

ホリスティック企業レポート カクヤス 7686 東証二部

新規上場会社紹介レポート
2019年12月24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 20191223

東京・大阪圏で、自社店舗・配達網による業務用、個人向け酒類販売のハイブリッド・ビジネスモデルを構築

アナリスト: 鎌田 良彦 +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

【7686 カクヤス 業種: 卸売業】

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)
2018/3	110,044	-	927	-	1,071	-	434	-	60.0	596.1	42.5
2019/3	108,715	-1.2	1,779	91.9	1,806	68.6	745	71.7	103.0	646.8	49.8
2020/3 予	110,460	1.6	1,820	2.3	1,842	2.0	946	27.0	129.3	-	49.8

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益
 2. 2019年9月30日付で1:20の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正
 3. 2020/3期は会社予想。予想EPSは公募株式数(285,000株)を含めた期中平均株式数により算出

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	1,835円 (2019年12月23日)	本店所在地 東京都北区
発行済株式総数	7,525,000株	設立年月日 1982年6月15日
時価総額	13,808百万円	代表者 佐藤 順一
上場初値	1,866円 (2019年12月23日)	従業員数 1,523人 (2019年10月)
公募・売出価格	1,600円	事業年度 4月1日～翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎年6月
		【主幹事証券会社】 野村證券
		【監査人】 有限責任監査法人トーマツ

> 事業内容

◆ 東京・大阪圏で業務用向け、個人用向けに酒類を販売

カクヤス(以下、同社)は、東京都23区を中心に、神奈川県、大阪府等の大都市圏に、自社の店舗網と物流・配達網を持ち、料飲店等の業務用向け、個人向け双方への酒類販売を主な事業としている。連結子会社としては、何れも100%出資で、和酒(日本酒、焼酎)販売の検校、取引先等への投資と投資管理を行うNSK、社員向け社宅等の運営・管理を行うKYマネジメントがある。

売上高は酒類販売事業の単一セグメントであるが、同社では売上高を料飲店等向けの「業務用」、個人向けの「宅配」、店舗の店頭売上である「POS^{注1}」、「卸その他」の4つに区分している(図表1)。業務用と宅配を合わせ、売上高の86%が配達による売上となっている。

(注1) POS

Point of Sale System (販売時点情報管理システム) の略

【図表1】売上内訳

	19/3期		
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)
業務用	77,385	71.2	0.4
宅配	16,061	14.8	-0.9
POS	15,067	13.9	-5.6
卸その他	201	0.2	-75.3
合計	108,715	100.0	-1.2

(注) 端数処理の関係で合計と一致しない
 (出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

酒類別には発泡酒や新ジャンル(第3のビール)を含むビール類が19/3期の仕入高比率で46.5%となっており、中でもビールの比率が競合他社に比べて2倍程度と高い。

◆ 3つのブランドを展開

ブランド別には、主に「なんでも酒やカクヤス」、「KYリカー」、「CORK」の3つを展開している。

「なんでも酒やカクヤス」は東京都23区を中心に横浜や大阪等でドミナント展開しており、店頭での販売に加え、個人向けの宅配、業務用向けの配達も行っている。近年ではワイン類の販売をメインとする「KAKUYASU class」の出店も行っている。「なんでも酒やカクヤス」の拠点は、店頭販売を行わない小型倉庫、全国向け出荷を行うWEBセンターを含めて19年10月末で173カ所となっている。

「なんでも酒やカクヤス」では1店舗の商圈を半径1.2kmの小商圈とし、対象地域の顧客向けに1時間単位でビール1本から無料配達をしている。宅配だけでなく、花見やバーベキュー等のイベント場所への配達も行っている。

「KYリカー」は神奈川県を中心に東京都下や埼玉県川口市等の郊外に酒の大型専門店として出店されている。店舗数は19年10月末で29店舗となっている。「CORK」は個人向けギフトとして酒と花をセットで販売する店で、19年10月末で新宿店1店舗のみである。

