

# 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

アップデート・レポート  
2015年1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 20150113

# オイシックス(3182 東証マザーズ)

発行日: 2015/1/16

**15 年 3 月期上期は会員数拡大により増収となるが販促費の早期投入で減益  
成長への投資を優先する方針のもと、利益面では一旦踊り場を迎える見通し**

## > 要旨

### ◆ 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主力としている。
- ・生産者と消費者を結び付け、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したことで、高成長を実現してきた。また、新たなサービスや事業にも意欲的に取り組んでいる。

### ◆ 15 年 3 月期上期は増収ながら販促費の早期投入で減益決算

- ・15/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高 8,366 百万円(前年同期比 13.4%増)、営業利益 89 百万円(同 75.7%減)と増収ながら減益となった。但し、売上高、各利益ともに期初の会社計画を上回った。
- ・大幅な会員数拡大が増収に寄与したが、販促費の早期投入(上期偏重の費用配分)を行ったことから営業利益率は大きく低下した。

### ◆ 15 年 3 月期は大幅な増収ながら営業利益は微増を見込む

- ・15/3 期について同社は、期初予想を据え置き、売上高 18,300 百万円(前期比 15.0%増)、営業利益 750 百万円(同 1.3%増)と大幅な増収ながら、営業利益は前期比微増を予想している。成長への投資を優先する方針のもと、利益面では一旦踊り場を迎える見通しとなっている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、足元で会員数が増加していることなどから、会社予想の達成は可能と判断している。

### ◆ 中期業績予想

- ・当センターでは、上期決算や足元の状況等を踏まえ、前回レポート(14 年 6 月発行)の中期業績予想を据え置いた。17/3 期までの成長率として、売上高が年率 13.1%、営業利益が同 15.8%を予想している。
- ・EC 事業における会員数の拡大と、受託事業及び店舗事業の伸長が同社の中期的な成長を牽引するものと予想している。

アナリスト: 柴田 郁夫

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

#### 【主要指標】

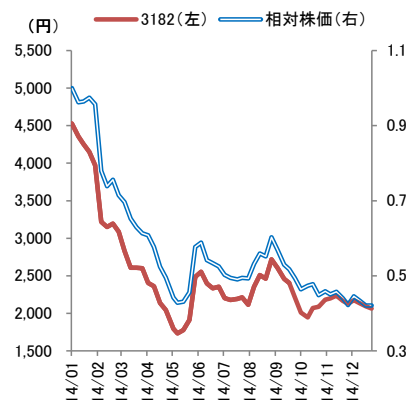
|           | 2015/1/9  |
|-----------|-----------|
| 株価(円)     | 2,059     |
| 発行済株式数(株) | 5,809,148 |
| 時価総額(百万円) | 11,961    |

|          | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|----------|------|------|------|
| PER(倍)   | 26.3 | 25.5 | 19.4 |
| PBR(倍)   | 3.5  | 3.1  | 2.5  |
| 配当利回り(%) | 0.0  | 0.0  | 0.0  |

#### 【株価パフォーマンス】

|           | 1 カ月 | 3 カ月 | 12 カ月 |
|-----------|------|------|-------|
| リターン(%)   | -0.3 | -1.3 | -50.4 |
| 対TOPIX(%) | 1.7  | -4.7 | -56.1 |

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/1/10

#### 【3182 オイシックス 業種: 小売業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(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    | 15,909       | 9.1        | 740           | 1.0        | 775           | 5.7        | 436          | 28.8       | 78.3       | 586.7      | 0.0        |
| 2015/3 CE | 18,300       | 15.0       | 750           | 1.3        | 775           | 0.0        | 465          | 6.4        | 80.8       | -          | 0.0        |
| 2015/3 E  | 18,300       | 15.0       | 750           | 1.3        | 775           | 0.0        | 465          | 6.4        | 80.8       | 667.5      | 0.0        |
| 2016/3 E  | 20,500       | 12.0       | 950           | 26.7       | 950           | 22.6       | 580          | 24.7       | 106.1      | 807.9      | 0.0        |
| 2017/3 E  | 23,000       | 12.2       | 1,150         | 21.1       | 1,150         | 21.1       | 680          | 17.2       | 124.4      | 932.3      | 0.0        |

