



27/3 期 Q1 決算：成長戦略への評価の高まりや当期純利益予想の上方修正を受けて株価は上昇も、依然として予想 PER は割安

27/3 期第 1 四半期（Q1）業績は前年同期比 9%減収、24%営業増益となった。2025 年 10 月に売却した車両運行サービスを除くと、同 3%増収、81%営業増益であり、利益率が着実に改善した決算と言える。売上高については、全体としては概ね想定並みと見られるが、B2B サブスクと社会サービスの利益率改善に伴い、EBITDA 及び営業利益は、計画をやや上回るペースで推移した模様である。

27/3 期の親会社株主に帰属する当期純利益は、8 月 3 日に期初計画の前期比 1.6%増の 4,600 百万円から同 15.1%増の 5,210 百万円に上方修正された。親会社株主に帰属する当期純利益の計画だけが引き上げられたのは、B2B サブスク事業の組織再編に伴い、第 2 四半期以降の法人税等の負担が構造的に軽減される見通しとなったことを業績予想に織り込んだためである。また、同社は、配当性向 20%を目安とする方針に基づき、27/3 期の 1 株当たり配当金も期初予想の 26.0 円から 30.0 円（前期比 10.0 円の増配）に上方修正した。

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だろう。

2026 年 5 月以降、同社の成長戦略が徐々に投資家に評価されてきたことや、8 月に 27/3 期予想の親会社株主に帰属する当期純利益が上方修正されたことなどをを受けて、株価はじり高の展開となり、現在の株価レンジは 1,600～1,800 円に切り上がって推移している。一方、予想 PER は、5 月からの株価上昇を受けてやや上昇したものの、予想 EPS の上方修正による影響が株価上昇による影響の一部を相殺したため、現在も 11 倍程度と依然として割安な水準にとどまっている。

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(8/27)	1,708
52 週高値(25/9/26)	1,824
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)	59.3
EV (十億円)	78.5
自己資本比率(26/03、%)	25.3
ROE (26/3、%)	15.7
PER (27/3 会予、倍)	11.4
PBR (26/3 実績、倍)	2.2
配当利回り (27/3 会予、%)	1.8

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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)
26/3 Q1	66,423	5.1	3,359	28.1	1,837	49.3	750	120.9	21.6	-
27/3 Q1	60,682	-8.6	3,374	0.5	2,271	23.6	1,289	71.7	37.1	-
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	5,210	15.1	150.0	30.0

注：純利益は親会社株主に帰属する当期純利益 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

1. 27/3 期 Q1 決算.....	3
1) 決算概要	3
2) セグメント別状況	4
2. 業績見通し.....	8
1) 27/3 期会社計画.....	8
2) 中長期目標と今後の注目点	9
3. 株価の推移とバリュエーション.....	13
4. エクイティストーリー	17

1. 27/3 期 Q1 決算

1) 決算概要

27/3 期 Q1 は、事業売却の影響を除くと、3%増収、81%営業増益

オイシックス（以下、同社。7月にオイシックス・ラ・大地から社名変更）は、8月13日に27/3期第1四半期（以下、Q1）業績を発表した。売上高が前年同期比 8.6%減の 60,682 百万円、EBITDA が同 0.5%増の 3,374 百万円、営業利益が同 23.6%増の 2,271 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 71.7%増の 1,289 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 2.7%増、EBITDA は同 33.4%増、営業利益は同 81.1%増であり、利益率が着実に改善した決算と言えよう。

図表 1. 27/3 期 Q1 業績（単位：百万円）

決算期	26/3 Q1	27/3 Q1 (A)	YoY	進捗率 (A)/(B)	27/3 会社予想 (B)
売上高	66,423	60,682	-8.6%	24.1%	252,000
売上総利益	19,345	17,851	-7.7%	—	
売上総利益率	29.1%	29.4%	—	—	
販売費及び一般管理費	17,507	15,579	-11.0%	—	
販管費率	26.4%	25.7%	—	—	
営業利益	1,837	2,271	23.6%	26.1%	8,700
営業利益率	2.8%	3.7%	—	—	3.5%
経常利益	1,651	2,226	34.9%	—	
特別損益	59	—	—	—	
税金等調整前当期純利益	1,710	2,226	30.2%	—	
法人税等	802	1,058	31.9%	—	
当期純利益	907	1,168	28.8%	—	
非支配株主に帰属する当期純利益	156	-120	—	—	
親会社株主に帰属する当期純利益	750	1,289	71.7%	24.7%	5,210
EBITDA	3,359	3,374	0.5%	25.2%	13,400
EBITDA マージン	5.1%	5.6%	—	—	5.3%

除く車両運行サービス事業

売上高	59,090	60,682	2.7%
営業利益	1,254	2,271	81.1%
営業利益率	2.1%	3.7%	—
EBITDA	2,529	3,374	33.4%
EBITDA マージン	4.3%	5.6%	—

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 | 3182 (東証プライム)

EBITDA 及び営業利益は計画をやや上回るペース

売上高については、全体としては概ね想定並みと見られるが、B2B サブスクの利益率改善と社会サービスの施設数増加に伴い、EBITDA 及び営業利益は、計画をやや上回るペースで推移した模様である。

