

ホリスティック企業レポート ユナイテッド&コレクティブ 3557 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2018年1月12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 20180109

鶏料理居酒屋「てけてけ」などを運営する外食チェーン 2020年に首都圏を中心に200店体制を目指す

1. 会社概要

- ・ユナイテッド&コレクティブ(以下、同社)は、鶏料理居酒屋「てけてけ」などの居酒屋業態と、ハンバーガーカフェ「the 3rd Burger」のファーストフード業態を運営する独立系の外食チェーンである。
- ・店内で食材の仕込みから最終調理までを行う In Store Preparation を経営戦略としていることが差別化要因となっており、中心業態である「てけてけ」は多店舗化による成長段階に入っている。

2. 財務面の分析

- ・12/2期～17/2期の期間では、店舗数の拡大や、売上総利益率の改善などにより、売上高は年平均21.7%、経常利益は同32.7%増加した。
- ・小規模ではあるが、成長性の観点で他社に比べ魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、経営戦略の中核である In Store Preparation に対して地道に取り組む姿勢にある。

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、居酒屋業態に加えて、ファーストフード業態の店舗増強にも乗り出すことで、20年までに首都圏を中心に総店舗数200店(17/2期末54店)の達成を目指す中期目標を発表している。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、新規出店が会社計画よりも遅れていることを考慮し、18/2期は会社計画をやや下回る前期比24.9%増収、13.2%営業増益を予想している。19/2期以降は、出店の拡大が順調に進むと想定し、19/2期は前期比38.5%営業増益、20/2期は同35.8%営業増益と、大幅増益が続くと想定している。
- ・当センターは、同社が目指す20年時点での店舗数200店の達成は困難であると予想している。目標達成のためには、the 3rd Burgerの店舗開発力の強化が重要と考えており、その動向を注意深く見守るつもりである。

【3557 ユナイテッド&コレクティブ 業種：小売業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2016/2	4,227	26.0	106	22.4	82	17.6	43	195.4	40.0	408.6	0.0
2017/2	5,478	29.6	254	138.4	224	171.7	189	331.7	169.7	737.6	0.0
2018/2 CE	6,882	25.6	300	18.1	273	22.1	155	-18.0	109.0	—	0.0
2018/2 E	6,844	24.9	288	13.2	258	15.4	160	-15.6	112.3	838.9	0.0
2019/2 E	9,050	32.2	399	38.5	357	38.1	221	38.2	155.2	995.2	0.0
2020/2 E	11,571	27.9	542	35.8	485	35.9	302	36.4	211.7	1,207.0	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。16年12月21日付で1:1,000の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

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】

	2018/1/5
株価(円)	6,290
発行済株式数(株)	1,427,200
時価総額(百万円)	8,977

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	37.1	56.0	40.5
PBR(倍)	8.5	7.5	6.3
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-23.1	35.3	55.0
対TOPIX(%)	-24.2	24.7	37.4

【株価チャート】



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・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

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

◆ 鶏料理居酒屋「てけてけ」等を運営する外食チェーン

ユナイテッド&コレクティブ(以下、同社)は、東京23区内を中心とした首都圏において、複数の業態を直営店で展開する独立系の外食チェーンである。

業態としては、鶏料理居酒屋「てけてけ」、海鮮料理を中心とした居酒屋「心」、ハンバーガーカフェ「the 3rd Burger」があり、18/2期第2四半期(以下、上期)末時点において3業態で62店を展開している。

17/2期における業態別の売上高構成比は、てけてけと心によって構成される居酒屋業態が91.5%、the 3rd Burgerによって構成されるファーストフード業態が8.5%であった。業態別の営業利益は開示されていないが、17年2月の上場時に公表された成長可能性に関する説明資料によれば、17/2期第3四半期累計期間における居酒屋業態の営業利益構成比は9割を超えている模様である。

◆ 主力業態の鶏料理居酒屋てけてけは順調に拡大している

てけてけは、高度成長期をコンセプトにした店舗において、鶏料理を中心としたメニューを提供する居酒屋である。新鮮な鶏肉をこだわりの「にんにく醤油ダレ」で焼き上げた焼き鳥や、独自の濃厚コラーゲンスープを使った「博多水炊き」、新鮮な鶏挽き肉を毎日店内で手ごねし、一本一本串打ちして焼き上げた「塩つくね」などが代表的なフードメニューである。

ドリンクにおいては、生ビールやハイボール、日本酒の低価格販売を推進すると共に、てけてけでしか飲めないオリジナル商品の提供にも注力している。店内でレモンの皮を剥き、お酒に漬けて一週間寝かせて作る「自家製サワー!てけてけレモン」や、「繁榊」で有名な福岡県八女市の造り酒屋である株式会社高橋商店と開発した大吟醸香のする焼酎ハイボール、4軒の酒蔵と提携し、てけてけの料理に合うように酒米選定から徹底的にこだわり抜いた日本酒等がその例である。

てけてけの出店エリアは、一都二県の国道16号線の内側で乗降客が3万人以上の駅周辺を主体としている。18/2期上期末時点では、東京都23区内50店、23区外2店、神奈川県3店、埼玉県1店の56店となっている。なお、18/2期下期には千葉県への出店が予定されている。14/2期末27店、15/2期末31店、16/2期末40店、17/2期末48店と店舗数は順調に拡大しており、成長のけん引役となっている。

メインターゲットは、幅広い層のサラリーマンとしているが、実際には30代の来店客が多いようであり、男女比率では男性が8割程度を占めている模様である。

客単価は、ディナー2,500円前後、ランチ850円前後となっている。1店舗当たりの平均座席数は約110席、平均年商は100百万円程度となっている。

◆ 創業業態である心については出店による成長を目指していない

「日本の潔さ」をコンセプトにした心は、日本全国から仕入れた良質な食材を使った海鮮料理を中心に提供する和風居酒屋である。

メインターゲットは、40～50代のサラリーマンであり、ディナーの客単価は4,000円前後に達している。しかしながら、1店舗当たりの平均座席数は30～40席、平均年商は40百万円にとどまっており、営業利益率はてけてけに比べ低い模様である。

同社は、海鮮料理居酒屋は鶏料理居酒屋に比べて料理の品質を維持して多店舗化するの難しいと判断しているため、今後、心を多店舗化する計画はないとしている。実際、14/2期末で2店であった店舗数は、その後も横ばいで推移している。

◆ 12年から開始した the 3rd Burger は出店ペース加速を目指す

the 3rd Burger は、「“Real Fresh, Real Burger” 毎日食べても体が喜ぶ、これまでにない第3のハンバーガーカフェ」をコンセプトとしている。

これまでの出店エリアは、南青山、六本木、吉祥寺、西新宿と、都心の一等地に限られていたが、17年9月に、より幅広い顧客層のカジュアルな利用動機を獲得すべく、通常店よりやや低い客単価を想定した新フォーマット店舗を三軒茶屋の「1.5等立地」に出店した。

12年に南青山に1号店を開設した後、店舗数は、14/2期末2店、15/2期末3店、16/2期末3店、17/2期末4店、18/2期上期末4店と推移しており、店舗の拡大ペースは緩やかであった。三軒茶屋店での取り組みに成功すれば、出店エリアを山手線の外側にも広げて、19/2期以降は出店ペースを加速させ、成長にドライブを掛けたいとしている。

メインターゲットは健康意識が高い20～30代の女性としているが、実際の来店客の男女比率は、男性が4割程度を占めている模様である。

通常店での客単価は800～900円前後と、他社のハンバーガーチェーンに比べ高めとなっている。1店舗当たりの平均座席数は60～70席とてけてけよりも少ないが、平均年商はてけてけをやや上回る110百万円となっている。

> ビジネスモデル

◆ ISP 商品をカジュアルプライスで提供することで差別化を図る

同社は、「In Store Preparation (以下、ISP)」を戦略の根幹とした事業展開を行っている。ISP とは各店舗で食材加工度を高く維持しながら多店舗展開を目指す戦略である。

