

# ホリスティック企業レポート

(3366 一六堂 東証二部)

フル・レポート  
2012年12月6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20121203

## 要旨

### 1. 会社の概要

- ・同社は高価格帯の和食居酒屋「天地旬鮮 八吉」を主力業態に、都心部を中心に18業態 83店舗を直営展開。
- ・漁港での買参権を活用した独自の鮮魚流通システムと、主要駅近くの好立地エリアにドミナント展開する店舗戦略に特徴。
- ・2011年12月に東証二部上場。12年12月10日より東証一部に指定替えの予定。

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

#### 【主要指標】

	2012/11/30
株価(円)	528
発行済株式数(株)	8,684,400
時価総額(百万円)	4,585

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	14.6	9.5	9.0
PBR(倍)	1.0	1.0	0.9
配当利回り(%)	2.7	3.0	3.2

### 2. 財務面の分析

- ・厳しい業界環境の中、同社は安定的な売上への伸びと高い収益性を維持。
- ・2012年2月期は東日本大震災の反動増もあり大幅な増収増益。
- ・2013年2月期は会社計画並みの増収増益を予想。

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	10.7	29.7	50.9
対TOPIX(%)	9.9	26.9	47.0

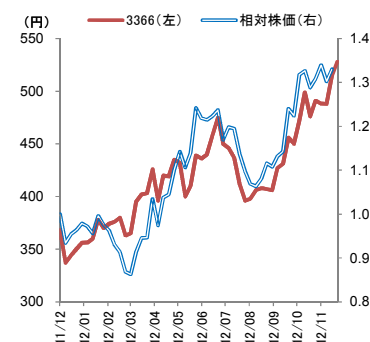
### 3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、現在のマネジメントチームが築いたビジネスモデルによって形成。これが高い収益性や財務基盤を支える。

### 4. 経営戦略の分析

- ・当面の戦略は都内及び首都圏を中心に主力業態を軸とした店舗展開。中長期的には地方都市へのエリア拡大も視野。
- ・エリア拡大による店舗数増加で売上高成長が見込まれる反面、同社の特徴や強みが薄れる成長のジレンマ対策に注目。

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2011/12/5

### 5. アナリストの評価

- ・同社の中期的な出店計画に基づくと、2015年2月期までの年平均成長率は売上高で+8.2%、営業利益は+13.1%を予想。
- ・現在の株価水準は、見直し余地ありと判断され、中長期的な適正株価水準は650円～850円のレンジを想定。

#### 【3366 一六堂 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)
2010/2	8,606	-1.9	626	-11.1	719	-9.9	366	-27.0	4,292.7	46,994.4	1,000.0
2011/2	8,862	3.0	426	-31.9	562	-21.9	213	-41.7	2,500.2	48,713.0	1,050.0
2012/2	9,860	11.3	760	78.2	882	57.0	309	45.1	36.3	516.6	534.0
2013/2 CE	10,523	6.7	907	19.4	1,053	19.3	473	53.1	55.4	-	16.0
2013/2 E	10,523	6.7	907	19.4	1,053	19.3	473	53.1	55.4	551.3	16.0
2014/2 E	11,500	9.3	1,000	10.3	1,140	8.3	500	5.7	58.5	593.8	17.0
2015/2 E	12,500	8.7	1,100	10.0	1,240	8.8	540	8.0	65.4	663.2	19.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

(注)2011年11月株式分割(1株→100株)

## 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

### 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
- － 今後の戦略

### 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
- － 今後の株価見通し

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

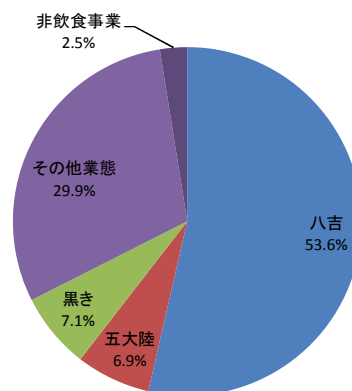
#### ◆ 都心部を中心に和食居酒屋「天地旬鮮 八吉」などを直営展開

同社は都心部を中心に和食居酒屋等を直営展開する。主力業態は高価格帯の和食居酒屋「天地旬鮮 八吉」で、2012年2月期売上高の53.6%を占める。その他、世界の創作料理「五大陸」や「もつ鍋 黒き」など18業態を展開し、12年8月末の店舗数は83店舗を有する。

連結子会社は4社(すべて完全子会社)で、その内3社は店舗立地を取得するために買収したもの。残り1社は、青果物等の一括仕入れを行うために設立した。

事業セグメントは、「飲食事業」のほか、同社グループで仕入れた鮮魚や青果物等の卸売を行う「商品卸売事業」、ライセンス提供及び不動産賃貸などを行う「その他事業」に分類されるが、「飲食事業」が収益の大部分を稼ぎ出す。

