

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5月1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 20150428

マルゼン (5982 東証二部)

発行日:2015/5/1

加熱調理機器を得意とする業務用厨房機器メーカー 集団給食施設や好調な外食チェーン等への拡販進み 16年2月期は増収増益へ

> 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、作業台、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、老健福祉施設や病院、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納期対応、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月期決算

- ・15/2期決算は、前期比4.9%増収、5.8%営業減益であった。期初予想に対する達成率は、売上高107.4%、営業利益103.0%となっている。
- ・集団給食施設や外食チェーン等への拡販は順調だったが、それに伴い原価率の高い製品の出荷増や工場生産性の低下が起こった。円安による輸入部材高と相俟って粗利率が低下したことが減益要因である。

◆ 16年2月期予想

- ・同社は16/2期業績について前期比0.4%減収、2.8%営業減益と予想している。一般飲食店、総合スーパーなどが消費税増税後に苦戦していることが販売に響き、円安定着で輸入部材高も続くとの想定である。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、集団給食施設や外食チェーンに対する売上高が伸長すると見込み、前期比3.9%増収、6.8%営業増益を予想する。

◆ 中期業績見通し

- ・当センターは17/2期、18/2期についても集団給食施設や外食チェーンに対する販売が同社の業績を牽引すると考えている。18/2期までの3年間の年平均成長率は売上高4.2%、営業利益9.5%と予想する。

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】

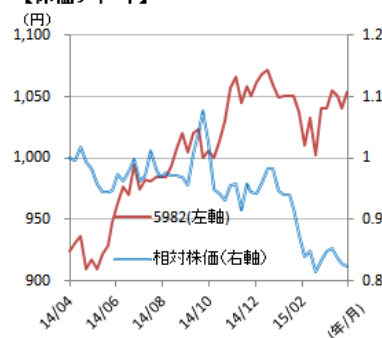
	2015/4/24
株価(円)	1,054
発行済株式数(千株)	19,780
時価総額(百万円)	20,848

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.8	8.3	7.6
PBR(倍)	0.8	0.7	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(%)	3.8	-1.9	13.5
対TOPIX(%)	2.5	-10.5	-11.5

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/4/25

【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)
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	44,258	4.9	3,653	-5.8	3,987	-4.4	2,244	-4.5	120.2	1,392.8	20.0
2016/2 CE	44,100	-0.4	3,550	-2.8	3,880	-2.7	2,200	-2.0	117.8	—	20.0
2016/2 E	46,000	3.9	3,900	6.8	4,200	5.3	2,380	6.1	127.5	1,478.7	20.0
2017/2 E	48,000	4.3	4,300	10.3	4,600	9.5	2,600	9.2	139.2	1,597.9	22.0
2018/2 E	50,000	4.2	4,800	11.6	5,100	10.9	2,900	11.5	155.3	1,731.2	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

2/18

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。

> 事業内容

加熱調理機器や作業台を製造販売、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) このほか、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:15/2期売上構成比93.9%、全社費用考慮前の売上高営業利益率9.5%)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、ステンレス製の作業台及びシンク等を、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。15/2期の厨房部門売上高のうち、他社製品は50.3%である(図表1)。

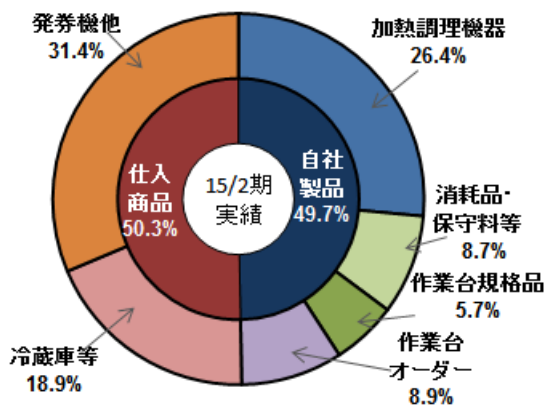
販売先は、外食チェーンやスーパーマーケットやコンビニエンスストア^{注2}、集団給食用設備を必要とする老健福祉施設や病院、学校、旅館等及び一般飲食店である(図表2)。

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^{注3}。直販が基本だが、一般飲食店向けには各地のガス会社及び住宅設備会社等の代理店経由の販売も行っている。

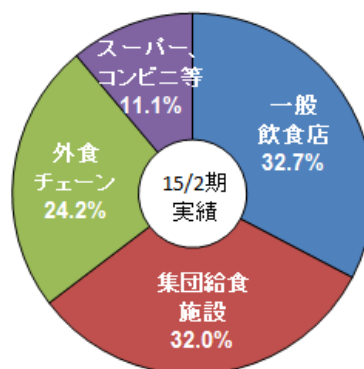
ベーカリー部門(ベーカリー機器製造販売業:同順で4.8%、1.6%)は、03年に事業譲受により開始した事業で、主に大手食品メーカーの製パンないし製菓工場に向けた大型機械を製造し販売している。

ビル賃貸部門(ビル賃貸業:同順で1.3%、65.6%)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】 厨房部門の製品別売上構成



【図表2】 厨房部門の販売先別構成



(注) 図表1の製品名は短信記載名称を読み替えている。集団給食施設は老健福祉施設、病院、学校、旅館等(出所) 図表1はマルゼン決算短信、図表2は15/2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、14年9月の調査実施時期の直前決算期。

