

ホリスティック企業レポート

エー・ピーカンパニー

3175 東証一部

アップデート・レポート
2015年1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 20150127

エー・ピーカンパニー(3175 東証一部)

発行日: 2015/1/30

**15年3月期上期は前期出店分を含めた店舗数の拡大により増収増益
主力業態「塚田農場」を軸とした生販直結モデルの展開により高成長を目指す**

> 要旨

◆ 生販直結型の居酒屋「塚田農場」等を直営展開

- ・エー・ピーカンパニー(以下、同社)は、地鶏をメインとした「塚田農場」などの居酒屋を、首都圏を中心に展開している。
- ・自社農場での地鶏生産を含め、生産者との直接提携関係による「生販直結モデル」を強みとして高い成長性を実現してきた。

◆ 15年3月期上期決算は大幅な増収増益

- ・15/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高9,138百万円(前年同期比27.5%増)、営業利益600百万円(同73.3%増)であった。
- ・既存店売上が前年同期を下回ったことに加え、出店計画に遅れがあったものの、前期出店分の業績貢献等によりほぼ計画通りの増収を達成した。利益面は、増収効果のほか、出店計画の遅れにより出店費用の計上が先送りされたことから、計画を上回る増益となった。

◆ 15年3月期も大幅な増収増益を見込む

- ・15/3期について同社は、期初予想を据え置き、売上高20,300百万円(前期比28.5%増)、営業利益1,323百万円(同29.0%増)を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、会社予想の達成を見込んでいた前回レポート(14年7月発行)の業績予想を減額修正した。出店計画の遅れや既存店売上が想定を下回っていることから、売上高を19,500百万円(前期比23.5%増)、営業利益を1,300百万円(同26.8%増)へ修正したが、依然20%以上の成長率を想定している。

◆ 中期業績予想

- ・同社の中期的な成長戦略の柱は、生産流通事業の拡充と地鶏及び鮮魚業態を中心とした出店拡大、新規事業の育成である。地鶏及び鮮魚業態の出店ペースは毎期40店前後を想定している。
- ・当センターでは、15/3期業績予想を減額修正したことを踏まえ、中期業績予想も修正した。現在の出店環境等を鑑みて出店ペースを緩やかなものに見直した。17/3期までの成長率は売上高が年率22.5%、営業利益が同27.0%と見込んでいる。

【3175 エー・ピーカンパニー 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)
2012/3	8,320	59.0	415	116.8	462	140.6	218	96.2	36.5	77.9	0.0
2013/3	11,387	36.9	705	69.8	784	69.6	430	96.8	63.5	247.9	0.0
2014/3	15,793	38.7	1,025	45.5	1,243	58.5	675	56.9	91.0	338.7	0.0
2015/3 CE	20,300	28.5	1,323	29.0	1,445	16.2	855	26.6	115.1	—	0.0
2015/3 E	19,500	23.5	1,300	26.8	1,400	12.6	830	23.0	111.7	450.5	0.0
2016/3 E	23,800	22.1	1,700	30.8	1,800	28.6	1,050	26.5	141.4	591.8	0.0
2017/3 E	29,000	21.8	2,100	23.5	2,200	22.2	1,300	23.8	175.0	766.9	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アナリスト: 柴田 郁夫
+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】

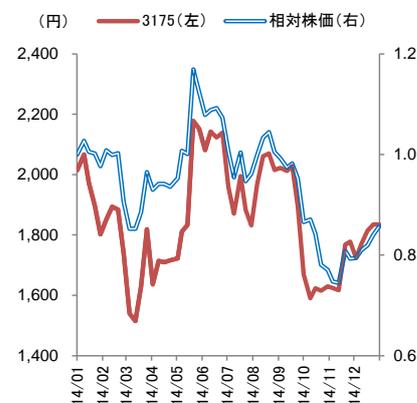
	2015/1/23
株価(円)	1,843
発行済株式数(株)	7,427,850
時価総額(百万円)	13,690

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	20.3	16.5	13.0
PBR(倍)	5.4	4.1	3.1
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(%)	0.4	14.1	-2.8
対TOPIX(%)	0.7	8.5	-15.5

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/1/10

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

◆ 生販直結型の居酒屋「塚田農場」等を直営展開

エー・ピーカンパニー(以下、同社)は、地鶏をメインとした「塚田農場」や、鮮魚をメインとした「四十八漁場」などの居酒屋を首都圏中心に展開している。自社農場での地鶏生産を含め、生産者(契約農家や漁師等)との直接提携関係による「生販直結モデル」を強みとして急速に店舗数を拡大し、高成長を実現してきた。その背景には、みやざき地頭鶏(じとっこ)等、産地直送の高級食材を平均客単価4,000円前後の中価格帯で提供するメニューと顧客満足度を高める独自のサービスにより、顧客からの支持を得てきたことがある。

