

新田ゼラチン (4977・東証1部)

2019年3月15日

好採算製品の販売苦戦と原料高が重荷に

アップデートレポート

(株) QUICK
伊藤 健悟

主要指標 2019/3/13 現在

株 価	710 円
昨 年 来 高 値	920 円 (18/5/9)
昨 年 来 安 値	569 円 (18/12/26)
発行済株式数	18,373,974 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	13,046 百万円
予 想 配 当 (会 社)	16 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	54.43 円
実 績 P B R	0.83 倍

直前のレポート発行日

ベ ー シ ッ ク	2018/3/20
ア ッ プ デ ー ト	2018/12/10

3Q 累計で減収、大幅営業減益に

19/3 期 3Q 累計の連結業績は、売上高が前年同期比 4%減の 271 億円、営業利益が同 35%減の 5.5 億円、純利益が同 81%増の 9.6 億円となった。フードソリューション分野が製菓・調理用ゼラチンの苦戦や海外での低迷で減収となったほか、ヘルスサポート分野も美容用途のコラーゲンペプチドが苦戦して若干ながら減収に。スペシャリティーズ分野は、接着剤事業の再編の影響と紙おむつなど衛生材料用途の不振で落ち込み、連結全体で売上高は小幅減となった。減収の影響に加え、好採算製品の苦戦と原料高による採算の悪化で大幅な営業減益に。一方、特別利益の計上で純利益は大幅増となった。

来期は回復を見込むが、利益面で従来予想を下回る見通し

19/3 期通期の連結業績について QUICK 企業価値研究所では、従来予想を売上高 365 億円(変更なし、前期比 3%減)、営業利益 12 億円→7.0 億円(同 36%減)へ修正する。従来は、接着剤事業の再編で売上高が伸び悩むものの、コンビニ惣菜用ゼラチンや美容用途のコラーゲンペプチド、食品材料などが販売を拡大するとともに、原料市況の下落と値上げにより採算も改善して営業増益になるとみていた。しかし、好採算の製菓・調理用ゼラチンや美容用途のコラーゲンペプチドが想定以上に苦戦し、製品構成が悪化。魚原料価格の上昇も厳しく、従来営業増益見通しから一転、今期は大幅な減益が避けられない見込みとなった。翌 20/3 期は売上高が前期比 4%増の 380 億円、営業利益が同 57%増の 11 億円を予想する。販売数量増と値上げの効果で業績は回復するものの、魚原料の高騰の影響が厳しく、利益面で従来予想を下回る見通しだ。

業 績 動 向			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
2018/3	通 期	実 績	37,777	3.3	1,095	-32.3	1,009	-44.9	-615	-	-33.50
2019/3	通 期	会 社 予 想 (2019 年 2 月 発表)	36,500	-3.4	700	-36.1	600	-40.6	1,000	-	54.43
		新・アナリスト予想	36,500	-3.4	700	-36.1	600	-40.6	1,000	-	54.43
		旧・アナリスト予想 (2018 年 12 月 発表)	36,500	-3.4	1,200	9.6	1,200	18.9	1,500	-	81.64
2020/3	通 期	新・アナリスト予想	38,000	4.1	1,100	57.1	1,100	83.3	650	-35.0	35.38
		旧・アナリスト予想 (2018 年 12 月 発表)	38,000	4.1	1,700	41.7	1,600	33.3	900	-40.0	48.98

3Q 累計で減収、
大幅営業減益に

・3分野とも減収となり、利益面でも苦戦

19/3期3Q累計の連結業績は、売上高が前年同期比4%減の271億円、営業利益が同35%減の5.5億円、経常利益が同50%減の5.0億円、純利益が同81%増の9.6億円となった。フードソリューション分野が製菓・調理用ゼラチンの苦戦や海外での低迷で減収となったほか、ヘルスサポート分野も美容用途のコラーゲンペプチドが苦戦して若干ながら減収に。スペシャリティーズ分野は、接着剤事業の再編の影響と紙おむつなど衛生材料用途の不振で落ち込み、連結全体で売上高は小幅減となった。数量減に加え、好採算製品の苦戦と原料高による採算悪化で営業利益は大幅な減益に。また、為替差益が発生する一方、中国の持分法適用会社が減損損失を計上したため、経常利益も落ち込んだ。一方、接着剤事業の再編に伴って移転利益や持分変動利益を特別利益として計上したため、純利益は大幅増となった。

