

THE WHY HOW DO COMPANY株式会社

大規模M&A + 調整後EBITDA黒字転換確認。株価+34%市場が再評価

DNAファーストで事業承継に悩む中小企業で進化を加速する「第三の道」プラットフォームが本格的に離陸
さらなる時価総額7.1倍シナリオの検証

※GCC経営™分析とは？：本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の投資効率↑＝ROICスプレッド拡大＝超過利潤価値）、Confidence（信頼性＝事業リスク低下＝リスク割引の低減＝WACC低下＝株主価値がぐんぐん伸びる）の3要素を普遍化する「GCC経営™」の枠組みで企業価値を分析する手法です。

1.長期展望

「DNAファーストM&A」を成長エンジンに、多角化コンゴロミットの企業価値創造に挑む＝新規大型M&Aで加速

本レポートは2026年3月30日に発行したレポートのアップデート版である。第二四半期において調整後EBITDAが黒字転換し、大型M&Aが発表。その企業価値への影響を推計する。THE WHY HOW DO COMPANY株式会社（以下「ウイハウ」）は、「DNAファーストM&A」を成長戦略の中核に据え、事業承継に悩む中小企業を永続的に保有・支援する東証スタンダード上場企業である。同社が開ける「第三の道」は、買収先の独立性を維持しながら永続保有する独自モデルであり、亀田信吾社長は「色を付けない」経営哲学――親会社の事業スタイルを押し付けず創業者の想いと雇用を尊重する――が競合入札での差別化要因であると説明している。なお、同社は決算期変更（8月期→4月期）を実施し、第22期は2025年9月1日～2026年4月30日の8ヶ月変則決算となる。M&Aを主軸とする企業の実力は調整後EBITDAに表れる。ステイルアン社は修正EBITDA約118百万円（マージン約8.3%）、グッドマン社は修正EBITDA約60百万円（同約14.5%）、飯山土木株式会社（長野県飯山市、土木事業）は修正EBITDA95百万円・ネットキャッシュ726百万円の無借金経営であり、自社施工率約90%・営業利益率約20%の高収益企業である。加えてM&A第4号案件として株式会社コーワル（東京都豊島区、LED照明器具の企画・販売・レンタル）の全株式取得について開示が本日4月16日（執筆時点）にされた。コーワルは香港子会社を通じた中国製造→日本販売・施工の垂直統合モデルによる粗利率約50%を実現し、売上高19.24億円・営業利益3.62億円・修正EBITDA約3.90億円と買収4社中最大の収益エンジンである。ホールセール・直販・レンタルの3チャネル構造を持ちストック型キャッシュコウも有する。コーワルの加入によりグループは子会社11社体制、売上高約43億円・修正EBITDA約6.6億円規模に拡大したと推計され（注1）、中計目標（FY2028.4期：売上高100億円・調整後EBITDA10億円）に対するEBITDA進捗率は66.4%に到達した。JPRでは10年後の営業利益率は11%程度に向上しM&Aに伴うのれん償却負担が相対的に小さくなる構造を見込む。なお、本レポートに記載する業績予想および株価分析はJPRが独自に推計したものであり、会社側の予想・見解とは異なる場合がある。

2.四半期展望

コーワルが連結されたことにより創業以来の最高売上高の更新と、調整後EBITDAの黒字転換を同時達成

FY2026.4期2Q累計（2025年9月～2026年2月）の連結業績は、売上高1,699百万円（前年同期比110.0%増）、営業損失△182百万円、経常損失△473百万円、親会社株主帰属中間純損失△539百万円となった。売上高倍増の要因はステイルアン社（プラチナ事業）及びグッドマン社（測定機・検査機事業）の新規連結による通期寄与である。報告ベースの営業損失にはM&A関連費用139百万円や貸倒引当金繰入267百万円等の一過性費用が含まれるため本業の稼働力を正しく反映しておらず、これらを除いた調整後EBITDAは276百万円と黒字を確保した。保守的にM&A関連費用のみを除いた狭義調整後EBITDAでも+8百万円の黒字となり、いずれの基準でも2Q累計での黒字転換が確認された。コーワルの連結開始後は同社の売上高19.24億円が加わることで売上は大きく拡大する見通しである。営業利益だけでなくEBITDAの拡大に注目していくことが今後の四半期決算の開示において重要な視点となる。また弊社の予想では2027年4月期は3億円程度の営業利益黒字になると考えている。すべての利益で黒字転換が注目がされる。

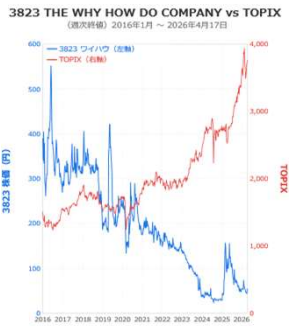
[単位：百万円]

Table with 9 columns: Item, FY2024.3Q, FY2024.4Q, FY2025.1Q, FY2025.2Q, FY2025.3Q, FY2025.4Q, FY2026.1Q, FY2026.2Q. Rows include 売上高, 売上総利益, 売上総利益率, 販売管理費, 販管費比率, 営業利益.

