

ユキグニファクトリー | 1375

東証プライム

直販モデルによる提案力でトリプルWinサイクルを実現

サマリー

- ◆ **会社概要**：ユキグニファクトリー株式会社(以下、同社)は、世界で初めて大量生産に成功したまいたけ(国内生産シェア約52%)を中心としたキノコ類(エリンギ、ぶなしめじ、マッシュルームなど)の生産・加工・販売を行う。近年はキノコを原料とした代替肉の開発を進め、キノコの新たな価値創造にも取り組んでいる。
- ◆ **強み**：①キノコ類の生産・加工・販売を一貫して行う垂直統合型のバリューチェーンにより、品質管理を徹底し、季節を問わず安定した供給が実現可能。②その結果、全国の小売店と直接取引を行うダイレクト販売が展開できるため、店舗と共同での売場作りや商品企画を通じ、価格と採算のコントロールが可能。小売り側も一定の販売利益が期待できるため、ともに売場作りを行いながらバイヤーが喜んで仕入れたくなる魅力的な商材を供給できる。③キャッシュカウのまいたけなどから、マッシュルームや本しめじなどの高付加価値商品を積極的に展開し、プレミアムきのこ総合メーカーとしての地位を確立している。
- ◆ **業績動向**：2025/3期は天候不順により野菜相場全体が高値で推移するなか、特に同社のまいたけの小型パックの値頃感が際立ち、複数SKUを生かした最適な商品提案に注力したことで、重量当たりの販売単価の高い小型パックの伸長が単価上昇のドライバーとなった。結果、コアEBITDAが前年比29%増、同マージンが同+2.3ppの16.7%となり、期初計画も上回る好調な業績内容だった。
ただし、これにはイレギュラーな価格高効果が約7億円含まれていると会社側は冷静に分析したうえで、この嵩上げ分を除いた実力ベースで2026/3期のコアEBITDAの伸びを13%、コア営業利益の伸びを18%と見ている。配当は中間配が1円増配の4円と期末配12円で、年間16円(配当性向31.8%)を予定している。
- ◆ **株価インサイト**：直近株価の配当利回りは1.43%、今期会社予想ベースPERで22.2倍、実績PBRで3.61倍と、市場平均に比べプレミアム評価と言える。同社は事業戦略において、既にプレミアムきのこ総合メーカーとしての地位を確立していると、SIRでは評価しており、それがそのまま株価バリュエーションに反映されていると考える。

百万円、%	売上収益	YoY	コア EBITDA	YoY	コア 営業利益	YoY	税引前 利益	YoY	当期 純利益	YoY	EPS (JPY)	DPS (JPY)
2023/3	31,016	-4.4	4,663	-38.4	2,562	-54.2	1,794	-60.7	1,181	-60.5	29.63	20.00
2024/3	33,443	7.8	4,802	3.0	2,567	0.2	2,227	24.1	1,350	14.3	33.87	11.00
2025/3	37,102	10.9	6,196	29.0	3,858	50.3	2,175	-2.4	1,502	11.2	37.66	15.00
2026/3会予	38,880	4.8	6,220	0.4	3,730	-3.3	3,070	41.1	2,010	33.8	50.39	16.00

(注) 同社の連結財務諸表はIFRSを採用している。同社は、安定的な増収増益と企業価値向上を目指す観点から、同社の業績を評価するために有用な財務指標として、売上収益、コア営業利益、コアEBITDAを採用している。「売上収益」とは、IFRSに基づく公正価値変動による利得を含めない正味売上高で、日本会計基準の売上高に相当する。「コア営業利益」=営業利益 - IAS第41号「農業」適用による影響額 - その他の収益及び費用 - 一時的な収益及び費用。「コアEBITDA」=コア営業利益 + 減価償却費及び償却費。
出所：同社IR資料よりSIR作成。SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため記載数字は会社資料と相違することがある。

INITIATION

ユキグニ
ファクトリー

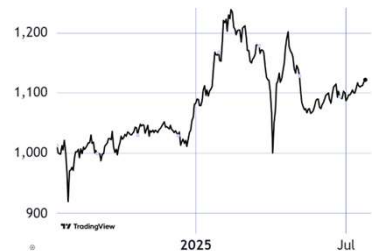
注目点：

プレミアムきのこ総合メーカーとして、まいたけ市場で圧倒的シェアを持ち、グローバル展開を加速。代替肉事業や環境保護活動を推進し、持続可能な成長を目指す。未来の食文化を変革する革新企業。

主要指標

株価 (7/25)	1,120
52週高値 (25/2/17)	1,239
52週安値 (24/8/5)	902
10年間高値 (20/10/28)	2,173
10年間安値 (22/5/27)	814
発行済株式数 (千株)	39,904
時価総額 (百万円)	44,692
企業価値 (百万円)	57,646
25/3 自己資本比率	32.7%
25/3 実績ROE	12.6%
25/3 実績PBR	3.61x
26/3 予想PER	22.2x
26/3 予想EV/コアEBITDA	9.3x
26/3 予想配当利回り	1.43%

株価チャート(直近1年間：日次)



出所：TradingView

シニア・アナリスト 杉本 研一
research@sessapartners.co.jp

会社概要



代表取締役社長
湯澤 尚史氏

2024年度実績

財務資本

自己資本 12,366百万円
有利子負債 16,857百万円
親会社株主に帰属する
当期利益 1,502百万円
ROE 12.6%
配当性向 39.8%

人的資本

従業員数(社員) 1,065名
臨時雇用者数 1,426名

知的資本

研究開発費 377百万円
特許保有 11件
種苗登録保有 7件

事業所

生産拠点 8
研究拠点 1
営業拠点 8

関連会社

《京都府》
瑞穂農林株式会社
(本しめじ、はたけしめじの生産)
《オランダ》
Yukiguni Factory
Netherlands Holdings B.V.
(マッシュルーム、およびエキゾチック・マッシュルームの製造販売)

自然資本

GHG排出量削減率
.....(2020年度比) 10.4%
生産量当たり同排出量削減率
.....(2020年度比) 8.8%
Scope 1~3合計削減率
(2023年度実績)前年度比4.0%

- 2024年7月 FTSE Blossom Japan Sector Relative Index 構成銘柄に採用
- 2021年11月、TCFD提言への賛同を示す

■ 沿革：プレミアムきのこ総合メーカーに進化するまでのヒストリー

同社は、大平喜信氏が希少種だったまいたけの大量生産に世界で初めて成功し、1983年に新潟県南魚沼市で創業した旧雪国まいたけを発祥としている。1990年代には、まいたけのブランド化を進め全国展開を開始。1994年に新潟証券取引所地域産業育成部に上場し株式公開した(2000年3月に東京証券取引所市場第二部に指定)。

1990年代後半には新潟県の旧雪国まいたけは長野県に本拠を置くライバルのホクト株式会社(プライム上場：1379)と「信越キノコ戦争」と呼ばれる激しい販売合戦を繰り広げた。2000年代に入り、まいたけ市場でのシェア拡大を進め、国内トップ・メーカーとしての地位を確立する一方、創業家による経営が続く中で経営の混乱や不適切な会計処理が指摘されるようになった。

