ホリスティック企業レポート
ファンデリー
3137　東証マザーズ

フル・レポート
2016年8月5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 20160802

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

栄養士によるカウンセリングを特徴とするカタログ主体の健康食宅配会社「食事で健康増進」の考え方から生まれた高収益ビジネスモデルが最大の武器

アナリスト：藤野敬太
+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

1. 会社概要

・ファンデリー（以下、同社）の中核事業は、医療機関等で配布されるカタログからの注文を主体に健康食の宅配を行う MFD（Medical Food Delivery）事業である。カタログを配布してくれる紹介ネットワークのほか、栄養士によるカウンセリングをセットにした、高収益のビジネスモデルを特徴としている。

2. 財務面の分析

・10/3 期～16/3 期に、売上高は年平均 27.1%、経常利益は同 67.7%の成長率で拡大してきた。この期間は 6 期連続増収だったが、12/3 期は、他社仕入品の取り扱いの中止、価格引き下げ、告知のための広告宣伝費の増加により、減益を経験した。
・他社との比較では、収益性についての優位性が目立っている。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、創業来一貫してぶれない事業目的を追求する経営陣の資質にある。食事の宅配と栄養士によるカウンセリングを組み合わせたサービスを志向し、そのサービス確立に向けて組織資本や関係資本が蓄積され、現在の高収益のビジネスモデルが出来上がった。

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、MFD 事業での定期コースの利用率引き上げ、栄養士有資格者を中心とした人材の確保、知名度の向上があげられる。
・MFD 事業の更なる拡大を進めつつ、MFD 事業で培われたカタログ配布の紹介ネットワークを活用したマーケティング事業を強化する戦略を進めている。中長期的には、ヘルスケア総合企業となることを志向している。

5. アナリストの評価

・「健康増進は第一に食事コントロールで、それでも困難な時に医療を行う」という「一食二医」の考え方に基づいて事業を定義し、高収益のビジネスモデルを構築した点を評価する。
・同社のビジネスモデルでは業務プロセスの要所を栄養士が主導する体制となっているため、今後の成長のためには、栄養士の確保と育成が必要条件となろう。

【主要指標】

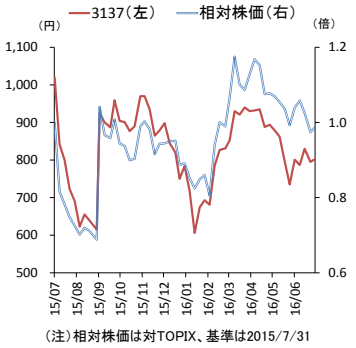
	2016/7/29
株価（円）	802
発行済株式数（株）	6,360,000
時価総額（百万円）	5,100

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	16.0	13.8	11.6
PBR（倍）	3.5	2.8	2.2
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（%）	-2.7	-13.8	-21.4
対TOPIX（%）	-8.3	-12.6	-1.4

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2015/7/31

【 3137 ファンデリー 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）
2015/3		2,668	7.9	438	8.5	437	8.3	259	6.0	43.1	155.4	0.0
2016/3		3,015	13.0	500	14.1	500	14.4	312	20.4	50.0	230.8	0.0
2017/3	CE	3,466	15.0	567	13.3	557	11.4	340	8.8	53.6	—	0.0
2017/3	E	3,506	16.3	606	21.1	598	19.5	368	17.7	58.2	289.0	0.0
2018/3	E	4,053	15.6	723	19.3	715	19.5	439	19.5	69.4	358.6	0.0
2019/3	E	4,548	12.2	816	12.8	807	13.0	496	13.0	78.4	437.1	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想　　15年6月の上場時に856,900株の公募増資を実施（オーバーアロット分150,900株を含む）

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。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。

目次

1. 会社概要

- 事業内容
- ビジネスモデル
- 業界環境と競合
- 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- 過去の業績推移
- 他社との比較

3. 非財務面の分析

- 知的資本分析
- ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- 対処すべき課題
- 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- 強み・弱みの評価
- 経営戦略の評価
- 今後の業績見通し
- 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

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。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。

1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ カタログ主体の健康食宅配会社

ファンデリー（以下、同社）は、医療機関等で配布されるカタログからの注文を主体に健康食の宅配を行う MFD（Medical Food Delivery）事業を中核事業としている。

健康食宅配業を営む企業の多くは、ネットまたはチラシ配布による集客を主体としている。同社のサービスは、「ミールタイム」「ミールタイム　ファーマ」等のカタログを、医療機関や調剤薬局等で配布することで会員を増やすことに特徴がある。同社ではこうした医療機関等を紹介ネットワークと称し、MFD 事業での強みとするほか、この紹介ネットワークを活用して、食品メーカー等のマーケティング支援を行うマーケティング事業を展開している。

◆ 栄養士の有資格者の存在感の大きさも特徴

医療機関等で配布されたカタログを見て顧客が注文をする際、必ず同社の栄養士が対応する。さらに、顧客ごとに担当栄養士がつくなど、栄養士によるカウンセリングを前面に打ち出し、他社との大きな違いとしている。顧客接点の部分以外でも、メニュー開発や紹介ネットワークの開拓等の業務プロセスの要所には、栄養士が必ず関わっている。なお、16/3 期末時点の同社の社員 43 名のうち、30 名の女性社員は全員が栄養士の有資格者である。

◆ MFD 事業が中核事業である

同社の事業は、MFD 事業とマーケティング事業の 2 つのセグメントで構成されている（図表 1）。16/3 期においては健康食の宅配を行う MFD 事業が全売上高の 92.0%を占め、事業の中心となっている。マーケティング事業は、MFD 事業のビジネスモデルを活かした事業であり、売上構成比は 8.0%に留まるが、MFD 事業よりも高い営業利益率となっている。

【 図表１ 】セグメント別売上高･営業利益　（単位：百万円）

セグメント		売上高				営業利益			
		15/3期	16/3期	前期比	構成比	15/3期	16/3期	前期比	営業利益率
報告セグメント	MFD事業	2,391	2,772	16.0%	92.0%	431	598	38.7%	21.6%
	マーケティング事業	277	242	-12.6%	8.0%	208	180	-13.3%	74.4%
調整額		0	0	－	－	-201	-278	－	－
合計		2,668	3,015	13.0%	100.0%	438	500	14.1%	16.6%

（出所）ファンデリー有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

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。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。

＞ ビジネスモデル

◆ 健康食の宅配を行う MFD 事業

図表 2 は、同社が行う健康食宅配事業（MFD 事業）の商流を表している。単なる食事の宅配ではなく、栄養士によるカウンセリングサービスを付加していることが最大の特徴となっている。この商流における特徴的な部分として、以下の 5 点が挙げられる。

特徴 1. 絞り込んだチャネルでのカタログ配布
特徴 2. 栄養士が開発する商品
特徴 3. 顧客とのコミュニケーション
特徴 4. 社員の大半が栄養士の有資格者
特徴 5. 継続利用を促す仕組み

それぞれの特徴はシンプルであるが、それらが組み合わさることによって、競争力のあるビジネスモデルとなっている。

【 図表 2 】MFD 事業の商流

（出所）ファンデリー決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 特徴 1：絞り込んだチャネルでのカタログ配布

顧客が同社のサービスの存在を知るのは、主にカタログを通してである。同社のカタログには、「ミールタイム」と「ミールタイム ファーマ」の 2 種類があり、前者は病院や保健所、介護施設で、後者は調剤薬局で配布されている。

「ミールタイム」の場合は、治療や診療の一環として行われる栄養指導の際に、医師や病院栄養士から患者に手渡される。栄養指導では、

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。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。

日々の食事を栄養学の観点から管理するが、患者は何を食べれば良いか分からない上、継続的に食事を用意するのが難しい場合が多い。一方、医師または病院としても、患者の食事の好みを把握できず、何を勧めれば良いか分からない。このような時に活用されるのが「ミールタイム」であり、患者の好みとともに、栄養学に沿った食事の計画を立てることができることから、医師にも患者にも重宝されている。

同社では、カタログを配布してくれる先を紹介ネットワークと呼んでいる。16 年 3 月末時点で、医療機関 12,509 カ所、保健所･介護施設等 1,229 カ所で「ミールタイム」が手渡され、調剤薬局 3,836 カ所に「ミールタイム　ファーマ」が置かれており、合計 17,574 カ所で配布されている。04 年より 10 年以上かけて構築してきた紹介ネットワークは、参入障壁のひとつと言える規模となっている。実際、競合他社は、集客等のマーケティングをネットまたはチラシ配布で行っているところがほとんどであり、同社の規模で医療機関や調剤薬局においてカタログを配布する企業は見当たらない。

