



エスフーズ

東証1部 2292 業種: 食品、卸売、小売、外食

和牛の覇者、アンガス牛事業を拡大へ。レーティング Buy でカバレッジ開始

目標株価 4,900 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

三田証券(当社)は、エスフーズ株式会社(2292、エスフーズ、同社)のカバレッジを目標株価 4,900 円、レーティング Buy で開始する。同社は食肉流通の川上から川下までを手掛ける総合食肉企業である。「神戸ビーフ」等のブランド和牛の卸売に強みを持つほか、食肉加工製品「こてっちゃん」が有名。過去5年間の平均売上成長率は6.2%(CAGR)と、上場食肉業者としてトップ。今後も、牛肉関連事業の内部成長に加えて、北海道の養豚事業の本格稼働、高級アンガス牛を生産する米国子会社の能力増強など、これまで長期的な視点から取り組んできた様々な野心的施策の成果実現が期待できる。足元の食肉市場では、外食需要の減退と小売需要の盛り上がりとが交錯しているが、同社は今後の外食需要回復の恩恵を受けやすい立場にある。M&Aにも積極的であり、追加的な成長ドライバーとして期待が持てるだろう。

21/2 期決算：弱い外食需要、強い小売需要

21/2 期連結業績は、売上高 3,275 億円(前期比 7.0%減)、営業利益 126 億円(同 17.8%増)、当期純利益 100 億円(同 53.0%増)。セグメント営業利益の内訳は、製造・卸売事業 120 億円(同 12.5%増)、小売事業 20 億円(同 93.3%増)、外食事業-3 億円(前期は 3 億円の黒字)。製造・卸売事業においては、外食業者向けの食肉卸売が減少した一方、小売業者向けの食肉卸売や加工品販売が好調であった。小売・外食事業についてはトータルで増益を確保した。当期純利益段階で大幅増益となったのは、固定資産売却益 41 億円を特別利益に計上したため。一方でコロナ禍影響の強かった事業において 14 億円の減損損失を特別損失として計上している。

三田証券による業績予想

当社による営業利益予想は、22/2 期 129 億円(前期比 2.5%増)、23/2 期 136 億円(同 5.5%増)、24/2 期 146 億円(同 7.2%増)。同社は外食業者に対する卸売に強みを持つため、外食需要が弱い 22/2 期については弱めの利益成長を想定するが、23/2 期には新型コロナワクチン接種進展等により外食業者の食肉調達需要回復が進むと見る。24/2 期には養豚事業における出荷量拡大、米国 Aurora Packing の能力増強の効果が期待できるだろう。追加的な M&A は業績予想に織り込んでいないが、可能性としては十分にあると考える。

バリュエーション、リスク要因

目標株価の算出にあたっては、22/2 期-26/2 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 6.0%、永久成長率 0.4%の残余利益モデル(RIM)を用いた。なお、目標株価は、当社による 23/2 期 EPS 予想 280.35 円の 17.5 倍に相当する水準である。

当社見解に対するリスク要因は、食肉の安全を揺るがすような事象の発生、食肉・加工品の需要環境の著しい悪化、競争環境の激化によるマージン低下、長期にわたる食肉の輸入制限、新型コロナクラスター発生による生産量減少、大規模 M&A の失敗、など。

三田証券株式会社
調査部長 チーフアナリスト
清水 純一

新規カバレッジ

レーティング
Buy

目標株価(円)	4,900
株価(円) (5/24)	3,280
時価総額(十億円)	105.8

変更の有無

レーティング	新規
目標株価	新規
業績予想	新規

株価推移(円)



出所: Bloomberg Finance LP

業績推移

	20/2	21/2	22/2予	23/2予	24/2予	
売上高	十億円	352.0	327.5	340.6	357.5	379.7
営業利益	十億円	10.7	12.6	12.9	13.6	14.6
経常利益	十億円	11.1	13.0	13.3	14.1	15.1
当期純利益	十億円	6.5	10.0	8.1	8.9	9.5
EPS	円	205.6	315.3	257.3	280.4	301.6
BPS	円	2,528	2,783	2,970	3,173	3,390
DPS	円	60.0	64.0	70.0	78.0	84.0
PER	倍	10.9	10.4	12.7	11.7	10.9
PBR	倍	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0
配当利回り	%	2.7	2.0	2.1	2.4	2.6
ROA	%	3.9	5.8	4.6	4.6	4.7
ROE	%	8.1	11.9	8.9	9.1	9.2

出所: 会社資料、三田証券

会社概要

エスフーズは兵庫県を本拠とする総合食肉企業。神戸ビーフ・松阪牛・近江牛などブランド和牛の卸売に強みを持つ。加工品では牛内臓肉製品「こてっちゃん」が有名。子会社を通じて小売・外食にも進出。近年、北海道の養豚事業、米国のミートパッカー事業、鶏肉事業などに注力している。

投資判断のポイント

アウトロク

野心的な各種取組みが成果を生み、長期的な利益成長が持続

三田証券(当社)は、エスフーズ株式会社(2292、エスフーズ、同社)のカバレッジを目標株価4,900円、レーティングBuyで開始する。

目標株価4,900円、レーティングBuyでカバレッジ開始

同社は、兵庫県西宮市に本拠を置き、食肉流通の川上から川下までを手掛ける総合食肉企業である。同社事業には、家畜生産、食肉卸売、食肉加工品製造、食肉小売、外食等が含まれる。21/2期売上高3,275億円は日本の上場食肉業者として第5位、営業利益126億円は第4位。過去5年間における売上高成長率は6.2%(CAGR)で第1位。過去5年間の平均営業利益率は3.5%で第3位。

過去5年間の売上成長率は業界トップ

同社は、ブランド和牛(神戸ビーフ、松阪牛、近江牛など)をはじめ、牛肉の卸売に強みを持っているが、豚肉や鶏肉も強化していく方針。足元では北海道の養豚事業が進捗しているほか、M&Aで取得した鶏肉生産事業の収益改善も進んでいる。また、千葉県に新設した工場を軸に、首都圏における営業基盤強化にも努めている。海外では、米国において、高級アンガス牛を扱うミートパッカーAurora Packingの生産能力倍増及び収益力強化に向けた施策が進行中である。

成長ドライバーとなるプロジェクトを数多く有する

当社にとってM&Aは重要な成長ドライバーであり、買収先のターンアラウンド実績も豊富である。当社が買収したAurora Packingやフードリエは、グループ入り後、収益改善を実現している。今後は、オーガニック成長及びインオーガニック成長の両者を組み合わせて長期的な成長を目指す方針である。

M&A実績が豊富。今後も積極的に取り組む姿勢

当社による22/2期業績予想は、売上高3,406億円(前期比4.0%増)、営業利益129億円(同2.5%増)と微増益を想定。同社は外食業者向けの卸売に強みを持つが、足元の外食需要の弱い点を織り込んでいる。その後の営業利益予想は、23/2期136億円、24/2期146億円。23/2期には外食業界の食肉調達需要が回復に向かうと考える。また、24/2期には北海道の養豚事業拡大施策及び米国Aurora Packingの能力増強施策が本格的に収益貢献すると見る。さらに、首都圏における営業基盤強化も進むであろう。当社予想には追加的なM&Aの影響を織り込んでいないが、同社はこれまで同様、オーガニック成長に加えてM&Aによる成長を積極的に志向する可能性が高いと考えている。

外食需要の回復、養豚事業の出荷増、米国工場能力増強などの収益貢献を期待

カタリスト

当社の想定する株価上昇のカタリストは、外食業界の食肉需要回復、各種成長施策の成果実現、事業基盤を強化しうるM&Aの実行、など。

図表: 三田証券による業績予想サマリー (連結)

単位: 百万円	19/2 実績	20/2 実績	21/2 実績	22/2 三田予想	23/2 三田予想	24/2 三田予想	25/2 三田予想	26/2 三田予想	22/2 会社予想	22/2 コンセンサス	23/2 コンセンサス	24/2 コンセンサス
業績												
売上高	338,781	351,972	327,479	340,572	357,523	379,724	404,182	429,355	340,000	337,645	346,155	360,127
(YoY, %)	7.1	3.9	-7.0	4.0	5.0	6.2	6.4	6.2				
営業利益	10,973	10,703	12,609	12,922	13,632	14,608	15,485	16,410	12,700	12,903	13,546	14,392
(YoY, %)	0.1	-2.5	17.8	2.5	5.5	7.2	6.0	6.0				
OPM (%)	3.2	3.0	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8				
経常利益	11,344	11,085	12,990	13,336	14,069	15,100	16,032	17,034	13,000	13,093	13,736	14,582
(YoY, %)	-1.2	-2.3	17.2	2.7	5.5	7.3	6.2	6.3				
当期純利益	7,185	6,511	9,965	8,135	8,862	9,533	10,142	10,797	8,000	8,257	8,684	9,212
(YoY, %)	-7.4	-9.4	53.0	-18.4	8.9	7.6	6.4	6.5				
減価償却費	3,322	3,675	5,017	5,000	5,200	5,500	5,600	5,700				
設備投資額	12,494	16,307	5,569	8,000	8,200	7,000	7,100	7,200				
フリーCF	-2,471	-12,821	17,184	2,093	4,295	6,544	6,582	7,851				
セグメント業績												
製造・卸売事業												
売上高	307,380	321,013	296,788	307,335	325,733	348,702	372,787	397,515				
(YoY, %)	8.1	4.4	-7.5	3.6	6.0	7.1	6.9	6.6				
営業利益	10,501	10,631	11,964	12,138	12,947	13,975	14,917	15,904				
OPM (%)	3.4	3.3	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0				
小売事業												
売上高	22,153	21,588	24,128	26,670	25,064	24,219	24,375	24,532				
(YoY, %)	-4.1	-2.6	11.8	10.5	-6.0	-3.4	0.6	0.6				
営業利益	1,242	1,031	1,993	2,110	1,729	1,574	1,584	1,595				
OPM (%)	5.6	4.8	8.3	7.9	6.9	6.5	6.5	6.5				
外食事業												
売上高	7,927	8,044	5,179	5,177	5,329	5,399	5,610	5,890				
(YoY, %)	4.1	1.5	-35.6	0.0	2.9	1.3	3.9	5.0				
営業利益	356	319	-331	-270	69	259	269	283				
OPM (%)	4.5	4.0	-6.4	-5.2	1.3	4.8	4.8	4.8				
1株当たり指標												
EPS (円)	226.90	205.59	315.26	257.35	280.35	301.58	320.86	341.57	253.09	261.22	274.72	291.44
BPS (円)	2,525.62	2,528.08	2,783.07	2,970.41	3,172.77	3,390.35	3,621.21	3,864.78				
DPS (円)	56.00	60.00	64.00	70.00	78.00	84.00	90.00	98.00	70.00			
バリュエーション、収益性等												
PER (倍)	19.0	10.9	10.4	12.7	11.7	10.9	10.2	9.6				
PBR (倍)	1.7	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8				
配当性向 (%)	24.7	29.2	20.3	27.2	27.8	27.9	28.0	28.7				
配当利回り (%)	1.3	2.7	2.0	2.1	2.4	2.6	2.7	3.0				
ROA (%)	4.5	3.9	5.8	4.6	4.6	4.7	4.8	4.8				
ROE (%)	8.9	8.1	11.9	8.9	9.1	9.2	9.2	9.1				
財務健全性指標												
自己資本比率 (%)	48.3	46.8	51.0	50.9	50.8	51.6	52.4	53.2				
D/レシオ (倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4				

