

神戸物産 (3038)

連結通期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
FY10/2010		138,234	2,851	2,843	948	118.1	40.0	1,578.4
FY10/2011		150,682	3,596	3,581	1,754	223.6	45.0	1,773.9
FY10/2012会予		160,200	3,870	3,800	1,910	243.9	40.0	-
FY10/2011	前年比	9.0%	26.1%	26.0%	85.0%	-	-	-
FY10/2012会予	前年比	6.3%	7.6%	6.1%	8.9%	-	-	-
連結半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-2Q FY10/2011		75,264	2,019	2,138	1,266	-	-	-
3Q-4Q FY10/2011		75,418	1,577	1,443	488	-	-	-
1Q-2Q FY10/2012会予		79,200	2,110	2,240	1,320	-	-	-
3Q-4Q FY10/2012会予		81,000	1,760	1,560	590	-	-	-
1Q-2Q FY10/2012会予	前年比	5.2%	4.5%	4.7%	4.3%	-	-	-
3Q-4Q FY10/2012会予	前年比	7.4%	11.6%	8.1%	20.9%	-	-	-
連結四半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q FY10/2011		36,629	1,102	1,101	695	-	-	-
2Q FY10/2011		38,635	917	1,037	571	-	-	-
3Q FY10/2011		37,706	1,056	924	313	-	-	-
4Q FY10/2011		37,712	521	519	175	-	-	-
1Q FY10/2012		38,697	1,165	1,248	653	-	-	-
1Q FY10/2012	前年比	5.6%	5.7%	13.4%	(6.0%)	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2012年5月1日)

「食」の製販一体を追求


『業務スーパー』を全国でF C展開する神戸物産は、中長期的な業績拡大を達成する見通しである。各種の食材を小売販売する『業務スーパー』の総店舗数は597店(2012年3月末)に達しているが、同社は今後に向けて年間50店舗の新規開業を中長期的に継続していくことを計画している。また、同社は内外での農場や食品加工設備の自社運営を通じた利益率の高い自社生産商品(売上総利益率20%前後)の拡充を図っており、これが同社に売上総利益率(2012年10月期第1四半期実績7.2%)の継続的な向上をもたらす見通しである。同社との取材内容に基づく弊社の推計によれば、同社は、2015年10月期に対して売上高2,000億円、営業利益120億円(2010年10月期実績、1,506億円、36億円)を達成することになる。

現在、同社が取り扱っている商品は、NB商品75%(売上高ベース)、PB商品25%から構成されている。PB商品の内60%が自社生産商品で占められている一方、残る40%は内外の委託先からの調達商品や輸入商品である。「食」の製販一体が追求されている同社においては、大手スーパーやコンビニチェーンにはない差別化された自社生産商品の開発・生産が継続的に拡大してきており、自社生産商品による売上高構成比は中長期的にも向上していく見通しである。

2012年10月期第1四半期実績は、売上高387億円（前年比5.6%増）、営業利益12億円（5.7%増）と、着実な増収・増益を示した。また、第2四半期に入ってから業績動向は会社予想をクリアする方向性での推移となっており、やや上振れた着地も期待できるとのことである。中長期的な観点からみた場合でも、既存店売上高は少なくとも安定的な推移となる見通しである一方、『業務スーパー』の今後に向けての新店舗開業余地は大きい。日本の人口に鑑みた場合、総店舗数で1,500～1,700店舗までの拡大が可能とのことである。また、より実質的に考えても1,000店舗前後までの拡大が可能であると同社は推測している。

2.0 会社概要

『業務スーパー』をFC展開

商号	株式会社神戸物産 Webサイト IR情報 株価情報	
設立年月日	1985年11月6日	
上場年月日	2006年6月8日：大証2部（証券コード：3038）	
資本金	64百万円（2012年1月末）	
発行済株式数	8,800,000株、自己株内数969,166株（2012年1月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none"> ● 食材小売の『業務スーパー』を全国でFC展開 ● 中食・外食にも参入 ● 国内外のグループ工場での食品加工を拡大中 	
事業内容	I. 業務スーパー事業 II. 神戸クック事業	
代表者	代表取締役社長 沼田博和	
主要株主	沼田昭二 51.6%、自社 11.0%、沼田峰子 4.5%（2011年10月末）	
本社	兵庫県加古郡	
従業員数	連結855名、単体305名（2011年10月末）	

