

## SFP ダイニング

3198 東証 2 部

<https://www.sfpdining.jp/ir/index.html>

2016 年 12 月 1 日 (木)

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

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
柴田 郁夫

[企業情報はこちら >>>](#)

※ 1 2015 年 3 月 1 日から 2015 年  
8 月 31 日の期間に対応する  
業績 (未監査のため参考値)

※ 2 2015 年 3 月 1 日から 2016 年  
2 月 29 日の期間に対応する  
業績 (未監査のため参考値)

## ■ 磯丸水産と鳥良商店の 2 本柱で安定成長を継続

SFP ダイニング <3198> は、駅前・繁華街 (路面店) での 24 時間営業で人気業態となっている海鮮居酒屋「磯丸水産」の運営を主力事業としている。好立地による集客力を最大限に生かした独自の収益モデルを確立したことにより、高い収益性と成長性を実現してきた。2016 年 8 月末の店舗数は 11 業態 201 店舗 (他に FC4 店舗)。そのうち、「磯丸水産」は 142 店舗を占め、出店エリアは首都圏に 186 店舗 (うち、都内 126 店舗) と集中出店している。最近では、「磯丸水産」と同様の収益モデルによる「鳥良商店」 (鶏料理店) が、2 本目の柱として立ち上がってきた。2013 年 4 月にクリエイティブ・レストランズ・ホールディングス <3387> との資本提携を締結し、2014 年 12 月には東証 2 部に上場を果たした。

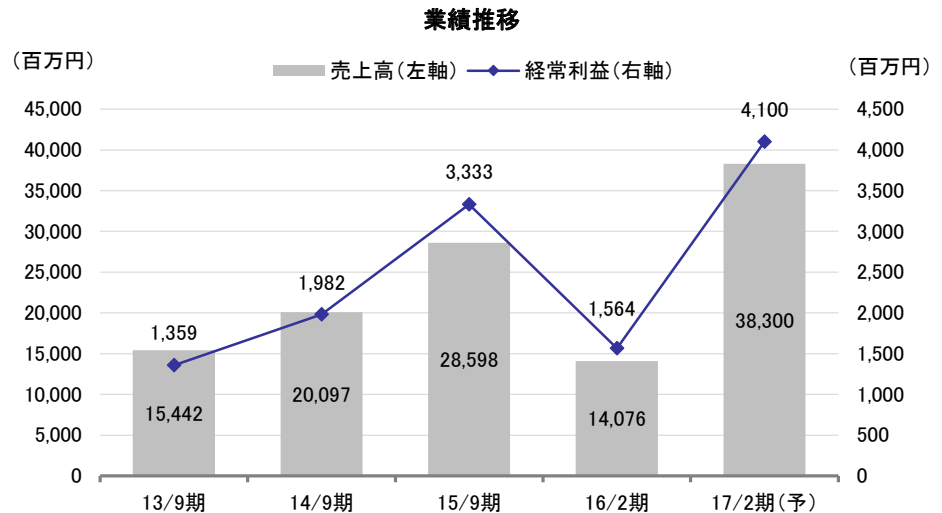
2017 年 2 月期第 2 四半期累計期間の業績は、売上高が前年同月比<sup>※1</sup>17.3% 増の 17,747 百万円、営業利益が同 12.6% 減の 1,605 百万円と増収ながら減益となった。ただ、期初予想に対しては、売上高が若干下回ったものの、営業利益では大きく上回る結果であった。売上高は、前期出店分が期初から寄与したことや新規出店 (29 店舗) が増収に寄与したが、既存店売上高が前年比 91.9% (計画では 95.0%) と苦戦したことで期初予想を若干下回った。既存店の低迷は、8 月の天候不順 (台風等) やオリンピック開催による影響が大きかった。一方、利益面では、新規出店数の増加に伴う開業費用の拡大などにより営業減益となったが、求人コストや水道光熱費の減少により期初予想を上回った。

2017 年 2 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、売上高を前年同月比<sup>※2</sup>20.8% 増の 38,300 百万円、営業利益を同 6.7% 増の 3,830 百万円と増収増益を見込んでいる。売上高は、前期出店分の通年寄与や新規出店 (通期計画 41 店舗) が増収に寄与する見通しである。弊社では、上期において既存店が苦戦したものの、出店計画が順調に進捗していることや、利益面でも好調に推移していることから同社の業績予想の達成は可能であると判断している。