【 図表３ 】紹介ネットワーク　（単位：カ所）

紹介ネットワーク	配布カタログ	15/3期末	16/3期末
医療機関（病院、一般診療所）	ミールタイム	12,598	12,509
保健所･介護施設等	ミールタイム	1,379	1,229
調剤薬局	ミールタイム　ファーマ	3,943	3,836
合計		17,920	17,574

（出所）ファンデリー有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

患者が「ミールタイム」を利用することは、医療機関等にとって、食事療法で治療効果を高められるというメリットにつながる。そのため、カタログ配布に対して、医療機関等は同社に対して手数料等の支払いを求めていない。つまり、同社にすれば、無料でカタログを配布してもらっていることになる。

◆ 特徴２：栄養士が開発する商品

医療機関向けの「ミールタイム」は 3 月、6 月、9 月、12 月の年 4 回発刊され、毎号 75 万部、年間 300 万部発行される。調剤薬局向けの「ミールタイム　ファーマ」は 3 月と 9 月の年 2 回発刊され、毎号 25 万部、年間 50 万部発行される。いずれも、新しい号になるごとに、約半分のメニューが入れ替わっている。

カタログに掲載されるメニューはすべて、同社の栄養士によって開発されており、メニューは顧客の態様に合わせて 4 つのジャンルに分類

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。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。

され、すべて冷凍で宅配される（図表 4）。以前は他社の商品（いわゆる仕入品）の販売も行われていたが、現在は掲載されていない。おかず 1 食につき 500 円台～700 円が中心価格帯である。

商品は、同社の栄養士が開発したレシピにもとづいて、トオカツフーズ（神奈川県横浜市）、アサヒケータリング（大阪府泉佐野市）の 2 社で委託製造されている。仕入高に占める 2 社の割合は 95.5%になる。

【 図表４ 】メニューの４ジャンル

		ヘルシー食	ヘルシー食多め	たんぱく質調整食	ケア食
制限項目	エネルギー	300kcal未満（おかずのみ） 500kcal未満（ごはんつき）	350kcal程度（おかずのみ） 600kcal程度（ごはんつき）	―	500kcal未満（すべてごはんつき）
	塩分	2.0g未満	2.0g未満	2.0g未満	2.0g未満
	内容量	―	300g以上（おかずのみ） 400g以上（ごはんつき）	―	―
	たんぱく質	―	―	10.0g未満	―
顧客属性		糖尿病、脂質異常症、 高血圧、痛風、メタボリック	糖尿病、脂質異常症、 高血圧、痛風、メタボリック （食事制限数値が比較的緩め）	腎臓病患者 透析を受けている患者	咀嚼や嚥下が困難な人
メニュー数（16年夏号）		101メニュー	29メニュー	115メニュー	7メニュー

（出所）ファンデリー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 特徴 3：顧客とのコミュニケーション

顧客は入手したカタログを見ながら、同社に注文する。注文は電話、ファックス、ウェブ経由となるが、注文の際には必ず栄養士が対応し、顧客ごとに担当栄養士が決まっている。

注文時には、顧客から各種情報（カタログ入手先、通院病院名、食事の制限数値、血液検査結果、身長や体重等）の提供を受け、そうした情報をもとにカウンセリングを行う。その上で、疾病や制限数値、嗜好に合わせた食事を提案している。

こうした顧客とのコミュニケーションの結果、顧客数は 18.2 万人（16/3 期末時点）まで拡大した（図表 5）。世代別には、60 代、70 代の順に多く、その次に 50 代と 80 代が同程度で続くとのことで、中高年層の顧客が多い。

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。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。

【 図表５ 】会員数の推移 （単位：人）

	13/3期末	14/3期末	15/3期末	16/3期末
会員数	100,000	133,000	152,771	182,905
前期末比	－	33.0%	14.9%	19.7%
定期コース会員数	－	－	6,079	6,938
前期末比	－	－	－	14.1%
会員数に占める割合	－	－	4.0%	3.8%

（出所）ファンデリー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 特徴４：社員の大半が栄養士の有資格者

MFD 事業の最大の特徴は、開発、紹介ネットワークの開拓、顧客対応といった、業務プロセスの大半を、管理栄養士または栄養士の有資格者が行っている点にある。16/3 期末時点で、43 名の社員のうち 30 名が女性であり、女性社員全員が管理栄養士または栄養士の有資格者である。この点が同社の大きな強みとなっている。

同社は、栄養士のためのコミュニティサイト「Foodish」を運営している。「Foodish」には、約 45,000 人の管理栄養士や栄養士が登録しており、同社にとっては、外部の有資格者に対する情報発信のためのツールとなっている。また、栄養士の交流会である「輝く栄養士の会」を定期的に開催しており、同社の栄養士と、医療機関等の紹介ネットワークに所属する栄養士との交流の機会を設けるなど、有資格者同士によるネットワーキング構築の場を提供している。

◆ 特徴５：継続利用を促す仕組み

食事制限が必要な人向けのメニューを扱っている関係上、食事療法の効果を出すためにも、健康食の宅配はもともと継続利用されやすいサービスと言える。一方、在宅配食サービスには他社の参入が続き、競合先も多い。他社ではなく、いかに自社で継続利用してもらえるかが重要となる。

同社のビジネスモデルには、顧客に継続利用を促す仕組みが散りばめられている。

その最たるものは、各顧客に担当栄養士がつくことである。担当栄養士がカウンセリングを行い、顧客一人ひとりに合ったメニューを提案することで、受注につなげている。当然のことながら、顧客の症状も変動し、食事の制限数値や検査結果も変わる。その都度食事の内容を変える必要もあるため、定期的なカウンセリングは欠かせない。その意味で、担当栄養士がつくことは患者にとって安心感につながり、患者が担当栄養士のファンとなることで、リピート率の上昇をもたらすことになる。

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。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。

顧客と担当栄養士の間で信頼関係が形成されれば、「栄養士おまかせ定期便」という定期コース（毎週または隔週に宅配）に移行する可能性が高くなる。定期コースは、顧客の継続的な利用が前提となるため、同社にとって効率性が高く、安定的な売上高と利益が見込まれる商品である。実際、MFD 事業の売上高のうち、定期コースの占める比率は 50%を超えている（図表 6）。なお、第 3 四半期に定期コースの売上構成比が低下するのは、1 回の注文で完結するおせち料理の注文が入るという季節要因のためである。

16/3 期末時点で、定期コースの会員数は 6,938 人、全会員の 3.8%であり、まだ伸びる余地は大きいと考えられる（図表 5）。

【 図表 6 】チャネル別売上構成比の推移

	15/3期	16/3期			
	第4四半期	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
定期コース	53.8%	54.9%	55.2%	45.2%	51.1%
PC	16.3%	15.6%	15.5%	19.0%	16.6%
スマートフォン	3.4%	3.7%	3.9%	5.1%	4.0%
タブレット	–	–	–	1.1%	1.4%
電話	24.1%	23.3%	23.0%	27.0%	24.2%
ファックス	2.4%	2.6%	2.4%	2.6%	2.7%

（出所）ファンデリー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ マーケティング事業は紹介ネットワークを活用した事業

マーケティング事業は、MDF 事業で構築された紹介ネットワークを通じた、広告･マーケティング支援を行う事業である。食品や健康関連のメーカー等を主な顧客としている。

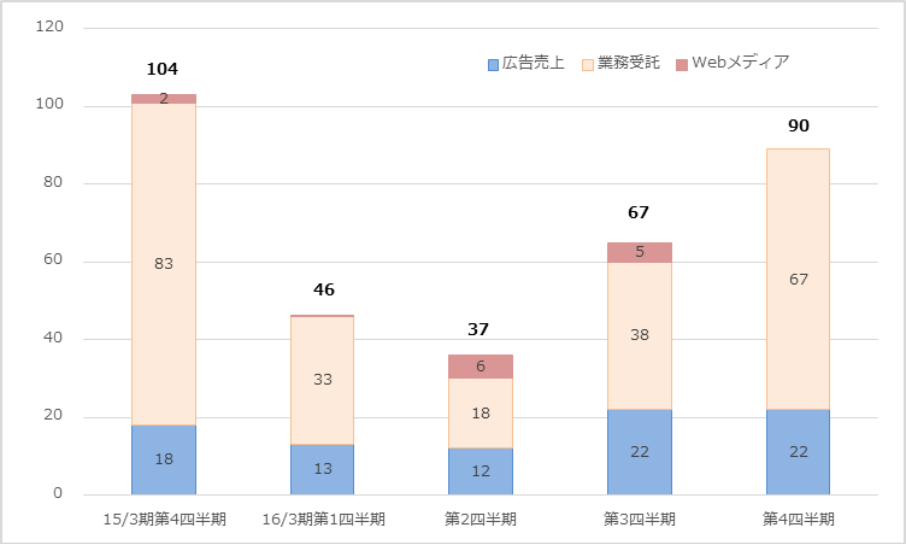
同事業は、広告売上、業務受託、Web メディアに分類される（図表 7）。カタログ誌面の広告枠販売を主とする広告売上は大きく伸びることはないが、安定的な売上高が期待できる。サンプリングによるアンケート調査等の業務受託は、案件によって比較的大きな売上高を計上できる可能性がある一方、四半期ごとの業績変動が大きい。また、Web メディアでは、市販商品を使用した健康食レシピ紹介サイトの運営を行い食品メーカーから収益を得ているが、まだ小規模にとどまっている。

