



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		28,951	1,655	1,561	910	-	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予		26,549	1,065	1,019	510	-	-	-
1Q-2Q FY03/2014	前年比	5.7%	3.8%	2.0%	17.8%	-	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予	前年比	(2.2%)	(10.1%)	(2.3%)	(19.9%)	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2014年1月17日)

市場シェアの拡大と原材料価格の高騰

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、着実に市場シェアを拡大させる方向性にある。外食、量販店、コンビニエンスストアなどの分野別にメニュー開発チームが拡販に向けての対策を立案・実行してきた同社であるが、現状においては各分野を更に細分化した業態別に対策の立案・実行をするに至っている。ここでの細やかな対応が同社の市場シェアの着実な拡大に寄与している要因である。ただし、食用油やタマゴなどの原材料価格の高騰が損益にマイナス影響を及ぼしている。食用油を主原料としているマヨネーズに関しては、既に原材料価格高騰に対応する出荷価格の引き上げが行われているものの、原材料価格高騰の損益に対するインパクトはそれを上回っている。一方、同社にとって新業態となるサラダの対面販売や海外事業に関しては、初期費用抛出の段階を経て収穫期に向けての推移が始まりつつある。しかしながら、現段階においては、同社の業績動向に対しては両者とも限定的な影響を及ぼすに留まっている。

2014年3月期第2四半期累計期間は、売上高 28,951 百万円(前年同期比 5.7%増)、経常利益 1,561 百万円(2.0%増)、経常利益率 5.4% (0.2%ポイント低下)での着地となった。業務用食品メーカーである同社は、基本的に外食市場及び中食市場で事業を展開している。伸び悩む外食市場においても同社は市場シェアの拡大を通して微増収を確保している一方、主に内食からの需要シフトを享受して着実な拡大傾向にあるとされる中食市場においても同社の市場シェアは着実に上昇している模様である。特に、量販店向けでは、ポテトサラダやパスタサラダといった主力商品への需要が拡大したこと、またコンビニエンスストア向けのタマゴ製品等の供給増が同社の増収に大きく寄与した。以上の結果、同社の売上高は前年同期に対して 5.7%増加した。一方、価格改定や生産効率の向上が同社の損益に対してプラス影響を及ぼしたものの、原材料価格変動によるマイナス影響や固定経費等の増加もあり、同社の経常利益は微増に留まった。また、経常利益率は、僅かながらも低下を余儀なくされた。

2014年3月期第2四半期以降に向けては、価格改定の影響が本格的に同社の損益に寄与し始めることになるが、原材料価格変動によるマイナス影響も大きくなる方向性にある。特に、想定以上の水準にまでタマゴの調達価格が上昇していることが影響する模様である。一方、同社の食用油の調達価格に関しては、シカゴ大豆相場が半年から1年に及ぶ先行指標となるとのことだが、ここでの相場動向は現状に至る経緯において落ち着きを取り戻している。ただし、ここでの食用油相場は米ドル建てであるため、為替変動がひとつのリスク要因となるとのことである。以上の通り、同社の短期的な損益は、原材料価格変動や為替変動の影響を受けざるを得ない。一方、同社は、持続的に既存事業で市場シェアを拡大していくと同時に新業態の展開を進めることを通して、中長期的な利益成長を達成していくことを目指している。

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9月末）	
発行済株式数	14,211,000株、自己株内数91株（2013年9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、海外事業に注力 	
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9月末）	
本社	東京都杉並区	
従業員数	連結 3,002名（2013年9月末）	

出所：会社データ

3.0 業績推移

2014年3月期第2四半期累計実績

2014年3月期第2四半期累計期間は、売上高 28,951 百万円（前年比 5.7%増）、営業利益 1,655 百万円（3.8%増）、経常利益 1,561 百万円（2.0%増）、純利益 910 百万円（17.8%増）での着地となった。経常利益率は、5.4%（0.2%ポイント低下）である。当初の会社予想（2013年5月9日公表）との比較では、売上高で 3.0%上回ったと同時に、営業利益で 6.1%、経常利益で 5.5%、純利益で 9.6%と、いずれも会社予想を上回る推移となった。

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、各業界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、供給シェアを引き上げていくことに成功している模様である。また、この度合いが当初の会社予想の想定以上に進捗した結果、それを起因とした売上高及び利益の増加があったため、会社予想を上回る実績となったと考えられる。

経常利益増減分析

2014年3月期	第2四半期累計期間	下半期(会社予想)	通期(会社予想)
売上高アップ	+316	+10	+326
価格改定	+72	+269	+341
生産効率の上昇	+154	+180	+334
原材料価格変動による影響	(385)	(610)	(995)
固定経費等の増加	(127)	+127	+0
経常利益純増減(前年同期比)	+30	(24)	+6