同社は、2017 年 2 月期を初年度とする中期経営計画を推進している。年間 40 店舗程度の出店ペースを継続することにより、最終年度である 2019 年 2 月期の目標として、売上高 50,000 百万円、経常利益 5,350 百万円 (経常利益率 10.7%)、当期純利益 3,400 百万円 (当期純利益率 6.8%) を掲げており、2017 年 2 月期 (予想) を基準とした平均成長率では、売上高が年率 14.3%、経常利益が同 14.2% となっている。同社の成長をけん引するのは、「磯丸水産」と「鳥良商店」の 2 枚看板を軸とした店舗数の拡大であり、2019 年 2 月末の店舗数 (直営店) は 300 店舗に到達する想定である。弊社では、主力業態における優位性 (独自の収益モデルやブランド力等) や出店余地の大きさから判断して、中期経営計画は十分に実現できるものとみている。加えて、その先の成長につながる活動にも注目している。特に、次世代の成長軸となる業態開発や出店エリアの拡大 (FC による地方都市への展開等) など、持続的な成長に向けた取り組みについてもフォローしていきたい。

## Check Point

- ・ 人気業態となっている「磯丸水産」の運営が主力事業
- ・ 17/2 期 2Q は増収減益、期初予想比では営業（経常）利益が大きく上回る
- ・ 中計最終年度 19/2 期には売上高 500 億円、経常利益 53.5 億円を目指す



注：16/2 期は決算期変更に伴い 5 ヶ月の変則決算

## 事業概要

### 人気業態となっている「磯丸水産」の運営が主力事業

#### (1) 事業内容

同社は、駅前・繁華街（路面店）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「磯丸水産」の運営を主力事業としている。2016 年 8 月末の店舗数は、11 業態 201 店舗（他に FC4 店舗）。そのうち、「磯丸水産」は 142 店舗を占める。また、出店エリアは、首都圏が 186 店舗（うち、都内 126 店舗）となっており、首都圏（特に、都心・繁華街）への集中出店によって、ブランド力の確立と店舗数の拡大を図ってきた。

最近では、「磯丸水産」と同様の収益モデルによる「鳥良商店」（鶏料理店）が、2 本目の柱として立ち上がってきており、高い成長率が継続する見通しである。2013 年 4 月にクリエイティブ・レストランズ・ホールディングスとの資本提携を締結し、2014 年 12 月には連結子会社として東証 2 部に上場を果たした。

事業セグメントは、飲食事業の単一セグメントであるが、業態別に創業業態の「鳥良事業部門」（「鳥良商店」も含む）、主力業態の「磯丸事業部門」、「その他部門」の 3 つに区分している。「磯丸事業部門」が、売上高の 72.5% を構成している（2017 年 2 月期第 2 四半期累計実績）。

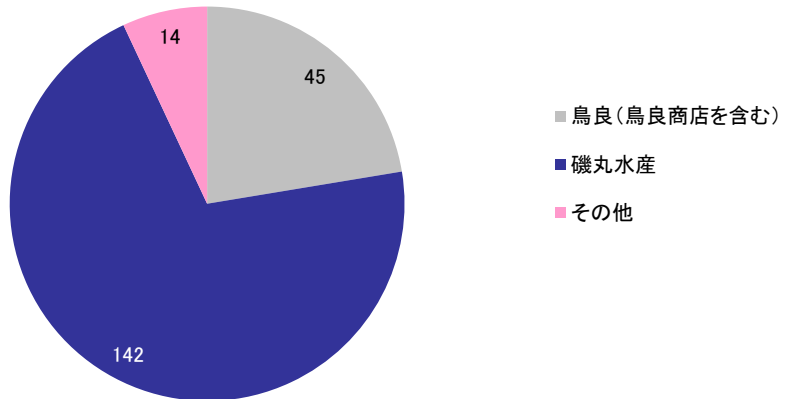
## SFP ダイニング

3198 東証 2 部

<https://www.sfpdining.jp/ir/index.html>

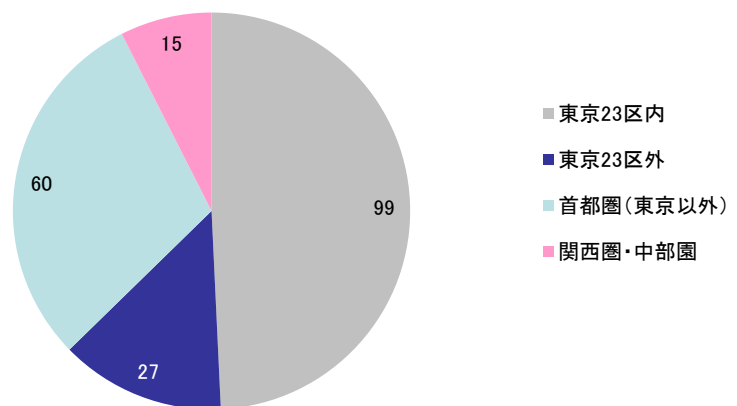
2016 年 12 月 1 日 (木)

