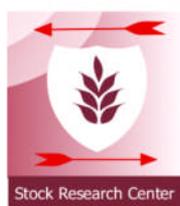


ホリスティック企業レポート マルゼン

5982 東証二部

アップデート・レポート
2014年4月25日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20140422

マルゼン (5982 東証二部)

発行日:2014/4/25

加熱調理機器が主力の業務用厨房機器メーカー 15年2月期も4期連続の最高益更新を予想する

> 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も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。

◆ 14年2月期決算

- ・14/2期決算は、前期比4.2%増収、5.4%営業増益、4.9%経常増益で、売上高、利益共に3期連続で過去最高値を更新した。同社の期初計画に対する達成率は、売上高105.5%、営業利益115.9%であった。
- ・主力の業務用厨房部門は、集団給食分野の大型受注や外食チェーンの出店需要の獲得等により、前期比6.0%増収を達成した。販売要員増等で増収効果が相殺され、セグメント利益は同6.9%増に止まった。

◆ 15年2月期予想

- ・15/2期業績について同社は、過去数期の決算公表時と同様に、前期比減収減益と予想している。明確な減収要因はないが、消費税率引き上げの影響を考慮した保守的な予想と同社は説明している。
- ・証券リサーチセンターでは、増収増益を予想するが、売上高営業利益率の想定は前回予想より引き下げた。大型受注の増加で自社製品比率の上昇ペースが停滞していること、原材料価格上昇懸念等のためである。

◆ 投資に際しての留意点

- ・PER、PBR、配当利回り等のバリュエーションは割高とは思われないが、成長イメージが乏しいことが難点である。併営するベーカリー部門を含めた海外展開や、加熱調理機器以外への製造品目の拡充による自社製品比率向上策等の成長戦略の明示が期待される。

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】

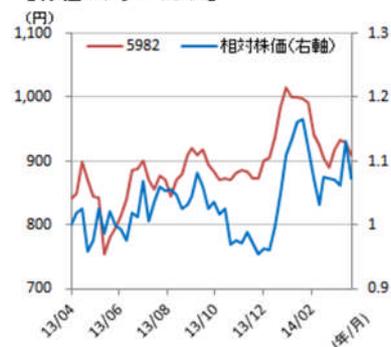
	2014/4/18
株価(円)	910
発行済株式数(千株)	19,780
時価総額(百万円)	17,999

	前期実績	今期予想	末期予想
PER(倍)	7.2	7.1	6.5
PBR(倍)	0.7	0.7	0.6
配当利回り(%)	2.2	2.2	2.4

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.9	1.9	14.0
対TOPIX(%)	-1.2	10.3	-2.0

【株価パフォーマンス】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/4/26

【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	4,000	3.1	4,300	3.1	2,400	2.1	128.5	1,379.5	20.0
2016/2 E	46,000	4.5	4,300	7.5	4,600	7.0	2,600	8.3	139.2	1,496.8	22.0
2017/2 E	48,000	4.3	4,600	7.0	4,900	6.5	2,800	7.7	150.0	1,622.7	24.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

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、他社商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4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。また同社はビル賃貸業を併営し、連結子会社では食品メーカー向けのベーカリー機器を製造販売をしている。

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^{注1}、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)。

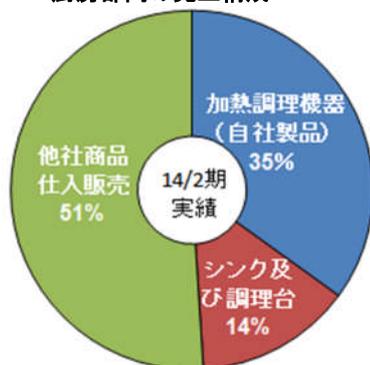
販売先は、外食チェーンやスーパーマーケットやコンビニエンスストア^{注2}、集団給食用設備を必要とする福祉施設や病院、学校、旅館等及び一般飲食店である(図表2)。

同社単体では、47都道府県に少なくとも1カ所、全国に88の営業拠点がある^{注3}。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。

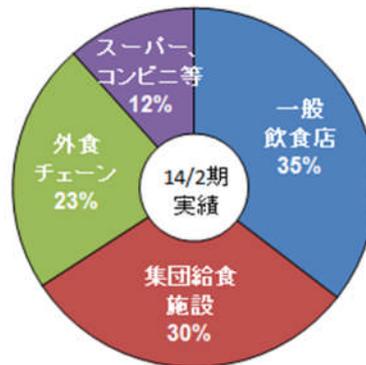
ベーカリー部門(ベーカリー機器製造販売業:同順で5.5%、2.0%)は、03年に事業譲受により開始した事業で、主に大手食品メーカーの製パンないし製菓工場に向けた大型機械を製造し販売している。

