

ホリスティック企業レポート

東京一番フーズ

3067 東証マザーズ

フル・レポート
2013年7月26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20130723

要旨

1. 会社概要

- ・関東圏を地盤に国産のとらふぐ料理専門店「泳ぎとらふぐ料理専門店 とらふぐ亭」を直営展開している。
- ・自社で使用するとらふぐの他、クロマグロやヒラマサ等の海面養殖事業も手掛けている。東京都のふぐ取扱い規制緩和(12年10月)を契機に、ふぐ加工品の卸売も開始した。

アナリスト: 柴田 郁夫
+81(0)3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

2. 財務面の分析

- ・景気後退の影響から新規出店を控えたことで業績はしばらく停滞していたが、12/9期決算は、客足の戻りや季節限定の業態転換の効果により既存店売上高が伸長し、4期ぶりの増収増益となった。
- ・13/9期の会社予想も、客数の伸びや足元好調な新業態の貢献により増収増益を見込んでいる。証券リサーチセンター(以下、当センター)は会社予想の達成は可能と判断している。

【主要指標】

	2013/7/19
株価(円)	22,680
発行済株式数(株)	86,340
時価総額(百万円)	1,958

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.3	17.9	16.2
PBR(倍)	1.8	1.6	1.4
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- ・生産(仕入)から加工、販売までの価値創造プロセスは、ふぐ一筋の経験の中から蓄積されたもので、東京一番フーズ(以下、同社)の知的資本を形成している。

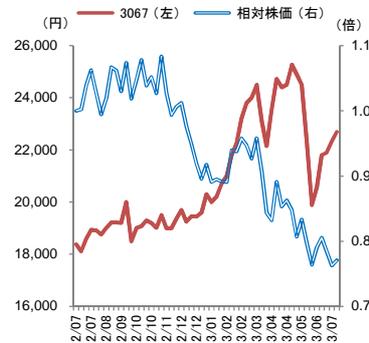
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	3.6	-9.3	19.7
対TOPIX(%)	-3.1	-12.8	-27.3

4. 経営戦略

- ・同社は、ふぐビジネスの拡大に加えて、養殖事業の展開、外食店舗の業態多様化で成長軌道への回帰を目指している。東京都のふぐ取扱いに関する規制緩和は、同社にとって業容拡大のチャンスとなる。また、養殖ビジネスの展開は、収益構造の変化や新たなリスク要因を抱え込むことに留意したい。

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/7/13

5. アナリストの評価

- ・当センターでは、ふぐ加工品の卸売事業と養殖事業が同社の成長を牽引すると考え、15/9期までの年率成長率を売上高 8.1%、営業利益 12.2%と予想している。
- ・現在の株価水準は、東京都の規制緩和等による成長期待を考慮すれば、フェアバリューの範囲内と考えられる。

【3067 東京一番フーズ 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)
2011/9	3,021	-9.0	-92	—	-67	—	-139	—	-1,668.5	10,828.7	0.0
2012/9	3,243	7.4	163	—	185	—	169	—	2,014.6	12,742.4	0.0
2013/9 CE	3,350	3.3	175	7.0	190	2.6	108	-36.5	1,263.7	-	0.0
2013/9 E	3,350	3.3	175	7.0	190	2.6	108	-36.5	1,263.7	14,286.6	0.0
2014/9 E	3,700	10.4	200	14.3	215	13.2	120	11.1	1,404.1	15,690.6	0.0
2015/9 E	4,100	10.8	230	15.0	245	14.0	135	12.5	1,563.6	17,270.2	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

養殖国産ふぐ取扱高では
全国1位の実績

◆ 国産のとらふぐ料理専門店を関東圏で展開

東京一番フーズ(以下、同社)は、関東圏を地盤に国産のとらふぐ料理専門店「泳ぎとらふぐ料理専門店 とらふぐ亭(以下、とらふぐ亭)」を直営展開している。関東圏において、高価なイメージの強いふぐ料理を手軽な値段で提供することで、潜在需要の掘り起こしを図っている。年間約200トンの国産養殖ふぐ取扱高は全国1位の実績であるとともに、関東1都3県でのシェアは約33%となっている(同社調べ)。

現在4業態46店舗を直営展開(他、FC2店舗)しているが、その内、主力業態である「とらふぐ亭」が41店舗を占める。出店エリアは、東京都を中心に関東圏に集中しており、ふぐ料理専門店としては関東圏No.1の店舗数を誇っている(同社調べ)。

「飲食事業」の他、ふぐ加工品など「水産物の販売」も手掛けているが、現在のところ飲食事業が売上高の90%以上を構成するため、単一セグメントとなっている。100%連結子会社である(株)長崎ファームは、国産のとらふぐを中心とした食材の仕入業務の他、とらふぐ、クロマグロ等の海面養殖事業なども行っている。