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

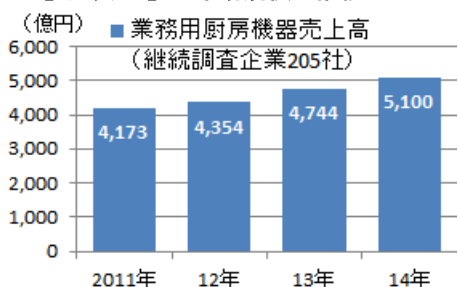
日本厨房工業会の調査によれば、14年の国内業務用厨房機器市場^{注4}は、調査回答企業246社の合計で5,118億円であった。このうち11年以降継続してデータが採取された205社の売上高(5,100億円)は前年比7.5%増、過去3年の年平均成長率は6.9%であった(図表3)。

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68.6%に達する。

なお、ホシザキ電機(6465 東証一部)や福島工業(6420 東証一部)等が主に手掛ける低温機器を除く国内市場規模は約4,000億円で、ここ数年横ばいないし縮小傾向にあると推定している。年商100億円以上の大手7社の市場占有率は5割弱にとどまると同社はみている。

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)。

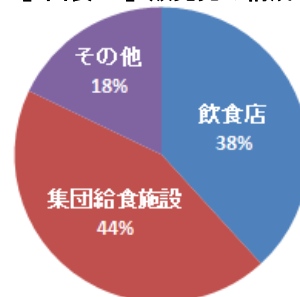
【図表3】 市場規模の推移



【図表4】 売上規模別構造 (単位: 億円)

年商規模	社数	売上合計	平均
10億円未満	186	445	2.4
10億円～50億円未満	39	728	18.7
50億円～100億円未満	8	645	71.8
100億円以上	13	3,509	269.9
回答社数合計	246	5,118	20.8

【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2014年版「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に比べ売上高経常利益率が高い。

◆ 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、同社の売上高経常利益率は高い。

【図表6】 類似業者との経営指標比較 (単位: 百万円)

	マルゼン 15/2期	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	44,258	42,185	23,300	36,276	47,679
経常利益	3,987	4,171	2,116	2,114	2,085
売上高経常利益率	9.0%	9.9%	9.1%	5.8%	4.4%
自己資本比率	60.3%	59.0%	55.4%	41.2%	N.A.
フリーキャッシュフロー	3,296	2,467	1,165	-608	N.A.
現金及び現金同等物残高	14,471	11,867	2,731	6,270	N.A.

(注) 同業他社の15/3期決算が出そろっていないので14年の決算期を比較した

(出所) 各社決算短信、タニコーインターネットサイトに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。

(注 5) 温かい状態で提供すべき食材の保温と冷やして提供すべき食材の保冷ができる配膳車。配膳トレー上の主食及び惣菜の保温部位と保冷部位を自由に配置換えでき食欲をそそる配膳を可能にする機種もある。

営業と開発との連携、チェーン店との共同開発等で新製品を次々生み出す。

設計及び提案書作成力、販促資金に裏付けられた営業力も競争力支える。

環境対応、社会貢献にも配慮した経営を行っている。

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同社は、ア) ガスレンジや食器洗浄機等の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、イ) 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、ウ) 温冷配膳車^{注5}やスチームコンベクションオープンなどの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対応している。同社は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など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。

ア) 前者攻略のカギは、CADを駆使した厨房設計図面を含む提案書を携えたソリューション営業と充実したアフターサービス体制である。同社は社員に対し、厨房設備士、厨房設備技能士等の業界専門資格の取得を促し、数次に亘る社内研修や通信教育受講支援などを行っている。

イ) 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、集団給食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を通して社会に貢献している。なお、同社の渡邊 恵一社長は現在、日本厨房工業会の会長職を務めている。

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調理機器の開発は、低廉で美味しい食の機会提供とともに、雇

社外取締役は不在、大株主を社長一族が占め議決権の5割掌握。

用拡大に貢献しているとも言えよう。なお、同社は次世代育成支援対策推進法に基づく一般事業主行動計画(11年11月より16年10月までの5年間の取り組み)として、ア)継続的な新卒採用、イ)ハローワークを活用したトライアル雇用等による若年層の積極採用、ウ)大学との連携によるインターンシップ制度の運用、エ)社員の紹介による若年者雇用の実施の4つの方策を掲げ、若年者の安定雇用を継続的に実施するとしている。

同社の役員構成は、取締役7名(全員社内取締役)、監査役4名(うち常勤監査役1名、全員社外監査役)となっており、社外取締役は専任していないが、監査役は全員独立役員であり、一定の牽制機能は働いていると考えられる。

なお、同社の大株主上位10名の名簿に記載された渡邊社長、親族及び資産管理会社の所有株の合計は、発行済株式数の50.3%に達する(図表7)。社外取締役の不存在と合わせ、コーポレートガバナンスの透明性向上に向けた取り組みが必要と考えられる。

【図表7】大株主の状況 (14年8月末)

氏名又は名称	所有比率
マサトヨ(渡邊社長が役員を務める投資会社)	30.5%
ピーピーエイチフォーフィデリティロープライズドストックファンド	9.4%
渡邊昌彦(社長親族)	5.9%
渡邊恵一(社長)	3.7%
マルゼン従業員持株会	3.5%
石川しのぶ(社長親族)	3.2%
渡邊直子(社長親族)	2.8%
渡邊雄大(社長親族)	2.5%
渡邊豊子(社長親族)	1.7%
商工組合中央金庫	1.3%
上位10名の所有比率	64.5%

