

# ホリスティック企業レポート

## シルバーライフ

### 9262 東証一部

アップデート・レポート  
2020年11月6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 20201104

# シルバーライフ(9262 東証一部)

発行日: 2020/11/6

## 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 中長期成長の礎を築く生産能力増強に向けて 21年7月期は我慢の期となろう

### > 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)本部を運営している。「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。

#### ◆ 20年7月期決算

・20/7期決算は、売上高8,832百万円(前期比13.2%増)、営業利益934百万円(同5.6%増)となった。高齢者施設等が減収となったものの、OEM・その他に分類される直販の増加があつて売上高は期初計画に近い水準となった。一方、直販の増加は販売費及び一般管理費の増加をもたらし、営業利益は期初計画を下回り、売上高営業利益率も前期比0.7%ポイント悪化の10.6%となった。

#### ◆ 21年7月期業績予想

・21/7期業績について、同社は売上高9,530百万円(前期比7.9%増)、営業利益650百万円(同30.4%減)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、21/7期の業績を、売上高9,616百万円(前期比8.9%増)、営業利益656百万円(同29.8%減)とした。第2工場の稼働開始による開設費用や減価償却費の増加等による売上総利益率の低下で大幅減益を予想する。

#### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、22/7期は前期比8.9%増収、23/7期は同11.2%増収と予想した。売上高営業利益率は、生産設備新設による減価償却費の増加等により22/7期には6.7%まで低下するが、新たな生産設備の稼働が本格的に業績に寄与する23/7期には9.3%まで回復すると予想した。  
・20/7期に顕在化した生産及び保管の能力のボトルネックは、現在の設備投資計画が順調に進めば22/7期に解消に向かうと考える。まずは新設される第2工場が予定通り21/7期第3四半期に稼働を開始できるかに注目したい。

#### 【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)
2019/7	7,800	19.1	885	47.6	1,002	47.9	635	47.3	60.2	346.2	0.0
2020/7	8,832	13.2	934	5.6	1,086	8.4	678	6.8	63.8	408.3	0.0
2021/7 CE	9,530	7.9	650	-30.4	770	-29.1	460	-32.2	43.0	-	0.0
2021/7 E	9,616	8.9	656	-29.8	772	-28.9	461	-32.0	43.1	451.5	0.0
2022/7 E	10,472	8.9	702	7.1	826	7.0	524	13.7	49.0	500.6	0.0
2023/7 E	11,649	11.2	1,087	54.7	1,228	48.6	779	48.6	72.9	573.6	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、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

2/21

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。

アナリスト: 藤野敬太  
+81 (0) 3-6812-2521  
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】

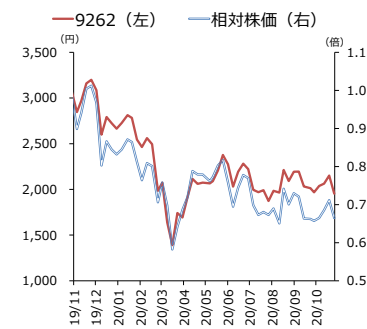
	2020/10/30
株価 (円)	1,953
発行済株式数 (株)	10,691,200
時価総額 (百万円)	20,880

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	30.6	45.3	39.9
PBR (倍)	4.8	4.3	3.9
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-2.2	4.3	-37.0
対TOPIX (%)	0.7	-1.2	-33.5

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2019/11/1

> 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もある。

同社は、配食サービスの業界には珍しく、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。そして国内最大規模の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。

◆ 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20/7期の売上高の71.9%を占める中心事業である。冷凍食品の自社ブランドでの販売(直販)が拡大したこともあり、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		
	18/7期	19/7期	20/7期	18/7期	19/7期	20/7期	18/7期	19/7期	20/7期
FC加盟店	4,778	5,609	6,350	17.4%	17.4%	13.2%	73.0%	71.9%	71.9%
高齢者施設等	1,099	1,258	1,191	48.9%	14.5%	-5.4%	16.8%	16.1%	13.5%
OEM・その他	668	932	1,290	53.3%	39.4%	38.4%	10.2%	12.0%	14.6%
合計	6,547	7,800	8,832	24.8%	19.1%	13.2%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 19年4月の冷凍食品の販売開始に伴い、19/7期第3四半期以降、「OEM」は「OEM・その他」に変更された。

