

マミーマート（新規購入）

個人投資家に戻ったことで、ようやく興味ある会社を調べる時間が捻出できるようになりました。割安に見える日本企業が複数ありますが、今回はマミーマートを紹介します。

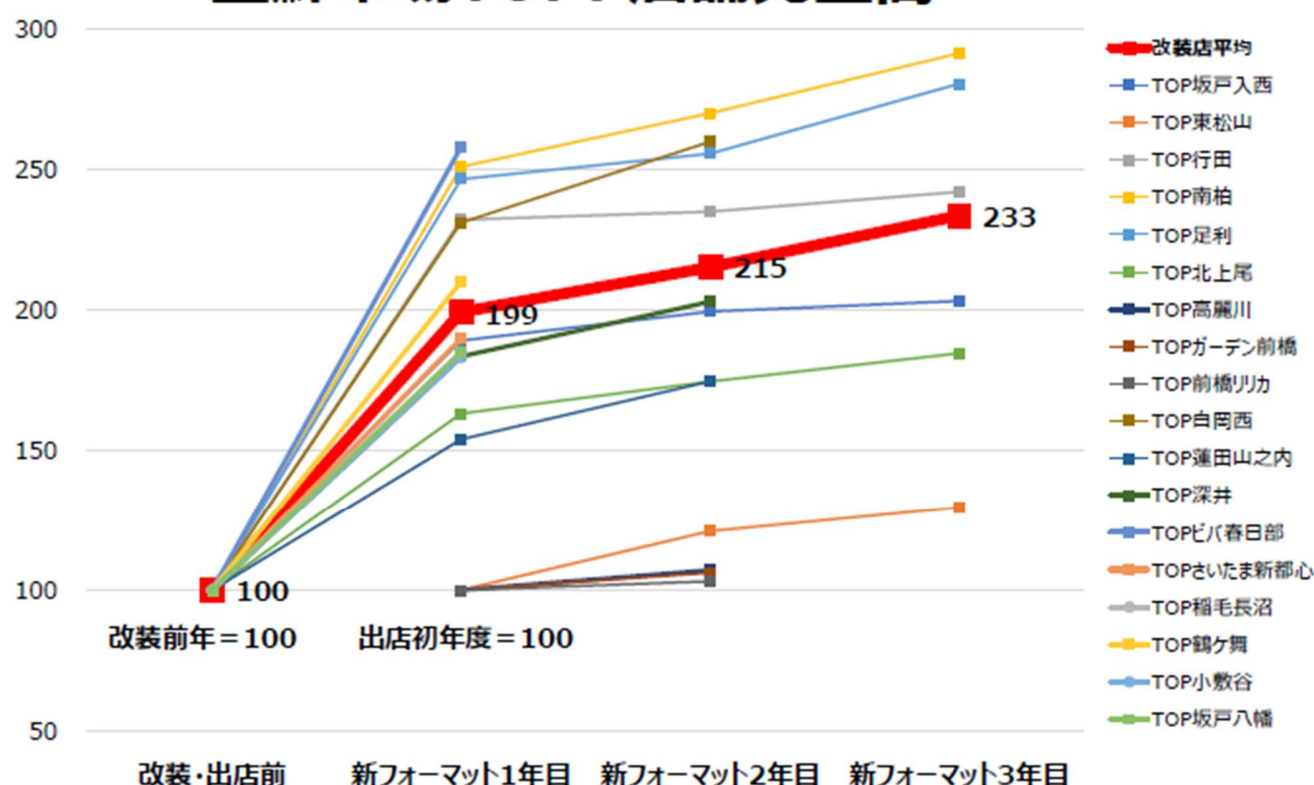
マミーマートは1965年に埼玉で創業したスーパーマーケットで、現在埼玉県と千葉県を中心に80店舗を運営しています。スーパーマーケットは差別化の難しい事業です。有名ブランド（キッコーマンの醤油、キューピーのマヨネーズ、カルビーのポテチ）を中心にどこも似たり寄つたりの品揃えで、薄利多売の価格競争を続けてきました。上場しているスーパーマーケットは10社以上ありますが、たいていは営業利益率2-3%、ROE5%、価格競争に勝つためには仕入れる量を増やそうと出店を続けるために投資キャッシュフローが重く、フリーキャッシュフローが赤字になり、魅力的とは言えません。マミーマートも2018年まではそんな地方スーパーの1社でした。

