

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
2020年1月24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 20200121

シルバーライフ(9262 東証マザーズ)

発行日: 2020/1/24

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 中期的な注目点は着工を開始した第2工場の稼働開始タイミング

> 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月期決算

・19/7期決算は、売上高7,800百万円(前期比19.1%増)、営業利益885百万円(同47.6%増)となった。売上高、利益とも期初計画を超過したが、高齢者施設等向けの売上高は、「端数パック」の廃止によって一部施設向けに失注が発生し、期初計画の水準に到達しなかった。一方、継続的な業務効率改善や運送費抑制により、売上高営業利益率は11.3%まで上昇した。

◆ 20年7月期業績予想

・20/7期業績について、同社は売上高8,830百万円(前期比13.2%増)、営業利益990百万円(同11.8%増)と予想している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/7期の業績を、売上高8,867百万円(前期比13.7%増)、営業利益992百万円(同12.1%増)とした。FC加盟店の増加が主導する形での増収と、それに基づく利益成長を予想する。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、21/7期以降、年12~13%台の増収が続く一方、21/7期半ばに第2工場が稼働を開始すると想定し、売上高営業利益率は21/7期に10.7%まで低下し、22/7期に11.4%の水準に回復するものと予想した。
・直近の業績に関しては「端数パック」の廃止の影響が続く高齢者施設等向け売上高、19/7期より注力し始めた冷凍弁当の直販の動向が焦点となろう。一方、19年11月に着工した第2工場については、未定となっている稼働開始のタイミングに注意を払う必要がある。

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】

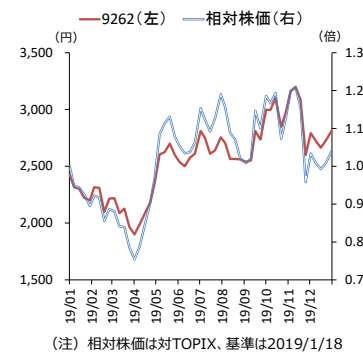
	2020/1/17
株価(円)	2,812
発行済株式数(株)	10,616,400
時価総額(百万円)	29,853

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	46.7	43.3	39.7
PBR(倍)	8.1	6.8	5.8
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(%)	5.6	-9.3	21.7
対TOPIX(%)	10.2	-5.9	37.3

【株価チャート】



【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)
2018/7	6,547	24.8	599	26.0	677	25.6	431	14.2	43.7	287.5	0.0
2019/7	7,800	19.1	885	47.6	1,002	47.9	635	47.3	60.2	346.2	0.0
2020/7 CE	8,830	13.2	990	11.8	1,070	6.8	670	5.4	63.1	-	0.0
2020/7 E	8,867	13.7	992	12.1	1,099	9.7	689	8.5	64.9	411.1	0.0
2021/7 E	10,086	13.7	1,077	8.5	1,202	9.3	753	9.3	70.9	482.1	0.0
2022/7 E	11,296	12.0	1,282	19.1	1,424	18.5	893	18.5	84.1	566.3	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

18年5月1日付で1:2、19年10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

アップデート・レポート

2/20

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・その他の3つの販売区分に分類される(図表1)。FC加盟店が19/7期の売上高の71.9%を占める中心事業である。19年4月に冷凍食品の販売を開始したため、従来の「OEM」は「OEM・その他」に変更された。冷凍食品の自社ブランドでの販売(直販)が上乘せされたこともあり、OEM・その他は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			売上構成比		
	17/7期	18/7期	19/7期	17/7期	18/7期	19/7期	17/7期	18/7期	19/7期
FC加盟店	4,070	4,778	5,609	18.7%	17.4%	17.4%	77.6%	73.0%	71.9%
高齢者施設等	738	1,099	1,258	60.3%	48.9%	14.5%	14.1%	16.8%	16.1%
OEM・その他	436	668	932	66.6%	53.3%	39.4%	8.3%	10.2%	12.0%
合計	5,245	6,547	7,800	26.4%	24.8%	19.1%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 19/7期第3四半期以降、「OEM」は「OEM・その他」に変更されている。