21/7期からは「直販・その他」に変更される予定である。

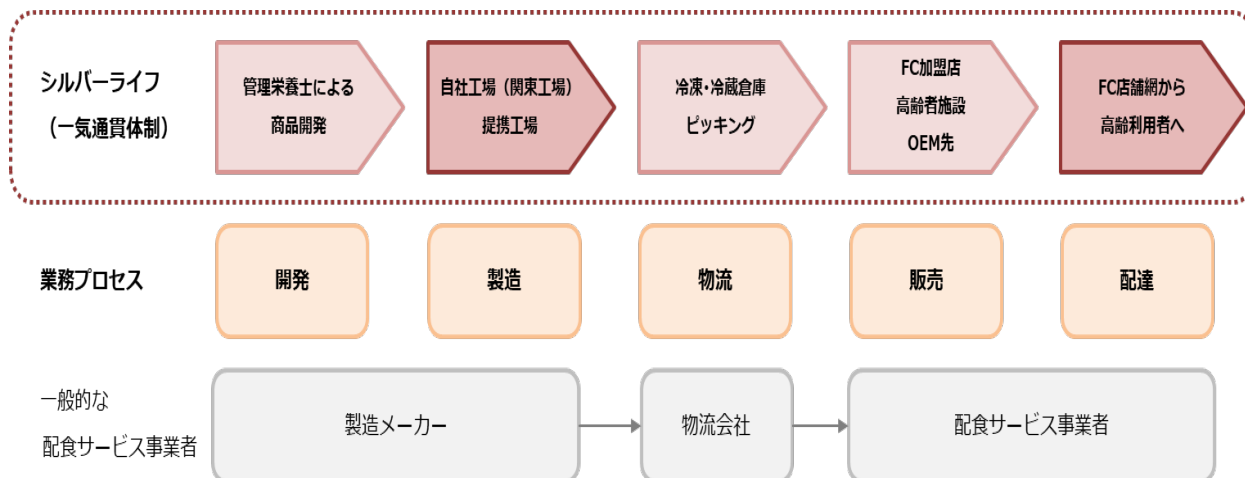
(出所) シルバーライフ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 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」という配食サービスの一連の業務プロセスで構成されるバリューチェーンを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、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により一気通貫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業界内で最大規模のFC店舗網」と、「自社工場による食材製造」の部分である。この二つ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、市場シェアの拡大と価格競争力の向上が実現されている。

◆ 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、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

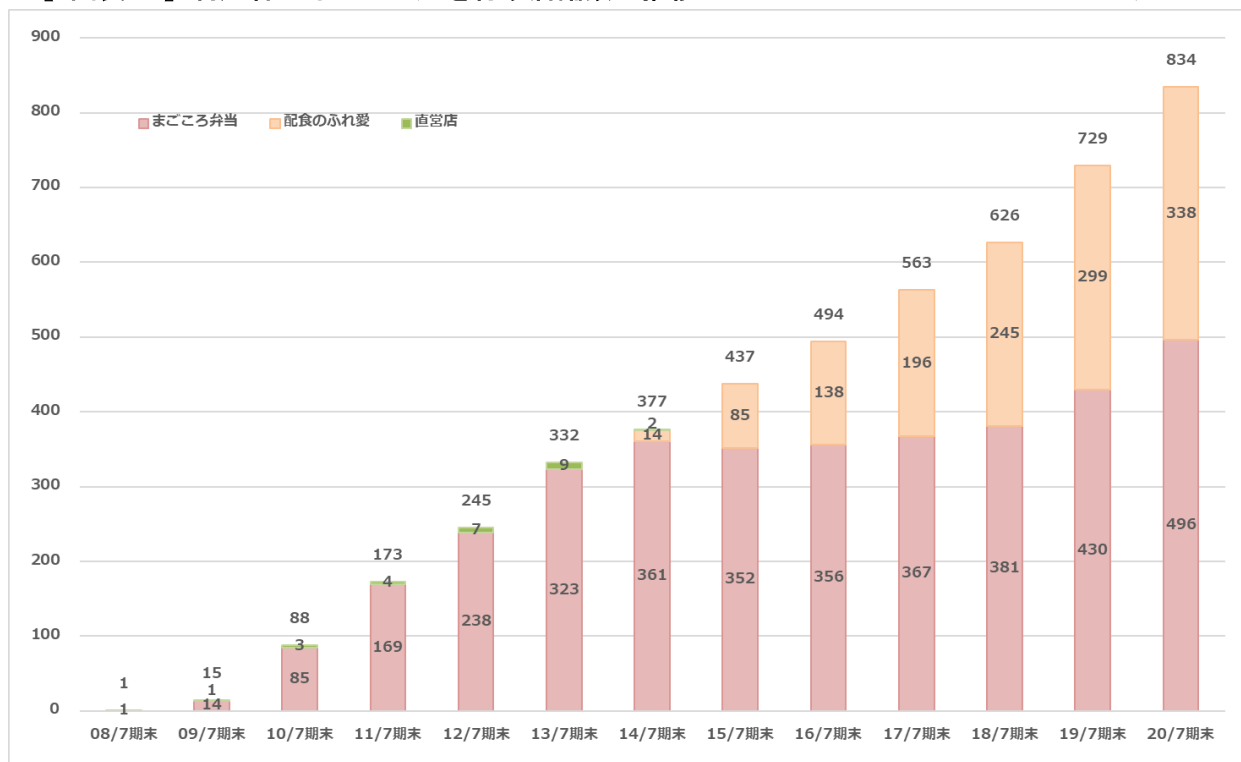
どちらのプランであっても、FC加盟店は、食材を仕入れて高齢利用者に販売する形となる。そのため、同社の売上高のうち、FC加盟店の販売区分の売上高は、初期費用やロイヤリティ、「ゼロプラン」の会費等の運営の仕組み上生じるものと、食材の卸販売によって生じるもので構成される。全体の売上高に占める前者の割合は10%にも満たないと推察され、FC加盟店に区分される売上高の大半は食材販売によるものである。