【図表1】業態別売上構成



(出所)2012/2 期有価証券報告書より当センター作成

【図表2】各業態の特徴

業態	特徴	客単価 (円)	店舗数
天地旬鮮 八吉	「天然」、「地物」、「旬」、「新鮮」をテーマに開発した和食業態。同社の保有する買参権(※)の活用により、各地の漁港にて買い付けた鮮魚を中間業者を介することなく直接提供する。個室感のある内装で幅広い年齢層の多様な目的に対応する。	4,900	35
五大陸	イタリアン、和食、中華など世界の様々な料理とお酒をオリエンタルな雰囲気で開催する。	3,400	6
もつ鍋 黒き	厳選された「もつ」のみを使用し、多種多様な飲料とともに美味しいもつ鍋を、落ちついた雰囲気で開催する。	4,000	8
その他	個室、半個室を中心とした創作和食居酒屋「銀の月」を5店舗。定評ある鮮魚を中心とした和食と洋の空間の絶妙なコラボレーションが織りなすおとなの空間「銀座酒房 六角」が6店舗。本場仙台の名店の味が東京で楽しめる専門店「仙台牛たん 荒」が6店舗。「和食酒房 うさみや」が4店舗。「天地旬鮮 八吉」のコンセプトをさらに進化させ拘った高級店「のど黒屋」が3店舗。その他の業態が10店舗となっている。	-	34

(※)買参権とは、卸売市場でセリ取引に参加することができる権利、および卸売市場の前段階(漁業協同組合が主催する漁港でのセリ取引)で、鮮魚を買い付けることができる権利。

(出所) 2012/2 期決算説明会資料及び 12/8 期決算説明会資料より当センター作成

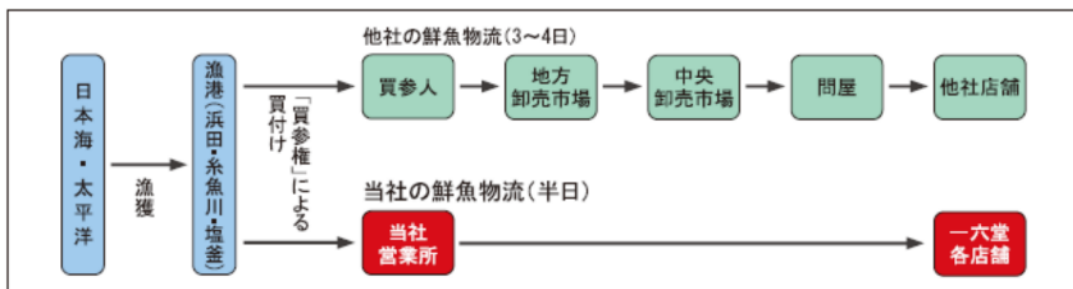
> ビジネスモデル

◆ 「買参権」活用で他社と差別化

同社のビジネスモデルは、新規出店を梃子にした売上高成長モデルと考えられる中、大きな特徴として漁港の買参権(図表2脚注)を活用した独自の鮮魚流通システムが挙げられる。通常、外食業界の鮮魚仕入れは複数の流通段階を経るが、買参権を保有する同社は仕入れ鮮魚の一部を直接漁港で買い付け、それを各店舗に直送している(図表3)。これによって同社は、①安い(仕入値は他社の推定1/2)、②新鮮(水揚げされたばかりの鮮魚)、③安心安全(漁獲された漁港やいつ誰が採取した魚かまで分かる)、④希少価値(大都市圏の店頭には並ばない多種多様な鮮魚を提供)の4メリットを享受し、これが主力業態「天地旬鮮 八吉」のコンセプトを形成している。

一般的に、買参権は漁港や地元関係者にしか取得できないと言われていたが、同社は漁港関係者との信頼関係の上に買参権を獲得。漁業関係者以外の権利取得が難しいだけに、同業他社の買参権保有は確認されず、また簡単に模倣できるものでもない。現在、同社は新潟・島根・宮城県の計11漁港の買参権を取得しており、これによって最大200店舗までの漁獲量は確保できている模様。

【図表3】買参権を活用した鮮魚流通システム



(出所) 同社社案内より抜粋

【図表4】買参権を取得した漁港・市場名

取得年月	取得漁港・市場名
2003年11月	地方卸売市場 糸一印(糸魚川魚市場)
2003年11月	新潟県姫川漁港
2003年11月	新潟県能生漁港
2004年9月	新潟県浦本漁港
2006年4月	島根県浜田漁港
2006年4月	島根県大田市漁港
2006年4月	島根県益田市漁港
2006年4月	島根県大田市和江漁港
2006年4月	島根県江津漁港
2006年4月	島根県仁摩漁港
2006年4月	島根県惠曇漁港
2006年11月	地方卸売市場 (株)一印上越魚市場
2010年4月	宮城県塩釜漁港
2010年4月	地方卸売市場 塩釜市魚市場

