

ホリスティック企業レポート サンクゼール 2937 東証グロース

新規上場会社紹介レポート
2022年12月30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 20221229

「サンクゼール」、「久世福商店」ブランドを展開する「食のSPA」 23年3月期は国内FC店舗、ホールセール、海外展開が成長を牽引する見込み

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

【2937 サンクゼール 業種:食料品】

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)
2021/3	10,859	-	419	-	578	-	268	-	35.5	46.0	0.0
2022/3	14,165	30.4	1,316	313.8	1,322	228.7	939	349.6	122.9	177.1	35.0
2023/3 予	16,938	19.6	1,333	1.3	1,314	-0.6	942	0.3	118.2	-	33.0

(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。2023/3期の予想は会社予想
2. 2022年1月11日付で1:200の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正
3. 2021/3期より連結業績開示のため、2021/3期の前期比はなし

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 3,190円 (2022年12月29日)	本店所在地 長野県上水内郡	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 8,840,000株	設立年月日 1982年6月1日	S M B C日興証券
時価総額 28,200百万円	代表者 久世 良太	【監査人】
上場初値 2,201円 (2022年12月21日)	従業員数 258人 (2022年9月)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売価 1,800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 毎事業年度末日の翌日から3カ月以内	

> 事業内容

注) SPA

Speciality store retailer of Private label Apparelの略。日本語では、「製造小売業」と訳される。元々はアパレル業界で見られたもので、商品の企画、生産、販売までの機能を垂直統合し、消費者ニーズに迅速に対応することができるビジネスモデルとされている。

◆ 「サンクゼール」、「久世福商店」ブランドを展開する「食のSPA」

サンクゼール(以下、同社)は、「サンクゼール」、「久世福商店」、「Kuze Fuku & Sons」という3つのブランドを擁し、全国各地の優れた食品を多様な販売チャネルを通じて販売する「食のSPA[※]」モデルをもとに事業を展開している。現代表取締役社長と取締役副社長の両親である代表取締役会長夫妻が長野県の斑尾高原で始めたペンションが創業事業であり、ペンションで提供していたジャム等を各地で販売するようになったことが、現在の事業展開につながっていった。

同社の事業は食品製造販売事業の単一セグメントだが、売上高は、店舗(直営、FC)、EC、ホールセール、グローバルの4つの販売チャネルに区分されている(図表1)。直営とFCを合わせた国内の店舗を通じた売上高が全体の約7割を占めているが、直近はホールセールを通じた売上高の割合も上昇している。

【図表1】販売チャネル別売上高

販売チャネル	2021/3期			2022/3期			2023/3期 2Q累計	
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)
店舗	8,322	-	76.6	10,532	26.5	74.3	5,678	69.9
直営	4,727	-	43.5	5,458	15.5	38.5	2,895	35.6
FC	3,595	-	33.1	5,073	41.1	35.8	2,782	34.3
EC	725	-	6.7	909	25.4	6.4	498	6.1
ホールセール	1,286	-	11.9	2,359	83.4	16.7	1,485	18.3
グローバル	525	-	4.8	363	-30.8	2.6	464	5.7
合計	10,859	-1.7	100.0	14,165	30.4	100.0	8,127	100.0

(出所) 届出目録見書より証券リサーチセンター作成

◆ 3つのブランド

同社は、国内向けに2つ、海外向けに1つの合計3つのブランドを展開している。

国内向けには、ジャムやパスタソース等の洋食材を中心とした「サンクゼール」と、大正時代の商店をイメージした和食材中心の「久世福商店」を展開している。

「サンクゼール」は、「Country Comfort～田舎の豊かさ、心地よさ～」をコンセプトとした長野県発のメーカーズブランドで、同社の本社がある長野県上水内郡飯綱町につくり上げた「サンクゼールの丘」をイメージしたブランドである。非日常をテーマとしており、現在は、観光地等のアウトレットでの販売を中心としている。

一方、「久世福商店」は、「ザ・ジャパニーズ・グルメストア」をコンセプトとした、日本各地のこだわりの強い食品を商品化していくブランドである。各地にあるこだわりのある食品の日常づかいを意識しているため、店舗出店先も国内各地の商業施設が中心となっている。

