

# ホリスティック企業レポート

## ジャパンミート

### 3539 東証二部

フル・レポート  
2017年5月12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 20170511

## 東京都や茨城県を中心に首都圏で展開する独立系食品スーパーマーケット 売上高経常利益率 4%以上の維持と利益成長の両立を目指す

### 1. 会社概要

- ・ジャパンミート(以下、同社)は、茨城県を中心に首都圏で食品スーパーをテナント形態や単独店舗で運営する独立系のチェーンストアである。
- ・連結子会社が、東京都を中心に単独店舗の「肉のハナマサ」を展開するほか、茨城県近郊に焼肉店などの外食事業も手掛けている。

アナリスト: 大間知淳  
+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

### 2. 財務面の分析

- ・14/7 期～16/7 期の決算をみると、買収した子会社の業績への寄与や収益性の改善、既存店売上高の好調などにより、売上高は年平均 11.1%、経常利益は同 31.5%増加した。
- ・他社との比較では、収益性、成長性の観点で魅力的な水準にある。

#### 【主要指標】

	2017/5/2
株価 (円)	1,869
発行済株式数 (株)	26,679,500
時価総額 (百万円)	49,864

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	17.2	20.1	18.9
PBR (倍)	4.2	2.3	2.1
配当利回り (%)	0.5	1.1	1.1

### 3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、精肉ビジネスでの経験を積極的に活用する姿勢にある。

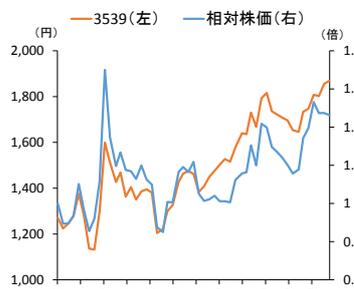
#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	7.0	2.5	67.6
対TOPIX (%)	5.6	1.8	46.6

### 4. 経営戦略の分析

- ・同社は、「異常値販売」と称する販促策の推進、安定的な出店継続、東京 23 区での出店強化、M&A の活用などにより、4%以上の売上高経常利益率の維持と利益成長の両立を目指している。

#### 【株価チャート】



(注) 対TOPIXは対TOPIX、基準は2016/5/6

### 5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、好調な既存店販売と新規出店の貢献を織り込み、17/7 期は会社計画を上回る前期比 6.2%増収、2.7%営業増益を見込んでいる。18/7 期以降も新規出店による収益貢献を想定し、18/7 期は前期比 8.3%営業増益、19/7 期は同 3.7%営業増益を予想している。
- ・安定的な出店継続と東京 23 区での店舗の拡充という同社の戦略と精肉を中心とした生鮮品分野における経験やノウハウを当センターは高く評価している。

#### 【3539 ジャパンミート 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)
2015/7	91,540	16.3	3,476	46.7	3,556	43.3	1,854	38.4	83.2	576.6	1.0
2016/7	97,174	6.2	4,282	23.2	4,289	20.6	2,557	37.9	109.0	446.9	10.0
2017/7 CE	100,331	3.2	4,295	0.3	4,394	2.4	2,440	-4.6	91.5	—	20.0
2017/7 E	103,192	6.2	4,396	2.7	4,474	4.3	2,483	-2.9	93.1	810.8	20.0
2018/7 E	109,891	6.5	4,763	8.3	4,835	8.1	2,635	6.1	98.8	889.6	20.0
2019/7 E	114,193	3.9	4,940	3.7	5,015	3.7	2,755	4.6	103.3	972.9	20.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。16年2月1日付で1:100の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

#### フル・レポート

2/40

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。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 「ジャパンミート生鮮館」と「肉のハナマサ」が事業の柱

ジャパンミート(以下、同社)は、東京都や茨城県を中心に首都圏でテナント形態や単独店舗で食品スーパーを展開する独立系のチェーンストアである。

店舗業態としては、同社単体が運営する「ジャパンミート『生鮮館』」(以下、生鮮館)及び「ジャパンミート『卸売市場』」(以下、卸売市場)、連結子会社パワーマートが運営する「パワーマート」、連結子会社である花正が運営する「肉のハナマサ」があり、4業態でスーパーマーケット事業(17/6期第2四半期末店舗数77店)を構成している。

その他、連結子会社ジャパンドリカが焼肉店を中心に「漫遊亭」というブランド名で外食事業(その他事業、同15店)を運営している(図表1)。

【図表1】業態別地域別の店舗展開状況

業態/地域	東京23区内	その他東京都	茨城県	埼玉県	千葉県	神奈川県	栃木県	群馬県	北海道	合計
ジャパンミート生鮮館	0	1	3	1	4	0	1	2	1	13
ジャパンミート卸売市場	0	1	2	5	1	0	0	0	0	9
パワーマート	0	0	4	0	0	0	1	0	0	5
肉のハナマサ	39	2	0	3	1	5	0	0	0	50
外食	0	0	11	2	2	0	0	0	0	15
合計	39	4	20	11	8	5	2	2	1	92

(注) 17/7期上期末時点

(出所) ジャパンミート決算説明会資料、株主総会招集通知より証券リサーチセンター作成

16/7期の売上高構成比(外部顧客への売上高ベース)は、スーパーマーケット事業97.7%、外食事業2.3%となっている。一方、営業利益率(セグメント間の内部売上高を含む)では外食事業が7.8%と、スーパーマーケット事業(4.3%)に比べて高いため、営業利益の構成比は、スーパーマーケット事業95.9%、外食事業4.1%となっている。

同社の有価証券報告書には、生鮮館での売上高構成比が約4割であることや、花正の売上高が33,836百万円、経常利益が1,612百万円(16/7期)であることが開示されており、生鮮館と肉のハナマサの2業態合計の売上高は全体の70~80%を占めていると推測される。

#### ◆ 生鮮館はジョイフル本田の店舗を中心に出店

生鮮館は、商圈が広い大型商業施設内において、精肉、青果、鮮魚の生鮮品を中核にして、専門性の高い品揃えと魅力的な価格設定で提供する食品スーパーをテナント形態で展開している。

17/7 期第 2 四半期末時点において、ジョイフル本田 (3191 東証一部) が運営する郊外型大型ホームセンター12 店 (千葉県 4 店、茨城県 3 店、群馬県 2 店、東京都、埼玉県、栃木県各 1 店) に展開するほか、ジョイフル本田の持分法適用関連会社であり、北海道地区でホームセンターを運営するジョイフルエーカーの大曲店にも出店している。

ジョイフル本田は、単体では千葉県 (6 店)、茨城県 (4 店)、群馬県 (2 店)、東京都、埼玉県、栃木県 (各 1 店) で合計 15 店のホームセンターを運営している。うち、同社が生鮮館を出店していない 3 店 (古河店、市原店、千葉店) は売場面積が 3 万平方メートル未満の中型店であり、食品スーパーのテナントを入れるスペースが十分確保出来ない模様である。

生鮮館は、これまでジョイフル本田グループ内のホームセンターにおける展開にとどまっていたが、17 年 6 月に丸井グループ (8252 東証一部) が運営する錦糸町店内への新規出店が予定されており、今後は、都心部において、ジョイフル本田グループ以外の大型商業施設への出店を強化する方針である。

生鮮館の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 500 坪、年商 28 億円、取扱品目約 2.5 万点となっている。

#### ◆ 卸売市場は埼玉県を中心に 9 店を展開

卸売市場は、東京 23 区外の関東近郊のロードサイドにおいて、同社が運営主体として展開する食品スーパーである。生鮮館の「濃縮版」と位置付けており、品揃えと商品力で近隣のスーパーに対して差別化することを目指している。

各生鮮部門は原則としては同社の専門部署で運営する方針であるが、鮮魚については外部のテナントに運営を委託している店舗が多い。

17/7 期第 2 四半期末時点の店舗数は 9 店 (埼玉県 5 店、茨城県 2 店、東京都、千葉県各 1 店) である。卸売市場の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 400 坪、年商 22 億円、取扱品目約 2.5 万点となっている。

#### ◆ パワーマートは茨城県を中心に 5 店を展開

パワーマートは、北関東において、子会社であるパワーマート社が運営主体として展開する地域密着型食品スーパーである。03 年に子会社化した旧株式会社黒田青果が運営していた店舗を引き継いだものである。地元密着をテーマに、地域の顧客の一人一人に真心のこもったサービスで安心・安全な商品を提供することをコンセプトとしている。

各生鮮部門は原則としては同社の専門部署で運営する方針であるが、鮮魚については外部のテナントに対する運営委託への切り替えを進めている。

17/7 期第 2 四半期末時点の店舗数は 5 店（茨城県 4 店、栃木県 1 店）である。卸売市場の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 350 坪、年商 13 億円、取扱品目約 2.0 万点となっている。

**◆ 肉のハナマサは東京 23 区内を中心に 50 店を展開**

肉のハナマサは、東京 23 区を中心とした都心部において、子会社である花正が運営する小型食品スーパーである。「業務用スーパー」「プロの為の店」というキャッチコピーを掲げて、飲食店が密集するエリアで展開している（図表 2）。

**【 図表 2 】 肉のハナマサ出店エリアマップ（東京 23 区）**



(注) 17/7 期上期末時点  
(出所) ジャパンミート決算説明会資料

商品面では、花正のバイヤーが世界中から直接買い付けを行うなど、他の 3 業態とは仕入れの共通化は行われていない。飲食店事業者が日々の仕入れ先として利用できるよう、商品を大容量で販売すると共に、一般家庭の顧客の買い物需要にも応えられる品揃えとすることで、コンビニエンスストアや一般的なスーパーマーケットと差別化された「ホールセールストア」を志向している。肉のハナマサの売上高に

占めるプロ顧客の比率は約3割に達している模様である。

また、プロの目にかなう商品開発に取り組み、鮮度、味、価格にこだわった安心安全なオリジナル PB 商品「プロ仕様」を販売している。

17/7 期第2 四半期末時点の店舗数は直営 50 店（東京 23 区内 39 店、その他東京都 2 店、神奈川県 5 店、埼玉県 3 店、千葉県 1 店）である。また、この他に FC 店舗が 5 店ある。なお、肉のハナマサについては、他の業態とは異なり、約 40 店で 24 時間営業を行うほか、東京 23 区の主要なエリアにおいては宅配サービスも展開している。

肉のハナマサの 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 130 坪、年商 7 億円、取扱品目約 600 点となっている。

#### ◆ 外食事業は焼肉店を中心に 15 店を展開

外食事業は、茨城県を中心に子会社ジャパンデリカが 15 店舗を展開している。その内、13 店が「焼肉や漫遊亭」、1 店が食べ放題形式の焼肉店「漫遊カルビ」、1 店が「とんかつや漫遊亭」である。

