8163　サトレストランシステムズ

～和食レストランのチェーン化を磨き、新たな成長に挑戦～

2017 年 2 月 23 日　　東証 1 部

ポイント

・関西を基盤とする定食チェーン「めしや 宮本むなし」を傘下に収め、昨年 9 月から連結に入った。個性的な店名で低価格の定食を繁華街で展開する。ファストカジュアル業態を強化し、遅れていた出店戦略も 69 店が加わることで取り戻した。収益性のある会社を 24 億円で買収しており、来 2018 年 3 月期の業績にはプラスに働いてこよう。

・一方で、創業ブランドの「すし半」(13 店) を売却することにした。事業の集中と選択にメリハリを付けようとしている。4 月より重里政彦副社長(48 歳)が代表取締役社長に就任する。6 月の株主総会では監査等委員会設置会社へ、10 月からは完全持株会社制に移行する予定である。世代交代の実効性がいかに発揮されるか注目できよう。

・人手不足を反映した人件費の増加が課題である。人材の確保に向けた短期間正社員制度の導入など働きやすさを取り入れてきたが、2016 年 3 月期は過去の残業代の未払い分(2 年分 4.6 億円)の清算が負担となった。その影響は一巡しても人件費はじりじり上がっており、コストアップは継続的に続く。生産性向上への新たな対応が求められよう。

・関西を基盤とする和食ファミリーレストランチェーン「和食さと」は店舗数(202 店)で和食ファミリーレストラン業界トップである。2013 年に買収した「にぎり長次郎」(56 店)はグルメ回転寿司として関西でのブランド力は高い。最大の強みは、産地から直接輸入する仕入れにあり、長年の信頼と人脈が、品質の良さと低コスト化に貢献している。

・2019 年 3 月期を目標とする中期 5 カ年計画は、宮本むなしの買収(69 店)で出店ピッチは上がった。しかし、内部利益成長のドライバーである和食のファストカジュアル業態「天丼・天ぷら本舗 さん天」(33 店)は、まだ道半ばである。

・12 月末現在、FC や海外を含めて 437 店(直営 392 店)を有するが、中期計画では 2019 年 3 月期に店舗数 600 店、売上高 520 億円、経常利益で 26 億円を目指す。2018 年 3 月期の業績は回復し、経常利益で 10 億円は狙えようが、その先の売上高経常利益率 5%の目標についてハードルは高い。規模よりも利益を重視し、今後は出店ペースを少し抑えても、利益確保の施策を展開する必要があろう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目　次

１．特色　　和食チェーンの業態を再編
２．強み　　核となるビジネスモデルを構築
３．中期経営方針　　攻めに入る中で「さん天」が鍵、定食チェーンの買収は効果的
４．当面の業績　　スピードを求めて先行投資
５．企業評価　　ROE の向上には努力を要する

企業レーティング　C

株価（17 年 2 月 23 日）873 円　　時価総額　290 億円　（33.2 百万株）

PBR　2.05 倍　　ROE　3.8%　　PER　53.6 倍　　配当利回り　0.6%

（百万円、円）

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2007.3	28001	876	875	699	27.8	10.0
2008.3	27279	630	505	76	3.1	5.0
2009.3	25441	171	69	-721	-28.7	2.5
2010.3	23924	593	398	240	9.6	0.0
2011.3	24646	866	682	170	6.8	2.5
2012.3	25368	937	797	-2825	-112.5	0.0
2013.3	25783	655	561	320	12.4	2.0
2014.3	32762	888	846	513	18.2	3.0
2015.3	37969	1183	1330	840	29.8	5.0
2016.3	40061	542	361	6	0.2	5.0
2017.3(予)	44000	350	300	-300	-9.0	5.0
2018.3(予)	48000	1000	1000	540	16.3	5.0

(16.12 ベース)

総資産　31981 百万円　　純資産　14213 百万円　　自己資本比率　44.1%

BPS　425.0 円

（注）ROE、PER、配当利回りは 2018.3 期予想ベース。
2010 年 3 月期までは単体決算、2011 年 3 月期より連結決算。

担当アナリスト　　鈴木行生
（日本ベル投資研究所 主席アナリスト）

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D:極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

１．特色　　和食チェーンの業態を再編

食を通じて社会に貢献～寿司屋として創業、チェーン化を指向

当社の企業哲学は、「食を通じて社会に貢献」することにある。そして、経営理念として、1)DREAMーパートナー（働く仲間）と仕事を通じて夢を実現、2)ENJOYーカスタマー(お客様)と楽しさを分かち合う、3）LOVEーコミュニティ(地域社会)を愛することを掲げている。

サトレストランシステムズ(SRS）は、1958 年（昭和 33 年）に大阪で寿司屋として創業した。初代社長の重里進氏が起業し、この年に重里欣孝(よしたか)氏（4 月より会長就任予定）が生まれた。和食のチェーン経営は難しいという中で、60 年代は順調に伸びた。すし半という宴会型の寿司屋を駅前の安い立地で展開し、これがヒットした。

和食は伝統的に職人の世界であると思われていた。今でもその傾向が強い。そこにいかにチェーンオペレーションを持ち込むか。これがテーマであり、その後の当社の紆余曲折にも大きく影響した。

1970 年の大阪万博の頃がファミリーレストランの創成期であった。ファミレスなら職人はいらないということで、洋食サトをスタートさせ、当初は上手くいった。次に、洋食でできるならば、と和食チェーンにも挑戦した。当時は和食といってもデパートのレストランのように、何でもありのメニューであった。1985 年に奈良の橿原(かしはら)に 1 号店を出した。これが今の「和食さと」の原型である。この時、すし半は 60 店、洋食さとは 80 店という規模であった。

しかし、90 年代に入って、すし半も洋食サトも、既存店が低迷してきた。すし半は駅前立地であったが、居酒屋が多様化する中で、規模、立地とも合わなくなっていった。洋食も、ファミレスの競争激化の中で決め手を欠いていった。創業社長も事態の厳しさを認識して、いろいろ手を打った。洋食はエブリデイズと店舗名を変えて、低価格志向を強めた。和食さとも安くすることを検討した。一方で、ステーキハウスを 20 店ほど展開した。

初代から急遽バトンタッチ、構造改革を実施しリストラを断行

難しい時期に入っていた矢先、93 年に創業社長が急逝した。59 歳であった。そこで、35 歳の長男欣孝氏が急きょ社長に就任し、指揮をとることになった。

重里欣孝氏はその後 23 年間余り社長を務めてきたが、この間 3 回の構造改革を行った。1 回目は社長になりたての頃に、業態が厳しくなっていたので、拡がっていた業態の集約を実施した。洋食は負け犬になっていた。選択と集中しかないと考え、和食一本に絞ることにした。社長就任後 4 年を経て決断した。

すし半は、黒字店以外はかなりスクラップ化した。洋食から展開したエブリデイズも止めることにした。和食さとへの業態転換を進めた。この頃の店舗数は 220～230 店であった。総数はさほど減っていないが、中身を入れ替えた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

これで業績は回復をみせてきたが、2005 年頃に 2 度目の構造改革が必要になった。既存店の業績が下がって、赤字店が増えてきた。そこで 30 店ほどスクラップし、希望退職も募ってコスト削減を図った。メニューも見直し、価格を上げることも行った。

しかし、その後リーマンショック（2008 年）で業績はさらに急落した。3 回目の構造改革に 4 年ほどかけた。2012 年 3 月期は、本社及び加工工場を 15 億円で売却して、30 億円の損失を出した。業績が低迷していたため、物流や加工工場への投資が十分できずに後手に回っていた。加工工場では 120 品目を製造していたが、これを 2 年がかりで外部に出した。物流も含めて 400 人が働いていたが、1 年半準備して本社工場の移転を図った。それが 2012 年秋に完了した。

業態別店舗数

（店）

2016.12末現在	直営	FC	合計	特徴
和食さと	202		202	和食ファミリーレストラン、さとしゃぶ、テーブルオーダーシステム 関西120店、中部42店、関東40店
すし半	13		13	和食鍋処
夫婦善哉	1		1	ぜんざい(粒あん丸餅、二椀一人前)、「法善寺MEOUTOビル1F」
さん天	32	1	33	天ぷら、海老天丼390円
にぎり長次郎	56		56	グルメ回転寿司、関西トップブランド
都人	1	15	16	持ち帰り・宅配寿司
にぎり忠次郎	6		6	宅配寿司
宮本むなし	62	7	69	めしや 宮本むなし、ご飯おかわり自由の定食屋
かつや	17	18	35	かつ丼、アークランドサービスとの合弁（当社51%出資）
合計（国内）	390	41	431	
和食上都（台湾）	2		2	統一超商との合弁を解消し、当社100%出資
和食さと（インドネシア）		（合弁）	2	PT.インドマルコプリスマタマとの合弁（当社19%出資）
日本亭さと（タイ）		（合弁）	2	タイの日本亭グループ、サハグループとの合弁（当社19%出資）
全体（含む海外）			437	

（注）フーズネット（にぎり長次郎、都人、にぎり忠次郎）は2013年7月にM&A。宮本むなしは2016年9月にM&A

現在は第 4 のフェーズ

当社の変遷は、4 つのフェーズに分けられる。第 1 フェーズは、開業から 1980 年までで約 20 年で 100 店舗に拡げた。第 2 フェーズは、1990 年までに 260 店を目指し、和食、洋食、ステーキハウス、居酒屋にも手を拡げ、2005 年のピークには、252 店まで拡大した。

