



# 王将フードサービス

東証1部 9936 業種: 外食、小売

## 中華料理の金メダリスト。お店で餃子、おうちでも餃子。レーティング Buy でカバレッジ開始

### 目標株価 7,250 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

三田証券（当社）は、株式会社王将フードサービス（9936、王将フードサービス、同社）のカバレッジを目標株価 7,250 円、レーティング Buy で開始する。

同社は最大手中華料理店チェーン「餃子の王将」を直営及びFC方式で全国展開している。業績はコロナ禍前から好調。コロナ禍をうけて時短営業を強いられ、店内飲食が減収となったものの、テイクアウト及びデリバリーの好調が続いている。競合が軒並み赤字に転落する中で同社は 21/3 期に営業利益 61 億円（営業利益率 7.5%）を計上した。業績不振外食店の閉店が進み、出店可能な立地が増えていく中で、同社は唯一前向きな投資を続けられる大手中華料理店チェーンであると思われる。同社の競争優位性はますます強化されるであろうと当社は考える。

当社が想定する株価上昇のカタリストは、月次既存店売上高の好調、四半期利益の回復、自治体による時短営業要請の緩和、新型コロナウイルスワクチン接種の進展、など。

### 三田証券による業績予想

当社による営業利益予想は、22/3 期 75 億円（前期比 23.0%増。会社ガイダンス 67 億円）、23/3 期 88 億円（同 18.4%増）、24/3 期 91 億円（同 2.5%増）。今後は、自治体による時短営業要請の緩和、ワクチン接種進行による外食需要回復、業績不振外食店の閉店による出店余地の拡大が期待できる。外食店におけるテイクアウト需要は全般的にピークアウトする可能性があるものの、餃子については家庭における食事との相性が良く、テイクアウト需要の定着が見込めると当社は見ている。また、アルコール類の提供が回復すれば、客単価にプラスの効果が生じるだろう。直営店舗数については、21/3 期末 528 店舗から 24/3 期末 554 店舗へと緩やかな増加を想定する。6 月から展開するテイクアウト・デリバリー専門店「餃子の王将 ジョイ・ナーホ」が成功すれば、出店加速の可能性も出てくる。

### バリュエーション、リスク要因

目標株価の算出にあたっては、22/3 期-26/3 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 4.5%、永久成長率 0.3%の残余利益モデル（RIM）を用いた。なお、目標株価は、当社予想 23/3 期 EPS 315.90 円の 23.0 倍に相当する水準である。

当社見解に対するリスク要因は、新型コロナウイルス感染者急増による時短営業要請の長期化、既存店売上高の想定外の悪化、食中毒に起因する顧客の離反、ガバナンスに関わる重大な問題の発生、など。

### 特集: 外食業界の現況

巻末に、最近の外食業者の資本増強事例、月次データ等を掲載した（21-27 頁）。

三田証券株式会社  
調査部長 チーフアナリスト  
清水 純一

## 新規カバレッジ

### レーティング Buy

目標株価(円)	7,250
株価(円) (6/21)	5,610
時価総額(十億円)	130.6

### 変更の有無

レーティング	新規
目標株価	新規
業績予想	新規

### 株価推移(円)



出所: Bloomberg Finance LP

### 業績推移

	20/3	21/3	22/3予	23/3予	24/3予	
売上高	十億円	85.6	80.6	88.4	94.2	96.9
営業利益	十億円	7.7	6.1	7.5	8.8	9.1
経常利益	十億円	8.1	6.9	8.8	9.2	9.4
当期純利益	十億円	5.3	4.3	5.5	5.9	6.1
EPS	円	283.0	228.4	295.1	315.9	323.9
BPS	円	2,681	2,821	3,016	3,212	3,396
DPS	円	120.0	100.0	120.0	140.0	150.0
PER	倍	20.4	25.5	19.0	17.8	17.3
PBR	倍	2.2	2.1	1.9	1.7	1.7
配当利回り	%	2.1	1.7	2.1	2.5	2.7
ROA	%	8.1	5.4	6.0	6.2	6.4
ROE	%	10.9	8.3	10.1	10.1	9.8

出所: 会社資料、三田証券

### 会社概要

王将フードサービスは、京都府を本拠地とし、最大手中華料理店チェーン「餃子の王将」を全国展開する外食企業。21/3 期末店舗数は 734 店舗（直営 528 店舗、FC 206 店舗）。21/3 期売上高 806 億円。テイクアウト・デリバリーが好調。

# 投資判断のポイント

## アウトロクク

### テイクアウト需要の定着、店内アルコール提供復活

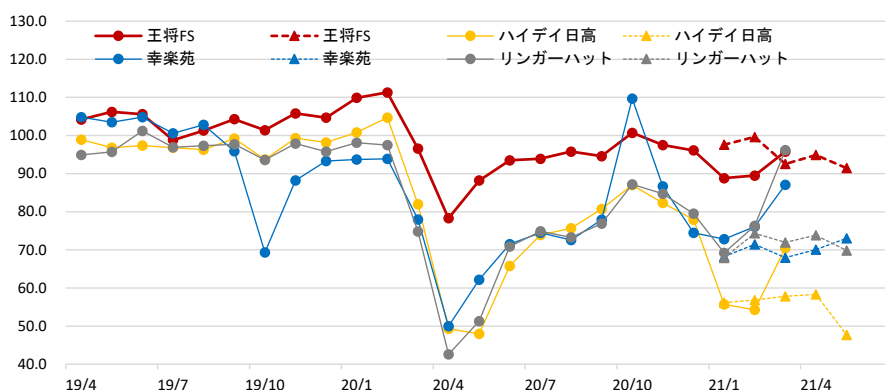
三田証券(当社)は、株式会社王将フードサービス(9936、王将フードサービス、同社)のカバレッジを目標株価7,250円、レーティングBuyで開始する。

目標株価7,250円、レーティングBuyでカバレッジ開始

同社は、大衆向け中華料理店チェーン「餃子の王将」を直営及びFCで全国展開している。コロナ禍影響を受ける前の3年間(18/3期-20/3期)は、直営店既存店売上高が前期比プラスを続けるなど、好調が続いていた。また、コロナ禍影響を強く受けた21/3期においては、時短営業により店内飲食売上高が減ったものの、テイクアウト・デリバリー需要が強く、既存店売上高は前期比7.2%減で済んでいる。優れた調理技術、豊富なメニュー、中華料理店としての圧倒的なブランド認知、等が同社の堅実な業績を支えていると当社は見ている。競合が軒並み赤字に転落する中で同社は21/3期に営業利益61億円(営業利益率7.5%)を計上した。業績不振外食店の閉店が進み、出店可能な立地が増えていく中で、同社は、唯一前向きな投資を続けられる中華料理店チェーンであると思われる。同社の競争優位性はますます強化されるであろうと当社は考える。

中華料理店チェーンとしてダントツの好業績。コロナ禍を経て競争優位性がますます強化されるだろう

図表: 月次既存店売上高



出所: 各社資料、三田証券

注: 前年同月または前々年同月を100。実線は前年同月比、点線は前々年比

当社による22/3期連結業績予想は、売上高884億円(前期比9.6%増)、営業利益75億円(同23.0%増)と、会社ガイダンス(売上高839億円、営業利益67億円)に対して上振れを想定。当社が想定する期末直営店舗数は538店舗(前期比1.9%増)で会社想定と同じ。既存店売上高の想定は、前期比8.3%増(客数6.4%増、客単価1.7%増)で、会社想定2.1%増を上回る。なお、当社想定既存店売上高は、20/3期比で0.5%増(客数9.7%減、客単価11.3%増)に相当する。

22/3期業績はガイダンスに対して上振れを想定。テイクアウト需要の定着、アルコール類を含む店内飲食の回復を期待

今後は、自治体による飲食店に対する休業・時短営業要請及びアルコール提供自粛要請の一層の緩和、ワクチン接種進行による外食需要回復、業績不振外食店の閉店による出店余地の拡大が期待できるだろう。外食のテイクアウト需要は全般的にピークアウトする可能性があるものの、同社の主力商品である餃子は家庭における食事との相性が良く、テイク

アウト需要の定着が見込めると当社は見ている。また、店内飲食におけるアルコール類の注文比率が回復することで、客単価にプラスの効果が生じると考える。

同社が営業利益ベースでコロナ禍以前の業績を上回るのは23/3期で、営業利益88億円（前期比18.4%増）と予想する。24/3期は営業利益91億円（同2.5%増）を予想。直営店舗数については、23/3期末546店舗（同1.5%増）、24/3期末554店舗（同1.5%増）と緩やかな増加を想定する。ただし、6月から展開するテイクアウト・デリバリー専門店「餃子の王将 ジョイ・ナーホ」が成功すれば、出店が加速する可能性が高まるだろう。

*23/3期にコロナ禍前の営業利益を上回ると予想。テイクアウト・デリバリー専門店が成功すれば追加的な成長ドライバーに*

図表: 三田証券による業績予想サマリー (連結)

単位: 百万円	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	22/3	22/3	23/3	24/3
	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	会社予想	コンセンサス	コンセンサス	コンセンサス
<b>業績</b>												
売上高	81,638	85,571	80,616	88,379	94,232	96,941	100,968	103,221	83,854	88,760	94,790	97,360
(YoY, %)	4.5	4.8	-5.8	9.6	6.6	2.9	4.2	2.2				
営業利益	6,924	7,698	6,073	7,473	8,849	9,068	9,541	9,850	6,685	8,000	8,500	9,100
(YoY, %)	25.8	11.2	-21.1	23.0	18.4	2.5	5.2	3.2				
OPM (%)	8.5	9.0	7.5	8.5	9.4	9.4	9.4	9.5				
経常利益	7,310	8,084	6,867	8,768	9,151	9,376	9,859	10,168	7,915	8,400	8,900	9,500
(YoY, %)	26.5	10.6	-15.1	27.7	4.4	2.5	5.1	3.1				
当期純利益	4,189	5,311	4,287	5,539	5,930	6,081	6,404	6,612	5,167	5,290	5,630	6,030
(YoY, %)	14.7	26.8	-19.3	29.2	7.1	2.5	5.3	3.2				
減価償却費	2,553	2,503	2,525	2,601	2,684	2,763	2,846	2,933	2,562			
設備投資額	1,448	2,243	3,192	4,390	3,400	3,500	3,690	3,790	4,363			
フリーCF	7,188	5,586	2,380	4,439	5,658	5,365	5,763	5,758				
<b>KPI</b>												
直営店舗数	516	523	528	538	546	554	563	572				
(YoY, %)	1.4	1.4	1.0	1.9	1.5	1.5	1.6	1.6				
1店舗当たり売上高(直営店)	147	152	141	152	160	162	166	167				
(YoY, %)	1.7	3.4	-7.4	8.3	4.9	1.4	2.6	0.6				
FC店舗数	213	214	206	210	213	216	219	222				
(YoY, %)	-6.2	0.5	-3.7	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4				
<b>1株当たり指標</b>												
EPS (円)	223.32	283.04	228.37	295.08	315.90	323.94	341.17	352.20	275.26	281.80	299.91	321.22
BPS (円)	2,498.80	2,680.93	2,820.79	3,015.88	3,211.78	3,395.72	3,586.89	3,769.09				
DPS (円)	120.00	120.00	100.00	120.00	140.00	150.00	170.00	180.00	100.00			
<b>バリュエーション、収益性等</b>												
PER (倍)	31.4	20.4	25.5	19.0	17.8	17.3	16.4	15.9				
PBR (倍)	2.8	2.2	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6	1.5				
配当性向 (%)	53.7	42.4	43.8	40.7	44.3	46.3	49.8	51.1				
配当利回り (%)	1.7	2.1	1.7	2.1	2.5	2.7	3.0	3.2				
ROA (%)	6.5	8.1	5.4	6.0	6.2	6.4	6.8	6.7				
ROE (%)	9.0	10.9	8.3	10.1	10.1	9.8	9.8	9.6				
<b>財務健全性指標</b>												
自己資本比率 (%)	73.3	74.5	58.1	60.3	61.4	69.2	70.0	70.8				
D/ELシオ (倍)	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2				