マーケティング事業は、MDF 事業のように仕入が発生するわけではないため利益率は高い。「ミールタイム」のカタログ制作費用は、マ

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。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。

ーケティング事業の収益でカバーされており、MFD 事業の高収益なビジネスモデルを支える要因となっている。

【 図表７ 】マーケティング事業売上高の四半期推移 （単位：百万円）



（出所）ファンデリー決算説明会資料

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。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。

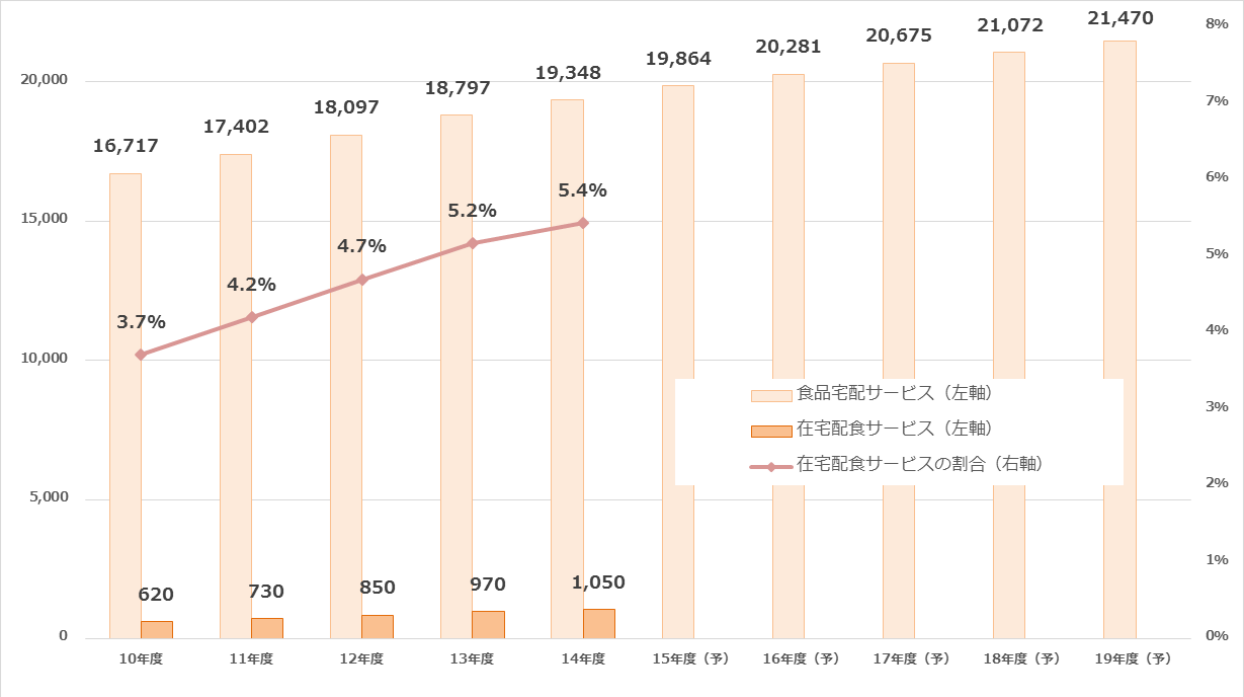
＞ 業界環境と競合

◆ 食品宅配サービスと在宅配食サービスの市場規模

MFD 事業で行われている健康食の宅配は、食品宅配サービスの一部を構成する在宅配食サービスに分類されよう。矢野経済研究所の定義によると、在宅配食サービスとは、「在宅の高齢者や身体障害者、糖尿病や肝臓病などの在宅患者（とその予備軍）に対し、定期的に食事の宅配を行うサービス」と定義されている。地方自治体が独自予算で実施するサービス（利用者個人が費用の一部を負担）と、民間サービス（利用者個人が費用を全額負担）の 2 種類があるとされる。

矢野経済研究所の「メディカル給食・在宅配食サービス市場に関する調査結果 2015」では、14 年度の市場規模は食品宅配サービス全体で 1.93 兆円、在宅配食サービスは 1,050 億円とされている。14 年度の在宅配食サービスの構成比は 5.4%であり、年々上昇してきた（図表 8）。

【 図表 8 】 食品宅配サービスと在宅配食サービスの市場規模の推移 （単位：億円）



（出所）矢野経済研究所「食品宅配サービス市場に関する調査結果 2015」及び
矢野経済研究所「メディカル給食・在宅配食サービス市場に関する調査結果 2015」より証券リサーチセンター作成

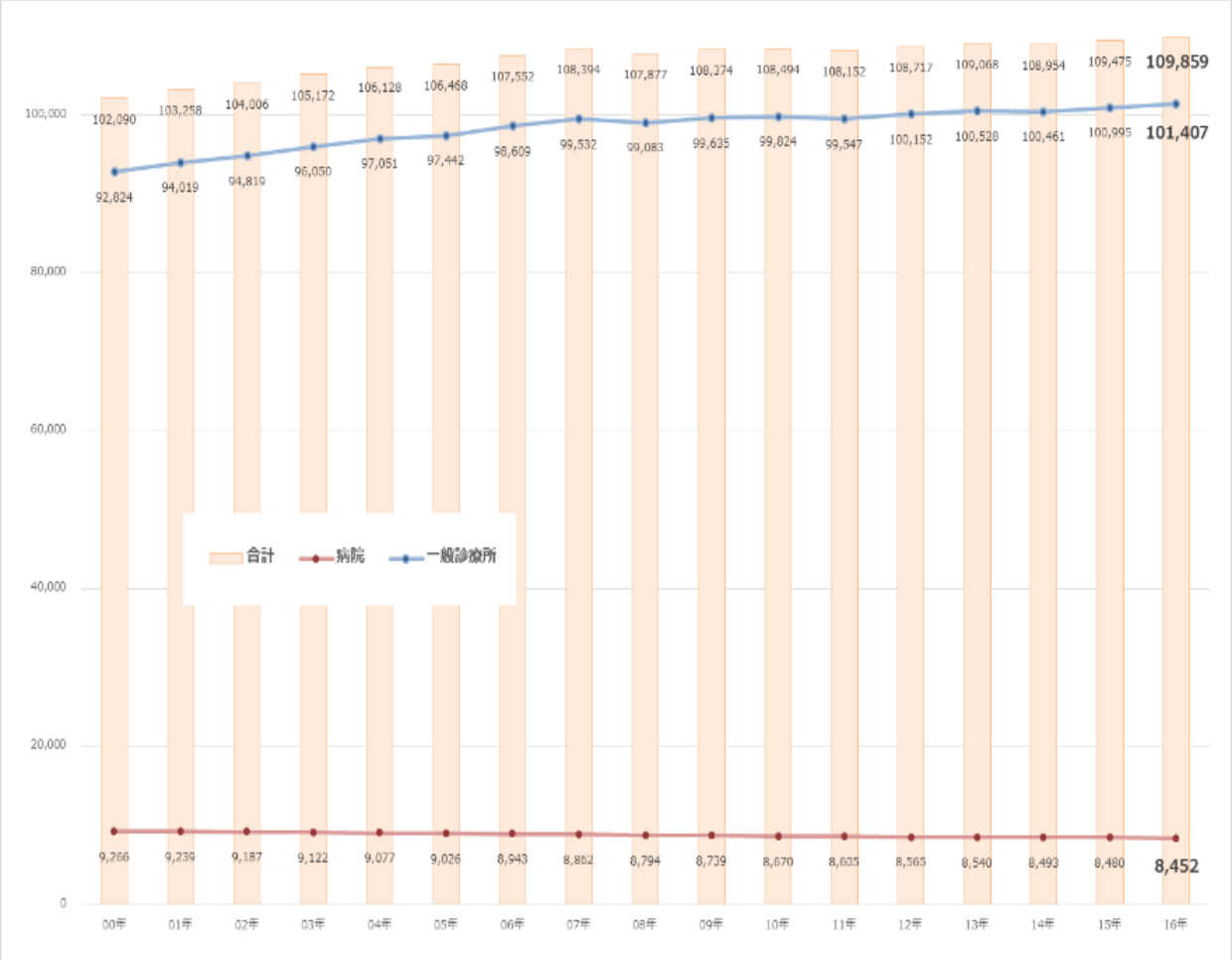
10 年度から 14 年度までの 4 年間の年平均成長率は、食品宅配サービス全体の 3.7%に対し、在宅配食サービスは 14.1%であり、市場全体を上回るペースで成長してきた。在宅高齢者の増加が、市場拡大の要因になっていると考えられる。この傾向は今後も続き、在宅配食サービスの市場は、同調査で 14 年度以降 5 年間の年平均成長率が 2.1%と予測されている食品宅配サービス市場全体を上回る成長を遂げると証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

