

# ホリスティック企業レポート

## ジャパンミート

3539 東証二部

アップデート・レポート

2018年5月11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 20180508

## ジャパンミート(3539 東証二部)

発行日:2018/5/11

### 東京都や茨城県を中心に首都圏で店舗展開する独立系食品スーパー 前期は減益となったものの、18年7月期上期から増益に転じた

#### > 要旨

#### ◆ 首都圏で展開する独立系食品スーパー

- ・ジャパンミート(以下、同社)は、茨城県を中心に首都圏で食品スーパーをテナント形態や単独店舗で運営する独立系のチェーンストアである。
- ・連結子会社が、都内中心に単独店舗の「肉のハナマサ」を展開するほか、茨城県近郊に焼肉店等の外食事業など(その他事業)も手掛けている。

#### ◆ 18年7月期上期決算は7%増収、6%営業増益

- ・18/7期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、6.6%増収、6.0%営業増益であった。主力のスーパーマーケット事業は、17/7期に出店した5店舗の売上高への寄与や、新規出店の抑制などにより、4.7%増収、5.9%営業増益と、17/7期の減益から増益に転じた。
- ・一方、天候不順の影響もあり、17/7期に買収した2社の利益貢献は乏しく、その他事業は、127.2%の増収ながら、3.8%の営業増益であった。

#### ◆ 18年7月期の会社計画は6%増収、6%営業増益を維持

- ・前期に出店した5店舗と買収した2社が通期で寄与することなどを背景に、6%増収、6%営業増益を見込む18/7期計画を、同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、18/7期上期実績が従来想定と乖離したスーパーマーケット事業を中心に18/7期の業績予想を見直し、売上高は112,133百万円→108,881百万円(前期比4.9%増)に、営業利益は4,194百万円→4,378百万円(同10.8%増)に修正した。

#### ◆ 19年7月期以降も営業増益が継続すると予想

- ・18/7期の新規出店が前回想定よりも少なくなると見られることを受けて、当センターは、19/7期以降の業績予想も見直した。19/7期は前期比7.1%、20/7期は8.8%の営業増益を予想している。
- ・当センターは、大型店の出店が長期的には成長要因となるものの、短期的には業績悪化に繋がる可能性がある点に注意が必要と考えている。

アナリスト:大間知 淳  
+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

#### 【主要指標】

	2018/5/2
株価(円)	1,991
発行済株式数(株)	26,679,500
時価総額(百万円)	53,119

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	19.9	20.3	19.0
PBR(倍)	2.4	2.2	2.0
配当利回り(%)	1.0	1.0	1.1

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.8	4.1	5.4
対TOPIX(%)	-2.6	7.6	-9.1

#### 【株価チャート】



#### 【3539 ジャパンミート 業種：小売業】

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)
2016/7	97,174	6.2	4,282	23.2	4,289	20.6	2,557	37.9	109.0	730.4	10.0
2017/7	103,770	6.8	3,952	-7.7	4,086	-4.7	2,674	4.6	100.3	812.7	20.0
2018/7 CE	109,647	5.7	4,180	5.8	4,242	3.8	2,270	-15.1	85.2	—	20.0
2018/7 E	108,881	4.9	4,378	10.8	4,478	9.6	2,618	-2.1	98.3	893.0	20.0
2019/7 E	111,785	2.7	4,689	7.1	4,753	6.1	2,798	6.9	105.0	977.1	22.0
2020/7 E	115,890	3.7	5,101	8.8	5,169	8.8	3,059	9.3	114.8	1,068.9	24.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。

#### アップデート・レポート

2/17

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

◆ 「ジャパンミート生鮮館」と「肉のハナマサ」が事業の柱

ジャパンミート(以下、同社)は、東京都や茨城県を中心に首都圏においてテナント形態や単独店舗で食品スーパーなどを展開する独立系のチェーンストアである。

中核業態であるスーパーマーケット事業は、同社単体が運営する「ジャパンミート『生鮮館』」(以下、生鮮館)及び「ジャパンミート『卸売市場』」(以下、卸売市場)、連結子会社パワーマーケットが運営する「パワーマーケット」、連結子会社である花正が運営する「肉のハナマサ」の4業態によって構成され、18/7期第2四半期累計期間(以下、上期)末時点の店舗数は79店となっている。

生鮮館はテナント形態、その他の業態は単独店舗での出店となっている。これまで生鮮館は、ジョイフル本田(3191 東証一部)グループが運営する郊外型大型ホームセンターにだけ出店していたが、17年6月に丸井グループ(8252 東証一部)が運営する都心型百貨店である錦糸町店に出店した。

報告セグメントに含まれないその他事業では、子会社ジャパンデリカが「焼肉や漫遊亭」というブランド名で外食事業(18/7期上期末店舗数15店)を運営している(図表1)。

【図表1】業態別地域別の店舗展開状況

(単位:店)

業態/地域	東京23区内	その他東京都	茨城県	埼玉県	千葉県	神奈川県	栃木県	群馬県	北海道	合計
ジャパンミート生鮮館	1	1	3	1	4	0	1	2	1	14
ジャパンミート卸売市場	0	1	2	5	1	0	0	0	0	9
パワーマーケット	0	0	4	0	0	0	1	0	0	5
肉のハナマサ	41	2	0	3	1	4	0	0	0	51
外食	0	0	11	2	2	0	0	0	0	15
合計	42	4	20	11	8	4	2	2	1	94

