

ホリスティック企業レポート

ユナイテッド & コレクティブ

3557 東証マザーズ

アップデート・レポート
2019年6月28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 20190625

ユナイテッド&コレクティブ (3557 東証マザーズ) 発行日:2019/6/28

首都圏を中心に鶏料理居酒屋「てけてけ」等を運営する外食チェーン 新業態の「やるじゃない！」の多店舗展開が軌道に乗るかを見守りたい

> 要旨

◆ 首都圏を中心に鶏料理居酒屋「てけてけ」等を展開

- ・ユナイテッド&コレクティブ(以下、同社)は、首都圏を中心に鶏料理居酒屋「てけてけ」等の居酒屋業態と、ハンバーガーカフェ「the 3rd Burger」のファーストフード業態を運営する独立系外食チェーンである。中心業態である「てけてけ」は19/2期末で83店を展開している。
- ・店内での食材加工度を高く保ちながらも、商品品質を落とさない加工工程に限り、外部工場を活用する方式である Productive In Store Preparation を経営戦略としていることが差別化要因となっている。

◆ 19年2月期決算は15%増収、4%営業増益

- ・19/2期決算は、14.9%増収、3.8%営業増益、3.4%経常増益であった。既存店売上高の落ち込みによる固定費負担の増加を、新規出店数の拡大(前期15店→19/2期24店)による増収や、焼き鳥部材の調達先見直し等による売上総利益率の改善で吸収し、営業増益を確保した。

◆ 20年2月期の会社計画は13%増収、7%営業減益

- ・20/2期について同社は、新規出店を8店に抑制する一方、値下げも視野に入れて、既存店売上高の落ち込みに歯止めを掛ける方針に転じたことから、12.8%増収、6.8%営業減益を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、出店数や、1店当たりの収益性の前提等を大幅に変更した結果、20/2期の業績予想を見直し、売上高は10,616百万円→8,191万円(前期比12.3%増)、営業利益は413百万円→199百万円(同4.9%減)に減額した。

◆ 「やるじゃない！」の多店舗展開が軌道に乗るかを見守りたい

- ・当センターでは、今回、居酒屋業態の出店数の予想を大幅に引き下げたが、同社が注力する新業態の「やるじゃない！」の状況には注目している。多店舗展開が軌道に乗れば、同社の成長ドライバーになり得ると考えており、その運営状況を慎重に見守りたい。

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

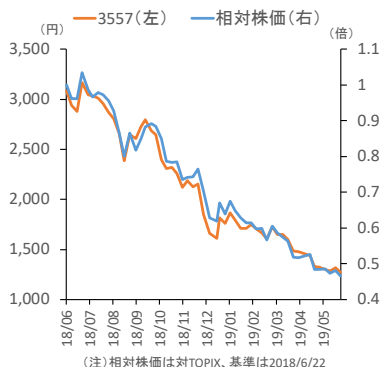
【主要指標】

	2019/6/21
株価(円)	1,273
発行済株式数(株)	3,011,300
時価総額(百万円)	3,833
	前期実績 今期予想 来期予想
PER(倍)	56.8 44.5 39.5
PBR(倍)	2.4 2.3 2.1
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(%)	-2.2	-22.9	-56.7
対TOPIX(%)	-4.3	-20.6	-51.6

【株価チャート】



【3557 ユナイテッド&コレクティブ 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)
2018/2	6,348	15.9	201	-20.7	166	-25.9	99	-47.7	34.8	396.0	0.0
2019/2	7,294	14.9	209	3.8	171	3.4	66	-33.1	22.4	532.8	0.0
2020/2 CE	8,230	12.8	195	-6.8	180	5.3	87	32.4	29.2	-	0.0
2020/2 E	8,191	12.3	199	-4.9	176	2.7	86	29.6	28.6	561.4	0.0
2021/2 E	8,951	9.3	218	9.5	195	10.8	97	12.7	32.2	593.6	0.0
2022/2 E	9,762	9.1	251	15.1	227	16.4	116	19.6	38.5	632.1	0.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想。18年3月1日付で1:20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

アップデート・レポート

2/16

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

(注1) 同社は、新業態の実験店「せんべろスタンド やきとり魁」歌舞伎町店を18年11月に开店したが、収益性の確保の目処が付かなかったことから、19年2月に閉店した。同社は19年3月に同店を「てけてけ西武新宿駅前店」としてリニューアルオープンしていることから、19/2期末のてけてけ店舗数に同店を含めている。

