

ホリスティック企業レポート ダイナック 2675 東証二部

フル・レポート
2013年4月12日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130409

要旨

1. 会社の概要

- ・「響」「鳥どり」「パノミラノ」等、多業態の飲食店を展開するサントリーグループ企業。約 40 業態の直営飲食店の他、全国のゴルフ場など各種レジャー施設のレストラン受託も手掛ける。
- ・ブランド力のある業態を生み出してきた業態開発力や本格志向の料理と接客サービスが同社の強み。

2. 財務面の分析

- ・同社の業績は、2007 年 9 月期以降、景気後退の影響から下降線を辿ってきたものの、前 12 年 12 月期より回復の兆しを見せる。
- ・今 13 年 12 月期も受託事業の伸びや店舗運営の効率化等により増収増益を予想する。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、サントリーグループ外食事業の中核を担う役社員の高い意識づけのもと、長年培ってきた経験とノウハウ、こだわり続けてきた本格志向の料理と接客サービスの質の高さ、倶楽部ダイナックを中心としたロイヤリティの高い顧客基盤等によって形成される。

4. 経営戦略の分析

- ・同社の特徴である多業態展開は、消費者ニーズを幅広く捉えることができる反面、効率性ではマイナス要因となる可能性もある。同社は、業態集約や店舗運営の効率化を進めて収益力を強化する方針。
- ・一方、受託事業を今後の成長エンジンとする戦略には肯定的な評価。安定的な業績貢献が期待できるうえ、同社の強みや実績が十分に生かせる領域と考えられる。

5. アナリストの評価

- ・当センターでは、15 年 12 月期までの年平均成長率として売上高 3.2% 増、営業利益 30.6% 増を予想。
- ・現在の株価は割安感に乏しい水準。中長期的な株価水準は 1,100 円～1,400 円のレンジを想定。

【2675 ダイナック 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2011/9	32,672	-6.1	147	-76.1	89	-83.6	-594	-	-84.5	447.7	5.0
2011/12	9,175	-	365	-	352	-	-59	-	-8.4	434.3	2.5
2012/12	33,254	-	606	-	619	-	188	-	26.8	453.8	10.0
2013/12 CE	34,500	3.7	940	54.9	900	45.3	270	43.4	38.4	-	10.0
2013/12 E	34,000	2.2	860	41.9	820	32.5	250	17.7	35.5	479.3	10.0
2014/12 E	35,000	2.9	1,100	27.9	1,060	29.3	320	28.0	45.5	514.8	12.0
2015/12 E	36,500	4.3	1,350	22.7	1,320	24.5	400	25.0	56.9	559.7	15.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

(注)2011年12月期(3カ月決算)、2012年12月は決算月変更で前年同期比なし

アナリスト:柴田 郁夫
+81(0)3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

【主要指標】

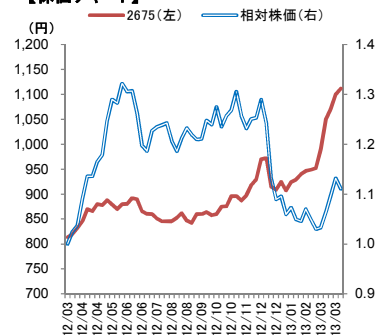
	2013/4/5
株価(円)	1,112
発行済株式数(株)	7,033,000
時価総額(百万円)	7,821

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	41.5	31.3	24.4
PBR(倍)	2.5	2.3	2.2
配当利回り(%)	0.9	0.9	1.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	15.8	20.2	32.2
対TOPIX(%)	9.2	-0.1	9.2

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/3/12

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

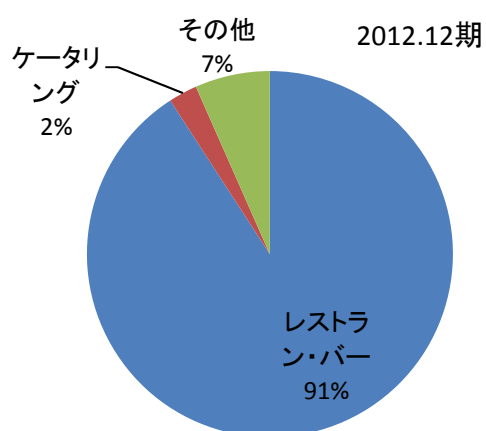
ゴルフ場レストラン等の受託事業も行う。

◆ 多業態の飲食店を展開するサントリーグループ企業

ダイナック（以下：同社）は、「響」「鳥どり」「パパミラノ」など、多種多様な業態の飲食店を経営する企業。サントリーホールディングスの連結子会社として、外食事業の中核を担う。事業セグメントは外食事業の単一セグメントであるが、形態別に大別すると直営の飲食店経営の他、ゴルフ場やサービスエリア等のレストランを受託する「レストラン・バー」、各種イベント等への食事の提供、企画・設営・運営も手掛ける「ケータリング」、サービスエリア等の売店運営、おせち料理及びサマーギフトの販売を行う「その他」の3つに分類され、主力の「レストラン・バー」が同社の売上高、利益の大部分を稼ぐ。

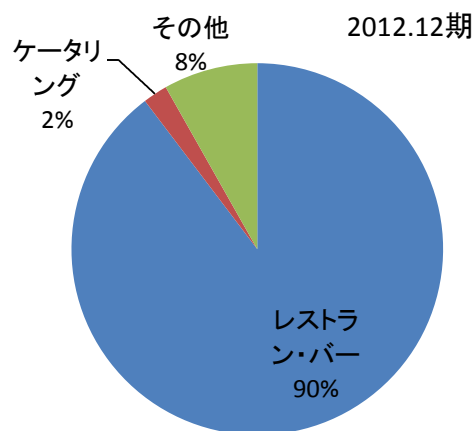
なお、現在の店舗数は241店（12年12月末現在）。その内訳は、首都圏及び近畿圏を中心に直営展開する飲食店155店のほか、全国のゴルフ場レストラン64店、その他の受託22店で構成される。

