

ホリスティック企業レポート (4977 新田ゼラチン 東証一部)

フル・レポート
2013年1月18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20130115

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

・同社は加工食品や化粧品、写真フィルムなどに広く使われるゼラチンの世界的メーカー。グローバル生産体制を軸に、ゼラチンシェアは世界4位、国内では堂々の1位を誇る。

2. 財務面の分析

・過去の業績推移から、売上高は総じて横ばいながら、収益性は海外子会社の寄与で改善。
・13年3月期は北米ゼラチンの値上げ効果が発現しておらず、利益面でウェイトの高いコラーゲン事業の収益性回復に課題を残していることから、当センターでは会社計画の未達を予想する。

3. 非財務面の分析

・同社は約100年に及ぶゼラチン単一事業の中で、蓄積されたノウハウをベースに市場変化に対応し、事業ポートフォリオ拡大と世界戦略を推進。

4. 経営戦略の分析

・同社は中長期展望「CFG 戦略 2016」を公表。この内容は、経済成長の続くアジア市場で生産能力を増強。コラーゲンペプチドやコラーゲンケーシングなどの拡販で、16年3月期には売上高400億円、営業利益40億円を目標とする。

5. アナリストの評価

・同業他社との比較から、現在の株価水準はフェアバリュー。同社は子会社の繰越欠損金で税率が数年間に渡って軽減され、予想EPSは通常税率より約10%程度押し上げられることに留意。
・当センターの15年3月期予想EPS105.9円を基にした同社の中期的な適正株価水準は850円~1,060円を想定。

【主要指標】

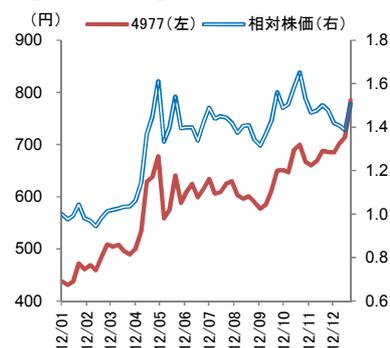
	2013/1/11
株価(円)	785
発行済株式数(株)	15,770,074
時価総額(百万円)	12,380

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	7.9	9.1	8.6
PBR(倍)	1.5	1.1	1.0
配当利回り(%)	1.3	1.5	1.8

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	11.8	21.1	78.0
対TOPIX(%)	7.0	0.1	49.6

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/1/16

【4977 新田ゼラチン 業種: 化学】

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	26,392	-	1,407	-	1,584	-	1,047	-	153.0	781.0	7.50
2011/3	27,923	5.8	1,486	5.6	1,383	-12.7	1,051	0.4	160.4	899.0	7.50
2012/3	27,763	-0.6	2,015	35.6	2,002	44.8	1,375	30.8	99.9	509.4	10.00
2013/3 CE	28,900	4.1	2,070	2.7	2,100	4.9	1,370	-0.4	86.9	-	12.00
2013/3 E	27,700	-0.2	1,930	-4.2	1,990	-0.6	1,360	-1.1	86.2	701.7	12.00
2014/3 E	30,000	8.3	2,090	8.3	2,130	7.0	1,440	5.9	91.3	781.0	14.00
2015/3 E	33,000	10.0	2,480	18.7	2,450	15.0	1,670	16.0	105.9	872.9	16.00

(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

世界 4 位のゼラチンメーカーで、原料からの一貫生産・販売・提案に強み

◆ 国内トップ、世界でも 4 位のゼラチンメーカー

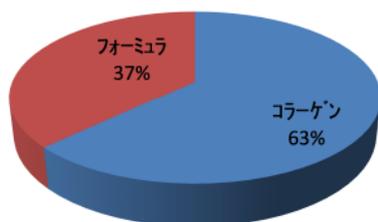
同社は加工食品や化粧品、写真フィルムなどに広く使われるゼラチンの世界的メーカー。主な生産拠点は国内が大阪と奈良工場のほか、連結子会社(彦根ゼラチン)の滋賀工場。海外は米国連結子会社 2 社とカナダ連結子会社に加え、2012 年新設の中国子会社。その他、持分法適用のインド関連会社(持分 46.4%)と中国関連会社(同 30.1%)などを備えるグローバルメーカーである。2012 年 3 月期末の生産能力は推定 18,500 トン(国内 8,500 トン、米 3,000 トン、カナダ 3,000 トン、インド 4,000 トン)で、原材料の牛骨や豚皮、魚鱗などは全量を輸入もしくは現地調達で賄う。この生産能力を基にしたゼラチンシェアは世界 4 位、国内では堂々の 1 位を誇る。

