

日本合成化学工業株式会社

(4201 東証一部)

発行日 2015年2月24日

主力2製品でライバル「クラレ」と市場を占有

参入障壁は高く、2社による寡占が継続

酢酸系樹脂の専門化学品メーカーで、1927年(昭和2年)設立と業歴は長い。

主力製品は「OPL フィルム」及び「ソアノール」の二つである。「OPL フィルム」は液晶ディスプレイの画像表示に不可欠な「偏光板」の素材であり、「ソアノール」は主に食品包装材として利用される合成樹脂である。「OPL フィルム」は、技術面での参入障壁が高く、日本合成化学工業とクラレの2社による寡占が成立しており、市場シェアも日本合成化学工業3割、クラレ7割の状態が続いている。「ソアノール」も技術面での参入障壁が高く、初期の設備投資額が大きいこともあり、今後も寡占状態が継続する可能性が極めて高い。また、両製品ともカスタマイズ性の強い非汎用品であることから、価格競争に陥りにくい点も魅力の一つとなっている。

目下の課題は、主力2製品に続く第三の柱となる製品の育成である。偏光板やタッチパネル用の粘着剤「コーポニール」「紫光」は、スマートフォンの普及などに伴い、順調に成長してきている。今後、液体洗剤の個包装材などに利用される「ハイセロン」の販売も期待される。また、同社の製品はハイエンド商品であるため、新興市場が本格的なターゲットとなるのはこれからであり、中長期的にも成長が期待される。

本四半期は増収減益での着地、新ラインの稼働による増収に期待

本第3四半期の売上は782億円、前年同期対比約30億円の増収となったが、営業利益は、前年の113億円(営業利益率15%)から86億円(同11%)と減少、増収減益での着地となった。要因は大きく二つあり、一つは品質安定性の不具合によるOPLフィルム新設備の本格稼働のズレ込み、二つ目は欧州市場での酢酸ビニルモノマー(ソアノールの原料)価格の高騰によるコスト増である。二つとも既に解消の目処がたっていることから、利益率は改善方向に向かうと推察される。なお、来年度第2四半期には米国工場で建設中のソアノールの新ラインが稼働を開始する予定であり、設備増強に伴う売上増加も期待される。但し、コスト面では減価償却負担の増加に加え、国内工場において、生産体制などの最適化を実施する計画もあることから、臨時的な費用負担に伴い利幅が縮小する可能性もある。

ベーシックレポート
(2015年3月期 第3四半期)

(株)スクアード・リサーチ&コンサルティング
奥山 智子/坂本 貞夫

会社概要	
会社名	日本合成化学工業株式会社
証券コード	4201
上場市場	東証1部
所在地	大阪市北区小松原町2-4
代表者	木村 勝美
設立	1927年3月30日
資本金	17,989 百万円
上場	1949年5月
URL	http://www.nichigo.co.jp/
業種	素材>化学>合成樹脂
決算	3月末日

主要株式指標 (2015年1月31日時点)	
株価	728 円
年初来高値	989 円 (2014/1/20)
年初来安値	656 円 (2014/10/31)
発行済株式数	98,369,186 株
売買単位	1,000 株
時価総額	71,613 百万円
予想配当	18.00 円 (2015/3期)
予想配当利回り	2.47% (2015/3期)
予想EPS	73.92 円 (2015/3期)
実績EPS	82.32 円 (2014/3期)
予想PER	9.85 倍 (会社予想)
実績PBR	0.88 倍

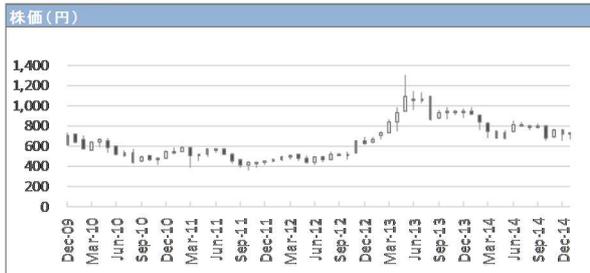
単位:百万円

年度	売上高	前期比	営業利益	営業利益率	経常利益	経常利益率	当期純利益	純利益率	EBITDA	EPS(円)
2012年3月 実績	87,243	95.6%	7,117	8.2%	6,763	7.8%	3,154	3.6%	13,714	32.38
2013年3月 実績	91,976	105.4%	11,859	12.9%	12,375	13.5%	8,158	8.9%	18,792	83.75
2014年3月 実績	111,151	120.8%	16,229	14.6%	16,712	15.0%	8,018	7.2%	23,358	82.32
2015年3月 会社予想	104,500	94.0%	11,000	10.5%	11,300	10.8%	7,200	6.9%	n.a.	73.92
第3四半期累計	売上高	前期比	営業利益	営業利益率	経常利益	経常利益率	当期純利益	純利益率	EBITDA	EPS(円)
2014/3-3Q 実績	74,898	109.1%	11,373	15.2%	12,082	16.1%	7,810	10.4%	n.a.	n.a.
2015/3-3Q 実績	78,191	104.4%	8,620	11.0%	8,917	11.4%	5,845	7.5%	n.a.	n.a.
2015/3-3Q 対予想進捗率	74.8%	n.a.	78.4%	n.a.	78.9%	n.a.	81.2%	n.a.	n.a.	n.a.

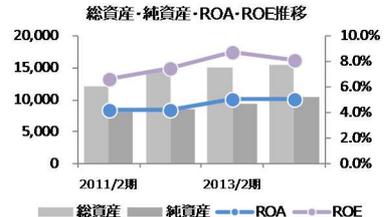
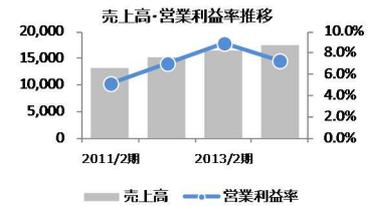
Brief Investor Summary

単位: 百万円

会社名	日本合成化学工業株式会社	英文名	The Nippon Synthetic Chemical Industry Co., Ltd.	設立年月日	1927/3/30
本社住所	大阪府北区小松原町2-4	URL	http://www.nichigo.co.jp/	代表者氏名	木村 勝美
上場市場	東証1部	証券コード	4201	格付け	A- (格付投資情報センター)
業種	素材>化学>合成樹脂	資本金	17,989 百万円	従業員数	単体 1,037 人
幹事証券	SMBC日興証券	メインバンク	みずほ銀行	(正社員)	連結 1,665 人
監査法人	新日本有限責任監査法人	継続性の注記	なし	平均給与	単体 7,336 千円
事業内容	酢酸系樹脂の専門化学品メーカー、セグメントは「①合成樹脂」「②有機合成」と「③その他」の三分。「①合成樹脂」が売上の約75%、営業利益の95%超を占める主力部門として事業を牽引している。「①合成樹脂」セグメントでは、(1) ポリビニルアルコール(PVOH)、(2) エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂(EVOH)、(3) スペシャルティーパーマー(粘・接着事業)を展開。中でも偏光板向けPVOHフィルム「OPLフィルム」及びEVOH樹脂「ソアノール」の2つが看板商品となっている。主力2製品ともクラレ社と同社の寡占状態にあり、長きに渡りセカンドサプライヤーのポジションを維持している。				
今後の展望	コア2製品の需要が堅調に推移していることを受け、2013年3月期以降、積極的に設備投資を実施、生産能力増強による業務の拡大を目指す。偏光板市場も当面拡大が続くと予想されている。さらにタブレット型端末やスマートフォンの普及に伴い、タッチパネル市場が急成長しており、タッチパネル向け製品の需要拡大も期待される。EVOH樹脂(食品包装材料)は現在のところ先進国での需要が中心となっているが、今後は新興国市場での需要拡大も見込まれる。コア製品のみでも十分業務の拡大が期待できるが、次の課題となるのは、コア2製品に続く主力製品の育成である。新規製品の開発は然ることながら、既存製品の用途拡大による需要の掘り起しにも注力している。				



主要株主	持株比率%
三菱化学	50.4%
日本トラスターサービス信託銀行	5.6%
State Street Bank and Trust Company	3.6%
日本マスタートラスト信託銀行	2.6%
資産管理サービス信託銀行	1.5%
その他	36.3%
合計	100.0%



基準日: 2015年1月31日					
終値(円)	時価総額	EV	PER*(倍)	PBR(倍)	配当利回*
728	71,613	71,613	9.85	0.88	2.47%
会計年度	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	年初来
期末株価(円)	513	509	839	741	n.a.
最高(円)	683	573	869	1,306	989
最低(円)	392	367	408	686	656
EPS(円)	62.94	32.38	83.75	82.32	n.a.

損益計算書関連	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
売上高	91,260	87,243	91,976	111,151
売上総利益	23,939	21,278	26,662	32,893
営業利益	10,087	7,117	11,859	16,229
経常利益	9,460	6,763	12,375	16,712
当期純利益	6,131	3,154	8,158	8,018
減価償却費	6,645	6,597	6,933	7,129
研究開発費	2,562	2,824	3,388	3,458
支払利息	420	273	224	200
EBITDA**	16,732	13,714	18,792	23,358
資本的支出(CAPEX)***	5,900	8,028	10,772	20,263
EBITDA-CAPEX	10,832	5,686	8,020	3,095

** EBITDA=営業利益+減価償却費
***資本的支出=CF計算書の「固定資産の取得による支出」

貸借対照表関連	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
現預金	8,036	4,879	8,433	5,785
売上債権	22,897	24,213	25,120	24,478
棚卸資産	15,674	17,528	19,788	24,134
其他流動資産	2,091	2,842	3,711	2,510
流動資産合計	48,699	49,464	57,054	56,907
有形固定資産	41,394	43,436	48,762	66,511
無形固定資産	839	665	489	496
投資その他	6,923	6,195	5,873	6,193
固定資産合計	49,157	50,296	55,125	73,200
資産合計	97,857	99,761	112,180	130,107
流動負債	26,003	28,289	33,148	38,822
固定負債	16,902	15,475	13,587	14,515
負債合計	42,906	43,764	46,735	53,337
株主資本	57,367	59,254	66,222	72,481
其他純資産項目	(2,416)	(3,258)	(778)	4,289
純資産合計	54,951	55,996	65,444	76,770
有利子負債残高	13,599	11,977	10,040	15,350

キャッシュフロー関連	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
営業活動によるCF	14,132	9,223	16,365	14,150
投資活動によるCF	(7,761)	(8,575)	(10,557)	(20,033)
フリーキャッシュフロー	6,371	648	5,808	(5,883)
財務活動によるCF	(9,844)	(2,872)	(3,319)	1,996
換算差額	(329)	(142)	425	954
ネットCF	(3,802)	(2,367)	2,914	(2,933)

EV: Enterprise Value、企業価値=時価総額+(有利子負債-現預金-有価証券)として算定。

セグメント情報	売上	売上シェア%	利益	利益率%
2014/3月期				
合成樹脂	83,560	75.2%	16,407	19.6%
有機合成	23,754	21.4%	49	0.2%
その他	3,836	3.5%	218	5.7%
調整額	-	-	(446)	-
合計	111,151	100.0%	16,229	14.6%

2014/3月期 四半期データ	1Q	2Q	3Q	4Q	合計
売上	24,242	25,197	25,459	36,253	111,151
営業利益	3,980	3,822	3,571	4,856	16,229
営業利益率	16.4%	15.2%	14.0%	13.4%	14.6%

2015/3月期 四半期データ	1Q	2Q	3Q	4Q*	合計*
売上	26,068	26,461	25,662	26,309	104,500
営業利益	3,504	2,961	2,155	2,380	11,000
営業利益率	13.4%	11.2%	8.4%	9.0%	10.5%
売上対前年比	107.5%	105.0%	100.8%	72.6%	94.0%

Key Indicator	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
売上高増加率	(%) 1.3%	-4.4%	5.4%	20.8%
営業利益率	(%) 11.1%	8.2%	12.9%	14.6%
経常利益率	(%) 10.4%	7.8%	13.5%	15.0%
当期純利益率	(%) 6.7%	3.6%	8.9%	7.2%
EBITDA/売上高	(%) 18.3%	15.7%	20.4%	21.0%
原価率	(%) 73.8%	75.6%	71.0%	70.4%
販管費率	(%) 15.2%	16.2%	16.1%	15.0%
研究開発費率	(%) 2.8%	3.2%	3.7%	3.1%
ROA	(%) 6.0%	3.2%	7.7%	6.6%
ROE	(%) 11.4%	5.7%	13.4%	11.3%
流動比率	(%) 187.3%	174.9%	172.1%	146.6%
自己資本比率	(%) 56.2%	56.1%	58.3%	59.0%
D/Eレシオ	(倍) 0.78	0.78	0.71	0.69
有利子負債/EBITDA	(倍) 0.81	0.87	0.53	0.66

Valuation	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
時価総額 (百万円)	50,463	50,070	82,532	72,892
EV (百万円)	56,026	57,168	84,139	82,457
EV/売上高 (倍)	0.61	0.66	0.91	0.74
EV/EBITDA (倍)	3.35	4.17	4.48	3.53

本レポートは、株式会社スクアード・リサーチ&コンサルティング(以下、SQUADD)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。SQUADD が信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。SQUADD は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は SQUADD に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されています。

目次

1 ビジネス概要		5 セグメント概況及びビジネスモデル	
(1) セグメント構成	P4	(1) 合成樹脂	P19
(2) ビジネス全体像	P5	(2) 有機合成	P23
(3) 合成樹脂:PVOH	P6	(3) コスト分析	P24
(4) 合成樹脂:EVOH	P7	(4) 財務概況	P26
(5) 合成樹脂: スペシャリティーパーリマー	P8	(5) キャッシュフロー概況	P28
(6) 有機合成	P9	6 経営計画及び成長戦略	
2 会社概要		(1) 経営計画	P29
(1) 会社沿革	P10	(2) 成長戦略	P30
(2) 株主構成	P11	7 競合分析	
(3) 役員構成	P12	(1) 競争環境	P32
(4) 従業員の状況	P12	(2) 業績比較	P34
(5) 関係会社及び主要施設	P13	8 株価動向・投資リターン分析	
3 業績ハイライト		(1) 株価動向	P35
(1) 連結業績ハイライト(年次)	P15	(2) 投資リターン分析	P36
(2) 直近四半期の状況	P16	(3) 株主還元・配当政策	P38
4 市場環境		(4) 資本コスト／投下資本利益率	P39
(1) ナフサ価格の動向	P17		

1. ビジネス概要

1-(1) セグメント構成

合成樹脂事業が主軸の事業構成

営業利益の95%超を合成樹脂事業が生み出す

◆主力事業は合成樹脂事業

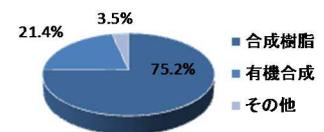
日本合成化学工業(株)(以下、同社)は酢酸系樹脂の専門化学品メーカーであり、セグメントは、「①合成樹脂」「②有機合成」「③その他」の3つから成る。2014年3月期の売上(1,112億円)のうち、「①合成樹脂」が約75%(836億円)を占め、残りの25%については、「②有機合成」:約21%、「③その他」:約4%の構成となっている。

営業利益については、「①合成樹脂」が約98%を占めており、同セグメントが主たる収益源として機能している。「②有機合成」と「③その他」については概ね収支均衡状態にある(2011年3月期を除く)。

また、過去5年間の推移を見ても、「①合成樹脂」が売上の70~75%、営業利益の95%超を稼ぎ出す状態が続いており、同社の主力部門としてビジネスを牽引している。同事業は、(1)PVOH(Polyvinyl alcohol、ポリビニルアルコール、PVAとも略される。)、(2)EVOH(Ethylene vinyl alcohol、エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂)、(3)スペシャリティポリマー(粘・接着樹脂)が三本柱となっており、各々の売上比は、(1)PVOH:4割強、(2)EVOH:4割弱、(3)スペシャリティポリマー:2割程度の水準にある。

合成樹脂	<p>■基礎化学品を原料とした合成樹脂及び加工品の生産・販売。 ①PVOH事業:液晶パネル用光学フィルム、紙のコーティング剤等 ②EVOH事業:食品包装用フィルム、樹脂の素材等、 ③スペシャリティポリマー事業:液晶テレビ偏光板用粘着剤、光学フィルムハードコート材等</p>
有機合成	<p>■基礎化学品、酢酸の派生商品及びその加工品の生産・販売。 医薬品原料、食品添加物、香料・染料、接着剤原料等として利用される「酢酸エチル」「酢酸塩類」などを取り扱う。うち「酢酸ビニルモノマー」は、主力製品「ゴーセノール」(PVOH)の原料としても利用されている。</p>
その他	物流サービス、設備工事・保守、環境分析、保険代理店業務

部門別売上構成(2014年3月期)