出所: 会社資料、QUICK 資料、三田証券

注: コンセンサス予想は QUICK コンセンサス

バリュエーション

残余利益モデル (RIM) による株式評価

目標株価の算出にあたっては、22/2 期-26/2 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 6.0%、永久成長率 0.4%の残余利益モデル (Residual Income Model) を用いた。なお、目標株価は、当社による 23/2 期 EPS 予想 280.35 円の 17.5 倍に相当する水準である。

**RIM に基づく目標株価は
4,900 円**

図表: 残余利益モデル (RIM)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
10億円	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想
自己資本 (EOP)	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	27/2
自己資本 (EOP)	88.0	93.9	100.3	107.2	114.5	122.2	
当期利益		8.1	8.9	9.5	10.1	10.8	
株主資本コスト		5.3	5.6	6.0	6.4	6.9	
残余利益		2.9	3.2	3.5	3.7	3.9	
残余利益の現在価値		2.7	2.9	3.0	2.9	2.9	
ターミナルバリュの現在価値							52.6

ベータ	1.10	株主資本価値合計	155.0
リスクフリーレート (%)	0.50	発行済株式数 (m)	31.609
市場リスクプレミアム (%)	5.00	目標株価 (円)	4,900
株主資本コスト (%)	6.00		
永久成長率 (%)	0.40		

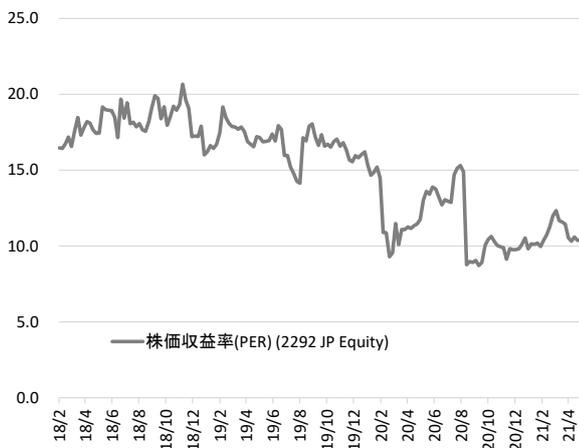
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

	永久成長率 (%)										
	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
目標株価	4,800	4,800	4,850	4,850	4,900	4,950	4,950	5,000	5,050	5,100	5,100

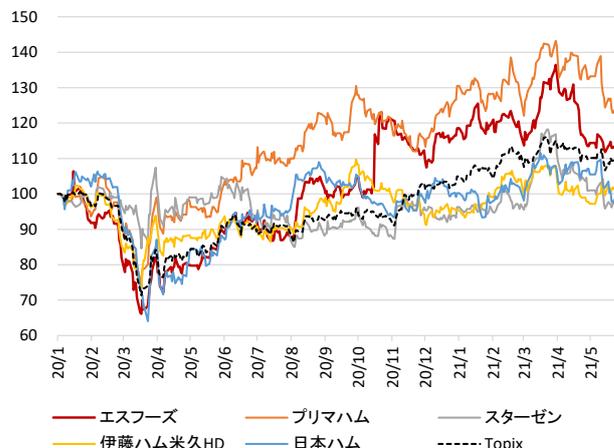
出所: 三田証券

図表: エスフーズ PER 推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: 食肉業者株価推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: 食肉業者のバリュエーション比較 (参考)

会社名	ティッカー	株価	時価総額	PER	PER	PER	PER	PBR	EV/EBITDA	EV/売上高	ROE	売上成長率	EBITDAマージン	配当利回り	1か月	3か月	1年
		5/24	10億円	前期	直近12か月	今期予	来期予	前期	来期予	来期予	直近12か月	直近12か月	直近12か月	今期予	騰落率	騰落率	騰落率
プリマハム	2281	3,200	161.7	11.4	11.4	13.1	13.6	1.6	5.9	0.4	14.6	3.7	7.1	2.1	-7.9	-0.5	33.0
日ハム	2282	4,560	469.5	14.3	14.4	14.8	13.7	1.1	6.5	0.5	7.8	-4.4	6.4	2.1	-6.5	-1.0	18.4
林兼産	2286	614	5.5	4.2	4.2	NA	NA	0.6	NA	NA	15.1	-1.8	4.4	NA	-3.2	-1.6	6.2
丸大食	2288	1,694	44.9	103.9	103.7	NA	NA	0.6	NA	NA	0.5	-4.7	3.5	NA	0.4	-0.3	-12.5
福留ハム	2291	1,925	6.5	NA	NA	NA	NA	1.5	NA	NA	-5.7	-1.1	1.0	NA	-1.6	-4.7	1.4
S FOODS	2292	3,280	105.8	10.4	10.4	12.6	11.9	1.2	6.0	0.3	11.9	-7.0	6.0	2.1	-1.2	-2.4	32.3
滝沢ハム	2293	3,010	6.3	112.2	111.9	NA	NA	1.7	NA	NA	1.5	2.8	2.5	NA	0.8	-8.0	4.2
伊藤ハム米久HD	2296	733	218.0	10.7	10.7	14.0	13.5	0.9	6.0	0.2	8.5	-1.1	4.6	2.3	3.5	-1.6	16.7
スターゼン	8043	2,169	42.3	6.1	6.1	NA	NA	0.7	NA	NA	12.4	-0.6	2.6	NA	-5.9	0.4	-2.3
平均				34.2	34.1	13.6	13.2	1.1	6.1	0.4	7.4	-1.6	4.3	2.1	-2.4	-2.2	10.8

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 予想値は Bloomberg コンセンサスベース

リスク要因

当社見解に対するリスク要因は、食肉の安全を揺るがすような事象の発生、食肉・加工品の需要環境の著しい悪化、競争環境の激化によるマージン低下、長期にわたる食肉の輸入制限、新型コロナクラスター発生による生産量減少、大規模 M&A の失敗、など。

会社概要

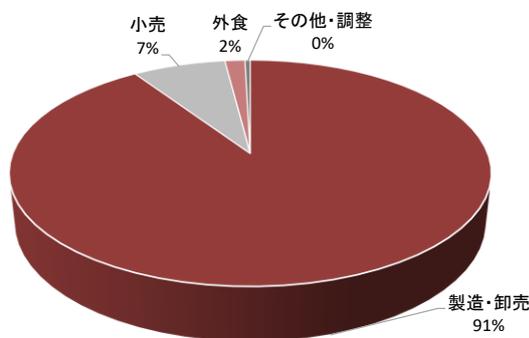
会社及び事業の概要

エスフーズの概要

エスフーズは、兵庫県西宮市に本拠を置く総合食肉企業であり、食肉流通の川上から川下までの垂直統合型事業を展開している。創業は1967年。従業員数は正社員2,438名、平均臨時雇用者数2,718名(20/2期末現在)。事業セグメントは、食肉等の製造・卸売事業(製造・卸売事業)、食肉等の小売事業(小売事業)、食肉等の外食事業(外食事業)で構成される。21/2期までの5年間に於ける平均売上高成長率(CAGR)は6.2%、過去5年間の平均OPMは3.5%。

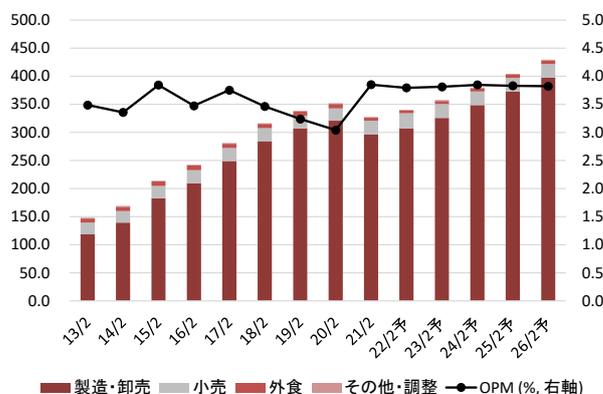
総合食肉企業としてトップクラスの売上成長率及び収益性

図表: 売上高の構成 (21/2期)



