

ホリスティック企業レポート 一六堂

3366 東証一部

フォロー・レポート
2013年5月17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20130514

一六堂 (3366 東証一部)

発行日: 2013/5/17

都心部を中心に高価格帯の和食居酒屋を展開 期末店舗数の減少なるも増収増益を確保

> 要旨

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

◆ 漁港での「買参権」活用で他社と差別化

- ・同社は高価格帯の和食居酒屋「天地旬鮮 八吉」を主力業態として都心部を中心に 18 業態 82 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。2012 年 12 月 10 日に東証一部に指定替え。

◆ 前 13 年 2 月期決算は増収増益

- ・前 13 年 2 月期連結決算は、売上高 100.4 億円(前期比 1.9%増)、営業利益 7.8 億円(同 2.6%増)、経常利益 10.7 億円(同 22.3%増)、純利益 5.1 億円(同 64.9%増)と増収増益。
- ・13/2 期末店舗数が前期末比で減少(2 店舗減)、既存店売上高も前期比 2%減と苦戦する中で、12/2 期に出店した店舗の通年寄与や業態変更が奏功し増収を確保。利益面ものれん償却費減少が営業増益に寄与。

【主要指標】

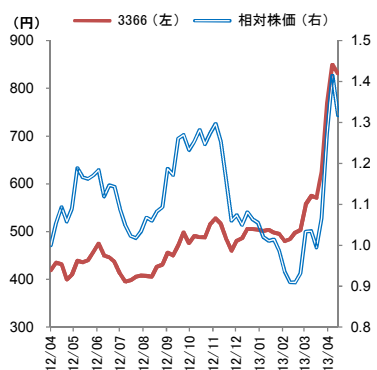
	2013/5/10
株価(円)	831
発行済株式数(株)	8,688,400
時価総額(百万円)	7,220

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	13.9	13.8	13.4
PBR(倍)	1.5	1.4	1.3
配当利回り(%)	2.4	2.2	2.3

【株価パフォーマンス】

	1 か月	3 か月	12 か月
リターン(%)	47.0	62.2	95.5
対TOPIX(%)	30.6	30.9	34.9

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/4/23

> 投資判断

- ・今 14/2 期連結業績の会社予想は、売上高 103.1 億円(前期比 2.7%増)、営業利益 9.8 億円(同 25.8%増)。出店計画は、新規 6 店舗で期末店舗数 88 店舗(退店 0)。利益面では、のれん償却費減少が増益に寄与する模様。当センターの業績予想も会社予想並みへ。

◆ 中期的な想定株価は 880 円～1,250 円

- ・現在の株価水準は、予想 EBITDA 倍率や予想配当利回りから再評価の余地あり。当センターでは、16/2 期の EBITDA を 16 億円と予想。同社の EBITDA 倍率を 5～7 倍と仮定すると、同社の中期的な株価水準は 880～1,250 円のレンジが想定される。

【3366 一六堂 業種: 飲食】

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)
2011/2	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	10,043	1.9	780	2.6	1,078	22.3	510	64.9	59.7	552.8	20.0
2014/2 CE	10,310	2.7	980	25.8	1,103	2.3	515	1.0	60.3	-	18.0
2014/2 E	10,310	2.7	980	25.6	1,103	2.3	515	1.0	60.3	592.2	18.0
2015/2 E	11,000	6.7	1,050	7.1	1,170	6.1	530	2.9	62.0	635.7	19.0
2016/2 E	11,800	7.3	1,150	9.5	1,270	8.5	580	9.4	70.3	697.3	21.0

(注)CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2011年11月、株式分割(1:100)

フォロー・レポート

2/10

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

決算サマリー

> 事業内容

◆ 都心部中心に和食居酒屋「天地旬鮮 八吉」などを直営展開

株式会社一六堂(以下、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、前13年2月期店舗売上高の58.4%を占める。その他、世界の創作料理「ORIENTAL 五大陸」や「博多もつ鍋 黒き」など全18業態を展開し、店舗数は82店舗を有する(13/2期末)。

事業セグメントは「飲食事業」の他、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】 各業態の特徴

業態	特徴	客単価(円)	店舗数(店)
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(注)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。	4,800	35
ORIENTAL 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を提供する。	3,400	5
博多もつ鍋 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、落ちついた雰囲気を提供する。	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4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 六角」、「銀座酒房 六角」が計6店舗、本場仙台の名店の味が楽しめる専門店「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4店舗、その他の業態が10店舗となっている。	-	34

(注) 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) 決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 「買参権」や「売買参加権」活用で他社と差別化

