

神戸物産

3038 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
佐藤 譲

■「業務スーパー」を展開、外食や海外事業にも注力

神戸物産<3038>は農畜産物の生産から製造加工、小売販売まで製販一体の6次産業企業として国内トップ。食材販売の「業務スーパー」をFC展開するほか、外食事業、再生エネルギー事業へと展開。M&Aにも積極的で2013年には外食事業を主に展開するジー・コミュニケーショングループをグループ会社化している。

2014年10月期の連結業績は売上高が前期比19.2%増の214,028百万円、営業利益が同164.7%増の5,178百万円と過去最高業績を2期ぶりに更新した。消費増税後の消費者の節約ニーズの高まりに対応した販売施策をタイムリーに実行したこと、また、店舗の売り場づくりを見直した効果などで、主力の業務スーパー事業の業績が2ケタ増収増益と好調に推移したのが主因だ。さらに、前下期から加わったクックイノベーション事業(ジー・コミュニケーショングループの事業)が、フルに寄与したことも収益の上乗せ要因となった。

2015年10月期の業績は売上高が前期比4.2%増の223,000百万円、営業利益が同17.8%増の6,100百万円と増収増益を見込む。業務スーパー事業が引き続きけん引役となる。為替変動がリスク要因となるものの、2014年11月の月次売上高も順調に推移しており、会社計画は保守的な印象が強い。

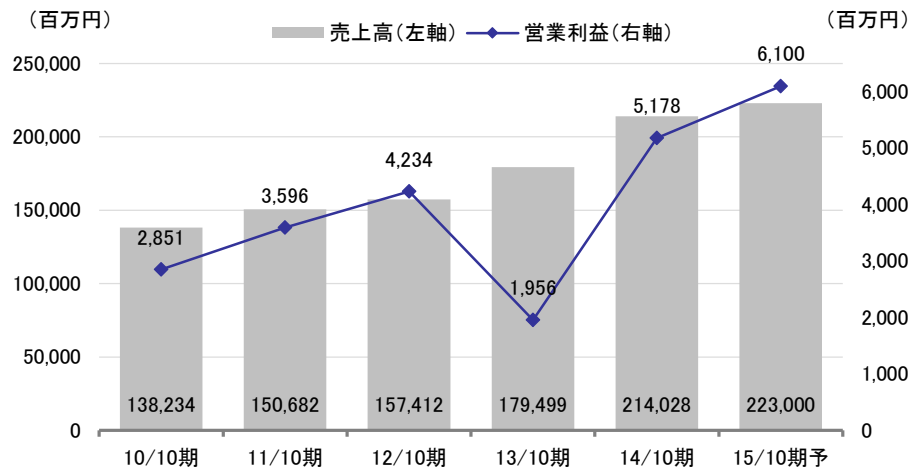
同社は2017年10月期に連結売上高300,000百万円、経常利益15,000百万円を目標として掲げている。国内での業務スーパー事業の成長に加えて、再生エネルギー事業が新たな収益柱として育つ見通し。メガソーラー発電はすでに約15MW(メガワット)が稼働中で、355MW分の認可を経済産業省から取得済。地熱発電や木質バイオマス発電も計画している。また、中長期的には海外事業も主力事業の1つとして育成していく考えで、2014年10月に米国に和食レストランを開店したのを機に、今後は外食事業、業務スーパー事業の海外展開を積極推進していく戦略だ。

株主還元策として、配当金の増配を実施している。2015年10月期は株式分割(1:2)を2月に実施し、1株当たり配当金は50円と前期比で実質20円の増配を予定している。また、2014年12月26日までに308,300株の自己株式の買い付けを行い、株式分割後に50万株の自己株消却を実施した。

■ Check Point

- ・製販一体となる小売りモデルのFC展開で急成長
- ・創業来の連続増収、営業利益・経常利益は2期ぶり最高益を更新
- ・売上高3,000億、経常利益150億を目標に中期的成長を図る

売上高と営業利益の推移



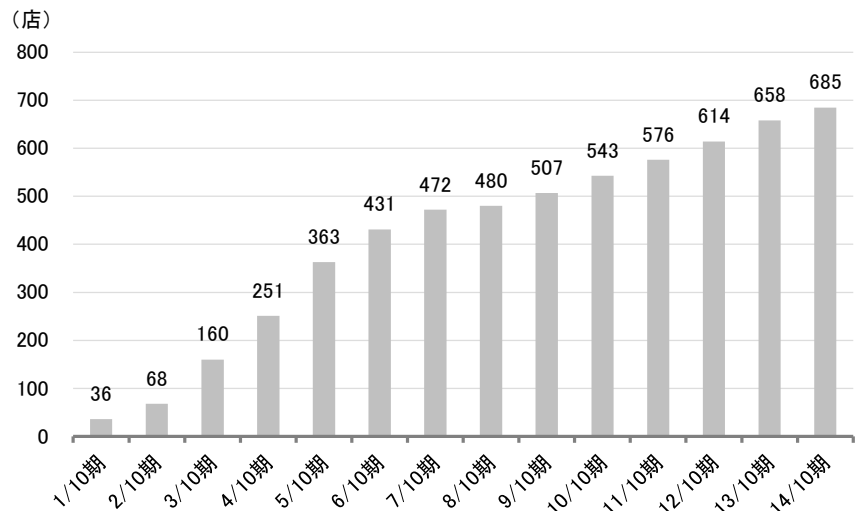
■ 会社概要

製販一体となる小売りモデルの FC 展開で急成長

(1) 会社沿革

同社の創業は 1981 年、兵庫県加古川市で食品スーパー「フレッシュ石守」を開店したところから始まる。当時 3 店舗まで拡大したが、その後は大手スーパーとの競争のなかで苦戦が続いていた。1991 年に株式会社化し、1992 年には中国・大連市にワサビやショウガなどの加工食品を製造する大連福来休食品有限公司を設立、同社にとって初めて製造業に進出する。当時、ウォールマートやマクドナルドなど世界的な企業と取引するなかで、大量調達による圧倒的なコスト競争力を武器に成長する様をみて、製販一体となる小売りのビジネスモデルを発案。2000 年 3 月に「業務スーパー」FC1 号店を兵庫県三木市に開店したのを機に、同社の快進撃が始まる。2002 年には年間で 100 店舗以上の大量出店を行い、その後も順調に FC 店舗数を増やし、2014 年 10 月時点では 685 店舗まで拡大している。