(注) 18/7期上期末時点

(出所) ジャパンミート決算説明会資料、株主総会招集通知より証券リサーチセンター作

同社は、17年2月に「肉フェス」など食に関わるイベントを展開するAATJ(イベント事業)を、17年4月にスーパーマーケットに対するレジ業務を受託するアクティブマーケティングシステム(以下、AMS、アウトソーシング事業)を買収し、その他事業に加えた。

17/7期の売上高構成比(外部顧客への売上高ベース)は、スーパーマーケット事業96.9%、その他事業3.1%、セグメント間取引消去前営業利益の構成比は、スーパーマーケット事業96.8%、その他事業3.2%となっている。

同社の 17/7 期の有価証券報告書には、ジョイフル本田グループのホームセンターに出店する生鮮館の売上高構成比が 38%であることや、花正の売上高が 36,641 百万円であることが開示されており、生鮮館と肉のハナマサの 2 業態合計の売上高は全体の 70~75%を占めていると推測される。

#### ◆ 生鮮館はジョイフル本田の店舗を中心に 14 店を展開

生鮮館は、商圏が広い大型商業施設内において、精肉、青果、鮮魚の生鮮品を中核にして、専門性の高い品揃えと魅力的な価格設定で提供する食品スーパーをテナント形態で展開している。

18/7 期上期末時点において、丸井錦糸町店及び、ジョイフル本田グループのホームセンター13 店(千葉県 4 店、茨城県 3 店、群馬県 2 店、東京都、埼玉県、栃木県、北海道各 1 店)に出店している。生鮮館の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 500 坪、年商 28 億円、取扱品目約 2.5 万点となっている。

#### ◆ 卸売市場は埼玉県を中心に 9 店を展開

卸売市場は、東京 23 区外の関東近郊のロードサイドにおいて、同社が運営主体として展開する食品スーパーである。生鮮館の「濃縮版」と位置付けられている。

18/7 期上期末時点の店舗数は 9 店(埼玉県 5 店、茨城県 2 店、東京都、千葉県各 1 店)である。卸売市場の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 400 坪、年商 22 億円、取扱品目約 2.5 万点となっている。

#### ◆ パワーマートは茨城県を中心に 5 店を展開

パワーマートは、子会社であるパワーマート社が運営主体となり、北関東で展開する地域密着型食品スーパーである。03 年に子会社化した旧株式会社黒田青果が運営していた店舗を引き継いだものである。

18/7 期上期末時点の店舗数は 5 店(茨城県 4 店、栃木県 1 店)である。卸売市場の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 350 坪、年商 13 億円、取扱品目約 2.0 万点となっている。

#### ◆ 肉のハナマサは東京 23 区内を中心に直営 51 店を展開

肉のハナマサは、東京 23 区を中心に子会社である花正が運営する小型食品スーパーである。「業務用スーパー」「プロの為の店」というキャッチコピーを掲げて、飲食店が密集するエリアで展開している。

商品面では、花正のバイヤーが世界中から直接買い付けを行うなど、他の 3 業態とは仕入れの共通化は行われていない。飲食店事業者が

日々の仕入れ先として利用できるよう、商品を大容量で販売すると共に、一般家庭の顧客の買い物需要にも応えられる品揃えとすることで、コンビニエンスストアや一般的なスーパーマーケットと差別化された「ホールセールストア」を志向している。

肉のハナマサの売上高に占めるプロ顧客の比率は約 3 割に達している。鮮度、味、価格にこだわった安心安全なオリジナル PB 商品「プロ仕様」(約 600 品目)を販売している。

18/7 期上期末時点の店舗数は、直営 51 店(東京 23 区内 41 店、その他東京都 2 店、神奈川県 4 店、埼玉県 3 店、千葉県 1 店)、FC 店舗 5 店である。肉のハナマサの 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 130 坪、年商 7 億円、取扱品目約 4,000 点となっている。

#### ◆ 外食事業は焼肉店を中心に 15 店を展開

外食事業は、茨城県を中心に子会社ジャパンデリカが 15 店舗を展開している。良質な精肉を国内外から独自に調達すると共に、大規模な加工物流センターを運営しているなど、グループの強みである精肉のノウハウを活かして、低価格ながら、高品質な料理を提供している。

18/7 期上期末時点における店舗数の地域別内訳は、茨城県 11 店(焼肉や漫遊亭 10 店、とんかつや漫遊亭 1 店)、千葉県 2 店(焼肉や漫遊亭、漫遊カルビ、各 1 店)、埼玉県 2 店(全て焼肉や漫遊亭)である。外食事業の 1 店当たりの標準的な経営数値は、店舗面積約 120 坪、年商 1.6 億円となっている。

#### ◆ イベント事業は「肉フェス」「餃子フェス」などを運営

イベント事業は、全国各地のイベント会場などで、「肉フェス」「餃子フェス」などの食に関わるイベントを企画、運営している。18/7 期上期では、肉フェス、餃子フェスなど、8 会場のべ 36 日間のイベントを開催し、459,000 人が来場した(1 日当たり 12,750 人)。

#### ◆ アウトソーシング事業はスーパーマーケットレジ業務を請負う

アウトソーシング事業を展開する AMS は、13 企業からスーパーマーケット約 80 店舗のレジ業務を請負っている。同社は、生鮮館、卸売市場、パワーマートの全店(18/7 期上期末 28 店)でレジ業務を AMS に委託しており、AMS の売上高の約 4 割は同社向けとなっている。

