

## 新田ゼラチン (4977・東証1部)

2019年12月11日

足元は好調に推移しているが、競争激化など懸念材料も

## アップデートレポート

(株) QUICK  
伊藤 健悟

## 主要指標 2019/12/9 現在

株 価	697 円
年初来高値	743 円 (19/11/11)
年初来安値	623 円 (19/1/4)
発行済株式数	18,373,974 株
売買単位	100 株
時価総額	12,807 百万円
予想配当 (会社)	12 円
予想EPS (アナリスト)	59.87 円
実績PBR	0.80 倍

## 直前のレポート発行日

ベシク	2019/6/18
アップデート	2019/9/11

## 上期は採算改善と合理化効果で大幅営業増益に

20/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 3%増の 186 億円、営業利益が同 97%増の 8.5 億円となった。スペシャリティーズ分野が接着剤事業の再編で大幅な減収となったほか、フードソリューション分野も海外でのコラーゲンケーシングの競争激化などで伸び悩んだが、ヘルスサポート分野が国内・北米でのコラーゲンペプチドの好調と値上げの効果で売上高を伸ばし、連結全体で増収に。営業利益は国内での販売好調と値上げによる採算の改善、合理化の効果で高い伸びをみせた。ただし、特別利益の減少で純利益は大幅減となっている。

## 今期・来期とも増益を見込むが、原料高や競争激化を懸念

20/3 期通期の連結業績について QUICK 企業価値研究所では、売上高が前期比 3%増の 375 億円、営業利益が同 89%増の 17 億円を予想する。想定以上の採算改善・合理化効果などを織り込んで、利益面で予想を上方修正した。前期比では、国内で美容用途のコラーゲンペプチドやコンビニ総菜・冷凍食品向けゼラチン、業務用ゼラチンなどの販売が拡大するほか、北米の健康・美容用途のサプリメント向けコラーゲンペプチド、インドの医薬用・健康食品用カプセル向けゼラチンなども順調に推移し、採算改善と合理化の効果で業績は順調な伸びをみせよう。翌 21/3 期は、製造機能を含めて接着剤事業から完全に撤退するため、売上高が連結全体で微減となるが、フードソリューション、ヘルスサポートの両分野は国内外での需要増で販売を着実に拡大し、営業増益基調が続くと予想する。ただし、北米での健康・美容用途のサプリメント向けコラーゲンペプチドで競争が激化しているほか、アフリカ豚コレラの流行で原料市況が上昇しつつあり、その影響には注意が必要だ。

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
2019/3	通期	実績	36,464	-3.5	898	-17.9	828	-15.4	989	-	53.85
2020/3	通期	会社予想 (2019年5月発表)	38,200	4.8	1,400	55.9	1,300	56.9	800	-19.1	43.54
		新・アナリスト予想	37,500	2.8	1,700	89.3	1,800	117.4	1,100	11.2	59.87
		旧・アナリスト予想 (2019年9月発表)	37,500	2.8	1,500	67.0	1,400	69.1	850	-14.1	46.26
2021/3	通期	新・アナリスト予想	37,200	-0.8	1,800	5.9	1,800	0.0	1,100	0.0	59.87
		旧・アナリスト予想 (2019年9月発表)	37,500	0.0	1,800	20.0	1,700	21.4	1,050	23.5	57.15

上期は増収、大幅  
営業増益に

・ヘルスサポート分野を中心に総じて順調に推移

20/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 3%増の 186 億円、営業利益が同 97%増の 8.5 億円、経常利益が同 65%増の 9.8 億円、純利益が同 49%減の 6.5 億円となった。スペシャリティーズ分野が接着剤事業の再編で大幅な減収となったほか、フードソリューション分野も海外の苦戦で伸び悩んだが、ヘルスサポート分野がコラーゲンペプチドの好調と値上げの効果で売上高を大きく伸ばし、連結全体で増収に。営業利益は販売好調と採算の改善で高い伸びをみせた。為替差益が減少したものの、広東明洋明膠を持分法適用会社にした際に負ののれんが発生し、持分法投資利益が増加したことで経常利益も大幅な増益に。ただし純利益は、前期に接着剤事業の再編に伴う移転利益を特別利益として計上していた反動で大きく落ち込んだ。事前の当研究所の想定との比較では利益面でこれを上回り、総じて順調に推移したと考える。

