

ホリスティック企業レポート

神戸天然物化学

6568 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート
2018年3月20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 20180316

神戸天然物化学 (6568 マザーズ)

発行日:2018/3/20

化合物の合成に特化した事業展開で顧客の研究開発をサポート
研究、開発、量産を一貫して手掛けるビジネスモデルを構築アナリスト:小枝 善則 +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

【6568 神戸天然物化学 業種:サービス業】

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)
2016/3	4,541	19.1	416	-	409	88.2	107	-40.9	17.9	630.5	10.0
2017/3	4,768	5.0	708	70.1	740	80.7	484	350.2	80.7	697.3	15.0
2018/3 予	5,817	22.0	1,031	45.6	1,010	36.4	714	47.6	117.8	-	19.3

(注) 1. 単独ベース。2018/3期の予想は会社予想

2. 2017年8月1日付で1:2000、2018年1月6日付で1:3の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

3. 2018年6月期の1株当たり純利益は公募株数を含めた期中平均発行済み株式数により算出

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	3,390円 (2018年3月16日)	本店所在地 兵庫県神戸市
発行済株式総数	7,380,000株	設立年月日 1985年1月22日
時価総額	25,018百万円	代表者 広瀬克利
上場初値	3,665円 (2018年3月15日)	従業員数 244人 (2018年1月)
公募・売出価格	2,340円	事業年度 4月1日～翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 6月
		【主幹事証券会社】 SMBC日興証券
		【監査人】 有限責任あずさ監査法人

➤ 事業内容

◆ 有機化学品の研究・開発・生産ソリューション事業

神戸天然物化学(以下、同社)の事業内容は、顧客である化学会社や製薬会社などから研究、開発、量産の各段階における有機化学品の合成を受託し、必要なサンプルや製品を供給することである。

化学品の研究開発は、目的の機能をもつ化合物の化学構造を考え、それを合成して、その機能を評価するというサイクルを繰り返すが、合成の部分と同社が分担することによって、顧客は機能を考え、それを評価することに経営資源を集中することができる。

同社は基本的に顧客が要望する化合物は殆どすべてが合成可能であるが、化学品の取扱いに関して、産業分野によって特有の法規制や業界基準が存在するため、対象分野を需要が多い医薬医療分野及び情報電子分野に絞っている。17/3期の事業部門別売上構成比は機能材料事業部門が49%、医薬事業部門が37%、バイオ事業部門が14%となっている(図表1)。

機能材料事業部門は化学メーカーなどを顧客とし、有機ELや半導体材料、省令の規制対象外となっている医薬用原料などの研究開発支援を行っている。医薬品に比べると規制が緩く、2000年代半ばには化合物の量産体制を整えており、同社の事業部門のなかでは最も高い利益率を確保している。

医薬事業部門は医薬品メーカーなどに、医薬原薬、治験原薬^注及びそれらの中間体となる化合物を提供している。またバイオ事業部門は有機合成化

(注) 厚生労働省の製造許可を得る前の薬に使用されている有効成分。臨床試験に使われる。

学では対応できないバイオテクノロジーを用いた化合物の合成を手掛け、将来的には市場の成長期待が大きいペプチドや核酸医薬などの中分子医薬の領域をターゲットとしている。

【 図表 1 】 事業部門別売上高

事業部門別	17/3期		18/3期第3四半期累計	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
機能材料事業部門	2,358	49.5	2,070	44.6
医薬事業部門	1,757	36.8	2,251	48.5
バイオ事業部門	652	13.7	319	6.9
合計	4,768	100.0	4,641	100.0

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ リーマンショックが転機

同社は 1985 年に現社長の広瀬克利氏によって設立された。当初は試薬の実験材の合成からスタートしたが、徐々に研究分野を拡大させていった。08 年のリーマンショックまでは順調に成長し、機能材料の量産も手掛けるようになっていたが、どちらかと言えば、研究・開発のステージが主であった。

