

Company Report

2026 年 7 月 13 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
伊藤 研一



ROIC の向上によって、株価は上昇へ

cotta(以下、同社)は、「つくる喜びと食べる幸せを世界にめぐる」をパーパスに掲げ、強力粉やバター、製菓用のチョコレートといった食材、クッキーやマフィンの型、鮮度保持剤やラッピング袋といった製菓・製パンに必要な商材を EC(電子商取引)で提供する企業である。

強み(模倣困難性)は、大分県津久見市という経営資源が限られた過疎地から、徹底的にオペレーションを磨き込み、製菓・製パンの商材というニッチな市場で、上場に至るまでの事業規模に成長させた経営力そのものである。

小ロット・多品種・短納期という顧客のニーズに応えるべく、音声ピッキングを活用し、生産性の高い物流オペレーションを確立している。中小零細の製菓・製パン屋は、「多種類の在庫を持ちたくない」、「必要な分だけすぐに欲しい」といった切実なニーズを抱えている。同社は、3 万点の商品を有する自社倉庫に音声ピッキングシステムを導入し、1 枚数円単位のシールや小袋といった極めて細かい商品を 1 注文あたり 6~7 点数同梱し、即日出荷できる高度な物流オペレーションを構築している。

エクイティストーリーは、既存事業の ROIC 改善とさらなる M&A である。多品種・少ロットに対応可能な物流オペレーションやマーケティングノウハウを生かし、ワークス・グループを中心とした既存の中核子会社の ROIC が改善した場合や、さらなる M&A により、成長が加速した場合、株価は上昇に転じると見ている。

今後の注目ポイントは、ワークス・グループの PB(プライベートブランド)比率上昇、MedMarge の高収益事業拡大、既存事業と親和性の高い M&A であろう。PBR も 1 倍前後と低迷しているため、cotta 事業における高水準の収益力を維持しつつ、新たな成長ポテンシャルを市場に示すことができれば、株価は再度上昇に転じることが期待される。

株価・出来高 (過去 1 年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価 (26/7/13)	517
52週高値 (25/8/29)	610
52週安値 (25/7/18)	425
上場来高値 (20/9/30)	1,173
上場来安値 (14/12/25)	121
発行済株式数 (百万株)	10.6
時価総額 (十億円)	5.5
EV (十億円)	6.2
自己資本比率 (26/3実績、%)	44.1
PER (26/9会予、倍)	8.7
PBR (26/3実績、倍)	1.1
配当利回り (26/9会予、%)	1.9

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	当期利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
25/9 1H	6,884	33.2	550	8.9	543	0.8	351	-3.8	32.9	0.0
26/9 1H	8,419	22.3	647	17.7	649	19.5	368	4.7	34.9	0.0
23/9	8,615	-2.6	797	44.6	830	42.2	570	42.7	54.0	8.0
24/9	8,951	3.9	477	-40.1	534	-35.7	341	-40.2	32.0	8.0
25/9	13,675	52.8	772	61.6	771	44.4	437	28.1	41.2	10.0
26/9 会社予想	15,685	14.7	994	28.8	1,006	30.5	628	43.7	59.2	10.0

注：当期利益は親会社株主に帰属する純利益、出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

エグゼクティブサマリー.....	3
1. 会社概要とビジネスモデル.....	4
2. 祖業である cotta の BtoB 事業概要	5
3. cotta の BtoC 事業概要.....	6
4. 模倣困難性と企業の DNA.....	7
5. M&A を中心とした今後の成長戦略.....	9
6. 社長の履歴書と家族経営体制	12
7. エクイティストーリー：ROIC の改善と M&A.....	13
8. 今後の業績動向：ワークス・グループの業績貢献が本格化	15
9. 株価推移とバリュエーション比較	17
10. ESG・サステナビリティ.....	19
11. リスク要因	20

エグゼクティブサマリー

cotta は、製菓・製パン領域に特化した専業 EC 企業として、小ロット・多品種・短納期に対応する独自の物流オペレーションを有する企業である。祖業である cotta 事業は、BtoB の安定収益と PB 商品の高い収益性を背景にキャッシュカウ化が進んでおり、今後は M&A で取得したワークス・グループ、TERAZ、MedMarge 等を成長ドライバーとして、事業多角化と ROIC 改善を進める局面にある。

cotta 事業は、中小の製菓・製パン事業者向け BtoB と、個人向け BtoC で構成される。BtoB では、年間 4 万超のユニークユーザー、1 回当たり注文単価 1.3 万円程度の安定需要を有している。25/9 期において、売上高の 40%以上を占める PB 商品の売上総利益率は 39.3%と、全社の売上総利益率 29.7%を大きく上回る。なお、BtoC 事業の売上総利益率も 40.3%と高いが、注文単価やマーケティングコストを踏まえ、同社は BtoB を収益の柱と位置づけている。さらに、会員ランク別のロイヤリティプログラムや、洋菓子店向け販促・予約ツール「Urico」により、既存顧客の LTV 向上と発注増加を狙う。

同社の強みは、単なる製菓・製パン商材の品揃えではなく、大分県津久見市の自社物流拠点で磨き込まれたローコストオペレーションにある。3 万点の商品を小ロットで即日出荷できる体制、音声ピッキングを活用した多品種同梱、地域人材を活用した 24 時間稼働体制は、競合他社が容易には模倣しにくい参入障壁となっている。

今後の成長ドライバーは、ワークス・グループの収益性改善と、さらなる M&A である。理美容室向けネット通販会社のワークス・グループでは、20 万店超の顧客基盤を活用し、EC 化率向上、マーケティング強化、PB 比率改善に取り組んでいる。加えて、オンライン診療を手掛ける MedMarge の買収により、美容医療サービスという高収益領域へ展開した。理美容室向け商材、オンライン診療、ヘアカラー専門店の展開を組み合わせることで、理美容事業の収益性向上と新たな顧客接点の創出が期待される。

今後の M&A では、既存事業と親和性が高く、同社の物流オペレーションやマーケティングノウハウを活用できる領域を中心に、買収先の成長加速と収益性改善を狙う。買収金額については、EV/EBITDA 倍率やのれん償却後の利益貢献を重視し、過度に割高な買収を避ける投資規律を維持する方針である。

26/9 期 Q2(1~3 月)は、売上高 40.7 億円、営業利益 3.0 億円と堅調に推移した。同社は上期実績を踏まえ、通期業績予想を売上高 156.8 億円、営業利益 9.9 億円へ上方修正している。cotta 事業では BtoB の PB 商品販売の増加と注文単価上昇が収益性を支え、ワークス・グループでは PMI の成果による売上成長と PB 比率改善が確認された。下期以降は MedMarge の連結効果も加わり、理美容事業の利益貢献が本格化する見通しである。

同社の株価は、コロナ禍の巣ごもり特需の一巡後に軟調な推移が続き、現状の PBR は 1 倍前後にとどまる。バリュエーション改善の鍵は、売上高成長率と ROIC の改善である。ワークス・グループの PB 比率上昇、MedMarge の高収益事業拡大、既存事業と親和性の高い追加 M&A が実現すれば、ROIC 上昇を通じて PBR2 倍以上を目指す余地が生じてくると考えられる。

顧客課題の解決から生まれた製菓・製パン商材に特化した EC 企業

顧客課題の解決から生まれた小ロット特化モデル

特化型の圧倒的な品揃えで総合 EC と差別化を図る専門 EC

1. 会社概要とビジネスモデル

cotta(以下、同社)は、「つくる喜びと食べる幸せを世界にめぐらせる」をパーパスに掲げ、強力粉やバター、製菓用のチョコレートといった食材、クッキーやマフィンの型、鮮度保持剤やラッピング袋といった製菓・製パンに必要な商材を EC(電子商取引)で提供する企業である。

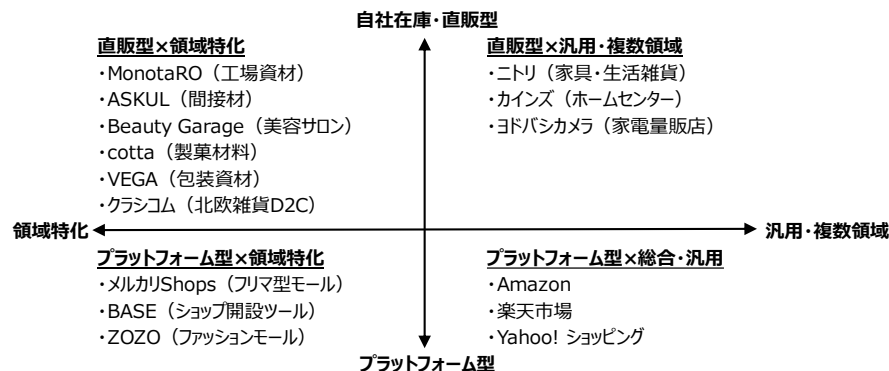
同社の創業の地である大分県津久見市は、太平洋セメント(5233、東証プライム)の大分工場があり、石灰石とセメント産業で発展した。創業者・代表取締役会長である佐藤成一氏の義理の父は、この地で乾燥剤メーカーの鳥繁産業を創業し、佐藤氏は営業として乾燥剤を製菓・製パン企業へ販売していた。その際、地域の問屋からケース単位でしか包装資材を仕入れられず、バックヤードに大量の資材を抱えざるを得ないという顧客の課題を知った。これを解決するため、小ロット・低単価・短納期で購入できる仕組みを提供したいと考えたことが同社創業のきっかけとなった。当初、電話や FAX で注文を取っていたが、2010 年に、鮮度保持剤や包装資材に加えて、製菓材料の取り扱いを開始すると同時に、EC による販売をスタートさせた。現在は、製菓・製パン領域に特化した専門 EC 企業となっている。