表1. 連結業績の推移

(単位:百万円)

	19/3期			20/3期			19/3期			20/3期			21/3期		
	上期 実績	上期 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	前回 予想	今回 予想	伸率	
フードソリューション	7,811	7,701	-1.4%	15,290	16,100	15,800	15,600	2.0%	16,800	16,200	3.8%	16,800	16,200	-3.6%	
ヘルスサポート	6,670	7,959	19.3%	14,521	16,400	16,000	16,000	10.2%	16,900	17,200	7.5%	16,900	17,200	7.5%	
スペシャリティーズ	3,528	2,966	-15.9%	6,653	5,700	5,700	5,900	-11.3%	3,800	3,800	-35.6%	3,800	3,800	-35.6%	
売上高	18,010	18,627	3.4%	36,464	38,200	37,500	37,500	2.8%	37,500	37,200	-0.8%	37,500	37,200	-0.8%	
営業利益	428	845	97.2%	898	1,400	1,500	1,700	89.3%	1,800	1,800	5.9%	1,800	1,800	5.9%	
経常利益	595	981	64.8%	828	1,300	1,400	1,800	117.4%	1,700	1,800	0.0%	1,700	1,800	0.0%	
純利益	1,271	654	-48.5%	989	800	850	1,100	11.2%	1,050	1,100	0.0%	1,050	1,100	0.0%	

(出所)会社決算資料で当研究所作成。予想は当研究所

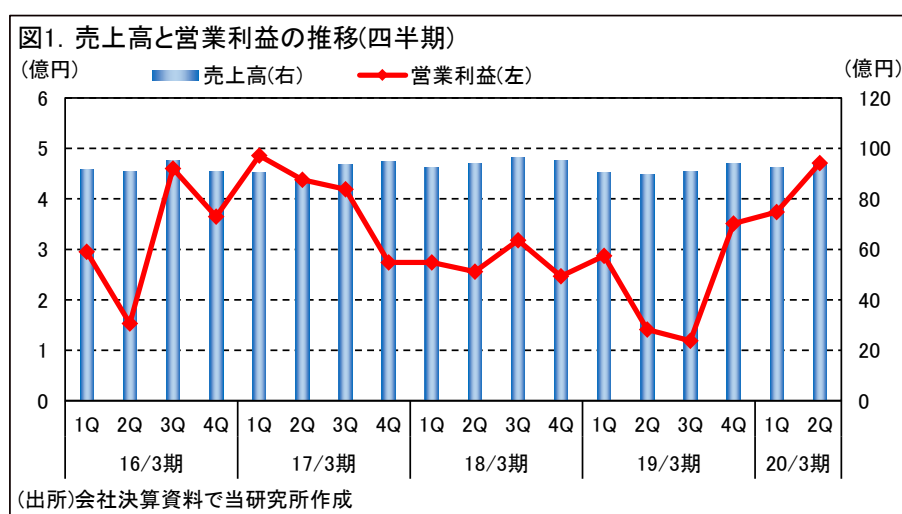
販売好調と値上  
げ、合理化が寄与

フードソリューション分野は、国内では顧客の新商品発売などでグミキャンディー市場が拡大し、高糖度菓子用途のゼラチンが好調に推移。個食化や中食需要の増加を追い風に、コンビニエンスストア向け総菜用途の販売も増加した。また、高付加価値分野として拡販に注力している業務用市場向けも、新製品の発売などで出荷を拡大している。一方、海外では、前期前半は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、同3Q以降競争激化で苦戦。シェア低下や価格下落でこの分野は低迷し、フードソリューション分野全体で小幅ながら減収を強いられた。

