



コメダホールディングス

東証1部 3543 業種: 外食、卸売、小売

三田証券株式会社
調査部長 チーフアナリスト
清水 純一

jshimizu@mitasec.com

朝に儲ける。Buyでカバレッジ開始

目標株価 3,000 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

三田証券(当社)は、株式会社コメダホールディングス(3543、コメダHD、同社)のカバレッジを目標株価 3,000 円、レーティング Buy で開始する。

同社は、日本最大のフルサービス型喫茶店「コメダ珈琲店」をFC方式で展開している。1)リピート顧客を重視した郊外ロードサイド型店舗が多い、2)モーニング時間帯の利用客が多く、ディナー時間帯への売上依存度が低い、等の要因から、コロナ禍影響を強く受けずに済んでいる。21/2期業績(IFRS)は、営業利益 55 億円(前期比 30.0%減)、営業利益率 19.1%と健闘した。

コロナ禍を経て、同社の国内喫茶店市場における競争力はますます強化されると当社は見ている。近年、フルサービス型喫茶店の成長性を見込み、多数の外食業者が喫茶店業態を立ち上げたが、これら競合の多くはコロナ禍影響を強く受けており、積極的な事業展開を継続しにくくなったと思われる。また、コロナ禍影響により、業績不振の外食業者が店舗を閉鎖する事例が相次いでおり、同社にとって有利な条件で出店可能な立地が拡大しつつある。海外では、台湾におけるFC店舗の出店が続いている。同社海外事業は、本格的な出店拡大ステージへ移りつつある。

当社が想定する株価上昇のカタリストは、月次卸売売上高の好調、四半期利益の回復、自治体による飲食店に対する時短営業要請の緩和、新型コロナワクチン接種の進展、国内外の順調な出店、など。

三田証券による業績予想

当社による営業利益予想(IFRS)は、22/2期73億円(前期比31.8%増、会社ガイダンス72.5億円)、23/2期81億円(同11.5%増)、24/2期90億円(同11.1%増)。店舗数は21/2期末914店舗から24/2期末1,060店舗へ増加すると想定する。うち、海外店舗は21/2期末18店舗から24/2期末66店舗へ増加すると想定。

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、22/2期-26/2期の業績予想をもとに、株主資本コスト4.5%、永久成長率0.5%の残余利益モデル(RIM)を用いた。なお、目標株価は、当社による23/2期EPS予想117.21円の25.6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、時短営業要請の長期化、出店数や卸売売上高の想定比大幅な下振れ、諸コストの想定比大幅な上振れ、海外出店を阻む事象の発生、競争環境悪化、多額ののれん減損、食中毒に起因する顧客の離反、など。

参考資料

外食業者の株主優待利回り、外食業者による資本増強事例、外食業者月次データ

新規カバレッジ

レーティング
Buy

目標株価(円)	3,000
株価(円)(7/7)	2,081
時価総額(十億円)	96.0

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

IFRS	20/2	21/2	22/2予	23/2予	24/2予	
売上収益	十億円	31.2	28.8	33.6	36.4	39.6
営業利益	十億円	7.9	5.5	7.3	8.1	9.0
税引前利益	十億円	7.8	5.4	7.2	8.0	8.9
当期利益	十億円	5.4	3.6	4.8	5.4	6.0
EPS	円	116.7	77.9	105.0	117.2	130.2
BPS	円	720	755	821	887	955
DPS	円	51.0	39.0	51.0	62.0	68.0
PER	倍	15.7	24.4	19.8	17.8	16.0
PBR	倍	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2
配当利回り	%	2.8	2.1	2.5	3.0	3.3
ROA	%	6.5	3.5	4.4	4.8	5.2
ROE	%	17.2	10.6	13.3	13.7	14.1

出所: 会社資料、三田証券

会社概要

コメダHDは、愛知県を本拠地とし、「コメダ珈琲店」をFC方式で全国展開している。2021年2月末店舗数は914店舗。フルサービス型喫茶店として日本最大。21/2期売上収益 288 億円。

投資判断のポイント

アウトロク

ポストコロナ期における競争優位性

三田証券(当社)は、株式会社コメダホールディングス(3543、コメダHD、同社)のカバレッジを目標株価3,000円、レーティングBuyで開始する。

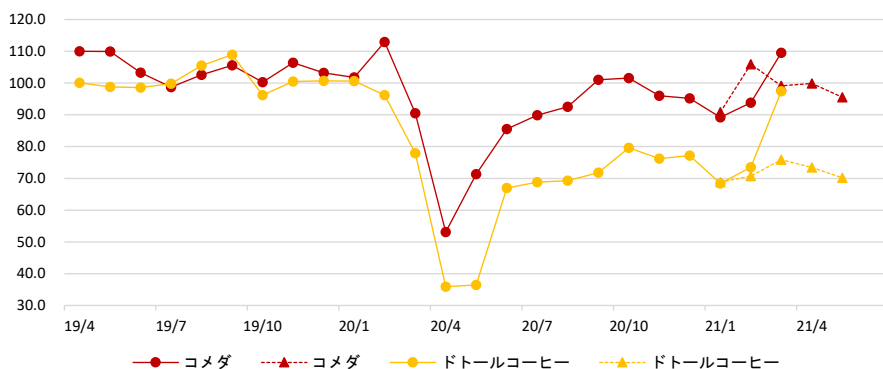
目標株価3,000円、レーティングBuyでカバレッジ開始

同社は、日本最大のフルサービス型喫茶店「コメダ珈琲店」を主にFC方式で展開している。喫茶店文化の根付いた中京地区で極めて強固な事業基盤を有し、近年では東日本や西日本で店舗網を拡大している。また、台湾を中心として海外事業の展開も本格化しつつある。

コロナ禍影響を受けても同社業績は堅調である。21/2期業績(IFRS)は、売上収益288億円(前期比7.6%減)、営業利益55億円(前期比30.0%減)、営業利益率19.1%(前期は25.2%)と、減益ながらも高い利益率を維持した。期末店舗数は914店舗(前期比2.0%増)。FC既存店向け卸売上は前期比11.5%減と、一般的な外食業者の既存店売上高の落ち込み(前期比30%減程度と見られる)と比べて相当に健闘している。業績好調の要因は、1)店舗網が主に郊外ロードサイド中心であること(東京23区の店舗は6%)、2)モーニング時間帯の利用客が多く、ディナー時間帯の売上依存度が低いこと、3)リピーターの利用が多いこと、4)「コメダ珈琲店」が喫茶店業態として人気が高いこと、などであろうと当社は見ている。

21/2期はOP55億円、OPM19.1%を確保するなど健闘

図表: 月次既存店売上高(前年・前々年同期=100)



出所: 各社資料、三田証券

注: コメダはFC向け卸売上ベース

注: 前年同月または前々年同期を100。実線は前年比、点線は前々年比。一部は三田証券による推定

フルサービス型喫茶店は外食市場の中でも成長性の高い分野であり、同社の成功を受けて様々な業者が参入してきた。しかし、同業他社の多くは直営店中心であり、コロナ禍影響を受けて資金的にも厳しい中、積極的な事業展開を継続するのは難しいと思われる。一方、コロナ禍を受けても「コメダ珈琲店」が安定的に売上を計上できる業態であると分かったことは、FCオーナーの今後の出店意欲を高めることに繋がるであろう。ここへきて外食業者の店舗閉鎖が増えており、有利な条件で出店可能な立地が拡大していることも同社にとって好機といえる。当社は、フルサービス型喫茶店市場における同社の地位は、ポストコロナ期においてますます強化されるであろうと見ている。

コロナ禍を経てコメダの競争優位性は強化されている

当社による 22/2 期業績予想は、営業利益 73 億円(前期比 31.8%増)、営業利益率 21.6%。期末店舗数は 950 店舗(同 3.9%増)、うち海外 30 店舗(前期比 12 店舗増)と想定。営業利益は会社ガイダンス(72.5 億円)に対して概ねインラインとの見方。その後の営業利益予想は、23/2 期 81 億円(前期比 11.5%増)、24/2 期 90 億円(同 11.1%増)。24/2 期末には 1,060 店舗、うち海外 66 店舗を達成すると見ている。

22/2 期 OP 73 億円、期末店舗数 950 店舗と予想

図表: 三田証券による業績予想サマリー (連結)

単位: 百万円	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	22/2	22/2	23/2	24/2
IFRS	実績	実績	実績	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
業績										
売上収益	30,335	31,219	28,836	33,618	36,395	39,585	32,900	33,107	35,537	37,702
(YoY, %)	16.7	2.9	-7.6	16.6	8.3	8.8				
営業利益	7,568	7,878	5,511	7,261	8,097	8,996	7,250	7,455	8,098	8,758
(YoY, %)	5.0	4.1	-30.0	31.8	11.5	11.1				
OPM (%)	24.9	25.2	19.1	21.6	22.2	22.7				
税引前当期利益	7,461	7,775	5,391	7,158	8,009	8,922	7,100	7,337	7,991	8,661
(YoY, %)	5.3	4.2	-30.7	32.8	11.9	11.4				
当期利益	5,117	5,376	3,590	4,843	5,405	6,003	4,850	5,032	5,484	5,911
(YoY, %)	4.3	5.0	-33.2	34.9	11.6	11.1				
減価償却費及び償却費	621	1,114	1,429	1,411	1,398	1,392				
設備投資額	1,428	1,376	1,484	1,100	1,150	1,200				
フリーCF	4,785	7,943	8,875	4,183	5,904	5,811				
KPI										
店舗数 (FC+直営)	860	896	914	950	1,001	1,060				
(YoY, %)	6.8	4.2	2.0	3.9	5.4	5.9				
FC店に対する卸売売上	19,852	21,784	19,905	22,243	23,467	24,989				
(YoY, %)	10.9	9.7	-8.6	11.7	5.5	6.5				
FC1店舗当たり卸売売上	24.8	26.2	23.3	25.3	25.5	25.7				
(YoY, %)	5.2	5.6	-11.2	8.6	1.0	0.9				
1株当たり指標										
EPS (円)	112.66	116.66	77.86	105.04	117.21	130.19	105.18	109.24	119.05	128.33
BPS (円)	648.24	720.19	754.54	820.58	886.79	954.98				
DPS (円)	50.00	51.00	39.00	51.00	62.00	68.00	51.00			
バリュエーション、収益性等										
PER (倍)	18.9	15.7	24.4	19.8	17.8	16.0				
PBR (倍)	3.3	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2				
配当性向 (%)	44.2	43.7	50.1	48.6	52.9	52.2				
配当利回り (%)	2.3	2.8	2.1	2.5	3.0	3.3				
ROA (%)	7.9	6.5	3.5	4.4	4.8	5.2				
ROE (%)	18.0	17.2	10.6	13.3	13.7	14.1				
財務健全性指標										
自己資本比率 (%)	44.4	33.7	31.8	33.8	35.9	37.9				
D/Eレシオ (リース含む、倍)	NA	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2				

出所: 会社資料、QUICK、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、月次卸売売上高の好調、四半期利益の回復、自治体による飲食店に対する時短営業要請の緩和、新型コロナワクチン接種の進展、国内外の好調な出店、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 3,000 円の算出にあたっては、22/2 期-26/2 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 4.5%、永久成長率 0.5%の残余利益モデル (Residual Income Model) を用いた。なお、目標株価は、当社による 23/2 期 EPS 予想 117.21 円の 25.6 倍に相当する水準である。