3.株価動向

M&A成長戦略の実行力検証が進展、大幅なリスク減少による資本コストの低下による株価増大が期待

同社株式は52週高値189円・安値27円で推移、4月17日にコーワルM&A等を契機に55円（+34%）・出来高86万株（前日比23倍）へ急伸した。時価総額72億円はJPR試算の株主価値513億円（391円）の14%に過ぎず7.1倍のアップサイドが残存する。第16回新株予約権は56.4%行使済みで希薄化リスクは縮小。注目すべきはROIC-WACCスプレッドの構造変化である。コーワル連結でROICが急拡大しキャッシュリッチな買収先加入でWACCも低下、1-2年でスプレッドが赤字→黒字へ転換する局面は投資味も最大。ネットキャッシュ企業中心のため資金枯渇リスクが構造的に低くM&A実行のたびにファイナンス力が拡大する好循環が生まれている。機関投資家の投資対象入り目の目安である時価総額100億円が視野に入り次元の異なるステージに移行し得る。リスク要因は①売却圧力②M&A費用③PMI④サンライズ社⑤組織文化調整。34%上昇と出来高23倍はM&Aモデルの認知が格段に高まった証左であり長期アップサイドが2-3年で織り込まれる蓋然性が高いと判断、前回の4倍から7倍に引き上げる。株主価値予測モデル（注4）では株主価値513億円・理論株価391円・ギャップ441億円を算出。ワラント売却圧力吸収にはM&A案件の連続公表が不可欠であり巻末子会社社長対談が示すDNAファーストM&Aの実効性が投資家の確信度を高めるうえで決定的な判断材料となる。



注1：2Q累計実績（連結精算表・セグメント表）の売上高17.0億円を年率換算した既存10社ラポート34.0億円に、飯山土木（M&A開示：売上3.0億円・修正EBITDA1.0億円）と、コーワル（年間売上19.2億円・EBITDA3.9億円の連結開始後4ヶ月按分：売上6.4億円・EBITDA1.3億円）を加算し、売上高は34.0+3.0+6.4=約43億円、修正EBITDAは調整後ラポート2.6億円+飯山1.0億円+コーワル1.3億円=4.9億円に、プラットフォーム事業の春夏繁忙期やサブスクリプション年末商戦等の季節性による下期上振れ約1.8億円を加約6.6億円と推計した（PR推計）。注2：2026年1月6日で開示された通り、決算期が変更されている。毎年4月30日、決算期変更の経過期間となる第22期は、2025年9月1日から2026年4月30日までの8ヶ月の変則決算となる予定。注3：M&Aによる事業ポートフォリオ分散の低下の主な原因は、従来のソリューション・教育事業は景気感応度が強く株価変動が大きかったが、ライフスタイル事業（日焼けサロン・ブライダル）やインフラ事業（飯山土木の公共工事）の連結加入により、収益源が消費者向け安定需要と官公営に分散された。加えて、売上規模が前年同期比2.1倍に拡大したことで、個別子会社の業績変動が全体に与える影響が希薄化し、TOPIXとの連動性（=β）が構造的に低下する。これを踏まえ、既実行水準から15%程度低下と想定した。加えてコーワル（LED照明β=0.70）の連結で修正後EBITDAは更に強まる。注4：JPR独自の株主価値予測モデルによる前報レポート（3/30版）のFY2027.4期営業利益予想1億円はコーワル買収前の既存体制が前提であった。4月16日付で適期開示されたコーワル（直近売上17.9億円、営業利益約3.6億円）の全株式取得を反映し、同社のフルタイム営業利益寄与+3.6億円からののれん償却負担△1.0億円およびM&A関連費用△0.6億円を控除した純増約2.0億円を加算し、3億円に上方修正した。既存体制の業績前提は変更していない。注5：最新の有利負債は1,643,414千円と推計。2Q末（2026年2月）の1,143,414千円に加え、4月13日付で第2回無担保普通債500,000千円（無利息、2027年4月償還）を発行。同月にコーワル社を500,000千円で子会社化した。取の調達方法は未開示。

Table with 10 columns: 業績動向, 0, 前期比, 営業利益, 前期比, 経常利益, 前期比, 純利益, 前期比, EPS, 株主価値. Rows include FY2023.8 通期実績, FY2024.8 通期実績, FY2025.8 通期実績, FY2026.4 1Q実績, FY2026.4 通期予想(8か変則決算).

