

ケンコーマヨネーズ (2915)

連結通期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
FY03/2012		51,878	2,144	2,073	1,029	72.5	20.0	949.4
FY03/2013		54,533	2,778	2,574	1,409	99.2	21.0	1,041.5
FY03/2014会予		55,500	2,720	2,580	1,420	99.9	21.0	-
FY03/2013	前年比	5.1%	29.6%	24.1%	36.8%	-	-	-
FY03/2014会予	前年比	1.8%	(2.1%)	0.2%	0.8%	-	-	-
連結半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-2Q FY03/2013		27,388	1,594	1,531	772	-	-	-
3Q-4Q FY03/2013		27,145	1,184	1,043	637	-	-	-
1Q-2Q FY03/2014会予		28,100	1,560	1,480	830	-	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予		27,400	1,160	1,100	590	-	-	-
1Q-2Q FY03/2014会予	前年比	2.6%	(2.2%)	(3.4%)	7.4%	-	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予	前年比	0.9%	(2.0%)	5.5%	(7.4%)	-	-	-
連結四半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q FY03/2013		13,447	781	753	434	-	-	-
2Q FY03/2013		13,941	813	778	338	-	-	-
3Q FY03/2013		14,484	804	753	432	-	-	-
4Q FY03/2013		12,661	380	290	205	-	-	-
1Q FY03/2014		14,336	913	876	511	-	-	-
1Q FY03/2014	前年比	6.6%	16.8%	16.3%	17.9%	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2013年9月25日)

中食需要の伸長

「サラダ料理」の確立を目指す業務用食品メーカーとしてマヨネーズ・ドレッシング類、サラダ・総菜類、タマゴ加工品などの開発・生産・販売を展開するケンコーマヨネーズは、中食需要の伸長を着実に取り込んでいる。中食需要の伸長をひとつの成長ドライバーとして新店舗展開や既存店舗での拡販を進めるコンビニエンスストア業界への業務用食品の供給に深く関与している同社は、供給シェアを維持・拡大しつつここでの事業展開を進捗させることに成功しており、これが同社の業績拡大に大きく貢献している。また、中長期的な成長ポテンシャルを引き上げていくことを目的として関与を深めてきたサラダの対面販売や海外市場開拓といった新業態でも事業展開の進捗が認められ、初期費用の負担は軽減されつつある。

2014年3月期第1四半期は、売上高 14,336 百万円 (前年比 6.6%増)、経常利益 876 百万円 (16.3%増)、経常利益率 6.1% (0.5%ポイント上昇) での着地となった。同社の事業は、基本的に中食及び外食に関連する需要に対応しており内食への関与は限定的なのだが、市場における大きなトレンドとして中食及び外食が内食を侵食する傾向が認められる一方で、これに起因する中食及び外食の市場拡大を取り込めるだけの競争力を有していることが同社の増収の主因であると考えられる。特に、中食需要の中核を形成するとされるコンビニエンスストア業界向けに関しては、前年同期に対して 20%前後にも及ぶ増収となった模様である。また、同社の売上総利益率

は原料価格が高騰する中前年同期と同水準の 28.3%をキープし、増収効果などによって売上高に対する販売管理費の比率が 21.9%と、0.6%ポイント低下したことが同社の経常利益率の向上に寄与した。

第 2 四半期以降の短期的な損益動向に関しては、原材料コストの上昇に対してどの程度まで商品価格を引き上げていけるかが大きなポイントである。食用油などの調達コストが上昇傾向にあることから 2014 年 3 月期会社予想では、原材料コストの上昇が経常利益に対して 543 百万円の減益要因となることが想定されている一方、商品価格の引き上げによるインパクトは織り込まれていない。前者に関しては、今後の為替動向及び市況動向によって前提と実績に差異が生じる可能性がある一方、後者に関しては、顧客との交渉が順調に進んでいるとのことである。例えば、マヨネーズ類に関しては 1kg あたり 40 円前後の引き上げが目標とされているとのことである。

I R 窓口：執行役員 経営企画統括室長 渡辺亮彦 (03-5962-7787 ir@kenkomayo.co.jp)

2.0 会社概要

「サラダ料理」の確立を目指す業務用食品メーカー

商号	ケンコーマヨネーズ株式会社 Web サイト I R 情報 株価情報	
設立年月日	1958 年 3 月 1 日	
上場年月日	1994 年 11 月 1 日：店頭登録：現東京証券取引所 J A S D A Q 市場（証券コード：2915） 2012 年 3 月 30 日：東京証券取引所第 1 部	
資本金	2,180 百万円（2013 年 6 月末）	
発行済株式数	14,211,000 株、自己株内数 91 株（2013 年 6 月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none"> ● マヨネーズ・ドレッシング類で国内 2 位、ロングライフサラダで国内 1 位 ● 中食、外食向けの業務用食品主体 ● 新業態であるサラダの対面販売、海外市場開拓に注力 	
事業内容	I. 調味料・加工食品事業 II. 総菜関連事業等 III. その他（サラダカフェ事業：サラダの対面販売の展開、海外事業）	
代表者	代表取締役社長 炭井孝志	
主要株主	株式会社ティーアンドエー 8.8%、日本生命保険相互会社 5.3%、第一生命保険株式会社 5.3% (2013 年 3 月末)	
本社	東京都杉並区	
従業員数	連結 2,987 名、単体 1,367 名（2013 年 6 月末）	

出所：会社データ

3.0 業績推移

2014年3月期第1四半期実績

2014年3月期第1四半期は、売上高14,336百万円（前年比6.6%増）、営業利益913百万円（16.8%増）、経常利益876百万円（16.3%増）、純利益511百万円（17.9%増）での着地となった。経常利益率では、6.1%（0.5%ポイント上昇）である。上半期に対する会社予想と比較した場合の進捗率は、売上高で51.0%、営業利益で58.5%、経常利益で59.2%、純利益で61.6%である。

例年通り第1四半期から第2四半期に向けて売上高が右肩上がりに拡大すると想定する限りにおいては、売上高は想定に対して一定水準以上上振れたものと考えられ、また、これを起因として損益は10%以上上振れたものと考えられる。また、売上高が想定に対して上振れた推移を示しているのは、中食需要の拡大を享受しているコンビニエンスストア各社向けの売上高が想定を上回る推移を示していることに起因している模様である。また、外食各社向けも好調に推移している模様である。

