

ホリスティック企業レポート ファンデリー 3137 東証マザーズ

アップデート・レポート
2017年1月20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 20170117

ファンデリー(3137 東証マザーズ)

発行日:2017/1/20

**栄養士によるカウンセリングを特徴とするカタログ主体の健康食宅配会社
17年3月期上期の売上高には物足りなさが残るが会社計画の営業利益は確保**

> 要旨

◆ 会社概要

・ファンデリー(以下、同社)の中核事業は、医療機関等で配布されるカタログからの注文を主体に健康食の宅配を行う MFD (Medical Food Delivery) 事業である。カタログを配布してくれる紹介ネットワークのほか、栄養士によるカウンセリングをセットにした、高収益のビジネスモデルを特徴としている。

◆ 17年3月期上期決算

・17/3期第2四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高1,554百万円(前年同期比19.0%増)、営業利益247百万円(同38.9%増)で、期初会社計画に対する達成率は、売上高が93.9%、営業利益が101.0%となった。会員数の増加が増収を牽引したが、業務受託案件での準備を優先した結果、医療機関との関係強化が後手に回り、会員数の伸びは想定よりも低くなった模様である。

◆ 17年3月期業績予想

・17/3期業績について、同社は売上高3,466百万円(前期比15.0%増)、営業利益567百万円(同13.3%増)とし、期初予想を据え置いた。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、17/3期の業績予想を、売上高3,458百万円(前回3,506百万円)、営業利益592百万円(同606百万円)へと修正した。17/3期上期の状況から会員数の伸びを慎重にみたことで売上高予想を引き下げたが、販管費の伸びの抑制等により、会社計画を若干上回る営業利益は確保されるものとした。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、18/3期以降、年12~15%の増収が続き、18/3期に営業利益率が18%台まで上昇すると予想している。注目点は、紹介ネットワークの拡大と、それに伴う増収を牽引する会員数の増加ペースにある。

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】

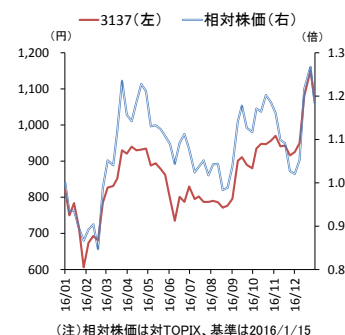
	2017/1/13
株価(円)	1,070
発行済株式数(株)	6,368,100
時価総額(百万円)	6,813

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.4	19.0	15.7
PBR(倍)	4.6	3.7	3.0
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(%)	-0.9	12.0	36.5
対TOPIX(%)	-2.6	1.0	26.5

【株価チャート】



【3137 ファンデリー 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)
2015/3	2,668	7.9	438	8.5	437	8.3	259	6.0	43.1	155.4	0.0
2016/3	3,015	13.0	500	14.1	500	14.4	312	20.4	50.0	230.8	0.0
2017/3 CE	3,466	15.0	567	13.3	557	11.4	340	8.8	53.6	—	0.0
2017/3 E	3,458	14.7	592	18.4	584	16.8	359	15.0	56.4	285.8	0.0
2018/3 E	3,958	14.5	716	20.9	708	21.2	435	21.2	68.3	354.2	0.0
2019/3 E	4,454	12.5	810	13.2	802	13.3	493	13.3	77.4	431.7	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 15年6月の上場時に856,900株の公募増資を実施(オーバーアロット分150,900株を含む)

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

◆ カタログ主体の健康食宅配会社

ファンデリー(以下、同社)は、医療機関等で配布されるカタログからの注文を主体に健康食の宅配を行う MFD (Medical Food Delivery) 事業を中核事業としている。

健康食宅配業を営む企業の多くは、ネットまたはチラシ配布による集客を主体としている。同社のサービスは、「ミールタイム」「ミールタイム ファーマ」等のカタログを、医療機関や調剤薬局等で配布することで会員を増やすことに特徴がある。同社ではこうした医療機関等を紹介ネットワークと称し、MFD 事業での強みとするほか、この紹介ネットワークを活用して、食品メーカー等のマーケティング支援を行うマーケティング事業を展開している。

◆ 栄養士の有資格者の存在感の大きさも特徴

医療機関等で配布されたカタログを見て顧客が注文をする際、必ず同社の栄養士が対応する。さらに、顧客ごとに担当栄養士がつくなど、栄養士によるカウンセリングを前面に打ち出し、他社との大きな違いとしている。顧客接点の部分以外でも、メニュー開発や紹介ネットワークの開拓等の業務プロセスの要所には、栄養士が必ず関わっている。なお、17/3 期上期末時点の同社の社員 45 名のうち、33 名が管理栄養士・栄養士の資格保有者であり、その全員が女性である(同社の女性社員全員が管理栄養士・栄養士の有資格者である)。

◆ MFD 事業が中核事業である

同社の事業は、MFD 事業とマーケティング事業の 2 つのセグメントで構成されている(図表 1)。16/3 期においては健康食の宅配を行う MFD 事業が全売上高の 92.0%を占め、事業の中心となっている。マーケティング事業は、MFD 事業のビジネスモデルを活かした事業であり、売上構成比は 8.0%に留まるが、MFD 事業よりも高い営業利益率となっている。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