出所: 会社資料、三田証券

図表: 売上高と営業利益率



出所: 会社資料、三田証券 注: 10億円、予想は三田証券予想

事業セグメントの概要

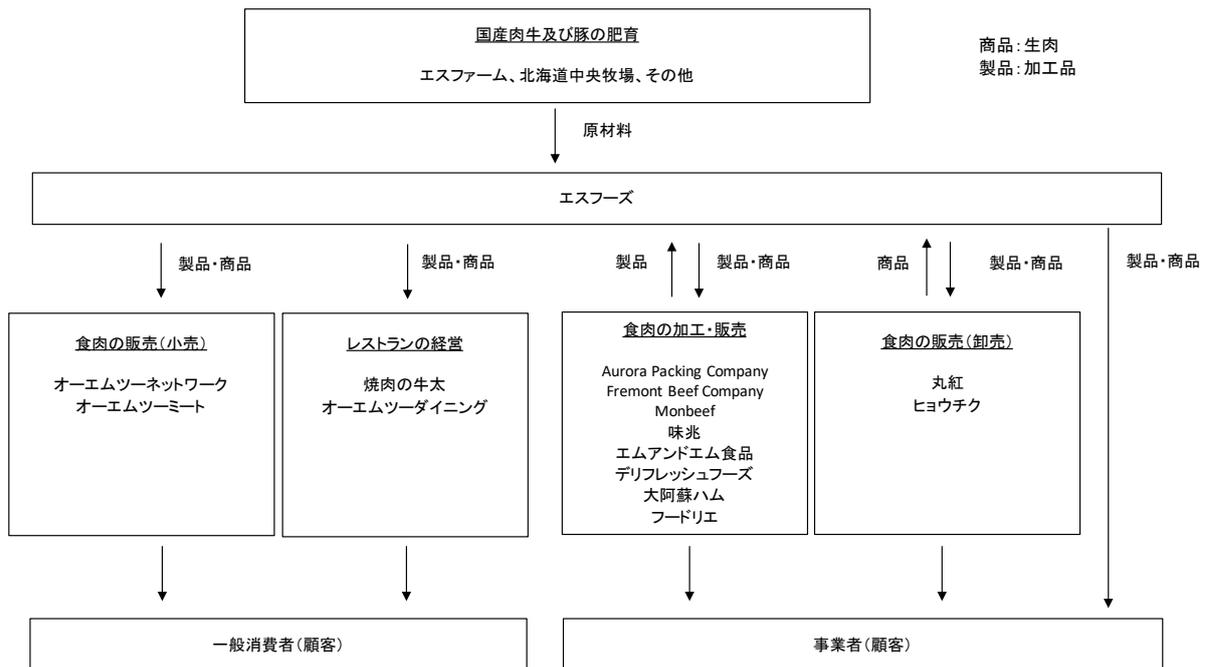
売上高及び利益の大半を占める製造・卸売事業には、家畜の生産、食肉の卸売、食肉の加工・販売などが含まれる。同社は国産牛肉の卸売に強みを持ち、三大和牛(神戸ビーフ、松阪牛、近江牛)の取扱いシェアは第1位(同社調べ)。また、バラエティーミート(内臓肉)の輸入販売や、その加工品製造販売の分野におけるパイオニアでもあり、1982年に発売開始した牛内臓肉加工製品「こてっちゃん」が有名。他に定番人気商品として「具だくさん もつ煮込み」などがある。ハム・ソーセージ(ハムソー)メーカーである連結子会社フードリエは、「バリッと朝食ウインナー」「それいけ!アンパンマンこどもウインナー」等の人気商品を手掛けている。米国連結子会社 Aurora Packing は、「Aurora Beef」のブランド名で、アンガス種の高品位穀物肥育牛を供給している。

製造・卸売事業

小売事業及び外食事業については、連結子会社のオーエムツーネットワーク(7614、エスフーズの持分53%)が統括している。小売事業には、精肉店「肉処大久保」「オオクボ」「肉のマルチョウ」等が含まれ、外食事業には、焼肉・しゃぶしゃぶレストラン「焼肉の牛太」「但馬屋」、ステーキハウス「Outback Steakhouse」等が含まれる。

小売事業、外食事業

図表: グループ構造



出所: 会社資料、三田証券

直近の業績

21/2 期連結業績は、売上高 3,275 億円 (前期比 7.0%減)、営業利益 126 億円 (同 17.8%増)、当期純利益 100 億円 (同 53.0%増) であった。

製造・卸売事業は、売上高 2,968 億円 (同 7.5%減)、営業利益 120 億円 (同 12.5%増)。減収の主因は、外食業者向けの卸売販売減少。増益の主因は、小売業者向けの卸売販売増加、米国事業の利益率向上、ハムソー事業の好調、など。小売事業は、売上高 241 億円 (同 11.8%増)、営業利益 20 億円 (同 93.3%増)。コロナ禍影響で内食・中食需要が高まり、精肉店や惣菜店の販売が好調であった。外食事業は、売上高 52 億円 (同 35.6%減)、営業利益-3 億円 (前期は 3 億円の黒字) と、コロナ禍影響で厳しい内容の決算となった。

特別損益については、固定資産売却益 41 億円、減損損失 14 億円を計上している。

グループ会社

エスフーズは過去、多数の M&A を実施してきたため、多数の子会社を抱えている。製造・卸売事業で収益貢献が大きいのは、Aurora Packing、フードリエなど。小売事業及び外食事業はオーエムツーネットワークを持株会社として、オーエムツーミート、焼肉の牛太、オーエムツーダイニング、マルチョウ神戸屋を傘下に抱える構造である。

21/2 期は減収増益。外食業者の食肉需要減も、小売需要が旺盛

図表: 主な子会社

子会社名称	ティッカー	議決権所有 比率 (%)	所在地	セグメント	概要
株式会社北海道中央牧場		100.0	北海道北広島市	食肉等の製造・卸売事業	養豚事業
株式会社ヒョウチク		100.0	兵庫県西宮市	食肉等の製造・卸売事業	食肉の輸入・販売
株式会社味兆		100.0	兵庫県西宮市	食肉等の製造・卸売事業	食肉・加工品の製造
株式会社エムアンドエム食品		100.0	兵庫県姫路市	食肉等の製造・卸売事業	食肉・加工品の製造
株式会社デリフレッシュフーズ		100.0	埼玉県本庄市	食肉等の製造・卸売事業	ハム・ソーセージ、その他の加工品製造
大阿蘇ハム株式会社		100.0	熊本県熊本市	食肉等の製造・卸売事業	ハム・ソーセージ、その他の加工品製造
株式会社フードリエ		100.0	大阪府高槻市	食肉等の製造・卸売事業	ハム・ソーセージ、その他の加工品製造
Fremont Beef Company		100.0	米国ネブラスカ州	食肉等の製造・卸売事業	食肉・加工品の製造
Aurora Packing Company, Inc.		100.0	米国イリノイ州	食肉等の製造・卸売事業	食肉・加工品の製造
Monbeef Pty Ltd		100.0	豪州NSW州	食肉等の製造・卸売事業	食肉・加工品の製造
株式会社オーエムツーネットワーク	7614	53.1	東京都港区	食肉等の小売事業	食肉等の小売事業・外食事業の持株会社
株式会社オーエムツーミート		100.0	東京都港区	食肉等の小売事業	精肉・肉加工品、惣菜の小売事業。「肉処大久保」「オオクボ」などを運営
株式会社マルチョウ神戸屋		100.0	富山県富山市	食肉等の小売事業	精肉・肉加工品、惣菜の小売事業。「肉のマルチョウ」などを運営
株式会社焼肉の牛太		100.0	兵庫県姫路市	食肉等の外食事業	焼肉、しゃぶしゃぶ店の運営。「焼肉の牛太」「但馬屋」など
株式会社オーエムツーダイニング		100.0	東京都港区	食肉等の外食事業	ステーキハウス「Outback Steakhouse」の日本事業運営

出所: 会社資料、三田証券

会社沿革

エスフーズの前身は1967年に森島征夫氏が兵庫県尼崎市に創業した有限会社スタミナ食品である。1970年にスタミナ食品株式会社に組織変更、2000年にエスフーズ株式会社に商号変更した。2004年、村上真之助氏が率いる株式会社ムラチクと経営統合を行い、その後も多数のM&Aを経て現在に至る。

同社は、1989年、日本証券業協会の店頭登録銘柄として株式を公開。1994年、大阪証券取引所市場第二部上場。1999年、東京証券取引所市場第二部上場。2000年、東京証券取引所及び大阪証券取引所市場第一部に指定替えとなった。

同社にとって大きな転機となったのは、2003年に米国で発生したBSE（牛海綿状脳症）である。当時、同社は米国産牛肉を中心に事業を展開していたが、BSE発生を受けて米国産牛肉の輸入が禁止されたため、主力加工商品であった「こてっちゃん」が販売休止に追い込まれるなどの大きな打撃を受けた。このような経営危機を乗り越えるため、同社は、国産牛肉の卸売販売を行うムラチクと経営統合を行い、2005年3月に新生エスフーズが誕生した。2006年3月には、森島征夫氏が代表取締役会長に就任、村上真之助氏（旧ムラチク社長）が代表取締役社長（現任）に就任した。

米国産牛肉の禁輸措置が解かれたのは2006年7月である（2005年12月に一旦解除されたが2006年1月に再び輸入停止になっていた）。同社は2006年8月に「こてっちゃん」の販売を一部地域で再開、2008年3月に全国的に販売を再開した。

