

ホリスティック企業レポート

理研ビタミン

4526 東証二部

フル・レポート
2013年3月21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20130315

要旨

アナリスト: 馬目俊一郎
+81(0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

1. 会社の概要

- ・同社は抽出技術と分子蒸留技術をコアテクノロジーに、家庭用食品から化成品改良剤まで幅広い主力製品を揃える食品メーカー。
- ・同社のビジネスモデルは、コア技術をベースに息の長い製品を市場投入しながら用途拡大で事業領域を水平展開。

2. 財務面の分析

- ・13年3月期の会社予想は売上高が前期比3.5%増の780.0億円、営業利益は同44.1%増の37.0億円を見込むも、営業利益は震災前の11年3月期水準には届かない見通し。
- ・同社は13/3期-15/3期中期経営計画を遂行中。その骨子は国内食品事業の震災復旧と、将来の成長を睨んだ海外子会社の設備投資。

3. 非財務面の分析

- ・同社のビジネスモデルはリスク分散型。食品・化成品業界の川上から川下分野まで幅広い顧客層を有し、事業領域の水平展開と海外事業のエリア拡大で成長を加速させる方針。

4. 経営戦略の分析

- ・コア技術をベースとした同社のリスク分散型ビジネスモデルを評価。一方、課題はキッコーマンとのアライアンス強化や海外事業のエリア拡大策。

5. アナリストの評価

- ・同業他社とのバリュエーション比較から、現在の株価水準は短期的に割安感に乏しい水準。
- ・同社の妥当PER水準を15.0倍~24.0倍と仮定し、これに当センターの15年3月期予想EPS137.7円を当てはめると、中長期的な適正株価水準は2,000円~3,300円のレンジを想定。

【主要指標】

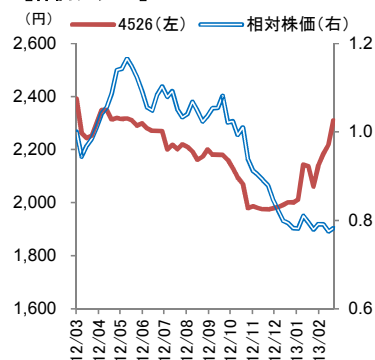
	2013/3/15
株価(円)	2,310
発行済株式数(株)	23,652,550
時価総額(百万円)	54,637

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	37.0	24.0	19.2
PBR(倍)	0.9	0.9	0.9
配当利回り(%)	1.6	1.6	1.6

【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	12ヵ月
リターン(%)	6.1	16.4	2.1
対TOPIX(%)	-1.6	-4.8	-17.0

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/3/19

【4526 理研ビタミン 業種:食料品】

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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2010/3	76,550	-3.0	4,854	69.9	4,953	85.9	2,584	71.2	112.5	2,466.0	36.00
2011/3	77,912	1.8	5,594	15.2	5,711	15.3	1,123	-56.5	49.6	2,419.1	36.00
2012/3	75,398	-3.2	2,567	-54.1	2,836	-50.3	1,415	26.0	62.5	2,472.4	36.00
2013/3 CE	78,000	3.5	3,700	44.1	3,800	34.0	2,200	55.4	97.1	—	36.00
2013/3 E	77,200	2.4	3,800	48.0	3,900	37.5	2,180	54.1	96.2	2,475.9	36.00
2014/3 E	80,700	4.5	4,700	23.7	4,800	23.1	2,720	24.8	120.0	2,560.0	38.00
2015/3 E	84,200	4.3	5,200	10.6	5,300	10.4	3,120	14.7	137.7	2,560.0	42.00

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 独自技術で加工食品から食品・化成品改良剤までカバー

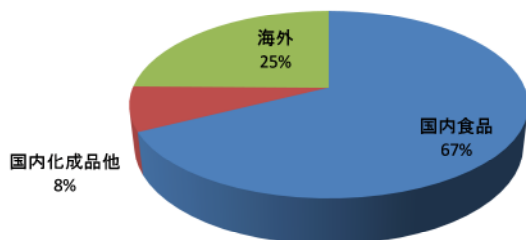
同社は創業当初から、天然素材の抽出技術と分子蒸留技術をコアテクノロジーに、家庭用食品から加工食品用原料や化成品改良剤まで、幅広いアイテムを持つ食品メーカーである。

同社のルーツは1917年設立の理化学研究所。ビタミンA抽出技術を引き継ぎ、戦後の栄養補給目的で肝油の製造販売を開始。その後、抽出技術を活用した調味料・エキスや、分子蒸留技術による高純度モノグリセライド(乳化剤)などに事業領域を拡大し、原料調達地域での海外生産拠点を構えるなど、国内市場のシェアアップに加え海外展開による成長を目指している。

◆ 国内食品事業の収益基盤

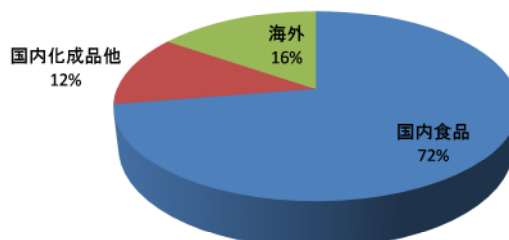
事業セグメントは「国内食品事業」、「国内化成品その他事業」、「海外事業」の3事業で構成され、このうち国内食品事業が同社の収益基盤である。

図表1 事業セグメント別売上高
(2012/3期:売上高753億円)



