

ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
佐藤 譲

■ きめ細やかな業態別の顧客ニーズ対応で需要取り込みへ

サラダ・総菜類、マヨネーズ・ドレッシング類、タマゴ加工食品等の製造販売を手掛けている。業務用に強く、ロングライフサラダで業界シェア 40%、サンドウィッチ用やパン用タマゴサラダで 56% とそれぞれトップとなっており、マヨネーズ・ドレッシング類も 14.9% とキューピー<2809>に続いて 2 位に位置する。

2014 年 3 月の業績は、タマゴ加工品や総菜関連の需要が順調に拡大し、売上高は前期比 5.1% 増の 57,301 百万円と過去最高を 3 期連続で更新したものの、原材料高や円安が響いて経常利益は同 12.3% 減と 2 期ぶりの減益となった。

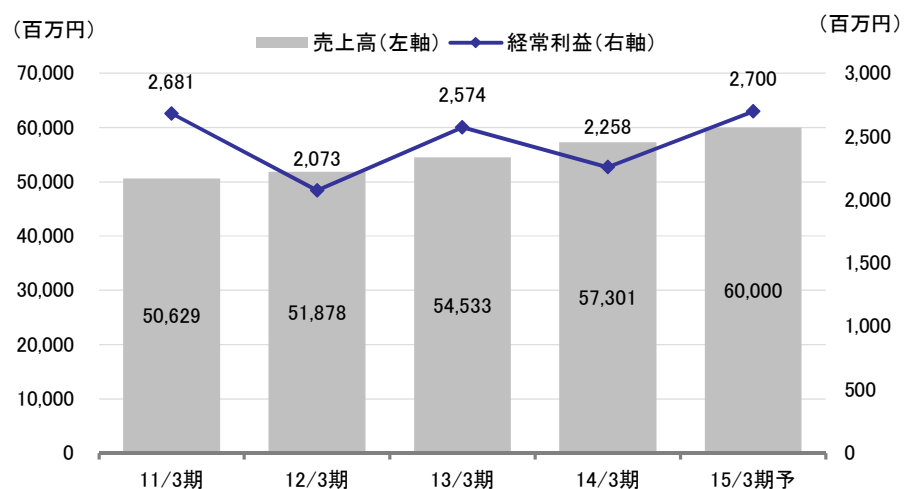
2015 年 3 月期は売上高が前期比 4.7% 増と拡大基調を持続、経常利益も前期途中から実施した価格改定の影響がフル寄与すること、また、原材料コストは昨年が高値のピークであり、同 19.5% 増と増益に転じる見通しだ。

高齢化社会の進展や単身世帯の増加、女性の社会進出など生活スタイルの変化により、今後も中食市場の拡大が見込まれる。また、ヘルシー志向の高まりなども、サラダ・総菜類の需要を拡大させるものと予想される。同社は、業態別に細分化した営業・商品開発・メニュー開発チームを作り、顧客ニーズに対応していくことで、こうした需要を取り込んでいく戦略で、将来的には更なる売上の拡大を目指している。なお、連結配当性向で 20% を目安に安定配当成長を目指していくほか、株主優待として年 1 回自社製品の贈呈を行っているなど、株主還元にも積極的だ。

■ Check Point

- ・ ロングライフサラダで業界トップの地位を確立
- ・ 2015 年 3 月期は全ての事業で増収の見通し
- ・ グローバル展開や事業領域の拡大に注力中

売上高と経常利益の推移



2014 年 7 月 10 日（木）

■ 会社概要

サラダ市場のパイオニアとして業界内で高い評価

（1）会社沿革

1958 年 3 月に神戸で食用油脂の販売会社として創立されたのが同社の起源となっている。創業から現在に至るまで、同社の歴史の中で大きな転換点が二度ほどある。第一に、食用油の販売事業から業務用マヨネーズの製造販売へと事業を転換した 1961 年である。

会社設立当初は関西の煮豆・総菜店向けにコロッケや唐揚げ用油として、またマヨネーズの原料として食用油を販売していた。当時は自家製のマヨネーズを作っている総菜店が多くあったが、手作りだと夏場には油とタマゴが分離するなど品質が安定しないという問題点があった。そこで同社は安定した品質のマヨネーズを製造販売すれば、需要が見込めると判断、1961 年に業務用マヨネーズメーカーとして事業を開始することになる。

当初は販売に苦労したが、マヨネーズを使った総菜メニューを提案していくことで、顧客からの信頼を得ることに成功し、販売数を拡大していった。1970 年以降になると食事の洋食化が進むと同時に、外食産業が立ち上がったことで、業務用マヨネーズの需要も拡大し始め、同社の業績も成長期に入っていた。

二つ目の転換点は 1977 年で、業界初のロングライフサラダを発売した年になる。ロングライフサラダは袋を開封しなければ、1 カ月は賞味期限を保てるサラダとして、外食企業やベーカーリー向けを中心に需要が急速に拡大し、業務用マヨネーズの専業メーカーであった同社の業績が、更に成長拡大していく契機となった。同社はその後も、ごぼうサラダやパンプキンサラダ、ツナサラダなど業界初となる新製品を相次いで開発、投入しており、サラダ市場を開拓してきたパイオニアとして、その商品開発力は業界でも高い評価を受けている。

1990 年以降は単身世帯の増加や高齢化社会の進展、女性の社会進出など社会環境の変化によって中食市場が立ち上がり始め、スーパーやコンビニエンスストア（以下、CVS）などで総菜や弁当などの需要が拡大。同社もこうした市場の成長を取り込むべく、サラダ・総菜事業やタマゴ加工品事業を拡大していく。タマゴ加工品とは、弁当などに入る卵焼きやパン用のタマゴサラダ、冷やし中華などに入る錦糸卵、おでん用玉子、スクランブルエッグなど多彩な種類を供給している。

また、2005 年には海外事業にも進出。中国にサラダの製造販売会社（持分法適用関連会社）を設立したほか、国内でも新たに最終消費者のニーズを吸い上げ、商品開発に活かしていくためのサラダショップ『Salad Cafe』をオープンした（現在、16 店舗）。

株式の上場は 1994 年で、日本証券業協会（現東京証券取引所 JASDAQ 市場）に店頭登録し、その後 2011 年に東京証券取引所第二部、2012 年 3 月には第一部に上場を果たしている。



ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

沿革

1958年 3月	会社を創立、食用油脂の販売を開始
1961年 9月	業務用サラダ向け「ケンコーマヨネーズ AS」の製造販売を開始
1966年 6月	ケンコー・マヨネーズ株式会社に商号変更
1977年10月	業界初のロングライフサラダ「ファッショナデリカフーズ®」発売
1986年12月	ごぼうサラダ（業務用）発売
1992年 6月	ケンコー・マヨネーズ株式会社がケンコーマヨネーズ株式会社に商号変更
1994年11月	日本証券業協会（現 JASDAQ 市場）へ株式を店頭登録
2005年 5月	健可食品（香港）有限公司 設立（現、頂可（香港）控股股份有限公司、持分適用関連会社）
2005年 8月	健可食品（東莞）有限公司 設立（現、東莞頂可食品有限公司、持分適用関連会社）
2005年 8月	サラダカフェ株式会社 設立
2010年 7月	杭州頂可食品有限公司 設立（持分適用関連会社）
2011年 3月	東京証券取引所市場第二部に上場
2012年 3月	東京証券取引所市場第一部に指定
2012年 7月	PT. Intan Kenkomayo Indonesia（インドネシア ジャカルタ、持分適用関連会社）設立
2014年 3月	静岡富士山工場 竣工

