

# ホリスティック企業レポート ジェイグループホールディングス 3063 東証マザーズ

フル・レポート  
2013年7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20130709

要旨

1. 会社概要

- ・名古屋を地盤に「芋蔵」「ほっこり」など、13/2 期末現在で 46 業態、91 店舗の和食居酒屋やレストラン等を直営展開している。
- ・飲食事業以外では、ブライダル事業、不動産事業なども手掛けている。
- ・12 年 9 月に持株会社体制へ移行し、事業領域拡充に向けた管理体制の強化を図っている。

2. 財務面の分析

- ・ジェイグループホールディングス(以下、同社)の業績は、09/2 期以降、店舗数の増加ペースが鈍化したことにより、足踏み状態が続いていたが、ボトルネックとなっていた人材確保に目処がたち、再び出店拡大に向けて舵を切り始めた。
- ・13/2 期決算は、新施設の稼働によりブライダル事業が伸長する一方で、減価償却費負担が収益を圧迫し増収減益となった。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、新田社長のリーダーシップのもと、積極的な人材への投資によって培われた“人間力”と徹底した個店主義による“こだわり”によって形成されている。

4. 経営戦略

- ・同社の成長エンジンは、地域中核都市への出店拡大と飲食事業を軸とした事業領域の拡充である。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、16/2 期までの売上高の年率成長率を 10.9%、同じく営業利益については 106.6%を予想している。主力の飲食事業が出店拡大により伸長するとともに、ブライダル事業も既存施設の稼働率向上等により増収に寄与する見通しである。また、増収効果による固定費吸収等により増益も確保できると見ている。
- ・現在の株価は割安感に乏しい水準と思われるが、中期的に見て妥当と思われるバリュエーション水準として、EBITDA 倍率 7 倍を想定している。

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

【主要指標】

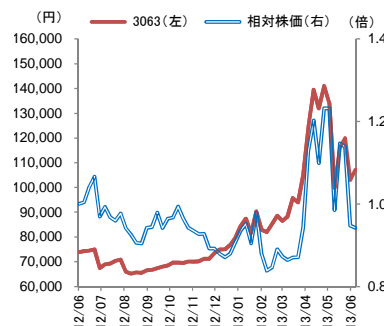
	2013/7/5
株価(円)	107,300
発行済株式数(株)	38,658
時価総額(百万円)	4,148

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	139.4	54.6	26.9
PBR(倍)	2.1	1.8	1.7
配当利回り(%)	0.5	0.9	1.4

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-23.2	19.1	39.6
対TOPIX(%)	-23.1	8.7	-5.2

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2012/6/25

【3063 ジェイグループホールディングス 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)
2012/2	9,514	0.3	219	442.8	266	—	122	—	3,979.7	50,799.0	0.0
2013/2	9,966	4.7	68	-68.8	65	-75.3	24	-79.8	769.5	49,958.2	500.0
2014/2 OE	11,000	10.4	225	228.6	180	173.6	74	199.0	—	—	1,000.0
2014/2 E	11,000	10.4	225	228.6	180	173.6	74	199.0	1,989.8	58,687.4	1,000.0
2015/2 E	12,250	11.4	400	77.8	350	94.4	150	102.7	3,994.2	61,431.6	1,500.0
2016/2 E	13,600	11.0	600	50.0	550	57.1	250	66.7	6,484.4	66,338.7	2,000.0

(注)OE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、14/2期の会社予想EPSは公募増資実施後公表されていないため表記なし、14/2期の証券リサーチセンター予想のEPSは自社株控除後の期中平均株式数にて計算、15/2期以降の予想EPSも自社株控除後、13年9月1日を効力発生日として株式分割(1:200)を実施する予定

## 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
- － 中長期業績見通し

### 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
- － 中長期戦略

### 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

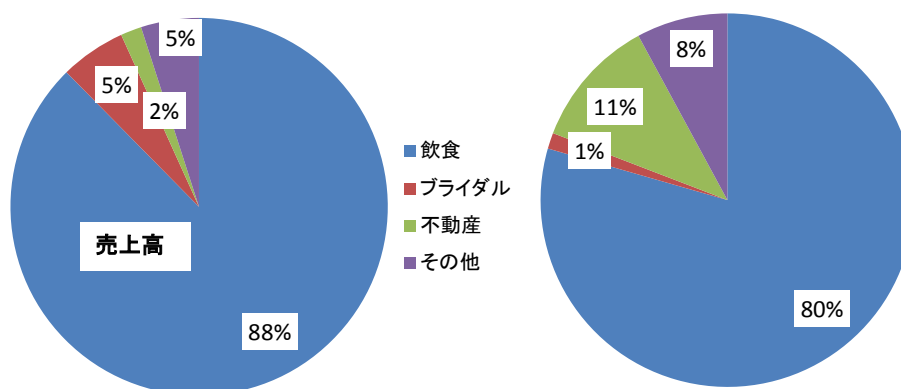
### > 事業内容

#### ◆ 名古屋を地盤に和食居酒屋を直営展開

ジェイグループホールディングス(以下、同社)は、名古屋を地盤に「芋蔵」、「ほっこり」など、和食居酒屋やレストラン等を直営展開している。事業セグメントは、主力となる「飲食事業」、結婚式の企画運営を行う「ブライダル事業」、不動産の賃貸及び管理業務等を行う「不動産事業」、広告代理業及び食品等の卸売等の「その他の事業」の4つに区分されるが、飲食事業が売上高の約88%、全セグメント利益(調整前)の約80%を占める。

なお、飲食事業における店舗数は46業態で91店舗(13/2期末)。地盤となる東海地区や関東地区を中心として、関西地区や仙台地区にも出店エリアを拡大している。

【図表1】事業別売上高と調整前セグメント利益(13/2期)



