

# ホリスティック企業レポート マルゼン

5982 東証二部

アップデート・レポート  
2015年2月20日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



# マルゼン (5982 東証二部)

発行日:2015/2/20

## 加熱調理機器を得意とする業務用厨房機器メーカー 15年2月期は積極営業で増収見込みだが、原材料高等が響き微減益へ

### > 要旨

#### ◆ 事業内容

- ・マルゼン(以下、同社)は、業務用厨房機器の総合メーカーである。加熱調理機器、調理台、食器洗浄機等が主力製品で、仕入販売の冷蔵庫等を含めた厨房全体の設計及び施工も請け負っている。
- ・販売先は外食産業の他、病院や福祉施設、学校等の集団給食施設、惣菜調理場を持つ小売業等である。多品種少量生産や特注品の短期納品の実現、弛まぬ新製品開発、地道な営業活動が同社の特色である。

#### ◆ 15年2月期第3四半期累計決算

- ・15/2期第3四半期累計決算は、前年同期比5.4%増収、6.0%営業減益であった。通期計画に対する進捗率は、売上高82.0%、営業利益83.8%となっている。
- ・注力する集団給食施設への販売は順調に拡大しているが、それに伴い他社製品の仕入れ販売が増加し粗利率が低下傾向にあること、原材料価格の上昇等が利益を圧迫していること等から営業減益となった。

#### ◆ 15年2月期予想

- ・同社は期初に公表した前期比2.4%減収、8.6%営業減益とする通期計画を据え置いている。消費税率引き上げの影響を考慮した保守的な計画に対し売上高は上回る可能性があるが、減益は不可避としている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は第3四半期決算を踏まえ、売上高について従来予想を据え置くが、利益面については想定粗利率を見直し、同社計画を上回るものの前期比減益になると予想を改めた。

#### ◆ 中期業績見通し

- ・当センターは16/2期、17/2期についても従来予想から利益面を減額した。原材料価格の高止まり等による売上総利益率の低下を見込んだためだが、増収基調の継続により、増益は可能と判断した。

### 【5982 マルゼン 業種:金属製品】

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 (%)	当期純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/2	37,065	3.0	3,011	21.5	3,268	20.1	1,695	18.5	90.8	1,054.7	16.0
2013/2	40,478	9.2	3,680	22.2	3,978	21.7	2,101	23.9	112.5	1,152.6	18.0
2014/2	42,185	4.2	3,878	5.4	4,171	4.9	2,350	11.9	125.9	1,271.0	20.0
2015/2 CE	41,190	-2.4	3,546	-8.6	3,817	-8.5	2,135	-9.2	114.3	—	20.0
2015/2 E	44,000	4.3	3,700	-4.6	4,000	-4.1	2,250	-4.3	120.5	1,371.5	20.0
2016/2 E	46,000	4.5	4,100	10.8	4,400	10.0	2,500	11.1	133.9	1,485.4	22.0
2017/2 E	48,000	4.3	4,500	9.8	4,800	9.1	2,750	10.0	147.3	1,610.7	24.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アナリスト:高坂 茂樹  
+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】

	2015/2/13
株価(円)	1,051
発行済株式数(千株)	19,780
時価総額(百万円)	20,788

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.3	8.7	7.8
PBR(倍)	0.8	0.8	0.7
配当利回り(%)	1.9	1.9	2.1

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.7	5.0	5.0
対TOPIX(%)	-2.2	-1.0	-9.4

#### 【株価チャート】



### アップデート・レポート

2/11

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

加熱調理機器や調理台を製造販売、他社製品含む厨房一式の受注もある。

(注 1) スチームコンベクションオープンとは、熱風をファンで強制対流させるコンベクションオープンに蒸気発生装置を付加し、焼く、蒸す、煮る、炊く、炒める等ができる多機能調理機である。

(注 2) スーパーマーケットでは、各種惣菜を店舗内で調理する場合、セントラルキッチンの大型設備で調理し配送する場合があります。同社は双方に対応できる。コンビニエンスストアでも省スペース型IH卓上フライヤー等が採用されている。

(注 3) 海外は台湾とタイに子会社があり、営業活動を行っている。またベーカリー部門(子会社フジサワ・マルゼン)は国内に営業拠点を5カ所設けている。

◆ 業務用厨房機器の総合メーカー

マルゼン(以下、同社)は、業務用厨房機器の総合メーカーである。同社はビル賃貸業を併営しており、連結子会社では食品メーカー向けのベーカリー機器等の製造及び販売も行っている。

