

2024年7月22日

業種 小売業

サンエー（東証プライム-2659）

～3～5月期、人流が戻り既存店が好調に推移、4%増収、17%営業増益～

【業績動向】

[25/2期 第1四半期]

社会経済活動の正常化で人流が戻り、既存店が好調に推移、第1四半期(3～5月期)の売上高にあたる営業収益は前年同期比4%増えた。利益面では、比較的粗利率の高いPB商品(くらしモア、ローソンセレクト)やワンランクアップ商品の売り上げが伸びて売上総利益率が0.3ポイント改善、減価償却費の減少や水道光熱費の抑制で販管費比率も0.4ポイント低下し、営業利益、純利益ともに17%増益となった。主力の小売部門(売上高構成比96%)は、行動制限の緩和による外出需要の回復、沖縄県への入域観光客の増加、物価上昇による単価の上昇などが寄与し、既存店が4.4%増と伸びた。このため、期中の出店はなかったものの、4%増収でセグメント利益は16%増えた。5月末の店舗数は79店(うち総合店舗25店)で変わらず。ローソンと合弁で展開しているコンビニ部門は4%増収、20%増益。出店が1店あり、店舗数は263店に。通期見通しは期初計画を据え置き、4%増収、1%営業増益の予想。8月末割り当てでの1対2の株式分割に伴い、期末配当は年110円から55円とする。

【会社概要】

食料品を主体に住居関連用品、衣料品も扱う沖縄の総合スーパーで、他業態も含め沖縄流通最大手。地域密着を強みに地盤の沖縄で高いシェア。ニチリウ(日本流通産業)グループに加盟。ローソンとの合弁会社「ローソン沖縄」でコンビニを運営するほか、外食、ホテルも手がける。また、多くの会社とFC契約を結び、エディオン、マツモトキヨシ、東急ハンズ、タリーズコーヒーなどの店舗を出店。

| 主要指標 | | 2659 | | | |
|------------|------------|----------|------------|---------|-------------|
| 2024年7月19日 | 現在 | | | | |
| ・株価 | : 5,070 円 | ・予想ROE | : 7.85 % | ・発行済株式数 | : 31,982 千株 |
| ・時価総額 | : 1,621 億円 | ・予想配当 | : 115.00 円 | | |
| ・今期予想PER | : 13.28 倍 | ・予想配当利回り | : 2.27 % | ・売買単位 | : 100 株 |
| ・実績PBR | : 1.14 倍 | ・予想配当性向 | : 30.13 % | | |

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

| 業績推移(通期連結) | | 2659 | | | | | | | | | |
|-------------|----------|---------|-----|--------|------|--------|------|--------|------|--------|-------|
| 単位: 百万円、円、% | | サンエー | | | | | | | | | |
| 決算期 | | 営業収益 | | 営業利益 | | 経常利益 | | 純利益 | | EPS | DPS |
| | | 前年比 | 前年比 | 前年比 | 前年比 | 前年比 | 前年比 | | | | |
| 2023/02 | | 213,522 | 4.5 | 11,190 | 34.3 | 11,554 | 13.8 | 7,569 | 13.6 | 244.95 | 74.0 |
| 2024/02 | | 227,581 | 6.6 | 16,464 | 47.1 | 16,893 | 46.2 | 10,683 | 41.1 | 345.63 | 110.0 |
| 2025/02 | 会社予想 | 236,120 | 3.8 | 16,670 | 1.3 | 17,043 | 0.9 | 11,185 | 4.7 | 180.92 | 55.0 |
| 2025/02 | コンセンサス予想 | 236,000 | 3.7 | 17,100 | 3.9 | 17,500 | 3.6 | 11,800 | 10.5 | 381.70 | 115.0 |
| 2026/02 | コンセンサス予想 | 245,400 | 4.0 | 18,100 | 5.8 | 18,500 | 5.7 | 12,100 | 2.5 | 391.40 | 120.0 |
| 2027/02 | コンセンサス予想 | 253,200 | 3.2 | 18,800 | 3.9 | 19,200 | 3.8 | 12,500 | 3.3 | 404.40 | 125.0 |

