

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12月14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 20181211

ユナイテッド&コレクティブ (3557 東証マザーズ) 発行日:2018/12/14

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 新業態の「せんべろスタンド やきとり魁」の状況に注目したい

> 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」等の居酒屋業態と、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。

◆ 19年2月期上期決算は16%増収、18%営業増益

- ・19/2期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、16.2%増収、18.1%営業増益、15.7%経常増益であった。新規出店数の拡大(前上期8店→19/2期上期14店)による費用増があったものの、焼き鳥部材の調達先見直し等による売上総利益率の改善で吸収し、二桁の増収増益となった。

◆ 19年2月期の会社計画は34%増収、33%営業増益を維持

- ・上期の売上高は同社の想定を下回っていたものの、営業利益は通期計画に対して50.8%の進捗率であったことから、33.7%増収、33.4%営業増益を見込む19/2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、1店当たりの売上高や、売上総利益率の前提等を再検討した結果、19/2期の業績予想を見直し、売上高は8,284百万円→7,873万円(前期比24.0%増)に減額する一方、営業利益は270百万円→297百万円(同47.7%増)に増額した。

◆ 「せんべろスタンド やきとり魁」の状況に注目したい

- ・当センターでは、今回、11月に展開を開始した新業態の「せんべろスタンド やきとり魁(さきがけ)」の貢献を新たに織り込んだが、想定以上の出店加速もあり得ると考えており、その運営状況に注目している。

【3557 ユナイテッド&コレクティブ 業種：小売業】

決算期	売上高 (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)
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	7,873	24.0	297	47.7	269	62.5	143	45.1	47.8	557.7	0.0
2020/2 E	10,616	34.8	413	38.9	377	39.8	210	46.4	70.0	627.7	0.0
2021/2 E	13,804	30.0	561	35.6	513	36.2	301	42.8	100.0	727.7	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

2/16

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。

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.or.jp

【主要指標】

	2018/12/7
株価(円)	2,128
発行済株式数(株)	3,011,300
時価総額(百万円)	6,408

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	61.2	44.5	30.4
PBR(倍)	5.4	3.8	3.4
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(%)	-5.2	-17.6	-46.0
対TOPIX(%)	-6.4	-14.3	-41.9

【株価チャート】



> 事業内容

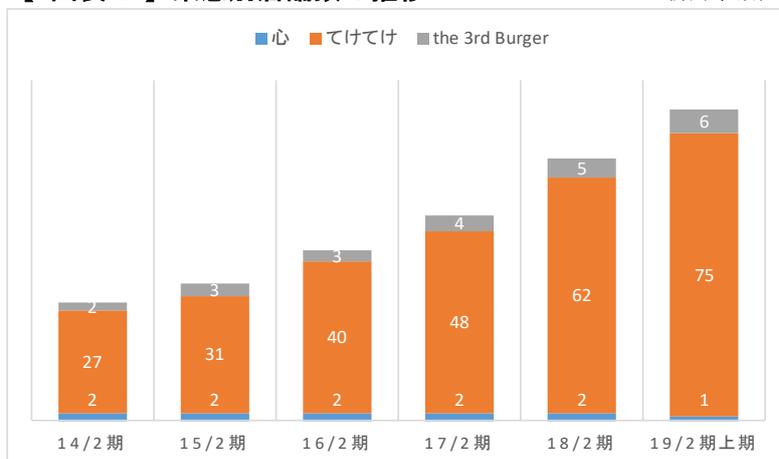
◆ 鶏料理居酒屋「てけてけ」等を運営する外食チェーン

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。

19/2期第2四半期累計期間(以下、上期)末時点で、鶏料理居酒屋「てけてけ」75店舗、海鮮料理を中心とした居酒屋「心」1店舗、ハンバーガーカフェ「the 3rd Burger」6店舗を直営で運営しており、3業態合計の店舗数は82店となっている(図表1)。なお、創業業態である心業態については、経営資源を成長が可能な業態に集中するため、18年8月末に神楽坂店を閉鎖し、10月末には残りの高田馬場店を閉店し、営業を終了した。

【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、ニュースリリース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、「繁栴」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期上期末時点では、東京都23区内60店、23区外5店、神奈川県5店、埼玉県2店、千葉県2店、大阪府1店の75店となっている。店舗数は、14/2期末の27店から、18/2期末62店、19/2期上期末75店と順調に拡大しており、成長のけん引役となっている。

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期からは大阪市等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。

