

ホリスティック企業レポート

カクヤスグループ

7686 東証二部

ベーシック・レポート
2022年3月25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 20220322

自社で構築した店舗網及び物流・配達網を特徴とする酒類販売大手 アフター/ウィズコロナを見据えた「三層物流」モデル構築の進捗に注目

1. 会社概要

・カクヤスグループ(以下、同社)は、東京 23 区をはじめとした大都市圏にて、料飲店等の業務用と、家庭用の双方への酒類販売を主な事業としている。

アナリスト: 藤野敬太
+81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

・15/3 期以降 20/3 期までは売上高はほぼ横ばいで推移し、経常利益も増減はあるものの、年率 3.2%のペースで拡大した。しかし、新型コロナウイルス禍の影響が顕著であった 21/3 期は、飲食店向けである業務用の売上高が落ち込み、経常赤字に陥った。

【主要指標】

	2022/3/18
株価 (円)	1,482
発行済株式数 (株)	9,306,200
時価総額 (百万円)	13,791

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、創業家出身の社長のリーダーシップ(人的資本)である。これまで、危機的な状況になった際、同社は、事業モデルを大きく変えることを厭わずに大胆な変革を起こして乗り越えてきた。こうした変革の過程で、新しい事業モデルを確立するとともに、顧客を開拓し、新たな発展段階への移行を繰り返してきている。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	-	-	255.5
PBR (倍)	3.6	4.4	4.6
配当利回り (%)	3.4	1.3	1.3

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題は、新型コロナウイルス禍への対応、財務基盤の安定、酒税法改正等の法律や規制の変化への対応、人員の確保である。
・新型コロナウイルス禍を機に「配達プラットフォーム企業への進化」という中長期戦略を前倒しで実践している。そのため、業務用のルート物流網(第1層)、業務用の即配物流網(第2層)、家庭用の即配物流網(第3層)から構成される「三層物流」モデルへの転換を進め、業務用についてはコロナウイルス禍前の水準の売上高回復を、家庭用については配送の更なる拡大を進めていくとしている。

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	15.8	1.5	-6.6
対TOPIX (%)	14.4	5.9	-4.4

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、幾度の危機を乗り越えてきた 100 年企業の対応力を評価している。新型コロナウイルス禍という大きな危機を乗り越えた先に得られる、成長可能性に注目しているが、そのために必要な「三層物流」モデル構築の進捗に注目したい。

【株価チャート】



【7686 カクヤスグループ 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)
2020/3	108,562	-0.1	1,259	-29.2	1,259	-30.3	513	-31.2	69.9	671.0	49.8
2021/3	80,226	-26.1	-2,602	-	-1,728	-	-1,601	-	-206.9	413.1	49.8
2022/3 CE	86,882	8.3	-3,031	-	-2,603	-	-2,055	-	-220.8	-	未定
2022/3 E	85,141	6.1	-3,193	-	-2,753	-	-2,039	-	-219.1	334.1	20.0
2023/3 E	105,016	23.3	76	-	78	-	54	-	5.8	320.0	20.0
2024/3 E	117,779	12.2	1,871	24.6×	1,873	24.0×	1,218	22.6×	130.9	430.9	20.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想
21年5月に1,500,000株の第三者割当増資を実施

ベーシック・レポート

2/30

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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 東京や大阪等の大都市圏で業務用、家庭用双方に酒類を販売

カクヤスグループ(以下、同社)は、東京 23 区のほか、神奈川県、大阪府、福岡県といった大都市圏にて、料飲店等の業務用と、家庭用の双方への酒類販売を主な事業としている。家庭用の宅配を特徴とし、自社の店舗網と物流・配達網を構築していることが最大の特徴である。

◆ 4 つの計上区分に分類され、新型コロナウイルス禍で打撃を受けても業務用の売上高が過半

同社は酒類販売事業の単一セグメントだが、売上高は料飲店(全国チェーン、中堅料飲店、個人店)等向けの「業務用」、家庭向けの「宅配」、店舗における店頭売上である「POS」、「卸その他」の4つに分類されている(図表1)。従前は業務用で約7割の売上を占めていたが、新型コロナウイルス禍で打撃を受けたことで業務用の構成比は低下したが、それでも売上高の5割超を占めている。

【図表1】計上区分別売上高

(単位:百万円)

	売上高(連結)								
	20/3期	21/3期	22/3期 3Q累計	前期比 / 前年同期比			売上構成比		
				20/3期	21/3期	22/3期 3Q累計	20/3期	21/3期	22/3期 3Q累計
業務用	76,871	42,593	33,939	-0.7%	-44.6%	0.9%	70.8%	53.1%	53.0%
宅配	16,039	19,545	15,956	-0.1%	21.9%	7.1%	14.8%	24.4%	24.9%
POS	15,295	17,825	13,289	1.5%	16.5%	-4.6%	14.1%	22.2%	20.7%
卸その他	355	262	912	76.8%	-26.2%	375.5%	0.3%	0.3%	1.4%
合計	108,562	80,226	64,098	-0.1%	-26.1%	2.3%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 22/3 期より新収益認識基準を適用。22/3 期 3Q 累計は旧収益認識基準における 21/3 期 3Q 累計との比較

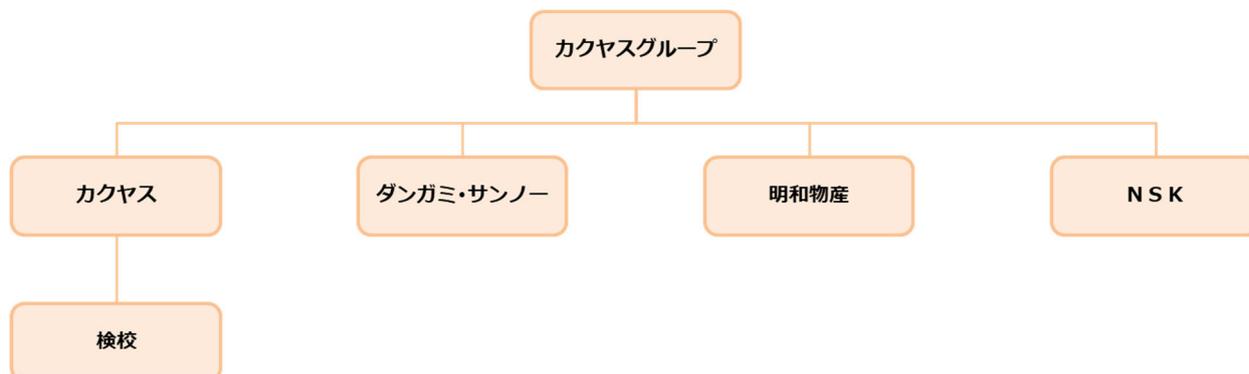
(出所) カクヤスグループ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ カクヤスグループの構成

同社は 20 年 10 月 1 日に持株会社体制に移行し、純粋持株会社であるカクヤスグループの下に 5 社(うち 1 社は孫会社)を配している(図表 2)。カクヤスと NSK 以外は M&A によって子会社化した。

【 図表 2 】 カクヤスグループの構成



(出所) カクヤスグループ決算説明会資料、プレスリリースより証券リサーチセンター作成

【 図表 3 】 カクヤスグループの企業

グループ会社	被保有比率	経緯	事業内容
カクヤス	100.0%	従来からの中核企業	・「なんでも酒やカクヤス」等を展開
ダンガミ・サンノー	100.0%	M&A 旧サンノー (20年5月) 旧ダンガミ (20年12月) 両社は22年3月に合併	・旧ダンガミ - 福岡県、長崎県を中心とした業務用酒販 - 福岡県福岡市中心に直営小売店舗「酒のガリバー」を運営 ・旧サンノー - 福岡県福岡市を中心に業務用酒販 - 繁華街型業務用酒類小売「リカーズABC」を運営
明和物産	100.0%	M&A (21年2月)	・首都圏の一部を商圏とした明治乳製品の配達
NSK	100.0%	設立 (11年7月)	・グループの投資管理
検校	カクヤスが 100.0%を保有 (孫会社)	M&A (12年2月)	・日本酒や焼酎といった和酒の卸売

(出所) カクヤスグループ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ カクヤスの4つの店舗ブランド

カクヤスの酒類販売は、「なんでも酒やカクヤス」、「KYリカー」、「KAKUYASU SELECT」、「CORK」の4つの店舗ブランドで展開されている。

このうち主力なのが、「なんでも酒やカクヤス」である。「いつでも、どこでも、どれだけでも」のサービスを顧客に提供する、付加価値戦略を実現するための店舗ブランドであり、東京 23 区を中心に横浜や大阪等でドミナント展開している。店頭販売に加え、家庭用の宅配、業務用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。

「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おいて、酒の大型専門店として出店されている。「KAKUYASU SELECT」は、提案型店舗として展開が始まっている。また、「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舗である。