一般的に、EC 業界は、Amazon(米国)、楽天グループ(4755、東証プライム)、LINE ヤフー(4689、東証プライム)といった総合 EC 事業者が市場シェアの 70%以上を占める寡占市場である。一方、総合 EC が参入しづらい特定分野に特化して事業を展開するのが、アスクル(2678、東証プライム)や MonotaRO(3064、東証プライム)のような専門 EC 企業であり、cotta もその 1 社と位置づけられる。

総合 EC と領域特化型の専門 EC のビジネスモデルは、根本的に異なる。前者の収益は手数料中心(プラットフォーム型)であり、商品が売れた場合、販売額の 10~20%程度をシステム利用料や決済手数料として計上する。一方、専門 EC は、商品を仕入れて販売するため、小売や卸売業に近く、売上総利益率に加えて、在庫回転率や物流費が重要な KPI となる。専門 EC は、商品のラインアップに特徴があり、例えば、アスクルは備品や消耗品といった間接材、MonotaRO はドライバーやレンチ、研磨剤等の工場資材にそれぞれフォーカスし、その分野の品揃えは総合 EC を上回ることで差別化を図っている。cotta も同様に、製菓・製パン領域に特化したさまざまな商品を取り扱い、製菓・製パンに必要なものがネット上で全て手に入るという付加価値を提供している。

なお、ニトリホールディングス(9843、東証プライム)やカインズといった小売大手も、自社 EC による販売を拡大しており、さまざまな商材を汎用的に扱っている(図表 1 右上)。加えて、フリマ(メルカリ Shops)やファッションモール(ZOZO:3092、東証プライム)のような手数料中心かつ、総合 EC とは異なる領域に特化したサービスも台頭している。

図表 1. EC のビジネスモデル



出所：各種資料より戦略・アドバイザーズ作成

2. 祖業である cotta の BtoB 事業概要

小ロット需要と高利益 PB が収益性を牽引する BtoB 事業

cotta 事業は、中小の製菓・製パン企業を対象にした BtoB 事業(cotta 事業に占める売上高の割合約 45%)、個人向けの BtoC 事業(同約 35%)及びその他(同約 20%)で構成されている。BtoB 事業は、年間 4 万を超えるユニークユーザー(当該年度に 1 回以上利用した顧客)が利用する安定収益源である。1 回当たりの注文単価は 1.4 万円程度だが、小ロット・短納期での発注が可能のため、毎月発注する顧客も多い。また、25/9 期において、売上高の 40%以上を占める PB 商品の売上総利益率は 39.3%となっており、全社の売上総利益率 29.7%と比較しても高い。菓子・ベーカリー資材と鮮度保持剤が収益性を牽引している。同社の BtoB 顧客は、専門の製菓・製パン屋に加えて、イベントや道の駅だけで販売しているような、BtoC 寄りの顧客も多く抱えており、小ロット発注可能な優位性が収益性に寄与している。

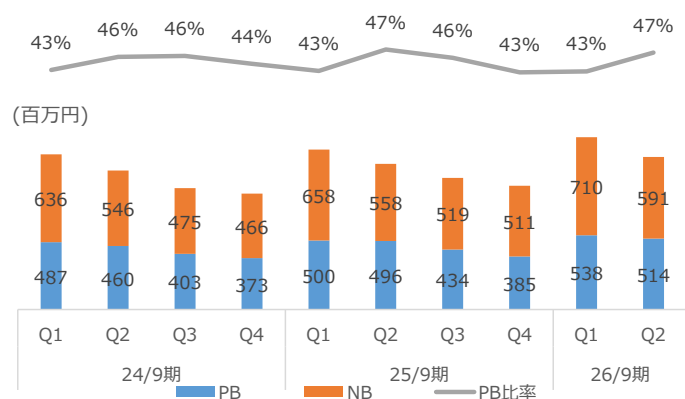
コッタビジネス会員向けのロイヤリティプログラム

2024 年 10 月 1 日からコッタビジネス会員向けに、会員ランクに応じて割引を受けられるロイヤリティプログラムの提供を開始した。直近 6 カ月分の購入金額に応じて、ブロンズ、シルバー、ゴールド、プラチナ、ダイヤモンドの 5 種類のランクに分類され、直近 6 カ月間の購入金額が 60 万円以上のダイヤモンド会員は、注文金額の 5%割引かつ基本送料月 1 回無料の特典を得られる。2025 年 9 月末の段階で、割引特典が付与されるゴールド会員以上の顧客数は 3,472 会員と、導入 1 年未満であるにもかかわらず、積極的に利用されている。同社は、収益性を重視しており、上位ランク会員を増加させ、ロイヤリティの高い顧客に収益性の高い PB 商品を販売することで、キャッシュカウ化を進めている。

新規事業である予約&販促ツール「Urico」の本格運用開始

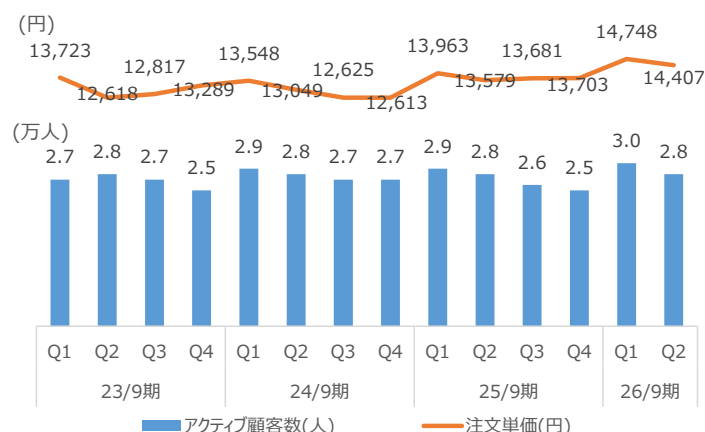
なお、同社は、新規事業として、洋菓子店向けの販促・予約ツールである「Urico」の本格運用を 2026 年 6 月より開始した。ユーザーは、お店の LINE 公式アカウント上で、商品のテイクアウト予約ができたり、自身や家族の誕生日を登録すると自動でリマインドメッセージを受け取ることができる。利用料は、月額課金(基本料)+従量課金(予約手数料)で構成され、ライト(基本料 9,800 円、予約手数料 15%)、ベーシック(同 19,300 円、3.25%)、プレミアム(同 29,500 円、0.8%)の 3 つから選択できる導入のハードルが低いサービスとなっている。BtoB 事業の主な顧客は中小零細の洋菓子店であり、顧客の売上高が増えなければ、EC の売上高も伸びない。販促支援によって、顧客の事業成長そのものを後押しし、その結果、cotta への発注も増加するという好循環が期待される。既存事業との親和性の高い新規事業と言える。

図表 2. BtoB 売上と PB 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

図表 3. アクティブ顧客数と注文単価



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

BtoB の成長鈍化リスクを補完、需要創出型の BtoC 事業

SNS マーケティングで圧倒的メディア力を構築

BtoC は LTV と収益性に課題があるため、安定成長の BtoB へ注力

実店舗出店による OMO 戦略とデータ活用

3. cotta の BtoC 事業概要

BtoC 事業は、お菓子やパンを作ることが好きな個人向けに、BtoB 同様、さまざまな商材を EC で提供している。2010 年のコンビニスイーツブームを契機に、中小零細のお菓子屋さんの閉店が相次ぎ、将来的に BtoB だけでは事業成長が鈍化するリスクを回避すべく、BtoC へ参入した。BtoB と比較すると、個人が対象であるため、レシピ特集や、プロの作り方を学ぶことができる有料のレッスン動画といった需要を喚起するコンテンツが含まれている点に特徴がある。

BtoC のニーズに対応すべく、製菓材料の小分けを行うプティパを 2010 年に設立し、業務用製菓材料を個人向けの容量で販売できる体制を構築。その後、個人顧客獲得に向けたマーケティングを実施する TUKURU を 2014 年に設立し、SNS マーケティングに注力した。結果、現在の SNS フォロワー数は約 180 万人(Facebook や Instagram、X などの合計)まで拡大し、メディアパワーを有している。なお、TUKURU の創業者は、現社長の黒須綾希子氏であり、BtoC を軌道に乗せた立役者である。

BtoC 事業の 25/9 期売上高は 22.2 億円と前期比 2.5%の減少だが、想定範囲内。コロナ禍の巣ごもり需要に後押しされ、BtoC 事業は急成長を遂げたが、経済正常化以降、広告の費用対効果が落ちており、現時点では、安定成長が見込まれる BtoB 事業に注力したほうが得策であると同社は判断している。BtoC はヒット商品に依存しており、BtoB と比較すると、継続的な購買に結び付かず、LTV(顧客生涯価値)の拡大に限界があることが背景にある。

25/9 期の BtoC 事業の売上総利益率は 40.3%と高いが、1 注文当たり平均単価は BtoB の半分程度の 6,779 円と低い。BtoC 向け特有のマーケティングコストや小ロットの発注に対する運賃効率の低さを踏まえると、BtoB より営業利益率は低いと同社は判断している。