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

#### アップデート・レポート

2/14

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

## > 事業内容

注 1) 有機・特別栽培野菜  
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・特別栽培野菜<sup>注1</sup>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主力としている。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食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い成長性を実現している。同社が運営する食品販売サイト「Oisix.com」の定期購入会員数は約 9.1 万人となっている（14 年 9 月末現在）。

事業別には「EC 事業」と「その他事業」に区分されるが、ネット経由による「EC 事業」が売上高の 91.6%（15/3 期上期実績）を占めており、事業セグメントは単一となっている。なお、EC 事業は、定期宅配サービスをはじめ、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）で構成されている。また、その他事業には、他社食品 EC 向けの受託事業や、直営店 2 店舗及び食品スーパー（東急ストア及びクイーンズ伊勢丹）内の特設コーナー11 店舗による店舗事業等が含まれている（14 年 9 月末現在）。

関連会社にリクルート（現リクルートホールディングス、6098 東証一部）と合併で設立したごちまる（同社持分比率 40%）が存在する。ごちまるは、食品通販モール「gochimaru.com」を通じた食品 EC 事業を展開しているが、同社は、ごちまるから商品の卸販売や物流業務を受託している。

また、神奈川県海老名市に食品 EC 事業に特化した物流センター（約 2,000 坪）を保有している。食材加工が可能なセントラルキッチンも備えており、売上規模で約 300 億円まで対応できる能力を有している。

### ◆ 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「おいしくすくらぶ（以下、おいくら）」は、全国の提携農家から直接仕入れた有機・特別栽培野菜の他、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等による利便性（届け先や宅配日時の変更が可能であることや、商品の組み合わせを自由に選択できるなど）に特徴がある。

EC 市場の拡大や一般消費者の食の安全性への関心を追い風に、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、食へ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たことが同社の成長を支えてきた。

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、取引期間の長さや、  
購入頻度、購入単価に比例  
して価値が高まる。

注4) プラットフォーム  
事業「オイシックス フル  
フィルメント サービス  
(略称: オイフル)」  
同社の物流センターの外部  
利用を促進することで、同  
社商品の提供をはじめ、物  
流機能、在庫管理機能、賞  
味期限管理機能、品質管理  
機能、受託先の EC サイトと  
のシステム連携機能などを  
果たす。

注5) KitOisix 定期購入会  
員数  
「Oisix.com」の定期購入会  
員数約9.1万人に含まれる。

#### ◆ 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業績を牽引するストック型ビジネスを展開している。利用者による購入頻度や購入単価の上昇も売上増加に結び付く要因となるため、ハード利用者<sup>注2</sup>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会員の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により会員1人当たりのライフタイムバリュー<sup>注3</sup>を高めることが業績拡大のメカニズムと言える。

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プラットフォーム(受託)事業<sup>注4</sup>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、13年11月には三越伊勢丹グループからの受託も開始した。同社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源としても期待される。

#### ◆ 新サービスによる新たな顧客層の取り込みにも注力

同社は、EC 事業における新サービスとして、13年5月に「Oi チカ」、同年7月に「KitOisix」を立ち上げた。「Oi チカ」は他社の高付加価値ブランド商品を同社商品と一緒に届けるサービスであり、グルメニーズの高い顧客層の獲得を狙っている。利用者は、まとめ買いに抵抗のある商品でも、小口単位で簡単に購入できる一方、提携先も同社の物流センターを利用することで煩雑なオペレーションから解放されるメリットがある。なお、現在の提携ブランドは、「DEAN&DELUCA」、「Soup Stock Tokyo」、「平田牧場」など75店舗(14年9月末現在)にのぼるが、15/3期末までに100店舗を目指している。