2015年にBain Capitalが旧雪国まいたけを買収し上場廃止となり、Bain Capitalの傘下で業務改善や財務健全化が進められた。2017年にBain Capitalは旧雪国まいたけの株式の49%を株式会社神明ホールディングス(以下、神明HD)に譲渡した。

2020年9月、東証市場第一部に再上場し、Bain Capitalは保有株式の一部を売却。2022年4月、湯澤尚史(ゆざわまさふみ)氏が代表取締役社長に就任。2025年4月、雪国まいたけからユキグニファクトリーへ社名変更した。

現在、Bain Capitalとの直接的な資本関係はない。一方、神明HDは同社の発行済株式数の50.03%を保有し、連結子会社化している。同社は、神明HDの米穀事業を中心とした広範な流通ネットワークを活用する形で同社製品をより広い市場に展開するなど、長期的な成長戦略を推進しやすくなっている。

■ 『キノコのチカラ、ミライのセカイ』をパーパスに

同社は社名変更と同時に、同社が目指すべき姿や大事にしたい価値をコーポレートアイデンティティとして刷新した。

以下のミッションからクレド(信条や行動指針)に至る一貫したフレームワークは、経営戦略から現場オペレーション、外部コミュニケーションまでを貫き、新生ユキグニファクトリーの中長期的な成長と社会的価値創造を支えていると、SIRでは考える。

Mission 成すべきこと

- ・私たちは、世界の健康を創造します。
- ・地域社会との調和を育みながら、すべてのステークホルダーとともに未来への価値を紡ぎ、持続可能な共生の世界を実現します。

Vision あるべき姿

- ・高い独自性・安全性をもった技術をベースに、原価を下げ、バリューチェーンの環境負荷を軽減し、高い付加価値を見出します。
- ・地域や事業領域のボーダーを越えて、ステークホルダーや社会の課題解決に臨みます。

Value 私たちが大切にしていること

- ・自然への敬意をもって、その恩恵に感謝します。
- ・高い倫理観とチャレンジ精神をもって、社会課題と向き合います。
- ・自然の恩恵であるキノコの無限の可能性を引き出し、私たちにしかできない、キノコを起点とした様々な価値を創造します。

Credo MVVを実現する個々人の行動

- ・個を磨き、オープンマインドに行動します。
- ・プレミアムな活動で、周囲に感動を与えます。
- ・人々と世界の健康に貢献します。

■ まいたけの袋栽培技術がもたらした競争優位性

まいたけとは、日本や中国、北米などに自生する食用きのこで、学名はGrifola frondosa。英語では「Hen of the Woods(森の雌鳥)」と呼ばれ、その形状が鳥の羽のように広がっていることに由来している。日本では伝統的な和食に使われ、「舞茸」という名前は、見つけた人が嬉しくて舞い踊ったという伝説に由来するとされている。香りが豊かで歯ごたえがあり、炒め物や煮物に適しており、 β -グルカンを含み、免疫力向上や血糖値の調整に役立つなど、健康機能性が期待される食品としても注目されている。

従来、まいたけは原木栽培が主流であり、人工栽培が難しいとされていたが、同社(旧雪国まいたけ)が袋栽培を確立したことで大量安定生産を実現した。一方、袋栽培と対照的な栽培方法としてビン栽培がある。下表で、袋栽培と瓶栽培の生産工程や製品品質の違いを比較した。一般的に、瓶栽培は機械化が容易で大量生産に向いている半面、機械での扱いやすさから、比較的小さな株で収穫する。これに対し同社の袋栽培は、手作業が多いため人件費を中心に生産コストがかかる半面、大きさだけでなく、香りや味も自然に近く、品質重視の高付加価値追求を実現できる。この点が競争優位性の源泉になっている。

袋栽培と瓶栽培の違い

比較項目	ユキグニファクトリー（袋栽培）	他社（瓶栽培）
培地の形状	袋に充填	瓶に充填
成長環境	自然に近い形で広がる	瓶の中で制御
一株の大きさ	約800 g	約100 g
機械化のしやすさ	低い（手作業が多い）	高い（自動化可能）
品質の均一性	自然なばらつきあり	高い
香り・食感	より豊かで風味が強い	標準的

出所: 各社IR資料および参考文献等よりSIR作成

生産・包装プロセス ～ アグリテックの追求による生産性向上への取り組みも積極的に行う

培地合成



- ・ 独自レシピで培地を配合し、農業や化学肥料は一切不使用
- ・ 高温・高圧で培地を殺菌

植菌



- ・ 独自に開発した自社菌を培地に植え付け
- ・ 植菌作業の自動化への取り組み
- ・ クリーンルーム管理による雑菌対策

培養・育成



- ・ 広大な培養室と発生室でデータによる科学的な環境管理
- ・ 光環境、温度・湿度制御を適切に管理し、大量生産を実現

収穫/包装



- ・ エリンギ・ぶなしめじでは多くの生産工程で自動化を実現



出所: 同社IR資料

ビジネスモデル 強みと弱み

■ 直販モデルによる提案力でトリプルWinサイクルを実現

同社のビジネスモデルは、プレミアムきのこ総合メーカーとしての独自性を持ち、以下のような特色がある。

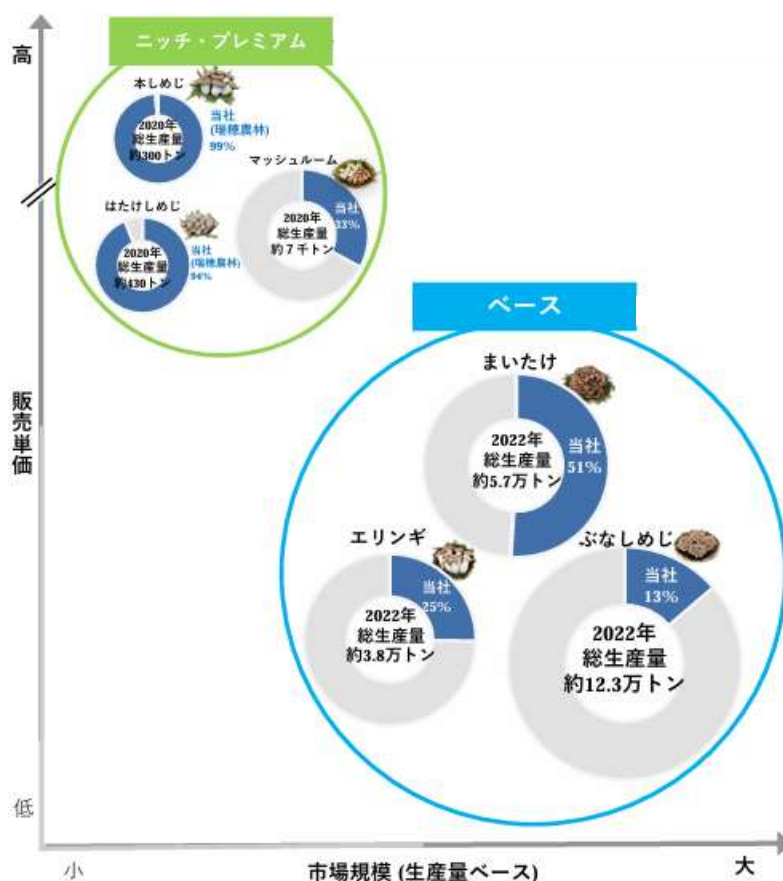
1) **垂直統合型のバリューチェーン**：同社は、生産・加工・販売を一貫して行う垂直統合型のビジネスモデルを採用している。これにより、品質管理を徹底し、安定した供給を実現している。また、研究開発部門を社長の直下に置くことで、速やかな意思決定と市場ニーズに即した商品開発を可能にしている。