出所: 会社資料、三田証券

注: コンセンサス予想は QUICK コンセンサス

## カタリスト

当社が想定する株価上昇のカタリストは、月次既存店売上高の好調、四半期利益の回復、自治体による飲食店に対する休業・時短営業要請の緩和、新型コロナワクチン接種の進展、など。

## バリュエーション

### 残余利益モデル (RIM) による株式評価

目標株価 7,250 円の算出にあたっては、22/3 期-26/3 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 4.5%、永久成長率 0.3%の残余利益モデル (RIM) を用いた。なお、目標株価は、当社予想 23/3 期 EPS 315.90 円の 23.0 倍に相当する水準である。

**RIM に基づく目標株価は  
7,250 円**

図表: 残余利益モデル (RIM)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想
10億円	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3
株主資本 (EOP)	53.0	56.6	60.3	63.7	67.3	70.8	
当期利益		5.5	5.9	6.1	6.4	6.6	
株主資本コスト		2.4	2.5	2.7	2.9	3.0	
残余利益		3.2	3.4	3.4	3.5	3.6	
残余利益の現在価値		3.0	3.1	3.0	3.0	2.9	
ターミナルバリュエーションの現在価値							68.6
ベータ	0.80						株主資本価値合計 136.5
リスクフリーレート (%)	0.50						発行済株式数 (m) 18.772
市場リスクプレミアム (%)	5.00						目標株価 (円) <b>7,250</b>
株主資本コスト (%)	4.50						
永久成長率 (%)	0.30						

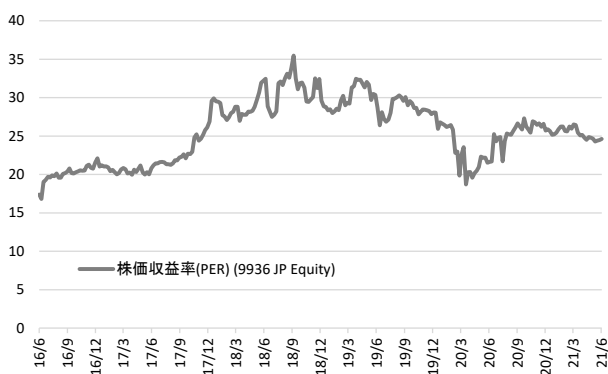
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率	0.00	0.10	0.20	0.30	0.40	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90
目標株価	7,000	7,100	7,200	<b>7,250</b>	7,350	7,450	7,550	7,650	7,800	7,900

出所: 三田証券

図表: 王将フードサービス PER 推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

類似企業とのバリュエーション比較 (参考)

同社 PER (Bloomberg コンセンサス予想ベース) は外食業者平均値・中央値を大幅に下  
回っており、割安感があるとの印象。ただし、コンセンサス予想を構成するセルサイドア  
ナリストの業績予想の数が少ないとみられる点には留意が必要である。

図表: 外食業者のバリュエーション比較

Table with columns: 会社名, ティッカー, 株価, 時価総額, ネットD/E, 売上YoY, EBITDA Mn, ROE, ROE, ROE, PER, PER, PER, PBR, EV/EBITDA, EV/Sales, 配当利回り, 1ヵ月, 3ヵ月, 1年. Lists various food service companies like くら寿司, マクドナルド, etc.

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース。網掛けは三田証券カバー銘柄

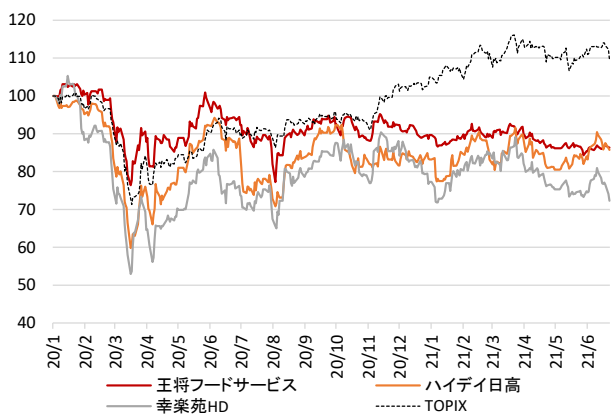
図表: 外食業者のバリュエーション比較 (中華、ラーメン)

Table with columns: 会社名, ティッカー, 株価, 時価総額, ネットD/E, 売上YoY, EBITDA Mn, ROE, ROE, ROE, PER, PER, PER, PBR, EV/EBITDA, EV/Sales, 配当利回り, 1ヵ月, 3ヵ月, 1年. Lists companies like 力の源HD, 華萊苑HD, etc.

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

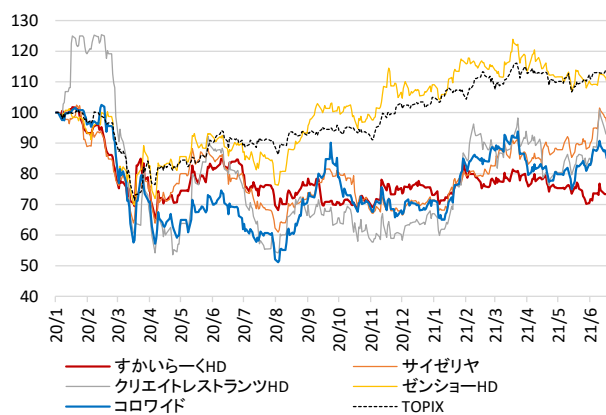
注: 予想値は Bloomberg コンセンサスペース。網掛けは三田証券カバー銘柄

図表: 外食業者株価推移 (中華料理)



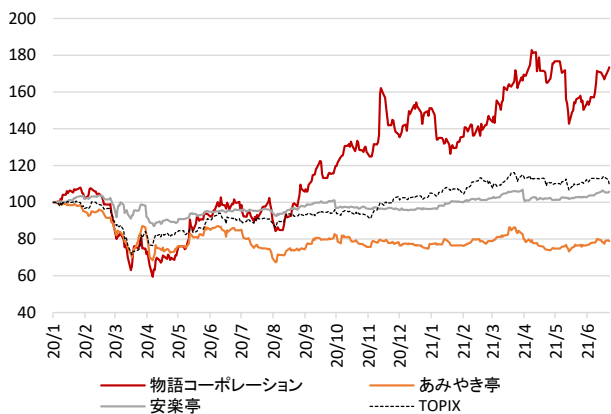
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: 外食業者株価推移 (ファミレス、総合型)



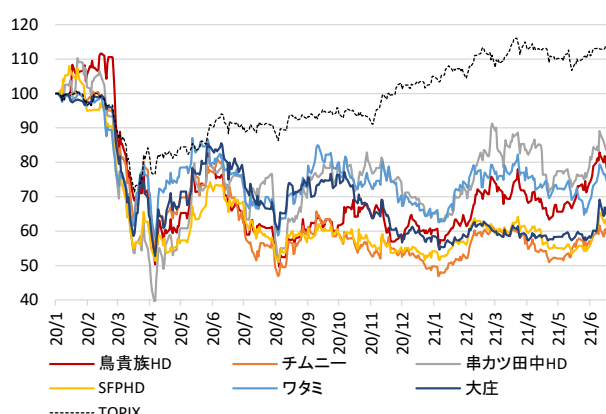
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: 外食業者株価推移 (焼肉)



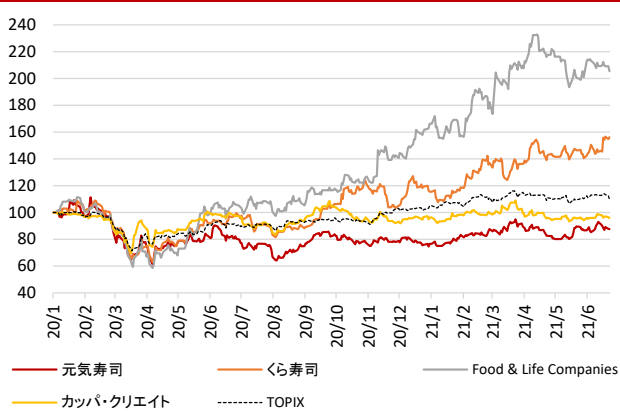
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: 外食業者株価推移 (居酒屋)



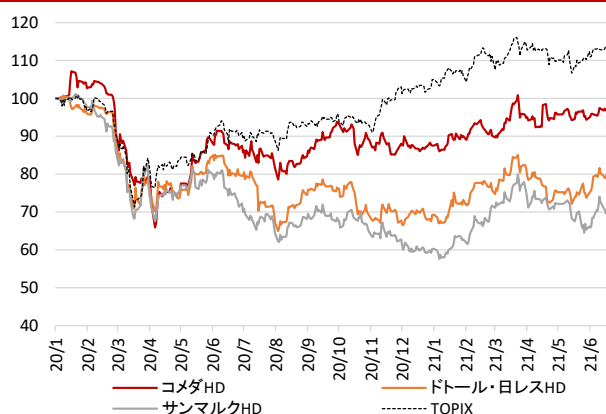
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: 外食業者株価推移 (回転寿司)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

図表: 外食業者株価推移 (喫茶店)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019年末を100として指数化

## リスク要因

当社見解に対するリスク要因は、新型コロナウイルス感染者急増による時短営業要請の長期化、既存店売上高の想定外の悪化、食中毒に起因する顧客の離反、ガバナンスに関わる重大な問題の発生、など。



# 会社概要

## 会社概要

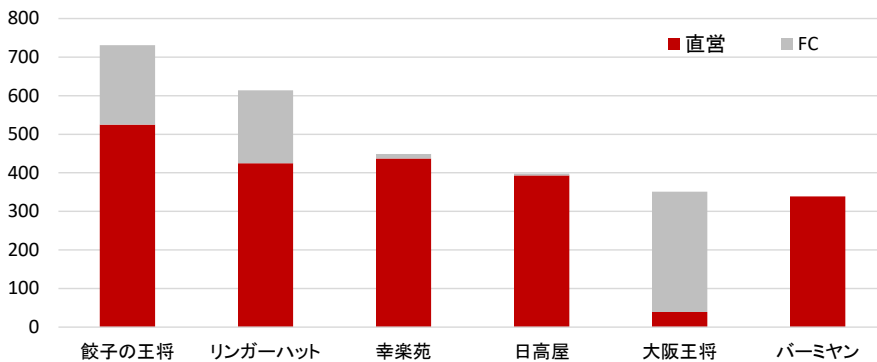
### 王将フードサービスの概要

王将フードサービスは、京都府京都市に本拠を置く外食業者であり、中華料理店チェーン「餃子の王将」を直営及びフランチャイズ方式で全国展開している。21/3 期末店舗数は734店舗（直営528店舗、FC206店舗）。うち、海外は台湾の3店舗。同社は、中華料理店チェーンとして最大のシェアを有していると見られる。主な競合は、「大阪王将」「日高屋」「幸楽苑」「バーミヤン」「リンガーハット」など。

21/3 期連結業績は、売上高806億円（前期比5.8%減）、営業利益61億円（同21.1%減）、営業利益率7.5%。コロナ禍の影響で店内飲食が減少したが、テイクアウト・デリバリー需要の盛り上がりで相当程度をカバーし、外食業者として異例の高収益を計上した。コロナ禍前の業績は好調であり、19/3 期営業利益は69億円（前期比25.8%増、営業利益率8.5%）、20/3 期は営業利益77億円（同11.2%増、同9.0%）であった。

