

ホリスティック企業レポート

もと 力の源ホールディングス

3561 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2018年3月9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 20180306

「一風堂」を旗艦ブランドとし、ラーメンを中心に日本食文化を内外に発信 海外での多地域展開と国内での新規業態の浸透が今後の成長の鍵を握る

1. 会社概要

・カの源ホールディングス(以下、同社)は、「一風堂」を主力に、ラーメンを中心とした飲食店チェーンを運営している。海外展開に積極的で、18/3期第3四半期末の店舗数は217店舗(国内140、海外77)である。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

・持株会社への移行や決算期変更で、15/3期から現在と同内容での開示となった。16/3期は国内での原価率改善が、17/3期は海外での収益性改善が前期比増益を牽引した。

・ラーメン店業態での多店舗展開をする上場企業、海外進出に積極的な上場外食企業との比較では、特に優位性がある財務指標はなく、上場直後ながら財務の安全性指標のひとつである自己資本比率が他社より低いことが目立つ。

【主要指標】

	2018/3/2		
株価(円)	1,932		
発行済株式数(株)	23,046,800		
時価総額(百万円)	44,526		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	147.5	70.3	55.5
PBR(倍)	12.7	9.8	8.3
配当利回り(%)	0.2	0.3	0.3

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、創業時のコンセプトをもとに磨き上げられてきた「一風堂」ブランド(関係資本)にある。そのブランド力を支えるのが、店舗運営を支えるプロセス(組織資本)であり、店舗数の拡大と日本の麺文化の浸透を通じて、国内外で顧客資産が蓄積されてきた。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-4.3	2.3	46.4
対TOPIX(%)	-1.0	8.8	29.6

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、国内では既存店の強化、次の収益の柱となる業態の開発・育成、生産・製造や流通体制の強化、海外では進出先ごとの展開方法の最適化が挙げられる。

・25年までに国内300店舗及び海外300店舗の実現と、暖簾分けによる100人の経営者の創出を目標としている。上述の国内外での課題に対処し、経営効率性の向上を図っていくとしている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、「変えるもの」と「変えざるもの」を巧みに使い分けてきたことが、「一風堂」のブランド力の蓄積につながってきた点の評価している。当面は、国内では多ブランド化、海外では多地域展開を進めていくこととなるが、それらが中期的な収益性改善にどのようにつながるかに注目していきたい。

【3561 カの源ホールディングス 業種：小売業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2016/3	20,865	16.9	502	284.2	430	137.3	125	—	6.1	128.0	1.5
2017/3	22,430	7.5	609	21.2	539	25.3	271	116.7	13.1	152.4	3.0
2018/3 CE	24,508	9.3	920	51.1	930	72.5	610	125.1	26.8	—	5.5
2018/3 E	24,506	9.3	921	51.2	938	74.0	626	130.7	27.5	198.1	5.5
2019/3 E	26,869	9.6	1,192	29.4	1,182	26.0	793	26.7	34.8	232.6	5.5
2020/3 E	29,077	8.2	1,397	17.2	1,373	16.1	913	15.1	40.1	272.7	5.5

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想
17年3月の上場時に950,000株(分割後ベースで1,900,000株)の公募増資を実施(オーバーアロットメント分150,000株(同300,000株)含む)
17年10月1日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 「一風堂」を旗艦ブランドに、ラーメン主体の店舗網を運営

力の源ホールディングス(以下、同社)は、「一風堂(海外では「IPPUDO」)を旗艦ブランドとして、ラーメン店を中心とした飲食店チェーンを運営する会社である。

福岡発の豚骨ラーメン店の「一風堂」は、「女性が一人でも入りやすいラーメン専門店」というコンセプトでスタートし、97~2000年のテレビ番組出演を機に全国的な知名度を得た。そうした経緯から、幅広い顧客層を対象にできる、各種の立地に対応可能なブランドとなった。「一風堂」ブランドの店舗は18/3期第3四半期末時点で88店舗、それ以外のブランドを含めて国内では140店舗となっている(その他事業の8店舗を含む)。

◆ 早くから海外にも展開

また、早くより海外展開にも積極的である。直営店舗を出店して進出する場合と、ライセンス供与により進出する場合があるが、「IPPUDO」ブランドを中心に、17年12月末時点で12の国・地域に77店舗を展開している。

◆ 売上高の70%超が店舗運営中に提供されるサービスによるもの

同社の報告セグメントは、国内店舗運営事業、海外店舗運営事業、国内商品販売事業の3セグメントである(図表1)。18/3期第3四半期累計期間の売上高に占める割合は、国内店舗運営事業が約62%、海外店舗運営事業が約24%である。

一方、利益でも国内店舗運営事業が中心だが、海外店舗運営事業も17/3期に黒字化して以降、セグメント利益の成長率が高く、全体の利益成長を牽引するまでになってきている。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

セグメント	売上高					営業利益							
	16/3期	17/3期	18/3期 3Q累計	前期比/前年同期比		16/3期	17/3期	18/3期 3Q累計	前期比/前年同期比		売上高営業利益率		
				17/3期	18/3期 3Q累計				17/3期	18/3期 3Q累計	17/3期	18/3期 3Q累計	
報告セグメント													
国内店舗運営事業	14,384	14,641	11,327	1.8%	3.2%	1,166	1,054	765	-9.6%	-3.6%	7.2%	6.8%	
海外店舗運営事業	4,329	4,851	4,337	12.0%	24.5%	-104	141	307	-	255.5%	2.9%	7.1%	
国内商品販売事業	1,961	2,294	1,772	17.0%	-1.1%	4	57	62	-	-35.9%	2.5%	3.5%	
その他	190	643	667	238.2%	54.4%	-93	-87	-21	-	-	-13.6%	-3.2%	
調整額	-	-	-	-	-	-470	-555	-446	-	-	-	-	
合計	20,865	22,430	18,143	7.5%	8.6%	502	609	668	21.2%	35.6%	2.7%	3.7%	

(出所) 力の源ホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 旗艦ブランドの「一風堂」

「一風堂」は、「味」、「雰囲気」「サービス」の各面にこだわったラーメン専門店ブランドであり、1985年に福岡県福岡市の大名にて創業して以来30年超経過した今でも、同社の主力ブランドであり続けている。

福岡は濃厚なスープを特徴とする豚骨ラーメンが盛んな地であるが、その濃厚な味や雰囲気のため、男性客向けの店が多かった。それに対して同社は、創業当初から、「女性が一人でも入りやすいラーメン専門店」であることをコンセプトとしていた。そのため、同社のラーメンは、独自工法によって作られた豚骨特有の臭みを排しつつも濃厚で深みのある自社生産のスープを特徴とし、そのスープに合うオリジナルブレンド小麦を用いた自家製麺を使用している。また、そのラーメンを食べる店舗空間は、スタイリッシュで清潔感があるつくりとなっている。

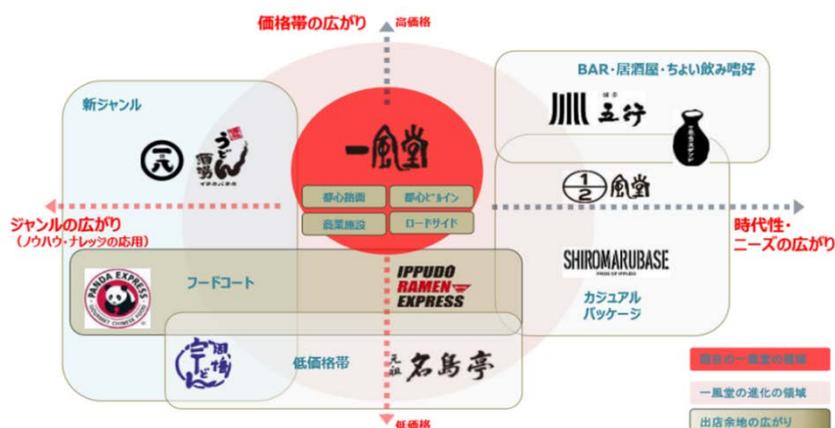
実際、「一風堂」は、女性客が多い。同社によれば、女性客の割合は35~40%であり、他のラーメン店の平均的な女性客割合より1.5~2倍高い模様である。

女性客が多いことは、幅広い顧客層を対象にすることを可能とする。その結果、「一風堂」は、各種の立地に対応可能な業態へと進化していった。

◆ 「一風堂」を核に複数ブランドを展開

「一風堂」自体、多様な立地に対応できる柔軟なブランドではあるが、さらに幅広く多様な顧客層や立地へ対応するために、複数ブランド展開を行っている(図表2)。

【図表2】国内ブランドのポジションマップ



(出所) 力の源ホールディングス決算説明会資料

これまでの国内でのブランドポートフォリオの展開を見ると、旗艦ブランドの「一風堂」を中心に、(1) 食スタイルを提案する業態(「二分の一風堂」や「SHIROMARU-BASE」等)、(2) 特定の立地に特化した業態(「RAMEN EXPRESS」等)、(3) ラーメン以外の業態(「イチカバチカ」や「因幡うどん」等)を加えていったように見受けられる。結果として、ラーメン業態としてやや高めの価格帯にある「一風堂」に対し、低価格帯のブランドが増えている傾向にあると言えよう。

なお、業態開発にあたっては、自社で開発する業態もあれば、「名島亭」(14年10月に子会社化)や「因幡うどん」(16年6月に子会社化)等の、買収によってグループ化した業態もある(図表3)。

【図表3】国内で展開されている店舗ブランド(国内店舗運営事業、その他の事業)