多店舗展開を推進する多くの外食チェーンは、自社セントラルキッチンでの食材加工や加工業務の外部委託を進めている。店内では仕込み作業を行わず、最終調理だけとすることで、生産性を高める戦略を採用している。結果として、商品開発を強化し、製造を有力企業に委託するコンビニエンスストアの弁当などに対して商品面での差別化が困難になってきており、顧客離れを招く例が多いと見られる。

同社は、巨大流通企業である大手コンビニエンスストアと同じ土俵で戦っても勝ち目はないと認識し、ISP に軸足を置いた店舗展開を行うことで、顧客満足度を高め、競争に打ち勝つ方針を採っている。

そもそも、ISP は、個人経営の飲食店で行われているものであり、チェーン展開する外食企業では、品質の均一化等への対応が必要となるが、同社では、以下の5つの取り組みを行い、自社で展開する各業態を「ISP 商品をカジュアルプライスで提供する飲食店(カジュアルプライス ISP レストラン)」とすることで、外食チェーン他社との差別化を図りたいとしている。

1) 商品の絞り込み

同社は商品数を絞り込むことで調理の合理化を目指している。実際、てけてけでは、他社の総合居酒屋に対して商品数が大幅に少ないだけでなく、他社の鶏料理居酒屋に比べても商品数は少ない模様である(フード、ドリンク共に約60点)。

また、同一食材の同一調理過程から複数メニューを作る「プラットフォーム戦術」にも取り組み、調理の合理化を図っている。例えば、蒸したじゃがいもは、ポテトサラダ、じゃがバター明太子、じゃがいものアンチョビバターとして提供することで、調達する食材の絞り込みや、調理工程の簡素化を実現しながらも、提供するメニューに多様性を持たせるよう努めている。

2) 調理作業の機械化・自動化

生産性の向上や品質の均一化のため、一部の仕込み作業を機械で行っている。

3) 精緻な教育制度・免許制度

調理・接客業務に関し、動画マニュアルを利用して研修するほか、

特定の調理作業や飲料に関する社内免許制度を採用し、正社員のみならずアルバイトに対しても熱心に教育を行っている。

4) 直営店主義

直営での店舗展開を行うことで、全店舗に理念や戦略等の浸透を図り、料理品質、接客サービス、店内清掃を自社で管理している。

5) ドミナント出店

出店エリアを絞ったドミナント展開により、直営店の経営効率を高めると共に、ブランド認知度の向上を目指している。また、近隣店舗間において人材募集や食材調達で協力することで、効率的なオペレーションに努めている。

◆ **ISP 戦略が生み出す高い商品力とフードコストの抑制が強み**

同社は、ISP 戦略が生み出す長期的な競争優位性として、高い商品力とフードコスト（原価率）の抑制を挙げている。

ISP は、毎日店内で調理することから冷凍時間の短縮や保存料の使用量削減が図られ、フレッシュで安心・安全な美味しい料理を提供できるとしている。セントラルキッチンで加熱後、冷凍して各店舗に配送し、店舗で再加熱している他社の料理に比べ、店内でだけ加熱調理して提供している同社の料理は味や香りといった商品力が高いと同社は認識している。

例えば、the 3rd Burger では、バンズに保存剤、防腐剤を加えていない。パン類を毎日店内で醗酵させ、オーブンで焼き上げている。

また、ISP は、原材料段階からの仕入れや、商品の絞り込みによる仕入れ食材のボリュームディスカウントの実現により、仕入れコスト圧縮にも寄与していると同社は主張している。

確かに、同社の原価率は、売上高の拡大と共に、15/2 期の 28.6%から 17/2 期には 26.6%へと低下した（但し、戦略的なアルコール商品の値下げや鶏肉等の主要食材における仕入れ価格の上昇などにより、18/2 期上期は 27.6%となった）。外食業界の平均的な原価率は 30%前後であり、ISP 戦略の採用が高い原価率に繋がっていない点を証券リサーチセンター（以下、当センター）では同社の戦略が有効に機能している証左であると高く評価している。

居酒屋業界ではないが、同社と同様に ISP 戦略を採用している外食チェーンとしては、低価格でセルフ式うどんを提供する「丸亀製麺」を国内外で 1,315 店（17 年 9 月末）運営しているトリドールホールディ

ングス (3397 東証一部) が挙げられる。セントラルキッチンを持たず、店内で小麦粉から麺を手作りし、ゆで立てのうどんを提供することで顧客から高い支持を得ているようである。

◆ 居抜き物件への出店により投下資本の短期での回収を図る

居酒屋チェーン他社による店舗閉鎖の動きが続いていることから、同社は設備や内装を全て準備するスケルトンタイプでの出店よりも、他社が閉鎖した店舗を設備や内装が付帯した状態で賃借する居抜きタイプでの出店を多く利用している。

スケルトンタイプにおける出店時の平均投資額は1店当たり60~80百万円(うち、敷金及び保証金が約10百万円)である。一方、居抜きタイプでは、40~50百万円(同)にとどまっており、その分、回収期間が短縮される。17年1月末時点のてけてけ店舗数49店のうち、41店は居抜き物件となっている。一方、the 3rd Burgerにおいては、これまでは全てスケルトンタイプで出店している。

同社は本社及び店舗の土地建物を全て賃借している。各賃貸借契約に対しては敷金や保証金を差し入れており、敷金及び保証金の差入残高は17/2期末で551百万円であり、総資産に対して16.1%の比率となっている。

◆ 人件費や家賃のコストコントロールが収益性向上の鍵

同社の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、人件費、地代家賃、減価償却費、水道光熱費、賃借料、広告宣伝費、店舗修繕費などによって構成されているが、その中心は人件費と地代家賃である。

この内、従業員とアルバイトの給料及び手当と賞与引当金繰入額の合計額の売上高に対する比率は17/2期において30.7%であり、売上高に対するフードコスト(原価率)とレイバーコスト(人件費率)を合計した比率であるフードレイバーコスト比率(以下、FLコスト比率)は、外食産業では60%程度が目安とされているが、原価率の低さを背景に、同社は57.7%(17/2期)と良好な水準となっている。

一方、地代家賃の売上高に対する比率は、一都三県の国道16号線の内側で乗降客数が3万人以上の駅周辺を出店に際しての基準としているため、17/2期において、業界平均とされる7~8%を大幅に上回る14.0%となっている。

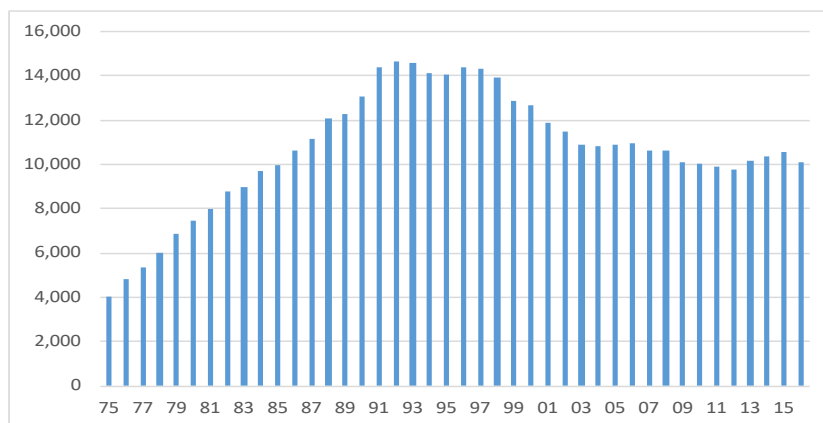
このような状況から、同社が収益性を更に向上させるには人件費率や地代家賃比率の引き下げが鍵になると当センターは考えている。

> 業界環境と競合

◆ **居酒屋市場は約 1.5 兆円から約 1.0 兆円に縮小したと推測される**
 同社は、ハンバーガーカフェであるファーストフード業態では多店舗展開を本格化していないため、業界環境と競合に関する以下の分析は、居酒屋、特に鶏料理居酒屋に対して行っている。