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

> 競争力の源泉

◆ 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手掛ける中西製作所(5941 東証二部)、フジマック(5965 東証二部)との収益性等の比較を図表3に示した(同社については13/2期の数値を採用)。同業者に比べ、同社の売上高営業利益率は高水準である。

図表3 同業者との収益性等の比較 (単位:百万円)

	マルゼン 13/2期	中西製作所 13/3期	フジマック 13/3期
売上高	40,478	21,198	32,713
(前期比)	9.2%	15.6%	6.2%
営業利益	3,680	1,455	1,774
(前期比)	22.2%	96.2%	19.1%
売上高営業利益率	9.1%	6.9%	5.4%
自己資本当期純利益率	10.2%	10.0%	12.4%
自己資本比率	57.9%	55.7%	39.7%
フリーキャッシュフロー	3,190	-824	153
現金及び現金同等物残高	10,056	1,744	6,579

(出所) 各社決算短信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。

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。

1) 多品種少量生産や顧客の納期短縮要請に対して同社は、規格品量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、生産子会社をプロフィットセンターとして重視している。

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。

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。

環境対応、社会貢献にも配慮した経営を行っている。

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88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、顧客基盤に拡充に努めている。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

> 業績動向

期初予想に反し連続最高益を達成。他社商品含む厨房一式の受注が増加。

集団給食施設、外食チェーン、一般飲食店への販売が好調に推移。

ている。アルバイト、パートでも均質な料理が可能という製品開発は、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る。

◆ 14年2月期決算

14/2期決算は、前期比4.2%増収、5.4%営業増益、4.9%経常増益となり、営業利益、経常利益共に3期連続で最高益を更新した。同社の期初予想に対する達成率は、売上高105.5%、経常利益114.9%であった(図表4)。なお、当センターでは前回予想(13年12月公表)において前期比2.5%増収、1.8%経常増益を見込んでいたが、実績はこれを僅かに上回った。

セグメント別の売上内訳は図表5の通りで、学校給食センター向けの大型受注及び外食チェーンの出店時の需要の着実な受注等に成功した厨房部門は前期比6.0%増収と堅調であったが、ベーカリー部門は前期に国内外で獲得した大型受注の反動で同18.9%減収となった。ビル賃貸部門は同3.2%増収となった。

厨房部門では、熱機器から部品他(保守サービス)までの自社製品が前期比3.2%増にとどまり、仕入販売の冷機器(同6.3%)、調理サービス機器(同10.5%)の伸びを下回った。これは集団給食施設やセントラルキッチン等の厨房設備一式を請け負う大型受注が増加したことが要因である。

主力事業の厨房部門の自社製品比率低下(前期比1.3%ポイント低下)は採算悪化要因となるが、増収効果や生産合理化努力などで吸収し、同部門のセグメント利益は同6.9%増と増収率を上回った。全社の売上高営業利益率も前期比0.1%ポイント改善し、増収率を上回る営業増益率となった。

なお、厨房部門の販売先別売上動向は、一般飲食店が前期比6%増の138億円、集団給食施設が同7%増の118億円、外食チェーンが同7%増の88億円、スーパー、コンビニ等が同2%増の45億円であった。14/2期は、これまで重点分野に指定していなかった一般飲食店向けが、イ)直販部隊による下取りをベースにした買い替えキャンペーン、

図表4 14/2期決算の概要

(単位:百万円)

	13/2			14/2			同社		当センター	
	実績	実績	前期比	期初予想	達成率	12月予想	乖離率	12月予想	乖離率	
売上高	40,478	42,185	4.2%	40,000	105.5%	41,500	101.7%			
営業利益	3,680	3,878	5.4%	3,345	115.9%	3,750	103.4%			
(利益率)	9.1%	9.2%	0.1%	8.4%	—	9.0%	0.2%			
経常利益	3,978	4,171	4.9%	3,630	114.9%	4,050	103.0%			
(利益率)	9.8%	9.9%	0.1%	9.1%	—	9.8%	0.1%			
当期純利益	2,101	2,350	11.9%	2,036	115.4%	2,200	106.8%			
(利益率)	5.2%	5.6%	0.4%	5.1%	—	5.3%	0.3%			
1株当配当金	18.0	20.0	2円増	18.0	111.1%	18.0	111.1%			
(配当性向)	16.0%	15.9%	-0.1%	16.5%	—	15.3%	0.6%			

(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

図表5 セグメント別売上内訳(単位:百万円)