店舗ブランド	店舗数		特徴
	17/3期末	18/3期3Q末	
一風堂	83	88(注)	・「白丸元味」「赤丸新味」「一風堂からか麺」が看板商品 ・幅広い顧客層が対象 ・幅広い立地に対応できる業態
SHIROMARU-BASE	4	(5)(注)	・濃度の高い豚骨ベースで若年層の男性向け ・トッピング具材をカスタマイズできる新スタイル ・カウンター中心の小規模店舗
RAMEN EXPRESS	17	24	・フードコート専用ブランド ・ラーメンダイニングブランド
五行	3	4	・「飲んで、つまんで、締め」にラーメンがコンセプト ・「焦がしラーメン」等の各種創作ラーメンを提供
名島亭	3	3	・福岡の老舗ラーメンブランド ・久留米ラーメンと福岡長浜の屋台ラーメンがルーツ ・ミドル・ロープライス ・14年10月に子会社化(後にカの源カンパニーに吸収合併)
ブレッドジャンクション	4	4	・ベーカリーブランド ・「街のよろずやパン屋さん」がコンセプト
PANDA EXPRESS	1	1	・米国の大手アメリカンチャイニーズレストランブランド ・国内ではジョイントベンチャーで展開 ・フードコート中心に展開
そば蔵	6	3	・甲信越地方を中心に店舗展開するそば店ブランド ・09年4月に渡辺製麺を子会社化して取得(現在は連結子会社)
その他	4	5	
国内店舗運営事業 合計	125	132	
イチカバチカ	3	3	・うどん居酒屋業態 ・博多うどん等の博多のローカルフードの体験を提供
因幡うどん	5	5	・創業67年の博多うどんの老舗ブランド ・16年6月に子会社化(現在は連結子会社)
その他の事業 合計	8	8	

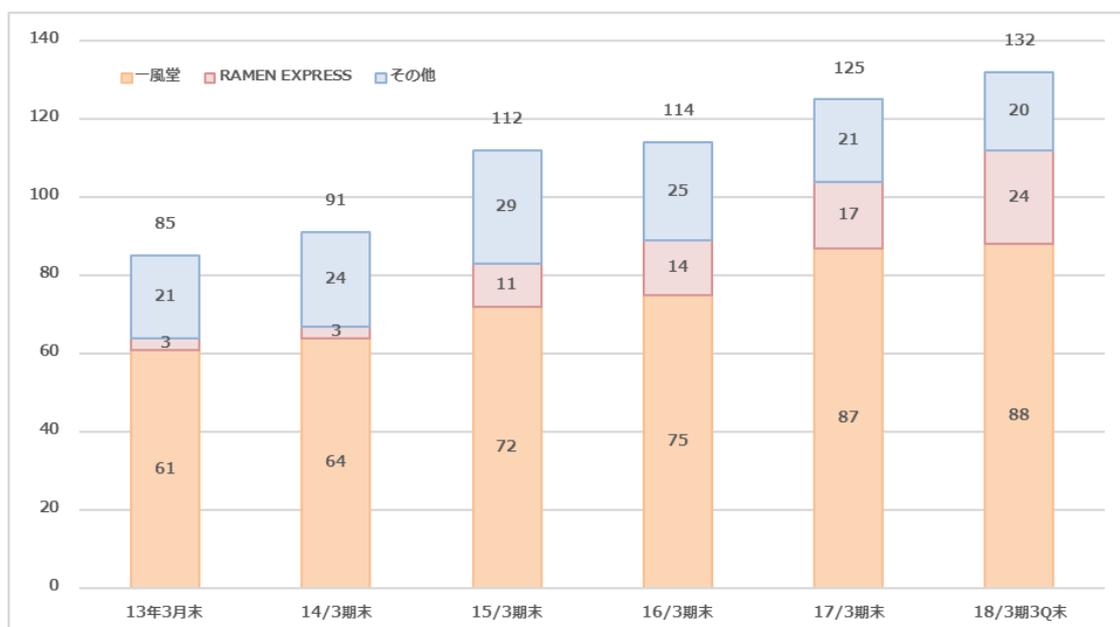
(注) ブランド戦略の変更により、18/3期から「一風堂」の店舗数には「SHIROMARU-BASE」の店舗数を含む開示となった。そのため、17/3期末の「一風堂」の店舗数には「SHIROMARU-BASE」の店舗数を含まず、18/3期3Q末の「一風堂」の店舗数には「SHIROMARU-BASE」の店舗数を含む。18/3期3Q末に記載した「SHIROMARU-BASE」は参考値。

(出所) かの源ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

18/3 期第 3 四半期末時点で、国内店舗運営事業の店舗数は 132 店舗となっている。そのうち 88 店舗が「一風堂」ブランドの店舗である(図表 4)。

【図表 4】国内店舗運営事業の店舗数の推移

(単位:店舗)



(注) 決算期変更により 14/3 期より 3 月決算に移行
 ブランド戦略の変更のため、18/3 期より「一風堂」の店舗数には「SHIROMARU-BASE」の店舗数を含む開示となった。そのため、「SHIROMARU-BASE」の店舗数は、16/3 期末までは「その他」に、17/3 期末以降は「一風堂」に含めている。

(出所) 力の源ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 海外でも「IPPUDO」を旗艦ブランドとして展開

同社は早い段階から海外への展開を視野に入れてきた。国内で「一風堂」を中核ブランドとしてきたのと同様に、海外においても「IPPUDO」を中核ブランドとして展開している。18/3 期第 3 四半期末の 77 店舗のうち、69 店舗が「IPPUDO」の店舗である(図表 5)。

【 図表 5 】 海外で展開されている店舗ブランド (海外店舗運営事業)

店舗ブランド名	店舗数						特徴
	13/3期末	14/3期末	15/3期末	16/3期末	17/3期末	18/3期3Q末	
IPPUDO	17	33	47	50	59	69	・日本国内同様「白丸元味」「赤丸新味」が主力商品 ・進出国の食文化や嗜好に合わせてローカライズを実施
IPPUDO EXPRESS	0	1	1	2	3	3	・アジア・オセアニアの空港や商業施設のフードコートを中心に展開
KURO-OBI	0	0	1	2	2	3	・米国の商業施設内のフードコートを中心に展開 ・ニューヨークスタイルを採用 ・イトインだけでなくテイクアウトも可能 ・カウンター中心の小規模店舗
GOGYO	0	1	1	1	1	2	・ラーメンダイニングブランド ・日本同様「飲んで、つまんで、縮めにラーメン」がコンセプト
合計	17	35	50	55	65	77	

(出所) 力の源ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

展開形態は、(1) 直営店舗での出店、(2) ジョイントベンチャー (JV) を設立し、その JV にライセンスを提供、(3) ライセンス提供の 3 種類に大別される。アメリカ、シンガポールといった早い段階で進出している国・地域では (1) が中心だが、中国を始めとしたアジア諸国の多くでは、(2) や (3) といった、ライセンス提供による展開が多くなっている (図表 6)。

なお、(2) と (3) に関して、合弁契約やライセンス契約は適宜見直されている。その結果、直営での展開に切り替わったインドネシアのように、展開形態が大きく変更されるケースもある。

18/3 期第 3 四半期末の 77 店舗のうち、直営 29 店舗、ライセンス店舗 48 店舗となっている (図表 7)。

【 図表 6 】 国・地域別の展開形態

国・地域	展開形態	ライセンス相手先	概要
アメリカ	直営	—	西海岸とニューヨーク州は完全に直営 西海岸とニューヨーク州以外はPANDA Restaurant グループとのJVだが、同社がJVの過半数を有しているため直営扱い
シンガポール	直営	—	
オーストラリア	直営	—	クイーンズランド州及び西オーストラリア州以外は直営
オーストラリア	ライセンス	STG Food Industries 5 Pty Ltd	ライセンスはクイーンズランド州及び西オーストラリア州のみ
イギリス	直営	—	
フランス	直営	—	
インドネシア	直営	—	CWMとの合弁契約解消に伴い、直営化
中国(香港を含む)	ライセンス	美心集団(マキシムグループ)	JVのIPPUDO HONG KONG COMPANY LIMITEDの株式を美心集団に売却した上で新たにライセンス契約締結
マレーシア	ライセンス	TWINTREES HOTELS SDN.BHD. (Equatorial グループ)	CWMとの合弁契約解消 IPPUDO CATERING SDN. BHD.の株式をTWINTREES HOTELS SDN.BHD.へ譲渡予定
台湾	ライセンス	乾杯拉麵股份有限公司	
韓国	—	—	以前現地企業とライセンス契約を結んでいたが、契約期間満了店舗を閉店し撤退
タイ	JV	IPPUDO THAILAND LTD.	FOODXCITEとのJV
フィリピン	JV	IPPUDO PHILIPPINES, INC	Standard Hospitality グループとのJV
ミャンマー	ライセンス	SINGAPORE MYANMAR INVESTCO LIMITED	
ニュージーランド	ライセンス	STG Food Industries 5 Pty Ltd	
ベトナム	ライセンス	Pizza 4PS Corporation	

(出所) 力の源ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 7 】 海外店舗運営事業の国・地域別の店舗数の推移

(単位:店舗)

国・地域	展開形態	13/3期末	14/3期末	15/3期末	16/3期末	17/3期末	18/3期3Q末	18/3期3Q末	
								IPPUDO	IPPUDO以外
アメリカ	直営	1	2	3	4	4	7	4	3
シンガポール	直営	2	4	5	6	8	10	7	3
オーストラリア	直営	1	1	2	4	4	5	4	1
イギリス	直営	—	—	1	2	2	2	2	0
フランス	直営	—	—	—	1	2	3	3	0
インドネシア	直営	—	—	1	1	2	2	2	0
中国(香港を含む)	ライセンス	7	17	21	20	22	22	21	1
マレーシア	ライセンス	1	2	3	3	3	3	3	0
台湾	ライセンス	2	6	8	8	9	9	9	0
韓国	ライセンス	3	3	3	—	—	—	—	—
タイ	ライセンス	—	—	2	4	4	8	8	0
フィリピン	ライセンス	—	—	1	2	5	5	5	0
ミャンマー	ライセンス	—	—	—	—	—	1	1	0
ニュージーランド	ライセンス	—	—	—	—	—	—	—	—
ベトナム	ライセンス	—	—	—	—	—	—	—	—
国・地域別小計	直営	4	7	11	17	20	29	22	7
	ライセンス	13	28	39	38	45	48	47	1
ブランド別	IPPUDO	17	33	47	50	59	69	—	—
	IPPUDO EXPRESS	0	1	1	2	3	3	—	—
	その他	0	1	2	3	3	5	—	—
合計		17	35	50	55	65	77	69	8