日本最大の中華料理店チェーン。コロナ禍をうけてもテイクアウト・デリバリー需要が旺盛

図表：中華料理チェーン店舗数比較（国内店舗）



出所：各社資料、三田証券 注：餃子の王将、幸楽苑、バーミヤンは2021年3月末、他は同年2月末

### 強みと課題

同社の強みは、1) 料理人の優れた調理技術、2) 大衆向け中華料理店としての圧倒的なブランド認知、3) 強固な店舗収益管理体制であると会社は見ている。同社店舗では、自社工場で作成した生餃子を、店舗で料理人自身が鉄板で焼いている（一般的にチェーン店では冷凍餃子や自動餃子焼器を使用して業務を単純化している）。料理人が優れた調理技術を有しているため、餃子・ラーメン・炒飯といった定番料理以外に、様々な定食メニューを手作りで提供することができる。大規模チェーンであるにもかかわらず、同社は調理のマニュアル化による業務単純化を志向していない。個々の従業員の能力を高めることで結果的に高い効率性を実現し、それが店舗レベルの高い収益性や、大衆向け中華料理店としてのブランド認知の向上に繋がっている。

強みは、料理人の調理技術、ブランド認知、収益管理体制

一方、マニュアル化による業務単純化が図られていないこともあって、新規出店のペースは緩やかである。既存店成長を重視しながら、新規出店に向けて十分な人材を育成していくことが同社の課題である。

出店を拡大する上で調理人確保が課題



## グループ会社

本社グループ業績における連単差は極めて限定的である。21/3期連結売上高806億円に対して、単体売上高は803億円、連単差は3億円であった。

子会社の王将ハートフルは、餃子の餡に使われる野菜の加工、及び店舗や工場で使われる制服のクリーニング業務を行っている。また、台湾では、子会社が「餃子の王将」を営んでいる。

### 図表: 子会社

子会社名称	議決権比率 (%)	所在地	概要
王将餐飲服務股份有限公司	100.0	台湾台北市	台湾における中華料理店運営
㈱王将ハートフル	100.0	京都府京都市	食材加工、クリーニング

出所: 会社資料、三田証券

## 沿革

王将フードサービスの前身は、京都市の個人経営店である。1974年に株式会社王将チェーンとして法人化、1990年に株式会社王将フードサービスに商号変更した。1993年、店頭銘柄として日本証券業協会に登録。1995年、大阪証券取引所市場第二部に上場。2006年、大阪証券取引所市場第一部に上場。2013年には東京証券取引所市場第一部に移行した。2015年には国内700店舗を達成。2016年には東日本の店舗へ食材を供給する東松山工場を埼玉県に設立した。

### 図表: 沿革

年月	概要
1967年12月	京都府京都市に王将1号店を開店。京都市内中心に店舗展開
1974年7月	㈱王将チェーン(現 ㈱王将フードサービス)を設立
1981年4月	九州工場を設置(福岡県)
1990年2月	久御山工場を設置(京都府)
1990年12月	㈱王将フードサービスに商号変更
1993年3月	店頭売買銘柄として日本証券業協会に登録
1995年1月	大阪証券取引所(市場第二部)及び京都証券取引所に上場
2006年3月	大阪証券取引所(市場第一部)に上場
2007年7月	国内500店舗の出店達成
2011年12月	札幌工場を設置(北海道)
2013年7月	東京証券取引所(市場第一部)へ移行
2013年12月	渡邊直人氏が代表取締役社長に就任(現任)
2014年10月	餃子の主要食材国産化、麺の小麦粉国産化
2015年2月	国内700店舗の出店達成
2015年12月	コーポレートガバナンスの評価・検証のための第三者委員会設置(2016年3月調査報告書受領)
2016年2月	東松山工場を設置(埼玉県)
2019年10月	クレジットカード・電子マネーによるキャッシュレス化を直営全店に導入

出所: 会社資料、三田証券

## 主要株主/経営陣

同社の実質的な筆頭株主は、調味料メーカーのアリアケジャパンである。ジャパンフードビジネスはアリアケジャパン創業者の資産管理会社であり、この2社は実質的に一体とみなせる。2社合計の持分は13.4%。実質的な第2位株主は酒類メーカーのアサヒビールで10.9%。創業家関係者の持分は合計で9.3%である。

図表: 主要株主 (21/3 期末)

主要株主	保有比率 (%)
アサヒビール	10.9
ジャパンフードビジネス	7.5
アリアケジャパン	5.9
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	5.3
加藤梅子	3.3
加藤ひろみ	3.2
公益財団法人 加藤朝雄国際奨学財団	2.8

出所: 会社資料、三田証券

## 事業の詳細

### 売上高の構成

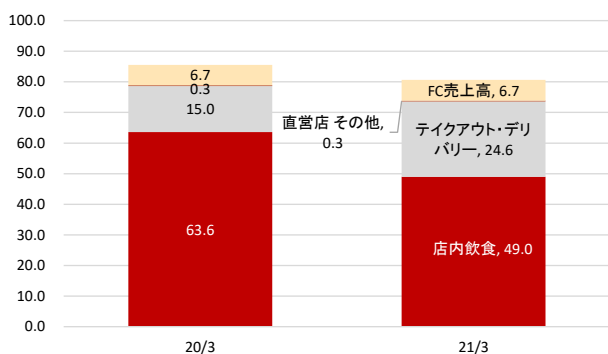
#### 連結売上高の構成

21/3期連結売上高806億円の内訳は、直営店売上高739億円、FC売上高67億円。直営店売上高のうち国内直営店が736億円、海外(台湾)が3億円を占めている。FC売上高は主にFC店舗に対する食材卸売に関するものである。なお、同社はFC店舗から受け取るロイヤリティを売上高として計上せず、営業外収益として計上している。

テイクアウト・デリバリーが売上高の1/3を占めるまでに成長

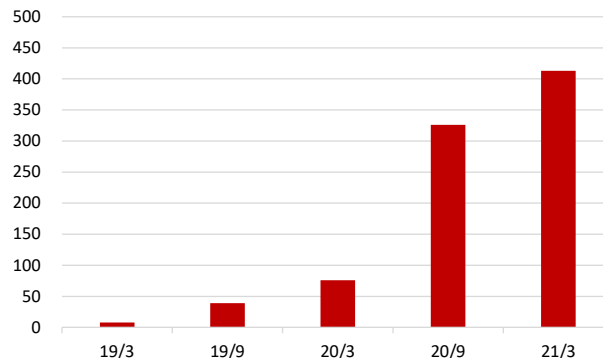
近時、外食業者の大半がコロナ禍影響で売上高の大幅減少に見舞われたが、同社の21/3期売上高は前期比5.8%減と善戦した。店内飲食(国内直営店ベース)が23.0%減と落ち込んだ一方、テイクアウト・デリバリーは64.1%増と急激に伸び、売上高の33.4%を占めるに至った(20/3期は19.1%)。

図表: 売上高構成 (10 億円)



出所: 会社資料、三田証券

図表: デリバリー対応店舗数



出所: 会社資料、三田証券

### 店舗数の構成

#### 店舗の分布

21/3期末の店舗数は734店舗。うち、直営が528店舗、FCが206店舗であった。直営のうち3店舗は海外(台湾)にある。

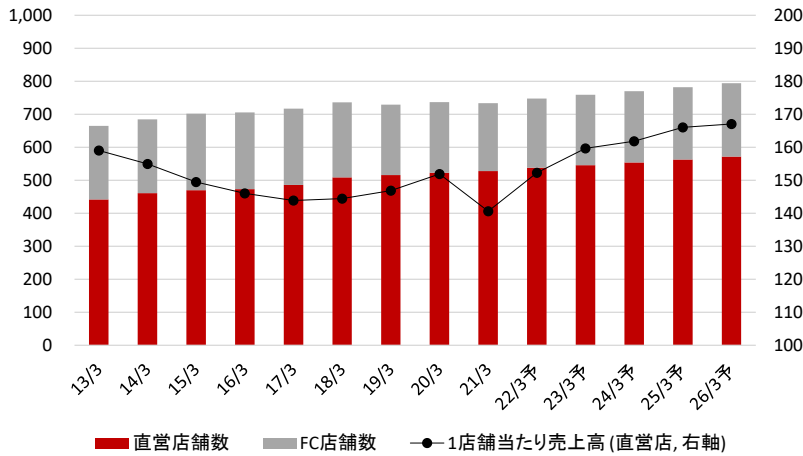
関西に強力な店舗網を構築済み。今後の出店は関東中心

直営店舗の地域別構成比は、関西45%、関東28%、東海10%、九州5%、など。同社は京都府を本拠地としており、関西で強固な店舗基盤を構築済みである。関西では駅前・商店街、ロードサイドとも多数の店舗を有しており、客席数100を超える大型店も多い。一方、関東では、駅前・商店街が中心であり、特に東京都の店舗の多くは客席数50以下である。同社の今後の出店は関東中心になるとみられる。なお、関東の店舗に対しては、東松山工場から食材を供給する体制がすでに出来上がっている。

店舗の地域分布について、「餃子の王将」に最も近い競合中華料理店チェーンは「大阪王将」であると当社は見ている。イートアンドホールディングスが運営する「大阪王将」は大阪府を中心として全国的にFC展開しており、特に関西に多数の店舗が存在する。一方、「日高屋」は関東のみの店舗展開、「幸楽苑」は関東・東北中心の店舗展開を行っている。

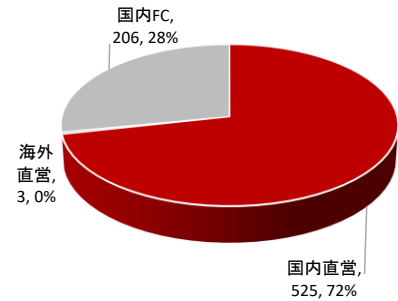
関西圏においては「餃子の王将」が強固な店舗基盤を有しているため、東日本を本拠地とする中華料理店チェーンが進出する余地がほとんど残っていないと思われる。

図表: 店舗数、1店舗当たり売上高の推移 (店、百万円)



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 店舗数構成 (2021年3月末)



出所: 会社資料、三田証券

図表: 中華料理店チェーンの店舗分布

王将FS (9936)	ハイデイ日高 (7611)		幸楽苑HD (7554)					
	直営店舗数 21/3期末	構成比 (%)	直営店舗数 21/2期末	構成比 (%)				
関西	236	44.7	東京都	202	46.8	東北	141	32.3
北海道	19	3.6	埼玉県	108	25.0	関東	243	55.6
東北	5	0.9	神奈川県	69	16.0	北陸甲信越	33	7.6
関東	147	27.8	千葉県	49	11.3	東海	17	3.9
甲信越	8	1.5	茨城県	3	0.7	関西	3	0.7
東海	51	9.7	栃木県	1	0.2			
北陸	16	3.0						
中国・四国	17	3.2						
九州	26	4.9						
台湾	3	0.6						
合計	528	100.0	合計	432	100.0	合計	437	100.0

出所: 各社資料、三田証券

## 「餃子の王将」の概要

### メニュー、客単価

「餃子の王将」は日本式の中華料理店。メニューの種類が豊富、かつ、価格がリーズナブルであり、顧客にとってコストパフォーマンスが高い外食店である。

主なメニューは、点心・揚げ物（焼餃子、春巻、シューマイなど）、麺類（ラーメン、焼きそばなど）、飯類（炒飯、天津飯、中華飯、など）、一品料理（ニラレバ炒め、海老のチリソース、野菜炒め、酢豚、回鍋肉、麻婆豆腐、カニ玉、チンジャオロース）、デザート、など。点心・揚げ物、飯類、一品料理については、量の少ない「ジャストサイズメニュー」も展開しており、一人客でも多種類の料理を楽しむことができるよう工夫されている。また、複数料理を組み合わせた定食メニューも人気がある。さらに、チェーン店では珍しく、各店長が考案したオリジナルメニューも豊富に存在する。厨房負荷の大きい料理が多く、競合は同社のオペレーションを容易には真似できないと思われる。