B2B サブスクと社会サービスの EBITDA の進捗率が良好

継続事業ベースで比較するために、車両運行サービスを除外して算出すると、26/3 期に占める Q1 の割合は、売上高が 25%、EBITDA が 22% であった。一方、27/3 期計画に対する Q1 の割合は、売上高が 24%、EBITDA が 25% であり、EBITDA の進捗率が前年同期よりも高い状況となっている。中でも、B2B サブスクの進捗率が前年同期の 10% に対して 23%、社会サービスの進捗率が前年同期の 40% に対して 52% になっており、好調なスタートと評価できよう。

中間期時点での EBITDA の進捗率の見込みは全体では 40% 台前半

同社は現時点において、27/3 期 EBITDA 計画に対する中間期時点での進捗率について、B2C サブスクは前年同期並み（前年同期は 43%）、B2B サブスクは 50% 超（同 40%）、全体では 40% 台前半（同 40%）と見込んでいる。但し、前年同期の全体進捗率（40%）は、昨年 10 月 1 日付で売却した車両その他事業を除いた数値である。

営業外収支は改善

Q1 の営業外収益では、持分法による投資利益が前年同期の 50 百万円から 187 百万円に増加した。一方、営業外費用では、投資事業組合運用損が前年同期の 37 百万円から 108 百万円に増加したものの、借入金の減少に伴い、支払利息が前年同期の 211 百万円から 131 百万円に減少した。結果として、営業外収支の赤字幅は、前年同期の 186 百万円から 45 百万円に縮小した。

25/3 期末との比較では、財務の健全化が急速に進んだ

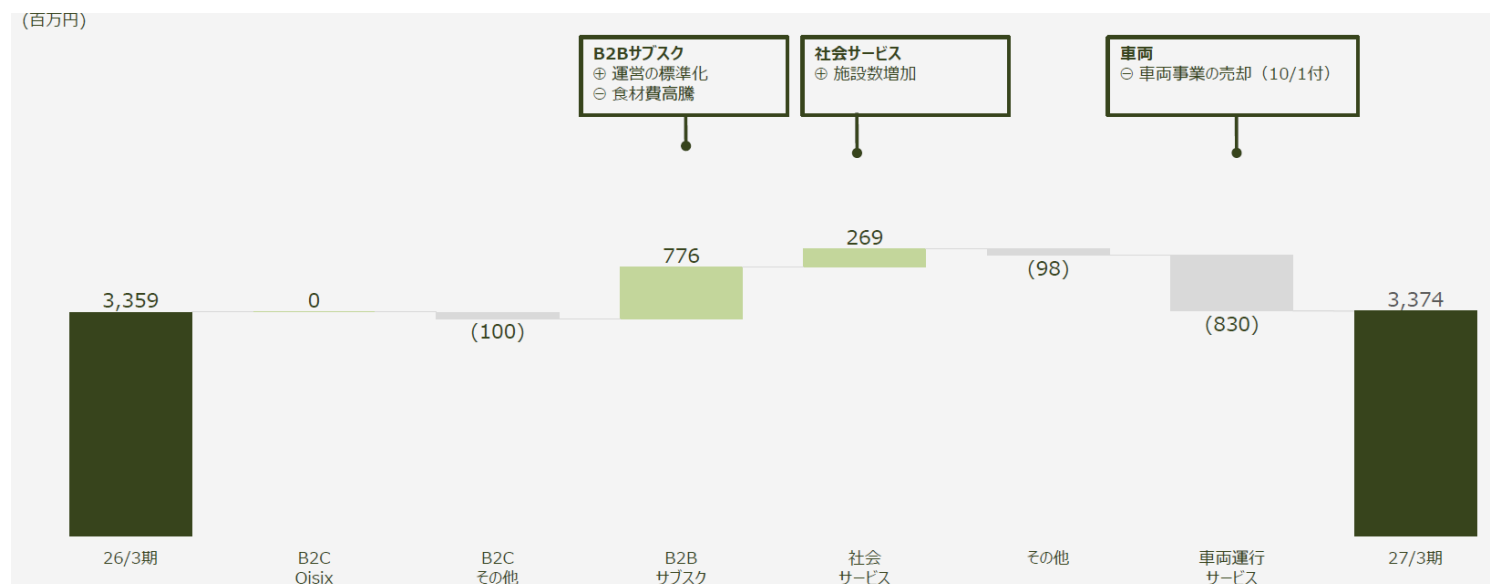
Q1 末の総資産は前期末比 1% 増の 109,578 百万円となった。減価償却やのれん償却の進行により、有形固定資産や無形固定資産は減少したものの、売掛金、現金及び預金、その他の流動資産などが増加した。一方、調達サイドでは、借入金と同 11% 減少したものの、契約負債や繰延税金負債などが増加したため、Q1 末の負債合計は同 1% 増の 79,758 百万円となった。契約負債の増加は、季節性の影響に加え、学童保育の契約増が主な要因である。繰延税金負債の増加は、9 月 1 日に予定するグループ内の組織再編が主な要因である。

Q1 末の自己資本は、利益蓄積により、前期末比 3% 増の 28,220 百万円となった。結果、Q1 末の自己資本比率は前期末の 25.3% から 25.8% にやや上昇した。一方、EBITDA に対する Net Debt（借入金－現預金）の水準を見る財務指標である Net Debt/EBITDA を見ると、25/3 期末の 1.11 倍から 27/3 期 Q1 末には 0.04 倍に低下しており、財務の健全化が急速に進んだことが見て取れる。

