

## ケンコーマヨネーズ (2015)

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3四半期累計 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-3Q FY03/2013		41,872	2,398	2,284	1,204	-	-	-
1Q-3Q FY03/2014		44,022	2,112	1,989	1,139	-	-	-
1Q-3Q FY03/2014	前年比	5.1%	(11.9%)	(12.9%)	(5.4%)	-	-	-

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3月14日)

#### 食用油価格の高騰が一巡へ

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の2014年3月期においては、主要原材料である食用油やタマゴの調達単価の高騰に加えて為替が円安に振れたことが同社の売上原価率を押し上げる大きな要因となっている。ただし、食用油の高騰に関しては、現在に至る経緯において既にピークを越えているとのことである。2015年3月期に向けては、食用油の調達単価は前年に対して低下することとなり、同社の売上原価率を引き下げる大きな要因となる見通しである。一方、同社は、拡大を続ける中食市場の成長を着実に取り込み続けており、今後に向けても継続的に増収を維持していけるポテンシャルが高まっている。また、中長期的には、海外市場開拓やサラダの対面販売といった新業態での先行投資の回収が進み、同社の損益に対する貢献が本格化する見通しである。


2014年3月期第3四半期累計期間は、売上高44,022百万円(前年同期比5.1%増)、経常利益1,989百万円(12.9%減)、経常利益率4.5%(0.9%ポイント低下)での着地となった。同社では、外食、量販店、CVS(コンビニエンスストア)などの分野別、そして更には各分野の業態別にメニュー開発チームが拡販に向けての対策を立案・実行しており、またこれらが奏功している。特に、中食に対する需要増加を享受しているコンビニエンスストア業界に関しては、同社における増収率も大きくなっているとのことである。ただし、食用油やタマゴの調達単価が大きく上昇していることに加えて、新規事業分野などの事業計画に係る先行投資を積極的に実行している同社においては、費用の増加率が増収率を上回っている。また、食用油は米ドル建てで調達されているため、昨今の円安も費用の増加要因となっている。マヨネーズ・ドレッシング類に関しては、高騰した食用油価格を転嫁するための価格改定が浸透し始めているものの、第3四半期においては、タマゴの調達価格が高騰した。以上により、第3四半期の損益は、会社予想の前提を下回る水準での着地を余儀なくされた模様である。一方、注目点としては、増収率が想定以上に高い水準で推移していることである。

同社の短期的な損益動向は、外部要因である原材料価格の変動からの影響を受けざるを得ない。ただし、タイムラグは不可避ではあるものの、中長期的には価格改定によってこれは是正される方向性にある。例えば、先述の通り、食用油価格の変動は、2014年3月期に対して減益要因となる一方、2015年3月期に対しては増益要因となる見込みである。従って、同社の中長期的な成長ポテンシャルを測るための尺度としては、増収率が最重要視されよう。過去5年間（2009年3月期～2013年3月期）における増収率は、CAGRで年率0.5%に留まったのだが、2013年3月期に入ってから同社においては、増収率5%以上での推移が続いている。これに鑑みれば、同社の中長期的な利益成長ポテンシャルは時系列的に上昇していると考えられる。

IR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](mailto: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 <a href="#">Web サイト</a> <a href="#">IR 情報</a> <a href="#">株価情報</a>	
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 JASDAQ 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12月末）	
発行済株式数	14,211,000株、自己株内数91株（2013年12月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> <li>● 中食、外食向けの業務用食品主体</li> <li>● 新業態であるサラダの対面販売、海外事業に注力</li> </ul>	
事業内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 調味料・加工食品事業</li> <li>・ 総菜関連事業等</li> <li>・ 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）</li> </ul>	
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12月末）	
本社	東京都杉並区	
従業員数	連結 3,027名、単体 1,359名（2013年12月末、有期雇用従業員等を含む）	

出所：会社データ

### 3.0 業績推移

#### 2014年3月期第3四半期累計期間

2014年3月期第3四半期累計期間は、売上高44,022百万円(前年同期比5.1%増)、営業利益2,112百万円(11.9%減)、経常利益1,989百万円(12.9%減)、純利益1,139百万円(5.4%減)での着地となった。経常利益率は、4.5%(0.9%ポイント低下)である。当初の通期会社予想(2013年5月9日公表)に対する進捗率としては、売上高で79.3%、経常利益で77.1%である。

2013年3月期の実績値では、第3四半期累計期間における進捗率が売上高で76.8%、経常利益で88.7%であった。同社の第4四半期は、季節要因のため、例年、売上高が小さいことに加えて期末に向けての費用計上が嵩むため、経常利益などの期間損益が一時的に小さくなる傾向が強い。2013年3月期第4四半期の経常利益が通期の経常利益に占める比率が11.3%に過ぎなかった所以である。

以上に加えて、第2四半期累計期間における同社は、当初の会社予想に対して売上高で3.0%の上振れ、経常利益で5.5%の上振れとなったことに鑑みれば、第3四半期における同社の業績動向は、売上高は継続的に上振れた推移となったものの、経常利益では想定を下回る推移を余儀なくされたと考えられる。