業務スーパー店舗数





神戸物産

3038 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日（金）

また、同社は製販一体のビジネスモデルを更に強化すべく、2008 年には、タマゴ加工品メーカーの（株）オースターエッグや冷凍食品メーカーの（株）ターメルトフーズをグループ会社化するなど M&A 戦略も積極的に取り入れるようになる。また、同様に 2008 年にはじゃがいもや大豆などを生産する農業生産法人（株）神戸物産エコグリーン北海道を設立、1 次産業にも進出した。

その他、外食事業にも 2006 年より進出している。世界各国の料理をビュッフェ形式で提供する「神戸クックワールドビュッフェ」FC1 号店を兵庫県加古川市に開店したのが始まりで、その後も新業態の外食事業に挑戦している。また、2013 年 4 月には外食事業を主に展開する（株）ジー・コミュニケーショングループをグループ会社化し、外食事業における一段の業容拡大を図っている。

同社は「業務スーパー」を核とした 6 次産業企業として国内トップの地位を確立してきたが、今後更なる成長と収益基盤の安定化を図るため、新規事業の育成に注力している。1 つ目が、2012 年より参入した太陽光発電を中心としたエコ再生エネルギー事業だ。同事業に参入した背景としては、創業者のエコロジーに対する想いが強かったことにある。「業務スーパー」では開店記念などでエコバッグを配布しているが、配布個数実績としては 1,400 万個以上になっていると言う。

もう一つの新規事業としては海外事業がある。2014 年 10 月に米国ニューヨークにおいて、和食レストラン 1 号店「しゃぶしゃぶ神戸 Midtown 店」を開店した。今後は海外での外食事業や業務スーパー事業を展開していく計画となっている。

会社沿革

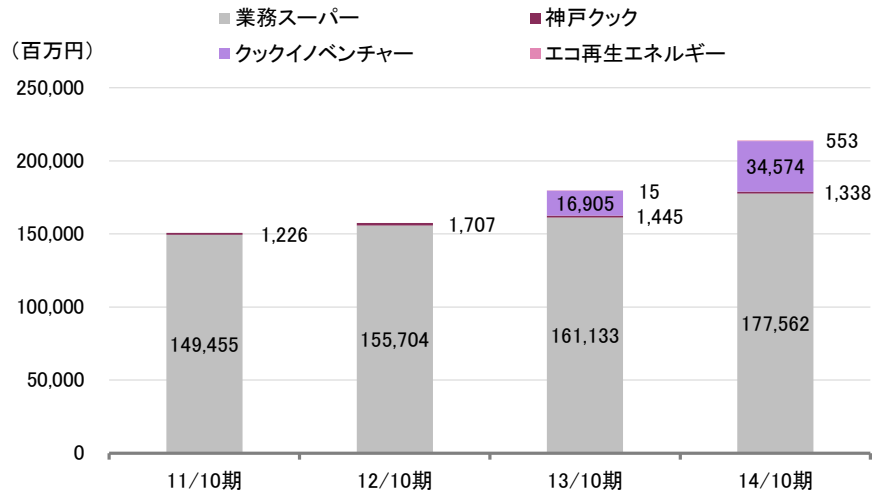
年月	主な沿革
1981 年 4 月	兵庫県加古川市に、フレッシュ石守として食品スーパーを開業
1985 年 11 月	有限会社フレッシュ石守を兵庫県加古川市に設立（1991 年 4 月に株式会社化）
1992 年 7 月	大連福来休食品有限公司を中国遼寧省に設立
2000 年 3 月	「業務スーパー」FC1 号店を兵庫県三木市に開店
2001 年 10 月	株式会社神戸物産に社名変更
2004 年 2 月	神戸物産（安丘）食品有限公司を中国山東省に設立
2006 年 4 月	「神戸クックワールドビュッフェ」FC1 号店を兵庫県加古川市に開店
2006 年 6 月	大阪証券取引所第 2 部に株式を上場
2006 年 10 月	KOBE BUSSAN EGYPT LTD. Patnership をエジプトに設立
2007 年 10 月	関西物流センターを神戸市灘区に開設
2008 年 3 月	（株）オースターエッグ、（株）ターメルトフーズをグループ会社とする
2008 年 10 月	（株）神戸物産エコグリーン北海道を設立
2009 年 10 月	「Green's K」FC1 号店を東京都江東区に開店
2010 年 10 月	KOBE BUSSAN EGYPT Co.LTD. をエジプトに設立
2011 年 8 月	新業態「Green's K 鉄板ビュッフェ」1 号店を和歌山県和歌山市に開店
2012 年 8 月	メガソーラー発電事業を開始
2012 年 12 月	大阪証券取引所第 1 部に株式を上場
2013 年 4 月	（株）クックイノベンチャー、（株）ジー・コミュニケーション、（株）ジー・テイスト他 5 社をグループ会社とする
2013 年 7 月	株式市場統合により東京証券取引所第 1 部に上場
2014 年 10 月	米国ニューヨークのマンハッタンに和食レストラン 1 号店「しゃぶしゃぶ神戸 Midtown 店」を開店

業務スーパー事業を中核に外食・教育・再生エネルギー事業へ参入

(2) 事業内容

同社の事業セグメントは、業務スーパー事業、神戸クック事業、クックイノベンチャー事業、エコ再生エネルギー事業の 4 つの事業セグメントで区分されている。

セグメント別売上高



○業務スーパー事業

業務スーパー事業は、連結売上高の 8 割強、営業利益の 9 割強を占める同社の主力事業となる。同社は「業務スーパー」の FC 本部として商品の企画、開発及び調達等を行っている。業務用をメインとした商品開発からスタートし、中間流通マージンを除いた直仕入などによるローコストオペレーションにより「品質の良い商品をベストプライス」で提供する食品スーパーとして 2000 年以降成長し、キャッシュ&キャリー型店舗では国内シェア約 67% と国内トップ企業としてその地位を確立している。主な FC 企業としては G-7 ホールディングス <7508> の子会社の G-7 スーパーマーケット、オーシャンシステム <3096> などがある。