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。

FC加盟店は全国にあり、20/7期末時点で834店(「まごころ弁当」496店、「配食のふれ愛」338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(第1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、次の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、20/7期は全仕入の44.8%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。

製造能力と関連して、工場からの出荷能力も同社の売上高に影響を与える。第1工場で製造されたものの出荷は、17年10月に、第1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。

#### ◆ 現在進行形の設備投資計画 ~ 製造能力及び保管能力の拡大

今後10~15年の成長のために、同社は、栃木県足利市での第2工場の新設を中心とした設備投資を進めている。設備投資が完了すると、現在の第1工場のみで冷蔵と冷凍を合わせて1日約4.5万食という製造能力は、2工場合計で1日約20万食まで引き上げられることになる。内訳は、第1工場が冷凍専門で1日約5万食、第2工場が冷蔵専門で1日約15万食である。

新設される第2工場では、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り、賞味期限の長期化が図られる予定である。賞味期限の長期化は、配送頻度の低下を通じて、物流費の削減につながることになる。また、第2工場では冷蔵専用倉庫が併設される予定である。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としている。

また、群馬県邑楽郡の第1工場の冷凍専門化に伴い、近隣の群馬県館林市に最大135万食が保管できる冷凍専用倉庫を設置する計画である。これにより、現在の冷凍商材の販売のボトルネックの解消と、倉庫集約化による生産性向上、外部倉庫費用の削減を図っていく。

### ◆ 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は、近隣のFC加盟店が行うことが多い。

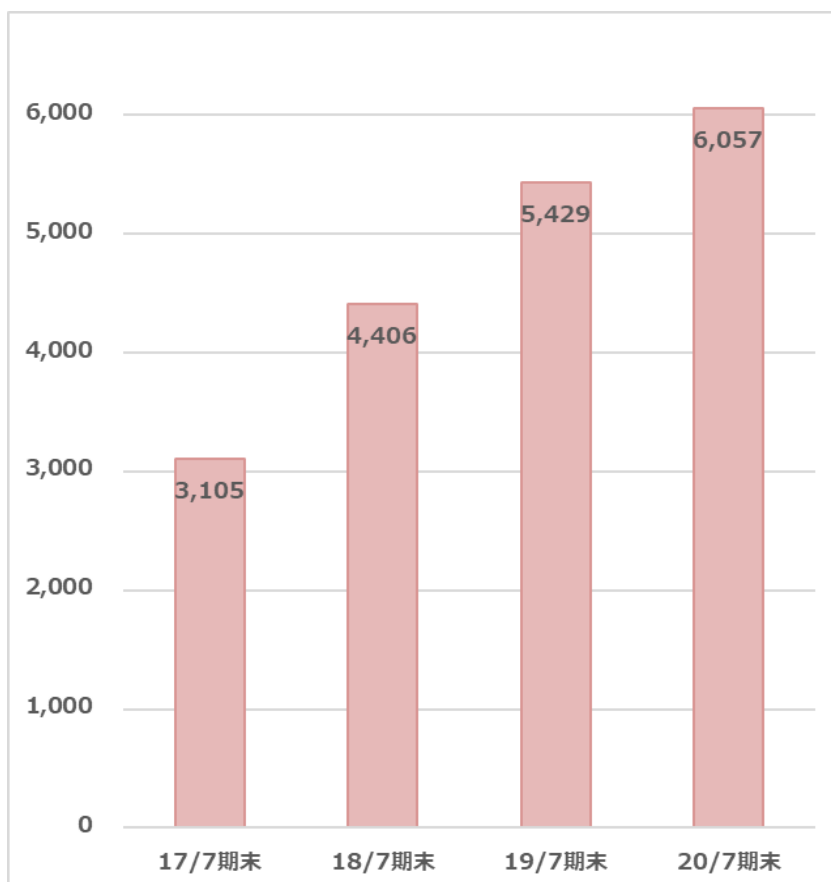
FC加盟店への卸販売とは異なり、直販価格での販売であるため、FC加盟店への食材配送委託料の支払いが発生するものの、同社にとっては、FC加盟店向けよりも利益率は高い。一方、FC加盟店にとっては、配送委託料を受け取ることができるため、収益の安定につながりやすいというメリットがある。

