

# 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

ベーシック・レポート  
2018年11月9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 20181106

## 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 自社工場からFC店舗網運営までの一気通貫体制を武器に市場拡大をリードする

### 1. 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ブランドを展開している。自社工場を持つことと、国内最大規模のFC店舗網を持つことを特徴としている。

アナリスト:藤野敬大  
+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】

	2018/11/2		
株価(円)	4,935		
発行済株式数(株)	5,256,800		
時価総額(百万円)	25,942		
	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	56.5	55.1	53.3
PBR(倍)	8.6	7.4	6.5
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 2. 財務面の分析

・12/7期~18/7期は、年平均30.9%の増収、同28.8%の経常増益となった。FC加盟店の増加に伴い連続増収で推移してきたが、13年2月に取得した関東工場が軌道に乗るまでに手間取った13/7期~14/7期に経常利益が伸び悩む局面が見られた。

・食分野の宅配を中核事業とする上場企業との比較では、成長性の指標での優位性が目立つ。

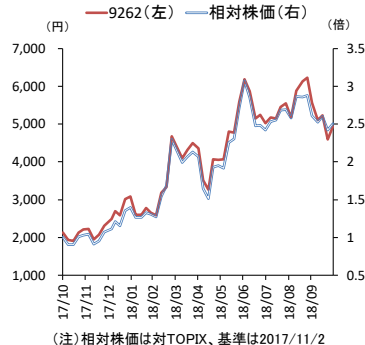
#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	6.9	-11.1	124.6
対TOPIX(%)	6.1	-7.0	142.6

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、代表取締役社長という人的資本にあると考えられる。社長の前職での経験とノウハウによって、業界最大規模のFC店舗網という顧客資本の蓄積につながり、自社工場の取得により、全プロセスをカバーする一气通貫体制という組織資本も築き上げている。

#### 【株価チャート】



### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、食材価格や人件費の上昇と価格競争への対応、現在計画中の関東第二工場のスムーズな立ち上げが挙げられる。

・持続的な規模拡大が同社の成長戦略の中心である。そのために、販売チャネル拡大と配食数増加による食材販売の増加と、それを支える生産能力の増強を図るとしている。

### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、同社が配食サービス業界の特徴を把握し、業界占有率を上げることで競争優位性を高めるという一貫した戦略を採ってきたことを評価している。

・今後、需要拡大と供給力拡大のそれぞれのペースを合わせていくことが一層求められよう。関東第二工場の新設を控え、それらのバランスが保たれていくかどうか今後の注目点である。

#### 【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	7,754	18.4	696	16.1	751	10.9	471	9.2	89.6	664.5	0.0
2020/7 E	9,035	16.5	722	3.8	777	3.5	487	3.5	92.6	757.3	0.0
2021/7 E	10,627	17.6	846	17.1	901	15.9	565	15.9	107.5	864.8	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  
17年3月4日付で1:20、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

#### ベーシック・レポート

2/31

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 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・企業理念・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

## 1. 会社概要

### > 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、高齢利用者の自宅までの配達（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%を占める中心事業であるが、高齢者施設等、OEM とも高い増収率により、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		構成比		
	16/7期	17/7期	18/7期	17/7期	18/7期	16/7期	17/7期	18/7期
FC加盟店	3,428	4,070	4,778	18.7%	17.4%	82.6%	77.6%	73.0%
高齢者施設等	460	738	1,099	60.3%	48.9%	11.1%	14.1%	16.8%
OEM	261	436	668	66.6%	53.3%	6.3%	8.3%	10.2%
合計	4,151	5,245	6,547	26.4%	24.8%	100.0%	100.0%	100.0%

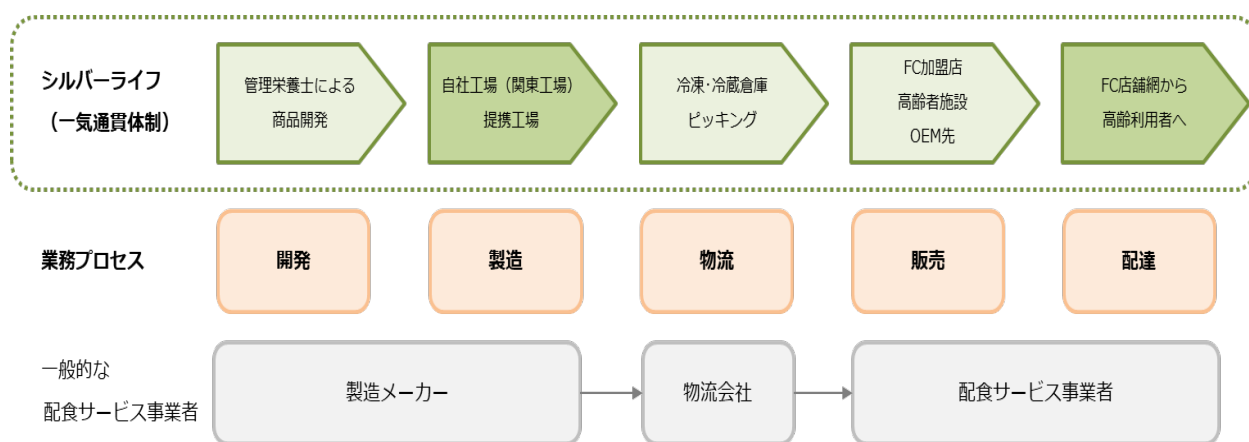
(出所) シルバーライフ届出目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 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り、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