2) セグメント別状況

前年同期と比較したセグメント別 EBITDA の増減を図示したものが図表 2 である。増加事業としては、B2B サブスク（前年同期比 776 百万円増）及び社会サービス（同 269 百万円増）が挙げられる。一方、減少事業としては、2025 年 10 月に売却された車両運行サービス（同 830 百万円減）、B2C サブスクのその他（同 100 百万円減）、その他事業と全社費用の合計（同 98 百万円減）が挙げられる。B2C サブスク事業の中核を占める Oisix の EBITDA は前年同期比横ばいであった。

図表 2. セグメント別 EBITDA の増減要因 (単位 : 百万円)



注 : 「その他」は、その他事業、全社費用を含む

出所 : 会社資料

B2C サブスク事業

B2C サブスク事業は 7%減収、EBITDA4%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 21,999 百万円 (前年同期比 - 7%)、EBITDA2,404 百万円 (同 - 4%) であった。内訳としては、Oisix が、売上高 14,072 百万円 (同 - 4%)、EBITDA2,072 百万円 (同 - 0%)、その他 (大地を守る会、らでいっしゅぼーや、Purple Carrot) が、売上高 7,927 百万円 (同 - 12%)、EBITDA331 百万円 (同 - 23%) であった。

Oisix については、Q1 末の会員数が前年同期末比 2%減少したほか、Q1 の ARPU も前年同期比 2%低下した。一方、販売頻度、原価の見直しを通じた商品アロケーションの最適化 (SKU「商品の最小管理単位」の絞り込み) や、赤字受注の抑制、マーケティング費用の削減などにより、EBITDA マージンは前年同期の 14.1%から 14.7%に改善した。

その他については、主として会員数の減少に伴う売上高の落込みが EBITDA の減少に繋がった。

顧客の「メンパ」向上を目指す

Oisix の中で取組みを強化している商品としては、「デリ Oisix」、「たすだけシリーズ」、「超ラク Kit 3 ステップ」が挙げられている。

2024 年に発売された「デリ Oisix」は、マーケティング業界において、「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、選択の負荷を軽減する、「メンパ (メンタルパフォーマンス)」が良い商品として評価されている。同社は、累計 300 万食超の実績をあげた「デリ Oisix」について、製造能力を 1.4 倍に拡張した上で、7 月 16 日から従来品より賞味期限が長い「デリ Oisix 4days プラン」の販売を開始した。今期中には本格 PR を実施することで会員数の増加及び購入頻度の向上を目指す方針である。

2026 年 1 月に本格展開が始まった「たすだけシリーズ」は、子育ての全期間における LTV (Lifetime Value 顧客生涯価値) の底上げを図るための戦略商品である。足元では、顧客の座談会・インタビューで高評価を得ている、「たすだけシリーズ」のプレミアム時短総菜が購入単価の

向上に貢献してきている。同社は、今後、新規会員や休会している会員に対しても、プレミアム時短総菜をアピールし、購入単価・購入頻度の改善に繋げる考えである。

2013 年発売の Kit Oisix シリーズの新商品である「超ラク Kit 3 ステップ」は 7 月 16 日にリリースされた。開発のコンセプトは、調理の労力を極限まで減らす「3 つのキャンセル（包丁・思考・準備キャンセル）」の実現であり、「メンパ」の向上を目指した商品である。ターゲットである 3 歳～小学校低学年の子どもを持つ世帯のニーズに応えることで購入頻度の向上を目指す方針である。

同社は、「デリ Oisix」、「超ラク Kit 3 ステップ」等の商品展開と、UI/UX の刷新等を通じて、今後も顧客の「メンパ」向上に繋がる事業展開を目指している。

B2B サブスク事業

B2B サブスク事業は 6%増収、EBITDA253%増

B2B サブスク事業は、売上高 22,349 百万円（前年同期比+6%）、EBITDA1,083 百万円（同+253%）であった。分野別売上高の主な内訳としては、ライフケアが 8,894 百万円（同+5%）、コントラクトが 6,859 百万円（同+5%）、学校給食が 4,965 百万円（同+9%）であった。Q1 末における分野別契約施設数の前年同期末比増減率は、ライフケアが+4%（4 月に事業承継した「なの花九州」の貢献を含む）、コントラクトが-1%、学校給食が+2%であった。価格適正化に伴い、一部の施設で解約が発生したものの、学校給食や高齢者施設においては新規顧客の獲得が進んでいる。また、各分野共に契約単価の適正化が売上高の増加に繋がっていることが見て取れる。

エクイティストーリーの実現に向けた改善が継続

EBITDA マージンについては、食材費や人件費の高騰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、前年同期の 1.5%から 4.8%に大きく改善した。同社のエクイティストーリーの一つである「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」の実現に向けた改善が継続していると言えよう。

なお、ホルムズ海峡の封鎖等に伴い、調理現場で使用するゴム手袋等の価格が高騰しているほか、豚肉類の価格も大幅に上昇しているが、メニュー改定や調達一元化等により、原価上昇の影響は期初計画の範囲内に収まっている。

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、本部主導で標準化する施策である。この取組みを進めたことにより、26/3 期において、売上高人件費率や売上高食材費率が大幅に改善したが、27/3 期に入っても施策の効果は継続している。

