

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
2016年1月22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 20160119

エー・ピーカンパニー(3175 東証一部)

発行日: 2016/1/22

**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
既存店がやや低調に推移する一方、宅配弁当など新規事業の立ち上げに注力**

> 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。

◆ 16年3月期上期決算は増収減益で会社計画を下回る

- ・16/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高9,994百万円(前年同期比9.4%増)、営業利益413百万円(同31.2%減)と増収減益であったが、売上高、利益ともに会社予想を下回った。
- ・店舗数の拡大が増収に寄与したものの、既存店が低調に推移したことや新規事業への先行費用の発生が計画を下回った要因である。

◆ 16年3月期通期では増収増益を見込む

- ・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)を見込んでいる。上期実績が計画を下回ったものの、出店計画が順調に進捗していることや宅配弁当事業が順調に立ち上がったことから期初予想を据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、上期実績や足元の状況等を踏まえて、16/3期の売上高予想を据え置く一方、利益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1,000百万円(同21.1%減)と増収減益を予想している。既存店が想定を下回っていることや新規事業への先行費用の発生などから利益予想を減額修正した。

◆ 中期業績予想

- ・同社の成長戦略は、店舗数の拡大に加えて、生産流通事業の拡充と新規事業(宅配弁当等)の育成などによる販売形態の多様化である。
- ・当センターでは、宅配弁当事業が順調に立ち上がった半面、新規事業への先行費用が継続する見通しから、17/3期以降の売上高を増額修正した一方、利益予想を減額修正した。18/3期までの成長率として、売上高が年率21.4%、営業利益が同8.1%と見込んでいる。

【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	145.1	—	0.0
2016/3 E	22,000	14.4	1,000	-21.1	1,200	-19.6	700	-22.7	94.2	560.7	0.0
2017/3 E	28,300	28.6	1,300	30.0	1,500	25.0	900	28.6	121.2	683.2	0.0
2018/3 E	34,400	21.6	1,600	23.1	1,800	20.0	1,080	20.0	145.4	830.0	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

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】

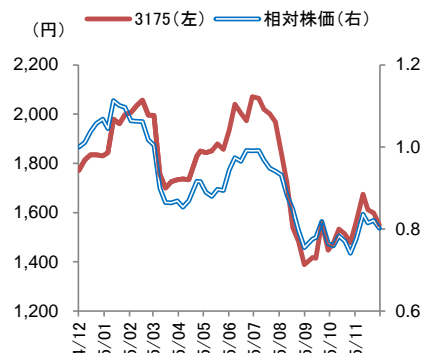
	2016/1/15
株価(円)	1,387
発行済株式数(株)	7,427,850
時価総額(百万円)	10,302

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.4	14.7	11.4
PBR(倍)	3.0	2.5	2.0
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(%)	-9.9	-9.5	-29.9
対TOPIX(%)	-0.6	0.5	-29.3

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/12/19

アップデート・レポート

2/14

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 年 9 月末現在で直営店 164 店舗（内、海外 3 店舗）、FC 店 54 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 年 9 月末現在）

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	95	-
		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、枕崎のぶえん鰹などの鹿児島の郷土料理を中心に提供	29	-
	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	17	-
	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・FF※	鴨	鴨そば塚田農場	自社ブランドの最上鴨を使用した「やき鴨そば」及び「やき鴨せいろ」を主カメニューとして提供(14年4月にFF業態のマーケティング店舗として西新橋に出店)	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	-	54

(※) FF 業態とはファストフード（手軽な食事を提供する）業態の略

(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)に自社養鶏場を有している他、宮崎県(日南市、綾町)、鹿児島県(霧島市)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9社と海外3社の合計12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)、塚田農場プラス(宅配弁当事業を展開)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）業態やウェディング業態などの新業態開発や、15/3期より開始した宅配弁当事業など、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 ・オープン景気の一巡等により既存店にやや停滞感 ・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 ・宅配弁当事業への参入 ・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**◆ 16年3月期上期は増収減益となり計画を下回る進捗**

16/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高 9,994 百万円 (前年同期比 9.4%増)、営業利益 413 百万円 (同 31.2%減)、経常利益 496 百万円 (同 28.1%減)、純利益 305 百万円 (同 24.9%減) と増収ながら減益であった。また、期初会社予想に対しては、売上高及び各利益ともに下回った。