ヘルスサポート分野は、顧客の新商品発売やリニューアルを追い風に、美容サプリメント用途のコラーゲンペプチドが国内で順調に出荷を拡大。原料高を受けて18年後半から値上げを進めたこともあり、売上高を大きく伸ばした。北米でも、コラーゲンペプチドが健康・美容用途のサプリメントの市場成長を受けて好調に推移。健康食品用カプセル用途も出荷を伸ばした。また、前年は洪水被害により生産の一時停止を強いられたインドでも医薬用・健康食品用カプセル向けゼラチンが順調に推移している。一方、中国では、伸びを続けてきた健康・美容用途のコラーゲンペプチドの市場で販売規制の動きがあり、調整局面となったが、ヘルスサポート分野全体で大幅な増収となった。

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低迷も続き、この分野は2桁の減収を余儀なくされた。

連結全体で売上高は堅調に推移し、好採算の国内での販売拡大と、原料高に対応した値上げに加え、収率改善など合理化の効果もあって営業利益は高い伸びとなった。健康・美容用途のコラーゲンペプチドなどに用いる魚原料が高騰して前期は採算の悪化要因となっていたが、中国での市場減速による需給緩和でその後値下がりに転じており、値上げ効果とあわせて採算が大きく改善した。



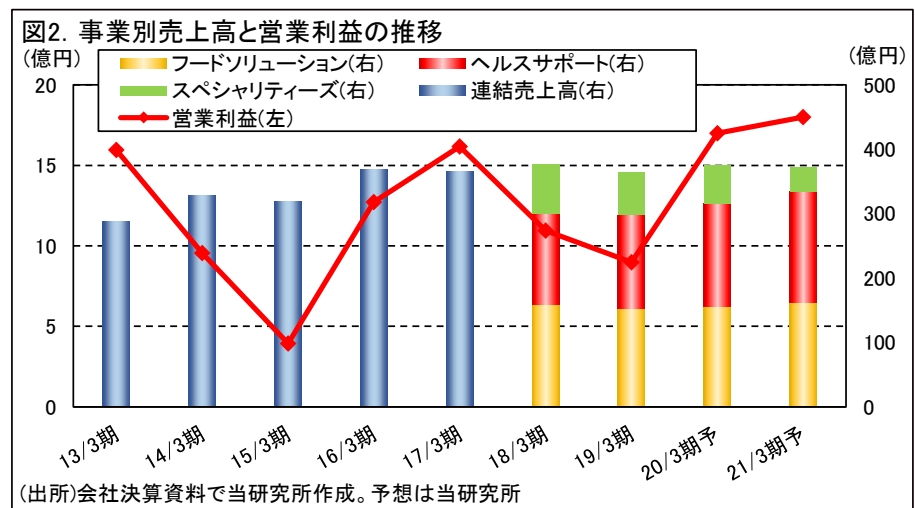
## 20/3期、21/3期の業績見通し

・今期は従来予想を上回る大幅な営業増益に

20/3期通期の連結業績について企業価値研究所では、売上高が前期比3%増の375億円、営業利益が同89%増の17億円、経常利益が同2.2倍の18億円、純利益が同11%増の11億円を予想する。売上高は従来予想を据え置いたが、想定以上の採算改善・合理化効果と、持分法投資利益の増加を織り込んで利益面で上方修正した。会社側は、期初計画の売上高382億円、営業利益14億円を据え置いたが、足元よりも円安な為替水準を前提としていることもあり、利益面でこれを上回る公算が大きいと考える。なお、同社は原料の輸入が多いため、1ドルにつき1円の円高で3000万円~4000万円の営業増益要因となる。

前期比では、国内で美容用途のコラーゲンペプチドやコンビニ総菜・冷凍食品向けゼラチン、業務用ゼラチンなどの販売拡大が続くほか、北米の健康・美容用途のサプリメント向けコラーゲンペプチド、インドの医薬用・健康食品用カプセル向けゼラチンなども引き続き順調に推移する見通し。海外のコラーゲンケーシングの市場で厳しい競争が続いているほか、中国でのコラーゲンペプチド市場の減速も懸念材料となるが、魚由来原料の価格下落と値上げによる採算改善、合理化の進展がプラス要因となり、連結全体で従来予想を上回る増益となろう。