(出所)マルゼン15/2期第2四半期報告書に基づき、証券リサーチセンター作成

集団給食施設向け大型製品の拡販、海外展開が経営課題。

◆ 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に比べ、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の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。

13年9月に同社は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た。日本製品は現地資本の飲食店には過剰品質で割高と受け止められるが、現地の日系企業から、現地スタッフの調理でも日本国内と同品質の食事を提供できる餃子焼き専用器など同社のオリジナル製品には一定の需要がある模様である。

15/2期において海外売上高の売上構成比は1%程度であり、海外子会社は連結対象外である。しかし同社の新卒者採用情報サイトをみると、募集職種に東ないし東南アジアにおける業務用厨房機器の営業職が記載されている。今後の動向が注目されるところである。

> 業績動向

期初予想に反し増収達成も、利益率が低下し営業減益となった。

価格競争、円安による輸入部材高、販売構成の変化等が原価率上昇要因。

(注6)ガスバーナーの製造販売を起源とする同社は、金属加工技術を基盤に加熱調理機器や作業台等を製造しており、部品の内製化も進めている。しかしコンプレッサを含む冷却ユニットやIH調理器のヒーターなど電気・電子部品は社外から購入している。

◆ 15年2月期決算

15/2期決算は、前期比4.9%増収、5.8%営業減益であった。同社の期初予想に対する達成率は、売上高107.4%、営業利益103.0%である(図表8)。

期初予想を上回る増収を達成しながら、売上原価率は14/2期の68.7%から69.9%へ上昇し、売上総利益は前期比ほぼ横ばいにとどまった。従って販売費及び一般管理費(以下、販管費)の増加を吸収できず、営業減益となった。

営業減益の要因は、ア) 集団給食施設に対する積極営業に伴う価格競争の遂行、イ) タイから輸入する鋳物部材の円安による価格上昇やステンレス鋼板等の値上がり、ウ) 温冷配膳車に搭載する冷却ユニットをはじめ製造原価に占める調達部品費の比率が高い製品^{注6}の販売増加、エ) 量産の効かない特殊製品の受注増加に伴う生産性の低下等により、原価率が上昇したことと、オ) 出荷量の増大や外注単価の上昇により販管費中の荷造り運賃が増加したことである。

営業外収支は連結対象外の海外子会社からの受取配当金の増加等により前期比14.4%増となったため、経常利益の前期比減益率は営業減益率を下回った。当期純利益は同4.5%減となった。

【図表8】15年2月期決算の概要

(単位:百万円)

項目	14/2期 実績	15/2期 実績	前期比	期初予想	達成率	証券リサーチ センター予想
売上高	42,185	44,258	4.9%	41,190	107.4%	44,000
売上原価	28,964	30,947	6.8%	—	—	30,700
(売上原価率)	68.7%	69.9%	1.3%	—	—	69.8%
売上総利益	13,221	13,311	0.7%	—	—	13,300
販売費及び一般管理費	9,342	9,658	3.4%	—	—	9,600
営業利益	3,878	3,653	-5.8%	3,546	103.0%	3,700
(売上高営業利益率)	9.2%	8.3%	-0.9%	8.6%	—	8.4%
営業外収支	292	334	14.4%	—	—	300
経常利益	4,171	3,987	-4.4%	3,817	104.5%	4,000
当期純利益	2,350	2,244	-4.5%	2,135	105.1%	2,250

(注)売上原価率、売上高営業利益率の前期比欄は減算。当センター予想は15年2月作成(出所)マルゼン決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

好調な外食チェーン、景気に左右されない老健福祉施設等への拡販進む。

セグメント別の売上高及び営業利益の内訳は図表9の通りである。

主力の厨房部門は、ア) 一般飲食店向けは消費税率引き上げ前に買い替え需要が高まった反動から前期比約2%減収となったが、イ) 老健福祉施設向け(48.5億円、前期比約22%増)、病院向け(同順で20.2億円、約17%増)等の集団給食施設向け販売が提案営業の推進により好調であったほか、業績の良い外食チェーンの新規出店ないし業態転換等に伴う需要を獲得した結果、前期比5.8%増収となった(図表10)。しかし利益率は、前述の要因で前期比1.1%ポイント低下した。

ベーカリー部門は大型物件の受注が途絶え、前期比8.0%減収となり、売上総利益の減少によりセグメント利益は同28.7%減となった。

ビル賃貸部門は新規物件の取得等がなかったため売上高は前期比1百万円の増収にとどまったが、減価償却費の減少によりセグメント利益は同6百万円増加した。

省エネや操作性に配慮したIH卓上フライヤーや食器洗浄機の拡販、外食チェーンからの特注品受注や集団給食施設向け大型製品等の新製品開発による品揃えの拡充、代理店への自社製品販売キャンペーンの実施などにより、自社製品の販売は順調に拡大している(次頁図表11)。

