

ホリスティック企業レポート

一六堂

3366 東証一部

アップデート・レポート
2013年11月29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20131126

一六堂(3366 東証一部)

14年2月期上期は既存店売上高の低迷等により大幅な減収減益
ネット広告の再強化等により巻き返しを狙う

> 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

- ・一六堂(以下、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79店舗を直営展開している。
- ・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がある。

◆ 14年2月期第2四半期決算は大幅な減収減益

- ・14/2期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高4,515百万円(前年同期比9.6%減)、営業利益123百万円(同68.7%減)、経常利益209百万円(同63.6%減)、純利益91百万円(同67.5%減)と大幅な減収減益決算となった。
- ・大型宴会の減少等による席効率の低下等で既存店売上高が想定以上に低迷したことが主因である。

◆ 14年2月期の通期業績予想を減額修正

- ・同社は、上期決算の状況を踏まえ、7月4日に下方修正した通期予想を更に下方修正した。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)も、既存店売上高が苦戦していることや、新規出店の先送りと想定外の退店により店舗数が前提を下回っていることから、前回レポートの通期予想を減額修正した。

◆ 中期業績予想も減額修正

- ・当センターでは、14/2月期業績予想の減額修正や厳しい業界環境等を踏まえ、前回レポート(13年5月発行)の中期業績予想も減額修正した。既存店売上高の想定を切り下げるとともに、退店リスクを織り込み、期末店舗数の前提を控え目な水準に見直した。

【主要指標】

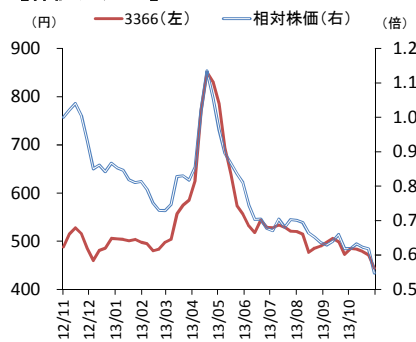
	2013/11/22
株価(円)	444
発行済株式数(株)	8,689,600
時価総額(百万円)	3,858

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	7.4	16.2	11.9
PBR(倍)	0.8	0.8	0.8
配当利回り(%)	4.5	4.1	4.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-8.6	-6.9	-15.9
対TOPIX(%)	-12.6	-17.5	-47.4

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/11/16

【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	25.0	487.1	10.5
2012/2	9,860	11.3	760	78.2	882	57.0	309	45.1	36.3	516.6	14.3
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	9,233	-8.1	376	-51.7	523	-51.5	236	-53.8	27.6	—	18.0
2014/2 E	9,230	-8.1	370	-52.6	520	-51.8	235	-53.9	27.5	559.1	18.0
2015/2 E	9,700	5.1	550	48.6	700	34.6	320	36.2	37.4	578.5	18.0
2016/2 E	10,100	4.1	750	36.4	900	28.6	430	34.4	50.3	601.4	18.0

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

アップデート・レポート

2/9

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

◆ 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

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している。主力業態は高価格帯の和食居酒屋「天地旬鮮 八吉」で、売上高の約58%を占める(13/2期実績)。その他、世界の創作料理「五大陸」や「もつ鍋 黒き」など全18業態を展開し、店舗数は79店舗を有している(13/8末現在)。

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している。

【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。	4,900	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を提供する。	3,400	3
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3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4店舗、その他の業態が10店舗となっている。	—	33

(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

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。

◆ 「買参権」や「売買参加権」活用で他社と差別化

同社の特徴は、11カ所に及ぶ漁港での買参権(図表1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。

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(水揚げされた漁港やいつ誰が獲った魚かまで分かる)、④希少価値(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(図表1)を可能にしている。現在、新潟県、島根県、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である。

全 82 店舗中 76 店舗を
首都圏主要駅へ出店。

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している。この売買参加権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。

◆ 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。現在の出店地域は図表 2 の通りとなっている。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えに、2 次会及び 3 次会の需要の取り込みでドリンク比率上昇による原価率の低減が図られてきた。加えて、ドミナント出店は、配送コストの削減や繁忙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、同社の高い採算性を支えてきた要因の一つと考えられる。

【図表 2】 同社の出店地域 (13 年 8 月末)

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	12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	2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) ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 14 年 2 月期第 2 四半期累計決算は大幅な減収減益

14/2 期第 2 四半期累計決算(以下、上期)は、売上高 4,515 百万円(前年同期比 9.6%減)、営業利益 123 百万円(同 68.7%減)、経常利益 209 百万円(同 63.6%減)、純利益 91 百万円(同 67.5%減)と大幅な減収減益となった。これは、期初会社予想との対比でも、売上高でマイナス 481 百万円(期初予想比 9.6%減)、営業利益でマイナス 345 百万円(同 73.7%減)と大きく未達となっている。

大型宴会の減少による席効率の低下等で既存店売上高が想定以上に低迷したことが主因であるが、その背景の一つに、採算性向上を目的にグルメ検索サイト等へのネット広告を大幅に削減したことが裏目に出たことがあげられる。なお、既存店売上高は前年同期比で約 10%