【図表1】主要業態の特徴と店舗数、想定平均客単価

業態	特徴	直営店舗 (円)	FC店舗 (円)	想定平均客単価 (円)
泳ぎとらふぐ料理専門店 とらふぐ亭	最高級の国産とらふぐを手頃な価格で提供。水槽に泳いでいるふぐをその場で捌いて顧客に提供する新鮮さが特徴。	41	2	6,500
おいしい寿司と活魚料理 魚の飯	産地直送にて日替わりで入荷する旬の食材を活かしたメニューに特徴	2	0	4,000
魚王KUNI(うおくに)	産地直送にて日替わりで入荷する旬の食材を活かしたメニューに特徴(上記、「魚の飯」と類似業態)	1	0	4,000
ふぐよし総本店	天然ふぐを使用したリーズナブルなふぐ割烹	2	0	4,000
合計		46	2	

(注) 店舗数は13/9期上半期末現在の実績

(出所) 会社資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ ふぐ加工品の卸売や「持ち帰りふぐ」の販売にも注力

同社は、東京都のふぐ取扱いに関する規制緩和^{注1}を契機に、12年11月末から「身欠きふぐ」^{注2}の卸売を開始した。本格稼働は13年秋口からとなるが、東京都江東区に増設した加工場で「身欠きふぐ」を一括加工し、都内のふぐ取扱店(飲食店の他、スーパーなど小売店を含む)や都外各地の卸市場へも提供する計画である。また、12年12月からは、とらふぐ亭にて「持ち帰りふぐ」の販売も開始し、中食市場

注1)

東京都の条例改正(12年10月)により、ふぐ調理師資格がない人でもふぐ加工品(身欠きふぐなど)の取扱いが可能となった。

注2)

「身欠きふぐ」とは、ふぐから有毒部位を除去したものの。

へ本格的に進出した。同社は、主力の飲食事業に加えて、ふぐ加工品の卸売事業や「持ち帰りふぐ」の中食事業を通じて、ふぐ料理のさらなる普及を目指すとともに、新たな収益源として注力している。

> ビジネスモデル

◆ ふぐ料理に特化することで強みを発揮

同社の主力である飲食事業は、店舗数拡大による売上高成長モデルだったが今後は店舗数に依存しない成長モデルへの転換を目指している。店舗の特徴は、一部の業態を除いて国産のとらふぐに限定したふぐ料理専門店に特化していることと、潜在市場の大きい関東圏に出店エリアを集中していることである。主力業態の「とらふぐ亭」は、国産のとらふぐを手頃な価格で提供することに加え、水槽に泳いでいるふぐをその場で料理する新鮮さを売りとし、中国産や冷凍ものが出回る市場において顧客から高い支持を受けてきた。

店舗毎でのふぐ料理を可能にしたのは、ふぐ料理に特化することで独自の仕入ルートを確認するとともに、ふぐ調理師の資格保有者を多数抱えるなど、専門家集団として同業他社とは一線を画してきたからと言えよう。

店舗数に依存しない成長モデルへの転換を目指す

昨年より開始した「身欠きふぐ」の卸売事業は、店舗数に依存しない新たな成長モデルとして期待される。生産、加工、販売までの一貫体制を構築する同社にとっては、自社の店舗チャンネルに関わらず、関東圏におけるふぐ料理市場の拡大こそが、同社の業績を牽引する最大の機会となると考えられる。

◆ 独自の仕入ルートによる安定的な調達力

同業界における最大の参入障壁は、ふぐの安定的な調達力である。同社は、養殖業者、仕入先との連携強化を図り、国産のとらふぐの価格、量、共に安定した調達力を確保している。

具体的には、養殖業者とは生産段階からの情報交換を通じて、計画的な仕入れを可能とするとともに、仕入先とは市場を通さない産地直送取引で中間コストの削減を図っている。養殖業者や仕入先にとって同社は、ふぐ取扱高トップである得意先であると同時に、市場拡大によって利益を共にするパートナーとして長年培ってきた信頼関係で結ばれており、これが、同社のビジネスモデルを支えていると言えよう。

とらふぐ、クロマグロ等の養殖事業にも参入

さらに同社は、11年2月から、長崎県平戸市において、とらふぐ、クロマグロ等の海面養殖事業に参入するとともに、とらふぐの中間魚(稚魚)を備蓄する体制も構築した。同社の仕入高に占める自社養殖品の比率は現在10%弱程度と推察されるが、自社養殖品の出荷強化により調達力の一層の安定を図るとともに、原価低減効果にも期待を寄せている。