【図表1】形態別の売上高構成比率



(出所) 短信より証券リサーチセンター作成

【図表2】形態別の粗利益構成比率



(出所) 短信より当センター作成

> ビジネスモデル

現在約 40 種類の多彩な業態を展開。

◆ 業態開発力を生かした多業態展開に特徴

同社は店舗数の拡大が業績を牽引する収益モデルである。その最大の特徴は、和食、洋食、エスニック等の居酒屋、パブ、レストランなど、現在約40種類の多彩な業態を展開しているところにある。

「響」や「パパミラノ」など、消費者の趣向を捉えた人気のあるブランドを生み出した同社の業態開発力には定評がある。同社は、安易な価格競争に追随することなく、新業態を含めた魅力的な店舗作りで差別化を図ることが基本戦略となっている。また、幅広い業態を持つことにより、限られた好立地エリアの中で店舗数を増やすことができるうえ、飽きやすい消費者の趣向変化への対応や、(会員)顧客のロイヤリティ(利用頻度)向上に繋げることに狙いがあると見られる。

同社の主要な業態と特徴、店舗数、平均単価は以下の通り(図表3)。なお、同社は、(1)ブランド化を推進する戦略業態と、(2)個性を活かした特徴のある業態の2つに分類して出店戦略を含めた業態マネジメントを行っている。

【図表3】主要業態の特徴と店舗数、平均単価

ブランド化を推進する戦略業態	特徴	店舗数(店)	平均単価(円)
主力4業態 響、燦 鳥どり パパミラノ ザ・ローズ&クラウン	素材を生かした料理をハイグレードな空間の中で提供 筑波地鶏の炭火で焼いた焼き鳥居酒屋 本格的イタリア料理がカジュアルに楽しめる専門店 ローストビーフとフィッシュ&チップスが自慢の英国風パブ	16 26 20 12	6,000 3,500 3,300 2,500
その他 魚盛 咲くら ハかく庵 RCタバーン	「新鮮。安い。旨い。」漁港直送の海鮮酒場 居心地感、手作り感を追求した大人の和食居酒屋 京都の特選素材を使用した豆腐専門店 ザ・ローズ&クラウンの発展形。女性が入りやすいパブ	3 14 9 2	3,000 3,900 3,500 2,500
個性を活かした特徴のある業態 桂 水響亭 ティキティキ リオ 卯乃家 WaZa ヒラツカ GABU 森香るBAR1973	しゃぶしゃぶと日本料理 本格カクテルを楽しめるダイニングバー ポリネシアンパブ 鉄板焼きレストラン 卯さぎをモチーフにした親しみ・ぬくもり感を演出した創作ダイニング 野菜をテーマにしたダイニングバー 相模湾の鮮魚と相模の食材をキーワードに地産地消 ワインとイタリア小皿料理 自然派ウイスキー「白州」を愉しむ森をイメージしたエキナカバー	— — — — — — — — —	— — — — — — — — —

(出所) 同社の決算説明会資料及びホームページに基づき当センター作成

◆ 全国のゴルフ場レストランの運営受託でも実績

同社のもう1つの特徴は、全国のゴルフ場を中心に各種レジャー施設内のレストラン運営を受託していること。現在の受託事業の売上規模は全体の約30%と推定される。受託事業での同社の強みは、本格志向の料理や接客等に対する評判の高さであり、それが口コミや紹介などを通じて運営受託の新規受注に結び付いている。また、サントリーグループとしての信頼も好影響していると考えられよう。

道の駅(サービスエリア)の指定管理を初めて受託。

今後の成長エンジンは、拡大余地のある受託事業。今期は、近畿大学との連携による養殖マグロレストランの運営受託や、初めて指定管理を受託した道の駅「まくらがの里こが」が開店となる予定。特に、「まくらがの里こが」での実績を皮切りとして、全国の道の駅(サービスエリア)向け営業を強化する方針となっている。

現在、実働会員数約20万人を組織化。

◆ 「倶楽部ダイナック」による顧客の囲い込みを促進

顧客の囲い込みを目的に「倶楽部ダイナック(顧客会員カード)」による会員の組織化を促進している。会員は、入会金・年会費無料で入会すると飲食100円ごとに10ポイントが付与され、3,000ポイントで3,000円分の食事券がプレゼントされるなどの特典がある。現在の実働会員数は約20万人、年間売上高では約68億円に達する模様。同社は、会員向けのキャンペーンを実施することで、新規入会を含め再来店を促し、会員売上高を大きく伸ばさせる戦略。なお、同社は13年12月期に会員数25万人、年間売上高90億円を見込むとともに、15年12月期には会員数39万人、年間売上高140億円を計画している。