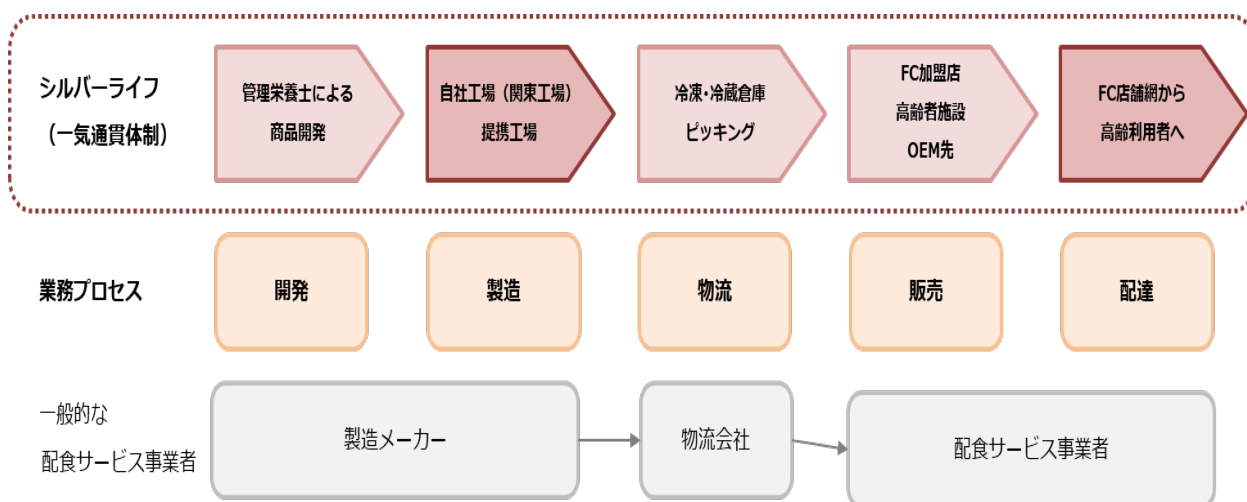
(出所) シルバーライフ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> **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

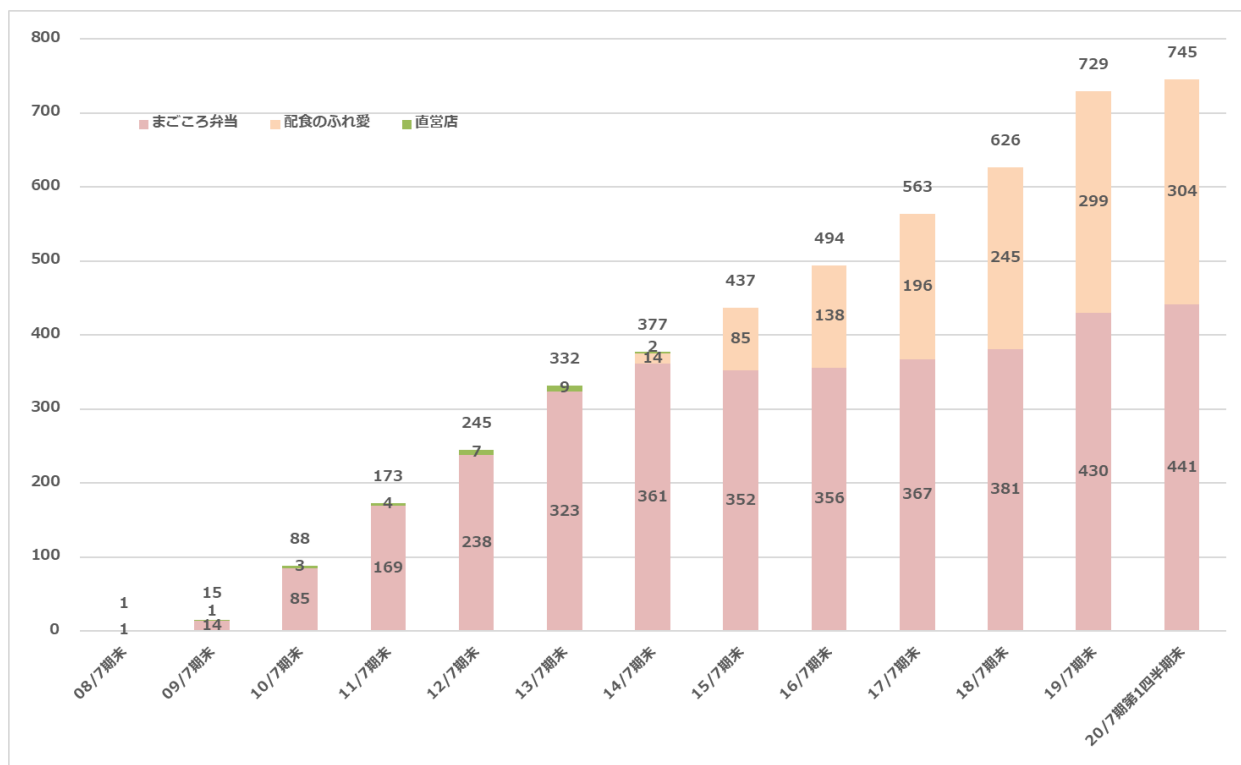
どちらのプランであっても、FC加盟店は、食材を仕入れて高齢利用者に販売する形となる。そのため、同社の売上高のうち、FC加盟店の販売区分の売上高は、初期費用やロイヤリティ、「ゼロプラン」の会費等の運営の仕組み上生じるものと、食材の卸販売によって生じるもので構成される。全体の売上高に占める前者の割合は10%にも満たないと推察され、FC加盟店の販売区分の売上高の大半は食材販売によるものである。

