

# ホリスティック企業レポート

## ジャパンミート

### 3539 東証一部

アップデート・レポート  
2018年11月30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 20181127

# ジャパンミート(3539 東証一部)

発行日: 2018/11/30

**東京都や茨城県を中心に首都圏で店舗展開する独立系食品スーパー  
売上高の見通しを引き下げたものの、19年7月期以降も営業増益が続くと予想する**

## > 要旨

### ◆ 首都圏で展開する独立系食品スーパー

- ・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、都内中心に単独店舗の「肉のハナマサ」を展開するほか、茨城県近郊に焼肉店等の外食事業等(その他事業)も手掛けている。

### ◆ 18年7月期決算は4%増収、13%営業増益

- ・18/7期決算は、4.4%増収、12.6%営業増益であった。主力のスーパーマーケット事業は、17/7期に出店した5店舗の売上高への寄与や採算改善、年末商戦での好調な販売等により、2.8%増収、2.7%営業増益と、17/7期の減益から増益に転じた。
- ・一方、17/7期に買収した2社の利益貢献が18/7期下期から本格化し、その他事業は、72.7%増収、303.9%営業増益であった。

### ◆ 19年7月期の会社計画は2%増収、5%営業増益

- ・19/7期について同社は、前期に出店した2店舗の通期での寄与や、当期の新規出店等を背景に、1.6%増収、5.3%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、18/7期実績や、同社による19/7期の出店計画等を踏まえて19/7期の業績予想を見直し、売上高は111,785百万円→109,906百万円(前期比1.5%増)に、営業利益は4,689百万円→4,740百万円(同6.5%増)に修正した。

### ◆ 20年7月期以降も小幅ながら営業増益が続くと予想

- ・当センターでは、大型店の出店ペースや、その他事業の収益性に対する見方を変更したことに伴い、中期予想も見直した。20/7期は前期比0.6%、21/7期は同6.8%と小幅ながら営業増益が続くと予想している。
- ・当センターは、大規模なM&Aや大型店の出店加速がなければ、同社の配当性向が将来引き上げられる可能性があると考えている。

#### 【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)
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	108,289	4.4	4,449	12.6	4,546	11.3	2,773	3.7	104.1	898.2	30.0
2019/7 CE	110,041	1.6	4,686	5.3	4,750	4.5	2,742	-1.1	102.9	—	20.0
2019/7 E	109,906	1.5	4,740	6.5	4,852	6.7	2,877	3.8	108.0	976.2	22.0
2020/7 E	111,255	1.2	4,769	0.6	4,885	0.7	2,894	0.6	108.7	1,061.9	22.0
2021/7 E	114,438	2.9	5,091	6.8	5,211	6.7	3,098	7.0	116.3	1,155.2	24.0

(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】

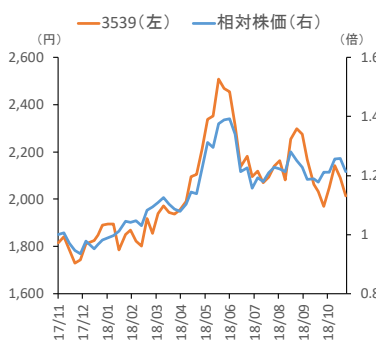
	2018/11/22
株価(円)	2,014
発行済株式数(株)	26,679,500
時価総額(百万円)	53,733

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	19.3	18.6	18.5
PBR(倍)	2.2	2.1	1.9
配当利回り(%)	1.5	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(%)	-1.5	-6.9	8.6
対TOPIX(%)	-0.5	-0.9	19.5

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2017/11/24

## アップデート・レポート

2/17

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ず、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。

中核業態であるスーパーマーケット事業は、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)、連結子会社のパワーマートが運営する「パワーマート」、連結子会社の花正が運営する「肉のハナマサ」の4業態によって構成され、18/7 期末の店舗数は80 店となっている。

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。

報告セグメントに含まれないその他事業では、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(18/7 期末店舗数16 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

(単位:店)

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	3	0	3	1	4	0	0	0	52
外食	0	0	11	2	3	0	0	0	0	16
合計	42	5	20	11	9	4	2	2	1	96