「KitOisix」は、レシピに合わせて半加工済みの食材セットを届けるサービスであり、“働くママ”や“復職ママ”をターゲットとしている。物流センターにセントラルキッチンを設置したことで可能となった。これまでの実績から通常会員よりも月間の購入額が多いことが判明しており、ハード利用者が増加することが期待される。なお、現在の KitOisix 定期購入会員数は1.3万人<sup>注5</sup>を超えるとともに、スタートしてから累計50万キットを販売した(14年9月末現在)。

また、14年5月からは、企業の福利厚生需要をターゲットとして、オフィス向けサラダデリバリーサービス「Salad Oisix for オフィス」を開始した。IT系企業などを中心に引き合いが増えており、同社ブランドの認知度向上にも成果をあげている。

## > 強み・弱みの分析

### ◆ 新たな市場創造により独自のポジションを構築

同社の成功要因は、食のこだわりと利便性の交差する領域に独自のポジションを構築したところにある。また、メディアやネット上でのクチコミ（ブログ等）、イベントなどを活用して、同社のブランドを育て上げたことも、会員基盤の拡大に貢献したと考えられる。

また、一般的に難しいと言われる食品 EC 分野において実績やノウハウを積み上げてきたことや、食品 EC 事業に特化した物流センターの運営を手掛けていることも同社の強みとなっている。リクルートホールディングスとの合弁会社ごちまるや三越伊勢丹グループから食品 EC 事業の物流等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。同社のノウハウやアセットを利用したサービスの外販は、スケールメリットの追求や収益の多角化にも寄与している。

また、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ていることも他社が同社のビジネスモデルを簡単には真似できない障壁となっている。

一方、課題は、食へのこだわりと利便性というコンセプトの中で、どこまで成長を持続できるかにある。同社は、他社ブランド品との提携や半加工済みの食材セットの提供など、新サービスの育成により客単価を向上させるとともに、新たなセグメント層を取り込む戦略を進めており、同社のビジネスモデルの進化の方向性に注目したい。

また、国内産の青果物の高騰や物流コストの上昇は、同社にとっても脅威になると考えられる。ただ、青果物の高騰は、利益率の低下を招くと懸念されるものの、生産者との直接契約に基づき比較的安定した調達を行っている同社にとっては他社よりも影響を受けづらいと推察されるため、むしろ同社の高付加価値商品と他社商品の価格差が縮小することから競争力の面ではプラスに働く可能性がある。

一方、物流コストの上昇については、中長期的な課題として注視する必要がある。同社は物流拠点の分散（特に関西エリアへの開設を検討中）を図ることで業容の拡大とコスト対策を両立させていく方針である。

【 図表 1 】 SWOT 分析

|                     |                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 強み<br>(Strength)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・独自のポジショニングによる市場の創造と顧客基盤の拡大</li> <li>・高付加価値商品と効率的なオペレーションによる高い利益率の実現</li> <li>・メディアやネット、イベント等を活用したブランド戦略</li> <li>・食品EC事業におけるノウハウやアセットの蓄積</li> <li>・全国約1,000カ所の生産者とのネットワーク</li> </ul> |
| 弱み<br>(Weakness)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・高付加価値商品の調達力が需要に追いつかず成長のボトルネックとなる懸念</li> <li>・急激な事業拡大により体制面に不備が生じる懸念</li> <li>・高島社長への依存度</li> </ul>                                                                                   |
| 機会<br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・食品EC市場の拡大</li> <li>・食の安全性や美味しさへのこだわり</li> <li>・食品宅配ニーズの拡大</li> <li>・拡大するシルバー層におけるITリテラシーの向上</li> </ul>                                                                               |
| 脅威<br>(Threat)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・大手EC事業系、大手流通系の参入等による競争激化</li> <li>・国内産の青果物の高騰</li> <li>・物流コストの上昇</li> <li>・食の安全を脅かす事件の発生、風評被害</li> <li>・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</li> </ul>                                        |