業務用向けの定期配達(ルート配達)は主に、首都圏と大阪府に19年10月末で11カ所ある業務用センターから行われているが、追加やスポットの注文等は「なんでも酒やカクヤス」店舗から配達される体制となっている。

19/3期の売上区分別、出荷拠点別の売り上げ構成比は、図表2の通りである。

【図表2】売上区分別・出荷拠点別の売上構成比(19/3期)

	業務用センター	なんでも酒やカクヤス	KYリカー他	合計
業務用	44.9	25.6	0.6	71.2
宅配	-	14.7	0.0	14.8
POS	-	7.5	6.3	13.8
卸その他	0.0	0.1	0.1	0.2
合計	44.9	47.9	7.1	100.0

(注) 端数処理の関係で合計と一致しない

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

> 特色・強み

(注 2) SKU

Stock Keeping Unit の略。受発注・在庫管理を行う際の最小単位。同じ商品でもパッケージ、入数等で区分し、アイテムよりも小さい単位に分類する

◆ **業務用、個人向け酒類販売のハイブリッド・ビジネスモデルを構築**
 同社の特色と強みは、東京都 23 区、横浜市、大阪府等に自社の店舗と業務用センター等の販売、物流拠点をもち、業務用向け、個人向け双方に「いつでも、どこへでも、どれだけでも」という顧客の要望に応える効率的な販売体制を持つハイブリッド・ビジネスモデルにある。業務用、個人向けに自社の店舗、物流網で対応している企業は他にはないと思われる。品揃えも 28,000SKU^{注2}とスーパー等の品揃えの 20 倍程度に達しており、業務用酒類販売では業界トップである。

同社のハイブリッド・ビジネスモデルは、98 年に政府による酒類小売業免許の緩和が決定され、03 年 9 月の人口当たり免許枠を定めた「人口基準」の完全撤廃で販売競争の激化が想定される中、2000 年頃より構築されてきた。

この物流・販売網を人材面で支えているのは、料飲店を対象に顧客の要望にきめ細かく応じるとともに、繁盛店情報の提供等、料飲店へのコンサルティング機能も果たす 190 人の営業担当者と、1,500 人の配送員である。首都圏では平和島に 17 年に稼働した 7,000 坪の物流センターをもち、商品をメーカーから直接配送してもらい、そこから自社の業務用センター、店舗へ自社で配送を行っている。その結果、従来はメーカーから同社店舗に配送する際に支払っていた運送費負担の削減が可能となり、仕入原価の低減につながっている。商品の受注はコールセンター、WEB サイトで受け付けるが、同社はコールセンターも自社で抱え、顧客の注文やクレームにきめ細かく対応する体制を築いている。

> 事業環境

◆ **人口減少下、東京・大阪圏の酒類販売数量は横ばいで推移**

国税庁の資料によれば、国内の酒類販売(消費)数量は 96 年度の 965 万 kl をピークに漸減傾向にあり、17 年度では 837 万 kl とピーク比 13%強の減少となっている(図表 3)。背景には国内人口の減少に加え、高齢化による成人一人当たり消費量の減少等があるとみられる。

【 図表 3 】 酒類販売(消費)数量推移



(出所) 国税庁「酒税課税関係等状況表」より証券リサーチセンター作成

一方で、同社が業務を展開する東京都、神奈川県、大阪府合計の酒類販売(消費)数量は大都市圏への人口流入に伴って年間 250 万 kl とほぼ横ばい圏で推移し、近年では全国販売に対するシェアが上昇傾向にある(図表 3)。

今後については、日本・EU 間の経済連携協定(EPA)による EU ワインの国内販売増加、20 年の東京オリンピック・パラリンピックに伴う外国人観光客増加による業務用市場の底堅さ等が見込めると同社では見ている。