【図表9】報告セグメント別業績動向

		14/2期	15/2期	前期比	増減率	当センター予想
厨房部門	売上高(百万円)	39,264	41,557	2,293	5.8%	41,100
	営業利益(百万円)	4,176	3,956	-219	-5.3%	4,000
	(利益率)	10.6%	9.5%	-1.1%	—	9.7%
ベーカリー部門	売上高(百万円)	2,367	2,177	-190	-8.0%	2,350
	営業利益(百万円)	47	33	-13	-28.7%	20
	(利益率)	2.0%	1.6%	-0.5%	—	0.9%
ビル賃貸部門	売上高(百万円)	589	591	1	0.2%	592
	営業利益(百万円)	380	387	6	1.8%	385
	(利益率)	64.6%	65.6%	1.0%	—	65.0%
セグメント間売上控除(百万円)		-36	-67	-31	—	-42
全社費用等(百万円)		-726	-725	1	—	-705

(注) ベーカリー部門の製品の一部分が厨房部門で販売されている
(出所) 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10】厨房部門の顧客属性別販売動向

(単位:億円)

顧客属性	12/2期	構成比	13/2期	14/2期	15/2期	前期比	構成比
集団給食施設	101	29%	110	118	132	11%	32%
外食チェーン	78	23%	82	88	100	13%	24%
スーパー・コンビニ等	36	11%	44	45	46	2%	11%
一般飲食店	126	37%	130	138	135	-2%	33%
厨房部門売上高	342	100%	370	392	415	5.8%	100%

(出所) マルゼン決算説明会資料に基づき、証券リサーチセンター作成

【図表 11】 厨房部門の製商品別販売動向

(単位:百万円)

項目 / 決算期	12/2期	構成比	13/2期	構成比	14/2期	構成比	15/2期	前期比	構成比
製 熱機器	9,414	27.5%	10,128	27.3%	10,431	26.6%	10,998	5.4%	26.5%
品 作業機器規格	1,879	5.5%	2,115	5.7%	2,117	5.4%	2,366	11.8%	5.7%
内 作業機器オーダー	3,138	9.2%	3,400	9.2%	3,499	8.9%	3,681	5.2%	8.9%
訳 部品他	2,975	8.7%	3,172	8.6%	3,377	8.6%	3,619	7.2%	8.7%
自社製品計	17,407	50.8%	18,815	50.8%	19,424	49.5%	20,665	6.4%	49.7%
他社商品販売	16,877	49.2%	18,217	49.2%	19,839	50.5%	20,892	5.3%	50.3%
厨房部門売上高	34,285	100.0%	37,033	100.0%	39,264	100.0%	41,557	5.8%	100.0%

(出所)マルゼン決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

自社製品販売が着実に伸
長、構成比は僅かに上昇
した。

しかし、老健福祉施設等の集団給食施設の新設及び建て替え時、あるいは外食チェーンの新規出店時には、厨房設備一式を請け負うことが少なくない。その際には、冷蔵庫や製氷機、チケット販売機などの仕入販売も行っている。そのため、厨房部門売上高に占める自社製品比率は49.7%で前期比0.2%ポイントの上昇にとどまった。

図表12に、貸借対照表の要約と主な財務指標の14/2期との比較を示した。流動資産が増加した主な要因は現金及び預金の増加であり、売上債権は増収に伴い増加したが、棚卸資産は減少した。

固定資産の増加は、投資その他の資産(投資有価証券等)の増加によるものである。14/2期の設備投資は、工場設備関連だけでなく東日本物流センターの倉庫棟増築工事があり879百万円であったが、15/2期は減価償却費の範囲内に収まる444百万円であった。

財務面は依然良好、現預
金、自己資本がさらに積
み上がっている。

流動負債の増加要因は、仕入債務や未払消費税等の増加であり、借入金は減少している。固定負債の増加要因は、退職給付に係る会計方針の変更による債務の増加である。

利益計上により自己資本が2,274百万円増加する一方、当期純利益が前期比減益となった結果、ROEは1.4%ポイント低下した。

【図表 12】 要約貸借対照表及び関連指標

(単位:百万円)

項目	14/2期	15/2期	増減額	項目	14/2期	15/2期	増減額
流動資産	23,822	26,366	2,543	流動負債	14,227	14,615	387
現金及び預金	11,867	14,471	2,603	仕入債務	9,225	9,400	175
売上債権	7,991	8,260	269	短期借入金	1,800	1,500	-300
棚卸資産	3,388	3,019	-369	固定負債	2,252	2,528	275
固定資産	16,389	16,783	393	退職給付等債務	1,363	1,604	240
有形固定資産	14,630	14,366	-264	負債合計	16,479	17,143	663
無形固定資産	40	36	-4	純資産合計	23,732	26,006	2,274
投資その他の資産	1,718	2,381	662	自己資本	23,732	26,006	2,274
資産合計	40,212	43,150	2,937	負債純資産合計	40,212	43,150	2,937
設備投資額	879	444	-435	自己資本比率	59.0%	60.3%	1.3%
減価償却実施額	717	724	7	ROE	10.4%	9.0%	-1.4%
研究開発費	412	434	22	総資産経常利益率	10.8%	9.6%	-1.2%

