

栄養士がサポートする、健康食宅配サービス

投資判断 (1/4)

## ファンデリー (3137・マザーズ)

Neutral

株価	投資単位	時価総額	昨年来高値	昨年来安値	PER(予)
1,699円 (1/4)	100株	108.2億円 (1/4)	1,959円 (17/5/22)	992円 (17/2/6)	24.8倍 (1/4)

## 工場建設で自社製造体制へシフト、売上高100億円へ

## ■18年3月期2Q累計下ブレも下期巻き返し余地大

18年3月期2Q累計(17年4-9月)の非連結業績は、売上高1,649百万円(前年同期比6.1%増)、営業利益331百万円(同34.2%増)で3割増益で着地した。医療機関、調剤薬局など同社の健康食通販カタログを取り扱う紹介ネットワーク数を9月末時点で1万9,221カ所(17年3月末比9.2%増)にまで伸ばしたものの、各ネットワークに従事する医師・栄養士等の専門家が患者ら健康に問題を抱える利用者へ同社メニューを勧めるといった関係性の浸透に手数が多かった。このため、会社側の想定よりも新規会員の購入が伸び悩み、計画比では売上高、営業利益とも若干下ブレた。ただ、**堅調な業績は持続しており、主力のMFD(メディカルフードデリバリー)事業は、当期末の会員数が21万2,985人(前年同期末比9.6%増)に伸びたことを受け、売上高1,456百万円(同0.3%増)、セグメント利益335百万円(同9.3%増)となった。**一方、マーケティング事業は業務受託で新規を含む複数の案件を獲得し、売上高192百万円(同87.6%増)、セグメント利益143百万円(同92.4%増)と伸長した。

## ■新工場稼働により中長期の収益向上期待高まる

下期は上期に注力した紹介ネットワーク先との関係性強化が深く浸透し、新規・定期購入会員数の伸びが加速しそうだ。同社は15年3月期末に紹介ネットワーク数を1万7,920カ所(14年3月期末比26.2%増)にまで拡大させてから17年3月期まで1万7,000台後半での推移にとどめ、既存の紹介ネットワーク先との関係深耕に注力。3年の地ならし期間を経た18年3月期は紹介ネットワーク数の拡大と関係深耕の両方が強化されるサイクルに入る。会社側は期末の紹介ネットワーク数を2万カ所にまで伸ばす考えだ。また、下期は高単価のおせちメニューの寄与により、増収効果が見込める。

通期業績計画に対する2Qまでの進捗は売上高、営業利益とも5割弱とほぼ計画通り。モーニングスター(MS)では18年3月期業績について、会社予想を踏襲する。



19年3月期業績については、初の健康食品工場に着工(竣工は20年3月期中)、先行投資がかさむことから、**営業利益率を押し下げるとみている。ただ、商品を委託製造から自社製造に切り替えていく取り組みは原価低減につながり、長期的には収益向上要因となる。**また、社内の栄養士・管理栄養士が、会員に対して制限数値や血液検査結果の改善に向けた食事相談を行っているが、自社製造商品であれば、その改善精度や顧客満足度を引き上げられ、リピート注文の一段の増加につながられる。

会社側は売上高100億円の早期達成を目標としており、新工場はユーザーニーズに応える付加価値の高い自社商品を供給・販売していくための原動力となるだろう。

同社と同様のビジネスモデルで事業展開する上場小売企業は見当たらず、同社の予想PER(株価収益率)は類似企業平均を上回る25倍近辺となるが、これに19年3月期MS予想EPS(1株利益)80.1円を乗じた2,000円近辺を想定株価レンジの上限とする。下限は価格帯別出来高が集中する1,500円が支持線となりそうだ。前回16年9月21日付レポートの想定株価レンジ750-1,100円を上抜けたことから、投資判断を「Overweight」から「Neutral」とするが、新工場建設が順調に運び、稼働体制など概要が明らかになれば株価の再評価余地が出てくるだろう。(有村 孝浩)