**RIM に基づく目標株価は
3,000 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	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	27/2
株主資本 (EOP)	34.8	37.8	40.9	44.0	47.1	50.1	
当期利益		4.8	5.4	6.0	6.2	6.4	
株主資本コスト		1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	
残余利益			3.7	4.2	4.2	4.3	
残余利益の現在価値		3.1	3.4	3.6	3.5	3.4	
ターミナルバリュエーションの現在価値							85.9
ベータ	0.80						
リスクフリーレート (%)	0.50						
市場リスクプレミアム (%)	5.00						
株主資本コスト (%)	4.50						
永久成長率 (%)	0.50						
株主資本価値合計							137.8
発行済株式数 (m)							46
目標株価 (円)							3,000

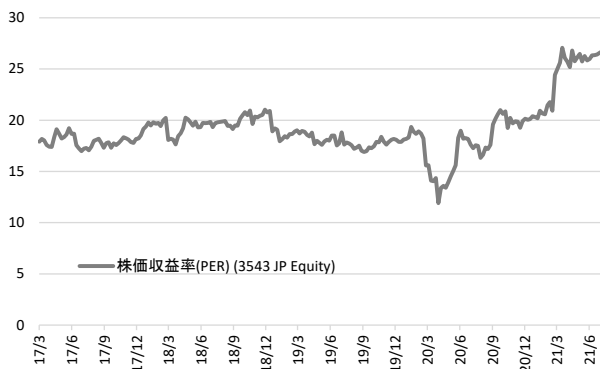
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率 (%)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
目標株価 (円)	2,750	2,800	2,850	2,900	2,950	3,000	3,050	3,100	3,150	3,200	3,250	3,350	3,400

出所: 三田証券

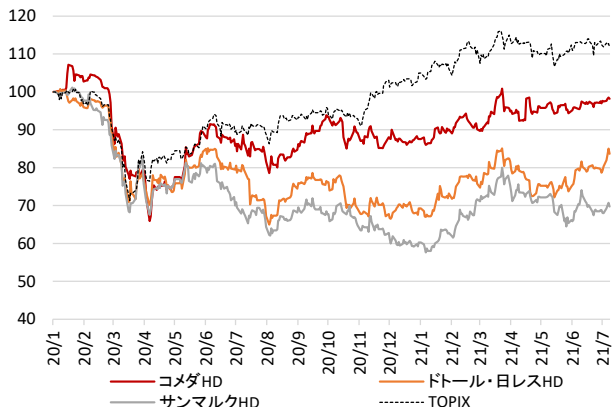
図表: コメダ HD PER 推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

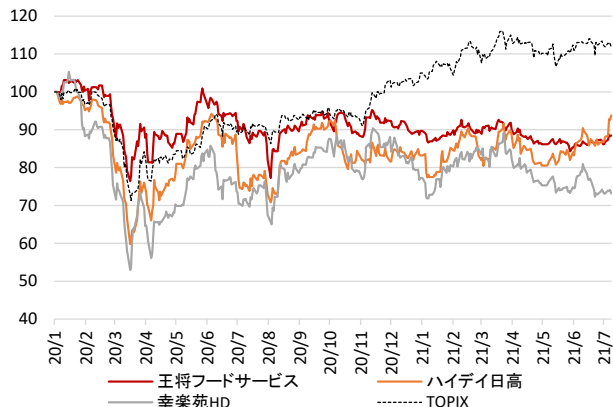
外食業者株価推移

図表: 外食業者株価推移 (喫茶店)



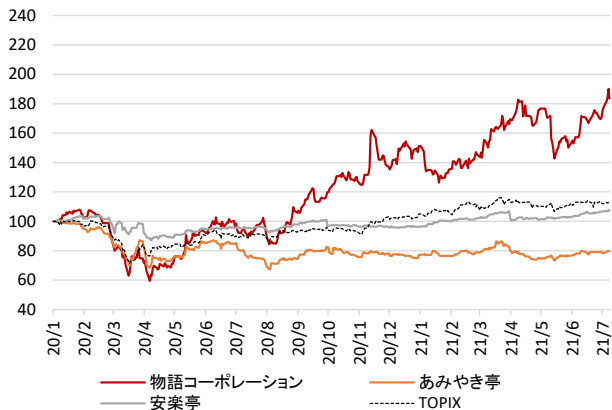
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: 外食業者株価推移 (中華料理)



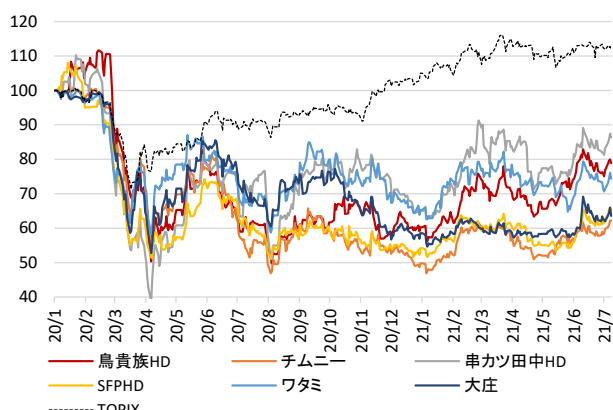
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: 外食業者株価推移 (焼肉)



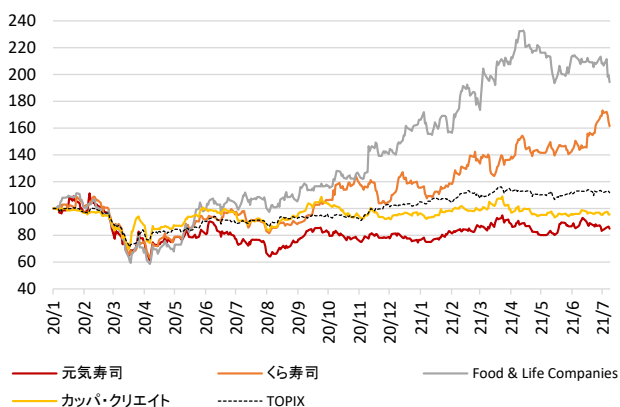
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: 外食業者株価推移 (居酒屋)



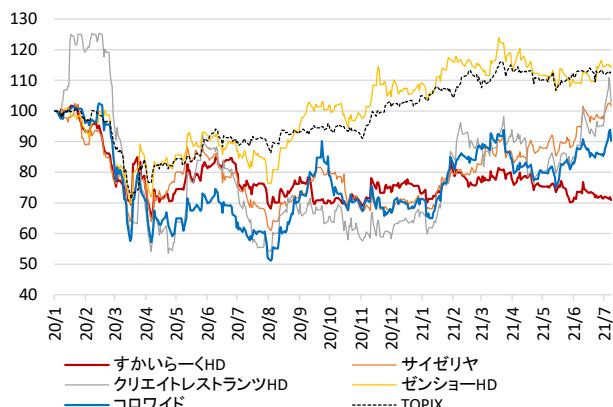
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

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 (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

類似企業とのバリュエーション比較 (参考)

