

4977 新田ゼラチン

～コラーゲン素材で先行投資、収益基盤の強化に挑む～

2016年3月3日

東証1部

ポイント

・業績は順調な回復基調に入っている。食品用・医薬品用のゼラチンや、健康食品・食品用(ヨーグルトや飲料)のコラーゲンペプチドが新規需要開拓にインバウンド需要も加わり、国内で伸びている。海外原料高も落ち着きを取り戻しており、負担が一巡しつつある。2016年3月期は北米でのケーシングが低調であるが、インドの子会社の業績は好転しているため、2017年3月期は増益ピッチが上がってこよう。

・当社はゼラチンで国内シェア約60%を有するNo.1企業であり、世界でも第4位に位置する。ゼラチンを軸に、コラーゲンペプチドやコラーゲンケーシングに関して、原料から製品までの一貫生産を行っているのは、世界でも当社だけである。2011年12月の上場を機に、2013年のエクイティ・ファイナンス(31億円)を活かして、大型投資を続けてきた。米国、中国、ベトナムでの生産拠点も活かして、アジアでの展開を強化している。

・ここ数年、海外の原料高と円安によるコストアップで、業績は大きく落ち込んだ。そこで、上場以来3年間進めてきた大型設備投資をペースダウンした。2015年4月に尾形社長が就任し、新中期計画に基づき収益力の向上を図っている。尾形社長は、もともと研究開発育ちで、グローバル展開と新事業分野の収益力向上に力を入れている。3ヵ年計画では、営業利益で2018年3月期に20億円を目指す。その達成は可能であろうが、ROEが8%を超えてくるには、もう一段のレベルアップが求められよう。

・2016年3月期は、インドの会社3社を連結子会社にするので、売上高はかなり増える。一方で連結化に伴い、インド子会社の株式の時価と当社の保有する簿価との差額などの要因により、特損が1.2億円ほど発生する。2017年3月期からはインドの子会社もフルに利益貢献してこよう。

・中期的には、1)ゼラチンの新市場開拓、2)海外現地生産による競争力強化、3)機能性表示の規制緩和の中でコラーゲンペプチドのシェア拡大、4)精密機器用の高機能樹脂の需要開拓などによって、業績の向上を図っていく。まずは経常利益で20億円に戻す必要があるが、その力は十分持っている。業績の回復ピッチが上がるにつれ、株式市場での見直しも進展してこよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目次

1. 特色 ゼラチンで国内トップ、世界で第4位
2. 強み いち早くグローバル拠点を築く
3. 中期経営計画 新中期計画では、これまで先行した大型投資の回収に力を入れる
4. 当面の業績 ゼラチンの原料高を克服し、2017年3月期は一段と好転
5. 企業評価 ゼラチンとコラーゲンペプチドの収益力回復に期待

企業レーティング C

株価 (16年3月2日) 737円 時価総額 135億円 (18.37百万株)
PBR 0.77倍 ROE 4.0% PER 19.3倍 配当利回り 1.6%

(百万円、円)

| 決算期 | 売上高 | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | EPS | 配当 |
|-----------|-------|------|------|-------|------|------|
| 2010.3 | 26392 | 1407 | 1584 | 1047 | 76.5 | 3.75 |
| 2011.3 | 27923 | 1486 | 1383 | 1051 | 80.2 | 3.75 |
| 2012.3 | 27763 | 2015 | 2002 | 1375 | 99.9 | 10.0 |
| 2013.3 | 28772 | 1595 | 1978 | 1525 | 96.7 | 14.0 |
| 2014.3 | 32814 | 955 | 1115 | 665 | 37.9 | 12.0 |
| 2015.3 | 31914 | 392 | 967 | 610 | 33.3 | 12.0 |
| 2016.3(予) | 37500 | 1200 | 900 | 450 | 24.5 | 12.0 |
| 2017.3(予) | 40000 | 1600 | 1300 | 700 | 38.1 | 12.0 |

(15.12ベース)

総資産 39340百万円 純資産 17594百万円 自己資本 15271百万円

自己資本比率 40.0% BPS 957.6円

(注) ROE、PER、配当利回りは2017年3月期予想ベース。

11年4月に1:2の株式分割を実施。11年3月期以前のEPS、配当は修正ベースで表示。2012年12月に同1部指定。2013.3期の配当は、1部指定記念配2.0円を含む。13年7月に2.4百万株の公募増資と同8月に0.2百万株の第3者割当増資を実施。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

1. 特色 ゼラチンで国内トップ、世界で第4位

ゼラチンは古くて新しい

ゼラチンの性質について、一般的に‘ゼリーの素’、保水性やジューシー感などが新鮮に受け止められているが、コラーゲン、ゼラチン、コラーゲンペプチドの良さと違いはまだ十分知られていない。当社は原料メーカーなので、それが使われている取引先の製品についてアピールするわけにはいかない。しかし、ゼラチンで国内シェア 60%を握っている。

当社は 1918 年（大正 7 年）創業、日本で初めてゼラチンを事業化した。以来、ゼラチンの製造販売を手掛けている。ゼラチン (gelatin) とは、日本語でいえば‘にかわ’であるが、接着剤としての‘にかわ(膠)’はさまざまな用途の一部にすぎない。

ゼラチンはタンパク質であり、動物の皮膚、骨、腱などの結合組織の主成分であるコラーゲンに熱を加え、抽出したものである。化学的にいえば、コラーゲン分子の三重らせん構造が熱変性によってほどけたもの、といえる。

当社の特色は、100 年近くゼラチンを作り続けているが、作っている製品は同じものながら、その応用分野が時代とともに変化し、用途を広げていることにある。そして、コラーゲンという言葉は、今やサプリメント(健康補助食品)として最もポピュラーなものの一つとなっている。

2011 年 12 月に東証 2 部に上場し、2012 年 12 月に同 1 部に指定された。ここ数年は大型投資を展開し、グローバルにトップクラスを目指すという段階にある。今後も、ゼラチンをコアマテリアルに、その機能性を生かして、さまざまな分野へ応用を図っていく。接着剤の技術を応用した新しいシール材(パッキン)、においの無いゼラチン、ソーセージのケーシング(被膜)、水に溶けるコラーゲン、化粧品、健康食品への応用、医療用への新しい展開など、実に多様である。

新田ゼラチンの事業セグメントと主要製品

| 事業 | 売上構成比 | 部門 | 分野と主な製品 |
|-------------------------|----------------|----------|---|
| コラーゲン 素材事業 | 71.9 [63.0] | ゼラチン | 食品用(製菓、総菜)、医薬品用(カプセル) 写真用(フィルム、印画紙) |
| | | ペプチド | コラーゲンペプチド (栄養補助食品、サプリメント、機能性食品) |
| | | ケーシング | コラーゲンケーシング (ソーセージ) |
| | | ライフサイエンス | 研究用、生体材料用コラーゲン、ゼラチン (組織培養、人工皮膚、人工骨、DDS、細胞移植) |
| フォーミュラ ソリューション 事業 | 28.1 [37.0] | 食品材料 | 食用ゲル化剤、品質安定剤 (デザートゼリー、総菜、畜肉製品) |
| | | 接着剤 | ホットメルト形接着剤(包装、製本、衛生材) 高機能樹脂(シーリング用) (スマホ、タブレット、デジカメなどの電子機器) |

(注)2015年3月期ベース。カッコ内は利益構成比。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ライフサイエンスでは、iPS細胞など再生医療への応用が始まっている。また、ゼラチンのカプセルに薬剤を入れることによって、薬を体内の目的のところに運んで、一定時間長く効かせるDDS(ドラッグデリバリーシステム)への利用は既に本格化している。

独自の事業領域を確立

創業者の新田長次郎は、四国の松山から大阪に出て、革なめしの仕事に就いた。そこから革を応用した伝導ベルトの会社を起し、ベルトを作った後のスクラップから、にかわを作った。また、皮のなめし液を採取した樹木を利用してベニア板の生産も行った。一代で成した創業者は新田高校、松山商科大学(今の松山大学)の設立にも貢献した。

創業者の子供たちが戦後独立して、別々の事業を継承していった。ベルトをベースにしたニッタ(コード5186)、ゼラチンをベースにした当社、そして合板をベースにしたニッタクス(未上場)などである。もともと同根であり、株式の持ち合いも多少あるが、経営的には全く独立している。

初代新田長次郎の四男、昌次氏がゼラチン事業を担ったが、昭和22年に亡くなった。その長男である新田精一氏が当社の社長として、経営を長くリードしてきた。しかし、1986年に、新田氏はニッタ(ベルトの会社)に請われて社長として移った。兄弟会社の中の長男会社に移ったのである。その後ニッタは上場した。

当社は、新田氏の後、倉田裕司氏が社長となった。彼は精一氏の義兄(姉の夫)である。その後、近藤社長、八杉社長、曾我社長、現在の尾形社長と、創業家とは関係のない社長が続いている。

現在一族では、精一氏(顧問、80歳)の長男である新田浩士氏(37歳)が、マネジメントに参画している。新田浩士取締役執行役員は、2015年11月より北米事業担当から食材事業部長に移った。創業者の家系では唯一の存在であるが、マネジメントは実力をもって担っていくというのが会社の基本的な考え方である。

新しいトップマネジメント

2015年4月より尾形浩一社長(58歳)が指揮をとっている。東北大学理学部を出てカネボウ食品で働いていたが、2005年に当社に入社、直近は取締役営業本部長であったが、キャリアではR&Dの領域が長かった。

曾我会長(67歳)は、2006年より9年ほど社長としてリーダーシップを発揮した。当初の2年間の業績は極めて厳しかったが、1)写真フィルム用ゼラチンの需要減に対する構造転換、2)BSEから波及してきたゼラチンの多様化(牛骨から豚皮へ)、に手を打って業績を立て直した。その後、3)アジアでトップのゼラチン・コラーゲンペプチド企業を目指して、グローバル展開に力を入れた。また、4)東証1部上場の実現とエクイティ・ファイナンスによって、先行投資にも力を入れた。