※会社予想EPS/DPSは24/9/1実施予定の株式分割1株→2株を考慮した数値。

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【ビジネスモデルの特徴】

同社のビジネスコンセプトは「地域に密着した総合小売業の展開」。2024年2月末現在、単体で広域型ショッピングセンター(GMS) 25店舗など79店舗出店しているが、いずれも沖縄県下でのドミナント出店であり、完全に地域密着となっている。GMSでの取扱商品は食料品から衣料品、住居関連用品、家電製品まで幅広いほか、外食、ホテル(ペンション)も手がけ、さらにはフランチャイジーとなってエディオン、マツモトキヨシ、東急ハンズ、タリーズコーヒー、無印良品、ピザハットなどさまざまな業態で店舗展開を行うなど、文字通り沖縄で総合小売業を展開している。沖縄の流通最大手であるだけでなく、沖縄県企業売上ランキングでも1位となっている。

出店戦略も地域に密着。沖縄の特性を熟知している強みを生かし、地元のニーズに合った独自のドミナント戦略と店舗運営を行っている。同社の店舗は中核都市郊外に展開する売場面積8,000～32,000㎡の広域型総合ショッピングセンター(GMS)、衣料品から食料品まで幅広く取り扱う中規模の近隣型ショッピングセンター、そして食料品、日用品中心の小型スーパーで売場面積が495～1,000㎡の小型食品館の3つの業態がある。それらの出店にあたっての大きな特徴は、GMSと近隣する小型食品館との連動的ドミナント戦略にある。顧客の利便性を第一に考えた店舗展開で、郊外にGMSを建設する前に、まず近隣の既存食品館のリニューアルを行って販売力を強化。GMSの開店後は、より地域に密着した品ぞろえを徹底するなど共存共栄を図る戦略。19年6月にはパルコと共同で店舗面積6万㎡の大型ショッピングセンター「サンエー浦添西海岸 PARCO CITY」を開業。

また、営業戦略の特徴は徹底した既存店重視にある。長く地域の消費者に愛されてきた既存店は顧客の信頼という大きなロイヤリティが育っているという考え方に立ってのもの。

また、2009年12月にはローソンとの合弁でローソン沖縄を設立。コンビニ運営にも乗り出した。24年2月末現在で直営とFCを合わせ263店を展開。

【リスク要因】

沖縄県下でドミナント出店をしており、沖縄県内の経済情勢や台風などの天候不順に業績が左右される。1000㎡超の出店・増床にあたっては「大規模小売店舗立地法」による審査・規制を受けるので、審査いかんによっては出店計画に狂いが生じる可能性がある。

【セグメント情報】

| 営業収益 | | | | セグメント利益 | | | | | | | |
|----------|---------|-----|---------|----------|-----|---------|-----|---------|-----|-----|------|
| 2659 | | | | 2659 | | | | | | | |
| 単位: 億円、% | | | | 単位: 億円、% | | | | | | | |
| | 2023/02 | | 2024/02 | | | 2023/02 | | 2024/02 | | | |
| | 構成比 | 構成比 | 構成比 | 構成比 | | 構成比 | 利益率 | 構成比 | 利益率 | | |
| 小売 | 1,994 | 96 | 2,122 | 96 | 小売 | 103 | 92 | 5.2 | 151 | 91 | 7.1 |
| CVS | 74 | 4 | 83 | 4 | CVS | 9 | 8 | 12.2 | 14 | 9 | 16.9 |
| え | - | - | - | - | え | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - |
| 合計 | 2,068 | 100 | 2,205 | 100 | 合計 | 112 | 100 | 5.4 | 165 | 100 | 7.5 |

データ出所: アイフィスジャパン

【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

| サンエー | | 2659 | | 2024年7月19日 | |
|--------------|---|--------|-------------|------------|---------|
| 実績PBR | : | 1.14 倍 | 現株価 | : | 5,070 円 |
| Fモデルによる妥当PBR | : | 1.49 倍 | Fモデルによる理論株価 | : | 6,585 円 |
| | | | 現株価との乖離 | : | 29.9 % |