小売業者がレジ業務を担当するスタッフを直接雇用した場合の人件費と比べ、AMS への支払い額に大差はないものの、レジ業務スタッフの採用・教育コストの負担がなくなる点が利用企業のメリットとなるため、受託店舗数を伸ばしている模様である。

**> ビジネスモデル****◆ 魅力的な生鮮品で顧客を囲い込んでいる**

同社店舗の魅力は、生鮮品の品揃え、鮮度、価格（大容量パック品の重量当たり単価）にあり、そうしたニーズを強く持つ顧客のまとめ買い需要に応えることで顧客を囲い込んでいる。

実際、まとめ買い需要が多くなる土日祝日の売上高は、平日の約 1.5 倍と、業界平均を大きく上回っている模様である。こうした状況から、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の主要顧客は、日常的に買い物を行う専業主婦世帯や、週末にまとめ買いをする共働き世帯の中で、しっかり料理をする子育て世代であると推測している。

**◆ 生鮮品の売上高構成比の高さが営業利益率を支えている**

同社のスーパーマーケット事業の営業利益率は 3.8%（17/7 期）と、業界平均の 1.6%（新日本スーパーマーケット協会の 2017 年版スーパーマーケット白書の調査）を大きく上回っているが、これは生鮮 3 品、特に同社が強みを持つ精肉の売上高構成比が高いことが理由の一つと推測される。

スーパーマーケット白書の調査によれば、業界平均の品目別売上高構成比が、青果 15.8%、水産（鮮魚）11.4%、畜産（精肉）12.7%、惣菜 9.8%、その他食品 43.7%、非食品 6.7%であるのに対し、同社においては、青果 19.0%、鮮魚 10.5%、精肉 24.0%、惣菜 3.5%、その他食品など 43.0%（肉のハナマサは生鮮 3 品で約 6 割）となっている。

同社はスーパーマーケット事業の品目別売上総利益率を開示していないが、惣菜、精肉、鮮魚、青果、その他食品の順に数値が高いとしており、生鮮 3 品で高い売上総利益率を確保していると推測される。

料理に手間暇をかける主婦を主要顧客とする同社は、惣菜比率が低い。結果として、料理に時間をかけない共働き世帯や単身世帯に、積極的に惣菜や弁当類を販売する戦略を採る食品スーパー他社やコンビニに対しての差別化に繋がっている。

**◆ 「異常値販売」の推進はややトーンダウンした**

生鮮品への注力と並ぶ商品戦略の柱が、14 年頃に開始した「異常値販売」の推進である。異常値販売とは同社の造語であるが、顧客が求めるある特定の人気商品をスーパーマーケット事業の全業態において一カ月程度を目処に通常の 3 倍以上の商品量で店頭で陳列し、顧客が思わず買ってしまいう価格で大量に販売する、同社独自の手法を指す。

売上高に占める異常値販売の比率について、従来、20%を目標に引き上げたいと同社は説明していたが、17/7 期は 15%程度にとどまった

模様である。同じ品目で継続してもマンネリ化するため、品目を変更しながら、現状程度の取り組みを継続する方針である。

◆ **新規出店の重点はより都心にシフトしよう**

同社グループの店舗網は、単体と子会社では分布状況が異なっている。子会社が展開する肉のハナマサは東京 23 区、パワーマーケットは茨城県北部、焼肉や漫遊亭は茨城県周辺でドミナントを形成している。一方、単体が運営する生鮮館と卸売市場は、東京 23 区の外側において、東京都西部から埼玉県南部、群馬県東南部、茨城県南西部、千葉県西部へと半円を描きつつ、比較的広範囲に点在している。

生鮮館については、ジョイフル本田以外の大型商業施設にもテナント出店を積極化し、特に東京都心部への進出を進める方針である。卸売市場についても、近年、埼玉県南部や千葉県西部に出店を進めるなど、東京 23 区に近いエリアの強化に努めている。

子会社が運営する肉のハナマサも東京 23 区内を中心とした新規出店を継続する方針であり、グループ全体として、東京 23 区内及びその周辺の店舗が増加すると見られる。

> **SWOT分析**

◆ **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 2 のようにまとめられる。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・精肉ビジネスにおける豊富な経験と、仕入から加工、物流、販売に至るまでのノウハウ</li> <li>・各部門のプロ集団が運営する生鮮品の商品力の高さ</li> <li>・利益率が高い生鮮品の売上高比率の高さ</li> <li>・生鮮品をまとめ買いする主婦や飲食店業者からの高い評価</li> <li>・最先端の設備と大量の供給力を誇る加工物流センターを新設</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・利幅が大きい惣菜の売上高比率の低さ</li> <li>・競合企業に対する事業規模の小ささ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・東京23区内での新規出店の拡大</li> <li>・ジョイフル本田以外の大型商業施設でのテナント出店の強化</li> <li>・シナジー効果の高いM&amp;Aの実施</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・天候や家畜の病気などにより、生鮮品の価格高騰や品不足が起こること</li> <li>・ネット通販が生鮮品分野でも急速に普及すること</li> <li>・人手不足が深刻化し、従業員や臨時雇用者の確保が難しくなること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は精肉ビジネスでの経験を活用する姿勢にある

同社は、精肉卸売で個人創業した45年以降、精肉小売を経て、食品スーパーマーケットと焼肉店の運営するチェーンストアへと、試行錯誤を積み重ねながら変貌を遂げてきた。

その成功は、「肉をたくさん売りたい」という創業時からの想いに従って、業態を変化させ、強みが活かせる新規事業に進出し、加工物流センターの設置やISO9001の認証取得によって品質と供給力を高め、シナジー効果が高いM&Aに果敢に挑んだことでもたらされた。