同社の主力業態である居酒屋（ビアホール等を含む）の市場規模は約 1 兆円と推測されている。一般社団法人日本フードサービス協会の公表資料によると、75 年に 4,035 億円であった居酒屋市場は、バブル崩壊後の 92 年に 1 兆 4,629 億円にピークをつけた。その後、市場は縮小を続け、12 年には 9,780 億円にまで減少した。13 年から 15 年まではやや持ち直したものの、16 年は再び落ち込み、1 兆 77 億円（前年比 4.9%減）に低迷している（図表 1）。

【 図表 1 】 居酒屋業態の市場規模の推移 （単位：億円）



(出所) 一般社団法人日本フードサービスセンターの開示資料より証券リサーチセンター作成

市場が縮小した背景としては、1) 中心顧客となっていた若年層のアルコール離れ、2) ファミリーレストラン、牛丼店、ラーメン店等の他業態によるアルコール提供の強化、3) いわゆる家飲み派の増加などが指摘されている。結果、業界の店舗数は近年大幅に減少した。

◆ **居酒屋業界は二極化してきている**

業界が縮小しているとは言え、豊富なメニューを提供している総合居酒屋が顧客に飽きられてきた一方、提供するメニューを特定の食材や調理に絞り込んだ「専門居酒屋」に顧客が流れている構図があり、好調組も数多く存在している。つまり、居酒屋業態の中での二極化が進行していると当センターでは考えている。

「和民」「坐・和民」等を展開するワタミ（7522 東証一部）、「笑笑」「白木屋」等を展開するモンテローザ（非上場、本社東京都）、「庄や」

等を展開する大庄(9979 東証一部)などの居酒屋業界大手は、総合居酒屋業態の不振から、近年、居酒屋事業が低迷している。

一方、好調組の代表としては、焼き鳥店を展開する鳥貴族(3193 東証一部)や、串カツ店を展開する串カツ田中(3547 東証マザーズ)が挙げられる。両社とも、特定の食材や調理に絞ったメニューを低価格で提供することで、顧客満足度と収益性を両立させることに成功し、急速な店舗拡大で急成長している。

◆ 鶏料理居酒屋業態には多くの企業が参入している

てけてけが属する鶏料理居酒屋(焼き鳥屋を含む)は、近年、人気が高まっており、数多くの上場企業が参入している(図表2)。

【図表2】首都圏で鶏料理居酒屋を展開する主要上場企業 (単位:百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	総店舗数(店)	うち鶏料理居酒屋(店)	系列会社	主要業態ブランド名
3193	鳥貴族	2017年7月期	29,336	1,457	567	567	-	鳥貴族
7918	ヴィア・ホールディングス	2017年3月期	29,586	747	553	336	-	備長扇屋、やきとりの扇屋、本陣串や(以上、鶏料理居酒屋)、パステル
		うち、扇屋東日本	2017年3月期	13,399	459	203	203	-
3175	エー・ピーカンパニー	2017年3月期	25,966	313	208	160	-	塚田農場、やきとりスタンダード(鶏料理居酒屋)、四十八漁場、芝浦食肉
7522	ワタミ	2017年3月期	100,312	182	565	90	-	ミライザカ、三代目鳥メロ(以上、鶏料理居酒屋)、和民、坐・和民、わたみん家
8207	テンアライド	2017年3月期	15,559	83	120	63	-	テング酒場(鶏料理居酒屋)、和食れすとらん天狗、旬鮮酒場天狗
3557	ユナイテッド&コレクティブ	2017年2月期	5,478	254	54	48	-	てけてけ、心、the 3rd Burger
3198	SFPホールディングス	2017年2月期	35,957	3,307	207	45	クリエイト・レストランツ・ホールディングス	鳥良、鳥良商店、おもてなしどりよし(以上、鶏料理居酒屋)、磯丸水産

(注) 売上高と営業利益の数値は外食以外の事業も含む、店舗数は、決算期末時点、首都圏以外、海外、FC店を含む、扇屋東日本は、ヴィア・ホールディングスの鶏料理居酒屋を東日本地域で運営する連結子会社、その営業利益は経常利益の数値で代用

(出所) 各社の決算短信、有価証券報告書、HPより証券リサーチセンター作成

売上高や店舗数でトップと推測されるのが、社名と同じブランド名で焼き鳥専門店だけを展開する鳥貴族である。17/7 期末の店舗数は567店に達しており、16/7 期以降の2期で153店増加した。現在最も勢いのある鶏料理居酒屋チェーンであると言えよう。焼き鳥は各種298円均一の低価格、「国産国消」への取り組み、店内での串打ちなどに特徴があり、利用者の満足度も高いと言われている。

ヴィア・ホールディングス(7918 東証一部)は、焼き鳥店「備長扇屋」「やきとりの扇屋」「本陣串や」を全国で336店(17/3 期末)運営している。その内、東日本地域を担当する連結子会社の扇屋東日本の運営店舗数は203店に達する。ヴィア・ホールディングス全体では、

17/3 期末時点で 37 都道府県に 24 ブランドで 553 店を展開している。近年は競争激化の影響を受け、不振店の閉鎖を進める一方、出店を抑制しており、17/3 期末の店舗数は前期末比 12 店減少した。

エー・ピーカンパニー (3175 東証一部) は、宮崎、鹿児島、北海道の自社養鶏場等で育成した地鶏を使った料理を提供している「塚田農場」などの地鶏料理居酒屋を全国で 151 店 (17/3 期末) 運営している。出店エリアの中心は、東京都 (68 店)、神奈川県 (14 店)、埼玉県、千葉県 (各 8 店) の首都圏である。また、他に「やきとりスタンダード」などの焼き鳥店を 9 店 (17/3 期末) 運営している。

16/3 期の出店加速の影響などから既存店売上高が落ち込み、17/3 期の営業利益は前期比 47.6% 減となったほか、不採算店舗の業態変更や閉鎖に伴い減損損失が発生し、当期純利益は同 76.3% 減少した。

ワタミは、介護事業から撤退した現在、国内外食事業 (17/3 期末 479 店) のほか、高齢者向けの宅食事業や海外外食事業 (同 86 店) 等を展開している。売上高では国内外食事業が宅食事業を上回るものの、国内外食事業は赤字であり、宅食事業が利益の柱となっている。

国内外食事業では、不振の総合居酒屋店舗を閉店する一方、「ミライザカ」「3 代目鳥メロ」など好調な鶏料理居酒屋に業態転換を進めている。17/3 期の国内外食事業の業績は、売上高 47,936 百万円 (前期比 0.8% 減)、セグメント損失 221 百万円 (前期は 1,535 百万円の損失) と改善傾向にある。

同社は、店舗拡大の勢いがある「鳥貴族」や「3 代目鳥メロ」の近くにある「てけてけ」店舗においても売上高は好調であり、あまり競合している認識はないとしている。客単価が近い鳥貴族が、20 代を中心に支持されているのに対し、てけてけは 30 代以上に人気があり、一定の棲み分けがあると見ているようだ。また、「塚田農場」については客単価が 3,800 円程度と同社より高く、客層が異なる模様である。

当センターは、てけてけの最大の競合先は鳥貴族になると考えている。現在は鳥貴族の近隣店舗も好調であるとは言え、鳥貴族が掲げる中期経営計画 (21/7 期末 1,000 店目標) に向け、每期 100 店以上の出店を実施すると、同社の店舗においても一定の影響を受ける可能性を否定できない。当センターは、当面、鳥貴族などの同業他社との競争激化の影響は大きくないと考えているが、同社の店舗数が大幅に増加した際はそのリスクにより注意していくべきと考えている。

> 沿革・経営理念・株主**◆ 坂井社長が 00 年に設立**

同社社長の坂井英也氏は、学生時代から個人経営の居酒屋や大手ハンバーガーチェーンなどでの外食産業で長期間アルバイトとして働いてく中で、将来は外食店を経営することを目指していた。社会人との経験を積むため、98年4月にスズキ(7269 東証一部)に新卒で就職したものの、外食店経営への想いが強くなったことから、同年12月に退職し、飲食店で料理人としての本格的な修行を始めた。

