

|| 企業調査レポート ||

## クリエイイト・レストランツ・ホールディングス

3387 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 5 月 8 日 (火)

執筆：客員アナリスト

**柴田郁夫**

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
■ 会社概要	03
1. 事業内容	03
2. 沿革	05
■ 企業特徴	05
1. マルチブランド・マルチロケーション戦略	05
2. 「グループ連邦経営」による成長モデル	06
■ 決算動向	06
1. 「グループ連邦経営」の進捗と業績推移	06
2. 2018 年 2 月期決算の概要	09
■ 活動実績	11
1. 課題の整理とその対応状況	11
2. その他のトピックス	12
■ 業績見通し	13
● 2019 年 2 月期の業績予想	13
■ 成長戦略	15
1. 中期経営計画	15
2. 中長期的な成長イメージ	16
■ 株主還元等	17

## ■ 要約

### 前期業績は微増収ながら大幅な営業増益を実現。 既存店の強化や新業態開発でも一定の成果

クリエイト・レストランツ・ホールディングス <3387> は、ショッピングセンター内のレストラン及びフードコート  
 の運営を主力とするとともに、M&A により獲得した居酒屋業態や飲食店業態も展開している。集客力の高い  
 立地へのこだわりとそれぞれの立地環境（地域特性や顧客属性、競合状況等）に見合った業態の組み合わせによ  
 るマルチブランド・マルチロケーション戦略に特徴があり、それが同社の主力事業を支えてきた。現在の店舗数  
 は約 200 業態で 864 店舗<sup>※1</sup>となっている（2018 年 2 月期末現在）。また、最近では、駅前好立地での 24 時  
 間営業により人気業態となっている海鮮居酒屋業態「磯丸水産」<sup>※2</sup> など、積極的な M&A を通じて成長性のある  
 業態を同社の成長に取り込む「グループ連邦経営」<sup>※3</sup> により高い成長性を実現しており、同社は新たな成長  
 フェーズに入っている。

※1 業務受託店舗、FC 店舗のすべてを含む（以下、同様）。

※2 2013 年 4 月に買収した SFP ホールディングス <3198> が展開している。

※3 同社が推進しているグループ経営のことで、ホールディングスの「求心力」と各グループ事業会社の「遠心力」の  
 バランスを取りながら成長を促進するものである。

2018 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 2.7% 増の 116,567 百万円、営業利益が同 9.5% 増の 6,413 百万円と  
 微増収ながら大幅な営業増益を実現した。前期出店分（116 店舗）が期初から寄与したことや新規出店（68 店  
 舗）が増収要因となった。また、積極的に取り組んできた業態変更（37 店舗）も業績の伸びに貢献した。既存  
 店売上高も、店舗改装等の強化策が奏功したことにより前期比 97.1%（計画比 +0.1%）と好調であった。ただ、  
 増収率が緩やかな水準にとどまったのは、新規出店を意図的に抑えたことや不振店の閉店を前倒して行ったこと  
 が理由である。一方、利益面では、原価・人件費のコントロールが奏功したほか、新規出店を抑えたことに伴う  
 開業経費の減少、クロスファンクショナルチームの取り組み効果などにより計画を上回る営業増益となった。

同社は、今期（2019 年 2 月期）第 4 四半期より IFRS（国際財務報告基準）へ移行する予定であることから、  
 通期業績予想については IFRS 基準で公表している。2019 年 2 月期の業績予想（IFRS 基準）として、売上高  
 を 125,000 百万円、営業利益を 7,600 百万円と見込んでいる。前期（日本基準）との単純比較はできないが、  
 巡航ペースでの業績の伸びが継続するものと捉えて良いだろう。前期出店分の通年寄与及び今期出店分（68 店  
 舗を計画）などが増収に寄与する見通しであり、既存店売上高は前期比 98.1% を想定している。なお、これま  
 での中期経営計画と比べて売上高予想が減額修正されているのは、前提となる新規出店数を引き下げたことによ  
 るものである。今期はその分の投資余力を業態変更へ振り向けることにより、前期同様、既存店（既存立地）の  
 強化による業績の伸びを目指す方針とみられる。

## 要約

同社は、IFRS への移行や出店計画の一部見直しを踏まえ、新たに 3 ヶ年の中期経営計画 (IFRS 基準) を公表した。最終年度である 2021 年 2 月期の目標 (M&A を含まない) として、売上高を 145,000 百万円、営業利益を 9,300 百万円と掲げている。新規出店計画を引き下げたことからオーガニックな成長ペースがやや鈍化したものの、基本的な成長シナリオに変化はない。すなわち、積極的な M&A を通じて成長性のある業態を同社の成長に取り込む「グループ連邦経営」のもと、1) オーガニックな出店、2) M&A、3) 更なる海外展開により、持続的な成長を目指す計画となっている。

弊社では、成長の軸を担う居酒屋業態の出店余地が十分にあることや、M&A の環境が同社にとって追い風であること、海外事業もノウハウの蓄積や和食人気の後押しが期待できることなどから、中期経営計画の達成は可能と見ている。今後の注目点としては、既存店強化 (業態変更を含む) の成果、新業態の立ち上がり、海外展開の進展、M&A の実現に向けた動き、グループシナジーの創出などが挙げられる。

## Key Points

- ・前期決算は微増収ながら大幅な営業 (及び経常) 増益
- ・新規出店数を抑える一方、既存店の強化やコストコントロールにより計画を上回る利益成長を実現
- ・今期 (2019 年 2 月期) の第 4 四半期より IFRS 基準 (国際財務報告基準) に会計方針変更を予定
- ・今期も新規出店をやや抑え気味とするとともに、業態変更に注力する方針 (巡航ペースの成長を継続)
- ・新たに中期経営計画 (IFRS 基準) を公表するも、「グループ連邦経営」による持続的な成長を目指す方向性に大きな変更はない



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 積極的な M&A により様々な業態を取り込む 「グループ連邦経営」を展開

#### 1. 事業内容

同社は、ショッピングセンター内のレストラン及びフードコートの運営を主力とするとともに、M&A により獲得した居酒屋業態や飲食店業態も展開している。持株会社として、連結子会社 15 社（そのうち、海外 4 社）、非連結子会社 3 社を束ねている（2018 年 2 月末現在）。

集客力の高い立地へのこだわりとそれぞれの立地環境（地域特性や顧客属性、競合状況等）に見合った業態の組み合わせによるマルチブランド・マルチロケーション戦略に特徴があり、それが同社の主力事業を支えてきた。また、最近では、成長性のある様々な業態を積極的な M&A により取り込む「グループ連邦経営」を推進することで高い成長性を実現してきた。2018 年 2 月末現在の店舗数は約 200 業態で 864 店舗※となっている。

