

四半世紀に亘って培った B2C サブスク事業のノウハウ等を活かした B2B サブスク事業の利益率改善が始まった

同社は、2000年に有機食材のEC販売を目的に設立されたオイシックスを中心に発展してきたが、2013年の株式上場以降、積極的なM&Aの実行等により、高付加価値食品のB2Cサブスク業界で圧倒的なポジション（国内会員数約46万人、契約生産者数約4,000軒）を確立することに成功した。また、2024年には給食事業を中心に展開するシダックスを買収し、B2Bサブスク事業に本格進出し、新たな成長ドライバーを手に入れた。

利益率が高いB2Cサブスク（食品宅配）事業が利益の柱となっているが、26/3期に9%増収、117%増益となったB2Bサブスク（給食）事業が成長の牽引役を担っている。2025年10月に、グループシナジーが見込めなかった車両運行サービス事業を売却し、コア事業であるB2Cサブスク事業とB2Bサブスク事業へ経営資源を集中した。

30/3期中長期目標は、売上高3,250億円、EBITDA190億円、EPS175.0円である。25/3期を起点とした30/3期までのCAGRの計画は、車両運行サービス事業を除いたベースで、売上高7%、EBITDA14%と見込まれている。事業別EBITDAについては、売上高の拡大と収益性の改善により、B2Bサブスク事業での大幅な拡大が見込まれている。26/3期のB2Bサブスク事業のEBITDAマージンは前期比1.6%ポイント改善しており、中長期目標の達成に向けて順調なスタートを切った。

同社のエクイティストーリーとしては、「四半世紀に亘って培ったB2Cサブスク事業の事業基盤とノウハウを活かした、B2Bサブスク事業の利益率の抜本的な改善によるオーガニック成長」と、「ロールアップ型M&Aに伴うインオーガニック成長によるB2Bサブスク事業におけるリーディングカンパニーへの変貌」が挙げられる。エクイティストーリーの両方が実現した場合は、現在、低い水準となっている予想PERが大幅に上昇する可能性がある。

シダックス・グループの買収に伴い、EBITDAは拡大したものの、利益率等の低迷もあり、この買収自体が投資家から評価されたとは言い難い。しかし、グループ事業の再編等、一連の改革が急速に進展していることを踏まえると、シダックス・グループの買収に対する評価は、今後のB2Bサブスク事業の業績次第で大きく変わる可能性もあろう。

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	EBITDA (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
22/3	113,476	13.4	6,213	-30.2	4,171	-44.1	2,727	-45.8	74.6	0.0
23/3	115,176	1.5	5,595	-9.9	3,346	-19.8	1,807	-33.7	49.5	0.0
24/3	148,408	28.9	8,241	47.3	5,125	53.2	4,108	127.3	112.4	0.0
25/3	256,009	72.5	12,800	55.3	6,864	33.9	3,638	-11.4	103.1	0.0
26/3	251,419	-1.8	12,914	0.9	7,339	6.9	4,527	24.4	130.3	20.0
27/3 会社予想	252,000	0.2	13,400	3.8	8,700	18.5	4,600	1.6	132.4	26.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

直近1年間の株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価 (6/2)	1,476
52週高値 (25/8/14)	1,936
52週安値 (26/3/23)	1,316
上場来高値 (21/9/24)	5,120
上場来安値 (14/5/19)	394
発行済株式数 (除く自己株、百万株)	34.7
時価総額 (十億円)	51.3
EV (十億円)	74.0
自己資本比率(26/03、%)	25.3
ROE (26/03、%)	15.7
PER (27/03 会予、倍)	11.1
PBR (26/03 実績、倍)	1.9
配当利回り (27/03 会予、%)	1.8

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

目次

エグゼクティブサマリー	3
1. 会社概要.....	4
2. ビジネスモデル	5
1) B2C サブスク事業	5
2) B2B サブスク事業	12
3) 社会サービス事業.....	15
4) その他事業.....	15
3. 高島宏平社長の履歴書と会社の沿革	16
1) 高島宏平社長の履歴書	16
2) 会社の沿革	17
4. 企業 DNA と模倣困難性	21
1) 企業理念	21
2) 企業 DNA	22
3) 模倣困難性.....	23
4) ポジショニング理論	24
5) エクイティストーリー.....	25
5. 財務戦略.....	27
6. 当面の業績動向.....	31
1) 26/3 期業績	31
2) 27/3 期会社計画.....	33
7. 中長期展望.....	35
8. 市場動向.....	39
1) B2C サブスク (食品宅配) 市場.....	39
2) B2B サブスク (給食) 市場	42
9. 類似企業との財務指標の比較.....	43
10. 株価動向とバリュエーション	44
11. ESG の取組み	48
1) オイシックス・ラ・大地のコーポレートガバナンス体制.....	48
2) オイシックス・ラ・大地の株主構成	49
3) オイシックス・ラ・大地のサステナビリティ	50
12. リスク要因.....	53

エグゼクティブサマリー

高付加価値食品の B2C サブスク業界で圧倒的なポジションを確立

同社は、2000 年に有機食材の EC 販売を目的に設立されたオイシックスを中心に発展してきたが、2013 年の株式上場以降、積極的な M&A の実行等により、高付加価値食品の B2C サブスク業界で圧倒的なポジション（国内会員数約 46 万人、契約生産者数約 4,000 軒）を確立することに成功した。また、2024 年には給食事業を中心に展開するシダックスを買収し、B2B サブスク事業に本格進出し、新たな成長ドライバーを手に入れた。

B2C サブスクが利益の柱、B2B サブスクが成長の牽引役

26/3 期におけるセグメント別売上高構成比（外部顧客売上高ベース）は、B2C サブスク（食品宅配）37.5%、B2B サブスク（給食）33.1%、社会サービス（学童保育等）16.0%、車両運行サービス（上期のみ）5.8%、その他 7.6%であった。一方、セグメント別営業利益構成比（調整額控除前）は、B2C サブスク 56.2%、B2B サブスク 19.8%、社会サービス 10.2%、車両運行サービス（上期のみ）9.3%、その他 4.5%であった。利益率が高い B2C サブスク事業が利益の柱となっているが、9%増収、117%増益となった B2B サブスク事業が成長の牽引役を担っている。2025 年 10 月に、グループシナジーが見込めなかった車両運行サービス事業を売却し、コア事業である B2C サブスク事業と B2B サブスク事業へ経営資源を集中した。

30/3 期中長期目標において、車両運行サービス事業を除いた CAGR の目標は、売上高 7%、EBITDA14%

30/3 期中長期目標は、売上高 3,250 億円、EBITDA190 億円、EPS175.0 円である。25/3 期を起点とした 30/3 期までの CAGR の計画は、売上高 5%、EBITDA8%、EPS11%である。車両運行サービス事業を除いたベースの CAGR は、売上高 7%、EBITDA14%と見込まれている。

セグメント別売上高の CAGR の目標は、B2B サブスク 13%、B2C サブスク 3%

30/3 期におけるセグメント別売上高目標の内訳は、B2C サブスクが 1,100 億円（CAGR3%）、B2B サブスクが 1,400 億円（同 13%）、その他（社会サービス事業とその他事業の合計）が 750 億円（同 6%）である。事業別 EBITDA については、売上高の拡大と収益性の改善により、B2B サブスク事業での大幅な拡大が見込まれている。26/3 期の B2B サブスク事業の EBITDA マージンは前期比 1.6%ポイント改善しており、順調なスタートを切った。

2つの企業 DNA

同社の企業 DNA は、「作る人、食べる人、環境にとって良い食を持続可能な形で提供したいという想い」と、「食の『新しい当たり前』を追求する過程で定着した独自性へのこだわり」である。

2つの模倣困難性

同社の模倣困難性は、「全国約 4,000 軒の契約生産者ネットワーク」及び「顧客との深い信頼関係に基づく需給調整能力」にある。

2つのエクイティストーリー

同社のエクイティストーリーとしては、「四半世紀に亘って培った B2C サブスク事業の事業基盤とノウハウを活かした、B2B サブスク事業の利益率の抜本的な改善によるオーガニック成長」と、「ロールアップ型 M&A に伴うインオーガニック成長による B2B サブスク事業におけるリーディング・カンパニーへの変貌」が挙げられる。

予想 PER の上昇に期待

B2B サブスク事業において、中長期目標を目指している、大幅な利益率の改善に成功した場合や、M&A を通じて利益規模が大きく拡大し、業界のリーディング・カンパニーとなった場合は、そのどちらか一方であっても、現在、低い水準となっている予想 PER が上昇すると見られるが、両方が実現した場合は、大幅に上昇する可能性がある。

シダックス・グループの買収に対する評価が変わる可能性

シダックス・グループの買収に伴い、営業利益や EBITDA は拡大したものの、財務体質の悪化や利益率の低迷もあり、この買収自体が投資家から評価されたとは言い難い。しかし、車両運行サービス事業の売却や給食事業会社の完全子会社化等のグループ事業の再編など、一連の改革が急速に進展していることを踏まえると、シダックス・グループの買収に対する評価は、今後の B2B サブスク事業の業績次第で大きく変わる可能性もあろう。

1. 会社概要

B2CとB2Bの両形態で食のサブスクリプションサービスを提供

同社グループは、B2C（食品宅配事業）とB2B（給食事業）の両形態で食のサブスクリプションサービスを提供している。「これからの食卓、これからの畑」を企業理念とし、食分野における様々な社会課題（食の安全安心、放射能不安、フードロス、買い物困難者、時短ニーズ等）をビジネスの手法で解決してきた。なお、本年7月には社名を再びオイシックスに変更する予定である。

高付加価値食品のB2Cサブスク業界で圧倒的なポジションを確立

同社は、2000年に有機食材のEC販売を目的に設立されたオイシックスを中心に発展してきたが、2013年の株式上場以降、積極的なM&Aの実行等により、高付加価値食品のB2Cサブスク業界で圧倒的なポジション（国内会員数約46万人、契約生産者数約4,000軒）を確立することに成功した。また、2024年には給食事業を中心に展開するシダックスを買収し、B2Bサブスク事業に本格進出し、新たな成長ドライバーを手に入れた。

40社でグループを構成

同社グループは26/3期末現在、同社、連結子会社35社及び関連会社4社によって構成されている。同社グループ各社の事業は、B2Cサブスク、B2Bサブスク、社会サービス、その他の4つの事業セグメントに分類されている。26/3期上期まで事業セグメントに含まれていた車両運行サービス事業は、2025年10月に実施されたグループ企業の再編に伴い、26/3期下期以降、同社グループから除外されている。

B2Cサブスクが利益の柱、B2Bサブスクが成長の牽引役

26/3期におけるセグメント別売上高構成比（外部顧客売上高ベース）は、B2Cサブスク37.5%、B2Bサブスク33.1%、社会サービス16.0%、車両運行サービス（上期のみ）5.8%、その他7.6%であった。一方、セグメント別営業利益構成比（調整額控除前）は、B2Cサブスク56.2%、B2Bサブスク19.8%、社会サービス10.2%、車両運行サービス（上期のみ）9.3%、その他4.5%であった。利益率が高いB2Cサブスク事業が利益の柱となっているが、9%増収、117%増益となったB2Bサブスク事業が成長の牽引役を担っている。

図表 1. 26/3期のセグメント別業績サマリー

売上高	25/3期	26/3期	YoY	構成比
B2Cサブスク	97,152	94,286	-3.0%	37.5%
B2Bサブスク	76,483	83,223	8.8%	33.1%
社会サービス	36,512	40,349	10.5%	16.0%
車両運行サービス	27,114	14,549	-46.3%	5.8%
その他	18,746	19,011	1.4%	7.6%
合計	256,009	251,419	-1.8%	100.0%

営業利益	25/3期	26/3期	YoY	構成比
B2Cサブスク	9,361	8,265	-11.7%	56.2%
B2Bサブスク	1,339	2,908	117.2%	19.8%
社会サービス	1,226	1,505	22.8%	10.2%
車両運行サービス	1,930	1,369	-29.1%	9.3%
その他	1,048	656	-37.4%	4.5%
小計	14,906	14,704	-1.4%	100.0%
調整額	-8,042	-7,365	-8.4%	-
合計	6,864	7,339	6.9%	-

注：セグメント別売上高は外部顧客ベース、25/3期数値は遡及修正後、26/3期のセグメント別営業利益と調整額は現基準ベース（27/3期から新基準に変更）

出所：会社資料より戦略ی・アドバイザーズ作成

グループ総人員数は 4 万人超

連結従業員数 8,196 名 (26/3 期末) 及び連結臨時従業員数 32,315 名 (26/3 期の年間平均) の内訳は、B2C サブスク 845 名、926 名、B2B サブスク 2,623 名、6,671 名、社会サービス事業 4,387 名、24,624 名、その他 341 名、94 名であった。

2. ビジネスモデル

1) B2C サブスク事業

国内 3 ブランドと米国 1 ブランドを展開

B2C サブスク事業は、同社の祖業であり、同社グループの利益の柱である。同社が展開する「Oisix」(26/3 期末会員数 35 万世帯)、「大地を守る会」(同 3 万世帯)、「らでいつしゅぼーや」(同 7 万世帯) の国内 3 ブランドと、米国 Three Limes, Inc. が展開する「The Purple Carrot」(以下、Purple Carrot) の合計 4 ブランドのサービスを提供している。

「スペシャルティ×サブスク」領域におけるリーディング・カンパニー

同社は、B2C 食品宅配市場のプレーヤーを、価格・品質を軸として「スペシャルティ」と「リーズナブル」に、注文・配送の頻度を軸として「スポット」と「サブスク」に分けることで、4 つの領域に分類しているが、自社については「スペシャルティ×サブスク」に位置付けている。

高品質食材の調達力、低コストのフルフィルメント体制、データ活用スキル等が高い参入障壁となっており、同社は「スペシャルティ×サブスク」領域におけるリーディング・カンパニーの地位を確立している。

図表 2. 国内 B2C (食品宅配) 市場



出所：会社資料

高付加価値の食品を中心に定期宅配形態を主体として提供

B2C サブスク事業では、ウェブサイトやカタログを通じて顧客から注文を受け、独自の栽培方法、生産技術に基づいた環境負荷の少ない高付加価値の食品（青果物・加工食品・ミールキット等）や日用品、雑貨等を、定期宅配形態を主体として一般消費者に提供している。

Oisix は3つのサイトで構成される

共働き子育て世代を主要ターゲットとして、2000年にサービスを開始した Oisix では、ウェブサイトを中心として、プレミアムな時短を実現する商品、サービスを提供している。運営ウェブサイトとしては、主力サイトである Oisix に加え、産直おとりよせ市場、おイトクが挙げられる。

Oisix

Oisix は、選りすぐりの食材やミールキット、総菜等、毎週 1,500 商品以上を販売する会員制のサブスク宅配サービスであり、Oisix の主力サービスとなっている。購入する商品は、週ごとに変更可能であり、配達先や日時の変更も受け付けている。注文がない週についてはお休みも可能である。Oisix の商品別売上高比率は、Kit Oisix 約 5 割、総菜約 2 割、デリ Oisix 1 割未満、青果 1 割未満、日配品・菓子・肉類・その他が約 2 割である。

Kit Oisix

Kit Oisix とは、2013 年 7 月に開始した、5 種類以上の野菜が摂れる主菜と副菜が 20 分以内で完成するミールキット商品である。一部加工された状態の食材とレシピが配送される。発売後 9 カ月で、会員数が 1 万人を、累計出荷数は 287,000 食を突破した。2026 年 2 月時点ではシリーズ累計出荷数が 2.5 億食を突破し、26/3 期末の会員数は 23.5 万世帯を上回っている。

デリ Oisix

デリ Oisix とは、2024 年 4 月に開始した、電子レンジで 5 分温めるだけで野菜たっぷりの 2～3 人分の夕食が完成するサービスである。2026 年 1 月には累計販売食数が 300 万食を突破し、ヒット商品となった。また、26/3 期末の会員数は 1.5 万世帯を上回っている。

デリ Oisix は、調理時間というタイプ（タイムパフォーマンス）を追求して開発されたサービスであるが、マーケティング業界で最近になって注目された「メンパ」（メンタルパフォーマンス）が良いサービスという評価を受けている。「選択のストレス」や「失敗を許さない心理・感情」から消費者を開放し、選択の負担を軽減するサービスや商品は、メンパが良いと評価される。Oisix の定期会員が注文したい商品と配送頻度を登録すると、毎回、カートにお勧め商品が入った状態から商品を選択したり、配送をスキップしたりできる仕組みを採用している。こうした UI（ユーザー・インタフェース）、UX（ユーザー・エクスペリエンス）が選択の負担を減らしたい消費者の支持を受けているようである。

子育て前半世帯と後半世帯の取込みに向けた新商品投入を開始

Oisix のサービス開始当初は、共働き子育て世帯を主要ターゲットとしていたが、徐々に小学校低学年までの「子育て前半世帯」や、小学校高学年から高校生までの食べ盛りの子供を養う「子育て後半世帯」が食事のボリューム不足等を理由に会員から離脱することが多くなった。結果として、現在の顧客基盤の中心は、幼児期の子育て世帯と、子育て卒業世代となっている。

同社は、顧客が減少した子育て前半世帯及び子育て後半世帯（食べ盛りの子供がいる世帯）を今後の成長機会と捉え、価格、時間、食事量のニーズを満たす新商品の投入を開始している。例えば、2025 年 10 月に開始した Kit Oisix の新シリーズ「超ラク Kit」は 10 分で料理が完成する手軽さが評価されている。また、2026 年 1 月に本格展開を開始した総菜商品「たすだけシリーズ」は、価格とボリュームの面での評価が高く、今後の販売拡大が期待される。こうした新商品の拡販により、同社は子育ての全期間における LTV（Lifetime Value 顧客生涯価値）の底上げを目指している。

大地を守る会

創業 50 年を誇る大地を守る会は、「とことんナチュラル、ひたすら国産」をコンセプトとし、国産・オーガニックな食材を中心に提供している。食品や生活雑貨の単品販売、果物・野菜等の頒布会形態での販売、食材セットの定期配送販売等を行っている。

らでいっしゅぼーや

1988年創業のらでいっしゅぼーやは、料理等の日常生活を通じて社会貢献や生活者応援をしたいい世帯を主要ターゲットとして、4種類の定期宅配サービスや、食品・日用品の単品販売を提供している。フードロス削減や生産者支援を目的とした「ふぞろい Radish」が代表的なサービスである。

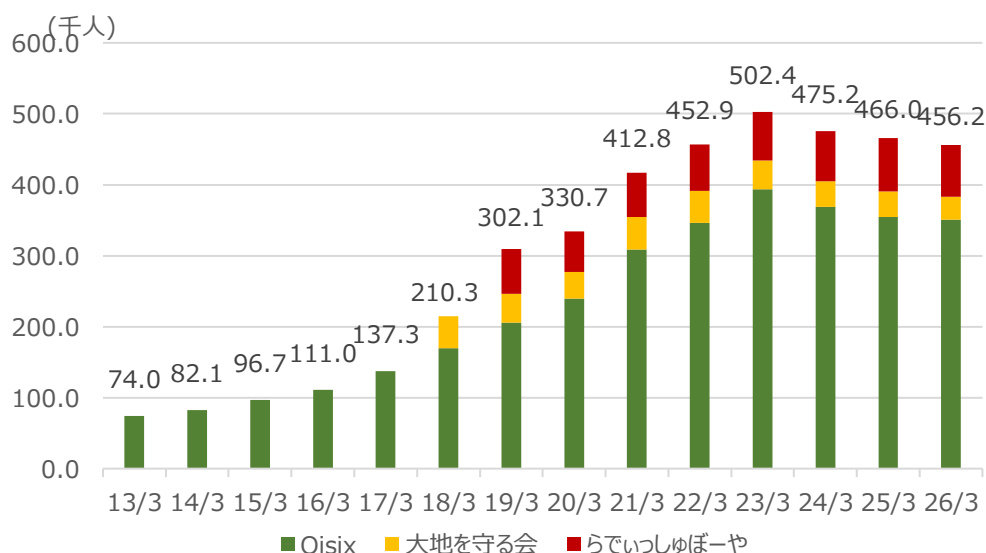
Purple Carrot

2014年創業のPurple Carrotは、植物由来の原材料を中心とした食品や食事スタイルを意味するプラントベースを志向している。食生活を通じた健康な生活の実現に関心の高い消費者を主要ターゲットとし、米国本土48州でヴィーガン食のミールキットを毎週配送している。

コロナ特需で会員数が急増

国内3ブランド合計会員数の推移は図表3の通りである。18/3期末と19/3期末に大幅に伸びたのは、大地を守る会と、らでいっしゅぼーやをM&Aによってグループ化したためである。21/3期末に大幅に伸びたのは、コロナ特需に伴うEC市場の急拡大の恩恵を受けたことによる。

図表 3. 国内3ブランド合計会員数の年度推移



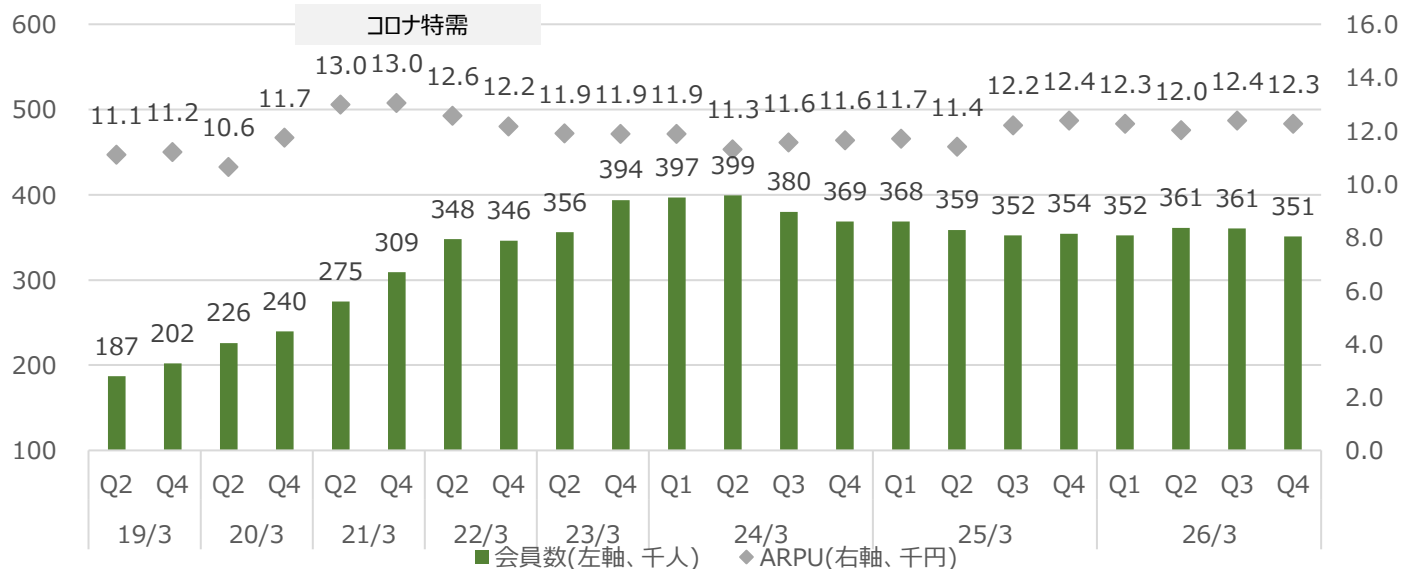
注：各年度末

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

減少していた Oisix の会員数は、26/3 期では横這い圏で推移

Oisix 会員数と ARPU の推移は図表4の通りである。21/3期から22/3期 Q2 に掛けて発生したコロナ特需は、会員数の増加だけでなく、ARPU の上昇にも繋がった。23/3期 Q4 に会員数が急増したのは、通常よりも販促を強化したことによるが、多数の一過性ユーザーを獲得したことから、その後、25/3期 Q4 末に掛けて会員数が減少した。その後は、Kit Oisix に含まれる「超ラク Kit」の投入効果もあり、会員数は横ばい圏で推移している。