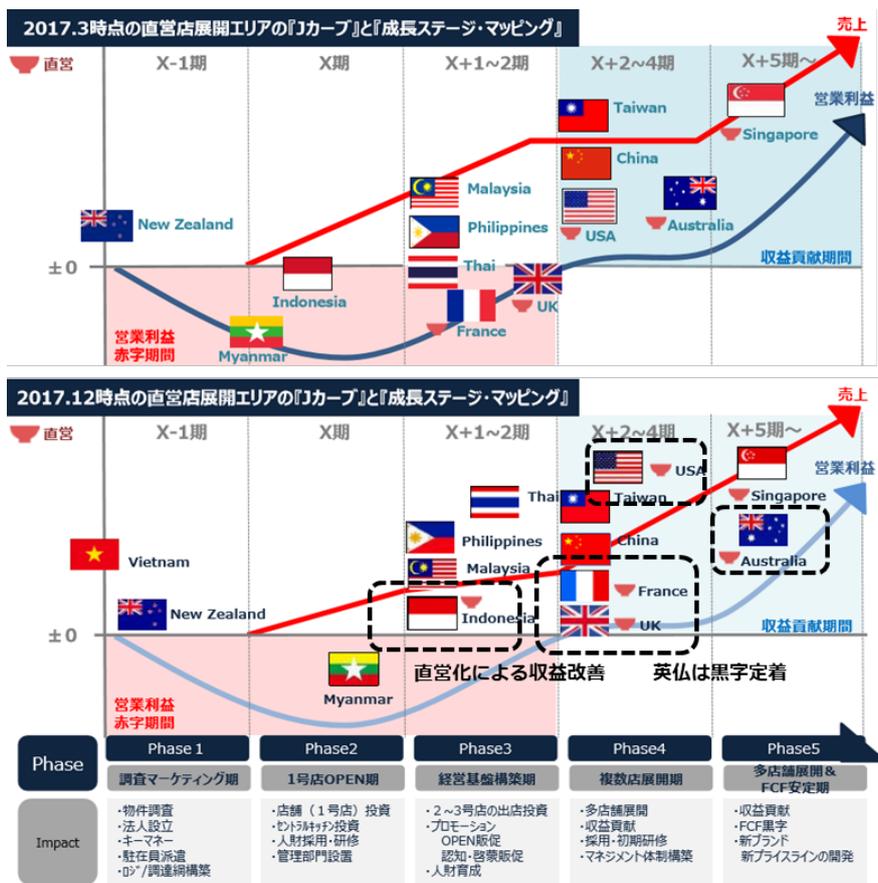
(注) 韓国はライセンス契約期間満了により店舗閉店

17年9月にインドネシア法人を子会社化したため、18/3期以降のインドネシアの店舗は直営店舗に含めている

(出所) 力の源ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社は、中間持株会社の CHIKARANOMOTO GLOBAL HOLDINGS PTE.LTD.を置き、海外展開を統括している。その下で、国・地域ごとに、どの成長ステージにあるかを管理している(図表 8)。それによると、展開先の国・地域へ1号店を開店するフェーズ2が最も収益性が低下するステージとなる。1号店開店の際に、複数店舗の展開を見越してセントラルキッチンへの投資を行うためである。

【図表 8】国・地域別の成長ステージ



(出所) カの源ホールディングス決算説明会資料より証券リサーチセンター加筆

◆ 4つの競争力の源泉の融合とそれを支える1つの仕組み

同社のサービスの競争力の源泉は、「一風堂」ブランドを構成する要素として、(1) 商品開発力、(2) 店舗空間デザイン、(3) 人財育成力、(4) 海外展開力の4つを融合している点にある。加えて、生産や製造の機能をグループ内で持つ体制が、同社の店舗展開を支える仕組みとして機能している。

◆ 4つの競争力(1)～商品開発力

看板商品である「白丸元味」と「赤丸新味」は自家製麺、自社生産スープにこだわり、全世界共通の中核メニューと位置づけられている。その上で、海外では、進出先の国・地域の文化や多様性を取り込んだ日本食のサイドメニューをラインナップに加える方式を採っている。

商品開発力には、(1)定番商品で飽きが来ないように、マイナーチェンジを繰り返すことによるリピート客の満足度とブランドの維持、(2)新業態の開発の促進、(3)嗜好が異なる多くの国・地域へ展開する際のメニュー面での対応を支えるという3つの意味がある。

◆ 4つの競争力(2)～店舗空間デザイン

創業時より、「一風堂」のコンセプトが女性客を意識したものであったため、同社では、食事やメニューのみならず、食事をする環境や雰囲気も重視している。そのため、立地に応じて最適な店舗空間を、柔軟に作り上げている。

◆ 4つの競争力(3)～人財^{注1}育成力

店舗力向上に向け、同社ではスタッフの人財育成を重視している。店舗での現場教育は当然のこと、大分県竹田市の農業施設「くしふるの大地」での研修、国内外交換プログラムやフランクリン・コヴィー・ジャパン(東京都千代田区)との共同開発による「7つの習慣[®]店舗運営の心得」の研修プログラムの導入等を行っている。

注1) 人財

同社では人材のことを人財と称している。当レポートでは、同社の表現に準拠する。

また、今後の店舗拡大に向け、社内暖簾分け制度(社内独立支援制度)を導入している。社内審査を通過した従業員が、同社を退社した上で会社を設立して店主(代表取締役)となり、その会社に店舗運営を委託するものである。17/3期末時点で、国内の23店舗が15人の店主によって運営されている。

◆ 4つの競争力(4)～海外展開力

08年のアメリカへの直営店出店以降、10年間に12の国・地域に進出しており、そこで得られて蓄積されてきたノウハウが、今後の更なる出店に活かされていく。

また、海外需要開拓支援機構(クールジャパン機構、東京都港区)から14年に出資を受けており、海外展開において協業をしている。

◆ 店舗展開を支える生産や製造等の機能

同社の店舗展開を支えるのが製造機能である。国内では、その中核が連結子会社の渡辺製麺(長野県茅野市)が担っている。渡辺製麺は蕎麦やパン等、蕎麦や小麦由来の製品の製造を行い、蕎麦店も経営して

いる。09年に同社グループに入り、現在国内に7工場を運営するほか、工場から店舗への配送等の物流の管理も担当している。また、海外では、龍大食品集団有限公司との業務提携により、中国の店舗向けの材料の製造に関する技術指導を行っており、今後の需要増への対応を進めている。

また、「くしふるの大地」の運営を09年から開始し、農業生産機能もグループ内に持っている。このように、食材の生産、商品開発、製造、配送、販売までを手掛ける一気通貫の事業モデルを強化していくことで、店舗展開を支えている。

◆ 店舗運営以外の2つの事業

国内外の店舗運営以外の事業に、国内商品販売事業がある。渡辺製麺を中心に、業務用商品の販売や、「おうちで IPPUDO」シリーズを始めとした中食市場向け商品の製造・販売を行っている。

また、その他の事業として、「7つの習慣®店舗運営の心得」を用いた飲食店向けのコンサルティング事業、上述の「くしふるの大地」での研修事業、うどん居酒屋業態の「イチカバチカ」や博多うどんの「因幡うどん」のFC事業も行っている。

> 業界環境と競合

◆ 外食産業の市場規模

公益財団法人食の安全・安心財団によると、いわゆる店舗型の外食産業の市場規模は 16 年に 16.35 兆円になったとされる。00 年代は 14 兆円台から 15 兆円台で推移してきたが、11 年を底に拡大に転じ、過去にピークをつけた 97 年の水準に迫りつつある (図表 9)。

【図表 9】外食産業の市場規模の推移

(単位:兆円)



(注)外食産業のうち、「集団給食」「機内食等」「宿泊施設」「バー・キャバレー・ナイトクラブ」「料理品小売業」は対象外とした(出所)公益財団法人食の安全・安心財団統計資料より証券リサーチセンター作成

◆ 国内のラーメン店の市場規模

総務省の「平成 24 年経済センサス活動調査」によると、12 年時点で、ラーメン店の事業所数は 16,960 事業所、売上高は 5,320 億円とされている。

◆ 海外での日本食を取り巻く環境

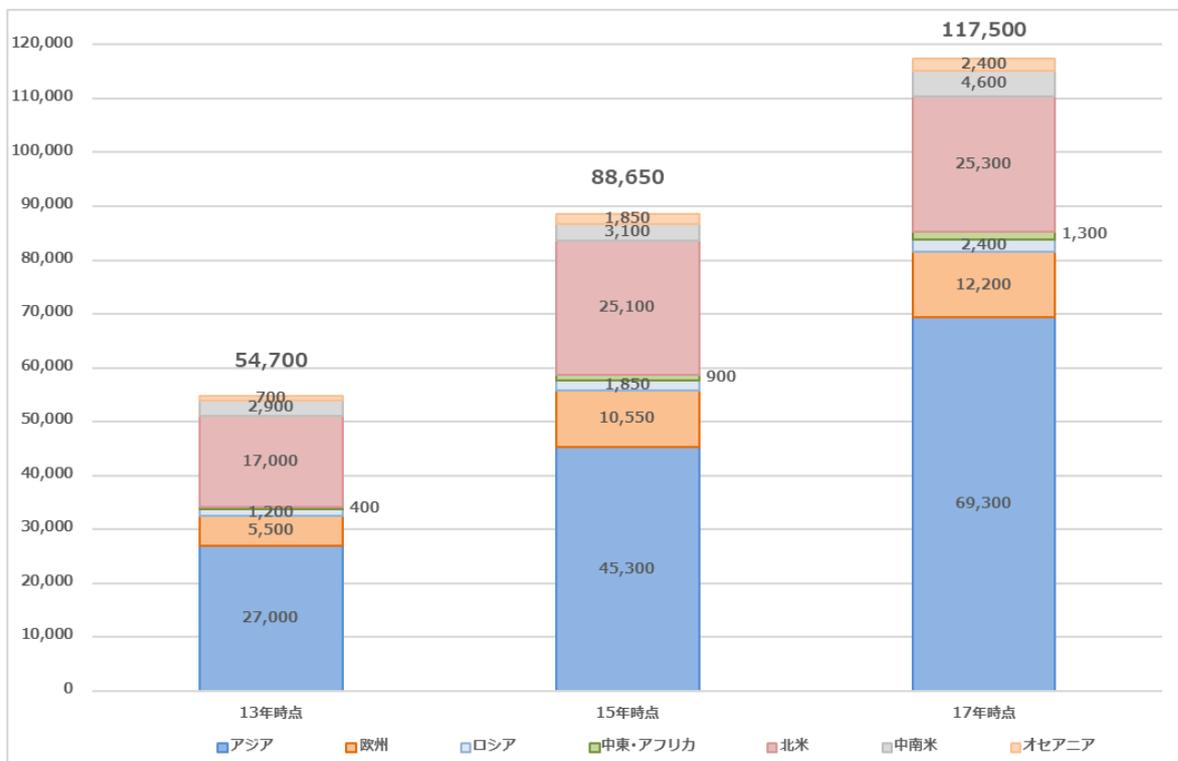
農林水産省の「海外日本食レストラン数の調査結果」によると、17 年時点で約 11.8 万店の日本食レストランが存在しており、15 年時点との比較で約 33%増加したとされている。