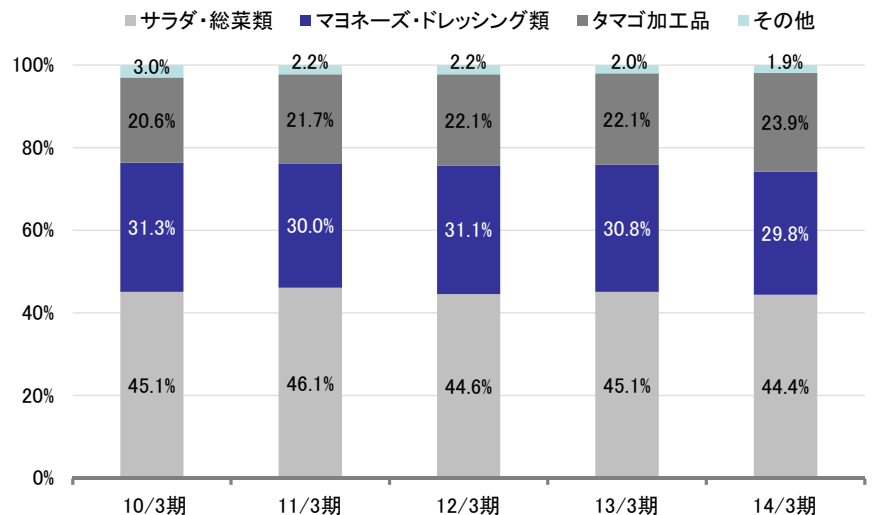
ロングライフサラダで業界トップの地位を確立

（2）商材別、業態別売上高と業界シェア

同社の売上高を商材別でみると、サラダ・総菜類、マヨネーズ・ドレッシング類、タマゴ加工品、その他に分けられている。このうち最も構成比が大きいのはサラダ・総菜類で 44.4% を占め、次いで、マヨネーズ・ドレッシング類が 29.8%、タマゴ加工品が 23.9% となっている（2014 年 3 月期実績）。直近 5 期間の推移をみると、大きな変化は見られないものの、タマゴ加工品の比率が着実に上昇してきていることがわかる。CVS 向けに弁当やパン用の需要が年々拡大していることが背景となっている。

なお、サラダ・総菜類は本体にて製造販売する日持ちのする商品（ロングライフサラダ等）と、子会社で手掛ける日配品の商品に分けられており、その比率は、6:4 程度になっている。

商材別売上高構成比（連結）



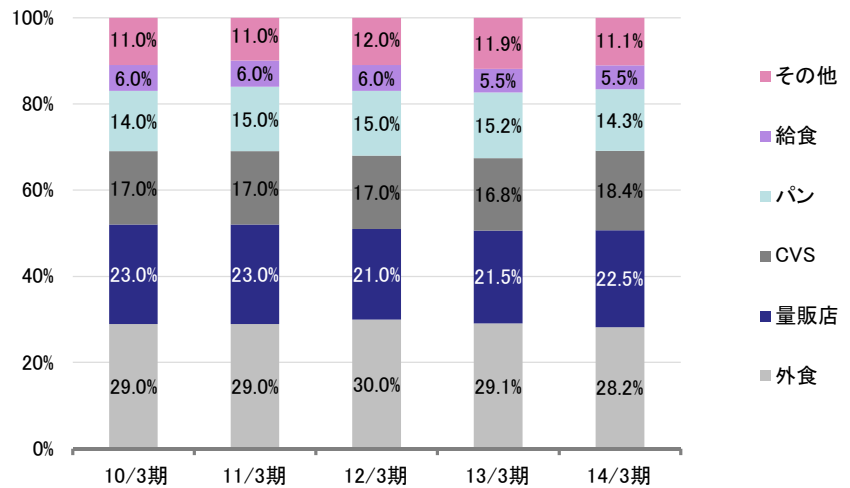
ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

また、業態別売上高構成比では外食業界向けが 28.2% と最も大きく、次いで量販店（チェーン展開するスーパー）22.5%、CVS18.4%、パン（製パン・ベーカリー）14.3%、給食 5.5%、その他（生協、業務用食材スーパー等）11.1%（いずれも 2014 年 3 月期実績）となっており、主に外食、中食市場向けに事業を展開していることが同社の特徴となっている。

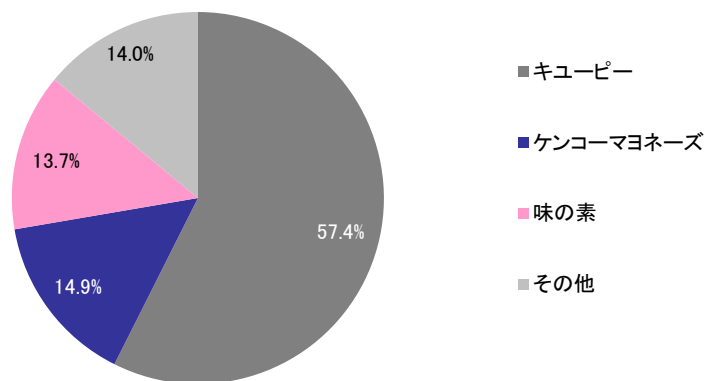
業態別売上高構成比（連結）



業界における市場シェアをみると、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ており、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、一般消費者向けには馴染みが薄いものの、業務用ではトップメーカーのキューピーと 2 社で競い合っており、大手外食企業やホテルチェーンにはほとんど納入している。

一方、ロングライフサラダにおいては、業界のパイオニアでもある同社が 40% を超えるシェアを持ち、業界トップの地位を確立している。

マヨネーズ・ドレッシング類
業界シェア(2013年)



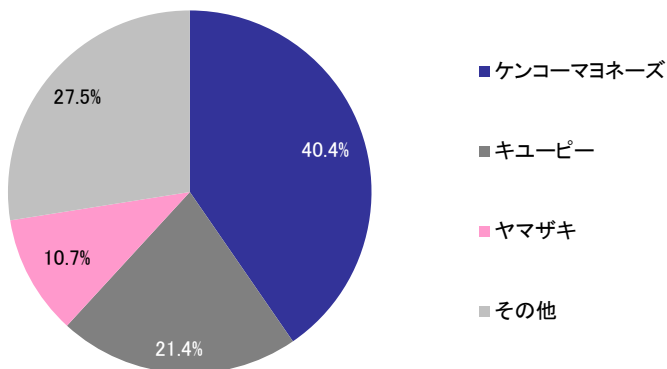
出所：日刊経済通信社「酒類食品統計月報」

ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

ロングライフサラダ 業界シェア (2012年)



出所: 富士経済「食品マーケティング便覧」

生産・開発・営業が一体となった経営が強み

(3) 同社の強み

同社の強みは、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やかな営業対応力など、生産・開発・営業が一体となった総合力を持ち合わせていることにある。

高い品質とは、味の良さはもちろんのこと、安定性や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同社にとっては、いかに顧客に付加価値を提案できるかが、取引を拡大していくうえで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・メニュー開発チームが一体となって顧客ニーズにきめ細かい対応することで、付加価値提案に取り組んできた。年間の開発アイテム数は、実に 1,800 アイテムを超えており、毎日 5 アイテムは開発していることになる。グラフにみられるように、2011 年以降は外食・中食市場を上回る成長率を続けてきたのも、こうした取り組みの成果が顕在化してきたものと言えよう。

幅広い商品ラインナップ

商品 (アイテム)	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
	 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)	 マヨネーズ類 ソース類	
	 冷凍商品等 和惣菜	 ドレッシング類	 タマゴ加工品
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

Copyright (C) 2014 KENKO Mayonnaise Co., Ltd. All rights reserved.