主力の厨房部門(業務用厨房機器製造販売業:14/2期売上構成比93.1%、全社費用考慮前の売上高営業利益率10.6%)では、スチームコンベクションオープン<sup>注1</sup>、フライヤー、ガスレンジ等の加熱調理機器、ステンレス製の調理台及びシンク等を、連結子会社マル厨工業の、青森県、福岡県、埼玉県の3工場で製造し、全国で販売している。

厨房部門では自社製品だけでなく、顧客が必要とする冷蔵庫、製氷機、チケット販売機、食材スライサー等の機器の仕入販売も行い、ワンストップで厨房の設計及び設置工事を請け負える体制を整えている。14/2期の厨房部門売上高のうち、自社製品は49%を占める(図表1)。

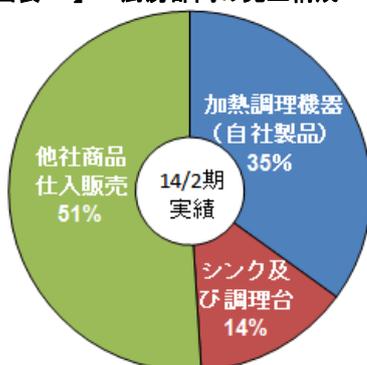
販売先は、外食チェーンやスーパーマーケットやコンビニエンスストア<sup>注2</sup>、集団給食用設備を必要とする福祉施設や病院、学校、旅館等及び一般飲食店である(図表2)。

同社単体では、各都道府県に少なくとも1カ所、全国に89の営業拠点がある<sup>注3</sup>。直販が基本だが、一般飲食店向けには各地のガス及び住宅設備会社等の代理店経由の販売も行っている。

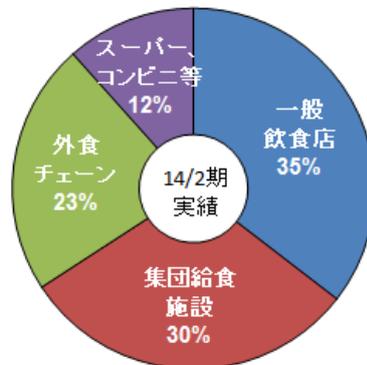
ベーカリー部門(ベーカリー機器製造販売業:同順で5.5%、2.0%)は、03年に事業譲受により開始した事業で、主に大手食品メーカーの製パンないし製菓工場に向けた大型機械を製造し販売している。

ビル賃貸部門(ビル賃貸業:同順で1.4%、64.6%)は、同社工場跡地等の遊休地に建設したビルを、大手ビジネスホテルチェーンに3カ所、介護付有料老人ホームと物流倉庫に各1カ所賃貸している。積極的に不動産開発を広げる計画はないが、同社の安定収益源になっている。

【図表1】 厨房部門の売上構成



【図表2】 厨房部門の販売先別構成



(注) 加熱調理機器に部品や保守サービス売上を含む。集団給食施設は病院、福祉施設、学校、旅館等(出所) 図表1、2ともにマルゼン14/2期決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

> 事業環境

(注 4)加熱調理機器、下調理用機器、低温機器、洗浄消毒機器、給湯機器、サービス機器、その他(塵芥処理器)等に係る業務用機器メーカー及び設備工事業者等の売上高である。

業務用厨房機器メーカーには中小企業が多く、寡占度は低い。

◆ 日本厨房工業会統計

日本厨房工業会の調査によれば、13年の国内業務用厨房機器市場<sup>注4</sup>は、調査回答企業258社の合計で5,187億円であった。このうち10年以降継続してデータが採取された208社の売上高(4,437億円)は前年比6.7%、過去3年の平均成長率は4.6%であった(図表3)。

同調査によれば、調査対象企業のうち、年商10億円未満の企業が過半を占めている(図表4)。年商100億円以上の企業の売上高の合計は6割に達するが、低温機器を除けば年商100億円以上の企業の市場占有率は5割未満になると同社は推定している。

業務用厨房機器市場は、チェーン店を含む飲食店向けと集団給食施設向けが約4割で拮抗している(その他は食品スーパーの惣菜調理場やセントラルキッチン、食品工場等、図表5)。