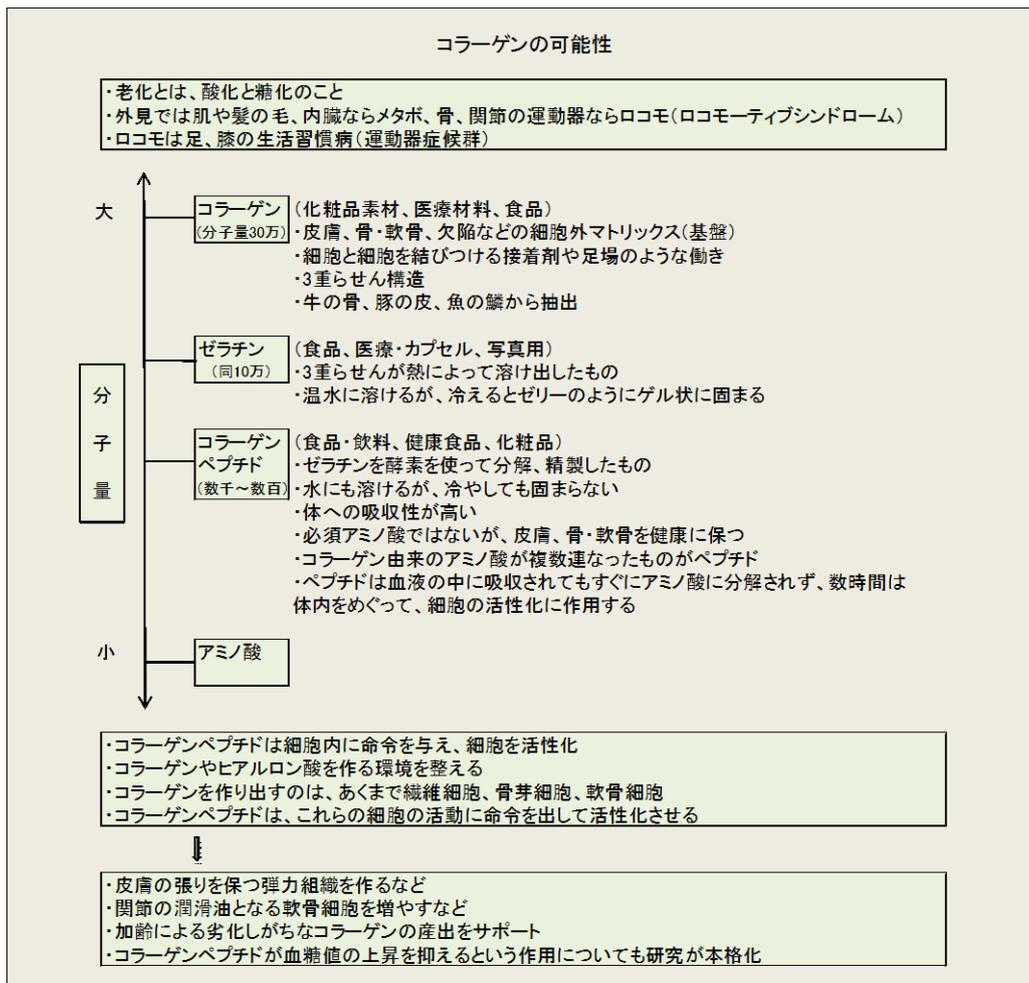
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

グローバル展開を業績に結び付けるという点では、まだ道半ばであったが、R&Dに強い尾形社長にバトンタッチして、会社として次なる飛躍を目指すことにした。尾形社長は、48歳の時に当社に入社し、その後部長としてR&Dに関わってきた。その後、営業も経験し、今回社長となった。尾形社長はゼラチンの用途開発に一段と力を入れようとしている。

コーポレートガバナンスへの対応

コーポレートガバナンスでは、社外取締役や社外監査役が活発に発言しており、取締役会は十分機能しているようだ。2名の社外取締役が入っている。資生堂の元社長の末川久幸氏、弁護士の石原真弓氏とも取締役会では活発に発言している。末川氏には、ヘルスケア消費市場やグローバル戦略の遂行に当たって、監督という立場で、その知見を活かしてもらおう考えである。

一方、ガバナンスコードに関しては、取締役のトレーニング法や、外国人投資家への株主招集通知の方法などにおいて、まだ当社の規模では対応しにくい面もある。



本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

コラーゲンの応用範囲が広がる

当社の事業セグメントは2つに分けられる。コラーゲン素材とフォーミュラソリューションである。セグメントの分け方として、1) コラーゲン素材は、単一の素材を製品としている。基本的に素材が軸で、原料から一貫生産している製品をまとめている、2) フォーミュラソリューションは、自社および他社からの原料を配合（フォーミュラ）して製品を作っている。原料は外部から購入しているが、これに配合技術を活用して製品に仕上げ、新しい用途を開拓している、というものである。食品材料や接着剤がここに入っている。

コラーゲン素材には、ゼラチン、コラーゲンペプチド、コラーゲンケーシングなどがあり、分子量によって特性が異なる。分子量が30万という高分子のものがコラーゲンで、被膜特性が良い。コラーゲンを分解して分子量が10万程度のものでゼラチンで、高度医療などにも使われる。これを酵素で分解して1万以下にしたものがコラーゲンペプチドで、これは健康食品として発展している。このコラーゲンペプチドがさらに分解されると、普通のアミノ酸となる。

人の体の20%はタンパク質からできており、そのタンパク質の30%がコラーゲンである。よって、人の体の6%はコラーゲンからできている。

コラーゲンペプチドの肌への効果は、エビデンス（科学的根拠）がいろいろ出されている。生理活性ジペプチドについて、これを高含有するコラーゲンペプチドほど、①肌に対する水分量、②肌あれ、③シワへの有意な改善効果があるとの研究事例も出されている。

一貫メーカーは世界で当社のみ

欧州の3大ゼラチン企業は、1位ルスロ（Rousselot、仏、シェア約25%）、2位ジェリタ（Gelita、独、同22%）、3位PBゼラチン（ベルギー、同11%）である。当社はゼラチンで国内シェア約60%を有し、世界でも第4位（同5%）に位置する。トップクラスの企業と比べて、ゼラチンの生産では同じ土俵にいるが、コラーゲンペプチドやコラーゲンケーシングの生販一貫メーカーは、世界でも当社だけである。

原料の調達に当っては、海外からの輸入拠点の開発に力を入れている。大阪工場は年間7000tのゼラチンを生産しているが、このためには700万頭に相当する牛の原料が必要である。日本では現在500万頭の牛が飼育されており、そのうち年間100万頭が市場に出される。700万頭分はその7年分に当る規模で、それを海外から調達している。

当社のもう1つの特徴は、原料、生産、販売というバリューチェーンを自社でもっていることである。業界2位のニッピ（コード7932）や3位のゼライスはゼラチンを購入して、そこから加工をしている。当社は日本で唯一の一貫メーカーである。

牛骨からゼラチンを生産

主力の大阪工場は基本的に化学プラントで、タンクの中でさまざまな処理を行っている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

牛の骨はコラーゲンとリン酸カルシウムを主成分とするが、ここからリン酸カルシウムを除いたものをオセインという。この工場では、牛の骨を原料にゼラチンを作っている。牛の骨は輸入しており、原料の半分は骨のまま、残り半分はオセインとして購入する。

タンクの中に牛骨と塩酸を一週間ほどつけておく。ここからオセインが4分の1ほどとれる。当社の高度な加工技術は、富士フィルムの写真用にゼラチンを納入するというプロセスの中で培われたものである。オセインに石灰水を入れて2ヶ月間おくと、コラーゲンの分子の架橋はずれ、不純物もとれる。この石灰水につける工程が写真用ゼラチンには極めて重要であった。この過程でアンモニアが発生する。石灰水につけたオセインを水洗した後60~90℃のお湯につけて、ゼラチンを抽出していく。

このゼラチンには、1~6番手という等級があり、ビールの1番搾りのような1番手はゼリーが固く、6番手はやわらかい。精製し、濃縮していくが、60℃の真空蒸発で、数%の濃度を40%まで上げていく。これを乾燥すると、ゼラチンができる。

ゼラチンの粘度、ゼリー強度、透過率、pH（ペーハー）、分子量などによって、そのゼラチンの基本物性が決まるので、いかに品質の高いものを作るかポイントである。また、ゼラチンには汎用のものと、専用のものであるので、各々の特性に合わせて生産工程の条件を決めていく。

映画フィルム用のゼラチンは縮小

写真用では、2012年に富士フィルムが映画用のフィルムの生産中止を決めたことが大きく影響した。デジタル化の進展で、写真・フィルム用のゼラチンの市場はすでに縮小していたが、映画用に残っていたフィルム用の需要も減少した。2013年3月期は計画を大幅に下回り、主力の富士フィルム向けが減少した。

写真用のゼラチンは、全体の5%程度である。レントゲン用、印画紙用、映画フィルム用などがあり、このうち富士フィルム向けの映画用はなくなった。

写真用のゼラチンは、映画用に一定の需要があったが、アバター3Dの成功やイーストマンコダックの倒産によって、映画のデジタル化が一気に進むこととなった。富士フィルムも残存者利益を狙ったが、市場の変化をみて撤退した。

再生医療分野で培養の基礎を担う

ライフサイエンス室では、再生医療分野のゼラチンやコラーゲンを研究し、ビジネスにしている。細胞培養の足場としてゼラチンやコラーゲンが使われる。大阪工場の中に、バイオクリーンルームがある。ここでは、無菌のゼラチンを作り、それがDDS（ドラッグデリバリーシステム）など、医療用に使われる。ゼリーの粒（ハイドロゲル）に薬を入れて、これを注射などによって体内にいれると、目的の場所へ上手く運ぶことができる。

骨の欠損、突発性難聴などの難病、心筋梗塞、糖尿病の血管蘇生にゼラチンが利用でき

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

るのではないかと、という研究も進められている。再生医療用のゼラチンでは高品質のものを研究し、販売している。当社は京大の田畑教授と連携して、再生医療分野での R&D(研究開発)に取り組んでいる。

今は研究用に使われているが、将来は医療用にも応用が広がろう。マーケットは北米が大きいので、米国では販売することも視野にある。医療用のゼラチンは、1g 4000 円前後である。通常のゼラチンが 1 kg 1000 円前後であるのと比べると、付加価値でいえば 1000 倍以上の違いがある。現状は、5 年後には連結売上高の 1%に伸ばしたいという規模である。

ゼラチンの原料確保は難しく、参入障壁が高い

この大阪工場では 253 人が働いている。ゼラチンの生産量は 20 t / 日で、年間 7000 t である。現在 100%のフル稼働である。因みに牛 1 頭からゼラチンは 1 kg しかとれないので、1 日 20 t とは、牛 2 万頭分、年間 7000 t とは、700 万頭に相当する膨大な量が必要であるため、原料確保が参入障壁となっている。