図表: 外食業者のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 7/7	時価総額 10億円	ネットD/E 前期	売上YoY 直近12M	EBITDA Mn 直近12M	ROE 直近12M	ROE 今期予	ROE 来期予	PER 直近12M	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 今期予	EV/Sales 今期予	配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
くら寿司	2695	4,335	179.5	-0.1	7.4	4.6	3.1	8.3	12.3	125.6	44.9	28.1	3.8	15.1	1.2	0.6	11.7	6.8	64.5
マクドナルド	2702	4,930	655.5	-0.2	2.4	14.8	12.7	11.4	10.9	30.8	30.7	28.9	3.7	13.2	2.0	0.8	-1.6	-3.1	-14.1
大戸屋HD	2705	2,766	20.0	0.2	-34.3	-24.0	-203.9	NA	NA	NA	NA	NA	14.3	NA	NA	NA	-2.0	6.3	30.9
フジオフードグループ	2752	1,327	59.2	3.6	-33.9	-12.3	-81.6	11.5	NA	NA	127.6	34.9	16.5	NA	2.2	0.0	-4.2	-5.1	-0.4
あみやき	2753	2,971	20.3	-0.1	-18.3	-9.6	-2.5	2.0	NA	NA	50.9	20.3	1.0	NA	0.5	0.0	1.3	2.3	1.0
ひらまつ	2764	210	10.2	4.1	-36.6	-32.0	-79.3	NA	NA	NA	NA	NA	2.9	NA	NA	NA	-9.9	37.3	23.5
ベッパ	3053	445	17.4	2.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	29.4	NA	NA	NA	-19.2	49.8	-22.2
A.LサービスHD	3085	2,244	74.3	-0.6	18.8	12.9	14.5	13.8	12.7	23.5	22.5	21.7	3.3	10.7	1.4	1.1	-3.0	-1.7	19.3
鏡子丸	3075	1,134	16.5	NA	-1.6	1.2	-0.5	NA	NA	NA	NA	NA	2.3	NA	NA	NA	2.3	-10.7	8.5
ドトル日レス	3087	1,810	82.6	-0.3	-26.7	-4.8	-11.0	4.9	2.9	NA	17.0	28.6	0.9	7.8	0.5	1.3	4.5	5.7	5.4
プロンコB	3091	2,415	36.4	-0.3	-27.8	0.2	-3.5	NA	NA	NA	NA	NA	2.1	NA	NA	0.7	-2.3	1.1	4.6
物産コーポ (TP 9,100 Buy)	3097	7,820	94.4	0.2	-8.4	8.5	7.8	15.4	NA	61.9	31.5	26.2	4.7	15.1	1.4	0.8	11.6	1.3	94.3
チムニー	3178	1,456	28.2	0.8	-67.8	-38.2	-94.9	NA	NA	NA	NA	NA	5.6	NA	NA	NA	5.1	14.6	15.0
鳥貴族ホールディングス	3193	1,887	21.9	0.0	-40.8	-9.9	-39.3	NA	NA	NA	NA	30.4	4.5	NA	1.0	0.0	-2.0	14.4	24.7
ホットランド	3196	1,348	29.0	0.6	-12.3	2.8	-8.1	15.3	NA	NA	26.4	25.9	4.0	NA	1.0	0.4	-3.9	5.0	21.9
すかいらーくホールディングス (TP 1,550 Hold)	3197	1,525	346.9	2.1	-27.6	6.9	-15.9	1.0	4.4	NA	177.8	50.4	2.7	8.7	1.6	0.2	-2.9	-8.6	-6.0
S F P H D	3198	1,536	39.6	-0.1	-56.7	-17.8	-41.7	NA	NA	NA	NA	24.0	3.7	NA	1.6	0.0	5.1	8.8	3.6
クリレスHD	3387	972	184.1	3.5	-46.6	-0.8	-82.7	12.6	NA	NA	72.5	72.5	10.6	NA	2.4	0.0	5.8	15.3	49.8
サンマルクHD	3395	1,634	37.2	-0.2	-36.2	-9.7	-19.1	3.7	2.6	NA	24.9	37.9	0.9	6.6	0.5	2.7	-2.9	-5.1	2.8
トリドールHD	3397	1,932	168.6	3.0	-13.9	5.4	-18.5	4.0	7.9	NA	110.6	37.5	5.8	12.2	2.0	0.3	7.8	16.2	60.6
コマダHD (TP 3,000 Buy)	3543	2,081	96.0	1.5	-7.6	20.9	10.6	13.9	14.1	26.7	19.1	17.5	2.8	16.8	4.5	2.6	2.1	6.3	13.7
串カツ田中HD	3547	1,938	18.1	0.3	-35.8	-11.2	-38.4	6.5	30.6	NA	147.9	26.4	12.9	65.1	1.9	0.5	3.6	2.6	18.9
力の源HD	3561	624	16.9	3.7	-43.2	-13.9	-93.5	NA	NA	NA	NA	NA	11.4	NA	NA	NA	-4.4	-1.0	-8.1
FOOD & LIFE COMPANIES	3563	4,465	518.2	2.4	2.4	14.6	17.1	22.1	23.8	56.4	42.3	35.3	9.0	17.4	2.6	0.5	-6.5	-16.4	77.6
アトム	7412	783	151.6	0.2	-35.2	-4.1	-21.6	NA	NA	NA	NA	NA	18.2	NA	NA	NA	-0.8	1.7	-2.2
カップ・クリエイト	7421	1,458	72.0	0.4	-13.3	0.7	-10.0	NA	NA	NA	NA	NA	6.6	NA	NA	NA	-1.7	-2.4	5.4
ワタミ	7522	979	41.8	3.5	-33.1	-17.1	-132.0	NA	NA	NA	NA	NA	12.3	NA	NA	NA	-3.2	3.3	10.2
ゼンショーHD	7550	2,849	441.2	2.2	-5.6	5.6	2.6	12.6	13.2	190.1	37.9	34.5	5.1	33.4	1.0	0.7	2.9	-2.1	32.9
幸楽苑HD	7554	1,542	25.9	1.1	-30.5	-3.3	-23.7	NA	NA	NA	90.7	NA	7.3	NA	1.0	0.0	-7.2	-8.2	2.0
安楽亭	7562	5,470	11.7	1.3	73.0	-2.1	-22.3	NA	NA	NA	NA	NA	2.7	NA	NA	NA	2.6	4.6	11.9
サイゼリヤ	7581	2,735	143.0	-0.3	-28.6	0.1	-7.5	0.6	5.1	NA	155.5	30.8	1.7	14.6	0.9	0.7	4.2	19.6	38.5
ハイデ日高	7611	1,945	74.2	-0.3	-23.6	-7.9	-7.0	NA	NA	NA	NA	NA	3.5	NA	NA	0.0	6.2	12.1	25.0
コロワイド	7616	2,083	156.8	3.6	-28.5	3.0	-56.1	NA	NA	NA	NA	NA	9.5	NA	NA	NA	1.5	10.7	48.2
うかい	7621	3,105	16.3	1.5	-35.5	-14.5	-45.4	NA	NA	NA	NA	NA	5.7	NA	NA	NA	1.1	2.5	-1.4
Gダイニング	7625	523	5.4	0.9	-33.5	-15.3	-34.0	NA	NA	NA	NA	NA	2.4	NA	NA	NA	8.3	89.5	217.0
香香屋	7630	4,945	157.9	-0.5	-8.3	7.7	9.2	11.4	NA	57.6	44.1	50.1	5.3	NA	2.9	1.6	1.7	2.2	3.1
あさくま	7678	1,570	8.4	-0.4	-27.9	-23.0	-51.6	NA	NA	NA	NA	NA	3.8	NA	NA	NA	1.2	0.6	4.7
モスフード	8153	3,150	100.8	-0.2	4.3	7.4	2.2	3.7	NA	97.4	57.2	48.5	2.2	NA	1.2	0.8	1.4	-1.3	10.7
木曾路	8160	2,393	62.0	0.0	-29.3	-7.0	-18.3	NA	NA	NA	NA	NA	2.5	NA	NA	NA	-0.4	0.9	1.8
SRS	8163	813	30.1	0.5	-2.1	-5.4	-36.3	NA	NA	NA	NA	NA	3.0	NA	NA	NA	-1.2	-2.8	-7.4
ロイヤルHD	8179	2,144	97.3	2.3	-45.2	-26.7	-71.9	-15.8	-0.1	NA	NA	67.6	3.3	27.3	1.3	0.2	-7.2	7.7	21.7
リンガーハット	8200	2,431	63.4	1.0	-28.1	-14.9	-62.4	NA	NA	NA	NA	NA	6.3	NA	NA	NA	3.9	4.6	7.9
ギフト	9279	2,398	23.8	0.2	19.6	6.0	9.1	23.0	NA	80.3	28.3	20.9	7.1	NA	1.7	0.6	0.9	1.5	84.9
元寿司	9828	2,544	22.6	0.6	-11.9	4.0	-5.3	NA	NA	NA	NA	NA	2.8	NA	NA	NA	-5.7	-3.3	11.8
銀座ルノア	9853	833	5.2	0.1	-48.1	-52.4	-53.3	NA	NA	NA	NA	NA	1.6	NA	NA	NA	0.4	2.0	1.8
グルメ軒屋	9850	973	22.0	1.5	-43.1	-7.1	-46.7	NA	NA	NA	NA	NA	2.6	NA	NA	NA	0.6	3.4	4.1
吉野家HD	9861	2,113	137.6	0.8	-21.2	0.5	-17.2	6.3	3.2	NA	52.5	59.4	3.4	15.9	1.1	0.0	1.2	-2.5	-1.0
日本KFC	9873	2,886	64.7	-0.8	12.6	8.6	12.3	NA	NA	23.0	23.3	23.8	2.7	NA	0.5	1.7	4.4	-1.7	7.2
松屋フーズホールディングス	9887	3,555	67.8	0.3	-11.4	-0.2	-5.7	NA	NA	NA	28.3	18.0	1.7	NA	0.8	0.7	0.3	2.6	-0.4
サガミホールディングス	9900	1,020	29.4	-0.2	-23.0	-9.2	-20.7	NA	NA	NA	NA	NA	2.5	NA	NA	NA	-3.3	-6.5	-15.6
王将フード (TP 7,250 Buy)	9936	5,750	133.9	-0.2	-5.8	10.3	8.3	210.0	NA	25.2	20.4	19.2	2.0	NA	1.4	1.7	2.3	-0.2	-1.0
ジョイフル	9942	780	24.9	37.9	-33.1	-11.1	-110.8	NA	NA	NA	NA	NA	8.9	NA	NA	NA	4.0	10.2	-5.0
大庄	9979	1,076	22.8	0.3	-40.1	-12.5	-57.6	NA	NA	NA	NA	NA	1.8	NA	NA	NA	-3.2	9.7	-10.6
平均値				1.6	-20.8	-5.2	-31.6	17.3	10.3	66.5	59.4	34.0	5.6	17.3	1.5	0.7	0.2	5.7	18.8
中央値				0.3	-27.7	-3.7	-18.8	11.4	9.4	57.0	42.3	28.9	3.7	14.6	1.3	0.6	0.9	2.3	7.2

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 (喫茶店)

会社名	ティッカー	株価 7/7	時価総額 10億円	ネットD/E 前期	売上YoY 直近12M	EBITDA Mn 直近12M	ROE 直近12M	ROE 今期予	ROE 来期予	PER 直近12M	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 今期予	EV/Sales 今期予	配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
ドトル日レス	3087	1,810	82.6	-0.3	-26.7	-4.8	-11.0	4.9	2.9	NA	17.0	28.6	0.9	7.8	0.5	1.3	4.5	5.7	5.4
サンマルクHD	3395	1,634	37.2	-0.2	-36.2	-9.7	-19.1	3.7	2.6	NA	24.9	37.9	0.9	6.6	0.5	2.7	-2.9	-5.1	2.8
コマダHD (TP 3,000 Buy)	3543	2,081	96.0	1.5	-7.6	20.9	10.6	13.9	14.1	26.7	19.1	17.5	2.8	16.8	4.5	2.6	2.1	6.3	13.7
銀座ルノア	9853	833	5.2	0.1	-48.1	-52.4	-53.3	NA	NA	NA	NA	NA	1.6	NA	NA	NA	0.4	2.0	1.8

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: FC 事業者のバリュエーション比較

会社名	ティッカー	株価 7/7	時価総額 10億円	ネットD/E 前期	売上YoY 直近12M	EBITDA Mg ⁿ 直近12M	ROE 直近12M	ROE 今期予	ROE 来期予	PER 直近12M	PER 今期予	PER 来期予	PBR 前期	EV/EBITDA 今期予	EV/Sales 今期予	配当利回り 今期予	1か月 騰落率	3か月 騰落率	1年 騰落率
神戸物産	3038	3,665	1,002.7	-0.3	3.0	8.6	29.9	30.9	28.3	44.9	39.9	35.7	11.9	29.6	2.8	0.5	27.8	24.2	11.8
コメダHD (TP 3,000 Buy)	3543	2,081	96.0	1.5	-7.6	20.9	10.6	13.9	14.1	26.7	19.1	17.5	2.8	16.8	4.5	2.6	2.1	6.3	13.7
カーブスHD	7085	949	89.1	1.2	-10.5	11.3	9.6	12.7	34.7	108.7	83.7	27.1	10.9	NA	4.0	0.5	0.4	-5.1	63.3
F F J	7092	4,400	68.6	-0.2	-1.5	26.8	16.1	NA	NA	62.3	43.9	35.8	6.5	NA	4.9	0.1	-18.1	2.0	NA
ワークマン	7564	7,380	604.0	-0.4	14.6	24.0	20.3	NA	NA	35.3	30.4	27.4	6.6	NA	NA	1.0	-2.9	-9.6	-26.3

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

リスク要因

当社見解に対するリスク要因は、時短営業要請の長期化、出店数や卸売売上高の想定比大幅な下振れ、諸コストの想定比大幅な上振れ、海外出店を阻む事象の発生、競争環境悪化、多額ののれん減損、食中毒に起因する顧客の離反、など。

会社概要

会社及び事業の概要

コメダ HD の概要

コメダ HD は、愛知県名古屋市に本拠を置く外食企業である。「コメダ珈琲店」等の喫茶店業態を主に FC 方式で全国展開しており、近年は台湾など海外でも店舗展開を進めている。21/2 期末店舗数は 914 店舗 (FC+直営、海外を含む) で、FC 店舗が 95% を占める。また、業態別では「コメダ珈琲店」が 98% を占める。国内喫茶店チェーン店舗数において、「コメダ珈琲店」は「スターバックスコーヒー」「ドトールコーヒーショップ」に次ぐ第 3 位。フルサービス型喫茶店チェーンとしては日本最大であり、第 2 位の「星乃珈琲店」の 3 倍以上の店舗を有している。

