

## 柿安本店 | 2294

東証1部

柿安本店はデパートや専門店で販売される高級精肉並びに惣菜市場において確固たる地位を確立している。同社は、最高級松阪牛の供給においてナンバーワンのサプライヤーとして認知されており、この事業は成長率は低いが利益率は高いことから、着実かつ堅実なキャッシュフローを生み出している。

- 最近ではデパート関連事業は投資対象として人気が無いが、これは必ずしも正しいとは言えない。コンビニエンスストア業界の成長は続いているが、サプライヤーの利益率は多額の設備投資負担が理由で低い傾向がある。一方同社が重視する高単価の高級食材市場は潤沢なキャッシュフローをもたらしている。百貨店関連事業ではあるが高利益率のおかげで5年間のフリーキャッシュフローと増配率の年平均成長率(CAGR)はそれぞれ6.0%、10.7%である。
- 新型コロナウイルスが原因で店舗休業が不可避だったことから、レストランならびに惣菜事業は打撃を被った。その一方で家庭での調理需要が旺盛だったことから精肉事業はそれほど影響を受けず、第1四半期と6月の売上高はそれぞれ-8.9%、+2.5%を記録した。同業他社と比較した場合、同社の特長は高水準の収益性であり、20年2月期のROEは10.1%、自己資本比率は76.2%に

## 柿安本店 5年間の業績推移

【日本基準】	FY2/16	FY2/17	FY2/18	FY2/19	FY2/20	5Y CAGR
百万円、%	連結	連結	連結	非連結	非連結	構成比 (%)
売上高	43,527	43,508	43,957	44,342	43,937	100.0%
● 精肉事業	15,219	15,002	15,415	15,359	15,422	35.1%
● 惣菜事業	12,355	12,812	13,380	13,830	13,484	30.7%
● 和菓子事業	7,138	7,124	7,240	7,496	7,449	17.0%
● レストラン事業	5,172	4,994	4,793	5,455	5,369	12.2%
● 食品事業	3,638	3,574	3,121	2,199	2,211	5.0%
売上総利益	20,884	20,951	21,721	21,924	21,621	0.7
総利益率	48.0%	48.2%	49.4%	49.4%	49.2%	
販管費	18,496	18,711	19,117	19,585	19,192	0.9
販管費率	42.5%	43.0%	43.5%	44.2%	43.7%	
営業利益	2,388	2,240	2,603	2,338	2,429	100.0%
● 精肉事業	1,250	1,109	1,624	1,623	1,735	71.4%
● 惣菜事業	1,235	1,211	1,300	1,235	1,129	46.5%
● 和菓子事業	620	675	542	362	459	18.9%
● レストラン事業	228	95	111	54	(122)	-5.0%
● 食品事業	377	343	385	331	359	14.8%
消去	(1,325)	(1,196)	(1,360)	(1,268)	(1,132)	-46.6%
営業利益率	5.5%	5.1%	5.9%	5.3%	5.5%	(0.7)
消去前事業セグメント						
● 精肉事業	8.2%	7.4%	10.5%	10.6%	11.3%	
● 惣菜事業	10.0%	9.5%	9.7%	8.9%	8.4%	
● 和菓子事業	8.7%	9.5%	7.5%	4.8%	6.2%	
● レストラン事業	4.4%	1.9%	2.3%	1.0%	-2.3%	
● 食品事業	10.4%	9.6%	12.3%	15.1%	16.2%	
経常利益	2,417	2,279	2,681	2,412	2,512	(0.4)
当期純利益	1,350	1,253	1,671	1,630	1,501	2.7

出所：同社決算短信、決算説明会資料よりSESSAパートナーズ作成  
注：2018年6月に柿安グルメフーズ株式会社を吸収合併したことで非連結に



## 主要指標

株価 (7/31)	2,442
年初来高値 (20/1/20)	3,380
年初来安値 (20/3/13)	1,900
10年間高値 (18/1/29)	3,540
10年間安値 (11/3/15)	820
発行済株式数 (百万株)	12.45
自己株式数 (百万株)	1.98
自己株の割合	15.9%
時価総額 (10億円)	30.30
EV (10億円)	25.13
ネットキャッシュ/自己資本	52.6%
自己資本比率	76.2%
FY2/21 P/E (会社予想)	—
FY2/21 DY (会社予想)	3.07%
FY2/20 ROE (実績)	10.1%
FY2/20 DOE (実績)	5.3%
FY2/20 P/B (実績)	1.66x