### 業態別店舗数(2016年8月末)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

### 出店エリアの状況(2016年8月末)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

### ブランド別の店舗数(2016年8月末)及び特長

ブランド名	店舗数	特長
磯丸水産	142	浜焼きスタイルを中心とした海鮮居酒屋
鳥良	29	こだわりの秘伝・手羽先唐揚 鶏料理専門店
鳥良商店	16	鶏料理店ならではの商品を、美味しく気軽に
きづなすし	4	新鮮なネタを美味しく、安く、24時間年中無休で
CASA DEL GUAPO・CASA DEL BUENO	2	スペインのバルスタイルを忠実に再現
鉄板二百℃	3	大型のカウンターを前に気軽に鉄板焼きが楽しめる
味噌煮込みうどん 玉丁本店	1	名古屋名物「味噌煮込みうどん」を堪能
ビストロ ISOMARU	1	カジュアルに使える洋風居酒屋
わたしのサラダ製作所。 My SALAD FACTORY !	1	チョップドサラダを楽しめるサラダ専門店
生そば玉川	1	挽きたて・打ち立て・茹でたてのそばをリーズナブルに
WOLFMAN'S GRILL	1	新しい焼肉のスタイルを提案

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2016 年 9 月からは、飲食サービス及び商品提供業務の一部を子会社に移管して持株会社体制に移行した。同社内外の機動的な企業再編・組織再編の推進、現在の事業を基盤とした新たな事業創出の促進、経営機能とコーポレートガバナンスの強化が目的である。

## (2) 企業特長

同社の優位性は、通常の居酒屋業態の収益モデルに加えて、新たに独自の収益モデルを確立したところにある。主力業態の「磯丸水産」は、あえて賃料の高い駅前・繁華街の路面店に出店する一方、個性的で視認性の高いファサードや、入りやすいオープンな雰囲気、24 時間営業による幅広い需要の取り込みなど、好立地による集客力を最大限に生かし、高い稼働率で回していく独自の収益モデルに特長がある。単純化して言えば、通常の居酒屋業態の収益モデルではペイしない高い賃料を払っても売上高を多く確保することでレバレッジを享受する構造と言える。もちろん、そこには立地分析のスキームや路面店の開発スキルのほか、24 時間営業におけるオペレーション及び時間帯により最適なメニューに入れ替えるノウハウ等があるからこそ成立するものであり、簡単に真似できるものではない。特に、出店コストの高さや 24 時間営業の難しさは他社にとっては高いハードルとなっていると考えられる。同社には、他社に先駆けてノウハウを蓄積してきたことや首都圏への集中出店によりブランド力を高めてきたことが、さらに出店リスクを引き下げるといった好循環が生まれており、これまで出店した 145 店舗（磯丸水産）のうち閉店は 3 店舗（そのうち 1 店舗は場所の移転によるもの）に過ぎない。同社では、店舗数の拡大（特に首都圏郊外及び関西圏への積極的な出店等）に伴って閉店数もある程度増える可能性があるかと想定しているが、失敗事例も今後の立地分析や店舗運営の精度を高めるためには必要悪と捉えており、むしろそれを生かす仕組みを持っているところが強みと言える。また、駅前・繁華街でブランド力を確立した上で、首都圏郊外及び関西圏へ展開する出店戦略が奏功したことも成長を加速した要因となっており、結果として、高い収益性と成長性を両立する独自のポジショニングを築き上げることができたと言える。

また、「磯丸水産」で確立した収益モデルは、他の業態で生かすことが可能であり、更なる進化を遂げる余地も大きい。2 本目の柱として期待される「鳥良商店」は、創業業態である「鳥良」に「磯丸水産」の収益モデルを移植したことで順調に立ち上がってきた。「磯丸水産」との重複出店（同時出店や出店済エリアへの出店）や市場特性（立地・業態）に合わせた選択出店ができるところがポイントである。実際に「磯丸水産」の近隣地での出店で成功しており、需要の共食いはないことが実証されている。新たな成長軸として、同社の出店余地の拡大に大きく貢献する可能性が高い。

## (3) 沿革

同社の創業は 1984 年 4 月、創業者である寒川良作（さむかわりょうさく）氏（元同社代表取締役会長、2015 年 12 月に退任）が東京都武蔵野市に名古屋手羽先唐揚専門店である「鳥良」（現在の「鳥良商店」吉祥寺南口店）を開業したことに遡る。名古屋名物の手羽先唐揚を独自のレシピでアレンジしたものを看板メニューとし、着実に店舗数を増やした。2001 年には「豊かな食を創造する総合フードサービス業をめざす」ことをビジョンに掲げ、業態の多角化にも取り組みながら 2008 年には全社 50 店舗体制へと事業を拡大。