出所：会社データ、弊社計算

ただし、前年同期に対して経常利益は微増益に留まった一方、経常利益率は僅かながらも低下を余儀なくされた。売上高の拡大及びこれに伴う生産効率の上昇は、同社の経常利益に対して大きな増益要因となったものの、原材料価格の変動によるマイナス影響及び固定費等の増加がこれを打ち消した。原材料価格の高騰を受けた価格改定による増益効果もあったが、これは、第2四半期累計期間の期中から効果を及ぼし始めたものであり、第2四半期累計期間に対する影響としては限定的に留まった。

下半期に向けては、価格改定による増益効果が当初より発生するものの、原材料価格変動によるマイナス影響が第2四半期累計期間以上に大きくなる見通しである。このため、同社は、固定経費等を削減することを計画している。ただし、そもそもここでは、売上高に対して保守的な想定がされている可能性が高く、損益に対しても保守的な想定がされている可能性がある。

同社は、第2四半期累計期間の実績が想定値を上回ったものの通期会社予想を据え置いている。一方、実態としては、現状に至る経緯においても市場シェアの拡大を通じた着実な増収が続いている模様であり、これに鑑みた場合、同社の売上高は通期会社予想に対して上振れて推移しており、損益面でも上振れた推移となる方向性にあると考えられる。

一方、第2四半期累計期間における事業セグメント別の業績動向は、下記の通りである。主力の「調味料・加工食品事業」が売上高 24,209 百万円（4.2%増）、経常利益 1,360 百万円（7.6%減）、経常利益率 5.6%（0.7%ポイント低下）、「総菜関連事業等」が売上高 4,154 百万円（14.4%増）、経常利益 331 百万円（90.6%増）、経常利益率 8.0%（3.2%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 587 百万円（12.8%増）に対して経常損失 117 百万円（前年同期 99 百万円）と、経常損失が 17 百万円増加した。また、以上で言及した経常損益及び売上高に対する比率に関しては、同社が開示している全社の調整額（▲13 百万円）前の数値に基づいている。

「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などのタマゴサラダ、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。売上高は着実に拡大しているものの、損益面では、原材料価格変動によるマイナス影響を大きく受けるマヨネーズが含まれていることが同事業セグメントとしての減益要因となった。

「総菜関連事業等」では、連結子会社7社が全国各地の10工場で開催しているフレッシュ総菜（日配サラダ、和総菜）の生産が主要業務内容となっている。ここでの中核顧客であるスーパーマーケットなどの量販店では、同社の商品の新規採用が続いており、ポテトサラダ、パスタサラダ、ゴボウサラダなどが大幅な拡大を続けている。同事業セグメントでは、原材料価格変動によるマイナス影響が限定的である一方、拡販効果が大きいため、損益面でも大幅な拡大が続いている。

「その他」では、サラダの対面販売を展開するサラダカフェ事業及び中国で商品の製造・販売を展開する海外事業が構成要素となっている。同事業セグメントの売上高はサラダカフェ事業のみによって構成されている一方、4 経常損益はサラダカフェ事業及び海外事業に起因する持分法損益から構成されている。

従って、同事業セグメントの売上高 587 百万円（12.8%増）とは、サラダカフェ事業の売上高を示しているものである。ここでは、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」で開催する事業が行われている。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て以来、同社は16店舗体制で同事業を展開している。第2四半期累計期間においては、既存店売上高が、先述のリニューアル効果もあって前年同期に対して5%増加したことに加えて、新店舗効果から全店売上高が好調に拡大した。一方、2012年10月以降において新店舗展開をしていないことから費用負担増が抑制されていることもあり、同事業の損益は向上傾向を示している。

また、海外事業の損失は前年同期に対して拡大した。海外事業とは、台湾に上場する企業との合弁会社（50%出資）を通して展開されている東莞（中国）でのサラダ類、杭州でのマヨネーズ・ドレッシング類及びソース類の製造・販売のことである。売上高は拡大傾向にあるものの、採算性については改善の必要があるのは明らかである。これに鑑みた同社は、社内の人材を同合弁会社の董事長として既に派遣するに至っており、直近の動向においては構造改革に伴う損益向上の傾向が見えはじめているとのことである。

