

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
2015年5月29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 20150526

理研ビタミン (4526 東証一部)

発行日:2015/5/29

**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
16/3期～18/3期中期経営計画では国内食品事業の拡大による利益成長を目指す**

> 要旨

◆ 国内食品事業を収益基盤に海外事業で売上成長を目指す

- ・理研ビタミン(以下、同社)は、天然素材からの抽出技術をベースに、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。
- ・16/3期～18/3期中期経営計画では、改良剤のアジア拡販で売上成長を、業務用食品のシェアアップで利益成長を図り、最終年度の18/3期売上高94,500百万円以上、営業利益7,500百万円以上を目指している。

◆ 15年3月期決算は原料高と減価償却費増で7.5%営業減益

- ・15/3期決算は売上高が前期比0.2%増の85,603百万円、営業利益は同7.5%減の4,651百万円であった。売上高は横ばいにとどまったが、原料高と減価償却費の増加が利益を圧迫した。

◆ 16年3月期の会社計画は18.2%営業増益の見通し

- ・16/3期の会社計画は、売上高が前期比2.2%増の87,500百万円、営業利益は同18.2%増の5,500百万円を見込んでいる。
- ・なお、同社は16/3期から減価償却方法を従来の定率法から定額法に一部変更する予定である。

◆ 証券リサーチセンターは従来の業績予想を見直し

- ・証券リサーチセンターは業績予想を見直し、16/3期は売上高90,900百万円→86,700百万円(前期比1.3%増)、営業利益5,300百万円→5,400百万円(同16.1%増)に修正する。

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】

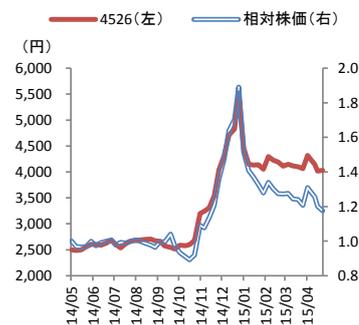
	2015/5/22
株価(円)	4,030
発行済株式数(千株)	23,653
時価総額(百万円)	95,320

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	23.5	22.3	20.3
PBR(倍)	1.2	1.1	1.1
配当利回り(%)	1.5	1.5	1.7

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-5.5	-0.6	61.2
対TOPIX(%)	-8.7	-8.1	17.5

【株価チャート】



【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	85,603	0.2	4,651	-7.5	4,685	-11.5	3,795	5.7	171.7	3,413	60.0
2016/3 CE	87,500	2.2	5,500	18.2	5,300	13.1	3,900	2.7	176.4	-	62.0
2016/3 旧E	90,900	6.2	5,300	14.0	5,400	15.3	3,500	-7.8	158.3	3,212	60.0
2016/3 新E	86,700	1.3	5,400	16.1	5,400	15.3	4,000	5.4	180.9	3,534	62.0
2017/3 旧E	94,600	4.1	5,800	9.4	6,000	11.1	3,800	8.6	171.9	3,324	60.0
2017/3 新E	89,800	3.6	6,000	11.1	6,100	13.0	4,400	10.0	199.0	3,671	70.0
2018/3 E	92,800	3.3	6,500	8.3	6,600	8.2	4,600	4.5	208.0	3,809	74.0

(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

2/7

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

◆ 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

理研ビタミン (以下、同社) は、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、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。

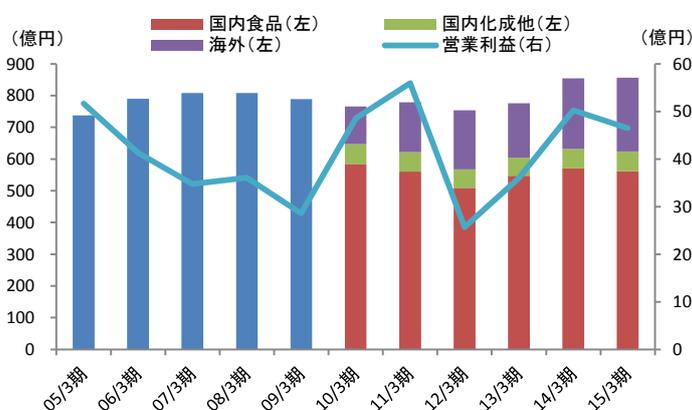
事業セグメントは、家庭用並びに業務用ドレッシングや海藻などに加え、ビタミンE等の加工食品メーカー向け改良剤までカバーする「国内食品事業」と、食品用ラップ向けなど化成品向け改良剤の「国内化成品その他事業」、海外の改良剤販売子会社や中国冷凍食品子会社等の「海外事業」の3事業で構成され、このうち国内食品事業が利益の大半を稼ぎ出している。