主力の販売事業は、15/3 期出店分 (純増 20 店舗) が期初から寄与したことに加えて、16/3 期上期の新規出店 (純増 11 店舗) や新規事業 (宅配弁当事業等) の貢献 (約 150 百万円と推定) により増収となった。また、生産流通事業も、14 年 8 月に霧島市 (鹿児島県) に開設した地鶏加工場の稼働が順調に進んだことや、FC 店が拡大 (3 店舗増) したことにより、外部売上高及び内部売上高がともに順調に拡大した。ただ、売上高が期初会社予想を下回ったのは、既存店売上高が前年同期比 7.5%減と、期初に会社が想定した 3.0%減を下回って推移したことが主因である。

利益面では、原材料費の高騰が見られる中で、自社生産や契約農家からの安定調達により原価率を横ばいに抑えた一方、新規出店の前倒しや地鶏加工場 (鹿児島県霧島市) の稼働に伴う費用の増加のほか、期初予想には入っていなかった新規事業 (宅配弁当事業等) への先行費用 (人材の採用や新木場工場の取得に係る費用等) が利益を圧迫したことから計画を下回り、予想を上回る減益幅となった。

財務面では、総資産が店舗数の拡大や新木場工場 (宅配弁当事業) の取得により 12,045 百万円 (前期末比 4.5%増) へと拡大した一方、自己資本も内部留保の積み増しなどにより 3,584 百万円 (前期末比 4.7%増) と増加したことから自己資本比率は 29.8% (前期末は 29.7%) とほぼ横ばいで推移した。

【 図表 3 】 16 年 3 月期上期決算の概要 (単位：百万円)

	15/3期上期 実績		16/3期上期 実績		増減		16/3期上期 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	9,138		9,994		856	9.4%	10,297		97.1%
販売事業 (総売上高) ^{※1}	8,606	94.2%	9,431	94.4%	825	9.6%	-	-	-
	8,617	-	9,443	-	826	9.6%	-	-	-
生産流通事業 (総売上高) ^{※1}	531	5.8%	563	5.6%	32	6.0%	-	-	-
	1,416	-	1,665	-	249	17.6%	-	-	-
売上原価	2,759	30.2%	3,022	30.3%	263	9.5%	-	-	-
販管費	5,778	63.5%	6,559	65.6%	781	13.5%	-	-	-
営業利益	600	6.5%	413	4.1%	-187	-31.2%	576	5.6%	71.6%
販売事業	482	5.6%	333	3.5%	-149	-30.9%	-	-	-
	119	8.4%	82	4.9%	-37	-31.1%	-	-	-
	-2	-	-2	-	-	-	-	-	-
調整									
経常利益	690	7.5%	496	4.9%	-193	-28.1%	669	6.5%	74.2%
純利益	406	4.4%	305	3.0%	-101	-24.9%	394	3.8%	77.5%

9月末店舗数	15年9月末	16年9月末	増減
外食	135	160	25
中食・FF ^{※2}	2	1	-1
海外	3	3	0
FC店	50	54	4

既存店売上高	15年9月末	16年9月末
	95.5%	92.5%

	15年3月末 実績		15年9月末 実績		増減	
						増減率
総資産	11,521		12,045		524	4.5%
自己資本	3,423		3,584		161	4.7%
自己資本比率	29.7%		29.8%		0.1%	-

(※1) 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

(※2) FF 業態は「鴨そば塚田農場」(マーケティング店舗)を含む

(出所) エー・ピーカンパニー決算短信及び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

◆ 出退店の実績と計画

16/3 期上期における出退店の実績は図表 4 の通りである。新規出店 12 店舗 (すべて国内)、退店 1 店舗により 15 年 9 月末の店舗数は 164 店舗となった。前倒し出店があったことにより、計画を上回る出店ペースとなった模様である。また、FC 店については、国内 3 店舗の新規出店 (退店ゼロ) により、15 年 9 月末の店舗数は 54 店舗となった。

一方、16/3 期の出店計画 (通期) も図表 4 の通りである。新規出店 48 店舗 (内、海外 8 店舗)、退店 6 店舗により期末店舗数は 195 店舗を予定しており、現時点で既に対象物件を確定済となっている。