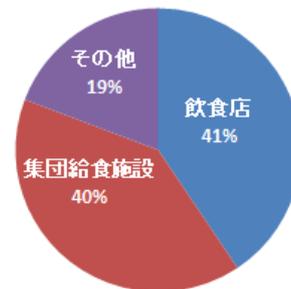
【図表3】 市場規模の推移



【図表4】 売上規模別構造 (単位: 億円)

年商	社数	売上合計	平均
10億円未満	196	498	2.5
10億円~50億円未満	39	743	19.1
50億円~100億円未満	10	745	74.5
100億円以上	13	3,199	246.1
回答社数合計	258	5,187	20.1
(調査票送付先)	390	—	—

【図表5】 販売先の構成



(出所) 図表3、4、5ともに日本厨房工業会「業務用厨房機器に関する実態調査」に基づき証券リサーチセンター作成

> 競争力の源泉

加熱調理機器製造が主体の類似会社と比べ売上高営業利益率が高い。

◆ 工場、営業、開発の三位一体となった活動

加熱調理機器の製造販売を主力とする類似企業は、中西製作所(5941 東証二部)、フジマック(5965 東証二部)及び売上高で同社を上回る非上場のタニコーである(図表6)。類似企業に比べ、同社の売上高営業利益率は高い。

【図表6】 類似業者との経営指標比較 (単位: 百万円)

	マルゼン 14/2期	中西製作所 14/3期	フジマック 14/3期	タニコー 14/3期
売上高	42,185	23,300	36,276	47,679
経常利益	4,171	2,116	2,114	2,085
売上高経常利益率	9.9%	9.1%	5.8%	4.4%
自己資本比率	59.0%	55.4%	41.2%	N.A.
フリーキャッシュフロー	2,467	1,165	-608	N.A.
現金及び現金同等物残高	11,867	2,731	6,270	N.A.

(出所) 各社決算短信、タニコーウェブサイトに基づき証券リサーチセンター作成

同社の競争力の源泉について、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、以下の3点に注目している。

アップデート・レポート

**3 工場はそれぞれ特色を持ち、多品種少量生産の効率化を推進。**

**新製品、販促資金に裏付けられた営業力も競争力を支えている。**

**環境対応、社会貢献にも配慮した経営を行っている。**

**集団給食施設向け大型製品の拡販、海外展開が経営課題。**

1) 3,300 機種に及ぶ多品種少量生産の必要性や顧客の納期短縮要請に対して同社は、規格品生産に特化し徹底した自動化を進めている東北工場、外食チェーン等の特注品対応に特化し CAD を駆使して短納期を追求する首都圏工場、高機能規格品製造と関西以西の顧客の特注品対応を行う九州工場のそれぞれに機能を分担させており、生産子会社をプロフィットセンターと位置付けて重視している。

2) 顧客第一主義を経営理念とする同社は、新業態を出店する外食チェーン等のために製品を共同開発するなど、幅広い業態の顧客に対応する製品開発や拡充に余念がない。同社の売上高研究開発費率は約 1% と決して高くはないが、営業部門と開発部門との合同会議開催等の密な連携による企業努力は顧客に評価され、連続増収という結果に表れていると当センターでは理解している。

3) 同社は集団給食施設、外食チェーン、スーパー及びコンビニエンスストア等の流通業を重点営業先に掲げる一方、一般飲食店にも 89 の営業拠点及びルート販売店を通じて販促活動を行っている。前者攻略のカギは新製品開発によるソリューションである。後者には、地道な販促キャンペーンを展開し、顧客基盤の拡充に努めている。販促キャンペーンを支えているのは、同業他社に比べ充実した財務基盤や、ビル賃貸業で得られる安定収益に支えられた資金力と推察される。

#### ◆ ESG 活動

同社は製品開発面で省エネルギー、フライヤーの廃油削減等の環境対応に腐心している。また、外食及び中食産業を製品開発及び製造面で支えるパートナーとして、豊かな食生活の実現という社会貢献を行っている。アルバイトやパートタイムのスタッフでも均質な調理が可能になるような製品開発は、低廉で美味しい食の機会提供と雇用拡大に貢献していると言えよう。

#### ◆ 経営課題

図表 2 及び図表 5 にみられるように、同社の販売構成は市場構造に比べ、集団給食施設向けの比率が低い。創業来学校給食を主力市場としてきた中西製作所等と比べ、集団給食施設向け大型厨房機器において同社は後発メーカーであり、景気変動に左右され難い公共分野等で実績作りに目下注力している。