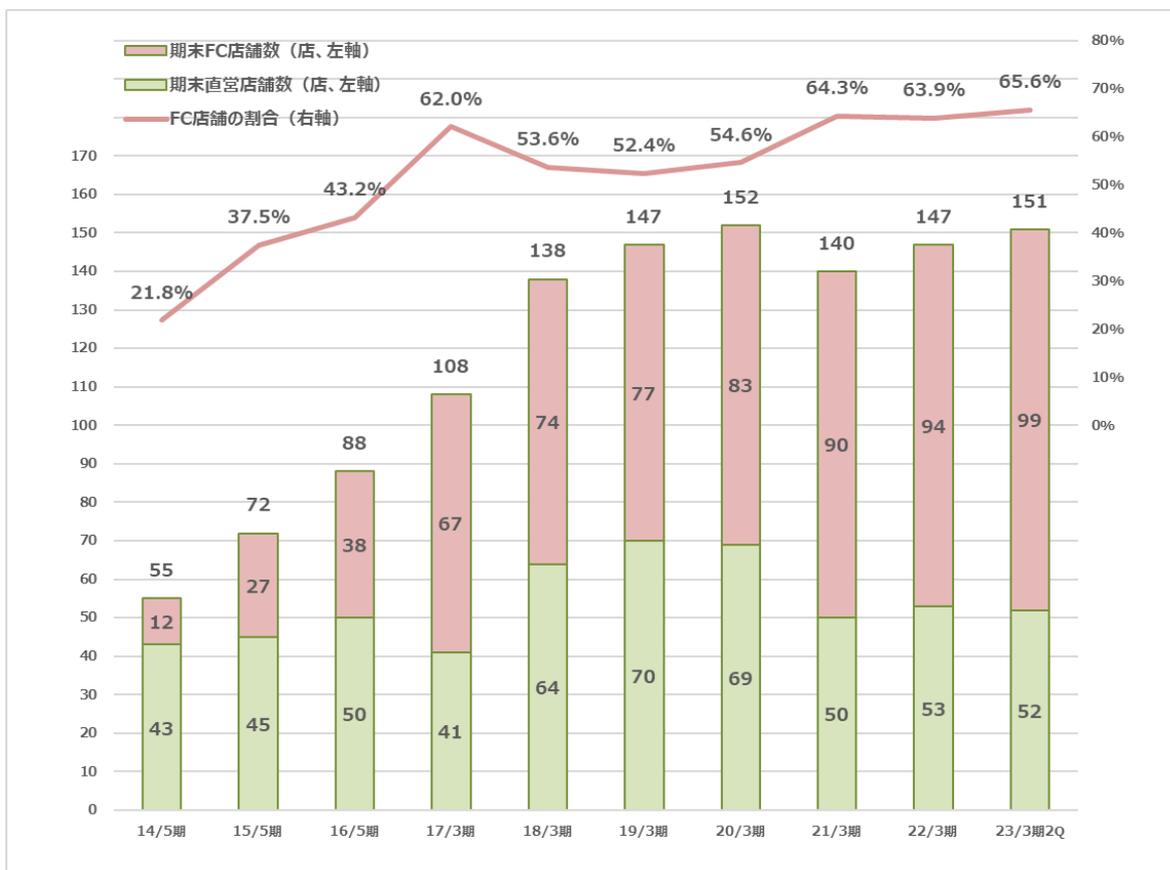
海外向けには、米国を中心とするグローバル展開を目的としてつくった、「Kuze Fuku & Sons」を展開している。「The Premium Japan Brand」をコンセプトに、米国等の食事シーンに日本の食習慣や食材を取り込んでもらうことを企図したブランドである。米国で拡大が続くオーガニック食品市場を重要なターゲットとしている。

◆ 4つの販売チャネル(1)：店舗(直営及びFC)

同社の売上高の7割超を占める販売チャネルが店舗である。22年9月末時点の151店舗の内訳は、形態別には直営52店、FC99店、ブランド別には「サンクゼール」15店、「久世福商店」136店である(図表2、図表3)。直近は、「久世福商店」のFC店舗を中心に出店している。なお、21/3期には、「サンクゼール」を中心に、新型コロナウイルス禍で業績が悪化した店舗を整理したため、21/3期末の直営店舗は前期末比19店舗減の50店舗となったが、このことも、「久世福商店」のFC店舗中心の出店という方針を明確なものにしている。

【 図表 2 】国内店舗数の推移

(単位:百万円)