## 業績動向 (1/4時点)

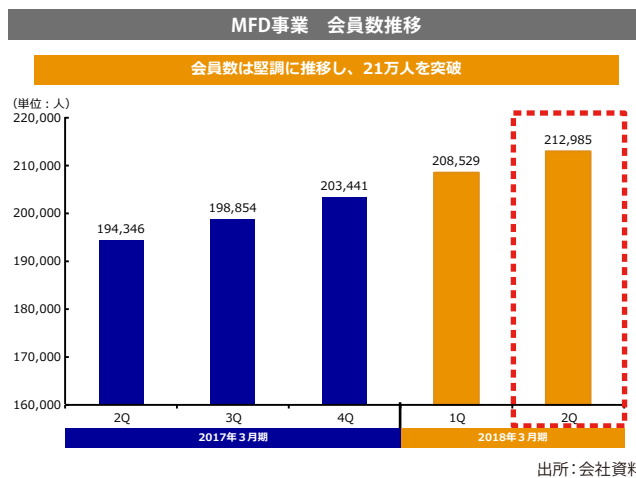
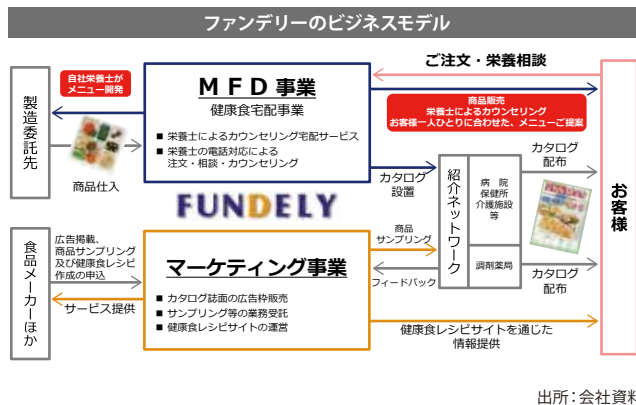
		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
16年3月期	実績	3,015	13.0	500	14.1	500	14.4	312	20.5	50.0
17年3月期	実績	3,227	7.0	608	21.4	616	23.2	394	26.2	62.0
18年3月期	会社予想	3,640	12.8	681	12.1	680	10.3	436	10.6	68.5
	MS予想	3,640	12.8	681	12.1	680	10.3	436	10.6	68.5
19年3月期	MS予想	4,550	25.0	800	17.5	796	17.1	510	17.0	80.1

■ 会社概要

健康食通販カタログ「ミールタイム(医療機関・保健所・介護施設等向け)」、「ミールタイム ファーマ(調剤薬局向け)」による健康食宅配サービス「MFD事業」が主力。カタログは医療機関、調剤薬局など全国の紹介ネットワークに置かれ、患者が診察、栄養指導などを受けた際に医師、管理栄養士から直接配布される。同社は患者からの注文を受ける際、必ず栄養士が血液検査結果等を踏まえたカウンセリングを行い、一人ひとりに合わせたメニューを提案する。もう一つの「マーケティング事業」では、この通販カタログにおける食品メーカーなどへの広告枠販売、および紹介ネットワークを活用したサンプル配布業務の受託などを展開。もともと「マーケティング事業」は、その収益によりカタログの発行費用を補うため始めたもの。カタログの配布は医療機関等が無償で行ってくれるため、発行費が実質的にゼロになれば、新規顧客の開拓費用はゼロになる。加えて、宅配は全て冷凍でロスが出ない。メニューのボリュームゾーンは1食当たり500～600円とリーズナブルで、17年3月期は原価率が42.3%に上りながら18.8%という高い営業利益率を実現している背景には、こうした独自のビジネスモデルの確立がある。

■ 事業環境と展望

現状、同社と同じビジネスモデルで展開する競合企業は見当たらず、順調な業績拡大が続くそう。ポイントは特に生活習慣病患者において、本質的な改善策である食事制限や運動を行わず、医薬品に頼ることが思っている以上に高リスクであるということが浸透し始めてきたこと。また、同社が掲げる「一食二医」、つまり食事でのコントロールが効かない場合に医療に頼るというスタンスは医療費の削減にもつながる。こうした中、同社は「認知症」と「骨粗鬆症」の予防を目的としたメニューを開発。食事を楽しみながら予防が可能ならば、高齢化社会の中で高い評価を得そうだ。