2) **ダイレクト販売戦略**：従来の卸売市場を介した流通から、全国の小売店と直接取引を行うダイレクト販売へシフト。直販比率は10年前の約50%から直近では80%を超えている。これにより、市場変動の影響を受けにくだけでなく、店舗と共同での売場作りや商品企画を通じ、価格と採算のコントロールが可能になっている。また、同社の売上の10%以上を占めるような特定の販売先に依存しないことでリスク分散が図られている。

3) **プレミアムきのこ市場の開拓と代替肉市場への挑戦**：従来のまいたけ、エリンギ、ぶなしめじに加え、マッシュルームや本しめじなどの高付加価値商品を積極的に展開。特に、マッシュルーム市場では国内シェア約25%(2022年のデータ)を獲得し、競争力を強化している。また、環境負荷の低減と健康課題の解決を目指し、まいたけを主原料とした代替肉シリーズ「キノコのお肉」を2025年2月から販売開始した。

4) **グローバル展開**：2023年にはオランダのきのこ事業会社を買収し、欧州市場への進出を加速。欧州では*Exotic Mushrooms*として、しいたけやなめこなどの市場拡大を進めている。

きのこ市場規模(生産ベース)とシェア



注) 各種きのこの市場シェアはそれぞれ国内生産量ベースで算出（同社生産量÷国内全体での生産量）
出所: 同社IR資料

■ 複数のプレミアムきのこがあるからできる売り場提案が最大の強み

収穫時の同社産のまいたけは、一株が人の頭ほどの大きさになることもある。大株を人の手で切り分けて、値ごろ感のある食べ切りサイズの小型パックから食べ応えのある大型パックまで消費者ニーズに応じて幅広くアイテムを提供でき、利益を意識しつつ、複数SKUを生かした最適な商品提案ができる。

直販先の小売店の青果売り場では、季節感を全面に打ち出した売り場を店舗と共同で作ることなどによって消費者の購買意欲を刺激し、売上の拡大を図ることができる。

加えて、需給バランスに応じた、適切なアイテム提案ができる。特に昨年の秋冬は、野菜相場全体の価格高騰の追い風を受け、きのこの需要が継続している中、利益率の高い小型パックを中心にした販売を強化した結果、マージンが向上した。

マーケティングでの提案力を生かし、商品設計・価格・数量をコントロールして自社の収益性を向上させつつ、小売り側と共存共栄を図り、顧客満足度を高める。こうしたトリプルWinサイクルは他の生鮮食品製造企業にはなかなか真似できない戦略と言える。

一方、同社の弱点を挙げるとすれば、①人口減少による市場縮小、② 国内市場の依存度が高い、③きのこ消費は季節性が強く、収益は秋冬期に偏重しやすい、④ 最大消費のぶなしめじでのエクスポージャーが少ない、などがある。①～③は業界全体の課題であり、同社ではグローバル展開や、新商品開発を通じた代替肉市場への参入など、新たな成長戦略で対処している。ぶなしめじは同社売上収益の2割を構成するが、3社寡占のまいたけと異なり、生産者無数のカオス状態にありコモディティ化しているため、経営資源の追加投入は一定程度に留めているという。

財務分析

■ 同社の連結財務諸表を見るうえでの留意点

同社の連結財務諸表は2019/3期分からIFRSに基づき作成されている。IFRS採用のきっかけは、2020年9月の再上場に伴いグローバルな投資家への対応強化であったが、2023年12月のオランダのきのこ事業会社買収後、欧州市場での事業展開を強化するため、国際基準の財務報告が必要になったこともIFRS採用の理由の一つになった。

きのこという「生物資産」の生産に携わる農業企業は、IFRSにおいて、IAS第41号「農業」を適用し、生物資産を公正価値で評価する必要がある。日本会計基準では販売時に利益を認識するのに対し、IFRSでは培養開始から収穫時まで栽培期間の仕掛品を生物資産とみなして公正価値評価を行い、会計期間中に育成過程で発生した公正価値の増加分を、収益として販売時よりも前倒しで認識する。市場価格の変動が財務諸表に即座に反映されるため、経営判断の迅速化が可能となるプラスの面の一方で、利益や資産価値が大きく変動し企業の業績が不安定に見えるというマイナスの面もある。そのため、IAS第41号「農業」に不慣れな投資家は、どれが実質的な売上高や利益を反映した数字か、理解に苦しむ瞬間がある。

同社では、公正価値変動による利得を計上する前の**売上収益**を実質売上高とし、実質的営業利益を**コア営業利益**＝営業利益－IAS第41号「農業」適用による影響額－その他の収益及び費用－一時的な収益及び費用と定義、これに減価償却費と償却費を足した**コアEBITDA**で、実質的な業績動向を説明している。SIRもこれに準じる。

もう一つ注目点は、同社の連結貸借対照表において資本剰余金が△6,067百万円と表記されている点である。これは、同社がBain Capitalの傘下にあった2017年に行われた複数回の組織再編取引(「共通支配下の企業結合」)に関連している。具体的には、日本会計基準において「のれん」に含めていた**過年度に行われた共通支配下の組織再編取引によって生じた借方差額(受け取った資産および負債の差額)**はIFRS上では**資本として認識されるため、IFRSでは資本剰余金から控除するため帳簿価額が減少する***ことに加え、IFRSではのれんの償却を取り消しているため、2018年4月1日付で日本会計基準からIFRSに移行した時点でのれん及び無形固定資産が23,580百万円減少、資本剰余金が24,185百万円減少した。IFRSでは過年度取引はそのまま維持されたため、資本剰余金のマイナス残高が解消することはない。

ただしこれは、日本会計基準とは違って、「のれん」を償却しないIFRS上の「資本」に関する認識に伴うものであるため、留意点として指摘するほどの重要性はない。投資の観点からは資本金・資本剰余金・利益剰余金・自己株式・その他資本構成要素の合算である「親会社の所有者に帰属する持分合計(2025/3期末で12,366百万円)」をエクイティとして取り扱う。