(注) 18/7 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。

18/7 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95.4%、その他事業4.6%、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88.6%、その他事業11.4%となっている。

同社の 18/7 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約 36%であることや、花正の売上高が 38,089 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。

18/7 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。

18/7 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。

#### ◆ パワーマートは茨城県を中心に 5 店を展開

パワーマートは、子会社であるパワーマー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。

18/7 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。

18/7 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 3 店、神奈川県 4 店、埼玉県 3 店、千葉県 1 店)、FC 店舗 3 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 16 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 16 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。

18/7 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 3 店(焼肉や漫遊亭 2 店、漫遊カルビ 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。18/7 期では、肉フェス、餃子フェスなど、12 会場のべ 73 日間のイベントを開催し、1,486,000 人が来場した(1 日当たり 20,356 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、25 企業からスーパーマーケット 86 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(18/7 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。

なお、同社株式は、18年7月13日に東京証券取引所第二部から第一部へ指定された。

## > 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%(18/7期)と、業界平均の1.4%(全国スーパーマーケット協会の平成30年スーパーマーケット年次統計調査報告書)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年次統計調査報告書によれば、業界平均の品目別売上高構成比が、青果16.2%、水産(鮮魚)11.3%、畜産(精肉)13.7%、惣菜10.0%、その他食品(日配品と一般食品の合計)43.0%、非食品5.7%であるのに対し、同社においては、青果18.0%、鮮魚11.0%、精肉24.5%、惣菜3.5%、その他食品等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で陳列し、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。

同社は以前、売上高に占める異常値販売の比率を20%に引き上げたいと説明していたが、17/7期以降は15%程度で推移している模様である。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ており、東京23区に近いエリアの強化に努めている。

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"> <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

> 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	53.5%	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	42店、20店	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	25年	26年(18年11月時点)
			・焼肉や漫遊亭の業歴	20年	21年
			・上場からの経過年数	2年	2.5年(18年11月時点)
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 ・幅広い仕入先と良好な関係を築いている ・生鮮館を都心での出店先の開拓に取り組んでいる	・ジョイフル本田の関東地域全15店における出店数	12店	12店	
		・グループの仕入先数	約600社	約600社	
		・新しい出店先	丸井	なし	
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	3.8%	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	3.6%	8.3%
	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	73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	48年、43年	49年、44年 (18年11月時点)
		・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	48歳、7年	49歳、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			
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	1,140千株(4.3%)	1,046千株(3.9%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は17/7期または17/7期末、今回は18/7期または18/7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



> 決算概要

◆ 18年7月期は4.4%増収、12.6%営業増益

18/7期決算は、売上高108,289百万円(前期比4.4%増)、営業利益4,449百万円(同12.6%増)、経常利益4,546百万円(同11.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益2,773百万円(同3.7%増)であった(図表4)。

【図表4】18年7月期の業績

(単位:百万円)

	セグメント別	17/7期		18/7期									
		通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		103,770	6.8%	26,344	28,967	55,311	6.6%	25,969	27,009	52,978	2.1%	108,289	4.4%
	スーパーマーケット	101,131	5.9%	25,322	27,998	53,320	4.7%	24,929	25,712	50,641	0.9%	103,961	2.8%
	その他	3,507	55.2%	1,439	1,429	2,868	127.2%	1,461	1,730	3,191	42.1%	6,059	72.7%
	調整額	-868	-	-417	-459	-876	-	-422	-432	-854	-	-1,730	-
売上総利益		29,632	4.9%	7,340	8,244	15,584	3.7%	7,438	7,469	14,907	2.1%	30,491	2.9%
売上総利益率		28.6%	-	27.9%	28.5%	28.2%	-	28.6%	27.7%	28.1%	-	28.2%	-
販売費及び一般管理費		25,679	7.2%	6,579	6,476	13,055	3.2%	6,330	6,657	12,987	-0.3%	26,042	1.4%
販管費率		24.7%	-	25.0%	22.4%	23.6%	-	24.4%	24.6%	24.5%	-	24.0%	-
営業利益		3,952	-7.7%	761	1,767	2,528	6.0%	1,109	812	1,921	22.6%	4,449	12.6%
営業利益率		3.8%	-	2.9%	6.1%	4.6%	-	4.3%	3.0%	3.6%	-	4.1%	-
	スーパーマーケット	3,810	-6.8%	730	1,660	2,390	5.9%	969	554	1,523	-1.9%	3,913	2.7%
	その他	124	-29.3%	23	99	122	3.8%	131	250	381	-	503	303.9%
	調整額	18	-	7	8	15	-	9	8	17	-	32	-
経常利益		4,086	-4.7%	753	1,826	2,579	5.4%	1,141	826	1,967	20.0%	4,546	11.3%
経常利益率		3.9%	-	2.9%	6.3%	4.7%	-	4.4%	3.1%	3.7%	-	4.2%	-
当期(四半期)純利益		2,674	4.6%	412	1,115	1,527	7.1%	689	557	1,246	-0.2%	2,773	3.7%