#### 経常利益増減分析

2014年3月期	第3四半期累計期間	通期(会社予想)	進捗率
「売上高アップ」	+372	+326	114%
「価格改定」	+192	+341	56%
「生産効率の向上」	+121	+334	36%
「原材料価格変動による影響」	(872)	(995)	88%
「固定経費等の増加」	(107)	+0	-
<b>経常利益純増減(前年同期比)</b>	<b>(295)</b>	<b>+6</b>	-

出所：会社データ、弊社計算

第3四半期累計期間における経常利益1,989百万円(12.9%減)は、前年同期に対して295百万円減益である。同社の経常利益増減分析に鑑みれば、「売上高アップ」は既に通期予想で想定している水準を超える増益要因となったと推定される。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、会社予想を上回る推移が続いていると考えられる。

「原材料価格変動による影響」が圧倒的な減益要因となっているが、これに関しては想定を上回る減益要因となっていることが示唆されている。食用油に係るマイナス影響はほぼ想定通りだった模様だが、タマゴに係るマイナス影響が想定を上回った結果、「原材料価格変動による影響」としても想定を上回る減益要因と成らざるを得なかったと考えられる。「価格改定」によるプラス影響に関しては、第4四半期に向けてより浸透していく見通しである。ただし、「生産効率の向上」に関しては、第3四半期におけるプラス影響が想定以下に留まった一方、「固定経費等の増加」は想定を上回るマイナス影響をもたらしたと推定される。

一方、第3四半期累計期間における事業セグメント別の業績動向は、以下の通りである。主力の「調味料・加工食品事業」が売上高 36,674 百万円（3.6%増） 経常利益 1,790 百万円（17.6%減） 経常利益率 4.9%（1.3%ポイント低下）、「総菜関連事業等」が売上高 6,456 百万円（14.6%増） 経常利益 363 百万円（30.1%増） 経常利益率 5.6%（0.7%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 891 百万円（7.3%増）に対して経常損失 158 百万円（前年同期 168 百万円）と、経常損益は 10 百万円改善した。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（5 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、マヨネーズが原材料価格変動によるマイナス影響を大きく受けることが同事業セグメント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、和惣菜）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、ごぼうサラダなどが大幅な拡大が続いている。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、経常損益はサラダカフェ事業及び海外事業の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 891 百万円（7.3%増）とは、サラダカフェ事業の売上高を示しているものに他ならない。弊社推計値によればサラダカフェ事業は、前年同期の経常損失 27 百万円から経常利益 12 百万円へと、売上高の拡大による各店舗での収益改善、新店舗開設費用の一巡から黒字転換（経常損益 39 百万円改善）を果たしている。ここでは、自社で開発したサラダの対面販売を「デバ地下」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 3 四半期においては、以上からのリニューアル効果及び新店舗効果がほぼ一巡した一方、既存店では「Salad Cafe」旗艦店である近鉄あべのハルカス店が一時的に仮店舗での営業を行っていたため、同事業セグメントの売上高（サラダカフェ事業の売上高）は、304 百万円（1.6%減）と、減速を余儀なくされた。ただし、2014 年 2 月 22 日には、近鉄あべのハルカス店は店舗面積を 1.2 倍に拡張してリニューアルオープンしており、今後に向けての売上高貢献の拡大が期待されるに至っている。

一方、同事業セグメントにおける経常損益の改善（10 百万円）がサラダカフェ事業における経常損益の改善（39 百万円）以下に留まっている理由は、いまひとつの構成要素である海外事業に係る経常損益（持分法投資損益）が改善しなかったためである。現地の元建て損益は改善したものの、円安の進行がより大きなマイナス効果をもたらした。

海外事業とは、台湾に上場する企業との合併会社（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（中国）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、社内の人材を同合併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方向性が見えはじめているとのことである。ただし、2013年7月よりインドネシアでも同様のスキームでの事業が開始されており、ここからの初期費用負担の発生も損益改善に対してマイナス効果を及ぼしている模様である。