同社の特徴は、漁港の買参権(図表1脚注)を活用した独自の鮮魚流通システムにある。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。

現在 11 漁港の買参権により
最大 200 店舗までの漁獲量
を確保。

このシステムで、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水揚げした魚かまで分かる)、④希少価値(漁獲された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」のコンセプトを可能にしている。現在、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店舗まで漁獲量は確保できている模様。

また、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。この売買参加権取得により仕入れ値を安く抑えた青果物購入が出来る他、生産者の特定(トレーサビリティ)を可能にすることで食の安全性を確保する狙いもある。

全 82 店舗中 76 店舗を首都圏主要駅へ出店。

◆ 東京 23 区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。好立地エリアへの出店は、複数回転の席効率を可能にするうに、2 次会・3 次会の需要の取り組みでドリンク比率上昇による原価率の低減が図られている。加えて、ドミナント出店は配送コストの削減や繁閑に合わせた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2】 同社の出店地域 (13/2 期末)

出店地域	店舗数
銀座14店舗、新橋7店舗	21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	3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

(出所) 決算説明会資料より当センター作成

> 決算概要

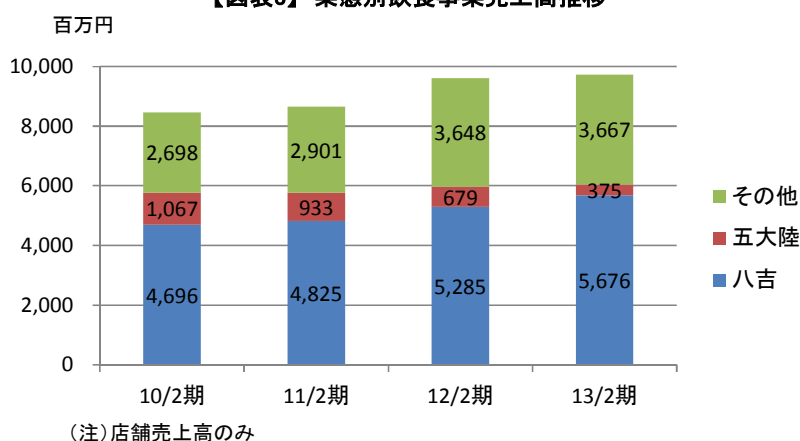
◆ 前 13 年 2 月期は期末店舗数減少なるも増収増益を確保

前 13/2 期連結決算は、売上高 100.4 億円 (前期比 1.9%増)、営業利益 7.8 億円 (同 2.6%増)、経常利益 10.7 億円 (同 22.3%増)、純利益 5.1 億円 (同 64.9%増) と増収増益だった。前 13/2 期末店舗数が 12/2 期末比で減少 (2 店舗減)、既存店売上高も前期比 2%減と苦戦する中で、12/2 期に出店した店舗の通年寄与や不振店を高価格帯の主力業態へ変更したことなどが奏功して増収を確保した。

利益面では、深夜時間帯 (2~3 次会) の客足鈍化がドリンク比率の低下を招いたことなどから売上原価率が上昇したものの、のれん償却費の半減 (137 百万円→67 百万円) により営業増益。また、有価証券売却益 116 百万円により経常利益段階では大きく増益となった一方、退店した店舗の他に不採算 4 店舗の減損処理を実施したことから 90

百万円の減損損失を計上した。なお、減価償却費は期末店舗数の減少と減損処理に伴い362百万円(前期比17.2%減)に減少、有利子負債も出店を手控えたことによる資金余剰から650百万円(前期末比603百万円減)まで返済が進んだ。

【図表3】業態別飲食事業売上高推移



(出所) 決算説明会資料より当センター作成

出店計画の未達と想定外の退店が計画比マイナスの要因。

◆ 会社予想比では売上高、営業利益ともにマイナスの着地

期初会社予想との対比では、売上高でマイナス4.8億円(会社予想比4.6%減)、営業利益でマイナス1.2億円(同14.0%減)の着地となった。その最大の要因は、期初予想の前提になっていた出店計画の未達と想定外の退店によるもの。

具体的には、新規出店数が2店舗(計画では5店舗)に留まるとともに、不採算4店舗の退店があったことから期末店舗数は82店舗(計画では89店舗)と大きく前提を下回った。同社は、トップラインの拡大よりも採算重視の出店政策を基本方針としており、前期は物件を厳選したうえで慎重な出店に留めた上に、不採算店舗の早期退店を実践したことが背景。なお、会社予想の達成を支持した当センターとの差異についても同様である。

> トピックス(戦略の進捗)