(出所) 有価証券届出書、事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

【 図表 3 】国内店舗ブランド別店舗数

(単位:店舗)

店舗ブランド	店舗形態	21/3期末	22/3期末	23/3期2Q末
サンクゼール		16	15	15
	直営店	11	11	11
	FC店	5	4	4
久世福商店		124	132	136
	直営店	39	42	41
	FC店	85	90	95
2ブランド合計		140	147	151
	直営店	50	53	52
	FC店	90	94	99

(出所) 有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

◆ 4つの販売チャネル(2) : ホールセール

同社の売上高の2割弱を占める、売上構成比を上げてきている販売チャネルである。国内のスーパーマーケットを展開する小売企業を主要顧客として、同社の自社ブランド商品の販売、及びOEM供給を行っている。

◆ 4つの販売チャネル(3) : EC

同社の売上高の約6%を占める販売チャネルである。自社ブランド商品を販売する自社ブランドECと、全国の生産者が出店するマーケットプレイス「旅する久世福e商店」を展開している。

自社ブランドECは、自社で構築したオンラインショップと、楽天市場の2カ所での販売となっている。

20年10月に開始した「旅する久世福e商店」は、全国各地の生産者やメーカーと消費者が直接商品の売買を行うことができるオンラインマーケットプレイスである。商品が購入されると、同社は販売手数料を得る。

◆ 4つの販売チャネル(4) : グローバル

17年に米国オレゴン州に設立した子会社 St. Cousair, Inc. 経由の販売チャネルで、米国を中心とした小売企業が主要顧客である。

◆ 「食のSPA」を支える仕組み(1) : 商品の企画・開発力

同社は、生産の多くを外部の仕入先メーカーに委託し、企画と販売を自社で行う、いわゆるSPAモデルを構築している。この「食のSPA」モデルを支えるためのいくつかの仕組みがある。

「食のSPA」モデルの根幹を支えるのは、商品の企画・開発力である。同社ではブランドごとにチームを分け、商品の開発、改良を行っている。また、パッケージやラベルデザインは自社デザイナーが担当することで、企画・開発のスピードが上がっている。その結果、自社製造または同社が企画・開発した仕入商品による売上高は、全体の8割に達している。

◆ 「食のSPA」を支える仕組み(2) : サプライヤーネットワーク

同社が取り扱う商品は、(1)日本各地の食品メーカー(仕入先)によって製造される商品、(2)同社の製造拠点で製造される商品に分けられる。

仕入先となるのは、国内各地で独自性の高い商品を製造する食品メーカーで、500社超にのぼる。食品メーカーとしては、地元の販売チャネルでしか販売できなかった製品を全国に流通させることができるようになるというメリットがある。

同社の製造拠点は、国内では長野県上水内郡の飯綱町と信濃町に、海外

では米国オレゴン州にある。飯綱町の工場では、ジャムやパスタソース、ドレッシング等を、信濃町の工場ではジェラートを製造している。また、飯綱町の工場の近隣にある自社ワイナリーではワインやシードルの製造を行っている。米国オレゴン州の加工工場は17年4月に買収した工場で、オーガニック認証も取得している。

◆ 「食の SPA」を支える仕組み(3)：システムの自社開発

在庫管理システムや自社 POS 連動型 ERP システム、EC サイト、会員制アプリや会員顧客データ分析システムといった、同社の SPA モデルを支えるシステムは、自社で開発している。これらの自社開発システムをシームレスに連携することで、SPA を支えるオペレーションを最適化している。

また、本社の間接人員に占めるエンジニアの割合が 10%と、エンジニアが多いことも特徴である。

> 特色・強み

◆ サンクゼールの強み

同社の特色及び強みとして以下の点が挙げられる。

- (1) ユニークな商品群を支える商品企画・開発力と、自社工場を含むサプライヤーネットワーク
- (2) 多様な販売チャネルの構築
- (3) 今後の本格進出のために既に構築された米国市場への足掛かり
- (4) SPA モデルを支える自社開発システムとエンジニアチーム

> 事業環境

◆ 市場環境

農林水産省の「我が国の食料消費の将来推計(2019年版)」によると、加工食品に対する食料支出総額は、15年を100とした場合、25年に105、30年に107、40年に111と、緩やかに増加していくと予測されている。