(出所) 証券リサーチセンター

## > 決算概要

### 注 6) アウトレットサービス

天候不順等による規格外品や、急な生育や想定以上の豊作で採れすぎてしまった商品を通常の約 30% 割引で販売するサービス。

### ◆ 15 年 3 月期上期は増収ながら減益決算

15/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高 8,366 百万円 (前年同期比 13.4%増)、営業利益 89 百万円 (同 75.7%減)、経常利益 100 百万円 (同 74.0%減)、純利益 55 百万円 (同 75.8%減) と増収ながら減益となった。但し、期初会社予想に対する達成率では、売上高が 101.1%と若干計画を上回った一方、営業利益は 124.6%と計画を大きく上回った。

主力の EC 事業における定期購入会員数の拡大と購入単価の向上が増収に寄与した。効果的な販促費投入によるブランド認知度の向上に加えて、新サービスとして注力している「KitOisix」や「Oi チカ」が、新たな顧客層の獲得を含め、会員数の拡大と購入単価の向上に大きく貢献した。不揃いやたくさん採れ過ぎた青果物を安く提供するアウトレットサービス<sup>注 6</sup>も好調であった。一方、その他事業も、店舗事業 (特設コーナーを含む) が堅調に推移したことや三越伊勢丹グループ (エムアイ Deli) 向けの受託事業により緩やかながら伸長した。

利益面では、新サービスの伸長が原価率の上昇を招いたことに加えて、年間の販促費予算を効果的に会員獲得並びに業績向上に結びつけるため、早い段階で販促費を投入 (上期偏重の費用配分) したことから営業利益率は 1.1% (前年同期は 5.0%) へと大きく低下した。営業利益が計画を上回ったのは、固定費を抑制したことが主因である。

## アップデート・レポート

6/14

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

上期に約 6.1 億円の販促費（前年同期は約 3 億円と推定）を投入したが、その結果として、定期購入会員数は 14/3 期末比で 9,459 人増（前年同期は 1,951 人増）と大きく伸び、年間の増加目標（12,919 人増）の約 73%を達成したことから、販促費の早期投入には一定の成果があったと評価できる。

なお、15/3 期上期における定期購入会員数の増加（9,459 人）のうち、約 95%が KitOisix 定期購入会員で占められている模様である。

【 図表 2 】 15 年 3 月期上期決算の概要

（単位：百万円）

|       | 14/3期上期 |       | 15/3期上期 |       | 増減   |        | 15/3期上期 |      | 達成率    |
|-------|---------|-------|---------|-------|------|--------|---------|------|--------|
|       | 実績      | 構成比   | 実績      | 構成比   |      | 増減率    | 会社予想    | 構成比  |        |
| 売上高   | 7,375   |       | 8,366   |       | 991  | 13.4%  | 8,274   |      | 101.1% |
| EC事業  | 6,688   | 90.7% | 7,660   | 91.6% | 972  | 14.5%  | -       | -    | -      |
| その他   | 687     | 9.3%  | 706     | 8.4%  | 19   | 2.7%   | -       | -    | -      |
| 売上原価  | 3,809   | 51.6% | 4,387   | 52.4% | 578  | 15.2%  | -       | -    | -      |
| 売上総利益 | 3,566   | 48.4% | 3,978   | 47.5% | 412  | 11.6%  | -       | -    | -      |
| 販管費   | 3,197   | 43.3% | 3,888   | 46.5% | 691  | 21.6%  | -       | -    | -      |
| 営業利益  | 368     | 5.0%  | 89      | 1.1%  | -279 | -75.7% | 72      | 0.9% | 124.6% |
| 経常利益  | 386     | 5.2%  | 100     | 1.2%  | -286 | -74.0% | 83      | 1.0% | 121.0% |
| 純利益   | 230     | 3.1%  | 55      | 0.7%  | -175 | -75.8% | 50      | 0.6% | 111.8% |

|        |        |        |        |       |
|--------|--------|--------|--------|-------|
| 会員数(人) | 75,816 | 91,540 | 15,724 | 20.7% |
|--------|--------|--------|--------|-------|

|               |        |        |      |      |
|---------------|--------|--------|------|------|
| ARPU(円)       | 12,006 | 12,441 | 435  | 3.6% |
| 1月当たり購入頻度(回)  | 2.10   | 2.13   | 0.03 | 1.7% |
| 1回当たりの購入単価(円) | 5,717  | 5,828  | 111  | 1.9% |

|        |   |    |   |
|--------|---|----|---|
| 店舗(店)  |   |    |   |
| 直営店    | 2 | 2  | 0 |
| 特設コーナー | 6 | 11 | 5 |