◆ 新型コロナウイルス禍前の三位一体モデル

東京 23 区で展開している「なんでも酒やカクヤス」の最大の特徴は、その店舗網である。「なんでも酒やカクヤス」の店舗の商圈は、対象エリアのどこにでも1時間枠単位で配達できるように半径 1.2km と小さく設定されており、配達密度の向上を図りながら店舗を配置して、東京 23 区全体をカバーしている。配達先は顧客の住宅だけでなく、花見やバーベキュー等のイベントを開催している場所も対象となり、ビール 1 本から無料配送をしている。

また、各店舗は、業務用販売にも対応している。他の酒類販売業者は、販売手法の違いから、業務用販売または家庭用販売のどちらかに特化して展開することがほとんどである。しかし、同社の場合は、同一店舗で業務用販売と家庭用販売(家庭用配送と店頭販売)の両方を扱うことで、各商圈における取扱量の増加と、短時間で届けるという付加価値の両立を実現している。

同社では、同一店舗にて業務用販売、家庭用配送、店頭販売を行う形態を三位一体モデルと称している。同社によると、新型コロナウイルス禍前においては、店舗によるばらつきはあるものの、店舗での売上は、業務用販売、家庭用配送、店頭販売でおよそ三分の一ずつだったとしている。

◆ 三層物流への転換

同社は 19 年 12 月の上場時より、中長期戦略として、「配達プラットフォーム企業への進化」を掲げていた。当時は 3~5 年かけて進めていく予定だったが、新型コロナウイルス禍の発生により、前倒しで実行する必要性が生じた。

同社では、店舗での販売に関して、以下のように、新型コロナウイルス禍の状況に応じた展開を想定している。

- (1) 新型コロナウイルス禍前は、店舗での売上は、業務用販売、家庭用配送、店頭販売が三分の一ずつではほぼ均等だった
- (2) 新型コロナウイルス禍が発生し、業務用販売が減少する一方、家で過ごす時間が増えたために家庭用配送が大幅に増加した
- (3) 新型コロナウイルス禍が落ち着き、業務用販売が回復すると、家庭用配送がこなせなくなる

そのため、業務用小型倉庫を新設することで、業務用販売の回復に備えるのと同時に、店舗においては、業務用の商材がなくなった分を家

庭用の品揃え強化に充てることで、家庭用配送の更なる増加を目指していくとしている。この方針のもと、業務用のルート物流網（第1層）、業務用の即配物流網（第2層）、家庭用の即配物流網（第3層）から成る三層物流を構築、強化していくこととしている（図表4）。そのために、展開エリアでの配送密度を高めることができるよう、拠点網の拡充が続いている（図表5）。

【図表4】カクヤスグループが考える三層物流

物流層	対象	提供方法	拠点	今後の注力ポイント
第1層	業務用	ルート配送	業務用センター	・更なる効率化
第2層	業務用	即配	業務用小型倉庫	・業務用小型倉庫の新設
第3層	家庭用	即配	店舗 家庭用小型倉庫	・店舗における商品ラインナップの強化 ・お取り寄せ品のリードタイム短縮 ・家庭用配送拠点の新設

(出所) カクヤスグループ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表5】カクヤスグループの拠点数

区分	運営会社	拠点の種類	21/3期末	22/3期 第3四半期末
業務用	カクヤス	業務用センター	43	50
		業務用店舗 (kakuyasu class)	30	37
		業務用小型倉庫	10	9
		業務用小型倉庫	6	5
	ダンガミ・サンノー	業務用小型倉庫	14	23
		業務用センター	13	13
		業務用店舗 (kakuyasu class)	2	2
		業務用店舗 (リカーズABC)	10	9
		業務用店舗 (リカーズABC)	1	1
		業務用小型倉庫	0	1
家庭用	カクヤス	業務用センター	178	189
		業務用店舗 (kakuyasu class)	178	189
		業務用小型倉庫	2	2
		WEBセンター	138	137
		社内物流センター (平和島)	27	29
		店舗 (なんでも酒やカクヤス)	0	2
		店舗 (KYリカー)	1	1
		店舗 (KAKUYASU SELECT)	10	18
	店舗 (CORK)	10	18	
	小型倉庫	10	18	
その他	明和物産	業務用センター	8	8
		業務用小型倉庫	8	8
合計			229	247

(出所) カクヤスグループ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

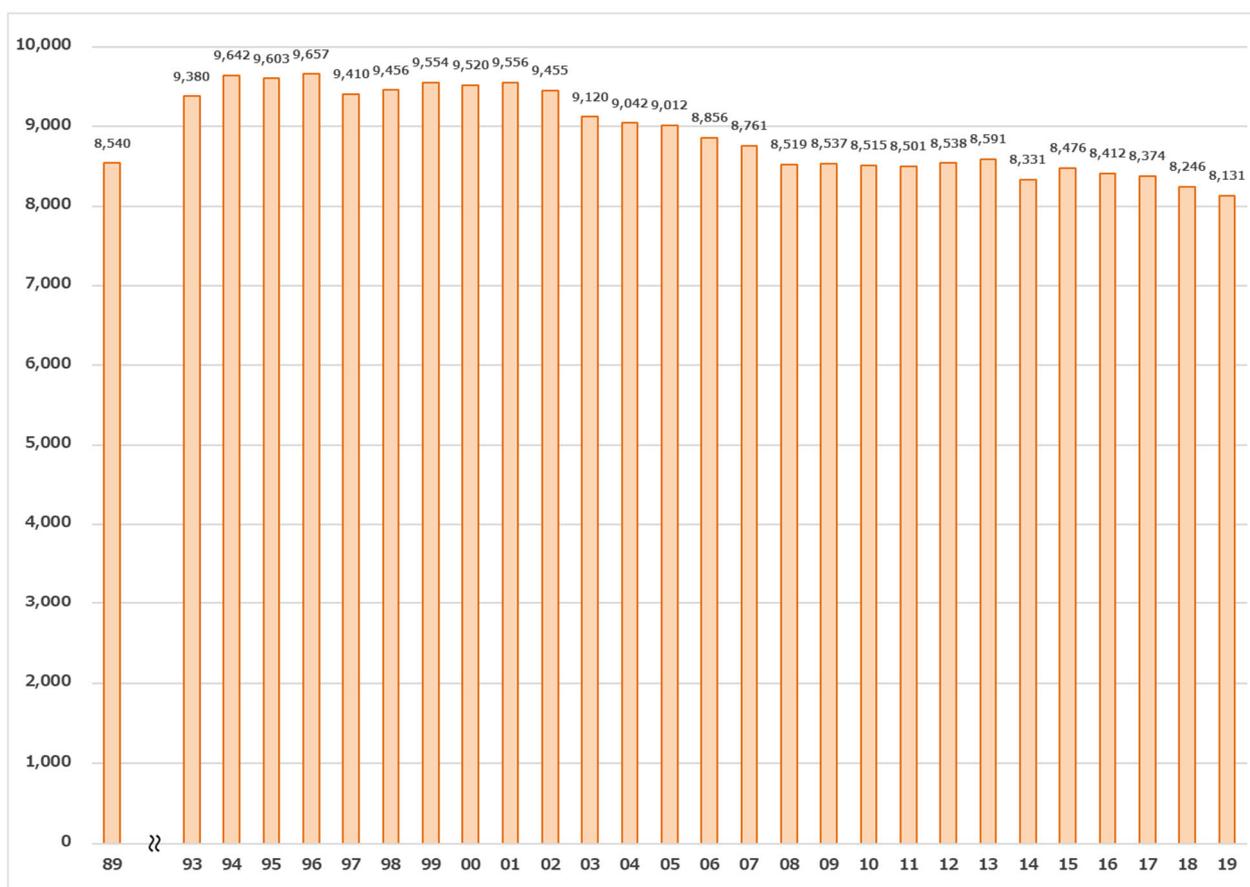
> 業界環境と競合

◆ 国内酒類販売(消費)の推移

国税庁の「酒のしおり」によると、国内の酒類販売(消費)数量は、1996年の9,657千klをピークとして減少傾向にあり、19年には8,131千klとなった(図表6)。人口が減少傾向にあることに加え、消費者の嗜好やコミュニケーションの考え方が変化してきたことも影響しているようであり、今後増加に転じる可能性は高くないと考えられる。

【図表6】酒類販売(消費)数量の推移

(単位:千kl)



