

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

アップデート・レポート
2017年12月8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 20171205

ジャパンミート(3539 東証二部)

発行日:2017/12/8

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 前期は減益となったものの、18年7月期から増収増益基調に戻ると予想

> 要旨

◆ 首都圏で展開する独立系食品スーパーマーケット

- ・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。

◆ 17年7月期決算は7%増収、8%営業減益

- ・17/7 期決算は、6.8%増収、7.7%営業減益であった。期初時点では見込んでいなかった大型店の出店やM&Aの実施により、売上高は計画を上回ったものの、出店に伴う損失や、株式取得関連費用が計上されたため、営業利益は計画未達を余儀なくされた。

◆ 18年7月期の会社計画は6%増収、6%営業増益

- ・18/7 期について同社は、前期に出店した5店舗と買収した2社が通期で寄与することなどを背景に、5.7%増収、5.8%営業増益を計画している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、17/7 期実績が従来想定を下回ったスーパーマーケット事業の営業利益を中心に 18/7 期の業績予想を見直し、売上高は109,891百万円→112,133百万円(前期比8.1%増)に、営業利益は4,763百万円→4,194百万円(同6.1%増)に修正した。

◆ 18年7月期から増収増益基調に戻ると予想

- ・大型店の出店やM&Aの実施が重なったため、17/7 期は減益を余儀なくされたが、当センターでは、出店ペースの加速などがなければ、減益要因の影響が軽減していく 18/7 期以降は増収増益基調に戻ると予想している。
- ・当センターは、大手小売業者による生鮮品宅配サービスの強化により、業績への影響を受ける可能性がある点に、長期的な観点から注意が必要と考えている。

【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)
2016/7	97,174	6.2	4,282	23.2	4,289	20.6	2,557	37.9	109.0	730.4	10.0
2017/7	103,770	6.8	3,952	-7.7	4,086	-4.7	2,674	4.6	100.3	812.7	20.0
2018/7 CE	109,647	5.7	4,180	5.8	4,242	3.8	2,270	-15.1	85.2	—	20.0
2018/7 E	112,133	8.1	4,194	6.1	4,261	4.3	2,461	-7.9	92.4	885.1	20.0
2019/7 E	117,042	4.4	4,629	10.4	4,700	10.3	2,740	11.3	102.9	968.0	20.0
2020/7 E	120,855	3.3	5,028	8.6	5,104	8.6	2,994	9.3	112.4	1,059.4	22.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。

アナリスト: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

【主要指標】

	2017/12/1
株価(円)	1,841
発行済株式数(株)	26,679,500
時価総額(百万円)	49,117

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	18.4	19.9	17.9
PBR(倍)	2.3	2.1	1.9
配当利回り(%)	1.1	1.1	1.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.1	6.3	23.8
対TOPIX(%)	0.7	-4.1	1.5

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/18

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

◆ 「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においてテナント形態や単独店舗で食品スーパーなど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(17/7 期末店舗数 80 店)を構成している。

生鮮館はテナント形態、その他の業態は単独店舗での出店となっている。これまで生鮮館は、ジョイフル本田(3191 東証一部)グループが運営する郊外型大型ホームセンターにだけ出店していたが、17年6月に丸井グループ(8252 東証一部)が運営する都心型百貨店である錦糸町店に出店した。

その他、子会社ジャパンデリカが「焼肉や漫遊亭」というブランド名で外食事業(その他事業、17/7 期末店舗数 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	1	1	3	1	4	0	1	2	1	14
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	41	2	0	3	1	5	0	0	0	52
外食	0	0	11	2	2	0	0	0	0	15
合計	42	4	20	11	8	5	2	2	1	95

(注) 17/7 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

同社は、17年2月に「肉フェス」など食に関わるイベントを展開するAATJ(イベント事業)を、17年4月にスーパーマーケットに対するレジ業務を受託するアクティブマーケティングシステム(以下、AMS、アウトソーシング事業)を買収し、その他事業に加えた。

17/7 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 96.9%、その他事業 3.1%、セグメント間取引消去前営業利益の構成比は、スーパーマーケット事業 96.8%、その他事業 3.2%となっている。