出所)決算短信より当センター作成

図表2 事業セグメント別利益
(2012/3期:営業利益25億円)



出所)決算短信より当センター作成

収益全体の約3/4を稼ぎ出す国内食品事業は、販売チャネルやアイテムによって「家庭用食品」、「業務用食品」、「加工食品用原料等」のサブセグメントに分けられる。セグメント売上高の約25%を占める家庭用食品は、ノンオイルドレッシングを筆頭にわかめスープ等の海藻類や風味調味料などが主力製品。なかでもドレッシングと海藻類はカテゴリートップシェア製品を擁し、各市場で定番的なポジションを獲得している。

業務用食品はセグメント売上高の約40%を占め、スープエキスや風味調味料を主力にドレッシング、海藻類などを提供する。

セグメント売上高の約35%を占める加工食品用原料等は、同社のコア技術が最も色濃く反映されている。創業時からのビタミン類は医薬

向けから食品向けまで幅広いラインアップを揃え、蒸留モノグリセライド(グリセリン脂肪酸エステル)は乳化剤として製菓・製パンなどの粉モノ製品に広く使われている。その他、様々な乳化剤や油脂関連製品、着色料などを揃え、その用途は粉モノに限らず飲料や冷凍食品などに拡大している。

国内化成品その他事業(以下:国内化成品他事業)は、乳化剤のモノグリセライドを化成品改良剤として、プラスチックや化粧品、潤滑油など様々な分野に用途を拡大。なかでもラップなどの食品包装用資材では、パーム油由来の安全性が高いシェアにつながっている模様。同社は多様な改良剤を揃えており、その用途は乳化剤のほか帯電防止剤や防曇剤、増粘剤や生分解性プラスチック添加剤などの役割を担う。

海外売上高とほぼ同義の海外事業は、3カ国(マレーシア、中国、米国)の生産拠点を軸に、6カ国(シンガポール、ドイツ、米国、中国、台湾、インド)の販売拠点で食品・化成品用改良剤と冷凍食品を展開している。なかでも食品・化成品用改良剤は、同社最大級のマレーシア工場(グリセリン脂肪酸エステル)の能力増強を進め、中国工場の用途転換(餡→グリセリン脂肪酸エステル)と合わせ、経済成長とともに加工食品・化成品向け改良剤の需要拡大が見込まれる新興国開拓を急ぐ構えである。

他方、冷凍食品(白身フライ)は世界大手ファストフードチェーンが大口顧客。今後は副産物を活用したコラーゲン事業の立ち上げに向け、中国工場生産ラインを新設中である。

◆ 08年にキッコーマンと資本・業務提携

同社は2008年にキッコーマンと資本・業務提携を結び、当該会社の持分法適用会社(持分32.1%)となった。このアライアンスの目的は、両社のコア技術を活用した新製品開発に加え、キッコーマンの販売チャネルを活用した売上高成長、並びに調達や物流コストの削減などが考えられる。提携から4年が経過した現在では、早期具現化が可能なコストシナジーには一定の成果が認識できるものの、本来の目的である売上シナジーには課題を残す。

他方、同社の主要子会社は、わかめ産地の宮城県に工場を擁する理研食品と、パーム油産地のマレーシアで蒸留モノグリセライドを生産するRIKEVITA(MALAYSIA)SDN. BHD.、原料調達地の米国でポークエキスを抽出するGUYMON EXTRACTS INC.、餡から食品・化成品用改良剤生産へ構造転換中の天津理研維他食品有限公司、欧州向け冷凍食品が主力の青島福生食品有限公司、理研食品の子会社で中国産わかめや韓国産わかめを加工する理研食品(大連)有限公司など。

> ビジネスモデル

◆ コア技術をベースにしたリスク分散型のビジネスモデル

同社のビジネスモデルは、自然素材の抽出技術と分子蒸留技術をベースにライフサイクルの長い製品を市場投入しながら、用途やエリア拡大で事業領域を水平展開するなど、コア技術をベースとしたリスク分散型のビジネスモデルと考えられる。

同社のコアテクノロジーは創業当初からの抽出技術。自然素材(魚)からのビタミンA抽出技術を出発点に、即席麺スープエキス(クジラ、カツオ、ホタテなど)への水平展開で事業領域を拡大し、大豆ミールなどからのビタミンE抽出などへ事業ポートフォリオを展開している。

抽出技術とともにコアテクノロジーの分子蒸留技術は、パーム油から高純度モノグリセライドを生産している。アイテム追加で加工食品向け乳化剤(改良剤)として守備範囲を広げ、化成品改良剤への用途拡大で事業領域を水平方向に展開。なかでも、パーム油由来の高純度蒸留モノグリセライドは、高い安全性から食品包装用資材への需要が高まっているうえ、環境保護の観点から生分解性プラスチック添加剤としての需要も立ち上がっている。

主力製品の用途拡大や事業領域の拡大に欠かせないのが、製品特性を最大限に生かす提案型商品開発と考えられる。同社の製品ポートフォリオは、家庭用食品から加工食品用原料や化成品改良剤まで幅広く、なかでも加工食品用原料などの素材分野は、提案営業による顧客一体型の商品開発に強みを有する。同社は食品分野だけでなく化成品分野でも川上から川下に至る幅広い顧客基盤を有し、これは事業拡大の可能性と事業リスク分散を意味している。