なお、コラーゲンを牛や豚からでなく、化学合成によって、この特殊なたんぱく質を作ろうという研究もされているが、技術的に難しく、コスト的には全く対抗できない。しかも、安全性という点で、実用化の可能性はほとんどない。

当社は特許を、120~130 件ほど保有している。商標なども入れた知的所有権 (IP) では 240~250 件を有している。

顧客の商品開発へ試作をして提案

毎年 10 人弱の大卒を採用しており、大半が理系である。大阪工場と東京支店にある開発部の試作室では、ゼリー、ドリンク、ハム、ソーセージ、グミ、お菓子など、さまざまなものを作っている。ゼラチンという材料を、単体で売りにいっても新しい用途は拓けない。実際、現物を試作して、それを顧客に提案する。そうすると、もう少しこうしてほしい、ああしてほしいと顧客の要望が出てくる。先方の商品開発を具体的に支援することで、そこから新しい市場が開拓できる。

当社が提案した商品としては、コンビニのロールケーキ (食感)、カップラーメン (コク) 消臭剤 (ゲル) などがある。また、健康補助食品 (サプリメント) としてのコラゲネイド (当社の商品名、コラーゲンペプチド) は、2012 年、2013 年、2014 年と 3 年連続で、モンドセレクションの最高金賞を受賞した。子会社のニッタバイオラボが販売している。

接着剤でも最新鋭の開発を実用化

接着剤事業では、蓄積技術を活用した高機能樹脂 (シーリング材) を開発した。これは、ガasket (パッキン) に、従来のような金型で作ったゴム (O リング) などを利用するというものではなく、樹脂をのりのようにロボットで塗布して、紫外線で固めてパッキンを

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

形成する。スマホやタブレットなど電子機器の防水、防塵用にパッキンを手で取り付けていたのが自動化でき、複雑な形状でも無人化できるというメリットがある。

従来からある製本用の接着剤（ホットメルト形）などは市場が縮小している。そこで、接着剤については、コモディティ化したものを減らし、新しい分野で市場を開拓している。

2. 強み いち早くグローバル拠点を築く

成長商品、海外拠点、提案力でリード

当社の強みは3つある。1つは、成長が見込める3本柱(ゼラチン、コラーゲンペプチド、コラーゲンケーシング)を有していること、2つ目は、北米、アジアに製造拠点を持つこと、そして、3つ目は、アプリケーション（応用）について提案力があり、ソリューションを提供できることにある。

当社は2000年くらいから上場を目指してきたが、延期を余儀なくされた。BSE問題(牛の脳の病気：牛海綿状脳症 Bovine Spongiform Encephalopathy)の影響を受けた。ゼラチンとBSEに直接的な関係はないが、牛の骨を原料とすることが響いた。そこで、原料の多様化を図るため、豚の皮(トンピ)から作るゼラチンを拡大するために、米国に新工場を建設したが、その立ち上げに時間を要した。2000年代の前半はこれで業績が大幅に悪化した。

それを脱してきたところで、コラーゲンペプチドの新しい用途が開けてきて、業績が大きく好転してきたのである。上場の狙いは、信用力の確保であった。1) これからグローバル展開を本格的にしかけていくのに当たって、未上場のままでは信用という点で不安が残る、2) 当然ファイナンス(資金調達)ニーズもある、3) グローバル人材も強化していく必要がある、ということで2011年12月の上場に至った。

コラーゲンペプチドで新市場を拓く

もう1つの大きな方向転換は、ゼラチンから応用したコラーゲンペプチドによる新市場の開拓であった。沖縄のパイナップルに関して、きれいな商品になりにくい部分を上手く活用できないか、という話が当社に持ち込まれた。ゼラチンとの相性を研究してみると、パイナップルと一緒にすると、ゼラチンの構造がぶつぶつ切れてしまって液体になり、固まらせることができなかった。ここから新しい用途開発が始まった。

もともとコラーゲンは3重らせん構造で、これをほぐしたものがゼラチンである。このゼラチンの分子量を小さくして、液体に溶けるようにしたものがコラーゲンペプチドである。パイナップルと一緒にすると液体化してしまうゼラチン、つまりコラーゲンペプチドを調べると、胃の粘膜を保護するとか、血圧の安定に役立つとかさまざまな生理活性機能がわかってきた。これが今のコラーゲン(コラーゲンペプチド)のブームに結びついている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

コラーゲンペプチドの高度化は日本が先行～機能性の広がり

コラーゲンペプチドの利用に関して、高度なものについては日本が進んでいる。健康補助食品でも、コラーゲンペプチドはコンドロイチン、グルコサミンと並んで注目を集めている。このサプリメントは効果が体感できるので、ブームアンドバースト(一時的ブームの後急減)するような商品ではないとみてよい。

コラーゲンペプチドの機能性研究が進んでいる。人の身体は老化してくると、若い時に保っていた機能が劣化してくる。肌、関節、骨について、コラーゲンペプチドは機能性の改善する効果を有する。1) 肌の保水性を高める、2) 肌のやわらかさをアップする、3) 関節炎症を抑える、4) 軟骨を正常な状態に保つ、5) 骨の代謝を元気にする、という効果がある。PO、OG という有効成分の効能が認められる。若い時には自ら作り出し、十分摂取されていた栄養素が、老化とともに十分補充されなくなる。それを活性化して元気にする要素として、コラーゲンペプチドが注目されている。

コラーゲンペプチドが変形性関節症に有効性をもつという臨床試験の論文が、ジャーナル・オブ・サイエンス・フード・アグリカルチャー誌(2014年6月)のWeb版に載った。リウマチとは違う関節炎である変形性のものは、軟骨が衰えてくると発症する。その衰えを防ぐのに効果があるというデータの1つを示している。

また、コラーゲンペプチドのヒト筋肉への効果(2014年11月アミノ酸学会)、コラーゲンペプチドの皮膚のバリア機能及び保湿性改善(2014年12月Biochem Biophys Res Commun.)などについても研究がなされている。

コラーゲンペプチドが床ずれ(褥瘡:じょくそう)の治癒促進に効果があるという臨床試験の結果が出ており、褥瘡予防・管理ガイドラインへも収載された。栄養補助食品(サプリメント)としての機能である。また、近畿大学の森本康一教授との共同研究で、コラーゲンを使って、細胞を短期間で培養させる試薬の開発を進めている。細胞とくっつきにくいコラーゲンは、細胞の育ちを促進させることが分かってきた。ここにもコラーゲンの実用化の可能性が出ている。

ゼラチンは写真用フィルムの塗布剤として永らく使われてきた。フィルムを製造してきた富士フィルムでは、このゼラチン技術を応用して、再生医療の領域で研究開発を進めている。ゼラチン、コラーゲンペプチドの分野の医療への応用分野は、これからますます広がっていく。ペプチドは細胞培養の足場として活用される。当社もこの分野で着実に応用研究と実用化を進めている。

いち早くインドに展開

インドでは、ゼラチン、コラーゲンペプチド、オセインを生産し、販売している。その中でも、インド(ケララ州)の子会社の2社(マハラシュトラ州のバムニプロテイン、グジャラート州のレバプロテイン)はゼラチンの原料のオセインを生産している。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

インドの現地子会社は、社長は現地の人で、技術のトップは日本から出している。大阪にはオセインの供給先として活用しており、供給力のアップを図っている。また、インドのゼラチンはハラール対応ができていますので、インドネシアなどハラール国への輸出が拡大できることになろう。

インドの合弁会社、ニッタゼラチンインディアは、当社が43.0%の資本を所有している持分法適用会社であったが、2016年3月期からフル連結に入った。インドへの進出は1975年だから、スズキ自動車(82年進出)より古い。インド進出企業の草分けである。もともと原料ソースを確保するために設立した。パートナーはケララ州の政府関係の公社である。この合弁会社は、ムンバイの株式市場に上場している。ケララ州は地図でいうとインドの下のとがったあたりにある。

興味深い話として、インドに牛は3億頭ほどいるが、水牛は食肉用としても利用されている。肉はやや硬いが、中東などに輸出されており、シチューなどに合う。インドでも牛肉の食用があるとは驚きである。因みに米国の牛は1億頭ほどである。この牛の骨が原料として利用される。

地域別売上比率

(百万円、%)

| | 2011.3 | | 2012.3 | | 2013.3 | | 2014.3 | | 2015.3 | | 主な子会社・関係会社 |
|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--|
| | 売上高 | 比率 | |
| 日本 | 19686 | 70.5 | 20037 | 72.2 | 19098 | 66.4 | 19684 | 60.0 | 18435 | 57.8 | 新田ゼラチン 彦根ゼラチン 新田ゼラチンフーズ(アルマより変更予定) ニッタバイオラボ ポストテック・ニッタ |
| 北米 | 6569 | 23.5 | 6255 | 22.5 | 7620 | 26.5 | 10246 | 31.2 | 10634 | 33.3 | ニッタゼラチンNA ニッタゼラチンUSA、カナダ ニッタケーシング(米国、カナダ) |
| アジア | 1201 | 4.3 | 1082 | 3.9 | 1239 | 4.3 | 2022 | 6.2 | 2017 | 6.3 | ニッタゼラチンインディア 上海新田明膠(ペプチド販売) 広東百維生物科技(ペプチド製造) 北京秋実膠原腸衣(ケーシング製造) ニッタゼラチンベトナム(ゲル化剤製造販売) |
| その他 | 465 | 1.7 | 387 | 1.4 | 814 | 2.8 | 860 | 2.6 | 827 | 2.6 | |
| 売上高合計 | 27923 | 100.0 | 27763 | 100.0 | 28772 | 100.0 | 32814 | 100.0 | 31914 | 100.0 | |
| 海外売上 | 8237 | 29.5 | 7726 | 27.8 | 9674 | 33.6 | 13130 | 40.0 | 13479 | 42.2 | |

米国、カナダの活用

79年に進出した米国では、豚の原料を調達している、ノースカロライナにゼラチンの生産会社、販売会社、カナダのトロントにゼラチンの生産会社、ニュージャージーにコラーゲンケーシングの工場を有している。なお、魚のゼラチンは彦根で生産している。

トンピ(豚皮)ゼラチンについては、1990年にカナダパッカー社のゼラチン工場を買収し

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

たことに始まる。これをさらに広げるために、ノースカロライナに工場を作った。ノースカロライナには、米国の豚肉のトップ企業があり、ここから豚皮が出てくるので、原料調達という点でその近くに工場を作った。