図表 4. Oisix の会員数と ARPU の推移



注：会員数は四半期末時点

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

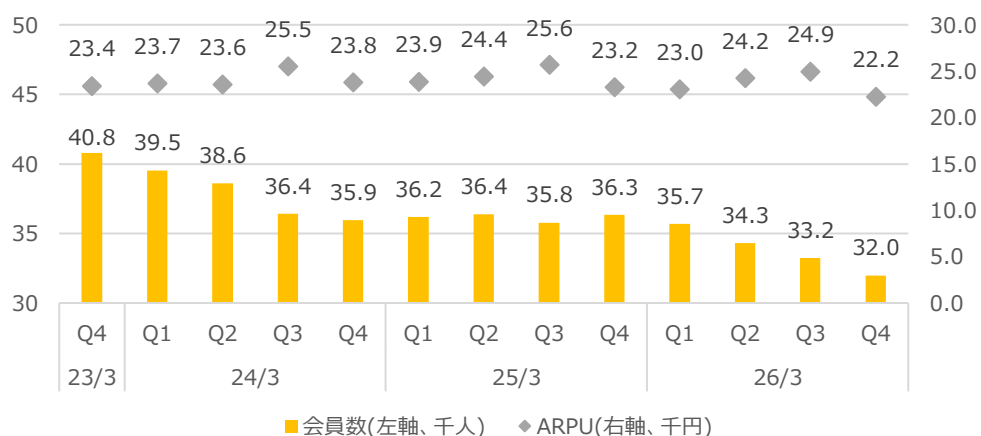
Oisix の ARPU は 25/3 期後半以降、上昇に転じた

ARPU は、22/3 期以降、コロナ特需の衰退により、低下傾向で推移していたが、通常販売に加え、週替わり特集や予約販売の増加に伴い、25/3 期後半からは上昇基調に転じている。

大地を守る会は ARPU が高い

大地を守る会の会員数と ARPU の推移は図表 5 の通りである。24/3 期以降は費用対効果を重視し、販促費を抑制したことから会員数が減少傾向で推移している。ARPU は概ね 22~25 千円で推移しているが、Oisix の概ね 11~13 千円、らでいっしゅぼーやの概ね 16~18 千円に比べて高い状態が継続している。購入単価、購入頻度共に、大地を守る会が Oisix を上回っているのがその理由である。Q3 の ARPU が高いのはクリスマス・年末商戦（おせち等）の影響である。

図表 5. 大地を守る会の会員数と ARPU の推移



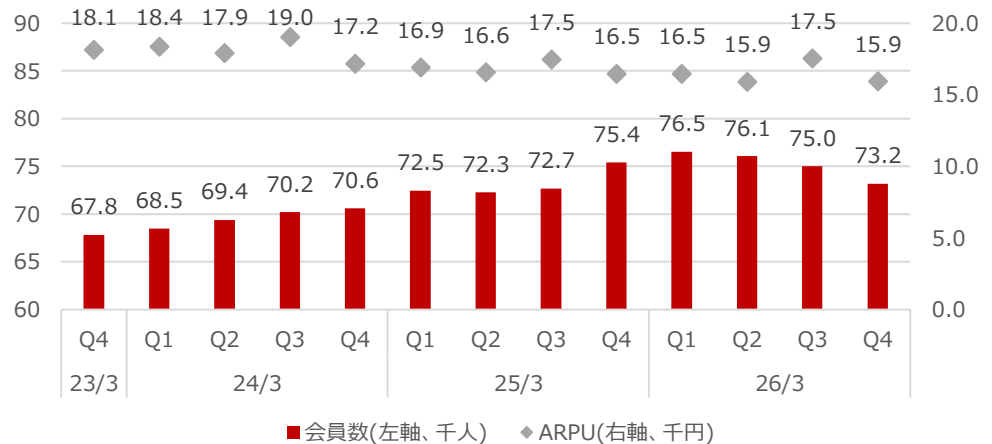
注：各四半期末

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

増加基調だった、5でいっしゅぼーやの
会員数は 26/3 期には減少

らでいっしゅぼーやの会員数と ARPU の推移は図表 6 の通りである。ターゲットである生産者支援に関心が高い層の人数増加に伴い、会員数は増加基調で推移していたが、26/3 期は減少した。一方、ARPU は、ライトユーザーの増加に伴う購入頻度の低下により、低下傾向で推移している。

図表 6. 5でいっしゅぼーやの会員数と ARPU の推移



注：各四半期末
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

国内 3 ブランド合計の会員数は約
45 万世帯

26/3 期末における国内 3 ブランド合計の会員数は、約 46 万世帯である。同社が食品宅配サービスの「スペシャルティ×サブスク」領域に分類した競合企業（サービス）は、ベースフード（2936 東証グロース）（サービス名：BASE FOOD）、ニューアクション（サービス名：Tasty Table）、江崎グリコ（2206 東証プライム）の連結子会社 Greenspoon（サービス名：GREEN SPOON）、ナッシュ（サービス名：nosh）、Antway（サービス名：Tsuklio ツクリオ、旧つくりおき.jp）の 5 社、5 サービスである。

このうち、ベースフードは、26/2 期末の定期購入者数を 23.5 万人と開示しているが、過去 2 期で 2.9 万人の増加であり、大幅に伸びている状況ではない。残りの非上場企業 4 社の定期購入者数や会員数は不明であるが、同社の会員数は「スペシャルティ×サブスク」領域において、業界最大級であると見られる。

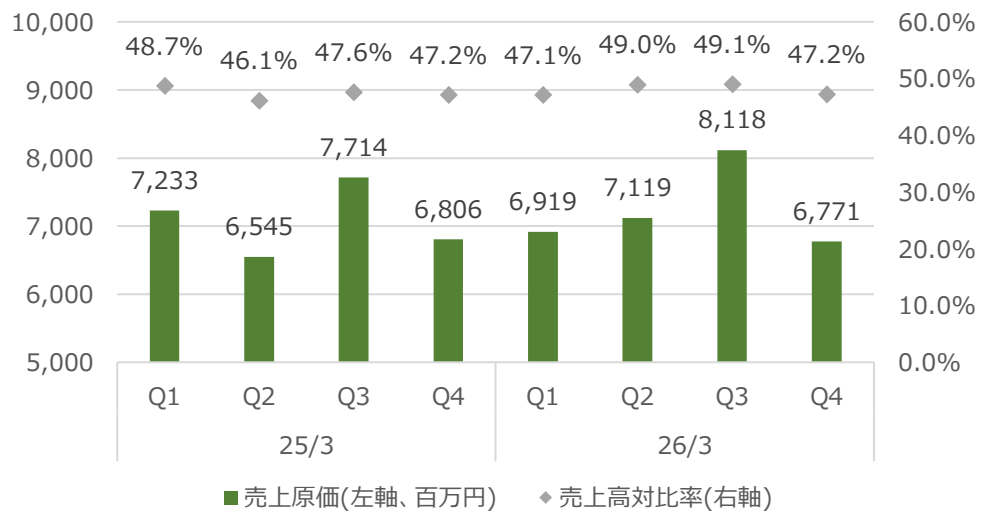
「スペシャルティ×サブスク」領域の競
合企業は同社とビジネスモデルが異な
る

なお、ここで取り上げた「スペシャルティ×サブスク」領域の競合企業は、冷凍食や、パスタソース・ミールキット、パン・パスタ類など、取扱商品を絞っており、同社並みの商品ラインナップを持つ企業は見当たらない。また、契約生産者とのダイレクトネットワークを構築している企業もないと見られる。

食材価格の高騰の影響は軽微

B2C サブスク事業の中核サービスである Oisix の売上原価の推移は図表 7 の通りである。売上原価の大部分は商品仕入れである。高品質の食材を予め取り決めた定価で契約生産者から購入しており、調達価格は安定している。コメの価格が高騰した 25/3 期においても、原価率に大きな変動はなかった。

図表 7. Oisix の売上原価と売上高対比率の推移

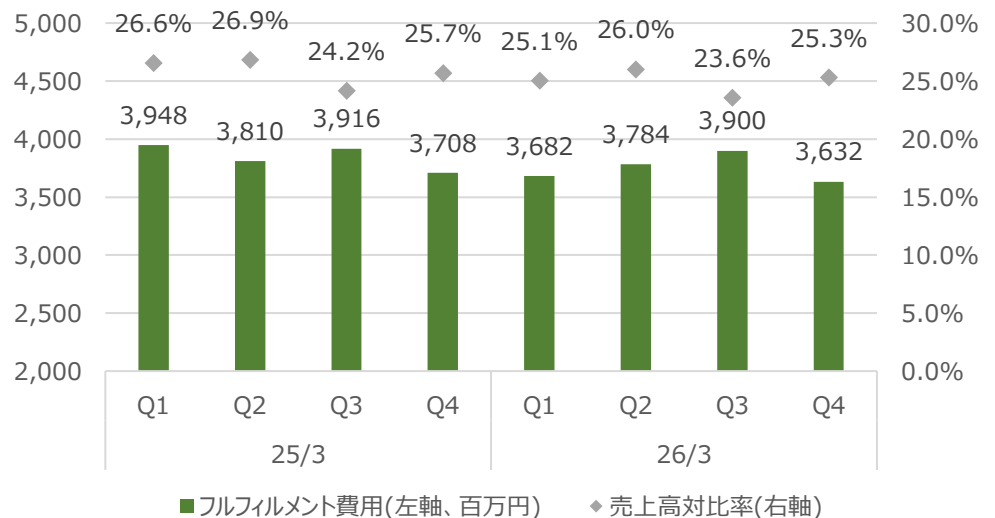


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

Q3 のフルフィルメント費用の売上高対比率は季節性で低下

Oisix のフルフィルメント費用（販管費）の推移は図表 8 の通りである。フルフィルメント費用は、荷造運賃発送費、梱包資材費、配送センターコスト及びその他のコストを合計したものである。Q3 の売上高対比率が他の四半期より低いのは、おせち等の季節商品の影響で購入単価が高くなっている影響と推測される。

図表 8. Oisix のフルフィルメント費用（販管費）と売上高対比率の推移

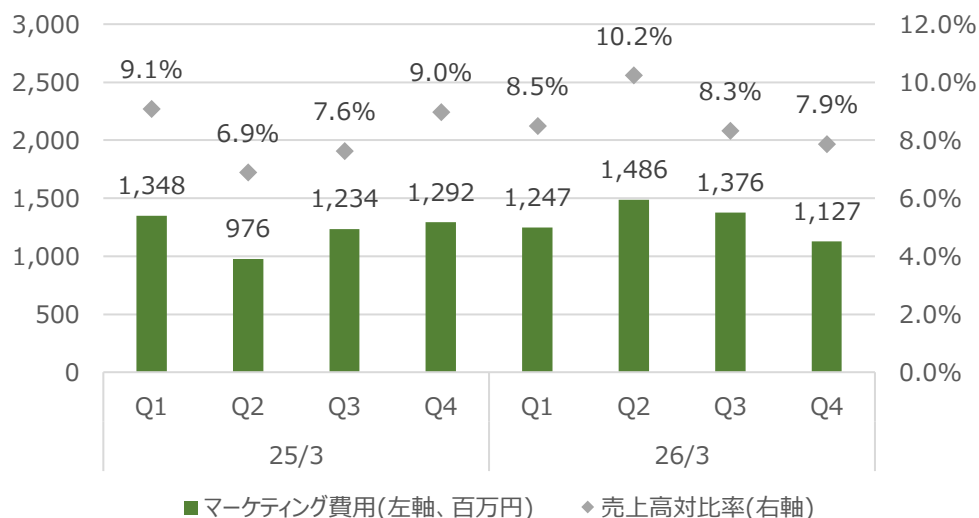


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

マーケティング費用の変動が利益率に影響

Oisix のマーケティング費用（販管費）の推移は図表 9 の通りである。マーケティング費用は、広告宣伝費と販売促進費を合計したものである。26/3 期は上期にマーケティング費用を積極的に投下する方針であったため、特に Q2 の金額、売上高対比率が高水準となった。結果、26/3 期 Q2 のセグメント利益率は前四半期比で大きく低下した。

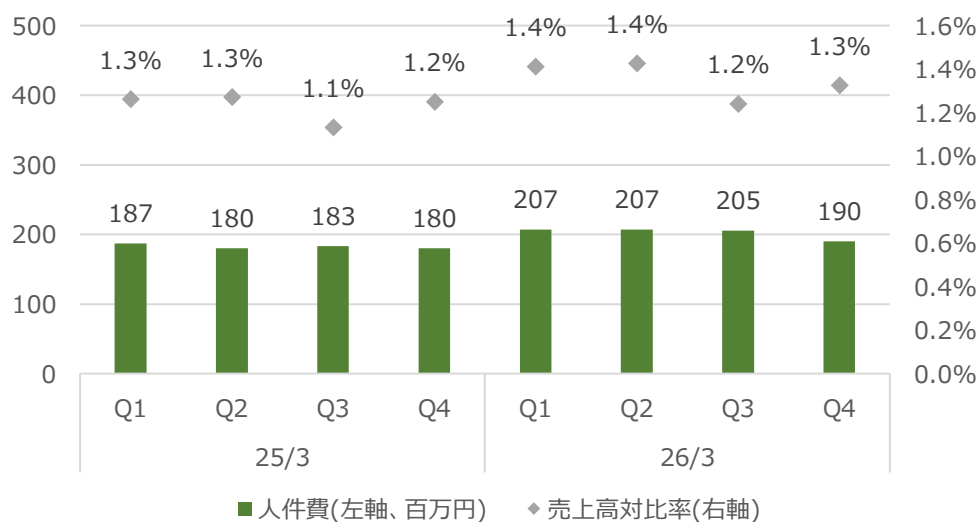
図表 9. Oisix のマーケティング費用（販管費）と売上高対比率の推移



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

Oisix の人件費（販管費）の推移は図表 10 の通りである。人件費については、コントロールされた状態が継続している。

図表 10. Oisix の人件費（販管費）と売上高対比率の推移



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

セグメント EBITDA マージンは 12.0%と最も高い

26/3 期における B2C サブスク事業のセグメント EBITDA マージン（セグメント利益にのれん償却額及び減価償却費を加算して算出）は 12.0%（27/3 期から導入される新基準による数値は 10.8%）であり、セグメントの中で最も高い。

2) B2B サブスク事業

給食事業と保育園向け食材卸事業
等で構成

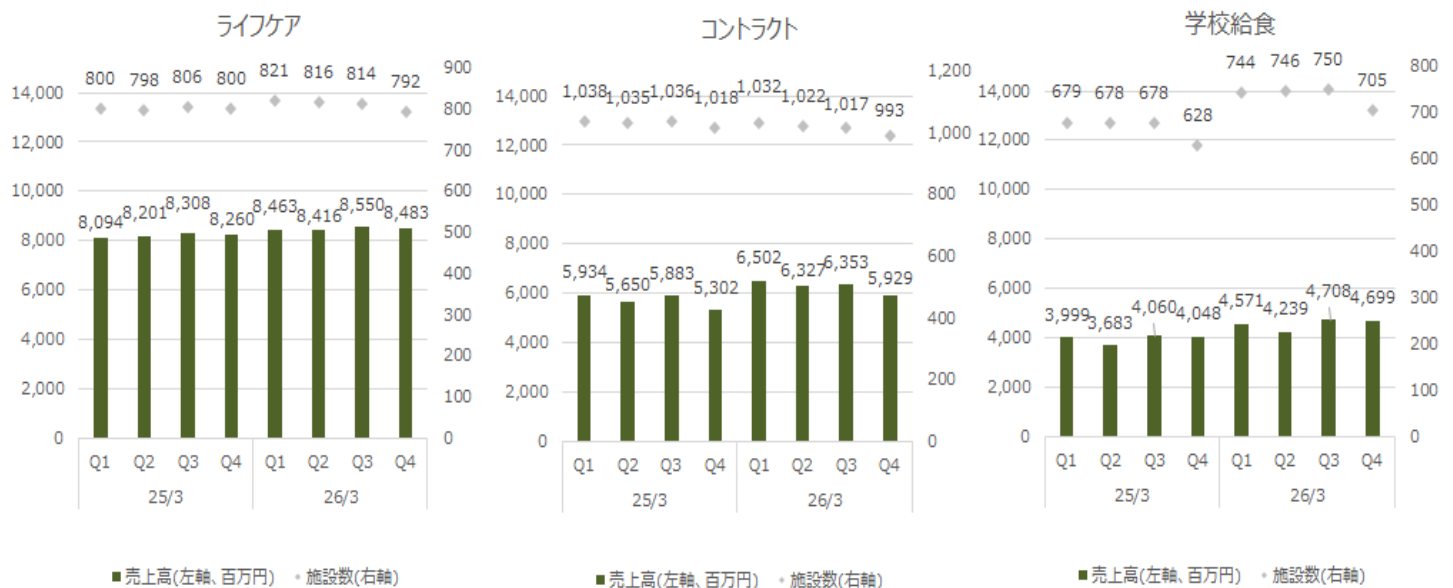
B2B サブスク事業は、2024 年買収したシダックス・グループの給食事業、同社が 2015 年度から展開する保育園向け食材卸事業（すくすく Oisix）、キッチンレス社食等を運営するボンディッシュ等によって構成される。

給食事業は、病院・保育・高齢者施設向けのサービスを中心とする「ライフケア」、工場、金融機関支店、オフィス、寮・研修所、大学向けのサービスを中心とする「コントラクト」及び自治体から受託する幼稚園・小中学校向け「学校給食」に分類されている。

新規契約の開始時期は 4 月に集中

給食事業 3 分野の売上高と施設数の推移は図表 11 の通りである。官民共に新規契約の開始時期は 4 月に集中しているため、每期 Q1 に売上高や施設数が前 Q4 に比べて増加する傾向がある。また、学校給食については、夏休みの影響により、Q2 の売上高が他の四半期に比べて減少する季節性がある。コントラクトや学校給食において Q4 の施設数が大幅に減少したのは、契約単価の適正化を進めたためである。

図表 11. 給食 3 分野の売上高と施設数の推移

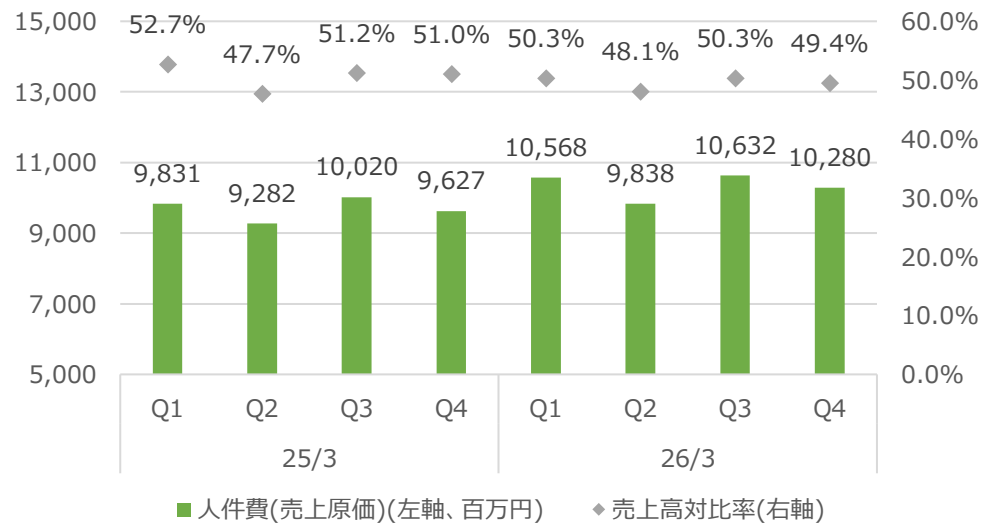


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

人件費の構成比が大きい

B2B サブスク事業（すくすく Oisix 及びボンディッシュを除く）の人件費（売上原価）の推移は図表 12 の通りである。現場で調理する臨時従業員（パートタイマー、アルバイト）を多く抱えているため、人件費の売上高対比率が概ね 50%程度であり、典型的な労働集約型の事業構造となっている。人件費についても、学校給食の売上高と同様に Q2 の金額が減少する季節性があるが、売上高よりも人件費の減少の影響が大きいいため、B2B サブスク事業全体で見ても、Q2 の利益額、利益率が他の四半期と比べて高くなっている。

図表 12. B2B サブスク事業の人件費 (売上原価) と売上高対比率の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

25/3 期下期は米価格上昇の影響を受けた

B2B サブスク事業（すくすく Oisix 及びボンディッシュを除く）の材料費（売上原価）の推移は図表 13 の通りである。食材については、卸経由で一括して仕入れており、食材価格の変動が利益率に与える影響は大きくはない。しかし、25/3 期下期については米等の食材価格高騰の影響により、利益率が悪化した。26/3 期 Q3 及び Q4 については、契約価格の適正化を進めた結果、前年同期と比べ、材料費の売上高対比率が改善した。

図表 13. B2B サブスク事業の材料費 (売上原価) と売上高対比率の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

B2B サブスク事業（すくすく Oisix 及びボンディッシュを除く）のその他売上原価の推移は図表 14 の通りである。その他の売上原価は、消耗品費、支払手数料、水道光熱費、地代家賃等によって構成されている。

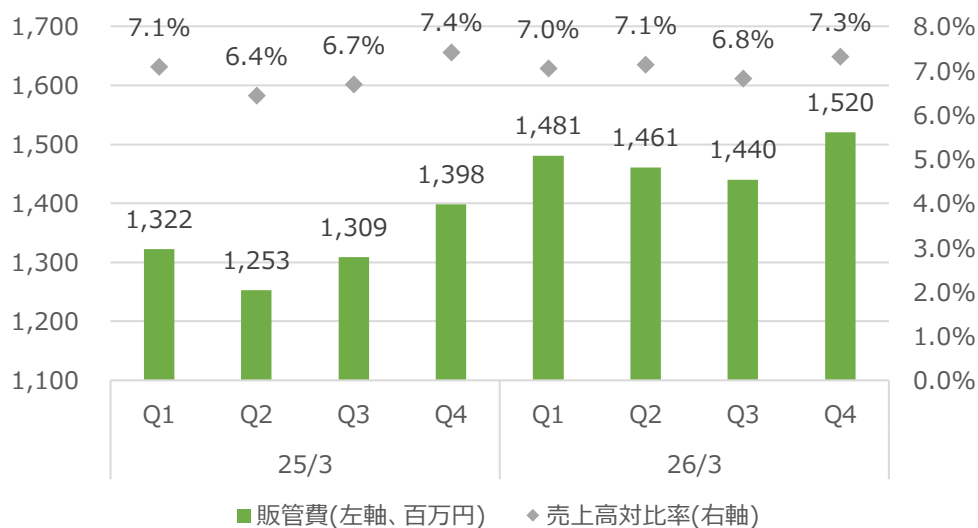
図表 14. B2B サブスク事業のその他売上原価と売上高対比率の推移



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

B2B サブスク事業（すくすく Oisix 及びボンディッシュを除く）の販管費の推移は図表 15 の通りである。販管費は、営業人件費、支払手数料、通信費、保険料等によって構成されている。

図表 15. B2B サブスク事業の販管費と売上高対比率の推移



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

セグメント EBITDA マージンは
4.9%

26/3 期における B2B サブスク事業のセグメント EBITDA マージンは 4.9%（27/3 期から導入される新基準による数値は 3.7%）であった。B2C サブスク事業に比べると低水準であるが、社会サービス事業の水準より若干高い水準となった。

給食会社の一般的な営業利益率は1~3%程度

一般的に、典型的な労働集約型事業である給食会社の営業利益率は1~3%程度であり、約2割が赤字会社と言われている。食材費の高騰等のコスト上昇を価格転嫁しにくい契約形態、人手不足による賃金上昇圧力、スケールメリットを受けにくい現場調理の多さ、入札（コンペ）方式や相見積もり方式の契約による激しい価格競争等が要因である。給食会社は、地方自治体や病院・介護施設、企業等とサービス受託に係わる契約を結ぶが、学校給食の契約相手である地方自治体とは最低価格落札方式による契約が一般的であり、コスト上昇を価格にほぼ転嫁できない構造となっている。同社グループの今後の利益率改善への取組みについては後述する。

学童保育等の施設管理・運営が中心

社会サービス事業では、2024年に買収したシダックス大新東ヒューマンサービスが担当している、放課後児童クラブ（以下、学童保育）、図書館、児童館等の施設管理及び運営、並びに民間企業からの各種アウトソーシングを受託している。26/3期の分野別売上高（セグメント間売上を含む）は、学童保育 27,630 百万円、その他の社会サービス 12,748 百万円となっており、学童保育が中心サービスである。

学童保育施設数は順調に拡大

社会サービス事業のうち、学童保育の施設数は、24/3期末 2,021 施設、25/3期末 2,443 施設、26/3期末 2,825 施設と、順調に増加している。一方、学童保育以外の施設数は、24/3期末 480 施設、25/3期末 508 施設、26/3期末 481 施設と、概ね横這いで推移している。

新規契約の開始時期は4月に集中

社会サービス事業も新規契約の開始時期は4月に集中しているため、每期Q1に売上高や施設数が前Q4に比べて増加する傾向がある。

社会サービス事業も、現場で従事する臨時従業員（パートタイマー、アルバイト）を多く抱えているため、人件費の売上高対比率が高く、典型的な労働集約型の事業構造となっている。利益率については、夏休み・冬休みの影響により、人件費が前四半期比で拡大するQ2とQ4に低下する季節性がある。