52週間の株価/出来高



## ブル:

高級牛肉と惣菜事業が潤沢なキャッシュフローを生み出し、売上高の成長率が低いにもかかわらず、5年間の増配率のCAGRは10.7%となっている。東日本でのブランド力の向上、販管費の抑制。

## ベア:

新型コロナウイルス禍による追加休業が懸念され、デパートへの出店比率の高さが短期的なリスク。同社がテナントとして入っている一部の施設は長期的な閉鎖の可能性も。

SESSAリサーチチーム

[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)

Quick Lookは、スポットでの銘柄の紹介を目的としており継続的なフォローアップは予定していません。

2020年2月期店舗数の状況

店舗数	期末	増減
精肉事業	37	0
惣菜事業	97	0
和菓子事業	199	(13)
レストラン事業	56	10
食品事業	14	0
合計	403	(3)

出所：同社決算説明会資料

自社ブランドの柿安牛



出所：同社ウェブサイト

柿安惣菜店の旬の素材を使用した和・洋・中の創作惣菜は全国百貨店に立ち並ぶ。



出所：同社ウェブサイト

企業調査の対象企業

	店	社
専門店	7,770	40
百貨店	42	5
GMS	1,416	10
SM	3,398	40
CVS	55,407	5
合計	68,033	100

出所：日本惣菜協会

達した。健全なバランスシートに支えられて21年2月期の配当は75円と据え置かれる見通しである。

1.高級牛肉ならびに惣菜市场での確固たる地位

柿安本店を理解するには、高級品市場に重点を置く二つの主力部門、すなわち精肉事業と惣菜事業のを知ることが大事である。同社は、最高級松阪牛、それに自社ブランドの柿安牛の供給においてナンバーワンのサプライヤーとして認知されている。売上げ成長率は低いを着実かつ潤沢なキャッシュフローを生み出すことが、この市場の特長である。同社の本社は三重県桑名市にある。同社によれば、デパート惣菜市场における東日本と西日本の売上げ構成比率は概ね60：40であるが、同社は評価が高まっている関東地区で成長のチャンスが大きいと見ている。食品(ギフト)もこの高級品のカテゴリーに該当するが、同社は全国におよそ200店舗を展開しているにもかかわらず、和菓子は低単価、薄利で競争が激しいとして和菓子事業を高級品のカテゴリーに入れていない。赤字のレストラン事業は新型コロナ禍という逆境にあるが、正しい方向への舵取りによる黒字化の実現に取り組んでいる。

業態別惣菜市场規模の推移

十億円、%	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	5Y CAGR
惣菜市场合計	9,581.3	9,839.9	10,055.5	10,251.8	10,320.0	2.2
・専門店・他	2,876.2	2,902.4	2,920.3	2,954.2	2,896.1	0.1
・百貨店	371.3	367.4	364.3	359.6	356.0	(0.7)
・総合スーパー	916.9	914.8	921.2	948.1	963.9	0.9
・食料品スーパー	2,452.5	2,541.7	2,620.5	2,682.4	2,740.6	4.3
・CVS	2,964.3	3,113.3	3,228.9	3,307.4	3,363.2	4.4
惣菜市场合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
・専門店・他	30.0%	29.5%	29.0%	28.8%	28.1%	
・百貨店	3.9%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%	
・総合スーパー	9.6%	9.3%	9.2%	9.2%	9.3%	
・食料品スーパー	25.6%	25.8%	26.1%	26.2%	26.6%	
・CVS	30.9%	31.6%	32.1%	32.3%	32.6%	

カテゴリー別構成比

・米飯類	—	50.3%	49.6%	46.4%	45.7%
・調理麺	—	5.5%	4.9%	5.7%	6.7%
・調理パン	—	5.0%	4.7%	5.1%	5.4%
・一般惣菜	—	32.5%	33.9%	35.7%	34.5%
・袋物惣菜	—	6.7%	6.8%	7.1%	7.9%