	13/2期	14/2期	前期比
厨房部門	37,033	39,264	6.0%
うち熱機器	10,128	10,431	3.0%
うち作業機器 規格品	2,115	2,117	0.1%
うち同特注品	3,400	3,499	2.9%
うち部品他	3,172	3,377	6.5%
うち冷機器	6,971	7,410	6.3%
うち調理サービス機器	11,246	12,428	10.5%
ベーカリー部門	2,873	2,331	-18.9%
うちベーカリー機器	2,609	2,114	-19.0%
うちベーカリー関連機器	263	217	-17.5%
ビル賃貸部門	571	589	3.2%
売上高合計	40,478	42,185	4.2%
再 厨房部門のうち自社製品	18,815	19,424	3.2%
掲 自社製品比率	50.8%	49.5%	-1.3%

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。

会社予想は減収減益で、
慎重な予想と自認。地道
な販促活動を展開する。

ロ) ルート販売店向けに同社製品取扱高拡大を狙ったプレゼントキャンペーン等を実施したことにより、大幅な増収となった。

◆ マルゼンの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)としており、過去の数期と同様、減収減益の期初予想となった。

消費税率の引き上げや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や、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慎重に予算を策定したと説明しているが、同社はやや保守的な予想と自認している。

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。地味ながら必要不可欠な営業活動である。15/2 期は会場スペースを従来の 50 坪から 70 坪に拡大し、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る意向である。14 年 4 月～7 月に行っているキャンペーンは、主要 5 品目について廃棄処分費用を無料としたうえで直販チラシ掲載価格から 10%値引きする下取りセールである。今回は下取りセールに加えてリピーター特典(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)、注力製品購入者や紹介客が製品を購入した場合のジェフグルメカード^{注 4}プレゼント、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。

14/2 期の主な新製品は、東京ガス(9531 東証一部)と共同開発した福祉施設及び飲食店向け「スマートコンロ」、福祉老健施設向け「コンパクトコンベア洗浄機」、一般飲食店、喫茶店等向け「IH コンロ・

(注 4) 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。

業務用厨房機器市場の急減はなく、シェア拡大で増収基調維持を予想。

コンパクトタイプ」、ベーカリー店向けフランスパン専用オープン、洋菓子店向け洋菓子専用オープン等である。

◆ 証券リサーチセンターの15年2月期予想

当センターでは、同社の15/2期業績について、売上高440億円(前期比4.3%増)、営業利益40億円(同3.1%増)、経常利益43億円(同3.1%増)とし、小幅ながら前期比増収増益を予想する(図表6)。なお、当センターの前回予想との比較では、14/2期実績を踏まえて売上高を僅かに増額修正したが営業利益は据え置いた。

同社予想との相違点は、同社の販売見通しが保守的過ぎることに尽きる。消費税率引き上げが駆け込みなど消費者の行動に多少の影響を与えたとしても、外食産業が一斉に投資を手控えるほど景況が悪化するとは考えにくい。また学校や病院、福祉施設等の給食施設については景気変動に影響されず、一定規模の需要があると考えられる。