その後、同社はM&Aを盛んに行い、業容を拡大してきた。2008年には食肉商社のヒョウチク、2009年には九州相模ハム（現 大阿蘇ハム）、2010年には養豚事業の北海道中央牧場、2011年には日高食肉センターを買収した。2011年には、子会社オーエムツーネットワーク傘下のオーエムツーダイニングが「Outback Steakhouse」の日本事業を承継した。2014年にはハムソーメーカーであるグリコハム（現 フードリエ）を江崎グリコ（2206）から買収した。同社は近年、海外にも目を向けており、2015年には米国でミートパッカーAurora Packingを買収、2019年には豪州でMonbeefを買収した。さらに、M&Aを通じて国内鶏肉事業も拡大しつつある。同社はM&Aにあたって取得価額を抑制することに注力しており、21/2期末のBSに計上されているのれんは僅か1億円である。業績不振会社のターンアラウンドにも長けており、フードリエ、Aurora Packingなど、赤字基調だった会社を買収後に黒字化させている。

BSE発生に起因する経営危機に際して旧エスフーズとムラチクが統合。その後はM&Aを重ねて発展

図表: 沿革

年月	概要
1967年5月	兵庫県尼崎市において畜スタミナ食品を設立。内臓肉の販売を開始
1970年1月	スタミナ食品(株)に組織変更
1972年1月	米国から内臓肉(牛みの)の開発輸入に成功
1982年7月	牛内臓肉製品「こてっちゃん」を発売
1982年12月	株式会社ムラチク設立
1989年4月	米国ネブラスカ州に丸紅(株)との合弁でFremont Beef Company(現 連結子会社)を設立
1989年8月	日本証券業協会に株式を店頭登録
1992年8月	牛内臓肉製品「牛・もつ鍋」を発売
1994年7月	大阪証券取引所市場第二部に上場
1999年12月	東京証券取引所市場第二部に上場
2000年8月	商号を「スタミナ食品(株)」から「エスフーズ(株)」に変更。東京証券取引所及び大阪証券取引所市場第一部に指定
2004年9月	株式交換により株式会社ムラチクを完全子会社とする。この結果、(株)エムアンドエム食品(現 連結子会社)及び(株)オーエムツーネットワーク(現 連結子会社)を関係会社化
2005年3月	(株)ムラチクを吸収合併 Fremont Beef Companyの株式を丸紅(株)等から譲受け、完全子会社化
2005年8月	(株)オーエムツーネットワークの株式を追加取得し、連結子会社化
2006年3月	森島征夫氏が代表取締役会長、村上真之助氏が代表取締役社長(現職)に就任
2007年3月	(株)オーエムツーネットワークが(株)焼肉の牛太(現 連結子会社)の全株式を取得
2008年10月	食肉商社(株)ヒョウチク(現 連結子会社)の全株式を取得
2009年3月	九州相模ハム(株)の全株式を取得(現 連結子会社大阿蘇ハム(株))
2010年4月	(株)北海道中央牧場の全株式を取得、養豚事業に参入(現 連結子会社)
2011年9月	(株)日高食肉センターを子会社化(現 連結子会社)
2011年12月	(株)オーエムツーダイニング(オーエムツーネットワークの子会社)が「Outback Steakhouse」の日本におけるレストラン事業を譲受け
2014年1月	ハム・ソーセージ、チルド食品などの製造販売を行うグリコハム(株)の全株式を取得(現 連結子会社(株)フードリエ)
2015年12月	米国にて食肉加工事業を行うAurora Packing Company, Inc.の全株式を取得、子会社化
2019年3月	豪州にて食肉加工事業を行うMonbeef Pty Ltdの全株式を取得、子会社化

出所: 会社資料、三田証券

主要株主/経営陣

筆頭株主は旧ムラチク創業者で現代表取締役社長の村上真之助氏であり、保有比率は25.24% (20/2 期末)。第2位株主は丸紅で、保有比率15.29%。エスフーズの取締役11名のうち2名が丸紅出身(うち1名は社外取締役)であり、丸紅はエスフーズに対して持分法を適用している。ただし、経営の独立性は高いと当社は見ている。

社長が25%、丸紅が15%を保有

保有比率3.44%の有限会社ファイブエムは、エスフーズ創業者森島征夫氏の資産管理会社。エスフーズとムラチクの統合後、ファイブエムは第2位株主であったが、2009年にエスフーズがファイブエムの保有するエスフーズ株式の大半を自己株取得した。これら自己株式の大半は、その後のCB転換時に市場へ放出されている。

図表: 主要株主 (20/2 期末)

主要株主	保有比率 (%)
村上真之助	25.24
丸紅(株)	15.29
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)(信託口)(現(株)日本カストディ銀行)	4.17
NORTHERN TRUST CO. (AVFC) RE FIDELITY FUNDS	3.84
有限会社ファイブエム	3.44

出所: 会社資料、三田証券

日本の食肉市場

家計支出から見る肉食化の進行

魚介類から肉類へ

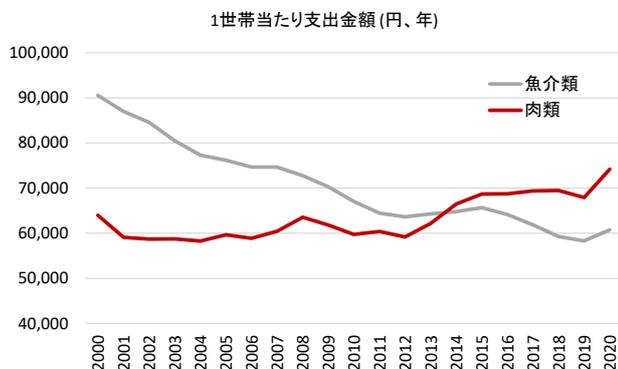
総務省の家計調査によると、2020年の1世帯当たり消費支出金額のうち、肉類は74,179円(前年比9.3%増)、魚介類は60,731円(同4.2%増)であった。コロナ禍を受けて内食需要が高まったという特殊要因により、肉類・魚介類とも大幅な増加となったと見られる。なお、食料全体(外食を含む)に対する1世帯当たり消費支出金額は800,137円(前年比2.3%減)であった。減少の主因は、外食に対する支出額の減少である。

長期的に肉類に対する家計支出が増える傾向。コロナ禍は生鮮肉への支出額を押し上げ

過去の長期データを見れば、魚介類に対する支出が減り、肉類に対する支出が増えるという大局的なトレンドが見てとれる。消費支出金額の5年平均成長率(CAGR)は、肉類1.5%増、魚介類1.5%減であり、10年CAGRは、肉類2.2%増、魚介類1.0%減であった。食料全体に対する支出額は5年CAGR0.3%減、10年CAGR0.4%増であり、肉類に対する支出割合が増えていることが分かる。食料に対する支出額のうち肉類に対する支出額の割合は、2010年7.7%、2015年8.5%、2020年9.3%であった。

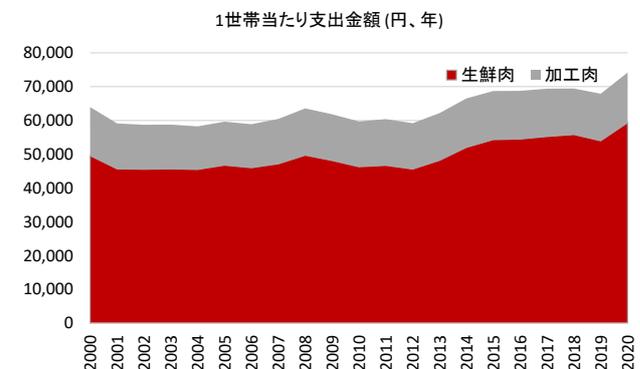
肉類に対する消費支出額の内訳を見ると、2020年は生鮮肉59,355円(前年比10.0%増)、加工肉14,824円(同6.6%増)であった。消費支出額の5年CAGRは、生鮮肉1.8%増、加工肉0.6%増であり、10年CAGRは、生鮮肉2.5%増、加工肉1.0%増であった。

図表: 1世帯当たり支出金額(円、年、総世帯)



出所: 総務省資料、三田証券

図表: 肉類内訳(円、年、総世帯)



出所: 総務省資料、三田証券

食肉の需給

牛肉の需給

独立行政法人農畜産業振興機構(ALIC)によると、2020年度の牛肉推定出回り量(国内需要)は930千トン(前年比0.7%減)であった。コロナ禍影響で外食需要が減った影響が大きかったと見られる。ただし、長期的に見て国内需要は増加傾向にあり、5年平均成長率(CAGR)は2.3%増、10年CAGRは0.9%増である。

長期的に強い牛肉需要が存在。足元ではコロナ禍をうけ外食需要が後退

供給面では、2020年度の国内生産量は336千トン(前年比1.8%増)、輸入量は591千トン(同5.0%減)となった。需要減に応じて輸入量が調節された格好。長期的に見て、国

内生産量は概ね横這いで推移しており、需要の伸長に対して市場は輸入量の拡大で対応してきた。国内生産量の5年CAGRは0.2%増、10年CAGRは0.7%減。輸入量の5年CAGRは3.9%増、10年CAGRは1.5%増。

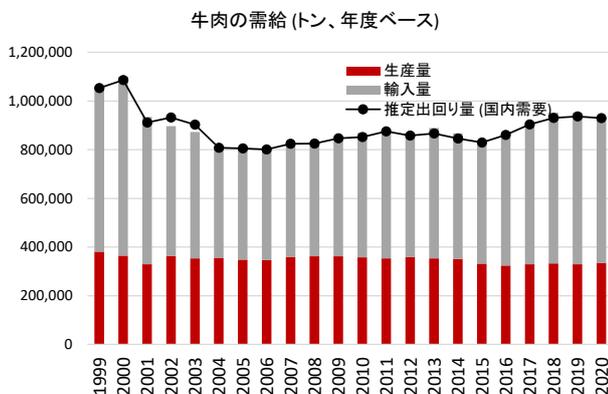
豚肉の需給

2020年度の豚肉推定出回り量（国内需要）は1,827千トン（前年比0.9%増）であった。肉食需要の高まりにより、牛肉よりも安価な豚肉の需要は堅調であったと見られる。5年平均成長率（CAGR）は1.2%増、10年CAGRは1.0%増である。

