

ホリスティック企業レポート

新田ゼラチン

4977 東証一部

フォロー・レポート

2013年6月14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20130611

新田ゼラチン (4977 東証一部)

発行日: 2013/6/14

世界的なゼラチンメーカーでグローバル生産体制を構築 需要拡大が見込まれるアジアでの展開で成長加速を目論む

> 要旨

◆ 世界的なゼラチンメーカー

・新田ゼラチン(以下、同社)は、加工食品や化粧品などに広く使われるゼラチンの世界第4位のメーカーで5.3%の世界シェアを持つ。同社の強みは原料からの一貫生産と、海外展開により原料調達リスクを分散している点にあると考えられる。

◆ 13年3月期は原料高で19.7%営業減益

・13/3期は売上高が前期比3.6%増の287.7億円、営業利益は同19.7%減の16.1億円となった。増収営業減益の要因は、北米とアジア販売の拡大で増収となるも、原材料高が利益を圧迫したためである。

> 投資判断

◆ 16年3月期に向けた中期経営計画をスタート

・同社は16/3期を最終年度とする中期経営計画をスタートさせた。北米と中国並びにインドの生産能力増強と、アジアでの販売強化で16/3期に売上高で410億円(13/3期比122億円増)、営業利益は42億円(同26億円増)を目指している。

・14/3期について、会社は、売上高が前期比13.7%増の327.0億円、営業利益は同5.0%増の17.0億円と予想している。米国及びアジアでの数量拡大と円安効果で増収を見込むも、原料価格の高止まりに加えシェア重視に基づく価格政策等により、営業利益率は低下する見通しである。

◆ 中期的な適正株価水準は1,400円前後を想定

・同業他社比較から、現在の株価バリュエーションはフェアバリューの範囲内と考えられる。現状のPER13倍に証券リサーチセンターの16/3期予想EPS110.3円を当てはめると、同社の中期的な適正株価水準は1,400円前後が想定される。

【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)
2012/3	27,763	-0.6	2,015	35.6	2,002	44.8	1,375	30.8	99.9	509.4	10.0
2013/3	28,772	3.6	1,618	-19.7	2,002	-0.0	1,565	13.8	99.3	622.8	14.0
2014/3	CE 32,700	13.7	1,700	5.0	1,890	-5.6	1,380	-11.9	87.5	-	12.0
2014/3	旧E 30,000	4.3	2,090	29.2	2,130	6.4	1,440	-8.0	91.3	781.0	14.0
	新E 32,500	13.0	1,600	-1.1	1,800	-10.1	1,260	-19.5	79.9	778.7	12.0
2015/3	旧E 33,000	10.0	2,480	18.7	2,450	15.0	1,670	16.0	105.9	872.9	16.0
	新E 37,000	13.8	2,600	62.5	2,490	38.3	1,440	14.3	91.3	858.1	14.0
2016/3	E 40,000	8.1	3,200	23.1	2,940	18.1	1,740	20.8	110.3	954.4	16.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

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

【主要指標】

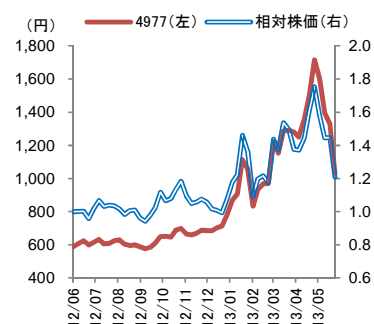
	2013/6/7
株価(円)	1,033
発行済株式数(株)	15,770,074
時価総額(百万円)	16,290

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	10.4	12.9	11.3
PBR(倍)	1.7	1.3	1.2
配当利回り(%)	1.4	1.2	1.4

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-22.4	-19.7	65.3
対TOPIX(%)	-16.6	-21.4	20.4

【株価チャート】



フォロー・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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

決算サマリー

> 事業内容

世界 4 位のゼラチンメーカー。原料からの一貫生産、原料調達リスクの分散、販売、提案に強み

◆ 世界的なゼラチンメーカー

新田ゼラチン(以下、同社)は、加工食品や化粧品などに広く使われるゼラチンの世界的メーカー。生産量ベースのゼラチン世界シェア5.3%で第4位ながら、国内シェアは59.7%で第1位を誇る。

