

ホリスティック企業レポート オイシックス 3182 東証マザーズ

フル・レポート
2013年8月16日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130813

要旨

アナリスト: 柴田 郁夫
+81 (0) 3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

1. 会社概要

- ・オイシックス(以下、同社)は、有機野菜や人工添加物を使用しない加工食品等をネット販売により宅配するサービスを展開している。
- ・生産者と消費者を結びつけ、安全性や美味しさ等にこだわる高付加価値商品を手軽に購入できる市場を創造することで高成長を実現している。13年3月に東証マザーズに上場した。

【主要指標】

	2013/8/9
株価(円)	3,580
発行済株式数(株)	5,468,200
時価総額(百万円)	20,533

2. 財務面の分析

- ・同社の業績は、会員数の急速な拡大に牽引されて大幅な増収増益を継続してきた。
- ・13/3期は、東日本大震災に起因した会員急増の反動で会員数に若干の減少があったものの、購入頻度及び購入単価の上昇や、他社の食品EC事業の受託が伸長したことにより増収増益となった。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	52.1	41.1	37.3
PBR(倍)	7.2	6.2	5.3
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本は、社長の高島宏平氏を中心としたマネジメントチームの高い志のもと、試行錯誤の繰り返しの中で組織内部に蓄積された食品EC事業のノウハウや、生産者とのネットワーク、消費者からの信頼などによって形成され、それが同社の顧客基盤拡大に結び付いている。

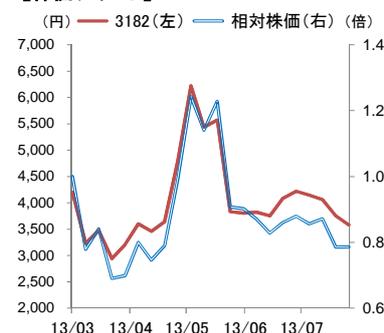
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-3.2	-35.7	-
対TOPIX(%)	-4.0	-36.0	-

4. 経営戦略

- ・同社の経営戦略のポイントは、独自のポジショニングの構築や巧みなブランド戦略の他、流通機構に見られる非効率な業界にあえて挑戦することで、他社には簡単に模倣できない競争力を形成したことである。
- ・今後の方向性としては、スケールメリットの追求により、高付加価値と価格訴求を両立させることでシェア拡大を目指す戦略と考えられる。

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/3/11

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、16/3期までの売上高の成長率を年率12.0%、営業利益については同12.7%と予想している。
- ・主力サービスの会員数拡大と、食品EC事業のアセットやノウハウを活かした受託事業が同社の成長を牽引するものと思われる。

【3182 オイシックス 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/3	12,609	53.6	579	82.2	596	75.3	331	68.7	74.4	343.1	0.0
2013/3	14,575	15.6	733	26.6	733	23.0	339	2.1	72.1	519.0	0.0
2014/3 CE	16,351	12.2	827	12.8	833	13.7	500	47.5	91.4	-	0.0
2014/3 E	16,351	12.2	827	12.8	833	13.7	500	47.5	91.4	610.4	0.0
2015/3 E	18,300	11.9	950	14.9	950	14.0	550	10.0	100.6	711.0	0.0
2016/3 E	20,500	12.0	1,050	10.5	1,050	10.5	600	9.1	109.7	820.7	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

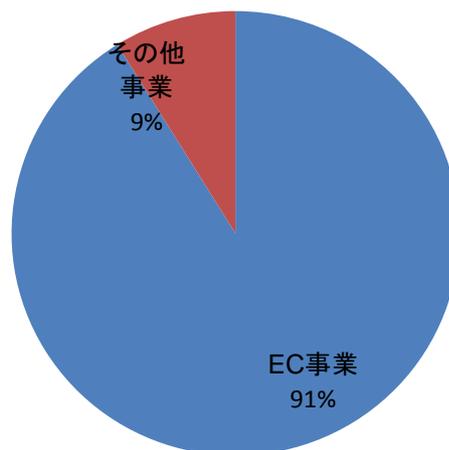
安全性や美味しさ等にこだわる高付加価値商品を広く一般消費者に提供

注 1) 特別栽培農産物
特別栽培農産物とは、農林水産省「特別栽培農産物に係る表示ガイドライン」に規定された栽培方法により生産された農産物のことで、化学合成農薬の使用回数や化学肥料の窒素成分量を制限して栽培されている。

◆ 有機野菜等をネット販売により宅配するサービスを展開

オイシックス（以下、同社）は、有機野菜や特別栽培農産物^{注1}、人工添加物を使用しない加工食品等をネット販売により宅配するサービスを展開している。食品 EC 市場の拡大などを追い風として、安全性や美味しさ等にこだわる高付加価値商品を広く一般消費者向けに提供するという独自のポジショニングにより高成長を続けてきた。同社が運営する食品販売サイト「Oisix.com」の 13/3 期末の会員数は、主力の定期宅配サービス「おいしくすくらぶ（以下、おいくら）」で約 7.3 万人である。また、水や野菜ジュースなど単品定期宅配サービス「おいとく」の会員数は商品ごとに会員登録するため複数商品を登録している会員の重複があるが、前期末の会員数は延べ約 3.6 万人となっている。

【図表 1】事業別売上構成比（13/3 期）



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

事業別には「EC 事業」と「その他事業」に区分されるが、インターネットを通じて食品や食材の販売を行なっている「EC 事業」が売上高構成比で 91%を占めており、事業セグメントは単一となっている（図表 1）。なお、EC 事業は、「おいくら」及び「おいとく」による定期宅配サービスの他に、都度購入サービスや香港での事業（Oisix 香港）、ギフト事業（ウェルネス）も含まれている。また、その他事業には、持分法適用会社であるごちまる向け事業や、直営店（恵比寿三越店内と二子玉川ライズ内の計 2 店舗）及び食品スーパー（東急ストア）の特設コーナー4 店舗等での店舗事業、チラシを利用した乳販売店等による店舗宅配事業が含まれている（13/3 期末現在、図表 2）。

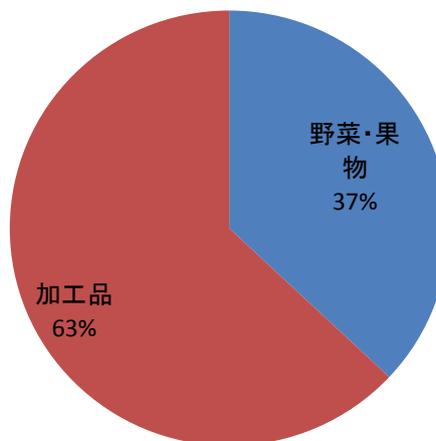
【図表 2】 事業の内容



(出所) オイシックス

取扱商品は全部で 5,146 アイテムあり、売上高構成比では、野菜、果物等の「青果物」が 37%、日配品、肉、魚、調味料、菓子、ワインを含む「加工品」は 63%である (図表 3)。