その後、リーマンショックなどによる景気後退の影響や業界環境の変化等を受けて、「日本を豊かにする『食』の専門店集団をめざす」ことにビジョンを改め、「専門店」化の追求へと舵を切ると、2009 年には独自の収益モデルによる「磯丸水産」を開業し、成長に向けた基礎を築いた。

## SFP ダイニング

3198 東証 2 部

<https://www.sfpdining.jp/ir/index.html>

2016 年 12 月 1 日 (木)

「磯丸水産」が順調に立ち上がり、成長への道筋が見えてきたことから、「永続する会社組織を作っていく」ためには上場を目指すのが 1 番の近道であると判断。その上で、2010 年 12 月に PE ファンドであるポラリス第二号投資事業有限責任組合（ポラリス・キャピタル・グループ（株））の資本参加を受け、客観的な目線や合理的な手法の導入によって、経営管理や組織運営の精度を高めることを決断した。なお、SPC として設立された（株）サンフランシスコ・ホールディングスが形式上の存続会社であり、それまでの事業主体であったサムカワフードプランニングを吸収合併（2011 年 5 月）することで現在の形となった（2011 年 10 月に SFP ダイニング（株）に商号変更）。

2013 年 4 月には、経営ノウハウをさらに昇華するために、郊外のショッピングセンターにおけるレストラン及びフードコート運営を主力とするクリエイティブ・レストランズ・ホールディングスと資本提携を締結し、2014 年 12 月に連結子会社として東証 2 部へ株式上場を果たした。

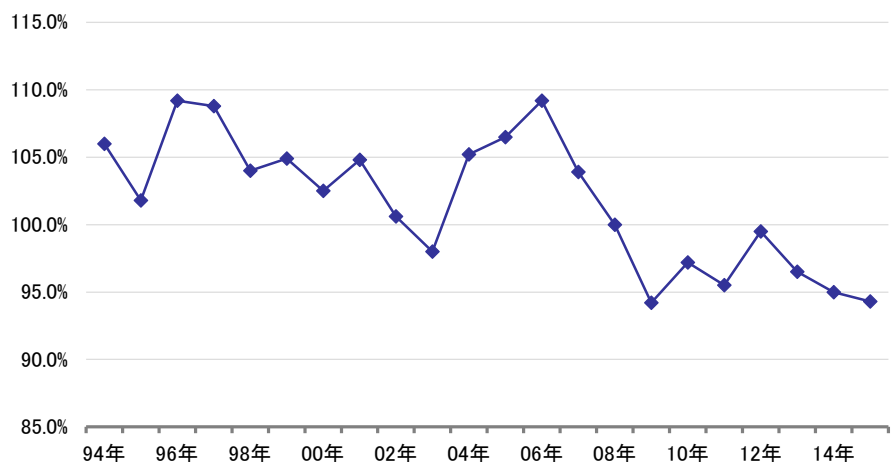
株式上場を契機に、人気業態としてブランド力を確立してきた「磯丸水産」による出店ペースに拍車がかかり、2015 年 5 月には「磯丸水産」100 店舗体制に到達。また、愛知県名古屋市内で「磯丸水産」の FC 展開もスタート。加えて、2 本目の成長の柱として期待される「鳥良商店」の出店を開始すると、2016 年 3 月末には「鳥良商店」10 店舗体制へと順調に軌道に乗ってきた。2016 年 9 月には、経営環境の変化へ迅速に対応するため、持株会社体制へ移行した。

## ■ 業界環境

### 明確なコンセプトに基づく差別化戦略が求められる

一般社団法人日本フードサービス協会の調査によると、同社が属する「パブ / 居酒屋」は、景気回復の兆しが見られるなかで、個人消費の伸び悩みや家飲みの流行、若者のアルコール離れの影響等により縮小傾向が続いている。2015 年も 7 年連続の前年割れとなった。

「パブ/居酒屋業界」の年間売上比(対前年比)



出所：一般社団法人日本フードサービス協会

業界構造としては、比較的参入障壁が低い上に、消費者の景況感や嗜好変化の影響を受けやすいことから、常に新陳代謝の激しい状況にある。したがって、当業界で生き残るためには、明確なコンセプトに基づく差別化戦略を打ち出すことが求められている。最近では、特長を打ち出しにくい総合居酒屋に代わって、料理に専門性を高めた新業態が人気を集める傾向が見られる。また、気軽に立ち寄る「ちょい飲み」がブームとなっている。同業他社には、コロワイド<7616>、チムニー<3178>、ダイヤモンドダイニング<3073>、エー・ピーカンパニー<3175>、鳥貴族<3193>などがある。