セグメント		売上高						
		15/3期	16/3期	17/3期上期	前年同期比		構成比	
					16/3期	17/3期上期	16/3期	17/3期上期
報告	MFD事業	2,391	2,772	1,452	16.0%	18.8%	92.0%	93.4%
セグメント	マーケティング事業	277	242	102	-12.6%	21.0%	8.0%	6.6%
	調整額	0	0	0	-	-	-	-
	合計	2,668	3,015	1,554	13.0%	19.0%	100.0%	100.0%

セグメント		営業利益								
		15/3期	16/3期	17/3期上期	前年同期比		構成比		営業利益率	
					16/3期	17/3期上期	16/3期	17/3期上期	16/3期	17/3期上期
報告	MFD事業	431	598	307	38.7%	23.5%	119.5%	124.3%	21.6%	21.2%
セグメント	マーケティング事業	208	180	74	-13.3%	33.0%	36.0%	30.3%	74.4%	72.8%
	調整額	-201	-278	-134	-	-	-55.5%	-54.6%	-	-
	合計	438	500	247	14.1%	38.9%	100.0%	100.0%	16.6%	15.9%

(出所) ファンデリー有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 健康食の宅配を行う MFD 事業

図表 2 は、同社が行う健康食宅配事業 (MFD 事業) の商流を表している。単なる食事の宅配ではなく、栄養士によるカウンセリングサービスを付加していることが最大の特徴となっている。この商流における特徴的な部分として、以下の 5 点が挙げられる。

- 特徴 1. 絞り込んだチャンネルでのカタログ配布
- 特徴 2. 栄養士が開発する商品
- 特徴 3. 顧客とのコミュニケーション
- 特徴 4. 社員の大半が栄養士の有資格者
- 特徴 5. 継続利用を促す仕組み

それぞれの特徴はシンプルであるが、それらが組み合わさることによって、競争力のあるビジネスモデルとなっている。

【 図表 2 】 MFD 事業の商流



(出所) ファンデリー決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 特徴 1 : 絞り込んだチャネルでのカタログ配布

顧客が同社のサービスの存在を知るのには、主にカタログを通してである。同社のカタログには、「ミールタイム」と「ミールタイム ファーマ」の2種類があり、前者は病院や保健所、介護施設で、後者は調剤薬局で配布されている。

「ミールタイム」の場合は、治療や診療の一環として行われる栄養指導の際に、医師や病院栄養士から患者に手渡される。栄養指導では、日々の食事を栄養学の観点から管理するが、患者は何を食べれば良いか分からない上、継続的に食事を用意するのが難しい場合が多い。

一方、医師または病院としても、患者の食事の好みを把握できず、何を勧めれば良いか分からない。このような時に活用されるのが「ミールタイム」であり、患者の好みとともに、栄養学に沿った食事の計画を立てることができることから、医師にも患者にも重宝されている。

同社では、カタログを配布してくれる先を紹介ネットワークと呼んでいる。16年9月末時点で、医療機関、保健所・介護施設等の合計14,316カ所で「ミールタイム」が手渡され、調剤薬局3,834カ所に「ミールタイム ファーマ」が置かれており、合計18,150カ所で配布されて

いる。04年より10年以上かけて構築してきた紹介ネットワークは、参入障壁のひとつと言える規模となっている。実際、競合他社は、集客等のマーケティングをネットまたはチラシ配布で行っているところがほとんどであり、同社の規模で医療機関や調剤薬局においてカタログを配布する企業は見当たらない。

【図表3】紹介ネットワーク

(単位:カ所)

配布カタログ	紹介ネットワーク	13/3期末	14/3期末	15/3期末	16/3期末	17/3期上期末
ミールタイム	医療機関 (病院、一般診療所)	-	-	12,598	12,509	-
	保健所・介護施設等	-	-	1,379	1,229	-
	上記小計	-	-	13,977	13,738	14,316
ミールタイム ファーマ	調剤薬局	-	-	3,943	3,836	3,834
	合計	12,894	14,198	17,920	17,574	18,150

(出所) ファンデリー有価証券報告書、個人投資家説明会資料より証券リサーチセンター作成

患者が「ミールタイム」を利用することは、医療機関等にとって、食事療法で治療効果を高められるというメリットにつながる。そのため、カタログ配布に対して、医療機関等は同社に対して手数料等の支払いを求めている。つまり、同社にすれば、無料でカタログを配布してもらっていることになる。

◆ 特徴2: 栄養士が開発する商品

医療機関向けの「ミールタイム」は3月、6月、9月、12月の年4回発刊され、毎号75万部、年間300万部発行される。調剤薬局向けの「ミールタイム ファーマ」は3月と9月の年2回発刊され、毎号25万部、年間50万部発行される。いずれも、新しい号になるごとに、約半分のメニューが入れ替わっている。

カタログに掲載されるメニューはすべて、同社の栄養士によって開発されており、メニューは顧客の態様に合わせて4つのジャンルに分類され、すべて冷凍で宅配される(図表4)。以前は他社の商品(いわゆる仕入品)の販売も行われていたが、現在は掲載されていない。おおよそ1食につき500円台~700円が中心価格帯である。