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表2】事業セグメントと事業会社の内容

事業セグメント	主要な会社	事業内容
飲食事業	ジェイプロジェクト	「芋蔵」、「ほっこり」、「てしごと家」等の居酒屋及びレストラン等の直営方式での運営
	ディアジェイ	「猿Café」等のFC展開
	NEW FIELD HONOLULU, INC.	ハワイで「大漁」を運営
ブライダル事業	ジェイブライダル	挙式、披露宴等のウェディングサービスを提供
不動産事業	ジェイメディックス	テナント、社員寮等の不動産賃貸及び管理業務等
その他の事業	ジェイトレード	広告代理業
	ジェイキャスト	食品等の卸売業 有料職業紹介事業等

(出所) 会社資料より証券リサーチセンター作成

**◆持株会社移行により事業領域拡大に向けた体制を強化**

同社は、12年9月3日付で持株会社体制に移行した。飲食事業の世代交代を図るとともに、グループ経営機能と執行機能を分離することで、主力の飲食事業とのシナジーを有する周辺事業の育成と事業ポートフォリオの管理体制を強化するためである。飲食事業のみに依存しないグループ全体の成長を目指すことが狙いとなっている。13/2期末時点で同社は傘下に、飲食事業を継承した(株)ジェイプロジェクトを含めて計7社の事業会社と持分法適用関連会社3社を有している。なお、13年5月8日付けで、同社にとって初めての業態であるパンケーキCafe「88 huit huit (ユイトユイト)」を展開するため、新たに子会社ジェイエイトを設立した。

**◆更なる成長戦略の実践に向けて公募増資を決定**

同社は、13年6月に新株式発行及び株式売出しを行った(払込期日は6月25日)。新株式発行の目的は、積極的な新規出店及びリニューアル投資を行っていくための設備投資資金を確保するとともに、財務体質の一層の強化を図ることためである。本件による資金調達額は、約5.39億円(株式5,000株の発行)である。また株式の分布状況及び流動性向上を目的に、3,000株の株式売出しも行った。

**> ビジネスモデル****◆名古屋を地盤に全国の地域中核都市へ出店エリアを拡大**

同社の主力である飲食事業は、店舗数の拡大が業績を牽引するビジネスモデルである。出店方針は、ドミナントを形成しながら出店地域を徐々に拡大する方式であり、居酒屋は繁華街やビジネス街等の中心地への出店、レストラン等の食事をメインとしている店舗はショッピングセンター等の商業施設への出店を基本としている。現在は、主に名古屋市、東京都、横浜市等の東海地区及び関東地区を中心として、大阪府、京都市、神戸市等の関西地区及び仙台市に店舗を展開している。今後も地域中核都市をターゲットに出店エリアを拡大する方針である。

**◆立地特性を捉えた業態開発力と徹底した個店主義に特徴**

同社の特徴のひとつは、居酒屋の他、バー、レストラン、カフェなど、立地特性や周辺環境、想定される顧客層のニーズを捉えた様々な業態を展開しているところにある。これは、単一の業態を開発して多店舗化を図る従来型のチェーン展開とは一線を画す。91店舗に対して46業態(13/2期末現在)は、同業他社の中で群を抜いている。多業態展開することで、特定の好立地エリアに集中出店できるうえ、顧客の嗜好の変化への機動的な対応はもちろん、数多くの業態の中から「芋蔵」など个性的で特徴のある人気ブランドを育てあげることも可能とな

る。また、新業態を積極的に展開することにより、業態開発に関わるノウハウの蓄積を図るとともに、人材育成や社員のモチベーション向上にも狙いがあるようだ。

なお、同社の多業態展開の根幹には、徹底した個店主義による店舗運営の考え方がある。すなわち、各店舗の個性を最大限に発揮するため、最適な業態を開発する他、経験のある料理人をそれぞれの店舗に常駐させるとともに、正社員を中心としたプロ意識の高いスタッフを揃えることで、各店舗の創意工夫を活かした質の高い料理や接客サービスの提供を志向している。厳しい業界環境の中で、同社の既存店売上高が比較的堅調に推移しているのは、各店舗が顧客からの支持を受けている証左と言えよう。ただし、これが同社の強みを形成する一方で、高コスト体質を招いていることも否定できず、収益率の改善が同社の課題となっている。

【図表 3】主要業態の特徴と店舗数、平均単価一覧

居酒屋		店舗数	平均単価
芋蔵(イモゾウ)	九州・鹿児島をテーマに焼酎の酒蔵を再現した空間で、300種類以上の焼酎と薩摩軍鶏・薩摩黒豚など、鹿児島産の食材を使った料理を提供する居酒屋	24店舗	3,774円
ほっこり	おいしいごはんをテーマに京都の町家を再現した個室空間で、大釜戸で炊き上げたごはんを木の香り漂うおひつに入れて提供する居酒屋	8店舗	3,952円
てしごと家	木の温もりが感じられる大・小の個室空間で、肉・魚・野菜など旬の食材を備長炭で焼き上げる炉端焼きがメインの居酒屋	5店舗	3,600円
庵GURA(アグラ)	旬の食材を備長炭で焼き上げた炭焼き料理が楽しめる。ワイン、日本酒、カクテルなどを豊富に取り揃えたDINING BAR	2店舗	3,494円
活々豚々(イケイケドンドン)	地元愛知県瀬戸市、谷ファームで育った「瀬戸地愛豚(せとじあいぶた)」を一頭買いで仕入れる豚豚場。生産、出荷、加工、調理まで、関わる全ての人の顔が見える安心と、地産地消費調味料である新鮮さを提供する居酒屋	2店舗	3,418円
その他	芋蔵BAR(イモゾウバー)、UMEHA(ウメハ)、きらり、雑草家(ザツソウヤ)、旬道大地(シュントウダイチ)、新九(シンク)、新九乃紫(シンクノムラサキ)、大漁(タイリョウ)、どなんち、なもバー(ナモバー)、はかた屋(ハカタヤ)、BACCANO(バックカーノ)、跳魚(ハネウオ)、まめ魚(マメウオ)、三升三蔵(ミマスミツクラ)、REGOLITH(レゴリス)、Gappo(ガッポ)、二六丸(ニロクマル) 等	31店舗	3,718円
レストラン			
うな匠(ウナショウ)	名古屋名物の「ひつまぶし」をメインとしたうなぎ料理専門店。厳選して仕入れるうなぎを備長炭で丹念に焼き上げその香ばしさを堪能できる、本場名古屋のひつまぶしが味わえる	2店舗	2,562円
Na-菜-Na(ナナナ)	”体に優しい”をテーマに、地産地消の観点から地元農家の野菜等を食材に加え、減農薬など食材にこだわった和食主体のビュッフェスタイルレストラン	2店舗	1,442円
その他	しゃぶしゃぶ謝々まる(シャブシャブシャヤマール)、名古屋丸八食堂(ナゴヤマルハチショクドウ)、PRANA STYLE(プラナスタイル)、Mulberry St.(マルベリーストリート) 等	15店舗	2,685円