【図表 3】 売上高構成



(出所) ヒアリングにより証券リサーチセンター作成

> **ビジネスモデル**

主要ターゲットは小さな子供をもつ主婦や働く女性

◆ **食のこだわりと利便性を両立するビジネスモデル**

同社の主力サービスである「おいくら」は、全国の提携農家から直接仕入れた有機野菜や特別栽培農産物の他、人工添加物を使用しない加工食品や通常の流通経路では手に入りにくい商品(生産者が手塩にかけたこだわりの逸品等)など、安全性や美味しさにこだわった高付加価値商品を、同社の食品販売サイト「Oisix.com」を通じて販売し、定期宅配にて指定された場所に届けるサービスである。

差別化された品揃えと定期宅配による利便性(商品のカスタマイズや日時指定、変更が可能である等)に特徴がある。EC市場の拡大や食の安全性への関心の高まりを追い風に、小さな子供をもつ主婦や働く女性等を主要ターゲットとして、食のこだわりを求めるニーズと利便性を求めるニーズの交差するところに新たな市場を創造し、定期宅配という形態により一般消費者の日常的な食生活の一部として定着させてきたことが同社成長の源泉であると考えられる。

特に、他の有機野菜等の宅配サービスとの違いは、徹底した消費者志向にあり、利便性の追求や厳格な安全性及び品質管理はもちろん、同社が運営しているコールセンターを通じて消費者からの声を商品開発者や生産者へフィードバックする仕組みと生産者との連携による商品力の追求等を通じて、消費者から高い支持を得てきた。

ユニークなネーミング等でブランド認知を高める

◆ **メディアやネットを活用したブランド戦略**

同社が急速に会員数を拡大してきた理由の一つとして、メディアやネット上でのクチコミ(ブログ等)を活用したブランド戦略があげられる。同社は、ママ層を囲い込む大型サイトとのアライアンス、ブログなどによるクチコミ紹介の他、リアルイベントへの参加、マスメディアでのパブリシティ等、ターゲット層に対する幅広い露出や、発掘した商品へのユニークなネーミングやオリジナルレシピの提案等をセットすることで話題性を提供し、ブランド認知を高めてきた。なお、多くの会員が居住する東急線沿線に直営店や東急ストアの中に特設コーナーを展開するのも、同社のブランド戦略の一環として位置付けられる。

◆ **商品の開発及び調達から物流、品質管理まで一体の価値創造**

他社が簡単には模倣できない理由としては、①消費者からの信頼、②生産者とのネットワーク、③食品EC事業におけるアセットやノウハウの3つの要素が主な参入障壁となっていることが考えられる。

特に、同社のような生鮮品を取り扱う食品EC事業は、商品の調達と物流に難しさを抱え、数々の企業が撤退を余儀なくされてきた。同社

は、事業開始以来、試行錯誤を繰り返しながら、その3つの要素をバリューチェーンの中に蓄積することで、商品の開発及び調達から物流、品質管理まで一体となった価値創造を可能としてきた。それぞれの要素を具体的に説明すると以下のとおりである。

①消費者からの信頼

青果物については、独自の安全基準をクリアした提携農家から、農林水産省のガイドラインに適合した「特別栽培農産物」と、これに準じたもののみを取り扱っており、加工食品等は同社が委嘱した学識経験者や主婦によって構成される「食質監査委員会」による監査が行われている。また、放射性物質に関する自主検査も行っている。もっとも、仕組みをつくること自体はそんなに難しいことではないが、それを消費者の信頼に結び付けるためには、実績を積み上げるとともにそれを消費者に認知してもらう必要があり、時間的な障壁を形成しているものと考えられる。

②生産者とのネットワーク

全国約1,000カ所の提携農家と、中間流通を通さずに同社が直接調達するネットワークを構築し、安定的な調達ルートを確認している。また、提携農家にとって同社は、手塩にかけた逸品等を商品価値に見合った値段で安定的に購入してくれる支援者であると同時に、付加価値の高い食材を消費者に届けたいという志を共にするパートナーとして信頼関係で結ばれている。同社は、生産者を対象とした「NI-サミット」と呼ばれるイベントなどを通じて、生産者との連携やインセンティブの促進により、商品力を追求し続ける仕掛けにも取り組んでいる。

③食品 EC 事業におけるアセットやノウハウ

食品 EC 事業に特化した物流センター（神奈川県海老名市）も同社の強みとなっている。三温度帯（常温、冷蔵、冷凍）対応である他、自動ピッキングシステム（1出荷あたり平均15品目のピッキングに対応）によりローコストオペレーションを実現している。同社は、物流センターや配送システムの運用を含めて、食品 EC 事業におけるアセットやノウハウを蓄積しており、それが同社の事業基盤を支えている。また、リクルートホールディングス（ごちまる）や三越伊勢丹ホールディングスから食品 EC 事業の物流を受託していることも、この分野における同社の実力を示していると言えよう。なお、現在の物流センターは、12年8月に大規模化移転したものであるが、売上規模で約300億円まで対応できるキャパシティを有している。

注2) ハード利用者
購入頻度、購入単価の高い
顧客を指す。

注3) ライフタイムバリュー
顧客が取引期間を通じて
もたらす利益(生涯価値)
を指し、永く取引を継続し
てもらふことで、価値を高
めることができる。

**食品 EC 事業におけるアセ
ットやノウハウを活かした
受託事業にも注力。**

◆ 会員数の拡大が業績を牽引するストック型ビジネス

同社は、主力の EC 事業における会員数の拡大が同社の業績を牽引するストック型ビジネスである。更に言えば、購入頻度や購入単価の上昇も売上増加に結び付く要因 (KPI) となるため、ハード利用者 (ユーザー) 注2 を増やすことがポイントとなっている。従って、新規会員の獲得とともに歩留まりを高めてハード利用者を囲い込み、購入頻度や購入単価を引き上げることにより会員 1 人当たりのライフタイムバリュー注3 を高めることが業績拡大のメカニズムとなっている。