[出所]JPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

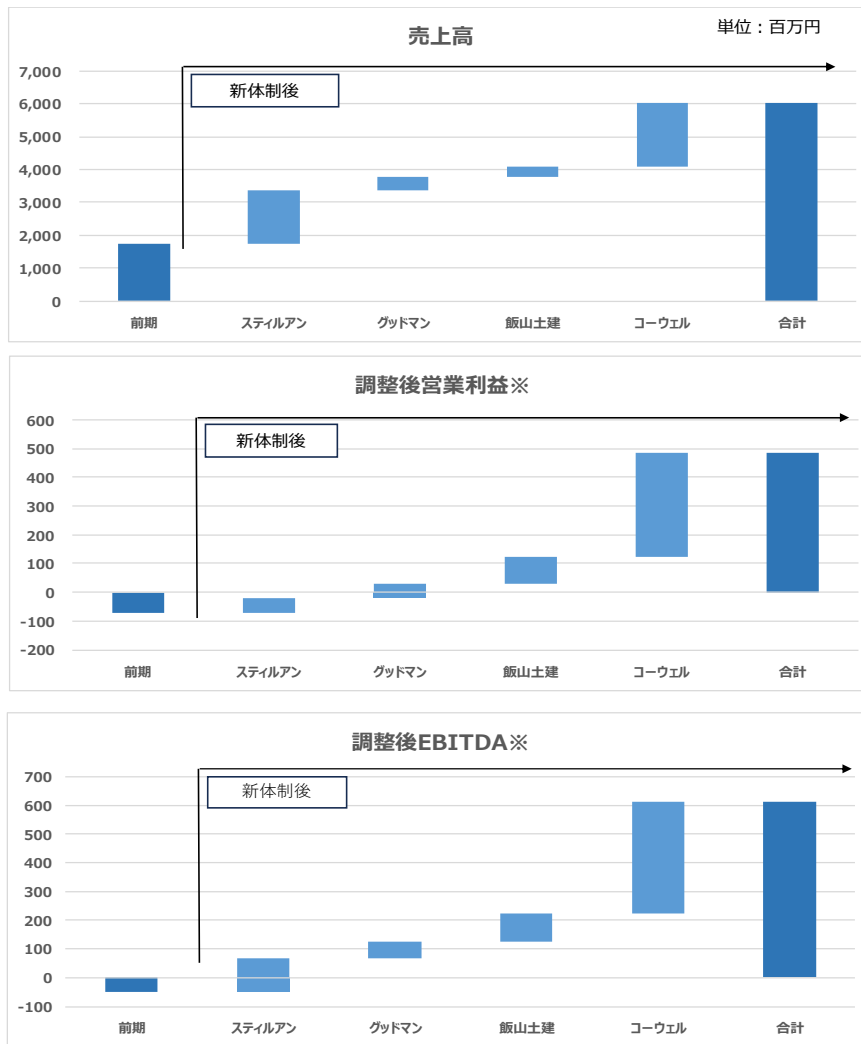
最重要論点：新体制後の財務パフォーマンス

新体制における急速な成長と利益体質の構造転換

M&A4社で売上3倍・EBITDA黒字転換、財務再建と資金調達を同時実行

FY2025.8期の子会社6社・売上高17.5億円・EBITDA△0.2億円の赤字体質から、減資による累積赤字圧縮（△37.3億円→△3.6億円）と決算期変更を経て財務基盤を再構築し、亀田社長の「DNA ファーストM&A」戦略のもとスティルアン、グッドマン、飯山土建、コーウエルの4社を取得、子会社10社・6セグメント体制へ移行した。フルイヤー連結ベースで売上高60.2億円（3.4倍）、EBITDA6.1億円と黒字転換し、最大寄与のコーウエル（売上19.2億円）によりエンタメ依存から脱却した。買収先4社の最新年間ベース実績値を積み上げた新体制後の想定値をベースに、JPRでは下記のようにウォーターフォールチャートで売上高、営業利益、EBITDAの変化を可視化してみた。このM&A4社の寄与積上げによる到達経路を示す。

■ 新体制が推進したM&Aによる拡大効果のJPRによる推計



※のれん償却費、株式取得費用を除いた正常収益力

[出所]会社資料よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニクス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

株主価値分析

[億円]

成長価値	+	超過利潤価値	+	株主資本簿価
521		-21		14

株主価値

10年のシナリオ分析を反映した株主価値

513億円

10年株主価値予測モデル

次頁のシナリオに基づく将来キャッシュフローの現在価値による推計

	2026.04	2027.04	2028.04	2029.04	2030.04	2031.04	2032.04	2033.04	2034.04	2035.04	2036.04
売上高	21	65	100	170	270	400	530	650	770	890	1,000
売上高成長率	22.7%	202%	54%	70%	59%	48%	33%	23%	18%	16%	12%
売上高変動額	4	44	35	70	100	130	130	120	120	120	110
営業利益	-1.0	3.3	7.0	15.0	27.0	41.2	56.2	71.5	84.7	97.9	110.0
営業利益率	-4.65%	5.00%	7.00%	8.82%	10.00%	10.30%	10.60%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
NOPAT	-0.7	2.3	4.9	10.4	18.8	28.7	39.1	49.7	58.9	68.1	76.5
NOPAT Margin	-3.24%	3.48%	4.87%	6.14%	6.95%	7.16%	7.37%	7.65%	7.65%	7.65%	7.65%
期首投下資本売上高比	36.30%	40.00%	39.00%	38.50%	38.00%	37.50%	37.00%	37.00%	37.00%	36.50%	36.00%
ROIC	-8.91%	8.69%	12.48%	15.94%	18.30%	19.10%	19.92%	20.67%	20.67%	20.96%	21.25%
WACC	5.27%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%	7.90%
ROIC-WACC	-14.18%	0.79%	4.58%	8.04%	10.40%	11.20%	12.02%	12.77%	12.77%	13.06%	13.35%
ROIC/WACC	-1.69	1.10	1.58	2.02	2.32	2.42	2.52	2.62	2.62	2.65	2.69
期首投下資本	7.8	26.0	39.0	65.5	102.6	150.0	196.1	240.5	284.9	324.9	360.0
超過利潤	-1.1	0.2	1.8	5.3	10.7	16.8	23.6	30.7	36.4	42.4	48.0
超過利潤の変化	-1.1	1.3	1.6	3.5	5.4	6.1	6.8	7.1	5.7	6.0	5.6
超過利潤の変化の永久価値	-21.0	16.6	20.0	44.0	68.5	77.6	85.7	90.4	71.8	76.2	352.1
現在価値ファクター	1.00	0.93	0.86	0.80	0.74	0.68	0.63	0.59	0.54	0.50	0.47
超過利潤の変化の永久価値の現在価値	-21.0	15.4	17.2	35.0	50.5	53.0	54.3	53.1	39.1	38.4	164.6
累積株主価値	-7.2	8.1	25.3	60.3	110.8	163.9	218.2	271.3	310.4	348.8	513.4