しかし、リーマンショックによる顧客企業の研究開発費削減が同社にも大きな影響を及ぼし、量産まで一貫して受託するビジネスモデルを強く志向するようになった。

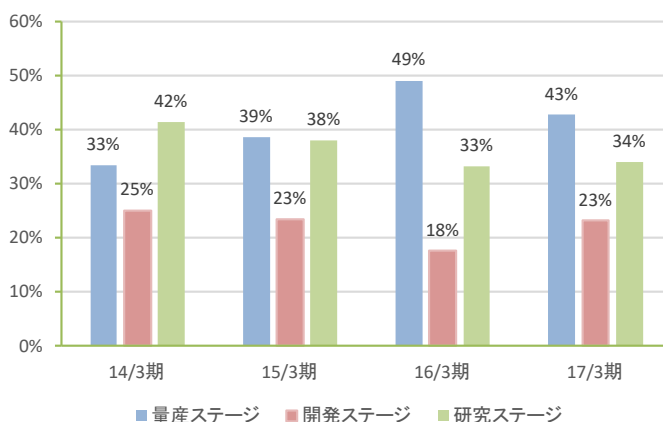
> 特色・強み

◆ 研究、開発、量産へとステージアップするビジネスモデル

化合物の合成を受託する競合先は数多い。しかし、研究から開発、量産に至る各ステージを一気通貫で受託できる会社は限定されている。それぞれのステージでなら高い技術力をもった競合先が存在するが、研究・開発と量産では設備や必要な要員が大きく違ってくる。一方、顧客の立場にたってみると、研究開発から量産の段階に移るときに委託先を変えようとするれば、技術移転のために余分な手間が必要となる。そのため、一気通貫で化合物の合成を受託できることが、同社の強みのひとつとなっている。

同社はおよそ年間 700 件の研究・開発を受託している。このうち量産の段階に進むものは極めて少ないようであるが、量産ステージに移行すると、1 件当たりの受託金額が飛躍的に拡大する。さらに研究・開発のサイクルは半年から 1 年で終わるが、量産ステージでは機能材料で 5 年～10 年、医薬で 10 年～15 年と長い。このため、同社のステージ別の売上構成比をみると、今では量産ステージのものが最も多くなっている(図表 2)。

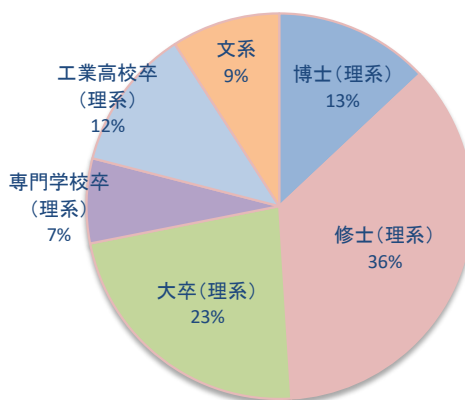
【 図表 2 】 ステージ別売上構成比



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社は高度な技術者集団であると自負している。有機化学品合成やバイオテクノロジーの技術や知識とともに、量産の段階では生産管理や品質管理などの知見も必要となってくる。18年1月末時点で253名の役職員のうち、91名が理系修士号、33名が理系博士号を取得しており、全体の90%を超える人材が理系出身者で占められている(図表3)。

【 図表 3 】 役職員の内訳 (18年1月末)



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

また、研究から量産に至る過程において、様々な課題が発生するが、これまでそれらの課題に対し顧客と協力ソリューションを見出すことを繰り返してきた。そうしたことによって築かれた顧客との信頼関係は同社の貴重な財産であると考えられる。今では同社の売上の7割以上が10年以上取引が継続している顧客向けとなっている(図表4)。

【 図表 4 】 顧客の取引年数の分布 (17/3 期)

取引年数	10年以上	7年～9年	4年～6年	3年以下
取引顧客数に占める割合	20.3%	15.5%	24.3%	39.9%
売上に占める割合	73.9%	7.6%	11.2%	7.2%