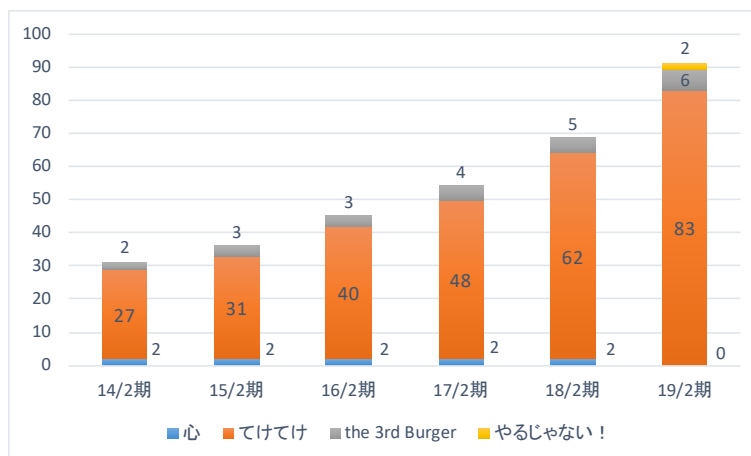
◆ 鶏料理居酒屋「てけてけ」等を運営する外食チェーン

ユナイテッド&コレクティブ(以下、同社)は、東京23区内を中心に、複数の業態を直営店で展開する独立系の外食チェーンである。

19/2期末時点で、鶏料理居酒屋「てけてけ」83店舗^{注1}、同「鳥料理が安いだけの店 やるじゃない!」(以下、やるじゃない!)2店舗、ハンバーガーカフェ「the 3rd Burger」6店舗を直営で運営しており、3業態合計の店舗数は91店となっている(図表1)。なお、創業業態である心業態については、経営資源を成長が可能な業態に集中するため、18年8月末と10月末に店舗を閉店し、営業を終了した。

【図表1】業態別店舗数の推移

(期末、店)



(出所) ユナイテッド&コレクティブ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

19/2期における業態別の売上高構成比は、てけてけとやるじゃない!によって構成される居酒屋業態が92.9%、the 3rd Burgerによって構成されるファーストフード業態が7.1%であった。業態別の仕入実績に基づく、両業態の売上総利益率には大きな差がないと推測されることから、営業利益構成比と売上高構成比の乖離は小さいと見られる。

◆ 主力業態の鶏料理居酒屋てけてけは順調に拡大している

てけてけは、高度成長期をコンセプトにした店舗において、鶏料理を中心としたメニューを提供する居酒屋である。新鮮な鶏肉をこだわりの「にんにく醤油ダレ」で焼き上げた焼き鳥や、独自の濃厚コラーゲンスープを使った「博多水炊き」、新鮮な鶏挽き肉を毎日、店内で一本一本串打ちして焼き上げた「塩つくね」などが代表的なフードメニューである。

ドリンクについては、生ビールやハイボール、日本酒の低価格販売を推進すると共に、てけてけでしか飲めないオリジナル商品の提供にも

注力している。店内でレモンの皮を剥き、お酒に漬け込んで一週間寝かせて作る「自家製サワー！てけレモン」や、「繁栴」で有名な福岡県八女市の造り酒屋である株式会社高橋商店と開発した大吟醸香のする焼酎ハイボール、4軒の酒蔵と提携し、てけてけの料理に合うように酒米選定から徹底的にこだわり抜いた日本酒等がその例である。

てけてけの出店エリアは、一都三県の国道16号線の内側で乗降客が3万人以上の駅周辺を主体としている。19/2期末時点では、東京都23区内64店、23区外6店、神奈川県5店、埼玉県3店、千葉県4店、大阪府1店の83店となっている。店舗数は、14/2期末の27店から、18/2期末62店、19/2期末83店と順調に拡大しており、成長のけん引役となっている。

同社は、18年5月に首都圏以外では初出店となる「てけてけ梅田お初天神店」を大阪市北区に開店した。これまでは、首都圏でドミナント展開を行うとしていたが、19/2期からは大阪市等の首都圏以外にもドミナントエリアを構築するとしている。

メインターゲットは、幅広い層のサラリーマンとしているが、実際には30代の来店客が多いようであり、男女比率では男性が8割程度を占めている模様である。

客単価は、ディナー2,400円前後、ランチ750円前後となっている。1店舗当たりの平均座席数は約110席、平均年商は90百万円～95百万円となっている。

◆ 新業態は「やきとり魁」から「やるじゃない！」に変更された

同社は、居酒屋の新業態の「せんべろスタンド やきとり魁」(以下、やきとり魁)歌舞伎町店を18年11月、実験的に開店した。「せんべろ」とは、1,000円でべろべろに酔えて楽しめるという意味であり、ファーストフード感覚で、焼き鳥等の料理やアルコールを手軽に楽しめる場を提供することをコンセプトとしていた。

オペレーションのファーストフード化による人件費の抑制を通じて、想定客単価1,000円で収益性を確保できれば、19年に20店以上出店し、フランチャイズ(以下、FC)展開も視野に入れてやきとり魁業態の開発を進める方針としていた。結果として、個食ニーズ等の取り込みによる客層の拡大にはつなげたものの、セルフサービス化したことでオーダー数が想定を下回ったため、客単価が1,000円に届かず、収益性の確保に至らなかった模様である。

実験結果を受けて、同社は、やきとり魁の展開を断念する一方、その教訓を基に、新業態のやるじゃない！をコンセプトを固め、19年2月に高円寺駅北口店、田町店を開店した。

よりカジュアルに、毎日でも行ける、一人でも行ける居酒屋をコンセプトとしている点ではやきとり魁と同様であるが、タブレット端末でテーブルからオーダー出来るようにしたほか、やきとり魁よりもメニュー数を増やし、やや単価の高いメニューも加えることで1,200円～1,500円程度の客単価の達成(収益性の確保)を目標にした。