同社の特色は、原料からの一貫生産・販売・提案を可能としている国内で唯一のメーカーである点。これを強みに素材としてのゼラチン販売に留まらず、加工度を高めた高機能素材として最終製品メーカーへの提案営業を強化している。販売拠点は国内のほか北米(米国・カナダ)、インド、中国、ベトナムなどを核とした代理店網を構築済みで、12 年 3 月期の海外売上高比率は 27.8%に及ぶ。

事業セグメントは「コラーゲン素材事業」(以下:コラーゲン事業)と「フォーミュラソリューション事業」(同:フォーミュラ事業)の 2 事業。コラーゲン事業は更に「ゼラチン」「コラーゲンペプチド」「ライフサイエンス」「コラーゲンケーシング」など、4 つのサブセグメントに分けられ、当該事業は全体的に加工度の低い素材提供的な位置づけである。コラーゲン事業の売上高構成比はゼラチンが 6 割、コラーゲンペプチドとコラーゲンケーシングが 2 割ずつを占め、ライフサイエンスの売上規模はまだ小さいと推察される。

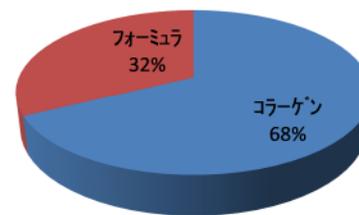
フォーミュラ事業は「食品素材」と「接着剤」のサブセグメントに分けられる。当該事業はコラーゲン事業より加工度を高めた事業構成となっており、売上高構成比は食品素材が 6 割、接着剤は 4 割と推察される。

図表1 事業セグメント別売上高
(2012/3期:売上高277億円)



出所)有価証券報告書より当センター作成

図表2 事業セグメント別営業利益
(2012/3期:営業利益20億円)



出所)有価証券報告書より当センター作成

図表3 同社の事業領域

セグメント	サブセグメント	主な用途	セグメント	サブセグメント	主な用途
コラーゲン素材事業	ゼラチン	食用 ハード・ソフトカプセル用 写真用	フ ォ ー ミ ュ ラ ソ リ ユ ー シ ョ	食品素材	食用ゲル化剤 ハム用品質安定剤 惣菜用製剤 消費者向け通販商品
	コラーゲンペプチド	栄養補助食品 飲料・食品用 化粧品用			接着剤
	ライフサイエンス	研究用試薬 医療・生体材料 機能性化粧品素材			
	コラーゲンケーシング	ソーセージ用			

出所) アニュアルレポートより当センター作成

➤ ビジネスモデル

約 100 年に渡りゼラチンに特化した単一事業モデル

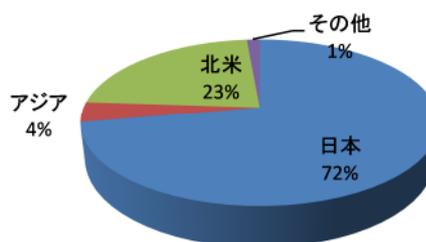
◆ 社会構造の変化による「壁」を克服

1918 年から事業モデルをゼラチンに特化した同社は、様々な社会構造変化による「壁」を克服して成長して来た。創業当初は「にかわ」など工業製品がメインだったが、昭和に入り食用・医薬用ゼラチンに進出。国策で軍需需要の写真用ゼラチンにシフトし、戦後は写真用ゼラチンを軸に接着剤や食品材料などに事業ポートフォリオを拡大。経済成長とともにパン・菓子や畜肉加工品、冷凍食品などの加工食品需要が高まる一方、デジタル化で写真用ゼラチン需要が激減。これに対応すべく、精製など生産過程の川下工程の技術開発で低分子化したコラーゲンペプチド事業を立ち上げ、高付加価値製品戦略に乗り出した。

海外展開は 75 年にインドで原料前処理工場を設立し、その後米国やカナダ、中国、ベトナムなど、原料調達や各地域の製品需要に合わせて工場・販売拠点を設立し、グローバル展開を加速させている。他方、成長のボトルネックに為りかねない原料調達では、当初から米国やインドなど海外に原料調達先を確保。現地サプライヤーとの信頼関係のもと、「安全」・「安心」な原料調達を可能とするほか、海外展開で原料や製造プロセスに応じた最適生産地を確保している。また、風評被害や原料調達リスクの軽減に向け、オーストラリアやニュージーランドなど、BSE 清浄国からの原料調達も拡大している。

