

# ホリスティック企業レポート

## 理研ビタミン

4526 東証一部

アップデート・レポート  
2014年12月19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 20141216

# 理研ビタミン (4526 東証一部)

発行日:2014/12/19

家庭用食品から化成品改良剤まで幅広い領域をカバーする食品メーカー  
中期的には海外事業の成長モメンタムと国内業務用食品の売上高回復に注目

## > 要旨

### ◆ 国内食品事業を収益基盤に海外事業で成長を目論む

- ・理研ビタミン(以下、同社)は天然素材から有用成分を抽出する技術をベースに、家庭用食品から化成品改良剤まで、幅広い領域をカバーする食品メーカーである。
- ・中期的には改良剤の生産能力増強を背景にした海外事業の販売力強化と、東日本大震災で失った業務用食品の売上高回復に注目したい。

### ◆ 15年3月期上期決算は減価償却費の負担増で15.5%営業減益

- ・15/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比0.1%増の411.2億円、営業利益は同15.5%減の20.0億円であった。
- ・売上高は国内食品事業の苦戦を海外事業の伸長でオフセット出来たが、営業利益は原料高や減価償却費増が響き減益だった。

### ◆ 期初の15年3月期計画を減額修正

- ・同社は上期の国内食品事業と海外事業が想定を下回ったため期初の15/3 期計画を見直し、売上高は900.0億円→880.0億円(前期比3.0%増)、営業利益も60.0億円→52.5億円(4.4%増)に減額修正した。

### ◆ 証券リサーチセンターも15年3月期予想を減額修正

- ・証券リサーチセンターは、上期における国内食品事業の苦戦と海外事業の伸び悩みから業績予想を見直し、15/3 期予想は売上高892.0億円→874.0億円(前期比2.3%増)、営業利益58.0億円→49.0億円(同2.5%減)に減額修正した。

アナリスト:馬目 俊一郎

+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】

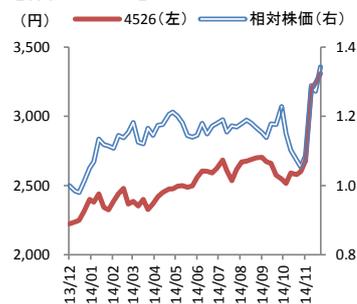
	2014/12/12
株価(円)	3,310
発行済株式数(千株)	23,653
時価総額(百万円)	78,290

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	20.4	22.2	20.9
PBR(倍)	1.1	1.1	1.0
配当利回り(%)	1.5	1.8	1.8

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	3.4	23.4	47.2
対TOPIX(%)	4.2	16.9	37.0

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/12/20

### 【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)	
2013/3	77,568	2.9	3,600	40.3	3,741	31.9	2,406	70.0	106.7	2,723	36.0	
2014/3	85,419	10.1	5,027	39.6	5,294	41.5	3,590	49.2	162.4	3,015	50.0	
2015/3	旧CE	90,000	5.4	6,000	19.3	6,000	13.3	4,000	11.4	180.9	—	55.0
	新CE	88,000	3.0	5,250	4.4	5,300	0.1	3,800	5.8	171.9	—	60.0
2015/3	旧E	89,200	4.4	5,800	15.4	5,800	9.6	3,820	6.4	172.8	3,148	55.0
	新E	87,400	2.3	4,900	-2.5	5,000	-5.6	3,300	-8.1	149.2	3,114	60.0
2016/3	旧E	93,300	4.6	6,300	8.6	6,300	8.6	4,120	7.9	186.3	3,279	58.0
	新E	90,900	4.0	5,300	8.2	5,400	8.0	3,500	6.1	158.3	3,212	60.0
2017/3	旧E	97,800	4.8	6,900	9.5	7,000	11.1	4,560	10.7	206.2	3,427	65.0
	新E	94,600	4.1	5,800	9.4	6,000	11.1	3,800	8.6	171.9	3,324	60.0