日本最大のフルサービス型喫茶店を FC 展開

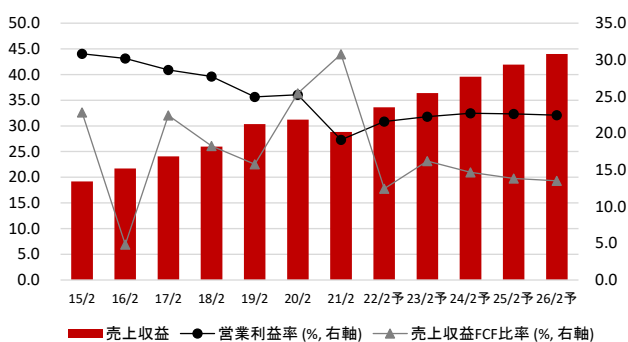
21/2 期連結業績は、売上収益 288 億円 (前期比 7.6% 減)、営業利益 55 億円 (前期比 30.0% 減)、営業利益率 19.1%、ROE 10.6%。コロナ禍影響を受ける前の 20/2 期までの 5 年平均売上高成長率 (CAGR) は 10.2%、20/2 期までの 5 年間の平均営業利益率は 27.3%、同期間の平均 ROE は 19.3%。高成長の主因は、中京地区以外の地域 (東日本、西日本) における出店拡大である。また、営業利益率及び ROE は、外食企業としては異例の高水準で推移している。

高成長、外食企業として異例の高収益性

同社は FC 本部としての業務に特化し、アセットライト型のビジネスモデルを志向している。同社事業の中心は、1) コーヒー・パン等の製造、2) FC 店舗に対する経営指導及び食材の卸売である。工場の投資負担が重くないため、キャッシュフローは潤沢である。21/2 期の売上高 FCF 比率は 30.8% と非常に高い水準を達成。20/2 期までの 5 年間の平均は 17.3%。長期的に高水準の株主還元が期待できると思われる。

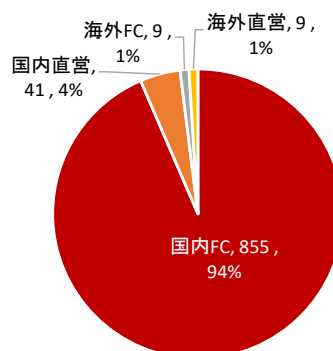
潤沢なキャッシュフロー

図表: 売上収益 (10 億円)、OPM、売上収益 FCF 比率



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 店舗の構成 (21/2 期末)



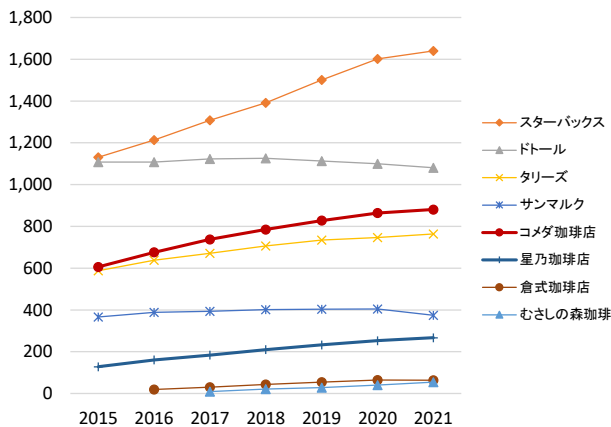
出所: 会社資料、三田証券

図表: 喫茶店業態の比較 (国内市場)

業態名	サービス形態	店舗数	直営店	FC店	FC比率 (%)	店舗数の時点	運営業者/親会社	ティッカー
スターバックスコーヒー	セルフサービス	1,640	1,504	136	8.3	21/3	Starbucks Corporation	SBUX
ドトールコーヒーショップ	セルフサービス	1,081	204	877	81.1	21/2	ドトール・日レスホールディングス	3087
タリーズ	セルフサービス	764	NA	NA	NA	21/4	伊藤園	2593
サンマルクカフェ	セルフサービス	374	365	9	2.4	21/3	サンマルクホールディングス	3395
コメダ珈琲店	フルサービス	881	32	849	96.4	21/2	コメダホールディングス	3543
星乃珈琲店	フルサービス	267	232	35	13.1	21/2	ドトール・日レスホールディングス	3087
倉式珈琲店	フルサービス	64	63	1	1.6	21/3	サンマルクホールディングス	3395
むさしの森珈琲	フルサービス	55	55	0	0.0	21/3	すかいらーくホールディングス	3197

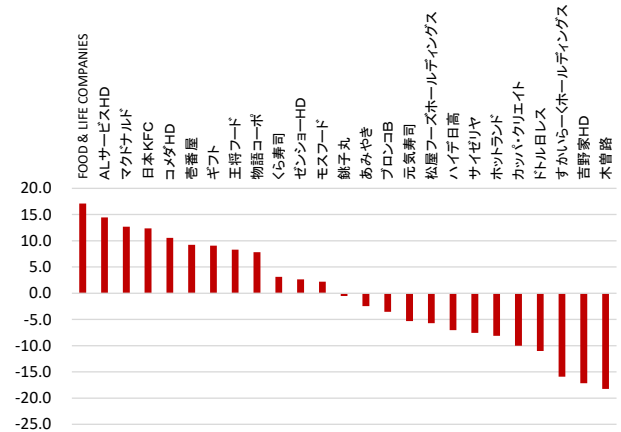
出所: 各社資料、三田証券

図表: 喫茶店チェーン店舗数 (国内市場)



出所: 各社資料、三田証券

図表: 外食企業 ROE 上位 (直近1年間)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

グループ会社

コメダ HD は持株会社であり、事業の運営は子会社の株式会社コメダが行っている。2018年、台湾に子会社を設立。

図表: 子会社

子会社名	議決権比率 (%)	所在地	概要
株式会社コメダ	100.0	愛知県名古屋市	FC事業
客美多好食股份有限公司	51.0	台湾	台湾におけるFC事業

出所: 会社資料、三田証券

会社沿革

コメダ HD の前身は、1968 年に加藤太郎氏が愛知県名古屋市に開店した喫茶店「コメダ珈琲店」である。1975 年に法人化、1983 年に FC 店舗向けのコーヒー製造・販売を開始した。その後、FC 展開を本格化し、東海地方を中心に店舗網を拡大した。2003 年に関東地区、2006 年に関西地区に進出。積極的な出店により、21/2 期末にはチェーン全体で 914 店舗まで成長した。

名古屋の喫茶店から全国的なチェーンに成長

この間、同社の大株主には度々の変更があった。2008 年、創業者の加藤太郎氏は、事業承継を目的として同社グループの全株式をアドバンテッジパートナーズ傘下のファンドに売却。2013 年、アドバンテッジパートナーズは、MBK パートナーズ傘下のファンドに同社株式を売却。2014 年に持株会社としてコメダ HD が設立された。2016 年 6 月、コメダ HD が東京証券取引所市場第一部に上場。その後、MBK パートナーズは同社株式を全て売却している。

図表: 沿革

年月	概要
1968年1月	加藤太郎氏が愛知県名古屋市で「コメダ珈琲店」を開業
1975年8月	㈱コメダ珈琲店を設立
1977年2月	名物商品「シロノワール」販売開始
1983年3月	FC加盟店向けコーヒーの製造・販売を開始
1993年4月	㈱コメダを設立、FC展開を本格化
2003年6月	関東に初出店(横浜江田店)
2006年11月	関西に初出店(奈良中央店)
2008年4月	加藤太郎氏からアドバンテッジパートナーズが運営するファンドへ事業承継
2011年10月	(有)フランスパンの全株式を取得し子会社化
2013年2月	アドバンテッジパートナーズが運営するファンドからMBKパートナーズが運営するファンドへ事業承継
2013年4月	国内500店舗を達成
2013年7月	臼井興胤氏が代表取締役社長に就任
2014年11月	持株会社として㈱コメダホールディングス設立
2015年7月	千葉パン工場が操業開始
2016年4月	初の海外FC加盟店出店(中国上海)
2016年6月	東京証券取引所市場第一部に上場
2018年2月	台湾に初出店
2018年7月	国内店舗800店舗を達成
2018年8月	関東コーヒー工場が操業開始
2018年11月	台湾に連結子会社を設立

出所: 会社資料、三田証券

主要株主/経営陣

現在、同社の上位株主は機関投資家等で構成されている。現経営陣による株式保有は限定的な規模にとどまっている。

経営トップの臼井興胤(うすい おきたね)氏は、同社が MBK パートナーズ傘下にあった 2013 年 7 月に株式会社コメダ代表取締役社長に就任。2014 年 11 月、持株会社設立に際してコメダ HD 代表取締役社長を兼務。同氏の保有株式は 21/2 期末時点で 0.4%弱。コメダ入社前は、日本マクドナルド株式会社 COO、株式会社セガ代表取締役社長 COO などを歴任。

図表: 主要株主 (21/2 期末)

主要株主	保有比率 (%)
(株)日本カストディ銀行(信託口)	10.58
日本マスタートラスト信託銀行(株)(信託口)	7.22
SMBC日興証券(株)	2.39
(株)かんぽ生命保険	2.00
(株)日本カストディ銀行(信託口5)	1.49

出所: 会社資料、三田証券

事業の詳細

主要業態の特徴

珈琲所 コメダ珈琲店

「コメダ珈琲店」は、日本最大のフルサービス型喫茶店である。立地は郊外ロードサイドが基本だが、一部は都心駅前にも出店している。標準的なロードサイド店舗は、敷地面積250-350坪、店舗面積50-60坪、駐車場30-40台、というイメージ。店舗の外観・内観は素朴なログハウス風であり、顧客がゆったりとくつろげるテーブル・椅子を設置している。店舗には新聞、雑誌、本などが備えられ、顧客はこれを自由に読むことができる。あえて敷居の低いイメージを出すことで、近隣住民のリピート利用を狙っている。

平均客単価は800円程度と見られる。ドリンクメニューの主力はコメダブレンド（税込430-580円）。名古屋の一般的な喫茶店同様、朝11時までにドリンクを注文した顧客に対してトーストとゆで卵を無料で提供するモーニングサービスを実施している。特に中京地区においてはモーニング利用客が多い様子である。デザートは、デニッシュパンの上にソフトクリームをのせたシロノワール（650-680円）が人気。食事メニューは、バーガー、サンドウィッチ、トースト、ピザ、グラタン、パスタ、サラダなどが充実している。なお、これらの食事メニューは、喫茶店で出されるものとしてはかなり量が多く、一人で食べきれないこともあるため、グループでシェアする顧客も多い。小倉トースト、みそかつパン、あんかけスパなど、名古屋風のメニューが用意されているのも特徴。テイクアウト用には、主要メニューのほか、山食パンが用意されている。

同社では、店舗間での味のばらつきをなくすため、コーヒーの抽出を自社工場で行い、店舗ではこれを温めて顧客に提供している。パンについては、高品質の小麦粉を使用した自社工場製のものを提供している。また、小倉トーストなどに使われる餡子についても、2020年8月に製餡工場が稼働を開始し、自社生産できるようになった。ドリンクや食事メニューの設定にあたっては、厨房における調理負担が重くなりすぎないように考慮がなされている。

郊外ロードサイド中心。近隣住民のリピート利用を狙った素朴なイメージの店舗でくつろぎを提供

モーニングサービス、軽食、名古屋風のメニュー。客単価は800円程度

工場の活用により、店舗オペレーションを軽減

図表: 店舗外観



出所: 会社資料

図表: 店舗内観



出所: 会社資料

図表: コーヒー、シロノワール、ミニシロノワール



出所: 会社資料

図表: カツパン



出所: 会社資料

おかげ庵

「おかげ庵」は、和風デザートを中心とした、フルサービス型喫茶店。「コメダ珈琲店」同様に、顧客がゆったりとくつろげる空間を提供している。21/2 期末店舗数は 11 店舗で、内訳は、愛知県 7 店舗、神奈川県 3 店舗、東京都 1 店舗。