(出所)2012/2 期有価証券報告書より当センター作成

なお、同社は青果物についても東京中央卸売市場の売買参加権を取得している。それによって仕入値を安く抑えることができる他、生産者の特定（トレーサビリティ）を可能とすることで食の安全性を確保する狙いもある。

#### ◆ 東京 23 区内を中心に好立地物件に特化した店舗戦略

同社の店舗戦略の基本は、ビジネス街である首都圏主要ターミナル駅及び山手線沿線主要駅へのドミナント出店である。現在の出店地域は以下の通りとなっている（図表 5）。

同社は、具体的な物件選定条件として、①ビジネスマン帰宅の導線、②大企業進出状況（ビジネスマン人口）、③周辺環境（ターミナル駅、繁華街）の 3 つに絞っている。その狙いは、A) 17 時台からの宴会開始、B) 退社時間のバラツキに対応した幅広い時間帯の顧客獲得、C) 終電間際までの飲食、などが挙げられよう。

その結果、複数回転の席効率を可能としたうえ、2 次会・3 次会需要の取り込みでドリンク比率上昇による原価率の改善が図られている。加えて、ドミナント出店は配送コストの削減や人材融通による効率的な店舗運営を可能としており、同社の高い収益性を支える要因の一つと考えられる。

【図表 5】同社の出店地域（2012年8月末現在）

出店地域	店舗数
銀座・新橋地区	20店舗
西新宿地区	14店舗
東京駅八重洲地区	9店舗
池袋地区	9店舗
秋葉原・神田・御茶ノ水地区	4店舗
横浜地区	2店舗
上野地区	5店舗
品川・田町・浜松町地区	5店舗
渋谷地区	3店舗
その他エリア	12店舗
合計	83店舗

(出所)2012/8 期決算説明会資料より当センター作成

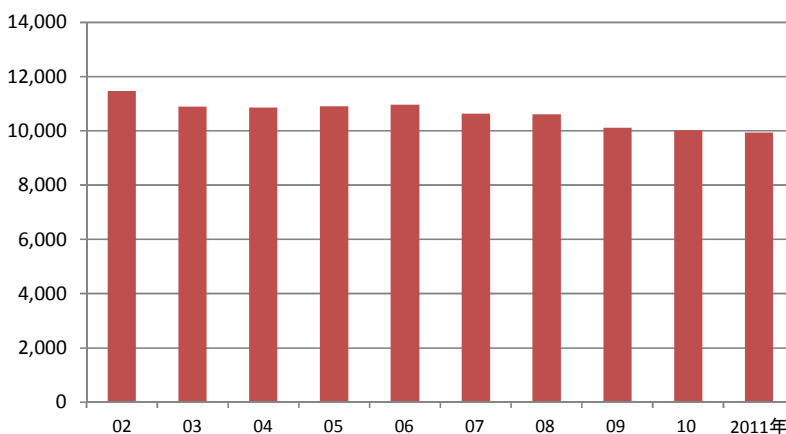
## > 市場構造とポジション

#### ◆ 居酒屋業界は厳しい環境が続く

外食産業総合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 2011 年の市場規模は、約 1 兆円弱と推定されている（図表 6）。過去の推移を見ると、景気の停滞が続く中、接待費の削減や個人消費の低迷、低価格業態の出現や東日本大震災の影響などで、市場はダウントレンドが続いている。したがって、居酒屋業界は多様化したニーズの取り込みや差別化戦略など、厳しい業界環境を生き抜くアイデアが求められる。

一方、参入障壁が低い業界であるがゆえに、競合状況は常に新陳代謝の激しい市場環境であると言える。同業他社としては、モンテローザ(非上場)、ワタミ(東証一部:7522)、コロワイド(東証一部:7616)、大庄(東証一部:9979)などが売上規模で業界上位を占める。

(単位:億円) 【図表6】居酒屋・ビアホール等の市場規模推移



(出所) 外食産業総合調査研究センター

## > 沿革と経営理念

### ◆ 沿革

同社は、1995年に現社長の柚原氏によって時計販売を目的に設立された。96年に「五大陸」八重洲北口店オープンで飲食店経営に方向転換し2003年6月に主力業態の「天地旬鮮 八吉」八重洲店をオープンさせ、同年11月に新潟県2漁港・1市場の買参権を取得した。その後、新規出店を成長ドライバーに、05年には名証セントレックス市場に上場。06年に島根県7漁港、10年には宮城県塩釜漁港の買参権を取得し、現在では11漁港の買参権を保有。その他、06年に東京都中央卸売市場大田青果市場の売買参加権も取得した。その一方で、06年と08年のM&Aで計36店舗を取得して業容を拡大し、11年12月には東証二部上場、12年12月10日に東証一部に指定替えの予定。