(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

2/9

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

◆ 国内食品事業を収益基盤に海外事業で成長を目論む

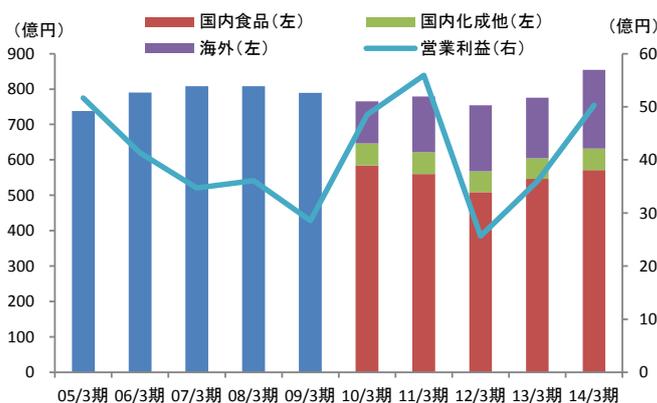
理研ビタミン（以下、同社）は、天然素材から有用成分を抽出する技術と分子蒸留技術をコアテクノロジーに、ノンオイルドレッシングなどの家庭用食品から化成品向け改良剤まで、幅広い領域をカバーする食品メーカーである。

事業セグメントはドレッシングや海藻、食品改良剤などの「国内食品事業」と、食品用ラップなど化成品向け改良剤の「国内化成品その他事業」、海外の改良剤販売子会社や中国冷凍食品子会社等の「海外事業」の3事業で構成され、このうち国内食品事業が利益の大半を稼ぎ出している。

東日本大震災で宮城県の海藻加工子会社を被災した同社は、15/3期を最終年度とする3カ年経営計画の中で、1) 海藻をメインとした震災からの復興、2) 海外の生産拠点増強と販売拠点の拡充、3) コラーゲン/ペプチド分野への新規参入、などに注力して事業を展開している。

中期経営計画の折り返し地点である14/3期は、震災で失った海藻のシェア回復に課題を残すものの、改良剤の海外生産拠点増強とコラーゲン/ペプチド分野への参入準備はほぼ計画通りの進捗であった。今後は増産体制が整った改良剤を梃子に、東南アジアや中東の加工食品需要や化成品需要を取り込み、海外事業を軸に成長を加速させる方針である。

【 図表 1 】 セグメント別売上高と営業利益の推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 15年3月期上期決算は15.5%営業減益

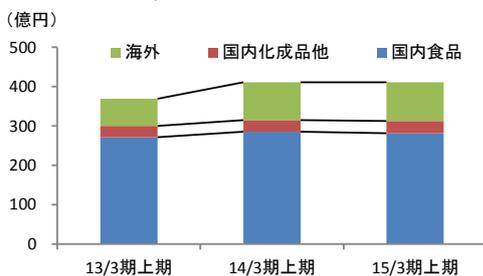
15/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高が前年同期比 0.1% 増の 411.2 億円、営業利益は同 15.5% 減の 20.0 億円であった。売上面では消費税増税の影響で国内食品事業が苦戦するも、海外事業の伸長でオフセットして増収を確保した。一方利益面では、原料価格の高騰や減価償却費の増加が利益を圧迫した。その結果、上期は国内食品事業の苦戦を主因として期初計画(435.0 億円、営業利益 28.0 億円)を下回った。

事業セグメント別に見ると、国内食品事業は売上高が前年同期比 1.3% 減の 281.9 億円、営業利益は同 0.7% 増の 19.3 億円であった。売上面では海藻新製品投入で業務用食品が増収となったものの、消費税増税や夏場の天候不順の影響を受けた家庭用食品が減収であったほか、加工食品用原料等も健康食品メーカー向けビタミン等の苦戦で微減収となった。利益面では家庭用食品の新製品投入でマーケティングコストが増加するも、利益率の高い海藻が好調であったため増益を確保した。国内化成品その他事業は、飼料用油脂等が好調であったため、売上高が前年同期比 3.5% 増の 30.4 億円となったが、営業利益は原料価格の高騰で同 22.6% 減の 1.9 億円であった。

海外事業は、売上高が前年同期比 3.1% 増の 99.0 億円、営業利益は同 75.5% 減の 0.8 億円であった。売上面では改良剤の販売子会社がエリア及び販路拡大で順調に推移したほか、中国冷凍食品子会社も堅調であった。利益面ではマレーシア子会社の改良剤バルク増産に伴う減価償却費の増加が利益を圧迫した。

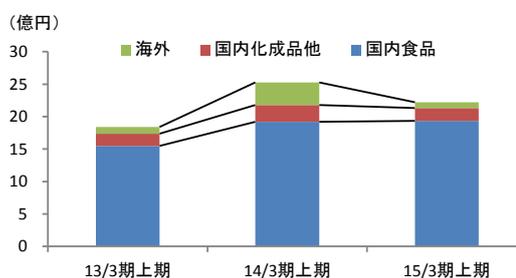
【 図表 2 】 事業セグメント別売上高

(15/3期上期:売上高411.2億円)