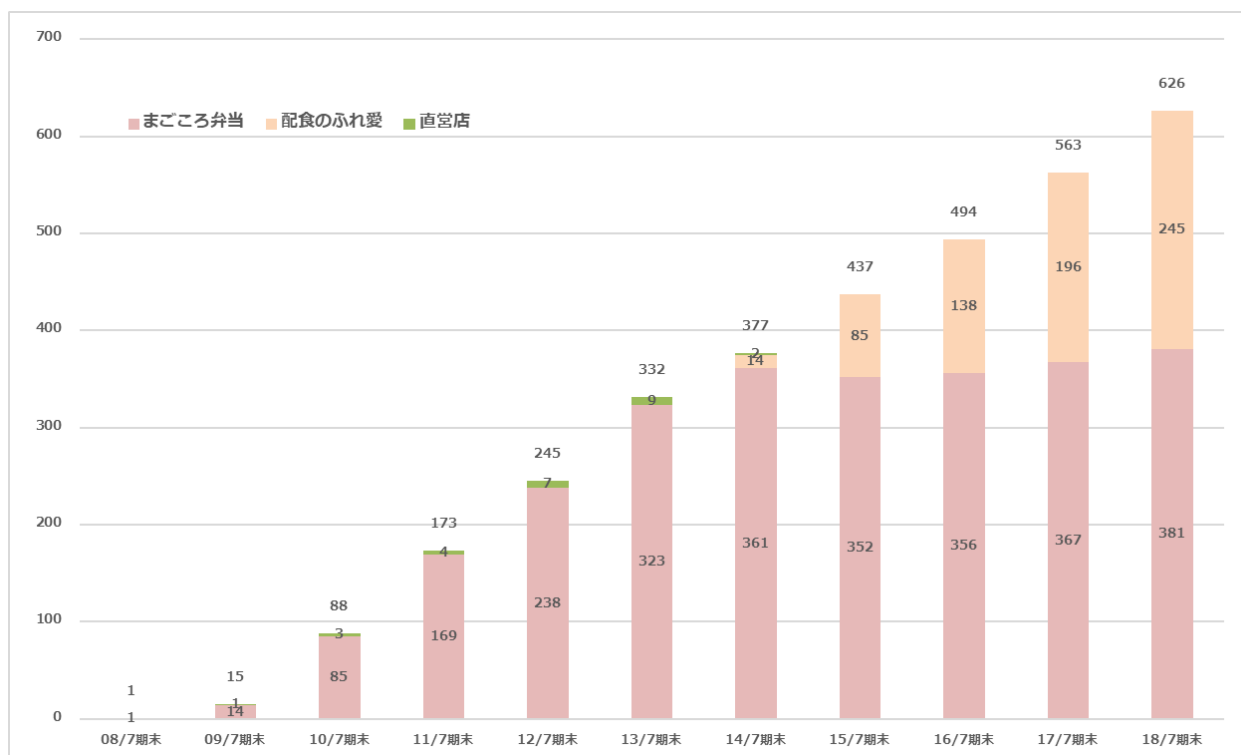
どちらのプランであっても、FC加盟店は、食材を仕入れて高齢利用者に販売する形となる。そのため、同社の売上高のうち、FC加盟店の販売区分の売上高は、初期費用やロイヤリティ、「ゼロプラン」の会費等の運営の仕組み上生じるものと、食材の卸販売によって生じるもので構成される。18/7期の売上高のうち、前者は全体の10%にも満たないと推察され、FC加盟店の販売区分の売上高の大半は食材販売によるものである。

なお、当社によると、当社が運営する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。

18/7 期末時点で FC 加盟店は全国に 626 店あり、内訳は、「まごころ弁当」が 381 店、「配食のふれ愛」が 245 店となっている(図表 4)。最近は「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、飽きが来ないように、毎日異なるメニューを提供し続けることが求められる。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、嚙んだり飲み込む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。