### ◆ 経営理念

同社は「本物の食文化の提供を目指す」を企業理念に、「素材へのこだわり」「空間へのこだわり」「人材へのこだわり」で差別化されたサービスを主な顧客層であるビジネスマンに提供している。

## 2. 財務面の分析

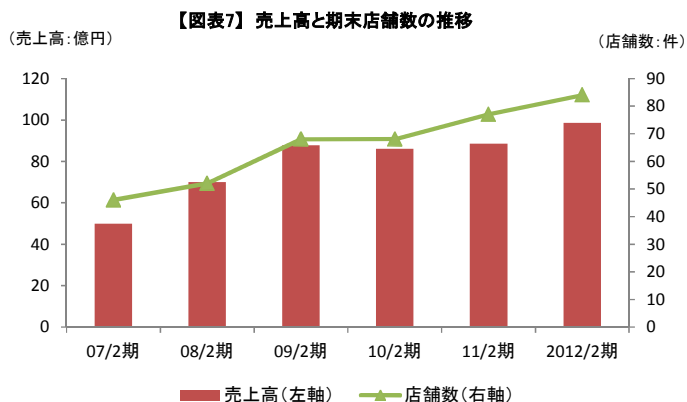
### > 過去の業績推移

#### ◆ 主力業態をドライバーに堅実な成長

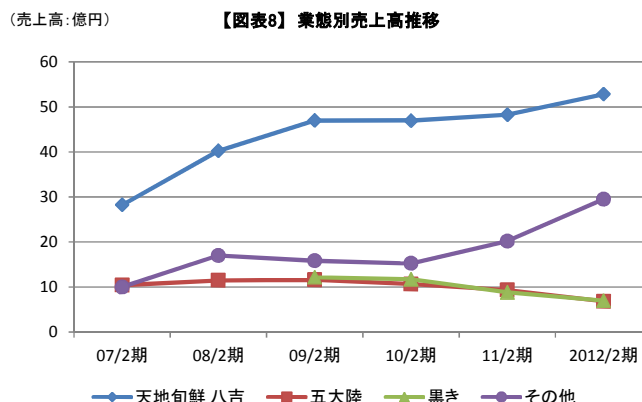
同社は新規出店と M&A による店舗取得 (2006 年 19 店舗、08 年 17 店舗) で売上高を伸ばしてきた (図表 7)。2010 年 2 月期から 11 年 2 月期にかけては、景気低迷を背景に出店を控えたことで、売上高成長に若干足踏み状態が見られたものの、12 年 2 月期から再び成長基調に入ったと考えられる。

同社の売上高成長を牽引してきたのは高価格帯の「天地旬鮮 八吉」であるが、景気動向を見ながら「その他」に分類される多様な業態 (新業態を含む) をフレキシブルに出店。高価格帯から低価格帯までをカバーするマルチ業態戦略で顧客層の幅を広げ、景気動向に左右され難い業態ポートフォリオを構築していると考えられる (図表 8)。

その結果、1 店舗当たりの年平均売上高は、マルチ業態戦略で低下傾向にあるものの、店舗数の拡大でこれをオフセットしながら全体の売上高成長を維持しており、直近の 1 店舗当たり年平均売上高も約 120 百万円で下げ止まりの兆しが見受けられる (図表 9)。



(出所) 有価証券報告書より当センター作成



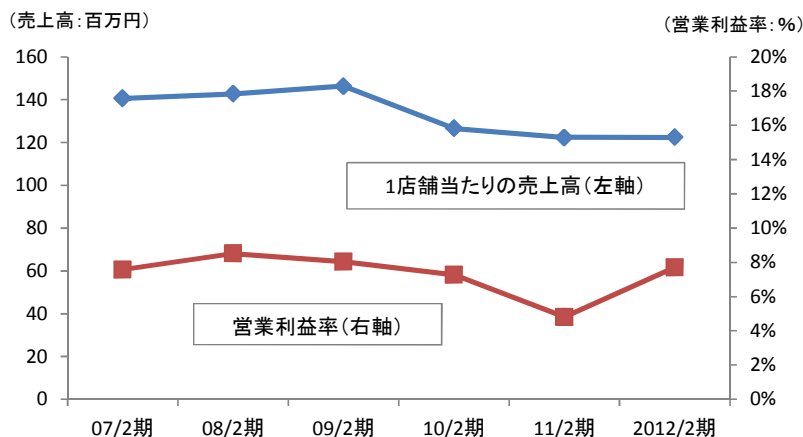
(出所) 有価証券報告書より当センター作成

一方、営業利益率については、11 年 2 月期を除いてほぼ 7~8% 台で推移しており、利益率低下に苦しむ居酒屋業界の中にあって高い収益性を維持している (図表 9)。

この要因として、前述したように買参権を活用した差別化戦略やビジネスターゲットのロケーション、高価格帯から低価格帯をカバーするマルチ業態のほか、ドミナント出店による効率的な店舗スタッフの融通などが奏功していると考えられる。