良質な精肉を国内外から独自に調達すると共に、大規模な加工物流センターを運営しているなど、同社グループの強みである精肉のノウハウを活かした周辺事業であり、低価格、高品質なサービス提供が可能となっている。

17/7 期第2 四半期末時点における店舗数の地域別内訳は、茨城県 11 店（焼肉や漫遊亭 10 店、とんかつや漫遊亭 1 店）、千葉県 2 店（焼肉や漫遊亭、漫遊カルビ、各 1 店）、埼玉県 2 店（全て焼肉や漫遊亭）である。外食事業の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 120 坪、年商 1.6 億円となっている。

## > ビジネスモデル

#### ◆ ポイントではなく魅力的な生鮮品で顧客を囲い込んでいる

同社が展開する食品スーパービジネスは、固定客を中心とした顧客が高い頻度で買い物に来店する事業特性があり、薄利多売の収益構造となっている。そのため、食品スーパーや総合スーパーの多くは、ポイントカード（独自発行カードと T ポイントや Ponta などの提携会社が発行する共通ポイントカードがある）を活用して顧客の囲い込みを行っている。

業界 3 団体による 16 年のスーパーマーケット年次統計調査報告書によれば、業界のポイントカード導入率は 83.1%、うち全店舗で導入し

ている企業が69.0%に達している。それに対して、同社は、子会社が運営するパワーmarktではポイントカードを発行しているものの、事業の中核をなす生鮮館、卸売市場、肉のハナマサではポイントカードを導入しておらず、今後もその予定はないとしている。

同社店舗の魅力は、生鮮品の品揃え、鮮度、価格(大容量パック品の重量当たり単価)にあり、そうしたニーズを強く持つ顧客のまとめ買い需要に応えることで、ポイントカード導入企業が行っているポイントアップ企画などの販促策に対抗している。言い換えれば、同社はポイントに頼らず、生鮮品で勝負しており、その商品の魅力で顧客を囲い込んでいると言える。

実際、まとめ買い需要が多くなる土日祝日の売上高は、平日の約1.5倍になっていると同社は説明しており、業界平均を大きく上回っている模様である。こうした状況から、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の主要顧客は、日常的に買い物を行う専業主婦世帯や、週末にまとめ買いをする共働き世帯の中で、しっかり料理をする子育て世代ではないかと推測している。

#### ◆ 生鮮品の売上高構成比の高さが営業利益率を支えている

同社のスーパーマーケット事業の営業利益率は4.3%(16/7期)と、業界平均の1.6%(新日本スーパーマーケット協会の2017年版スーパーマーケット白書の調査)を大きく上回っているが、これは生鮮3品、特に同社が強みを持つ精肉の売上高構成比が高いことが理由の一つと推測される。

スーパーマーケット白書の調査によれば、業界平均の品目別売上高構成比が、青果15.8%、水産(鮮魚)11.4%、畜産(精肉)12.7%、惣菜9.8%、その他食品43.7%、非食品6.7%であるのに対し、同社においては、青果19%、鮮魚11%、精肉24%、惣菜3%、その他食品など43%(肉のハナマサは生鮮3品で約6割)となっている。

同社はスーパーマーケット事業の品目別売上総利益率を開示していないが、惣菜、精肉、鮮魚、青果、その他食品の順に数値が高いとしており、生鮮3品で高い売上総利益率を確保していると推測される。

同社は、生鮮品について、精肉部、鮮魚部、青果部を設置して専門性の高い売り場づくりに取り組んでいる。元々強みを有していた精肉以外は、子会社化した鮮魚と青果の小売業者が両部の起源となっており、生鮮品の各分野におけるプロ集団の存在が同社の強みとなっている。

また、品目別売上高構成比における同社の特徴として、惣菜比率の低さも挙げられる。これは、肉のハナマサが飲食店に対し生鮮品という食材の提供に注力していることもあるが、他の3業態においても生鮮

品を中心にした品揃えを強化し、料理に手間暇をかける主婦をメインターゲットにしているためと言える。結果として、料理に時間をかけられない共働き世帯や単身世帯に、積極的に惣菜や弁当類を販売する戦略を採る食品スーパー他社やコンビニに対しての差別化に繋がっていると当センターは考えている。

#### ◆ 「異常値販売」の推進が店舗の競争力の強化に繋がっている

生鮮品への注力と並ぶ商品戦略の柱が、14年頃に開始した「異常値販売」の推進である。異常値販売とは同社の造語であるが、顧客が求めるある特定の人気商品をスーパーマーケット事業の全業態において一カ月程度を目処に通常の3倍以上の商品量で店頭で陳列し、顧客が思わず買ってしまいう価格で大量に販売する独自の手法を指す。

特定の商品を国内で一番販売しているスーパーの販売量を参考にして、対象商品(生鮮品に限らず、惣菜や一般食品、飲料にも広がっている)と販売期間、販売目標数量を決定している。但し、販売量日本一に挑戦すると謳っているものの、その達成状況ははっきりとはわかっていない。しかしながら、仕入先と約束した販売目標数量は概ね達成し、異常値販売に対応する仕入先も増加傾向にあることから、異常値販売への取り組みは成功していると同社は認識している。

17/7期第2四半期累計期間(以下、上期)には、多い月で売上高の20%近く占めるまで異常値販売は拡大した。異常値販売の推進は、スーパーマーケット事業の既存店増収率が14年以降、前年同月比1~10%程度のプラスで推移する原動力となっていると見られる。業界平均は14年4月の消費増税や16年2月のうるう年の影響によって変動した時期を除くと、同時期に同0~2%前後で推移しており、同社は通期で売上高の20%程度になるまでは異常値販売への取り組みを強化する方針を掲げている。

#### ◆ 加工物流センターの活用により精肉分野で高い付加価値を享受

同社は、業容の拡大に伴い、大型冷蔵庫、食品倉庫、加工場等の最先端設備を備えた新加工物流センターを北関東自動車道茨城町西IC至近に建設し、16年7月から本格稼働させた。

加工物流センターの業務は、1)小売店舗の精肉部門で販売するパック肉の原料管理と加工製造(肉のハナマサの精肉部門には売れ筋商品の一部のみ)、2)食品部門で販売する大量仕入れ商品の供給、3)外食部門への原料肉の供給から構成される。新センターは、店舗で販売する精肉(原料肉)の約6割(肉のハナマサを除く)を加工、商品化しており、店舗作業の削減に寄与している。

加工物流センターの活用により、同社は精肉ビジネスにおいては、仕入から加工、物流、販売に至るプロセスを一貫して手掛けるビジネスモデルを構築しており、高い付加価値を享受しているものと見られる。

新センターの稼働後、食肉の加工生産量は前加工物流センター時代の300トン/月から400トン/月に増加したほか、食品備蓄量のキャパシティも前センター時代の40フィートコンテナ約50本から70本に拡大した。新センターの稼働により、連結売上高2,000億円まで対応できる設備能力に向上したと同社は説明している。

#### ◆ 新規出店の重点はより都心にシフトしよう

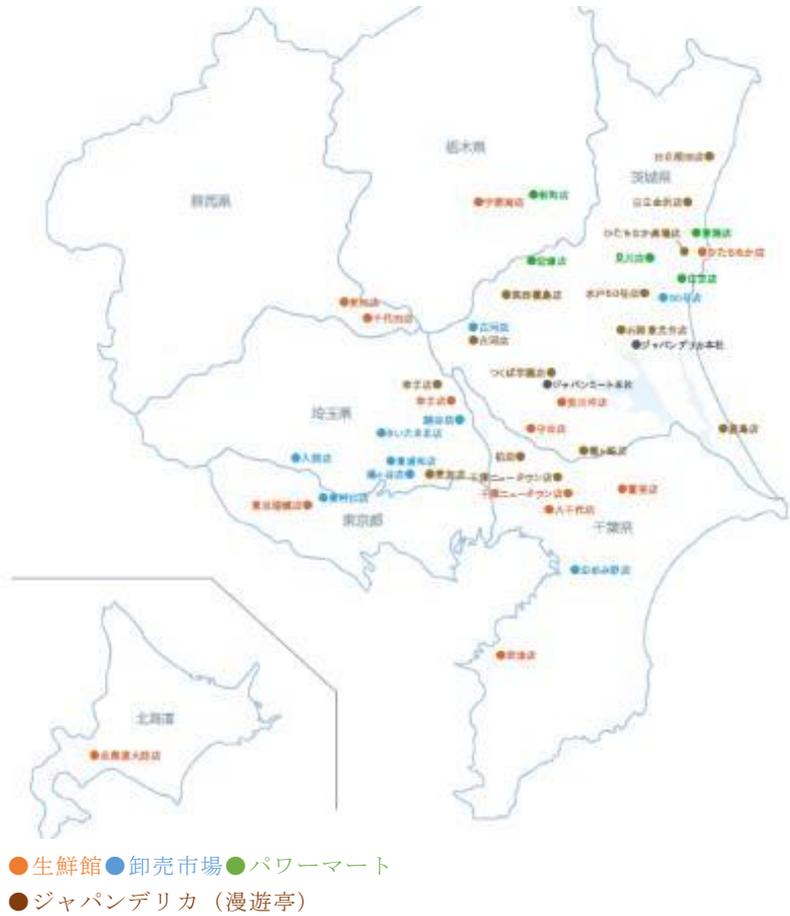
同社グループの店舗網は、単体と子会社では分布状況が異なっている。子会社が展開する肉のハナマサは東京23区、パワーマートは茨城県北部、焼肉や漫遊亭は茨城県周辺でドミナントを形成している。一方、単体が運営する生鮮館と卸売市場は、東京23区の外側において、東京都西部から埼玉県南部、群馬県東南部、茨城県南西部、千葉県西部へと半円を描きつつ、比較的広範囲に点在している(図表3)。

同業他社の多くは、特定のエリアに集中してドミナントを形成しており、同社単体の出店状況はユニークである。主力業態である生鮮館において、ジョイフル本田が運営する大商圏の郊外型大型ホームセンターの中にテナントとして入居していることがその理由となっている。同社は生鮮館について、今後は、ジョイフル本田以外の大型商業施設にもテナント出店を積極化し、特に東京都心部への進出を進める方針を打ち出している。

卸売市場についても、当初は都心から離れた立地に展開していたものの、近年は埼玉県南部や千葉県西部に出店を進め、東京23区に近いエリアの強化に努めている。

子会社が運営する肉のハナマサも東京23区内を中心とした新規出店を継続する方針であり、グループ全体として、東京23区内及びその周辺の店舗が増加すると見られる。

【 図表 3 】 出店エリアマップ (肉のハナマサ以外)