B2Bサブスク事業と営業面で事業シナジーがある

なお、社会サービス事業は食に関わるビジネスではないものの、主力顧客である地方自治体は学校給食でも取引関係が深いため、社会サービス事業とB2Bサブスク事業の間では営業面での事業シナジーがあると考えられる。

セグメント EBITDA マージンは4.6%

26/3期におけるセグメント EBITDA マージンは4.6%（27/3期から導入される新基準による数値は3.8%）であり、セグメントの中ではB2Bサブスク事業をやや下回る水準となった。

4) その他事業

他社 EC 支援や移動スーパー等を展開

その他事業では、同社が担当する他社 EC 支援事業や、とくし丸が担当する移動スーパー事業、Future Food Fund が担当する投資事業、HiOLI が担当するアイスクリーム製品等の製造販売事業、アグリゲートが担当する農産物、食料品製造販売事業等を行っている。

全体の業績に与える影響は軽微

その他事業については、26/3期における売上高構成比（外部顧客売上高ベース）が7.6%、セグメント利益構成比（全社費用等調整額控除前）が4.5%に過ぎず、全体の業績に与える影響は軽微である。既に事業が分離された車両運行サービス事業を除外しても、売上高構成比が8.0%、セグメント利益構成比が4.9%であり、結論は不変である。

3. 高島宏平社長の履歴書と会社の沿革

1) 高島宏平社長の履歴書

転校を繰り返した少年期

高島宏平社長（1973年生まれの52歳）は、会社員と専業主婦を両親として横浜市で生まれた。父親の転勤に伴って転校を繰り返したことや、ぜんそく持ちで学校を休みがちだったことが、少年期の人格形成に大きな影響を与えたようである。小学生高学年には、ぜんそくを治したいという一心でサッカーを始めた。荒療治であったが、体力がつくにつれてぜんそくも克服した。

リーダーへの適性を自覚

中学からは中高一貫の私立男子校、聖光学院（横浜市）に進学した。父親の仕事の関係により、仙台で暮らす家族と離れて通学する中で、早くから自立心を育むこととなった。小学生の頃から一人前の人間として両親から扱われていた高島少年は、その後の学生生活を謳歌した。

聖光学院では、中学3年生になるとカナダのバンクーバーでホームステイする恒例行事を行っていた。高島少年は、参加する生徒150人を3班に分けた中で一番英語力の低い班のリーダーに任命された。自分たちの英語がなかなか通じない中で、リーダーシップを発揮し、無事、大役を果たしことで心地良い充実感が得られたそうである。これが、リーダーになる面白さ、リーダーへの適性を自覚した最初の経験だった。

1992年に東京大学理科一類に入学

中学3年から高校2年までは、学園祭の実行委員を務めた。仲間と一緒に共通の目標に向かってチャレンジすることの楽しさを味わえた体験が自身のその後の生き方を決定づけたと語っている。大学進学を控えた高校時代には理系コースを選択し、1992年に東京大学理科一類に入学した。

学生団体やサークルの活動に熱中

大学に入学してからは、国際的な学生団体やサークルの活動に没頭した。最初に手掛けたのは、台湾の学生と一緒に企業スポンサーを募って毎年実施した学生イベント（日台で隔年開催）であった。また、1995年にフランスが南太平洋で核実験を行った際には、核実験に反対するクラブイベントを開催し、数千名の署名を集めてフランス大使館に届けるという活動も行った。「チーム全体が背伸びすることでチームが成長する」ということを意識して、次から次へと挑戦を続けていた。

大学4年を迎えた頃、物理工学を専攻していたものの、エンジニアとして企業に就職するイメージを持ってなかったため、社会に出る決断を先送りし、大学院への進学を選択した。

1997年に学生ベンチャーを設立し、様々なネットビジネスを経験

東京大学大学院工学系研究科に入学した1996年頃は、世の中でインターネットが知られ始めた時期だった。インターネットに衝撃を受けた高島氏は、大学院の2年間をインターネットに寄り添って過ごすことを決意した。学生団体やサークルの活動に飽きていたこともあり、ネットを使った企業を立ち上げることを思い付いた。こうして1997年に、高島氏が堤祐輔氏（現取締役）ら、全員20代の独身男子で設立したのが同社の前身会社となる有限会社コーヘイであった（2000年に株式会社に変更）。インターネットを体験できるイベントの企画・実施や、ホームページの制作代行、売れ残り航空券のネット販売、インターネットによるイベントの生中継などを手掛け、学生ベンチャーとはいえ、時代の先端技術を使ったビジネスに関わっている充実感を感じていたそうである。

1998年、高島氏が大学院で学ぶ2年が終了した。ベンチャー会社の経営に夢中になっていた高島氏に再び進路選択の時が訪れた。このまま成り行きに任せて漠然とコーヘイの経営を続けるか、一旦、コーヘイの実質的な経営は後輩に任せて、自身は社会に出てビジネスを勉強し、3年後には再度会社に戻って、世の中にインパクトを残せるような新規ビジネスを行う企業に変貌させることを目指すのか。逡巡の末、高島氏が選択したのは後者だった。

マッキンゼーで2年間修業した

高島氏は、1998年4月、米国の経営コンサルティング会社、マッキンゼー・アンド・カンパニーの日本法人に入社した。新人でも下積み期間がなく、最初から戦力として扱われるマッキンゼーは、3年

を修業期間と定めた高島氏には願ってもない環境だった。社会人 1 年目は「誰よりも成長する」を目標に仕事に取り組んだが、英語力とロジカルシンキングに課題があったことから、同期 12 名の中であまり高い評価を得られなかった。そこで、2 年目は「この会社のために本気で頑張り、成果を出す」ことに目標を変更して仕事に取り組んだ。自身が担当する仕事だけでなく、人事制度についての提案を行うなど組織のための働きかけも行ったところ、同期のうち 2 人と共に、当時の最短記録でアソシエイトに昇格した。

新規事業の構想が固まった後、マッキンゼーを退職

高島氏は、会社員として働きながら、週末や平日の夜には、コーヘイの当時学生だった仲間と新規事業についてのミーティングを繰り返していた。世の中の役に立つインターネットビジネスを探すという方針の中で、「食」の分野に事業対象を絞った。「食」に係る事業の中でも、食品の EC はインターネットの世界で先行する米国でさえ成功例に乏しいことを知り、高島氏らの野心に火が付いた。こうして、1999 年の年末ごろには、食品 EC を事業領域とする方針が固まった。2000 年の春、新規事業の立上げ準備がほぼ終わったことから、高島氏はマッキンゼーを退職した。

有機野菜の実験的な EC サイトを開設

立上げ準備を進める中で、安全な食品へのニーズを強く感じた高島氏らは、食品の中でも、有機野菜等の有機食材を対象商品を絞った。有機野菜を生産する農家を一軒一軒回ったものの、当時の農家はインターネットをほぼ理解していなかったため、商談にはなかなか応じてもらえなかった。しかし、地道に説得を継続する中で、少しずつ契約に応じる農家が出始めた。そして、コーヘイが運営主体となって、「e831.com」(イーヤサイ・ドットコム)という有機野菜の実験的な EC サイトを開設した。

2007 年に「世界経済フォーラム」から YGL 日本代表に選出された

2000 年 6 月にオイシックスを設立し、代表取締役社長に就任した高島氏は、2007 年、ダボス会議を主催する非営利財団「世界経済フォーラム」が発表した若手リーダー「ヤング・グローバル・リーダーズ」(YGL) の日本代表 15 人の一人として選出された。中国の大連で一週間に亘って開催された世界経済フォーラムの会議に参加した高島社長は、参加者から同社の事業を褒められた一方で、日本以外で事業を展開していないのはなぜかと問われ、返答に窮した。このことが契機となり、同社は 2009 年に初の海外事業となる「Oisix 香港」をグランドオープンした。

TABLE FOR TWO での活動

高島社長は、YGL での活動をきっかけに、社会貢献活動にも活躍の場を広げた。2007 年秋には、発展途上国の飢餓と先進国の肥満の問題に同時に取り組む NPO「TABLE FOR TWO」(以下、TFT) の設立に携わった。2008 年には、オイシックスで「Oisix TFT プロジェクト」を立上げ、肥満防止の食材を購入すると、購入額の 3% が飢餓解消を目的とする TFT に寄付される「TFT ヘルシーメニュー」の販売を開始した。

数多くの社会貢献や財界活動に取り組む

その後も、一般社団法人東の食の会代表理事(現任)、一般社団法人日本車いすラグビー連盟理事長、公益社団法人経済同友会副代表幹事、一般社団法人 Data for Social Transformation(現一般社団法人 EVIDENCE STUDIO) 共同代表理事(現任)、一般社団法人 SEOU 会(現一般社団法人 PDA) 代表理事(現任)、公益社団法人日本給食サービス協会理事(現任)、公益財団法人食の新潟国際賞財団評議員(現任)等を歴任し、社会貢献や財界活動に取り組んでいる。

また、2020 年には、アーンスト・アンド・ヤングが創設した起業家表彰制度である EY Entrepreneur Of The Year 日本代表に選出された。

2) 会社の沿革

2000 年 6 月に設立された

「e831.com」の運営を開始したものの、自力だけの展開では成長余地が限られると感じていた高島氏は、「オーガニックチーム」という部署があるという情報を頼りに、日商岩井(現、双日、2768 東証プライム)と接触を試みたところ、日商岩井との業務提携に成功した。

両社の話し合いにより、EC サイトを本格的に作り変え、社名も変更しようということになった。新社名については、顧客候補となる 30 代の主婦 30 人に数十の候補名の中から選んでもらった結果、「オイシックス」に決定した。サイト名も「Oisix」と定めた。こうして、2000 年 6 月、コーヘイのメンバーや、マッキンゼーの同僚、日商岩井の出身者など、十数名が参画してオイシックスが設立され、高島氏が代表取締役社長に就任した。

ネットバブル崩壊の中での船出

新サイト「Oisix」も 2000 年 6 月にオープンしたが、当時は丁度ネットバブルが崩壊した時期であった。100 人近い記者を集めてサイト開設の記者会見を開いたものの、オープン当初は閑古鳥が鳴く状態が続いていた。広告予算がなかった同社が目をつけたのが、ネットとの関わりを強めようとしていた女性誌の公式サイトであった。同社の設立時に株主になってもらった、給食大手のシダックスから預かった数千の紙情報のレシピをデータベース化して提携する女性誌の公式サイトに掲載し、Oisix サイトへのリンクを貼ることで見込み客を誘導するという仕組みを構築した。この取組みによって、女性誌経由の顧客が増加しただけでなく、顧客となったユーザーが運営するホームページやブログが Oisix サイトのリンクを貼るようになり、個人サイト経由の顧客の増加にも繋がった。

資金繰りに窮する中、創業メンバーが退職

女性誌との連携により、売上高は徐々に増えていったものの、人件費等の固定費を賄うほどではなく、赤字が続いていたため、同社は設立後すぐに資金繰りに窮するようになった。

ネットバブル崩壊の影響は大きく、多くのベンチャーキャピタルに足を運んだものの、資金調達は困難を極めた。創業メンバーの中からも退職者が出る事態となった。

設立 2 年目、最大の危機が発生

設立 2 年目になると、資金繰りには苦勞していたが、リピーターが増えたことから売上高は増加基調で推移していた。そんな中、同社史上、最大の危機が発生した。高島社長は、当時、商品の仕分けや配送を全面的に委託していた栃木の物流センターの社長から突然、「明日、廃業する」と告げられたためである。一時的でも同社が配送を止めたら、顧客が離れたり、資金調達に大きな支障が出たりと、同社も共倒れする可能性があった。高島社長が車を飛ばして現地に到着したのは、その日の夜 10 時頃だった。夜通しで懸命に説得に当たった結果、翌朝 6 時に、委託先の社長から廃業の 1 日延期という回答を引き出すことができた。

オフィスに残った同社の社員は、電話帳に掲載されていた物流センター数十軒に電話を掛けて、懸命に移転先を探していた。ようやく一軒の移転先を見つけると、4 トントラック 3 台をチャーターし、栃木に向かった。その日の夜のうちに、栃木の物流センターから新しい移転先に商品を配送し、移転作業は完了した。

災い転じて福となす

しかし、従来、栃木の物流センターに委託していた仕分け等の発送業務は、新しい移転先には請け負ってもらえなかった。そこで、移転の翌日から、通常業務を終えた社員が夜に物流センターに入って早朝まで仕分け作業を行うという猛烈な勤務体制を約 1 カ月間続け、同社は難局を乗り越えた。その結果、社員全員の結束が強まり、同社のチーム力は一段上のステージに上がった。

ファーストリテイリング子会社の市場参入と撤退

2002 年 11 月、危機を乗り越えた同社に、新たな脅威が迫ってきた。ファーストリテイリング（9983 東証プライム）の子会社エファール・フーズによる野菜や果物等のネット通販事業への参入である。同社は強力な競争相手の出現に警戒したものの、エファール・フーズは 2004 年 3 月に 26 億円の特別損失を計上し、事業撤退した。エファール・フーズは、商品ありきでネット販売だけでなく、都心の百貨店内などの実店舗にも積極的に出店したが、計画的な生産、調達が難しい野菜、果物の調達で欠品が相次ぎ、顧客が想定ほど増えなかったのが失敗の原因とされている。

一方、同社は、顧客視点で仕入れた商品のネット販売に特化して、地道に顧客を増やしていたことが両社の明暗を分けたとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。高島社長は、両社の違いは「撤退という選択肢があるかないか」と語っており、「うまくいくまでやり続ける覚悟を会社のメンバーの一人ひとりが持つ」ことが重要とも述べている。

スタートから2年半で単月黒字化

2002年6月に開始した定期購入サービス「オイシックスクラブ」の貢献等による売上高の増加に加え、外部委託していた物流業務を自社運営に変更し、作業効率の改善やコスト削減に成功したことから、同社は2002年12月に初めて単月黒字化を達成した。売上高の増加要因としては、「ふぞろい野菜」等のヒット商品が生まれたことや、リピート客が増えたこと等が挙げられる。

「ふぞろい野菜」

同社は「ふぞろい野菜」の販売を2001年から開始した。曲がったキュウリやサイズがばらばらのジャガイモ等、味はおいしいのに見栄えが悪く、当時は消費者に販売していなかった野菜を通常価格よりも安く販売する取組みである。従来の常識から売れないと思っていた農家の反対を押し切って販売したところ、予想以上の売れ行きとなった。Oisixのサイトにおいて、生産者や商品の情報を丁寧に説明していることが不揃いの商品でも消費者に受け入れられた要因と考えられる。業界の素人集団と自負していた同社ならではの商品企画が成功した最初の出来事であった。

ネーミングでヒット商品が誕生

ヒット商品作りは商品そのものだけで決まるわけではない。同社が重視したのがネーミングである。同社のバイヤーが契約農家を回り、おいしいと感じた商品をサイトで写真や説明文でアピールしても、試食販売が出来ないECでは商品の魅力が顧客に伝わりにくい面がある。

名前を聞いただけで食べてみたいと思わせるネーミングによって生まれたのが、生で食べても甘い「ピーチかぶ」や、素揚げやステーキにすると、とろけるような食感がする「トロなす」というヒット商品であった。

リクルートと資本提携し、合併会社を設立

2010年、同社はリクルート（現リクルートホールディングス 6098 東証プライム）と資本提携した。翌年1月には、両社の合併による食品通販サイト運営会社「ごちまる」が設立された（現在はサービスが終了している）。

東日本大震災が発生

2011年3月11日、東日本大震災が発生した。発災直後は、物流網の寸断や運送会社の被災地支援優先方針によって、商品発送や仕入れに支障をきたしたが、それは混乱の序章に過ぎなかった。高島社長は、社内にあった懐中電灯をかき集めて、東京電力が公表した計画停電の対象地域にあった配送センターに向かい、暗がりでも出荷作業が出来るように、多数の懐中電灯を作業スペースに設置して、出荷を継続させた。

自社の食材の安全性へのこだわり

3月12日、福島第一原子力発電所の1号機で水素爆発が発生した。14日に3号機、15日には4号機でも爆発が起こり、建屋が大きく破損したため、大量の放射性物質が大気中に放出された。

原発事故報道に接して、すぐに食品汚染の問題になると直感した高島社長は、食品の放射性汚染に対応するプロジェクトチームを社内に設置した。元々、同社の商品選定ポリシーは、「作った人が安心して自分の子どもに食べさせられる食材」であったことから、自社で食材の安全性を確認する必要があると考え、今後販売する食材の放射能検査を独自に行うことを決定した。

他社に先駆けて放射能検査を実施

国内では放射性物質検査機器を1台しか入手できなかったため、海外からも検査機器を数台購入し、同社は、厚生労働省が公表していた「緊急時における食品の放射能測定マニュアル」に基づいた全品検査体制を構築し、3月18日に他社に先駆けて流通前放射能検査を開始した。

更に同社は、独自に構築した検査システムを一般に公開した。その結果、他の有機野菜の宅配会社やスーパーマーケット等の流通業者の多くが同社に学び、同様な検査を開始していった。

食のインフラ企業としての社会的な地位を確立

5月には、高島社長は、当時の菅直人首相とインターネット事業者による懇談会に出席し、菅首相に同社の簡易放射能検査と公的機関の精密放射能検査を組み合わせることで、消費者が安心できる食品流通体制が実現できるのではないかと提言した。その翌週には、外国人特派員協会において、日本の食品の現状に関するスピーチも行った。

こうして、東日本大震災と原発事故への対応を通じて、同社は、単なるベンチャー企業から脱皮し、食のインフラ企業としての社会的な地位を確立したが、それは同時に責任を伴うものであると高島社長は認識している。

2013年に東証マザーズに上場

2013年3月、同社は東京証券取引所「マザーズ」市場に上場した。7万人を超える定期宅配会員を抱えていたことや、東日本大震災での対応で知名度が向上していたこと、業績が順調に拡大していたことから、同社株に買いが殺到し、上場初日は公募価格の2.3倍まで気配値が上昇したが、売買は成立しなかった（初値は公募価格の3.1倍だった）。

「Kit Oisix」

2013年7月、同社は5種類以上の野菜が摂れる主菜と副菜が20分で完成する献立キット「Kit Oisix」の販売を開始した。翌年4月末には、「Kit Oisix」の会員数は1万人を突破した。

「とくし丸」を子会社化

2016年5月、同社はシニア向け移動スーパーを運営する「とくし丸」（本社徳島県）を子会社化した。同社の主力顧客はインターネットを使う30～40代の女性であったが、地方などの70～80代のいわゆる買い物困難者を対象顧客とする「とくし丸」をグループに加えることで、「豊かな食生活を、より多くの人に」という同社の想いに一步近づいた。

大地を守る会を子会社化

2017年3月、同社は農産物・畜産物・水産物や無添加の加工食品等を提供する「大地を守る会」を子会社化した。大地を守る会は、1977年に設立された、有機・無農薬食材の会員制宅配事業の草分け的存在であった。両社は、食の安全やおいしさへのこだわりなど、理念が共通していたことや、経営資源を結集し、グループとして市場での競争力を高めるという方針が一致したことから経営統合に至った。同年7月には、同社はオイシックスドット大地に商号を変更し、更に10月には大地を守る会を吸収合併した。

らでいっしゅぼーやを子会社化

2018年1月、同社はNTTドコモと業務提携し、2月にはNTTドコモに同社の新株式を割り当てた。当資本業務提携に伴い、同社は、NTTドコモの100%出資子会社であった「らでいっしゅぼーや」を同年2月に子会社化した（同年10月に吸収合併した）。

らでいっしゅぼーやは、1992年創業の会員制食品宅配事業運営会社であり、農産物・畜産物・水産物や無添加の加工食品等を提供していた。らでいっしゅぼーや、NTTドコモ及び同社は、食の安全やおいしさへのこだわりなど、理念が共通していたため、NTTドコモと同社は、両社の食品宅配事業の経営資源を集約することが今後の事業展開の加速に有効であるとの結論に至った。

Purple Carrot を通じた米国展開を開始

2019年5月、同社は米国でヴィーガン食のミールキット定期宅配事業を展開する「Three Limes, Inc.」（通称：The Purple Carrot）を子会社化した。Three Limes, Inc.は、2014年に設立され、米国本土48州の顧客に毎週ミールキットを提供している。経営理念に共通点が多く、ビジネスモデルも近いことから、グループ化による米国での事業展開を開始した。

プライム市場に移行

2020年4月、同社は東京証券取引所「市場第一部」に市場変更した。2022年4月には、東京証券取引所による市場区分の再編に伴い、「プライム市場」に移行した。

2022年にシダックスをグループ化

2022年10月、TOBの実施により、同社は東京証券取引所スタンダード市場上場のシダックスを持分法適用関連会社化した。シダックスは1960年に給食を目的として設立された富士食品工業を前身会社としているが、創業時にシダックスからレシピ情報の提供を受ける等、同社は長年、シダックスと協業関係にあった。協業関係の強化を両社で検討する中で、シダックスの大株主であるシダックス創業家から同社に出資の打診があり、紆余曲折を経てTOBの実施に至った。

2024年にシダックスを連結子会社化

その後も、シダックスと同社は協業関係の強化に向けて協議を続けていた。その結果、両社のシナジー効果の追求を目的として、同社は2024年1月にシダックス（その後、シダックスホールディングスに商号変更）とその子会社群を連結子会社化（同社の出資比率は66%、残りの34%はシダックス創業家が保有）した。シダックスは2024年3月に上場廃止となった。

国内最大級の食のサブスクリプション企業

シダックスの買収に伴い、同社の事業領域は、宅配事業（現 B2C サブスク事業）と、その他事業から、B2C サブスク事業、B2B サブスク事業、社会サービス事業（学童保育、学校給食、社会サービス）、車両運行サービス事業、その他事業に拡張した（26/3 期から学校給食は B2B サブスク事業に区分変更となった）。B2B サブスク事業は、オイシックスが 2015 年度から展開する保育園向け食材卸事業（すくすく Oisix）と、シダックスが展開する給食事業によって構成されることとなった。その結果、同社は、B2C と B2B の両領域を併せ持つ、国内最大級の食のサブスクリプション企業となった。

2025 年に B2C サブスクと B2B サブスクに経営資源を集中した

同社は、その後もシダックスホールディングスとの統合によるシナジー効果を追求した結果、2025 年 9 月に、B2B サブスク事業（給食事業）を展開するシダックスコントラクトフードサービス、シダックスフードサービス及びエス・ロジックスと、B2B サブスク事業と親和性が高い社会サービス事業を展開するシダックス大新東ヒューマンサービスの株式の追加取得による完全子会社化を実施した。

同年 10 月には、シダックスホールディングスの同社保有株式をシダックス創業家に譲渡することにより、シダックス及び車両運行サービスを展開する大新東の全株式を売却した。その結果、グループシナジーが見込めなかった車両運行サービス事業を事業ポートフォリオから外すことに成功し、同社はコア事業である B2C サブスク事業と B2B サブスク事業へ経営資源を集中した。

4. 企業 DNA と模倣困難性

1) 企業理念

「これからの食卓、これからの畑」

同社は、「これからの食卓、これからの畑」を企業理念（Mission）としている。具体的には、「より多くの人々が、よい食生活を楽しめるサービスを提供すること」、「よい食を作る人が、報われ、誇りを持つ仕組みを構築すること」、「食べる人と作る人とを繋ぐ方法をつねに進化させ、持続可能な社会を実現すること」、「食における社会課題をビジネスの手法で解決することを通じて、食のこれからをつくり、広げていくこと」を理念として掲げている。

DWS

理念を実現するためのフレームワークとして、Desire（食への欲求）、Well-being（人に良いこと）、Sustainability（地球に良いこと）の頭文字から DWS という造語を作り、その 3 つが重なる商品・サービスの提供を目指している。高い収益が見込める食ビジネスであっても、人や社会、環境に悪いと判断すれば同社では行わないと、高島社長は述べている。

企業理念を体感する研修制度

従業員が企業理念を頭だけで理解するのではなく、体で感じるために、同社が行っているのが、「畑の体感研修」と「食卓の体感研修」である。

「畑の体感研修」とは、同社の全従業員が、少なくとも年 1 回は業務として契約生産者の畑を訪れ、農作業をしたり、生産者と対話したりするものである。農作業を終えると疲れ果ててしまうが、会社に戻ってから、情熱を持って農作物を育てている生産者のために、各々の業務で何ができるのかを真剣に考える参加者の姿が多く見られるようである。