契約する高齢者施設は20/7期末で6,057施設に達している(図表5)。

なお、従来は冷蔵の弁当のみであったが、20年4月より、高齢者施設等向けの冷凍商材「こだわりシェフ」を投入し、販売強化を図っている。

【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、冷凍弁当の自社ブランドでの販売（同社では直販と呼ぶ）が拡大し、従来の「OEM・その他」の販売区分は、21/7 期から「直販・OEM」へ変更となった。

### > 強み・弱みの分析

#### ◆ 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

<b>強み</b> (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>
<b>弱み</b> (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</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
<b>機会</b> (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>・自社での直販を通じた拡販の機会</li> <li>・生産性の改善による収益貢献                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 端数バック廃止による生産性の向上</li> </ul> </li> <li>・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</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
<b>脅威</b> (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

## > 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（製造能力や出荷能力）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。

なお、20/7 期には同社の製造能力の限界が認識され、第 2 工場の新設を中心とした設備投資計画が進められているが、この好循環の状況にあるからこそ、積極的な設備投資が可能という見方もできよう。

【 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	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	834店舗 まごころ弁当496店舗 配食のふれ愛338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	5,429施設 (19/7期末) 5,675施設 (20/7期第1四半期末)	6,057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			まごころ食材サービス こだわりシェフ	
	・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42.2%)	アイサービス (仕入割合44.8%)	
	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) だが 前回よりは増加 (19年7月時点)	約4.5トン (冷蔵、冷凍の合計)
				・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)	729店舗 (19/7期末)	834店舗		
			745店舗 (20/7期第1四半期末)	まごころ弁当496店舗 配食のふれ愛338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	17年 (現代取締役社長の前職からの経験)	18年 (現代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)	7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	7百万円	5百万円	
			・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	72百万円	103百万円
人的資本	経営陣	・現代取締役社長の存在	・前職からの経過年数	02年より17年経過	02年より18年経過	
			・代表取締役社長による保有	2,135,000株 (20.11%) 資産管理会社分を含めると6,135,000株 (57.78%)	1,820,000株 (17.02%) 資産管理会社分を含めると5,820,000株 (54.44%)	
			・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)	68,800株 (0.65%) (19/7期末)	38,800株 (0.36%)	
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	61百万円 (4名)	63百万円 (4名)	
	従業員	・企業風土	・従業員数	100人 (単体)	101人 (単体)	
			・平均年齢	34.0歳 (単体)	35.4歳 (単体)	
			・平均勤続年数	2.9年 (単体)	3.5年 (単体)	
			・従業員持株会	あり	-----	
・インセンティブ	・ストックオプション	361,200株 (3.40%) *取締役保有分も含む	286,400株 (2.68%) *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期または19/7期末、今回は20/7期または20/7期末のもの。前回と変更ないものは-----と表示。

19年10月1日に1:2の株式分割を実施。前回の数値で株式数が関係する数値は株式分割後の株数に換算したもの。

(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****◆ 20年7月期業績**

20/7 期業績は、売上高 8,832 百万円 (前期比 13.2%増)、営業利益 934 百万円 (同 5.6%増)、経常利益 1,086 百万円 (同 8.4%増)、当期純利益 678 百万円 (同 6.8%増) となった。

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) としていた期初計画に対し、売上高はほぼ同じだったが、営業利益は下回り、経常利益と当期純利益は若干上回った。

販売区分別の売上高を見ると、FC 加盟店は前期比 13.2%増、高齢者施設等は同 5.4%減、OEM・その他は同 38.4%増となった。期初計画に対する達成率は、FC 加盟店は 98.8%、高齢者施設等は 89.6%、OEM・その他は 120.6%となった。

FC 加盟店は、消費税増税を控えた 19 年 7 月からの約 4%の値下げの影響があったものの、834 店舗と前期末比 105 店舗増となったことで増収となった。