■ ROEの差異がサステナブル成長率と株価バリュエーションに反映される

次頁の図は、同社とホクト社の両社の開示データが比較可能な過去4期のROEとその分解要素を比較したものである。日本会計基準を採用しているホクト社に少しでも近づけるために、公正価値変動による利得を計上する前の売上収益を同社の実質売上高として当期利益率と総資産回転率を算出した。

同社は、2025/3期までの3期において、コアEBITDAマージンが概ね15%前後、当期利益率が概ね4%前後で安定しており、マージン比較においてはホクト社を上回って推移した。同社のレバレッジはホクト社に比べ高水準だが、年を追って改善傾向にある。これは、Bain Capitalの傘下で財務健全化が進められて再上場した2021/3期の株主資本比率が25.9%と、ホクト社の同54.0%に比べエクイティが十分でなかったところからの有利子負債の返済と自己資本の蓄積の途中経過と考えられる。総資産回転率は両社ともに概ね上向きだが、同社がホクト社をリードしている。

* IASB(The International Accounting Standards Board: 国際会計基準審議会)がディスカッション・ペーパー「**共通支配下の企業結合**」を公表

https://jicpa.or.jp/specialized_field/ifrs/information/2021/20210326daj.html

これらのROE分解3要素の掛け算の結果、同社のROEは概ね12%と、ホクト社のそれを上回っている。

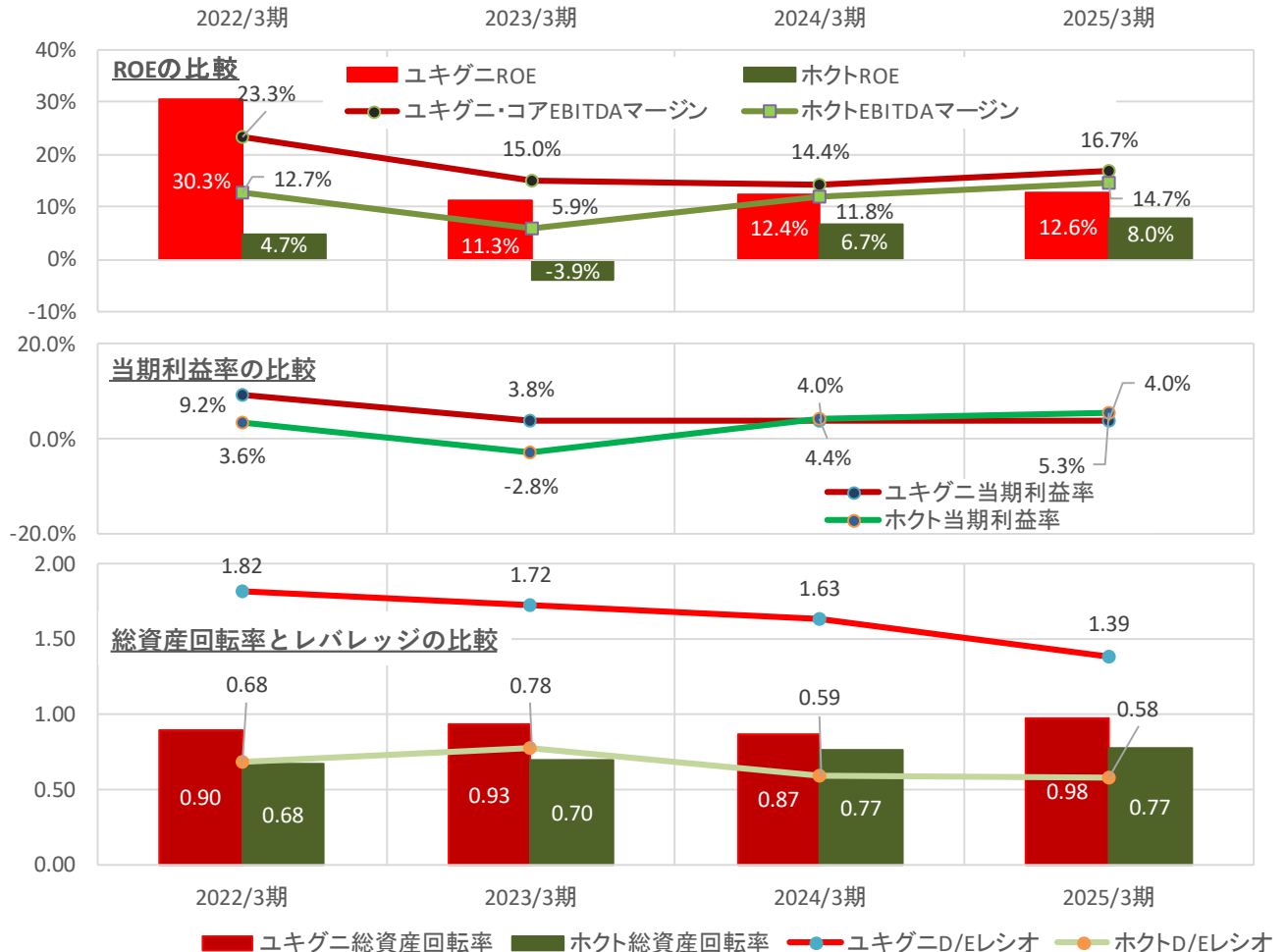
ここで重要視したい財務指標が**サステナブル成長率**である。これは $ROE \times (1 - \text{配当性向})$ で表され、企業が外部からの資金調達に頼らずに持続的に成長できる理論上の成長率であり、株主資本の増加速度を意味する。

同社は安定的な配当を継続するため、連結配当性向の目標を30%程度としていることから、12%前後のROEを維持できるビジネスモデルを持続できるのであれば、理論上は概ね8%[$\div ROE 12\% \times (1 - 30\%)$]でBPSが安定成長することになる。同社の再上場来～2025/3期までの過去4年間の実績BPSの成長率は年率7.6%と、これまでのところ、概ね理論値と一致している。

一方、ホクト社は、配当性向に関して明確な目標水準を開示していないが、株主資本が比較的潤沢なうえ、利益還元を重要な経営目標と位置づけていることから、過去10年における年間配当額は60円が7回、2023/3期40円、直近2期は50円で、配当性向は35.6%～123.5%と、概ね同社を上回って推移してきた。そのため、ホクト社のサステナブル成長率は5%以下[$\div 8\% \times (1 - 35.6\%)$]で推移し、過去10年間の実績BPSの成長率は年率1.7%だった。

過去の実績推移がそのまま将来にわたって維持されるとは限らないが、ビジネスモデルの違いがROEの差異に結びつき、株価を下支えするBPSの成長速度に帰結し、株価バリュエーション上でのプレミアム/ディスカウントの根拠にもなりうることを疑う余地はあまりないであろうと、SIRでは考える。