◆ 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。

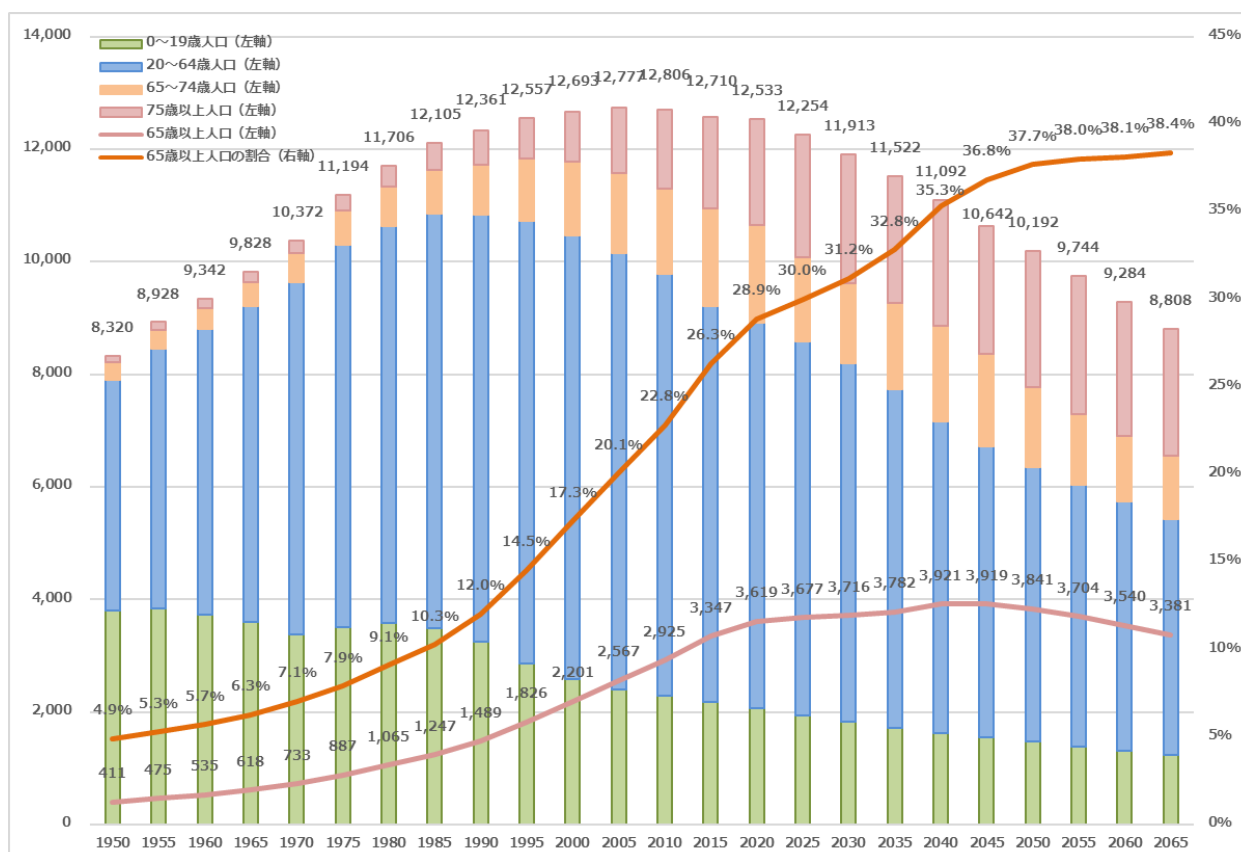
> 業界環境と競合

◆ 国内高齢者人口の推移

内閣府の「平成 30 年版高齢社会白書」によると、16 年時点で、65 歳以上の高齢者人口は 3,459 万人で、高齢化率は 27.3%となっている。40 年に 3,900 万人を超えるあたりでピークを迎えるまで、高齢者人口は増加し続けると推測されている(図表 5)。高齢者人口の増加が、高齢者向け配食サービスの需要の増加につながることは容易に想像されよう。

【図表 5】国内の高齢者人口(65 歳以上人口)と高齢者比率の推移

(単位:万人)



(注) 2020 年より推計値 推計値は出生中位・死亡中位で算出したもの

(出所) 総務省統計局「国勢調査報告」「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成 29 年推計)」より証券リサーチセンター作成

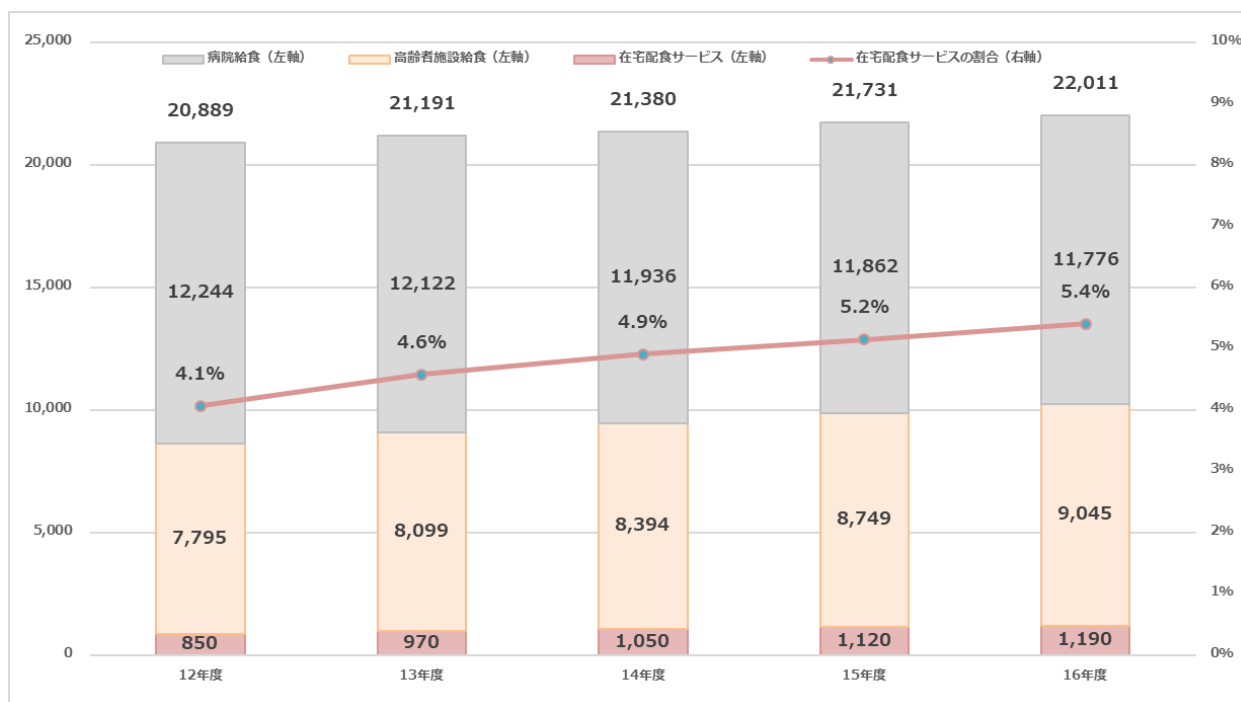
◆ 在宅配食サービスの市場規模の推移

同社が事業領域とする在宅配食サービスは、矢野経済研究所が定義する「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」の一部となる。在宅配食サービスは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 2017」では、16年度の市場規模は全体で2.2兆円、在宅配食サービスは1,190億円とされている。16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6)。

【図表6】メディカル給食・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「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 2017」より証券リサーチセンター作成