また、海外で日本食ブームが起こり、外食チェーンの海外市場開拓が進む中で、同社にも商圏のグローバル化の機会が訪れている。同社は 91 年に台湾（非連結子会社）及びタイ（駐在員事務所）に拠点を開設しているが、主目的は部品調達であり、台湾での販売活動はアンテナショップ的な位置付けにとどまっていた。同社は 13 年 9 月にタイ駐在員事務所を非連結子会社に格上げし、タイ及び周辺国での販売活動に着手しており、今後の動向が注目される。

> 業績動向

期初予想に反し増収基調だが、原材料高などで減益に。

集団給食施設への販売が好調、外食チェーン向けも堅調に推移。

◆ 15年2月期第3四半期決算

15/2期第3四半期累計決算は、前年同期比5.4%増収、6.0%営業減益であった。同社の通期業績予想に対する進捗率は、売上高82.0%、営業利益83.8%である(図表7)。増収ながら売上総利益は前年同期比横ばいにとどまり、営業減益となった主な要因は、原材料価格の上昇分を販売価格へ転嫁できていないことや集団給食施設に対する積極営業に伴う粗利率の低下等である。

セグメント別の売上高及び営業利益の内訳は図表8の通りで、集団給食施設向けの販売が好調に推移し、外食チェーンの出店時の需要獲得も堅調であった厨房部門の売上高は前期比5.7%増収となったが、ベーカリー部門の売上高は前年同期に続き低調であった。ビル賃貸部門はほぼ横ばいであった。

厨房部門では、厨房設備一式を請け負う集団給食施設向け販売が伸長した結果、顧客が指定する他社製品の仕入販売比率が上昇し、売上総利益率の低下を招いた。流し台の主な材料であるステンレス鋼材の市況やタイから輸入する鋳物部品の円換算額も上昇しているが、競争が厳しく販売価格に転嫁することができないこと、人手不足等により物流費が上昇していることも利益を圧迫した。

なお、第3四半期累計決算では詳細データの開示がなかったが、第2四半期累計(以下、上期)決算については、ヒアリングにより以下のデータを得ている。ビル賃貸部門を除く売上高に対する自社製品売上高は、14/2期上期の51.6%から15/2期上期は50.8%に低下した。厨房部門における販売先別売上高(前年同期比増減率)は、集団給食施設73.6億円(35.4%増)、外食チェーン49.0億円(5.1%増)、スーパー及

【図表7】15/2期第3四半期累計決算の概要

(単位:百万円)	13/2期	14/2期	15/2期
売上高	30,914	32,066	33,785
前年同期比	10.7%	3.7%	5.4%
対通期進捗率	76.4%	76.0%	82.0%
売上総利益	9,646	10,098	10,164
前年同期比	10.4%	4.7%	0.6%
販売費及び一般管理費	6,581	6,933	7,190
前年同期比	6.1%	5.4%	3.7%
営業利益	3,065	3,165	2,973
前年同期比	21.1%	3.2%	-6.0%
対通期進捗率	83.3%	81.6%	83.8%
経常利益	3,293	3,383	3,229
前年同期比	20.6%	2.7%	-4.5%
対通期進捗率	82.8%	81.1%	84.6%
純利益	1,802	1,933	1,860
前年同期比	19.2%	7.3%	-3.8%
対通期進捗率	85.7%	82.2%	87.1%

【図表8】第3四半期累計決算のセグメント別動向

(単位:百万円)	13/2期	14/2期	15/2期	前年同期比
外部売上高	30,914	32,066	33,785	5.4%
厨房部門	28,297	30,057	31,781	5.7%
ベーカリー部門	2,189	1,566	1,559	-0.4%
ビル賃貸部門	427	442	443	0.2%
営業利益	3,065	3,165	2,973	-6.1%
対売上高比率	9.9%	9.9%	8.8%	-1.1%
厨房部門	3,249	3,426	3,237	-5.5%
対売上高比率	11.5%	11.4%	10.2%	-1.2%
ベーカリー部門	30	-11	-14	—
対売上高比率	1.4%	-0.7%	-0.9%	-0.2%
ビル賃貸部門	269	287	292	1.7%
対売上高比率	63.0%	64.9%	65.9%	1.0%
消去または全社	-483	-536	-541	—