創業家の3代目社長、岩崎裕文さん（1972生まれ）が36歳で社長就任したのが2008年。差別化ができないスーパーマーケット形態で少子高齢化によって市場が縮小する未来を勝ち抜くことは難しいと見越して、色々な新規事業を試しては失敗してきたそうです。ようやく、2019年に始めた「生鮮市場TOP」業態が大ヒットします。私見ですが、2016年にお父さんで2代目社長（1965～2008）、2008年からは会長だった岩崎悦久さん（1940生まれ）が死去したことで、より積極的な挑戦ができるようになったのかもしれない。

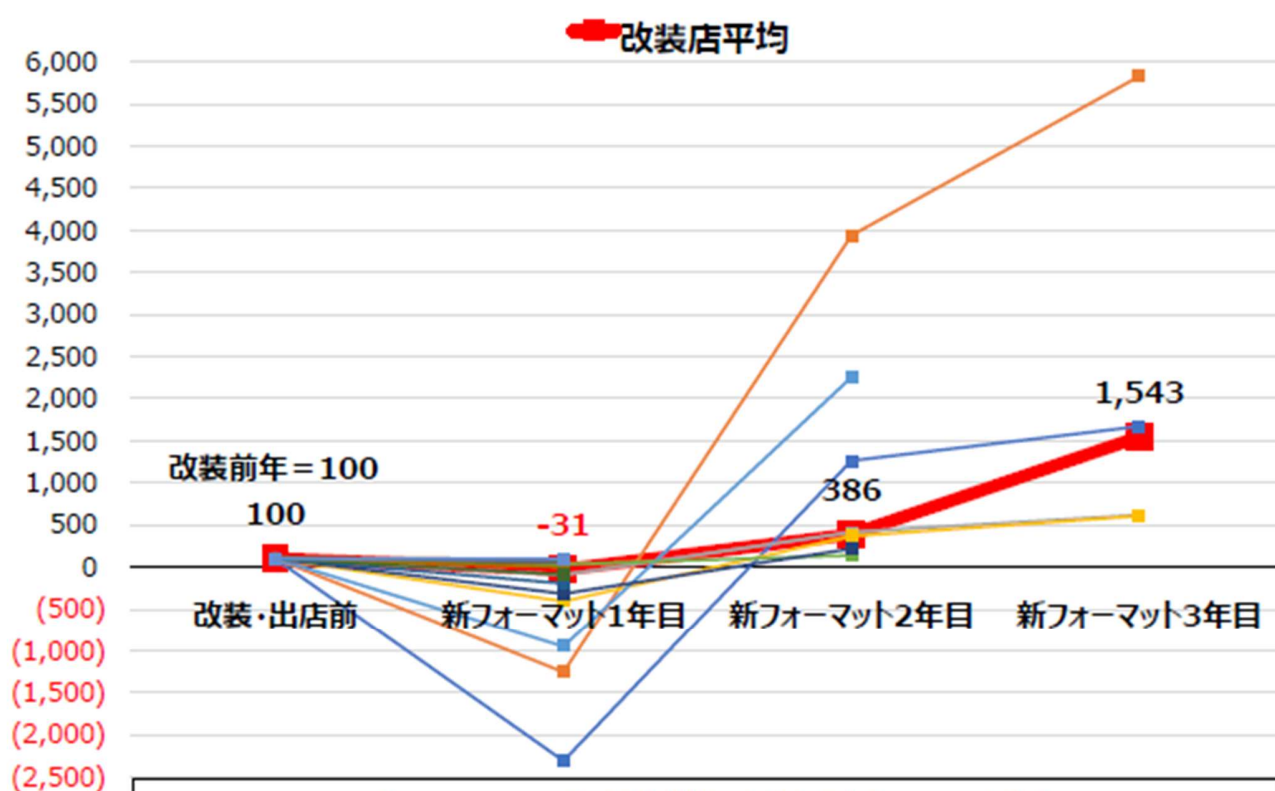
生鮮市場TOPは「料理好きが週に1度は行きたくなる店」をコンセプトに独自色を出すために珍しい食材を取り扱ったり、総菜や弁当に力を入れています。自分の購買行動を見ても、圧倒的に安いか、買い物が楽しいかという2つの基準があります。コストコや業務スーパーのファンは、どこよりも安いであろう価格に引き寄せられます。一方、鮮魚店として異例の人気を誇る角上魚類のように、日替わりで見たこともない魚が並んでいる、行ってみるまで何があるか分からないというライブ感が魅力で定期的に行ってみたくなる店もあります。一方で一般的なスーパーは、どこにでもある品物が、日によってはちょっと安いかもしいないという程度ですから、急に調味料が足りなくなったような場合でないと、わざわざ行こうとは思いません。結局、店の中を一目見て、どの企業の店舗にいるか分からないようでは、差別化できているとは言えないでしょう。生鮮市場TOPが大繁盛する様子はカンブリア宮殿（2023年1月26日、[リンク](#)）やANNnews（2023年4月22日、[リンク](#)）でも取り上げられています。1年以上前に大手メディアに取り上げられていたわけで、もう少し早く変化に気が付きたかったです。