また、コアテクノロジーを如何なく発揮すべく、同社は原料調達地域での現地生産を進め、これにより原料調達リスクの最小化とコスト削減効果を両立している。国内では漁業やわかめ・ホタテ養殖地域の三陸沿岸(宮城県)に加工工場を構え、モノグリセライドは原料パーム油産地のマレーシアに最大工場を配置。また、ポークエキスは米国に工場を設けるなど、最適調達地域での現地生産を確立している。

> 市場構造とポジション

◆ 基盤技術でカテゴリートップ製品を育成

国内食品事業の主力製品には、各市場におけるカテゴリートップ製品を揃えている。家庭用食品では「ノンオイルドレッシング」や「わかめスープ」「ふえるわかめ」などの海藻類が各カテゴリートップシェアを誇り、加工食品用原料の蒸留モノグリセライド(乳化剤)は国内トップの位置づけである。

蒸留モノグリセライドは、加工食品のみならず化成品用途が拡大し、中長期的には新興国需要の増加が見込まれるなど、同社の成長ドライ

バーを担う主力製品。すでにマレーシア子会社の増強に着手したほか、中国子会社(天津)は改良剤工場への転換を進めるなど、海外エリア拡大を睨んだ準備を進めている。国内市場におけるシェアは推定50%超のトップで、競合は花王や太陽化学などが考えられる。

サラダ調味料分野は、健康志向の高まりやニーズの多様化で差別化が難しいマヨネーズに代わり、嗜好性の高いドレッシングが市場を牽引。サラダ調味料分野全体では、マヨネーズのダウントレンドをドレッシングの伸びで補い横ばいを維持している。このような中、1986年発売の「ノンオイルスーパードレッシング」シリーズは、ドレッシング市場のノンオイルカテゴリーでトップ製品に成長。ドレッシング市場全体シェアでも、同社は首位のキューピーに次ぐ2位の座を確保している。

図表3 主要製品の競業企業

乳化剤	ドレッシング	ビタミンE
理研ビタミン	キューピー	理研ビタミン
花王	理研ビタミン	エーザイ
太陽化学	ケンコーマヨネーズ	-
デュボン	ピエトロ	-

出所)当センター調べ

> 沿革と経営理念

◆ ルーツは自然科学研究で国内トップクラスの理化学研究所

同社のルーツは1917年に自然科学の総合研究所として設立された理化学研究所。38年に研究成果の工業化目的で設立された理研栄養薬品から、ビタミンA抽出部門を分離独立して49年に理研ビタミン油が創立。天然素材からの抽出技術をコアテクノロジーに、戦後の栄養補給目的でビタミン油(肝油)の製造販売を開始した。

その後、コア技術を用いて肉エキス抽出の即席麺スープや、国内初の分子蒸留による高純度モノグリセライド(グリセリン脂肪酸エステル:乳化剤)を製造。その他わかめ加工品やだしの素など、食品原料・素材や加工食品分野のアイテム拡充で事業基盤を強化した。

61年に東証二部上場を果たし、和風だしの素やわかめ加工品を伴って家庭用食品へ参入。64年に原料わかめ調達・加工の子会社(理研食品)を設立し、宮城県にわかめ加工品の一貫生産体制を構築。

80年に理研ビタミンへ商号変更し、86年には家庭用食品の主力製品ノンオイルドレッシングを発売。

91年に蒸留モノグリセライド生産のマレーシア子会社、93年には食品・化成品品質改良剤生産の天津子会社(中国)を設立し、94年に

冷凍食品生産の青島福生(中国)をM&Aで子会社化するなど、海外事業の基盤構築を進める。

95年と2003年には大連(中国)にわかめ加工子会社、04年に米国(オクラホマ州)に即席麺スープ工場を設立するなど、原料の安定調達とコスト削減を目的に調達地域での生産体制を整備。

08年に当時筆頭株主だったSFCGの持分をキッコーマンが買い取る形で資本・業務提携を結ぶ。11年の東日本大震災で子会社(理研食品)のわかめ製品3工場が被災。生産能力は震災前の約70%程度にダウンするも、復旧作業は13年前半に完了する見通し。

◆ 理化学研究所創立時の企業理念を引き継ぐ

同社は1917年理化学研究所創立時の企業理念「天然素材の有効利用を図る技術と商品で、人々の健康と栄養に寄与し、社会に貢献する」を継承し、これを経営理念に掲げている。

具体的には、

- 社会に対し、食を通じて健康と豊かな食生活を提供する
- コンプライアンス精神に基づいた事業活動を行い、社会的責任を果たす
- フレキシビリティのあるかつ創造性に溢れた企業として発展する
- 事業活動の視点・範囲を海外にも向け「世界の理研ビタミン」としてのブランドを高める
- 人間尊重の思想に基づき魅力ある職場をつくる

などを表明している。

その他、経営理念に基づく行動規範を定め、理研ビタミングループとしての使命やステークホルダーへの対応等を具体的に示している。

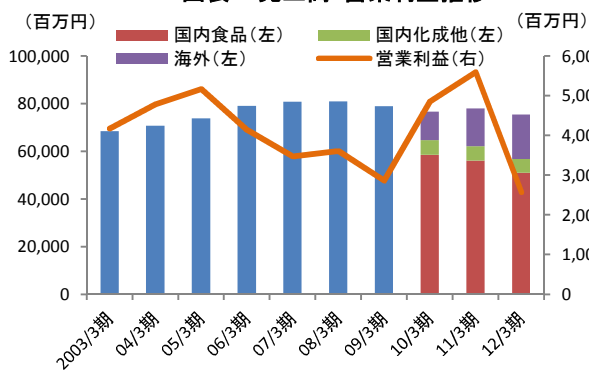
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 成長を担う海外事業は概ね順調に拡大