(出所) ジャパンミート決算短信、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 販管費率の改善が売上総利益率の悪化を上回った

売上総利益率は、前期の28.6%から28.2%に低下した。17/7期に新規出店した5店で認知度向上を目的とした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。

一方、給料及び手当が前期比423百万円、地代家賃が同319百万円増加したものの、減価償却費が横ばいで推移する等、その他の経費は全体としては減少したため、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の増加額は同363百万円にとどまった。結果、販管費率は17/7期の24.7%から24.0%に改善し、営業利益率は前期の3.8%から4.1%に上昇した。

同社の業績を分析する上で当センターが重視している EBITDA については、前期比 9.9%増と、営業利益の伸びをやや下回った。

(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時価との差額は、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。

17/7 期には 343 百万円の特別利益(受取補償金及び段階取得に係る差益<sup>注1)</sup>)を計上していた一方、18/7 期には特別利益が発生しなかったため、親会社株主に帰属する当期純利益の伸び率は経常利益の伸び率を下回った。

◆ 半期ベースでは売上総利益率は下げ止まりつつある

前期比では大きく低下した売上総利益率であるが、半期ベースでは、17/7 期上期の 29.0%に対して、17/7 期下期は 28.1%、18/7 期上期は 28.2%、18/7 期下期は 28.1%と、下げ止まりつつある。17/7 期に出店した店舗のセールの影響が徐々に軽減してきたことや、既存店においても乱高下していた青果物相場が落ち着いてきたことなどがポジティブに働いた模様である。

◆ セグメント別売上高は両事業とも増加した

セグメント別では、スーパーマーケット事業が、2.8%増収、2.7%営業増益、その他事業が 72.7%増収、303.9%営業増益であった。

スーパーマーケット事業においては、前期に出店した 5 店舗が通期で貢献したものの、18/7 期の出店は 3 月に開設した肉のハナマサ八王子店の 1 店舗にとどまったことや、既存店売上高が前期の 1.9%増に対して 0.5%減に落ち込んだことから、増収率は前期の 5.9%から 2.8%に鈍化した。

スーパーマーケット事業の既存店売上高は、天候不順の影響と、青果物相場の乱高下により、第 1 四半期、第 3 四半期、第 4 四半期は減少したものの、年末商戦が好調(12 月は前年同月比 3.0%増)であった第 2 四半期が同 1.3%増となったため、18/7 期通期では同 0.5%減にとどまった(図表 5)。

【 図表 5 】 18 年 7 月期の既存店売上高の状況

セグメント		17/7期					18/7期					
		1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	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%	98.9%	101.3%	98.4%	99.1%	99.5%	
	来店客数	102.3%	100.4%	99.3%	99.9%	100.5%	98.1%	98.6%	96.9%	97.8%	97.8%	
	販売点数	102.2%	99.8%	99.9%	99.5%	100.4%	98.1%	98.0%	97.6%	101.0%	98.7%	
その他事業 (外食)	売上高	105.9%	104.5%	105.8%	109.7%	106.5%	101.9%	104.5%	102.9%	101.7%	102.7%	
	来店客数	108.0%	105.1%	106.0%	108.2%	106.8%	101.4%	104.1%	103.7%	103.4%	103.1%	
土日祝前年同期差			-1	-1	-1	-1	-4	-1	-1	+2	0	0