(出所) 国税庁「酒のしおり」より証券リサーチセンター作成

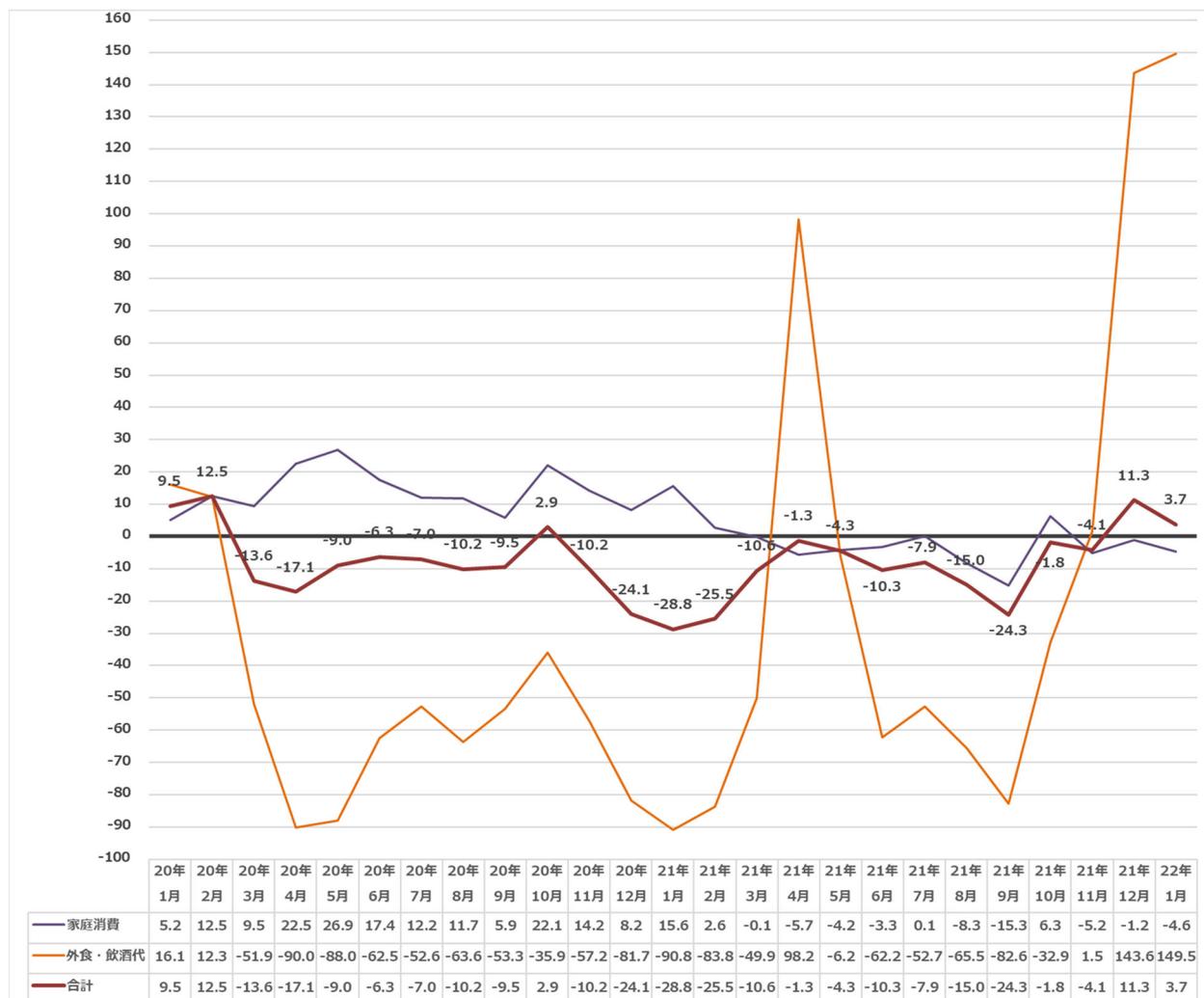
◆ 新型コロナウイルス禍以降の家計における酒類への支出推移

総務省統計局の「家計調査」を用いて、新型コロナウイルス禍が始まった20年1月以降の、二人以上の世帯における、(1)1カ月の酒類の購入金額(家庭内での消費)の前年同月比と、(2)外食での飲酒代の前年同月比の推移を表してみた(図表7)。

これによると、飲食店での飲酒の機会の減少により、外食での飲酒代が大きく減少した一方、家での飲酒の機会の増加を受けて、家庭内での消費が増加したことが分かる。両者を合わせると、酒への支出金額

は前年同月比マイナスで推移している月がほとんどである。また、外食での飲酒代は上にも下にも振れ幅が大きいことが特徴である。

【 図表 7 】 1カ月にかける酒類の家庭消費の金額と外食・飲酒代の前年同月比推移 (単位:%)



(出所) 総務省統計局「家計調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

酒類販売は業務用と家庭用に大別されるが、同社のように自社店舗・物流網を構築して業務用と家庭用の双方に酒類を販売している競合先はない。

業務用に限ると、饒田（にぎた、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。

家庭用では、やまや（9994 東証一部）の酒販事業の売上規模が大き

いが、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。

> 沿革・企業理念・株主

◆ 沿革 1： 現代表取締役社長の祖父が東京都北区豊島にて創業

同社の前身は、代表取締役社長の佐藤順一氏の祖父の佐藤安蔵氏が1921年に創業した「カクヤス酒店」である。創業の地は、現在の本社がある東京都北区豊島であった。「カクヤス」の商号は、日本酒を飲む器で酒を象徴する「角楯(かくます)」の「角」と、佐藤安蔵氏の「安」から名づけられた。

太平洋戦争の空襲で店舗は消失したが、戦後に再建し、1951年に合資会社カクヤス本店となって法人化した。1954年には、現代表取締役社長の父の佐藤安文氏が二代目社長に就任した。

◆ 沿革 2： 業務用へ軸足をシフト

二代目の時代では、酒販免許の規制の関係で、小売において既存の地元(東京都北区)の他の酒販店の商圏で営業することができなかった。そうした状況を受け、後の三代目社長となる佐藤順一氏(当時は専務)は、新宿や六本木、銀座等の遠方の繁華街における飲食店向けの酒類の営業に軸足を移していった。1982年には株式会社カクヤス本店が設立され、バブル経済の波にも乗り、業務用中心に販売を伸ばしていった。

◆ 沿革 3： ディスカウントストア業態への参入

しかし、1990年代に入り、バブル経済が崩壊し、業務用の酒販は苦境に立たされるようになった。そのような折、キャッシュ・フローを改善するために、現金商売であるディスカウントストア業態を開始することとなり、1992年に「酒 スーパーディスカウント大安(だいやす)」を東京都北区に2店舗開店した。これは当時一世を風靡したディスカウントストアのサリ株式会社の躍進に触発されてのことであった。

ただし、開業した2店舗は好立地の店舗ではなかった。その売上高を少しでも増やすべく、バブル崩壊によって余剰となったドライバーを活用して配達も行うこととなった。1993年には、佐藤順一氏が代表取締役社長に就任した。

◆ 沿革 4： 配達サービスの無料化

配達を開始した当初は、「配達1回当たりいくら」という有料でのサービスとしていた。しばらく続けていくうちに、佐藤氏は、店舗での対面販売でも、配達による販売でも、売上高人件費率はほとんど同じ

であることに気づいた。配達による販売の方が店頭での販売よりも客単価が高かったためである。それなら、配達サービスを有料で行う理由がないと考えた佐藤氏は、顧客の利便性を優先して、1998年に配達サービスの無料化に踏み切った。

◆ 沿革5：付加価値戦略への移行

1998年は、2001年以降の酒販免許の改訂の内容が発表された年であった。距離基準や人口基準が順次撤廃され、商圈を自由に設定できるようになる方向性が明確となった。それは、競合先が、従来の酒店から、スーパーマーケットやコンビニエンスストアに移っていくことを意味していた。

品揃えでは大きな店舗のスーパーマーケットに、立地や営業時間等の利便性ではコンビニエンスストアにはかなわないと認識した佐藤氏は、従来のディスカウントストアが採ってきた“価格戦略”から、「2時間以内に配達する」、「東京23区全域で対応する」、「1本から配達する」といういわゆる「いつでも、どこでも、どれだけでも」のサービスを顧客に提供する“付加価値戦略”に移行することで活路を見出すこととした。

◆ 沿革6：東京23区全域をカバーする店舗網の構築

東京23区全域で「2時間以内に配達する」ことを実現するために必要とされる130~140店舗の出店を目標とした同社は、付加価値戦略への移行を明確にするため、02年に「酒スーパーディスカウント大安(だいやす)」から「カクヤス」に変更していた店舗屋号を「なんでも酒やカクヤス」へ、商号を「カクヤス本店」から「カクヤス」へそれぞれ変更した。

約3年かけて、東京23区全域をカバーする出店が完了した。ただ、住宅向けの宅配だけでは採算が合いにくいいため、各店舗から近隣の飲食店への配達を進めるようになり、利益の上がる店舗網へと成長していった。

宅配網を構築した同社は、付加価値を前面に出しながら販売量を増やしていった。11年1月の同業のマインマートやサリ等からの事業譲受もあり、売上高1,000億円を超える規模に成長していった。

◆ 沿革7：事業領域の拡大

規模の拡大とともに、酒販周辺にも事業領域を広げていった。07年10月の業務用食材卸のミクリードのグループ化を皮切りに、10年10月に花販売のフローリネットを、同年12月に事務用品販売のオフィス・デポ・ジャパンを、12年2月に日本酒を取り扱う検校をグルー

プ化していった。また、11年7月にNSKを設立して投資管理の業務を集約したほか、14年1月に設備工事事業を行うスペースアート十番をグループ化した。

なお、ミクリードは、08年6月に一度同社が吸収した後、13年1月に現在のミクリード(7687 東証マザーズ)を設立した。また、花販売の事業については、12年11月にリンクフローリストを設立したことを受け、13年1月にフローリネットを解散した。