独立できるだけの実力がついたらと判断した坂井社長は00年7月に同社を設立し、同年9月には東京都新宿区に同社1号店となる「魚・旬菜とお酒 心」高田馬場店を開設した。

総合居酒屋である「心」業態を運営する中で、主要食材である魚、牛、豚、鶏の内、品質のばらつきが少なく、価格も安価な鶏を主要食材とした居酒屋が最もチェーン展開に向いていると同社は考えた。05年にてけてけ業態1号店となる「鶏・旬菜・お酒 てけてけ」赤坂店を開設した(同店は12年に入居ビルの立替えに伴い閉店した)。

同社は、10年頃からてけてけ業態において店舗網の強化に乗り出しており、13/2期以降は年5~10店程度の出店を継続している。

12年12月、アルコールに対する売上依存度が低い業態開発の必要性を感じた同社は、居酒屋よりも商品数が少なく、多店舗展開を目指す業態としてハンバーガー店に着目し、「the 3rd Burger」青山骨董通り店を出店した。14/2期以降、その出店は年1店程度で推移している。

17年2月、同社は東京証券取引マザーズ市場に上場した。

◆ 社内取締役は外食関連業界の出身者で占められている

同社の社内取締役4名のうち、社長以外の3名も外食企業か、その関連業界で勤務していた経験を持っている。

取締役開発本部長の中瀬一人氏は、小売・外食店舗のテナント誘致などを展開するエリアクエスト(8912 東証二部)などで勤務した後、09年に同社に転じた。取締役営業本部長の矢野秀樹氏は、モンテローザを経て、10年に同社に入社した。取締役管理本部長の本郷雄太氏は、吉野家ホールディングス(9861 東証一部)や日本フードサービス協会での勤務経験があり、同社が内部体制を強化するため採用を強化し始めた13年に入社した。

◆ 経営理念

同社は、「日本の、世界の、食の常識を超えていく。」という Statement (主張) と、『本当に美味しい料理』を世界中の人々に届けて、世界

を良くしていく。」という Mission (使命) を掲げている。

なお、同社の社名には、「信頼しあつた、尊敬しあえる仲間と、目標を同じくして懸命に努力し、最後には目標を達成する」という想いが込められている。現在では、顧客を含めた全てのステークホルダーと、その一体感を共有したいと願っている。

◆ 株主

18/2 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 3 の通りである。

17 年 8 月末時点において、代表取締役社長坂井英也氏は、同氏の資産管理会社による保有分と合わせ、発行済株式総数の 67.97%を保有している。取締役である中瀬一人氏、矢野秀樹氏、本郷雄太氏による保有分は、合わせると同 4.20%を所有している。その他の株主には、取引先、機関投資家、金融機関などが名を連ね、大株主上位 10 名で 83.02%の株式を保有している。

【 図表 3 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	17年8月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
坂井英也	560,000	39.24%	1	代表取締役社長
パトリック&カンパニー株式会社	410,000	28.73%	2	代表取締役社長の資産管理会社
サントリー酒類株式会社	100,000	7.01%	3	
中瀬一人	25,000	1.75%	4	取締役
矢野秀樹	20,000	1.40%	5	取締役
玉山洋祐	15,700	1.10%	6	
本郷雄太	15,000	1.05%	7	取締役
株式会社SBI証券	13,300	0.93%	8	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	13,100	0.92%	9	
大和証券株式会社	12,700	0.89%	10	
(大株主上位10位)	1,184,800	83.02%	-	
発行済株式総数	1,427,200	100.00%	-	
自社 (自己株式)	32	0.00%	-	

(出所) ユナイテッド&コレクティブ第 2 四半期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

同社の業績は 12/2 期以降の数値が開示されている。13/2 期は、固定資産の耐用年数を変更したことから過年度の減価償却費を特別損失に計上したため、当期損失となった。14/2 期は、新規出店が下期偏重となったことで出店コストを期中では吸収しきれず、経常損失となった。12/2 期と 17/2 期を用いて業績の推移を見ると、てけてけを中心とした店舗数の拡大や、売上総利益率の改善などにより、売上高は年平均 21.7%、経常利益は同 32.7%増加した(図表 4)。

【図表 4】ユナイテッド&コレクティブの業績推移

(単位:百万円)

	12/2期単	13/2期単	14/2期単	15/2期単	16/2期単	17/2期単
売上高	2,050	2,531	2,913	3,356	4,227	5,478
売上総利益	—	—	—	2,397	3,045	4,021
売上総利益率	—	—	—	71.4%	72.0%	73.4%
販売費及び一般管理費	—	—	—	2,310	2,938	3,767
販管費率	—	—	—	68.8%	69.5%	68.8%
営業利益	—	—	—	87	106	254
営業利益率	—	—	—	2.6%	2.5%	4.6%
経常利益	54	31	-6	70	82	224
	2.7%	1.2%	-0.2%	2.1%	2.0%	4.1%
当期純利益	14	-54	18	14	43	492
EBITDA	—	—	—	205	247	444
EBITDAマージン	—	—	—	6.1%	5.9%	8.1%
従業員数(人)	53	78	101	102	132	151
平均臨時雇用者数(人)	199	193	205	258	354	418
店舗数(店)	16	22	32	36	45	54

(注) 12/2 期から 14/2 期までは未監査、従業員数と店舗数は決算期末時点

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券届出書、報告書、成長可能性に関する説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 17年2月期決算は前期比 29.6%増収、138.4%営業増益

17/2 期決算は、売上高が前期比 29.6%増の 5,478 百万円、営業利益が同 138.4%増の 254 百万円、経常利益が同 171.7%増の 224 万円、当期純利益が同 331.7%増の 189 百万円となった(図表 5)。

17年2月23日の上場時に公表された期初計画に対する達成率は、売上高が 99.6%、営業利益は 103.8%、経常利益は 103.7%、当期純利益は 89.2%であった。

売上高については、ファーストフードの達成率が 100.0%であったものの、居酒屋の達成率が 99.5%にとどまった。営業利益については、原価率はほぼ計画通りとなった一方、販管費率が想定よりも改善したため、計画をやや上回った。当期純利益については、計画に織り込んでいなかった減損損失(14 百万円)を特別損失に計上したことや、見掛け上の税率が想定を上回ったことから、計画を下回った。

【 図表 5 】 17 年 2 月期の業績

(単位:百万円)

	業態別	16/2期	17/2期		増減率	
		通期	1-3Q	4Q		通期
売上高		4,227	4,043	1,435	5,478	29.6%
	居酒屋	3,910	3,687	1,327	5,014	28.2%
	ファーストフード	317	355	108	464	46.4%
売上総利益		3,045	2,968	1,053	4,021	32.1%
	売上総利益率	72.0%	73.4%	73.3%	73.4%	—
販売費及び一般管理費		2,938	2,793	973	3,767	28.2%
	販管費率	69.5%	69.1%	67.8%	68.8%	—
営業利益		106	174	79	254	138.4%
	営業利益率	2.5%	4.3%	5.5%	4.6%	—
経常利益		82	156	67	224	171.7%
	経常利益率	2.0%	3.9%	4.7%	4.1%	—
当期(四半期)純利益		43	85	103	189	331.7%

(出所) ユナイテッド&コレクティブ決算短信、有価証券届出書、報告書を基に証券リサーチセンター作成

前期に対する増収額(1,251百万円)の内訳は、居酒屋1,103百万円(新店537百万円、非新店566百万円)、ファーストフード147百万円(新店28百万円、非新店119百万円)であった。非新店とは、既存店(同社は開店後16カ月を経過した店舗を既存店と定義している)と、16/2期以前に出店して既存店となっていない店舗によって構成されている。

居酒屋の内、てけてけの既存店増収率は、前期比0.0%増(ランチ:客数1.7%増、客単価3.1%減、ディナー:客数5.6%増、客単価4.8%減)であった。生ビールの値下げ(一時的なキャンペーンを含む)によって、ディナーの客単価が下がったものの、客数の増加で吸収した。