(注) 17/7 期上期末時点  
(出所) ジャパンミート決算説明会資料

今後、東京都心部の店舗網が強化されていくと、物流費や折り込みチラシ等の広告宣伝費の負担については抑制が期待される一方、臨時雇用者の人件費や家賃の負担は増すと予想されるため、当センターは同社の収益性がどのように変化してゆくかに注目している。

◆ 売上原価は両事業の仕入れによって構成される

同社の売上原価は、主にスーパーマーケット事業における商品や、外食事業における食材や飲料の仕入れによって構成される。

同社は事業別の売上総利益率を明らかにしていないが、事業別の仕入額と売上高の開示に基づき、当センターでは、過去 3 期においては、スーパーマーケット事業が 28~30%、外食事業が 64~67%で推移していると推測している。

◆ 販管費は人件費や地代家賃などの固定費が中心

販売費及び一般管理費(以下、販管費)の中心を占めるのは、人件費、地代家賃、減価償却費、のれん償却額などの固定費である。固定費は、基本的には新規出店によって増加するが、17/7期においては、16/7期末に稼働した東京本部ビル及び新加工物流センターに関わる減価償却費が加わってくる。

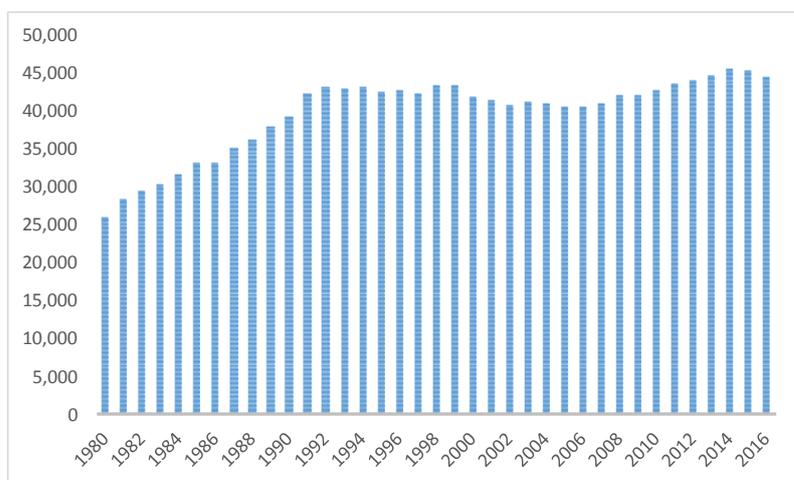
また、販管費には、水道光熱費やチラシ配布などによる広告宣伝費、クレジットカード手数料などの変動費も含まれているが、同社は販管費に占める変動費の比率を開示していない。

➤ 業界環境と競合

◆ 国内食品小売市場は 44 兆円市場

同社が属する国内食品小売業(統計上は飲食料品小売業)の市場規模は、経済産業省の商業動態統計調査によれば、16年で44.3兆円に達している。調査が開始された80年当時は26.0兆円に過ぎなかったが、バブル景気の影響などから91年には40兆円を突破した。その後も40兆円から46兆円の中で比較的安定した推移を続けている(図表4)。

【図表4】国内食品小売市場の推移 (単位:10億円)



(出所) 経済産業省商業動態統計調査より証券リサーチセンター作成

食品小売市場は、総合スーパー、百貨店、ショッピングセンター、食品スーパー、コンビニ、ドラッグストア、零細小売店、ネット通販など、あらゆる業態によって形成されており、全てについて触れるのは困難であるため、以下では同社と同じ食品スーパー業界を対象に分析を進めることにしたい。

◆ 国内食品スーパー業界は 10 兆円市場

日本スーパーマーケット協会など食品スーパー業界 3 団体の発表によれば、16 年度の食品スーパー全店売上高（速報値）は 10 兆 5,624 億円で、既存店売上高は前年度比 0.1%増であった（図表 5）。全般的にはやや低調な推移となったものの、8 月から 9 月にかけての長雨や台風の影響で価格が高騰した青果の既存店売上高が同 2.1%増となり、全体の売上高を押し上げた。また、取り組みを強化している企業が多い惣菜についても全体を上回る伸びを示した。

【 図表 5 】食品スーパー業界の売上高の状況（2016 年度）（単位：百万円）

	全店売上高	構成比	前年度比 (全店)	前年度比 (既存店)
総売上高	10,562,489	100.0%	102.1%	100.1%
食品合計	9,400,643	89.0%	102.6%	100.3%
生鮮3部門合計	3,584,697	33.9%	102.4%	100.0%
青果	1,478,911	14.0%	104.4%	102.1%
水産	931,486	8.8%	99.9%	97.7%
畜産	1,174,299	11.1%	101.8%	99.4%
惣菜	1,051,687	10.0%	103.3%	100.8%
日配	2,026,855	19.2%	103.0%	100.7%
一般食品	2,737,402	25.9%	102.3%	100.3%
非食品	807,239	7.6%	99.3%	98.8%
その他	354,606	3.4%	96.1%	95.9%

(注) 食品を中心に扱うスーパーマーケット 270 社を対象に同一企業を集計  
(出所) 日本スーパーマーケット協会、オール日本スーパーマーケット協会、新日本スーパーマーケット協会のスーパーマーケット販売統計調査資料 2016 年度集計速報版より証券リサーチセンター作成

◆ 長期的に見ても惣菜市場が拡大している

総務省の家計調査によると、1 カ月の食費に占める「調理食品」（惣菜や冷凍食品、弁当など）への支出の比率（2 人以上の世帯）は 10 年の 11.9%から 16 年には 13.0%に上昇している。少子高齢化の進行や共働き世帯の増加に伴い、調理済みの惣菜や弁当類を購入する人が増えているためと思われる（図表 6）。

一方、他の食品について 10 年から 16 年への変化を見ると、生鮮品については、同社が特に強みを持つ「肉類」の比率が 9.1%から 9.9%に上昇しているものの、生鮮品全体の比率は 34.5%から 34.6%への上昇にとどまっている。つまり、同社は成長市場を他社と共に追いかけるのではなく、強みのある市場で販売シェアの拡大を狙う戦略を採っていると見えよう。

【 図表 6 】生鮮品と調理食品の食料品支出に占める比率の変化 (単位:円)

品目	月間支出額 (2010年)	構成比	月間支出額 (2016年)	構成比
魚介類	6,398	9.5%	6,275	8.6%
肉類	6,136	9.1%	7,235	9.9%
野菜・海藻	8,252	12.2%	8,895	12.2%
果物	2,531	3.7%	2,842	3.9%
生鮮品合計	23,317	34.5%	25,247	34.6%
調理食品	8,011	11.9%	9,494	13.0%

(注) 2人以上の世帯の月間平均支出額

(出所) 総務省家計調査より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 食品スーパー事業は業界の垣根を越えた競争環境にある

食品スーパーは、同業他社との競争だけにとどまらず、総合スーパーや百貨店、ショッピングセンター、駅ビル商業施設、コンビニ、ドラッグストアなども食品の買い物需要というパイを奪い合う関係にある。近年では、リアル店舗同士の競争だけではなく、ネット通販との競合も激しくなっており、業界の垣根を越えた競争環境にある。

但し、ネット通販を除くと、消費者は自宅の近所で日常の食品を購入する傾向にあると推測される。その際、食品スーパーを主に利用する消費者は、いつも同じ店舗で日常的に買い物をするか、チラシなどに掲載される特売やポイントアップセールなどによって、近隣の複数の食品スーパーを使い分けているものと思われる。

一方、全国でチェーン展開する総合スーパーや百貨店、コンビニ、衣料専門店とは異なり、食品スーパーにおいては、全国展開を志向する企業は少なく、一定エリアでのドミナント展開を行う企業が多い。これは、チラシの配布や物流などのコスト面での効率化という面もあるが、食文化の地域性や、同じ種類の生鮮食品を仕入れる数量には限界があるという調達面での制約が理由となっている。結果として、食品スーパーの主要な競合相手は、営業エリアが重複する他の食品スーパーとなっているケースが多いものと推測される。

また、近年においては、各種専門店で市場シェアを奪われた総合スーパーが競争力を失いつつあり、食品販売においても、商圏が広い総合スーパーから、商圏が狭く専門性がある食品スーパーに顧客がシフトしている模様である。

従って、当センターとしては、関東エリアにおいて食品スーパーをチェーン展開する上場企業を中心に同社を取り巻く競合状態を分析したい(図表7)。

【 図表 7 】 関東で食品スーパー事業を展開する主要な上場企業 (単位:百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	店舗数(店)	系列会社	店舗ブランド名
3222	ユナイテッド・スーパーマーケット・ホールディングス	2017年2月期	684,806	14,320	503	イオン	マルエツ、マルエツプチ、フードスクエアカスミ、フードマーケットカスミ、マックスバリュ、マックスバリュエクスプレスなど
8279	ヤオコー	2017年3月期	343,061	14,520	154	-	ヤオコー
8194	ライフコーポレーション	2017年2月期	652,974	12,664	264	三菱商事	ライフ、セントラルスクエアなど
	うち首都圏	2017年2月期	297,090	-	116	-	ライフ、セントラルスクエアなど
8182	いなげや	2017年3月期	258,128	2,396	151	イオン	いなげや、ina21、三浦屋など
9974	ベルク	2017年2月期	193,566	9,164	99	イオン	ベルク、フォルテなど
9823	マミーマート	2016年9月期	101,013	2,545	70	住友商事	マミーマート、生鮮市場TOP
3539	ジャパンミート	2016年7月期	97,174	4,282	76	-	肉のハナマサ、ジャパンミート生鮮館、ジャパンミート卸売市場、パワーマート
8274	東武ストア	2017年2月期	83,907	1,321	59	丸紅、東武鉄道	東武ストア、フエンテ、マイン

(注) 売上高と営業利益は食品スーパー以外の事業を含む、店舗数は各社の決算期末時点の食品スーパー部門、USMHの店舗数は海外を除く、マミーマート、同社、東武ストア、ライフコーポレーションの首都圏以外の売上高は営業収益を使用  
(出所) 各社の決算短信、HPを基に証券リサーチセンター作成

◆ 関東の食品スーパー業界は群雄割拠の競争を繰り広げている

関東地域では数多くの上場、非上場企業が激しい競争を繰り広げているが、食品スーパー業界の上場企業で売上高トップと推定されるのは、ユナイテッド・スーパーマーケット・ホールディングス(3222 東証一部、以下、USMH)である。