注1) 14年8月に買収した新鮮組フードサービスの保有する店舗(11店舗)は含まれていない。

事業セグメントは、「塚田農場」や「四十八漁場」を主要ブランドとして、14年9月末現在で直営店139店舗^{注1)}(内、海外3店舗)、FC店50店舗を展開する販売事業と、地鶏、鮮魚、青果物などの生産及び加工、流通を行う生産流通事業に分かれている。なお、生産流通事業は、自社直営店向けの他、外部売上高としてFC店向けの食材提供等を行っている。販売事業が、売上高の94.2%、セグメント利益(調整前)の80.1%を占めている(15/3期上期実績)。主要業態の概要と店舗数の状況は図表1の通りとなっている(14年9月末)。

なお、FC店については、生産流通事業の拡大を図る中で、直営店を補う販売チャネルとして増やしてきたが、今後は直営店を中心とした店舗数の拡大を図る方針である。

【図表1】主要業態の概要と店舗数(海外3店舗を除く、14年9月末現在)

販売形態	モデル	店舗ブランド	特徴	直営店	FC店
外食	地鶏	宮崎県日南市塚田農場 宮崎県日向市塚田農場	「生産者の想いを伝える」をテーマとした店内で、自社農場等で育ったみやざき地頭鶏の炭火焼をはじめとしたひむか(宮崎)郷土料理と蔵元直送の銘酒を中心に提供	83	-
		北海道シントク町塚田農場	自社農場等で育った「新得地鶏」をはじめ、「インカのめざめ」等の十勝野菜や新得町名物の蕎麦など、十勝地方の素材を生かした料理を中心に提供	8	-
		鹿児島霧島市塚田農場	自社農場等で育った「黒さつま鶏」をメインに、黒豚のしゃぶしゃぶやさつま揚げ、きびなご、枕崎のぶえん鯉などの鹿児島の郷土料理を中心に提供	20	-
	鮮魚	四十八漁場等	「魚食文化を未来に残すこと」をテーマとして、日本各地の定置網や一本釣り漁師等と直結した「今朝獲れ鮮魚」や環境に配慮した未利用魚の料理などを中心に提供	14	-
	ホルモン	芝浦食肉等	東京芝浦の仲卸業者から仕入れる上質なホルモンを食材として、「もつ鍋」「ホルモン焼き」をメインに提供	10	-
中食	鮮魚	よんばち寿司	「今朝獲れ鮮魚」をはじめとする厳選した素材を、職人の手握りで提供	1	-
ライセンス	地鶏	じとっこ組合	みやざき地頭鶏の専門店として、自社農場等で育ったみやざき地頭鶏のモモ、ムネ、ささみ、手羽、内臓など全ての部位を多彩な料理で提供	-	50

(注) 新鮮組フードサービスの買収により取得した店舗(11店舗)は含まれていない

(出所) エー・ピーカンパニー資料より証券リサーチセンター作成

注2) 鹿児島県霧島市の処理加工工場については14年8月に竣工、10月より本格稼働を開始した。

生産拠点は、宮崎県(日南市)、北海道(新得町)、鹿児島県(霧島町)に自社農場(養鶏場)を有している他、宮崎県(日南市、綾町)に雛センター、宮崎県(日南市、西都市)と北海道(新得町)、鹿児島県(霧島市)注2)に処理加工工場を運営している。また、羽田空港近くに鮮魚の集荷配送センターを保有している。

現在の連結子会社は9社で、(株)地頭鶏ランド日南(宮崎県日南市で地鶏の生産流通事業を行う)、(株)セブンワーク(東京都中央卸売市場の売買参加権を取得して青果物等の卸売事業を行う)、(株)新得ファーム(北海道上川郡新得町で地鶏の生産流通事業を行う)、(株)カゴシマバンズ(鹿児島県霧島市で地鶏の生産流通事業を行う)、(株)プロジェクト48(宮崎県延岡市で定置網漁業を含めて鮮魚の生産流通事業を行う)、AP Company International Singapore Pte., Ltd.(シンガポールで飲食店運営を行う)、(株)エーピーアセットマネジメント(6次産業化ファンドの運営を行う)、エー・ピー投資事業有限責任組合(農水省との共同で立ち上げた6次産業化ファンド)、新鮮組フードサービス(居酒屋などの外食11店舗を運営)などである。