翌 21/3 期は売上高が前期比 1%減の 372 億円、営業利益が同 6%増の 18 億円を予想する。従来の見方と大きな変更はない。期中に製造機能を含めて接着剤事業から完全に撤退するため、売上高は連結全体で微減となるが、フードソリューション、ヘルスサポートの両分野は国内外での需要増で販売を着実に拡大しよう。引き続き、原料の市況変動とその確保が収益を左右するポイントとなるが、高付加価値品の数量増と合理化の効果で利益は拡大に向かうと考える。ただし、北米の健康・美容用途のサプリメント向けコラーゲンペプチドの市場で競争が激化しており、今後は価格下落が進む可能性がある。また、中国ではアフリカ豚コレラの流行により豚の飼育頭数が減少し、ゼラチン向けの豚皮原料の価格も高騰。これが欧州にも波及しており、今後は北米でも価格上昇が懸念される。同社は必要に応じて製品価格を引き上げ、採算の維持・向上を図っていく方針だが、今後の原料・製品市況には引き続き注意が必要だ。



### 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

同社は現在、19/3 期～21/3 期を対象とする中期経営計画に取り組んでいる。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、調理済み総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、営業力の強化に取り組んでいる。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。

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と、調理の際に破れにくいコラーゲンケーシングなど付加価値製品の拡大で新規顧客を開拓し、収益改善に

取り組む方針。足元のブームで急激に販売が増加している健康・美容用途のコラーゲンペプチドも、今後は一段の競争激化が予想されるが、先行して拡大した日本市場で蓄積した機能性に関するエビデンスなどを訴求し、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、これも日本で蓄積したノウハウを生かした事業展開を図る。中国では足元で健康・美容用途のコラーゲンペプチドの市場が伸び悩んでいるが、可処分所得の増加と高齢化により健康食品の需要は中長期的には着実に増加する見込みで、供給体制の強化を進めてこれに対応していく考え。

事業のコア領域としては、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。この期の期中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伸び悩むが、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。

表2. 事業のコア領域

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)会社公表資料で当研究所作成

接着剤事業の売上高は 20/3 期でも 30 億円にのぼるため、これが剥落する影響を他の事業の伸びでカバーするのは容易ではないが、当研究所でも、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、魚由来原料の需給逼迫・価格高騰や豚皮価格の急騰にみられるように、原料市況は引き続き変動が大きい。19/3 期後半には魚由来原料の高騰に対応した値上げが浸透して採算が改善したうえ、足元では需給が緩和して値下がりに転じたものの、高騰前の水準との比較では依然高く、現状の原料市況では、中期経営計画で掲げる利益目標のハードルは高いと考える。豚皮、牛骨も含めて需要増加により安定的な調達が可能になる可能性も含め、引き続き利益面を中心に業績への影響は予断を許さない状況で、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。

# 企業価値研究所

E497780 17/2/27~19/12/9  
 配: 17/2/27 18/2/27 19/2/27  
 31: 出来高 [19] 移動平均 [18] [28] [28] [28]



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。  
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2017/3 (連)	2018/3 (連)	2019/3 (連)	2020/3 予 (連) (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	940	934	920	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	690	696	569	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	8,717	11,517	6,881	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	36,575	37,777	36,464	37,500
	営 業 利 益	百 万 円	1,617	1,094	898	1,700
	経 常 利 益	百 万 円	1,831	978	828	1,800
	当 期 純 利 益	百 万 円	693	-599	989	1,100
	E P S	円	37.74	-32.61	53.85	59.87
	R O E	%	4.5	-3.9	6.3	6.8
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	21,686	20,255	21,378	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	18,724	17,559	16,337	-
	資 産 合 計	百 万 円	40,410	37,815	37,715	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	13,037	11,977	12,559	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	9,636	8,378	7,447	-
	負 債 合 計	百 万 円	22,674	20,355	20,007	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	16,153	15,497	16,266	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	17,736	17,459	17,708	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	1,910	1,423	2,232	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-2,473	-1,377	-708	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	601	-1,160	-1,009	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	2,550	1,538	2,051	-

## 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19/3期で51.2%と高い。ゼラチンやコラーゲンペプチド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し、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、19/3期の海外売上高比率は45.8%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。

## &lt;指標の説明について&gt;

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>