【図表9】1店舗当たりの年間売上高と営業利益率の推移



(出所) 決算短信より当センター作成

(注) 1店舗当たり売上高は当センター算出

#### ◆ 12年2月期は大幅な増収増益

2012年2月期決算は、売上高が98.6億円(前期比11.3%増)、営業利益7.6億円(同78.2%増)、経常利益8.8億円(同57.0%増)、当期利益は3.0億円(同45.1%増)と大幅な増収増益となった。主な増収要因は、新橋SL広場前に一斉オープンした6店舗を含む9店舗の新規出店(純増7店舗)が挙げられる。特に、主力の「天地旬鮮 八吉」4店舗出店のほか、「その他」に分類される様々な業態を立地環境に合わせて9店舗出店させたことが寄与した。なお、既存店売上高は、11年3月の震災の影響で一時的に大きく落ち込んだことから通期ベースで95.5%と伸び悩んだ。

一方、利益面では、のれん償却費の縮小や人件費率の低下などが増益要因となった。

### > 同業他社との比較

#### ◆ 同業他社比較でバランスの良い財務基盤

事業内容及び企業規模等から、同業他社比較は三光マーケティング、ダイヤモンドダイニング、テナアライドを選定した。図表10に示した通り、同社は収益性、成長性、安全性において、相対的に優位なポジションを確保している。

なお、収益性に関する同業他社とのコスト比較で、同社は買参権で一部鮮魚の仕入れ値を抑えているものの、原価率には大きな差が見られない(図表13)。その要因は、同社の「いいものを安く売る」価格政策にあると考えられる。一方、相対的に低い水準の販売費一般管理費比率から、人件費を含めた効率的な店舗運営が想定される。

【図表10】 主な財務指標の同業他社比較

銘柄 証券コード 決算期	一六堂 3366 2012.2期	三光マーケティング 2762 2012.6期	ダイヤモンドダイニング 3073 2012.2期	テンアライド 8207 2012.3期
収益性				
自己資本利益率	7.2%	5.4%	7.9%	4.7%
総資産経常利益率	12.7%	9.3%	9.5%	1.4%
売上高経常利益率	8.9%	7.1%	4.2%	1.0%
成長性				
売上高(3年成長率)	7.0%	-0.8%	17.7%	-5.6%
経常利益(同上)	10.8%	-15.2%	-14.9%	-
総資産(同上)	2.6%	4.8%	15.3%	-7.2%
安全性				
自己資本比率	63.7%	75.3%	23.3%	68.3%
流動比率	137.8%	120.0%	74.8%	191.8%
固定資産長期適合率	88.1%	96.0%	116.5%	82.3%

(出所) 各社有価証券報告書より当センター作成

【図表11】 同業他社とのコスト比較

	売上原価率	販売管理費/売上高	(内、従業員給与/売上高)
一六堂	26.9%	65.4%	22.9%
三光マーケティング	26.3%	67.0%	24.2%
ダイヤモンドダイニング	23.6%	72.5%	23.6%
テンアライド	27.4%	71.7%	24.7%

(出所) 各社有価証券報告書より当センター作成

## > 今後の業績見通し

### ◆ 13年2月期の会社計画は増収増益の見通し

2013年2月期の会社計画は、売上高が105.2億円(前期比6.7%増)、営業利益9.0億円(同19.4%増)、経常利益10.5億円(同19.3%増)、当期純利益は4.7億円(同53.1%増)と増収増益を見込む。

その前提となる出店計画については、都内中心に純増5店舗(期末店舗数で89店舗)を予定。また、のれん償却費が半減することなども増益に寄与する見通し。

### ◆ 第2四半期決算は増収増益ながら出店遅れで計画未達

2013年2月期第2四半期決算は、売上高が49.9億円(前年同期比9.0%増)、営業利益3.9億円(同62.1%増)、経常利益5.7億円(同88.7%)、四半期純利益は2.8億円(同5.6倍)で着地。東日本大震災の反動で増収増益となるも、会社計画との比較では売上高と営業利益がわずかに未達。その要因は新規出店が1店舗に留まったうえ、既存店売上高がオリンピックの影響で苦戦したことが挙げられる。

以上を踏まえ、当センターでは出店計画の進捗の遅れが見られるものの、既存店売上高が足元で回復傾向にあることや、年末に向けて繁忙期を迎えることから、出店計画(新規5店舗)の実行を前提に会社計画の達成を予想する。

### ◆ 中長期的には堅実な成長路線を予想

同社は中期経営計画等、具体的な数値目標を公表していないものの、

今後の出店計画については、2013年2月期から15年2月期の3年間で期末店舗数を89店舗→100店舗→110店舗に増やす方針である。これまで同社は、厳しい出退店基準に従い手堅い出店を行ってきたが、当センターでは上記出店計画の実現が十分可能であると判断する。その主な理由として、同社の健全な財務内容と、新陳代謝の激しい業界環境の中で好立地物件を獲得しやすい状況にあることが挙げられる。以上から、当センターでは同社の出店計画を前提に今後3年間の業績予想を行った。同社の2015年2月期までの年平均成長率は売上高で+8.2%、営業利益で+13.1%を見込む。