12年度から16年度までの4年間の年平均成長率は、全体の1.3%に対し、在宅配食サービスは8.8%であり、メディカル給食・在宅配食サービス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、在宅配食サービスは、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。

◆ 競合

同社と同じように、高齢者向け配食サービスをFC展開している企業としては、「宅配クック 123」のシニアライフクリエイト(東京都港区)、「ニコニコキッチン」のソーシャルクリエイション(大阪府大阪市)、「ライフデリ」のグランフーズ(東京都新宿区)等がある。

また、大手企業からの参入も見られる。ベネッセホールディングス

(9783 東証一部) のシニア・介護事業のグループ会社のベネッセパレット(東京都新宿区)が運営する「ベネッセのおうちごはん」、学研ホールディングス(9470 東証一部)のグループ会社でサービス付き高齢者向け住宅の運営等を行う学研ココファン(東京都品川区)が運営する「学研のあんしん配食」、ワタミ(7522 東証一部)の宅食事業が運営する「ワタミの宅食」等である。また、「ほっかほっか亭」のFC統括会社であるハークスレイ(7561 東証一部)は弁当宅配を強化しており、一部競合している可能性がある。

市場拡大を背景に参入企業は多い。18年5月に設立された日本栄養支援配食事業協議会の設立時の加盟会社は、同社を含む26社であった。既に競合先となっている企業もあれば、高齢者向けを行っておらず、現時点では競合先となっていない企業もある。後者であっても、今後高齢者向けに参入してくる可能性もあるため、潜在的な競合先とも言えよう。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 沿革 1 ～ 社長は前職にて高齢者向け配食サービスのFC加盟店として店舗運営を経験

代表取締役社長の清水貴久氏は、バンチャーリンクに在籍していた時に高齢者向けの配食サービスの可能性に気づき、02年に有限会社マーケット・インを設立し、配食サービス大手のFC加盟店として店舗で配食サービスを提供してきた。同氏はそのFCの加盟店の中でトップ店を創り上げたという。同社の配食サービスの店舗運営におけるノウハウは、この時代に蓄積されたと言っても過言ではない。

### ◆ 沿革 2 ～ シルバーライフ設立及びフランチャイズ網拡大に伴う清水氏の社長就任

マーケット・インの社員であった戸井丈嗣氏が独立し、07年10月に同社を設立した。当初は直営店で展開してきたが、設立後から約1年半が経った09年4月に、FCチェーンの「まごころ弁当」が開始された。清水氏が同社に加わったのが09年9月であり、清水氏がFCビジネスの開発、戸井氏が直営店の運営という担当となっていた。

12年6月には、高齢者施設向け食材販売「まごころ食材サービス」が開始された。FC店の店舗網が拡大し、同社の食材が届くエリアが広がったことが背景のひとつにある。

FC店の店舗数の増加に伴い、清水氏が全体の経営を見るようになり、12年9月に戸井氏が代表取締役を退任して取締役営業部長となり、清水氏が代表取締役社長に就任した。

**◆ 沿革3 ～ 自社工場の取得による自社一貫体制の基礎の構築**

高齢者向け配食サービスは成長産業であり、同社のFC店の店舗数の拡大に伴い、新規参入企業も散見されるようになってきた。その状況から、同社では、製造の機能を自社で保有して価格競争力を持たないと、大手企業が参入してきた時に立ち行かなくなるという危機感が高まっていた。

13年2月に、大手ファミリーレストランの運営企業が持っていた工場を取得し、自社工場とした。稼働当初は苦勞も多かったが、工場の運営が軌道に乗ったことで、現在の同社の最大の特徴である自社一貫体制の基礎が築かれた。

**◆ 沿革4 ～ 自社工場での製造量増加により整った現在の提供体制**

食材の製造量が増加したことを受け、14年2月にFCのセカンドブランドの「配食のふれ愛」を開始したほか、同年4月にはOEM販売を開始し、現在の3つの販売区分による提供体制が整った。また、14年10月には全直営店をFC化した。この後、FC店舗網の拡大とともに業績は拡大を続け、17年10月に東証マザーズに株式を上場した。

**◆ 企業理念**

同社は、企業理念として、「私たちは、食の観点から誰もが安心して歳を重ねていける社会を作ります」を掲げている。

**◆ 株主**

有価証券届出書と18/7期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表7の通りである。

18年7月末時点で、代表取締役社長の清水貴久氏の資産管理会社である株式会社近江屋が筆頭株主で38.04%を保有している。第2位は清水貴久氏の32.33%であり、両者合計で70.37%の保有となる。

なお、上場前は株式会社近江屋、清水貴久氏、シルバーライフ社員持株会の3名で全株が保有されていた。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前 (17年9月)			18年7月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
株式会社近江屋	1,000,000	49.85%	1	2,000,000	38.04%	1	代表取締役社長の資産会社
清水 貴久	1,000,000	49.85%	2	1,700,000	32.33%	2	代表取締役社長 上場時の17年10月に150,000株売り出し (株式分割後ベースでは300,000株)
野村證券株式会社自己振替口	0	-	-	200,000	3.80%	3	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	-	-	170,800	3.24%	4	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	0	-	-	138,800	2.64%	5	
野村證券株式会社	0	-	-	109,200	2.07%	6	
資産管理サービス信託銀行株式会社 (証券投資信託口)	0	-	-	73,600	1.40%	7	
MSIP CLIENT SECURITIES	0	-	-	70,600	1.34%	8	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口9)	0	-	-	51,600	0.98%	9	
野村信託銀行株式会社 (投信口)	0	-	-	37,000	0.70%	10	
シルバーライフ社員持株会	6,000	0.30%	3	-	-	-	
(大株主上位10名)	2,006,000	100.00%	-	4,551,600	86.58%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	147,100	7.3%	-	232,000	4.41%	-	
発行済株式総数	2,006,000	100.00%	-	5,256,800	100.00%	-	