同社は現在、創業事業である精肉の卸売は行っていないものの、創業の精神を守り、業態を進化させることで、精肉分野に強みを持つユニークな食品小売グループとなっている。花正の経営を短期間で立ち直らせることができたのも、精肉分野における同社のノウハウを大いに活かしたからであろう。精肉ビジネスでの長年の経験を積極的に活用する姿勢は、正に同社の知的資本の源泉を形成していると当センターでは考えている(図表3)。

【図表3】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・生鮮品を低価格でまとめ買いする主婦層を主力顧客としている	・スーパーマーケット事業の生鮮3品の売上高比率	約5~6割	53.5%
		・東京23区内と茨城県を中心に店舗展開している	・東京23区内と茨城県の店舗数	39店、20店 (17/7期2Q末)	42店、20店
		・肉のハナマサにおいては飲食店事業者の顧客も多い	・肉のハナマサにおける飲食店事業者向け販売比率	約3割	約3割
	ブランド	・上場から日が浅いものの、各業態の店舗名は展開地域において十分に認知されていると思われる	・生鮮館の業歴	24年	25年
			・焼肉や漫遊亭の業歴	20年	20年
			・上場からの経過年数	1年	2年
事業パートナー	・生鮮館の出店先であるジョイフル本田からの信頼は絶大 ・幅広い仕入先と良好な関係を築いている ・生鮮館を都心での出店先の開拓に取り組んでいる	・「ジョイフル本田」関東地域全15店における出店数	12店	12店	
		・グループの仕入先数	約600社	約600社	
		・新しい出店先(17/7期)	丸井	丸井	
組織資本	プロセス	・加工物流センターの大量備蓄機能や精肉の加工機能を活用することで、商品価格の安定や店舗作業の削減を図り、高い収益性を確保している	・スーパーマーケット事業の営業利益率	4.3%	3.8%
		・グループの精肉調達や加工物流のノウハウを活かし、シナジー効果のある周辺事業を展開しているが、17/7期は買収コストが重荷になった	・その他事業の営業利益率	7.8%	3.6%
	知的財産 ノウハウ	・精肉ビジネスにおいて豊富な経験、ノウハウを持つ	・個人創業からの業歴	72年	72年
		・グループ2社と加工物流センターでISO9001の認証取得している	・肉のハナマサの仕入れにおける輸入比率	非開示	非開示
人的資本	経営陣	・会長と副会長は豊富な業界経験を有している	・会長、副会長の業界経験年数	47年、42年	48年、43年
		・同社と各子会社の社長は若い世代に引き継がれ、既に社長として経験を積んでいる	・4社社長の平均年齢、社長としての平均在籍年数	47歳、6年	48歳、7年
	従業員	・チームワークの精神で全社で一つの目標を乗り越える企業文化			
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	1,389千株(5.2%)	1,140千株(4.3%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は16/7期または16/7期末、今回は17/7期または17/7期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) ジャパンミート有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成



> 決算概要

◆ 18年7月期上期は6.6%増収、6.0%営業増益

18/7期上期の決算は、売上高55,311百万円(前年同期比6.6%増)、営業利益2,528百万円(同6.0%増)、経常利益2,579百万円(同5.4%増)、四半期純利益1,527百万円(同7.1%増)であった(図表4)。

【図表4】18年7月期上期の業績

(単位:百万円)

	セグメント別	17/7期							18/7期			
		上期	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		51,879	25,140	26,751	51,891	8.2%	103,770	6.8%	26,344	28,967	55,311	6.6%
	スーパーマーケット	50,929	24,565	25,637	50,202	6.6%	101,131	5.9%	25,322	27,998	53,320	4.7%
	その他	1,262	721	1,524	2,245	99.0%	3,507	55.2%	1,439	1,429	2,868	127.2%
	調整額	-312	-145	-411	-556	-	-868	-	-417	-459	-876	-
売上総利益		15,033	7,184	7,415	14,599	4.7%	29,632	4.9%	7,340	8,244	15,584	3.7%
売上総利益率		29.0%	28.6%	27.7%	28.1%	-	28.6%	-	27.9%	28.5%	28.2%	-
販売費及び一般管理費		12,648	6,396	6,635	13,031	8.2%	25,679	7.2%	6,579	6,476	13,055	3.2%
販管費率		24.4%	25.4%	24.8%	25.1%	-	24.7%	-	25.0%	22.4%	23.6%	-
営業利益		2,385	788	779	1,567	-17.6%	3,952	-7.7%	761	1,767	2,528	6.0%
営業利益率		4.6%	3.1%	2.9%	3.0%	-	3.8%	-	2.9%	6.1%	4.6%	-
	スーパーマーケット	2,257	757	796	1,553	-14.6%	3,810	-6.8%	730	1,660	2,390	5.9%
	その他	118	27	-21	6	-92.0%	124	-29.3%	23	99	122	3.8%
	調整額	9	4	5	9	-	18	-	7	8	15	-
経常利益		2,447	830	809	1,639	-11.6%	4,086	-4.7%	753	1,826	2,579	5.4%
経常利益率		4.7%	3.3%	3.0%	3.2%	-	3.9%	-	2.9%	6.3%	4.7%	-
当期(四半期)純利益		1,425	759	490	1,249	31.8%	2,674	4.6%	412	1,115	1,527	7.1%
減価償却費		558	329	298	627	38.4%	1,185	38.1%	290	297	587	5.2%
のれん償却額		169	95	105	200	17.6%	369	8.8%	104	104	208	23.1%
EBITDA		3,112	1,212	1,182	2,394	-5.2%	5,506	0.5%	1,155	2,168	3,323	6.8%
EBITDAマージン		6.0%	4.8%	4.4%	4.6%	-	5.3%	-	4.4%	7.5%	6.0%	-