株主価値 2026-Apr-17	55円
超過利潤価値 [億円]	-21
成長価値 [億円]	521
株主資本 [億円]	14

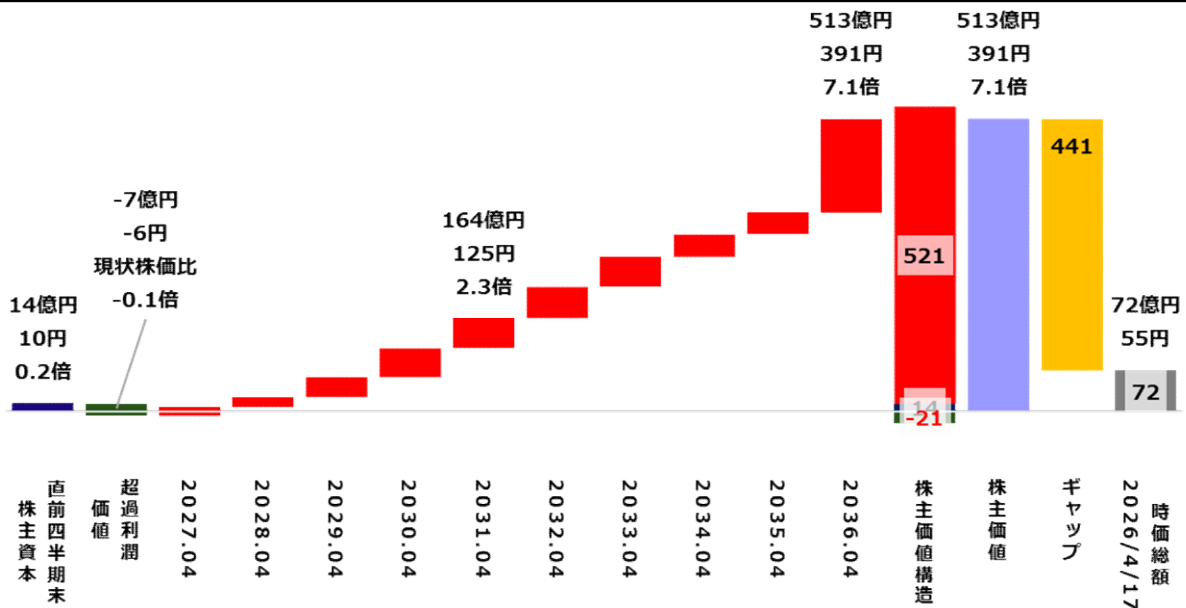
株主価値	513億円
株価換算	391円

時価総額 2026-Apr-17	72億円
株価終値	55円

0

株価は何年未来をみているのか？

10年株主価値予測モデルの可視化グラフ-将来に生み出される株主価値の現在価値の積み上げグラフ



0

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

東証スタンダード「THE WHY HOW DO COMPANY」株式会社 [3823] 2026年4月20日 発行

Growth

「色を付けないM&A」で多角化コングロマリットの持続的企業価値向上に挑む

社員・会社の成長ストーリー 価値観・世界観が目指す姿

多角化戦略を通じてコングロマリットプレミアムを創出し、持続的な企業価値の向上を実現する

ワイハウの成長ストーリーの根幹は、「第3の道」と呼ぶ独自のM&A戦略にある。亀田社長は、事業会社型でもファンド型でもなく、買収先を系統的に保有し独立性を完全に維持するアプローチを実践している。「色を付けない」—買収先と親会社の経営スタイルを押し付けず、創業者の想いと雇用を尊重する—という哲学は、後継者問題に悩む中小企業オーナーにとって最大の安心感を提供する。グッドン・ステイルアの融合入札案件では、金額がほぼ水準であったにもかかわらず「第3の道」の方針が決め手となった。田邊勝己会長（弁護士）が企業再生の知見をベースに構築したM&Aモデルは、亀田社長の「人間性ファースト」の哲学が融合し、事業承継に悩む中小企業の「独立と存続」というジレンマに対して唯一無二の解を提示している。各子会社に最低1名の役員を派遣し「片腕」としてサポートに徹する独自の人材派遣制度は、投資ファンドの「片腕を送り込んで直す」アプローチとは対極にある。コーウェルでは宮本氏から社内経営陣への事業承継が予定され経営の連続性が確保されている。4月17日の34%上昇と出来高23倍はM&Aモデルの認知が高まった証であり、M&A4社寄りで中計EBITDA目標66%（到達、7.1倍のアップサイド）が2-3年で織り込まれる蓋然性が高い。この「色を付けない」プラットフォーム経営が案件ソーシングの質と量で持続的競争優位を構築している。

実物市場の成長ストーリー 提供価値と未来の市場規模

DNAファーストで事業承継に悩む中小企業で進化を加速する「第3の道」プラットフォームが本格的に離陸する時価総額7.1倍シナリオの検証

同社の対象市場は、事業承継M&A市場を起点にエンタテインメント・社会インフラ・LED照明・プライベート・カプセルホテル領域に広がる。後継者不在の企業は約127万社と、構造的な需要が市場拡大を支えている。買収基準は①ストック型ビジネス②ネットキャッシュ潤沢③日本固有の事業の3条件を堅持する。M&A第4号案件コーウェル（LED照明、売上19.24億円）は、香港子会社を通じた中国製造→日本販売・施工の垂直統合モデルにより粗利率約50%を実現し、営業利益3.62億円・修正EBITDA約3.90億円と買収4社中最大の収益エンジンである。ホールセール・直販・レンタルの3チャネル構造でストック型CFを有し、顧客分散型で依存リスクが低い。代表の宮本氏は全株売却後、会社のDNA継承のために後任の代表取締役を指名する予定であり、「第3の道」を体現している。飯山土建（土木、売上3.02億円）は官公庁除雪で自社施工率約90%・営業利益率約20%・ネットキャッシュ726百万円の無借金経営。ステイルア（プライベート、売上16.26億円）は料理評論家岡田1位11年連続・紹介意向92.3%の縦串一貫モデル。ドリームプラネット（カプセルホテル、売上5.96億円）は市場1,960億円に対しシェア70.3%の飽和しないストック型成長構造。買収4社合計で売上約43億円・修正EBITDA約6.6億円。企業文化と経営の独自性を最大限に尊重する「DNAファースト」のプラットフォームである。