同社の 17/7 期の有価証券報告書には、ジョイフル本田グループのホ

ームセンターに出店する生鮮館の売上高構成比が 38%であることや、花正の売上高が 36,641 百万円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 70~75%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 14 店を展開

生鮮館は、商圏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 期末時点において、丸井錦糸町店及び、ジョイフル本田グループのホームセンター13 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、北海道各 1 店）に出店している。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」と位置付けられている。

17/7 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。

◆ パワーマーケットは茨城県を中心に 5 店を展開

パワーマーケットは、子会社であるパワーマーケット社が運営主体となり、北関東で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。

17/7 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 区内を中心に直営 52 店を展開

肉のハナマサは、東京 23 区を中心に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。

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。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」(約 600 品目)を販売している。

17/7 期末時点の店舗数は、直営 52 店(東京 23 区内 41 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)、FC 店舗 5 店である。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 4,000 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ドリカが 15 店舗を展開している。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、グループの強みである精肉のノウハウを活かして、低価格ながら、高品質な料理を提供している。

17/7 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。

◆ イベント事業は「肉フェス」「餃子フェス」などを運営

イベント事業は、全国各地のイベント会場になどで、「肉フェス」「餃子フェス」などの食に関わるイベントを企画、運営している。

買収後では、駒沢オリンピック公園で 3 月 17 日から 20 日まで実施された「餃子フェス TOKYO 2017」や、お台場の特設会場で 4 月 28 日から 5 月 7 日まで行われた「肉フェス TOKYO 2017WONDERLAND」など、6 会場のべ 37 日間のイベントを開催し、856,000 人が来場した(1 日当たり 23,135 人)。

◆ アウトソーシング事業はスーパーマーケットレジ業務を請負う

アウトソーシング事業を展開する AMS は、13 企業からスーパーマーケット約 80 店舗のレジ業務を請負っている。同社は、生鮮館、卸売市場、パワーマートの全店(17/7 期末 28 店)でレジ業務を AMS に委託しており、AMS の売上高の約 4 割は同社向けとなっている。

小売業者がレジ業務を担当するスタッフを直接雇用した場合の人件費と比べ、AMS への支払い額に大差はないものの、レジ業務スタッ

フの採用・教育コストの負担がなくなる点が利用企業のメリットとなるため、受託店舗数を伸ばしている模様である。

> ビジネスモデル

◆ 魅力的な生鮮品で顧客を囲い込んでいる

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顧客を囲い込んでいる。

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 倍と、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あると推測している。

◆ 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 3.8%（17/7 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 19.0%、鮮魚 10.5%、精肉 24.0%、惣菜 3.5%、その他食品など 43.0%（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。

料理に手間暇をかける主婦を主要顧客とする同社は、惣菜比率が低い。結果として、料理に時間をかけ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。

◆ 「異常値販売」の推進はややトーンダウンした

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陳列し、顧客が思わず買ってしまう価格で大量に販売する、同社独自の手法を指す。

売上高に占める異常値販売の比率について、従来、20%を目標に引き上げたいと社は説明していたが、17/7 期は 15%程度にとどまった模様である。同じ品目で継続してもマンネリ化するため、品目を変更しながら、現状程度の取り組みを継続する方針である。

◆ 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。

生鮮館については、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である。卸売市場についても、近年、埼玉県南部や千葉県西部に出店を進めるなど、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。

> SWOT分析

◆ 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 2 のようにまとめられる。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 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 ・ 各部門のプロ集団が運営する生鮮品の商品力の高さ ・ 利益率が高い生鮮品の売上高比率の高さ ・ 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 ・ 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
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 利幅が大きい惣菜の売上高比率の低さ ・ 競合企業に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 東京23区内での新規出店の拡大 ・ 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 ・ シナジー効果の高いM&Aの実施
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 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 ・ ネット通販が生鮮品分野でも急速に普及すること ・ 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

(出所) 証券リサーチセンター

> 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
 同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果について、KPI の数値を中心にアップデートした (図表 3)。