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【四半期決算データ】

| 四半期決算データ | | | | | | | | | | |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----|----|----|--------|
| 単位：百万円 | | | | | | | | | | |
| 2659 | | | | | | | | | | |
| サンエー | | | | | | | | | | |
| | 2024年2月 | | | | | 2025年2月 | | | | |
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 通期 | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 累計 |
| 営業収益 | 55,629 | 59,221 | 54,107 | 58,624 | 227,581 | 57,662 | | | | 57,662 |
| 前年同期比 | 8.7% | 6.4% | 6.5% | 4.9% | 6.6% | 3.7% | | | | 3.7% |
| 営業利益 | 3,547 | 4,899 | 3,415 | 4,603 | 16,464 | 4,134 | | | | 4,134 |
| 前年同期比 | 39.6% | 59.1% | 76.4% | 26.6% | 47.1% | 16.5% | | | | 16.5% |
| 経常利益 | 3,668 | 4,966 | 3,505 | 4,754 | 16,893 | 4,300 | | | | 4,300 |
| 前年同期比 | 38.6% | 56.9% | 75.6% | 26.9% | 46.2% | 17.2% | | | | 17.2% |
| 純利益 | 2,371 | 3,237 | 2,248 | 2,827 | 10,683 | 2,769 | | | | 2,769 |
| 前年同期比 | 39.8% | 52.6% | 61.4% | 19.8% | 41.1% | 16.8% | | | | 16.8% |
| 売上高営業利益率 | 6.4% | 8.3% | 6.3% | 7.9% | 7.2% | 7.2% | | | | 7.2% |
| 自己資本比率 | 76.6% | 74.8% | 76.3% | 76.3% | - | 76.7% | | | | - |
| 純資産 | 137,418 | 140,880 | 143,280 | 146,151 | - | 145,355 | | | | - |
| 総資産 | 175,096 | 183,553 | 182,901 | 186,703 | - | 184,819 | | | | - |

データ出所：アイフィスジャパン

【過去の業績動向】

[24/2期 通期]

人流の戻りで既存店が好調に推移し、24年2月期通期の営業収益は前期比7%増えた。利益面では、粗利率の高いワンランクアップ商品やPB商品（くらしモア、ローソンセレクト）の販売強化が奏功し、売上総利益率が0.6ポイント上昇したほか、販管費比率も沖縄県の電気料金軽減策などによる水道光熱費の抑制、減価償却費の減少などで1.5ポイントも改善し、営業利益は47%増益、純利益も41%増益で過去最高となった。主力の小売部門（売上高構成比96%）は6%増収で、セグメント利益は46%増えた。行動制限の緩和で外出需要が回復したほか、沖縄県への入域観光客の増加、物価上昇による単価の上昇も寄与し、既存店が6.6%伸びた。新たな出店はなかったが、前期に開店した総合小売店「サンエー宮古島シティ」の売り上げも寄与した。期末の店舗数は79店（うち総合店舗25店）。ローソンと合弁で展開しているコンビニ部門は13%増収、61%増益。FC店を6店開店し、3店を閉鎖した。25年2月期は4%増収、1%営業増益の見通し。配当は前期に36円増配の年110円とした配当政策を据え置く。

[24/2期 第3四半期(累計)]

行動制限の緩和で沖縄県内の人流が戻ったほか、国内および海外からの入域観光客数が増加して個人消費が好調に転じ、第3四半期（3～11月期累計）の売上高にあたる営業収益は前年同期比7%増えた。利益面では、物価上昇に伴う単価上昇、および粗利率の高いワンランクアップ商品やPB商品（くらしモア、ローソンセレクト）の伸びが寄与して売上総利益率が0.4ポイント上昇したほか、販管費比率も光熱費の抑制などで1.6ポイント改善し、営業利益は57%の大幅増益となった。主力の小売部門（売上構成比96%）は7%増収、セグメント利益は70%増えた。人流回復で既存店売り上げが衣料品や食品、外食中心に6.8%増えたほか、前期に開店した総合小売店「サンエー宮古島シティ」の売り上げが寄与した。出店、閉店はともになく、11月末店舗数は79店（うち総合店舗25店）。ローソンと合弁で展開しているコンビニ部門は14%増収、70%増益。新規出店はなかったが、人流の活発化で既存店が大きく伸びた。通期見通しは昨年11月に増額修正した数値を据え置き、5%増収、26%営業増益の予想。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