金融市場の成長ストーリーの 評価指標 売上高の10年展望

M&Aによる非連続成長で売上高1000億円超への拡大を展望

FY2025.8期の売上高は1,751百万円（前期比134.3%増）と大幅な増収を達成した。FY2026.4期1Qは806百万円（前年同期比98.3%増）と高成長が持続している。コーウェル（売上19.24億円・修正EBITDA約3.90億円）の連結開始により、創業以来の最高売上高を更新する見通しである。買収4社合計で売上約43億円、中計目標（FY2028.4期：売上高100億円）に対する進捗率は42.7%に到達した。コーウェルの中期計画ではCAGR約5.4%のオーガニック成長を見込み、20期（2028/2-2029/1）に売上21.61億円を計画する。4月17日の株価急伸（+34%）と出来高の急増は前回3月30日レポートの市場選透と投資家認知の拡大を示唆しており、今後さらに多くの投資家が参入して行く可能性が高い。売上100億円突破は機関投資家の投資対象入りへの目安であり、評価水準が買収先のステージに移行する転換点となり得る。日本純金行（貴金属売買、取得価額1円）は事業開始前であり業績確守は未知数だが、金価格高騰下での新収益柱として今後の進捗を注視する。ドリームプラネットはカプセルホテル市場の拡大（3年で2.7倍、720億円→1,960億円）を追い風に自社企業価値への粗利率改善を推進する。ステイルアは婚外導線の拡充とロールアップ構造で成長余地を拡大する。

Connection

多角化ポートフォリオの「つながり」構築が企業価値の分水嶺

社員・会社内のつながりストーリー 経営資源のつながり戦略

M&A実行力×PMI×既存事業ノウハウの三位一体でROIC向上を図る

ワイハウの経営資源のつながり特徴づけるのは、「OS型プラットフォーム経営」と独自のPMI体制である。亀田社長は「ITに例えれば、ワイハウはOSであり子会社はアプリケーション」と表現する。本業は各社に任せ、管理・経理・人事・ITの関与部門機能をグループで共有する。各子会社に最低1名の役員を派遣し「片腕」として経営を支援する制度では、知識やスキルよりも「人間性」を重視し、現場の信頼関係を土台に自発的な変革を促す伴走型の支援を実践する。亀田社長は「人間性を中心に据えスキルはAIと本社で補完する」と述べている。コーウェルではLED照明の設計・調達・施工をワンストップで提供する建設業許可を保有し、香港子会社を通じて自社調達体制が粗利率約50%の源泉となっている。ドリームプラネットでは10年以上同じ取引先を回り続けるランダーが複数あり、経営者の姿勢→離職率の低さ→顧客関係の深さ→利益率6.2%という因果連鎖が競争優位の本質である。ステイルアでは「押し売らない」哲学が低コスト集客モデルを実現している。シナジーについては「初めから求めるのではなく事後に自然発生する方が効果的に強い」という認識のもと、ステイルア店舗へのカプセルホテル設置や小室哲哉氏のAI校歌プロジェクトなど具体的な連携が動き始めている。

実物市場の経営資源のつながりストーリー ビジネスモデルのダイナミクス

M&Aプラットフォーム×安定収益基盤×ニッチ市場優位のポートフォリオ

同社のビジネスモデルは、M&Aを通じた事業ポートフォリオの拡大と各子会社の自律的な事業運営を組み合わせたプラットフォーム型コングロマリットである。コーウェルの加入により事業構造は質的に変化した。コーウェルは3チャネル構造（ホールセール・直販・レンタル）を持ち、レンタルスキームによるストック型収益がグループ全体のCF予測可能性を高める。顧客分散型（上位10社で中心の約30%）であり特定顧客への依存リスクが低い。飯山土建は除雪を中心とした官公庁から安定需要があり、で景気変動耐性が極めて高い。ステイルアは4式場・2ドレッシング・グランピングの縦串一貫モデルで、婚外導線（法人宴会・高齢者フレンドリー・グランピング）が収益分散に寄与する。変動費中心のドリームプラネットは固定費を変えずに売上利益率が伸びるストック型構造を持つ。グループ全体では、エンタメ（音楽著作権）・インフラ（漏水検査・除雪）・LED照明・プライベート・カプセルホテルと景気感応度が異なる事業の組み合わせにより、ポートフォリオとしてのCF安定性を構造的に向上している。ROIC分析ではコーウェル10.2%（回転率3.40x）、飯山土建34.7%（マージン11.93%）といずれもWACCを超過し、価値創造型M&Aであることが確認されている。

金融市場の資源のつながりストーリーの 評価指標 ROICの10年展望

M&A投資の回収フェーズ移行でROIC改善を展望するも道半ば

FY2025.8期は営業損失△72百万円（前期比175百万円改善）で本業の収益力は向上傾向にあるが、経常損失△786百万円との乖離が大きくM&A関連一時費用の影響が重なり、FY2026.4期1QではM&A費用139百万円を除く調整後EBITDA38百万円の黒字を確保した。コーウェルの取得（修正EBITDA約3.90億円、営業利益率18.8%）により4社合計の修正EBITDAは約6.6億円、中計目標10億円に対する進捗率は66.4%に到達した。注目すべきはROIC拡大とWACC低下が同時進行するダブル効果である。コーウェルのNOPATマージン2.99%×回転率3.40x=ROIC10.2%が示す通り、高回転事業がグループROICを押し上げる構図にある。同時にキャッシュリッチな買収先加入で無負債βが約15%低下しWACCが9%→8%へ改善する。ROIC-WACCスプレッドが赤字から黒字へ転換する局面は企業価値が最も急速に拡大するフェーズであり最大の投資機会となる。10年後には営業利益率11%、ROIC18%でWACCを大幅に上回る超過利潤を創出する構造を見込む。

Confidence

エンタテインメント安定収益とM&A成長投資のバランスが信頼性の礎

社員・会社内の信頼ストーリー 収益・財務安定性

エンタテインメント事業の安定収益がM&A投資の基盤を支える

ワイハウの財務安定性は、買収子会社群の安定的キャッシュフローとM&A投資資金の調達力の二軸に依拠している。コーウェルの加入によりポートフォリオの質が構造的に変化した。コーウェルのレンタルスキームはストック型収益の特性を持ち、景気変動への耐性が高い。飯山土建はネットキャッシュ726百万円の無借金経営であり、キャッシュリッチな買収がグループCFを構造的に向上させ「買うほどCFが増える自己増殖型サイクル」を形成する。ステイルアは料理評論家1位11年連続という再現性のあるオペレーション品質が安定性の源泉であり、紹介意向92.3%による低コスト集客が利益率の安定に直結している。ドリームプラネットは固定費を絞り切った体制に市場急拡大が重なり営業利益率が3.2%→6.2%に倍増した。買収企業の売上高加重平均で無負債βを推計すると、コーウェル加入前と比較して約15%低下する。高βのWHDC本体の売上構成比が41%→28%に希釈され、低β事業のウェイトが拡大するためである。JPR推計のWACCは9%→約8%へ改善見込みであり、4月発行の社債5億円を含め有利負債は約16.4億円と推計される。