同社は、やるじゃない!について、郊外立地や住宅街を中心として、東京23区外を対象エリアとするFCによる多店舗化を目論んでおり、同業態で将来100店舗を目指したいとしている。

◆ 12年から開始した the 3rd Burger の出店ペースは緩やか

the 3rd Burger は、「“Real Fresh, Real Burger” 毎日食べても体が喜ぶ、これまでにない第3のハンバーガーカフェ」をコンセプトとしている。

the 3rd Burger では、パンズに保存剤、防腐剤を加えておらず、パン種を毎日店内で醗酵させ、オーブンで焼き上げているほか、パティは生のブロック肉を毎日店内でカット、ミンチにして成形を行っている。

12年に南青山に1号店を開設した後、店舗数の推移は、14/2 期末2店、15/2 期末3店、16/2 期末3店、17/2 期末4店、18/2 期末5店、19/2 期末6店となっており、店舗の拡大ペースは緩やかであった。

17/2 期までの出店エリアは、南青山、六本木、吉祥寺、西新宿と、都心の一等地に限られていたが、17年9月に、より幅広い顧客層のカジュアルな利用動機を獲得すべく、通常店よりやや低い客単価を想定した実験店舗を三軒茶屋の「1.5等立地」に出店した。しかしながら、同店の客数は期待水準に届かなかったことから、今後、同社は一等地での出店方針を維持するとしている(19/2 期の出店は広尾)。

メインターゲットは健康意識が高い20～30代の女性としているが、実際の来店客の男女比率は、男性が4割程度を占めている模様である。

通常店での客単価は900円前後と、同業大手のハンバーガーチェーンに比べやや高めとなっている。1店舗当たりの平均座席数は約60席、平均年商は90百万円～95百万円となっている。

◆ 経営戦略はISPからPISPに移行した

同社は17年まで、「In Store Preparation(以下、ISP)」を経営戦略の根幹として事業展開を行っていると説明していた。ISPとは各店舗で食材加工度を高く維持しながら多店舗展開を目指す戦略である。

多店舗展開を推進する多くの外食チェーンは、自社セントラルキッチンでの食材加工や加工業務の外部委託を進めている。店内では仕込み作業を行わず、最終調理だけとすることで、生産性を高める戦略を採用している。結果として、商品開発を強化し、製造を有力企業に委託するコンビニエンスストアの弁当などに対して商品面での差別化が困難になってきており、顧客離れを招く例が多いと見られる。

同社は、18年以降、ISP戦略を「Productive In Store Preparation (以下、PISP)」戦略に進化、発展させたと説明している。PISPとは、各店舗での食材加工度を高く維持しながらも、調理工程の一部を外部工場などへ委託することで生産性を高め、美味しさと手頃な価格の両立を目指して多店舗展開を行う戦略である。

同社では、旨味の3要素を、口に入れる前の香り(アロマ)、口に入れた時の味わい(テイスト)、口に入れた時の鼻に抜ける香り(フレーバー)と定義しており、セントラルキッチン等の工場で加熱調理後に冷凍した食材を、各店舗で再加熱して提供すると、アロマとフレーバーの香気成分が失われると考えている。

同社のPISP戦略においては、外部工場に委託する調理工程は、加熱処理の前段階までにとどめることで、商品の品質(美味しさ)を落とさずに生産性や収益性を向上させることを目指している。

具体的には、各店舗で実施していた塩つくねの手ごね工程や、その他の焼き鳥部材の串打ち工程を、18年3月から、独自の餌を使った養鶏から鶏肉の加工までを高品質ながら低コストの管理体制で行うタイの現地企業に委託した。この取り組みが主因となって、19/2期の売上総利益率は前期の72.7%から74.8%に大きく改善した。

同社は、焼き鳥の原材料の調達以外についても、世界規模で、原価引下げに寄与する、高品質な原材料の獲得を目指す方針である。

以上のことから、ISP戦略からPISP戦略への移行は、従来戦略の方向性の変更ではなく、美味しい商品をカジュアルプライスで提供したいとする同社のISP戦略を進化、発展させたものであると共に、外食チェーン他社との差別化につながるものでもあると、証券リサーチセンター(以下、当センター)では認識している。

◆ PISP戦略が生み出す高い商品力とフードコストの抑制が強み

同社は、PISP戦略が生み出す長期的な競争優位性として、高い商品力とフードコスト(原価率)の抑制を挙げている。

セントラルキッチンで加熱後、冷凍して各店舗に配送し、店舗で再加熱している他社の料理とは異なり、毎日店内だけで加熱調理して提供している同社の料理はアロマやフレーバーが失われていないため、フレッシュで美味しく、商品力が高いと同社は認識している。

また、PISP では、原材料段階からの仕入れや、商品の絞り込みにも取り組んでおり、仕入れ量の拡大に伴うボリュームディスカウントにより、仕入れコスト圧縮にも寄与していると同社は主張している。