表1. 連結業績の推移

(単位:百万円)

	18/3期	19/3期		18/3期	19/3期			20/3期			
	3Q累計実績	3Q累計実績	伸率	通期実績	会社計画	前回予想	今回予想	伸率	前回予想	今回予想	伸率
フードソリューション	11,849	11,541	-2.6%	15,983	-	16,000	15,600	-2.4%	16,900	16,500	5.8%
ヘルスサポート	10,498	10,456	-0.4%	14,068	-	14,000	14,400	2.4%	14,900	15,300	6.3%
スペシャリティーズ	5,910	5,077	-14.1%	7,724	-	6,500	6,500	-15.8%	6,200	6,200	-4.6%
売上高	28,266	27,075	-4.2%	37,777	36,500	36,500	36,500	-3.4%	38,000	38,000	4.1%
営業利益	848	547	-35.5%	1,095	700	1,200	700	-36.1%	1,700	1,100	57.1%
経常利益	998	500	-49.9%	1,009	600	1,200	600	-40.5%	1,600	1,100	83.3%
純利益	528	956	81.1%	-615	1,000	1,500	1,000	-	900	650	-35.0%

(出所)会社決算資料より当研究所作成。予想は当研究所

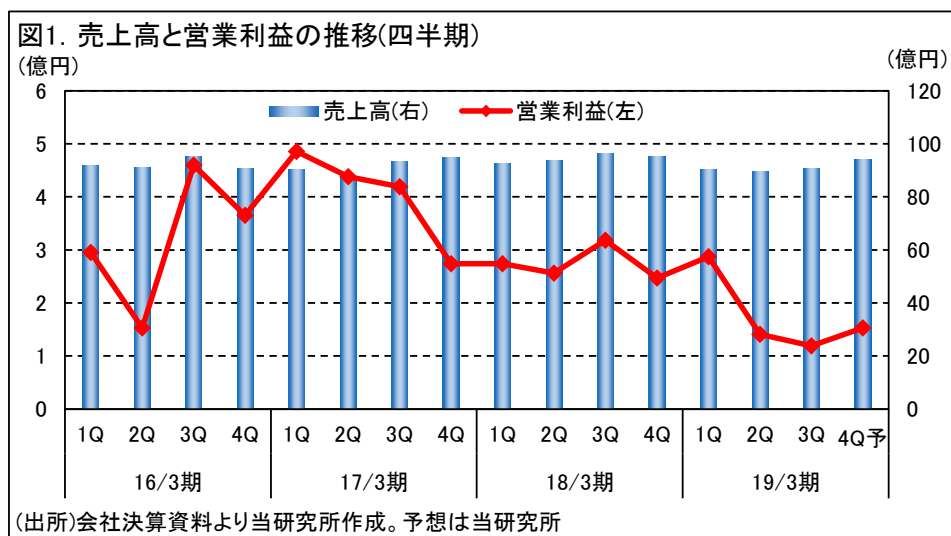
製品構成悪化と原料高が響く

フードソリューション分野は、中食需要の増加を追い風に、コンビニ惣菜や冷凍食品向けのゼラチンが好調に推移したものの、グミキャンディーなど高糖度菓子用途や製菓・調理用ゼラチンが苦戦。海外では、当初好調だった畜肉スナック・ソーセージ用途のコラーゲンケーシングが3Q以降の競合激化で落ち込み、フードソリューション分野全体で小幅ながら減収を避けられなかった。

