

ホリスティック企業レポート シルバーライフ 9262 東証マザーズ

アップデート・レポート
2019年5月17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 20190514

シルバーライフ(9262 東証マザーズ)

発行日: 2019/5/17

高齢者向け配食サービスのフランチャイズチェーン(FC)を運営 19年7月期上期は会社計画を超過したが、通期計画は据え置き

> 要旨

◆ 会社概要

・シルバーライフ(以下、同社)は、高齢者向け配食サービスのフランチャイズチェーン(以下、FC)本部の運営を行っている。「まごころ弁当」と「配食のふれ愛」の2つのFCブランドを展開し、国内最大規模のFC店舗網を持つことと自社工場を持つことを特徴としている。

◆ 19年7月期第2四半期累計期間決算

・19/7期第2四半期累計期間決算は、売上高3,791百万円(前年同期比23.1%増)、営業利益433百万円(同61.6%増)となった。売上高、利益とも期初計画を超過したが、高齢者施設等では「端数パック」の廃止により増収基調に変化が見られた。一方、17年12月のメニュー改定や費用効率の改善により、売上高営業利益率は11.4%まで上昇した。

◆ 19年7月期業績予想

・19/7期業績について、同社は売上高7,716百万円(前期比17.9%増)、営業利益687百万円(同14.7%増)という予想を据え置いた。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、19/7期の業績を、売上高7,844百万円(前期比19.8%増)、営業利益804百万円(同34.3%増)へ上方修正した。好調な第2四半期累計業績に加え、FC加盟店の増加、OEMの販売先の増加、「端数パック」の廃止による生産性向上を考慮した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、20/7期以降、年16~18%の増収が続く一方、第2工場の稼働に向けた費用増が想定されることから、売上高営業利益率は21/7期に8.9%の水準に留まるものと予想した。
・「端数パック」の廃止によって低下した高齢者施設等向け売上高について、増収基調を回復できるかが焦点となろう。一方、「端数パック」の廃止により第1工場が生産限界を迎えるのが後ずれしたことで、第2工場の稼働計画にどのような影響が生じるのかも留意したい。

【9262 シルバーライフ 業種：小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/7	5,245	26.4	475	28.5	539	24.1	377	25.4	94.2	301.2	0.0
2018/7	6,547	24.8	599	26.0	677	25.6	431	14.2	87.3	574.9	0.0
2019/7 CE	7,716	17.9	687	14.7	739	9.1	463	7.4	88.1	-	0.0
2019/7 E	7,844	19.8	804	34.3	866	27.9	543	26.0	103.0	676.1	0.0
2020/7 E	9,273	18.2	824	2.4	886	2.3	555	2.3	105.2	781.4	0.0
2021/7 E	10,772	16.2	960	16.5	1,022	15.4	641	15.4	121.5	903.0	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、単体決算、17年10月の上場時に150,000株(株式分割後ベース300,000株)の公募増資を実施
18年5月1日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

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

【主要指標】

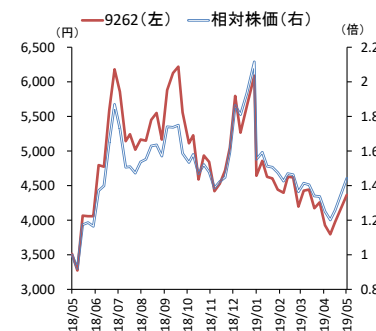
	2019/5/10
株価 (円)	4,370
発行済株式数 (株)	5,291,000
時価総額 (百万円)	23,122

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	50.1	42.4	41.5
PBR (倍)	7.6	6.5	5.6
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 (%)	9.9	-2.9	-3.9
対TOPIX (%)	14.8	0.8	8.4

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2018/5/11

アップデート・レポート

2/19

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。

> 事業内容

◆ 高齢者向け配食サービスのフランチャイズチェーンを運営

シルバーライフ（以下、同社）は、高齢者向け配食サービスのフランチャイズチェーン（以下、FC）を運営する企業である。

高齢者向け配食サービスは、成長が続く見込みの高い市場である。高齢者人口の増加に加え、介護保険の介護報酬削減の流れから自前で給食を提供できなくなった高齢者施設からの需要の増加が背景にある。当然、同業他社との競争に加え、隣接業界からの新規参入にさらされている市場である。

同社は、食材の開発、製造から、高齢利用者の自宅への配達（配食）を行う FC 店舗網の運営までを自社で行う一気通貫体制を築き上げている。製造と物流と配食を別の企業が行うことが一般的な配食サービスの業界において、同社のような一気通貫体制をとること自体が珍しく、同社の最大の特徴と言えよう。

その一気通貫体制の構成要素のうち、国内最大規模の FC 店舗網を有していることと、自社工場で食材生産を行っていることの 2 点が、同社の競争優位性を高めている。この 2 点が車の両輪のように機能することで、生産規模の拡大を通じて、製造シェアの拡大と価格競争力の向上が実現されている。

◆ FC 加盟店向けの売上高が全売上高の 70%以上を占める

同社は、食材製造販売事業の単一セグメントだが、販売先に応じて、売上高は、FC 加盟店、高齢者施設等、OEM の 3 つの販売区分に分類される（図表 1）。FC 加盟店が 18/7 期の売上高の 73.0%を占める中心事業であるが、高齢者施設等、OEM とも FC 加盟店を上回る高い増収率により、それぞれ売上構成比を上げてきている。

【 図表 1 】販売区分別売上高

（単位：百万円）

販売区分別	売上高			前期比/前年同期比			構成比		
	17/7期	18/7期	19/7期上期	17/7期	18/7期	19/7期上期	17/7期	18/7期	19/7期上期
FC加盟店	4,070	4,778	2,720	18.7%	17.4%	18.0%	77.6%	73.0%	71.8%
高齢者施設等	738	1,099	641	60.3%	48.9%	32.4%	14.1%	16.8%	16.9%
OEM	436	668	428	66.6%	53.3%	47.6%	8.3%	10.2%	11.3%
合計	5,245	6,547	3,791	26.4%	24.8%	23.1%	100.0%	100.0%	100.0%