なお、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。

FC加盟店は全国にあり、19/7 期末時点で 729 店(「まごころ弁当」430 店、「配食のふれ愛」299 店)、20/7 期第 1 四半期末時点で 745 店(同 441 店、同 304 店)ある(図表 4)。

【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し、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、19/7 期は全仕入の 42.2%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

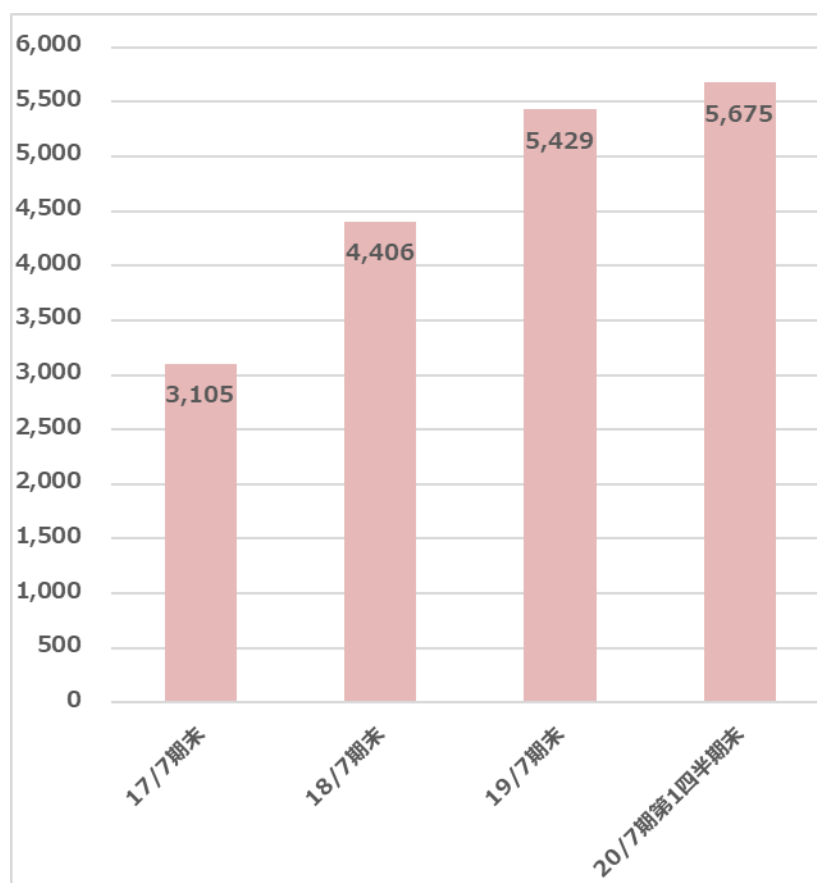
販売区分のうち、高齢者施設等は、老人ホームや通所介護施設といった高齢者施設に対する食材の直接販売が該当する。高齢利用者本人への配食は高齢者施設が行うが、高齢者施設までの食材の配達、近隣の FC 加盟店が行うことが多い。

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19/7 期末 5,429 施設、20/7 期第 1 四半期末 5,675 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・その他

販売区分の OEM・その他にある「OEM」とは、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、「OEM」で販売されるもの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。

