



くら寿司

東証 1 部

2695

業種: 外食、小売

世界を見据えた SushiTech 最先端企業。Buy でカバレッジ開始

目標株価 5,000 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

三田証券（当社）は、くら寿司株式会社（2695、くら寿司、同社）のカバレッジを目標株価 5,000 円、レーティング Buy で開始する。

同社は回転寿司チェーン「くら寿司」を全国展開し、米国及び台湾にも進出している。回転寿司業態は商品原価率が高く、顧客の回転率向上、及びオペレーションの効率化が至上命題となる。くら寿司は、日本の大手外食業者の中でも、集客及び店舗オペレーションの自動化・IT 化が最も進んだフードテック企業であると当社は評価している。また、独自の皿回収システムと連動した「ビックらボン!」、旬なアニメ・アイドル・キャラクターとのコラボなど、娯楽要素の取り入れにも積極的であり、ファミリー層や若年層の人気を掴んでいる。さらに、成長性の高い海外市場では、米国子会社及び台湾子会社をそれぞれ現地で上場させるなど、成長戦略に本格的にコミットしている。

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転、四半期利益の回復、自治体による時短営業要請の緩和、国内外における出店加速、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、21/10 期-26 億円（前期実績は 4 億円、会社ガイダンス-25 億円）、22/10 期 55 億円、23/10 期 80 億円、24/10 期 106 億円。国内では、時短営業要請の緩和及び外食需要の回復を見込むほか、積極的な出店の継続を想定している。海外においては、特に日系競合に先行した米国において、外食需要の回復と出店ペースの加速が進む可能性が高いと見る。台湾についても、安定的な業績と着実な出店による事業拡大が見込めるだろう。当社が想定する総店舗数は、20/10 期末実績 521 店舗（日本 467 店舗、北米 25 店舗、アジア 29 店舗）に対して 24/10 期末 722 店舗（日本 569 店舗、北米 76 店舗、アジア 77 店舗）。さらに、海外市場を中心として長期的に店舗網拡大の余地が十分にあると見る。

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、21/10 期-26/10 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 5.5%、永久成長率 2.0%の残余利益モデル（RIM）を用いた。なお、目標株価は、当社予想 23/10 期 EPS 140.40 円の 35.6 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、新型コロナ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、食の安全に対する懸念の台頭、海外事業の失敗、など。

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)	5,000
株価(円) (10/19)	3,670
時価総額(十億円)	151.9

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

	20/10	21/10	22/10	23/10	24/10	
売上高	十億円	135.8	145.9	176.7	198.8	223.4
営業利益	十億円	0.4	-2.6	5.5	8.0	10.6
経常利益	十億円	1.1	2.3	6.2	8.7	11.3
当期純利益	十億円	-0.3	1.3	3.9	5.6	7.2
EPS	円	-6.6	33.4	98.4	140.4	181.9
BPS	円	1,116.1	1,202.0	1,280.4	1,396.8	1,548.7
DPS	円	20.0	20.0	24.0	30.0	40.0
PER	倍	NA	109.9	37.3	26.1	20.2
PBR	倍	2.8	3.1	2.9	2.6	2.4
配当利回り	%	0.6	0.5	0.7	0.8	1.1
ROA	%	-0.3	1.5	4.0	5.2	6.2
ROE	%	-0.6	2.9	7.9	10.5	12.4

出所: 会社資料、三田証券

会社概要

くら寿司は、大阪府を本拠地とし、回転寿司チェーン「くら寿司」を全国展開する外食企業。海外事業にも積極的であり、米国及び台湾子会社を上場させた。2021 年 7 月末店舗数は 556 店舗（うち米国 31 店舗、台湾 35 店舗）。20/10 期売上高は 1,358 億円。

投資判断のポイント

アウトロックス

テクノロジーによる差別化、本格的な海外展開

三田証券（当社）は、くら寿司株式会社（2695、くら寿司、同社）のカバレッジを目標株価 5,000 円、レーティング Buy で開始する。

目標株価 5,000 円、レーティング Buy でカバレッジ開始

同社は回転寿司チェーン「くら寿司」を全国展開し、米国及び台湾にも進出している。回転寿司業態は商品原価率が高く、顧客の回転率向上、及びオペレーションの効率化が至上命題となる。くら寿司は、日本の大手外食業者の中でも、集客及び店舗オペレーションの自動化・IT 化が最も進んだフードテック企業であると当社は評価している。また、独自の皿回収システムと連動した「ビックラポン!」、旬なアニメ・アイドル・キャラクターとのコラボなど（最近では、僕のヒーローアカデミア、鬼滅の刃、乃木坂 46、PUI PUI モルカー、仮面ライダー、サンリオキャラクター等とのコラボを実施）、娯楽要素の取り入れにも積極的であり、ファミリー層や若年層の人気を掴んでいる。さらに、成長性の高い海外市場では、米国子会社及び台湾子会社をそれぞれ現地で上場させるなど、成長戦略に本格的にコミットしている。

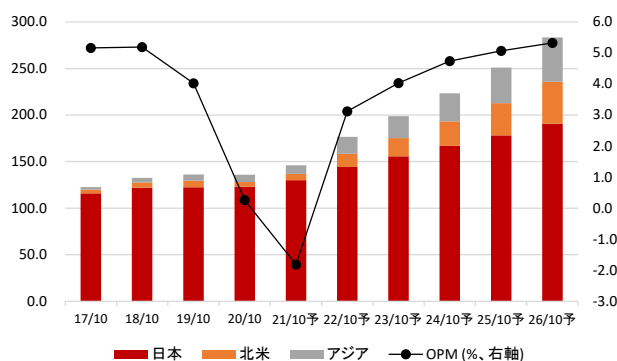
フードテックとエンターテインメントの融合。本格的な海外展開

三田証券による業績予想

当社による営業利益予想は、21/10 期-26 億円（前期実績は 4 億円、会社ガイダンス-25 億円）、22/10 期 55 億円、23/10 期 80 億円、24/10 期 106 億円。当社が想定する総店舗数は、20/10 期末実績 521 店舗に対して 24/10 期末 722 店舗。さらに、海外市場を中心として、長期的に店舗網拡大の余地が十分にあると見る。

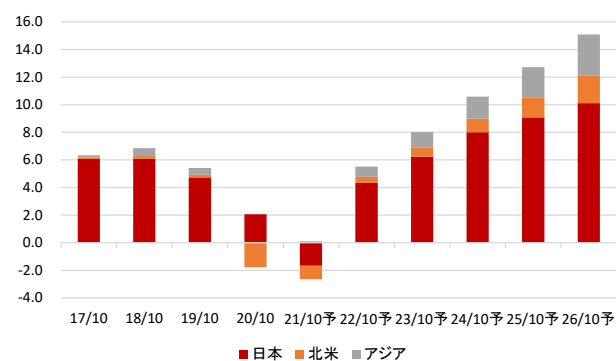
当社による営業利益予想は
22/10 期 55 億円、23/10 期 80 億円、24/10 期 106 億円。
さらに成長は続く

図表: 売上高 (10 億円)、OPM (%)



出所: 各社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 営業利益 (10 億円)



出所: 各社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

日本事業の営業利益は、22/10 期 43 億円、23/10 期 62 億円、24/10 期 80 億円と予想する。店舗数は、20/10 期末 467 店舗から 24/10 期末 569 店舗への増加を見込む。22/10 期中に時短営業要請の緩和及び外食需要の回復が進み、23/10 期中には営業環境がほぼ正常化すると想定した。

日本: 24/10 期営業利益予想
80 億円

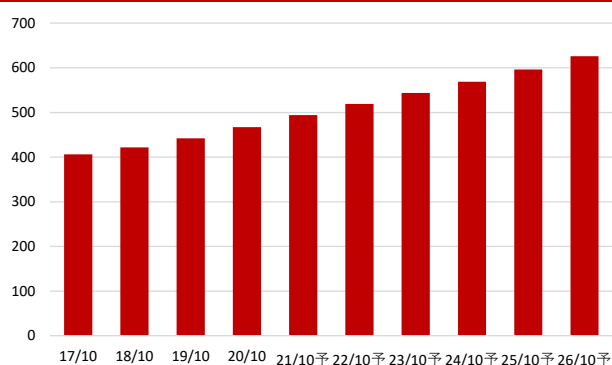
北米事業の営業利益は、22/10 期 4 億円、23/10 期 7 億円、24/10 期 10 億円と予想する。店舗数は、20/10 期末 25 店舗から 24/10 期末 76 店舗への増加を見込む。外食需要の回復と出店ペースの加速が進む可能性が高いと見る。営業環境の回復は日本よりも早めに行うと想定した。米国本土には日系大手回転寿司の競合がほぼ進出していないため、同社は先行者メリットを享受することができよう。25/10 期以降も、長期的に十分な成長余地が残っていると見る。

北米: 24/10 期営業利益予想 10 億円。日系大手との競合なし。長期的に大きな成長余地

アジア事業の営業利益は、22/10 期 7 億円、23/10 期 11 億円、24/10 期 16 億円と予想する。店舗数は、20/10 期末 29 店舗から 24/10 期末 77 店舗への増加を見込む。台湾については、安定的な業績と着実な出店による事業拡大を想定している。中長期的には、中国や東南アジアへの進出も実現するであろう。

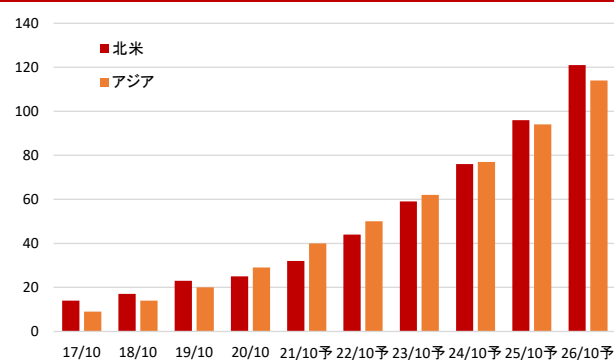
アジア: 24/10 期営業利益予想 16 億円。台湾に加えて、中国、東南味アジアへの進出も視野に

図表: 店舗数 (日本)



出所: 各社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

図表: 店舗数 (海外)



出所: 各社資料、三田証券 注: 予想は三田証券予想

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転、四半期利益の回復、自治体による時短営業要請の緩和、国内外における出店加速、など。

図表: 三田証券による業績予想サマリー (連結)

単位: 百万円	18/10	19/10	20/10	21/10	22/10	23/10	24/10	25/10	26/10	21/10	21/10	22/10	23/10
	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	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
連結業績													
売上高	132,499	136,134	135,835	145,937	176,695	198,781	223,382	250,942	283,396	147,160	150,688	171,768	190,365
(YoY, %)	7.9	2.7	-0.2	7.4	21.1	12.5	12.4	12.3	12.9				
営業利益	6,875	5,475	350	-2,650	5,512	8,018	10,583	12,719	15,090	-2,535	-528	7,210	10,458
(YoY, %)	8.4	-20.4	-93.6	NA	NA	45.5	32.0	20.2	18.6				
OPM (%)	5.2	4.0	0.3	-1.8	3.1	4.0	4.7	5.1	5.3				
経常利益	7,655	6,135	1,135	2,272	6,173	8,709	11,324	13,460	15,831	2,510	3,398	8,610	11,208
(YoY, %)	5.1	-19.9	-81.5	100.2	171.7	41.1	30.0	18.9	17.6				
当期純利益	5,130	3,766	-262	1,324	3,902	5,568	7,214	8,456	9,789	1,469	2,025	5,445	7,200
(YoY, %)	5.0	-26.6	NA	NA	194.7	42.7	29.6	17.2	15.8				
減価償却費及び償却費	3,650	4,051	5,290	5,700	6,100	6,500	6,900	7,300	7,700				
設備投資額	3,782	5,586	7,232	10,000	9,000	9,500	10,000	11,000	12,000				
フリーCF	5,802	2,024	599	-7,776	2,140	4,498	4,252	7,353	6,372				
セグメント業績													
日本													
売上高	121,931	122,531	123,160	130,185	144,353	155,730	166,950	178,245	190,705				
(YoY, %)	5.2	0.5	0.5	5.7	10.9	7.9	7.2	6.8	7.0				
営業利益	6,073	4,730	2,058	-1,665	4,331	6,229	8,014	9,090	10,107				
OPM (%)	5.0	3.9	1.7	-1.3	3.0	4.0	4.8	5.1	5.3				
北米													
売上高	5,709	7,095	4,879	6,698	13,982	19,518	26,349	34,578	44,933				
(YoY, %)	38.7	24.3	-31.2	37.3	108.8	39.6	35.0	31.2	29.9				
営業利益	209	195	-1,776	-980	447	683	975	1,418	2,022				
OPM (%)	3.7	2.7	-36.4	-14.6	3.2	3.5	3.7	4.1	4.5				
アジア													
売上高	4,859	6,508	7,796	9,056	18,360	23,533	30,083	38,119	47,758				
(YoY, %)	80.3	33.9	19.8	16.2	102.7	28.2	27.8	26.7	25.3				
営業利益	566	484	0	99	734	1,106	1,594	2,211	2,961				
OPM (%)	11.6	7.4	0.0	1.1	4.0	4.7	5.3	5.8	6.2				
KPI													
既存店売上高成長率 (%)	0.8	-4.0	-4.3	0.0	5.2	2.8	2.4	2.0	2.0				
店舗数 (期末)	453	485	521	566	613	665	722	786	861				
日本	422	442	467	494	519	544	569	596	626				
北米	17	23	25	32	44	59	76	96	121				
アジア	14	20	29	40	50	62	77	94	114				
1株当たり指標 (分割調整後)													
EPS (円)	129.92	95.38	-6.63	33.39	98.39	140.40	181.90	213.21	246.83	37.07	51.06	137.29	181.55
BPS (円)	992.17	1,113.94	1,116.12	1,202.05	1,280.43	1,396.83	1,548.73	1,721.94	1,920.77				
DPS (円)	15.00	20.00	20.00	20.00	24.00	30.00	40.00	48.00	58.00	20.00			
バリュエーション、収益性等													
PER (倍)	25.2	23.9	NA	109.9	37.3	26.1	20.2	17.2	14.9				
PBR (倍)	3.3	2.0	2.8	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9				
配当性向 (%)	11.5	21.0	NA	59.9	24.4	21.4	22.0	22.5	23.5				
配当利回り (%)	0.5	0.9	0.6	0.5	0.7	0.8	1.1	1.3	1.6				
ROA (%)	9.2	5.9	-0.3	1.5	4.0	5.2	6.2	6.7	7.0				
ROE (%)	13.9	9.1	-0.6	2.9	7.9	10.5	12.4	13.0	13.6				
財務健全性指標													
自己資本比率 (%)	66.3	64.5	51.9	50.8	49.8	50.2	50.8	51.3	51.7				
D/レシオ (倍)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2				

