

ホリスティック企業レポート

大阪油化工業

4124 東証 JQS

ベーシック・レポート

2019年4月12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 20190409

化学業界における精密蒸留技術による分離精製分野でのリーディングカンパニー 創業来 70 年にわたる実績と顧客企業の全プロセスをサポートする一貫体制が強み

1. 会社概要

・大阪油化工業(以下、同社)は、化学業界の分離精製分野において、精密蒸留を専業とする企業である。創業来 70 年に及ぶ技術・ノウハウの蓄積と、顧客企業のどのプロセスにも対応できる一貫体制を強みとする。

アナリスト:藤野敬大
+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

2. 財務面の分析

・12/9 期~18/9 期までの年平均成長率は、売上高は 0.8%、経常利益は 17.7%となった。増収率の低さは有償支給売上高の減少が影響している。一方、先行投資の費用増による短期的な減益局面を繰り返してはいるが、投資が実り、利益水準は切り上がっている。

・化学業界の顧客企業の研究開発から量産までの全プロセスを一貫してサポートする上場企業との比較では、安全性の指標の優位性が目立つ。収益性については、売上高営業利益率は業界平均を上回っている。

【主要指標】

	2019/4/5
株価 (円)	1,749
発行済株式数 (株)	1,073,000
時価総額 (百万円)	1,877

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	15.7	13.3	10.8
PBR (倍)	1.1	1.1	1.0
配当利回り (%)	2.1	2.1	2.1

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、精密蒸留について 70 年間蓄積したノウハウにある。長期にわたるノウハウの蓄積は顧客企業の信頼獲得にもつながっている。顧客企業との長期的な関係の過程で経験した案件から更にノウハウを吸収するという好循環の状況にある。

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	2.2	1.7	-40.1
対TOPIX (%)	0.1	-2.0	-34.5

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、人材の確保・育成と、収益源の多様化の一環でのプラントサービスの育成が挙げられる。

・既存の受託蒸留サービスのうち、研究開発支援については能力増強、受託加工については作業効率向上と対応可能案件の幅の拡大により受注拡大を図る。プラントサービスは実績の積み上げに注力するほか、中長期的な海外展開に向けた体制構築を進めていく。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・数年単位での開発を考える顧客企業が求めるのは、蓄積された技術やノウハウに留まらず、長い将来にわたって開発パートナーとして存在している確度の高さである。この観点でも業歴の長さは同社に対する信頼につながっている。

・今後も積極的な設備投資が続くが、利益に反映されるのは先になるという同社の長期視点での経営判断は評価するが、投資家の想定する投資期間とのずれが生じる可能性には留意しておきたい。

【4124 大阪油化工業 業種:化学】

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)
2017/9	1,137	9.1	220	-1.5	213	-2.8	139	-16.8	208.8	1,375.4	35.0
2018/9	1,214	6.8	201	-8.4	190	-10.7	115	-17.3	111.5	1,526.9	36.0
2019/9 CE	1,259	3.7	205	1.8	205	7.9	141	22.6	132.2	-	36.0
2019/9 E	1,285	5.8	210	4.5	211	11.1	141	22.6	131.4	1,623.0	36.0
2020/9 E	1,416	10.2	259	22.8	259	22.8	174	22.8	162.2	1,749.1	36.0
2021/9 E	1,590	12.3	309	19.6	310	19.5	207	19.5	192.9	1,906.9	36.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、17年10月の上場時に349,500株の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の79,500株を含む)

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 精密蒸留分野に特化した分離精製のリーディングカンパニー

大阪油化工業(以下、同社)は、精密蒸留分野に特化した分離精製のリーディングカンパニーである。化学業界で使われる高純度な物質を作り出すために、蒸留等による分離精製の技術が用いられることが多いが、同社はその中でも、特に精密なオペレーションが求められる精密蒸留を得意としている。

同社の技術を用いて作り出される物質は、医薬、農薬、液晶、香料、電子材料等幅広い分野に用いられている。これまで1,000品目以上(研究テーマを含めると3,000品目以上)の物質に対応してきた実績を有し、業界では「精密蒸留の駆け込み寺」とも称される。

◆ 全プロセスに対応できる一貫体制自体が高付加価値を生む

顧客企業は化学・医薬業界を中心とした大手企業が中心であり、顧客企業の研究開発から量産までの一連のプロセスのどの段階にもサービス提供できる一貫体制が構築されており、このこと自体が大きな付加価値を生んでいる。

◆ 業歴の長さに裏付けられたノウハウの蓄積が競争力の源泉

その一貫体制を支えるのは、創業来70年にわたって精密蒸留分野に特化してきた実績と、実績に裏付けられたノウハウの蓄積である。同社の保有設備はすべて内製によって設計・開発されたものである。設備自体がノウハウの塊であり、設備の品質とラインナップの幅の広さも、同社の競争力の源泉のひとつと言える。

◆ 受託加工が売上高の中心

同社は精密蒸留事業の単一セグメントだが、研究開発支援、受託加工、プラントサービスの3つの売上区分に分類されている(図表1)。受託加工が全売上高の80%近くを占めるが、プラントサービスも本格的に立ち上がりつつあり、受託加工の構成比は徐々に低下する傾向にある。

【図表1】区分別売上高

(単位:百万円)

売上区分	売上高			前期比			売上構成比		
	16/9期	17/9期	18/9期	16/9期	17/9期	18/9期	16/9期	17/9期	18/9期
研究開発支援	167	228	237	53.1%	36.6%	4.0%	16.0%	20.1%	19.6%
受託加工	875	899	934	-3.3%	2.8%	3.8%	84.0%	79.1%	76.9%
プラントサービス	-	9	42	-	-	366.1%	-	0.8%	3.5%
合計	1,043	1,137	1,214	-0.5%	9.1%	6.8%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) 大阪油化工業有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 化学業界における精密蒸留の位置づけ

化学の技術分野は、化学反応を駆使して目的の化合物をつくる「合成」と、混合物の状態にある化合物から特定の化合物を取り出す「分離精製^{注1)}」に大別される。後者の分離精製を行うために、約15種類の技術体系があるとされており、その中で歴史が古く最もポピュラーなのが蒸留である。

注1) 分離精製

厳密には「分離」と「精製」は異なり、「分離」は複数の成分をそれぞれに分けることであり、「精製」は「特定の成分の純度を高める」ことである。

蒸留は、化学物質のわずかな沸点の差を利用し、混合物から目的とする物質を分離・精製することを言う。分離の目的や対象物質の性質、組成等により、様々な蒸留技術が存在する(図表2)。