同社はコンビニエンス業界大手を例外なく顧客として開拓している一方、各業種業態の最大手クラスに対する供給に関しては、同業他社との持続的かつ熾烈な供給競争を勝ち抜いて、供給シェアの引き上げに成功している模様である。分野別チームによる個別顧客対応やメニュー提案設備を利用した顧客との共同試作を通じた積極的なメニュー提案が奏功していると考えられる。

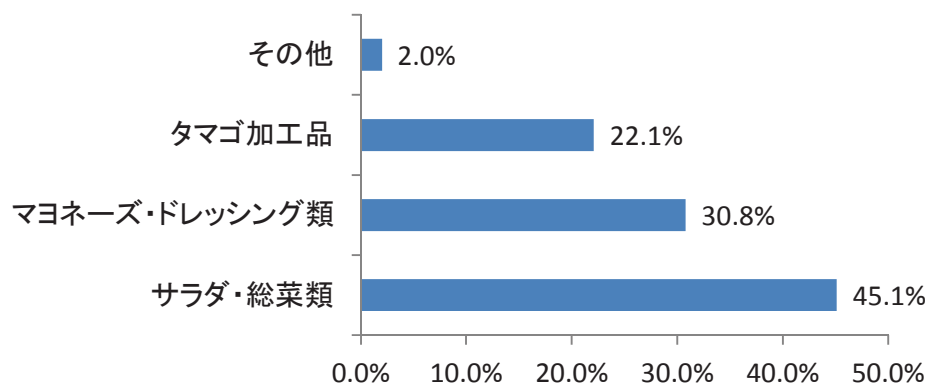
以上を主因として想定を上回る堅調さを示した売上高動向は、損益面での向上に対しても大きなプラス要因をもたらした。売上高純増額889百万円に対して営業利益純増額132百万円、経常利益純増額123百万円だが、同社の分析によれば、経常利益純増額123百万円は以下の要因によって説明されることである。

増益要因としては、増収効果185百万円、生産性の向上65百万円が挙げられている一方、減益要因としては、原材料コストの増加52百万円、事業計画の進捗による固定経費等の増加76百万円が挙げられている。生産性の向上とは、生産数量の増加に伴う工場稼働率の上昇などに起因するところが大きいことである。これに鑑みれば、同社の増益については同社の増収が主な要因であると考えられる。

また、原材料コストは上昇傾向にあることだが、これに対処するための商品価格の引き上げが今後の増収に対してプラスとなる見通しである。固定経費等の増加には、持分法損失の純増25百万円（36百万円→61百万円）が含まれている。ここには中国での海外事業展開に起因する損益が反映されているのだが、その要因のひとつとなっているのは、商品価格の設定に適正性が欠けていたことであるとされている。今後に向けては商品価格の適正化の目途もたち始めているため、時系列的に損益が向上していくことが期待できるとのことである。

事業セグメント別では、「調味料・加工食品事業」が売上高12,030百万円（5.3%増）、経常利益769百万円（9.2%増）、経常利益率6.4%（0.2%ポイント上昇）、「総菜関連事業等」が売上高2,013百万円（14.4%増）、経常利益182百万円（83.8%増）、経常利益率9.0%（3.4%ポイント上昇）での着地となった。また、新業態をその内容とする「その他」では、売上高291百万円（11.5%増）に対して経常損失56百万円（前年同期45百万円）となった。

商材別売上高構成比（2013年3月期）



出所：会社データ

調味料・加工食品事業では、国内1位のシェアを誇るロングライフサラダを中核とした「サラダ・総菜類」、着実に浸透が進んでいるソース類を含む「マヨネーズ・ドレッシング類」、そしてサンドイッチやロールパン用のタマゴサラダ、おでんのタマゴ、味付けタマゴなどから構成される「タマゴ加工品」が開発、生産、販売されている。これに対して、総菜関連事業等では、スーパーマーケットなどの量販店向けを中心としたフレッシュ総菜（日配サラダ、和総菜）の受託生産が行われている。主力の量販店向けで新規採用が継続的に好調な推移をしている模様で、ポテトサラダ、パスタサラダ、ゴボウサラダといった主力商材の受託生産が堅調に推移しているとのことである。

調味料・加工食品事業の「サラダ・総菜類」、総菜関連事業等、サラダカフェ事業の売上高を合算して、当社における商材としてのサラダ・総菜類へのエクスポージャーを2013年3月期実績の売上高構成比で算出すると、45.1%になるとのことである。

サラダの対面販売を展開するサラダカフェ事業及び海外事業から構成される同社の新業態をその内容とする「その他」では海外事業に関連する初期費用の負担から損益が悪化した。同事業セグメントの売上高は、自社で開発したサラダの対面販売をいわゆる「デパ地下」やショッピングモールなどに出店した自社運営の店舗「Salad Cafe」で展開するサラダカフェ事業によってのみ構成されている。前年同期に対して売上高は11.5%増となったものの、経常損失56百万円（前年同期45百万円）と、経常損益は悪化を余儀なくされた。

サラダカフェ事業の売上高に関しては、2012年10月に2店舗リニューアルオープンしたことに加えて、同時に2店舗新規オープンしたことによる新店舗効果が寄与したとのことである。一方、第1四半期での新規オープンはなく、2013年3月期末の16店舗体制が維持されている。サラダカフェ事業に関しては、着実な増収の結果、損益は改善したとのことだが、海外事業の損益がそれ以上に悪化した模様である。

台湾に上場する企業との合弁会社（50%出資）を通して、中国の東莞ではサラダ類、杭州ではマヨネーズ・ドレッシング類及びソース類の製造・販売を展開する海外事業は、同社の財務諸表において持分法適用関連会社として取り扱われているため、同社の連結売上高には影響を及ぼさず、損益のみが連結決算に影響を与えるとのことである。ここでも売上高は拡大傾向にあるものの、事業が未だ初期段階にあるため、当初の想定通りの価格での販売ができていないことが損益悪化の主因となったとのことである。