出所：会社データ

3.0 業績推移

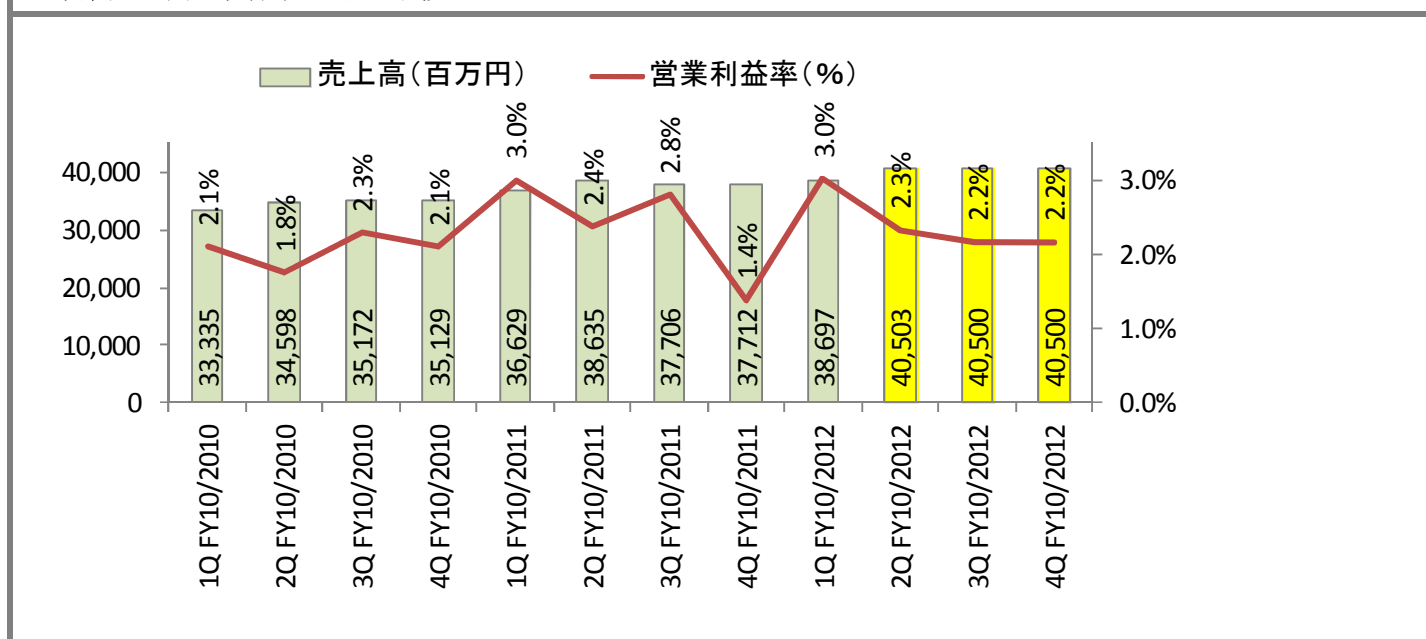
2012年10月期第1四半期実績

2012年10月期第1四半期実績は、売上高387億円（前年比5.6%増）、営業利益12億円（5.7%増）、経常利益12億円（13.4%増）、純利益7億円（6.0%減）での着地となった。『業務スーパー』の既存店売上高は、前年比ほぼ変わらずに留まったものの、店舗数純増の効果を楽しむ全店売上高は、11月（前年比6.9%増、33店舗純増）、12月（5.5%増、40店舗純増）、1月（4.0%増、38店舗純増）と、着実な増加傾向を示した。また、同社は、同社の強みである「食」の製販一体の仕組みを武器としたパーツアッセンブル方式という独自の技術で中食・外食にも参入しているが、売上高構成比が小さいことに加えてここでのパーツ（食材）は『業務スーパー』部門から調達されているため、『業務スーパー』の業績動向が同社の業績動向にほぼ合致していると考えられる。