なお、同社は、BtoC の新規事業として、リアル店舗での販売によるネットとリアルの融合を図っている。2022 年 11 月より、百円ショップのダイソーでバレンタイン商材を中心に同社製品の販売を開始したことに加えて、2026 年 3 月には同社として初となるリアル店舗(cotta store)を大井町トラックスに出店した。リアル店舗を通じて、これからお菓子作りを始めるエントリー層の獲得や、オンラインでは購買判断ができなかった客の購入を促すことが期待される。また、今後は、購買データの統合によって、来店客と会員 ID を紐づけ、お菓子作りを趣味とするコアなユーザー層とエントリー層の購買情報を活用した商品開発を実施していく方針。さらなる出店については、この第 1 号店の業績を踏まえて判断されるが、ネットとリアルの融合施策(OMO 戦略)が軌道に乗れば、再度 BtoC も成長軌道へ回帰する可能性がある。

図表 4. cotta store の概要

項目	概要
出店時期	2026 年 3 月
所在地	大井町トラックス
店舗面積	約 51 m ²
取扱商品数	製菓・製パン材料、包装資材、調理器具、バレンタイン関連商材など、EC で展開してきた主要商材中心に、約 1,000SKU
目標数値	年間売上高 1.0 億円(初年度は 5,650 万円)、年間客数 3.0 万人
出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成	

4. 模倣困難性と企業の DNA

模倣困難性：ローコストオペレーションを磨き込んできた経営力

同社の強み(模倣困難性)は、大分県津久見市という経営資源が限られた過疎地から、徹底的にオペレーションを磨き込み、製菓・製パンの商材というニッチな市場で、上場に至るまでの事業規模に成長させた経営力そのものである。

同社は、小ロット・多品種という顧客のニーズに応えるべく、音声ピッキングを活用し、生産性の高い物流オペレーションを確立している。中小零細の製菓・製パン屋は、「多種類の在庫を持ちたくない」、「必要な分だけすぐに欲しい」といった切実なニーズを抱えている。一方、従来の大手問屋はケース単位での販売が主であり、また、大手 EC モールでは専門的な品揃えに限界がある。同社は、3 万点の商品を有する自社倉庫に音声ピッキングシステムを導入し、1 枚数円単位のシールや小袋といった極めて細かい商品を 1 注文あたり 6~7 点数同梱し、即日出荷できる高度な物流オペレーションを構築している。

ローコストオペレーションを実現する音声ピッキングとは

オペレーションの流れとしては、まず、ピッキングリーダーが、注文データをもとに類似の注文をまとめ、複数の伝票を同時に処理し、各担当者の配置や、商品を効率よく同梱するための最適なルートを計算して指示を出す。次に、スタッフが、携帯するタブレットや無線機、音声機からの音声情報に従って、手作業で各商品を棚から集めて同梱する、という仕組みとなっている。一見すると地味な作業だが、小ロット・多品種の商品を短期(平日 12 時までの注文は最短で当日出荷)で発送するには不可欠な工程であり、この手間の多さが参入障壁となっている。

一般的に、こうした手間のかかるオペレーションはコスト増加の要因となりがちだが、同社の場合、大分県津久見市の自社物流倉庫で、地域住民をパートタイマーとして雇用することで、高い生産性を維持しながら、24 時間ピッキング可能な体制を確立している。熟練者を中心とした約 40 名のパートタイマーが常時稼働しており、地元企業である強みを最大限に生かしたオペレーションを実現している。このようなきめ細かい工程を徹底的に改善することにより、競合他社も参入しながらないニッチな市場で、上場に至る規模まで事業を拡大してきた経営力そのものが同社の模倣困難性と言える。

図表 5. 音声ピッキングの作業現場



出所：会社資料

なお、同社は、BtoB 事業で継続的に値上げを実施している。25/9 期の注文単価は 13,736 円(前期比 5.9%増)と上昇しており、注文者ユニークユーザー数が概ね横ばいの中、単価上昇が成長を牽引した。中小零細の製菓・製パン屋に対して値上げを実施することは容易ではないが、値上げしても客離れが起きていないことを踏まえると、上述の顧客のニーズを捉えた上で、競合他社が真似できない物流オペレーションを武器に、差別化されたサービスを提供していると言える。

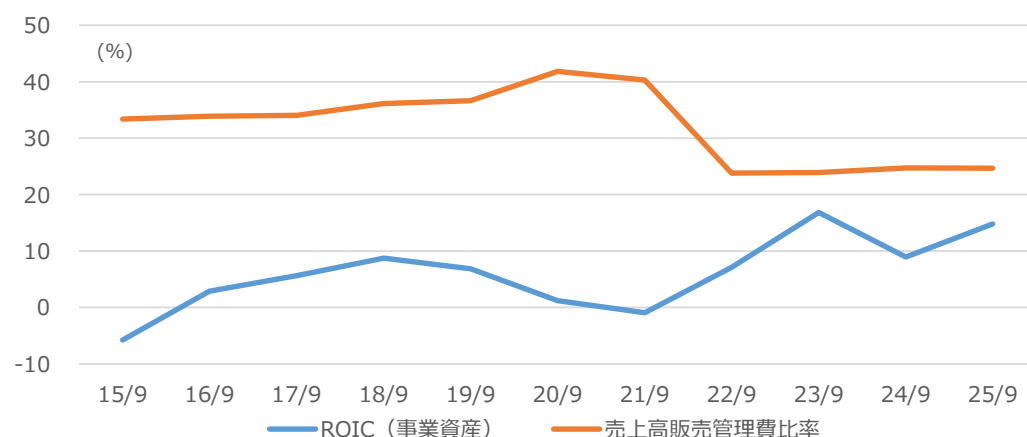
企業の DNA : 徹底したコスト意識と 倹約精神

ストラテジー・アドバイザーズでは、同社がこうした強みを発揮できている背景には、徹底したコスト意識と倹約精神が企業の DNA として深く根付いていることが関係しているとみる。上述の通り、中小零細の製菓・製パン店や個人といった予算の制約が厳しい顧客をターゲットにしたビジネスで、高い収益性を確保することは決して容易ではない。同社の顧客は、消費動向や物価変動の影響を受けやすく、法人顧客については倒産リスクも高いという厳しい環境にある。

しかし同社は、そうした顧客層に向けて独自の経営努力を重ねてきた。具体的には、大分県津久見市の自社倉庫において、地域住民の力を借りながらローコストなオペレーション体制を構築し、10 トントラックの導入で物流コストを抑えたり、商品を大量に仕入れることで調達コストを削減したりといった工夫を続けている。なお、大分県津久見市は人口 1.3 万人という極めて小さな町である。このような経営資源が限られた環境で、ここまで成長することができたのは、同社の DNA であるコスト意識と倹約精神のもと、地道な経営努力を続けてきたからと言える。

実際に、単体の売上高に占める販売管理費の比率は、低位抑制されており、単体の ROIC も 10%以上となっている。新型コロナによる巣ごもり特需一巡後の 22/9 期以降、販売管理費は 16 億円前後を維持しており、コストコントロールが効いている。また、ROIC の分母を構成する要素である有形固定資産は 8 億円前後の水準を維持しており、規律ある投資を維持している。

図表 6. 単体の売上高販売管理費比率と ROIC(事業資産ベース)の推移



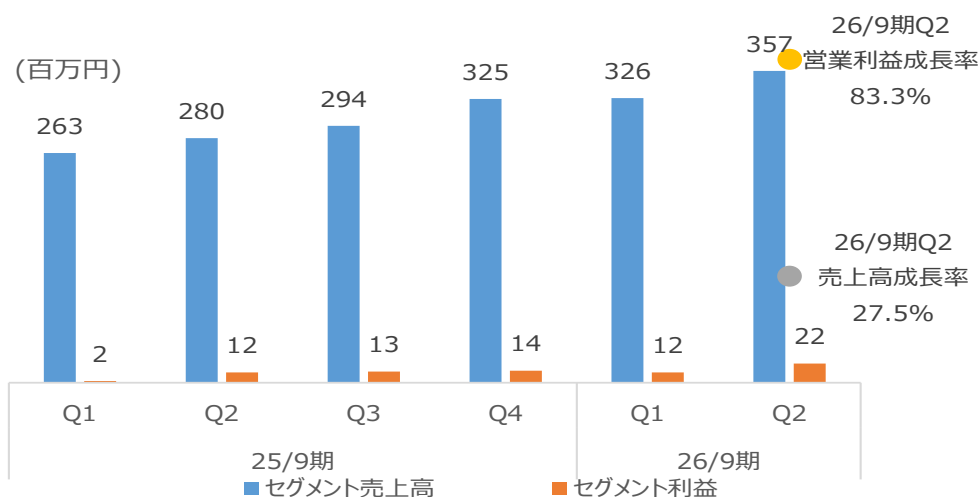
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. M&A を中心とした今後の成長戦略

今後も積極的な M&A を推進

祖業である cotta 事業の BtoB で、継続的な値上げによるキャッシュカウ化を進めると同時に、25/9 期以降、積極的な M&A によって、事業を拡大していく方針を掲げている。上述の通り、同社の模倣困難性は、ニッチな市場で上場に至る規模まで事業を拡大させた経営力そのものであり、今後は、既存事業で培った経営ノウハウを生かし、買収先企業の成長を加速させていくことが期待される。25/9 期に買収した TERAZ 及びワークス・グループは、買収以降、成長が加速している。人材ソリューション事業の TERAZ は、フリーランスエンジニアのマッチング及び人材紹介を中心とした転職支援サービスを手掛ける企業である。26/9 期上半期(10 月～3 月)の人材ソリューション事業売上高は 6.8 億円(前年同期比 25.9%増)、セグメント利益 0.3 億円(同 130.4%増)と、買収後も業績は堅調に推移している。グループシナジーとして、cotta の DX を支援することも検討しており、開発リソースの内製化という戦略的に重要な一手と言えよう。