主力メニューの価格（西日本）は、「餃子」（6個）税抜220円、「餃子の王将ラーメン」480円、「焼飯」400円、「海老のチリソース」600円、「回鍋肉」480円、「麻婆豆腐」450円である。なお、「ジャストサイズメニュー」では、「餃子」（3個）120円、「炒飯」248円、「海老のチリソース」334円、「回鍋肉」287円、「麻婆豆腐」277円である。東日本の価格は西日本よりも若干高く設定されている。

足元の客単価は1,100円弱だが、これには、客単価が高いテイクアウト・デリバリーが多く含まれている。コロナ禍前において、店内飲食の客単価は950円程度、客単価に占めるアルコール類の比率は8%程度であったとみられる。

餃子を核としながらも、各店舗のオリジナルメニューを含め、多様なメニューを用意。価格はリーズナブル

店内飲食の客単価は950円程度、アルコール比率は8%

図表：餃子



出所：会社資料

図表：店舗外観（渋谷ハチ公口店）



出所：会社資料

### 食材

同社は2014年に「餃子の主要食材の国産化及び麺の小麦粉の国産化」を発表した。現在、餃子に使われている食材は、一部の調味料を除いてすべて国産である。餃子に使用するんにくは青森産、餃子の皮やラーメン・焼きそばの麺に用いられる小麦粉は北海道産である。

国産の食材にこだわり

### セントラルキッチン

同社は、京都、埼玉、福岡、北海道の4カ所に工場を有しており、セントラルキッチンとして、餃子、麺、ラーメンスープを製造している。餃子については、工場では生餃子を形成し、各店舗に配送している（同社は餃子の冷凍保存を行わない）。直近では、京都の久御山工場に新たな成形餃子製造ラインを導入し、生産能力を約1.8倍に拡大している。

*自社工場で成形した餃子を生のまま店舗に配送*

### 店内調理

店舗における調理は、優れた調理技術を持つ料理人が担当している。餃子を焼く際にも自動焼き器は用いず、料理人が自ら鉄板で焼いている。これにより、顧客の細かい要望にも応えることが可能になる。また、炒飯や一品料理なども料理人が中華鍋を用いて手作りしている。優れた調理技術を持つ料理人が複雑なオペレーションをこなし、多種類の本格的なメニューを提供できるのが同社店舗の強みである。

*料理人自身が餃子を焼く*

図表: 東松山工場外観



出所: 会社資料

図表: セントラルキッチン一覧

事業所名	所在地	対象エリア
久御山工場	京都府	関西、東海をカバー
九州工場	福岡県	九州、中国地方をカバー
札幌工場	北海道	北海道をカバー
東松山工場	埼玉県	東日本をカバー

出所: 会社資料、三田証券

### FC制度の概要

21/3 期末の FC 店舗数は 206 店舗、チェーン全体に占める割合は 28% である。FC オーナーは分散しており、その多くは 3、4 店舗を保有している。

*FC 売上高は食材の卸売が中心*

FC 契約の期間は 9 年。同社が FC オーナーから受け取るロイヤリティは僅かであり、全 FC 店舗合計で年間 1 億円程度しかない。同社はロイヤリティを売上高に計上せず、営業外収益に計上している。FC 事業に関する売上高の大半は食材の卸売に関するものである。

## コロナ禍をうけての業績推移

### 既存店売上高の推移

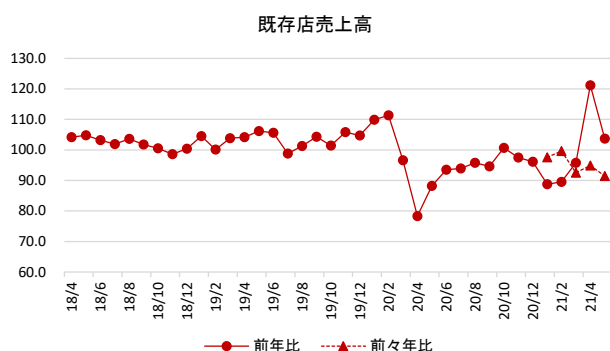
同社の21/3期既存店売上高(直営店)は前期比7.2%減と、コロナ禍影響を強く受けた外食業界において異例の好業績であった。内訳は、客数15.2%減、客単価9.4%増。客単価増加の主因は、テイクアウト・デリバリー比率の大幅な上昇である。テイクアウトやデリバリーにおいては、一人の顧客が複数人数分の料理を注文することが多いためである。

**21/3期既存店売上高は前期比7.2%減。外食業界で異例の好業績**

2021年4月の既存店売上高は前年同月比21.2%増、前々年同月比5.1%減(当社推定)。5月の既存店売上高は前年同月比3.7%増、前々年同月比7.4%減。直近では「緊急事態宣言」「まん延防止等重点措置」適用エリアにおいてアルコール類の提供を休止した影響が強く出ている。これは、アルコール類の提供が再開された際には売上高が大きく伸びる余地がある

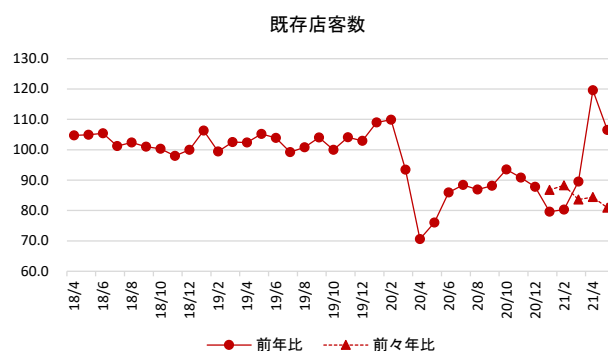
**アルコール類の提供が再開されれば、売上高が大きく伸びる余地がある**

図表: 既存店売上高



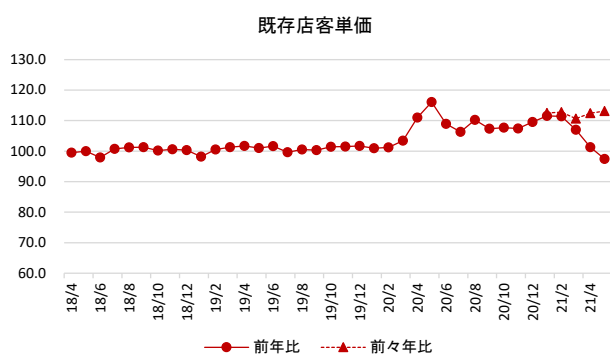
出所: 会社資料、三田証券

図表: 既存店客数



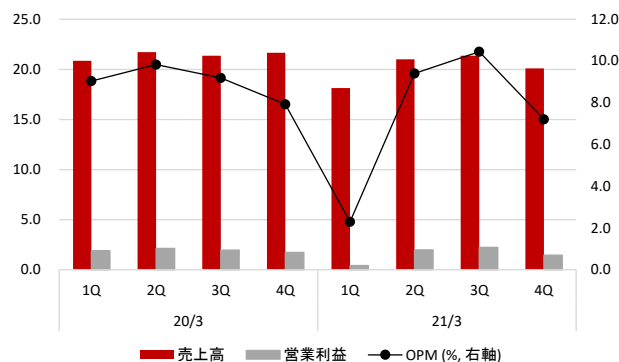
出所: 会社資料、三田証券

図表: 既存店客単価



出所: 会社資料、三田証券

図表: 四半期業績 (10 億円)



出所: 会社資料、三田証券



競合との業績比較

以下は、王将フードサービス（同社）の主要業績項目を同業他社（ハイデイ日高、幸楽苑HD）と比較したものである。21/3期において、同社は、売上高5.8%減収でも営業利益率7.5%を確保したが、他の2社は30%前後の大幅減収で、ともに大幅な営業赤字に陥っている。ハイデイ日高については、コロナ禍前に同社と同等の営業利益率を達成していたが、都心駅前立地の店舗が多く、コロナ禍影響が大きく出た様子。幸楽苑HDについては、コロナ禍前から業績不振が続いていた。また、ハイデイ日高、幸楽苑HDとも、同社のような客単価の増加は観察されなかった。

中華料理店チェーンの競合を遥かに凌ぐ好業績。財務も安定

同社においては21/3期に有利子負債が大幅に増加しているが、これは不測の事態に備えて借入を行ったためである。有利子負債から手元流動性を差し引いたネット有利子負債は大幅なマイナスが続いている。同社においては財務の健全性、資金繰りの安定性が保たれている。ハイデイ日高においては、ネット有利子負債がマイナスではあるものの、手元流動性が大幅に減少している。幸楽苑HDは財務面で厳しい状況が続いている。幸楽苑HDはコミットメントライン設定により当面の資金繰りは確保したと述べているが、自己資本が少ない点が課題。幸楽苑HDは決算説明資料において「自己株式（簿価24億円）の売却による資金調達余力を残している」と述べており、業績が悪化した場合、市場は、エクイティファイナンス実施の可能性を意識するであろう。

図表：中華料理店チェーン業績比較（百万円）

会社名	王将FS	ハイデイ日高	幸楽苑HD
ティッカー	9936	7611	7554
FY21計画	22/3	22/2	22/3
売上高	83,854	NA	28,800
(YoY, %)	4.0	NA	8.4
営業利益	6,685	NA	300
OPM (%)	8.0	NA	1.0
FY20	21/3	21/2	21/3
売上高	80,616	29,563	26,565
(YoY, %)	-5.8	-30.0	-30.5
営業利益	6,073	-2,799	-1,729
OPM (%)	7.5	-9.5	-6.5
ROE (%)	8.3	-12.2	-23.7
FCF	2,380	-4,499	247
手元流動性	39,590	6,925	2,905
有利子負債	26,994	0	6,316
ネット有利子負債	-12,596	-6,925	3,411
自己資本	52,952	21,916	3,163
FY19	20/3	20/2	20/3
売上高	85,571	42,209	38,237
(YoY, %)	4.8	0.8	-7.3
営業利益	7,698	4,096	660
OPM (%)	9.0	9.7	1.7
ROE (%)	10.9	10.1	-15.3
FCF	5,586	2,271	140
手元流動性	17,117	12,801	1,642
有利子負債	4,837	0	4,776
ネット有利子負債	-12,280	-12,801	3,134
自己資本	50,305	26,235	3,933

出所：各社資料、三田証券 注：王将FS、幸楽苑HDは3月決算、ハイデイ日高は2月決算

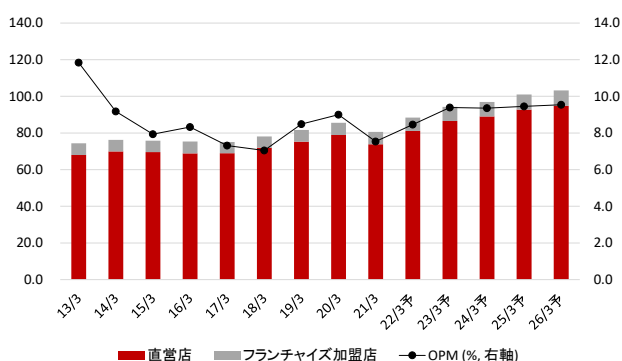
## 成長戦略

### 緩やかでも確実な成長へ

同社の店舗オペレーションは優れた調理技術を持つ料理人に支えられているため、店舗網の拡大にあたっては人材の確保が課題となる。同社における成長戦略の中心は既存店業績のブラッシュアップであり、また、成長を担う人材の育成である。店舗網拡大は、人材育成に無理のない範囲で続けられるだろう。出店先の中心は、同社にとってまだ店舗網が手薄で、かつ東松山工場能力を活かすことができる関東圏になると思われる。業績不振の外食業者の閉店等により出店可能な立地が増えているとみられ、同社にとっては好機となるだろう。同社が6月中にオープン予定のテイクアウト・デリバリー専門店「餃子の王将 ジョイ・ナーホ」にも注目したい。成功すれば、新たな成長ドライバーとなるであろう。