(注) 18年5月1日付で1:2の株式分割を実施

上場前の株主は3名のみ

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

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

届出目論見書には同社の設立後 5 期目にあたる 12/7 期からの業績が記載されている。18/7 期までの 6 期間の同社の年平均成長率は、売上高が 30.9%、経常利益が同 28.8%であり、FC 店舗数の増加に伴って連続増収となった。利益面では、13/7 期、14/7 期に経常利益が伸び悩んだが、これは取得した自社工場（第一工場）を軌道に乗せるのに手間取ったためである。工場が軌道に乗った後は、増収が牽引する形での増益を続けてきた。

#### ◆ 18 年 7 月期は大幅増収増益で期初会社計画も超過

18/7 期は、売上高が前期比 24.8%増の 6,547 百万円、営業利益が同 26.0%増の 599 百万円、経常利益が同 25.6%増の 677 百万円、当期純利益が同 14.2%増の 431 百万円と、大幅増収増益となった。上場時会社計画に対する達成率は、売上高が 105.9%、営業利益が 112.7%となった。

販売区分別の売上高を見ると、FC 加盟店は前期比 17.4%増、高齢者施設等は 48.9%増、OEM は同 53.3%増とすべての販売区分で増収となった。FC 加盟店は、18/7 期末の店舗数が 626 店舗と前期末比 63 店舗増となったことが増収を牽引した。高齢者施設等は、介護報酬削減の影響を背景とした自前での給食提供から外部の配食サービス利用へのシフトが続き、新規契約が増加した。また、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受け、18 年 4 月より新規 OEM 先を追加したことで大幅増収となった。

売上総利益率は前期比 0.6%ポイント改善の 26.9%となった。四半期別には、第 1 四半期に食材価格の高騰により 25.4%にまで低下したが、メニュー改定で対応した結果、第 2 四半期以降は回復に向かい、結局通期では前期より上回った。また、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は同 28.4%増の 1,158 百万円となり、売上高販管費率は同 0.5%ポイント低下の 17.7%となった。売上総利益率の改善の影響が若干上回った結果、18/7 期の売上高営業利益率は 9.2%と、同 0.1%ポイントの改善となった。

#### ◆ 上場時の公募増資と利益成長による自己資本の増強

17 年 10 月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、18/7 期の利益成長とも相まって、17/7 期末に 55.8%であった同社の自己資本比率は、18/7 期末には 76.7%まで上昇し、財務の安全性は改善した。

## > 他社との比較

### ◆ 食分野の宅配を中核事業とする上場企業と比較

食分野の宅配を中核事業とする上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、同社と同様、日常食の宅配を行う企業として、カタログ主体の健康食宅配会社のファンデリー（3137 東証マザーズ）、中京地区を地盤とした家庭向けの食材宅配大手のショクブン（9969 東証二部）とした。また、参考までに、日常食ではないが、宅配寿司の「銀の皿」や宅配御膳「釜寅」等の調理済み食材宅配事業を行うライドオンエクスプレスホールディングス（6082 東証一部、以下、ライドオン）とも比較した（図表 8）。

目立つのは同社の成長性の高さである。収益性や安全性はファンデリーの方が優位にあるが、これはファンデリーが生産設備及び配送網を自社で持っていないためだと考えられる。なお、ファンデリーも今後自社工場の建設を計画しており、収益性や安全性の差は縮まっていくものと考えられる。

ショクブンは、同社と同様生産設備を自社で有しているが、苦戦が続き、赤字が続いている。少なくとも、自社で生産能力を持つ企業としては、同社の効率の方が良いことが読み取れよう。

取り扱いジャンルが日常食であるかどうかの違い、直営店の有無（ライドオンは約 3 割が直営店）の違いはあるが、ライドオンとの比較では、収益性や安全性についても総じて同社の方が高い。生産設備を自社で持つ優位性が現れている可能性がある。



【 図表 8 】 財務指標比較：食分野の宅配を中核事業とする企業

項目	銘柄	コード 直近決算期	シルバーライフ		ファンデリー	ショクブン	ライドオン エクスプレス ホールディングス
			9262 18/7期	(参考)	3137 18/3期	9969 18/3期	6082 18/3期
規模	売上高	百万円	6,547	—	3,306	7,970	19,140
	経常利益	百万円	677	—	651	-109	964
	総資産	百万円	3,941	—	2,677	7,028	10,055
収益性	自己資本利益率	%	20.4	14.3	20.3	-63.7	11.4
	総資産経常利益率	%	22.2	17.2	26.5	-1.4	11.2
	売上高営業利益率	%	9.2	—	19.6	-0.6	5.2
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	22.8	—	7.4	-4.4	3.5
	経常利益(同上)	%	28.5	—	14.2	-222.1	-2.8
	総資産(同上)	%	38.9	—	26.1	-6.9	16.8
安全性	自己資本比率	%	76.7	—	85.2	12.0	50.3
	流動比率	%	327.1	—	666.0	22.0	228.3
	固定長期適合率	%	42.3	—	3.6	238.3	46.4

(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)

シルバーライフは18/7期中に上場の際に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) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### 3. 非財務面の分析