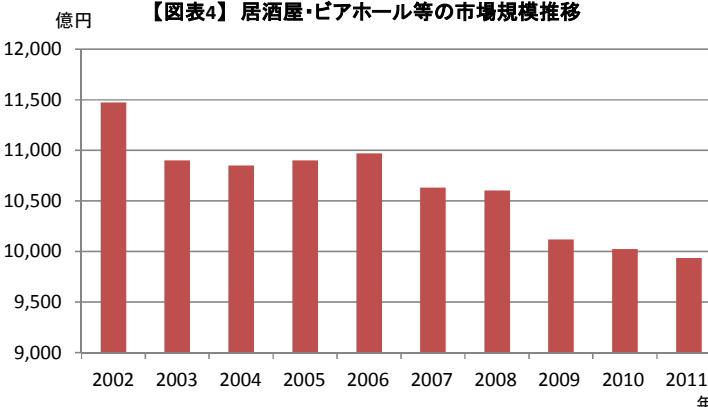
> 市場構造とポジション

◆ 外食市場は縮小傾向にある上に競争も厳しい

外食産業総合調査研究センターによると、同社が属する「居酒屋・ビアホール等」の2011年市場規模は約1兆円と推定されている。

厳しい外食市場の中で受託事業は比較的堅調。

【図表4】 居酒屋・ビアホール等の市場規模推移



(出所) 外食産業総合調査研究センターより当センター作成

過去の推移を見ると、景気の停滞が続く中で、個人消費の低迷や接待費の削減、低価格業態の出現などで市場は縮小トレンドを続けている。従って、当業界においては集客に向けた低価格戦略や差別化戦略、新たな趣向（ニーズ）を捉えた市場創出、生き残りを賭けたアイデアなどが求められている。競合状態についても、参入障壁が低い業界ゆえに新陳代謝が激しく、勝ち残りが厳しい業界である。同業他社としては、モンテローザ（非上場）、ワタミ（7522）、コロワイド（7616）、大庄（9979）などが売上規模で上位を占める。

一方、厳しい外食業界の中にあって比較的堅調なのは、社員食堂や施設内レストランを受託するコントラクトサービスである。外食市場全体が縮小する中で、食堂やレストラン、給食等の外注化の進展に伴い事業機会が増していると見られる。

同業他社に上場会社はないが、医療機関向けに強みをもつ日清医療食品の他、西洋フード・コンパスグループ、グリーンハウス、エムサービスなど、売上高 1,000 億円を超える規模の企業が存在する。

コントラクトサービスは、B to B（企業対企業）ビジネスであることから、実績や信頼が受託の際の決定要因となる傾向が強く、スケールメリットを働かすためにも、ある程度得意分野に絞ったアプローチが一般的であると見られ、競合状態は比較的緩やかであると考えられる。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

1958 年に飲食店の経営等を目的として、サントリー（現サントリー酒類）との合弁により設立された（旧社名は㈱新宿東京会館）。79 年にサントリーの 100% 子会社となり、その後、洋酒サービス、シャトーリオンをそれぞれ吸収合併して事業規模を拡大。88 年にはサントリーレストランシステムを吸収合併すると同時に、社名を現在のダイナックに変更。サントリーグループの外食事業の中核となった。

以降、「燦」「鳥どり」「響」「ザ・ローズ&クラウン」など主力となる業態を相次いで出店する一方で、GALA 湯沢スキー場や山陽自動車道三木サービスエリア内に総合レストランを出店するなど施設内レストランの運営受託でも実績を積んできた。98 年に新宿店が第 1 号店となった「響」は、日本で初めての業態（ダイニングバー）として話題を呼んだ。

2000 年にナスダックジャパン（現 JASDAQ）に上場。その後も首都圏、近畿圏を中心に順調に出店を増やし、ゴルフ場レストランの全国展開、ドライブイン、サービスエリア内のレストラン運営の受託事業も伸ばして着実な成長を持続。06 年に東証二部に上場を果たす。

◆ 経営理念

1.企業理念

「食の楽しさをダイナミックにクリエイトする」、それが私たちの仕事です。

2.企業倫理憲章

お客様、お得意様、株主、それをとりまく世界全体に対して、

- (1) 誠実であること
- (2) 公平で公正であること
- (3) 透明であること
- (4) 社会的な責任をはたすこと
- (5) 多様な価値観の存在を受け入れること
- (6) 信頼と思いやりを持って接すること

3.企業行動規範

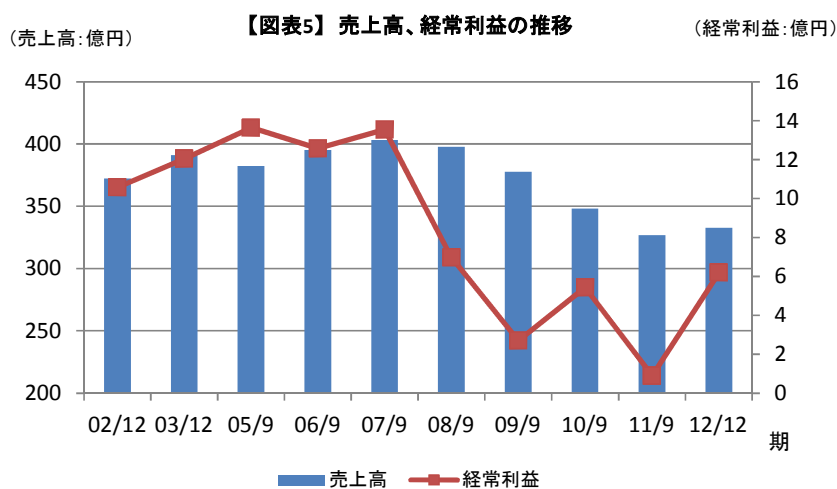
- (1) お客様の喜びと幸せに貢献します
- (2) 社会とのコミュニケーションを円滑にします
- (3) 法規範を遵守し誠実な企業を目指します
- (4) 公正な企業活動を行います
- (5) 地球環境の維持向上に努めます
- (6) 「個性」を生かす職場環境を創造します
- (7) 良き企業市民として活動します。