ドリンクは、抹茶、グリーンティー、ブレンドコーヒー、など。朝 11 時までにドリンクを注文した顧客に対して、おにぎりセットまたはトーストセットを無料で提供するモーニングサービスを実施している。デザートは、抹茶シロノワール、ぜんざい/冷やしぜんざい、クリームあんみつ、本わらびもち、抹茶パフェ、など。食事メニューは麺類が中心であり、きしめん、味噌煮込みうどん、あんかけスパゲッティーなどの名古屋めしが充実している。「コメダ珈琲店」同様、厨房のオペレーション効率を重視したメニュー構成であるとの印象。一部の店舗は「コメダ珈琲店」との併設であり、厨房を共有している。

「おかげ庵」としての認知度はまだ十分ではなく、これまでのところ FC 展開も限定的である。ただし、横浜ランドマークプラザ店（神奈川県横浜市西区みなとみらい）や駒沢公園店（東京都世田谷区深沢）は、人通りの多い地域における「コメダ珈琲店」との併設店であり、認知度向上に役立つと思われる。

和風メニューのフルサービス型喫茶店

モーニングサービス、和風ドリンク、和風デザート、麺類、など。名古屋めしが充実

認知度向上が課題

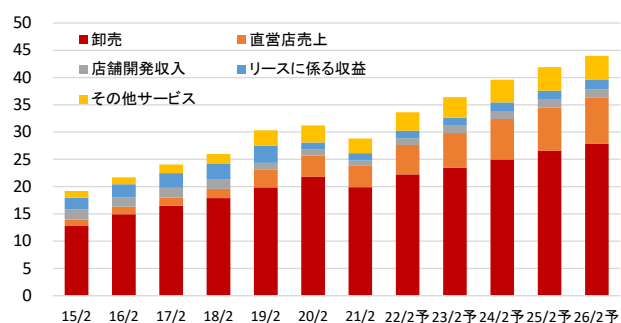
売上収益及び店舗数の構成

連結売上収益の構成

21/2期連結売上収益は288億円（前期比7.6%減）。うち、直営店売上は39億円（シェア13.5%）、残りの249億円（同86.5%）はFC店舗からの収入。後者の内訳は、食材等の卸売収入199億円（同69.0%）、リースに係る収益13億円（同4.6%）、店舗開発収入10億円（同3.4%）、その他サービス収入（ロイヤルティ含む）27億円（同9.4%）。このうち、店舗開発収入、及び、その他サービス収入の一部は、新規出店時に生じるものである。

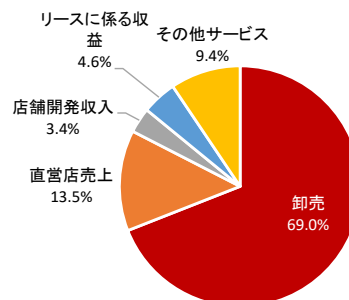
FC店舗に対する卸売売上高が中心

図表: 売上収益 (10億円)



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 売上収益の内訳



出所: 会社資料、三田証券

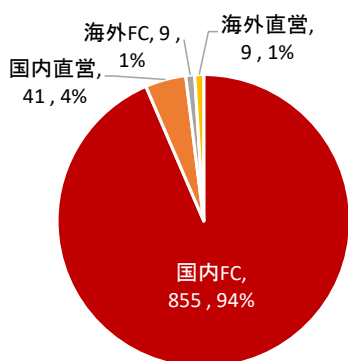
店舗の構成

21/2期末の店舗数は914店舗。内訳は、国内FC855店舗（シェア94%）、国内直営41店舗（同4%）、海外FC9店舗（同1%）、海外直営9店舗（同1%）。海外は台湾及び中国（上海）。

店舗のFC比率95%。「コメダ珈琲店」が98%を占める

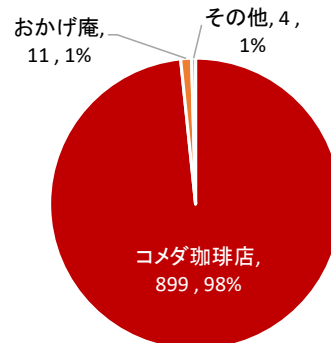
業態別では、「コメダ珈琲店」899店舗（シェア98%）、おかげ庵11店舗（同1%）、など。

図表: 店舗数のFC・直営別内訳 (21/2期末、店、%)



出所: 会社資料、三田証券

図表: 店舗数の業態別内訳 (21/2期末、店、%)



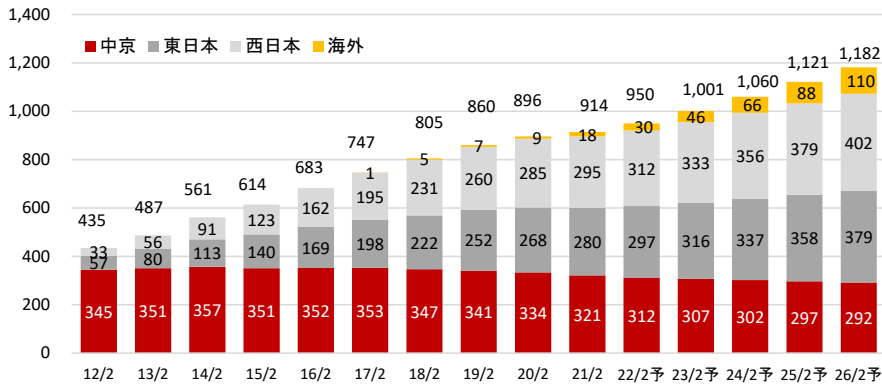
出所: 会社資料、三田証券

国内 896 店舗 (FC+直営) の地域別分布は、中京 321 店舗、東日本 280 店舗、西日本 295 店舗。「コメダ珈琲店」は全国 47 都道府県に進出済みである。

中京地区で強固なプレゼンスを構築済み。東日本、西日本、海外で出店拡大中

過去 3 年間の店舗数増減は、全体で 109 店舗増。うち、東日本 58 店舗増、西日本 64 店舗増、海外 13 店舗増。中京は 26 店舗減。

図表: 店舗数



出所: 会社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

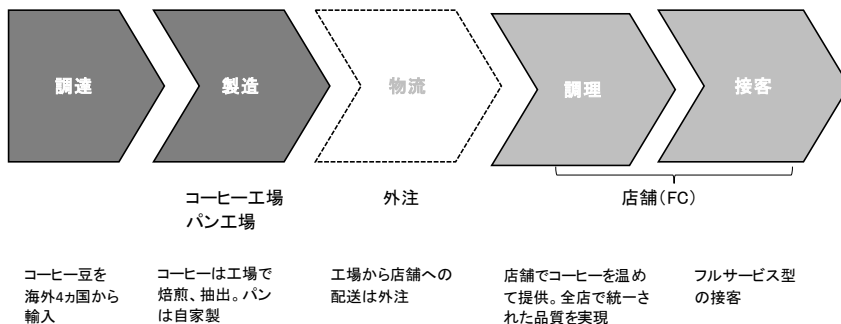
ビジネスモデル

サプライチェーン

同社のサプライチェーンの概要は以下のとおり。同社自身は、主に調達及び製造を担当し、工場から店舗への物流は外部業者に委託している。店舗における調理・接客は主に FC 店舗が担っているが、一部に直営店舗もある。

コーヒー・パンの製造、FC に対する卸売・経営指導が事業の中心

図表: サプライチェーン



出所: 会社資料、三田証券

コーヒーは、自社工場焙煎・抽出までを行い、全国の店舗に配送される。パンも、上質な小麦粉を用いて自社工場焙煎されたものが店舗に配送されている。2020年8月以降、餡子も自社生産できるようになった。他の食材については、本部が一括で仕入れたものを店舗に卸売している。工場から店舗への配送は、日本アクセス及び名古屋製酪に委託している。

同社事業はFC展開を前提としているため、店舗オペレーションは厨房の負担を軽減するように設計されている。コーヒーについては、各店舗で温めた上、顧客に提供している。コーヒーの抽出作業はオペレーション効率が悪く、個人の技能の差異が出やすいが、同社では工場で抽出することで店舗間の味の統一を図っている。料理についても、複雑な手順が必要なものはメニューに含まれていない。

図表: 千葉工場外観



出所: 会社資料

図表: パン製造の様子



出所: 会社資料

FC 制度

21/2 期末現在、同社店舗のうち 95%が FC 店舗で構成されている。同社は FC 店舗の出店に際して、物件の調査・選定、店舗建物及び内装の設計・施工などを支援する。また、必要に応じて店舗建物の転貸も行う。開業後は、食材等の卸売のほか、経営指導も行う。

同社の売上収益のうち、直営店売上のシェアは 13.5%、FC 店舗からの収入は 86.5%である (21/2 期実績)。後者の内訳は、食材等の卸売売上 69.0%、リースに係る収益 (店舗賃料) 4.6%、店舗開発収入 3.4%、その他サービス収入 (ロイヤルティ含む) 9.4%。従って、同社の売上収益の成長をもたらすのは、主に、FC 店舗の新規出店増加、及び卸売売上成長である。

ロイヤルティは、店舗の客席数に対して、1 席当たり月額 1,500 円を課している。FC 店舗にとっては、ロイヤルティが売上比例である場合と比較して、売上を増やせた場合に利益率が高くなる効果がある。FC 本部である同社にとっては、FC 店舗の売上に比例したロイヤルティが得られなくても、同社から FC 店舗に対する卸売売上が増えればよいという考え方。平均的な規模の店舗において、ロイヤルティは店舗売上の 2%程度を占めていると見られる。

FC 店舗に対する食材等の卸売が売上の中心。ロイヤルティは定額制

図表: ロイヤルティ比較

業態名	運営会社または親会社	ロイヤルティ (月額)
コメダ珈琲店	コメダホールディングス	席数×1,500円
星乃珈琲店	ドトール・日レスホールディングス	席数×1,500円
ドトールコーヒーショップ	ドトール・日レスホールディングス	売上×2%
上島珈琲店	UCCホールディングス	売上×2%
カフェ・ド・クリエ	サッポロホールディングス	売上×3%
PRONTO	フロントコーポレーション	売上×3%

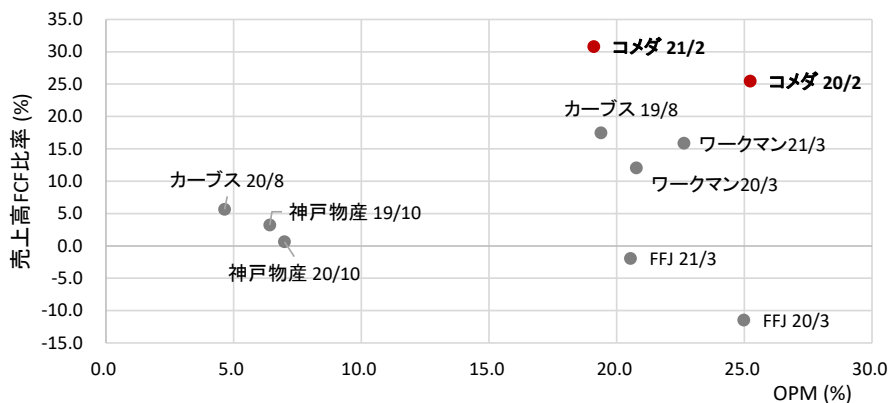
出所: 各社資料、三田証券

同社の営業利益率は、コロナ禍影響を受けた21/2期でも19.1%と、外食企業としては異例の高水準にある。店舗の大半がFC店舗であること、コーヒー及びパンなど高粗利率の商品を扱っていること、などが高利益率の要因であろう。