構成比では、アジアが約 59%、北米が約 22%、欧州が約 10%を占めている。一方、15 年時点との比較では、アジアが約 53%増、北米が

約1%増、欧州が約16%増となっており、アジアが伸びを牽引している状況と、北米で頭打ち感が出てきている状況がうかがえよう。

【図表10】海外における日本食レストランの数の推移

(単位:店)



(出所) 農林水産省「海外日本食レストラン数の調査結果」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合～国内のラーメン店

上述の「平成24年経済センサス活動調査」によると、日本国内のラーメン店の数は16,960事業所(12年時点)で、その63%が個人経営とされている。そのため、法人によって運営されるのは6,200~6,300事業所と推算される。

幸楽苑ホールディングス(7554 東証一部)が運営する「幸楽苑」がラーメン専門店チェーンの中で最多店舗を有している。ラーメン業態の店舗は、18/3期第3四半期末で国内552店舗(直営536店、FC16店)である。

次に多いのが、店舗数が300店台のスガキシステムズ(愛知県名古屋市の「スガキヤ」)である。その後、200店台で3ブランド、100店台で6ブランドが続く(図表11)。

同社の「一風堂」は、18/3 期第 3 四半期末で 88 店舗を展開している。同規模のブランドとしては、重光産業(熊本県菊池郡)の「味千拉麺」や一蘭(福岡県福岡市)の「一蘭」等が挙げられる。

一方、ラーメン専門店の隣接業態である中華料理チェーンでは、王将フードサービス(9936 東証一部)の「餃子の王将」、リンガーハット(8200 東証一部)の「リンガーハット」、ハイデイ日高(7611 東証一部)の「日高屋」、すかいらーく(3197 東証一部)の「バーミヤン」等が挙げられる。料理のジャンルの近さという意味で、一部競合先になると言えよう。

【 図表 11 】 国内の主なラーメンチェーンと中華料理チェーン

国内の主なラーメンチェーン

店舗数	チェーンブランド	運営会社	銘柄コード	本社
500店舗台	幸楽苑	幸楽苑ホールディングス	7554	福島県郡山市
300店舗台	スガキヤ	スガキコシステムズ	未上場	愛知県名古屋
200店舗台	花月嵐	グロービート・ジャパン	未上場	東京都杉並区
	天下一品	天一食品商事	未上場	滋賀県大津市
	来来亭	来来亭	未上場	滋賀県野洲市
100店舗台	くるまやラーメン	くるまやラーメン	未上場	東京都足立区
	どさん子	アスラポート・ダイニング (子会社のアスラポートが運営)	3069	東京都品川区
	山岡家	丸千代山岡家	3399	北海道札幌市
	8番らーめん	ハチバン	9950	石川県金沢市
	丸源	物語コーポレーション	3097	愛知県豊橋市
100店舗未満	筑豊ラーメン山小屋	ワイエスフード	3358	福岡県田川郡
	博多一風堂	カの源ホールディングス	3561	福岡県福岡市
	味千拉麺	重光産業	未上場	熊本県菊池郡
	一蘭	一蘭	未上場	福岡県福岡市
	一刻魁堂	JBイレブン	3066	愛知県名古屋市
	博多一幸舎	ウインズジャパン	未上場	福岡県福岡市

国内の主な中華料理チェーン

店舗数	チェーンブランド	運営会社	銘柄コード	本社
735店舗	餃子の王将	王将フードサービス	9936	京都府京都市
658店舗	リンガーハット	リンガーハット	8200	東京都品川区
410店舗	日高屋	ハイデイ日高	7611	埼玉県さいたま市
332店舗	バーミヤン	すかいらーく	3197	東京都武蔵野市

(出所) 各社有価証券報告書、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 競合～海外展開

ラーメンに限らず、日本発の外食ブランドを展開する企業は増加している。そのうち、海外に100店舗以上を展開するブランドを持つ上場企業は、約10社ある(図表12)。海外の店舗数が国内の店舗数を上回っているブランドも複数あり、海外の出店に成長を求める企業が出始めていることがうかがえよう。また、展開先として、どのブランドにも東南アジアが含まれている。

【図表12】海外に100店舗以上展開するブランドを有する外食上場企業

ブランド	会社名	ジャンル	国内店舗数	海外店舗数	展開地域								
					中国・香港	韓国・台湾	東南アジア	中東・インド	北米	欧州	オセアニア	中南米・その他	
一風堂	3561 力の源ホールディングス	ラーメン	132	77	✓	✓	✓		✓	✓	✓		
吉野家	9861 吉野家ホールディングス	牛丼	1,201	783	✓	✓	✓		✓				
丸亀製麺	3397 トリドールホールディングス	うどん	990	375	✓	✓	✓		✓	✓	✓		
サイゼリヤ	7581 サイゼリヤ	イタリアン	1,057	367	✓	✓	✓						
モスフード	8153 モスフードサービス	ハンバーガー	1,353	356	✓	✓	✓					✓	
ベッパランチ	3053 ベッパフードサービス	ステーキ	139	289	✓	✓	✓		✓			✓	
すき家	7550 ゼンショーホールディングス	牛丼	1,946	195	✓	✓	✓						✓
やよい軒	9945 プレナス	定食	343	190		✓	✓		✓			✓	
元気寿司	9828 元気寿司	寿司	153	175	✓		✓	✓	✓			✓	
CoCo壱番屋	7630 壱番屋	カレー	196	155	✓	✓	✓		✓				
8番らーめん	9950 ハチバン	ラーメン	114	130	✓		✓						
大戸屋ごはん処	2705 大戸屋ホールディングス	定食	352	99	✓	✓	✓		✓				

(出所) 各社有価証券報告書、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革1 ～ 「博多一風堂」の開店と創業

代表取締役会長の河原成美氏は、1979年にレストランバー「AFTER THE RAIN」を開業するなど、飲食業界に身を置いていた。ある時、女性客との会話で、「女性が一人でも楽しむことができるラーメン店」に事業機会を見出した。ラーメンづくりの修業を経て、85年に、福岡県福岡市中央区大名にて「博多一風堂」1号店を開店した。

翌86年に、有限会社力の源カンパニーを設立し、94年に株式会社へ改組された。

◆ 沿革2 ～ 関東進出から全国展開へ

関東初進出は、94年に神奈川県横浜市の「新横浜ラーメン博物館」への出店である。この出店は、福岡独特な豚骨ラーメンの全国的な認知度の向上にも貢献し、翌95年には、東京での1号店となる「一風堂 恵比寿店」が開店した。

現在も全世界共通看板商品となっている「白丸元味」、「赤丸新味」が発売されたのは95年のことである。

また、テレビ東京(東京都港区)系列の番組に河原成美氏が出演したことが、全国展開を加速させる要因となった。97年の「TVチャンピオンラーメン職人選手権」で河原成美氏がチャンピオンに輝いたのを端緒に、99年の「史上最強!ラーメン王決定戦II」、2000年の「大行列!ラーメン職人選手権」で3連覇を達成し、「一風堂」の名を全国区に押し上げることとなった。

そうした知名度向上の効果は大きく、99年には関西地域の1号店となる「一風堂 長堀店」を大阪府中央区に開店し、02年には、ジェイアール東海フードサービスが名古屋駅構内にて運営する「名古屋・驛麵通り」をプロデュースするなど、全国展開を進めていった。

◆ 沿革3 ~ 直営店出店による海外展開

同社が海外に目を向けた時期は早く、03年に現地企業と合弁会社を設立し、上海でライセンス形態により、「78一番ラーメン(チーパレイチバンラーメン)」のブランドで複数店舗を展開した時期もあった。

本格的な海外展開は、08年のニューヨークでの「IPPUDO NY East Village店」の開店からである。これが、「一風堂(IPPUDO)」ブランドでの海外直営店の1号店となった。翌09年にシンガポールにアジア直営1号店となる「IPPUDO SINGAPORE Mandarin Gallery店」、12年にオーストラリア直営1号店となる「IPPUDO SYDNEY Westfield店」と、順次、直営店を開いていった。

◆ 沿革4 ~ 体制の強化

00年代以降は同社の海外展開ばかりに目が向きがちだが、その一方で、同社の成長を支える動きがあることも見逃してはならない。

そのひとつが、09年の渡辺製麺の子会社化であり、これにより製麺事業の強化が図られた。また、10年には、社内暖簾分け制度(社内独立支援制度)が開始されるなど、人財の確保・育成に向けた環境も整備していった。

◆ 沿革5 ~ 海外展開の加速

直営店で展開する国・地域では現地法人を設立する方式を採るが、アジア圏では現地企業と合弁会社を設立する方式を採ることが多い。11年には香港で、12年には台湾で、それぞれ合弁会社を設立し、アジア展開を加速していった。

進出する国・地域ごとに合弁会社を設立していくと、傘下企業が多くなることから、13年に海外事業を統括する中間持株会社として、

CHIKARANOMOTO GLOBAL HOLDINGS PTE. LTD.を設立した。翌14年1月には、会社分割による持株会社制度へ移行し、カの源ホールディングスに商号を変更し、運営体制が強化されていった。

同14年1月には、経済産業省によるクール・ジャパン戦略推進事業「日本のラーメンを核とした新日本食・食産業海外店舗プロジェクト」に参画した。同時期、ライセンス供与先の増加やイギリス直営1号店となる「IPPUDO LONDON Central Saint Giles 店」の開店など、海外展開が加速していくとともに、14年12月には、海外需要開拓支援機構（クールジャパン機構、東京都港区）を割当先として第三者割当増資を実施した。

これ以降も進出国・地域は増えていき、17年12月末時点で、海外では、12の国と地域に77店舗の出店に至っている。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「変わらないために変わり続ける」を掲げている。そして、「常に新しい価値を創造していく集団」であることと、「創造した価値を、人類最高のコミュニケーションの源（もと）である「笑顔」と「ありがとう」とともに世界中に伝えていく」ことを創業の精神としている。

