

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

アップデート・レポート
2018年7月6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 20180703

ユナイテッド&コレクティブ (3557 東証マザーズ) 発行日: 2018/7/6

首都圏を中心に鶏料理居酒屋「てけてけ」などを運営する外食チェーン
新規出店効果や食材調達の見直し等により、19年2月期から業績回復へ

> 要旨

◆ 首都圏を中心に鶏料理居酒屋「てけてけ」などを展開

- ・ユナイテッド&コレクティブ(以下、同社)は、首都圏を中心に鶏料理居酒屋「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外食チェーンである。
- ・店内での食材加工度を高く保ちながらも、商品品質を落とさない加工工程に限り、外部工場を活用する方式である Productive 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。

◆ 18年2月期決算は16%増収、21%営業減益

- ・18/2期決算は、15.9%増収、20.7%営業減益、25.9%経常減益であった。新規出店効果から売上高は増加したものの、酒税法改正等による原価率の悪化や、都心店舗の増加に伴う地代家賃の急増などにより、営業減益を余儀なくされた。

◆ 19年2月期の会社計画は34%増収、33%営業増益

- ・19/2期について同社は、新規出店数の増加による売上高の拡大や、一部調理工程における外部委託の開始(食材調達の見直し)による売上総利益率の改善を背景に、33.7%増収、33.4%営業増益を計画している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、期末店舗数や1店当たりの売上高の前提を引き下げたことなどから、19/2期の業績予想を見直し、売上高は9,050百万円→8,284万円(前期比30.5%増)に、営業利益は399百万円→270百万円(同33.9%増)に減額した。

◆ 20年2月期以降も営業増益が継続すると予想

- ・当センターでは、新規出店効果や食材調達の見直し等が、引き続き、業績拡大をけん引すると想定し、20/2期は前期比42.6%、21/2期は同39.7%の営業増益を予想している。

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

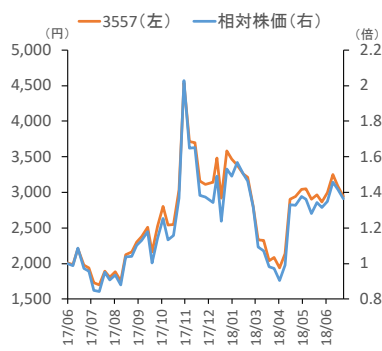
【主要指標】

	2018/6/29		
株価(円)	2,942		
発行済株式数(株)	2,874,400		
時価総額(百万円)	8,456		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	84.7	59.9	41.2
PBR(倍)	7.4	6.6	5.7
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	12カ月
リターン(%)	1.4	41.2	46.4
対TOPIX(%)	2.4	40.0	36.3

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2017/6/30

【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)
2017/2	5,478	29.6	254	138.4	224	171.7	189	331.7	84.9	368.8	0.0
2018/2	6,348	15.9	201	-20.7	166	-25.9	99	-47.7	34.8	396.0	0.0
2019/2 CE	8,485	33.7	269	33.4	236	42.6	131	32.8	45.8	—	0.0
2019/2 E	8,284	30.5	270	33.9	243	46.4	141	42.1	49.1	445.1	0.0
2020/2 E	11,145	34.5	385	42.6	348	43.2	205	45.5	71.4	516.5	0.0
2021/2 E	14,447	29.6	538	39.7	491	41.1	292	42.4	101.7	618.2	0.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想。18年3月1日付で1:2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。

アップデート・レポート

2/15

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。

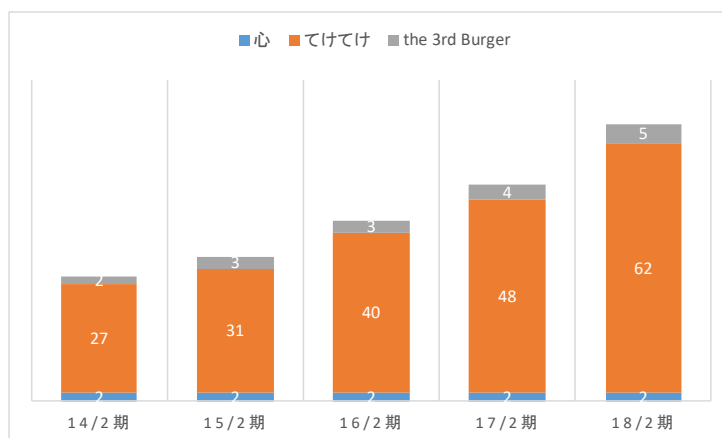
> 事業内容

◆ 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区内を中心に、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」(18/2期末62店舗)、海鮮料理を中心とした居酒屋「心」(同2店舗)、ハンバーガーカフェ「the 3rd Burger」(同5店舗)があり、3業態合計で69店を展開している(図表1)。