確かに、同社の原価率は、売上高の拡大と共に、15/2 期の 28.6%から 17/2 期には 26.6%へと低下した（但し、戦略的なアルコール商品の値下げや、ビールや鶏肉等の主要食材の仕入れ価格の上昇などにより、18/2 期の原価率は 27.3%に上昇した）。外食業界の平均的な原価率は 30%前後であり、ISP 戦略そしてその進化型の PISP 戦略の採用が高い原価率に繋がっていない点を当センターでは同社の戦略が有効に機能している証左であると高く評価している。

◆ 居抜き物件への出店により投下資本の短期での回収を図る

居酒屋チェーン他社による店舗閉鎖の動きが続いていることから、同社は設備や内装を全て準備するスケルトンタイプでの出店よりも、他社が閉鎖した店舗を設備や内装が付帯した状態で賃借する居抜きタイプでの出店を多く利用している。

スケルトンタイプにおける出店時の平均投資額は 1 店当たり 60～80 百万円（うち、敷金及び保証金が約 10 百万円）である。一方、居抜きタイプでは、40～50 百万円（同）にとどまっており、その分、回収期間が短縮される。19 年 6 月 15 日時点のてけてけ店舗 85 店のうち、66 店は居抜き物件となっている。一方、the 3rd Burger、やるじゃない！においては、これまでは全てスケルトンタイプで出店している。

同社は本社及び店舗の土地建物を全て賃借している。各賃貸借契約に対しては敷金や保証金を差し入れており、敷金及び保証金の差入残高は 19/2 期末で 926 百万円であり、総資産の 17.3%を占めている。

◆ 人件費や家賃のコストコントロールが収益性向上の鍵

同社の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、人件費、地代家賃、減価償却費、水道光熱費、賃借料、広告宣伝費、店舗修繕費などによって構成されているが、その中心は人件費と地代家賃である。

この内、従業員とアルバイトの給料及び手当と賞与引当金繰入額の合計額の売上高に対する比率は 19/2 期において 29.4%であり、売上高

に対するフードコスト(原価率)とレイバーコスト(人件費率)を合計した比率であるフードレイバーコスト比率は、外食産業では60%程度が目安とされているが、原価率の低さを背景に、同社は54.6%(19/2期)と良好な水準となっている。

一方、地代家賃の売上高に対する比率(以下、地代家賃比率)は、都心立地を中心とした出店や、既存店売上高の低迷により、19/2期において、業界平均とされる7~8%を大幅に上回る16.6%となっている。このような状況から、同社が収益性を更に向上させるには地代家賃比率の引き下げが鍵になると当センターは考えている。

> 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"> ・てけてけ業態においてPISPと多店舗化を両立していること ・市場が大きい東京23区内に店舗が集中していること ・外食チェーンにとって重要な指標であるFLコスト比率が良好であること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・2020年に向けて大幅な店舗網の増強を目指す中、新規出店が遅れ気味であること ・有力競合企業に対する事業規模の小ささ、資金調達力の弱さ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・「てけてけ」「やるじゃない!」「the 3rd Burger」の出店拡大 ・地代家賃比率の改善による営業利益率の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・鳥インフルエンザなど鶏の感染症が流行すると、原材料調達に支障をきたしたり、風評被害が生じたりすること ・同業他社による類似業態の大量出店等に伴う競争の激化 ・人手不足の深刻化による新規出店のペースダウンや収益性の悪化

(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PISPに対して地道に取り組む姿勢にある

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)。

多くの外食企業は、最初は美味しさにこだわって店舗運営を開始するが、多店舗化に舵を切る中で、品質や味の均一化や、効率性及び収益性の維持・向上に経営の重心が移行する傾向がある。結果、味に対する優先度合いが下がり、顧客離れを招いていることがある。

一方、同社は「本当に美味しい料理」を届けたいとするMissionに基づいて、PISPという戦略を採用している。PISPは、効率性や収益性を重視する企業経営において、本来採用しにくい戦略であるが、顧客満足度の向上と競合企業に対する差別化という面では、外食業界においてむしろ有力な戦略であると当センターは考えている。

【 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	・顧客数、顧客属性などについての詳細な開示はない			
	ブランド	・主力業態である「てけてけ」の認知度は高まってきたものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な知名度は高いとは言えない	・「てけてけ」業態開始からの経過年数と店舗数	2年 (18年12月時点) / 13年、62店	2.5年 (19年6月時点) / 14年、83店
		・他業態の「the 3rd Burger」の認知度はまだ低い	・「the 3rd Burger」業態開始からの経過年数と店舗数	5年、5店	6年、6店
	事業パートナー	・複数の仕入先と良好な関係を構築している	・仕入先数	約50社	約20社
・酒蔵と提携して、てけてけでしか飲めないオリジナル日本酒や焼酎ハイボールを提供している		・オリジナルリンクの提携社数	5社	5社	
組織資本	プロセス	・Productive In Store Preparationによって、フレッシュで安心、安全な美味しい商品づくりと、生産性の向上に取り組んでいる			
		・「てけてけ」業態においては、居抜き物件を中心に开店することで、投資回収期間を短縮化している	・「てけてけ」業態における居抜き物件比率	77%	78% (6/15時点)
	知的財産ノウハウ	・商品数の絞り込みや、同一食材の同一調理過程から複数メニューを作る「プラットフォーム戦略」によって、店内調理ながら一定の収益性を確保	・売上高営業利益率 ・総資産経常利益率	3.2% / 4.6%	2.9% / 3.8%
人的資本	経営陣	・社長は学生時代から外食業界で働いており、00年の会社設立以降は経営者としての経験を蓄積している			
		・社長による高い経営へのコミットメント	・社長と社長の資産管理会社の保有株数	970千株(67.5%)	1,940千株(64.4%)
	従業員	・アルバイト従業員に外国人を積極的に活用している	・アルバイト従業員に占める外国人の割合	22.3%	19.9%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	0千株 (0.0%)	0千株 (0.0%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 18/2 期または 18/2 期末、今回は 19/2 期または 19/2 期末のもの。
カッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券報告書、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

