

栄養士がサポートする、健康食宅配サービス

投資判断 (9/21)

## ファンデリー (3137・マザーズ)

新規 Overweight

| 株価             | 投資単位 | 時価総額             | 昨年来高値             | 昨年来安値             | PER(予)          |
|----------------|------|------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 900円<br>(9/21) | 100株 | 57.2億円<br>(9/21) | 985円<br>(16/4/13) | 588円<br>(16/2/16) | 16.8倍<br>(9/21) |

## 当面の目標は売上3倍増の100億円

## ■17年3月期1Qは順調に推移

17年3月期第1四半期業績（非連結）は、売上高7億7,700万円（前年同期比18.0%増）、営業利益1億1,500万円（同9.9%増）と計画に沿って順調に推移した。セグメント別に、主力の「MFD（メディカルフードデリバリー）事業」は、同社の管理栄養士・栄養士が顧客の疾病、制限数値、嗜好に合わせて食事を選び定期購入できる「栄養士おまかせ定期便」の利用者拡大、および健康食通販カタログ「ミールタイム」、「ミールタイムファーマ」の紹介ネットワーク拡大に努めた結果、新規、定期購入顧客とも順調に増加。当期末の会員数は18万8,349人（前年同期末15万6,872人、前期末18万2,905人）となり、売上高7億3,000万円（同19.4%増）、営業利益1億5,500万円（同21.4%増）と全体をけん引した。健康食通販カタログの広告枠販売、および紹介ネットワークを活用した業務受託を展開する「マーケティング事業」も下期偏重傾向が強まる中、売上高4,700万円（同0.1%増）、営業利益3,500万円（同3.6%増）と堅調に推移。

## ■17年3月期業績予想は保守的な印象

17年3月期1Q業績は計画線で推移し、会社側は上期の予想売上高16億5,600万円（前年同期比26.8%増）、営業利益2億4,400万円（同37.5%増）の達成に手応えを強めている様子。となれば、通期の予想売上高34億6,600万円（前期比15.0%増）、営業利益5億6,700万円（同13.3%増）は増額期待が高まってよさそう。繁忙期がおせち料理を提供する第3四半期であることを理由に、今下期の予想営業利益を3億2,300万円と、前下期と同レベルにとどめているためだ。しかし、会員数は前述のとおり順調な右肩上がりが続いている。メニューについても、これまで糖尿病、脂質異常、高血圧、痛風患者やメタボリック向けの「ヘルシー食」、および腎臓病、透析患者向けの「たんぱく質調整食」が大半を占めていたが、新ブランド「medical + mealtime」を立ち上げて16年9月1日に「認知症」と「骨粗鬆症」に着目したメニューを発売するなど、展開力は増している。

## 業績動向 (9/21時点)

|        |      | 売上高<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | EPS<br>(円) |
|--------|------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|
| 15年3月期 | 実績   | 2,668        | 7.9        | 438           | 8.5        | 437           | 8.3        | 259          | 6.0        | 43.1       |
| 16年3月期 | 実績   | 3,015        | 13.0       | 500           | 14.2       | 500           | 14.4       | 312          | 20.5       | 50.0       |
| 17年3月期 | 会社予想 | 3,466        | 15.0       | 567           | 13.4       | 557           | 11.4       | 340          | 9.0        | 53.6       |
|        | MS予想 | 3,500        | 16.1       | 600           | 20.0       | 600           | 20.0       | 370          | 18.6       | 58.3       |
| 18年3月期 | MS予想 | 3,900        | 11.4       | 680           | 13.3       | 680           | 13.3       | 420          | 13.5       | 66.2       |

※15年2月1日付で普通株式1株につき30株の株式分割を実施 ※15年3月期EPSは上記の株式分割が期初に行われたと仮定して算定(当期純利益÷期中平均株式数)