以上から、同社はゼラチンに特化した単一のビジネスモデルでありながら、時代とともに事業ポートフォリオやエリア拡大で市場ニーズを掘り起こし、これが製品ライフサイクルの長期化に寄与している。今後は、アジアなど新興国の経済成長を背景に、食品用ゼラチンやコラーゲンペプチド、畜肉加工品（ソーセージ）の羊腸代替品として需要が見込まれるコラーゲンケーシングなどが同社の成長をリードする見通し。

図表4 地域別売上高
(2012/3期:売上高277億円)



出所) 有価証券報告書より当センター作成

> 市場構造とポジション

◆ 新興国の生活水準向上で拡大するゼラチン市場

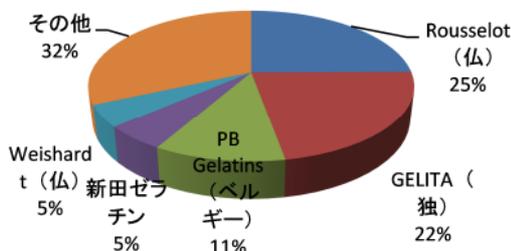
同社の決算説明資料によると、世界のゼラチン生産量は2000年の推定26万トンから、2011年には1.3倍増の同35万トンに拡大している。経済成長を背景にした生活水準の向上で、パン・菓子や畜肉加工品などの加工食品需要が高まり、化粧品や医薬品(カプセル)などの需要増も市場を押し上げている。

地域別に見ると、独特の食文化や医薬品需要の大きな欧州が最大のマーケットで、次いで人口の大きなアジア・オセアニアや中南米、北米と続く。

その中で、生産量をベースとした同社のポジションは世界4位、国内では堂々と1位の座を保っている。競合メーカーはフランスやドイツメーカーのほか、国内ではニッピ(JQ:7932)などが挙げられるものの、同社は原料から一貫生産・販売・提案ができる世界唯一のメーカーである。

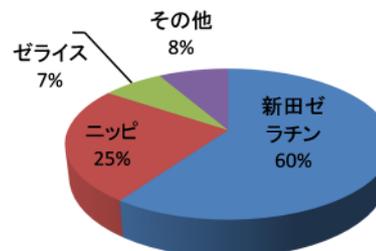
新興国の需要増でゼラチン国際価格は、07年3月の約5US\$/kgから12年9月には8US\$/kgを突破。一方、豚皮や牛骨などの原料供給はタイトな状況が続いており、世界のゼラチン市場は数量増と高単価が追い風となる反面、原料調達の優劣がプレーヤーの成長性を左右すると考えられる。

図表5 世界メーカーシェア



出所) 決算説明資料より当センター作成

図表6 国内メーカーシェア



出所) 決算説明資料より当センター作成

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は1909年に設立された新田帯革製造所が前身。30年から食用ゼラチンを生産し、37年には写真用ゼラチンに参入。

45年に新田膠質工業(現新田ゼラチン)と新田帯革製造所(現ニッタ)、新田護謨工業(現新田ゴム工業)の3社に分社化され、60年には新田ゼラチンに商号変更。

68年に国内で生産子会社(彦根ゼラチン)を設立。75年のインド進出を皮切りに、79年米国、90年カナダ、2010年には中国に進出するなどグローバル展開を加速。

11年に東証二部に株式を上場し、12年には東証一部へ昇格した。

◆ 経営理念

同社は社是及びビジョンを公表している。社是は「愛と信を基盤とし、最高の技術と最大の活力により社業を発展させ、もって社会に貢献し、希望ある人生をきずこう」。

ビジョンは「新田ゼラチングループはゼラチンのトップ企業として独自の用途開発と新製品開発により、お客様に感動を与える製品・サービスをいち早くグローバルに提供します。私たちは安心・安全・信頼をもとに人と環境に優しい事業を推進します」を表明し、具体的な行動指針として、

1. 私たちは、お客様に感動を与える製品・サービスを提供します。
 2. 私たちは、倫理観や社会常識に従い、法を遵守し、誠実に行動します。
 3. 私たちは、株主、社会とのコミュニケーションを大切にし、情報を適切に開示します。
 4. 私たちは、人と環境への思いやりをもってグローバルに行動します。
 5. 私たちは、働きがいのあるオープンな職場をつくります。
 6. 私たちは、情熟とスピード感をもって粘り強く目標にチャレンジします。
- などを掲げている。