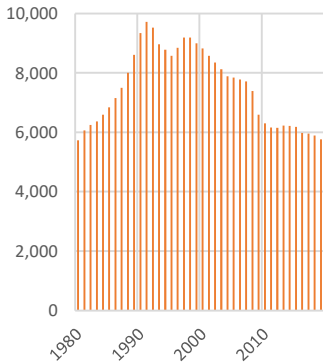
出所：それぞれ各年の「惣菜白書」、一般社団法人日本惣菜協会

惣菜の定義

惣菜とは	市販の弁当や惣菜など、家庭外で調理・加工された食品を家庭や職場・学校・屋外などに持ち帰ってすぐに（調理加熱することなく）食べられる、日持ちのしない調理済食品としている。したがって、事業所向け給食および、調理冷凍食品やレトルト食品など比較的保存性の高い食品は除いている。
・米飯類	おにぎり、寿司、弁当など
・調理麺	調理済み焼きそば、うどん、割りそば、スパゲティーなど
・調理パン	サンドイッチなど（※一般に常温売場で販売されている菓子パンは含まれない）
・一般惣菜	和・洋・中華の惣菜、煮物、焼物、炒め物、揚げ物、蒸し物、和え物、酢の物、サラダなど
・袋物惣菜	“容器包装後低温殺菌され、冷蔵にて1カ月程度の日持ちする調理済包装食品” ポテトサラダ等のサラダ、肉じゃが、鯖の味噌煮など

出所：「2020年版惣菜白書」、一般社団法人日本惣菜協会

デパート業界の2019年の売上高は1980年と同水準に逆戻り

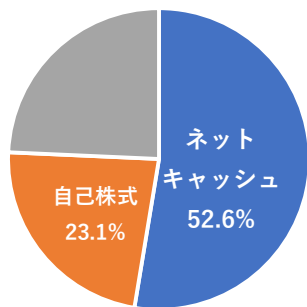


出所: 日本百貨店協会

2. キャッシュフローを生み出す高級精肉事業と惣菜事業

左記のグラフは、デパート業界全体の売上高の推移を示しており、2019年の売上高は5.7兆円で1980年と同水準にある。デパート業界の売上高は、バブル期末の1992年にピークを付けた後はほぼ30年にわたり漸減し、過去5年間の年平均成長率(CAGR)は-1.5%となっている。デパート関連事業は避けるべきというのが一般的な見方であるが、高級品市場の収益性で見た場合にはこの見方は間違っている。その好事例がコンビニエンスストア業界である。前頁の表が示す通り、コンビニエンスストア業界における惣菜市場の5年間のCAGRは比較対象の中で最高の4.4%である。わらべや日洋(銘柄コード: 2918) とプリマハム(同2281)の子会社であるプライムデリカは、共にセブンイレブンジャパンのサプライヤーである。両社は多額のCAPEX負担と固定資産の継続的な増加に苦しんでおり、成長が鈍化すれば設備過剰状態に陥ることから、潜在的な減損リスクを抱えている。

これとは対照的に、デパートの高級惣菜市場はそのほとんどを販売店舗で準備している。(競合するロック・フィールド(銘柄コード: 2910)はいくつかのセントラルキッチンを活用しており、同社もCAPEX負担に苦しんでいる) 同社の高級惣菜部門は、厳選された材料のみを使用した大幅に単価の高い高級総菜の購入を厭わない顧客層をターゲットにしている。売上高の伸びが低いにもかかわらず、潤沢なキャッシュフローを生み出していることが同事業の成功を物語っている。高利益率のおかげで、過去5年間のFCFのCAGRは6.0%、増配率のCAGRは10.7%になっている。左記の円グラフが示す通り、20年2月期においてネットキャッシュが自己資本の