◆ 沿革8：グループ再編

16年1月、カクヤスエステート(現SKYグループホールディングス)を親会社とする持株会社体制に移行する事業再編を実施した。同社は株式交換によりカクヤスエステートの100%子会社となるとともに、ミクリード、リンクフローリスト、オフィス・デポ・ジャパン、スペースアート十番の株式をカクヤスエステートに譲渡した。この結果、カクヤスエステートの下で、同社を中心とした酒類販売事業と、それ以外の事業を区分することとなった。

その後、17年6月に価格訴求型店舗を運営する大安(19年3月に同社に吸収)を、同年7月に社員寮管理等の不動産管理を行うKYマネジメントを設立したほか、18年8月にNSKが保有していた検校を同社に移管して酒類販売事業を同社に集約するなど、グループ再編の動きが続いた。

そして、19年12月に東京証券取引所市場第二部への上場を果たした。

◆ 沿革9：創業100周年

上場後、20年になると、新型コロナウイルス禍の影響を受けるようになった。そのような中でも、20年5月にサンノを子会社化して九州進出の足掛かりを得、また、同年7月に経営効率の観点からKYマネジメントを吸収合併するなどの動きがあった。

20年10月には商号を「カクヤス」から「カクヤスグループ」へ変更するとともに、持株会社体制への移行を目的に、会社分割により連結子会社のカクヤスを設立した。その後、20年12月に福岡県と長崎県を中心に業務用酒販店を展開するダンガミを、21年2月に明和物産を子会社化した。

そして、21年11月に同社は創業100周年を迎えた。

◆ 企業理念

企業理念ではないが、同社は、「カクヤスグループの想い」として、「お酒を中心とした流通のインフラになりたい」、「お客様のご要望に『なんでも』応えたい」を明文化して掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と 22/3 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 8 の通りである。

21 年 9 月末時点で、筆頭株主の SKY グループホールディングスが 49.81%を保有している。第 2 位株主は伊藤忠食品(2692 東証一部)と三菱食品(7451 東証一部)で、各々8.06%を保有している。両社は新型コロナウイルス禍が本格化した後の 21 年 5 月に、同社の資本増強のための第三者割当増資に応じ、株主となった。

取引先では、第 6 位の麒麟麦酒が 2.32%、第 7 位のアサヒビールとサントリー酒類が各々2.25%、第 9 位のサッポロビールが 1.29%を保有している。

【 図表 8 】大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			21年9月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(千株)	割合	順位	
株式会社SKYグループホールディングス	6,982,000	96.44%	1	4,633	49.81%	1	親会社 上場時に1,757,000株売り出し
伊藤忠食品株式会社	0	0.00%	-	750	8.06%	2	21年5月の第三者割当増資で取得
三菱食品株式会社	0	0.00%	-	750	8.06%	3	21年5月の第三者割当増資で取得
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	0	0.00%	-	565	6.07%	4	
カクヤス従業員持株会	216,000	2.98%	2	398	4.28%	5	
麒麟麦酒株式会社	0	0.00%	-	216	2.32%	6	
アサヒビール株式会社	0	0.00%	-	210	2.25%	7	
サントリー酒類株式会社	0	0.00%	-	210	2.25%	8	
サッポロビール株式会社	0	0.00%	-	120	1.29%	9	
岡村 茂樹	0	0.00%	-	106	1.14%	10	
佐藤 順一	20,000	0.28%	3	-	-	-	代表取締役社長
田島 安希彦	10,000	0.14%	4	-	-	-	代表取締役副社長
並木 吉彦	4,000	0.06%	5	-	-	-	元取締役
赤坂 敏明	4,000	0.06%	5	-	-	-	元取締役
関口 信彦	4,000	0.06%	5	-	-	-	元取締役
(大株主上位10名)	7,240,000	100.00%	-	7,958	85.53%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	770,800	10.65%	-	471	5.07%	-	
発行済株式総数(自己株式数含まず)	7,240,000	100.00%	-	9,302	100.00%	-	
発行済株式総数(自己株式数含む)	7,240,000	-	-	9,302	-	-	
参考:自己株式数							
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合		0.00%	-	0	0.00%	-	

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) カクヤスグループ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

単体業績は15/3期以降、連結業績は18/3期以降のものが開示されている。

20/3期までの売上高の年平均成長率は0.5%で、ほぼ横ばいでの推移だったが、17/3期に売上高1,100億円台にのせた後、18/3期から20/3期は連続して僅かな減収が続いた。

18/3期の減収は、17年6月に開始となった公正取引（総販売原価を下回らない販売価格の設定の義務付け）で、業界全体で事実上の値上げとなり、一部顧客の離反が起きたことが要因である。19/3期の減収は、公正取引の徹底に加え、FC事業からの撤退も影響した。20/3期は、期末に新型コロナウイルス禍の影響を受けて伸び悩んだ。なお、20/3期までは、業務用が全体の約7割を占め、残りを宅配とPOSで二分する構成は大きく変わらずに推移してきた。

20/3期までの経常利益の年平均成長率は3.2%であったが、期ごとの増減幅は大きかった。17/3期の経常減益は、16/3期にあった子会社からの配当や貸付利息収入が17/3期にはなくなったことが要因として大きかった。なお、これらの16/3期の営業外収益は、親会社のSKYグループホールディングスが持株会社制へ移行する過程で生じたものである。19/3期の経常増益は、上述した公正取引の徹底が商品の値上げ効果をもたらし、収益改善につながったことが大きな要因であった。

◆ 21年3月期は新型コロナウイルス禍が直撃して赤字転落

21/3期は、売上高が80,226百万円(前期比26.1%減)、営業損失が2,602百万円(前期は1,259百万円の利益)、経常損失が1,728百万円(同1,259百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失が1,601百万円(同513百万円の利益)となった。

21/3期は新型コロナウイルスの感染拡大による影響が読めないという理由で、期初時点で会社計画は未定とされた。第2四半期決算公表時の通期会社計画は、売上高88,495百万円(前期比18.5%減)、営業損失1,516百万円、経常損失1,060百万円、親会社株主に帰属する当期純損失830百万円であり、売上高の達成率は90.7%に留まり、損失は計画を大きく上回った。

区分別売上高は、業務用が前期比44.6%減、宅配が同21.9%増、POSが同16.5%増、卸その他が同26.2%減となった。

21/3 期は1年を通じて新型コロナウイルス禍の影響を受けた。取引先である飲食店の休業や時短要請の影響を受けた業務用は、客数が前期比 12.4%減、客単価が同 36.7%減となり、注文量が大幅に減少した。一方、巣籠もり需要の増加の恩恵を受けた宅配は、客数が同 22.0%増、客単価が 0.1%減となり、客数の増加で増収となった。テレワークの増加と連動して家飲み需要の増加の恩恵を受けたPOSも、客数が同 12.7%増、客単価が同 3.4%増となって増収となった。宅配やPOSの増収をもってしても、元々の売上構成比が高かった業務用の大幅減少はカバーしきれず、全体では減収となった。

売上総利益率は前期比 1.2%ポイント上昇の 21.0%となった。相対的に利益率の高い家庭用(宅配、POS)の売上構成比の上昇が貢献した。販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同 4.0%減となった。家庭用販売の増加に伴うクレジットカード手数料の増加はあったものの、配送費を含む人件費等の圧縮やマーケティングコストの削減等により、販管費全体は減少した。それでも、減収の影響の方がはるかに大きく、売上高販管費率は同 5.6%ポイント上昇の 24.2%となった。その結果、21/3 期は2,602 百万円の営業損失となった。

なお、新型コロナウイルス禍による一時休業に対して雇用調整助成金 804 百万円が営業外収益として計上されたため、経常損失は営業損失より小さくなり、また、法人税等の還付もあって、親会社株主に帰属する当期純損失は経常損失よりも小さくなった。

◆ 上場時の公募増資の前後で、自己資本比率はほぼ変わらず

19 年 12 月の上場時に公募増資を行ったものの、19/3 期末に 16.19%であった同社の自己資本比率は 20/3 期末には 18.13%と、ほぼ変わらずであった。

なお、21/3 期は新型コロナウイルス禍の影響で親会社株主に帰属する当期純損失となったため、21/3 期末の自己資本は減少し、自己資本比率は 11.90%まで低下した。

> 他社との比較

◆ 酒販と宅配に関連する上場企業と比較

同社の事業展開を特徴づける、酒販とラストワンマイルにアクセスできる宅配に関連する上場企業と財務指標を比較した。酒販に関する比較対象企業は、イオン系で東北地盤の酒類専門店を運営するやまや(9994 東証一部)とした。宅配に関する比較対象企業は、オフィス用品配達から成長してきたアスクル(2678 東証一部)、青果物の宅配を行うオイシックス・ラ・大地(3182 東証一部)とした(図表9)。

なお、直近の 21/3 期の業績は、新型コロナウイルス禍の影響を大きく受けてしまっている。そのため、新型コロナウイルス禍の影響が大きい 20/3 期の数値での比較とした。