2. 財務面の分析

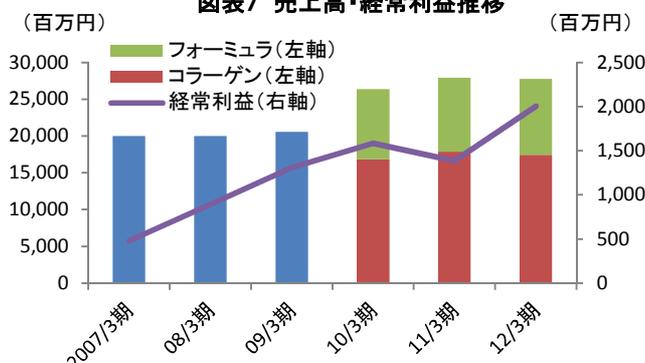
> 過去の業績推移

◆ 10年3月期に海外子会社を連結

同社は株式上場が2011年のため、過去の業績推移に関する開示情報が限られている。上場目論見書や有価証券報告書など、入手可能な情報から、売上高は10年3月期の海外子会社連結による上乗せを除き横ばいで推移するものの、海外生産拠点の活用などで収益性の改善が確認される。

他方、財務面では10年3月期以降、海外子会社の連結で収益が上乗せされ、これが株主資本(内部留保)の拡充につながっている。

図表7 売上高・経常利益推移



出所)有価証券報告書より当センター作成、10/3期より連結決算

図表8 総資産・有利子負債・株主資本推移



出所)有価証券報告書より当センター作成、10/3期より連結決算

◆ 12年3月期は円高メリットが寄与

2012年3月期決算は売上高が前期比0.6%減の277.6億円となるも、円高による原料安で営業利益は同35.6%増の20.1億円となった。事業セグメント別に見ると、コラーゲン事業は北米のゼラチン価格改定やコラーゲンケーシング拡大が寄与するも、東日本大震災影響で同2.5%減収。利益面では円高による原料安と北米値上げ効果で同27.2%増益。

フォーミュラ事業は国内加工食品向けゲル化剤や品質安定化剤などの寄与で同2.9%増収、同15.8%増益となった。

> 同業他社との比較

◆ 食品大手メーカーに引けを取らない財務比率

同業他社比較は直接競合関係にあるニッピと、食品添加剤で競合する不二製油(東証一部:2607)との比較が妥当と考えられる。

同社は自己資本利益率や売上高経常利益率などの収益性指標で優位に立ち、安全性の面でも事業規模の大きい不二製油に引けを取らない財務比率を維持している。

図表9 同業他社との財務指標比較

銘柄 (基準決算期)		新田ゼラチン (2012/3期)	ニッピ (2012/3期)	不二製油 (2012/3期)
規模	売上高(百万円)	27,763	39,561	236,594
	経常利益(百万円)	2,002	2,160	13,017
	総資産(百万円)	23,371	62,571	183,862
収益性	自己資本利益率	19.4%	13.1%	8.2%
	総資産経常利益率	8.9%	3.5%	7.3%
	売上高経常利益率	7.2%	5.5%	5.5%
成長性	売上高成長率(3年平均)	10.5%	0.9%	-0.4%
	経常利益成長率(同上)	15.2%	24.9%	8.1%
	総資産成長率(同上)	7.1%	4.5%	2.2%
安全性	自己資本比率	34.4%	28.8%	56.4%
	流動比率	162.8%	89.5%	191.6%
	固定資産長期適合率	52.9%	133.0%	63.3%

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

> 今後の業績見通し

◆ 13年3月期は海外生産増強とエリア拡大に注力

2013年3月期会社計画は売上高が前期比4.1%増の289.0億円、営業利益は同2.7%増の20.7億円を見込む。売上面では北米のゼラチン価格改定と、国内及び中国でコラーゲンペプチド販売を強化。利益面では競争力強化に向けたブランド投資で、営業利益は微増益に留まる見通し。

また、世界的なゼラチン需要増に対応すべく、北米のコラーゲンケーシングとコラーゲンペプチド生産設備を増強。新設した中国合弁会社(持分70%)でコラーゲンケーシング生産を開始するなど、北米とアジアを軸に生産体制並びに販売を強化する方針。

◆ 第2四半期決算は減収減益

上記会社計画を受けた2013年3月期第2四半期決算は、売上高が前年同期比2.0%減の140.2億円、営業利益は同28.8%減の9.0億円で着地。これは会社計画(売上高140.0億円、営業利益10.0億円)に対し、売上高はクリアするも営業利益は未達。その要因は写真用ゼラチンが想定以上にシュリンクしたため。