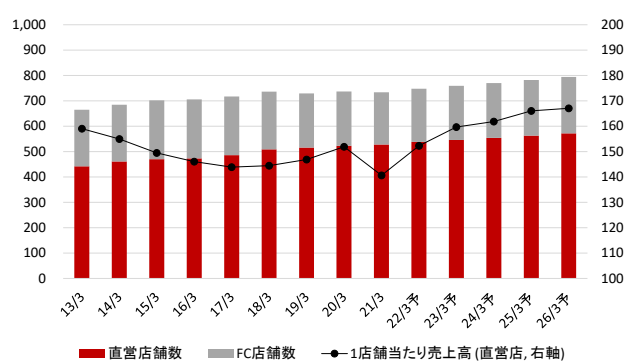
**成長ドライバーは、既存店業績のブラッシュアップ、関東における店舗網拡大。テイクアウト・デリバリー専門業態にも注目**

図表: 売上高 (10 億円)、OPM (%)



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 店舗数、1店舗当たり売上高 (百万円)



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

# 三田証券による業績予想

## 22/3 期業績予想

三田証券では、22/3 期連結業績について、売上高 884 億円（前期比 9.6%増）、営業利益 75 億円（同 23.0%増）、当期純利益 55 億円（同 29.2%増）と、会社ガイダンス（売上高 839 億円、営業利益 67 億円、当期純利益 52 億円）に対してそれぞれ上振れを予想する。当社が想定する期末直営店舗数は 538 店舗（前期比 1.9%増）で会社想定と同じ。既存店売上高の想定は、前期比 8.3%増（客数 6.4%増、客単価 1.7%増）で、会社想定 2.1%増を上回る。なお、当社想定 of 既存店売上高は、20/3 期比で 0.5%増（客数 9.7%減、客単価 11.3%増）に相当する。

**営業利益は 23%増の 75 億円と予想。テイクアウトの定着、店内アルコール提供の復活を期待**

今後は、自治体による飲食店に対する休業・時短営業要請及びアルコール提供自粛要請の一層の緩和、ワクチン接種進展による外食需要回復、業績不振外食店の閉店による出店余地の拡大が期待できるだろう。外食のテイクアウト需要は全般的にピークアウトする可能性があるものの、同社の主力商品である餃子は家庭における食事との相性が良く、テイクアウト需要の定着が見込めると当社は見ている。また、店内飲食におけるアルコール類の注文比率が回復することで、客単価にプラスの効果が生じると考える。

## 23/3 期以降の見方

23/3 期にはコロナ禍以前の業績を上回る営業利益 88 億円（前期比 18.4%増）を予想する。その後の営業利益は、24/3 期 91 億円、25/3 期 95 億円、26/3 期 99 億円と緩やかな成長を予想している。直営店舗数についても、23/3 期末 546 店舗から 26/3 期 572 店舗へと緩やかな増加を想定する。26/3 期末に当社が想定するチェーン全体の店舗数は 794 店舗である。ただし、6 月から展開するテイクアウト・デリバリー専門店「餃子の王将 ジョイ・ナーホ」が成功すれば、出店がさらに進む可能性が高まるだろう。

**23/3 期にコロナ禍以前を上回る営業利益 88 億円を想定。その後は緩やかな成長へ。テイクアウト・デリバリー専門店が成功すれば成長加速も**

図表: 三田証券業績予想 (連結、諸指標)

諸指標	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	5年平均成長率
連結	実績	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	(CAGR, %)
売上高成長率 (%)	4.0	4.5	4.8	-5.8	9.6	6.6	2.9	4.2	2.2	
直営店既存店売上高成長率 (%)	1.4	2.3	4.0	-7.2	8.3	4.9	1.4	2.6	0.6	
直営店舗数増加率 (%)	4.7	1.4	1.4	1.0	1.9	1.5	1.5	1.6	1.6	
営業利益成長率 (%)	0.2	25.8	11.2	-21.1	23.0	18.4	2.5	5.2	3.2	
経常利益成長率 (%)	-0.4	26.5	10.6	-15.1	27.7	4.4	2.5	5.1	3.1	
当期純利益成長率 (%)	-4.9	14.7	26.8	-19.3	29.2	7.1	2.5	5.3	3.2	
売上総利益率 (%)	69.5	70.1	70.3	69.6	69.7	69.8	69.8	69.8	69.9	
売上高営業利益率 (%)	7.0	8.5	9.0	7.5	8.5	9.4	9.4	9.4	9.5	
EBITDA マージン (%)	11.1	11.6	11.9	10.7	11.4	12.2	12.2	12.3	12.4	
ROA (%)	5.6	6.5	8.1	5.4	6.0	6.2	6.4	6.8	6.7	
ROE (%)	8.1	9.0	10.9	8.3	10.1	10.1	9.8	9.8	9.6	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (連結、PL、百万円)

PL	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	5年平均成長率
連結、百万円	実績	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	(CAGR, %)
売上高	78,117	81,638	85,571	80,616	88,379	94,232	96,941	100,968	103,221	5.1
売上原価	23,797	24,376	25,423	24,527	26,779	28,458	29,276	30,492	31,070	
売上総利益	54,319	57,261	60,148	56,088	61,600	65,774	67,665	70,476	72,151	
販管費	48,816	50,337	52,449	50,014	54,127	56,925	58,597	60,935	62,301	
営業利益	5,503	6,924	7,698	6,073	7,473	8,849	9,068	9,541	9,850	10.2
営業外収益	459	510	515	959	1,462	462	463	463	463	
営業外費用	181	123	129	166	167	160	155	145	145	
経常利益	5,780	7,310	8,084	6,867	8,768	9,151	9,376	9,859	10,168	8.2
特別利益	36	0	97	0	0	0	0	0	0	
特別損失	340	705	235	276	500	300	300	300	300	
税金等調整前当期純利益	5,476	6,606	7,946	6,591	8,268	8,851	9,076	9,559	9,868	8.4
法人税等合計	1,824	2,417	2,634	2,304	2,728	2,921	2,995	3,154	3,256	
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
親会社株主に帰属する当期純利益	3,652	4,189	5,311	4,287	5,539	5,930	6,081	6,404	6,612	9.1
EBITDA	8,640	9,477	10,201	8,598	10,074	11,533	11,831	12,387	12,783	8.3
発行済株式数	18,723	18,758	18,764	18,772	18,772	18,772	18,772	18,772	18,772	
EPS	195.06	223.32	283.04	228.37	295.08	315.90	323.94	341.17	352.20	
BPS	2,463.44	2,498.80	2,680.93	2,820.79	3,015.88	3,211.78	3,395.72	3,586.89	3,769.09	
DPS	120.00	120.00	120.00	100.00	120.00	140.00	150.00	170.00	180.00	
配当性向 (%)	61.5	53.7	42.4	43.8	40.7	44.3	46.3	49.8	51.1	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (部門別売上高・店舗数、百万円)

部門別売上高・店舗数	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	5年平均成長率
百万円	実績	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	(CAGR, %)
直営店舗										
売上高	71,873	75,273	78,920	73,886	81,161	86,536	89,029	92,738	94,825	5.1
(YoY, %)	4.2	4.7	4.8	-6.4	9.8	6.6	2.9	4.2	2.3	
直営店舗数 (期末)	509	516	523	528	538	546	554	563	572	1.6
(YoY, %)	4.7	1.4	1.4	1.0	1.9	1.5	1.5	1.6	1.6	
売上高/平均店舗数	144	147	152	141	152	160	162	166	167	
(YoY, %)	0.4	1.7	3.4	-7.4	8.3	4.9	1.4	2.6	0.6	
FC店舗										
売上高	6,244	6,364	6,651	6,730	7,218	7,695	7,913	8,230	8,396	4.5
(YoY, %)	2.7	1.9	4.5	1.2	7.2	6.6	2.8	4.0	2.0	
FC店舗数 (期末)	227	213	214	206	210	213	216	219	222	1.5
(YoY, %)	-1.7	-6.2	0.5	-3.7	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4	
売上高/平均店舗数	27	29	31	32	35	36	37	38	38	
(YoY, %)	4.0	6.1	7.7	2.9	8.3	4.9	1.4	2.6	0.6	
店舗数合計	736	729	737	734	748	759	770	782	794	1.6
(YoY, %)	2.6	-1.0	1.1	-0.4	1.9	1.5	1.4	1.6	1.5	

出所: 会社資料、三田証券

図表：三田証券業績予想（連結、BS、百万円）

BS	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	5年平均成長率
連結、百万円	実績	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	(CAGR, %)
資産の部										
流動資産合計	14,245	16,013	19,554	42,452	43,190	46,790	39,772	42,945	45,656	
現金及び預金	12,496	14,118	17,117	39,590	40,158	43,563	36,299	39,247	41,814	
売掛金	447	552	1,220	1,597	1,551	1,547	1,640	1,680	1,714	
棚卸資産	430	394	468	469	513	534	543	579	568	
その他	872	949	749	796	968	1,146	1,290	1,440	1,560	
固定資産合計	50,857	47,937	47,983	48,701	50,646	51,470	52,316	53,282	54,262	
有形固定資産	37,752	36,089	35,798	36,092	37,881	38,596	39,333	40,177	41,034	
無形固定資産	120	133	145	143	150	150	150	150	150	
投資その他の資産	12,983	11,714	12,039	12,465	12,615	12,724	12,833	12,955	13,077	
資産合計	65,102	63,950	67,538	91,154	93,835	98,261	92,087	96,227	99,917	1.9
負債の部										
流動負債合計	15,034	13,440	13,715	20,582	23,037	23,698	19,020	19,498	19,725	
買掛金	2,170	2,074	2,071	1,986	2,168	2,304	2,371	2,469	2,516	
短期有利子負債	6,016	3,040	2,842	10,931	12,500	12,500	7,500	7,500	7,500	
その他	6,848	8,326	8,802	7,665	8,369	8,893	9,149	9,529	9,710	
固定負債合計	3,945	3,637	3,517	17,619	14,184	14,271	9,323	9,396	9,438	
長期有利子負債	2,462	2,129	1,995	16,063	12,500	12,500	7,500	7,500	7,500	
その他	1,483	1,508	1,522	1,556	1,684	1,771	1,823	1,896	1,938	
負債合計	18,979	17,077	17,233	38,201	37,221	37,969	28,343	28,894	29,164	-5.3
純資産の部										
自己資本	46,122	46,872	50,305	52,952	56,614	60,292	63,745	67,333	70,754	6.0
新株予約権	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
非支配株主持分	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
純資産合計	46,122	46,872	50,305	52,952	56,614	60,292	63,745	67,333	70,754	6.0
有利子負債	8,478	5,169	4,837	26,994	25,000	25,000	15,000	15,000	15,000	-11.1
有利子負債/EBITDA (x)	1.0	0.5	0.5	3.1	2.5	2.2	1.3	1.2	1.2	
D/Eレシオ (x)	0.2	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	
自己資本比率 (%)	70.8	73.3	74.5	58.1	60.3	61.4	69.2	70.0	70.8	