2. 財務面の分析

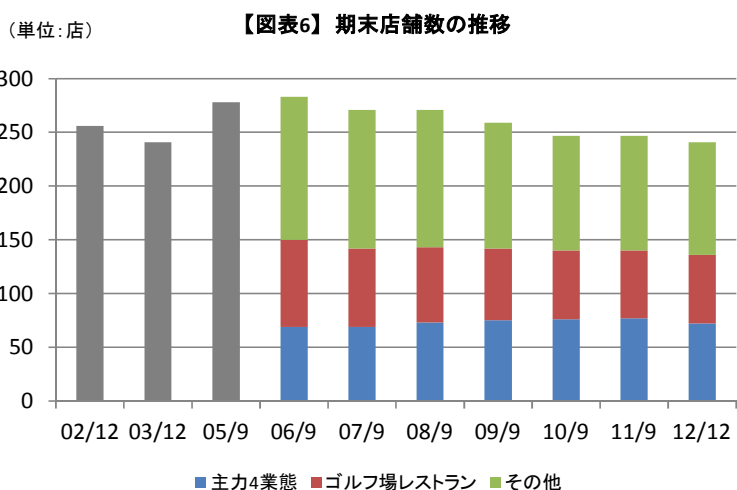
> 過去の業績推移

◆ 07年9月期をピークに業績は低調に推移

過去10年間の業績推移を見ると、主力4業態やゴルフレストラン業態を中心とした店舗数の拡大が同社の業績を牽引。07年9月期に売上高のピークを迎えたが、その後、景気後退の影響を受け、既存店売上高の低迷と店舗数減少によって業績は下降線をたどった。震災の影響のあった11年9月期にボトムをつけた後、前12年12月期には既存店売上高がプラスに転じるなど、回復の兆しが見られ始めている。



(出所) 短信より当センター作成



(出所) 会社資料より当センター作成

◆前12年12月期決算は会社計画比で未達となるが回復の兆し

前12年12月期決算は、売上高332億円、営業利益6.0億円、経常利益6.1億円、純利益1.8億円。11年12月期が変則3カ月決算であったため前期比はないが、11年1月～12月までを合計して通年比較すると増収増益(売上高前年同期比1.9%増、営業利益同224.1%増)となり、業績回復の兆しが見られる。特に店舗数が若干減少した中で、客数増による既存店売上高の伸びが前年同期比2.7%増と好調だった。また、店舗運営の効率化(ロス管理やシフト管理の徹底による材料費、人件費の削減等)によるコスト低減も増益に寄与した。

一方、期初の会社予想比較では、売上高3.6%減、営業利益29.5%減と未達となった。既存店売上高の回復が想定以下であったことと、新規出店計画の未達及び計画外の閉店が影響した。

> 同業他社との比較

◆収益性と安全性に改善余地あり

同社の比較対象企業として、事業内容及び企業規模等から、三光マーケティング、ダイヤモンドダイニングを選定した。

【図表7】 主な財務指標の同業他社比較

銘柄 証券コード 決算期	ダイナック 2675 12/12期	三光マーケティング 2762 12/6期	ダイヤモンドダイニング 3073 12/2期	
規模	売上高(百万円)	33,254	25,884	23,234
	経常利益(同上)	619	1,834	978
	総資産(同上)	14,229	20,055	12,184
収益性	自己資本利益率	6.0%	5.4%	7.9%
	総資産経常利益率	4.2%	9.3%	9.5%
	売上高経常利益率	1.9%	7.1%	4.2%
成長性	売上高(3年成長率)	-2.3%	-0.8%	17.7%
	経常利益(同上)	6.8%	-15.2%	-14.9%
	純資産(同上)	-5.2%	4.7%	20.8%
安全性	自己資本比率	22.4%	75.3%	23.3%
	流動比率	53.2%	120.0%	74.8%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	24.2	212.0	21.2
従業員の状況				
	従業員数(人)	973	406	683
	パート数(人)	1,788	5,971	2,779
	平均年齢(歳)	40.9	32.7	31.3
	平均勤務期間(年)	10.8	2.9	2.4
	平均年間給与(千円)	5,253	3,821	3,786

(出所) 有価証券報告書より当センター作成

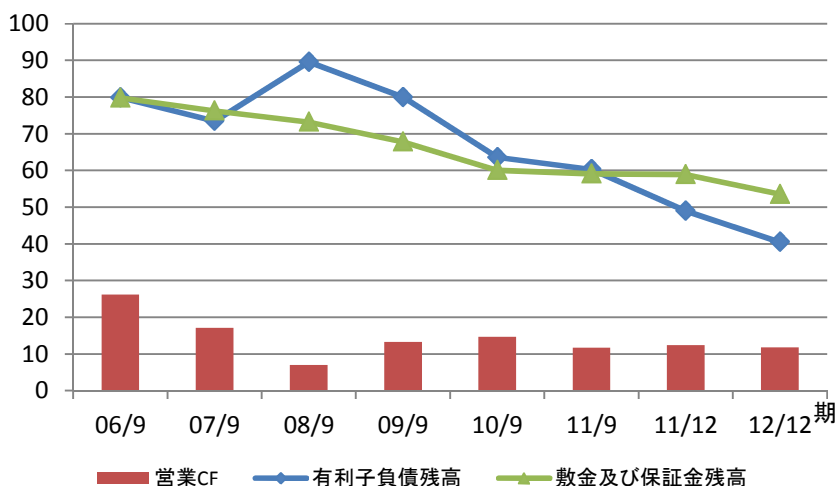
収益性については、売上高経常利益率の低さが目立つ。その要因の1つは、従業員数や平均給与(平均年齢や勤続年数)の高さが挙げられる。視点を変えると、同社の料理や接客へのこだわりの裏返しであり、経験知の高い従業員をはじめ、全店に配置されている料理人、40名を数えるソムリエ等が、高コスト体質を招いているという捉え方もできる。また他の要因として、多業態展開による効率性の悪さ(広告宣伝費や材料費等)も指摘できるが、この点は改善の余地があると考えられ、同社も業態の集約や店舗効率の向上などを進めている。