また、今後、冷凍弁当の自社ブランドでの販売(同社では直販と呼ぶ)を本格的に行っていくため、19/7 期第 3 四半期より販売区分が従来の「OEM」から「OEM・その他」へ変更となった。

> 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。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> •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 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 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)	<ul style="list-style-type: none"> •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)	<ul style="list-style-type: none"> •需要の拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 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 •生産性の改善による収益貢献 <ul style="list-style-type: none"> - 端数バック廃止による生産性の向上 •関東第2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)	<ul style="list-style-type: none"> •事故や災害の可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 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	671店舗 まごころ弁当400店舗 配食のふれ愛271店舗	729店舗 (19/7期末) まごころ弁当430店舗 配食のふれ愛299店舗 745店舗 (20/7期第1四半期末) まごころ弁当441店舗 配食のふれ愛304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	4,853施設	5,429施設 (19/7期末) 5,675施設 (20/7期第1四半期末)	
		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%) (18/7期)	アイサービス (仕入割合42.2%)
	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)	4トン台 (冷蔵、冷凍の合計) だが 前回よりは増加 (19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)	671店舗	729店舗 (19/7期末) 745店舗 (20/7期第1四半期末)	
		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	17年 (現代表取締役社長の前職からの経験)
製造ノウハウ				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 (18/7期末)	7百万円
			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 (18/7期末)	72百万円
	現代取締役社長の存在		前職からの経過年数	02年より16年経過	02年より17年経過
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	1,067,500株 (20.24%) 資産管理会社分を含めると3,067,500株 (58.16%)	2,135,000株 (20.11%) 資産管理会社分を含めると6,135,000株 (57.78%)
			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%) (18/7期末)	68,800株 (0.65%) (19/7期末)
		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) (18/7期)	61百万円 (4名)	
		従業員	企業風土	従業員数	84人 (単体) (18/7期末)
	平均年齢			35.4歳 (単体) (18/7期末)	34.0歳 (単体)
	平均勤続年数			2.7年 (単体) (18/7期末)	2.9年 (単体)
インセンティブ	従業員持株会		あり	-----	
ストックオプション	214,800株 (4.07%) *取締役保有分も含む	361,200株 (3.40%) *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19/7期上期または19/7期上期末、今回は19/7期または19/7期末のもの。前回と変更しないものは-----と表示。

19年10月1日に1:2の株式分割を実施。今回の数値で株式数が関係する数値は株式分割後の株数をベースとしたもの。

(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月期業績**

19/7 期業績は、売上高 7,800 百万円（前期比 19.1%増）、営業利益 885 百万円（同 47.6%増）、経常利益 1,002 百万円（同 47.9%増）、当期純利益 635 百万円（同 47.3%増）となった。

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）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 加盟店は前期比 17.4%増、高齢者施設等は同 14.5%増、OEM・その他は同 39.4%増とすべての販売区分で増収となった。期初計画に対する達成率は、FC 加盟店は 101.8%、高齢者施設等は 88.7%、OEM・その他は 119.2%となった。

FC 加盟店の店舗数は 729 店舗と 18/7 期末比 103 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 5,429 施設と 18/7 期末比 1,023 施設増となった。通期では前期比増収となったものの、第 2 四半期以降の売上高の伸びは鈍化した。これは、製造に手間がかかる手作業による「端数バック」を廃止して販売単位の定量化を実施したことで、「端数バック」の利用率の高い、注文数の少ない一部の中小規模施設が利用をやめたことが原因である。同社は失注した分を新規施設の獲得でカバーする見通しを立てていたが、カバーしきれなかった。ただし、手間がかかる作業が減少したことで生産性が上昇したため、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・その他は、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 月からヨシケイ開発（静岡県静岡市）が、18 年 10 月から全国通販（大阪府大阪市）が OEM 先に加わったことで、大幅増収となった。また、19 年 4 月からは冷凍食品の直販も加わった。

売上総利益率は前期比 1.8%ポイント改善の 28.7%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効果が上期に持続したことと、継続的な業務改善の施策がうまく機能したことの 2 点が主要要因だが、高齢者施設向けの手作業による端数バ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）は前期比 16.6%増の 1,350 百万円となったが、出荷回数の抑制等といった運送効率の改善等により、売上高販管費率は同 0.4%ポイント低下の 17.3%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 期の売上高営業利益率は 11.3%と、同 2.1%ポイントの改善となった。