◆ 独自の育成プログラムにより資格保有者を確保

同業界におけるもう1つの参入障壁は、ふぐ調理師免許保有者の確保である。ふぐを食材として取り扱う場合、都道府県知事からふぐ取扱所及びふぐ調理師保有者の認証が必要となる。同社は、独自のカリキュラムにより、最短2年間でふぐ調理師免許を取得できる育成プログラムを開発することで、ふぐ調理師資格者を多数を確保(保有免許数は12年9月末で191免許)し、身欠きふぐ解禁等による今後の需要増にも十分対応できる体制を構築している。

◆ 冬場偏重による繁閑差の解消が課題

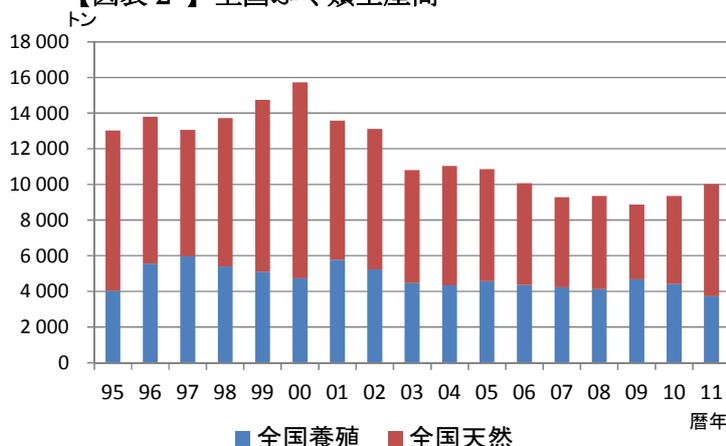
同社の主たる食材はふぐであり、鍋を主体としたメニューのため、繁忙期と閑散期の売上高に極端な差がある。例えば、12/9期の上半期(10~3月)と下半期(4~9月)の売上比率は約7:3となっている。それゆえ、閑散期にあたる下半期は、固定費負担が重くなり、恒常的に営業赤字を計上する収益構造となっている。同社は、季節限定の業態転換(「とらふぐ亭」から「魚の飯」への転換)による夏場対策や大阪などで一般的に見られる「持ち帰りふぐ」の販売(中食事業)等により、売上の平準化を目指している。

> 市場構造とポジション

◆ 外食市場は縮小傾向にある上に競争も激化

外食産業調査研究センターによると、同社が属する「居酒屋・ビアホール等」の11年市場規模は約1兆円と推定されている。過去の推移を見ると、景気の停滞が続く中で、個人消費の低迷や交際費の削減、低価格業態の台頭などで市場は縮小してきた。加えて、参入障壁が比較的緩やかな業界であるがゆえ、新陳代謝が激しく、生き残りをかけた競争が厳しいと言えよう。

【図表2】全国ふぐ類生産高



(出所) 農林水産省の統計に基づき証券リサーチセンター作成

また、ふぐ生産高についても、足元で若干回復の兆しが見られるものの、2000年をピークとして、景気後退の影響や安価な中国産が出回ったこと等により減少傾向が続いてきた。一方、養殖ふぐに限定すれば、比較的堅調な推移を見せている。その要因として、養殖技術の向上(斃死率の低下)などがあげられている。なお、国産養殖ふぐの年間取扱高約4,000トンのうち、約600トン(約15%)が同社出店エリアである関東1都3県で消費され、最大消費地である大阪府では約2,500トン(約63%)が消費されていると推定されている(同社調べ)。もっとも、注目すべきは、潜在市場の大きな東京都における規制緩和後の動向であろう。同社では、中期的に東京都の消費量が大阪を上回るものと予想している。

> 沿革と経営理念

関東圏にふぐ食文化を浸透させること目指す

◆ 沿革

同社の創業は、1996年に、現社長の坂本氏が「とらふぐ亭」を新宿に出店した時に遡る。当時、大阪の水産会社に勤務していた坂本氏の「とらふぐ料理を切り口に、日本の食文化を変えていきたい」という切実な思いが創業の経緯である。特に、潜在需要の大きな関東圏にふぐ食文化を浸透させることを目的に事業を開始した。東京でふぐのコース料理を4,980円というお値打ち感のある価格で提供することで、顧客の支持を得ながら徐々に業容を拡大した。

98年に(有)東京一番フーズを設立し、2000年には株式会社へ組織変更した。01年に(有)新宿活魚(現(株)長崎ファーム)を設立した。05/9期からは年間10店舗以上の出店により成長を加速し、06年には東証マザーズへ上場を果たした。09/9期より景気後退の影響で業績は停滞するが、11年に(株)長崎ファームにて海面養殖事業に参入した。12年には「お持ち帰りふぐ」の販売を開始して中食への本格的な進出を図るとともに、身欠きふぐの解禁に合わせて加工場をオープンするなど、次の成長ステージに向けた体制を整備してきた。