同社は数ある蒸留技術のうち、精留(精密蒸留)と分留(分別蒸留)に特化して事業を展開している。

【図表2】様々な蒸留技術

主な方式	特徴	主な用途
単蒸留	<ul style="list-style-type: none"> ・蒸留釜に精製しようとする物質を入れ、加熱・沸騰させ、蒸気を冷却器で凝縮し、受器に集める ・「単蒸留」を単に「蒸留」と呼ぶこともある ・沸点の差が大きいか、不純物が不揮発性の時に用いられる 	<ul style="list-style-type: none"> ・焼酎やウイスキー等の蒸留酒
分留(分別蒸留) 精留(精密蒸留)	<ul style="list-style-type: none"> ・沸点の差が小さい場合は、単蒸留では成分の分離が不十分であるため、蒸留を繰り返さないといけない ・通常は分留管(塔、カラム)を用い、見かけ上1回の蒸留で成分をかなり精密に分けることができる 	<ul style="list-style-type: none"> ・石油精製や高純度を必要とする有機化合物 ・自動車内装部品の試作品
減圧(または真空)蒸留	<ul style="list-style-type: none"> ・高沸点の液体を蒸留する時に、減圧するが真空に近い状態にして沸点を下げ蒸留する ・高温で分解しやすい物質の蒸留に用いられる 	<ul style="list-style-type: none"> ・原油精製における常圧蒸留残油(高沸点成分)や有機化合物の分離精製
分子蒸留	<ul style="list-style-type: none"> ・高度な真空にして蒸留する方法で、熱に不安定な物質の蒸留に用いられる ・液面から飛び出した分子が直接冷却面に衝突して凝縮する 	<ul style="list-style-type: none"> ・ビタミンの凝縮 ・潤滑油の精製
水蒸気蒸留	<ul style="list-style-type: none"> ・水に不溶性の高沸点物質を水とともに熱し、100℃以下で水蒸気とともに留出させる 	<ul style="list-style-type: none"> ・エッセンシャルオイル ・テレピン油

(出所) 大阪油化工業ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 顧客の研究開発から大規模生産までの全プロセスに対応

新規の化学物質を開発して製品化する顧客企業のプロセスは、基礎研究を行う「研究開発」から始まり、「試作」、「小・中規模生産」、「大規模生産・内製化」へと進んでいく。顧客企業の「研究開発」と「試作」の初期あたりまでを同社の研究開発支援が、「試作」から「小・中規模生産」までを同社の受託加工が、「大規模生産・内製化」を同社のプラントサービスがそれぞれカバーしている(図表3)。

【 図表 3 】 顧客企業の開発・生産プロセスと大阪油化工業の事業の関係

顧客企業のプロセス	研究開発	試作	小・中規模生産	大規模生産・内製化
大阪油化工業の売上区分	研究開発支援	受託加工		プラント
大阪油化工業が提供するもの	・基礎研究に必要なデータ ・将来の生産に向けた提案 ・受注加工へのスケールアップのサポート	・物質の精製		・装置販売 ・装置のメンテナンス
使用する蒸留装置	・小型	・中型・大型		・なし
顧客企業にとってのメリット	・開発スピード ・開発精度の向上	・生産の効率化		・ノウハウの内製化 - 製造ノウハウ - プラント設計ノウハウ

(出所) 大阪油化工業有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

受託加工を行う企業は多く存在するが、顧客企業とともに研究開発のプロセスに関与することができる企業は他にはほとんど存在しないと考えられる。そのため、顧客の開発・生産プロセスに一社完結で対応できること自体が大きな付加価値となる。

顧客企業にとって新物質の開発は、数年単位の期間が必要となるが、最大の関心事は、開発期間の短縮を含む費用対効果の最大化である。

開発側の顧客企業としては、費用対効果の最大化のためには、新物質開発のコアとなる分野に経営資源と時間を最大限振り向けることが好ましく、精製の作業に振り向ける経営資源を抑えようとするようになる。精製の作業をアウトソースするニーズはここにある。一方、顧客企業が最も恐れるのは情報漏洩である。そのため、高付加価値品であればあるほど、技術レベルのみならず情報管理等においても信用できるアウトソース先であることが求められる。従って、研究開発の段階では、アウトソース可能な先は多くなく、需要が供給を上回りやすい状況が生まれている。

◆ サービス領域 (1) ～研究開発支援

同社のサービス領域のひとつの研究開発支援は、顧客企業の研究開発における基礎研究等の補助を行うサービスである。対象となる原料を、研究室に設置されるサイズの蒸留装置 (0.1ℓ～10ℓ単位) で精製し、集計データの提供や本格生産に向けた提案等を行っている。

◆ サービス領域 (2) ～受託加工

現在の同社の主力サービスである受託加工は、顧客企業の試作から中規模生産のプロセスに対応するサービスで、中・大型の蒸留装置による蒸留を受託している。分量にして、数 10 グラムから数 10 トンまで

幅広く対応が可能である。電子材料や香料、医薬品等の機能性化学品市場を主な対象としている。

研究開発支援の段階から関わり、より多くの生産量を必要とする段階に移行した顧客企業からの案件が多いものと推察する。

◆ サービス領域 (3) ~プラントサービス

プラントサービスは、顧客企業の大規模生産や内製化に対応するサービスである。14年7月に開始した新規サービスであり、現在は、顧客企業が自社で蒸留精製を行うために用いる小型蒸留装置の販売と、その装置のメンテナンスサービスの提供がほとんどである。販売する小型蒸留装置は、同社自身により設計・開発されたものである。

◆ 大手中心の顧客企業

顧客企業は、化学、繊維、医薬品のメーカーを中心に、約100社に上る。そのうち、約9割が上場企業となっている。70年の業歴の中で、これらの顧客企業に対して1,000品目以上(研究テーマも含めると3,000品目以上)の蒸留精製の実績を有している。

なお、リピート顧客が多いことから、特定企業への売上依存度は高い。直近2期は、売上構成比が10%を超える顧客企業は2社あり、2社向けの売上高の合計は、売上高全体の1/3を超える(図表4)。

【図表4】主要顧客(全売上高の10%以上を占める顧客)の売上構成比

	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期
東レ・ダウコーニング	15.6%	23.7%	20.2%	20.7%
住友商事ケミカル	-	15.3%	15.5%	17.0%
東洋紡	13.1%	11.4%	-	-
三井化学	14.3%	-	-	-
主要顧客合計	42.9%	50.4%	35.7%	37.7%

(出所) 大阪油化工業有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 独自設計の設備とその運用

蒸留精製に用いられる設備の質は、純度、回収率、蒸留時間によって決まる。同社の設備はすべて同社の独自設計によるものであり、低沸点から高沸点まで幅広く対応でき、また、高融点化合物の精製にも対応できるよう設備を取り揃えている(図表5)。環境対応もなされている。なお、高真空昇華精製装置は、主要各国にて特許を取得している。

また、24時間有人監視をベースとした工程管理を含め、24時間連続稼働体制を可能とし、高品質を保ちながらの短納期を実現している。さらに、連続して1,000時間の稼働を必要とする品目にも対応するこ

とも可能である。また、設備稼働に際しては、自社でメンテナンス部門を整備している。

【 図表 5 】 設備の種類

設備の種類	特徴
大型蒸留設備 (3,000~10,000 ℓ)	・真空度100Paまで調整可能 ・加熱温度280℃まで対応 ・ステンレス製
中・小型蒸留設備 (50~400 ℓ)	・真空度20Paまで調整可能 ・加熱温度350℃まで対応 ・ステンレス製 ガラス製 グラスライニング製
研究・開発用蒸留設備 (0.1~20 ℓ)	・真空度10Paまで調整可能 ・加熱温度350℃まで対応 ・ガラス製
高真空昇華精製装置	・有機EL材料等の精製 ・真空度5~10Paまで調整可能 ・主要各国にて特許取得