➤ 期中の変化

◆ 第 2 工場の建設計画のアップデート

第 2 工場の投資総額は約 37 億円（内訳は土地 2 億円、建物 23 億円、外構 3 億円、機械 8 億円、その他 1 億円）と計画され、19 年 11 月に着工した。現有の第 1 工場での生産性向上の進捗との兼ね合いもあり、工場稼働開始時期は未定のままである。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推察される。

第 2 工場は、(1) 生産能力の拡大（第 1 工場の 4 万食に対して最大 15 万食の製造が可能）、(2) 材料の時点から真空パックに入れて加熱調理する真空調理法の導入による賞味期限の長期化、(3) 賞味期限の長期化で配送頻度を下げることによる物流費の削減を目的としたものである。また、第 2 工場では一部物流機能を内製化する予定であり、原材料の仕入にかかる送料の削減やジャストインタイムの実現を通じて原価低減も図っていく。

◆ 冷凍弁当の直接販売の強化

19 年 4 月の Amazon での販売開始を皮切りに、6 月に自社 EC サイト、7 月に楽天、8 月に Yahoo! で、冷凍弁当の販売を開始した。従来、冷凍弁当は OEM での提供に限っていたが、自社ブランドでの直接販売を本格化していく方針である。

特に自社 EC サイト経由での販売を増やしていくため、20/7 期第 1 四半期に大規模な広告宣伝費を投下した。その結果、19 年 7 月時点でその大半が Amazon 経由での販売だったものが、10 月時点では半分以上が自社 EC サイト経由となっている。同社では広告ノウハウが蓄積できたので、今後は利益計画の進捗を見ながら広告宣伝費の投入量を調整していくとしている。

◆ 高齢者施設向けの「端数パック」の廃止についてのアップデート

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を3年ほど後倒しすることができ、第2工場の稼働開始のタイミングが当初予定より後ろ倒しとなっている(具体的な稼働開始時期は未定)。

今後の対応として、まずは、現在注力している冷凍弁当の形態での提供を高齢者施設等にも適用し始めている(冷凍だと賞味期間が長いいため、定量での提供であっても、施設の方で小分けにするという対応が可能となる)。それでも思ったように高齢者施設の需要が満たされない場合には、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」を導入することを検討する予定である。

> 今後の業績見通し

◆ 20年7月期会社計画

20/7期の会社計画は、売上高8,830百万円(前期比13.2%増)、営業利益990百万円(同11.8%増)、経常利益1,070百万円(同6.8%増)、当期純利益670百万円(同5.4%増)である(図表8)。

販売区分別のうち、FC加盟店は前期比14.6%増収を見込んでいる。店舗数は年間50~60店舗増によって20/7期末は約780~790店舗となると想定している。

高齢者施設は、前期比5.7%増収を見込んでいる。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悩みがしばらく続くものと想定している。

OEM・その他は、前期比14.8%増収を見込んでいる。期初時点では既存のOEM先からの需要の拡大を想定していたが、後述する通り、一部OEM先からの需要が減少した。その減少分を、注力する冷凍弁当の直販の増加でカバーすることで、期初計画を達成する方針としている。

売上総利益率は前期比0.2%ポイント悪化の28.5%を見込んでいる。継続的な業務改善等による生産性向上を見込むものの、食材価格の一般的な上昇を想定している。

販管費は前期比 13.3%増を見込んでいる。主だったところでは、注力し始めた冷凍弁当の直販のための広告宣伝費の増加を計画している。それでも、増収率に近い伸びに抑えられるものとして売上高販管費率は前期と同じとしている。これらの結果、売上高営業利益率は前期比 0.1%ポイント悪化の 11.2%と同社は予想している。

【 図表 8 】シルバーライフの 20 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	20/7期単体	
	単体実績	単体実績	単体実績	単体実績	会社計画	前期比
売上高	4,151	5,245	6,547	7,800	8,830	13.2%
販売区分別						
FC加盟店	3,428	4,070	4,778	5,609	6,430	14.6%
高齢者施設等	460	738	1,099	1,258	1,330	5.7%
OEM・その他	261	436	668	932	1,070	14.8%
売上総利益	1,026	1,378	1,757	2,235	2,520	12.7%
売上総利益率	24.7%	26.3%	26.9%	28.7%	28.5%	-
営業利益	370	475	599	885	990	11.8%
売上高営業利益率	8.9%	9.1%	9.2%	11.3%	11.2%	-
経常利益	434	539	677	1,002	1,070	6.8%
売上高経常利益率	10.5%	10.3%	10.3%	12.8%	12.1%	-
当期純利益	301	377	431	635	670	5.4%
売上高当期純利益率	7.3%	7.2%	6.6%	8.1%	7.6%	-