◆ 出退店及び業態変更の実績と計画

同社は、新規出店を梃子にした売上高成長モデルと思われる。従って、出店計画の進捗に加えて、退店や業態変更の動向が同社の業績を左右する。出退店及び業態変更の前期実績と今期計画は以下の通り。

【図表4】 出退店及び業態変更、期末店舗数の前期実績と今期計画

13/2期実績

	店舗数	業態(場所)
出店	2	八吉酒場(八重洲)、のど黒屋(銀座並木通り)
退店	4	黒き2(横浜、吉祥寺)、荒(上野)、銀の月(上野)
業態変更	2	五大陸から八吉(新橋)、五大陸から荒(上野)
期末店舗数	82	

14/2期計画

	店舗数	業態(場所)
出店	6	業態は非開示(八重洲4、他は未定)
退店	0	—
業態変更	非開示	—
期末店舗数	88	

(出所) 決算説明会資料及びヒアリングにより当センター作成

> 業績見通し

◆ 今 14/2 期会社予想

今 14/2 期連結業績の会社予想は、売上高 103.1 億円(前期比 2.7%増)、営業利益 9.8 億円(同 25.8%増)、経常利益 11.0 億円(同 2.3%増)、純利益 5.1 億円(同 1.0%増)と増収増益を見込む。その前提となる出店計画は 6 店舗、期末店舗数は 88 店舗(退店はゼロ)。利益面では、前期の不採算 4 店舗の退店等により売上原価率が若干改善するのに加えて、のれん償却費の減少(67 百万円→6 百万円)が増益に寄与する模様。なお、既存店売上高は前期比 2%減を想定。

◆ 今 14/2 期の当センター予想

当センターの今 14/2 期連結業績予想は、同社の出退店計画(新規 6 店舗、退店ゼロ)を前提に、既存店売上高も前期比 2%減とした。出店計画 6 店舗のうち、4 店舗については、既に八重洲に 4 店舗分(同一ビル内)の物件を確保済であり、8 月の開店に向けて準備を進め、残り 2 店舗も下半期(それぞれ今年 10 月と来年 1 月)の開店を予定。出店計画の見通しは明るい。下振れ要因としては、想定外の退店があげられる。特に、前期に減損処理した不採算 4 店舗は、業態変更やスタッフの入れ替え等によりテコ入れする方針であるが、その動向を見守る必要はあろう。

◆ 中期見通し

当センターでは、前期実績と今期予想を踏まえ、前回レポートの中期業績予想(2012 年 12 月発行)を減額修正するとともに新たに 16 年 2 月期の業績予想を追加した。減額修正の背景は、前提となる期末店舗数の見直しによるもの。同社は、13/2 期末 89 店舗、14/2 期末 100 店舗、15/2 期末には 110 店舗に増やす方針を掲げてきたが、当センター

では回復の兆しの見えない業界環境と同社の手堅い出店政策から、14/2 期末 88 店舗、15/2 期末 94 店舗と保守的な水準に見直すとともに、16/2 期末 100 店舗を追加予想。

その前提に基づき、14/2 期の売上高を 115 億円から 103.1 億円、営業利益を 10 億円から 9.8 億円、15/2 期の売上高を 125 億円から 110 億円、営業利益を 11 億円から 10.5 億円にそれぞれ減額修正し、16/2 期の業績予想として売上高 118 億円、営業利益 11.5 億円を追加した。同社の健全な財務内容と新陳代謝の激しい業界環境を鑑みれば、M&A を含めて好立地物件の獲得にアドバンテージがある見方に変化はない。従って、想定以上の出店が業績の上振れ要因となる可能性は十分に考えられる。

なお、16/2 期の減価償却費は期末店舗数の増加に伴い 4.5 億円まで増加する一方、有利子負債については 3.5 億円を予想。每期 1 ケタ台の出店であれば営業キャッシュフローの範囲内で十分に出店資金が賄えることから、徐々に返済が進むことを想定した。

【図表5】 中期業績予想

単位: 百万円	14/2 期予	15/2 期予	16/2 期予
売上高	10,310	11,000	11,800
前期比	2.7%	6.7%	7.3%
営業利益	980	1,050	1,150
利益率	9.5%	9.5%	9.7%
期末店舗数	88	94	100

(出所) 当センター作成

投資判断

> 株主還元

◆ 中期的には利益成長による増配を期待

同社の配当政策は配当性向 30%を目途に安定した配当を継続することを基本方針とする。前 13/2 期は東証一部指定に伴う記念配当 4 円を加えて年 20 円配を予定。予想配当性向では 33.5%となる。また、今 14/2 期の会社予想は年 18 円配(予想純利益に対する予想配当性向 29.9%)。当センターの業績予想に基づけば、今期の同社配当予想は十分に可能な水準であると判断できる。また、中期的にも利益成長に伴い徐々に配当水準も切り上がる公算が高く、16/2 期には年 21 円配が可能と考えられる。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の株価水準は再評価の余地あり