しかしながら、PISP 戦略を維持しつつ、多店舗化を進めることは容易ではない。同社の場合、独自の PISP を発展させ、顧客からの支持を維持した上で、徐々に多店舗化や収益性の向上に取り組んでいる。実際、てけてけの多店舗化に本格的に乗り出したのは、1号店開設から5年目の10年からであり、てけてけの店舗数が40店を突破したのは16/2期である。12年12月から店舗展開を開始したthe 3rd Burgerの店舗数は、19/2期末時点で6店にとどまっている。トレードオフになりやすい2つの経営課題への同社の対応は、規模拡大を急ぎがちな外食チェーン業界において、注目すべき事例であると当センターは捉えている。

PISP に対して地道に取り組む同社の姿勢は、流行店のメニューや内装などをすぐ真似る傾向がある外食業界の慣習とは一線を画すものであり、正に知的資本と呼ぶのに相応しいものであると当センターでは評価している。

➤ 決算概要

◆ 19年2月期は15%増収、4%営業増益、3%経常増益

19/2期決算は、売上高7,294百万円(前期比14.9%増)、営業利益209百万円(同3.8%増)、経常利益171百万円(同3.4%増)、当期純利益66百万円(同33.1%減)であった(図表4)。

【 図表 4 】 19 年 2 月期の業績

(単位: 百万円)

	業態別	18/2期				19/2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		3,106	3,241	6,348	15.9%	1,778	1,830	3,608	16.2%	1,844	1,841	3,685	13.7%	7,294	14.9%
	居酒屋	-	-	5,878	17.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	6,778	15.3%
	ファーストフード	-	-	470	1.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	515	9.6%
売上総利益		2,248	2,365	4,614	14.7%	1,332	1,366	2,699	20.1%	1,374	1,380	2,755	16.5%	5,455	18.2%
	売上総利益率	72.4%	73.0%	72.7%	-	75.0%	74.7%	74.8%	-	74.5%	75.0%	74.8%	-	74.8%	-
販売費及び一般管理費		2,133	2,279	4,412	17.1%	1,236	1,326	2,563	20.2%	1,347	1,335	2,682	17.7%	5,245	18.9%
	販管費率	68.7%	70.3%	69.5%	-	69.5%	72.5%	71.0%	-	73.1%	72.5%	72.8%	-	71.9%	-
営業利益		115	85	201	-20.7%	96	40	136	18.1%	27	45	72	-15.4%	209	3.8%
	営業利益率	3.7%	2.7%	3.2%	-	5.4%	2.2%	3.8%	-	1.5%	2.5%	2.0%	-	2.9%	-
経常利益		98	67	166	-25.9%	81	32	113	15.7%	22	35	57	-14.5%	171	3.4%
	経常利益率	3.2%	2.1%	2.6%	-	4.6%	1.8%	3.1%	-	1.2%	1.9%	1.6%	-	2.4%	-
当期(四半期)純利益		61	37	99	-47.7%	47	9	57	-7.2%	6	2	9	-75.1%	66	-33.1%

(出所) ユナイテッド&コレクティブ決算短信、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

前期に対する増収額(9.5億円)の内訳は、18/2期の新規出店店舗(居酒屋14店、ファーストフード1店)と既存店を合計した増収額0.1億円(うち、心を除く居酒屋0.1億円増、ファーストフード0.0億円減)、19/2期の新規出店店舗の売上高9.8億円、心の閉店による減収額0.4億円であった。

19/2期の既存店売上高は全業態で前期比8.8%減と不振であった。居酒屋は全体よりやや悪く、ファーストフードは全体よりは落ち込みが少なかった模様である。客単価、客数に関しては、同社は鶏料理居酒屋業態の競合店の増加による客数の落ち込みが大きかったと説明している。

新規出店については、19/2期通期計画の25店に対して、24店(居酒屋23店、ファーストフード1店)が出店した。一方、居酒屋で2店(心)が閉店^{注2}した。

(注2) 同社は2店舗を閉店したと説明しているが、正確には、18年11月に閉店し、19年2月に閉店した新業態の「せんべろスタンド やきとり魁」歌舞伎町店を含めれば3店である。同店は、19年3月に「てけてけ西武新宿駅前店」としてリニューアルオープンしたため、同社は19/2期の閉店数に含めていない。