◆ 新業態の「せんべろスタンド やきとり魁」の展開を開始した

同社は、18年11月22日、「せんべろスタンド やきとり魁 (以下、やきとり魁)」歌舞伎町店 (席数49席)を開店した。「せんべろ」とは、1,000円でべろべろに酔えて楽しめるという意味であり、ファーストフード感覚で、焼き鳥等の料理やアルコールを手軽に楽しめる場を提供することをコンセプトとしている。

オペレーションはファーストフード化している。具体的には、来店客は、1) レジカウンターでセルフオーダーシステムから注文後、会計する、2) 呼び出しベルを受け取り、自分で好みの席 (椅子席及び立ち席)を選ぶ、3) ピックアップカウンターで料理を受け取る、4) 食べ終わった食器は返却台に片づけるという行動を求められている。

居酒屋チェーン店では今まで実現していなかった客単価1,000円を想定していることから、メインターゲットは20代の若者層と推測され

る。ファーストフード化したオペレーション等により、通常の居酒屋に比べて約 30%の件数削減に成功したと同社は説明している。同社は、やきとり魁について、19年に20店以上出店し、フランチャイズ展開も視野に入れて開発を進める方針としている。

◆ 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、オーブ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、店舗数の推移は、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、19/2 期上期末6店となっており、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105百万円~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同社は説明していた。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 戦略そしてその進化型の PISP 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
出店しているため、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」「やきとり魁」「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等に伴う競争の激化 ・ 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。

【 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)	2年 (18年12月時点)
		・他業態の「the 3rd Burger」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
		・複数の仕先と良好な関係を構築している	・「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	・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	・仕先数	約30社	約50社	
組織資本	プロセス	・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新店を出すことで、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)	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	・売上高営業利益率	4.6%	3.2%
		・「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	・総資産経常利益率	7.3%	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%)	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

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年目からであり、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、19/2期上期末時点で6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。

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

◆ 19年2月期上期は16%増収、18%営業増益、16%経常増益

19/2 期上期の決算は、売上高 3,608 百万円（前年同期比 16.2%増）、営業利益 136 百万円（同 18.1%増）、経常利益 113 百万円（同 15.7%増）、四半期純利益 57 百万円（同 7.2%減）であった（図表 4）。

【 図表 4 】 19年2月期上期の業績

（単位：百万円）

	業態別	18/2期						19/2期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		3,106	4,705	1,643	3,241	6,348	15.9%	1,778	1,830	3,608	16.2%
	居酒屋	-	-	-	-	5,878	17.2%	-	-	-	-
	ファーストフード	-	-	-	-	470	1.3%	-	-	-	-
売上総利益		2,248	3,400	1,213	2,365	4,614	14.7%	1,332	1,366	2,699	20.1%
売上総利益率		72.4%	72.3%	73.9%	73.0%	72.7%	-	75.0%	74.7%	74.8%	-
販売費及び一般管理費		2,133	3,284	1,127	2,279	4,412	17.1%	1,236	1,326	2,563	20.2%
販管費率		68.7%	69.8%	68.6%	70.3%	69.5%	-	69.5%	72.5%	71.0%	-
営業利益		115	115	86	85	201	-20.7%	96	40	136	18.1%
営業利益率		3.7%	2.5%	5.2%	2.7%	3.2%	-	5.4%	2.2%	3.8%	-
経常利益		98	85	80	67	166	-25.9%	81	32	113	15.7%
経常利益率		3.2%	1.8%	4.9%	2.1%	2.6%	-	4.6%	1.8%	3.1%	-
当期（四半期）純利益		61	46	52	37	99	-47.7%	47	9	57	-7.2%

（出所）ユナイテッド&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

前年同期に対する増収額（5.0 億円）の内訳は、18/2 期の新規出店店舗と既存店の増収額が 1.8 億円（うち、居酒屋 1.8 億円増、ファーストフード 0.0 億円減）、19/2 期上期の新規出店店舗の売上高 3.2 億円であった。

上期の既存店増収率は開示されていないが、居酒屋、ファーストフード共に前年同期比マイナスであった模様である。てけてけにおいては、生ビールと焼き鳥の価格を値上げしたため、客数と 1 顧客当たりの注文点数が落ち込んだものと見られる。

新規出店については、19/2 期通期計画の 25 店に対して、上期で 14 店（居酒屋 13 店、ファーストフード 1 店）が出店した。一方、居酒屋で 1 店（心の神楽坂店）が 8 月末で閉店した。