(注) 店舗数、平均単価は 13/2 期実績、但し平均単価はランチ営業店舗を除く  
(出所) 有価証券報告書並びにヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

**次なる事業の柱としてブライダル事業の育成に注力**

**◆ 事業領域拡大により収益モデルの多様化を狙う**

同社は、飲食事業のみに依存した収益モデルから脱却を図るとともに、持続的な成長を実現するため、飲食事業とのシナジーを有する分野への事業領域拡大を進めている。同社が、次なる事業の柱として注力するのがブライダル事業である。披露宴会場を併設している同社の直営レストランでレストランウェディングサービスを提供している。

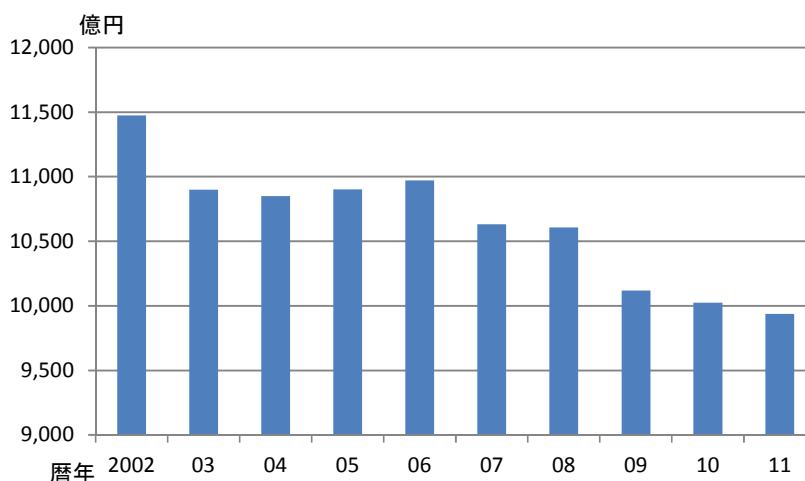
04年にブライダル業界に参入して以降、ブライダル事業の業績は横ばいで推移していたが、前期オープンしたブライダル施設「LUCENT Mariage Tower」が順調に稼働して売上が伸長した。名古屋 No.1 の高さを誇るチャペルなど、眺望を活かしたプロモーション活動が奏功し、今期も受注が拡大している。また、「その他の事業」に区分される広告代理業及び食品等の卸売業についても、独立採算制へ向けた営業体制を整備し、収益モデルの多様化を図っている。

**> 市場構造とポジション**

**◆ 市場縮小のなか、第3世代が台頭**

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11年の市場規模は、約1兆円と推定されている。過去の推移を見ると、景気の停滞が続く中、交際費の削減や個人消費の低迷、低価格業態の出現や中食ブームの影響などで、「居酒屋・ビアホール等」の市場は縮小傾向が続いている。また、参入障壁が低い業界であるがゆえに、常に新陳代謝の激しい市場構造と思われる。

**【図表4】 居酒屋・ビアホールの市場推移**



(出所) 外食産業総合調査研究センター資料より証券リサーチセンター作成

従って、当業界で生き残るためには、効率的なオペレーションで低価格を訴求するか、明確なコンセプトに基づく差別化戦略を打ち出すことなどが求められよう。例えば、後者について言えば、少し高めでも本物、こだわりを求めるニーズに対応した「第3世代」と呼ばれる業態の台頭に注目が集まっている。

「第3世代」の居酒屋とは、同社資料によれば個店主義による高いカスタマイズ力、明確なテーマやコンセプト、今までの居酒屋になかったフード力、高いホスピタリティ、非日常的空間を作り出す店舗デザイン力などの特徴をもち、本物の満足感を味わえる、少し高級な居酒屋と定義されている。所謂、旧来の居酒屋である「第1世代」や、安くて多彩なメニュー、健康指向、ファミリー指向等を特徴として拡大してきた「第2世代」と区別されている。なお、居酒屋大手では、モンテローザ、ワタミ(7522 東証一部)、コロワイド(7616 東証一部)、大庄(9979 東証一部)などが、売上規模で上位を占めている。

## > 沿革と経営理念

### ◆ 沿革

同社は、1997年に現社長の新田氏が名古屋市に前身となる(有)ジェイプロジェクトを設立したところから始まる。同年、名古屋市内に「にんにくや本店」、「千都」、「ラグーン」を相次いでオープンさせた。以降、「庵 GURA」、「てしごと家」、「ほっこり」など、個性的な業態を名古屋市内に相次いでオープンし、業容を拡大してきた。