FC 本部としてのロイヤリティ収入は FC 加盟店への商品出荷高の 1% としており、FC 展開する企業のなかでは低い料率となっている。これは同社の経営方針として、すべての取引会社の収益を拡大していくことが、自社の成長につながるという考えによるもので、ロイヤリティ収入で稼ぐのではなく、食品の製造と卸売事業で収益を拡大していくことを基本戦略として掲げているためだ。

取扱商品はナショナルブランド（以下、NB）商品とプライベートブランド（以下、PB）商品があり、生鮮食料品に関しての仕入れ調達は行っておらず、各 FC 店舗の裁量によりテナントとして入ってもらうスタイルを取っている。

PB 商品に関しては、国内外のグループ会社 22 工場（うち中国 2 工場）に加えて、海外の約 350 の協力工場から調達している。自社グループの調達比率は全体の約 10%、残り約 90% がメーカーからの仕入れとなっている。また、輸入比率は約 20% で、そのうち半分を中国、残り半分を欧米、アセアンなど 40 ヶ国以上の国から直輸入している。特に数年前からは、欧州やアセアンなど中国以外の国からの輸入を強化している。商品としては各国の代表商品となるようなもので、イタリアならパスタやトマトソース、ベルギーではチョコレートやワッフルといったように、消費者にとって魅力のある商材を発掘し、輸入商品の仕入れを強化していることが特徴となっている。



神戸物産

3038 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

なお、一次産業として国内では北海道で主にジャガイモや大豆の生産と、約 720 頭の牛の飼育を約 1,500ha の広大な敷地で運営している。また、岡山では「吉備高原どり」を養鶏し、処理された鶏を 24 時間以内に新鮮なまま「業務スーパー」(岡山、広島、関西の一部エリアのみ)に納品しているほか、冷凍加工食品としても出荷している。水産業に関しては宮城県にて地域産業復興支援の一環として、少量ではあるが漁業から水産加工まで行い「業務スーパー」店舗に納品している。また、海外でもエジプトで約 2,900ha の土地を購入し、砂漠の農地化に取り組んでおり、2014 年の春には約 1,200 トンの小麦の収穫に成功した。

為替変動の影響に関して、同社は仕入れ決済の大半をドル建てで行っている(残りはユーロ、円建て)。年間で 30,000 百万円以上の仕入高となり、為替変動の影響も大きくなるが、一部為替予約を行っている以外は大半実勢レートでの決済となる。一方で、FC 加盟店への価格転嫁のタイミングはタイムラグが生じるため、急激な為替変動が生じた際には、一時的に収益に与える影響も大きくなる傾向にある。

○神戸クック事業

神戸クック事業は、「業務スーパー」で構築された原材料から商品に至るまでのローコスト体制を活かした中食、外食事業となる。現在は主に「神戸クックワールドビュッフェ」(2014 年 10 月現在、14 店舗)、出来立ての惣菜を提供する中食と食品物販の融合店の「Green's K」(同 10 店舗)、ビュッフェとセルフクックを融合したレストラン「Green's K 鉄板ビュッフェ」(同 8 店舗)などで構成されている。また、新業態に関しては毎年 1~2 業態を企画し、店舗展開を試みている。

○クックイノベーション事業

2013 年 4 月にグループ会社化したジー・コミュニケーショングループの事業となる。2014 年 10 月期の売上構成比では約 16%、営業利益では約 11% を占めており、「業務スーパー」事業に次ぐ比率を占めている。ジー・コミュニケーション傘下のジー・テイスト<2694>が株式上場しており、居酒屋や回転ずしなどの外食事業で 800 店舗弱、学習塾(ITTO 個別指導学院)や英会話スクール(NOVA)を中心とした教育事業で約 100 校舎の運営を行っている。

○エコ再生エネルギー事業

2012 年より新規参入した再生エネルギー事業では、主に太陽光発電事業を推進しているほか、地熱発電やバイオマス発電の事業化を進めている。また、地熱を活かした温浴施設や温水ハウスなどの事業化も進めている。

■ 業績動向

創業来の連続増収、営業利益・経常利益は 2 期ぶり最高益を更新

(1) 2014 年 10 月期決算について

2014 年 12 月 15 日付で発表された 2014 年 10 月期の連結業績は、売上高が前期比 19.2% 増の 214,028 百万円、営業利益が同 164.7% 増の 5,178 百万円、経常利益が同 60.1% 増の 6,424 百万円、当期純利益が同 11.2% 減の 2,601 百万円となった。売上高は創業来の連続増収、営業利益、経常利益は 2 期ぶりの最高益を更新した。

2015 年 3 月 6 日 (金)

2014 年 10 月期連結業績

(単位：百万円)

	13/10 期		14/10 期				
	実績	対売上比	期初計画	実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	179,499	100.0%	198,620	214,028	100.0%	19.2%	7.8%
売上原価	159,940	89.1%	-	181,837	85.0%	13.7%	-
販管費	17,602	9.8%	-	27,013	12.6%	53.5%	-
営業利益	1,956	1.1%	4,970	5,178	2.4%	164.7%	4.2%
経常利益	4,012	2.2%	5,070	6,424	3.0%	60.1%	26.7%
特別損益	345	-	-	-486	-	-	-
当期純利益	2,929	1.6%	3,050	2,601	1.2%	-11.2%	-14.7%

主力の業務スーパー事業が、新規出店効果に加えて消費増税後の顧客の節約志向の高まりを追い風にして、好調に推移したのが主因だ。また、前第 3 四半期以降、連結子会社化したジー・コミュニケーショングループの業績がフルに寄与したことも業績の上乗せ要因となった(売上高で 17,669 百万円、営業利益で 759 百万円の増収増益要因)。