【 図表 3 】 事業セグメント別利益

(15/3期上期:営業利益20.0億円)



(出所) 図表 2 及び 3 ともに決算短信より証券リサーチセンター作成

## > 業績見通し

### ◆ 期初の15年3月期計画を減額修正

同社は上期の状況を踏まえ期初の15/3期計画を見直し、売上高を900.0億円→880.0億円(前期比3.0%増)、営業利益も60.0億円→52.5億円(4.4%増)に減額修正した。一方、設備投資額は66.0億円→77.0億円に増額された。

主な修正点は、国内食品事業と海外事業の見直しである。国内食品事業については、消費税増税と夏場の天候不順で新製品が苦戦した家庭用食品の不振を反映し、通期計画の売上高を586.0億円→576.0億円、営業利益も49.0億円→46.0億円に減額修正した。

他方、上期の海外事業については、販売子会社のエリア拡大と中国冷凍食品子会社の寄与で微増収を確保したものの、計画には未達だったと推察される。同社は、通期計画の売上高を252.0億円→243.0億円、営業利益も11.0億円→6.0億円に減額修正した。

下期は修正計画の達成に向け、国内食品事業の家庭用食品と加工食品原料等の回復に努めるほか、増強されたマレーシア子会社のバルク生産能力を活かすべく、東南アジアやインド、中東を中心に海外事業の改良剤販売に注力する方針である。

### ◆ 証券リサーチセンターも15年3月期予想を減額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は上期の国内食品事業及び海外事業の状況から前回レポート(14年8月発行)の業績予想を見直し、15/3期予想業績について売上高892.0億円→874.0億円(前期比2.3%増)、営業利益58.0億円→49.0億円(同2.5%減)に減額修正した。

消費税増税後の個人消費低迷が想定以上に長引いていることから国内食品事業の売上高及び利益予想を減額するとともに、海外事業における改良剤販売の成長モメンタムが想定を下回っているために海外事業についても同様に減額した。

16/3期以降の見通しについては、国内食品事業と海外事業の売上高成長を下方修正したほか、15/3期の設備投資計画が増額されたことから16/3期以降の減価償却費予想を増額した。

今後の注目点は海外事業の成長モメンタムと、国内食品事業における業務用食品の売上高回復力であろう。海外事業については14年1月のマレーシア子会社バルク生産能力増強を睨み、13年1月からイン

ド、トルコ、米国に相次いで駐在員事務所を新設して改良剤の販売強化を進めるとともに、新事業として中国冷凍食品子会社でコラーゲン生産設備を15/3期から稼働させた。

これら生産設備の増強を背景に、海外事業は減価償却費の負担増を賄うべく売上高成長が求められるが、15/3期上期は駐在員事務所の開設後間がないこともあり、売上高の伸びが想定を下回ったため減益に終わった。

同社の施策は、東南アジアや中東での加工食品需要をターゲットに改良剤を拡大させる方針のため、海外事業の売上高成長の程度が同社の中期的な業績動向を左右すると考えられる。

他方、国内食品事業のなかで加工食品用原料他に次ぐ利益率を誇る業務用食品については、東日本大震災で海藻加工子会社が被災し、海藻シェアの低下とともに売上高が低迷したままである。震災前の10/3期に225.2億円であった業務用食品の売上高は12/3期に187.1億円まで減少した。その後、海藻加工子会社の復旧とともに売上高は14/3期に204.6億円まで回復したが、海藻シェアの回復は想定以下に留まっていると推察される。

15/3期は海藻新製品の投入で売上回復を図っているが、上期の状況を見る限り、業務用食品の復興は道半ばと考えられる。

【 図表 4 】 事業セグメント別修正業績予想

(単位：百万円)

	13/3期	14/3期	15/3期E		16/3期E		17/3期E	
			旧	新	旧	新	旧	新
売上高	77,568	85,419	89,200	87,400	93,300	90,900	97,800	94,600
国内食品事業	54,689	57,085	58,600	57,500	60,100	59,000	61,600	60,500
国内化成品その他事業	5,761	6,135	6,300	6,300	6,400	6,400	6,500	6,500
海外事業	17,116	22,198	24,300	23,600	26,800	25,500	29,700	27,600
営業利益	3,600	5,027	5,800	4,900	6,300	5,300	6,900	5,800
国内食品事業	3,313	3,844	4,800	4,500	5,200	4,800	5,400	5,100
国内化成品その他事業	414	527	400	400	400	400	500	500
海外事業	356	1,010	1,000	400	1,100	500	1,400	600
調整額	-484	-355	-400	-400	-400	-400	-400	-400
設備投資	5,516	5,576	6,000	6,500	3,000	4,000	3,000	4,000
減価償却費	3,268	3,407	3,900	3,900	4,200	4,500	4,300	4,700