当センターでは、品揃えの拡充や顧客との共同開発、資金力を背景にした販促キャンペーンの実施により、同社のシェアは低下するよりも

図表6 マルゼンの業績見通し

(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 新E
売上高	37,065	40,478	42,185	43,500	44,000	45,000	46,000	48,000
(前年同期比増減率)	3.0%	9.2%	4.2%	4.8%	4.3%	3.4%	4.5%	4.3%
セグメント別内訳								
厨房部門	34,285	37,033	39,264	40,400	41,000	41,700	42,800	44,600
(前期比増減率)	4.6%	8.0%	6.0%	4.7%	4.4%	3.2%	4.4%	4.2%
うち 自社製品	17,408	18,815	19,424	20,600	20,300	21,500	21,200	22,100
(前期比増減率)	28.5%	8.1%	3.2%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	3.2%
(自社製品比率)	50.8%	50.8%	49.5%	51.0%	49.5%	51.6%	49.5%	49.6%
ベーカリー部門	2,209	2,873	2,331	2,500	2,400	2,700	2,600	2,800
(前期比増減率)	-16.0%	30.0%	-18.5%	7.3%	3.0%	8.0%	8.3%	7.7%
ビル賃貸部門	571	571	589	600	600	600	600	600
(前期比増減率)	0.2%	0.1%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
売上総利益	11,503	12,647	13,221	13,500	13,700	14,100	14,300	15,000
(前期比増減率)	6.4%	9.9%	4.5%	2.1%	3.6%	4.4%	4.4%	4.9%
(対売上高比)	31.0%	31.2%	31.3%	31.0%	31.1%	31.3%	31.1%	31.3%
販売費・一般管理費	8,491	8,967	9,342	9,500	9,700	9,800	10,000	10,300
(前期比増減率)	1.9%	5.6%	4.2%	1.7%	3.8%	3.2%	3.1%	3.0%
(対売上高比)	22.9%	22.2%	22.1%	21.8%	22.0%	21.8%	21.7%	21.5%
営業利益	3,011	3,680	3,878	4,000	4,000	4,300	4,300	4,700
(前期比増減率)	21.5%	22.2%	5.4%	5.3%	3.1%	7.5%	7.5%	9.3%
(対売上高比)	8.1%	9.1%	9.2%	9.2%	9.1%	9.6%	9.3%	9.8%
セグメント別内訳								
厨房部門	3,212	3,907	4,176	4,300	4,320	4,600	4,600	5,000
ベーカリー部門	68	87	47	50	50	100	100	150
ビル賃貸部門	339	354	380	400	380	400	400	400
全社費用・消去	-609	-669	-726	-750	-750	-800	-800	-850
経常利益	3,268	3,978	4,171	4,300	4,300	4,600	4,600	5,000
(前期比増減率)	20.1%	21.7%	4.9%	4.9%	3.1%	7.0%	7.0%	8.7%
当期純利益	1,695	2,101	2,350	2,350	2,400	2,500	2,600	2,900
(前期比増減率)	18.5%	23.9%	11.9%	4.4%	2.1%	6.4%	8.3%	11.5%
(対売上高比)	4.6%	5.2%	5.6%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%

(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

アップデート・レポート

7/11

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ない。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。

原材料価格上昇、人件費増加、商品販売比率高止まりが利益率低下要因。

上昇する可能性が高いと考えている。従って環境が激変(厨房機器需要が急減)しなければ、同社の厨房部門売上高は拡大基調を維持するものと考えた(15年の市場規模はほぼ横ばいを想定した)。

利益面については、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が、増収効果で吸収して営業増益を達成することは可能と考えた。ただし、自社製品比率の上昇ペースが足踏みしているため、前回予想と異なり増収率を下回る営業増益率を見込んでいる。

◆ 16年2月期以降の業績見通し

同社は、売上高の目標 500 億円、推定約 4,000 億円の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。

顧客の囲い込み、給食用大型機器開発により増益基調継続は可能と判断。

当センターの業績予想モデルは前頁図表 6 に示した通りで、16/2 期、17/2 期も増収増益基調を維持すると見込んでいる。現在進めている販促キャンペーンによる一般飲食店の囲い込みや、集団給食施設向け大型機器の開発推進による自社製品比率の維持ないし向上が進めば、利益成長は持続可能と当センターでは考えている。

なお、16/2 期については前回予想(13年12月)に比べ、イ)売上高は、仕入商品販売が大きく伸長した 14/2 期実績を踏まえ、増額修正したが、ロ)営業利益は低採算の仕入品販売を増額したこと、円安に起因する原材料価格の上昇等を想定し、前回予想値を据え置き、売上高営業利益率は引き下げる方向に修正した。

> 投資に際しての留意点

◆ 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方針として、適時 EPS の水準切り上げに見合った配当金の引き上げを実施する意向を示している。14/2 期も期初には年 18 円配当(予想配当性向 16.5%)を計画していたが、前期比減益予想が一転して増益となったため、年 20 円配(配当性向は 15.9%)に増配している。配当性向の公約はないが、EPS の 2 割弱相当の配当維持に留意しているようである。

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。

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 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。

◆ 決算発表と株価の推移

同社の業績は 3 期連続最高益と好調に推移しているが、この 3 期間いづれも期初の同社業績見通しは前期比減収減益であった。説明を受ければ同社の業績予想が極めて保守的であると判明するが、決算短信を

見る限り幾ら実績が良好でも減益予想の記載は株価には悪材料となる。決算説明会を経て不安が解消され、株価が反転する短期変動がここ数年繰り返されていることに留意しておきたい。

◆ 具体的な中期成長戦略の開示が待たれる

同社は13年9月に、海外2番目となる子会社をタイに設立し、アジアに進出する日系外食企業等のフォローを行う海外戦略を示している。ただし、東南アジアの一般飲食店に販売するには同社製品は高額で、日本からの製品輸出による市場開拓は現実的ではない。また、フジサワ・マルゼンのように、M&Aで製造品目、事業領域の拡大を図ることも検討しているが、良好な案件にまだ巡りあっていないようである。