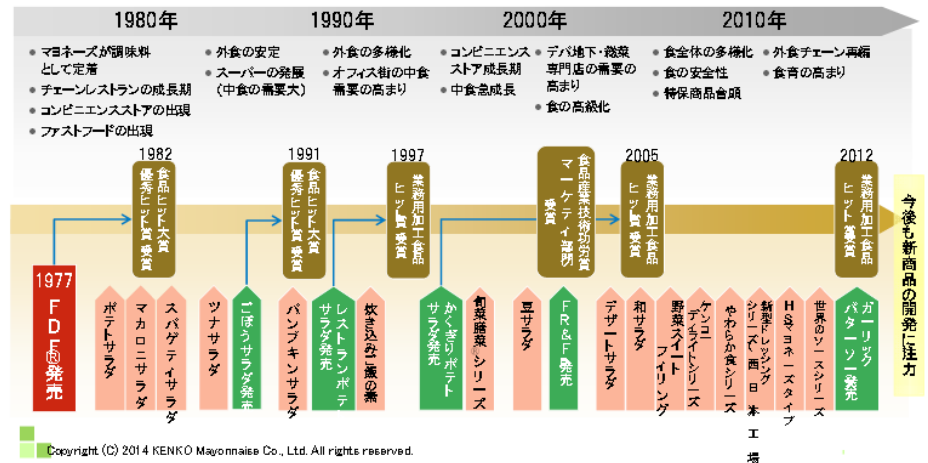
出所: 会社説明会資料

2014 年 7 月 10 日（木）

顧客ニーズを満たす優れた開発力

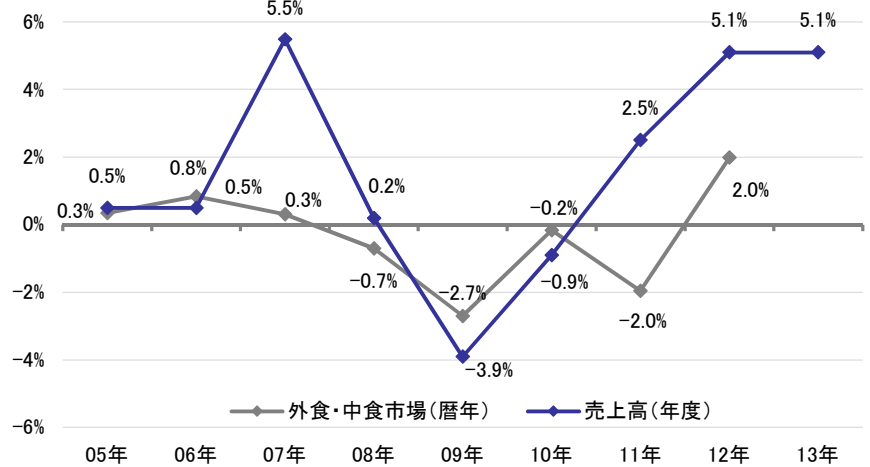
高付加価値製品の開発

- サラダのパイオニアとして顧客のニーズを先取りした製品を創出
- 地域との取り組みを重視した製品づくり
- 健康、環境を考慮した製品の開発



出所：会社説明会資料

外食・中食市場と売上高の成長率



出所：外食・中食市場は(財)食の安全・安心財団

顧客ニーズに対応したフレキシブルな生産体制を整備

(4) 生産体制、グループ子会社

現在、同社の生産体制は本社工場が 7 拠点、連結子会社 7 社 10 拠点の工場を国内で展開している。子会社に関してはスーパーや CVS 向けなどへの日配品となる総菜関連の製造拠点となっているため、地域に密着した生産体制を整えている。特に、24 時間営業の CVS 向けに関しては JIT (Just in Time) 対応が必須であり、工場も一部 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。

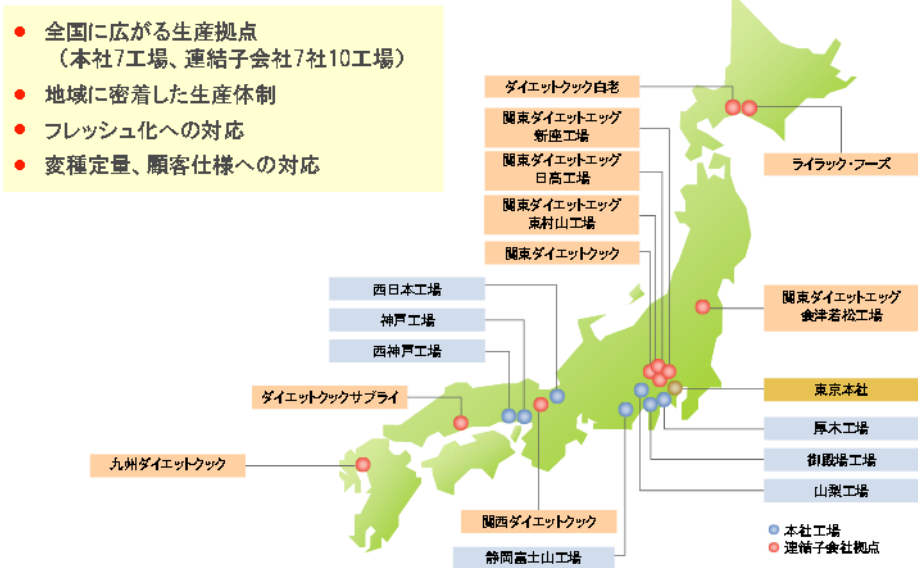


ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

顧客ニーズへの対応のための生産拠点



出所：会社説明会資料

また、海外事業に関しては中国とインドネシアで展開している。中国では当初単独で事業展開していたが、2011 年に台湾の食品メーカーと合併会社を設立し（出資比率 50%）、現在は持分法適用関連会社として運営を行っている。生産拠点としては、東莞にサラダ工場（年産能力約 1,200 トン）、杭州でマヨネーズ・ドレッシング類の工場（年産能力約 25,000 トン）を有しており、現地ローカル企業や日系外食企業向けに販売している。

一方、インドネシアでは 2012 年に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・ドレッシング・ソース類の製造販売を開始している（年産能力約 4,000 トン）。

中国、インドネシアともに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含まれている。

関連会社

連結子会社	出資比率 (%)	主要事業
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	100.0	総菜関連の製造販売
関東ダイエットクック	100.0	総菜関連の製造販売
関東ダイエットエッグ	100.0	総菜関連の製造販売
関西ダイエットクック	100.0	総菜関連の製造販売
ダイエットクックサプライ	100.0	総菜関連の製造販売
九州ダイエットクック	100.0	総菜関連の製造販売
ハローデリカ	100.0	総菜関連の販売
サラダカフェ	100.0	サラダ専門店の運営
持分適用会社	出資比率 (%)	主要事業
頂可（香港）控股股份有限公司	50.0	マヨネーズ、ドレッシング類、サラダの販売
東莞頂可食品有限公司	50.0	サラダの製造販売
杭州頂可食品有限公司	50.0	マヨネーズ、ドレッシング類の製造販売
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

※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

2014 年 7 月 10 日（木）

業績動向

サラダや総菜の需要が高まり市場環境は良好

(1) 市場環境

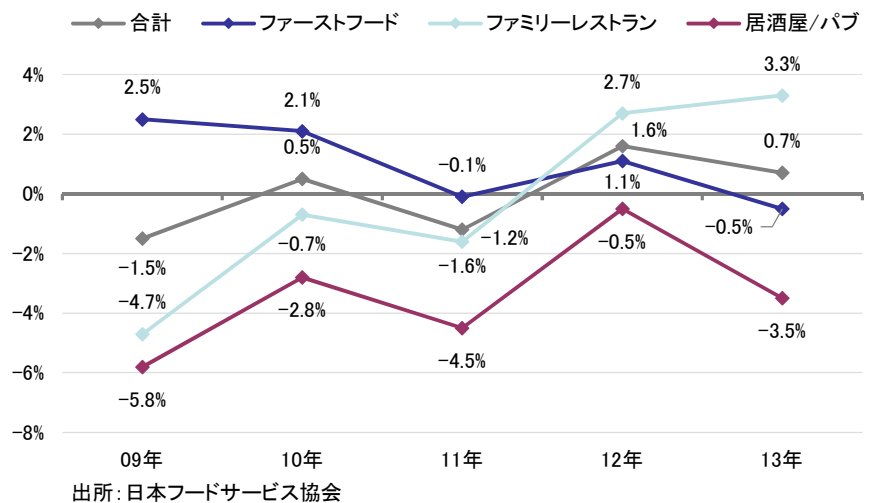
2014 年 3 月期の同社を取り巻く市場環境を、主要業態別にまとめると以下の通りとなる。