(注) 設備投資は有形固定資産+無形固定資産取得、Eは証券リサーチセンター予想  
(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 東証一部指定で記念配を計画

同社の配当政策は安定配当の継続を基本方針として、数値目標に配当性向 30%以上を掲げている。14/3 期は年 14 円増配の年 50 円配 (配当性向 30.8%相当) を実施した。15/3 期は 14 年 12 月の東証一部指定に伴う記念配年 5 円を含む年 60 円配 (配当性向 34.9%相当) を計画している。

当センターの配当予想は 15/3 期が記念配年 5 円を含む年 60 円配であり、16/3 期以降は安定配当の継続を前提に年 60 円配継続を見込む。

### ◆ 原材料価格の変動に留意

同社の製品ポートフォリオは、食品及び化成品の川上から川下まで幅広く、顧客リスクや製品リスクは分散されている。

一方、改良剤原材料のパーム油は、新興国需要が高まったうえ大豆油等の代替品需要が加わり、マレーシア証券取引所のパーム油相場 (年平均) は 2000 年の 261.1US\$/トンから 11 年には 1,076.5US\$/トンまで上昇した。14 年は幾分落ち着き年初からの平均価格は 749.9US\$/トンとなっているが、パーム油相場の変動は潜在的なリスクと考えられる。

また、マレーシア子会社からバルク提供を受ける国内事業においては、一段の円安進行による原料コスト上昇が懸念される。

「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

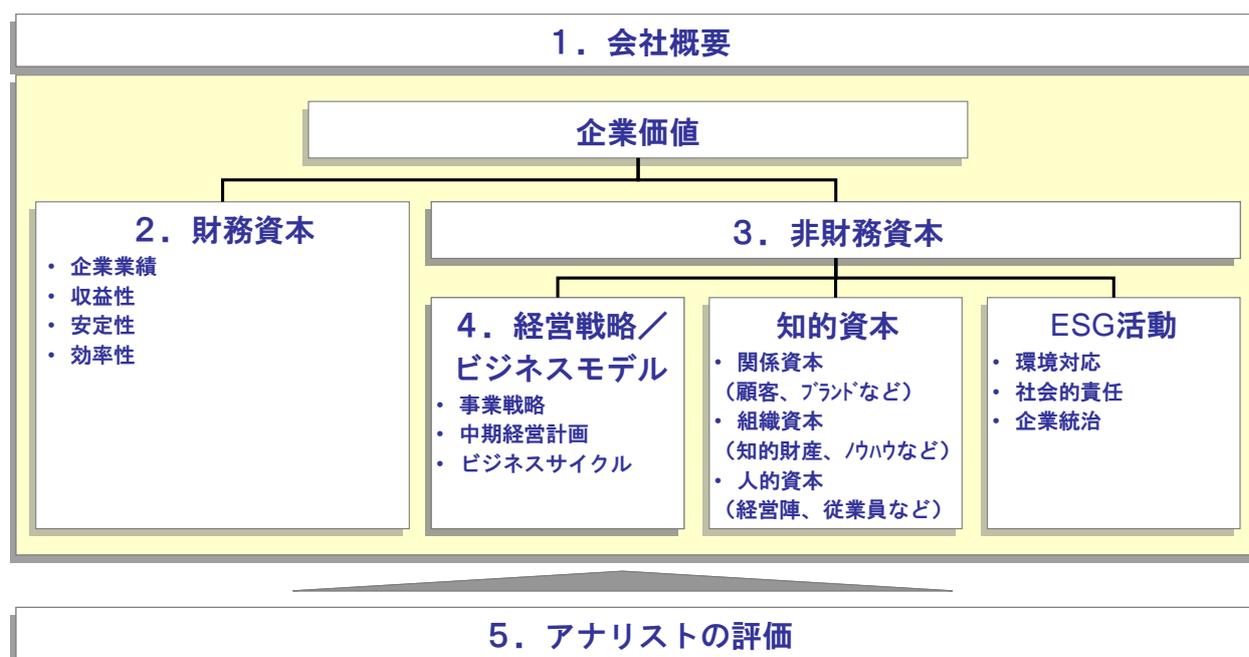
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。



アップデート・レポート

## 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 Ratio)

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、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

9/9

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。