高齢者施設等は、期末の契約施設数が 6,057 施設と前期末比 628 施設増となったものの、19/7 期第 2 四半期以降の冷蔵食材の「端数パック」の廃止による影響が続いて減収となった。「端数パック」の廃止は、製造に手間がかかる手作業の軽減のために販売単位を定量化するもので、廃止直後は「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が利用をやめるといった動きが顕著だった。その後も、同社の想定以上に利用をやめる動きが続いた模様である。同社は、失注分を取り戻すべく、20 年 4 月から高齢者施設等向けに冷凍食材の販売を開始したが、新型コロナウイルス感染症拡大による影響で訪問営業がままならず、売上貢献につながらなかった。

OEM・その他は、大手 OEM 先からの受託量減少により OEM 売上は前期比 19.2%減となった一方、挽回策として開始した直販が大きく伸び、区分全体として大幅増となった。

売上総利益率は前期比 0.9%ポイント改善の 29.6%となった。FC 加盟店への売上高は弁当の卸価格で計上されるのに対し、直販の売上高は弁当が販売される最終価格で計上される。そのため、同じ原価の弁当であっても、直販の売上総利益率の方が高くなる。その直販が増加したことで全体の売上総利益率が上昇した。

また、販売費及び一般管理費 (以下、販管費) は前期比 24.1%増の 1,676 百万円となり、売上高販管費率は同 1.7%ポイント上昇の 19.0%

となった。直販の増加に伴い、配送費や広告宣伝費が増加したことが影響した。

売上高販管費率の悪化を売上総利益率の改善では補えきれず、20/7期の売上高営業利益率は10.6%と、同0.7%ポイントの悪化となった。

## ➤ 期中の変化

### ◆ 設備投資計画のアップデート

21/7期の期初時点で、設備投資計画がアップデートされた。以下はアップデート後の設備投資計画の概要である。

新規の第2工場の総投資額は約37億円が見込まれ、19年11月に着工済みである。工場稼働開始時期は未定だったが、21/7期第3四半期からの稼働を想定している。

第2工場は冷蔵専門となる計画であり、第2工場稼働後、現有の第1工場は、2億円を投資して冷凍専門にしていく。その際、第1工場の冷蔵設備は除却する予定である。

これらより、製造能力は、現在の冷蔵と冷凍を合わせて1日4.5万食から、1日最大20万食へと大きく拡大する予定である。

また、第1工場の冷凍専門化に伴い、群馬県館林市に最大135万食が保管できる冷凍専用倉庫を設置する計画である。投資額は9億円で、22/7期第2四半期からの稼働を想定している。これにより、現在の冷凍商材の販売のボトルネックの解消と、倉庫集約化による生産性向上、外部倉庫費用の削減を図っていく。

### ◆ 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月時点では大半がAmazon経由での販売だったものが、19年10月時点では半分以上が自社ECサイト経由となり、その割合はさらに高まっている模様である。

同社は、直販のための広告ノウハウは蓄積できたと認識している。一方で、冷凍弁当の販売増により製造及び保管の能力が限界に近づいて



いるため、販売増を抑制するために、20年7月13日からはほぼ全ての広告を停止している。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 21年7月期会社計画

21/7期の会社計画は、売上高9,530百万円(前期比7.9%増)、営業利益650百万円(同30.4%減)、経常利益770百万円(同29.1%減)、当期純利益460百万円(同32.2%減)である(図表8)。

販売区分別のうち、FC加盟店は前期比9.3%増収を見込んでいる。店舗数は年間50店舗程度の増加を見込み、21/7期末は890店舗程度になると想定している。

高齢者施設は、前期比1.6%増収を見込んでいる。上述の「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との想定のもと、施設専用冷凍食材「こだわりシェフ」の拡販でカバーするとしている。

OEM・その他から名称が変わった直販・その他は、前期比6.9%増収を見込んでいる。既存の大手OEM先からの受託量減少が続くことと、冷凍弁当の生産能力の増強ペースに合わせて直販事業が緩やかに拡大することを想定している。

売上総利益率は前期比3.7%ポイント悪化の25.9%を見込んでいる。第2工場稼働による減価償却費や人件費の増加、生産体制確立に向けての費用増による原価率の上昇を想定している。

販管費は前期比8.6%増を見込んでいる。目立つところでは生産管理システム等のシステム投資にかかる費用増が大きい。一方で、直販の冷凍弁当の増加が抑えられているため広告宣伝費が抑制されると考えられ、売上高販管費率は同0.1%ポイントの上昇に留まる計画である。主に売上総利益率の悪化により、売上高営業利益率は同3.8%ポイント悪化の6.8%と同社は予想している。

【 図表 8 】シルバーライフの 21 年 7 月期の業績計画

(単位:百万円)