経済産業省の「令和3年度 電子商取引に関する市場調査」によると、21年の食品、飲料、酒類のECの市場規模は2.5兆円、EC化率は3.8%となっている。EC化率は他の業界に比べて圧倒的に低く、同社は、今後のEC化率が上昇することに伴い、EC経由の販売も拡大していくと期待している。

同社は今後も日本全国の商業施設に出店を続けていく方針である。日本ショッピングセンター協会の「SC白書2022」によると、店舗面積が10,000平方メートル以上のショッピングセンターは21年末で1,829カ所ある。現在同社が主な出店対象としている30,000平方メートル以上のショッピングセンターに限っても、447カ所あり、当面の出店余地は大きいと考えられる。

◆ 競合

商品が直接競合するわけではないが、同社が対象とする顧客層と重なる可能性がある食品雑貨店チェーンとして、キャメル珈琲(東京都世田谷区)が運営する「カルディコーヒーファーム」や、ジュピターコーヒー(東京都文京区)が運営する「ジュピターコーヒー」といった輸入食品の取り扱いが多い店舗チェーンや、久原本家グループ(福岡県糟屋郡)が運営するだし等の和食材を扱う「茅乃舎」等がある。

また、「スーパーマーケット成城石井」の成城石井(神奈川県横浜市)のように、中・高級品中心に取り扱うスーパーマーケットも、同社が対象とする顧客層と一部重複しているものと考えられる。

他には、対象とする顧客層に加え、事業コンセプトや製品ラインナップ等の観点で同社と直接の競合先となっているわけではないが、「食の SPA」のビジネスモデルを前面に出している企業として、「業務スーパー」を展開する神戸物産(3038 東証プライム)、北海道を中心に「セイコーマート」を展開するセコマ(北海道札幌市)等が挙げられる。これらは、ビジネスモデルの類似性の観点で比較対象になることもある。

> 業績**◆ 過去の業績推移**

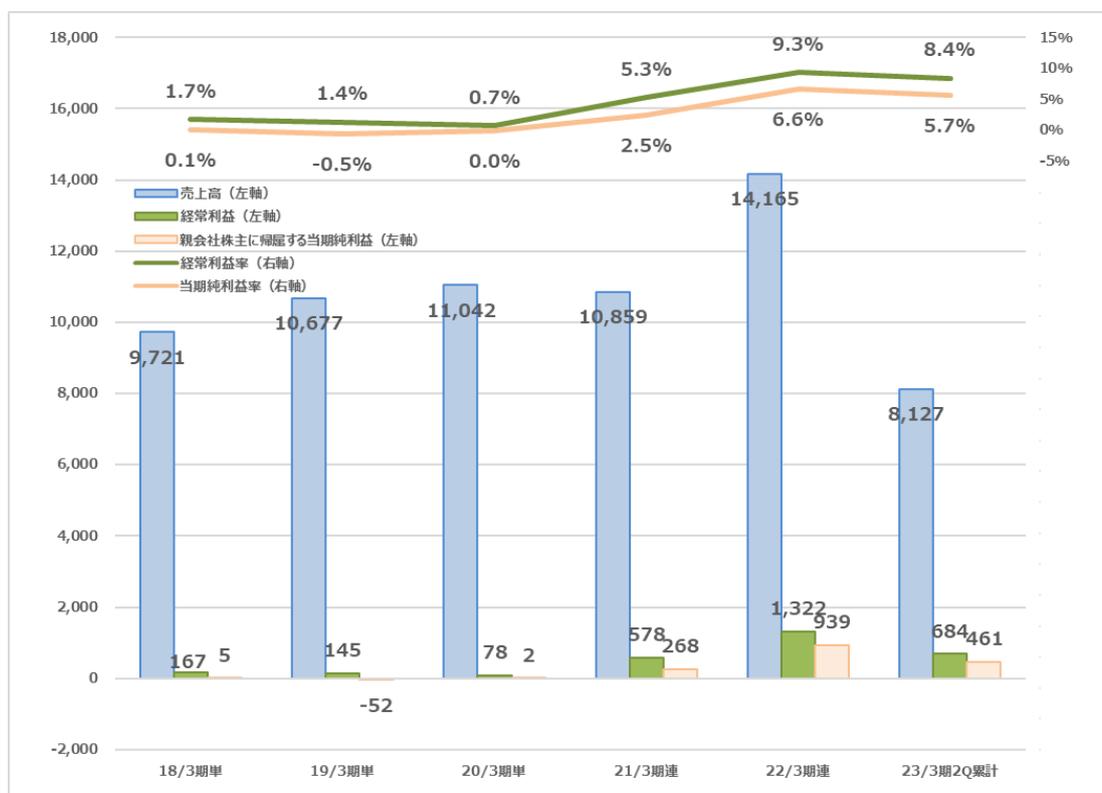
同社は 18/3 期からの業績を開示している。21/3 期からは連結業績も開示している(図表 4)。