(注) 対通期進捗率は通期実績ないし通期会社計画に対する比率  
売上高営業利益率の前年同期比欄は減算している  
(出所) 図表4, 5ともにマルゼン決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート

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。

びコンビニ等 21.3 億円 (13.1%減)、一般飲食店 71.0 億円 (3.5%減)であった。

【図表 9】 冷延ステンレス鋼板市況 (SUS304)  
(円/kg)



(注) 同社は商社と半年ごとの契約をしており、調達価格は市中相場より安定している  
(出所) 鉄鋼新聞社ウェブサイト掲載データに基づき、証券リサーチセンター作成

前期比減収減益とする期  
初策定の通期会社予想は  
据え置かれた。

#### ◆ マルゼンによる 15 年 2 月期業績予想

15/2 期業績について同社は、売上高 41,190 百万円 (前期比 2.4%減)、営業利益 3,546 百万円 (同 8.6%減)、経常利益 3,817 百万円 (同 8.5%減)、当期純利益 2,135 百万円 (同 9.2%減) という期初予想を据え置いている。

期初の想定は、消費税率の引き上げ、円安による輸入原料高、出店コストの上昇等の影響で外食及び中食産業の先行きが不透明であることから前期比減収とし、利益面ではステンレス等の材料価格上昇や人件費の増加等のコスト増要因を考慮して減益は不可避としていた。なお、同社は 15/2 期は営業面で以下の施策を打ち出している。

- 1) タブレット端末の導入。営業所に多数のタブレット端末を配備し、画像、動画をふんだんに用いた提案活動を推進する。ソリューション営業力の強化に繋がると同社は考えている。
- 2) 展示即売会の強化。14/2 期に年間 66 回開催した展示即売会では、1 開催当たり 130 名を集客した。15/2 期は会場スペースを拡大して展示品を増やして販売拡大につなげる意向である。
- 3) 販促キャンペーンの充実。創業 50 周年 (10/2 期) を機に始めたハッピーキャンペーンと称する販売促進キャンペーンの特典を充実させている。下取りセール、リピーター特典 (キャンペーン期間中に複数回購入した場合の値引き率拡大)、主力製品購入者に対する初年度無料点検、2 年目の保守契約料 20% 割引の特典等を用意している。またルート販売店に対するキャンペーンも対象製品を拡充している。

4) 自社製品の拡販努力。モデルチェンジを含めると、同社は毎年約10品目新製品を投入しており、現在自社製品は約3,300に達している。幅広い販売先に対応するために、新製品開発は同じペースで推進していく必要があると認識し、注力していく意向を示している。

◆ 証券リサーチセンターの15年2月期予想

当センターは、14年4月の前回レポートで公表した同社の15/2期業績予想について、売上高を440億円(前期比4.3%増)で据え置く一方、営業利益は40億円(同3.1%増)から37億円(同4.6%減)、経常利益43億円(同3.1%増)から40億円(同4.1%減)、当期純利益24億円(同2.1%増)から22.5億円(同4.3%減)とし、前期比増益予想から減益予想に修正する(図表10)。

仕入販売比率の上昇、原材料高が想定以上のため利益予想を減額した。

利益減額の主な要因は、集団給食施設向け売上高の想定を上回る好調

【図表10】 マルゼンの収益モデル

(単位:百万円)