損益計算書（四半期累計、四半期）

損益計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2013	2Q累計 03/2013	3Q累計 03/2013	4Q累計 03/2013	1Q 03/2014	2Q累計 03/2014	3Q累計 03/2014	4Q累計 03/2014	
売上高	13,447	27,388	41,872	54,533	14,336	-	-	-	+889
売上原価	9,639	19,761	30,291	39,628	10,278	-	-	-	+639
売上総利益	3,807	7,627	11,580	14,904	4,057	-	-	-	+250
販売費及び一般管理費	3,026	6,032	9,182	12,126	3,144	-	-	-	+118
営業利益	781	1,594	2,398	2,778	913	-	-	-	+132
営業外損益	(28)	(63)	(114)	(204)	(37)	-	-	-	(9)
経常利益	753	1,531	2,284	2,574	876	-	-	-	+123
特別損益	0	(166)	(169)	(186)	(2)	-	-	-	(2)
税金等調整前純利益	753	1,365	2,115	2,388	874	-	-	-	+121
法人税等合計	319	593	911	979	363	-	-	-	+44
純利益	434	772	1,204	1,409	511	-	-	-	+77
売上高伸び率	+7.8%	+6.0%	+5.6%	+5.1%	+6.6%	-	-	-	-
営業利益伸び率	+129.3%	+67.5%	+37.1%	+29.6%	+16.8%	-	-	-	-
経常利益伸び率	+119.0%	+63.7%	+32.8%	+24.1%	+16.3%	-	-	-	-
純利益伸び率	+186.4%	+55.1%	+37.1%	+36.8%	+17.9%	-	-	-	-
売上総利益率	28.3%	27.8%	27.7%	27.3%	28.3%	-	-	-	(0.0%)
販売管理費売上高比率	22.5%	22.0%	21.9%	22.2%	21.9%	-	-	-	(0.6%)
営業利益率	5.8%	5.8%	5.7%	5.1%	6.4%	-	-	-	+0.6%
経常利益率	5.6%	5.6%	5.5%	4.7%	6.1%	-	-	-	+0.5%
純利益率	3.2%	2.8%	2.9%	2.6%	3.6%	-	-	-	+0.3%
法人税等 / 税前利益	42.4%	43.4%	43.1%	41.0%	41.5%	-	-	-	(0.8%)
損益計算書 (百万円)	連結実績 1Q 03/2013	連結実績 2Q 03/2013	連結実績 3Q 03/2013	連結実績 4Q 03/2013	連結実績 1Q 03/2014	連結実績 2Q 03/2014	連結実績 3Q 03/2014	連結実績 4Q 03/2014	前年比 純増減
売上高	13,447	13,941	14,484	12,661	14,336	-	-	-	+889
売上原価	9,639	10,122	10,530	9,337	10,278	-	-	-	+639
売上総利益	3,807	3,820	3,953	3,324	4,057	-	-	-	+250
販売費及び一般管理費	3,026	3,006	3,150	2,944	3,144	-	-	-	+118
営業利益	781	813	804	380	913	-	-	-	+132
営業外損益	(28)	(35)	(51)	(90)	(37)	-	-	-	(9)
経常利益	753	778	753	290	876	-	-	-	+123
特別損益	0	(166)	(3)	(17)	(2)	-	-	-	(2)
税金等調整前純利益	753	612	750	273	874	-	-	-	+121
法人税等合計	319	274	318	68	363	-	-	-	+44
純利益	434	338	432	205	511	-	-	-	+77
売上高伸び率	+7.8%	+4.3%	+4.9%	+3.5%	+6.6%	-	-	-	-
営業利益伸び率	+129.3%	+32.8%	+0.9%	(3.8%)	+16.8%	-	-	-	-
経常利益伸び率	+119.0%	+31.6%	(4.0%)	(18.1%)	+16.3%	-	-	-	-
純利益伸び率	+186.4%	(2.6%)	+13.7%	+35.8%	+17.9%	-	-	-	-
売上総利益率	28.3%	27.4%	27.3%	26.3%	28.3%	-	-	-	(0.0%)
販売管理費売上高比率	22.5%	21.6%	21.7%	23.3%	21.9%	-	-	-	(0.6%)
営業利益率	5.8%	5.8%	5.6%	3.0%	6.4%	-	-	-	+0.6%
経常利益率	5.6%	5.6%	5.2%	2.3%	6.1%	-	-	-	+0.5%
純利益率	3.2%	2.4%	3.0%	1.6%	3.6%	-	-	-	+0.3%
法人税等 / 税前利益	42.4%	44.8%	42.4%	24.9%	41.5%	-	-	-	(0.8%)

出所：会社データ、弊社計算

報告セグメント（四半期累計、四半期）

報告セグメント (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2013	2Q累計 03/2013	3Q累計 03/2013	4Q累計 03/2013	1Q 03/2014	2Q累計 03/2014	3Q累計 03/2014	4Q累計 03/2014		
調味料・加工食品事業	11,425	23,237	35,407	45,894	12,030	-	-	-	-	+605
総菜関連事業等	1,760	3,630	5,635	7,526	2,013	-	-	-	-	+253
その他	261	521	830	1,113	291	-	-	-	-	+30
売上高	13,447	27,388	41,872	54,533	14,336	-	-	-	-	+889
調味料・加工食品事業	+9.2%	+7.0%	+6.2%	+5.2%	+5.3%	-	-	-	-	-
総菜関連事業等	(1.3%)	(0.8%)	+0.9%	+3.1%	+14.4%	-	-	-	-	-
その他	+14.5%	+12.8%	+16.4%	+15.9%	+11.5%	-	-	-	-	-
売上高(前年比)	+7.8%	+6.0%	+5.6%	+5.1%	+6.6%	-	-	-	-	-
調味料・加工食品事業	85.0%	84.8%	84.6%	84.2%	83.9%	-	-	-	-	-
総菜関連事業等	13.1%	13.3%	13.5%	13.8%	14.0%	-	-	-	-	-
その他	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	-	-	-	-	-
売上高(構成比)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-	-	-
調味料・加工食品事業	704	1,472	2,172	2,502	769	-	-	-	-	+65
総菜関連事業等	99	173	279	320	182	-	-	-	-	+83
その他	(45)	(99)	(168)	(255)	(56)	-	-	-	-	(11)
調整額	(4)	(15)	0	6	(19)	-	-	-	-	(15)
経常利益	753	1,531	2,284	2,574	876	-	-	-	-	+123
調味料・加工食品事業	6.2%	6.3%	6.1%	5.5%	6.4%	-	-	-	-	+0.2%
総菜関連事業等	5.6%	4.8%	5.0%	4.3%	9.0%	-	-	-	-	+3.4%
その他	(17.2%)	(19.0%)	(20.2%)	(22.9%)	(19.2%)	-	-	-	-	(2.0%)
調整額	(0.0%)	(0.1%)	0.0%	0.0%	(0.1%)	-	-	-	-	(0.1%)
経常利益率	5.6%	5.6%	5.5%	4.7%	6.1%	-	-	-	-	+0.5%