◆ 経営理念

同社は、「私たちはこだわりを持って日本の食文化を変えていきます」を経営理念に掲げている。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

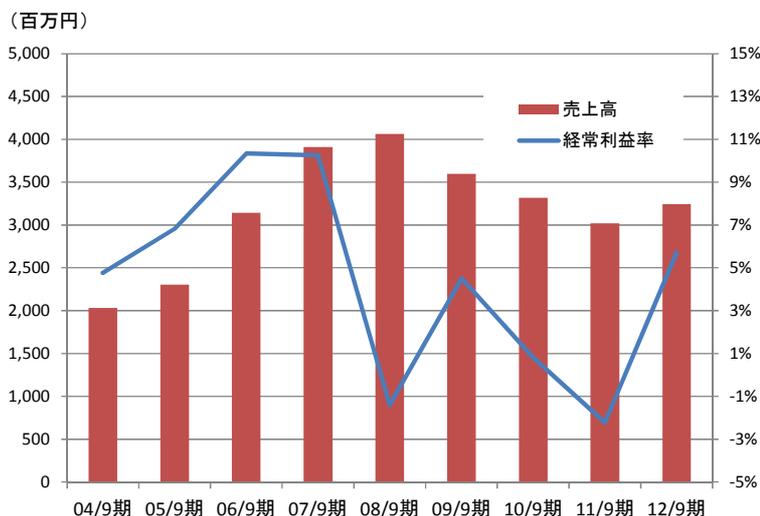
人材不足が新規出店のボトルネック

◆ 08年9月期をピークに業績の踊り場を迎える

同社の 04/9 期からの業績を振り返ると、店舗数を拡大することによって業績を牽引してきたが、08/9 期をピークに業績は下降線を辿っている。景気後退の影響を受ける中で、既存店の売上高が伸長せず、新規出店を控えたことも挙げられる。

06/9 期～07/9 期には売上高の 10% の水準を確保していた経常利益も、08/9 期には景気後退と店舗拡大に伴う出店コストが重荷になったことが重なり赤字に転落した。09/9 期以降は、人件費等の固定費負担が重く、不安定な利益の状態が続いている。

【図表 3】 売上高と経常利益率の推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表 4】 期末店舗数推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 12年9月期は4期ぶりの増収増益で業績回復の兆し

12/9期は、売上高3,243百万円(前期比7.4%増)、営業利益163百万円(前期は92百万円の赤字)、経常利益185百万円(同様に67百万円の赤字)、純利益169百万円(同様に139百万円の赤字)と4期ぶりの増収となり黒字転換した。期末店舗数は横ばいながら、商品力とサービスの強化が奏功し、主力の「とらふぐ亭」が冬場の繁忙期に好調だったことと、新業態である「魚の飯(さかなのまんま)」も順調に推移したことが増収に寄与した。利益面は、自社養殖品の出荷強化や軟調な相場等の影響により原価率が低下(11/9期:31.7%→12/9期:28.8%)したとともに、減価償却費や地代家賃等の販管費の削減で営業利益率は改善した。

> 同業他社との比較

◆ 正社員比率が高い

同社の類似会社として、事業内容や企業規模、出店エリア等を勘案し、関西圏を地盤に養殖ふぐ料理専門店「玄品ふぐ」を展開する関門海(3372 マザーズ)と、首都圏を地盤に鮮魚を中心とした高価格帯の居酒屋を展開する一六堂(3366 東証一部)の2社を考えた。業績不振や経営の混乱等が見られる関門海を除き、一六堂との比較を中心に分析を行った。

【図表5】主な財務指標の同業他社比較

銘柄	東京一番フーズ	関門海	一六堂	
証券コード	3067	3372	3366	
決算期	9月	3月	2月	
規模	売上高(百万円)	3,243	5,624	10,043
	経常利益(同上)	185	57	780
	総資産(同上)	1,521	4,665	6,413
収益性	自己資本利益率	15.6%	5.4%	11.2%
	総資本経常利益率	12.2%	1.2%	16.2%
	売上高経常利益率	5.7%	1.0%	10.7%
成長性	売上高(3年成長率)	-1.2%	-11.8%	5.3%
	経常利益(同上)	4.5%	-	14.5%
	純資産(同上)	0.2%	82.0%	5.7%
安全性	自己資本比率	71.6%	4.8%	73.7%
	流動比率	233.8%	66.8%	196.5%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	24.2	0.4	59.7
従業員の状況				
	従業員	188	161	229
	臨時雇用者数	138	339	1,047
	正社員比率	57.7%	32.2%	17.9%
	正社員1人当たりの売上高	17.3	34.9	43.9