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	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	28,951	-	-	-	+1,563
売上原価	9,639	19,761	30,291	39,628	10,278	21,089	-	-	-	+1,328
売上総利益	3,807	7,627	11,580	14,904	4,057	7,862	-	-	-	+235
販売費及び一般管理費	3,026	6,032	9,182	12,126	3,144	6,207	-	-	-	+175
営業利益	781	1,594	2,398	2,778	913	1,655	-	-	-	+61
営業外損益	(28)	(63)	(114)	(204)	(37)	(94)	-	-	-	(31)
経常利益	753	1,531	2,284	2,574	876	1,561	-	-	-	+30
特別損益	0	(166)	(169)	(186)	(2)	(3)	-	-	-	+163
税金等調整前純利益	753	1,365	2,115	2,388	874	1,558	-	-	-	+193
法人税等合計	319	593	911	979	363	648	-	-	-	+55
純利益	434	772	1,204	1,409	511	910	-	-	-	+138
売上高伸び率	+7.8%	+6.0%	+5.6%	+5.1%	+6.6%	+5.7%	-	-	-	-
営業利益伸び率	+129.3%	+67.5%	+37.1%	+29.6%	+16.8%	+3.8%	-	-	-	-
経常利益伸び率	+119.0%	+63.7%	+32.8%	+24.1%	+16.3%	+2.0%	-	-	-	-
純利益伸び率	+186.4%	+55.1%	+37.1%	+36.8%	+17.9%	+17.8%	-	-	-	-
売上総利益率	28.3%	27.8%	27.7%	27.3%	28.3%	27.2%	-	-	-	(0.7%)
販売管理費売上高比率	22.5%	22.0%	21.9%	22.2%	21.9%	21.4%	-	-	-	(0.6%)
営業利益率	5.8%	5.8%	5.7%	5.1%	6.4%	5.7%	-	-	-	(0.1%)
経常利益率	5.6%	5.6%	5.5%	4.7%	6.1%	5.4%	-	-	-	(0.2%)
純利益率	3.2%	2.8%	2.9%	2.6%	3.6%	3.1%	-	-	-	+0.3%
法人税等 / 税前利益	42.4%	43.4%	43.1%	41.0%	41.5%	41.6%	-	-	-	(1.9%)

損益計算書 (百万円)	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		
売上高	13,447	13,941	14,484	12,661	14,336	14,615	-	-	-	+674
売上原価	9,639	10,122	10,530	9,337	10,278	10,811	-	-	-	+689
売上総利益	3,807	3,820	3,953	3,324	4,057	3,805	-	-	-	(15)
販売費及び一般管理費	3,026	3,006	3,150	2,944	3,144	3,063	-	-	-	+57
営業利益	781	813	804	380	913	742	-	-	-	(71)
営業外損益	(28)	(35)	(51)	(90)	(37)	(57)	-	-	-	(22)
経常利益	753	778	753	290	876	685	-	-	-	(93)
特別損益	0	(166)	(3)	(17)	(2)	(1)	-	-	-	+165
税金等調整前純利益	753	612	750	273	874	684	-	-	-	+72
法人税等合計	319	274	318	68	363	285	-	-	-	+11
純利益	434	338	432	205	511	399	-	-	-	+61
売上高伸び率	+7.8%	+4.3%	+4.9%	+3.5%	+6.6%	+4.8%	-	-	-	-
営業利益伸び率	+129.3%	+32.8%	+0.9%	(3.8%)	+16.8%	(8.7%)	-	-	-	-
経常利益伸び率	+119.0%	+31.6%	(4.0%)	(18.1%)	+16.3%	(12.0%)	-	-	-	-
純利益伸び率	+186.4%	(2.6%)	+13.7%	+35.8%	+17.9%	+18.0%	-	-	-	-
売上総利益率	28.3%	27.4%	27.3%	26.3%	28.3%	26.0%	-	-	-	(1.4%)
販売管理費売上高比率	22.5%	21.6%	21.7%	23.3%	21.9%	21.0%	-	-	-	(0.6%)
営業利益率	5.8%	5.8%	5.6%	3.0%	6.4%	5.1%	-	-	-	(0.8%)
経常利益率	5.6%	5.6%	5.2%	2.3%	6.1%	4.7%	-	-	-	(0.9%)
純利益率	3.2%	2.4%	3.0%	1.6%	3.6%	2.7%	-	-	-	+0.3%
法人税等 / 税前利益	42.4%	44.8%	42.4%	24.9%	41.5%	41.7%	-	-	-	(3.1%)