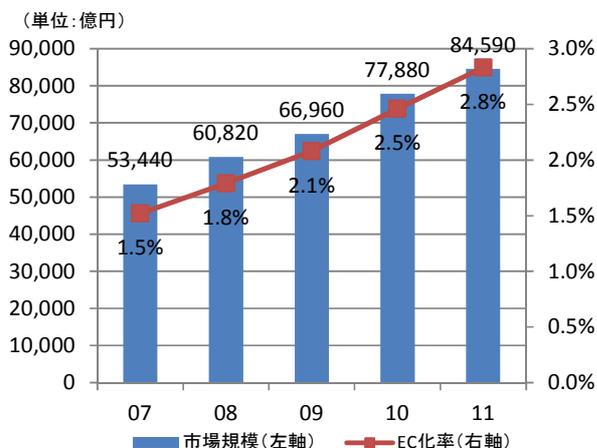
一方、同社は、食品 EC 事業におけるアセットやノウハウを他社に提供することで収益を確保する受託事業にも注力している。既にごちまる向け事業で実績を積んできたが、今年 10 月には三越伊勢丹ホールディングスとの業務提携の開始が予定されており、同社が持つプラットフォームの外部利用推進によるスケールメリットの追求とともに、自社会員だけには依存しない新たな収益ドライバーとしても期待される。もっとも、同社は EC 事業とその他事業との売上構成比 (約 9 : 1) を変化させない程度に受託事業を伸ばす方針であり、あくまでも収益の柱は自社会員向けの EC 事業と考えているようである。

➤ 市場構造とポジション

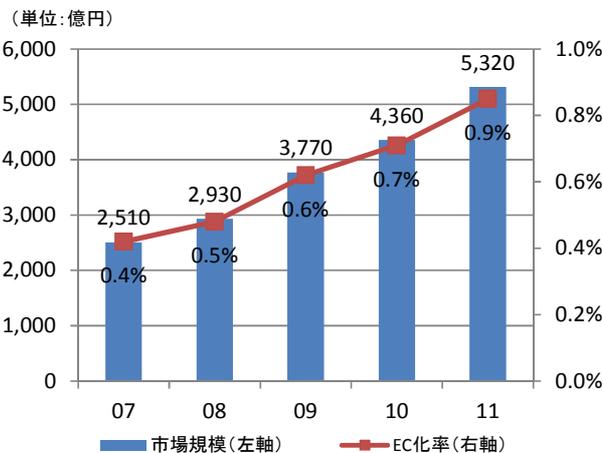
◆ 食品 EC 市場は急速に拡大

経済産業省の「電子商取引に関する市場調査」によれば、11 年の消費者向け EC 市場 (B to C) の規模は 8 兆 4,590 億円で、過去 4 年間の成長率は年率 12.2% となっている (図表 4)。更に、同社が属する食品 EC 市場 (B to C) に限定すれば、11 年の市場規模は 5,320 億円で、過去 4 年間で年率 20.7% と高い伸びを示している (図表 5)。

【図表 4】消費者向け EC 市場規模と EC 比率



【図表 5】食品 EC 市場規模と EC 比率



(出所) 図表 4 及び図表 5 とも、経済産業省「電子商取引に関する市場調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 食品宅配市場も着実な成長を継続

一方、食品宅配市場（EC の他、カタログ等による電話、FAX 注文などを含む）については、矢野経済研究所の「食品宅配市場に関する市場調査」によれば、10年の市場規模は1兆6,806億円で、過去4年間に年率4.0%の成長となっている。比較的成長が緩やかであるものの着実に伸びている背景には、少し値段が高くでも利便性（特に高齢者や小さい子供をもつ主婦向けなど）や通常の流通経路では手に入らない食材へのこだわり（健康や食の安全、美味しさ等）を重視する消費者意識の変化があげられよう。

食品小売業界は店舗売上の低迷などを受け、ネットスーパーを含めた宅配サービスに注力する方向にあり、食品 EC 市場並びに食品宅配市場ともに拡大しながら、同時に競争も厳しくなることが予想される。従って、この市場で勝ち残るためには、商品で差別化を図る一方で、規模の経済を活かしたコスト競争力も必要となろう。

なお、現在の同社の競合先としては、有機野菜等の宅配サービス専業として、らでいっしゅぼーや（エヌ・ティ・ティ・ドコモの子会社）、大地を守る会（非上場）などがあげられ、同社を含めた3社が会員数で上位を占めている。

> 沿革と経営理念**◆ 沿革**

1997年、当時東京大学に在学していた現社長の高島宏平氏が、インターネット通信販売関連事業を主要事業として、東京都品川区に同社の前身である(有)コーヘイを設立した。「インターネットを活用することで社会の仕組みを変えていきたい」との思いが創業の経緯である。当初は、格安航空券やシルバーアクセサリーの EC 事業等を手掛けていたが、本格的にビジネス展開するにあたってインターネットにより価値を高められる事業領域はどこかという発想の中から食品に行きついた。

経営を学ぶ目的で大学院を卒業と同時にマッキンゼー社に勤務していた高島氏が00年にマッキンゼー社を退職し同社代表取締役役に復帰した。同年6月にオイシックス㈱の組織及び商号変更を行なった。同年9月には食材の安全性を学識経験者と主婦が監査する第三者機関「食質監査委員会」を設置し、同年10月から食品販売サイト「Oisix.com」を通じた食品宅配事業（EC 事業）を開始した。01年に乳販店等を通じた食品宅配事業の開始や物流センター（神奈川県海老名市）の設置を行い、02年には、同社の主力事業となる定期宅配サービス「おいくら」が開始され、ここから現在の会員向けストック型ビジネスが本格的にスタートした。

**ネットからリアル(実店舗)
への展開も視野**

最初は慣れない業界において、生産者の開拓や物流面での苦労があったものの、消費者に対する知名度や評判の高まりとともに会員数が急速に拡大して同社の成長を牽引した。また、04年にカタログ通販事業を展開するニッセン(現ニッセンホールディングス)との事業提携や、10年にはEC事業への進出を図るリクルート(現リクルートホールディングス)との合弁事業など、同じユーザー(小さな子供を持つ主婦層等)をターゲットにする企業との提携も成長を後押ししてきた。一方、09年には海外事業として「Oisix 香港」をグランドオープンし、アジア進出への一歩も踏み出した。

また、同社ブランドの認知向上やインターネットを利用しない消費者へのアプローチを目的として店舗事業も試験的に開始し、10年11月に恵比寿三越店内に第1号店、11年3月に二子玉川ライズ内に第2号店を出店した。11年11月には、ギフト商品の強化を目的として、花とグルメのオンラインギフトショップを運営する(株)ウェルネスを株式取得により完全子会社化(12年4月に吸収合併)、12年6月には、物流センターを神奈川県海老名市に大規模化移転して、更なる成長への基礎固めを行い、13年3月に東証マザーズに上場した。