(注) ARPU（1月当たりの顧客単価）、1月当たりの購入頻度、1回当たりの購入単価は、毎年9月単月における実績

(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

**> 戦略の進捗****◆ サービスレベルの向上とプロモーションの強化に注力**

同社の成長戦略は、(1) 新サービスの育成、(2) 獲得人数の拡大、(3) プラットフォーム（受託）事業の拡大、(4) 店舗事業の拡大の4つが活動テーマとなっている。特に、(1) 及び (2) に関しては、サービスレベルの向上とプロモーションの強化により一定の成果がみられた。

**(1) 新サービスの育成**

「KitOisix」は、簡易食材（調理食品やカット野菜等）に対する市場ニーズ（時短ニーズ）の拡大を背景として、働くママや復職ママなど新たなターゲット層に支持されたことが定期購入会員数の大幅な拡大に結び付いた。加えて、同サービスにはハード利用者が多いことから ARPU の向上にも貢献している模様である。

同社は、時短ニーズに対応するだけでなく、「プレミアム時短」をテーマとしたサービス強化にも取り組んでいる。ミシュランシェフやクックパッド（2193 東証一部）など他社とのコラボレーションによる高付加価値商品や利便性の高い冷凍商品の開発を進めるとともに、TV や新聞、雑誌などの多数メディアに掲載されることでブランド認知度の向上にも繋げている。

「Oi チカ」も、店舗数の拡大とウェブサイトの改善などにより、グルメニーズを取り込みながら順調に利用者が拡大している。ジョエル・ロブション<sup>注7</sup>などのプレミアムブランドとのコラボによるオリジナル商品も開始した。

**(2) 獲得人数の拡大**

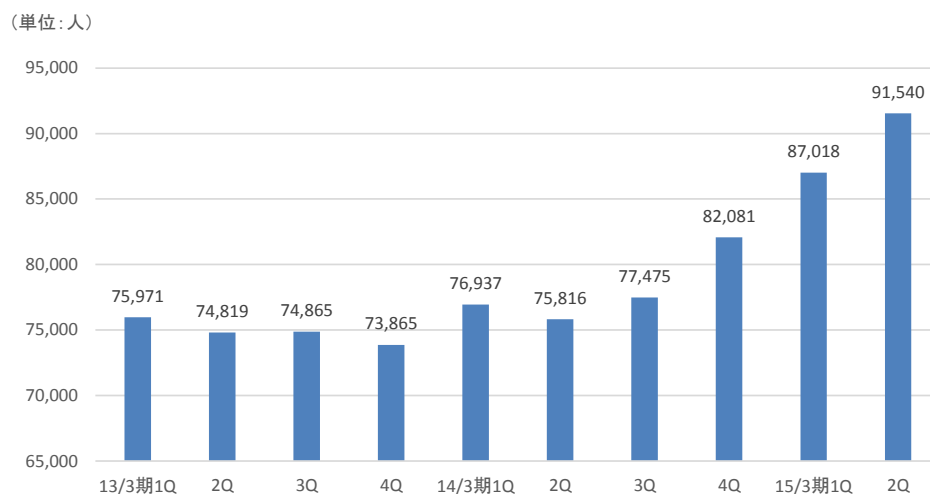
同社は、会員数の拡大に向けて、既存チャネルに加えて、新サービスによる新たな顧客層の取り込みや、リアルを活用（実店舗や特設コーナー、イベントなど）による認知度向上によって会員獲得を強化する方針である。

注7) ジョエル・ロブション  
フランスの有名シェフで、東京でもミシュランガイドで星を獲得しているフレンチレストランを含めて5店舗を展開している。

注8) スマートフォンの普及への対応  
スマホサイトのユーザビリティの改善やスマホサイトでのプロモーションによりスマホ登録の定期購入会員数は約2万人（1年半で約4倍）に拡大した。