○外食産業

外食産業の 2013 年の売上げ成長率は、前年比 0.7% 増と 2 年連続でプラス成長となり、緩やかながら回復基調が続いている。内訳をみると、従来まで牽引してきたファーストフードが同 0.5% 減とマイナスに転じたほか、居酒屋 / パブも同 3.5% 減と低迷が続く状況の中で、ファミリーレストランが同 3.3% 増と 2 年連続でプラス成長となり気を吐く格好となった。

アベノミクス効果や円安の進展による企業業績の回復もあって、消費者の食に対する低価格指向がピークを過ぎ、ファミリーレストランなどでは客単価の上昇が続いていることも特徴だ。ヘルシー志向の高まりを受け、サラダなどの需要も拡大している。

外食業態別売上高の成長率(暦年)

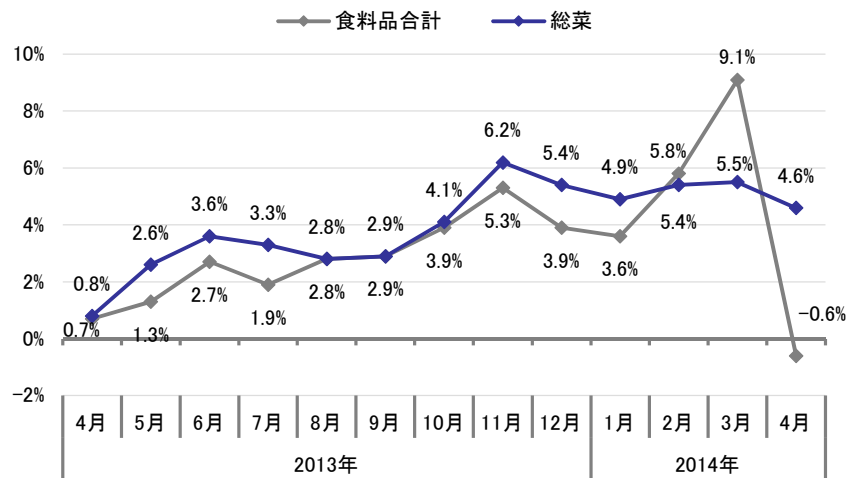


○スーパーマーケット

スーパーマーケット業界における 2013 年度の食料品売上高は、野菜価格の上昇があったものの、景気回復に支えられて堅調に推移した。なかでも、総菜については単身世帯数の増加や女性の社会進出という生活スタイルの変化もあり、前年度比で約 4% 増と堅調に推移した。なお、4 月には駆け込み需要の反動減で食料品全体がマイナスに転じたが、総菜に関しては同 4.6% 増と堅調を持続している。

2014 年 7 月 10 日（木）

スーパーマーケット月次売上高の増加率

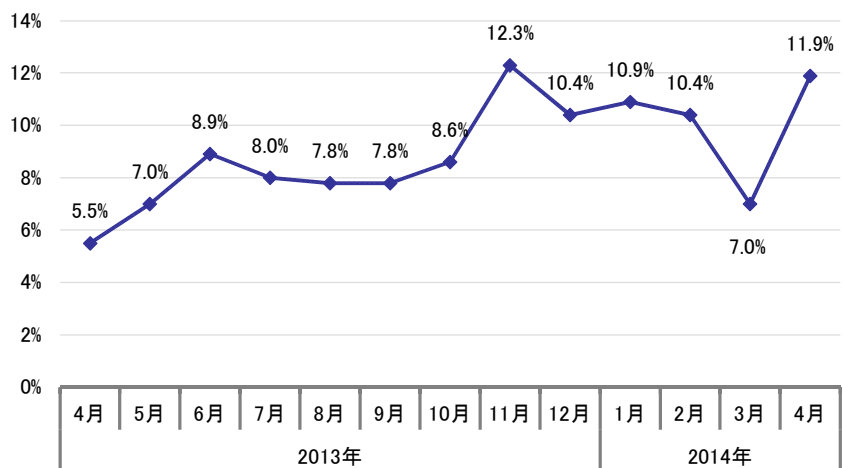


出所：新日本スーパーマーケット協会、2014年4月は速報値

○コンビニエンスストア（CVS）

CVS 業界では、生鮮食品や一人用の小サイズの総菜販売、宅配サービスの市場が拡大した。店舗で抽出したコーヒーや味にこだわったチキンなど、独自商品を投入する動きも活発化し、各社共通の売上拡大戦略となっている。こうした動きの中で、2013 年度の日配食品売上高は期を通じて好調に推移し、前年度比で約 9% 増となった。

CVS日配食品売上高の増加率



出所：日本フランチャイズチェーン協会

2014 年 7 月 10 日（木）

原材料価格の上昇で 2014 年 3 月期は増収減益に

(2) 2014 年 3 月期連結業績概要

2014 年 3 月期の連結業績は、売上高が前期比 5.1% 増と 3 期連続増収で過去最高を更新したものの、利益面では営業利益が同 12.6% 減の 2,428 百万円、経常利益が同 12.3% 減の 2,258 百万円、当期純利益が同 10.2% 減の 1,265 百万円といずれも 2 期ぶりの減益となった。また、期初計画対比でも売上高は上振れした一方で、利益は下回る格好となった。

2014 年 3 月期業績の概要

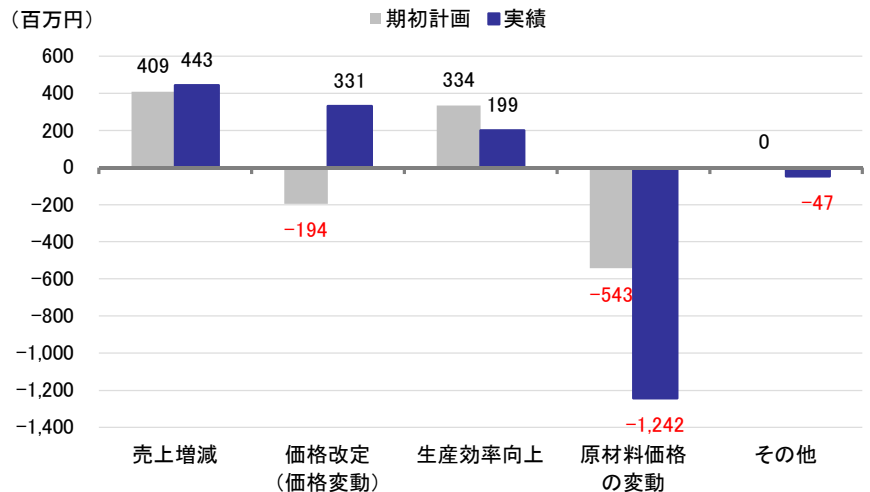
(単位：百万円)

	13/3 期		14/3 期				
	実績	対売上比	期初計画	実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	54,533	-	55,500	57,301	-	5.1%	3.2%
売上原価	39,628	72.7%	-	42,530	74.2%	7.3%	-
販管費	12,126	22.2%	-	12,342	21.5%	1.8%	-
営業利益	2,778	5.1%	2,720	2,428	4.2%	-12.6%	-10.7%
(持分法投資損益)	-216	-0.4%	-	-229	-0.4%	-	-
経常利益	2,574	4.7%	2,580	2,258	3.9%	-12.3%	-12.5%
特別損益	-186	-	-	-44	-	-	-
当期純利益	1,409	2.6%	1,420	1,265	2.2%	-10.2%	-10.9%

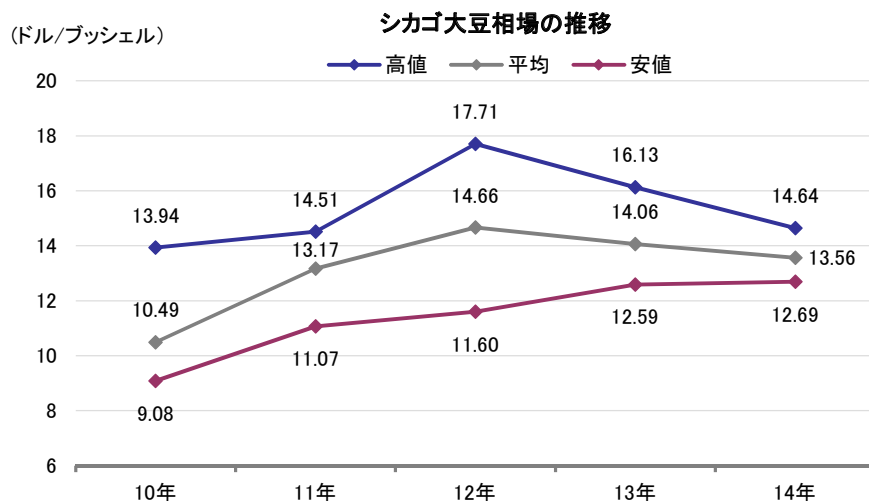
利益が落ち込んだ理由は明確で、原材料となる鶏卵、食用油などの仕入価格上昇によるものだ。2014 年 3 月期は原材料価格の影響だけで、1,242 百万円もの減益要因となっている。期初計画段階でも 543 百万円の減益要因を織り込んでいたが、期中において穀物・鶏卵相場が上昇したことにより影響額がさらに拡大した格好だ。

同社では下期以降に価格改定を実施したものの、価格改定によるプラスの影響額は 331 百万円にとどまり、増収効果(+443 百万円)や生産効率の向上による増益要因(+199 百万円)を加えても、原材料コストの上昇分をカバーしきれなかったことになる。

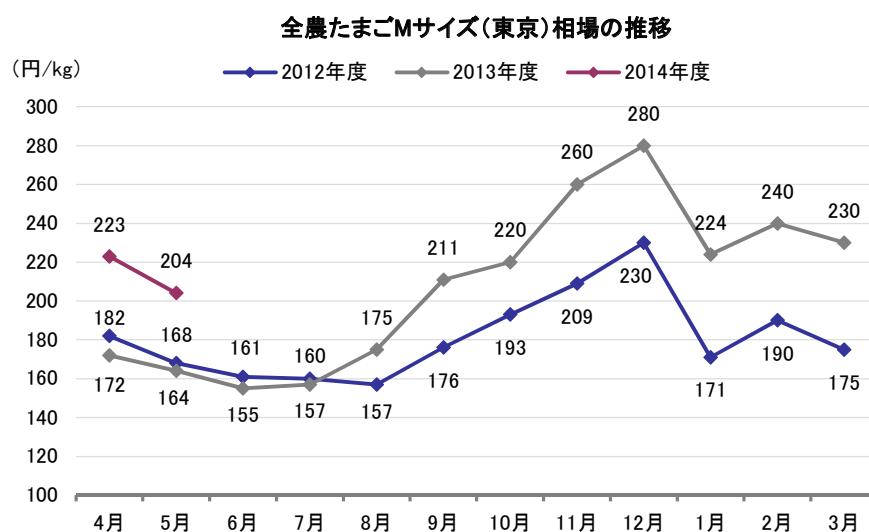
経常利益の増減要因(連結)



なお、食用油の価格に影響を与える大豆相場に関してはグラフにみられるように、2013 年は前年比で下落に転じているが、同社の仕入れ価格とは半年から 1 年くらいのタイムラグがあり、2014 年 3 月期の仕入れコストには 2012 年の大豆相場が高騰した当時の影響が一部反映されていることには留意しておく必要がある。また、前期は円安の影響もコスト上昇の一因となっている。



注: 14年は1-3月のデータ



主力商品の量販店採用拡大で総菜関連が好調

(3) 事業セグメント別動向

○調味料・加工食品事業

主力の調味料・加工食品事業は売上高が前期比 3.6% 増の 47,541 百万円、セグメント利益が同 15.8% 減の 2,106 百万円となった。減益要因は前述したように原材料コストの上昇によるものである。

商材別の売上動向をみると、サラダ・総菜類は前期比 1.3% 減（販売重量は横ばい）の 15,866 百万円と若干減収となった。パンプキンサラダが CVS のお弁当用として新規採用されたほか、和総菜ではお弁当用のきんぴら商品が好調に推移したものの、居酒屋向けを中心とした外食向けの売上低迷が影響した。



ケンコーマヨネーズ

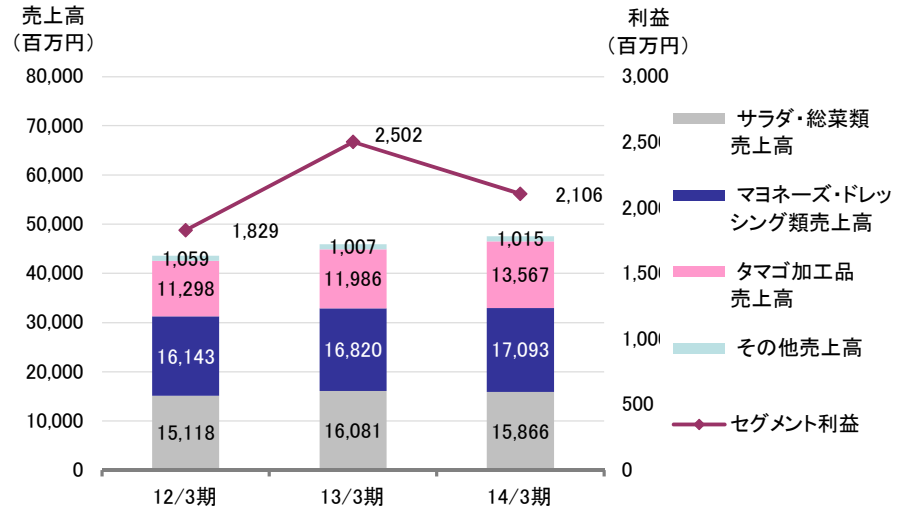
2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

マヨネーズ・ドレッシング類は前期比 1.6% 増（販売重量は 0.6% 減）の 17,093 百万円となった。マヨネーズはサンドウィッチ用や焼き込みパン用としての用途で数量が増加し、ドレッシングは1リットル形態の低カロリーノンオイルドレッシングや、小型形態のドレッシングなどが外食向けを中心に新規採用され、売上高を伸ばした。また、「世界のソース」シリーズも商品アイテム数を拡大し、増収に寄与した。一方で、ファーストフード業界向けに関しては業界全体の売上低迷が響き、伸び悩んだ格好となった。

タマゴ加工品は前期比 13.2% 増（販売重量は 13.3% 増）の 13,567 百万円と好調に推移した。サンドウィッチ用や焼き込みパン用タマゴサラダ、お弁当用の厚焼きタマゴ、おでん用ゆで卵など様々な加工形態の商品が CVS 向けを中心に拡大した。

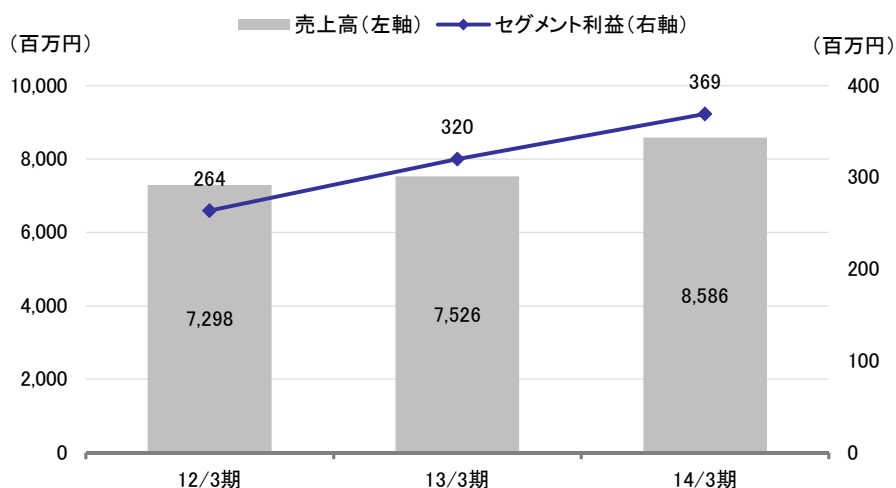
調味料・加工食品事業の業績



○総菜関連事業等

総菜関連事業等の売上高は前期比 14.1% 増の 8,586 百万円、セグメント利益は同 15.0% 増の 369 百万円と順調に収益を拡大した。量販店（スーパーマーケット）向けにポテトサラダやパスタサラダなど主力商品の新規採用が相次いだことが好調の主因となった。また、原材料価格の高騰はあったものの、増収効果や歩留まり改善効果、経費削減などで吸収し、利益率も 4.3% と前期並みを維持した。総菜の市場は前述した通り、量販店が前年度比 4% 程度の伸びだったこと、CVS でも日配品全体で 9% 程度の伸びだったことを考えると、業界平均を上回る成長を遂げたことになる。

総菜関連事業等の業績

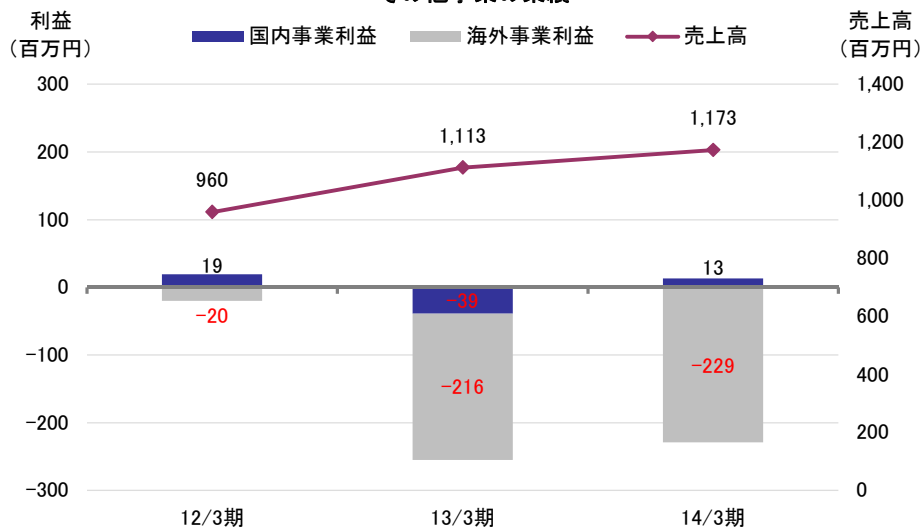


○その他

その他セグメントの売上高は、子会社の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。2014 年 3 月期の売上高は前期比 5.4% 増の 1,173 百万円、セグメント損失は 216 百万円（前期は 255 百万円の損失）となった。このうち、海外事業分を除いたセグメント利益でみれば 13 百万円と 2 期ぶりに黒字に転じている。当期は 16 店舗のうち 2 店舗をリニューアルし、売上拡大を進めると共に経費の圧縮を図れたことが黒字につながった。なお、店舗事業に関しては、最終消費者のニーズを把握し、自社の商品開発に活かしていくという位置づけにもなっている。

一方、海外事業の投資損益は中国事業の赤字が続いていることに加えて、昨年秋よりインドネシアの工場が本稼働したことで、インドネシア事業の赤字分が加わった格好となっている。このうち、中国事業に関しては売上高が 2013 年 3 月期の 267 百万円から 2014 年 3 月期は 1,147 百万円と急速に拡大した。ローカル企業向けに加えて日系外食企業向けなど顧客数が拡大してきたことが要因となっている。

その他事業の業績



2014 年 7 月 10 日（木）

2015 年 3 月期は全ての事業で増収の見通し

(4) 2015 年 3 月期見通し

2015 年 3 月期の業績は、売上高が前期比 4.7% 増の 60,000 百万円、営業利益が同 19.0% 増の 2,890 百万円、経常利益が同 19.5% 増の 2,700 百万円、当期純利益が同 25.6% 増の 1,590 百万円を見込んでいる。

事業別売上高では、全ての事業で増収を見込んでいる。なかでも前期に唯一減収だったサラダ・総菜類は業態別に細分化した販売・開発戦略を一段と強化し、主力の FDF（ファッションデリカフーズ®）の業務用への拡販を強化していくほか、小型 FDF として一般家庭用に 2013 年 9 月から販売を開始した「サラダのプロがつくった」サラダシリーズの販路拡大を進めていく。同シリーズの売上目標としては、2015 年度に年間 650 百万円を目指している。

また、前期 2 ケタ成長と好調だったタマゴ加工品については、3.5% 増を見込んでいる。前期は CVS 向けに想定以上に売上が伸びたこともあり、やや保守的な売上計画となっている。ただ、今 4 月に静岡富士山工場が新たに稼働しており、受注状況も好調が持続していることから、売上高の上乗せ余地は十分あると言える。

マヨネーズ・ドレッシング類はノンオイルドレッシングや小型形態ドレッシングの需要が引き続き拡大する見通しで、価格改定の効果もあって前期比 2.1% 増収となる見通し。また、子会社で展開する総菜関連事業等の売上高は量販店における採用が拡大し、今期も 8.3% 増と高成長が見込まれる。

セグメント別売上高

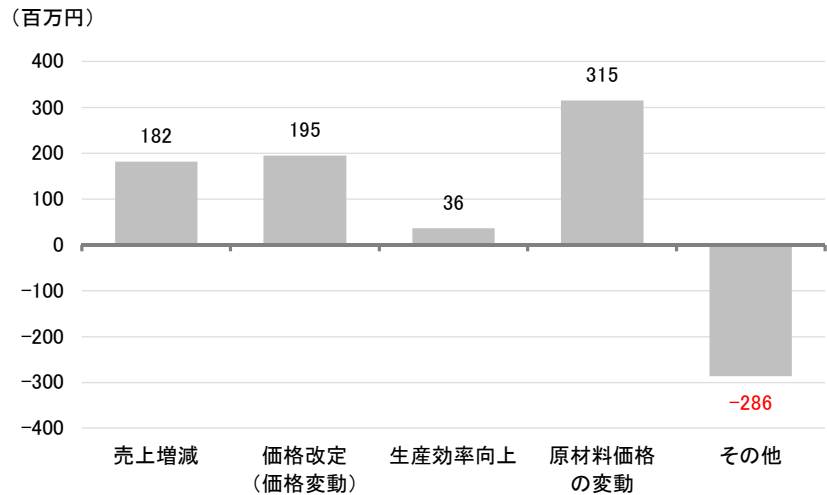
（単位：百万円）

	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期予	増加率
調味料・加工食品事業	43,618	45,894	47,541	49,501	4.1%
サラダ・総菜類	15,118	16,081	15,866	16,877	6.4%
マヨネーズ・ドレッシング類	16,143	16,820	17,093	17,448	2.1%
タマゴ加工品	11,298	11,986	13,567	14,048	3.5%
その他	1,059	1,007	1,015	1,128	11.1%
総菜関連事業等	7,298	7,526	8,586	9,298	8.3%
その他	960	1,113	1,173	1,200	2.3%
合計	51,878	54,533	57,301	60,000	4.7%