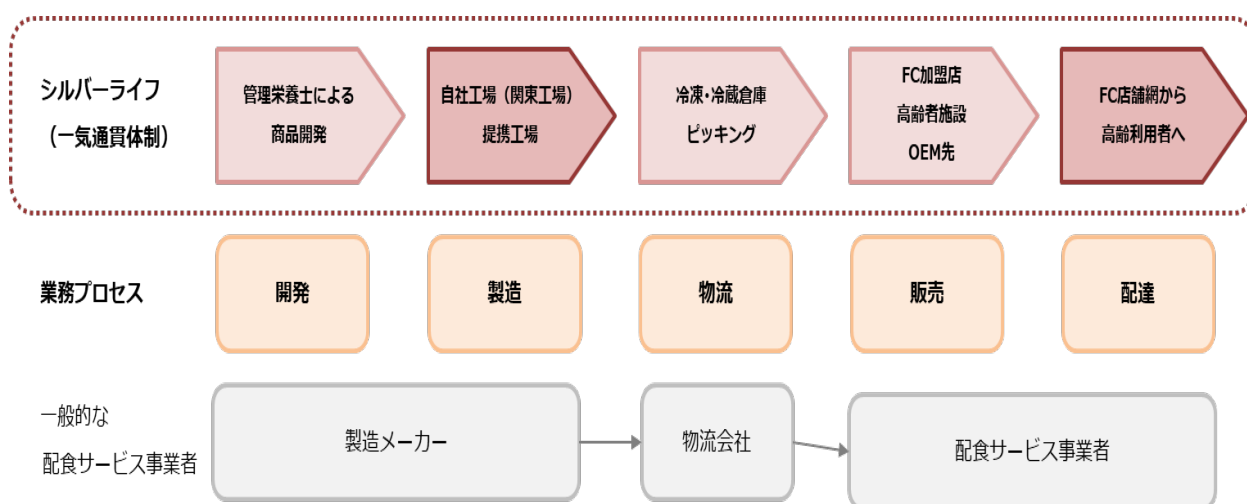
（出所）シルバーライフ有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 配食のプロセス全体を自社または自社で構築した仕組みでカバーしていることが最大の特徴

同社のビジネスモデルの最大の特徴は、開発、製造、物流、販売、配達までの配食サービスの一連のバリューチェーンを、一気通貫体制として自社または自社で構築した仕組みでカバーしている点にある。配食サービスの業界では、バリューチェーンのそれぞれの業務プロセスを別々の事業者が行うことがほとんどであり、同社のように自社または自社で構築した仕組みでカバーする企業はほとんどないものと推察される（図表2）。

【図表2】配食サービスのバリューチェーンとシルバーライフの一気通貫体制



（出所）シルバーライフ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

これらの業務プロセスの中でも特に重要なのが、「高齢利用者の自宅までアクセスできるフランチャイズ店舗網」と、「自社工場による製造」の部分である。

◆ 高齢利用者の自宅までアクセスできるフランチャイズ店舗網

同社は、高齢者向け配食サービスのフランチャイザーとして、「まごころ弁当」（09年開始）と「配食のふれ愛」（14年開始）の2つのFCブランドを運営している。直営店はなく、この2つのブランドのFC加盟店が、高齢利用者の自宅までの配達を担う。換言すれば、高齢者の自宅まで直接アクセスできる、言わば「ラストワンマイル」をおさえた流通網と言えよう。

高齢利用者の自宅には、以下のプロセスで配食される。

- (1) 同社からFC加盟店に、クックチルド（調理済み冷蔵食材）の形で主におかず食材が販売される。

- (2) FC 加盟店では、自ら炊飯した米とともにおかず食材を盛りつけ、弁当として完成させる。
- (3) 注文時に取り決めたスケジュールにのっとって、高齢利用者の自宅まで弁当を届ける。

FC 加盟店の観点では、他の FC と比べ、以下のような特徴がある。

- (1) 低コストでの開業が可能である。来店型店舗でないために好立地である必要がなく、また大型の厨房施設が不要であるため、初期投資が抑えられる。
- (2) 調理済み食材を盛り付けて配達するという簡単な作業のため、1 人でも事業開始が可能であり、また、調理経験等も不要である。

フランチャイズ契約には、「通常プラン」と「ゼロプラン」の 2 つの種類がある(図表 3)。「ゼロプラン」は初期費用がかからない分、食材代金の卸価格が「通常プラン」より高くなる。

【図表 3】フランチャイズの 2 つのプラン

加盟店にかかる費用	項目	通常プラン	ゼロプラン
初期費用	加盟金	50万円(消費税等別)	—
	保証金	40万円	40万円 (連帯保証人がいる場合は無料)
ランニング費用	ロイヤリティ	店舗月間売上高の5% (上限10万円(消費税等別))	—
	会費	—	月額3万円
	食材代金	卸価格	卸価格 (通常プランより高い)