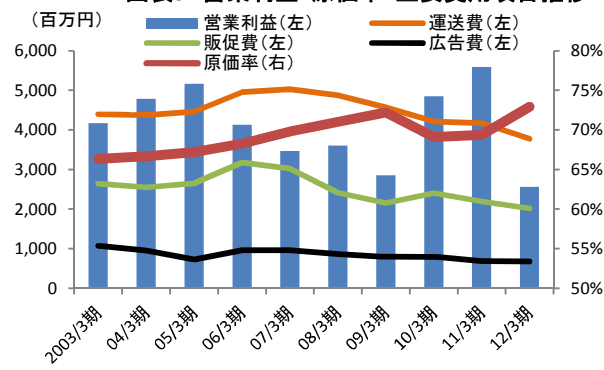
2003年3月期以降の業績推移をみると、売上高は海外事業の拡大で08年3月期まで右肩上がり続けるも、その後は国内食品事業の苦戦で踊り場に入ったうえ、12年3月期は東日本大震災で海藻類工場(理研食品)が被災し、製品供給能力ダウンで減収に陥った。一方、営業利益は振れ幅が大きい。05年3月期までは海外事業の拡大で増益を続けるも、原料高や減価償却費増による原価率上昇に加え、販促費などのマーケティングコストが09年3月期まで収益を圧迫。その後、10年3月期は減価償却費のピークアウトとマーケティングコスト削減で増益に転じるも、12年3月期は被災で海藻類工場の操業停止や海藻類調達コスト上昇で大幅減益となった。

図表4 売上高・営業利益推移



出所)決算短信より当センター作成

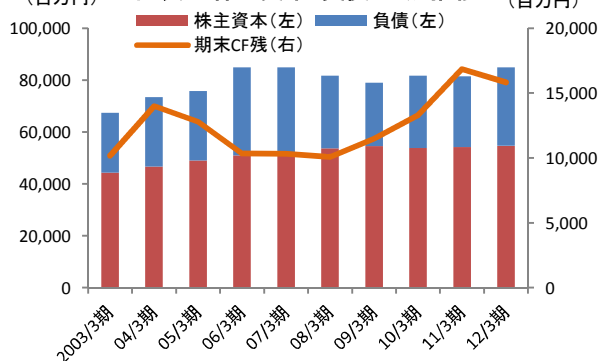
図表5 営業利益・原価率・主要費用項目推移



出所)決算短信より当センター作成

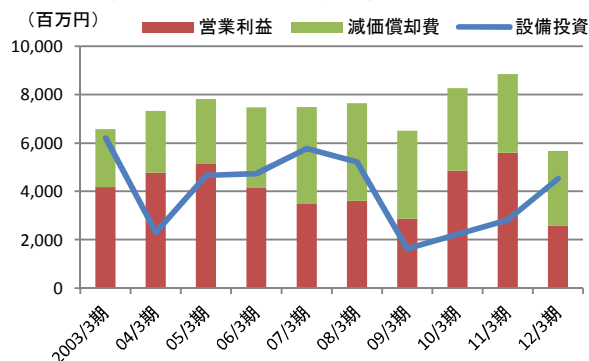
他方、財務面では負債と株主資本の状況から、概ね健全な水準と考えられる。期末キャッシュフロー残は、主にマレーシア子会社の設備投資(食品・化成品用改良剤)で変動するも、営業利益と設備投資(有形・無形固定資産取得)の合算額(簡易 EBITDA)はリーマンショックや震災影響を除き、緩やかな右肩上がり続けていると推察される。

図表6 株主資本・負債・CF残推移



出所)決算短信より当センター作成

図表7 営業利益・減価償却費・設備投資



出所)決算短信より当センター作成

> 同業他社との比較

◆ 同業他社比較で事業規模に劣るも安全性に遜色なし

当センターでは比較対象企業として、国内事業（国内食品事業、国内化成食品他事業）の競合企業4社（キューピー、花王、不二製油、味の素）を挙げた。同業他社比較から、同社は事業規模こそ競合に劣るものの、良好な財務内容を背景に安全性には何ら遜色が無い。

なお、比較に用いた同社の基準決算期は、東日本大震災で理研食品（宮城県工場）が被災した2012年3月期だったことから、収益性や成長性などは一時的なハンデを背負っていると考えられる。

図表8 同業他社との財務指標比較

銘柄 (基準決算期)		理研ビタミン (2012/3期)	キューピー (2012/11期)	花王 (2012/12期)	不二製油 (2012/3期)	味の素 (2012/3期)
規模	売上高(百万円)	75,398	504,997	1,012,595	236,594	1,197,313
	経常利益(百万円)	2,836	24,467	104,214	13,017	75,919
	総資産(百万円)	86,524	306,515	1,039,968	183,862	1,097,057
収益性	自己資本利益率	2.6%	7.4%	11.0%	8.2%	6.9%
	総資産経常利益率	3.4%	8.4%	10.3%	7.3%	7.0%
	売上高経常利益率	3.8%	4.8%	10.3%	5.5%	6.3%
成長性	売上高成長率(3年平均)	-1.5%	3.7%	-7.4%	-0.4%	0.2%
	経常利益成長率(同上)	2.1%	9.9%	3.3%	8.1%	43.1%
	総資産成長率(同上)	2.6%	3.6%	-2.4%	2.2%	1.2%
安全性	自己資本比率	64.8%	55.8%	57.0%	56.4%	55.2%
	流動比率	197.0%	154.9%	156.2%	191.6%	226.5%
	固定資産長期適合率	58.8%	88.7%	76.9%	67.7%	68.2%