◆ 酒類販売価格の適正化と酒税率変更

03 年の酒類小売業規制の緩和に伴う競争激化で、採算割れでの販売等が行われてきたことに鑑み、16 年 6 月に酒税法の改正が公布され、17 年 3 月に国税庁により「酒類の公正な取引に関する基準」が策定され、酒類单品ごとに総販売原価を下回る価格で継続して販売することが禁止された。これはメーカー、卸、小売の全てに適用される。同基準を含む酒税法の改正は 17 年 6 月に施行され、これを受けて酒類の値上げが各段階で浸透している。

また、今後 20 年から 26 年まで 6 年間かけて、酒税率の改正が行われる。26 年にはビール類の酒税率は一本化され、ビールと麦芽比率 25%以上の発泡酒は減税、麦芽比率 25%未満の発泡酒及び新ジャンル(第 3 のビール)は増税となる(図表 4)。これに伴い、減税となるビールの消費拡大が見込まれ、ビール比率が高い同社は恩恵を受けると同社では見ている。

【 図表 4 】 ビール類の 350ml 当たり酒税額変更スケジュール

酒類	現在	2020年10月	2023年10月	2026年10月
ビール	77円	70円	64円	
発泡酒	麦芽比率25%以上50%未満	62円	59円	55円
	麦芽比率25%未満	47円	47円	47円
新ジャンル	28円	39円	47円	

(注) 金額は概算

(出所) 国税庁資料等より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

競合先としては、同社のように業務用、個人向け双方に自社店舗・物流網で酒類を販売している企業はないが、業務用では 饒田(神奈川県座間市)、榎本(東京都大田区)、田野屋酒販(東京都大田区)等が挙げられる。これらの競合先の売上高は同社の三分の一から四分の一程度に留まる。個人向けではやまや(9994 東証一部)の酒販事業の売上規模が大きい、その他にもスーパーマーケット、コンビニエンスストア、E コマース業者等と競合している。

> 業績

◆ 業績推移

届出目論見書には過去 5 期分の業績が記載されている。売上高はほぼ横ばい圏で推移したが、経常利益は 17/3 期に落ち込んだ(図表 5)。これは、大田センターを閉鎖し、平和島流通センターへの切り替えを行う際に、大田センター閉鎖のための一時的な費用がかかったためである。

16年1月に、SKYグループホールディングスを親会社とする持株会社制へと移行するなかで、同社はSKYグループホールディングスの 100%子会社となった。同時に同社が酒類販売との事業シナジーを求めて傘下に収めてきた関連会社の株式をSKYグループホールディングスに譲渡し、同社は酒類の販売に専念する体制となった。

【 図表 5 】 業績推移

(単位: 百万円)



(注) 17/3 期までは単体ベース、18/3 期以降は連結ベース
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

19/3 期の業績は前期比 1.2%減収、68.6%経常増益となった。個人向け販売は宅配、POS ともに若者や高齢者の飲酒離れの影響や、E コマースの浸透等により客数が減少し、減収となった。業務用では、客数は微減となったものの、「酒類の公正な取引に関する基準」策定の影響を受けて値上げが浸透したことから客単価は上昇した。利益面では値上げ浸透の影響で売上総利益率が前期比 0.9%ポイント上昇し、大幅経常増益につながった。

20/3 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の売上高は、55,198 百万円、経常利益は 805 百万円だった。後述する 20/3 期会社計画に対する進捗率は、売上高で 50.0%、経常利益で 43.7%である。

◆ 20 年 3 月期の会社計画

同社の 20/3 期計画は、売上高 110,460 百万円(前期比 1.6%増)、営業利益 1,820 百万円(同 2.3%増)、経常利益 1,842 百万円(同 2.0%増)、親会

社株主に帰属する当期純利益 946 百万円(同 27.0%増)である(図表 6)。20/3 期の第 1 四半期実績と 7 月以降の予測を踏まえての計画となっている。