➤ ビジネスモデル

◆ 生販直結の業態モデルで差別化

同社業態の特徴は、自社農場における地鶏生産を含め、生産者(契約農家や漁師等)との直接提携及び信頼関係等により、産地直送の新鮮な高級食材を平均単価4,000円前後の中価格帯で提供する仕組みにある。

例えば、地鶏業態では、孵化からの一貫生産体制により中間流通コストの削減を図るとともに、モモ肉だけでなく全部位を余すことなく販売するノウハウがメインメニュー(炭火焼き)の低価格化を実現している。また、鮮魚業態では、漁師の協力と独自の空輸便導入により、配送時間の短縮と高い鮮度が可能となり、朝に水揚げされた鮮魚を夕方店舗に届ける「今朝獲れ便」が特徴となっている。一方、生産者からは商品価値に見合った価格で安定調達することで、生産者、消費者、同社、いずれにもALL-WINの関係を構築している。

注3) ミッション

同社は、「食のあるべき姿を追求する」というグループ共通のミッションの下、「生販直結モデル」の事業展開を通じて、第一次産業の活性化および高品質低価格の実現による、食産業における生産者、販売者、消費者のALL-WINの達成を目指している。

生販直結モデルは、生産者と消費者の両者にとって高いトレーサビリティを実現し、消費者には食の安全や美味しさを伝え、生産者には消費者の声をフィードバックすることで生産意欲を高める効果を生み出している。加えて、同社の従業員にとっても、生産者の想いや地域産業の活性化を担う事業の社会性や意義(ミッション注3)を共有することにより、高いモチベーションに支えられた接客サービスをはじめ、食材および産地の付加価値を高めるブランディングや、外食の枠を超えた人材採用も可能としている。

◆ 高いリピート率を実現する独自の販促方法

同社のもう一つの特徴として、「ジャブ営業」と呼ばれる独自の店内販促手法をあげることができる。客単価の約3%のサービス権限をスタッフへ移譲することでお土産に特製ミソを手渡す等、小さな付加価値を積み重ねるとともに、顧客とのコミュニケーションを深める機会を増やすことで顧客満足度を高め、再来店動機を促す仕組みとなっている。同社の既存店でのリピート率は50%を超える水準を維持している(15/3期第2四半期累計決算期)。

◆ 店舗数の拡大が同社業績を牽引する成長モデル

同社は、店舗数の拡大が業績を牽引する成長モデルである。一方、店舗数の拡大を図るうえで制約となるのが、地鶏や鮮魚など主力食材の安定的な調達力の他、人材や店舗立地、出店資金の確保などがあげられる。特に、同社業態の特徴を持続させるためには、生販直結型による食材調達力とミッションを共有できる人材の確保が重要となる。

同社は、今後の店舗数拡大の軸としている地鶏業態について、既に宮崎県で50万羽、全国で80万羽の地鶏生産体制を構築しており、約300店舗までの出店が可能となっている。また、鮮魚業態についても、全国漁場との直結ネットワークを広げるとともに、「今朝獲れ便」を前提とした物流拠点を各地に展開していく方針である。

一方、生産や加工、流通にも携わることができる同社の事業領域は、幅広い人材を採用するうえで有利に働いており、ミッション共感度とスキルレベルでセグメント化した独自の教育体系や、様々なキャリアアップを自ら選択できる人事制度と合わせて計画的な人材育成を図っている。

◆ 生産流通の拡充と販売形態の多様化を目指す

同社は、地鶏、鮮魚、青果物等の生産及び加工、流通体制の強化に加えて、蕎麦などの新たな食材の取り扱いにより、生産流通事業の拡充を図る計画である。13年7月には、国(農林水産省)と民間企業の共同出資により設立された農林漁業成長産業化支援機構と6次産業化ファンド^{注4}を共同で立ち上げ、全国の生産者や自治体との連携により、地方食材の発掘に活用する方針である。一方、販売事業でも、FF(ファーストフード)業態などの新業態開発や、今期より開始した高級弁当宅配サービスなど、小売や卸売にも本格参入することにより販売形態の多様化を図っていくとしている。

注4) 6次産業化ファンド

6次産業化ファンドとは、6次産業化事業体(農業者が流通、販売にも関わる事業)を支援するファンドのことで、国(農林水産省)と民間企業(金融機関や食品会社等)が共同で出資して設立された。

> 強み・弱みの分析

◆ 次世代の収益ドライバーの創出に注目

同社の競争力の源泉は、外食から生産、流通へ事業領域を拡張し、生販直結型の業態モデルを展開することにより、他社との差別化を図ってきたところにある。停滞する1次産業（地域産業）の活性化を自社のビジネス機会に結び付けた着眼や手腕は大いに評価に値すると言えよう。特に、中間流通コストの削減効果を狙うことにとどまらず、産地支援という社会的使命のもと、積極的にイニシアティブやリスクをとってきたことが、生産者や地方自治体からの支持に繋がったものと考えられる。