注)3年平均成長率は複利計算。流動比率＝流動資産/流動負債、固定資産長期適合率＝固定資産/(自己資本+固定負債)×100。

注)花王は2012/12期に決算期変更。

> 今後の業績見通し

◆ 13年3月期の会社予想は前期比44.1%営業増益を見込む

2013年3月期の会社予想は売上高が前期比3.5%増の780.0億円、営業利益は同44.1%増の37.0億円、当期純利益は同55.4%増の22.0億円を見込むも、営業利益は震災前の11年3月期水準(55.9億円)には届かない見通し。

売上面では海外事業の冷凍食品が欧州需要低迷で苦戦する見通しだが、海藻類の震災復旧で国内食品事業の回復でカバー。利益面では海藻類調達価格改善で国内食品事業の収益性が回復に転じる見通しである。

なお、被災で以前の70%程度まで落ち込んだ海藻類生産は、14年3月期に震災前の水準に回復する見通しである。

◆ 13/3 期-15/3 期中期経営計画を遂行中

同社は2015年3月期を最終年度とする中期経営計画を遂行中である。主な成長戦略は、

- 1) 中核事業での国内マーケットシェア拡大と収益力の向上、
- 2) 海外事業を成長エンジンと見据え運営体制（開発・生産・販売）の強化、
- 3) アライアンス・パートナーとの更なる事業推進、

などを掲げ、最終年度の数値目標は売上高 900.0 億円、営業利益 57.0 億円、当期純利益 35.0 億円を目指す。

具体的な取り組みは、国内食品事業の主力製品のシェアアップを図るとともに、震災被災で失った海藻類のブランド再興を図り、学校給食市場やコンビニ市場などへの取り組みを強化。

国内化成品他事業は提案営業で既存製品の水平展開と新規顧客開拓、新機能性製品の開発を進める。

海外事業はマレーシア子会社の能力増強と天津子会社の改良剤工場への転換や、青島子会社のコラーゲン事業参入に向けた投資に加え、インド駐在事務所を販売子会社に格上げして新興国市場開拓を強化する方針である。

図表9 中期経営計画数値目標 (億円)

	11/3期	12/3期	13/3期 計	14/3期 計	15/3期 計
売上高	779	753	780	-	900
売上総利益	238	203	225	-	255
営業利益	55	25	37	-	57
経常利益	57	28	38	-	58
当期純利益	11	14	22	-	35
設備投資	29	55	53	48	59
減価償却費	32	30	34	38	42

出所) 説明会資料より、計画は会社計画

図表10 事業セグメント別計画 (億円)

	11/3期	12/3期	13/3期 計	14/3期 計	15/3期 計
売上高	779	753	780	-	900
国内食品事業	560	509	553	-	590
国内化成品他事業	61	58	60	-	65
海外事業	164	193	174	-	255
調整額	-6	-7	-7	-	-10
営業利益	55	25	37	-	57
国内食品事業	46	20	33	-	48
国内化成品他事業	7	3	3	-	4
海外事業	4	4	5	-	9
調整額	-4	-2	-4	-	-5

出所) 説明会資料より、計画は会社計画

◆ 13年3月期は会社計画並みの着地を予想

当センターの2013年3月期予想は、売上高が前期比2.4%増の772.0億円、営業利益は同48.0%増の38.0億円、当期純利益は同54.1%増の21.8億円を見込む。

13年3月期第3四半期決算において、通期会社予想に対する進捗率は売上高が73.5%、営業利益は78.3%の水準を確保したことから、中期経営計画初年度の13年3月期はほぼ成長戦略に沿った施策が実行されていると推察される。

◆ 中期経営計画の達成には海外事業の成長が不可欠

前述した2013/3期-15/3期中期経営計画のポイントは、1) 国内食品事業の震災復興、2) 海外事業は次期中期経営計画に向けた生産能力増強とエリア拡大、3) 事業の選択と集中、に要約される。

まず、中期経営計画の15年3月期売上高900億円は11年3月期に比べて121億円増となる。この内訳(調整額控除前)は、国内食品事業と国内化成品他事業は同期比でそれぞれ30億円増、4億円増に留まるものの、海外事業は同期比91億円増を見込む。したがって、国内食品事業と国内化成品他事業は、震災復旧で以前の売上高水準に戻すことに専念し、本来の売上高成長は海外事業が担う計画である。

一方、営業利益は11年3月期とほぼ同水準の47億円を見込む。国内化成品他事業は生産能力増強に伴う減価償却費増で利益水準は低下する見通しだが、国内食品事業の売上高回復に伴う利益水準の回復と、海外事業の売上高成長で減価償却費増を吸収する構えである。

以上から、この中期経営計画の数値目標達成には、国内食品事業の復旧と、固定費増を吸収する海外事業の売上高成長が欠かせず、これには空白地帯である中南米などへのエリア拡大も求められよう。

なお、この中期経営計画ではアライアンス・パートナーであるキッコーマンとの更なる事業推進を掲げているものの、具体的な施策等は明示されていない。

当センターでは、カテゴリートップ製品を多数揃える国内食品事業の復旧を見込むものの、生産能力増強を進めている海外事業(食品・化成品用改良剤)のポテンシャルが不透明なことから、中期経営計画に掲げる数値目標は、現段階でややハードルが高いと考えている。