同社の強みは原料からの一貫生産と、海外展開により原料調達リスクを分散している点にあると言えよう。北米やインドなどの牛骨や豚皮の調達先に現地子会社を配し、原料調達リスクと輸送コストを削減するとともに、北米やアジアなどへのエリア拡大に向けた重要な生産拠点の役割を担わせている。高分子のコラーゲンから低分子のペプチドまで幅広い製品ラインアップを揃え、顧客の要望に応えるとともに、自社技術をベースとした製品提案力が持ち味と考えられる。

事業セグメントは、素材の加工技術に特色を持つコラーゲン素材事業と、配合技術に特色を持つフォーミュラソリューション事業で構成されている。コラーゲン素材事業では幅広い用途のゼラチンを主力に、ペプチドや羊腸代替品のケーシングのほか、組織培養用研究試薬などのライフサイエンス分野も手掛ける。フォーミュラソリューション事業は加工食品向け食品材料や、電子部品向けシーリング材及び建材向けホットメルト形接着剤などが主力製品である。

14/3 期にスタートした中期経営計画では、北米及び中国子会社の生産能力増強とアジアでの展開を成長ドライバーに据え、最終年度の16/3 期には売上高410 億円(13/3 期比123 億円増)、営業利益42 億円(同26 億円増)を目指している。

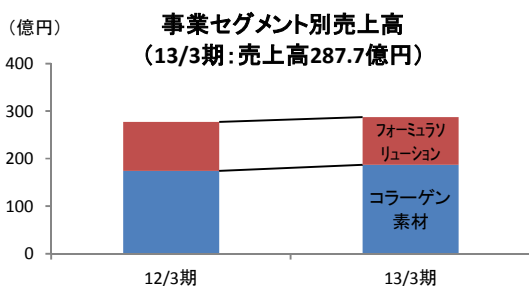
> 決算概要

◆ 13 年 3 月期は原料高で 19.7% 営業減益

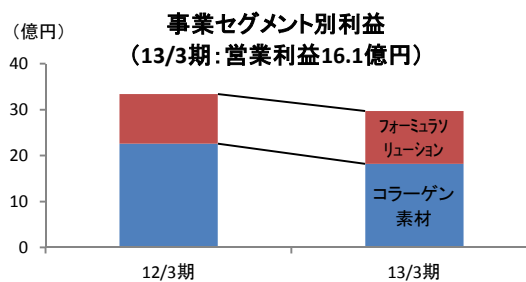
13/3 期決算は売上高が前期比3.6%増の287.7 億円となるも、営業利益は原料高が響き同19.7%減の16.1 億円、当期純利益は税負担減少で同13.8%増の15.6 億円となった。これは会社予想(売上高289.0 億円、営業利益20.7 億円)に対し、売上高は想定内で着地するも、営業利益は原料高や国内のエネルギー価格上昇などで未達に終わった。

事業セグメント別に見ると、コラーゲン素材事業は売上高が前期比7.1%増の186.7 億円、セグメント利益は同19.4%減の18.1 億円。売上面では国内の写真用ゼラチンが大幅減となったほか、ペプチドも国内外で苦戦したが、畜肉加工品向け羊腸代替品のケーシングが北米及び中国向けに拡大した事に加え、ゼラチンの海外需要拡大と米国での値上げ効果でカバーした。利益面では牛骨・豚皮などの原料高及び国内のエネルギー価格上昇などが利益を圧迫した。

フォーミュラソリューション事業は売上高が前期比 2.2%減の 100.9 億円、セグメント利益は同 6.3%増の 11.5 億円。売上面では震災復興需要でホットメルト形接着剤が拡大したうえ、新製品の電子部品向けシーリング材が上乘せとなるも、惣菜向け食品材料の低迷を補えなかった。利益面では油脂原料価格の上昇が一段落したほか、ホットメルト形接着剤の値上げ効果も寄与した。



出所)決算短信より証券リサーチセンター作成



出所)決算短信より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 16年3月期を最終年度とした中期経営計画をスタート

同社は 14/3 期から 16/3 期までの中期経営計画をスタートさせた。最終年度の売上高は 410 億円 (13/3 期比 122 億円増)、営業利益は 42 億円 (同 26 億円増) を目指す。