	17/7期	18/7期	19/7期	20/7期	21/7期	
	実績	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	5,245	6,547	7,800	8,832	9,530	7.9%
販売区分別						
FC加盟店	4,070	4,778	5,609	6,350	6,940	9.3%
高齢者施設等	738	1,099	1,258	1,191	1,210	1.6%
直販・その他	436	668	932	1,290	1,380	6.9%
売上総利益	1,378	1,757	2,235	2,610	2,470	-5.4%
売上総利益率	26.3%	26.9%	28.7%	29.6%	25.9%	-
営業利益	475	599	885	934	650	-30.4%
売上高営業利益率	9.1%	9.2%	11.3%	10.6%	6.8%	-
経常利益	539	677	1,002	1,086	770	-29.1%
売上高経常利益率	10.3%	10.3%	12.8%	12.3%	8.1%	-
当期純利益	377	431	635	678	460	-32.2%
売上高当期純利益率	7.2%	6.6%	8.1%	7.7%	4.8%	-

(出所) シルバーライフ有価証券報告書、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

#### ◆ 中期計画

同社は 21/7 期会社計画と同時に、25/7 期までの 5 カ年計画を公表した。

生産面では、21/7 期第 3 四半期から第 2 工場が、22/7 期第 2 四半期から新規の冷凍倉庫がそれぞれ稼働し始めることが前提となっている。稼働に向けての準備費用や減価償却費の増加で、21/7 期は営業減益となるが、22/7 期以降は増益に転じ、生産や保管の能力増強によってこれまでのボトルネックが解消し、25/7 期には売上高 14,000 百万円、営業利益 1,600 百万円まで業績が拡大する計画になっている(図表 9)。

【 図表 9 】 シルバーライフの中期経営計画

(単位:百万円)

	20/7期 実績	21/7期 会社計画	22/7期 中期計画	23/7期 中期計画	24/7期 中期計画	25/7期 中期計画
売上高	8,832	9,530	10,300	11,500	12,700	14,000
販売区分別						
FC加盟店	6,350	6,940	—	—	—	—
高齢者施設等	1,191	1,210	—	—	—	—
直販・その他	1,290	1,380	—	—	—	—
売上総利益	2,610	2,470	—	—	—	—
売上総利益率	29.6%	25.9%	—	—	—	—
営業利益	934	650	700	1,100	1,300	1,600
売上高営業利益率	10.6%	6.8%	6.8%	9.6%	10.2%	11.4%
経常利益	1,086	770	—	—	—	—
売上高経常利益率	12.3%	8.1%	—	—	—	—
当期純利益	678	460	—	—	—	—
売上高当期純利益率	7.7%	4.8%	—	—	—	—

(出所) シルバーライフ有価証券報告書、中期経営計画説明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 ～ 21年7月期

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/7期の実績を踏まえて、21/7期以降の業績予想を見直すとともに、23/7期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の21/7期業績について、売上高9,616百万円(前期比8.9%増)、営業利益656百万円(同29.8%減)、経常利益772百万円(同28.9%減)、当期純利益461百万円(同32.0%減)と会社計画とほぼ同じ水準を予想する(図表10)。

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10.2%増とした。21/7期末の店舗数は894店舗(前期末比60店舗増)、期中平均店舗数は864店舗とし、1店舗当たり売上高は同0.3%減とした。

高齢者施設等の売上高は、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2.3%増とした。21/7期末の施設数は6,757施設(前期末比700施設増)、期中平均施設数は6,407施設と予想した。1施設当たり売上高は、「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同5.8%減とした。

直販・その他(旧 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 8.5%増とした。

(2) 売上総利益率は、20/7 期の 29.6%に対し、21/7 期は 3.6%ポイント低下の 26.0%とした(会社計画は 25.9%)。会社計画と同様、第 2 工場稼働による減価償却費や人件費の増加を織り込んだ。

(3) 販管費は、20/7 期の 1,676 百万円に対し、21/7 期は 1,844 百万円と 168 百万円増加するものとした。システム投資に関する費用増と、冷凍弁当の直販に関する広告宣伝費を抑えている状況を考慮した。これらの結果、21/7 期の売上高営業利益率は会社計画と同じ 6.8%と、20/7 期の 10.6%より 3.8%ポイント低下するものと予想した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ~ 22 年 7 月期以降

22/7 期以降について、22/7 期は前期比 8.9%増収、23/7 期は同 11.2%増収を予想した。期末の FC 店舗は毎期 60 店舗、高齢者施設等は同 700 施設増加するものとした。