(出所) シルバーライフ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

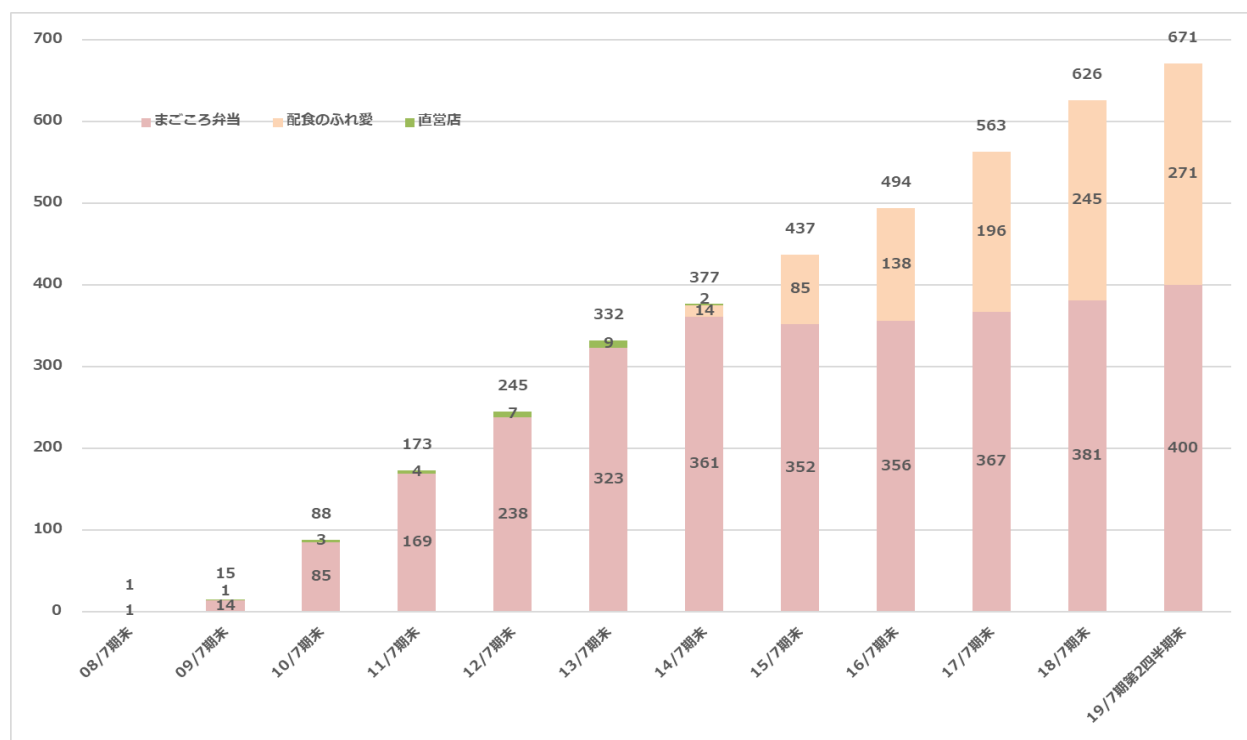
どちらのプランであっても、FC 加盟店は、食材を仕入れて高齢利用者に販売する形となる。そのため、同社の売上高のうち、FC 加盟店の販売区分の売上高は、初期費用やロイヤリティ、「ゼロプラン」の会費等の運営の仕組み上生じるものと、食材の卸販売によって生じるもので構成される。全体の売上高に占める前者の割合は 10%にも満たないと推察され、FC 加盟店の販売区分の売上高の大半は食材販売によるものである。

なお、同社によると、同社が運営する 2 つの FC ブランドは、高齢利用者から見ても、FC 加盟店から見ても、内容には大差はないとのことである。各地域での面展開を容易にするために 2 つのブランドを用意しているとしている。

19/7 期第 2 四半期（以下、上期）末時点で FC 加盟店は全国に 671 店あり、内訳は、「まごころ弁当」が 400 店、「配食のふれ愛」が 271 店となっている（図表 4）。最近では「配食のふれ愛」の店舗数の増加が目立っている。

【図表 4】利用者のもとへ配達を行う店舗数の推移

(単位：店舗)



(出所) シルバーライフ決算説明会資料

◆ 自社工場による製造

同社は、群馬県邑楽郡に、冷蔵食材と冷凍食材を製造する自社工場（関東工場）を保有している。13 年 2 月に取得し、13 年 8 月から稼働している。

配食サービスで高齢利用者に届けられる食事は、日常食である。そのため、飽きが来ないよう、毎日異なるメニューを提供し続けていくことが求められる。また、高齢利用者の健康状態に応じて、柔らかさや味付け、栄養バランスを変えていくことが求められる。

飽きが来ないだけの豊富なメニューを持てるかどうかは、高齢利用者のサービス継続率に影響するため、同業他社に対する競争優位性にもつながる。一方、冷凍食材だけでメニューを増やすことには限度があり、メニューを増やすためには、冷蔵食材が欠かせないと言われている。

同社は自社工場を持つことにより、配食サービスに求められる要件を満たしつつ、品数が多くても利益が出せる低コスト製造を可能とし、競合他社に対する競争優位性を高めている。同社の自社工場の特徴として、以下の3点が挙げられよう。

- (1) 配食サービス向けに特化した冷蔵食材（クックチルド）の製造が可能である（一般的に冷蔵の方が冷凍よりも食感が良いとされている）。
- (2) 国内でも珍しい多品種ランダム生産が可能なラインを持ち、飽きのこないメニュー提供が可能である。同社では 1,000 品目以上を用意している。
- (3) 大量生産によって規模のメリットが得られ、商品の価格競争力が高まる。

なお、同社が販売する食材のすべてが自社工場での生産というわけではない。食材の仕入先には、同社の自社工場に準じた製造機能を持つアイサービス（広島県尾道市）があり、18/7 期は全仕入の 39.7%をアイサービスが占めている。また、他にも数社の仕入先があり、嚙んだり飲み込んだりすることが難しい高齢者向けのムース食等、関東工場で製造していないジャンルのものについては、他社の工場からの仕入でまかなわれている。

◆ 物流機能

同社の物流は、関東工場からの出荷がほとんどであるが、製造能力のほかに、工場からの出荷能力も同社の売上高に影響を与える。17 年 10 月に、関東工場の近くで赤岩物流センターの稼働を開始したことで、1 日当たりの出荷可能件数は 550 件から 3,000 件にまで拡大した。