「食卓の体感研修」とは、顧客である消費者を同社のオフィスに招待し、全従業員でその話を直接聞くものである。同社では、普段、顧客と接触する機会が少ない従業員も、この場で感じたことを業務に活かしている。

「新しい当たり前」を創るための行動規範

同社は、有機食材宅配業界において、従来の常識を打破して自ら道を切り拓いてきた。その成長コンセプトは「新しい当たり前」である。「新しい当たり前」を創るための行動規範「ORDism」（オイシックス・ラ・大地イズム）は以下の7つである。

1. ベストを尽くすな、Mission を成し遂げろ
2. サッカーチームのように
3. お客さまを裏切れ
4. 当事者意識、当事者行動
5. 強さの源泉は成長力
6. 早いもの勝ち、速いもの価値
7. 前例はない。だからやる

2) 企業 DNA

企業 DNA を活かした事業戦略が成功の鍵

企業 DNA とは、創業者の想いや企業の歴史の中で培われ、時代を超えて受け継がれた、その組織固有の価値観や哲学、企業文化、行動様式である。企業 DNA を活かした事業戦略を立案、実行することが競争に打ち勝つ確率を高めると考えられる。そのため、ストラテジー・アドバイザーズでは企業 DNA を重視している。

2つの企業 DNA

同社の企業 DNA は、「作る人、食べる人、環境にとって良い食を持続可能な形で提供したいという想い」と、「食の『新しい当たり前』を追求する過程で定着した独自性へのこだわり」である。

同社の企業理念は、元々、「より多くの人々が、豊かな食生活を簡単に送れるようなサービスの提供を行う」であった。同社が考える「豊かな食生活」とは、「安全なものを安心して食べ、美味しさに感動し、それを家族や友達と楽しく共有でき、結果健康なからだになる食生活のこと」である。

食の安全性を担保するために同社が実施しているのが、取扱商品を対象として分野ごとに定めた「Oisix 基準」による商品調達と、第三者機関「食質監査委員会」による加工食品の監査である。

独自の「Oisix 基準」

「Oisix 基準」では、「つくった人が自分の子供に安心して食べさせること（使わせること）のできる食品（商品）」という理念の体現を基本方針としている。分野別には、「農作物」、「畜産物」、「水産物」、「加工食品」、「お酒」、「ペットフード」、「ホーム&キッチン用品」、「ボディケア用品及びキッチンケア用品」に分かれている。「Oisix 基準」では、農作物においては農薬や除草剤、化学肥料、畜産物においては成長促進剤、加工食品においては、合成保存料や合成着色料等について、厳しく制限したり、禁止したりしている。

「食質監査委員会」

食質監査委員会は、学識経験者委員 3 名と、主婦などの消費者委員 3 名によって構成されている。同社が取扱いを予定する加工食品を「Oisix 基準」に基づいて毎月監査し、採用不採用を決定する権限を有している。

美味しさの追求

こうした厳格なプロセスを経て取扱いが認められた商品でも、美味しくないものは販売しないのが Oisix 流である。最適な品種の選定や収穫タイミングの決定、鮮度の向上等を農家と一緒に徹底的に追求している。

消費者が買いたいものを見つけて届ける

同社は、生産者が売りたいものを売るのではなく、消費者が買いたいものを同社が見つけて届けることを創業時から続けている。そのために、同社が毎年、作成しているのが「野菜マップ」である。

消費者視点の見積りを立て、野菜ごとにそれぞれのシーズンにどのくらいの需要があるか予測し、全国各地の契約農家の収穫時期、予測収穫量とすり合わせて作られる。そうすると、トマトは7月に足りないとか、レタスは9月に不足するとか、マップに穴が現れる場合がある。穴が空いたところを既存の契約生産者による出荷拡大で埋めきれない場合は、新たに生産者を探して対応することになる。

企業 DNA①「作る人、食べる人、環境にとって良い食を持続可能な形で提供したいという想い」

同社がこうした努力を継続したことが、「作る人、食べる人、環境にとって良い食を持続可能な形で提供したいという想い」という企業 DNA に結実したとストラテジー・アドバイザーズでは考えている。

行動規範が企業 DNA へ転化

「お客さまを裏切れ」という行動規範にあるように、商品が安全で美味しいだけでなく、顧客の期待を良い意味で裏切り、顧客に感動や驚きを与えようとするのが Oisix 流である。そのため、販売する全ての商品について、Oisix らしさに徹底的にこだわっている。

同社の新商品会議では、商品開発担当者が、生産者側に立った栽培方法の説明や、トレンドを追いかけた商品企画を行っても、Oisix らしくないという反対意見により、提案が通らないことが多いそうである。「前例はない。だからやる」という行動規範にあるように、同社は創業時から食の世界に「新しい当たり前」を提供する努力を続けている。

同社は、創業時からチームワークを大切にしている。但し、同社が目指しているのは、野球のようにポジション毎に役割が明確なスポーツのものではなく、ピンチの時は役割を超えて近くの人が守り、チャンスの時も役割にこだわらないで最も確率の高い人が攻撃に参加する「サッカーチームのよう」なチームワークである。Oisix らしい、オリジナリティのある商品・サービスをチームで創り上げる姿勢が社内に浸透していることが同社の強みである。

企業 DNA②「食の『新しい当たり前』を追求する過程で定着した独自性へのこだわり」

このような企業文化の中で、同社は「食の『新しい当たり前』を追求する過程で定着した独自性へのこだわり」を企業 DNA として形成したと考えられる。

車両運行サービス事業の分離は企業 DNA の観点からも評価したい

なお、同社は、シダックス・グループを買収する際に同グループに含まれていた車両運行サービス事業を2025年10月に売却したが、同社の企業 DNA に当てはまらない同事業の分離は、事業シナジーの面からだけでなく、企業 DNA の観点からも望ましい決断であったとストラテジー・アドバイザーズは評価している。

3) 模倣困難性

模倣困難性に注目

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・バースト・ビューは、競争環境ではなく、企業内部の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものが VRIO フレームワークであり、Value (経済的価値)、Rarity (希少性)、Inimitability (模倣困難性)、Organization (組織) について検討するべきとしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性に特に着目している。

2つの模倣困難性

同社の模倣困難性は、「全国約4,000軒の契約生産者ネットワーク」及び「顧客との深い信頼関係に基づく需給調整能力」にある。

2010年代後半にM&Aによって契約生産者数を一気に拡大した

同社の契約農家は「Oisix 基準」等の生産基準を遵守しているだけでなく、高い生産技術を持っている。ヒット商品として前述した「ピーチかぶ」や「トロなす」以外にも、生でも食べられる「極生フルーツコーン」や、春に甘さが増す「みつトマト」等、特徴があり、高品質な農作物を生産している。

2000年に設立されたオイシックスは、上場した2013年時点で全国約1,000軒の契約生産者をネットワーク化していたが、2010年代後半、自社を上回る数の生産者と契約していた同業大手2社を相次いで子会社化し、契約生産者数を一気に拡大した。2017年に大地を守る会

(1977年創業)を、2018年にはらでいっしゅぼーや(1992年創業)をグループに加えた結果、同社は、厳しい生産基準を満たし、かつ、高い生産技術を持つ、約4,000軒の契約生産者を有する、「スペシャルティ×サブスク」領域の食品宅配業における圧倒的な業界トップ企業となった。

模倣困難性①「全国約4,000軒の契約生産者ネットワーク」

同社のB2Cサブスクリプション事業とビジネスモデルが近い企業の中で、契約生産者数をホームページで開示している組織・企業は多くはない。契約生産者数が同社に次に多いのが、1990年に法人化されたパルシステム生活協同組合連合会(サービス名パルシステム)の635軒(出所:産直データブック2025)であるが、同社との差は大きい。その次には、2009年に設立された「坂ノ途中」の約400軒(出所:坂ノ途中の報告書vol.2 24/6期、西日本中心)や、1983年に設立されたビオ・マーケット(サービス名ビオ・マルシェ)の約300軒が続いているが、設立からの経過年数を見る限り、同社よりも遅い増加ペースとなっている。

このように、同社が自前での開拓に加えて、M&Aも駆使して拡大した「全国約4,000軒の契約生産者ネットワーク」は模倣が困難と言えるだろう。

「おたすけ Oisix」として規格外商品や豊作品を販売

同社が取り扱う農作物の多くは、工場生産品とは異なり、気象変動によって、豊作になったり不作になったりするため、供給が不安定となるリスクが存在する。同社は、前述したように、毎年「野菜マップ」を作成して産地の分散を行い、リスク管理を徹底しているが、自然を相手にする農業や農作物の販売業では、それでも予期せぬ事態が発生する。

同社は、そうした状況に対応するため、猛暑や豪雨、台風等の影響により、突然発生する規格外品や豊作品に加え、外的要因で余ってしまい、通常の流通ルートでは扱えなくなった食品を、購入を希望する会員向けに通知し、通常よりもお得な価格で販売するサービス「おたすけ Oisix」を2022年から開始した。

供給の変動に対して迅速に需要をコントロールして需給をマッチングさせる能力は、「食べる人と作る人とを繋ぐ方法をつねに進化させ、持続可能な社会を実現すること」、「食における社会課題をビジネスの手法で解決することを通じて、食のこれからをつくり、広げていくこと」という企業理念を追求した長年の事業活動によって培われたものと言えるだろう。

模倣困難性②「顧客との深い信頼関係に基づく需給調整能力」

同社は、このように、気象変動等に伴い、農作物の仕入量が大きく変動した場合でも、状況に合わせて顧客の需要をコントロールすることで、業績への影響を極小化してきた。結果として、B2Cサブスク事業のセグメントEBITDAマージン(調整額控除前)は、24/3期から26/3期の3期においては気象変動の影響を受けながらも、11.0~12.7%と比較的安定して推移している。

同社は、こうした「顧客との深い信頼関係に基づく需給調整能力」を長期に亘る事業活動を積み重ねて獲得した。一方、経験やノウハウ、事業規模で同社に劣る競合企業が同様の能力を身に付けるには相当な時間が必要と思われる。

4) ポジショニング理論

競合他社との違いを明確にする考え方

著名な経営学者であるマイケル・E・ポーターが提唱するポジショニング理論は、競合他社と比較して、自社の商品やサービスをどのように位置づけるかを重視する考え方である。企業が競争優位を築くための基本戦略として、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の3つを挙げている。

差別化戦略を採用

このうち、同社が祖業であり、主力事業のB2Cサブスク事業で採用している戦略は、②差別化戦略と言えよう。差別化戦略とは、同業他社の製品・サービスとは異なる価値を顧客に提供することで競争優位性を確保する戦略である。

消費者目線のコンセプトが差別化に繋がった

同社は、2000年に有機食材の宅配事業に参入する際、同業他社のビジネスモデルを調査した。調査の結果、同業他社の多くが、消費者への価値提供よりも生産者の支援を事業の目的としていることが判明した。そうした会社で商品を購入するには、入会金と年会費が必要で、食材は週に一度、事業者によって決められたものがセットで届く形態が一般的だった。セットに嫌いなものが入っても諦めるしかなかった。また、利用者は配送日や配送時間を指定できず、事業者が指定する日時に自宅で商品の到着を待つ必要があった。

そこで同社は、入会金・年会費は無料、好きな時に好きなものを1品から希望の量で注文が可能、商品の受け取り日時が指定可能、という消費者目線のコンセプトで事業を開始した。

また、品種や収穫時期を生産者に指示することにより、おいしさの最大化を図っていることや、独自の安全基準に基づく残留農薬検査等に取り組んでいることにより、同社は食品宅配市場の中で確固たるブランドを確立し、高付加価値（スペシャリティ）価格帯でのリーディングポジションを確保することに成功した。

高付加価値食品のB2Cサブスク市場で独自のポジションを確立

加えて、創業当初からサブスクリプションサービスに注力して事業を拡大した結果、お取り寄せ・産直を中心とする事業者や、低価格帯を主戦場とするフードデリバリー会社、ネットスーパー等のスポット型事業者とは市場の棲み分けが出来ている。結果として、同社は、高付加価値食品のB2Cサブスクリプション市場において独自のポジションを確立したと言える。

5) エクイティストーリー

2つのエクイティストーリー

ストラテジー・アドバイザーズが考える同社のエクイティストーリーは2つある。具体的には、①「四半世紀に亘って培ったB2Cサブスク事業の事業基盤とノウハウを活かした、B2Bサブスク事業の利益率の抜本的な改善によるオーガニック成長」と、②「ロールアップ型M&Aに伴うインオーガニック成長によるB2Bサブスク事業におけるリーディング・カンパニーへの変貌」である。B2Bサブスク事業において、中長期目標で目指している、大幅な利益率の改善に成功した場合や、M&Aを通じて利益規模が大きく拡大し、業界のリーディング・カンパニーとなった場合は、そのどちらか一方であっても、現在、低い水準となっている予想PERが上昇すると見られるが、両方が実現した場合は、大幅に上昇する可能性がある。

なお、2つのストーリーのうち、ストラテジー・アドバイザーズが特に重視しているのは、①を評価する基準となるB2Bサブスク事業のEBITDAマージンの改善度合いである。EBITDAマージンの改善が想定通りに進まない中でM&Aを実施しても、株価上昇には繋がらない可能性もあることには留意が必要であろう。

四半世紀に亘って培ったB2Cサブスク事業の事業基盤とノウハウを活かしたB2Bサブスク事業の利益率の抜本的な改善によるオーガニック成長

一つ目のエクイティストーリーである「四半世紀に亘って培ったB2Cサブスク事業の事業基盤とノウハウを活かした、B2Bサブスク事業の利益率の抜本的な改善によるオーガニック成長」を考える上では、2010年代後半の大地を守る会とらでいっしゅぼーやのPMI（ポスト・マージャー・インテグレーション、M&A後の統合プロセス）が参考になる。

買収後、大地を守る会のセグメント利益率はOisixの数値を上回って推移

同社が買収する直前の17/3期における大地を守る会の業績は、売上高が13,284百万円、経常利益が109百万円（経常利益率0.8%）と、業績が低迷していた。2017年3月の子会社化後、大地を守る会は販促費の抑制やリアル店舗の閉鎖等の収益構造の見直しに取り組んだ。その結果、同社が吸収合併するまでの6か月間（2017年4月から9月）の業績は、売上高6,127百万円、経常利益247百万円（同4.0%）となり、収益性が急回復した。

その後も、大地を守る会は、外注していた製造機能の内製化や、マーケティングの効率化、物流機能やカスタマーサポート機能の共通化等によるコスト削減に取り組んだ。B2Cサブスク事業（23/3期までは宅配事業）のセグメント利益率を見ると、18/3期以降、大地を守る会の数値がOisixの数値を継続的に上回っている。

買収後、らでいっしゅぼーやのセグメント利益率も Oisix の数値を上回って推移

一方、らでいっしゅぼーやについては、同社が買収する直前の 18/2 期において、売上高 18,931 百万円、経常損失 593 百万円と、更に厳しい状況であった。2018 年 3 月の子会社化後、非効率チャンネルの削減に伴う販促費の抑制や、Oisix サイト内でのらでいっしゅぼーやの特設ページの開設等を行った。その結果、同社が吸収合併するまでの 7 か月間（2018 年 3 月から 9 月）の業績は、売上高 10,321 百万円、経常利益 616 百万円（経常利益率 6.0%）と急回復した。

その後も、配送料の改定やサブスク商品のアップセル施策に伴う ARPU の上昇等に取り組んだ。B2C サブスク事業（23/3 期までは宅配事業）のセグメント利益率を見ると、19/3 期以降、らでいっしゅぼーやの数値も Oisix の数値を継続的に上回っている。

B2C サブスク事業において、短期で買収した 2 社の業績を立て直せたのは、同社が優れたオペレーション能力を持っていたことや、M&A によってスケールメリットを享受する規模を確保したことが要因と考えられる。また、同社は実力主義が浸透しており、大地を守る会、らでいっしゅぼーやの出身者を積極的に本社管理部門の管理職に抜擢したことも統合が成果を上げた遠因と見られる。

B2B サブスク事業の 25/3 期 Q4 の EBITDA マージンは低下

一方、シダックスの買収後に本格的に開始した B2B サブスク事業においては、コメを中心とした食材コスト上昇の影響を受けたことから、利益率の改善においてすぐに成果を出せた訳ではない。シダックスを連結子会社化した 24/3 期 Q4 における同事業の EBITDA マージン（現基準）は 4.6% であったが、25/3 期 Q4 には 3.1% に低下した。

B2B サブスク事業の利益率の抜本的な改善による予想 PER の上昇の可能性

しかし、26/3 期においては、シダックス・グループの B2B サブスク会社の完全子会社化を契機に、契約単価の適正化や店舗運営の標準化の取組みを本格化したことから、26/3 期の B2B サブスク事業の EBITDA マージン（現基準）は、前期の 3.3% から 4.9% に上昇した。

同社は、店舗運営の標準化や商品・サービスの進化、完全調理品・業務用ミールキット導入による現場の省人化を図る「タイパ給食」の推進等により、B2B サブスク事業の EBITDA マージンを 30/3 期に向けて、更に大幅に上昇させる方針を掲げている。同社が、「食の『新しい当たり前』を追求する過程で定着した独自性へのこだわり」という B2C サブスク事業で培った企業 DNA を活かし、B2C サブスク事業の事業基盤やノウハウをフル活用すれば、B2B サブスク事業の利益率改善に弾みがつくと思われる。なお、B2B サブスク事業の一連の取組みについては 7 章で詳述する。

B2B サブスク事業において、中長期目標を目指している、大幅な利益率の改善に成功した場合は、成長力の向上と収益構造の安定化により、現在、低い水準となっている予想 PER が上昇するだろう。

ロールアップ型 M&A に伴うインオーガニック成長による B2B サブスク事業におけるリーディング・カンパニーへの変貌

2 つ目のエクイティストーリーである「ロールアップ型 M&A に伴うインオーガニック成長による B2B サブスク事業におけるリーディング・カンパニーへの変貌」については、業界環境と同社の財務内容が鍵になると考えられる。

給食業界の大手企業は株式市場から相次いで退場

給食業界では、1990 年代から 2000 年代に掛けては多くの大手企業が株式を上場していた。しかし、厳しい業界環境等を背景に、親会社や同業他社等による TOB が相次いで行われ、上場廃止となる会社が続出した。エームサービス（上場廃止 2003 年）、メフォス（同 2005 年）、グリーンハウス（同 2006 年）、LEOC（同 2009 年）、日清医療食品（同 2010 年）等がその例である。

そのため、業界大手の近年の財務情報はほとんど開示されていない。多くの企業の営業利益率は 2% 以下と言われており、僅かに公表されている大手企業ですら、営業利益率（単体）は 3~4% であった。但し、セントラルキッチン等の導入等により、効率性の高いオペレーションを確立することで、5% を上回る営業利益率を確保している企業もごく少数存在している模様である。

ロールアップ型 M&A 戦略を開始

業界大手でも市場シェアが低い給食業界においては、今後の M&A の状況次第で業界のリーディング・カンパニーが誕生する可能性は低くはないと考えられる。同社は、同業他社を連続的に買収・統合することで、短期間で事業規模を拡大し、競争力を高める手法であるロールアップ型 M&A を B2B サブスク事業の成長戦略として掲げている。その第一弾として、同社グループは、2026 年 4 月に「なの花九州」(本社：福岡県)の高齢者施設・病院向け給食受託事業(売上高約 10 億円、約 30 施設)を吸収分割により承継した。

財務体質は健全

M&A 戦略を進める上で重要なポイントとなるのが財務体質である。同社のネット D/E レシオ(純有利子負債を自己資本で除して算出)は、23/3 期末には 0.30 倍であったが、シダックスの買収等に伴い、25/3 期末には 1.08 倍に悪化していた。その後、車両運行サービス事業の売却等に伴い、26/3 期末のネット D/E レシオは 0.77 倍に改善した。なお、同社の決算説明資料で用いられている純有利子負債はリース負債を除外して算出されているが、ストラテジー・アドバイザーズでは、類似企業との比較を行う観点から、リース負債を含めた純有利子負債を使用している。

また、純有利子負債を EBITDA で割ったネット有利子負債/EBITDA 倍率も、M&A で事業拡大を狙う企業にとって重視すべき財務指標である。26/3 期末時点における同社のネット有利子負債/EBITDA 倍率は、健全な水準とされる 3 倍以内を下回る 1.63 倍にとどまっており、現時点の財務体質は健全と言えよう。なお、同社の財務戦略については第 5 章で詳述する。

B2B サブスク業界の厳しい事業環境は、同社のような財務体質が健全な上場企業にとっては投資のチャンスでもあるため、今後も M&A を着実に実行できるかに注目したい。

PER の上昇への期待

B2B サブスク事業が M&A によって高成長し、低利益率の B2B サブスク事業の売上高構成比が上昇すると、全体の利益率が低下し、同社の予想 PER に低下圧力が掛かるとの見方もあり得よう。同社は、今回、後述する新中長期目標において、30/3 期の EBITDA マージンが 26/3 期の 4.9% (現基準、新基準では 3.7%) から大幅に上昇するという目標を掲げて、こうした懸念を打ち消した(基準の変更を考慮し、具体的な数値目標は現時点では非開示)。同社は、相対的に利益率が低い B2B サブスク事業の売上高構成比を引上げる中でも、その収益性を大幅に改善させることで、全体の利益率を引き上げることが可能と考えている。

給食業界においては、現在、給食サービスを事業の中心とする上場他社は存在せず、リーディング・カンパニーが不在の状況である。しかし、同社が全体の利益率を改善しつつ、M&A を通じて B2B サブスク事業の利益規模を大きく拡大させ、業界のリーディング・カンパニーとなれば、成長力の面からも、予想 PER が切り上がる可能性があると考えられている。

5. 財務戦略

過去 6 期で総資産が大幅に増加

同社の総資産は、20/3 期末の 260 億円から 26/3 期末には 1,081 億円に急拡大した。当該期間では、有形固定資産、売上債権、現預金、顧客関連資産、のれんが大幅に増加した。

有形固定資産は大型物流センターの投資により増加

有形固定資産が増加したのは、主に、22/3 期に全フロア冷蔵の大型物流センター「ORD 海老名ステーション」(延床面積約 38,000 平方メートル)を、24/3 期に冷凍特化型物流センター「ORD 厚木冷凍ステーション」(同約 23,000 平方メートル)を、それぞれ新設したためである。26/3 期末の有形固定資産の金額に占める両ステーションの比率は 9 割を上回っている。

大型投資の実行により、減価償却費が大幅に増加したため、短期的には営業利益の減益要因となったものの、B2C サブスク事業の競争力向上に寄与したほか、今後は B2B サブスク事業での有効活用も期待できよう。

顧客関連資産とのれんはシダックス・グループの買収により増加

顧客関連資産とのれんが大幅に増加したのは、24/3 期に、B2B サブスク事業、社会サービス事業及び車両運行サービス事業を展開するシダックス・グループを買収したためである。シダックス関連の B2B サブスク事業に係る償却年数は、顧客関連資産が 22 年、のれんが 20 年である。一方、シダックス関連の社会サービス事業に係る償却年数は、顧客関連資産、のれん共に 17 年である。

のれんと顧客関連資産を合計した残高は、24/3 期末には 408 億円（総資産比 28.4%）に達していたが、定期償却等の影響に加え、車両運行サービス事業の売却に伴い、同事業の顧客関連資産及びのれんが無くなったため、26/3 期末には 207 億円（同 19.2%）に減少した。

シダックス・グループの買収に対する評価が変わる可能性

シダックス・グループの買収に伴い、営業利益や EBITDA は拡大したものの、財務体質の悪化や利益率の低迷もあり、この買収自体が投資家から評価されたとは言い難い。しかし、シナジーが見込めない車両運行サービス事業の売却等、一連の改革が急速に進展していることを踏まえると、シダックス・グループの買収に対する評価は、今後の B2B サブスク事業の業績次第で大きく変わる可能性もあろう。

マイナスが続いていたフリーキャッシュフローは、26/3 期にプラスに転換

B2C サブスク事業の成長と、シダックス・グループの買収に伴い、営業キャッシュフロー（以下、営業 CF）は、20/3 期の 10 億円から 26/3 期には 92 億円に急拡大した。一方、投資キャッシュフローは、設備投資と M&A に伴う資金流出に伴い、20/3 期の -17 億円から 25/3 期には -124 億円に急増したものの、車両運行サービス事業の売却に伴い、26/3 期は 20 億円の資金流入となった。結果として、過去数期に亘ってマイナスであったフリーキャッシュフロー（以下、FCF）は、26/3 期において、コロナ特需により大幅なプラスとなった 21/3 期以来のプラスに転換した。同社は、30/3 期に掛けての単年度の FCF についても、大型の M&A を実行しない限り、プラスを維持できると見込んでいる。