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。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。

◆ 医療機関数の合計は緩やかに増加傾向

「ミールタイム」のカタログが配布される紹介ネットワークの中心に位置する医療機関の数（病院と一般診療所の合計）は、厚生労働省によると、16 年 5 月末時点で 109,859 カ所（病院 8,452 カ所、一般診療所 101,407 カ所）となっている（図表 9）。病院は緩やかに減少、一般診療所は緩やかに増加している傾向が続いている。

【 図表 9 】 医療機関数の推移 （単位：カ所）



（出所）厚生労働省「平成 26 年医療施設（静態・動態）調査・病院報告の概況」及び「医療施設動態調査」より証券リサーチセンター作成

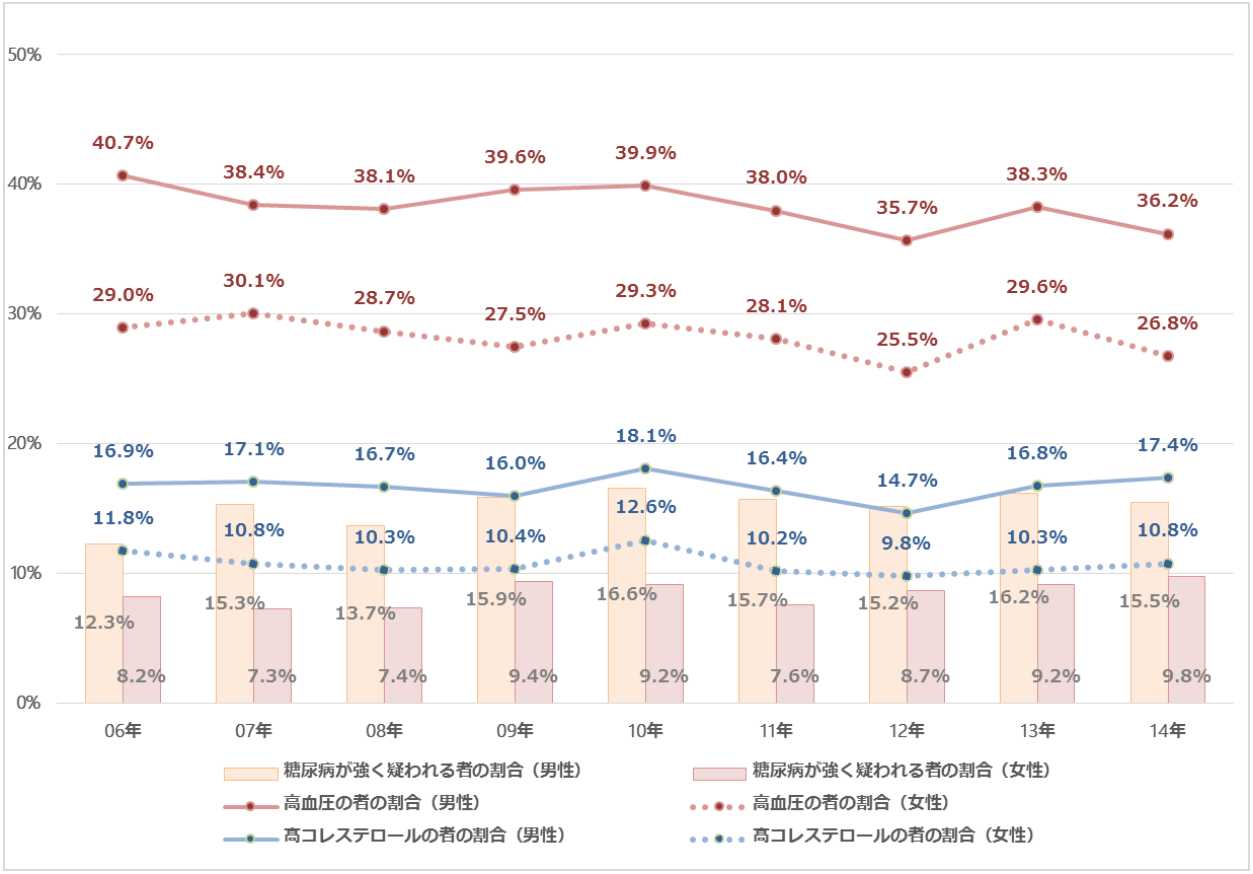
◆ 潜在患者数の推移

健康食宅配というサービスの性質上、同社の顧客は比較的中高年層が多く、また、食事療法を必要とするような病気を抱える人が多いと考えられる。

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。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。

厚生労働省によると、糖尿病が強く疑われる者の割合は、男性が約15%、女性は約 10%となっている。同様に、高血圧の場合は男性が30%台後半、女性が 20%台後半、高コレステロールの者の場合は男性が 10%台後半、女性が 10%近辺で推移してきた。

【 図表 10 】 糖尿病、高血圧、高コレステロールを抱える者の割合の推移



（注）いずれも 20 歳以上を対象
高血圧の者とは、最高血圧が 140mmHg 以上の者を指す
高コレストロールの者とは、血清総コレステロールが 240mg/dL 以上の者を指す
（出所）厚生労働省「平成 26 年国民健康・栄養調査結果の概要」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

先述の通り、在宅配食サービスには、地方自治体が独自予算で実施し利用者個人が一部負担するサービスと、利用者個人が全額負担する民間サービスの 2 種類がある。前者は、介護保険制度による入所者食の個人負担化に伴い、減額やサービス廃止などが行われて伸び悩む一方、後者の民間事業者による在宅配食サービスは、在宅高齢者の増加を背景に堅調に拡大している。

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。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。

市場拡大を背景に参入企業は多く、同社によると、冷食通販の企業で30社ほどの競合先があるようである。

塩分制限などに対応した健康管理食を冷凍食の形で宅配する競合先としては、「ワタミの宅食」を展開するワタミ（7522 東証一部）、メディカルフードサービス（神奈川県横浜市）、ニチレイ（2871 東証一部）の子会社のニチレイフーズ（東京都中央区）などがある。また、武蔵野フーズ（埼玉県朝霞市）のような、冷凍食ではなく冷蔵食で販売する競合先もある。

なお、同社の商品の製造委託先の1社であるトオカツフーズも、「おまかせ健康三彩」という自社ブランドの健康管理食を販売している。

＞沿革・経営理念・株主

◆ 沿革１ ～ 創業時は健康アドバイスと宅配の組み合わせ

代表取締役の阿部公祐氏は、キャリアを開始した朝日火災海上保険（東京都千代田区）の営業職で多くのベンチャー企業のオーナーと接しているうちに、起業への志を強めていった。いろいろと検討していく中で、食で元気な人を増やせば、社会全体の医療費を下げることができるという想いに至った。その結果、食事の宅配と栄養士による健康アドバイスを組み合わせたビジネスに将来性を見出し、00 年に同社を設立し、翌01年には、栄養士が車で配達しカウンセリングを行う「カウンセリングデリバリー」のサービスを開始した。また同年には、食材の宅配サービスである「こだわり便」も開始した。

◆ 沿革２ ～ 健康食通販カタログ「ミールタイム」の創刊

創業当時は稼働率を高めるために買い物代行も行っていたが、利益が出ない状況が続いた。試行錯誤の過程で、「健康な食事を温めるだけで食べられるようにする」という需要が存在することに気づき、病院経由でカタログを配ることに活路を見出した。