◆ 高齢者施設等

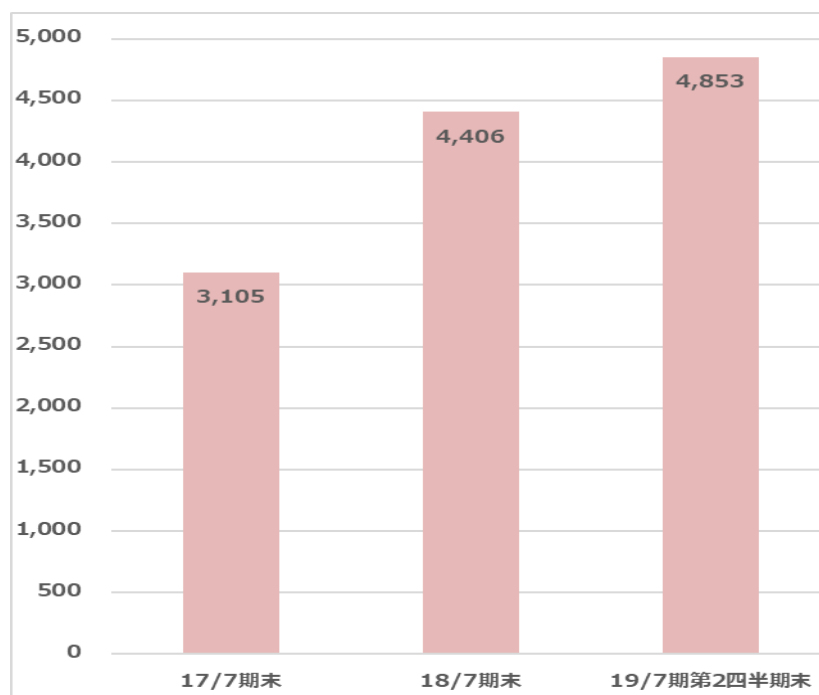
販売区分のうち、高齢者施設等は、老人ホームや通所介護施設といった高齢者施設に対する食材の直接販売となる。高齢利用者本人への配食は高齢者施設が行うが、高齢者施設までの食材の配達、近隣の FC 加盟店が行う。

FC 加盟店への卸販売とは異なり、直販価格での販売であるため、FC 加盟店への食材配送委託料の支払いが発生するものの、同社にとっては、FC 加盟店向けよりも利益率は高い。一方、FC 加盟店にとっては、配送委託料を受け取ることができるため、収益の安定につながりやすいというメリットがある。

契約する高齢者施設は18/7 期末 4,406 施設、19/7 期上期末 4,853 施設と増加が続いてきている（図表 5）。

【 図表 5 】 高齢者施設の契約数の推移

（単位：施設）



（出所）シルバーライフ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ OEM

販売区分のうち、OEM は、他の弁当配食事業者に対し、相手先ブランドで販売される弁当を卸販売するものである。現在は、冷凍弁当に限られており、冷蔵食材は販売されていない。

> SWOT分析

◆ 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6のようにまとめられる。

「機会」の項目に、「自社での直販を通じた拡販の機会」と「生産性の改善による収益貢献」の2点を追加したことが主な変更点である。

【図表6】SWOT分析

強み (Strength)	・開発・製造から配達までのプロセスを自社でカバーする一気通貫体制 ・自社製造工場を中心とした大量生産体制 - 配食に特化した冷蔵食材（クックチルド）が製造可能な生産ライン - 多品種ランダム生産が可能な生産ラインと豊富なメニュー - 大量生産による価格競争力 ・国内最多規模のFC店舗網 - 高齢利用者の自宅までアクセスできる店舗網 - FCのブランド力 - 店舗運営のノウハウの蓄積
弱み (Weakness)	・自社工場の地域的分散までには至っていないこと ・個人事業が多いため、FC加盟店の質や経営基盤の強さにばらつきがあること ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	・需要の拡大 - 高齢者人口の増加による高齢者向け配食サービス市場の拡大 - 慢性的な調理者不足を背景とした高齢者施設の給食の外部委託需要の拡大 - 同業他社のOEM需要の拡大 ・製造シェアの拡大による価格競争力の更なる向上 ・自社での直販を通じた拡販の機会（新規） ・生産性の改善による収益貢献（新規） - 端数バック廃止による生産性の向上（新規） ・関東第二工場の新設による生産能力の拡大と生産技術の進歩 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・事故や災害の可能性 - 工場で事故が発生する可能性 - 自然災害等により社会的に物流機能が停滞した場合に影響が及ぶ可能性 - 食中毒や異物混入が発生する可能性 (仕入食材、自社工場の生産過程、FC加盟店の店頭等) ・既存の同業他社または新規参入企業との競争激化の可能性（特に価格競争の激化） ・コスト上昇の継続（物流コスト、食材の材料コスト、人件費） ・協力工場との関係の変化の可能性 ・FC加盟店が思うように集まらない可能性 ・FC加盟店とトラブルが発生する可能性 - FC加盟店の離反 - FCのブランド毀損に発展する可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は代表取締役社長の経験に裏付けられた FC 開発に関するノウハウにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 7 に示した。

同社の知的資本の源泉は、代表取締役社長の清水氏という人的資本にあると考える。清水氏は、前職で配食サービス大手の FC 加盟店を運営していたが、その FC の中でトップ店を創り上げた経験を持つ。その経験を通じて培われたノウハウが、同社の FC 開発に十分に活かされた結果、国内最大規模の FC 店舗網という顧客資本の蓄積につながっていった。

FC 店舗網という需要側の拡大に対し、価格競争力を持つ形で安定的な食材の供給が必要となる。その課題に対し、同社は自社工場の取得を選択した。その結果、食材の開発・生産から高齢利用者の自宅までの配達を行う FC 店舗網の運営までを自社で行う一気通貫体制という組織資本が築かれることとなった。

一気通貫体制が構築された後は、需要（FC 店舗網とその先の高齢利用者）の増加に対応して供給力（生産能力や出荷能力）を拡大し、供給力の拡大が需要の更なる増加を支えるという好循環を生み出すこととなった。