◆ 当センターは13年3月期会社計画の未達を予想

同社は第2四半期決算がほぼ想定内だったことから、期初の2013年3月期計画を継続しているが、当センターでは会社計画の未達を予想する。

その要因として、第2四半期決算では円高による売上高の目減りがあるとは言え、北米ゼラチンの値上げ効果が発現しておらず、利益面でウェイトの高いコラーゲン事業の収益性回復に課題を残している。これを基に当センターの13年3月期予想は、売上高が前期比0.2%減の277.0億円、営業利益は同4.2%減の19.3億円を見込む。

海外展開で成長を加速させる
中期展望を公表

◆ 中長期展望を公表

同社は中長期展望として「CFG戦略2016」を公表し、数値目標として2016年3月期の売上高400億円、営業利益40億円を掲げている。このCFG戦略2016は、C戦略(コラーゲン素材事業)、F戦略(フォーミュラソリューション事業)、G戦略(グローバル)で構成されている。C戦略の具体策はコラーゲンペプチドとコラーゲンケーシングの供給能力増強とアジア市場拡大。F戦略は石油化学樹脂由来のシーラント用高機能樹脂(封止剤)を成長ドライバーに育成。G戦略は経済成長の続くアジア市場で生産能力を増強し、コラーゲンペプチドやコラーゲンケーシングなどの拡販を目指すというもの。

◆ グローバル生産体制構築による成長加速を予想

当センターでは北米ゼラチンの価格改定や、北米・中国での生産能力増強などを前提に、2015年3月期は売上高330.0億円、営業利益24.8億円を予想。これを基に、15年3月期までの年平均成長率(複利計算)は、売上高が5.9%増、営業利益は7.2%増を見込む。

一方、CFG戦略2016最終年度の16年3月期は売上高370.0億円、営業利益32.5億円を予想する。当センターの16年3月期予想が上記CFG戦略2016(売上高400億円、営業利益40億円)を下回る理由として、

- 1) 中国を中心とした設備投資は15年3月期、減価償却は16年3月期にピークを迎える見通し。
- 2) 現地ニーズに適応した製品構成や価格戦略などにより、中国など新興国での販売単価は、国際価格よりも低い価格設定が想定され、売上高と収益性は会社計画を下回るリスクが高い。
- 3) 13年3月期から投入するシーラント用高機能樹脂は、電子機器製造ラインに組み込み可能でユーザーの生産性向上が見込まれるものの、販売価格設定が高い見通しから短期的な売上寄与や中長期的なポテンシャルが不透明。
などが挙げられる。

他方、16年3月期までに予想される設備投資総額75億円について、当センターでは営業キャッシュフローと銀行借入40億円で調達可能と考えているものの、金利や株価動向によってはエクイティファイナンスによる資金調達の可能性を否定できない。

なお、この設備投資によって、同社の海外生産能力は12年3月期末

の10,000トンから16年3月期には15,000トン前後への引き上げが予想される。

図表10 業績予想

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期E	14/3期E	15/3期E
売上高	26,392	27,923	27,763	27,700	30,000	33,000
(前期比)	—	5.8%	-0.6%	-0.2%	8.3%	10.0%
売上原価	20,393	21,597	20,924	20,800	22,700	25,100
売上総利益	5,998	6,325	6,838	6,900	7,300	7,900
販売費一般管理費	4,591	4,838	4,822	4,970	5,210	5,420
営業利益	1,407	1,486	2,015	1,930	2,090	2,480
(前期比)	—	5.6%	35.6%	-4.2%	8.3%	18.7%
営業外収益	471	238	227	290	320	350
営業外費用	294	342	241	230	280	380
経常利益	1,584	1,383	2,002	1,990	2,130	2,450
(前期比)	—	-12.7%	44.8%	-0.6%	7.0%	15.0%
特別利益	34	149	15	20	0	0
特別損失	55	38	53	50	50	50
税引前当期純利益	1,564	1,494	1,964	1,960	2,080	2,400
法人税等	502	432	568	600	640	730
調整額	13	3	12	0	0	0
少数株主損益	0	6	7	0	0	0
当期純利益	1,047	1,051	1,375	1,360	1,440	1,670
(前期比)	—	0.4%	30.8%	-1.1%	5.9%	16.0%
設備投資	603	946	673	1,500	2,500	3,000
減価償却費	818	898	841	890	1,000	1,200
研究開発費	692	739	730	750	760	770