【 図表 3 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
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	・スーパーマーケット事業の生鮮3品の売上高比率	約5~6割	53.5%
		・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	39店、20店 (17/7期2Q末)	42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	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	25年
			・焼肉や漫遊亭の業歴	20年	20年
			・上場からの経過年数	1年	2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	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	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	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%	3.8%
		・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が、17/7期は買収コストが重荷になった	・その他事業の営業利益率	7.8%	3.6%
	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	72年
		・グループ2社と加工物流センターでISO9001の認証取得している			
		・肉のハナマサは商品の直接輸入も実施	・肉のハナマサの仕入れにおける輸入比率	非開示	非開示
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	47年、42年	48年、43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	47歳、6年	48歳、7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			
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	1,389千株 (5.2%)	1,140千株 (4.3%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 16/7 期または 16/7 期末、今回は 17/7 期または 17/7 期末のもの。カッコ内は発行済株数に対する比率

(出所) ジャパンミート有価証券報告書、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

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。

> 決算概要

◆ 17年7月期は6.8%増収、7.7%営業減益

17/7期決算は、売上高 103,770 百万円(前期比 6.8%増)、営業利益 3,952 百万円(同 7.7%減)、経常利益 4,086 百万円(同 4.7%減)、当期純利益 2,674 百万円(同 4.6%増)であった(図表4)。

【図表4】17年7月期の業績

(単位:百万円)

	セグメント別	16/7期	17/7期								増減率	増減率
		通期	第1四半期	第2四半期	上期	増減率	第3四半期	第4四半期	下期	増減率		
売上高		97,174	24,587	27,292	51,879	5.4%	25,140	26,751	51,891	8.2%	103,770	6.8%
	スーパーマーケット	95,461	24,109	26,820	50,929	5.3%	24,565	25,637	50,202	6.6%	101,131	5.9%
	その他	2,260	639	623	1,262	11.4%	721	1,524	2,245	99.0%	3,507	55.2%
	調整額	-547	-161	-151	-312	-	-145	-411	-556	-	-868	-
売上総利益		28,236	7,144	7,889	15,033	5.2%	7,184	7,415	14,599	4.7%	29,632	4.9%
売上総利益率		29.1%	29.1%	28.9%	29.0%	-	28.6%	27.7%	28.1%	-	28.6%	-
販売費及び一般管理費		23,954	6,239	6,409	12,648	6.2%	6,396	6,635	13,031	8.2%	25,679	7.2%
販管費率		24.7%	25.4%	23.5%	24.4%	-	25.4%	24.8%	25.1%	-	24.7%	-
営業利益		4,282	905	1,480	2,385	0.1%	788	779	1,567	-17.6%	3,952	-7.7%
営業利益率		4.4%	3.7%	5.4%	4.6%	-	3.1%	2.9%	3.0%	-	3.8%	-
	スーパーマーケット	4,089	851	1,406	2,257	-0.6%	757	796	1,553	-14.6%	3,810	-6.8%
		4.3%	3.5%	5.2%	4.4%	-	3.1%	3.1%	3.1%	-	3.8%	-
	その他	176	48	70	118	16.3%	27	-21	6	-92.0%	124	-29.3%
		7.8%	7.5%	11.2%	9.4%	-	3.7%	-	0.3%	-	3.5%	-
	調整額	16	4	5	9	-	4	5	9	-	18	-
経常利益		4,289	937	1,510	2,447	0.5%	830	809	1,639	2.4%	4,086	-4.7%
経常利益率		4.4%	3.8%	5.5%	4.7%	-	3.3%	3.0%	3.2%	-	3.9%	-
当期(四半期)純利益		2,557	532	893	1,425	-11.4%	759	490	1,249	31.8%	2,674	4.6%
減価償却費		858	276	282	558	37.8%	329	298	627	38.4%	1,185	38.1%
のれん償却費		339	84	85	169	0.0%	95	105	200	17.6%	369	8.8%
EBITDA		5,479	1,265	1,847	3,112	5.3%	1,212	1,182	2,394	-5.2%	5,506	0.5%
EBITDAマージン		5.6%	5.1%	6.8%	6.0%	-	4.8%	4.4%	4.6%	-	5.3%	-

(出所) ジャパンミート決算短信、四半期報告書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

これを第2四半期累計期間(以下、上期)と下期に分けてみると、既存店売上高の拡大で、減価償却費の増加などのコストアップをほぼ吸収できた上期は、前年同期比 5.4%増収、0.1%営業増益と、営業減益を回避出来た。一方、新規出店と買収が大きく影響した下期については、売上高は同 8.2%増加したものの、営業利益は同 17.6%減と、二桁減益を余儀なくされた。