「元気ごはん」の本格展開を開始

同社は、4 月より高齢者施設向け完全調理品「元気ごはん」の本格展開を開始した。約 1,500 施設へのサンプリング試食を実施したところ、導入検討のヒアリングで 95%の施設から高評価を得た。対象施設の 1 割が「来年度からの切り替えを積極検討」、4 割が「切り替えを検討」と回答するなど強いニーズを獲得しており、今後の導入が期待される。

高齢者施設側による委託業者の切り替えの多くは、年度替わりに当たる 4 月に実施される傾向にある。同社は、切り替え検討のピークとなる 11 月以降に向け、「元気ごはん」の更なる改良や営業体制の強化を進めている。

AI 活用を順次拡大する

運営の標準化に向けて、同社は、食材費・労務費ともに、10 日毎の計画と実績の差分で予実管理を行っているほか、AI 分析によって個店の傾向を把握し、アラート精度を高めている。また、当第 3 四半期に予定されている、スタッフのシフト作成の AI 化により、食数データを基に適正な労働力配分を算出し、施設毎の最適シフトを策定することが可能になる。その後も、営業活動から現場業務に至るまで、AI 活用を順次拡大する方針であり、今後の収益性の改善が期待される。

オイシックス | 3182 (東証プライム)

事業承継した「なの花九州」の業績貢献は想定以上

事業承継した「なの花九州」（本社：福岡県。売上高約 10 億円、約 30 施設）においては、利用者の増加により、Q1 の業績貢献は想定を上回った。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）も順調に進んでいる模様である。同社は、M&A の対象として、大規模事業者だけでなく、売上高 50 億円規模の中・小規模事業者も含めてアプローチを強化している。同社のもう一つ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」についても今後の展開に期待したい。

社会サービス事業

社会サービス事業は 21%増収、EBITDA44%増

社会サービス事業は、売上高 12,203 百万円（前年同期比+21%）、EBITDA875 百万円（同+44%）であった。分野別売上高の内訳としては、学童保育が 8,776 百万円（同+28%）、その他が 3,426 百万円（同+7%）であった。EBITDA マージンについては、増収効果やスタッフ確保の効率化等に伴い、前年同期の 6.0%から 7.2%に改善した。

学校給食とのシナジー効果

Q1 末における分野別契約施設数の前年同期末比増減率は、学童保育が+16%、その他が-6%であった。その他分野では一部の施設で解約が発生したものの、学童保育については、営業活動における学校給食とのシナジー効果が顕著になってきており、Q1 における学童保育の契約施設数の純増数は、前年同期の 426 施設から 515 施設に拡大した。また、社会サービスにおいても、各分野共に 1 施設当たりの単価の上昇が売上高の増加に繋がっていることが見て取れる。

その他事業

その他事業は 8%減収、EBITDA51%減

その他事業は、売上高 4,605 百万円（前年同期比-8%）、EBITDA147 百万円（同-51%）であった。特定事業における一時的な要因が業績悪化の主因とみられる。

図表 3. 27/3 期 Q1 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)	26/3 Q1	27/3 Q1	YoY	(百万円)	26/3 Q1	27/3 Q1	YoY	利益率
B2C サブスク	23,679	21,999	-7%	B2C サブスク	2,505	2,404	-4%	10.9%
Oisix	14,689	14,072	-4%	Oisix	2,073	2,072	-0%	14.7%
その他（大地+らでいつしゅ+PC）	8,990	7,927	-12%	その他（大地+らでいつしゅ+PC）	432	331	-23%	4.2%
B2B サブスク	21,010	22,349	6%	B2B サブスク	306	1,083	253%	4.8%
社会サービス	10,074	12,203	21%	社会サービス	606	875	44%	7.2%
車両運行サービス （26/3 下期は連結除外）	7,332	-	-	車両運行サービス （26/3 下期は連結除外）	830	-	-	-
その他事業	5,025	4,605	-8%	その他事業	298	147	-51%	3.2%
連結調整	-700	-474	-	全社費用その他	-2,710	-2,238	-	-
売上高	66,423	60,682	-9%	全社費用	-1,188	-1,135	-	-
売上高（車両事業除く）	59,090	60,682	3%	のれん・減価償却費	-1,521	-1,102	-	-
				営業利益	1,837	2,271	24%	3.7%
				営業利益（車両事業除く）	1,254	2,271	81%	3.7%
				EBITDA	3,359	3,374	0%	5.6%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 業績見通し

1) 27/3 期会社計画

親会社株主に帰属する当期純利益 の 27/3 期計画を上方修正

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 百万円である。親会社株主に帰属する当期純利益は、8 月 3 日に期初計画の同 1.6%増の 4,600 百万円から同 15.1%増の 5,210 百万円に上方修正された。親会社株主に帰属する当期純利益の計画だけが引き上げられたのは、B2B サブスク事業の組織再編に伴い、第 2 四半期以降の法人税等の負担が構造的に軽減される見通しとなったことを業績予想に織り込んだためである。

27/3 期計画の法人税等の負担率は 40%程度に修正されたが、同社は今回、中長期的には、一般的な水準である 30%台への適正化を段階的に目指す方針を掲げた。

27/3 期の予想配当金も 30.0 円 に上方修正

親会社株主に帰属する当期純利益の上方修正に伴い、27/3 期の予想 EPS は 132.4 円から過去最高水準となる 150.0 円に引上げられた。また、同社は、配当性向 20%を目安とする方針に基づき、27/3 期の 1 株当たり配当金も期初予想の 26.0 円から 30.0 円（前期比 10.0 円の増配）に上方修正した。