生鮮市場TOPは旧型店舗を改装する形で出店していますが、その業績は驚異的です。改装後1年以上経過した18店舗は、平均して初年度で売上が2倍になり、その後も上昇を続けています。利益が伴わない売上成長は膨張でしかないですが、営業利益も初年度こそ初期投資で落ち込みますが、3年目には平均15倍になっています。具体的には旧店舗は年間売上14億円、新フォーマットは年間売上28億円。これまで80店舗中25店舗、30%の改装が終わっています。人材確保や教育の観点から年間8店舗程度の改装スピードなので、今後6-7年かけて全ての店舗を新フォーマットに改装予定です。既に結果が出ている業態に既存店を改装していくという、勝つ確率の高い勝負だと思っています。会社側は2026年9月期に売上2050億円、税後利益50億円（利益率2.5%）目標を掲げていますが、2023年9月期に既に3.0%の利益率を達成しています。積極的な改装出店コストはあるとは言え、高利益率の新フォーマット店舗が増えていくわけですから、かなり保守的だと思います。私は2026年9月期に売上2050億、税後利益65億円が達成できると思っていて、成長途上であることを加味してPER15倍、適正時価総額1000億円と現在500億円から2倍以上の上昇余地があると思っています。

生鮮市場TOP! 店舗売上高



生鮮市場TOP! 店営業利益



3年目で店営業利益は15倍に

質問コーナー&オンライン説明会

毎月一方的にレポートをお送りしていますが、何か質問があればメールしてください。次の月次レポートまでには回答します。また、半期に1度、6・12月末にオンライン説明会を開催しようと思います。投資関連のことでも何でも意見交換できれば嬉しいです。ご都合よければご参加ください。

長友 2024年3月31日@東京

月次リターン(税引前)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年次
2014(概算)													23%
2015(概算)													19%
2016	0.0%	0.0%	1.0%	-0.4%	1.5%	4.1%	1.1%	-2.7%	1.3%	4.9%	6.7%	6.3%	26%
2017	-2.8%	2.9%	13.5%	-9.6%	-1.6%	5.6%	1.7%	9.5%	11.0%	2.2%	11.5%	-2.9%	46%
2018	16.0%	-10.7%	3.5%	0.8%	-1.3%	-0.3%	1.5%	7.0%	5.5%	-6.3%	3.7%	-10.0%	6%
2019	5.9%	6.7%	-1.9%	1.7%	1.2%	0.6%	5.8%	0.6%	0.8%	7.7%	3.4%	5.9%	45%
2020	0.0%	-5.8%	-10.6%	7.9%	3.3%	4.5%	-3.0%	5.8%	2.9%	3.2%	2.9%	0.5%	11%
2021	4.2%	5.5%	9.5%	6.2%	-0.7%	0.6%	2.1%	-0.4%	-1.9%	10.9%	-11.6%	2.5%	28%
2022	-11.9%	-2.5%	7.7%	-0.9%	-5.2%	-3.2%	1.7%	1.7%	-5.0%	9.9%	-3.6%	-0.7%	-13%
2023	5.5%	3.2%	-1.3%	3.8%	3.5%	14.5%	6.4%	-3.2%	-2.0%	-8.4%	4.3%	3.2%	32%
2024	-0.6%	5.6%	3.8%										9%

年次リターン(税引前)

	ポートフォリオ	配当込TOPIX	TOPIX	配当込SP500	SP500
2014(概算)	23%	10%	8%	14%	11%
2015(概算)	19%	12%	10%	1%	-1%
2016	26%	0%	-2%	12%	10%
2017	46%	22%	20%	22%	19%
2018	6%	-16%	-18%	-4%	-6%
2019	45%	18%	15%	32%	29%
2020	11%	7%	5%	18%	16%
2021	28%	13%	10%	29%	27%
2022	-13%	-2%	-4%	-18%	-19%
2023	32%	28%	25%	26%	24%
2024	9%		17%		10%
累計	635%	128%	114%	212%	184%
年率換算	22%	9%	8%	12%	11%
過去3年(年率)	14%	12%	10%	10%	8%
過去5年(年率)	19%	12%	10%	16%	14%

税引前基準価額推移(Dec. 2013 = 100)