◆ 新規出店と M&A の実施が営業利益率の低下につながった

売上総利益率は、前期の 29.1%から 28.6%に低下した。新規出店した 5 店で認知度向上を目的としたオープンセールを長期間に亘って継

続していることや、競争激化の影響で、仕入価格の上昇ほど販売価格を値上げできなかったことが売上総利益率の悪化につながった(図表5)。

【図表5】17年7月期の出店実績

業態	地域	売場面積	開店日
肉のハナマサ 立川店	東京都立川市	約100坪	2016年10月21日
ジャパンミート卸売市場 越谷店	埼玉県越谷市	約750坪	2016年12月1日
肉のハナマサ 亀戸店	東京都江東区	約150坪	2017年3月16日
肉のハナマサ 葛西店	東京都江戸川区	約150坪	2017年5月19日
ジャパンミート生鮮館 錦糸町店	東京都墨田区	約630坪	2017年6月28日

(出所) ジャパンミート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

一方、16/7 期に東京本部ビル及び新加工物流センターにおける大型投資の実施などにより、減価償却費が 327 百万円増加したほか、新規出店や店舗改装に係る費用の計上 (218 百万円) や、A A T J と AMS の株式取得費用及びのれん・商標権償却額の計上 (131 百万円) などにより、販売費及び一般管理費 (以下、販管費) は前期比 1,725 百万円増加した。

結果、17/7 期の営業利益率は前期の 4.4% から 3.8% に低下した。

なお、当センターは設備投資や M&A に積極的である同社の業績を分析する際には、EBITDA の動きにも注意すべきと考えている。17/7 期の EBITDA は、営業利益は減少したものの、減価償却費やのれん償却額が増加したため、前期比 0.5% 増加した。EBITDA マージンについては、前期の 5.6% から 5.3% に悪化したものの、営業利益率と比べて低下の程度は小幅だった。

16/7 期に 76 百万円計上された上場関連費用 (営業外費用) が剥落したことなどから、営業外収支の黒字幅は前期の 7 百万円から 133 百万円に拡大した。

(注1) 段階取得に係る差益
親会社の子会社に対する支配を段階的に取得した場合、支配獲得日における時価と、支配獲得直前の当該株式の簿価との差額は、段階取得に係る差益 (原則として特別損益) として計上される。同社の場合は、17年4月30日に、41.04% 出資していた AMS 株式会社について、31.87% の追加出資を行い、連結子会社化 (出資比率 72.91%) したため、段階取得に該当する。

経常利益が減った一方、当期純利益が増加したのは、特別利益が前期の 270 百万円 (受取補償金) から 343 百万円 (AMS 株の段階取得に係る差益^{注1}) などに増加したことに加え、法定実効税率が 2.1% ポイント低下したことや、段階取得に係る差益が税務上、益金不算入となったことなどが要因である。

期初計画に対しては、売上高 103.4%、営業利益 92.0%、経常利益 93.0%、当期純利益 109.6% の達成率となった。

売上高については、期初計画に含まれていなかった新店の貢献分と、

買収した2社の外部顧客への販売高(7.2億円)が計画超過の要因となった。

営業利益についても、期初計画に織り込んでいなかった新規店舗の赤字(出店コストとオープンセール継続による期間損失)と、買収に伴う損失(取得費用やのれん償却額等の計上)が計画未達の要因となった。当期純利益については、段階取得に係る差益が特別利益に計上されたことが計画超過の要因となった。

◆ セグメント別ではスーパーマーケット事業の不振が響いた

セグメント別では、スーパーマーケット事業が、5.9%増収、6.8%営業減益、その他事業が55.2%増収、29.3%営業減益であった。

両部門とも増収、営業減益であったが、構成比が小さいその他事業の全体業績に対する影響は限定的であり、スーパーマーケット事業の利益減少が全体業績に大きく響いた格好である。

既存店売上高を見ると、定期的に「異常値販売」を実施したことで、顧客数及び顧客当たりの買上点数が増加したため、売上の大きい土日祝日が前期比で4日減ったにもかかわらず、スーパーマーケット事業は前期比1.9%増と堅調であった(図表6)。