[24/2期 第2四半期(累計)]

行動制限の緩和や国内、海外ともに入域観光客が増加して沖縄県内の個人消費が堅調に推移、第2四半期(3~8月期累計)の売上高にあたる営業収益は前年同期比8%増えた。利益面では、粗利率の高い住居関連用品や外食の伸びで売上総利益率が0.4ポイント上昇したほか、光熱費の高騰が想定よりも抑制されたことで販管費比率も1.5ポイント改善し、営業利益は50%の大幅増益となった。主力の小売部門(売上構成比96%)は7%増収で、セグメント利益は48%増えた。期中の新規出店はなかったが、既存店が6.7%増と好調だったほか、昨年6月にオープンした総合小売店の「サンエー宮古島シティ」の売り上げが寄与した。8月末の店舗数は79店(うち総合店舗25店)。ローソンと合弁で展開しているコンビニ部門は14%増収、75%増益。外出機会の増加をフルに享受して、既存店(直営店舗)の売り上げが22.7%も伸びた。通期見通しは上期の実績を踏まえ、営業収益で19億円、営業利益で25億円ともに増額修正し、営業収益は5%増、営業利益は26%増を見込んでいる。

[24/2期 第1四半期]

コロナによる行動制限が緩和されて人流が増加したほか、入域観光客も大きく増え、第1四半期(3~5月期)の売上高にあたる営業収益は前期比9%増えた。利益面では、粗利率の高い衣料品や外食の伸びで売上総利益率が0.3ポイントアップしたほか、販管費比率も光熱費や人件費の増加を吸収して0.7ポイント改善し、営業利益は40%の大幅増益となった。主力の小売部門(売上構成比96%)は8%増収で、セグメント利益は35%増えた。期中の新規出店はなかったが、既存店が6.9%増と好調だったほか、昨年6月にオープンした総合小売店の「サンエー宮古島シティ」の売り上げも寄与した。5月末の店舗数は79店(うち総合店舗25店)。ローソンと合弁で展開しているコンビニ部門は、外出機会の増加を取り込んで16%増収、99%増益と大きく伸びた。期中の出店、閉店はなく、5月末の店舗数は前期末と変わらず259店(うち直営が2店)。通期見通しは期初計画を据え置き、営業収益、営業利益ともに4%増を見込んでいる。配当は年74円を据え置く。

[23/2期 通期]

行動制限撤廃による外出機会の増加で衣料品や外食が伸び、23年2月期の売上高にあたる営業収益は前期比5%増えた。収益認識基準適用による目減りが20億円あり、この影響を除くと実質6%増収。利益面では、粗利率の高い衣料品や外食の伸びで水道光熱費などの増加を吸収、営業利益は34%増えた。純利益は助成金収入15億円がなくなったことで、14%増益にとどまった。小売部門(売上構成比97%)は4%増収、セグメント利益は33%増えた。既存店売り上げは4%増。外出機会の増加に加え、入域観光客数が国内中心に大きく増えたことも寄与した。店舗関係では6月に総合小売店舗の「宮古島シティ」を出店したほか、10月に20周年を迎えた「那覇メインプレイス」をリニューアルオープンした。外食や食品館などで5店の閉店があり、2月末の単体店舗数は79店(うち総合店舗が25店)に。コンビニは7%増収、50%増益。外出機会の増加で既存店が好調に推移した。出店はFC9店、閉店が10店あり、2月末店舗数は259店に。24年2月期は営業収益、営業利益ともに4%増の見込み。配当は年74円を据え置く。

「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>