## SFP ダイニング

3198 東証 2 部

<https://www.sfpdining.jp/ir/index.html>

2016 年 12 月 1 日 (木)

## ■ 決算動向

### 17/2 期 2Q は増収減益、期初予想比では営業（経常）利益が大きく上回る

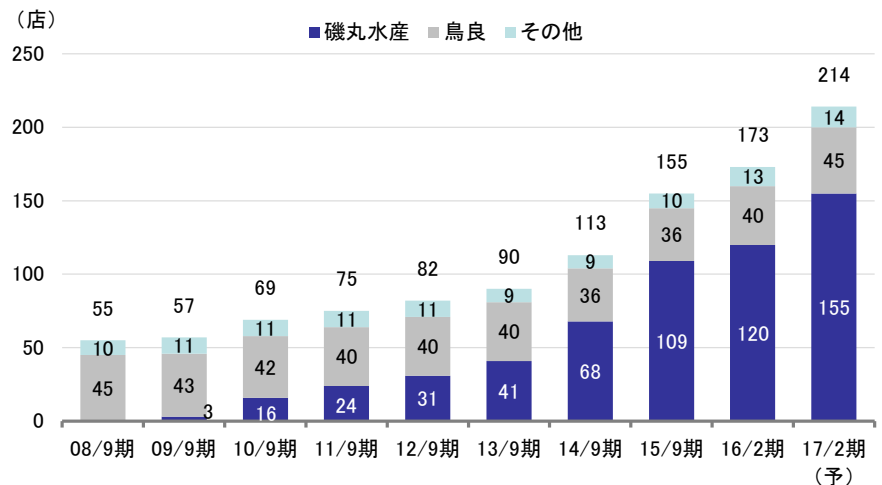
#### (1) 過去の業績推移

過去の業績を振り返ると、店舗数の拡大が同社の成長をけん引してきた。特に、独自の収益モデルによる「磯丸水産」の出店が本格化した 2010 年 9 月期以降、業績の伸びが加速し、経常利益率も売上高の拡大に伴って大きく改善。2013 年 9 月期の経常利益率が目標とする 8% を超えると、2015 年 9 月期には 11.7% にまで上昇した。

財務面では、自己資本比率は 20% 前後で推移してきたが、2014 年 12 月の東証 2 部への新規上場に伴う公募増資（約 12,758 百万円）により、2015 年 9 月期末の自己資本比率は 76.8% に改善、その後も 70% を超える高い水準で推移している。

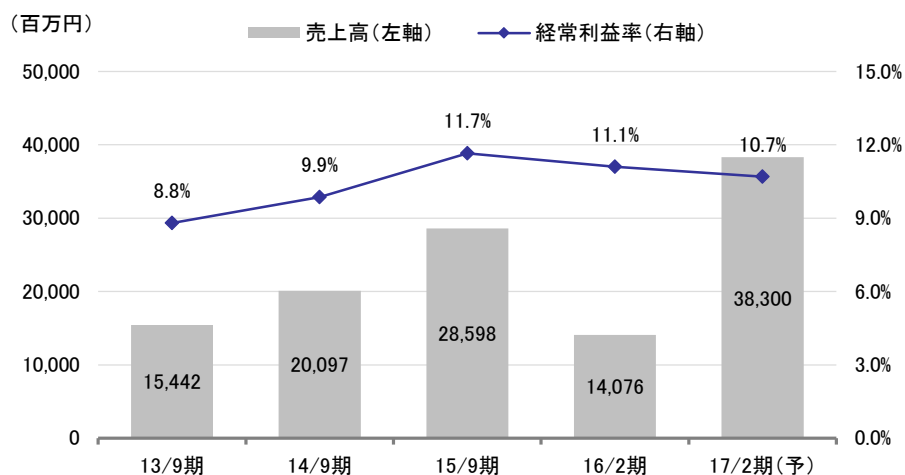
資本効率を示す ROE についても経常利益率の改善とともに上昇し、自己資本を強化した 2015 年 9 月期においても 19.1% の高い水準を確保している。同社の財務内容は非常に優れていると評価できるだろう。