(出所) 大阪油化工業ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 有償支給と無償支給

受託加工と一部の研究開発支援のサービスは、顧客企業が持つ物質を受け取り、精密蒸留をし、精製された物質を顧客企業に渡すという過程を経る。

会計処理の方法としては、(1) 物質を顧客企業から購入し、蒸留した後の物質を顧客に販売する、(2) 顧客企業の物質を預かって蒸留し、蒸留サービスの対価のみを受け取るという2通りの方法がある。(1) の場合、物質は有償支給となり、蒸留を行う物質の材料費が原価と売上高に計上される。(2) の場合、物質は無償支給となり、蒸留を行う物質の材料費は原価にも売上高にも計上されない。

有償支給か無償支給かは顧客企業の方針により決められるが、顧客企業の持つ物質の高付加価値化が進んでいることを背景に、物質の所有権が顧客企業に残り続ける無償支給が選好される傾向が強まっている。そのため、18/9 期の売上高に占める有償支給額の割合は 9.8%だが、5 年ほど前は約 1/3 が有償支給であり、有償支給は減少傾向にある(図表 6)。

【 図表 6 】 有償支給額と売上高、売上総利益の推移

(単位:百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期
売上高	1,048	1,043	1,137	1,214
有償支給額	188	83	114	118
売上高に占める割合	18.0%	8.0%	10.0%	9.8%
純売上高	859	959	1,023	1,095
売上総利益	395	501	497	529
売上総利益率	37.7%	48.1%	43.7%	43.6%
売上総利益率 (対 純売上高)	46.0%	52.3%	48.6%	48.3%

(出所) 大阪油化工業有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 業界環境と競合

◆ 機能性化学品の世界市場規模

NEDO (国立研究開発法人 新エネルギー・産業技術総合開発機構) の技術戦略研究センター (TSC) の「TSC Foresight」によると、機能性化学品 (有機合成品のみ) の15年の世界市場規模は16.2兆円とされている。今後年平均成長率5.4%のペースで拡大し、30年には35.9兆円の市場規模になると予測されている (図表7)。

【図表7】機能性化学品 (有機合成品のみ) の世界市場規模 (単位:兆円)

	市場規模		
	15年	30年 (予測)	年平均成長率
電子材料	0.5	1.2	6.0%
染料・顔料	0.4	1.0	6.3%
食品添加剤	0.5	1.2	6.0%
医薬品原体	11.5	25.7	5.5%
香料	0.9	1.9	5.1%
農薬原料	1.7	3.5	4.9%
その他	0.7	1.3	4.2%
合計	16.2	35.9	5.4%

(出所)NEDO 技術戦略研究センター

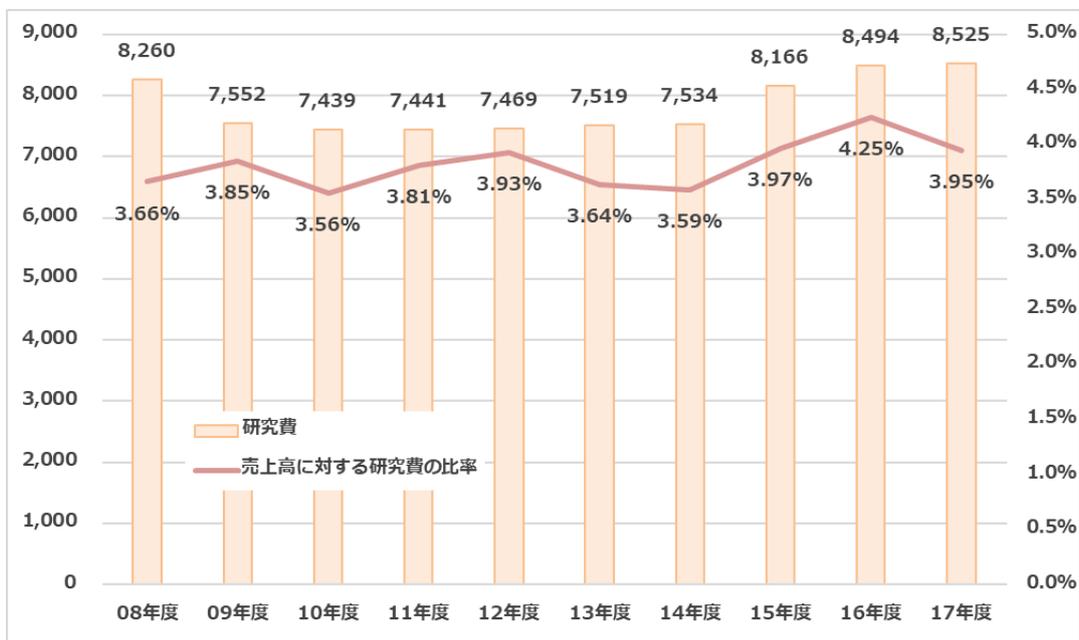
◆ 国内の化学工業の研究費の推移

同社の事業の特性上、同社の売上高は顧客企業の研究開発費との連動性が高いと考えられる。

総務省統計局の「科学技術研究調査結果の概要」によると、国内の化学工業の研究費は、17年度で8,525億円、売上高に占める研究費の割合は3.95%であった。研究開発費は、08年のリーマンショック後しばらくは7,400~7,500億円台で推移してきたが、15年度に8,000億円台を回復し、16年度以降はリーマンショック前の水準を超えてきた。研究費の売上高に占める割合は、直近は4%に近い水準で推移している (図表8)。

【 図表 8 】 国内の化学工業の研究費の推移

(単位: 億円)



(出所) 総務省統計局「科学技術研究調査の概要」より証券リサーチセンター作成

◆ 分離精製関連市場の市場規模

同社は、機能性化学品市場は世界で約 55 兆円、国内で約 5.5 兆円であり、上場化学メーカーの売上高研究開発費率の平均約 3.56%を掛け合わせ、分離精製関連市場は約 2,000 億円の規模と試算している。

◆ 競合

精密蒸留の分野で受託の業務を行う企業は多く存在し、受託のプロセスだけを捉えると、一部競合関係にあると言えよう。一例として、小名浜蒸留（福島県いわき市）、ネオケミカル（大阪府大阪市）等が挙げられる。しかし、顧客企業と一緒に研究開発のプロセスを行う企業はほとんどないというのが同社の認識である。

研究開発のプロセスにおいては、同社と同等の機能を持つのは、顧客企業（自社精製）と、大学等研究機関であろう。ただし前者については、研究開発費の使途の優先順位の低い精製のプロセスを外注に出す流れにあり、後者については、研究開発によって開発した新物質の大量生産のことまでを意識した精製を行っていないことが多い模様である。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 現代表取締役社長の祖父が前身となる事業を創業

同社の前身は、現代表取締役社長の堀田哲平氏の祖父である堀田巍（たかし）氏が 1949 年に創業した大阪油化工業所である。元々造船技師であった堀田巍氏は、持っていた技術を活かし、当初、化学品を製造するためのプラントの設計及び製作を行い、プラントを販売していた。