減となった(計画では2%減を想定)。

また、8月に新店予定だった3店舗(八重洲)は9月にずれ込んだことに加えて、特に落ち込みの大きかった3店舗を8月に退店したことから13/8月末の店舗数は79店舗(12/8月末比4店舗減、13/2月末比3店舗減)となった。利益面では、ネット広告費の削減(▲40百万円と推定)の他、減価償却費やのれん償却費の減少(合わせて▲60百万円)により販管費の圧縮を図るが、減収による収益の下押しにより営業利益率は2.7%へ低下した。

【図表3】14/2期第2四半期累計決算の概要

(単位:百万円)	13/2期上期 (実績)		14/2期上期 (実績)		前年同期比	期初会社 予想比
		構成比		構成比		
売上高	4,996		4,515		-9.6%	-9.6%
売上原価	1,401	28.0%	1,303	28.9%	-7.0%	-
販管費	3,200	64.1%	3,088	68.4%	-3.5%	-
営業利益	394	7.9%	123	2.7%	-68.7%	-73.7%
経常利益	575	11.5%	209	4.6%	-63.6%	-60.4%
純利益	280	5.6%	91	2.0%	-67.5%	-62.9%

新規出店(店)	1	0
退店(店)	-2	-3
期末店舗数(店)	83	79

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 14年2月期の通期会社予想を減額修正

同社は、10月8日に14/2期通期予想の減額修正を公表した。修正後の14/2期通期会社予想は、売上高9,233百万円(前期比8.1%減)、営業利益376百万円(同51.7%減)、経常利益523百万円(51.5%減)、純利益236百万円(53.8%減)と大幅な減収減益を見込んでいる。

下期はネット広告の再強化を含めて既存店のテコ入れを図り、足元では回復の兆しが見られるものの、下期の既存店売上高も前年同期比8%~9%減と保守的な水準を想定している模様である。一方、9月に新規出店した3店舗の他、11月にも1店舗の出店を予定しており、その分は下期の売上高に上乘せ(約250百万円と推定)される見込みである。なお、下期の新規出店は前述した4店舗を含め合計5店舗、退店は2店舗を予定しており、期末店舗数の前提は82店舗を想定している。

【図表 4】 14/2 期の通期予想

(単位:百万円)	13/2期(実績)		14/2期(当センター予想)				前期比 修正後	14/2期(会社予想)				前期比 修正後
		構成比	修正前		修正後			期初		修正後		
				構成比		構成比			構成比		構成比	
売上高	10,043		10,310		9,230		10,310		9,233		-8.1%	
営業利益	780	7.8%	980	9.5%	370	4.0%	980	9.5%	376	4.1%	-51.7%	
経常利益	1,078	10.7%	1,103	10.7%	520	5.6%	1,103	10.7%	523	5.7%	-51.5%	
純利益	510	5.1%	515	5.0%	235	2.5%	515	5.0%	236	2.6%	-53.8%	

新規出店	2	6	5
退店	-4	0	-5
期末店舗数	82	88	82

6	5
0	-5
88	82

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 14年2月期の証券リサーチセンター予想も減額修正

当センターでも、上期の実績や足元の状況、下期の出退店計画等を踏まえ、前回レポートの14/2期業績予想を会社予想並みの水準に減額修正した。修正後の通期業績予想の前提として、既存店売上高を前期比9%減、期末店舗数を82店舗と想定した。従って、想定外の退店は業績の下振れリスクとなる可能性はある。

> 中期業績見通し

◆ 店舗数拡大による成長戦略にブレーキがかかる可能性

当センターでは、14/2月期業績予想の減額修正や厳しい業界環境等を踏まえ、前回レポート(13年4月発行)の中期業績予想も減額修正した。

【図表 5】 当センターによる中期業績予想

(単位:百万円)	13/2期 (実績)	14/2期 (予想)		15/2期 (予想)		16/2期 (予想)		成長率	
		修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後	修正前	修正後
売上高	10,043	10,310	9,230	11,000	9,700	11,800	10,100	8.4%	0.3%
伸び率		2.7%	-8.1%	6.7%	5.1%	7.3%	4.1%		
営業利益	780	980	370	1,050	550	1,150	750	13.8%	-1.3%
利益率	7.8%	9.5%	4.0%	9.5%	5.7%	9.7%	7.4%		
期末店舗数(店)	82	88	82	94	85	100	88		
増減(店)	-2	6	0	6	3	6	3		
既存店売上高	-2%	-2%	-9%	-2%	0%	-2%	-2%		

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

15/2月期以降については、既存店売上高の低迷に歯止めがかかるものの、退店の可能性を織り込み、期末店舗数の前提を控え目な水準に見

直した。現在の居酒屋業界は、交際費の削減や若者のアルコール離れの影響等により、市場の縮小傾向が続いているうえに、産地直送等を売りにした新業態が次々と出現することにより、業態間の競争は厳しさを増している。同社についても、新業態の開発や主力業態への業態変更等により既存店のテコ入れが急務となっており、店舗数拡大による成長戦略には若干ブレーキがかかる可能性が大きいと判断した。