### 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				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	
<b>売上高</b>	<b>13,447</b>	<b>27,388</b>	<b>41,872</b>	<b>54,533</b>	<b>14,336</b>	<b>28,951</b>	<b>44,022</b>	-	<b>+2,150</b>
売上原価	9,639	19,761	30,291	39,628	10,278	21,089	32,520	-	+2,229
売上総利益	3,807	7,627	11,580	14,904	4,057	7,862	11,501	-	(79)
販売費及び一般管理費	3,026	6,032	9,182	12,126	3,144	6,207	9,389	-	+207
<b>営業利益</b>	<b>781</b>	<b>1,594</b>	<b>2,398</b>	<b>2,778</b>	<b>913</b>	<b>1,655</b>	<b>2,112</b>	-	<b>(286)</b>
営業外損益	(28)	(63)	(114)	(204)	(37)	(94)	(123)	-	(9)
<b>経常利益</b>	<b>753</b>	<b>1,531</b>	<b>2,284</b>	<b>2,574</b>	<b>876</b>	<b>1,561</b>	<b>1,989</b>	-	<b>(295)</b>
特別損益	0	(166)	(169)	(186)	(2)	(3)	(11)	-	+158
税金等調整前純利益	753	1,365	2,115	2,388	874	1,558	1,978	-	(137)
法人税等合計	319	593	911	979	363	648	838	-	(73)
<b>純利益</b>	<b>434</b>	<b>772</b>	<b>1,204</b>	<b>1,409</b>	<b>511</b>	<b>910</b>	<b>1,139</b>	-	<b>(65)</b>
売上高伸び率	+7.8%	+6.0%	+5.6%	+5.1%	+6.6%	+5.7%	+5.1%	-	-
営業利益伸び率	+129.3%	+67.5%	+37.1%	+29.6%	+16.8%	+3.8%	(11.9%)	-	-
経常利益伸び率	+119.0%	+63.7%	+32.8%	+24.1%	+16.3%	+2.0%	(12.9%)	-	-
純利益伸び率	+186.4%	+55.1%	+37.1%	+36.8%	+17.9%	+17.8%	(5.4%)	-	-
売上総利益率	28.3%	27.8%	27.7%	27.3%	28.3%	27.2%	26.1%	-	(1.5%)
販売管理費売上高比率	22.5%	22.0%	21.9%	22.2%	21.9%	21.4%	21.3%	-	(0.6%)
営業利益率	5.8%	5.8%	5.7%	5.1%	6.4%	5.7%	4.8%	-	(0.9%)
経常利益率	5.6%	5.6%	5.5%	4.7%	6.1%	5.4%	4.5%	-	(0.9%)
純利益率	3.2%	2.8%	2.9%	2.6%	3.6%	3.1%	2.6%	-	(0.3%)
法人税等 / 税前利益	42.4%	43.4%	43.1%	41.0%	41.5%	41.6%	42.4%	-	(0.7%)

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	
<b>売上高</b>	<b>13,447</b>	<b>13,941</b>	<b>14,484</b>	<b>12,661</b>	<b>14,336</b>	<b>14,615</b>	<b>15,071</b>	-	<b>+587</b>
売上原価	9,639	10,122	10,530	9,337	10,278	10,811	11,431	-	+901
売上総利益	3,807	3,820	3,953	3,324	4,057	3,805	3,639	-	(314)
販売費及び一般管理費	3,026	3,006	3,150	2,944	3,144	3,063	3,182	-	+32
<b>営業利益</b>	<b>781</b>	<b>813</b>	<b>804</b>	<b>380</b>	<b>913</b>	<b>742</b>	<b>457</b>	-	<b>(347)</b>
営業外損益	(28)	(35)	(51)	(90)	(37)	(57)	(29)	-	+22
<b>経常利益</b>	<b>753</b>	<b>778</b>	<b>753</b>	<b>290</b>	<b>876</b>	<b>685</b>	<b>428</b>	-	<b>(325)</b>
特別損益	0	(166)	(3)	(17)	(2)	(1)	(8)	-	(5)
税金等調整前純利益	753	612	750	273	874	684	420	-	(330)
法人税等合計	319	274	318	68	363	285	190	-	(128)
<b>純利益</b>	<b>434</b>	<b>338</b>	<b>432</b>	<b>205</b>	<b>511</b>	<b>399</b>	<b>229</b>	-	<b>(203)</b>
売上高伸び率	+7.8%	+4.3%	+4.9%	+3.5%	+6.6%	+4.8%	+4.1%	-	-
営業利益伸び率	+129.3%	+32.8%	+0.9%	(3.8%)	+16.8%	(8.7%)	(43.2%)	-	-
経常利益伸び率	+119.0%	+31.6%	(4.0%)	(18.1%)	+16.3%	(12.0%)	(43.2%)	-	-
純利益伸び率	+186.4%	(2.6%)	+13.7%	+35.8%	+17.9%	+18.0%	(47.0%)	-	-
売上総利益率	28.3%	27.4%	27.3%	26.3%	28.3%	26.0%	24.1%	-	(3.1%)
販売管理費売上高比率	22.5%	21.6%	21.7%	23.3%	21.9%	21.0%	21.1%	-	(0.6%)
営業利益率	5.8%	5.8%	5.6%	3.0%	6.4%	5.1%	3.0%	-	(2.5%)
経常利益率	5.6%	5.6%	5.2%	2.3%	6.1%	4.7%	2.8%	-	(2.4%)
純利益率	3.2%	2.4%	3.0%	1.6%	3.6%	2.7%	1.5%	-	(1.5%)
法人税等 / 税前利益	42.4%	44.8%	42.4%	24.9%	41.5%	41.7%	45.2%	-	+2.8%