(出所) 各社資料より証券リサーチセンター作成

収益性に関しては、売上高経常利益率は一六堂よりも低い水準にある。これは、季節による繁閑の差が大きいこと、閑散期の売上の低さが収益を圧迫していることが最大の要因であろう。加えて、ふぐ調理師を多数抱えるために正社員比率が高いことも人件費負担を通して影響しているものと考えられる。

過去3年間の売上高の成長性に関しても、堅実に店舗数を増やしている一六堂(3年間で14店舗増)がプラスである一方、同社は新規出店を控えたことからマイナスとなっている。

財務の安全性に関しては、同社及び一六堂とともに、自己資本比率や流動比率の高さから盤石な財務基盤を有していると言える。

> 今後の業績見通し

◆ 13年9月期の会社予想は実質増収増益の見込み

13/9期について、会社は売上高3,350百万円(前期比3.3%増)、営業利益175百万円(同7.0%増)、経常利益190百万円(同2.6%増)、純利益108百万円(同36.5%減)を見込んでいる。繰越欠損金解消により税負担増加の影響を受ける純利益を除けば、実質増収増益と言えよう。前提となる店舗数は横ばいであることから、既存店売上高の伸長(数字は非開示)で増収を確保する計画である。なお、12年11月末より開始した「身欠きふぐ」の卸売事業は、13年秋口から本格稼働のため13/9期予想には織り込まれていない。利益面では、増収効果による増益を目論んでいる。

◆ 当センターでは会社予想並みを見込む

当センターでは13/9期第2四半期累計決算がほぼ会社期初予想通りだったことや、夏場対策として注力する新業態である「魚の飯」が足元好調であることなどから、会社予想の達成は可能と判断している。

> 中期業績見通し

◆ 15年9月期までの当センター予想

同社は、具体的な中期経営計画を公表していない。当センターでは、15/9期までの中期的な業績見通しを図表6のように予想した。3年間の年平均成長率では、売上高で8.1%、営業利益で12.2%を想定している。

同社の中期的な成長を牽引するのは、13年秋口から本格稼働する「身欠きふぐ」の卸売事業と、事業参入から3年目を迎えてようやく本格的な出荷が開始されるクロマグロ、ヒラマサ等の養殖事業と見ている。主力の飲食事業は、「持ち帰りふぐ」の販売を含めて3%前後の伸びを予想した。

利益面では、利幅が薄いと思われる卸売事業や養殖事業が売上高構成比を高めることに伴って、原価率の上昇を招くことが想定されるが、これ以外の大きなコスト要因は想定されず、増収による固定費負担減少から、営業利益率は緩やかに改善するものと予想する。なお、具体的な前提条件は以下のとおりである。

(ア) 飲食事業(中食事業を含む)は、15/9期までの店舗数を横ばいと予想する一方、新業態による夏場対策の進展と「持ち帰りふぐ」の販売が既存店売上高の増加に寄与することを想定した(年平均3.1%増)。店舗数を横ばいと予想したのは、同社の出店方針が、新規出店よりも既存店のテコ入れに重点が置かれていることに加えて、注力分野である「身欠きふぐ」の卸売事業や養殖事業の販路開拓のほうに成長戦略の軸足が移っていくことを考慮したためである。なお、「持ち帰りふぐ」の販売については、15/9期までに各店舗が毎日1セットずつ平均的に販売することを前提として、14/9期の売上高を50百万円、15/9期の売上高を100百万円と徐々に伸長する予想とした。

(イ) 「身欠きふぐ」の卸売事業は、加工場の処理能力(月間3万尾と想定)と冬季需要(4~5カ月間)に対応する形での取り扱いを前提として、14/9期はスタート期であることから保守的に100百万円と予想、15/9期は販売ノウハウの蓄積が進むことから売上高を300百万円と予想した。

(ウ) 養殖事業は、現在の設備規模や養殖許認可枠の関係から、クロマガロとヒラマサの合計で14/9期はスタート期であることから保守的に150百万円と予想、15/9期の売上高を250百万円と予想した。

ただし、現時点で判断材料に乏しく予想の精度には限界があるため、進捗状況を見ながら見直しを行っていく必要はあろう。いずれにしても、具体的な中期経営計画の公表が望まれる。

【図表6】中期業績予想

百万円	12/9期 (実績)	13/9期 (予想)	14/9期 (予想)	15/9期 (予想)	平均成長率
売上高	3,243	3,350	3,700	4,100	8.1%
伸び率	7.3%	3.3%	10.4%	10.8%	
飲食事業(中食含む)	3,243	3,350	3,450	3,550	3.1%
伸び率	7.3%	3.3%	3.0%	2.9%	
「身欠きふぐ」の卸売事業	-	-	100	300	-
伸び率	-	-	-	200.0%	
養殖事業	-	-	150	250	-
伸び率	-	-	-	66.7%	
営業利益	163	175	200	230	12.2%
利益率	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%	