決算期	12/2	13/2	14/2	15/2旧E	15/2新E	16/2旧E	16/2新E	17/2旧E	17/2新E
売上高	37,065	40,478	42,185	44,000	44,000	46,000	46,000	48,000	48,000
(前年同期比増減率)	3.0%	9.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.5%	4.5%	4.3%	4.3%
セグメント別内訳									
厨房部門	34,285	37,033	39,264	41,000	41,100	42,800	42,900	44,600	44,800
(前期比増減率)	4.6%	8.0%	6.0%	4.4%	4.7%	4.4%	4.4%	4.2%	4.4%
うち 自社製品	17,408	18,815	19,424	20,300	20,300	21,200	21,200	22,100	22,100
(前期比増減率)	28.5%	8.1%	3.2%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	3.2%	4.2%
(自社製品比率)	50.8%	50.8%	49.5%	49.5%	49.4%	49.5%	49.4%	49.6%	49.3%
ベーカリー部門	2,209	2,873	2,331	2,400	2,308	2,600	2,500	2,800	2,600
(前期比増減率)	-16.0%	30.0%	-18.5%	3.0%	-1.0%	8.3%	8.3%	7.7%	4.0%
ビル賃貸部門	571	571	589	600	592	600	600	600	600
(前期比増減率)	0.2%	0.1%	3.2%	1.9%	0.5%	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%
売上総利益	11,503	12,647	13,221	13,700	13,300	14,300	14,000	15,000	14,700
(前期比増減率)	6.4%	9.9%	4.5%	3.6%	0.6%	4.4%	5.3%	4.9%	5.0%
(対売上高比)	31.0%	31.2%	31.3%	31.1%	30.2%	31.1%	30.4%	31.3%	30.6%
販売費・一般管理費	8,491	8,967	9,342	9,700	9,600	10,000	9,900	10,300	10,200
(前期比増減率)	1.9%	5.6%	4.2%	3.8%	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
(対売上高比)	22.9%	22.2%	22.1%	22.0%	21.8%	21.7%	21.5%	21.5%	21.3%
営業利益	3,011	3,680	3,878	4,000	3,700	4,300	4,100	4,700	4,500
(前期比増減率)	21.5%	22.2%	5.4%	3.1%	-4.6%	7.5%	10.8%	9.3%	9.8%
(対売上高比)	8.1%	9.1%	9.2%	9.1%	8.4%	9.3%	8.9%	9.8%	9.4%
セグメント別内訳									
厨房部門	3,212	3,907	4,176	4,320	4,000	4,600	4,400	5,000	4,760
(対売上高比)	9.4%	10.6%	10.6%	10.5%	9.7%	10.7%	10.3%	11.2%	10.6%
ベーカリー部門	68	87	47	50	20	100	50	150	100
ビル賃貸部門	339	354	380	380	385	400	390	400	395
全社費用・消去	-609	-669	-726	-750	-705	-800	-740	-850	-755
経常利益	3,268	3,978	4,171	4,300	4,000	4,600	4,400	5,000	4,800
(前期比増減率)	20.1%	21.7%	4.9%	3.1%	-4.1%	7.0%	10.0%	8.7%	9.1%
(対売上高比)	8.8%	9.8%	9.9%	9.8%	9.1%	10.0%	9.6%	10.4%	10.0%
当期純利益	1,695	2,101	2,350	2,400	2,250	2,600	2,500	2,900	2,750
(前期比増減率)	18.5%	23.9%	11.9%	2.1%	-4.3%	8.3%	11.1%	11.5%	10.0%
(対売上高比)	4.6%	5.2%	5.6%	5.5%	5.1%	5.7%	5.4%	6.0%	5.7%

(出所)実績はマルゼン決算短信及び決算説明会資料、予想は証券リサーチセンター作成

により売上総利益率の低い仕入販売商品の比率が想定より上昇していると判断したこと、円安の進行による原材料価格の上昇が想定を上回ったこと等である。前回レポートにおいてもステンレス等の原材料価格の上昇、営業要員を中心とする人員増や賃金上昇による人件費負担の増加、他社商品仕入れ販売の増加による採算低下等が懸念されると指摘していたが、当時の想定よりも実情は厳しいと推定している。

◆ 16年2月期以降の業績見通し

同社は、目標売上高 500 億円、推定約 4,000 億円の低温機器を除く業務用厨房機器市場で現在 10%の市場占有率をさらに高め、業界トップシェアを目指すという中長期経営方針を掲げている。しかし、目標年度や利益目標等の具体的な計画は公表していない。

15/2 期第3 四半期実績を踏まえ、当センターは同社の 16/2 期及び 17/2 期業績についても、4%台の増収基調を維持しつつ、利益予想を引き下げる方向で見直した(前頁図表 10)。

原材料価格の高止まり等を想定し利益減額も、増収効果で増益を見込む。

16/2 期は創業 55 周年となるため、販売促進策に力が入ろう。学校給食等の集団給食施設向け大型案件の受注については、実績の積み重ねにより、増勢が加速すると見込んでいる。

利益面については、原材料市況の高止まりや現在の為替レートの定着を想定し、製品価格への転嫁が見込めないと判断し、売上総利益率を従来よりも引き下げた。しかし、更なる市況高騰はないと考えたこと、集団給食施設向けに開発した大型機器の採用が徐々に広がると見込んだこと等から、増収効果により増益基調に転じると当センターでは考えている。