USMHは、イオン(8267 東証一部)の子会社、かつ、マルエツ、カスミ、マックスバリュ関東の完全親会社として15年3月に設立された持株会社である。東京都、茨城県、千葉県、埼玉県、神奈川県を中心に国内食品スーパー503店(17/2 期末)を展開する。17/2 期において、営業収益は6,848億円、営業利益は143億円であった。

売上高でUSMHに次ぐのは、埼玉県を地盤に関東一円に154店(17/3 期末)を展開するヤオコー(8279 東証一部)である。17/3 期の営業収益は3,430億円、営業利益は145億円であり、営業利益率は4.2%と食品スーパー業界の中でトップクラスの収益性を誇る。

売上高でヤオコーの次に位置すると推測されるが、近畿を地盤としつつも、東京都を中心に首都圏での店舗網を強化してきたライフコーポレーション(8194 東証一部)である。その首都圏の数値を見ると、売上高は2,970億円(17/2 期)、店舗数は116店(17/2 期末)に達している。

次いで名前が挙がるのが、東京多摩地区を地盤として南関東に151

店(17/3 期末)の食品スーパーを運営するいなげや(8182 東証一部)である。17/3 期の営業収益は 2,581 億円、営業利益は 23 億円であるが、この中にはドラッグストア事業や小売支援事業も含まれている。スーパーマーケット事業に限定すると、売上高は 2,074 億円、営業利益は 10 億円である。

いなげやに次ぐのが、埼玉県を中心とした南関東と群馬県に 99 店(17/2 期末)を展開するベルク(9974 東証一部)である。17/2 期の営業収益は 1,935 億円、営業利益は 91 億円であり、効率性の高さに定評があり、営業利益率は 4.8%と高収益を誇る。

ベルクに次ぐ位置にいるのが、埼玉県を地盤に 70 店(16/9 期末)を展開するマミーマート(9823 東証 JQS)である。16/9 期の売上高は 1,010 億円、営業利益は 25 億円である。

マミーマートの次には同社がランクされており、その次に位置するのが、東京都、埼玉県、千葉県の東武鉄道(9001 東証一部)沿線に 59 店(17/2 期末)を展開する東武ストア(8274 東証一部)である。17/2 期の売上高は 839 億円、営業利益は 13 億円である。

非上場企業で関東を営業エリアとしている食品スーパーとしては、イオンの子会社であるダイエーやイオンマーケット(店舗ブランド名はピーコックストア)、まいばすけっとに加え、ローソン(2651 東証一部)の子会社である成城石井、京浜急行電鉄(9006 東証一部)の子会社である京急ストア、住友商事(8053 東証一部)の子会社であるサミットなどが挙げられる。

各社の展開状況を見ると、単一の店舗ブランド(形態)で展開する企業は少なく、多様化する消費者ニーズへの対応を目指して複数の店舗ブランドを運営している企業が多い。結果として、各社の新規出店が増えると共に、競争に敗れて減損損失の計上を余儀なくされる店舗や閉鎖に追い込まれる店舗も増加している。

#### ◆ 同社の最大の競合はイオングループと思われる

同社の店舗網は、関東の中でも、東京 23 区と神奈川県では小型店(肉のハナマサ)、茨城県、埼玉県、千葉県では中大型店(生鮮館、卸売市場、パワーマート)を主体に展開しているため、同社と最も競合する企業グループはイオンであると思われる。

イオングループは、17/2 期末時点で東京 23 区を中心に小型食品スーパーとして、まいばすけっと 637 店(前期末比 30 店増)及びマルエツプチ 67 店(前期末比 1 店減)を運営しているのに加え、イオンの

子会社である USMH は茨城県、千葉県、埼玉県に約 300 店を展開している。

同社は、売上高 2,000 億円規模に対応できる設備能力を備えた加工物流センターを新設し、新規出店と M&A による収益の拡大を目指すとしている。イオンを中心とした業界他社との競争状況はますます強まるものと想定され、当センターは状況を注視するつもりである。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 実祖父が始めた食肉の小売・卸売事業が前身

同社は、代表取締役社長である境正博氏の実祖父（前取締役会長）が茨城県行方郡北浦町（現行方市）において 1945 年に食肉の小売・卸売を目的として丸八肉店を個人創業したことを起源としている。

64 年に創業間もない株式会社霞ストア（現株式会社カスミ）への卸売取引が始まり、霞ストアの精肉部門的な位置づけを得て、同社の業績も急拡大した。75 年には個人事業から法人事業に変更するため、カスミ畜産株式会社を設立した（01 年に吸収合併）。

78 年に卸売店舗を出店するにあたり、霞ストアとの混同を避けるため、株式会社ジャパンミート（同社）を設立し、現取締役会長である境弘治氏（境正博社長の実父）が代表取締役に就任した。

### ◆ 83 年から小売事業を開始

83 年に長崎屋から精肉のテナント出店の話が来たことから、長崎屋勝田店（茨城県ひたちなか市）内に小売 1 号店を開設した（生鮮館ひたちなか店開設に伴い 98 年に閉鎖）。

84 年にコロケやローストチキンなど、肉を用いた惣菜の製造販売を目的とした子会社であるジャパンデリカを設立した。

### ◆ 93 年に始まったジョイフル本田内への出店が飛躍の契機に

93 年にはジョイフル本田が守谷店を開設するにあたり、要請を受けた地元のスーパーがホームセンターの集客力を過小評価し、出店を断ったため、トップ同士の個人的な交流などがきっかけになり、同社がホームセンター 1 号店（生鮮館）を出店するに至った。

当時の生鮮館は、同社がキーテナントとしてジョイフル本田と契約した上で、精肉は同社が、青果や鮮魚、惣菜、その他の食品は同社が契約した外部のサブテナント（青果は株式会社黒田青果、鮮魚は株式会社兼高、惣菜は株式会社そうざい男しゃく）が店舗を運営していた。

同社の店舗運営が評価されたため、その後は、ジョイフル本田が新規開設した全ての店舗に同社の生鮮館が同時にテナント出店しているほか、93年以前にジョイフル本田が開設していた店舗においても、スペースが不足している3店舗を除いて、03年から12年にかけて生鮮館の出店を進めた。

94年に同社初の単独店形態での食品スーパーであるJバリュー見和店をオープンしたものの、不慣れな青果、鮮魚も自社で手掛けたことからこちらの運営には苦勞したようである。

#### ◆ 97年に外食事業に進出

97年には惣菜販売が不振となっていたジャパンデリカを外食事業に業態転換し、「焼肉や漫遊亭」水戸50号店を出店した。その後は、BSE問題などで業界が厳しい時期もあったが、1～2年に1店程度のペースで出店を継続している。

黒田青果が運営する北関東の食品スーパーであるパワーマーケット内に精肉テナントとして入居した住吉店を99年にオープンし、その後も、少しずつパワーマーケット内への出店を進めた。

01年に加工物流センターが品質認証規格であるISO9001を同社で初めて取得したことで、取引先から評価が向上した。その後は、03年に同社もISO9001を取得するなど、グループぐるみでISO9001の取得に取り組んでいる。

#### ◆ 03年以降はM&Aによるにグループ力強化に注力

03年に黒田青果を完全子会社とし、青果部門をグループ化すると共に、黒田青果のパワーマーケットの運営を引き継いだ(10年に会社分割により、パワーマーケットを運営する株式会社パワーマーケットを設立)。

04年に兼高を、08年にはそうざい男しゃくを完全子会社とし、鮮魚部門と総菜部門をグループ化した(14年に両社を吸収合併)。

09年になると、進出の機会をうかがっていた東京都や埼玉県などで出店条件が改善してきたため、卸売市場という単独店の新業態を開始することを決定し、5月に東村山店、10月に入間店をオープンした。

13年には、肉のハナマサを運営する花正の再建を経営破綻後スポンサーとなっていた全日本食品株式会社(全日食)から依頼され、同社最大のM&A案件となった花正の買収に踏み切った(株式取得額4,265百万円、のれん3,396百万円、償却期間10年)。

16年4月、同社は東京証券取引所市場第二部に上場した。

#### ◆ 境社長の強いリーダーシップによる経営が浸透している

同社社長の境正博氏は、社会人になった96年に、西日本を中心にショッピングセンターなどで精肉店テナントとして小売事業を展開しているダイリキ株式会社(非上場、本社大阪市)に入社し、精肉店舗の現場で働いた経験を持つ。

99年に同社に入社し、大曲店総括店長(04年)、取締役(05年以降)を経て、09年に境弘治現取締役会長から代表取締役社長の地位を引き継いだ。代表権を有するのは、社長就任時から境正博社長だけであり、境社長の強いリーダーシップによる経営が組織全体に浸透していると当センターでは見ている。

境弘治会長は現在、経営の相談に対応するほか、子会社である花正の取締役会長、ジャパンデリカとパワーマートの取締役を兼務している。但し、日常の業務においては、グループ店舗の新規出店に際し、同社に持ち込まれる案件について、最初の立地選定だけに関与している模様である。会長の豊富な店舗開発経験を活用することで、同社の店舗開発は相手方との迅速な交渉が可能になっているようであり、結果として、同社の店舗数は近年、着実に増加している。

境和弘取締役副会長は境弘治会長の弟であるが、会長と共に長年に亘り、同社の経営を担ってきた。現在は同社の精肉部を管掌し、精肉の仕入、販売に関するノウハウの継承に取り組んでいる。

#### ◆ 経営理念

同社は、①人材育成、②お客様第一主義、③変化対応、④本物の商品開発、技術の習得を経営の基本方針に据えると共に、同社グループの従業員の心構えとして、次ページの「ジャパンミートグループスピリッツ」を掲げ、社員一人ひとりが顧客に支持される店舗づくりに取り組んでいる。

- 1) 安心・安全・安価な「商品」をご提供する(商品開発)
- 2) ご来店いただいたお客様が、楽しくお買い物ができる「売場」をご提供する(店舗・売場開発)
- 3) 食に関する「プロフェッショナル」として誠意をもって接客する(人材開発)

◆ 株主

17/7期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表8の通りである。

17年1月末時点において、代表取締役社長の境正博氏が発行済株式総数の20.7%を保有する筆頭株主である。社長の保有分に、境弘治会長とその妻の和美氏、境和弘副会長、藤原常務、会長及び副会長の血族である藤原ひろみ氏、黒田賢一取締役の血族である黒田新一氏の保有分を加えると59.2%に達している。