◆ 経営理念

同社は、「より多くの方が、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」ことを経営理念に掲げるとともに、「豊かな食生活」を「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」と定義し、商品の安全性はもとより、その食味やサービスとしての利便性にも配慮した事業運営を行っている。

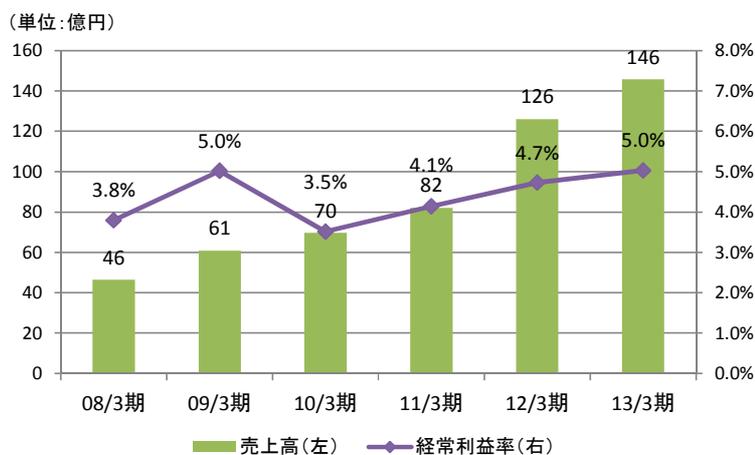
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 会員数の伸びに伴い業績が拡大

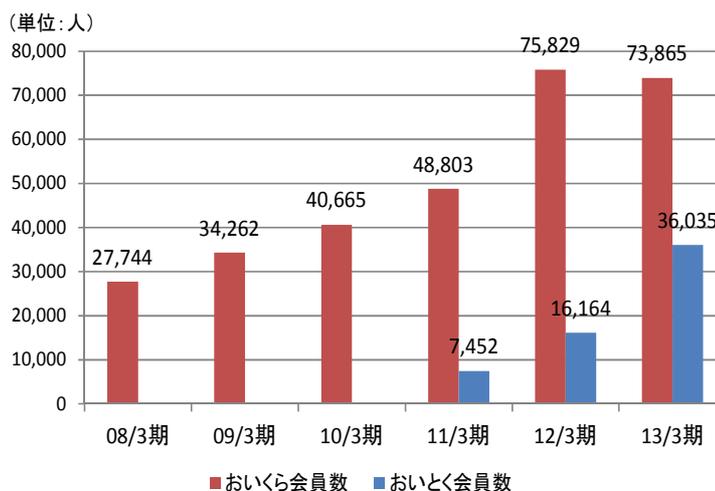
同社の業績を振り返ると、売上高は、主力の EC 事業における会員数の伸びにほぼ連動して拡大してきた。一方、経常利益率は、規模拡大に向けた人員増などで 10/3 期に落ち込みを見せたものの、それ以降は売上拡大とともに上昇傾向を続けている (図表 6、7)。

【図表 6】業績推移



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

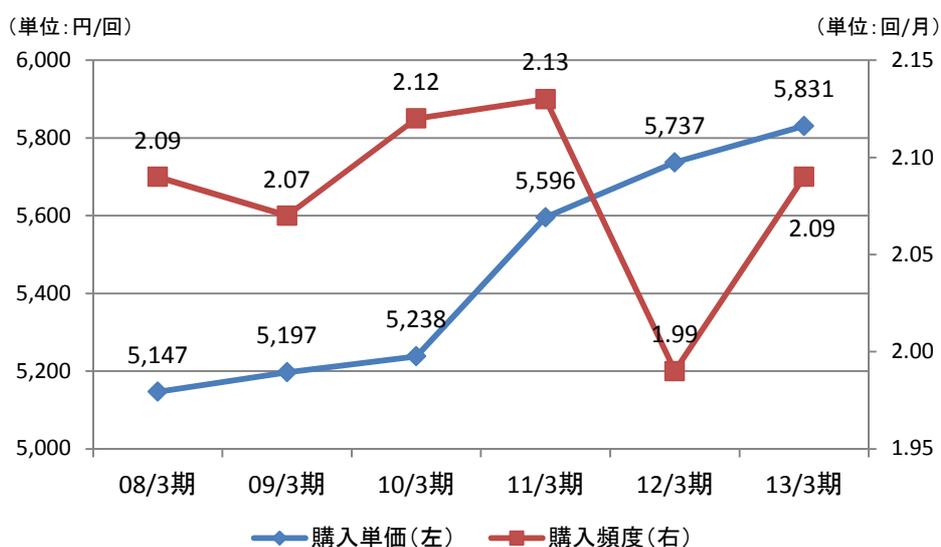
【図表 7】会員数の推移



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

13/3 期においくら会員数が若干減少したのは、12/3 期に震災の影響で会員数が大きく増加したことの反動である。もっとも、12/3 期は会員数が急増したとは言え、購入頻度が大幅に低下したことから、ライト利用な会員が一時的に上乗せされたと見るべきであろう。そして、13/3 期はこのライト利用な会員の解約により会員数が若干減少するものの、購入頻度がこれまでの水準近くまで回復しており、コアとなる顧客基盤自体は拡大しているという見方ができる(図表 8)。

【図表 8】 おいくら購入単価、並びに購入頻度の推移



(出所) オイシックス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

13/3 期の「おいくら」会員数は震災による影響の反動で減少。

◆ 13年3月期決算は大幅な増収増益

13/3 期は、売上高 14,575 百万円(前期比 15.6%増収)、営業利益 733 百万円(同 26.6%増)、経常利益 733 百万円(同 23.0%増)、純利益 339 百万円(同 2.1%増)と大幅な増収増益決算となった。事業別売上高で見ると、EC 事業が 13,286 百万円(前期比 13.4%増)、その他事業が 1,289 百万円(同 45.2%増)と各々伸長した。

EC 事業では、前述の通り、主力の「おいくら」で会員数の減少があったものの、購入頻度ならびに購入単価の上昇で伸長したことに加え、「おいとく」が「ベジール(野菜ジュース)」のヒットにより会員数を大きく伸ばしたことが増収に寄与した(図表 7、8)。また、その他事業では、詳細な情報開示はないが、ごちまる向け事業が伸長したことが増収要因となった模様である。