次に、成長性については、M&Aで業容を拡大しているダイヤモンドダイニングを除いて、他社にもマイナス傾向が見られるものの、この動きは市場全体の縮小トレンドに連動したものと見えよう。

最後に、安全性については、自己資本比率と流動比率の低さが気になる。自己資本比率が低いのは、ゴルフ場等への差入保証金を借入金で賄ってきたことが要因。ただし、その差入保証金からの返還資金や安定的な営業キャッシュフローにより借入金の返済を進めていることに加えて、保証金自体の差し入れを行わない契約に切り替えていることから改善される方向にある(図表8)。また、他社に比べて流動比率が低いのは、売掛金の多くが日々現金入金のため、余剰なキャッシュを借入金の返済に充ててきたことが背景にあり、短期の支払能力に懸念を生じさせるものではないと考えられる。

【図表8】「有利子負債」と「敷金及び保証金」、「営業CF」の推移

(単位:億円)



(出所) 有価証券報告書より当センター作成

> 今後の業績見通し

◆ 今 13 年 12 月期会社予想

今 13 年 12 月期の会社予想は、売上高 345 億円 (前期比 3.7%増)、営業利益 9.4 億円 (同 54.9%増)、経常利益 9.0 億円 (同 45.3%)、純利益 2.7 億円 (同 43.4%増) を見込む。その前提となる出店計画は、新規出店数 16 店、閉店数 5 店、期末店舗数 252 店 (前期末比 11 店舗増)。新規出店の内訳は、バーレストラン業態で、好調の「魚盛」と看板ブランドの「響」を中心に 7 店 (純増 2 店)、ゴルフレストラン業態で 5 店 (純増 5 店)、その他受託で 4 店 (純増 4 店)。既存店売上高は前期比 1%増を想定。利益面では前期に続きロス管理やシフト管理の徹底による材料費、人件費の削減に加えて、共通食材の拡充などにより既存店利益率の 1%向上を見込んでいる。この向上の実現は、経常利益ベースで約 38%の増益に相当すると見られる。

◆ 今 13 年 12 月期の当センター予想

当センターの 13 年 12 月期予想は、売上高 340 億円 (前期比 2.2%)、営業利益 8.6 億円 (同 41.9%増)、経常利益 8.2 億円 (同 32.5%増)、純利益 2.5 億円 (同 17.7%増) を見込む。これは、会社予想よりも若干保守的な水準。当センター予想では、既存店売上高の伸びを若干前年割れと想定したことが主な要因。前期は震災の影響の反動増によって年間の既存店売上高が前期比プラスとなったものの、今期についてはやや慎重な見方に留めた。一方、会社側の出店計画については見込案件の状況等から実現可能と判断。また、原価率の改善も進展するものと見込む。

> 中期業績見通し

◆ 中期経営計画

同社の中期経営計画は、14 年 12 月期売上高 363 億円、経常利益 12 億円。15 年 12 月期売上高 400 億円、経常利益 16 億円を掲げている。その前提となる期末店舗数は、14 年 12 月末 270 店 (前期末比 18 店舗増)、15 年 12 月末 320 店 (同 50 店舗増)。拡大余地の大きい受託事業が成長を牽引し、15 年 12 月期の売上高に占める受託事業の構成比率は 40%に達する見込み。また、バーレストラン業態では、好調の「魚盛」の出店を加速させ現在 3 店舗を 30 店舗に増やす方針となっている。

受託事業が同社の中期的な成長を牽引。

【図表 9】 中期経営計画

	'12年12月期 実績	'13年12月期 予想	'14年12月期 計画	'15年12月期 計画
売上高 (億円)	332	345	363	400
経常利益 (億円)	6	9	12	16
経常利益率 (%)	1.9	2.6	3.3	4.0
既存店前年比 (%)	102.7	101.0	100.0	100.0
期末店舗数 (店)	241	252	270	320

(出所) 決算説明会資料

◆当センター予想

当センターの中期業績予想は、14年12月期が売上高350億円、経常利益10.6億円。15年12月期は売上高365億円、経常利益13.2億円と会社計画よりも緩やかな成長を予想する。会社計画は、急拡大する出店ペースを含めてチャレンジングな目標数値として捉えざるを得ない。

同社が注力する道の駅向け指定管理案件は、第1号がこれから開業するところであり、その進捗状況や他案件への広がりを見定めるまではやや慎重な見方とするのが妥当と判断。なお、期末店舗数は14年12月末265店(前期末比13店舗増)、15年12月末285店(同20店舗増)を想定した。

業態別に見ると、直営のバーレストラン業態では、新業態を含めた主力業態の出店と不採算店の退店が均衡し、ほぼ横ばいを見込む一方、ゴルフ場レストランを含めた受託業態が、同社の成長を牽引するものと予想する。また、利益面についても受託事業の拡大に伴う特別なコスト増加要因は見当たらず、加えて収益力の強化策の進展により徐々に利益率も向上するものと考えられる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 外食事業で培ってきた経験則の蓄積が知的資本の源泉