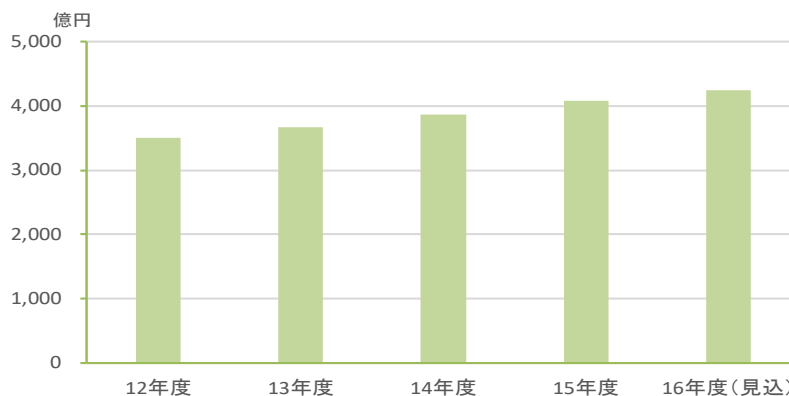
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

> 事業環境

◆ 医薬品業界などの製造の外部委託が増加するが競争は厳しい

同社が目論見書に示した総務省統計局の科学技術研究調査を加工したデータをみると、化学業界や医薬品業界の試験研究費のうち外部に委託する割合は、わずかずつだが増加している(化学業界は12年の7.4%が16年には7.9%、医薬品業界は21.9%が24.7%となっている)。また医薬品業界においては原薬・中間体の製造を外部に委託する傾向も続いている(図表5)。

【 図表 5 】 医薬品原薬・中間体の外部委託費



(出所) 矢野経済研究所「医薬品原薬・中間体市場の展望と戦略 2017年版」

ただ、医薬品に関して、05年に改正された「医薬品、医療機器等の品質、有効性及び安全性の確保等に関する法律」によって、製造のアウトソーシングが認められたことが外部委託が増えた契機となったことは間違いないが、基本的に医薬品業界では業界再編を含む事業構造改革による経営効率化を迫られているという事情があり、決して市場の成長見通しが明るく、自社の製造設備だけでは追いつかないという理由ではない。

一方、医薬品原薬・中間体の製造に関してはすでに総合化学メーカーなど多くの企業が参入している。なかでも、今後の成長期待が高い核酸医薬の領域では日東電工(6988 東証一部)や味の素(2802 東証一部)など大手企業が活発に展開しているほか、海外にはすでに受託合成の実績が豊富な会社が存在する。同社がターゲットとする市場の成長は期待できるが、競争環境も激しいことは銘記すべきである。

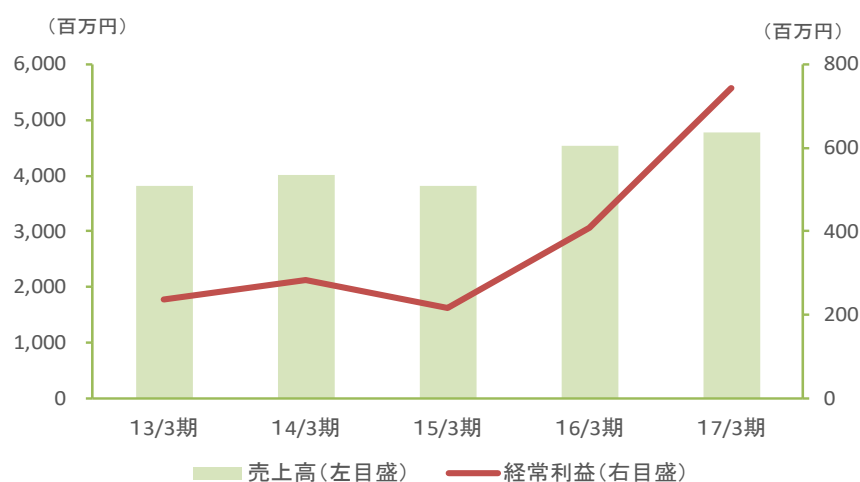
> 業績

◆ 17年3月期

過去5年間の業績推移をみると多少の振幅はあるが、概ね順調に拡大している(図表6)。17/3期の部門別売上高をみると機能材料事業部門が前期比0.5%増の2,358百万円、医薬事業部門も同1.1%増の1,757百万円とそれぞれ横ばい圏にとどまったが、バイオ事業部門が同52.5%増の652百万円と大きく伸長した。この結果、全体の売上高は同5.0%増の4,768百万円となった。