これを踏まえ、当センターの15年3月期予想は売上高842.0億円、営業利益52.0億円、当期純利益31.2億円と会社計画を若干下回る水準を見込む。

この当センター予想を下回るリスク要因として、パーム油やわかめなどの原料価格高騰や設備投資計画の遅れ、カントリーリスクなどが考えられる。

図表11 業績予想(要約P/L) (百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期
				E	E	E
売上高	76,550	77,912	75,398	77,200	80,700	84,200
(前期比)	-3.0%	1.8%	-3.2%	2.4%	4.5%	4.3%
売上原価	52,897	54,057	55,004	54,600	57,000	59,600
売上総利益	23,653	23,855	20,393	22,600	23,700	24,600
販売費一般管理費	18,798	18,260	17,826	18,800	19,000	19,400
営業利益	4,854	5,594	2,567	3,800	4,700	5,200
(前期比)	69.9%	15.2%	-54.1%	48.0%	23.7%	10.6%
営業外収益	514	512	681	500	500	500
営業外費用	415	395	411	400	400	400
経常利益	4,953	5,711	2,836	3,900	4,800	5,300
(前期比)	85.9%	15.3%	-50.3%	37.5%	23.1%	10.4%
特別利益	136	856	295	400	400	300
特別損失	797	3,630	589	600	600	300
税引前当期純利益	4,292	2,836	2,542	3,700	4,600	5,300
法人税等	1,903	2,009	947	1,500	1,850	2,150
調整額	-184	-236	154	0	0	0
少数株主損益	-11	39	24	20	30	30
当期純利益	2,584	1,123	1,415	2,180	2,720	3,120
(前期比)	71.2%	-56.5%	26.0%	54.1%	24.8%	14.7%
設備投資	2,223	2,830	4,526	5,300	4,800	5,900
減価償却費	3,412	3,250	3,113	3,400	3,800	4,200

出所) 決算短信より、予想は当センター

図表12 事業セグメント別業績予想 (百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期
				E	E	E
売上高	76,550	77,912	75,398	77,200	80,700	84,200
国内食品事業	58,429	56,007	50,925	55,000	57,000	58,000
国内化成品他事業	6,219	6,136	5,822	5,900	6,000	6,100
海外事業	11,901	15,765	18,650	16,300	17,700	20,100
営業利益	4,854	5,594	2,567	3,800	4,700	5,200
国内食品事業	4,187	4,689	2,027	3,300	4,000	4,400
国内化成品他事業	487	739	340	450	550	600
海外事業	427	426	432	250	350	500
調整額	-247	-260	-233	-200	-200	-300

出所) 決算短信より、予想は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ リスク分散型のビジネスモデル

同社のビジネスモデルはリスク分散型と考えられる。関係資本においては、食品・化成品業界の川上から川下分野まで幅広い顧客層を有し、コア製品の用途拡大でラインナップ拡充と事業領域の水平展開を進め、海外などへのエリア拡大で成長を加速させる方針である。

図表 13 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・食品業界や化成品業界の川上から川下まで幅広い顧客層 ・上場顧客を中心に株式保有で関係強化	・顧客数 ・投資有価証券	・非開示 ・101 銘柄 75.6 億円
	ブランド ・カテゴリトップ製品や定番品を多数揃える家庭用食品 ・国内トップベンダーの蒸留モノグリセライド(乳化剤・改良剤)	・推定国内シェア	・ノンオイルドレッシング 60% ・蒸留モノグリセライド 70%
	事業パートナー ・キッコーマンとの資本・業務提携 ・顧客・取引先の武田薬品工業と伊藤忠商事が上位株主	・株式保有比率	・キッコーマン 32.1%、武田薬品工業 8.8%、伊藤忠商事 3.4%
組織資本	プロセス ・原料調達地域での現地生産によるリスク軽減とコスト削減 ・グローバル経営体制	・海外拠点数	・生産 3 カ国 ・販売 6 カ国
	知的財産・ノウハウ ・天然素材の抽出技術と分子蒸留技術	・特許権等	・非開示
人的資本	経営陣 ・社内出身者で構成される取締役の経営責任	・任期	・1 年
	従業員 ・連結従業員のうち約 60%が海外事業	・従業員数	・国内食品事業 1,115 人、国内化成品他事業 95 人、海外事業 1,790 人、全社 81 人

注) KPI の数値は 2012 年 3 月期末

> ESG活動の分析

◆ 中期経営計画の基本方針で ESG への意識を表明

同社は中期経営計画の基本方針で、ESG への高い意識を表明している。主な内容は、社会の信頼に応えるべく、健全な事業運営の推進に向けコンプライアンス体制とガバナンス体制を充実させ、安全な製品提供に努める方針である。

◆ 環境対応 (Environment)

同社は行動規範で「環境保全・省資源・省エネルギーへの取り組み」に言及するなか、単体の国内 5 工場及びオフィス部門で環境マネジメント国際規格 ISO14001 を取得。国内外子会社でも環境マネジメントシステム構築を進めるなど、環境対応への意識は高いと推察される。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は経営理念に掲げる「社会に対し、食を通じて健康と豊かな食生活を提供する」のもと、社会的責任として環境対応はもちろんのこと、食育や国際協力などの社会貢献活動に取り組んでおり、企業市民として社会的責任を保持していると考えられる。