営業外収支は、為替差益やデリバティブ評価益の減少、借入金増に伴う金融収支の悪化を主因として前期比 810 百万円悪化した。また、当期純利益が減益となったが、これは特別損益の悪化(投資有価証券売却益の減少及び減損損失の増加)に加えて、ジー・コミュニケーショングループの収益改善に伴う法人税の増加により、実効税率が 32.1% から 46.8% に上昇したこと、また、少数株主利益が 28 百万円から 556 百万円に増加したことなどが要因となっている。事業セグメント別の動向は以下の通り。

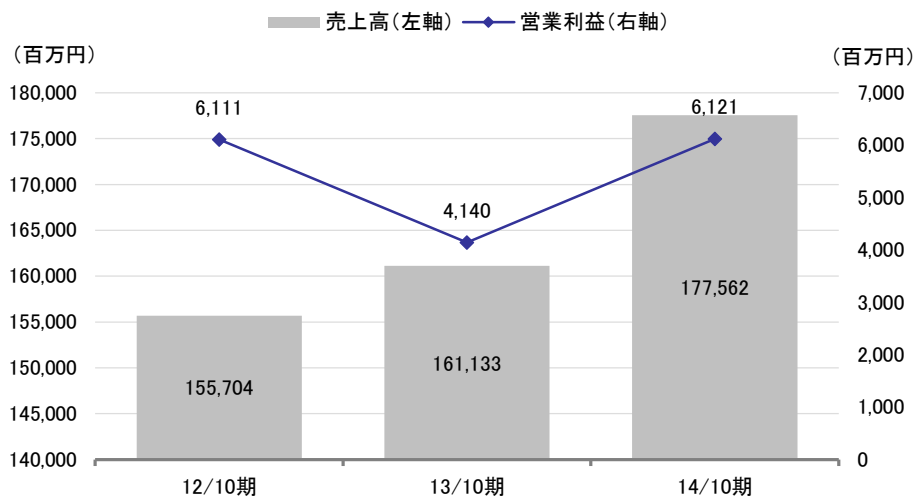
既存店売上高や店舗出店が順調に伸長、増収をけん引

(2) 業務スーパー事業

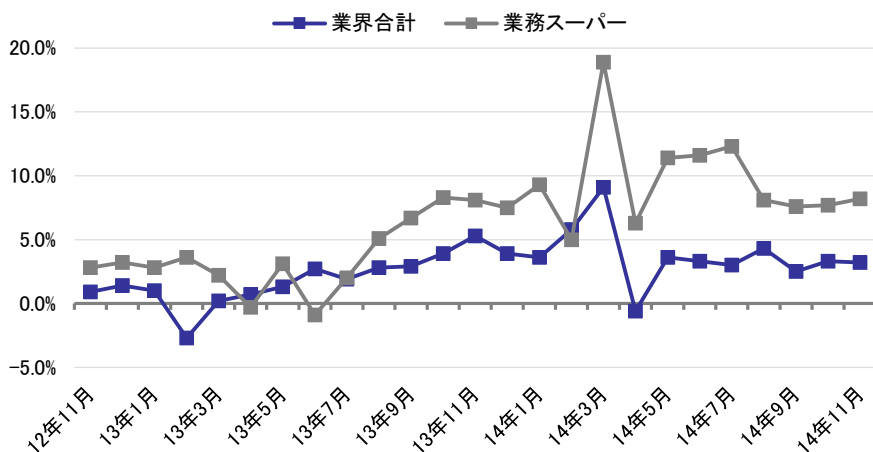
業務スーパー事業の売上高は前期比 10.2% 増の 177,562 百万円、営業利益は同 47.9% 増の 6,121 百万円となった。関東エリアを中心に新規出店を進めた結果、総店舗数が前期末比 27 店舗増の 685 店舗と順調に拡大したことに加えて、既存店売上高が前期比 5.5% 増(全店ベースで 9.5% 増)と堅調に推移したことが増収要因となった。特に 4 月の消費増税以降、顧客ニーズの変化を迅速にキャッチし、ボリューム品を中心とした値下げセールを実施したことが客足数の伸びにつながった。また、顧客ニーズに対応した PB 商品の開発や輸入商品の増強を進めたこと、店舗の売り場づくりに関しても棚割りの見直しや、POP などの販促物を効果的に配置したことなどが売上増につながった。実際、スーパーマーケット業界全体の食品部門の売上動向に対して、同社の売上高は 3 月以降差を広げる格好で伸びており、こうした施策の効果が出たものと考えられる。

一方、増益要因に関しては増収効果に加えて円安による仕入れコスト上昇分の価格転嫁が進んだこと、全社での販管費抑制や 6 次産業化による競争力強化を進めた効果などが寄与したものと考えられる。

業務スーパー事業



月次売上高伸び率(前年同月比、全店ベース)