第 3 フェーズは、洋食業態において能力以上の負荷がオペレーションの崩壊を招き、厳し

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

い事態となった。そこで洋食は止めて、和食だけに特化することにした。店舗も 211 店まで減らした。

2002 年に洋食を止め、2005 年から本格改革に乗り出した。2008 年には重里政彦副社長(弟)が商社から当社に入り、改革を促進した。2005 年から 2012 年は踊り場で、業務改革、業態開発をやってきた。2012 年には製造部門のアウトソーシングに踏み切った。

そして、2014 年以降は第 4 フェーズにある。和食さとを主軸に、5 つの業態で新たなピラミッド作りを目指してきている。

社長交代～新世代へバトンタッチ

今年 4 月より社長が交代する。重里欣孝社長(58 歳)が会長へ、弟の重里政彦副社長(48 歳）が代表取締役社長に就任する。既定の路線であるが、今回決定された。

社長と副社長は、10 歳違いの兄弟である。副社長は当社に入って 9 年目になるが、実質的な COO として、マネジメントに当たっていた。2016 年 2 月の人事異動では、重里副社長が会社全体をみると同時に、さん天事業と海外事業を重点的に指揮する体制としていた。

当社の将来像は、さらにチェーン志向を強めていくことにある。和食さとは、まだ本来のチェーン型にはなっていない。労働集約的な面があるので、人材の確保と人件費のアップという点で、このままでは難しくなる。飲食業はいかにシステム化していくかが課題である。社会のインフラとして認知され、チェーンのメリットを出すには 200 店舗以上が必要であると会社側では考えている。

そうすると、にぎり長次郎、和食さとなどの中価格帯のシステム化を進めながら、さん天、かつやなどの低価格帯の店舗をどこまで拡大できるかが、会社全体の成長性にとっては重要となる。そのリード役はさん天である。当社は 50 年間天ぷらをメニューとして提供してきた。海老などの仕入れの面においても、独自のルート、ネットワークを有している。

日本食と言えば、寿司、天ぷら、しゃぶしゃぶ(肉)である。寿司はにぎり長次郎で手掛けており、肉は「さとしゃぶ」で定番化でき、次の「さとすき」もスタートした。もともと寿司と鍋を扱ってきたので、さとしゃぶはその応用である。天ぷらは、和食さとでも重要メニューであるが、これをさん天で本格展開している。

マネジメントのバランスは強固

2018 年に、サトレストランシステムズは創業 60 年、会社設立 50 年を迎える。重里会長 60 歳、重里社長 50 歳を迎える記念の年となる。そこで今回、次の世代にバトンタッチし、それに向けた体制を強化することにした。

重里新会長は 58 歳、日大を出て先代のもとで働いていたが、先代が 59 歳で急逝したため、30 代で会社を引き継いで苦労してきた。弟の新社長は 48 歳、東大農学部を出て商社で農薬ビジネスを担当し、実力を発揮していた。海外事業や合弁事業にも詳しい。リーマンシ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ョック前に当社に参画した。新社長のぶれない経営姿勢が当社に新たなたがをはめて、会社が変わろうとしている。若手の管理職も実力次第で登用されており、マネジメントも世代交代しつつ強化されている。

コーポレートガバナンス～監査等委員会設置会社へ、指名報酬委員会は設置済み

次の 6 月の株主総会で、監査等委員会設置会社へ移行する方針である。現在、社内取締役 4 名、社外取締役 2 名、社内監査役 1 名、社外監査役 2 名であるが、新体制では、取締役 8 名中社外が 3 名となる予定である。

コーポレートガバナンスについては、形だけではなく、厳格に実行している。社外取締役に、甲南大学マネジメント創造学部の佐藤治正教授に加えて、2015 年 6 月の株主総会でケンタッキーフライドチキン(日本 KFC ホールディングス) のトップを 8 年間務めた渡辺正夫氏が入った。取締役会の議論は活発化しており、経営の監督とともに、良い意味でマネジメントのアドバイスを受ける機会も作っている。

重里新会長は 2 代目であり、弟である重里新社長が後継者となるが、その後については必ずしもファミリーにはこだわっていない。最も大事な資質は能力であり、トップに相応しい人材が選ばれてしかるべきであると納得している。

当社は指名報酬委員会を既に設置している。創業者一族以外からいずれ経営トップが出てくる時代を睨んだ時に、今からマネジメント人材を外部の目も入れて選んでいこうという意思の表われである。代表取締役と社外取締役 2 名をメンバーとしている。

持株会社制へ移行予定

今年 10 月より完全持株会社体制に持っていく方針である。持ち株会社となる SRS ホールディングス (仮称) の下に、和食さと・さん天・夫婦善哉の 3 事業を子会社として切り出す。1) 業態毎の経営効率の追求、2) 次期経営者の育成、3) M&A の推進体制作りという効果を狙っている。更にその後、各事業毎の会社に分割する計画である。

２．強み　　核となるビジネスモデルを構築

和食ファミリーレストランで業界トップ～関西でのブランド力は高い

さとのブランド力は、関西では圧倒的な存在で、よく知られている。当社の特色は、和食とチェーン経営を融合し成功させたことにある。1958 年に創業者が、「すし半」という寿司店をスタートさせた。以来、和食を作ってきた。

すし、天ぷらという敷居の高い料理を身近なものにした。そのために、マスマーチャンダイジングシステムを導入して、原料や商品を品質よく、安全に、安く購入し、提供できるよ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

うにした。また、職人でなくても、一定の質を安定的に提供できるように機械化、システム化も進めてきた。これによって、和食テーブルレストラン、和食ファミリーレストランという領域を確立した。

当社は、和食ファミリーレストランの店舗数で業界№1 である。図表にあるように、和食さとの店舗数 202 店に対して、2 位の夢庵（すかいらーくグループ）は 195 店と追い上げてきており、3 位は華屋与兵衛（ゼンショーホールディングス）139 店である。

和食ファミリーレストラン店舗数

（店）

店舗名	店舗数	時点	会社グループ
和食さと	202	2016.12	サトレストランシステムズ
夢庵	195	2016.11	すかいらーくグループ
華屋与兵衛	139	2016.11	ゼンショーホールディングス
サガミ	132	2016.9	サガミチェーン
とんでん	113	2016.11	とんでん
かごの屋	95	2016.11	KRフードサービス
味の民芸	55	2016.9	サガミチェーン
藍屋	47	2016.11	すかいらーくグループ

（注）華屋与兵衛には和食よへいを含む。

仕入れに強い

当社の強さの根源は、仕入れにある。他社が商社経由であるのに対して、当社は主力商品を産地まで行って直接仕入れている。規模が大きくなれば、安く買えるというわけではない。10 年～15 年と一緒にビジネスを作ってきたという信頼関係が、安定供給の柱となっている。

ポイントは仕入れ開発力にある。自社で海外から仕入れてくる。それによって安くていいものが提供できるようになる。直接輸入では、海老の取扱量において圧倒的である。自社仕入れは、海老、ウナギ、唐揚げ用鶏肉、大根おろしなど、いろいろなものに活きている。例えば、海老については、指定した池から大量に買い付ける。そうすると、海老のサイズがいろいろあっても、食材として、多面的に利用できる。

今年 2 月より、MD（マーチャンダイジング）担当のキルキレナン氏が執行役員となった。トルコ人で、日英に堪能な日本育ち、神戸出身である。商社のトーメン時代に副社長の下で一緒に働いたことがあり、MD で一段と力を発揮することになろう。

客を待たせない経営～店舗効率の向上、流通の合理化

当社は、和食の中でも、寿司、天ぷら、鍋に集中する。海外展開もこれをベースにする。人材教育とシステム化にも力をいれており、マニュアル化や機械化にも力を入れている。バ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ックヤードの改善も進んできた。店舗支援システムでは、和食さと、すし半などで、ローテーション作成業務や発注業務の効率化に役立つようにしている。2014 年 10 月には、子会社フーズネットと物流について統合し、流通の合理化を図った。

当社は顧客を待たせないことが最大のサービスと考えている。和食のテーブルレストランとして、サービスの向上も図っている。和食さとは、タブレット端末によるテーブルオーダーシステムを 2014 年 7 月全店に導入した。顧客を待たせないという考えの一貫である。

和食さとのテーブルに、タブレットを置いて、そこから注文できるようにした。これはスムースに受け入れられている。注文をとる時間が減って、食べ終わった食器を下げるスピードも早くなっている。実際、テーブルオーダーシステムがフルに使えるようになって、客からはサービスがよくなったという声を聞くようになった。

キッチンでは、いかに合理的に作り上げ、生産性を上げるかが問われる。キッチン力では、「待たせないことが最大のサービス」をモットーにしている。調理フローを工夫して少人数で回すことができるようにしている。手作りだけが美味しいわけではない。例えば、マイクロ波炊飯器は、少し時間が経っても味の劣化が少ない。