一方、利益面では、上場費用を含め、新しい物流センターの関連費用(減価償却費や移転費用等)や管理体制整備に伴う人件費等の固定費の増加や一時費用の発生があったものの、増収によるコスト吸収で営業利益率は0.3%ポイント改善した。ただし、ごちまるへの投資に対して減損処理を行い、特別損失104百万円を計上したことで、純利益は前期比微増に留まった。この処理に伴い13/3期末の投資金額(簿価)は23百万円まで評価を切り下げた(当初投資金額は140百万円)。なお、ごちまるについては、売上高は計画を達成しているものの、集客などを目的に先行投資を行ったことにより、利益が計画に対して未達成であることから保守的判断を行ったことが減損処理の理由であり、これ以上に損失が拡大する可能性は小さいと考えられる。

> 同業他社との比較

◆ 業績が停滞する食品小売業界で高い収益性と成長性を誇る

同社の比較対象企業として、食品スーパーからマルエツ(8178 東証一部)とライフコーポレーション(8194 東証一部)、食材宅配サービスからショックブン(9969 東証二部)、EC事業からはアパレルネット通販「ZOZOTOWN」を運営するスタートトゥデイ(3092 東証一部)を選定した(図表9)。

【図表9】主要な財務指標の他社比較

銘柄	オイシックス	マルエツ	ライフコーポレーション	ショックブン	スタートトゥデイ	
証券コード	3182	8178	8194	9969	3092	
決算期	3月	2月	2月	3月	3月	
規模	売上高(百万円)	14,575	315,689	519,941	9,608	35,050
	営業利益(同上)	733	1,680	7,308	99	8,529
	総資産(同上)	4,712	134,090	176,542	10,579	23,873
収益性	売上総利益率	48.0%	30.2%	27.0%	41.3%	80.4%
	(販管費率)	43.0%	31.7%	28.5%	40.3%	56.1%
	売上高営業利益率	5.0%	0.6%	1.5%	1.0%	24.3%
	自己資本利益率	15.5%	3.0%	5.8%	-0.6%	41.5%
成長性	総資産経常利益率	18.1%	1.3%	4.2%	0.0%	36.4%
	売上高(3年成長率)	27.9%	-2.1%	3.5%	-4.1%	26.9%
	経常利益(同上)	44.3%	-39.5%	-4.7%	-76.4%	38.2%
安全性	純資産(同上)	41.5%	1.9%	5.9%	2.4%	22.8%
	自己資本比率	60.2%	46.4%	29.9%	33.1%	52.0%
	流動比率	206.3%	102.5%	48.4%	69.2%	198.1%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	8,586.5	15.8	17.9	0.0	-

(出所)各社資料より証券リサーチセンター作成

収益性

同社の営業利益率は、食品スーパーと比べて高い水準となっている。売上総利益率の差は、価格訴求が中心となっている食品スーパーと独自の品揃えや宅配による利便性で差別化を図る同社との違いを示していると言えよう。一方、販管費率では、同社は出店コストの負担がない半面、配送コストがかかっているため、相対的に高い水準となっている。また、シヨクブンについては、同社と類似した収益構造と言えるが、売上総利益率に勝る同社が営業利益率でも優位に立っている。なお、スタートトゥデイの収益性の高さは、取扱い品目の違いもあるが、同じ EC 事業でも「直販型」なのか「モール型（自社が運営するネット上のショッピングモールに専門店を出店させて手数料を徴収する収益モデル）」なのかの違いによるところが大きい。手数料を徴収する収益モデルであるスタートトゥデイは、極めて高い売上総利益率となっている。

成長性

成長性では、食品 EC 市場の拡大や、食の安全性やこだわり等を追い風に高い水準を誇っている。これは、熾烈な競争の中でシェアを奪い合っている食品スーパー業界と比べると対照的な状況と言えよう。なお、スタートトゥデイは、EC 通販サイトの草分けとして、若いユーザーからの高い支持を受けながら急速に会員数を伸ばしてきたことで注目されているが、同社はそれに劣らない成長を実現してきた。

安全性

自己資本比率及び流動比率ともに高い水準であり財務の安全性に問題は無いと考えられる。

> 今後の業績見通し

◆ 14年3月期の会社予想も大幅な増収増益を見込む

14/3 期について同社は、売上高 16,351 百万円（前期比 12.2%増）、営業利益 827 百万円（同 12.8%増）、経常利益 833 百万円（同 13.7%増）、純利益 500 百万円（同 47.5%同）と大幅な増収増益見込んでいる。

事業別予想の開示はないが、売上構成比に大きな変化を想定していないことから、それぞれが伸長する見通しと考えられる。EC 事業では、おいくら並びにおいく会員数の拡大が増収に寄与する見込みのようだ。なお、購入頻度を高める計画があるものの、購入単価については横ばいを想定している模様である。その他事業では、ごちまる向け事業と店舗事業の伸びが主な増収要因のようだ。店舗事業では、直営店の新規出店が想定されていないことから、既存店売上高の伸びと特設コーナーの出店が前提となっていると考えられる。また、10 月か

ら開始予定の三越伊勢丹ホールディングスとの提携事業は、現時点で詳細な取引条件が決定しておらず、会社予想の中には織り込まれていない。

なお、おいくら会員数は 5/13 日時点で 76,499 人に達しており、13/3 期末対比ですでに 2,634 人増 (3.6%増) となっている。

一方、利益面では、営業利益率はほぼ横ばいの水準にとどまる見通しとなっている。特別なコスト要因は想定されず、本来は増収による固定費負担吸収から利益率の向上が見込めるはずであることから、同社の価格政策 (収益性向上よりもシェア拡大を優先) を反映して、利幅の圧縮 (原価率の上昇) 等を見込んでいることが考えられる。

業績の上振れ要因に注意。

◆ 証券リサーチセンターでは同社予想の達成を見込む

証券リサーチセンター (以下、当センター) では、EC 事業における会員獲得が足元で好調なペースで推移していることや、その他事業についても、前期までの伸び率等を勘案して、同社予想の達成は可能と判断している。また、三越伊勢丹ホールディングスとの提携事業は、現時点で判断材料に乏しく同社同様に予想から除外しているが、本格的にスタートすれば業績の上振れ要因となる可能性があるため進捗状況を見守る必要がある。

> 中期業績見通し

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

同社は、具体的な中期経営計画を公表していないが、当センターでは、16/3 期までの中期的な業績を予想した (図表 10)。3 年間の成長率は、売上高で年率 12.0%、営業利益で年率 12.7%を見込んでいる。EC 事業とその他事業の売上構成比には大きな変化がないことを前提に置きながら、EC 事業における会員数の拡大と、その他事業における受託事業及び店舗事業の伸長等が同社の成長を牽引するものと想定した。

一方、利益面では、収益性向上よりもシェア拡大を優先する同社の価格政策を考慮し、営業利益率が現在の水準で維持されることを想定した。なお、具体的な前提条件は以下のとおりである。