その他の株主には、従業員持株会、取引先であるジョイフル本田、機関投資家が名を連ね、大株主上位10名が68.6%の株式を保有している。

【図表8】大株主の状況

株主 (敬称略)	17年1月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	
境正博	5,525	20.71%	1	代表取締役社長、取締役会長の長男
境弘治	3,811	14.29%	2	取締役会長
境和弘	3,295	12.35%	3	取締役副会長、取締役会長の弟
ジャパンミート従業員持株会	1,221	4.58%	4	
藤原ひろみ	1,066	4.00%	5	取締役会長及び取締役副会長の二親等内の血族
境和美	889	3.33%	6	取締役会長の配偶者
株式会社ジョイフル本田	800	3.00%	7	
藤沢克朗	686	2.57%	8	常務取締役、取締役会長の義弟
黒田新一	522	1.96%	9	黒田賢一取締役の二親等内の血族
CBNY-GOVERNMENT OF NORWAY	490	1.84%	10	
(大株主上位10位)	18,308	68.62%	-	
発行済株式総数	26,679	100.00%	-	

(出所) ジャパンミート 17/7期第2四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は 11/7 期以降の数値が開示されているが、13/7 期までは同社単体の数値であるため、業績のトレンドを見る上で参考にはならない。連結決算が開示された 14/7 期から 16/7 期までの 2 期間では、13 年 9 月に子会社化した花正の業績寄与や、その収益性が改善したこと、既存店の売上高が好調だったことなどを背景に、売上高は年平均 11.1%、経常利益は同 31.5% 増加した (図表 9)。

【図表 9】 ジャパンミートの業績推移

(単位: 百万円)

	11/7期単	12/7期単	13/7期単	14/7期連	15/7期連	16/7期連
売上高	27,751	31,774	37,008	78,694	91,540	97,174
売上総利益	—	—	—	22,883	26,565	28,236
売上総利益率	—	—	—	29.1%	29.0%	29.1%
販売費及び一般管理費	—	—	—	20,512	23,088	23,954
販管費率	—	—	—	26.1%	25.2%	24.7%
営業利益	—	—	—	2,370	3,476	4,282
営業利益率	—	—	—	3.0%	3.8%	4.4%
経常利益	1,459	1,326	1,207	2,481	3,556	4,289
	5.3%	4.2%	3.3%	3.2%	3.9%	4.4%
当期純利益	744	978	668	1,339	1,854	2,557
従業員数 (人)	217	327	316	723	790	830
平均臨時雇用人員数 (人)	421	614	616	2,117	2,175	2,251

(注) 11/7 期から 13/7 期までは未監査

(出所) ジャパンミート有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 16 年 7 月期決算は前期比 6.2%増収、23.2%営業増益

16/7 期決算は、売上高が前期比 6.2%増の 97,174 百万円、営業利益が同 23.2%増の 4,282 百万円、経常利益が同 20.6%増の 4,289 百万円、当期純利益が同 37.9%増の 2,557 百万円となった (図表 10)。

16 年 4 月 21 日の上場時に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が 101.4%、営業利益は 99.0%、経常利益は 99.7%、当期純利益は 94.9%であった。

売上高については、両事業とも既存店売上高が想定を上回り、スーパーマーケット事業では 1,335 百万円、その他事業では 32 百万円、計画を上回った。

【 図表 10 】 16 年 7 月期の業績

(単位: 百万円)

	セグメント別	15/7期	16/7期				増減率	
		通期	上期	第3四半期	第4四半期	下期		通期
売上高		91,540	49,230	23,568	24,376	47,944	97,174	6.2%
	スーパーマーケット事業	89,860	48,367	23,151	23,943	47,094	95,461	6.2%
	その他(外食)事業	2,194	1,132	554	574	1,128	2,260	3.0%
	調整額	-514	-269	-137	-141	-278	-547	-
売上総利益		26,565	14,291	6,902	7,043	13,945	28,236	6.3%
売上総利益率		29.0%	29.0%	29.3%	28.9%	29.1%	29.1%	-
販売費及び一般管理費		23,088	11,909	5,798	6,247	12,045	23,954	3.8%
販管費率		25.2%	24.2%	24.6%	25.6%	25.1%	24.7%	-
営業利益		3,476	2,381	1,105	796	1,901	4,282	23.2%
営業利益率		3.8%	4.8%	4.7%	3.3%	4.0%	4.4%	-
	スーパーマーケット事業	3,293	2,271	1,058	760	1,818	4,089	24.2%
		3.7%	4.7%	4.6%	3.2%	3.9%	4.3%	-
	その他(外食)事業	166	101	42	33	75	176	5.7%
		7.6%	9.0%	7.6%	5.7%	6.6%	7.8%	-
	調整額	16	8	4	4	8	16	-
経常利益		3,556	2,435	1,051	803	1,854	4,289	20.6%
経常利益率		3.9%	4.9%	4.5%	3.3%	3.9%	4.4%	-
当期(四半期)純利益		1,854	1,609	484	464	948	2,557	37.9%

(出所) ジャパンミート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高が計画を超過した一方で、営業利益が計画をやや下回ったのは、16/7 期第 4 四半期に集中して実施したフロンガス対策工事に伴う店舗の改装費用が当初の予算を超過したためである。

前期との比較では、売上総利益率は前期の 29.0%から 29.1%に小幅ながら改善したことに加え、スーパーマーケット事業の既存店売上高が前期比 5.4%増となったことから、人件費や地代家賃などの負担が軽減し、販管費率が前期の 25.2%から 24.7%に低下したことが営業利益率の改善につながった。

また、東京証券取引所市場第二部への上場に伴い、営業外費用として 76 百万円の上場関連費用を計上したため、営業外収支の黒字は前期の 80 百万円から 7 百万円へと減少した。

テナントとして入居している建物の建替えによる店舗閉鎖に際して受け取る営業補償金を特別利益として 270 百万円計上した一方、前期に計上した減損損失(141 百万円)がなくなったため、当期純利益の伸び率は経常利益の伸び率を大幅に上回った。

セグメント別(セグメント間の内部売上高を含むベース)の業績は、スーパーマーケット事業が前期比 6.2%増収、24.2%営業増益、その他(外食)事業が同 3.0%増収、5.7%営業増益であった。

スーパーマーケット事業の売上高が好調だったのは、異常値販売を推進したことで、既存店売上高が前期比 5.4%増加(販売単価同 1.9%増、販売点数同 3.4%増)したことが主因であるが、15/7 期に出店した肉のハナマサの糍谷店、巣鴨店、蒲田店や、15 年 10 月にオープンした卸売市場鳩ヶ谷店の新店効果も貢献した。

営業利益率は、11 店舗の改装コストが掛かったものの、既存店売上高の好調や、出店コストの抑制により、前期の 3.7%から 4.3%に改善した。このうち、肉のハナマサを運営する花正については、買収後の取り組みにより既存店舗の業績が改善したことや、新規出店によるコストが発生しなかったことを受けて、経常利益率が前期の 3.6%から 4.8%に改善した(図表 11)。

【図表 11】花正の 16 年 7 月期業績

(単位:百万円)

	15/7期	16/7期	
			増減率
売上高	32,761	33,836	3.3%
経常利益	1,195	1,612	34.9%
経常利益率	3.6%	4.8%	—
当期純利益	710	1,070	50.7%

(出所) ジャパンミート有価証券届出書、報告書を基に証券リサーチセンター作成

その他(外食)事業の売上高が増加したのは、既存店売上高が順調に推移したに加え、14 年 9 月に出店した焼肉や漫遊亭柏店(15 年に漫遊カルビに業態変更)や 16 年 7 月にオープンした焼肉や漫遊亭筑西横島店の新店効果が貢献したことによる。営業利益率は、増収効果により、柏店の業態変更コストが嵩んでいた 15/7 期の 7.6%から 7.8%に改善した。

#### ◆ 公募増資と利益蓄積によって財務体質は強化された

16/7 期末の自己資本比率は、新規上場時の公募増資による資本金及び資本剰余金の増加(前期末比 4,092 百万円増)や、利益剰余金の増加(同 2,535 百万円増)、借入金の減少(同 1,796 百万円減)により、15/7 期末の 45.6%から 54.6%に上昇した。

16/7 期末が休日であったことから資金決済が翌月に持ち越されたため、現金及び預金、買掛金、未払金などが前期末に比べ大幅に増加したが、一時的な現象であると同社では説明している。

◆ 17年7月期上期決算は前年同期比 5.4%増収、0.1%営業増益

17/7 期上期の決算は、売上高 51,879 百万円(前年同期比 5.4%増)、営業利益 2,385 百万円(同 0.1%増)、経常利益 2,447 百万円(同 0.5%増)、四半期純利益 1,425 百万円(同 11.4%減)であった(図表 12)。

【 図表 12 】 17年7月期上期の業績

(単位:百万円)

	セグメント別	16/7期			17/7期			増減率
		上期	下期	通期	第1四半期	第2四半期	上期	
売上高		49,230	47,944	97,174	24,587	27,292	51,879	5.4%
	スーパーマーケット事業	48,367	47,094	95,461	24,109	26,820	50,929	5.3%
	その他(外食)事業	1,132	1,128	2,260	639	623	1,262	11.4%
	調整額	-269	-278	-547	-161	-151	-312	-
売上総利益		14,291	13,945	28,236	7,144	7,889	15,033	5.2%
売上総利益率		29.0%	29.1%	29.1%	29.1%	28.9%	29.0%	-
販売費及び一般管理費		11,909	12,045	23,954	6,239	6,409	12,648	6.2%
販管費率		24.2%	25.1%	24.7%	25.4%	23.5%	24.4%	-
営業利益		2,381	1,901	4,282	905	1,480	2,385	0.1%
営業利益率		4.8%	4.0%	4.4%	3.7%	5.4%	4.6%	-
	スーパーマーケット事業	2,271	1,818	4,089	851	1,406	2,257	-0.6%
		4.7%	3.9%	4.3%	3.5%	5.2%	4.4%	-
	その他(外食)事業	101	75	176	48	70	118	16.3%
		9.0%	6.6%	7.8%	7.5%	11.2%	9.4%	-
	調整額	8	8	16	4	5	9	-
経常利益		2,435	1,854	4,289	937	1,510	2,447	0.5%
経常利益率		4.9%	3.9%	4.4%	3.8%	5.5%	4.7%	-
当期(四半期)純利益		1,609	948	2,557	532	893	1,425	-11.4%
EBITDA		2,955	2,524	5,479	905	1,480	3,112	5.3%
EBITDAマージン		6.0%	5.3%	5.6%	3.7%	5.4%	6.0%	-