チラシを作る資金がないところからのスタートだったが、事業の趣旨に賛同した広告主を得て、04 年に健康食の通販カタログの「ミールタイム」を創刊した。翌05年に、カタログと同名の健康食通販サイトを開設、07 年には定期コースを開始するなど、徐々に事業を軌道に乗せていった。

◆ 沿革３ ～ 試行錯誤の時期を経て現在の体制へ

その後、チャネル別に顧客基盤を広げていく方針をとるようになり、09年に調剤薬局向けの「ミールタイム　ファーマ」、介護施設向けの「ミールタイム　ケア」を立て続けに創刊した。

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。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。

「ミールタイム　ファーマ」は、薬が必要で病院には行くものの、病院内の栄養課で栄養指導を受けない患者をフォローするためのものであった。一方、介護施設向けは、病院向けとは住み分けられると考えていたが、介護施設に通う高齢者は体が弱れば結局は病院に行くようになることから、カタログを分ける効果が低いことに気づき、11年に「ミールタイム　ケア」を「ミールタイム」に統合した。この時に「ミールタイム」は発行回数を年4回に増やし、今の体制となった。

同じ11年、カウンセリングデリバリーという子会社を設立した。栄養士が車で配達しカウンセリングを行うという創業時のビジネスに再度挑戦する目的であったが、事業拡大に至らず14年に同社に吸収合併された。

その結果、「ミールタイム」と「ミールタイム　ファーマ」の2誌を中核とした事業展開となり、今に至っている。

◆ 経営理念

同社はビジョンとして、「一人でも多くのお客様に健康で楽しい食生活を提案し、豊かな未来社会に貢献します」を、経営理念として「お客様の健康を心から願う企業であり続けます」を、それぞれ掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と 16/3 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 11 の通りである。

16 年 3 月末時点で、代表取締役の阿部公祐氏が筆頭株主で発行済株式の65.51%を保有している（第8位の配偶者の所有分を合わせると、66.17%の保有となる）。その他の大株主には、機関投資家（信託銀行）、役員や阿部公祐氏の二親等内の血族が連なる。なお、上場前にベンチャーキャピタル2社から出資を受けていたが、上場後にその持分を減らしている。ベンチャーキャピタルの株式保有比率は、上場前の9.75%に対し、16年3月末時点では第4位のベンチャーキャピタルが3.14%を保有し、もう一社は上位株主 10 位から名前が消えている。なお、同社は自社株を保有していない。

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。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。

【 図表 11 】大株主の状況

株主（敬称略）	上場前			16年3月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	株数（株）	割合	順位	
阿部 公祐	4,545,000	75.43%	1	4,144,100	65.51%	1	代表取締役 上場時に400,900株を売り出し （オーバーアロットメント分を含む）
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 （信託口）	－	－	-	236,000	3.73%	2	
宮入 知喜	321,000	5.33%	3	201,000	3.18%	3	取締役 上場時に120,000株を売り出し
投資事業組合オリックス9号	498,000	8.26%	2	198,600	3.14%	4	
資産管理サービス信託銀行株式会社 （証券投資信託口）	－	－	-	81,000	1.28%	5	
阿部 恵一	309,000	5.13%	4	69,000	1.09%	6	代表取締役の二親等内の血族 上場時に240,000株を売り出し
阿部 ふよう	66,000	1.10%	7	66,000	1.04%	7	代表取締役の二親等内の血族
阿部 美子	42,000	0.70%	9	42,000	0.66%	8	代表取締役の配偶者
利川 美緒	87,000	1.44%	6	42,000	0.66%	9	取締役 上場時に45,000株を売り出し
宮川 貴臣	－	－	-	36,600	0.58%	10	
みずほキャピタル第3号投資事業有限責任組合	90,000	1.49%	5	－	－	-	
小島 宣夫	51,000	0.85%	8	－	－	-	上場時に51,000株を売り出し
山口 勝久	4,500	0.07%	10	－	－	-	取締役
成願 隆史	4,500	0.07%	10	－	－	-	監査役
島田 直樹	4,500	0.07%	10	－	－	-	監査役
（大株主上位10名）	6,022,500	99.95%	-	5,116,300	80.88%	-	
（新株予約権による潜在株式数）	170,100	2.82%	-	150,000	2.37%	-	
発行済株式総数	6,025,500	100.00%	-	6,325,500	100.00%	-	

（出所）ファンデリー有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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。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。

2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、10/3 期より開示されている。10/3 期～16/3 期までの期間に売上高は年平均 27.1%のペースで拡大してきた。また、経常利益は同 67.7%のペースで成長してきた。なお、13/3 期はカウンセリングデリバリーという子会社が存在したため連結決算を行っていたが、14/3 期に吸収合併したため、単体決算に戻っている。

103 期～16/3 期の 6 期の間、売上高は増収を続けてきたが、経常利益及び当期純利益は 12/3 期に減益となった。12/3 期は大きく方針を転換した期で、これまで 3 割ほどを占めていた他社からの仕入品のカタログ掲載を取りやめ、全体的に価格を引き下げた。同時に広告宣伝費を増加したため、価格引き下げと告知効果により、数量増で増収になったものの、減益となった。13/3 期以降は、増益基調を辿っている。

◆ 16 年 3 月期は主力の MFD 事業の受注と会員の増加が業績を牽引

16/3 期は、売上高が前期比 13.0%増の 3,015 百万円、営業利益が同 14.1%増の 500 百万円、経常利益が同 14.4%増の 500 百万円、当期純利益が同 20.4%増の 312 百万円と、増収増益であった。

15 年 6 月の上場時に公表した会社計画に対する達成率は、売上高 102.6%、営業利益 107.0%、経常利益 110.9%、当期純利益 115.1%であった。

主力の MFD 事業の売上高は前期比 16.0%増の 2,772 百万円であった。受注件数は 39.8 万件で同 15.7%増となった。16/3 期末の会員数が前期末比 19.7%増となったことが主要因だが、テレビ番組に取り上げられたことも影響しているようだ。

一方、16/3 期末の紹介ネットワークは 17,574 件となり、15/3 期末の 17,920 件から 346 件減少した。これは、医療機関等の統廃合や、医療機関等における担当者変更などが要因と考えられる。ただし、1 カ所あたり売上高及び会員数はともに上昇しており、一部の医療機関への深掘りが進んでいる可能性があるとも言えよう。

マーケティング事業の売上高は前期比 12.6%減の 242 百万円であった。広告売上は安定的に推移したが、業務受託の一部で、顧客都合により規模が縮小した案件が発生した模様である。

利益面では、売上総利益率は 57.1%と前期比 1.8%ポイント上昇したが、人員増等により販売費及び一般管理費（以下、販管費）の増加もあり、営業利益率の上昇幅は 0.2%ポイントに留まった。

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。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。

◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

15 年 6 月の東証マザーズ上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、16/3 期の利益成長とも相まって、15 年 3 月末に 70.1%だった同社の自己資本比率は、16 年 3 月末には 78.5%まで上昇し、財務の安全性が強化された。

＞ 他社との比較

◆ 家庭向けに食関連の宅配を行う企業と比較

家庭向けに食関連の宅配を行う上場企業と財務諸表を比較した。比較対象企業は、中京地区を地盤に家庭向けの食材宅配大手のショクブン（9969 東証二部）、青果物や加工食品等のネット販売を展開するオイシックス（3182 東証マザーズ）である（図表 12）。

【 図表 12 】財務指標比較：家庭向けに食関連の宅配を行う企業

項目	銘柄		ファンデリー		ショクブン	オイシックス
		コード	3137		9969	3182
		直近決算期	16/3期	（参考）	16/3期	16/3期
規模	売上高	百万円	3,015	–	8,895	20,158
	経常利益	百万円	500	–	136	806
	総資産	百万円	1,859	–	8,177	6,803
収益性	自己資本利益率	%	26.1	21.4	6.6	14.1
	総資産経常利益率	%	31.3	26.9	1.6	12.3
	売上高営業利益率	%	16.6	–	2.0	3.8
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	13.3	–	-2.5	11.4
	経常利益（同上）	%	8.9	–	229.5	3.2
	総資産（同上）	%	33.1	–	-8.2	13.0
安全性	自己資本比率	%	78.5	–	24.9	56.8
	流動比率	%	458.3	–	20.9	189.2
	固定長期適合率	%	4.5	–	171.1	35.0

（注）数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出（前期または 3 期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）
自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本＋固定負債）
ファンデリーは 13/3 期及び 14/3 期は連結決算のため、3 期前は連結の数値。
ファンデリーは 16/3 期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記している。
（出所）ファンデリー有価証券届出書及び有価証券届出書、各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