本資料は投資判断の参考としての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料に掲載された意見は作成日における判断であり、予告なしに変更される場合があります。本資料に掲載された意見・データは、当社が信頼できると判断したデータ等により作成いたしました。その正確性、安全性等について保障するものではありません。著作権、知的財産権等一切の権利はモーニングスター株式会社並びに Morningstar Inc. に帰属しますので、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。



会社側はMFD事業の潜在市場について現在の100倍と見積もっているようだが、当面の目標は早期売上高3倍増の100億円到達。「栄養士おまかせ定期便」の利用者拡大などにより、栄養士を主体とする社員数は2倍で対応が可能とみており、利益率はさらに高まる公算だ。

現在、日本において生活習慣病患者の医薬品に対する依存性は非常に高い。食事制限や運動をしなくとも、薬が数値を下げてくれるからだ。しかし、それに甘んじて摂生を怠り、服薬が長期化すると副作用がのしかかってくる。高齢化が進めばなおさらだ。現場の医師や栄養士、薬剤師達は、同社の健康食通販カタログの無償配布に協力的で、16年6月末の紹介ネットワークは、医療機関・保健所・介護施設等が全国に1万4,471カ所、調剤薬局が3,831カ所へと拡大。医療機関等での配布は04年の開始から10年超が経過していることが参入障壁となっており、独自の高収益モデルの優位性は中期的に維持されそう。

株価は15年6月25日の新規上場日に付けた1,676円を最高値に、全体安にも引きずられ同年8月25日には573円まで下落。その後、12月1日に1,100円まで戻すが、調整局面から脱し切れずにいる状態。モーニングスターでは750円を下値とし、17年3月期の予想EPS58.3円、PER18倍強で弾いた1,100円を上値のメドに想定株価レンジを設定。投資判断は新規「Overweight」とする。(真鍋 浩幸)

## ■ 会社概要

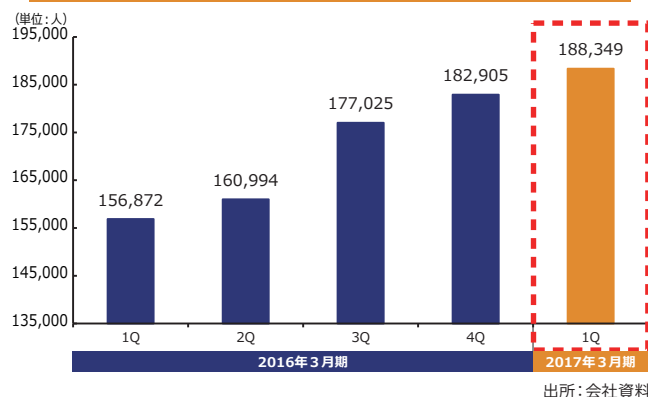
健康食通販カタログ「ミールタイム（医療機関・保健所・介護施設等向け）」、「ミールタイム ファーマ（調剤薬局向け）」による健康食宅配サービス「MFD事業」が主力。カタログは患者が診察、栄養指導などを受けた際に医師、管理栄養士から直接配布され、同社は患者からの注文を受ける際、必ず栄養士が血液検査結果等を踏まえたカウンセリングを行い、一人ひとりに合わせたメニューを提案する。もう一つの「マーケティング事業」では、この通販カタログにおける食品メーカーなどへの広告枠販売、および紹介ネットワークを活用したサンプル配布業務の受託などを展開。もともと「マーケティング事業」は、その収益によりカタログの発行費用を補うため始めたもの。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一食当たり500～600円とリーズナブルで、16年3月期は原価率が42.9%にのびりながら16.6%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。ポイントは生活習慣病患者において特にそうだが、本質的な治療である食事制限、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効果が期待できれば、高齢化社会の中で高評価を得そうだ。