出所:有価証券報告書、決算説明資料を基にSQUADD作成

◆セグメント別業績概況

単位:百万円

		2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	会社予想*
売上高	合成樹脂	65,099	64,946	61,510	67,113	83,560	76,800
	有機合成	22,747	22,932	22,034	20,643	23,754	24,000
	その他	2,239	3,381	3,699	4,219	3,836	3,700
	全社売上	90,086	91,260	87,243	91,976	111,151	104,500
営業利益	合成樹脂	10,703	10,234	7,244	11,837	16,407	11,300
	有機合成	262	(131)	35	174	49	0
	その他	14	200	231	243	218	200
	計	10,981	10,303	7,512	12,254	16,675	11,500
	調整額	(213)	(216)	(395)	(395)	(446)	(500)
全社営業利益	10,767	10,087	7,117	11,859	16,229	11,000	
営業利益率	合成樹脂	16.4%	15.8%	11.8%	17.6%	19.6%	14.7%
	有機合成	1.2%	-0.6%	0.2%	0.8%	0.2%	0.0%
	その他	0.6%	5.9%	6.2%	5.8%	5.7%	5.4%
	全社	12.0%	11.1%	8.2%	12.9%	14.6%	10.5%

*セグメント別の内訳はSQUADD推定値

出所:有価証券報告書、決算説明資料を基にSQUADD作成

1-(2) ビジネス全体像

◆「有機合成」「合成樹脂」「加工技術」の三つが技術基盤

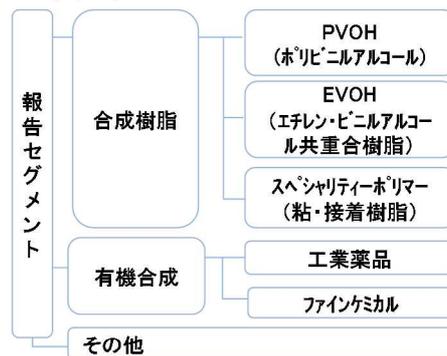
日本合成化学工業は、「有機合成」「合成樹脂」「加工技術」の三つを技術基盤として事業を展開している。1928年(昭和3年)に日本で初めて「酢酸」の工業化に成功して以来、これら3領域の複合・融合化を進め事業領域を拡大、現在も付加価値の高い製品の開発に努めている。

以下、現在同社のビジネスを牽引している「合成樹脂」のうち、主力事業となる、(1) PVOH(ポリビニルアルコール)、(2) EVOH(エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂)、(3) スペシャルティーパーリマー(粘・接着樹脂)の概要に触れる。

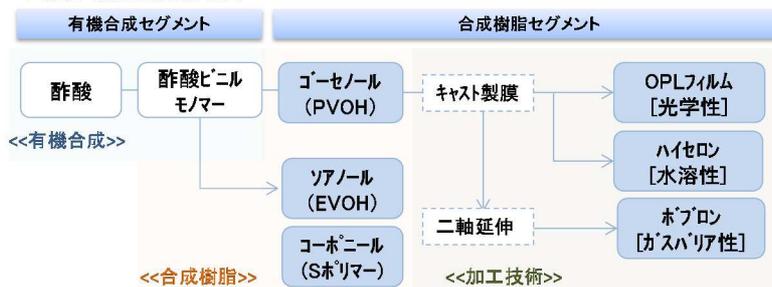
◆技術基盤



◆事業セグメント



◆製品・技術系譜概略図



出所: 決算説明資料、会社HP等に基づきSQUADD作成

◆合成樹脂事業主要製品

PVOH		EVOH・EVA*	
ゴセノール ゴセネクス ゴセノールEG		生分解性・水溶性合成樹脂。接着、紙、乳化、懸濁、繊維、フィルムなどの工業原料、加工剤医薬品・化粧品添加剤として利用される。	エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂。食品包装用フィルム・ボトル・チューブを中心に、建築資材やガソリンタンクとしても利用される。
情報電子材料	OPLフィルム	ソアライト	エンジニアリングプラスチック用のEVOH樹脂
機能フィルム	ORGA	ソアブレン	PVC改質剤として使用される、酢酸ビニル含有率の高いEVA樹脂
	ハイセロン	ソアレジン	樹脂改質や押出加工時の安定化のために添加、使用する樹脂
	ホプロン	スペシャルティーパーリマー	
		ゴホニール	アクリル系共重合樹脂。シール・テープなど粘接分野のほか、液晶テレビ偏光板用接着剤としても利用される。
		紫光	紫外線硬化樹脂。密着性と硬度が高く、プラスチック・光学フィルムハードコート剤として利用される。
		モビニール	合成樹脂エマルジョン。水性塗料、建築材料、粘・接着剤、紙加工、機能性コーティングに使用される。
		ニチゴホリエスター	プラスチックフィルムや成型物、アルミや銅などの金属に対して優れた接着性を有する。
		ニチゴホリマー	アモルファスビニルアルコール系樹脂。EVOHを超えるガスバリア性を有し、かつ成形加工性、生分解性も備える高機能新素材。

*EVA: エチレン・酢酸ビニル共重合樹脂
**BVOH: フテンジオール・ビニルアルコール共重合樹脂

出所: 決算説明資料、会社HP等に基づきSQUADD作成

1-(3) 合成樹脂： PVOH

a ゴーセノール

合成樹脂関連製品の原材料としても利用

b OPLフィルム

液晶ディスプレイの表示に欠かせない「偏光板」用の素材

光学用PVOHフィルムメーカーは世界で日本合成化学工業とクラレの2社のみ

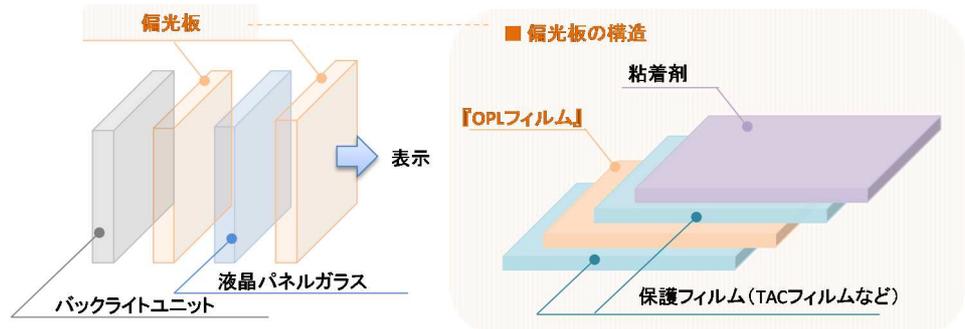
◆ゴーセノール：水溶性・生分解性を持つ合成樹脂

PVOH事業(ポリビニルアルコール事業)のベースとなる商品は「ゴーセノール」であり、酢酸ビニルモノマーを重合・ケン化し製造される。「ゴーセノール」は水に溶ける数少ない合成樹脂であり、皮膜形成性、接着性、耐溶解性、界面活性性、安全性に優れ、繊維加工、医薬品・化粧品製造、プラスチック製造、建築材料製造、紙加工、自動車フロントガラスの中間膜原料など様々な分野・用途で利用されている。また同社製品の「OPL フィルム」や「ハイセロン」「ボブロン」等は、「ゴーセノール」が原料となる。

◆OPLフィルム：クラレ(7割)と日本合成化学工業(3割)の寡占市場

「OPLフィルム」は「ゴーセノール」を原料として製造される光学用PVOHフィルムである。液晶ディスプレイの画像表示に不可欠な「偏光板」の素材としての用途が開拓され、液晶テレビの普及などに伴い、同社の主力商品の1つに成長した。液晶は電圧を与えると分子の並び方が変化し、光を屈折させる性質を持っており、液晶を2枚の「偏光板」で挟み、光を通したり、遮断したりすることで、画面を表示する。「偏光板」は偏光子である「OPLフィルム」を保護フィルム(TACフィルム、アクリルなど)で挟み、液晶パネルに張るために接着加工し製造される。

◆液晶ディスプレイ・偏光フィルム模式図



出所：会社HP等に基づきSQUADD作成

液晶パネル用PVOHフィルムを製造しているのは、世界でクラレと日本合成化学工業の2社のみであり、クラレ7割、日本合成化学工業が3割程度のシェアを握る寡占が成立している(生産能力からの推定)。また、同社にとっては得意先市場となる偏光板業界も上位3メーカー(日東電工、LG化学(韓)、住友化学)の占有率が7割を超える状態にあるなど、比較的閉鎖された業界構造にある。このような中、日本合成化学工業はPVOHフィルムの供給者として確固たるポジションを確立し、「OPLフィルム」は同社の安定的な収益源として寄与している。

但し、2014年8月に、偏光板大手の日東電工がPVOHフィルムの代替製品となる「コーティング式ポリビニルアルコール(コーティングPVA)」の内製を開始し、自社偏光板への本格採用をスタートさせるなど、業界構造に変化もみえ始めた。生産設備の更新に時間とコストを要する点等を鑑みると、直ちに日本合成化学工業の業績に影響を及ぼすわけではないが、従前とは異なる懸案に向き合うこととなった。

1-(4) EVOH

高いバリア性を持つ樹脂、食品包装材が主な用途

EVOH 樹脂もクラレと日本合成化学工業が事実上市場を占有

◆EVOH:食品包装に革新をもたらした合成樹脂

EVOH(エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂)の主力製品は、主に食品包装材となる「ソアノール」である。「ソアノール」は他の樹脂との共押出成形やフィルム加工後にフィルムラミネーションすることにより、包装用フィルム、ボトル、チューブ、シート成形物として利用される。空気中の酸素を遮断し、食品の腐敗やカビの発生を防止するだけでなく、食品の香りや風味を維持する機能も有するとともに、透明性や印刷適性に優れており、食品を美しく見せるという点でも評価を得ている。

また、酸素以外にもあらゆるガスに対する高いバリア性や耐油性・耐湿性等を有することから、プラスチック製の自動車用ガソリンタンクの部材など、非食品用途分野でも利用されている。

さらに、「ソアノール」の構成成分は、炭素、酸素、水素であるため、焼却時に有毒ガスを発生せず、燃焼熱もポリエチレンに比べて約2分の1と環境負荷が小さい点でも注目されている。

◆ソアノール応用例



出所:会社HP等に基づきSQUADD作成

EVOH 樹脂メーカーは、世界で①クラレ、②日本合成化学工業及び③長春石油化学(台湾)の3社のみである。各社の生産能力(トン/年)は①クラレ 81,000トン、②日本合成化学工業 51,000トン、③長春石油化学 10,000トンとなっており、生産能力からみる各社のシェアは①クラレ 57%、②日本合成化学工業 36%、③長春石油化学 7%の比率にある(各社リリース資料、同社ヒアリングによる)。

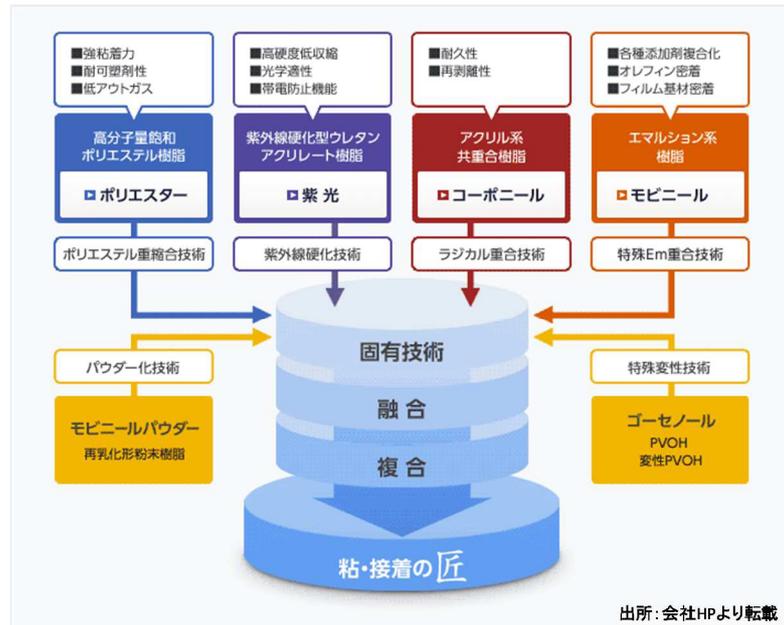
技術面での参入障壁が高いことに加え、EVOH 樹脂は用途に応じて製品のカスタマイズ及び技術サービスが必要な非汎用品であり、顧客のニーズに合わせた製品を供給できるか否かが肝要となる。また、新規で生産工場を建築するには、トンあたり100万円程度の設備投資が必要となるなど、初期コストが重い点も新規参入を阻む要因となっている。

1-(5) 合成樹脂
スペシャリティーポリマー

用途に応じ多種多様な粘・接着樹脂を展開

◆多種多様な粘・接着剤を展開

スペシャリティーポリマー事業では、「粘・接着の匠」をコンセプトに、粘着分野、接着分野、コーティング分野の技術を融合・複合させることにより、多種多様な粘・接着樹脂を提供している。代表的な製品としては、「コーポニール」、「紫光」、「モビニール」、「ポリエステル」が挙げられる(P5 図表参照)。



偏光板用光学粘着剤の分野で世界2位

◆偏光板用光学粘着剤に強み

なお、同社が強みを持つ領域は、テレビやPCモニターなどのFPD（フラットパネルディスプレイ）に使用される「偏光板用光学粘着剤」である。偏光板用光学粘着剤業界も上位4社による寡占が成立しており(上位4社シェア約93%)、日本合成化学工業は世界第2位にランク、市場シェアは約23%にのぼる(同社推計)。

「偏光板用光学粘着剤」として利用される商品は「コーポニール」と「紫光」である。「コーポニール」は、酢酸エチル、トルエン等を溶媒とするアクリル酸エステル主体の共重合樹脂で、光学向けの他、マスキング・表面保護用、ラベル用、塩ビ基材用、両面テープ用など様々なグレードの製品を取り揃えている。

「紫光」は、ウレタンアクリル型の紫外線・電子線硬化樹脂であり、熱硬化型と比較すると硬化時間が短く、有機溶剤を使用しなくとも、無溶剤や水系での設計が可能であり環境負荷の少ない樹脂としても注目されている。超高硬度から軟質・弾性タイプまで幅広いラインナップを有しており、用途に応じ構造設計を変更することで、顧客のニーズに即した商品を提供している。

◆タッチパネル向け製品も堅調

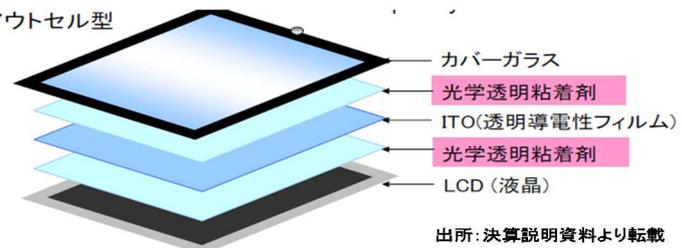
同社は偏光板用光学粘着剤メーカーとして長い実績を有するが、スマートフォンやタブレットの普及を追い風に、タッチパネルの部材の貼り合せに使用される「光学系透明粘着剤」の材料開発・販売にも注力している。

タッチパネルは、多層構造になっており、部材と部材を貼り合わせる光学系透明粘着剤として「コーポニール」や「紫光」が使用されている。タッチパネル用粘着剤には「高透明性」「耐発泡性」「耐腐食性」など様々な性能が求められる。求められる性能の中に「誘電率」「弾性率」がある。

近年デバイスの薄型化により粘着剤も薄膜化が進んできているが、単純に粘着剤を薄膜化すると、静電容量値が変化し誤作動を引き起こす要因となるため、薄膜化と同時に粘着剤の低誘電率化が求められる。このような状況のもと、同社は薄膜化と同時に誘電率を自由に制御可能な「コーポニール」（誘電率制御型粘着剤）を開発し、既に商品展開している。

また、カバーガラスと偏光板の間に衝撃吸収を目的としてエアギャップを設けるのが一般的であるが、このエアギャップを、弾性を持つ「紫光」（光学弾性 UV 硬化型粘着剤）で埋めることで、ディスプレイの薄型化と強度向上の両立が可能となった。また、弾力性を制御することで、顧客のニーズに即した粘着剤の提供も行える。

代表例: アウトセル型



出所: 決算説明資料より転載

1-(6) 有機合成

◆自家消費に回らなかった工業薬品などを販売

有機合成事業では、①「酢酸」「酢酸ビニルモノマー」「酢酸エチル」などの汎用工業薬品、②医薬原料・食品添加物などとして利用される「酢酸塩類」「イミダゾール誘導体」などのファインケミカル製品を生産販売している。

なお、有機合成事業で生産した「酢酸ビニルモノマー」等は、合成樹脂事業で展開するPVOH、EVOHなどの原料として使用しており、自家消費に回らなかった分を一般向けに販売するという構造にある。

合成樹脂事業と比較すると汎用品の取扱いが多いため、利幅は薄く、価格競争も激しい。自家消費余剰分の販売は、コア事業の付帯ビジネスとして今後も継続していく予定であるが、収益性が低い商品については、取扱い停止も視野に商品ポートフォリオの見直しを進めていく予定である。