実物市場の信頼ストーリー 社会貢献・ガバナンス

事業承継を通じた社会貢献と経営体制の刷新

同社は「第3の道」の理念のもと、事業承継を通じた社会貢献と資本効率の向上を同時に目指している。後継者不在でキャッシュが潤沢な地方有力企業を上場グループに迎え入れて再活性化させるモデルは、東証が推進する「資本コストと株価を意識した経営」との親和性が非常に高い。飯山土建の除雪事業は地域住民の生活を支える生命線であり、「OS型プラットフォーム経営」の理念が最も直感的に伝わる事例である。ステイルアは浜松ウエディングゲストで競合を含む20会場を束ね、自社の囲い込みではなく地域の結婚文化全体を盛り上げる姿勢が地域社会との信頼関係を構築している。ドリームプラネットの宮村社長はWHDCグループ入りについて「ようやくスタートラインに立てた」と語り、大石社長のステイルアでも取引先・従業員・顧客からネガティブな反応がゼロという実績が、「M&A安心宣言」の約束の実効性を証明している。ガバナンス面では全子会社への役員派遣制度により、本社と子会社の情報非対称性を最小化している。

金融市場の信頼ストーリーの 評価指標 WACCの10年展望

M&A実行と利益創出の両立がWACC低下の条件

コーウェルの加入により、同社のリスクプロファイルは構造的に改善した。既に述べたように買収企業売上高加重平均で無負債βは約15%低下する。高β（約1.40）のWHDC本体の売上構成比が41%から28%に希釈され、低β事業（コーウェルLED照明β=0.70、飯山土建β=0.55）のウェイトが拡大するためである。JPR推計のWACCは前回レポートの9%から約8%（7.98%）へ改善した。加えて4月16日に元子会社向け不良債権の第三者譲渡が決定され、長年の懸案であった財務リスクが帳簿上から除去された。フロント第16回は56.4%の行使済みであり希薄化圧力は着実に縮小傾向にある。ただし行使後の市場売却による需給圧力は引き続きリスク要因である。買収先がいずれもキャッシュリッチな安定企業であるため、通常のM&A企業に見られる資金枯渇リスクが構造的に低い点は重要であり、M&A実行のためにグループのファイナンス力が増大するという好循環が生まれている。急騰局面でのショートはM&A案件発表の可能性を踏まえリスクが高い。リスク要因は①行使後売却圧力②M&A費用継続③PMI実行リスク④サンライズ社の民事再生の行方⑤組織文化調整。505億円の株主価値試算は今後のPMI進捗とM&Aバイブライン充実次第で保守的な水準となる可能性がある。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

四半期決算分析

2026年4月期通期第二四半期決算（4月14日決算短信を反映）

1. 業績概要 M&A新規連結で売上倍増、調整後ベースでは黒字転換

FY2026.4期2Q累計（2025年9月～2026年2月）の連結業績は、売上高1,699百万円（前年同期比110.0%増）、営業損失△182百万円（前年同期は営業利益18百万円）、経常損失△473百万円（前年同期△26百万円）、親会社株主帰属中間純損失△539百万円（同△69百万円）となった。売上高が倍増した主因は、株式会社スティルアン（ブライダル事業）及び株式会社グッドマン（測定機・探査機事業）の2社が通期で連結寄与したことによる。注目されるのは、単独で見ると1Q → 2Qで営業損失がほぼ半減（△125 → △57、改善幅+67百万円）したことである。利益体質の改善の進行が明確に読み取れる。EBITDAは△130百万円（前年同期は42百万円の黒字）となったが、M&A費用を控除した調整後EBITDAは8百万円の黒字を確保した。なお2026年3月に決算期を8月末から4月末に変更し、第22期事業年度は8ヶ月の変則決算となる。通期業績予想は精査中であり、5月を目途に公表予定。

2. セグメント別動向 ライフスタイル事業が売上・利益ともに最大セグメントへ

【ライフスタイル事業】売上高944百万円、セグメント利益73百万円。新規連結のサンライズジャパン社（タンニングマシン販売・レンタルで国内シェアNo.1）及びスティルアン社（静岡県西部を基盤とするブライダル事業）が通期で寄与し、グループ最大セグメントの地位を確立した。ブライダル事業は取得前年同期比で増収増益を達成し業績に貢献。日焼け事業は計画未達も自社開発の基礎化粧品シリーズ「ホメオバウ」の展開を推進中。【エンタテインメント事業】売上高413百万円（同18.6%減）、セグメント利益17百万円（同83.7%減）。小室哲哉氏を中心とした楽曲制作・著作権管理とドリームプラネット社のカプセルトイ事業で構成。当中間期は音楽興行イベント未開催で前年比減収減益。カプセルトイ筐体増設は順調に進捗。【ソリューション事業】売上高252百万円（同80.3%増）、セグメント利益42百万円（同75.9%増）。デモ端末管理「MPI for Android」ストック型ビジネスやIoTセンサー等に加え新規連結のグッドマン社が寄与。【教育関連事業】売上高68百万円（同29.1%減）、セグメント利益13百万円（同55.9%減）。雇用改善に伴う求職者減少の影響。【飲食関連事業】売上高18百万円、利益6百万円。渋谷肉横丁のインバウンド向けリニューアルが好調。