FC制度、高粗利率商品に支えられ、高水準のOPM及び売上高FCF比率を実現

また、小売、スポーツクラブなど他の分野でFC本部を営む事業会社と比べて、同社の営業利益率は遜色のない水準にあり、売上高FCF比率は他を圧倒する高水準にある。

図表: FC事業者のOPMと売上高FCF比率の比較



出所: 各社資料、三田証券

コロナ禍をうけての業績推移

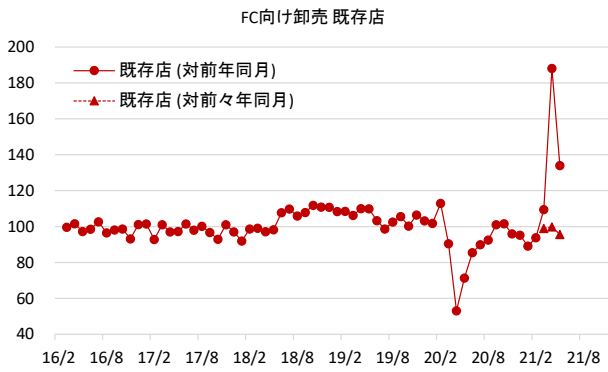
FC向け卸売売上高（既存店向け）の推移

同社の21/2期のFC既存店向け卸売売上は前期比11.5%減と、コロナ禍影響下の外食業者としては堅調な水準であった。コロナ禍影響が小さかった理由としては、1) 店舗網が主に郊外ロードサイド中心であること（東京23区の店舗は6%）、2) モーニング時間帯の利用客が多く、時短要請の影響を受けやすいディナー時間帯の売上依存度が低いこと（元来、ディナー時間帯の売上は全体の15%程度）、3) リピーターの利用が多いこと、4) 「コメダ珈琲店」が喫茶店業態として人気が高いこと、などが挙げられよう。

コロナ禍をうけても卸売売上は堅調

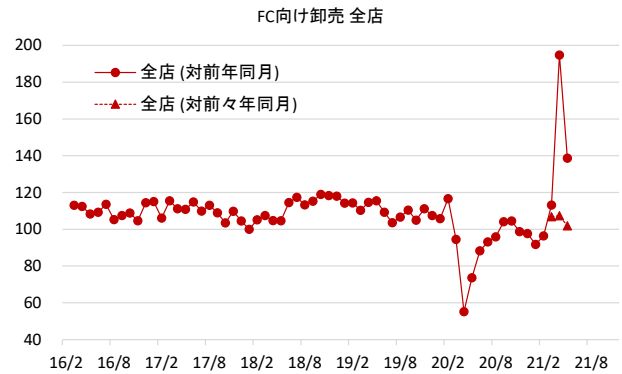
22/2期1QのFC既存店向け卸売売上は、3月が前期比9.5%増(2019年3月比1.0%減)、4月が88.2%増(同0.1%減)、5月が34.0%増(同4.4%減)。1Q累計では前年同期比36.7%増(20/2期1Q比1.9%減)。4月下旬に一部地域に対して緊急事態宣言が発出されるなど事業環境は良くなかったが、同社卸売売上高は堅調に推移したと評価できる。なお3月下旬にテレビ番組で「コメダ珈琲店」の特集が組まれたことが、3-4月の好業績に繋がった模様。

図表: FC向け卸売売上高 既存店



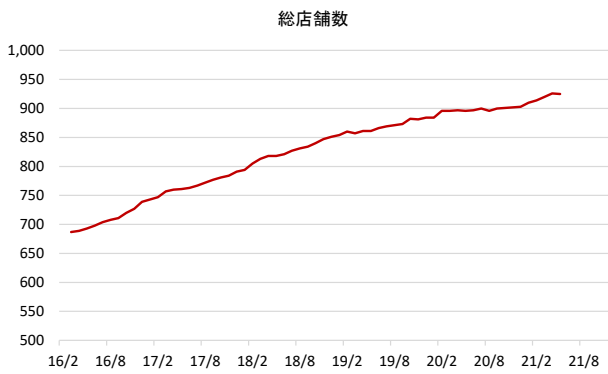
出所: 会社資料、三田証券 注: 前年同月または前々年同月を 100

図表: FC向け卸売売上高 全店



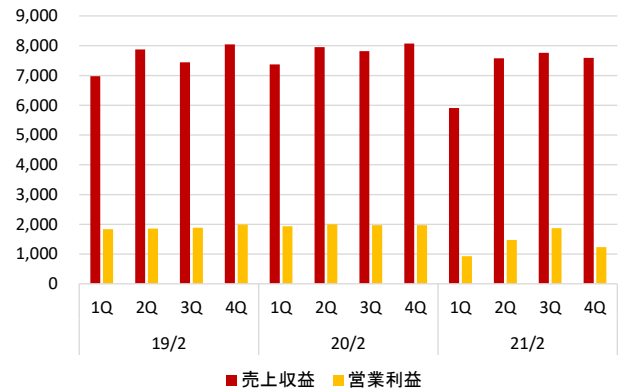
出所: 会社資料、三田証券 注: 前年同月または前々年同月を 100

図表: 店舗数



出所: 会社資料、三田証券

図表: 四半期業績 (百万円)



出所: 会社資料、三田証券

成長戦略

新中期経営計画

「VALUES 2025」重点戦略

同社は、2021年4月に中期経営計画「VALUES 2025」(22/2期-26/2期)を発表した。同計画の基本理念は、「くつろぎ」で、人と地域と社会をつなぐ」。重点戦略としては、1) 既存店モデルの拡充(QSCの向上、出店拡大、DXの推進)、2) 新しい共創価値の追求(新事業開発、M&A、SDGs対応)、3) 財務価値の維持拡大の3点を掲げている。

5年間で300店舗を積み上げ、1,200店舗体制を目指す。海外出店が本格化へ

既存店モデルの拡充のうち、出店拡大については、1,200店舗達成(うち海外80店舗)を目標としている。21/2期末914店舗に対して約300店舗を積み上げる計画である。財務価値の維持拡大のうち、1) 成長性については、EPSベースで年平均成長率10%以上、2) 収益性については、最終年度にROIC10%以上、3) 財務健全性については、最終年度に自己資本比率40%以上、4) 株主還元については、中計期間累計で総還元性向50%以上を目標としている。EPS計画は、21/2期実績に対して中計最終年度に1.6倍の水準を目指すというものである。

成長ドライバーに対する当社の見解

出店拡大

同社の成長ドライバーは、1) 中京地区以外の地域における新規出店継続、2) 台湾を中心とする海外事業の大幅な拡大、が中心になるであろう。当社では、今後5年間に於いて、東日本地区99店舗純増、西日本地区107店舗純増、海外92店舗純増を想定している(「コメダ珈琲店」業態ベース)。中京地区については29店舗純減を想定する。当社では26/2期末に、同社新中計とほぼ同等の約1,182店舗を想定している。

コロナ禍を経て国内出店余地が拡大。台湾においてFC展開が本格化へ。中計の出店計画は概ね達成可能との見方

国内については、コロナ禍影響により業績不振の飲食業者が撤退する事例が相次いでおり、当社にとって好条件で出店可能な立地が増えているため、出店しやすい環境となるだろう。FCオーナーの立場からも、コロナ禍影響の強かった時期に業績が安定していた「コメダ珈琲店」は、FC加盟先を選択する上で優先順位が高くなりやすいと思われる。

海外店舗は20/2期末9店舗から21/2期末18店舗へ1年間で倍増した。22/2期に入ってから、5月までに台湾2店舗、上海2店舗を出店しており、順調である。台湾においてFC店舗の拡大が見込める段階に入り、また、台北以外の地域への出店事例も出てきたことから、出店加速の可能性が高まっていると当社は見ている。

新業態開発

同社は、「コメダ珈琲店」の成長が順調である一方、新業態の開発には苦戦しているとの印象を当社は受けている。池袋や吉祥寺に出店したセルフサービス業態「コメダスタンド」はすでに閉店した。様々な味を楽しめるパンを販売する「やわらかシロコッペ」は百貨店などに出店し一時期店舗数を伸ばしたが、本格展開には至らず、事業規模を大幅に縮小した。

「コメダスタンド」「やわらかシロコッペ」は成功に至らず

同社は、2020年7月、植物由来の食材を用いたメニュー中心の「KOMEDA is □ (コメダイズ)」を東京・東銀座の歌舞伎座近くにオープンした。大豆ミートを使用したサンドウィッチなどを提供し、牛や豚から発生する温室効果ガスを抑えることに貢献するというコンセプトを打ち出している。店舗の外観・内観は緑色を基調として「コメダ珈琲店」よりもやや明るめかつ現代的なデザインを採用し、都心のオフィス・繁華街の雰囲気に合わせている。とはいえ、椅子やテーブルの形や材質は「コメダ珈琲店」で用いられているものと同じであり、コメダの世界観は十分に引き継がれている。都心には珍しく、くつろぎを感じられる空間を提供している。新業態というより、「コメダ珈琲店」の進化系という印象である。価格については、都心立地を反映してか、コメダブレンド 650 円、サンドウィッチ 980-1,180 円、ハンバーガー 1,280 円と、「コメダ珈琲店」の一般的な店舗よりも高めに設定されている。また、アルコールも販売されている。このような都心立地向けの高単価業態が成功すれば、同社がこれまであまり出店できなかった都心のカフェ市場に進出するきっかけになるだろう。ただし、同業態については実験段階とみられ、コロナ禍影響により十分な実験ができていない可能性が高い。東銀座という立地とはいえ、ドリンクとハンバーガーで 2,000 円弱という高価格が消費者に受け入れられるのかも疑問が残る。多店舗展開の可能性を議論するにはもう少し時間が必要だろう。

「コメダイズ」は新業態というより進化系。都心向け。価格が消費者に受け入れられるかどうか注目

M&A

同社はフリーキャッシュフロー創出能力が高く、M&A による成長追求の可能性は十分に考え得る。過去に LBO を経験したため借入金が残っているが、返済が進むにつれ、成長投資に対して積極的な姿勢に転じやすくなると思われる。

三田証券による業績予想

22/2 期業績予想

三田証券(当社)では、22/2 期業績(IFRS)について、売上収益 336 億円(前期比 16.6%増)、営業利益 73 億円(同 31.8%増)、営業利益率 21.6%(前期は 19.1%)、親会社の所有者に帰属する当期利益 48 億円(同 34.9%増)と予想する。概ね会社ガイダンス(売上収益 329 億円、営業利益 72.5 億円、当期利益 48.5 億円)並みとの見方。当社が想定する期末店舗数は 950 店舗(前期比 3.9%増)。FC 既存店向け卸売売上の当社想定は前期比 9.5%増(会社ガイダンス 8.8%増)、前々期比(20/2 期比) 3.1%減。