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	24,209	36,674	-	+1,267	
総菜関連事業等	1,760	3,630	5,635	7,526	2,013	4,154	6,456	-	+821	
その他	261	521	830	1,113	291	587	891	-	+61	
<b>売上高</b>	<b>13,447</b>	<b>27,388</b>	<b>41,872</b>	<b>54,533</b>	<b>14,336</b>	<b>28,951</b>	<b>44,022</b>	-	<b>+2,150</b>	
調味料・加工食品事業	+9.2%	+7.0%	+6.2%	+5.2%	+5.3%	+4.2%	+3.6%	-	-	
総菜関連事業等	(1.3%)	(0.8%)	+0.9%	+3.1%	+14.4%	+14.4%	+14.6%	-	-	
その他	+14.5%	+12.8%	+16.4%	+15.9%	+11.5%	+12.8%	+7.3%	-	-	
<b>売上高(前年比)</b>	<b>+7.8%</b>	<b>+6.0%</b>	<b>+5.6%</b>	<b>+5.1%</b>	<b>+6.6%</b>	<b>+5.7%</b>	<b>+5.1%</b>	-	-	
調味料・加工食品事業	85.0%	84.8%	84.6%	84.2%	83.9%	83.6%	83.3%	-	-	
総菜関連事業等	13.1%	13.3%	13.5%	13.8%	14.0%	14.3%	14.7%	-	-	
その他	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-	-	
<b>売上高(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-	
調味料・加工食品事業	704	1,472	2,172	2,502	769	1,360	1,790	-	(382)	
総菜関連事業等	99	173	279	320	182	331	363	-	+84	
その他	(45)	(99)	(168)	(255)	(56)	(117)	(158)	-	+10	
調整額	(4)	(15)	0	6	(19)	(13)	(5)	-	(5)	
<b>経常利益</b>	<b>753</b>	<b>1,531</b>	<b>2,284</b>	<b>2,574</b>	<b>876</b>	<b>1,561</b>	<b>1,989</b>	-	<b>(295)</b>	
調味料・加工食品事業	6.2%	6.3%	6.1%	5.5%	6.4%	5.6%	4.9%	-	(1.3%)	
総菜関連事業等	5.6%	4.8%	5.0%	4.3%	9.0%	8.0%	5.6%	-	+0.7%	
その他	(17.2%)	(19.0%)	(20.2%)	(22.9%)	(19.2%)	(19.9%)	(17.7%)	-	+2.5%	
調整額	(0.0%)	(0.1%)	0.0%	0.0%	(0.1%)	(0.0%)	(0.0%)	-	(0.0%)	
<b>経常利益率</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.5%</b>	-	<b>(0.9%)</b>	

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	12,179	12,465	-	+295	
総菜関連事業等	1,760	1,870	2,005	1,891	2,013	2,141	2,302	-	+297	
その他	261	260	309	283	291	296	304	-	(5)	
<b>売上高</b>	<b>13,447</b>	<b>13,941</b>	<b>14,484</b>	<b>12,661</b>	<b>14,336</b>	<b>14,615</b>	<b>15,071</b>	-	<b>+587</b>	
調味料・加工食品事業	+9.2%	+4.9%	+4.6%	+2.2%	+5.3%	+3.1%	+2.4%	-	-	
総菜関連事業等	(1.3%)	(0.2%)	+4.2%	+10.3%	+14.4%	+14.5%	+14.8%	-	-	
その他	+14.5%	+11.1%	+23.1%	+14.6%	+11.5%	+13.8%	(1.6%)	-	-	
<b>売上高(前年比)</b>	<b>+7.8%</b>	<b>+4.3%</b>	<b>+4.9%</b>	<b>+3.5%</b>	<b>+6.6%</b>	<b>+4.8%</b>	<b>+4.1%</b>	-	-	
調味料・加工食品事業	85.0%	84.7%	84.0%	82.8%	83.9%	83.3%	82.7%	-	-	
総菜関連事業等	13.1%	13.4%	13.8%	14.9%	14.0%	14.6%	15.3%	-	-	
その他	1.9%	1.9%	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%	-	-	
<b>売上高(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-	
調味料・加工食品事業	704	768	700	330	769	591	430	-	(270)	
総菜関連事業等	99	74	106	41	182	149	32	-	(74)	
その他	(45)	(54)	(69)	(87)	(56)	(61)	(41)	-	+28	
調整額	(4)	(11)	15	6	(19)	6	8	-	(7)	
<b>経常利益</b>	<b>753</b>	<b>778</b>	<b>753</b>	<b>290</b>	<b>876</b>	<b>685</b>	<b>428</b>	-	<b>(325)</b>	
調味料・加工食品事業	6.2%	6.5%	5.8%	3.1%	6.4%	4.9%	3.4%	-	(2.3%)	
総菜関連事業等	5.6%	4.0%	5.3%	2.2%	9.0%	7.0%	1.4%	-	(3.9%)	
その他	(17.2%)	(20.8%)	(22.3%)	(30.7%)	(19.2%)	(20.6%)	(13.5%)	-	+8.8%	
調整額	(0.0%)	(0.1%)	0.1%	0.0%	(0.1%)	0.0%	0.1%	-	(0.1%)	
<b>経常利益率</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>6.1%</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.8%</b>	-	<b>(2.4%)</b>	