2. 会社概要

2-(1) 会社沿革

◆1990年頃より光学用途分野に注力

1927年(昭和2年)に設立と歴史は古く、2015年3月期は第132期目にあたる。創業当初より、「酢酸」をベースに有機合成化学を基盤技術として事業を展開、1949年(昭和24年)には、「ゴーセノール」(ポリビニルアルコール、PVOH)の生産に着手、1984年(昭和59年)には、「ソアノール」(エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂)の生産を開始している。

1990年代半ばに入り、EVOH事業を中心に海外展開を加速、1994年にデュポン社よりEVOH製造設備を買収し、「ソアノール」の生産拠点となるNOLTEX(米国)を設立した。1996年には欧州進出も果たしており、その後2001年に英国にソアノールの生産拠点(NIPPON GOHSEI UK)を設立している。

また、2000年代半ば以降は、アジア市場開拓へ向け、2006年には中国へ進出、2010年にはタイに販売子会社を設立している。

技術面では、1990年以降、光学用途の製品開発に注力しており、2003年に「OPLフィルム(光学用PVOHフィルム)」の生産を開始、その後もタッチパネル用粘着剤や光学用ハードコート樹脂などを順次リリースしている。

◆沿革

年	区分(注)	事項
1927年(昭和2年)	全社	木酢生産4社が合同で(株)日本合成化学研究所を設立
1928年(昭和3年)	全社	社名を「日本合成化学工業(株)」に変更、日本で初めての有機合成酢酸の工業化に成功
1949年(昭和24年)	全社	東京証券取引所・大阪証券取引所に上場
	PVOH	大垣工場にて「ゴーセノール」生産設備完成
1963年(昭和38年)	全社	石油化学への原料転換のため三菱化成工業(株)(現・三菱化学(株))と提携し、水島合成化学工業(株)(現・水島工場)を合併で設立
1971年(昭和46年)	全社	水島合成化学工業(株)を吸収合併、当社水島工場となる
1984年(昭和59年)	EVOH	水島工場にて「ソアノール」本格生産開始
1987年(昭和62年)	EVOH	米国に現地法人NIPPON GOSEI (USA) Co., Ltd.を設立
1989年(平成元年)	S.ポリマー	「紫光」(紫外線・電子線硬化型樹脂)の生産開始
1994年(平成6年)	EVOH	「ソアノール」事業の米国展開をはかり、デュポン社よりテキサス州ヒューストンのプラントを買収し、NOLTEX L.L.C.を設立
1996年(平成8年)	EVOH	米国に現地法人SOARUS LLCを設立し、「ソアノール」の販売拡充
	EVOH	欧州の販売拠点としてNIPPON GOHSEI Europe GmbH.を設立
2001年(平成13年)	EVOH	英国に「ソアノール」生産会社 NIPPON GOHSEI UK Ltd.を設立
2003年(平成15年)	PVOH	大垣工場にて「OPLフィルム(光学用PVOHフィルム)」の本格生産を開始
2004年(平成16年)	S.ポリマー	クラリアントジャパン(株)から、クラリアントポリマー(株)(後のニチゴー・モビニール(株))の全株式を取得し子会社化
2006年(平成18年)	全社	中国に上海事務所を設立
2010年(平成22年)	全社	中国・上海事務所を現地法人化し、日之高(上海)商貿有限公司を設立
	全社	タイ・バンコクに、NIPPON GOHSEI (THAILAND) CO., LTD.を設立

(注)PVOH: ポリビニルアルコール、EVOH: エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂、S.ポリマー: スペシャルティポリマー(粘・接着)

出所: 有価証券報告書、会社HP

2-(2) 株主構成

三菱化学株が株式の過半を所有

法人株主の所有割合が約9割と高い。

◆筆頭株主は三菱化学株、1963年より系列関係にある

最大株主は三菱化学株であり、2013年3月期に持株比率が46.1%から50.4%に増加して以降、三菱化学株が同社の株式の過半を所有する状態が続いている。なお、1963年(昭和38年)に水島合成化学工業株(現 水島工場)を合併で設立して以来、三菱化学株とは系列関係にある。

直近5年間においては、所有割合を減らした金融機関がいる反面、買い増した金融機関もあり、上位10株主の所有割合は70%前後で推移している。

所有者のタイプ別では、法人株主(金融機関・外国法人含む)の割合が高く、概ね9割程度を法人株主が所有、個人株主の所有割合は10%程度の水準にある。株主数は、2013年3月期に株価が400円台から800円台に上昇したことなどを受け、個人株主を中心に利益確定売りが先行し、約3,500人にまで減少した。しかし、2013年6月には1,149円にまで株価が上昇、その後も高値での推移が続いたこともあり、2014年3月期末には約4,000人にまで株主数は増加している。(株価の詳細はP35参照)

◆大株主の状況

2014/3期		2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
順位	大株主					
1	三菱化学株	40.1%	40.7%	46.1%	50.4%	50.4%
2	日本トラスティ・サービス信託銀行株	13.6%	13.7%	11.2%	8.7%	5.6%
3	State Street Bank and Trust Company	n.a.	0.9%	1.6%	1.7%	3.6%
4	日本マスタートラスト信託銀行株	3.1%	4.7%	3.0%	2.6%	2.6%
5	資産管理サービス信託銀行株	1.4%	1.5%	1.8%	1.4%	1.5%
6	Northan Trust Company (AVFC)	n.a.	n.a.	n.a.	1.4%	1.3%
7	株みずほ銀行	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
8	丸紅株	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
9	自己株式	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
10	株りそな銀行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.9%
	三菱商事株	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	n.a.
	みずほ証券株	n.a.	n.a.	1.0%	n.a.	n.a.
	Morgan Stanley and Company International PLC	n.a.	0.9%	n.a.	n.a.	n.a.
	HSBC Bank PLC Clients UK Tax Treaty	1.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Mellon Bank, N.A. as Agent for its Client Mellon omnibus US Pension	0.9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	上位10株主合計	66.0%	67.6%	69.8%	71.4%	69.0%
	その他	34.0%	32.4%	30.2%	28.6%	31.0%
	合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所:有価証券報告書

株式所有割合及び株主数推移



出所:有価証券報告書

2-(3) 役員構成

◆現木村社長は技術系出身

現 木村社長は、2013年6月に代表職に就任、技術系の出身であり、主力製品「OPL フィルム」の造詣は深い。また、親会社である三菱化学(株)の執行役員1名が社外取締役に就任している。現取締役は全員、同社ないしは三菱化学(株)系列会社の出身となっており、企業外部から招聘された取締役はいない。

◆役員一覧(2014年3月31日時点)

役名	氏名	年齢	職名等	前職等
取締役社長 (代表取締役)	木村 勝美	59歳	2013年6月就任	当社常務取締役 スペシャル ティー営業本部長
取締役 (代表取締役) 専務執行役員	石崎 恵治	62歳	研究開発本部長 環境安全・品質保証部 新事業開発部、知的財産部担当	当社取締役 専務執行役員 研 究開発本部長
取締役 常務執行役員	森 知行	59歳	研究開発本部 中央研究所所長	当社執行役員、(株)三菱化学技 術研究センター取締役社長
取締役 常務執行役員	高橋 恵一	59歳	総務人事部長 経営効率化推進室担当	当社常務執行役員 総務人事 部長
取締役 執行役員	高田 和紀	58歳	経営企画室長 監査室、経理部担当	当社経営企画室長
取締役	和賀 昌之	56歳	社外取締役	三菱化学(株)執行役員 機能化 学本部長(兼任)
監査役	小田 通郎	63歳	常勤	当社取締役 研究開発本部長
監査役	赤木 淳一	60歳	常勤	当社取締役
監査役	多屋 真治	54歳	社外監査役	三菱化学(株)機能商品管理部 グループマネージャー
監査役	吉野 孝義	67歳	社外監査役	大阪裁判所所長

出所: 有価証券報告書

2-(4) 従業員の状
況

◆グループ全体の従業員数は前年とほぼ同数の約 1,600 人

2014年3月期末の連結従業員数(正社員)は1,665人、部門別では合成樹脂1,156人(70%)、有機合成265人(16%)、その他220人(13%)、全社共通24人(1%)の構成となっている。合成樹脂事業の従業員数が増加している反面、有機合成事業の一部商品から撤退したこともあり、同事業の従業員数が減少している。総従業員数については、微増傾向にあるが大きな変化はない。

◆従業員数等

		2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
連結	合成樹脂	1,358	1,020	1,051	1,085	1,156
連結	有機合成		326	295	291	265
連結	その他	234	221	213	220	220
連結	全社(共通)		16	25	29	24
連結	正社員合計(人)	1,592	1,583	1,584	1,625	1,665

単位: 百万円

連結	正社員1人当たり売上高	56.6	57.7	55.1	56.6	66.8
連結	正社員1人当たり営業利益	6.8	6.4	4.5	7.3	9.7
連結	正社員1人当たり純利益	3.6	3.9	2.0	5.0	4.8

単体	平均年齢(歳)	41.4	41.8	42.4	42.5	42.4
単体	平均勤続年数(年)	20.0	20.4	20.9	21.1	20.9
単体	平均年間給与(千円)	7,107	7,342	7,375	7,111	7,336

出所: 有価証券報告書等を基にSQUADD作成

2-(5) 関係会社
及び主要施設

a 関係会社

三菱化学 G 内の事業再編に伴い、2014年10月に合成樹脂エマルジョン製造部門を会社分割により中央理化工業(株)へ移管

◆コア事業は本体、国内子会社 2 社及び海外子会社 6 社で展開

日本合成化学工業は、三菱ケミカルホールディングスの系列会社であり、同社は三菱化学(株)の上場子会社の位置づけにある。なお、三菱化学(株)からエチレン等の原材料を調達している(2014年3月期取引金額:99億円、売上原価に占める割合:13%)。

日本合成化学工業としては、傘下に子会社 15 社及び関連会社 1 社を有している(下図参照)。なお、子会社 15 社のうち 6 社は物流サービス・設備保守など「その他」サービスを提供しており、1 社は持株会社として機能していることから、本業に絞ると、本体、子会社 8 社及び関連会社 1 社の計 10 社体制で事業を展開している。

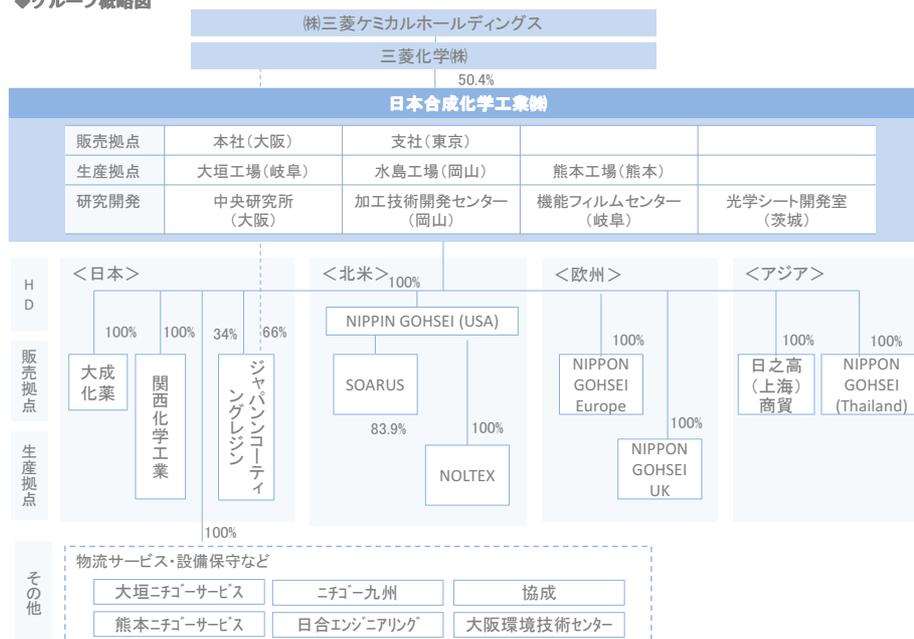
国内では、日本合成化学工業が主体となり製造・販売を手掛けており、大成化学(株)は化学品商社として主に販売を担当(売上 254 億円)、関西化学工業(株)はフィルム製品の製造・販売(有機合成事業)を行っている。

海外事業は EVOH(合成樹脂事業)が中心となっており、北米、欧州、アジア(中国及びタイ)に販売子会社を有するほか、米国及び英国に生産拠点がある。

◆2014年8月に三菱化学 G 内の合成樹脂エマルジョン事業の統合が決定

2014年8月に、三菱化学(株)グループ内での、合成樹脂エマルジョン事業(注1)の統合が決定した。これに伴い、2014年10月1日付で、会社分割により、日本合成化学工業の合成樹脂エマルジョン製造部門を中央理化工業(株)(合成樹脂エマルジョン専業メーカー)へ移管した。会社分割と同時に、承継会社である中央理化工業(株)の社名が「ジャパンコーティングレジジン(株)」に変更された。会社分割により、ジャパンコーティングレジジン(株)の資本構成は、三菱化学 66%、日本合成化学工業 34%となった。会社分割後も引き続き、研究開発・営業は継続していく予定であり、シナジー効果の追求による収益性の向上を狙う。

◆グループ概略図



出所: 有価証券報告書等に基づきSQUADD作成

a 主要施設

コア事業拡大に向け、大型設備投資を實行

注1:合成樹脂エマルジョン事業は、日本合成化学工業内では合成樹脂(スペシャリティーポリマー)に分類される。

◆コア製品を中心に大型設備投資を實行

生産拠点としては、国内に「熊本工場」「水島工場」「大垣工場」の3拠点、米国及び英国に各々1拠点の計5つの工場を有している。なお海外2工場はEVOHの生産に特化している。

OPLフィルム及びEVOHを中心に生産設備の増設を積極的に進めており、2013年3月期に熊本工場でOPLフィルム(15,000千㎡/年)、本年度第1四半期に同じく熊本工場でOPLフィルム(18,000千㎡/年)の設備増強を實施した。

EVOHについては、2016年3月期第1四半期(2015年4月~6月)に米NOLTEXで15,000トン/年の設備増設が完了し、グループのEVOH総生産能力は現在の51,000トン/年から66,000トン/年へと約3割増加する予定である。

また、2014年7月にアクリル系溶剤型粘着剤「コーポニール」及びPVOHフィルム「ハイセロン」についても、需要伸長や用途拡大を見据え、生産設備の増強を決定した(P31参照)。

◆主要生産拠点

生産拠点	所在地	帳簿価額 (2014年3月末) (百万円)	生産能力(2014年9月末)		
			PVOH (トン/年)	OPLフィルム (千㎡/年)	EVOH (トン/年)
熊本工場	熊本県宇土市	18,630	30,000	63,000	-
水島工場	岡山県倉敷市	6,898	40,000	-	10,000
大垣工場	岐阜県大垣市	6,185	-	25,000	-
NOLTEX(米)	Texas, USA	30,871	-	-	23,000
NIPPON GOHSEI UK(英)	Hull, UK		-	-	18,000
合計		62,584	70,000	88,000	51,000

出所:有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

熊本工場	水島工場	大垣工場
PVOH、PVOHフィルム、ファインケミカルなどの生産	PVOH、EVOH、酢酸ビニルモノマーなどの生産	PVOHフィルム、粘・接着樹脂、ファインケミカルなどの生産
		
熊本工場は1939年の創設、日本合成化学では大垣工場に次ぐ2番目の工場であり国内最大の敷地面積を誇ります。現在は、「ゴーセノール(PVOH)」、「OPLフィルム・ポブロン(PVOHフィルム)」、医薬・農業の中間体などを生産しています。	水島工場は1963年の創設、石油化学への転換を目的に水島コンビナートに進出した日本合成化学の3番目の工場です。現在は、酢酸ビニルモノマー、「ゴーセノール(PVOH)」、「ソアノール(EVOH)」などを生産しています。	大垣工場は1927年の創設、日本で初めての合成法による酢酸の生産に成功した日本合成化学の発祥工場です。現在は、「OPLフィルム」、スペシャリティーポリマー製品、医薬・農業の中間体などの各種ファインケミカル製品などを生産しています。

出所:会社案内、会社HP

◆設備拡張実績/予定					
生産拠点	設備投資額	着工	完工	完工予定	設備の内容
熊本工場	60億円	2010年10月	2013/3期1Q (2012年4-6月)	-	OPLフィルム生産設備 (+15,000千㎡/年)
NOLTEX (米)	8.1百万\$ (約10億円)*	2010年10月	2011年10月	-	EVOH生産設備部分増強 (+3,000トン/年)
NIPPON GOHSEI UK(英)	8.8百万\$ (約16億円)*	2011年1月	2012年9月	-	EVOH生産設備部分増強 (+3,000トン/年)
熊本工場	65億円	2013年1月	2015/3月期1Q (2014年4-6月)	-	OPLフィルム生産設備 (+18,000千㎡/年)
(予定) NOLTEX (米)	180百万\$ (約212億円)*	2013年7月	-	2016/3月期1Q (2015年4-6月)	EVOH生産設備 (+15,000トン/年)
(予定) 熊本工場	29億円	2014年7月	-	2016/3月期3Q (2015年9-12月)	PVOHフィルム『ハイセロン』 生産設備
(予定) 大垣工場	26億円	2014年7月	-	2016/3月期3Q (2015年9-12月)	アクリル系溶剤型粘着剤 『コーポニール』生産設備