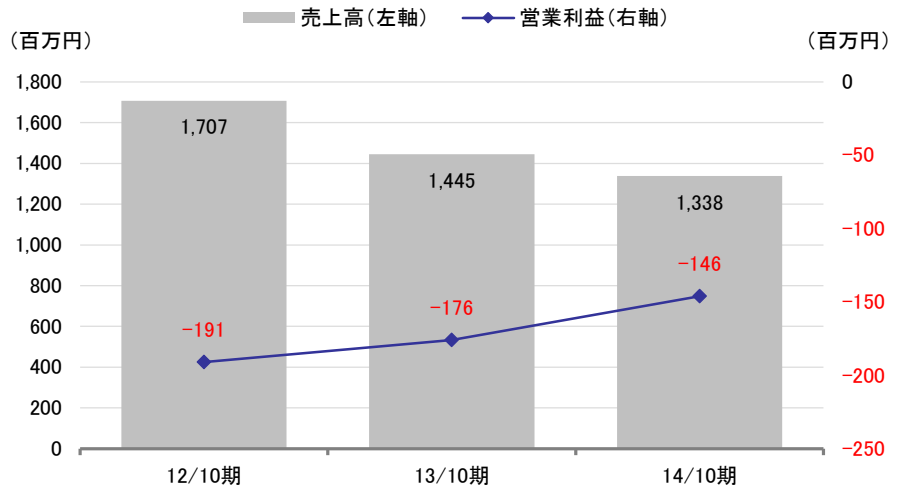
出所: 業界合計は日本スーパーマーケット協会「販売統計」食料品部門の売上高

セルフクック店舗減で減収、コスト負担は重いが損失幅は縮小

(3) 神戸クック事業

神戸クック事業の売上高は前期比 7.4% 減の 1,338 百万円、営業損失は 146 百万円（前期は 176 百万円の損失）となった。店舗数は「神戸クックワールドビュッフェ」が前期末比 2 店舗増の 14 店舗、「Green's K」が 1 店舗減の 10 店舗、「Green's K 鉄板ビュッフェ」が 3 店舗減の 8 店舗となった。特に「ビュッフェ」と「セルフクック」を融合させた低価格のバイキングスタイルである「Green's K 鉄板ビュッフェ」は食材費の高騰と人件費負担が重いことが影響し、退店を余儀なくされる店舗がでるなど、減収要因につながった。

神戸クック事業



グループのローコストシナジーを活かして収益性が大幅改善

(4) クックイノベンチャー事業

クックイノベンチャー事業の売上高は前期比 104.5% 増の 34,574 百万円、営業利益は 708 百万円（前期は 50 百万円の損失）となった。外食事業において、神戸物産グループのサプライチェーンを活かしたローコストの食材を用いた商品メニューの開発や、子会社 3 社の統合に伴う経営資源の集中と効率化を進めたことが収益改善につながった。

太陽光発電所の稼働増で売上高急増、償却負担で黒字化ならず

(5) エコ再生エネルギー事業

エコ再生エネルギー事業の売上高は太陽光発電所の稼働件数が増加したことで、553 百万円と前期の 15 百万円から急増した。また、営業利益に関しては償却負担増が重く 20 百万円の損失となった（前期は 164 百万円の損失）。なお、2014 年 10 月末時点の稼働件数は、北海道で 3 ヶ所、兵庫県で 4 ヶ所、福岡県で 5 ヶ所の計 12 ヶ所で約 15MW の発電を行っている。

15/10 期も出店ペース維持で増収、営業利益の 2 ケタ増益を予想

(6) 2015 年 10 月期の業績見通し

2015 年 10 月期の連結業績は、売上高が前期比 4.2% 増の 223,000 百万円、営業利益が同 17.8% 増の 6,100 百万円、経常利益が同 14.4% 減の 5,500 百万円、当期純利益が同 1.9% 増の 2,650 百万円となる見通し。

主力の業務スーパー事業では、出店店舗数 25 ～ 30 店舗を予定しているほか、既存店売上高も増収を見込んでいる。業務スーパー事業の売上高とほぼ連動する単独ベースの売上高予想は前期比 2.7% 増収となっており、連結ベースでも同水準の増収率を見込んでいるものと考えられる。11 月の月次売上高は、業務スーパー加盟店への商品売上高が前年同月比 8.2% 増、単独ベースの売上高が同 3.2% 増、営業利益が同 22.3% 増と順調な滑り出しを見せている。

2015 年 3 月 6 日（金）

営業利益に関しては、増収効果に加えて製販一体の体制作りを一段と強化していくことで 2 ケタ増益を目指していく。店舗の売り場づくりの見直しによる売上増効果も引き続き見込まれることから、同事業の上乗せ余地は大きいと言えよう。また、経常利益が減益予想となっているのは、前期に計上した為替差益とデリバティブ評価益（1,090 百万円）を見込んでいないこと、金融収益が悪化することなどが要因となっている。なお、為替前提は 1 ドル 118 円としているが、今後急激な為替変動が生じた際には、一時的に収益に影響を及ぼすリスクがあることには留意する必要がある。

業務スーパー事業以外の事業では、ほぼ前期並みの業績を会社計画では織り込んでいる。ただ、各事業とも収益拡大に向けた取り組みを進めていくことに変わらない。神戸クック事業では「神戸ワールドビュッフェ」事業の強化を進めていく。現状は坪数で 300 ～ 500 坪の大型規模のレストランで運営してきたが、同規模の土地を探すのが困難なこと、また、出店にあたっての設備投資コストの負担が重いことなどから、出店余地が限られていた。そこで、同社は厨房面積をスケールダウンし、店舗面積を 200 ～ 250 坪とやや小型化することで初期投資負担を軽くし、出店ペースを加速していく戦略だ。また、「Green's K 鉄板ビュッフェ」でも適正な利潤が得られる立地条件や客席数などが見えてきており、今後の立て直しを図っていく。さらには、新業態として和歌山県に「ビュッフェ&しゃぶしゃぶ神戸」1 号店を 2014 年 10 月末よりオープンしたが、直近 1 ヶ月の客入りは好調なようで、今後オペレーションが軌道に乗れば出店を拡大していくことを計画している。

クックイノベーション事業に関しては、引き続きグループ企業からの食材提供による新メニューの開発など、グループ化によるシナジー効果を追求していくことで、収益性の改善を進めていく。

エコ再生エネルギー事業では太陽光発電所の建設を進めていく。2014 年 12 月末時点での発電能力は 4.6MW 増加の 19.8MW となる計算で、現時点での年間売上高としては 800 百万円超の水準が見込まれる。また、同社では表に示す発電所計画（2014 年 8 月時点）も含めて全体で 355MW 分の認可を経済産業省から取得済となっており、今後、建設工事の許可が下りれば随時投資を実行していく計画となっている。