【 図表 7 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値 (前回)	数値 (今回)
関係資本	顧客	取引先	・FC店舗数	626店舗 まごころ弁当381店舗 配食のふれ愛245店舗	671店舗 まごころ弁当400店舗 配食のふれ愛271店舗
			・契約するFCオーナー数	開示なし	-----
			・契約する高齢者施設等の施設数	4,406施設 (注)	4,853施設
			・OEM契約先の数	開示なし	-----
	ブランド	展開するブランド	・FC店舗ブランド	まごころ弁当 配食のふれ愛	-----
			・高齢者施設等向けサービスブランド	まごころ食材サービス	-----
			・サービスブランド	まごころ弁当 配食のふれ愛 楽らく弁当 すくすく弁当	-----
	ネットワーク	仕入先	・仕入先の数	開示なし	-----
			・主要な仕入先	アイサービス (仕入割合39.7%)	上期の開示なし
組織資本	プロセス	開発	・商品開発に携わる管理栄養士の人数	開示なし	-----
			・メニュー数	1,000品目以上	-----
		製造・物流	・製造拠点	関東工場 (群馬県邑楽郡)	-----
			・1日当たり製造量	4トン台 (冷蔵、冷凍の合計) (18年7月時点)	-----
			・流通拠点 (ピッキング)	赤岩物流センター (群馬県邑楽郡)	-----
		販売・配達	・営業担当者の数	開示なし	-----
			・配達拠点 (FC店舗網)	626店舗	680店舗
	知的財産 ノウハウ	蓄積されたノウハウ	・FC店舗運営のノウハウ	16年 (現代表取締役社長の前職からの経験)	17年 (現代表取締役社長の前職からの経験)
			・製造ノウハウ	5年 (関東工場取得からの経験)	6年 (関東工場取得からの経験)
		特許・商標権	・貸借対照表上の商標権	9百万円	上期の開示なし
			・特許出願	シルバーライフ安否確認アプリ (17年12月特許出願)	-----
		ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	53百万円	上期の開示なし
人的資本	経営陣	インセンティブ	・現代表取締役社長の存在	前職からの経過年数	02年より16年経過
			・代表取締役社長による保有	1,700,000株 (32.33%) 資産管理会社分を含めると3,700,000株 (70.39%)	1,067,500株 (20.24%) 資産管理会社分を含めると3,067,500株 (58.16%)
			・代表取締役社長以外の 取締役による保有 (監査等委員は除く)	5,200株 (0.10%)	上期の開示なし
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	56百万円 (4名)	上期の開示なし
	従業員	企業風土	・従業員数	84人 (単体)	上期の開示なし
			・平均年齢	35.4歳 (単体)	上期の開示なし
			・平均勤続年数	2.7年 (単体)	上期の開示なし
		インセンティブ	・従業員持株会	あり	-----
			・ストックオプション	232,000株 (4.41%) *取締役保有分も含む	214,800株 (4.07%) *取締役保有分も含む

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 18/7 期または 18/7 期末、今回は 19/7 期上期または 19/7 期上期末のもの。

前回と変更ないものは-----と表示。

「契約する高齢者施設等の施設数」は前回レポートでは「開示なし」としていたが、実際には開示されていたことが判明したため、修正して数値を掲載。

(出所) シルバーライフ 有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要**◆ 19 年 7 月期第 2 四半期累計期間業績**

19/7 期上期業績は、売上高が 3,791 百万円（前年同期比 23.1%増）、営業利益が 433 百万円（同 61.6%増）、経常利益が 487 百万円（同 66.2%増）、当期純利益が 299 百万円（同 60.8%増）となった。

売上高 3,700 百万円（前年同期比 20.1%増）、営業利益 320 百万円（同 19.5%増）、経常利益 347 百万円（同 18.6%増）、当期純利益 217 百万円（同 16.7%増）としていた期初計画を上回った。

販売区分別の売上高を見ると、FC 加盟店は前年同期比 18.0%増、高齢者施設等は同 32.4%増、OEM は同 47.6%増とすべての販売区分で増収となった。

FC 加盟店の店舗数は 671 店舗と 18/7 期末比 45 店舗増となったことが増収を牽引した。

高齢者施設等は、期末の契約施設数が 4,853 施設と 18/7 期末比 447 施設増となって上期では前年同期比増収となった。しかし、第 2 四半期の売上高は第 1 四半期比で減収となった。これは、製造に手間がかかる手作業による「端数パック」を廃止したことで、そうした「端数パック」の利用率の高い、注文数の少ない一部の中小規模施設からの失注が発生したことが原因である。ただし、手間がかかる作業が減少したことで生産性は上昇したため、売上高の減少幅に比べると利益への影響は小さかった模様である。

OEM は、赤岩物流センターの稼働開始によって出荷能力が高まったことを背景に、18 年 4 月から開始したヨシケイ開発（静岡県静岡市）のほか、18 年 10 月から全国通販（大阪府大阪市）が新規に OEM 先に加わり、大幅増収となった。

売上総利益率は前年同期比 2.3%ポイント改善の 28.3%となった。17 年 12 月に実施したメニューの大幅改定による影響が持続したことが主な要因だが、高齢者施設向けの手作業による端数パックを廃止したことによる生産性向上も一部貢献した。

また、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前年同期比 19.9%増の 638 百万円となったが、運送効率の改善や上場による広告効率の改善により、売上高販管費率は同 0.5%ポイント低下の 16.8%となった。売上総利益率と売上高販管費率の両方の改善により、19/7 期上期の売上高営業利益率は 11.4%と、同 2.7%ポイントの改善となった。

> 期中の変化**◆ 第2工場の建設計画について**

第2工場の投資総額の計画は18年12月に発表する予定だったが、19/7期第1四半期決算発表時に、計画の発表は19年夏頃まで延期されることが公表された。当初は、スタッフによってピッキングを管理する倉庫を計画していたが、無人で自動振り分けする倉庫にすべく、ゼロベースで計画を作り直すためである。

同時に、工場の稼働も、当初20年初旬としていたが、稼働開始日は未定となった。上記の計画変更のほか、世の中の部材不足による資材調達の遅れも背景にあるとしている。

◆ 高齢者施設向けの「端数パック」の廃止について

高齢者施設向けの売上高が、19/7期第1四半期から第2四半期にかけて減少した要因は、手作業による「端数パック」の廃止によるものであった。

「端数パック」とは、15グラムや305グラムというように、1食ごとに5グラム単位で量を調整する商品である。手作業によって製造されるため、時間がかかって人件費や業務委託費の上昇につながるだけでなく、長時間の細かい手作業の連続による疲弊により、スタッフの定着率が低下するという課題をはらんでいた。