(出所) ジャパンミート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

同社は 17/7 期上期の業績予想を公表していなかったが、両事業ともほぼ計画通りであったとしている。

◆ 減価償却費の増加が営業利益率悪化の主な原因

前年同期との比較では、売上総利益率は横ばいで推移したものの、減価償却費の増加による販管費率の悪化により、営業利益率が前年同期の 4.8%から 4.6%に低下した。営業利益に減価償却費とのれん償却額を加算した EBITDA は前年同期比 5.3%増加しており、EBITDA マージンも同横ばいを維持している。

経常利益は前年同期比 0.5%増加したものの、特別利益として計上した受取補償金が前年同期の270百万円から99百万円に減少したため、四半期純利益は同 11.4%減少した。

セグメント別(セグメント間の内部売上高を含むベース)の業績は、スーパーマーケット事業が前期同期比 5.3%増収、0.6%営業減益、その他(外食)事業が同 11.4%増収、16.3%営業増益であった。

スーパーマーケット事業の売上高が好調だったのは、16/7期に引き続き、異常値販売効果から既存店売上高が前期同期比 2.6%増加したことに、16/7期に出店した卸売市場鳩ヶ谷店や、肉のハナマサ立川店(16年10月出店)と卸売市場越谷店(16年12月出店)の新店効果が加わったためである。

既存店売上高が増加したものの、16/7期の設備投資のうち、新加工物流センター(16年7月稼働、投資額2,719百万円)、東京本部ビル(16年6月稼働、同1,285百万円)など新規出店以外のものが、前第4四半期に集中したことから、スーパーマーケット事業の減価償却費が17/6期上期から急増したため、営業利益率は、前年同期の4.7%から4.4%に低下した。

その他(外食)事業は、新メニューが好評で既存店売上高が前年同期比5%増加したことに加え、16年7月にオープンした焼肉や漫遊亭筑西横島店が貢献し、二桁増収となった。営業利益率は、増収効果により、前年同期の9.0%から9.4%に改善した。

## > 競合他社との比較

### ◆ 食品スーパーや精肉小売、焼肉レストランを営む企業と比較

関東で食品スーパーマーケットを展開する企業として、ヤオコーといなげやを、精肉小売業と肉料理をメインとする外食業を兼営する点で同社と似た事業構成となっているオーエムツーネットワーク(7614 東証JQS)を、外食専門企業の中から焼肉レストランチェーンの運営する安楽亭(7562 東証二部)を比較対象として選定した(図表13)。なお、USMHについては、上場後2期間の本決算を開示していないため、対象から外している。

各社を比較すると、規模は食品スーパー3社が他業態2社を大きく上回る。3社の中では、チェーン展開で先行し、株式上場も早かったヤオコーといなげやに比べ、売上高や総資産では同社が大きく差をつけられているものの、経常利益では同社はいなげやよりも上位にある。

【 図表 13 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄		ジャパンミート	ヤオコー	いなげや	オーエムツー ネットワーク	安楽亭
		コード	3539	8279	8182	7614	7562
		直近決算期	16/7期連	17/3期単	17/3期連	17/1期連	16/3期連
規模	売上高	百万円	97,174	343,061	258,128	31,650	17,081
	経常利益	百万円	4,289	14,214	2,653	1,917	499
	総資産	百万円	35,705	179,870	97,520	15,171	14,257
収益性	自己資本利益率	%	15.8	13.8	1.3	10.9	6.8
	総資産経常利益率	%	13.4	8.8	2.7	12.3	3.5
	売上高営業利益率	%	4.4	4.2	1.0	5.1	3.1
成長性	売上高(2年平均成長率)	%	11.1	5.6	3.6	-6.6	-1.1
	経常利益(同上)	%	31.5	3.2	-14.4	4.6	-11.3
	総資産(同上)	%	19.4	16.0	1.7	1.5	-3.3
安全性	自己資本比率	%	54.6	42.3	53.0	74.5	43.2
	流動比率	%	138.5	85.1	109.3	312.6	131.6
	固定長期適合率	%	79.2	105.3	96.9	45.5	92.2

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、ヤオコーの2期前の数値は連結を使用、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)、ヤオコーといなげやの売上高は営業収益を使用

(出所) ジャパンミート及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

セグメント情報を利用して各社の外食事業で規模を比べてみると、オーエムツーネットワークの売上高(外部顧客ベース)は7,889百万円、セグメント利益は494百万円(いずれも17/1期)であり、同社の外食事業(16/7期の売上高2,260百万円、セグメント利益176百万円)は、安楽亭やオーエムツーネットワークよりかなり小規模であると言えよう。

安全性に関しては、店舗の土地、建物の自己保有が多いヤオコーといなげやの数値が悪く、安楽亭も同様の理由から、流動比率を除くと見劣りする。オーエムツーネットワークは、テナント形態での出店が中心なので店舗の土地、建物の保有が少なく、全ての指標で最も良好な数値である。同社は、東京本部や加工物流センターの土地、建物は自社で保有しているものの、店舗は原則として賃貸物件であるため、オーエムツーネットワークに次いで安全性の指標は高い水準にある。

同社の収益性は、営業利益率の数値こそ、オーエムツーネットワークに比べてやや低いものの、総資産や自己資本が小規模であるため、自己資本利益率や総資産経常利益率では最も良好な数値であった。但し、同社は収益性については、経常利益率を4%以上とすることを重視しており、資産収益性に対する意識は希薄である。

成長性については、同社の連結決算の開示期間に合わせて、過去 2 期の数値で比較した。売上低迷と収益性の悪化から 2 期連続減収減益となった安楽亭が最も低調な数値となった。グループ内での事業再編の影響を受けたオーエムツーネットワークについては、売上高は減少したものの、利益は小幅ながら増加した。

食品スーパー3 社では、3 月決算であるヤオコーといなげやと同社では決算期が異なるため、単純な比較は誤解を招く恐れもあるが、同社の数値の良さが目立つ。3 社の中でも最も不振であったいなげやは、売上高の伸び悩みによりコストアップを吸収できず経常利益の成長率がマイナスとなった一方で、好調な既存店増収率、新規出店効果、花正の買収効果とその後の収益性の改善が大きく寄与した同社の経常利益の伸びは年率 31.5%と高水準となった。

全体的には、収益性、成長性で魅力的な水準にあると言える。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は精肉ビジネスでの経験を活用する姿勢にある

同社は、精肉卸売で個人創業した45年以降、精肉小売を経て、食品スーパーマーケットと焼肉店の運営するチェーンストアへと、試行錯誤を積み重ねながら変貌を遂げてきた。

その成功は、「肉をたくさん売りたい」という創業時からの想いに従って、業態を変化させ、強みが活かせる新規事業に進出し、加工物流センターの設置やISO9001の認証取得によって品質と供給力を高め、シナジー効果が高いM&Aに果敢に挑んだことでもたらされた。

同社は現在、創業事業である精肉の卸売は行っていないものの、創業の精神を守り、業態を進化させることで、精肉分野に強みを持つユニークな食品小売グループとなっている。花正の経営を短期間で立ち直らせることができたのも、精肉分野における同社のノウハウを大いに活かしたからであろう。精肉ビジネスでの長年の経験を積極的に活用する姿勢は、正に同社の知的資本の源泉を形成していると当センターでは考えている(図表14)。

【図表14】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・生鮮品を低価格でまとめ買いする主婦層を主力顧客としている	・生鮮3品の売上高比率	約5~6割
		・東京23区内と茨城県を中心に店舗展開している	・東京23区内と茨城県の店舗数(17/6期2Q末)	40店、20店
		・肉のハナマサにおいては飲食店事業者の顧客も多い	・肉のハナマサにおける飲食店事業者向け販売比率	約3割
	ブランド	・上場から日が浅いものの、各業態の店舗名は展開地域において十分に認知されていると思われる	・生鮮館の業歴	24年
			・焼肉や漫遊亭の業歴	20年
			・上場からの経過年数	1年
事業パートナー	・生鮮館の出店先であるジョイフル本田からの信頼は絶大	・「ジョイフル本田」関東地域全15店における出店数	12店	
	・幅広い仕入先と良好な関係を築いている	・グループの仕入先数	約600社	
	・生鮮館を都心での出店先の開拓に取り組んでいる	・新しい出店先(17/7期)	丸井	
組織資本	プロセス	・加工物流センターの大量備蓄機能や精肉の加工機能を活用することで、商品価格の安定や店舗作業の削減を図り、高い収益性を確保している	・スーパーマーケット事業の営業利益率	4.3%
		・グループの精肉調達や加工物流のノウハウを活かし、シナジー効果のある周辺事業を展開している	・その他(外食)事業の営業利益率	7.8%
	知的財産 ノウハウ	・精肉ビジネスにおいて豊富な経験、ノウハウを持つ	・個人創業からの業歴	72年
人的資本	経営陣	・会長と副会長は豊富な業界経験を有している	・会長、副会長の業界経験年数	52年、47年
		・同社と各子会社の社長は若い世代に引き継がれ、既に社長として経験を積んでいる	・4社社長の平均年齢、社長としての平均在籍年数	46.5歳、5.8年
	従業員	・チームワークの精神で全社で一つの目標を乗り越える企業文化	・肉のハナマサの仕入れにおける輸入比率	非開示
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	71,364株(3.6%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/7期または16/7期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率(出所) ジャパンミート有価証券届出書、報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は環境対策「ECO プロジェクト」を実施している。具体的には、①レジ袋の無料配布の中止やレジ袋辞退ポイントの付与などによるレジ袋の削減活動、②物流会社の集約や、段ボール箱から通い箱への切り替えによる包装資材の削減などの物流のシンプル化、③牛乳パックや発泡トレーなどのリサイクル BOX の設置、④LED 照明の設置などの店舗の省エネ対策を実施している。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は企業の社会的責任に関して、2つの取り組みを行っている。

- 1) 自然環境や食文化を継承し、食の本質を学ぶ「食の学校」料理教室講習会を、卸売市場やパワーマーケットの一部店舗で定期的に開催している。
- 2) 「ジャパンミート 1%クラブ」と題して、一部の店舗で近隣のスポーツチーム、サークル、ボランティア等の活動を応援している。具体的には、店舗近隣から募った参加団体を同社が選定した上で、店舗に各団体の箱を設置し、支援したい団体の箱に利用客がレシートを入れると、投函されたレシートの総合計金額の 1%を当該団体に同社が寄付する仕組みとなっている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役 10 名(うち、社外取締役は 2 名)で構成されている。

社外取締役の緑川清春氏は、金融機関での勤務経験を持つと共に、フェルムコンサルティング代表を兼任する経済学博士であり、15 年 10 月から同社の社外取締役に就任している。もう 1 人の社外取締役の大瀧敦子氏は弁護士であり、16 年 2 月から同社の社外取締役に就任している。