報告セグメント (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2013	2Q 03/2013	3Q 03/2013	4Q 03/2013	1Q 03/2014	2Q 03/2014	3Q 03/2014	4Q 03/2014		
調味料・加工食品事業	11,425	11,812	12,170	10,487	12,030	-	-	-	-	+605
総菜関連事業等	1,760	1,870	2,005	1,891	2,013	-	-	-	-	+253
その他	261	260	309	283	291	-	-	-	-	+30
売上高	13,447	13,941	14,484	12,661	14,335	-	-	-	-	+888
調味料・加工食品事業	+9.2%	+4.9%	+4.6%	+2.2%	+5.3%	-	-	-	-	-
総菜関連事業等	(1.3%)	(0.2%)	+4.2%	+10.3%	+14.4%	-	-	-	-	-
その他	+14.5%	+11.1%	+23.1%	+14.6%	+11.5%	-	-	-	-	-
売上高(前年比)	+7.8%	+4.3%	+4.9%	+3.5%	+6.6%	-	-	-	-	-
調味料・加工食品事業	85.0%	84.7%	84.0%	82.8%	83.9%	-	-	-	-	-
総菜関連事業等	13.1%	13.4%	13.8%	14.9%	14.0%	-	-	-	-	-
その他	1.9%	1.9%	2.1%	2.2%	2.0%	-	-	-	-	-
売上高(構成比)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-	-	-
調味料・加工食品事業	704	768	700	330	769	-	-	-	-	+65
総菜関連事業等	99	74	106	41	182	-	-	-	-	+83
その他	(45)	(54)	(69)	(87)	(56)	-	-	-	-	(11)
調整額	(4)	(11)	15	6	(19)	-	-	-	-	(15)
経常利益	753	778	753	290	876	-	-	-	-	+123
調味料・加工食品事業	6.2%	6.3%	6.1%	5.5%	6.4%	-	-	-	-	+0.2%
総菜関連事業等	5.6%	4.8%	5.0%	4.3%	9.0%	-	-	-	-	+3.4%
その他	(17.2%)	(19.0%)	(20.2%)	(22.9%)	(19.2%)	-	-	-	-	(2.0%)
調整額	(0.0%)	(0.1%)	0.0%	0.0%	(0.1%)	-	-	-	-	(0.1%)
経常利益率	5.6%	5.6%	5.5%	4.7%	6.1%	-	-	-	-	+0.5%

出所: 会社データ、弊社計算

キャッシュフロー計算書（四半期累計）

キャッシュフロー計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2013	2Q累計 03/2013	3Q累計 03/2013	4Q累計 03/2013	1Q 03/2014	2Q累計 03/2014	3Q累計 03/2014	4Q累計 03/2014	
営業活動によるキャッシュフロー	-	1,524	-	2,822	-	-	-	-	-
投資活動によるキャッシュフロー	-	(514)	-	(2,003)	-	-	-	-	-
営業活動によるCF+投資活動によるCF	-	1,010	-	819	-	-	-	-	-
財務活動によるキャッシュフロー	-	338	-	1,082	-	-	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