【図表12】 業績予想モデル

(単位:百万円)

決算期	2011/2 実績	2012/2 実績	2013/2 予想	2014/2 予想	2015/2 予想
売上高	8,862	9,860	10,523	11,500	12,500
(前年同期比)	3.0%	11.3%	6.7%	9.3%	8.7%
売上総利益	6,540	7,210	7,623	8,350	9,050
(前年同期比)	2.2%	10.2%	5.7%	9.5%	8.4%
(対売上高比)	73.8%	73.1%	72.4%	72.6%	72.4%
販売費・一般管理費	6,113	6,449	6,716	7,350	7,950
(前年同期比)	5.9%	5.5%	4.1%	9.4%	8.2%
(対売上高比)	69.0%	65.4%	63.8%	63.9%	63.6%
営業利益	426	760	907	1,000	1,100
(前年同期比)	-31.9%	78.2%	19.4%	10.3%	10.0%
(対売上高比)	4.8%	7.7%	8.6%	8.7%	8.8%
営業外収益	175	175	200	175	175
営業外費用	39	53	54	35	35
経常利益	562	882	1,053	1,140	1,240
(前年同期比)	-21.9%	57.0%	19.3%	8.3%	8.8%
(対売上高比)	6.3%	8.9%	10.0%	9.9%	9.9%
特別利益	3	0	0	0	0
特別損失	44	122	100	0	0
税引前利益	521	760	953	1,140	1,240
(前年同期比)	-32.9%	45.9%	25.4%	19.6%	8.8%
法人税等合計	308	451	480	640	700
(前年同期比)	-24.9%	46.4%	6.4%	33.3%	9.4%
(対税引前利益比)	59.1%	59.3%	50.4%	56.1%	56.5%
当期純利益	213	309	473	500	540
(前年同期比)	-41.7%	45.1%	53.1%	5.7%	8.0%
(対売上高比)	2.4%	3.1%	4.5%	4.3%	4.3%

(注) 予想は当センター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 経営陣の交渉力とブレない経営方針が知的資本を形成

同社の知的資本のポイントは、次の3つに集約できると考えられる。まず1つ目は、買参権を保有する漁港との関係（関係資本）と、独自の鮮魚流通システム（組織資本）など、他社には簡単に真似できないビジネスモデルを可能にしたことである。

2つ目は、規模拡大よりも、明確なコンセプト（基準）を優先し、一貫した店舗戦略を続けてきたことが、結果として店舗運営のノウハウと接客技術の蓄積（組織資本）を促したことである。

そして3つ目は、漁港との関係構築を可能にした交渉力やブレない経営方針、決断の速さなど、経営陣の力（人的資本）によるところが大きいと考えられる。

なお、同社の知的資本の強さは、新規出店やM&Aに裏打ちされた売上高成長や高い収益性に実証されているが、それをどこまで持続できるかが今後の課題であろう。

【図表 13】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・主に都内のオフィス街に勤務するビジネスパーソン	・客数 ・店舗数	・非開示 ・83 店舗
	ブランド	・主要業態である「天地旬鮮 八吉」のブランド力 ・出店環境に合わせた多業態展開	・認知度 ・業態数	・非開示 ・18 業態
	事業パートナー	・買参権を保有する漁港（漁業協同組合）との関係	・買参権を保有する漁港数	・11 漁港
組織資本	プロセス	・独自の鮮魚流通システムによる安い仕入コストと短い配送時間	・原価率 ・配送時間	・26.9% ・半日
	知的財産・ノウハウ	・鮮魚（素材）に関する商品知識と高い接客技術 ・効率的な店舗運営	・教育時間 ・販管費比率	・非開示 ・65.4%
人的資本	経営陣	・漁港との関係構築を可能にした交渉力 ・明確なコンセプトに基づくブレない経営方針 ・単年度ごとの経営責任（取締役）の明確化	・赤字店舗の数 ・取締役任期	・非開示 ・1 年
	従業員	・きめ細かい目標管理と業績連動報酬による高いインセンティブ	・給与におけるインセンティブの割合	・平均 15%

(注) KPI (数値) は 2012/2 期または 12/8 期

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、飲食業であるため、製造業にみられる温室効果ガス削減などの環境対応策は公表されていない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、飲食業を営む企業として、食の安全を経営の最重要課題に掲げている。特に、昨今頻発している産地偽装や食中毒等の問題に対して、トレーサビリティ (生産履歴) の追求等食材の品質管理を徹底している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、柚原社長以下4名で構成され、社外取締役は選任していない。監査役会は3名の社外監査役で構成されているものの、常勤監査役は藤木氏の1名のみであり、同社のガバナンスはモニタリング機能に課題があるとも考えられる。