実績ROEとその分解要素の比較



中期経営計画

■ 国内事業をベースにグローバルでの成長機会を狙う

同社は、2021年11月に中期経営計画(2022/3期～2026/3期)を策定していたが、地政学的リスクの顕在化や円安進行・エネルギー費用高などの想定外の環境変化が生じたことなどを背景に、2023年12月に改めて2024/3期～2028/3期を対象期間とする中期経営計画を更新した。

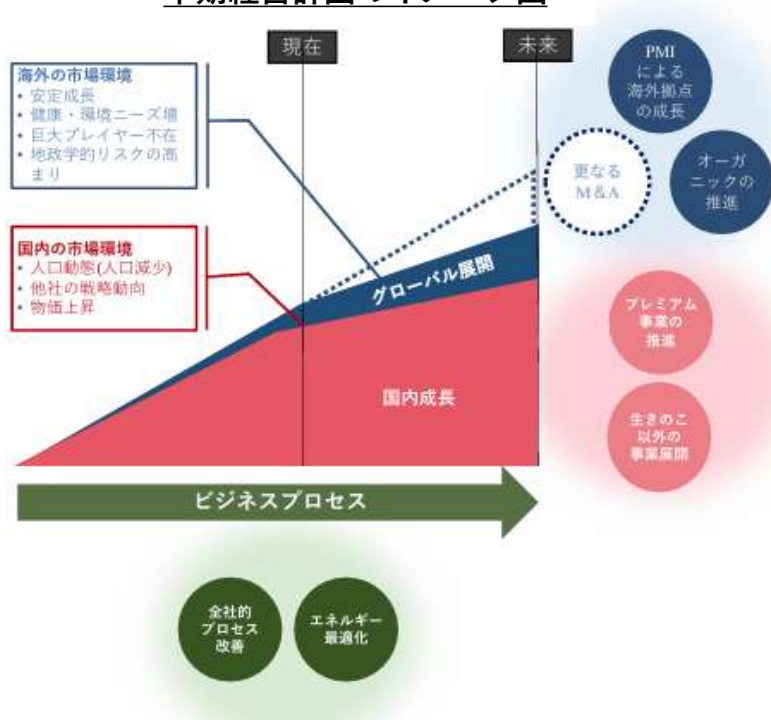
最終年度における**定量目標**は、海外売上収益比率6～7%を含んだ全社売上収益が42,000百万円、コアEBITDAマージンが18%前後、ROICが10%前後である。

同社では、2025/3期までの2年間の実績は中期経営計画に対してインラインという評価である。今2026/3期はその中間年度にあたる。

基本戦略は、国内における事業基盤の更なる強化、及びグローバル展開するプレミアムきこの総合メーカーへの進化である。そして、これを実行する3つの基本方針が、下図右の①国内きこの市場：既存のプレミアム事業の強化と新たな事業創出、②ビジネスプロセス：聖域無き全プロセスの合理化、③グローバル展開：新たに取得した海外企業のPMIと他のターゲットの探索、である。それぞれの色は、下図左のイメージ図中の色とアクション・プランに対応している。

基本方針Aは、国内きこの市場でのプレミアム事業の強化と新規事業領域の創出である。同社は既にまいたけを軸とするプレミアムポジションを確立し、他社に比べてプレミアムなマージンを実現できているとの認識である。その上で、まいたけ、ぶなしめじ、エリンギのベース分野では、品質志向の消費者ニーズを取り込み、高収益化とシェア拡大の同時達成を目指す。ベース3品以外のニッチ・プレミアム分野では、マッシュルームや新規事業である代替肉シリーズ「キノコのお肉」などへの本格参入と既存流通網活用による安定成長を実現することで、新たな成長ドライバーを構築する考えである。

中期経営計画のイメージ図



国内での事業基盤の強化推進と
グローバル市場での新拠点統合と更なる事業展開

A 国内きこの市場：既存のプレミアム事業の強化と新たな事業創出

- ・既存のプレミアムポジショニングを強化し他産地との差別化を進め、消費者の品質志向ニーズを着実に捉え、国内事業の更なる強化を図る
- ・他産地にはないプレミアムアイテムの販売強化し、更に生きのこ事業以外の新規事業も本格的に着手する

B ビジネスプロセス：聖域無き全プロセスの合理化

- ・全社横断的なBPRによって事業プロセスの改善を行い、コスト削減を実現
- ・新規投資による省人化と省エネの推進

C グローバル展開：新たに取得した海外企業のPMIと、他のターゲットの探索

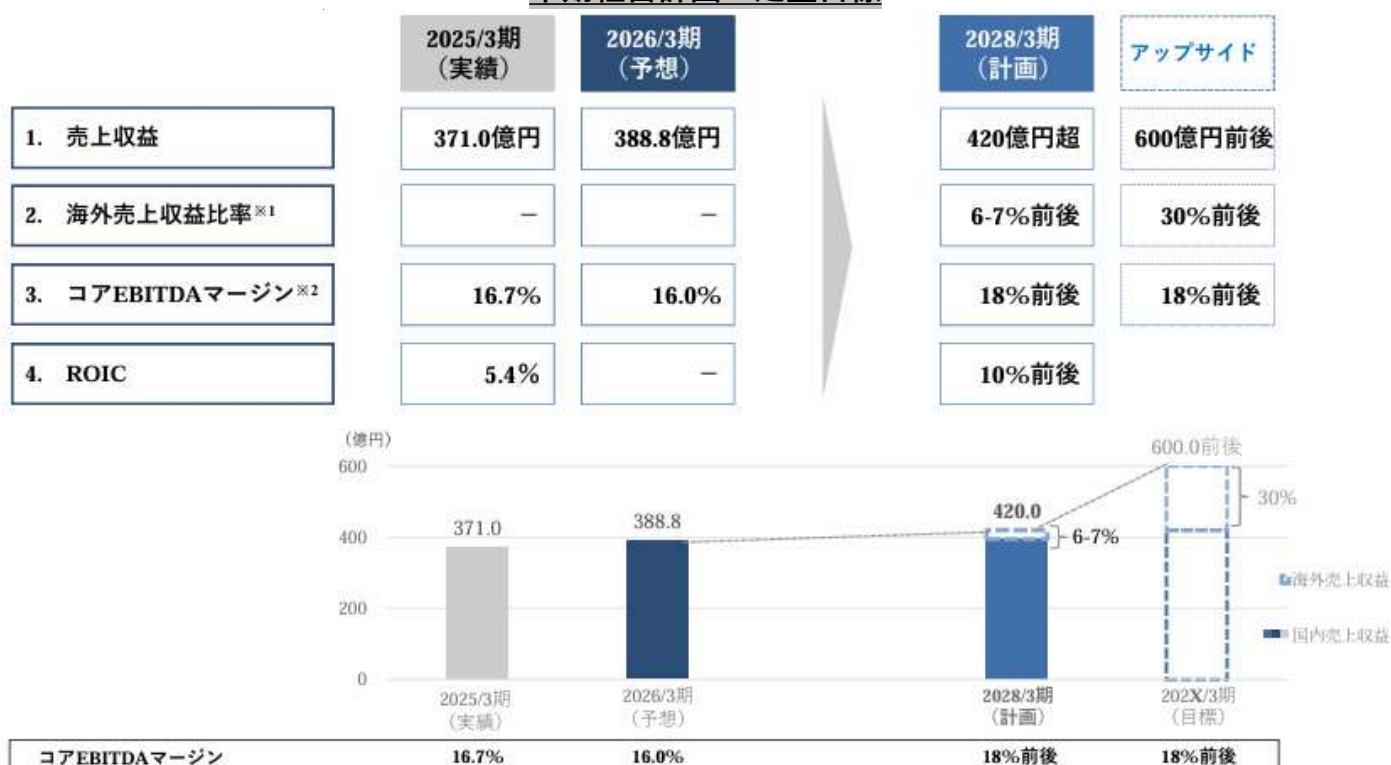
- ・当社のノウハウを生かして、取得した海外企業の更なる業績拡大を目指す
- ・国内の事業強化の進展や地政学的リスクを考慮し、追加買収の可能性を追求
- ・オーガニック戦略は、アジアに加え欧米地域での自社製品販売も検討