01年に株式会社に組織変更した。03年には、「ほっこり銀座店」をオープンして東京進出を果たすとともに、同社の主力業態となる「芋蔵」1号店を名古屋市内にオープンし、同社の成長を支える基盤が整った。特に、00年から05年にかけての東海エリアは、愛知万博に向けて飲食業界が好調であったことも同社成長の追い風となった。

04年には、広告代理業を営む(株)ジェイメディックスとブライダル事業を営む(有)ジェイブライダルをそれぞれ100%子会社化して、事業領域拡充に向けた動きをスタートさせる。06年に東証マザーズに上場した後も、06年に兵庫県、07年に宮城県と大阪府へそれぞれ第1号店をオープンし、関西地区と仙台地区へも出店エリアを拡大した。10年にはNEW FIELD HONOLULU, INC.を100%子会社化するとともに、ハワイに「大漁」をオープンして海外進出も果たした。

12年9月に持株会社体制へ移行することで、飲食事業を軸とした事業領域拡充による更なる成長への舵を切ることとなった。



◆ 経営理念

同社グループの経営方針は以下に集約される。

1. 創業精神

たくさんの“ありがとう”を集めよう

2. 経営の基本理念

お客様に対する幸福の創造

社会に対する幸福の創造

社員に対する幸福の創造

3. 事業目的

食文化を通じて人づくりと社会貢献を果たし、地域活性化に寄与する

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

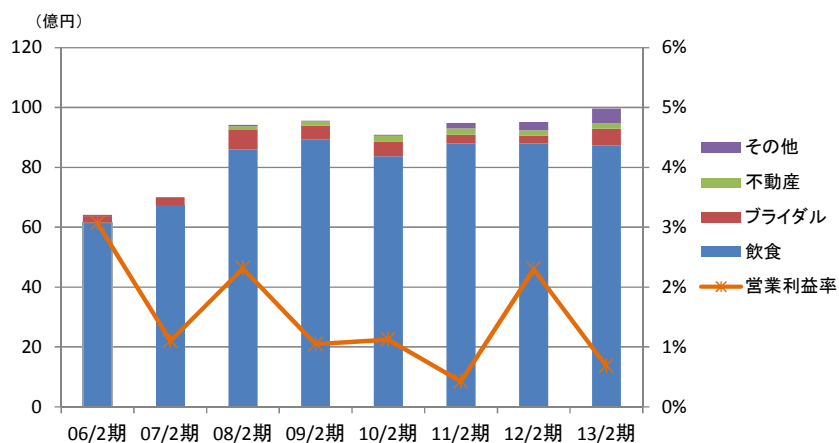
人材不足が新規出店のボトルネック

#### ◆ 09年2月期以降、店舗数の伸び鈍化で業績は足踏み

06/2期から13/2期に至る8期間の業績推移を見ると、08/2期迄は主力である飲食事業において店舗数の拡大が同社の成長を牽引してきた。09/2期以降は、店舗数の増加ペースが鈍化し、同社の売上成長は足踏み状態が続いている。リーマンショック以降の景気低迷の影響を受けたこと、マネージャークラスの人材を十分に揃えることができず出店ペースを抑えたことなどがその背景としてあげられる。

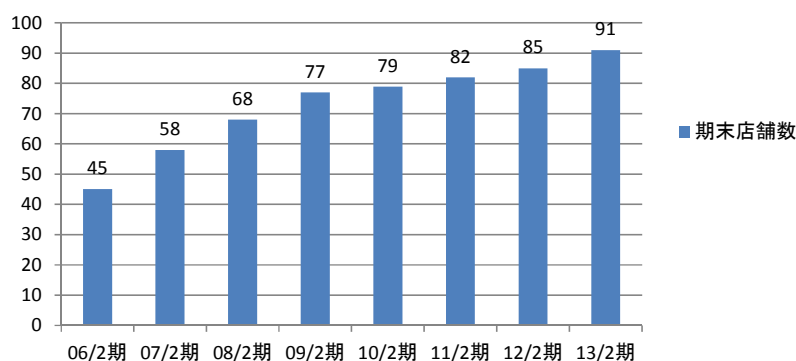
一方、営業利益率は0.5%~2.0%の低水準で推移。売上高が伸び悩む中で、将来の事業拡大に向けて積極的に正社員を採用してきたことが収益を圧迫した。

【図表5】事業別売上高と営業利益率の推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表6】期末店舗数推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

#### ◆13年2月期決算は増収減益

13/2期は、売上高9,968百万円(前期比4.8%増)、営業利益68百万円(同68.8%減)、経常利益65百万円(同75.3%減)、純利益24百万円(同79.8%減)となり、増収減益の決算となった。

事業別売上高では、飲食事業が8,732百万円、ブライダル事業が559百万円、不動産事業が180百万円、その他の事業が496百万円。持株会社化に伴う管理区分の変更で前期比はないが、12年7月に新施設がオープンしたブライダル事業が増収に大きく貢献した。主力の飲食事業も新規出店9店(純増6店)が増収に寄与するとともに、既存店売上高が前期比1.1%増と好調であった。その他事業でも鮮魚などを中心に食品卸売が伸長した。

利益面では、①飲食事業において顧客満足度の向上のため、原価の高いメニューを拡充したこと等により原価率が30.6%と前期比0.5%ポイント上昇したこと、②ブライダル事業の新施設への設備投資等により減価償却費が膨らんだこと(12/2期:488百万円→13/2期:620百万円)、③中期計画へ向けた出店拡大のために人材獲得、教育への先行投資をおこなったことから、大幅な営業減益となった。なお、13/2期における新卒採用者数は40名である。

### > 同業他社との比較

#### ◆収益性の改善に課題

同社と比較する同業他社には、事業内容や企業規模から判断してダイナック(2675 東証二部)、三光マーケティングフーズ(2762 東証二部)、ダイヤモンドダイニング(3073JQS)、一六堂(3366 東証一部)を選定した。