車両運行サービスを除いた 27/3 期 計画は 6%増収、EBITDA18%増

なお、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、売上高は前期比 6.4%増、EBITDAは同 17.7%増、営業利益は同 37.9%増（営業利益率は前期比 0.8pt 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。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。

図表 4. 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	27/3 会社予想	YoY	(百万円)	26/3	27/3 会社予想	YoY	利益率
B2C サブスク	94,286	95,300	1%	B2C サブスク	10,162	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）	2,621	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	1,229	1,600	30%	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）	6,309	8,700	38%	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

オイシックス | 3182 (東証プライム)

新基準による B2C サブスク事業の計画は 1%増収、EBITDA1%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セグメント別（セグメント間の売上高を含む）計画については、B2C サブスク事業は、売上高 95,300 百万円（前期比+1%）、EBITDA10,250 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 が、売上高 63,500 百万円（同+6%）、EBITDA8,000 百万円（同+6%）、EBITDA マージン 12.6%（前期は 12.5%）である。一方、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%）、EBITDA2,250 百万円（同-14%）、EBITDA マージン 7.1%（前期は 7.7%）と見込まれている。

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 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 B2B サブスク事業の計画は 10%増収、EBITDA52%増

新基準による B2B サブスク事業の計画は、売上高 91,800 百万円（前期比+10%）、EBITDA4,700 百万円（前期比+52%）、EBITDA マージン 5.1%（前期は 3.7%）と見込まれている。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 マージンの更なる改善を計画している。

なお、現在、2026 年産の新米価格が大幅に下落しているが、同社の計画には織り込まれていないため、下期に掛けての食材費の抑制要因として注目したい。

新基準による社会サービス事業の計画は 15%増収、EBITDA11%

新基準による社会サービス事業の計画は、売上高 46,500 百万円（前期比+15%）、EBITDA1,700 百万円（前期比+11%）、EBITDA マージンは 3.7%（前期は 3.8%）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。

新基準によるその他事業の計画は 1%減収、EBITDA30%増

新基準によるその他事業の計画は、売上高 21,500 百万円（前期比-1%）、EBITDA は 1,600 百万円（前期比+30%）、EBITDA マージンは 7.4%（前期は 5.7%）である。

のれん償却額と減価償却費（顧客関連資産償却費を含む）は、26/3 期の減損損失の計上に伴い、前期の 5,574 百万円から 4,700 百万円への減少が見込まれている。一方、報告セグメントに帰属しない一般管理費である全社費用は、前期の 4,623 百万円から 4,850 百万円への増加が見込まれている。

2) 中長期目標と今後の注目点

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 2026 年 5 月に、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（ $\text{EPS} \times (\text{税金等調整前当期純利益} - \text{特別損失}) \div \text{税金等調整前当期純利益}$ ）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

オイシックス | 3182 (東証プライム)

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、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。

車両運行サービス事業を除いた CAGR の目標は、売上高 7%、EBITDA13%

結果として、25/3 期を起点とした 30/3 期までの CAGR の目標は、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%、EBITDA13%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、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 サブスク事業はオーガニック成長を中心とした計画

B2B サブスク事業における売上高の CAGR13%の内訳は、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。

一方、同社は、26/3 期から 30/3 期までのコア営業キャッシュ・フロー（営業キャッシュ・フローから設備投資額を控除した金額）の 70~80%を、B2B サブスク事業を中心とした M&A に充当する目標を掲げている。26/3 期のコア営業キャッシュ・フローは 74 億円と高水準であるため、同目標に沿って 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。

B2B サブスク事業が EBITDA の拡大を牽引

図表 5 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。

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。

食品の消費税減税は追い風

なお、8 月 5 日に高市内閣において、2027 年 4 月から 2029 年 3 月まで食品の消費税率を 1%に引下げる基本方針が閣議決定された。

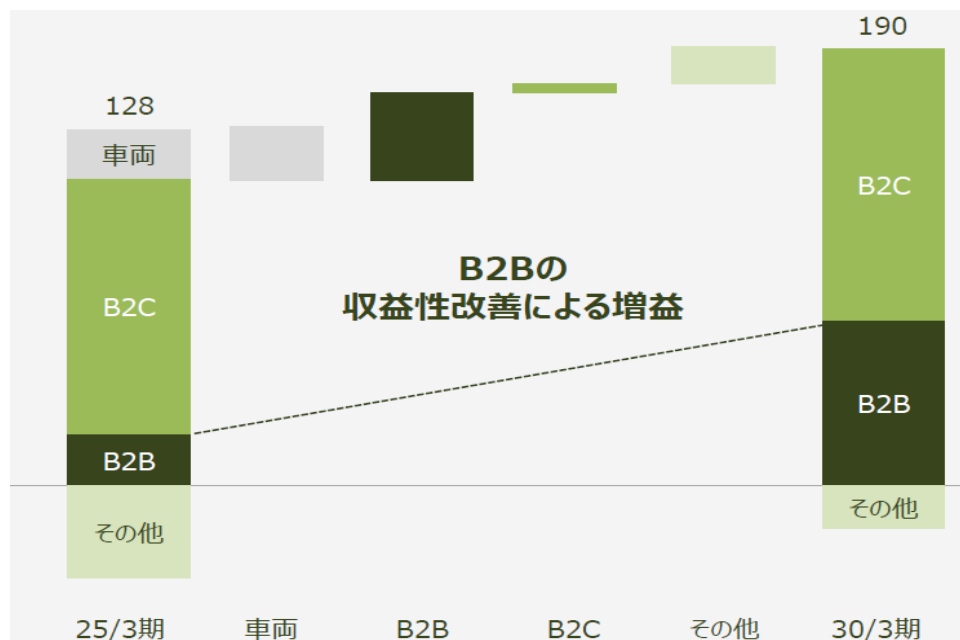
B2C サブスク事業では付加価値の高い安全・安心な農産物やミールキットを中心とした価格帯の商品を扱うため、同社は食品の消費税減税が大きな追い風になると認識している。新規会員の獲得にとどまらず、既存会員の購入頻度の増加や購入単価の上昇、LTV の向上にも繋がる可能性があるため、来年 4 月以降の状況を注視する必要がある。

