

日本合成化学工業株式会社

(4201 東証1部)

発行日 2015年12月1日

欧米で食品包装用途向けを中心に EVOH 樹脂「ソアノール」が好調

前期に発生した原料価格の高騰は収束し営業利益率が改善

2016年3月期第2四半期の売上は527億円、前年同期比微増での着地となった。但し、前期に不採算事業から撤退しており、売上規模が縮小している点を踏まえると、事業撤退に伴う減収を既存製品で補い、前期を上回る売上を達成したことになる。偏光板向け光学用 PVOH フィルム「OPL フィルム」については、期初に発生した定期修繕に伴う在庫不足や試作品製作による生産面の制約があり、販売数量は微増に留まったのに対し、食品包装材などとして利用される EVOH 樹脂「ソアノール」が欧米を中心に堅調に推移し、前年同期を上回る売上を記録した。また、紫外線硬化樹脂「紫光」も液晶パネル用途で採用されるケースが増えるなど好調が続いている。

前期に発生した、欧州での原料価格(酢酸ビニルモノマー価格)の一時的な高騰も今期に入り収束し、営業利益は、前年同期を約5億円上回る70億円を計上、営業利益率も前年通期の10.6%から13.2%にまで改善した。

コア2製品に続く、営業利益10億円規模の製品群の育成に注力

2015年11月に次期中期経営計画となる「NICHIGO20」(自2017年3月期至2021年3月期)を公表した。最終年度となる2021年3月期の数値目標としては、売上1,400億円(2016年3月期予想対比+29.6%)、営業利益200億円(同+42.9%)、営業利益率14.3%を掲げている。①コア事業への継続投資及び、②「OPL フィルム」、「ソアノール」に続く第三の柱構築を基軸として計画達成を目指す。主力製品の1つ「OPL フィルム」については、需要先となる偏光板市場は拡大基調が続いており、現在、20μmの薄膜品の早期上市に向け、生産技術確立に注力している。もう1つの主力製品「ソアノール」は新用途開発による需要増を狙う。第三の柱構築に関しては、営業利益10億円規模の事業群の育成を目標としており、電子・光学材料用粘着剤「コーポニール」や液体洗剤個包装材向けに水溶性 PVOH フィルム「ハイセロン」などの拡販を進めていく。「コーポニール」と「ハイセロン」については新生産ラインが2017年3月期第1四半期に稼働する予定であり、生産能力拡大に伴う増収増益が期待される。

フォローアップレポート

(2016年3月期第2四半期)

(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
上市市場	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11月27日時点)

株価	911 円
年初来高値	966 円 (2015/5/11)
年初来安値	662 円 (2015/2/5)
発行済株式数	98,369,186 株
売買単位	1,000 株
時価総額	89,614 百万円
予想配当	20.00 円 (2016/3期)
予想配当利回り	2.20 % (2016/3期)
予想EPS	97.54 円 (2016/3期)
実績EPS	68.25 円 (2015/3期)
予想PER	9.34 倍 (2016/3期)
実績PBR	1.01 倍 (2015/9月)

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)
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 実績	105,202	94.6%	11,186	10.6%	11,296	10.7%	6,648	6.3%	18,238	68.25
2016年3月 会社予想	108,000	102.7%	14,000	13.0%	14,300	13.2%	9,500	8.8%	22,200	97.54
第2四半期累計	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)
2015/3-2Q 実績	52,529	106.3%	6,465	12.3%	6,547	12.5%	4,189	8.0%	9,731	n.a.
2016/3-2Q 実績	52,665	100.3%	6,970	13.2%	7,133	13.5%	5,333	10.1%	10,808	n.a.
2016/3-2Q 対予想進捗率	48.8%	n.a.	49.8%	n.a.	49.9%	n.a.	56.1%	n.a.	48.7%	n.a.

*親会社株主に帰属する当期純利益に相当する金額

1/27

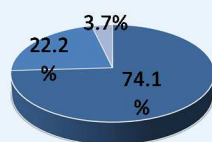
本レポートは、株式会社スクアード・リサーチ&コンサルティング(以下、SQUADD)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。SQUADD が信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。SQUADD は本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権は SQUADD に帰属し、許可なく複製、転写、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

目次

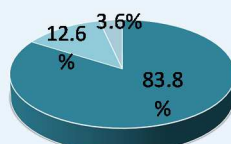
1 事業概要	
(1) セグメント構成	P3
(2) 主要製品概要	P5
2 会社概要	
(1) 2016 年 3 月期上半期のトピックス	P7
(2) 関係会社	P8
(3) 主要施設／設備投資	P9
(4) 株主構成	P10
3 業績ハイライト	
(1) 2016 年 3 月期上半期業績概要	P11
4 セグメント別業績概況	
(1) 化学品製造業	P13
(2) 商社等	P16
5 財務分析	
(1) コスト概況	P17
(2) BS 概況	P19
6 経営計画及び成長戦略	
(1) 経営計画	P21
(2) 成長戦略	P22
7 株価動向・投資リターン分析	
(1) 株価動向	P24
(2) 投資リターン分析	P25