26/3 期末の自己資本比率は前期末比やや回復

22/3 期から 25/3 期までの FCF のマイナスを主として借入金で調達したため、自己資本比率は 21/3 期末の 49.8%から 25/3 期末には 22.6%に低下した。換言すれば、財務レバレッジを最大限に利かした積極投資を敢行したと言える。車両運行サービス事業の売却資金を用いて借入金を返済したため、自己資本比率は、26/3 期末には 25.3%にやや回復したが、シダックス・グループの買収前との比較では低い水準となっている。

26/3 期から配当を開始

同社は、創業以来、財務体質の強化及び将来の事業展開に備えるため、内部留保の確保を優先して配当を実施していなかったが、オーガニック成長に加えて M&A 等も組み合わせて企業価値の向上に努めてきた結果、26/3 期に初めて配当を実施した。株主還元方針としては、27/3 期より、連結配当性向の目安を 20%とすることに加え、機動的な自己株式取得と合わせて、総還元性向の目安を 20~30%とすることを掲げている。

21/3 期から 25/3 期までの M&A は借入金も活用して実施

また、車両運行サービス事業の売却に伴い、同社は、26/3 期から 30/3 期までのキャピタルアロケーション比率についても中長期目標を公表した。21/3 期から 25/3 期までの過去 5 期では、キャッシュイン金額の 60%がコア営業 CF、40%が借入金によって占められていた。一方、キャッシュアウトの金額の 95%が M&A、5%が株主還元（自己株式取得額から株式発行額を控除した金額）によって占められていた。なお、コア営業 CF とは、営業 CF から既存事業の成長に伴う設備投資額を控除したものである。

26/3 期から 30/3 期までの M&A と株主還元は、全てコア営業 CF だけを原資として実施する方針

一方、26/3 期から 30/3 期までにおいては、キャッシュインの金額の 100%がコア営業 CF によって占められ、キャッシュアウトの金額については、70~80%を M&A に、20~30%を株主還元で充当する計画となっている。同社は、30/3 期に掛けて、B2B サブスク事業を中心とした戦略的な M&A による事業拡大を目指す一方、事業成長に伴う EPS の成長と配当性向の改善による配当の増加や自己株式の取得等、株主還元も持続的に強化する方針である。

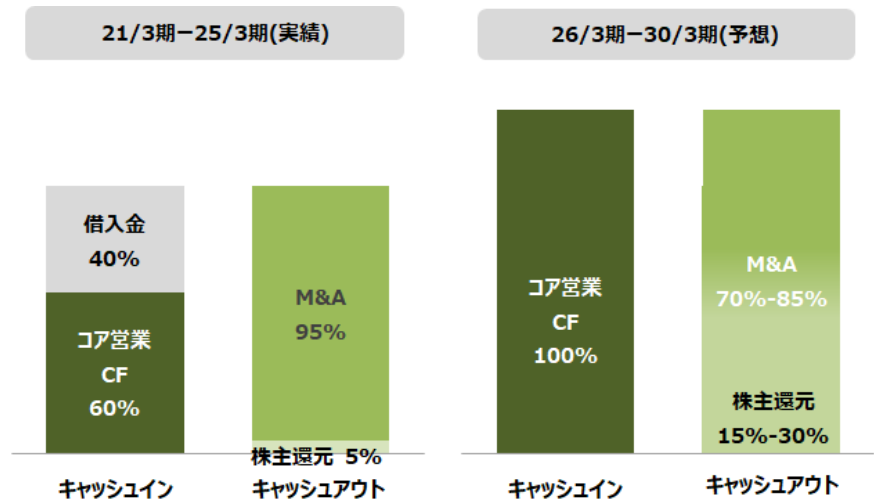
なお、同社は、設備投資を年間 30～35 億円 (26/3 期約 19 億円)、自己資本比率を 20～25%程度 (同 25.3%)、Net Debt (リース負債を除くベース) /EBITDA 倍率の上限を 2.0 倍 (同 0.28 倍) という前提条件を挙げている。

26/3 期については、営業 CF が 93 億円、設備投資が 19 億円であったため、コア営業 CF は 74 億円であった。27/3 期以降も高水準のコア営業 CF の獲得が見込まれるため、よほどの大型 M&A でなければ、新規の借入れは不要と考えられる。M&A への投資金額が想定を下回った場合については、計画を上回る株主還元もあり得よう。

今後実施する M&A が高値掴みとなる可能性は高くない

なお、M&A に積極的な同社が、割高な価格で給食会社を買収し、同社の財政状態や業績に大きな悪影響を及ぼすリスクを懸念する投資家もいるかもしれない。しかし、投資銀行出身の CFO を中心に同社の内部管理体制が強化されていることや、給食業界の厳しい環境や金利上昇により、同分野の M&A が買い手市場となっていることを考慮すると、今後実施する M&A が高値掴みとなる可能性は高くないと考えられる。

図表 16. キャピタルアロケーション



出所：会社資料

図表 17. 財務指標の推移 (百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
【キャッシュ・フロー】							
営業活動キャッシュ・フロー	1,080	8,819	924	5,306	7,722	3,496	9,284
税金等調整前当期純利益	1,747	6,991	4,358	2,652	6,398	6,559	7,435
減価償却費	594	837	1,465	1,985	2,614	4,596	4,387
のれん償却額	506	598	577	263	501	1,339	1,187
投資活動キャッシュ・フロー	-1,754	-2,780	-4,110	-12,135	-10,815	-12,451	2,037
固定資産取得/支出	-1,258	-1,871	-2,872	-2,076	-2,782	-3,404	-1,875
投資有価証券取得/支出	-93	-825	-648	-10,122	-628	-635	-103
連結範囲変更を伴う子会社株式取得/支出	-362	64	0	0	-7,217	-8,261	0
財務活動キャッシュ・フロー	254	1,894	636	8,265	17,735	-1,551	-9,186
借入金純増減額	-682	1,087	-51	9,011	18,909	1,109	-5,496
株式発行収入	812	4,586	2	2	0	0	0
連結範囲変更を伴わない子会社株式取得/支出	0	0	0	0	0	-5	-1,498
自己株式取得/支出	0	-4,500	0	0	0	-2,311	-730
配当金の支払額	0	0	0	0	0	0	-277
フリーキャッシュフロー	-674	6,039	-3,186	-6,829	-3,093	-8,955	11,321
【B/S】							
現預金	7,676	15,580	13,071	14,775	29,649	19,155	21,263
売上債権	6,824	8,485	8,964	9,626	24,936	25,982	23,692
有形固定資産	1,432	2,234	16,482	16,399	26,400	27,066	23,437
のれん	2,375	1,698	1,261	1,190	15,225	14,837	7,730
顧客関連資産	0	0	0	0	25,655	24,476	13,006
総資産	26,087	38,360	52,634	64,502	143,709	134,564	108,137
借入金	52	1,294	1,150	10,161	31,859	33,380	24,877
リース負債	64	55	12,648	11,998	19,868	18,711	17,453
株主資本	14,081	19,223	21,954	23,764	27,878	28,978	26,110
非支配株主持分	174	900	1,739	1,542	8,306	9,030	1,709
【主要指標】							
EBITDA	3,595	8,902	6,216	5,595	8,241	12,800	12,914
ROE	5.9%	30.2%	13.2%	7.9%	15.9%	12.8%	16.4%
ROIC	-	-	-	-	7.6%	7.8%	9.0%
自己資本比率	53.7%	49.8%	42.0%	38.1%	20.2%	22.6%	25.3%
ネット D/E レシオ	-0.54	-0.75	-0.54	-0.19	0.08	0.47	0.13
ネット Debt/EBITDA	-2.12	-1.60	-1.92	-0.82	0.27	1.11	0.28
1株当たり配当金 (円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
配当性向	-	-	-	-	-	-	15.3%

注：純有利子負債はリース負債を除外して算出。ROE は、当図表のみ、期中平均株主資本を使って算出。

ROIC は、当図表のみ、税引後営業利益を、リース負債を除いた期中平均有利子負債と期中平均株主資本の合計で除して算出。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

6. 当面の業績動向

1) 26/3 期業績

26/3 期は、事業売却の影響を除くと、3.5%増収、21.0%営業増益

26/3 期業績は、売上高が前期比 1.8%減の 251,419 百万円、EBITDA が同 0.9%増の 12,914 百万円、営業利益が同 6.9%増の 7,339 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 24.4%増の 4,527 百万円であった。2025 年 10 月に売却した車両運行サービス事業の影響を除くと、売上高は同 3.5%増の 236,835 百万円、EBITDA は同 11.0%増の 11,048 百万円、営業利益は同 21.0%増の 5,969 百万円であった。

図表 18. 26/3 期業績 (単位 : 百万円)

決算期	25/3 期 金額	26/3 期		
		金額	前期比	計画比
売上高	256,009	251,419	-1.8%	-1.4%
売上総利益	75,210	73,913	-1.7%	—
売上総利益率	29.4%	29.4%	—	—
販売費及び一般管理費	68,345	66,574	-2.6%	—
販管費率	26.7%	26.5%	—	—
営業利益	6,864	7,339	6.9%	0.5%
営業利益率	2.7%	2.9%	—	—
経常利益	6,561	6,840	4.3%	—
特別損益	-2	595	—	—
税金等調整前当期純利益	6,559	7,435	13.4%	—
法人税等	3,095	2,830	-8.6%	—
当期純利益	3,464	4,604	32.9%	—
非支配株主に帰属する当期純利益	-173	77	—	—
親会社株主に帰属する当期純利益	3,638	4,527	24.4%	13.2%
EBITDA	12,800	12,914	0.9%	0.5%
EBITDA マージン	5.0%	5.1%	—	—

除く車両運行サービス事業

売上高	228,834	236,835	3.5%
営業利益	4,934	5,969	21.0%
営業利益率	2.2%	2.5%	—
EBITDA	9,952	11,048	11.0%
EBITDA マージン	4.3%	4.7%	—

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

オイシックス・ラ・大地 | 3182 (東証プライム)

修正計画並みで着地

事業再編に伴い、2025年11月に修正した会社計画に対しては、売上高は1.4%未達であったものの、EBITDA及び営業利益が各々0.5%上回り、親会社株主に帰属する当期純利益も13.2%上回った。セグメント別売上高計画に対しては、B2Cサブスクは4.2%、その他も11.1%、各々下回ったものの、B2Bサブスクが4.0%上回り、社会サービスも1.7%上回った。

特別損益が計上された

特別利益としては、シダックス関連の車両運行サービス事業の売却に伴い、関係会社株式売却益が2,292百万円計上された。また、特別損失としては、その他事業におけるHiOLIののれん及び店舗等、海外宅配事業（香港）に係る資産、B2Cサブスク事業におけるPurple Carrotののれん、B2Bサブスク事業におけるボンディッシュののれんに関して、合計1,707百万円の減損損失が計上された。

親会社株主に帰属する当期純利益は24%増益

グループ間取引に関する見直しを推進したことに伴い、法人税等調整額が前期の841百万円から-762百万円となったこと等から、法人税等の負担率が前期の47.2%から38.1%に改善した。結果として、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率は、経常増益率(+4%)を上回る24%となった。

B2Cサブスク事業は3%減収、EBITDA9%減

セグメント別（セグメント間の売上高を含む）では、B2Cサブスク事業は、売上高94,286百万円（前期比-3%）、EBITDA11,284百万円（同-9%）であった。内訳としては、Oisixが、売上高60,114百万円（同+1%）、EBITDA8,362百万円（同-9%）、その他（大地を守る会、らでいっしゅぼーや、Purple Carrot）が、売上高34,172百万円（同-9%）、EBITDA2,921百万円（同-9%）であった。

Oisixについては、会員数の減少をARPUの増加で補い、増収を確保したものの、原材料費の高騰の影響を若干受けたほか、Q2を中心としたマーケティング費用の増加がEBITDAの減少に繋がった。その他については、会員数の減少に伴う売上高の落込みがEBITDAの減少に影響した。

図表 19. 26/3期のセグメント別売上高・EBITDA

セグメント売上高				セグメント EBITDA				
(百万円)	25/3期	26/3期	YoY	(百万円)	25/3期	26/3期	YoY	利益率
B2Cサブスク	97,152	94,286	-3%	B2Cサブスク	12,343	11,284	-9%	12.0%
Oisix	59,662	60,114	1%	Oisix	9,148	8,362	-9%	13.9%
その他（大地+らでいっしゅ+PC）	37,489	34,172	-9%	その他（大地+らでいっしゅ+PC）	3,195	2,921	-9%	8.5%
B2Bサブスク	76,576	83,385	9%	B2Bサブスク	2,503	4,062	62%	4.9%
社会サービス	36,559	40,378	10%	社会サービス	1,546	1,839	19%	4.6%
車両運行サービス （26/3下期は連結除外）	27,174	14,584	-46%	車両運行サービス （26/3下期は連結除外）	2,848	1,866	-34%	12.8%
その他事業	21,138	21,702	3%	その他事業	1,331	1,000	-25%	4.6%
連結調整	-2,592	-2,918	-	全社費用その他	-13,709	-12,714	-	-
売上高	256,009	251,419	-2%	全社費用	-7,773	-7,139	-	-
売上高（車両事業除く）	228,834	236,835	3%	のれん・減価償却費	-5,935	-5,574	-	-
				営業利益	6,864	7,339	7%	2.9%
				営業利益（車両事業除く）	4,934	5,969	21%	2.5%
				EBITDA	12,800	12,914	1%	5.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

B2Bサブスク事業は9%増収、EBITDA62%増

B2Bサブスク事業は、売上高83,385百万円（前期比+9%）、EBITDA4,062百万円（同+62%）であった。売上高の主な内訳としては、ライフケアが33,913百万円（同+3%）、コンラクトが25,112百万円（同+10%）、学校給食が18,219百万円（同+15%）であった。

EBITDA マージンについては、食材費の高騰や人件費の増加によるコスト増加はあったものの、運営の標準化と契約単価の適正化を進めたことから、前期の 3.3%から 4.9%に改善した。

運営の標準化とは、従来、施設によって差異が大きかった、人材の採用・配置や役割分担、食材の仕入れについて、本部主導で標準化した取組みである。この取組みを進めたことにより、コスト増加の影響を受けつつも、26/3 期において、売上高人件費率や売上高食材費率が改善した。しかし、標準化が出来た施設は現状では全体の半分程度であると、同社は認識している。

なお、26/3 期から EBITDA マージンの改善が始まった要因としては、2025 年 9 月に実施した給食子会社の完全子会社化も大きかったと見られる。担当者変更等の組織変更を行った結果、意思決定が迅速化し、改革に弾みがついた模様である。その後も、2026 年 3 月には、B2B サブスク事業と B2C サブスク事業において、製造・システム・コーポレート各部門が統合されたほか、7 月には B2B サブスク事業の主要子会社 2 社の統合も予定されている。エクイティストーリーで示した「B2C の事業基盤やノウハウを活かした B2B サブスク事業の利益率の抜本的な改善」に向けた体制構築が着実に進展していると言えよう。

B2B サブスク事業の利益率の抜本的な改善に向けた体制構築が進展

社会サービス事業は 10%増収、EBITDA19%増

社会サービス事業は、売上高 40,378 百万円（前期比+10%）、EBITDA1,839 百万円（同+19%）であった。売上高の内訳としては、学童保育が 27,630 百万円（同+18%）、その他が 12,748 百万円（同-3%）であった。EBITDA マージンについては、増収効果に伴い、前期の 4.2%から 4.6%に若干改善した。

車両運行サービス事業は 46%減収、EBITDA34%減

事業売却によって下期は連結から除外された車両運行サービス事業は、売上高 14,584 百万円（前期比-46%）、EBITDA1,866 百万円（同-34%）であった。

その他事業は 3%増収、EBITDA25%減

その他事業は、売上高 21,702 百万円（前期比+3%）、EBITDA1,331 百万円（同-25%）であった。事業の構造改革費用を計上した HiOLI の不振が EBITDA の減少に繋がった。

2) 27/3 期会社計画

27/3 期計画は、事業売却の影響を除くと、6.4%増収、45.7%営業増益

27/3 期の会社計画は、売上高が前期比 0.2%増の 252,000 百万円、EBITDA が同 3.8%増の 13,400 百万円、営業利益が同 18.5%増の 8,700 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 1.6%増の 4,600 百万円である。2025 年 10 月に売却した車両運行サービス事業の影響を除くと、売上高は同 6.4%増、EBITDA は同 21.3%増、営業利益は同 45.7%増（営業利益率は 0.6%ポイント改善）であり、実質的には大幅増益の計画である。

EBITDA の増益率に比べて営業利益の増益率が高いのは、前期の減損損失の計上に伴い、のれん償却額等の減少が見込まれているためである。営業利益の増益率に比べて親会社株主に帰属する当期純利益の増益率が低いのは、税務最適化による一時的な税効果の影響が生じていた前期に対して、27/3 期は法人税等の負担率が通常水準となると想定したためである。なお、借入金残高の減少に伴い、営業外費用に計上される支払利息については減少が見込まれている。

B2C サブスク事業の計画は 1%増収、EBITDA3%増

セグメント別（現基準、セグメント間の売上高を含む）計画では、B2C サブスク事業は、売上高 95,300 百万円（前期比+1%）、EBITDA11,600 百万円（同+3%）、EBITDA マージン 12.2%（前期は 12.0%）である。内訳としては、Oisix が、売上高 63,500 百万円（同+6%）、EBITDA9,000 百万円（同+8%）、EBITDA マージン 14.2%（同 13.9%）、その他（大地を守る会、らでいっしゅぼーや、Purple Carrot）が、売上高 31,800 百万円（同-7%）、EBITDA2,600 百万円（同-11%）、EBITDA マージン 8.2%（同 8.5%）である。

Oisix については、前述した子育て世帯をターゲットとした会員獲得による LTV 向上や、近年継続している購入単価の上昇、オペレーション改善による収益性の向上が若干ながら見込まれている。オペレーション改善の施策としては、1) 不採算 SKU (商品の最小管理単位) の精査による商品ラインナップの変更、2) 自社調達網の内製化による調達コストの改善、3) 在庫適正化による割引販促費や廃棄の削減、4) LTV ベースの投資判断による新規獲得コストの適正化が挙げられている。

一方、その他については、特に、業績不振が継続している Purple Carrot の意図的な規模縮小が見込まれている。

新基準による B2C サブスク事業の EBITDA の計画は 1%増

全社費用の各セグメントへの配賦方法を変更した新基準に基づく、B2C サブスク事業の EBITDA は 10,250 百万円 (前期比+1%)、EBITDA マージンは 10.8% (前期は 10.8%) と見込まれている。内訳としては、Oisix の EBITDA が 8,000 百万円 (同+6%)、EBITDA マージンが 12.6% (前期は 12.6%)、その他の EBITDA が 2,250 百万円 (同-14%)、EBITDA マージンが 7.1% (前期は 7.6%) と見込まれている。

B2B サブスク事業の計画は 10%増収、EBITDA40%増

B2B サブスク事業の計画 (現基準) は、売上高 91,800 百万円 (前期比+10%)、EBITDA5,700 百万円 (同+40%) である。4 月に買収した「なの花九州」(売上高約 10 億円、約 30 施設) の貢献や、約 120 件の新規施設の獲得 (4 月末時点)、価格適正化による契約単価の上昇等が増収の要因である。

人件費や食材費を中心としたコストの増加を見込む一方、AI を活用した運営の標準化を更に進めることで、EBITDA マージンについて前期の 4.9%から 6.2%への改善を計画している。

新基準による B2B サブスク事業の EBITDA の計画は 52%増

新基準による B2B サブスク事業の EBITDA は 4,700 百万円 (前期比+52%)、EBITDA マージンは 5.1% (前期は 3.7%) と見込まれている。

図表 20. 27/3 期計画のセグメント別売上高・EBITDA (現基準)

セグメント売上高				セグメント EBITDA				
(百万円)	26/3 期	27/3 期 会社予想	YoY	(百万円)	26/3 期	27/3 期 会社予想	YoY	利益率
B2C サブスク	94,286	95,300	1%	B2C サブスク	11,284	11,600	3%	12.2%
Oisix	60,114	63,500	6%	Oisix	8,362	9,000	8%	14.2%
その他 (大地+らでいっしょ+PC)	34,172	31,800	-7%	その他 (大地+らでいっしょ+PC)	2,921	2,600	-11%	8.2%
B2B サブスク	83,385	91,800	10%	B2B サブスク	4,062	5,700	40%	6.2%
社会サービス	40,378	46,500	15%	社会サービス	1,839	2,000	9%	4.3%
車両運行サービス (26/3 下期は連結除外)	14,584	-	-	車両運行サービス (26/3 下期は連結除外)	1,866	-	-	-
その他事業	21,702	21,500	-1%	その他事業	1,000	1,350	35%	6.3%
連結調整	-2,918	-3,100	-	全社費用その他	-12,714	-11,950	-	-
売上高	251,419	252,000	0%	全社費用	-7,139	-7,250	-	-
売上高 (車両事業除く)	236,835	252,000	6%	のれん・減価償却費	-5,574	-4,700	-	-
				営業利益	7,339	8,700	19%	3.5%
				営業利益 (車両事業除く)	5,969	8,700	46%	3.5%
				EBITDA	12,914	13,400	4%	5.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 21. 27/3 期計画のセグメント別売上高・EBITDA (新基準)

セグメント売上高				セグメント EBITDA				
(百万円)	26/3 期	27/3 期 会社予想	YoY	(百万円)	26/3 期	27/3 期 会社予想	YoY	利益率
B2C サブスク	94,286	95,300	1%	B2C サブスク	10,146	10,250	1%	10.8%
Oisix	60,114	63,500	6%	Oisix	7,541	8,000	6%	12.6%
その他 (大地+らでいっしゅ+PC)	34,172	31,800	-7%	その他 (大地+らでいっしゅ+PC)	2,604	2,250	-14%	7.1%
B2B サブスク	83,385	91,800	10%	B2B サブスク	3,090	4,700	52%	5.1%
社会サービス	40,378	46,500	15%	社会サービス	1,528	1,700	11%	3.7%
車両運行サービス (26/3 下期は連結除外)	14,584	-	-	車両運行サービス (26/3 下期は連結除外)	1,527	-	-	-
その他事業	21,702	21,500	-1%	その他事業	1,245	1,600	28%	7.4%
連結調整	-2,918	-3,100	-	全社費用その他	-10,198	-9,550	-	-
売上高	251,419	252,000	0%	全社費用	-4,623	-4,850	-	-
売上高 (車両事業除く)	236,835	252,000	6%	のれん・減価償却費	-5,574	-4,700	-	-
				営業利益	7,339	8,700	19%	3.5%
				営業利益 (車両事業除く)	5,969	8,700	46%	3.5%
				EBITDA	12,914	13,400	4%	5.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

社会サービス事業の計画は 15%増収、EBITDA9%増

社会サービス事業の計画 (現基準) は、売上高 46,500 百万円 (前期比+15%)、EBITDA2,000 百万円 (同+9%)、EBITDA マージン 4.3% (前期は 4.6%) である。学童保育を中心とした契約施設数の増加が増収要因となっている。

新基準による社会サービス事業の EBITDA の計画は 11%増

新基準による社会サービス事業の EBITDA は 1,700 百万円 (前期比+11%)、EBITDA マージンは 3.7% (前期は 3.8%) と見込まれている。

その他事業の計画は 1%減収、EBITDA35%増

その他事業の計画 (現基準) は、売上高 21,500 百万円 (前期比-1%)、EBITDA1,350 百万円 (同+35%)、EBITDA マージン 6.3% (前期は 4.6%) である。前期に計上された HiOLI に係る構造改革費用の軽減に伴い、EBITDA マージンの改善が見込まれている。

新基準によるその他事業の EBITDA の計画は 28%増

新基準によるその他事業の EBITDA は 1,600 百万円 (前期比+28%)、EBITDA マージンは 7.4% (前期は 5.7%) と見込まれている。

7. 中長期展望

30/3 期に、売上高 3,250 億円、EBITDA190 億円、EPS175 円の達成を目指す

同社は今回、2025 年 5 月に設定した、30/3 期中長期目標を修正した。変更前の数値目標は、最重要指標と位置付けている調整後 EPS (EPS × (税金等調整前当期純利益 - 特別損失) ÷ 税金等調整前当期純利益) 175.0 円、B2C サブスク事業と B2B サブスク事業の合計売上高 3,000 億円、B2C サブスク事業と B2B サブスク事業の合計ベースの調整後セグメント利益率 9.0%であった。