商品は、同社の栄養士が開発したレシピにもとづいて、トオカツフーズ(神奈川県横浜市)、アサヒケーターリング(大阪府泉佐野市)の2社で委託製造されている。仕入高に占める2社の割合は95.5%(16/3期)になる。

【 図表 4 】メニューの4ジャンル

		ヘルシー食	ヘルシー食多め	たんぱく質調整食	ケア食
制限項目	エネルギー	300kcal未満(おかずのみ) 500kcal未満(ごはんつき)	350kcal程度(おかずのみ) 600kcal程度(ごはんつき)	—	500kcal未満(すべてごはんつき)
	塩分	2.0g未満	2.0g未満	2.0g未満	2.0g未満
	内容量	—	300g以上(おかずのみ) 400g以上(ごはんつき)	—	—
	たんぱく質	—	—	10.0g未満	—
顧客属性	糖尿病、脂質異常症、 高血圧、痛風、メタボリック	糖尿病、脂質異常症、 高血圧、痛風、メタボリック (食事制限数値が比較的緩め)	腎臓病患者 透析を受けている患者	咀嚼や嚥下が困難な人	
メニュー数(16年冬号)	99メニュー	37メニュー	113メニュー	7メニュー	

(出所) ファンデリー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 特徴3：顧客とのコミュニケーション

顧客は入手したカタログを見ながら、同社に注文する。注文は電話、ファックス、ウェブ経由となるが、注文の際には必ず栄養士が対応し、顧客ごとに担当栄養士が決まっている。

注文時には、顧客から各種情報(カタログ入手先、通院病院名、食事の制限数値、血液検査結果、身長や体重等)の提供を受け、そうした情報をもとにカウンセリングを行う。その上で、疾病や制限数値、嗜好に合わせた食事を提案している。

こうした顧客とのコミュニケーションの結果、顧客数は19.4万人(16年9月末時点)まで拡大した(図表5)。世代別には、60代、70代の順に多く、その次に50代と80代が同程度で続くとのことで、中高年層の顧客が多い。

【 図表 5 】会員数の推移

(単位：人)

	13/3期末	14/3期末	15/3期末	16/3期末	17/3期上期末
会員数	100,000	133,000	152,771	182,905	194,346
前期末比	—	33.0%	14.9%	19.7%	20.7%
定期コース会員数	—	—	6,079	6,938	7,088
前期末比	—	—	—	14.1%	14.6%
会員数に占める割合	—	—	4.0%	3.8%	3.6%

(出所) ファンデリー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 特徴4：社員の大半が栄養士の有資格者

MFD 事業の最大の特徴は、開発、紹介ネットワークの開拓、顧客対応といった、業務プロセスの大半を、管理栄養士または栄養士の有資格者が行っている点にある。17/3 期上期末時点で、45 名の社員のうち 33 名が管理栄養士・栄養士の資格保有者であり、その全員が女性である(同社の女性社員全員が管理栄養士・栄養士の有資格者である)。この点が同社の大きな強みとなっている。

同社は、栄養士のためのコミュニティサイト「Foodish」を運営している。「Foodish」には、約 45,000 人の管理栄養士や栄養士が登録しており、同社にとっては、外部の有資格者に対する情報発信のためのツールとなっている。また、栄養士の交流会である「輝く栄養士の会」を定期的で開催しており、同社の栄養士と、医療機関等の紹介ネットワークに所属する栄養士との交流の機会を設けるなど、有資格者同士によるネットワーキング構築の場を提供している。

◆ 特徴5：継続利用を促す仕組み

食事制限が必要な人向けのメニューを扱っている関係上、食事療法の効果を出すためにも、健康食の宅配はもともと継続利用されやすいサービスと言える。一方、在宅配食サービスには他社の参入が続き、競合先も多い。他社ではなく、いかに自社で継続利用してもらえるかが重要となる。

同社のビジネスモデルには、顧客に継続利用を促す仕組みが散りばめられている。

その最たるものは、各顧客に担当栄養士がつくことである。担当栄養士がカウンセリングを行い、顧客一人ひとりに合ったメニューを提案することで、受注につなげている。当然のことながら、顧客の症状も変動し、食事の制限数値や検査結果も変わる。その都度食事の内容を変える必要もあるため、定期的なカウンセリングは欠かせない。その意味で、担当栄養士がつくことは患者にとって安心感につながり、患者が担当栄養士のファンとなることで、リピート率の上昇をもたらすことになる。

顧客と担当栄養士の間で信頼関係が形成されれば、「栄養士おまかせ定期便」という定期コース(毎週または隔週に宅配)に移行する可能性が高くなる。定期コースは、顧客の継続的な利用が前提となるため、同社にとって効率性が高く、安定的な売上高と利益が見込まれる商品である。実際、MFD 事業の売上高のうち、定期コースの占める比率は 50%を超えている(図表 6)。なお、第 3 四半期に定期コースの売

上構成比が低下するのは、1回の注文で完結するおせち料理の注文が入るといった季節要因のためである。

16年9月末時点で、定期コースの会員数は7,088人、全会員の3.6%であり、まだ伸びる余地は大きいと考えられる(図表5)。

【図表6】チャンネル別売上構成比の推移

	16/3期				17/3期	
	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	第1四半期	第2四半期
定期コース	54.9%	55.2%	45.2%	51.1%	51.7%	53.0%
PC	15.6%	15.5%	19.0%	16.6%	15.8%	15.3%
スマートフォン	3.7%	3.9%	5.1%	4.0%	4.0%	4.0%
タブレット	-	-	1.1%	1.4%	1.3%	1.2%
電話	23.3%	23.0%	27.0%	24.2%	24.6%	23.9%
ファックス	2.6%	2.4%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%