注4) 15年12月末時点における出店実績 (以下、同様)

なお、出店計画(国内)の内訳は、地鶏業態(塚田農場等)が33店舗(内、26店舗が出店済)^{注4)}、鮮魚業態(四十八漁場)が5店舗(内、3店舗が出店済)のほか、新業態であるウェディング業態並びに鴨業態もそれぞれ1店舗(ともに出店済)となっている。一方、海外については、シンガポール6店舗(内、3店舗が出店済)、中国(北京)1店舗、米国(サンフランシスコ)1店舗(出店済)の合計8店舗となっている。

【図表4】業態別の出退店の状況

(単位: 店)

	15/3期末 実績	16/3期(上期) 実績		15年9月末 実績	16/3期(通期) 会社計画		16/3期末 会社計画
		出店	退店		出店	退店	
外食	148	12	-	160	40	-5	183
地鶏M(塚田農場)	123	11	-	134	33	-5	151
鮮魚M(四十八漁場)	16	1	-	17	5	-	21
ホルモンM(芝浦食肉等)	9	-	-	9	-	-	9
その他(ウェディング、鴨)	-	-	-	-	2	-	2
中食・FF*	2	-	-1	1	-	-1	1
海外	3	-	-	3	8	-	11
合計	153	12	-1	164	48	-6	195
FC店							
国内	51	3	-	54	3	-	54
海外	0	-	-	0	-	-	0

(※) FF業態は「鴨そば塚田農場」(マーケティング店舗)を含む

(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

◆ 新規事業の育成等による販売形態の多様化

販売形態の多様化については、新業態の開発のほか、新規事業(宅配弁当事業等)の立ち上げ、海外展開の本格化などに取り組んでいる。

(1) 新業態の開発

新規顧客ターゲットの獲得を目的として、商品力と人材力を活かした業態開発にも取り組んでおり、新たに「鴨」、「ブライダル」、「焼き鳥」による新業態の開発にも取り組んでいる。

15年10月にオープンした鴨業態「なかもぐろ」(中目黒)は、自社ブランドの「最上鴨」^{注5)}を使用した高価格帯(6,000円)の鴨料理店である。順調に立ち上がったことから、今後は中価格帯による多店舗展開も視野に入れている模様である。一方、手軽な食事を提供するFF業態として14年4月に開店した「鴨そば塚田農場」(西新橋)については、試行錯誤が続いており、本格的な展開にはまだ時間を要する見通しである。

注5) 最上鴨

山形県の生産者と共同で開発している国産鴨である。地鶏のノウハウを活かし、山形県最上郡に自社養鴨場も開設した。

15年10月にはウェディング業態「UNION HARBOR」(横浜ベイエリア)をオープンした。地方の食材に関するネットワークを活用し、新郎新婦の出身地の食材で料理を提供するなど、食にこだわるコンセプトで差別化を図る方針である。早急な店舗数拡大を予定していないが、人材獲得やキャリアプランにも効果があると期待している。

また、焼き鳥業態「若どり屋(仮)」(神田淡路町)の出店も予定している。現状の中価格帯業態とはターゲットが重複しない低価格帯(2,000円)により、店舗数拡大を図る方針である。

(2) 新規事業の育成

14年7月から開始した宅配弁当事業(ブランド名「塚ラボ」)については、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)を展開してきた。今期は、新たに子会社「塚田農場プラス」を設立すると、増産体制の整備(池袋に加えて新木場工場を取得)や販売チャネルの拡大などにより本格展開を開始した。新木場工場の取得は期初計画には入っていなかったが、好物件に巡り会ったことから一気に攻勢をかける格好となった。

また、販売チャネルの拡大については、低価格帯への参入によりターゲット層(一般企業や消費者向け)の拡大を狙っている。15年12月には認知度向上を目的としてエキュート品川サウス(駅ナカ)にリアル店舗を出店した。同社は、今後の販売計画として、今期(16/3期)が約500百万円、17/3期が約1,500百万円(新木場工場のフル稼働)、18/3期が約3,300百万円(M&Aの活用等)と見込んでいる。