出所: 会社資料、QUICK 資料、三田証券

注: コンセンサス予想は QUICK コンセンサス

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 5,000 円の算出にあたっては、21/10 期-26/10 期の業績予想をもとに、株主資本コスト 5.5%、永久成長率 2.0%の残余利益モデル (RIM) を用いた。なお、目標株価は、当社予想 23/10 期 EPS 140.40 円の 35.6 倍に相当する水準である。

**RIM に基づく目標株価は
5,000 円**

図表: 残余利益モデル (RIM)

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6~
	三田予想	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	21/10	22/10	23/10	24/10	25/10	26/10	27/10
株主資本 (EOP)	47.7	50.8	55.4	61.4	68.3	76.2	
当期利益		3.9	5.6	7.2	8.5	9.8	
株主資本コスト		2.6	2.8	3.0	3.4	3.8	
残余利益		1.3	2.8	4.2	5.1	6.0	
残余利益の現在価値		1.2	2.5	3.5	4.1	4.6	
ターミナルバリューの現在価値							134.5
ベータ	1.00						
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 (%)	5.50						
永久成長率 (%)	2.00						
							株主資本価値合計
							198.2
							発行済株式数 (m)
							39.7
							目標株価 (円)
							5,000

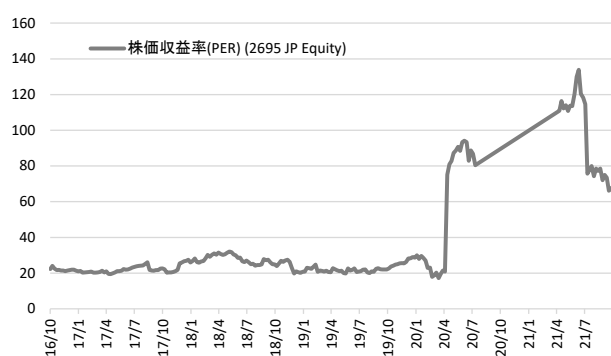
出所: 会社資料、三田証券

図表: 目標株価の永久成長率に対する感応度

永久成長率	1.00	1.20	1.40	1.60	1.80	2.00	2.20	2.40	2.60	2.80	3.00
目標株価	4,200	4,350	4,500	4,650	4,800	5,000	5,200	5,450	5,700	6,050	6,400

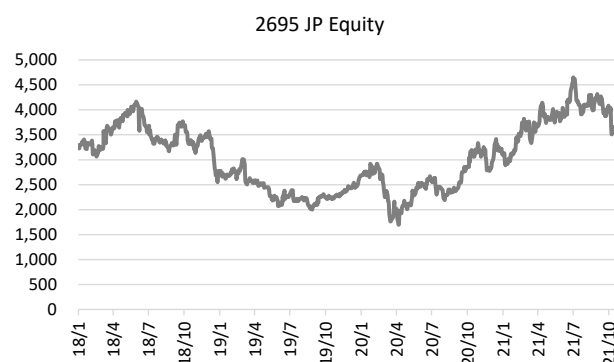
出所: 三田証券

図表: くら寿司 PER 推移 (参考)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: くら寿司株価推移



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)

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 10/19	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 (TP 5,000 Buy)	2695	3,670	151.9	-0.1	13.7	4.6	4.9	6.1	12.2	68.3	57.6	27.3	3.3	18.8	1.0	0.7	-5.3	-6.1	14.5
マクドナルド	2702	5,120	680.8	-0.2	5.6	14.8	12.7	12.0	11.9	31.1	30.1	26.9	3.8	12.8	2.0	0.7	-3.0	3.9	0.8
大戸屋HD	2705	2,766	20.1	0.2	-21.3	-13.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-4.8	1.6	18.0
フジオフードグループ	2752	1,372	61.2	3.6	-19.5	-2.0	-48.9	15.7	NA	NA	75.4	35.8	13.1	NA	2.7	0.0	-2.1	6.4	-5.3
あみやき	2753	3,065	21.0	-0.1	-16.2	-8.2	0.2	2.0	NA	566.6	40.4	11.1	1.0	NA	0.6	0.0	4.7	7.4	5.3
ひらまつ	2764	218	16.3	4.1	-6.1	-26.6	-86.1	NA	NA	NA	NA	NA	4.0	NA	NA	NA	2.3	17.2	11.2
ベッパ	3053	378	14.9	2.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5.5	NA	NA	NA	-2.6	-6.0	20.0
餃子丸	3075	1,176	17.1	-0.8	-0.6	2.8	7.2	NA	NA	33.5	NA	NA	2.3	NA	NA	NA	-2.2	4.0	-0.7
A L サービスHD	3085	2,285	75.6	-0.6	26.3	12.8	16.9	18.9	13.0	19.7	16.5	22.6	3.2	10.9	1.4	1.3	-3.9	6.6	12.0
ドトル日レス	3087	1,740	79.4	-0.3	-2.7	3.3	-3.2	3.9	3.1	NA	20.7	21.4	0.8	8.0	0.4	1.4	1.6	4.4	15.5
ブロンコB	3091	2,485	37.5	-0.3	-12.6	5.7	4.4	NA	NA	48.5	NA	NA	2.1	NA	NA	0.6	-3.6	3.5	7.7
物産コーポ (TP 9,100 Buy)	3097	7,700	92.9	0.1	10.5	10.2	14.6	15.3	16.0	34.1	28.2	23.9	4.7	12.0	1.3	0.9	3.6	8.1	35.4
チムニー	3178	1,482	28.7	0.8	-60.7	-37.1	-65.7	NA	NA	NA	NA	NA	4.7	NA	NA	NA	-2.3	6.2	15.2
鳥貴族 ホールディングス	3193	1,976	23.0	0.6	-40.8	-10.9	-39.3	14.3	NA	NA	26.3	19.6	4.4	NA	1.1	0.0	-3.8	11.5	25.9
ホットランド	3196	1,370	29.5	0.6	1.7	5.2	9.1	16.1	NA	44.6	25.2	28.7	3.9	NA	1.1	0.4	1.7	7.2	12.7
すかいらくホールディングス (TP 1,550 Hold)	3197	1,559	354.7	2.1	-15.6	17.8	0.9	1.3	7.2	265.6	280.9	48.9	2.3	8.3	1.7	0.2	-1.6	7.5	1.6
S F P H D	3198	1,527	39.4	-0.1	-53.8	-1.0	-19.2	14.4	NA	NA	21.9	26.2	3.4	NA	2.6	0.0	6.0	6.6	13.0
クリレスHD	3387	1,019	193.0	3.5	-28.7	21.7	0.8	27.2	NA	1,643.5	30.2	46.3	8.9	NA	3.1	0.4	14.0	11.2	73.6
サンマルクHD	3395	1,576	35.9	-0.2	-13.7	-6.3	-11.6	0.7	3.0	NA	140.1	34.6	0.9	12.2	0.5	2.8	-0.9	1.4	-1.9
トリドールHD	3397	2,765	241.8	3.0	0.2	10.7	-0.8	9.9	10.4	NA	66.9	44.8	7.6	12.2	2.4	0.2	6.6	48.2	98.6
コメダHD (TP 3,000 Buy)	3543	2,102	97.0	1.5	8.1	23.7	13.0	13.6	13.7	21.3	19.6	18.2	2.7	15.9	4.3	2.4	-2.0	2.9	13.1
串カツ田中HD	3547	2,199	20.5	0.3	-38.7	-22.6	-36.9	2.5	30.0	NA	370.6	43.6	15.2	NA	4.0	0.2	2.6	28.7	26.7
力の源HD	3561	635	17.2	3.7	-31.1	-0.2	-55.1	NA	NA	NA	NA	NA	5.9	NA	NA	NA	2.1	6.5	4.1
FOOD & LIFE COMPANIES	3563	4,975	577.4	2.4	14.3	16.0	23.6	23.6	23.8	44.5	44.8	36.8	9.5	19.4	2.9	0.5	-0.3	17.6	74.6
アトム	7412	758	146.7	0.2	-23.8	-3.4	-19.8	NA	NA	NA	NA	NA	20.5	NA	NA	NA	-4.2	-1.2	-10.2
カップ・クリエイト	7421	1,359	67.2	0.4	-2.5	2.9	3.2	NA	NA	197.0	NA	NA	6.2	NA	NA	NA	-2.8	-3.3	-7.2
ワタミ	7522	996	42.5	3.5	-23.1	-11.4	-73.5	NA	NA	NA	NA	NA	2.9	NA	NA	NA	-0.6	7.4	2.8
ゼンショーHD	7550	2,660	411.9	2.2	2.3	7.3	12.2	14.6	13.6	41.0	31.4	34.5	4.8	11.7	0.8	0.8	-5.5	-2.5	9.5
幸楽苑HD	7554	1,497	25.1	1.1	-19.5	0.6	-4.9	NA	NA	NA	88.1	NA	7.2	NA	1.0	0.0	-0.8	1.8	-13.5
安楽亭	7562	5,980	12.8	1.6	58.7	-1.3	2.9	NA	NA	98.5	NA	NA	2.9	NA	NA	NA	-10.9	8.1	20.7
サイゼリヤ	7581	3,055	159.7	-0.2	-0.3	6.3	2.2	8.9	6.9	84.2	19.8	23.4	1.8	8.0	0.9	0.6	10.0	19.8	56.0
ハイドロ高	7611	1,638	62.5	-0.3	-23.8	-10.2	-7.0	NA	NA	NA	NA	NA	3.0	NA	NA	1.5	-5.5	-8.5	-3.5
コロワイド	7616	1,671	145.2	3.6	-14.4	8.7	-35.2	NA	NA	NA	NA	NA	7.7	NA	NA	NA	-3.6	-12.9	2.7
うかい	7621	3,020	15.8	1.5	-7.7	-9.1	-43.3	NA	NA	NA	NA	NA	6.6	NA	NA	NA	-2.9	-1.9	-2.7
Gダイニング	7625	640	6.6	0.9	7.5	-1.1	0.7	NA	NA	477.6	NA	NA	2.5	NA	NA	NA	48.8	36.8	229.9
香雪屋	7630	4,560	145.6	-0.5	-5.4	9.4	8.5	8.9	NA	56.4	53.9	38.3	4.8	NA	2.9	1.8	-3.3	-5.3	-14.9
あさくま	7678	1,548	8.3	-0.4	-21.0	-21.8	-43.6	NA	NA	NA	NA	NA	3.7	NA	NA	NA	1.1	0.5	1.7
モスフード	8153	3,135	100.4	-0.2	8.3	9.0	5.0	4.4	NA	43.5	47.6	40.3	2.1	NA	1.2	0.8	-6.0	1.5	11.4
木曽路	8160	2,161	56.2	0.0	-12.3	NA	-16.5	NA	NA	NA	NA	NA	2.4	NA	NA	NA	-12.7	-7.0	-14.6
S R S	8163	754	28.7	0.5	5.7	2.6	-9.6	NA	NA	NA	NA	NA	2.5	NA	NA	NA	-10.0	-6.2	-16.8
ロイヤルHD	8179	2,085	94.6	2.3	-27.7	-14.3	-55.3	-13.8	10.9	NA	NA	52.4	3.2	NA	1.5	0.0	-0.9	8.0	13.4
リンガーハット	8200	2,221	57.9	1.0	-14.1	-2.2	-13.0	NA	NA	NA	NA	NA	5.2	NA	NA	NA	-7.2	-0.2	1.0
ギフト	9279	2,906	28.9	0.2	23.2	6.0	22.4	23.0	NA	36.5	28.1	23.0	7.4	NA	2.2	0.5	0.6	24.8	34.5
元気寿司	9828	2,768	24.6	0.6	1.9	5.9	3.2	NA	NA	94.0	NA	NA	3.0	NA	NA	NA	0.8	12.4	18.0
グルメ杵屋	9850	1,003	23.0	1.5	-28.3	0.9	-28.0	NA	NA	NA	NA	NA	2.8	NA	NA	NA	-2.2	7.6	5.1
銀座ルノア	9853	830	5.2	0.1	-33.6	-41.0	-39.1	NA	NA	NA	NA	NA	1.5	NA	NA	NA	1.3	1.2	0.7
吉野家HD	9861	2,215	144.3	0.8	-14.9	8.1	3.2	11.6	2.5	107.5	28.6	130.1	3.3	16.6	1.1	0.0	-1.4	8.1	18.3
日本KFC	9873	2,998	67.2	-0.8	12.6	8.4	17.8	NA	NA	16.6	24.2	24.7	2.8	NA	0.6	1.7	0.2	4.8	17.3
松屋フーズホールディングス	9887	3,690	70.3	0.3	-6.2	1.5	1.3	NA	NA	134.9	NA	NA	1.7	NA	NA	NA	0.4	4.5	5.7
サガミホールディングス	9900	1,015	30.8	-0.2	-9.2	-4.0	-7.8	NA	NA	NA	NA	NA	2.3	NA	NA	NA	-4.2	0.5	-21.6
王将フード (TP 7,250 Buy)	9936	5,960	138.8	-0.2	-0.2	11.6	11.8	11.7	NA	18.3	17.3	19.5	2.1	NA	1.4	1.8	-3.2	2.8	0.5
ジョイフル	9942	815	26.0	4.9	-23.6	-3.8	102.0	NA	NA	13.8	NA	NA	7.9	NA	NA	NA	1.5	0.4	11.0
大庄	9979	1,028	21.8	0.3	-21.0	-10.2	-47.7	NA	NA	NA	NA	NA	2.0	NA	NA	NA	-0.6	3.9	-11.5
平均値				1.0	-9.5	-0.5	-9.9	10.7	11.9	163.1	62.9	34.7	4.6	12.8	1.7	0.8	-0.3	5.9	15.8
中央値				0.4	-10.8	1.5	0.2	11.7	11.9	46.5	30.2	28.0	3.3	12.2	1.4	0.6	-1.6	4.4	9.5