図表 7. 人材ソリューション事業の四半期業績推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

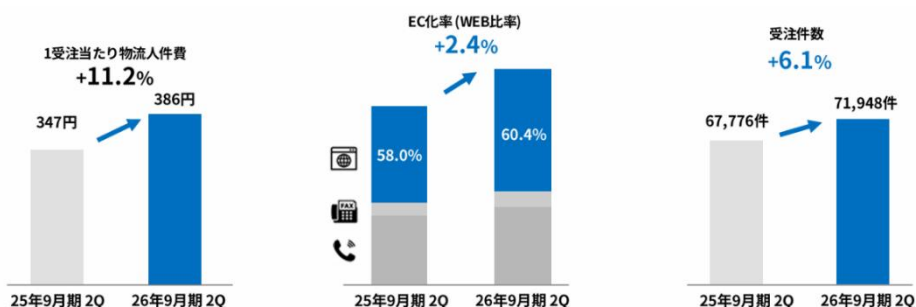
ワークス・グループの事業概要と財務インパクト

理美容事業のワークス・グループは、シャンプーやカラー剤といった美容商材を、自社カタログ(紙+Web)経由で理美容室に提供するオンライン通販企業である。2024 年 11 月の買収直前の 24/3 期業績は、売上高 45.0 億円、営業利益 2.5 億円。買収金額は約 14 億円(のれん計上額はワークス・グループに計上されていたのれんも含め約 20 億円)にのぼる。なお、買収後、のれんの約半分が PPA(取得原価配分)で識別可能無形資産へと振り替わったため、償却対象は、約 10 億円程度で償却期間は 15 年となっている模様。同買収に伴い、シンジケートローンで 28 億円の借入を同年 12 月に実施した。

マーケティング強化が奏功し主要 KPI が改善

ワークス・グループの強みは、1987 年創業の老舗企業として、20 万店を超える顧客基盤を有していることである。買収以降、1) 物流の生産性改善、2) EC 化率の向上、3) マーケティング強化、に着手し、成果が顕在化しつつある。特にマーケティング施策が奏功しており、26/9 期 Q2 のアクティブ顧客数、注文単価ともに、前年同期比で改善した。人気商材を起点とした集客施策や、休眠顧客へのダイレクトメール等が成果に繋がっている模様。また、2026 年 1 月からワークス・グループの代表取締役社長に就任した寺田剛氏の経営手腕にも注目したい。イー・ガーディアン(6050、東証プライム)の取締役 COO として国内事業を牽引した経験や、BPO サービスの提供で培ったオペレーション改善ノウハウを生かした生産性向上が期待される。

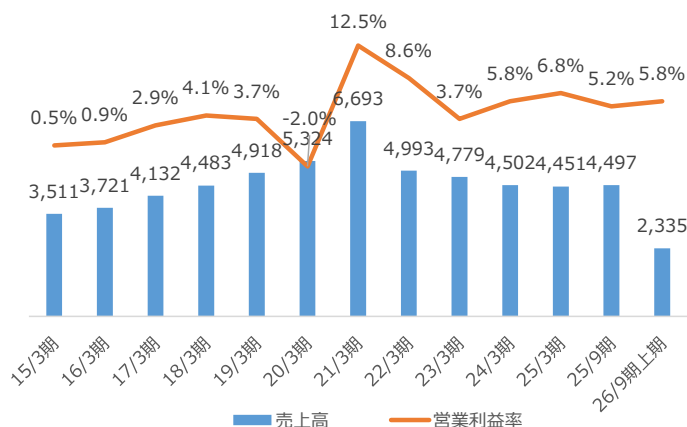
図表 8. ワークス・グループの PMI の進捗



出所：会社資料

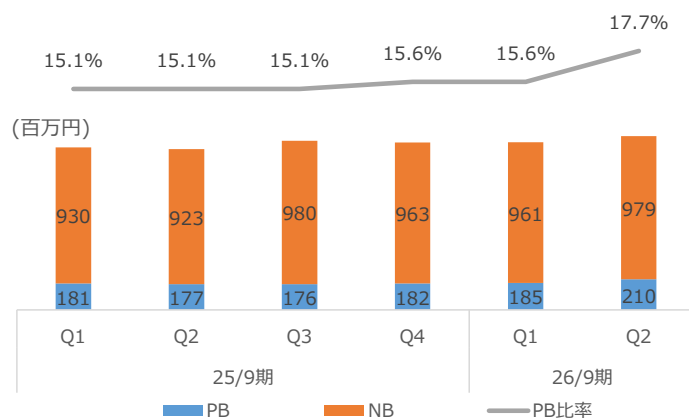
なお、買収直後の 25/9 期は売上高がやや伸び悩んでいたが、26/9 期上半期は、売上高 23.3 億円(前年同期比 6.1%増)、営業利益 0.5 億円(同 42.9%増)と堅調に推移している。マーケティング施策に加えて、PB 比率の改善による収益性向上が業績を牽引。上半期の予算も上回る進捗となった模様であり、グループ全体の業績を牽引する中核子会社としての飛躍が期待される。

図表 9. ワークス・グループの売上高と営業利益率の推移



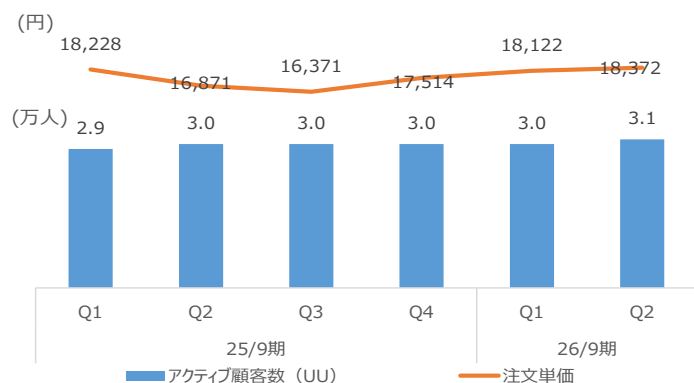
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. ワークス・グループの売上と PB 比率の推移



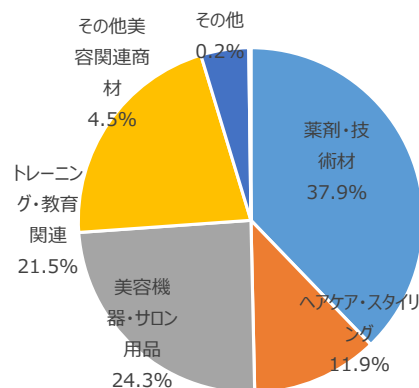
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 理美容事業の顧客数および顧客単価の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 12. PB 商品カテゴリー別販売実績(26/9 期 Q2 実績)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

オンライン診療による美容医療サービスの提供も開始

加えて、ワークス・グループは、2026 年 5 月にオンライン診療を手掛ける MedMarge の株式の 51%を取得して買収し、男性型脱毛症等の治療薬の提供を開始した。20 万超の顧客基盤に対して、オンライン診療による美容医療サービスを提供する。

MedMarge の 26/4 期業績見込みは、売上高 1.9 億円、営業利益 0.7 億円で、手数料収入中心の高収益事業となっている。同社は、現在約 9.5 億円の取扱高を 2 倍の 19 億円にすることを目標としており、来期以降の業績貢献が期待される。連結後も想定以上に堅調に推移している模様であり、新たな成長ドライバーとして注目される。

図表 13. MedMarge 買収の概要



出所: 会社資料

大人世代向けヘアカラー専門店「hare no iro(ハレノイロ)」を出店

さらにワークス・グループは、7月10日に大人世代向けヘアカラー専門店「hare no iro(ハレノイロ)」を埼玉県志木市に出店。cotta 事業同様に、ワークス・グループも BtoC へ参入することとなった。PB 商品であるカラー剤を同専門店に提供することで、シナジーを創出する見込み。商品開発から販路まで自社で確保することで、競合他社対比で高い価格優位性を実現する。海外への店舗展開も中期的には検討しているとのことであり、東南アジアを中心とした海外展開への布石となることに期待したい。

なお、ヘアカラー専門店としての競合は、Fast Beauty(未上場)が提供する「fufu」である。ヘアカラーに特化することで作業時間を効率化し、3,000 円台からという低価格でサービスを提供している。国内外合わせると、すでに 150 店舗以上出店しており、一定程度市場があることがうかがえる。特に、定年延長や、シニア世代の活躍促進といった政府の方針を踏まえると、今後、白髪染めニーズが一段と拡大することも十分考えられよう。

逆境で培われた「自ら稼ぐ力」と行動力

BtoC を収益の柱に育て上げ社長に就任

創業者の DNA と財務規律を継承

独自の家族経営が支える M&A 推進と事業多角化

6. 社長の履歴書と家族経営体制

代表取締役社長である黒須綾希子氏は、1984 年生まれの起業家である。大分県の高校を卒業後、明治大学に進学し、学生時代は、塾講師のアルバイトとバスケサークルに注力。アルバイトでは、当時スタートしたばかりの都立中高一貫校向けの受験対策クラスを担当した。

