

# 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12月4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 20151201

# 理研ビタミン (4526 東証一部)

発行日: 2015/12/4

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  
利益を稼ぎ出す業務用食品と加工食品用原料等が順調に拡大

## > 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、業務用及び家庭用の海藻製品のシェア回復で利益成長を目論み、増産体制が整った改良剤のアジア展開で売上成長を牽引する計画である。

### ◆ 16年3月期第2四半期決算は45.6%営業増益

- ・16/3 期第2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比4.8%増の430.7億円、営業利益は同45.6%増の29.2億円であった。売上面では業務用食品と加工食品用原料等に加え海外販売子会社が牽引し、利益面では利益率の高い加工食品用原料等の増収効果や海外販売子会社の販売数量増が寄与した。

### ◆ 16年3月期は期初計画の18.2%営業増益を据え置き

- ・上期は計画を上回ったものの、同社は保守的に期初計画を据え置き、16/3 期は売上高が前期比2.2%増の875.0億円、営業利益は同18.2%増の55.0億円の見通しである。

### ◆ 証券リサーチセンターは16年3月期予想を増額修正

- ・証券リサーチセンターは業績予想を見直し、16/3 期は売上高が前期比867.0億円→870.0億円(前期比1.6%増)、営業利益54.0億円→57.0億円(同22.6%増)に増額する。下期は家庭用食品のマーケティングコストの増加が予想されるものの、利益率の高い業務用食品と加工食品用原料等の増収効果で吸収可能と予想した。

## 【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)
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	177.0	-	62.0
2016/3	旧E	86,700	1.3	5,400	16.1	5,400	4,000	5.4	180.9	3,534	62.0
	新E	87,000	1.6	5,700	22.6	5,700	4,100	8.0	186.4	3,558	65.0
2017/3	旧E	89,800	3.6	6,000	11.1	6,100	4,400	10.0	199.0	3,671	70.0
	新E	90,200	3.7	6,300	10.5	6,400	4,500	9.8	204.6	3,698	72.0
2018/3	旧E	92,800	3.3	6,500	8.3	6,600	4,600	4.5	208.0	3,809	74.0
	新E	92,100	2.1	6,600	4.8	6,700	4,700	4.4	213.7	3,839	75.0

(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

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】

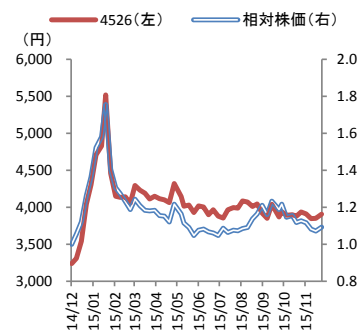
	2015/11/28
株価(円)	3,905
発行済株式数(千株)	23,653
時価総額(百万円)	92,363

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	22.7	20.9	19.1
PBR(倍)	1.1	1.1	1.1
配当利回り(%)	1.5	1.7	1.8

## 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.8	-4.4	22.0
対TOPIX(%)	-3.0	-7.8	7.9

## 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/12/5

## アップデート・レポート

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のドレッシングや海藻などに加え加工食品メーカー向け改良剤をもカバーする「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と中国冷凍食品製造子会社等の「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。

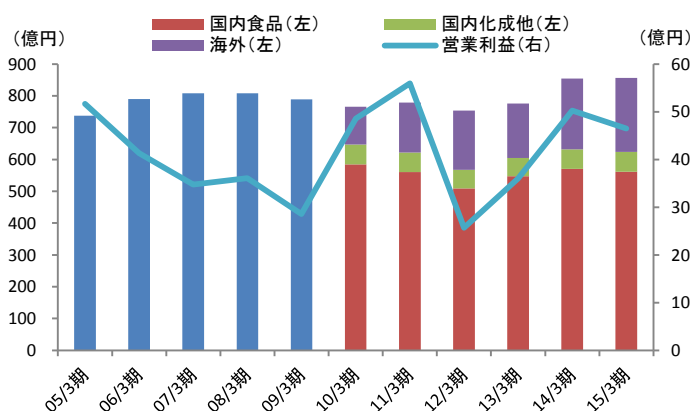
◆ 震災復興を成し遂げ海外展開による成長フェーズへ移行

直近の事業戦略を見ると、15/3期までは東日本大震災で被災した宮城県海藻加工子会社の復興及び失った海藻製品のシェア回復と、経済発展で需要の増加が見込まれる加工食品向け改良剤のアジア展開に向けて、改良剤の上流工程を担う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、失った業務用海藻のシェア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及び中東地域の販売拠点整備はほぼ計画通りに進捗した。