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

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

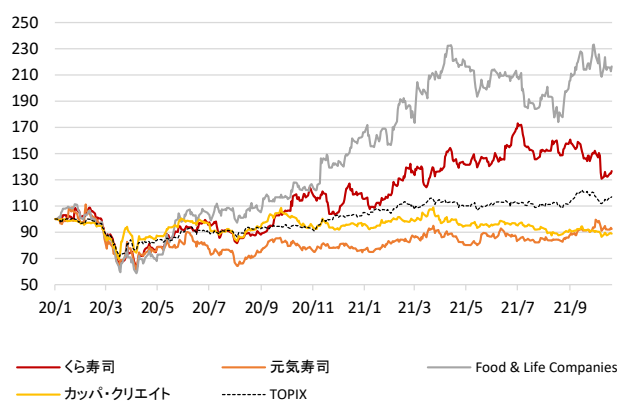
図表: 外食業者のバリュエーション比較 (回転寿司)

会社名	ティッカー	株価 10/19	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 (TP 5,000 Buy)	2695	3,670	151.9	-0.1	13.7	4.6	4.9	6.1	12.2	68.3	57.6	27.3	3.3	18.8	1.0	0.7	-5.3	-6.1	14.5
餃子丸	3075	2,285	75.6	-0.6	26.3	12.8	16.9	18.9	13.0	19.7	16.5	22.6	3.2	10.9	1.4	1.3	-3.9	6.6	12.0
FOOD & LIFE COMPANIES	3563	4,975	577.4	2.4	14.3	16.0	23.6	23.6	23.8	44.5	44.8	36.8	9.5	19.4	2.9	0.5	-0.3	17.6	74.6
カップ・クリエイト	7421	1,359	67.2	0.4	-2.5	2.9	3.2	NA	NA	197.0	NA	NA	6.2	NA	NA	NA	-2.8	-3.3	-7.2
元気寿司	9828	2,768	24.6	0.6	1.9	5.9	3.2	NA	NA	94.0	NA	NA	3.0	NA	NA	NA	0.8	12.4	18.0

出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

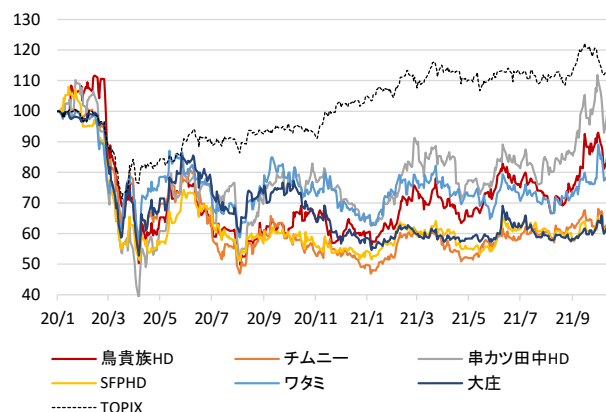
注: 予想値は Bloomberg コンセンサススペース。網掛けは三田証券カバー銘柄

図表: 外食業者株価推移 (回転寿司)



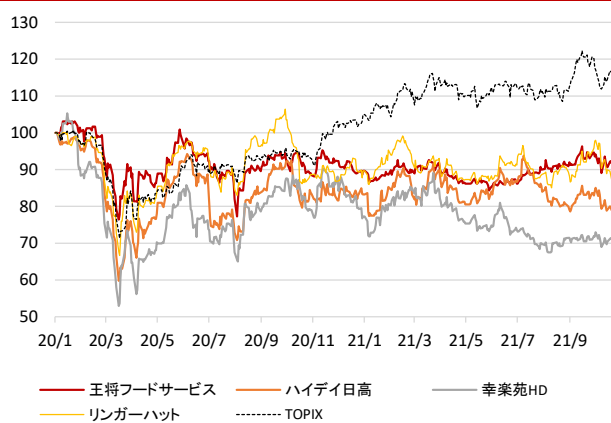
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: 外食業者株価推移 (居酒屋)



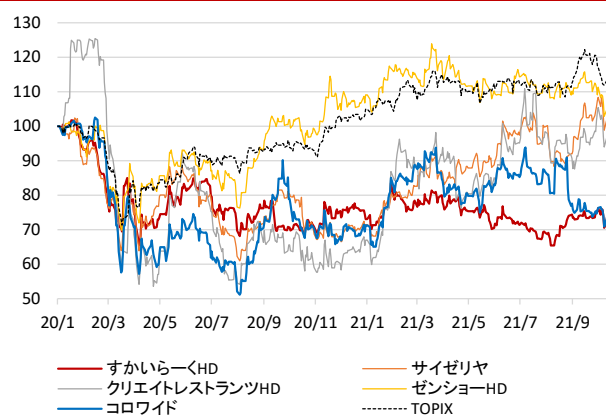
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: 外食業者株価推移 (中華料理)



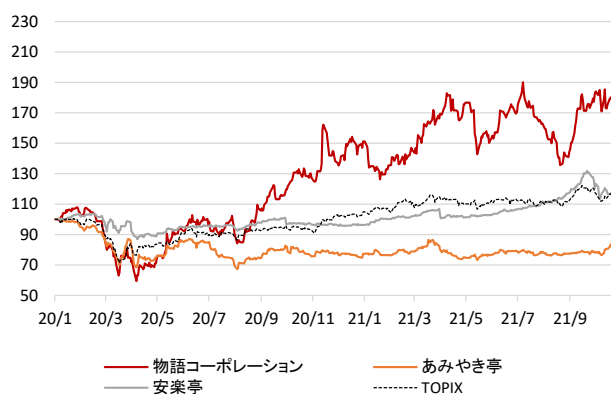
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

図表: 外食業者株価推移 (ファミレス、総合型)



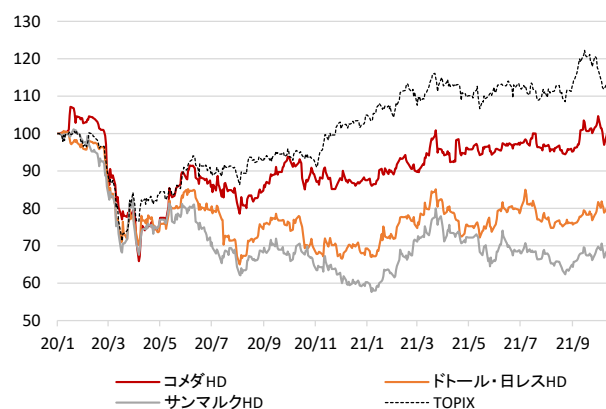
出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券 注: 2019 年末を 100 として指数化

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 (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、食の安全に対する懸念の台頭、海外事業の失敗、など。

図表: メニューの例

10/1新送チラシ 東_関西

人気! サーモン三種盛り 110円

江戸三種盛り 220円

半額! 活メ大えび 110円 (10/10まで)

特大! 大枝とり貝 220円

しらす山ちゃん 110円

あぶりチニスハンバーグ 110円

生サーモン 220円 (業界初!)

旬の極み

超三貫フエア

10年の歳月をかけて、師の漁獲様などの協力により実現!

天然まぐろ 上赤身三種盛り 220円

贅沢! かに三種盛り 220円

特大切り! とり天タルタル 110円

特大切り! ゆず漬サーモン 110円

特盛! 釜揚げ白えび 110円

ねぎ魔貝柱 110円

はまち腹身焼 110円

揚げたい焼き 110円

チョコベリーケーキ 220円

パンプキンオースティン 220円

台湾オーストラ 330円

鶏塩ハイタンラーメン 430円

くら寿司

全商品 税込価格

出所: 会社資料

会社概要

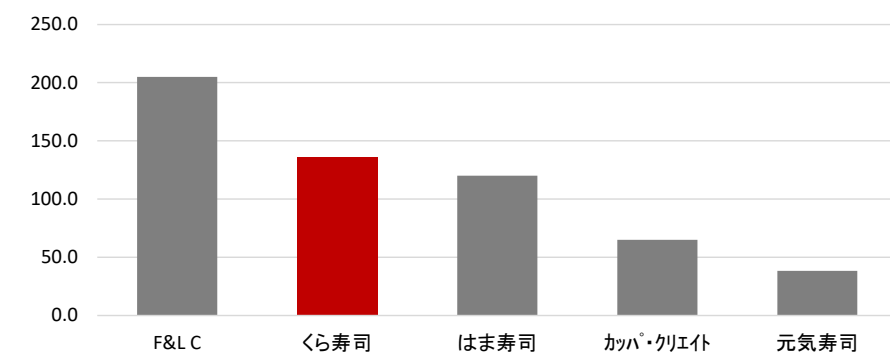
会社概要

くら寿司の概要

くら寿司は、大阪府に本拠を置く外食業者であり、回転寿司チェーン「くら寿司」を直営店方式で全国展開している。20/10 期の連結売上高は 1,358 億円で、回転寿司業界では Food & Life Companies (F&L C、スシローの運営会社) に次ぐ第 2 位。2021 年 7 月末の店舗数は 556 店舗で、内訳は、国内 490 店舗、米国 31 店舗、台湾 35 店舗。

回転寿司業界で売上高第 2 位。国内店舗数は第 3 位。海外直営店事業では他社に先行

図表: 大手回転寿司業者の売上高比較 (10 億円)

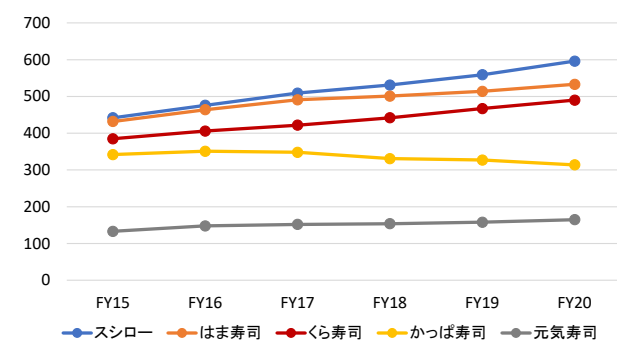


出所: 各社資料、三田証券 注: F&L C は 20/9 期、くら寿司は 20/10 期、他は 21/3 期

同社の国内店舗数 (2021 年 7 月末 490 店舗) は、スシロー、はま寿司 (ゼンショーHD) に次ぐ第 3 位。地元の関西地方では業界トップの店舗網を有しているが、関東地方など日本の店舗数はスシローやはま寿司に及ばない。