長期的に安定的な豚肉需要が存在

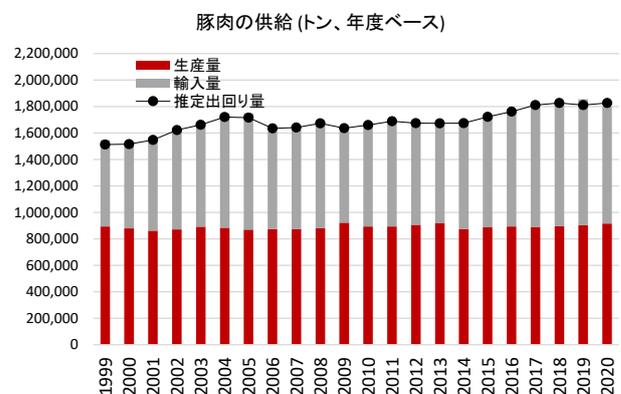
供給面では、2020年度の国内生産量は917千トン（前年比1.5%増）、輸入量は884千トン（同7.3%減）となった。期初在庫が多かったため輸入量が抑制されたと見られる。国内生産量の5年CAGRは0.6%増、10年CAGRは0.2%増。輸入量の5年CAGRは1.4%増、10年CAGRは1.4%増。

図表: 牛肉の需給



出所：農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 豚肉の需給



出所：農畜産業振興機構資料、三田証券

日本の食肉業界におけるエスフーズの位置づけ

エスフーズは売上成長率でトップ、利益率もトップクラス

日本の食肉業者のうち上場大手9社の2020年度売上高合計は3兆4,633億円（前期比2.4%減）であった。エスフーズの売上高は3,275億円で、日本ハム（2282）、伊藤ハム米久HD（2296）、プリマハム（2281）、スターゼン（8043）に次ぎ第5位。9社合計に占めるシェアは9.5%で、2015年度の7.4%から大幅に上昇している。

高い利益率を維持しつつ売上シェアを拡大

9社の売上高合計の5年平均成長率（CAGR）は1.0%増。エスフーズの売上高の5年CAGRは6.2%増で9社中最も高い。

9社の2020年度営業利益合計は1,154億円、営業利益率は3.3%であった。エスフーズの営業利益は126億円、営業利益率は3.9%。営業利益率は、プリマハム、日本ハムに次ぎ第3位（ただし、日本ハムはIFRSを適用しており単純比較できない点に留意）。

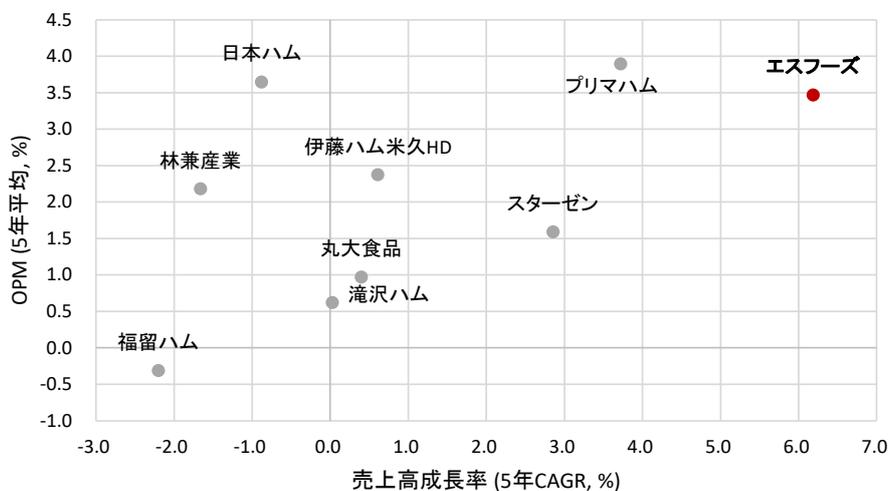
9社の過去5年間の平均営業利益率は2.9%。エスフーズの過去5年間の平均営業利益率は3.5%。プリマハム、日本ハムに次ぎ第3位（日本ハムはIFRS）。

図表: 食肉大手 9 社の売上高比較

	ティッカー	FY15 売上高 (10億円)	9社内シェア (%)	FY20 売上高 (10億円)	9社内シェア (%)
日本ハム	2282	1,229.3	37.4	1,176.1	34.0
伊藤ハム米久HD	2296	817.5	24.8	842.7	24.3
プリマハム	2281	361.2	11.0	433.6	12.5
スターゼン	8043	303.4	9.2	349.2	10.1
エスフーズ	2292	242.6	7.4	327.5	9.5
丸大食品	2288	229.5	7.0	234.2	6.8
林兼産業	2286	48.2	1.5	44.4	1.3
滝沢ハム	2293	30.4	0.9	30.4	0.9
福留ハム	2291	28.3	0.9	25.3	0.7
9社合計		3,290.4	100.0	3,463.3	100.0

出所: 各社資料、三田証券

図表: 売上高成長率と営業利益率 (過去 5 年間の平均)



出所: 各社資料、三田証券

成長ドライバー

長期的な経営目標

長期的な視点で投資を実行

同社の長期的な目標は「バラエティーミート世界一、食肉日本一」である。同社は中期経営計画を作成していないものの、コロナ禍前には、売上高及び営業利益とも年率 10%前後の成長を目標に様々な種蒔きを行ってきたと見られる。ここ数年は、自然災害や疫病の影響で必ずしもコンスタントに営業利益が増えていないが（19/2 期は西日本豪雨・大阪北部地震・北海道胆振東部地震・大型台風など自然災害が相次ぎ、20/2 期は豚熱が流行、21/2 期は新型コロナが流行）、中長期で見れば着実に事業基盤の強化が実現していると当社は判断している。

足元でも長期的に成長を継続するためのオーガニック成長プロジェクトを数多く抱えるほか、M&Aを活用した成長策にも意欲的である。主な成長ドライバーとなるプロジェクトは以下の通り。

オーガニック成長とインオーガニック成長の組み合わせで、バラエティーミート世界一、食肉日本一を目指す

成長ドライバーの整理

首都圏の営業基盤強化

同社は、千葉県船橋市に当社にとって最大規模となる工場施設（ミートセンター、加工品工場、物流施設）を建設し、東京支店を移設した。同社は、船橋の新施設を軸に首都圏での営業基盤強化を図る方針。21/2 期はコロナ禍の影響もあり、当社が事前に想定していた程には進展しなかった様子だが、22/2 期以降の成長ドライバーとして期待ができると当社は見ている。

千葉県の大規模新施設を軸に首都圏の営業基盤を強化

北海道の養豚事業の強化

同社は、豚肉事業を牛肉事業に次ぐ収益の柱に育てるべく、投資を続けている。近年は、北海道に養豚用の農場を増設し、川上分野を強化している。21/2 期半ばには年間約 24 万頭（出荷金額ベースで約 100 億円相当）を出荷可能な農場が完成した。今後は母豚を育て、出荷規模を拡大していく段階に入る。約 3 年間でフルキャパシティでの生産が可能になる計画。中期的には食肉処理場の規模拡大に向けた投資も行う。これらの農場で生産した豚肉は「ゆめの大地」のブランド名で出荷されている。

農場が完成。出荷頭数拡大の段階へ

米国 Aurora Packing の能力増強

同社は 2015 年 12 月に米国イリノイ州の中堅ミートパッカー Aurora Packing を買収。Aurora Packing は、「Aurora Beef」のブランド名で、アンガス種の高級牛肉を生産している。買収前は赤字が続いていた会社だが（買収前の 14/11 期は、売上高 USD290m、営業利益 USD-2m）、エスフーズ傘下入り後、収益が改善傾向にあり、すでに黒字化している。工場の老朽化及び生産能力不足が課題であったが、新工場が 23/2 期中に完成する予定。投資額は 80 億円。生産能力が 2 倍強となり、生産効率も改善することから、利益率の改善が可能と当社は見ている。

新設備の建設で能力倍増へ

鶏肉事業の強化

同社は2016年8月に内外食品を連結子会社化し鶏肉生産事業に参入した。2017年10月には同じく鶏肉事業を行う日鶏食産を連結子会社化。2019年9月に内外食品が日鶏食産を吸収合併し、つくば鶏に商号変更している。つくば鶏のホームページによると売上高は65億円(いつ時点かは不明)。同社は鶏肉事業をさらに拡大する方針であると見られるが、現在の事業が小規模であることから、M&A活用による成長策がとられる可能性が高いと当社は見ている。

M&Aを用いた鶏肉の拡大

牛肉の輸出

牛肉の輸出は将来有望な成長分野である。農畜産業振興機構によると、2020年度の牛肉の輸出量は5,565トン(前年比34.5%増)と大幅に増加した。輸出量は国内生産量の1.7%を占めるに至った。海外で需要が高いのは高単価の和牛であり、しかも国内向けの販売よりもマージンが高くなるのが一般的。三大和牛(神戸ビーフ、松阪牛、近江牛)の取扱いに強みを持つエスフーズにとって、輸出市場の拡大は成長のチャンスとなるだろう。