◆ 震災復興の一段落で海外展開による成長戦略に軸足

東日本大震災で宮城県の子会社が被災した同社は、15/3期までは海藻をメインとした震災からの復興と、経済発展で加工食品需要が見込まれる改良剤のアジア展開を見据えたマレーシア子会社の生産能力増強及び海外販売拠点の拡充に注力してきた。その結果、震災で失った業務用海藻シェアの回復には課題を残すものの、改良剤の生産能力増強とアジア/中東地域の販売拠点整備はほぼ計画通りの進捗であった。

新しく始まった16/3期~18/3期中期経営計画では、海藻をコア商材に業務用及び家庭用食品のシェア回復に努めるとともに、増産体制が整った改良剤は、アジア/中東地域の食品・化成品需要を取り込む方針である。

【 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

アップデート・レポート

> 決算概要

◆ 15年3月期決算は原料高と減価償却費増で7.5%営業減益

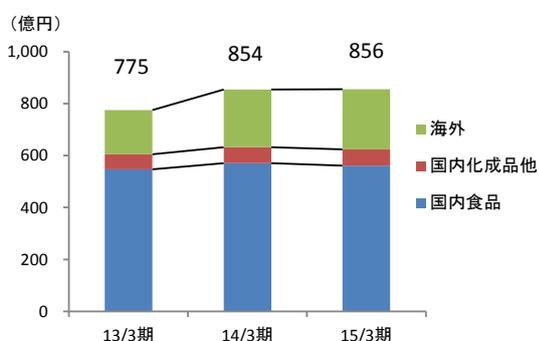
15/3期決算は売上高が前期比0.2%増の85,603百万円、営業利益は同7.5%減の4,651百万円であった。売上面では消費税増税による国内食品事業の苦戦を、販売エリアの拡大で順調な海外事業の増収で補い、期初計画(900億円)は下回ったものの前期比横ばいを維持した。売上高が伸び悩むなか経費削減に努めたものの原料高と減価償却費の増加が利益を圧迫し、営業利益は期初計画(60億円)を大幅に下回った。

事業セグメント別に見ると、国内食品事業は売上高が前期比1.6%減の56,168百万円、営業利益は同3.2%増の3,968百万円であった。売上面では家庭用食品が主力のドレッシングに新製品を投入する等の販売促進を図ったものの消費税増税の影響が大きく減収となった。業務用食品は海藻が新製品投入効果で好調な半面、食品メーカーや外食向けエキス・調味料の苦戦で減収となった。加工食品用原料等も健康食品メーカー向けビタミンや機能性食品素材の不振で減収であった。一方、利益面ではドレッシング新製品投入によるマーケティング費用の増加を、人件費や物流費の削減などで補い増益を確保した。

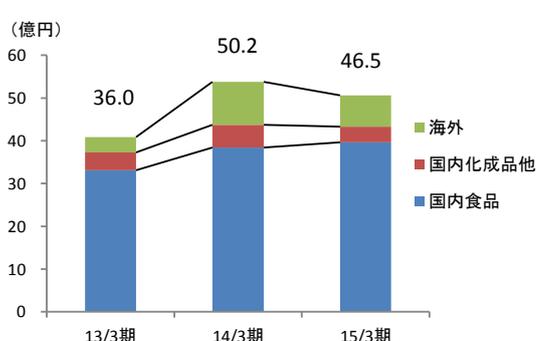
国内化成品その他事業は売上高が前期比0.6%増の6,169百万円、営業利益は同30.9%減の364百万円であった。売上面では化成品向け改良剤が農業用フィルム用途等の苦戦を飼料用油脂で補い、横ばいを確保した。利益面ではパーム油等の原料高と減価償却費の増加が利益を圧迫した。

海外事業は売上高が前期比4.8%増の23,266百万円、営業利益は同27.4%減の733百万円であった。売上面ではアジアの販売エリアの拡大で改良剤販社が順調に推移したうえ、冷凍食品子会社も堅調に推移した。利益面ではパーム油等の原料高と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推移