(出所) ファンデリー決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ マーケティング事業は紹介ネットワークを活用した事業

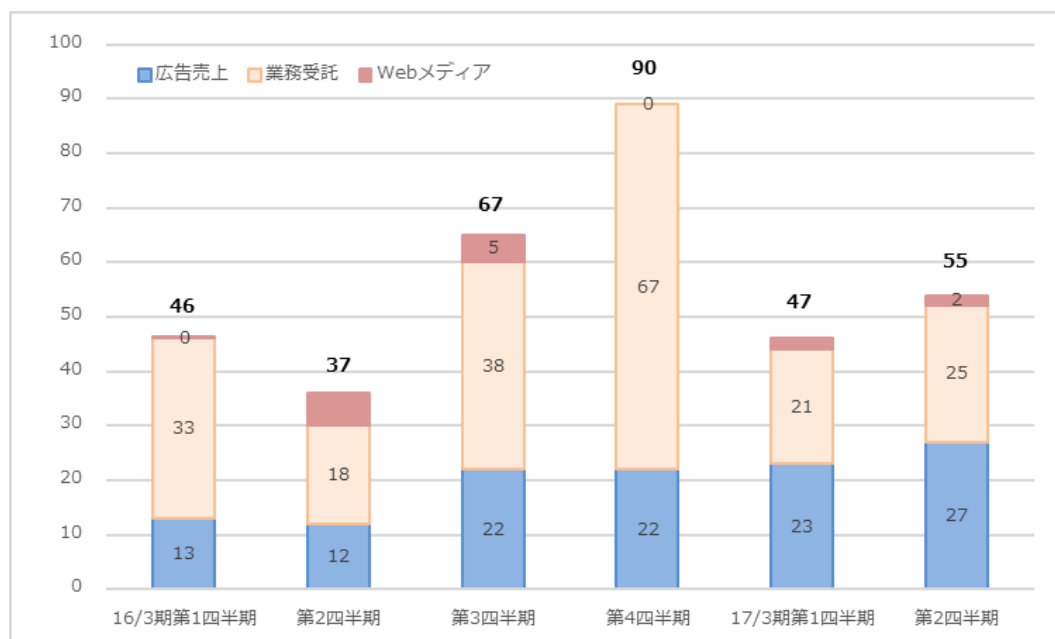
マーケティング事業は、MDF事業で構築された紹介ネットワークを通じた、広告・マーケティング支援を行う事業である。食品や健康関連のメーカー等を主な顧客としている。

同事業は、広告売上、業務受託、Webメディアに分類される(図表7)。カタログ誌面の広告枠販売を主とする広告売上は大きく伸びることはないが、安定的な売上高が期待できる。サンプリングによるアンケート調査等の業務受託は、案件によって比較的大きな売上高を計上できる可能性がある一方、四半期ごとの業績変動が大きい。また、Webメディアでは、市販商品を使用した健康食レシピ紹介サイトの運営を行い食品メーカーから収益を得ているが、まだ小規模にとどまっている。

マーケティング事業は、MDF事業のように仕入が発生するわけではないため利益率は高い。「ミールタイム」のカタログ制作費用は、マーケティング事業の収益でカバーされており、MDF事業の高収益なビジネスモデルを支える要因となっている。

【 図表 7 】 マーケティング事業売上高の四半期推移

(単位:百万円)



(出所) ファンデリー決算説明会資料

> 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8のようにまとめられる。

【図表8】SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・10年以上かけて構築してきた紹介ネットワークの厚み ・社内の人材の大半が栄養士であることによる業務の専門性の高さ <ul style="list-style-type: none"> - 栄養士によるメニュー開発、顧客へのカウンセリング、紹介ネットワークの開拓 ・高い利益率を実現する仕組み、ビジネスモデル <ul style="list-style-type: none"> - 紹介ネットワークを用いた効率的なカタログ配布 - マーケティング事業の収益でカタログ制作費用が実質無料
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・事業規模の小ささ ・現社長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・高齢者世帯の増加、食事療法需要の拡大(食事療法を必要とする患者の増加) ・国民医療費の抑制への動きと予防需要の増加 ・紹介ネットワーク拡大の余地 ・定期コース「栄養士おまかせ定期便」の利用率引き上げ余地 ・マーケティング事業の業務受託の顧客開拓余地 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生労働行政の方針の変化(法改正や規制の変化等) ・医療機関や調剤薬局の取り組みスタンスの変化の可能性 ・新規参入の増加と競合の激化 ・栄養士有資格者の確保が難しくなる可能性 ・食品衛生上、もしくは個人情報管理上のトラブルが発生する可能性

(出所)証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は創業以来一貫した事業目的にある

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、KPIの数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、「食で元気な人を増やして、社会全体の医療費を下げる」という一貫してぶれない事業目的を立案した社長をはじめとする経営陣の資質にあると、当センターは考えている。同社はその事業目的の達成に向け、食事の宅配と栄養士によるカウンセリングを組み合わせたサービスを志向してきた。