(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

◆ 20 年 7 月期第 1 四半期決算

20/7 期第 1 四半期は、売上高 2,088 百万円 (前年同期比 9.6%増)、営業利益 197 百万円 (同 2.5%減)、経常利益 235 百万円 (同 2.2%増)、四半期純利益 147 百万円 (同 4.3%増) であった。通期計画に対する進捗率は、売上高が 23.7%、営業利益が 19.9%である。

販売区分別の売上高を見ると、FC 加盟店は前年同期比 12.1%増、高齢者施設等は同 9.2%減、OEM・その他は同 23.8%増となった。

目立つのは高齢者施設等であり、19/7 期第 2 四半期に「端数パック」の廃止及び販売単位の定量化を実施したため、今四半期は「端数パック」の廃止前の前年同期との比較となり、減収となっている。

また、OEM・その他は増収となっているが、同社への一社依存の状態を避けたいと考えた一部大手 OEM 先が、他社からの仕入を開始したことから、売上高は計画を下回った。同社では、冷凍弁当の直販を増やすことで、期初計画の達成を図るとしている。

売上総利益率は前年同期比 1.2%ポイント改善の 28.9%となったが、19/7 期第 2 四半期以降の売上総利益率の水準を維持しているという状況である。また、販管費は同 24.8%増となった。冷凍弁当の直販の強化のための広告宣伝費の増加が主な要因であり、その結果、20/7 期第 1 四半期の売上高営業利益率は 9.4%と、同 1.2%ポイントの低下となった。

◆ 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、19/7 期及び 20/7 期第 1 四半期の実績を踏まえて、20/7 期以降の業績予想を見直すとともに、22/7 期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の 20/7 期業績について、売上高 8,867 百万円（前期比 13.7%増）、営業利益 992 百万円（同 12.1%増）、経常利益 1,099 百万円（同 9.7%増）、当期純利益 689 百万円（同 8.5%増）と会社計画を若干上回る水準を予想する（図表 9）。

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 15.7%の増収とした。20/7 期末の店舗数は 789 店舗（前期末比 60 店舗増）とし、1 店舗当たり売上高は同 3.3%増とした。

高齢者施設等の売上高は、高齢者施設等の期末の施設数と、期中平均の施設数から算出する 1 施設当たり売上高から予想し、前期比 5.5%の増収とした。20/7 期末の施設数は 6,429 施設（前期末比 1,000 施設増）とし、「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が長引いている点を考慮し、1 施設当たり売上高は同 8.6%減とした。

OEM・その他の売上高は、既存の OEM 先の販売量の動向、新規の OEM 先の獲得、冷凍弁当の直販の増加を想定して、前期比 12.6%増とした。

(2) 売上総利益率は、19/7 期の 28.7%に対し、20/7 期は 0.1%ポイント低下の 28.6%とした（会社計画は 28.5%）。19/7 期と同様、食材価格の上昇を、継続的な業務改善等による生産性向上でカバーする展開を想定するが、関東第 2 工場の稼働前ということもあり、前期のような大きな改善効果は発現しにくいと予想した。

(3) 販管費は、19/7 期の 1,350 百万円に対し、20/7 期は 1,545 百万円と 195 百万円増加するものとした。冷凍弁当の直販の増加により、広告宣伝費や運賃の増加を見込んでいる。これらの結果、20/7 期の売上高営業利益率は 11.2%と、19/7 期の 11.3%より 0.1%ポイント低下するものと予想した(会社計画は 11.2%)。

21/7 期以降について、21/7 期は前期比 13.7%、22/7 期は同 12.0%の増収が続くと予想した。期末の FC 店舗は毎期 60 店舗、高齢者施設等は同 1,000 施設増加するものとした。

関東第 2 工場の稼働開始時期は未定だが、当センターでは 21/7 期の半ばに稼働開始するものとした。その前提で、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、21/7 期は売上総利益率が前期比 0.2%ポイント低下の 28.4%、売上高営業利益率が同 0.5%ポイント低下の 10.7%になるものとした。21/7 期の営業利益の成長率は 8.5%まで低下しよう。