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	na	1,524	na	2,822	na	730	na	-	-
投資活動によるキャッシュフロー	na	(514)	na	(2,003)	na	(523)	na	-	-
<b>営業活動によるCF+投資活動によるCF</b>	<b>na</b>	<b>1,010</b>	<b>na</b>	<b>819</b>	<b>na</b>	<b>207</b>	<b>na</b>	-	-
財務活動によるキャッシュフロー	na	338	na	1,082	na	1,200	na	-	-

出所：会社データ、弊社計算

## 貸借対照表（四半期）

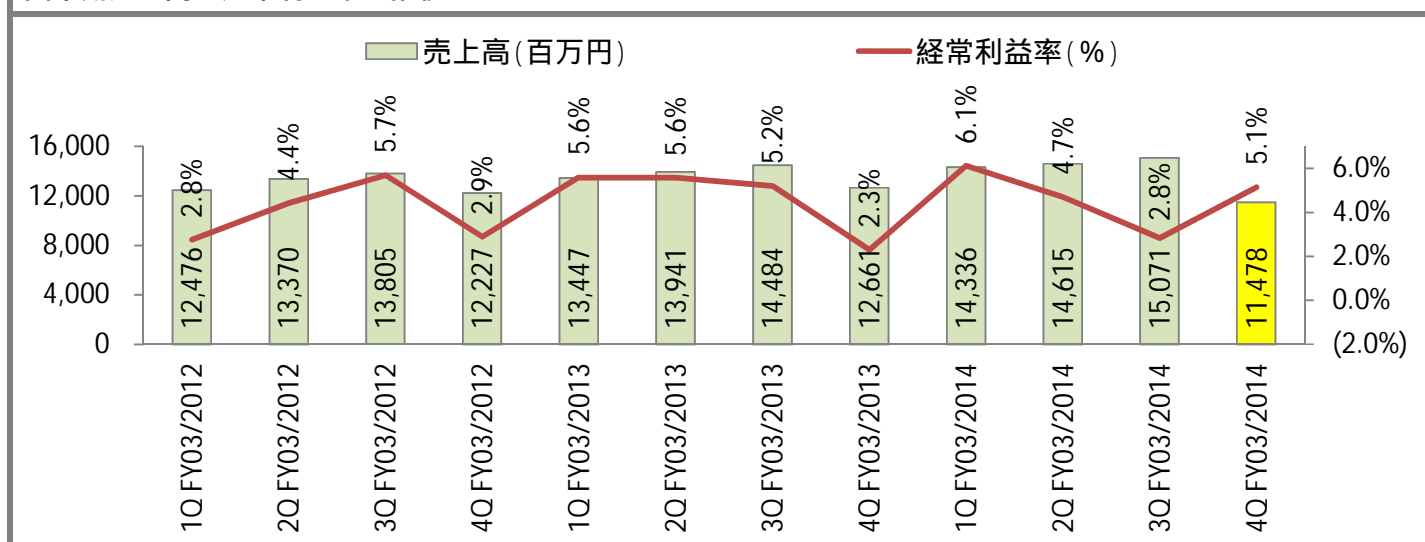
貸借対照表 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2013	2Q 03/2013	3Q 03/2013	4Q 03/2013	1Q 03/2014	2Q 03/2014	3Q 03/2014	4Q 03/2014		
現金及び預金	4,103	5,365	4,462	5,919	5,931	7,119	5,993	-	+1,531	
受取手形及び売掛金	10,313	10,482	11,207	9,907	10,923	9,524	11,351	-	+144	
たな卸資産	2,026	2,156	2,268	2,058	1,917	1,983	2,209	-	(59)	
その他	539	461	634	519	473	513	1,520	-	+886	
<b>流動資産</b>	<b>16,981</b>	<b>18,464</b>	<b>18,571</b>	<b>18,403</b>	<b>19,244</b>	<b>19,139</b>	<b>21,073</b>	-	<b>+2,502</b>	
有形固定資産	11,444	11,236	12,201	12,355	13,679	13,865	15,926	-	+3,725	
無形固定資産	384	362	351	384	375	363	361	-	+10	
投資その他の資産合計	2,339	2,493	2,515	2,855	2,956	2,922	3,554	-	+1,039	
<b>固定資産</b>	<b>14,167</b>	<b>14,092</b>	<b>15,068</b>	<b>15,595</b>	<b>17,011</b>	<b>17,152</b>	<b>19,842</b>	-	<b>+4,774</b>	
<b>資産合計</b>	<b>31,149</b>	<b>32,557</b>	<b>33,639</b>	<b>33,998</b>	<b>36,255</b>	<b>36,292</b>	<b>40,916</b>	-	<b>+7,277</b>	
支払手形及び買掛金	8,383	8,659	9,115	8,042	8,735	7,381	9,956	-	+841	
短期借入金	1,422	962	1,337	995	981	1,193	1,072	-	(265)	
その他	4,187	4,774	4,843	5,212	5,909	5,984	7,301	-	+2,458	