大学卒業後、インテリジェンス(現パーソルキャリア)に入社し、人材業界でキャリアをスタートさせた。入社 1 年目から営業成績はトップクラスで、新人賞を取るほどの活躍を見せたが、入社翌年にリーマンショックに見舞われ、同期の約 6 割がリストラされる厳しい状況を目の当たりにした。黒須氏は、圧倒的な行動量と工夫で、景気悪化の中でも予算を達成し続けたが、この経験から、自分の足で稼ぐ重要性を痛感し、数字を作ることの大切さを学んだ。

なお、同社の創業者であり、黒須氏の父親でもある佐藤成一氏(代表取締役会長)は、親族に会社を継がせる気は一切なかった。転機となったのは、2010 年のコンビニスイーツブームである。同社の主要顧客である中小の製菓・製パン屋の業績が悪化する懸念から、カタログ販売中心のビジネスモデルを EC に転換し、BtoC への参入を決断。その際に、EC の立ち上げやマーケティングを担える人材として、黒須氏に白羽の矢が立ち、cotta へ参画することとなった。

cotta 参画後は、BtoC を担当し、SNS マーケティングや PB 商品開発を牽引。BtoB 中心の収益構造から脱し、BtoC を新たな収益の柱になるまで飛躍させた。なお、2013 年には、東京拠点である TUKURU を立ち上げ、子会社の社長として、全社のマーケティング施策を牽引した。その後、2020 年に cotta の代表取締役役に就任し、全社の経営を担っている。

佐藤氏からは、一切言い訳を許さず、数字にコミットする姿勢を学んだという。天候不順や競合の台頭といった外部環境の変化の中でも、常に内部努力を重ね、事業成長にコミットし続ける佐藤氏の姿勢が、大分県津久見市という小さな町の企業を上場企業へと押し上げた要因であろう。また、上場企業となった今日でも、佐藤氏は「自分たちは田舎の中小企業であり、まだ何も成し遂げていない」と口にし、成長に対する貪欲さも黒須社長に大きな影響を与えている。

なお、佐藤氏は、京セラ創業者の稲盛和夫氏が立ち上げた盛和塾出身である。稲盛氏と食事をした際に、「土俵の真ん中で勝負しろ」と言われ、そのためには、財務の健全性を維持し、余裕のある状態で経営するべきであるということ学んだ。実際に、M&A を本格化させた 25/9 期より前は、D/E レシオ 0.3~0.4 倍、株主資本比率も 60%を超える水準であった。黒須氏が社長就任以降、従前以上に攻めの経営を進めており、株主資本比率は、44.1%(26/9 期 Q2 末)まで低下しているが、依然として十分な財務健全性を維持している。

なお、2015 年からは、黒須社長の夫である黒須則彦氏も参画した。現在は取締役として黒須社長の右腕となり、cotta 事業を牽引している。夫との役割分担が明確になっている分、黒須社長は、M&A や新規事業に専念することができている。

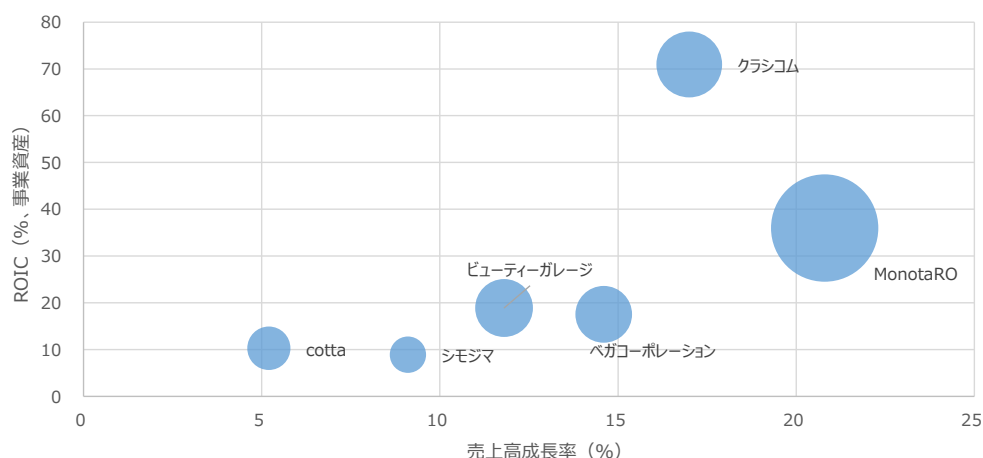
上述の通り、同社の成長戦略は事業の多角化であり、今後も、積極的な M&A によって既存事業と親和性のある会社や事業を買収していく方針である。そして、この多角化を支えるのが、独自の家族経営体制である。婿養子や親族が経営を引き継ぐオーナー企業は多いが、同社の場合、親子に加えて、夫も参画している点が極めてユニークである。事業の多角化と共に、グループ間でのコミュニケーションコストが上昇することが予想されるが、独自の家族経営体制によるスピード感のある経営判断によって、さらなる成長に繋げることが期待されよう。

7. エクイティストーリー：ROIC の改善と M&A

同社のエクイティストーリーは、既存事業の ROIC 改善とさらなる M&A である。ストラテジー・アドバイザーズでは、人口 1.3 万人しかいない大分県津久見市から、製菓・製パンの商材というニッチな市場で、上場まで至った同社の経営力を高く評価している。多品種・少ロットに対応可能な物流オペレーションやマーケティングノウハウを生かし、ワークス・グループを中心とした既存の中核子会社の ROIC が改善した場合や、さらなる M&A により、成長が加速した場合、株価は上昇に転じると見ている。

PBR は、ROIC と売上高成長率の掛け算で評価される傾向にある(図表 14)。祖業である cotta 事業の売上高成長率が鈍化していることや、ワークス・グループ買収以降、連結の ROIC が低迷していることがバリュエーション低迷の主因と言える。

図表 14. ROIC×売上成長率の散布図



注 1：バブルの大きさは PBR を表している。

注 2：売上高成長率は各社の直近四半期の伸び率。

出所：Speeda をもとにストラテジー・アドバイザーズ作成

1) ワークス・グループの PB 比率上昇による収益性の改善

ROIC 上昇のドライバーは、ワークス・グループの収益性改善(PB 比率上昇と MedMarge の成長加速)である。ワークス・グループの PB 比率は 26/9 期 Q2 時点で 17.7%と、cotta の BtoB 事業の PB 比率(40%程度)と比較すると低い。カラー剤やスタイリング剤の収益性は高く、売れ筋商品の PB 開発を積極的に進めることで、同事業の収益性改善が期待される。また、カラー専門店の出店によって販路の拡大も期待される。自社が運営する小売店舗に対して、収益性の高いカラー剤を一定程度のボリュームで提供することができれば、同事業の PB 比率が大きく改善する可能性がある。

2) MedMarge の成長加速

また、MedMarge は、前述の通り、営業利益率が極めて高い。売上高を伸ばすことができれば、ROIC の上昇を牽引するポテンシャルが大きい事業と言える。今後、ワークス・グループの顧客である 20 万店を超える理美容室のオフラインチャネルを活用し、オンライン診療による美容医療サービスを普及させることで、差別化を図りたい考え。一般的に、美容医療サービスは、美容外科等の病院で提供される。同社は、理美容室を活用することで、自ら美容医療サービスを受けるために行動する顕在ニーズではなく、潜在ニーズに対してアプローチ可能となる。

現在は、男性型脱毛症等の治療薬を提供しているが、女性型の脱毛症治療薬の提供も検討している。高齢化が進む日本において、脱毛症に対する治療薬ニーズは今後も高まることが期待され、同社の成長を牽引するポテンシャルがある。

3) 既存事業と親和性が高く、資産効率の高い事業の買収

また、さらなる M&A にも期待したい。cotta は地方発の上場企業であり、地元の人材を長期にわたり雇用してきた実績や、40 代女性の CEO であるといった特徴から、金融機関や M&A 仲介会社から、多くの案件が寄せられている。社長自ら紹介案件を精査しており、良い案件があれば今後も積極的に買収していく方針である。

同社の場合、事業シナジーによって買収先企業の成長を加速させられることから、ファンド等と比較すると、将来のキャッシュ・フローの向上を織り込んだ買収価格の提示が可能である。ニッチ市場で培った物流オペレーションやマーケティングノウハウといった経営力を生かすと同時に、顧客のクロスセルや物流面でのシナジー創出によって、買収先企業の成長を加速させることが期待されよう。

なお、買収金額の目安は、EV/EBITDA が 6 倍以下で、のれん償却後も営業利益をプラスとし、割高な買収はしないとのこと。デッドを中心としたファイナンスをメインとし、エクイティによる調達を基本的に考えていない模様。ワークス・グループの買収に伴い、大型のデッドファイナンスを実施したことから、25/9 期末の株主資本比率は 43.1%、D/E レシオは 0.9 倍となり、一定程度レバレッジが効いた状態となっている。同社は、大型の M&A に対して慎重な姿勢を取っており、営業キャッシュ・フローの範囲内で、追加的な買収を行い、現在の財務安定性を堅持していく方針。

図表 15. cotta の M&A 方針

M&A候補先の 選定基準	・ BtoBの商材を提供しており、当社が対象としている市場の拡大が見込まれる企業 (例：グループ会社ワークスが属する美容業界など) ・ 物流やマーケティング領域など、既存事業で培った経営ノウハウを活用できる企業 ・ 既存事業や顧客層が近く、領域間でのクロスセルが期待できる企業
M&Aの 実施判断基準	・ EV/EBITDAが6倍以下、またはのれん償却後も営業利益貢献が見込まれること ・ シナジー及び利益成長を加味し、投下資本（買収金額）を5年以内に回収が可能であること ・ 物流・マーケティングなど、即効性の高いシナジー創出が期待できること
資金調達方針	株主価値及び資本効率を重視し、エクイティによる調達は抑制。 銀行借入を中心としたデットファイナンスを基本方針とする。