同社の知的資本は、サントリーグループ外食事業の中核を担う役職員の高い意識づけ(人的資本)のもと、長年培ってきた経験とノウハウ、こだわり続けてきた本格志向の料理と接客の質の高さ等が組織資本として蓄積されるとともに、主力業態のブランド力や倶楽部ダイナックを中心とするロイヤリティの高い顧客基盤(関係資本)などによって形成されている。

【図表10】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
関係資本			
顧客	・倶楽部ダイナックの会員	・実働会員数 ・会員売上高	・約20万人 ・約68億円
ブランド	・サントリーグループとしての信頼 ・主力業態を中心としたブランド力と店舗展開	・ブランド認知度 ・直営店舗数	・非開示 ・155店舗
事業パートナー	・サントリーグループとの連携 ・大学等とのコラボレーション	・共同提案数 ・協業案件数	・非開示 ・近畿大
組織資本			
プロセス	・全社VOC(お客様の声)活動の展開によるサービスの品質管理 ・人時売上高を管理指標としたシフトコントロール	・顧客の声の収集状況 ・FL比率(※)	・非開示 ・推定57.4%
知的財産・ノウハウ	・長年の経験とノウハウを生かしながら、社員一丸となって取り組む業態開発力 ・創業以来こだわり続けてきた本格志向の料理と接客サービス ・ゴルフ場レストランで培ってきた受託事業における実績とノウハウ	・業態数 ・料理人及びソムリエの数 ・受託店舗数	・約40業態 ・非開示 ・84店舗
人的資本			
経営陣	・サントリーグループからの役員招聘	・サントリーグループ出身の取締役	・2名
従業員	・階層別の研修カリキュラム ・各種技能コンテスト(カクテルコンペ、料理コンテスト、サービスコンテスト) ・パートナー育成・評価システム(ファイブスター制度)によるインセンティブ	・研修回数 ・コンテスト回数 ・運用状況	・非開示 ・非開示 ・非開示

(※)FL比率(売上高に占める材料費と人件費の割合)は、同社の製造原価明細書記載の材料費及び労務費により当センターが算定

(注)開示データは、2012年12月末現在

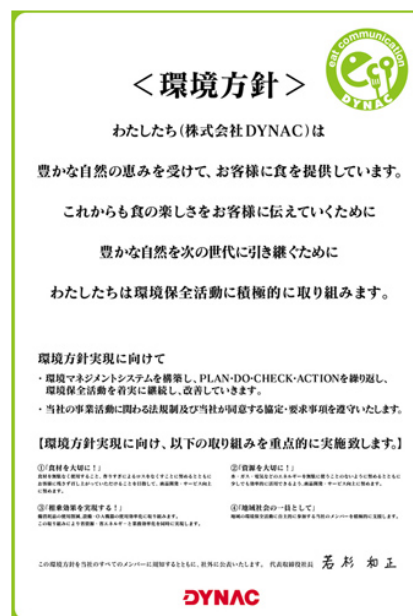
(出所) 有価証券報告書、ヒアリングより当センター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は「環境委員会」を設置し、「環境方針」を掲げ、様々な環境活動に取り組むとともに、従業員の意識を高めるためにe-ラーニングやセミナーを実施している。具体的な取り組みとしては、09年12月に環境マネジメントの国際規格ISO14001の認証を全ての事業所・店舗において取得している。

【図表 11】 環境方針



(出所) 同社HPより

全店舗での省エネルギー活動を推進するため、節水活動や節電を進め、その活動事例や活動成果をイントラネットで共有し、意識啓蒙を図る。さらに、東京都港湾局が進める「海の森プロジェクト(東京湾に浮かぶ、ゴミと建設発生土で埋められた中央防波堤内側埋立地に苗木を植え、美しい森に生まれ変わらせる計画)」に、団体苗木づくりボランティアとして参加している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は飲食業を営む企業として、「食の安全と安心を届ける」品質管理を最重要課題と位置付け、本社、大阪オフィスに衛生検査室を設置。定期的に仕入れ食材の検査・店舗衛生管理のチェックを行うとともに、衛生講習会による従業員への教育・指導を行うことで、品質管理、衛生管理の徹底を行っている。

また、同社はメニューブックの食材の原産地や生産者を表示、旬の食材やその歴史・食事のレシピ・各地の食文化の紹介、さらには、実際に産地へ出向き生産者と直接対話するなど「安心・安全な食」の情報提供に努めており、農林水産業が主催する「第14回優良フードサービス事業者表彰」の食材・食事情報提供部門において「農林水産大臣賞」を受賞している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名で構成され、その内、若杉社長、田中常務の2名は親会社であるサントリー（現サントリー酒類）出身者であり、サントリーグループとの関係を重視した布陣と言える。一方、社外取締役は存在しない。従って、親会社によるガバナンスは期待できるものの、サントリーグループとの取引（不動産の賃借、飲料の仕入れ等）での利益相反（親会社の利益を優先させる）をチェックする上では体制面での懸念が残る。また、監査役会は社外監査役3名で構成されるが、その内2名はサントリー出身者であり、こちらも独立性には課題があろう。

【図表12】 大株主の状況

	(%)
サントリーホールディングス	61.71
ダイナック従業員持株会	3.82
鴻池運輸	2.13
日本生命保険	1.71
三井住友銀行	0.85
三菱東京UFJ銀行	0.85
浦島一隆	0.83
佐々木	0.68
三井住友信託銀行	0.57
三井住友海上火災保険	0.28
合計	73.43

(2012年12月末現在)