同社の収益性は、同業他社と比べて明らかに低い水準と言える。その要因は原価率、並びに販管費率の両方にある。原価率の高さは、品質にこだわった料理や飲み物をリーズナブルな価格で提供する同社業態の特徴を示すものと考えられる。また、販管費率の高さは、同社の正社員比率の高さや正社員一人当たり売上高の低さに示されるように、正社員を中心とした人材確保を先行投資的に行ってきた結果と言えよう。従って、足元の利益を犠牲にしながらも、質の高い料理や接客サービスにより集客力を確保するとともに、将来の事業拡大に向けた投資を行っていると思えることができる。

過去3年における成長性に関しては、M&Aで業容を拡大したダイヤモンドダイニング以外は、同業他社を含めて伸び悩みの傾向が見られる。これは、市場縮小や人材不足に直面する飲食業界の厳しい環境を反映したものと考えられる。

安全性に関しては、財務基盤の安定性並びに短期支払能力ともに同業他社よりも劣位する水準である。

同社の自己資本比率が低いのは、テナントビルや社員寮の他、昨年オープンしたブライダル施設の店舗設備等を銀行からの借入金で賄ってきたためである。ただし、安定的な営業キャッシュフローやインタレストカバレッジレシオから、当面の資金調達力や支払能力に懸念を生じるものではないと判断できる。なお、同社は13年6月25日を払込期日とする公募増資(5千株)を実施し、今後の事業拡大にむけて財務基盤の強化を図った。今回の公募増資に係る払込金額539百万円は、飲食事業の新規出店及び既存店舗のリニューアル・修繕費用、物流センター及び社員寮建設費用並びに販売促進コンサルティング・システム構築費用に充当する予定となっている。

【図表7】主な財務指標の同業他社比較

銘柄	ジェイグループHD	ダイナック	三光マーケティングフーズ	ダイヤモンドダイニング	一六堂	
証券コード	3063	2675	2762	3073	3366	
決算期	13/2期	12/12期	12/6期	13/2期	13/2期	
規模	売上高(百万円)	9,968	33,254	25,884	25,015	10,043
	経常利益(同上)	65	619	1,751	691	780
	総資産(同上)	6,947	14,229	20,055	11,899	6,412
収益性	自己資本利益率	1.5%	6.0%	5.4%	2.7%	11.2%
	総資本経常利益率	0.9%	4.2%	9.3%	6.8%	16.2%
	売上高経常利益率	0.7%	1.9%	7.1%	3.3%	7.6%
成長性	売上高(3年成長率)	3.1%	-4.2%	1.0%	14.3%	5.3%
	経常利益(同上)	-11.6%	31.9%	-8.9%	-15.4%	2.1%
	純資産(同上)	-0.7%	-5.2%	4.7%	7.0%	5.7%
安全性	自己資本比率	23.4%	22.4%	75.3%	24.0%	73.7%
	流動比率	51.1%	53.2%	120.0%	90.8%	196.5%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	8.4	24.2	212.0	15.7	59.7
従業員の状況						
従業員数	従業員数(人)	452	973	406	699	229
	臨時雇用者数(人)	498	1,788	5,971	2,946	1,047
	正社員比率	47.6%	35.2%	6.4%	19.2%	17.9%
	正社員1人当たりの売上高	21.0	33.6	59.9	35.8	43.9

(出所) 各社資料より証券リサーチセンター作成

## > 中期業績見通し

### ◆ 14年2月期会社予想

14/2期について、会社は売上高 11,000 百万円（前期比 10.3%増）、営業利益 225 百万円（同 228.6%増）、経常利益 180 百万円（同 173.6%増）、純利益 74 百万円（同 199.0%増）と大幅な増収増益を見込んでいる。

飲食事業での出店計画は、過去最大級の広さで文化情報発信型飲食店である「日本橋室町 豊年萬福」や、14/2期より開始するパンケーキ Cafe「88 huit huit（ユイトユイト）」等を含めて計 12 店（期末店舗数では 103 店）を予定している。既存店売上高は前期比 1.8%増を想定している。事業別売上予想の開示はないが、ブライダル事業の売上高が、前期にオープンした施設が年度を通して寄与することにより大きく伸長するとともに、飲食事業も店舗数拡大で増収に寄与する模様。利益面では、増収による固定費負担吸収で増益となる計画のようだ。

### ◆ 14年2月期の証券リサーチセンター予想

当センターは 14/2期の会社予想を妥当な予想と判断している。事業別売上高では、飲食事業が 9,650 百万円（前期比 10.5%増）、ブライダル事業が 670 百万円（同 19.9%増）と見込んでいる。飲食事業は同社の出店計画の実現が前提ではあるが、出店先の物件が東海圏、関東圏を中心に既に決定済みであることや人材確保も順調であることから、出店数未達の懸念は少ないと思われる。また、ブライダル事業についても、12年7月にオープンした新施設が通年寄与する上に、足元の受注状況も順調であることから増収を予想した。一方、不動産事業とその他事業は現時点で判断材料に乏しくほぼ横ばいを想定した。

### ◆ 中長期経営計画

同社は、引き続き新規出店及び新業態の開発に注力するとともに、ブライダル事業の成長、新規事業の育成を図り、18/2期に売上高 200 億円、経常利益率 7.5%を目標に掲げている。事業別売上計画の具体的な開示はない。

13/2期実績から 18/2期に至る 5年間の年率成長率は、売上高で約 15%、経常利益で約 85%と高い伸びとなっている。その牽引役は飲食事業であり、每期 12 店舗の新規出店により年間 12 億円の増収を続ける計画である。ブライダル事業は主に既存施設の稼働率向上により増収を図り、不動産事業も名古屋駅前地区の再開発案件等で拡大を見込んでいるようだ。その他事業については、食品等の卸売事業や新たに開始する FC 事業の伸びも含まれている模様。今後、具体的な中長期経営計画の開示が望まれる。