【 図表 6 】 17年7月期の既存店売上高の状況

セグメント		第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	通期
スーパー マーケット事業	売上高	102.6%	102.6%	100.9%	101.2%	101.9%
	来店客数	102.3%	100.4%	99.3%	99.9%	100.5%
	販売点数	102.2%	99.8%	99.9%	99.5%	100.4%
その他事業 (外食)	売上高	105.9%	104.5%	105.8%	109.7%	106.5%
	来店客数	108.0%	105.1%	106.0%	108.2%	106.8%

(注) 前年同期=100%

(出所) ジャパンミート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

一方、その他事業の中心を占める外食事業は、顧客のリピート化が進んだことから来店客数が増加し、既存店売上高は前期比6.5%と好調であった。

肉のハナマサを運営する花正については、前期比8.3%増収、3.2%経常増益であった(図表7)。3店の新規出店によって増収率は、スーパーマーケット事業全体よりも高くなった。出店コストやオープンセールの影響により経常利益率は低下を余儀なくされたものの、経常利益ベースでの増益は確保した。

よって、スーパーマーケット事業の減益は、大型店の出店や競争激化によって、ジャパンミート単体が運営する生鮮館及び卸売市場の利益が減ったためであると推測される。

【 図表 7 】花正の 17 年 7 月期業績

(単位:百万円)

	15/7期	16/7期		17/7期	
				増減率	
売上高	32,761	33,836	3.3%	36,641	8.3%
経常利益	1,195	1,612	34.9%	1,664	3.2%
経常利益率	3.6%	4.8%	—	4.5%	—
当期純利益	710	1,070	50.7%	1,023	-4.4%

(出所) ジャパンミート有価証券届出書、報告書より証券リサーチセンター作成

◆ その他事業の減益は M&A の影響によるものと推測される

買収した 2 社について、売上高は合計で 980 百万円 (うち、外部顧客への売上高が 724 百万円、セグメント間の内部売上高が 256 百万円)、株式取得に係る費用及びのれん償却額、商標権償却額が 131 百万円、それら費用を除いた実質ベースの営業利益は 131 百万円未満の黒字 (合計すると損益にマイナスの影響) と同社は説明している (図表 8)。

【 図表 8 】その他事業の 17 年 7 月期業績

(単位:百万円)

	16/7期 通期	17/7期									
		第1四半期	第2四半期	上期	増減率	第3四半期	第4四半期	下期	増減率	通期	増減率
売上高	2,260	639	623	1,262	11.4%	721	1,524	2,245	99.0%	3,507	55.2%
外部顧客向け	2,260	639	623	1,262	11.4%	721	1,268	1,989	76.3%	3,251	43.8%
うち外食	2,260	639	623	1,262	11.4%	—	—	1,265	12.1%	2,527	11.8%
うち新規連結2社	—	—	—	—	—	—	—	724	—	724	—
セグメント間の内部売上高	—	—	—	—	—	—	256	256	—	256	—
営業利益	176	48	70	118	16.3%	27	-21	6	-92.0%	124	-29.3%
営業利益率	7.8%	7.5%	11.2%	9.4%	—	3.7%	—	0.3%	—	3.5%	—
減価償却費	58	—	—	—	—	—	—	—	—	88	51.7%
のれん償却費	—	—	—	—	—	10	19	29	—	29	—
EBITDA	234	—	—	—	—	—	—	—	—	241	3.2%
EBITDAマージン	10.4%	—	—	—	—	—	—	—	—	6.9%	—

(出所) ジャパンミート決算短信、四半期報告書、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

その他事業の中心を占めている外食事業は、上期において、前年同期比 11.4%増収、16.3%営業増益であった。通期業績についての直接的な開示はないが、新規連結した 2 社を除いた外食事業の売上高は前期比で 11.8%増えており、営業利益も増加したものと推測される。

新規連結2社については、AATJは第3四半期からの6カ月、AMSは第4四半期からの3カ月の売上高が計上された。第4四半期から計上されたセグメント間の内部売上高は、ジャパンミート単体がAMSに委託しているレジ業務の手数料である。