ファーストフードの既存店増収率は、前期比3.9%増(ランチ:客数3.7%増、客単価0.5%減、ディナー:客数7.1%増、客単価1.6%減)であった。期間限定商品が好調であったほか、メディアへの露出機会が増えたことも客数の増加に貢献した模様である。

前期に対する営業利益の増益額(147百万円)の内訳は、増収効果(32百万円増)、原価率の改善効果(75百万円増)、販管費率の改善効果(41百万円増)であった。

メニュー改訂効果や店舗数拡大による仕入れのスケールメリットの発現などにより、売上総利益率は前期の72.0%から73.4%に上昇した。

売上高に対する比率では、地代家賃比率が悪化したものの、人件費率や、広告宣伝費率、水道光熱費率などが改善したことから、販管費率

は前期の 69.5%から 68.8%に低下したため、営業利益率は前期の 2.5%から 4.6%に上昇した。

また、東京証券取引所マザーズ市場への上場に伴い、営業外費用として上場関連費用(4百万円)と株式交付費(5百万円)を計上した結果、営業外収支の赤字幅は前期の 24百万円から 30百万円に悪化した。

店舗が入居していたビルの建替えに伴う営業補償金収入(128百万円)が特別利益に計上された一方、不振店舗に係る減損損失(14百万円)が特別損失に計上された。

◆ 増資と利益蓄積によって自己資本比率は大幅に上昇

17/2 期末の自己資本比率は、新規上場時の公募増資や、利益蓄積などによって、前期末の 16.6%から 28.6%へと大幅に上昇した。

純資産については、公募増資による資本金及び資本剰余金の増加(前期末比 340百万円増)や、利益剰余金の増加(同 189百万円増)を受けて、17/2 期末の 449百万円から 980百万円に急増した。

負債サイドでは、税負担の増加を受けて、前期末には計上していなかった未払法人税等が 183百万円計上されたことに伴い、負債合計は前期末の 2,261百万円から 2,443百万円に増加した。

◆ 18年2月期上期決算は前年同期比 14.5%増収、12.0%営業減益

18/2 期上期決算は、前年度の数値は監査証明を受けていないため前年同期比は参考数値となるが、売上高 3,106百万円(前年同期比 14.5%増)、営業利益 115百万円(同 12.0%減)、経常利益 98百万円(同 20.1%減)、四半期純利益 61百万円(同 9.0%減)であった(図表 6)。

非公表であった社内目標に対する達成率は、売上高 97.1%、営業利益 148.9%、経常利益 153.4%、四半期純利益 168.6%であった。

新店を除く売上高が予算を 2.6%上回ったものの、新規出店が計画よりも少なかったことが売上高の計画未達につながった。一方、新規出店に関するコストが予算を下回ったことや、タブレットオーダー端末の導入により、人件費率の改善に成功したことなどが営業利益の計画超過の主因となった。

前年同期に対する増収額(3.9億円)の内訳は、居酒屋非新店 2.0億円、ファーストフード非新店 0.0億円、新店(居酒屋のみ) 1.9億円であった。

【 図表 6 】 18 年 2 月期上期の業績

(単位:百万円)

	17/2期	18/2期			増減率	上期計画
	通期	第1四半期	第2四半期	上期		
売上高	5,478	1,550	1,556	3,106	14.5%	3,198
売上総利益	4,021	1,119	1,129	2,248	—	—
売上総利益率	73.4%	72.2%	72.5%	72.4%	—	—
販売費及び一般管理費	3,767	1,039	1,093	2,133	—	—
販管費率	68.8%	67.1%	70.2%	68.7%	—	—
営業利益	254	80	35	115	-12.0%	77
営業利益率	4.6%	5.2%	2.3%	3.7%	—	2.4%
経常利益	224	67	30	98	-20.1%	64
経常利益率	4.1%	4.3%	2.0%	3.2%	—	2.0%
当期(四半期)純利益	189	43	17	61	-9.0%	36

(注) 17/2 期上期は未監査であり、増減率は参考数値

(出所) ユナイテッド&コレクティブ決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

全社の既存店増収率は、前年同期比 0.5% 増(客数 4.7% 増、客単価 4.0% 減)であった。アルコール商品の値下げの影響から、てけてけにおけるディナーの既存店増収率が同 1.5% 増(客数 10.1% 増、客単価 7.8% 減)となったことや、ファーストフードにおけるディナー客数が 6.2% 増えたことによる影響が大きいものと推測される。

前年同期に対して営業利益が 0.2 億円の減益となったことについて、同社は、増収額(3.9 億円)を、売上原価(1.3 億円増)、人件費(1.0 億円増)、その他の販管費(1.8 億円増)の増加額が上回ったためとしている。

アルコール商品を戦略的に値下げした一方で、ビール(6月の酒税法改正の影響)や鶏肉等の主要食材の仕入れ価格が上昇した影響を受けて、売上総利益率は前年同期比で低下したと見られる。

販管費率についても前年同期比で悪化した模様である。17年2月から開始したタブレットオーダー端末の全店導入が8月に完了したため、ホール業務の削減による生産性の向上により、人件費率は前年同期比で 1.4%ポイント低下したものの、端末導入に伴う賃借料の増加や店舗修繕費の増加などによって、人件費を除いた販管費の売上高に対する比率が前年同期比で大幅に上昇したためと推測される。

> 競合他社との比較

◆ 鶏料理居酒屋や高成長の専門居酒屋を展開する企業と比較

比較対象としては、鶏料理居酒屋を展開する企業の中から、鳥貴族、エー・ピーカンパニー、ヴィア・ホールディングスを選定した。また、鶏料理ではないものの、専門居酒屋を展開する好調企業も競合先として考えられるため、その代表として串カツ田中を選定した(図表7)。

【 図表 7 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード	ユナイテッド& コレクティブ	鳥貴族	エー・ ピーカンパニー	ヴィア・ホールディ ングス	串カツ田中
		直近決算期	3557	3193	3175	7918	3547
			17/2期	17/7期	17/3期	17/3期	16/11期
規模	売上高	百万円	5,478	29,336	25,966	29,586	3,972
	経常利益	百万円	224	1,426	527	666	408
	総資産	百万円	3,423	15,942	13,840	20,831	3,476
収益性	自己資本利益率	%	26.6	16.3	3.5	3.8	22.0
	総資産経常利益率	%	7.3	10.0	4.0	3.2	14.8
	原価率	%	26.6	32.1	33.1	32.2	39.3
	売上高販管費率	%	68.8	63.0	65.7	65.2	52.8
	売上高営業利益率	%	4.6	5.0	1.2	2.5	8.0
	FLコスト比率	%	57.3	65.6	62.3	60.9	60.5
	売上高地代家賃比率	%	14.0	7.4	11.0	12.2	7.3
	EBITDAマージン	%	8.1	8.7	5.0	7.5	10.9
	成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	23.4	26.1	18.0	5.8
経常利益 (同上)		%	-	19.7	-24.9	10.0	31.9
総資産 (同上)		%	23.2	27.3	12.6	0.2	55.1
安全性	自己資本比率	%	28.6	39.7	26.3	29.6	53.3
	流動比率	%	116.7	102.9	102.4	105.6	254.9
	固定長期適合率	%	90.6	98.3	99.3	98.5	51.7

(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、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)、FLコスト比率は(売上原価+販管費の給与及び手当、賞与引当金繰入額、雑給)÷売上高、売上高地代家賃比率は、販管費の地代家賃(ヴィア・ホールディングスは賃借料)÷売上高、EBITDAは営業利益に減価償却費とのれん償却額を加算して算出

(出所) ユナイテッド&コレクティブ及び各社の決算短信、有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

規模については、店舗網拡大で同社より先行した鳥貴族及びエー・ピーカンパニーや、鶏料理居酒屋以外で多数の業態を運営するヴィア・ホールディングスがいずれの項目でも優位に立つ。下位2社では、同社は売上高では串カツ田中を上回るが、経常利益では収益性に優れる串カツ田中を下回っている。