出所：会社資料

8. 今後の業績動向：ワークス・グループの業績貢献が本格化

26/9 期 Q2 決算業績

26/9 期 Q2 決算は、売上高 40.7 億円(前年同期比 5.2%増)、営業利益 3.0 億円(同 6.0%増)となり、堅調な推移となった。菓子・パン資材及び雑貨等の販売事業は、概ね計画に沿って推移となった一方で、ワークス・グループの美容関連用品等の販売事業が想定を上回って進捗した。なお、同社は、好調な上半期業績を踏まえ、通期業績予想の上方修正(売上高 151.0→156.8 億円、営業利益 8.1→9.9 億円)を 6 月 8 日に発表した。

BtoB の PB 商品販売が成長を牽引

菓子・パン資材及び雑貨等の販売事業は、BtoB の PB 商品販売が成長を牽引。特に菓子・ベーカリー資材や鮮度保持剤といった PB の中でも収益性が高い商品群の販売が好調に推移した。Q2 の BtoB 注文単価は 14,407 円と前年同期比 6%上昇したことから、価格効果による収益性改善が顕著となった。なお、菓子・パン資材及び雑貨等の販売事業の売上高は、クリスマスやバレンタインデーがある上半期(10~3 月)偏重となる特徴がある。

BtoC は、前年同期比で小幅減収となった。PB 比率は、59%となり、前年同期と同水準となった。PB を中心とした収益性重視の舵取りを進めていく方針であり、想定通りの進捗であった。

図表 16. 26/9 期上半期の PB 商品カテゴリー別販売実績(百万円)

カテゴリー	売上高	売上高YoY	粗利益率	構成比
菓子・ベーカリー資材	246	+ 8.0%	高	48.0%
食材	177	- 0.4%	低	34.4%
鮮度保持剤	58	+ 3.0%	高	11.3%
弁当資材	0.01	- 39.0%	中	0%
その他	32	- 5.7%	高	6.2%
PB合計	514	+ 4.2%	中*	100%

* 粗利益率合計：30%未満「低」 30%~40%未満「中」 40%以上「高」

出所：会社資料

美容関連用品等の販売事業は営業黒字転換

美容関連用品等の販売事業の Q2 業績は、売上高 11.8 億円(前年同期比 7.6%増)、営業利益 1,530 万円(前年同期は 1,622 万円の赤字)となった。25/9 期 Q2 よりワークス・グループが連結されたため、買収以降初めて前年同期比の比較が可能となったが、売上高は 7.6%増と堅調に増加しており、PMI の成果が顕在化していることが確認された。

具体的には、人気商材を起点とした集客施策や、休眠顧客へのダイレクトメッセージ等、PB 商品の拡充が奏功しており、注文者数が小幅ながら増加した。また、主要 KPI である PB 比率は、17.7%(26/9 期 Q2)となり、前年同期の 15.1%から大きく改善。ヘアケア・スタイリングや、美容機器・サロン用品が成長を牽引しており、PB の中でも収益性が高い商材を伸ばせている。

下期から MedMarge の業績貢献が本格化

Q2 の営業利益は、Q1 と比較すると減益となったが、広告宣伝費の投下が主因であり、特段懸念は不要と言える。計画を上回る利益進捗となった模様だが、同社は、下期以降も積極的に成長投資を実施する方針。

同事業は、25/9 期 Q2 から連結化されており、今年度は、連結効果で一四半期分増収寄与する形となる。25/9 期 Q2 は、PMI に伴う一時費用を主因に赤字となったが、Q3 以降、業績貢献が顕著となっている。四半期単位でみると、広告宣伝費の動向によって、利益が変動する傾向にあるが、今後、事業規模拡大とともに、より安定的に利益貢献することが期待されよう。

ストラテジー・アドバイザーズでは、寺田氏がワークス・グループの社長に就任以降、従前と比較すると攻めの施策を打てるようになってきていることに注目している。下期から、MedMarge の業績貢献は本格化する見込みであり、今年度の業績動向に対する期待は大きいと言えよう。

図表 17. 四半期セグメント別損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	23/9				24/9				25/9				26/9	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高	2,604	2,344	1,891	1,774	2,785	2,384	1,961	1,820	3,008	3,876	3,482	3,309	4,340	4,078
(前年同期比)	-4.1%	-2.3%	-1.7%	-1.5%	6.9%	1.7%	3.7%	2.6%	8.0%	62.5%	77.5%	81.8%	44.3%	5.2%
菓子・パン資材及び雑貨等の販売事業									2,707	2,444	1,978	1,800	2,834	2,483
(前期比)													4.7%	1.6%
人材ソリューション 事業									263	280	294	325	326	357
(前期比)													24.0%	27.8%
美容関連用品等の販売事業									-	1,104	1,156	1,140	1,146	1,188
(前期比)													-	7.6%
その他									36	46	52	42	32	48
(前期比)													-11.3%	3.5%
売上総利益	859	844	647	577	888	800	588	546	920	1,190	1,015	936	1,273	1,241
(売上総利益率)	33.0%	36.0%	34.2%	32.5%	31.9%	33.6%	30.0%	30.0%	30.6%	30.7%	29.2%	28.3%	29.3%	30.4%
(前年同期比)	3.9%	10.3%	3.3%	10.2%	3.3%	-5.2%	-9.1%	-5.3%	3.6%	48.7%	72.7%	71.2%	38.4%	4.2%
販売費及び一般管理費	560	539	513	517	610	573	561	600	660	900	831	898	933	933
営業利益	299	305	133	59	277	227	26	-53	260	290	183	37	339	308
(前年同期比)	34.2%	59.8%	7.3%	360.5%	-7.2%	-25.4%	-80.4%	-	-6.4%	27.7%	601.8%	-	30.7%	6.0%
(売上高営業利益率)	11.5%	13.0%	7.1%	3.4%	10.0%	9.5%	1.3%	-	8.6%	7.5%	5.3%	-	7.8%	7.6%
菓子・パン資材及び雑貨等の販売事業									276	282	111	8	310	261
(売上高営業利益率)									10.2%	11.6%	5.7%	0.5%	11.0%	10.5%
人材ソリューション 事業									2	12	13	14	12	22
(売上高営業利益率)									1.0%	4.4%	4.7%	4.4%	3.7%	6.2%
美容関連用品等の販売事業									-	-16	62	24	37	15
(売上高営業利益率)									-	-1.5%	5.4%	2.2%	3.2%	1.3%
その他									10	22	15	11	6	36
(売上高営業利益率)									28.0%	47.7%	29.0%	27.3%	20.0%	76.0%
調整額									-29	-10	-19	-20	-26	-27

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

9. 株価推移とバリュエーション比較

cotta 事業に次ぐ成長の柱を織り込めていない

同社の株価は、新型コロナ禍の巣ごもり特需を追い風に、2020 年 9 月に最高値を付けて以降、軟調な推移が続いている。売上高は、21/9 期をピークに鈍化トレンドとなり、22/9～24/9 期は、3 期連続概ね横ばいの売上高推移となった。事業規模は小さいものの、cotta 事業が対象としている市場が限られているため、資本市場からは成熟企業としての評価が付与されている。

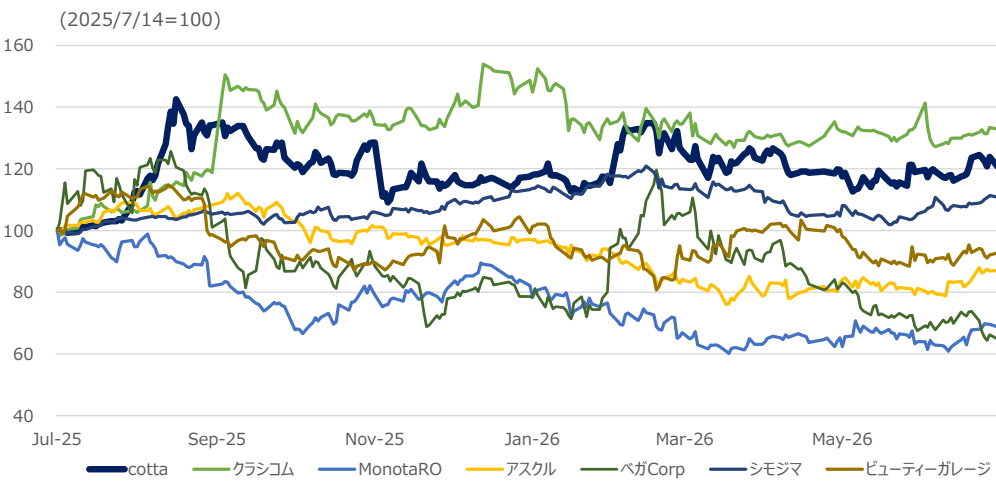
図表 18. 上場来の時価総額と PBR の推移



出所：Speeda よりストラテジー・アドバイザーズ作成

なお、過去 1 年間の株価パフォーマンスは、競合他社と比較すると堅調に推移しており、PBR1.0 倍前後まで低下した現在の株価は、概ねボトムに近い水準であると考えられる。また、25/9 期、26/9 期会社予想と、2 期連続で大幅増益となる見込みであるものの、株価の頭が重たく、反転の兆しが見えないことから、cotta 事業のキャッシュカウ化を進めると同時に、新たな成長ドライバーを確保し、売上高成長率及び ROIC の上昇を実現する道筋を資本市場に示すことが重要だろう。