最重要指標とする調整後 EPS は EPS に変更した上で、数値目標は 175.0 円を据え置いた。売上高については、B2C サブスク事業と B2B サブスク事業の合計から、全社売上高に変更した上で、数値目標は 3,250 億円に変更した。B2C サブスク事業と B2B サブスク事業の合計ベースの調整後セグメント利益率 9.0%については、全社 EBITDA190 億円に変更した。また、経営上、

車両運行サービス事業を除いた CAGR の目標は、売上高 7%、EBITDA14%

セグメント別売上高の CAGR の目標は、B2B サブスク 13%、B2C サブスク 3%

B2B サブスク事業はオーガニック成長を中心とした計画

B2B サブスク事業が EBITDA の拡大を牽引

重視する利益指標については、セグメント・全社ベース共に、調整後セグメント利益（調整後セグメント利益率）から、EBITDA（EBITDA マージン）に変更した。

結果として、25/3 期を起点とした 30/3 期までの CAGR の計画は、売上高 5%、EBITDA8%、EPS11%である。車両運行サービス事業を除いたベースの CAGR では、売上高 7%、EBITDA14%と見込まれている。

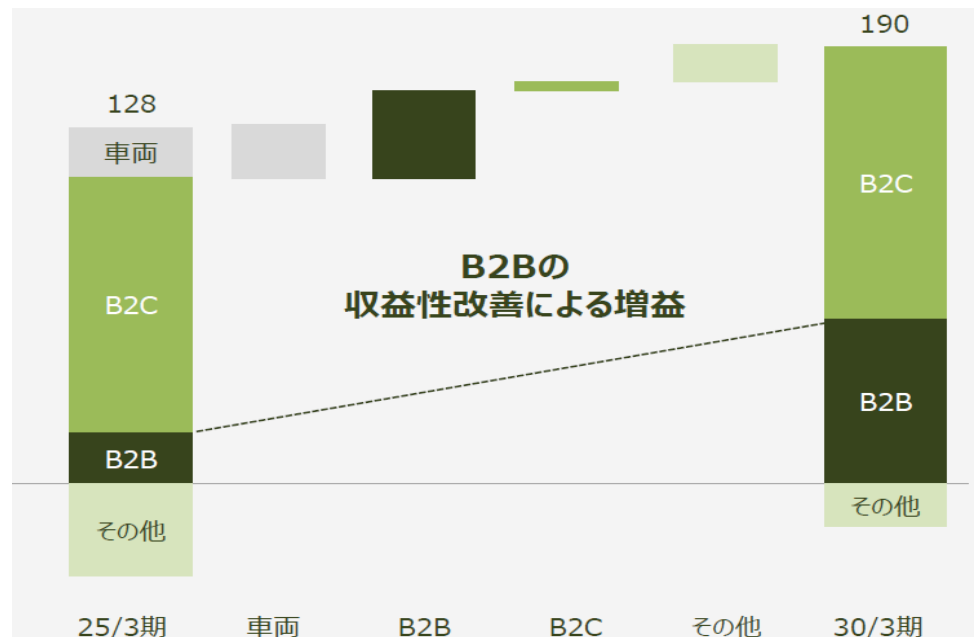
30/3 期におけるセグメント別売上高目標の内訳は、B2C サブスクが 1,100 億円（CAGR3%）、B2B サブスクが 1,400 億円（同 13%）、その他（社会サービス事業、その他事業、連結調整の合計）が 750 億円（同 6%）である。

B2C サブスク事業については、26/3 期が前期比 3%減収であったことや、27/3 期が 1%増収計画であることから、低い伸びが見込まれている。その他については、主として、社会サービス事業の学童保育の伸びが見込まれている。

B2B サブスク事業の CAGR13%の内訳は、おおよそ 10%分が契約施設数の増加や、顧客単価の上昇等によるオーガニック成長、残り 3%分がロールアップ型 M&A によるインオーガニック成長と想定している模様であり、M&A の貢献を大きく織り込んでいるわけではない。よって、前述したキャピタルアロケーションの目標通りに B2B サブスク事業の M&A が実現した場合には、30/3 期における同事業の売上高は計画を上回る可能性があると考えられる。

図表 22 は、25/3 期と 30/3 期を比較した、セグメント別 EBITDA の増減イメージをグラフにしたものである。事業売却した車両運行サービス事業の利益が剥落するものの、売上高の拡大と収益性の改善により、B2B サブスク事業の EBITDA の大幅な拡大が見込まれている。なお、このグラフで用いている「その他」の EBITDA の数値は、社会サービス事業、その他事業、全社費用である調整額を合計したものである。

図表 22. セグメント別 EBITDA の増減イメージ (単位：億円)



注：「その他」は、社会サービス事業、その他事業、調整額の合計
出所：会社資料

B2C サブスク事業の EBITDA は小幅な増加を想定

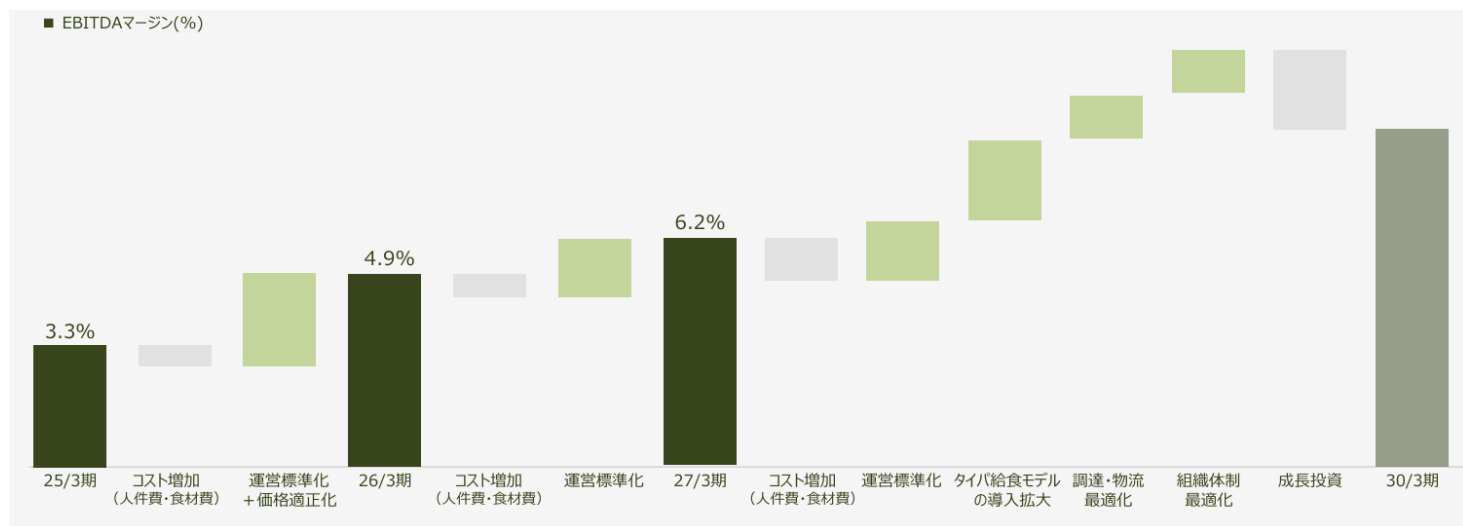
B2C サブスク事業の EBITDA の増加幅が小さいのは、起点となる 25/3 期に対して、26/3 期の EBITDA が 9%減少したことや、B2B サブスク事業との各種シナジー効果が主に B2B サブスク事業において発現すると見込んでいること、会員数の大幅な拡大を見込んでいないことが要因である。B2B サブスク事業とのシナジー効果が B2C サブスク事業においても発現したり、子育て世帯の獲得策が奏功し、解約率が想定よりも低下したりすれば、B2C サブスク事業の EBITDA が計画を上回る可能性はあると考えられる。

B2B サブスク事業の EBITDA マージンは複数の要因によって向上を見込む

B2B サブスク事業における EBITDA マージン（現基準）の推移とその変動要因について、今後のイメージを示したのが図表 23 である。EBITDA マージンの改善要因として、26/3 期は施設運営の標準化及び価格適正化が、27/3 期計画は施設運営の標準化が挙げられている。28/3 期から 30/3 期に掛けては、施設運営の標準化に加え、「タイパ給食」モデルの導入拡大、調達・物流の最適化、組織体制の最適化が挙げられている。

一方、人件費・食材費等のコスト増加が継続的な EBITDA マージンの悪化要因として挙げられている。また、28/3 期から 30/3 期に掛けての EBITDA マージンの悪化要因として挙げられているのが、人材とモノへの成長投資である。コスト増加に含まれている人件費の増加が主として最低賃金の上昇に対応したものであるのに対し、成長投資に含まれている人材投資は積極的な待遇改善を意図したものである。モノへの投資については、今後取組みを強化する設備投資等に係る減価償却費以外のコストの増加を見込んでいる模様である。

図表 23. 30/3 期に向けての B2B サブスク事業の EBITDA マージン（現基準）のイメージ



注：各期の EBITDA マージンの水準については、全社費用の配賦方針を変更した新基準では上記数値から低下する見込み

出所：会社資料

「タイパ給食」モデルの導入拡大に向けた完全調理品の開発

28/3 期以降の EBITDA マージンの改善要因として、同社が最も貢献を見込んでいるのが「タイパ給食」モデルの導入拡大である。「タイパ給食」モデルとは、商品面、調達面、製造加工・物流面、調理・提供面でタイムパフォーマンスを追求した同社独自の取組みである。B2C サブスク事業の圧倒的なミールキット開発力とビッグデータを活用して、競合他社には模倣できない省人化と高付加価値化を同時に達成することを目指している。

商品面では、味も見た目もおいしい完全調理品等の開発に注力しており、その代表例としては、高齢者施設に対して 2025 年 11 月にテスト販売を開始した戦略商品「元気づはん」が挙げられる。本格販売は 27/3 期に入ってからであるため、現状の導入施設はまだ少ないと見られる。しかし、

「元氣ごはん」によって、学校給食や企業食堂等に比べて利用者 1 人当たりの年間食事提供数が多い高齢者施設の開拓が進めば、顧客単価の上昇や、売上高人件費率の改善を通じた利益率の改善が期待できるため、今後の状況に期待したい。

「元氣ごはん」によって高齢者も業界も元気に

「元氣ごはん」は、同社の収益性改善に繋がるだけでなく、高齢者施設や給食業界の課題にも繋がる点でも注目に値する商品である。1) 高齢者施設においては、一般成人向けと同量の食事を提供していたため、食べ残しが常態化し、居住者の低栄養・体重減少が問題になっていたこと、2) 給食業界においては、人件費の上昇及び人手不足が慢性化していたことや、3) 食材費の高騰が継続していたことが課題となっていた。これに対し、「元氣ごはん」の導入が進むと、1) 少量多栄養食と独自技術による「食べなくなる食事」の実現、2) 標準化オペレーションによる経験豊富なパートを中心とした持続可能な運営モデル、3) B2C サブスク事業との共通の製造インフラの活用によるコスト最適化が期待できる。そうした面からは、「元氣ごはん」は高齢者を元気にするだけでなく、業界を元気にする商品と言える。

B2C サブスク部門との連携で、調達・物流の最適化と、組織体制の最適化による EBITDA マージンの向上を目指す

28/3 期以降の新たな EBITDA マージンの改善要因としては、調達・物流の最適化と、組織体制の最適化が挙げられている。こうした要因の多くは、B2C サブスク部門が培ってきた事業基盤やノウハウに基づくものであり、給食事業に特化している同業他社が真似できるものではない。

調達・物流の最適化は、B2C サブスク事業との製造部門の統合（製造ラインの稼働率向上による原価低減、商品クオリティの追求とオペレーション最適化等）、物流部門の連携強化（配送ルート・積載効率改善による配送量の増加、業界標準の配送プラットフォームへの進化等）を実施することにより、売上高原材料費率や売上高販管費率の改善による EBITDA マージンの向上を目指す取組みである。一方、組織体制の最適化は、コーポレート部門の統合によってグループ共通部門を集約することで、売上高人件費率の改善を通じた EBITDA マージンの向上を目指す施策である。

こうした両部門の連携強化は、B2C サブスク事業の収益性にも好影響を与える可能性がある。しかし、同社は、中長期目標において、B2C サブスク事業の EBITDA マージンの改善を見込んでいないため、B2B サブスク事業で連携強化の成果が発現すれば、B2C サブスク事業の EBITDA が目標を上回る可能性がある。

2026 年 3 月に両事業の製造・システム・コーポレート部門を統合

同社は、上記の施策に取組む体制を強化するため、2026 年 3 月に、B2B サブスク事業と B2C サブスク事業において、製造・システム・コーポレート各部門を統合した。結果、本社部門のスリム化が最初の成果となった。システム部門の統合では、DX 推進による生産性の向上と、基幹システムの統合や運用プロセスの確立に取組む方針である。

2026 年 7 月には、B2B サブスク事業の主要子会社 2 社の統合が予定されており、本社部門の更なるスリム化や営業力の強化等が見込まれる。

30/3 期の EBITDA マージン 5.8%の達成に向けて順調なスタートを切った

なお、同社は、全社ベースの EBITDA マージンについては、25/3 期の 5.0%（車両運行サービス事業を除くと 4.3%）から 30/3 期には 5.8%への改善を見込んでいる。B2B サブスク事業の利益率の大幅な改善による影響が、相対的に利益率が低い B2B サブスク事業の売上高構成比の上昇によるセールスマックスの悪化の影響を上回る計画となっているためである。

実際、26/3 期においては、B2B サブスク事業の EBITDA マージンを前期比 1.6%ポイント改善させたことにより、車両運行サービス事業を除くと、全社ベースの EBITDA マージンを同 0.4%ポイント改善させることに成功した。ストラテジー・アドバイザーズでは、同社のエクイティストーリー実現に向けて、B2B サブスク事業の EBITDA マージンの改善を最も重視しているが、この点において、中長期目標の達成に向けて順調なスタートを切ったと評価している。

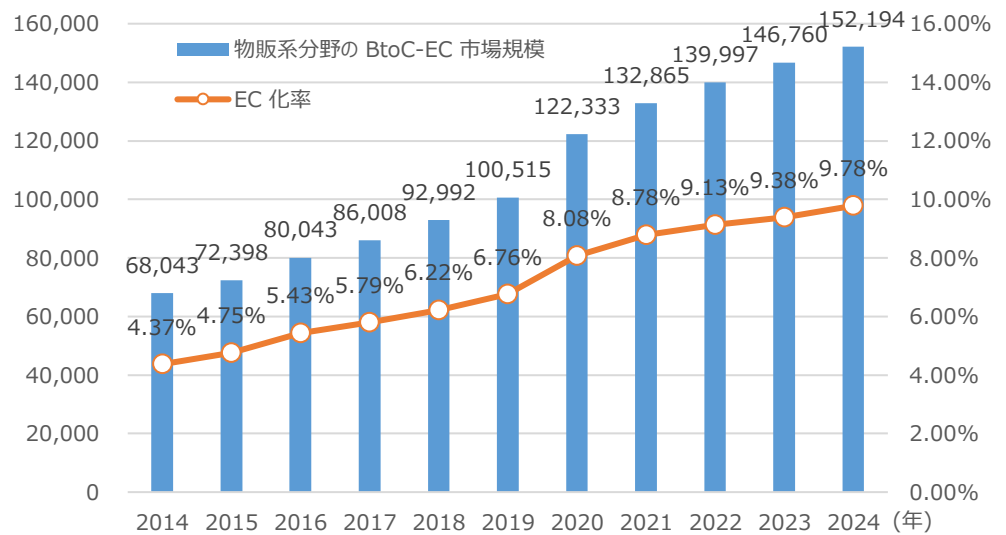
8. 市場動向

1) B2C サブスク (食品宅配) 市場

2024 年の国内 B2C EC 市場における EC 化率は 9.78%

経済産業省の電子商取引に関する市場調査によれば、物販系分野の B2C EC 市場規模は、2014 年の 6 兆 8,043 億円から 2024 年には 15 兆 2,194 億円に拡大し、EC 化率も同期間で 4.37%から 9.78%に上昇した。2020 年の巣ごもり消費で大幅に上昇した EC 化率は、その後、上昇幅が縮小傾向にあったが、2024 年には上昇幅が拡大した。しかし、国内の EC 化率は主要国の中では依然として低水準にとどまっており、更なる市場の拡大が見込まれている。

図表 24. 物販系分野 B2C EC 市場規模及び EC 化率の推移 (単位:億円)



出所：経済産業省「令和 6 年度電子商取引に関する市場調査報告書」

食品・飲料・酒類の EC 化率はまだ低く、同市場の成長率が高い

同社が扱っている主要分野に絞ると、2024 年において、食品・飲料・酒類の B2C EC 市場規模は前年比 6.4%増の 3 兆 1,163 億円 (EC 化率 4.52%) となった。食品・飲料・酒類の EC 化率は相対的に低い水準であり、同市場の成長率は物販系分野全体の平均 (前年比 3.7%増) と比べて高い伸びを維持している。経済産業省の調査に基づくと、国内 B2C EC 食品宅配市場における同社の市場シェアはまだ 3%に過ぎず、国内市場においても今後の成長余地は十分にあると思われる。

図表 25. 物販系分野の商品毎の B2C EC 市場規模及び EC 化率 (単位:億円)

分類	2023 年		2024 年	
	市場規模 下段：前年比	EC 化率	市場規模 下段：前年比	EC 化率
① 食品、飲料、酒類	29,299 (6.52%増)	4.29%	31,163 (6.36%増)	4.52%
② 生活家電、AV 機器、PC・周辺 機器等	26,838 (5.13%増)	42.88%	27,443 (2.26%増)	43.03%
③ 書籍、映像・音楽ソフト	18,867 (3.54%増)	53.45%	18,708 (▲0.84%)	56.45%
④ 化粧品、医薬品	9,709 (5.64%増)	8.57%	10,150 (4.54%増)	8.82%
⑤ 生活雑貨、家具、インテリア	24,721 (5.01%増)	31.54%	25,616 (3.62%増)	32.58%
⑥ 衣類・服装雑貨等	26,712 (4.76%増)	22.88%	27,980 (4.74%増)	23.38%
⑦ 自動車、自動二輪車、パーツ等	3,223 (1.26%増)	3.64%	3,336 (3.50%増)	4.16%
⑧ その他	7,391 (0.87%増)	1.91%	7,797 (5.49%増)	2.08%
合計	146,760 (4.83%増)	9.38%	152,194 (3.70%増)	9.78%

出所：経済産業省「令和6年度電子商取引に関する市場調査報告書」

前述したように、同社は、国内食品宅配市場における自社のポジションを「スペシャリティ×サブスク」領域に置いている。他の領域としては、「スペシャリティ×スポット」、「リーズナブル×スポット」、「リーズナブル×サブスク」が挙げられる。

図表 26. 国内 B2C (食品宅配) 市場 (再掲)



出所：会社資料

世界で事業を展開する「HelloFresh」は1年未満で日本市場から撤退

「スペシャリティ×サブスク」領域のプレーヤーについては、第2章で触れているのでここでは取り上げないが、2022年に国内市場に参入した「HelloFresh」の事例についても紹介したい。

HelloFreshは、ドイツを中心に欧米等10か国以上でミールキット宅配サービスを展開している。2022年4月に日本でのサービスを開始したが、激しい競争環境の中、収益化が見込めないと判断し、同年12月に日本市場から撤退した。食文化や消費行動の違いも背景にあったと思われるが、世界でサービスを提供する企業であっても、国内の「スペシャリティ×サブスク」領域で成功することは簡単ではないことが明らかになった。

「スペシャリティ×スポット」領域のプレーヤー

「スペシャリティ×スポット」領域のプレーヤーとしては、楽天グループ（4755 東証プライム、サービス名楽天市場）、雨風太陽（5616 東証グロース サービス名ポケットマルシェ）、ビッドガーデン（サービス名食ベチョク）等が挙げられる。

これらの企業は、お取り寄せ・産地直送（産直）をセールスポイントとしており、同社のように農家から直接仕入れて消費者に販売しているわけではない。また、販売価格の設定を農家に任せていることや、スポット販売が中心であること等もあり、同社とはビジネスモデルが異なっている。

「リーズナブル×スポット」領域のプレーヤー

「リーズナブル×スポット」領域のプレーヤーとしては、フードデリバリーとネットスーパーに大別される。フードデリバリー会社としては、Uber Eatsと出前館（2484 東証スタンダード）が挙げられる。大手フードデリバリー会社は、普及価格帯の完全調理品をスポットで販売しており、同社とは対極のポジションに位置している。

ネットスーパーとしては、イオン（8267 東証プライム）やライフコーポレーション（8194 東証プライム）等の大手小売企業等が展開している。これらの企業も基本的には、食品以外の日用品等を含む普及価格帯商品のスポット販売の事業形態であり、同社とは市場を棲み分けていると言える。

「リーズナブル×サブスク」領域のプレイヤー

「リーズナブル×サブスク」領域のプレイヤーとしては、パルシステム生活協同組合連合会（サービス名パルシステム）、夕食向けミールキット宅配サービスのヨシケイ開発（サービス名ヨシケイ）等が挙げられる。パルシステムの総組合員数は25/3 期末で176万人であり、同社の会員数を大幅に上回るが、ネット経由の受注比率は23年度上期で5割程度であることや、アクティブユーザー数が不明であることから、同社と単純に比較することは難しい。また、生協という事業形態は営利を目的としていないことも同社との大きな違いと言える。

ヨシケイについても、会員数は約50万世帯と公式ホームページでは公表されている。しかし、アクティブユーザー不明であることや、FCによる事業展開をしていること、ネット受注が少なく、対面販売が中心と見られることから、同社との単純な比較は困難である。

商品価格帯や顧客層が異なることから、同社と両社では市場を棲み分けていると言える。

2) B2B サブスク（給食）市場

国内 B2B サブスク（給食）市場は、約5兆円規模であり、新型コロナウイルス感染症の影響で落ち込んだ時期を除けば、安定して推移している。しかしながら、1990年代以降は、競争激化によって多くの上場企業が上場廃止に追い込まれたことは第4章で述べた通りである。近年では、食材費の高騰や最低賃金の引上げ、慢性的な人手不足もあり、給食業者の業績悪化や経営破綻も発生している。

図表 27. 国内 B2B（給食）市場



出所：会社資料

業界大手でも市場シェアは低い

現在、給食業界の大手企業としては、日清医療食品、エームサービス、LEOC、グリーンハウス、富士産業、コンパスグループ・ジャパン（旧西洋フードシステムズ）、魚国総本社、メフォス等が挙げら

れる。上位 10 社による市場シェアは 2 割程度と言われており、1990 年代から継続している厳しい競争環境に変化はないと見られる。同社は、これらの上位グループに次ぐ事業規模を有しているが、B2C サブスク市場とは異なり、現状では独自のポジションを確立できていない。

しかし、同社が進める B2C サブスク事業の事業基盤やノウハウを活かした成長戦略が成功すれば、業界内における存在感が高まる可能性は少なくないと思われる。

事業所が最大のマーケット

一般社団法人日本フードサービス協会が会員企業を対象とした外食産業市場産業調査によれば、2023 年における集団給食の市場規模は、3 兆 1,741 億円であった。内訳としては、学校（大学を含まず）4,832 億円、事業所 1 兆 5,884 億円、病院 7,513 億円、保育所給食 3,512 億円であった。事業所が全体の 5 割を占める最大のマーケットとなっている。

9. 類似企業との財務指標の比較

同社に似ている点がある食品・飲料 関連企業を類似企業に選定

ストラテジー・アドバイザーズでは、同社の同業他社として比較できる上場企業が存在していないため、EC、非 EC を問わず、国内の食品・飲料関連企業の中から、同社に似ている点がある企業を類似企業として選定した。

非 EC 企業からは、独自のサプライチェーンで構築し、製造小売り型食品スーパーを展開する神戸物産（3038 東証プライム）、高付加価値かつプレミアムな商品を扱う食品スーパーであるブルーゾーンホールディングス（417A 東証プライム）、外食業界向けにカット野菜やミールキット等を提供するデリカフーズホールディングス（3392 東証スタンダード）、高齢者向け配食サービスの FC 本部を運営するシルバーライフ（9262 東証スタンダード）を選定した。また、EC 販売が主体ではないが、宅配水のサブスクリプション形態のビジネスモデルであるプレミアムウォーターホールディングス（2588 東証スタンダード）も選定した。食品関連 EC 企業からは、パン・パスタを中心とした自社製品をサブスクリプション形態で販売するベースフード（2936 東証グロース）と、健康食品や化粧品を販売する北の達人コーポレーション（2930 東証プライム）を選定した。