貸借対照表（四半期）

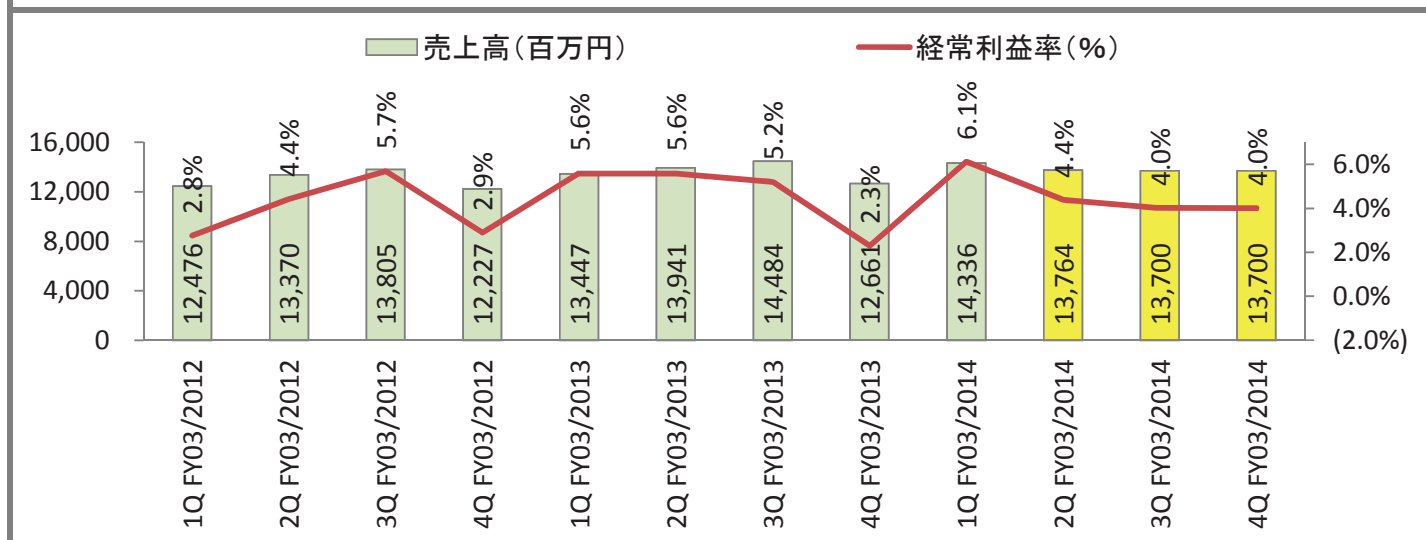
貸借対照表 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2013	2Q 03/2013	3Q 03/2013	4Q 03/2013	1Q 03/2014	2Q 03/2014	3Q 03/2014	4Q 03/2014	
現金及び預金	4,103	5,365	4,462	5,919	5,931	-	-	-	+1,828
受取手形及び売掛金	10,313	10,482	11,207	9,907	10,923	-	-	-	+610
たな卸資産	2,026	2,156	2,268	2,058	1,917	-	-	-	(109)
その他	539	461	634	519	473	-	-	-	(66)
流動資産	16,981	18,464	18,571	18,403	19,244	-	-	-	+2,263
有形固定資産	11,444	11,236	12,201	12,355	13,679	-	-	-	+2,235
無形固定資産	384	362	351	384	375	-	-	-	(9)
投資その他の資産合計	2,339	2,493	2,515	2,855	2,956	-	-	-	+617
固定資産	14,167	14,092	15,068	15,595	17,011	-	-	-	+2,844
資産合計	31,149	32,557	33,639	33,998	36,255	-	-	-	+5,106
支払手形及び買掛金	8,383	8,659	9,115	8,042	8,735	-	-	-	+352
短期借入金	1,422	962	1,337	995	981	-	-	-	(441)
その他	4,187	4,774	4,843	5,212	5,909	-	-	-	+1,722
流動負債	13,992	14,395	15,295	14,249	15,625	-	-	-	+1,633
長期借入金	1,731	2,401	2,172	3,183	3,637	-	-	-	+1,906
その他	1,749	1,776	1,846	1,765	1,674	-	-	-	(75)
固定負債	3,480	4,177	4,018	4,948	5,311	-	-	-	+1,831
負債合計	17,473	18,573	19,313	19,197	20,936	-	-	-	+3,463
株主資本	13,568	13,906	14,196	14,401	14,756	-	-	-	+1,188
その他合計	108	77	129	400	562	-	-	-	+454
純資産	13,676	13,983	14,325	14,801	15,318	-	-	-	+1,642
負債純資産合計	31,149	32,557	33,639	33,998	36,255	-	-	-	+5,106
自己資本	13,676	13,983	14,325	14,801	15,318	-	-	-	+1,642
有利子負債	3,153	3,363	3,509	4,178	4,618	-	-	-	+1,465
ネットデット	(950)	(2,002)	(953)	(1,741)	(1,313)	-	-	-	(363)
自己資本比率	43.9%	43.0%	42.6%	43.5%	42.3%	-	-	-	(1.7%)
ネットデットエクイティ比率	(7.0%)	(14.4%)	(6.7%)	(12.1%)	(8.9%)	-	-	-	(1.9%)
自己資本純利益率(ROE)	12.8%	11.2%	11.5%	10.0%	13.6%	-	-	-	+0.8%
総資産経常利益率(ROA)	9.8%	9.7%	9.5%	8.0%	10.0%	-	-	-	+0.2%
在庫回転日数	19.2	19.4	19.7	20.1	17.0	-	-	-	-
当座比率	103%	110%	102%	111%	108%	-	-	-	-
流動比率	121%	128%	121%	129%	123%	-	-	-	-

出所：会社データ、弊社計算

2014年3月期会社予想

2014年3月期に対する会社予想は据え置かれている。売上高 55,500 百万円（前年比 1.8%増）、営業利益 2,720 百万円（2.1%減）、経常利益 2,580 百万円（0.2%増）、純利益 1,420 百万円（0.8%増）の見込みである。また、一株当たり配当金予定 21.0 円（配当性向 21.0%）も据え置かれている。先述の通り第1四半期実績の業績トレンドは会社予想を上回っているものの、第2四半期以降に向けては、当初の想定を上回る原材料コストの上昇が発生する方向性にあるとのことである。ただし、一方ではこれに対処するための商品価格の引き上げを進めているため、現状においてはほぼ会社予想に沿った業績推移が期待されている。

四半期売上高・経常利益率の推移



出所：会社データ、弊社計算（2014年3月第3四半期及び第4四半期に関しては半期会社予想を均等に按分）

2014年3月期の当初より、同社は原材料コストの上昇に対して固定経費の増加を抑えることで利益の水準を維持することを計画している。原材料コストの上昇の主因である食用油の調達コストの上昇は、シカゴ大豆相場の動向などから約半年前よりある程度予見できるものであることから、同社は2013年3月期中に政策経費の使用を一部前倒して実行したため、2014年3月期には固定経費等の増加を抑えることができる見通しである。また、商品構成変化等による販売単価の下落によるマイナス影響が低減することも原材料コストの上昇の影響を緩和する要因となる見通しである。

経常利益増減分析

	FY03/2013	FY03/2014	前年比純増減
増収効果	+862	+409	(453)
原材料コストの増減	+333	(543)	(876)
生産効率の向上	+289	+334	+45
商品構成変化等による販売単価の下落	(457)	(194)	+263
固定経費等の増減	(527)	+0	+527
経常利益純増減(百万円)	+501	+6	(495)

出所：会社データ、弊社計算

生産効率の向上に関しては、同社は中長期的にもその効用を享受し続けていく見通しである。例えば、2014年4月には、総投資額 4,500 百万円を投じる新工場「静岡富士山工場」の本格稼働が予定されている。ここでの目標は、焼成たまごなどのタマゴ加工品を年間ベースで約 6,000 トン生産することである。焼成たまごの生産は、従来から行われてきているものではあるが、新工場での生産は従来の生産との比較でより高効率かつ高品質をもつ