ヘルスサポート分野は、国内では健康志向の高まりやドラッグストアの店舗数増加などを受けて、健康食品用カプセル向けゼラチンが出荷を拡大。一方、美容用途のコラーゲンペプチドは大手顧客の市場シェア低下が響いて販売が落ち込んだ。北米ではカプセル用途が堅調に推移したほか、コラーゲンペプチドも美容や関節の機能改善に効果があるとして販売が大きく増加。しかし、インドで発生した洪水やその後の旱魃の影響でアジア市場向けカプセル用途の販売が振るわず、ヘルスサポート分野も若干ながら減収を余儀なくされた。

スペシャリティーズ分野では、18年8月1日付で接着剤の開発、販売機能をボスティック・ニッタに移管。同社は製造機能だけを手掛ける形となった。たうえ、紙おむつなど衛生材料用途の需要も振るわず、この分野は2桁の減収となった。

連結全体で売上高は小幅減となり、好採算だった製菓・調理用ゼラチンの不振や美容用途のコラーゲンペプチドの苦戦もあって製品構成も悪化。17年まで続いた原料豚皮の価格上昇に対応した製品価格の値上げは進んだが、足元では美容用途のコラーゲンペプチドなどに用いる魚原料の価格が急騰して採算が悪化しており、営業利益は大幅減を避けられなかった。



19/3期、20/3期の業績見通し

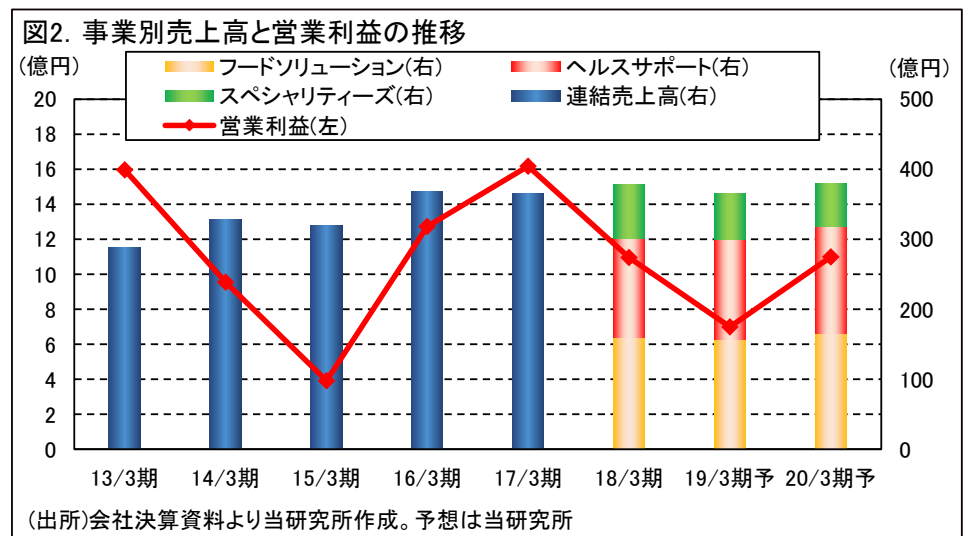
・採算悪化で利益面の予想を下方修正

3Qの決算発表にあわせて会社側は、19/3期通期の連結業績見通しを売上高371億円→365億円(前期比3%減)、営業利益12億円→7.0億円(同36%減)、経常利益10億円→6.0億円(同41%減)、純利益14億円→10億円(前期は6.2億円の赤字)へ下方修正した。QUICK企業価値研究所では従来、売上高が365億円、営業利益が12億円を予想していたが、会社計画と同額に修正する。

従来は、接着剤事業の再編に加え、国内の美容用途のコラーゲンペプチドや衛生材料用接着剤の苦戦で売上高は伸び悩むものの、豚皮など原料価格が下落に転じる中で製品価格の値上げが進んで採算が改善し、営業増益になるとみていた。しかし、好採算の製菓・調理用ゼラチンや美容用途のコラーゲンペプチドが想定以上に苦戦し、製品構成が悪化。魚原料価格の上昇も厳しく、従来の営業増益見通しから一転、今期は大幅な減益が避けられない見込みとなった。3Qに計上した持分法適用会社の減損損失などもあり、経常利益、純利益も従来予想を下回る見通しだ。