※ 直営店舗のほか、業務受託店舗、FC 店舗のすべてを含む（以下、同様）。

同社の事業カテゴリーは、1) 商業施設を中心に多様なブランドにてレストラン及びフードコートを運営する「CR カテゴリー」、2) 居酒屋業態を運営する「SFP カテゴリー」、3) 様々な飲食店業態を運営する「専門ブランドカテゴリー」、4) シンガポールや香港、台湾等で日本食レストランを運営する「海外カテゴリー」の 4 つに分類される。主力の CR カテゴリーが売上高の 37.5% を占める一方、SFP カテゴリーが 31.6%、専門ブランドカテゴリーが 28.5%、海外カテゴリーが 2.4% を構成している（2018 年 2 月期実績）。

#### 事業カテゴリーの概要

CR カテゴリー	クリエイト・レストランツ（CR）及びクリエイト・ダイニング（CD）が運営する店舗にて構成。商業施設を中心にマルチブランドにてレストラン及びフードコートを運営。 2018 年 2 月末の店舗数は 417 店舗。 主要な業態として、「はーべすと」、「しゃぶ菜」、「リオグランデグリル」、「ローストビーフ屋」などがある。新業態「BEEF RUSH」（ステーキ食べ放題）も順調に立ち上がっている。
SFP カテゴリー	2013 年 4 月に資本提携した SFP ホールディングス（SFP）が運営する店舗にて構成。都心繁華街に居酒屋を運営。 2018 年 2 月末の店舗数は 225 店舗。 主要な業態として、海鮮居酒屋「磯丸水産」、手羽先唐揚専門「鳥良」、「鳥良商店」などがある。新業態「トラ五郎（いち五郎）」（餃子居酒屋）も順調に立ち上がっている。
専門ブランドカテゴリー	KR フードサービス（KR）、ルモンデグルメ（LG）、イートウォーク（EW）、YUNARI（YNR）、グルメブランドカンパニー（GBC）にて構成。 主に郊外ロードサイドに「かごの屋」、都市型商業施設を中心に、それぞれの専門ブランドを展開。2018 年 2 月末の店舗数は合計で 191 店舗。 主要な業態として、和食レストラン「かごの屋」、イタリアンレストラン「TANTO TANTO」、野菜をメインとしたイタリアン「AWkitchen」、「つけめん TETSU」、ベーカリー&カフェ「ジャン・フランソワ」などがある。
海外カテゴリー	シンガポール、香港、台湾の海外子会社が運営する店舗にて構成。 2018 年 2 月末の店舗数は合計で 31 店舗。 主要な業態として、「しゃぶ菜」、抹茶の専門店「MACCHA HOUSE」などがある。 2017 年 7 月には、北米（ニューヨーク）に和食業態「NAOKI TAKAHASHI」を初出店している。

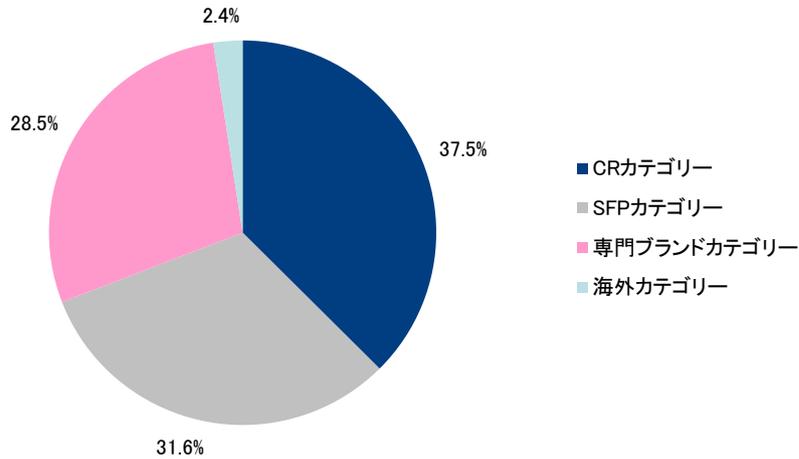
出所：会社資料、ヒアリングよりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

会社概要

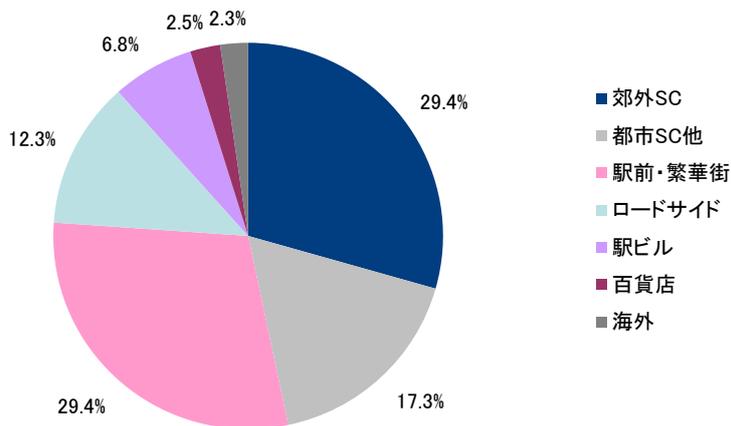
カテゴリー別の売上構成比(2018年2月期実績)



出所：会社資料よりフィスコ作成

また、立地別店舗数の構成比は、郊外 SC が 29.4%、都市 SC 他が 17.3%、駅前・繁華街が 29.4%、ロードサイドが 12.3%、駅ビルが 6.8%、百貨店が 2.5%、海外が 2.3% となっており、従来の商業施設中心からバランスよく分散が図られてきている（2018 年 2 月末現在）。

立地別店舗数の構成比(2018年2月末現在)



出所：会社資料よりフィスコ作成

## 会社概要

## 2. 沿革

同社は、1997年に現代表取締役会長である後藤仁史（ごとうひとし）氏のファミリー企業である（株）徳壽により株式会社ヨコスカ・ブルーイング・カンパニーとして設立された（1999年に株式会社クリエイト・レストランツに商号変更）。ただ、実質的な創業としては、1999年に徳壽から洋食レストラン5店舗の営業譲渡を受けて、本格的にレストラン事業を開始したところからスタートしたと言える。2000年には当時三菱商事<8058>の社員であった現代表取締役社長の岡本晴彦（おかもとはるひこ）氏が、社内ベンチャー制度で同社に参画するとともに、三菱商事による資本参加を受ける（三菱商事との資本関係は2012年に解消）。その後、三菱商事による信用力などを後ろ盾としながら、商業施設等への出店を中心とした店舗数の拡大によって成長を加速し、2005年には東京証券取引所マザーズ市場への上場を果たした（2013年には東京証券取引所第1部へ市場変更）。