【図表1】業態別店舗数の推移 (期末、店)



(出所) ユナイテッド&コレクティブ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

18/2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92.6%、the 3rd Burgerによって構成されるファーストフード業態が7.4%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割を超えていたと推測される。

◆ 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。

ドリンクについては、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、お酒に漬け込んで一週間寝

かせて作る「自家製サワー！てけレモン」や、「繁樹」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、一都三県の国道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 期末時点では、東京都23区内54店、23区外2店、神奈川県3店、埼玉県2店、千葉県1店の62店となっている。14/2 期末27店、15/2 期末31店、16/2 期末40店、17/2 期末48店、18/2 期末62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。

なお、同社は、18年5月に首都圏以外では初出店となる「てけてけ梅田お初天神店」を大阪市北区に開店した。これまでは、首都圏でドミナント展開を行うとしていたが、19/2 期からは大阪市などの首都圏以外にもドミナントエリアを構築するとしている。

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2,400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90百万円～95百万円となっている。

◆ 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よりも低い模様である。

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 の出店ペースは緩やか

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。

the 3rd Burger では、パンズに保存剤、防腐剤を加えておらず、パン種を毎日店内で醗酵させ、オープンで焼き上げているほか、パティは生のブロック肉を毎日店内でカット、ミンチにして成形を行っている。

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 期末5店と推移しており、店舗の拡大ペースは緩やかであった。

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実験店舗を三軒茶屋の「1.5 等立地」に出店した。しかしながら、同店の客数は期待水準に届かなかったことから、今後、同社は一等地での出店方針を維持するとしている。

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やや高めとなっている。1店舗当たりの平均座席数は約60席とてけてけよりも少ないが、平均年商はてけてけを上回る105~110百万円となっている。

◆ 経営戦略はISPからPISPに移行した

同社はこれまで、「In Store Preparation (以下、ISP)」を経営戦略の根幹として事業展開を行っていると説明していた。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、今回、ISP戦略を「Productive In Store Preparation (以下、PISP)」戦略に進化、発展させたと説明している。PISPとは、各店舗での食材加工度を高く維持しながらも、調理工程の一部を外部工場などへ委託することで生産性を高め、美味しさと手頃な価格の両立を目指して多店舗展開を行う戦略である。

同社では、旨味の3要素を、口に入れる前の香り（アロマ）、口に入れた時の味わい（テイスト）、口に入れた時の鼻に抜ける香り（フレーバー）と定義しており、セントラルキッチン等の工場で加熱調理後に冷凍した食材を、各店舗で再加熱して提供すると、アロマとフレーバーの香気成分は失われると考えている。

同社の PISP 戦略においては、外部工場に委託する調理工程は、加熱処理の前段階までにとどめることで、商品の品質（美味しさ）を落とさずに生産性や収益性を向上させることを目指している。

具体的には、18年3月に、独自の餌を使った養鶏から鶏肉の加工までを高品質ながら低コストの管理体制で行うタイの現地企業から焼き鳥の原材料の調達を開始した。

これまでは、各店舗で実施していた塩つくねの手ごね工程や、その他の焼き鳥部材の串打ち工程は、タイの企業に委託されることになり、美味しさを損なうことなく、生産性や収益性の向上が期待できるとしている。同社は、この施策が19/2期の売上総利益率の改善を予想する主要な要因であるとしている。

同社は、焼き鳥の原材料の調達以外についても、世界規模で、原価引下げに寄与する、高品質な原材料の獲得を目指す方針である。

以上のことから、ISP 戦略から PISP 戦略への移行は、従来戦略の方向性の変更ではなく、美味しい商品をカジュアルプライスで提供したいとする同社の ISP 戦略を進化、発展させたものであると共に、外食チェーン他社との差別化につながるものでもであると、証券リサーチセンター（以下、当センター）では認識している。

◆ PISP 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、PISP 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。

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とは異なり、毎日店内だけで加熱調理して提供している同社の料理はアロマやフレーバーが失われていないため、フレッシュで美味しくなっており、商品力が高いと同社は認識している。