神戸物産等の安全性が相対的に良好

安全性の指標である自己資本比率やネット D/E レシオを見ると、高い収益力を有する神戸物産やシルバーライフ、北の達人コーポレーションの数値が良好と言える。また、ベースフードについては、自己資本比率は低いものの、実質無借金であることから、相対的に財務内容が良好である。

一方、同社とプレミアムウォーターホールディングスは、積極的に投資を行ってきた結果、自己資本比率やネット D/E レシオの数値は相対的に見劣りする。

プレミアムウォーターホールディングス 等の収益性が相対的に良好

収益性の指標である営業利益率や EBITDA マージンを見ると、高い売上総利益率を誇るプレミアムウォーターホールディングスの数値が極めて高い。シルバーライフや北の達人コーポレーション、神戸物産も相対的に良好な水準を確保している。

一方、黒字転換後、2 期しか経過していないベースフードは、まだ低い利益率となっている。同社は、買収したシダックス・グループの収益性の改善が道半ばであるため、現時点の利益率は相対的に低い水準にある。

ROE では神戸物産を高く評価したい

企業の総合力を示す指標である ROE を見ると、プレミアムウォーターホールディングスやベースフード、神戸物産の上位 3 社に次いで同社が 4 番目に高い。しかし、同社、ベースフード及びプレミアムウォーターホールディングスの ROE の高さについては、自己資本比率が低いことも影響している。よって、良好な自己資本比率と高い ROE を両立している神戸物産が高く評価されるべきであろう。

ROICでは神戸物産とベースフードが高い

財務レバレッジの影響を受けない ROIC (有利子負債と自己資本を投下資本として算出した場合) を見ると、神戸物産とベースフードが高くなっている。同社は、利益水準と比較して有利子負債 (リース負債を含む) が高水準となっていることから、類似企業の中では低い水準となった。

同社の EBITDA の水準は事業基盤の一つとして評価できる

利益規模の指標である EBITDA を見ると、ブルーゾーンホールディングスと神戸物産が上位 2 社となっており、プレミアムウォーターホールディングスと同社が後に続いている。同社は M&A を重視しているが、スケールメリットを得るには一定の利益規模が必要である。同社の EBITDA の水準は今後の M&A を実行する上での事業基盤の一つとして評価できる。

B2B サブスク事業の収益性の向上に期待

全体的に見ると、ROE や EBITDA を除くと、同社の数値は現時点では類似企業との比較において良好とは言えない。しかし、30/3 期に向けた中長期目標を達成することが出来れば、他の指標についても改善が見込めるため、現在取り組んでいる B2B サブスク事業の収益性の向上に期待したい。

図表 28. 類似企業との収益性比較

会社名	コード	決算期	ROE (実績) (%)	ROIC (投下資本) (実績) (%)	ROIC (事業資産) (実績) (%)	EBITDA (実績) (百万円)	EBITDA マージン (実績) (%)	営業利益率 (会社予想) (%)	自己資本 比率 (実績) (%)	ネット D/E レシオ (実績) (倍)
オイシックス・ラ・大地	3182	26/3	15.7	5.5	5.9	12,914	5.1	3.5	25.3	0.8
神戸物産	3038	25/10	21.7	13.9	31.1	46,429	8.4	7.6	62.0	-0.6
ブルーゾーン HD	417A	26/3	12.4	9.7	11.5	52,727	6.5	4.1	46.6	0.2
ベースフード	2936	26/2	21.9	11.0	50.4	283	1.9	0.4	33.8	-0.9
シルバーライフ	9262	25/7	10.5	6.5	7.4	1,782	11.9	6.7	66.7	0.0
プレミアムウォーターHD	2588	26/3	29.6	8.9	26.3	25,551	31.8	16.4	23.7	1.2
北の達人コーポレーション	2930	26/2	8.7	8.3	29.0	1,129	10.1	6.6	84.8	-0.7
デリカフーズ HD	3392	26/3	15.6	7.2	7.8	3,377	5.4	3.6	35.4	0.5

注：ブルーゾーンホールディングスの ROE や ROIC については 2024 年度末のヤオコーの数値も使用して算出。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10. 株価動向とバリュエーション

利益拡大局面に入った 2018 年から株価が上昇

同社の株価の長期的な推移は、概ね利益の計画・実績と連動している。上場から 2017 年までの株価は、営業利益が 7~9 億円程度で推移していたため、概ね 1,000 円 (株式分割修正後) を下回る低水準で推移していた。2018 年 5 月に、らでいっしゅぼーやの買収等により、大幅な増収増益を見込む 19/3 期業績予想が公表されると、株価は 1,000 円 (同) を突破した後、業績予想の上方修正を受けて、2018 年 12 月には 2,497 円の高値を付けた。

コロナ禍での利益急増等により、2021 年に株価は 5,000 円を突破

2019 年 5 月に公表された 20/3 期業績予想が減益見込みであったことから、株価は下落に転じ、2020 年 2 月には 1,000 円を割り込んだ。新型コロナウイルス感染症が国内で発生すると、食材宅配に対する注目が高まったため、2020 年 3 月に株価は反転した。5 月に大幅増益を見込む 21/3 期業績予想が公表されると、株価は 2,000 円を突破した。コロナ禍での食材 EC に対する

需要の急増に伴う業績予想の大幅な上方修正等を受けて、10月には一時、4,000円を上回った。しかし、その後は、株価は3,000円前後での調整に入った。

2021年5月に公表された21/3期決算は、営業利益が前期比3倍の74億円と大幅な増益であったが、コロナ禍で急増した需要の一部が消失すると見込み、22/3期の業績見通しが大幅な減益であったため、株価は小動きにとどまった。その後、同社の長期的な成長力を評価する投資家による買い意欲が高まったため、2021年9月には株価は一時、5,000円を突破した。

しかし、2021年11月に公表された22/3期第2四半期決算が減益であったこと等をきっかけに株価は下落に転じ、その後は2,000~3,500円のレンジに移行した。2022年5月に、23/3期が小幅な増益にとどまるとの業績予想が公表されると、株価は下落し、1,500~2,500円のレンジに切り下がった。

2023年5月には、大幅増益を見込む24/3期業績予想が公表されたが、株価に大きな影響は与えなかった。8月に24/3期第1四半期決算が公表されると、低い増益率を受けて予想PERが低下したため、株価は下落基調となった。2023年10月に株価が1,500円を下回ると、その後は1,000~1,500円のレンジに切り下がった。

2024年5月に公表された24/3期決算では、シダックスの子会社化等の貢献も加わり、営業利益は前期比54%増の51億円に回復したほか、25/3期の営業利益は70億円に増加する計画であった。業績回復を受けて株価は徐々に上昇し、11月には一時1,700円を突破した。しかし、その後は株価の上値が重くなり、株価レンジは概ね1,200~1,600円に移行した。

2025年5月には、26/3期の営業利益計画が過去最高益となる80億円と公表されると、株価はじり高の展開となり、8月には2,000円近くまで上昇した。しかし、株価はその後やや調整し、現在は概ね1,300~1,600円のレンジで推移している。

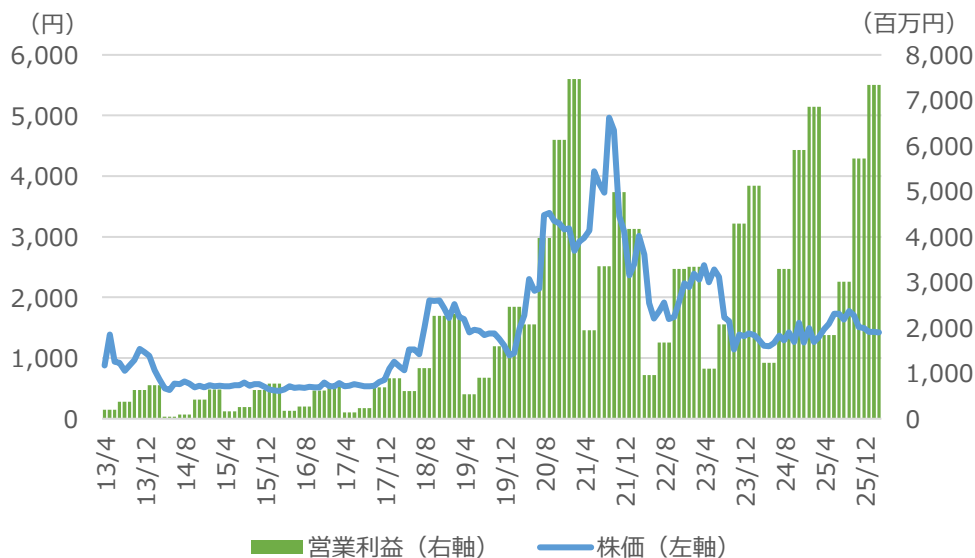
2021年秋以降は、業績の悪化を受けて株価レンジは切り下がった

2023年夏以降は、業績は回復に転じたものの、バリュエーションの低下を受けて株価レンジは更に切り下がった

業績回復は継続も、株価レンジの切り上がりは限定的だった

現在は1,300~1,600円で推移

図表 29. オイシックス・ラ・大地の株価と営業利益



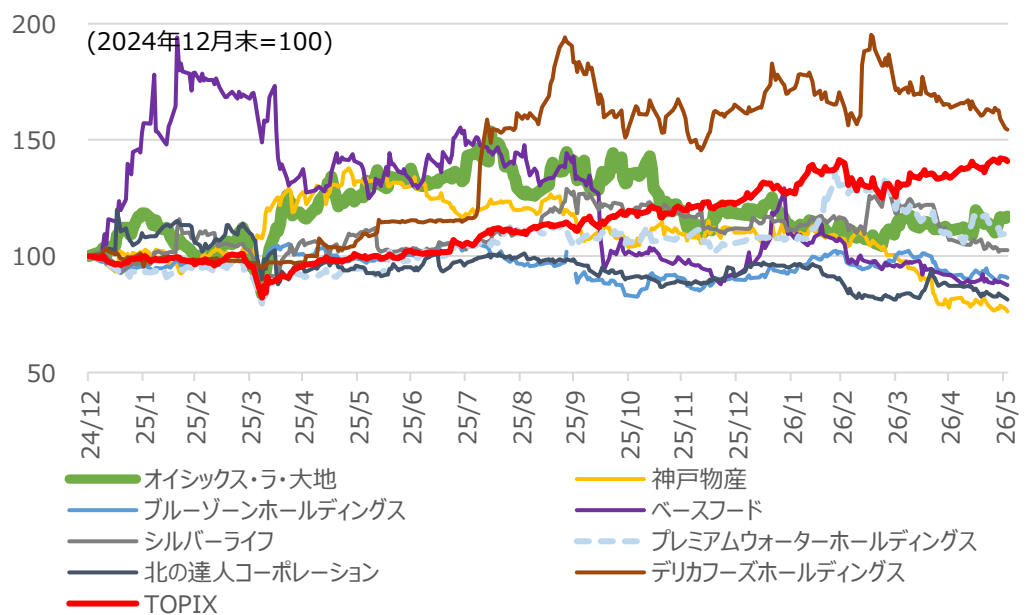
注：14/3期~16/3期は非連結。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2024年12月末からの類似企業やTOPIXとの株価比較は図表30の通りである。好調な業績見通しを受けて、2025年秋までは、同社の株価はTOPIXや類似企業の株価をアウトパフォームしてきた。しかし、11月に公表された26/3期中間期決算において営業利益が減益となったことから、同社の株価は下落に転じた。結果として、過去半年においては、同社株はTOPIXをアンダーパフォームしている。一方、類似企業の多くの株価も同期間では低迷しており、同社の株価パフォーマンスが相対的に不振であったわけではない。

なお、ベースフードの株価が2025年2月に掛けて急上昇したのは、25/2期第3四半期の営業利益が、一時的に利益を計上した24/2期第2四半期を除くと、初めて黒字に転換したためである。また、デリカフーズの株価が2025年夏に上昇したのは、好調な26/3期第1四半期決算を公表し、業績予想の上方修正期待が高まったためである（実際、同年10月に業績予想が上方修正された）。

図表 30. オイシックス・ラ・大地と類似企業の株価推移



注：ブルーゾーンホールディングスについては、2025年9月末まではヤオコーの株価を採用
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

予想 PER は一時 100 倍を上回った

同社の会社予想 PER は、IPO 後、暫くは高い評価を得ていたが、評価が落ち着いた 2015 年から 2017 年に掛けては概ね 20~40 倍で推移していた。2018 年 5 月に好調な 19/3 期業績見通しが公表されると、急上昇を開始した。その後、四半期決算において好決算が確認されると、業績予想の上方修正期待が高まり、予想 PER は一時 100 倍を上回った。2018 年 10 月に業績予想の大幅な上方修正が公表されると、予想 PER は 40 倍前後に低下した。

予想 PER は、2019 年以降、30~50 倍程度で推移していたが、2020 年春からはコロナ禍での食材 EC の需要拡大に対する期待が一気に高まったため、2020 年末に掛けて約 60 倍に上昇した。2021 年に入ると、同社の長期的な成長力に対する期待が高まったため、9 月には再び 100 倍近くに上昇した。

長期的な成長期待が減退し、予想 PER は大幅に低下

その後、業績予想に対する未達懸念が生じたことや、長期的な成長期待が減退したことから株価が急落し、予想 PER は 30 倍程度に低下した。実際、2022 年 2 月に 22/3 期の業績予想が

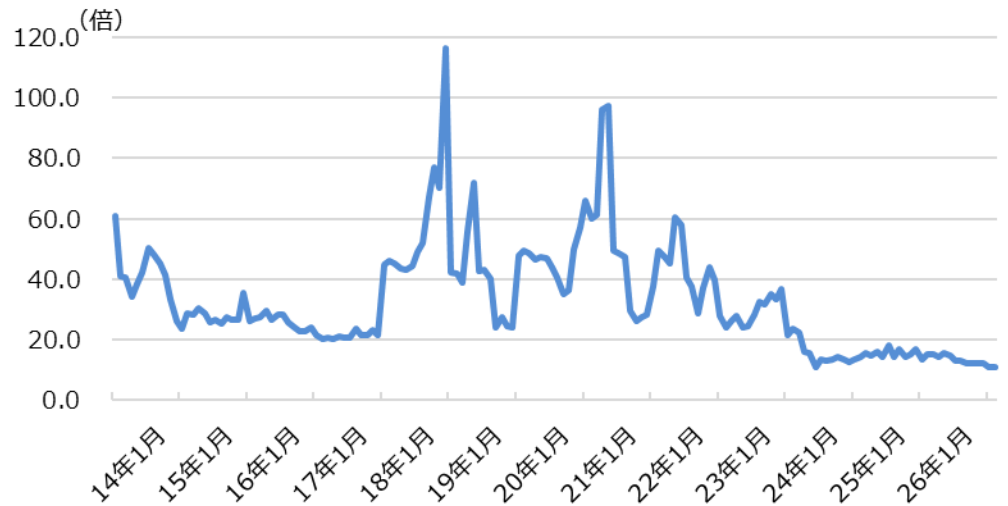
オイシックス・ラ・大地 | 3182 (東証プライム)

下方修正されると、予想 PER は一旦 40 倍台に上昇した。その後は、業績回復を見極めたいとする市場の見方が強まり、予想 PER は再び低下基調に入り、2023 年末に掛けては 20~40 倍のレンジで推移した。

2024 年 5 月には、堅調な 25/3 期業績予想が示されたが、株価の反応が鈍く、予想 PER は 11 倍に低下した。2025 年秋に掛けての株価上昇を受けて、予想 PER も 14 倍まで上昇した。その後、株価が反落したため、現在の予想 PER は 11 倍に低下している。

予想 PER の推移

図表 31. オイシックス・ラ・大地の予想 PER の推移

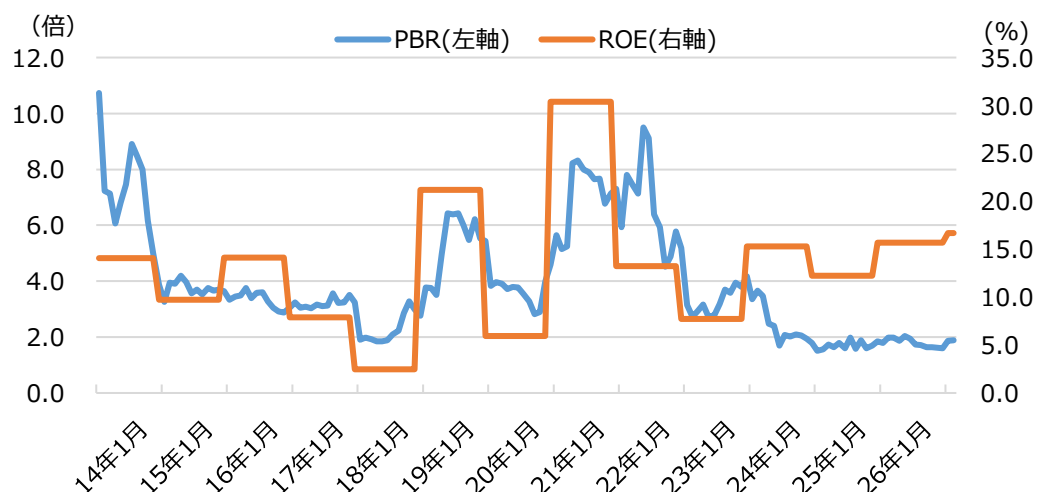


注：14/3 期~16/3 期は非連結。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ROE と PBR の推移

図表 32. オイシックス・ラ・大地の ROE と PBR の推移



注：14/3 期~16/3 期は非連結。27/3 期の ROE は、予想利益と、26/3 期末と 25/3 期末の自己資本の平均を用いて算出した予想値。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

PBR は過去との比較で低水準

同社の PBR は、IPO 直後を除くと、2021 年までは概ね ROE と連動して変動していた。2022 年は成長期待の高まりによって PBR が高水準を維持していた一方で、業績が大幅に悪化し、ROE が急低下したため、両者の動きに乖離が生じた。他方、2024 年以降は、業績の回復に伴い、ROE が 10~15% に上昇したものの、長期的な成長力に対する期待が高まらないため、PBR は過去に同程度の ROE を確保していた時期と比べると、低い水準で推移している。

類似企業との比較では、予想 PER の評価が低い

類似企業とのバリュエーション比較では、同社の予想 PER は、会社予想 EPS が公表されていないベースフードを除いた 7 社中 3 番目に低く、絶対値でも 11 倍と、高い評価は受けていない。一方、ROE は 8 社中 4 番目に位置しており、5 番目に高い PBR は相応の評価と言える。

エクイティストーリーの実現により、予想 PER の上昇が期待できる

エクイティストーリーで述べた通り、B2B サブスク事業において、中長期目標で目指している、大幅な利益率の改善に成功した場合や、M&A を通じて利益規模が大きく拡大し、業界のリーディングカンパニーとなった場合は、そのどちらか一方であっても、現在、低い水準となっている予想 PER が上昇すると見られるが、両方が実現した場合は、大幅に上昇する可能性がある。

図表 33. 類似企業とのバリュエーション比較

会社名	コード	決算期	株価 (6/2)	時価総額 (十億円)	EV	EV/EBITDA	PER	PBR	配当利回り
					(実績) (十億円)	(実績) (倍)	(会社予想) (倍)	(実績) (倍)	(会社予想) (%)
オイシックス・ラ・大地	3182	26/3	1,476	51.3	74.0	5.7	11.1	1.9	1.8
神戸物産	3038	25/10	2,622	581.5	488.9	10.1	19.7	3.7	1.2
ブルーゾーン HD	417A	26/3	1,714	348.9	391.7	7.4	14.6	1.7	1.9
ベースフード	2936	26/2	297	15.9	14.6	51.6	na	11.7	0.0
シルバーライフ	9262	25/7	728	8.0	7.9	4.0	9.8	1.1	2.5
プレミアムウォーターHD	2588	26/3	3,360	72.2	109.5	4.3	11.4	3.2	3.6
北の達人コーポレーション	2930	26/2	122	17.0	11.3	10.0	23.2	2.1	2.9
デリカフーズ HD	3392	26/3	801	13.0	18.6	5.5	7.4	1.2	3.4

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

11. ESG の取組み

1) オイシックス・ラ・大地のコーポレートガバナンス体制

コーポレート・ガバナンス体制

同社グループ（当社及び当社の関係会社）は、同社、連結子会社 35 社及び関連会社 4 社で構成される。組織形態は、監査役設置会社である。取締役会については、取締役 9 名のうち、社内取締役 4 名、社外取締役 5 名であり（社外取締役比率 55.6%）、5 名とも独立性の基準を満たしている。女性取締役 3 名であり、女性取締役比率は 33.3% である。監査役を含めると女性役員は 4 名である（女性役員比率 30.8%）。監査役は 4 名であり、4 名とも社外監査役（4 名とも独立役員）である。

コーポレートガバナンス・コードの原則 4-8 では、東証プライム市場上場企業の場合、独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1 以上を求めているが、当該基準を満たしている。また、東証は、2030 年

までに女性役員比率 30%以上とすることを目標として掲げているが、当該基準も前倒しで満たしている。

2022 年より、任意で、指名・報酬委員会が設置されている。委員 3 名のうち過半数を独立役員である社外取締役とし、取締役の指名及び報酬等の決定に関する手続の客観性及び透明性を確保することを目的とする。高島社長の後継者計画については、明確に定めていない。今後、指名・報酬委員会が後継者計画策定の在り方も含めて取締役会に対して提言を行い、取締役会において協議していく。

図表 34 は、取締役のスキル・マトリックスである。社外取締役には、人事管理専門の大学教授、東証プライム市場企業経営者（ジズホールディングス代表取締役会長 CEO）などが含まれる。なお、社外取締役のうちの 2 名は、それぞれ、大株主であるリクルートと NTT ドコモの出身である。

図表 34. オイシックス・ラ・大地の取締役のスキル・マトリックス

肩書	氏名	指名・報酬委員会	年齢	性別	就任期間(年)	企業経営	事業戦略	営業・マーケティング	ESG・サステナビリティ	法務・リスク管理	財務・会計	組織・人事
代表取締役	高島 宏平	○	52	男	26	●	●	●	●		●	
取締役	堤 祐輔		48	男	26		●	●	●		●	
取締役	小崎 宏行		73	男	17				●	●		●
取締役	松本 浩平		42	男	8		●			●	●	
社外取締役	花田 光世	◎	77	男	19				●	●		●
社外取締役	田中 仁	○	63	男	11	●	●	●	●			
社外取締役	渡部 純子		48	女	7		●	●	●	●		
社外取締役	櫻井 稚子		53	女	8	●	●	●				
社外取締役	小脇 美里		42	女	5		●	●	●			

注：◎委員長、○委員。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) オイシックス・ラ・大地の株主構成

大株主

同社設立の中心人物であり、事業の推進者である代表取締役社長高島宏平氏が筆頭株主である。2026 年 3 月末現在で、14.0%を保有する（自己株式除く、以下同）。経営方針や経営戦略等、当社グループの事業活動全般において重要な役割を果たしており、同氏の経営依存度は高い。何らかの理由により同氏の業務遂行が困難となった場合には、事業及び業績に影響を及ぼす可能性があり、事業リスクの一つとして挙げられている。

なお、2025 年 12 月 16 日に、第 3 位の株主であったリクルートが保有していた株式を米国の資産運用会社であるグランサム、マヨ、ヴァン オッテルロー アンド カンパニー エルエルシー（GMO）が一部取得した。今後、リクルートは約 3%を保有する株主としての地位を維持する予定である。

2026 年 4 月 8 日提出の大量保有報告書では、GMO が追加取得し、保有比率は 9.3%（自己株式を除くと 10.2%）から 10.5%（同 11.1%）となっている。GMO は、不当に割安な株価で取引されている質の高い日本企業に投資する方針を持つ。トーセイ（8923 東証プライム）、マクセル（6810 東証プライム）、バルカー（7995 東証プライム）、H.U.グループホールディングス（4544 東証プライム）、武蔵精密工業（7220 東証プライム）などが投資先として挙げられる。

GMOの日本株責任者 Drew Edwards氏は、同社経営陣の規律ある改革、戦略性のある資本配分方針、中核事業へのリソース最適化に対する継続的な注力を高く評価している。また、同氏は、中長期的に株主及び広範なステークホルダーへの本質的かつ継続的な価値創出ができる存在として同社を認識している。

同社は、2022年に、アクティビストのひびき・パース・アドバイザーズより、自己株式取得やメディカルフード市場でのプレゼンス向上の提案を受けたことがある。また、英国スコットランドの資産運用会社であるベイリー・ギフォード・アンド・カンパニーは、大量保有報告書（2024年2月15日現在）によると、9.3%（同9.7%）を保有する。