出所) 有価証券報告書、予想は当センター

図表11 事業セグメント別業績予想

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期E	14/3期E	15/3期E
売上高	26,392	27,923	27,763	27,700	30,000	34,000
コラーゲン事業	16,831	17,882	17,433	17,400	19,000	22,000
フォーミュラ事業	9,560	10,040	10,329	10,300	11,000	12,000
営業利益	1,407	1,486	2,015	1,930	2,090	2,480
コラーゲン事業	1,587	1,773	2,255	2,100	2,150	2,450
フォーミュラ事業	975	934	1,082	1,200	1,350	1,500
調整額	-1,155	-1,222	-1,323	-1,370	-1,410	-1,470

出所) 有価証券報告書、予想は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 約 100 年に及ぶゼラチン単一事業でノウハウを蓄積

同社は約 100 年に及ぶゼラチン単一事業の中で、蓄積されたノウハウをベースに市場変化に対応し、事業ポートフォリオ拡大と世界戦略を推進。この原動力は原料からの一貫生産・販売・提案によるソリューション力と考えられる。

図表 12 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・食品や化粧品、医薬品メーカーのほか、フィルムや製本、電子機器メーカーまで幅広い顧客層 ・取引関係維持強化を目的にした特定株式投資	・取引顧客数 ・特定投資株式銘柄数	・開示無し ・19 銘柄
	ブランド	・ゼラチンに特化した 100 年近い歴史の事業モデル	・ゼラチンシェア	・世界シェア 4 位、国内シェア 1 位
	事業パートナー	・国内外の販売代理店網 ・北米やインド、オセアニアの原料供給サプライヤー	・代理店数 ・原料サプライヤー数	・開示無し ・開示無し
組織資本	プロセス	・原料から一貫生産・販売・提案可能なソリューション力 ・原料調達や販売を見据えたグローバル生産体制	・海外生産拠点	・米国、カナダ、インド、中国
	知的財産・ノウハウ	・ゼラチン特化のビジネスモデルの中、コラーゲンやペプチド、高機能樹脂などへ事業ポートフォリオを拡大させる研究開発力 ・主要製品の特許武装	・生産品目数 ・保有特許件数	・開示無し ・開示無し
人的資本	経営陣	・取締役に対する経営責任の明確化	・取締役の任期	・2 年
	従業員	・本社工場の従業員を対象に各種研修を実施	・研修・教育費用	・開示無し

注) KPI の数値は 2012 年 3 月期末

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社主力製品のゼラチン、コラーゲン、コラーゲンペプチドなどは、畜産業や水産業の副産物である牛骨、豚皮、魚鱗などが原料。また、これらの製造には多くの水資源、エネルギーを必要とすることから、天然資源を副産物として有効活用する反面、環境への負荷を認識している。

以上を基に、同社の環境対応は、「人と環境に優しいモノづくりの追求」を合言葉に、大阪工場を中心に省エネルギー、省資源等の環境負荷低減活動を行い、これらの活動を通じた社会貢献を目指している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は信頼される企業市民として、地域社会との共生に努めている。具体的には、地域清掃や自社グラウンドの開放、工場緑化、工場見学などを通し、地域住民との関りを深めている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役は7名で構成され、うち社外取締役は1名(弁護士)。監査役3名のうち社外監査役は2名。同社は社外取締役及び社外監査役の招聘で監督機能を強化するとともに、取締役任期を2年にして責任の所在を明確にしている。

社長の曾我氏は創業家との関りが無いというえ、大株主でも無い。また、取締役の創業家出身者は1名(新田氏)に留まっており、少数株主に不利な意思決定が成されるリスクは小さいと考えられる。

なお、大株主の状況から、筆頭株主のアイビーピーは創業家の資産管理会社で、第2位株主のニッタは同根企業。第9位株主の新田氏は創業家出身で唯一の取締役である。

図表13 大株主状況

アイビーピー	18.7%
ニッタ	5.3%
三菱東京UFJ銀行	3.9%
三井住友銀行	3.8%
新田ゼラチン従業員持株会	2.9%
以和貴	2.5%
石塚産業	2.4%
りそな銀行	2.1%
新田浩士	1.5%
林正典	1.4%

出所)2012/3期有価証券報告書

図表14 所有者別状況

金融機関	18.8%
法人等	38.9%
外国人	0.8%
個人その他	41.5%

出所)2012/3期有価証券報告書

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 北米ゼラチンの価格改定とグローバル生産体制強化を優先

同社が掲げる 2013 年 3 月期の取り組みは、

- 1) 北米でのゼラチン価格改定
- 2) 北米並びにアジアでの販売拡大
- 3) 日本での高付加価値ゼラチン拡販
- 4) 日本及び中国でのコラーゲンペプチド拡販
- 5) 北米及び中国の生産能力増強
- 6) 新開発の電子機器向けシーラント剤の拡販