1. 事業概要

1-(1) セグメント構成

セグメント別売上構成
(2015年3月期)

■ 合成樹脂
■ 有機合成
■ その他

セグメント別売上構成
(2016年3月期2Q累計)

■ 化学品製造業
■ 商社等
■ その他

◆2016 年 3 月期よりセグメントを「化学品製造業」及び「商社等」の 2 つへ変更

日本合成化学工業（以下、同社）は酢酸系樹脂の化学品メーカーであり、1927 年の設立時より、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している。現在は、①PVOH（Polyvinyl alcohol、ポリビニルアルコール、PVA とも略される。）、②EVOH（Ethylene-vinyl alcohol copolymer、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）が主要事業となっている。

なお、前期に実施した工業薬品及びファインケミカル製品の一部撤退を契機に、2016 年 3 月期に入り事業セグメントの見直しを行った。見直しにより、工業薬品及びファインケミカル製品を合成樹脂に統合し、「化学品製造業」に変更、100%子会社の大成化薬が扱う他社転売品及び、同じく 100%子会社である関西化学工業の事業を「商社等」に分類した。有機合成セグメントから合成樹脂セグメントへと統合された工業薬品及びファインケミカル製品の年間売上高は 100 億円前後、営業利益は概ね収支トントンの水準にある。

2015 年 3 月期の売上は 1,052 億円、旧セグメント別の売上構成は、合成樹脂 74%、有機合成 22%、その他 4%となっており、営業利益（112 億円）については、ほぼ全額を合成樹脂セグメントが稼ぎ出す状態にあった。セグメント見直し後は、化学品製造業セグメントが売上の 84%、営業利益の 95%超を占める主要セグメントとなった（2016 年 3 月期第 2 四半期（累計）ベース）。

◆セグメント概要

旧	新	内容	
合成樹脂	化学品製造業	PVOH	接着、乳化、懸濁などの工業原料、加工剤等
		PVOH フィルム	液晶パネル用光学フィルム等
		EVOH	食品包装用フィルム、樹脂タンク素材等
		スペシャリティーポリマー	偏光板用粘着剤、光学フィルムハードコート材等
有機合成	化学品製造業	工業薬品	酢酸ビニルモノマー、酢酸等の基礎化学品
		ファインケミカル	医薬品原料、食品保存料等として使用される化学品
	商社等	商社等	他社転売品
その他	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	

出所：決算説明資料、会社HP等に基づきSQUADD作成

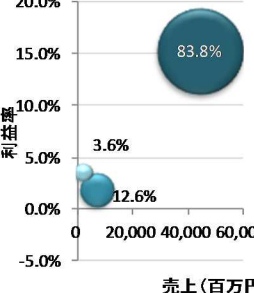
◆主要製品概要

PVOH		スペシャリティポリマー	
コーセーノール コーセーノックス コーセーノールEG		コーポニール	
電子材料 OPL フィルム		紫光	
機能フィルム ハイセ ロン		モビニール	
		ニチコー ポリエスター	
EVOH・EVA*		BVOH**	
ソアノール G.ソアノール		ニチコー Gポリマー	
ソアライト	エンジニアリングプラスチック用のEVOH樹脂		
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		
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		
		工業薬品 酢酸ビニル モノマー 酢酸	ファインケミカル 酢酸ナトリウム アセト酢酸 エステル

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

出所: 決算説明資料、会社HP等を基にSQUADD作成

◆上半期セグメント別業績概況(新セグメント)

		2015/3-2Q	2016/3-2Q	増減	増減%	
売上高	化学品製造業	43,686	44,155	469	1.1%	2016年3月期第2四半期 セグメント売上及び利益率 
	商社等	6,933	6,626	(307)	-4.4%	
	その他	1,910	1,884	(26)	-1.4%	
	全社売上	52,529	52,665	136	0.3%	
営業利益	化学品製造業	6,214	6,758	544	8.8%	
	商社等	94	132	38	40.4%	
	その他	127	70	(57)	-44.9%	
	計	6,435	6,960	525	8.2%	
	調整額	30	10	(20)	-66.7%	
	全社営業利益	6,465	6,970	505	7.8%	
営業利益率	化学品製造業	14.2%	15.3%	1.1%	n.a.	
	商社等	1.4%	2.0%	0.6%	n.a.	
	その他	6.6%	3.7%	-2.9%	n.a.	
	全社	12.3%	13.2%	1.0%	n.a.	