3. 財務状況 M&A投資で総資産拡大、継続企業注記に留意

2Q末の総資産は3,345百万円（前期末比872百万円増）。スティルアン・グッドマンの連結子会社化に伴い、のれん604百万円（同496百万円増）、建物及び構築物168百万円（同142百万円増）等が増加した。現預金は1,300百万円（同53百万円増）と手元流動性は堅持している。負債は1,927百万円（同1,032百万円増）で、長期借入金875百万円、短期借入金268百万円が主な増加要因である。純資産は1,417百万円（同160百万円減）、自己資本比率は41.1%（前期末62.2%）に低下した。同社は2025年11月の定時取締役会の決議に基づき2026年1月8日付で減資を実施し、資本金額1,062百万円をその他資本剰余金に振り替えた上で欠損補填を行った結果、利益剰余金は△355百万円に大幅改善した。同社は2009年8月期以降（2018年8月期を除き）営業損失を計上しており継続企業の前提に関する重要事象が存在するが、現預金1,300百万円と十分な水準を維持し、会社は重大な不確実性は認められないと判断している。

■ 四半期決算の詳細

項目	FY2024.8 3Q	FY2024.8 4Q	FY2025.8 1Q	FY2025.8 2Q	FY2025.8 3Q	FY2025.8 4Q	FY2026.4 1Q	FY2026.4 2Q
売上高	157	209	406	402	465	476	806	893
売上総利益	51	113	210	208	241	239	469	252
売上高総利益率	32.5%	54.1%	51.7%	51.7%	51.8%	50.2%	58.2%	28.2%
販売管理費	150	137	182	218	290	282	594	566
販管費比率	95.5%	65.6%	44.8%	54.2%	62.4%	59.2%	73.7%	63.4%
営業利益	-99	-24	28	-10	-49	-43	-125	-58

【出所】会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

巻末資料：DNAファーストで事業承継に悩む中小企業で進化を加速する「第三の道」プラットフォームの成長構造と評価視点の整理

本資料は本アナリストレポートの補完のためにワイハウ社内で行われた対談内容をJPRがヒアリングして再現したものである。JPR分析コメントは弊社の独自視点である。

巻末資料

カプセルトイ市場3年で2.7倍、ラウンド型ストックビジネスが固定費を変えずに利益率を倍増

市場規模1,960億円に対しシェア0.3%——構造的に飽和しないラウンド型モデル

自社店舗を持たない固定費構造が「飽和しない成長」を可能にする

コロナ禍で東京本社を畳み月次黒字体制を構築——叩き上げ経営者の構造改革

亀田社長 × 子会社社長対談

グループ子会社対談 vol.1 ドリームプラネット

【亀田社長（聞き手）】

ドリームプラネットの事業モデルの本質と、なぜ市場拡大の恩恵を受けやすい構造なのかを聞きたい。

【宮村社長】

当社の事業は、すべて「人」が起点です。お取引先様の店舗を一軒一軒、自社のラウンダーが直接訪問し、商品の納品・陳列・メンテナンス・集金までを一人で完結させます。特定のIPも筐体も持たず、20年間やり続けてきた。

カプセルトイの国内市場規模は、2022年度の約720億円から2025年度には約1,960億円（日本カプセルトイ協会調べ）。3年で約2.7倍。当社の売上は約6億円、シェア約0.3%。需要が供給を上回り、お引き合いの調整に苦慮するほどの状況です。18名のラウンダーで約2,000拠点を巡回し、営業利益率は3.2%→6.2%に倍増しました。

飲食店、スーパー、ホテル、病院、理髪店、オフィスビル——カプセルトイを置ける場所は、専門店の出店候補地とは桁が違います。ロケーションが増えれば売上が積み上がり、お取引先様の売上も伸びる。双方が連動するストック構造で、構造的に「飽和」がありません。人員は増やしていないのに利益率が倍増する「固定費を変えずに売上と利益率が伸びる」構造は、市場が拡大し続ける限り効き続けます。

【宮村社長】

代表に就任したのは2019年12月。3ヶ月後にコロナ禍が直撃しました。営業日の見直し、車両の削減、不採算ロケーションの整理と、できることはすべてやりました。東京本社を畳み、埼玉に移したのもこの時期の判断です。正直コロナ前がピークだろうと覚悟していたのですが、コロナ後の伸びのほうはるかに大きかった。

ワイハウが見た「IP
非依存×現場チ
ーム」の本質的価値
——長期伴走を即
断した理由

【亀田社長（聞き手）】

初めて事業の中身を拝見したとき、「これはいける」と感じた。特定のIPに依存しない事業構造で、景気の波があってもビジネスの根幹が揺らがない。何より、宮村さんをはじめとした現場のチームが事業を支えている。長期で一緒に歩むべきだと判断した。

自社商品開発と
ルート多角化——
「スタートラインに
立てた」宮村社長
が描く2つの成長の
道

【宮村社長】

今後は2つの方向で成長を目指します。1つ目は自社商品の企画・開発力の強化。全国のロケーション網に自社企画の商品を流通させることで、粗利率を改善できます。2つ目は既存ルートの多角活用。18名のラウンダーのルートはカプセルトイレ以外にも活かせる資産です。楽しいです。ようやくスタートラインに立てた。これが今の正直な気持ちです。

市場2.7倍×シェア
0.3% = 成長余地
巨大

【JPR Growth分析コメント】

市場規模が3年で2.7倍（720億→1,960億円）という異例の成長環境下で、同社は自社店舗を持たないラウンド型モデルにより固定費増なく売上を拡大できる構造を持つ。シェア0.3%は裏を返せば成長余地そのものであり、需要超過の現状は「取りに行けば取れる売上がまだ上にある」ことを意味する。自社商品開発とルート多角化の2軸で粗利率改善と収益密度向上を同時に追求でき、成長のオプションリティは極めて高い。