ソーセージ用のコラーゲンケーシングについては、米国、カナダの子会社が担当しており、主に北米で事業展開している。米国のニッタケーシングは1996年に業界大手であるデブロのコラーゲンケーシング工場を買収したものである。当時、デブロは同業のティーバックを買収し、独禁法との関係で、コラーゲンケーシングのシェアを下げる必要があった。

このケーシングビジネスが、現在大きく伸びようとしている。ソーセージには羊腸を使っているが、羊の飼育頭数の減少に伴う羊腸不足があり、これがコラーゲンケーシングに代わっていく。この動きが本格化してくるので、需要は大きく伸びる局面にある。そこで、大型設備投資を行うことにした。

さらに、2012年9月に中国で北京秋実膠原腸衣有限公司（現社名）を設立した。コラーゲンケーシングの生産、販売を行っている。資本の出資比率は当社70%、現地30%であったが、2015年10月から当社30%、現地70%に変更された。ベトナムでは、2013年1月にニッタゼラチンベトナムを設立した。食品用安定剤（ゲル化剤）を生産販売する。資本は当社75%、現地25%である。

人材はグローバルに展開

グループの社員数を2015年9月末で見ると、単体で253人、連結で1178人である。ゼラチン、コラーゲンペプチドの研究開発（R&D）を強化している。R&D費は対売上比で3%、10億円ほど使っている。本体253人の約3割の人員はR&Dや品質保証に関わっており、グローバル展開における当社の技術を支えている。

2016年4月からの新組織では、国際部が新設され、そのヘッドにレイモンド・メルツ取締役執行役員が就任する。彼はこれまでゼラチン事業部長であったが、ゼラチンとケーシングのグローバルな展開をマネージすることになった。海外を中心に最適生産、最適販促を推進する。

レイモンド・メルツ氏は、カナダの豚皮ゼラチンの会社に入社し、直近はカナダと米国の豚皮ゼラチンの会社のCEOを務めていたが、2014年6月に日本を含めたゼラチン事業全体の責任者となり、グローバルな一体経営を推進した。

ヨーゲン・ギャラート執行役員はゼラチンの北米販売会社のCEOであったが、2014年より2つの豚皮ゼラチン生産会社のCEOも兼務することになった。カナダの工場は買収したものであるが、その技術をベースに米国の工場は自社で建設した。現在は両工場ともフル生産であり、年10%の増産体制作りを力を入れている。

今後の重要課題の1つは、人材の確保である。ケーシングの会社では、コスト競争力をつけるための新しい設備の開発を米国で行っている。中国のケーシングの会社は米中の合

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

弁会社であるが、人材については、日本からも出している。

世界のトップ3と戦うという点で、当社の方針ははっきりしている。彼らとは別の戦略でオンリーワンを目指すため、人材も重要になる。海外の子会社、関係会社の社長は、日本と同じように育てている。米国の販社のトップであるギャラート氏は米国人で、新卒で入って以来当社で働いている。メルツ氏も、米国とカナダの生産子会社の社長を経て、20年ほど当社で働いている。このようにロイヤリティの高いマネジメント層を育てている。

中国については、自前でやるのではなく、パートナーを求めてきた。2つの事業を進めるが、ソーセージのコラーゲンケーシングでは、天然の羊腸を扱っている会社と組んだ。もう1つのコラーゲンペプチドでは、その原料をもっている会社と組む。しかも台湾で食品安定剤をやっている会社にも入ってもらうという布陣である。

ゼラチンのマーケティングを強化

2016年4月より子会社のアルマコーポレーションは、新田ゼラチンフーズと社名を変更する。ゼラチンの販売について、中小規模のユーザー向けに自立的に活動していたが、新田ゼラチンの子会社であることを明示し、メーカー色を前面に出してマーケティングしていくことにした。

3. 中期経営方針 新中期計画では、これまで先行した大型投資の回収に力を入れる

新中期計画を策定～創業100周年に向けて

今回策定した尾形社長のもとでの3カ年計画では、まず業績の回復に力を入れる。2018年3月期で売上高410億円、営業利益20億円を目標とする。

食品の機能性表示やBSEの規制緩和が進み、TPPの貿易自由化もビジネスには有利に働く。質の追求を柱に、①高付加価値商品の開発（肌や骨によいコラーゲンペプチド、再生医療用、コンビニ総菜用）、②最適生産、最適販売（牛骨は日本、豚皮は米国、ハラル向けゼラチン）、③グローバル経営基盤の強化（経営陣のダイバーシティ、子会社の自立化と人材の交流）を図る。

営業利益の目標20億円は、2012年3月期の過去のピーク20.2億円に並ぶことを目指す。海外売上比率も2015年3月期の42%を、2016年3月期48%、2018年3月期50%に引き上げる方針である。

新中計は、量ではなく、収益の回復に向けて質を追求する。具体的には、1) 収益重視で、コモディティではない高付加価値製品の開発を行う、2) ゼラチン原料の調達見直しも含めて、最適生産、最適販売の仕組みに変える。3) 海外子会社も含めて、グローバル経営基盤の強化を図る、というものである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

新経営方針と中期3カ年計画

- * 2018年 創業100周年
 - ・スローガン 新たな視点で次のステージへ
グローバル生産体制への先行投資を回収するという次のステージ
 - ・基本戦略 質の追求
ステークホルダーから評価される質の向上と企業価値の創造
 - ・戦略課題 ①高付加価値製品の開発・・・他社にない差別化の継続
②最適生産・最適販売・・・地産地消の推進(日本、北米、インド、中国、ベトナム)
③グローバル経営基盤の強化・・・経営陣のダイバーシティ化と従業員の人材交流
- * 市場環境と事業機会
 - ・円安の定着
 - ・TPPIによる貿易の自由化
 - ・BSEの規制緩和
 - ・食品の機能性表示の緩和
- * 設備投資 3カ年で総額65億円を投資
 - ・ケーシング事業の設備導入
 - ・大阪工場のゼラチン増産設備導入
 - ・海外ゼラチン工場の生産効率化設備導入

* 業績目標 (億円、%)

| | 2015.3(実績) | 2016.3(会社計画) | 2018.3(会社目標) |
|----------|------------|--------------|--------------|
| 売上高 | 319 | 381 | 410 |
| 営業利益 | 3 | 14 | 20 |
| 売上高営業利益率 | 1.2 | 3.7 | 4.9 |
| 海外売上比率 | 42.2 | 48.0 | 50.0 |

* 当面の事業戦略

| セグメント | 部門 | 戦略課題 | 具体的な対応策 |
|-------------------|-------|------------------|---|
| コラーゲン 素材 | ゼラチン | 最適生産・最適販売 | 地産地消 新規原料開拓 iPS細胞など再生医療用の開発 |
| | ペプチド | Wellnexのトップブランド化 | 機能性ペプチド開発 アジアでの新市場創出 |
| | ケーシング | 生産力増強と高品質化 | 高付加価値ケーシングの開発 |
| フォーミュラ ソリューション | 食品素材 | 新製品・用途開発により価値を創造 | 総合食品企業との取引拡大 アクティブシニアなど伸長市場での販売拡大 |
| | 接着剤 | 再成長のための事業構造改革 | 高機能樹脂(G-zain)の事業拡大 ホットメルト形接着剤の事業領域拡大 |

(注)会社公表資料をもとに作成

ポイントは、①作ったところで売る地産地消体制にして、まずコストを下げる。②国内は、円安に製品価格が追いついていないので、プロダクトミックスも含めて対応する。③アジア、日本のコンビニなど伸びる市場を攻めていく、ことにある。

経営環境の認識としては、1) ゼラチンの国際価格は高止まる、2) ゼラチン、ケーシング、ペプチドのアジアでの需要は旺盛である、3) 円安は継続する、4) PED(豚流行性下痢)は収束したので、豚皮の価格は安定化する、5) 2015年4月以降BSEの規制緩和や機能性食品の規制緩和が進むのでプラスに働く、という点を尾形社長は挙げている。

事業戦略では、①牛骨の新規原料開拓を進める、②ペプチドでは、機能性ペプチドを開発し、Wellnexのブランド化を図る、③ケーシングでは米国で新製品を作る、④食品材料ではコンビニの総菜に力を入れ、アクティブシニア向けの商品を作る、⑤接着剤では、高機

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

能樹脂 (G-zain) をスマホやスマートウォッチに広げる。

海外売上比率 50%を目指すという方向は変わらない。売上高営業利益率は 5%以上にこの数年で戻していく方針である。

コラーゲンペプチドの競争力の強化～米国からの輸入を展開

コラーゲンペプチドの国内市場は 2010 年までの 10 年で年間 5000 t の規模に拡大した。コラーゲンペプチドの機能性の良さについては研究が進んでおり、これをアピールする活動に力を入れている。学会、展示会、料理学校、図書出版など多面的に展開している。

コラーゲンペプチドに関する市場での注目度は高いが、大手同士の競争も激しい。このコスト競争力を強化するには、①原料に近い立地に工場を作り、②一度ゼラチンを作って、そこからコラーゲンペプチドを産出するのではなく、原料から直接コラーゲンペプチドを製造する、③それを日本に輸入すると関税が安く済む、という方策を利用する。ゼラチンの関税 17%に対して、コラーゲンペプチドは 5%である。

原料から直接コラーゲンペプチドを作るという方法については、米国のノースカロライナで、2015 年 3 月期から生産を始めた。中国の工場でも同じ方法を採用している。

コラーゲンケーシングの再輸入を具体化

コラーゲンケーシングの米国から日本への輸入は、現在設備の調整をおこなっており、2016 年度には下工程の設備が動くようになる。再輸入という意味は、かつて BSE の問題がおきた時に、輸入禁止となったため、販売ができなくなった。今回、BSE の規制緩和でそれができるようになったので、再参入を図ることとした。TPP で、ゼラチン、ペプチド、ケーシングの関税が下がるので、これがプラスに働いてこよう。

アジアのゼラチン市場が伸びる

世界のゼラチン市場は年間 35 万 t、過去 10 年で年率 2%の成長をとげてきた。市場の半分は欧州にあるが、これからは新興国が伸びる。一人当たり GDP と概ね平行にゼラチンの需要は伸びていく。食品の欧米化、薬のカプセル、健康食品のカプセルという用途で市場開拓が進もう。中国、インド、インドネシア、ベトナムなどが伸びていくであろう。