営業利益率は3.0%での着地となり、2011年10月期第1四半期との比較ではその水準に変化はなかった。売上総利益率は、6.5%から7.2%に上昇し、売上高販売管理費比率は3.5%から4.2%へと上昇した。利益率が高い自

社生産商品や輸入商品を含むP B商品の売上高構成比が上昇しているため、売上総利益率が上昇傾向にあると推測されるが、F Cの新店舗開業支援（1店舗当たり500万円）等の発生によって、販売管理費は増収率をやや上回る水準で増加している模様である。

四半期売上高・営業利益率の推移



出所：会社データ、弊社計算

また、2012年10月期第1四半期及び2011年10月期の財務諸表においては、自社生産商品の充実に向けての投資が短期的にも加速する可能性が示唆されている。2012年10月期第1四半期末時点においては、総資産479億円に対して、純資産141億円、ネットキャッシュ40億円（現金及び預金231億円、有利子負債190億円）であった。また、2011年10月期においては、営業活動によるキャッシュフローが純流入21億円であったのに対して、投資活動によるキャッシュフローが純流出49億円、財務活動によるキャッシュフローが純流入48億円であった。単純にここでの数値に鑑みた場合、同社は、必要以上にデットで資金を調達して、手元流動性を過剰に高めていることになる。ただし、現在の同社においては、短期的にも大きな投資案件を実行に移す可能性があるため、これに先行して投資資金を積み上げているというのが実態である。

同社は、2011年10月期においてキャッシュフローベースで49億円の投資を行ったことになるが、その多くが有形固定資産の取得による支出（38億円）によって占められている。これが対応するところの多くが自社生産商品の拡大に向けての投資である。具体的には、内外の食品加工メーカーの買収や北海道、ブラジルの農業及び養鶏等に適した土地（関連設備等を含む）の取得である。内外の食品加工メーカーの買収に関しては、経営の立ち行かなくなった買収対象の食品加工設備等を安価で調達することを同社は旨としており、調達後に新しい技術を導入すると同時に効率的なオペレーションを展開している。現状においては、このような過程を経て買収された企業数は13社に及んでおり、いずれも買収直後より相当水準の投資効率が享受されている模様である。ただし、土地の取得等に係る投資の回収にはいまま少し時間が必要な模様である。