て行われる見通しとのことである。ここでの事例のように、同社は継続的に効率性及び生産性の向上を追求し続けてきており、これが継続的に経常利益の増益要因となる可能性が高い。

また、営業外損益が前年に対して 64 百万円改善することが見込まれていることに鑑みれば、これに相当する程度は海外事業に関連する持分法による投資損益が改善することが想定されていると推定される。中国での売上高は 2013 年 3 月期が 270 百万円であったのに対して 2014 年 3 月期は 1,280 百万円、2015 年 3 月期は 1,700 百万円にまで増加することが見込まれている。また、インドネシアでのマヨネーズ・ドレッシング・ソース類の生産・販売の開始を目的として、2012 年 7 月 31 日に設立された現地企業との合弁会社 (49%出資) による生産が 2013 年 7 月から開始されている。ここでは、2015 年 3 月期に対して売上高 500 百万円が見込まれている。従って、中国及びインドネシアの事業を併せた売上高は、2015 年 3 月期に対して 2,200 百万円となる。また、いずれも持分法適用関連会社を通じた事業であるため、ここでの売上高は同社の財務諸表に直接影響を及ぼさないのは既に述べた通りである。

サラダカフェ事業に関しては、中期経営計画に沿って店舗数を継続的に拡大していくことが計画されている。2013 年 3 月期末の 16 店舗体制に対して、2015 年 3 月期末では 30 店舗体制を構築することが目標となっている。また、昨今の動向においては一店舗当たりの売上高が想定を下回る事例もあるため、同社では一部の店舗の統廃合の実施を視野に入れつつ最終的には中期経営計画の目標を達成することを計画しているとのことである。

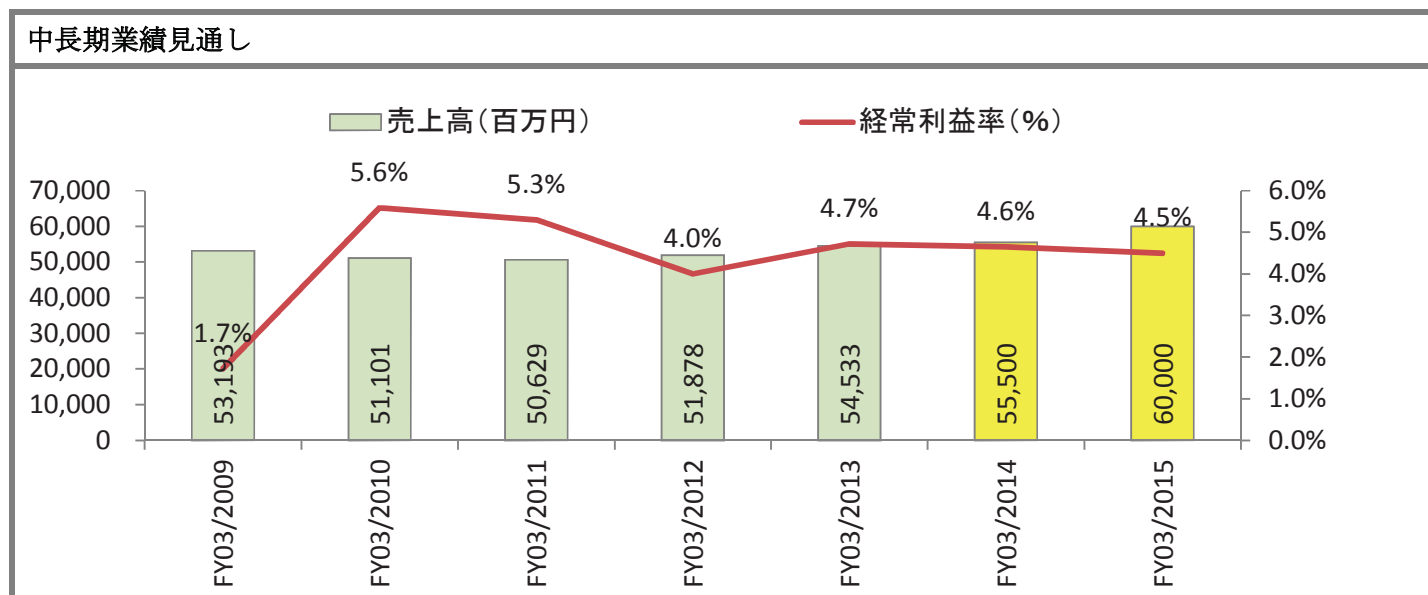
損益計算書

損益計算書 (百万円)	連結実績 通期 03/2009	連結実績 通期 03/2010	連結実績 通期 03/2011	連結実績 通期 03/2012	連結実績 通期 03/2013	連結会予 通期 03/2014	前年比 純増減
売上高	53,193	51,101	50,629	51,878	54,533	55,500	+967
売上原価	40,897	36,753	36,536	38,253	39,628	-	-
売上総利益	12,295	14,348	14,092	13,624	14,904	-	-
販売費及び一般管理費	11,318	11,397	11,319	11,480	12,126	-	-
営業利益	977	2,951	2,773	2,144	2,778	2,720	(58)
営業外損益	(57)	(98)	(92)	(71)	(204)	(140)	+64
経常利益	920	2,853	2,681	2,073	2,574	2,580	+6
特別損益	(183)	(172)	(238)	(83)	(186)	-	-
税金等調整前純利益	737	2,681	2,443	1,990	2,388	-	-
法人税等合計	444	1,239	1,124	960	979	-	-
少数株主損失	(7)	(3)	-	-	-	-	-
純利益	300	1,446	1,319	1,029	1,409	1,420	+11
売上高伸び率	+0.2%	(3.9%)	(0.9%)	+2.5%	+5.1%	+1.8%	-
営業利益伸び率	(39.2%)	+202.0%	(6.0%)	(22.7%)	+29.6%	(2.1%)	-
経常利益伸び率	(39.8%)	+209.9%	(6.0%)	(22.7%)	+24.1%	+0.2%	-
純利益伸び率	(57.6%)	+380.6%	(8.8%)	(22.0%)	+36.8%	+0.8%	-
売上総利益率	23.1%	28.1%	27.8%	26.3%	27.3%	-	-
販売管理費売上高比率	21.3%	22.3%	22.4%	22.1%	22.2%	-	-
営業利益率	1.8%	5.8%	5.5%	4.1%	5.1%	4.9%	(0.2%)
経常利益率	1.7%	5.6%	5.3%	4.0%	4.7%	4.6%	(0.1%)
純利益率	0.6%	2.8%	2.6%	2.0%	2.6%	2.6%	(0.0%)
法人税等 / 税前利益	60.2%	46.2%	46.0%	48.2%	41.0%	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