店舗別の平均価格帯

（円）

にぎり長次郎	2300
すし半	1900～2000
和食さと	1100～1200
かつや	800
宮本むなし	680
さん天	550

５つの業態で展開

当社は和食で 5 つの業態をもつ。創業ブランドのすし半を別にして、①和食ファミリーレストランの和食さと、②グルメ回転寿司のにぎり長次郎、それに③天丼のさん天と、④かつ丼のかつや、さらに昨年 9 月からは⑤定食の宮本むなしが加わった。業態の価格帯も多様で、バランスがとれている。にぎり長次郎が平均で 2300 円、すし半が 1900～2000 円、和食さとが 1100～1200 円、かつやが 800 円、宮本むなしが 680 円、さん天が 550 円である。現在は業態の特性をみながら、出店を加速させている。

「さとしゃぶ」でコアを確立～次は「さとすき」へ

「和食さと」は郊外型和食レストランである。202 店のうち 60%が関西にあり、20%が中

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

部、20%が関東という構成である。さとでは社員 635 名、パート 6328 名が働いている。店は平均 75 坪で、0.9～1 億円の投資を行ってきた。客の平均単価は 1100～1200 円で、ランチとディナーの客数比は 5：5、金額では 4：6 である。

さとしゃぶは、2009 年 6 月にスタートした。120 分食べ放題で、価格は豚コースが 1890 円、牛・豚コースが 2190 円である。これに 400 円をプラスしたプレミアムコース(2290 円～)は、一品料理も含めた 75 種類が食べ放題となる。さとしゃぶ売上高は全体の 3 割を占め、さとしゃぶ注文者のうちの 80%以上がプレミアムコースを選択する。

当社はもともと、寿司と鍋からスタートしている。牛鍋よりもしゃぶしゃぶの方が、食べがいがあるということで、さとしゃぶを考案した。さとしゃぶは安くない。それでも毎年伸びており、年商は 70 億円を超えている。

しゃぶしゃぶ食べ放題という店は他にもあるが、当社の 1890 円は最安価格帯である。すかいらーくの夢庵は同じプライスなので競合はするが、店舗でぶつかるところは少ない。

プレミアムコースは 400 円アップして 2290 円である。牛肉等の主力食材の値上がりがあったとしても、メニューミックスで原価のコントロールをしている。顧客は 75 種類から好きなものを選べるので楽しみが増える。このバランスが上手くいって、利幅を確保している。

店舗におけるオペレーションもシンプルにして、作業工程は多いが効率化を図った。これで、店舗現場でも売りたくなる商品にした。顧客が喜んでくれて粗利益が増える。効率化では、例えば 1) 包丁レスにした、2) 個室化しても靴を脱がずにサービスできるようにした、3) テーブルオーダーシステムを活用した。

さとしゃぶによって客層も変化した。従来は和食ということで高齢者が多かったが、ヤングファミリー（19～39 歳）が来店するようになった。来店客の構成でみると、ヤングファミリーのウエイトはランチで 19%から 32%へ、ディナーで 41%から 57%へ高まった。なお、子供からは儲けないことを方針にしているので、3 歳以下は無料、小学生以下はプレミアムコースでの追加料金なしである。

このさとしゃぶの次は、すき焼きのさとすきで集客を図ろうとしている。

直接的競合は少ない

すかいらーくが事業再生に成功し、2014 年秋に再上場した。ファミリーレストランの総合企業であるが、当社との競合という点で直接的な影響はほとんどない。20 年ほど前、当社が洋食サトをやっていた頃は、関西ですかいらーくに競り負けた。現在、和食ではすかいらーくグループに夢庵がある。グループ内の事業転換で、関西においても夢庵に店舗を変えて、夢しゃぶというメニューを提供している店舗はある。しゃぶしゃぶ食べ放題はどこでもできそうなので、メニュー競合という点では気にする必要があろう。しかし、その内容は当社と違う。店舗競合からみて、特に影響が出るというほどではない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

回らない回転ずし「にぎり長次郎」のフーズネットを買収し、うまくいく

2013年にフーズネット社を30億円で買収した。ここはグルメ回転寿司の「にぎり長次郎」を運営する。この買収に伴い、当時有利子負債が23億円ほど増加し、82億円となった。2014年3月期の決算には7カ月分の業績が入り、2015年3月期からはフルに寄与している。フーズネットの買収に伴うのれん(13億円)の償却については15年で実施している。

にぎり長次郎には、「CHOJIRO」というビルインの店が3店舗ある。外国人も意識した回転寿司である。フーズネットが始めていた「都人」は、寿司の店頭持ち帰り寿司と宅配の FC であるが、当面増やす予定はない。一方、「にぎり忠次郎」はやや高級な寿司の宅配である。現在実験中で、上手くいくと判断できれば拡大することになろう。

にぎり長次郎は、56 店を有する注文ベースの回転寿司である。グルメ回転寿司と名付けている。客は回転している寿司を食べることもできるが、自分の食べたいものをどんどん個別に注文する。普通の寿司屋の感覚である。でも一斉に客が来た時には、サービスができないので、回転レーンはきちんと回っている。

ファンドが所有していた会社であったが、当社のビジネスに合うと判断して、30 億円で買収した。現在の好調な業績を踏まえると、フーズネットの買収価格は当社にとってリーズナブルであった。利益もしっかり出ている。ファンドの傘下にある間は新規投資や改装投資が抑えられていたので、まずは改装と社員教育に力を入れて、当社グループへのロイヤリティを高めた。その効果が2015年3月期から出ている。

当時、MD（マーチャンダイジング）の本部長を社長として送り、仕入れ面でのシナジーを追求した。にぎり長次郎は居抜きのビジネスが出来るので、現在の 56 店を 75 店へ拡大する方向である。うまくいけば100店を目指すこともできよう。のれんの償却後で、これも5%を上回る利益率は十分見込めよう。

かつやの強さ

かつやについては、直営とFCを半々のペースで出店している。アークランドサービス（コード 3085）の臼井社長と直接話をして、関西でのフランチャイジー展開を決めた。関西ではかつやのFCが十分育っていなかったので、当社に声がかかった。本気でやるには単なるFC（フランチャイジー）ではなく、合弁（JV）でフランチャイザーをやることにした。サト・アークランドフードサービス（当社51%、先方49%）を作り、2010年に1号店を出した。

JV をやって、かつやの強さが分かった。①仕入れの強さ、②運営システムと人件費の少なさ、③割り切りの良さ、である。客へのサービスと称して、いろいろやり始めるとコストがかかる。これに対して顧客への分かり易さをアピールするとともに、中途半端なことはやらないことに徹している。かつや業態は、FCの費用を除いて、当社ベースで5%を上回る営業利益は出せる。中期計画では関西地区で 80 店を目標にしている。現在 35 店を有する。120～130店が目途なので、そこまでは拡大させる方向である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ぶれない経営を志向～さん天の 390 円

さん天の天丼 390 円は安すぎるかもしれない。かといって、値上げをしても長続きしない場合も多い。大事なことは、ブレない経営を行うことである、とトップマネジメントは強調する。和食さと、かつや、さん天は、それぞれのカテゴリーでサイゼリヤのような最安価格帯を目指す。それを実現できる仕組みを作っていく。一方、にぎり長次郎は店を綺麗にして、人を訓練して、業態は違うがロイヤルホストを凌ぐ品質とサービスを提供することをベンチマークにする。大事なことは徹底的に業態を追求し、ブレないことである。

３．中期経営方針　　攻めに入る中で「さん天」が鍵、定食チェーンの買収は効果的

中期計画の目標～ひし形からピラミッドを目指す

中期 5 カ年計画では、2019 年 3 月期に店舗数 600 店、売上高 520 億円、売上高経常利益率 5%、ROE　8%、自己資本比率 50%以上を目指している。2016 年 12 月末の自己資本比率は 44.1%であるから、レバレッジを利かすのではなく、回転率の向上と利益率の改善によって、ROE を上げようという考えである。

客単価（平均）をベースにみると、にぎり長次郎(2300 円)56 店、すし半(1900 円)13 店、和食さと(1100 円)202 店、かつや(800 円)35 店、宮本むなし(680 円)69 店、さん天(550 円)33 店、という内訳(2016 年 12 月末現在)である。中期計画では、従来のひし形構造を拡大しながら、低価格帯を増やしてファストカジュアル業態のさん天、かつやを伸ばす方針である。裾野を拡げながら、ピラミッド型にもっていくことを目指している。