また、M&Aにも積極的に取り組んでおり、2007年に日本料理の「吉祥」を傘下に収めると、2010年には持株会社制度へ移行し、「グループ連邦経営」の基盤を築いた。その後、2012年に（株）ルモンデグルメ、2013年にSFPダイニング（株）※と（株）イートウォーク、2014年に（株）YUNARI、及び（株）上海美食中心（R21Cuisine（株）より商号変更）、2015年にKRフードサービス、及び（株）アールシー・ジャパン（現（株）クリエイト・ダイニング）などを相次いでグループ化している。なお、SFPダイニング（株）※については、2014年12月に東京証券取引所市場第2部へ新規上場（子会社上場）させた。

海外展開については、2008年に上海現地企業と合併会社を設立したことを皮切りに、2010年に中国、2011年にシンガポール、2012年に香港、2014年に台湾に100%子会社を設立するなど、まだ実験的な段階との位置付けではあるものの、今後の本格展開に向けた下地づくりを進めている。2016年2月には米国展開を目的としてニューヨークにも子会社を設立すると、2017年7月に北米初となる和食業態「NAOKI TAKAHASHI」をニューヨークに出店した。なお、中国（上海）については、2017年8月末に全店撤退が完了している。

※ SFPダイニング（株）は、2017年6月にSFPホールディングス（株）に商号変更

## ■ 企業特徴

### 業界展開力と豊富なM&A実績によるブランドポートフォリオに強み

#### 1. マルチブランド・マルチロケーション戦略

同社の主力事業の特徴は、集客力の高い商業施設（ショッピングセンター及び駅ビル等）への出店と、様々な立地環境（地域特性や顧客属性、競合状況等）に合わせた多様な業態を展開しているところにある。和食、洋食、中華のほか、エスニックやカフェなど多岐にわたる業態を運営しており、1つの商業施設内に複数の店舗を出店できることや、施設オーナー（デベロッパー等）の様々なニーズに対応できることにより、比較的出店のハードルが高い商業施設での店舗展開を有利に進めてきた。もちろん、数多くの業態を立地環境に合わせて作り上げることはコスト要因となるものの、好立地における集客力を最大限に生かした業態を展開していく力は同社の真骨頂であり、業態開発及びオペレーションのノウハウを蓄積してきたことが、同社の価値創造の源泉と考えられる。

### 企業特徴

一方、2013 年に買収した SFP ダイニングによる海鮮居酒屋業態「磯丸水産」は、コンビニやドラッグストアが店を構える駅前立地と 24 時間営業に特徴がある。競争の激しい路面店への挑戦に当たって、あえてコストの高い駅前立地に展開する業態を選んだのは、集客力の高い立地へのこだわりの面で同社のこれまでの出店戦略との親和性が高いことが理由の 1 つに挙げられる。したがって、マルチロケーション戦略の幅が路面店の領域にまで広がったという見方ができ、将来的には商業施設だけでなく、繁華街の路面店における多業態展開を本格化する布石となる可能性もある。また、2015 年に買収した KR フードサービスによる和食レストランチェーン「かごの屋」はロードサイドを中心に展開しており、その他の専門ブランドを含めた積極的な M&A を通じて、立地の多様性とブランドの専門性の更なる拡充を図っている。

### 2. 「グループ連邦経営」による成長モデル

同社の成長モデルは、オーガニック（内部的）な成長に加えて、成長性の高い業態を M&A によりグループ内に取り込むとともに、様々なシナジー効果の創出やプラットフォーム（資金面や管理面の支援等）の提供を通じて更なる成長をバックアップすることにより最終的に自社の成長に結び付けるものである。過去においては、商業施設内のレストラン及びフードコートの運営で事業基盤を拡大してきたが、商業施設側の都合に左右されやすい成長モデルであったことから、持株会社制への移行とともに、「グループ連邦経営」による自律的な成長を目指す戦略へと転換を図った。もっとも、三菱商事の社内ベンチャーから立ち上がった同社にとっては、経営資源の面（経営管理を得意とする人材等）やカルチャーなどの面で馴染みやすい経営スタイルであり、また、資本提携先からも比較的抵抗なく関係構築が図りやすいパートナーとして認識されてきたことも成功要因と考えられる。

## ■ 決算動向

### M&A を含めた積極的な出店拡大により高い成長性と収益性を継続

#### 1. 「グループ連邦経営」の進捗と業績推移

過去の業績を振り返ると、新規出店及び M&A による店舗数の拡大が同社の業績の伸びをけん引してきた。特に、2013 年 2 月期から「グループ連邦経営」による新たな成長戦略に舵を切ったことが転機となった。成長性のある様々な業態をグループ化するとともに、更なる出店拡大をバックアップすることで高い成長性を実現しながら、立地の多様性と専門ブランドの拡充を図ってきた。立地別店舗数の構成比を見ると、2012 年 2 月末には商業施設（郊外 SC と都市型 SC の合計）が 78.4% を占めていたが、2018 年 2 月末には商業施設が 46.7% に縮小した一方で、駅前・繁華街（29.4%）やロードサイド（12.3%）が新たに追加されており、バランス型の立地ポートフォリオが確立されてきた。

## 決算動向

## 出退店 (M&amp;A を含む) 及び期末店舗数の推移

	新規出店	退店	M&A による 取得	期末店舗数
12/2 期	14	-33	0	356
13/2 期	45	-29	7	381
14/2 期	61	-36	108	514
15/2 期	102	-42	26	616
16/2 期	108	-38	109	795
17/2 期	116	-54	0	857
18/2 期	68	-63	2	864

注：15/2 期から期末店舗数は業務受託店舗、FC 店舗、非連結店舗及び  
海外 JV 店舗の全てを含む店舗数を記載

出所：会社資料よりフィスコ作成

## 過去の M&amp;A の実績

取得日	会社名	主なブランド	取得価額 (百万円)
2012年 3月	ルモンデグルメ	「TANTO TANTO」	非開示
2013年 4月	SFP ダイニング	「磯丸水産」、「鳥良商店」など	6,573
2013年 4月	イートワーク	「AWkitchen」、「やさい家めい」など	858
2014年 4月	YUNARI	「つけめん TETSU」など	1,506
2014年11月	上海美食中心	「南翔饅頭店」	180
2015年 6月	KR フードサービス	「かごの屋」など	14,979
2015年 8月	アールシー・ジャパン	「レインフォレストカフェ」など	65