(注) 売上高の内訳は証券リサーチセンターが便宜的に区分、予想は証券リサーチセンター予想
(出所) 証券リサーチセンター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 独自の価値創造プロセスが知的資本のベース

同社の知的資本は、創業以来、関東圏にふぐ食文化を浸透させることを目指して、ふぐ一筋に営業してきた中で培われてきた。特に、事業パートナーとの関係や資格保有者の育成プログラムを含め、生産(仕入)から加工、販売までの価値創造プロセスは、長年の経験の中から蓄積されたもので、簡単には模倣できない同社独自の価値を形成していると評価できよう。

【図表 7】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
関係資本			
顧客	・関東圏におけるふぐ料理ファンからの圧倒的な支持	①既存売上高の伸び ②リピート率	①非開示 ②非開示
ブランド	・ふぐ料理専門店「とらふぐ亭」のブランド認知度	①店舗数	①43店舗 (FC2店舗含む)
事業パートナー	・養殖業者、仕入業者との連携	①仕入先の数 ②年間ふぐ取扱高 ③仕入割引率	①仕入先6社 ②約200トン ③非開示
組織資本			
プロセス	・川上から川下まで一貫体制によるバリューチェーンをコントロール	①自社養殖品の使用比率 ②加工場の処理能力	①推定約10% ②約3万尾(月間)
知的財産・ノウハウ	・ふぐに関する情報、知識やノウハウの蓄積 ・ふぐ調理師資格取得者の育成プログラム	①ふぐ調理師資格保有数	①191個
人的資本			
経営陣	・「関東圏におけるふぐ食文化の浸透」にかける強い思い ・養殖事業への参入や新しい市場を創造する事業展開力	①創業からの年数 ②養殖事業の実績 ③「お持ち帰りふぐ」の実績	①約17年 ②非開示 ③非開示
従業員	・専門性のある業務に対する高いモチベーションとプロ意識 ・のれん分け制度によるインセンティブ	①正社員比率 ②FC店	①57.7% ②2店

(注) 開示データは12/9 期末

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき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、各店舗の電気や水道などの使用量を稼働率と比較することで無駄を排除する仕組み等を導入し、省エネ対策に取り組んでいる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、ふぐ料理を提供する飲食事業者として、食材の安全性の確保と情報発信を最優先課題として取り組んでいる。特に長崎県が運営する「長崎県適正養殖業者認定制度」を活用して、稚魚の履歴から飼料、投薬、養殖資材の使用履歴などの生産履歴やその他の情報を確認するとともに、生産者や生産された浜の情報を出荷コードで識別するトレーサビリティの仕組みを導入することによって、産地からテーブルまでの安全、安心、新鮮品質を確保している。また、生産地との連携を強化するとともに、生産地の養殖する活魚等を外部販売することによって産地支援、地域振興にも積極的に貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は坂本社長を含め3名で構成される。社外取締役は存在しない。坂本社長は77%の株式を保有する筆頭株主でもあることから、同氏のリーダーシップが強く発揮される企業統治構造と言える。従って、意思決定の速さなどにおいて利点があるものの、取締役会で業務執行を監督する上では懸念が残る。なお、同社は13年5月に株式の分布状況改善及び流動性向上をはかるため、株式の立会外分売(4,310株)を実施した。それによって、坂本社長の持株比率は幾分低下したものと考えられる。

一方、監査役会は3名で構成され、その内、社外監査役は2名。1名は主幹事証券の日興証券(現SMBC日興証券)出身者、もう1名は弁護士となっている。

【図表8】大株主の状況 (%)

坂本大地	77.0
平井隆	1.7
東京一番フーズ従業員持株会	1.7
尾崎一字	0.5
良川忠必	0.5
坂本洋平	0.4
鈴木繁和	0.2
井上和則	0.2
堺勝之	0.2
佐々木誠	0.2
合計	82.5

【図表9】所有者別状況 (%)

金融機関等	0.1
法人	0.7
外国人等	0.0
個人その他	99.2
合計	100.0

(出所) 図表8、9とも有価証券報告書より証券リサーチセンター作成(12年9月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 規制緩和を追い風に成長軌道への回帰を目指す

当面の課題は、規制緩和を追い風として再び成長軌道に回帰することと収益力の強化を図ることである。

同社は、中長期における3つの成長戦略を掲げるとともに、養殖事業の推進、身欠きふぐの加工場の増設、身欠きふぐの販売チャネル(小売店や外食店舗)の開拓、新業態の開発、中食事業への参入等、その実現に向けた体制づくりを推進する。