> 株主還元

◆ 14/2 期の配当予想 (年 18 円配) に変更なし

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している。13/2 期は東証一部への指定に伴う記念配当 4 円を加えて年 20 円配 (第 2 四半期末 8 円、期末 12 円) を実施した (配当性向は 33.5%)。また、14/2 期の会社配当予想は年 18 円配 (第 2 四半期末 9 円 期末 9 円) で期初からの見通しに変更はない。当センターによる修正後の予想純利益に対する配当性向は 65.5%となるが、十分に可能な水準であると見ている。また、当センターによる中期業績予想に基づくと、15/2 期以降の利益水準は徐々に回復していく見込みであり、当面は年 18 円配当が継続するものと考えられる。

> 株価バリュエーション

◆ 株価は成長性判断にやや懐疑的な見方を反映した水準

株価バリュエーションの比較対象企業として、事業内容及び企業規模から、ダイナック (2675 東証二部)、エー・ピーカンパニー (3175 東証一部)、ダイヤモンドダイニング (3073 東証 JQS) を選定した。予想基準 PER および実績基準 PBR とともに他社と比べて割安感があるが、業績予想の大幅な減額修正を受けて同社の成長性判断にやや懐疑的な見方が反映された水準と考えられる。

【図表 6】 株価バリュエーション

銘柄		一六堂	ダイナック	エー・ピーカンパニー	ダイヤモンドダイニング
証券コード		3366	2675	3175	3073
決算期		2月	12月	3月	2月
売上高予想	百万円	9,230	34,100	15,787	24,600
(営業利益率予想)	%	4.0%	2.5%	5.9%	2.7%
純利益予想	百万円	235	240	605	200
純資産	百万円	4,728	3,191	1,840	2,859
ROE	%	11.2%	6.0%	37.1%	2.7%
PER(今期予想基準)	倍	16.2	36.1	27.1	20.4
PBR(前期実績基準)	倍	0.8	2.7	8.9	1.4
予想配当利回り	%	4.1%	0.8%	0.0%	1.5%
過去3年成長率	%	5.3%	-4.2%	56.2%	14.3%
同 経常利益	%	7.6%	19.1%	102.8%	-15.9%
株価	円	444	1,232	2,212	1,707
時価総額	百万円	3,845	8,665	16,430	4,134

(注) 一六堂の予想は証券リサーチセンター予想、他 3 社の予想は会社予想

(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、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

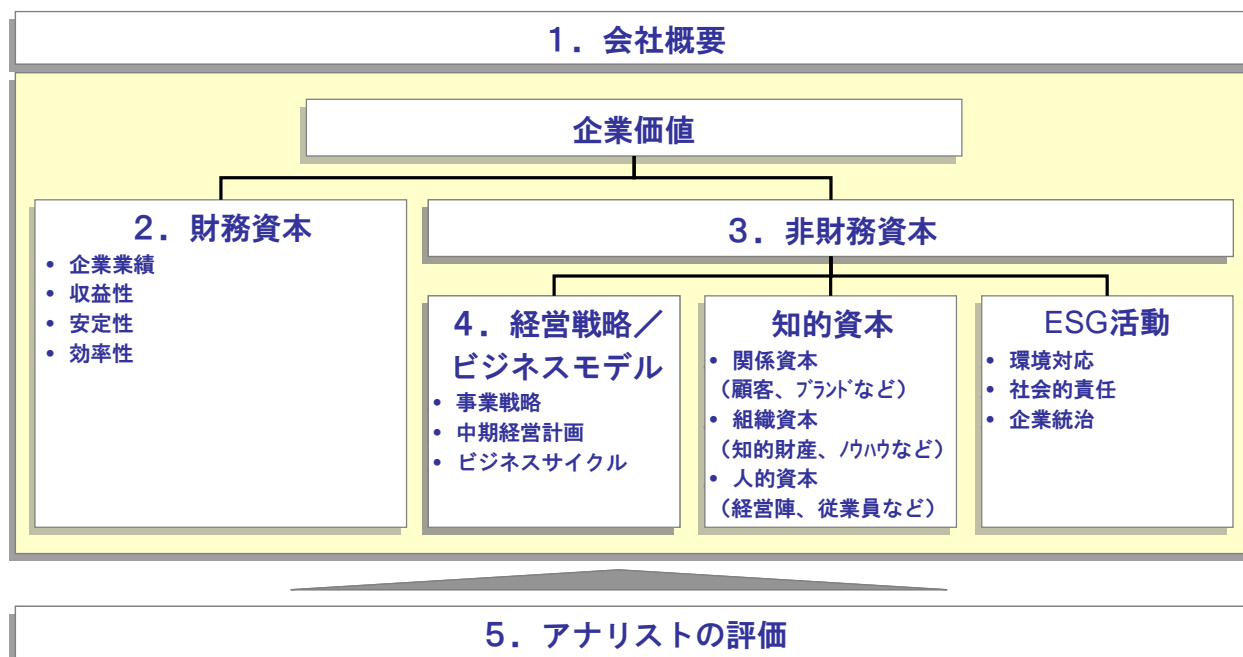
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。