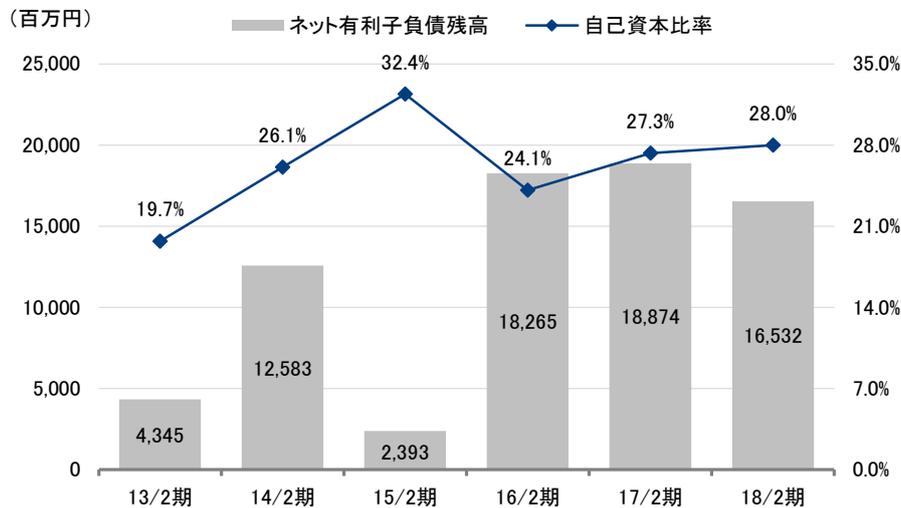
出所：会社資料よりフィスコ作成

財務面では、財務基盤の安定性を示す自己資本比率は、2012 年 2 月期までは 35% を超える水準を確保していたものの、2013 年 2 月期末には、三菱商事が保有していた株式を TOB により取得し、そのうちの約 8 割を消却したことにより 19.7% にまで低下した。また、2014 年 2 月期に自己株式の売却による自己資本の増強を行ったことや、2015 年 2 月期末には SFP ダイニングの株式上場 (子会社上場) に伴う新株発行により自己資本比率は 32.4% にまで一旦改善したが、2016 年 2 月期末には KR フードサービスの買収により再び 24.1% に低下し、ネット有利子負債も 180 億円を超える水準に大きく増加した。

キャッシュフローの状況は、2013 年 2 月期までの投資キャッシュフローは、安定した営業キャッシュフローの範囲内で推移してきたが、2014 年 2 月期以降は、積極的な新規出店や M&A により投資キャッシュフローが大きく拡大している。

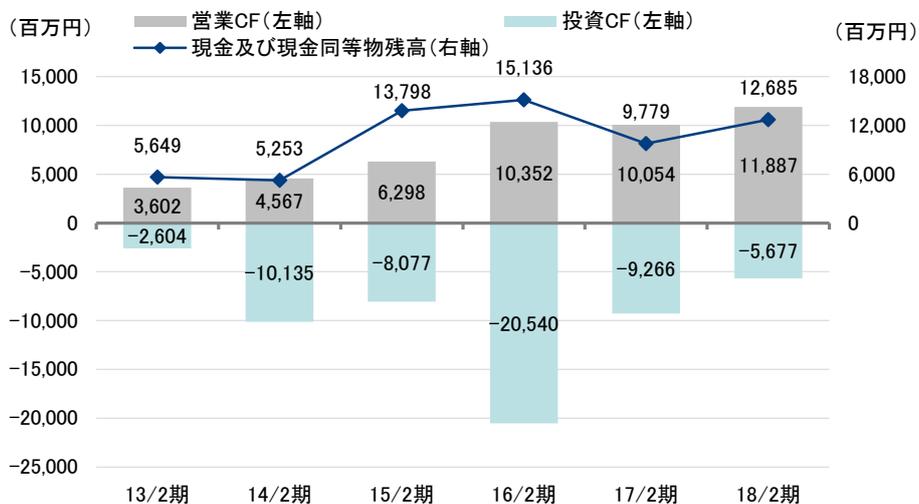
## 決算動向

## 自己資本比率及びネット有利子負債残高の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 営業CF及び投資CF、現金及び現金同等物残高の期末残高の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

今後も積極的な M&A による成長を目指す当社にとって、財務基盤の増強は課題の 1 つとして考えられるが、ネット D/E レシオは 0.82 倍<sup>※1</sup>、ネット有利子負債キャッシュフロー倍率は 1.39 倍<sup>※2</sup> を確保しており、これまでの実績や潤沢な営業キャッシュフローから判断して当面の資金調達力には懸念ないものと考えられる。

※1 ネット D/E レシオ = ネット有利子負債 ÷ 自己資本にて計算。一般的には 1 倍以下であれば安全性に懸念がないと評価される。

※2 ネット有利子負債キャッシュフロー倍率 = ネット有利子負債 ÷ 営業キャッシュフローにて計算。ネット有利子負債を何年分の営業キャッシュフローで返済できるかを判断する指標であり、一般的には 10 倍を超えると返済能力に懸念があると評価される。

## 前期業績は微増収ながら大幅な営業増益を実現

### 2. 2018 年 2 月期決算の概要

2018 年 2 月期の業績は、売上高が前期比 2.7% 増の 116,567 百万円、営業利益が同 9.5% 増の 6,413 百万円、経常利益が同 8.6% 増の 6,894 百万円、当期純利益が同 24.0% 減の 2,501 百万円と微増収ながら大幅な営業（及び経常）増益を実現した。期初予想に対しても売上高が若干未達となったものの、営業（及び経常）利益では上回る結果となった。

売上高、利益ともに海外を除くすべてのカテゴリーで伸長した。前期出店分（116 店舗）が期初から寄与したことや新規出店（68 店舗）が増収要因となった。また、積極的に取り組んだ業態変更（37 店舗）も業績の伸びに貢献した。既存店売上高も、店舗改装（47 店舗）等の強化策が奏功したことにより前期比 97.1%（計画比 +0.1%）と好調であった。ただ、売上高が若干未達となったのは、新規出店を意図的に抑えたこと（計画比▲8 店舗）や想定外の閉店（不振店の前倒し閉店等）があったことが理由である。特に、専門ブランドカテゴリーにおける出店方針の見直しによる影響が大きかったようだ。新規出店 68 店舗、M&A 2 店舗、閉店 63 店舗により、2018 年 2 月末店舗数は 864 店舗（前期末比 7 店舗増）となった。

利益面では、原価・人件費のコントロールが奏功したほか、新規出店数を 68 店舗（前期比 48 店舗減）に抑えたことに伴う開業経費の減少、クロスファンクショナルチームの取り組み効果（本部経費の抑制）などにより計画を上回る営業（及び経常）増益を実現した。一方、最終利益が計画を下回る減益となったのは、不振店対策として改装、業態変更、閉店を前倒しで実施したこと等による特別損失の計上や、前期の法人税が一時的に少なかったことの影響によるものである。もっとも、特別損失の計上は、今期（2019 年 2 月期）第 4 四半期から移行予定の IFRS への対応を含め、戦略的な経営判断（財務の健全性や今後の業績向上を図るもの）に基づくところが大いに見られる。