事業展開の違い等により単純比較は難しいが、自己資本利益率(ROE)はアスクルに次いで高い。しかし、売上高営業利益率が他社より低く、「総資本÷自己資本」で表される財務レバレッジが高い(「自己資本比率が低い」と同義)ことが、相対的に高い自己資本利益率の要因となっている状況である。

売上高営業利益率の低さは、同社の競争優位性の源泉である自前の店舗・物流網がコスト高であることを示唆していよう。そして、高い財務レバレッジは、借入金の多さよりも、仕入に係る買掛金の多さによるところが大きい。通常の事業活動に必要な資金を買掛金でまかなっていることを示している。

【 図表 9 】 財務指標比較：酒販または宅配に関するサービスを提供している企業

項目	銘柄	コード	カクヤスグループ		やまや	アスクル	オイシックス
			7686		9994	2678	3182
			直近決算期	20/3期	(参考)	20/3期	20/5期
規模	売上高	百万円	108,562	—	168,168	400,376	71,040
	経常利益	百万円	1,259	—	4,227	8,656	1,825
	総資産	百万円	28,472	—	63,320	174,114	26,087
収益性	自己資本利益率	%	10.4	9.9	0.6	11.2	6.0
	総資産経常利益率	%	4.4	4.4	6.3	5.0	7.5
	売上高営業利益率	%	1.2	—	2.5	2.2	3.5
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	-0.7	—	0.2	6.0	45.6
	経常利益(同上)	%	19.0	—	-7.0	-0.8	32.9
	総資産(同上)	%	3.0	—	-2.3	3.8	20.1
安全性	自己資本比率	%	18.1	—	50.4	30.1	53.7
	流動比率	%	79.8	—	131.6	149.3	165.3
	固定長期適合率	%	149.5	—	94.0	50.6	52.7

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 カクヤスグループは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 創業家出身の社長のリーダーシップが知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 10 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「創業家出身の社長のリーダーシップ」である。

一般的に、酒販業界は酒税や免許等による規制が強い一方、生活必需品ではないこともあり、消費者の動向をはじめとした外部要因の影響を受けやすい。その結果、外部の変化に対してドラスティックな対応をとりづらい傾向にあると考えられる。

それに対して、同社は、事業モデルを大きく変えることも厭わずに大胆な変革を起こすことがある。配達サービスの無料化や、付加価値戦略に舵を切った際の東京 23 区内を網羅する店舗網の構築が代表例だが、その実行には必ず社長のリーダーシップが伴っていた。

こうして変革を成し遂げる過程で、新しい事業モデルのプロセスが確立し、顧客も開拓され、新たな発展段階へと移っていくことを繰り返してきている。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客	・顧客(アカウント)数	・業務用のアカウント数 開示なし
			・家庭用のアカウント数 開示なし
			・業務用の客数と客単価の前年同期比 客数1.4%増 客単価0.6%減 (22/3期3Q累計)
	ブランド	・販売区分別の動向	・宅配の客数と客単価の前年同期比 客数9.9%増 客単価2.5%減 (22/3期3Q累計)
			・POSの客数と客単価の前年同期比 客数5.5%減 客単価0.9%増 (22/3期3Q累計)
		・「カクヤス」の知名度	・特になし 特になし
ネットワーク	・仕入先	・仕入先の数 開示なし	
	・事業上関係のある大株主	・大株主になっている食品商社 伊藤忠食品 三菱食品	
		・大株主になっているメーカー 麒麟麦酒 アサヒビール サントリー酒類 サッポロビール	
組織資本	プロセス	・競争優位性の源泉である店舗・物流網	・業務用拠点 カクヤス37カ所 ダンガミ12カ所 サンノール1カ所 (21年12月末)
			・家庭用拠点 カクヤス189カ所 (21年12月末)
		・展開地域	・その他の拠点 明和物産8カ所 (21年12月末)
		・グループ経営	・拠点のある地域 東京23区 神奈川 大阪 福岡 長崎
	知的財産 ノウハウ		・グループ会社の数 子会社4社 孫会社1社 (22年3月時点)
			・投資管理 子会社NSKが担当
		・付加価値戦略のノウハウの蓄積	・店舗・物流網を構築してからの年数 およその出店が完了した03年頃から18年経過
人的資本	経営陣	・創業家のリーダーシップ	・創業以来の年数 1921年11月の創業より100年経過 (22年3月時点)
			1981年3月の入社以来41年経過
	従業員	・企業風土	・現代表取締役社長の経験 1993年7月の代表取締役社長就任より28年経過 (22年3月時点)
			・従業員数 連結1,653人 単体80人 (21/3期末)
			・平均年齢 41.1歳 (単体) (21/3期末)
			・平均勤続年数 10.0年 (単体) (21/3期末)
	・平均年間給与 519万円 (単体) (21/3期末)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は22/3期第2四半期累計期間、または22/3期第2四半期末のものとする
 (出所) カクヤスグループ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のIR資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、酒類販売企業として、アルコール関連問題解決の取り組みを支援している。具体的には、アルコール依存症者を中心とする自助団体である公益社団法人全日本断酒連盟や、アルコールをはじめとする様々な依存症からの回復を支援する一般社団法人 Recovering Mindsの活動を支援している。

また、東京都と「ながら見守り連携事業」に関する覚書を締結し、同社の配達サービスの業務の中で、子どもや高齢者等の見守り活動を行い、地域の安全や防犯活動に貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は9名の取締役で構成され、うち4名が社外取締役である。

社外取締役の池田勝彦氏は、アブアブ赤札堂を経て、現在のセブンイレブン・ジャパンに移り、専務取締役を務めた。現在は、自身で設立したF R Iの代表取締役社長、グッピーズの社外取締役を兼任している。

社外取締役の辻谷公夫氏は、協和発酵工業（現協和キリン）、アサヒビールでキャリアを積んできた。

社外取締役の大島孝之氏は、ベルク（9974 東証一部）で代表取締役社長を務めた経験を持つ。現在はベルクの相談役、イーサポートリンク（2493 東証JQS）の社外取締役を兼任している。

社外取締役の村田恒子氏は、パナソニック（6752 東証一部）でキャリアを積んだ後、日本年金機構で要職を歴任した。現在は、日本政策金融公庫の監査役、フジクラ（5803 東証一部）の取締役監査等委員、ミルボン（4919 東証一部）の取締役を兼任している。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成されている。3名とも社外監査役である。

常勤監査役の中谷登氏は、野村証券で長くキャリアを積んできた。

非常勤監査役の山田裕士氏は、山田裕士税理士事務所の所長である。

非常勤監査役の筆野力氏は、筆野力公認会計士事務所の所長である。現在は、エブリーの常勤監査役を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 新型コロナウイルス禍への対応

20年以降の新型コロナウイルス禍によって受けたダメージからの業績回復が、同社にとって喫緊の課題である。詳細は「今後の事業戦略」の項に譲るが、業務用で期待される需要回復にいかに対応するか、巣籠もり需要等により成長のきっかけを得た家庭用をいかに拡大するかが焦点となろう。

◆ 財務基盤の安定

21/3期に損失を計上し、22/3期も損失を計上する見込みとしているなど、新型コロナウイルス禍の影響で、同社の財務基盤は毀損している。新型コロナウイルス禍への対応としての今後の収益回復が中心となるが、毀損した財務基盤の安定化も優先度の高い課題である。

◆ 酒税改定等の法律や規制の変化への対応

酒販業界は酒税をはじめ、多くの法律や規制の影響を受ける。特に酒税については、酒類ごとに定められた税率の変更により、消費者の需要からメーカーの商品開発に至るまで広範に影響が及び、生産者とメーカーの中間に位置する同社も、関連プレイヤーの動向に対応していくことが求められる。

◆ 人員の確保

以前より業界全体として慢性的に人手不足の状態にあったが、新型コロナウイルス禍により、人員確保は一層難しくなっているものと考えられる。同社の競争力の源泉は、一定エリアにおいて密度濃く拠点を設けて構築してきた店舗・物流網であるが、今後の成長のため、継続的な人員の確保が必要不可欠である。

> 今後の事業戦略

◆ 新型コロナウイルス禍を機に「配達プラットフォーム企業への進化」という中長期戦略を前倒して展開

新型コロナウイルス禍発生前より、「配達プラットフォーム企業への進化」を中長期戦略として掲げていたが、新型コロナウイルス禍により、前倒しでの実行に舵を切っている。

◆ 「三層物流」モデルへの転換

新型コロナウイルス禍後を見越して、(1) 新型コロナウイルス禍によって拡大のきっかけを得た家庭用宅配の強化、(2) 飲食店の営業の再開や通常化に伴う業務用需要の回復への対応を同時に行うというのが当面の基本方針である。