人件費や業務委託費の上昇に耐えられず、同社は「端数パック」を廃止し、300グラムや500グラムといった定量販売に絞る決定をした。その結果、一部の中小高齢者施設からの失注は発生したものの、工場での労働時間の短縮(約3分の1に減少)や、機械導入が可能となったことによる人件費削減という生産性向上につながる効果を生んだ。

さらに、第1工場に余力が生じたことで、第1工場が生産限界に到達する時期が3年ほど後倒しすることができ、上述の第二工場の稼働計画の遅れを十分にカバーできるようになった模様である。

なお、今後は、手作業による「端数パック」の代わりに、機械による「少量定量パック」を導入することで、高齢者施設の需要に対応する予定である。なお、金型の準備のため、「少量定量パック」が実際に稼働するのは20/7期になってからと推察される。

◆ 株式の売り出し

19年1月7日の臨時取締役会の決議に基づき、代表取締役社長の清水貴久氏より632,500株(オーバーアロットメントによる売出し分82,500株を含む)が売り出された。売出し株数は発行済株式総数の12.0%に相当し、株主数の増加と流動性改善を目指すものであった。

> 今後の業績見通し**◆ 19 年 7 月期会社計画**

19/7 期の会社計画は、売上高 7,716 百万円（前期比 17.9%増）、営業利益 687 百万円（同 14.7%増）、経常利益 739 百万円（同 9.1%増）、当期純利益 463 百万円（同 7.4%増）である。上期が終了した時点で期初計画は据え置かれている（図表 8）。

FC加盟店向け販売は、期初時点で前期比 15.3%増収を見込んでいる。店舗数は年間 50～60 店舗増によって 19/7 期末は約 680 店舗となり、店舗売上も 18/7 期と同程度の増加額を想定している。なお、19/7 期上期末時点で 671 店舗となっており、既に想定水準に接近している。

高齢者施設向け販売は、期初時点で前期比 29.2%増収を見込んでいる。期初の段階では契約数の堅調な伸びが継続する想定だった。しかし、上述の手作業による「端数パック」の廃止による売上高の伸びの鈍化は、計画には含まれていない。

OEM 販売は、期初時点で前期比 17.0%増収を見込んでいる。期初時点での既存の OEM 先での拡大を想定しており、期中に開始した新規 OEM 先からの売上高は計画には含まれていない。

売上総利益率は期初時点で、前期比 0.5%ポイントの悪化の 26.4%を見込んでいる。食材価格の高騰と、20/7 期の第 2 工場の稼働予定に備えた人員強化による労務費の増加を想定している。

販管費は前期比 16.4%増を見込んでいる。17 年 10 月の赤岩物流センターの運用開始に伴う運賃や業務委託費の増加、FC 加盟者の募集のための広告宣伝費の増加を見込んでいる。それでも、増収率を下回る伸びに抑えられるものとして売上高販管費率は前期比 0.2%ポイント低下する結果、売上高営業利益率は前期比 0.3%ポイント悪化の 8.9%になると同社は予想している。

なお、上期は売上高、利益とも期初会社計画を上回ったにも関わらず通期の会社計画が据え置かれているのは、第 1 四半期から第 2 四半期にかけて減収となった高齢者施設向けの売上高の動向について慎重に見ていることと、19 年 4 月以降の食材価格の高騰による影響を考慮していることが要因である。

【図表8】シルバーライフの19年7月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/7期	17/7期	18/7期	19/7期単体	
	単体実績	単体実績	単体実績	期初会社計画	前期比
売上高	4,151	5,245	6,547	7,716	17.9%
販売区分別					
FC加盟店	3,428	4,070	4,778	5,511	15.3%
高齢者施設等	460	738	1,099	1,419	29.2%
OEM	261	436	668	782	17.0%
売上総利益	1,026	1,378	1,757	2,035	15.8%
売上総利益率	24.7%	26.3%	26.9%	26.4%	—
営業利益	370	475	599	687	14.7%
売上高営業利益率	8.9%	9.1%	9.2%	8.9%	—
経常利益	434	539	677	739	9.1%
売上高経常利益率	10.5%	10.3%	10.3%	9.6%	—
当期純利益	301	377	431	463	7.4%
売上高当期純利益率	7.3%	7.2%	6.6%	6.0%	—

(出所) シルバーライフ有価証券届出書、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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の19/7期業績について、売上高7,844百万円(前期比19.8%増)、営業利益804百万円(同34.3%増)、経常利益866百万円(同27.9%増)、当期純利益543百万円(同26.0%増)とし、前回予想より売上高、利益とも上方修正した(図表12)。

なお、前回予想は、売上高7,754百万円(前期比18.4%増)、営業利益696百万円(同16.1%増)、経常利益751百万円(同10.9%増)、当期純利益471百万円(同9.2%増)と会社計画の水準を若干上回る水準で予想していた。

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) 3つの販売区分のうち、FC加盟店の売上高は、期末のFC店舗数と、期中平均の店舗数から算出する1店舗当たり売上高から予想し、前期比18.6%の増収(前回は同15.5%の増収)とした。19/7期末の店舗数は716店舗(前期末比90店舗増、前回予想は680店舗)とし、1店舗当たり売上高は同約5%増とした。

高齢者施設等の売上高は、FC店舗が実際の配達を行っていることを踏まえ、FC加盟店の売上高と同様、期末のFC店舗数と、期中平均の店舗数から算出する1店舗当たり売上高から予想し、前期比16.0%の増収とした(前回予想は30.7%の増収)。「端数パック」の廃止によ