また、「ジャブ営業」と呼ばれる販促手法も、足元ではコストアップ要因となるものの、長期的に見れば、顧客のリピート率を高めることで既存店売上高を支え、収益性の維持に貢献しているものと評価できる。

一方、課題は、店舗数拡大のボトルネックとなり得る店舗物件の取得のほか、主力食材の調達力や人材等をいかにバランスよく確保していくかであろう。また、現在の主力業態の出店ペースが一巡した後、どのように販売形態の多様化を図っていくのかも中期的な課題としてあげられる。同社は、今後も全国の生産者や自治体と提携し、生産流通事業の拡充を目指しているが、生産者側が期待しているのは、同社の販売に関するノウハウやネットワークであり、「塚田農場」での成功体験やブランド力をいかに次世代の収益ドライバーの創出に結び付けていくのか、海外展開を含めて注目したい。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・生販直結型の業態による差別化 ・店舗拡大に向けた展開力 ・高いリピート率を実現する独自の販促手法 ・生産者や地方自治体との連携による食材の調達力とブランディング
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・生産や流通領域への参入に伴うリスク範囲の拡大 ・米山社長への依存度 ・急激な業容拡大に体制が追いつかない懸念(食材調達力、人材等)
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・景気回復による消費マインドの高揚 ・食のこだわりや本物志向 ・1次産業(地域産業)振興の動き ・海外への進出
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・消費税増税等による消費マインドの低下 ・円安の影響を含めた原価の高騰 ・食の安全性(産地偽装、食中毒等)を脅かす事件等の影響 ・鳥インフルエンザの発生による被害

(出所) 証券リサーチセンター

> 決算概要

◆ 15年3月期上期は前期出店分の貢献等により大幅な増収増益

15/3 期第2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高 9,138 百万円 (前年同期比 27.5%増)、営業利益 600 百万円 (同 73.3%増)、経常利益 690 百万円 (同 60.0%増)、純利益 406 百万円 (同 81.4%増) と大幅な増収増益であった。期初会社予想に対する達成率は、売上高が 99.3%とほぼ計画通りとなった一方、営業利益は 127.7%と計画を上回った。

主力の販売事業が、前期出店分を含めた店舗数の拡大により増収に寄与した。また、期初予想に対しては、新規出店の遅れや想定外の閉店 (2 店舗) ^{注5}があったことに加えて、既存店売上高 (前々期までの出店分) も前年同期比 3%減の計画に対して同 4.5%減と振るわなかったものの、前期出店分が順調に業績貢献したことや新鮮組フードサービスの買収 (115 百万円の売上貢献) により、ほぼ計画通りの売上高を達成することができた。

注5) 主力業態以外 (ホルモン業態) の2 店舗を閉店した。

なお、既存店売上高が前年同期を下回った要因について同社は、前期の既存店売上高がテレビ放映効果で一時的に高い水準にあったことの反動との見方をしており、店舗稼働率そのものは十分に高い水準を確保している模様である (14/3 期上期の既存店売上高は前期比 3.2%増)。

一方、生産流通事業も、13 年 4 月に西都市 (宮崎県) に開設した地鶏加工場の稼働が順調に進んだことなどから、事業単位での業績の規模を示すセグメント間の内部取引高を含む総売上高は 1,416 百万円 (前年同期比 19.7%増) に拡大した。

利益面では、生産流通事業における生産効率の向上や内製化の進展等により原価率が低下したことに加えて、事業拡大に向けた人件費増や本社移転を含めた本社費用の増加分を増収により吸収した結果、営業利益率は 6.6% (前年同期は 4.8%) に改善した。但し、営業利益が計画を上回った要因の約半分は、新規出店の遅れにより出店コストが想定以下となったことによるものである。

【 図表 3 】 15 年 3 月期上期の決算概要

(単位：百万円)