店舗数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

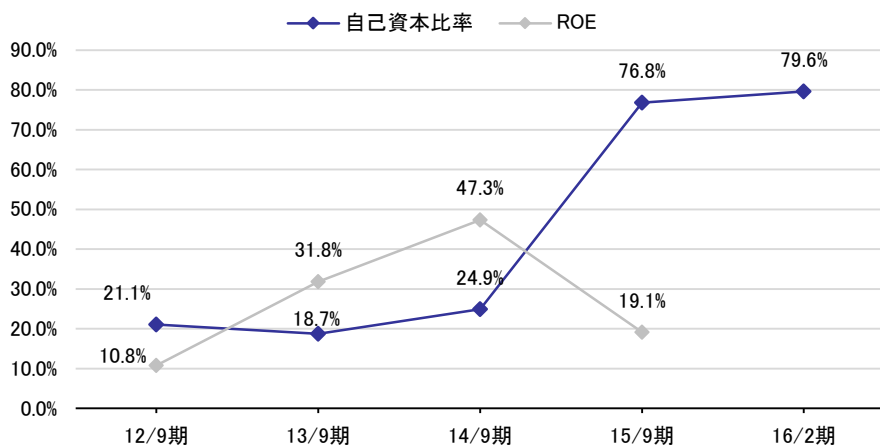
### 売上高及び経常利益率の推移



注：16/2 期は決算期変更に伴い 5 ヶ月の変則決算

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

### 自己資本比率及びROEの推移



注：16/2 期の ROE は 5 ヶ月の変則決算のため未掲載

出所：決算短信及び目論見書よりフィスコ作成



## SFP ダイニング

3198 東証 2 部

<https://www.sfpdining.jp/ir/index.html>

2016 年 12 月 1 日 (木)

※1 2015 年 3 月 1 日から 8 月 31 日の期間に対応する業績 (未監査のため参考値)

※2 人気業態ゆえに開業時の売上高が想定 30 ~ 40% を上回る状況が 4 ヶ月程度続く傾向がある

※3 酒造メーカーからの販売奨励金

## (2) 2017 年 2 月期第 2 四半期決算の概要

2017 年 2 月期第 2 四半期累計期間の業績は、売上高が前年同月比<sup>※1</sup>17.3% 増の 17,747 百万円、営業利益が同 12.6% 減の 1,605 百万円、経常利益が同 14.1% 減の 1,737 百万円、四半期純利益が 953 百万円と増収ながら減益となった。ただ、期初予想に対しては、売上高と四半期純利益が若干下回ったものの、営業 (経常) 利益では大きく上回る結果であった。

売上高は、前期出店分が期初から寄与したことや新規出店 (29 店舗) が増収に寄与した。新規出店は出店計画を上回るペース (上期計画は 26 店舗) で進捗したものの、既存店売上高が前年比 91.9% (計画は 95.0%) と苦戦したことが、期初予想を若干下回った要因である。既存店の低迷については、過熱気味となっている出店時の開業景気の反動減<sup>※2</sup>は想定内であったが、ランチ帯の客数が減少したこと、ディナー帯の利用が、1 次利用から 2 次利用へ、2 次利用から 3 次利用へと変化してきたことで客単価が減少したことに加えて、外部要因として 8 月の天候不順 (台風等) やオリンピック開催による影響を受けたものである。特に 8 月の落ち込みが大きかったことから外部要因の影響が大きかったとみるのが妥当であろう。

利益面では、前年同月期間比で新規出店数が増えた (+11 店舗) ことにより開業費用が拡大したことや優待引当増、協賛金収入<sup>※3</sup>の減少により営業 (経常) 減益となったが、開業費用や水道光熱費の削減により期初予想を上回る結果となった。特に、新規店舗での採用が順調であったことから求人コスト (人件費) を想定よりも低く抑えることができたことが開業費用の圧縮につながったようだ。一方、四半期純利益が期初予想を下回ったのは、不採算店舗の閉店に備え減損損失 (124 百万円) を計上したことが理由である。

財務面では、総資産が新規出店等により 24,859 百万円 (前期末比 6.1% 増) に増加した一方、自己資本は内部留保の積み増しにより 19,365 百万円 (前期末比 3.8% 増) にとどまったことから自己資本比率は 77.9% (前期末は 79.6%) に若干低下したが依然高い水準を維持している。有利子負債は約定返済に伴い 278 百万円 (前期末は 351 百万円) に減少した。

## 2017 年 2 月期第 2 四半期決算の概要

(単位: 百万円)

	前年同月期間 2015年3月~8月 実績		2017年2月期 第2四半期累計 2016年3月~8月 実績		増減		2017年2月期 第2四半期累計 会社予想		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	15,129		17,747		2,618	17.3%	18,092		98.1%
鳥良	2,900	19.2%	3,649	20.6%	749	25.9%	-	-	-
磯丸水産	11,343	74.9%	12,879	72.5%	1,536	13.5%	-	-	-
その他	886	5.9%	1,219	6.9%	333	37.6%	-	-	-
売上総利益	10,870	71.8%	12,703	71.6%	1,833	16.9%	12,945	71.6%	98.1%
販管費	9,033	59.7%	11,098	62.5%	2,065	22.9%	11,463	63.4%	96.8%
営業利益	1,837	12.1%	1,605	9.0%	-232	-12.6%	1,481	8.2%	108.4%
経常利益	2,023	13.4%	1,737	9.8%	-285	-14.1%	1,617	8.9%	107.4%
四半期純利益	-	-	953	5.4%	-	-	1,033	5.7%	92.3%