(出所)マルゼン決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

◆ マルゼンによる 16 年 2 月期業績予想

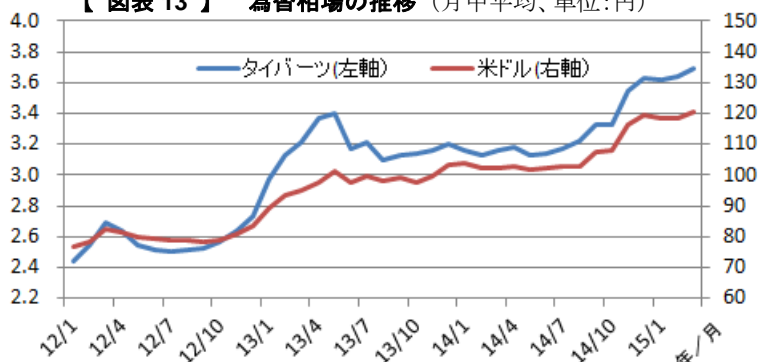
16/2 期業績について同社は、売上高 44,100 百万円（前期比 0.4%減）、営業利益 3,550 百万円（同 2.8%減）、経常利益 3,880 百万円（同 2.7%減）、当期純利益 2,200 百万円（同 2.0%減）と予想している。

同社はセグメント別の業績予想や顧客属性別販売見通し等について定量的な開示を行っていない。顧客属性別にみた定性的な想定は以下の通りである。

- 1) 一般飲食分野においては、消費税増税や節約志向が長期化しているため拡販は厳しいとみている。15/2 期は消費税増税前の駆け込み需要が発生したが、15 年 4 月以降は販売が低調であった。16/2 期は特需もないため、前期比減収を見込んでいる。
- 2) 少子高齢化の進展に伴う政府の社会保障制度改革等により、老健福祉施設や保育施設が今後も増加すると考えており、集団給食施設用厨房機器の需要拡大も続くと思込んでいる。
- 3) 外食チェーン向けの厨房機器販売は、国内全体では縮小すると予想されるが、同社には厳しい環境下でも成長を続ける顧客が多いので、16/2 期も伸長すると予想している。
- 4) 流通業の顧客のうちスーパーマーケット向けについては、大手の新規出店減少などから苦戦が予想されるが、コンビニエンスストアについては、15/2 期中堅チェーンから IH 卓上フライヤーの全店導入を受注し、半数が 16/2 期に積み残されている。他のチェーン店への営業も積極化させる方針である。
- 5) 足元の為替レートが続くと想定しており（図表 13）、海外から調達する部品や輸入原料を用いる資材価格の高止まりにより、利益が圧迫されると予想している。
- 6) 集団給食施設向けの大型特殊製品など量産が効かない製品の受注増加により、原価率の改善は緩やかとみている模様である。

低調な一般飲食店向け販売、不利な円安基調の定着で減収減益予想に。

【 図表 13 】 為替相場の推移（月中平均、単位：円）



(出所) 日本経済新聞掲載データに基づき証券リサーチセンター作成

ソリューション営業の強化、創業 55 周年キャンペーンで拡販を図る。

メンテナンスサービスの体制強化と保守契約の締結推奨に注力する。

16/2 期の営業方針は以下の通りで、15/2 期と同様の活動を地道に展開していくというものである。なお、同社は 15 年 3 月に厨房部門の 89 カ所目の営業拠点となる東大阪営業所を開設している、

1) 顧客訪問を重視し、信頼関係の構築に努める。集団給食事業者や外食チェーンなど攻略すべき主要業種に対しては、タブレットを駆使し店舗設計図面や動画を交えたソリューションの提案活動を推進していく。

2)、直販部隊による下取り及び買い替え推奨キャンペーン、代理店の同社製品取扱いに対するプレゼントキャンペーンを継続する。創業 55 周年(15 年 3 月)を記念し、サービス内容を拡充している。

3) 同社営業店における展示会や講習会は 15/2 期と同じく全国で 161 回の開催を計画している。15/2 期は、ア) 一般飲食店を対象とする展示即売会を年間 67 回、イ) 集団給食施設や外食チェーンを対象とするスチームコンベクションオープンの調理講習会を 56 回、ベーカリー店や洋菓子店だけでなく老健福祉施設も対象に加えたベーカリー講習会を 38 回開催した。また、新規顧客の発掘を狙い、社外イベントにも継続して出展する方針である。

4) サービスメンテナンス体制を強化するとともに、故障を未然に予防する点検保守契約の締結を推奨する。

5) ベーカリー部門については、15 年 2 月に発売を開始した製パン工場向け大型製品 2 機種の拡販に努める方針である。

6) 設備投資については、既存設備の維持更新に 5 億円弱を投じる他、九州工場で能力増強投資を行う計画で、約 10 億円を見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターの 16 年 2 月期予想

当センターは 16/2 期業績について、前期比 3.9%増収、6.8%営業増益と予想する(図表 14)。売上高については前回予想と同水準としたが、15/2 期決算取材を経て、利益予想は減額した。

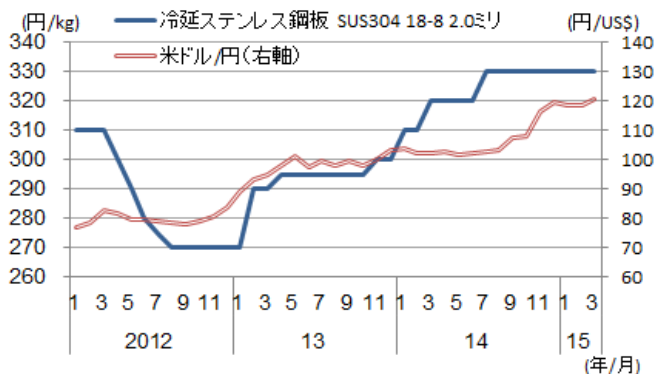
【図表 14】 16 年 2 月期業績予想

(単位:百万円)