(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、その他事業に含まれている外食事業については、値上げをしない姿勢が評価されていることから来店客数の増加が続いており、18/7期の既存店売上高は前期比2.7%増とプラスの伸びが継続した。

◆ **セグメント別営業利益ではその他事業の増益が全体を牽引した**  
 営業利益の変化額で見ると、スーパーマーケット事業の増益額は103百万円であった。会社別では、肉のハナマサを運営する子会社花正の経常利益（営業利益は非開示）は、前期に出店した3店の新規店舗の収益性が改善したため、前期比192百万円増加した（図表6）。

【図表6】花正の18年7月期の業績 (単位:百万円)

	15/7期		16/7期		17/7期		18/7期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	32,761	3.3%	33,836	8.3%	36,641	8.3%	38,089	4.0%
経常利益	1,195	34.9%	1,612	3.2%	1,664	3.2%	1,856	11.5%
経常利益率	3.6%	—	4.8%	—	4.5%	—	4.9%	—
当期純利益	710	50.7%	1,070	-4.4%	1,023	-4.4%	1,063	3.9%

(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

一方、単体の営業利益は、売上高の伸びが低かったことや、株主優待費用やシステム費用等が増加したことから、同78百万円減少した。

その他事業は、営業利益構成比こそ小さいものの、増益額が378百万円と大きく、全体の利益増加を牽引した。

◆ **M&Aの影響によってその他事業は大幅増収となった**  
 17/7期下期に買収した2社の売上高は、前期の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）から3,410百万円（同2,324百万円、1,086百万円）に増加したため、その他事業は大幅増収となった（図表7）。

新規連結2社の業績については、AATJは17/7期第3四半期から、AMSは17/7期第4四半期から計上されている。17/7期第4四半期から計上されている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。

17/7期は、AATJが6カ月分、AMSが3カ月分しか連結決算に反映されていなかったが、18/7期は両社の業績が通期で貢献した。また、上期は悪天候の影響を受けて不振であったAATJが、ゴールドデンウイークを中心とする需要期の下期においては、前年同期比で大幅増収となった模様である。

【 図表 7 】 その他事業の 18 年 7 月期の業績

(単位: 百万円)

	17/7期				18/7期									
	上期	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	1,262	2,245	3,507	55.2%	1,439	1,429	2,868	127.2%	1,461	1,730	3,191	42.1%	6,059	72.7%
外部顧客向け	1,262	1,989	3,251	43.8%	1,181	1,125	2,306	82.7%	1,209	1,457	2,666	34.0%	4,972	52.9%
うち外食	1,262	1,265	2,527	11.8%	-	-	1,288	2.1%	-	-	1,360	7.5%	2,648	4.8%
うち新規連結2社	-	724	724	-	-	-	1,018	-	-	-	1,306	80.4%	2,324	221.0%
セグメント間の内部売上高	-	256	256	-	258	303	561	-	253	272	525	-	1,086	-
営業利益	118	6	124	-29.3%	23	99	122	3.8%	131	250	381	-	503	303.9%
営業利益率	9.4%	0.3%	3.5%	-	1.6%	6.9%	4.3%	-	9.0%	14.5%	11.9%	-	8.3%	-
減価償却費	-	-	88	51.7%	-	-	-	-	-	-	-	-	127	44.3%
うち商標権償却費	-	23	23	-	11	11	23	-	11	11	23	0.0%	47	100.0%
のれん償却額	-	29	29	-	19	19	38	-	19	19	38	31.4%	77	162.9%
EBITDA	-	-	241	3.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	707	193.0%
EBITDAマージン	-	-	6.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.7%	-

(注) 外食事業の売上高は、その他事業全体から新規連結2社の数値を控除して算出

(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

同社のフェス開催実績によれば、17/7 期下期の総来場者数は 856,000 人、1 日当たり来場者数は 23,135 人であったが、18/7 期上期は、それぞれ 459,000 人、12,750 人、18/7 期下期は、同 1,027,000 人、27,757 人と推移しており、総来場者数に連動する売上高は 18/7 期下期に大幅に増加したと推測される。