18/3 期から 20/3 期までは店舗数の増加を背景に、増収を続けてきたが、21/3 期は前期比 1.7%減収となった。これは、新型コロナウイルス禍で休業を余儀なくされた時期があったことと、店舗整理を進めたことで店舗が減少したことが要因である。

一方、18/3 期から 20/3 期にかけて、0~1%台の売上高経常利益率の低い時期が続いた。これは、米国子会社の立ち上げと、不採算店舗の整理を柱とする構造改革を実行したために、収益性が低下したためである。構造改革は 20/3 期に目途が立ち、また、新型コロナウイルス禍で業績が悪化した店舗の整理を加速させたことが奏功して、21/3 期から収益性が改善した。

【 図表 4 】 業績推移

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 22年3月期決算

22/3期業績は、売上高 14,165 百万円(前期比 30.4%増)、営業利益 1,316 百万円(同 313.8%増)、経常利益 1,322 百万円(同 228.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 939 百万円(同 349.6%増)となった。

販売チャンネル別売上高は、直営店舗が前期比 15.5%増、FC 店舗が同 41.1%増、EC が同 25.4%増、ホールセールが同 83.4%増、グローバルが同 30.8%減となった。

21/3期は第1四半期に新型コロナウイルス禍で多くの店舗で休業を余儀なくされ、第2四半期以降は業績悪化店舗の退店を積極的に進めた期となった。一年を通して休業等がなかった 22/3期は業績が回復した。中でも増収率が高かったのは、「久世福商店」を中心に店舗数が増加した FC 店舗と、大手小売チェーンへの拡販が進んだホールセールである。なお、グローバルが減収となっているのは、21/3期の大口取引先への売上高急増の反動減があったためである。

売上総利益率は前期比 0.2%ポイント低下の 40.8%となった。相対的に利益

率が低いFC店舗とホールセールの売上構成比の上昇が主な要因である。また、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、人件費や荷造運搬費、賃借料の増加等により同10.6%増となったが、増収率の方が上回ったため、売上高販管費率は同5.7%ポイント低下の31.5%となった。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比5.4%ポイント上昇の9.3%となった。

◆ 23年3月期第2四半期累計期間決算

23/3期第2四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高8,127百万円、営業利益667百万円、経常利益684百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益461百万円であった。

上期の販売チャネル別売上高の前年同期比の開示はないが、売上構成比が、22/3期比1.6%ポイント上昇の18.3%となったホールセール、同3.1%ポイント上昇の5.7%となったグローバルが存在感を増している(図表1)。

販売チャネル別売上構成の変化により、売上総利益率は22/3期比1.0%ポイント低下の39.8%となった。また、売上高販管費率は22/3期と同じ31.5%となったため、23/3期上期の売上高営業利益率は、22/3期の9.3%より1.1%ポイント低い8.2%となった。

◆ 23年3月期会社計画

23/3期の会社計画は、売上高16,938百万円(前期比19.6%増)、営業利益1,333百万円(同1.3%増)、経常利益1,314百万円(同0.6%減)、親会社株主に帰属する当期純利益942百万円(同0.3%増)である。

販売チャネル別売上高は、直営店舗が前期比9.6%増、FC店舗が同13.9%増、ECが同9.6%増、ホールセールが同39.6%増、グローバルが同142.6%増を計画している。

店舗に関しては、前期末比11店舗増の158店舗を計画している。内訳は直営店が同3店舗減の50店舗、FC店舗が同14店舗増の108店舗である(FC加盟企業への直営店舗5店舗の売却を含む)。ブランド別には、「サンクゼール」が同1店舗増の16店舗、「久世福商店」が同10店舗増の142店舗となる計画である。

売上総利益率は、相対的に利益率が低いホールセールやグローバルの売上構成比の上昇と、利益率が高い直営店舗の売上構成比の低下が相まって、前期比1.8%ポイント低下の39.0%を計画している。また、人件費や荷造運搬費の増加等により販管費は同17.9%増となるものの、増収率をわずかに下回るため、売上高販管費率は同0.4%ポイント低下の31.1%としている。これらの