その後、自社でプラントを保有し、顧客から化学品の製造を受託する事業を始めた。その事業の成長に伴ってプラント販売は縮小し、受託製造が事業の中心となっていった。

なお、創業当時は戦後間もないこともあり、石炭化学全盛の時代であった。しかし、石油化学中心の時代が到来することを見越して、社名に「油化」を組み入れたとのことである。

受託を開始した初期は、ロウソクの原料となる粗パラフィンの精製が中心であった。その後、クレゾール酸、粗タール酸の蒸留も手掛け、対応品目を増やしながらノウハウや知見を積み上げ業容を拡大し、1962 年には株式会社設立に至った。

◆ 沿革 2 ～ 株式会社設立後の受託体制の強化

株式会社となった後、順次設備投資を行い、受託できる蒸留の幅を広げていった。株式会社設立の翌 63 年には、自社設計の減圧蒸留装置を設置し、73 年の本社工場の新築を経て、98 年に有機 EL 材料精製対応のための昇華精製装置、2000 年に高真空蒸留装置を設置した。

現代表取締役会長の堀田修平氏（現代表取締役社長の父）は 73 年に入社し、76 年の取締役就任を経て、92 年に代表取締役社長に就任したが、精密蒸留の受託拡大を牽引してきた。

◆ 沿革 3 ～ 研究開発支援のサービスの強化

90 年代に入り、顧客企業の研究開発プロセスに係る仕事が徐々に増加してきた。顧客企業が、新しい物質を開発することに研究リソースを集中投下し、精製をアウトソーシングする流れが強まったことが背景にある。一方で、新物質に関する情報を共有する必要があることから、社歴が長く、実績のある同社への依頼が増えてきた模様である。

少量であることからしばらくは既存の設備で対応してきたが、そうした需要に本格的に対応するため、12 年 4 月には研究開発支援のサービスの強化を目的とした研究実験棟を本社工事敷地内に設立し、翌 13 年 4 月には、研究開発用蒸留設備を設置した。

なお、現代表取締役社長の堀田哲平氏は06年に同社の専務取締役に就任したが、研究開発支援分野が強化されていく過程を前線で指揮してきた。

◆ 沿革 4 ~ プラントサービスの開始によりワンストップ対応の体制が完成

顧客企業の研究開発段階の蒸留についてアウトソーシングする流れが強まる一方、大規模生産については顧客企業自身が行うことが通常である。そうした大規模生産の支援を行うという意味で14年7月に立ち上げたのがプラントサービスである。生産設備の提供が当面のサービス内容となるが、奇しくも、同社の前身の大阪油化工業所の創業事業が再開されたような格好でもある。

こうして精密蒸留に関する一貫体制を構築した上で、17年10月に東証JASDAQ(スタンダード)への上場を果たした。

◆ 企業理念

当社には、企業理念として明文化したものを持っていない。しかし、社長のトップメッセージには、「文化に育まれた職人技を継承し「高品質」で次代の仕事に挑みつづける」とあり、蒸留サービスの分野で高品質にこだわって、次代につながる仕事に挑んでいくとしている。

◆ 株主

有価証券届出書と18/9期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表9の通りである。

上場前は堀田哲平氏と堀田修平氏の2名で全株を保有していたが、18年9月末時点で、代表取締役社長の堀田哲平氏が委託した信託財産を管理する三井住友信託銀行(信託口 甲7号)が筆頭株主で、33.47%を保有している。第2位は堀田哲平氏の父で代表取締役会長の堀田修平氏で、4.66%を保有している。

第3位以下の大株主に、金融機関、個人、法人が名を連ねている。いずれも当社と事業上の関係はない模様である。

【 図表 9 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前 (17年10月)			18年9月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
三井住友信託銀行株式会社 (信託口 甲7号)	-	-	-	359,170	33.47%	1	代表取締役社長の堀田哲平氏が委託した信託財産 (議決権行使は堀田哲平氏が指図権を留保)
堀田 修平	170,000	25.40%	2	50,000	4.66%	2	代表取締役会長 上場時の17年10月に120,000株売り出し
株式会社SBI証券	-	-	-	28,700	2.67%	3	
池谷 誠一	-	-	-	24,000	2.23%	4	
安藤 元裕	-	-	-	23,500	2.19%	5	
かねまた運輸倉庫株式会社	-	-	-	20,000	1.86%	6	
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	-	-	-	20,000	1.86%	7	
長谷川 ゆき江	-	-	-	15,000	1.39%	8	
松井証券株式会社	-	-	-	14,300	1.33%	9	
カネマタオフィスサービス株式会社	-	-	-	12,000	1.11%	10	
堀田 哲平	499,170	74.60%	1	-	-	-	代表取締役社長 上場時の17年10月に140,000株売り出し
(大株主上位10名)	669,170	100.00%	-	566,670	52.77%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	56,330	8.42%	-	2,000	0.19%	-	
発行済株式総数	669,170	100.00%	-	1,073,000	100.00%	-	

(出所) 大阪油化工業有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

数値の開示のある 12/9 期～18/9 期までの年平均成長率は、売上高が 0.8%、経常利益が 17.7%であった。16/9 期までの 5 期間の売上高は約 10 億円の水準で推移している。同社によれば、12/9 期の売上高には有償支給での取引が 3 分の 1 程度占め、売上高が嵩上げされていたとのことであり、有償支給売上高の分を除く純売上高の成長率はもっと高かったものと推察される。

経常利益は増益傾向にあるが、13/9 期と、17/9 期及び 18/9 期に減益となっている。いずれの減益局面も、先行投資のために費用を増加させたことが要因である。同社の業績の特徴として、減益となってもしっかり投資を行い、より高難度の案件を獲得できる体制を構築し、中期の増益を図っていく傾向がある。

◆ 18 年 9 月期は臨時的費用の発生により減益

18/9 期は、売上高が前期比 6.8%増の 1,214 百万円、営業利益が同 8.4%減の 201 百万円、経常利益が同 10.7%減の 190 百万円、当期純利益が同 17.3%減の 115 百万円と増収減益となった。

期初の会社計画に対する達成率は、売上高が 101.2%、営業利益が 89.3%、当期純利益が 76.6%であった。

売上高については、研究開発支援が前期比 4.0%増、受託加工が同 3.8%増、プラントサービスが同 366.1%増となり、全区分で増収となった。また、材料の有償支給分を除いた純売上高は同 7.1%増となった。顧客企業の堅調な研究開発及び生産活動を背景とする需要の増加に、人員増等によって対応できたことが増収につながった。

一方、2 つの臨時的費用が発生したことで、減益となった。ひとつは分離・精製関連技術の強化を目的に M&A を検討したものの成立せず、24 百万円の費用のみが発生したことであり、営業利益及び経常利益の減益につながった。18/9 期の売上総利益率は 43.6% (純売上高に対する売上総利益率は 48.3%) で 17/9 期の 43.7% (同 48.6%) とほぼ同水準だったが、上記費用の発生もあって、18/9 期の売上高営業利益率は 16.6%と前期比 2.8%ポイントの低下となった。

もうひとつは、既存設備の撤去による固定資産の除却によって 27 百万円の特別損失が発生したことである。ただしこれは、将来の設備投資のためにスペースを空ける必要が生じたことによるものであり、広い意味での将来の成長のための投資と位置づけられよう。