15/3 期上期は、前述した KitOisix や Oi チカのほか、アウトレットサービスの充実、スマートフォン（以下、スマホ）の普及への対応<sup>注8</sup>などによるサービスレベルの向上に加え、積極的な販促費の投入や獲得スキルの向上などプロモーションの強化を図ったことにより定期購入会員数を大幅に伸ばすことができた。下期においても、楽天との連携強化（楽天 ID でログイン及び決済が可能）やスマホアプリのリリースをはじめ、露出機会の創出により会員獲得を目指す方針である。

【図表3】四半期ごとの定期購入会員数の推移



(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

## (3) プラットフォーム(受託)事業の拡大

13年11月に開始した三越伊勢丹グループのEmAi Deli向けサービスが本格稼働(定期宅配サービスは14年11月からスタート)するとともに、新規案件の引き合いも順調に増加している模様である。但し、物流の切り替えとなると意思決定や準備のための時間がかかるため、業績貢献までにはある程度のリードタイムが必要であろう。

## (4) 店舗事業の拡大

同社は、ブランド認知度の向上や店舗運営のノウハウを充実することを目的として、多くの会員が居住する東急線沿線などに直営店や食品スーパー内の特設コーナーを出店している。

15/3期上期は、14年1月にオープンした吉祥寺店の収益力向上(リニューアルを含む)に注力する一方、二子玉川店については、店舗運営ノウハウの獲得という当初の目的が達成できたことから閉店するとともに、同一フロア内にあった東急ストア二子玉川ライズ店に特設コーナーを開設した。また、14年4月にクイーンズ伊勢丹石神井公園店内に特設コーナーを開設したことにより、14年9月末の店舗数は実店舗が2店舗(14/3期末比1店舗減)、特設コーナーが11店舗(同2店舗増)となった。なお、下期に入り11月にクイーンズ伊勢丹目白店、12月に同じく品川店に特設コーナーを開設しており、14年12月末時点における特設コーナーは13店舗(東急ストア10店舗、クイーンズ伊勢丹3店舗)に拡大した。同社は、今後も特設コーナーを軸に店舗数を拡大する方針としている。

## > 業績予想

### ◆ オイシックスによる 15 年 3 月期業績予想

15/3 期業績予想について同社は、期初予想を据え置き、売上高 18,300 百万円（前期比 15.0%増）、営業利益 750 百万円（同 1.3%増）、経常利益 775 百万円（同横ばい）、当期純利益 465 百万円（同 6.4%増）と増収ながら営業利益は前期比微増を見込んでいる。同社は 15/3 期を成長への投資を優先する時期と位置付けており、先行投資的な費用増から営業利益率は一旦低下する想定となっている。

事業別予想の開示はないが、EC 事業とその他事業がそれぞれ伸長する見通しのようである。EC 事業では、定期購入会員数が足元で順調に増加しているうえ、早い段階から積極的なプロモーションを仕掛けることにより、期末会員数を 9.5 万人（前期末比 15.7%増）に大きく伸長させる前提となっている。また、顧客単価も新サービスの貢献等により若干上昇する想定である。

その他事業でも、13 年 11 月にスタートした受託事業や 14 年 1 月に出店した中型店舗のアトレ吉祥寺等が通年寄与するうえ、受託事業の新規案件や店舗事業における特設コーナーの新設等が業績を牽引する予定となっている。

一方、利益面では、売上成長の加速を目的として、会員獲得のためのプロモーション（ネット広告やイベント等）やインフラ整備のための費用増により、営業利益率は前期比 0.6%ポイント低下の 4.1%を見込んでいる。

### ◆ 証券リサーチセンターによる 15 年 3 月期業績予想

当センターでも、15/3 期上期実績等を踏まえ、期初会社予想の達成を想定した前回レポート（14 年 6 月発行）の 15/3 期業績予想を据え置いた。EC 事業における会員獲得が足元で順調に伸びていることや新サービスによる顧客単価向上が見込めること、その他事業でも受託事業や店舗事業の伸長から会社予想の達成は可能と判断している。