項目	14/2期 実績	15/2期 実績	16/2期 会社予想	前期比	証券リサーチセンター 予想	前期比	当センター 前回予想
売上高	42,185	44,258	44,100	-0.4%	46,000	3.9%	46,000
売上総利益	13,221	13,311	—	—	13,900	4.4%	14,000
販売費及び一般管理費	9,342	9,658	—	—	10,000	3.5%	9,900
営業利益	3,878	3,653	3,550	-2.8%	3,900	6.8%	4,100
売上高営業利益率	9.2%	8.3%	8.0%	-0.3%	8.5%	0.2%	8.9%
営業外収支	292	334	330	-1.2%	300	-10.2%	300
経常利益	4,171	3,987	3,880	-2.7%	4,200	5.3%	4,400
当期純利益	2,350	2,244	2,200	-2.0%	2,380	6.1%	2,500

(出所)証券リサーチセンター

【 図表 15 】 ステンレス鋼板の市中相場と円/ドルレート



(注) マルゼンは鉄鋼商社と半年単位で購入契約を締結、調達コストは市中相場と連動しているわけではないこと、材質も標記品種と異なる点に留意されたい。
(出所) 鉄鋼新聞、日本経済新聞などの紙面にに基づき証券リサーチセンター作成

予想の前提として、ア) 為替レートについては足元の水準から逸脱しないレンジ (1 ドル 115 円～120 円) で推移する、イ) 作業台で多用するステンレス鋼板など鋼材市況は、国際市況が弱含む可能性があるものの円安基調が定着しているため、高止まりする (図表 15)、ウ) 人手不足に起因する物流コストの上昇圧力は残るが、燃油価格は小幅な変動にとどまる等と考えている。

主力の厨房部門の顧客属性別販売見通しを図表 16 に示した。集団給食施設向けについては、ア) 老健福祉施設の新設や既存施設における利用者の満足度を高めるための厨房のリフォームによる需要増大、イ) 同社の当該施設用大型機器開発の進展による品揃え拡充、ウ) 学校、公立病院など実績を重視する顧客に提示する資料の充実などを受けて増収基調を持続できると考えている。

ただ、15/2 期の前期比伸び率が高かったことを考慮し、伸び率は 15/2 期より低く見積もった。これは外食チェーン向け販売について同様である。

集団給食施設向けは堅調な需要と実績の積み重ねで拡販が続こう。

【 図表 16 】 厨房部門の顧客属性別販売見通し

(単位:百万円)

顧客属性 / 決算期	13/2	14/2	15/2	16/2 E	17/2 E	18/2 E
集団給食施設	110	118	132	140	150	160
(前期比)	9%	7%	11%	6%	7%	7%
外食チェーン	82	88	100	110	118	127
(前期比)	5%	7%	13%	10%	7%	8%
スーパー・コンビニ等	44	45	46	46	45	46
(前期比)	22%	2%	2%	0%	-2%	2%
一般飲食店	130	138	135	133	134	132
(前期比)	5%	6%	-2%	-1%	1%	-1%
厨房部門売上高	370	392	415	429	447	465
(前期比)	8%	6%	6%	3%	4%	4%

(出所) 証券リサーチセンター

価格競争や輸入部材高等の粗利率低下要因は増収効果で吸収できよう。

スーパー及びコンビニチェーンなどの流通業向けについては、両者で受注の良し悪しが相殺されてほぼ横ばいになると想定した。一般飲食店向けは14年3月の消費税増税時に需要の先食いが起こったものと想定し、厳しい状況が続くと想定した。

ベーカリー部門は新製品投入効果もあり、15/2期の落ち込みから回復すると想定(前期比18.5%増収)、ビル賃貸部門は微増とした(図表17)。

利益面については、価格戦略を含む積極的な受注活動による粗利率の低下や円安による輸入部材の値上がりといった減益要因は残るものの、増収効果である程度吸収できると判断し、売上総利益は前期比4.4%増、利益率は0.1%ポイント改善すると想定した。

なお、厨房部門における自社製品比率は、前期比0.2%ポイント上昇し49.9%になると想定した。大型給食施設向けの厨房設備一括受注案件で、加熱調理機器や作業台だけでなく、他社製品指定とされていた配膳車等の同社開発品への置換が少しずつ進むと考えたためである。

物流コストの上昇は15/2期よりも緩やかと想定した。新卒社員の採用等による販売力の拡充も進めても、販管費は増収率を下回るものと想定した。

以上より、営業利益は前期比6.8%増、売上高営業利益率は前期比0.2%ポイント改善の8.5%と予想した。

◆ マルゼンの中・長期経営方針

同社は中期的な経営方針として、製販一体の体制をさらに強化し、自社製品を中心に売上高の拡大に努め、適正な利益率を確保しつつ年商500億円、業界トップシェアを握ることを当面の目標に掲げている(目標年度等の具体的な計画は非公表)。

年商500億円を目指し、保守契約締結、品揃え強化、生産性向上に注力。

同社は、業務用厨房機器市場に多く残る単品製造の中小メーカーや地場設備業者からのシェア奪取は可能であると判断している。これを実現するための方策として、以下の2点を挙げている。

1) 訪問営業の徹底、各種販促策の実施による営業体制の強化、点検保守契約の締結によるアフターサービスの充実を通じて販売先を拡大していく。顧客を囲い込み安定収益源となるサービス部門の売上高は、現在厨房部門売上高の約9%を占めているが、将来的に15%~20%に高める意向である。