出所：会社資料、三田証券

図表：三田証券業績予想（連結、CF、百万円）

CF	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	5年平均成長率
連結、百万円	実績	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	(CAGR, %)
営業CF	6,641	8,783	7,736	5,824	9,029	9,258	9,065	9,653	9,748	
当期純利益	3,652	4,189	5,311	4,287	5,539	5,930	6,081	6,404	6,612	
減価償却費及びのれん償却額	3,137	2,553	2,503	2,525	2,601	2,684	2,763	2,846	2,933	
その他	-148	2,041	-78	-988	888	643	220	403	204	
投資CF	-1,919	-1,595	-2,150	-3,444	-4,590	-3,600	-3,700	-3,890	-3,990	
有形・無形固定資産の取得	-1,902	-1,448	-2,243	-3,192	-4,390	-3,400	-3,500	-3,690	-3,790	
有形・無形固定資産の売却	0	1	250	0	0	0	0	0	0	
その他	-17	-148	-157	-252	-200	-200	-200	-200	-200	
財務CF	-4,084	-5,557	-2,585	20,092	-3,871	-2,253	-12,628	-2,816	-3,191	
有利子負債の増減	-1,838	-3,308	-333	22,158	-1,994	0	-10,000	0	0	
株式の発行・取得(ネット)	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-2,246	-2,246	-2,251	-2,064	-1,877	-2,253	-2,628	-2,816	-3,191	
その他	0	-2	-1	-2	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の期末残高	12,496	14,118	17,117	39,590	40,158	43,563	36,299	39,247	41,814	
フリーCF	4,722	7,188	5,586	2,380	4,439	5,658	5,365	5,763	5,758	

出所：会社資料、三田証券

# 特集： 外食業界の現況

## 相次ぐ資本増強

### 外食業者による資本増強の状況

コロナ禍影響を受けて多くの外食業者が赤字を計上し自己資本の毀損が進んだ結果、資本増強に踏み切るケースが続出している。普通株式発行、新株予約権発行、新株予約権付社債発行、優先株式発行、劣後ローン借入などメニューは豊富である。これらファイナンスの殆どが第三者割当てであり、新株予約権発行とその他の手段を組み合わせるケースが多く観察される。外食業者は上場企業として時価総額の小さいところが多く、リスクの引き受け手が限られること、また、タイムリーに資本増強の発表を行う必要性が高かったこと、などがその理由であろう。一部を除き、前向きな資本増強というよりは、赤字補填のための資本増強との印象が強い。4月以降、緊急事態宣言が長引いた影響で、今後も同様の資本増強策を実施する外食業者は少なくないであろうと当社は見ている。

自己資本の毀損が進み、資本増強が相次いでいる

図表： 外食業者による資本増強の事例（劣後ローン含む）

発表日	会社名	ティッカー	資金調達手段	調達額(百万円)	備考
2020/7/28	コロワイド	7616	優先株式	9,000	優先配当年3.5%。普通株式への転換権なし
2020/7/31	ペッパーフードサービス	3053	新株予約権	6,740	行使価額415円(当初)、下方修正条項付(前日終値×90%、下限行使価額208円)
			新株予約権	2,883	行使価額415円(当初)、下方修正条項付(下限行使価額312円)
					上記合計の希薄化最大99.96%
2020/11/11	ジョイフル	9942	自己株式処分	1,000	
2020/11/11	SRS HD	8163	新株予約権	6,186	行使価額922円(当初)、下方修正条項付(前日終値×92%、下限行使価額646円)。希薄化最大19.27%
2020/11/19	サガミHD	9900	新株予約権	4,910	行使価額1,291円(当初)、下方修正条項付(前日終値×92%、下限行使価額904円)。希薄化最大14.34%
2020/12/24	大戸屋HD	2705	優先株式	3,000	普通株式への転換権あり
2021/1/26	リンガーハット	8200	劣後ローン	5,000	
			新株予約権	2,359	行使価額2,363円(当初)、下方修正条項付(前日終値×92%、下限行使価額1,655円)。希薄化最大3.84%
2021/2/2	クリエイト・レストランズHD	3387	永久劣後ローン	15,000	IFRSでは資本に計上
2021/2/5	ゼンショーHD	7550	劣後ローン	10,000	JCRから50%の資本性認定
2021/2/8	物語コーポレーション	3097	新株予約権付社債	6,120	転換価額12,500円(当初、1:2の株式分割前)、下方修正条項付(下限転換価額11,250円)。希薄化最大8.69%
2021/2/15	ロイヤルHD	8179	普通株式	10,000	発行価額1,718円
			新株予約権	7,847	行使価額1,908円(当初)、上方及び下方修正条項付(下限行使価額1,431円)
			優先株式	3,000	優先配当年8.5%。普通株式への転換権なし
			優先株式	3,000	優先配当年8.5%。普通株式への転換権あり
					上記合計の希薄化最大29.69%
2021/5/14	力の源HD	3561	普通株式	1,646	発行価格558円
			新株予約権	1,182	行使価額587円(固定)
			新株予約権	765	行使価額764円(固定)
					上記合計の希薄化最大24.71%
2021/5/20	フジオフードG本社	2752	劣後ローン	3,700	
			自己株式処分	851	処分価額1,216円
			新株予約権	1,919	行使価額1,399円(固定)。希薄化最大3.21%
2021/5/20	サンマルクHD	3395	新株予約権	967	行使価額1,662円(当初)、下方修正条項付(下限行使価額1,280円)
			新株予約権付社債	6,057	転換価額1,662円(当初)、下方修正条項付(下限転換価格1,280円)
					上記合計の希薄化最大23.09%
2021/5/21	すかいらーくHD	3197	普通株式	43,000	公募増資。発行価格1,495円。希薄化は最大15.19%
2021/5/24	ワタミ	7522	優先株式	12,000	優先配当年4%。普通株式への転換権なし

出所：各社資料、三田証券

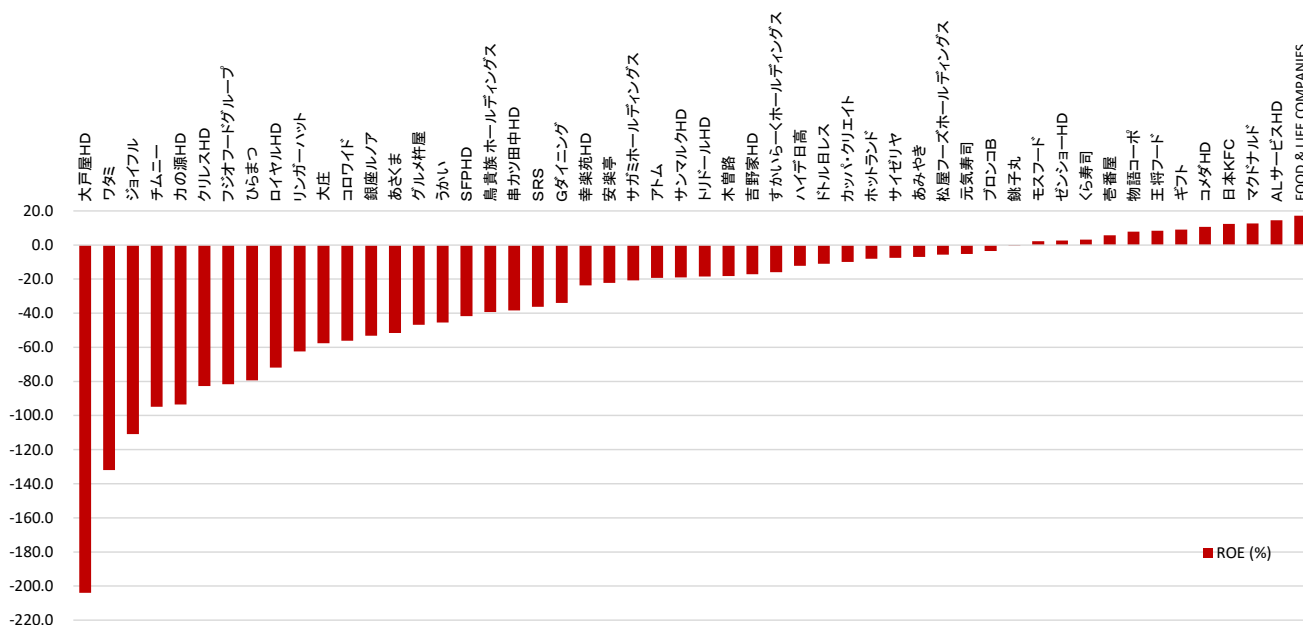
決算発表日付近に要注意

3月決算の業者については、7月末から8月上旬にかけて決算が発表される。4-6月期は、緊急事態長期化の影響で売上高が低調であった外食業者が多いこと、この時期に発生した休業・時短協力金を同四半期中にPL計上できるかどうか不確定であることから、業績が1-3月期よりも悪化する外食業者が多く出てくると思われる。

業績不振企業については決算発表日付近のイベントリスクを警戒すべき

自己資本の毀損が進んでいるにもかかわらず資本増強が実施されていない外食業者については、エクイティファイナンス実行による希薄化リスク発生可能性が払拭できない。資本増強策の発表は、決算発表と同時あるいは少し遅れてのタイミングが多いことに留意が必要であろう。

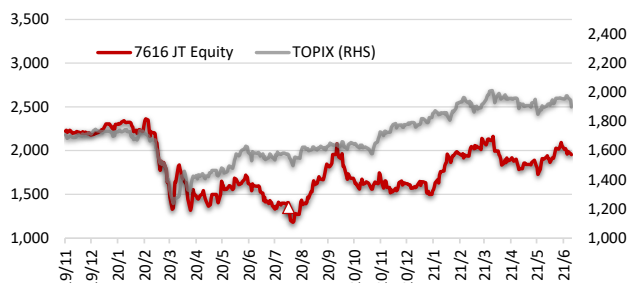
図表: 自己資本毀損の度合 (Bloomberg データによる)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

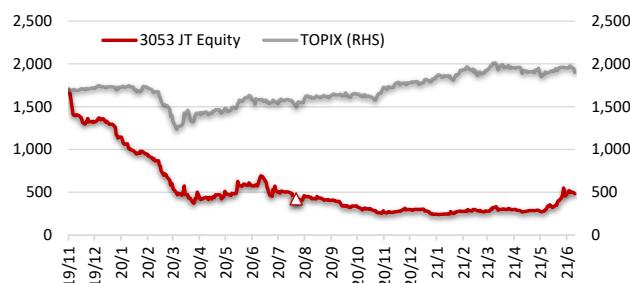
資本増強 (劣後ローン含む) を行った外食業者の株価推移

図表: コロワイド (7616) 優先株式発行



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

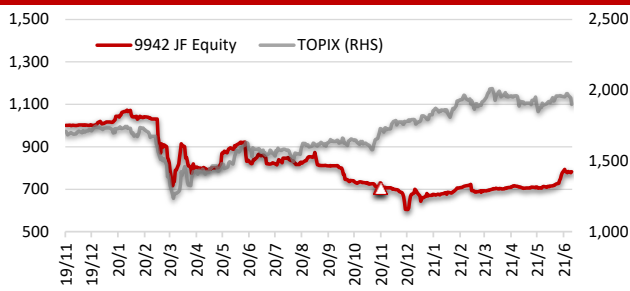
図表: ペPPERFS (3053) 新株予約権発行



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

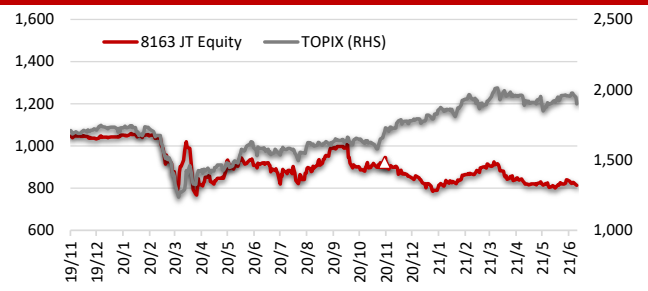


図表: ジョイフル (9942) 自己株式処分



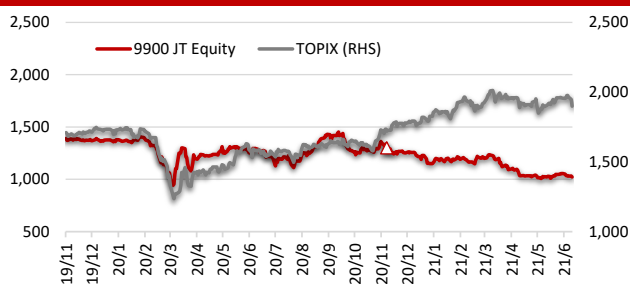
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: SRS HD (8163) 新株予約権発行