	14/3期上期 実績		15/3期上期 実績		増減		15/3期上期 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	7,166		9,138		1,972	27.5%	9,200		99.3%
販売事業	6,677	93.2%	8,606	94.2%	1,929	28.9%	-	-	-
(総売上高) ^{※1}	6,687	-	8,617	-	1,930	28.9%	-	-	-
生産流通事業	489	6.8%	531	5.8%	42	8.6%	-	-	-
(総売上高) ^{※1}	1,183	-	1,416	-	233	19.7%	-	-	-
売上原価	2,235	31.2%	2,759	30.2%	524	23.4%	-	-	-
販管費	4,584	64.0%	5,778	63.2%	1,194	26.0%	-	-	-
営業利益	346	4.8%	600	6.6%	254	73.3%	470	5.1%	127.8%
販売事業	260	3.9%	482	5.6%	222	85.4%	-	-	-
生産流通事業	92	7.8%	119	8.5%	27	29.3%	-	-	-
調整	-6	-	-2	-	-	-	-	-	-
経常利益	431	6.0%	690	7.6%	259	60.0%	540	5.9%	127.9%
純利益	224	3.1%	406	4.4%	182	81.4%	310	3.4%	131.2%
期末店舗数 ^{※2}	113		139		26				
外食	110		135		25				
中食	1		1		0				
海外	2		3		1				
FC店	43		50		7				
既存店売上高	103.2%		95.5%						

(※1) 総売上高とは、内部取引を含む売上高の合計値。また、事業別の営業利益率は各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算

(※2) 期末店舗数の中に、新鮮組フードサービスの買収により取得した店舗(11店舗)は含めていない。

(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 戦略の進捗

◆ 出店計画の進捗と見通し

同社は、15/3期の上期出店計画について、新規出店44店舗(内、外食40店舗)、退店ゼロ、期末店舗数176店舗を予定している。14年12月末現在の実績をみると、新規出店に進捗の遅れがみられることに加え、想定外の閉店があったことから期末店舗数の目標到達は厳しい状況と言える(図表4参照)。

なお、14年8月に新鮮組フードサービスを買収したことにより取得した11店舗については、その内7店舗を自社ブランド(地鶏及び鮮魚業態)へ変更した(14年12月までの新規出店数23店舗の中に含む)。

出店地域については首都圏が中心となっているが、今期は初めて広島

県と宮城県にも出店を行った。同社は、出店余地の残る首都圏をはじめ、未開拓の地方都市への出店を拡大することで、中長期的には塚田農場 350 店舗体制を目指している (図表 5 参照)。

注 6) これまで外注していた物流機能 (仕分けや配送等) を内製化することでオペレーションの効率化を図った。

また、鮮魚業態 (四十八漁場) については、出店拡大に向けた体制準備のため、しばらく出店を凍結していたが、漁師とのネットワークが拡大したことや配送センターの機能拡充^{注 6}を図ったことから今期より出店を再開した (14 年 12 月末までに 2 店舗出店)。今後は、羽田空港近くの配送センターからアクセスしやすい国道 16 号線沿いを中心にまずは 50 店舗まで拡大する予定であり、その後は、全国に配送センターを設置することにより更なる店舗拡大を目指していく方針としている。

【 図表 4 】 業態別の出退店の状況

(単位：店)

	14/3期末 実績	14年12月までの出退店実績			14年12月末 実績	15/3期の出退店計画			15/3期末 計画
		出店	変更	退店		出店	変更	退店	
外食	128	23	-	-3	148	40	-	-	168
地鶏M(塚田農場)	102	21	-	-	103	38	-	-	140
鮮魚M(四十八漁場)	14	2	-	-	16	2	-	-	16
ホルモンM(芝浦食肉等)	12	-	-	-3	9	-	-	-	12
中食、FF等	1	-	-	-	1	2	-	-	3
海外	3	-	-	-	3	2	-	-	5
合計	132	23	-	-3	152	44	-	-	176

(注) 新鮮組 FS の買収により取得した 11 店舗のうち、主力業態に変更した 7 店舗は新規出店の中に含まれている。それ以外は含めていない。

(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 5 】 地域別の出店状況

(単位：店)

	14/3期末店舗数		14年12月末		増減		塚田農場出店余地 (同社推定)
		塚田農場		塚田農場		塚田農場	
首都圏	104	78	116	91	12	13	210
関西圏	10	10	13	13	3	3	40
東海圏	2	2	3	3	1	1	30
地方都市	13	12	17	16	4	4	70
北海道	4	3	4	3	0	0	-
宮城	0	0	2	2	2	2	-
福島	1	1	1	1	0	0	-
群馬	3	3	3	3	0	0	-
広島	0	0	2	2	2	2	-
宮崎	2	2	2	2	0	0	-
熊本	1	1	1	1	0	0	-
鹿児島	2	2	2	2	0	0	-
海外	3	3	3	3	0	0	-
合計	132	105	152	126	20	21	350