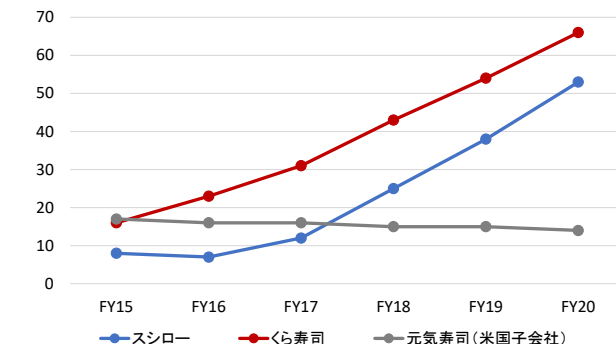
海外直営店事業において、同社は他社に先行している。すでに米国及び台湾の子会社を現地でそれぞれ上場させており、今後の事業拡大の準備は整っている。

図表: 国内店舗数



出所: 各社資料、三田証券 注: FY20 は、スシローが 21/6 末、くら寿司が 21/7 末、他は 21/3 末

図表: 海外店舗数



出所: 会社資料、三田証券 注: FY20 はスシローが 21/6 末、くら寿司が 21/7 末、元気寿司が 21/3 末

グループ会社

同社は米国及び台湾に子会社を有しており、それぞれ現地で回転寿司チェーンを営んでいる。米国子会社 (KSU) は NASDAQ Global Market に、台湾子会社 (KSA) は Taipei Exchange にそれぞれ上場している。

米国及び台湾に上場子会社を有する

図表: 子会社

会社名	所在地	株式保有比率 (%)		議決権保有比率 (%)	
		20/10期末	増資後	20/10期末	増資後
Kura Sushi USA (KSU)	米国デラウェア州	60.0	52.9	80.0	75.6
亞洲藏壽司 (Kura Sushi Asia, KSA)	台湾台北市	69.4		69.4	

出所: 会社資料、三田証券 注: KSU は 2021 年 7 月に増資を実施

沿革

くら寿司の前身は、創業者かつ現代表取締役社長である田中邦彦氏が 1977 年に大阪府堺市で開業した個人経営寿司店である。田中氏はその後、回転寿司事業に参入し、1995 年に株式会社くらコーポレーションを設立した (現 くら寿司株式会社)。

個人寿司店からグローバル寿司テック企業へ

同社は 2001 年、大阪証券取引所ナスダック・ジャパン市場に上場。2004 年には東京証券取引所市場第二部に上場し、2005 年には東京証券取引所市場第一部に指定された。この間、自動皿カウント水回収システム、ビックらボン!、タッチパネルなど、くら寿司を特徴づけるユニークなシステムを次々に導入している。2011 年には、寿司キャップ鮮度くんを導入した。

海外事業については、2009 年に米国、2014 年に台湾にそれぞれ第 1 号店をオープンした。米国子会社 (KSU) は 2019 年に上場、台湾子会社 (KSA) は 2020 年に上場を果たしている。

図表: 沿革

年月	概要
1977年5月	田中邦彦氏が大阪府堺市に寿司店を開業
1984年7月	回転寿司くらを開業
1995年11月	(株)くらコーポレーションを設立 (現 くら寿司(株))
1996年7月	自動皿カウント水回収システム導入
2000年12月	ビックらボン! 導入
2001年5月	大阪証券取引所ナスダック・ジャパン市場 (現 東京証券取引所JASDAQ) に上場
2002年11月	タッチパネル導入
2004年10月	東京証券取引所市場第二部に上場
2005年10月	東京証券取引所市場第一部に指定
2006年12月	関西100店舗達成
2008年10月	関東100店舗達成
2009年9月	米国アーバイン市に回転すしレストラン海外1号店を開店
2011年11月	寿司カバー鮮度くん導入
2014年4月	時間指定予約システム全店導入
2014年12月	台湾1号店オープン
2016年10月	大阪府貝塚市に貝塚センター開業
2019年5月	くら寿司(株)に商号変更
2019年8月	米国子会社 Kura Sushi USA, Inc. がNASDAQ Global Marketに上場
2020年9月	台湾子会社 亞洲藏壽司股份有限公司がTaipei Exchangeに上場

出所: 会社資料、三田証券

主要株主/経営陣

同社の筆頭株主であるウォルナットコーポレーションは、創業家（田中家）の資産管理会社である。田中邦彦氏（代表取締役社長）、田中信氏（取締役副社長、田中邦彦氏の長男）、田中節子氏（取締役、田中邦彦氏の妻）の個人での保有株を含めると、田中家の持分は 47% 超となる。

創業家が 47% 超の株式を保有

図表: 主要株主 (20/10 期末)

大株主	保有比率 (%)
(株)ウォルナットコーポレーション	34.24
田中信	10.11
日本マスタートラスト信託銀行(株) (信託口)	5.81
(株)日本カストディ銀行 (信託口)	2.18
くら寿司従業員持株会	1.99
田中邦彦	1.62
Government of Norway	1.55
(株)日本カストディ銀行 (信託口5)	1.22
田中節子	1.21
第一生命保険株式会社	1.08

出所: 会社資料、三田証券

株主優待

同社は、株主優待として、4 月 30 日時点で 100 株以上を保有する株主に対して、優待割引券（優待食事券ではないことに留意）を贈呈している。例えば、100 株を保有する株主は 2,500 円分の割引券を受け取ることができる。割引券は、会計 1,000 円ごとに 500 円分の利用が可能というもの。外食業者の株主優待としては必ずしも優待水準が高いとはいえないと当社は考える。

100 株保有株主には 2,500 円の割引券を贈呈

図表: 株主優待制度

株数	優待割引券贈呈額 (円)
100 ~ 199	2,500
200 ~ 399	5,000
400 ~ 999	10,000
1,000 ~	20,000

出所: 会社資料、三田証券

事業の詳細

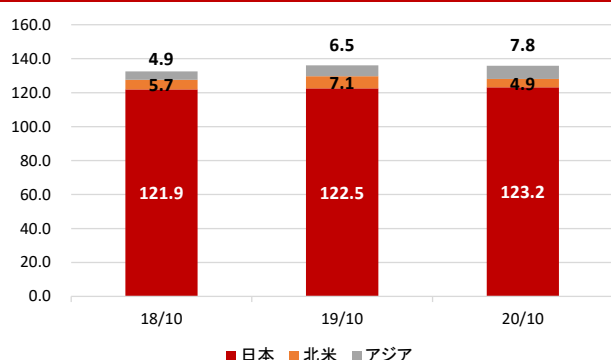
売上高の構成

売上高のセグメント別構成

20/10 期連結売上高は 1,358 億円で、内訳は、日本事業 1,232 億円（構成比 90.7%）、北米事業 49 億円（同 3.6%）、アジア事業 78 億円（同 5.7%）。北米事業は米国が対象で決算期は 2019 年 9 月-2020 年 8 月（日本より 2 ヶ月遅れ）。アジア事業は台湾が対象で決算期は 2019 年 10 月-2020 年 9 月（同 1 ヶ月遅れ）。北米事業はコロナ禍影響により前期比大幅減収であった。

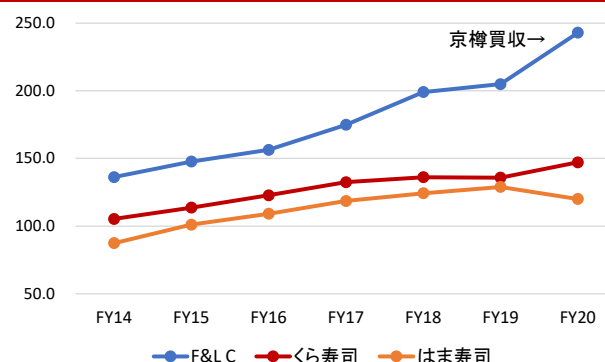
海外売上高が 9%強を占める

図表: 売上高構成（10 億円）



出所: 会社資料、三田証券

図表: 売上高の比較（10 億円）



出所: 各社資料、三田証券

注: F&L C 及びくら寿司の FY20 は会社予想ベース

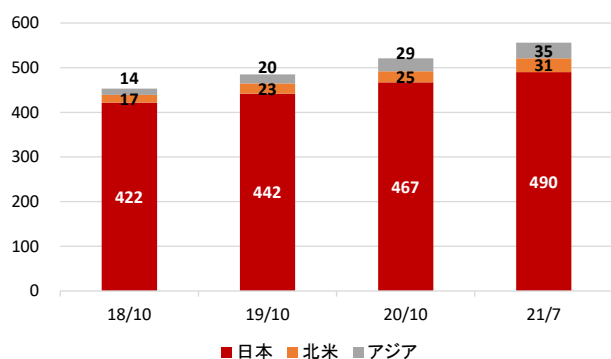
店舗数の構成

店舗数のセグメント別構成

21/10 期 3Q 末（2021 年 7 月末）の店舗数は 556 店舗。内訳は、日本事業 490 店舗（構成比 88.1%）、北米事業 31 店舗（同 5.6%）、アジア事業 35 店舗（同 6.3%）。

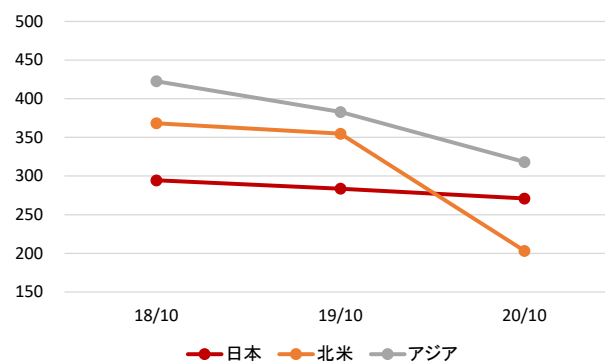
海外店舗比率は約 12%

図表: 店舗数構成



出所: 会社資料、三田証券

図表: 1 店舗当たり売上高（百万円）



出所: 会社資料、三田証券

国内店舗の地域別構成

国内店舗の地域別構成比（21/10 期 2Q 末ベース）は、関東 30.2%、関西 29.3%、東海 12.8%、九州・沖縄 11.2% など。同社は関西において、スシローを凌ぐ最大店舗数を誇る。東日本では、スシロー、はま寿司が先行しているが、近年、同社も積極的な出店を行っている。直近では、2021 年 7 月に北海道に初出店している。

関西ではトップの店舗網。東日本ではスシローを追いかける立場

図表: 国内店舗の地域別構成

スシロー 21/9			はま寿司 21/9			くら寿司 21/4			かつば寿司 21/9			元気寿司 21/3		
店舗数		%	店舗数		%	店舗数		%	店舗数		%	店舗数		%
北海道	12	1.9	北海道	23	4.2	北海道	0	0.0	北海道	0	0.0	北海道	21	12.7
東北	24	3.9	東北	41	7.5	東北	22	4.5	東北	68	21.9	東北	14	8.5
関東	212	34.1	関東	210	38.5	関東	146	30.2	関東	75	24.2	関東	83	50.3
中部	105	16.9	中部	113	20.7	北陸・甲信越	22	4.5	中部	88	28.4	甲信越	14	8.5
						東海	62	12.8				東海	16	9.7
近畿	134	21.6	近畿	62	11.4	関西	142	29.3	近畿	52	16.8	近畿	13	7.9
中国	30	4.8	中国	28	5.1	中国	24	5.0	中国	20	6.5	中国	0	0.0
四国	29	4.7	四国	20	3.7	四国	12	2.5	四国	0	0.0	四国	0	0.0
九州	67	10.8	九州	39	7.2	九州・沖縄	54	11.2	九州	7	2.3	九州	4	2.4
沖縄	8	1.3	沖縄	9	1.7				沖縄	0	0.0			
合計	621	100.0		545	100.0		484	100.0		310	100.0		165	100.0

出所: 各社資料、三田証券 注: スシロー、はま寿司、かつば寿司の数値は、各社ホームページの店舗検索機能を使用して集計したものであり、IR 資料の数値とは一致しない

海外店舗の構成

北米事業の 31 店舗（21/10 期 3Q 末ベース）はすべて米国であり、東海岸から中西部、西海岸まで多くの地域に出店している。州別で店舗数が多いのは、カリフォルニア州 16 店舗、テキサス州 8 店舗、など。