◆ 上場時の公募増資により自己資本は強化

17年10月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、16/9期末に74.9%、17/9期末に81.4%であった同社の自己資本比率は、18/9期末には91.2%まで上昇した。

> 他社との比較

◆ 顧客企業の全プロセスを一貫してサポートする企業と比較

化学業界において、顧客企業の研究開発から量産までの全プロセスを一貫してサポートする上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、蒸留精製ではないが、有機化合物の合成に特化して、顧客企業の研究・開発・量産までを一貫してサポートするサービスを提供する神戸天然物化学(6568 東証マザーズ)とした(図表10)。

安全性指標については同社の優位性が目立つが、売上高、利益の成長性については下回っている。収益性はどの指標をとるか次第のため、どちらが優位にあるとは言い難い。なお、日本政策投資銀行の「産業別財務データハンドブック」によると、化学工業に属する上場企業が一定期間以上の上場企業の17年度の売上高営業利益率の平均が11.1%であることから、両社とも業界平均以上の収益性を有していると考えられる。

【図表10】財務指標比較：化学業界で顧客企業の全プロセスを一貫してサポートする企業

項目	銘柄	コード	大阪油化工業		神戸天然物化学	
			4124		6568	
			18/9期	(参考)	18/3期	(参考)
規模	売上高	百万円	1,214	—	6,312	—
	経常利益	百万円	190	—	1,208	—
	総資産	百万円	1,795	—	12,768	—
収益性	自己資本利益率	%	9.0	7.1	13.9	10.3
	総資産経常利益率	%	13.0	10.6	11.2	9.5
	売上高営業利益率	%	16.6	—	19.4	—
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	5.0	—	18.3	—
	経常利益(同上)	%	12.6	—	77.1	—
	総資産(同上)	%	22.5	—	14.5	—
安全性	自己資本比率	%	91.2	—	68.4	—
	流動比率	%	776.5	—	243.7	—
	固定長期適合率	%	34.9	—	56.4	—

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 大阪油化工業は18/9期中に、神戸天然物化学は18/3期中に上場の際しての資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記している

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は 70 年の業歴に裏付けられた精密蒸留について蓄積されてきたノウハウにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本に分類される、精密蒸留について蓄積されてきたノウハウにある。創業以来 70 年にわたって精密蒸留に特化して事業を展開してきたことが裏付けとなっており、対応品目の多さでも、他社の追随を許さないものと考えられる。

蓄積されてきたノウハウは、すべて自社にて設計、開発された保有設備と、その運用体制に具現化されている。それを基盤に、顧客企業のプロセスにフル対応できるサービス体系が形成された。

こうした長期にわたるノウハウの蓄積は、蒸留の精度に代表される品質の高さだけでなく、環境対応及び顧客の機密管理等の面における顧客企業の信頼獲得にもつながっている。顧客企業との長期的な関係、すなわち関係資本の強化が続き、その過程で経験した案件から更にノウハウを蓄積し続けている。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値		
関係資本	顧客	・大手中心の顧客企業	・顧客数	約100社	
			・顧客に占める上場企業の割合	90% (15年)	
		・顧客との関係の継続性	・リピート率	開示はないが全体的に高いと推察される	
	ブランド	・主要顧客	・東レ・ダウコーニング	全売上高の20.7%	
			・住友商事ケミカル	全売上高の17.0%	
	ネットワーク	・業界内での評判	・「精密蒸留の駆け込み寺」	特になし	
・仕入先		・特になし	特になし		
組織資本	プロセス	・顧客の開発・生産プロセスに一社で対応できる体制	・事業構成	研究開発支援、受託加工、プラントサービス	
		・設備のラインナップの幅広さ	・蒸留装置のサイズ(蒸留釜)の種類	0.1ℓ～10,000ℓ(研究用から大型蒸留設備まで)	
			・高真空昇華精製装置	特になし	
	プロセス	・設備の運用	・設備の設計・開発	すべて自社設計・自社開発	
			・設備の稼働	24時間連続稼働	
			・工場	大阪・枚方の一カ所のみ	
	知的財産 ノウハウ	・営業・マーケティング	・エンジニアの人数	開示なし	
			・営業拠点	本社(大阪府枚方市) 東京営業所(東京都中央区)	
			・展示会への参加回数	年5回	
	人的資本	経営陣	・営業部門の従業員の数	開示なし	
			・精密蒸留について蓄積されたノウハウ	・精密蒸留の実績	1,000品目以上 (試験も含めると3,000品目以上)
				・精密蒸留に関わってきた業歴	1949年の創業より70年
・研究開発費		21百万円			
従業員		・インセンティブ	・特許	件数は不明だが、 高真空昇華精製装置について主要国で取得	
			・現代代表取締役社長と現代代表取締役会長の存在	・堀田家主導による連続と続く経営	1949年の創業より70年経過
	・代表取締役社長による保有			0株(0.00%) *ただし三井住友信託銀行(信託口 甲7号)の 359,170株(33.47%)は代表取締役社長の 信託財産で代表取締役社長が議決権行使の 指図権を留保	
	・代表取締役会長による保有	50,000株(4.66%) 19年11月の一部売却後は40,000株(3.73%)			
	・インセンティブ	・代表取締役社長と代表取締役会長以外 の取締役による保有	22,500株(2.10%)		
		・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査役は除く	38百万円(4名)		
・従業員数		42名			
・インセンティブ	・平均年齢	37.3歳			
	・平均勤続年数	7.8年			
	・従業員持株会	なし			
	・ストックオプション	2,000株(0.19%)*取締役保有分も含む			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は18/9期、または18/9期末のものとする

(出所) 大阪油化工業有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は化学材料のメーカーとして工場設備を持っている関係上、環境整備活動を重要な方針の一つとして掲げており、07年11月1日に環境方針を制定している(17年9月1日に改定)。

基本理念は「当社は化学薬品(医薬・香料・液晶・電子・光学の材料等)のメーカーとして、地球環境との調和の中で、技術の創出を通して高品質の製品とサービスを顧客に提供し、もって広く社会に貢献する」であり、環境方針として以下を掲げている。

- ・限られた地球上の資源を有効に利用し、地球環境を守っていくために、循環型社会への移行・構築に寄与する。
- ・事業活動において、環境関連法令などによる規制ならびに利害関係者と合意した要求事項を遵守する。
- ・当社の活動・製品・サービスに係わる環境側面を認識し、汚染の予防を図ると共に、自ら環境目的および目標を設定し、環境マネジメントシステムの確立とその継続的改善活動により、環境保全に寄与する。
- ・地球環境の保全をはじめ、事故災害の撲滅、化学品の安全性の確保など、企業としての社会的責任を果たし、社会の皆さま方からの信頼をいただくとともに、企業としての競争力を高めることをめざす。

こうした環境方針のもと、省エネルギーの推進、省資源の推進、化学製品の安全管理、プラントの安全運用、環境関連法案の遵守の5つを取組事項に設定している。特に工場の周辺環境への配慮のための環境設備の整備は進んでおり、「化学系工場にも関わらず、化学品の臭いを感じないレベルの環境対応」を自負している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、CSR基本方針として「精密蒸留・精製という社業を通じ、豊かな価値を創造し、社会の発展に貢献します」を掲げており、本業を通じて社会に貢献する方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名で構成され、うち社外取締役は2名である。