中長期業績見通し

2012年5月17日に発表された『中期経営計画Ⅳ（フォース）2012-2014』によれば、同社は、2015年3月期に向けて売上高60,000百万円、経常利益2,700百万円、経常利益率4.5%を計画している。2012年3月期を起点とした場合、2015年3月期に向けて年率CAGRで5.0%増収、9.2%増益が想定されていることになる。また、経常利益率では、3年間で0.5%ポイントの上昇が計画されていることになる。



出所：会社データ、弊社計算

『中期経営計画Ⅳ（フォース）2012-2014』の骨子は、「業務用食品メーカー」からサラダカフェ事業などの展開を通じた「市場演出型企業」への推移を進めることによって、中長期的な成長力を高めていくこととされている。即ち、既存のビジネスモデルで展開してきた業務用食品メーカーであり続ける一方で、同社にとって新業態となるサラダの対面販売などへの関与を深めていくことが計画されている。また、従来の同社は国内市場のみに取り組んでいたことに鑑みれば、海外での商品の生産・販売を展開する海外事業がまたひとつの新業態であると考えられる。2013年3月期に至る経緯においては、中国での事業の軌道のせいで遅れがみられた。インドネシアでの操業開始までの準備も当初の想定よりも工数を要している。ただし、最終年度である2015年3月期に向けては、当初の想定にそった売上高及び損益の達成が目指されている。

10

4.0 ビジネスモデル

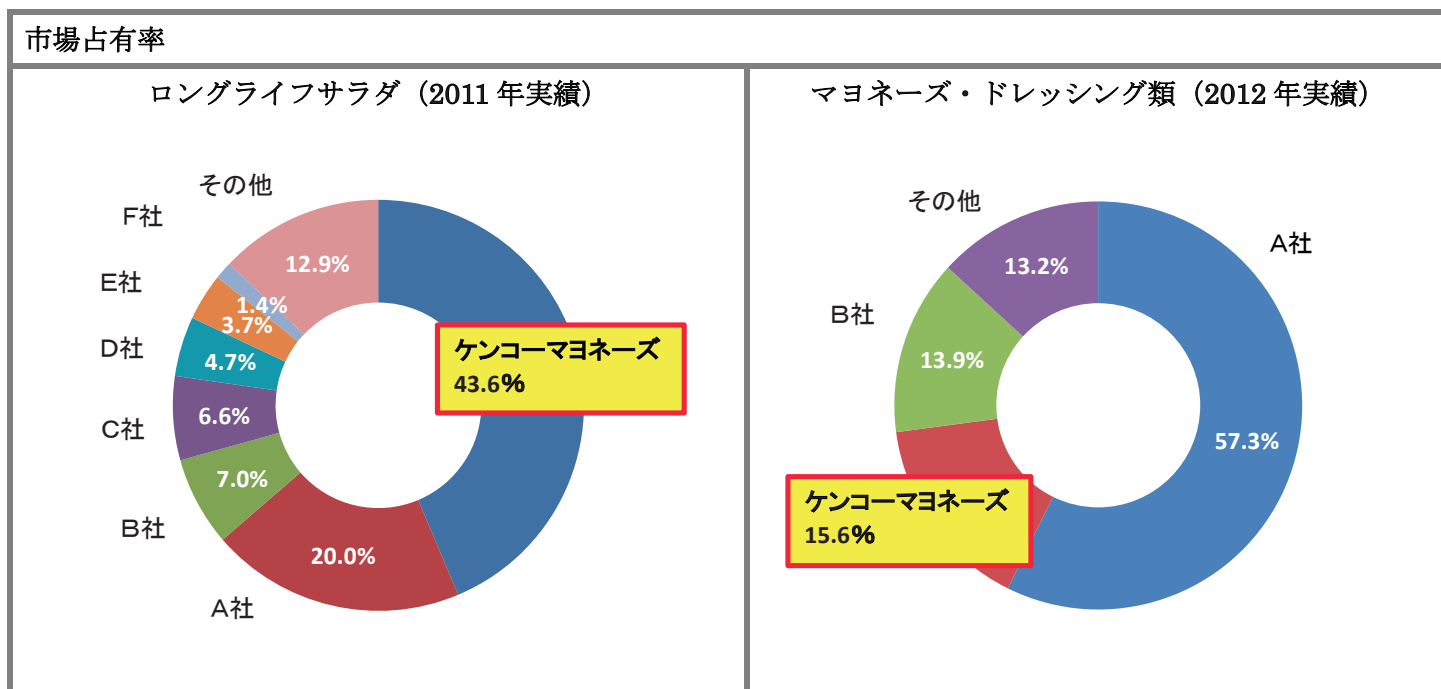
ケンコーサラダワールドの展開

業務用食品メーカーである同社の事業の中核は、外食産業、スーパーマーケット、コンビニエンスストアに対して自社で開発・製造した各種の商品を販売することである。業務用食品業界では、「ケンコーマヨネーズ」ブランドは広く浸透しているものの、今後に向けては消費者向けに「サラダカフェ」ブランドの早期浸透を図り、「市場演出型企業」としての事業展開の拡大を推進していくことが計画されている。また、最終的には、「サラダ料理の確立」を実現することを同社は目指している。また、最終的なかたちを示す概念的な文言としては、「ケンコーサラダワールドの展開」が挙げられている。

商品数 1,500 アイテム以上

同社が市場に投入している商材は1,500アイテム以上に及んでいる一方、年間ベースで300アイテムを超える新商材が開発され新たに市場に投入され、ほぼその分だけ既存商材と入れ替えが行われている。サラダ・総菜類の