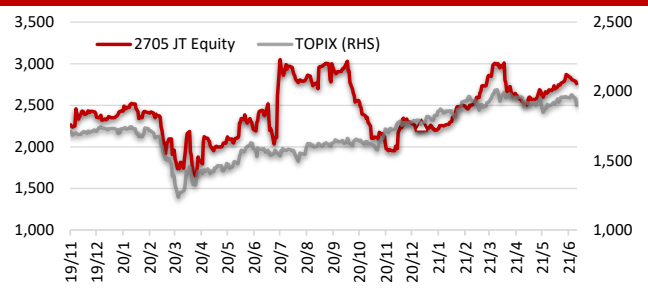
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: サガミ HD (9900) 新株予約権発行



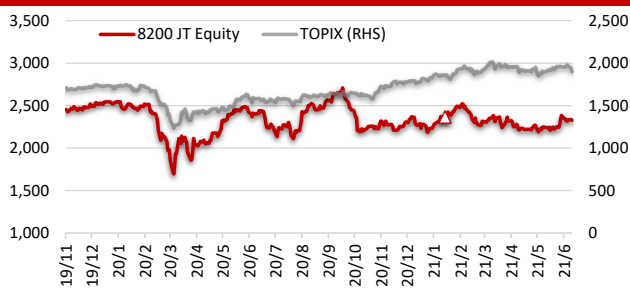
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: 大戸屋 HD (2705) 優先株式発行



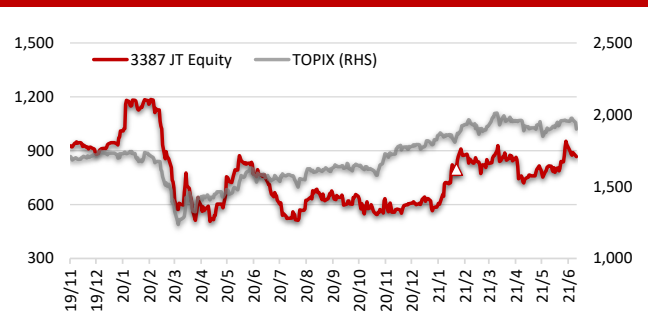
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: リンガーハット (8200) 新株予約権発行、劣後ローン借入



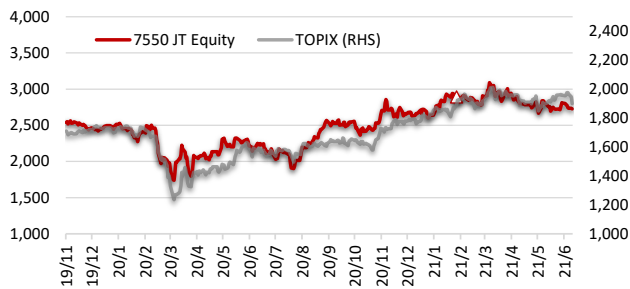
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: クリエイト・レストランズ HD (3387) 永久劣後ローン借入



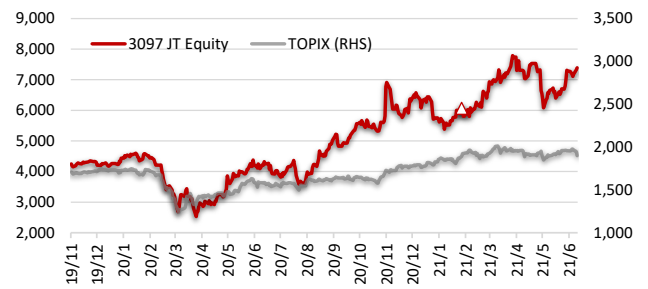
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: ゼンショーHD (7550) 劣後ローン借入



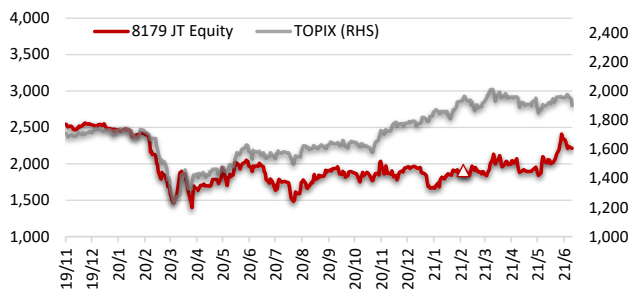
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: 物語コーポレーション (3097) 新株予約権付社債発行



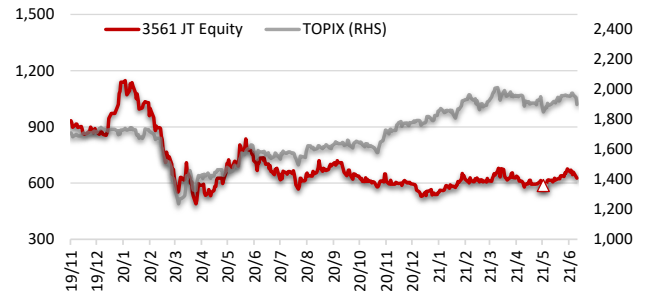
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: ロイヤル HD (8179) 普通株式・新株予約権・優先株式発行



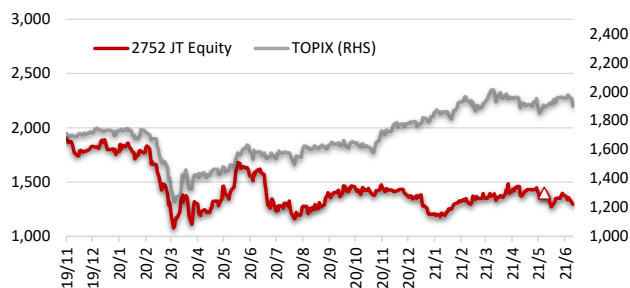
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: 力の源 HD (3561) 普通株式・新株予約権発行



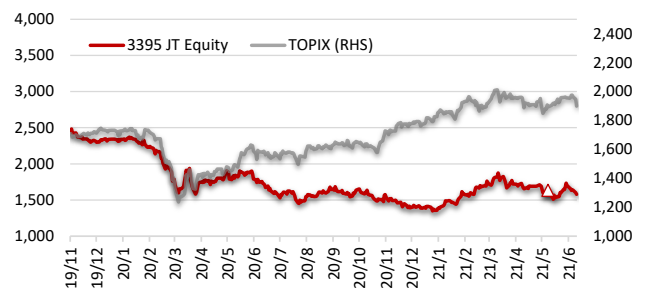
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: フジオフードグループ本社 (2752) 劣後ローン借入・自己株式処分・新株予約権発行



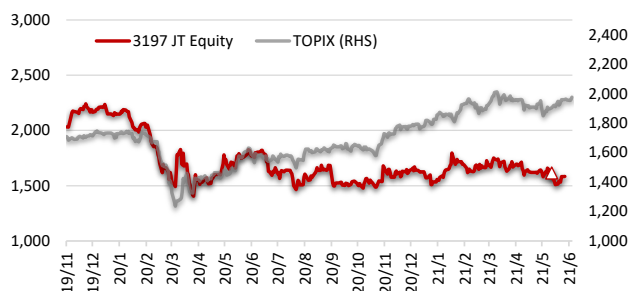
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: サンマルク HD (3395) 新株予約権・新株予約権付社債発行



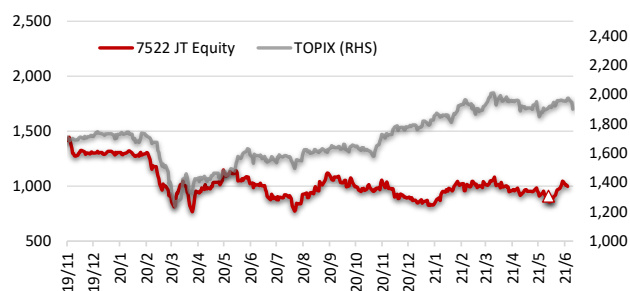
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: すかいらーく HD (3197) 普通株式発行



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: ワタミ (7522) 優先株式発行



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

## 月次売上高データに見る業績格差

### 月次データを見る際の留意点

上場外食業者の多くは、月次売上高（全店ベース、既存店ベース）及びその内訳（客数、客単価）の前年同月比伸び率を翌月に開示している。多くの場合、前年同月実績を100%とし、5%増加すれば105%、5%減少すれば95%と表記している。以下の図表では、会社の開示方法にかかわらず、表記方法を上記同様に統一した。

なお、会社により既存店売上高の定義が異なることには留意が必要である。特に、コロナ禍影響を受けた2020年以降は、臨時休業中の店舗を既存店から除いて前年同月比伸び率を算出している会社が散見される。下記事例では、ファミレスのサイゼリヤ、居酒屋のチムニーがこれに当たる。

2020年4月以降は臨時休業や時短営業を行っていた店舗が多く、各社売上高は前年同月比で大幅に減少した。その反動で、2021年4月以降の前年同月比は非常に大きな伸び率となっており、実態が掴みにくい。下記図表では、2021年1月以降のデータについて、当社が推定する前々年同月比伸び率を点線で表している。

### 分野・個別企業による業績傾向

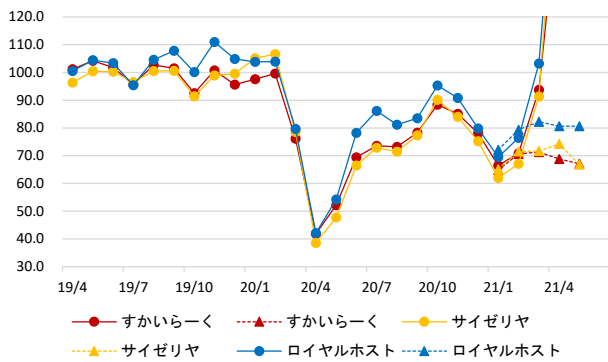
コロナ禍影響が本格化した2020年春以降、外食業者の売上高は全般的に苦戦を強いられている。特に悪影響が大きかったのは居酒屋業態である。夜間営業が中心であること、酒類への依存度が高いこと、都心駅前などの人流の減少した立地における店舗が多いこと、などが災いした。一方、テイクアウトに強い業態、郊外立地中心の業態、夜間営業への依存度が低い業態などは比較的健闘している。特に、ファーストフードや回転寿司はテイクアウト需要が強く、全体として堅調であった。また、餃子等のテイクアウト需要が強い王将フードサービス、郊外店舗中心で人気焼肉業態を抱える物語コーポレーションも比較的好調であった。