(出所) ジャパンミート決算短信、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 売上総利益率の悪化を販管費率の改善で相殺した

売上総利益率は、前年同期の29.0%から28.2%に低下した。新規出店した5店で認知度向上を目的としたオープンセールを長期間に亘って継続していることや、競争激化の影響で、仕入価格の上昇ほど販売価格を値上げできなかったことが売上総利益率の悪化につながった。

一方、給料及び手当が前年同期比270百万円、のれん償却額が同39百万円増加したものの、新規出店がなかったことから経費の伸びが抑制され、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の増加額は同407百万円にとどまった。結果、販管費率は17/7期上期の24.4%から23.6%に改善し、営業利益率は前年同期と同じ4.6%を維持した。

同社の業績を分析する上で当センターが重視している EBITDA については、前年同期比 6.8%増と、営業利益と同程度の伸びであった。

**◆ 前下期との比較では売上総利益率は僅かながら改善した**

前年同期比では大きく低下した売上総利益率であるが、17/7 期下期の 28.1%からは 28.2%へと僅かながら改善した。17/7 期に出店した店舗のオープンセールの影響が徐々に軽減してきたことや、既存店においても乱高下していた青果相場が落ち着いてきたことなどがポジティブに働いた模様である。

**◆ セグメント別ではスーパーマーケット事業が全体をけん引した**

セグメント別では、スーパーマーケット事業が、4.7%増収、5.9%営業増益、その他事業が 127.2%増収、3.8%営業増益であった。

両部門とも増収増益であったが、売上高や営業利益の構成比がごく僅かなその他事業の全体業績に対する影響は限定的であり、スーパーマーケット事業の伸びが全体業績をけん引した。

スーパーマーケット事業の既存店売上高を見ると、天候不順の影響を受けた第 1 四半期は前年同期比 1.1%減少したものの、年末商戦が好調(12 月は前年同月比 3.0%増)であった第 2 四半期が同 1.3%増となったため、売上高が大きい土日祝日の日数は同 2 日減少したものの、18/7 期上期では同 0.2%増とプラスを確保した(図表 5)。

**【 図表 5 】 18 年 7 月期上期の既存店売上高の状況**

セグメント		17/7期					18/7期			
		1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	上期	
スーパー マーケット事業	売上高	102.6%	102.6%	100.9%	101.2%	101.9%	98.9%	101.3%	100.2%	
	来店客数	102.3%	100.4%	99.3%	99.9%	100.5%	98.1%	98.6%	98.3%	
	販売点数	102.2%	99.8%	99.9%	99.5%	100.4%	98.1%	98.0%	98.0%	
その他事業 (外食)	売上高	105.9%	104.5%	105.8%	109.7%	106.5%	101.9%	104.5%	103.1%	
	来店客数	108.0%	105.1%	106.0%	108.2%	106.8%	101.4%	104.1%	102.7%	
土日祝前年同期差			-1	-1	-1	-1	-4	-1	-1	-2

(注) 前年同期=100%

(出所) ジャパンミート決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

一方、その他事業の中心を占める外食事業については、値上げをしない姿勢が評価されていることから来店客数の増加が続いており、18/7 期上期の既存店売上高は前年同期比 3.1%増と好調であった。

**◆ M&A の影響によってその他事業は大幅増収となった**

17/7 期下期に買収した 2 社の売上高が 1,579 百万円(うち、外部顧客

への売上高が1,018百万円、セグメント間の内部売上高が561百万円)、計上されたため、その他事業は大幅増収となった(図表6)。

【図表6】その他事業の18年7月期上期の業績

(単位:百万円)

	17/7期										18/7期			
	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	639	623	1,262	11.4%	721	1,524	2,245	99.0%	3,507	55.2%	1,439	1,429	2,868	127.2%
外部顧客向け	639	623	1,262	11.4%	721	1,268	1,989	76.3%	3,251	43.8%	1,181	1,125	2,306	82.7%
うち外食	639	623	1,262	11.4%	-	-	1,265	12.1%	2,527	11.8%	-	-	1,288	2.1%
うち新規連結2社	-	-	-	-	-	-	724	-	724	-	-	-	1,018	-
セグメント間の内部売上高	-	-	-	-	-	256	256	-	256	-	258	303	561	-
営業利益	48	70	118	16.3%	27	-21	6	-92.0%	124	-29.3%	23	99	122	3.8%
営業利益率	7.5%	11.2%	9.4%	-	3.7%	-	0.3%	-	3.5%	-	1.6%	6.9%	4.3%	-
減価償却費	-	-	-	-	-	-	-	-	88	51.7%	-	-	-	-
うち商標権償却費	-	-	-	-	11	11	23	-	23	-	11	11	23	-
のれん償却額	-	-	-	-	10	19	29	-	29	-	19	19	38	-
EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	241	3.2%	-	-	-	-
EBITDAマージン	-	-	-	-	-	-	-	-	6.9%	-	-	-	-	-