> 中長期戦略

◆ 養殖ビジネスの展開により成長を加速

同社は、中長期的な成長戦略として以下の3つを掲げている

(1) ふぐビジネスの拡大

規制緩和を追い風としてふぐ加工品の卸売事業を強化する。そのための施策として、

- A) 自社養殖場による仕入れ機能を強化する
- B) 12年11月にオープンした加工場(月間加工能力3万尾)の稼働率を高める
- C) ふぐ調理師資格者を含めた人材を確保する

(2) 養殖事業の展開

クロマグロやヒラマサ等の養殖事業を強化するとともに、ふぐビジネスで築いた流通チャネルを利用することで相乗効果を高める

(3) 業態多様化

同社の最大の課題である繁忙期と閑散期の格差を解消するため、同社の仕入れ力を活かした活魚料理の業態を季節限定で出店させるとともに、12年12月から開始した「持ち帰りふぐ」の販売を推進する

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ ふぐ一筋の経営で強みと弱みのジレンマを抱える

同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 10】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・養殖業者等との連携や自社養殖及び備蓄によるふぐの安定調達力 ・独自の資格取得プログラムにより、ふぐ調理師を多数確保していること ・ふぐに関するノウハウや情報の蓄積 ・規制緩和等を追い風として事業拡大に向けた体制を整備
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ふぐ料理に偏ったメニュー構成 (需要変化や原材料費の変動等に対するリスクの集中) ・季節による繁閑の差が収益を圧迫 ・養殖事業参入による新たなリスク
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・東京都における規制緩和(身欠きふぐの解禁) ・ふぐ料理を手軽に楽しむ食文化の浸透(ファミリー、ランチ等) ・持ち帰りや宅配など新たな市場の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ふぐ供給量の減少、及び価格の高騰 ・安価な外国産による市場の浸食及び混乱 ・ふぐの毒を原因とした食中毒等の発生や風評被害 ・自然災害や魚病等による養殖事業の損害

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

収益構造の変化や新たな
リスク要因にも注目

◆ 規制緩和の追い風をどのように成長に結び付けるかが肝要

同社のこれまでの戦略を振り返ると、特定の食材及びエリアに特化した典型的な集中化戦略と思われる。特定セグメントに特化することで、差別化と低コストを両立させ、その市場での独自のポジションを築いてきたことは評価できよう。しかし、それゆえ市場の停滞が同社の成長を制約してきたことも事実である。また、相場変動の影響を受けやすいことや季節要因による繁閑の差による利益の不安定さなど、収益構造にも課題を抱えてきたことから、そのジレンマの解消が同社の最大の課題と言える。

従って、昨年末の東京都のふぐ取扱いに関する規制緩和は同社にとって大きな転機となる可能性がある。ただし、規制緩和がそのまま市場拡大に繋がるという見方にはやや慎重とならざるを得ない。この追い風をどのように成長に結びつけていくのが同社の将来を考慮す

る上で非常に重要なポイントとなる。業界を牽引する同社自らが、幅広いチャネル開拓を含め、ふぐという食材を活かした新たな市場を創造していく仕掛けが求められよう。13年秋口から本格的にスタートする「身欠きふぐ」販売における来期以降の具体的な成果に注目したい。

また、もう1つの戦略の目玉である養殖事業は、単価の高いクロマグロなどをある程度まとまった量で出荷することにより、売上拡大に貢献するものと期待できる。一方、これまでの事業と比べて利幅が薄いことが想定され、相場変動に起因する利益の振れが大きくなる可能性が考えられる。また、自然災害や魚病の発生など、新たなリスクを抱えることになるため、どこまでリスクを許容していくのか、スケールメリットの追求とリスクコントロールのバランスも問われることになる。いずれにしても、リスクのないところにリターンはないものと前向きに評価したいが、具体的な事業計画を含めて、今後想定される収益構造の変化やリスク要因等に関する情報開示が求められる。

> 利益還元策

当面无配を継続する方針だが、財務的な配当余力に課題は見当たらない

◆上場以来無配を継続

同社は、「株主に対する利益還元と同時に、新規出店のための財務体質の強化及び人材の確保による競争力の向上を経営の重要課題」として位置づけ、「成長に見合った配当」を検討していく方針とするが、上場以来、無配を継続している。同社は、「未だ十分な内部留保が確保されている状況ではない」と考えており、当面无配を継続する公算が高いと見られる。しかし、同社の自己資本比率の高さや安定したフリーキャッシュフロー(営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの合計額)から、財務的には配当余力に乏しいとは言い難い。また、中長期的には着実な利益成長を見込まれること、特別な投資計画を想定していないことから、中長期的には配当を開始する可能性が高いと考える。なお、個人株主対策を目的として、「とらふぐ亭」にて利用できる5株以上の保有株式数に応じた食事券等の株主優待制度を導入している。