中期計画の目標数値

（百万円、%、店）

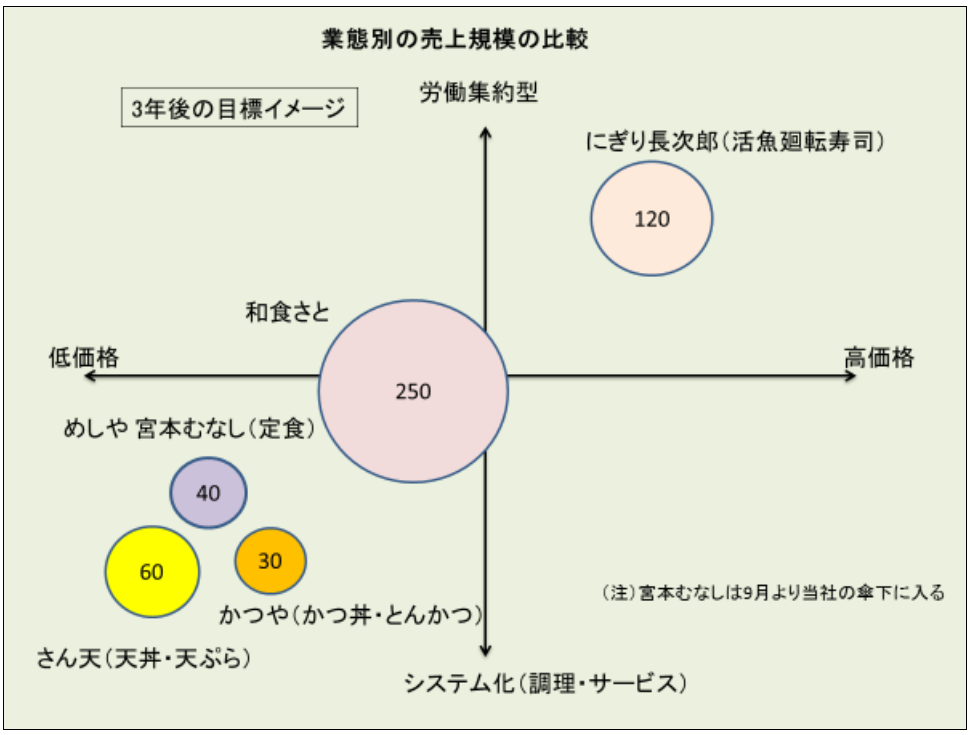
	2014.3(実績)	2015.3(実績)	2016.3(実績)	2019.3(計画)
売上高	32762	37969	40061	52000
経常利益	846	1330	361	2600
売上高経常利益率	2.6	3.5	0.9	5.0
ROE	5.6	8.5	0.1	8.0
自己資本比率	39.6	42.5	51.8	50.0
店舗数(含むFC、海外)	310	329	348	600
		[345]	[375]	
売上構成比				
さと・すし半	80	70	68	50
にぎり長次郎他	15	25	26	25
さん天・かつや・むなし	5	5	6	25
合計	100	100	100	100

(注)カッコ内は期初の計画値、売上構成比はアナリスト予想
2016年9月よりM&Aで「めしや 宮本むなし」(年商34億円、69店舗)が加わる

2019 年 3 月期で、内外の店舗数を 2014 年 3 月末の 310 店から 600 店へ、売上高は 320 億

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

円から 520 億円に拡大する。売上高経常利益率は 2014 年 3 月期の 2%台を外食業界平均の 5%にもっていく方針である。①新規出店が予定通りいくか、②既存店が 100%をキープできるかに依存する。



和食さとの収益力の向上がまず重要

和食さとは、この業態での出店は 250 店が 1 つの上限とみている。最大のポイントは和食さとの収益力をいかに高めるかである。

1 つは、和食さとの目玉商品が明確になった。従来は数的には天丼が売れていたが、和食のメニューの中で、リピート客をしっかりつかむ商品がなかった。もともと鍋としゃぶしゃぶで特色を出していたが、これに食べ放題をつけた。さとしゃぶプレミアムコースが当った。さとしゃぶ(現在 1890 円)は 2009 年にスタートしていたが、プレミアム(同 2290 円)は＋400 円で一品料理も全て食べ放題にした。すると、客の 80%がこちらを選んだ。

粗利率は高くないが、粗利額は十分とれる。通常の客の滞在時間は 45 分前後であるが、この食べ放題は 120 分である。客の回転は落ちるが、単価が上がり、リピート客となるので効果は大きい。40～50 代の客が従来多かったが、ヤングファミリーも来るようになった。

2 つ目は、本社経費率が高いことである。和食は多様な商品を提供するので、仕入れに手間がかかる、産地まで仕入れに行って、有利な食材を購入しているが、このコストをいかに下げるかが課題であった。仕入れ開発の集中とアウトソーシングの活用、事業ポートフォリ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

オの拡大による本社費用の相対的な低下によって、利益率の改善を見込む。

3 つ目は、生産性の向上である。さまざまな機器を入れて生産性のアップを図っている。メニューの強化と店舗の生産性向上で、店舗ベースの収益性を上げ、本社は仕入れとアウトソーシング活用で費用を下げる。これで、経常利益率を改善しようとしている。

新規出店、採算重視で国内を固める～関西から中部、関東へ

かつやとさん天は、店舗のフォーマットが決まっているので、店長の裁量の差が大きく出るわけではない。いずれも全て黒字であるが、儲けの多い店と少ない店の差はほとんどの場合立地に依存する。一方で、和食さとは店長の采配が結構ものをいう。出店コストも高い。土地を借りて、新しい店舗を作ると、9000 万円～1 億円ほどかかる。350 坪以上の敷地に 75 坪 104 席の店を作り、駐車場も 25 台は確保するという店である。

和食さとは開店後 5 年以内で回収するモデルである。これに対して、さん天は 3 年以内で回収する。よって、さん天の出店を優先し、和食さとの出店は着実に進める方針である。和食さとの現在の出店は愛知県を中心とした中部地方に重点をおいている。東京はまだ難しい。関西でのブランド力に比べて、東京では立地、ドミナント、採用できる人材を考えるとまだ攻める局面ではない。

にぎり長次郎は、回らない回転寿司として、一段と強化していく。関西で №1 の地位をより一層強化しつつ、中部に広げ、首都圏はさん天で攻めていく。

出店優先といっても、採算重視であることに変わりはない。立地については、家賃が安いということは立地が二流であるということを意味する。十分な特色を出さないと、結局は競争に負けてしまう。そうなると、さん天以外は首都圏には出しにくいということになる。都市の中心ではなく、周辺の生活立地に基盤を置いていくことになろう。

海外展開については、和食だから売れる、儲かるというレベルではない。多くの企業がすでに進出しており、現地企業との競争も激しい。10 年かけて、長期で収益性を追求するという姿勢である。そのためにもまず国内基盤を固めておく必要がある。

さん天が切り札～プロダクトアウトにとらわれない

さん天は、サト・ピラミッド形成の要である。コロモン（天ぷらの妖精）というキャラクターでアピールしている。さん天で展開する天丼は 390 円、海老が 2 本ついてくる。てんや（ロイヤルグループ）の天丼は 500 円(味噌汁付)であり、てんやに比べて圧倒的に安い。これに使う海老、きす、れんこんは直接輸入しており、高い競争力を有している。12 月末現在 33 店だが、関西中心に 150 店を目指す。関東では、埼玉の越谷、草加、三郷に続いて、イオンモール与野、岩槻に出店した。さん天は、本社経費を除いて 5%を上回る営業利益を出せるビジネスモデルである。

ロイヤルグループのてんやは現在 180 店ほどあるが、大阪は 2 店にとどまり、さん天の

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

出店について心配はいらない。天丼チェーンとして味と安さでトップになることを目指すが、適正規模については現実的に判断していく。かつての失敗を教訓として、採算重視で拡大していく方針である。かつやに習い、さん天は海老で安さとうまさの特色を出している。

天丼はもともと看板メニューで、女性にも人気 、当社の強みが活きる

天丼は女性に人気があり、和食さとでも人気 №1 のメニューである。天ぷらについて当社は長年のノウハウがあり、それを技術として蓄積してシステム化した。世の中に郊外型の天丼チェーンがなかったので、ここに参入した。店舗も女性をイメージした店作りに徹した。店には女子専用のトイレを配置した、男女を分けるというのは、スペース効率よりも女性のニーズを優先した。

海老、野菜、米などの仕入れでは、サトのルートが使える。海老は直輸入である。天ぷらの揚げ方は難しい。普通のやり方では素人には無理である。それを職人でなくてもできるように、新しい粉を製粉メーカーと共同開発した。包丁を使わずに、独自の粉をつけて、天ぷらの揚げに専念できるようにした。

さん天のビジネスモデルで、業界トップクラスを目指す

「早い、安い、熱々」を売りにしている。材料は海老を始め直接仕入れている。この仕入れ開発力が強みである。また、客がチケットを買ったら、席に座る前に調理に入るというシステム化を図った。自動フライヤーを使うのではなく、材料に工夫をして、素人でも上手く揚げられるような仕組みにした。美味しさを保ちながら、省力化を図った。

広さ 200 坪、家賃 100 万円/月以下、月商 650 万円、平均単価 550 円で、開店後 1 カ月で黒字化する計画だ。郊外型の天丼チェーンという点で、当社とてんやとの戦いになるのは間違いないが、まだ出店数が少ないので、すぐにバッティングするわけではない。いずれそういう局面も出てこようが、当社の商品力が勝るとみてよい。

但し、出店加速の一方で既存店の売上が前年比を上回ることが難しくなってきている事に加えて、人件費の高騰等もあり営業利益の目標を達成できない店が出てきた。来期は、出店計画を見直し、既存店舗のてこ入れを図る時期にし、修正が完了すれば再び出店を加速させる計画だ。

さん天のＦＣモデルを構築

さん天の FC（フランチャイズ）フォーマット作りは、目途が立ちつつある。直営と FC はそれぞれの持ち味を活かして住み分けていく。物流拠点からの効率を考えて、当面は和食さとのある地域が中心となろう。

さん天の FC 化については、企業と組んで進める。フランチャイジーが儲かるように、コストとオペレーションの見直しを進めてきた。FC 化についてはかつやの FC（JV）で経験を