また、PISP では、原材料段階からの仕入れや、商品の絞り込みにも取り組んでおり、仕入れ量の拡大に伴うボリュームディスカウントにより、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、ビールや鶏肉等の主要食材の仕入れ価格の上昇などにより、18/2 期の原価率は 27.3%に上昇した）。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。18/2 期末時点のてけてけ店舗数 62 店のうち、48 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 18/2 期末で 707 百万円であり、総資産の 18.9%を占めている。

◆ 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 18/2 期において 29.5%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 56.9%（18/2 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、首都圏の都心立地を中心に開店しているため、18/2 期において、業界平均とされる 7～8%を大幅に上回る 14.9%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。

> 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"> ・てけてけ業態においてPISP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伝染病が流行すると、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

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は PISP に対して地道に取り組む姿勢にある

同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果について、KPI の数値を中心にアップデートした（図表3）。

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、PISP という戦略を採用している。PISP 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、PISP 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 PISP を発展させ、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 月から店舗展開を開始した the 3rd Burger の店舗数は、18 年 2 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。

【 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	・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)	1年 (18年6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	13年、62店
			・「the 3rd Burger」業態開始からの経過年数と店舗数	4年、4店	5年、5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	約50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	5社	
組織資本	・ Productive 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と、生産性の向上に取り組んでいる				
	・「てけてけ」業態においては、居抜き物件を中心に开店することで、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)	77%	
	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略」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%	3.2%
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	・総資産経常利益率	7.3%	4.6%
		・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%)	970千株(67.5%)
	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%	22.3%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	70千株 (5.3%)	0千株 (0.0%)

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 17/2 期または 17/2 期末、今回は 18/2 期または 18/2 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券報告書、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

PISP 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。

> 決算概要

◆ 18 年 2 月期は 16%増収、21%営業減益、26%経常減益

18/2 期決算は、売上高 6,348 百万円 (前期比 15.9%増)、営業利益 201 百万円 (同 20.7%減)、経常利益 166 百万円 (同 25.9%減)、当期純利益 99 百万円 (同 47.7%減) であった (図表 4)。

期初計画に対しての達成率は、売上高 92.2%、営業利益 67.0%、経常利益 60.8%、当期純利益 63.9%であった。

【 図表 4 】 18 年 2 月期の業績

(単位:千円)

	業態別	17/2期	18/2期								増減率	通期期初計画
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期			
売上高		5,478	1,550	1,556	3,106	4,705	1,643	3,241	6,348	15.9%	6,882	
	居酒屋	5,014	—	—	—	—	—	—	5,878	17.2%	—	
	ファーストフード	464	—	—	—	—	—	—	470	1.3%	—	
売上総利益		4,021	1,119	1,129	2,248	3,400	1,213	2,365	4,614	14.7%	5,050	
	売上総利益率	73.4%	72.2%	72.5%	72.4%	72.3%	73.9%	73.0%	72.7%	—	73.4%	
販売費及び一般管理費		3,767	1,039	1,093	2,133	3,284	1,127	2,279	4,412	17.1%	4,750	
	販管費率	68.8%	67.1%	70.2%	68.7%	69.8%	68.6%	70.3%	69.5%	—	69.0%	
営業利益		254	80	35	115	115	86	85	201	-20.7%	300	
	営業利益率	4.6%	5.2%	2.3%	3.7%	2.5%	5.2%	2.7%	3.2%	—	4.4%	
経常利益		224	67	30	98	85	80	67	166	-25.9%	273	
	経常利益率	4.1%	4.3%	2.0%	3.2%	1.8%	4.9%	2.1%	2.6%	—	4.0%	
当期(四半期)純利益		189	43	17	61	46	52	37	99	-47.7%	155	

(出所) ユニテッド&コレクティブ決算短信、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

既存店売上高はほぼ予算通りだったものの、新規出店が計画の 22 店に対して 15 店にとどまったことや、出店時期が想定よりも遅延したことが売上高の計画未達につながった。加えて、酒税法改正によりビールを中心に酒類の仕入れ価格が上昇したこと等から売上総利益率も計画を下回り、営業利益は計画に対して大幅未達を余儀なくされた。

業態別売上高は、居酒屋が 5,878 百万円（前期比 17.2%増）、ファーストフードが 470 百万円（同 1.3%増）であった。

前期に対する増収額（8.7 億円）の内訳は、18/2 期の新規出店店舗 7.3 億円増、居酒屋の非新店店舗 1.5 億円増、ファーストフードの非新店店舗 0.1 億円減であった。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、17/2 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。