18名2千拠点、利
益率倍増の資本
効率

【JPR Connection分析コメント】

ROIC向上の鍵は「18名で2,000拠点」という資本効率の高さにある。ラウンダー1人当たり120～130店舗を巡回し、人員を増やさず営業利益率を3.2%→6.2%に倍増させた事実は、投下資本に対する資本効率が飛躍的に改善したことを示す。10年以上同じ取引先を回るラウンダーの存在が顧客関係資本を形成し、離職率の低さ→顧客関係の深さ→利益率向上という因果連鎖がROICを構造的に押し上げている。

IP非依存×構造
改革で低β安定経
営

【JPR Confidence分析コメント】

コロナ禍で東京本社を畳み月次黒字体制を構築した宮村社長の危機対応力は、事業の安定性（低β）を裏付ける。IP非依存の事業構造は特定コンテンツの人気変動リスクを排除し、WACC低減に寄与する。完全子会社化（取得価額1.47億円）により経営の一体性が確保され、WHDCのM&A安心宣言に基づく長期伴走が経営の予見可能性を高めている。取引先・従業員からのネガティブ反応ゼロという事実が信頼の持続性を証明する。

グループ子会社対談 vol.2 スティルアン

紹介意向

92.3%、料理評価県1位11年連続——「押し売りしない」哲学が生む競争優位

ドレスから始まった25年——「入口→料理→記憶」の逆算型ビジネスモデル

コロナ禍で民事再生中の式場を事業承継——地域の結婚式文化を守る判断

5つの成長施策を同時並行——婚礼外導線・ウェディングフェスタ・海外ドレス・グランピング・料理展開

浜松市場の「集約の受け皿」として成長——ロールアップで全国展開の可能性

【大石社長】

サービス業は肉体労働ではなく、非常にクリエイティブな仕事です。料理を運ぶだけでなく、どんな思いで作られたか、なぜその食材を選んだかをお客様に伝えることで、満足度は格段に跳ね上がる。料理評価静岡県1位を11年連続獲得（ミュゼ四ツ池）。浜松ウェディングフェスタで「紹介したい」92.3%。

【亀田社長（聞き手）】

スティルアンは違った。石川創業者が「うちは押し売りはしない。お客様に選ばせるんだ」と。プライダルのあり方を革新的に変えていると感じた。

【大石社長】

原点は2001年創業のドレスショップ。25年かけて式場・レストラン・宿泊・グランピングへ。4会場・2ドレスショップ・グランピング1棟を約180名で運営しています。

【大石社長】

2020年、コロナ禍のまっただ中で、民事再生中の式場を事業承継という形で引き受けました。「地域の結婚式文化を守る」ことを選びました。この判断がコロナ明けの需要回復局面で受け皿容量を押し上げ、浜松エリアでの存在感をさらに高めています。

現在は5つの取り組みを同時並行で動かしています。①婚礼外の導線（グランピング×オーベルジュ×高齢者向けフレンチ）、②20会場を束ねる「浜松ウェディングフェスタ」（競合含む）、③海外アトリエ直仕入れのドレス事業、④県外需要を掴んだグランピング（CF目標10倍超達成）、⑤料理オペレーションの婚礼外展開。

【亀田社長（聞き手）】

浜松のマーケットはそれほど伸びているわけではない。だからこそスティルアンさんに集約されていけば、必然と成長していく。成功事例を全国の事業者さんに伝授するロールアップも、今後のテーマとして考えていきたい。

ワイハウグループ入り半年——取引先・従業員・顧客に変化なし、安定運営を継続

【大石社長】

グループ入りから半年、取引先・従業員・顧客との関係に変化はなく、これまで通りの事業運営を継続できています。エンタメ領域では小室哲哉氏がAI作詞作曲の校歌プロジェクトに参画。ウェディング受託事業も検討中。M&Aを「売って終わり」にしないWHDCの思想と「地域に根を張る」スティルアンの思想は極めて相性が良いと実感しています。

集約+婚礼外多角化で天井突破

【JPR Growth分析コメント】

全国ブライダル市場は約1.85兆円だが成長率は限定的。しかしスティルアンの成長ドライバーは市場成長ではなく「集約」にある。料理評価県1位11年連続・紹介意向92.3%という圧倒的ブランド力が浜松エリアの需要を吸引し、競合からのシェア移転で成長する構造だ。さらに婚礼外（グランピング・オーベルジュ・高齢者フレンチ・ウェディング受託）への多角化が売上の天井を引き上げ、単一市場依存リスクを分散させている。

垂直統合×ソムリエ社長の模倣困難ROIC

【JPR Connection分析コメント】

ドレス→式場→料理→宿泊→グランピングという縦の一貫性が、顧客単価と資本回転率の両方を高めている。海外アトリエ直仕入れのドレス事業が「入口」、料理評価県1位が「決め手」、4会場のポートフォリオが「受け皿」として機能する垂直統合モデルは、単一機能の競合が模倣困難なROIC構造を生む。ソムリエ出身の大石社長が率いることで料理品質の再現性が担保され、180名の現場力がConnection価値の源泉となっている。

25年継続×事業承継で地域インフラ化

【JPR Confidence分析コメント】

コロナ禍で民事再生中の式場を事業承継した判断は、短期利益より地域責任を優先する経営哲学の証左であり、長期安定性（低β・低WACC）の根拠となる。25年の事業継続、創業者から叩き上げ社長への計画的承継、20会場を束ねるウェディングフェスタの主催力は、浜松の婚礼インフラとしての不可欠性を示す。WHDCグループ入り半年で取引先・従業員・顧客に変化なしという事実は、M&A安心宣言の実効性を裏付ける最重要指標である。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で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、本レポートを発行するため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。
- 発行者は、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、発行者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。
- 本レポートは、発行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発行者の判断であり、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。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりませんが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。