出所: 同社IR資料よりSESSAパートナーズ作成

柿安本店 その他財務ハイライト

【日本基準】	FY2/16	FY2/17	FY2/18	FY2/19	FY2/20	FY2/21	5Y CAGR
百万円、%	連結	連結	連結	非連結	非連結	期初予想	(%)
現預金	6,320	6,610	7,338	7,214	8,087		
• 1年内長期借入金	150	137	75	—	—		
• 長期借入金	212	75	—	—	—		
有利子負債	362	212	75	0	0		
ネットキャッシュ	5,958	6,398	7,263	7,214	8,087		
自己株式	(2,641)	(3,014)	(3,542)	(3,542)	(3,542)		
株主資本合計	12,892	13,282	13,944	14,541	15,362		2.1
純資産合計	12,944	13,404	14,065	14,530	15,333		
資産合計	17,689	17,997	18,961	18,948	20,133		0.6
自己資本比率 (%)	73.2%	74.8%	74.2%	76.7%	76.2%		
DPS (円)	45.00	45.00	55.00	65.00	75.00	75.00	
配当性向 (%)	37.5%	38.7%	36.4%	41.7%	52.3%		
配当金総額	490	481	575	680	785		10.7
ROE (%)	10.0%	9.5%	12.2%	11.6%	10.1%		
DOE (%)	3.8%	3.7%	4.4%	4.9%	5.3%		
• 差し引き	6.2%	5.8%	7.8%	6.7%	4.8%		
営業CF	2,082	2,082	2,571	2,167	2,226		
投資CF	(796)	(769)	(687)	(1,498)	(666)		
フリーCF	1,286	1,313	1,884	669	1,560		6.0
財務CF	(2,502)	(1,023)	(1,156)	(659)	(686)		
EPS (円)	120.08	116.22	157.09	155.72	143.44		
BPS (円)	1,186.90	1,252.08	1,343.65	1,388.13	1,464.85		
発行済株式数 (千株)	12,446.7	12,446.7	12,446.7	12,446.7	12,446.7		
自己株式数	1,540.6	1,740.6	1,978.7	1,978.8	1,978.8		
自己株の割合	12.4%	14.0%	15.9%	15.9%	15.9%		
自己株式を除く	10,906.1	10,706.1	10,468.0	10,467.9	10,467.9		

出所: 同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成



精肉事業に対する影響は比較的小さい



出所：同社ウェブサイト

52.6%を占め、自己株式も大きな比率を占めた。資産リスクは比較的低い、高い賃貸料などの負担を困難にするコロナウイルス禍などの外的要因が同事業にとってのリスク要因である。

3. コロナウイルス禍の影響ならびに業界バリュエーション比較

同社は7月10日に21年2月期 第1四半期決算(非連結)を発表した。売上高は前年同期比-35.2%の69.58億円、営業利益は5.94億円の赤字(前年同期は6.50億円の黒字)になった。部門別では、レストラン事業の営業赤字が3.89億円で最も多く、次が惣菜事業の2.43億円(共に連結消去前)だった。商業施設の休業に伴ってほとんどの店舗が休業を余儀なくされたことが原因で、レストラン事業の第1四半期の売上高は前年同期比-77.9%の3.11億円になり、デパートならびに駅ビルの休業や営業時間の短縮が原因で、総菜事業も第1四半期の売上高が同-46.4%の17.74億円になった。その一方で、旺盛な家での料理需要が営業時間短縮の影響をある程度穴埋めしたことから、精肉事業の第1四半期の売上高は同-8.9%の32.61億円となった。6月の売上高の急回復(下表参照)が、株価の大幅な反発の手掛かり材料になる可能性が高い。

下表の主要な同業他社とのバリュエーション比較表でわかる通り、同社の最たる特長は高水準の収益性であり、20年2月期の自己資本利益率(ROE)は10.1%、自己資本比率は76.2%に達した。同社のPBRが他社より高いのは、自己資本に占めるネットキャッシュの比率が52.6%もあり自己株式の比率も高いことが要因である。同社は2021年度2月期の業績予想を見送ったが、配当見込み額の75.0円(直近株価による配当イールドで2.81%に相当)は据え置いた。