(出所) 有価証券報告書より当センター作成

【図表13】 所有者別状況

	(%)
金融機関	4.29
法人	66.91
外国人	0.02
個人その他	28.78
合計	100.0

(2012年12月末現在)

(出所) 有価証券報告書より当センター作成

> 当面の課題と戦略

◆ 収益力強化と成長への基礎固めが当面の課題

同社の当面の課題は、厳しい経営環境が続く中で、収益力の強化を図るとともに、中期計画の実現に向けて成長への基礎固めを行うことの2点に集約される。同社は、それぞれの課題に対して以下のような対応策を進めている。

1. 収益力の強化
 - (ア) 不採算店の撤退、業態変更を機動的に進める。
 - (イ) 共通食材の拡大、他社との共同購買による仕入コスト低減。
 - (ウ) ロス管理及びシフト管理の徹底による材料費、人件費削減。
2. 成長への基礎固め
 - (ア) 新規受託案件「道の駅まくらがの里こが」(2013年7月開業予定のサービスエリア)で運営実績を積むことで、今後の成長を牽引する受託事業の礎を築く。
 - (イ) 都心近郊も出店エリアに見据えた新業態を投入し、中期の店舗数拡大の基礎を固める。

> 中長期的戦略

◆ 受託事業を牽引役に成長へのギアチェンジを図る

同社は中期経営課題とそのための戦略として以下を掲げている。

1. 事業ポートフォリオの見直し
 - (ア) 拡大余地が大きな受託事業を成長エンジンにする。
 - (イ) 個性のある業態の開発・展開に資源を集中投下していく。
 - (ウ) 不採算店舗は思い切って撤退、好立地店は個性のある業態へ転換する。
2. 基盤となる機能・サービスの革新
 - (ア) お客様の声・反応・評価を集め、商品・サービスをレベルアップする。
 - (イ) 「倶楽部ダイナック(顧客会員カード)」の魅力拡大、積極的な広報などにより、ダイナックブランドの価値向上を図る。
 - (ウ) 仕入から商品を提供するまでのプロセスを標準化・共通化することで仕入価格のダウン・適正化を進める
3. 人材パワーの最大化。
 - (ア) 「個店力主体」のマネジメントから「お客様に対する個の強さ+全体最適」のマネジメントへ転換する。
 - (イ) パートナー採用・育成基盤を強化、お客様との接点を担うパートナーの力をお最大化する。
 - (ウ) 人時売上高を全店共通の管理指標に生産性を向上させる。

4. 経営戦略

> 強み・弱みの評価

◆ 業態開発力や本格志向の料理、接客サービスに強み
 同社の内部資源（強み・弱み）及び、外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表14】SWOT分析

強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ・サントリーグループとしての信頼(ブランド力) ・人気ブランドを生み出してきた業態開発力 ・本格志向の料理や接客サービス(全店に料理人を配置、ソムリエ40名) ・ゴルフ場レストラン等で積み上げた受託事業の実績
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・店舗数の減少等による業容の伸び悩み ・従業員数や年齢構成の他、多業態展開や本格志向等による高コスト体質 ・自己資本比率等、財務の安全性に改善余地 ・上場子会社であることが経営自由度の足かせとなる懸念
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ・景気回復による消費マインドの高揚 ・外食事業のアウトソーシングの拡大 ・消費者の食や空間(演出)へのこだわり
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ・景気回復の遅れ ・消費税増税による消費マインド低下 ・円安の影響を含めた材料費の高騰 ・外食業界の安全性(産地偽装、食中毒等)を脅かす事件等の発生

(出所) 当センター作成

5. アナリストの評価

> 経営戦略の評価

◆ 多業態展開や本格志向の戦略は効率面のジレンマを抱える

同社の特徴の1つである多業態による直営展開は、消費者のニーズを幅広く捉えることができる一方で、業態ごとに食材や店舗オペレーション、広告宣伝などが分散することにより、効率面ではマイナス要因となるデメリットが指摘できる。また、同社がこだわり続けてきた本格志向の料理や接客サービスについても、ある程度効率性を犠牲にせざるを得ない面も否定できない。従って、同社のこのような戦略は、市場が縮小トレンドにある環境下においては、同社の収益性の足を引っ張る要因になったという見方もできる。

同社は、収益力の強化を課題として掲げ、業態の集約を進めるとともに、前12年12月期には、ロス管理やシフト管理の徹底によるコスト削減にも一定の成果をあげた。別の見方をすれば、同社の収益構造に改善の余地(非効率部分)があることの証左とも言えるが、今後、他社との共同仕入などを含めて、どこまで収益力の強化を図ることができるのか、その手腕と進捗に注目したい。

◆ 受託事業は同社の強みを生かせる領域

同社は、これからの成長エンジンとして受託事業の強化を図る戦略を掲げている。この領域は、ゴルフ場レストランでの実績やサントリーグループとしての信頼など、同社の強みが生かせる上に、直営の飲食店経営と比べれば、浮き沈みの少ない安定的な事業が展開できる点で肯定的な評価ができる。

特に、同社が注力する道の駅(国道のサービスエリア)は、現在、全国に約1,000カ所あるが、その多くは指定管理制度のもと第3セクターが運営しており、今後、民間のノウハウや技術を活用する動きが活発化する可能性が考えられる。なお、指定管理とは、飲食事業だけでなく、物販販売や施設の維持管理を含めて包括的に管理代行することであり、同社にとっては初めての受託案件となる。

従って、今年7月開業予定の第1号案件の状況を見守る必要があるものの、ここで実績を積むことでさらに次の案件に結び付く可能性があるうえ、1件当たりの受託規模が大きいことから、軌道に乗ってくれば同社の成長を大きく加速させる期待ができよう。