*1ドル=118円換算、1ポンド=180円換算の参考値
出所: プレスリリース及び決算説明資料を基にSQUADD作成

生産ラインの再配置等工場再編も視野にある

◆来期以降、工場再編に取り組む予定

但し、一方で、生産を取りやめた製品(ファインケミカル製品等)の跡地利用については、来期以降、生産ラインの再配置を含む工場再編を推進して行く予定である。中長期的には業績にプラスに作用する前向きな投資と評価できるが、特に来期(2016年3月期)は設備の撤去費用等の支出が発生する見込みであり、一時的に利益率等が悪化する可能性もある。

3 業績ハイライト

3-(1) 連結業績ハイライト (年次)

◆2012年3月期を底に業容は順調に拡大

2014年3月期は、連結子会社の決算期変更した影響で、売上高1,112億円と表面的に約2割の大幅増収となった(12月から3月へ変更)。決算期変更に伴う売上増加額(約109億円)除いた修正後売上高は1,002億円となるが、それでも前年比約9%増(約82億円増)の好決算となった。「ソアノール」の販売数量は前年並みであったものの、「OPLフィルム」の広幅対応新設備(第5系列)が通期で稼働した点が売上増に大きく寄与した。また、売上増に伴う固定費吸収効果もあり、営業利益率も前年の12.9%を上回る14.6%へと改善している。

近年は、コア製品「OPLフィルム」「ソアノール」の設備増強に加え、第3の柱となる製品の育成へ向け、R&Dを積極化しており、2014年3月期の研究開発費は2010年3月期対比約1.5倍の35億円にまで増加している。

なお、米英に工場を有するなど、かねてよりグローバルで事業を展開しており、海外売上の比率は5割を超える。2014年3月期の米国・欧州の売上急増は決算期変更及び円安による部分が大きい。海外展開を開始した水溶性PVOH樹脂「ハイセロン」が堅調に伸びている。

新興国で同社製品に対する需要が拡大するのはこれからであるが、一部製品についてはOEMによる現地生産も視野に、市場開拓を進めていく予定である。

◆業績推移概況(年次) 単位:百万円

◆損益状況	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
売上高	90,086	91,260	87,243	91,976	111,151
売上総利益	24,244	23,939	21,278	26,662	32,893
営業利益	10,767	10,087	7,117	11,859	16,229
EBITDA*	17,542	16,732	13,714	18,792	23,358
経常利益	10,012	9,460	6,763	12,375	16,712
税引前利益	9,615	9,223	5,276	12,660	16,155
当期純利益	5,753	6,131	3,154	8,158	8,018
減価償却費	6,775	6,645	6,597	6,933	7,129
研究開発費	2,332	2,562	2,824	3,388	3,458
支払利息	636	420	273	224	200
資本的支出(CAPEX)**	4,824	5,900	8,028	10,772	20,263
EBITDA-CAPEX	12,718	10,832	5,686	8,020	3,095

*EBITDA=営業利益+減価償却費、**資本的支出=CF計算書の「固定資産の取得による支出」

◆財務状況	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
資産合計	106,696	97,857	99,761	112,180	130,107
負債合計	52,709	42,906	43,764	46,735	53,337
純資産合計	53,987	54,951	55,996	65,444	76,770
有利子負債残高	22,735	13,599	11,977	10,040	15,350
現金及び預金残高	9,908	8,036	4,879	8,433	5,785
ネット有利子負債	12,827	5,563	7,098	1,607	9,565

◆主な経営指標	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
売上高増加率	-10.8%	1.3%	-4.4%	5.4%	20.8%
売上総利益率	26.9%	26.2%	24.4%	29.0%	29.6%
営業利益率	12.0%	11.1%	8.2%	12.9%	14.6%
EBITDAマージン	19.5%	18.3%	15.7%	20.4%	21.0%
経常利益率	11.1%	10.4%	7.8%	13.5%	15.0%
当期純利益率	6.4%	6.7%	3.6%	8.9%	7.2%
ROA	5.4%	6.0%	3.2%	7.7%	6.6%
ROE	11.6%	11.4%	5.7%	13.4%	11.3%
自己資本比率	49.2%	56.2%	56.1%	58.3%	59.0%

◆1株当たりデータ	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
1株当たり当期純利益	59.06	62.94	32.38	83.75	82.32
1株当たり純資産	538.53	564.07	574.83	671.84	788.11

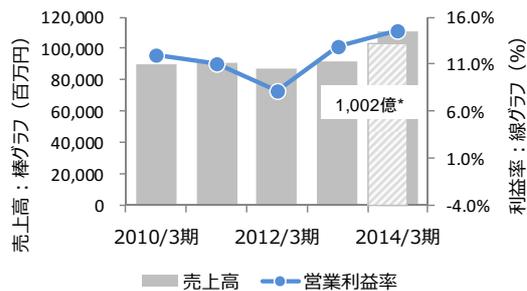
◆地域別売上推移 単位:百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	対前年	対前年比
日本	50,499	46,922	46,482	51,727	5,245	111.3%
韓国	10,502	8,972	13,081	13,455	374	102.9%
米国	10,295	9,515	8,344	12,211	3,867	146.3%
欧州	11,663	12,170	11,922	18,066	6,144	151.5%
その他	8,300	9,662	12,145	15,690	3,545	129.2%
合計	91,260	87,243	91,976	111,151	19,175	120.8%

◆地域別売上構成比

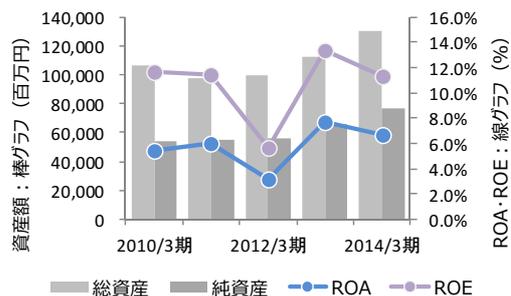
	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
日本	55.3%	53.8%	50.5%	46.5%
韓国	11.5%	10.3%	14.2%	12.1%
米国	11.3%	10.9%	9.1%	11.0%
欧州	12.8%	13.9%	13.0%	16.3%
その他	9.1%	11.1%	13.2%	14.1%
海外合計	44.7%	46.2%	49.5%	53.5%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

売上高・営業利益率推移

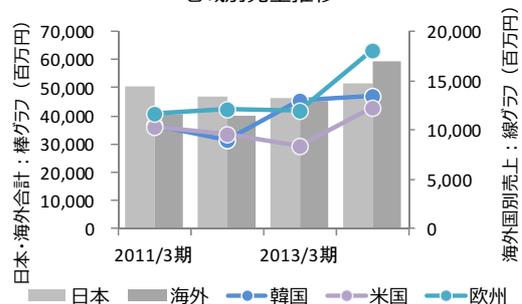


* 連結子会社の決算期変更の影響を除いた売上高

総資産・純資産・ROA・ROE推移



地域別売上推移



出所: 有価証券報告書を基にSQUADD作成

3-(2)直近四半期の状況

増収・減益での着地

◆増収を達成するも、原料価格の高騰などにより利益率は悪化

本第3四半期の売上(累計)は782億円、営業利益86億円での着地となった。業績予想の下方修正を2回行うなど、当初の計画対比でみると苦戦を強いられたが、過年度実績(3Q累計)との比較では、営業利益については前年同期の113億円を下回ったものの、売上は約30億円の増収を確保した。

計画達成を阻んだ要因は、①「OPLフィルム」広幅対応新設備(第6系列)の稼働ズレ込み、②欧州市場でのEVOH樹脂「ソアノール」の原料となる酢酸ビニルモノマー価格の高騰の2点である(詳細はP22参照)。

偏光板市場は今後も成長が続く見込み

①については、良品率低下という品質安定性の不具合が背景にあるが、対応の目処は立っており、来期は通期での稼働が予定されている。②についても酢酸ビニルモノマーの需給バランスが改善し、価格高騰は解消し始めた。しかし、「原料の安定調達」という課題が表面化したのも事実であり、今後は、グローバルレベルでの操業調整、サプライチェーンの最適化などのコストコントロールも、安定した利益率の維持、収益性の向上には不可欠な要素として重要性が増すと考えられる。

なお、主力製品「OPL フィルム」の需要先となる偏光板市場は、今後も世界的に成長が続くと見られており、需要総面積は2013年の約150百万㎡弱から年5%程度の成長率で拡大し、2019年には約200百万㎡程度まで増加すると予想されている^(注1)。偏光板需要の増加は「OPL フィルム」のほか、偏光板用光学粘着剤「コーポニール」などの拡販にもつながる。さらに、タブレット型端末やスマートフォンの普及に伴い、タッチパネル市場が急速に拡大してきていることから、「紫光」などのタッチパネル向け製品は今後更なる成長が期待できる製品であると言える。

(注1) 決算説明資料、富士キメラ総研「2013 ディスプレイ関連市場の現状と展望」に基づく

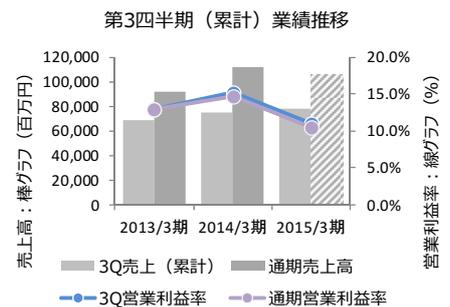
単位:百万円

◆四半期業績推移	3Q累計			通期実績			進捗率		
	2013/3	2014/3	2015/3	2013/3	2014/3	2015/3*	2013/3	2014/3	2015/3
売上高	68,652	74,898	78,191	91,976	111,151	104,500	74.6%	67.4%	74.8%
売上総利益	19,783	23,199	20,813	26,662	32,893	n.a.	74.2%	70.5%	n.a.
営業利益	8,885	11,373	8,620	11,859	16,229	11,000	74.9%	70.1%	78.4%
経常利益	9,151	12,082	8,917	12,375	16,712	11,300	73.9%	72.3%	78.9%
純利益	6,077	7,810	5,845	8,158	8,018	7,200	74.5%	97.4%	81.2%

◆主要指標	3Q累計			通期実績		
	2013/3	2014/3	2015/3	2013/3	2014/3	2015/3*
売上総利益率	28.8%	31.0%	26.6%	29.0%	29.6%	n.a.
営業利益率	12.9%	15.2%	11.0%	12.9%	14.6%	10.5%
経常利益率	13.3%	16.1%	11.4%	13.5%	15.0%	10.8%
純利益率	8.9%	10.4%	7.5%	8.9%	7.2%	6.9%

*青字は会社計画値

出所: 決算短信を基にSQUADD作成



4. 市場環境

4-(1) ナフサ価格の動向

大多数の製品で「エチレン」を原料として使用

◆ナフサ価格は2013年以降高止まり

日本合成化学工業が展開する大多数の製品は「エチレン」が原料として使用されている。エチレンは、石油化学工業(有機化学工業)の最も基本的な原料の一つであり、プラスチックや化学繊維などの基礎原料となる。米国などでは天然ガス由来のエタンからエチレンを生産しているが、日本では、エチレンの約95%^(注1)はナフサを原料として製造される。ナフサは原油の精製により得られる石油製品(重油、軽油、灯油など)の一つであり、ナフサ価格は原油価格と連動する。国内でもナフサを生産しているが、国内消費の約56%^(注2)をクウェート、サウジアラビア等からの輸入に頼っている。なお、国産ナフサの価格は、財務省「貿易統計」CIF価格が指標として用いられ、3ヵ月ごとの平均輸入ナフサ価格に2,000円/KLを加算した金額として設定され

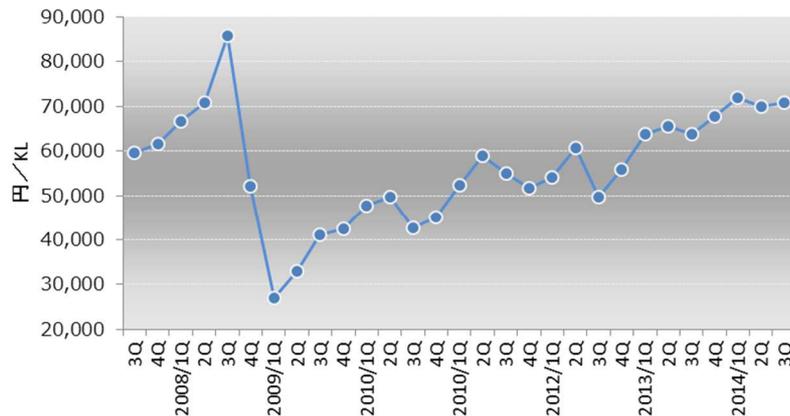
エチレン価格が2013年に
以降高止まり

る。

(注1) 2011年、石油化学工業協会による。(注2) 2012年、石油化学工業協会による。

原油価格の上昇はナフサ価格の上昇を招く。またエチレン価格は国産ナフサ価格連動して決定されるため、ナフサ価格の上昇はエチレンの値上がりに直結し、日本合成化学工業にとっては原料費の増加につながる。国産ナフサ価格は、リーマンショックを契機にピークの85,800円/KLから2009年3月には27,000円/KLにまで急落したが、その後じわじわと上昇を続け、2013年は60,000円台、2014年は70,000円台に突入した。

国産ナフサ価格推移



(注) 四半期カウントは暦年ベース

出所: 決算説明資料、財務省貿易統計に基づきSQUADD作成

三菱化学より市場連動価格にてエチレンを調達

日本合成化学工業は、エチレンを親会社である三菱化学(株)から市場連動価格にて購入している。同社としても原料価格の変動を販売価格に転嫁するよう努めており、ここ2-3年の間で数回値上げを実施している(下表参照)。但し、エチレン価格(ナフサ価格)の変動と販売価格改定にはタイムラグが生じるため、急激にナフサ価格が高騰した場合などは、一時的に原料価格の上昇分を同社が負担することになる。

◆日本合成化学工業製品の値上げ履歴(一部抜粋)

	2012年			2013年				2014年			
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
PVOHフィルム	+10%				+10%			+5%			
ゴセノール 円/Kg				+20			+20		+50		
ソアノール 円/Kg	+50			+60				+30			
酢酸ビニルモノマー 円/Kg			+10	+10			+15		+15		

注: 四半期カウントは暦年ベース

出所: プレスリリースを基にSQUADD作成

◆非ナフサ由来のエチレンの台頭により、国際的にはエチレン価格の下落が見込まれる

なお、近年はシェールガスの台頭などに伴い、エタンなどナフサ以外の原料由来するエチレンの供給が増加してきている。これらを背景に、世界的にはエチレンの

供給能力が過剰となり、国際価格は下落、日本のエチレン輸入量が増加すると見られている。また、現在日本のエチレン価格はナフサ価格連動方式が採用されているが、国際的なエチレン供給構造の変化を受け、国際市況に連動した価格体系に切り替わるとの見方もある。このような状況下、エチレンセンターを有する日系総合化学メーカー（三菱化学、住友化学、旭化成など）がエチレン生産縮小の方向に舵を切る可能性もある。

日本合成化学工業にとっては、エチレン価格の低下はプラス材料となるが、今後グローバルレベルでいかに原料を調達し、コストをコントロールしていくかが収益性向上、価格競争力の面でカギとなるであろう。

5. セグメント概況及びビジネスモデル

5-(1) 合成樹脂

a アウトライン

◆「OPL フィルム」「ソアノール」が収益の柱

合成樹脂セグメントは、全社売上の約 75%、営業利益の 95%超を占め、①PVOH（ポリビニルアルコール）、②EVOH（エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂）、③スペシャリティーポリマー（粘・接着樹脂）の大きく 3 つのラインで事業を展開している。売上構成は概ね ①PVOH:4 割強、②EVOH:4 割弱、③スペシャリティーポリマー:2 割の構成にある。事業別の利益は不詳であるが、「OPL フィルム（PVOH 事業）」、「ソアノール（EVOH 事業）」が規模・収益の両面で双璧をなす二大看板商品となっている。

OPL フィルムではここ 5 年以内に 2 度の大型設備投資を実行、EVOH でも、米国で生産設備の増強を行うなど（P14-15 参照）、コア事業の拡大にも力を入れているが、「OPL フィルム」「ソアノール」に続く第三の柱となる製品の育成が課題となっている。