◆ 企業統治 (Governance)

経営の意思決定機関である取締役会は、社長以下 10 名の社内出身者で構成されている。筆頭株主のキッコーマンを始め、外部からの社外取締役を招聘していないものの、監査役 4 名のうち社外監査役を 3 名配するなど、第三者的な経営のチェック機能を確立している。また、取締役の任期を 1 年にするなど、取締役に對して経営責任を明確化させる意図が感じられる。

一方、2008 年に結んだキッコーマンとの資本・業務提携は、物流面でコストシナジーが具現化されているものの、売上高成長など本来の目的が遂行されているとは言い難い。両社の技術を持ち寄った新製品開発やマーケティング活動など、本来のシナジーが期待される国内食品事業で実績が見受けられず、関係を強化するためにもキッコーマンからの役員招聘を熟慮すべき時期に来ているとも考えられる。

図表 14 大株主の状況 (%)

キッコーマン	32.1
武田薬品工業	8.8
理研ビタミン取引先持株会	5.0
みずほ銀行	4.8
伊藤忠商事	3.4
永持孝之進	2.9
三菱UFJ信託銀行	2.5
三菱東京UFJ銀行	2.4
日本マスタートラスト信託銀行	2.3
損害保険ジャパン	2.1

出所) 有価証券報告書(2012年3月末)

図表 15 所有者別状況 (%)

金融機関	20.7
法人	55.3
外国人	1.6
個人その他	22.4

出所) 有価証券報告書(2012年3月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 当面の課題は中期経営計画の達成

前述したように、同社は2015年3月期を最終年度とする中期経営計画を遂行中である。

主な成長戦略を再掲すると、

- 1) 中核事業での国内マーケットシェア拡大と収益力の向上、
- 2) 海外事業を成長エンジンと見据え運営体制（開発・生産・販売）の強化、
- 3) アライアンス・パートナーとの更なる事業推進、

などを掲げ、最終年度の数値目標は売上高900.0億円、営業利益57.0億円、当期純利益35.0億円を目指す。

具体的な取り組みは、国内食品事業の主力製品のシェアアップを図るとともに、震災被災で失った海藻類のブランド再興を図り、学校給食市場やコンビニ市場などへの取り組みを強化。

国内化成品他事業は提案営業で既存製品の水平展開と新規顧客開拓、新機能性製品の開発を進める。

海外事業はマレーシア子会社の能力増強と天津子会社の改良剤工場への転換や、青島子会社のコラーゲン事業参入に向けた投資に加え、インド駐在事務所を販売子会社に格上げして新興国市場開拓を強化する方針である。

> 今後の戦略

◆ 長期的にはエリア拡大とコラーゲン事業の育成が課題

同社は長期的な戦略に触れていないが、現在の中期経営計画は国内食品事業の震災復旧と、持続的な成長を睨んだ海外子会社の設備投資がメインとなっている。

次期の中期経営計画でこのまいた種を収穫するためにも、新興国市場をターゲットとしたエリア拡大とコラーゲン事業の育成が課題となる。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ コア技術を活用した水平展開力に強み

同社の強みはコア技術による主力製品の水平展開と、幅広い顧客基盤や原産地生産によるリスク分散と考えられる。一方、原材料価格の変動や新興国のカントリーリスクは、同社自身で回避できない事象である。

図表 16 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ・自然素材からの抽出技術と分子蒸留技術 ・川上から川下までの幅広い顧客基盤 ・顧客への提案営業とカスタマイズされた製品開発 ・原料調達地域での現地生産体制 ・主力製品の高いカテゴリーシェア
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・原材料価格に左右されやすい収益性 ・強いとは言えない食品卸との価格交渉
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ・食品・化成品用改良剤への新たなニーズ ・経済成長に伴う新興国での加工食品市場拡大
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ・原材料の高騰 ・カントリーリスク ・PB 品など低価格商品への販売価格収斂

> 経営戦略の評価

◆ リスク分散型ビジネスモデルを評価

同社のビジネスモデルは、食品・化成品業界の川上から川下分野まで幅広い顧客基盤を有し、コア製品の用途拡大でラインナップ拡充と事業領域の水平展開を進めるとともに、海外などへのエリア拡大で成長加速を目論む。加えて、原料調達地域での現地生産で調達リスクを低減するなど、同社のリスク分散型ビジネスモデルは評価されよう。

一方、喫急の課題としてはキッコーマンとのアライアンス強化が挙げられる。2008 年の資本・業務提携締結でコストシナジーはある程度発現しているものの、売上高成長につながる製品開発やマーケティングには繋がっておらず、現状のキッコーマンは同社の安定株主に過ぎない。今回の中期経営計画ではアライアンス強化を掲げているものの、具体的な施策を示しておらず、売上高成長に向けた何らかの行動が求められる。

中期的には蒸留モノグリセライドの生産能力増強に伴い、海外事業のエリア拡大と顧客開拓が同社の業績を左右する。設備稼働で 14 年 3

月期からは固定費が増加する見通しで、15年3月期の減価償却費は12年3月期比で11億円増の42億円に達する見込み。稼働当初は生産性向上が見込めず国内化成品他事業はコスト先行となることから、エリア拡大及び顧客開拓による海外事業の売上高成長で固定費増を吸収することが、中期的な利益成長の必須項目と考えられる。15年3月期以降に新規参入を目指すコラーゲン事業は、既存顧客へのアプローチが重要と考えられる。コラーゲン市場において後発の同社は、価格政策以外で先行企業の牙城を切り崩すのは容易ではなく、固定費を賄うためにも既存顧客へのクロスセル戦略が求められよう。