当センターでは、下期におけるその他事業の営業利益を精査するため、買収した2社に係る費用の影響を分析した。

株式取得に係る費用(AATJの株式取得に関連するアドバイザー費用等69百万円、AMSの株式取得に関連するデューデリジェンス費用等8百万円)が一過性の費用であるのに対し、のれん償却額と商標権の償却額は償却期間に亘って経常的に発生する費用であることに注意が必要である。

AATJに対するのれんの金額は485百万円、のれん以外の無形固定資産に配分された商標権の金額が571百万円である。いずれも12年の均等償却であるため、年間では40百万円、47百万円の償却額となる。17/7期については、第3四半期以降、四半期でそれぞれ、10百万円、11百万円の償却が開始された。

一方、AMSに対するのれんの金額は556百万円である。こちらは15年の均等償却であるため、年間では37百万円の償却額となる。17/7期については、第4四半期にのみ9百万円の償却額が計上された。

17/7期のその他事業のEBITDA(営業利益にのれん償却額と減価償却費を加算したものは、241百万円(前期比3.2%増)であった。その金額に一過性の株式取得に関連する費用を加算した数値は、318百万円と、前期比36.1%の増加であるため、事業全体の実態としては、懸念すべき状況ではないと当センターは考えている。

◆ 積極的な出店とM&Aによって総資産は拡大した

17/7期末の総資産は、5店の新規出店とM&Aなどにより、前期末の35,705百万円から37,945百万円に増加した。増加した主な資産としては、棚卸資産(前期末比627百万円増)や、建物及び構築物(同556百万円増)、のれんや商標権などの無形固定資産(同1,190百万円)が挙げられる。

負債サイドでは、設備投資やM&Aに伴い、短期借入金(前期末比340百万円増)、1年内返済予定の長期借入金(同187百万円増)、長期借入金(同880百万円増)などが増えた一方、買掛金(同1,421百万円減)や、未払金(同601百万円)などが減少したため、負債合計

は同 79 百万円の増加にとどまった。利益蓄積によって自己資本も同 2,161 百万円増加したことから、自己資本比率は前期末の 54.6%から 57.0%に上昇した。

> 業績見通し

◆ ジャパンミートの 18 年 7 月期予想

18/7 期の会社計画は、売上高 109,647 百万円 (前期比 5.7%増)、営業利益 4,180 百万円 (同 5.8%増)、経常利益 4,242 百万円 (同 3.8%増)、当期純利益 2,270 百万円 (同 15.1%減) である (図表 9)。

【 図表 9 】 ジャパンミートの過去の業績と 18 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	18/7期	
	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	78,694	91,540	97,174	103,770	109,647	5.7%
スーパーマーケット事業	77,133	89,860	95,461	101,131	—	—
その他事業	2,002	2,194	2,260	3,507	—	—
調整額	-441	-514	-547	-868	—	—
売上総利益	22,883	26,565	28,236	29,632	—	—
売上総利益率	29.1%	29.0%	29.1%	28.6%	—	—
販売費及び一般管理費	20,512	23,088	23,954	25,679	—	—
販管費率	26.1%	25.2%	24.7%	24.7%	—	—
営業利益	2,370	3,476	4,282	3,952	4,180	5.8%
営業利益率	3.0%	3.8%	4.4%	3.8%	3.8%	—
スーパーマーケット事業	2,149	3,293	4,089	3,810	—	—
	2.8%	3.7%	4.3%	3.8%	—	—
その他事業	205	166	176	124	—	—
	10.2%	7.6%	7.8%	3.5%	—	—
調整額	15	16	16	18	—	—
経常利益	2,481	3,556	4,289	4,086	4,242	3.8%
経常利益率	3.2%	3.9%	4.4%	3.9%	3.9%	—
当期純利益	1,339	1,854	2,557	2,674	2,270	-15.1%

(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

セグメント別売上高や子会社別業績の計画は開示されていない。1) 既存店増収率計画を 0.9%増としたこと、2) 前期出店した 5 店舗と、買収した子会社 2 社が通期で寄与すること、3) AATJ に関するのれん及び商標権の償却額が 88 百万円、AMS に関するのれん償却額が 37 百万円となること、4) 18 年 2 月下旬に、焼肉や漫遊亭八街店 (仮称) を出店することなどが業績予想の前提として示されている。