<b>流動負債</b>	<b>13,992</b>	<b>14,395</b>	<b>15,295</b>	<b>14,249</b>	<b>15,625</b>	<b>14,558</b>	<b>18,329</b>	-	<b>+3,034</b>	
長期借入金	1,731	2,401	2,172	3,183	3,637	4,435	4,255	-	+2,083	
その他	1,749	1,776	1,846	1,765	1,674	1,548	2,437	-	+591	
<b>固定負債</b>	<b>3,480</b>	<b>4,177</b>	<b>4,018</b>	<b>4,948</b>	<b>5,311</b>	<b>5,983</b>	<b>6,692</b>	-	<b>+2,674</b>	
<b>負債合計</b>	<b>17,473</b>	<b>18,573</b>	<b>19,313</b>	<b>19,197</b>	<b>20,936</b>	<b>20,541</b>	<b>25,021</b>	-	<b>+5,708</b>	
<b>株主資本</b>	<b>13,568</b>	<b>13,906</b>	<b>14,196</b>	<b>14,401</b>	<b>14,756</b>	<b>15,155</b>	<b>15,242</b>	-	<b>+1,046</b>	
その他合計	108	77	129	400	562	595	653	-	+524	
<b>純資産</b>	<b>13,676</b>	<b>13,983</b>	<b>14,325</b>	<b>14,801</b>	<b>15,318</b>	<b>15,750</b>	<b>15,895</b>	-	<b>+1,570</b>	
<b>負債純資産合計</b>	<b>31,149</b>	<b>32,557</b>	<b>33,639</b>	<b>33,998</b>	<b>36,255</b>	<b>36,292</b>	<b>40,916</b>	-	<b>+7,277</b>	
自己資本	13,676	13,983	14,325	14,801	15,318	15,750	15,895	-	+1,570	
有利子負債	3,153	3,363	3,509	4,178	4,618	5,628	5,327	-	+1,818	
ネットデット	(950)	(2,002)	(953)	(1,741)	(1,313)	(1,491)	(666)	-	+287	
自己資本比率	43.9%	43.0%	42.6%	43.5%	42.3%	43.4%	38.8%	-	(3.7%)	
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%)	(4.4%)	-	+2.3%	
自己資本純利益率 (ROE)	12.8%	11.2%	11.5%	10.0%	13.6%	11.9%	9.9%	-	(1.6%)	
総資産経常利益率 (ROA)	9.8%	9.7%	9.5%	8.0%	10.0%	8.9%	7.1%	-	(2.4%)	
在庫回転日数	19.2	19.4	19.7	20.1	17.0	16.7	17.6	-	-	
当座比率	103%	110%	102%	111%	108%	114%	95%	-	-	
流動比率	121%	128%	121%	129%	123%	131%	115%	-	-	