る一部高齢者施設との契約終了の影響を考慮し、1店舗当たり売上高は前期比ほぼ横ばい（前回予想は約19%増）に引き下げた。

OEMの売上高は、既存のOEM先の販売量と新規のOEM先の増加を想定して、前期比34.5%増（前回予想は19.6%増）とした。

(2) 売上総利益率は、18/7期の26.9%に対し、19/7期は0.2%ポイント上昇の27.1%に修正した（前回予想では26.6%、会社計画は26.4%）。前回予想より引き上げたのは、上期までの売上総利益率の上昇のほか、20/7期の第2工場の稼働開始に備えた人員強化による労務費の増加が後ろ倒しになるものと想定したためである。一方、17年12月に実施したメニューの大幅改定の効果の一巡、会社が懸念する19年4月以降の食材価格の高騰による影響、相対的に売上総利益率が高い高齢者施設等の売上構成比の低下も考慮したため、上昇幅を抑えた。

(3) 販管費は、18/7期の1,158百万円に対し、19/7期は1,321百万円（前回予想は1,369百万円）と163百万円増加するものとした。増加分の大きな割合を占めるのが運賃、給料及び手当、業務委託費であるが、運賃と業務委託費の伸びが抑えられるものとした。これらの結果、19/7期の売上高営業利益率は10.3%と、18/7期の9.2%より1.1%ポイント上昇するものと予想した（前回予想は9.0%、会社計画は8.9%）。

20/7期以降について、20/7期は前期比18.2%（前回16.5%）、21/7期は同16.2%（同17.6%）の増収が続くと予想した。期末のFC店舗は20/7期に80店舗、21/7期70店舗それぞれ増加するものとし、あとはそれぞれの店舗での配達量の増加を見込んだ。

一方、関東第2工場の稼働に向けた労務費の増加や、減価償却費をはじめとした費用の増加を見込み、20/7期は売上総利益率が前期比1.2%ポイント低下の25.9%、売上高営業利益率が同1.4%ポイント低下の8.9%になるものとした。20/7期の営業利益の成長率は2.4%まで低下しよう。

21/7期は、売上総利益率、売上高営業利益率とも前期比横ばいとしたが、増収により営業利益の成長率は16.5%と、利益成長の勢いが回復するものとした。

【 図表 9 】証券リサーチセンターの業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	16/7期単	17/7期単	18/7期単	19/7期単CE	19/7期単E	19/7期単E	20/7期単E	20/7期単E	21/7期単E	21/7期単E
				(今回)	(前回)	(今回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)
損益計算書										
売上高	4,151	5,245	6,547	7,716	7,844	7,754	9,273	9,035	10,772	10,627
前期比	17.5%	26.4%	24.8%	17.9%	19.8%	18.4%	18.2%	16.5%	16.2%	17.6%
販売区分別										
FC加盟店	3,428	4,070	4,778	5,511	5,669	5,517	6,728	6,363	7,811	7,379
前期比	17.5%	18.7%	17.4%	15.3%	18.6%	15.5%	18.7%	15.3%	16.1%	16.0%
売上構成比	82.6%	77.6%	73.0%	71.4%	72.3%	71.2%	72.6%	70.4%	72.5%	69.4%
高齢者施設等	460	738	1,099	1,419	1,274	1,436	1,625	1,751	1,911	2,198
前期比	-8.6%	60.3%	48.9%	29.1%	16.0%	30.7%	27.5%	21.9%	17.6%	25.5%
売上構成比	11.1%	14.1%	16.8%	18.4%	16.3%	18.5%	17.5%	19.4%	17.7%	20.7%
OEM	261	436	668	782	900	800	920	920	1,050	1,050
前期比	216.5%	66.6%	53.3%	16.9%	34.5%	19.6%	2.2%	15.0%	14.1%	14.1%
売上構成比	6.3%	8.3%	10.2%	10.1%	11.5%	10.3%	9.9%	10.2%	9.7%	9.9%
期末FC店舗数	494	563	626	680	716	680	796	750	866	820
前期末比	57	69	63	54	90	54	80	70	70	70
売上総利益	1,026	1,378	1,757	2,035	2,125	2,065	2,404	2,357	2,788	2,769
前期比	16.6%	34.2%	27.6%	15.8%	20.9%	17.5%	13.1%	14.1%	16.0%	17.5%
売上総利益率	24.7%	26.3%	26.9%	26.4%	27.1%	26.6%	25.9%	26.1%	25.9%	26.1%
販売費及び一般管理費	656	902	1,158	1,348	1,321	1,369	1,580	1,634	1,827	1,923
売上高販管費率	15.8%	17.2%	17.7%	17.5%	16.8%	17.7%	17.0%	18.1%	17.0%	18.1%
営業利益	370	475	599	687	804	696	824	722	960	846
前期比	34.2%	28.5%	26.0%	14.7%	34.3%	16.1%	2.4%	3.8%	16.5%	17.1%
売上高営業利益率	8.9%	9.1%	9.2%	8.9%	10.3%	9.0%	8.9%	8.0%	8.9%	8.0%
経常利益	434	539	677	739	866	751	886	777	1,022	901
前期比	36.0%	24.1%	25.6%	9.1%	27.9%	10.9%	2.3%	3.5%	15.4%	15.9%
売上高経常利益率	10.5%	10.3%	10.3%	9.6%	11.0%	9.7%	9.6%	8.6%	9.5%	8.5%
当期純利益	301	377	431	463	543	471	555	487	641	565
前期比	43.5%	25.4%	14.2%	7.4%	26.0%	9.2%	2.3%	3.5%	15.4%	15.9%
売上高当期純利益率	7.3%	7.2%	6.6%	6.0%	6.9%	6.1%	6.0%	5.4%	6.0%	5.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) シルバーライフ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表 10】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表／キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/7期単	17/7期単	18/7期単	19/7期単CE	19/7期単E	19/7期単E	20/7期単E	20/7期単E	21/7期単E	21/7期単E
貸借対照表										
現金及び預金	503	728	1,687	-	1,716	1,612	1,272	1,101	1,541	1,281
売掛金	433	536	645	-	730	714	844	820	896	897
商品及び製品・原材料及び貯蔵品	31	37	49	-	57	56	69	67	78	78
その他	101	162	228	-	228	228	228	228	228	228
流動資産	1,068	1,463	2,610	-	2,732	2,611	2,415	2,217	2,744	2,485
有形固定資産	512	590	1,184	-	1,713	1,713	2,694	2,694	3,102	3,102
無形固定資産	40	55	87	-	91	91	90	90	88	88
投資その他の資産	47	56	58	-	58	58	58	58	58	58
固定資産	600	702	1,349	-	1,863	1,863	2,842	2,842	3,249	3,249
資産合計	1,669	2,166	3,941	-	4,596	4,475	5,257	5,060	5,994	5,735
買掛金	268	338	403	-	455	445	509	494	523	524
短期借入金	0	100	-	-	0	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	93	86	25	-	0	0	0	0	0	0
未払金	138	127	178	-	196	193	231	225	269	265
未払法人税等	55	103	171	-	226	196	231	203	266	235
その他	48	45	18	-	18	18	18	18	18	18
流動負債	604	800	798	-	896	854	991	942	1,078	1,044
長期借入金	128	42	-	-	0	0	0	0	0	0
預り保証金	101	112	119	-	132	125	143	135	151	143
その他	4	3	1	-	1	1	1	1	1	1
固定負債	234	157	121	-	134	127	145	136	153	145
純資産合計	830	1,208	3,022	-	3,565	3,493	4,121	3,980	4,762	4,545
(自己資本)	830	1,208	3,022	-	3,565	3,493	4,121	3,980	4,762	4,545
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	424	524	666	-	866	751	886	777	1,022	901
減価償却費	80	83	113	-	128	128	211	211	252	252
売上債権の増減額(－は増加)	-72	-108	-109	-	-85	-69	-114	-105	-51	-77
棚卸資産の増減額(－は増加)	-15	-5	-12	-	-7	-6	-11	-11	-8	-10
仕入債務の増減額(－は減少)	37	69	65	-	52	42	53	48	13	29
法人税等の支払額	-181	-109	-182	-	-268	-255	-325	-283	-345	-303
その他	3	-27	-33	-	17	15	35	32	37	39
営業活動によるキャッシュ・フロー	275	426	506	-	702	605	735	669	920	831
有形固定資産の取得による支出	-145	-192	-692	-	-635	-635	-1,180	-1,180	-650	-650
有形固定資産の売却による収入	2	0	1	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-19	-29	-48	-	-26	-26	-10	-10	-10	-10
預り保証金の返還・受入による収支	11	18	19	-	13	6	10	9	8	8
その他	-2	-3	3	-	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-153	-206	-715	-	-647	-654	-1,179	-1,180	-651	-651
短期借入金の増減額(－は減少)	0	100	-100	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額(－は減少)	-78	-93	-102	-	-25	-25	0	0	0	0
株式の発行による収入(公開費用控除後)	-	-	1,364	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	0	-1	6	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-78	5	1,168	-	-25	-25	0	0	0	0
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額(－は減少)	43	225	959	-	29	-74	-444	-510	268	180
現金及び現金同等物の期首残高	459	503	728	-	1,687	1,687	1,716	1,612	1,272	1,101
現金及び現金同等物の期末残高	503	728	1,687	-	1,716	1,612	1,272	1,101	1,541	1,281