太陽光発電稼働状況と今後の計画

(稼働中発電所)					
稼働時期 (年月)	場所	容量 (MW)	初期投資額 (百万円)	平均売電額 (万円/年)	想定投資 回収年数
11月-12	兵庫県	0.029	10	128	9年11ヶ月
8月-13	北海道	0.2	53	600	11年 8ヶ月
10月-13	兵庫県	1	332	4,600	8年 3ヶ月
10月-13	北海道	0.6	163	2,400	8年 9ヶ月
10月-13	兵庫県	1	285	4,300	7年 7ヶ月
10月-13	兵庫県	2.4	647	10,500	6年10ヶ月
10月-13	福岡	0.9	274	3,500	9年 6ヶ月
12月-13	北海道	2.1	656	8,200	9年 9ヶ月
1月-14	福岡	2	662	8,800	10年 4ヶ月
1月-14	福岡	2	662	8,800	10年 4ヶ月
8月-14	福岡	1	341	4,000	10年 6ヶ月
8月-14	福岡	2	682	8,100	10年 7ヶ月
小計		15.229	4,767	64,088	

(建設中発電所)					
稼働時期 (年月)	場所	容量 (MW)	初期投資額 (百万円)	平均売電額 (万円/年)	想定投資 回収年数
12月-14	大阪	2.1	618	8,500	9年 2ヶ月
12月-14	大阪	2.1	618	8,500	9年 2ヶ月
12月-14	北海道	0.4	118	1,500	11年 1ヶ月
小計		4.6	1,354	18,600	

(実施計画中発電所)					
稼働時期 (年月)	場所	容量 (MW)	初期投資額 (百万円)	平均売電額 (万円/年)	想定投資 回収年数
	福島	17	4,963	62,800	11年 1ヶ月
	宮城	35	10,764	129,000	10年 9ヶ月
小計		52	15,728	191,800	
自社工場	滋賀	0.5		1,780	
	兵庫	0.6		2,260	
小計		1.1		4,040	

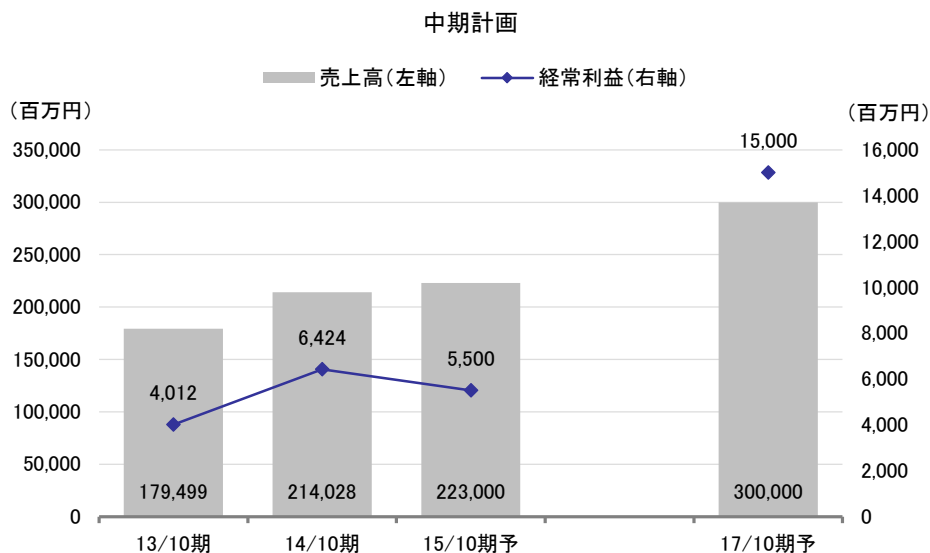
(計画中発電所〈電力会社アクセス検討申請済み及び申請中〉)					
稼働時期 (年月)	場所	容量 (MW)	初期投資額 (百万円)	平均売電額 (万円/年)	想定投資 回収年数
	宮城	30		110,500	
	宮城	30		110,500	
	宮城	35		129,000	
	山口	30		122,700	
	山口	11		57,500	
小計		136		530,200	
合計		208.929		808,728	

出所：会社発表資料（2014年8月時点）、一部フィスコ推計加筆

■中期計画

売上高 3,000 億、経常利益 150 億を目標に中期的成長を図る

同社は中期計画として 2017 年 10 月期に連結売上高 300,000 百万円、経常利益 15,000 百万円を目標として打ち出した。売上高は前期実績に対して 1.4 倍、経常利益は 2.9 倍の水準に拡大することになる。主力の業務スーパー事業の成長に加えて、エコ再生エネルギー事業がけん引していくことになる。



○業務スーパー事業

業務スーパー事業では年間 25 ～ 30 店舗の出店を行い、既存店ベースの売上拡大も図りながら、2017 年 10 月期には売上高で約 220,000 百万円、年平均 7% 程度の売上成長を見込んでいる。また、利益率に関しては自社グループ商品や輸入品の比率をあげていくことで、営業利益率 5% 程度に近づけていくことを目標としている（前期実績 3.4%）。

輸入品に関しては低価格品を輸入するのではなく、各国を代表する魅力的な商品を発掘し、積極的に仕入れていくこと、またイスラム教に対応したハラール対応商品を強化していくことで、同業他社との差別化戦略とする。特に、ハラール商品のアイテム数は現在 100 アイテム以上と業界トップの品揃えを誇っており、イスラム教在留外国人や観光客などの来客数も増加傾向にあると言う。ハラール商品に関しては、将来的に機内食やホテルなど BtoB 取引でも条件が合えば広げていきたい意向だ。

また、同社は国内の業務スーパー店舗数に関して 1,000 店舗を目標として掲げている。出店に関しては 5 万人商圏で 1 店舗を目安としているが、既存店の売上を伸ばし、収益を拡大していくことが、目標を達成していくための重要課題と認識しており、商品戦略だけでなく、売り場づくりや販促施策なども含めた既存店での売上拡大を今後も積極的に取り組んでいく方針だ。

○エコ再生エネルギー事業

今後 3 年間で最も大きい成長を見込んでいるのは、エコ再生エネルギー事業となる。前述したように太陽光発電事業で 355MW の能力を整備していく計画となっているほか、地熱発電やバイオマス発電など再生エネルギー事業を立ち上げていく。また、地熱を利用した温浴施設や温水ハウス事業など周辺事業も展開していく予定となっている。