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 マージンの今後の改善要因として、同社は、27/3 期では施設運営の標準化を、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、組織体制の最適化を挙げている。

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 5. 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

「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「元氣ごはん」が挙げられる。本格販売は 2026 年 4 月からであるため、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

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

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。

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 月から 9 月に掛けて、グループ内の組織再編を実行

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 社の統合が実施されており、今後は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。また、本年 9 月には、中間持株会社であり、同社の完全子会社である ORD フードサービスホールディングスの吸収合併が予定されている。B2B サブスク事業の主要子会社を傘下に持つ ORD フードサービスホールディングスを吸収合併することにより、同社は、ガバナンスの高度化とコスト最適化、財務基盤の強化と税務最適化という 2 つのシナジーを創出し、グループ全体の企業価値向上を図る方針である。

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 4.6%）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。

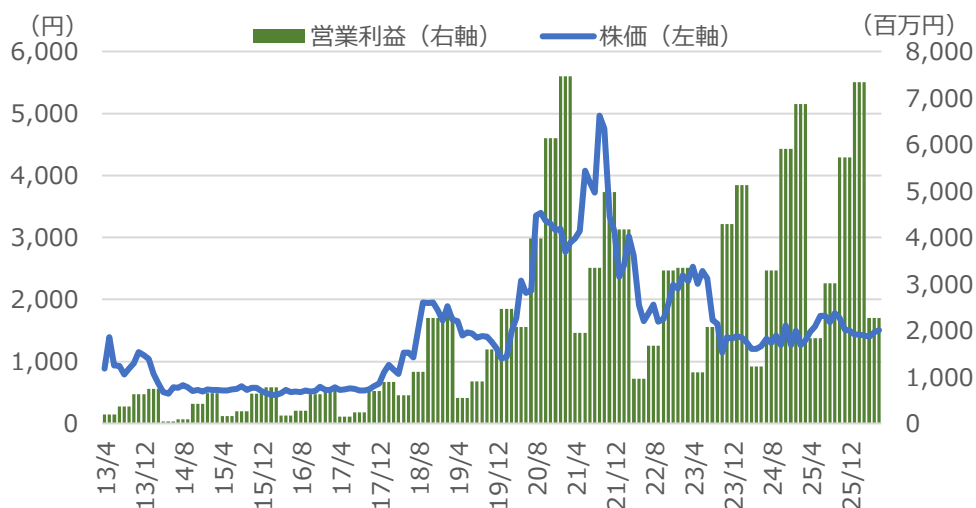
実際、26/3 期においては、B2B サブスク事業の EBITDA マージンを前期比 2.3pt 改善させたことにより、車両運行サービス事業を除くと、全社ベースの EBITDA マージンを同 0.2pt 改善させることに成功した。また、27/3 期 Q1 においても、B2B サブスク事業の EBITDA マージンは前年同期比 3.4pt 改善した。ストラテジー・アドバイザーズ（以下、当社）では、同社のエクイティストーリー実現に向けて、B2B サブスク事業の EBITDA マージンの改善を最も重視しているが、この点において、中長期目標の達成に向けて順調なスタートを切ったと評価している。

3. 株価の推移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。

図表 6. オイシックスの株価と営業利益



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

**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。

**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**

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 年夏以降は、PER の低下を
受けて株価レンジは更に切り下がった**

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

オイシックス | 3182 (東証プライム)