全社の既存店増収率は、前期比 1.2%減（客数 1.0%増、客単価 2.2%減）であった。内訳としては、ランチが、既存店増収率 3.7%減（客数 5.4%減、客単価 1.9%増）、ディナーが、既存店増収率 0.7%減（客数 5.0%増、客単価 5.4%減）であった。

ディナーについては、生ビールの値下げによって客単価が下がった影響を客数の増加でほぼ吸収した。一方、ランチについては、メニュー改定による客数の減少を客単価の増加でカバー出来なかった。

前期に対して営業利益が 0.5 億円の減益となったことについて、同社

は、増収額(8.7億円)を、売上原価(2.7億円増)、人件費(2.4億円増)、その他の販管費(4.0億円増)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17/2期の73.4%から72.7%へ低下した。

販管費率については前期の68.8%から69.5%に上昇した。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、人件費率は前期比で改善した。一方、都心店舗の増加に伴う地代家賃比率の上昇(17/2期14.0%→18/2期14.9%)や、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期比で大幅に上昇した。

支払利息が前期比2百万円、上場費用が同3百万円、株式交付費が3百万円減少したものの、貸出コミットメントライン契約に伴う支払手数料として13百万円を計上したため、営業外収支の赤字幅は前期の30百万円から35百万円に拡大した。

当期純利益の減益率が経常利益の減益率よりも大きくなったのは、17/2期に特別利益に計上された営業補償金収入(128百万円)が18/2期には計上されなかったためである。

◆ 利益蓄積や株式発行によって自己資本比率はやや上昇した

店舗数の増加に伴い、有形固定資産が前期末比336百万円、敷金及び保証金が同156百万円増加したため、総資産は前期末の3,423百万円から3,753百万円に拡大した。

一方、未払法人税等が前期末比183百万円減少したものの、長期借入金(1年内返済予定を含む)が同264百万円増加したため、負債合計は同171百万円増加した。利益蓄積や株式発行によって自己資本が同158百万円増加したことから、自己資本比率は前期末の28.6%から30.3%に上昇した。

> 業績見通し

◆ ユナイテッド&コレクティブの19年2月期予想

同社の19/2期計画は、売上高8,485百万円(前期比33.7%増)、営業利益269百万円(同33.4%増)、経常利益236百万円(同42.6%増)、当期純利益131百万円(同32.8%増)である(図表5)。

【 図表 5 】 過去の業績と 19 年 2 月期の会社計画

(単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期	
	実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高	3,356	4,227	5,478	6,348	8,485	33.7%
売上総利益	2,397	3,045	4,021	4,614	6,227	35.0%
売上総利益率	71.4%	72.0%	73.4%	72.7%	73.4%	—
販売費及び一般管理費	2,310	2,938	3,767	4,412	5,958	35.0%
販管費率	68.8%	69.5%	68.8%	69.5%	70.2%	—
営業利益	87	106	254	201	269	33.4%
営業利益率	2.6%	2.5%	4.6%	3.2%	3.2%	—
経常利益	70	82	224	166	236	42.6%
経常利益率	2.1%	2.0%	4.1%	2.6%	2.8%	—
当期純利益	14	43	189	99	131	32.8%

(出所) ユナイテッド&コレクティブ有価証券届出書、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

売上総利益率については、18/2 期の 72.7%から 73.4%への改善を見込んでいる。これまで店舗で実施していた塩つくねの手ごねや、塩つくね以外の焼き鳥の串打ちなどの工程を、タイ企業に委託したことなどによる原価削減効果を主な改善要因として挙げている。

販管費については、新規出店数が前期の 15 店から 25 店に増加することを前提に、人件費や地代家賃、出店費用などが大幅に増加すると想定している。販管費率については、19/2 期においても、人件費率の改善幅を、人件費を除いた販管費の売上高に対する比率の悪化幅が上回ると見込んでいる模様である。

新規出店については、18 年 6 月 22 日時点で既に 13 店が開店している。関西初出店となる「てけてけ梅田お初天神店」を 5 月に開店したほか、東京都の 23 区外に 3 店、神奈川県に 2 店、千葉県に 1 店出店しており、出店エリアが拡大している(図表 6)。