米国、台湾ともに広域に出店

アジア事業の 35 店舗（21/10 期 3Q 末ベース）はすべて台湾であり、台北市、新北市、桃園市、台中市、高雄市など幅広い地域に出店している。

「くら寿司」の詳細

店舗

くら寿司の店舗のうち約 90% が郊外ロードサイド型店舗である。標準的な規模は、店舗面積約 350 平米、座席数 200 程度、駐車場 30-60 台。また、都心駅前の店舗についても座席 200 程度が標準と見られる。一般的に回転寿司店は比較的大きな店舗面積を必要とする。

90% がロードサイド型。大型店舗が中心

メニュー、客単価

くら寿司における基本メニューの価格設定は一皿 110 円（税込）である。定番メニューの場合、一皿に寿司 2 貫がのっている。価格帯が同様の競合には、スシロー（110 円）、はま寿司（平日 99 円、平日以外 110 円）、かつば寿司（110 円）、魚べい（110 円）などがある。くら寿司の一部都心店舗（新宿、渋谷、池袋、品川、吉祥寺など）においては、基本メニューを一皿 125 円としている。これに対してスシローの一部都心店舗では、基本メニューを一皿 132 円としている。

一皿 110 円が基本。客単価は 1,100 円弱

くら寿司のイートイン客単価は 1,100 円弱で、回転寿司業界では平均的な水準である。一方、スシローのイートイン客単価は 1,200 円程度とやや高い。

自動化された接客プロセス

以下の通り、くら寿司では、入店から会計までの接客プロセスがほぼ自動化されており、競合に先駆けて非接触型サービスが完成している（ただし、店舗により異なる場合がある）。フロアを担当する店員の顧客対応や片付け作業は最小化されている。

入店から会計までの接客プロセスが自動化され、非接触型サービスが完成

- **受付の自動化:** 入店にあたって、顧客は、タッチパネル式の自動受付案内機で受付を行う。なお、EPARK のアプリを通じて事前に来店予約することも可能である。座席が確定すると、テーブル番号及びバーコードの記された紙が出力され、顧客はこれを持って指定の座席に移動する（基本的に店員によるアテンドはない）。なお、バーコードは伝票の代わりになり、会計時に必要になる。
- **注文と配膳の自動化:** 料理の注文は、各テーブルに備え付けられたタッチパネルまたは顧客自身のスマートフォンで行う。水、お茶、わさび、ガリについてはセルフサービスでの提供となっている。注文された商品は、厨房からオーダーレーン（顧客が注文した商品を提供するために用いられるレーン）を通じて注文客の目の前に届けられる。回転寿司業界でタッチパネルによる注文方式をいち早く導入したのはくら寿司であり、スマートフォンによる注文方式を多数店舗で導入済みなのもくら寿司だけであると当社は認識している。また、回転レーン（店の裁量で商品を流すレーン）上にも商品が流れており、顧客はこれを直接取ることもできる。回転レーン上の皿には、同社独自開発の抗菌寿司カバー「鮮度くん」がかけられている。「鮮度くん」は、寿司の鮮度維持やウイルス感染防止に役立つほか、IC チップや QR コードを搭載することで、回転レーンに流す皿数の最適化や廃棄ロス削減のために利用されている。
- **片付けの自動化:** 顧客は、寿司を食べた後の空皿をテーブル奥にある「皿回収ポケット」に投入する。皿は、同社独自の「皿カウンター水回収システム」を通じて自動的に厨房の洗い場に運ばれる。皿の回収がタッチパネルと連動しており、5 皿投入するごとに 1 回、タッチパネル上に抽選ゲーム「ビックラポン！」が起動し、当たりが出るとオリジナルの景品がもらえる仕組みになっている。
- **会計の自動化:** 顧客が食事を終え、タッチパネルの会計ボタンを押すと、店員がテーブルに確認にやってくる。タッチパネルによる注文、皿回収システム、AI カメラを通じて会計金額は自動的に計算済みであるが、漏れがないかどうかの確認を行うのだと思われる。会計の確認が済むと、顧客はバーコード入りの紙をもってレジへ行き、セルフレジを操作して自ら支払いを行う。

顧客がテーブルから去った後、店員はテーブルの片付けを行う。大半の食器は皿回収システムで洗い場へ運ばれるため、店員の片付け作業は極めて短時間で終わる。

なお、スシローでは、会計の際に店員が皿の数を数える必要があり（ただしデバイスを用いて自動的に数えている）、顧客が去った後に店員は積み上がった皿を洗い場まで運ばなくてはならない。

魚べい（元気寿司が運営）では、注文はタッチパネルのみ、配膳もオーダーレーン経由のみ。タッチパネル上で会計金額が確定し、店員による皿数の確認も不要である。ただし、店員はテーブルに積み上がった皿を回収する必要がある。

図表: 店舗外観



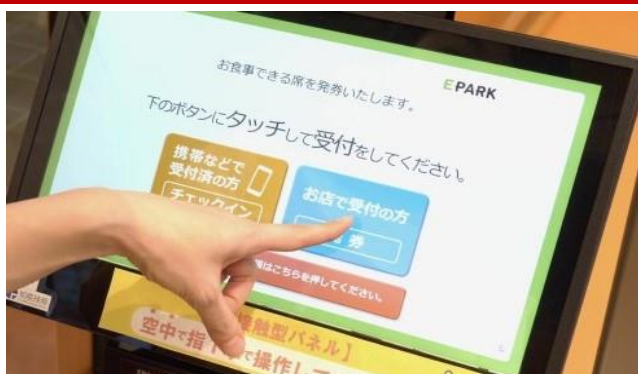
出所: 会社資料

図表: 店舗内観



出所: 会社資料

図表: 自動受付案内機



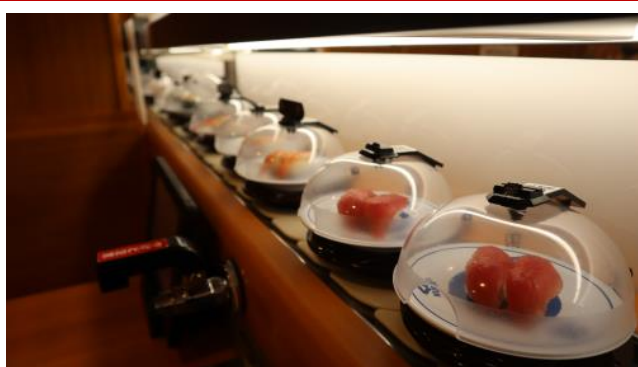
出所: 会社資料

図表: スマホで注文



出所: 会社資料、三田証券

図表: 寿司カバー 鮮度くん



出所: 会社資料

図表: セルフレジ



出所: 会社資料

セントラルキッチン

同社は、大阪府堺市、大阪府貝塚市、埼玉県日高市、福岡県糟屋郡の 4 カ所にセントラルキッチンを持している。マグロ、サーモンなどの主要食材については、冷凍ブロックで仕入れたものをセントラルキッチンにおいて解凍・熟成させ、寿司ネタの形に切り分け、チルドの状態店舗に配送している。セントラルキッチンで調理することで、1) 高水準の衛生管理、2) 寿司ネタなどの商品の均質化、3) 歩留まりの向上、4) 在庫や廃棄ロスの適正化、などが期待できる。なお、上記 4 工場の稼働状況には十分な余裕があり、当面、大掛かりな投資は必要ないと見られる。

セントラルキッチンの活用により高度な衛生管理や商品管理が可能に

店内厨房でのオペレーション

セントラルキッチンにおいて寿司ネタまでの加工を行うため、店内調理において必要な特別な技術は少なく、調理作業の多くは自動化・単純化されている。例えば、シャリを握る、巻きものを作る、ネタを炙る、などの作業は専用のマシンが行っている。また、回転レーンに流す商品の選択についても、経験や勘に頼る必要がないようシステム化がなされている。さらに、皿洗いの作業についても、自動皿洗い機を用いることで最小限の人数で対応が可能となっている。厨房作業の自動化・単純化は、個別店舗の業務効率を高めているほか、新規出店にあたっては有利に働く可能性が高いと考えられる。

厨房作業の自動化・単純化が進んでいる

北米事業

店舗の状況

同社が米国に進出したのは 2009 年で、第 1 号店はカリフォルニア州アーバインにオープンした。21/10 期 3Q 末時点における米国の店舗数は 31 店舗。東海岸から中西部、西海岸に至る広範囲に出店済みである。特に店舗数が多いのは、カリフォルニア州 16 店舗、テキサス州 8 店舗、など。ショッピングモールのレストラン区域に出店しているケースが多い。

競合不在の米国本土で多店舗展開へ

競合

日本の大手回転寿司業者は米国本土にほとんど出店しておらず、競合不在の状況にあると見られる（元気寿司はハワイ州を中心に出店している）。

メニュー、客単価、接客

米国店舗における商品の売れ筋はロール寿司であり、60-70%を占めている。一皿当たりの価格は概ね 2.6-3.0 ドル、客単価は約 20 ドル（約 2,200 円）と、日本と比べて高め。タッチパネル、皿回収システム、ビックラポン！、鮮度くん（Mr. Fresh）など、日本とほぼ同様のシステムが採用されている。

運営子会社

北米事業は子会社の Kura Sushi USA (KSU) が運営している。KSU は、2019 年 8 月に NASDAQ Global Market に上場した。

アジア事業

店舗の状況

同社が台湾に進出したのは 2014 年で、第 1 号店は台北市にオープンした。21/10 期 3Q 末時点の台湾の店舗数は 35 店舗。台北市、新北市、桃園市、台中市、高雄市など幅広い地域に出店済みである。今のところ台湾ではビル内店舗が多い。同社は、今後、台湾における出店を継続するほか、中国や東南アジアへの進出も検討している。

台湾で店舗網拡大中。中国や東南アジアへの進出も検討

競合

日本の大手回転寿司業者の中でアジア市場でのプレゼンスが大きいのは元気寿司であり、21/3 期末時点で中国・香港・東南アジアにおいて FC 店 177 店舗を展開している。スシローは、台湾・香港・シンガポール・韓国・タイに出店しており、台湾については 21/9 期 2Q 末時点で 20 店舗を展開している。

メニュー、客単価、接客、販促

台湾の店舗は日本と同じフォーマットであり、商品もにぎり寿司が多い。にぎり寿司の基本メニューは一皿約 160 円 (40 元)、客単価は 1,500-1,600 円。タッチパネル、皿回収システム、ビックラポン!、鮮度くん (鮮度君) など、日本と同様のシステムが採用されている。キャンペーン等も日本と共通している場合があり、2020 年 11-12 月には鬼滅の刃キャンペーンが好評であった (日本では同年 9-10 月に鬼滅の刃キャンペーンを実施)。

運営子会社

台湾事業は子会社の亞洲藏寿司 (Kura Sushi Asia, KSA) が運営している。KSA は 2020 年 9 月に Taipei Exchange に上場した。

図表: Kura Sushi USA 株価 (USD)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

図表: 亞洲藏寿司 (Kura Sushi Asia) 株価 (TWD)



出所: Bloomberg Finance LP 資料、三田証券

回転寿司市場

寿司店の市場規模と大手業者の位置づけ

外食産業市場における寿司店の位置付け

日本フードサービス協会の推計によると、2019 年の外食産業市場規模は 26 兆 439 億円、5 年平均成長率は 1.1% (CAGR) であった。このうち、寿司店の市場規模は 1 兆 5,457 億円。5 年平均成長率は 2.1% (CAGR) と、外食産業市場全体の成長率を大幅に上回っている。また、外食産業市場全体に占める寿司店のシェアは 5.9% であった。

寿司店の成長率は外食産業全体を大幅に上回る

寿司店市場における大手回転寿司業者の位置づけ

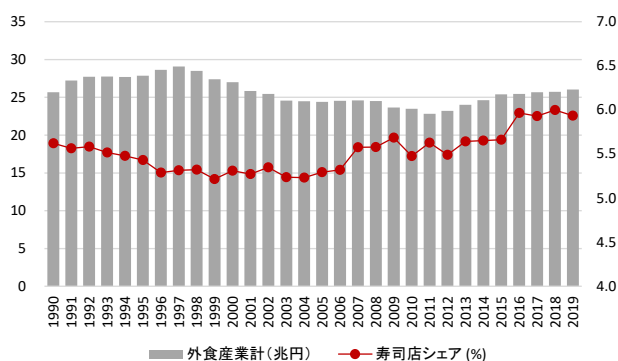
寿司店の市場規模に対して大手回転寿司業者は大きなシェアを有していると見られる。上記市場規模に対する大手 5 社 (スシロー、くら寿司、はま寿司、かつば寿司、元気寿司) のシェアは 35% 程度であると見られ (当社推定)、チェーン化が進んだ市場であると考えられる。

寿司店市場においては大手回転寿司業者が大きなシェアを有する。近年の市場の成長も大手が主導

また、近年の寿司店市場の拡大は、大手回転寿司業者の店舗網拡大によりもたらされた可能性が高いと当社は見ている。寿司店の市場規模は過去 5 年間で 1,541 億円増加しているが、同期間における大手回転寿司 4 社 (スシロー、くら寿司、はま寿司、元気寿司) の売上高増加額の合計はこれとほぼ同じ金額である (かつば寿司は売上高が減少)。