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

積んでいるので十分対応できる力は有している。

さん天のFCは、フランチャイジーが5年で回収できるモデルである。当社は、かつやでFC を展開しているので、その仕組みはよく分かっている。フランチャイジーとなる企業が十分乗れる水準がみえた。150店（直営100店、FC50店）は出していく方針である。

にぎり長次郎の競争力は高い

にぎり長次郎の前身は1974年に京都で創業した。アトムボーイという回転寿司を展開したが、2001年に、にぎり長次郎の1号店がスタートした。当社は業態の差別化ができると判断して、2013年7月に買収した。

寿司職人が客の前で握る高級グルメ回転寿司である。2015 年のオリコンの CS(顧客満足度)調査で №1となった。京都のCHOJIRO(英語店名)は、全国でも上位にランク付け(トリップアドバイザーの京都編で2014年15位、2015年20位)される店舗である。

グルメ寿司のカテゴリーでは、銚子丸、がってん寿司に次いで全国3位の売上高である。関西中心に展開し、平均75席で、1店当たり投資額1億円、年商1.8 億円である。東京でも、二子玉川のCHOJIROは人気店で収益性も高い。

当社が買収した後は、1)本社の一本化（－0.2億円)、2)仕入れの一本化（－1.0億円)、3)物流の共通化（－1.0億円）などによって、コスト削減を図ってきた。平均単価は2300円で、当社の業態ピラミッドの上位にある。

職人を使うので、人材の育成が最大の鍵である。2013年に「おもてなし道場」を開設し、寿司職人の育成に力を入れている。新人を3カ月で巻物が巻けるまでに育てる。タッチパネルでのオーダーでは、中国語、韓国語、英語、スペイン語に対応できるようにした。

なお、にぎり忠次郎は長次郎の姉妹店で、同じ品質のネタで宅配を行う。銀のさらより高付加価値ゾーンを狙っている。実験店として、銀のさらの近くに出して、十分通用するかどうかを試してきた。

宅配寿司を実験中

宅配のにぎり忠次郎は実験を続けている。にぎり忠次郎は長次郎の姉妹店で、同じ品質のネタで宅配を行う。銀のさらより高付加価値ゾーンを狙っている。3店を1つのユニットとして、本部の利益をどう出すかを検討している。少し高級なグルメ寿司の宅配という位置づけである。上手くいけば、50～60店の出店ができるようになろう。

テイクアウト（持ち帰り）の都人は、寿司の宅配と持ち帰り業態である。買収前にこの業態は100店にまで増えたこともあったが、上手くいかず今は16店にとどまる。現在残っているFC（フランチャイジー）はそれなりに儲かっているが、これを拡大する予定はない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

物流の統合

フーズネットとの仕入れ食材の共通化は継続的に進めており、現在 2 割を共通に変更した。2014 年 10 月に物流統合をし、和食さととにぎり長次郎の仕入れを一体化し、物流もまとめるようにした。年商 250 億円のさとと同 100 億円の長次郎が仕入れと物流を一本化する効果は双方に出ている。全体の仕入れコストが下がり、物流費も削減できている。

定食チェーンの「めしや 宮本むなし」を買収～ピラミッド戦略を強化

宮本むなしを 100%子会社とした。本体から社長と取締役管理本部長を出した。69 店（関西、中部、岡山)、客単価 680 円、直近の年商 33.6 億円、営業利益で数億円が出ている黒字会社である。

株式会社 UG・宇都宮が運営していた「めしや 宮本むなし」を譲り受けた。テーマは「お母さんのごはん、お母さんのおかずを届けたい」という定食にある。玉子丼、うどん、カレー、定食メニューを用意し、気軽に腹いっぱい食べてもらおうという食堂である。ご飯を食べたいだけ食べられる定食メニューである。

71 店中赤字の 2 店は引き受けず、69 店を買収した。大阪 30 店、兵庫 17 店、京都 3 店、滋賀 2 店、奈良 1 店、岡山 3 店、愛知 12 店、岐阜 1 店である。

UG の宇都宮社長は、関西で大型テーマレストランのパイオニアとして話題を集めていたが、それとは別に街のご飯屋さんも展開していた。今回の買収は、宮本むなしの経営に何か問題があったわけではない。UG サイドの要望によるもので、先方の黒字事業を妥当な価格で取得することができた。

1)駅前繁華街に立地、2)大衆的な価格で定食を提供する、という点で、当社の郊外型店舗を補完し、グループの低価格帯業態を拡充するという中期経営方針に合致する。関西を基盤にするので、購買や物流面でシナジーを出すことができる。宮本むなしの店舗運営コストは低い。仕入れと物流の共有化で、年間の経費はかなり下がることになろう。

2016 年 2 月期の年商は 3365 百万円で営業利益もしっかり出ている。アドバイザー費用は 2017 年 3 月期に一括処理される。24 億円の買収金額のうちのれんが 18 億円、20 年で償却ので年間 90 百万円ののれん代が発生する。

宮本むなしは、のれん代を差し引いても十分利益がでるので、業績に貢献してこよう。2016 年 9 月末にはバランスシートに 24 億円がのり、2017 年 3 月期の下期から連結の P/L に売上、利益が入ってくる。初年度は先行的に費用も発生するのでプラスとはならないが、来期からは売上高で 35 億円、営業利益で 1～2 億円はオンしてこよう。

24 億円の投資で、当社が狙うゾーンの業態が手に入り、69 店、年商 34 億円、黒字事業が加わってくる。24 億円の投資で ROI 8%とすると、のれん償却後の営業利益で 2 億円は欲しい。これは十分確保できそうなので、投資効率としては問題ない。

最初の 1～2 年は、店舗やメニューのリニューアルに力を入れて、既存店の伸びを図り、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

その後出店拡大を目指すことになろう。

夫婦善哉を独立

昨年、夫婦善哉事業部を新設した。夫婦善哉の店舗は、すし半法善寺総本店が一体でマネジメントしていたが、ここを長次郎に改装することにした。それに伴い夫婦善哉を独立させて、事業の拡大を図ることにした。

夫婦善哉事業はぜんざいを 800 円(1 セット､2 つ椀)で販売している。ブランドは根強く、安定収益事業として継続できる。

創業ブランドのすし半を売却～選択と集中の実践

すし半を本体から分割し、その全株式を「株式会社梅の花」に譲渡する。4 月 1 日の予定である。すし半事業は、当社の創業ブランドであるが、現在 13 店にとどまり、黒字ではあるが、次の展開に向けた事業の優先順位は低いところにとどまっていた。

湯葉・豆腐料理の和食レストラン「梅の花」は高価格帯に強みを持ち、懐石料理を得意とする。ここに「すし半」の鮮魚系の調理・加工を融合させることで、すし半の展開力も増すものと判断し、合意に至った。

すし半は年商 20 億円、13 店舗、黒字であり、店舗は自社所有の不動産なので、それも一緒に譲渡する。売却金額は未定であるが、にぎり長次郎や宮本むなしを買収した金額（長次郎 30 億円、むなし 24 億円）と同じようなレベルになるかもしれない。

今回の経営判断は大いに注目される。自社の成長に必要な事業を手に入れる一方で、創業来の事業であっても自社内でのプライオリティが低い事業については、先方で発展できる可能性も考慮して売却することにした。

アジア展開はロイヤリティ重視

海外では、台湾の 2 店（直営）は黒字化しているが、インドネシア、タイはまだ苦戦している。

台湾は好調である。2016 年 2 月に当社資本に切り換えたが、昨年 6 月に出店した 2 号店も黒字化した。3 号店も準備中である。さとしゃぶの食べ放題が当たっている。自社経営にして、本社からマネジメントを送り、素早く手を打っていることによる。

台湾の統一超商との合弁は、先方が戦略を見直し、和食レストランから撤退すると決めた。そこで、さとしゃぶで人気が出ていた 1 店を当社が引き取り、当社の 100%子会社とした。3 店まで出して成功するかどうかを確認するが、今のところ順調である。

一方、インドネシアは今一歩である。タイは 3 店のうち、立地がよくない 1 店は閉店した。立地をよく見ていく必要がある。

海外については、基本は合弁事業を軸とし、出資もマイノリティでリスクはとらない方針

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

である。タイ、インドネシアの出資比率はいずれも当社側 19%である。マネジメントはすべて現地なので、それにアドバイスし、サポートしている。

はっきりしてきたことは、さとしゃぶ（定額でのしゃぶしゃぶ食べ放題）がどの国でも受ける。しかし、タイは出店の場所によって当たりはずれがある。インドネシアでは弁当は順調であるが、地代の高い一等地の店はなかなか苦しい。現状ではやや足踏みである。これに対して、サトとして指導力を高めていく必要がある。そこで、商社で海外事業の経験を積んできた重里副社長がもう一歩踏み込んでいる。

当社は、サトのレストランシステムを提供する。和食さとのロイヤリティを得ることによって、リスクをとらずに、一定のフィーを稼ぐというビジネスモデルである。現地の会社が儲かれば、持分に対するリターンが返ってくるし、出資に見合って配当をもらう。リスクをミニマムにして、サトのブランド、メニューとマネジメントシステムで展開する。