◆ 株主

有価証券届出書と18/3期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表13の通りである。

17年9月末時点で、代表取締役会長の河原成美氏の配偶者である河原恵美氏が議決権の過半数を持つE&RS' FORCE CREATION PTE. LTD.が筆頭株主で25.67%を保有している。第2位に河原成美氏の23.74%、第3位に河原恵美氏の9.83%と続き、上位3者合計で59.24%の保有となる。

その後は、第4位で4.83%を保有するCFT Japan Holdings、第5位で4.06%を保有するMSIP CLIENT SECURITIESと続いた後、第6位に海外需要開拓支援機構の3.34%となる。海外需要開拓支援機構は、上場前は12.91%を保有する第3位の株主だったが、売却により持分を減らしてきている。

【 図表 13 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			17年9月末時点			17年10月1日時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
E&RS' FORCE CREATION PTE. LTD.	2,925,000	28.40%	1	2,925,000	25.67%	1	5,850,000	25.67%	1	代表取締役会長の配偶者により議決権の過半数を所有されている会社
河原 成美	2,905,000	28.20%	2	2,705,000	23.74%	2	5,410,000	23.74%	2	代表取締役会長 上場時に200,000株(現行株数ベース400,000株)売り出し
河原 恵美	1,120,000	10.87%	4	1,120,000	9.83%	3	2,240,000	9.83%	3	代表取締役会長の妻 子会社取締役・監査役
株式会社CFT Japan Holdings	0	0.00%	-	550,000	4.83%	4	1,100,000	4.83%	4	
MSIP CLIENT SECURITIES	0	0.00%	-	462,000	4.06%	5	924,000	4.06%	5	
株式会社海外需要開拓支援機構	1,330,000	12.91%	3	380,000	3.34%	6	760,000	3.34%	6	17年8月に500,000株(現行株数ベース1,000,000株)売却 17年9月に450,000株(現行株数ベース900,000株)売却
株式会社西日本シティ銀行	250,000	2.43%	5	250,000	2.19%	7	500,000	2.19%	7	
アリアケジャパン株式会社	200,000	1.94%	6	200,000	1.76%	8	400,000	1.76%	8	
鳥越製粉株式会社	200,000	1.94%	6	200,000	1.76%	8	400,000	1.76%	8	
日清製粉株式会社	200,000	1.94%	6	200,000	1.76%	8	400,000	1.76%	8	
CALIBRE WEALTH MANAGEMENT SDN. BHD.	200,000	1.94%	6	200,000	1.76%	8	400,000	1.76%	8	
乾杯股份有限公司	150,000	1.46%	10	-	-	-	-	-	-	
(大株主上位10名)	9,480,000	92.04%	-	9,192,000	80.69%	-	18,384,000	80.69%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	970,500	9.42%	-	827,300	7.26%	-	1,654,600	7.26%	-	
発行済株式総数	10,300,000	100.00%	-	11,393,200	100.00%	-	22,786,400	100.00%	-	

(注) 17年10月1日付で1:2の株式分割を実施

(出所) カの源ホールディングス有価証券届出書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、11/12期以降の数値が開示されている。同社は、14年1月1日に会社分割(吸収分割)により事業会社から持株会社へ移行した際、決算期を12月31日から3月31日に変更した。そのため、14/3期は3カ月決算となり、15/3期から通年での連結業績開示となった。この結果、海外店舗運営事業の売上高、利益が全体の業績に反映されるようになった(13/12期までの単体業績の開示では、国内店舗運営事業がほとんどを占めていた)。従って、現在の体制での開示は15/3期からとなる。

16/3期、17/3期とも前期比増収増益で推移しているが、要因は異なる。16/3期は、創業30周年イベントやメニュー改定による客単価上昇による原価率改善が見られた国内店舗運営事業では大幅なセグメント増益となった一方、海外店舗運営事業では、欧州の収益化の遅れにより、セグメント赤字に転じた。逆に17/3期は、後述する通り、国内店舗運営事業は減益となった一方、海外店舗運営事業は欧州の収益化が進み、セグメント黒字となった。

このように、海外店舗運営事業は、進出先の投資フェーズ次第で収益性がぶれ、全体業績にも影響を与えるという状況で、海外店舗運営事業の収益性の変動が全体にも影響を与えるようになっている。

◆ 17年3月期は海外店舗運営事業の黒字転換が増益を牽引

17/3期は、売上高が前期比7.5%増の22,430百万円、営業利益が同21.2%増の609百万円、経常利益が同25.3%増の539百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同116.7%増の271百万円と、大幅増益となった。

国内店舗運営事業は、売上高が前期比1.8%増、セグメント利益が同9.6%減となった。全ブランド合計で11店舗を新規出店したことが増収に貢献したが、16/3期に行われた30周年イベントの反動減や、大型既存店3店のリニューアルのための長期休業があり、増収幅は抑えられた。17/3期の全店^{注2}売上高は前期比0.9%増(客数同0.7%減、客単価同1.6%増)既存店^{注2}売上高は同3.2%減(客数同4.9%減、客単価同1.8%増)であった。一方、新規出店の増加は費用増に跳ね返り、増収率が抑えられたことと合わせて、セグメント利益の減益につながった。

注2) 全店、既存店
全店、既存店ともに、「一風堂」及び「RAMEN EXPRESS」ブランドにて運営する直営店舗が対象。ライセンス形態で運営される店舗は除く。

海外店舗運営事業は、売上高が前期比12.0%増、セグメント利益は141百万円(前期は104百万円の赤字)と黒字転換した。パリでの2店舗の稼働、ロンドンでの知名度上昇による売上増、シンガポールで

の新規出店効果により増収となった。フランスとイギリスは単月黒字化し、また、オーストラリアやシンガポールでの利益改善により、セグメント利益の黒字化が達成された。

国内商品販売事業は、売上高が前期比 17.0%増、セグメント利益が同 12.3 倍となった。カップ麺事業や年末の年越しそばが好調だった。

その他は、売上高が前期比 238.2%増、セグメント損失が 87 百万円(前期は 93 百万円の赤字)となった。因幡うどんの子会社化や人財コンサルティングの立ち上がりが増収要因となった。

これらに加え、新規上場費用の発生、M&A 費用の発生、本部人員増強といった全社費用の増加要因があり、17/3 期の売上高営業利益率は 2.7%と、前期比 0.3%ポイントの改善に留まった。

◆上場時の公募増資により自己資本は若干増強

17 年 3 月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、16/3 期末に 20.6%であった同社の自己資本比率は、17/3 期末には 23.9%まで若干上昇した。

> 他社との比較

◆国内でラーメン店業態中心に多店舗展開する企業と比較

外食のうち、国内においてラーメン店業態を中心に多店舗展開する上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、幸楽苑ホールディングス、「山岡屋」の丸千代山岡家(3399 東証 JQS)、「8 番らーめん」のハチバン(9950 東証 JQS)、「筑豊ラーメン山小屋」のワイエスフード(3358 東証 JQS)、「一刻魁堂」の JB イレブン(3066 名証二部)とした。また、参考までに、ラーメン店業態と類似する、長崎ちゃんぽんを主力とするリンガーハットとも比較した(図表 14)。

展開エリアやメニューの価格帯、出店形態の違い(直営主体か FC 主体か等)の違いがあるので、単純比較が難しい部分もあるが、一般的に、同社に優位性がある財務指標はないと言えよう(同社の成長性は高く見えるが、決算期変更や連結業績開示への移行の影響が含まれているため参考程度)。むしろ、上場直後でありながら、財務面の安全性指標のひとつである自己資本比率が他社より低い水準にある点が目立つ。

【 図表 14 】 財務指標比較 (1) : 国内でラーメン店業態中心に多店舗展開をする企業

項目	銘柄	コード	カの源ホールディングス		幸楽苑	丸千代山岡家	ハチバン	ワイエスフード	JBイレブン	リンガーハット
			3561	(参考)	ホールディングス 7554	3399	9950	3358	3066	8200
直近決算期			17/3期	17/3期	17/3期	17/1期	17/3期	17/3期	17/3期	17/2期
規模	売上高	百万円	22,430	-	37,803	11,110	6,748	1,793	6,637	43,844
	経常利益	百万円	539	-	330	455	546	-43	150	3,158
	総資産	百万円	14,323	-	23,886	5,144	5,006	4,027	4,280	33,192
収益性	自己資本利益率	%	9.0	7.9	1.9	8.5	14.4	-5.5	3.5	10.7
	総資産経常利益率	%	4.0	3.8	1.4	9.1	9.8	-1.1	3.5	10.7
	売上高営業利益率	%	2.7	-	0.4	3.9	6.3	-2.1	2.2	7.5
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	27.8	-	0.5	8.3	4.0	-3.7	4.7	6.1
	経常利益 (同上)	%	14.8	-	-28.9	24.6	7.1	-197.6	13.3	23.6
	総資産 (同上)	%	21.6	-	0.8	5.3	-0.8	-0.2	2.3	10.8
安全性	自己資本比率	%	23.9	-	30.0	30.4	68.4	45.9	27.6	57.3
	流動比率	%	113.3	-	50.6	60.6	129.2	95.2	58.6	148.4
	固定長期適合率	%	95.6	-	132.1	120.1	92.5	101.7	124.4	85.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

カの源ホールディングスは15/3期より連結決算のため3期前は単体の数値。決算期変更のため14/3期は3カ月決算。

そのため、3期前は13/12期単体との比較とした

カの源ホールディングスは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

ラーメン店業態に関わらず、海外展開に積極的な企業とも比較した。比較対象企業は、同社の国内店舗数を踏まえ、主力ブランドで国内に100~200店を有した上で、海外に100店以上を展開する企業とした。図表12より、カレー業態の壺番屋(7630 東証一部)、寿司業態の元気寿司(9828 東証一部)、ステーキ業態のペッパーフードサービス(3053 東証一部)、ラーメン業態のハチバン(再掲)が対象となるが、決算期変更の影響で17/2期が9カ月決算となる壺番屋は除外した(図表15)。

自己資本比率が他社より低いことは、国内でラーメン店業態を中心に多店舗展開する企業との比較と同様だが、収益性についても、元気寿司以外に対しては低い水準にある。今後の規模の拡大により、収益性が低いままなのか、他社の水準に近づいていくかが焦点となろう。