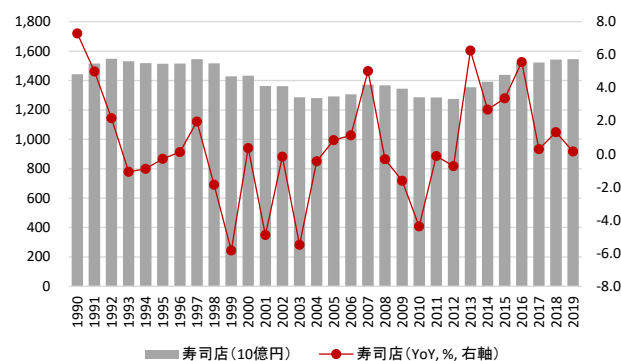
回転寿司業態は外食業界の中でも参入障壁が高いため、今後の寿司店市場における既存の大手回転寿司業者のシェアは一層高まる可能性が高いと当社は考えている。

図表: 外食産業市場規模、寿司店シェア



出所: 日本フードサービス協会資料、三田証券

図表: 寿司店市場規模、成長率



出所: 日本フードサービス協会資料、三田証券

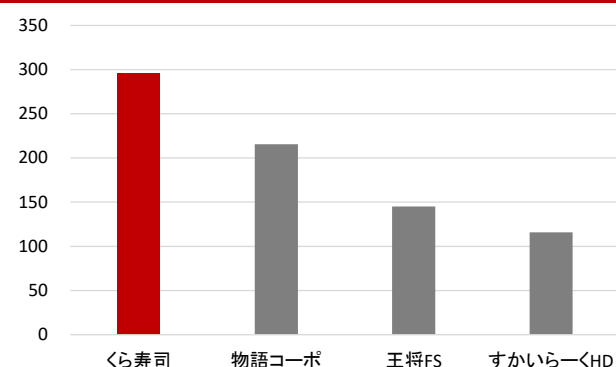
回転寿司業態の特徴

高い参入障壁

回転寿司業態は外食業界の中でも参入障壁が高く、市場の成長は既存の大手業者の出店積極化によりもたらされる可能性が高いと当社は見ている。以下では、くら寿司、物語コーポレーション（焼肉）、王将フードサービス（中華）、すかいらーく HD（ファミレス）の4社を比較した。回転寿司業態における規模やテクノロジーの重要性、高い参入障壁の存在が見てとれる。

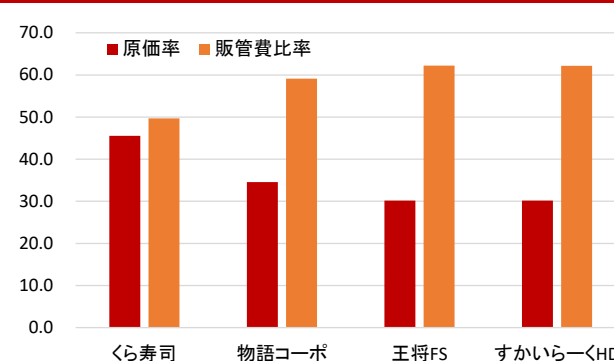
回転寿司市場は大手優位で新規参入が困難

図表: 1 店舗当たり年商 (FY16-18 平均)



出所: 各社資料、三田証券 注: 直営店ベース

図表: コスト構造 (FY16-18 平均)



出所: 各社資料、三田証券

1 店舗当たり年商

くら寿司の1店舗当たり年商は3億円弱と、4社の中では群を抜いて大きい。これは、標準的な座席数が200席程度と店舗規模が大きいことに加えて、顧客回転率が非常に高いことを示唆している。なお、同社の客単価は1,100円弱と、外食業界の中では平均的な水準である。顧客回転率が高い背景としては、1) ハイテク設備の活用により商品の注文や配膳にかかる時間を短縮していること、2) ランチ、間食、ディナー、夜食のいずれにも向いたメニュー構成であること、3) 寿司には炭水化物が多く含まれ短時間で満腹感を得られやすいこと、4) テイクアウト需要が相応にあること、などが考えられる。大型店舗でハイテク設備を稼働させるため、FC展開には向かず、くら寿司を含む大手回転寿司業態は直営店中心の店舗構成となっている。成長投資を行うにあたり、強固な資金力及び高度なテクノロジーを有する既存の大手業者が優位に立っている。

回転寿司事業では大型店舗、ハイテク設備、顧客の高回転が求められる

コスト構造

くら寿司の原価率は40%台半ばで他の外食業態よりも非常に高いが、販管費比率は50%弱と非常に低い。原価率が高いのは回転寿司業態の特徴であり、1) 一皿当たりの価格を安く抑えている一方で、2) 生魚、米など高コストの食材を多く使っているためである。一皿100円前後の回転寿司業態で利益を確保するためには、仕入れにおける規模の経済の発揮と、店舗オペレーションの自動化等による販管費比率抑制が欠かせない。

利益確保のためには、仕入れにおける規模の経済、店舗運営コストの抑制が必要

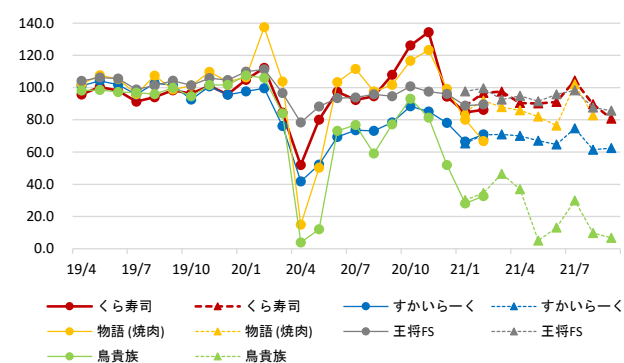
既存店売上高

くら寿司及び他の外食業者の既存店売上高

くら寿司の既存店売上高（対前年、対前々年）を、ファミリーレストラン、焼肉レストラン、中華料理店、居酒屋などと比較すると、コロナ禍の下において、同社業績が相当に健闘していることが分かる。また、回転寿司大手同士の比較でも、くら寿司及びスシローの業績が好調であったことが分かる。好業績の要因としては、1) 一般的に回転寿司の人気が高いことに加えて、2) 同社店舗網が郊外ロードサイド中心であること、3) 同社がテイクアウト需要をうまく捉えたこと（足元のテイクアウト売上比率は 20%とみられる）、などが考えられる。なお、2020 年秋のくら寿司の既存店売上高前年比が突出しているのは、1) 大々的に実施した鬼滅の刃コラボの成功、及び、2) Go To Eat キャンペーンに関連した特殊要因による。一方、2021 年夏は緊急事態宣言やまん延防止等重点措置の対象地域が拡大されたことを受けて、同社は積極的なプロモーションを行わず、既存店売上高の水準も低迷気味であった。ただし、これはごく一時的な現象であると当社は判断している。

くら寿司を含む回転寿司はコロナ禍の下でも健闘

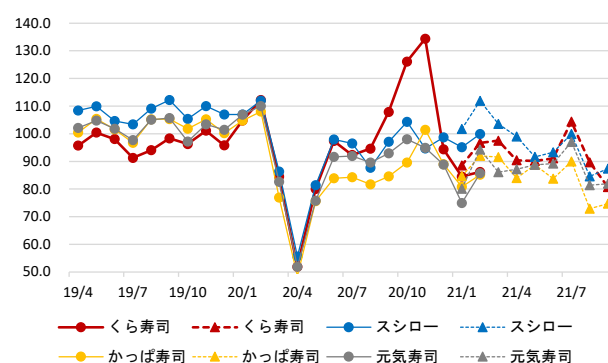
図表: 既存店売上高（対前年、対前々年）



出所: 会社資料、三田証券

注: 実線（21/2 まで）は対前年、点線（21/1 以降）は対前々年

図表: 既存店売上高（対前年、対前々年）



出所: 会社資料、三田証券

注: 実線（21/2 まで）は対前年、点線（21/1 以降）は対前々年

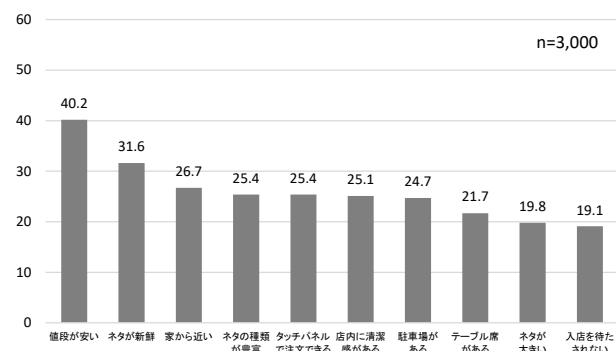
回転寿司に関する消費者実態調査

回転寿司を選ぶ際に重視している点

マルハニチロの「回転寿司に関する消費者実態調査 2021」によると、消費者が回転寿司を選ぶ際に最も重視している項目は「値段が安い」ことである。また、回転寿司でよく食べるネタは、男女ともサーモンがトップであった。

消費者は価格重視。売れ筋はサーモン

図表: 回転寿司を選ぶ際に重視する点 (%)



出所: マルハニチロ資料、三田証券 注: 複数回答方式

図表: 回転寿司でよく食べるネタ (%)

男性 (n=1,500)			女性 (n=1,500)		
順位	ネタ	%	順位	ネタ	%
1	サーモン	40.3	1	サーモン	50.5
2	マグロ(赤身)	39.1	2	エビ	33.1
3	ハマチ・ブリ	31.2	3	マグロ(赤身)	30.1
4	マグロ(中トロ)	30.0	4	ハマチ・ブリ	28.2
5	エビ	23.4	5	マグロ(中トロ)	26.7
6	ネギトロ	22.1	6	ネギトロ	23.5
7	イカ	21.9	7	イカ	21.7
8	えんがわ	21.4	8	イクラ	19.5
9	イクラ	19.0	8	甘エビ	19.5
10	マグロ(大トロ)	18.7	8	ホタテ	19.5

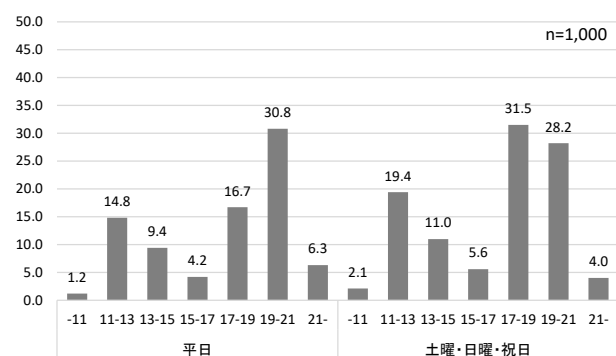
出所: マルハニチロ資料、三田証券 注: 複数回答方式

回転寿司に行く時間、相手

マルハニチロの「回転寿司に関する消費者実態調査 2015」によると、回転寿司に行くことが最も多い時間帯はディナー時間帯であるが、ランチ時間帯やその他の時間帯も相応に利用されていることが分かる。また、回転寿司と一緒にに行く相手は、家族、友人・知人・恋人などの割合が高く、身近な人とのプライベートな食事が中心であることが分かる。

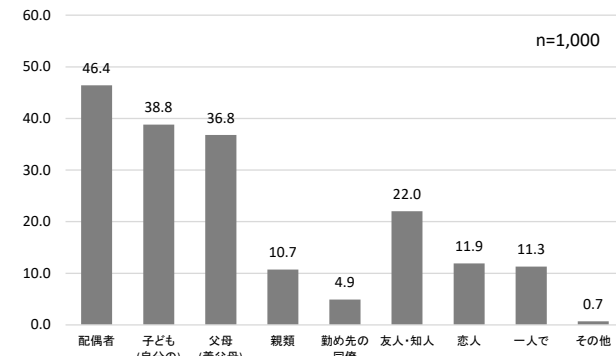
家族や友人とのプライベートな食事が中心

図表: いつ回転寿司に行くことが多いか (%)



出所: マルハニチロ資料、三田証券 注: 複数回答方式

図表: 誰と回転寿司に行くことが多いか (%)



出所: マルハニチロ資料、三田証券 注: 複数回答方式

三田証券による業績予想

21/10 期決算プレビュー

三田証券では、21/10 期連結業績について、売上高 1,459 億円（前期比 7.4%増）、営業利益-26 億円（前期実績 4 億円）、経常利益 23 億円（前期比 100.2%増）、当期純利益 13 億円（前期実績-3 億円）と、会社ガイダンス（売上高 1,472 億円、営業利益-25 億円、経常利益 25 億円、当期純利益 15 億円）に対して若干の未達を予想する。営業外収益として、助成金収入 43 億円（時短営業協力金など）を想定する。