「ニチゴーG ポリマー」「ORGA」などの新製品も開発したが、事業として軌道に乗るには今しばらく時間を要する。一方で、既存製品の用途拡大による需要の拡大にも注力している。近年は水溶性 PVOH フィルム「ハイセロン」やアクリル系溶剤型粘着剤「コーポニール」が順調に伸びており、売上の伸長・収益性の向上の面で期待がかかる（P31 参照）。

なお、同社の主力製品は非汎用のハイエンド商品であるため、現在のところ、先進国向けの売上が中心となっており、新興市場の開拓はこれからである。2006 年に中国、2010 年にタイに進出しているが、拡販の余地は十分にある。

また、「OPL フィルム」「ソアノール」ともクラレとの寡占状態にあり、価格競争に陥りにくい点も合成樹脂事業の魅力の一つとなっている。

b ビジネスフロー

PVOH:
国内三工場で製造

◆PVOH

PVOH 事業の基盤となる「ゴーセノール」は、エチレン等の原料から酢酸ビニルを生産し、酢酸ビニルモノマーを重合・ケン化することにより製造される。「ゴーセノール」には汎用品とスペシャリティー製品があり、スペシャリティー製品の販売に注力している。また、キャスト製膜等の加工することにより、「OPL フィルム」「ハイセロン」「ポブロン」と言った機能フィルムに成形し、販売している。「OPL フィルム」の用途は液晶パネル向けに限定されているが、他の製品の用途は、自動車部品、建材、包材、プラスチ

EVOH:

原材料は各工場が現地調達

ック製造など多岐に渡る。

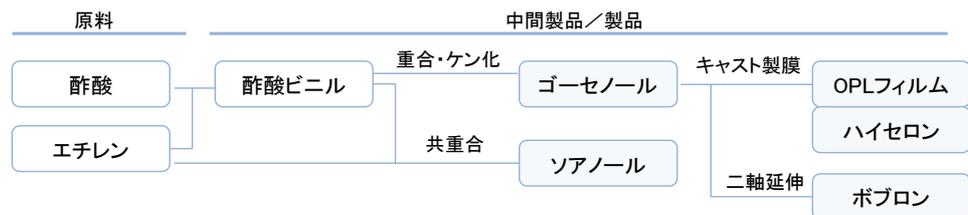
PVOH 製品の製造は国内三工場(大垣、熊本、水島)で行っており、国内販売の他、アジアを中心に輸出も行っている。

◆EVOH

生産拠点は水島工場、NOLTEX(米)及び Nippon Gohsei UK(英)の3つ、生産能力は各々①水島工場 10,000トン(20%)、②米国 23,000トン(45%)、③英国 18,000トン(35%)となっている(計 51,000トン)。なお、2016年3月期第1四半期に完工予定のNOLTEXの増設 15,000トンを加味すると、合計生産能力は 66,000万トン、①水島工場 15%、②米国 58%、③英国 27%の比率となり、NOLTEX(米)が過半を占めることになる。

原材料は各工場が現地調達している。なお、国内では EVOH 樹脂の中間原料となる酢酸ビニルモノマーも自社工場で生産しているが、海外では内製していない。各々の拠点で生産した製品を日本であれば、本体ないしは子会社経由で、米国圏は SOARUS(米)が、欧州エリアは Nippon Gohsei Europe(独)が販売している。

◆製造工程概略



出所：会社資料等を基にSQUADD作成

c 業績トレンド(年次)

◆2012年3月期を底に売上・利益とも改善

合成樹脂事業の業績トレンド(年次)について振り返る。2010年3月期及び2011年3月期はともに売上高 650 億円、営業利益 100 億円、利益率 16%程度を確保した。

2012年3月期は、EVOH 樹脂「ソアノール」は欧米市場で好調を維持、アジア市場でも増販を達成するなど順調であったが、光学用 PVOH フィルム「OPL フィルム」が、偏光板メーカーの在庫調整、液晶ディスプレイ市場の需要停滞などにより減販を強いられた。結果、セグメント全体としては売上 615 億円、対前年比約 5%の減収となり、利益率も 16%から 12%へと悪化した。

翌 2013年3月期は、偏光板の在庫調整が一巡、業界全体の需要が復調したのに加え、2012年7月に広幅対応の新設備(第5系列)が稼働を開始(熊本工場)したこともあり、「OPL フィルム」が好転し、売上は 671 億円(前年比+9%)、利益率も約 18%へと大きく回復した。

2014年3月期については、「ソアノール」の販売数量は前年並みだったものの、円安効果により売上高は増加。「OPL フィルム」は、広幅対応新設備(第5系列)が通期で稼働、30μの薄膜品の実需化にも成功し、売上は 750 億円^(注1)と前年比 12%の大

幅増収となった。コストについては、原料費の上昇、修繕費負担増などのマイナス要因はあったものの、「OPL フィルム」の販売増、減価償却方法の変更(注2)による償却負担の減少(9億円減額)もあり、セグメント利益は118億円から150億円へと増加、利益率も前年を上回る20%を達成した。

(注1) 子会社の決算期変更の影響を除いた数値。

(注2) 日本合成化学工業本体及び一部の国内子会社で減価償却方法を定額法に統一。

◆合成樹脂部門業績推移

単位:百万円

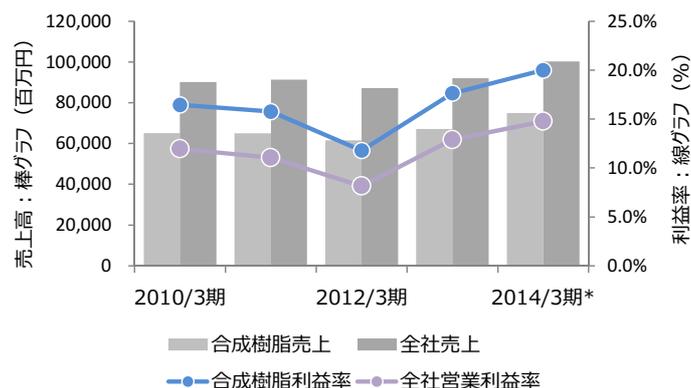
	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月*	対前年	対前年比
セグメント売上高	65,099	64,946	61,510	67,113	75,000	7,887	111.8%
セグメント利益	10,703	10,234	7,244	11,837	15,000	3,163	126.7%
セグメント利益率	16.4%	15.8%	11.8%	17.6%	20.0%	2.4%	
合成樹脂売上シェア	72.3%	71.2%	70.5%	73.0%	74.9%		
合成樹脂利益シェア	97.5%	99.3%	96.4%	96.6%	98.7%		

*2014年3月期の数値は子会社の決算期変更の影響を除いた数値

決算期変更の影響を含む実績値は、売上83,560百万円、セグメント利益16,407百万円

出所:有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

合成樹脂：業績推移



* 2014年3月期の数値は子会社の決算期変更の影響を除いた数値

出所:有価証券報告書を基にSQUADD作成

d 四半期アップデート

◆OPL フィルム新設備稼働遅れ、欧州での原料価格高騰により増収減益

本第3四半期の合成樹脂セグメント売上(累計)は576億円で、前年実績567億円を9億円程度上回った。一方、利益は前年同期の115億円(利益率20%)を下回る87億円(同15%)と、増収減益での着地となった。

業績ハイライト等でも触れた通り、減益を強いられた要因は大きく2つある。1つは、本第1半期に稼働を予定していた「OPLフィルム」広幅対応新設備(第6系列、熊本工場)の本格稼働が品質安定性の不具合などにより11月にズレ込んだ点。2つ目は、欧州でEVOH樹脂「ソアノール」の原料となる酢酸ビニルモノマーの価格の高騰による収益性の悪化である。

【OPL フィルム】

「OPL フィルム」第 6 系列は、良品率の低下などにより一時生産を停止する事態に陥ったが、現在では改善し、来期(2016年3月期)は、通期での稼働を予定している。第 6 系設備は第 5 系に続く広幅対応の設備であり、フィルムの広幅化というユーザーニーズに即した製品を強化することにより、拡販を進めていく予定である。また今期は、熊本工場での定期修繕後の立ち上げ遅れ等により、設備をフル稼働させることが出来なかった点も減収の一因となった。液晶ディスプレイ業界全体としては、昨春頃より好調が続いており、設備面での制約により需要を取りこぼしてしまったのが痛手となった。

【EVOH】

欧州での酢酸ビニルモノマー価格の高騰も想定外のマイナス要因となった。現地メーカーの事業撤退や設備トラブルにより、酢酸ビニルモノマーの需給が逼迫し価格が急騰、コスト増による収益性悪化という事態に陥った。第 4 四半期に入り、需給バランスは改善方向に向かい、価格も落ち着き始めた。

欧州での酢酸ビニル価格の高騰は沈静化し始めたものの、このような事態にスピーディーに対応できるよう、新たに事業管理部を立ち上げ、事業全体のサプライチェーンの最適化を図っていく予定である。また、順調にいくと、来期第 2 四半期に米国子会社 NOLTEX の新設備(15,000 トン/年)が稼働することから、米国の稼働を上げるなどの操業調整も視野に入れ、収益性の改善を目指す予定である。

◆四半期：合成樹脂業績推移

単位：百万円

	2013/3期				2014/3期				2015/3期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q*	1Q	2Q	3Q	4Q**
四半期売上高	15,810	16,684	17,484	17,135	18,286	19,070	19,340	18,304	19,032	19,722	18,870	19,176
四半期利益	2,437	2,964	3,403	3,033	4,072	3,778	3,695	3,455	3,525	2,992	2,195	2,588
セグメント利益率	15.4%	17.8%	19.5%	17.7%	22.3%	19.8%	19.1%	18.9%	18.5%	15.2%	11.6%	13.5%

◆第3四半期累計：合成樹脂業績推移

	3Q累計			通期実績			3Q進捗率		
	2013/3	2014/3	2015/3	2013/3	2014/3*	2015/3**	2013/3	2014/3	2015/3
四半期売上高	49,978	56,696	57,624	67,113	75,000	76,800	74.5%	75.6%	75.0%
四半期利益	8,804	11,545	8,712	11,837	15,000	11,300	74.4%	77.0%	77.1%
セグメント利益率	17.6%	20.4%	15.1%	17.6%	20.0%	14.7%	n.a.	n.a.	n.a.

*2014年3月期4Qの数値は子会社の決算期変更の影響を除いた数値(下段通期実績も同様)

決算期変更の影響を含む実績値は、売上26,864百万円、利益4,862百万円(通期売上83,560百万円、通期利益16,407百万円)

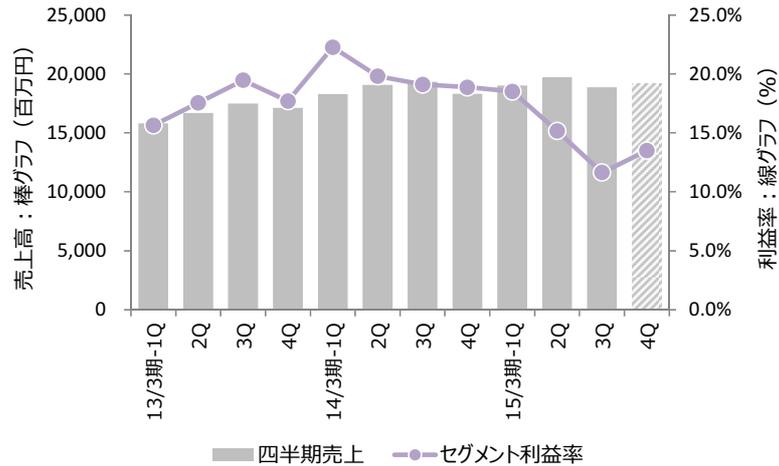
**2015年2月3日発表の業績予想に基づくSQUADD推定値

出所：決算短信を基にSAQUADD作成

5-(2) 有機合成

a 業績トレンド(年次)

合成樹脂：四半期業績推移



* 2014年3月期4Qの数値は子会社の決算期変更の影響を除いた数値

出所：決算短信等を基にSQUADD作成

◆売上 200 億円、収支均衡が継続

有機合成セグメントの売上は、過去5年に渡り、200億円程度の水準で推移、セグメント利益についても、収支トントンの状態が続いている。有機合成事業で生産している「酢酸ビニルモノマー」等を合成樹脂事業で原料として利用するという構造にあり、本業として有機合成を展開しているというよりは、付帯ビジネスとしての位置づけにある。

◆有機合成業績推移

単位：百万円

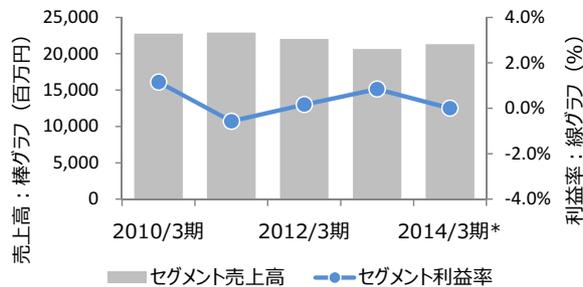
	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月*	対前年	対前年比
セグメント売上高	22,747	22,932	22,034	20,643	21,300	657	103.2%
セグメント利益	262	(131)	35	174	0	(174)	0.0%
セグメント利益率	1.2%	-0.6%	0.2%	0.8%	0.0%	-0.8%	
有機合成売上シェア	25.3%	25.1%	25.3%	22.4%	21.3%	-1.2%	

*2014年3月期の数値は子会社の決算期変更の影響を除いた数値

決算期変更の影響を含む実績値は、売上23,754百万円、セグメント利益49百万円

出所：有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

有機合成：業績推移



*2014年3月期の数値は子会社の決算期変更の影響を除いた数値

出所：有価証券報告書及び決算説明資料を基にSQUADD作成

b 四半期アップデート

◆競合他社が格安の汎用製品の取扱いを開始

四半期の業績については、一過的に2014年3月期第2四半期の利益率が2%を超過したものの、年次と同様過去3年以上に渡り、大きな変動はなくほぼ横ばいでの推移が続いている。

なお、本年度第3四半期に入り、国内競合他社の最新設備が稼働し、格安の汎用工業薬品の販売を開始した。これにより顧客のシフト等が発生すると予想され、第4四半期以降、一部工業薬品で減販が進むとみている。有機合成事業での競合環境の変化も、2015年2月に行った業績予想の下方修正の一因となった。

◆四半期：有機合成業績推移

単位：百万円

	2013/3期				2014/3期				2015/3期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q*	1Q	2Q	3Q	4Q**
四半期売上高	5,426	5,067	5,121	5,029	4,840	5,306	5,222	5,932	6,002	5,863	5,815	6,320
四半期利益	66	44	47	17	(64)	124	(65)	5	(12)	27	11	(26)
セグメント利益率	1.2%	0.9%	0.9%	0.3%	-1.3%	2.3%	-1.2%	0.1%	-0.2%	0.5%	0.2%	-0.4%

*2014年3月期の数値は子会社の決算期変更の影響を除いた数値

決算期変更の影響を含む実績値は、売上8,386百万円、セグメント利益54百万円

**2015年2月3日発表の業績予想に基づくSQUADD推定値

出所：決算短信及び決算説明資料を基にSAQUADD作成

5-(3) コスト分析

◆原価率は70～75%で推移、研究開発にも注力

原価率は、70%～75%の水準で推移している。製造原価の構成(単体)は、材料費61%、労務費16%、経費25%(2013年3月期)となっており、原料費の比率が高い。但し、設備負担等の固定費も相応の比率を占めることから、売上が低迷した2012年3月期の原価率は75%を超え、逆に売上が復調した2013年3月期及び2014年3月期は原価率70%程度にまで改善している。

販管費は、運送費及び保管費が2割弱、給与手当2割強、研究開発費が2割強と主要3勘定が販管費の約6割程度を占める構成にある。

研究開発施設としては、①製品開発の中核機関となる「中央研究所(大阪府茨木市)」、②EVOH樹脂開発の「加工技術開発センター(岡山県倉敷市)」、③PVOHフィルム「機能フィルムセンター(岐阜県大垣市)」、④ガラス代替光学シート「ORGA」の開発促進を担う「光学シート開発室(茨城県牛久市)」の4拠点を有している。2012年4月に「④光学シート開発室」を設立したほか、本第4四半期に、「①中央研究所」で先端研究所(投資総額13.5億円)が完成予定であるなど、研究開発体制の更なる強化を進めている。

特別損益については、2012年3月期に、ケテン系製品などの生産を停止(有機合成事業)に伴う機械装置等の処分損を約9億円計上、また、本第2四半期に、操業停止を決定した一部の有機合成製品の生産設備について53百万円の減損損失を認識している。

なお、2014年3月期に、大阪国税局より、米英「ソアノール」製造子会社との技術料取引について移転価格税制に基づく更正処分の通知を受け、過年度法人税等約26億円の計上を行った。日本合成化学工業としては2014年5月に当局に対し異議申し立てを行い、現在は二重課税排除のために相互協議の申請中である。