前期比7百万円増加した営業利益の増減分析について、同社は、増収額(前期比9.5億円増)を、売上原価(同1.1億円増)、人件費(同3.1億円増)、地代家賃等のその他の販管費(同5.3億円増)の増加額がほぼ相殺したと説明している。

焼き鳥の串打ち等の工程をタイ企業に委託したことや、野菜の調達先を絞り込んだこと、アルコールの調達先の間屋を2社にしたこと等から、売上総利益率は前期の72.7%から74.8%へ上昇した。

販管費率は前期の69.5%から71.9%に上昇した。中でも、地代家賃比

率が、18/2期の14.9%から16.6%に上昇した。要因としては、前期は出店が15店にとどまり、開店前の家賃負担が少なかったことや、既存店売上高が減少したことに伴い、既存店においても家賃負担が増したこと等が挙げられる。一方、タブレットオーダー端末の全店導入や、仕込作業の効率化、予約業務のコールセンターへの集約による生産性の向上により、人件費率は前期比でやや改善した。

支払利息が前期比2百万円減少したものの、貸出コミットメントライン契約に伴う支払手数料が同4百万円増加したため、営業外収支の赤字幅は前期の35百万円から37百万円へとやや拡大した。

経常利益が前期に比べ増益であった一方、当期純利益は減益となったのは、特別損失として店舗の固定資産を対象とした減損損失(23百万円)を計上したほか、18年7月に、アサヒグループホールディングス(2502 東証一部)の中核子会社であるアサヒビールと、宝ホールディングス(2531 東証一部)の中核子会社である宝酒造に対して第三者割当増資を実施したことに伴い、資本金等の金額が10億円を超え、法人住民税均等割が大幅に増加したためである。

◆ 営業増益だった上期に対し、下期の業績は失速した

19/2期決算を第2四半期累計期間(以下、上期)と下期に分けてみると、18/2期以降の出店効果と、一連の調達手法の見直しによる売上総利益率の改善効果が大きく発現した上期は、前年同期比16.2%増収、18.1%営業増益と、二桁増益を確保した。

一方、同業他社との競争激化により、既存店売上高の低迷が強まったと見られる下期は、前年同期比13.7%増収、15.4%営業減益と失速した。特に、従来、稼ぎ時であった第4四半期において、忘年会の客数が減少したことが、既存店売上高と売上総利益率に悪影響を与えたため、同四半期は同12.1%増収、47.6%営業減益と大幅減益を余儀なくされた。

◆ 売上高、利益共に期初計画を下回った

通期計画に対しては、売上高86.0%、営業利益77.8%、経常利益72.5%、当期純利益50.4%の達成率となった。

売上高については、前期比8.8%減収となった既存店に加え、開店時期が想定よりも遅れた新規店においても、計画未達となった。

一方、前期の72.7%から73.4%への改善を想定していた売上総利益率については、焼き鳥部材等の調達見直し効果が計画以上であったため、74.8%に上昇した。一方、既存店の大幅減収によって固定費の負担が

重くなったため、販管費率は計画の 70.2%に対し、71.9%と大幅に悪化した。結果、営業利益率は計画の 3.2%に対し、2.9%にとどまった。

◆ 借入金の増加によって自己資本比率はやや低下した

店舗数の増加に伴い、有形固定資産が前期末比 589 百万円、敷金及び保証金が同 218 百万円増加したほか、資金調達によって現金及び預金が同 732 百万円増加したため、総資産は前期末の 3,753 百万円から 5,360 百万円に拡大した。

負債では、長期借入金（1 年内返済予定を含む）が前期末比 773 百万円、未払金が同 134 百万円増加したこと等を受けて、負債合計は同 1,140 百万円増加した。一方、利益蓄積や株式発行によって自己資本は同 466 百万円増加したものの、自己資本比率は前期末の 30.3%から 29.9%へとやや低下した。

> 業績見通し

◆ ユナイテッド&コレクティブの 20 年 2 月期予想

20/2 期の会社計画は、売上高 8,230 百万円（前期比 12.8%増）、営業利益 195 百万円（同 6.8%減）、経常利益 180 百万円（同 5.3%増）、当期純利益 87 百万円（同 32.4%増）である（図表 5）。

【 図表 5 】過去の業績と 20 年 2 月期の会社計画

(単位：百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期	20/2期	
	実績	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	3,356	4,227	5,478	6,348	7,294	8,230	12.8%
売上総利益	2,397	3,045	4,021	4,614	5,455	6,074	11.3%
売上総利益率	71.4%	72.0%	73.4%	72.7%	74.8%	73.8%	—
販売費及び一般管理費	2,310	2,938	3,767	4,412	5,245	5,879	12.1%
販管費率	68.8%	69.5%	68.8%	69.5%	71.9%	71.4%	—
営業利益	87	106	254	201	209	195	-6.8%
営業利益率	2.6%	2.5%	4.6%	3.2%	2.9%	2.4%	—
経常利益	70	82	224	166	171	180	5.3%
経常利益率	2.1%	2.0%	4.1%	2.6%	2.4%	2.2%	—
当期純利益	14	43	189	99	66	87	32.4%