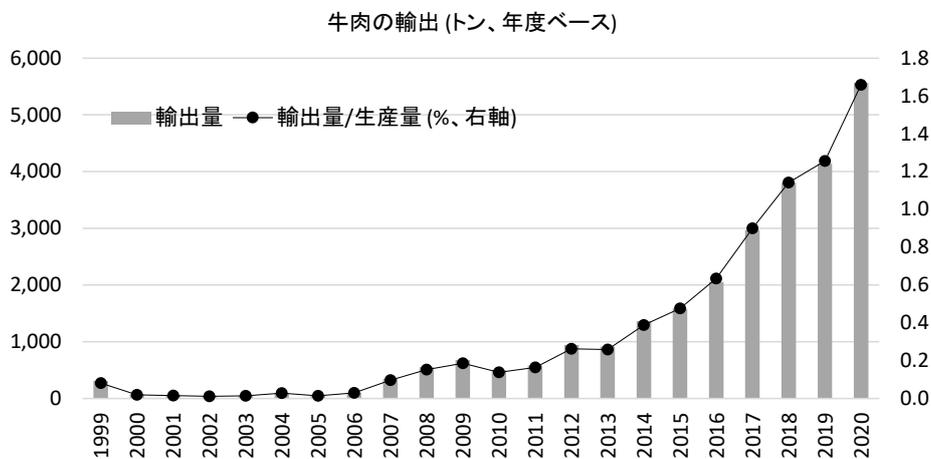
輸出市場が急成長中

M&A

上記以外では、同社は、2019年3月にMonbeef(豪州ミートパッカー)、2021年3月にマルチョウ神戸屋(食肉小売)を買収している。同社は、牛肉・豚肉・鶏肉の川上から川下まで、国内のみならず海外も含め、幅広い事業をM&Aの候補と考えている様子。過去、Aurora Packing、フードリエなど買収先のターンアラウンドに成功した実績から、M&Aによる成長策には大いに期待できると当社は見ている。

M&Aに対する積極的なスタンスが続く

図表: 牛肉の輸出



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

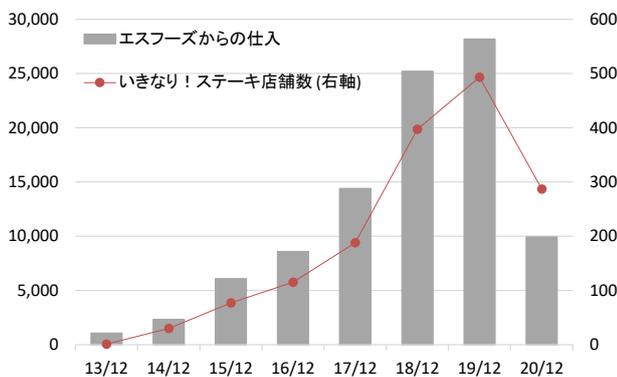
課題

大口取引先の業容縮小

近年、同社の大口取引先であるペッパーフードサービス (3053、PFS) は、「いきなり！ステーキ」を急速に出店し売上を急拡大したものの、既存店同士の Cannibalization に悩まされている間にコロナ禍に見舞われてしまい、深刻な経営危機に陥った。2020年7月には PFS の米国子会社が破産申し立て (連邦倒産法第7章)、同年8月には祖業であるペッパーランチ事業を売却した。「いきなり！ステーキ」についても大幅な規模縮小を余儀なくされ、足元の店舗数はピーク時の半数程度まで減少している。PFS は食肉の大半をエスフーズから調達していた。エスフーズの 21/2 期売上高が減収となった一因は PFS 向け食肉卸売販売額の減少であると見られる。足元で PFS の店舗数はさらに減少しているため、エスフーズからの販売額減少は当面続くであろう。ただし、今後見込まれる卸売販売額の減少幅は 21/2 期に比べて軽微であり、今後のエスフーズの利益に対するマイナス影響は限定的であろうと当社は見ている。

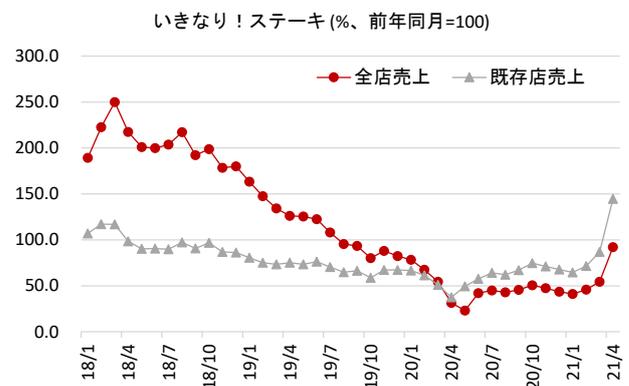
PFS に対する販売減少が続く。ただし、今後の利益に対するマイナス影響は限定的

図表: PFS のエスフーズからの仕入実績 (百万円)



出所: ペッパーフードサービス資料、三田証券

図表: いきなり！ステーキ月次売上データ



出所: ペッパーフードサービス資料、三田証券

三田証券による業績予想

業績予想

22/2期は足踏み状態と想定

当社による22/2期業績予想は、売上高3,406億円（前期比4.0%増）、営業利益129億円（同2.5%増）。セグメント別の営業利益予想は、製造・卸売事業121億円（同1.5%増）、小売事業21億円（同5.9%増）、外食事業-3億円（前期実績-3億円）。

製造・卸売事業の営業利益成長率を1.5%と、前期実績の12.5%に対して伸び悩むと見るのは、前期に好調だった事業について反動を想定するため。全体観としては、21/2期同様、食肉については、まだ外食需要が弱く、小売需要（内食・中食需要）が強い状況が続くであろう。同社はどちらかと言えば外食向けに強みを持っており、本格的な回復は23/2期になると当社は見ている。

小売事業の連結対象となる期間は2021年2月から2022年1月（エスフーズ単体に対して1ヵ月遅れ）である。引き続き内食・中食需要が強いと見られること、及び、3月に買収したマルチョウ神戸屋の連結効果により、増収増益が期待できるだろう。

外食事業の連結対象となる期間は、焼肉の牛太が2021年1月から12月（エスフーズ単体に対して2ヵ月遅れ）、オーエムツーダイニングが2020年12月から2021年11月（3ヵ月遅れ）である。決算期の関係上、営業状況がまだ厳しい期間の業績を取り込むことになるため、概ね前期並みの赤字を見込んでいる。

23/2期業績予想

23/2期業績については、売上高3,575億円（前期比5.0%増）、営業利益136億円（同5.5%増）と予想する。この頃には、ワクチン効果等により、食肉に対する外食需要の回復が進むと考える。また、首都圏における営業基盤強化や、豪州事業の損益改善なども業績改善に寄与するだろう。

24/2期以降の見方

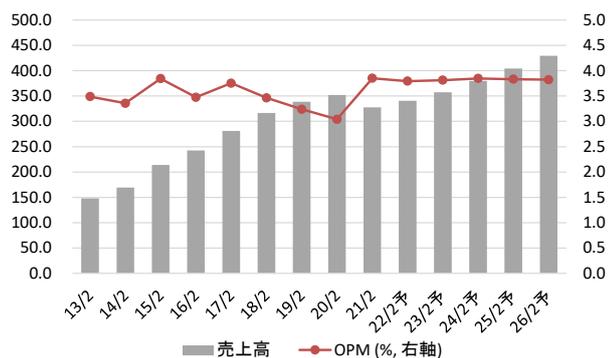
24/2期以降の営業利益予想は、24/2期146億円（前年比7.2%増）、25/2期155億円（同6.0%増）、26/2期164億円（同6.0%増）。米国子会社Aurora Packingの新施設は23/2期までに完成が見込まれる。能力倍増をうけて24/2期以降、利益貢献が高まると予想している。北海道の養豚事業についても、この頃までには24万頭出荷体制が整い、グループの食肉調達に大いに貢献できるようになるだろう。当社予想にはM&Aを考慮していないが、可能性としては十分にあると考えており、追加的な成長要因として期待できる。

外食需要の回復には時間がかかるが、小売需要が補完

23/2期OPは5.5%増の136億円を見込む。外食需要の回復が進む

24/2期にはAuroraの能力増強や北海道の養豚事業拡大の効果も期待できよう

図表: 連結業績 (10 億円)



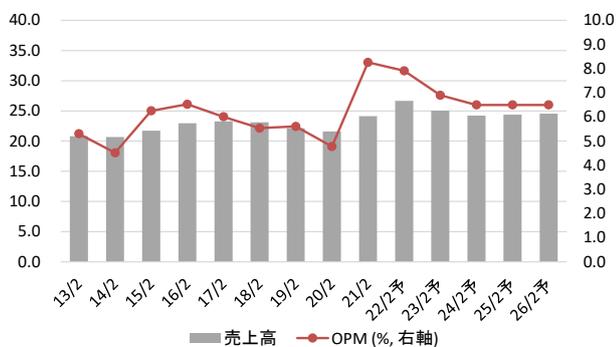
出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 製造・卸売事業 (10 億円)



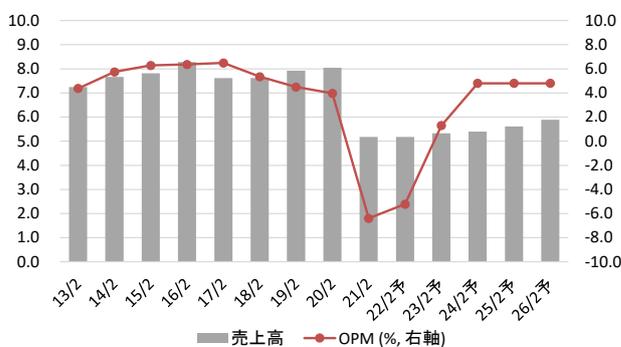
出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 小売事業 (10 億円)



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 外食事業 (10 億円)



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 三田証券業績予想 (連結、諸指標)

諸指標	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
売上高成長率 (%)	7.1	3.9	-7.0	4.0	5.0	6.2	6.4	6.2	
営業利益成長率 (%)	0.1	-2.5	17.8	2.5	5.5	7.2	6.0	6.0	
経常利益成長率 (%)	-1.2	-2.3	17.2	2.7	5.5	7.3	6.2	6.3	
当期純利益成長率 (%)	-7.4	-9.4	53.0	-18.4	8.9	7.6	6.4	6.5	
粗利率 (%)	14.1	13.9	15.4	15.3	15.1	14.9	14.8	14.7	
EBITDAマージン (%)	4.4	4.3	5.6	5.6	5.6	5.6	5.5	5.4	
OPM (%)	3.2	3.0	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	
ROA (%)	4.5	3.9	5.8	4.6	4.6	4.7	4.8	4.8	
ROE (%)	8.9	8.1	11.9	8.9	9.1	9.2	9.2	9.1	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、PL、百万円)