22/2 期 OP は 32%増の 73 億円を見込む

同社店舗のうち直営店舗は 5%に過ぎず、時短営業に係る協力金収入は限定的であると見ている(FC 店舗では、協力金を受け取るのは FC 店舗自身であり、同社ではないため)。

今後は、自治体による時短営業要請の緩和がプラス要因として働く可能性が高い。また、業績不振の外食業者の撤退により、「コマダ珈琲店」の出店余地が増えることで、新規出店が積極化すると考える。

23/2 期以降の見方

23/2 期業績に関する当社予想は、売上収益 364 億円(前期比 8.3%増)、営業利益 81 億円(同 11.5%増)、営業利益率 22.2%。当社が想定する期末店舗数は 1,001 店舗(同 5.4%増)。この頃までにはワクチン接種率が高水準に達している可能性が高い。喫茶店利用需要が高まると同時に、時短営業要請が発出されるリスクが大幅に低減するため、FC 既存店向け卸売売上の回復が続くと見る。また、国内では出店余地拡大の機会を捉えた新規出店が進み、海外では台湾における出店が加速すると想定する。

23/2 期は OP 81 億円、1,000 店舗超達成へ。24/2 期は OP 90 億円を見込む

24/2 期に関する当社予想は、営業利益 90 億円(前期比 11.1%増)、営業利益率 22.7%。期末店舗数想定は 1,060 店舗(前期比 5.9%増)、うち海外 66 店舗。

図表: 三田証券業績予想(連結、諸指標)

諸指標	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	5y CAGR
連結	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	(%)
売上収益成長率(%)	16.7	2.9	-7.6	16.6	8.3	8.8	5.9	4.9	
卸売売上成長率(%)	10.9	9.7	-8.6	11.7	5.5	6.5	6.2	5.2	
既存店向け卸売売上成長率(%)	6.4	4.9	-11.5	9.5	0.5	0.0	0.0	0.0	
店舗数増加率(%)	6.8	4.2	2.0	3.9	5.4	5.9	5.8	5.4	
営業利益成長率(%)	5.0	4.1	-30.0	31.8	11.5	11.1	5.4	4.2	
当期利益成長率(%)	4.3	5.0	-33.2	34.9	11.6	11.1	2.6	3.5	
売上総利益率(%)	37.3	38.7	35.9	37.1	37.2	37.5	37.6	37.5	
売上営業利益率(%)	24.9	25.2	19.1	21.6	22.2	22.7	22.6	22.5	
EBITDA マージン(%)	27.0	28.8	24.1	25.8	26.1	26.2	26.0	25.7	
売上高FCF比率(%)	15.8	25.4	30.8	12.4	16.2	14.7	13.8	13.5	
ROA(%)	7.9	6.5	3.5	4.4	4.8	5.2	5.3	5.3	
ROE(%)	18.0	17.2	10.6	13.3	13.7	14.1	13.5	13.1	

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)

P/L	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	5y CAGR
連結、百万円	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	(%)
売上収益	30,335	31,219	28,836	33,618	36,395	39,585	41,915	43,990	8.8
卸売	19,852	21,784	19,905	22,243	23,467	24,989	26,541	27,915	7.0
直営店売上	3,249	3,867	3,900	5,390	6,360	7,410	7,930	8,450	16.7
店舗開発収入	1,246	1,149	975	1,221	1,353	1,485	1,485	1,485	8.8
リースに係る収益	3,154	1,278	1,340	1,399	1,463	1,545	1,634	1,726	5.2
その他サービス	2,834	3,141	2,716	3,365	3,752	4,156	4,325	4,414	10.2
売上原価	19,034	19,132	18,477	21,139	22,853	24,723	26,169	27,492	
売上総利益	11,301	12,087	10,359	12,479	13,542	14,862	15,746	16,498	9.8
その他の営業収益	143	166	307	218	80	80	80	80	
販売費及び一般管理費	3,793	4,301	4,620	5,086	5,405	5,815	6,185	6,531	7.2
その他の営業費用	82	74	535	350	120	130	155	165	
営業利益	7,568	7,878	5,511	7,261	8,097	8,996	9,486	9,881	12.4
金融収益	26	21	19	38	42	46	49	52	
金融費用	133	125	139	141	130	120	109	98	
税引前当期利益	7,461	7,775	5,391	7,158	8,009	8,922	9,426	9,835	12.8
法人所得税費用	2,346	2,406	1,789	2,290	2,563	2,855	3,016	3,147	
当期利益	5,115	5,369	3,602	4,867	5,446	6,067	6,410	6,688	
非支配持分に帰属する当期利益	2	7	12	24	41	64	252	311	
親会社の所有者に帰属する当期利益	5,117	5,376	3,590	4,843	5,405	6,003	6,158	6,376	12.2
EBITDA	8,189	8,992	6,940	8,671	9,495	10,388	10,897	11,301	10.2
発行済株式数 (百万株)	45.4	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1	
EPS	112.66	116.66	77.86	105.04	117.21	130.19	133.55	138.29	12.2
BPS	648.24	720.19	754.54	820.58	886.79	954.98	1,020.54	1,086.82	7.6
DPS	50.00	51.00	39.00	51.00	62.00	68.00	72.00	76.00	14.3
配当性向 (%)	44.2	43.7	50.1	48.6	52.9	52.2	53.9	55.0	

出所: 会社資料、三田証券

図表: 三田証券業績予想 (店舗数)

店舗関連指標	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	5y CAGR
	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	(%)
期末店舗数 (FC+直営)									
コマダ珈琲店	835	873	899	936	987	1,046	1,107	1,168	5.4
東日本	237	256	274	291	310	331	352	373	6.4
中京	331	324	313	304	299	294	289	284	-1.9
西日本	260	284	294	311	332	355	378	401	6.4
海外	7	9	18	30	46	66	88	110	43.6
おかげ庵	9	11	11	11	11	11	11	11	0.0
東日本	2	4	4	4	4	4	4	4	0.0
中京	7	7	7	7	7	7	7	7	0.0
その他	16	12	4	3	3	3	3	3	-5.6
合計	860	896	914	950	1,001	1,060	1,121	1,182	5.3
(YoY, %)	6.8	4.2	2.0	3.9	5.4	5.9	5.8	5.4	
FC店舗比率 (%)	94.9	94.4	94.5	94.3	94.2	94.2	94.1	94.1	
FC1店舗当たり卸売売上 (百万円)	24.8	26.2	23.3	25.3	25.5	25.7	25.9	25.8	2.0
(YoY, %)	5.2	5.6	-11.2	8.6	1.0	0.9	0.4	-0.4	
新規出店数	71	58	46	53	61	69	71	71	

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）

B/S	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	5y CAGR
連結、百万円	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	(%)
流動資産	14,357	18,220	27,938	29,294	35,766	37,640	40,905	41,450	8.2
現金及び現金同等物	5,841	6,609	7,301	7,686	9,239	10,190	10,849	11,469	
営業債権及びその他の債権	3,453	6,341	5,195	5,577	4,594	4,625	4,356	4,659	
その他の金融資産	4,113	4,133	14,128	16,471	17,831	19,394	20,536	21,552	
棚卸資産	175	201	317	79	350	116	377	140	
その他の流動資産	775	936	997	-518	3,753	3,314	4,788	3,629	
非流動資産	52,020	80,218	81,598	82,683	78,017	78,410	77,308	79,011	-0.6
有形固定資産	6,745	12,162	12,819	12,509	12,261	12,069	11,958	11,888	
のれん	38,354	38,354	38,354	38,354	38,354	38,354	38,354	38,354	
その他の無形資産	53	163	217	238	259	281	302	323	
営業債権及びその他の債権	3,679	25,932	26,473	27,228	22,429	22,579	21,265	22,748	
その他の金融資産	2,813	3,004	3,206	3,738	4,046	4,401	4,660	4,891	
繰延税金資産	158	298	325	379	410	446	472	496	
その他の非流動資産	217	305	204	238	257	280	297	311	
資産合計	66,377	98,438	109,536	111,977	113,783	116,049	118,213	120,461	1.9
流動負債	8,324	11,273	23,771	24,507	24,349	24,279	23,911	23,471	-0.3
営業債務	1,233	1,550	1,488	1,702	1,840	1,991	2,107	2,214	
借入金	3,118	3,095	12,705	12,000	11,000	10,000	9,000	8,000	
リース負債		2,292	3,056	2,982	2,923	2,877	2,851	2,834	
未払法人所得税	1,319	1,222	2,652	3,395	3,799	4,232	4,471	4,665	
その他の金融負債	1,746	1,740	1,955	2,237	2,418	2,616	2,769	2,909	
その他の流動負債	908	1,374	1,915	2,191	2,369	2,562	2,712	2,849	
非流動負債	28,575	53,952	50,932	49,567	48,438	47,565	46,823	46,143	-2.0
借入金	20,522	17,452	14,861	13,566	12,566	11,566	10,566	9,566	
リース負債		29,753	29,335	28,624	28,057	27,618	27,364	27,205	
その他の金融負債	7,449	6,129	6,057	6,668	7,086	7,624	8,109	8,562	
引当金	172	225	308	301	295	290	287	286	
その他の非流動負債	432	394	371	408	434	467	497	524	
負債合計	36,899	65,225	74,703	74,075	72,787	71,844	70,734	69,615	-1.4
資本合計	29,478	33,213	34,833	37,902	40,996	44,205	47,479	50,847	7.9
親会社の所有者に帰属する持分合計	29,445	33,186	34,792	37,837	40,890	44,034	47,057	50,114	
非支配持分	33	27	41	65	106	170	422	733	
負債及び資本合計	66,377	98,438	109,536	111,977	113,783	116,049	118,213	120,461	1.9
有利子負債	23,639	20,547	27,566	25,566	23,566	21,566	19,566	17,566	
有利子負債（リース含む）		52,591	59,957	57,172	54,546	52,062	49,781	47,605	
D/E レシオ (x)	0.8	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	
D/E レシオ（リース含む、x）		1.6	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9	
有利子負債/EBITDA (x)	2.9	2.3	4.0	2.9	2.5	2.1	1.8	1.6	
有利子負債/EBITDA（リース含む、x）		5.8	8.6	6.6	5.7	5.0	4.6	4.2	
自己資本比率 (%)	44.4	33.7	31.8	33.8	35.9	37.9	39.8	41.6	