【 図表 15 】 財務指標比較 (2) : 国内に 100~200 店、海外に 100 店以上を展開する外食企業

項目	銘柄	コード	力の源ホールディングス		元気寿司	ペッパーフード サービス	ハチバン
			3561	(参考)	9828	3053	9950
		直近決算期	17/3期		17/3期	17/12期	17/3期
規模	売上高	百万円	22,430	-	34,936	36,229	6,748
	経常利益	百万円	539	-	1,033	2,322	546
	総資産	百万円	14,323	-	20,141	15,798	5,006
収益性	自己資本利益率	%	9.0	7.9	7.0	38.1	14.4
	総資産経常利益率	%	4.0	3.8	5.5	18.6	9.8
	売上高営業利益率	%	2.7	-	3.2	6.3	6.3
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	27.8	-	9.1	60.3	4.0
	経常利益 (同上)	%	14.8	-	-0.4	59.2	7.1
	総資産 (同上)	%	21.6	-	14.4	57.0	-0.8
安全性	自己資本比率	%	23.9	-	32.0	26.7	68.4
	流動比率	%	113.3	-	81.1	89.1	129.2
	固定長期適合率	%	95.6	-	109.1	115.3	92.5

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

力の源ホールディングスは15/3期より連結決算のため3期前は単体の数値。決算期変更のため14/3期は3ヵ月決算。

そのため、3期前は13/12期単体との比較とした

力の源ホールディングスは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、

実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、日本の麺文化を発信するまで磨き上げられてきた「一風堂」ブランドにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 16 に示した。

同社の知的資本の源泉は、関係資本に属する「一風堂」ブランドにある。創業時に定められた「女性が一人でも入りやすいラーメン専門店」というブランドコンセプトを形にすべく、商品・メニュー、店舗空間、接客、店舗スタッフ等の飲食店経営に必要な各要素を磨き上げていった。その結果、日本の麺文化を発信するトータルパッケージにまで昇華し、「一風堂」ブランドが確立したと言えよう。

そのブランドを支えるのが、組織資本に属するプロセスである。商品開発や店舗空間デザイン、人材育成のみならず、仕入・調達や生産加工、物流といった店舗網を支える仕組みも強化されてきた。

磨き上げられたブランドを背景に、国内ではリピート客の確保や新規業態の展開、海外では進出する国・地域の拡大と、既に進出した先での日本の麺文化の浸透が進み、店舗数の拡大を通じて、国内外で顧客資産が蓄積されてきた。

【 図表 16 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・国内店舗運営事業	・既存店(直営店)売上高の 前期比/前年同期比	2.7%減(客数5.4%減 客単価2.8%増) (18/3期3Q累計)
			・アプリ登録者	開示なし(現在施策が進行中)
		・海外店舗運営事業	・既存店(直営店)売上高の 前期比/前年同期比	5.2%増(客数0.2%増 客単価5.0%増) (18/3期3Q累計)
			・進出している国・地域	12の国・地域
	ブランド	・「一風堂」ブランド	・創業来のブランドコンセプト	女性が一人でも入りやすいラーメン専門店
			・テレビ番組出演	「ラーメン職人選手権」3連覇(97年~00年)
	ネットワーク	・人財	・暖簾分け店主会の暖簾分け店主	15名(27店舗運営)
			・国内での生産体制	渡辺製麺(連結子会社)
		・生産	・海外の製造体制	龍大グループ(中国)との取り組み
			・海外展開	・海外展開の支援
			・ライセンス相手先	9社
	組織資本	商品開発	・全世界共通看板商品の存在	「白丸元味」「赤丸新味」
・国・地域ごとの日本食サイドメニュー			開示なし	
店舗運営		・店舗空間のデザイン力	・店舗空間のデザイン力	特になし
			・国内店舗運営事業の店舗数と うち「一風堂」ブランドの店舗数	132店舗 うち88店舗が「一風堂」 (18/3期3Q末)
		・海外店舗運営事業の店舗数と うち「IPPUDO」ブランドの店舗数	・海外店舗運営事業の店舗数と うち「IPPUDO」ブランドの店舗数	77店舗 うち69店舗が「IPPUDO」 (18/3期3Q末)
			・その他事業の店舗数	8店舗
店舗網を支える仕組み(物流や仕入・調達等)		・渡辺製麺(連結子会社)の生産拠点	国内7カ所	
		・海外での生産・調達	龍大グループ(中国)との提携	
人財育成		・暖簾分け店主数と店舗数	・暖簾分け店主数と店舗数	15名 27店舗
			・オペレーション強化によるQSCの改善	現場力の指標の設定 考課制度 グローバルEトレーニング
			・研修プログラム	「7つの習慣®」
知的財産 ノウハウ		・「一風堂」ブランドの育成	・「一風堂」1号店開店からの年数	85年の1号店開店から32年
	・進出先の数		12の国・地域	
	・海外展開	・最初の海外展開からの年数	08年のニューヨークでの海外1号店開店から9年	
人的資本	経営陣	・代表取締役会長の存在	・特になし	特になし
		・インセンティブ	・代表取締役会長による保有	5,410,000株(23.76%) 配偶者及び配偶者が議決権の過半を有する会社 の持分を含めると、13,500,000株(59.25%)
			・代表取締役社長による保有	140,000株(1.23%) (17/3期末)
			・代表取締役会長、代表取締役社長以外の 取締役の持株数(監査役は除く)	140,000株(1.23%) (17/3期末)
			・役員報酬総額(取締役) *社外取締役は除く	139百万円(6名) (17/3期)
	従業員	・企業風土	・従業員数	590名(17/3期末) *別に臨時雇用者1,507名あり
			・平均年齢	40.16歳(単体) (17/3期末)
			・平均勤続年数	4.33年(単体) (17/3期末)
		・インセンティブ	・従業員持株会	あり
			・ストックオプション	1,654,600株(7.26%) *取締役保有分含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は18/3期上期、または18/3期上期末のものとする

(出所) カの源ホールディングス有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「変わらないために変わり続ける」を企業理念に掲げ、「創造した価値を、人類最高のコミュニケーションの源(もと)である「笑顔」と「ありがとう」とともに世界中に伝えていく」ことを通じて、事業を通じた社会に貢献する方針を採っている。

事業と別のところでは、小学校を対象に出前型体験授業を行う食育活動「一風堂ワークショップ」の実施や、子どもに食の楽しさを伝える粉食体験型施設「チャイルドキッチン」の運営を行っている。

また、18年2月に発生した台湾東部地震の後には、被災地支援のための「替玉募金」(国内全店での替玉の売上高全額を被災地に寄付)を行うなど、事業に関連する形での社会貢献の取り組みを行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は17年6月の株主総会決議により、監査等委員会設置会社に移行した。取締役会を構成する9名の実務取締役のうち、3名が監査等委員である。監査等委員でない取締役6名のうち1名が、監査等委員の実務取締役3名のうち2名が社外取締役である。

なお、期初の段階では10名の実務取締役だったが、監査等委員でない社外取締役の杉内信夫氏が17年10月31日をもって辞任し、期中で1名減となっている。

社外取締役の金子和斗志氏は、アイ・エスの代表取締役を経験し、現在は、アイ・ケイ・ケイ(2198 東証一部)の代表取締役社長及びその連結子会社の極楽の代表取締役社長、同連結子会社のアイケアの実務取締役、PT INTERNATIONAL KANSHA KANDOU INDONESIAの実務取締役との兼任である。

取締役監査等委員の鈴木康義氏は、日本航空(9201 東証一部)の米州西部地区支店長、南カリフォルニア日系企業協会会長、南カリフォルニア日系商工会議所副会頭、レックトレーディング専務取締役を歴任した後、同社に入社した。同社では、CHIKARANOMOTO GLOBAL HOLDINGS PTE. LTD.のDirector、取締役兼社長室長を経験した。

取締役監査等委員で社外取締役の辻哲哉氏は、第二東京弁護士会に登録するField-R法律事務所の弁護士である。過去、ゴンゾの社

外監査役を務めた。現在は、夢の街創造委員会(2484 東証 JQS)の社外監査役、プラスディーの社外監査役との兼任である。

取締役監査等委員で社外取締役の田鍋晋二氏は、公認会計士である。監査法人トーマツ(現有限責任監査法人トーマツ)、本郷公認会計士事務所(現辻・本郷税理士法人)でキャリアを積んだ後、田鍋公認会計士事務所を開業した。現在は、田鍋会計事務所の代表取締役、ユーラシア旅行社(9376 東証 JQS)の社外監査役との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 国内の既存店の強化

18/3 期第 3 四半期累計期間の国内の既存店の売上高は前年同期比 2.7%減である。内訳は、客数が同 5.4%減、客単価が同 2.8%増であり、客数の前年同期割れが続いている。客数の回復を主眼に置いての国内の既存店強化が課題と言えよう。

◆ 次の収益の柱となる業態の開発と育成

国内では、ブランド価値の維持・向上のため、「一風堂」業態では出店候補地を厳選しての出店となろう。そのため、国内での店舗の増加を加速するためには、「一風堂」に次ぐ新しいブランドの確立が欠かせない。

◆ 生産・製造、物流の体制の強化

店舗増に向け、店舗網を支える生産・製造や物流の体制の強化を進めていく。当初、生産性向上に向け、18/3 期に新工場の建設に着手する予定だったが、物流の改善を優先することとなり、先送りされている。それでも、収益性改善のためにも、これらの体制の強化は急ぐ必要がある。

◆ 海外の進出先ごとの展開方法の最適化

海外において、同社は国・地域ごとに、直営店出店による展開、ライセンス供与による展開を使い分けている。図表 8 の通り、海外の進出先ごとの成長ステージに応じた管理を行っており、18/3 期に入り、収益化が進む国・地域が多くなってきた。新たに進出を始める国・地域がある一方で、インドネシアのようにライセンス供与から直営に転換した国・地域や、過去には韓国のように撤退した国・地域もある。既存の進出先においても、絶えず展開方法の最適化を続けていく必要がある。

> 今後の事業戦略

◆ 2025 年に向けた成長戦略

同社は世界 74 億人をターゲットにすべく、25 年までに、国内 300 店舗及び海外 300 店舗の実現と、暖簾分けによる 100 人の経営者の創出を目標としている。その目標に向け、国内、海外それぞれに適した事業戦略を採る方針である。