◆ 当センターによる中期業績予想

当センターでは、16/2期までの売上高、営業利益、経常利益を以下のように予想した。

各事業の売上動向は以下の通りである。

1. 飲食事業が年率率 10.9%の伸びで同社の成長を牽引するものと予想した。前提となる出店計画は会社計画と同様、每期 12 店舗の純増を想定した。同社がターゲットにする地域である中核都市にはまだ同社業態の出店余地が十分に残っているうえ、最大のボトルネックとなっていた人材確保を計画的に進めていることから同社の出店計画は実現可能と判断した。
2. ブライダル事業は、既存施設の稼働率向上を前提に同 15.7%の伸びを想定した。
3. 不動産事業はほぼ横ばいを予想。これは、現時点で再開案件等による伸びを織り込むには判断材料に乏しいことによる。その他事業は同 5.1%の伸びを予想した。
4. 食品等の卸売事業が、物流センターの稼働する来期以降で伸長することを想定した。
5. FC 事業等の新規事業は現時点では未知数であり予想には織り込んでいない。

利益面については、増収効果による固定費負担吸収で営業利益率は改善が見込めるものの、高い正社員比率や人材確保に向けた先行投資が継続するものと考えられ、大幅な収益性の向上には慎重な見方が必要と判断した。なお、減価償却費は店舗数の拡大とともに増加し、14/2期 700 百万円、15/2期 780 百万円、16/2期 850 百万円を想定した。設備投資は、同社の出店計画の範囲内であれば安定的な営業キャッシュフローや今回の増資資金で十分に賄えることから、有利子負債残高は横ばいを予想した。ただし、大型テナントビルの取得や M&A など、想定外のイベントがあった場合には同社の資本構成が大きく変化する可能性が考えられる。

【図表 8】中期業績予想

	13/2期 実績	14/2期 予想	15/2期 予想	16/2期 予想	年平均成長率
売上高	9,968	11,000	12,250	13,600	10.9%
伸び率	4.8%	10.4%	11.4%	11.0%	
飲食事業	8,732	9,650	10,780	12,000	11.2%
伸び率	-0.8%	10.5%	11.7%	11.3%	
ブライダル事業	559	670	770	870	15.9%
伸び率	117.5%	19.9%	14.9%	13.0%	
不動産事業	178	180	185	190	2.2%
伸び率	4.7%	1.1%	2.8%	2.7%	
その他事業	496	500	520	550	3.5%
伸び率	77.1%	0.8%	4.0%	5.8%	
営業利益	68	225	400	600	106.6%
利益率	0.7%	2.0%	3.3%	4.4%	

(注) 予想は証券リサーチセンター予想  
(出所) 証券リサーチセンター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ “人間力”と徹底した“こだわり”が知的資本のベース

同社の知的資本の特徴は、新田社長のリーダーシップのもと、積極的な人材投資によって培われた”人間力”と徹底した個店主義による”こだわり”によって形成され、その知的資本が顧客から高い支持を受け、多業態展開や事業領域の拡充等、同社の事業推進における原動力となっている。

【図表 9】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
<b>関係資本</b>			
顧客	・顧客からの高い支持率	①既存店来店客数	①前期比101.1%
ブランド	・立地特性や顧客ニーズを捉えたマルチブランド展開 ・「芋蔵」「ほっこり」など主要業態のブランド力	①業態数 ②ブランド認知度	①46業態 ②非開示
事業パートナー	・焼酎や食材等、ユニークな品揃えを可能とする仕入先との関係 ・外部プロデューサーとの協業による業態開発(パンケーキCafe「88 huit huit」)	①独自に開拓した仕入先の数 ②パンケーキCafe店舗数	①非開示 ②1店 (13年6月現在)
<b>組織資本</b>			
プロセス	・店舗運営やサービスの提供方法等、各店舗の創意工夫を最大限に生かす仕組み ・ゼネラルマネジャー制度の導入による現場レベルの業務効率改善	①既存店売上高 ②FL比率(注2) ③GM人数	①前期比101.1% ②54.1% ③80名
知的財産・ノウハウ	・立地特性や顧客ニーズと捉えた業態開発と店舗運営のノウハウ ・料理と接客サービスのこだわり ・不動産開発プロジェクトのプロデュース力	①業態数 ②料理人の数 ③プロジェクト実績	①46業態 ②非開示 ③大型3件(累計)
<b>人的資本</b>			
経営陣	・社長のリーダーシップと人材開発の手腕 ・報酬型ストックオプションによるインセンティブ	①ストックオプション付与数	①年間最大350個
従業員	・プロ意識やモチベーションの高い人材の確保 ・人材確保に向けた積極的な取り組み	①正社員比率 ②新卒者採用数	①47.6% ②40名(前期実績) /100名(今期予定)

(注1) 開示データは、特に指定がない限り 13/2 期

(注2) FL 比率とは、材料費と店舗人件費の合計金額が店舗売上高に占める割合

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

環境問題への自主的な取り組みとして、社内に委員会を設置し積極的な環境保全活動に努めている。これらの取り組みが認められ、06年9月には名古屋市が実施する「エコ事業所認定制度」において、飲食業として初めて「エコ事業所」として認定された。このエコ事業所とは、「環境に配慮した取組及び評価点」表により、評価点が6点以上あることが認定要因にある。

◆ 社会的責任 (Society)