太陽光発電事業に関しては、固定価格買取制度（FIT）による買取価格が、同社の案件では平均で 36 円 /kW となっている。

2015 年 3 月 6 日（金）

ただ、3年で計画通り全ての案件が稼働するかどうかは流動的となる。工事許可が下りるスケジュールや、工事が始まって土地の造成など当初の見込みよりも時間がかかるケースもしばしばあるためだ。また今後、固定価格買取制度の運用見直しによって、収益性の見積もり前提が変わる可能性も否定できない。同社ではこうした変動要素がでた場合は、収益性を重視し、採算に合わないと判断すれば着工などを見送るケースが出てくる可能性もあるとしている。

一方、地熱発電事業は現在、大分県九重町で進めている。地熱発電が可能とみられる用地を段階的に取得しており、井戸を掘る工事を行っている。電力当たりの設備投資規模は太陽光発電の2.5～3倍と大きいですが、24時間発電するメリットがあり、計画通り地熱発電できる井戸を掘ることができれば、収益性は太陽光発電よりも高くなる計算だ。発電能力としては20MW規模を計画している。また、九重町では地熱を利用した温浴施設も計画している。温浴施設に関しては世界最大規模の施設を計画しており、2015年夏の開園を予定している。

同様に北海道の道南エリア（森町）でも地熱を利用した事業が進んでいる。日本最大級となる大型温水ハウス56棟を建設し、うち10棟で野菜の試験栽培を開始したほか、地熱を利用した観光果樹園、ショッピングセンターなども併設する予定で、2016年中のオープンを予定している。

以上、エコ再生エネルギー事業に関しては中期的に100,000百万円を超える規模の設備投資が必要となる見込みで、同社では資金調達に関して銀行からの借入金や社債発行など様々な検討を行っている。

○海外事業

中長期的な経営戦略として、海外事業にも今後本格的に取り組んでいく方針を打ち出している。グループ全体の収益成長と収益基盤の安定性を高めるためには、3つのコア事業が必要と考えており、業務スーパー事業、エコ再生エネルギー事業に続く、第3の事業として海外事業の拡大が掲げられた。

国内では人口の減少とともに経済成長の伸びが見込めない中で、長期的に成長を続けていくためには海外市場への進出が必要不可欠であるため、また、海外事業の拡大により外貨建ての売上高を拡大することで為替変動リスクを和らげ、収益の安定性を高めるという効果も狙っている。

海外進出の第1弾として、2014年10月に米国ニューヨーク州のマンハッタン市街にニューヨーク最大級の和食レストラン1号店となる「しゃぶしゃぶ神戸 Midtown 店」をオープンした。同店舗では「しゃぶしゃぶ」に「居酒屋」のメニューを加え、「『本物の和食』を世界のお客様に提供する」というコンセプトで出店した。オープン後の客足は順調な様子で、今後、ニュージャージー州の郊外にも直営で1店舗出店し、事業モデルを構築したあと、FC展開を進めていく計画となっている。

今後、和食レストラン事業では欧米を中心に積極展開していくことを考えている。なお、アジアに関してはグループ会社のジー・テイストがインドネシアなどに既に進出しており、同社が中心となって今後も展開していくことが予想される。

その他、業務スーパー事業でもアジアや米国などへの進出を計画している。世界的に見ても製販一体の小売スーパーマーケットのビジネスモデルで成功している企業はほとんど無いが、同社は既に世界各国と貿易を行い、世界中から品質のよい商品を直接輸入することができるうえ、海外にグループ傘下の食品加工工場や貿易会社などを有しているため、事業進出にあたってインフラ面での問題はほとんどないものと考えられる。課題としては、海外市場において事業運営する人的リソースが不足していること、もう一つはブランド戦略をどのように進めていくことができるかが、海外市場で成長していくうえでの鍵を握ることとなる。

■ 財務状況と経営指標

M&A や太陽光発電事業への投資戦略が反映された財務状況

2014 年 10 月末の総資産は前期末比 17,184 百万円増加の 108,157 百万円となった。主な増加要因は、現預金の増加 (+13,293 百万円) と太陽光発電設備の稼働を主因とした有形固定資産の増加 (+3,229 百万円) によるもの。

一方、負債は前期末比 15,017 百万円増加の 85,222 百万円となった。主な増加要因は、太陽光発電事業の設備投資費用としての有利子負債の増加 (+11,498 百万円) と未払法人税等の増加 (+1,492 百万円) によるもの。純資産は利益剰余金の増加を主因として、前期末比 2,167 百万円増加の 22,935 百万円となった。

経営指標をみると、安全性を示す指標では流動比率は 200% 以上をキープしており問題ないレベルにあると言える。一方で、有利子負債の増加によって有利子負債比率が年々上昇している一方で、自己資本比率が低下しているのが特徴となっている。低金利下において、低コストで金融機関から資金を調達し、積極的な M&A やエコ再生エネルギー事業への投資を行うことで、収益を拡大していく戦略が見て取れる。

収益性に関してみれば、大型 M&A を 2013 年 4 月に実施したこともあって総資産が増加し、ROA は 6.5% と 3 年前の水準と比較すると低いものの、ROE に関しては 14.5% とほぼ同水準を保っており、資本効率は引き続き高水準で推移していると言える。売上高営業利益率に関しては、事業の特性から 2.4% と低水準を継続しているが、今後のエコ再生エネルギー事業の拡大による利益率の向上が期待される。