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

2025 年 12 月から 2026 年 5 月までは 1,300～1,600 円で推移

現在の株価レンジは 1,600～1,800 円に切り上がった

投資家評価の変化の兆し

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。

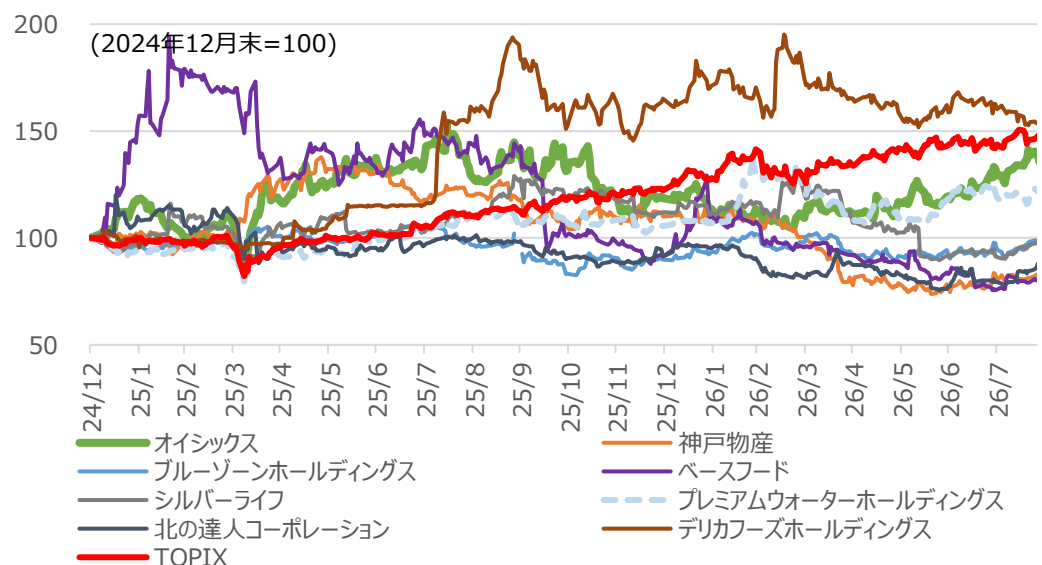
2025 年 5 月には、26/3 期の営業利益計画が過去最高益となる 80 億円と公表されると、株価はじり高の展開となり、8 月には 2,000 円近くまで上昇した。しかし、株価はその後やや調整し、2025 年 12 月から 2026 年 5 月までは概ね 1,300～1,600 円のレンジでの動きが続いた。

2026 年 5 月に公表された 26/3 期決算では、30/3 期中長期目標が変更され、同社の成長戦略が明確となったが、株価は決算発表直後には大きな反応を示さなかった。しかし、その後、同社の成長戦略が徐々に投資家に評価されてきたことや、8 月に 27/3 期予想の親会社株主に帰属する当期純利益が上方修正されたことなどを受けて、株価はじり高の展開となり、現在の株価レンジは 1,600～1,800 円に切り上がって推移している。

2024 年 12 月末からの類似企業や TOPIX との株価比較は図表 7 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、2025 年 11 月から 2026 年 4 月までにおいては、同社株は TOPIX をアンダーパフォームした。

しかし、同社株が反転した 2026 年 5 月以降を見ると、同社株は TOPIX のみならず、類似企業全社の株価を大きくアウトパフォームしていることから、最近の株価の動きは、単なるセクターローテーションではなく、同社に対する投資家評価の変化の兆しと捉えられよう。

図表 7. オイシックス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

オイシックス | 3182 (東証プライム)

予想 PER は高水準で推移していた

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 は約 70 倍に上昇した。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 9 月に掛けて 100 倍近くに上昇した。業績予想の上方修正により、予想 PER は一旦 30 倍程度低下したが、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 月には約 60 倍に上昇した。

長期的な成長期待が減退し、予想 PER は大幅に低下

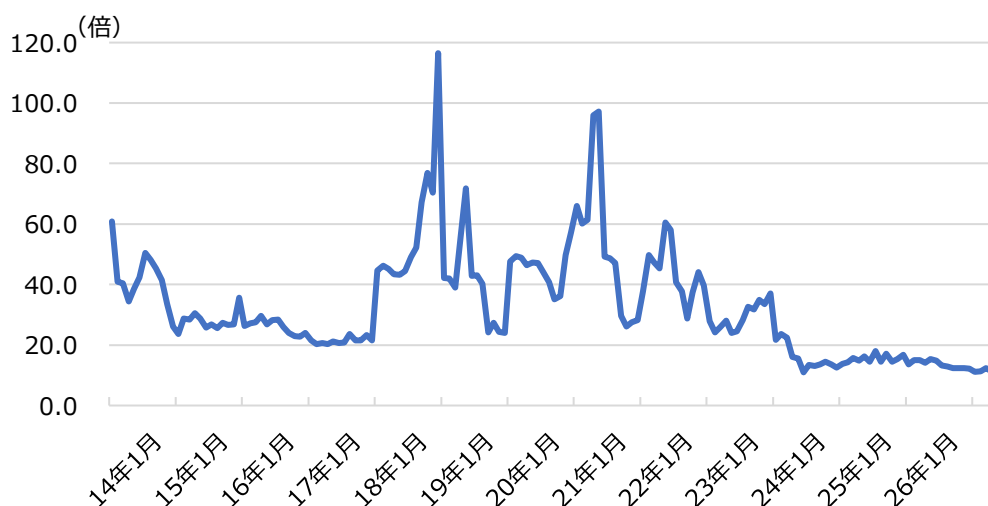
その後、業績予想に対する未達懸念が生じたことや、長期的な成長期待が減退したことから株価が急落し、予想 PER は 30 倍程度に低下した。実際、2022 年 2 月に 22/3 期の業績予想が下方修正されると、予想 PER は一旦 40 倍台に上昇した。その後は、業績回復を見極めたいとする市場の見方が強まり、予想 PER は再び低下基調に入り、2023 年末に掛けては 20~40 倍のレンジで推移した。2024 年 5 月には、堅調な 25/3 期業績予想が示されたが、株価の反応が鈍く、予想 PER は 11 倍に低下した。2025 年秋に掛けての株価上昇を受けて、14 倍まで上昇した予想 PER は、その後の株価反落により、2026 年 4 月には再び 11 倍に低下した。