> 投資に際しての留意点

◆ FC 加盟店が関係するトラブルが発生するリスク

一般論として、FC の運営企業にはどうしても FC 加盟店が関係するトラブルが発生するリスクがある。FC 加盟店が何らかのトラブルを起こすケース、または、同社と FC 加盟店の間でトラブルが生じるケースが想定される。こうしたトラブルが発生してうまく解決されない場合、同社の責任の有無に関係なく、FC のブランドの毀損、高齢利用者の離反、FC 加盟店の離反等が発生する可能性がある。

◆ 食中毒や異物混入等のリスク

食品を取り扱う企業に共通して言えることだが、どうしても食中毒や異物混入のリスクはつきまとう。こうした事案が発生した場合、同社の評判が毀損する可能性がある。

◆ 大規模災害による影響の可能性

同社は群馬県邑楽郡に自社工場及び物流センターを持っている。当該地域で大規模な災害があった場合、食材の供給に影響が及ぶ可能性がある。

◆ 第 2 工場の建設計画

19/7 期第 1 四半期決算発表時に、第 2 工場の投資総額の計画発表は 19 年夏頃までに延期され、工場の稼働も、当初の 20 年初旬から稼働開始日を未定にする開示があった。一方、「端数パック」の廃止による生産性向上により、第 1 工場の生産限界を迎えるタイミングが後ずれしたことで、第 2 工場の稼働開始のタイミングは流動的となった。第 2 工場の稼働前後は費用がかさむことが考えられるため、短期業績に影響を及ぼす可能性が高い。そのため、今後発表が予定されている第 2 工場の建設計画の内容には注意を払っておきたい。

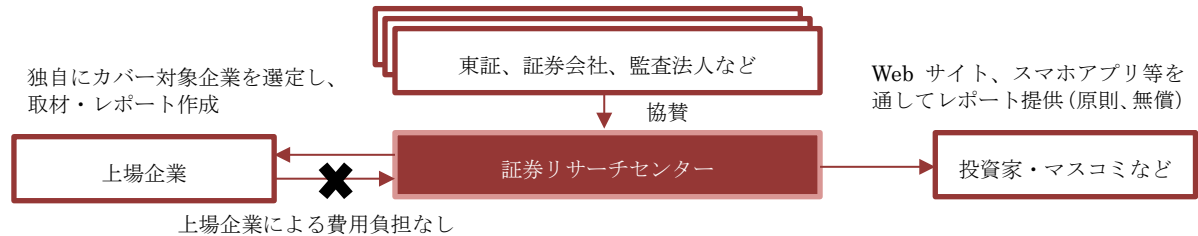
◆ 配当について

同社では、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。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

（協賛）

株式会社東京証券取引所

みずほ証券株式会社

株式会社 ICMG

（準協賛）

三優監査法人

（賛助）

日本証券業協会

宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

太陽有限責任監査法人

日本証券アナリスト協会

株式会社プロネクサス

大和証券株式会社

有限責任監査法人トーマツ

株式会社 SBI 証券

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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。