22/7 期は、関東第 2 工場が通年で稼働するものとし、減価償却費の増加を織り込む一方、生産性改善等のプラスの効果も考慮して、売上総利益率は前期比 0.8%ポイント上昇の 29.2%、売上高営業利益率は同 0.7%ポイント上昇の 12.6%とした。増収と利益率改善により営業利益の成長率は 19.1%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)

	17/7期単	18/7期単	19/7期単	20/7期単CE	20/7期単E (今回)	20/7期単E (前回)	21/7期単E (今回)	21/7期単E (前回)	22/7期単E
損益計算書									
売上高	5,245	6,547	7,800	8,830	8,867	9,273	10,086	10,772	11,296
前期比	26.4%	24.8%	19.1%	13.2%	13.7%	18.2%	13.7%	16.2%	12.0%
販売区分別									
FC加盟店	4,070	4,778	5,609	6,430	6,489	6,728	7,371	7,811	8,262
前期比	18.7%	17.4%	17.4%	14.6%	15.7%	18.7%	13.6%	16.1%	12.1%
売上構成比	77.6%	73.0%	71.9%	72.8%	73.2%	72.6%	73.1%	72.5%	73.1%
高齢者施設等	738	1,099	1,258	1,330	1,328	1,625	1,515	1,911	1,714
前期比	60.3%	48.9%	14.5%	5.7%	5.5%	27.5%	14.1%	17.6%	13.1%
売上構成比	14.1%	16.8%	16.1%	15.1%	15.0%	17.5%	15.0%	17.7%	15.2%
OEM・その他	436	668	932	1,070	1,050	920	1,200	1,050	1,320
前期比	66.6%	53.3%	39.4%	14.8%	12.6%	2.2%	14.3%	14.1%	10.0%
売上構成比	8.3%	10.2%	12.0%	12.1%	11.8%	9.9%	11.9%	9.7%	11.7%
期末FC店舗数(店舗)	563	626	729	779	789	796	849	866	909
前期末比	69	63	103	50	60	80	60	70	60
期末高齢者施設等数(施設)	3,105	4,406	5,429	-	6,429	-	7,429	-	8,429
前期末比	-	1,301	1,023	-	1,000	-	1,000	-	1,000
売上総利益	1,378	1,757	2,235	2,520	2,537	2,404	2,861	2,788	3,300
前期比	34.2%	27.6%	27.2%	12.7%	13.5%	13.1%	12.7%	16.0%	15.4%
売上総利益率	26.3%	26.9%	28.7%	28.5%	28.6%	25.9%	28.4%	25.9%	29.2%
販売費及び一般管理費	902	1,158	1,350	1,530	1,545	1,580	1,783	1,827	2,018
売上高販管費率	17.2%	17.7%	17.3%	17.3%	17.4%	17.0%	17.7%	17.0%	17.9%
営業利益	475	599	885	990	992	824	1,077	960	1,282
前期比	28.5%	26.0%	47.6%	11.8%	12.1%	2.4%	8.5%	16.5%	19.1%
売上高営業利益率	9.1%	9.2%	11.3%	11.2%	11.2%	8.9%	10.7%	8.9%	11.4%
経常利益	539	677	1,002	1,070	1,099	886	1,202	1,022	1,424
前期比	24.1%	25.6%	47.9%	6.8%	9.7%	2.3%	9.3%	15.4%	18.5%
売上高経常利益率	10.3%	10.3%	12.9%	12.1%	12.4%	9.6%	11.9%	9.5%	12.6%
当期純利益	377	431	635	670	689	555	753	641	893
前期比	25.4%	14.2%	47.3%	5.4%	8.5%	2.3%	9.3%	15.4%	18.5%
売上高当期純利益率	7.2%	6.6%	8.2%	7.6%	7.8%	6.0%	7.5%	6.0%	7.9%

(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)