などが挙げられる。

なかでも、北米での価格改定は 13 年 3 月期中に約 20%アップ、14 年 3 月期は約 10%アップを計画している。

> 今後の戦略

◆ 「CFG 戦略 2016」の進捗に注目

前述したように、同社は中長期展望「CFG 戦略 2016」を公表している。

これを再掲すると、

- 1) C 戦略 (コラーゲン素材事業)

コラーゲンペプチドとコラーゲンケーシングの供給能力増強とアジア市場拡大。

- 2) F 戦略 (フォーミュラソリューション事業)

石油化学樹脂由来のシーラント用高機能樹脂 (封止剤) を成長ドライバーに育成。

- 3) G 戦略 (グローバル)

経済成長の続くアジア市場で生産能力を増強し、コラーゲンペプチドやコラーゲンケーシングなどの拡販を目指す。

これら施策によって、同社は 2016 年 3 月期の売上高 400 億円、営業利益 40 億円を目論む。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 次の成長ステージに向けグローバル生産体制を強化

同社は約 100 年に及ぶゼラチン単一事業の中で、原料から一貫生産・販売・提案を強みにゼラチンの用途拡大を創出。これを基盤に市場変化への対応とグローバル生産体制の構築で、次の成長ステージへの準備を整えている。

図表 15 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ・約 100 年のゼラチン製造と市場創造に関するノウハウ ・原料から一貫生産・販売・提案で事業ポートフォリオを拡大 ・北米・アジアでの生産体制と販売拠点 ・国内シェアトップ、世界シェア 4 位の実力と信用力 ・原料供給地域での現地生産による調達力
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・原料調達における為替変動 ・デフレ環境下における価格競争
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ・新興国での加工食品や化粧品、医薬品カプセル等の需要拡大 ・機能性封止剤など接着剤の新たな用途拡大
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ・BSE などによる原料調達リスク ・宗教上の戒律による動物由来ゼラチンの販売制限 ・植物由来原料によるゼラチンの代替品リスク ・新興国のカントリーリスク

> 経営戦略の評価

ゼラチン単一事業ながら、社会構造変化に対応する柔軟性が持ち味

◆ グローバル展開の加速で次なる成長ステージ入りを目論む

同社は約 100 年に及ぶゼラチン単一事業の中で、様々な社会構造変化による「壁」を克服してきた。主力製品は創業時の「にかわ」から時代や社会ニーズに対応して写真用ゼラチン、食品用ゼラチン、コラーゲンペプチドやコラーゲンケーシングなどへ進化。これを可能としたのが、原料から一貫生産・販売・提案によるゼラチンの用途拡大と新たな需要の創出と考えられ、これが製品ライフサイクルの長期化に寄与している。

加えて、安定的な原料調達を目的に 1970 年代からインド生産を開始するなど、原料供給地域での最適生産を睨んだグローバル展開を志向し、成長のボトルネックに為りかねない原料調達リスクを回避している。

これら同社の強みを活かした成長戦略が「CFG 戦略 2016」と考えられる。この CFG 戦略 2016 はアジア（中国）の経済成長によるゼラチン

需要の拡大を取り込むべく、生産体制増強でグローバル展開を加速させ、次なる成長ステージ入りを目指している。CFG 戦略 2016 の前半部分は中国や北米の増産体制整備（設備投資期間）に費やされる見通しで、果実としての売上高成長及び利益成長は 2015 年 3 月期以降と予想される。

一方、リスク要因としては、新興国市場に見受けられるプロダクトミックスの悪化が挙げられる。新興国市場では先進国と違い、品質よりも価格選考が優先される傾向が強いうえ、有力ブランドの模造品が健全な市場価格形成を阻害するため、新興国向け製品はグレードダウンが避けられず、低単価ゆえに収益性が計画未達に終わるリスクを否定出来ない。

なお、12 年 3 月期から継続している北米ゼラチンの価格改定は、国際価格が強含むなかでの値上げゆえに、ユーザーの理解が得やすいと考えられる。価格改定は短期的な収益性を左右することから、遅滞ない値上げ実施が求められる。

> 利益還元策

◆ 中期的には配当性向 15%が可能

同社の配当政策は内部留保を確保しつつ、安定配当の継続を基本としている。上場初年度の 2012 年 3 月期は年 10 円配当を実施し、配当性向は 10.0%の水準。13 年 3 月期会社計画では年 12 円配当で、配当性向は 13.8%の見通し。当センターでは銀行借入による設備投資の資金調達を前提に、中期的には配当性向 15%程度を目途にした配当政策が可能と予想する。

なお、同社は 12 年 3 月期に A 種優先株式 100 万株を買い入れ消却している。

> バリュエーション比較

◆ 短期的にはフェアバリュー

同業他社（ニッピ、不二製油）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フェアバリューと考えられる。今期予想 PER は、不二製油との比較で割安と考えられるものの、同社は子会社の繰越欠損金で税率が数年間に渡って軽減され、予想 EPS は通常税率より 10%程度押し上げられている。これらを調整した同社の今期予想 PER は不二製油と同等の水準と推計される。

以上から、同社の中期的な利益成長を基にした妥当 PER 水準は 8 倍～10 倍と推察される。

図表16 同業他社とのバリュエーション比較

銘柄	新田ゼラチン	ニッピ ^o	不二製油
株価(円)	785	930	1,239
今期予想PER(倍)	9.1	5.2	11.5
前期実績PBR(倍)	1.5	0.6	1.0
今期予想配当利回り	1.5%	0.8%	1.9%
時価総額(億円)	123.8	111.6	1,085.0

注)新田ゼラチンは当センター予想、その他は会社計画

注)株価は1/11終値

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準は 850 円～1,060 円を想定

当センターの 2015 年 3 月期予想 EPS105.9 円に、上記妥当 PER 水準を当てはめた中期的な適正株価水準は、850 円～1,060 円を想定する。足元の株価は 12 年 12 月の東証一部昇格で上昇スピードを速めている。一方、業績面では海外展開加速で中期的な利益成長が見込まれるものの、13 年 3 月期はゼラチン事業の苦戦から会社計画の下振れリスクを抱えており、短期的な株価の調整局面入りが否定できない。これを回避するには、四半期決算などで計画の進捗を確認するなど、慎重な投資判断が必要となろう。

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

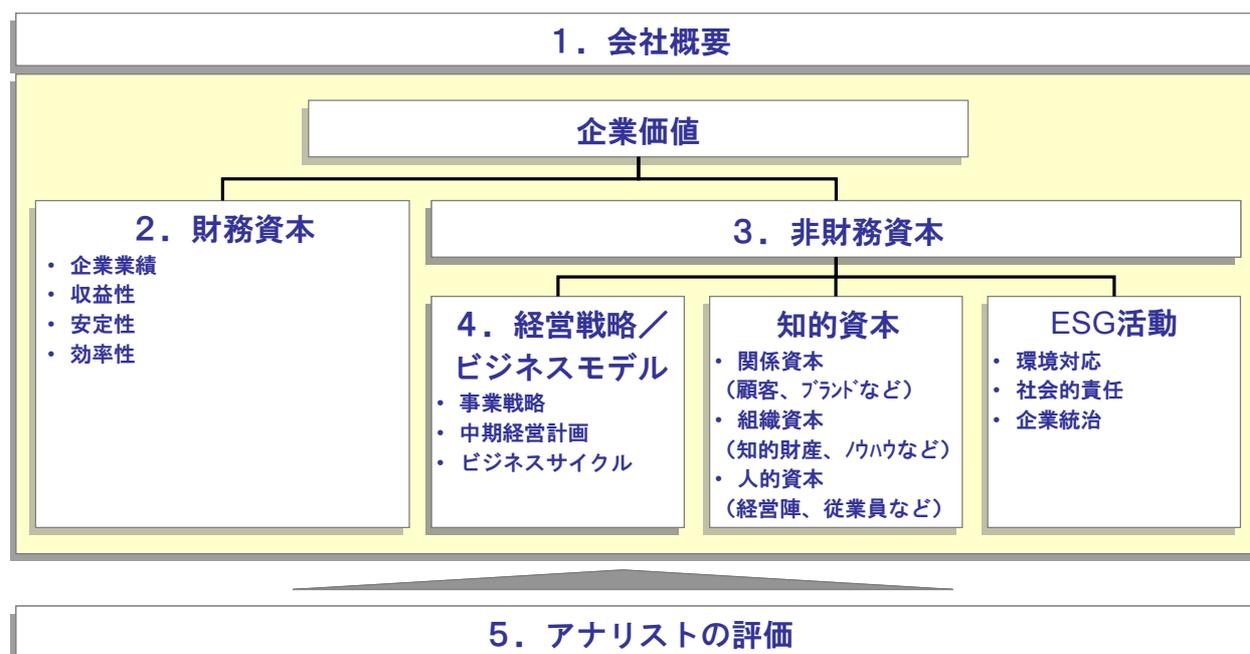
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。