【 図表 6 】 19 年 2 月期の出店状況

時期	店舗名	業態	場所
2018年3月	大和店	てけてけ	神奈川県大和市
2018年4月	広尾店	the 3rd Burger	東京都港区
2018年4月	町田北口店	てけてけ	東京都町田市
2018年5月	両国店	てけてけ	東京都墨田区
2018年5月	梅田お初天神店	てけてけ	大阪府大阪市
2018年5月	大船店	てけてけ	神奈川県鎌倉市
2018年5月	秋津店	てけてけ	東京都清瀬市
2018年5月	虎ノ門2号店	てけてけ	東京都港区
2018年5月	木場店	てけてけ	東京都江東区
2018年5月	柏西口店	てけてけ	千葉県柏市
2018年5月	新宿御苑店	てけてけ	東京都新宿区
2018年6月	京王八王子店	てけてけ	東京都八王子市
2018年6月	池袋西口	てけてけ	東京都豊島区

(注) 18 年 6 月 22 日時点

(出所) ユナイテッド&コレクティブ決算説明会資料、ホームページ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19年2月期予想

当センターは、全体に亘って19/2期予想を見直した結果、売上高を9,050百万円→8,284百万円、営業利益を399百万円→270百万円、経常利益を357百万円→243百万円、当期純利益を221百万円→141百万円に減額した。前期比では32.2%増収、38.5%営業増益から、30.5%増収、33.9%営業増益へと修正した(図表7)。

【図表7】中期業績予想

(単位:百万円)

	17/2期	18/2期	19/2期CE	旧19/2期E	19/2期E	旧20/2期E	20/2期E	21/2期E
売上高	5,478	6,348	8,485	9,050	8,284	11,571	11,145	14,447
前期比	29.6%	15.9%	33.7%	32.2%	30.5%	27.9%	34.5%	29.6%
業態別	-	-	-	-	-	-	-	-
居酒屋	5,014	5,878	-	8,300	7,582	10,360	9,979	12,647
ファーストフード	464	470	-	750	702	1,211	1,166	1,800
売上総利益	4,021	4,614	6,227	6,510	6,044	8,330	8,145	10,577
売上総利益率	73.4%	72.7%	73.4%	71.9%	73.0%	72.0%	73.1%	73.2%
販売費及び一般管理費	3,767	4,412	5,958	6,110	5,774	7,787	7,760	10,038
販管費率	68.8%	69.5%	70.2%	67.5%	69.7%	67.3%	69.6%	69.5%
営業利益	254	201	269	399	270	542	385	538
前期比	138.4%	-20.7%	33.4%	38.5%	33.9%	35.8%	42.6%	39.7%
営業利益率	4.6%	3.2%	3.2%	4.4%	3.3%	4.7%	3.5%	3.7%
経常利益	224	166	236	357	243	485	348	491
前期比	171.7%	-25.9%	42.6%	38.1%	46.4%	35.9%	43.2%	41.1%
経常利益率	4.1%	2.6%	2.8%	3.9%	2.9%	4.2%	3.1%	3.4%
当期純利益	189	99	131	221	141	302	205	292
前期比	331.7%	-47.7%	32.8%	38.2%	42.1%	36.4%	45.5%	42.4%

(注) CE:ユナイテッド&コレクティブ予想、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報告書、決算短信より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。

業態別売上高では、居酒屋は、8,300百万円→7,582百万円(前期比29.0%増)、ファーストフードは750百万円→702百万円(同49.2%増)に引き下げた。

居酒屋については、17店を見込んでいた18/2期の出店数が14店にとどまったことや、19/2期は出店数を前回予想の20店から22店に修正したこと、1店当たりの売上高を引き下げたことから718百万円の減額となった。

ファーストフードについては、新規出店の店舗数の実績・想定(18/2期1店、19/2期3店)に変更はないが、18/2期の既存店増収率が想定を下回っていたことから1店当たりの売上高を引き下げたため、48百万円の減額となった。

売上総利益率については、18/2 期の実績が予想を上回っていたことに加え、タイ企業からの食材調達による利益率改善要因を新たに織り込んだため、前回予想の 71.9% (前期比横ばい) から 73.0% (同 0.3% ポイントの改善) に引き上げた。

販管费率については、18/2 期の実績が予想よりも悪化していたことに加え、19/2 期の出店数の増加による影響を新たに織り込んだため、前回予想の 67.5% (前期比 0.2% ポイントの改善) から 69.7% (同 0.2% ポイントの悪化) に引き上げた。

なお、新規出店について、18/2 期は会社計画に対して未達となったものの、期初から 6 月 22 日までで 13 店が開店済みであることから、25 店を見込む 19/2 期の計画は達成できると当センターは予想している。