(出所) ジャパンミート決算短信、四半期報告書、ヒアリングより証券リサーチセンター作成

新規連結2社の業績については、AATJは17/7期第3四半期から、AMSは17/7期第4四半期から計上されている。17/7期第4四半期から計上されているセグメント間の内部売上高は、ジャパンミート単体がAMSに委託しているレジ業務の手数料である。また、18/7期第2四半期の内部売上高が同第1四半期に比べて増加しているのは、年末商戦の影響による季節性が主な要因である。

2社それぞれの売上高については開示されていない。ただ、AMSがほぼ想定線であったと見られる一方、9月に開催した肉フェスが台風によって2会場で1日中止となったことなど悪天候の影響を強く受けたため、AATJは計画を大幅に下回った模様である。

一方、2社合計の営業利益について、同社はのれんや商標権の償却後で小幅な黒字と説明している。商標権の償却費が23百万円、のれん償却額が38百万円であるので、2社合計の償却前営業利益は61百万円以上と推測される。限界利益率が高いAATJの売上高が不振であったため、営業利益についても計画を大きく下回ったと思われる。

外食事業の売上高を、その他事業全体から新規連結2社の数値を差し引いて算出すると、前年同期比2.1%増収であったと推測される。18/7期上期には新規出店がなかったことや、改装に伴い一時休業した店舗

が1店あったことから、既存店増収率(同3.1%)をやや下回った。一方、原材料高や、人件費や店舗改装費の増加などが影響し、外食事業の営業利益は17/8期上期並みであった模様である。

◆ 減価償却やのれん償却などによって総資産は減少した

18/7期上期末の総資産は、大きな設備投資やM&Aがなかった一方、減価償却やのれん償却が進んだ結果、前期末の37,945百万円から37,628百万円へと減少した。減少した主な資産としては、棚卸資産(前期末比222百万円減)や、有形固定資産(同341百万円減)、のれんや商標権などの無形固定資産(同251百万円減)が挙げられる。

負債サイドでは、買掛金(前期末比652百万円減)、短期借入金(同340百万円減)、長期借入金(同467百万円減)、その他の流動負債(同358百万円減)などが減ったため、負債合計は同1,634百万円減少した。一方、利益蓄積によって自己資本が同1,317百万円増加したことから、自己資本比率は前期末の57.0%から61.0%に上昇した。

> 業績見通し

◆ ジャパンミートの18年7月期予想

18/7期について、同社は売上高109,647百万円(前期比5.7%増)、営業利益4,180百万円(同5.8%増)、経常利益4,242百万円(同3.8%増)、当期純利益2,270百万円(同15.1%減)を見込む期初予想を据え置いた(図表7)。

【図表7】ジャパンミートの過去の業績と18年7月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント別	14/7期	15/7期	16/7期	17/7期	18/7期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		78,694	91,540	97,174	103,770	109,647	5.7%
	スーパーマーケット	77,133	89,860	95,461	101,131	—	—
	その他	2,002	2,194	2,260	3,507	—	—
	調整額	-441	-514	-547	-868	—	—
売上総利益		22,883	26,565	28,236	29,632	—	—
売上総利益率		29.1%	29.0%	29.1%	28.6%	—	—
販売費及び一般管理費		20,512	23,088	23,954	25,679	—	—
販管費率		26.1%	25.2%	24.7%	24.7%	—	—
営業利益		2,370	3,476	4,282	3,952	4,180	5.8%
営業利益率		3.0%	3.8%	4.4%	3.8%	3.8%	—
	スーパーマーケット	2,149	3,293	4,089	3,810	—	—
	その他	205	166	176	124	—	—
	調整額	15	16	16	18	—	—
経常利益		2,481	3,556	4,289	4,086	4,242	3.8%
経常利益率		3.2%	3.9%	4.4%	3.9%	3.9%	—
当期純利益		1,339	1,854	2,557	2,674	2,270	-15.1%

(出所) ジャパンミート有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別売上高や子会社別業績の計画は開示されていない。期初時点において、1) 既存店増収率を 0.9%としたこと、2) 前期出店した 5 店舗と、買収した子会社 2 社が通期で寄与すること、3) A A T J に関するのれん及び商標権の償却額が 88 百万円、AMS に関するのれん償却額が 37 百万円となること、4) 焼肉や漫遊亭八街店を出店すること(予定通り 18 年 2 月 26 日に開店)などが業績予想の前提として示されていた。

新規出店としては、肉のハナマサ八王子店(18 年 3 月 15 日開設)が新たに発表されたが、業績予想の修正には至らなかった。

また、ゴールデンウィーク中に A A T J が予定していたフェスについては、18 年 4 月 27 日から 5 月 6 日までの肉フェス(東京都お台場、大阪市長居公園、旧広島市民球場跡)と、5 月 2 日から 6 日までの餃子フェス(大阪城公園)共に、計画通り実施された。

◆ 証券リサーチセンターの 18 年 7 月期予想

当センターは、18/7 期上期実績を踏まえて 18/7 期予想を見直した結果、売上高を 112,133 万円→108,881 百万円、営業利益を 4,194 万円→4,378 百万円、経常利益を 4,261 百万円→4,478 百万円、当期純利益を 2,461 百万円→2,618 百万円に修正した。前期比では 8.1%増収、6.1%営業増益から、4.9%増収、10.8%営業増益へと修正した(図表 8)。

【図表 8】証券リサーチセンターの 18 年 7 月期業績予想

(単位:百万円)