売上総利益率が同4.1%ポイント改善したうえ、販売費及び一般管理費(以下、販管費)も研究開発費や役員報酬などを中心に減少したことが貢献し、営業利益は同70.1%増の708百万円となった。また営業外損益も助成金収入の増加などによって改善し、経常利益は同80.7%増の740百万円となった。さらに16年12月に事業譲渡した中国の大神医薬化工に関連する関係会社整理損が大きく減少したため、当期純利益は同350.2%増の484百万円となった。

【図表6】業績の推移



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 18年3月期第3四半期累計期間

18/3期第3四半期累計期間の売上高は4,641百万円と、17/3期通期の実績に迫るものとなった。事業部門別でみると機能材料事業部門が2,070百万円(前年同期比19.6%増)と順調な進捗をみせているうえ、医薬事業部門において量産設備の稼働率が向上し2,251百万円と17/3期の実績を上回った。また、バイオ事業部門は319百万円となった。

売上総利益率は36.8%(17/3期通期は30.4%)と高い水準となっているほか、販管費率も13.7%(同15.5%)と抑制されており、営業利益は1,071百万円と17/3期の実績を上回った。また経常利益は1,085百万円、四半期純利益は717百万円となった。

◆ 18年3月期の会社計画

同社の18/3期計画は、売上高5,817百万円(前期比22.0%増)、営業利益1,031百万円(同45.6%増)、経常利益1,010百万円(同36.4%増)、当期純利益714百万円(同47.6%増)となっている(図表7)。

売上高に関しては第4四半期では医薬事業部門やバイオ事業部門といった医薬分野において翌期に売上計上されるものの製造を行うため、第3四半期累計の水準からは大きく上積みされない見通しとなっているが、第3四半期累計期間の通期計画に対する進捗率が80%と高いことや17年12月末時点の受注残高(18/3期売上予定のもので1,083百万円)から、売上高の計画は達成される公算が大きいと考えられる。

売上原価は人員増加による労務費の増加に加え、期末賞与の支給を予定しているため3,861百万円(前期比16.3%増)を見込んでいるが、順調な売上の伸長を背景に売上総利益率は33.6%と前期より3.2%ポイント改善する計画となっている。また販管費は役員の新任や管理部門の人員増加及び医薬・バイオ事業の研究開発費の増加に加え、期末賞与の支給を予定しており、924百万円(同25.2%増)を計画している。

この結果、営業利益は1,031百万円(前期比45.6%増)を見込み、研究開発に対する助成金や支払利息、上場関連費用など営業外損益を織り込んだ経常利益は1,010百万円(同36.4%増)を計画している。また特別損益では第3四半期までに計上していた助成金やそれに伴う固定資産圧縮損以外には大きなものを見込んでおらず、当期純利益は714百万円(同47.6%増)を見込んでいる。

【図表7】18年3月期の会社計画

	2017/3期		2018/3期 会社計画		
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	構成比 (%)
機能材料事業	2,358	49.5	2,722	15.4	46.8
医薬事業、バイオ事業	2,409	50.5	3,094	28.4	53.2
売上高合計	4,768	100.0	5,817	22.0	100.0
売上原価	3,320	69.6	3,861	16.3	66.4
販管費	738	15.5	924	25.2	15.9
営業利益	708	14.9	1,031	45.6	14.9
経常利益	740	15.5	1,010	36.4	17.4
当期純利益	484	10.2	714	47.6	12.3

(出所) 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

➤ 経営課題/リスク

◆ 経営課題

同社は現時点で定量的な中期経営計画を公表していないが、経営方針として量産ステージのビジネスを更に拡大することを掲げている。ただ研究・開発ステージは量産ステージにつなげるために必要であり、先端領域を選択しながら推進するとしている。要は、化合物の合成を研究・開発・量産とステージアップしながら受託するという同社のビジネスモデルを堅持・強化するというこ

とであり、最終的なゴールである量産まで結びつけるものを一段と増やす意向と考えられる。

量産ステージを拡大させるためには生産能力の向上が不可欠であるばかりでなく、生産管理や品質管理体制の強化が求められる。このために先行的な設備投資や人員の拡充を避けて通ることはできない。財務健全性などのバランスを取りながら、どのように進めてゆくかが重大な経営課題と考えられる。

また、同社が伸ばそうとする医薬分野は成長期待が高だけに資金力や技術力を備えた大手を含めて多くの企業が参入している。この分野では、顧客企業と研究初期の段階から親密な協力体制を構築する仕組みづくりが課題と考えている。