22/7 期は、21/7 期第 3 四半期に稼働開始予定の第 2 工場が通年寄与するが、新規の冷凍倉庫が稼働を開始するため、減価償却費の増加等により、22/7 期は売上総利益率が前期比 0.5%ポイント低下の 25.0%となろう。一方、販管費は、21/7 期にあったシステム投資に関する費用等がなくなることから同 3.9%増に留まり、売上高営業利益率は同 0.1%ポイント低下の 6.7%となり、22/7 期の営業利益は同 7.1%増と増益に転じるものと予想した。

23/7 期は、第 2 工場と冷凍倉庫がそろって通年稼働する最初の期であり、増収により、売上総利益率は前期比 1.5%ポイント上昇の 26.5%、売上高営業利益率は同 2.6%ポイント上昇の 9.3%となろう。営業利益の成長率は 54.7%と、高い成長を示すと予想した。

【 図表 10 】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)

	18/7期単	19/7期単	20/7期単	21/7期単CE	21/7期単E (今回)	21/7期単E (前回)	22/7期単E (今回)	22/7期単E (前回)	23/7期単E
<b>損益計算書</b>									
売上高	6,547	7,800	8,832	9,530	9,616	10,086	10,472	11,296	11,649
前期比	24.8%	19.1%	13.2%	7.9%	8.9%	13.7%	8.9%	12.0%	11.2%
<b>販売区分別</b>									
FC加盟店	4,778	5,609	6,350	6,940	6,998	7,371	7,669	8,262	8,462
前期比	17.4%	17.4%	13.2%	9.3%	10.2%	13.6%	9.6%	12.1%	10.3%
売上構成比	73.0%	71.9%	71.9%	72.8%	72.8%	73.1%	73.2%	73.1%	72.6%
高齢者施設等	1,099	1,258	1,191	1,210	1,218	1,515	1,302	1,714	1,387
前期比	48.9%	14.5%	-5.4%	5.7%	2.3%	14.1%	6.9%	13.1%	6.5%
売上構成比	16.8%	16.1%	13.5%	12.7%	12.7%	15.0%	12.4%	15.2%	11.9%
直販・その他(旧OEM・その他)	668	932	1,290	1,380	1,400	1,200	1,500	1,320	1,800
前期比	53.3%	39.4%	38.4%	6.9%	8.5%	14.3%	7.1%	10.0%	20.0%
売上構成比	10.2%	12.0%	14.6%	14.5%	14.6%	11.9%	14.3%	11.7%	15.5%
期末FC店舗数(店舗)	626	729	834	884	894	849	954	909	1,014
前期末比	63	103	105	50	60	60	60	60	60
期末高齢者施設等数(施設)	4,406	5,429	6,057	-	6,757	7,429	7,457	8,429	8,157
前期末比	1,301	1,023	628	-	700	1,000	700	1,000	700
売上総利益	1,757	2,235	2,610	2,470	2,500	2,861	2,618	3,300	3,087
前期比	27.6%	27.2%	16.8%	-5.4%	-4.2%	12.7%	4.7%	15.4%	17.9%
売上総利益率	26.9%	28.7%	29.6%	25.9%	26.0%	28.4%	25.0%	29.2%	26.5%
販売費及び一般管理費	1,158	1,350	1,676	1,820	1,844	1,783	1,915	2,018	2,000
売上高販管費率	17.7%	17.3%	19.0%	19.1%	19.2%	17.7%	18.3%	17.9%	17.2%
営業利益	599	885	934	650	656	1,077	702	1,282	1,087
前期比	26.0%	47.6%	5.6%	-30.4%	-29.8%	8.5%	7.1%	19.1%	54.7%
売上高営業利益率	9.2%	11.3%	10.6%	6.8%	6.8%	10.7%	6.7%	11.4%	9.3%
経常利益	677	1,002	1,086	770	772	1,202	826	1,424	1,228
前期比	25.6%	47.9%	8.4%	-29.1%	-28.9%	9.3%	7.0%	18.5%	48.6%
売上高経常利益率	10.3%	12.9%	12.3%	8.1%	8.0%	11.9%	7.9%	12.6%	10.5%
当期純利益	431	635	678	460	461	753	524	893	779
前期比	14.2%	47.3%	6.8%	-32.2%	-32.0%	9.3%	13.7%	18.5%	48.6%
売上高当期純利益率	6.6%	8.2%	7.7%	4.8%	4.8%	7.5%	5.0%	7.9%	6.7%

(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 11 】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)