前年同期に対して営業利益が 0.2 億円の増益となったことについて、同社は、増収額（前年同期比 5.0 億円増）を、売上原価（同 0.5 億円増）、人件費（同 1.4 億円増）、その他の販管費（同 2.9 億円増）の増加額が下回ったためとしている。

焼き鳥の串打ち等の工程をタイ企業に委託したことや、野菜の調達先を絞り込んだこと、ビールの調達を 2 社購買にしたこと等から、売上総利益率は前上期の 72.4%から 74.8%へ上昇した。

販管費率は前上期の 68.7%から 71.0%に上昇した。中でも、地代家賃比率が、18/2 期上期の 14.1%から 15.9%に上昇した。要因としては、前上期は出店が 8 店にとどまり、開店前の家賃負担が 19/2 期上期に比べ少なかったことや、既存店売上高が減少したことに伴い、既存店においても家賃負担が増したことが挙げられる。一方、タブレットオーダー端末の全店導入や、仕込作業の効率化、予約業務のコールセンターへの集約による生産性の向上により、人件費率は前年同期比で改善したが、地代家賃比率の上昇等による影響を吸収できなかった。

支払利息が前年同期比 2 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が同 8 百万円増加したため、営業外収支の赤字幅は前上期の 17 百万円から 23 百万円に拡大した。

経常利益が前年同期に比べ増益であった一方、四半期純利益は減益となったのは、18 年 7 月に、アサヒグループホールディングス (2502 東証一部) の中核子会社であるアサヒビールと、宝ホールディングス (2531 東証一部) の中核子会社である宝酒造に対して第三者割当増資を実施したことに伴い、資本金等の金額が 10 億円を超え、法人住民税均等割が大幅に増加したためである。

◆ 売上高は社内目標を下回ったものの営業利益は上回った模様

通期計画に対しての上期の進捗率は、売上高 42.5%、営業利益同 50.8%であった。同社は上期の業績予想を公表していないが、1) 前上期の落ち込んだ客単価が想定ほど回復しなかったことに伴い、既存店売上高が社内目標を下回ったことや、2) 新規出店数は 14 店に達したものの、開設時期が想定よりも遅れ気味であったことから、売上高は社内目標を下回った模様である。

一方、前期の 72.7%から 19/2 期には 73.4%に改善すると想定していた売上総利益率については、焼き鳥部材等の調達見直し効果が計画以上であったことから、19/2 期上期の段階で 74.8%に上昇した。結果、営業利益は社内目標を上回った模様である。

◆ 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 388 百万円、敷金及び保証金が同 156 百万円増加したほか、資金調達によって現金及び預金が同 528 百万円増加したため、総資産は前期末の 3,753 百万円から 4,892 百万円に拡大した。

一方、長期借入金 (1 年内返済予定を含む) が前期末比 427 百万円、未払法人税等が同 102 百万円増加したこと等を受けて、負債合計は同

681 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 456 百万円増加したことから、自己資本比率は前期末の 30.3%から 32.6 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

19/2 期について同社は、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) を見込む期初計画を据え置いた (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等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、19/2 期計画の 25 店に対し、18 年 11 月末時点で既に 20 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 4 店、神奈川県に 2 店、千葉県に 3 店出店しており、出店エリアが拡大している (図表 6)。また、18 年 11 月に新業態のやきとり魁歌舞伎町店を開店した。

【 図表 6 】 19 年 2 月期の出店状況

出店時期	店舗名	業態	場所	出店時期	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5月	新宿御苑店	てけてけ	東京都新宿区
2018年4月	広尾店	the 3rd Burger	東京都港区	2018年6月	京王八王子店	てけてけ	東京都八王子市
2018年4月	町田北口店	てけてけ	東京都町田市	2018年6月	池袋西口	てけてけ	東京都豊島区
2018年5月	両国店	てけてけ	東京都墨田区	2018年8月	八丁堀	てけてけ	東京都中央区
2018年5月	梅田お初天神店	てけてけ	大阪府大阪市	2018年9月	西八王子店	てけてけ	東京都八王子市
2018年5月	大船店	てけてけ	神奈川県鎌倉市	2018年10月	JR千葉駅前店	てけてけ	千葉県千葉市
2018年5月	秋津店	てけてけ	東京都清瀬市	2018年10月	新橋西口駅前店	てけてけ	東京都港区
2018年5月	虎ノ門2号店	てけてけ	東京都港区	2018年11月	歌舞伎町店	やきとり魁	東京都新宿区
2018年5月	木場店	てけてけ	東京都江東区	2018年11月	荻窪駅北口店	てけてけ	東京都杉並区
2018年5月	柏西口店	てけてけ	千葉県柏市	2018年11月	本八幡駅南口店	てけてけ	千葉県市川市