新しく始まった 16/3期～18/3期中期経営計画では、業務用及び家庭用の海藻製品のシェア回復で利益成長を目論むとともに、増産体制が整った改良剤のアジア及び中東販売で売上成長を図る計画である。

【 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

◆ 16年3月期上期決算は計画を上回る業績

16/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高が前年同期比 4.8% 増の 430.7 億円、営業利益は同 45.6% 増の 29.2 億円であった。売上面では国内食品事業の業務用食品と加工食品用原料等に加え海外販売子会社も増収であったほか、為替相場が円安基調であったことも売上高を 12.9 億円程度押し上げた。

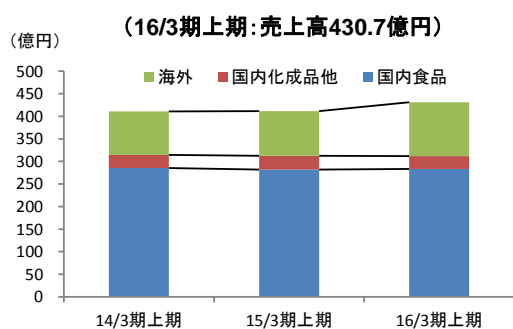
利益面でも利益率の高い加工食品用原料等の増収効果や海外販売子会社の販売数量増効果に加え、減価償却方法の変更も営業利益を 2.9 億円押し上げるなど、上期は計画 (売上高 420.0 億円、営業利益 24.0 億円) を上回った。

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 0.5% 増の 282.9 億円、営業利益は同 26.5% 増の 24.4 億円であった。売上面では家庭用食品が夏場の野菜高騰によるドレッシングの不振等で前年同期比 4.7% 減収となったものの、冷凍海藻が好調な業務用食品の同 3.0% 増収と新規顧客獲得による加工食品用原料等の同 3.1% 増収でカバーした。

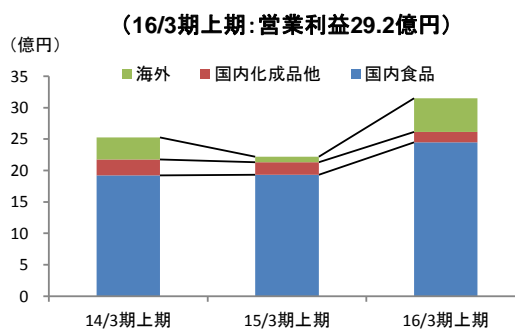
利益面では利益率の高い業務用食品と加工食品用原料の増収効果に加え、広告費や販売促進費などのマーケティングコストが 2.6 億円減少したことも寄与した。

国内化成品その他事業は、農業用フィルムや食品用ラップ類の不振で売上高が前年同期比 4.6% 減の 29.0 億円、営業利益は同 16.1% 減の 1.6 億円であった。

【 図表 2 】 事業セグメント別売上高



【 図表 3 】 事業セグメント別利益



(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

海外事業は、売上高が前年同期比 19.9%増の 118.7 億円、営業利益は同 6.2 倍の 5.3 億円であった。売上面では為替効果に加え、海外販売子会社の販売数量が 15%程度増加したほか、中国冷凍食品子会社も増収に寄与した。利益面では販売子会社の数量効果がプラスに働いたうえ、減価償却方法の変更が利益を押し上げた。

> 業績見通し

◆ 16年3月期は期初計画の18.2%営業増益を据え置き

上期は計画を上回ったものの、同社は保守的に期初計画を据え置き、16/3期は売上高が前期比 2.2%増の 875.0 億円、営業利益は同 18.2%増の 55.0 億円と予想している。

下期は上期に苦戦した家庭用食品の回復を図るべく、マーケティングコストの投入で主力のドレッシング製品のシェアアップを計画するほか、加工食品用原料等も新規稼働の液体工場活用で顧客への提案営業を強化する構えである。

海外事業は生産能力を増強したマレーシア工場の稼働率アップを図るべく販売エリアと数量の拡大に努める一方、輸出中心であった中国冷凍食品子会社は中国国内向けビジネスへの転換で減収となる見通しである。

◆ 証券リサーチセンターは16年3月期予想を増額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は上期の状況から業績予想を見直し、16/3期は売上高を前期比 867.0 億円→870.0 億円(前期比 1.6%増)、営業利益を 54.0 億円→57.0 億円(同 22.6%増)に増額する。