翌20/3期は売上高が前期比4%増の380億円、営業利益が同57%増の11億円を予想する。ここでも従来予想を利益面で下方修正したが、業績は19/3期を底にして回復に転じる見通し。接着剤事業は20年2月に製造機能も合

弁会社に移管するため、売上高は一段と減少する見込み。これを除く各分野は、国内でコンビニ惣菜・冷凍食品向けゼラチンやデザート向け食品材料の拡大が続くとともに、海外を中心に美容用途のコラーゲンペプチドの一段の拡販も進むと考える。一方、採算面では、豚皮の価格が下落傾向となる中、19/3 期中に実施した値上げが通期寄与するが、中国でコラーゲンペプチドの原料としている魚の価格が高騰し、入手も困難な状況となっている。ここでも引き続き、大幅な値上げを進めるとともに、豚皮を原料とした製品への切り替えを進める考えだが、短期的には利益率の大幅な向上は難しく、営業利益は従来予想の水準を下回ると考える。



19/3 期～21/3 期の中期経営計画

- ・ 21/3 期に連結営業利益 23 億円を目指す

創業 100 周年にあたる 18 年に先立って、同社は 17 年に経営ビジョンを策定。18 年 5 月には 19/3 期～21/3 期を対象とする中期経営計画を公表した。国内では、高齢化や女性の社会進出などにより、個食化や調理の簡便化が一段と進行し、調理済み惣菜や冷凍食品の市場が拡大すると想定。訪日外国人の増加により、ホテルやレストランでも新メニューの開発や調理の簡便化などで業務用商材のニーズが増加すると見込む。この分野では、ホテルやレストラン向けに小分けのゼラチンを手掛ける新田ゼラチンフーズを 19 年 4 月 1 日付で吸収合併し、営業力を強化していく方針だ。また、高齢化の進展により、肌の保湿やひざ関節痛の改善などの効果が実証された機能性食品の需要も伸びる見通し。

表2. 経営ビジョン

「いつまでも元気で若々しくありたい」
 そんな世界中の人々の願いを
 コラーゲンの飽くなき追求により叶えます
 1. お客様の「もっと」を叶える製品・サービスを提供します
 2. 研究開発と生産革新に努め、コラーゲンの活躍の場を広げます
 3. 挑戦を良しとする組織風土を築き、新たな市場を開拓・創造します

(出所)会社公表資料より当研究所作成

北米では、南米のゼラチン大手との競争激化などで厳しい環境にあるが、安心・安全な原料調達とコスト競争力の向上で新規顧客を開拓し、収益改善に取り組む方針。足元でブームとなっている美容用途のコラーゲンペプチドも、機能性の訴求などを通じて一段の拡販を図る考えだ。アジア諸国では、乳製品やデザート用食品素材のニーズが高まっており、日本で蓄積したノウハウを生かした事業展開を図る。中国では可処分所得の増加と高齢化により健康食品の需要が増加しており、供給体制の強化を進めるとしている。