社外取締役の橋森正樹氏は、北浜法律事務所(現北浜法律事務所・外国法共同事業)を経て橋森・幡野法律会計事務所を開設した弁護士・税理士である。現在は大宣システムサービスの社外取締役との兼任である。

社外取締役の今庄啓二氏は、鐘淵化学工業(現カネカ 4118 東証一部)に勤務した後、フューチャーベンチャーキャピタルに入社し、取締役

会長を務めた。現在は JOHNNAN の社外取締役との兼任である。

同社は監査役会設置会社で、監査役会は常勤監査役 1 名、非常勤監査役 2 名の合計 3 名で構成されており、3 名とも社外監査役である。

常勤監査役の西尾裕次郎氏は、シャープ (6753 東証一部) に長く勤務し、最後は常勤監査役に就任した経験を持つ。

非常勤監査役の田積彰男氏は、日本アルミ (現UACJ 金属加工) に長く勤務し、産業機器設計部部長に就任した経験を持つ。

非常勤監査役の野村正勝氏は、大阪大学工学部で長く教授を務めた。現在は同大学の名誉教授との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 人材の確保・育成

同社は業容拡大のため、上場時に調達した資金をもとに積極的な設備投資を行っている。こうした設備投資と並行して、技術者を中心とした人材の確保を最優先課題としている。

なお、同社は、即戦力の人材を確保することよりも、基礎的な知識を習得した人材を雇用して社内で育成していくことを優先している。育成に時間がかかることを念頭に、毎期 15%程度の人員増を想定している模様である。

◆ 収益源の多様化とその一環としてのプラントサービスの育成

同社は、持続的な成長を図るためには収益源の多様化が必要と認識している。その一環として 14 年 7 月に開始したプラントサービスの育成を進めていく方針である。

ただし、プラントサービスの認知度がまだまだ高くないという認識のもと、専門誌への掲載や展示会等への出展を積極的に行っていくとしている。

> 今後の事業戦略

◆ 受託蒸留の成長

既存の研究開発支援のサービスについては、研究開発に関する能力の増強を図ることで売上高を増やしていく方針である。具体的には、改良した 1000装置の本格稼働、連続蒸留パイロットプラントの稼働、実験室の新設及び研究開発部の発足といった施策を行っていくとしている。

受託加工のサービスについては、作業効率の向上と対応可能案件の幅の拡大を通じて、受注及び売上の増加を図っていく。そのために、大型装置・計器の改良・ブラッシュアップを進めるとしている。

◆ プラントサービスの実績の積み上げ

顧客企業への小型蒸留装置の販売とメンテナンスを行うプラントサービスは、開始から 5 年が経過し、徐々に引き合いが増加してきている。こうした引き合いに対応して実績を積んでいくことにより、同社のプラントサービスの存在を啓蒙し、受注増加につなげていく方針である。

◆ 海外展開に向けた体制構築

現状、同社が行う案件の多くは国内メーカーからのものである。機器や施設の改良、技術者の増員によって案件の対応可能領域が広がるこ

とで、難易度の高い案件にも対応が可能となってきた。そうした状況を受け、国内メーカーだけでなく、海外メーカーから直接受託できる体制を構築していく方針である。そのために、プロジェクトチームを発足し、海外メーカーへ向けた情報発信や海外展示会への出展を行っていくとしている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・研究開発から大規模生産まで、顧客企業の開発のすべてのプロセスに対してサービス提供できるカバー領域の広さ <ul style="list-style-type: none"> - 設備のラインナップの幅の広さ ・業歴70年の実績に基づく精密蒸留技術のノウハウ・知見の蓄積 <ul style="list-style-type: none"> - 1,000品目の蒸留精製の実績（研究テーマを含めると3,000品目以上） - 独自設計の設備 ・業界内でのブランドの浸透 「精密蒸留の駆け込み寺」 ・大手中心の顧客層 <ul style="list-style-type: none"> - 顧客企業との長期的関係 ・財務の安全性の高さ
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・プラントサービスの浸透度がまだ低いこと ・設備が大阪・枚方の一カ所に集中し、バックアップ体制が整っていないこと ・事業規模の小ささ ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・蒸留して製造された物質が使われる機能性化学品の安定的な市場拡大の持続 ・国内の化学業界の研究開発費の増加 ・先端生産分野の国内回帰 ・蒸留プロセスをアウトソースする動き ・対応する物質の高付加価値化 ・海外の需要の取り込みの余地の大きさ ・プラントサービスの成長余地 ・設備投資の持続による対応可能品目及び生産能力の拡大 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・化学業界の景気変動により研究開発費が抑制・削減される可能性 ・顧客企業の研究開発に関する情報漏洩の可能性 ・人為的ミス等により環境汚染問題を起こしてしまう可能性 ・注力するプラントサービスが思うように成長しない可能性 ・思ったように人材が集まらない可能性 ・工場での事故や周辺地域での大規模災害の可能性 ・必要な人材が集まらない可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 業歴 70 年の価値は、技術やノウハウの蓄積だけに留まらない

蒸留は、技術そのものの歴史は古く、化学業界の開発・生産プロセスにおいてはなくてはならない技術であり工程である。同社は、前身の時代を含めて 19 年で創業 70 年を迎える。精密蒸留に特化して技術を磨き、案件を経験しノウハウを蓄積してきた 70 年は大変重みがあり、それ自体が競争優位性のひとつとなっている。

顧客企業にとって、新物質の開発は数年単位で進められるものであり、量産までを考えると 10 年単位で物事が進められる。そのため、蒸留の作業をアウトソースする場合、扱うものが高付加価値品であればあるほど、顧客企業が求める条件は、技術的な要件だけでなく、10 年以上先も存在している企業であるかどうかといった、委託先の経営の安定性、財務の健全性も含まれる。その観点でも、業歴 70 年の意味合いは大きい。

◆ 積極的な投資姿勢を評価

もちろん、業歴の長さにあぐらをかく会社ではない。設備投資を継続し、人員を拡大して、対応できる案件の幅を広げる努力を怠っていない。14 年にプラントサービスを開始して、研究開発から量産までの全プロセスに対応できる体制を完成させたのは、同社の経営姿勢の表れとも言えよう。

今後も、現在の高水準の設備投資を継続していく方針で、本格的に利益に反映されるのは、中期経営計画を超えた当面先という見方をしている。

◆ 経営と投資家の持つ時間軸のずれには留意

業歴の長さに加え、顧客企業の持つ時間軸に基づいて対応してきた関係で、同社の経営的な視点も長期的なものになる傾向が強い。長期的視点に立てばその見方は妥当と考えるが、一方で、投資家が想定する投資期間とは必ずしも一致しない可能性がある点には留意しておきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 19 年 9 月期会社計画

19/9 期の会社計画は、売上高 1,259 百万円 (前期比 3.7%増)、営業利益 205 百万円 (同 1.8%増)、経常利益 205 百万円 (同 7.9%増)、当期純利益 141 百万円 (同 22.6%増) である (図表 13)。