> 利益還元策

◆ 安定配当と株主優待に特徴

同社の利益配分に関する基本方針は、「安定的な配当の維持と将来に備えた内部留保の充実」である。前12年12月期の年配当額は10円(配当性向37.3%)に決定した。これは11年9月期の年配当額5円との比較では増配。今13年12月期の会社予想は年配当額10円を予定。なお、過去10年間の配当実績を振り返ると、05年9月期~06年9月期の年17円配をピークとして収益力の低下とともに配当水準も切り下がり11年9月期には年5円配まで落ち込んだ。その間2度の最終赤字にもかかわらず配当は維持した。

今後も安定配当方針の継続が予想されるが、当センターの業績予想をベースにすると中期的には利益成長に伴う増配(15円配)の可能性も高いと考えられる。なお、同社は個人株主対策を目的として、自社の直営店で利用できるお食事券等の株主優待を実施している。

> バリュエーション比較

◆ 現在の株価水準に割安感は乏しい

同社の比較類似会社として、事業内容及び企業規模等から、三光マーケティング、ダイヤモンドダイニングを選定した。減損会計など特別損失の影響を受けやすい業界事情から予想PERではなく、予想EBITDA倍率を使用して比較すると、同社の現在の株価水準に割安感は乏しい。実績PBRや予想配当利回りでの比較でも割安感は見られない。

【図表15】 類似会社との株価バリュエーション比較

銘柄	ダイナック	三光マーケティング	ダイヤモンドダイニング
証券コード	2675	2762	3073
決算期	12/2期	12/6期	12/2期
売上高 百万円	33,254	25,884	23,234
(営業利益率) %	1.8%	6.8%	3.8%
当期純利益 百万円	309	801	217
純資産 百万円	3,191	15,100	2,839
ROE %	6.0%	5.4%	7.9%
予想PER 倍	29.0	71.9	7.3
実績PBR 倍	2.5	1.0	0.6
予想EBITDA倍率 倍	7.3	5.2	5.2
予想配当利回り %	0.9%	1.6%	1.8%
過去3年成長率 %	-2.3%	-0.8%	17.7%
同 営業利益 %	-0.9%	-17.8%	-12.4%
株価 円	1,112	99,900	136,000
時価総額 百万円	7,821	14,373	3,288

(注1) 過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。PBRは直前期の1株当たり純資産を基に算出、ROEは直前期の実績
(注2) 同社のみ当センター予想を使用。他社は会社予想。予想PER、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出

(出所) 各種資料に基づき当センター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価は1,100~1,400円

当センターでは、15年12月期のEBITDAを20.5億円(営業利益13.5億円+減価償却費7億円)、有利子負債を25億円と予想しており、業界の適正なEBITDA比率を5~6倍と仮定すると、同社の中期的な株価水準は1,100~1,400円のレンジが想定される。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

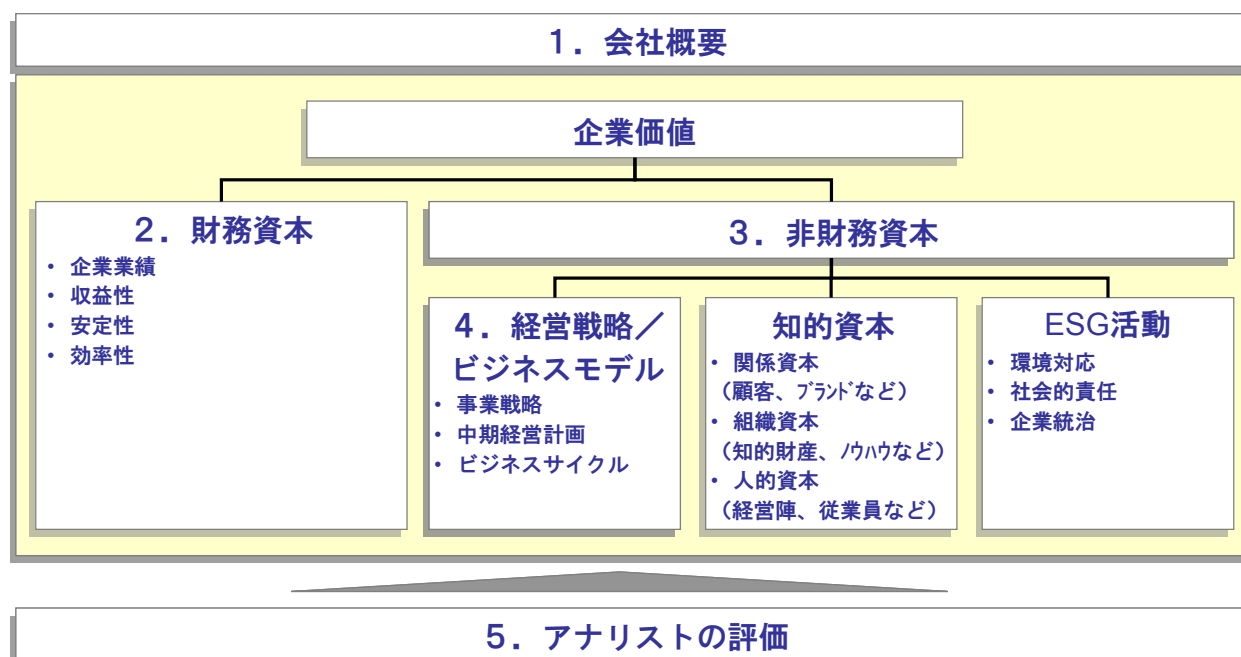
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。