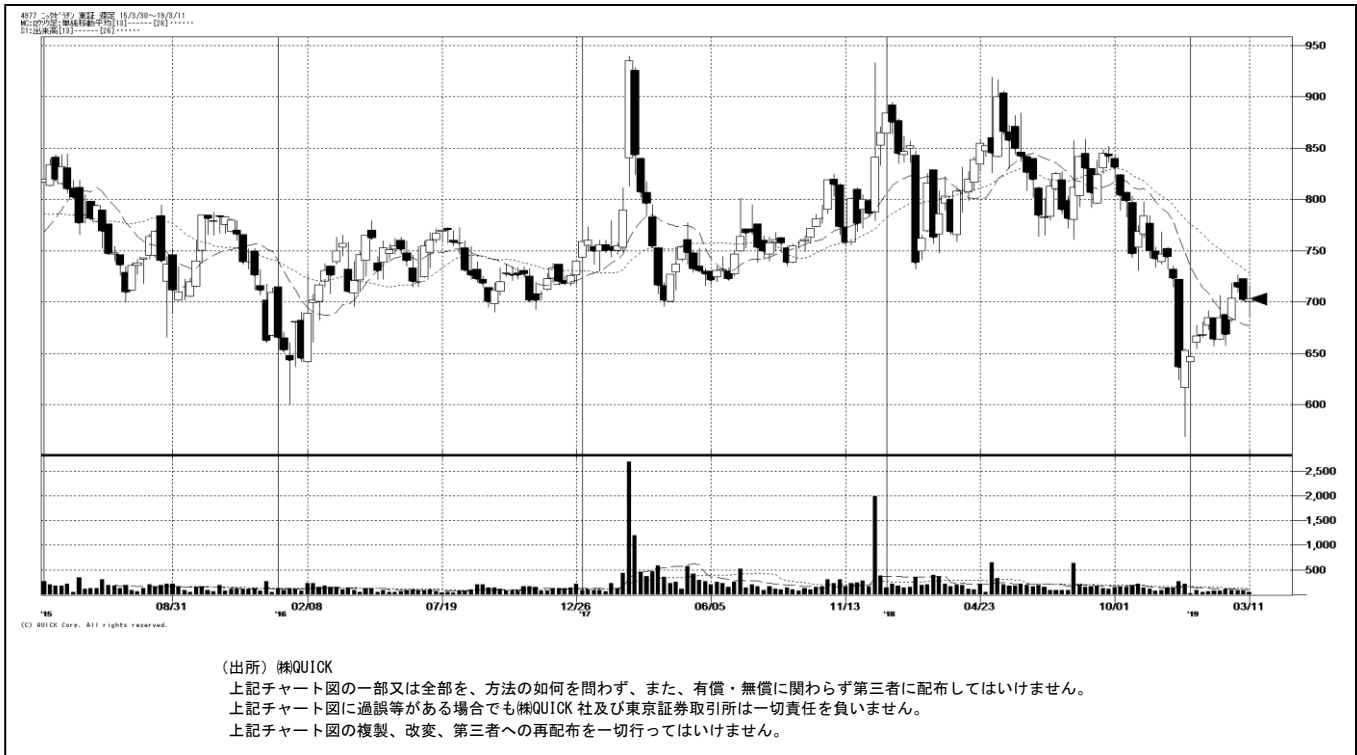
コア領域としては、フードソリューション、ヘルスサポート、バイオメディカルの3分野を選定。生産・供給体制をグローバルで最適化するとともに、競争激化に対応するため、各拠点で生産改革を進める。あわせて、選択と集中を進め、高付加価値製品・サービスを創造し、より高収益な企業体質に変革していく考えだ。最終年度の目標として連結売上高 380 億円、営業利益 23 億円、営業利益率 6.1%を掲げる。この期には製造機能も含めて接着剤事業がなくなるため、売上高は 18/3 期並みにとどまるが、利益は大きく拡大する見通しで、より長期的には営業利益率 8%を目指すとしている。

約 50 億円に上った接着剤事業の落ち込みを他の事業の伸びでカバーするのは容易ではないが、QUICK 企業価値研究所でも、国内外でのゼラチン、コラーゲンペプチドなどの需要は着実に成長し、業務用製品など高付加価値分野も拡大するとみている。ただし、足元の魚原料の需給逼迫・価格高騰にみられるように、原料市況は引き続き変動が大きい。豚皮、牛皮も含めて需要増加により安定的な調達が難しくなる可能性も含め、利益面を中心に業績への影響は予断を許さない状況だ。需要増に対応した生産能力増強なども含め、今後の動向を注視していきたい。