(注) 18 年 11 月末時点

(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、19/2 期予想を見直した結果、売上高を 8,284 百万円→7,873 百万円、営業利益を 270 百万円→297 百万円、経常利益を 243 百万円→269 百万円、当期純利益を 141 百万円→143 百万円に修正した。前期比では 30.5%増収、33.9%営業増益から、24.0%増収、47.7%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)

	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	旧21/2期E	21/2期E
売上高	6,348	8,485	8,284	7,873	11,145	10,616	14,447	13,804
前期比	15.9%	33.7%	30.5%	24.0%	34.5%	34.8%	29.6%	30.0%
業態別	-	-	-	-	-	-	-	-
居酒屋	5,878	-	7,582	7,291	9,979	9,825	12,647	12,816
ファーストフード	470	-	702	582	1,166	791	1,800	988
売上総利益	4,614	6,227	6,044	5,872	8,145	7,898	10,577	10,242
売上総利益率	72.7%	73.4%	73.0%	74.6%	73.1%	74.4%	73.2%	74.2%
販売費及び一般管理費	4,412	5,958	5,774	5,574	7,760	7,484	10,038	9,681
販管費率	69.5%	70.2%	69.7%	70.8%	69.6%	70.5%	69.5%	70.1%
営業利益	201	269	270	297	385	413	538	561
前期比	-20.7%	33.4%	33.9%	47.7%	42.6%	38.9%	39.7%	35.6%
営業利益率	3.2%	3.2%	3.3%	3.8%	3.5%	3.9%	3.7%	4.1%
経常利益	166	236	243	269	348	377	491	513
前期比	-25.9%	42.6%	46.4%	62.5%	43.2%	39.8%	41.1%	36.2%
経常利益率	2.6%	2.8%	2.9%	3.4%	3.1%	3.6%	3.4%	3.7%
当期純利益	99	131	141	143	205	210	292	301
前期比	-47.7%	32.8%	42.1%	45.1%	45.5%	46.4%	42.4%	42.8%

(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、次ページの通りである。

業態別売上高では、居酒屋は、7,582 百万円→7,291 百万円（前期比 24.0%増）、ファーストフードは 702 百万円→582 百万円（同 23.7%増）に引き下げた。

居酒屋の新規出店については、てけてけの出店数予想（22 店）に変更はないが、やきとり魁 1 店を新たに織り込んだため、全体では 22 店から 23 店に引き上げた。一方、新店・既存店の 1 店当たりの売上高を引き下げたことや、心の閉店による影響を織り込んだことから、居酒屋の売上高は 291 百万円の減額となった。

ファーストフードの新規出店については、前回の 3 店から 2 店に引き下げた。既存店の 1 店当たりの売上高についても引き下げたため、ファーストフードの売上高は 120 百万円の減額となった。

売上総利益率については、19/2 期上期の実績が予想を上回っていたため、前回予想の 73.0%（前期比 0.3%ポイント改善）から 74.6%（同 1.9%ポイントの改善）に引き上げた。

販管費率については、売上高が想定を下回ったことに伴い、19/2 期上期の実績が予想よりも悪化していたため、前回予想の 69.7%（前期比 0.2%ポイントの悪化）から 70.8%（同 1.3%ポイントの悪化）に引き上げた。

全体の新規出店について、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 11 月末までで 20 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 19/2 期上期実績や同社の施策を踏まえ、20/2 期以降についても前回予想を見直した。

20/2 期予想については、売上高は 529 百万円減額した一方、営業利益は 28 百万円増額した。業態別売上高では、居酒屋は、9,979 百万円→9,825 百万円（前期比 34.8%増）、ファーストフードは 1,166 百万円→791 百万円（同 35.9%増）に引き下げた。

居酒屋の新規出店については、てけてけの出店数予想（26 店）に変更はないものの、やきとり魁 5 店を新たに見込んだため、全体では 26 店から 31 店に引き上げた。一方、新店・既存店の 1 店当たりの売上高を引き下げたことや、心の閉店による影響を織り込んだことから、居酒屋の売上高は 154 百万円の減額となった。