同社の比較類似会社として、事業内容及び企業規模から、ダイナック、三光マーケティング、ダイヤモンドダイニングを選定した。減損会計など特別損失の影響を受けやすい業界事情から予想 PER ではなく、予想 EBITDA 倍率を使用して比較した場合、同社の現在の株価水準に割高感は見られない。また、配当利回りで見ても再評価の余地があると考えられる。

【図表6】 類似会社との株価バリュエーション比較

銘柄 決算期	同社 14/2期	ダイナック 13/12期	三光マーケティング フーズ 13/6期	ダイヤモンド ダイニング 14/2期
予想PER (倍)	13.8	35.0	--	18.6
実績PBR (倍)	1.5	3.0	1.0	1.1
予想EBITDA倍率 (倍)	5.8	8.2	8.6	7.1
予想配当利回り (%)	2.2%	0.7%	1.5%	1.9%
株価 (円)	831	1,345	107,600	134,900
時価総額 (百万円)	7,217	9,459	15,480	3,267

(注1) 同社のみ当センター予想、他3社は会社予想、三光マーケティングの今期純損益は赤字予想なので予想PERは非表示

(出所) 当センター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な株価想定レンジは 880 円～1,250 円

中期的な業績見通しでは、16/2 期の EBITDA を 16 億円(営業利益 11.5 億円+減価償却費 4.5 億円)、有利子負債を 3.5 億円と想定しており、業界の適正な EBITDA 倍率を 5～7 倍と仮定すると、同社の中期的な株価水準は 880～1,250 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

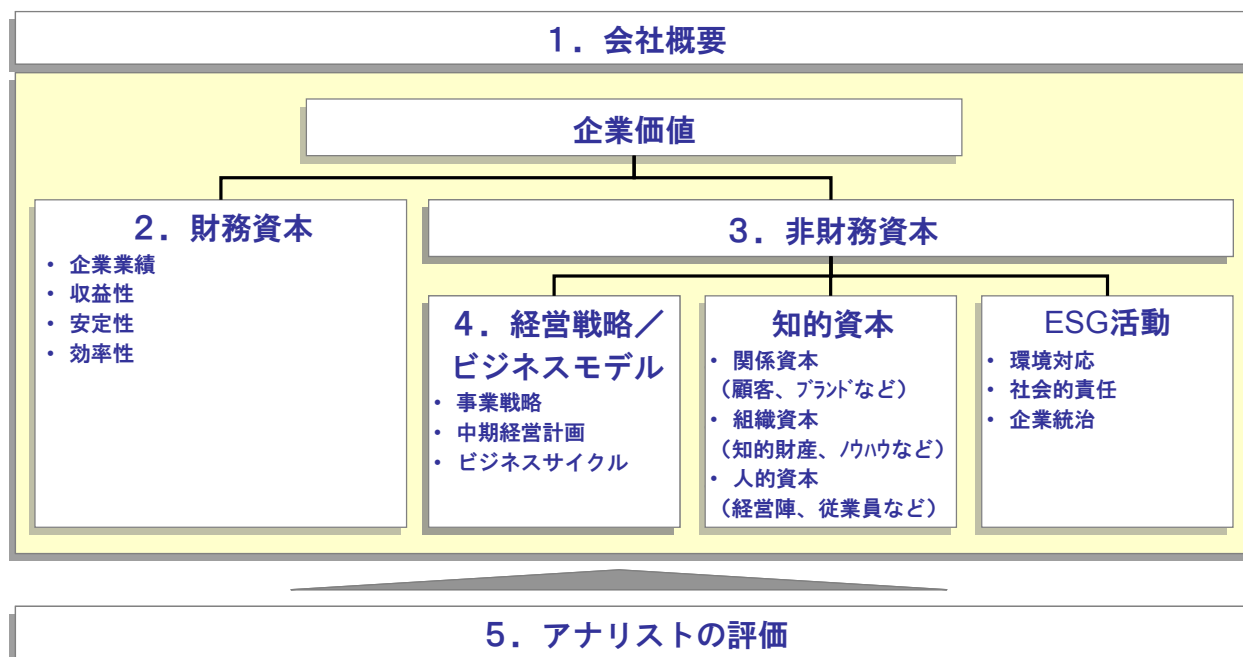
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。