基本方針Bは、聖域無き全プロセス合理化である。これは、原油高・電力料金高騰、人件費上昇などコストプッシュ型インフレが、同社に限らず収益性の低下圧力につながるとの危機感の下、事業プロセスを業務フロー再構築(BPR)と省人・省エネ投資で抜本的に見直すことを通じて、売上収益の伸長(年率6%想定)以上のコスト抑制(同3~4%)を実現し、利益率改善を通じて高収益体質を再構築するというものである。具体策として、労働生産性の高いアイテムへのシフトや、DX化を通じた間接部門の業務効率改善・管理コスト削減などが挙げられている。

基本方針Cは、新規M&A対象の探索を含むグローバル展開の加速である。同社は、オランダ子会社の買収で欧州市場進出に踏み出したものの、想定外の地政学的リスクや現地チャネル構築の遅れにより同社のグローバル戦略は見直しを迫られた。そのため、PMIを徹底し海外買収先の業績拡大を達成することを目指す。オーガニックな自社チャネル展開で北米・欧州・ASEAN市場へ多角的に進出し、チャネルの多元化を通じて外部環境変動に左右され難い収益基盤を構築する考えである。

同社の説明では、2025/3期実績における海外売上収益比率は、中期経営計画の最終年度の2028/3期における海外売上収益比率の目標と同程度の6~7%が確保できているという。すなわち、中期経営計画では現状のオーガニック成長だけしか反映されていない。このベース・シナリオに、同社のM&A対象クライテリアに準拠する案件が加われば、という未知のインオーガニックな部分がアップサイドとしてイメージされている。なお、その場合のM&A資金はエクイティ・ファイナンスではなく、手元資金とデットによる追加調達を優先する考えを同社経営陣は示している。

中期経営計画の定量目標



※1 海外売上収益比率 = 海外売上収益 / 売上収益

※2 コアEBITDAマージン = コアEBITDA / 売上収益

コアEBITDA : IFRSの営業利益からIAS第41号「農業」適用による影響額、その他の収益及び費用、一時的な収益及び費用を除外したものに減価償却費及び償却費を加算したもの

ROIC(投下資本利益率) = (営業利益 × (1 - 実効税率)) ÷ (株主資本と有利子負債の合計額の期中平均残高)

2025/3期
決算レビュー

* IFRSでは、決算日における財政状態、報告期間における経営成績及びキャッシュフローの状況に影響を与える見積り・予測が必要になる。

同社は、過去の実績や状況を踏まえ、合理的と判断される前提に基づき、継続してこの見積り・予測の評価を実施している。

なお、重要な会計上の見積りとした項目は「生物資産の測定」、「非金融資産の減損」及び「確定給付債務の測定」としている。

■ 2025/3期は追い風参考気味か

2025年5月9日発表の2025/3期連結決算は、売上収益が前期比11%増の37,102百万円、コアEBITDAが同29%増、同マージンが前期比+2.3ppの16.7%となり、期初計画も上回る好調な業績内容だった。

前年度は天候不順により野菜相場全体が高値で推移するなか、比較的価格が安定し値頃感のあるきのこが選ばれやすい状況となった。特に同社のまいたけの小型パックの値頃感が際立ち、複数SKUを生かした最適な商品提案に注力したことで、左表に示すように、重量当たりの販売単価の高い小型パックの伸長が単価上昇のドライバーとなった。また、四季折々のイベントに合わせて商品ラベルや売り場作りを行い、まいたけの販売量を前期並みに確保できた。

なお同社は、天候不順による野菜高騰によるイレギュラー要素がコアEBITDAに約7億円含まれていると説明した。それを除いてもコアEBITDAは15%近く伸びた。

■ マッシュルーム事業での減損計上は終わった話

その他の茸3品の売上収益が同25.9%増となったのは、2023年12月に子会社化したオランダの事業会社の売上が通年で寄与したことが大きい。一方で、マッシュルームの生産設備で想定外のトラブルが生じたことから、対応のために生産量を減らざるを得なくなったため、マッシュルームの売上としては微増であった。

ところが、企業会計から見た事態は深刻であることが判明した。同社は2019年10月にマッシュルームの生産メーカーである三蔵農林を買収した。2021年11月には拡大傾向にある市場へ対応すべく、マッシュルームの増産投資計画を発表し、設備投資を進めたが、質と量を維持した増産が計画通りに進まず、また想定外の建屋のトラブルのため、生産方法の見直しが必要となり、最終的に収益性が悪化した。

きのこセグメント別の売上収益と数量・価格の推移

セグメント	(百万円)	2023/3	2024/3	2025/3	2026/3 会社予想
 まいたけ	売上収益	17,919	18,461	20,055	20,540
	増収率(YoY)	-4.3	3.0	8.6	2.4
	販売量(YoY)	-0.2	-5.8	0.8	
	販売単価(YoY)	-3.8	9.4	8.5	
 エリンギ	売上収益	3,127	3,589	3,822	3,870
	増収率(YoY)	1.1	14.8	6.5	1.3
	販売量(YoY)	-2.0	4.0	-4.2	
	販売単価(YoY)	0.8	11.9	11.6	
 ぶなしめじ	売上収益	6,097	6,842	7,563	7,460
	増収率(YoY)	-3.6	14.8	10.5	-1.4
	販売量(YoY)	-2.7	2.8	-0.2	
	販売単価(YoY)	1.4	9.3	11.0	
その他の茸3品	売上収益	3,504	4,239	5,337	5,880
	増収率(YoY)	-7.8	21.0	25.9	10.2
	販売量(YoY)	4.4	-6.4	-10.0	
	販売単価(YoY)	-1.0	6.1	0.2	
合計	売上収益	31,016	33,443	37,102	38,880
	増収率(YoY)	-4.4	7.8	11.0	4.8
	コアEBITDA	4,663	4,802	6,196	6,220
	伸び率(YoY)	-38.4	3.0	29.0	0.4
	同マージン	15.0%	14.4%	16.7%	16.0%
	コア営業利益	2,562	2,580	3,858	3,730