【 図表 4 】 事業セグメント別修正業績予想

(単位: 百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期E		17/3期E		18/3期E	
			旧	新	旧	新	旧	新
売上高	85,419	85,603	86,700	87,000	89,800	90,200	92,800	92,100
国内食品事業	57,085	56,168	57,500	57,200	59,000	58,800	59,500	58,900
家庭用食品	16,610	16,171	16,500	15,800	16,900	16,400	17,000	16,200
業務用食品	20,465	20,255	21,000	21,000	21,800	21,600	22,200	22,200
加工食品用原料等	20,049	19,811	20,000	20,400	20,300	20,800	20,300	20,500
国内化成成品他事業	6,135	6,169	6,300	5,900	6,500	6,000	6,600	6,000
海外事業	22,198	23,266	22,900	23,900	24,300	25,400	26,700	27,200
営業利益	5,027	4,651	5,400	5,700	6,000	6,300	6,500	6,600
国内食品事業	3,844	3,968	4,700	4,800	5,200	5,300	5,500	5,400
国内化成成品他事業	527	364	300	300	350	300	400	300
海外事業	1,010	733	800	1,000	850	1,100	1,000	1,300
調整額	-355	-415	-400	-400	-400	-400	-400	-400
設備投資	5,576	5,617	5,000	5,000	5,000	5,000	3,000	3,000
減価償却費	3,407	3,902	3,800	3,800	4,100	4,100	4,200	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) 決算短信より証券リサーチセンター作成

この主な要因として、下期は国内食品事業における家庭用食品のマーケティングコストの増加が想定されるものの、利益率の高い国内食品事業の業務用食品と加工食品用原料等の増収効果、並びに海外販売子会社の販売数量増によるマレーシア工場の稼働率アップで、コスト増を吸収可能と予想した。

なお、17/3 期も加工食品用原料等と海外販売子会社に牽引され、営業増益を見込むものの、18/3 期は国内食品事業が 17 年 4 月に予定されている消費増税の影響が避けられないことから、利益成長モメンタムの一時的な低下が予想される。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 業務用食品と加工食品用原料等の伸長を評価

上期は 16/3 期～18/3 期中期経営計画に掲げる国内食品事業の利益成長と、海外販売子会社の販売数量増による売上成長が具現化されるなど、現時点で中期経営計画は順調に滑り出したと考えられる。

17/3 期以降も改良剤生産拠点であるマレーシア子会社の増産設備の稼働開始が計画されていることから、減価償却費増を吸収するためにも海外販売子会社の販売数量増が欠かせず、中期的な海外事業の売上高の推移に注意が必要である。

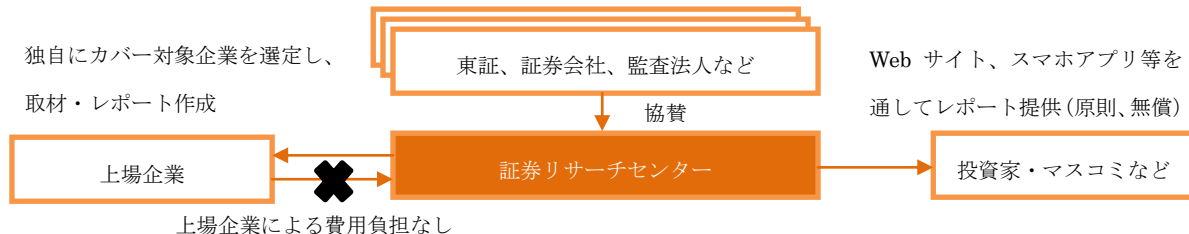
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 13 年 3 月 21 日より開始いたしました。

初回レポートの発行から約 3 年経過したことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。



**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

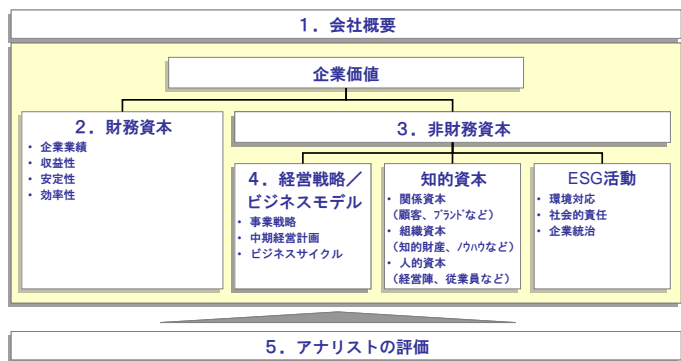
**第三者が中立的・客観的に分析**

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、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。