> 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 18/2 期実績や同社の施策を踏まえ、前回の 20/2 期予想を見直すと共に、21/2 期予想を新たに策定した。

20/2 期予想においては、売上高を 426 百万円、営業利益を 157 百万円減額した。業態別売上高では、居酒屋は、10,360 百万円→9,979 百万円 (前期比 31.6%増)、ファーストフードは 1,211 百万円→1,166 百万円 (同 66.1%増) に引き下げた。

居酒屋については、これまでは都心中心であった新規出店に関し、大阪府や神奈川県、千葉県、埼玉県などでの増強が進むと考え、20/2 期の出店数を 20 店から 26 店へと引き上げたものの、1 店当たりの売上高を引き下げたことから 381 百万円の減額となった。

ファーストフードについては、20/2 期の出店数の想定 (5 店) には変更はないが、1 店当たりの売上高を引き下げたため、45 百万円の減額となった。

売上総利益率については、タイなどの海外企業からの食材調達による改善効果が続くと考え、前回予想の 72.0% (前期比 0.1% ポイントの改善) から 73.1% (同 0.1% ポイントの改善) に引き上げた。

販管费率については、18/2 期の実績が予想よりも悪化していたことに加え、20/2 期の出店数の増加による影響を新たに織り込んだため、前回予想の 67.3% (前期比 0.2% ポイントの改善) から 69.6% (同 0.1% ポイントの改善) に引き上げた。

21/2 期予想については、売上高 14,447 百万円（前期比 29.6%増）、営業利益 538 百万円（同 39.7%増）と予想した。

業態別売上高では、居酒屋は 12,647 百万円（前期比 26.7%増）、ファーストフードは 1,800 百万円（同 54.4%増）と見込んだ。出店数については、居酒屋は 25 店、ファーストフードは 7 店と想定した。

売上総利益率については、タイなどの海外企業からの食材調達による改善効果が続くと考え、73.2%（前期比 0.1%ポイントの改善）と予想した。

販管費率については、出店数がほぼ前期並みという想定に基づき、69.5%（前期比 0.1%ポイントの改善）と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ **PISP 戦略への移行によって客数や採算が変動する可能性を追加**
当センターでは、前回発行したレポートで、1) 当面は配当が見送られる公算が大きい点、2) 鳥貴族などの同業他社との競争が激化する可能性、3) 四半期決算において業態別の売上高が開示されていないため、各業態、特に売上構成比が小さいファーストフード業態の業績悪化を直ちには把握できない可能性を投資に際しての留意点に挙げていた。

同社は、今回、従来の ISP 戦略から、商品品質を落とさない加工工程に限り、外部工場を活用する方式である PISP 戦略に移行し、中長期的に生産性や収益性を高めていく方針を打ち出した。

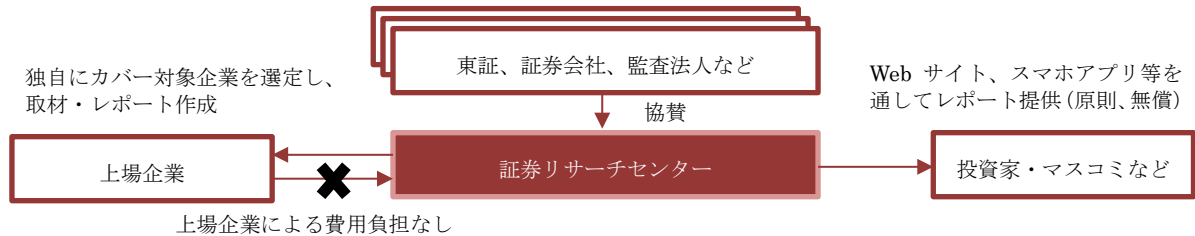
外部工場の活用が順調に拡大すれば、食材調達コストの引き下げによる収益性の向上が期待できることから、当センターでは同社の方針を評価しており、同社の売上総利益率は徐々に上昇すると予想している。同社の取り組みが大きな成功を収めれば、当センターの予想を上回る収益性の向上もあり得るだろう。一方、活用が行き過ぎると客離れを招く可能性も否定できず、同社の経営陣はしっかりと舵取りを行う必要がある。

従って、PISP 戦略への移行によって、客数や採算が大きく変動した場合、同社の業績が当センターの予想から上下に乖離する可能性があるため、今回、この点を新たに留意点に追加することにした。

証券リサーチセンターについて

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

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



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

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

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。