2) 年間10品目程度の新製品開発の継続により現在約3,300ある品揃えの一層の拡充を図るとともに、顧客との共同開発による特注品対応も進めていく。そのために生産性の維持及び向上に努め、利益を確保していくとしている。

集団給食施設や外食チェーンへの拡販が牽引し、増収基調が続こう。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターは、17/2 期、18/2 期も増収増益基調が持続すると予想する(図表 17)。18/2 期までの 3 年間の年平均成長率は売上高 4.2%、営業利益 9.5%である。なお、為替レート、鋼材市況、燃油代等は現在と大きく変わらない前提である。設備投資は年間 7 億円強の減価償却費の範囲内に収まると想定した。

厨房部門は、新製品開発や保守サービスの拡充を進めることにより、老健福祉施設や保育園、外食チェーン等への拡販が続くとみている。流通業向けはスーパーとコンビニチェーンで明暗が分かれる構図を継続した。一般飲食店については、先送りされた 10%への消費税引き上げ予定の 17 年 4 月を控え、3 月末まで待たず 17/2 期に買い替え需要が増加し、18/2 期は低迷すると想定した(前掲図表 16)。

【 図表 17 】 マルゼンの収益モデル

(単位：百万円)

決算期	13/2	14/2	15/2 旧E	15/2 実績	16/2 旧E	16/2 新E	17/2 旧E	17/2 新E	18/2 E
売上高	40,478	42,185	44,000	44,258	46,000	46,000	48,000	48,000	50,000
(前期比増減率)	9.2%	4.2%	4.3%	4.9%	3.9%	3.9%	4.2%	4.3%	4.2%
セグメント別内訳									
厨房部門	37,033	39,264	41,100	41,557	42,900	42,900	44,800	44,700	46,500
(前期比増減率)	8.0%	6.0%	4.7%	5.8%	3.2%	3.2%	4.4%	4.2%	4.0%
うち 自社製品	18,815	19,424	20,300	20,665	21,200	21,400	22,100	22,350	23,300
(自社製品比率)	50.8%	49.5%	49.4%	49.7%	49.4%	49.9%	49.3%	50.0%	50.1%
ベーカリー部門	2,906	2,367	2,350	2,177	2,560	2,580	2,680	2,780	2,990
(前期比増減率)	29.2%	-18.5%	-0.7%	-8.0%	8.9%	18.5%	4.7%	7.8%	7.6%
うち 内部売上高	33	36	42	67	60	75	80	80	95
ビル賃貸部門	571	589	592	591	600	595	600	600	605
売上総利益	12,647	13,221	13,300	13,311	14,000	13,900	14,700	14,600	15,400
(前期比増減率)	9.9%	4.5%	0.6%	0.7%	5.3%	4.4%	5.0%	5.0%	5.5%
(対売上高比)	31.2%	31.3%	30.2%	30.1%	30.4%	30.2%	30.6%	30.4%	30.8%
販売費及び一般管理費	8,967	9,342	9,600	9,658	9,900	10,000	10,200	10,300	10,600
(前期比増減率)	5.6%	4.2%	2.8%	3.4%	3.1%	3.5%	3.0%	3.0%	2.9%
(対売上高比)	22.2%	22.1%	21.8%	21.8%	21.5%	21.7%	21.3%	21.5%	21.2%
営業利益	3,680	3,878	3,700	3,653	4,100	3,900	4,500	4,300	4,800
(前期比増減率)	22.2%	5.4%	-4.6%	-5.8%	10.8%	6.8%	9.8%	10.3%	11.6%
(対売上高比)	9.1%	9.2%	8.4%	8.3%	8.9%	8.5%	9.4%	9.0%	9.6%
セグメント別内訳									
厨房部門	3,907	4,176	4,000	3,956	4,400	4,150	4,760	4,500	4,970
(対売上高比)	10.6%	10.6%	9.7%	9.5%	10.3%	9.7%	10.6%	10.1%	10.7%
ベーカリー部門	87	47	20	33	50	90	100	140	190
(対売上高比)	3.0%	2.0%	0.9%	1.5%	2.0%	3.5%	3.8%	5.0%	6.4%
ビル賃貸部門	354	380	385	387	390	395	395	405	415
全社費用・消去	-669	-726	-705	-725	-740	-735	-755	-745	-775
営業外収益	313	309	345	346	320	320	320	320	320
営業外費用	15	16	45	12	20	20	20	20	20
経常利益	3,978	4,171	4,000	3,987	4,400	4,200	4,800	4,600	5,100
(前期比増減率)	21.7%	4.9%	-4.1%	-4.4%	10.0%	5.3%	9.1%	9.5%	10.9%
当期純利益	2,101	2,350	2,250	2,244	2,500	2,380	2,750	2,600	2,900
(前期比増減率)	23.9%	11.9%	-4.3%	-4.5%	11.1%	6.1%	10.0%	9.2%	11.5%

(出所)証券リサーチセンター

円安が一巡すれば、厨房部門の利益率の改善が進もう。

厨房部門の利益については、ア) 同社の手掛けていない冷却ユニットを使用する製品や冷蔵庫などの仕入商品の販売増加、多品種化の進行による生産性低下等の利益率低下要因は残っているが、イ) 円安デメリットは一巡すること、ウ) 集団給食施設や外食チェーンなど、保守サービス契約に馴れた顧客が増加し、安定的なサービス収入が徐々に高まること等も考慮し、増収効果によりコスト増要因を吸収して 17/2 期にセグメント利益率は 10% 台を回復すると予想した。