図表 19. 相対株価チャート



出所：Speeda よりストラテジー・アドバイザーズ作成

競合他社比較：ROIC の改善によって PBR は上昇へ

競合他社では、専業 EC 最大手である MonotaRO や、北欧のライフカルチャー領域に特化した D2C 企業であるクラシコム(7110、東証グロース)の PBR が高い。両社ともに営業利益率が 12～14%と高く、ROIC も 30%を超えている。ストラテジー・アドバイザーズでは、cotta も ROIC を 15～20%の水準まで高めることができれば、PBR が 2.0 倍以上まで上昇する可能性は十分あるとみている。

なお、同社は、株主還元については、DOE2.0～2.5%を目安に安定配当を継続していく方針であり、今年度の年間配当予想は、10 円となっている。配当利回りは、2.0%前後であり、キャピタルゲインに加えて、インカムゲインも期待される銘柄となっている。積極的に M&A を実施していく方針であるため、過度な株主還元は期待できないものの、成長と還元のバランスに配慮した設計になっていると言える。

図表 20. バリュエーション一覧

証券コード	企業名	決算期	株価	時価総額	PBR	PER	ROE	ROIC	売上高総利益率	営業利益率	CAGR 営業増益率	自己資本比率	ネット DEレシオ	騰落率 1年	騰落率 3年
			(7/13) (円)	(7/13) (百万円)	実績 (倍)	会社予想 (倍)	会社予想 (%)	実績 (%)	実績 (%)	実績 (%)	3年 (%)	実績 (%)	実績 (倍)	(%)	(%)
3359	cotta	25/9期	517	5,428	1.2	8.7	14.6	10.3	29.7	5.6	11.8	43.1	0.3	20.5	-11.6
7110	クラシコム	25/7期	2,048	15,094	2.8	15.7	19.2	71.0	44.9	12.8	9.0	84.5	-0.9	31.7	24.2
3064	MonotaRO	25/12期	1,951	969,233	7.9	26.8	32.0	36.0	29.8	13.8	20.8	63.4	-0.3	-32.3	10.0
2678	アスクル	26/5期	1,267	113,439	2.4	28.4	6.4	-14.5	22.3	-4.4	-	20.8	0.4	-12.6	-39.6
3542	ベガCorp	26/3期	1,230	13,078	1.8	14.3	14.0	17.5	52.9	7.5	58.8	77.1	-0.3	-32.3	88.4
7482	シモジマ	26/3期	1,370	32,045	0.9	12.3	7.2	8.9	32.6	5.3	19.8	81.4	-0.2	11.1	31.4
3180	ビューティーガレッジ	26/4期	1,438	18,040	2.2	13.4	16.9	18.9	24.2	4.0	3.8	45.2	-0.1	-16.0	-39.3
平均					2.7	17.1	15.7	21.2	33.8	6.4	20.7	59.3	-0.1		

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10. ESG・サステナビリティ

ガバナンス体制

cotta は監査等委員会設置会社であり、同社グループは、同社と連結子会社 9 社で構成される。取締役 8 名中、社外取締役(独立社外取締役)3 名である。コーポレートガバナンス・コードの原則 4-8 によれば、グロース市場の場合少なくとも 2 名以上の独立社外取締役を選任すべきと定めており、原則を充たしている。女性取締役は、黒須氏の 1 名である(女性役員比率 12.5%)。黒須氏は 2025 年 12 月時点において発行済株式(自己株式除く)の 11.2%を保有する筆頭株主である。

社外取締役はいずれも監査等委員である。このうち、兒玉和男氏は大手メーカーにおける経理及び総務等、岸原稔泰氏及び秋吉英矢氏は金融機関に係るビジネス経験を有する。

代表取締役会長の佐藤氏は創業者であり、同社グループの事業推進に中心的な役割を果たしていたが、2020 年 1 月に黒須氏が社長に就任した。これにより、経営の意思決定の分散化が図られたが、依然として、佐藤氏に対する依存度は高い。

図表 21. 取締役のスキルマトリクス (2025 年 12 月 22 日時点)

氏名	肩書	各取締役に期待する分野								
		企業経営	経営戦略	新規事業 開発	既存事業 強化	人事戦略	DX	広報	財務会計	内部統制 ガバナンス
佐藤 成一	代表取締役会長	○	○	○	○	○			○	○
黒須 綾希子	代表取締役社長	○	○	○		○	○	○		○
吉田 史大	専務取締役	○	○		○	○				○
後藤 眞二郎	取締役	○			○	○				○
黒須 則彦	取締役	○	○	○	○		○	○		○
兒玉 和男	社外取締役 (監査等委員)	○				○			○	○
岸原 稔泰	社外取締役 (監査等委員)		○						○	○
秋吉 英矢	社外取締役 (監査等委員)					○	○		○	○

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

サステナビリティ体制

サステナビリティのガバナンス体制は、コーポレート・ガバナンス体制と同様、推進活動の適切な実施の判断については、経営会議にて審査を行い、経営上重要な事項については取締役会にて承認を行う。

サステナビリティに関する戦略として、環境負荷の少ない植物性由来食品市場の拡大を推進する。資本業務提携先の不二製油(2607、東証プライム)と共同で立ち上げた「cotta tomorrow」では、以前より多かった「グルテンフリーやプラントベースのメニューを用意したい」、「子どものアレルギーを気にせずおやつを作ってあげたい」といった顧客の声に応え、従来の動物性由来食品よりも環境負荷の少ない植物性由来食品の販促普及に努めている。

人的資本戦略

人的資本に関する戦略として、多様な人材の確保や育成、労働環境の改善等に取り組んでいるが、現時点で、人的資本関連および人材採用の多様性に関する属性別の指標及び目標の設定は行っていない。

同社事業に対して高まる需要に対し、供給体制の確立が課題となっている。これまで、従業員の休日・深夜勤務などで対応してきたが、物流の効率化により、従業員のワークライフバランスの充実に目指す。

女性管理職比率は 40%

女性管理職比率は 2025 年 9 月末時点で 40.0%である。帝国データバンクの調査によると、女性管理職割合の平均は 11.1%(2025 年)。同社の従業員は女性が大半であることから、同比率が非常に高くなっている。男性労働者の育児休業取得率、男女賃金差異は、公表義務の対象ではないため、開示を省略している。

11. リスク要因**在庫リスク**

同社は、多品種の商材を扱っていることに加えて、食品の取り扱いも行っていることから、過剰在庫や、欠品、評価損の発生によって、収益性やキャッシュ・フローを圧迫する可能性がある。

物流費上昇リスク

運送ドライバー不足や、原油価格上昇等の影響によって、物流費が上昇した場合、収益性が悪化する可能性がある。

競争環境が悪化するリスク

包装資材等の専門問屋や、オンラインモール、他の EC 企業が製菓・製パンに関連する商材の販売を強化した場合、競争環境が悪化し、単価が下落する可能性がある。

情報漏洩リスク

システム障害やサイバー攻撃によって、同社が有する個人情報等が漏洩した場合、売上機会の喪失や信用低下につながる可能性がある。

食品品質・安全性リスク

製菓・製パン用食材や食品加工品を扱うため、品質不良、異物混入、表示ミス、食品衛生法等の法令違反が発生した場合、商品回収、損害賠償、ブランド毀損につながる可能性がある。

物流・出荷体制リスク

小ロット・多品種・短納期を支える物流オペレーションは同社の競争力の源泉である一方、繁忙期の出荷能力不足、倉庫・配送網の障害、人手不足、自然災害等が発生した場合、納期遅延や顧客満足度低下につながる可能性がある。

M&A・子会社管理リスク

TERAZ、ワークス・グループ、MedMarge 等の連結子会社化により事業領域が拡大している。買収先の事業計画未達、PMI の遅れ、内部統制・管理体制の不備、想定シナジー未実現が生じた場合、業績や財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

のれん・投資回収リスク

ワークス・グループ等の買収によるのれんが発生しており、買収先の収益性が想定を下回った場合、減損損失の計上により利益が大きく押し下げられる可能性がある。

財務レバレッジ上昇リスク

大型 M&A に伴う借入により、自己資本比率は低下している。金利上昇、営業キャッシュ・フローの悪化、追加投資負担が生じた場合、財務柔軟性や株主還元余力が制約される可能性がある。

制度変更リスク

MedMarg は、美容クリニックのマーケティング支援を実施している。今後、オンライン診療や、薬剤に関する規制が変更となった場合、同社の業績に悪影響を及ぼす可能性がある。