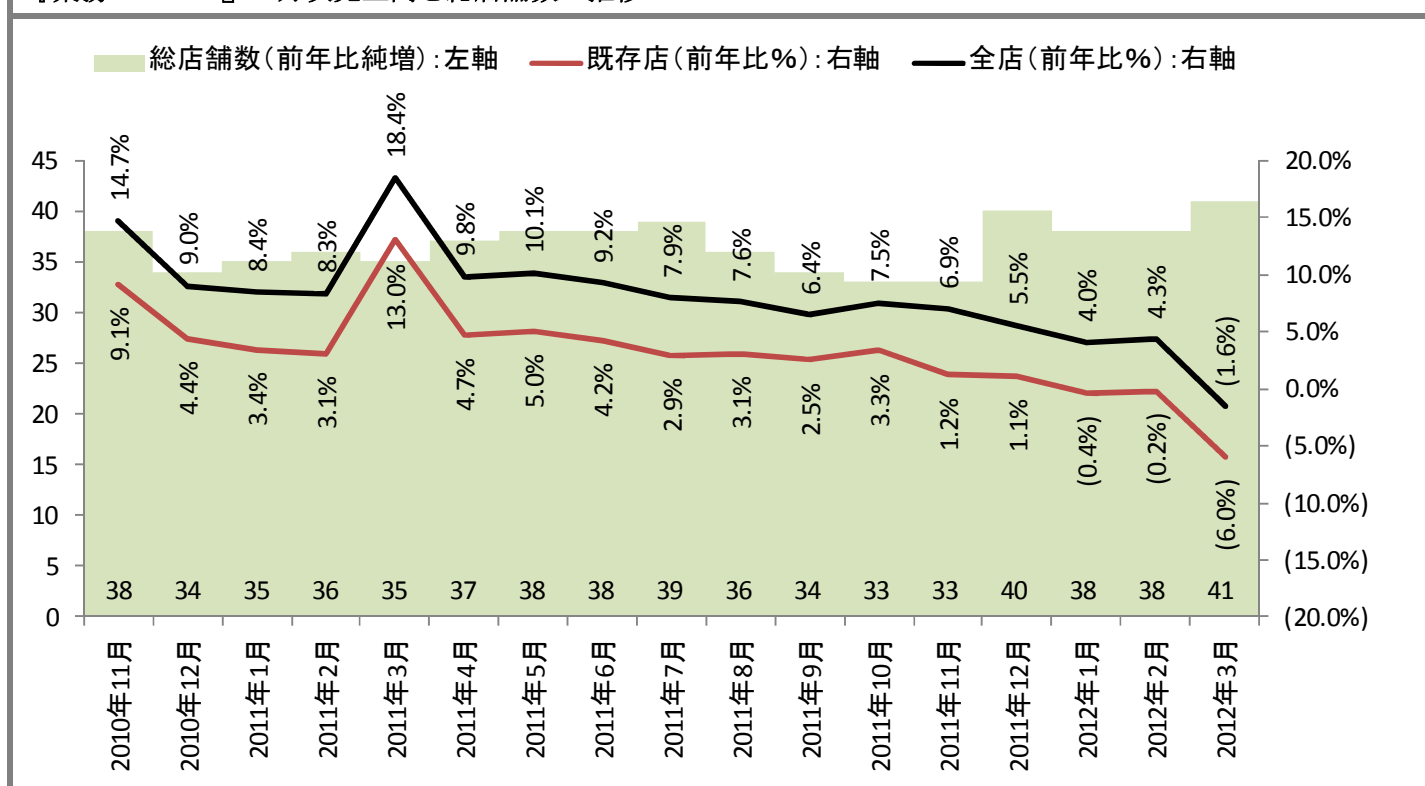
2012年10月期会社予想

2012年10月期会社予想においては、売上高1,602億円（前年比6.3%増）、営業利益39億円（7.6%増）、経常利益38億円（6.1%増）、純利益19億円（8.9%増）が見込まれている。会社予想をベースにした場合のROEは13.7%である。また、一株当たり配当金に関しては、40.0円（配当性向16.4%）が予定されている。ただし、

同社では、最終的には2011年10月期実績45.0円（配当性向20.1%）に対して増配となる水準まで一株当たり配当金を引き上げ、連続増配を継続することが目標とされている。

また、『業務スーパー』の既存店売上高は、2012年1月に前年比微減（0.4%減）に転じ、2月（0.2%減）、3月（6.0%減）と前年比マイナスでの推移が続いている。3月に関しては、東日本大震災の影響による買い溜め需要の発生から一時的に売上高が急拡大した2011年3月（13.0%増）との比較となっているため、直近の動向は不明ではあるものの、同社によれば、2012年に入ってからからの景況感の向上に伴う消費者の食材調達に係るコスト意識の低下が『業務スーパー』の既存店売上高に対してマイナスの影響を与えている可能性があるとのことである。ただし、2012年10月期第2四半期累計決算に対する会社予想は、むしろ上振れる可能性すらあるとのことである。例えば、3月の『業務スーパー』の総店舗数は前年比で41店舗純増しており、時系列的に総店舗数の純増ペースが拡大する傾向が認められる。これが同社の業績を引き上げている模様である。