出所: 同社IR資料よりSIR作成

そのため、IFRSに則り、減損損失として1,599百万円を計上し、回収可能価額まで減額した。現在、足元では生産状況の改善の兆しが見られており、海外の専門家による指導など生産プロセスの改良を試みているという。

SIRでは、マッシュルーム事業で減損した額は比較的大きかったものの、いわゆる生産設備や生産方法をリセットして再出発するとしたことで、今回以上の損失が発生する可能性は小さいと考え、2028/3期までの中期経営計画で示されている「プレミアム事業の強化と新たな事業創出」のアップサイドに期待が集まると考える。

2026/3期通期 会社予想

■ 表面上は前期比横ばいながら、実体では二桁増益を見込む

5ヵ年中計の中間年度にあたる**2026/3期通期業績見通し**について、同社では下表を使って説明している。売上収益は前期並みの単価を維持しつつ緩やかに量を増やすことで前期比4.8%増の38,880百万円を見込む。コスト面では材料価格が高止まりする傾向であることから材料費、人件費等は同4.9%増を想定。公正価値変動による利得を加味した売上原価は同2.7%減、販売費及び一般管理費は同7.2%増を見込む。結果、コアEBITDAは同0.4%増の6,220百万円。当期利益は同33.8%増の2,010百万円を見込んでいる。

なお、10ページで述べたように、前年度は約7億円のイレギュラー要素が含まれているため前年比較の発射台が高くなっている。これを調整すると、今期のコアEBITDAの伸びは13%、コア営業利益の伸びは18%となり、実力ベースでは2026/3期も大きな成長を計画している。

その中身は、利益重視戦略とプレミアム戦略の推進により売上を伸ばしつつ、生産・管理面ではマッシュルームの生産プロセス改良による収益性の改善に加え、長期契約によるユーティリティ費用の低減に取り組み、利益創出を進める考えである。

2026年3月期業績予想/ 主要数値

2023年に刷新した中期経営計画に沿った前期の流れを継続し、計画達成に向けた戦略を着実に推進する

(百万円)	25/3期 実績(A)	26/3期 予想(B)	増減額 (B-A)	増減率	主要内訳	
収益合計	53,139	51,970	△1,170	△2.2%	収益	- 売上収益: 38,880百万円 (前期比4.8%増) ✓ まいたけの売上収益: 20,540百万円 (同2.4%増) ✓ エリンギの売上収益: 3,870百万円 (同1.4%増) ✓ ふなしめじの売上収益: 7,460百万円 (同1.3%減) ✓ その他の茸の売上収益: 5,880百万円 (同10.1%増) - 公正価値変動による利得: 13,080百万円 (同18.4%減) - 収益合計: 51,970百万円 (同2.2%減)
内売上収益	37,102	38,880	+1,778	+4.8%		
営業利益	2,419	3,270	+850	+35.1%	売上原価 売上総利益	- 売上原価: 38,420百万円 (同2.7%減) ✓ 材料費、人件費等: 24,900百万円 (前期比4.9%増) ✓ 公正価値変動による利得: 13,520百万円 (同14.2%減) - 売上総利益: 13,550百万円 (同0.8%減)
対売上収益比率	6.5%	8.4%	+1.9%	-		
税引前利益	2,175	3,070	+895	+41.1%	営業 管理費	- 販売費及び一般管理費: 10,230百万円 (同7.2%増) - 営業利益: 3,270百万円 (同35.1%増)
親会社の所有者に帰属する 当期利益	1,502	2,010	+508	+33.8%		
基本的1株当たり当期利益 (円)	37.66	50.39	+12.73	+33.8%	金融 収支	- 税引前利益: 3,070百万円 (同41.1%増) ✓ 金融収支: 200百万円 (支払利息等) - 親会社の所有者に帰属する当期利益: 2,010百万円 (同33.8%増)
コア営業利益※1	3,858	3,730	△128	△3.3%		
コアEBITDA※1	6,196	6,220	+24	+0.4%		
コアEBITDAマージン※1	16.7%	16.0%	△0.7%	-		

出所: 同社IR資料

株価インサイト

■ 財務方針と株主還元

同社は、企業価値の継続的な向上に必要な内部留保を図りつつ、株主への利益還元に努めることが重要であると考え、まずは安定した財務体質とすべく、ネットD/EレシオやネットD/EBITDA倍率などの財務指標の改善に取り組み、獲得した利益を必要な成長投資および株主還元に充て、最適なバランスのキャッシュアロケーションを行うことを財務方針として掲げている。連結配当性向の目標を30%程度として安定的な配当を継続し、年1回の株主優待も実施している。

一株当たり配当は、2025/3期分は中間配当3円に、当初予想より3円高い期末12円を加えて年間配当15円(配当性向39.8%)とした。2026/3期分は、中間配当が1円増配の4円と期末配当12円で年間配当16円(同31.8%)の見込みである。

■ ビジネスモデルがもたらすバリュエーション・プレミアム

これに基づく配当利回りは1.48%、直近株価は、今期会社予想ベースPERが22.2倍、実績PBRが3.61倍と、市場平均に比べプレミアム評価と言える。同社は事業戦略において、既にプレミアムきこの総合メーカーとしての地位を確立していると、SIRでは評価している。そのビジネスモデルが生み出すROEは概ね12%と、食品セクターの中の時価総額100億円以上の農業・種苗・水産・食肉・飼料のサブセクターの23社の直近年度のROEの平均値7.6%を大きく上回り、23社中2番目の高さである。SIRでは、それがそのまま株価バリュエーションに反映されていると考える。

そのリスク・シナリオは、プレミアムのバリュエーションが維持されないことであろう。現時点で想定できる状況とは、国内での販売数量の極端な減少や、期待された海外展開が一向に進まず多額の減損処理を余儀なくされるなど、12%超のROEが持続できないような光景が見えた場合であろうか。