#### > 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 9 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 9 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
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
			・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	開示なし
			・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%)
組織資本	プロセス	・開発 ・製造・物流	・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)
	販売・配達	・販売・配達	・流通拠点 (ピッキング)	赤岩物流センター (群馬県邑楽郡)
			・営業担当者の数	開示なし
			・配達拠点 (FC店舗網)	626店舗
			・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) ・製造ノウハウ 5年 (関東工場取得からの経験)
	知的財産 ノウハウ	・特許・商標権	・貸借対照表上の商標権	9百万円
			・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
			人的資本	経営陣
・インセンティブ	・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%)		
	・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%)		
	・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)		
従業員	・企業風土 ・インセンティブ	・従業員数	84人 (単体)	
		・平均年齢	35.4歳 (単体)	
		・平均勤続年数	2.7年 (単体)	
		・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	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は18/7期、または18/7期末のものとする

(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

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「私たちは、食の観点から誰もが安心して歳を重ねていける社会を作ります」を企業理念に掲げ、高齢者向け配食サービスの企業として、今後さらに高齢化が進行する日本の社会に貢献する方針を採っている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は 18 年 10 月 29 日開催の株主総会の決議をもって監査等委員会設置会社に移行した。同社の取締役会は 9 名で構成され、監査等委員である取締役は 5 名で、うち 4 名が社外取締役である。

常勤監査等委員取締役である片寄達哉氏は、日本メモレックス(現兼松エレクトロニクス)、山一証券、第二電電(現 KDDI)、インターネットセキュリティシステムズ(現日本アイ・ビー・エム)、アクアキャスト、SMS を経て同社に入社し、管理部長を務めた。

社外取締役の中谷顯嗣氏は、NMS でキャリアを積んだ後、有限会社記帳屋を設立し、代表取締役に就任した。その後、ゼファーの取締役も経験した。現在は、記帳屋の代表取締役、有限会社コングロマリットの取締役との兼任である。

社外取締役の清田滋氏は、ジャパンマーケティングリサーチを経て TVB サンチェーン(現ローソン(2651 東証一部))で取締役を務めた。ローソン ATM ネットワークの取締役、ローソン CS カードの代表取締役、ローソンの執行役員、ローソンチケットの代表取締役副社長を歴任した後、富士薬品の常務取締役、ドラッグストアバイゴーの代表取締役社長、オフィスぼうせんの代表取締役を歴任した。

社外取締役の奥津泰彦氏は公認会計士・税理士で、朝日監査法人(現有限責任あずさ監査法人)を経て、奥津公認会計士事務所を開設した。もりぞうの監査役、スパイシーソフトの経営管理部長及び監査役、バンク・オブ・イノベーション(4393 東証マザーズ)の常勤監査役を歴任した。現在は、奥津公認会計士事務所の代表のほか、アルフリードゲームスの代表取締役、有限責任開花監査法人設立パートナーとの兼任である。

社外取締役の深町周輔氏は弁護士で、弁護士法人かすが総合を経て、現在はフォーサイト総合法律事務所のパートナー弁護士である。また、

バンク・オブ・イノベーションの社外監査役、富士山マガジンサービス(3138 東証マザーズ)の社外監査役、NIPPON PAYの社外監査役との兼任である。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 食材の材料価格や人件費の上昇と価格競争への対応

同社の売上高は、自社で製造した、または他社から仕入れた食材の販売によるものが大半を占める。そのため、食材の材料価格や労務費の変動は同社の収益に大きく影響する要因となるが、世の中全般の趨勢として、食材価格や人件費は上昇傾向にある。

一方、高齢者向け配食サービスは成長が期待される業界と捉えられていることから、同業他社との競合に加え、周辺業界から大手企業が新規に参入してくる可能性がある。そのため、価格競争が激化する可能性と常に隣り合わせであり、販売価格引き上げによる価格転嫁が難しいことを意味している。

そのため、同社としては、規模の拡大により食材の1単位当たりの製造コストを下げることにより、収益性と価格競争力を維持することが重要な課題となってくる。

#### ◆ 当面の課題は関東第二工場のスムーズな立ち上げの成否

シェア拡大と収益性維持の両方の観点から、同社には規模の拡大の継続が求められるが、その成否は、現在計画している関東第二工場の新設にかかっているとと言っても過言ではない。そのため、関東第二工場の稼働開始がどれだけスムーズにいくかが、当面の課題となる。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 成長戦略を構成する2つの軸

同社の成長戦略の中心には持続的な規模の拡大が据えられている。そのための軸として、同社は、(1) 販売チャネルと配食数の増加による食材販売の売上の増加、(2) 生産能力の増強の2点を挙げている。

#### ◆ 成長戦略のための軸(1)～販売チャネルと配食数の増加

販売チャネルのうち、FC加盟店については、セカンドブランドである「配食のふれ愛」を中心とした拡大を計画している。また、高齢者施設等では、高齢者施設の調理者不足による外部委託需要の高まりを取り込んでいく。OEMでは、価格優位性を打ち出してOEM販売先を新規獲得していくことによりシェアを拡大するとしている。これらにより、配食数の増加を図っていく。

#### ◆ 成長戦略のための軸(2)～生産能力の増強

現在の売上高増加のペースでは、19年内には関東工場の生産能力は限界に達すると見られている。そこで関東第二工場の建設を計画しているが、18年5月に栃木県足利市に建設用地を取得しており、18年中に着工予定としている。

◆ 中長期の目標

18/7 期末時点で同社の FC 加盟店は 626 店舗あるが、75 歳以上の高齢者人口が増加していくことを踏まえ、今後 10～15 年で 1,500 店舗体制にすることを目標として掲げている。

同時に、OEM 販売も強化していき、自社の FC の店舗網と他社の店舗網を合わせ、高齢者向け配食サービスの製造インフラとしてのポジションを確立することを志向している。