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	24,209	-	-	-	+972
総菜関連事業等	1,760	3,630	5,635	7,526	2,013	4,154	-	-	-	+524
その他	261	521	830	1,113	291	587	-	-	-	+66
売上高	13,447	27,388	41,872	54,533	14,336	28,951	-	-	-	+1,563
調味料・加工食品事業	+9.2%	+7.0%	+6.2%	+5.2%	+5.3%	+4.2%	-	-	-	-
総菜関連事業等	(1.3%)	(0.8%)	+0.9%	+3.1%	+14.4%	+14.4%	-	-	-	-
その他	+14.5%	+12.8%	+16.4%	+15.9%	+11.5%	+12.8%	-	-	-	-
売上高(前年比)	+7.8%	+6.0%	+5.6%	+5.1%	+6.6%	+5.7%	-	-	-	-
調味料・加工食品事業	85.0%	84.8%	84.6%	84.2%	83.9%	83.6%	-	-	-	-
総菜関連事業等	13.1%	13.3%	13.5%	13.8%	14.0%	14.3%	-	-	-	-
その他	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-	-	-	-
売上高(構成比)	100.0%	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	1,360	-	-	-	(111)
総菜関連事業等	99	173	279	320	182	331	-	-	-	+157
その他	(45)	(99)	(168)	(255)	(56)	(117)	-	-	-	(17)
調整額	(4)	(15)	0	6	(19)	(13)	-	-	-	+2
経常利益	753	1,531	2,284	2,574	876	1,561	-	-	-	+30
調味料・加工食品事業	6.2%	6.3%	6.1%	5.5%	6.4%	5.6%	-	-	-	(0.7%)
総菜関連事業等	5.6%	4.8%	5.0%	4.3%	9.0%	8.0%	-	-	-	+3.2%
その他	(17.2%)	(19.0%)	(20.2%)	(22.9%)	(19.2%)	(19.9%)	-	-	-	(0.9%)
調整額	(0.0%)	(0.1%)	0.0%	0.0%	(0.1%)	(0.0%)	-	-	-	+0.0%
経常利益率	5.6%	5.6%	5.5%	4.7%	6.1%	5.4%	-	-	-	(0.2%)

報告セグメント (百万円)	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	12,179	-	-	-	+367
総菜関連事業等	1,760	1,870	2,005	1,891	2,013	2,141	-	-	-	+271
その他	261	260	309	283	291	296	-	-	-	+36
売上高	13,447	13,941	14,484	12,661	14,336	14,615	-	-	-	+674
調味料・加工食品事業	+9.2%	+4.9%	+4.6%	+2.2%	+5.3%	+3.1%	-	-	-	-
総菜関連事業等	(1.3%)	(0.2%)	+4.2%	+10.3%	+14.4%	+14.5%	-	-	-	-
その他	+14.5%	+11.1%	+23.1%	+14.6%	+11.5%	+13.8%	-	-	-	-
売上高(前年比)	+7.8%	+4.3%	+4.9%	+3.5%	+6.6%	+4.8%	-	-	-	-
調味料・加工食品事業	85.0%	84.7%	84.0%	82.8%	83.9%	83.3%	-	-	-	-
総菜関連事業等	13.1%	13.4%	13.8%	14.9%	14.0%	14.6%	-	-	-	-
その他	1.9%	1.9%	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	-	-	-	-
売上高(構成比)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-	-
調味料・加工食品事業	704	768	700	330	769	591	-	-	-	(177)
総菜関連事業等	99	74	106	41	182	149	-	-	-	+75
その他	(45)	(54)	(69)	(87)	(56)	(61)	-	-	-	(7)
調整額	(4)	(11)	15	6	(19)	6	-	-	-	+17
経常利益	753	778	753	290	876	685	-	-	-	(93)
調味料・加工食品事業	6.2%	6.5%	5.8%	3.1%	6.4%	4.9%	-	-	-	(1.6%)
総菜関連事業等	5.6%	4.0%	5.3%	2.2%	9.0%	7.0%	-	-	-	+3.0%
その他	(17.2%)	(20.8%)	(22.3%)	(30.7%)	(19.2%)	(20.6%)	-	-	-	+0.2%
調整額	(0.0%)	(0.1%)	0.1%	0.0%	(0.1%)	0.0%	-	-	-	+0.1%
経常利益率	5.6%	5.6%	5.2%	2.3%	6.1%	4.7%	-	-	-	(0.9%)

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	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	-	730	-	-	-	(794)
投資活動によるキャッシュフロー	-	(514)	-	(2,003)	-	(523)	-	-	-	(9)
営業活動によるCF+投資活動によるCF	-	1,010	-	819	-	207	-	-	-	(803)
財務活動によるキャッシュフロー	-	338	-	1,082	-	1,200	-	-	-	+862