中期計画では、アジアのゼラチン需要が大きく伸びるので、そこでのシェア拡大を目指している。アジアの 1 人当たり GDP は今後も相対的に高い伸びが見込める。1 人当たりゼラチンの消費量は、日本で年間 133g (1 人当たり GDP4.5 万ドル)、欧米も 1 人当たり 100~200g である。アジアでは、2020 年までの 10 年で、中国が 37g から 56g へ、アセアンが 10g から 30g へ、インドが 9g から 15g へ伸びると、新田ゼラチンは予想している。

そうすると、世界のゼラチンの需要は、2010 年の 34.6 万 t が 2020 年には 42.5 万 t へ拡大する。このうち、日本は 1.7 万 t でほとんど伸びないが、アジアは 7.25 万 t が 12.9 万 t

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

へ拡大する。世界需要が10年で約8万t増えるうち、アジアの増加が5万tで、大半の需要はアジアで伸びる。ここをとっていこうという作戦を立てている。

1人当たりGDPが増えるにつれて、食肉の消費量も増える。ソーセージのケーシングや加工食品、化粧品、医薬品、健康補助食品などに、ゼラチン、コラーゲンケーシング、コラーゲンペプチドの需要は増えていこう。

アジアでトップクラスを目指す

アジア市場の開拓で、例えばハラルに対応するにはインドから輸出する方がよい。アジアでは医薬品、健康食品用のカプセルが増えていく。となると、ゼラチンの需要もかなり増加しよう。コンビニでのゼラチンの用途は広い。アジアでもコンビニが増えている。総菜用のゼラチンのニーズは高まってこよう。中国でゼラチンの生産はやらない。ペプチドとケーシングに力を入れている。ケーシングはいずれフルラインで作るようにする。

ゼラチンに関しては欧州が主力で、日本では寒天が用いられるというのが、従来の文化であった。世界のゼラチン市場は約35万tで、その半分が欧州で消費される。欧州の上位3社で世界シェアの50%を握っているといえる。欧州においても原料は潤沢ではなく、彼らも原料を求めて南米、中国に進出しており、その原料をベースに生産能力を高めている。

彼らと違って、当社はゼラチンだけではなく、コラーゲンペプチドやコラーゲンケーシングも製造販売している。欧州のトップ3は非上場であるが、生産規模から推定すると年商400億円前後である。そこで当社も売上高400億円に拡大できれば、名実ともにトップクラスに食い込むことができる。

欧州での健康食品市場は規制の関係で育っていない。欧州のトップ3も当社の動きに興味をもっており、ゼラチンだけでなくコラーゲンペプチドに展開しようという兆しもある。しかし、日本の方が先行して健康食品の市場が大きくなってきたので、ここで優位性を発揮できよう。

高機能樹脂の新シーリング材

高機能樹脂については、スマホやスマートウォッチに採用が始まった。シーリング材は100~200億円の市場と見られるが、そのうち防水のニーズは何割かある。ここに当社の新製品は市場を開拓できよう。スマホ、スマートウォッチ、デジカメ、電力用のスマートメーターなど用途はいろいろある。

シーリング材は、防水、防塵、密封、緩衝用などに使われ、LED照明にも密封用として需要がある。シーラント（ガスケット）については、これまで手で貼っていたものをロボットで作業できるように新しいシステムを開発した。

接着剤の新建屋(AIC:接着剤技術革新センター)が、2014年8月、大阪工場内に完成した。8億円の投資で年商10億円を目指す。革新的な製品なので、高い利益率が期待できよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

iPS 細胞の培養に採用

iPS 細胞を利用した網膜再生手術において、細胞を再生させる足場として、当社のコラーゲンが使われた。新しい医療分野への浸透も始まっている。

具体的には、iPS 細胞を再生医療に用いる初めての治療が網膜損傷に適用された。加齢黄斑変性に対して、網膜を再生させる。今のところ上手くいっており、これから適用例が増えていこう。この時に、網膜細胞の培養に当社のコラーゲンが使われる。有害物質を含まないコラーゲンの開発で先行してきた成果が活かされている。

設備投資とキャッシュ・フロー

| | 設備投資 | | キャッシュ・フロー | 減価償却 | 内部留保 |
|-----------|--------|------|-----------|------|------|
| | (当初計画) | | | | |
| 2010.3 | 603 | | 1819 | 818 | 1001 |
| 2011.3 | 946 | | 1903 | 898 | 1005 |
| 2012.3 | 673 | | 2065 | 841 | 1224 |
| 2013.3 | 1193 | | 2239 | 825 | 1414 |
| 2014.3 | 2949 | 3800 | 1359 | 914 | 445 |
| 2015.3 | 2449 | 5400 | 1505 | 1115 | 390 |
| 2016.3(予) | 1800 | | 1830 | 1600 | 230 |
| 2017.3(予) | 2000 | | 2130 | 1650 | 480 |

(注)キャッシュ・フロー＝減価償却＋内部留保

2013～2014 年度の設備投資は高水準であったが、見直しを実施

ケーシングの工場は米国とカナダにあるが、もともとは双方とも買収したものである。米国で半製品を生産し、カナダで仕上げを行っている。米国には 32 ラインの製造ラインがあるが、これを逐次アップグレードして、最終的には能力を 50%ほどアップする計画である。2014 年に発生したケーシングのトラブルは、その後問題なく順調である。

現在、中国の北京では米国から半製品を持ってきて、後工程（ひだ寄せ）を行っている。しかし、コスト的に合わないので、原料から一貫したケーシングの工場を作る予定である。

ペプチドの新工場は、ゼラチンの米国工場の隣に建設された。ここで生産したものは、日本へ輸入する予定で、一部始まりつつある。現在日本で、500 t ほどアウトソーシングで生産しているが、これを米国産に切り替えていく。原料としては豚を減らして、魚は残していく方針だ。もちろん、米国でも販売する。双方入れて、年産 1000 t へ持っていく予定である。

ベトナムの工場は 2014 年 8 月に竣工した。原料は現地で調達するが、ゼラチンの直接輸入も認可されたので販売拡大が見込める。

海外生産の拡大

米国のコラーゲンペプチドの工場は、日本への輸出も本格化させる。日本では、現在カ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ナダからゼラチンを輸入してコラーゲンペプチドに仕上げている。米国のゼラチン工場からペプチド工場にゼラチンをパイプで移送し、ペプチド化する。関税が 17%から 5%に下がるのに加えて、エネルギーコストなど製造原価も安くなるので競争力は高まろう。北米のコラーゲンケーシングは 2 期に分けて工事をしている。ここでの生産性を上げる機械を導入していく。

コラーゲンペプチドを米国の工場から日本に輸入してくるという展開は、2017 年 3 月期から本格化しよう。また、地産地消が原則なので、コラーゲンペプチドについても米国での販売を目指している。日本では健康食品としてのコラーゲンはよく知られているが、米国ではさほどでもない。市場開拓には少し時間を要しよう。

中国のコラーゲンペプチドの工場（広東）は第 1 期で 500 t、2 期で 1000 t に持っていく計画だ。ここでのコラーゲンペプチドの原料は地元で獲れる魚の皮（養殖ティラピア）を使う。また、ソーセージのコラーゲンケーシングの加工工場も建設した。いずれ原料から生産に入る方針である。

ベトナムの工場は、投資額 5000 万円程度、年商 1~2 億円を目指してスタートした。ベトナムではゼリーが注目されており、食品安定剤（ゲル化）の需要拡大が見込める。アセアン地域では、ベトナムに初めて生産拠点を持った。この後、輸入販売の許可が取れば、ゼラチン、コラーゲンペプチドへと広げていく。アセアンの拠点となって行こう。

設備投資の主な内容

| 2014.3期~2015.3期の主な設備投資 |
|--|
| <ul style="list-style-type: none">・中国ケーシング ひだ寄せ設備完成 2013.7・米国ケーシング 生産性向上実証ライン完成 2014.5・米国ペプチド工場完成 2014.5・ベトナム工場 ゲル化剤工場完成 2014.8・接着剤事業新棟 AIC(Adhesive Innovation Center)完成 2014.8 |

中国でのコラーゲンペプチドの市場開拓

2015 年 11 月に中国の TV で、当社のコラーゲンペプチドが取り上げられた。中国では広東にペプチド製造の現地拠点を有しており、上海に販売拠点をおいている。今後は、有力な代理店と連携して、中国でもコラーゲンペプチドの市場開拓に一段と力を入れていく。

現地での供給力を大幅に拡大、海外売上比率で 50%を目指す

ゼラチンの需給はタイトであるが、当社はグローバルな供給力の強化を図っていく。牛骨では、米国産の牛の背骨が使えるようになるので、これを活用する。インドでは、南、中央、西などへ地域を広げていく。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

パキスタンにも牛はいる。タイには水牛がいる。こうしたところの調達ルートを作っていく。パキスタンでのゼラチン原料調達は、供給先の品質が改善したことで、大阪工場での歩留りも向上、供給力が上がってこよう。

豚の皮では、北米のスナックメーカーが購入しているが、彼らが使わないものが活用できるので、ここにも拡げていくことになるろう。

工場があるところでは、地元との共生を最も大事にしている。地元で自慢してもらえる会社になるために、様々な活動をしている。海外売上比率ではアジアのウエイトが上がっていく方向で、今の6%が3~4年後には10%近くに高まっていく。

バランスシート

| | 2012.3 | 2013.3 | 2014.3 | 2015.3 | 2015.12 |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 流動資産 | 14935 | 15319 | 18685 | 18038 | 20554 |
| 現預金 | 2098 | 2278 | 2426 | 2622 | 2917 |
| 受取手形・売掛金 | 6449 | 5839 | 8164 | 6726 | 7604 |
| 商品製品 | 4011 | 4404 | 4732 | 4821 | 5412 |
| 仕掛品・原材料 | 1959 | 2426 | 2910 | 3400 | 3930 |
| 固定資産 | 8436 | 9870 | 12704 | 15893 | 18786 |
| 有形固定資産 | 5387 | 6287 | 8804 | 10848 | 14168 |
| 投資その他 | 3030 | 3534 | 3849 | 4974 | 4252 |
| 資産合計 | 23371 | 25190 | 31389 | 33932 | 39340 |
| 流動負債 | 9176 | 9637 | 10080 | 10274 | 11873 |
| 支払手形・買掛金 | 3476 | 3736 | 4255 | 3768 | 4248 |
| 短期借入金 | 2803 | 3213 | 3054 | 3832 | 5284 |
| 固定負債 | 6087 | 5828 | 7528 | 8283 | 9872 |
| 長期借入金 | 3261 | 3142 | 4415 | 4867 | 5723 |
| 純資産 | 8108 | 9724 | 13781 | 15373 | 17594 |
| 有利子負債 | 6595 | 6555 | 7470 | 8700 | 11007 |
| 有利子負債比率 | 28.2 | 26.0 | 23.8 | 25.6 | 28.0 |
| 自己資本比率 | 38.6 | 38.0 | 43.4 | 45.0 | 40.0 |