PL 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
売上高	338,781	351,972	327,479	340,572	357,523	379,724	404,182	429,355	5.6
売上原価	291,136	303,072	276,895	288,450	303,583	323,171	344,418	366,251	
売上総利益	47,645	48,899	50,583	52,122	53,940	56,553	59,764	63,104	
販管費	36,672	38,196	37,974	39,200	40,309	41,944	44,279	46,694	
営業利益	10,973	10,703	12,609	12,922	13,632	14,608	15,485	16,410	5.4
営業外収益	917	903	1,006	1,046	1,098	1,166	1,242	1,319	
営業外費用	546	521	625	633	661	675	695	695	
経常利益	11,344	11,085	12,990	13,336	14,069	15,100	16,032	17,034	5.6
特別利益	180	216	4,923	341	358	380	404	429	
特別損失	275	912	2,498	850	536	570	606	644	
税金等調整前当期純利益	11,250	10,390	15,414	12,826	13,891	14,910	15,829	16,819	1.8
法人税等合計	3,678	3,546	5,131	4,233	4,584	4,920	5,224	5,550	
非支配株主に帰属する当期純利益	386	331	318	459	445	457	464	472	
親会社株主に帰属する当期純利益	7,185	6,511	9,965	8,135	8,862	9,533	10,142	10,797	1.6
EBITDA	14,947	15,109	18,458	18,908	19,870	21,215	22,247	23,349	4.8
発行済株式総数 (百万株)	31.666	31.669	31.609	31.609	31.609	31.609	31.609	31.609	
EPS	226.90	205.59	315.26	257.35	280.35	301.58	320.86	341.57	
DPS	56.00	60.00	64.00	70.00	78.00	84.00	90.00	98.00	
配当性向 (%)	24.7	29.2	20.3	27.2	27.8	27.9	28.0	28.7	
DOE (%)	2.2	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	
BPS	2,525.62	2,528.08	2,783.07	2,970.41	3,172.77	3,390.35	3,621.21	3,864.78	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、セグメント業績、百万円)

セグメント業績 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
食肉等の製造・卸売事業									
売上高	307,380	321,013	296,788	307,335	325,733	348,702	372,787	397,515	6.0
(YoY, %)	8.1	4.4	-7.5	3.6	6.0	7.1	6.9	6.6	
営業利益	10,501	10,631	11,964	12,138	12,947	13,975	14,917	15,904	5.9
(YoY, %)	1.9	1.2	12.5	1.5	6.7	7.9	6.7	6.6	
OPM (%)	3.4	3.3	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	
食肉等の小売事業									
売上高	22,153	21,588	24,128	26,670	25,064	24,219	24,375	24,532	0.3
(YoY, %)	-4.1	-2.6	11.8	10.5	-6.0	-3.4	0.6	0.6	
営業利益	1,242	1,031	1,993	2,110	1,729	1,574	1,584	1,595	-4.4
(YoY, %)	-3.0	-17.0	93.3	5.9	-18.0	-9.0	0.6	0.6	
OPM (%)	5.6	4.8	8.3	7.9	6.9	6.5	6.5	6.5	
店舗数	154	145	141	153	154	155	156	157	
平均店舗数	153	150	143	147	154	155	156	157	
(YoY, %)	1.0	-2.3	-4.3	2.8	4.4	0.7	0.6	0.6	
売上高/平均店舗数	145	144	169	181	163	157	157	157	
(YoY, %)	-5.1	-0.3	16.8	7.5	-10.0	-4.0	0.0	0.0	
食肉等の外食事業									
売上高	7,927	8,044	5,179	5,177	5,329	5,399	5,610	5,890	2.6
(YoY, %)	4.1	1.5	-35.6	0.0	2.9	1.3	3.9	5.0	
営業利益	356	319	-331	-270	69	259	269	283	NA
(YoY, %)	-12.5	-10.4	NA	NA	NA	274.1	3.9	5.0	
OPM (%)	4.5	4.0	-6.4	-5.2	1.3	4.8	4.8	4.8	
店舗数	50	48	41	38	38	39	41	43	
平均店舗数	52	49	45	40	38	39	40	42	
(YoY, %)	-5.5	-4.9	-9.2	-11.2	-3.8	1.3	3.9	5.0	
売上高/平均店舗数	154	164	116	131	140	140	140	140	
(YoY, %)	10.2	6.7	-29.1	12.6	7.0	0.0	0.0	0.0	
その他									
売上高	1,320	1,325	1,383	1,390	1,397	1,404	1,411	1,418	1.2
(YoY, %)	4.0	0.4	4.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
営業利益	116	-15	-63	-56	-14	0	14	28	NA
(YoY, %)	-1.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	101.0	
OPM (%)	8.8	-1.1	-4.6	-4.0	-1.0	0.0	1.0	2.0	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、BS、百万円)

BS 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
資産の部									
流動資産合計	99,237	97,228	102,409	110,016	120,273	129,199	138,328	148,453	7.7
現金及び預金	40,410	30,644	40,284	43,700	49,583	53,489	57,215	62,021	
売掛金	33,157	37,314	32,754	34,427	36,098	38,807	40,923	43,772	
棚卸資産	22,035	25,716	25,881	26,515	28,489	29,930	32,252	33,803	
その他	3,635	3,554	3,490	5,374	6,104	6,974	7,938	8,857	
固定資産合計	66,304	73,842	69,984	74,421	77,121	78,321	80,021	81,221	3.0
有形固定資産	44,315	57,030	52,391	55,391	58,391	59,891	61,391	62,891	
無形固定資産	701	726	637	2,030	1,730	1,430	1,130	830	
投資その他の資産	21,286	16,085	16,955	17,000	17,000	17,000	17,500	17,500	
資産合計	165,542	171,071	172,394	184,437	197,394	207,520	218,349	229,674	5.9
負債の部									
流動負債合計	49,298	52,577	48,568	50,000	53,178	55,748	58,525	61,379	4.8
買掛金	27,760	28,569	24,032	25,035	26,348	28,048	29,892	31,787	
短期有利子負債	12,753	14,226	12,370	12,292	13,492	13,500	13,500	13,500	
その他	8,785	9,782	12,166	12,674	13,339	14,199	15,133	16,092	
固定負債合計	30,214	32,145	29,319	33,550	36,487	36,710	37,000	37,300	4.9
長期有利子負債	23,725	27,850	24,602	28,680	31,480	31,500	31,500	31,500	
その他	6,489	4,295	4,717	4,869	5,007	5,210	5,500	5,800	
負債合計	79,513	84,722	77,887	83,550	89,666	92,458	95,525	98,680	4.8
純資産の部									
自己資本	79,977	80,062	87,970	93,892	100,288	107,166	114,463	122,162	6.8
新株予約権	0	0	0	0	0	0	0	0	
非支配株主持分	6,050	6,286	6,536	6,995	7,440	7,897	8,361	8,833	
純資産	86,028	86,348	94,507	100,887	107,728	115,063	122,824	130,995	6.7
有利子負債	36,478	42,076	36,972	40,972	44,972	45,000	45,000	45,000	
有利子負債/EBITDA (x)	2.4	2.8	2.0	2.2	2.3	2.1	2.0	1.9	
D/Eレシオ (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
自己資本比率 (%)	48.3	46.8	51.0	50.9	50.8	51.6	52.4	53.2	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、CF、百万円)

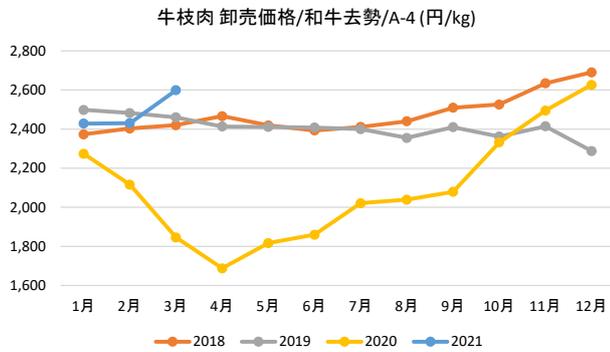
CF 連結、百万円	実績 19/2	実績 20/2	実績 21/2	三田予想 22/2	三田予想 23/2	三田予想 24/2	三田予想 25/2	三田予想 26/2	5年平均成長率 (CAGR, %)
営業CF									
当期純利益	11,538	5,130	16,507	12,638	12,695	13,744	14,382	15,251	
減価償却費及びのれん償却額	7,185	6,511	9,965	8,135	8,862	9,533	10,142	10,797	
その他	3,385	3,743	5,203	5,300	5,500	5,800	5,900	6,000	
	968	-5,124	1,339	-796	-1,666	-1,589	-1,660	-1,546	
投資CF									
有形・無形固定資産の取得	-14,009	-17,951	677	-10,545	-8,400	-7,200	-7,800	-7,400	
有形・無形固定資産の売却	-12,494	-16,307	-5,569	-8,000	-8,200	-7,000	-7,100	-7,200	
その他	168	16	6,520	0	0	0	0	0	
	-1,683	-1,660	-274	-2,545	-200	-200	-700	-200	
財務CF									
有利子負債の増減	6,651	3,613	-7,326	1,778	1,587	-2,638	-2,855	-3,045	
株式の発行・取得	8,464	5,616	-5,185	4,000	4,000	28	0	0	
配当金の支払額	0	0	0	0	0	0	0	0	
その他	-1,645	-1,833	-1,961	-2,022	-2,213	-2,466	-2,655	-2,845	
	-168	-170	-180	-200	-200	-200	-200	-200	
現金及び現金同等物残高	39,453	30,189	39,829	43,700	49,583	53,489	57,215	62,021	
フリーCF	-2,471	-12,821	17,184	2,093	4,295	6,544	6,582	7,851	