今期の増減益要因をみると、原材料価格変動による影響で 315 百万円の増益要因に、ついで価格改定により 195 百万円、増収効果で 182 百万円の増益要因を見込んでいる。一方、減益要因としては新工場の稼働に伴う固定費の増加等により 286 百万円を見込んでいいる。売上高の増収分に対して、利益のプラス寄与分が前期よりも小さくなっているが、これは前期に好調だった CVS 向け製品の増収率を鈍化するとみているためである。

2014 年 7 月 10 日（木）

経常利益の増減要因（連結）



また、持分法投資損益として影響する海外事業に関しては、中国事業の売上高を前期比 5 割増の 1,585 百万円と見込み、今期中の単月黒字化を目指している。前期途中から中国合弁会社の社長を同社から派遣し、販売方法も同社が培ってきたスタイルに変えたことで、売上高が伸び始めており、中国国内におけるマヨネーズやサラダ需要の立ち上がりとともに、2016 年 3 月期以降は収益に貢献してくるものと思われる。

一方、インドネシア事業は現在、家庭用マヨネーズの生産、販売を行っているが、ベーカリー向けに液卵の販売も開始し、今後は業務用への展開も予定している。また、インドネシアの製品はハラール認証を取得したこともあり、東南アジア各国や日本への輸出も今期以降、検討していくとしている。2015 年 3 月期の売上高は 400 百万円程度を見込み、年度内の単月黒字化を目指している。持分法投資損益は 2015 年 3 月期も赤字が続くことになるが、順調にいけば 2016 年 3 月期より黒字に転換する見通しだ。

■成長戦略

グローバル展開や事業領域の拡大に注力中

(1) 「中期経営計画Ⅳ（フォース）2012-2014」について

同社は 2015 年 3 月期を最終年度とする「中期経営計画Ⅳ（フォース）2012-2014」を実行中で、「市場演出型企業としての存在感アップ」を目指し、5 つのテーマに取り組んできた。以下に取り組imi状況について簡単に紹介する。

○グローバル企業となる

グローバル企業への脱皮を目指して、同社は中国、インドネシアで合弁会社による事業展開を進めており、国内からの輸出に関しても、ドレッシング、マヨネーズ、冷凍食品など現在 26 の国と地域へ輸出している。輸出売上高実績としては、2013 年 3 月期の 200 百万円から、2015 年 3 月期は 500 百万円を目標としている。

2014 年 7 月 10 日（木）

○事業領域の拡大

事業領域の拡大として、ソース市場への取り組みを強化してきた。外食企業向けを中心に種類を拡大していくことで、サラダメニューの広がりにつながる効果も期待できるためだ。ラインナップ拡充のため開発した「世界のソース」シリーズは、2014 年 3 月時点で 17 品目を商品化、販売重量ベースで前期比 4 割増となる 451 トンと順調に拡大している（売上高は 300 百万円強）。

事業領域の拡大～世界のソース・世界のサラダ～

世界のソースシリーズ



世界のサラダ料理シリーズ



		2012年度	2013年度
世界のソース	品目数	14品	17品
	販売重量	324t	451t
世界のサラダ料理	品目数	8品	10品
	販売重量	69t	174t

Copyright (C) 2014 KENKO Mayonnaise Co., Ltd. All rights reserved.

出所：会社説明会資料

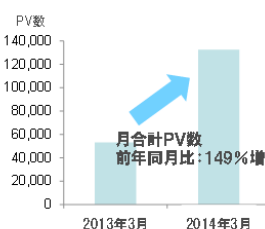
2015 年 3 月期は新製品として粉末タイプのマヨネーズの発売や、ヘルシー志向の高まりに対応した栄養素入りの商品の発売を計画している。また、新規事業としてカット野菜の製造販売を 2013 年 12 月から北海道で特定顧客向けに開始している。

○「サラダ料理」の確立・情報発信、市場演出型企業としての戦略を実践

サラダ文化の確立、並びにサラダ市場の拡大に向けた取り組みとして、フードサービス業界向けにイベント開催による業態別メニュー提案を行っているほか、コーポレートサイトを活用した「サラダ料理レシピ」にも注力している。2014 年 3 月時点で業態別や季節別など合計で約 370 のレシピを Web 上で公開しており、月間の PV 数も約 13 万件（2014 年 3 月）と 1 年前の 5 万件強から 2 倍以上に伸び、同社製品の売上拡大にも寄与している。

Web サイト活用～

フードサービス業向けに業態別や季節・イベントの特集、「サラダ料理」レシピを更新中



出所：会社説明会資料



ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

○サラダカフェブランドの推進・浸透

サラダカフェショップを通じて、消費者ニーズを把握すると同時に、ブランド力の向上を図っている。現在 16 店舗を主要都市部に展開しており、今後も採算性を重視しながら店舗展開を進めていく方針だ。

○人材育成、体制強化

人材育成に関して、今期は階層型研修（全員参加型）、選抜型研修（次期経営者向け及び中堅管理職の育成向け研修）を新たに実施していくほか、セキュリティ講習会や e ラーニングの活用なども継続して行い、引き続き人材育成に係る投資は積極的に行っていく方針だ。

2015 年 3 月期の業績見通しは、同社が 2012 年に発表した中期計画の経営目標値と同じであり、経営数値面でみれば中期計画の達成はほぼ射程圏に入ったと言える。2016 年 3 月期以降の新中期経営計画では、海外事業や新規事業領域への取り組みなど、より一段の成長に向けた具体的戦略が示されるものとして注目される。

タマゴ加工品の主力工場が新たに竣工

（2）静岡富士山工場の概要

前述したように生活環境スタイルの変化や高齢化社会の進展などにより、今まで以上に中食市場の拡大が進むとみられるなかで、お弁当やパン、麺類などの具材に使用されるタマゴ加工品の需要も今後拡大が続くものと予想される。

同社はサンドウィッチ用やパン用のタマゴサラダに関しては、業界シェアで 56% と圧倒的な地位を確立しているが、お弁当用などの具材として用いられる厚焼き卵やだし巻卵など焼成たまごの分野に関してはシェアが 7% と低く、同分野のシェアを拡大していくことが同社の経営課題でもあった。

この焼成たまご分野でのシェア拡大を実現するうえでの一手となるのが、今 3 月に総額 4,500 百万円を費やして竣工した静岡富士山工場だ。同工場では割卵から最終製品までの連続一貫生産ラインを構築しており、高品質な製品づくりを実現しているのが特徴である。一貫生産ラインのため人員も少なく済み、コスト競争力の向上にもつながる。生産品目は厚焼き卵やだし巻卵、錦糸卵、オムシート®、スクランブルエッグなど。一貫生産ラインは 9 ラインとなるが、そのほかにも急な受注に対応するための半自動ラインを 1 ライン備えている。

同社の計画では 3 年後に焼成たまごの生産量で年間 6,000 トンを目標としているが、足元の好調な受注状況からすると、1 年前倒しで目標を達成する可能性がある。新工場には既存工場から移管する部分もあるため、新工場の生産がそのまま売上高に上乗せとなるわけではないが、新規顧客の開拓も含めて売上高の拡大に寄与するのは間違いない。また、既存工場では公害対策処理費用を計上してきたが、新工場ではそうした費用が削減されることも、収益面でプラスとなろう。



ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

シェア拡大やブランド力強化により一段の売上成長へ

(3) 売上高の更なる拡大を目指して

同社では、将来的には売上高の更なる拡大を目指している。売上の成長に関しては、既存事業すべてにおいて市場シェア拡大をすすめていくことを基本戦略としている。海外事業においてもアジア市場の成長を取り込んでいきたい考えだ。

国内の一般消費者向けに関しては、ロングライフサラダで「サラダのプロがつくったサラダ」シリーズを販売するなど、局所的に需要がある部分では展開しているが、基本的には業務用主体でのビジネス展開を目指している。同社のメニュー提案力やきめ細かい営業サポート力などは、外食や量販店、CVS 業界など業務用の市場において、より力が発揮されるためだ。

今後の課題としては、ブランド力の向上が挙げられる。業務用で確固たる地位を確立しているとはいえ、新規顧客の開拓にあたってはブランド力がある程度影響するのは避けられないためだ。同社では東京と大阪で毎年秋に、総合フェアを開催している。4～5 年前からは、業態別にブースをつくって、翌年の食のトレンドとなるようなテーマ性を持たせたメニューの企画・提案を始めたところ好評を博しており、来場者も年々増加傾向にある。こうした地道な取り組みが、ここ 1～2 年の売上成長に寄与しているとも言えよう。

■財務状況と株主還元策

財務体質は今後改善に向かう見通し

(1) 財務状況

2014 年 3 月末の財務状況については、総資産が前期末比 5,687 百万円増加の 39,686 百万円となった。資産での大きな変動要因としては 3 月の静岡富士山工場の竣工に伴って固定資産が大きく増加したことが挙げられる。固定資産は前期末比で 5,995 百万円増加したが、このうち 4,589 百万円は新工場竣工に伴う建設仮勘定の増加によるものである。

なお、2014 年 3 月期の設備投資額は子会社の生産増強投資も含めて合計 6,424 百万円となり、ここ数年来では最も大きい設備投資を実施したことになる。これとほぼ見合う格好で有利子負債が増加したほか、現預金が減少している。純資産に関しては利益剰余金の増加によって 1,009 百万円増加の 15,810 百万円となった。

経営指標をみると、大型設備投資の実施に伴う有利子負債の増加により、自己資本比率が 43.5% から 39.8% へ低下し、D/E レシオが 37.3% から 62.9% へ上昇するなど、一時的に財務体質が悪化する格好となったが、いずれも問題の無い水準にあると言える。なお、2015 年 3 月期の設備投資計画は 780 百万円であり、今後も当面は 1,000 百万円以下の水準が続く見通しであることから、2015 年 3 月期以降は再びこれらの経営指標に関しては改善に向かうものと予想している。



ケンコーマヨネーズ

2915 東証 1 部

2014 年 7 月 10 日（木）

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期	増減額
流動資産	16,203	16,107	18,403	18,095	-307
(現金)	5,557	4,017	5,919	3,884	-2,035
固定資産	14,550	14,297	15,595	21,590	5,995
総資産	30,753	30,404	33,998	39,686	5,687
流動負債	13,281	13,207	14,249	14,860	611
固定負債	4,760	3,705	4,948	9,015	4,067
(有利子負債)	7,531	4,254	5,526	9,943	4,417
負債合計	18,042	16,912	19,197	23,876	4,678
純資産合計	12,711	13,492	14,801	15,810	1,009
【安全性】					
流動比率（流動資産÷流動負債）	122.0%	122.0%	129.2%	121.8%	
自己資本比率（自己資本÷総資産）	41.3%	44.4%	43.5%	39.8%	
D/E レシオ（有利子負債÷株主資本）	59.4%	31.7%	37.3%	62.9%	
【収益性】					
ROA（経常利益÷総資産）	8.9%	6.8%	8.0%	6.1%	
ROE（純利益÷自己資本）	11.2%	7.9%	10.0%	8.0%	
売上高営業利益率	5.5%	4.1%	5.1%	4.2%	
【効率性】					
総資産回転数（売上高÷総資産）	167.3%	169.7%	169.4%	155.5%	

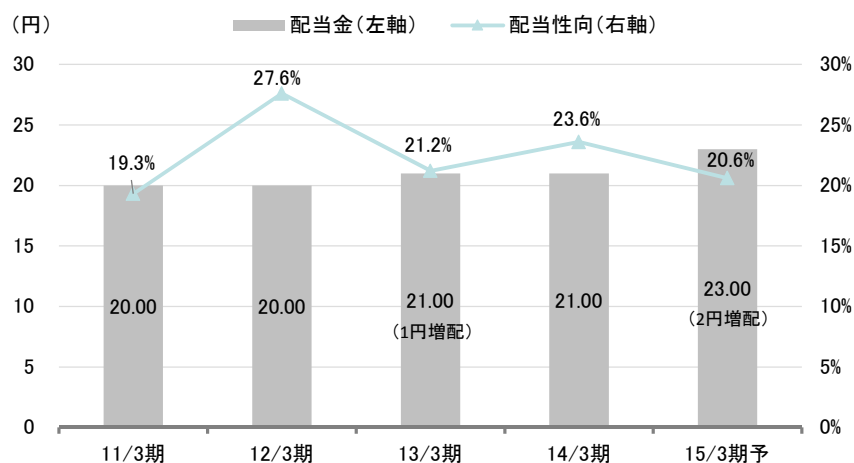
業績成長を背景に増配の余地残る

(2) 株主還元策

同社の株主還元策は配当と株主優待制度を導入している。配当政策としては、連結ベースでの配当性向 20% を目安として、配当の継続性に配慮しつつ、収益の拡大に合わせて安定配当水準を高めて行く方針としている。2015 年 3 月期は業績の回復も見込まれることもあって、前期比 2 円増配の 23 円を予定しており配当性向では 20.6% の水準となる。このため業績が 2016 年 3 月期以降も成長していくようであれば、配当も増配していく可能性が高い。

株主優待としては 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 ～ 1,000 株未満の株主には 1,000 円相当の製品を、1,000 株以上の株主には 2,500 円相当の製品をそれぞれ贈呈している。株主優待制度も含めた単元当たりの投資利回りは 7 月 10 日時点の株価（1,009 円）で換算すると 2.5% の水準となる。

1 株当たり配当金と配当性向



損益計算書

（単位：百万円、％）

	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期予
売上高					
（対前期比）	-0.9	2.5	5.1	5.1	4.7
売上原価	36,536	38,253	39,628	42,530	-
（対売上比）	72.2	73.7	72.7	74.2	-
販管費	11,319	11,480	12,126	12,342	-
（対売上比）	22.4	22.1	22.2	21.5	-
営業利益	2,773	2,144	2,778	2,428	2,890
（対前期比）	-6.0	-22.7	29.6	-12.6	19.0
（対売上比）	5.5	4.1	5.1	4.2	4.8
営業外収益	87	80	100	148	-
営業外費用	180	151	303	318	-
（持分投資損益）	-4	-20	-216	-229	-
経常利益	2,681	2,073	2,574	2,258	2,700
（対前期比）	-6.0	-22.7	24.1	-12.3	19.5
（対売上比）	5.3	4.0	4.7	3.9	4.5
特別利益	31	-	2	1	-
特別損失	269	83	188	45	-
税引前利益	2,443	1,990	2,388	2,215	-
（対前期比）	-8.9	-18.5	20.0	-7.3	-
（対売上比）	4.8	3.8	4.4	3.9	-
法人税等	1,124	960	979	949	-
（実効税率）	46.0	48.2	41.0	42.8	-
当期純利益	1,319	1,029	1,409	1,265	1,590
（対前期比）	-8.8	-22.0	36.8	-10.2	25.6
（対売上比）	2.6	2.0	2.6	2.2	2.7
【主要指標】					
発行済株式数（千株）	14,211	14,211	14,211	14,211	14,211
1 株当たり純利益（円）	103.47	72.46	99.16	89.08	111.89
1 株当たり配当（円）	20.00	20.00	21.00	21.00	23.00
1 株当たり純資産（円）	894.47	949.44	1,041.54	1,112.55	-
配当性向（％）	19.3	27.6	21.2	23.6	20.6

ディスクレーマー（免責条項）

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・表示したのですが、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・加工することは強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・譲渡することは強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