ファーストフードの新規出店については、同社がてけてけとやきとり魁の新規出店により力を入れると考え、前回の5店から2店に引き下げた。既存店の1店当たりの売上高についても引き下げたため、ファーストフードの売上高は375百万円の減額となった。

売上総利益率については、タイ等の海外企業からの食材調達による改善効果の継続を想定したため、前回予想の73.1%（前期比0.1%ポイントの改善）から74.4%（同0.2%ポイントの悪化）に引き上げた。前期との比較においては、低価格業態であるやきとり魁の出店拡大がネガティブに働くと考えた。

販管費率については、19/2期上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69.6%（前期比0.1%ポイントの改善）から70.5%（同0.3%ポイントの改善）に引き上げた。

21/2期予想については、売上高を643百万円減額した一方、営業利益を23百万円増額した。業態別売上高では、居酒屋は12,647百万円→12,816百万円（前期比30.4%増）に引き上げた一方、ファーストフードは、1,800百万円→988百万円（同24.9%増）に引き下げた。

居酒屋の新規出店については、てけてけの出店数予想（25店）に変更はないものの、やきとり魁10店を新たに見込んだため、全体では25店から35店に引き上げた。新規出店数の引き上げによる増額要因が、心の閉店や、新店・既存店の1店当たりの売上高の引き下げによる減額要因を上回ったため、居酒屋の売上高は169百万円の増額となった。

ファーストフードの新規出店については、同社がてけてけとやきとり魁の新規出店により力を入れると考え、前回の7店から2店に引き下げた。既存店の1店当たりの売上高についても引き下げたため、ファーストフードの売上高は812百万円の減額となった。

売上総利益率については、タイ等の海外企業からの食材調達による改善効果が続くと想定し、前回予想の73.2%（前期比0.1%ポイントの改善）から74.2%（同0.2%ポイントの悪化）に引き上げた。前期との比較では、やきとり魁の出店拡大がネガティブに働くと考えた。

販管費率については、19/2期上期の実績が予想よりも悪化していたことに加え、21/2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69.5%（前期比0.1%ポイントの改善）から70.1%（同0.4%ポイントの改善）に引き上げた。

> 投資に際しての留意点

◆ 新業態のやきとり魁の多店舗化が加速する可能性を追加

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) 同業他社との競争が激化する可能性、3) 一方の業態の業績悪化を直ちには把握できない可能性、4) 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投資に際しての留意点に挙げていた。

当センターは、現在、主力業態であるてけてけについては、出店拡大が順調に続く予想している一方、てけてけに次ぐ業態である the 3rd Burger については、緩やかな店舗数の拡大を想定しており、同社が目標とする 20 年時点での総店舗数 200 店の達成は難しいと考えている。

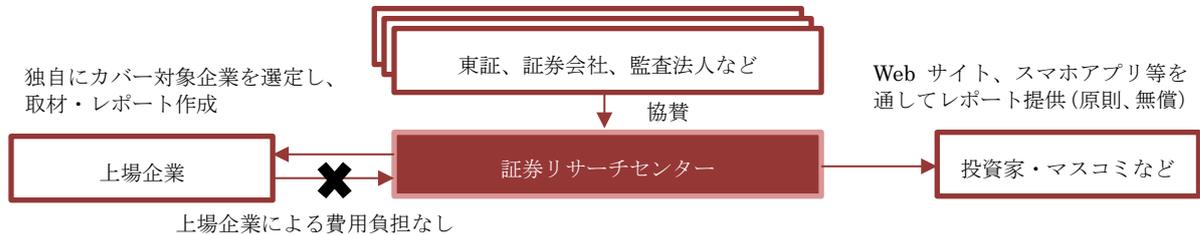
同社は、18 年 11 月に、新業態やきとり魁の展開を開始すると共に、19 年には一気に 20 店以上の出店を目指す方針を公表した。やきとり魁では、通常の居酒屋より人件費を約 30%削減できると同社は説明しており、当センターでも 20/2 期から多店舗化が進むと想定した。しかしながら、ファーストフード的な居酒屋が顧客にどこまで受け入れられるかについては、店舗の運営状況を見守る必要があるため、当センターは、現時点では、やきとり魁の出店数について、20/2 期は 5 店、21/2 期は 10 店と予想している。

従って、やきとり魁の出店数が急拡大した場合、同社の業績が当センターの予想を上回る可能性があるため、今回、やきとり魁の多店舗化が加速する可能性を新たに留意点に追加すると共に、今後の状況に注目したい。

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

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。