飲食業を営む企業として、「食の安全と安心」を経営の最優先課題として取り組むとともに、「食文化を通じて人づくりと社会貢献を果たし、地域活性化に寄与する」ことを事業目的に掲げている。具体的には地元名古屋への貢献のため、硬式野球部を設立している。社会人野球大会への出場や野球教室の開催などを通じて、人材を確保するためのルート開拓や知名度向上にもつながっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名で構成されるが、その内4名が同社設立時のメンバーである。社外取締役はいない。監査役3名はいずれも独立役員であり、監査役会による経営チェック機能に依存した体制と言える。株主構成は、筆頭株主である新田社長の持分が約32% (管理会社を含む)を占め、他の上位株主でも同社取締役や取引先が並ぶ。よって、経営の安定は期待できるものの株主によるガバナンスには限界があると言えよう。

13年6月に新株式発行と同社株式の売出しを実施した。新田社長を含めた同社取締役が売出人に含まれているため、上位集中度はある程度是正される見込みである。また、13年4月に企業価値向上への貢献意欲を高めるため、取締役に対する株式報酬型ストックオプション制度の導入を決定した。

【図表 10】 大株主の状況

	(%)
新田二郎	26.89
(有)ニューフィールド	5.05
サントリービア&スピリッツ㈱	4.47
林芳郎	3.70
安田博	3.61
松永圭司	3.34
林裕二	2.99
二村篤志	2.71
石川智巳	2.56
新田浩雅	2.38
合計	57.70

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成 (13年2月末)

【図表 11】 所有者別状況

	(%)
金融機関等	0.17
法人	13.55
外国人	0.06
個人その他	86.22
合計	100.0

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成 (13年2月末)



## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ 成長軌道回帰に向けてボトルネックを解消

同社の当面の課題は、伸び悩んでいた業績を再び成長軌道に乗せることにあり、売上高の成長により固定費負担を軽減し、収益性の改善を目論んでいる。新規出店の際に重視する点として、物件、資金、人材の3つをあげているが、その中で同社が最も重要視するのが人材の確保である。

同社は、①新卒者の積極採用、②会社説明会の開催、③社員寮の整備など、人材確保に向けた先行投資に取り組み、その成果が出始めたことが出店拡大に自信を覗かせる根拠になっている。物件は、都心だけでなく、好立地物件を取得しやすい地域中核都市をターゲットに出店を進める意向である。地域中核都市での知名度を高めることで地方出身者の採用を増加させる2次効果にも期待を寄せる。出店の際の初期投資を賄うため有利子負債が増加する可能性があるものの、安定的な営業キャッシュフローや今回の新株式発行等で、財務内容が大きく悪化しない見通しである。

### > 中長期戦略

#### ◆ 飲食事業を軸とした事業領域の拡充で成長加速

同社は、中期経営目標として掲げる 18/2 期売上高 200 億円、経常利益率 7.5% へ向けた体制作りとして、以下の戦略をあげている。

##### (1) 飲食事業

人材確保に向けた積極的な先行投資や地域中核都市への出店加速、「新九」など新業態への注力などにより、年間 12 億円の売上増加に向けて、平均 12 店舗の純増を実現する。

##### (2) ブライダル事業

新規ブライダル施設を含めた既存施設の安定運営の他、新規施設のオープンを目指す。

##### (3) その他の事業

食品等の卸業については、飲食売上高の拡大に対応するため、物流・加工センターを新設する。広告代理業は独立採算へ向けた営業体制の整備を図る。

また、利益面では店舗営業利益率 15% (13/2 期実績 : 14.6%) を確保するとともに、増収による本部経費 (固定費) の吸収を図ることで経常利益 7.5% を目指す計画である。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 高コスト体質に課題

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 12】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客ニーズを捉えた多業態展開によるノウハウの蓄積</li> <li>個店主義に基づく料理や接客サービスへのこだわり</li> <li>事業領域拡充による将来的な成長期待</li> <li>将来の成長に向けた人材確保</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>高コスト体質による収益性の低さ</li> <li>過去数年に及ぶ店舗数の伸び鈍化と成長の足踏み</li> <li>人材流出による投資リスク</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>景気回復による消費マインドの高揚</li> <li>消費者の食や空間(演出)へのこだわり</li> <li>名古屋駅前地区などの開発案件への参画</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>景気回復の遅れ</li> <li>消費税増税による消費マインド低下</li> <li>円安の影響を含めた材料費の高騰</li> <li>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</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 人材投資の成果をいかに事業拡大に結び付けるかに注目

同社のこれまでの成長を支えてきたのは、同社の特徴である多業態展開、質の高いサービスや料理を可能にした人材とこだわりにあると考えられる。特に人材への先行投資を重視する経営方針は、中長期的な企業価値向上を実現するうえで大いに評価できよう。

同社が、これからの出店拡大や飲食事業を軸とした事業領域の拡充など、積極的な事業展開を進めるためには、さらに高いレベルでのプロデュース力やオペレーションの質が求められるが、人材投資の成果をどのように事業拡大に結び付けていくのか、その手腕と進捗に注目したい。また、その一方で、人材投資や徹底した個店主義へのこだわりが同社の収益を圧迫してきたことも否定できない。従って、事業拡大と同時に、収益性改善との両立をいかに図っていくのかもポイントとなる。

なお、今後の成長戦略には、M&A や不動産開発プロジェクトへの参画など、急速な拡大手段の選択も考えられる。その場合、同社の成長が想定以上に加速される半面、投資額によっては資本構成が大きく変化して同社の財務リスクに影響を与える可能性もあるため注意が必要である。

## > 利益還元策

### ◆ 13年2月期より配当を開始

同社は、株主に対する利益還元を経営の重要な課題の一つと位置付けているが、新規出店や人材育成、管理体制強化のための投資等に充当するために、設立以来無配を継続してきた。持株会社体制に移行したことを機に13/2期より配当を開始し、期末配当として500円配を実施した。