そのサービスを確立するために、栄養士有資格者を集め、カタログのコンテンツを充実させて組織資本を蓄積し、医療機関等の紹介ネットワークを構築してカタログを配布しながら、顧客という関係資本を蓄積してきた。その結果として、現在の高収益のビジネスモデルが出来上がったと言えよう。

【 図表 9 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI					
		項目	数値	数値			
関係資本	顧客	・会員数	182,905人 (16/3期末) 188,349人 (17/3期第1四半期末)	194,346人			
		・定期コース会員数と 全会員数に占める割合	6,938人、3.8% (16/3期末) 6,974人、3.7% (17/3期第1四半期末)	7,088人、3.6%			
		・受注件数	39.8万件	20万件強			
		・1受注あたり購入単価	6,873円 (16/3期第4四半期) 6,882円 (17/3期第1四半期)	6,886円			
		・全売上高に占める 定期コースの売上高の割合	51.1% (16/3期第4四半期) 51.7% (17/3期第1四半期)	53.0%			
		マーケティング事業	・広告による売上高と 全社売上高に対する構成比	69百万円 約2.3%	50百万円 約3.2%		
			・業務受託の売上高	156百万円	46百万円		
			・業務受託の顧客数	開示なし	-----		
			・業務受託の案件数	開示なし	-----		
			・「ミールタイム」ブランド	・医療機関栄養士の推薦記事数	421件 (16年8月2日時点)	422件 (17年1月13日時点)	
	ネットワーク	紹介ネットワーク (通販カタログを配布する施設)	・医療機関	12,509カ所	14,316カ所		
			・保健所・介護施設等	1,229カ所	(医療機関、保健所・介護施設等の合計)		
			・調剤薬局	3,836カ所	3,834カ所		
		製造委託先	・主要委託先2社	トオカツフーズ アサヒケータリング	-----		
			・全仕入先に占める 主要委託先2社の割合	95.5%	上期の開示はなし		
			・倉庫業者	サネット	-----		
		物流	・宅配事業者	ヤマト運輸	-----		
			・外部の栄養士	・Foodishの会員数	約45,000人	-----	
		組織資本	プロセス	・カタログのコンテンツ	・メニュー数	ヘルシー食：101メニュー ヘルシー食多め：29メニュー たんぱく質調整食：115メニュー ケア食：7メニュー (16年夏号)	ヘルシー食：97メニュー ヘルシー食多め：37メニュー たんぱく質調整食：112メニュー ケア食：7メニュー (16年秋号)
					・掲載メニューの変更頻度	毎月半分のメニュー変更	-----
・カタログの発刊頻度	「ミールタイム」年4回 「ミールタイム ファーマ」年2回			-----			
顧客接点	・管理栄養士・栄養士の資格保有者			女性30名は全員取得	女性33名は全員取得		
	・カタログの年間発行部数		「ミールタイム」300万部 「ミールタイム ファーマ」50万部	-----			
知的財産 ノウハウ	・人財育成		・従業員数	43名	45名		
	・商標権		・貸借対照表上の商標権	2百万円	上期末の開示はなし		
人的資本	経営陣		・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	5百万円	上期末の開示はなし	
			・社長をはじめとする経営陣の経験	・創業からの年数	約16年	-----	
				・ビジネスの定義	「一食二医」という考え方	-----	
		・代表取締役社長による保有		4,144,100株 (65.51%)	4,144,100株 (65.08%)		
		・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)		243,000株 (3.84%)	上期は詳細の開示なし		
	従業員	インセンティブ	・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	詳細の開示なし	-----		
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	69百万円 (5名)	-----		
		企業風土	・従業員数	43名	-----		
			・平均年齢	28.4歳	-----		
			・平均勤続年数	3.1年	-----		
インセンティブ	・従業員持株会	なし	-----				
	・ストックオプション	150,000株 (2.37%) *取締役保有分も含む	107,400株 (1.69%) *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16/3期または16/3期末、今回は17/3期上期または17/3期上期末のもの
前回と変更しないものは-----と表示

(出所) ファンデリー有価証券報告書、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

◆ 17年3月期上期は期初会社計画の営業利益は確保

17/3期第2四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高が1,554百万円(前年同期比19.0%増)、営業利益が247百万円(同38.9%増)、経常利益が254百万円(同46.6%増)、四半期純利益が160百万円(同37.9%増)となった。

期初発表の17/3期上期の会社計画に対する達成率は、売上高は93.9%、営業利益は101.0%となり、売上高は会社計画を下回ったものの、営業利益はほぼ計画水準となった。

主力のMFD事業の売上高は前年同期比18.8%増の1,452百万円であった。17/3期上期末の会員数は前年同期末比20.7%増、うち定期コース会員数が14.6%増となり、これらが増収を牽引したと言えよう。17/3期上期末の紹介ネットワークは18,150件となり、16/3期末の17,574件から576件増加した。

それでも、MFD事業の売上高の達成率は、期初計画の1,546百万円に対して93.9%に留まった。この件について、同社は、マーケティング事業の業務受託案件での準備に手間がかかり、医療機関等の紹介ネットワークとの関係強化が足りなかったためと分析している。