連結損益計算書

百万円	2021/3期	2022/3期	2023/3期	2024/3期	2025/3期	2026/3期会予
収益	51,380	47,081	42,204	47,476	53,139	51,970
売上収益	34,543	32,444	31,016	33,443	37,102	38,880
公正価値変動による利得	16,837	14,636	11,188	14,033	16,037	
売上原価	35,081	33,731	31,688	35,862	39,487	
材料費、人件費等	18,057	18,680	20,214	22,292	23,729	
公正価値変動による利得	17,023	15,051	11,473	13,569	15,758	
売上総利益	16,299	13,349	10,516	11,614	13,651	
売上総利益率	47.2%	41.1%	33.9%	34.7%	36.8%	
販売費及び一般管理費	8,291	8,142	8,258	8,850	9,550	
その他の収益	58	48	75	210	88	
その他の費用	243	279	141	175	1,769	
営業利益	7,823	4,975	2,191	2,798	2,419	3,270
営業利益率	22.6%	15.3%	7.1%	8.4%	6.5%	8.4%
コアEBITDA	n/a	7,564	4,663	4,802	6,196	6,220
コアEBITDA マージン	-	23.3%	15.0%	14.4%	16.7%	16.0%
コア営業利益	n/a	5,590	2,562	2,567	3,858	3,730
コア営業利益 マージン	-	17.2%	8.3%	7.7%	10.4%	9.6%
金融収益	1	4	4	2	1	
金融費用	699	415	400	573	246	
税引前当期利益	7,125	4,564	1,794	2,227	2,175	3,070
税引前利益率	13.9%	9.7%	4.3%	4.7%	4.1%	5.9%
法人所得税費用	2,385	1,573	612	870	679	
当期利益	4,740	2,991	1,182	1,357	1,496	2,010
当期利益率	9.2%	6.4%	2.8%	2.9%	2.8%	3.9%
親会社の所有者	4,744	2,989	1,181	1,350	1,502	2,010
非支配持分	-3	1	0	6	-6	

(一株当たり情報：円)

一株当たり年間配当金	42.00	30.00	20.00	11.00	15.00	16.00
EPS	119.03	74.92	29.63	33.87	37.66	50.39
BPS	231.34	262.65	261.08	286.99	309.98	

(流動性・安全性・レバレッジ)

流動比率、%	134.0	121.5	108.9	114.4	121.0	
現預金/総資産、%	10.6	10.3	3.2	7.4	10.3	
株主資本比率、%	25.9	29.0	31.3	30.1	32.7	
財務レバレッジ X	3.86	3.45	3.20	3.32	3.06	
D/Eレシオ X	2.17	1.82	1.72	1.62	1.39	
ネットD/Eレシオ X	1.76	1.46	1.62	1.38	1.07	

出所：SPEEDAよりSIR作成

連結貸借対照表

百万円	2021/3期	2022/3期	2023/3期	2024/3期	2025/3期
流動資産	10,202	9,735	7,180	10,615	11,501
現金及び現金同等物	3,777	3,723	1,060	2,797	3,903
営業債権及びその他の債権	2,021	1,958	1,907	3,211	2,490
棚卸資産	1,390	1,249	1,422	1,476	1,839
生物資産	2,904	2,693	2,662	2,939	3,106
未収法人所得税			21		14
その他の資産	108	111	105	189	146
非流動資産	25,441	26,361	26,124	27,645	26,367
有形固定資産	18,031	19,170	18,966	19,621	17,784
投資不動産	316	97	95	95	94
のれん及び無形資産	5,304	5,291	5,285	6,025	5,932
使用権資産	461	322	238	261	210
退職給付に係る資産	450	400	313	303	307
その他の金融資産	146	141	191	213	186
繰延税金資産	638	873	990	1,053	1,785
その他の資産	92	64	42	69	65
総資産／負債・資本	35,644	36,096	33,304	38,260	37,868
負債	26,413	25,625	22,895	26,649	25,343
流動負債	7,614	8,010	6,592	9,278	9,502
営業債務及びその他の債務	1,970	2,602	1,877	3,570	2,886
未払法人所得税	1,784	1,484	693	940	1,370
従業員給付に係る負債	1,753	1,620	1,683	2,138	2,512
1年内返済予定の長期借入金	1,132	1,321	1,509	1,422	1,422
リース負債	205	191	152	137	141
引当金	57	82	140	177	193
その他の金融負債	19	26	21	115	105
その他の負債	690	681	515	776	869
非流動負債	18,798	17,615	16,302	17,370	15,841
借入金	18,351	17,314	16,070	16,857	15,435
リース負債	360	222	156	196	161
繰延税金負債	3			165	152
引当金	17	17	20	21	21
その他の金融負債	62	57	54	130	69
その他の負債	2	2	0	0	0
資本	9,230	10,470	10,409	11,610	12,525
親会社の所有者に帰属する持分	9,233	10,471	10,409	11,446	12,366
資本金	119	100	100	100	100
資本剰余金	-6,026	-6,006	-6,012	-6,067	-6,067
利益剰余金	15,117	16,411	16,341	17,405	18,334
自己株式		-48	-33	-17	-7
その他の資本の構成要素	21	15	14	25	6
非支配持分	-2	-1	0	164	159

出所：SPEEDAよりSIR作成

連結キャッシュフロー計算書

百万円	2021/3期	2022/3期	2023/3期	2024/3期	2025/3期
営業活動によるキャッシュ・フロー	8,204	5,606	3,101	5,322	5,519
税引前当期利益	7,125	4,564	1,794	2,227	2,175
減価償却費及び償却費	1,979	1,984	2,112	2,245	2,347
減損損失	10	174	6	55	1,599
支払利息	472	397	383	401	219
シンジケートローン手数料	227	17	17	149	
固定資産売却損益(-は益)	-6	0	-6	-3	0
固定資産除却損	113	56	105	75	118
営業債権及びその他の債権の増減額(-は増加)	119	64	49	-1,019	685
棚卸資産の増減額(-は増加)	-98	141	-173	9	-362
生物資産の増減額(-は増加)	114	211	30	-205	-168
営業債務及びその他の債務の増減額(-は減少)	-221	115	81	1,224	-556
退職給付に係る資産の増減額(-は増加)	16	13	-2	-5	-93
従業員給付に係る負債の増減額(-は減少)	176	-133	63	453	374
その他	518	203	244	532	358
利息の支払額	-128	-90	-91	-136	-209
シンジケートローン手数料の支払額	-16	-18	-17	-11	-3
法人所得税の支払額	-2,347	-2,097	-1,497	-691	-964
法人所得税の還付額	149	0		21	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3,689	-2,554	-2,996	-3,361	-2,252
有形固定資産の取得による支出	-3,726	-2,564	-2,919	-2,476	-2,205
有形固定資産の売却による収入	55	1	7	3	1
無形資産の取得による支出	-5	-7	-14	0	-18
子会社株式の取得による支出				-868	
その他	-12	16	-70	-19	-29
財務活動によるキャッシュ・フロー	-5,198	-3,107	-2,767	-227	-2,159
短期借入金の借入による収入		1,000	1,500	4,300	2,000
短期借入金の返済による支出		-1,000	-1,500	-4,300	-2,000
長期借入金の借入による収入				18,323	
長期借入金の返済による支出	-4,462	-1,156	-1,348	-18,064	-1,431
リース負債の返済による支出	-211	-228	-223	-204	-207
自己株式の取得による支出		-48			0
配当金の支払額	-554	-1,673	-1,195	-281	-520
その他	30	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額(-は減少)	-683	-54	-2,662	1,737	1,105
現金及び現金同等物の期首残高	4,461	3,777	3,723	1,060	2,797
現金及び現金同等物の期末残高	3,777	3,723	1,060	2,797	3,903
フリー・キャッシュフロー	4,515	3,052	105	1,961	3,267

出所：SPEEDAよりSIR作成

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレーマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp