

|| 企業調査レポート ||

## ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2017 年 12 月 21 日 (木)

執筆：客員アナリスト

**佐藤 譲**

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2018年3月期第2四半期累計業績	01
2. 2018年3月期業績見通し	01
3. グループ生産拠点構想の進捗状況	01
4. 株主還元策	02
■ 会社概要	02
1. 事業内容	02
2. 同社の特長	05
3. 生産体制、連結子会社	07
■ 業績動向	08
1. 2018年3月期第2四半期累計業績の概要	08
2. 事業セグメント別動向	10
3. 財務状況と経営指標	12
■ 今後の見通し	14
1. 2018年3月期の業績見通し	14
2. 事業セグメント別売上見通し	16
■ 中長期の成長戦略	17
1. グループ生産拠点構想	17
2. 中期経営計画の進捗状況	19
■ 株主還元策	21
■ 情報セキュリティ対策	21

## ■ 要約

### 原材料価高が一段落し、業績は下期以降増益に転じる見通し

ケンコーマヨネーズ<2915>は、サラダ・総菜類、タマゴ加工品、マヨネーズ・ドレッシング類などの製造販売を手掛けている業務用食品メーカー。ロングライフサラダの業界シェアは42.3%で首位、マヨネーズ・ドレッシング類は15.2%で2位、卵焼き類は9.5%で3位に位置する。

#### 1. 2018年3月期第2四半期累計業績

2018年3月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比2.8%増の37,021百万円、経常利益が同12.3%減の2,184百万円と増収減益決算となった。前年の台風被害の影響によりジャガイモを中心とした野菜価格の高騰と、人件費やシステム投資など固定経費の増加が減益要因となった。売上高は夏季シーズンに天候不順が続いたことでコンビニエンスストア向け等の伸びが鈍化したものの、分野別・業態別のきめ細やかな営業活動に取り組んだ結果、半期ベースで過去最高を連続更新した。なお、期初会社計画(売上高37,880百万円、経常利益2,210百万円)に対しては若干の未達となった。

#### 2. 2018年3月期業績見通し

2018年3月期の連結業績は、売上高が前期比5.9%増の75,000百万円、経常利益が同2.1%増の4,100百万円と期初計画を据え置いている。売上高については第2四半期までの未達分があるため若干下振れリスクは残るものの、今後も増収基調が続く見通しだ。一方、利益面では北海道産のジャガイモの収穫量が前年を1割程度上回っており、下期は原材料価格の低減効果が期待できることから、通期の経常利益は会社計画並みの水準は可能と弊社では見ている。2018年3月期は中期経営計画の最終年度となるが、売上高経常利益率で5%の水準は維持できるものと思われる。

#### 3. グループ生産拠点構想の進捗状況

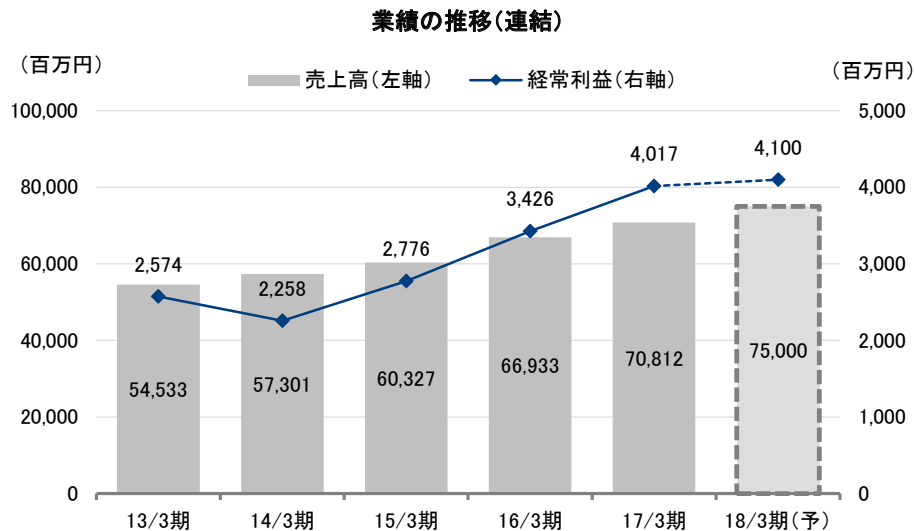
同社は2019年3月期以降の成長に向けて、国内4拠点で工場の増築・新設を進めている。タマゴ加工品の生産拠点である静岡富士山工場やロングライフサラダ、ドレッシングの生産拠点である西日本工場の増築を行うほか、フレッシュ総菜の連結子会社で新工場を2拠点新設する。総投資額は150億円強となり、生産能力は1直体制だと年間で100億円程度増強される見通しだ。稼働時期は子会社の新工場が2019年3月期の第1四半期に、静岡富士山工場と西日本工場は第4四半期を予定している。このため、減価償却費は2019年3月期から2020年3月期にかけて増加する見通しだが、増収効果に加えて高付加価値商品の開発販売の強化や生産効率の向上で、売上高経常利益率5%の維持向上を目指していく考えだ。

#### 4. 株主還元策

株主還元策としては、連結配当性向 20% を目安に安定配当を基本としており、2018年3月期は前期と同様の 37.0 円（配当性向 21.2%）を予定している。また、株主優待では毎年3月末時点の株主に対して、保有株数に応じて自社製品（1,000 円または 2,500 円相当）の贈呈を行っている。

#### Key Points

- ・分野別・業態別のきめ細やかな提案活動により 2018年3月期も過去最高業績を更新する見通し
- ・2019年3月期に稼働する4つの新工場で、売上能力は100億円程度に拡大予定
- ・売上高経常利益率で5%以上の水準を維持しながら、安定成長を目指していく



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### ロングライフサラダで業界トップシェア、 タマゴ加工品がシェア拡大中

#### 1. 事業内容

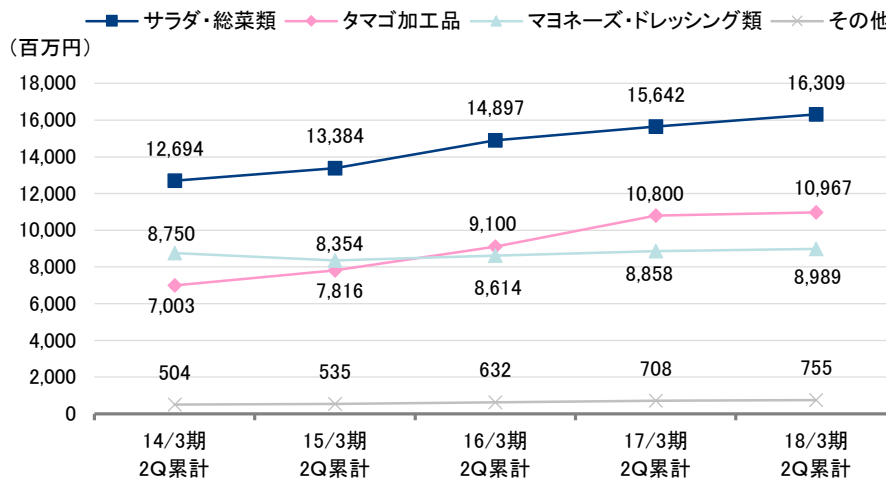
同社は主に業務用のサラダ・総菜類、タマゴ加工品、マヨネーズ・ドレッシング類などを製造販売する業務用食品メーカーで、連結子会社で日配品の総菜類の製造販売及び店舗事業などを行っている。

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

会社概要

直近5期間の商材別売上高構成比(連結)を見ると、全体の4割強を占めるサラダ・総菜類が順調に拡大しているほか、タマゴ加工品も大きく成長していることが注目される。2014年3月期よりタマゴ加工品の専用工場である静岡富士山工場を稼働し生産能力を拡大したことに加え、同工場で製造するタマゴ加工品の品質が顧客から高く評価され、回転寿司チェーンなどの外食企業やCVS(コンビニエンスストア)で採用が相次いだことが要因となっている。また、サンドイッチ用や総菜パン用のタマゴサラダがCVSを中心に新規採用されたことも成長を支えている。このため、タマゴ加工品の売上構成比は2014年3月期第2四半期累計の24.2%から2018年3月期第2四半期累計では29.6%まで上昇している。一方、マヨネーズ・ドレッシング類については市場全体の動きとほぼ同様の動きとなっており、ここ数年は横這い圏での推移となっている。

商材別売上高推移(連結)

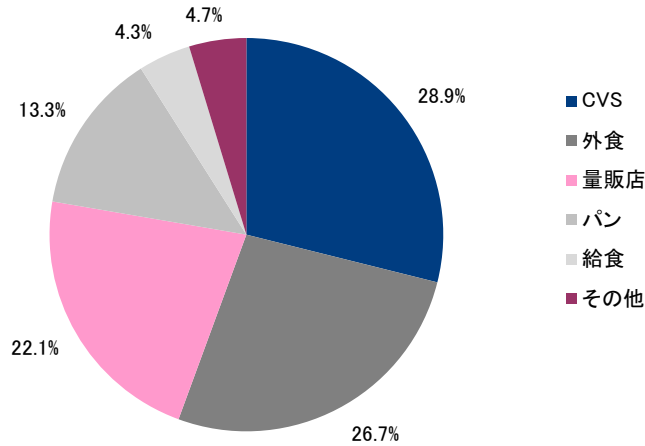


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2018年3月期第2四半期累計の分野(顧客業界)別売上高構成比(連結)で見ると、CVS向けが28.9%と最も高く、次いで外食向けが26.7%、量販店向けが22.1%と3分野で全体の7割を超えている。ここ数年は、単身世帯数の増加や女性の社会進出、核家族化などを背景とした家庭内調理の「簡便化」トレンドが続くなかで、中食市場が拡大しており、CVS向けや量販店向けなどで、サンドイッチ用のタマゴサラダや弁当用の厚焼き卵等の需要が拡大しているほか、小型形態のロングライフサラダやドレッシング類の需要も伸長している。

会社概要

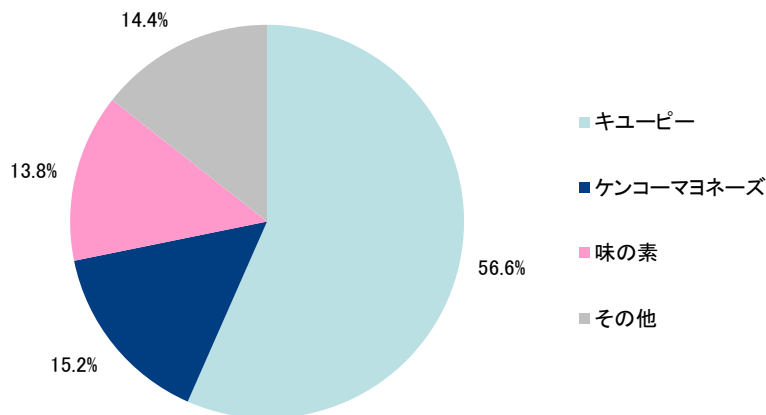
分野別売上構成比(連結、18/3期2Q累計)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

同社の業界における市場シェアを見ると、マヨネーズ・ドレッシング類ではここ数年 15% 前後で安定して推移し、業界 2 位の位置をキープしている。業務用にほぼ特化しているため一般消費者にはなじみが薄いものの、業務用分野ではトップメーカーのキューピー <2809> と 2 社で競い合っており、多くの大手外食企業やホテルチェーンに納入実績がある。一方、ロングライフサラダでは、業界のパイオニアである同社が 40% を超えるトップシェアとなっている。最近では小型形態のロングライフサラダが CVS 向けを中心に大きく伸ばしたことで、シェアも拡大傾向となっている。また、卵焼き類については市場シェアで 9% 台と業界第 3 位となる。静岡富士山工場ができるまでは 6% 台だったが、ここ数年でシェアが順調に拡大しており今後も更なる成長が期待される。

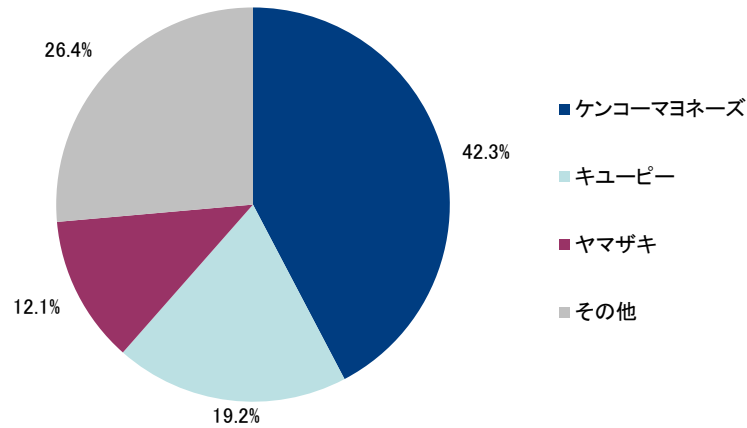
マヨネーズ・ドレッシング類業界シェア(2016年)



出所：日刊経済通信社「酒類食品統計月報」よりフィスコ作成

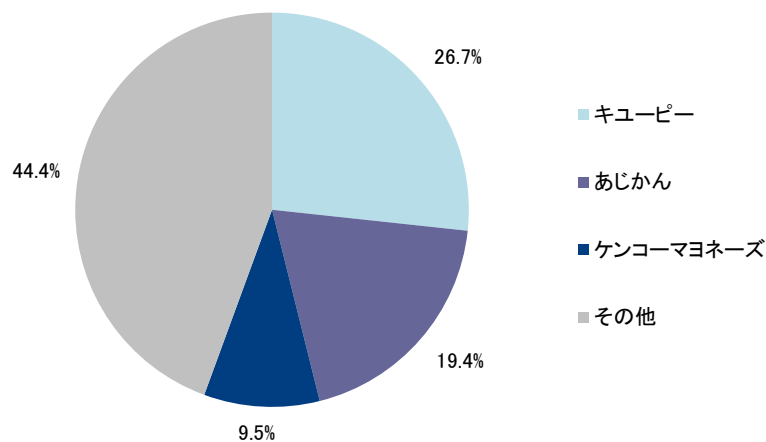
会社概要

ロングライフサラダ業界シェア(2016年見込み)



出所：富士経済「食品マーケティング便覧」よりフィスコ作成

卵焼き類業界シェア(2016年見込み)



出所：富士経済「食品マーケティング便覧」よりフィスコ作成

2. 同社の特長

同社の特長は、安定して高い品質の商品を供給する生産体制を全国に構築していることに加えて、顧客ニーズを満たす商品開発力やきめ細かい営業対応力など、生産・開発・営業など各部署が一体となった総合力を持ち合わせていることにある。

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | http://www.kenkomayo.co.jp/ir/

会社概要

「高い品質」と言う場合、味の良さはもちろんのこと、安全性が重要な要素となってくる。また、業務用を中心に展開する当社にとっては、いかに顧客に付加価値を提案できるかが、取引拡大の重要なカギを握ることになる。同社では分野を業態別に細分化し、営業・商品開発・生産・メニュー開発チームが一丸となって、顧客に対してきめ細かい対応をしながら付加価値の提案に取り組んでいる。2011年以降、同社の売上高成長率は外食・中食市場全体の成長率を上回って推移しているが、こうした取り組みの成果が顕在化した格好と言えるだろう。

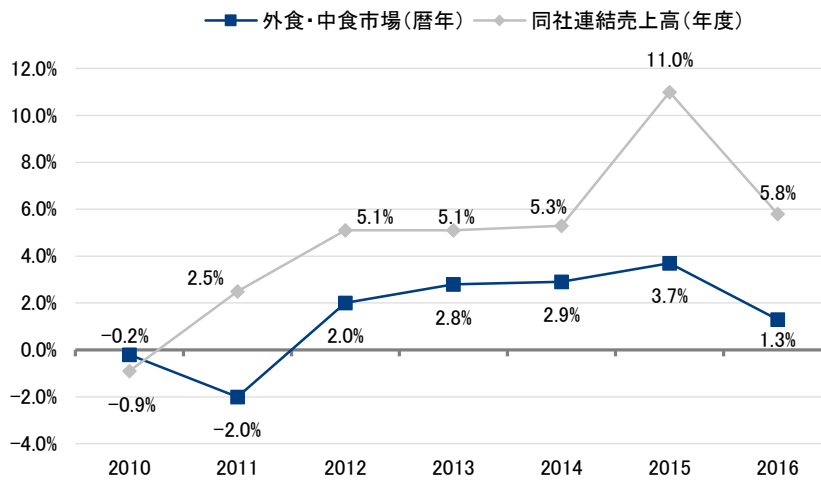
幅広い商品ラインナップ

商品数1,500以上(※)。年間開発アイテム数は、300アイテム(※)を超える

商品アイテム	サラダ・総菜類	タマゴ加工品	マヨネーズ・ドレッシング類
商品アイテム	ロングライフサラダ・フレッシュサラダ・和惣菜など FDF®(ファッショナデリカフーズ®) FR&FR®(フレッシュ&フレッシュ) 冷凍商品等 和惣菜	錦糸卵・フレッシュエッグ・卵焼きなど タマゴ加工品	マヨネーズ・ドレッシング類 マヨネーズ類 ソース類 ドレッシング類
使用例	ロングライフサラダ フレッシュサラダ	錦糸卵 タマゴサラダ	(サラダ・惣菜のイメージ写真)

※ケンコーマヨネーズ単体の数字  
出所：決算説明会資料より掲載

外食・中食市場成長率と売上成長率



出所：決算短信、(財)食の安全・安心財団資料よりフィスコ作成



## ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)

2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

### 会社概要

#### 3. 生産体制、連結子会社

現在、同社では、本社の7工場、連結子会社7社の9工場で国内生産を展開している。連結子会社では主に、スーパーマーケット（以下、スーパー）への日配品（総菜関連）の生産を行っており、地域に密着した生産体制を整えている。24時間営業のCVS向けに関してはジャスト・イン・タイム対応が必須であり、一部の工場では365日体制で数量変動に迅速に対応できるフレキシブルな生産体制を整えている。

また、連結子会社のサラダカフェ（株）ではサラダ専門店を18店舗（2017年9月末時点）運営している。首都圏や関西圏の百貨店及びショッピングモール内に出店しており、サラダメニューの新たな提案など情報発信の場としての役割も果たしている。

海外事業に関しては、2012年にインドネシアで現地の食品メーカーと合併会社を設立（出資比率49%）、2013年秋よりマヨネーズ・ソース類の製造を開始している（年産能力約4,000トン）。同工場ではハラール認証を取得しており、現地で市販用や業務用として販売しているほか、液卵の販売も行っている。ハラール対応のマヨネーズは、現地の日本食スーパーなどへの販売を開始している。今後は、現地のマヨネーズ市場・文化の拡大や日系企業への業務用用途での商品導入を目指し、積極的な販売活動を実施し、認知・拡販へとつなげていく。海外事業については持分法適用関連会社のため同社の連結売上高には反映されないが、持分法投資損益として営業外収支に計上されている。また、連結セグメント上の区分としては、その他事業セグメントに損益のみを計上している。

#### 関係会社（事業内容、出資比率）

(連結子会社)	出資比率 (%)	主要事業
(株) ダイエットクック白老	100.0	総菜関連の製造販売
ライラック・フーズ(株)	100.0	総菜関連の製造販売
(株) 関東ダイエットクック	100.0	総菜関連の製造販売
(株) 関東ダイエットエッグ	100.0	総菜関連の製造販売
(株) 関西ダイエットクック	100.0	総菜関連の製造販売
(株) ダイエットクックサブライ	100.0	総菜関連の製造販売
(株) 九州ダイエットクック	100.0	総菜関連の製造販売
(株) ハローデリカ	100.0	総菜関連の販売
サラダカフェ(株)	100.0	サラダ専門店の運営
(持分適用会社)		
PT.Intan Kenkomayo Indonesia	49.0	マヨネーズ、ドレッシング・ソース類の製造販売

注：出資比率は100%子会社からの間接出資も含めたグループ出資比率を記載

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## 業績動向

### 原材料高で減益となるも、売上高は過去最高を連続更新

#### 1. 2018年3月期第2四半期累計業績の概要

11月9日付で発表された2018年3月期第2四半期累計の連結業績は、売上高が前年同期比2.8%増の37,021百万円、営業利益が同13.1%減の2,152百万円、経常利益が同12.3%減の2,184百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同11.9%減の1,489百万円と増収減益決算となった。期初会社計画でもジャガイモの価格高騰を主因とした原材料価格上昇の影響により増収減益を計画していたが、売上高で2.3%、営業利益で2.2%と若干下回って推移した。計画比での下振れ要因は、夏季シーズンにおいて天候不順が続き、CVS向けの売上げが伸び悩んだことによる影響が大きかった。

#### 2018年3月期2Q累計連結業績

(単位：百万円)

	17/3期2Q累計		期初計画	18/3期2Q累計			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	36,009	-	37,880	37,021	-	+2.8%	-2.3%
売上総利益	9,573	26.6%	-	9,576	25.9%	+0.0%	-
販管費	7,097	19.7%	-	7,423	20.1%	+4.6%	-
営業利益	2,476	6.9%	2,200	2,152	5.8%	-13.1%	-2.2%
経常利益	2,490	6.9%	2,210	2,184	5.9%	-12.3%	-1.2%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	1,690	4.7%	1,550	1,489	4.0%	-11.9%	-3.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

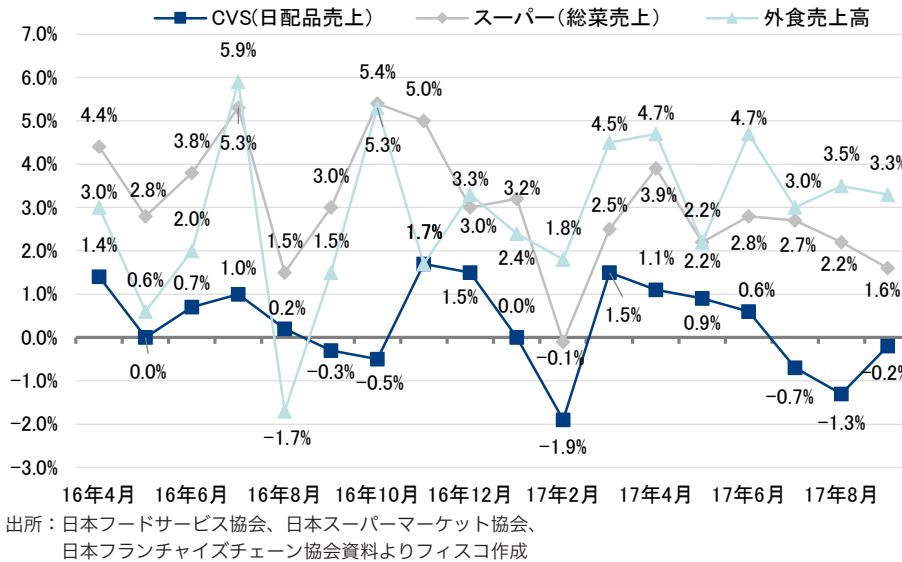
同社の主要対象市場である外食、CVS、量販店（スーパーマーケット）それぞれの業界動向について見ると、外食市場全体の売上高は前年同期比で約3%増と堅調に推移した。業態別ではファストフードが同5%増と主力業態の中では最も高い伸びとなっている。キャンペーン企画や季節限定メニュー等の販促施策が好評だったことが要因と見られる。また、ファミリーレストランも同2%増と堅調を維持し、居酒屋・パブ業態については店舗数の減少が続くなかで、売上高は前年同期比横ばい水準と下げ止まる格好となった。景気回復が続くなかで客数が増加に転じたことが下げ止まりの要因となっている。

CVSの日配品売上高については、既存店ベースで前年同期比横ばいとなり、全店ベースでは店舗数の拡大で約2%の伸びになったと推定される。健康志向の高まりや中食需要の増加に伴い、サラダ・総菜類の品ぞろえの充実と売場の強化が進んでいる。前述したように夏季シーズンの天候不順が続いた影響で、前年に比べると若干伸びは鈍化した堅調を維持した。また、スーパーの総菜売上も中食需要の拡大を背景に全店ベースで前年同期比約3%増と堅調に推移した。

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

業績動向

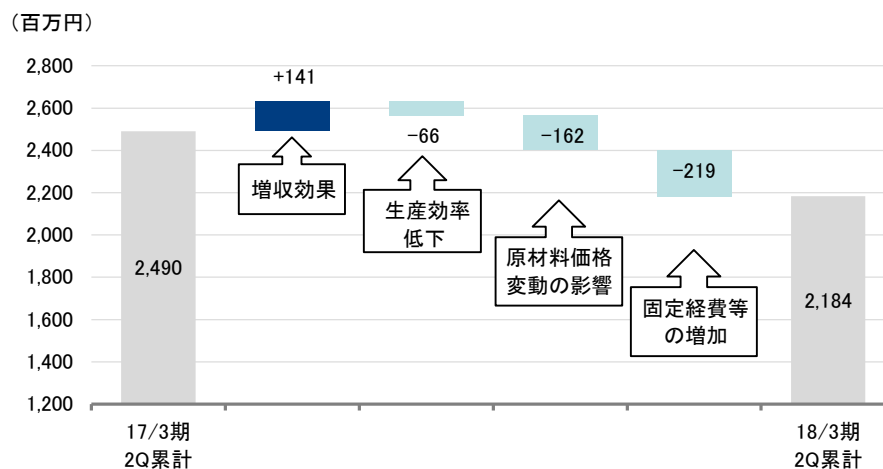
## 主要市場の月次売上動向(前年同月比)



こうした市場環境下において、同社の売上高は前年同月比 2.8% 増と外食・中食業界の成長率とほぼ同じペースで伸長した。分野別・業態別にきめ細やかなメニュー提案や営業活動を継続的に進めている効果が出ているものと思われる。

経常利益の増減要因を見ると、増収効果で 141 百万円の増益要因となったが、ジャガイモを中心とした原材料価格高騰の影響で 162 百万円、野菜品質等の低下に起因する生産効率低下で 66 百万円の減益要因となったほか、固定経費等（人件費やシステム投資、展示会展費費用等）の増加で 219 百万円の減益要因となった。なお、原材料のうち、鶏卵や食用油の価格についてはほぼ前年同月並みの水準で推移した。

## 経常利益増減要因(18/3期2Q累計)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

## 業績動向

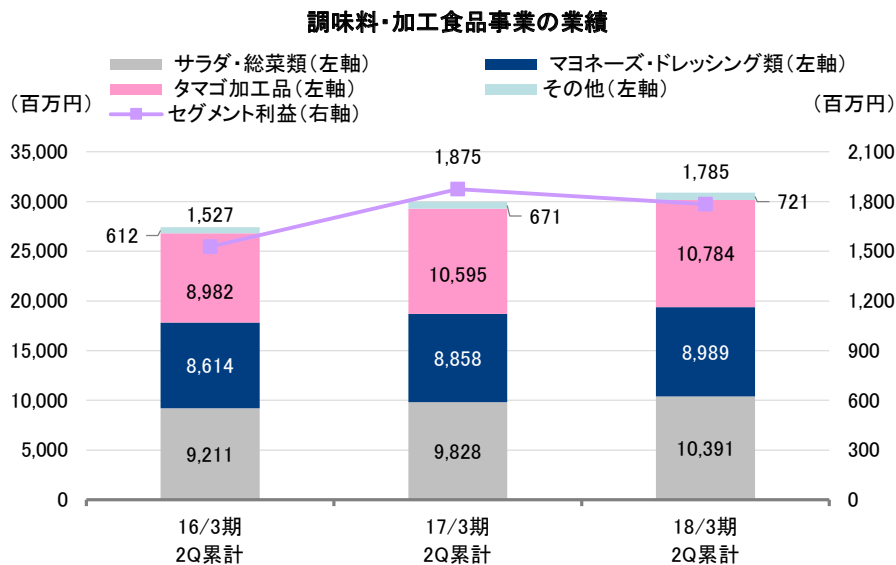
また、営業外における持分法投資損失は前年同期の14百万円から7百万円に縮小した。当初の計画よりも若干遅れ気味ではあるものの、インドネシアの持分法適用関連会社については、現地の日系外食企業向けを中心に液卵や業務用マヨネーズの販売が拡大し、損益の改善が進んでいる。今下期には黒字化し、通期での収支均衡を目指していく方針となっている。

## サラダ・総菜類を中心にすべての商材で増収を達成

### 2. 事業セグメント別動向

#### (1) 調味料・加工食品事業

調味料・加工食品事業の売上高は前年同期比3.1%増の30,885百万円、セグメント利益は同4.8%減の1,785百万円となった。半期ベースでは減益となったが、第2四半期(2017年7月-9月)だけで見ると売上高は前年同期比3.3%増、セグメント利益は同3.7%増となり4四半期ぶりの増益に転じている。また、セグメント利益率も6.5%と直近のピークであった前第2四半期を上回る格好となった。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

商材別の売上動向を見ると、サラダ・総菜類は前年同期比5.7%増の10,391百万円(販売重量は6.2%増)、タマゴ加工品は同1.8%増の10,784百万円(販売重量は4.0%増)、マヨネーズ・ドレッシング類は同1.5%増の8,989百万円(販売重量は1.0%増)といずれも増収となった。

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

業績動向

サラダ・総菜類は CVS や外食向けに主力商品のロングライフサラダや和惣菜が伸長した。特に「和彩万菜®」シリーズは高付加価値、簡便性、廃棄ロスの削減といった顧客ニーズに合致したこと、商品ラインナップも前期末の11品目から13品目に拡充したことなどにより、居酒屋やホテルのバイキングメニューとして新規採用が広がり、好調に推移した。また、ポテトサラダについては外食業界の人手不足を背景に、簡便に調理できる下処理済みの素材系商品の需要が拡大、「サラダのプロがつくった」サラダシリーズについても CVS や量販店向けに着実に売上げを伸ばした。

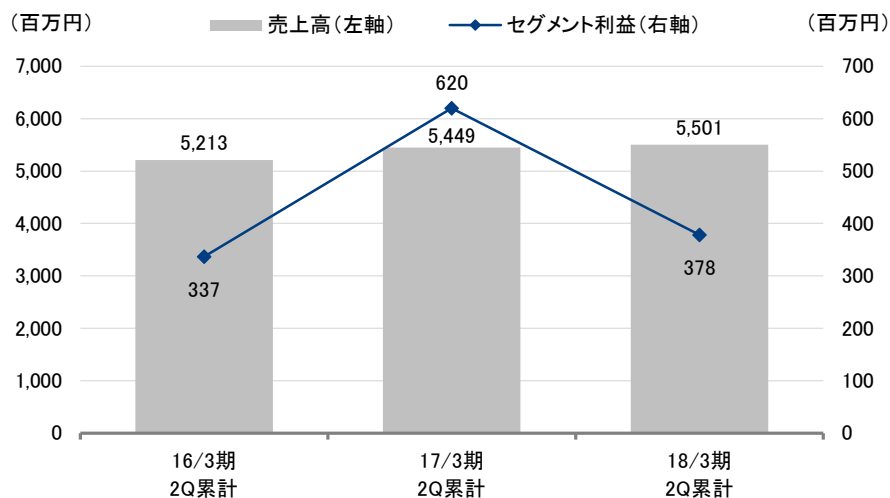
タマゴ加工品では、CVS 向けにサンドイッチ用や総菜パン用のタマゴサラダ、お弁当用の厚焼き卵、麺用の錦糸卵の新規採用が進み、増収に寄与した。重量当たり単価が若干低下したが、これは販売構成比の変化によるものとなっている。また、調理現場での簡便化ニーズに応え「レンジでお手軽とろ〜りたまご」を商品化したほか、ヘルシー志向ニーズに対応してホワイトエッグシートを投入するなど、多様なニーズに応える商品の開発、販売を積極的に行っている。

マヨネーズ・ドレッシング類では、製パン向けに10kg形態のマヨネーズが新規採用されたほか、CVS 向けの小袋形態ドレッシング、ファストフード向けのナゲットソース、500ml 形態のドレッシングなどが好調に推移した。注力商品である「世界を旅するドレッシング®」シリーズは前期末比1品目増の5品目に拡充、また、「低カロリー、低糖質、減塩」をテーマとしたノンオイルドレッシング「トリプルバランス®」も20ml、200ml、500ml、1Lと形態の多様化を進め、前期末比3品目増の6品目に拡充し、それぞれ増収に寄与している。

(2) 総菜関連事業等

総菜関連事業等の売上高は前年同期比1.0%増の5,501百万円、セグメント利益は同39.1%減の378百万円となった。ジャガイモを中心とした野菜価格の高騰などが減益要因となった。ただ、量販店向けに明太子、えび、ごぼうなどを使用した商品が新規採用されたほか、だし巻卵やスープ系の商品の採用が進んだことにより売上高は増収基調が続いている。

総菜関連事業等の業績

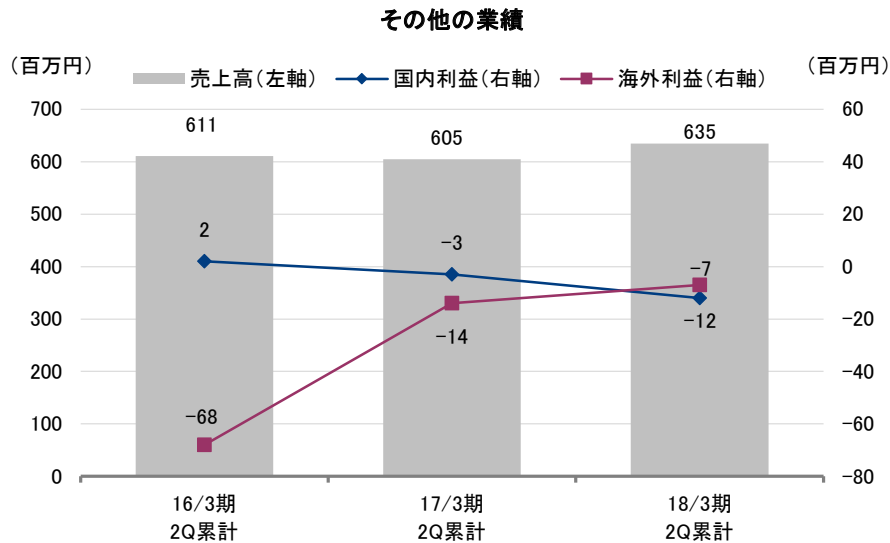


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 業績動向

## (3) その他

その他には連結子会社サラダカフェで展開するサラダ専門ショップの収益に加えて、海外事業の持分法投資損益が利益に含まれている。売上高は前年同期比 4.9% 増の 635 百万円、セグメント損失は 19 百万円（前年同期は 17 百万円の損失）となった。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

サラダカフェについては、店舗数が前期末比 1 店舗増の 18 店舗となり増収に寄与した。和サラダ専門店「Wasara そごう横浜店」を 2017 年 4 月にオープンした。和サラダ専門店としては大阪の「Wacara 近鉄あべのハルカス店」に続いて 2 店舗となる。和食ブームを背景に、和サラダのメニュー提案強化に取り組んでいる。また、幅広い年代層に親しまれる「いも」と「たまご」をメインとした和のおかず専門店「いもたまや 伊勢丹新宿店」を 2017 年 3 月にオープンしている。

一方、海外事業に関しては前述したようにインドネシアの持分法適用関連会社の損失が縮小した格好となっている。

## グループ生産拠点構想で有利子負債は増加するも、財務の健全性は維持

### 3. 財務状況と経営指標

2018 年 3 月期第 2 四半期末の財務状況について見ると、総資産は前期末比 6,006 百万円増加の 57,448 百万円となった。主な増加要因を見ると、流動資産では現金及び預金が 661 百万円増加したほか、9 月末日が金融機関の休日だったこともあり受取手形及び売掛金が 2,979 百万円増加した。固定資産ではグループ生産拠点構想に伴う新工場の建設を進めており、建設仮勘定が 3,649 百万円増加した。

**ケンコーマヨネーズ** | 2017年12月21日(木)  
 2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

業績動向

負債合計は前期末比 4,680 百万円増加の 27,666 百万円となった。新工場の建設資金として有利子負債が 1,398 百万円増加したほか、支払手形及び買掛金が 2,807 百万円増加したことによる。また、純資産は前期末比 1,325 百万円増加の 29,781 百万円となった。親会社株主に帰属する四半期純利益の計上等により利益剰余金が 1,111 百万円増加したほか、その他有価証券評価差額金が 193 百万円増加した。

経営指標を見ると、グループ生産拠点構想に伴う固定資産の取得等により総資産が拡大したほか、その資金として有利子負債が増加したことにより、自己資本比率は前期末比 3.5 ポイント低下の 51.8% に、また、有利子負債比率は同 3.5 ポイント上昇の 30.4% となるなど財務体質としては若干悪化した。

グループ生産拠点構想では総額 150 億円強の投資を 2019 年 3 月期までに行う計画となっている。当第 2 四半期では有形固定資産の取得として 4,133 百万円を支出、この大半はグループ生産拠点構想に関連する支出と見られ、同構想にかかる設備投資資金としては残り 120 億円程度が必要と思われる。同社では手持ちの現預金と借入金の調達によって賄う方針としており、2019 年 3 月期までは有利子負債が増加する可能性がある。しかしながら、超低金利下が続く状況で借入れに伴う金融費用負担は小さく、現在の収益力から判断すると有利子負債が増えたとしても財務の健全性は維持されるものと弊社では考えている。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期 2Q	増減額
流動資産	18,704	21,836	29,196	32,164	2,967
(現金及び預金)	4,778	7,412	13,779	14,440	661
(在庫)	2,309	2,601	2,817	2,798	-19
固定資産	20,744	20,469	22,245	25,284	3,038
総資産	39,448	42,306	51,442	57,448	6,006
負債合計	21,481	22,994	22,985	27,666	4,680
(有利子負債) ※	8,584	7,617	7,651	9,050	1,398
純資産合計	17,967	19,311	28,456	29,781	1,325
(安全性)					
流動比率	129.7%	133.9%	177.1%	164.5%	-12.6pt
自己資本比率	45.5%	45.6%	55.3%	51.8%	-3.5pt
有利子負債比率	47.8%	39.4%	26.9%	30.4%	+3.5pt

※有利子負債は長期未払金含む

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成



## ■ 今後の見通し

### 分野別・業態別のきめ細やかな提案活動により、 2018年3月期も過去最高業績を更新する見通し

#### 1. 2018年3月期の業績見通し

2018年3月期の連結業績は、売上高が前期比5.9%増の75,000百万円、営業利益が同2.3%増の4,080百万円、経常利益が同2.1%増の4,100百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同0.1%増の2,870百万円と期初計画を据え置いた。計画を達成すれば過去最高業績を連続で更新することになる。第2四半期累計業績は会社計画を若干下回ったものの、ジャガイモの市況価格が想定以上に下落していることもあり、利益ベースでは計画の達成が可能と弊社では見ている。一方、売上高については、10月以降会社計画ペースに戻っているものの、第2四半期までの未達分をカバーするまでには至らず、若干下振れする可能性がある。

#### 2018年3月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	17/3期		18/3期			2Q累計 進捗率	
	通期実績	前期比	2Q累計実績	前年同期比	通期計画		
売上高	70,812	+5.8%	37,021	+2.8%	75,000	+5.9%	49.4%
営業利益	3,987	+16.0%	2,152	-13.1%	4,080	+2.3%	52.7%
経常利益	4,017	+17.2%	2,184	-12.3%	4,100	+2.1%	53.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,867	+37.5%	1,489	-11.9%	2,870	+0.1%	51.9%
1株当たり当期純利益(円)	194.88		90.43		174.20		

出所：決算短信よりフィスコ作成

通期経常利益の増減要因としては、増収効果で375百万円、生産効率の向上で90百万円、物流費のダウンで58百万円の増益を見込む一方で、原材料価格変動による影響で80百万円、固定経費等の増加で360百万円の減益要因を見込んでいる。なお、主要原材料である鶏卵価格については年度平均で205円/kgと前期比横ばい水準、ジャガイモについては収穫量の回復によりコスト上昇要因にはならない見通しである。にもかかわらず80百万円の減益を見込んでいるのは、食用油相場の上昇やツナ等の輸入材料のコスト増を見込んでいるためだ。食用油については先物予約で年間の半分以上をpushしており、大きなブレはないものと見られる。

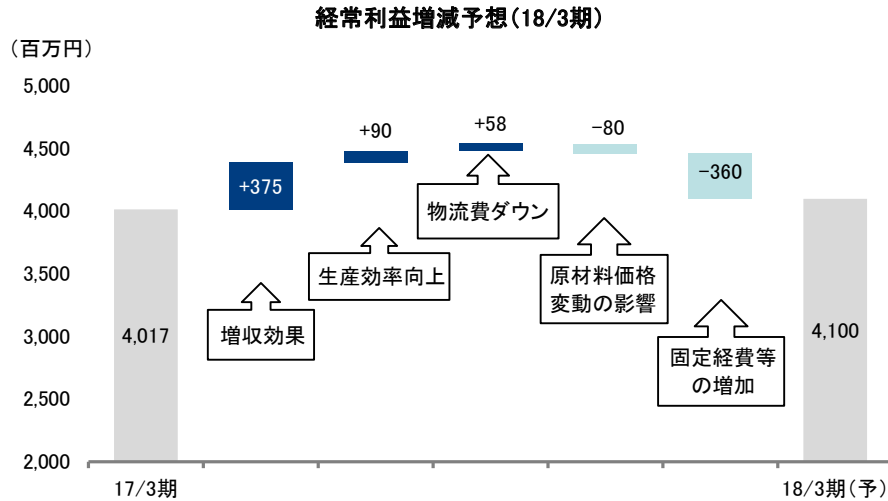
このため、鶏卵やジャガイモの市況動向が今後の利益の変動要因となるが、鶏卵については11月までほぼ前年並みの水準で推移しており、ほぼ想定どおりとなりそうだ。一方、ジャガイモについては主要調達先である北海道での2017年収穫量が期初に想定していた前年比2.6%増から直近では9.6%増まで上方修正されており、過去5年間の平均収穫量を上回るペースとなっている。このため、市況価格も東京都中央卸売市場の卸価格で見れば10月で前年同月比37%減となるなど下落が鮮明となっている。仮に11月以降の卸価格が2015年度と同様のペースで推移したとすれば、年度平均価格は前年度に対して20%前後の下落となる。ただ、同社の場合は北海道の産地から直接仕入れており、また、商品によっては前年に収穫したジャガイモを10月まで使用することから、市況価格の下落が収益面でプラスに効いてくるには若干のタイムラグが生じるものと予想される。また、調達リスクを軽減するため、北海道以外の地域からの調達も2018年3月期より増やしている。



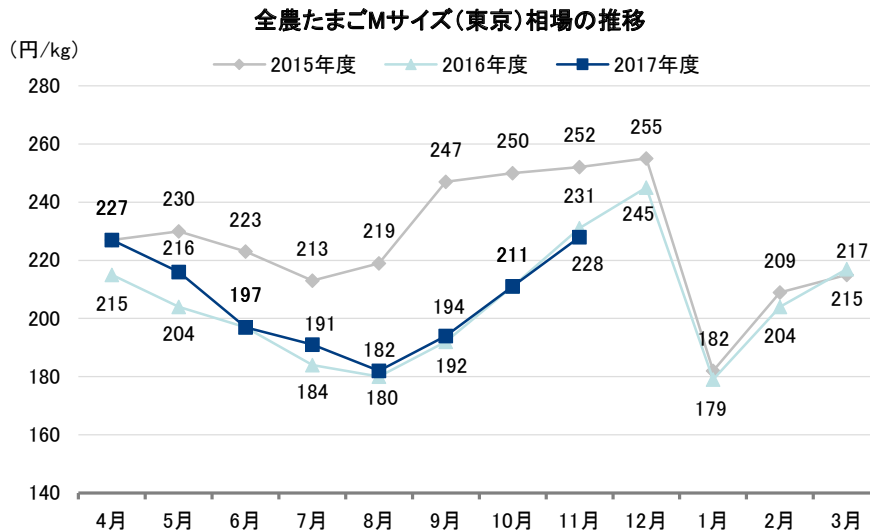
ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

今後の見通し

なお、物流費については昨今、物流会社で値上げが進んでいるが、同社は配送ルートの見直し（倉庫を bypass せず工場から顧客に直送する等）や、配送回数の削減（まとめ配送）など配送効率を高めることで物流費の削減を進めている。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

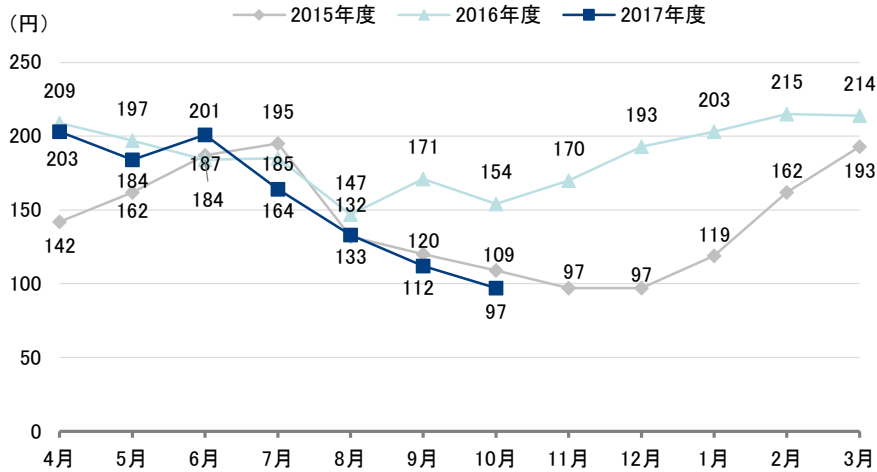


出所：JA 全農たまご(株) 資料よりフィスコ作成

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

今後の見通し

馬鈴薯卸売価格(東京都中央卸売市場、北海道産)



出所：東京卸売市場資料よりフィスコ作成

2. 事業セグメント別売上見通し

セグメント別売上見通しについても期初の計画を据え置いており、特に見直しは行っていない。調味料・加工食品事業で前期比 5.1% 増の 61,477 百万円、総菜関連事業等と同 10.4% 増の 12,210 百万円、その他で同 6.1% 増の 1,313 百万円を見込んでいるが、第 2 四半期までの進捗率で見れば、総菜関連事業等がやや未達となる可能性が高い。

セグメント別売上高

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	伸び率
調味料・加工食品事業	49,733	55,035	58,511	61,477	5.1%
サラダ・総菜類	16,758	18,903	19,685	20,729	5.3%
マヨネーズ・ドレッシング類	16,772	17,064	17,576	18,298	4.1%
タマゴ加工品	15,116	17,792	19,860	21,075	6.1%
その他	1,087	1,276	1,390	1,375	-1.1%
総菜関連事業等	9,419	10,660	11,062	12,210	10.4%
その他	1,175	1,238	1,238	1,313	6.1%
合計	60,327	66,933	70,812	75,000	5.9%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

調味料・加工食品事業については、引き続き分野別・業態別の取組みと商品ラインナップの強化に注力していく。このうちサラダ・総菜類に関しては、前期比 5.3% 増収を見込む。業務用小型形態のロングライフサラダを伸ばしていくほか、需要が拡大している素材系ポテトや和惣菜のラインナップも強化していく。

今後の見通し

タマゴ加工品については前期比 6.1% 増収を見込む。CVS 向けの伸びが想定をやや下回っているが、量販店向けに「惣菜亭®」シリーズの販売提案を強化していくほか、多様なニーズに応える新商品の開発・拡販も継続して進めていく。

マヨネーズ・ドレッシング類は前期比 4.1% 増収を見込む。健康志向を意識した「トリプルバランス®」シリーズのラインナップ強化や機能性食品の開発などにも注力し、外食市場だけでなく、給食、CVS、量販店向けの販売拡大を目指していく。

総菜関連事業等については、多様化するニーズに対応するため、本社と連携してメニュー提案の強化を進めていくほか、新工場稼働に向けての販売活動を強化していく。また、その他についてはサラダカフェにおける和サラダの提案強化に取り組むほか、海外事業に関しては通期で収支均衡水準を目指していく。

## ■ 中長期の成長戦略

### 2019年3月期に稼働する4つの新工場で、 売上能力は100億円程度に

#### 1. グループ生産拠点構想

同社は今後の更なる成長に向けて、総額 150 億円強を投資して 2019 年 3 月までに国内 4 拠点で工場の新設及び増築を進めていく計画となっている。具体的には、静岡富士山工場（主要製品：卵焼き製品）及び西日本工場（ロングライフサラダ、ドレッシング）の増築と、連結子会社である（株）関東ダイエットクック（フレッシュ総菜）及び（株）ダイエットクック白老（フレッシュ総菜、ロングライフサラダ）で新工場を建設する。これら工場が完成すれば年間売上高で 100 億円程度の能力（1 直体制ベース）が新たに加わることになる。なお、静岡富士山工場や西日本工場の製造ラインについては需要を見ながら増やしていく予定にしているが、建築コストが上昇していることもあり、当初の計画よりも設備投資額が若干増加する可能性がある。

#### グループ生産拠点構想

工場 / 子会社	主な製品	着工時期	完了予定	設備投資額 (単位：百万円)	完成後の増加能力 (見込み)
静岡富士山工場 (静岡県富士市)	卵焼き製品	2018年1月	2019年2月	4,167	タマゴ加工品 年間約 3,020 t 増
西日本工場 (京都府舞鶴市)	ロングライフサラダ・ ドレッシング	2017年9月	2019年3月	5,636	サラダ・総菜類 年間約 4,300 t 増
関東ダイエットクック (神奈川県小田原市)	フレッシュ総菜	2017年6月	2018年6月	3,550	サラダ・総菜類 年間売上高約 60 億円増
ダイエットクック白老 (北海道白老郡)	フレッシュ総菜・ ロングライフサラダ	2017年6月	2018年4月	2,547	サラダ・総菜類 年間約 3,000 t 増

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

中長期の成長戦略

静岡富士山工場は2014年3月に新設したタマゴ加工品の専用工場で、ここ数年の同社の成長の原動力の1つとなった工場だ。生産能力は年間で約6千トンであったが、既存工場のスペースがほぼ埋まったことから、同敷地内に工場の増設を決定した。設備投資額は40億円強で、2019年2月の完成予定となっている。完成後の生産能力は年間で約3,020トン増となる。同社は今回の工場増設によって、現在業界第3位である卵焼き類の市場シェアを更に拡大していく考えだ。

西日本工場ではロングライフサラダとドレッシングを製造しており、西日本エリアのメイン拠点となっている。今回、工場を増築することで年間生産能力は約4,300トン増となる。2019年3月完成予定で、今回の能力増強によりロングライフサラダの売上増が見込まれる。

関東ダイエツクックについては所沢の既存工場が手狭となったことから、神奈川県小田原市に新たに土地を購入してフレッシュ総菜の工場を建設する。年間の売上高の増加額は60億円規模となり、2018年6月の完成を予定している。なお、所沢工場についてここ数年の需要拡大で工場スペースが手狭となり、ピッキング工程を他所に移動していたためコスト高となっていたが、今回、小田原工場の稼働によって能力面で余裕ができるため、ピッキング工程を工場内に戻すことが可能となり、利益率の改善要因となる。

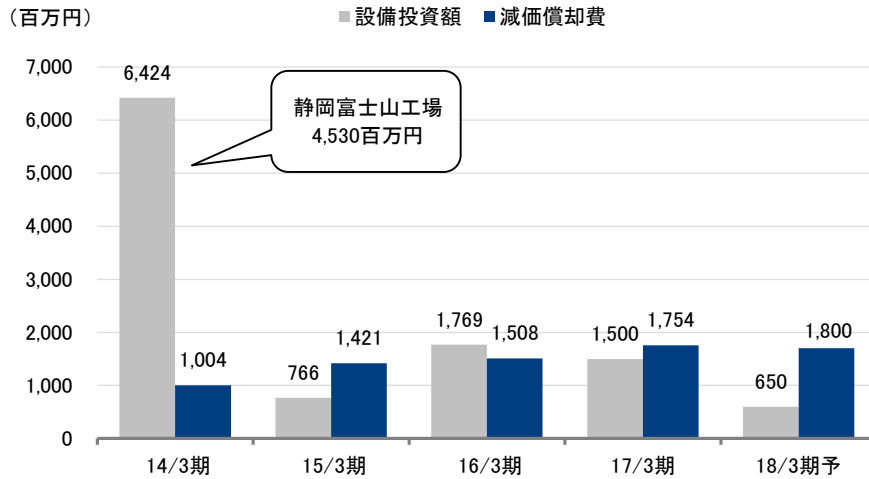
ダイエツクック白老は既存の工場が老朽化したことから、白老町の石山工業団地内に新工場を建設する予定で、2018年4月の完成予定となっている。フレッシュ総菜のほか需要が拡大している素材系ポテトの生産能力を増強する予定で、年間生産能力は約3,000トン増となる。

これら4工場の完成により、グループ生産能力は一段と拡大することになる。2019年3月期以降は工場稼働により減価償却費の増加が見込まれるが、工場の稼働が順調に立ち上がれば、増収効果に加えて既存工場の人件費率低減効果も期待できることから、売上高経常利益率では5%以上の水準を維持向上していくことが可能と弊社では見ている。従来は、繁忙期になると需要に対応するため、工場がフル操業となるため深夜残業代などが増加し人件費率が上昇していた。新工場が稼働すれば能力面での余力が生じるため、深夜残業時間が減少し人件費率の低下が見込まれる。

なお、2018年3月期の設備投資額については600～700百万円で特に大きい投資は予定していない。減価償却費は1,800百万円と前期比で若干増加する見通しだ。

## 中長期の成長戦略

## 設備投資額と減価償却費の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 売上高経常利益率で5%以上の水準を維持しながら、安定成長を目指していく

### 2. 中期経営計画の進捗状況

2018年3月期は中期経営計画『KENKO Five Code 2015-2017』の最終年度となる。経営数値目標としては、連結売上高75,000百万円、連結経常利益率5%、自己資本比率50%、ROE8%以上を掲げていたが、売上高を除けばほぼ射程圏内に入ったと言える。

#### KENKO Five Code 2015-2017

	15/3期 実績	16/3期 実績	17/3期 実績	(単位：百万円)	
				18/3期 中計目標値	今回予想
売上高	60,327	66,933	70,812	75,000	75,000
経常利益	2,776	3,426	4,017	3,750	4,100
経常利益率	4.6%	5.1%	5.6%	5.0%	5.5%
自己資本比率	45.5%	45.6%	55.3%	50.0%	-
ROE	9.6%	11.2%	12.0%	8%以上	9.7%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

ケンコーマヨネーズ | 2017年12月21日(木)  
2915 東証1部 | <http://www.kenkomayo.co.jp/ir/>

中長期の成長戦略

業績が順調に拡大している要因としては、大きく3点が挙げられる。第1に、同社が主要市場としている外食・中食市場が、単身世帯の増加や女性の社会進出などによって順調に拡大していること、第2に、外食業界では慢性的な人手不足になっており、調理の「簡便化」に寄与する商品やメニュー、あるいは健康志向の高まりを意識したメニューの開発が求められており、そうした課題に対して分野別・業態別にきめ細やかなメニュー提案や営業活動を継続してきたことが、既存顧客での取引シェア拡大並びに新規顧客の開拓につながっていること、第3に、CVS向けで小型形態のロングライフサラダがPB商品として採用され堅調に推移したこと、並びにタマゴ加工品の採用が相次ぎ、想定以上のペースで売上げが拡大したことなどが挙げられる。

同社では経営戦略として、『サラダ No.1 (Leading company)』のポジション確立、「サラダ料理」の更なる進化、グローバル市場への積極展開を進める経営基盤強化を掲げている。『サラダ No.1』としてのポジションを確立するために、既存事業の売上規模を拡大させていくほか、「サラダ料理」の更なる進化に向けて、メディアや自社 Web サイトを使った情報発信及びブランディング強化だけでなく、サラダ料理講習会や「Salad Cafe」での展開を今後も進めていく方針だ。自社 Web サイトでは、業態別や季節のレシピなど1,200件を超えるおすすめレシピを掲載し、サラダに関心のある人たちが集まる「サラダ情報専門サイト」としてトレンド情報の発信の場としている。サラダ専門店の「Salad Cafe」については、出店の引き合いはあるものの、状況を見ながら出店の可否を判断していくとしている。

また、「グローバル市場への積極展開を進める経営基盤強化」として、各国のニーズに合わせた商品開発を進めているほか、展示会への積極的な出展（米国、香港等で2017年4月～9月に計6回）も行うなど輸出拡大に向けた取り組みを強化している。2017年9月末時点で36の国と地域に輸出し、現地日系企業（CVS、外食企業等）への導入も着実に進み始めている。2018年3月期の輸出売上は約6億円程度となる見通しで、中期経営目標には届かないものの、今後も輸出商品数及び販売エリアを広げていくことで売上規模を拡大していく方針だ。インドネシアの持分法適用関連会社では、ハラール対応のマヨネーズを現地の日本食スーパーで販売開始したほか、周辺国への輸出も開始するなど着実に事業規模を拡大しており、2019年3月期には黒字化することを目標としている。

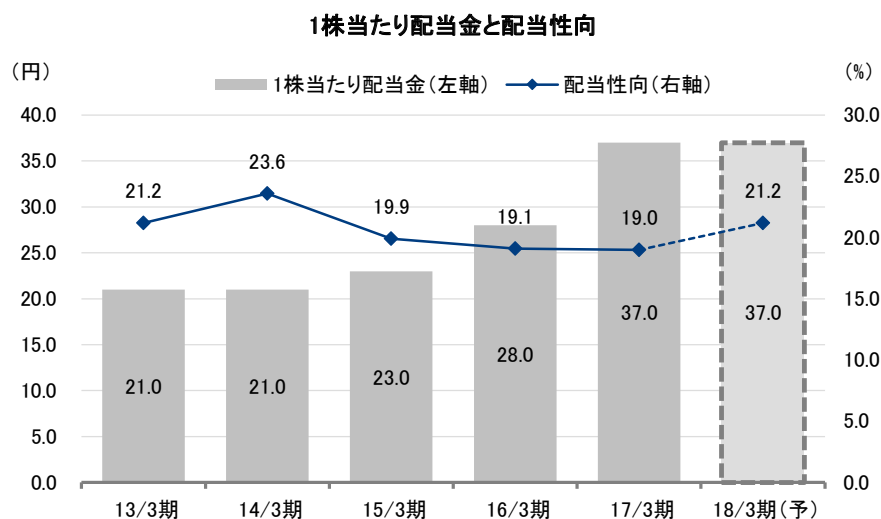
なお、2019年3月期からスタートする次期中期経営計画については今後策定していく予定だが、新たに稼働する4つの新工場が成長の原動力になっていくのは間違いない。今後も売上高経常利益率で5%の水準を維持していくことを最優先課題として、安定的な収益拡大を目指していくものと予想される。

## 株主還元策

### 配当性向は20%が目安、株主優待も実施

同社は株主還元策として、配当の実施と株主優待制度を導入している。配当政策としては、連結配当性向で20%を目安として配当の継続性に配慮しつつ、収益の成長に合わせて配当水準を高めて行く方針としている。2018年3月期の1株当たり配当金は、前期比横ばいの37.0円（配当性向21.2%）を予定している。今後、収益の拡大が続けば配当成長も期待できることになる。

一方、株主優待としては毎年3月末時点の株主に対して、自社製品の贈呈を行っている。100株以上1,000株未満保有の株主には1,000円相当、1,000株以上保有の株主には2,500円相当の自社製品を贈呈している。



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 情報セキュリティ対策

同社は情報セキュリティ対策として、基幹系システムにより管理している経営情報については、災害対策を施した外部データセンターに移管するとともに、紛失や改ざん等を防止するため、情報管理体制の徹底やシステム障害等に対する保守・保全等のセキュリティ対策を実施している。サイバー攻撃に対しては外部からのアクセスを制限できるようプロキシサーバーを導入したり、認証システムを強化するなどの対策を講じている。また、社内から外部への情報漏えい対策としては、情報管理の運用ルール策定と社員への教育を行っている。社内データを外部に持ち出す場合には暗号キー付きのUSBメモリのみで対応している。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