◆ 国内店舗運営事業の戦略

国内店舗運営事業では、まずは既存店を強化していく。直近の既存店売上高が前年同期比マイナスで推移している要因は、客数の減少にある。そのため、既存店の強化は、客数の回復を主眼に置くとしている。具体的には、潜在客や新規顧客獲得のための販促、リピート客の来店頻度向上を目指したロイヤル・カスタマーづくり、評価制度や IT シス

テムを通じた人財育成・オペレーション強化による QSC^{注3}の改善を図っていく。

注3) QSC

QSCとは、「Quality(品質)」、「Service(接客)」、「Cleanliness(清掃)」の頭文字を取った略称である。飲食店等の店舗経営上、非常に大切な要素とされている。

出店については、旗艦ブランドの「一風堂」は、その価値の維持・向上のために厳選出店とする一方、投資効率の高いサブブランドや新概念ショップを開発し、次の事業の柱になるよう育成していく。当面の焦点は「RAMEN EXPRESS」の出店ペースとなる。

新業態の育成も含めた今後の出店政策を支えるのは人財という認識のもと、人財の育成は引き続き行っていく。特に、経営者を増やすことに重点を置き、暖簾分けの増加、フランチャイズ出店による展開を進めていく方針である。

また、生産性向上に向けた取り組みとして、物流コストの見直しを行い、その後に、製造工程の効率化を目的とした新工場の設定を予定している。

◆ 海外店舗運営事業の戦略

海外店舗運営事業では、進出エリアのステージごとの対応となる。

既に多くの進出済みの国・地域があるアジアのうち、マレーシアやオーストラリア、台湾、中国では多店舗展開を、タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシアでは多店舗展開に耐えられる経営基盤強化を目指している。また、北米では、米国西海岸を中心とした出店増を図っていき、欧州においても、ロンドンとパリの既存店の収益拡大と同時に、新規物件開拓を進めるとしている。

従来は「IPPUDO」ブランド主体で出店してきたが、今後は、投資効率の高い「KURO-OBİ」ブランド等の新規業態の展開も強化していく方針である。

また、既存のライセンス契約は適宜、契約条件の見直し交渉を行い、収益率と経営効率の向上を図っていく。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・「一風堂」/「IPPUDO」の高い知名度とブランド力 <ul style="list-style-type: none"> - ブランド力を支える商品開発力と店舗開発力(空間デザイン力等) ・店舗増を支える人財の育成力 <ul style="list-style-type: none"> - 暖簾分け制度 ・早くから海外展開をしている実績とノウハウの蓄積
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・「一風堂」ブランドへの依存度の高さ ・低い売上高営業利益率 ・高い有利子負債依存度
機会 (Opportunity)	<p>【国内店舗運営事業】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・まだ残されている国内の出店余地 <ul style="list-style-type: none"> - 「一風堂」ブランドでの出店余地 - 新業態や新ブランドでの市場開拓(M&Aによるブランド取得も含む) ・店舗の運営形態の多様化 <ul style="list-style-type: none"> - 暖簾分け制度またはフランチャイズ展開 ・業務プロセス見直しによる収益性改善の余地 <ul style="list-style-type: none"> - 物流プロセスの改善と生産プロセスの見直し(新工場建設) <p>【海外店舗運営事業】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・海外における日本食の需要の拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 日本食としてのラーメンの浸透 ・未進出の国や地域への進出と、既進出の国や地域の市場の深掘り ・ライセンス供与先との条件交渉
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・依存度の高い「一風堂」ブランドが何かしらの事情で毀損する可能性 ・「一風堂」以外の業態の開発の遅れの可能性 ・進出先の協力企業(ライセンス供与先)との不和が生じる可能性 ・客の嗜好の変化に対応できなくなる可能性 ・新規参入の増加と競争激化の可能性 ・食中毒や異物混入といった一般的に飲食店が抱えるリスク ・国内における人財の確保が難しくなる可能性 ・進出先の国や地域のントリーリスク

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 「一風堂」ブランドの根底にある「変えるもの」と「変えざるもの」の使い分けの経営姿勢を評価

テレビ番組で有名になった福岡発の豚骨ラーメン店というのは、「一風堂」の一面に過ぎない。

「一風堂」は、創業当初より女性客を意識した他にはなかったブランドコンセプトから出発している。そのコンセプトを具現化する過程で、ブランドを構成する各要素を磨き上げていった。根底にあるのは、「変えるもの」と「変えざるもの」の使い分けが巧みである点にあり、それがブランド力の蓄積につながっていると考える。

「赤丸新味」や「白丸元味」といった、「一風堂」での長年にわたる定番商品は「変えるもの」と「変えざるもの」の使い分けの成功例として挙げられる。メニューに不変の商品があることは、「一風堂」ブランドの維持に貢献する。一方、それらの定番商品の味には、毎年少しずつマイナーチェンジを施しているという。その結果、嗜好や需要の変化に対応し続けることが可能となり、「一風堂」ブランドのもとで、固定客維持と新規客獲得の両立につながっていると見えよう。

海外の店舗でも、定番商品は維持しながら、進出先の文化や嗜好に合わせたサイドメニューを提供する手法を採り、同社の多地域展開を可能にしている。「変えるもの」と「変えざるもの」の使い分けの考え方が経営に浸透していることが、早い段階からの海外展開を可能としてきた。

◆ 当面の戦略は多ブランド化、多地域展開

同社は当面、国内では多ブランド化（新業態の開発）、海外では多地域展開を進めていくことになる。その過程で、国内では新業態の浸透に遅れがないか、海外ではライセンス提供先との展開スピード等の考えに相違が発生しないかといった点に留意したい。特に後者については、18/3 期に進出先のパートナー企業との関係の見直しが複数件実行されており、その影響が業績にどのように反映されるかに注目する。それらを含め、中期的に収益性の改善がどのようなペースで進むかが焦点となろう。

> 今後の業績見通し

◆ 18年3月期会社計画

18/3 期の会社計画は、売上高 24,508 百万円（前期比 9.3%増）、営業利益 920 百万円（同 51.1%増）、経常利益 930 百万円（同 72.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 610 百万円（同 125.1%増）である。

期初の会社計画は、売上高 25,126 百万円（前期比 12.0%増）、営業利益 830 百万円（同 36.3%増）、経常利益 800 百万円（同 48.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 465 百万円（同 71.3%増）であった。第 2 四半期決算時に公表された最新の計画では、売上高は下方修正されたものの、利益は上方修正となった（図表 18）。

また、営業利益よりも、経常利益や親会社株主に帰属する当期純利益の修正幅が大きい。(1) 期初計画に比べて為替相場が円安で推移して18/3 期第2 四半期累計期間に為替差益 37 百万円が発生したこと、(2) 17/3 期に赤字だった一部の海外子会社が黒字転換したこと、(3) 税金等調整前当期純利益に対する税負担率が期初計画よりも低く抑えられる見込みであることの3 点が要因である。

配当に関しては、17/3 期の 6.0 円(普通配当 5.0 円、記念配当 1.0 円)に対し、18/3 期は 5.5 円(中間 2.5 円、期末 3.0 円)を計画している(17 年 10 月 1 日付の 1:2 の株式分割考慮後ベースで、17/3 期の配当も遡及修正後の金額)。18/3 期の配当性向は、20.5%となる予定である。

同社の事業セグメントで、全体に大きく影響を与えるのは、国内店舗運営事業と海外店舗運営事業である。このうち、18/3 期の利益成長への貢献度が大きいのは、海外店舗運営事業と本社では想定している。

◆ 国内店舗運営事業は前期比増収減益の会社計画

国内店舗運営事業は、売上が前期比 4.1%増、セグメント利益が同 0.9%減の見込みである。既存店売上高は期初計画では前期比±0%だったが、同 1.9%減に下方修正された。店舗数は 17/3 期末 125 店に対し、18/3 期末 134 店を予定している(期初計画では 136 店)。「RAMEN EXPRESS」は期初計画以上の出店となる見込みだが、「一風堂」の 1 店舗を含め、期初計画に予定していなかった閉店が 2 店舗発生している。一方、コストコントロールにより、セグメント利益は期初計画を若干上回ると見込んでいる。

◆ 海外店舗運営事業は前期比大幅増益の会社計画

海外店舗運営事業は、売上が前期比 23.8%増、セグメント利益が同 202.4%増の見込みである。店舗数は 17/3 期末 65 店に対し、18/3 期末 83 店を予定している(期初計画では 90 店)。米国西海岸の直営店出店の遅延が発生しているが、それ以外のエリアの出店計画は概ね予定通りに推移している。米国の新規出店の遅延により、売上高は期初計画よりも下方修正された。一方、欧州エリアでの通期黒字化により期初計画の時点から大幅増益が想定されていたが、米国での新規出店費用が減少した分、セグメント利益は上方修正されている。

【 図表 18 】 カの源ホールディングスの 18 年 3 月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/3期 実績	17/3期 実績	18/3期		前期比
			会社計画 (期初)	会社計画 (修正後)	
売上高	20,865	22,430	25,126	24,508	9.3%
国内店舗運営事業	14,384	14,641	15,646	15,248	4.1%
海外店舗運営事業	4,329	4,851	6,185	6,007	23.8%
国内商品販売事業	1,961	2,294	2,346	2,316	1.0%
その他	190	643	948	935	45.3%
売上総利益	14,709	15,760	-	-	-
売上総利益率	70.5%	70.3%	-	-	-
営業利益	502	609	830	920	51.1%
売上高営業利益率	2.4%	2.7%	3.3%	-	-
国内店舗運営事業	1,166	1,054	1,038	1,044	-0.9%
海外店舗運営事業	-104	141	304	428	102.4%
国内商品販売事業	4	57	84	65	15.0%
その他	-93	-87	-17	-38	-
全社費用	-470	-555	-580	-579	-
経常利益	430	539	800	930	72.5%
売上高経常利益率	2.1%	2.4%	3.2%	3.8%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	125	271	465	610	125.1%
売上高当期純利益率	0.6%	1.2%	1.9%	2.5%	-

(出所) カの源ホールディングス有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 18 年 3 月期第 3 四半期決算

18/3 期第 3 四半期累計期間は、売上高 18,143 百万円(前年同期比 8.6%増)、営業利益 668 百万円(同 35.6%増)、経常利益 698 百万円(同 58.6%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益 503 百万円(同 269.4%増)であった。