マーケティング事業の売上高は前年同期比21.0%増の102百万円であったが、期初計画の110百万円に対する達成率は93.3%となった。広告売上は安定的に推移したが、業務受託案件の一部で、上期開始予定のものが下期開始にずれ込んだ案件が発生した模様である。

利益面では、売上総利益率は56.9%と前年同期の56.7%に対して0.2%ポイント上昇した。特に大きな変動要因はなく、世の中の食材価格の上昇によるMFD事業の利益率への影響は受けていない模様である。さらに、広告宣伝費の一部下期シフト等で販管費の増加が抑制されたことにより、営業利益率は15.9%と、前年同期比2.3%ポイントの上昇となった。

> 期中の変化

◆ 疾病予防に着目した新ブランドの立ち上げ

16年9月より、「medical + mealtime」という新ブランドを立ち上げた。これは、身近な疾病に着目し、食材選定の段階から疾病予防にこだわるものである。第一弾として、認知症と骨粗鬆症をテーマとしたメニューを投入した。なお、こうした食材選定やメニュー開発にあたっては、大手食品メーカーとの協業も行われている模様である。

◆ シャープとのサービス連携

16年10月にシャープ(6753 東証二部)と、情報配信サービス「ポイント家電」を共同運営することが公表された。

「ポイント家電」のサービスは、シャープが販売するウォーターオープン「ヘルシオ」についている操作画面に情報を配信し、その閲覧に応じてユーザーにポイントを還元するものである。シャープが家電本体と情報配信システムの開発・保守を担当し、同社がコンテンツ全般を担当する。

配信される情報には、栄養士アドバイスや食事のメニュー紹介のほか、動画広告があり、動画広告を出稿する広告主からの収入によって、サービスが運営される。サービス開始時点で、食品メーカー7社が広告提供企業に名を連ねている。

17/3期への業績貢献は大きくないものの、サービスが適用される家電の機種種の増加、広告主の増加を通じて、中長期的に業績に貢献するサービスに育つ可能性があるだろう。

> 今後の業績見通し

◆ 17年3月期会社計画

17/3期の会社計画は、売上高 3,466 百万円(前期比 15.0%増)、営業利益 567 百万円(同 13.3%増)、経常利益 557 百万円(同 11.4%増)、当期純利益 340 百万円(同 8.8%増)で、期初計画が据え置かれた(図表 10)。

【図表 10】ファンデリーの17年3月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	2,668	3,015	3,466	15.0%
MFD事業	2,391	2,772	3,166	14.2%
マーケティング事業	277	242	300	23.7%
売上総利益	1,474	1,723	1,978	14.8%
売上総利益率	55.3%	57.1%	57.1%	-
営業利益	438	500	567	13.3%
営業利益率	16.4%	16.6%	16.4%	-
MFD事業	431	598	675	12.8%
マーケティング事業	208	180	228	26.9%
調整額	-201	-278	-336	-
経常利益	437	500	557	11.4%
経常利益率	16.4%	16.6%	16.1%	-
当期純利益	259	312	340	8.8%
当期純利益率	9.7%	10.4%	9.8%	-

(出所) ファンデリー決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

主力の MFD 事業は前期比 14.2%の増収を見込んでいる。知名度向上と、紹介ネットワークの新規開拓や深掘りを通じた規模拡大により、受注件数は同 15.5%増、平均単価横ばいを前提としている。マーケティング事業は同 23.7%の増収を見込んでいる。

MFD 事業の仕入商品原価率が前期と同水準で推移するものとして、売上総利益率は前期比横ばいの 57.1%としている。一方、人員増等による販管費増があり、営業利益率は 16.4%と前期比 0.2%ポイントの低下が想定されている。

株主還元に関して同社は、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、これまで無配を続けてきた。17/3 期についても無配を予定している。

◆ 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、17/3 期上期の業績を受けて、同社の 17/3 期の業績を、売上高 3,458 百万円（前期比 14.7%増）、営業利益 592 百万円（同 18.4%増）、経常利益 584 百万円（同 16.8%増）、当期純利益 359 百万円（同 15.0%増）と、会社計画に近い水準まで修正した（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) MFD 事業の売上高は、期末の会員数、期中平均会員数をベースとした 1 会員あたり売上高と 1 会員あたり受注件数を考慮して予想を組み立てている。

16/3 期末の会員数 182,905 人に対し、17/3 期末の会員は約 29,000 人増（前回予想は約 35,000 人増）の約 212,000 人（同 218,000 人）に引き下げた。16/3 期の 1 会員あたり売上高 16.5 千円、1 会員あたり受注件数 2.37 回に対し、17/3 期の 1 会員あたり売上高 16.0 千円、1 会員あたり受注件数 2.34 回という予想は据え置いた（図表 11）。会員数の増加が主な増収要因という見方は変わらないものの、17/3 期上期に想定していた医療機関との関係強化が遅れた点を反映させた。

それでも、紹介ネットワークの拡大は続き、16/3 期末の 17,574 件から 17/3 期末の 18,800 件へ、件数が約 1,200 件増となるという予想は変えていない。