(注)短期借入金には1年以内長期借入金も含む

設備投資は選択的に継続

2015年3月期のバランスシートでは、大型設備投資によって有形固定資産が増加し、つれて長短借入金も増加した。受取手形は債権の流動化で減少した。キャッシュ・フローは、フリーキャッシュフローのマイナスを借入金で対応した。

大型投資は当初計画を下回っており、逐次見直しを進めた。2016年3月期の設備投資は、前年度2449百万円に対して、2500百万円を計画した。インド子会社の環境対応、北米ゼラチン、ケーシングの生産性向上、日本の大阪工場の生産性アップの3つがメインである。

しかし、実際の投資は、20億円を下回る水準に留まろう。日本でのケーシング設備、インドでの環境対応などが、見直しも含めて遅れていることによる。減価償却費は、前期の1115百万円から1750百万円へ増える方向であったが、これも予定を下回ろう。今後の設備投資を内部資金の範囲で優先順位をつけて実行するという方針に変化はない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

なお、インドの子会社の連結化で、2015年12月末のバランスシートでは有形固定資産と借入金が増加している。インド子会社による資産増は42億円である。

ケーシングの供給体制の見直し～日本と中国

中国のコラーゲンケーシングの合弁会社（現社名：北京秋実膠原腸衣有限公司）は設備増強に当って、北京秋実農業発展有限公司側が追加出資をすることで出資比率を70%（4.9百万USドル）とし、その結果、ニッタホンコンの出資比率は30%（2.1百万USドル）となった。

今までは、ケーシング生産プロセスのうち後工程のみを行っていたが、前工程も現地で生産すると大型投資を必要とする。それには現地中心にマネジメントした方がよいと判断し、当社の出資比率は下げることとした。中国企業の現地マネジメントは難しいので、賢明な方向転換といえよう。

日本のケーシングについては、BSEの規制緩和に伴い、米国の工場から前工程の半製品（ロールに巻いたもの）を持ってきて、日本で完成品に仕上げる計画である。この後の工程（ひだ寄せ）を大阪工場でできるように準備しており、来年から立ち上がってこよう。

キャッシュ・フローの推移

| | 2013.3 | 2014.3 | 2015.3 | 2016.3(予) | 2017.3(予) |
|-------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| 営業キャッシュ・フロー | 2050 | -692 | 2074 | 1500 | 1850 |
| 税引き後利益 | 1229 | 769 | 612 | 450 | 700 |
| 減価償却 | 825 | 914 | 1115 | 1600 | 1650 |
| 持分法投資損益 | -262 | -97 | -112 | -50 | 0 |
| 売上債権の増減 | 897 | -2147 | 1740 | -200 | -300 |
| 棚卸資産の増減 | -650 | -624 | -308 | -300 | -200 |
| 投資キャッシュ・フロー | -1557 | -3105 | -2505 | -1800 | -2000 |
| 有形固定資産 | -1193 | -2949 | -2449 | -1800 | -2000 |
| 財務キャッシュ・フロー | -376 | 3875 | 544 | 580 | 180 |
| 長短期借入金 | 105 | 965 | 802 | 800 | 400 |
| 株式の発行 | 0 | 3135 | 0 | 0 | 0 |
| 配当金 | -220 | -236 | -220 | -220 | -220 |
| 現金・同等物期末残高 | 2258 | 2406 | 2602 | 2882 | 2910 |

エクイティ・ファイナンスで投資資金を調達

2013年のファイナンス（公募240万株、第3社割当20万株）による払込金額は3135百万円であった。3年間で110億円を投資するという当初計画のうち、31億円を資本市場から調達できた。16.5%のダイリューション(株式の希薄化)に相当する。

実際の投資は3年間で79億円に圧縮された。バランスシートでは、内外での積極投資の効果が加わっているが、純資産の増加には、公募増資の31億円分が入っている。キャッシュ・

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

フローでは、2014年3月期は、エクイティ・ファイナンス資金の調達があったので、営業キャッシュ・フローでは売掛金の債権譲渡をしなかったため、その分表面的にマイナスとなった。3年間の設備投資は減額された。それでも内部資金（留保利益+減価償却）では足りない。その分については、借入金で対応した。

4. 当面の業績 ゼラチンの原料高を克服し、2017年3月期は一段と好転

過去の業績低迷期の要因

2005～2007年度の業績については、米国の豚皮ゼラチン市場がよくなかった。供給能力が増えた反面、欧州勢の攻勢で市況は軟化した。この影響で売上げが伸びず、現地子会社は赤字になり、業績は厳しかった。しかし、今や南米は供給不足になり、欧州勢も南米から北米へ供給を増やす余裕はない。需給は大きく改善してきた。

営業利益の推移

(百万円、%)

| 決算期 | 売上高 | 営業利益 | 売上高 営業利益率 |
|--------|-------|------|--------------|
| 2006.3 | 25773 | 404 | 1.6 |
| 2007.3 | 26997 | 254 | 0.9 |
| 2008.3 | 27509 | 152 | 0.6 |
| 2009.3 | 28192 | 1033 | 3.7 |
| 2010.3 | 26392 | 1407 | 5.3 |
| 2011.3 | 27923 | 1486 | 5.3 |
| 2012.3 | 27763 | 2015 | 7.3 |
| 2013.3 | 28772 | 1595 | 5.5 |
| 2014.3 | 32814 | 955 | 2.9 |
| 2015.3 | 31914 | 392 | 1.2 |

2012年3月期は震災を克服し、過去最高の業績を達成

2012年3月期は、売上高27763百万円（前年同期比-0.6%）、営業利益2015百万円（同+35.6%）、経常利益2002百万円（同+44.8%）、当期純利益1375百万円（同+30.8%）と、利益面では極めて好調であった。

2012年3月期は、大震災への対応で国内がプラスとなった。ゼラチンの生産量にはキャパシティ（生産能力）の限界がある。能力を100とすると現状では国内55%、海外45%というのが1つの配分である。これに対して、業界第3位のゼライスは宮城県に本拠地があるため、ここが被災して供給がストップした。日本のユーザーへの対応から、海外で販売予定であった分を国内優先とし、供給不足をカバーした。国内の方が収益性は高いので、これが利益面ではプラスに働いた。

当社は国内シェア約60%を有するので、供給責任がある。これを果たしたのである。ゼ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ライスの生産は半年後には再開されている。新田ゼラチンの社風の良さは、社員のチームワークが強いところである。大震災によって、供給対応が大変な時も、計画作りの変更から実際のデリバリーまで、全社一体となって迅速に対応した。

海外のグループ会社が貢献

2012年3月期に海外の各工場が全社黒字化し、安定した収益が確実に上げられるようになった。大阪の本社工場のほかに、インド（当時：持分法）、米国、カナダに工場を有するが、初めて全ての子会社が黒字化した。インドについても、原料の手当て、品質の改善などによって黒字の定着、拡大が見込める。海外の収益拡大がプラスに働く局面にある。

2013年3月期は大震災による特需が一巡

2013年3月期は、売上高 28722 百万円（前年度比+3.6%）、営業利益 1595 百万円（同一20.8%）、経常利益 1978 百万円（同一1.2%）、当期純利益 1525 百万円（同+10.9%）となった。海外では、ゼラチン、ケーシングの需要が旺盛で、市況もよかった。一方、国内はデフレで価格が下がり気味、そのうえ原材料、エネルギーのコストアップが響いた。とりわけ、営業利益面では円安も加わった。

経常利益が横這いに留まったのは、インドのニッタゼラチンインディアの持分法投資利益が増加し、為替差益も加わったことによる。当期純利益は、海外の利益が増えたので、過去の損失の影響もあり、税負担が少なくてすみ、かなり増益となった。

海外子会社には過去の累損があるので、当期の利益に税金がかからない。これがプラスとなって増益に寄与している。海外子会社の累損を消すには3年くらいかかるので、当分税金は少なくて済む。

2014年3月期は円安が響く

2014年3月期は売上高 32814 百万円（前年度比+14.0%）、営業利益 955 百万円（同一40.1%）、経常利益 1115 百万円（同一43.6%）、当期純利益 665 百万円（同一56.4%）となった。営業利益で大幅減益となったのは、①円安による仕入れコストのアップ、②原料価格の高騰、③日本国内における価格改訂（値上げ）の遅れ、④米国におけるケーシングの品質トラブル、⑤高機能樹脂の新規採用の遅れなどが響いた。営業利益が前年度比-6.4億円となったが、このうちケーシングの品質不良-2.7億円、円安の負担-3.0億円が大きな負担となった。

経常利益段階では、持分法適用の関係会社の利益が減ったことで、持分利益が1.6億円ほど減少した。このうち、仏ボスティックとのJVであるボスティック・ニッタ（当社の持株比率34%）は販売テリトリーの見直しで売り上げが減っている。

また、ニッタゼラチンインディアは、川で魚が死んだため、一時当社の工場も操業停止

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

となった。その後当社には問題なしとなったが、操業停止が業績に響いた。インドの会社は持分比率が46.4%から43.0%に下がった。一般株主の比率を25%にするというルールの中で、株式を一般株主に割り当てたことによる。これで特損が104百万円ほど発生した。