単位:百万円

◆要約PL	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	対売上	2015/3-3Q	対売上	対前年同期
売上高	90,086	91,260	87,243	91,976	111,151	100.0%	78,191	100.0%	70.3%
売上原価	65,841	67,320	65,965	65,313	78,258	70.4%	57,378	73.4%	73.3%
売上総利益	24,244	23,939	21,278	26,662	32,893	29.6%	20,813	26.6%	63.3%
販売費及び一般管理費									
運送費及び保管費	2,672	2,693	2,592	2,568	3,012	2.7%	n.a.	n.a.	n.a.
給与及び手当	3,190	3,261	3,257	3,331	3,970	3.6%	n.a.	n.a.	n.a.
貸倒引当金繰入額	3	28	(7)	3	(12)	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.
賞与引当金繰入額	339	325	309	367	381	0.3%	n.a.	n.a.	n.a.
役員賞与引当金繰入額	73	71	51	84	107	0.1%	n.a.	n.a.	n.a.
退職給付費用	198	150	230	253	198	0.2%	n.a.	n.a.	n.a.
役員退職慰勞引当金繰入額	14	12	22	25	23	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.
租税公課	148	154	133	165	170	0.2%	n.a.	n.a.	n.a.
減価償却費	100	102	113	133	190	0.2%	n.a.	n.a.	n.a.
研究開発費	2,332	2,562	2,824	3,388	3,458	3.1%	n.a.	n.a.	n.a.
その他	4,408	4,494	4,637	4,486	5,167	4.6%	n.a.	n.a.	n.a.
合計	13,477	13,852	14,161	14,803	16,664	15.0%	12,193	15.6%	73.2%
営業利益	10,767	10,087	7,117	11,859	16,229	14.6%	8,620	11.0%	53.1%
営業外収益	383	333	342	892	883	0.8%	402	0.5%	45.5%
営業外費用	1,138	960	697	375	400	0.4%	105	0.1%	26.3%
経常利益	10,012	9,460	6,763	12,375	16,712	15.0%	8,917	11.4%	53.4%
特別利益	114	158	34	538	9	0.0%	2	0.0%	22.2%
特別損失	511	394	1,521	253	566	0.5%	407	0.5%	71.9%
税金等調整前当期純利益	9,615	9,223	5,276	12,660	16,155	14.5%	8,512	10.9%	52.7%
法人税等	3,496	2,585	2,003	4,397	7,975	7.2%	2,579	3.3%	32.3%
少数株主損益調整前純利益	6,119	6,638	3,273	8,262	8,180	7.4%	5,933	7.6%	72.5%
少数株主利益(損失)	365	507	118	104	162	0.1%	88	0.1%	54.3%
当期純利益	5,753	6,131	3,154	8,158	8,018	7.2%	5,845	7.5%	72.9%

◆主要指標	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015/3-3Q
原価率	73.1%	73.8%	75.6%	71.0%	70.4%	73.4%
販管費比率	15.0%	15.2%	16.2%	16.1%	15.0%	15.6%
研究開発費率	2.6%	2.8%	3.2%	3.7%	3.1%	n.a.
営業利益率	12.0%	11.1%	8.2%	12.9%	14.6%	11.0%
経常利益率	11.1%	10.4%	7.8%	13.5%	15.0%	11.4%
当期純利益率	6.4%	6.7%	3.6%	8.9%	7.2%	7.5%

◆その他損益項目内訳	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015/3-3Q
営業外収益						
受取利息配当金	101	107	107	100	105	97
持分法による投資利益	-	-	-	-	-	13
受取賃借料	135	124	125	111	109	94
受取保険金	66	25	14	88	69	-
有価証券売却益	-	31	36	38	39	-
為替差益	-	-	-	487	507	74
その他	79	42	59	65	54	124
合計	383	333	342	892	883	402
営業外費用						
支払利息	636	420	273	224	200	48
貸与資産減価償却費	44	41	39	33	31	25
為替差損	239	339	281	-	-	-
持分法による投資損失	150	80	45	61	-	-
損害賠償金等	-	-	-	-	133	-
その他	67	77	56	55	36	32
合計	1,138	960	697	375	400	105
特別利益						
固定資産売却益	0	1	30	3	5	2
投資有価証券売却益	1	4	0	417	3	-
国庫補助金等収入	107	153	-	117	1	-
その他	4	-	3	-	-	-
合計	114	158	34	538	9	2
特別損失						
固定資産処分損	491	350	936	243	556	297
投資有価証券評価損	15	40	513	4	-	-
減損損失	-	-	-	-	-	53
その他	4	3	70	5	10	57
合計	511	394	1,521	253	566	407

出所: 有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

5-(4) 財務概況

有形固定資産が約 5 割を占める資産構成

設備投資資金の一部を借入により調達したが、借入依存度は低く、返済余力は十分

◆設備投資資金の一部を借入により調達したが、借入依存度は低い

2014年3月期以降、大型設備投資の実行や円安による海外子会社資産の円換算額の変動により、総資産が前々期末2013年3月の1,122億円から2014年12月には1,493億円へ、ここ2年弱で371億円(約33%)増加している。(投下資本効率等についてはP39参照)

【資産】

2014年12月末の現預金残高は95億円で米NOLTEXでの設備投資資金の一部を借入により調達したことなどを受け、前期末(2014年3月末)の残高58億円から37億円増加している。

受取手形及び売掛金は、残高250億円前後、回転期間は約3ヵ月程度で推移している。販売経路は、商社経由、エンドユーザーへの直接販売ともあるが、最大の取引先は三菱商事(株)で、同社に対する2014年3月期の売上は121億円、全社売上の約11%を占める。なお、過去の有価証券報告書によると、三菱商事(株)のほか化学品商社の(株)釣谷商店、三木産業(株)などが大口の与信先として開示されている。

たな卸資産253億円の内訳は、製品及び商品194億円、仕掛品4億円、原材料及び貯蔵品56億円。製品の生産に要する期間が5日前後と短いこともあり、仕掛品の割合は低い。なお、円安の進行などに伴い、たな卸資産残高は2013年3月末の198億円から2014年3月末には241億円へと約2割増加している。

有形固定資産は、設備負担が重いこともあり、742億円(2014年12月末)と総資産の約5割を占める。また、2013年3月期から2014年3月期にかけ熊本工場や米NOLTEXでの設備増設により、建設仮勘定が26億円から197億円へと大きく増加している。2015年3月期に入り、熊本工場が完工を迎え、建設仮勘定からの振替により機械装置が前期末の283億円から322億円に増加(+約40億円)、建設仮勘定も米NOLTEXの工事進捗に伴い231億円(+約34億円)となった。2016年3月期第1四半期には、米NOLTEXの設備も完工を迎える予定であり、来期以降、減価償却費の増加というPLインパクトが生じることとなる。

投資その他の資産の2014年12月の残高は79億円、12月末の勘定別の内訳は不詳であるが、前期末残高62億円の主な項目は、投資有価証券31億円及び繰延税金資産20億円である。

【負債】

2014年12月末の支払手形及び買掛金残高は190億円、欧州での原料価格上昇などの影響もあり、前期末(153億円)と比較すると、残高が膨らんでいる。最大の仕入先は親会社でもある三菱化学(株)で2014年3月期の取引金額は99億円、仕入債務残高は20億円となっている。

有利子負債は、設備投資資金の調達に伴い、前期末から2014年12月にかけて154億円から274億円へと約120億円増加した。過去5年に渡りEBITDAは150億円を超える水準にあり(2012年3月期を除く)、有利子負債は大きく増加したものの、返済能力は高く、資金繰り面の懸念はない。

単位: 百万円

◆要約BS	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	構成比	2014年12月	構成比
現金及び預金	9,908	8,036	4,879	8,433	5,785	4.4%	9,477	6.3%
受取手形及び売掛金	24,845	22,897	24,213	25,120	24,478	18.8%	28,248	18.9%
たな卸資産	15,786	15,674	17,528	19,788	24,134	18.5%	25,331	17.0%
繰延税金資産	1,050	1,150	977	1,326	1,211	0.9%	n.a.	n.a.
貸倒引当金	(99)	(80)	(36)	(44)	(42)	0.0%	(29)	0.0%
その他	3,055	1,021	1,901	2,429	1,341	1.0%	3,754	2.5%
流動資産合計	54,548	48,699	49,464	57,054	56,907	43.7%	66,781	44.7%
建物及び構築物	9,545	9,426	9,554	11,619	11,528	8.9%	11,966	8.0%
機械装置及び運搬具	27,150	22,375	20,671	28,326	28,313	21.8%	32,231	21.6%
土地	4,327	4,332	4,478	4,512	4,540	3.5%	4,570	3.1%
リース資産	24	31	27	6	632	0.5%	n.a.	n.a.
建設仮勘定	1,749	3,778	7,273	2,625	19,722	15.2%	23,076	15.5%
その他	1,510	1,450	1,429	1,671	1,776	1.4%	2,334	1.6%
有形固定資産合計	44,307	41,394	43,436	48,762	66,511	51.1%	74,177	49.7%
無形固定資産	900	839	665	489	496	0.4%	447	0.3%
投資その他の資産	6,940	6,923	6,195	5,873	6,193	4.8%	7,917	5.3%
固定資産合計	52,148	49,157	50,296	55,125	73,200	56.3%	82,541	55.3%
資産合計	106,696	97,857	99,761	112,180	130,107	100.0%	149,322	100.0%
支払手形及び買掛金	14,065	13,673	14,648	16,018	15,254	11.7%	18,954	12.7%
短期借入金	7,318	3,954	4,365	6,072	10,868	8.4%	20,241	13.6%
リース債務	6	9	9	1	44	0.0%	n.a.	n.a.
未払費用	2,822	2,191	2,773	2,510	2,275	1.7%	n.a.	n.a.
未払法人税等	1,581	1,504	618	2,646	4,472	3.4%	n.a.	n.a.
賞与引当金	1,181	1,165	1,125	1,229	1,364	1.0%	757	0.5%
その他	2,770	3,504	4,749	4,669	4,545	3.5%	6,819	4.6%
流動負債合計	29,747	26,003	28,289	33,148	38,822	29.8%	46,771	31.3%
長期借入金	15,392	9,613	7,584	3,962	3,850	3.0%	7,194	4.8%
リース債務	19	23	19	5	588	0.5%	n.a.	n.a.
繰延税金負債	1,196	1,028	1,256	1,944	2,562	2.0%	n.a.	n.a.
退職給付に係る負債	5,605	5,477	5,687	5,935	5,481	4.2%	5,739	3.8%
その他	748	757	924	1,736	2,034	1.6%	5,514	3.7%
固定負債合計	22,962	16,902	15,475	13,587	14,515	11.2%	18,447	12.4%
負債合計	52,709	42,906	43,764	46,735	53,337	41.0%	65,218	43.7%
資本金	17,989	17,989	17,989	17,989	17,989	13.8%	17,989	12.0%
資本剰余金	13,879	13,879	13,879	13,879	13,879	10.7%	13,879	9.3%
利益剰余金	20,632	25,692	27,581	34,550	40,815	31.4%	44,643	29.9%
自己株式	(192)	(194)	(195)	(197)	(202)	-0.2%	(202)	-0.1%
株主資本合計	52,309	57,367	59,254	66,222	72,481	55.7%	76,309	51.1%
その他包括利益累計額	152	(2,420)	(3,260)	(780)	4,283	3.3%	7,788	5.2%
少数株主持分	1,525	4	2	2	6	0.0%	7	0.0%
純資産合計	53,987	54,951	55,996	65,444	76,770	59.0%	84,104	56.3%
負債純資産合計	106,696	97,857	99,761	112,180	130,107	100.0%	149,322	114.8%
有利子負債残高*	22,735	13,599	11,977	10,040	15,350		27,435	
EBITDA	17,542	16,732	13,714	18,792	23,358		n.a.	

*2014年12月の残高は金額不詳のためリース債務を含まない。

◆主要指標	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2014年12月
流動比率	183.4%	187.3%	174.9%	172.1%	146.6%	142.8%
自己資本比率	49.2%	56.2%	56.1%	58.3%	59.0%	56.3%
D/ELレシオ(倍)	0.98	0.78	0.78	0.71	0.69	0.33
有利子負債/EBITDA	1.30	0.81	0.87	0.53	0.66	n.a.
ROA	5.4%	6.0%	3.2%	7.7%	6.6%	5.6%
ROE	11.6%	11.4%	5.7%	13.4%	11.3%	9.7%
売上債権回転期間(月)	2.9	3.1	3.2	3.2	2.7	3.3
棚卸資産回転期間(月)	3.3	2.8	3.0	3.4	3.4	4.0
仕入債務回転期間(月)	2.4	2.5	2.6	2.8	2.4	3.0

売上債権回転期間=(期首期末平均売上債権/売上高)×12(又は9)

棚卸資産回転期間=(期首期末平均棚卸資産/売上原価)×12(又は9)

仕入債務回転期間=(期首期末平均仕入債務/売上原価)×12(又は9)

出所: 有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

5-(5) キャッシュフロー概況

◆2014年3月期は大型設備投資の実行により、フリーCFはマイナス

営業キャッシュフローは、2012年3月期に偏光板メーカーの在庫調整や円高に伴う汎用製品の輸出低迷などの影響により、営業利益が落ち込んだことを受け、100億円を下回ったが、その他の年度については概ね150億円前後で推移している。

投資キャッシュフローは、2014年3月期に、熊本工場でのOPLフィルム(総額65億円)及びNOLTEX(米)でのEVOH設備(総額1.8億ドル)といった大型設備投資の実施により、約200億円へと大きく増加している。フリーキャッシュフローについても例年プラスにあるが、2014年3月期は投資キャッシュフローが営業キャッシュフローを超過し、約59億円のマイナスとなった。

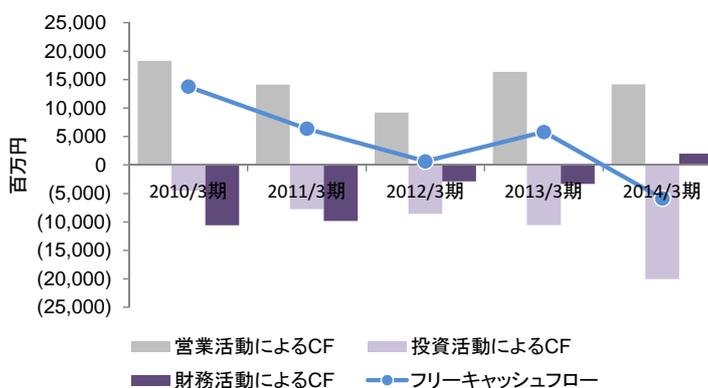
財務キャッシュフローであるが、従前400億円程度あった有利子負債を約5年の期間をかけ返済し、2011年3月期には約1/3の136億円にまで大幅に圧縮したという経緯がある。それ以降設備投資は自己資金で賄っていたが、米NOLTEX分については借入金を併用したため、2014年3月期は財務キャッシュフローがプラスとなっている。

単位:百万円

◆要約CF	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
営業活動によるCF	18,272	14,132	9,223	16,365	14,150
投資活動によるCF	(4,509)	(7,761)	(8,575)	(10,557)	(20,033)
フリーキャッシュフロー	13,763	6,371	648	5,808	(5,883)
財務活動によるCF	(10,621)	(9,844)	(2,872)	(3,319)	1,996
換算差額	(23)	(329)	(142)	425	954
ネットキャッシュフロー	3,117	(3,802)	(2,367)	2,914	(2,933)
現預金期首残高	8,689	11,807	8,005	5,637	8,677
連結範囲の変更による増減	-	-	-	125	-
現預金期末残高	11,807	8,005	5,637	8,677	5,744
資本的支出					
合成樹脂	4,566	6,088	9,408	9,850	19,902
有機合成	585	712	414	660	462
その他	35	46	106	55	93
調整額	(33)	(73)	(139)	(77)	(195)
合計	5,153	6,773	9,790	10,489	20,263

出所:決算短信を基にSQUADD作成

キャッシュフロー推移



出所:有価証券報告書を基にSQUADD作成

6. 経営計画及び成長戦略

6-(1) 経営計画

中期経営計「Double15」が進行中

◆来期は売上 1,300 億円、営業利益 200 億円が目標

現在、中期経営計画「Double 15(ダブルフィフティーン)」が進行中で、本年度は計画 4 年目にあたり、来期に最終年度を迎える。

同社は、2025 年のありたい姿を「当社グループの強みを活かしたスペシャリティー製品を提供することで、持続可能な社会に貢献するとともに、グローバル市場で存在感のある企業でありたい」と定め、これを達成するための具体策として、中期経営計画「Double 15」に取り組んでいる。また、数値目標としては、「2015 年度(2016 年 3 月期)、売上 1,300 億円、営業利益 200 億円、営業利益率 15%以上」が掲げられている。

なお、今期は当初、「売上 1,090 億円、営業利益 158 億円、営業利益率 14.5%」を計画値として設定していたが、原料価格の高騰などが足枷となり、下方修正を実施、「売上 1,045 億円(当初計画比 45 億円、約 4%減)、営業利益 110 億円(同 48 億円、約 28%減)、営業利益率 10.5%(同マイナス約 4%)」へ予想値が引き下げられた。