【図表4】15年3月期の業績予想

(単位: 百万円)

|       | 14/3期<br>実績 |       | 15/3期<br>当センター予想 |       | 増減    |       |
|-------|-------------|-------|------------------|-------|-------|-------|
|       |             | 構成比   |                  | 構成比   |       | 増減率   |
| 売上高   | 15,909      |       | 18,300           |       | 2,391 | 15.0% |
| EC事業  | 14,423      | 90.7% | 16,600           | 90.7% | 2,177 | 15.1% |
| その他   | 1,486       | 9.3%  | 1,700            | 9.3%  | 214   | 14.4% |
| 売上原価  | 8,298       | 52.2% | 9,650            | 52.7% | 1,352 | 16.3% |
| 売上総利益 | 7,611       | 47.8% | 8,650            | 47.3% | 1,039 | 13.7% |
| 販管費   | 6,870       | 43.2% | 7,900            | 43.2% | 1,030 | 15.0% |
| 営業利益  | 740         | 4.7%  | 750              | 4.1%  | 10    | 1.3%  |
| 経常利益  | 775         | 4.9%  | 775              | 4.2%  | 0     | 0.0%  |
| 当期純利益 | 436         | 2.7%  | 465              | 2.5%  | 29    | 6.4%  |

|               |        |        |       |       |
|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 15/3期<br>会社予想 | 18,300 | 100.0% | 2,391 | 15.0% |
|               | -      | -      |       |       |
|               | -      | -      |       |       |
|               | -      | -      |       |       |
|               | -      | -      |       |       |
|               | 750    | 4.1%   | 10    | 1.3%  |
|               | 775    | 4.2%   | 0     | 0.0%  |
|               | 465    | 2.5%   | 29    | 6.4%  |

|               |        |        |        |       |
|---------------|--------|--------|--------|-------|
| 会員数(人)        | 82,081 | 95,000 | 12,919 | 15.7% |
| ARPU(円)       | 13,011 | 13,200 | 189    | 1.5%  |
| 1月当たり購入頻度(回)  | 2.15   | 2.15   | 0.00   | -     |
| 1回当たりの購入単価(円) | 6,057  | 6,140  | 83     | 1.4%  |

|        |   |    |   |
|--------|---|----|---|
| 店舗(店)  |   |    |   |
| 直営店    | 3 | 4  | 1 |
| 特設コーナー | 9 | 14 | 5 |

(注) ARPU (1月当たりの顧客単価)、1月当たりの購入頻度、1回当たりの購入単価は、毎年3月単月における実績

(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

## > 中期業績予想

### ◆ オイシックスによる成長イメージ

同社は、具体的な中期経営計画を公表していない。但し、中期ビジョンとして、売上高 300 億円、並びに売上高 1,000 億円に到達するためのシナリオを描いている。まず、売上高 300 億円に向けては、既存事業の強化（おいくら会員数の拡大、Oi チカ及び KitOisix サービスの拡充等）と他社食品 EC のプラットフォーム（受託）事業の拡大が業績を牽引するシナリオである。また、次のステージである売上高 1,000 億円に向けては、既存事業及びプラットフォーム（受託）事業に加えて、海外事業、店舗事業、シニア事業の本格展開が業績を牽引する成長イメージとなっている。一方、利益面については、成長への投資や量的拡大を優先する価格政策から、しばらくは営業利益率 5% を目処としながら、増収による増益を目指す方針である。

### ◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

当センターでは、15/3 期上期実績や足元の状況等を踏まえ、前回レポート（14 年 6 月発行）の中期業績予想も据え置いた。17/3 期までの

成長率として、売上高が年率 13.1%、営業利益が同 15.8%を見込んでいる。

EC 事業とその他事業の売上構成比に大きな変化がないことを前提に、EC 事業における会員数の拡大と、受託事業及び店舗事業の伸長等が同社の中期的な成長を牽引するものと予想している。

なお、会員数は、EC 事業の売上高の伸びにほぼ連動して増加するとともに、ARPU（顧客単価）も Oi チカ等ラインナップの充実による顧客内シェア拡大や、KitOisix 等による付加価値の向上により徐々に上昇すると想定した。