『業務スーパー』の月次売上高と総店舗数の推移



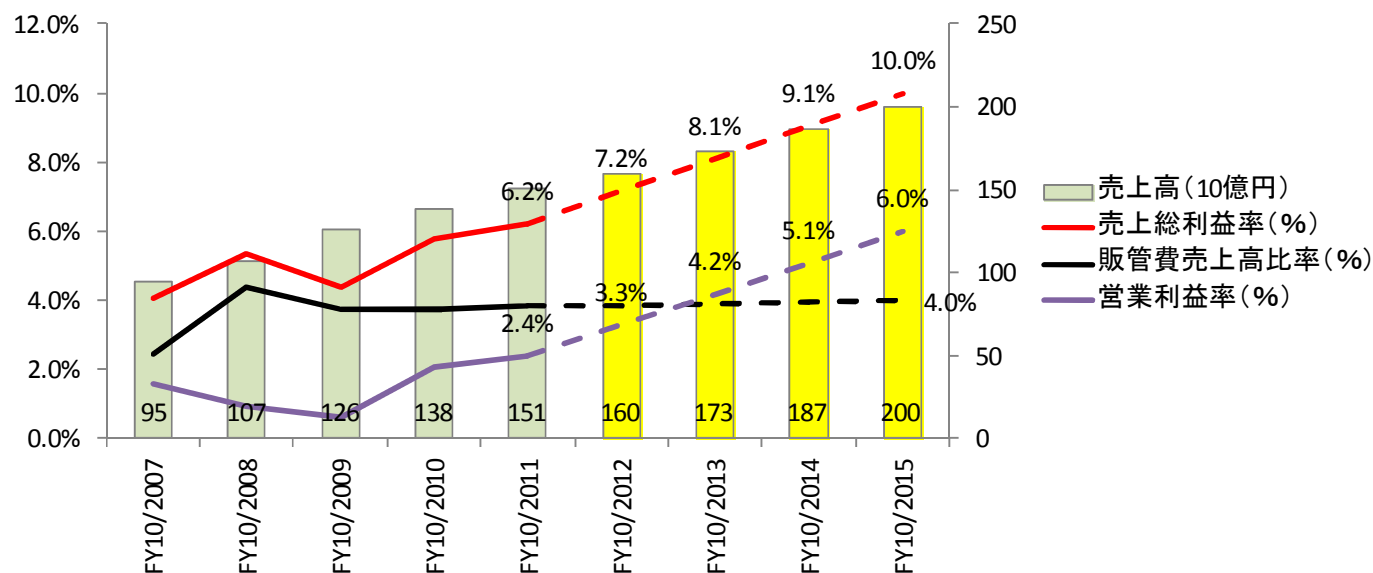
出所：会社データ、弊社計算

中長期業績見通し

弊社では、同社の経営方針に係る同社との取材内容に鑑みて同社の中長期的な将来の業績推移を推測している。同社は、2015年10月期に対して売上高2,000億円、営業利益120億円、営業利益率6.0%（2010年10月期実績、1,506億円、36億円、2.4%）を達成すると推測される。ここでは、2010年10月期実績を起点として2011年10月期から2015年10月期までの売上高及び営業利益率を推測しているのだが、まず、2012年10月期の売上高に関しては、会社予想通りの推移となることを想定した。また、2013年10月期から2015年10月期の売上高に関しては、『業務スーパー』の売上高の純増減のみが同社の売上高の純増減を決定するとの仮定を置いている。より具体的には、既存店の売上高は不変である一方、新店舗純増が前年比44店舗で、毎月、安定的に推移すると仮定している。また、年間新店舗開業数50店舗、年間退店数6店舗、新規開業店舗の月次平均売上高25百万円を想定している。

売上総利益率に関しては、同社が目標として挙げている 10.0%を 2015 年 10 月期の想定値に適用している。売上総利益率 20%前後の自社生産商品の売上高構成比がリニアに上昇してくことによって、同社の売上総利益率もリニアに向上していき、2015 年 10 月期に目標が達成されると想定している。一方、販売管理費売上高比率は 4.0%前後ではほぼ安定的に推移すると想定している。