セグメント別業績

| | コラーゲン素材事業 | | | フォーミュラソリューション事業 | | | 調整額 | | (百万円、%) 全体 | | |
|--------|-----------|---------|------|-----------------|---------|------|-------|---------|---------------|---------|-----|
| | 売上高 | 営業利益 | 利益率 | 売上高 | 営業利益 | 利益率 | 売上高 | 営業利益 | 売上高 | 営業利益 | 利益率 |
| 2011.3 | 19063 | 1773 | 9.3 | 10040 | 934 | 9.3 | -1180 | [-1222] | 27923 | 1486 | 5.3 |
| 2012.3 | 18786 | 2255 | 12.0 | 10329 | 1082 | 10.5 | -1352 | [-1323] | 27763 | 2015 | 7.3 |
| 2013.3 | 19979 | 1794 | 9.0 | 10097 | 1151 | 11.4 | -1304 | [-1349] | 28772 | 1595 | 5.5 |
| | [+6.4] | [-20.4] | | [-2.2] | [+6.3] | | | | [+3.6] | [-20.8] | |
| 2014.3 | 23923 | 1420 | 5.9 | 10377 | 920 | 8.9 | -1487 | [-1384] | 32814 | 955 | 2.9 |
| | [+19.7] | [-20.8] | | [+2.8] | [-20.1] | | | | [+14.0] | [-40.1] | |
| 2015.3 | 24390 | 1101 | 4.1 | 8955 | 647 | 7.2 | -1430 | [-1384] | 31914 | 392 | 1.2 |
| | [+2.0] | [-22.5] | | [-13.7] | [-29.7] | | | | [-2.7] | [-59.0] | |

(注) 利益率は売上高営業利益率。営業利益の調整額は、セグメントに帰属しない一般管理費。
[]内は前年度比伸び率。

円安はマイナス

円安はマイナスに働く。米ドル建ては輸出入がバランスしているが、カナダドルについては、1円で0.3億円ほど影響した。しかも、円安になったからといって、それをそのまま価格に転嫁するのは難しい。よって、一定の負担は発生してくる。これを回避するために、トータルの輸出入のバランスを図ろうとしている。

当社にとっての為替の影響については、3つに分けてみる必要がある。1つは輸出入のバランスである。原料の輸入と製品の輸出でみると、輸出分については輸入原料で対応すると負担はないが、国内の製品向けには円安がコストアップとなってくる。この国内製品向けがポイントである。2つ目は、海外拠点の収益を連結する時、円安によって売上、利益とも膨らんでくる。これが利益面ではプラスに働く。3つ目は、バランスシートへの影響である。円安によって、外為換算調整勘定がプラスに働くので、自己資本比率はアップする反面、ROEが低下する可能性がある。

為替に関して、大阪工場の原料は海外から輸入している一方、ゼラチンの輸出は、米国、カナダ、アジアへUSドルで輸出している。USドルについては輸出入のバランスでヘッジできている。豚のゼラチンについてはカナダの子会社から輸入しており、ここは為替にさらされている。内外の採算については、1ドル100円を超えると内外価格差はなくなる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

PED(豚流行性下痢)の影響

PEDは子豚が罹る腸炎である。母豚が抗体をもっていない場合、その子豚はPEDにかかる
と死んでしまう。2014年にこのPEDが発生して、豚皮の価格が急上昇した。これが原料の
調達コストアップとなって響いたが、既に市況はピークアウトしている。

ゼラチンの国内値上げは遅れながらも浸透

ゼラチンの国際価格は需給のタイト化でじりじりと上がってきた。従来の5ドル/kgが9
ドル/kg近くまできた。その原料である牛、豚の原料コストも上がっている。これに対応し
た北米でのゼラチンの値上げはうまくいっている。

当社は牛の骨はインドと米国から、豚の皮は米国、カナダから調達している。ゼラチン
の需給は基本的に供給不足なので、値上がりする傾向にある。海外市場では市況は上がっ
ており、値上げが通りやすい。

海外では価格改訂が出来ているが、日本国内では十分進まなかった。しかし、円安の進
行もあり、値上げは不可避となった。国内での値上げは、ゼラチンとペプチドが対象であ
る。円安とエネルギー価格の上昇は自助努力として、原材料の上昇分のみを値上げの対象
にした。2008年以来5年ぶりの値上げ交渉となり、コスト見合いでは15%のアップが必要
であるが、2014年10月以降+5~10%(平均8%)ほど浸透している。

105円/ドルへは対応したが、120円前後の円レートに対応するにはあと10~15円分の値
上げが必要となる。これについてはすぐには難しい。値上げではなく、原料調達の見直し
によって対応していくので時間を要する。一方で、原料高となっていたゼラチン用の豚皮
の国際市況は、2015年3月期の3Qは2Qより-20%、4Qはさらに-10%と落ち着きを見せ
てきた。

原料調達の改善策

BSEの規制緩和で、これまで使えなかった米国原料の牛骨が食用ゼラチンに使えるよう
になる。BSEの緩和で牛骨の背骨が使えるようになる効果が大きい。また、牛骨の調達につ
いては、インドに次いでパキスタンが使えるようになってきた。

米国では、豚皮ゼラチンの現地販売を増やしていく。日本は豚皮ゼラチンから牛骨ゼラ
チンの販売に切り替えを進めていく。

原料コストの改善策は、ゼラチンの国内での販売構成の変更である。国内での値上げ活
動は進めているが、豚皮から牛骨へのシフトも図っていく。国内のユーザーは、2001年ま
では、牛骨のゼラチンが中心であったが、BSEの問題から豚皮にシフトした。現在、BSEは
完全に収まっており、豚皮は原料としての競合が激しいので、牛骨よりもコストが上がっ
ている。よって、ユーザーが牛骨に戻ればお互いにコスト上メリットが発生する。

豚皮については、背中皮だけでなく、腹の皮も利用するように生産ラインの変更を検

討する。牛骨については、インドでの増産体制を準備する方針だ。イスラム教のハラール対応では、豚が使えないので牛の方がよい。

ゼラチンの生産能力は現在、1.8万tである。牛骨が1.1万t、豚皮0.6万t、魚0.1万tである。牛骨は大阪工場が0.7万t、インドが0.4万tである。今後は牛骨の能力アップを優先していく。

2015年3月期も原料の市況高が負担

2015年3月期は売上高31914百万円(前年度比-2.7%)、営業利益392百万円(同-58.9%)、経常利益967百万円(同-13.2%)、当期純利益610百万円(同-8.3%)となった。3年連続での減益となった。

減益の要因は、売上面では北米における健康食品用カプセル向けゼラチンの一時的需要減と、国内における消費税後の食品向けが天候不順の影響もあり冴えなかった。コスト面では、ゼラチンの原料である牛骨や豚皮の国際的な市況高、円安による輸入原料高を製品価格に十分転嫁できなかったことによる。

営業利益の落ち込みに比べて、経常利益の減少が少ないのは、為替差益(評価益)578百万円(前期166百万円)が入っていることによる。売上高は328億円から319億円へ減少したが、海外売上比率は40%から42%へ上昇した。

セグメント別にみると、コラーゲン素材は前年度比+2.3%増収、-22.4%減益となった。ゼラチンは原料高に伴う製品値上げの交渉が長引き、下期にずれ込んだ。国内のゼラチンは食品、医薬品用に伸びたが、北米で健康食品のフィッシュオイルに発がん性があるのではないかという情報が流れ、さらにPED(豚流行性下痢)により子豚が死んだため、豚皮の供給が減り、豚皮価格が上昇したことも響いた。

コラーゲンペプチドは国内の健康食品市場で、機能性表示の解禁に備えて、需要が停滞した。コラーゲンペプチドを使った新製品の発売を控えたからである。ケーシングは、北米を中心に順調であった。

フォーミラソリューションは-13.7%減収、-29.6%減益となった。食品用は消費税増税、天候不順で、ゼリー用やハムソーセージ用が低調であった。接着剤は包装用と、紙オムツ用が減少した。紙オムツ用の減少は中国への生産シフトの影響によるものである。

健康食品用カプセル向けゼラチンの一時的需要減

2015年3月期に、北米で健康食品用カプセルが急減した。米国で健康に良いとされているフィッシュオイル(EPAやDHCを含む)カプセルにはゼラチンが使われる。そのフィッシュオイルを取り過ぎると前立腺がんになる可能性が高まるという研究が2013年の夏に出された。米国の健康食品メーカーもさほど重視していなかったが、フィッシュオイルの需要は減少し、2014年春頃にすでに契約していた納入案件が相次いでキャンセルとなった。健

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

康食品メーカーが在庫調整に入ったからである。

インドシアを持分利益からフル連結へ

インドには、ニッタゼラチンインドシア、バムニプロテイン、レバプロテインという 3 つの会社がある。2016 年 3 月期は、連結子会社化に伴って現地バランスシートを時価評価して P/L を通すので、評価損が発生するが、これはニッタゼラチンインドシアの株式の時価と当社が保有する簿価との差額によるものである。インドの子会社は売上高が 35 億ルピー、うち半分はグループ使用で半分が外販である。この外販分が売上に入る。

インドの子会社の活用はアジア戦略上重要である。アジアのイスラム教の国々の市場開拓には、ハラール認承（イスラム基準の品質管理ルール）をとる必要がある。その点ではインドの信用力は高いので有利に働こう。

なお、P/L 上は、ニッタゼラチンインドシアのみなし取得日（4 月 1 日）の株式時価が 1055 百万円（ムンバイの取引所に上場）であり、それに対する取得原価との差額が -620 百万円、一方で土地の時価評価による負ののれん益が 502 百万円となった。いずれも特別損益として計上された。ネットの差額 -118 百万円が純利益には響いた。これは今回だけの一過性のものである。

インドの連結化もあって資産は 4387 百万円ほど膨らんでいる。資産サイドでは大半が有形固定資産で、仕掛品も一部増えている。一方で、投資有価証券が子会社化に伴い減少している。負債サイドでは、短期借入金が増加し、被支配株主持分も増えた。インドの金利は高いので、海外での借入金について、営業外費用が増加する。

2016 年 3 月期の業績は好転

2016 年 3 月期の 3Q 累計は、売上高 27821 百万円（前年同期比 +16.7%）、営業利益 908 百万円（同 +169.7%）、経常利益 836 百万円（同 -7.8%）、純利益 404 百万円（同 -34.9%）と順調ながら、社内計画比では今一步のところもあった。

国内でのゼラチン販売は、食品用や医薬品カプセル用に順調であった。インドの子会社も 3Q からは利益貢献を高めてきた。衛生材用の接着剤も、主力顧客が調達を当社に戻してきたので、3Q から稼働率が上がってきた。

一方で、食品材料は原料高が響いて、収益性が低下している。海外では、米国のペプチド工場の生産は安定してきたが、まだ立ち上げ期にある。米国のケーシングも米国市場でやや低調に推移している。

売上高はインドの子会社化で増えた分を含む。前年同期比で売上高が 40 億円増えたうち、インドの分が 26 億円である。それを除くと、国内の販売は堅調であったが、北米でのケーシングの販売減少が響いた。