## 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 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・自社製造工場を中心とした大量生産体制                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> <li>- 大量生産による価格競争力</li> </ul> </li> <li>・国内最多規模のFC店舗網                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 高齢利用者の自宅までアクセスできる店舗網</li> <li>- FCのブランド力</li> <li>- 店舗運営のノウハウの蓄積</li> </ul> </li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自社工場の地域的分散までには至っていないこと</li> <li>・個人事業の多いため、FC加盟店の質や経営基盤の強さにばらつきがあること</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・需要の拡大                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> <li>- 同業他社のOEM需要の拡大</li> </ul> </li> <li>・製造シェアの拡大による価格競争力の更なる向上</li> <li>・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</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事故や災害の可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 工場で事故が発生する可能性</li> <li>- 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</li> <li>- 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)</li> </ul> </li> <li>・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）</li> <li>・コスト上昇の継続（物流コスト、食材の材料コスト、人件費）</li> <li>・協力工場との関係の変化の可能性</li> <li>・FC加盟店が思うように集まらない可能性</li> <li>・FC加盟店とトラブルが発生する可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- FC加盟店の離反</li> <li>- FCのブランド毀損に発展する可能性</li> </ul> </li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター



## > 経営戦略の評価

### ◆ 業界占有率を上げるという戦略の一貫性を評価

同社の事業領域である高齢者向け配食サービスは成長が続く市場であり、かつ、提供する日常食自体は差別化が難しい商品である。そのため同社は、業界占有率を上げることによって競争優位性を高めていくという戦略をとってきた。

同社はまず、最終顧客である高齢利用者と直接の接点を持つ FC 加盟店数で一定のシェアを取ることに成功した。店舗数を増やすために、自社競合も厭わず、「まごころ弁当」と「配食のふれ愛」のダブルブランドで展開することなどは、なかなか実行できることではない。その結果、両ブランドの合計で、国内最大規模の店舗網の構築に成功した。

食材生産の自社工場を持つことも、業界占有率を上げるためには重要である。自社工場を持つことで、大量仕入、大量製造によるスケールメリットをとることができただけでなく、OEM 提供という形で製造シェアを上げることができるためである。

このように、業界占有率を上げることに集中してきた戦略の一貫性は評価できよう。その一貫性により、業界における現在のポジションと、それを支えるビジネスモデルが構築できたためである。

### ◆ 今後求められるのは需要拡大と供給力拡大のペースバランス

需要側にある FC 店舗網を拡大するためには、安定的な供給力の拡大が欠かせず、関東第二工場の新設は、供給のボトルネックを解消するという意味合いもある。逆に、今後、関東第二工場の稼働開始後は、製造による利益を得るために稼働率を上げることが必要であり、そのためには、生産能力に見合うだけの食材の販売先の拡大 (FC 店舗網の拡大や OEM 先の開拓) が必要になる。

今後は、需要拡大と供給力拡大のそれぞれのペースを合わせていくことが一層求められよう。もしそのペースのバランスが崩れた場合、増収率が鈍化する、または、工場稼働による利益が得られないといったことにより、短期業績に影響が及ぶ可能性もあることには留意しておく必要があるだろう。

## > 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 (図表 11)。

FC 加盟店向け販売は前期比 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。

高齢者施設向け販売は前期比 29.2%増収を見込んでいる。契約数の堅調な伸びが継続するものとしている。

OEM 販売は前期比 17.0%増収を見込んでいる。既存の OEM 先での拡大を想定しており、不確定な新規 OEM 先からの売上高は予想に含めていない。

売上総利益率は 26.4%と、前期比 0.5%ポイントの悪化を見込んでいる。食材価格の高騰と、20/7 期の第二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。

配当に関しては、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続する。

【 図表 11 】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) シルバーライフ届出目論見書、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7,754百万円(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を予想する(図表12)。

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15.5%の増収とした。19/7期末の店舗数は680店舗(前期末比54店舗増)とし、1店舗当たり売上高は前期比約5%増とした。

高齢者施設等の売上高は、契約する高齢者施設等の開示がないため、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30.7%の増収とした。高齢者施設等との契約が増加してFC店舗が行う配達量が増えるという考えから、1店舗当たり売上高は同約19%増とした。

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 0.3%ポイント低下の 26.6%と予想した。会社計画と同様、食材価格の高騰と、20/7 期の第二工場の稼働開始に備えた人員強化による労務費の増加を想定したが、一方で売上総利益率が相対的に高い高齢者施設等の売上構成比の上昇を見込み、会社計画の 26.4%よりはやや高めの水準を予想した。

(3) 販管費は、18/7 期の 1,158 百万円に対し、19/7 期は 1,369 百万円と 211 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。これらの結果、19/7 期の売上高営業利益率は 9.0%と、18/7 期の 9.2%より 0.2%ポイント低下するものと予想した(会社計画は 8.9%)。

20/7 期以降について、20/7 期は前期比 16.5%、21/7 期は同 17.6%の増収が続くと予想した。期末の FC 店舗は毎期 70 店舗増加するものとし、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、関東第二工場の稼働による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 0.5%ポイント低下の 26.1%、売上高営業利益率が同 1.0%ポイント低下の 8.0%になるものとした。20/7 期の営業利益の成長率は 3.8%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 17.1%と、勢いが回復するものとした。