監査役会は、監査役 4 名(うち、社外監査役は 3 名)で構成されている。常勤監査役の富田勝彦氏は同社の元常務取締役である。もう 1 人の常勤監査役であり、社外監査役でもある村井幸夫氏は金融機関などでの勤務経験を有している。非常勤の関周行氏は弁護士であり、根本佳典氏は税理士である。

16/7 期の株主総会招集通知によれば、16/7 期に開催された 17 回の取締役会において、緑川取締役、関監査役、根本監査役は、15 年 10 月の就任後に開かれた全 15 回、大瀧取締役と村井監査役も、16 年 2 月の就任後に開かれた全 11 回に出席した。

16/7 期中に開催された 9 回の監査役会において、関監査役と根本監査役は就任後に開かれた全 8 回、村井監査役も就任後に開かれた全 6 回に出席した。

以上のことから、経営監視体制は機能しているものと思われる。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 人材の確保・育成や「働き方改革」への対応

同社は経営の基本方針として人材育成を掲げており、適材適所、公平な能力評価、働き甲斐、生き甲斐、活気のある職場づくりに取り組んでいる。結果、現状では積極的な新規出店に必要な人材を確保できているものの、中長期的には労働人口の減少が加速すると見込まれていることから、同社においても人材の確保が困難になったり、パート労働者の時間給が想定以上に上昇したりする可能性は否定できない。

また、政府が推進している「働き方改革」にも対応する必要があるだろう。時間外労働（残業）の削減、非正社員の待遇改善、労働者の要望に応じた柔軟な働き方の導入などが求められおり、株式市場では小売業界全体に対して、人件費の負担が大きくなる可能性があること懸念されている。同社においても、労働生産性を改善することで、収益性を維持しつつ、改革の実現に取り組むことが必須の課題と言えよう。

#### ◆ 単身世帯の拡大に対する対応

同社は、日常的に買い物をする専業主婦や、週末にまとめ買いする共働きの主婦を主要顧客として見られるが、その中心は3人以上の世帯ではないかと当センターでは推測している。

総務省が発表した15年の国勢調査によれば、国内の15年10月1日時点の世帯数は、5,344万世帯となっており、前回調査の10年時点に比べて149.8万世帯増加している。但し、増加したのは単身世帯（同163.3万世帯増）と2人世帯（同75.1万世帯増）であり、3人世帯は5.7万世帯、4人世帯は39.1万世帯減少した。

単身世帯の状況を見ると、男性ではコンビニなどの利用が多いと見られる20～30代が多く、女性では夫に先立たれた70歳以上が多くなっている。同社は現時点ではこうした単身世帯を主要顧客としていなくても好調な業績を維持しているものの、中長期的には単身世帯を惹きつける品揃えや店舗づくりが必要になるものと思われる。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 既存業態による安定的な出店を継続

同社は、食品スーパーマーケット業界が生き残りをかけた淘汰の時代に入ったと認識しており、企業規模の拡大と収益力の強化によって、厳しい競争を勝ち抜く方針を掲げている。その際、事業戦略の柱となるのが、既存業態（生鮮館、卸売市場、肉のハナマサの3業態と外食1業態）による年2～4店の新規出店（食品スーパーマーケット年2～4店、外食年0～1店）である。

その際、エリアとしては、茨城県内区間の開通で主要区間がほぼ完成した圏央道の沿線や内側地域と、マーケットが大きい東京 23 区内での出店を強化したい意向を持っている模様である。

また、その一環として、これまではジョイフル本田のホームセンター内での出店に限られていた生鮮館を、都心にある他の大型商業施設内でも展開することを目指している。その第 1 号店として、17 年 6 月に丸井錦糸町店内へのテナント出店が予定されている。

#### ◆ M&A は収益性を重視して選別する姿勢を採る

同社は、M&A を規模の拡大の手段としては無条件に捉えておらず、持ち込まれた案件について、収益性を重視して選別する姿勢を採っている。

具体的には、経常利益率が 4%以上ある会社か、現状が 4%未満でも同社グループに加わることでシナジー効果が発現し、4%以上に改善し得る会社をターゲットとしている。

#### ◆ 異常値販売の更なる推進

同社は、引き続き、売上高の 2 割程度を目標に異常値販売を推進する方針を打ち出している。加工物流センターを新設した理由の一つは、その大量備蓄機能や配送拠点機能を強化し、異常値販売の推進を安定的にサポートすることにあり、その取扱品目の拡充を図っている。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・精肉ビジネスにおける豊富な経験と、仕入から加工、物流、販売に至るまでのノウハウ</li> <li>・各部門のプロ集団が運営する生鮮品の商品力の高さ</li> <li>・利益率が高い生鮮品の売上高比率の高さ</li> <li>・生鮮品をまとめ買いする主婦や飲食店業者からの高い評価</li> <li>・最先端の設備と大量の供給力を誇る加工物流センターを新設</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利幅が大きい惣菜の売上高比率の低さ</li> <li>・競合企業に対する事業規模の小ささ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・東京23区内での新規出店の拡大</li> <li>・ジョイフル本田以外の大型商業施設でのテナント出店の強化</li> <li>・シナジー効果の高いM&amp;Aの実施</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・天候や家畜の病気などにより、生鮮品の価格高騰や品不足が起こること</li> <li>・ネット通販が生鮮品分野でも急速に普及すること</li> <li>・人手不足が深刻化し、従業員や臨時雇用者の確保が難しくなること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 都心での出店強化は期待が大きい

同社は安定的な出店継続と東京 23 区内での店舗の拡充を成長戦略の中核に据えており、当センターでもこの方針を評価している。既に東京 23 区内でのドミナント展開が進んでいる肉のハナマサの継続出店に加え、丸井錦糸町店へのテナント入居が予定されている生鮮館の都心展開の本格化が中心になるものと見られる。

世帯調査では、東京都の 15 年における人口は 1,351.5 万人と、10 年比べて 2.7%増加した。東京都の中でも、23 区外では稲城市や武蔵村山市、23 区内では江戸川区や江東区などは 15 歳未満の割合が高く、子育て世代に人気があるため、同社の潜在的な顧客層が多く居住しているものと考えられる。

また、東京都の人口予測によると、千代田、中央、港の都心 3 区の人口は、住環境の整備や子育て支援の強化によって、子育て世代と利便性を求める高齢者が流入すると見込まれることから、15 年の 44.2 万人から、予測対象の最終年である 40 年には 63.5 万人に増加すると予想されている。よって、同社による今後の出店は、東京都の中でも、同社の潜在顧客層が多いエリアや、今後の人口増加が見込まれるエリアでの積極展開が求められる。

なお、東京都全体の人口は、15年の1,351.5万人から増加するものの、25年には1,397.9万人でピークをつけ、40年には1,345.8万人に減少すると予想されている。

**◆ 最近実施した M&A の貢献は短期的には軽微と見られる**

同社は花正の M&A において、短期間で収益性を大きく改善した実績があり、当センターでは今後の M&A の取り組みに注目している。

同社は、17年2月に食に関わるイベントの展開などを行う AATJ 社を、4月にスーパーマーケットのレジ業務の請負等を行うアクティブマーケティングシステム社（以下、AMS）を、相次いで買収した。AMS の 16/7 期における売上高が 2,308 百万円、営業利益が 70 百万円と公表されたものの、AATJ は主要な経営数値が開示されていない。当センターでは、両社の M&A が同社の業績に与える影響は短期的には軽微と判断しており、同社からの情報開示を待つて業績予想に反映にする方針である。

**◆ 異常値販売の推進には注目しているものの状況把握が困難**

同社は継続的に実施している異常値販売を更に推進する姿勢を見せており、当センターでもその取り組み状況に注目しているものの、その活動状況を数値で開示しているものはなく、外部から状況を把握するのは困難となっている。

異常値販売の推進が、客数や購入点数の増加を通じて、同社の好調な既存店売上高を支えていることは間違いがないと見られるものの、最近の異常値販売の比率は、高い時期では同社が上限の目処とする売上高の 20%近くまで上昇している模様であり、今後に生じる貢献は限定的ではないかと当センターでは推測している。

**> 今後の業績見通し**

**◆ 17年7月期会社計画は 3.2%増収、0.3%営業増益を据え置いた**

17/7 期業績について同社は、売上高 100,331 百万円（前期比 3.2%増）、営業利益 4,295 百万円（同 0.3%増）、経常利益 4,394 百万円（同 2.4%増）、当期純利益 2,440 百万円（同 4.6%減）を見込む期初予想を据え置いた（図表 16）。

グループ全体で 2~4 店の新規出店と、特別利益として 100 百万円の受取補償金（16/7 期は 270 百万円）を見込んでいること以外に期初予想の前提は開示されておらず、セグメント別の業績予想も不明である。

【 図表 16 】 ジャパンミートの過去の業績と 17 年 7 月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント別	14/7期	15/7期	16/7期	17/7期	
		実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		78,694	91,540	97,174	100,331	3.2%
	スーパーマーケット事業	77,133	89,860	95,461	—	—
	その他(外食)事業	2,002	2,194	2,260	—	—
	調整額	-441	-514	-547	—	—
売上総利益		22,883	26,565	28,236	—	—
売上総利益率		29.1%	29.0%	29.1%	—	—
販売費及び一般管理費		20,512	23,088	23,954	—	—
販管費率		26.1%	25.2%	24.7%	—	—
営業利益		2,370	3,476	4,282	4,295	0.3%
営業利益率		3.0%	3.8%	4.4%	4.3%	—
	スーパーマーケット事業	2,149	3,293	4,089	—	—
		2.8%	3.7%	4.3%	—	—
	その他(外食)事業	205	166	176	—	—
		10.2%	7.6%	7.8%	—	—
	調整額	15	16	16	—	—
経常利益		2,481	3,556	4,289	4,394	2.4%
経常利益率		3.2%	3.9%	4.4%	4.4%	—
当期純利益		1,339	1,854	2,557	2,440	-4.6%

(出所) ジャパンミート有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

なお、17/7 期の新規出店予定は 5 店となったものの、業績予想に変更はなかった。上期の 2 店(肉のハナマサ立川店、卸売市場越谷店)に加え、下期は 3 月に肉のハナマサ亀戸店がオープンし、5 月に肉のハナマサ葛西店、6 月に生鮮館錦糸町店(丸井内へのテナント)の出店が予定されている。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 17/7 期業績を、売上高 103,192 百万円(前期比 6.2%増)、営業利益 4,396 百万円(同 2.7%増)、経常利益 4,474 百万円(同 4.3%増)、当期純利益 2,483 百万円(同 2.9%減)と予想する(図表 17)。