予想 PER は依然として割安

その後、予想 PER は、5 月からの株価上昇を受けてやや上昇したものの、予想 EPS の上方修正による影響が株価上昇による影響の一部を相殺したため、現在も 11 倍程度と、依然として割安な水準にとどまっている。

予想 PER の推移

図表 8. オイシックスの予想 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

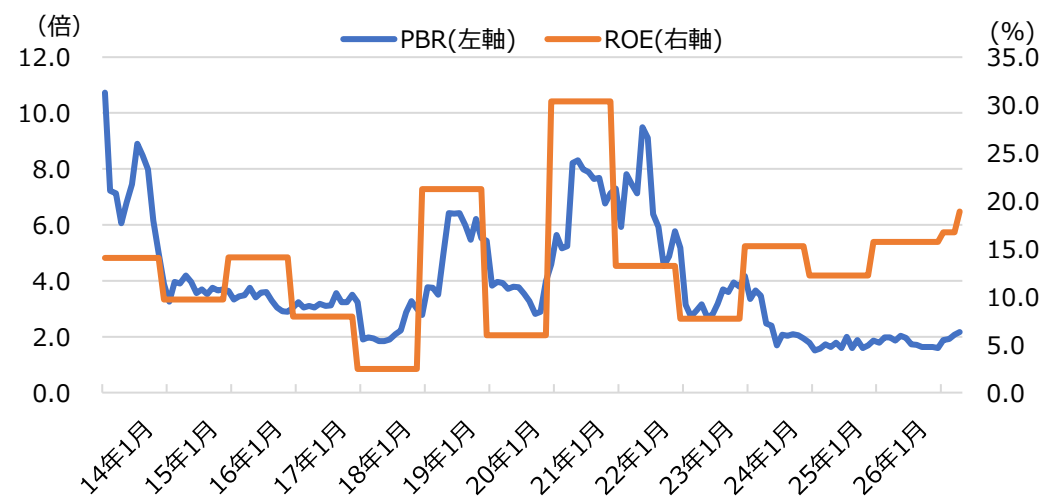
PBR は過去との比較で低水準

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。

オイシックス | 3182 (東証プライム)

ROE と PBR の推移

図表 9. オイシックスの 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

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よう。

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

後述するエクイティストーリーにあるように、B2Bサブスク事業において、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ろう。

図表 10. 類似企業との収益性・財務内容比較

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	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	1.3
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

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 | 3182 (東証プライム)

図表 11. 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 (8/27)	時価総額 (十億円)	EV (実績) (十億円)	EV/EBITDA (実績) (倍)	PER (会社予想) (倍)	PBR (実績) (倍)	配当利回り (会社予想) (%)
オイシックス	3182	26/3	1,708	59.3	78.5	6.1	11.4	2.2	1.8
神戸物産	3038	25/10	2,818	625.0	514.6	10.7	21.1	4.0	1.1
ブルーゾン HD	417A	26/3	1,856	377.8	422.6	7.7	15.8	1.9	1.7
ベースフード	2936	26/2	273	14.6	13.4	73.8	na	10.8	0.0
シルバーライフ	9262	25/7	690	7.5	7.3	3.8	9.3	1.1	2.6
プレミアムウォーターHD	2588	26/3	3,765	81.0	123.6	4.8	12.8	3.6	3.2
北の達人コーポレーション	2930	26/2	131	18.3	14.0	17.8	24.9	2.3	2.7
デリカフーズ HD	3392	26/3	793	12.9	19.1	6.4	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

4. エクイティストーリー

2つのエクイティストーリー

当社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、当社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 が参考になろう。

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。

オイシックス | 3182 (東証プライム)

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 の数値を概ね上回っている。

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（旧基準）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（旧基準）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。

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。

オイシックス | 3182 (東証プライム)

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」の高齢者施設・病院向け給食受託事業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、当社では、類似企業との比較を行う観点から、ここではリース負債を含めた純有利子負債を使用して説明している。

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。

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、相対的に低利益率の 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、前述した中長期目標において、30/3 期の EBITDA マージンが 26/3 期の 3.7%（新基準）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。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上げつつ、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。

オイシックス | 3182 (東証プライム)

図表 12. 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	5,210
(売上高当期純利益率)	1.1%	5.0%	2.4%	1.6%	2.8%	1.4%	1.8%	2.1%
EPS (円)	23.19	133.75	74.64	49.45	112.38	103.13	130.34	150.00

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 | 3182 (東証プライム)

図表 13. 連結セグメント業績表 (新基準) (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	10,782	11,421	10,162	10,250
Oisix	7,671	8,625	7,541	8,000
その他 (大地+らでいっしゅ+PC)	3,111	2,796	2,621	2,250
B2B サブスク	397	1,045	3,090	4,700
社会サービス	36	1,129	1,528	1,700
車両運行サービス	367	2,237	1,527	-
その他事業	1,198	1,559	1,229	1,600
全社費用その他	-7,656	-10,529	-10,198	-9,550
全社費用	-	-	-4,623	-4,850
のれん・減価償却費	-	-	-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

オイシックス | 3182 (東証プライム)

図表 14. 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	47,913
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	15,818
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	31,154
有利子負債	43	245	101	74	14,648	21,401	9,058
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

オイシックス | 3182 (東証プライム)

図表 15. 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	-730
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	-2,683
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

オイシックス | 3182 (東証プライム)

図表 16. 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	24,876
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	3,613
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



Strategy Advisors