【 図表 12 】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	20/7期単E	21/7期単E
<b>損益計算書</b>							
売上高	4,151	5,245	6,547	7,716	7,754	9,035	10,627
前期比	17.5%	26.4%	24.8%	17.9%	18.4%	16.5%	17.6%
販売区分別							
FC加盟店	3,428	4,070	4,778	-	5,517	6,363	7,379
前期比	17.5%	18.7%	17.4%	-	15.5%	15.3%	16.0%
売上構成比	82.6%	77.6%	73.0%	-	71.2%	70.4%	69.4%
高齢者施設等	460	738	1,099	-	1,436	1,751	2,198
前期比	-8.6%	60.3%	48.9%	-	30.7%	21.9%	25.5%
売上構成比	11.1%	14.1%	16.8%	-	18.5%	19.4%	20.7%
OEM	261	436	668	-	800	920	1,050
前期比	216.5%	66.6%	53.3%	-	19.6%	15.0%	14.1%
売上構成比	6.3%	8.3%	10.2%	-	10.3%	10.2%	9.9%
期末FC店舗数	494	563	626	680	680	750	820
前期末比	57	69	63	54	54	70	70
売上総利益	1,026	1,378	1,757	2,035	2,065	2,357	2,769
前期比	16.6%	34.2%	27.6%	15.8%	17.5%	14.1%	17.5%
売上総利益率	24.7%	26.3%	26.9%	26.4%	26.6%	26.1%	26.1%
販売費及び一般管理費	656	902	1,158	1,348	1,369	1,634	1,923
売上高販管費率	15.8%	17.2%	17.7%	17.5%	17.7%	18.1%	18.1%
営業利益	370	475	599	687	696	722	846
前期比	34.2%	28.5%	26.0%	14.7%	16.1%	3.8%	17.1%
売上高営業利益率	8.9%	9.1%	9.2%	8.9%	9.0%	8.0%	8.0%
経常利益	434	539	677	739	751	777	901
前期比	36.0%	24.1%	25.6%	9.1%	10.9%	3.5%	15.9%
売上高経常利益率	10.5%	10.3%	10.3%	9.6%	9.7%	8.6%	8.5%
当期純利益	301	377	431	463	471	487	565
前期比	43.5%	25.4%	14.2%	7.4%	9.2%	3.5%	15.9%
売上高当期純利益率	7.3%	7.2%	6.6%	6.0%	6.1%	5.4%	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届出書、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

【 図表 13 】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	20/7期単E	21/7期単E
<b>貸借対照表</b>							
現金及び預金	503	728	1,687	-	1,612	1,101	1,281
売掛金	433	536	645	-	714	820	897
商品及び製品・原材料及び貯蔵品	31	37	49	-	56	67	78
その他	101	162	228	-	228	228	228
流動資産	1,068	1,463	2,610	-	2,611	2,217	2,485
有形固定資産	512	590	1,184	-	1,713	2,694	3,102
無形固定資産	40	55	87	-	91	90	88
投資その他の資産	47	56	58	-	58	58	58
固定資産	600	702	1,331	-	1,863	2,842	3,249
資産合計	1,669	2,166	3,941	-	4,475	5,060	5,735
買掛金	268	338	403	-	445	494	524
短期借入金	0	100	-	-	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	93	86	25	-	0	0	0
未払金	138	127	178	-	193	225	265
未払法人税等	55	103	171	-	196	203	235
その他	48	45	18	-	18	18	18
流動負債	604	800	798	-	854	942	1,044
長期借入金	128	42	-	-	0	0	0
預り保証金	101	112	119	-	125	135	143
その他	4	3	1	-	1	1	1
固定負債	234	157	121	-	127	136	145
純資産合計	830	1,208	3,022	-	3,493	3,980	4,545
(自己資本)	830	1,208	3,022	-	3,493	3,980	4,545
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>							
税金等調整前当期純利益	424	524	666	-	751	777	901
減価償却費	80	83	113	-	128	211	252
売上債権の増減額 (-は増加)	-72	-108	-109	-	-69	-105	-77
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-15	-5	-12	-	-6	-11	-10
仕入債務の増減額 (-は減少)	37	69	65	-	42	48	29
法人税等の支払額	-181	-109	-182	-	-255	-283	-303
その他	3	-27	-33	-	15	32	39
営業活動によるキャッシュ・フロー	275	426	506	-	605	669	831
有形固定資産の取得による支出	-145	-192	-692	-	-635	-1,180	-650
有形固定資産の売却による収入	2	0	1	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-19	-29	-48	-	-26	-10	-10
預り保証金の返還・受入による収支	11	18	19	-	6	9	8
その他	-2	-3	3	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-153	-206	-715	-	-654	-1,180	-651
短期借入金の増減額 (-は減少)	0	100	-100	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-78	-93	-102	-	-25	0	0
株式の発行による収入 (公開費用控除後)	-	-	1,364	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0
その他	0	-1	6	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-78	5	1,168	-	-25	0	0
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	43	225	959	-	-74	-510	180
現金及び現金同等物の期首残高	459	503	728	-	1,687	1,612	1,101
現金及び現金同等物の期末残高	503	728	1,687	-	1,612	1,101	1,281

(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届出書、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

## > 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。

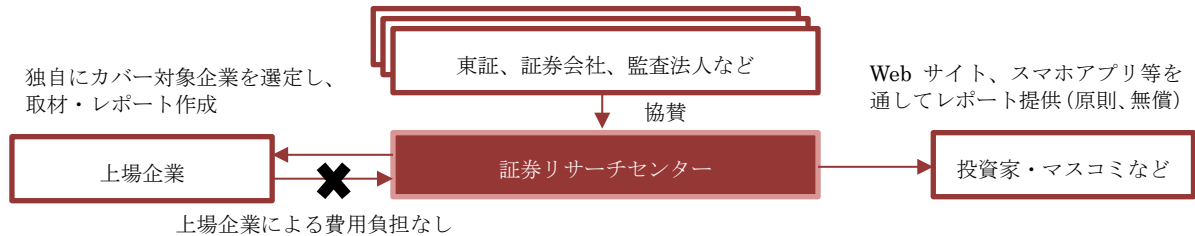
### ◆ 配当について

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

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### 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・間接的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。