この中期経営計画では 5 つの戦略課題として、1) グローバルコストの実現、2) 供給力増強と販売拡大、3) 開発営業の推進、4) 製品開発と基礎研究の推進、5) グローバルマネジメントと人材育成などを掲げ、成長市場であるアジア重視の姿勢を打ち出している。

世界の強豪と戦えるグローバルコストの実現では、原料供給を担うインドの持分法適用会社を 15/3 期に子会社化し、ゼラチンの調達コスト削減を目論むほか北米とインドの供給能力増強に取り組む方針である。

供給力の増強と販売拡大では、北米と中国でのケーシング増産及び北米でのペプチド生産能力を増強するとともに、中国とインド並びにベトナムの販売子会社を拠点にアジアでの販売を強化する方針である。併せて、アジアの電子部品メーカー向けにシーリング材販売を展開する方針である。これらによって、海外売上比率は 13/3 期の 33.6%から 16/3 期には 45.0%に高まる見通しである。

製品開発と基礎研究の推進では、再生医療分野の研究加速を睨み、ライフサイエンス分野における培養素材の実用化を促進させる構えである。

中期経営計画期間中の設備投資は3年間で総額110億円、減価償却費は同40億円を計画。このうち設備投資は15/3期、減価償却費は16/3期のウェイトがそれぞれ高くなる見通しである。

	13/3期	14/3期CE	15/3期CE	16/3期CE
売上高	287	327	386	410
営業利益	16	17	27	42
経常利益	20	18	26	38
当期純利益	15	13	15	24
海外売上比率	33%	39%	44%	45%

出所) ニュースリリースより証券リサーチセンター作成

注) CEは中期経営計画

注) 14/3期以降の為替は1米ドル=88.0円、カナダドル=88.0円、1人民元=13円、1インドルピー=1.5円を前提

◆ 14年3月期に会社は5.0%営業増益を見込む

14/3期について会社は売上高が前期比13.7%増の327.0億円、営業利益は同5.0%増の17.0億円と見込んでいる。売上面では米国および中国におけるコラーゲン素材事業(ペプチド、ケーシング)の増産を控え、新規顧客獲得に向けた価格戦略等で数量面での拡大が見込まれるうえ、円安効果で売上高が膨らむ見通し。利益面では原料価格の高止まりや積極的な価格戦略等により、営業利益率は前期の5.6%から5.2%へと低下すると会社は予想している。

◆ 証券リサーチセンターは業績予想を修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、公表された中期経営計画を参考にするとともに、マクロ環境などの前提条件の変化を加味し、前回レポート(13年1月発行)の業績予想を見直した。

予想を修正した主な要因として、1) 為替の前提を80円/ドルから100円/ドルに変更、2) 15/3期にインド持分法適用会社を子会社化、3) 減価償却費の見直しなどが挙げられる。

これらを加味し、14/3期の業績予想は、為替の影響で売上高を増額する一方で、営業利益は原料高と価格戦略を背景に減額修正した。15/3期はインド関連会社の子会社化で売上高が25億円、営業利益は5億円程度を押し上げられる見通し。

なお、16/3 期は北米並びにアジアでの販売増に支えられ売上高成長が見込まれるものの、減価償却費負担の上昇が予想されるため、当センターは現時点で会社側の数値目標達成のハードルは高いと考える。

	13/3期	14/3期E		15/3期E		16/3期E
		旧	新	旧	新	
売上高	28,772	30,000	32,500	34,000	37,000	40,000
コラーゲン素材	18,674	19,000	22,500	22,000	26,500	29,000
フォーミュラソリューション	10,097	11,000	10,000	12,000	10,500	11,000
営業利益	1,618	2,090	1,600	2,480	2,600	3,200
コラーゲン素材	1,817	2,150	2,000	2,450	2,900	3,400
フォーミュラソリューション	1,151	1,350	900	1,500	1,000	1,100
調整額	-1,349	-1,410	-1,300	-1,470	-1,300	-1,300
設備投資	1,193	2,500	3,400	3,000	5,000	2,600
減価償却費	825	1,000	1,000	1,200	1,400	1,600