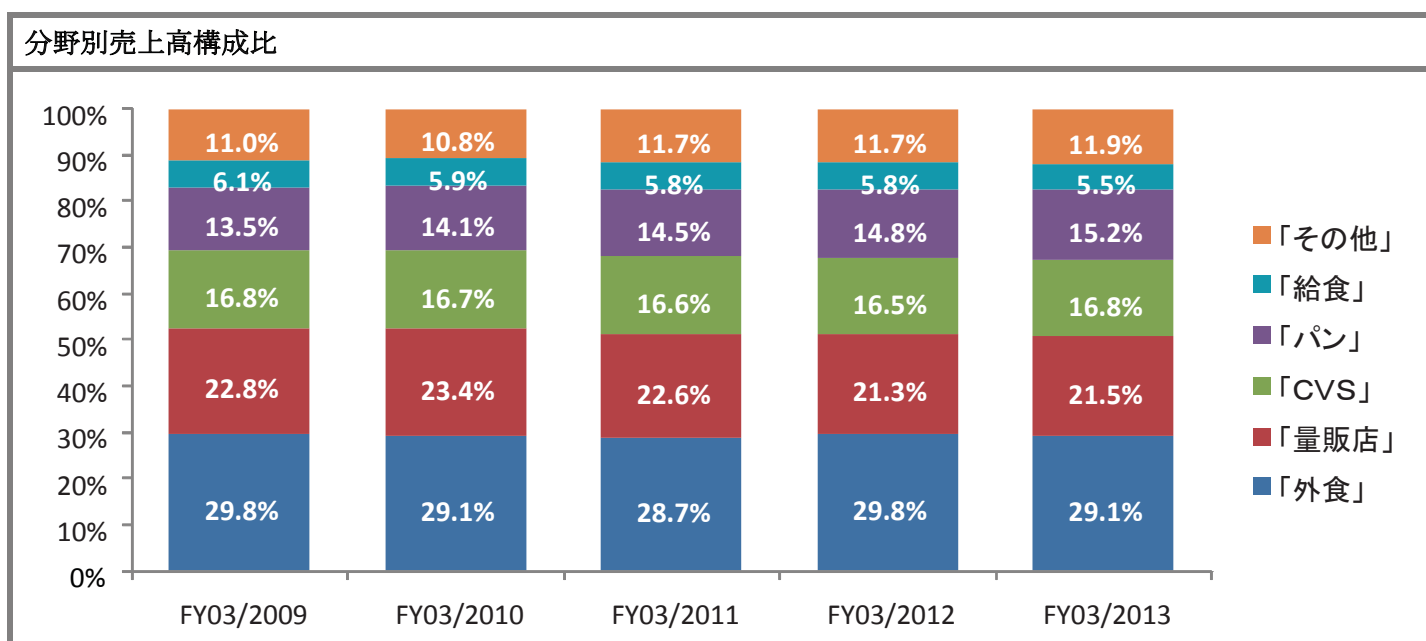
中核を形成しているとされるロングライフサラダに関しては、同社は業界のパイオニアであり、現在においてもトップシェアを誇っているとのことである。同社が捉えている市場の占有率によれば、2011年実績国内市場シェアは43.6%である（第2位は20.0%）。加えて、同社は、国内マヨネーズ・ドレッシング類業界の業務用では国内トップクラスである一方、一般消費者向けを含めた業界全体としては第2位で、シェアは15.6%（2012年実績）とのことである（第1位は57.3%）。



出所：会社データ

分野別売上高構成比

同社の幅広い商品群は、外食産業（「外食」、2013年3月期売上高構成比29.1%）、スーパーマーケット（「量販店」、21.5%）、コンビニエンスストア（「CVS」、16.8%）、製パン業界（「パン」、15.2%）、給食関連（「給食」、5.5%）、「その他（11.9%）」といった分野向けに販売されている。



出所：会社データ、弊社計算

「外食」とは、大手ハンバーガーチェーンや大手牛丼チェーンを含むファストフード関連やファミリーレストラン、焼肉レストラン、居酒屋などへの同社商材群の販売のことである。「量販店」とは、全国規模及び地方で事業を展開するスーパーマーケットチェーンへのサラダ・総菜類といった同社商材群の販売のことである。「CVS」とは、最大手3社を含むコンビニエンスストアの弁当・サンドイッチなどに使用される食材・素材となる同社商材群の販売のことである。

同様に「パン」とは、大手製パンメーカー及びリテールベーカリーなどへの販売のことである。「給食」とは各種の事業所や病院、学校給食、社員食堂などへの販売のことである。また、「その他」には、生活協同組合、業務用食材スーパーなどへの販売が含まれている。

「サラダ料理」とは

同社が標榜する「サラダ料理」とは、野菜を含むあらゆる食材（肉類・魚介類・乳加工品）とあらゆるソースとの調和を図り、進化発展させた主菜サラダのことである。同社は、「サラダ料理」を確立し、「サラダが主役」、「サラダが主食」、「サラダが王様」を掲げて、サラダ No.1 企業を目指すとしている。

「サラダ料理」

定番のごぼうサラダ



>>>>>

盛り付けを小型にしてオシャレに演出



パンプキンサラダ



>>>>>

固定観念にとらわれない
新たなパンプキンサラダ



出所：会社データ

幅広い商品ラインナップ

サラダ・総菜類
 ロングライフサラダ・
 フレッシュサラダ・和惣菜など



FDF[®](ファッションデリカフーズ)
 FR&FR(フレッシュ&フレッシュ)



冷凍商品等

和惣菜



ロングライフサラダ

フレッシュサラダ

マヨネーズ・ドレッシング類
 マヨネーズ・ドレッシング・
 クッキングソースなど



マヨネーズ類

ソース類



ドレッシング類



タマゴ加工品
 錦糸卵・フレッシュエッグ・
 卵焼きなど



タマゴ加工品



タマゴサラダ

商品
 アイテム

使用例

出所：会社データ

Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「IR情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「IR情報」とは、すなわち当該事業会社に係る①弊社との個別取材の内容、②機関投資家向け説明会の内容、③適時開示情報、④ホームページの内容等である。

商号：株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地：〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号：03 (3553) 3769