(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 生産流通事業の拡充と 6 次産業化の推進

地鶏業態については、エー・ピー6次産業化ファンドの1号案件であるガゴシマバンズ(連結子会社)の霧島市(鹿児島県)の処理加工工場が14年8月に竣工した(10月より本格稼働)。工場の処理能力は年間約12万羽であり、出店ペースに合わせて工場の稼働率を高めていく方針である。現在の地鶏生産体制は宮崎県(年間約50万羽)への依存度が高いため、リスク分散からみても大きな成果と言える。当該子会社は、「黒さつま鶏」だけでなく、鹿児島の畜産物や水産物(かごしま黒豚や志布志湾天然はも等)の取り扱いも開始した。

◆ 新規事業の育成による販売形態の多様化

販売形態の多様化については、中食・FF業態や小売事業への新規参入、海外展開などに取り組んでいる。

FF業態は、14年4月から新たにそば事業(鴨そば 塚田農場)を開始し、西新橋にマーケティング店舗(店舗数には含めていない)をオープンした。主力メニューである「鴨せいろう」を890円の中価格帯で提供している。山形県に鴨肉の生産拠点を開設するなど、本格的な出店開始に向けて準備を進めている段階である。

また、小売事業については、14年7月から宅配弁当事業(ブランド名は「塚ラボ」)を開始した。価格帯は1,200円~3,000円と幅があるが、1,500円以上のおもてなし高級弁当市場への参入を狙っている。現在の製造拠点は赤坂1カ所のみであるが、製薬会社などを中心に注文が拡大しており、近々に2カ所目の製造拠点を開設する計画である。15/3期の売上貢献は50百万円程度、利益面は営業赤字と推察されるが、16/3期は3~4億円の売上高を見込んでいるようである。

海外展開については、これまでのシンガポール3店舗(直営店)での経験を通じて、オペレーションのフォーマットが確立してきたことから、本格的な出店拡大に向けて準備を進めている。シンガポールでの出店は6~7店舗までが限界との見方をしており、狙いは近隣のASEAN諸国への進出にある。シンガポールにて確立された「美人鍋」ブランドをFCにて他のASEAN諸国にも展開する方針を掲げており、15/3期はフィリピンにてFC1号店の出店が確定している。

> 業績予想

◆ エー・ピーカンパニーによる業績予想

15/3期について同社は、期初予想を据え置き、売上高20,300百万円(前期比28.5%増)、営業利益1,323百万円(同29.0%増)、経常利益1,445百万円(同16.2%増)、当期純利益855百万円(同26.6%増)と増収増益を見込んでいる。

事業別予想の開示はないが、15/3 期も地鶏業態を中心とした店舗数拡大による販売事業の伸長が業績を牽引する計画である。また、期初予想の前提となる新規出店数は 44 店舗（内、外食 40 店舗）、及び既存店売上高は前期比 3%減を想定している。

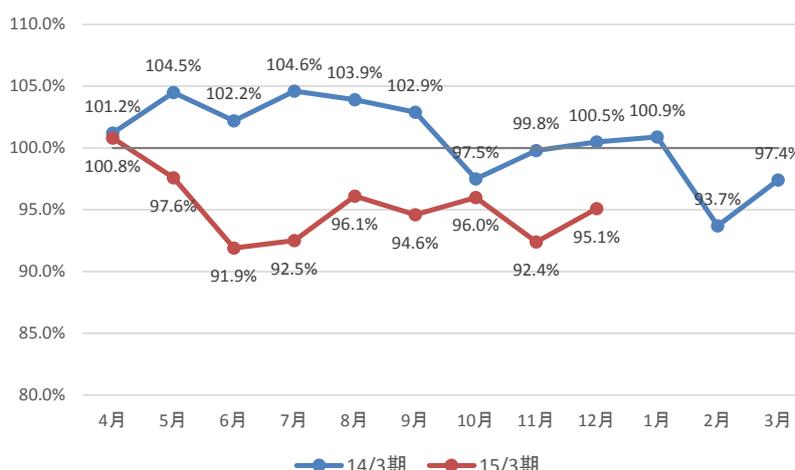
利益面では、新規出店数の増加に伴う出店コストの拡大が見込まれるものの、流通生産事業における先行投資の一巡や稼働率の向上、鮮魚業態「四十八漁場」の損益改善などにより営業利益率は横ばいを維持できると見込んでいる。

なお、15/3 期上期の営業利益が計画を大きく上回ったものの、その要因の約半分は出店計画の遅れによるところであり、下期は出店ペースを加速し当初計画通りの新規出店を想定していることから、利益計画を変えていない。

◆ 証券リサーチセンターによる業績予想

当センターでは、15/3 期上期の実績や足元の出店状況等を踏まえ、同社の出店計画の達成は難しいとみられることや既存店売上高も想定を下回って推移していることから、会社予想の達成を見込んでいた前回レポートの業績予想を減額修正した。前提となる期末店舗数を 160 店舗（前期末比 28 店舗増）、既存店売上高を前期比 5%減に見直し、売上高 19,500 百万円（前期比 23.5%増）、営業利益 1,300 百万円（同 26.8%増）へ修正した。