【 図表 6 】 20 年 3 月期会社計画

	19/3期		20/3期(予)		
	(百万円)	構成比 (%)	(百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)
売上高	108,715	100.0	110,460	100.0	1.6
業務用	77,385	71.2	79,550	72.0	2.8
宅配	16,061	14.8	15,776	14.3	-1.8
POS	15,067	13.8	14,847	13.4	-1.5
卸その他	201	0.2	287	0.3	42.8
売上原価	87,153	80.2	88,329	80.0	1.3
売上総利益	21,562	19.8	22,130	20.0	2.6
販売費及び一般管理費	19,782	18.2	20,310	18.4	2.7
営業利益	1,779	1.6	1,820	1.6	2.3
営業外収支	27	-	22	-	-18.5
経常利益	1,806	1.7	1,842	1.7	2.0
親会社株主に帰属する当期純利益	745	0.7	946	0.9	27.0

(注) 20/3 期は会社計画

(出所) 「東京証券取引所市場第二部への上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を基に証券リサーチセンター作成

業務用売上高は、79,550 百万円(前期比 2.8%増)を見込んでいる。前提は客数が前期比 4.1%増、客単価は同 1.2%減である。

個人向けでは宅配売上高は、15,776 百万円(前期比 1.8%減)を計画している。前提は客数が前期比 6.3%増、客単価が同 7.6%減である。POS 売上高は、客数が前期比 0.8%減、客単価が同 0.7%減を前提に 14,847 百万円(同 1.5%減)を計画している。個人向け販売では、客単価は低価格ワインや耐ハイ・RTD^{注3}の販売数量増加により低下傾向にある。

(注 3) RTD

Ready to Drink の略。栓や蓋を開けて直ぐに飲めるお酒

売上原価は商品仕入原価と、社内物流センターの人件費と家賃からなり、88,329 百万円(前期比 1.3%増)を見込んでいる。この結果、売上総利益は 22,130 百万円(同 2.6%増)と計画している。

販売費及び一般管理費の主なものは、人件費と家賃・リース料である。人件費は配達売上の拡大や中長期的な成長のための配達員の増員等により、13,292 百万円(前期比 3.0%増)を見込んでいる。家賃・リース料は、出店による増加はあるものの、前期に閉鎖した業務用センターの家賃減少もあり、3,445 百万円(同 0.2%減)を見込んでいる。この結果、販売費及び一般管理費は、20,310 百万円(同 2.7%増)、営業利益は 1,820 百万円(同 2.3%増)を計画している。

営業外収支は前期比で大きな変動が見込まれておらず、経常利益は 1,842 百万円(前期比 2.0%増)と予想している。親会社株主に帰属する当期純利

益は、店舗等の減損損失が 89 百万円と前期比で大幅な減少を見込むことから 946 百万円(同 27.0%増)と計画している。1 株当たり配当金については、49.8 円を計画している。

◆ 成長戦略

同社は成長戦略として、東京都 23 区を対象に、新規顧客開拓を担当する営業担当人員を増やし、店舗網をさらに稠密化することで配達能力を引き上げ、業務用売上高を拡大することを目指している。その際、与信リスクの管理や配達能力等の問題から他社が手掛けることが難しい、個人料飲店との取引を拡大する意向である。この顧客層は、大手居酒屋チェーンや中堅優良店等に比べ、収益性が高い模様である。

同社では、流通企画の「全国酒販店年鑑 2018 年版」による東京都、神奈川県、大阪府合計の酒類販売市場 6,800 億円と 18 年家計調査による酒関連消費に占める料飲店での消費比率 42.5%から、3 都府県の業務用酒類販売市場を 2,890 億円と推定している。同社の 19/3 期の業務用売上高は 773 億円であることからシェアは 26.7%に留まり、今後のシェア拡大は可能と同社では見ている。

中期的には、自社の店舗・物流網構築により業務用、個人向けの双方に酒類を販売するというハイブリッド・ビジネスモデルを他の政令指定都市に拡大することを検討している。その際には現地で業務用顧客基盤を持つ企業の買収による進出も視野に入るとみられる。

現状は酒類の販売のみを行っており、昼から夕方までの時間帯は配送に空き時間ができることから、この空き時間を活用して他の商品も取り扱う「お届けのプラットフォーム」となることを目指す。