増収は、連続蒸留パイロットプラント等の増強した設備が稼働し、対応可能な案件の幅が拡大することによるとしている。一方、営業利益の増益幅が小さいのは、積極的な設備投資による減価償却費の増加に加え、本社移転や東京営業所開設に費用がかかるためとしている。その結果、売上高営業利益率は 16.3%と、前期比 0.3%ポイントの低下を想定している。

なお、営業利益の増益率に比べて経常利益の増益率の方が高いのは、18/9 期に株式交付費や固定資産除却損といった営業外費用が計上さ

れたのに対し、19/9 期はそのような営業外費用を想定していないためである。

配当に関して、19/9 期は 36.0 円（期末配当のみ）と、18/9 期と同額を計画している。配当性向は 18/9 期の 32.3%に対し、19/9 期は 27.2%まで低下する見込みである。

【 図表 13 】 大阪油化工業の 19 年 9 月期の業績計画及び 3 力年中期経営計画

(単位:百万)

	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期単体		20/9期単体	21/9期単体
	単体実績	単体実績	単体実績	会社計画	前期比	中期計画	中期計画
売上高	1,043	1,134	1,214	1,259	3.7%	-	1,600
研究開発支援	167	228	237	-	-	-	300
受託加工	875	899	934	-	-	-	1,100
プラントサービス	-	9	42	-	-	-	200
売上総利益	501	497	529	-	-	-	-
売上総利益率	48.1%	43.8%	43.6%	-	-	-	-
営業利益	223	220	201	205	1.8%	-	300
売上高営業利益率	21.4%	19.4%	16.6%	16.3%	-	-	18.8%
経常利益	219	213	190	205	7.9%	-	-
売上高経常利益率	21.0%	18.8%	15.7%	16.3%	-	-	-
当期純利益	167	139	115	141	22.6%	-	-
売上高当期純利益率	16.1%	12.3%	9.5%	11.2%	-	-	-

(出所) 日本油化工業決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 9 月期第 1 四半期累計期間決算

19/9 期第 1 四半期業績は、売上高 259 百万円（前年同期比 10.3%増）、営業利益 13 百万円（同 65.8%減）、経常利益 13 百万円（同 56.6%減）、四半期純利益 9 百万円（同 63.7%減）であった。

第 2 四半期累計期間の期初の会社計画に対する第 1 四半期の進捗率は売上高が 49.6%、営業利益が 25.5%である。営業利益の進捗は緩慢であるが、第 1 四半期が経過した時点では、19/9 期の会社計画は据え置かれている。

セグメント別の売上高は、研究開発支援は前年同期比 29.6%減、受託加工は同 25.6%増、プラントサービスは 3 百万円の売上高（前年同期はゼロ）となった。研究開発支援の減収は、前年同期に大型スポット案件があったことの反動である。受託加工の増収は、電子材料及び医薬向け受託案件の増加が牽引したが、営業人員の増加等の顧客対応力を整えたことも要因である。

売上総利益率は前年同期比 8.2%ポイント低下の 42.0%となった。この大幅低下も、前年同期に大型スポット案件があったことの反動である。さらに、本社移転の費用増等による売上高販管費率の悪化も加わり、売上高営業利益率は 5.2%と前年同期比 11.6%ポイントの大幅低下となった。

◆ 19年9月期～21年3月期の3カ年中期経営計画

同社は 19/9 期～21/9 期までの 3 カ年中期経営計画を掲げ、21/9 期には、売上高 1,600 百万円、営業利益 300 百万円、売上高営業利益率 18.8%を計画している(図表 13)。研究開発支援及び受託加工は設備増強を背景に緩やかな増収を続ける一方、プラントサービスの増収が全体の増収を牽引する予想となっている。プラントサービスの売上構成比は 18/9 期の 3.5%に対し 21/9 期は 12.5%まで上昇するものとされている。

費用の詳細の開示はないが、増収効果により、売上高営業利益率は、18/9 期の 16.6%に対し、21/9 期は 18.8%まで上昇するものとしている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の 19/9 期業績について、売上高 1,285 百万円(前期比 5.8%増)、営業利益 210 百万円(同 4.5%増)、経常利益 211 百万円(同 11.1%増)、当期純利益 141 百万円(同 22.6%増)と予想する。売上高、営業利益、経常利益は、会社計画を若干上回る水準を予想する(図表 14)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の点に留意した。

(1) 研究開発支援の売上高と受託加工の売上高は一定比率を保ちながら推移するものとみなし、まず研究開発支援の売上高を予想し、その上で、研究開発支援の売上高に「受託加工の売上高の研究開発支援の売上に対する比率」をかけて受託加工の売上高を予想した。

研究開発支援の売上高は前期比 5.8%増とした。化学工業の研究費が緩やかながらも増加していることと、設備増強により同社の受託加工能力の向上が続くことを反映させた。また、受託加工の売上高の研究開発支援の売上に対する比率は、17/9 期は 3.94 倍、18/9 期は 3.93 倍と推移してきたことを受け、19/9 期は 3.90 倍と予想し、受託加工の売上高は同 4.4%増と予想した。

また、プラントサービスの売上高は前期比 39.9%増の 60 百万円とした。なお、全体の売上高に占める有償支給の金額の割合を 10.0%とした結果、純売上高は前期比 5.5%増という予想となった。

(2) 売上総利益率は、18/9 期の 43.6%に対し、19/9 期は 43.0%と 0.6%ポイント低下するものとした。設備投資増に伴う減価償却費の増加と、設備販売が主体となり相対的に利益率が低いと考えられるプラントサービスの売上構成比の上昇を織り込んだ。

(3) 販管費は、前期比 14 百万円増加の 341 百万円とした。人員増に伴う人件費の増加や、研究開発費の増加に加え、本社移転費用等を織り込む一方、前期に発生した M&A に関連する臨時費用がかからなくなるものとしたため、販管費の増加は抑えられるものとした。19/9 期の売上高販管費率は 26.6%と、18/9 期の 27.0%より 0.4%ポイントの低下を見込んだ。売上総利益率の低下の影響を売上高販管費率の改善で一部相殺するため、19/9 期の売上高営業利益率は 16.4%と、18/9 期の 16.6%より 0.2%ポイント低下するものと予想した(会社計画は 16.3%)。

20/9 期以降の業績について、20/9 期は前期比 10.2%、21/9 期は同 12.3%の増収が続くと予想した。増収率が高まるのは、設備投資の効果が発現することによって研究開発支援と受託加工の増収率が上昇していくことに加え、プラントサービスの拡販を想定したためである。

売上総利益率は、19/9 期の 43.0%に対し、減価償却費の増加を増収でカバーできるようになるものとして、20/9 期以降は 43.2%の水準を保つものとした。また、販管費は緩やかに増加を続けるものの、増収効果により売上高販管費率は低減していくものとし、これらの結果、売上高営業利益率は 20/9 期 18.3%、21/9 期 19.5%と上昇していく展開を予想した。