出所) 決算短信より、Eは証券リサーチセンター予想

投資判断

> 株主還元

◆ 安定配当が基本

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。過去の配当は上場初年度の12/3期が年10円配(うち記念配2円)、13/3期は年14円配(うち記念配2円)を実施したが、14/3期の会社配当予想は記念配を実施しないことから、年12円配の見通しである。

当センターは設備投資の資金調達が銀行借入で賄われることを前提に、中期的に配当性向15%程度の配当が可能と予想する。

> 株価バリュエーション

◆ 短期的にはフェアバリュエーションの範囲内

同業他社比較から、現状の今期予想基準PER13倍前後はフェアバリュエーションと思われる。

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	不二製油
株価(円)	1,033	955	1,489
今期予想基準PER(倍)	12.9	13.5	13.6
前期実績基準PBR(倍)	1.7	0.5	1.1
今期予想基準配当利回り	1.2%	1.0%	1.7%
今期予想基準営業利益率	4.9%	4.7%	6.0%
時価総額(億円)	162.9	114.6	1,303.9

出所)各社決算短信より証券リサーチセンター作成

注)新田ゼラチンの予想は証券リサーチセンター予想、他2社の予想は会社予想。株価は6/7終値

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準は1,400円前後を想定

フェアバリュエーションと思われるPER13倍に当センターの16/3期予想EPS110.3円を当てはめると、同社の中期的な適正株価水準は1,400円前後が想定される。

13年に入り、株式相場の好転とともに同社の株価はボラティリティが拡大しており、大きな値動きに留意したい。

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

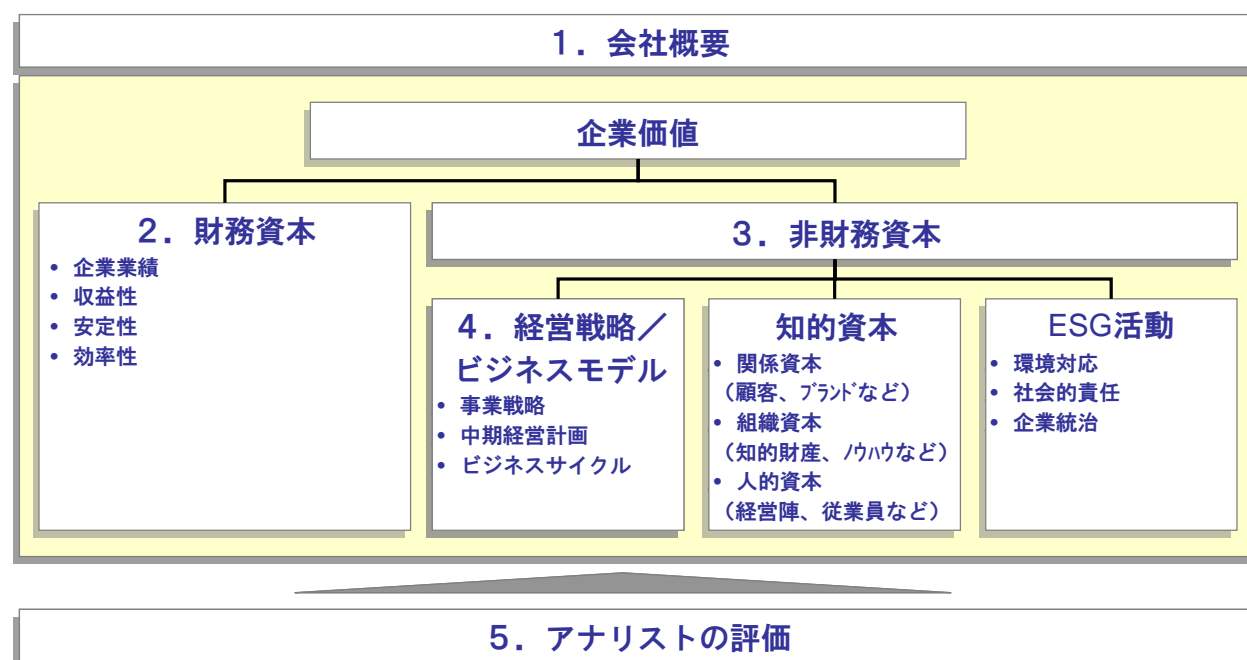
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。