通期ベースで営業利益-27 億円、経常利益 23 億円と会社ガイダンス未達を予想。4Q 営業利益は日本事業が苦戦と想定

4Q（8-10 月）は営業利益-16 億円、経常利益 9 億円と予想する。営業赤字のほとんどは日本事業で生じると考える。8-9 月に緊急事態宣言及びまん延防止等重点措置の対象地域が拡大され、大半の店舗が時短営業を余儀なくされたことをうけて 4Q は大幅な営業赤字が避けられないと見る。一方、営業外収益に助成金収入 23 億円（時短営業協力金など）を計上することで、日本事業は経常利益ベースで黒字を達成すると考える。

当社が想定する 21/10 期末店舗数は 566 店舗（前期末比+45 店舗）。内訳は、日本事業 494 店舗（同+27 店舗）、北米事業 32 店舗（同+7 店舗）、アジア事業 40 店舗（同+11 店舗）。

図表：四半期業績（10 億円）

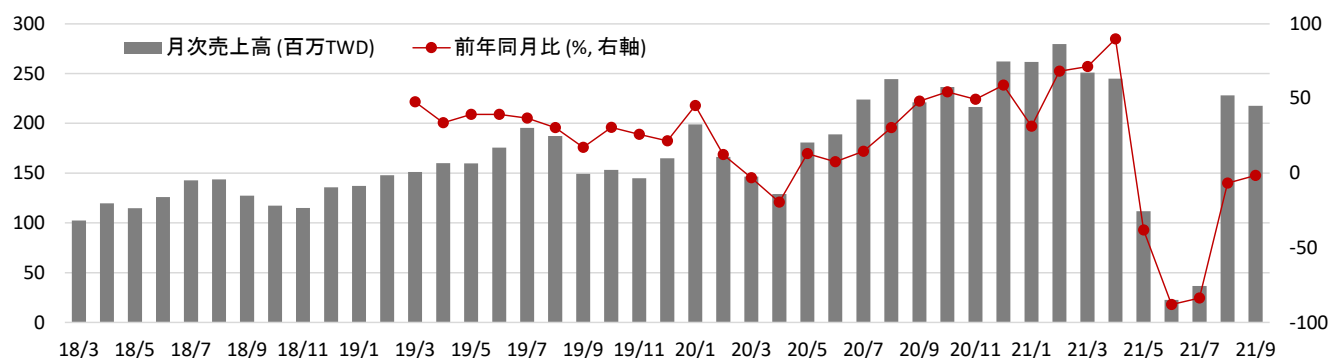
	19/10				20/10				21/10			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q 予
売上高	33.5	32.9	34.2	35.6	35.9	29.4	31.0	39.5	38.9	35.7	36.0	35.4
日本	30.6	29.7	30.5	31.7	32.4	25.5	28.9	36.4	35.2	31.8	32.5	30.7
北米	1.5	1.7	1.9	2.0	1.9	2.1	0.3	0.6	1.0	0.9	2.0	2.8
アジア	1.3	1.6	1.8	1.8	1.7	1.9	1.8	2.5	2.6	3.0	1.5	1.9
営業利益	1.2	1.1	1.5	1.6	1.2	-1.7	-1.0	1.8	0.8	-0.5	-1.3	-1.6
経常利益	1.4	1.3	1.6	1.8	1.4	-1.5	-0.9	2.1	0.9	0.3	0.2	0.9
日本	1.4	1.1	1.4	1.5	1.6	-1.4	0.0	2.8	1.5	0.4	0.4	0.9
北米	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.9	-0.7	-0.7	-0.4	0.1	0.0
アジア	0.0	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3	-0.3	0.0
OPM (%)	3.6	3.5	4.4	4.6	3.3	-5.7	-3.1	4.6	2.1	-1.5	-3.7	-4.6
RPM (%)	4.2	4.0	4.8	5.0	3.8	-4.9	-2.8	5.3	2.4	0.8	0.6	2.4

→ コロナ禍影響

出所：会社資料、三田証券

注：北米事業は日本事業よりも 2 ヶ月遅れで連結、アジア事業は 1 ヶ月遅れで連結。予想は三田証券予想

図表：亞州藏壽司（KSA）の月次売上高（百万 TWD）



出所：会社資料、三田証券

22/10 期業績予想

三田証券では、22/10 期連結業績について、売上高 1,767 億円（前期比 21.1%増）、営業利益 55 億円、当期純利益 39 億円と予想する。当社が想定する期末店舗数は 613 店舗（前期比+47 店舗）。

営業利益 55 億円と黒字転換を予想。営業制限の緩和、外食需要の回復を想定

日本事業について、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にあわせて、外食需要の回復が見られるであろう。22/10 期は売上高 1,444 億円（前期比 10.9%増）、営業利益 43 億円を見込む。期末店舗数は 519 店舗（前期比+25 店舗）と想定する。

北米事業については、外食需要の本格的な回復と出店の加速を見込む。22/10 期は売上高 140 億円（前期比 108.8%増）、営業利益 4 億円と予想。期末店舗数は 44 店舗（前期末比+12 店舗）と想定する。想定為替レートは 1 米ドル=111.50 円。

アジア事業については、営業制限の緩和により再び安定を取り戻すと見ている。22/10 期は売上高 184 億円（前期比 102.7%増）、営業利益 7 億円と予想。期末店舗数は 50 店舗（前期末比+10 店舗）と想定する。想定為替レートは 1 台湾ドル=4.000 円。

23/10 期以降の見方

当社による営業利益予想は、23/10 期 80 億円、24/10 期 106 億円。総店舗数の想定は、23/10 期末 665 店舗（前期末比+52 店舗）、24/10 期末 722 店舗（同+57 店舗）。この間の店舗純増数の過半を海外店舗が占めることになると当社は見ている。特に北米における出店ペースが加速する可能性が高いと考え、24/10 期末時点における北米店舗数を 76 店舗（20/10 期末比+51 店舗）と想定する。アジアにおける店舗数想定は 24/10 期末 77 店舗（20/10 期末比+48 店舗）。アジアにおける出店の中心は引き続き台湾であると考え、この頃には中国や東南アジアにおける出店も始まっている可能性がある。日本における店舗純増は年 25 店舗と見ており、24/10 期末想定は 569 店舗（20/10 期末比+102 店舗）である。東日本を中心にくら寿司の店舗網が手薄なところが残っており、出店余地は十分にあると見ている。

当社営業利益予想は、23/10 期 80 億円、24/10 期 106 億円。北米、アジアへの積極的な出店を想定

図表: 三田証券業績予想 (連結、諸指標)

諸指標	18/10	19/10	20/10	21/10	22/10	23/10	24/10	25/10	26/10	5年平均成長率
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	三田予想	(CAGR, %)
売上高成長率 (%)	7.9	2.7	-0.2	7.4	21.1	12.5	12.4	12.3	12.9	
既存店売上高成長率 (%)	0.8	-4.0	-4.3	0.0	5.2	2.8	2.4	2.0	2.0	
店舗数増加率 (%)	5.6	7.1	7.4	8.6	8.3	8.5	8.6	8.9	9.5	
営業利益成長率 (%)	8.4	-20.4	-93.6	NA	NA	45.5	32.0	20.2	18.6	
経常利益成長率 (%)	5.1	-19.9	-81.5	100.2	171.7	41.1	30.0	18.9	17.6	
当期純利益成長率 (%)	5.0	-26.6	NA	NA	194.7	42.7	29.6	17.2	15.8	
売上総利益率 (%)	54.4	54.7	55.2	54.6	54.8	55.0	55.0	55.0	55.0	
売上高営業利益率 (%)	5.2	4.0	0.3	-1.8	3.1	4.0	4.7	5.1	5.3	
EBITDA マージン (%)	7.9	7.0	4.2	2.1	6.6	7.3	7.8	8.0	8.0	
ROA (%)	9.2	5.9	-0.3	1.5	4.0	5.2	6.2	6.7	7.0	
ROE (%)	13.9	9.1	-0.6	2.9	7.9	10.5	12.4	13.0	13.6	

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	18/10	19/10	20/10	21/10	22/10	23/10	24/10	25/10	26/10	5年平均成長率
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	三田予想	(CAGR, %)
売上高	132,499	136,134	135,835	145,937	176,695	198,781	223,382	250,942	283,396	14.2
売上原価	60,400	61,632	60,902	66,256	79,866	89,451	100,522	112,924	127,528	
売上総利益	72,099	74,502	74,933	79,682	96,829	109,329	122,860	138,018	155,868	
販管費	65,223	69,026	74,582	82,331	91,316	101,311	112,277	125,299	140,778	
営業利益	6,875	5,475	350	-2,650	5,512	8,018	10,583	12,719	15,090	-241.6
営業外収益	947	858	1,005	5,179	920	950	1,000	1,000	1,000	
営業外費用	167	199	220	257	259	259	259	259	259	
経常利益	7,655	6,135	1,135	2,272	6,173	8,709	11,324	13,460	15,831	47.4
特別利益	59	0	80	0	0	0	0	0	0	
特別損失	271	258	776	500	200	150	150	150	150	
税金等調整前当期純利益	7,443	5,876	439	1,772	5,973	8,559	11,174	13,310	15,681	54.7
法人税等合計	2,313	2,068	1,453	709	1,792	2,568	3,352	3,993	4,704	
非支配株主に帰属する当期純利益	0	41	-750	-261	280	424	608	861	1,188	
親会社株主に帰属する当期純利益	5,130	3,766	-262	1,324	3,902	5,568	7,214	8,456	9,789	49.2
EBITDA	10,525	9,526	5,640	3,050	11,612	14,518	17,483	20,019	22,790	49.5
発行済株式数	19.7	19.7	19.8	39.7	39.7	39.7	39.7	39.7	39.7	
EPS	259.84	190.75	-13.25	33.39	98.39	140.40	181.90	213.21	246.83	
BPS	1,984.34	2,227.89	2,232.24	1,202.05	1,280.43	1,396.83	1,548.73	1,721.94	1,920.77	
DPS	30.00	40.00	40.00	20.00	24.00	30.00	40.00	48.00	58.00	
配当性向 (%)	11.5	21.0	NA	59.9	24.4	21.4	22.0	22.5	23.5	

出所: 会社資料、三田証券

注: 1 株当たり指標については株式分割に関する調整を行っていないため、1 頁及び 4 頁の数値と一致しないところがある

図表: 三田証券業績予想 (セグメント業績、百万円)

セグメント業績 百万円	18/10 実績	19/10 実績	20/10 実績	21/10 三田予想	22/10 三田予想	23/10 三田予想	24/10 三田予想	25/10 三田予想	26/10 三田予想	5年平均成長率 (CAGR, %)
日本										
売上高	121,931	122,531	123,160	130,185	144,353	155,730	166,950	178,245	190,705	7.9
(YoY, %)	5.2	0.5	0.5	5.7	10.9	7.9	7.2	6.8	7.0	
営業利益	6,073	4,730	2,058	-1,665	4,331	6,229	8,014	9,090	10,107	-243.4
(YoY, %)	0.1	-22.1	-56.5	NA	NA	43.8	28.6	13.4	11.2	
OPM (%)	5.0	3.9	1.7	-1.3	3.0	4.0	4.8	5.1	5.3	
店舗数 (期末)	422	442	467	494	519	544	569	596	626	
(YoY, %)	3.9	4.7	5.7	5.8	5.1	4.8	4.6	4.7	5.0	
売上高/平均店舗数	295	284	271	271	285	293	300	306	312	
(YoY, %)	0.5	-3.7	-4.5	0.0	5.2	2.8	2.4	2.0	2.0	
北米										
売上高	5,709	7,095	4,879	6,698	13,982	19,518	26,349	34,578	44,933	46.3
(YoY, %)	38.7	24.3	-31.2	37.3	108.8	39.6	35.0	31.2	29.9	
営業利益	209	195	-1,776	-980	447	683	975	1,418	2,022	-215.6
(YoY, %)	78.6	-6.7	NA	NA	NA	52.7	42.7	45.4	42.6	
OPM (%)	3.7	2.7	-36.4	-14.6	3.2	3.5	3.7	4.1	4.5	
店舗数 (期末)	17	23	25	32	44	59	76	96	121	
(YoY, %)	21.4	35.3	8.7	28.0	37.5	34.1	28.8	26.3	26.0	
売上高/平均店舗数	295	284	271	271	285	293	300	306	312	
(YoY, %)	0.5	-3.7	-4.5	0.0	5.2	2.8	2.4	2.0	2.0	
アジア										
売上高	4,859	6,508	7,796	9,056	18,360	23,533	30,083	38,119	47,758	39.5
(YoY, %)	80.3	33.9	19.8	16.2	102.7	28.2	27.8	26.7	25.3	
営業利益	566	484	0	99	734	1,106	1,594	2,211	2,961	97.1
(YoY, %)	262.8	-14.5	NA	NA	638.1	50.6	44.1	38.7	33.9	
OPM (%)	11.6	7.4	0.0	1.1	4.0	4.7	5.3	5.8	6.2	
店舗数 (期末)	14	20	29	40	50	62	77	94	114	
(YoY, %)	55.6	42.9	45.0	37.9	25.0	24.0	24.2	22.1	21.3	
売上高/平均店舗数	423	383	318	262	408	420	433	446	459	
(YoY, %)	9.7	-9.4	-16.9	-17.5	55.4	3.0	3.0	3.0	3.0	
連結ベース										
総店舗数 (期末)	453	485	521	566	613	665	722	786	861	8.8
(YoY, %)	5.6	7.1	7.4	8.6	8.3	8.5	8.6	8.9	9.5	
売上高/平均店舗数	300	290	270	269	300	311	322	333	344	
(YoY, %)	1.6	-3.4	-7.0	-0.6	11.6	3.8	3.5	3.3	3.4	