また、同社は営業担当者と店舗を自前で持ち、業務用、個人用双方の顧客との接点、コミュニケーションが多いことから、これらの顧客をつなぐ「販促のプラットフォーム」となることも目指している。

> 経営課題/リスク

◆ 人材の確保

同社が売上高の拡大を図るためには、営業担当者、配送員等の人材の拡充が必要になるが、人手不足の環境下、人材獲得競争は激化している。同社は配送員の確保のため、高卒新卒者の採用、運転免許取得補助金の支給や社員寮の整備等の施策により、現状では人員の確保が出来ているが、今後、人手不足がさらに深刻化する場合には、必要人材の確保が難しくなったり、人件費が上昇して同社の収益を圧迫する可能性がある。

◆ 法律、規制等の変更と税制改正

国内の酒類販売においては、酒税法を始めとする各種法律や規制の適用を受ける。また、消費税や酒税改正等の税制改正の影響も受ける。今後こ

れらに予期せざる変更があったり、変更適切に対応できなかった場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 地震、風水害等の自然災害

地震、台風による風水害等の自然災害は、同社の店舗や物流・配達網の毀損等を通じて同社の業績に影響を与える可能性がある。特に、同社の拠点が東京都 23 区に集中していることから、同地区及びその周辺に自然災害が発生した場合には、同社の業績に影響を与える可能性がある。

【 図表 7 】 財務諸表

損益計算書	2018/3		2019/3		2020/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	110,044	100.0	108,715	100.0	55,198	100.0
売上原価	89,296	81.1	87,153	80.2	44,265	80.2
売上総利益	20,747	18.9	21,562	19.8	10,933	19.8
販売費及び一般管理費	19,819	18.0	19,782	18.2	10,133	18.4
営業利益	927	0.8	1,779	1.6	799	1.4
営業外収益	173	-	61	-	21	-
営業外費用	29	-	34	-	15	-
経常利益	1,071	1.0	1,806	1.7	805	1.5
税引前当期 (四半期) 純利益	642	0.6	1,282	1.2	804	1.5
親会社株主に帰属する当期 (四半期) 純利益	434	0.4	745	0.7	510	0.9

貸借対照表	2018/3		2019/3		2020/3 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	17,555	61.5	16,503	57.1	16,994	57.1
現金及び預金	2,347	8.2	1,840	6.4	1,748	5.9
売上債権	9,078	31.8	8,762	30.3	8,360	28.1
棚卸資産	4,202	14.7	4,215	14.6	4,328	14.5
固定資産	10,996	38.5	12,417	42.9	12,791	42.9
有形固定資産	4,791	16.8	6,567	22.7	6,866	23.1
無形固定資産	1,346	4.7	1,062	3.7	1,160	3.9
投資その他の資産	4,859	17.0	4,787	16.6	4,764	16.0
総資産	28,551	100.0	28,920	100.0	29,786	100.0
流動負債	21,132	74.0	20,124	69.6	21,148	71.0
買入債務	14,251	49.9	13,727	47.5	14,652	49.2
短期借入金	3,649	12.8	3,232	11.2	3,724	12.5
固定負債	3,103	10.9	4,113	14.2	3,631	12.2
長期借入金	1,446	5.1	2,662	9.2	2,322	7.8
純資産	4,315	15.1	4,682	16.2	5,006	16.8
自己資本	4,315	15.1	4,682	16.2	5,006	16.8

キャッシュ・フロー計算書	2018/3		2019/3		2020/3 2Q累計	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	380		1,975		737	
減価償却費	556		633		325	
のれん償却額	18		20		1	
投資キャッシュ・フロー	-3,704		-1,700		-701	
財務キャッシュ・フロー	2,338		438		-128	
配当金の支払額	-253		-334		-180	
現金及び現金同等物の増減額	-985		713		-91	
現金及び現金同等物の期末残高	1,127		1,840		1,748	

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

新規上場会社紹介レポート

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。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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・間接的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。