会社計画に対しては、売上高は 2,861 百万円、営業利益は 101 百万円上回ると見込んでいる。

売上高については、1) 既存店増収率が会社計画(非開示であるが 1~2%増程度と推測される)を上回る可能性が高いことや、2) 計画に含めていなかった下期オープンの新店の寄与が期待されることを考慮した。

【 図表 17 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	15/7期	16/7期	17/7期CE	17/7期E	18/7期E	19/7期E
<b>損益計算書</b>						
売上高	91,540	97,174	100,331	103,192	109,891	114,193
前期比	16.3%	6.2%	3.2%	6.2%	6.5%	3.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット事業	89,860	95,461	-	101,295	107,902	112,151
その他(外食)事業	2,194	2,260	-	2,502	2,621	2,691
調整額	-514	-547	-	-604	-633	-650
営業利益	3,476	4,282	4,295	4,396	4,763	4,940
前期比	46.7%	23.2%	0.3%	2.7%	8.3%	3.7%
営業利益率	3.8%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット事業	3,293	4,089	-	4,160	4,502	4,673
その他(外食)事業	166	176	-	221	246	252
調整額	16	16	-	16	16	16
経常利益	3,556	4,289	4,394	4,474	4,835	5,015
前期比	43.3%	20.6%	2.4%	4.3%	8.1%	3.7%
経常利益率	3.9%	4.4%	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%
当期純利益	1,854	2,557	2,440	2,483	2,635	2,755
前期比	38.4%	37.9%	-4.6%	-2.9%	6.1%	4.6%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想  
(出所) ジャパンミート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

会社計画を上回る売上高を予想していることから、その分売上総利益につながると見込むものの、出店コストや、新規店舗の運営コストも計画以上に増えるため、17/6期の営業利益に対する貢献は限定的と考えた。

セグメント別には、スーパーマーケット事業は前期比 6.1%増収(セグメント間の内部売上高を含むベース)ながら、減価償却や新規出店に伴う費用の増加により、同 1.7%営業増益と予想した。上期の好調ぶりが顕著であった外食事業は、16/7期下期に発生した出店コストがなくなることもあり、同 10.7%増収、25.6%営業増益と見込んだ。

18/7期は、前期比 6.5%増収、8.3%営業増益と見込んだ。

セグメント別には、スーパーマーケット事業については、3店の新規出店を想定すると共に、17年6月に出店を予定する生鮮館錦糸町店の貢献を織り込み、前期比 6.5%増収、8.2%営業増益と予想した。一方、外食事業は、1店の新規出店を想定するものの、既存店増収率が鈍化すると考え、前期比 4.8%増収、11.3%営業増益と見込んだ。

なお、テナントとして入居している建物の建替えによる店舗閉鎖に際して受け取る営業補償金(特別利益)については、予想に織り込んでいない。

19/7期は、前期比3.9%増収、3.7%営業増益と見込んだ。

セグメント別には、スーパーマーケット事業については、3店の新規出店を想定し、前期比3.9%増収、3.8%営業増益と予想した。一方、外食事業は、新規出店を想定せずに、前期比2.7%増収、2.4%営業増益と見込んだ。

なお、配当に関して同社は、目標とする配当性向を開示しておらず、継続的かつ安定的な配当を行うという基本方針だけを明らかにしている。こうした状況から、当センターは、17/7期の会社予想と同額の1株当たり20円が、19/7期まで継続されると予想した。

【 図表 18 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	15/7期	16/7期	17/7期CE	17/7期E	18/7期E	19/7期E
<b>貸借対照表</b>						
現預金	7,410	10,429		11,066	11,612	12,154
売掛金	738	969		979	1,042	1,083
棚卸資産	3,419	3,462		3,878	4,129	4,291
その他	1,753	2,480		2,253	2,285	2,317
流動資産	13,320	17,340		18,176	19,069	19,846
有形固定資産	6,822	10,637		11,677	12,877	14,077
無形固定資産	2,955	2,601		2,261	1,922	1,583
投資その他の資産	5,126	5,126		5,466	5,916	6,366
固定資産	14,904	18,365		19,404	20,715	22,026
資産合計	28,225	35,705		37,580	39,784	41,872
買掛金	4,339	6,444		6,837	7,283	7,570
短期借入金	746	846		846	846	846
1年内返済予定の長期借入金	636	399		408	399	399
未払法人税等	1,290	1,285		1,056	1,210	1,243
その他	2,964	3,544		3,504	3,477	3,465
流動負債	9,975	12,518		12,652	13,216	13,524
長期借入金	4,134	2,475		2,167	1,768	1,369
その他	1,259	1,224		1,128	1,066	1,023
固定負債	5,393	3,699		3,295	2,834	2,392
純資産合計	12,857	19,486		21,632	23,734	25,956
(自己資本)	12,857	19,486		21,632	23,734	25,956
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	3,414	4,559		4,573	4,835	5,015
減価償却費	731	858		1,160	1,300	1,300
のれん償却額	349	339		339	339	339
売上債権の増減額 (-は増加)	-162	-230		-10	-63	-40
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-528	-42		-416	-251	-161
仕入債務の増減額 (-は減少)	210	2,105		393	446	286
その他	525	-276		485	27	27
法人税等の支払額	-1,089	-2,000		-2,319	-2,046	-2,227
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,450	5,313		4,207	4,586	4,538
有形固定資産の取得による支出	-1,405	-4,371		-2,200	-2,500	-2,500
その他	-309	-408		-51	-450	-450
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,714	-4,779		-2,251	-2,950	-2,950
短期借入金の純増減額 (-は減少)	-	100		0	0	0
長期借入金の純増減額 (-は減少)	-350	-1,895		-299	-408	-399
株式発行による収入	-	4,092		0	0	0
配当金の支払額	-22	-22		-533	-533	-533
その他	-176	-222		-195	-149	-114
財務活動によるキャッシュ・フロー	-549	2,050		-1,027	-1,090	-1,046
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	1,185	2,584		929	546	542
現金及び現金同等物の期首残高	4,993	6,183		8,767	9,696	10,242
その他	4	-		-	-	-
現金及び現金同等物の期末残高	6,183	8,767		9,696	10,242	10,784

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ジャパンミート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ ジョイフル本田に関する経営環境から影響を受ける可能性

同社の売上高のうち、ジョイフル本田グループが運営するホームセンター内での店舗販売が約4割を占めている。このため、出店しているホームセンターの集客力や店舗政策の動向によって、同社の業績は影響を受ける可能性があり、十分な注意が必要である。

◆ 留保金課税の適用除外によって税負担が軽減する可能性

同社は現在、特定同族会社と認定され、留保金課税の対象となっているため、対象となっていない場合と比べ、5.5%ポイント高い税率が課せられている。将来、社長や社長一族が保有する株式の売り出しなどが行われ、留保金課税の適用から外れた場合は、税負担が軽減することにより、当期純利益が当センターの予想に比べ上方に乖離する可能性がある。

◆ 第2四半期に収益が偏重する季節性

同社が運営する食品スーパーマーケット事業は、日常的な買い物需要に支えられているため、基本的には安定したビジネスであるものの、年末商戦の影響が大きいことで知られている。同社の場合、12月が含まれる第2四半期に、売上高が膨らみ、営業利益も偏重する季節性がある。

同社は上場してまだ日が浅いため、全ての四半期決算を公表した通期決算がない。そこで、16/7期第3四半期から17/7期第2四半期までの4四半期分を合計した数値を使用して、各四半期の構成比を売上高と営業利益について確認すると、17/7期第2四半期の売上高構成比と営業利益構成比は、27.3%と34.5%であった(図表19)。

【図表19】 ジャパンミートの四半期業績推移

(単位:百万円)

	16/7期					17/7期			16/7下期
	上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	+17/7上期
売上高	49,230	23,568	24,376	47,944	97,174	24,587	27,292	51,879	99,823
16/7期構成比	50.7%	24.3%	25.1%	49.3%	100.0%	-	-	-	-
16/7期下期+17/7上期構成比	-	23.6%	24.4%	48.0%	-	24.6%	27.3%	52.0%	100.0%
営業利益	2,381	1,105	796	1,901	4,282	905	1,480	2,385	4,286
16/7期構成比	55.6%	25.8%	18.6%	44.4%	100.0%	-	-	-	-
16/7期下期+17/7上期構成比	-	25.8%	18.6%	44.4%	-	21.1%	34.5%	55.6%	100.0%

(出所) ジャパンミート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

食品スーパーにおける年末需要は他の月に分散させることができるものではなく、この季節性は今後も変わらないと考えられる。そのため、12月の販売状況については、特に注意深く見守る必要がある。

なお、16/7 期第 4 四半期の営業利益率が悪化したことについて、同社はコスト面の季節性ではなく、スーパーマーケット事業の店舗におけるフロンガス対策工事を同四半期に集中して実施したためであるとしている。

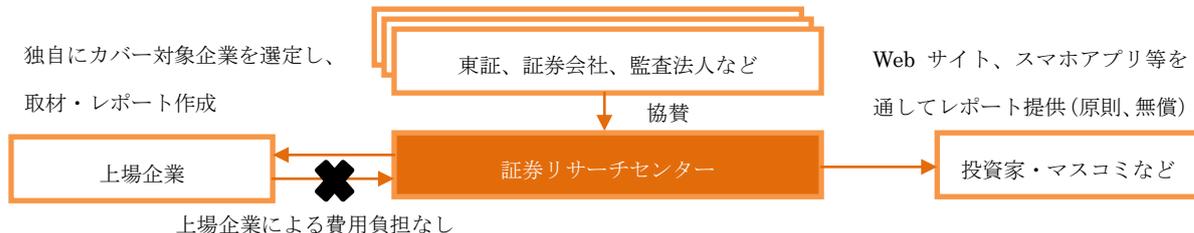
**◆ 株主優待制度の変更や廃止が株価に影響を与える可能性**

同社は現在、毎年 7 月 31 日時点の株主に対する優待制度を実施している。具体的には、同社の精肉関連商品を贈答しており、100 株以上の 500 株未満の株主には 2,000 円相当、500 株以上 1,000 株未満の株主には 3,000 円相当、1,000 株以上 10,000 株未満の株主には 5,000 円相当、10,000 株以上の株主には 10,000 円相当の商品としている。

株主優待制度の新設や変更、廃止は、当該企業の株価に影響を与える場合があるため、同社の場合もその変更や廃止があった際は一定の注意が必要である。

### 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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

### 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

### 本レポートの構成

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

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、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。