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	18/10	19/10	20/10	21/10	22/10	23/10	24/10	25/10	26/10	5年平均成長率
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	三田予想	(CAGR, %)
資産の部										
流動資産合計	19,840	25,565	28,158	25,991	29,016	32,348	37,678	44,002	51,853	
現金及び預金	16,451	20,965	20,611	19,001	20,348	23,894	26,956	32,723	37,191	
売掛金	1,140	1,883	3,854	4,143	5,539	5,353	6,887	6,863	8,666	
棚卸資産	994	1,342	1,715	1,719	2,208	2,210	2,754	2,822	3,476	
その他	1,255	1,375	1,978	1,129	920	891	1,080	1,594	2,520	
固定資産合計	39,227	42,651	56,944	67,900	72,900	78,000	83,200	89,000	95,400	
有形固定資産	28,831	31,380	45,293	55,000	58,900	62,900	67,000	71,700	77,000	
無形固定資産	397	688	705	900	1,000	1,100	1,200	1,300	1,400	
投資その他の資産	9,998	10,582	10,945	12,000	13,000	14,000	15,000	16,000	17,000	
資産合計	59,068	68,216	85,102	93,891	101,916	110,348	120,878	133,002	147,253	9.4
負債の部										
流動負債合計	14,225	15,309	22,584	23,929	28,253	31,299	34,816	38,756	43,396	
買掛金	4,944	5,123	6,798	6,800	8,197	9,181	10,317	11,590	13,089	
短期有利子負債	1,571	1,613	2,688	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	
その他	7,710	8,573	13,098	14,249	17,177	19,238	21,619	24,286	27,427	
固定負債合計	5,567	5,695	14,948	15,981	16,294	16,641	17,022	17,475	18,013	
長期有利子負債	3,155	3,057	12,356	13,120	13,120	13,120	13,120	13,120	13,120	
その他	2,412	2,638	2,592	2,861	3,174	3,521	3,902	4,355	4,893	
負債合計	19,792	21,005	37,533	39,911	44,547	47,940	51,838	56,230	61,408	9.0
純資産の部										
自己資本	39,177	43,985	44,138	47,672	50,781	55,397	61,421	68,291	76,176	9.8
新株予約権	97	167	190	330	330	330	330	330	330	
非支配株主持分	0	3,058	3,239	5,978	6,258	6,681	7,289	8,150	9,338	
純資産合計	39,275	47,211	47,569	53,980	57,369	62,408	69,040	76,771	85,844	9.7
有利子負債	4,726	4,670	15,044	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000	0.0
ネット有利子負債	-11,725	-16,295	-5,567	-3,001	-4,348	-7,894	-10,956	-16,723	-21,191	
有利子負債/EBITDA (x)	0.4	0.5	2.7	5.2	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7	
D/Eレシオ (x)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	
自己資本比率 (%)	66.3	64.5	51.9	50.8	49.8	50.2	50.8	51.3	51.7	

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)

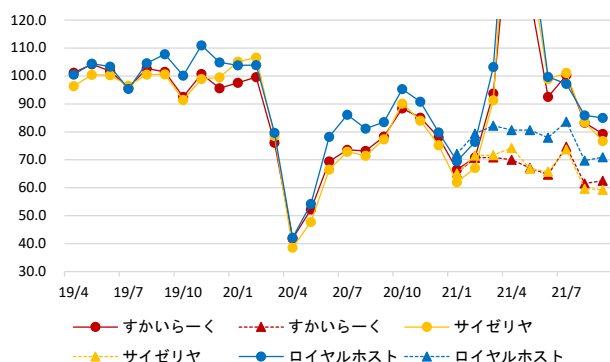
CF	18/10	19/10	20/10	21/10	22/10	23/10	24/10	25/10	26/10	5年平均成長率
連結、百万円	実績	実績	実績	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	三田予想	(CAGR, %)
営業CF	10,209	8,626	8,935	3,524	12,440	15,298	15,552	19,653	19,672	
当期純利益	5,130	3,766	-262	1,324	3,902	5,568	7,214	8,456	9,789	
減価償却費及びのれん償却額	3,650	4,051	5,290	5,700	6,100	6,500	6,900	7,300	7,700	
その他	1,429	809	3,907	-3,500	2,438	3,230	1,438	3,897	2,184	
投資CF	-4,407	-6,602	-8,336	-11,300	-10,300	-10,800	-11,300	-12,300	-13,300	
有形・無形固定資産の取得	-3,782	-5,586	-7,232	-10,000	-9,000	-9,500	-10,000	-11,000	-12,000	
有形・無形固定資産の売却	148	0	0	0	0	0	0	0	0	
その他	-773	-1,016	-1,104	-1,300	-1,300	-1,300	-1,300	-1,300	-1,300	
財務CF	-2,231	2,560	-1,164	6,166	-793	-952	-1,190	-1,586	-1,904	
有利子負債の増減	-1,638	-1,689	-2,256	956	0	0	0	0	0	
株式の発行・取得(ネット)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-591	-591	-788	-790	-793	-952	-1,190	-1,586	-1,904	
その他	-2	4,840	1,880	6,000	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の期末残高	16,451	20,965	20,611	19,001	20,348	23,894	26,956	32,723	37,191	
フリーCF	5,802	2,024	599	-7,776	2,140	4,498	4,252	7,353	6,372	

出所: 会社資料、三田証券

参考資料

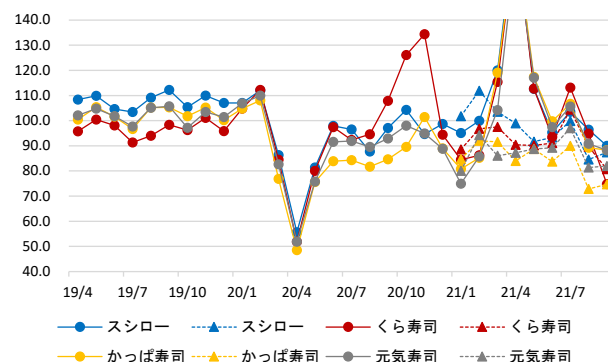
外食業者既存店売上高（前年比及び前々年比）

図表: ファミレス



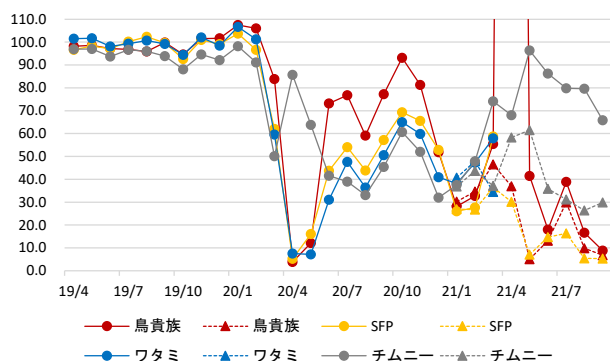
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 回転寿司



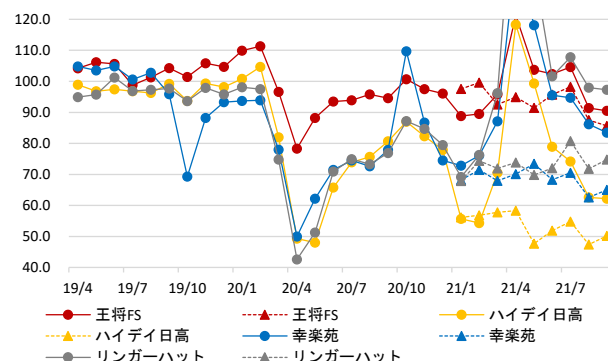
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 居酒屋



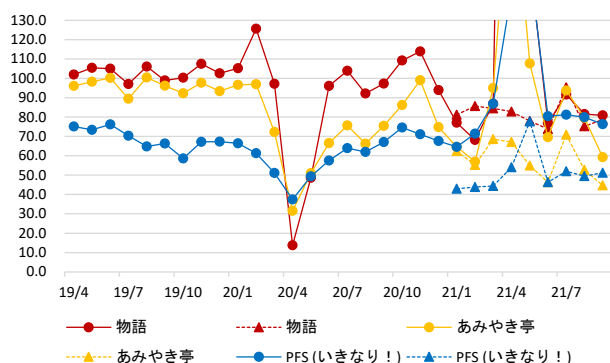
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 中華料理



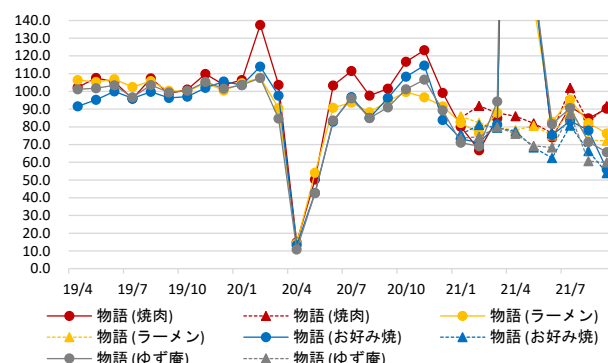
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 焼肉、ステーキ



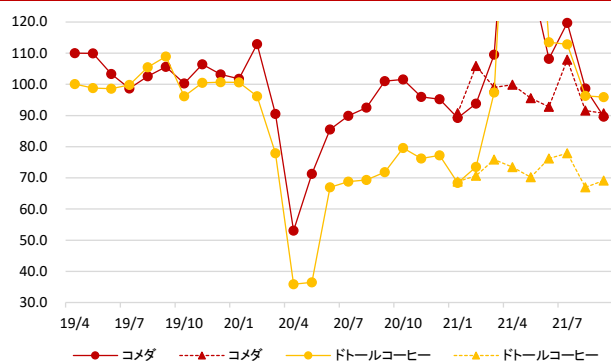
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 物語コーポレーション内訳



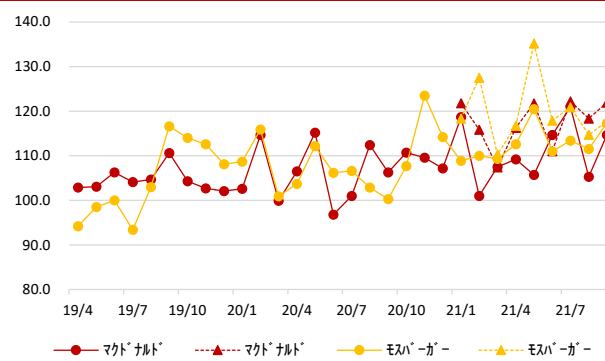
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 喫茶店



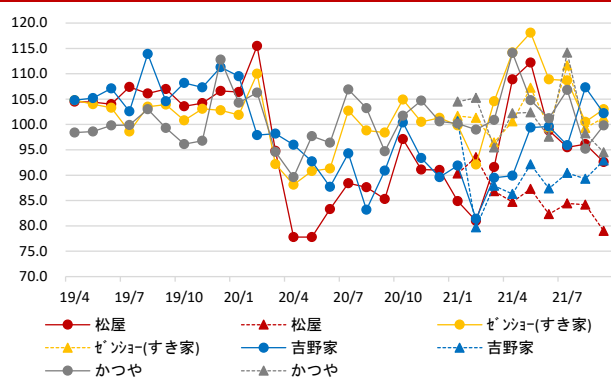
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: ハンバーガー



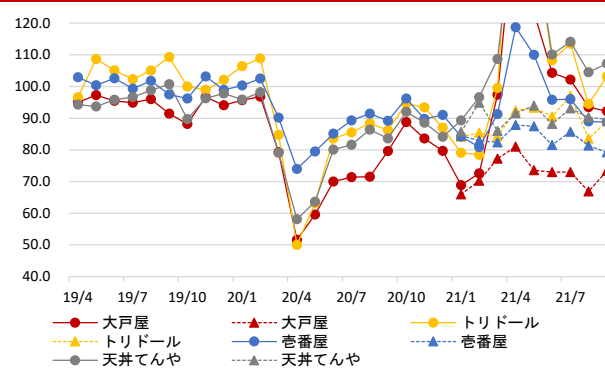
出所: 各社資料、三田証券 注: 実線は前年比、点線は前々年比

図表: 牛丼、とんかつ



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: 定食、うどん、カレー、天ぷら



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、最新のものと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