来期の売上目標 1,300 億円、営業利益 200 億円を達成するには、今期着地見込み対比で、売上 225 億円(+約 25%)、営業利益 90 億円(+約 80%)の積み増しが必要となる。売上 1,300 億円については、OPL フィルム第 6 系列の通期稼働や、第 2 四半期に予定されている EVOH 新生産ライン(米国)の操業開始を加味すると射程圏内にある。

営業利益についても、2013 年度(2014 年 3 月期)に営業利益率 14.8%(決算期変更の影響を除くベース)を達成していることから、達成不可能な数値ではない。しかし、来期は工場ラインの再編に伴う遊休施設の撤去費用(P15 参照)や新生産ラインの稼働に伴う減価償却負担増が生じる見込みであり、営業利益率 15%の達成のハードルは高い。



注意：2013年度の数値は連結子会社の決算期変更の影響額を除いた数値
2014年度の数値は業績予想の数値

出所：会社資料を基にSQUADD作成

6-(2) 成長戦略

基本方針は、

- ①コア事業の拡大
- ②第三の柱の構築
- ③競争力の強化
- ④海外展開の加速
- ⑥安全・品質・環境・コンプライアンスの堅持

◆コア事業の拡大を図りつつ、新たな収益源の確立に注力

中期経営計画「Double 15」の基本方針は、「①コア事業の積極拡大」、「②第三の柱構築と新製品開発の強化」、「③競争力の強化」、「④海外展開の加速」、「⑤安全・品質・環境・コンプライアンスの堅持」の5つである(下表参照)。

「①コア事業の積極拡大」については、生産能力の拡張を中心に順調に進捗している。中でも EVOH 樹脂「ソアノール」は、現在のところ食品衛生や鮮度への要求レベルが高い先進国向けの販売が中心となっているが、今後は新興国でも所得水準の上昇に伴い、先進国と同様のニーズが生じる可能性は高く、更なる成長が期待できる分野である。また、欧米においても、ガラス容器が主流となっている食材が多数残っており、需要開拓の余地は十分に残されている。

「③競争力の強化」については、有機合成事業を中心に不採算製品の生産停止等を実行済みであり、目下の最重要課題は、「OPL フィルム」及び「ソアノール」に続く第3の柱の育成となる。

「ニチゴーG ポリマー」「ORGA」の取扱いを開始するなど、第3の柱構築へ向け新製品開発も進めている。「ニチゴーG ポリマー」は世界初のアモルファス系ビニルアルコール樹脂であり、優れた水素バリア性や水溶性を持つ。当初の想定より普及が遅れているものの、2016年3月期から食品包装や不織布向け用途で実用化される見通しである。

「ORGA」は、「紫光(紫外線硬化型樹脂)」をベースに開発された光学プラスチックシートである。スマートフォン向け強化ガラスの代替を狙ったが、伸び悩みが続いており、別用途での利用も視野にニーズの開拓に努めている。

◆中期経営計画「Double15」の基本方針・進捗状況

重点項目	基本方針	実施施策
① コア事業の積極拡大	<ul style="list-style-type: none"> ■ 『OPLフィルム』『ソアノール』の品質向上と拡販 ■ 着実な設備増強 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ OPLフィルム広幅対応／薄膜化 ✓ ソアノール: レトルト包装などの新用途開拓 ✓ OPLフィルム 第5/6系列の稼働 ✓ 米英でのEVOH設備増強
② 第三の柱構築 新製品開発の強化	<ul style="list-style-type: none"> ■ 第三の柱の早期実現 ■ 研究開発強化による新製品開発の促進 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ニチゴーGポリマー実需化 ✓ ORGA量産設備完成 ✓ 中央研究所に先端研究棟を建設(4Q完成予定)
③ 競争力の強化	<ul style="list-style-type: none"> ■ 成長分野への積極投資 ■ 事業の選択と集中 ■ コスト競争力の強化 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ケテン系製品／ガムベース樹脂等不採算事業からの撤退 ✓ 合成樹脂エマルジョン事業の三菱G内再編
④ 海外展開の加速	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新興市場開拓 ■ 現地生産を含む海外展開の加速 ■ グローバル人材の育成 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ハイセロンの海外展開 ✓ 既存製品の海外市場拡販
⑤ 安全・品質・環境・ コンプライアンスの堅持	<ul style="list-style-type: none"> ■ 安全・安定生産 ■ 化学物質排出量の削減 ■ 省エネルギー化 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ バイオマスボイラー新設 ✓ 太陽光発電設備設置

出所: 決算説明資料等を基にSQUADD作成

◆既存製品の用途拡大にも意欲的

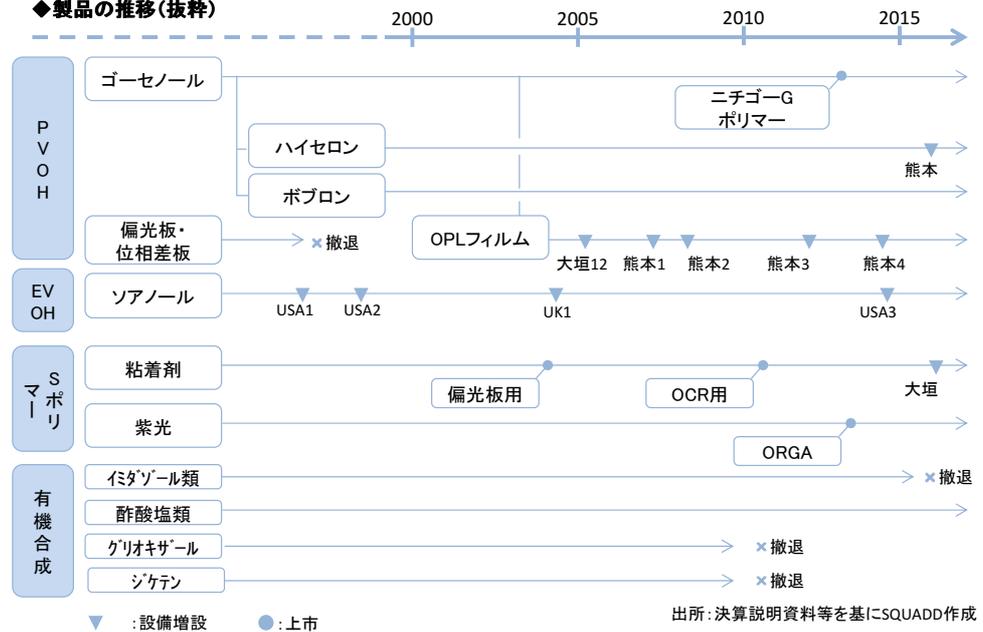
「ニチゴーG ポリマー」「ORGA」といった新製品が事業の柱となるには、今しばらく時間を要するが、既存製品のうち、PVOH フィルム「ハイセロン」、光学用粘着剤「コーポニール」が好調だ。

「ハイセロン」は水溶性の PVOH フィルムであり、薬剤・農薬・洗剤などのユニット包装や曲面印刷用のフィルムとして利用されている。海外で包装が義務化された農薬があったほか、欧米を中心に液体洗剤の個別包装向けの需要が急速に拡大した。また、自動車内装用の転写印刷フィルムも好調が続いている。

「コーポニール」は、タッチパネルやディスプレイ市場の拡大に伴い、電子材料・光学部材用途での需要が増加した。また、アジアを中心とする新興国での需要拡大も見込まれる。

両製品とも、成長が期待できる事業であることから、2014年7月に生産設備の増設を決定。「ハイセロン」は2016年3月期第4四半期(2016年1月～3月)に、「コーポニール」は2017年3月期第1四半期(2016年4月～6月)に稼働開始を予定している。設備増設による増収が通期で寄与するのは、2017年3月期以降となるが、第3の柱構築へ向け一歩前進したと言える。

◆製品の推移(抜粋)



7. 競合分析

7-(1) 競争環境

a 光学用 PVOH
フィルム

◆PVOH:技術面でのハードルが参入障壁

次に主要製品の一つ光学用 PVOH フィルム(商品名:OPL フィルム)の競争環境について触れる。

メーカーはクラレと日本合成化学工業の 2 社のみである。なお、クラレの開示情報によると、自社のシェアを約 8 割と推定しているが、日本合成化学工業はクラレ約 7 割:日本合成化学工業約 3 割程度の水準にあるとみている。

当初クラレの独占状態にあったが、2003 年に世界トップレベルの PVOH 加工技術を持つ同社が光学用 PVOH フィルム分野へと参入した。参入当初は苦戦を強いられたものの、従前 1 巻 2,700m だったフィルムの長さを 5,000m に長尺化したことなどが評価され、現在のポジションを確立するに至った。

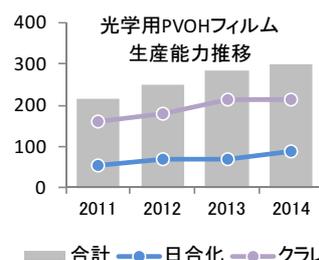
光学用 PVOH フィルムの製造は、PVOH の高度な精製ノウハウに加え、偏光板向けに精密加工する高水準の技術が必要となるため、同分野への新規参入は技術面でのハードルが非常に高い。また、需要先となる偏光板業界も、上位 3 社(日東電工、LG 化学(韓)、住友化学)の占有率が 7 割を超える寡占状態にある。技術的な参入障壁に加え、メーカー 2 社、得意先数社という構造が長年続いている点等を鑑みると、光学用 PVOH フィルム事業に新規参入事業者が登場する可能性は極めて低いと考えらえる。

今後もクラレとのシェア争いが継続していくことになるが、中長期的な需要を見越しかに生産能力の拡大を図っていくかが重要なポイントとなる。

なお、偏光板首位の日東電工が PVOH フィルムの代替製品となる「コーティング式 PVOH」の内製を開始するなど業界構造に変化も見え始めた。コーティング式 PVOH がどの程度実用化に耐えうるかは不透明な部分が多いが、今後の動向は注視していく必要がある。

◆光学用 PVOH フィルム生産能力 単位:百万㎡/年

	2011	2012	2013	2014
クラレ	160	180	212	212
日本合成化学工業	55	70	70	88
合計	215	250	282	300
生産能力比率				
クラレ	74.4%	72.0%	75.2%	70.7%
日本合成化学工業	25.6%	28.0%	24.8%	29.3%



出所:クラレリリース資料、決算説明資料を基にSQUADD作成

b EVOH 樹脂

◆EVOH:初期コストの高さが参入障壁

次に EVOH 樹脂(商品名:ソアノール)の競争環境について触れる。

ビジネス概要(P7)でも触れた通り EVOH 樹脂メーカーは、世界で①クラレ、②日本合成化学工業及び③長春石油化学(台湾)の 3 社しか存在しない。

③長春石油化学(台湾)は、台湾の石油化学大手の長春グループの中核会社の一つであり、クラレと日本合成化学工業の 2 強体制に風穴を開けるべく、同事業へ参入したが、シェアを奪うに至っていないのが現状で、クラレと日本合成化学工業で 9 割超の

シェアを占有する状態が続いている(生産能力ベース、下表参照)。また過去にはデュポン(米)も EVOH 樹脂の事業化を試みたが、不調に終わり、1994 年に日本合成化学工業がデュポンのテキサス州ヒューストンのプラントを買収したという経緯がある。

技術的な意味での参入障壁が高いうえに、用途・成形方法などに応じた製品の提供が必要となる。また、トンあたり 100 万円程度の設備投資が必要となるなど、設備投資等の初期参入コストは高い。

クラレは 1972 年に EVOH 樹脂の事業化に成功、日本合成化学工業は 1974 年に企業化に着手し 1984 年から本格生産を開始するなど、両社とも業歴は長く、2 社で市場を占有する状態が長年続いている。

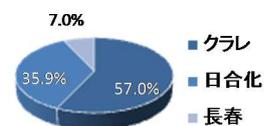
◆日本合成化学工業、クラレとも EVOH 樹脂の生産設備を増強

なお、日本合成化学工業、クラレ両社とも EVOH 樹脂の需要拡大などを見越し、生産設備の増強を図っている。日本合成化学工業は 2016 年 3 月期第 1 四半期(2015 年 4 月～6 月)に米国での設備増強(+15,000 トン/年)が終了し、生産能力は現在の 51,000 トン/年から 66,000 トン/年へと増加。一方、クラレは 2016 年度末までに 11,000 トン/年の増強(ベルギー)を進めており、生産能力は 92,000 トン/年となる見込みである。なおクラレによると、自社の市場シェアを約 65%と推定しているが、生産能力の増強等も加味すると、両社の開きは縮小すると考えられる。

◆EVOH樹脂生産能力(現在)

単位:トン/年

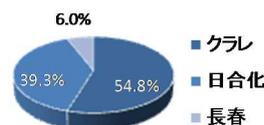
	米国	欧州	日本	台湾	合計	シェア
クラレ	47,000	24,000	10,000	-	81,000	57.0%
日本合成化学工業	23,000	18,000	10,000	-	51,000	35.9%
長春石油化学	-	-	-	10,000	10,000	7.0%
合計	70,000	42,000	20,000	10,000	142,000	100.0%



◆EVOH樹脂生産能力(増強予定込)

単位:トン/年

	米国	欧州	日本	台湾	合計	シェア
クラレ	47,000	35,000	10,000	-	92,000	54.8%
日本合成化学工業	38,000	18,000	10,000	-	66,000	39.3%
長春石油化学	-	-	-	10,000	10,000	6.0%
合計	85,000	53,000	20,000	10,000	168,000	100.0%



出所: 各社リリース資料、同社ヒアリングを基にSQUADD作成

7-(2) 業績比較

◆全社ベースの利益率はクラレを上回るも、セグメントの収益性はクラレに軍配

以下、光学用PVOHフィルム及びEVOH樹脂で競合するクラレとの業績比較を行う。
クラレの売上は4,135億円(2014年3月期)と規模の面で日本合成化学工業を圧倒しているが、全社ベースの営業利益率は、クラレ 12.0%に対し、日本合成化学工業 14.6%と日本合成化学工業が上回っている。

但し、合成樹脂事業(ビニルアセテート事業)にフォーカスすると、規模・収益性の両面でクラレに軍配があがる。売上規模にして約2倍の開きがあることから、両社の製品の価格に差がないと仮定すると、規模の優位性が収益性の差として現れている。規模の差を考えると、クラレと同程度の利益率を達成するのは容易くないが、シェア拡大やコストコントロールにより利益率の改善を図る余地は十分にあると考えられる。

なお、クラレは、2014年6月に米デュポン社のビニルアセテート事業を約543百万ドルで買収した。買収にともなうシナジーが発現するのはこれからということもあり、2014年12月(9ヶ月決算)のセグメント利益率は前年の約30%から約18%へと大きく悪化している。

単位:百万円

◆競合他社比較

会社		9months					
		2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2014/4-12月
クラレ (全社)	売上	332,880	363,191	368,975	369,431	413,485	411,408
	営業利益	30,451	53,095	54,733	49,197	49,545	40,298
	営業利益率	9.1%	14.6%	14.8%	13.3%	12.0%	9.8%
日本合成化学工業 (全社)	売上	90,086	91,260	87,243	91,976	111,151	78,191
	営業利益	10,767	10,087	7,117	11,859	16,229	8,620
	営業利益率	12.0%	11.1%	8.2%	12.9%	14.6%	11.0%

会社/セグメント		9months					
		2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2014/4-12月
クラレ (ビニルアセテート)	売上	111,961	116,905	119,125	126,133	155,503	196,949
	セグメント利益	39,153	50,848	49,904	48,877	46,658	35,724
	セグメント利益率	35.0%	43.5%	41.9%	38.8%	30.0%	18.1%
日本合成化学工業 (合成樹脂)	売上	65,099	64,946	61,510	67,113	83,560	57,624
	セグメント利益	10,703	10,234	7,244	11,837	16,407	8,712
	セグメント利益率	16.4%	15.8%	11.8%	17.6%	19.6%	15.1%