### 2018 年 2 月期決算の概要

（単位：百万円）

	17/2 期		18/2 期		増減		18/2 期		達成率
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率	計画	構成比	
売上高	113,525		116,567		3,042	2.7%	118,000		98.8%
CR カテゴリー	42,862	37.8%	43,735	37.5%	873	2.0%	43,295	36.7%	101.0%
SFP カテゴリー	35,957	31.7%	36,841	31.6%	884	2.5%	37,000	31.4%	99.6%
専門ブランドカテゴリー	31,530	27.8%	33,177	28.5%	1,647	5.2%	34,686	29.4%	95.7%
海外カテゴリー	3,167	2.8%	2,834	2.4%	-333	-10.5%	2,976	2.5%	95.2%
原価	32,823	28.9%	33,533	28.8%	709	2.2%	-	-	-
販管費	74,844	65.9%	76,620	65.7%	1,776	2.4%	-	-	-
営業利益	5,857	5.2%	6,413	5.5%	556	9.5%	6,300	5.3%	101.8%
経常利益	6,348	5.6%	6,894	5.9%	545	8.6%	6,800	5.8%	101.4%
CR カテゴリー	3,710	8.7%	4,050	9.3%	340	9.2%	3,757	8.7%	107.8%
SFP カテゴリー	3,560	9.9%	3,828	10.4%	268	7.5%	3,700	10.0%	103.5%
専門ブランドカテゴリー	1,316	4.2%	1,674	5.0%	358	27.2%	1,884	5.4%	88.9%
海外カテゴリー	280	8.8%	-0	-	-280	-	34	1.1%	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,293	2.9%	2,501	2.1%	-791	-24.0%	3,300	2.8%	75.8%

出所：会社資料よりフィスコ作成

## 決算動向

各カテゴリー別の業績は以下のとおりである。

**(1) CR カテゴリー**

CR カテゴリーは、売上が前期比 2.0% 増の 43,735 百万円、カテゴリー利益が同 9.2% 増の 4,050 百万円と計画を上回る増収増益となった。前期出店分 (51 店舗) が期初から寄与したことや新規出店 (31 店舗) が増収要因となった。特に、人気の高い「ローストビーフ星」を郊外 SC へ積極的に出店したほか、和カフェ業態も好調であった。また、「BEEF RUSH」等 (ステーキ食べ放題) への業態変更 (18 店舗) も業績の押し上げに貢献したようだ。既存店売上高も「しゃぶしゃぶ」など高価格帯業態が好調であったことから、前期比 98.1% (計画比 + 1.8%) と計画を上回って推移した。一方、利益面でも、売上が好調であったことに加えて、肉の値上がり等があったものの、原価・人件費のコントロールが奏功したことや、新規出店を 31 店舗 (前期比 20 店舗減) に抑えたことによる開業経費の減少などにより増益となった。

**(2) SFP カテゴリー**

SFP カテゴリーは、売上が前期比 2.5% 増の 36,841 百万円、カテゴリー利益が同 7.5% 増の 3,828 百万円と増収増益となった。計画に対しては売上が天候の影響 (長雨、寒波、降雪) により若干未達となったものの、利益では大きく上振れる結果となっている。前期出店分 (42 店舗) が期初から寄与したことや新規出店 (20 店舗) ※<sup>1</sup> が増収要因となった。ただ、これまでの高い成長率と比べて緩やかな水準にとどまったのは、新規出店を一旦抑えたことが理由である。特に、既存店の強化に取り組む主力業態「磯丸水産」の新規出店 (直営店) を 2 店舗にとどめたところに政策的な意図がみられる。半面、「鳥良商店」は 10 店舗の出店 (うち業態変更 1 店舗) により大きく伸びたほか、新業態の「トラ五郎 (いち五郎)」 (餃子居酒屋) ※<sup>2</sup> も 9 店舗の出店 (うち業態変更 4 店舗) により順調に立ち上がってきた。また、既存店売上高も既存店の強化策 (店舗の改装効果やタブレット端末の導入等) が奏功したことにより前期比 97.3% (計画比 + 0.1%) と好調であった。利益面でも、増収効果やコストコントロールに加えて、FC を除く新規出店を 18 店舗 (前期比 22 店舗減) に抑えたことに伴う開業経費の減少や採用関連費の削減※<sup>3</sup> などにより計画を上回る増益を実現し、カテゴリー利益率も 10.4% (前期は 9.9%) と 10% を超える水準に改善している。

※<sup>1</sup> 新規出店 20 店舗のうち 2 店舗は FC (磯丸水産による九州エリアへの FC 展開)。

※<sup>2</sup> 2017 年 3 月に 1 号店「餃子製造販売店トラ五郎」を新宿 (小滝橋通り) に出店した餃子居酒屋である。2 号店目からは地域での 1 番店を目指すという思いから「いち五郎」に屋号変更した。

※<sup>3</sup> 成果報酬型の媒体への変更に加え、従業員紹介制度の活用によりパート・アルバイト採用単価の効率化に成功 (採用関連費は前期比 292 百万円減)。

**(3) 専門ブランドカテゴリー**

専門ブランドカテゴリーは、売上が前期比 5.2% 増の 33,177 百万円、カテゴリー利益が同 27.2% 増の 1,674 百万円と増収増益となった。ただ、計画に対しては売上高、利益ともに下回る結果となっている。前期出店分 (19 店舗) が期初から寄与したことや新規出店 (13 店舗) が増収要因となった。ただ、新規出店については、「駒沢公園」 (イトウォーク) や「GINZA SIX」 (グルメブランドカンパニー) など、好立地への出店を実施した一方、郊外ロードサイド立地への出店 (KR フードサービス) を投資効率の高いものに厳選したことから計画を大きく下回った (計画比△ 12 店舗)。また、既存店売上高も「かごの屋」 (KR フードサービス) の苦戦などにより前期比 95.8% (計画比△ 1.9%) と低調であった。一方、利益面では、既存店売上高の低迷等により計画には届かなかったものの、課題となっていた人件費管理の改善 (KR フードサービス) などにより増益を確保したところは評価できる。