出所：会社データ、弊社計算

貸借対照表（四半期）

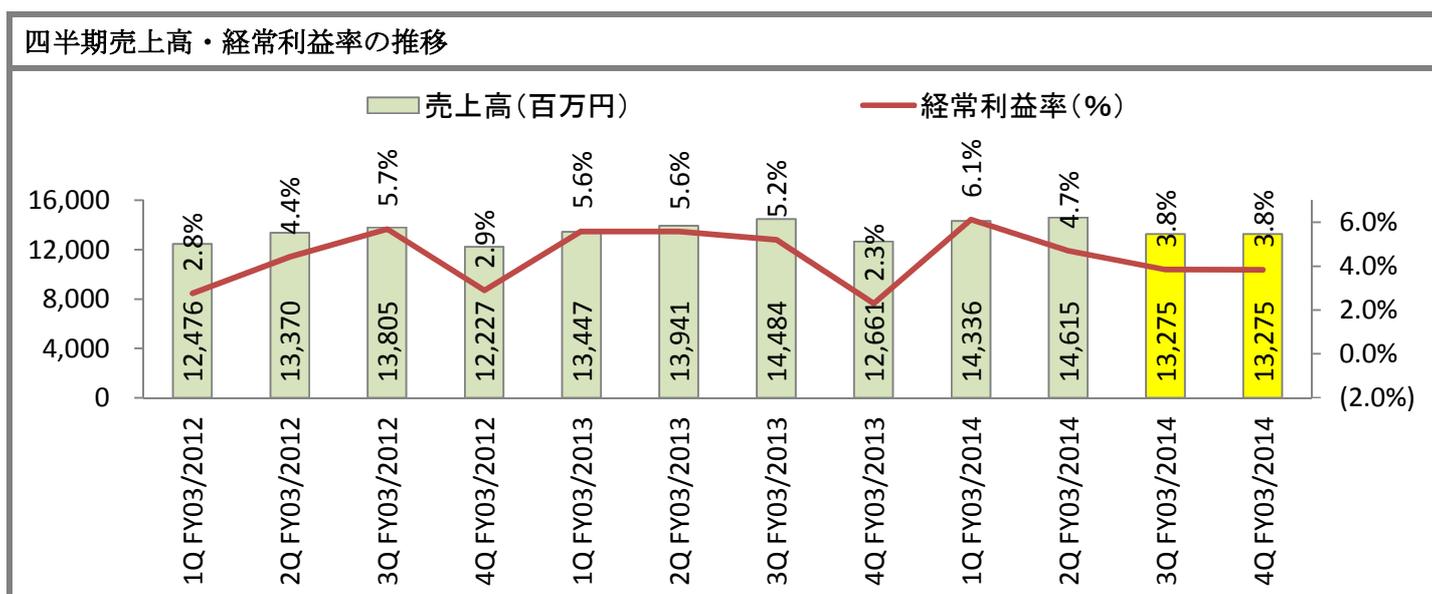
貸借対照表 (百万円)	連結実績	前年比 純増減							
	1Q 03/2013	2Q 03/2013	3Q 03/2013	4Q 03/2013	1Q 03/2014	2Q 03/2014	3Q 03/2014	4Q 03/2014	
現金及び預金	4,103	5,365	4,462	5,919	5,931	7,119	-	-	+1,754
受取手形及び売掛金	10,313	10,482	11,207	9,907	10,923	9,524	-	-	(958)
たな卸資産	2,026	2,156	2,268	2,058	1,917	1,983	-	-	(173)
その他	539	461	634	519	473	513	-	-	+52
流動資産	16,981	18,464	18,571	18,403	19,244	19,139	-	-	+675
有形固定資産	11,444	11,236	12,201	12,355	13,679	13,865	-	-	+2,629
無形固定資産	384	362	351	384	375	363	-	-	+1
投資その他の資産合計	2,339	2,493	2,515	2,855	2,956	2,922	-	-	+429
固定資産	14,167	14,092	15,068	15,595	17,011	17,152	-	-	+3,060
資産合計	31,149	32,557	33,639	33,998	36,255	36,292	-	-	+3,735
支払手形及び買掛金	8,383	8,659	9,115	8,042	8,735	7,381	-	-	(1,278)
短期借入金	1,422	962	1,337	995	981	1,193	-	-	+231
その他	4,187	4,774	4,843	5,212	5,909	5,984	-	-	+1,210
流動負債	13,992	14,395	15,295	14,249	15,625	14,558	-	-	+163
長期借入金	1,731	2,401	2,172	3,183	3,637	4,435	-	-	+2,034
その他	1,749	1,776	1,846	1,765	1,674	1,548	-	-	(228)
固定負債	3,480	4,177	4,018	4,948	5,311	5,983	-	-	+1,806
負債合計	17,473	18,573	19,313	19,197	20,936	20,541	-	-	+1,968
株主資本	13,568	13,906	14,196	14,401	14,756	15,155	-	-	+1,249
その他合計	108	77	129	400	562	595	-	-	+518
純資産	13,676	13,983	14,325	14,801	15,318	15,750	-	-	+1,767
負債純資産合計	31,149	32,557	33,639	33,998	36,255	36,292	-	-	+3,735
自己資本	13,676	13,983	14,325	14,801	15,318	15,750	-	-	+1,767
有利子負債	3,153	3,363	3,509	4,178	4,618	5,628	-	-	+2,265
ネットデット	(950)	(2,002)	(953)	(1,741)	(1,313)	(1,491)	-	-	+511
自己資本比率	43.9%	43.0%	42.6%	43.5%	42.3%	43.4%	-	-	+0.4%
ネットデットエクイティ比率	(7.0%)	(14.4%)	(6.7%)	(12.1%)	(8.9%)	(9.8%)	-	-	+4.6%
自己資本純利益率(ROE)	12.8%	11.2%	11.5%	10.0%	13.6%	11.9%	-	-	+0.7%
総資産経常利益率(ROA)	9.8%	9.7%	9.5%	8.0%	10.0%	8.9%	-	-	(0.8%)
在庫回転日数	19.2	19.4	19.7	20.1	17.0	16.7	-	-	-
当座比率	103%	110%	102%	111%	108%	114%	-	-	-
流動比率	121%	128%	121%	129%	123%	131%	-	-	-