**リスク要因**

主力事業の健康食宅配サービス「ミールタイム」において、エネルギーや糖分、たんぱく質等をコントロールした食品を販売し、衛生管理・品質管理等も徹底しているが、生産者や流通過程等で異物混入や虚偽表示等の事故・事件が発生した場合、商品に対する信頼・信用が毀損され、業績に影響をおよぼす可能性がある。また、プライベートマークの認証を取得・更新し、情報漏えいの防止、情報管理体制の強化に努めているが、個人情報漏えいや不正使用等の事態が生じた場合、イメージ悪化、金銭的な補償の発生等につながるリスクがある。

株主還元 (1/4時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
16年3月期	実績	0円	0円	0円
17年3月期	実績	0円	0円	0円
18年3月期	会社予想	0円	0円	0円

■ 株主優待

無し

## 競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (1/4時点)

	ファンデリー (3137・マザーズ)	ショクブン (9969・東2)	オーシャンシステム (3096・ジャスダック)	
基本事項	株価	1,699円	368円	987円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	169,900円	36,800円	98,700円
	決算月	3月	3月	3月
株価指標	PER(予)	24.8倍	—	<b>16.2倍</b>
	PBR(実)	5.8倍	1.7倍	<b>1.6倍</b>
	配当利回り(予)	0.0%	0.0%	<b>1.2%</b>
成長性	売上高成長率(予)	<b>12.8%</b>	▲8.2%	5.1%
	営業利益成長率(予)	12.1%	黒転	<b>13.7%</b>
	EPS成長率(予)	10.5%	赤拡	<b>23.1%</b>
収益性	売上高営業利益率(予)	<b>18.7%</b>	1.4%	2.0%
	自己資本当期純利益率(実)	<b>23.8%</b>	5.0%	8.2%
	総資産経常利益率(実)	<b>30.1%</b>	1.8%	6.9%
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>83.0%</b>	24.3%	42.8%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	<b>0.0%</b>	265.9%	32.4%
	流動比率(実)	<b>581.6%</b>	25.8%	71.0%

比較企業として、食材の宅配を展開するショクブン（9969）、企業向け日配弁当も手掛けるスーパーのオーシャンシステム（3096）を選定した。

## ■ 成長性

18年3月期の売上高成長率見通しは12.8%と競合の中では優位なポジションにある。売上に占める定期購入会員の比率が50%を超えている他、紹介ネットワーク先を通じた新規会員の購入売上が四半期ごとに積み上がる循環が継続している。下期には高単価のおせちメニューの需要が伸びることから、着実な売上成長が見込まれる。一方、営業利益成長率は17年3月期の21.4%から9.3ポイント低下の12.1%となる見通しだが、第2四半期累計では前年同期比34.2%の伸びを示しており、上ブレ余地はありそうだ。

## ■ 収益性

健康食通販の事業領域で実質的に競合企業がないため単純比較できないが、会社計画の18年3月期営業利益率は18.7%で小売業としてはかなりの高水準。新規の顧客開拓費用を実質的にゼロに抑さえ、併せて冷凍による食材のロスをなくしたことでリーズナブルな価格設定を実現。さらに栄養士によるコンサルティング付きとしたビジネスモデルは優位性が高い。

また、ROE（自己資本当期純利益率）、ROA（総資産経常利益率）は17年3月期実績でそれぞれ18.7%、30.1%と高水準にあり、高い総資産回転率が高収益体質を支える。

## ■ 財務安定性

17年3月期の自己資本比率は83.0%と、16年3月期の78.5%から上昇。実質無借金経営で、流動比率は581.6%と高水準。会員顧客からの現金売上収入が多く、流動資産が積み上がりやすいビジネスであることを裏付けている。19年3月期には新工場建設が控えているが、自己資本にはある程度余裕があり、仮に借入れを活用したとしても財務面での不安は少なそうだ。

モーニングスター株式会社  
プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 有村 孝浩  
03-6229-0810 tarimura@morningstar.co.jp

# モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

## 特徴

### (1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

### (2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

#### 【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

### (3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

#### Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

#### Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

#### Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

### (4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

## 項目説明

### ■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

### ■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

### ■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

### ■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

### ■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

### ■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

### ■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

### ■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。