ベーカリー部門は、国内外の食品メーカーを対象にした拡販が続くと想定した。安定収益源のビル賃貸産部門は、新規物件の取得を想定せず、既存施設の設備改善による賃料改定や減価償却費の減少により、微増収微増益が続くと想定した。

> 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 1 株当たり年 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。15/2 期は減収減益に終わったが、安定配当の継続という基本方針通り、年 20 円配 (同 16.6%) を実施する予定である。同社は 16/2 期も年 20 円配 (同 17.0%) を予想している。公約はないが、EPS の 2 割弱相当の安定配当に留意しているようである。

当センターの 1 株当たり配当金予想 (年間) は、配当性向 15% 強を目安として 16/2 期 20 円、17/2 期 22 円、18/2 期 24 円とした。

なお、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^{※7}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 7) 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。

◆ 現預金の使途と M&A

業務用厨房機器市場には中小企業が多いが (図表 4)、全体市場が伸び悩むなか、大手企業は省エネルギー化や厨房環境の改善 (涼しい厨房) に向けた新製品開発を進め、成長分野の集団給食施設や外食チェーンなどに販売していくことで、業界シェアを徐々に高めていると考えられる。

これまでは、品種の多さが特徴の当業界において、利益の蓄積を前提としない少品種特化の中小企業には、総合メーカーと渡り合えるだけの価格競争力があつたと推察される。

しかし、経営者の高齢化が機器メーカーにも彼らの得意先である一般飲食店にも及んでおり、新製品開発に投じる資金力に欠ける中小零細企業はいずれ淘汰されるであろう。

このような市場環境認識のもと、同業大手に比べ高い収益性を誇り、手元資金も潤沢な同社が、M&Aにより同社の保有していない分野の製造技術や顧客基盤の獲得に動き出す可能性がある」と当センターは考えている。

同社には03年に食品メーカー向け大型設備の製造販売を手掛けていたフジサワの事業を譲受した経緯がある。フジサワ・マルゼンは利益面でまだ十分な貢献をしていないが、同社グループのアジア市場開拓の先兵となり得る資質がある。

円安でデメリットを受ける同社の株価は過去半年間 1,000 円～1,080 円の狭いレンジで推移し、対 TOPIX 相対株価は大きく低下している(2頁株価チャート)。

同社が豊富な手元資金を配当性向の引き上げに用いるか、あるいはM&Aによる新たな成長ステージ入りに投じるか、何らかの有効活用策を表明すれば、評価が改まるものと当センターは考えている。

「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

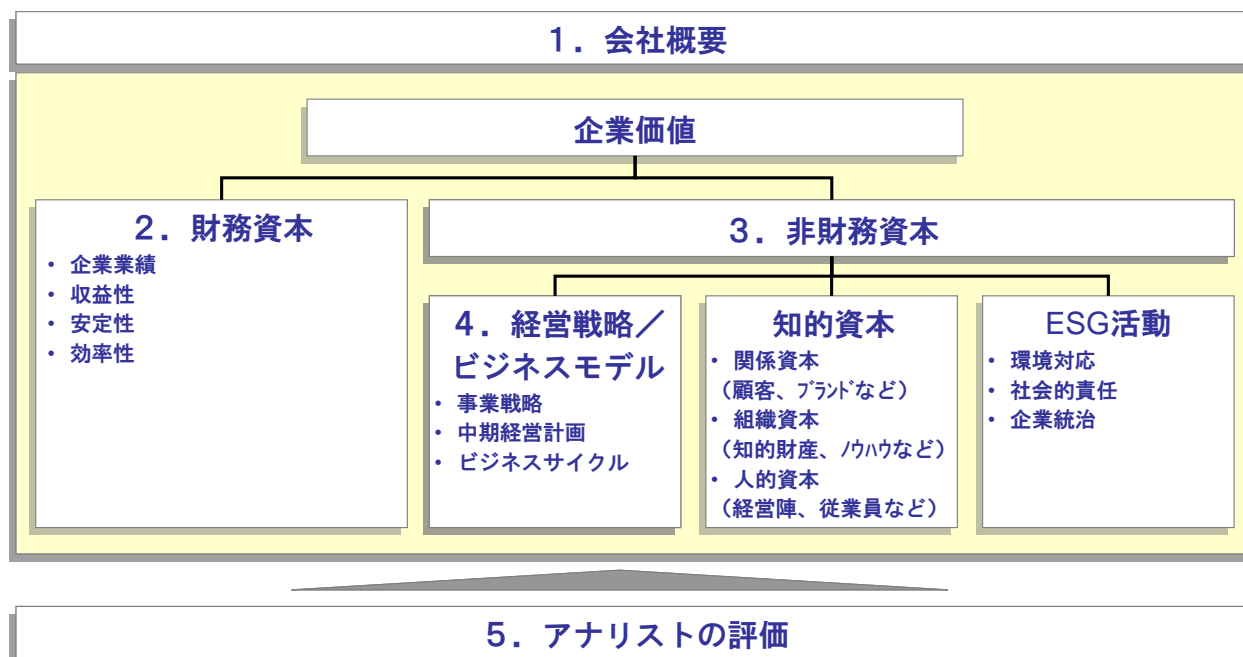
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。