図表 22. 損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	18/9	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9	26/9会予
売上高	6,278	6,399	7,860	9,258	8,843	8,615	8,951	13,675	15,685
(前期比)	4.0%	1.9%	22.8%	17.8%	-4.5%	-2.6%	3.9%	52.8%	14.7%
菓子・パン資材及び雑貨等の販売事業	-	-	-	-	-	-	-	8,932	
人材ソリューション事業	-	-	-	-	-	-	-	1,164	
美容関連用品等の販売事業	-	-	-	-	-	-	-	3,401	
その他	-	-	-	-	-	-	-	179	
売上総利益	2,421	2,507	3,279	3,881	2,743	2,928	2,823	4,062	
(売上総利益率)	38.6%	39.2%	41.7%	41.9%	31.0%	34.0%	31.5%	29.7%	
販売費及び一般管理費	2,079	2,190	2,990	3,428	2,191	2,130	2,345	3,290	
営業利益	341	317	288	453	551	797	477	772	994
(前期比)	16.8%	-7.0%	-9.1%	57.3%	21.6%	44.6%	-40.2%	61.8%	28.8%
(営業利益率)	5.4%	5.0%	3.7%	4.9%	6.2%	9.3%	5.3%	5.6%	6.3%
菓子・パン資材及び雑貨等の販売事業	-	-	-	-	-	-	-	680	
人材ソリューション事業	-	-	-	-	-	-	-	43	
美容関連用品等の販売事業	-	-	-	-	-	-	-	71	
その他	-	-	-	-	-	-	-	60	
調整額	-	-	-	-	-	-	-	-81	
営業外収益	50	46	44	44	45	46	70	64	
受取利息および配当金	0	0	0	0	0	0	1	3	
カテゴリー協賛金	35	46	29	28	25	19	16	12	
電力販売収益	7	6	10	10	11	8	9	8	
業務受託料	0	0	0	0	0	7	37	23	
その他	8	-6	4	4	8	10	4	16	
営業外費用	13	13	12	12	12	13	13	65	
支払利息	8	7	7	8	8	7	8	41	
電力販売費用	4	4	3	3	2	2	2	2	
その他	0	2	1	0	1	2	2	20	
経常利益	378	350	320	485	584	830	534	771	1,006
(前期比)	14.5%	-7.4%	-8.6%	51.6%	20.4%	42.1%	-35.7%	44.4%	30.5%
(売上高経常利益率)	6.0%	5.5%	4.1%	5.2%	6.6%	9.6%	6.0%	5.6%	6.4%
特別利益	85	2	10	6	9	1	4	11	
特別損失	12	14	5	10	13	0	3	29	
税金等調整前当期純利益	451	337	325	481	579	832	535	753	
(前期比)	34.2%	-25.3%	-3.6%	48.0%	20.4%	43.7%	-35.7%	40.7%	
(売上高税引前利益率)	7.18%	5.27%	4.13%	5.20%	6.55%	9.66%	5.98%	5.51%	
法人税等	109	111	62	157	179	261	194	298	
(実効税率)	24.17%	32.94%	19.08%	32.64%	30.92%	31.37%	36.26%	39.58%	
当期純利益	341	225	263	324	399	570	341	455	
非支配株主に帰属する当期純利益	0	0	0	0	0	0	0	18	
親会社株主に帰属する当期純利益	341	225	263	324	399	570	341	437	628
(前期比)	42.1%	-34.0%	16.9%	23.2%	23.1%	42.9%	-40.2%	28.2%	43.7%

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 23. 主要財務指標

決算期	決算期	18/9	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9	26/9 会予
EPS	(円)	31.5	20.8	24.2	29.8	37.8	54.0	32.0	41.2	59.2
BPS	(円)	232.1	249.4	268.7	288.4	316.5	365.7	389.5	422.4	
1株当たり配当金	(円)	10.0	4.0	4.0	4.0	4.0	8.0	8.0	10.0	10.0
配当性向	(%)	31.7	19.2	16.5	13.4	10.6	14.8	25.0	24.3	16.9
終値	(円)	587	301	1,173	570	364	512	362	542	
PER	(倍)	18.6	14.5	48.5	19.2	9.6	9.5	11.3	13.2	
PBR	(倍)	2.5	1.2	4.4	2.0	1.2	1.4	0.9	1.3	
期末発行済株式数	(千株)	3,677	11,038	11,080	11,117	11,117	11,224	11,224	11,224	
自己株式数	(千株)	58	173	169	356	548	545	542	724	
自社株控除株式数	(千株)	3,619	10,864	10,910	10,761	10,570	10,679	10,682	10,500	
時価総額(自己株数調整後)	(百万円)	2,124	3,270	12,798	6,134	3,847	5,468	3,867	5,691	
株主資本比率	(%)	58.9	60.4	53.5	53.3	55.9	60.8	65.1	43.1	
有利子負債残高	(百万円)	939	976	1,307	1,444	1,477	1,425	1,201	3,975	
D/Eレシオ	(倍)	0.37	0.36	0.44	0.46	0.44	0.36	0.29	0.90	
EV(Enterprise Value)	(百万円)	6,087	2,894	12,128	5,959	3,523	4,966	3,242	7,175	
EBITDA	(百万円)	460	434	407	586	688	922	599	1,048	
EV/EBIDA倍率	(倍)	13.2	6.7	29.8	10.2	5.1	5.4	5.4	6.8	
ROE	(%)	14.4	8.6	9.3	10.7	12.4	15.7	8.5	10.2	
ROIC (投下資本)	(%)	6.7	5.7	5.7	6.7	7.9	10.6	5.3	6.8	
ROIC (事業資産)	(%)	9.7	8.6	9.1	10.7	12.3	16.8	8.5	10.3	
従業員数	(人)	75	86	86	94	92	96	111	163	

注 1 : EBITDA は Speeda の定義により算出(営業利益+減価償却費+のれん償却費)。

注 2 : EPS と BPS の算出にあたり控除する自己株式数には、株式給付信託制度の信託財産として日本カストディ銀行が所有している当社株式が含まれる。

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 24. 貸借対照表 (単位 : 百万円)

決算期	18/9	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9
現金・預金	1,293	1,352	1,976	1,618	1,801	1,927	1,826	2,539
営業債権	341	303	356	349	353	347	414	665
棚卸資産	983	1,142	1,311	1,663	1,837	2,010	2,088	2,596
その他流動資産	143	188	201	450	279	291	333	423
流動資産	2,760	2,986	3,846	4,082	4,272	4,576	4,662	6,225
建物・構築物	815	780	772	931	886	842	803	769
工具・器具・備品	74	66	150	126	155	129	101	126
その他有形固定資産	447	469	464	453	440	439	476	496
有形固定資産	1,338	1,316	1,387	1,512	1,482	1,411	1,382	1,393
無形固定資産	100	92	85	73	62	57	120	2,270
投資その他の資産	94	108	178	166	178	374	229	398
固定資産合計	1,532	1,517	1,652	1,752	1,723	1,843	1,732	4,061
資産合計	4,293	4,503	5,498	5,834	5,995	6,419	6,394	10,287
買掛金	414	451	567	637	646	516	570	1,126
短期借入金等	195	171	450	711	899	1,103	980	1,714
契約負債	0	0	0	0	12	11	14	13
その流動負債	370	318	660	619	481	533	415	647
流動負債	980	941	1,678	1,967	2,040	2,165	1,981	3,501
長期借入金	742	804	856	733	577	322	221	2,260
退職給付に係る負債	2	2	6	6	7	8	10	18
その他固定負債	35	33	14	15	16	18	21	22
固定負債	780	841	877	755	601	349	252	2,301
負債合計	1,761	1,782	2,555	2,723	2,642	2,514	2,234	5,802
資本金	642	642	643	649	649	665	665	665
資本剰余金	615	615	617	622	622	638	638	638
利益剰余金	1,291	1,480	1,699	1,979	2,335	2,863	3,117	3,468
自己株式	-29	-28	-28	-148	-262	-261	-261	-336
株主資本	2,519	2,709	2,931	3,103	3,345	3,905	4,160	4,435
純資産合計	2,531	2,721	2,942	3,111	3,353	3,905	4,160	4,484
負債純資産合計	4,293	4,503	5,498	5,834	5,995	6,419	6,394	10,287

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 25. キャッシュ・フロー表 (単位 : 百万円)

決算期	18/9	19/9	20/9	21/9	22/9	23/9	24/9	25/9
税金等調整前当期純利益	451	337	325	481	579	832	535	753
減価償却費	118	116	118	132	135	124	119	147
のれん償却額	0	0	0	0	0	0	2	128
支払利息	8	7	7	8	8	7	8	41
その他営業キャッシュ・フロー	-223	-317	82	-730	-277	-519	-384	-202
営業活動によるキャッシュ・フロー	354	144	534	-106	447	445	280	868
有形固定資産の取得および売却	142	-16	-148	-185	-114	-22	-14	-75
無形固定資産の取得および売却	-51	-26	-27	-24	-11	-26	-50	-78
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得および売却	0	0	0	0	0	0	29	-2,412
事業譲受による支出	0	0	0	0	0	0	-23	0
その他投資キャッシュ・フロー	-5	-9	-3	-13	-10	-192	65	-28
投資活動によるキャッシュ・フロー	85	-52	-179	-223	-136	-242	7	-2,595
短期借入金の増減	-70	0	0	370	300	100	-20	390
長期借入金の増減	-247	21	335	-222	-254	-146	-267	2,225
配当金の支払額	-18	-36	-43	-44	-43	-42	-86	-86
その他財務キャッシュ・フロー	-15	-17	-16	-130	-132	11	9	-91
財務活動によるキャッシュ・フロー	-351	-32	275	-27	-130	-78	-387	2,436
現金及び現金同等物に係る換算差額	0	0	0	0	2	0	0	0
現金及び現金同等物の増加額	87	59	629	-357	182	125	-100	711
現金及び現金同等物期首残高	1,060	1,147	1,207	1,836	1,478	1,661	1,787	1,686
現金及び現金同等物期末残高	1,147	1,207	1,836	1,478	1,661	1,787	1,686	2,397
フリーキャッシュフロー	439	92	355	-329	311	203	287	-1,727

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレーマー

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ための企画提案およ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。有価証券およ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