	セグメント別	17/7期				18/7期						
		上期	下期	通期	増減率	上期	増減率	下期E	増減率	旧通期E	通期E	増減率
売上高		51,879	51,891	103,770	6.8%	55,311	6.6%	53,569	3.2%	112,133	108,881	4.9%
	スーパーマーケット	50,929	50,202	101,131	5.9%	53,320	4.7%	51,319	2.2%	107,818	104,640	3.5%
	その他	1,262	2,245	3,507	55.2%	2,868	127.2%	3,112	38.7%	6,052	5,981	70.5%
	調整額	-312	-556	-868	-	-876	-	-864	-	-1,737	-1,740	-
営業利益		2,385	1,567	3,952	-7.7%	2,528	6.0%	1,849	18.1%	4,194	4,378	10.8%
	営業利益率	4.6%	3.0%	3.8%	-	4.6%	-	3.5%	-	3.7%	4.0%	-
	スーパーマーケット	2,257	1,553	3,810	-6.8%	2,390	5.9%	1,690	8.9%	3,774	4,081	7.1%
	その他	118	6	124	-29.3%	122	3.8%	144	-	390	267	115.3%
	調整額	9	9	18	-	15	-	15	-	30	30	-
経常利益		2,447	1,639	4,086	-4.7%	2,579	5.4%	1,898	15.9%	4,261	4,478	9.6%
	経常利益率	4.7%	3.2%	3.9%	-	4.7%	-	3.5%	-	3.8%	4.1%	-
当期(四半期)純利益		1,425	1,249	2,674	4.6%	1,527	7.1%	1,090	-12.7%	2,461	2,618	-2.1%

(注) E:証券リサーチセンター予想

(出所) ジャパンミート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである（各セグメントの売上高は、セグメント間の内部売上高を含むベース）。

セグメント別では、スーパーマーケット事業は、売上高 107,818 百万円→104,640 百万円（前期比 3.5%増）、営業利益 3,774 百万円→4,081 百万円（同 7.4%増）に修正した。

売上高については、前期出店した 5 店舗の売上高の想定を減額したことに加え、既存店増収率を 1%から 0.5%に、新規出店に関して、卸売市場は 1 店から 0 店に、肉のハナマサは 2 店から 1 店に修正したほか、肉のハナマサ 1 店の閉店を新たに織り込んだ結果、3,178 百万円の減額となった。

営業利益の増額については、18/7 期上期の利益率が想定よりも改善していたことや、前回想定よりも新規出店に伴う収益性の悪化を見込む必要がなくなったことを踏まえ、売上総利益率の前提を引き上げたことが要因である。

その他事業は、売上高 6,052 百万円→5,981 百万円(前期比 70.5%増)、営業利益 390 百万円→267 百万円（同 115.3%増）に減額した。

売上高については、既存店増収率を 1%から 2%に引き上げたことに伴い、外食事業を引き上げた一方（新規出店 1 店は変更なし）、18/7 期上期が不振であった A A T J（イベント事業）を大幅に引き下げた結果、71 百万円の減額となった。

営業利益の減額については、限界利益率が高い A A T J の売上高の減額に加え、18/7 期上期におけるその他事業の営業利益率が想定よりも低かったことなどを考慮した。

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは 18/7 期上期実績を踏まえ、19/7 期以降についても、前回の業績予想を見直した（図表 9）。

19/7 期予想においては、売上高を 5,257 百万円減額する一方、営業利益を 60 百万円増額した。

セグメント別では、スーパーマーケット事業は、売上高 112,572 百万円→107,299 百万円（前期比 2.5%増）、営業利益 4,165 百万円→4,292 百万円（同 5.2%増）に修正した。

【 図表 9 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	17/7期	18/7期CE	18/7期E	18/7期E	19/7期E	19/7期E	20/7期E	20/7期E
売上高	103,770	109,647	112,133	108,881	117,042	111,785	120,855	115,890
前期比	6.8%	5.7%	8.1%	4.9%	4.4%	2.7%	3.3%	3.7%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット	101,131	-	107,818	104,640	112,572	107,299	116,249	111,269
その他	3,507	-	6,052	5,981	6,280	6,280	6,472	6,471
調整額	-868	-	-1,737	-1,740	-1,810	-1,794	-1,866	-1,850
営業利益	3,952	4,180	4,194	4,378	4,629	4,689	5,028	5,101
前期比	-7.7%	5.8%	6.1%	10.8%	10.4%	7.1%	8.6%	8.8%
営業利益率	3.8%	3.8%	3.7%	4.0%	4.0%	4.2%	4.2%	4.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
スーパーマーケット	3,810	-	3,774	4,081	4,165	4,292	4,534	4,673
その他	124	-	390	267	434	367	465	398
調整額	18	-	30	30	30	30	30	30
経常利益	4,086	4,242	4,261	4,478	4,700	4,753	5,104	5,169
前期比	-4.7%	3.8%	4.3%	9.6%	10.3%	6.1%	8.6%	8.8%
経常利益率	3.9%	3.9%	3.8%	4.1%	4.0%	4.3%	4.2%	4.5%
当期純利益	2,674	2,270	2,461	2,618	2,740	2,798	2,994	3,059
前期比	4.6%	-15.1%	-7.9%	-2.1%	11.3%	6.9%	9.3%	9.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) ジャパンミート決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上高については、既存店増収率(1%)と卸売市場の新規出店1店の前提には変更はないものの、17/7期及び18/7期の出店店舗による寄与を大幅に減額したことから、5,273百万円引き下げた。なお、肉のハナマサの新規出店の前提については2店から3店に引き上げた。営業利益については、17/7期出店店舗における収益性の改善効果が続くと考え、売上総利益率の前提を引き上げたことが増額の主因である。