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。

### 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

既に述べた通りではあるが、第3四半期累計期間の売上高は、想定以上の推移となった模様である。ただし、損益面での会社予想の達成に向けては、想定外の原材料価格の高騰などによって、第4四半期に対して相当に高い利益水準の達成が必要となっているのが現状である。

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。

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 1,100 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、今後に向けての損益状況には改善の余地が大きいと考えられる。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併会社（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。



## 損益計算書

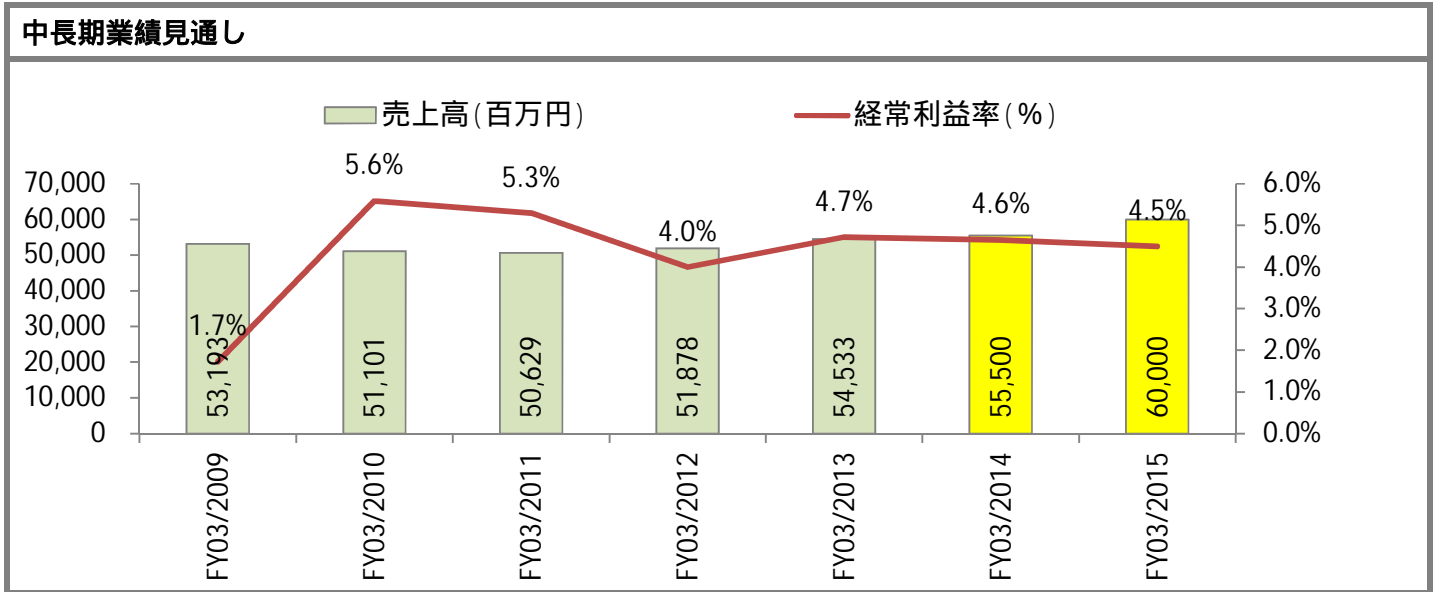
損益計算書 (百万円)	連結実績 通期 03/2009	連結実績 通期 03/2010	連結実績 通期 03/2011	連結実績 通期 03/2012	連結実績 通期 03/2013	連結会予 通期 03/2014	前年比 純増減
<b>売上高</b>	<b>53,193</b>	<b>51,101</b>	<b>50,629</b>	<b>51,878</b>	<b>54,533</b>	<b>55,500</b>	<b>+967</b>
売上原価	40,897	36,753	36,536	38,253	39,628	-	-
売上総利益	12,295	14,348	14,092	13,624	14,904	-	-
販売費及び一般管理費	11,318	11,397	11,319	11,480	12,126	-	-
<b>営業利益</b>	<b>977</b>	<b>2,951</b>	<b>2,773</b>	<b>2,144</b>	<b>2,778</b>	<b>2,720</b>	<b>(58)</b>
営業外損益	(57)	(98)	(92)	(71)	(204)	(140)	+64
<b>経常利益</b>	<b>920</b>	<b>2,853</b>	<b>2,681</b>	<b>2,073</b>	<b>2,574</b>	<b>2,580</b>	<b>+6</b>
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)	-	-	-	-	-
<b>純利益</b>	<b>300</b>	<b>1,446</b>	<b>1,319</b>	<b>1,029</b>	<b>1,409</b>	<b>1,420</b>	<b>+11</b>
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（フォース）2012-2014』によれば、同社は、2015年3月期に対して、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。2013年3月期から2015年3月期への3年間に向けて、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。

また、過去5年間（2009年3月期～2013年3月期）における増収率は、CAGRで年率0.5%に過ぎないものの、2013年3月期に入ってから同社においては、増収率5%以上での推移が続いている。これに鑑みれば、同社は、当初の計画通りの増収率を達成していると考えられよう。



出所：会社データ、弊社計算

『中期経営計画（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

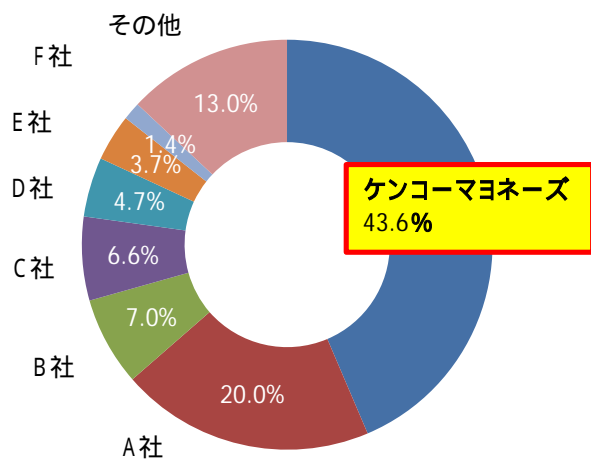
同社の事業の中核は、外食産業、スーパーマーケット、コンビニエンスストアに対して自社で開発・製造した各種の商品を販売することである。業務用食品業界では、「ケンコーマヨネーズ」ブランドは広く浸透しているものの、更なる成長に向けての取り組みとして、消費者向けに「サラダカフェ」ブランドの早期浸透を図り、「市場演出型企業」としての事業展開の拡大を推進していくことが計画されている。また、「サラダ料理の確立」の実現が、同社が目指すところである。