日本とアジア各国のメニューを平均値で比較すると、和食さとの日本の 1 人当たり客単価が 1200 円として、台湾 1200 円、インドネシア 900 円、タイ 1100 円というイメージである。各国の 1 人当たり GDP からすれば、実質価格はかなり高い。しかし、どの国でも中級、上級の所得層に急速に増えており、日本の和食へのニーズは高まっている。

現地の有力企業と組む

インドネシアについては、国内トップのコンビニを経営する企業（インドマルコ）と合弁を組んでいる。2 号店を SC の中に出店し、手応えはよい。また、インドマルコ社のコンビニ「インドマレット」で、和食弁当を売っているが、弁当工場にもアドバイスをして現在は 134 店で 11 品を販売しており順調である。インドマルコのコンビニはインドネシアでトップ、店舗数が 1.1 万店ある。1 年に 1500～2000 店を出店する。ハラル対応の弁当である。弁当 1 個ごとに一定のロイヤリティ（フィー）をもらう。これが収益に寄与する。

タイも有力現地資本と組んでいる。2014 年 10 月に 1 号店を出した。タイで最も有名な高級日本食レストランを展開する日本亭グループが 61%出資、タイ消費財最大手のサハグループが 20%、そして当社が 19%出資した。日本亭(1988 年創業、タイで直営 6 店)のキッティ社長はタイ人で、奥様が日本人である。おかみとしてバンコクトップの高級日本料亭を取り仕切っており、その顧客としてサハグループのブンヤシット会長を長年知っていた。ブンヤシット会長は、若い時に日本に留学したこともあり、大阪で働いている時にすし半に行ったこともあり、この店をよく覚えていた。

ブンヤシット会長はサハの 2 代目であるが、彼の代で一大財閥に伸し上がった。若い頃に日本に駐在した経験もあり、日本との関係に尽力している、このサハグループとは、日系企業 80 社が JV を組んでいる。サハグループが入ったことで、圧倒的スピードで 1 号店の開店が決まった。サハのショッピングセンター（SC）内に入った。2015 年 9 月に 2 号店、10 月に 3 号店が出店したが、2 号店は立地がよくなく 2016 年 7 月に撤退した。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

事業部のリーダーを一新～出店、教育、採用が課題

事業部の機能を強化して、新しい人材で事業運営の機動力を出そうとしている。当面の課題は 3 つある。1 つは、成長戦略の軸となるさん天の収益力の回復。来期は出店ペースを少し落として既存店のビジネスを再度見直し、計画通りのモデルが出来れば、再度出店を加速する計画だ。

2 つ目が教育である。次の時代を担う若手やマネジメント層を育てていく必要がある。本業の技術的なことには精通しても、それ以外の組織運営やマネジメントについて学ぶ機会を増やそうとしている。

3 つ目は新卒の採用である。重里新社長の強い思いで、10 年後の人材を真剣に採ろうとしている。ものごとを論理的に考え、行動力、継続力、知力のある人材を選んで、毎年 20 人は確保したいと力を入れている。次世代の経営を担う若い人材の確保に向けて、外食のサトで働くことに魅力を感じ、将来の幹部に育ってもらうために、キャリアコースの見直しも進めようとしている。

働きやすさの追求～労務環境№1 企業を目指す

フードサービス業界で労務環境№1 企業を目指す、というのはトップの信念である。社員の定着性、1 分単位の時間管理（働いた分はしっかり払う）、短時間正社員化などは業界で最も進んでいる。

短時間正社員制度の導入や 1 分単位の勤怠管理は短期的にはコストアップとなるが、長期的には地域に密着して安心して安定的に働ける会社となりうる。モチベーションのアップによって生産性が向上してこよう。女性の活用という点でも有効である。

2014 年 10 月からスタートした短時間正社員制度で 300 人が転換した。8 割が女性で、そこから 9 名の店長が任命され、すべて女性である。パートから正社員になった人々は、すでに長年働いているので、戦力として重要である。正社員になったことで、モチベーションは上がっている。

また、静脈認証による勤怠管理システムを 2015 年 4 月から導入し、残業時間等について 1 分単位で給与の支払いができるようにした。パート約 300 人を短時間正社員にした。無期雇用であり、社員としてのフリンジベネフィットもつく。会社としてはその分コストアップとなるが、正社員・パートの定着率が上がれば、採用コストは下がる。

パート、アルバイトは延べ 1 万人ほどいる。8 時間換算で 3500 人ほどだが、その 10%程度が短時間正社員となった。さらに、そこから店長として登用し人材の活用をしている。今後はさらに地域限定社員が店長になってくるので、4～5 年先には店長の半分が女性になっていてもおかしくない。子育て中の社員には、子どものことを考えて 6 時間だけ働く店長がいても良いという考えである。

ファストカジュアルの店では、2～3 店に店長が 1 人というのが普通である。パート、ア

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ルバイトの戦力化が問われている。和食さとでも 1 店で 25～40 人のパートは使っている。さん天の店舗が増えてくれば、10 店をまとめてみるエリアマネジャーも置いて、現場のマネジメントの強化を図っていく方向である。

人にやさしく、仕事に厳しく～フェアな競争を実践

当社は、フェアな競争で生き抜き 100 年企業になることを目指している。トップマネジメントは、コンプライアンス(法令遵守)に力を入れている。ルールを守り、やるべきことをやった上で、ビジネスを拡大していく姿勢を強く持っている。

働く人が、本当に働き易い環境になるように努力している。社員には 1 年に 1 回、1 週間の連続休暇を 100%とるように義務付けている。24 時間営業はなく、完全週休 2 日を実行している。

また、食の安全や環境保全にも力を入れている。‘人に優しく、仕事に厳しく’を実践しており、離職率は上がっていない。パート、アルバイトの採用難が、当社において著しく制約となっているわけではない。

CSR 活動については、期限を決めて手間をかけて実行している。ズルをして儲けるな、尊敬される企業になろうという基本観である。会社の品格を落とさないことを原則にして、長期的に持続する会社を目指す。一番大事なのは顧客なので、ここを起点に事業を考えていく。

４．当面の業績　　スピードを求めて先行投資

2015 年 3 月期はにぎり長次郎が寄与

2015 年 3 月期は、売上高 37969 百万円（前年度比＋15.9%）、営業利益 1183 百万円（同＋33.1%）、経常利益 1330 百万円（同＋57.2%）、当期純利益 840 百万円（同＋63.5%）、と好調であった。売上高営業利益率 3.1%、同経常利益率 3.5%と向上した。ROE も 8.5%となった。配当も前期の 3 円から 5 円へ上げた。

①にぎり長次郎のフーズネットがフルに寄与したこと、②消費税増税後の反動も限定的であったこと、③販管費をコントロールできたこと、④為替差益が上乗せになったことなどが寄与した。

にぎり長次郎のフーズネットは当社の傘下に入って以来、さまざまな改革を進めてきた。それまではファンドが株主であったが、十分なインセンティブが与えられず、投資もできていなかった。まず社内の改革に力を入れ、改装や物流、社員のインセンティブについて見直しを進め、営業努力に努めた。その効果が一部出始めた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

2016年3月期は人件費負担が一時的費用も含めて増加

2016年3月期は、売上高40061百万円（前年度比＋5.5%）、営業利益542百万円（同－54.2%）、経常利益361百万円（同－72.8%）、純利益6百万円（同－99.2%）、と大幅減益となった。過去2年分の時間外未払賃金の支払いを行ったことが響いた。新規出店に備えた準備費用、パート・アルバイトの人件費アップ、営業外での為替差損なども影響した。

新規出店は23店で、店舗合計は348店となった。46店を目標としていたが、出店契約が済んだ店舗が18店あり、それを入れると41店で、計画に対する進捗率は89%であった。既存店はランチの見直し等によって、単価は下がったが客数は戻した。

この期の粗利は26197百万円と前年同期比＋4.8%、1207百万円の増加であったが、販管費が25655百万円、同＋7.8%、1848百万円と増えたので、大幅な営業減益となった。

販管費の増加18.5億円中、人件費の増加が13.5億円ほどあった。その内訳は、未払い賃金＋4.6 億円、新店準備＋3.4億円、パート・アルバイトの時間割賃金アップ＋1.0億円が主なものであった。

この人件費の増加には2面性がある。1つは、世の中全体の人手不足の中で、パートの賃金が上がっていることや、新規出店に備えて人材の強化を図っていることがある。もう1つは、働き易さの改善と人材の活用に向けて、短期の正規雇用や労働時間管理の的確さを図っており、この分のコストが当初計画を上回っていることによる。

当社の季節性は、3Qが最もよく、次が2Q、4Qで、1Qは赤字になるのが通常のパターンであった。つまり、8月の夏休みに売上が最も上がり、次が年末年始である。4月は繁忙期が短く、収益的には厳しいという動きである。

さん天は15ヶ月以上経過した既存店が8店となった。この既存店で売上高前年比がマイナスとなっている店もある。スタート時の売上げに比べると、2年目というのはやや苦しくなる。ここをどう乗り切るか。かつやの場合は、2年目の既存店を100%以上に保つためのノウハウを貯めている。さん天でも工夫していく必要がある。

かつやは、郊外型の出店は問題ないが、ビジネス街の中心に出した場合のマネジメントに挑戦している。ビジネス街の場合、土日の人通りが減ることや、中心時間以外の来客数が減る可能性がある。また、坪当たりの家賃も高い。ここをどう乗り切っていくかというトライをしている。