【図表 5】証券リサーチセンターによる中期業績予想（単位：百万円）

|         | 14/3期<br>実績 | 15/3期<br>予想 | 16/3期<br>予想 | 17/3期<br>予想 | 平均成長率 |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|
| 売上高     | 15,909      | 18,300      | 20,500      | 23,000      | 13.1% |
| 伸び率     | 9.1%        | 15.0%       | 12.0%       | 12.2%       |       |
| EC事業    | 14,423      | 16,600      | 18,500      | 20,700      | 12.8% |
| 伸び率     | 8.6%        | 15.1%       | 11.4%       | 11.9%       |       |
| その他事業   | 1,486       | 1,700       | 2,000       | 2,300       | 15.7% |
| 伸び率     | 15.3%       | 14.4%       | 17.6%       | 15.0%       |       |
| 営業利益    | 740         | 750         | 950         | 1,150       | 15.8% |
| 利益率     | 4.7%        | 4.1%        | 4.6%        | 5.0%        |       |
| 会員数(人)  | 82,081      | 95,000      | 106,000     | 118,000     | 12.9% |
| ARPU(円) | 13,011      | 13,200      | 13,250      | 13,300      | 0.7%  |

(注) ARPU とは、毎年 3 月単月における顧客単価の予想値

(出所) 証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 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。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。

## 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

## 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

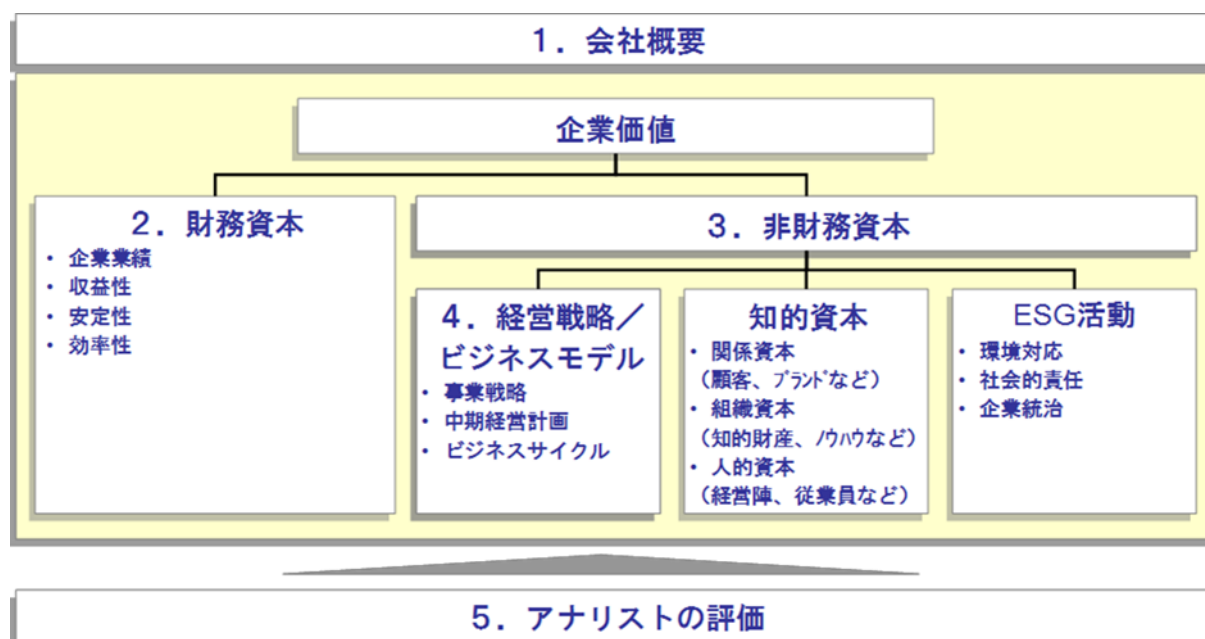
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。



## アップデート・レポート

13/14

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

## 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ない、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。