	17/7期単	18/7期単	19/7期単	20/7期単CE	20/7期単E (今回)	20/7期単E (前回)	21/7期単E (今回)	21/7期単E (前回)	22/7期単E
貸借対照表									
現金及び預金	728	1,687	2,260	-	2,099	1,272	580	1,541	1,578
売掛金	536	645	744	-	842	844	958	896	1,073
商品及び製品・原材料及び貯蔵品	37	49	52	-	62	69	70	78	79
その他	162	209	238	-	238	228	238	228	238
流動資産	1,463	2,591	3,296	-	3,242	2,415	1,847	2,744	2,968
有形固定資産	590	1,184	1,324	-	2,216	2,694	4,513	3,102	4,466
無形固定資産	55	87	140	-	139	90	137	88	135
投資その他の資産	56	77	91	-	91	58	91	58	91
固定資産	702	1,349	1,557	-	2,447	2,842	4,743	3,249	4,693
資産合計	2,166	3,941	4,853	-	5,689	5,257	6,590	5,994	7,662
買掛金	338	403	483	-	549	509	625	523	700
短期借入金	100	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	86	25	-	-	0	0	0	0	0
未払金	127	178	207	-	239	231	272	269	305
未払法人税等	103	171	259	-	297	231	325	266	385
その他	45	18	95	-	95	18	95	18	95
流動負債	800	798	1,046	-	1,181	991	1,317	1,078	1,485
長期借入金	42	-	-	-	0	0	0	0	0
預り保証金	112	119	129	-	140	143	151	151	161
その他	3	1	3	-	3	1	3	1	3
固定負債	157	121	132	-	143	145	154	153	165
純資産合計	1,208	3,022	3,674	-	4,364	4,121	5,118	4,762	6,011
(自己資本)	1,208	3,022	3,674	-	4,364	4,121	5,118	4,762	6,011
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	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	524	666	992	-	1,099	886	1,202	1,022	1,424
減価償却費	83	113	146	-	120	211	214	252	309
売上債権の増減額 (-は増加)	-108	-109	-99	-	-97	-114	-115	-51	-114
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-5	-12	-2	-	-9	-11	-8	-8	-8
仕入債務の増減額 (-は減少)	69	65	79	-	66	53	75	13	75
法人税等の支払額	-109	-182	-272	-	-372	-325	-420	-345	-471
その他	-27	-33	62	-	31	35	32	37	32
営業活動によるキャッシュ・フロー	426	506	906	-	838	735	980	920	1,247
有形固定資産の取得による支出	-192	-692	-284	-	-1,000	-1,180	-2,500	-650	-250
有形固定資産の売却による収入	0	1	1	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-29	-48	-51	-	-10	-10	-10	-10	-10
預り保証金の返還・受入による収支	18	19	26	-	10	10	10	8	10
その他	-3	3	-16	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-206	-715	-324	-	-999	-1,179	-2,499	-651	-249
短期借入金の増減額 (-は減少)	100	-100	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-93	-102	-25	-	0	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
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-1	6	16	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	5	1,168	-9	-	0	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
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	225	959	573	-	-160	-444	-1,519	268	997
現金及び現金同等物の期首残高	503	728	1,687	-	2,260	1,716	2,099	1,272	580
現金及び現金同等物の期末残高	728	1,687	2,260	-	2,099	1,272	580	1,541	1,578

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) シルバーク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

> 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 工場の稼働開始のタイミングが未定であることの影響

第 2 工場の総投資額は 37 億円という計画が開示され、19 年 11 月に着工されたが、稼働開始時期は未定となっている。当センターでは 21/7 期半ばの稼働開始と予想しているが、稼働開始のタイミングは前にも後ろにもずれる可能性がある。売上高及び費用の両面で影響するため、このタイミング次第では同社の業績が大きく変動することも考えられる。

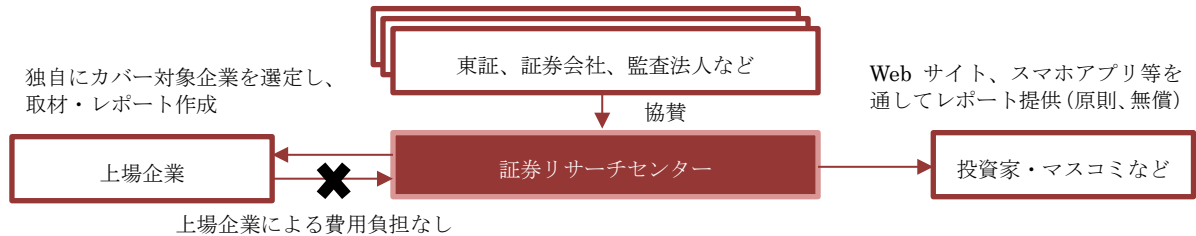
◆ 配当について

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。