さとしゃぶプレミアムは2015年4月より100円値上げした。さとしゃぶ単品の10円値上げと合わせ、2380円から2490円とした。材料費のアップに対応したものである。それ以外のメニューも価格の見直しを図った。小幅値上げを行ったが、ランチメニューでは値下げも実施した。

為替の影響は予約でヘッジ

為替については、2年先をみて予約を入れている。1年先の9割は予約している。そのレ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ートよりも円高になると差損が出て、円安になると差益が出る。輸入コストを安定させるという点で予約をしているので、この差損益については経営安定化のコストとみていく必要があろう。

メニューの改訂は半年～1 年先を睨んで実験を繰り返し、その成果をみながら為替の予約を入れていく。円安になって輸入原材料が上がってきたとしても、為替の予約を入れているので、短期的な影響は少ない。円安が進行しても、さん天の 390 円というプライスは守る方針である。メニューミックス、粗利ミックスで乗り切っていく予定である。

海老などの主要材料は当社が直接輸入している。但し、牛肉は別で、国内の業者から調達している。円安になると、輸入コストは上がるが、会社のルールとして為替予約している。円安が進んでも翌期はさほど影響を受けずに済むといえる。一方、最近の円高はいずれ輸入コスト安でプラスとなるが、これもすぐには効いてこない。また、為替予約の評価損益は営業外収益に発生する。

業績予想

（百万円、%）

	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3(予)	2018.3(予)
売上高	25783	32762	37969	40061	44000	48000
粗利益	17681	21897	24989	26197	29000	31700
	68.58	66.84	65.82	65.39	65.91	66.04
販管費	17025	21008	23806	25655	28650	30700
	66.03	64.12	62.70	64.04	65.11	64.00
営業利益	655	888	1183	542	350	1000
	2.54	2.71	3.12	1.35	0.80	2.08
経常利益	561	846	1330	361	300	1000
	2.18	2.58	3.50	0.91	0.68	2.08
当期純利益	320	513	840	6	−300	540
	1.24	1.57	2.21	0.02	−0.68	1.13

人件費の増加への対応

人件費増を吸収するには、1）新規出店のピッチを上げ、同時に既存店の売上を伸ばす、2）メニューを見直してメリハリをつける、3）店舗の繁閑に合わせて、人材の配置と省人化を工夫する、4）生産性の向上に向け、サービスプロセスを抜本的に見直す、などの手を打っていく必要がある。

世の中の人手不足を反映して、人件費が上がっている。当社の課題は、その分を既存のビジネスで十分吸収できていないところにある。実際、ここ 2 年の業績の悪化はほぼ人件費増で説明できる。

時間外の正確な申告はすでに対応できているので、問題はない。パート・アルバイトを含めて時間当たり賃金はジワリと上がっている。残業時間があまりに増えるのは労働上問題

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

となるが、残業代を支払わないというのはもっとよくない。サービス残業の強要は厳しく罰せられる。働いてもらった分はきちんと支払う。そのためには、働きを正確に記録する必要がある。その仕組みを作ってきたが、今回は過去の分について記録が正確でなかった。

2016 年 3 月期に計上した残業代の未払い分 4.6 億円はすべて販管費で処理した。2017 年 3 月期の残業代の増加見込み分は、予算として 2.5 億円ほどとった。店舗の経営において、残業の余裕をみているわけで、店長にすれば少し余裕をもって人を使い易くなる。

今回の残業代の未払いは正社員に関わるもので、パート・アルバイトではない。店長も残業代をもらう対象で、いわゆる管理職ではない。少し早く仕事に入り、少し遅くなっても残業つけないということがあった。これを過去 2 年分について清算した。

業態別店舗数と出店計画

（店）

	2014.3期					2015.3期					2016.3期				
	直営	（出店）	FC	（出店）	合計	直営	（出店）	FC	（出店）	合計	直営	（出店）	FC	（出店）	合計
和食さと	197	1			197	198	1 [3]			198	201	3 [3]			201
すし半	13				13	14	1 [0]			14	14				14
さん天	6	5			6	12	6 [11]	0	0 [2]	12	22	10 [16]	0	0 [4]	22
にぎり長次郎	50	1 −1			50	52	2 [3]			52	53	1 [4]			53
都人	1		20		21	1		20		21	1		17	−3	18
にぎり忠次郎	2	1			2	3	1 [0]			3	6	3 [3]			6
かつや	11	5	7		18	12	1 [6]	11	4 [10]	23	14	2 [6]	14	3 [10]	28
合計（国内）	280	12	27	0	307	292	12 [23]	31	4 [12]	323	311	19 [32]	31	1 [14]	342
和食上都（台湾）					2					4					1
和食さと（インドネシア）					1					1					2
日本亭さと（タイ）										1					3
全体（含む海外）					310					329					348

（注）カッコ内は当初出店計画。海外は台湾以外は合弁。

2017 年 3 月期は厳しい

2017 年 3 月期の 3Q 累計は、売上高 31696 百万円（前年同期比＋5.9%）、営業利益 101 百万円（同-85.0%）、経常利益 202 百万円（同-67.3%）、純利益－272 百万円（前年同期 303 百万円）となった。

2Q 公表時点で、通期見直しを下方修正しているが、その線からみた 3Q はやや弱いものとなった。さん天、すし半の既存店が 100 を下回っていることによる。

和食さととにぎり長次郎の既存店は 100 をほぼキープしており順調である。和食さとの

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の営業強化策としては、7 月より「さとしゃぶ」の野菜を国産に切り替え、8 月にはすきやき食べ放題の「さとすき」の販売を開始した。さとは、さとすきの効果が出ている。次の展開として、さとバル、さとカフェを実験している。平日にドリンク飲み放題を付けて、集客を図ろうという考えである。長次郎は、奈良や滋賀で出店したが、いずれも好調である。

さん天は、中部地区に初の出店を行い、FC の 1 号店も中部（三河安城店）に出した。どちらも出足は好調である。しかし、さん天の既存店が今 1 つである。2 年目、3 年目の数字がよくない。次の手を打っていく必要がある。さん天は、今年度末で 50 店近くとなる。年 20 店ペースを基本としていたが、来期は 10 店ペースに落として、既存店対策を見直していく方針である。

為替変動に伴う評価損益が上下している。2Q 末では営業外の差損が－160 百万円であったが、3Q 末では＋150 百万円となった。仕入れ額に対して、翌年の 9 割をドル予約していくので、その評価損益が影響してくる。

一時的要因として、宮本むなし(及び TWOSIX)の株式取得に関するアドバイザリー費用が 112 百万円発生した。M&A に伴う支払手数料はのれんに乗せるのではなく、費用としては計上するルールである。

海外では、台湾で 1 店出店し、タイで 1 店閉店した。特損では、海外合弁会社への投資に関わる評価損 59 百万円を計上した。

純損失が大きくなったのは､繰延税金資産の取り崩しが 1.8 億円ほどあったためである。前期は、過去 2 年間に亘る時間外勤務の未払い賃金 462 百万円を計上したが、実際の支払いに伴う税金は今期発生した。よって、その分も加わって税負担が出ているので、赤字が大きくなった。

業績の回復は 2018 年 3 月期から

和食さとや長次郎で、インバウンド対応を進めている。外国語対応はもちろん、全社的に力を入れていく方向である。

来 2018 年 3 月期については、1）宮本むなしがフルに寄与する、2）すし半がなくなる、3）新規出店をやや抑える、4）既存店の強化を図るという手を打って、業績を立て直す方針である。売上高で 480 億円、営業利益で 10 億円は見込めよう。

昨年 9 月より宮本むなしが連結に入った。69 店（内 FC　2 店、準直営 5 店）が加わった。宮本むなしの業績寄与については、売上高はオンしてくるが、利益面では合併直後であり、店舗などへのテコ入れもするので、その寄与は 2018 年 3 月期からになろう。2018 年 3 月期に売上高 35 億円がフルに乗ってくる。のれんの償却は年間 0.9 億円発生するが、これを考慮しても 1～2 億円の営業利益はオンしてこよう。その後、利益率をどこまで改善できるかはこれからにかかっている。

来期は今期発生した一時的費用がなくなってくるので、本業が通常の展開で進めば経常

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

利益で 10 億円は十分狙えよう。1）メニュー開発の強化、2）物流統合の効果、3）社内の制度改革による社員のインセンティブの向上、4）マーケティングによる広告宣伝効果によって、コストアップは吸収できよう。既存店がプラスを確保して、メニュー戦略が粗利率の確保に貢献できるかどうかが課題である。

新規出店はやや抑制気味～店舗開発力の見直し

2017 年 3 月期は 46 店の出店を計画しているが、宮本むなしの 69 店は別にして、3Q 末で 20 店を出店、契約済み 18 店である。立地については郊外なら問題ないが、駅前になると厳しくなる。人材の確保もややきつい状況である。

さん天は、25 店の計画に対して、3Q で 11 店出店、13 店契約が決まっている。かつやは、11 店の計画に対して、7 店出店、1 店契約が決まっている。いずれもピッチは遅いといえる。