そのため、東京の環状8号線の内側を対象地域として、競争力の源泉

である物流網を「三層物流」モデルへと進化させていく方針である。

具体的には、(1) 業務用小型倉庫を新設して、従来は店舗で行っていた業務用への対応を移管し、業務用販売の取引量の回復に対応する、

(2) 同時に、店舗においては、業務用の商材がなくなった余力分を活用して家庭用配送の更なる増加を目指すという両面展開を推し進めていく。業務用のルート物流網、業務用の即配物流網、家庭用の即配物流網で構成される「三層物流」への転換に同社は着手しており、既に、業務用の即配物流網強化のための業務用小型倉庫の新設が進み、これまで店舗で実施してきた業務用の出荷が順次移管されている。

◆ 業務用市場では新規開拓とシェア拡大で新型コロナウイルス禍前の売上高回復が急務

三層物流にすることで、業務用においては、回復する需要を取りこぼさないことが当面の課題である。

一方で、飲食業界のダメージが大きく、新型コロナウイルス禍前の需要水準にはすぐには戻らないと同社は見ている。そのため、新型コロナウイルス禍の状況でも維持してきた 365 日のサービスを前面に出して新規取引先を開拓し、シェア拡大を推し進め、新型コロナウイルス禍前の水準まで売上高を戻すことを急ぐ方針である。

◆ 店舗の強化を主眼に置いた家庭用配送の拡大

家庭用配送の強化に向けて、同社では以下の取り組みに着手している。

- (1) 業務用商材の取り扱いを行わなくなった店舗の余力を活用した、家庭向け商品のラインナップを拡充する。酒類以外の新カテゴリ商品や、従来ジャンルでのこだわり商品等の専門的商品を強化していく
- (2) 店舗に在庫がないお取り寄せ品のリードタイムを縮小し、最短翌日配達可能な商品を順次増やしていく
- (3) 家庭用配送拠点を新設し、現状応えきれていない配送需要に対応していく
- (4) TV 広告や交通広告を通じて家庭用宅配の認知度の向上を進めていく

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・業務用と家庭用の双方をカバーする事業構成 ・サービスの付加価値を強く意識したビジネス構築 ・同一店舗にて業務用販売、家庭用配送、店頭販売を行う三位一体モデルの店舗・物流網 <ul style="list-style-type: none"> - 他社に真似されない、家庭のラストワンマイルにアクセスできる自社配送 - 自前の多様な顧客接点(宅配、POS、ECサイト) ・酒販業界内での存在感の大きさ ・創業家出身の代表取締役社長のリーダーシップ
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> ・新型コロナウイルス禍により毀損した財務基盤 ・代表取締役社長への依存度の高さ
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・三位一体モデルから三層物流への店舗・物流網の進化 ・新型コロナウイルス禍によって減少した業務用需要の回復 ・巣籠もり消費で拡大のきっかけを得た家庭用の需要拡大 ・酒税改定によるビールの消費量拡大の期待 ・M&Aによる業容拡大の余地 ・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内酒類市場の販売(消費)数量の減少傾向の継続 ・新型コロナウイルス等の感染症が再拡大する可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 飲食店への休業・営業時間短縮要請等による業務用の取引量が再度減少する可能性 - 取引先である飲食店の廃業の増加 ・競争の激化の可能性 ・地震や台風等の自然災害の影響を受ける可能性 ・酒税の改正の影響 <ul style="list-style-type: none"> - 20年から段階的に実施されている酒税の税率変更 ・配達中に重大な交通事故が起きる可能性 ・気候変動が業績に影響を及ぼす可能性 ・M&Aで思ったような成果をあげない可能性 ・新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の可能性と、その影響による先行きの不透明さ

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 幾度の危機を乗り越えてきた 100 年企業の対応力を評価

21 年に創業 100 周年を迎えた同社は、過去、危機と言える状況を何度も乗り越えてきた。初代社長の時に太平洋戦争の空襲で店舗を失ったこと、二代目社長の時に商圈を変えざるをえなかったこと、そして、現在の三代目社長が経験した、バブル崩壊による飲食店向けの業況が大幅に悪化したことが挙げられる。危機を迎えるたびに、同社は業態

または業容を変えて対応し、危機の前よりも強いビジネスモデルを構築してきた。

特に三代目社長によるバブル崩壊後の業況悪化への対応は、宅配というサービス提供の価値を前面に出した事業展開へ転換し、それを支えるために構築した店舗・物流網という競争優位性を獲得する契機となり、その後の事業拡大へとつながった。証券リサーチセンター(以下、当センター)では、こうした同社の危機対応力を評価している。

◆ 新型コロナウイルス禍という危機を乗り越えた先に得られる新たな成長軸に注目

現在進行中の新型コロナウイルス禍は、同社の主力取引先である飲食店の経営を直撃し、21/3期の業務用売上が半減近くになった結果、赤字に転落するなど、同社の業績にも多大な影響を及ぼした。過去に例を見ない危機的な状況にあると言っても過言ではない。

しかし同社も手をこまねているわけではなく、中長期目標としていた三層物流の構築に舵を切っている。この施策がうまくいくと、需要回復の恩恵を受けるだけでなく、酒類以外の商品の宅配の本格化という新たな成長軸を手に入れられる可能性を秘めている。まずは三層物流の構築の進捗と、その後の展開に注目していきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 22年3月期会社計画

22/3期の会社計画は、売上高 86,882 百万円(前期比 8.3%増)、営業損失 3,031 百万円(前期は 2,602 百万円の損失)、経常損失 2,603 百万円(同 1,728 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純損失 2,055 百万円(同 1,601 百万円の損失)である(図表 12)。同社は 22/3期から新収益認識基準を適用しているが、前期比は旧基準での前期の数値との比較となる。

期初は、売上高 104,079 百万円(前期比 29.7%増)、営業利益 52 百万円、経常利益 41 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 106 百万円と黒字転換を計画していた。しかし、新型コロナウイルス禍の影響を受けた飲食店への客足の回復が遅いと見て、第 2 四半期決算公表時に、売上高 91,819 百万円(前期比 14.5%増)、営業損失 2,294 百万円、経常損失 1,886 百万円、親会社株主に帰属する当期純損失 1,566 百万円へ下方修正し、22/3期の黒字転換を断念した格好となった。そして、オミクロン株の急速な拡大によって、飲食店への時短要請や酒類提供時間短縮の要請が出るに至り、第 3 四半期決算公表時にさらに下方修正した。

区分別売上高の数値の開示はないが、上記の理由により、業務用売上高の回復を緩慢に見ているものと考えられる。

売上総利益率は、前期比 0.4%ポイント上昇の 21.4%を計画している。また、販管費は前期比 11.0%増、売上高販管費率は同 0.6%ポイント上昇の 24.8%を計画している。必要な成長投資を行ってきているため、販管費は期初計画よりは若干下がるものの、大きな変更には至っていない。これらより、22/3 期は 3,031 百万円の営業損失になると同社は計画している。

【 図表 12 】 カクヤスグループの 22 年 3 月期の連結業績計画

(単位: 百万円)

	旧収益認識基準			新収益認識基準					
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期会社計画		22/3期会社計画		22/3期会社計画	
	実績	実績	実績	(3Q決算時)	前期比	(2Q決算時)	前期比	(期初)	前期比
売上高	108,715	108,562	80,226	86,882	8.3%	91,819	14.5%	104,079	29.7%
業務用	77,385	76,871	42,593	-	-	-	-	-	-
売上構成比	71.2%	70.8%	53.1%	-	-	-	-	-	-
宅配	16,061	16,039	19,545	-	-	-	-	-	-
売上構成比	14.8%	14.8%	24.4%	-	-	-	-	-	-
POS	15,067	15,295	17,825	-	-	-	-	-	-
売上構成比	13.9%	14.1%	22.2%	-	-	-	-	-	-
卸その他	201	355	262	-	-	-	-	-	-
売上構成比	0.2%	0.3%	0.3%	-	-	-	-	-	-
売上総利益	21,562	21,514	16,850	18,551	10.1%	19,311	14.6%	21,993	30.5%
売上総利益率	19.8%	19.8%	21.0%	21.4%	-	21.0%	-	21.1%	-
販売費及び一般管理費	19,782	20,255	19,452	21,584	11.0%	21,605	11.1%	21,941	12.8%
売上高販管費率	18.2%	18.7%	24.2%	24.8%	-	23.5%	-	21.1%	-
営業利益	1,779	1,259	-2,602	-3,031	-	-2,294	-	52	-
売上高営業利益率	1.6%	1.2%	-3.2%	-3.5%	-	-2.5%	-	0.0%	-
経常利益	1,806	1,259	-1,728	-2,603	-	-1,886	-	41	-
売上高経常利益率	1.7%	1.2%	-2.2%	-3.0%	-	-2.1%	-	0.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	745	513	-1,601	-2,055	-	-1,566	-	106	-
売上高当期純利益率	0.7%	0.5%	-2.0%	-2.4%	-	-1.7%	-	0.1%	-

(注) 22/3 期より新収益認識基準適用。22/3 期の前期比は新基準適用前の 21/3 期実績値との比較
(出所) カクヤスグループ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 22 年 3 月期第 3 四半期累計期間業績