月次の百貨店売上と柿安本店セグメント売上に見るコロナウイルスの影響

¥ mn	全百貨店			柿安本店												
	全百貨店	YoY	YoY	売上合計	YoY	精肉	YoY	惣菜	YoY	和菓子	YoY	レストラン	YoY	食品	YoY	
19.07	28,978	(3.9)	30,522	(0.9)	3,643	(2.5)	1,262	(2.3)	1,111	(2.5)	503	0.2	443	(3.7)	322	(5.0)
19.08	21,917	(4.4)	27,442	(1.3)	3,554	(1.6)	1,183	(2.3)	1,152	(2.6)	581	(3.2)	536	5.9	100	(8.3)
19.09	20,486	(2.8)	26,159	1.3	3,274	(0.5)	1,109	(0.2)	1,071	1.7	583	(7.3)	442	3.8	67	(4.3)
19.10	20,975	(6.9)	28,087	(3.8)	3,224	(4.6)	1,167	0.3	1,007	(7.8)	482	(6.9)	391	(9.1)	174	1.2
19.11	29,736	(4.0)	31,932	(0.8)	3,768	(0.8)	1,310	2.1	1,069	(1.5)	558	(4.0)	449	(2.8)	380	(1.3)
19.12	44,760	(5.3)	52,555	(1.2)	5,721	(2.0)	2,310	(1.5)	1,667	(2.3)	768	(2.3)	492	(12.8)	483	10.8
20.01	20,328	(4.7)	26,121	(1.2)	3,535	(0.6)	1,247	1.2	1,047	(2.8)	753	3.7	447	(7.3)	40	11.1
20.02	18,160	(5.1)	22,790	(4.3)	3,063	0.6	1,144	9.3	941	(5.9)	600	3.4	340	(9.8)	37	0.0
20.03	18,446	(14.8)	20,120	(26.8)	2,895	(23.1)	1,199	(0.5)	747	(35.3)	680	(16.0)	212	(58.8)	56	(29.1)
20.04	13,873	(32.9)	11,762	(55.8)	1,852	(46.5)	987	(16.6)	457	(57.3)	330	(50.7)	40	(91.0)	37	(59.3)
20.05	15,779	(25.1)	14,091	(46.8)	2,209	(37.2)	1,074	(3.9)	570	(47.6)	421	(35.2)	58	(86.9)	85	(42.2)
20.06	-	-	-	-	3,041	(10.8)	1,183	2.5	943	(10.5)	467	(4.5)	216	(48.7)	230	(20.7)

出所：日本百貨店協会月次売上高、柿安本店開示資料

精肉と惣菜関連企業：評価比較

コード	会社	市場	株価	時価総額	決算期	P/E	P/B	DY	OPM	ROE	EQ ratio
				10億円	FY	(CE)	(act)	(CE)	(act)	(act)	(act)
2281	プリマハム	TSE 1	2,801	141.5	FY3/21	15.8	1.55	2.14%	3.7%	10.0%	45.6%
2282	日本ハム	TSE 1	4,350	447.9	FY3/21	22.4	1.11	2.09%	3.2%	4.8%	52.6%
2288	丸大食品	TSE 1	1,882	49.9	FY3/21	38.3	0.64	1.59%	1.1%	2.2%	56.5%
2296	伊藤ハム米久ホールディングス	TSE 1	646	192.1	FY3/21	15.9	0.84	2.63%	2.0%	5.1%	58.5%
2294	柿安本店	TSE 1	2,669	33.2	FY2/21	-	2.01	2.81%	5.5%	10.1%	76.2%
2669	カネ美食品	JQS	3,180	31.8	FY2/21	-	1.37	-	2.0%	5.5%	74.5%
2910	ロック・フィールド	TSE 1	1,287	34.5	FY4/21	-	1.23	-	1.0%	0.7%	83.4%
2918	わらべや日洋ホールディングス	TSE 1	1,563	27.5	FY2/21	39.2	0.62	2.56%	1.3%	2.3%	51.5%
7561	ハークスレイ	TSE 1	999	11.0	FY3/21	12.7	0.44	3.50%	2.0%	6.1%	59.6%
9945	プレナス	TSE 1	1,729	76.6	FY2/21	-	1.26	-	0.2%	-5.1%	63.5%
8194	ライフコーポレーション	TSE 1	4,515	241.3	FY2/21	21.2	2.45	0.89%	1.9%	10.0%	31.1%
8279	ヤオコー	TSE 1	8,280	331.3	FY3/21	25.3	3.09	0.79%	4.3%	12.6%	42.6%

出所：SPEEDAよりSESSAパートナーズ作成。株価は7月17日終値を使用

## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレーマー

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**Sessa Partners Inc.**

5-3-18 Hiroo, Shibuya-Ku, Tokyo  
info@sessapartners.co.jp