#### (4) 海外カテゴリー

海外カテゴリーは、売上高が前期比 10.5% 減の 2,834 百万円、カテゴリー利益が△0 百万円（前期は 280 百万円の利益）であった。新規出店 4 店舗、閉店 8 店舗により 2018 年 2 月末店舗数が 31 店舗（前期末比 4 店舗減）に減少したことが業績の後退要因となった。特に、シンガポールは売上・利益とも好調に推移するものの、香港が中国の景気減速の影響を受けたほか、高収益店舗の契約満了による閉店や台風直撃の影響により低調に推移した。ただ、足元の業績はコストコントロールの強化により回復傾向にあり、今期での黒字化を目指す。また、和食業態「NAOKI TAKAHASHI」を北米（ニューヨーク）に初出店し、順調に立ち上がったことも今後に向けて明るい材料となった。

## 活動実績

### 既存店の強化や新業態の開発などに一定の成果

#### 1. 課題の整理とその対応状況

同社は、前々期（2017 年 2 月期）の業績が計画を下回ったことを受け、前期は課題の整理とその対応に取り組んできたが、以下のとおり、既存店の強化や新たな業態の開発、コストコントロールなどで一定の成果を挙げることができた。

##### (1) 既存店の強化

前述のとおり、新規出店を抑え気味にする一方、店舗改装や業態変更など既存店の強化に向けた投資を実施するとともに、タブレット端末導入による利便性向上（SFP）やポイント会員へのアプローチ施策の拡充（KR）などにも取り組んできた。特に、苦戦している地方郊外 SC の総合ビュッフェ（CR）については、「BEEF RUSH」等への業態変更（18 店舗）を実施するとともに、「磯丸水産」（SFP）についても 28 店舗の改装を実施し、新規出店に依存しない業績の伸びを実現した。

##### (2) 投資効率の良い、新たなコアコンセプトブランドの展開

新業態として、「BEEF RUSH」（CR）、「トラ五郎（いち五郎）」（SFP）、「上高地あずさ珈琲」（専門ブランド）等の開発と展開に取り組んだ。「トラ五郎（いち五郎）」9 店舗、「上高地あずさ珈琲」2 店舗を出店し、順調に立ち上がってきた。今後の成長加速に向けて新たな成長ドライバーとして期待される。

##### (3) グループ連邦経営の進化（グループ横断的な課題解決への取り組み）

グループ横断的なクロスファンクショナルチームの取り組みにより、コストコントロールや投資効率の改善を進めている。その結果、本社経費の改善や採用関連費の削減に成果を残した。今期に入ってから、採用強化やメンテナンスの内製化※1、共同購買の実施※2、販促の見直しなどに取り組んでおり、「グループ連邦経営」は新たなステージに入ってきたと言える。

※1 グループ内の修繕を目的にメンテナンスチームを発足（2018 年 3 月）。

※2 豚肉・コーヒー・種類等グループ内で共同購入（今後は米や魚介類も視野）。

## 活動実績

**(4) 生産性向上に向けた取り組み**

店舗における機械化・IT 化※の積極活用のほか、「しゃぶしゃぶ鍋」の改良(洗浄時間の大幅な短縮)や動画マニュアルの導入(教育にかかる時間短縮)などに取り組んでいる。「働き方改革」の推進をはじめ、人材確保が成長のボトルネックとなっている業界において、生産性向上を重要な戦略テーマと捉えているようだ。

※ タッチパネルで注文できるタブレット端末の導入や、バーカリスキャン、自動つり銭機等の導入など。

**2. その他のトピックス**
**(1) 北米初出店**

2016 年 3 月にニューヨークに現地法人を設立し、開業の準備を進めてきたが、2017 年 7 月に和食業態「NAOKI TAKAHASHI」の第 1 号店をニューヨークのチェルシー地区※へ出店し、北米への進出を果たした。和食ブームなどの追い風もあり、順調に立ち上がっているもようである。これを皮切りとして、和食業態を中心とした積極的な事業展開を計画しているようだ。また、老舗そば店「更科堀井」を運営する(株)更科堀井との提携により、「(仮) HORII NY」を米国に出店するプロジェクトも進行中である。

※ IT 系の企業が多く存在し、Google (グーグル<GOOG>) 本社にも近い立地となっているようだ。

**(2) 「東京ミッドタウン日比谷」にフードホールを出店**

今期に入ってからの大きな成果として注目されるのは、2018 年 3 月 29 日にグランドオープンした複合施設「東京ミッドタウン日比谷」※1 のフードホール※2 を一括運営受託したことである。それに伴って、同社グループ 3 社にて様々な業態(8 店舗)を出店する運びとなった。同社のフードホール運営における実績とノウハウが評価されたものと考えられるが、今後もトレンドとなっている都市型複合施設でのフードホール運営受託に向けて大きな前進と言えそうだ。

※1 約 60 店舗に及ぶショップ&レストラン、オフィス、映画館、空中庭園や広場空間が集約された複合施設。

※2 ニューヨーク発の新しいトレンドとして注目されている。従来のショッピングモールにおけるフードコートがカジュアルかつ統一感のあるイメージであるのと比較して、比較的ハイエンドかつ各ブースの特徴を生かしたコンセプトなどに違いがあり、都心の複合商業施設などに導入されるケースが増えている。

**(3) SFP の公開買付に応募**

2018 年 3 月には、上場子会社である SFP が実施した自社株式の公開買付けに対して、3,200,000 株を応募し、そのうち 3,198,800 株(1 株につき 2,030 円)が買い付けられる結果となった(買い付け後すべて消却済)。本件は、SFP の将来的な東京証券取引所 1 部指定を見据えたものであり、同社としても賛同している。本件により、同社の保有比率は約 67% から約 64% へ若干低下したが、両社の関係に影響を及ぼすものではない。

## 活動実績

**(4) M&A (2 件) の成約**

戦略的に取り組んでいる M&A についても 2 つの案件を成約するに至った。2018 年 1 月 31 日に M&A を実行した (有) ルートナインジー (及びその 100% 子会社) は、シンガポール料理専門店として有名な「海南鶏飯食堂 (ハイナンジーファンショクドウ) (麻布十番、恵比寿の 2 店舗) を展開しており、第三者割当増資により約 51% の株式を取得した。創業者の熱意を維持向上しつつ、今後の事業展開をバックアップすることで、事業価値の向上を図る方針である。

また、2018 年 3 月 1 日には、(株) イクスピアリ※から直営飲食事業を譲受け、イクスピアリが新設分割により設立した (株) クリエイト・ベイサイドの株式を 100% 取得した。クリエイト・ベイサイドは、複合商業施設イクスピアリ内のレストラン (9 店舗) 及びフードコート (8 ブース) を運営しており、ノンコア事業の切り離しを対象とする M&A として位置付けられる。同社の狙いは、イクスピアリという好立地商業施設の店舗獲得、イクスピアリ内の同社既存店舗と本件取得店舗の集約を通じた管理効率やシナジーの向上などにある。