株主の状況は、創業者の柚原社長が筆頭株主として約46%を保有するとともに、上位には取引関係のあるビール会社が名を連ねており、他に保有比率の高い株主は存在しない。従って、経営の安定感は期待できるものの、少数株主が不利益を被るリスクを否定できない。

【図表14】 大株主の状況

	(%)
柚原洋一	46.0
サントリービア&スピリッツ株式会社	7.1
アサヒビール株式会社	6.9
城野 親徳	3.3
ザバンクオブニューヨークノントリーティー ジャスデック アカウント	2.2
一六堂社員持株会	2.0
藤田宗巳	1.5
吉田秀徳	1.4
矢吹満	1.3
大木貞宏	0.8
合計	72.6

(出所) 有価証券報告書(2012年2月末現在)

【図表15】 所有者別状況

	(%)
金融機関	0.6
法人	15.9
外国人	3.1
個人その他	80.2
合計	100.0

(出所) 有価証券報告書(2012年2月末現在)

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ 当面は「天地旬鮮 八吉」を軸に都内中心の店舗展開

同社は、当面の課題・戦略として、(1) 不振店ゼロを目指す、(2) 出店の継続、の2点を掲げている。

##### (1) 不振店ゼロを目指す

同社は、急激な拡大戦略よりも堅実な利益の追求を優先しており、その基本政策として全店黒字経営を目指している。

具体的には、不振店があると早急にスタッフを入れ替え、販促を打ち出すなど対策を講じるが、それでも改善しない場合には早い段階で撤退を決断するルールを徹底している。2012年2月期の出退店は新規出店9店舗、退店2店舗。13年2月期は第2四半期までに新規出店1店舗、退店2店舗を実施済み。

##### (2) 出店の継続

同社は、買参権を最大限に活用できる「天地旬鮮 八吉」を中心とした店舗展開を軸としている。従って、好立地物件があった場合には、まずは「天地旬鮮 八吉」での出店を検討するが、出店地域の競合状況のほか、同社内でのドミナント効果やカニバリゼーション(需要の共食い)の回避などを勘案して、他の業態を含めた柔軟な選択を行っている。また、出店エリアは都内に限らず首都圏、そして地方都市へと視野を広げているものの、当面の出店計画は都内でも十分に拡大の余地があると認識している。

### > 今後の戦略

#### ◆ 地方都市への店舗展開が中長期的な成長戦略の軸

同社の中長期的な戦略は、都内及び首都圏に続くエリア展開として、地方都市への出店があげられている。現在のところ、都内及び首都圏以外は名古屋の2店舗にすぎない。同社は名古屋・大阪・福岡などの主要都市への出店を視野に情報収集等の準備を進めている。ただし、コスト効率を考慮すると、ドミナント戦略の可能性が高いと考えられる。一方、同社はFC展開に対し、経営方針伝達や指導教育面での限界を認識しており、今のところ予定はない。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 厳しい市場環境の中で同社の強みが業績を支える

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 16】 SWOT 分析

項目	同社の特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> <li>・買参権の活用による独自の鮮魚流通システム</li> <li>・効率的な店舗運営ノウハウ</li> <li>・強固な財務基盤(高い収益性と安定性)</li> </ul>
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> <li>・厳しい出退店基準や直営展開への拘りが成長の足かせとなる懸念</li> <li>・好立地ゆえの厳しい競合、高い出店コスト</li> <li>・人材(ノウハウ)の流出、及び人材確保に手間取るリスク</li> </ul>
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> <li>・業界の2極分化による残存者利益(シェア拡大及び優良物件の獲得)</li> <li>・食のこだわりや意識の高まり</li> <li>・好景気による個人消費拡大</li> </ul>
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> <li>・個人消費の低迷</li> <li>・イベント等開催(TV 中継)による影響</li> <li>・食の安全性(産地偽装、食中毒等)を脅かす事件等の発生</li> <li>・消費税増税による消費マインド低下</li> </ul>

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 成長の壁をどう乗り越えていくのかに注目

同社が厳しい市場環境の中で、高い収益性と強い財務基盤を維持できたのは、独自の鮮魚流通システムや手堅い出店戦略のほか、人材やコストに対するきめ細かいマネジメント力によるものと評価できる。今後、業界の2極分化が予想される中、同社の財務力の高さは勝ち組として残るための大きなアドバンテージと考えられる。

一方、規模が大きくなるにつれて、これまでのスタイルをどこまで維持できるのが今後の課題であろう。特に、地方都市へエリア展開で店舗数が増加すると、人材の確保やコスト管理が疎かになり、今までの強みが失われていくジレンマが懸念される。