【図表3】事業セグメント別利益推移



(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

◆ 16年3月期～18年3月期中期経営計画を公表

同社は13/3期～15/3期の中期経営計画の終了に伴い、新たに16/3期～18/3期の中期経営計画を公表した。

16/3期の会社計画では、売上高が前期比2.2%増の87,500百万円、営業利益は同18.2%増の5,500百万円を見込んでいる。また、最終年度の数値目標として、売上高94,500百万円以上(15/3期比8,897百万円以上の増加)、営業利益7,500百万円以上(同2,849百万円以上の増加)を掲げている。

【 図表 4 】 新中期経営計画

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期 計画	18/3期 計画
売上高	85,419	85,603	87,500	94,500
国内食品事業	57,125	56,238	57,700	60,800
家庭用食品	16,610	16,171	16,500	17,300
業務用食品	20,465	20,255	21,200	22,500
加工食品用原料等	20,049	19,811	20,000	21,000
国内化成品他事業	6,135	6,169	6,300	6,800
海外事業	23,096	24,361	24,500	28,300
調整額	-938	-1,164	-1,000	-1,400
営業利益	5,027	4,651	5,500	7,500
国内食品事業	3,844	3,968	4,700	6,700
国内化成品他事業	527	364	300	400
海外事業	1,010	733	800	900
調整額	-355	-415	-500	-500
設備投資	5,576	5,617	4,600	2,300
減価償却費	3,407	3,902	3,800	4,200

(注) 計画は中期経営計画。14/3期と15/3期の設備投資は有形・無形固定資産取得額(出所)証券リサーチセンター

◆ 新中期経営計画は海外で売上を伸ばし利益は国内で稼ぐ

上記新中期経営計画の骨子は、1) 収益基盤の国内マーケットは質の強化で収益性を重視、2) 海外マーケットを成長エンジンに据えアジア/新興国でのシェア拡大を図る、などに要約される。

国内マーケット(国内食品事業・国内化成品その他事業)に向けた具体的な施策として、家庭用食品についてはカテゴリートップ商材のノンオイルドレッシングシリーズの強化と、天然素材の抽出技術を活かした食塩無添加「素材力だし」ブランドのシリーズ展開に加え、わかめ商材のブランド力を海藻全体に展開することなどを掲げている。

業務用食品については、冷凍海藻などの新商材で回復しきれてないシェア奪還を目指すとともに、コンビニエンスストア等の中食市場や外食産業へのメニュー提案、老人ホームなどの福祉施設を新たな市場として取り込む方針である。

加工食品用原料等については、加工食品業界の各カテゴリートップ企業へのアプローチを強めるとともに、15年4月に制度がスタートした機能性表示食品をターゲットに、自社ライブラリーの健康機能素材を活用する方針である。

国内化成品その他については、改良剤の新規用途開発に加えグリーン&エコ製品など新市場への参入を進める計画である。

他方、海外マーケット(海外事業)に向けた戦略としては、販売子会社によるアジア/中東地域での改良剤拡販に注力するとともに、マレーシア原体生産子会社の合理化を進めて収益体質を強化することを掲げている。中国冷凍食品子会社は先進国向け輸出から中国国内市場向けに転換し、新規事業のコラーゲンを育成する方針である。

以上の通り、新中期経営計画では改良剤のアジア/中東地域での拡販で売上高成長を目指し、海藻を中心とした業務用食品のシェアアップで利益成長を図る方針である。

なお、同社は16/3期から減価償却方法を従来の定率法から定額法に一部変更する予定である。これにより18/3期の営業利益は、従来方法に比べ400百万円程度押し上げられる模様である。

◆ 証券リサーチセンターは従来の業績予想を見直し

証券リサーチセンター(以下、当センター)は業績予想を見直し、16/3期は売上高90,900百万円→86,700百万円(前期比1.3%増)、営業利益5,300百万円→5,400百万円(同16.1%増)に修正する。

この主な要因は、売上面で消費税増税の影響が残る国内食品事業を保守的に減額したほか、海外事業は事業転換移行期の中国冷凍食品子会社を減額した。

利益面では主に国内食品事業における売上高予想の減額がマイナスに働くものの、減価償却費予想を償却方法の変更で減額したため、営業利益は従来予想を100百万円程度増額した。