	18/7期単	19/7期単	20/7期単	21/7期単CE	21/7期単E (今回)	21/7期単E (前回)	22/7期単E (今回)	22/7期単E (前回)	23/7期単E
<b>貸借対照表</b>									
現金及び預金	1,687	2,260	1,847	-	1,536	580	1,055	1,578	1,802
売掛金	645	744	870	-	942	958	1,026	1,073	1,141
商品及び製品・原材料及び貯蔵品	49	52	78	-	96	70	109	79	128
その他	209	238	283	-	283	238	283	238	283
流動資産	2,591	3,296	3,079	-	2,858	1,847	2,474	2,968	3,355
有形固定資産	1,184	1,324	2,147	-	4,645	4,513	5,495	4,466	5,444
無形固定資産	87	140	262	-	480	137	453	135	427
投資その他の資産	77	91	125	-	125	91	125	91	125
固定資産	1,349	1,557	2,534	-	5,250	4,743	6,074	4,693	5,997
資産合計	3,941	4,853	5,613	-	8,109	6,590	8,548	7,662	9,352
買掛金	403	483	539	-	586	625	638	700	710
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	25	-	-	-	200	0	200	0	200
未払金	178	207	277	-	288	272	314	305	349
未払法人税等	171	259	228	-	192	325	218	385	324
その他	18	95	44	-	44	95	44	95	44
流動負債	798	1,046	1,089	-	1,312	1,317	1,416	1,485	1,629
長期借入金	-	-	-	-	1,800	0	1,600	0	1,400
預り保証金	119	129	148	-	159	151	169	161	180
その他	1	3	11	-	11	3	11	3	11
固定負債	121	132	159	-	1,970	154	1,781	165	1,591
純資産合計	3,022	3,674	4,364	-	4,826	5,118	5,350	6,011	6,130
(自己資本)	3,022	3,674	4,364	-	4,826	5,118	5,350	6,011	6,130
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	0	0	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	666	992	1,067	-	727	1,202	826	1,424	1,228
減価償却費	113	146	169	-	233	214	336	309	336
売上債権の増減額 (-は増加)	-109	-99	-125	-	-72	-115	-83	-114	-115
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-12	-2	-25	-	-17	-8	-13	-8	-18
仕入債務の増減額 (-は減少)	65	79	56	-	46	75	52	75	71
法人税等の支払額	-182	-272	-424	-	-301	-420	-275	-471	-341
その他	-33	62	-38	-	11	32	25	32	35
営業活動によるキャッシュ・フロー	506	906	678	-	628	980	868	1,247	1,196
有形固定資産の取得による支出	-692	-284	-957	-	-2,700	-2,500	-1,150	-250	-250
有形固定資産の売却による収入	1	1	5	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-48	-51	-149	-	-250	-10	-10	-10	-10
預り保証金の返還・受入による収支	19	26	30	-	10	10	10	10	10
その他	3	-16	-29	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-715	-324	-1,100	-	-2,939	-2,499	-1,149	-249	-249
短期借入金の増減額 (-は減少)	-100	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-102	-25	-	-	2,000	0	-200	0	-200
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	6	16	8	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,168	-9	8	-	2,000	0	-200	0	-200
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)	959	573	-413	-	-310	-1,519	-481	997	747
現金及び現金同等物の期首残高	728	1,687	2,260	-	1,847	2,099	1,536	580	1,055
現金及び現金同等物の期末残高	1,687	2,260	1,847	-	1,536	580	1,055	1,578	1,802

(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



## > 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第 1 工場及び物流センターを持っている。また、現在の設備投資が完了すると、栃木県足利市の第 2 工場、第 1 工場に近い群馬県館林市に冷凍倉庫が加わることになる。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。

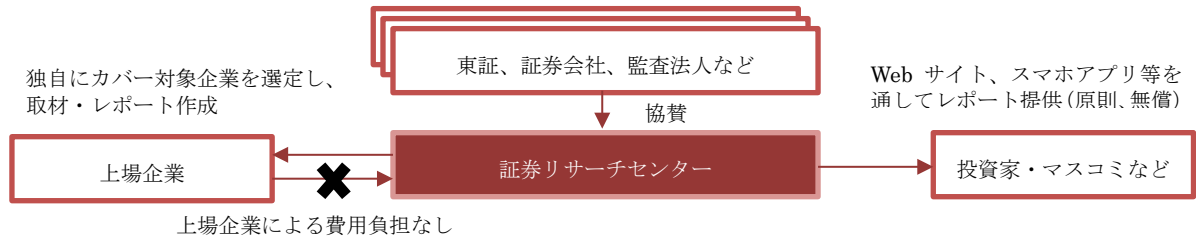
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 18 年 11 月 9 日より開始いたしました。

同社は 19 年 1 月 27 日に東証一部に市場変更いたしました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 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。

※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

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

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ため、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。