22/3 期第 3 四半期累計期間は、売上高 64,098 百万円(前年同期比 2.3%増)、営業損失 2,572 百万円(前年同期は 1,438 百万円の損失)、経常損失 2,152 百万円(同 985 百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純損失 1,761 百万円(同 992 百万円の損失)であった(22/3 期から新収益認識基準を適用しており、前年同期比は旧基準の前年同期の数値との比較)。売上高の通期計画に対する進捗率は 73.8%である。

新収益認識基準を適用したことで、(1) 業務用売上の一部において、総額での収益認識から純額での認識へ変更、(2) 協賛金等の顧客に支払われる対価について、販管費として処理する方法から取引価格から減額する方法へ変更という2つの影響が生じている。そのため、第3四半期累計期間においては、旧来の会計基準での計上額と比較して、売上高は247百万円減少、売上原価は12百万円増加し、販管費は259百万円減少している。

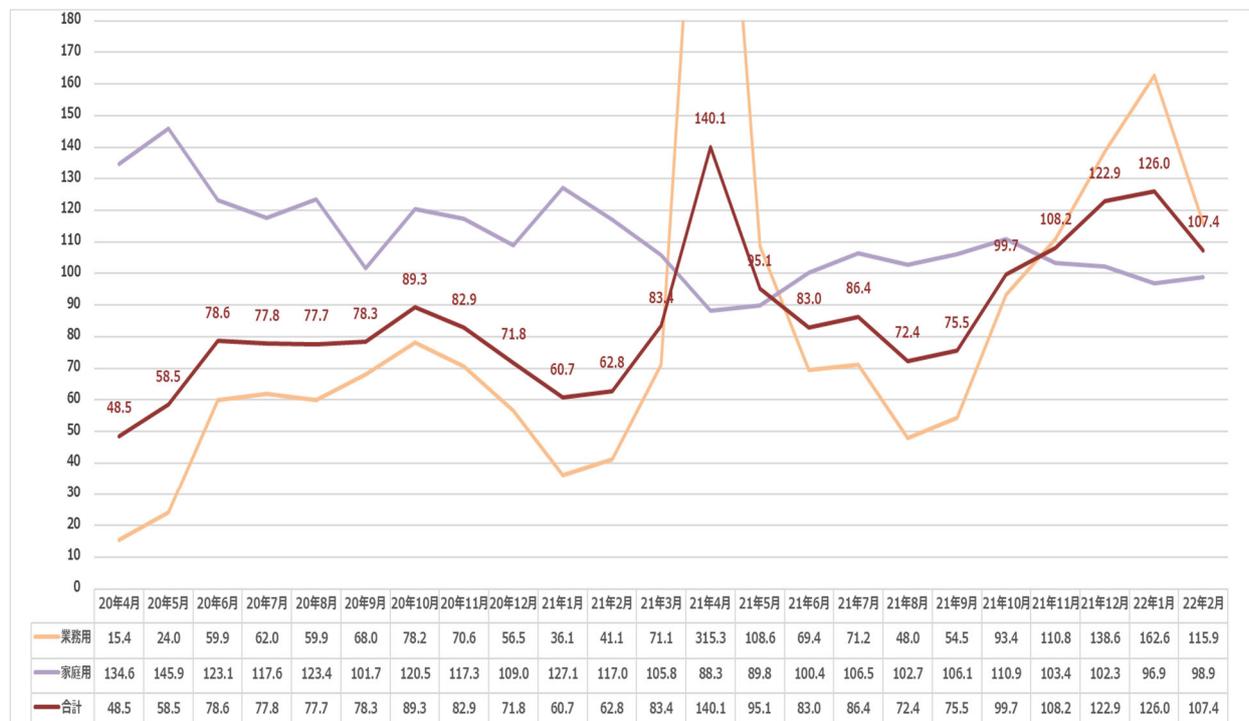
区分別売上高は、業務用が前年同期比0.9%増、宅配が同7.1%増、POSが同4.6%減、卸その他が同375.5%増となった。

業務用は、客数が前年同期比1.4%増、客単価が同0.6%減となり、21年10月に緊急事態宣言が明け、緩やかながら注文量が回復に向かっている。宅配は、客数が同9.9%増、客単価が同2.5%減となり、客数の増加で増収となった。POSは、客数が同5.5%減、客単価が同0.9%増となって減収となった。

なお、業務用と家庭用(宅配、POS)の月次売上高の前年同月比は図表13の通りである。

【 図表 13 】 月次売上高の前年同月比推移

(単位: %)



(出所) カクヤスグループ月次報告より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前年同期比 0.5%ポイント上昇の 21.3%となった。相対的に利益率が低い業務用の売上構成比の低下が要因と見られる。販管費は同 12.3%増、売上高販管費率は同 2.3%ポイント上昇の 25.3%となった。M&A によるグループ企業の増加に伴う人件費や賃借料の増加や、のれん償却費の発生のほか、テレビ CM 投入による広告宣伝費の増加があった。これらの結果、22/3 期第 3 四半期累計期間は 2,572 百万円の営業損失となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：22年3月期

当センターでは、同社の 22/3 期業績について、売上高 85,141 百万円（前期比 6.1%増）、営業損失 3,193 百万円（前期は 2,602 百万円の損失）、経常損失 2,753 百万円（同 1,728 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失 2,039 百万円（同 1,601 百万円の損失）と、会社計画を下回る水準を予想した（図表 14）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 区分別売上高は、業務用が前期比 6.5%増、宅配が同 8.2%増、POS が同 2.5%減、卸その他が同 385.5%増と予想した。
- (2) 売上総利益率は前期と同じ 21.0%とした（会社計画は 21.4%）。
- (3) 販管費は人員増による人件費の増加やマーケティング費用の増加により、前期比 8.3%増（会社計画は 11.0%増）とし、売上高販管費率は同 0.6%ポイント上昇の 24.8%とした（会社計画と同じ）。これらの結果、22/3 期は 3,193 百万円の営業損失になるものと予想した（会社計画は 3,031 百万円の損失）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年3月期

当センターでは、同社の 23/3 期業績について、売上高 105,016 百万円（前期比 23.3%増）、営業利益 76 百万円（前期は 3,193 百万円の損失）、経常利益 78 百万円（同 2,753 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 54 百万円（同 2,039 百万円の損失）とし、黒字転換すると予想した（図表 14）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の点に留意した。

- (1) 区分別売上高は、業務用が前期比 35.0%増、宅配が同 15.0%増、POSが同 3.0%増、卸その他が同 24.5%増と予想した。
- (2) 業務用の売上構成比上昇を考慮し、売上総利益率は前期比 0.1%ポイント低下の 20.9%とした。
- (3) 販管費は人員増による人件費の増加等により、前期比 3.8%増とし、売上高販管費率は同 4.0%ポイント低下の 20.8%とした。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年3月期以降

24/3 期以降について、24/3 期は前期比 12.2%、25/3 期は同 8.9%の増収を予想した。業務用の売上高の回復に加え、宅配が安定的に増収基調をたどるとした。

相対的に利益率が低い業務用の売上構成比上昇により、売上総利益率は緩やかに低下していくものとした。販管費は増加ペースが緩やかになり、売上高販管費率は徐々に低下していくものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 24/3 期 1.6%、25/3 期 2.4%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 14 】証券リサーチセンターの連結業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	旧収益認識基準			新収益認識基準							
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期CE (3Q決算時修正)	22/3期CE (2Q決算時修正)	22/3期CE (期初)	22/3期E	23/3期E	24/3期E	25/3期E	
損益計算書											
売上高	108,715	108,562	80,226	86,882	91,819	104,079	85,141	105,016	117,779	128,232	
前期比	-1.2%	-0.1%	-26.1%	8.3%	14.5%	29.7%	6.1%	23.3%	12.2%	8.9%	
販売区分別											
業務用	77,385	76,871	42,593	-	-	-	45,342	61,212	70,394	77,433	
前期比	0.4%	-0.7%	-44.6%	-	-	-	6.5%	35.0%	15.0%	10.0%	
売上構成比	71.2%	70.8%	53.1%	-	-	-	53.3%	58.3%	59.8%	60.4%	
宅配	5,948	5,940	7,238	-	-	-	7,830	9,005	10,085	11,094	
前期比	-0.9%	-0.1%	21.9%	-	-	-	8.2%	15.0%	12.0%	10.0%	
売上構成比	14.8%	14.8%	24.4%	-	-	-	24.8%	23.2%	23.1%	23.4%	
POS	15,067	15,295	17,825	-	-	-	17,384	17,905	18,442	18,995	
前期比	-5.6%	1.5%	16.5%	-	-	-	-2.5%	3.0%	3.0%	3.0%	
売上構成比	13.9%	14.1%	22.2%	-	-	-	20.4%	17.1%	15.7%	14.8%	
卸その他	201	355	262	-	-	-	1,272	1,584	1,710	1,847	
前期比	-75.3%	76.6%	-26.2%	-	-	-	385.5%	24.5%	8.0%	8.0%	
売上構成比	0.2%	0.3%	0.3%	-	-	-	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	
売上総利益	21,562	21,514	16,850	18,551	19,311	21,993	17,879	21,948	24,498	26,544	
前期比	3.9%	-0.2%	-21.7%	10.1%	14.6%	30.5%	6.1%	22.8%	11.6%	8.4%	
売上総利益率	19.8%	19.8%	21.0%	21.4%	21.0%	21.1%	21.0%	20.9%	20.8%	20.7%	
販売費及び一般管理費	19,782	20,255	19,452	21,584	21,605	21,941	21,073	21,872	22,626	23,495	
前期比	-0.2%	2.4%	-4.0%	11.0%	11.1%	12.8%	8.3%	3.8%	3.4%	3.8%	
売上高販管費率	18.2%	18.7%	24.2%	24.8%	23.5%	21.1%	24.8%	20.8%	19.2%	18.3%	
営業利益	1,779	1,259	-2,602	-3,031	-2,294	52	-3,193	76	1,871	3,048	
前期比	91.9%	83.5%	-	-	-	-	-	-	2361.1%	62.9%	
売上高営業利益率	1.6%	1.2%	-3.2%	-3.5%	-2.5%	0.0%	-3.8%	0.1%	1.6%	2.4%	
経常利益	1,806	1,259	-1,728	-2,603	-1,886	41	-2,753	78	1,873	3,054	
前期比	68.6%	-30.3%	-	-	-	-	-	-	2288.3%	63.0%	
売上高経常利益率	1.7%	1.2%	-2.2%	-3.0%	-2.1%	0.0%	-3.2%	0.1%	1.6%	2.4%	
親会社株主に帰属する当期純利益	745	513	-1,601	-2,055	-1,566	106	-2,039	54	1,218	1,985	
前期比	71.7%	-31.1%	-	-	-	-	-	-	2117.8%	63.0%	
売上高当期純利益率	0.7%	0.5%	-2.0%	-2.4%	-1.7%	0.1%	-2.4%	0.1%	1.0%	1.5%	