また、今後はEC事業や外販事業などにも注力する方針であり、外食店舗以外での顧客接点の拡大を目指している。

(3) 海外展開の本格化

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が確立してきたことから本格化的な出店を開始した。今期はシンガポールで6店舗(内、3店舗が出店済)^{註4}、米国(サンフランシスコ)で1店舗(出店済)のほか、期初計画には入っていなかった中国(北京)にも1店舗の出店を計画している。今後も、シンガポールで確立された「美人鍋」ブランドを他のASEAN諸国にも展開(FCを含め)するとともに、食に対する問題意識の強い中国や和食人気の高い米国にも積極展開する方針である。

> 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、現時点で期初予想を据え置いており、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、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想定である。期末店舗数は海外を含めて 195 店舗（前期末比 42 店舗増）を想定しており、現時点で既に対象物件を確定済である。また、増産体制の整った宅配弁当事業による業績貢献（売上高約 500 百万円を想定）も見込んでいる。

上期実績が計画を下回ったものの、出店計画が順調に進捗していることや期初予想には入っていなかった宅配弁当事業が順調に立ち上がったことに加えて、第3 四半期に繁忙期を迎えることが期初予想を据え置いた理由であり、しばらくは状況を見定める意向のようである。

◆ 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（以下、当センター）では、会社予想を下回る水準を予想していたが、上期実績や足元の状況等を勘案して、売上高予想を据え置く一方、利益予想をさらに減額修正した。その結果、売上高 22,000 百万円（前期比 14.4%増）、営業利益 1,000 百万円（同 21.1%減）と増収減益を見込んでいる。

売上高は既存店が想定を下回って推移しているものの、期末店舗数の前提を会社の出店計画に合わせて引き上げたことや宅配弁当事業による業績貢献が期待できることから前回予想の達成は可能と判断した。なお、宅配弁当事業の売上高は 400 百万円と想定した。

一方、営業利益については、既存店が想定を下回って推移していることに加えて、新規事業への先行費用や新規出店数の前提を引き上げたことによる出店費用の増加により前回予想を減額修正した。

【 図表 5 】 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		前回予想		修正後		前回	修正後		
			構成比		構成比					
売上高	19,235		22,000		22,000		14.4%	14.4%	22,576	17.4%
販売事業 (総売上高) ^{※1}	18,166	94.4%	20,850	94.8%	20,850	94.8%	14.8%	14.8%	-	-
生産流通事業 (総売上高) ^{※1}	1,068	5.6%	1,150	5.2%	1,150	5.2%	7.7%	7.7%	-	-
売上原価	2,976	-	3,350	-	3,350	-	12.6%	12.6%	-	-
販管費	5,820	30.3%	6,700	30.5%	6,700	30.5%	15.1%	15.1%	-	-
営業利益	12,146	63.1%	13,800	62.7%	14,300	65.0%	13.6%	17.7%	-	-
経常利益	1,268	6.5%	1,500	6.8%	1,000	4.5%	18.3%	-21.1%	1,581	7.0%
当期純利益	1,493	7.7%	1,700	7.7%	1,200	5.5%	13.9%	-19.6%	1,779	7.9%
	906	4.7%	1,000	4.5%	700	3.2%	10.4%	-22.7%	1,076	4.7%
期末店舗数(店)	153		188		195		35	42	195	42
外食	148		178		183		30	35	183	35
中食・FF ^{※2}	2		1		1		-1	-1	1	-1
海外	3		9		11		6	8	11	8
既存店売上高	95.0%		95.0%		92.5%				97.0%	

(※1) 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、事業別営業利益率はセグメント利益を事業別総売上高で除して計算

(※2) FF 業態は「鴨そば塚田農場」(マーケティング店舗)を含む

(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)の事業化やブライダル事業の展開のほか、宅配弁当事業やEC事業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 期上期の実績や出店計画の進捗、新規事業の進展など踏まえ、中期業績予想を見直した。17/3 期以降の売上高予想を増額修正する一方、利益予想を減額修正し、18/3 期までの成長率として、売上高が年率 21.4%、営業利益が同 8.1%と見込んでいる。