(ア) EC 事業は、おいくらの会員数を 14/3 期 8.2 万人、15/3 期 9.1 万人、16/3 期 10.1 万人、おいとくの会員数を 14/3 期 5 万人、15/3 期 6.5 万人、16/3 期 8 万人と、それぞれ一定のペースで拡大するものと予想した。また、おいくらにおける購入単価および購入頻度は、保守的に現在の水準が維持されることを前提として、購入単価=5,800 円、購入頻度=2.1 回/月と据え置いた。

(イ) その他事業は、ごちまる向け事業の売上高が 14/3 期 500 百万円、15/3 期 650 百万円、16/3 期 800 百万円と拡大するとともに、三越伊勢丹ホールディングスとの提携事業を含めた他の受託案件についても、14/3 期には現時点で織り込んでいないものの、15/3 期からは業績貢献があるものと考え、同提携事業の売上高を 15/3 期 100 百万円、16/3 期 200 百万円と想定した。従って、3 年間の受託事業全体の売上高は年率 40.1%の成長と予想する。また、店舗事業は、まだ実験的な段階であり、具体的な出店計画もないことから、直営店は横ばいと据え置く一方、先方からの引き合いが多く、比較的手軽に出店しやすい食品スーパーの特設コーナーについては毎期 2 店舗ずつの増加を想定した。それ以外は、現時点で判断材料に乏しく横ばいを想定した。

(ウ) なお、業績予想の上振れ要因として注目すべき点は、店舗事業と受託事業である。店舗事業は、まだ出店業態を模索中の段階であるが、業態が決まれば本格的な出店が開始される可能性も考えられる。また、受託事業は、自社事業とのバランスという制約はあるものの、さらに提携先が増える可能性も否定できない。特に同社がスケールメリットを優先させ、コストパフォーマンスを追求する戦略に出れば提携先が増える可能性はますます高まるものと考えられる。

【図表 10】 主要な財務指標の他社比較

	13/3期 (実績)	14/3期 (予想)	15/3期 (予想)	16/3期 (予想)	平均成長率
売上高	14,575	16,351	18,300	20,500	12.0%
伸び率	15.6%	12.2%	11.9%	12.0%	
EC事業	13,286	14,901	16,600	18,500	11.7%
伸び率	13.4%	12.2%	11.4%	11.4%	
その他事業	1,289	1,450	1,700	2,000	15.8%
伸び率	45.3%	12.5%	17.2%	17.6%	
営業利益	733	827	950	1,050	12.7%
利益率	5.0%	5.1%	5.2%	5.1%	

(注) 予想は証券リサーチセンター予想
(出所) 証券リサーチセンター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 試行錯誤の繰り返しの中で組織に蓄積された知的資本に注目
 同社の知的資本は、高島社長を中心としたマネジメントチームの高い志のもと、試行錯誤の繰り返しの中で組織内部に蓄積されたノウハウや、生産者とのネットワーク、消費者からの信頼及びブランド認知によって形成され、それが同社の顧客基盤拡大に結び付いている(図表11)。

【図表11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
関係資本			
顧客	・ロイヤリティの高い顧客基盤	①会員数 ②解約率	①おいくら約7.3万人 /おいとく約3.6万人 ②非開示
ブランド	・ホームページへのアクセス ・広告、パブリシティ、クチコミ等を通じたブランド認知 ・百貨店、ショッピングセンターへの出店	①ページビュー ②ブランド認知 ③店舗数	①非開示 ②非開示 ③直営店2店舗 /特設コーナー4店舗
事業パートナー	・業務提携先との関係 ・全国の乳販店との提携 ・産地(生産者)とのネットワーク ・物流センターに常駐する宅配業者との関係 ・ママブロガーとのコラボレーション	①主要な業務提携先 ②契約する乳販店 ③提携農家数 ④宅配業者との取引年数 ⑤ブログでの紹介件数	①3社 ②非開示 ③全国約1,000カ所 ④事業開始以来約14年 ⑤436件
組織資本			
プロセス	・商品の調達、物流、品質管理までが一体となった価値創造 ・「お客様からの感動の声」など顧客満足度の指数化 ・消費者の声を生産者へフィードバックする仕組み	①配送日数 ②コスト効率の高さ ③品質管理関連予算 ④顧客からのクレーム数 ⑤顧客満足度指数 ⑥フィードバック数	①3日以内 ②非開示 ③非開示 ④非開示 ⑤非開示 ⑥非開示
知的財産・ノウハウ	・食品EC事業におけるアセットとノウハウ ・ユニークなネーミングを含め、ヒット商品を生み出す開発力 ・独自の安全基準	①プラットフォーム提供先 ②ヒット商品の数 ③安全基準の内訳	①2社(予定を含む) ②非開示 ③非開示
人的資本			
経営陣	・社会の仕組みを変革しようとする高い志とやり抜く力 ・全国の生産者との関係構築を可能とした交渉力 ・情報発信力	①提携農家数 ②メディア等の情報発信数	①全国約1,000カ所 ②非開示
従業員	・産地旅行やブランド体験会を通じた理念や価値観の共有 ・コンサル、商社、小売、IT出身等、ビジネスに精通した人材 ・やりがいのある仕事によるインセンティブの高さ	①社内イベント開催回数 ②出身業界ごとの人材構成 ③従業員満足度	①非開示 ②非開示 ③非開示

(注) 開示データは13/3期末

(出所) 各種資料やヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、以下の「環境宣言」及び「環境方針」に基づき、具体的に環境対応活動を展開している。

(ア) 環境宣言

企業理念「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」に基づいて、地球環境との共存の実現を目指します。

(イ) 環境方針

事業活動の全ての領域において、環境に配慮した継続的な改善を目指します。具体的には下記の項目について、中長期的な目的と毎年の活動目標を定め、毎年見直ししながら改善していきます。

- ① 地球環境に配慮した商品やサービスの拡大
 - ・ 地球と人に優しい農産物の取り扱い拡大
 - ・ 商品届け時のごみの削減(商品の梱包資材及び緩衝材として新聞紙の利用を廃止し、処分しやすく、焼却時の CO₂ 排出量の少ない「エアバッグ」を利用する等)
 - ・ 同社オリジナルのごみ袋「まわるふくろ」による植林事業 (1袋につき 35円を寄付)
- ② 省資源・リサイクル・リユースの推進
 - ・ 商品流通のために使用する資材の再利用推進
 - ・ 社内資源の省資源化及び再利用推進
 - ・ 届けたダンボールで家庭の不用品を宅配買取
 - ・ 再利用できる商品パックの開発(生ゴミ水切りとして再利用できる他、飼料用とうもろこしを原料としたバイオマス生分解性プラスチックを使用)
- ③ 地球温暖化防止の推進
 - ・ オフィスの省エネルギー化推進
 - ・ 物流センターの省エネルギー化推進