安全性に関しては、串カツ田中が群を抜く。残り4社では、自己資本比率では鳥貴族がやや優位に立つが、流動比率や固定長期適合率において大差がない状況である。同社の財務健全性は、他社に比べて、自己資本比率は低いものの、流動比率と固定長期適合率はやや良好であるため、総合的には平均的であると言える。

収益性については、FL コスト比率では同社が最も良好であるものの、出店エリアが都心に偏っていることから地代家賃比率が高く、営業利益率の水準は中位にとどまる。同社の自己資本利益率は高水準であるが、自己資本が小さいことが一因であり、総資産経常利益率では中位にとどまる。よって、総合的には、収益性については比較対象会社の中で中位と判断される。

成長性については、同社の3期前の経常損益は赤字であるため、経常利益ベースでの数値は算出されていない。売上高と総資産においては、成長企業として評価が高い串カツ田中と鳥貴族に次ぐ数値あることから、同社の成長性も良好であると当センターでは判断している。

以上のことから、全体的には、規模ではやや低い水準にあるものの、成長性では魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は ISP に対して地道に取り組む姿勢にある

同社の知的資本の源泉は、同社の経営戦略の中核である ISP に対して地道に取り組む姿勢にあると当センターでは考えている(図表 8)。

【図表 8】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・顧客数、顧客属性などについての詳細な開示はない		
	ブランド	・主力業態である「てけてけ」の認知度は高まってきたものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な知名度は高いとは言えない	・上場からの経過年数	1年(18年1月時点)
		・他業態の「the 3rd Burger」「心」の認知度はまだ低い	・「てけてけ」業態開始からの経過年数と店舗数	12年、48店
			・「the 3rd Burger」業態開始からの経過年数と店舗数	4年、4店
			・「心」業態開始からの経過年数と店舗数	17年、2店
	事業パートナー	・複数の仕入先と良好な関係を構築している	・仕入先数	約30社
・酒蔵と提携して、てけてけでしか飲めないオリジナル日本酒や焼酎ハイボールを提供している		・オリジナルドリンクの提携社数	5社	
組織資本	プロセス	・In Store Preparationによって、フレッシュで安心、安全な美味しい商品づくりに取り組んでいる		
		・「てけてけ」業態においては、居抜き物件を中心に出すことで、投資回収期間を短縮化している	・「てけてけ」業態における居抜き物件比率	84%(17年1月末)
	知的財産ノウハウ	・商品数の絞り込みや、同一食材の同一調理過程から複数メニューを作る「プラットフォーム戦術」によって、店内調理ながら一定の収益性を確保	・売上高営業利益率	4.6%
人的資本	経営陣	・社長は学生時代から外食業界で働いており、00年の会社設立以降は経営者としての経験を蓄積している		
		・社長による高い経営へのコミットメント	・社長と社長の資産管理会社の保有株数	931千株(70.1%)
	従業員	・アルバイト従業員に外国人を積極的に活用している	・アルバイト従業員に占める外国人の割合	21.8%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	70千株(5.3%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は17/2期または17/2期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、同社の取締役の保有分を含む

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券届出書、報告書、決算説明会資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作

多くの外食企業は、最初は美味しさにこだわって店舗運営を開始するが、多店舗化に舵を切る中で、品質や味の均一化や、効率性及び収益性の維持・向上に経営の重心が移行する傾向がある。結果、味に対する優先度合いが下がり、顧客離れを招いていることがある。

一方、同社は「本当に美味しい料理」を届けたいとする Mission に基づいて、ISP という戦略を採用している。ISP は、効率性や収益性を重視する企業経営において、本来採用しにくい戦略であるが、顧客満足度の向上と競合企業に対する差別化という面では、外食業界においてむしろ有力な戦略であると当センターは考えている。

しかしながら、ISP 戦略を維持しつつ、多店舗化を進めることは容易ではない。同社の場合、独自の ISP を深化させ、顧客からの支持を維持した上で、徐々に多店舗化や収益性の向上に取り組んでいる。

実際、てけてけの多店舗化に本格的に乗り出したのは、1号店開設から5年目の10年からであり、てけてけの店舗数が40店を突破したのは16/2期である。12年12月に1号店を開設した the 3rd Burger の店舗数は、17年12月末時点で5店にとどまっている。トレードオフになりやすい2つの経営課題への同社の対応は、規模拡大を急ぎがちな外食チェーン業界において、注目すべき事例であると当センターは捉えている。

ISP に対して地道に取り組む同社の姿勢は、流行店のメニューや内装などをすぐ真似る傾向がある外食業界の慣習とは一線を画すものであり、正に知的資本と呼ぶのに相応しいものであると当センターでは評価している。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、現在、店舗廃棄物の容量の削減や、ごみの種類別仕分けの徹底、水道光熱使用量の削減などに取り組んでいる。将来的には、仕入れ調達において、環境負荷の低減対策を意識したバリューチェーンの構築を目指したいとしている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、法令遵守はもとより、安心・安全な商品の提供、健全な事業活動の推進、ステークホルダーとの対話などを重視している。

具体的な取り組みとしては、食材物流における定期巡回、店舗における衛生検査の実施や個人衛生の強化、コーポレートサイトやブランドサイトの小まめな更新、従業員とのダイレクトコミュニケーション、顧客へのグループインタビューの実施、地域商店会・自治会への入会などを掲げている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役5名(うち、社外取締役は1名)で構成されている。

社外取締役の加藤涼氏は、モルガン・スタンレー証券などの投資銀行での経験など持っている。現在、株式会社 the GUEST 代表取締役や、株式会社 YAP Japan 代表取締役、株式会社ウォークインサイト (非常勤) 取締役を兼務しており、15年5月に同社の監査役に就任した後、

16年2月から同社の社外取締役に移っている。

監査役会は、監査役3名(全員社外監査役)で構成されている。常勤監査役でもある横山隆治氏は事業法人における監査役としての豊富な経験を持っている。非常勤監査役でもある山下彰俊氏は弁護士である。もう1人の非常勤監査役でもある兒玉洋貴氏は公認会計士である。

17年2月期の株主総会招集通知によれば、17/2期に開催された19回の取締役会において、横山監査役は全19回、山下監査役は17回、加藤取締役は15回に出席し、兒玉監査役は就任後に開かれた15回中14回に出席した。17/2期中に開催された15回の監査役会においては、横山監査役、山下監査役は共に全15回に、兒玉監査役は就任後に開かれた全11回に出席した。以上のことから、加藤取締役の取締役会の出席状況には改善の余地があるものの、全般的には経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 店舗開発能力の強化

18/2期に同社は前期の10店を大幅に上回る22店の出店を計画しているものの、18/2期上期の実績は8店にとどまった。また、20年までに200店舗体制を目標としていることから、店舗開発能力の強化は同社にとって喫緊の課題であると言える。

◆ 人材の確保と教育

同社のISP戦略は、各店舗で食材の仕込みから最終調理までを行うため、多店舗化のためには、正社員とアルバイトの確保と教育、特に調理技術の向上に向けた取り組みが同業他社に比べて強く求められている。

> 今後の事業戦略

◆ 20年に首都圏を中心に200店舗の達成を目指す

同社は、20年までに首都圏を中心に200店舗体制の構築を目指す中期ビジョン「ROAD TO 200-20」を公表している。同社は、目標達成に向けて、以下の施策を重点的に行う方針である。

- ① 新規出店による事業規模の拡大
首都圏において、居抜き物件を活用し、低コストでドミナント出店を行う。都心部から郊外にも営業エリアを拡大する。
- ② 店舗の収益力の向上
ISPによる多店舗展開を進める中、客単価の維持とリピート率の向上によって店舗の収益力を高める。仕込みの効率化などにより、労働生産性の向上を図る。
- ③ 安全性の確保
生産者・取引業者とのコミュニケーションを緊密化することや、安全証明や検査結果等を生産者・生産国から受け取ることで、安全確認手段の確保を徹底する。
- ④ 人材の確保及び教育
初期教育の充実や既存社員の研修により、正社員やアルバイトによる店舗運営力の向上、定着率の向上を図り、長く働ける店舗環境作りを進める。
- ⑤ 経営管理体制の強化
コーポレートガバナンスコードへの積極的な対応に向け、意思決定の明確化、組織体制の最適化、内部監査体制の充実、監査役監査の強化に取り組む。