所有者株式数割合では、個人が39.4%、外国法人等が32.1%、その他の法人が7.1%、金融機関が14.1%、金融商品取引業者が1.4%、自己株式6.0%である（2026年3月末時点）。

図表 35. オイシックス・ラ・大地の大株主（2026年3月31日時点）

大株主	所有株式数 (株)	所有株式数 割合 (%)
高島宏平	4,847,200	14.0
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001	2,922,559	8.4
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	2,759,900	8.0
THE BANK OF NEW YORK 133612	2,595,800	7.5
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	2,221,100	6.4
THE BANK OF NEW YORK MELLON 140040	1,154,300	3.3
藤田和芳	1,032,516	3.0
株式会社 NTT ドコモ	1,000,000	2.9
株式会社リクルート	1,000,000	2.9
NORTHERN TRUST CO.	925,242	2.7
計	20,458,617	58.9

注：発行済株式（自己株式を除く）の総数に対する比率。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) オイシックス・ラ・大地のサステナビリティ

多様性の取り組み

女性社員比率は、51.7%、女性管理職比率は、30.1%である（2026年3月末時点）。社員に等しくチャンスを与える取組みを一層強化し、女性管理職比率に関し、グループ全体で高めていく方針を掲げている。女性役員比率は、前述の通り、30.8%である。

男性の育児休業取得率は100%である。27/3期も100%を目指す。男女間賃金の差は、全労働者で65.0%（26/3期）と格差は大きい。日本生産性本部によると、25/3期の東証プライム市場上場企業の男女賃金格差は全体平均が72.0%、卸売小売業が68.3%である。同社は全体、業界平均よりも格差が大きいといえる。

その要因として、出荷拠点における非正規雇用労働者とその対象者に占める女性比率が全労働者の4割弱と比重が高いことが挙げられる。26/3期においては、正規雇用労働者の男女賃金格

差は 69.0% (25/3 期は 69.2%)、非正規雇用労働者の賃金格差は 74.2% (同 84.2%) であった。

2026 年 3 月末において、障がい者の受入れは雇用率で 2.9%となり、昨年度から 0.2 ポイント低下した。民間企業の法定雇用率が 2026 年 7 月から 2.7%に引き上げられるが、その水準を前倒しで達成している。中途入社者比率は 90.8%である。中途採用や外国人管理職比率について、特段の数値目標は設定していない。

サステナビリティ体制

「これからの食卓、これからの畑」という企業理念の下で、食に関する社会課題をビジネスの手法で解決することで、持続可能な社会の実現を目指す。高島社長が委員長を務めるグループ ESG 委員会 (2026 年 2 月設立) を中心にサステナビリティ全般に関するリスク及び機会を検討し、取締役会がその監督に対する責任と権限を有する体制をとる。

B2C サブスク事業である「Oisix」「らでいっしょぼーや」「大地を守る会」をはじめ、子会社が展開する「シダックス」「とくし丸」「Purple Carrot」など、いずれのブランドも、事業を通じ、食の社会課題を解決することを成長の糧とする。同社グループを取巻く現在の事業環境やシダックスを連結子会社化したこと等を考慮したうえで、以下の 6 つの領域を重要なサステナビリティ項目と定め、社会価値と経済価値を創出し、持続可能な社会の実現に向けて取り組んでいる。

- ① 環境負荷の低減と資源循環の推進
- ② 持続可能な食のインフラ構築と生産者共生
- ③ 食のインフラを通じた地域課題の解決とコミュニティの共創
- ④ 「美味しく、楽しい食卓」を通じたウェルビーイングの実現
- ⑤ 多様な人材の活躍と人的資本の強化
- ⑥ 透明性の高いグループガバナンスと強靱な経営基盤の構築

環境と気候変動への対応

気候変動への対応として、2022 年より、TCFD (気候関連財務情報開示タスクフォース) に賛同し、TCFD の提言に基づく情報開示を行っている。気候変動シナリオの分析を行い、気候変動に関するリスクと機会による影響を把握して、その結果を事業運営の中に取り込むことにより、特に食の社会課題解決を通じた事業成長の実現を目指す方針である。

2100 年に産業革命前から 1.5℃気温が上昇するシナリオ (1.5℃シナリオ) と、4℃上昇するシナリオ (4℃シナリオ) における 2030 年時点での気候変動による影響リスク・機会それぞれに関して検討している。シナリオ分析により抽出されたリスクへの対応とそこから生まれる機会において、特に「フードロス削減」「プラスチック削減」「消費者の健康ニーズの充足」「サプライチェーン全体での持続可能性」に関連した社会課題解決の取り組みを行っている。

特に、同社は食のサブスクリプションサービスによる成長モデルを構築し、国内宅配事業を中心とした複数の事業を展開しており、「畑」「物流」「食卓」のそれぞれのサプライチェーンについて、フードロスが低水準となっている。環境負荷低減に向け、川上の生産者 (畑)、川中の物流プラットフォーム、川下の食卓の全てに関わる独自のモデルを構築し、蓄積されたノウハウを活用することで、あらゆるシーンでの社会課題解決に寄与する「サステナブルリテール (持続可能型小売業)」を体現し、フードロスの削減を目指している。

スコープ 1、2 の温室効果ガス削減については、2030 年 3 月までの目標として、拠点での再生エネルギーの使用率 50%以上を掲げている。

図表 36. 温室効果ガス排出削減の全社目標

項目	2030年3月までの目標	実施内容
スコープ1、2	拠点での再生エネルギーの使用率 50%以上	<ul style="list-style-type: none"> ・省電力化 ・オフィス・全物流拠点電力に再生エネルギー導入を推進
スコープ3	削減に積極的なサプライヤーを増やしていく	<ul style="list-style-type: none"> ・バイオ炭等、農業生産でのグリーン化の推進 ・商品パッケージのグリーン化 ・食品廃棄物の削減 ・食品残渣のリサイクルの促進

注：国内の事業所及び事務所
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

人的資本戦略

経営戦略と人材戦略の連動を図るため、人事管掌取締役が執行役員を兼務し、戦略の策定から実行までを一貫して担う体制を敷いている。また、経営会議が人的資本戦略の実効性及び統制を監督するガバナンス体制を構築することで、経営への貢献を盤石なものとしている。『人が育ち、育てられ、社員が生き生きと働くことが出来る居場所（会社）を創造する！』というビジョンを掲げ、以下3つの人材育成戦略を推進している。

- ① 企業理念の浸透と働きがいの醸成
- ② 中期事業ポートフォリオ戦略と連動した人材育成・獲得
- ③ 社員の自律的なキャリア支援と活躍人材の創出

企業理念「これからの食卓、これからの畑」を実現するため、同社では7つの行動規範「ORDism（オーディズム）」を掲げている。企業理念や行動規範を浸透させるため、契約生産者やサービスを利用する顧客の声を聞き、生産現場を訪問し農作業の体験する場を設けている。

中期事業ポートフォリオ戦略の実現に向け、主要部門の後継人材育成など、育成プログラムを構築、体系化している。また、独自のセルフ・キャリアドックの仕組みを、社外取締役であり慶應義塾大学名誉教授の花田光世氏の指導のもと設計しており、自律的なキャリアを支援している。

コミュニティ創出

コミュニティ創出への対応として、買い物に行く手間やメニューを考える面倒から解放され、自由に使える時間を創出すべく、Oisixでは、食材とレシピがセットになった「Kit Oisix」シリーズや温めるだけの「デリ Oisix」を提供している。さらに、保育士不足問題に対応するため、下処理済みで調理時間を短縮できる業務用ミールキット「すくすく Oisix」や調理済み食品を展開し、省力化に貢献している。

買い物へのアクセスが困難となっている「買い物困難者」「フードデザート」といった社会課題に対し、軽トラックを活用した移動スーパー「とくし丸」を通じて、消費者の方の玄関先まで向かい、対面販売により、現物を「見て・触って・感じて・選んで」もらい、「買い物」本来の楽しさを実感してもらっている。現在、全国の各都道府県で、合計で約1,200台が稼働している。

ひとり親世帯を中心としたこどものいる困窮家庭に向けた食支援のプロジェクトである“WeSupport Family”では、累計 3.2 万世帯に対し、累計 21 億円の支援物資を寄付してきた（2026 年 3 月末時点）。

新潟大との連携

同社は、2026 年 3 月に新潟大学と連携し、2028 年 4 月に同大学大学院に学位プログラム「フードテック・イノベーションプログラム（仮称）」を開設すると発表した。同プログラムは、経済産業省による「契約学科制度」を利用した国内初の取組みである。政府の補助金も活用して、同社が新潟大学に資金を提供し、実践的で即戦力になり得る人材を育成することを目指している。両者は、2035 年までに世界の食の未来を切り拓く高度人材を 100 名以上輩出することを目標に掲げている。

12. リスク要因

同社グループの業績や株価の動向に影響を与える主なリスクとしては、以下の点が挙げられよう。

システム障害

1. サプライチェーンにおけるシステム障害

同社グループの食品宅配事業は、Web サイトの管理から、受注、発注、仕入、在庫管理、発送、売上計上まで、大半の業務が業務管理システムに依存している。また、同社グループは、調達からラストワンマイルまでの物流において、多くの取引先との協業で事業を展開している。アクセスの急激な増加や、コンピューターウイルスの侵入、人為的な破壊行為、または構築したアプリケーションの不具合等、様々な要因によって、同社グループ及びそのサプライチェーンにおけるシステムに障害や問題が生じた場合、同社グループの事業及び業績に影響を及ぼす可能性がある。

当該リスクへの備えとして、同社グループでは、業務管理システムにおいて、それぞれの予備系統や予備データの保有機能等の二重化措置やファイアウォール、ウイルスチェック等、外部からの攻撃を回避するための対策を講じている。

スタグフレーションリスク

2. スタグフレーションリスク

同社グループの食品宅配事業は、プレミアム価格帯の商品を主体に提供しており、不景気においては食品の中でも相対的に需要が減退するリスクが存在する。一方、大規模な風水害や、その他の異常気象等が発生した場合は、欠品や品質劣化、商品の流通・物流の停滞、仕入価格の上昇等の問題が生じる可能性がある。これらの事象が同時に発生し、スタグフレーションの状態になった場合は、同社グループの事業及び業績に影響を及ぼす可能性がある。

同社グループでは、取引産地を日本全国各地に分散すると共に、主要品目については原則として複数産地から調達可能な体制を構築している。

グローバル・サプライチェーン

3. グローバル・サプライチェーンに係るリスク

同社グループの食品宅配事業は物流業務においてトラック運送を主体としている。グローバル・サプライチェーンにおける供給問題等の発生により、原油価格が高騰した場合は、運送コストが上昇する可能性があるほか、仕入先である契約農家が使用する農資材、燃料、肥料等の価格上昇に伴い、仕入価格が上昇する可能性がある。

事故の発生

4. 事故の発生

同社グループは、B2C サブスク事業、B2B サブスク事業において、食材・食事の提供サービスを行っており、同社グループの衛生管理に起因する食中毒、異物混入、アレルギー事故などが発生した場合には、発生拠点における一定期間の営業停止や損害賠償責任が発生する可能性がある。

社会サービス事業においては、公共施設の運営管理業務等を受託しており、施設運営に際して重大な事故等が発生させてしまった場合には、損害賠償責任の発生や所管する自治体等から営業停止命令等を受ける可能性がある。

同社グループでは、重大な事故の発生を未然に防止するため、安全に関する法令及び同社グループが定めた規定・基準・マニュアル等の遵守に努め、定期的に内部監査による事業の運営状況を把握している。

物流業務拠点の集中

5. 物流業務拠点の集中

同社グループでは、自社運営による物流センターを構え、取扱商品の検品・保管・仕分・梱包といった物流関連業務を集約している。主として、Oisix ブランドは神奈川県海老名市と厚木市、大地を守る会ブランドは千葉県習志野市の物流センター、らでいっしゅぼーやブランドは全国4拠点を通して顧客向けに出荷している。これらの物流センターが自然災害又は火事などによって操業できなくなった場合には、在庫の損失や配送遅延、サービスの一時停止などといった事態の発生により、同社グループの事業及び業績に影響を与える可能性がある。

同社グループは、有事の際には全国7拠点のうち操業可能な拠点を活用する配送オペレーションの調整を行うことにより、顧客への出荷業務を最大限継続する方針である。

物流におけるヤマト運輸との取引関係

6. 物流におけるヤマト運輸との取引関係

B2C サブスク事業の売上高の6割強を占めるOisixブランドにおいては、株主であるヤマト運輸によって顧客への商品配送を行っている。ヤマト運輸から大幅な配送料の値上げや取引関係の縮小を求められた場合、同社グループの事業及び業績に影響を与える可能性がある。

当該リスクへの備えとして、同社グループでは、ラストワンマイルだけでなく、調達物流においても共同でプロジェクトを行うなど、ヤマト運輸との良好な取引関係の維持に努めている。

図表 37. 連結損益計算書 (百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 会社予想
売上高	71,040	100,061	113,476	115,176	148,408	256,009	251,419	252,000
売上原価	37,222	49,439	58,921	59,740	86,555	180,798	177,505	
売上総利益	33,817	50,622	54,555	55,436	61,852	75,210	73,913	
(売上総利益率)	47.6%	50.6%	48.1%	48.1%	41.7%	29.4%	29.4%	
販売費及び一般管理費	31,350	43,156	50,383	52,089	56,726	68,345	66,574	
営業利益	2,467	7,465	4,171	3,346	5,125	6,864	7,339	8,700
(売上高営業利益率)	3.5%	7.5%	3.7%	2.9%	3.5%	2.7%	2.9%	3.5%
のれん・減価償却費	1,100	1,435	2,042	2,248	3,115	5,935	5,574	4,700
EBITDA	3,595	8,902	6,216	5,595	8,241	12,800	12,914	13,400
営業外収益	63	92	134	84	255	930	512	
営業外費用	705	520	152	620	960	1,233	1,011	
経常利益	1,825	7,037	4,153	2,810	4,420	6,561	6,840	
(売上高経常利益率)	2.6%	7.0%	3.7%	2.4%	3.0%	2.6%	2.7%	
特別利益	-	-	223	-	3,453	439	2,351	
特別損失	77	46	18	158	1,475	441	1,756	
税金等調整前当期純利益	1,747	6,991	4,358	2,652	6,398	6,559	7,435	
法人税等	965	2,018	1,700	1,198	2,834	3,095	2,830	
(法人税等の負担率)	55.2%	28.9%	39.0%	45.2%	44.3%	47.2%	38.1%	
当期純利益	782	4,973	2,657	1,454	3,564	3,464	4,604	
非支配株主に帰属する当期純利益	-7	-57	-69	-353	-544	-173	77	
親会社株主に帰属する当期純利益	790	5,031	2,727	1,807	4,108	3,638	4,527	4,600
(売上高当期純利益率)	1.1%	5.0%	2.4%	1.6%	2.8%	1.4%	1.8%	1.8%
EPS (円)	23.19	133.75	74.64	49.45	112.38	103.13	130.34	132.44

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 38. 連結セグメント業績表 (現基準) (百万円)

(百万円)	24/3	25/3	26/3	27/3 会社予想
セグメント売上高				
B2C サブスク	99,383	97,152	94,286	95,300
Oisix	62,377	59,662	60,114	63,500
その他 (大地+らでいっしゅ+PC)	37,005	37,489	34,172	31,800
大地を守る会	11,327	10,753	10,179	—
らでいっしゅぼーや	16,596	16,642	16,676	—
Purple Carrot	9,082	10,093	7,317	—
B2B サブスク	14,976	76,576	83,385	91,800
社会サービス	11,383	36,559	40,378	46,500
車両運行サービス	6,229	27,174	14,584	—
その他事業	18,027	21,138	21,702	21,500
連結調整	-1,592	-2,592	-2,918	-3,100
合計	148,408	256,009	251,419	252,000
セグメント EBITDA・営業利益				
B2C サブスク	10,926	12,343	11,284	11,600
Oisix	7,399	9,148	8,362	9,000
その他 (大地+らでいっしゅ+PC)	3,527	3,195	2,921	2,600
B2B サブスク	828	2,503	4,062	5,700
社会サービス	146	1,546	1,839	2,000
車両運行サービス	522	2,848	1,866	—
その他事業	1,307	1,331	1,000	1,350
全社費用その他	-8,606	-13,709	-12,714	-11,950
全社費用	-5,491	-7,773	-7,139	-7,250
のれん・減価償却費	-3,115	-5,935	-5,574	-4,700
営業利益	5,125	6,864	7,339	8,700
EBITDA	8,241	12,800	12,914	13,400
前年比				
セグメント売上高				
B2C サブスク	0.9%	-2.2%	-3.0%	1.1%
Oisix	5.0%	-4.4%	0.8%	5.6%
その他 (大地+らでいっしゅ+PC)	-5.2%	1.3%	-8.8%	-6.9%
大地を守る会	-8.2%	-5.1%	-5.3%	—
らでいっしゅぼーや	-2.0%	0.3%	0.2%	—
Purple Carrot	-7.0%	11.1%	-27.5%	—
B2B サブスク	—	—	8.9%	10.1%
社会サービス	—	—	10.4%	15.2%
車両運行サービス	—	—	-46.3%	—
合計	28.9%	72.5%	-1.8%	0.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 39. 連結貸借対照表 (百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
流動資産	18,250	29,301	28,514	30,680	61,278	53,246	53,235
現金及び預金	7,676	15,580	13,071	14,775	29,649	19,155	21,263
売掛金	6,824	8,485	8,964	9,626	24,879	25,938	23,678
棚卸資産	1,610	2,237	2,565	2,478	3,708	4,752	4,851
貸倒引当金	-231	-205	-232	-234	-285	-246	-262
その他流動資産	2,371	3,204	4,146	4,035	3,327	3,647	3,705
固定資産	7,837	9,059	24,119	33,821	82,431	81,317	54,902
有形固定資産	1,432	2,234	16,482	16,399	26,400	27,066	23,437
無形固定資産	4,234	3,763	3,533	3,609	43,963	42,127	22,977
投資その他資産	2,170	3,062	4,103	13,812	12,067	12,123	8,487
投資有価証券	833	1,217	1,796	11,450	3,339	3,841	3,680
繰延税金資産	438	813	656	788	5,132	4,151	2,381
その他	899	1,032	1,651	1,574	3,596	4,131	2,426
資産合計	26,087	38,360	52,634	64,502	143,709	134,564	108,137
流動負債	11,043	17,540	15,914	26,231	62,875	45,933	47,915
買入債務	4,975	6,173	6,188	6,309	11,159	11,671	10,345
未払金・未払費用	4,277	6,178	5,855	6,988	24,862	15,480	13,930
有利子負債	9	1,049	1,049	10,087	17,211	11,979	15,820
未払法人税等	651	2,292	226	831	3,224	797	2,277
契約負債	-	-	250	397	505	499	533
その他	1,131	1,848	2,346	1,619	5,914	5,507	5,010
固定負債	848	828	12,847	12,130	43,432	49,143	31,152
有利子負債	43	245	101	74	14,648	21,401	9,057
繰延税金負債	138	13	29	21	8,911	8,682	4,608
その他	667	570	12,717	12,035	19,873	19,060	17,487
負債合計	11,891	18,369	28,762	38,361	106,307	95,076	79,067
純資産	14,195	19,991	23,872	26,140	37,401	39,487	29,069
株主資本	14,081	19,223	21,954	23,764	27,878	28,978	26,110
資本金	1,691	3,993	3,994	3,995	3,995	3,995	3,995
資本剰余金	5,705	8,014	8,015	8,016	8,021	8,053	6,456
利益剰余金	6,687	11,718	14,448	16,255	20,364	23,736	20,217
自己株式	-2	-4,502	-4,503	-4,503	-4,504	-6,807	-4,559
その他の包括利益累計額	-60	-133	177	832	1,179	1,403	1,212
新株予約権	-	-	-	-	38	75	37
非支配株主持分	174	900	1,739	1,542	8,306	9,030	1,709
負債純資産合計	26,087	38,360	52,634	64,502	143,709	134,564	108,137
自己資本	14,020	19,090	22,132	24,597	29,057	30,381	27,323
BPS	408.53	522.62	605.63	672.84	794.83	874.72	786.67

注：有利子負債はリース負債を除外して算出。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 40. キャッシュ・フロー計算書 (百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
営業活動によるキャッシュ・フロー							
税金等調整前当期純利益	1,747	6,991	4,358	2,652	6,398	6,559	7,435
減価償却費・のれん償却額	1,100	1,435	2,042	2,248	3,115	5,935	5,574
売上債権の増減額	-1,268	-1,611	-461	-660	363	-1,027	-1,413
仕入債務の増減額	500	1,189	-38	55	-648	413	-1,221
棚卸資産の増減額	-157	-565	-299	144	45	-857	-115
減損損失	23	20	9	14	420	221	1,707
法人税等の支払額	-323	-940	-3,501	-752	-1,358	-4,574	-1,965
その他営業キャッシュ・フロー	-542	2,300	-1,186	1,605	-613	-3,174	-718
合計	1,080	8,819	924	5,306	7,722	3,496	9,284
投資活動によるキャッシュ・フロー							
有形固定資産の取得による支出	-559	-1,026	-2,199	-1,228	-1,623	-2,552	-1,104
無形固定資産の取得による支出	-699	-845	-673	-848	-1,159	-852	-771
投資有価証券の取得による支出	-93	-835	-648	-10,222	-997	-635	-296
投資有価証券の売却・償還による収入	0	10	-	100	369	-	-
関係会社株式の取得による支出	-119	-9	-	-	-	-45	0
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-362	64	-	-	-7,217	-8,261	0
その他投資キャッシュ・フロー	78	-139	-590	63	-188	-106	4,208
合計	-1,754	-2,780	-4,110	-12,135	-10,815	-12,451	2,037
財務活動によるキャッシュ・フロー							
短期借入金の増減額	0	1,000	10	9,050	4,984	-4,988	4,360
長期借入金の増減額	-682	87	-61	-39	13,925	6,097	-9,856
株式の発行による収入	812	4,586	2	2	-	-	-
自己株式の取得による支出	0	-4,500	0	0	0	-2,311	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-277
その他財務活動キャッシュ・フロー	124	721	685	-748	-1,174	-349	-3,413
合計	254	1,894	636	8,265	17,735	-1,551	-9,186
現金及び現金同等物に係る換算差額	-19	-35	30	250	77	21	0
現金及び現金同等物の増減額	-438	7,898	-2,519	1,686	14,720	-10,485	2,136
現金及び現金同等物期首残高	8,093	7,654	15,552	13,033	14,720	29,440	18,955
現金及び現金同等物期末残高	7,654	15,552	13,033	14,720	29,440	18,955	21,091
フリーキャッシュフロー	-674	6,039	-3,186	-6,829	-3,093	-8,955	11,321

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 41. 主要指標

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
EPS (円)	23.19	133.75	74.64	49.45	112.38	103.13	130.34
BPS (円)	408.5	522.6	605.6	672.8	794.8	874.7	786.7
DPS (円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
配当性向	-	-	-	-	-	-	15.3%
期末発行済株式数 (千株)	34,324.1	37,998.9	38,014.9	38,028.1	38,028.1	38,028.1	36,940.0
自己株式数 (千株)	3.8	1,469.7	1,469.8	1,470.0	1,470.1	3,295.2	2,207.2
自己株控除後株式数 (千株)	34,320.3	36,529.3	36,545.1	36,558.1	36,558.0	34,732.9	34,732.8
期中平均発行済株式数 (千株)	34,075.6	37,615.3	36,542.7	36,555.9	36,558.1	35,276.1	34,732.9
自己資本比率	53.7%	49.8%	42.0%	38.1%	20.2%	22.6%	25.3%
有利子負債残高 (百万円)	52	1,294	1,150	10,161	31,859	33,380	24,877
ネット有利子負債残高 (百万円)	-7,624	-14,286	-11,921	-4,614	2,210	14,225	3,614
D/E レシオ	0.00	0.07	0.05	0.41	1.09	1.10	0.91
ネット D/E レシオ	-0.54	-0.75	-0.54	-0.19	0.08	0.47	0.13
売上高営業利益率	3.5%	7.5%	3.7%	2.9%	3.5%	2.7%	2.9%
EBITDA (百万円)	3,595	8,902	6,216	5,595	8,241	12,800	12,914
EBITDA マージン	5.1%	8.9%	5.5%	4.9%	5.6%	5.0%	5.1%
ROE	6.0%	30.4%	13.2%	7.7%	15.3%	12.2%	15.7%
ROIC (投下資本)	11.1%	30.6%	8.4%	5.0%	3.3%	4.2%	5.5%
従業員数 (人)	860	915	986	1,032	11,456	11,818	8,196

注：有利子負債はリース負債を除外して算出。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行する為の企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号