注: 前年同月期間は未監査のため参考値

出所: 決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成



## 首都圏及び関西圏へ積極的な出店で新規出店は 29 店舗

### (3) 成長戦略の進捗

#### a) 上期における新規出店の状況

2017 年 2 月期上期は、新規出店 29 店舗（他に FC1 店舗）、閉店 2 店舗により期末店舗数は 201 店舗（他に FC4 店舗）と順調に拡大した。出店計画（上期 26 店舗）に対して 3 店舗の前倒し出店となった。新規出店の内訳は、磯丸水産が 23 店舗（他に FC1 店舗）、鳥良商店が 5 店舗、その他 1 店舗である。一方、地域別には、首都圏が 27 店舗（東京 23 区内 10 店舗、東京 23 区外 7 店舗、東京以外 10 店舗）、関西圏・中部圏 2 店舗（他に FC1 店舗）となっており、首都圏（繁華街、郊外、ビジネス街）及び関西圏への積極的な出店が目立っている。

#### 2017 年 2 月期上期出店実績

	事業別			合計	地域別			
	鳥良	磯丸水産	その他		東京 23 区内	東京 23 区外	首都圏 (東京以外)	関西圏 中部圏
2016 年 2 月末	40	120 (3)	13	173 (3)	89	21	50	13 (3)
出店	5	23 (1)	1	29 (1)	10	7	10	2 (1)
業態転換	1	0	0	1	0	0	1	0
閉店	-1	-1	0	-2	0	-1	-1	0
2016 年 8 月末	45	142 (4)	14	201 (4)	99	27	60	15 (4)
通期出店計画	5	35	1	41	-	-	-	-

注：( )内は FC 店舗数で外数

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

#### b) 既存店対策

同社は、既存店がやや苦戦したことを踏まえ、主な要因への対策に取り組んでいる。出店時の開業景気による反動減や、天候不順等の影響はやむを得ないものの、ランチ帯の客数が減少していることや、ディナー帯の利用が 1 次利用から 2 次利用へ、2 次利用から 3 次利用へと変化してきたことによる、客単価の減少に対しては、それぞれに対応策を講じている。具体的には、ランチ帯については、各店舗の外装の見直しを図り視認性を高める（ランチに関する看板が解かりづらかったことの改善）、顧客の昼食にかける時間を短くできるよう、提供時間の短縮を図る（オペレーションやメニューの一部見直しを含む）。ディナー帯については、顧客がその時々々の需要に応じて「磯丸水産」※を使い慣れてきたという見方もできるものの、ディナー帯の重要性は大きいことから、利用の多い 2～3 人組に見合ったメニュー内容及び構成に見直し、コースメニューを充実させ宴会需要に対応する、ランチ帯同様に提供時間の短縮等に取り組む。

#### c) タッチパネル式オーダーシステムの導入

顧客満足度の向上（利便性や時間短縮等）やインバウンド需要への対応（英語、韓国語、中国語）、効率的な店舗運営（スタッフ動線の短縮、トラブル解消等）のため、タッチパネル式オーダーシステムの導入を進めている。2016 年 8 月末には 31 店舗が導入済となった。他社では、既に導入しているところも多いが、見方を変えれば、改善の余地が大きいという評価もでき、高い収益性を維持しながら、更なる成長に向けた投資にも目を向けていく方針である。

※「磯丸水産」のディナー帯の客単価（想定）は 3,000 円前後であるが、それ以外の時間帯は、顧客の様々な需要に対応することから、客単価は利用の仕方に応じて変化するというコンセプトで運営している

#### (4) 2017 年 2 月期の業績予想

2017 年 2 月期の業績予想について同社は、期初予想を据え置き、売上高を前年同月比 20.8% 増の 38,300 百万円、営業利益を同 6.7% 増の 3,830 百万円、経常利益を同 5.0% 増の 4,100 百万円、当期純利益を 2,590 百万円と増収増益を見込んでいる。

売上高は、前期出店分の通年寄与や新規出店（通期計画は 41 店舗）が増収に寄与する見通しである。なお、新規出店のうち、鳥良商店の出店数は期初予想時点で 5 店舗であるが、既に上期において達成済みであり、状況によっては鳥良商店での出店数を増やすことも検討しているようだ。

利益面では、上期が期初予想を上振れたことに加えて、下期も強含みの基調が継続するものとみられるが、繁忙期となる年末商戦等の状況等を見定める必要があるとの慎重な判断や、今後の出店に向けた人員の確保（採用及び教育等）や顧客サービスの向上、管理体制面の強化などに先行費用を投入する計画もあることから現時点で見直しをしていない。