結果、23/3期の売上高営業利益率は同1.4%ポイント低下の7.9%と同社は予想している。

◆ 成長戦略

同社は、「食のSPA」プラットフォームが確立したとして、ビジネス確立期から成長加速期に移行する段階にあると認識している。今後の成長加速のために、以下の施策を進めていくとしている。

- (1) 国内における小売店の積極出店の継続。「久世福商店」ブランドのFC店舗の地方の商業施設等への出店を中心に、年10店舗超の純増ペースを続けていく
- (2) 既存店舗の拡大の継続。そのために、会員顧客データベースをもとに顧客セグメントに応じた販売施策を実行していく
- (3) 「サンクゼール」、「久世福商店」に次ぐ新ブランドの開発
- (4) カジュアルギフト市場での価値提案の強化。カジュアルギフトは、新型コロナウイルス禍後に新しく定着してきた習慣と同社は認識しており、食品ギフトとして第一想起ブランドとなることを目指す
- (5) ECにおけるファンベースド・マーケティングを深め、店舗とECとの連動による顧客体験価値の提供を通じて、生涯顧客価値の向上を図る
- (6) 米国市場での新規顧客開拓。著名なミドル・ハイエンドスーパーへの納品実績を積み上げていくことで、業界内での認知度を上げる
- (7) 米国以外の他の海外エリアへの展開。その際、「久世福商店」ブランドの海外ブランド化も進めていく

> 経営課題/リスク

◆ FC加盟企業との関係について

同社の店舗はFC店舗を中心に増やしていく方針である。そのため、既存のFC加盟企業との関係の継続及び新規FC加盟企業の獲得の重要性が増していく。今後、FC加盟企業の経営状況が悪化したり、FC加盟企業との関係に変調を来したりすると、同社が想定するような成長ができなくなる可能性がある。

【 図表 5 】 財務諸表

損益計算書	2021/3		2022/3		2023/3 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	10,859	100.0	14,165	100.0	8,127	100.0
売上原価	6,403	59.0	8,384	59.2	4,895	60.2
売上総利益	4,455	41.0	5,781	40.8	3,231	39.8
販売費及び一般管理費	4,036	37.2	4,464	31.5	2,563	31.5
営業利益	419	3.9	1,316	9.3	667	8.2
営業外収益	220	-	53	-	38	-
営業外費用	61	-	47	-	21	-
経常利益	578	5.3	1,322	9.3	684	8.4
税引前当期(四半期)純利益	434	4.0	1,322	9.3	693	8.5
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	268	2.5	939	6.6	461	5.7

貸借対照表	2021/3		2022/3		2023/3 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	3,438	63.1	4,160	64.4	4,189	63.0
現金及び預金	1,395	25.6	1,249	19.3	1,082	16.3
売上債権	1,034	19.0	1,408	21.8	1,434	21.6
棚卸資産	907	16.7	1,394	21.6	1,572	23.6
固定資産	2,010	36.9	2,304	35.6	2,465	37.0
有形固定資産	1,452	26.7	1,556	24.1	1,643	24.7
無形固定資産	147	2.7	139	2.2	152	2.3
投資その他の資産	410	7.5	608	9.4	669	10.1
総資産	5,448	100.0	6,464	100.0	6,655	100.0
流動負債	3,163	58.1	3,544	54.8	3,485	52.4
買入債務	1,018	18.7	1,373	21.3	1,087	16.3
固定負債	1,930	35.4	1,563	24.2	1,481	22.3
純資産	353	6.5	1,355	21.0	1,688	25.4
自己資本	351	6.5	1,353	20.9	1,685	25.3

キャッシュ・フロー計算書	2021/3		2022/3		2023/3 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	1,051	983	99			
減価償却費	217	216	111			
投資キャッシュ・フロー	6	-510	-166			
財務キャッシュ・フロー	-596	-640	-130			
配当金の支払額	-	-	-267			
現金及び現金同等物の増減額	452	-145	-167			
現金及び現金同等物の期末残高	1,395	1,249	1,082			

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

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
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

SMB C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人 トーマツ
いちよし証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 SBI証券
Jトラストグローバル証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
三優監査法人
宝印刷株式会社

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。