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（2013年5月9日公表）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。

一方、先述の通り、第2四半期累計期間の業績推移は会社予想を上回ったため、計算上、下半期に対する会社予想は下方修正されていることになる。売上高 26,549 百万円（前年同期比 2.2%減）、営業利益 1,065 百万円（10.1%減）、経常利益 1,019 百万円（2.3%減）、純利益 510 百万円（19.9%減）が見込まれていることになるが、当初の会社予想における前提との比較では、それぞれ 3.1%、8.2%、7.4%、13.6%の下方修正となる。ただし、直近の動向に鑑みれば、保守的な想定であることは既に述べた通りである。



出所：会社データ、弊社計算（2014年3月期3Q及び4Q：半期会社予想を均等に按分）

原材料価格変動によるマイナス影響に対応するため、同社は、価格改定を実施していることに加えて、固定経費の増加を抑えることを明らかにしている。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無理なく抑えることができる見通しである。

また、同社は、総投資額 4,500 百万円を投じる新工場「静岡富士山工場」の本格稼働を 2014 年 4 月に予定している。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、従来から既存設備で行われてきているものではあるが、新工場での生産は既存設備での生産との比較でより高効率かつ高品質をもっ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、同社は継続的に生産性の向上を追求し続けてきている。

一方、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1,280百万円にまで拡大することが見込まれている。構造改革の効果の発生が期待されていることに鑑みれば、損益状況においても時系列的に改善方向にあると考えられる。また、2015年3月期に対しては、売上高1,700百万円が見込まれている。更には、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。ただし、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ことは、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。2014年3月期第2四半期末の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されている。また、一部の店舗において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。