表3. コア領域

フードソリューション	「もっと美しく、簡単に」を実現するため、ゼラチンやゲル化剤等を活用した用途開発と、独自の製品開発や配合技術により、お客様の課題解決につながるソリューションを提供する
ヘルスサポート	世界中の人々の願いである健康に対し、長年にわたるコラーゲンペプチドの機能性研究と商品開発力で若さや美しさを保ちたいというニーズに応える
バイオメディカル	革新的な医療技術への挑戦が続く先端医療分野において、生体内に用いても安全なコラーゲン・ゼラチンを医療分野に展開し、再生医療や生体材料の製造に貢献する

(出所)会社公表資料より当研究所作成



			2016/3	2017/3	2018/3	2019/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	845	940	934	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	601	690	696	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	6,548	8,717	11,517	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	36,885	36,575	37,777	36,500
	営 業 利 益	百万円	1,273	1,617	1,095	700
	経 常 利 益	百万円	979	1,831	1,009	600
	当 期 純 利 益	百万円	477	693	-615	1,000
	E P S	円	26.00	37.74	-33.50	54.43
	R O E	%	3.2	4.5	-4.0	4.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	19,657	21,686	20,461	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	17,940	18,724	17,564	-
	資 産 合 計	百万円	37,597	40,410	38,025	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	11,076	13,037	12,056	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	9,644	9,636	8,771	-
	負 債 合 計	百万円	20,720	22,674	20,828	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	15,680	16,153	15,317	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	16,876	17,736	17,197	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	2,385	1,910	1,419	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-1,860	-2,473	-1,377	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-473	601	-1,160	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	2,536	2,550	1,538	-

事業に関するリスク

● 主要原料の価格変動

同社グループの製造原価に占める原料費の割合は18/3期で54.3%と高い。コラーゲン素材事業の主原料である牛骨や牛皮、豚皮、魚鱗などは全て畜産業や水産業の副産物であり、食肉消費量の増減や各種動物疾病による食肉加工、流通の規制などによる需給バランスの変動で価格が変動する可能性がある。フォーミュラソリューション事業では、食品材料の主要原料である天然多糖類は産地の気候変動などの影響、接着剤の主原料である石油樹脂は重油、ナフサなどの相場価格と需給バランスで価格が変動する可能性がある。これら主要原料の価格変動の、製品価格への転嫁は容易ではなく、同社グループの経営成績および財政状態が影響を受ける可能性がある。

● 為替変動について

同社グループが海外顧客に対して販売する際は、米ドル建で輸出している。仕入についても、牛骨、オセインなどのゼラチン原料は主に米ドル建で、また豚皮ゼラチンをカナダドル建で輸入している。このため、為替変動リスクを軽減する取引を行っているが、想定を超える変動が起きた場合、同社グループの経営成績および財政状態が影響を受ける可能性がある。

● 海外市場

海外市場での販売拡大を積極的に推進しており、18/3期の海外売上高比率は44.9%に達する。これまで主要販売地域であった北米市場に加え、今後注力する中国、インド、東南アジア市場でも同業他社製品との間で競争が生じ、同社グループの販売拡大に影響が生じる可能性がある。コストダウン、品質向上、特徴ある新製品開発、最適地生産などの競争力強化に努めているが、これらの対応が効果を発揮しない場合には、同社グループの経営成績および財政状態が影響を受ける可能性がある。

● 動物疾病

同社グループが製造しているゼラチン、コラーゲンペプチドなど主要製品の原料は動物性副産物であるため、動物疾病のリスクがある。このため、動物疾病による汚染がない原料であることを確認して調達するとともに、安全な原料確保のため、原料調達地域の多様化を進めている。しかしながら、原料調達地域において動物疾病が広範囲に発生した場合、食肉生産の停滞や停止による原料骨・皮の産出量の減少もしくは停止、またこれによる原料調達地域の変更などにより、安定的な原料調達に影響を及ぼす可能性がある。製品販売においても、原料原産国や生産国での動物疾病の発生により、製品の輸入規制などが発動され、販売が停滞する可能性がある。これらの影響により、原料調達コストの増加、販売減少による減収、在庫の増加などの影響が考えられ、同社グループの経営成績および財政状態が影響を受ける可能性がある。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社 QUICK（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>