類似企業と比べると、売上高や総資産の規模は小さいものの、収益性、成長性、安全性のいずれも、同社が優位にあることが観て取れる。特に、総資産経常利益率や売上高営業利益率といった収益性の高さは、ネット販売を主とするオイシックスとの比較でも目立っている。

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。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。

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は創業以来一貫した事業目的にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 13 に示した。

【 図表 13 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・健康食宅配事業の最終ユーザー	・会員数	182,905人（16/3期末） 188,349人（17/3期第1四半期末）
			・定期コース会員数と全会員数に占める割合	6,938人、3.8%（16/3期末） 6,974人、3.7%（17/3期第1四半期末）
			・受注件数	39.8万件
			・1受注あたり購入単価	6,873円（16/3期第4四半期） 6,882円（17/3期第1四半期）
			・全売上高に占める定期コースの売上高の割合	51.1%（16/3期第4四半期） 51.7%（17/3期第1四半期）
		・マーケティング事業	・広告による売上高と全社売上高に対する構成比	69百万円 約2.3%
			・業務受託の売上高	156百万円
			・業務受託の顧客数	開示なし
			・業務受託の案件数	開示なし
	ブランド	・「ミールタイム」ブランド	・医療機関栄養士の推薦記事数	421件（16年8月2日時点）
	ネットワーク	・紹介ネットワーク（通販カタログを配布する施設）	・医療機関	12,509カ所
			・保健所・介護施設等	1,229カ所
			・調剤薬局	3,836カ所
		・製造委託先	・主要委託先2社	トオカツフーズ アサヒケータリング
			・全仕入先に占める主要委託先2社の割合	95.5%
		・物流	・倉庫業者	サネット
			・宅配事業者	ヤマト運輸
		・外部の栄養士	・Foodishの会員数	約45,000人
組織資本	プロセス	・カタログのコンテンツ	・メニュー数	ヘルシー食：101メニュー ヘルシー食多め：29メニュー たんぱく質調整食：115メニュー ケア食：7メニュー （16年夏号）
			・掲載メニューの変更頻度	毎号半分のメニュー変更
			・カタログの発刊頻度	「ミールタイム」年4回 「ミールタイム ファーマ」年2回
		・顧客接点	・管理栄養士・栄養士の資格保有者	女性30名は全員取得
			・カタログの年間発行部数	「ミールタイム」300万部 「ミールタイム ファーマ」50万部
		・人財育成	・従業員数	43名
	知的財産 ノウハウ	・商標権	・貸借対照表上の商標権	2百万円
		・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	5百万円
人的資本	経営陣	・社長をはじめとする経営陣の経験	・創業からの年数	約16年
			・ビジネスの定義	「一食二医」という考え方
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	4,144,100株（65.51%）
			・社長以外の取締役の持株数（監査役は除く）	243,000株（3.84%）
			・ストックオプション（取締役） *社外取締役は除く	詳細の開示なし
			・役員報酬総額（取締役） *社外取締役は除く	69百万円（5名）
	従業員	・企業風土	・従業員数	43名
			・平均年齢	28.4歳
			・平均勤続年数	3.1年
		・インセンティブ	・従業員持株会	なし
			・ストックオプション	150,000株（2.37%） *取締役保有分も含む

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合は 16/3 期、または 16/3 期末のものとする
（出所）ファンデリー有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

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。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。

同社の知的資本の源泉は、「食で元気な人を増やして、社会全体の医療費を下げる」という一貫してぶれない事業目的を立案した社長をはじめとする経営陣の資質にあると、当センターは考えている。同社はその事業目的の達成に向け、食事の宅配と栄養士によるカウンセリングを組み合わせたサービスを志向してきた。

そのサービスを確立するために、栄養士有資格者を集め、カタログのコンテンツを充実させて組織資本を蓄積し、医療機関等の紹介ネットワークを構築してカタログを配布しながら、顧客という関係資本を蓄積してきた。その結果として、現在の高収益のビジネスモデルが出来上がったと言えよう。

＞ ESG活動の分析

◆ 環境対応（Environment）

同社の業態は小売業に属し、健康食の宅配を主要事業としている。同社は、食を通じて世界の人々の健康と地球環境保全に貢献することをうたっている。

◆ 社会的責任（Society）

「一人でも多くのお客様に健康で楽しい食生活を提案し、豊かな未来社会に貢献します」というビジョン、および「お客様の健康を心から願う企業であり続けます」という経営理念のもと、本業である健康食の宅配を通じて、社会に貢献する方針をとっている。

加えて同社は、持続的な社会の発展を目指して、地域活性化を支援している。具体的な取り組みとして、同社の本社のある東京都北区で地域社会の活性化の事業活動を行う社会福祉法人ドリームヴイへの寄付を行っている。

◆ 企業統治（Governance）

同社の取締役会は 4 名で構成され、うち 1 名が社外取締役である。

社外取締役の山崎雄一氏は、松下電工及び松下電器産業（いずれも現パナソニック 6752 東証一部）で長年キャリアを積んだ後、ヒューレックス アドバイザーを経て、ワイルド･ライフ･コーポレーションの部長に就任し、現在も兼任している。

監査役会は監査役 3 名（いずれも社外監査役）で構成されている。内訳は、常勤監査役 1 名、非常勤監査役 2 名である。

常勤監査役の村木和彦氏は、日本電気（6701 東証一部）でキャリア

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。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。

を開始し、埼玉日本電気取締役、NEC フィールディング監査役、NEC 情報システムズ監査役、NEC ライベックス監査役を歴任してきた。

非常勤監査役の成願隆史氏は、朝日監査法人でキャリアを開始し、公認会計士として登録した。その後、ケネディ・ウィルソン・ジャパン（現ケネディクス 4321 東証一部）を経て、公認会計士成願隆史事務所を開設した。現在は同事務所所長のほか、エプコ（2311 東証 JQS）の取締役（監査等委員）との兼任である。

非常勤監査役の島田直樹氏は、アップルコンピュータ、ボストンコンサルティンググループを経て、ピー・アンド・イー・ディレクションズを設立した。現在は、ピー・アンド・イー・ディレクションズ代表取締役のほか、日本 M&A センター（2127 東証一部）取締役、ロキグループ取締役、杉田エース（7635 東証 JQS）取締役との兼任である。

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。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。

4. 経営戦略の分析

＞ 対処すべき課題

◆ 定期コースの利用率引き上げ

継続受注を前提とする定期コース「栄養士おまかせ定期便」は、同社にとっても効率性が高く、安定的な売上高と利益が見込まれる商品である。今後の成長を確かなものにするためには、この定期コースの利用率を引き上げることは必須である。16/3 期末時点における定期コースの会員数は 6,938 人、全会員の 3.8%であり、引き上げ余地は大いにあると言えよう。

◆ 栄養士有資格者を中心とした人材の確保

同社のビジネスモデルの特徴は、社内の栄養士有資格者が開発や受注、紹介ネットワーク開拓といった業務プロセスの要所を担っていることにある。16 年 3 月末時点で、43 名の社員のうち女性が 30 名であり、その全員が管理栄養士または栄養士の資格を保有している。今後もこの強みを維持していくために、栄養士の有資格者を中心とした人材の確保を続けていく方針である。なお、顧客ごとに担当栄養士がつく形式をとっているため、顧客数の拡大と人員の増加のペースはある程度連動するものと考えられ、人員の増加と同時に、業務効率化による生産性向上も課題となる。

◆ 知名度の向上

同社のサービスを知る機会は、医療機関等で構成される紹介ネットワークから入手するカタログによることが多い。実際に何かしらの病気にかかり、治療を受ける段階になって初めて同社のサービスを知るケースが多いものと推察される。従って、健康な顧客の予防目的の需要に対するアプローチはまだこれからと言えよう。

同社は過去、広告による知名度向上を図ったことがあるが、期待するほどの効果を得られなかったとのことである。将来的に、予防目的の需要に対応するために、知名度の向上に向けた施策を検討していく必要が生じるものと考えられる。

＞ 今後の事業戦略

◆ 既存の MFD 事業の拡大

高齢者世帯の増加等を追い風に、健康食宅配の市場は、今後も拡大が続くと考えられる。同社の事業規模を考えれば、既存の市場における成長余地は大きいと言えよう。同社は医療機関等の紹介ネットワークと栄養士によるカウンセリングといった特徴をさらに磨くことで、既存の MFD 事業の拡大を目指していく方針である。

MFD 事業の拡大に向け、紹介ネットワークの新規開拓、既存の紹介

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。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。