> 株主還元

◆ 配当性向 30%以上を明言

同社は株主への利益還元を重要な経営課題の一つと認識し、業績動向や内部留保等を勘案しながら、配当政策は連結配当性向 30%以上を目標に実施する方針である。実際の配当は2010年3月期から業績に連動せず年 36.0 円配を継続しており、同社の配当政策は配当性向 30%以上の安定配当を目指していると推察される。当センターでは国内食品事業の回復とともに EPS 成長を予想することから、中期的には増配の可能性が高いと考えられる。

また、13年3月期は株式流動性確保に向け22.0万株の立会外分売を実施する一方で、金融機関の保有する同社株式54.7万株(自己株式除く発行済株式の2.7%相当)を立会外買付で取得した。

> バリュエーション比較

◆ 短期的には割安感に乏しいバリュエーション

同業他社4社(キューピー、花王、不二製油、味の素)とのバリュエーション比較から、同社の株価水準は短期的な割安感に乏しいと考えられる。現在の株価は当センターの2013年3月期予想PERで24.0倍、15年3月期予想では16.8倍の水準である。

同業他社比較から、同社の妥当PER水準を15.0倍~24.0倍と仮定すると、当センターの15年3月期予想EPS137.7円を前提とした中長期的な適正株価水準は、2,000円~3,300円のレンジが想定される。

図表17 同業他社とのバリュエーション比較

銘柄	理研ビタミン	キューピー	花王	不二製油	味の素
株価(円)	2,310	1,293	3,165	1,426	1,310
今期予想PER(倍)	24.0	15.5	22.2	14.6	18.1
前期実績PBR(倍)	0.9	1.1	2.8	1.2	1.5
今期予想配当利回り	1.6%	1.7%	2.0%	1.7%	1.2%
時価総額(億円)	546	1,978	16,718	1,249	8,895

注)理研ビタミンは当センター予想、その他は会社計画。花王は2012/12期に決算期変更。

注)株価は3/15終値。

> 今後の株価見通し

◆ 短期的には株価上昇後の調整に留意

同社の株価は2013年3月期第3四半期決算発表と自己株式取得が好感され、この3カ月で16.4%上昇している。それでもなお前期実績PBRが0.9倍台とは言え、移動平均線からの上方乖離が10.6%程度に達することから短期的な株価調整に留意したい。

当センターでは国内食品事業の回復を背景に中期的なEPS成長を予想しており、株価は射程圏内に入ったPBR1.0倍台を意識しながら、緩やかな上昇が想定される。

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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

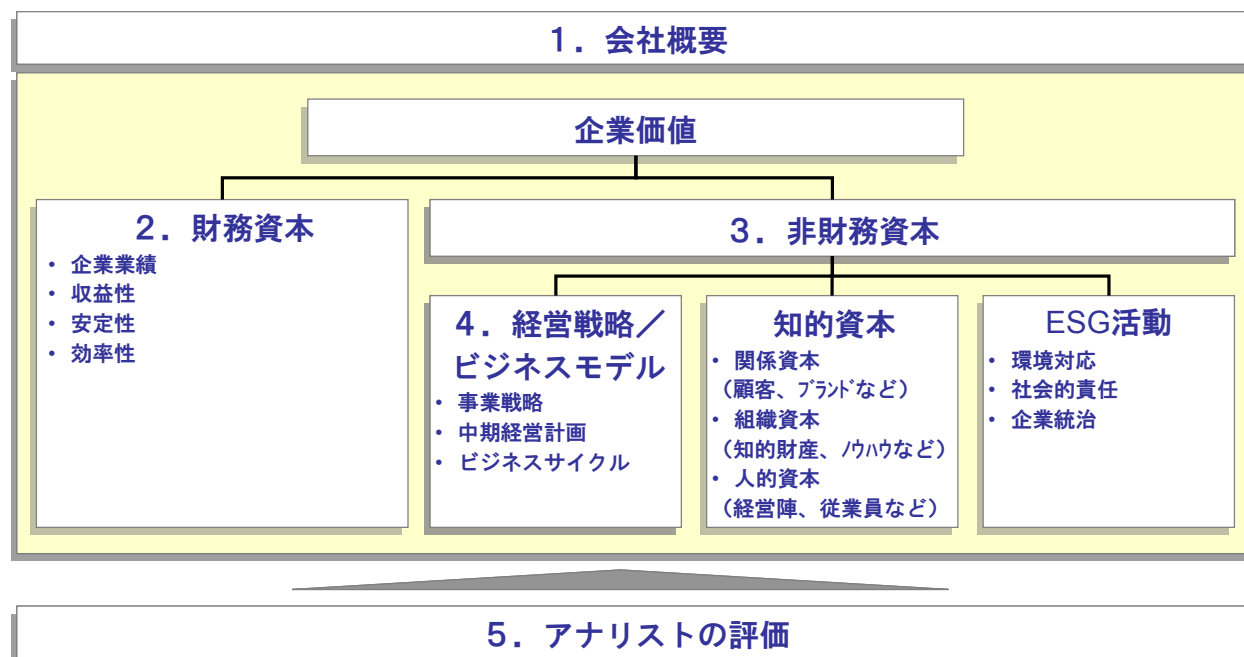
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。