もう一つの懸念材料として、既存店の客数が伸び悩む状況が続いた場合、高価格帯の主力業態が維持できず、来店客数確保で客単価を下げざるを得ない状況が想定される。そうなった場合には、同社の収益性が損なわれるリスクが考えられる。

### > 利益還元策

#### ◆ 中期的には 利益成長による増配を期待

同社は安定した配当政策を基本方針に、2013年2月期は配当性向30%

表明している。過去の実績を見ると、2010年2月期は初配10円(分割調整後)、11年2月期10.5円配(同)、12年2月期は東証二部への上場記念配3円を含む14.25円配(同)を実施するなど、着実な増配を継続してきた。13年2月期は期初計画12円配を、第2四半期決算で16円配(予想配当性向28.9%)への増配を表明した。当センターの業績予想を前提にすると、15年2月期は19円配の可能性が考えられる。なお、同社は11年11月に流動性対策の一環として株式分割1株→100株を実施するも、自社株買いに関する方針は開示されていない。

### > バリュエーション比較

#### ◆ 現在の株価水準は見直し余地あり

同社の類似会社として、主要財務比率の水準が近似する三光マーケティングを選定した。現在の株価水準は、フロー面での予想PERに見直し余地が考えられるものの、ストック面の実績PBRではフェアバリュエーションと認識。

一方、東証2部全面柄とのバリュエーション(予想PER12.9倍、実績PBR0.6倍)比較では、予想PERに割安感が見受けられる。

【図表17】 類似会社との株価バリュエーション比較

銘柄		一六堂	三光マーケティング
証券コード		3366	2762
決算期		2012.2期	2012.6期
予想PER	倍	9.5	68.1
実績PBR	倍	1.0	0.9
予想配当利回り	%	3.0%	1.7%
株価	円	528	94,700
時価総額	百万円	4,585	13,624

(注1)一六堂は当センター予想、三光マーケティングは会社計画

(注2)株価は11/30終値

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 中期的な適正株価は650~850円を想定

当センターでは2015年2月期のEPS65.4円を予想しており、同社の適正PERを10~13倍と仮定すると、同社の中期的な適正株価水準は650円~850円のレンジが想定される。



## 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

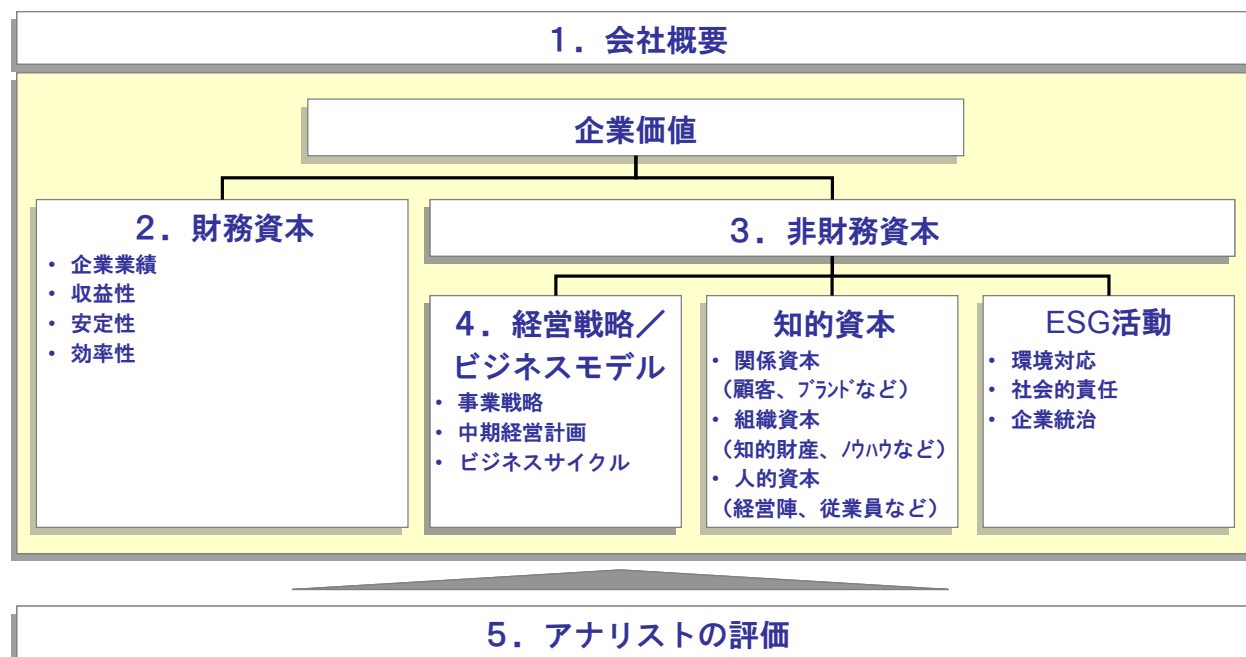
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。