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9のようにまとめられる。

【 図表 9 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ てけてけ業態においてISPと多店舗化を両立していること ・ 市場が大きい東京23区内に店舗が集中していること ・ 外食チェーンにとって重要な指標であるFLコスト比率が良好であること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 2020年に向けて大幅な店舗網の増強を目指す中、新規出店が遅れ気味であること ・ 有力競合企業に対する事業規模の小ささ、資金調達力の弱さ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「てけてけ」「the 3rd Burger」の出店拡大 ・ 人件費率や地代家賃比率の改善による営業利益率の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 鳥インフルエンザなど鶏の感染症が流行すると、原材料調達に支障をきたしたり、風評被害が生じたりすること ・ 同業他社による類似業態の大量出店などに伴う競争の激化 ・ 人手不足の深刻化による新規出店のペースダウンや収益性の悪化

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 20年に200店を目指す中期ビジョンの達成は容易ではない

同社のISPに取り組む姿勢を踏まえると、当センターは、顧客からの支持を維持したまま、同社が将来的に店舗網の大幅増強を成し遂げる可能性は高いと見ている。また、店舗数の増加によって、営業利益率が徐々に改善するとも考えている。

しかしながら、18/2期上期の新規出店が8店に留まり、18/2期上期末の総店舗数が62店に過ぎない中で、20年中に200店まで店舗数を増加させることは容易ではない。

20年末までの残り3年程度で店舗数を約140店増やすには、年平均45~50店のペースで出店をしなければならず、新規出店だけではかなり困難である。特に、同社はISP戦略を採っていることから、賃借物件や人材を確保するだけでなく、人材の教育や店舗運営の管理にも手間が掛かると考えられるため、他の外食企業よりも新店の運営を軌道に乗せるには時間を要すると見られる。

店舗数を単に増やすだけなら、数十店の店舗を持つ外食企業の買収も考えられるが、同社はISP戦略を採用しているため、戦略が異なる他社の店舗を大量に取得すると、戦略の不一致を許容するか、時間を掛けて買収した店舗の運営をISP化していくしかない。どちらを選ぶにしても、買収によって、同社が大切にしている従業員の“一体感”に悪影響が及ぶ懸念が残る。

同社は、総店舗数 200 店達成時点において、てけてけが 130~140 店、the 3rd Burger が 60~70 店と想定しているものと推測される。当センターは、the 3rd Burger について、本格的な出店を進められる開発力がついたとの確信が得られなかったことから、今回、20/2 期末の店舗数は 13 店に留まると予想した。一方、てけてけについては、店舗の開発力がついてきたと判断し、年 20 店程度の出店を続け、20/2 期末の店舗数を 105 店と想定した(心の 2 店を含めて、総店舗数は 120 店)。

換言すれば、200 店体制の早期達成には、the 3rd Burger の店舗開発力の向上が必要不可欠であると当センターは考えており、その動向を注意深く見ていくつもりである。

◆ 人材の確保及び教育は同社にとっての最重要な施策

同社は、ドミナント展開を進める中、人を見つけやすい店舗で雇用したアルバイト従業員を周辺の店舗で勤務させるなど採用面で独自の工夫を行っている。また、アルバイト従業員の約 2 割を外国人とするなど、外国人の活用に積極的であることや、アルバイト従業員からの正社員への登用に取り組んでいることも評価できる。

ISP 戦略の推進には、設備投資の多寡や内容よりも、人材投資(採用、教育、処遇改善など)がより重要であると当センターは考えている。こうした取り組みを継続し、より強化していくことが出来るか否かが、同社の成長の鍵を握ると言っても過言ではないだろう。

> 今後の業績見通し

◆ 18 年 2 月期会社計画は 25.6%増収、18.1%営業増益

18/2 期の会社計画は、売上高 6,882 百万円(前期比 25.6%増)、営業利益 300 百万円(同 18.1%増)、経常利益 273 万円(同 22.1%増)、当期純利益 155 百万円(同 18.0%減)である(図表 10)。

売上総利益率については前期と同じ 73.4%を見込む一方、過去最高となる 22 店の新規出店計画に伴う開業コストや人件費、教育関連費の増加を反映し、販管費率については前期の 68.8%から 69.0%に上昇すると予想している。当期純利益の減益計画は、特別利益が減少すると想定していることが主因である。業態別売上高の計画は開示されていない。

【 図表 10】 ユナイテッド&コレクティブの過去の業績と 18 年 2 月期の計画 (単位: 百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	
	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	3,356	4,227	5,478	6,882	25.6%
売上総利益	2,397	3,045	4,021	5,050	25.6%
売上総利益率	71.4%	72.0%	73.4%	73.4%	—
販売費及び一般管理費	2,310	2,938	3,767	4,750	26.1%
販管費率	68.8%	69.5%	68.8%	69.0%	—
営業利益	87	106	254	300	18.1%
営業利益率	2.6%	2.5%	4.6%	4.4%	—
経常利益	70	82	224	273	22.1%
経常利益率	2.1%	2.0%	4.1%	4.0%	—
当期純利益	14	43	189	155	-18.0%

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券届出書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 18/2 期業績を、売上高 6,844 百万円 (前期比 24.9%増)、営業利益 288 百万円 (同 13.2%増)、経常利益 258 百万円 (同 15.4%増)、当期純利益 160 百万円 (同 15.6%減) と予想する (図表 11)。

【 図表 11 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期CE	18/2期E	19/2期E	20/2期E
損益計算書						
売上高	4,227	5,478	6,882	6,844	9,050	11,571
前期比	26.0%	29.6%	25.6%	24.9%	32.2%	27.9%
業態別	-	-	-	-	-	-
居酒屋	3,910	5,014	-	6,330	8,300	10,360
ファーストフード	317	464	-	514	750	1,211
売上総利益	3,045	4,021	5,050	4,918	6,510	8,330
売上総利益率	72.0%	73.4%	73.4%	71.9%	71.9%	72.0%
販売費及び一般管理費	2,938	3,767	4,750	4,630	6,110	7,787
販管費率	69.5%	68.8%	69.0%	67.7%	67.5%	67.3%
営業利益	106	254	300	288	399	542
前期比	22.4%	138.4%	18.1%	13.2%	38.5%	35.8%
営業利益率	2.5%	4.6%	4.4%	4.2%	4.4%	4.7%
経常利益	82	224	273	258	357	485
前期比	17.6%	171.7%	22.1%	15.4%	38.1%	35.9%
経常利益率	2.0%	4.1%	4.0%	3.8%	3.9%	4.2%
当期純利益	43	189	155	160	221	302
前期比	195.4%	331.7%	-18.0%	-15.6%	38.2%	36.4%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券届出書、報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

上期の売上高が会社計画を下回ったことや、新規出店が 22 店を見込む会社前提に対し 18 店にとどまると見込んだことから、会社計画に対して、売上高は 38 百万円下回ると予想した。

一方、上期の実績を踏まえ、売上総利益率は会社計画 (73.4%) を下回る 71.9%と見込んだものの、販管費は会社計画 (4,750 百万円) を下回る 4,630 百万円と見込んだことから、営業利益は会社計画を 12 百万円下回ると予想した。

業態別売上高は、居酒屋が 6,330 百万円 (前期比 26.2%増)、ファーストフードが 514 百万円 (同 10.7%増) と予想した。

居酒屋の売上高については、既存店が堅調に推移していることや、前期に出店した店舗が通期で寄与すること、18/2 期出店店舗 (17 店と予想) も一定の貢献があることを織り込んだ。なお、18/2 期における居酒屋の新規出店は、現時点で、18 年 1 月 19 日開店予定の浦安店までを含めて 14 店となっている (図表 12)。