> バリュエーション比較

◆現在の株価水準はフェアバリュアの範囲内

同社の類似会社として、事業内容や企業規模からは関門海(3372 マザーズ)と一六堂(3366 東証一部)があげられるが、業績不振からの立て直しを図っている関門海を除き、一六堂との比較を行った。今期予想基準 PER、前期実績基準 PBR、今期予想基準 EBITDA 倍率の株価指標において、同社の株価水準に割安感はない。東京都の規制緩和等による成長期待や JASDAQ 全銘柄の今期予想基準 PER (7/19 時点 17.8 倍) からすれば、フェアバリュアの範囲内と考えられる。

【図表 11】 株価バリュエーション

銘柄 証券コード 決算期		東京一番フーズ 3067 9月	関門海 3372 3月	一六堂 3366 2月
売上高	百万円	3,243	5,650	10,043
(営業利益率)		5.0%	1.5%	7.8%
純利益	百万円	169	15	510
純資産	百万円	1,113	253	4,728
実績ROE		15.6%	5.4%	11.2%
予想PER	倍	17.9	48.6	12.0
実績PBR	倍	1.8	4.3	1.0
予想EBITDA倍率	倍	9.7	16.5	5.1
予想配当利回り		0.0%	0.0%	3.4%
過去3年成長率		-1.2%	-11.8%	5.3%
同 営業利益		4.7%	—	7.6%
株価	円	22,680	10,450	528
時価総額	百万円	1,958	973	4,517

(注) 東京一番フーズの予想は証券リサーチセンター予想、他 2 社の予想は会社予想、過去 3 年成長率は売上高の年平均成長率
(出所) 証券リサーチセンター

本レポートの特徴

■ 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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

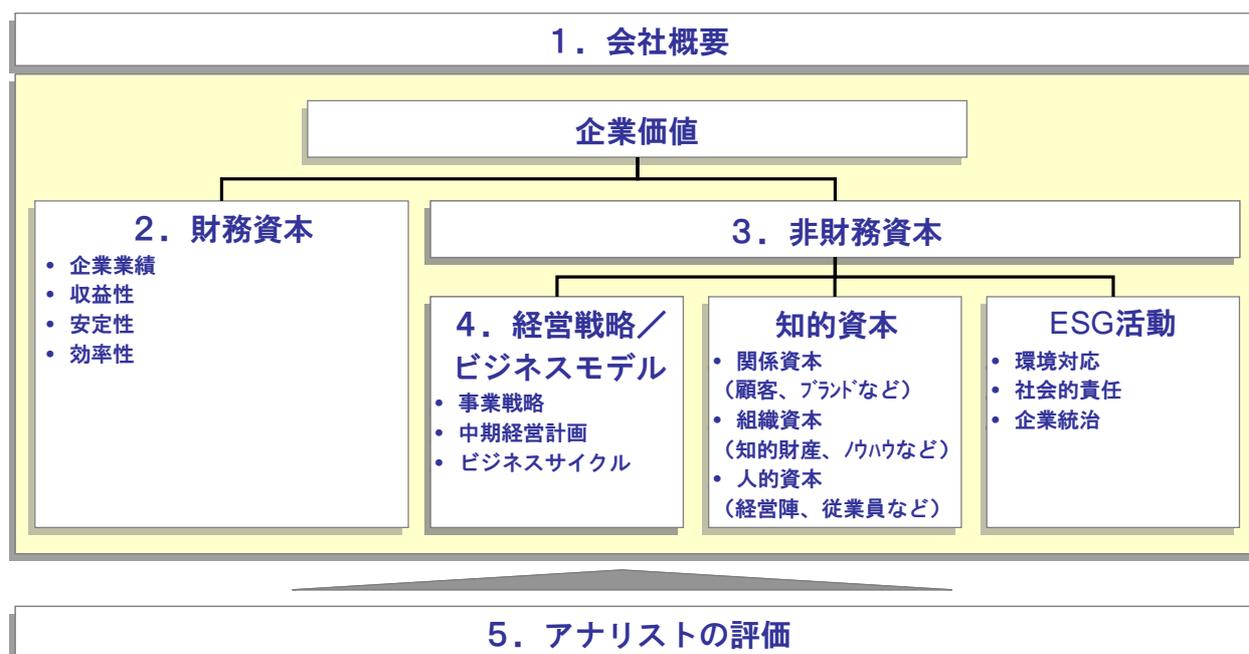
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。