※ イクスピアリは、オリエンタルランド <4661> の子会社であり、千葉県浦安市の東京ディズニーリゾート内にある複合商業施設「イクスピアリ」の経営、物販・飲食店舗の開発及び運営、並びに映画館の運営を行っている会社である。

## 業績見通し

### 2019 年 2 月期 (第 4 四半期) より IFRS 基準へ移行予定。 新規出店や業態変更が業績の伸びをけん引する見通し

#### ● 2019 年 2 月期の業績予想

同社は、今期 (2019 年 2 月期) の第 4 四半期より IFRS (国際財務報告基準) へ移行する予定※であることから、通期業績予想については IFRS 基準で公表している。2019 年 2 月期の業績予想 (IFRS 基準) として、売上高を 125,000 百万円、営業利益を 7,600 百万円、税引前利益を 7,400 百万円、当期利益 5,100 百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益を 4,000 百万円と見込んでいる。前期 (日本基準) との単純比較はできないが、巡航ペースでの業績の伸びが継続するものと捉えて良いだろう。

※ IFRS 移行の目的として、国内外の M&A 推進に向けた基盤整備、資本市場における国際的な比較可能性の向上、グループ内会計基準の統一による経営管理の最適化、などが挙げられる。

前期出店分 (68 店舗) の通年寄与及び今期出店分 (68 店舗) のほか、積極的な業態変更 (30 店舗) や前述した M&A (2 件) による上乗せ分 (約 25 億円程度と推定) が増収に寄与する見通しである。また、既存店売上高は 98.1% を想定している。ただ、これまでの中期経営計画 (2019 年 2 月期の売上高計画 1,300 億円) と比べて減額修正となっているのは、新規出店数の前提を引き下げたこと (特に、SFP カテゴリーにおいて 40 店舗から 20 店舗へと変更) によるものである。今期はその分の投資余力を業態変更へ振り向けることにより、前同様に、既存店 (既存立地) の強化による業績の伸びを目指す方針と考えられる。なお、新規出店の内訳として、CR カテゴリー 23 店舗、SFP カテゴリー 20 店舗、専門ブランドカテゴリー 18 店舗、海外 7 店舗を計画している。

## 業績見通し

一方、利益面では、人件費が増加するものの、クロスファンクショナルチームによるコストコントロール（特に、共同購買の推進等を通じた材料費の抑制）や投資効率の改善等により営業利益率の向上を見込んでいる。なお、IFRS への移行により、これまで計上してきたのれん償却費（年間約 9 億円）がなくなる一方、減損損失が営業利益に反映されるところには注意が必要である。同社は、減損損失を保守的に予算計上（8 億円程度と推定）しているもようであるが、トータルで見れば IFRS への移行は営業利益に若干プラスに働くものと考えられる。もちろん、その分を差し引いても営業利益率が実態として改善するという見方に变りはない。

## 2019 年 2 月期の業績予想（IFRS 基準）／ 2018 年 2 月期（日本基準）との比較

	（単位：百万円）		（単位：百万円）	
	18/2 期 （日本基準）		19/2 期 （IFRS 基準）	
	実績	構成比	予想	構成比
売上高	116,567		125,000	
営業利益	6,413	5.5%	7,600	6.1%
経常利益	6,894	5.9%	7,400	5.9%
当期純利益	3,557	3.1%	5,100	4.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,501	2.1%	4,000	3.2%

出所：会社資料よりフィスコ作成

弊社でも、業績予想の前提となっている新規出店計画は、これまでの実績や前述した「東京ミッドタウン日比谷」フードホールの一括運営受託などから判断して、難しい水準ではないと考えている。また、既存店売上高やコスト要因の想定にも合理性があることから、同社の業績予想の達成は十分に可能であると評価している。注目すべきは、今後の成長性を占う重要なパラメーターとして、新業態の動向のほか、今期の目玉である業態変更が業績の押し上げにどの程度貢献するのかにあるとみている。また、新たな M&A の実行が業績の上振れ要因となる可能性にも注意する必要がある。

## 成長戦略

### IFRS 基準による新たな中期経営計画を公表。 基本的な成長シナリオに変更はない

#### 1. 中期経営計画

同社は、3ヶ年の中期経営計画（ローリングプラン）を推進している。IFRS への移行や出店計画の見直し等を踏まえ、新たに3ヶ年の中期経営計画（IFRS 基準）を公表した。最終年度である2021年2月期の目標（M&A を含まない）として、売上高を145,000百万円、営業利益を9,300百万円、税引前利益9,100百万円、当期利益6,100百万円、親会社の所有者に帰属する当期純利益を5,000百万円と掲げている。新規出店計画を引き下げたことでオーガニックな成長ペースがやや鈍化したものの、基本的な成長シナリオに変化はない。すなわち、積極的なM&Aを通じて成長性のある業態を同社の成長に取り込む「グループ連邦経営」のもと、1) オーガニックな出店、2) M&A、3) 更なる海外展開により、持続的な成長を実現する計画となっている。

#### IFRS 基準による中期経営計画（M&A を含まない）

（単位：百万円）

	19/2 期 計画	20/2 期 計画	21/2 期 計画
売上高	125,000	135,000	145,000
（伸び率）	-	8.0%	7.4%
営業利益	7,600	8,300	9,300
（利益率）	6.1%	6.1%	6.4%
税引前利益	7,400	8,100	9,100
（利益率）	5.9%	6.0%	6.3%
当期利益	5,100	5,400	6,100
（利益率）	4.1%	4.0%	4.2%
親会社の所有者に帰属する当期利益	4,000	4,500	5,000
（利益率）	3.2%	3.3%	3.4%

出所：会社資料よりフィスコ作成

成長シナリオのポイントは以下のとおりである。

#### (1) オーガニックな出店

既存業態の強化及び新業態の拡大により、年間70～90店舗程度の出店を目指す。CRカテゴリーでは、既存業態に加えて、「BEEF RUSH」（ステーキ&ビュッフェ）や「MACCHA HOUSE 抹茶館」（和カフェ）など好調な新業態の出店を強化する。また、SFPカテゴリーでは、景気動向の影響を受けやすい郊外への出店は抑えるものの、関西エリアへの進出（ドミナント展開）等を含めて出店余地の大きい「磯丸水産」及び「鳥良商店」の2枚看板とともに、第3の柱として期待される新業態「いち五郎」（餃子居酒屋）の本格展開も見込んでいる。特に、「一等立地マルチコンテンツ戦略」を掲げており、立地の優位性を活かした複数業態での成長を目指している。専門ブランドカテゴリーについては、投資効率の良い「あずさ珈琲」（和カフェ）のほか、健康食ブームで好調な「Mr.FARMER」（お野菜カフェ）等を軸に展開していく方針である。