一方、同社は、その他事業の増益額(前期比 379 百万円増)のほとんどは新規連結2社の貢献によるものとしている。のれんや商標権の償却額も通期で計上されたことから増加したものの、限界利益率が高い A A T J の増収が大幅増益に繋がったと思われる。

外食事業の売上高を、その他事業全体から新規連結2社の数値を差し引いて算出すると、前期比 5%程度の増収であったと推測される。18 年 2 月に焼肉や漫遊亭八街店を出店したことや、既存店増収率が 2.7%であったことが貢献した。一方、人件費や店舗改装費の増加などが影響し、外食事業の営業利益は前期並みにとどまった模様である。

#### ◆ 利益蓄積と借入金の返済によって自己資本比率は上昇した

18/7 期末の総資産は、有形固定資産(前期末比 483 百万円減)や、無形固定資産(同 505 百万円減)が減少した一方、現金及び預金(同 2,202 百万円増)が増えた結果、前期末の 37,945 百万円から 39,256 百万円へと増加した。

負債サイドでは、短期借入金(同 340 百万円減)、長期借入金(同 761 百万円減)等が減ったため、負債合計は同 979 百万円減少した。一方、利益蓄積によって自己資本が同 2,279 百万円増加したことから、自己資本比率は前期末の 57.0%から 60.9%に上昇した。

> 業績見通し

◆ ジャパンミートの 19 年 7 月期予想

19/7 期の会社計画は、売上高 110,041 百万円(前期比 1.6%増)、営業利益 4,686 百万円(同 5.3%増)、経常利益 4,750 百万円(同 4.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,742 百万円(同 1.1%減)である(図表 8)。

【図表 8】ジャパンミートの過去の業績と 19 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	19/7期	
		実績	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	108,289	110,041	1.6%
	スーパーマーケット	77,133	89,860	95,461	101,131	103,961	—	—
	その他	2,002	2,194	2,260	3,507	6,059	—	—
	調整額	-441	-514	-547	-868	-1,730	—	—
売上総利益		22,883	26,565	28,236	29,632	30,491	—	—
売上総利益率		29.1%	29.0%	29.1%	28.6%	28.2%	—	—
販売費及び一般管理費		20,512	23,088	23,954	25,679	26,042	—	—
販管費率		26.1%	25.2%	24.7%	24.7%	24.0%	—	—
営業利益		2,370	3,476	4,282	3,952	4,449	4,686	5.3%
営業利益率		3.0%	3.8%	4.4%	3.8%	4.1%	4.3%	—
	スーパーマーケット	2,149	3,293	4,089	3,810	3,913	—	—
	その他	205	166	176	124	503	—	—
	調整額	10.2%	7.6%	7.8%	3.6%	8.3%	—	—
	調整額	15	16	16	18	32	—	—
経常利益		2,481	3,556	4,289	4,086	4,546	4,750	4.5%
経常利益率		3.2%	3.9%	4.4%	3.9%	4.2%	4.3%	—
当期純利益		1,339	1,854	2,557	2,674	2,773	2,742	-1.1%

(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。期初時点において、1) 既存店増収率を 0.8%としたこと、2) 前期出店した 2 店舗が通期で寄与すること、3) 肉のハナマサ新大久保店が 18 年 11 月に開店予定であること、4) 新規連結子会社 2 社の税務上の繰越欠損金の減少等により、法人税等の負担率が上昇すること等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 19 年 7 月期予想

当センターは、18/7 期実績を踏まえて 19/7 期予想を見直した結果、売上高を 111,785 万円→109,906 百万円、営業利益を 4,689 万円→4,740

百万円、経常利益を 4,753 百万円→4,852 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 2,798 百万円→2,877 百万円に修正した。前期比では 2.7%増収、7.1%営業増益から、1.5%増収、6.5%営業増益へと修正した(図表 9)。

【図表 9】中期業績予想

(単位:百万円)