海外市場開拓、M&Aによる領域拡大等の成長戦略を具体的に示して欲しい。

同社の今期予想基準 PER7.1 倍、前期実績基準 PBR0.7 倍、配当利回り 2.2%等のバリュエーションは割高とは思われないが、成長イメージが乏しいことが難点と考えられる。

決算期のずれが大きいため、単純な株価バリュエーションの比較は困難であるが、冷機器を主体とする厨房機器メーカーのホシザキ電機(6465 東証一部、決算月は12月、業種は電気機器)と同社の PER、PBR の水準は大きく異なる。この差異には、事業規模、海外売上比率(同社は非開示、ホシザキ電機は13/12期 28%)及び利益成長力に対する投資家の見方が反映されていると考えられる。

但し、自己資本当期純利益率、売上高営業利益率については同社も遜色ない実績を挙げている(図表7)。同社から海外戦略を含めた具体的な中期成長戦略の開示があれば、同社の株価バリュエーションは水準訂正される可能性があるかと当センターでは考えている。

図表 7 ホシザキ電機との株価指標及び業績比較

	マルゼン 14/2期	ホシザキ電機 13/12期
株価(円)	910	4,240
今期予想基準PER(倍)	7.1	24.1
前期実績基準PBR(倍)	0.7	2.1
予想配当利回り(%)	2.2	0.9
売上高(百万円)	42,185	205,513
(前期比)	4.2%	14.9%
営業利益(百万円)	3,878	20,052
(前期比)	5.4%	21.6%
今期予想営業増益率	-8.6%	5.7%
売上高営業利益率	9.2%	9.8%
自己資本当期純利益率	10.4%	11.6%
自己資本比率	57.9%	62.4%

(注)マルゼンの今期予想基準 PER は当センターの予想 EPS を基に算出、ホシザキ電機のそれは会社予想 EPS を基に算出
 今期営業増益率は両社ともに会社予想
 (出所)各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

「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

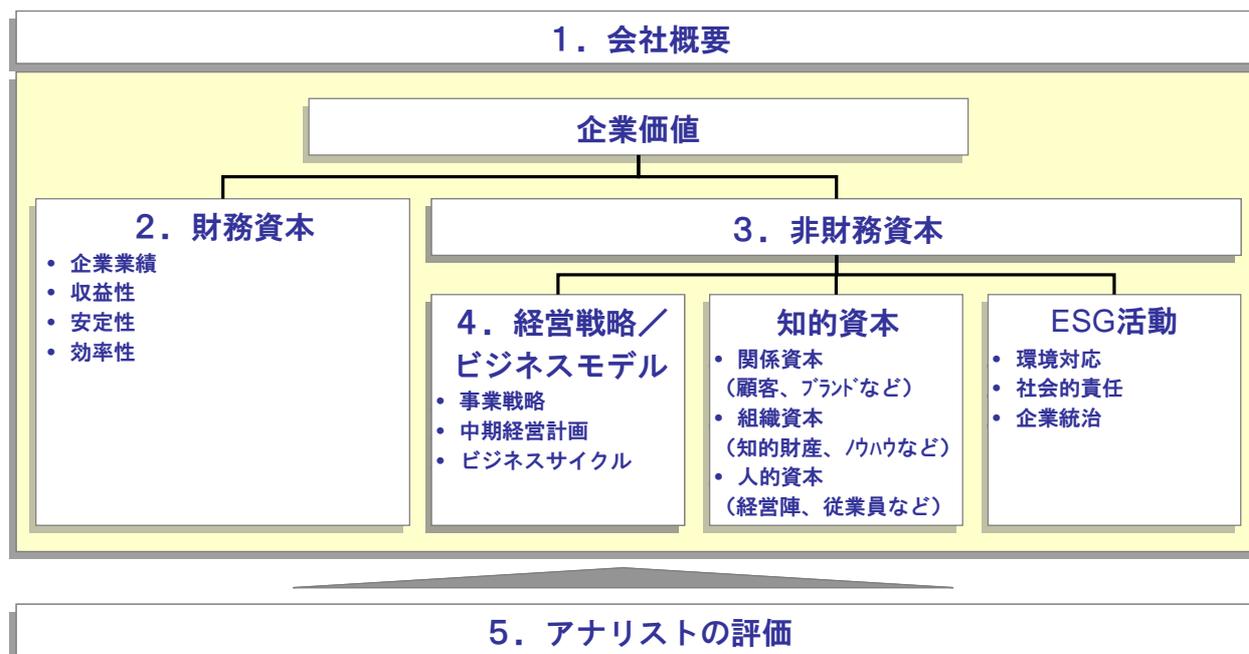
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ないため、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