また、マーケティング事業は、会社計画と同水準の 300 百万円に据え置いた。

【 図表 11 】 MFD 事業の主要指標

		15/3期末	16/3期末	17/3期末E	17/3期末E	18/3期末E	18/3期末E	19/3期末E	19/3期末E
会員数	人	152,771	182,905	211,905	217,905	244,905	250,905	274,905	280,905
	前期末比	-	14.9%	19.7%	15.9%	19.1%	15.6%	15.1%	12.2%
紹介ネットワーク	カ所	17,920	17,574	18,800	18,800	19,800	19,800	20,800	20,800
	前期末比	-	26.2%	-1.9%	7.0%	7.0%	5.3%	5.3%	5.1%
		15/3期	16/3期	17/3期E	17/3期E	18/3期E	18/3期E	19/3期E	19/3期E
MFD事業売上高	百万円	2,391	2,772	3,158	3,206	3,608	3,703	4,054	4,148
会員数(期中平均)	人	142,886	167,838	197,405	200,405	228,405	234,405	259,905	265,905
1会員あたり売上高	千円	16.7	16.5	16.0	16.0	15.8	15.8	15.6	15.6
受注件数	件	344,000	398,000	461,928	468,948	529,900	543,820	597,782	611,582
	前期比	-	8.5%	15.7%	16.1%	17.8%	14.7%	16.0%	12.8%
1会員あたり受注件数	件	2.41	2.37	2.34	2.34	2.32	2.32	2.30	2.30
1受注あたり売上高	千円	7.0	7.0	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
紹介ネットワーク(期中平均)	カ所	16,059	17,747	18,187	18,187	19,300	19,300	20,300	20,300
1カ所あたり売上高	千円	149	156	174	176	187	192	200	204
1カ所あたり会員数	人	8.90	9.46	10.85	11.02	11.83	12.15	12.80	13.10

(注) E:証券リサーチセンター予想

(出所) ファンデリー有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

(2) 17/3 期の売上総利益率は 57.1%と、16/3 期比横ばいで推移するという予想は据え置いた。

(3) 人員増による人件費の増加のほか、売上高の増加に連動する運賃、保管料、支払手数料の増加により、販管費は前期比 13.1%増(前回は 14.1%増)になる。増収効果と販管費の伸びの抑制により、営業利益率は 16/3 期の 16.6%から 17.1%(前回予想では 17.3%)まで 0.5%ポイント上昇(同 0.7%ポイント上昇)するものと予想した。

18/3 期以降は、微調整を加えたが、売上高は前期比約 12%~15%の増収が続くという予想は変えていない。紹介ネットワークの拡大とそれに伴う会員数の増加による MFD 事業の増収が主導するという見方を継続する。19/3 期末には、会員数は約 275,000 人、紹介ネットワークは 20,800 カ所まで増加する一方、1 会員あたり売上高、1 会員あたり受注件数は緩やかに低下していくものと想定した(図表 11)。

売上総利益率は 17/3 期の水準より若干上昇して推移し、販管費は人員数の伸びを緩やかにしたことで、年 1.5 億円~2 億円弱の増加に抑制されるものとした。その結果、18/3 期以降の営業利益率は 18%台にまで上昇するものと予想した。