開示数値の単純比較が難しくなっている

居酒屋は大幅に業績悪化。テイクアウトに強い業態や郊外ロードサイド中心の業態は比較的好調

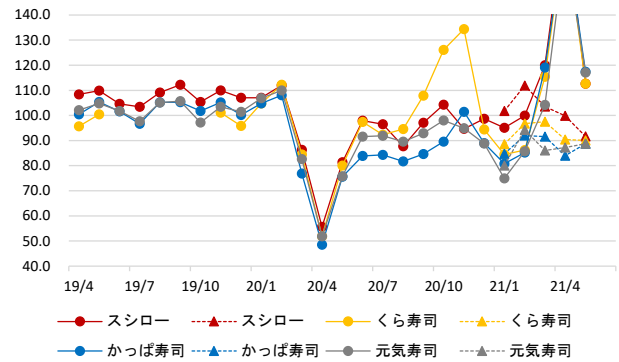
既存店売上高 (前年比及び前々年比)

図表: ファミレス



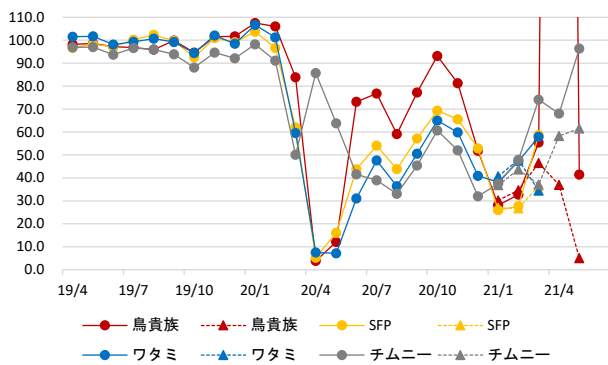
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 回転寿司



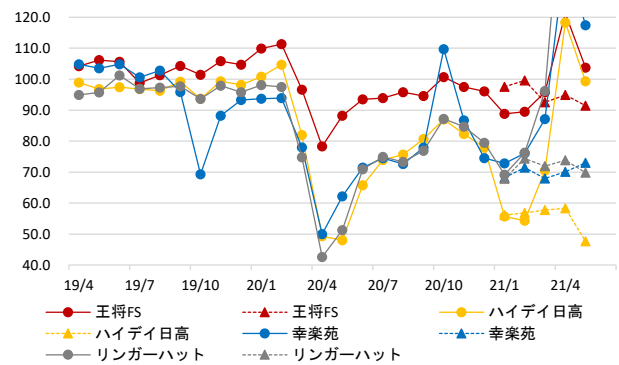
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 居酒屋



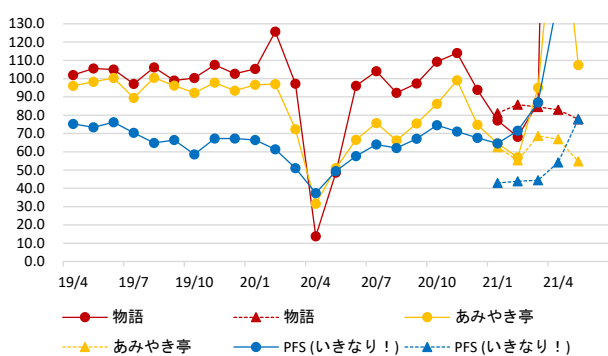
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 中華料理



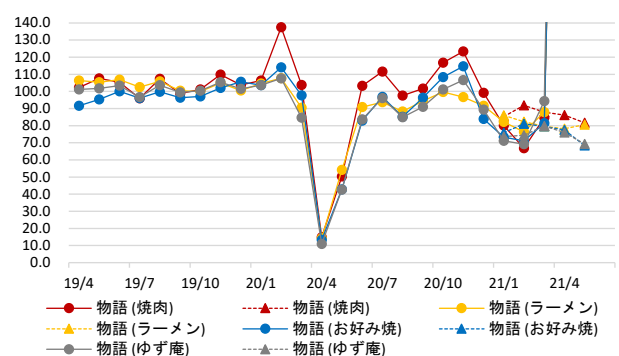
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 焼肉、ステーキ



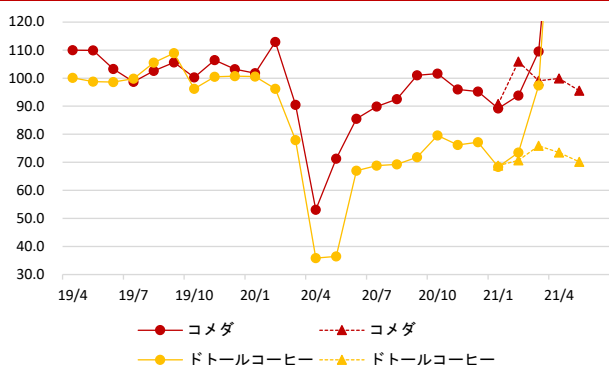
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 物語コーポレーション内訳



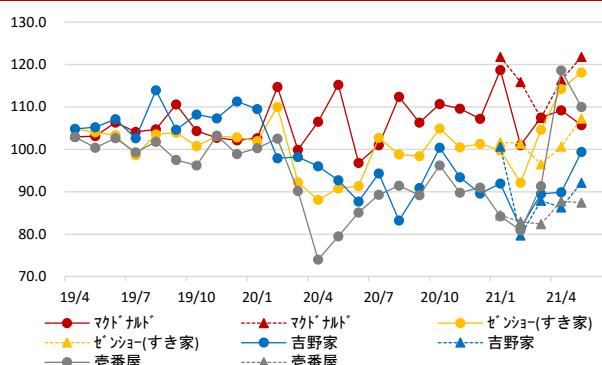
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 喫茶店



出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

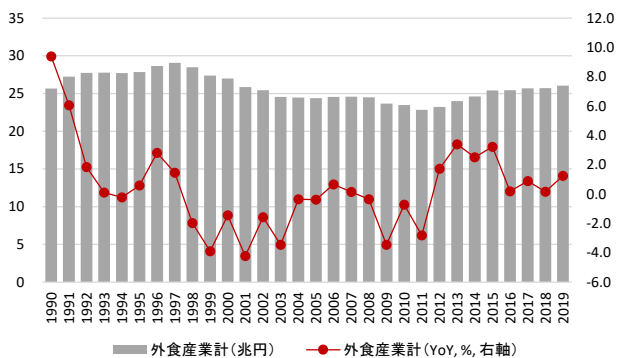
図表: ファーストフード



出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

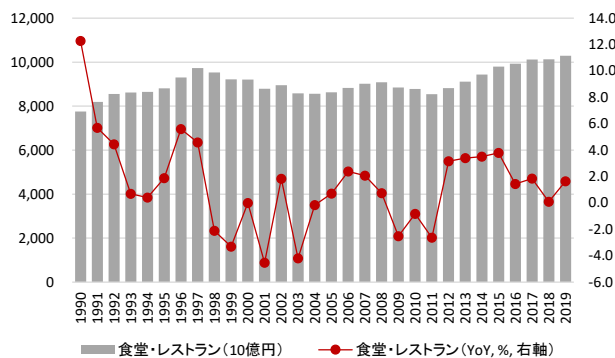
## 外食産業の市場規模

図表: 市場規模 外食産業計



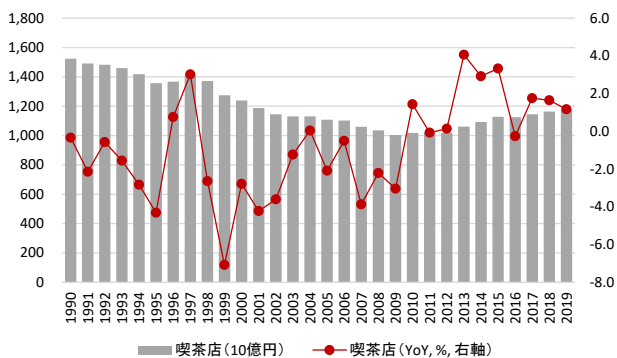
出所: 日本フードサービス協会資料、三田証券

図表: 市場規模 食堂・レストラン



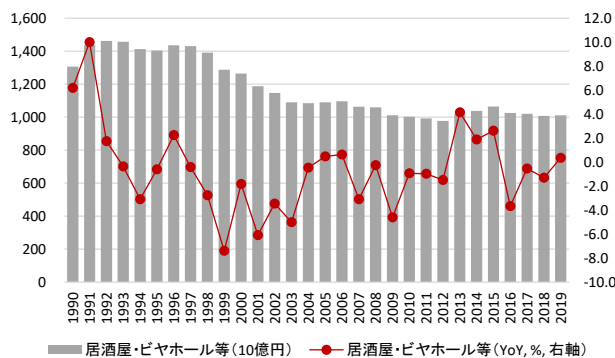
出所: 日本フードサービス協会資料、三田証券

図表: 市場規模 喫茶店



出所: 日本フードサービス協会資料、三田証券

図表: 市場規模 居酒屋・ピヤホール等



出所: 日本フードサービス協会資料、三田証券

## 留意事項

### 【アナリストによる証明】

本レポートに示された有価証券や発行体に関する見解は、本レポートの表紙に記載されたアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明します。また、当該アナリストは、直接間接を問わず、本レポートで特定の見解を表明することに対して報酬を受領していないこと、また、報酬の受領を約していないことをここに証明します。

### 【目標株価及びレーティングについて】

レーティングの定義は以下の通りです。

目標株価及びレーティングの対象期間は今後 12 カ月程度です。

Buy：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が+15%以上と判断する銘柄。

Hold：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%から+15%の間にあると判断する銘柄。

Sell：目標株価設定・変更時において予想するトータルリターン（目標株価の株価からの乖離率＋予想配当利回り）が-15%以下と判断する銘柄。

RS：一時的に目標株価及びレーティングを停止した銘柄。

NR：目標株価又はレーティングを付与しない銘柄。

### 【利益相反関係の可能性について】

三田証券株式会社及びその関連会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、又は今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。三田証券株式会社は、本レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、又は売買する可能性があります。また、三田証券株式会社は、本レポートで示される投資判断や見解と相反する又は整合しない態様で、自己において売り又は買いのポジションを有する可能性があります。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

### 【重要な開示事項】

1. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社と親会社、子会社、関連会社または関係会社の関係にあります：該当なし
2. 三田証券株式会社の役員は、本レポートの対象会社の役員を兼任しています：該当なし
3. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の発行済み普通株式等総数の5%以上を保有しています（前月末時点）：該当なし
4. 三田証券株式会社は、本レポートの対象会社の有価証券の募集または売出し等に際し、過去 12 ヶ月間に主幹事会社または共同主幹事会社を務めました：該当なし
5. 本レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
6. 本レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています：該当なし
7. 本レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券（普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など）を保有しています：該当なし

### 【その他の留意事項】

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。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、三田証券株式会社は、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。三田証券株式会社は、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。当社が行う情報提供に関しましては、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、将来の結果をお約束するものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本レポートの著作権は三田証券株式会社に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。本レポートは目論見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

### 【英語版レポートに関する免責事項】

本レポートは日本語版が正規版であり、英語版レポートは日本語版を英語に翻訳したものです。日本語版と英語版の内容に齟齬がある場合、常に日本語版が優先します。三田証券株式会社は、英語版レポートの内容の正確性、完全性等についていかなる保証をするものではありません。

### 【金融商品取引法における表示事項（手数料及びリスク情報等）】

本レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各サービス又は各商品ごとに所定の手数料や諸経費等をお客様にご負担いただく場合があります。また、各サービス又は各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。各サービス又は各商品ごとに手数料等、リスクは異なりますので、上場有価証券等書面、当該サービス又は商品等の契約締結前交付書面又はお客様向け資料をよくお読みください。

商号等 : 三田証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 175 号  
加入協会 : 日本証券業協会