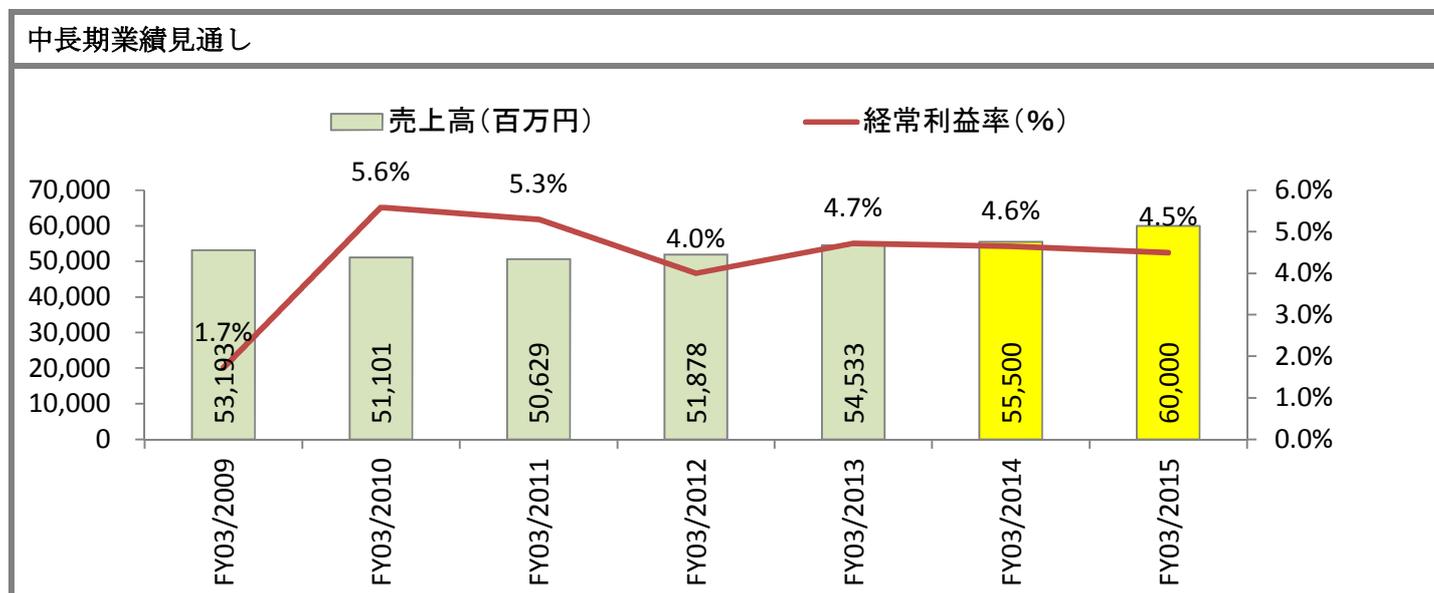
損益計算書

損益計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結会予	前年比 純増減
	通期 03/2009	通期 03/2010	通期 03/2011	通期 03/2012	通期 03/2013	通期 03/2014	
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」への飛躍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もうひとつの新業態であると考えられよう。現在の同社は、中国での事業展開における構造改革を進めている一方、インドネシアでの操業を開始するに至っている。同社は、中期経営計画の最終年度である2015年3月期に向けて、海外事業展開に関しても当初の想定に沿った事業展開を達成したいとしている。

4.0 ビジネスモデル

ケンコーサラダワールドの展開

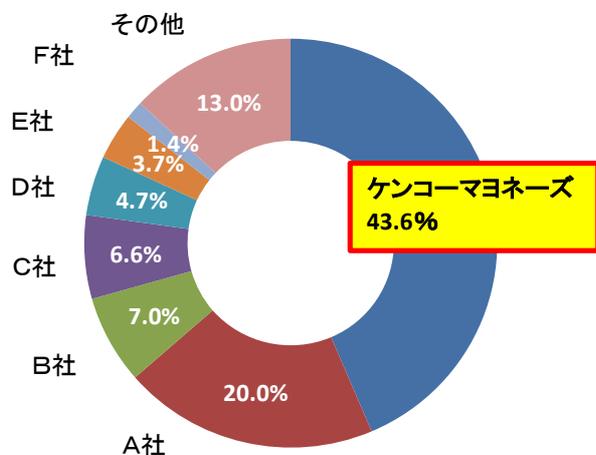
同社の事業の中核は、外食産業、スーパーマーケット、コンビニエンスストアに対して自社で開発・製造した各種の商品を販売することである。業務用食品業界では、「ケンコーマヨネーズ」ブランドは広く浸透しているものの、更なる成長に向けての取り組みとして、消費者向けに「サラダカフェ」ブランドの早期浸透を図り、「市場演出型企業」としての事業展開の拡大を推進していくことが計画されている。また、「サラダ料理の確立」を実現することを同社は目指している。

商品数 1,500 アイテム以上

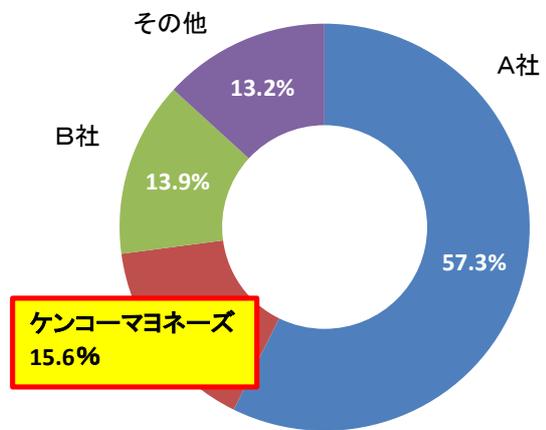
同社が市場に投入している商品は 1,500 アイテム以上に及んでいる一方、年間ベースで 300 アイテムを超える新商品が開発され新たに市場に投入され、ほぼその分だけ既存商品と入れ替えが行われている。サラダ・総菜類の中核を形成しているとされるロングライフサラダに関しては、同社は業界のパイオニアであり、現在においてもトップシェアを誇っているとのことである。同社が捉えている市場の占有率によれば、2011 年実績国内市場シェアは 43.6%である（第 2 位は 20.0%）。加えて、同社は、国内マヨネーズ・ドレッシング類業界の業務用では国内トップクラスである一方、一般消費者向けを含めた業界全体としては第 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%）。