◆ 証券リサーチセンターの 18 年 7 月期予想

当センターは、17/7 期実績を踏まえて 18/7 期予想を見直した結果、売上高を 109,891 万円→112,133 百万円、営業利益を 4,763 万円→4,194 百万円、経常利益を 4,835 百万円→4,261 百万円、当期純利益を 2,635 百万円→2,461 百万円に修正した。前期比では 6.5%増収、8.3%営業増益から、8.1%増収、6.1%営業増益へと修正した (図表 10)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである(各セグメントの売上高は、セグメント間の内部売上高を含むベース)。

【図表10】中期業績予想

(単位:百万円)

	16/7期	17/7期	18/7期CE	旧18/7期E	18/7期E	旧19/7期E	19/7期E	20/7期E
売上高	97,174	103,770	109,647	109,891	112,133	114,193	117,042	120,855
前期比	6.2%	6.8%	5.7%	6.5%	8.1%	3.9%	4.4%	3.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット事業	95,461	101,131	-	107,902	107,818	112,151	112,572	116,249
その他事業	2,260	3,507	-	2,621	6,052	2,691	6,280	6,472
調整額	-547	-868	-	-633	-1,737	-650	-1,810	-1,866
営業利益	4,282	3,952	4,180	4,763	4,194	4,940	4,629	5,028
前期比	23.2%	-7.7%	5.8%	8.3%	6.1%	3.7%	10.4%	8.6%
営業利益率	4.4%	3.8%	3.8%	4.3%	3.7%	4.3%	4.0%	4.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット事業	4,089	3,810	-	4,502	3,774	4,673	4,165	4,534
その他事業	176	124	-	246	390	252	434	465
調整額	16	18	-	16	30	16	30	30
経常利益	4,289	4,086	4,242	4,835	4,261	5,015	4,700	5,104
前期比	20.6%	-4.7%	3.8%	8.1%	4.3%	3.7%	10.3%	8.6%
経常利益率	4.4%	3.9%	3.9%	4.4%	3.8%	4.4%	4.0%	4.2%
当期純利益	2,557	2,674	2,270	2,635	2,461	2,755	2,740	2,994
前期比	37.9%	4.6%	-15.1%	6.1%	-7.9%	4.6%	11.3%	9.3%

(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

セグメント別では、スーパーマーケット事業は、売上高 107,902 百万円→107,818 百万円(前期比 6.6%増)、営業利益 4,502 百万円→3,774 百万円(同 0.9%減)に減額した。

売上高については、前期出店した 5 店舗が通期で寄与することに加え、既存店増収率を 1%増、卸売市場 1 店、肉のハナマサ 2 店が新規出店することを前提として、微修正した。

営業利益の減額については、17/7 期実績が想定以上に悪化していたことを踏まえ、売上総利益率の前提を引き下げたことが要因である。

その他事業は、売上高 2,621 百万円→6,052 百万円(前期比 72.6%増)、営業利益 246 百万円→390 百万円(同 214.5%増)に大幅増額した。

売上高の増額については、外食事業は、新規出店が 1 店、既存店増収率を 1%と見込んでいる。新規連結した 2 社が通期で貢献すると見込んだことが要因である。

営業利益の増額については、買収した 2 社に関する株式取得関連費用が剥落することや、増収による収益性の改善などを考慮した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは 17/7 期実績や同社の施策を踏まえ、前回の 19/7 期予想を見直すと共に、20/7 期予想を新たに策定した。

19/7 期予想においては、売上高を 2,849 百万円増額する一方、営業利益を 311 百万円減額した。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである（各セグメントの売上高は、セグメント間の内部売上高を含むベース）。

セグメント別では、スーパーマーケット事業は、売上高 112,151 百万円→112,572 百万円（前期比 4.4%増）、営業利益 4,673 百万円→4,165 百万円（同 10.4%増）に修正した。

売上高については、18/7 期の出店店舗の寄与に加え、既存店増収率を 1%、卸売市場 1 店、肉のハナマサ 2 店が新規出店することを前提として、微修正した。営業利益については、売上総利益率の前提を引き下げたことが減額の主因である。