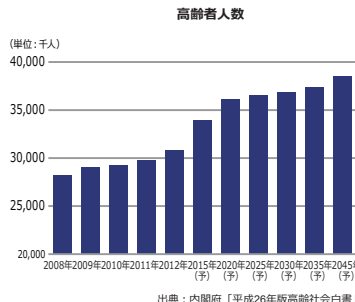
### MFD事業 会員数推移

会員数は19万人に迫る勢い

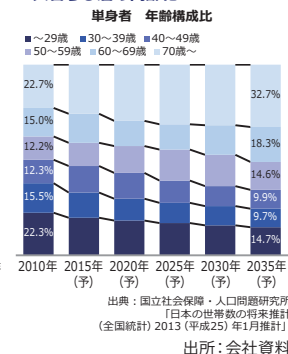


### 高齢者層の増加

#### 高齢者の増加



#### 一人暮らし層の高齢化



出所: 会社資料

## 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、プライバシー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 (9/21時点)

### ■ 配当の状況

|        |      | 1株当たり配当金 |    |    |
|--------|------|----------|----|----|
|        |      | 中間期末     | 期末 | 年間 |
| 15年3月期 | 実績   | 0円       | 0円 | 0円 |
| 16年3月期 | 実績   | 0円       | 0円 | 0円 |
| 17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) (9/21時点)

|       | ファンデリー<br>(3137・マザーズ) | ショクブン<br>(9969・東2) | オーシャンシステム<br>(3096・ジャスダック) |
|-------|-----------------------|--------------------|----------------------------|
| 基本事項  | 株価                    | 900円               | 505円                       |
|       | 投資単位                  | 100株               | 100株                       |
|       | 最低投資金額                | 90,000円            | 50,500円                    |
|       | 決算月                   | 3月                 | 3月                         |
| 株価指標  | PER(予)                | 16.8倍              | 18.3倍                      |
|       | PBR(実)                | 3.9倍               | 2.4倍                       |
|       | 配当利回り(予)              | 0.0%               | 1.6%                       |
| 成長性   | 売上高成長率(予)             | 15.0%              | 6.4%                       |
|       | 営業利益成長率(予)            | 13.4%              | 145.8%                     |
|       | EPS成長率(予)             | 7.3%               | 96.6%                      |
| 収益性   | 売上高営業利益率(予)           | 16.4%              | 4.6%                       |
|       | 自己資本当期純利益率(実)         | 26.1%              | 6.6%                       |
|       | 総資産経常利益率(実)           | 31.3%              | 1.6%                       |
| 財務安定性 | 自己資本比率(実)             | 78.5%              | 24.9%                      |
|       | デット・エクイティ・レシオ(実)      | 0.0%               | 255.5%                     |
|       | 流動比率(実)               | 458.6%             | 20.9%                      |

競合企業として、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

17年3月期下期に計算上、売上高18億1,000万円（前年同期比6.0%増）、営業利益3億2,300万円（同横ばい）を見込んだが、会員数の伸びや「認知症」、「骨粗鬆症」予防商品の発売に見られるメニューの拡充などから増額が期待され、当面の業績についても年率2ケタの売上成長が見込まれる。生活習慣病や、腎臓病などは薬に頼らざるを得ない部分があるが、「認知症」、「骨粗鬆症」などの予防については薬剤に対する抵抗感が強くなると思われ、高齢化社会の進展とともに需要は拡大しそう。カタログだけでなくWebメディアの拡充も図って社会的認知を進めることで成長力を増していきそうだ。

## ■ 収益性

競合企業がないため単純比較できないが、16年3月期の営業利益率16%台は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押さえ、併せて冷凍による宅配で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カウンセリング付きとしたビジネスモデルは優位性が高い。会社側が当面の目標とする売上高100億円を達成し、現在のビジネスモデルを維持出来れば、利益率はさらに上昇する見込み。

## ■ 財務安定性

16年3月期の自己資本比率は78.5%と、前期の70.1%から上昇。15年6月のIPOによる資本の増強以上に、利益剰余金の増加が押し上げに働いた。また、実質無借金経営となったことでデット・エクイティ・レシオは0%。流動比率も450%超と高く、財務面での不安は少ない。



# 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」「Neutral」「Underweight」）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。