営業利益の増減では、ゼラチンやコラーゲンペプチドの数量はプラスに貢献したが、北

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

米でのカプセル用ゼラチン価格の下落やケーシングの販売減少が影響した。

経常利益では、前年同期の為替差益がなくなったことや、インドの子会社化によって、支払い利息が増加した。インドは金利が高いので、その負担が影響した。

営業利益と経常利益の差は、営業外収支で借入金の金利負担が増えることにある。これは、インドの子会社がフル連結となったので、インドの借入金の利子が新規に入ってくることによる。

特別損益では、インドの子会社化で土地の評価益が 502 百万円あったものの、簿価と時価の差で-620 百万円の評価損が発生した。また、中国 JV の増資に伴う持分変動益が 157 百万円ほど発生した。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

| | コラーゲン素材事業 | | | フォーミュラソリューション事業 | | | 調整額 営業利益 | 全体 | | |
|-----------|-----------|------|------|-----------------|------|------|-------------|-------|------|-----|
| | 売上高 | 営業利益 | 利益率 | 売上高 | 営業利益 | 利益率 | | 売上高 | 営業利益 | 利益率 |
| 2011.3 | 17882 | 1773 | 9.9 | 10040 | 934 | 9.3 | [-1222] | 27923 | 1486 | 5.3 |
| 2012.3 | 17433 | 2255 | 12.9 | 10329 | 1082 | 10.5 | [-1323] | 27763 | 2015 | 7.3 |
| 2013.3 | 18674 | 1794 | 9.6 | 10097 | 1151 | 11.4 | [-1349] | 28772 | 1595 | 5.5 |
| 2014.3 | 22436 | 1420 | 6.3 | 10377 | 920 | 8.9 | [-1384] | 32814 | 955 | 2.9 |
| 2015.3 | 22954 | 1101 | 4.8 | 8955 | 647 | 7.2 | [-1356] | 31914 | 392 | 1.2 |
| 2016.3(予) | 28300 | 1770 | 6.3 | 9200 | 830 | 9.0 | [-1400] | 37500 | 1200 | 3.2 |
| 2017.3(予) | 30000 | 2150 | 7.2 | 10000 | 900 | 9.2 | [-1450] | 40000 | 1600 | 4.0 |

(注)利益率は売上高営業利益率。営業利益の調整額は、セグメントに帰属しない一般管理費。
コラーゲン素材の売上高は内部取引消去後。(予)はアナリスト予想。

通期では、会社公表の営業利益(1400 百万円)にはやや届かないとみられる。経常利益(1100 百万円)は円高に伴う為替の評価損が営業外で出てくる可能性があるため、そうなること、これも未達になるかもしれない。

2017年3月期の業績はかなり向上しよう

インドの売上高寄与(グループ外への外販)は3Q累計で26億円、これを除くと、連結売上高の伸びは+5.9%であった。年間では35億円程度が乗ってくる。通常であれば、4~5億円の利益貢献が見込めるが、2016年3月期は上期が低調だったので、その半分程度にとどまろう。2017年3月期にはさらによくなるものとみられる。

ゼラチンは順調であるが、北米の医薬品、健康食品向けは戻りつつあるが、そのテンポは鈍い。北米で豚皮の原料価格が下がっているため、それにつれて販価も低下しよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

コラーゲンペプチドは、国内の健康食品向け、一般食品用に好調である。米国のペプチドを日本に輸入してくる展開は一部始まっているが、供給力の安定性を図るために、米国での作りだめ（在庫の一定の確保）に動いている。

米国のケーシングの販売は低調である。2社購買で減った分を他のユーザーで十分確保できていない。ケーシングを日本国内で生産する展開は、後工程の二次加工のための生産準備に入ろうとしている。今秋からは販売がスタートしよう。中国のケーシングは、原料からの一貫生産に入るべく準備をしている。米国の当社の機械を中国に移して生産に入る計画である。

食品材料は原料高を克服するのがまだ十分ではない。衛生材用の接着剤は量的にはかなり増えてくるが、収益的には一定レベルの貢献にとどまろう。シーリング材は防水性、防塵性が評価されて、用途が次第に広がりつつあるが、そのテンポはまだ穏やかである。

為替変動については、新田ゼラチンの単体では5円の円高で1億円のプラスに働く。輸出よりも輸入が多いことによる。営業外損益では、円高による評価損益がマイナスに働くので、為替差損が数億円出てくる可能性がある。それによって、経常利益が会社計画を下回る公算がある。

業績予想

(百万円、%)

| | 2011.3 | 2012.3 | 2013.3 | 2014.3 | 2015.3 | 2016.3(予) | 2017.3(予) |
|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 売上高 | 27923 | 27763 | 28772 | 32814 | 31914 | 37500 | 40000 |
| 粗利益 | 6325 22.7 | 6838 24.6 | 6671 23.2 | 6484 19.8 | 5970 18.7 | 7460 19.9 | 8500 21.3 |
| 営業利益 | 1486 5.3 | 2015 7.3 | 1595 5.5 | 955 2.9 | 392 1.2 | 1200 3.2 | 1600 4.0 |
| 営業外収支 (持分利益) | -103 [129] | -13 [118] | 383 [262] | 159 [97] | 575 [112] | -300 [0] | -300 [0] |
| 経常利益 | 1383 5.0 | 2002 7.2 | 1978 6.9 | 1115 3.4 | 967 3.0 | 900 2.4 | 1300 3.3 |
| 当期純利益 | 1051 3.8 | 1375 5.0 | 1525 5.3 | 665 2.0 | 610 1.9 | 450 1.2 | 700 1.8 |

(注)各下段は対売上比の利益率

経営環境の変化では、2つの点が注目される。1つは、機能性表示の規制緩和である。効能が分かり易く表示できるように、2015年春から実施された。ペプチドの販売にはプラスに働いている。もう1つは、BSEの規制緩和である。輸入規制がなくなれば、米国の牛骨が使えるようになる。背骨も使えるので、歩留まりが20~30%ほどアップする。牛骨の価格も下がる可能性が出てくる。原料開発では、インドの他に、パキスタンにも展開している。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ゼラチンは生産性の改善を図る。副産物の活用で、コストメリットも活かす。

米国のペプチド工場が稼働した。日本への輸入本格化してくることになる。関税が12%分安くなることや原料からの内製化でコストメリットも出る。円安になったので、輸入メリットとして消される分はあるが、トータルではコスト競争力の強化に結び付こう。

今後業績がよくなる材料は揃っている。1) ゼラチンの原料の1つである豚皮の市況はすでに10%程度下がってピークアウトしている。2) フィッシュオイルカプセル向けのゼラチンの在庫調整は終わっており、契約受注の量は改善しつつある。3) ゼラチンの国内販売については、豚皮から牛骨に替える動きが具体化してくる。客にとっては牛骨の方が、風味が良いというメリットがある。当社にとっても牛骨を使う方がコストは安くなる。大口顧客中心に変更してもらって交渉をしている。4) コラーゲンケーシングについては、設備投資が一巡してくるので、生産性向上の効果が逐次出てこよう。5) コラーゲンペプチドは、健康食品市場における機能性表示制度の改定に対するガイドラインが2015年3月に出たので、動きが活発化している。米国のペプチドの工場は夏頃からは本格稼働しているので、いい方向に向かおう。6) 高機能樹脂については、用途が広がっている。こうした要素を加えると、2017年3月期は営業利益で16億円が達成できよう。

5. 企業評価 ゼラチンとコラーゲンペプチドの収益力回復に期待

収益力の回復に向けて

創業100周年の2018年3月期に営業利益25~30億円が目指せれば、ROE 8%台に乗せてくる。この水準への回復を目指すことが、尾形新社長の優先ミッションであろう。

中期的には、1) ゼラチンの新市場開拓に力を入れる、2) 海外での現地生産で競争力を高めていく、3) ペプチドの競争力強化と機能性表示の規制緩和の中で、シェアトップを目指す、4) 精密機器などの高機能樹脂は生産性の良さが認められて市場を拡大する、というような戦略によって、業績の改善を図っていく。まずは経常利益で20億円に戻す必要があるが、その力は十分持っている。

原料高の克服が課題

今後の業績については、1) 原料高に対応した値上げとコスト競争力の改善が効果を上げるか、2) 米国で作るコラーゲンペプチド工場が順調に立ち上がり、それを日本にもってきて市場を拡大できるか、3) 中国でコラーゲンペプチドをどこまで広げられるか、がポイントである。いずれも需要はあるので、供給力の強化に向けて新工場が上手く立ち上がるかにかかっている。工場のノウハウは内外で十分有しているので、今のところ心配ないが、もう少し進捗をみたい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

世界のトップクラスを目指すという点では、ゼラチンで世界4位をすぐに3位に上げるのは、差があるので難しい。コラーゲンケーシングは世界で4~5位につけているが、このレベルを上げていくことはできよう。コラーゲンペプチドについては、日本がメインマーケットで、現在は2位であるが、これをトップにすることも可能である。一貫生産体制が一段と強化される2016年が勝負となろう。

業績の回復テンポに注目

ここ数年進めてきたグローバルな生産体制作りが需要に結びついてくれば、経常利益で20億円に戻すことは十分できよう。中期目標に向けて明確な戦略を持ち実行中であるが、先行している設備投資の成果を出すのに一定の努力を要する。供給力の強化がうまくマーケティングに結びつくかどうかを確認していきたい。ROE 8%に戻す力はあるが、あと3年を要するとみられるので、当面の企業レーティングはCとする。(企業レーティングの定義についてはP.2を参照)

株主数は2013年3月期末3014名から、2014年3月期末5781名、2015年3月期末6960名へ増えている。97.2%が個人株主である。配当については、12円を継続する。2012年3月期の10円に対して、2013年3月期は記念配当も入れて14円としたが、2014年3月期は12円に戻した。配当性向については、15%を目途としている。株主優待は、100~500株未満の株主に対して、自社製品1000円分の買い物優待券、500株以上に対しては3000円相当の自社製品を進呈する。

投資家からみると、2014年3月期に31億円をエクイティ・ファイナンスしたが、ダイレクション(16.5%)を吸収して、十分成長できるかどうか注目される。3月2日の株価(737円)で見ると、PBR 0.77倍、ROE 4.0%(2017.3期ベース)、PER 19.3倍(同)、配当利回り1.6%である。まずはROEを8%に戻すべく収益改善策の効果を見たいところである。ゼラチン関連への先行投資で、アジアのリーダーを目指す経営展開に期待したい。