出所: 会社資料、三田証券

参考資料

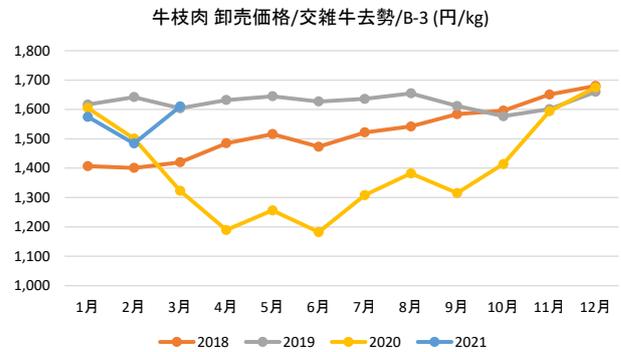
牛肉の卸売価格

図表: 国産 牛枝肉 和牛 去勢 A-4



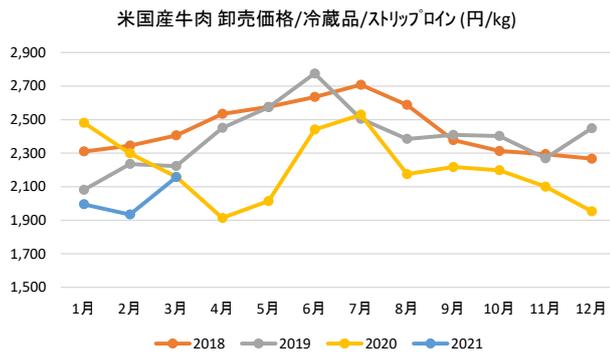
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 国産 牛枝肉 交雑牛 去勢 B-3



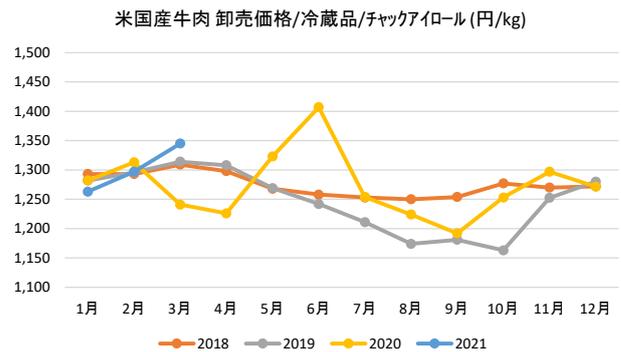
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産牛肉 冷蔵 ストリップロイン



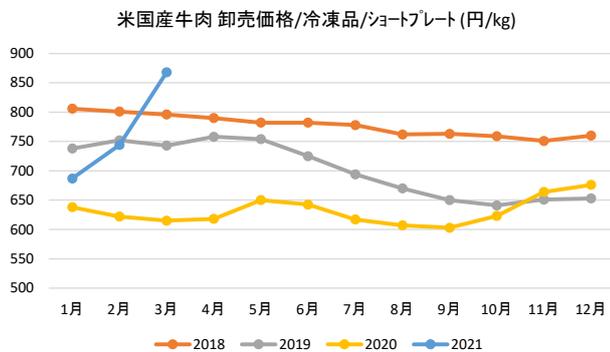
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産牛肉 冷蔵 チャックアイロール



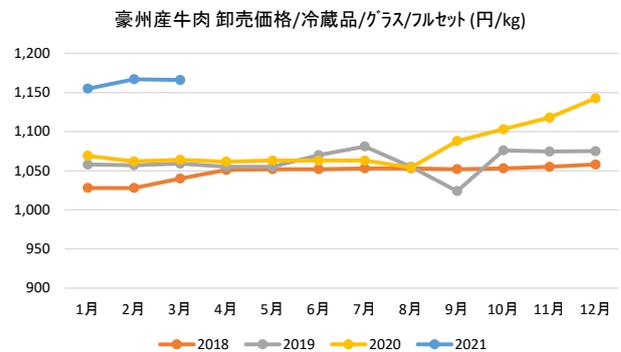
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産牛肉 冷凍 ショートプレート



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

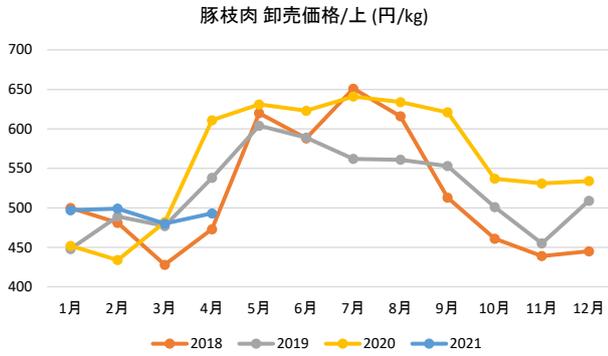
図表: 豪州産牛肉 冷蔵 グラス フルセット



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

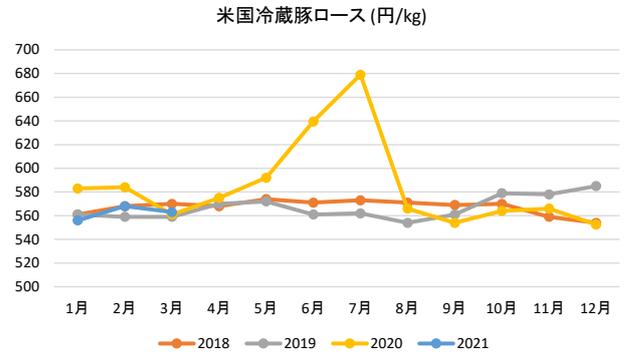
豚肉の卸売価格

図表: 国産 豚枝肉 上



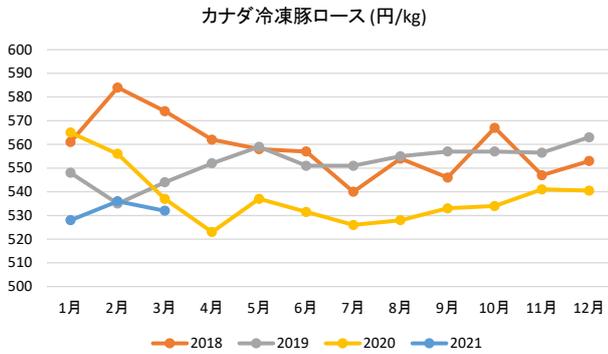
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: 米国産豚肉 冷蔵 ロース



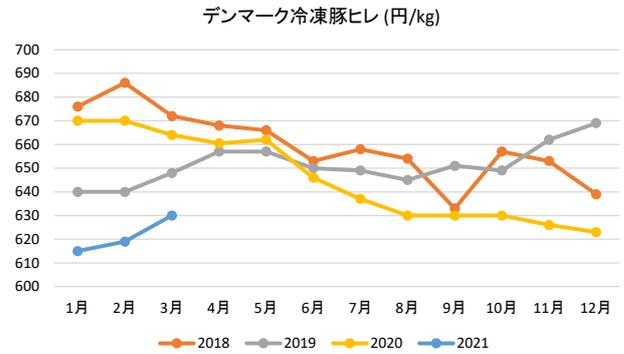
出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: カナダ産豚肉 冷凍 ロース



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

図表: デンマーク産豚肉 冷凍 ヒレ



出所: 農畜産業振興機構資料、三田証券

留意事項

【アナリストによる証明】

本レポートに示された有価証券や発行体に関する見解は、本レポートの表紙に記載されたアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明します。また、当該アナリストは、直接間接を問わず、本レポートで特定の見解を表明することに対して報酬を受領していないこと、また、報酬の受領を約していないことをここに証明します。

【目標株価及びレーティングについて】

レーティングの定義は以下の通りです。

目標株価及びレーティングの対象期間は今後 12 カ月程度です。

Buy：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が+15%以上と判断する銘柄。

Hold：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%から+15%の間にあると判断する銘柄。

Sell：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%以下と判断する銘柄。

RS：一時的に目標株価及びレーティングを停止した銘柄。

NR：目標株価又はレーティングを付与しない銘柄。

【利益相反関係の可能性について】

三田証券株式会社及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。三田証券株式会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、三田証券株式会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する又は整合しない態様で、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

【重要な開示事項】

1. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります：該当なし
2. 三田証券株式会社の役員は、本レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
3. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の5%以上を保有しています（前月末時点）：該当なし
4. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去 12 ヶ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. 本レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
6. 本レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
7. 本レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券（普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など）を保有しています：該当なし

【その他の留意事項】

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。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、最新のものと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、三田証券株式会社は、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。三田証券株式会社は、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。当社が行う情報提供に関しましては、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、将来の結果をお約束するものではありません。投資に関す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。本レポートの著作権は三田証券株式会社に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

【英語版レポートに関する免責事項】

本レポートは日本語版が正規版であり、英語版レポートは日本語版を英語に翻訳したものです。日本語版と英語版の内容に齟齬がある場合、常に日本語版が優先します。三田証券株式会社は、英語版レポートの内容の正確性、完全性等についていかなる保証をするものではありません。

【金融商品取引法における表示事項（手数料及びリスク情報等）】

本レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各サービス又は各商品ごとに所定の手数料や諸経費等をお客様にご負担いただく場合があります。また、各サービス又は各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。各サービス又は各商品ごとに手数料等、リスクは異なりますので、上場有価証券等書面、当該サービス又は商品等の契約締結前交付書面又はお客様向け資料をよくお読みください。

商号等：三田証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 175 号
加入協会：日本証券業協会