◆ リスク

同社は届出目論見書において想定されるリスクとして 23 項目を掲げている。このうち、重要と考えられるものを以下に抜粋する。

(1) 顧客、当社の研究開発計画に関するリスク。顧客の研究開発品のスケジュールや生産計画に依存している。同社の顧客は東レ(3402 東証一部)や東和薬品(4553 東証一部)など大企業が多いが、それらの顧客企業も最先端の分野で激しい競争を繰り広げている。したがって、同社が関わる研究開発計画が途中で中止・中断するリスクは避けられない。

(2) 競合他社との関係に関するリスク。同社の強みは研究・開発・量産の各ステージで一貫して顧客を支援できる体制を整えていることや技術的な幅の広さであるが、各ステージにおいては技術力、生産能力などの点で同社よりも優位性をもった企業が存在する。

(3) 人材確保に関するリスク。業界全体に採用需要が高まり、優秀な人材の確保が困難になっている。最先端の技術者の確保は同社にとって死活問題であると考えられる。

【 図表 8 】 財務諸表

損益計算書	2016/3		2017/3		2018/3/3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	4,541	100.0	4,768	100.0	4,641	100.0
売上原価	3,344	73.6	3,320	69.6	2,935	63.2
売上総利益	1,196	26.3	1,447	30.3	1,705	36.7
販売費及び一般管理費	779	17.2	738	15.5	634	13.7
営業利益	416	9.2	708	14.9	1,071	23.1
営業外収益	31	-	61	-	40	-
営業外費用	38	-	29	-	26	-
経常利益	409	9.0	740	15.5	1,085	23.4
税引前当期純利益	96	2.1	722	15.1	1,105	23.8
当期純利益	107	2.4	484	10.2	717	15.4

貸借対照表	2016/3		2017/3		2018/3/3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,368	27.3	3,185	36.0	3,740	40.4
現金及び預金	835	9.6	1,262	14.3	2,160	23.3
売上債権	636	7.3	833	9.4	484	5.2
棚卸資産	679	7.8	941	10.6	951	10.3
固定資産	6,313	72.7	5,653	64.0	5,520	59.6
有形固定資産	5,626	64.8	5,340	60.4	5,159	55.7
無形固定資産	38	0.4	38	0.4	31	0.3
投資その他の資産	647	7.5	274	3.1	329	3.6
総資産	8,681	100.0	8,838	100.0	9,260	100.0
流動負債	1,935	22.3	2,294	26.0	2,473	26.7
買入債務	325	3.7	498	5.6	488	5.3
固定負債	2,962	34.1	2,360	26.7	1,953	21.1
純資産	3,783	43.6	4,183	47.3	4,834	52.2
自己資本	3,783	43.6	4,183	47.3	4,834	52.2

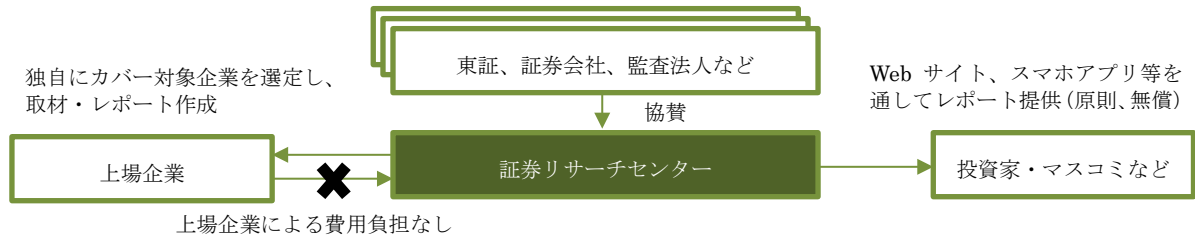
キャッシュ・フロー計算書	2016/3		2017/3		2018/3/3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー	-		1,247		-	
減価償却費	-		836		-	
投資キャッシュ・フロー	-		57		-	
財務キャッシュ・フロー	-		-877		-	
配当金の支払額	-		-60		-	
現金及び現金同等物の増減額	-		427		-	
現金及び現金同等物の期末残高	-		1,232		-	

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

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

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

優成監査法人

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。