14/2期の会社配当予想については、年1,000円配(分割後では年5円配)を予定している(配当性向は44.1%)。同社は具体的な数値基準を示していないが、当センターも会社の配当予想は実現可能と判断している。当センターによる中期業績予想に基づけば、中期的には利益成長に伴う増配の公算が大きく、16/2期には年10円配(分割後)の可能性もあろう。

同社は、個人株主対策を目的として、自社の店舗で利用できる食事券による株主優待制度を導入している。なお、同社は、株式の流動性向上と投資家層の拡大を図るため、株式1株を200株の割合で分割するとともに、100株を1単元とする単元株制度を採用することを決定した(効力発生日は13年9月1日)。

## > 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

同社の類似会社として、事業内容や企業規模から、ダイナック(2675 東証二部)、三光マーケティングフーズ(2762 東証二部)、ダイヤモンドダイニング(3073JQS)、一六堂(3366 東証一部)を選定した。今期予想基準PER、前期実績基準PBR、今期予想基準EBITDA倍率、今期予想基準配当利回り、すべての株価指標において同社の株価水準は割安感に乏しい。過去3期間においては、人材不足等の影響で出店を控えていたことから成長性に物足りなさがあったものの、積極的な人材投資や事業展開など、同社の潜在的な成長力に対する期待が現在の株価を形成していると考えられる。

【図表 13】 株価バリュエーション

銘柄 証券コード 決算期		ジェイグループHD 3063 2月	ダイナック 2675 2月	三光マーケティングフーズ 2762 6月	ダイヤモンドダイニング 3073 2月	一六堂 3366 2月
売上高	百万円	11,000	34,000	26,000	24,300	9,685
(営業利益率)	%	2.0%	2.5%	0.2%	2.1%	6.3%
純資産	百万円	1,626	3,191	15,100	2,859	4,728
ROE	%	1.5%	6.0%	5.4%	2.7%	11.2%
予想PER	倍	52.0	33.2	—	19.4	12.3
実績PBR	倍	2.1	2.6	0.9	1.2	1.0
予想EBITDA倍率	倍	9.3	7.6	7.5	7.2	5.3
予想配当利回り	%	0.9%	0.8%	1.7%	1.8%	3.3%
過去3年成長率	%	3.1%	-4.2%	1.0%	14.3%	5.3%
同 営業利益	%	-12.6%	19.1%	-9.8%	-15.9%	7.6%
株価	円	107,300	1,180	93,200	140,700	544
時価総額	百万円	4,137	8,299	13,409	3,408	4,726

(注) ジェイグループホールディングス、ダイナックの予想は証券リサーチセンター予想、他 3 社は会社予想  
(出所) 証券リサーチセンター作成

## > 今後の株価見通し

### ◆ 中期的な想定株価は 159,517 円

同業他社株のバリュエーションを考慮し、同社の適正な EBITDA 倍率を 7 倍に想定し、当センター予想の 16/2 期の EBITDA を 1,450 百万円 (営業利益 600 百万円 + 減価償却費 850 百万円) に基づくと、同社の中期的な適正株価水準は 159,500 円が想定される。

## 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

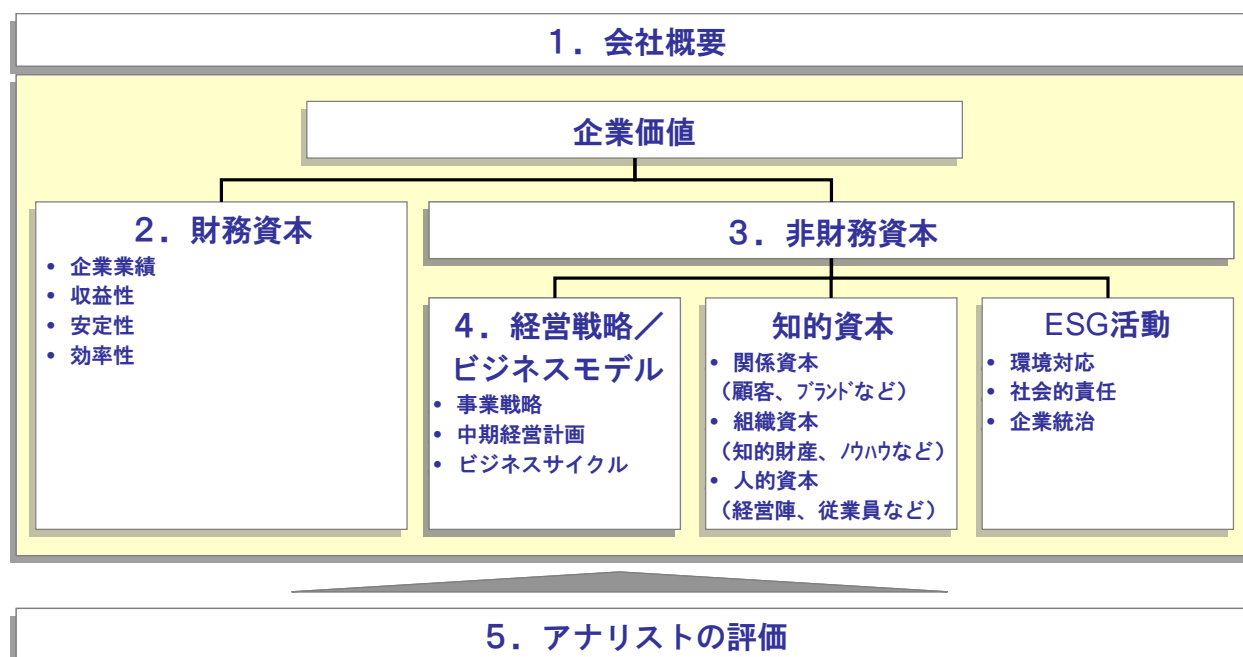
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。