その他事業については、6,280百万円(前期比5.0%増)を見込む売上高は据え置いたが、営業利益は434百万円から367百万円(同37.5%増)に引き下げた。

内訳としては、外食事業については、新規出店(0店)、既存店増収率(1%)の前提に変更はないものの、18/7期予想の引き上げを反映し、売上高、営業利益共にやや増額した。

イベント事業については、18/7期の天候不順の影響が軽減すると見て、前期比大幅増収を予想しているものの、前回予想に対しては、天候リスクなどを考慮し、売上高、営業利益共に減額した。

20/7 期については、売上高を 4,965 百万円減額する一方、営業利益を 73 百万円増額した。

セグメント別では、スーパーマーケット事業は、売上高 116,249 百万円→111,269 百万円 (前期比 3.7%増)、営業利益 4,534 百万円→4,673 百万円 (同 8.9%増) に修正した。

売上高については、新規出店 (卸売市場 1 店、肉のハナマサ 2 店) と既存店増収率 (0%) の前提に変更はないものの、17/7 期及び 18/7 期の出店店舗による寄与を大幅に減額したことから、4,980 百万円引き下げた。営業利益については、17/7 期及び 18/7 期の出店店舗における収益性の改善効果が続くと考え、売上総利益率の前提を引き上げたことが増額の主因である。

その他事業は、売上高 6,472 百万円→6,471 百万円 (前期比 3.0%増)、営業利益 465 百万円→398 百万円 (同 8.4%増) に修正した。

外食事業については、新規出店 (1 店)、既存店増収率 (0%) の前提に変更はないものの、18/7 期予想の引き上げを反映し、売上高、営業利益共にやや増額した。

イベント事業については、イベント実施回数の増加を前提に前期比増収を予想しているものの、前回予想に対しては、天候リスクなどを考慮し、売上高、営業利益共に減額した。

なお、配当に関して同社は、継続的かつ安定的な配当を行うという基本方針だけを明らかにしている。当センターは、今回、当期純利益の予想を引き上げたことに伴い、配当予想についても見直しを行った。18/7 期については会社予想と同額の 1 株当たり 20 円と変更はないが、19/7 期は 20 円から 22 円へ、20/7 期は 22 円から 24 円へと引き上げた。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 大型店の出店によって業績が短期的に悪化する可能性を追加

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) ジョイフル本田に関する経営環境から影響を受ける可能性、2) 留保金課税の適用除外によって税負担が軽減する可能性、3) 第 2 四半期に収益が偏重する季節性、4) 株主優待制度の変更や廃止が株価に影響を与える可能性を、5) 大手業者の生鮮品宅配サービスから影響を受ける可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

17/7 期の同社業績は、3.2%増収 0.3%営業増益としていた期初計画に対し、6.8%増収 7.7%営業減益での着地となった。その主因は、新規



開設店舗において、長期間に亘って開店セールを継続したことにある。

スーパーマーケット事業の売上総利益率は通常 28~30%で推移していると当センターでは推測しているが、同社は、新規開設店舗においては売上総利益率を 20%程度に下げて集客に注力し、3 年程度掛けて既存店の平均並みに引き上げていく方針であると 17/7 期決算発表時に説明した。

同社はこれまでも継続的に新規出店を行っていたものの、連結決算が開始された 14/7 期から 16/7 期までは、生鮮館や卸売市場といった大型店舗の出店は年間 0~1 店にとどまっており、大型店の出店が集中した場合の影響について当センターは過小評価していた。

17/7 期においては、肉のハナマサ 3 店に加え、大型店舗である卸売市場越谷店と生鮮館錦糸町店の出店が重なったため、売上高は計画を上回ったものの、利益にはネガティブな影響が増幅される結果となった。

大型店の新規出店が同社の長期的な成長要因であるとの認識が変わりはないものの、短期的には営業利益率の低下や利益の減少、利益計画の未達に繋がる可能性があることも事実である。

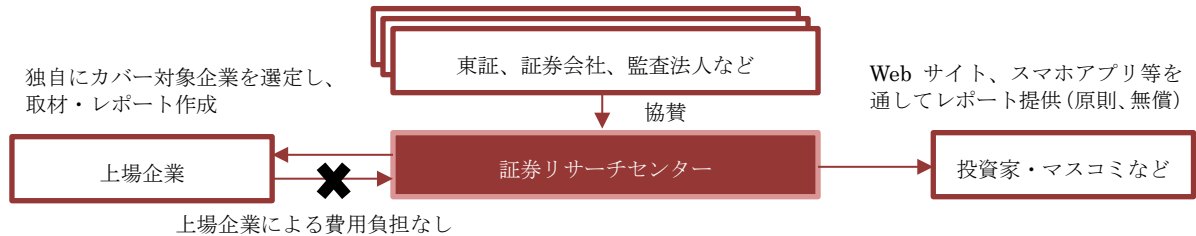
17/7 期の新規店舗の利益率が 18/7 期以降にどう推移するかについては、期初時点では判断材料が不足していた。今回、18/7 期上期の売上総利益率の改善度合いを見ることによって、新規店舗の利益率の引き上げには、数カ月程度ではなく、2~3 年程度を掛けていくという同社の説明が決して慎重すぎるものではないということを当センターは理解した。

よって、大型店の出店によって業績が短期的に悪化する可能性を投資に際しての留意点に加え、今後の大型店の出店に際しては、その影響の度合いに十分に注意していくことにしたい。

## 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

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。