%
外食	156	148	186	178	216	208	238	17.2%
中食・FF	1	1	3	1	6	4	7	91.3%
海外	3	3	5	9	7	14	20	88.2%
既存店売上高	95.0%	95.0%	97.0%	95.0%	97.0%	95.0%	95.0%	

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 中期的にも配当は見送られる公算が大きい

同社は、「株主に対する利益還元を重要な経営課題としており、経営成績及び財務状態等を勘案し、利益還元策を決定していく」方針を掲げている。ただし、設立以来、新規出店による事業規模の拡大及び財務基盤の強化を目的に内部留保の充実を優先させてきたことから配当の実績はない。16/3 期も無配が継続される予定である。

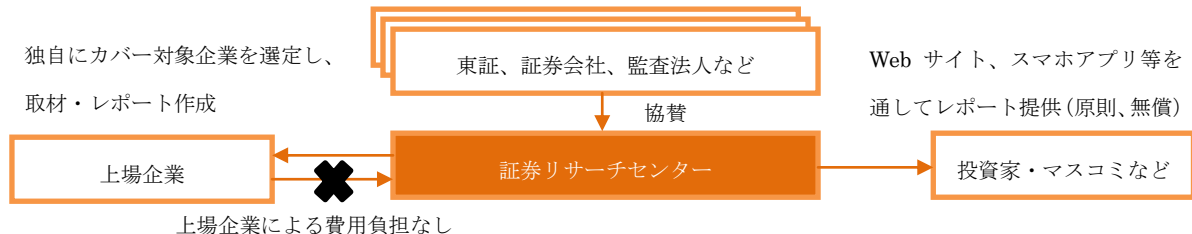
当センターでは、今後も積極的な出店や新規事業への投資を想定している一方、自己資本比率（15/3 期末時点で 29.7%）は十分に高い水準とは言えないことから、しばらくの間、配当という形での株主還元は見送られる可能性が高いと考えられる。

ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

エー・ピーカンパニー (3175 東証一部) 発行日2015/7/24

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」
 ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

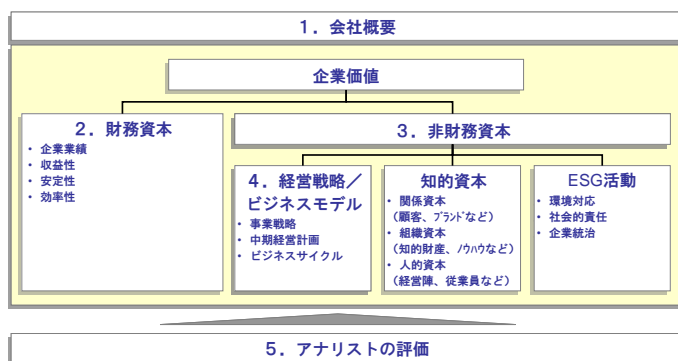
■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。
 「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。
 それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。
 本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 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て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。また、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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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、一般社団法人 証券リサーチセンターは、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。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、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。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。