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	19/2	20/2	21/2	22/2	23/2	24/2	25/2	26/2	5y CAGR
連結、百万円	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	(%)
営業活動によるCF	6,212	9,318	10,359	5,283	7,054	7,011	7,094	7,290	
親会社の所有者に帰属する当期利益	5,117	5,376	3,590	4,843	5,405	6,003	6,158	6,376	
減価償却費及び償却費	621	1,114	1,429	1,411	1,398	1,392	1,411	1,420	
その他	474	2,829	5,340	-971	252	-384	-475	-506	
投資活動によるCF	-2,559	-1,372	-11,556	-1,100	-1,150	-1,200	-1,300	-1,350	
定期預金の預入・払戻	-1,000	0	-10,000	0	0	0	0	0	
有形・無形固定資産の取得等	-1,428	-1,376	-1,484	-1,100	-1,150	-1,200	-1,300	-1,350	
有形・無形固定資産の売却等	0	0	0	0	0	0	0	0	
その他	-132	4	-72	0	0	0	0	0	
財務活動によるCF	-3,240	-7,169	1,889	-3,798	-4,352	-4,859	-5,135	-5,320	
借入金の借入・返済	-216	-5,874	3,899	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	
株式の発行・取得	-702	89	20	0	0	0	0	0	
配当金の支払	-2,250	-2,283	-2,030	-1,798	-2,352	-2,859	-3,135	-3,320	
その他	-73	898	0	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の四半期末残高	5,841	6,609	7,301	7,686	9,239	10,190	10,849	11,469	
フリーCF	4,785	7,943	8,875	4,183	5,904	5,811	5,794	5,940	

出所: 会社資料、三田証券

参考資料

外食業者の株主優待利回り

図表: 株主優待利回りの比較

	会社名	Ticker	権利確定月	1株当たり優待額 (円)	優待利回り (%)	PBR (倍)
1	ワタミ	7522	3月、9月	80.0	8.2	12.3
2	大庄	9979	2月、8月	60.0	5.6	1.8
3	SFPHD	3198	2月、8月	80.0	5.2	3.7
4	アトム	7412	3月、9月	40.0	5.1	18.2
5	安楽亭	7562	3月、9月	260.0	4.8	2.7
6	フジオフードグループ	2752	12月、6月	60.0	4.5	16.5
7	ペッパー	3053	6月、12月	20.0	4.5	29.4
8	チムニー	3178	3月、9月	60.0	4.1	5.6
9	クリレスHD	3387	2月、8月	40.0	4.1	10.6
10	カップ・クリエイト	7421	3月、9月	60.0	4.1	6.6
11	コロワイド	7616	3月、9月	80.0	3.8	9.5
12	トリドールHD	3397	9月、3月	60.0	3.1	5.8
13	SRS	8163	3月、9月	24.0	3.0	3.0
14	大戸屋HD	2705	3月、9月	80.0	2.9	14.3
15	吉野家HD	9861	2月、8月	60.0	2.8	3.4
16	すかいらくホールディングス	3197	6月、12月	40.0	2.6	2.7
17	あさくま	7678	3月	40.0	2.5	3.8
18	ホットランド	3196	6月、12月	30.0	2.2	4.0
19	グルメ杵屋	9850	3月、9月	20.0	2.1	2.6
20	ブロンコB	3091	6月、12月	40.0	1.7	2.1
21	リンガーハット	8200	2月、8月	33.0	1.4	6.3
22	あみやき	2753	3月	40.0	1.3	1.0
23	木曽路	8160	3月、9月	32.0	1.3	2.5
24	幸楽苑HD	7554	3月	20.0	1.3	7.3
25	銀座ルノア	9853	3月	10.0	1.2	1.6
26	元気寿司	9828	3月、9月	30.0	1.2	2.8
27	鳥貴族ホールディングス	3193	1月、7月	20.0	1.1	4.5
28	串カツ田中HD	3547	11月	20.0	1.0	12.9
29	ハイデ日高	7611	2月、8月	20.0	1.0	3.5
30	ALサービスHD	3085	6月、12月	22.0	1.0	3.3
31	うかい	7621	9月	30.0	1.0	5.7
32	コメダHD	3543	2月、8月	20.0	1.0	2.8
33	物語コーポ	3097	6月、12月	70.0	0.9	4.7
34	銚子丸	3075	5月、11月	10.0	0.9	2.3
35	サイゼリヤ	7581	8月	20.0	0.7	1.7
36	ゼンショーHD	7550	3月、9月	20.0	0.7	5.1
37	王将フード	9936	3月、9月	40.0	0.7	2.0
38	モスフード	8153	3月、9月	20.0	0.6	2.2
39	くら寿司	2695	4月	25.0	0.6	3.8
40	ドトルレ	3087	2月	10.0	0.6	0.9

出所: 各社資料、Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

注1: 株主優待利回り = 1株当たり優待額 (最低購入単位ベース) / 株価 (2021年7月7日)

注2: ワタミ (7522) は半期ごとに4,000円分の食事券を贈呈。ただし、利用は、1名につき1回500円までとしている

外食業者による資本増強事例

図表: 外食業者による資本増強の事例 (劣後ローン含む)

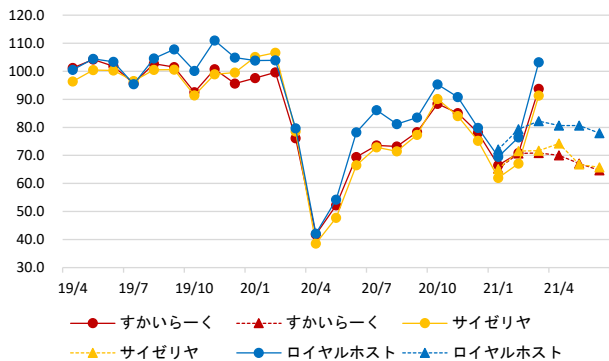
発表日	会社名	ティッカー	資金調達手段	調達額 (百万円)	備考
2020/7/28	コロワイド	7616	優先株式	9,000	優先配当年3.5%。普通株式への転換権なし
2020/7/31	ペッパーフードサービス	3053	新株予約権	6,740	行使価額415円(当初)、下方修正条項付(前日終値×90%、下限行使価額208円)
			新株予約権	2,883	行使価額415円(当初)、下方修正条項付(下限行使価額312円)
					上記合計の希薄化最大99.96%
2020/11/11	ジョイフル	9942	自己株式処分	1,000	
2020/11/11	SRS HD	8163	新株予約権	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%の資本金認定
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	すかいらくHD	3197	普通株式	42,610	公募増資。発行価格1,495円。希薄化は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
2021/6/25	ゼンショーHD	7550	劣後ローン	20,000	
2021/6/28	チムニー	3178	劣後ローン	1,000	

出所: 各社資料、三田証券

外食業者月次データ

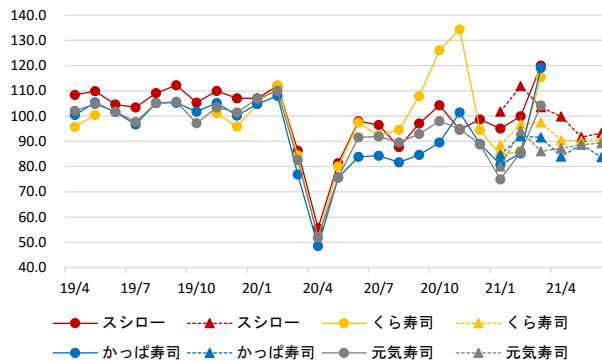
既存店売上高 (前年比及び前々年比)

図表: ファミレス



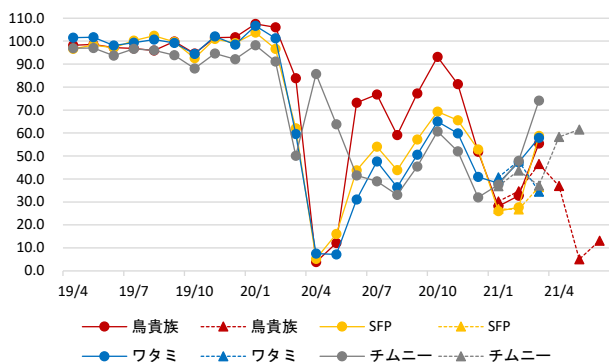
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 回転寿司



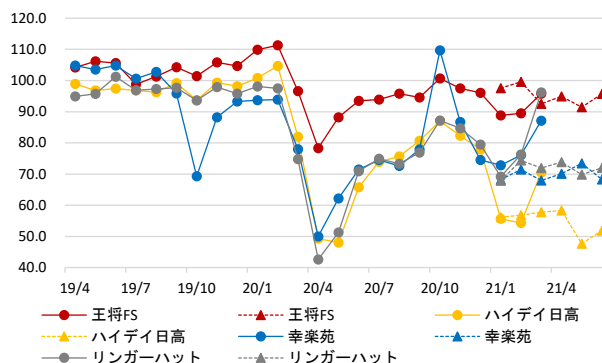
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 居酒屋



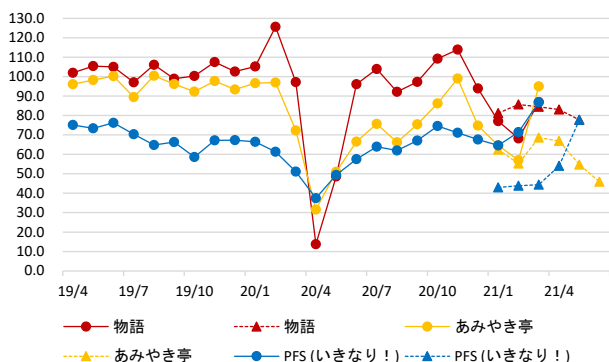
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 中華料理



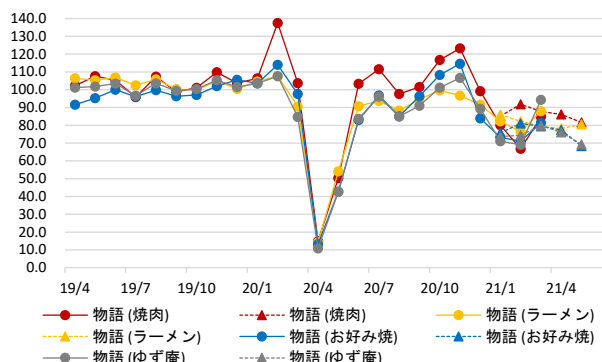
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 焼肉、ステーキ



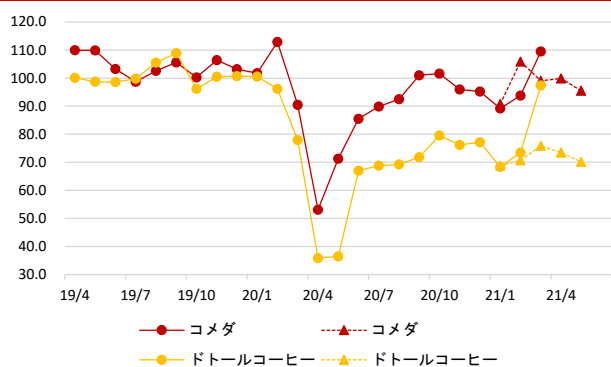
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 物語コーポレーション内訳



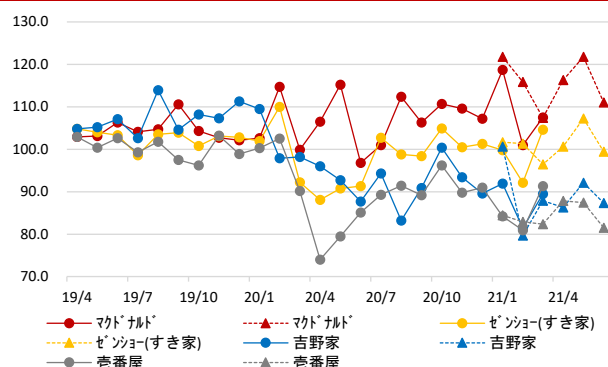
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

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

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