成長戦略

(2) 国内 M&A

豊富な M&A の実績を生かし、引き続き国内及び海外の良質な M&A の実現を目指していく。足元での持ち込み案件は活況を呈しているが、新たな M&A の早期実行に向けて積極的に取り組んでいく方針である。

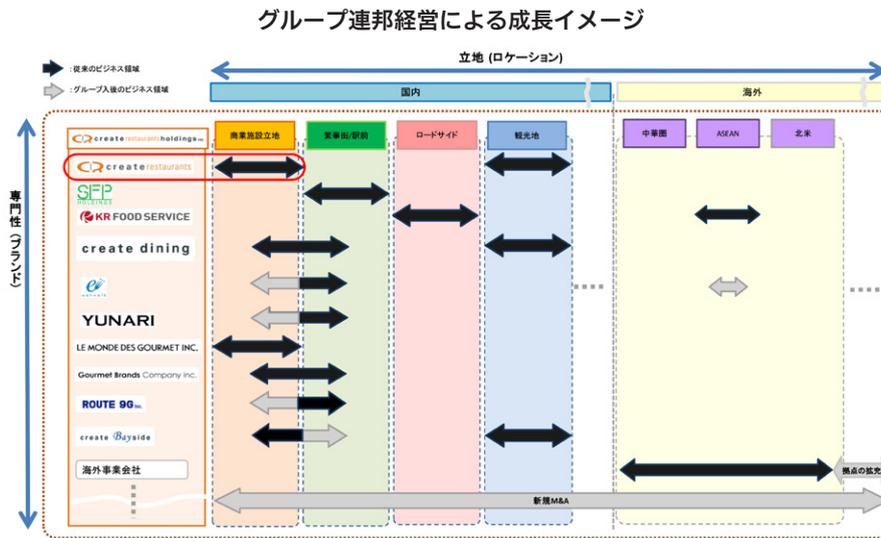
(3) 更なる海外展開

海外事業については、シンガポール及び香港でのノウハウを活用して、北米や新たな ASEAN 地域などへ出店を加速していく方針である。また、投資リスクが小さく、展開スピードが速い JV や FC 方式による展開も視野に入れている。

2. 中長期的な成長イメージ

同社は、「グループ連邦経営」をさらに発展させることにより、強いポートフォリオの構築による継続的成長を描いている。すなわち、これまでの M&A を通じて、従来の商業施設立地に加えて、繁華街及び駅前 (SFP) やロードサイド (KR) のほか、新たに追加された観光地、海外 (中華圏、ASEAN、北米など) を含めて、立地の多様性が図られてきたことに加えて、業態 (専門ブランド) の種類も拡充してきたことから、立地の多様性と様々なブランドの専門性の掛け合わせをさらに追求することにより、新たな成長機会を生み出す戦略である。

当面の目標として、M&A を含む売上高 2,000 億円の早期実現を目指す。また、前述のとおり、「グループ連邦経営」をさらに進化させるため、テーマごとに「クロスファンクショナルチーム」を立ち上げ、グループ横断的な課題解決に取り組む方針を打ち出している。まずは、「購買」、「店舗設計」、「採用」にて大幅なコストダウンを目指しており、いよいよシナジー創出に向けて本格的に動き出したと言える。



## 成長戦略

弊社では、成長の軸を担う居酒屋業態の出店余地が十分にあることや、M&A の環境が同社にとって追い風であること、海外事業もノウハウの蓄積や和食人気の後押しが期待できることなどから、中期経営計画の達成は可能とみている。前期及び今期における新規出店がこれまでのペースと比べてやや抑え気味となるものの、環境変化への対応や今後の成長加速を見据え、既存店の強化や新業態の開発などに早目に取り組んでいるのは、合理的な判断と評価できるだろう。また、これまで積極的な M&A により規模拡大を図ってきた「グループ連邦経営」についても、具体的なシナジー創出に向けた動きにより新たなフェーズに入ってきたものとみている。今後の注目点として、既存店強化の成果、新業態の立ち上がり、海外展開の進展、M&A の実現に向けた動き、グループシナジーの創出などが挙げられる。特に、国内経済の成熟化が進むなかで、M&A の軸は海外（特に、北米）に向けられる可能性があるともみており、中長期的な視点から M&A を活用した海外展開にも注目している。

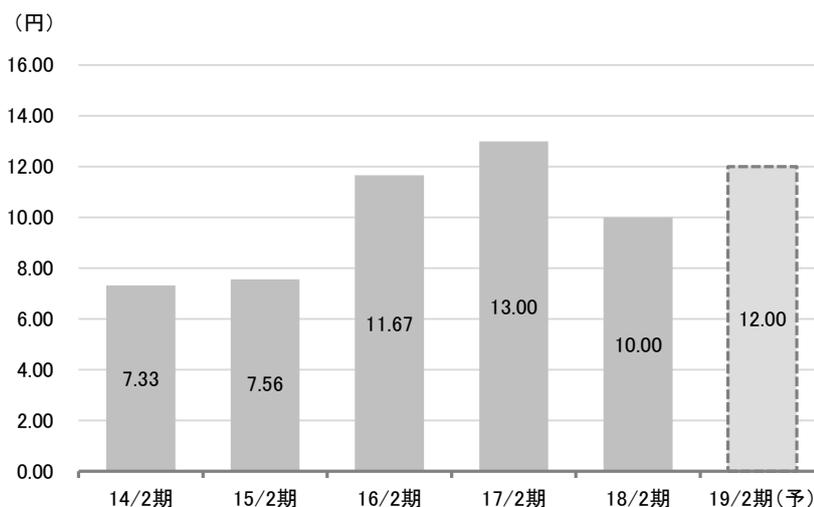
## ■ 株主還元等

### 2019 年 2 月期は前期比 2 円増配を予定。 今後も利益成長に伴う増配余地は大きい

2018 年 2 月期は、期初予想どおり、1 株当たり年 10 円配（中間 5 円、期末 5 円）を実施する予定である。また、2019 年 2 月期については、前期比 2 円増配の 1 株当たり年 12 円配（中間 6 円、期末 6 円）を予想している。

弊社でも、2018 年 2 月期は一旦減配となったものの、2019 年 2 月期以降については、再び利益成長に伴う増配の余地は大きいとみている。

1株当たりの配当金の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 株主還元等

また、株主優待制度も導入している。8月末と2月末の年2回を基準として、100株以上500株未満の株主に3,000円分（年間6,000円分）、500株以上1,500株未満の株主に6,000円（年間12,000円）、1,500株以上4,500株未満の株主に15,000円（年間30,000円）、4,500株以上の株主に30,000円（年間60,000円）の食事券を贈呈する内容となっている。

#### 重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