出所:各社決算短信を基にSQUADD作成

8. 株価動向・投資リターン分析

8-(1) 株価動向

業績が回復した 2013年3月期は、TOPIX 指数や競合他社比で株価はアウトパフォーマンス

2015年3月期は業績足踏みで、株価は上昇が続かず後半に軟化

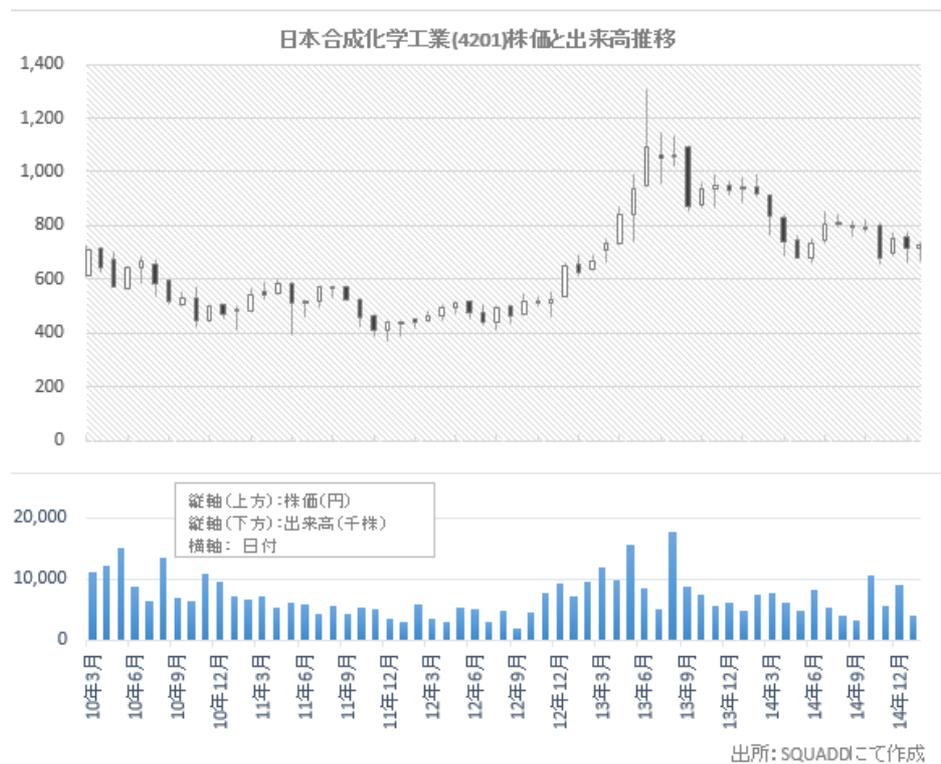
◆足元5年間の業績は拡大基調、一時的に軟化した株価も回復が期待

次に、同社の株価動向について触れる。同社売上高は、欧州債務危機等の影響により液晶テレビ市場での在庫調整が長引いた2012年3月期は、一時的に足踏みしたが、2010年3月期から2014年3月期までの足元5年間では拡大基調にある。また、営業利益率、自己資本利益率(ROE)など収益指標でも、堅調な業績が確認された。2015年3月期については、期初に生じた生産面での定期修繕後の立ち上げ遅れや増設設備の不具合等の特殊要因により、再度減速を余儀なくされ業績が期待を大きく下回る展開となった。

一日当たりの流動性(金額ベース)については、2億円前後で推移していたが、2012年3月期の本決算発表前後に、1億円を下回るなどボトムを記録。株価はTOPIX 指数やクラレ(3405)社など競合他社との比較でも、軟調に推移した。

その後2013年3月期は、前半年のアベノミクス相場や同社業績の回復に牽引される形で、株価は TOPIX 指数やクラレ(3405)など競合他社との比較でもアウトパフォーマンスした。また、流動性(一日当り・金額ベース)については、4億円付近で推移するなど市場参加者の拡大が見られた。

2015年3月期は、一時株価上昇が見られたものの、特殊要因に基づく一時的な業績低下を受け、株価は後半にかけて軟化。TOPIX 指数やクラレ(3405)社など競合他社との比較でも軟調に推移する展開となった。また、3億円前後で推移していた一日当たりの流動性(金額ベース)は、2億円台前半で推移した。



8-(2) 投資リターン分析

業種平均対比で株価(PBR)は依然として割安

今後の株式価値向上には、規模拡大や IR 活動を通じた流動性の向上がポイント



◆PBR0.9 倍と業種平均対比でも株価は割安

2015年3月期第3四半期決算までの値を反映した時価総額は約724億円、PBRは0.9倍、ROE(実績ベース)は11.3%、配当利回り(会社予想)は2.5%となった(2015年2月20日時点)。化学業種平均(200社)のPBR:1.3倍、ROE:5.5%と比較すると、同社株価(PBR)は依然として割安な水準にある。同社株価の今後の更なる上昇のためには、次の課題克服がポイントとなる。

大規模企業が多数を占める化学業種においては、平均時価総額が1,600億円程度と、同社時価総額と比較すると2倍程度、市場流動性において3倍以上(一日当りの流動性(金額ベース)同社:2億円、市場平均:7億円)の乖離が存在する。

業種により様々であるが、特に化学業種においては、株価は売上規模や資産規模等の規模のファクターならびにROEや自己資本対比での営業利益など資本効率考慮後の収益性との相関が足元でも強い事が確認されている。今後、機関投資家を中心とした投資家層を更に拡大させ、今後の株価上昇(市場平均とのプレミアム解消)には、売上規模の拡大ならびに資本効率の向上を図りつつ、丁寧な情報開示やIR活動を充実させながら、1日当り流動性を高めることによる更なる機関投資家(プロ投資家)層の拡大が重要となるだろう。

◆収益性が評価され「JPX 日経インデックス 400」指数採用の快挙を達成

具体的にそれらを実現させる方策として、パッシブ運用者向け並びにアクティブ運用者向けの双方のアプローチが重要となる。

第一にパッシブ運用者向けには、2014年1月より運営が開始された「JPX 日経インデックス 400」が挙げられる。「JPX 日経インデックス 400」は、資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高いトップ 400 社」で構成される株価指数で、日本企業の魅力を内外にアピールするとともに、その持続的な企業価値向上を促し、株式市場の活性化を図ることを目的として開発された。

時価総額規模では813位だが、収益性が牽引し「JPX日経インデックス400」に銘柄選出

日本合成化学工業は、時価総額規模では、全体3,313社中の813位(流動性は921位)である一方、収益性に牽引される形で、「JPX日経インデックス400」指数に採用される快挙を達成した。競合他社のクラレ(3405)社についても、同指数に採用されているが、時価総額規模で全体3,313社中の197位(流動性は191位)とトップ400社の圏内ランク、収益性も一定水準を満たしており、同指数への採用は比較的容易であったと推察される。

今後、GPIFなどに代表されるパッシブ運用者が同指数を採用、同指数へのアロケーションを増加させてくることが予想されことから、同社株式へのフローが追加的に発生し、流動性向上が期待される。

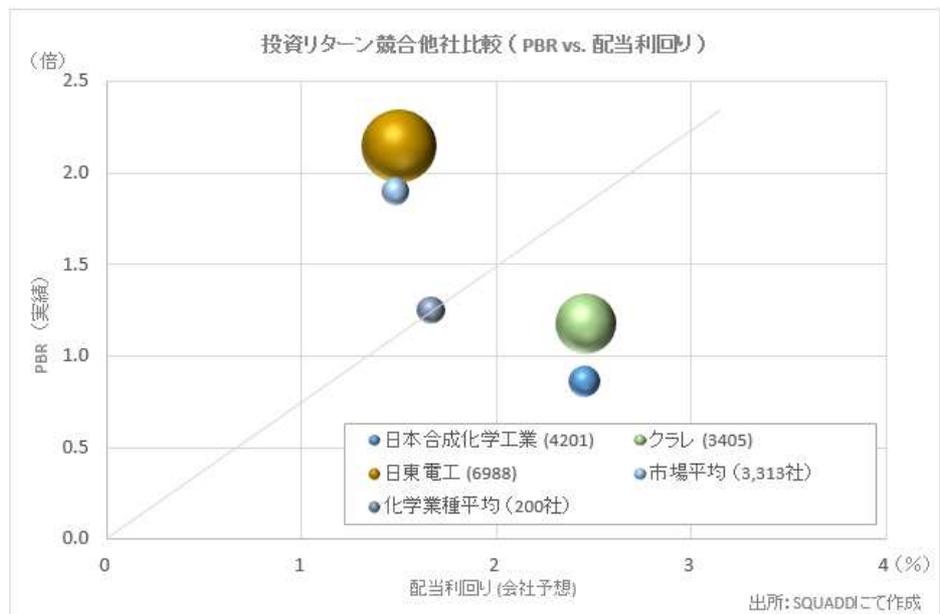
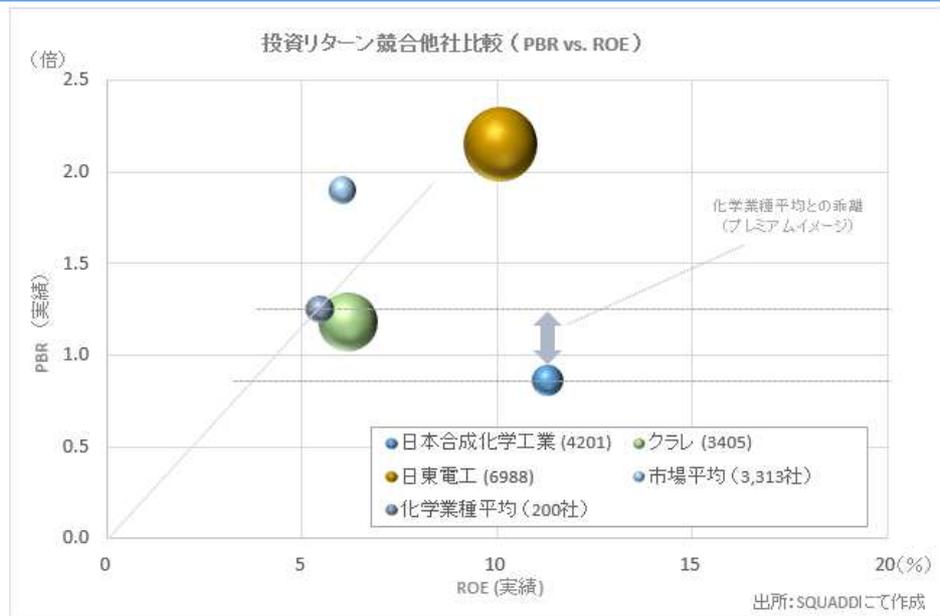
第二にアクティブ運用者向けについては、前述の追加的に流動性が向上するにつれ、これまで投資ユニバースに採用できなかった新規アクティブ運用者からのサポートが期待できよう。同社は、時価総額では全体3,313社中の813位(流動性は921位)と証券会社のカバレッジ外にある一方、収益面では業界首位のクラレ(3405)社を凌駕する魅力度の高いバリュー銘柄に位置する。スモールミーティング開催などの地道なIR活動を通じ機関投資家(プロ投資家)層に訴求していく事で、投資金額規模の大きいアクティブ投資家を着実に開拓して行く事が重要となるだろう。

◆バリュー投資の観点からは競合他社クラレとの比較でも同社は魅力度な存在

次に、競合他社との比較を行う。時価総額ではクラレ5,600億円に対し、日本合成化学工業は724億円。化学業種市場平均は、時価総額1,600億円、ROE5.5%となっている(グラフの個別企業のバブル面積は、各社時価総額の規模のイメージを表す)。

収益指標についてはクラレ社がROE:6.2%、配当利回り:2.5%、日本合成化学工業はROE:11.3%、配当利回り:2.5%と、バリュー投資の観点からみると、同社の魅力度は圧倒的である。

同社は既に、PVOHフィルム市場においてクラレ社と共に市場を寡占しセカンド・サプライヤーとしての強固な地位を確立している。また、同社製品に対する更なる需要拡大や安定的な市場シェアを鑑みると、業績は着実に成長して行くと推察される。また、これらの動きと連動する形で、今後、機関投資家(プロ投資家)からの「JPX日経インデックス400」指数の採用が積極化することが期待され、中長期的にも株価及び流動性の更なる上昇が期待される。



8-(3) 株主還元・
配当政策

◆過去5年で3回の増配を実施

株主への利益還元を重要課題の一つとして掲げており、事業投資に備えての内部留保の確保、財務体質の維持を図りつつ、業績動向を勘案し配当を実施している。

2013年3月期に1株当たり配当金を前期の12円から15円へと引き上げ、2014年3月期には18円へとプラス3円の増配を実施した。2015年3月期は、業績予想の下方修正が行われるなど、業績は伸び悩んでいるが、現在のところ前期と同じ18円の配当を予定している。なお、配当性向は、純利益が薄かった2012年3月期を除き20%程度で推移している。

8-(4) 資本コスト/ 投下資本利益率

◆発行済株式数/1株当たりの情報等

会社予想

		2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
期末発行済株式数	(千株)	98,369	98,369	98,369	98,369	98,369	n.a.
株主数	(人)	4,731	4,440	4,179	3,536	3,922	n.a.
期末株価	(円)	643	513	509	839	741	n.a.
時価総額	(百万円)	63,251	50,463	50,070	82,532	72,892	n.a.
1株当たり当期純利益(EPS)	(円)	59.06	62.94	32.38	83.75	82.32	73.92
1株当たり純資産(BPS)	(円)	538.53	564.07	574.83	671.84	788.11	n.a.

◆株主還元情報

会社予想

		2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
1株当たり中間配当	(円)	4.00	5.00	6.00	6.00	9.00	9.00
1株当たり期末配当	(円)	6.00	7.00	6.00	9.00	9.00	9.00
1株当たり配当金(DPS)	(円)	10.00	12.00	12.00	15.00	18.00	18.00
配当性向	(%)	16.9%	19.1%	37.1%	17.9%	21.9%	24.4%
配当利回り	(%)	1.6%	2.3%	2.4%	1.8%	2.4%	n.a.

出所: 有価証券報告書、決算短信等を基にSQUADD作成

◆WACCを上回るROICを維持

日本合成化学工業の株主資本コストは 5.1% ($\beta=0.960$ 、リスクプレミアム=5%と想定) と算定される。ROE については、2012年3月期に5%台と大きく落ち込んだものの、その他の年度については、11%以上の水準にあり、Equity Spread (ROE と株主資本コストの差額) は6%程度を維持している。

一方、投下資本利益率(ROIC)については、最も落ち込んだ2012年3月期でも6%台を確保、2014年3月期は10.4%と高いリターンを記録した。加重平均資本コスト(WACC)は4%程度であり、過去5年以上に渡り、WACCを上回るリターンを事業活動であげている。

◆Equity Spread

	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月
ROE	11.6%	11.4%	5.7%	13.4%	11.3%
株主資本コスト*	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
Equity Spread	6.5%	6.3%	0.6%	8.3%	6.2%

* $\beta=0.960$ (Bloomberg、2015/1/31時点)、リスクプレミアム=5%にて算定

過年度の株主資本コストは、直近の値を仮置きしている。

出所: SQUADD作成

◆投下資本利益率

	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	平均
営業利益*	10,767	10,087	7,117	11,859	14,800	10,926
法定実効税率	40.6%	40.6%	40.6%	38.0%	38.0%	39.3%
NOPLAT	6,396	5,992	4,227	7,353	9,176	6,629
有利子負債	22,735	13,599	11,977	10,040	15,350	14,740
時価総額	63,251	50,463	50,070	82,532	72,892	63,842
投下資本	85,986	64,062	62,047	92,572	88,242	78,582
ROIC	7.4%	9.4%	6.8%	7.9%	10.4%	8.4%
負債コスト	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	1.2%	2.0%
株主資本コスト	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
WACC**	4.0%	4.2%	4.3%	4.6%	4.3%	4.4%
ROIC-WACC	3.4%	5.1%	2.5%	3.3%	6.1%	4.1%

*2014年3月期の営業利益は決算期変更の影響を除いた数値

出所: SQUADD作成

**WACC=負債コスト×(1-実効税率)×有利子負債比率+株主資本コスト×時価総額比率にて算定

負債コストは長期借入金の平均利率を使用、株主本コストは上表「Equity Spread」を参照

ディスクレームー

免責条項

- 本レポートは、株式会社スクアード・リサーチ&コンサルティング（以下、SQUADD）が、投資家への情報提供を目的として対象となる企業との契約に基づき対価を得て作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの作成に当たり、SQUADD は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則 SQUADD の分析・評価によるものです。
- 本レポートは、SQUADD が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における SQUADD の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- SQUADD は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。
- 本レポートの知的所有権は SQUADD に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

「ANALYST NET」について

- 「ANALYST NET」は、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下、「TIW」）が発行・流通するレポートのサービス名称です。「TIW」は情報提供の配信プラットフォームならびに事務局機能を担っております。
- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、従来のアナリストレポートとは違ったアプローチによる産業・企業の紹介や解説を目的としており、主に「TIW」の外部アナリスト及び提携会社を執筆者（以下、「執筆者」）として作成しております。
- 「TIW」は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、「執筆者」に対して指摘を行っております）。
- 「TIW」は、本レポートを発行するための企画提案および配信プラットフォーム機能の提供に関して対価を直接的または間接的にレポート対象企業より得る場合があります。
- 「執筆者」は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、「執筆者」は対象会社の有価証券を保有している可能性があります。これらについて、「TIW」は原則的に管理をいたしません。また責任も負いません。別途、「執筆者」によるディスクレームーをご確認下さい。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則は執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、「執筆者」が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における「執筆者」の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、「TIW」ならびに「執筆者」が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として「TIW」あるいは「執筆者」に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、「TIW」の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は、「TIW」が保有する登録商標です。