中長期的な業績推移の見通し（弊社推計）



出所：会社データ、弊社計算

同社の過去 5 年間の営業利益率の推移においては、2009 年 10 月期の 0.6%をボトムとした V 字型の推移が認められる。同社は過去 5 年間に於いて継続的な増収を達成しており、2009 年 10 月期もその例外ではない。ただし、2009 年 10 月期には、売上総利益率が大きく調整している。これは利益率が高い中国からの輸入商品の売上高が、風評被害のため一時的に大きく落ち込んだためである。また、風評被害の原因となったのは、2008 年 2 月に発生した中国製冷凍餃子中毒事件である。このような一時的な外部要因による影響を除けば、同社の売上総利益率は時系列的に漸増トレンドを維持してきた一方、将来に向けては、「食」の製販一体の追求が更なる進捗を遂げることによって、同社の売上総利益率は更に向上する見通しである。

4.0 ビジネスモデル

『業務スーパー』597 店舗を運営

同社は、各種の食材を小売販売する『業務スーパー』を全国で F C 展開しており、2012 年 3 月末のその総店舗数は 597 店舗（直営 2 店舗を含む）に及んでいる。同社の 2011 年 10 月期売上高 1,507 億円は、業務スーパー事業 1,495 億円、神戸クック事業 12 億円、その他 1 億円から構成されている。業務スーパー事業の圧倒的な売上高構成比に鑑みれば、現在の同社の業績動向は、業務スーパー事業の動向に大きく依存していることは明らかである。また、神戸クック事業においては、食材を業務スーパー部門からの調達に依存していることも考慮した場合、尚更、同社の業績推移に対して業務スーパー事業の動向は圧倒的な影響力を持っていると考えられる。

同社が標榜する「食」の製販一体は、海外では既に導入されており、現状においては拡大局面への移行フェーズにある模様である。ただし、旧来の非効率な食材流通網が未だ圧倒的である国内においては稀な業態であると考えられる。それだけに、同社の「食」の製販一体をベースとしたビジネスモデルは未だ大きな拡大余地があり、

このため同社の『業務スーパー』の新店舗開業の余地も相当に大きいと判断される。

『業務スーパー』：運営店舗数 597 店舗（2012 年 3 月末）

『業務スーパー』の外観



『業務スーパー』の店内の様子



出所：会社データ

一方、神戸クック事業においては、中食・外食業態（総計 4 業態）で総計 42 店舗（すべて F C）が運営されている（2012 年 3 月末時点）。ここでは、グループ工場で自社生産された各パーツを組み合わせ店内調理することで、出来立て熱々の商品を提供し、食材廃棄ロスの低減、リーズナブルな料金設定が可能となっている。今後に向けては、特に、新業態「Green's K 鉄板ビュッフェ」の新規開業を加速していくことが計画されている。現状においては、兵庫県、大阪府、和歌山県等で、総計 13 店舗が運営されているが、今後の新規開業に関しては国内だけに留まらず、アセアン諸国等での海外展開も視野に入っているとのことである。

また、「Green's K 鉄板ビュッフェ」が新業態である所以は、今までになかった「ビュッフェとセルフクックの融合」形式が導入されているところにある。「Green's K 鉄板ビュッフェ」の店舗においては、各テーブルに鉄板がセットされており、ビュッフェスタイルで準備されているヘルシーな食材を来店客自らが調理するという国内初の形式が試みられている。このため人件費の大幅な削減が可能とされている。

同社の I R 問い合わせ先：S T B 部門 取締役 矢合康浩、榎本麻依子（079-496-6616、ir@kobebussan.co.jp）

Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「I R 情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「I R 情報」とは、すなわち当該事業会社に係る①弊社との個別取材の内容、②機関投資家向け説明会の内容、③適時開示情報、④ホームページの内容等である。

商号：株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地：〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号：03 (3553) 3769