	18/7期	19/7期CE	19/7期E	19/7期E	20/7期E	20/7期E	21/7期E
売上高	108,289	110,041	111,785	109,906	115,890	111,255	114,438
前期比	4.4%	1.6%	2.7%	1.5%	3.7%	1.2%	2.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット	103,961	-	107,299	105,447	111,269	106,661	109,708
その他	6,059	-	6,280	6,213	6,471	6,376	6,559
調整額	-1,730	-	-1,794	-1,754	-1,850	-1,782	-1,829
営業利益	4,449	4,686	4,689	4,740	5,101	4,769	5,091
前期比	12.6%	5.3%	7.1%	6.5%	8.8%	0.6%	6.8%
営業利益率	4.1%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.3%	4.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット	3,913	-	4,292	4,175	4,673	4,191	4,476
その他	503	-	367	533	398	546	582
調整額	32	-	30	32	30	32	33
経常利益	4,546	4,750	4,753	4,852	5,169	4,885	5,211
前期比	11.3%	4.5%	6.1%	6.7%	8.8%	0.7%	6.7%
経常利益率	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%	4.4%	4.6%
当期純利益	2,773	2,742	2,798	2,877	3,059	2,894	3,098
前期比	3.7%	-1.1%	6.9%	3.8%	9.3%	0.6%	7.0%

(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

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 107,299 百万円→105,447 百万円(前期比 1.4%増)、営業利益 4,292 百万円→4,175 百万円(同 6.7%増)に引き下げた。

売上高については、既存店増収率を 1%から 0.5%に、新規出店に関して、卸売市場は 1 店から 0 店に、肉のハナマサは 3 店から 4 店に修正したほか、肉のハナマサ 1 店の閉店を新たに織り込んだ結果、1,852 百万円の減額となった。17 年 6 月に開店した生鮮館錦糸町店を最後に、卸売市場や生鮮館等の大型店の新規出店はない。大型店の出店は当センターが従来想定した以上に難しいものであることが明らかになったため、卸売市場の出店ペースについての見方を変更した。

営業利益については、売上高を減額した影響を織り込んだ。

その他事業は、売上高 6,280 百万円→6,213 百万円 (前期比 2.5%増)、営業利益 367 百万円→533 百万円 (同 6.0%増) に修正した。

内訳としては、外食事業については、既存店増収率 (1%)、新規出店 (0 店) の前提に変更はないものの、18/7 期実績が想定を下回ったと見られることから、前回予想に対して、売上高を減額した。

18/7 期実績が想定を大幅に上回ったと推測されるイベント事業については、売上高、営業利益共に増額した。

アウトソーシング事業については、売上高を若干増額した。内訳としては、同社単体の売上高予想を引き下げたことに伴い、セグメント間の内部売上高の予想を減額した一方、18/7 期末の受託店舗数が想定を上回ったため、外部顧客への売上高の予想を増額した。営業利益については、18/7 期実績が想定を上回ったと推測されることから、予想を増額した。

## > 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 18/7 期実績や同社の施策を踏まえ、前回の 20/7 期予想を見直すと共に、21/7 期予想を新たに策定した。

20/7 期予想においては、売上高を 4,635 百万円、営業利益を 332 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 111,269 百万円→106,661 百万円 (前期比 1.2%増)、営業利益 4,673 百万円→4,191 百万円 (同 0.4%増) に引き下げた。

売上高については 4,608 百万円減額した。20/7 期の既存店増収率 (0%) と新規出店 (卸売市場 1 店、肉のハナマサ 2 店) の前提には変更はないものの、18/7 期実績において既存店増収率が予想を下回ったことや、19/7 期予想においても既存店増収率を引き下げたこと、新規店舗による寄与を減額したことが影響した。

営業利益については、売上高を減額した影響が大きく、482 百万円の減額となった。

その他事業は、売上高 6,471 百万円→6,376 百万円 (前期比 2.6%増)、営業利益 398 万円→546 百万円 (同 2.4%増) に修正した。

内訳としては、外食事業は、20/7 期の既存店増収率 (0%)、新規出店 (1 店) の前提に変更はないものの、18/7 期実績が想定を下回ったと見られることから、前回予想に対して、売上高を減額した。