◆ 社会的責任 (Society)

同社にとっての最大の社会的責任は、食の安全への取り組みである。これは、同社事業そのものの差別化要因にもなっている。同社は、青果物については農林水産省「特別栽培農産物に係る表示ガイドライン」による「特別栽培農産物」及びこれに準じたもののみを取り扱うとともに、独自の安全基準により生産者を厳選した上で、栽培管理記録の徹底、定期的な産地訪問、残留農薬検査の実施など、十分な管理体制を敷いている。また、加工食品等についても第三者機関である「食質監査委員会」などを設けて、その品質及び安全性確保に努めている。また、東日本大震災に伴う原子力発電所事故に端を発した食品の放射線汚染問題については、放射性物質の検査を自主的かつ迅速に進め、その後も放射性物質に関する基準値の変更や検査機器の導入及び検査体制の整備を行うなど、消費者が安心して購入できるための環境を整備してきた。

顧客が同社のヘルシーな認定商品を選ぶことで開発途上国の子供達に学校給食を届ける「テーブル・フォー・ツー (TFT)」活動にも取り組んでいる。具体的には、TFT 対象商品の売上の3%を寄付する仕組みであり、今までに届けた給食数(累計)は1,468,778食(13年5月末)となっている。また、TFT 活動の一環として、「給食室をつくらう！」プロジェクトも展開しており、12年のルワンダ(パンダ村)に続き、今年はケニア(ルシンダ島)に給食室を建設するための活動を進めている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、高島社長以下7名(その内、社外取締役2名)で構成されている。ただし、社外取締役の牛田圭一氏は、業務提携先であるリクルートグループからの招聘であり独立性には懸念がある。もう1名の花田光世氏は慶応義塾大学教授で、他社の取締役を2社兼務している。一方、監査役会は3名(全員が社外監査役)で構成され、中村眞氏(常勤)はコマツ出身、中村儀一氏(非常勤)は公認会計士、諸江幸祐氏(非常勤)は元外資系証券会社の小売業界アナリストである。

株主構成は、高島社長を含む同社取締役3名や業務提携先の顔ぶれが上位に並ぶものの、創業者である高島社長の持株比率が約18%に留まっているなど、上位集中度はさほど高くなく分散されている(図表12、13)。従って、株式市場からの規律付けが働きやすい株主構成と言える。

【図表 12】 大株主の状況

	(%)
高島宏平	18.28
株式会社リクルートホールディングス	12.11
シダックスフードサービス株式会社	5.85
アスクール株式会社	4.92
株式会社ニッセンホールディングス	3.93
山佐株式会社	3.79
古府裕雅	3.33
堤祐輔	3.33
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	1.59
株式会社ベネッセホールディングス	1.41
合計	58.53

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成 (13年3月末)

【図表 13】 所有者別状況 (%)

	(%)
金融機関等	5.08
法人	36.99
外国人等	0.18
個人その他	57.75
合計	100.0

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成 (13年3月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 成長戦略を軌道にのせることで成長性の確保を図る

同社の当面の課題は、次に掲げる成長戦略を軌道にのせ、高い成長性を維持していくことである。特に、三越伊勢丹ホールディングスとの業務提携は、同社のプラットフォームを活用することで規模の経済が期待でき、今後も他社と同様のアライアンスを進める上で重要な案件であり、その立ち上げに注力する方針である。

> 中長期戦略

◆ ブランド及びプロモーション施策とサービス施策を軸に展開

同社は、今後の成長戦略として大きく、①ブランド及びプロモーション施策と、②サービス施策の2つの戦略軸に分け、それぞれに具体的なテーマとアクションプランを掲げている。

① ブランド及びプロモーション施策

A) 成長市場でのブランドの確立

具体的なブランド深化活動として、イ) 一流シェフやタレントとのコラボレーション、ロ) 他社ブランドとのコラボレーション、ハ) 農業界におけるビッグイベントの開催などを挙げている。

B) プロモーションの強化及び提携強化によるホームページへのアクセス増

具体的なブランド拡大活動として、イ) 他社とのアライアンス、ロ) ママブロガーやママタレントとのコラボレーション、ハ) リアルイベントでの認知拡大を挙げている。

C) リアル店舗を活用したブランディング及びプロモーションの強化

今後も直営店や特設コーナーなどリアルでの露出の拡大を図る。

② サービス施策

A) 既存の顧客の囲い込み

解約率が低くライフタイムバリューの高い顧客が使っているサービスを広げることで、顧客の囲い込みを図る。

B) スマートフォン対応の強化

スマートフォンでのサービスプランを増加させることで、新たな顧客を開拓する。

C) 高付加価値ブランド食品の取扱いスタート

「Oisix.com」上で、他の高付加価値ブランド食品の取扱いをすることで、既存顧客の単価向上を図る。

D) 単品サブスクリプションコマース(定期購買)の強化

オートシップや無期限頒布会の強化によって、単品のサブスクリプションコマース(定期購買)を強化し、積み上げ型の売上の確保を図る。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 食品 EC 事業で積み上げたアセットやノウハウに強み

同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 14】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・顧客基盤の拡大と高い成長性 ・メディアやネットを活用したブランド認知 ・食品EC事業におけるノウハウ ・食品EC事業に特化した物流センター ・全国約1,000カ所の生産者とのネットワーク
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・高付加価値商品の調達が成長のボトルネックになる懸念 ・急激な事業拡大により体制面に不備が生じる懸念 ・高島社長への依存度
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・食品EC市場の拡大 ・食の安全性や美味しさへのこだわり ・食品宅配ニーズの拡大 ・拡大するシルバー層におけるITリテラシーの向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手EC事業系、大手流通系の参入等による競争激化 ・食の安全を脅かす事件の発生、風評被害 ・消費税導入や景気の冷え込み等による消費マインドの減退

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 高付加価値と価格訴求の両立でシェア拡大を狙う戦略

同社の高い成長力を支えてきたものは、一般の流通経路では手に入りにくい高付加価値商品を手軽に購入できる新たな市場を創造したところにある。特にネットやメディア等を巧みに活用した幅広い露出でターゲット層を捉え、急速に会員数を増やしたところは同社ならではのブランド戦略として評価できる。