### 商品数 1,500 アイテム以上

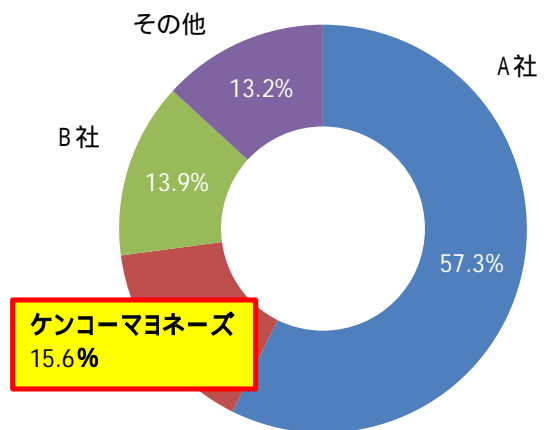
同社が市場に投入している商品は 1,500 アイテム以上に及んでいる一方、年間ベースで 300 アイテムを超える新商品が開発され新たに市場に投入され、ほぼその分だけ既存商品と入れ替えが行われている。サラダ・総菜類の中核を形成しているとされるロングライフサラダに関しては、同社は業界のパイオニアであり、現在においてもトップシェアを誇っているとのことである。同社が捉えている市場の占有率によれば、2011 年実績国内市場シェアは 43.6% である（第 2 位は 20.0%）。加えて、同社は、国内マヨネーズ・ドレッシング類業界の業務用では国内トップクラスである一方、一般消費者向けを含めた業界全体として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



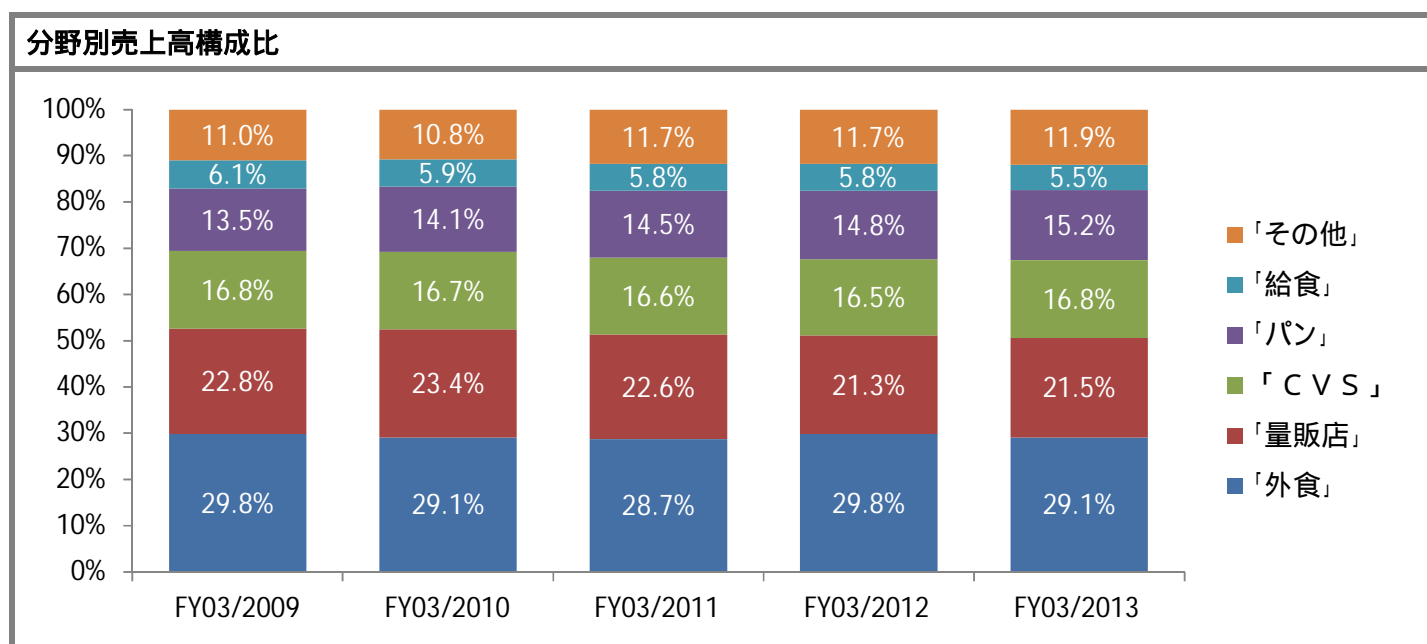
マヨネーズ・ドレッシング類（2012 年実績）



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	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	タマゴ加工品 錦糸卵・フレッシュエッグ・ 卵焼きなど
商品 アイテム	 <p>FDF (ファッションデリカフーズ) FR&amp;FR(フレッシュ&amp;フレッシュ)</p>  <p>冷凍商品等      和惣菜</p>	 <p>マヨネーズ類      ソース類</p>  <p>ドレッシング類</p>	 <p>タマゴ加工品</p>
使用例	 <p>ロングライフサラダ</p>  <p>フレッシュサラダ</p>	  	 <p>錦糸卵</p>  <p>タマゴサラダ</p>

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 弊社との個別取材の内容、 機関投資家向け説明会の内容、 適時開示情報、 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](http://www.walden.co.jp)

E-mail: [info@walden.co.jp](mailto:info@walden.co.jp)

電話番号： 03 (3553) 3769