出店エリアは関西を固めながら、中部にも力を入れる。さん天は関東へも引き続き攻めていく。にぎり長次郎も関東に 4 店あるが、これはさらに出店することができよう。

今後の出店では、1）和食さとは継続的に出店していく、2）さん天は直営に加えて、FC の出店ペースを上げていく、3）にぎり長次郎は競争力があるので、ピッチを上げていく、4）かつやは直営と FC で着実にエリアを増やす。

出店計画の進捗

出店数	2016.3期 実績	2017.3期 計画	2017.3期 3Q実績	2017.3期 契約済み	2017.3期 合計	2018.3 （予）
和食さと	3	4	1	3	2	2
すし半			−1		−1	
夫婦善哉			1		1	
さん天	10	20	10	13	16	10
さん天FC	0	5	1	0	1	5
にぎり長次郎	1	6	3	1	4	3
にぎり忠次郎	3	0	0	0	0	0
都人			−2		−2	
宮本むなし			69		69	0
かつや	2	5	3	0	3	3
かつやFC	3	6	4	1	5	2
合計（国内）	22	46	89	18	98	25

（注）出店数は出店－退店の純増数、計画は会社計画、（予）はアナリスト予想。

メニュー戦略の強化

和食さとでは、8 月より「さとすき」をスタートさせた。しゃぶしゃぶの次のメニュー開発として、すき焼きの食べ放題を入れた。価格は、2190 円とプレミアムの 2590 円である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

さとについては、出店を少し抑えて、既存店の改善に力を入れていく。

プレミアムの単品料理の充実にも力を入れている。プレミアムの多様化、品揃えの充実、各料理の味の向上などを検討する。価格についても、プレミアムゾーンのアップを目指す。

さとしゃぶのバリエーションも増やしている。これまで何店かで実験してきた実績を踏まえ、牛肉と豚肉の組み合わせから、豚肉だけのさとしゃぶを用意した。牛肉のさとしゃぶは 100 円値上げして 2190 円とした。

これに対して、豚肉だけのさとしゃぶを 1890 円で用意し、割安感を出している。豚のみのさとしゃぶプレミアムは 2290 円である。顧客のニーズに応えながら、客数を伸ばし、粗利を確保していく方向である。

バランスシート

（百万円、%）

	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2016.12
流動資産	5854	6714	7315	7526	10765	11564
現預金	4614	5474	5533	5532	8616	8920
固定資産	12471	12667	16495	16742	17053	20327
有形固定資産	7384	7676	9154	9369	9373	9875
のれん	0	0	1296	1206	1116	2671
差し入れ保証金	2939	2774	3130	3051	3039	3306
資産合計	18336	19390	23816	24272	27820	31981
流動負債	5363	5194	6851	7284	7352	7787
固定負債	6084	5074	7397	6530	5936	9980
純資産	6888	9121	9567	10456	14531	14213
有利子負債	7588	5922	8271	6952	6247	10137
有利子負債比率	41.4	30.5	34.7	28.6	22.5	31.7
自己資本比率	37.1	46.3	39.6	42.5	51.8	44.1

出店拡大、M＆Aにエクイティファイナンスの資金を活用

バランスシートでは、宮本むなしの買収に伴い、のれんが増加している。のれんは 3 月末の 1116 百万円から 12 月末には 2671 百万円へ増えた。宮本むなしの株式取得は 2381 百万円であった。この分は社債の発行による長期資金のファイナンスで賄った。

2015 年 5 月のエクイティファイナンスの時に、新規出店のための設備投資として 30 億円を使うと表明していたが、この予定を変更して、新規出店に 20 億円、宮本むなしの株式取得に 10 億円を使うことにした。

2015 年 6 月のエクイティファイナンスで 43 億円を調達した、新規出店に伴う投資は計画通りに出店できるとして、30 億円前後である。2018 年 3 月期も同じペースとすると 30 億円程度なので、2 年分の投資額のうち内部資金で足らない分を外部ファイナンスした。公募増資 5 百万株は発行済株式数の 17.7%に相当する。この希薄化(ダイリューション)を超える収益の向上が求められる。

新規出店の投資額は、和食さとで 1 店当たり 1 億円、長次郎で 1 億円（居抜きなら 0.8 億円)、さん天、かつやは 0.4 億円といったところである。50 店出店すると、直営を中心にし

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

た投資額は 30 億円前後となる。立地をどこまで確保できるかが最大の課題である。

一方、すし半の売却で、キャッシュが入ってくる。この分は、これまでの M&A の外部借り入れの返済に充てることになろう。

キャッシュ・フローの推移

（百万円）

	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3(予)	2018.3(予)
営業キャッシュ・フロー	1462	1157	2721	1261	740	2170
税引き後利益	422	456	921	−223	−300	540
減価償却	795	1099	1322	1369	1400	1450
のれん償却	0	52	89	89	140	180
投資キャッシュ・フロー	−605	−2756	−1220	−1579	−4280	300
有形固定資産	−525	−1019	−829	−867	−1500	−1400
無形固定資産	−185	−177	−237	−242	−400	−300
子会社株式取得(売却)	0	−1488	0	0	−2380	2000
フリー・キャッシュ・フロー	857	−1598	1501	−318	−3540	2470
財務キャッシュ・フロー	−15	1604	−1597	3246	2200	−2170
長期借入金	−1558	1899	−1220	−605	2500	−2000
株式の発行	1562	0	0	4313	0	0
自己株式の取得	152	−21	0	0	0	0
配当金	0	−56	−84	−141	−170	−170
現金・同等物期末残高	5474	5533	5532	8616	7276	7576

今後の業績展開

宮本むなしの買収で出店ペースは遅れを取り戻しつつあるが、自前の新規出店コストは建設費や人件費増で重くなっている。次は収益性の向上である。店舗業態別の採算でみると、長次郎はよいが、さん天の既存店に手を打つ必要がある。かつやもバラつきがある。主力の和食さとは人件費が上がってくると苦しくなる。

業績面では、出店を加速すると投資コストが先行する。一方、出店が進まないと、利益面では楽になる。出店が未達になると、1～2 年後の売上高の伸びにきいてくるので、その意味では中期業績の計画達成に響いている。

当社は、①業態の開発、②食の安全、③労務環境の改善をテーマに、この 3 つのトライアングルをいずれも強化すべく、力を入れてきた。その意味において、外食業界で日本一の働き易い会社を作ろうとしており、社員採用においては、いい人材がとれるようになっている。パートから短時間正社員となり店長になる人も出ている。契約ベースでの出店予定はかなり上がっている。課題は、売上高経常利益率 5%に向けての体制作りにある。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

５．企業評価　　ROE の向上には努力を要する

収益力の向上策

中期計画では、2019 年 3 月期に 600 店、売上高 520 億円、売上高経常利益率 5%、ROE8%を目指している。宮本むなしの買収で 12 月末現在 437 店まできている。今期の売上高 440 億円をベースにすると、店舗数は次の M&A がないと、600 店の達成は難しいが、売上高で 500 億円に届く可能性は十分ある。課題は経常利益率で、5%という目標はハードルが高い。

2 年前と比べて、最もコスト構造が変化した項目は人件費である。人手不足や残業の適正化、人材の活用と働き易さなどへの対応を考慮すると、人件費で 10 億円近い違いが出ている。つまり、生産性の向上や高付加価値化で成果を上げないと、利益率の達成は難しい。現状の展開では､経常利益 15 億円程度が 1 つの目途であろう｡規模よりも利益を重視すると、2018 年 3 月期は出店ペースを少し抑えて、利益確保の施策を執る必要があろう。

株主優待が貢献

株主優待は充実している。1000 株について 2.4 万円分の食事券がつく。株価 900 円として 1000 株で 90 万円、これに対して 2.4 万円なので配当利回りで 2.7%に相当する。5 円の配当は 1000 株で 5000 円なので、全体として 2.9 万円となり、配当利回りは 3.2%となる。個人株主が大半を占める中で、株主優待はほとんどの株主が使い切るようだ。その意味では、顧客としての来店の動機付けには明らかに役立っている。

今後の利益成長のドライバーは和食のファストカジュアル業態である。アークランドサービスと合弁で展開する関西地区の「かつや」は FC（フランチャイズ）システムのノウハウ取得も含めて拡大が見込める。最も期待できるのが天丼の「さん天」である。後発ながら味と価格で本格攻勢をかけることができよう。宮本むなしも 100 店は目指せる。

業態の位置付けは明確化してきた。カギを握るのは、さん天である。さん天の出店について一定の成果は見込めるが、出店の遅れと人件費コストの上昇などを考慮すると、経常利益で 26 億円達成はハードルが高い。そのためには相当の努力を要するので、企業評価はＣとする。（企業評価のレーティングについては表紙を参照）

課題は、出店のための立地が上手く確保できるかどうかである。過去を教訓として、採算重視なので無理はしない。その場合には利益拡大のテンポがやや鈍ることになる。リスクは景況悪化の局面で、和食さとの既存店が落ち込んでくると、これは業績にマイナスとなる。

2 月 23 日時点の株価（873 円）でみると、PBR 2.05 倍、PER 53.6 倍(2018.3 期ベース)と高い評価を受けている。配当利回りは 0.6%である。来期予想の ROE が 3.8%であるから、株価は中期計画で想定するような業績の好転を先行的にある程度織り込んでいるとみられる。まずは業績回復に向けた実行戦略が成果に結びつくかどうか。株式市場はそこをみているといえよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。