ネットワークの深耕、定期コースの利用率引き上げによるリピーターの増加、食品メーカーや病院所属の栄養士とのコラボレーションによる商品付加価値の向上を、同社は具体的な施策として挙げている。

◆ マーケティング事業の強化

同社は紹介ネットワークを活用したマーケティング事業を強化することで、収益源を多様化するとともに、マーケティング事業におけるサービスの充実をもって、紹介ネットワークの更なる拡充につなげていくことができると考えている。

現在、マーケティング事業での 3 業務（広告、業務受託、Web メディア）のうち、Web メディアでは健康食レシピ情報サイトを運営している。しかし、Web メディアによる売上貢献は現時点では僅少である。同サイトの展開に道を拓けるかどうかは、マーケティング事業の収益多様化に向けた試金石になろう。

◆ 中長期的にはヘルスケア総合企業を志向

中長期的な展望として、同社はヘルスケア総合企業となることを志向している。分野が多岐にわたるため、具体的な内容はイメージしづらいが、予防や生活習慣改善といった、医師による治療の前段階に関する分野や、運動と栄養学が連携できる分野などへのアプローチが考えられよう。

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。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。

5. アナリストの評価

＞ 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 14 のようにまとめられる。

【 図表 14 】SWOT 分析

強み (Strength)	・10年以上かけて構築してきた紹介ネットワークの厚み ・社内の人材の大半が栄養士であることによる業務の専門性の高さ - 栄養士によるメニュー開発、顧客へのカウンセリング、紹介ネットワークの開拓 ・高い利益率を実現する仕組み、ビジネスモデル - 紹介ネットワークを用いた効率的なカタログ配布 - マーケティング事業の収益でカタログ制作費用が実質無料
弱み (Weakness)	・事業規模の小ささ ・現社長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	・高齢者世帯の増加、食事療法需要の拡大（食事療法を必要とする患者の増加） ・国民医療費の抑制への動きと予防需要の増加 ・紹介ネットワーク拡大の余地 ・定期コース「栄養士おまかせ定期便」の利用率引き上げ余地 ・マーケティング事業の業務受託の顧客開拓余地 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・厚生労働行政の方針の変化（法改正や規制の変化等） ・医療機関や調剤薬局の取り組みスタンスの変化の可能性 ・新規参入の増加と競合の激化 ・栄養士有資格者の確保が難しくなる可能性 ・食品衛生上、もしくは個人情報管理上のトラブルが発生する可能性

（出所）証券リサーチセンター

＞ 経営戦略の評価

◆ 「一食二医」の考え方からスタートした事業の定義の仕方を評価

同社は創業来、食事の宅配と栄養士によるカウンセリングを組み合わせることで事業を構築してきた。ビジネスモデルのところでも述べた通り、MFD 事業は 5 つの特徴が有機的に機能することで、ひとつのビジネスモデルとして成り立っている。

同社では「一食二医」という標語を掲げている。「健康増進は第一に食事コントロールで行い、それでも困難な時に医療を行う」という意味の造語であるが、「食で元気な人を増やして、社会全体の医療費を下げる」という考え方が根底にある。この考え方から事業を定義していったことが、高収益のビジネスモデル構築の成功要因だったと考えられる。「栄養士ありき」で事業を構築したわけではなく、「食事コントロールのために必要な存在として栄養士を活用する」という考え方で、栄養士をビジネスモデルに組み入れたものと考えられよう。

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。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。

◆ 栄養士有資格者の確保と育成が今後の成長の前提条件

結果として、同社のビジネスモデルでは、業務プロセスの要所を栄養士が主導する体制となっている。栄養士の側から見ても、顧客へのカウンセリングやメニューの開発だけにとどまらず、紹介ネットワークの新規開拓や深耕のための営業、マーケティング事業のための営業などまで行うことから、業務範囲が相当に広い。また、顧客ごとに担当栄養士をつける方式を採っているため、会員増に見合うだけの人数の栄養士が必要となる。世間には有資格者は多いものの、同社の業務範囲の広さに対応できる栄養士は数多くない可能性がある。今後の成長のためには、栄養士の確保と育成が必要条件となろう。

＞ 今後の業績見通し

◆ 17 年 3 月期会社計画

17/3 期の会社計画は、売上高 3,466 百万円（前期比 15.0%増）、営業利益 567 百万円（同 13.3%増）、経常利益 557 百万円（同 11.4%増）、当期純利益 340 百万円（同 8.8%増）である（図表 15）。

【 図表 15 】ファンデリーの 17 年 3 月期の業績計画 （単位：百万円）

	15/3期	16/3期	17/3期	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	2,668	3,015	3,466	15.0%
MFD事業	2,391	2,772	3,166	14.2%
マーケティング事業	277	242	300	23.7%
売上総利益	1,474	1,723	1,978	14.8%
売上総利益率	55.3%	57.1%	57.1%	–
営業利益	438	500	567	13.3%
営業利益率	16.4%	16.6%	16.4%	–
MFD事業	431	598	675	12.8%
マーケティング事業	208	180	228	26.9%
調整額	-201	-278	-336	–
経常利益	437	500	557	11.4%
経常利益率	16.4%	16.6%	16.1%	–
当期純利益	259	312	340	8.8%
当期純利益率	9.7%	10.4%	9.8%	–

（注）17/3 期の売上総利益は、16/3 期決算短信の記載から算出
（出所）ファンデリー決算短信より証券リサーチセンター作成

主力の MFD 事業は前期比 14.2%の増収を見込んでいる。知名度向上と、紹介ネットワークの新規開拓や深掘りを通じた規模拡大により、受注件数は同 15.5%増、平均単価横ばいを前提としている。マーケティング事業は同 23.7%の増収を見込んでいる。

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。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。

MFD 事業の仕入商品原価率が前期と同水準で推移するものとして、売上総利益率は前期比横ばいの 57.1%としている。一方、人員増等による販管費増があり、営業利益率は 16.4%と前期比 0.2%ポイントの低下が想定されている。

株主還元に関して同社は、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、これまで無配を続けてきた。17/3 期についても無配を予定している。

◆ 17 年 3 月期第 1 四半期決算

17/3 期第 1 四半期は、売上高 777 百万円（前年同期比 18.0%増）、営業利益が 115 百万円（同 9.9%増）、経常利益が 121 百万円（同 29.9%増）、四半期純利益は 77 百万円（同 25.9%増）であった。上期の会社計画に対する進捗率は、売上高は 46.9%、営業利益は 47.1%となった。

MFD 事業は、売上高が前年同期比 19.4%増、セグメント利益が同 21.4%増となった。一方、マーケティング事業は売上高が同 0.1%増、セグメント利益が同 3.6%増にとどまった。MFD 事業が全体の業績を牽引する形となっている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 17/3 期業績を、売上高 3,506 百万円（前期比 16.3%増）、営業利益 606 百万円（同 21.1%増）、経常利益 598 百万円（同 19.5%増）、当期純利益 368 百万円（同 17.7%増）と、売上高、利益とも会社計画を上回る水準を予想する（図表 17）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) MFD 事業の売上高は、期末の会員数、期中平均会員数をベースとした 1 会員あたり売上高と 1 会員あたり受注件数を考慮して予想を組み立てている。16/3 期末の会員数 182,905 人、16/3 期の 1 会員あたり売上高 16.5 千円、1 会員あたり受注件数 2.37 回に対し、17/3 期末の会員は約 35,000 人増の約 218,000 人、17/3 期の 1 会員あたり売上高 16.0 千円、1 会員あたり受注件数 2.34 回と予想した（図表 16）。会員数の増加が主な増収要因と想定しているが、それを支えるのが、紹介ネットワークの拡大であり、16/3 期末の 17,574 件から 17/3 期末の 18,800 件へ、約 1,200 件増となるものとした。栄養士の有資格者を中心とした人員の拡充によって、達成可能と考える。

また、マーケティング事業は、会社計画と同水準の 300 百万円になるものと予想した。

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。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。

【 図表 16 】MFD 事業の主要指標

		14/3期末	15/3期末	16/3期末	17/3期末E	18/3期末E	19/3期末E
会員数	人	133,000	152,771	182,905	217,905	250,905	280,905
前期末比	－	33.0%	14.9%	19.7%	19.1%	15.1%	12.0%
紹介ネットワーク	カ所	14,198	17,920	17,574	18,800	19,800	20,800
前期末比	－	10.1%	26.2%	-1.9%	7.0%	5.3%	5.1%