【 図表 12 】証券リサーチセンターの業績等の予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期CE	17/3期E (今回)	17/3期E (前回)	18/3期E (今回)	18/3期E (前回)	19/3期E (今回)	19/3期E (前回)
損益計算書									
売上高	2,668	3,015	3,466	3,458	3,506	3,958	4,053	4,454	4,548
前期比	7.9%	13.0%	15.0%	14.7%	16.3%	14.5%	15.6%	12.5%	12.2%
事業別									
MFD事業	2,391	2,772	3,166	3,158	3,206	3,608	3,703	4,054	4,148
マーケティング事業	277	242	300	300	300	350	350	400	400
売上総利益	1,474	1,723	1,978	1,975	2,001	2,263	2,314	2,549	2,599
前期比	7.9%	16.8%	14.8%	14.6%	16.1%	14.6%	15.7%	12.6%	12.3%
売上総利益率	55.3%	57.1%	57.1%	57.1%	57.1%	57.2%	57.1%	57.2%	57.2%
販売費及び一般管理費	1,035	1,222	1,411	1,382	1,394	1,547	1,591	1,738	1,783
販管费率	38.8%	40.5%	40.7%	40.0%	39.8%	39.1%	39.3%	39.0%	39.2%
営業利益	438	500	567	592	606	716	723	810	816
前期比	8.5%	14.1%	13.3%	18.4%	21.1%	20.9%	19.3%	13.2%	12.8%
営業利益率	16.4%	16.6%	16.4%	17.1%	17.3%	18.1%	17.9%	18.2%	17.9%
事業別									
MFD事業	431	598	675	682	699	821	839	941	958
マーケティング事業	208	180	228	228	228	266	266	304	304
調整額	-201	-278	-336	-318	-320	-371	-381	-434	-445
経常利益	437	500	557	584	598	708	715	802	807
前期比	8.3%	14.4%	11.4%	16.8%	19.5%	21.2%	19.5%	13.3%	13.0%
経常利益率	16.4%	16.6%	16.1%	16.9%	17.1%	17.9%	17.6%	18.0%	17.8%
当期純利益	259	312	340	359	368	435	439	493	496
前期比	6.0%	20.4%	8.8%	15.0%	17.7%	21.2%	19.5%	13.3%	13.0%
当期利益率	9.7%	10.4%	9.8%	10.4%	10.5%	11.0%	10.9%	11.1%	10.9%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ファンデリー有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 13 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期CE	17/3期E (今回)	17/3期E (前回)	18/3期E (今回)	18/3期E (前回)	19/3期E (今回)	19/3期E (前回)
貸借対照表									
現金及び預金	887	1,317	-	1,663	1,669	2,133	2,143	2,627	2,640
売掛金	219	165	-	213	218	242	247	270	275
商品・仕掛品・貯蔵品	121	250	-	260	267	281	287	304	310
その他	46	59	-	60	60	60	60	60	60
流動資産	1,274	1,793	-	2,197	2,216	2,716	2,738	3,262	3,286
有形固定資産	11	10	-	9	9	7	7	6	6
無形固定資産	10	9	-	8	8	6	6	5	5
投資その他の資産	39	45	-	45	45	45	45	45	45
固定資産	60	65	-	62	62	60	60	57	57
資産合計	1,335	1,859	-	2,260	2,279	2,777	2,798	3,319	3,344
買掛金	89	114	-	120	123	144	147	158	161
未払法人税等	112	112	-	135	138	163	165	185	186
未払金等(未払法人税等を除く)	119	135	-	148	152	176	180	189	193
前受金	0	1	-	2	2	2	2	2	2
短期借入金	0	-	-	0	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	10	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	59	27	-	27	27	27	27	27	27
流動負債	390	391	-	433	443	514	522	562	571
長期借入金	0	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	8	7	-	7	7	7	7	7	7
固定負債	8	7	-	7	7	7	7	7	7
純資産合計 (自己資本)	936	1,460	-	1,819	1,828	2,255	2,268	2,748	2,765
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	437	498	-	584	598	708	715	802	807
減価償却費	8	8	-	4	4	4	4	4	4
売上債権の増減額(ーは増加)	10	53	-	-48	-53	-28	-28	-28	-28
棚卸資産の増減額(ーは増加)	70	-129	-	-10	-17	-20	-19	-22	-23
仕入債務の増減額(ーは減少)	-6	25	-	6	9	23	23	14	14
法人税等の支払額	-141	-197	-	-202	-204	-244	-248	-287	-289
その他	50	-21	-	12	16	28	28	12	12
営業活動によるキャッシュ・フロー	428	237	-	347	353	471	474	495	498
有形固定資産の取得による支出	-2	-3	-	-1	-1	-1	-1	-1	-1
有形固定資産の売却による収入	0	0	-	0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-3	-1	-	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	0	0	-	0	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	0	0	-	0	0	0	0	0	0
敷金及び保証金の差入による支出	-3	-4	-	0	0	0	0	0	0
敷金及び保証金の回収による収入	1	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	-1	0	-	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-8	-8	-	-1	-1	-1	-1	-1	-1
短期借入金の増減額(ーは減少)	0	0	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額(ーは減少)	-32	-10	-	0	0	0	0	0	0
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	0	211	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	0	0	-	0	0	0	0	0	0
その他	0	0	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-32	201	-	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	387	430	-	345	352	470	473	493	496
現金及び現金同等物の期首残高	500	887	-	1,317	1,317	1,663	1,669	2,133	2,143
現金及び現金同等物の期末残高	887	1,317	-	1,663	1,669	2,133	2,143	2,627	2,640

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ファンデリー有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

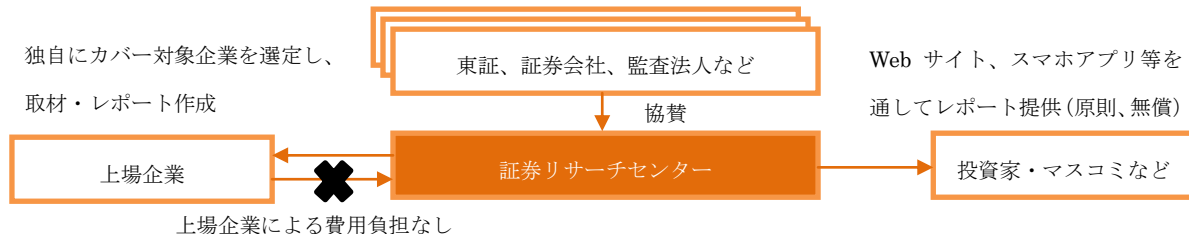
> 投資に際しての留意点

◆ 配当について

同社は、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。配当の実施およ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。



■ 協賛会員

(協賛)

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	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	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

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

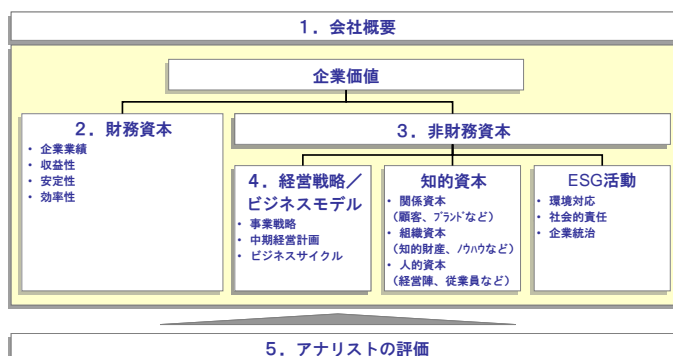
本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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。