【 図表 12 】 18 年 2 月期の出店状況

てけてけ

出店時期	店舗名	出店時期	店舗名
17年3月	豊洲IHIビル	17年8月	田町慶応仲通り
17年4月	水道橋西口	17年10月	渋谷宮益坂
17年4月	溝の口	17年10月	駒込東口
17年5月	大井町	17年11月	御茶ノ水駅前
17年6月	永福町	17年11月	所沢プロベ通り
17年6月	矢向	17年12月	高田馬場早稲田通り
17年6月	錦糸町南口	18年1月予定	浦安

the 3rd Burger

出店時期	店舗名
17年9月	三軒茶屋

(注) 18 年 1 月 5 日時点の公表分までを反映
(出所) ユナイテッド&コレクティブ HP、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

ファーストフードについては、17 年 9 月開店の三軒茶屋店が売上高に貢献すると想定したものの、18/2 期の出店はその 1 店に留まると予想した。

食材価格の上昇に加え、特にビールに関しては仕入れ価格上昇の影響が下期から本格化すると考え、売上総利益率は、前期の 73.4%から

71.9%に低下すると予想した。一方、販管費については、店舗数増加に伴う人件費や地代家賃等の増加を見込んだものの、本部コストなど、店舗数の拡大ほどには増加しない費用の伸びは抑制されると考えた。結果、販管費率は、前期の 68.8%から 67.7%に低下すると予想した。

19/2 期は、売上高 9,050 百万円（前期比 32.2%増）、営業利益 399 百万円（同 38.5%増）、20/2 期は、売上高 11,571 百万円（前期比 27.9%増）、営業利益 542 百万円（同 35.8%増）と見込んだ。

業態別売上高は、19/2 期では、居酒屋が 8,300 百万円（前期比 26.2%増）、ファーストフードが 750 百万円（同 10.7%増）、20/2 期では、居酒屋が 10,360 百万円（同 24.8%増）、ファーストフードが 1,211 百万円（同 61.5%増）と予想した。

居酒屋の売上高は、19/2 期、20/2 期共に年 20 店の出店を前提とした。一方、ファーストフードの売上高は、19/2 期 3 店、20/2 期 5 店の出店を前提とした。結果、20/2 期末の店舗数は、居酒屋 107 店、ファーストフード 13 店の合計 120 店と予想した。

売上総利益率について、同社はスケールメリットの発現によって長期的にはやや改善が期待できるとしているが、当センターでは競合他社との価格競争による影響を考慮し、19/2 期は前期比横ばいの 71.9%、20/2 期は 72.0%と予想した。

販管費率について、同社は以下の二つの項目で改善を目指している。一つは人件費率であり、タブレットオーダー端末の導入や、18/2 期下期から実施している本部による一括予約センターの開設によって、19/2 期に掛けて効果が出ると見込んでいる。もう一つが地代家賃比率であり、従来よりも営業エリアを都心からその周辺部に広げることで中期的な改善を目指している。

当センターでも、こうした点での改善効果を想定し、19/2 期の販管費率を 67.5%（18/2 期予想は 67.7%）、20/2 期を 67.3%と予想した。

【 図表 13 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期CE	18/2期E	19/2期E	20/2期E
貸借対照表						
現預金	807	1,158		1,407	1,756	2,247
売掛金	61	69		86	114	145
棚卸資産	23	23		29	38	49
その他	171	187		229	278	333
流動資産	1,064	1,439		1,753	2,188	2,776
有形固定資産	1,112	1,353		1,868	2,603	3,345
無形固定資産	18	25		19	13	8
投資その他の資産	515	605		816	1,085	1,359
固定資産	1,647	1,984		2,704	3,701	4,713
資産合計	2,711	3,423		4,457	5,890	7,489
買掛金	119	142		188	248	317
1年内返済予定の長期借入金	487	507		596	745	918
その他	390	583		574	696	874
流動負債	997	1,233		1,359	1,690	2,110
長期借入金	1,098	1,065		1,772	2,643	3,501
その他	165	144		127	136	154
固定負債	1,264	1,209		1,900	2,779	3,655
純資産合計	449	980		1,197	1,420	1,722
(自己資本)	449	979		1,197	1,420	1,722
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	82	338		258	356	485
減価償却費	140	189		229	283	362
売上債権の増減額 (-は増加)	-13	-7		-17	-27	-31
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-3	0		-5	-9	-10
仕入債務の増減額 (-は減少)	33	23		45	60	68
賞与引当金の増減額 (-は減少)	17	9		5	8	10
その他	-83	96		33	65	90
法人税等の支払額	-99	30		-202	-139	-156
営業活動によるキャッシュ・フロー	73	679		347	596	818
有形固定資産の取得による支出	-314	-505		-738	-1,012	-1,100
その他	-170	-110		-189	-246	-260
投資活動によるキャッシュ・フロー	-484	-615		-927	-1,258	-1,360
長期借入金の純増減額 (-は減少)	395	-14		796	1,019	1,031
配当金の支払額	0	0		0	0	0
その他	-40	301		32	-9	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	354	287		829	1,010	1,031
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-56	351		248	348	490
現金及び現金同等物の期首残高	863	807		1,158	1,407	1,756
現金及び現金同等物の期末残高	807	1,158		1,407	1,756	2,247

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ユナイテッド&コレクティブ決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 当面は配当が見送られる公算が大きい**

同社は、現在は成長過程にあるとの認識の下、財務体質の強化と出店等による投資を優先することが株主に対するメリットになると考えているため、創業以来、無配を継続している。

将来的には、事業規模や収益が安定成長期に入ったと判断した段階で、財務状況や業績・投資計画等を十分に勘案し、早期の利益配当の実施に向けて取り組むとしている。しかしながら、配当を実施する条件となる内部留保の水準や財務指標は公表しておらず、配当というかたちでの株主への還元は、しばらくは見送られる公算が大きいと予想される。

◆ 鳥貴族などの同業他社との競争が激化する可能性

居酒屋業界は、90年代のバブル崩壊以降、全体としてみれば、居酒屋業界内や他の外食業界との競争が激しくなっており、業績が低迷する企業が散見される。一方、鶏料理や焼き鳥を中心とした居酒屋はコストパフォーマンスの良さなどから近年市場が拡大していると見られ、総合居酒屋などの他の居酒屋業態に比べて競争状況は比較的緩やかと見られる。

しかしながら、鳥貴族や同社などの好調企業は、大幅な店舗網の拡大を計画しているため、将来的には、同業他社との競争激化が同社の業績に影響を与える可能性があり、注意が必要である。

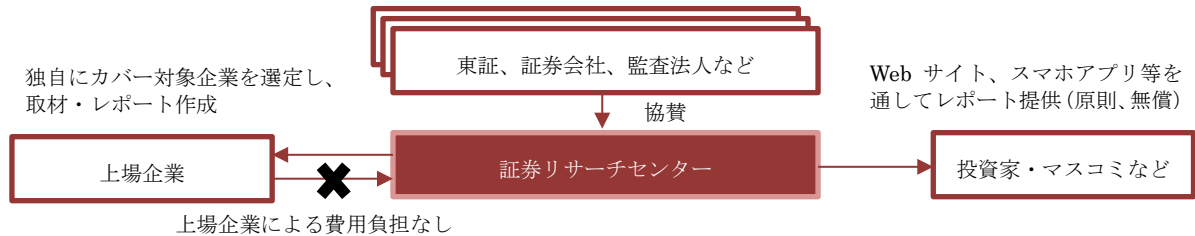
◆ 一方の業態の業績悪化を直ちには把握できない可能性

多くの外食企業においては、月次売上高の状況を開示している。一方、同社は月次売上高の状況を開示していないため、競争が激化した場合、その状況が把握できるのは四半期毎の決算発表に限定される。但し、四半期決算においては、業態別の売上高は開示されておらず、業態毎の状況は、半期毎の決算説明会資料や毎年5月に公表される有価証券報告書で確認するしか手立てがない。そのため、どちらかの業態(特に売上構成比が小さいファーストフード業態の状況は把握しづらい)の業績が競争激化などにより悪化した場合、その状況を直ちには把握できない可能性がある点に注意をする必要がある。

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

(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

優成監査法人

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。