> 投資に際しての留意点

適時増配、株主優待制度による株主への利益還元に努めている。

◆ 株主への利益還元方針

同社は株主への利益還元について、安定配当の継続を基本として適時 EPS の水準切り上げに合わせ配当金を引き上げる意向を示している。14/2 期は期初に年 18 円配当(予想配当性向 16.5%)を予定していたが、好業績を受けて年 20 円配(配当性向は 15.9%)に増配した。公約はないが、EPS の 2 割弱相当の配当維持に留意しているようである。

また同社は 07 年より株主優待制度を設けており、1 千株以上 1 万株未満保有する株主にジェフグルメカード<sup>注5</sup>を年間 6 千円分、1 万株以上保有する株主には同 1 万円分贈呈している。

(注 5)日本フードサービス協会(JF)に加盟するファミリーレストラン、ファストフード、居酒屋等の全国 1,000 以上のブランド、約 3 万店舗で支払いに使える外食専用ギフト券。

◆ 対 TOPIX 相対株価

同社の対 TOPIX 相対株価は、0.86~1.01 のレンジで右肩下がりに推移しており(2 頁株価チャート)、現在は下限にある。円安がデメリットとなる収益構造が反映されていると推察される。創業 55 周年を迎え積極的な営業活動が見込まれる 16/2 期の業績予想を同社がどのように策定するか、株価反転の契機として注視しておきたい。

「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

本レポートの特徴

■ 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

本レポートの構成

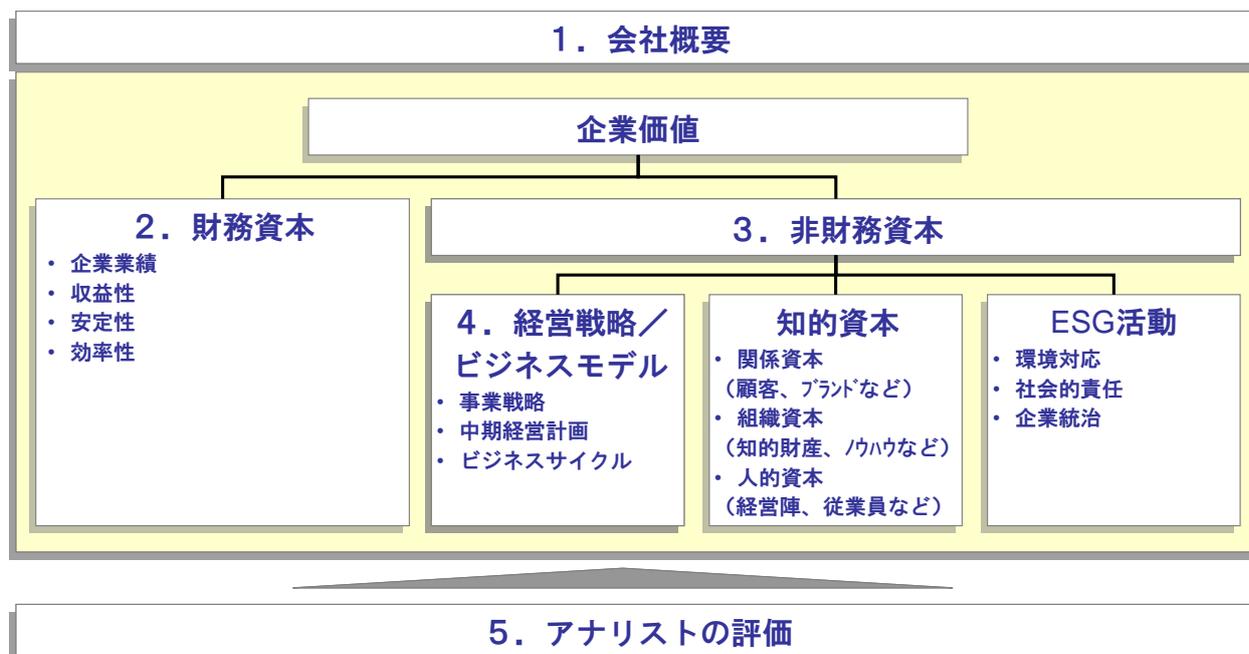
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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。
- 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。

## アップデート・レポート