弊社では、上期において既存店が苦戦したものの、出店計画が順調に進捗していることや、利益面でも好調に推移していることから、同社の業績予想の達成は可能であるとみている。また、前述のとおり、既存店の改善に向けた対策も業績の伸びを後押しするものと期待できる。ただ、同社業績は繁忙期（12 月）を含む第 4 四半期に偏重する一方、第 3 四半期はやや「なご状態」で推移する傾向があることから、四半期業績の推移には注意が必要である。また、8 月同様、天候不順などの外部要因が業績の変動要因となることも念頭に置く必要があるだろう。

## ■ 成長戦略

### 中計最終年度 19/2 期には売上高 500 億円、経常利益 53.5 億円を目指す

同社は、2017 年 2 月期を初年度とする中期経営計画を推進している。年間 40 店舗程度の出店ペースを継続することにより、最終年度である 2019 年 2 月期の目標として、売上高 50,000 百万円、経常利益 5,350 百万円（経常利益率 10.7%）、当期純利益 3,400 百万円（当期純利益率 6.8%）を掲げている。2017 年 2 月期（予想）を基準とした平均成長率は、売上高が年率 14.3%、経常利益が同 14.2% となっている。

同社の成長をけん引するのは、「磯丸水産」と「鳥良商店」の 2 枚看板を軸とした店舗数の拡大である。2019 年 2 月期末の店舗数（直営店）は 300 店舗に到達する想定となっている。同社では、「磯丸水産」の出店候補地として、集中出店を継続する首都圏及び関西圏だけでも 600 店舗の出店余地があると見込んでいる。加えて、2 本目の柱として育ててきた「鳥良商店」との重複出店が可能であることを考慮すると、2 つの業態で最大 2 倍の出店が可能となるの見方ができる。もちろん、市場特性等を見ながら確率の高い方を選択出店する方法も取り得るだろう。いずれにしても、両業態の出店余地は十分にあることに変わりはない。また、計画には織り込んでいないようであるが、首都圏及び関西圏以外のエリアに関しては FC 展開も視野に入れており、業績の上振れ要因（特に、利益面）となる可能性もある。一方、600 店舗の出店候補地を早めに抑えることや「鳥良商店」のブランド力を早期に確立するために、出店ペースを加速する可能性も考えられるが、同社では、人材の確保や育成に十分に時間をかける方針であり、そこが最大の制約（ボトルネック）になるものと考えられる。

また、利益面では、経常利益率は現状の水準（10%を超える水準）にて横ばいで推移する見通しである。既に業界の中で高い水準を確保していると言えるが、今後の増収効果や出店拡大が見込まれる「鳥良商店」の原価率が相対的に低いこと、持株会社移行に伴う効率化等を勘案すれば、やや保守的な想定と考えられる。同社では、これまで経常利益率 8% を目標としてきたが、今後もこの基準を継続する方針であり、目標を超える部分についてはサービスの向上や管理面の整備、人材の確保、業態開発等、持続的な成長に向けて効果的に配分していく計画となっているようだ。

弊社では、「磯丸水産」及び「鳥良商店」における優位性（ブランド力や収益モデル）や出店余地の大きさから判断して、中期経営計画は十分に実現できるものとみている。また、ボトルネックである人材の確保が順調に進展すれば、軌道に乗ってきた「鳥良商店」の出店加速などにより業績が上振れるシナリオも想定しておく必要がある。加えて、その先の成長につながる活動にも注目している。特に、次世代の成長の軸となる業態開発や出店エリアの拡大（FCによる地方都市への展開等）など、持続的な成長に向けた取り組みについてもフォローしていきたい。

## ■株主還元

### 17/2 期は 1 株当たり年 26 円配を予定している

同社の配当方針は、配当性向 30% を目安として安定的な配当を行うことを基本としており、2017 年 2 月期の配当は 1 株当たり年 26 円配（中間 13 円、期末 13 円）を予定している（予想利益に対する配当性向は 29.3%）。弊社では、中長期的に見ても利益成長に伴う増配の余地は十分にあるものとみている。

また、株主優待制度も導入している。同社の各店舗で利用できる「お食事券」を年 2 回（2 月末、8 月末現在の株主名簿に記載または記録された同社株式 100 株以上保有の株主を対象）、保有株式数に応じて贈呈する内容となっている。

#### 株主優待制度の内容

保有株式数	株主優待券（1 回当たり）
100 株～ 499 株	4,000 円
500 株～ 999 株	10,000 円
1,000 株以上	20,000 円

出所：説明会資料

#### ディスクレーマー（免責条項）

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・表示したのですが、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