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券届出書、決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率については、19/2 期の 74.8%から 73.8%への悪化を見込んでいる。競合店に顧客を奪われているとの反省から、19/2 期においては、機動的に商品価格を引下げることによって客数の回復を図り、既存店売上高の減少に歯止めを掛けたいとしている。

販管費については、新設店舗の収益性を厳しく評価する方針の下、新規出店を前期の 24 店から 8 店に減らすことを前提に、出店費用の削

減と、人件費や地代家賃の抑制を見込んでいる。販管費率については、主として、人件費率や地代家賃比率の改善によって、前期の 71.9%から 71.4%への低下を想定している。結果、営業利益率は前期の 2.9%から 2.4%への低下を見込んでいる。

新規出店については、6月に、てけてけ本厚木店(神奈川県)と、関西2号店となるてけてけ阪急梅田店(大阪府)を開店した(他に、やきとり魁からの業態転換により、3月に西武新宿駅前店がリニューアルオープンした)。7月には、てけてけ大崎センタービル店、てけてけ日本橋室町店の出店が予定されている。

営業外収支の改善については、新規出店数の減少によって、20/2期においては資金調達に係る支払手数料(19/2期17百万円)が計上されないと想定している模様である。

◆ 証券リサーチセンターの20年2月期予想

当センターは、19/2期実績と同社の施策を踏まえて20/2期予想を見直した結果、売上高を10,616百万円→8,191百万円、営業利益を413百万円→199百万円、経常利益を377百万円→176百万円、当期純利益を210百万円→86百万円に修正した。前期比では34.8%増収、38.9%営業増益から、12.3%増収、4.9%営業減益へと修正した(図表6)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

業態別売上高では、居酒屋は、9,825百万円→7,658百万円(前期比13.0%増)、ファーストフードは791百万円→533百万円(同3.4%増)に引き下げた。

居酒屋の新規出店については、同社の出店戦略の見直しを受け、てけてけの出店数予想を26店から8店に引き下げたほか、5店を見込んでいたやきとり魁の出店を予想から除外した。一方、既存店売上高の落ち込みを踏まえ、新店・既存店の1店当たりの売上高を引き下げたこともあり、居酒屋の売上高は2,167百万円の減額となった。

ファーストフードの新規出店については、出店交渉の状況を踏まえ、前回の2店から0店に引き下げた。19/2期下期に想定していた新店1店の開店がなかったことや、既存店の1店当たりの売上高を引き下げたこともあり、ファーストフードの売上高は258百万円の減額となった。

【 図表 6 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	19/2期	20/2期CE	旧20/2期E	20/2期E	旧21/2期E	21/2期E	22/2期E
売上高	7,294	8,230	10,616	8,191	13,804	8,951	9,762
前期比	14.9%	12.8%	34.8%	12.3%	30.0%	9.3%	9.1%
業態別	-	-	-	-	-	-	-
居酒屋	6,778	-	9,825	7,658	12,816	8,284	8,918
ファーストフード	515	-	791	533	988	667	844
売上総利益	5,455	6,074	7,898	6,044	10,242	6,604	7,206
売上総利益率	74.8%	73.8%	74.4%	73.8%	74.2%	73.8%	73.8%
販売費及び一般管理費	5,245	5,879	7,484	5,845	9,681	6,385	6,955
販管費率	71.9%	71.4%	70.5%	71.4%	70.1%	71.3%	71.2%
営業利益	209	195	413	199	561	218	251
前期比	3.8%	-6.8%	38.9%	-4.9%	35.6%	9.5%	15.1%
営業利益率	2.9%	2.4%	3.9%	2.4%	4.1%	2.4%	2.6%
経常利益	171	180	377	176	513	195	227
前期比	3.4%	5.3%	39.8%	2.7%	36.2%	10.8%	16.4%
経常利益率	2.3%	2.2%	3.6%	2.1%	3.7%	2.2%	2.3%
当期純利益	66	87	210	86	301	97	116
前期比	-33.1%	32.4%	46.4%	29.6%	42.8%	12.7%	19.6%

(注) CE:ユナイテッド&コレクティブ予想、E:証券リサーチセンター予想

(出所)ユナイテッド&コレクティブ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

売上総利益率については、既存店の活性化に向けた価格戦略を強化するという同社の方針を踏まえ、前回予想の74.4%(前期比0.2%ポイント悪化)から、同社予想と同じ73.8%(同1.0%ポイントの悪化)に引き下げた。

販管費については、出店数予想を大幅に引き下げたことから、前回予想の7,484百万円→5,845百万円に減額した。結果、販管費率については、前回予想の70.5%から71.4%に上昇したものの、出店数の減少によって前期比では0.5%ポイントの改善を見込んでいる。

➤ 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、19/2期実績や同社の施策を踏まえ、前回の21/2期予想を見直すと共に、新たに22/2期予想を策定した。

21/2期予想については、売上高は4,853百万円、営業利益は343百万円減額した。業態別売上高では、居酒屋は、12,816百万円→8,284百万円(前期比8.2%増)、ファーストフードは988百万円→667百万円(同25.1%増)に引き下げた。