17/3 期以降の売上高予想については、既存店売上高の前提を前期比 7.5%減（前回は 5.0%減）に引き下げたものの、期末店舗数の前提を引き上げたことや宅配弁当事業による貢献を上乗せしたことにより増額修正した。ただ、17/3 期以降の新規出店数の想定に変更はない。外食（国内）の毎期 30 店舗、FF 業態（そば業態）の毎期 3 店舗に加えて、海外については 17/3 期に 5 店舗、18/3 期に 6 店舗の新規出店を想定している。また、宅配弁当事業の売上高は、16/3 期の 400 百万円を起点として、17/3 期 500 百万円、18/3 期 600 百万円と毎期 100 百万円の増収と予想した。今後、本格参入を予定している EC 事業や外販事業の業績寄与については現時点で織り込んでいない。

宅配弁当事業については、まだ稼働が開始したばかりであることから会社計画を下回る水準を予想しているが、市場が大きいうえに同社の優位性が発揮できる事業であることから、オペレーションやチャネル開拓（M&A を含む）が順調に軌道にのってくれば大きく上振れる可能性があり、今後の動向を注視する必要がある。

利益面については、既存店売上高の前提を引き下げたことや先行費用（出店費用や人件費の増加、新規事業への投資等）の高止まりを勘案して減額修正するとともに、営業利益率も 16/3 期の営業利益率予想を起点として緩やかな回復にとどまるものと判断した。

【 図表 6 】 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 実績	16/3期 当センター予想		17/3期 当センター予想		18/3期 当センター予想		成長率	
		前回		前回		前回		前回	
売上高	19,235	22,000	22,000	28,000	28,300	34,000	34,400	20.9%	21.4%
伸び率	21.8%	14.4%	14.4%	27.3%	28.6%	21.4%	21.6%		
営業利益	1,268	1,500	1,000	2,000	1,300	2,500	1,600	25.4%	8.1%
利益率	6.6%	6.8%	4.5%	7.1%	4.6%	7.4%	4.7%		

新規出店数	26	35	48	38	38	39	39	-	-
退店数	6	0	5	0	0	0	0	-	-
期末店舗数(店)	153	188	195	226	233	265	272	20.1%	21.1%
外食	148	178	183	208	213	238	243	17.2%	18.0%
中食・FF*	2	1	1	4	4	7	7	51.8%	51.8%
海外	3	9	11	14	16	20	22	88.2%	94.3%

既存店売上高	95.0%	95.0%	92.5%	95.0%	92.5%	95.0%	92.5%
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

(※) FF 業態は「鴨そば塚田農場」(マーケティング店舗)を含む

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

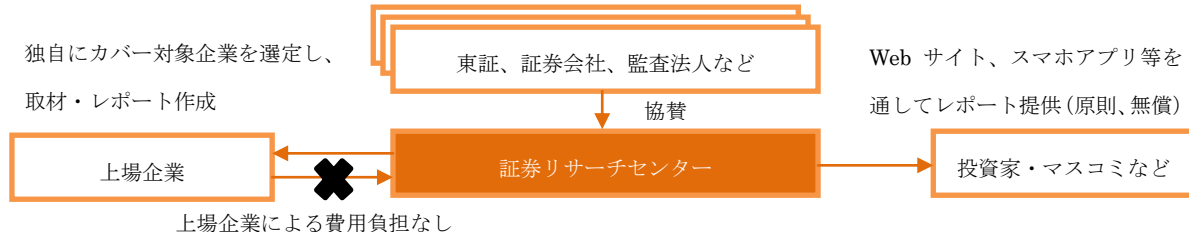
◆ 中期的にも配当は見送られる公算が大きい

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年9月末時点で29.8%)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。

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

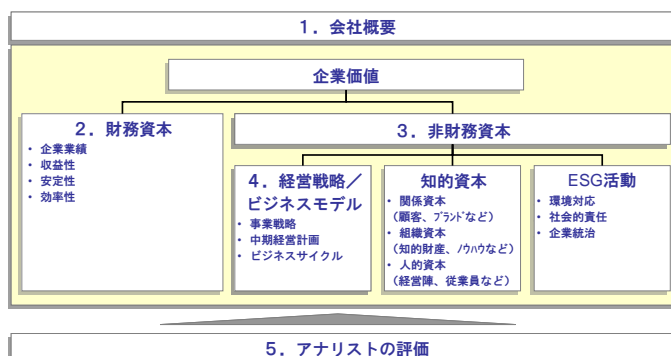
本レポートの構成

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。