【 図表 14 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	16/9期単	17/9期単	18/9期単	19/9期単CE	20/9期単CE (中計)	21/9期単CE (中計)	19/9期単E	20/9期単E	21/9期単E
損益計算書									
売上高	1,043	1,137	1,214	1,259	-	1,600	1,285	1,416	1,590
前期比	-0.5%	9.1%	6.8%	3.7%	-	-	5.8%	10.2%	12.3%
研究開発支援	167	228	237	-	-	300	250	270	300
前期比	53.1%	36.6%	4.0%	-	-	-	5.3%	8.0%	11.1%
売上構成比	16.0%	20.1%	19.6%	-	-	18.8%	19.5%	19.1%	18.9%
受託加工	875	899	934	-	-	1,100	975	1,026	1,110
前期比	-3.3%	2.8%	3.8%	-	-	-	4.4%	5.2%	8.2%
売上構成比	84.0%	79.1%	76.9%	-	-	68.8%	75.9%	72.5%	69.8%
プラントサービス	-	9	42	-	-	200	60	120	180
前期比	-	-	366.1%	-	-	-	39.9%	100.0%	50.0%
売上構成比	-	0.8%	3.5%	-	-	12.5%	4.7%	8.5%	11.3%
有償支給の金額	83	114	118	-	-	-	128	141	159
売上高に占める割合	8.0%	10.0%	9.8%	-	-	-	10.0%	10.0%	10.0%
純売上高(売上高-有償支給の金額)	959	1,023	1,095	-	-	-	1,156	1,274	1,431
前期比	11.6%	6.6%	7.1%	-	-	-	5.5%	10.2%	12.3%
売上高に占める割合	92.0%	90.0%	90.2%	-	-	-	90.0%	90.0%	90.0%
売上総利益	501	497	529	-	-	-	552	611	686
前期比	-	-1.0%	6.5%	-	-	-	4.4%	10.7%	12.3%
売上総利益率	48.1%	43.7%	43.6%	-	-	-	43.0%	43.2%	43.2%
販売費及び一般管理費	278	276	327	-	-	-	341	352	377
売上高販管費率	26.7%	24.3%	27.0%	-	-	-	26.6%	24.9%	23.7%
営業利益	223	220	201	205	-	300	210	259	309
前期比	64.2%	-1.5%	-8.4%	1.8%	-	-	4.5%	22.8%	19.6%
売上高営業利益率	21.4%	19.4%	16.6%	16.3%	-	18.8%	16.4%	18.3%	19.5%
経常利益	219	213	190	205	-	-	211	259	310
前期比	64.4%	-2.8%	-10.7%	7.9%	-	-	11.1%	22.8%	19.5%
売上高経常利益率	21.0%	18.8%	15.7%	16.3%	-	-	16.5%	18.3%	19.5%
当期純利益	167	139	115	141	-	-	141	174	207
前期比	89.5%	-16.8%	-17.3%	22.6%	-	-	22.6%	22.8%	19.5%
売上高当期純利益率	16.1%	12.3%	9.5%	11.2%	-	-	11.0%	12.3%	13.1%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 大阪油化工業有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/9期単	17/9期単	18/9期単	19/9期単CE	20/9期単CE (中計)	21/9期単CE (中計)	19/9期単E	20/9期単E	21/9期単E
貸借対照表									
現金及び預金	248	406	908	-	-	-	761	605	676
売掛金	93	80	189	-	-	-	192	212	238
商品及び製品・仕掛品・原材料及び貯蔵品	131	108	89	-	-	-	102	113	127
その他	43	50	36	-	-	-	36	36	36
流動資産	516	645	1,224	-	-	-	1,092	967	1,078
有形固定資産	541	475	564	-	-	-	821	1,097	1,172
無形固定資産	4	3	2	-	-	-	2	2	2
投資その他の資産	11	6	5	-	-	-	5	5	5
固定資産	557	485	571	-	-	-	828	1,104	1,180
資産合計	1,073	1,130	1,795	-	-	-	1,921	2,071	2,259
買掛金	2	2	4	-	-	-	3	4	4
短期借入金	100	-	-	-	-	-	0	0	0
未払金	32	78	89	-	-	-	92	101	114
未払法人税等	53	46	0	-	-	-	20	25	30
その他	81	83	63	-	-	-	63	63	63
流動負債	269	210	157	-	-	-	180	194	213
固定負債	-	-	-	-	-	-	0	0	0
純資産合計	804	920	1,638	-	-	-	1,741	1,876	2,046
(自己資本)	804	920	1,638	-	-	-	1,741	1,876	2,046
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	219	213	162	-	-	-	211	259	310
減価償却費	98	106	96	-	-	-	108	132	157
売上債権の増減額 (-は増加)	-19	13	-109	-	-	-	-2	-19	-26
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-30	23	19	-	-	-	-13	-10	-13
仕入債務の増減額 (-は減少)	-55	0	2	-	-	-	0	0	0
法人税等の支払額・還付額	-35	-87	-86	-	-	-	-49	-80	-97
その他	48	66	24	-	-	-	2	9	12
営業活動によるキャッシュ・フロー	224	334	109	-	-	-	256	291	342
有形固定資産の取得による支出	-254	-55	-191	-	-	-	-365	-407	-232
有形固定資産の売却による収入	-	5	-	-	-	-	0	0	0
有形固定資産の除却による支出	-3	0	-7	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	-	-	-	-	-	-1	-1	-1
その他	-7	-	-	-	-	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-264	-51	-198	-	-	-	-366	-408	-233
短期借入金の増減額 (-は減少)	0	-100	-	-	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	0	0	0
株式の発行による収入	-	-	625	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-11	-23	-23	-	-	-	-38	-38	-38
株式公開費用による支出	-	-1	-10	-	-	-	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	-	-	0	-	-	-	0	0	0
その他	-	-	-	-	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-11	-124	591	-	-	-	-38	-38	-38
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-51	158	502	-	-	-	-147	-155	71
現金及び現金同等物の期首残高	299	248	406	-	-	-	908	761	605
現金及び現金同等物の期末残高	248	406	908	-	-	-	761	605	676

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 大阪油化工業有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 大規模災害による影響の可能性

同社の生産拠点は、大阪府枚方市の1カ所のみである。そのため、同地域や工場で大規模な災害があった場合、同社の業績や財務状況に影響が及ぶ可能性がある。

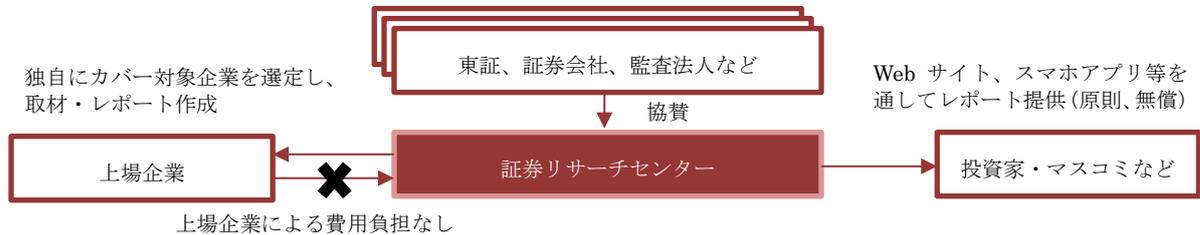
◆ 環境関連の対応

環境汚染につながる事故は同社の業績に大きな影響を与える。また、環境関連諸法規の変更による、追加の設備投資や費用負担は同社の業績に影響を与える点に留意が必要である。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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・間接的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。