市場占有率

ロングライフサラダ (2011 年実績)



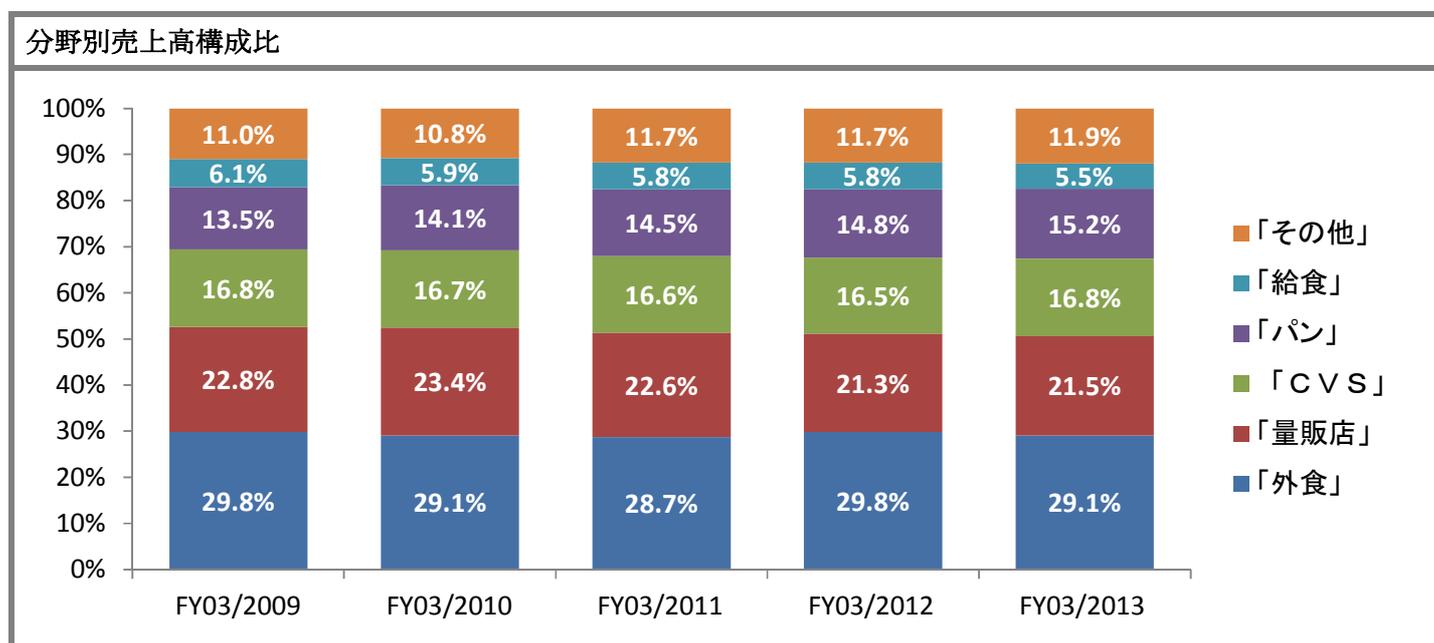
マヨネーズ・ドレッシング類 (2012 年実績)



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品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品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・素材となる同社商品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



錦糸卵



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

「ANALYST NET」について

- 「ANALYST NET」は、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下、「TIW」）が発行・流通するレポートのサービス名称です。「TIW」は情報提供のプラットフォーム機能を担っております。
- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、従来のアナリストレポートとは違ったアプローチによる産業・企業の紹介や解説を目的としており、主に「TIW」の外部アナリスト及び提携会社を執筆者（以下、「執筆者」）として作成しております。
- 「TIW」は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、「執筆者」に対して指摘を行っております）。
- 「TIW」は、本レポートを発行するための企画提案およびプラットフォーム機能の提供に関して対価を直接的または間接的にレポート対象企業より得る場合があります。
- 「執筆者」は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、「執筆者」は対象会社の有価証券を保有している可能性があります。これらについて、「TIW」は原則関知いたしません。また責任も負いません。別途、「執筆者」によるディスクレームをご確認下さい。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則は執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、「執筆者」が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における「執筆者」の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、「TIW」ならびに「執筆者」が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として「TIW」あるいは「執筆者」に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、「TIW」の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は、「TIW」が保有する登録商標です。