修正後の通期計画に対する進捗率は、売上高が 74.0%、営業利益が 72.6%である。

国内店舗運営事業は、売上高が前年同期比 3.2%増、セグメント利益が同 3.6%減となった。減益となったのは、店舗まで食材を運搬する物流費の上昇が響いたためである。

海外店舗運営事業は、売上高が前年同期比 24.5%増、セグメント利益が同 255.5%増となった。各国・地域での店舗の増加のほか、欧州での収益性改善が目立った。なお、18/3 期第 3 四半期までに、新たにベトナムへの進出が決まったほか、中国・香港、マレーシアでのライセンス形態への切り替えや、インドネシア法人の子会社化による直営形態への切り替えが行われた。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 18/3 期業績について、売上高 24,506 百万円（前期比 9.3%増）、営業利益 921 百万円（同 51.2%増）、経常利益 938 百万円（同 74.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 626 百万円（同 130.7%増）と、売上高、利益とも会社計画に近い水準を予想する（図表 19）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 国内、海外とも、「一風堂」/「IPPUDO」とそれ以外に分け、それぞれの店舗数と、1店舗1カ月当たり売上高を予想して売上高を推算した。

国内では、18/3 期末の店舗数は「一風堂」89 店、それ以外 45 店とした。同社の計画と同じである。18/3 期の1店舗1カ月当たり売上高は、直近の既存店売上の状況から、「一風堂」、それ以外ともに 17/3 期より低下するものと予想した。

海外では、18/3 期末の店舗数は、同社の計画と同じ「IPPUDO」75 店、それ以外 8 店とした。18/3 期の1店舗1カ月当たり売上高は、17/3 期との比較では、「IPPUDO」は横ばい、それ以外はやや上昇と予想した。

(2) 売上総利益率は、17/3 期の 70.3%に対し、18/3 期は 71.0%まで 0.7%ポイント改善するものとした。販管費は、17/3 期の 15,151 百万円に対し、18/3 期は 16,478 百万円と 1,327 百万円増加するものとした。いずれも海外店舗運営事業の収益性改善が牽引する展開を予想した。その結果、18/3 期の売上高営業利益率は会社計画と同じ 3.8%と、17/3 期の 2.7%より 1.1%ポイント改善するものと予想した。

19/3 期以降について、19/3 期は前期比 9.6%、20/3 期は 8.2%、21/3 期は 7.1%の増収が続くと予想した。国内店舗運営事業での「一風堂」以外と海外店舗運営事業が増収を牽引しよう。売上総利益率の緩やかな改善により、売上高営業利益率は 21/3 期の 4.9%まで緩やかに改善するものと予想した。

【 図表 19 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書)

(単位:百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期CE	18/3期E	19/3期E	20/3期E	21/3期E
損益計算書							
売上高	20,865	22,430	24,508	24,506	26,869	29,077	31,140
前期比	16.9%	7.5%	9.3%	9.3%	9.6%	8.2%	7.1%
セグメント別							
国内店舗運営事業	14,384	14,641	15,248	15,253	16,200	17,144	17,924
一風堂	10,239	10,252	-	10,771	10,962	11,150	11,336
一風堂以外	4,145	4,389	-	4,482	5,238	5,994	6,588
海外店舗運営事業	4,329	4,851	6,007	6,002	7,269	8,332	9,415
IPPUDO	4,066	4,336	-	5,330	6,285	6,921	7,558
IPPUDO以外	263	514	-	672	984	1,411	1,857
国内商品販売事業	1,961	2,294	2,316	2,316	2,400	2,500	2,600
その他	190	643	935	935	1,000	1,100	1,200
売上総利益	14,709	15,760	-	17,399	19,130	20,761	22,265
前期比	18.2%	7.1%	-	10.4%	9.9%	8.5%	7.2%
売上総利益率	70.5%	70.3%	-	71.0%	71.2%	71.4%	71.5%
販売費及び一般管理費	14,206	15,151	-	16,478	17,938	19,363	20,737
売上高販管費率	68.1%	67.5%	-	67.2%	66.8%	66.6%	66.6%
営業利益	502	609	920	921	1,192	1,397	1,528
前期比	284.2%	21.2%	51.1%	51.2%	29.4%	17.2%	9.4%
売上高営業利益率	2.4%	2.7%	3.8%	3.8%	4.4%	4.8%	4.9%
セグメント別							
国内店舗運営事業	1,166	1,054	1,044	1,037	1,117	1,200	1,254
海外店舗運営事業	-104	141	428	426	530	624	725
国内商品販売事業	4	57	65	64	67	70	72
その他	-93	-87	-38	-14	-12	-8	0
全社費用	-470	-555	-579	-592	-511	-488	-523
経常利益	430	539	930	938	1,182	1,373	1,500
前期比	137.3%	25.3%	72.5%	74.0%	26.0%	16.1%	9.3%
売上高経常利益率	2.1%	2.4%	3.8%	3.8%	4.4%	4.7%	4.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	125	271	610	626	793	913	990
前期比	-	116.7%	125.1%	130.7%	26.7%	15.1%	8.5%
売上高当期純利益率	0.6%	1.2%	2.5%	2.6%	3.0%	3.1%	3.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) カの源ホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 20 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期CE	18/3期E	19/3期E	20/3期E	21/3期E
貸借対照表							
現金及び預金	2,609	3,316	-	1,288	1,380	1,636	1,095
受取手形及び売掛金	334	383	-	395	458	465	523
たな卸資産	224	282	-	496	357	566	423
その他	961	979	-	1,256	1,265	1,274	1,283
流動資産	4,130	4,961	-	3,437	3,461	3,943	3,326
有形固定資産	5,915	6,152	-	7,662	9,853	10,707	11,483
無形固定資産	160	177	-	146	147	137	126
投資その他の資産	2,577	3,031	-	2,960	3,060	3,160	3,260
固定資産	8,654	9,362	-	10,769	13,061	14,004	14,869
資産合計	12,784	14,323	-	14,207	16,523	17,948	18,195
支払手形及び買掛金	556	623	-	652	746	767	853
未払法人税等	277	118	-	129	166	193	211
未払金	648	1,033	-	1,200	1,400	1,600	1,800
短期借入金	887	492	-	300	300	300	300
1年以内償還予定の社債	-	14	-	14	14	14	14
1年以内返済予定の長期借入金	1,000	1,291	-	1,286	1,222	1,040	897
その他	837	805	-	876	876	876	876
流動負債	4,208	4,378	-	4,458	4,725	4,791	4,952
社債	-	179	-	165	151	137	123
長期借入金	5,124	5,402	-	4,225	5,502	5,962	5,064
その他	787	786	-	843	843	843	843
固定負債	5,911	6,368	-	5,234	6,497	6,942	6,031
純資産合計	2,665	3,576	-	4,514	5,301	6,214	7,212
(自己資本)	2,637	3,424	-	4,050	4,843	5,756	6,747
キャッシュ・フロー計算書							
税金等調整前当期純利益	372	530	-	919	1,182	1,373	1,500
減価償却費	715	709	-	559	647	766	844
売上債権の増減額 (-は増加)	-58	-50	-	-12	-62	-7	-57
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-27	-52	-	-213	138	-208	143
仕入債務の増減額 (-は減少)	-106	71	-	29	93	21	85
未払金の増減額 (-は減少)	127	21	-	166	200	200	200
法人税等の支払額	-98	-516	-	-297	-359	-433	-484
その他	163	200	-	-149	-9	-9	-9
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,087	914	-	1,002	1,831	1,703	2,222
有形固定資産の取得による支出	-1,371	-1,052	-	-1,700	-2,800	-1,600	-1,600
有形固定資産の売却による収入	58	488	-	5	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-27	-8	-	-10	-40	-10	-10
投資有価証券の取得・売却による支出	-	-10	-	0	0	0	0
関係会社株式の取得・売却による支出	-3	-24	-	170	0	0	0
連結の範囲の変更を伴う 子会社株式の取得による収支	39	-127	-	-7	0	0	0
敷金及び保証金の回収・差入による収支	-294	-148	-	-99	-100	-100	-100
その他	-72	-94	-	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,670	-977	-	-1,640	-2,940	-1,710	-1,710
短期借入金の増減額 (-は減少)	342	-395	-	-192	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	274	1,753	-	-1,183	1,213	277	-1,040
社債の発行・償還による収支	-5	189	-	-14	-14	-14	-14
株式の発行による収支	-	525	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-30	-	0	0	0	0
その他	-104	-1,079	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	507	961	-	-1,389	1,199	263	-1,054
換算差額	-108	-152	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-184	746	-	-2,027	91	256	-541
現金及び現金同等物の期首残高	3,110	2,890	-	3,637	1,609	1,700	1,957
連結子会社の合併・除外による 現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-36	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の期末残高	2,890	3,637	-	1,609	1,700	1,957	1,415

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) カの源ホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 食中毒や異物混入等のリスク

飲食店を運営する企業に共通して言えることだが、どうしても食中毒や異物混入のリスクはつきまとう。こうした事案が発生した場合、同社の評判が毀損する可能性がある。

◆ 為替変動のリスク

海外子会社からのロイヤリティ収入や、設備投資資金の貸付金等で外貨建て取引、海外連結子会社の業績について、為替変動のリスクを伴う。

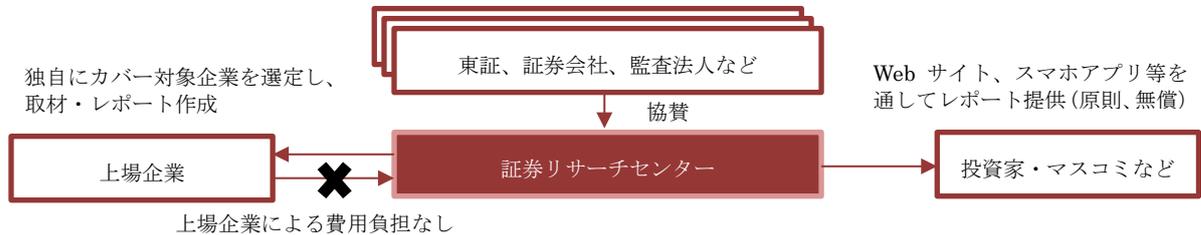
◆ 自然災害等のリスク

国内全国へ店舗を有しているため、店舗の営業や物流に関して、どうしても自然災害のリスクを伴う。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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、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。
- ・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。