しかし、その裏側では、生鮮品の EC 事業における生産者側の意識や物流コストの問題など、ネット活用だけでは解決できない困難に対して、愚直なまでに試行錯誤を繰り返しながら克服してきたことが、結果として他社が簡単には模倣できない参入障壁を築きあげることになった点も見逃せないポイントである。

一方、今後の戦略課題は、顧客基盤の拡大ペースをいかに維持していくかであろう。食品 EC 市場は、シルバー層を含め、今後ますます拡大することが予想されるが、それに伴って大手 EC 系企業や大手流通系企業の参入など、競合も激化するものと考えられる。そのような環境下、同社のようなストック型ビジネスの成功要因であるスケールメリットの追求は、避けて通れない課題であると考えられる。

規模の拡大により、自社プラットフォームの価値を高め、それがまた規模拡大に結び付く正の循環を生み出さないと同社の成長もどこかで行き詰る可能性がある。その点、当面の収益性よりもシェア拡大を優先させる同社の価格政策や自社プラットフォームの外部利用推進は理にかなった戦略と言える。

商品力にこだわりながらもスケールメリットによる価格訴求を両立させ、高付加価値商品を広く一般に普及させることで自社の成長に結び付けるのが同社の戦略と考えられる。一方、商品力と規模拡大の両方を追求するためには、商品の調達力がボトルネックとなる可能性があげられる。また、規模の拡大を優先させるあまりに同社の強みである商品力が疎かになる懸念もある。

従って、同社が顧客の囲い込みや他社との提携、海外展開等で規模拡大をいかに図っていくのか、そして同社の強みである商品力の高さを調達面も含めてどう確保していくのか、その両面について注目していく必要がある。

> 利益還元策

◆ 成長重視の利益配分により当面は無配が継続される見通し

同社は、97年の創業以来、財務体質の強化並びに将来の事業展開に備えるために内部留保を優先し、配当の実績はない。株主に対する利益還元を経営の最重要課題の1つに位置付けているものの、当面は内部留保の充実に注力しながら、事業規模や業績が安定段階に入ったと判断された時点で、利益還元を検討する方針を掲げている。当センターによる中期業績予想によれば、しばらくは高い成長性が維持される見通しであるため、配当というかたちでの利益還元は見送られる可能性が高いと考えられる。

> バリュエーション比較

◆ 株価は高い成長率や資本効率を反映した水準

株価バリュエーションの比較対象企業として、財務指標で採用した会社を取り上げた(図表15)。

【図表 15】 株価バリュエーション

銘柄		オイシックス	マルエツ	ライフコーポレーション	シヨクブン	スタートトゥデイ
証券コード		3182	8178	8194	9969	3092
決算期		3月	2月	2月	3月	3月
売上高予想	百万円	16,351	326,000	532,000	10,319	36,800
(営業利益率予想)	%	5.1%	0.8%	1.4%	3.8%	28.0%
純利益予想	百万円	500	800	3,000	318	6,320
純資産	百万円	2,838	62,427	52,864	3,502	12,773
ROE	%	15.5%	3.0%	5.8%	-0.6%	41.5%
予想基準PER	倍	39.2	47.8	21.1	18.0	34.5
実績基準PBR	倍	6.9	0.6	1.2	1.6	17.6
予想配当利回り	%	0.0%	2.0%	2.1%	1.4%	1.0%
過去3年売上高成長率	%	27.9%	-2.1%	3.5%	-4.1%	26.9%
同 経常利益	%	44.3%	-36.6%	-5.2%	-33.6%	38.1%
株価	円	3,580	306	1,208	483	2,040
時価総額	百万円	19,576	39,442	64,569	5,727	224,166

(注) オイシックスの予想は証券リサーチセンター予想、他 4 社の予想は会社予想
(出所) 証券リサーチセンター

同社の予想基準 PER、及び実績基準 PBR は、スタートトゥデイと同様に高い水準にある。これは、両社の成長率や資本効率 (ROE) の高さを反映しているものと考えられる。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

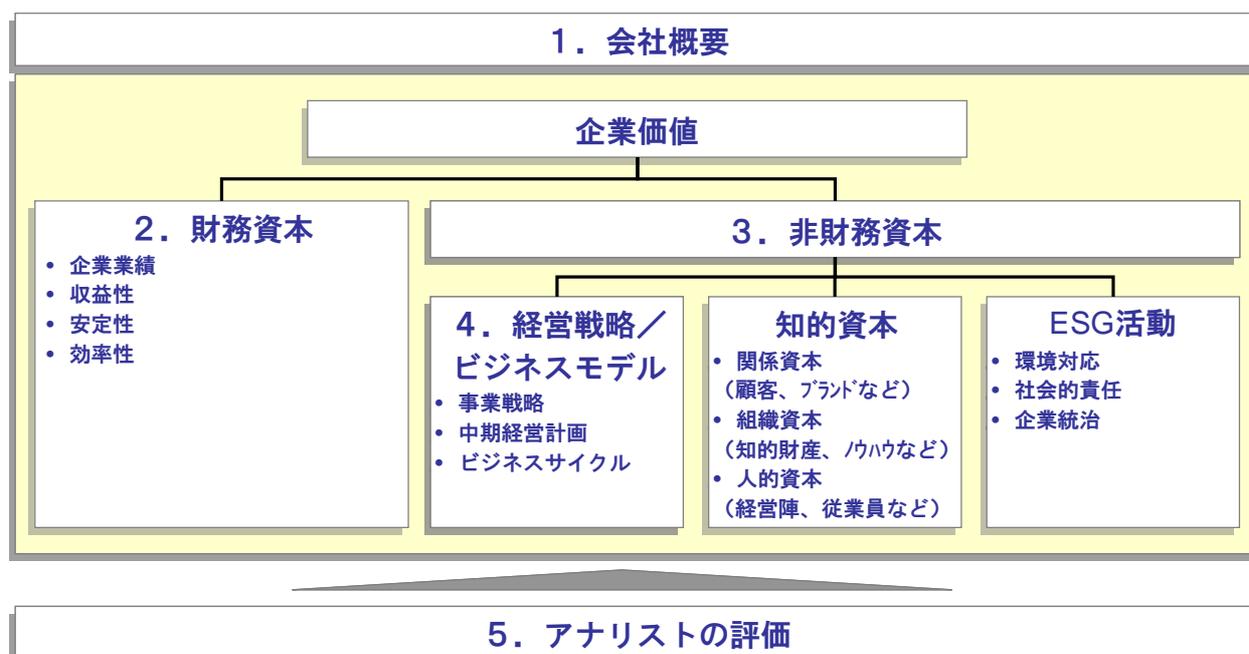
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。