【 図表 6 】 既存店売上高（前年同月比）の推移



(出所) エー・ピーカンパニー月次開示資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 7 】 15 年 3 月期の業績予想

(単位：百万円)

	14/3期 実績		15/3期 当センター予想				増減(率)		15/3期 会社予想	増減(率)
	構成比		修正前		修正後		修正前	修正後		
			構成比		構成比					
売上高	15,793		20,300		19,500		28.5%	23.5%	20,300	28.5%
販売事業	14,788	93.6%	19,000	93.6%	18,200	93.3%	28.5%	23.1%	-	-
(総売上高)※	14,808	-	19,020	-	18,220	-	28.4%	23.0%	-	-
生産流通事業	1,004	6.4%	1,300	6.4%	1,300	6.7%	29.5%	29.5%	-	-
(総売上高)※	2,521	-	3,300	-	3,100	-	30.9%	23.0%	-	-
売上原価	4,880	30.9%	6,300	31.0%	6,000	30.8%	29.1%	23.0%	-	-
販管費	9,887	62.6%	12,677	62.4%	12,200	62.6%	28.2%	23.4%	-	-
営業利益	1,025	6.5%	1,323	6.5%	1,300	6.7%	29.1%	26.8%	1,323	6.5%
経常利益	1,243	7.9%	1,445	7.1%	1,400	7.2%	16.3%	12.6%	1,445	7.1%
当期純利益	675	4.3%	855	4.2%	830	4.3%	26.7%	23.0%	855	4.2%
期末店舗数(店)	132		176		160		44	28	176	44
外食	128		168		156		40	28	168	40
中食	1		3		1		2	0	3	2
海外	3		5		3		2	0	5	2
既存店売上高	100.6%		97.0%		95.0%				97.0%	

(※) 総売上高とは、外部顧客への売上高と内部取引等の合計値、事業別の営業利益率は各セグメント利益を事業別総売上高で除して計算
(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 中期業績予想

◆ 中期経営計画

同社は 16/3 期を最終年度とする中期経営計画を公表している。生産流通事業の拡充と外食を中心とした店舗数の拡大が同社の成長を牽引するシナリオとなっており、16/3 期の新規出店数も 45 店舗（内、外食 40 店舗）を計画している。14/3 期を基準とした 16/3 期までの成長率は売上高が年率 27.6%、営業利益が同 31.6%を見込んでいる。

一方、利益面では、生産流通事業における生産効率の向上や増収による固定費負担の軽減により、16/3 期の営業利益率は 6.9%に改善する想定となっている。

また、同社は中長期的な成長イメージとして、6 次産業化の更なる推進を図る一方、主力業態を中心とした既存事業（外食）の拡大と新規事業の育成による販売形態の多様化を目指している。

【 図表 8 】 エー・ピーカンパニー中期経営計画 (単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	成長率
	実績	同社計画	同社計画	
売上高	15,793	20,300	25,700	27.6%
伸び率	38.7%	28.5%	26.6%	
営業利益	1,025	1,323	1,776	31.6%
利益率	6.5%	6.5%	6.9%	
新規出店数(店)	37	44	45	-
期末店舗数(店)	132	176	221	29.4%
外食	128	168	208	27.5%
中食・FF	1	3	6	144.9%
海外	3	5	7	52.8%

(出所) エー・ピーカンパニー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

既存事業(外食)については、年間40店舗前後の出店を継続することにより地鶏業態350店舗、鮮魚業態50店舗の合計400店舗(売上高で500億円)体制を目指している。

一方、新規事業については、そば業態などによるFF業態や、高級弁当宅配サービス等による小売事業、ASEAN諸国を中心とした海外事業、生産流通の外販による卸売事業など、販売形態(チャンネル)の多様化を図ることで既存事業と同規模にまで事業拡大を図るイメージを抱いている。

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

当センターでは、15/3期の業績予想を減額修正したことを踏まえ、中期業績予想も減額修正した。前回予想では、每期45店舗(内、外食40店舗)の新規出店を想定していたが、現在の出店環境等を鑑みて每期35店舗前後(内、外食30店舗)の店舗増に見直した。17/3期までの成長率は、売上高が年率22.5%、営業利益が同27.0%と見込んでいる。