その他事業は、売上高 2,691 百万円→6,280 百万円（前期比 3.8%増）、営業利益 252 百万円→434 百万円（同 11.3%増）に大幅増額した。

売上高については、外食事業は、新規出店が 0 店、既存店増収率を 1%と見込んでいる。新規連結した 2 社の売上高が 18/7 期比 3.6%増加し、その他事業に貢献すると見込んだことが増額修正の主因である。

営業利益については、買収した 2 社の寄与を、増収による収益性の改善なども含めて、予想に織り込んだ。

新たに策定した 20/7 期については、前期比 3.3%増収、8.6%営業増益と予想した。セグメント別では、スーパーマーケット事業は、売上高 116,249 百万円（前期比 3.3%増）、営業利益 4,534 百万円（同 8.8%増）と予想した。

スーパーマーケット事業の売上高については、19/7 期の出店店舗の寄与に加え、既存店増収率を 0%、卸売市場 1 店、肉のハナマサ 2 店が新規出店することを前提としている。営業利益については、増収による販管費率の改善を見込んでいる。

その他事業は、売上高 6,472 百万円（前期比 3.1%増）、営業利益 465 百万円（同 7.1%増）と予想した。

売上高については、外食事業は、新規出店が 1 店、既存店増収率を 0%と見込んでいる。新規連結した 2 社については、19/7 期比 3.2%増加すると予想した。営業利益については、買収した 2 社において、増収による収益性の改善を見込んでいる。

なお、配当に関して同社は、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、19/7 期までは 18/7 期の会社予想と同額の 1 株当たり 20 円、20/7 期は 22 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 大手業者の生鮮品宅配サービスから影響を受ける可能性を追加

当センターでは、17 年 5 月に発行したレポートで、1) 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、2) 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、3) 第 2 四半期に収益が偏重する季節性、4) 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を投資に際しての留意点として指摘した。

食品に関するネット通販においては、加工食品や飲料の需要が拡大する一方、鮮度が重視される生鮮食品については、これまでは事業者側に配達面などでの課題があったため、普及が遅れている状況にあった。

しかしながら、17 年 4 月、アマゾンジャパンが有料会員を対象に、注文から最短 4 時間程度で生鮮食品などを配送する「アマゾンフレッシュ」を東京 23 区の一部で始めていたが、同年 11 月、セブン&アイ・ホールディングス (3382 東証一部) もアスクル (2678 東証一部) と共同で、受取時間を 1 時間刻みで指定できる生鮮品宅配サービス「IYフレッシュ」を東京都の文京区と新宿区で開始した。

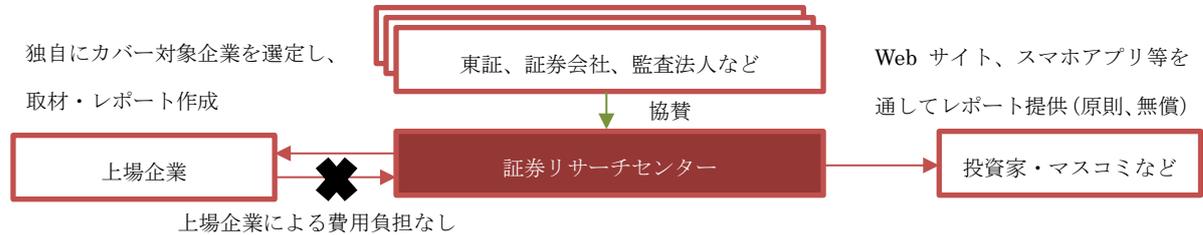
両サービスとも、現状では対象とするエリアや商品数が限られているものの、今後は地域と品揃えの拡大を予定していることや、資本力のある大手小売業者が展開していることなどから、生鮮品の宅配市場が拡大する可能性が高まってきたと当センターは考えている。

生鮮品宅配の中心的な利用者は、買い物や調理にあまり時間をかけない傾向があると見られ、同社の主要顧客とは異なると想定されるものの、生鮮品宅配サービスの利便性が更に高まれば、同社においても、顧客の来店頻度や、買上点数などに影響が及ぶ可能性は否定できないと思われる。

よって、大手小売業者による生鮮品宅配サービスの強化から影響を受ける可能性を投資に際しての留意点に加え、長期的な観点からその状況に注意していくことにしたい。

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)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
優成監査法人

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 ICMG

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(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
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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。