居酒屋の新規出店については、てけてけは25店から8店へ、やきと

り魁は10店から0店へ引き下げた一方、やるじゃない!2店を新たに見込んだため、全体では35店から10店に引き下げた。なお、やるじゃない!について、同社はFC展開を視野に入れているものの、相手先との交渉を慎重に見て、当センターではこれまで同様、直営での展開を想定した。

新店・既存店の1店当たりの売上高を引き下げたことや、20/2期の出店予想を大幅に引き下げたこともあり、居酒屋の売上高は3,638百万円の減額となった。

ファーストフードの新規出店については、前回予想(2店)に変更はないものの、既存店の1店当たりの売上高の減額や、19/2期と20/2期の出店予想の引き下げにより、ファーストフードの売上高は321百万円の減額となった。

売上総利益率については、同社の価格戦略を踏まえ、前回予想の74.2%(前期比0.2%ポイントの悪化)から73.8%(同横ばい)に引き下げた。やるじゃない!は低価格業態であるものの、出店数が僅かであれば、全社の数値には大きな影響は与えないと考えた。

販管費については、20/2期以降の出店数予想を大幅に引き下げたことから、前回予想の9,681百万円→6,385百万円に減額した。結果、販管费率については、前回予想の70.1%から71.3%に上昇したものの、20/2期以降の出店数の抑制によって前期比では0.1%ポイントの改善を見込んでいる。

22/2期については、売上高9,762百万円(前期比9.1%増)、営業利益251百万円(同15.1%増)と予想した。

業態別売上高では、居酒屋は8,918百万円(前期比7.7%増)、ファーストフードは844百万円(同26.5%増)と見込んだ。出店数については、居酒屋は10店(てけてけ8店、やるじゃない!2店)、ファーストフードは2店と想定した。

売上総利益率については、海外企業からの食材調達による改善効果を顧客に還元するという戦略の継続を想定し、前期比横ばいの73.8%と予想した。

一方、販管費については、6,955百万円(前期比8.9%増)と予想した。結果、販管费率については、20/2期以降の出店数の抑制によって、71.2%(同0.1%ポイントの改善)を見込んでいる。

> 投資に際しての留意点

◆ 新業態の多店舗化が加速する可能性の内容を修正

当センターでは、過去のレポートで、1) 当面は配当が見送られる公算が大きい点、2) 同業他社との競争が激化する可能性、3) 一方の業態の業績悪化を直ちには把握できない可能性、4) PISP 戦略への移行によって客数や採算が変動する可能性、5) 新業態のやきとり魁の多店舗化が加速する可能性を投資に際しての留意点に挙げていた。

同社は、従来業態であるてけてけと the 3rd Burger を中心に、20 年時点で総店舗数 200 店の到達を目指していたが、目標達成が危ぶまれていた。18 年 11 月に年間 20 店以上の出店を目指す新業態としてやきとり魁の展開を開始したが、収益性の確保に目処がつかず、軌道修正を余儀なくされた。一方、てけてけと the 3rd Burger についても、競争激化による既存店売上高の落ち込みにより、同社は 20/2 期の出店数について前期を下回る水準に抑制する方針である。

当センターは、立地の制約が強い the 3rd Burger については、年 0~2 店程度の出店と想定していた一方、主力業態であるてけてけについては、出店拡大が順調に続く予想していたが、競争激化を受けて、今回、てけてけの出店ペースを引き下げた。よって、今後の出店拡大には新業態の多店舗化が従来以上に求められる状況となっている。

こうした中、やきとり魁の実験で得た教訓を基に、同社は 19 年 2 月からやるじゃない! の展開を開始した。同社は将来的に FC 展開を含めて、やるじゃない! を 100 店舗開設する構想を明らかにしている。

当センターでは、今回、やるじゃない! の展開について、向こう 3 年間、相手先との交渉に時間を要する FC での出店は見込まず、21/2 期と 22/2 期に直営で 2 店ずつの出店を想定した。

やるじゃない! の出店数が急拡大した場合、同社の業績が当センターの予想を上回る可能性があるため、従来、留意点として挙げていた、新業態のやきとり魁の多店舗化が加速する可能性を、新業態のやるじゃない! の多店舗化が加速する可能性に修正することにした。

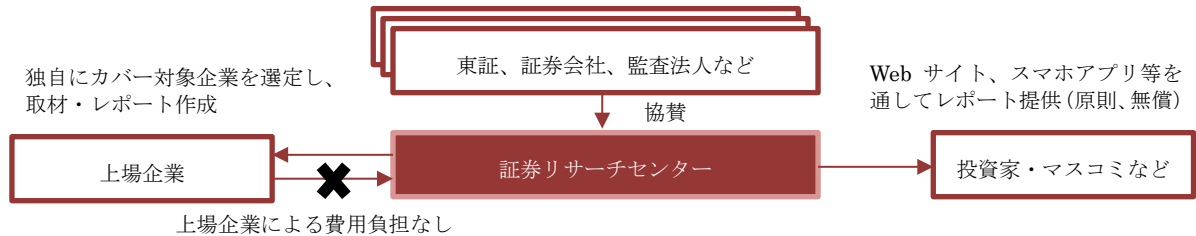
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 18 年 1 月 12 日より開始いたしました。

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。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。