また、営業利益率は、修正後の15/3期業績予想(6.7%)を基準として緩やかに改善すると予想した。今後も増収による固定費負担軽減や生産流通事業の稼働率向上が期待できるものの、依然として高い成長率を支えるための先行費用(出店コストや人件費の増加、新規事業への投資等)が想定されることから大幅な利益率の改善には慎重な見方が必要とみている。

【 図表 9 】 証券リサーチセンターによる中期業績予想

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期		16/3期		17/3期		成長率	
	実績	当センター予想 修正前	当センター予想 修正後	当センター予想 修正前	当センター予想 修正後	当センター予想 修正前	当センター予想 修正後	修正前	修正後
売上高	15,793	20,300	19,500	25,700	23,800	32,000	29,000	26.5%	22.5%
伸び率	38.7%	28.5%	23.5%	26.6%	22.1%	24.5%	21.8%		
営業利益	1,025	1,323	1,300	1,776	1,700	2,200	2,100	29.0%	27.0%
利益率	6.5%	6.5%	6.7%	6.9%	7.1%	6.9%	7.2%		
新規出店数	37	44	31	45	34	45	35	-	-
退店数	2	0	3	0	0	0	0	-	-
期末店舗数(店)	132	176	160	221	194	266	229	26.3%	20.2%
外食	128	168	156	208	186	246	216	24.3%	19.1%
中食・FF	1	3	1	6	3	10	6	115.4%	81.7%
海外	3	5	3	7	5	10	7	49.4%	32.6%

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 中期的にも配当は見送られる公算が大きい

同社は、「株主に対する利益還元を重要な経営課題としており、経営成績及び財務状態等を勘案し、利益還元策を決定していく」方針を掲げている。ただし、設立以来、新規出店による事業規模の拡大及び財務基盤の強化を目的に内部留保の充実を優先させてきたことから配当の実績はない。15/3期も無配が継続される予定である。

当センターによる中期業績予想に基づけば、16/3期以降も、積極的な店舗数拡大や新規事業への投資が想定される一方、自己資本比率(14年9月末時点で28.1%)は十分に高い水準とは言えないことから、しばらくの間、配当という形での株主還元は見送られる可能性が高いと考えられる。

「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

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、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

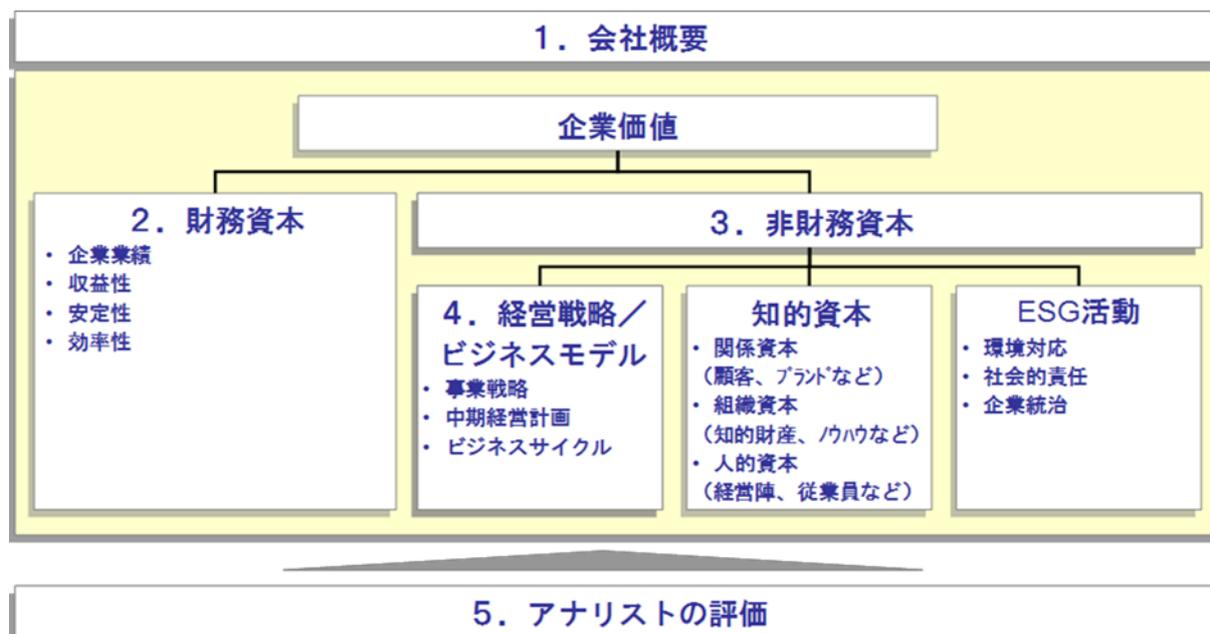
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。