17/3期については、国内食品事業と海外事業の伸長で順調な利益成長を見込むものの、18/3期は17年4月に予定されている消費税増税の

影響を想定し、中期経営計画最終年度の数値目標（売上高 94,500 百万円以上、営業利益 7,500 百万円以上）に対して保守的な予想に留めた。

【 図表 5 】 事業セグメント別修正業績予想

	14/3期	15/3期	16/3期E		17/3期E		18/3期E
			旧	新	旧	新	
売上高	85,419	85,603	90,900	86,700	94,600	89,800	92,800
国内食品事業	57,085	56,168	59,000	57,500	60,500	59,000	59,500
家庭用食品	16,610	16,171	17,000	16,500	17,500	16,900	17,000
業務用食品	20,465	20,255	21,500	21,000	22,000	21,800	22,200
加工食品用原料等	20,049	19,811	20,500	20,000	21,000	20,300	20,300
国内化成品他事業	6,135	6,169	6,400	6,300	6,500	6,500	6,600
海外事業	22,198	23,266	25,500	22,900	27,600	24,300	26,700
営業利益	5,027	4,651	5,300	5,400	5,800	6,000	6,500
国内食品事業	3,844	3,968	4,800	4,700	5,100	5,200	5,500
国内化成品他事業	527	364	400	300	500	350	400
海外事業	1,010	733	500	800	600	850	1,000
調整額	-355	-415	-400	-400	-400	-400	-400
設備投資	5,576	5,617	4,000	5,000	4,000	5,000	3,000
減価償却費	3,407	3,902	4,500	3,800	4,700	4,100	4,200

(注) Eは証券リサーチセンター予想。設備投資は有形・無形固定資産取得額
(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 16年3月期以降は配当性向を30%から35%に引き上げ

同社の配当政策は安定配当の継続を基本方針としているが、15/3期は東証一部指定に伴う記念配5円を含む年60円配を予定しており、配当性向は35.0%に達する見通しである。16/3期以降は、利益還元に厚みを持たせるべく配当性向の目標値を従来の30%から35%に引き上げる方針である。これに基づき16/3期の配当は2円増配の年62円配を計画している。

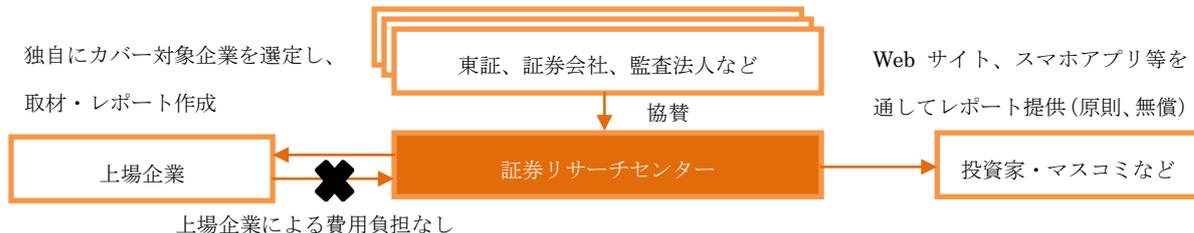
当センターは目標とする配当性向の引き上げを考慮しながら、16/3期の配当は会社計画と同額の年62円配を予想する。

◆ 業務用食品の成長モメンタムに留意

当センターの業績予想は、利益寄与の大きい業務用食品の拡大を前提としている。したがって、業務用食品の売上高が想定以下に留まった場合、利益額は当センター予想を下回ること留意しておきたい。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ **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

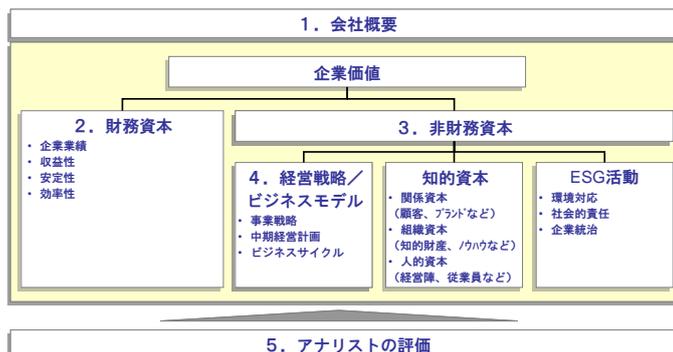
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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

本レポートの構成

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 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ので、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。