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

22/3期より新収益認識基準適用。22/3期の前期比は新基準適用前の21/3期実績値との比較

(出所)カクヤスグループ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 15 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位: 百万円)

	旧収益認識基準			新収益認識基準						
	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期CE (3Q決算時修正)	22/3期CE (2Q決算時修正)	22/3期CE (期初)	22/3期E	23/3期E	24/3期E	25/3期E
貸借対照表										
現金及び預金	1,840	3,489	2,525	-	-	-	1,698	1,954	2,249	3,208
受取手形及び売掛金	8,762	6,843	4,745	-	-	-	5,023	5,985	6,595	7,052
商品	4,215	4,290	3,610	-	-	-	3,831	4,725	5,182	5,514
未収入金	1,325	1,191	1,180	-	-	-	1,277	1,575	1,766	1,923
その他	361	310	1,725	-	-	-	1,534	1,534	1,534	1,534
流動資産	16,503	16,123	13,785	-	-	-	13,364	15,775	17,327	19,233
有形固定資産	6,567	6,723	6,732	-	-	-	7,206	7,386	7,449	7,505
無形固定資産	1,062	1,106	2,357	-	-	-	1,988	1,772	1,591	1,415
投資その他の資産	4,787	4,518	4,119	-	-	-	4,046	4,046	4,046	4,046
固定資産	12,417	12,348	13,208	-	-	-	13,240	13,205	13,086	12,966
資産合計	28,920	28,472	26,994	-	-	-	26,604	28,980	30,414	32,200
買掛金	13,727	12,569	10,079	-	-	-	10,727	13,232	14,133	15,387
未払法人税等	399	341	52	-	-	-	0	18	524	855
短期借入金	3,232	4,864	5,614	-	-	-	5,952	6,952	6,952	5,952
リース債務	201	186	164	-	-	-	35	2	2	0
その他	2,565	2,251	2,626	-	-	-	2,573	2,595	2,189	2,136
流動負債	20,124	20,211	18,535	-	-	-	19,287	22,799	23,801	24,331
長期借入金	2,662	1,983	4,166	-	-	-	3,185	2,182	1,585	1,041
リース債務	367	181	39	-	-	-	4	2	0	0
繰延税金負債	161	77	76	-	-	-	58	58	58	58
その他	923	857	965	-	-	-	961	961	961	961
固定負債	4,113	3,098	5,246	-	-	-	4,208	3,203	2,604	2,060
純資産合計	4,682	5,162	3,212	-	-	-	3,108	2,977	4,009	5,808
(自己資本)	4,682	5,162	3,212	-	-	-	3,108	2,977	4,009	5,808
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	1,282	892	-1,888	-	-	-	-2,812	78	1,873	3,054
減価償却費	633	701	684	-	-	-	683	578	562	564
のれん償却額	20	3	52	-	-	-	160	160	160	160
売上債権の増減額 (-は増加)	316	1,919	2,735	-	-	-	-278	-962	-609	-457
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-12	-75	889	-	-	-	-221	-894	-456	-331
未収入金の増減額 (-は増加)	80	132	386	-	-	-	-97	-298	-191	-156
仕入債務の増減額 (-は減少)	-523	-1,157	-3,368	-	-	-	648	2,504	901	1,254
法人税等の還付額・支払額	-256	-676	-482	-	-	-	721	-4	-150	-738
その他	435	206	-642	-	-	-	191	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,975	1,945	-1,634	-	-	-	-1,004	1,161	2,089	3,348
固定資産の取得による支出	-2,865	-1,179	-412	-	-	-	-954	-704	-604	-604
投資有価証券の取得・売却による収支	-	28	8	-	-	-	92	0	0	0
敷金及び保証金の差入・回収による収支	32	-13	443	-	-	-	-38	0	0	0
連結の範囲の変更に伴う子会社株式の取得による支出	-	-	-1,330	-	-	-	0	0	0	0
その他	1,133	-31	-94	-	-	-	19	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,700	-1,195	-1,385	-	-	-	-881	-704	-604	-604
短期借入金の増減額 (-は減少)	-416	1,636	394	-	-	-	338	1,000	0	-1,000
長期借入金の増減額 (-は減少)	1,216	-682	2,188	-	-	-	-1,034	-981	-1,003	-597
リース債務の返済による支出	-205	-201	-188	-	-	-	-164	-35	-2	-2
株式の発行による収入	-	417	-	-	-	-	2,209	0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	89	46	-	-	-	13	0	0	0
自己株式の取得による支出	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-334	-360	-384	-	-	-	-286	-186	-186	-186
その他	178	-	-	-	-	-	-22	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	438	899	2,055	-	-	-	1,053	-202	-1,191	-1,785
換算差額	-	-	-	-	-	-	5	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	713	1,648	-964	-	-	-	-826	255	294	959
現金及び現金同等物の期首残高	1,127	1,840	3,489	-	-	-	2,525	1,698	1,954	2,249
現金及び現金同等物の期末残高	1,840	3,489	2,525	-	-	-	1,698	1,954	2,249	3,208

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) カクヤスグループ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 新型コロナウイルス感染症の再拡大の可能性**

陽性者数の動向等から、オミクロン株を中心とした感染第6波の拡大はピークアウトした可能性が高まってきたが、このまま感染が収束するかどうかは見通しづらい。仮に第7波が到来したり、別の変異株が発生したりして、再度感染が拡大するような場合、再度、緊急事態宣言が発出される可能性もありうる。その場合、同社の事業活動及び業績に影響が出ることも考えられる。

◆ 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、酒税法をはじ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りした場合、同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 地震や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。

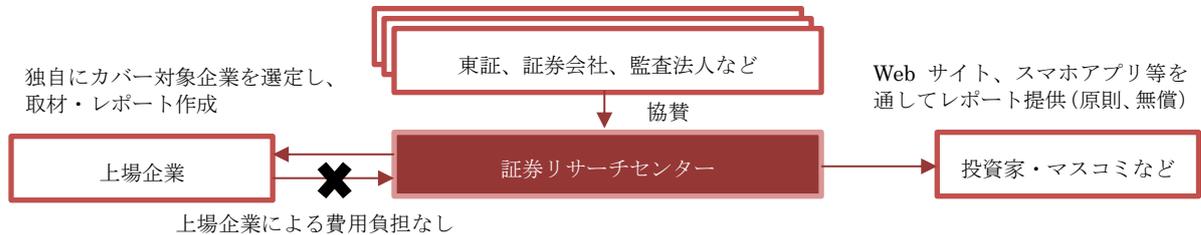
◆ 借入金の財務制限条項

21/3 期末時点の貸出コミットメント契約 10,550 百万円（うち借入実行残高 4,400 百万円）及び長期借入金のうちの 2,047 百万円に対し、以下の3点の財務制限条項が付与されている。(1) 各連結会計年度において、連結貸借対照表の純資産合計を 21/3 期末の純資産合計の 75%以上に維持する、(2) 23/3 期以降、直前期末の純資産合計の 75%以上に維持する、(3) 2 期連続で経常損失を計上しない。これらに抵触した場合、同社の財務戦略の変更等の影響が生じる可能性がある。

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

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
宝印刷株式会社

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

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。