		14/3期	15/3期	16/3期	17/3期E	18/3期E	19/3期E
MFD事業売上高	百万円	2,263	2,391	2,772	3,206	3,703	4,148
会員数（期中平均）	人	116,500	142,886	167,838	200,405	234,405	265,905
1会員あたり売上高	千円	19.4	16.7	16.5	16.0	15.8	15.6
受注件数	件	317,000	344,000	398,000	468,948	543,820	611,582
前期比	－	27.3%	8.5%	15.7%	17.8%	16.0%	12.5%
1会員あたり受注件数	件	2.72	2.41	2.37	2.34	2.32	2.30
1受注あたり売上高	千円	7.1	7.0	7.0	6.8	6.8	6.8
紹介ネットワーク（期中平均）	カ所	13,546	16,059	17,747	18,187	19,300	20,300
1カ所あたり売上高	千円	167	149	156	176	192	204
1カ所あたり会員数	人	8.60	8.90	9.46	11.02	12.15	13.10

（注） E：証券リサーチセンター予想
（出所）ファンデリー有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

(2) 17/3 期の売上総利益率は 57.1%と、16/3 期比横ばいで推移するものとした。

(3) 人員増による人件費の増加のほか、売上高の増加に対応する運賃、保管料、支払手数料の増加により、販管費は前期比 14.1%増になると予想した。増収効果と販管費の伸びの抑制により、営業利益率は 16/3 期の 16.6%から 17.3%まで 0.7%ポイント上昇するものと予想した。

18/3 期以降は、売上高は前期比約 12%～15%の増収が続くと予想した。紹介ネットワークの拡大とそれに伴う会員数の増加による MFD 事業の増収が主導するものとした。19/3 期末には、会員数は約 280,000 人、紹介ネットワークは 20,800 カ所まで増加する一方、1 会員あたり売上高、1 会員あたり受注件数は緩やかに低下していくものと想定した。

売上総利益率は 17/3 期の水準でほぼ横ばいに推移し、販管費も年 2 億円弱の増加に抑制されるものとした結果、18/3 期以降の営業利益率は 17.9%にまで上昇するものと予想した。

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。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。

【 図表 17 】証券の業績等の予想 （損益計算書） （単位：百万円）

	15/3期	16/3期	17/3期CE	17/3期E	18/3期E	19/3期E
損益計算書						
売上高	2,668	3,015	3,466	3,506	4,053	4,548
前期比	7.9%	13.0%	15.0%	16.3%	15.6%	12.2%
事業別						
MFD事業	2,391	2,772	3,166	3,206	3,703	4,148
マーケティング事業	277	242	300	300	350	400
売上総利益	1,474	1,723	1,978	2,001	2,314	2,599
前期比	7.9%	16.8%	14.8%	16.1%	15.7%	12.3%
売上総利益率	55.3%	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%	57.2%
販売費及び一般管理費	1,035	1,222	1,411	1,394	1,591	1,783
販管費率	38.8%	40.5%	40.7%	39.8%	39.3%	39.2%
営業利益	438	500	567	606	723	816
前期比	8.5%	14.1%	13.3%	21.1%	19.3%	12.8%
営業利益率	16.4%	16.6%	16.4%	17.3%	17.9%	17.9%
事業別						
MFD事業	431	598	675	699	839	958
マーケティング事業	208	180	228	228	266	304
調整額	-201	-278	-336	-320	-381	-445
経常利益	437	500	557	598	715	807
前期比	8.3%	14.4%	11.4%	19.5%	19.5%	13.0%
経常利益率	16.4%	16.6%	16.1%	17.1%	17.6%	17.8%
当期純利益	259	312	340	368	439	496
前期比	6.0%	20.4%	8.8%	17.7%	19.5%	13.0%
当期利益率	9.7%	10.4%	9.8%	10.5%	10.9%	10.9%

（注）CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想
17/3 期 CE の売上総利益は、有価証券報告書記載の売上高、売上原価、販売費及び一般管理費の金額から算出
（出所）ファンデリー有価証券届出書、有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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。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。

【 図表 18 】証券リサーチセンターの業績等の予想（貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書）（単位：百万円）

	15/3期	16/3期	17/3期CE	17/3期E	18/3期E	19/3期E
貸借対照表						
現金及び預金	887	1,317	–	1,669	2,143	2,640
売掛金	219	165	–	218	247	275
商品・仕掛品・貯蔵品	121	250	–	267	287	310
その他	46	59	–	60	60	60
流動資産	1,274	1,793	–	2,216	2,738	3,286
有形固定資産	11	10	–	9	7	6
無形固定資産	10	9	–	8	6	5
投資その他の資産	39	45	–	45	45	45
固定資産	60	65	–	62	60	57
資産合計	1,335	1,859	–	2,279	2,798	3,344
買掛金	89	114	–	123	147	161
未払法人税等	112	112	–	138	165	186
未払金等（未払法人税等を除く）	119	135	–	152	180	193
前受金	0	1	–	2	2	2
短期借入金	0	–	–	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	10	0	–	0	0	0
その他	59	27	–	27	27	27
流動負債	390	391	–	443	522	571
長期借入金	0	0	–	0	0	0
その他	8	7	–	7	7	7
固定負債	8	7	–	7	7	7
純資産合計	936	1,460	–	1,828	2,268	2,765
(自己資本)	936	1,460	–	1,828	2,268	2,765
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	437	498	–	598	715	807
減価償却費	8	8	–	4	4	4
売上債権の増減額（－は増加）	10	53	–	-53	-28	-28
棚卸資産の増減額（－は増加）	70	-129	–	-17	-19	-23
仕入債務の増減額（－は減少）	-6	25	–	9	23	14
法人税等の支払額	-141	-197	–	-204	-248	-289
その他	50	-21	–	16	28	12
営業活動によるキャッシュ・フロー	428	237	–	353	474	498
有形固定資産の取得による支出	-2	-3	–	-1	-1	-1
有形固定資産の売却による収入	0	0	–	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-3	-1	–	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	0	0	–	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	0	0	–	0	0	0
敷金及び保証金の差入による支出	-3	-4	–	0	0	0
敷金及び保証金の回収による収入	1	0	–	0	0	0
その他	-1	0	–	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-8	-8	–	-1	-1	-1
短期借入金の増減額（－は減少）	0	0	–	0	0	0
長期借入金の増減額（－は減少）	-32	-10	–	0	0	0
株式の発行による収入（株式公開費用を控除後）	0	211	–	0	0	0
配当金の支払額	0	0	–	0	0	0
その他	0	0	–	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-32	201	–	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	387	430	–	352	473	496
現金及び現金同等物の期首残高	500	887	–	1,317	1,669	2,143
現金及び現金同等物の期末残高	887	1,317	–	1,669	2,143	2,640

（注）CE:会社予想　E:証券リサーチセンター予想
（出所）ファンデリー有価証券届出書、有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

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。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。

＞ 投資に際しての留意点

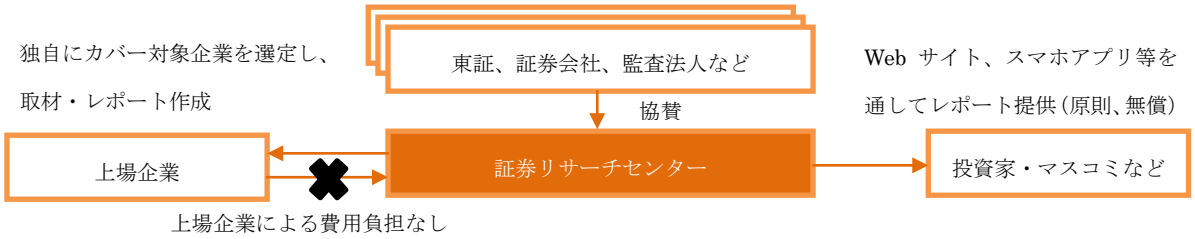
◆ 配当について

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

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。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。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

（協賛）

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
（準協賛）			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
（賛助）			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ **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

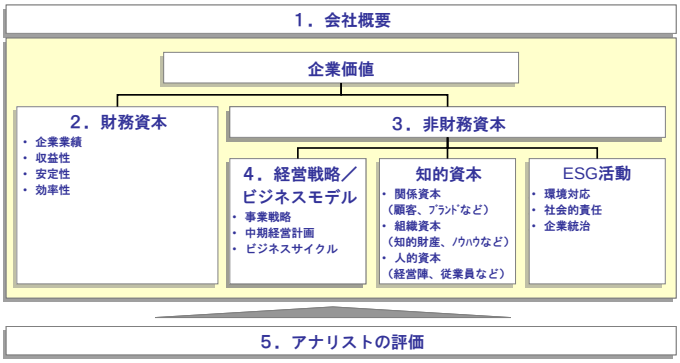
本レポートの構成

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。