18/7 期実績が想定を大幅に上回ったと推測されるイベント事業は、売上高、営業利益共に増額した。

アウトソーシング事業は、売上高を若干減額した。内訳としては、同社単体の売上高予想を減額したことに伴い、セグメント間の内部売上高の予想を減額した影響が、受託店舗数の増加を見込んで外部顧客への売上高の予想を増額した影響を上回ると考えた。一方、営業利益については、18/7 期実績見込みを引き上げたため、増額した。

新たに策定した 21/7 期については、前期比 2.9%増収、6.8%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 109,708 百万円 (前期比 2.9%増)、営業利益 4,476 百万円 (同 6.8%増) と予想した。

スーパーマーケット事業の売上高は、20/7 期の出店店舗の寄与に加え、既存店増収率を 0%、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、20/7 期に出店を見込んだ卸売市場の出店費用の剥落と採算の改善を見込んだ。

その他事業は、売上高 6,559 百万円 (前期比 2.9%増)、営業利益 582 百万円 (同 6.6%増) と予想した。

外食事業については、新規出店が 0 店、既存店増収率を 0%と見込んでいるが、20/7 期に出店を見込んだ店舗の寄与により、小幅ながら増収増益と予想した。

イベント事業については、イベント実施回数の増加を前提に増収増益と予想した。アウトソーシング事業についても、受託店舗数の増加を想定し、増収増益と予想した。

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。18/7 期については、東証一部への指定を記念して、10 円の記念配当を含めて 30 円の配当を実施した。19/7 期については 20 円 (普通配当のみ) と予想している。



当センターは、今回、19/7期と20/7期の親会社株主に帰属する当期純利益の予想の修正に伴い、配当予想を見直した。同社は配当性向の目標を公表していないが、当センターでは、同社は20%程度を目処にしていると想定し、19/7期については、前回予想の22円を維持した。一方、20/7期は、利益の予想を引き下げたため、前回予想の24円から22円へと引き下げた。21/7期は24円と予想した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 配当性向が引き上げられる可能性を追加

当センターでは、過去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の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、5) 大手業者の生鮮品宅配サービスの影響を受ける可能性、6) 大型の出店によって業績が短期的に悪化する可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

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おり、配当性向の目標を公表していないが、当センターでは、同社の普通配当の目処は20%程度と見ている。

特殊要因がなければ、同社には年40~50億円の営業キャッシュ・フローを計上できる実力があると当センターでは考えている。一方、新規出店については、投資効率を重視し、慎重な姿勢を採っているため、前期に続いて、19/7期の設備投資額は10億円を下回ると見られる。大規模なM&Aや大型店の出店加速等がないと仮定すると、今後は、営業キャッシュ・フローが投資キャッシュ・フローを大きく上回り、利益剰余金や現金及び預金が積み上がる公算が大きいと考えられる。

そのような状況において、大規模な自社株買いや大幅な増配を実施しなければ、18/7期において12.2%であった自己資本利益率は近い将来10%を割り込むと見られる。同社は自己資本利益率を重視しているとは表明していないものの、将来的には10%の水準を意識する可能性はあろう。その際、現状では20%程度となっている同社の配当性向が引き上げられる可能性があるかと当センターでは考えている。

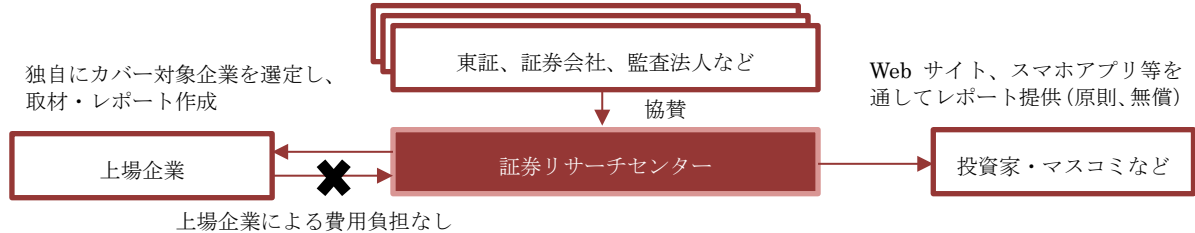
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を17年5月12日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

### 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・間接的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ため、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。