なお、前述したように今後 2 ～ 3 年はエコ再生エネルギー事業において 100,000 百万円以上の設備投資が実行される可能性があり、調達資金を有利子負債で賄うとすれば自己資本比率や有利子負債比率が更に悪化することになり、財務リスクが上昇する可能性がある点には留意する必要がある。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	11/10 期	12/10 期	13/10 期	14/10 期	増減額
流動資産	36,612	50,252	51,783	66,275	14,491
(現金、有価証券)	24,016	36,107	32,334	45,627	13,292
固定資産	11,861	15,935	39,190	41,882	2,691
総資産	48,473	66,187	90,973	108,157	17,183
流動負債	14,021	15,400	19,144	23,915	4,770
固定負債	20,561	35,142	51,060	61,306	10,245
(有利子負債)	17,130	31,473	45,199	56,369	11,169
負債合計	34,582	50,543	70,205	85,222	15,016
純資産合計	13,891	15,644	20,768	22,935	2,166
(安全性)					
流動比率	261.1%	326.3%	270.5%	277.1%	
自己資本比率	28.7%	23.6%	18.4%	17.7%	
有利子負債比率	35.3%	47.6%	49.7%	52.1%	
(収益性)					
ROA (総資産経常利益率)	8.0%	8.2%	5.1%	6.5%	
ROE (自己資本利益率)	13.3%	14.4%	18.1%	14.5%	
売上高営業利益率	2.4%	2.7%	1.1%	2.4%	
(効率性)					
総資産回転率 (売上高÷総資産)	3.36	2.75	2.28	2.15	

■株主還元策とリスク要因

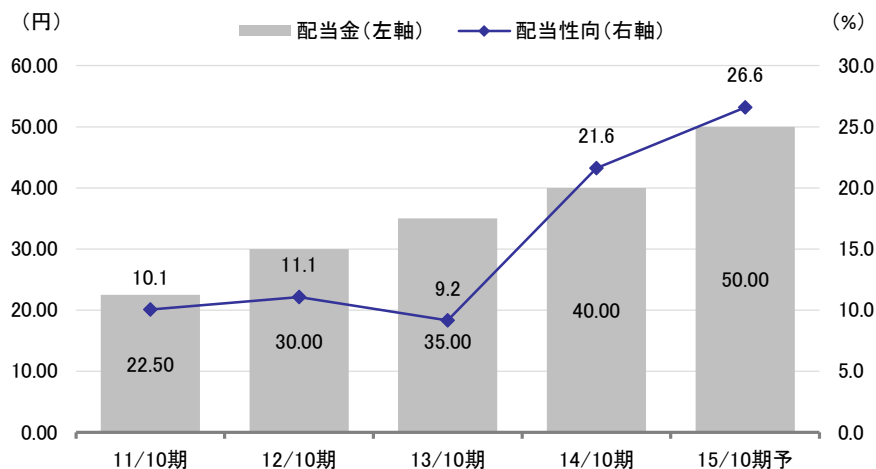
15/10 期は実質 20 円増配、自己株消却を実施

(1) 株主還元策

株主還元策として、同社では業績の拡大に応じた配当金の増配で対応していくことを基本としている。2015 年 10 月期においては 2 月に 1 対 2 の株式分割を実施しており、一株当たり配当金は実質 20 円増配となる 50 円を予定している。2016 年 10 月期以降に関しては前述したように設備投資負担が大きくなることから、当面は内部留保の充実を優先していくものと考えられるが、設備投資需要が一段落すれば再び業績の拡大に応じた増配が期待できるものと弊社ではみている。

また、同社は自己株式の取得並びに消却も行っている。具体的には、2014 年 12 月 26 日までに自己株式の買い付け (308,300 株) を行ったほか、株式分割後に 50 万株の自己株の消却を実施した。

1株当たり配当金と配当性向



注:2015年2月に1:2の株式分割実施。配当金は遡及して修正

(2) リスク要因

最後に同社の収益に影響を及ぼすリスク要因についていくつかまとめた。

- ・ 為替が急激に円安に進行した場合、価格転嫁にタイムラグが生じ、一時的に収益を圧迫する要因となる。
- ・ 風評被害や鳥インフルエンザの発生など不測の事態によって、商品が売れなくなる、または調達できなくなるケースが生じ、収益に影響を与える可能性がある。
- ・ エコ再生事業において今後、国の政策面で運用ルールに変更が生じた場合、見込んでいた収益が獲得できなくなるリスクがある。

以上、主なリスク要因を3点挙げたが、現段階ではいずれのリスクも顕在化していないものと判断される。



神戸物産

3038 東証 1 部

2015 年 3 月 6 日 (金)

損益計算書 (連結)

(単位: 百万円、%)

	11/10	12/10	13/10	14/10	15/10 予
売上高	150,682	157,412	179,499	214,028	223,000
(対前期比)	9.0	4.5	14.0	19.2	4.2
売上原価	141,325	146,420	159,940	181,837	
(対売上比)	93.8	93.0	89.1	85.0	
販管費	5,760	6,756	17,602	27,013	
(対売上比)	3.8	4.3	9.8	12.6	
営業利益	3,596	4,234	1,956	5,178	6,100
(対前期比)	26.1	17.8	-53.8	164.7	17.8
(対売上比)	2.4	2.7	1.1	2.4	2.7
営業外収益	420	979	2,726	2,176	
受取利息・配当金	61	66	134	133	
その他	359	913	2,592	2,043	
営業外費用	435	504	670	930	
支払利息・割引料	183	249	364	506	
その他	252	254	306	424	
経常利益	3,581	4,709	4,012	6,424	5,500
(対前期比)	26.0	31.5	-14.8	60.1	-14.4
(対売上比)	2.4	3.0	2.2	3.0	2.5
特別利益	93	10	689	88	
特別損失	287	186	344	574	
税引前利益	3,388	4,533	4,357	5,937	
(対前期比)	59.1	33.8	-3.9	36.3	
(対売上比)	2.3	2.9	2.4	2.8	
法人税等	1,633	2,409	1,399	2,779	
(実効税率)	48.2	53.2	32.1	46.8	
少数株主利益	-	-	28	556	
当期利益	1,754	2,123	2,929	2,601	2,650
(対前期比)	85.0	21.0	37.9	-11.2	1.9
(対売上比)	1.2	1.4	1.6	1.2	1.2

[主要指標]					
発行済株式数 (千株)	17,600	17,600	17,600	17,600	17,600
一株当り利益 (円)	223.6	271.2	381.9	185.0	188.1
一株当り配当 (円)	22.5	30.0	35.0	40.0	50.0
一株当り純資産 (円)	1773.9	1996.4	2384.0	2718.4	153.8
配当性向 (%)	10.1	11.1	9.2	21.6	26.6

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