出所: 決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成

◆参考: セグメント別業績概況(旧セグメント)

		2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	会社予想 2016年3月
売上高	合成樹脂	64,946	61,510	67,113	83,560	77,944	n.a.
	有機合成	22,932	22,034	20,643	23,754	23,371	n.a.
	その他	3,381	3,699	4,219	3,836	3,887	n.a.
	全社売上	91,260	87,243	91,976	111,151	105,202	108,000
営業利益	合成樹脂	10,234	7,244	11,837	16,407	11,381	n.a.
	有機合成	(131)	35	174	49	5	n.a.
	その他	200	231	243	218	189	n.a.
	計	10,303	7,512	12,254	16,675	11,575	n.a.
	調整額	(216)	(395)	(395)	(446)	(389)	n.a.
	全社営業利益	10,087	7,117	11,859	16,229	11,186	14,000
営業利益率	合成樹脂	15.8%	11.8%	17.6%	19.6%	14.6%	n.a.
	有機合成	-0.6%	0.2%	0.8%	0.2%	0.0%	n.a.
	その他	5.9%	6.2%	5.8%	5.7%	4.9%	n.a.
	全社	11.1%	8.2%	12.9%	14.6%	10.6%	13.0%

出所: 決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成

1-(2) 主要製品概要

a 「OPL フィルム」

「OPL フィルム」(PVOH)
及び「ソアノール」(EVOH)
が収益の柱

光学用 PVOH フィルムは、
クラレ(7 割)、日本合成化
学工業(3 割)の寡占市場

◆「OPL フィルム」(PVOH): 液晶ディスプレイの画像表示に不可欠な偏光板用素材

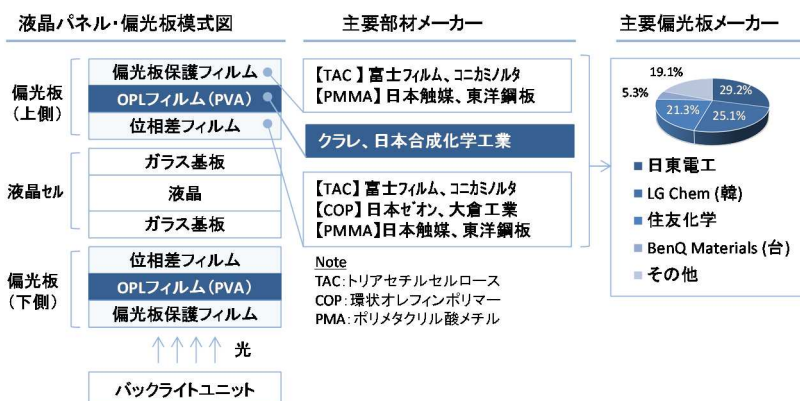
次に、コア製品である「OPL フィルム(PVOH)」及び「ソアノール(EVOH)」の概要に触れる。

「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(PVA 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(偏光フィルム)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、同社の主力製品の 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。偏光子として機能する PVOH フィルムは、他の製品での代用が困難であることから、長期に亘り偏光板用素材として利用されている。また、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。その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く、クラレ(約 7 割)と日本合成化学工業(約 3 割)の寡占が成立している(生産能力からの推定)。主な需要先は偏光板メーカーとなるが、主要各社とも、利用率に差はあるものの、クラレと日本合成化学工業の 2 社を併用している。

偏光板用途(面積ベース)の 7 割程度はテレビ向け、スマートフォン/タブレット及び PC 向けが 3 割程度の構成となっており、近年スマートフォン/タブレット向けの需要が急速に拡大してきているものの、テレビ向け需要が市場を差配する状況が続いている。

なお、偏光板最大手の日東電工が PVOH フィルムの代替品となる「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、2015 年 3 月期に入り、スマートフォン等でコーティング PVA が採用されるなど、本格的な実用化を迎えた。現在のところ、コーティング PVA の採用はハイスペックのスマートフォンやタブレット等の中小型製品に限定されており、PVOH フィルムの需要減少を引き起こすには至っていない。また、近年は、デバイスの薄型化・軽量化に伴い、PVOH フィルムも薄膜化が進んでおり、当初 75 μm だった膜厚は 30 μm にまで薄膜化、現在同社は 15~20 μm 製品の生産技術確立に取り組んでいるところである。なお、20 μm の PVOH フィルムは、延伸作業を考慮すると、厚さの面でコーティング PVA との差はほぼなくなることから、20 μm 品の早期上市を目指している。

◆偏光板(偏光フィルム)模式図/主要メーカー



出所: 富士キメラ総研「2015年版 機能性高分子フィルムの現状と将来展望」等を基にSQUADD作成

b 「ソアノール」

食品包装材が主な用途

クラレ、日本合成化学、長
春石油化学(台湾)が参入
企業

◆「ソアノール」(EVOH): 高いガスバリア性と加工性を併せ持つ合成樹脂

PVOH をエチレンで変性することにより加工性を高め、ガスバリア性と溶融押出加工性を両立させたのが「ソアノール」(EVOH 樹脂)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ている。エチレン組成に応じ各種グレードの「ソアノール」を取り揃えているが、エンジニアリングプラスチック用の「ソアライト」、酢酸ビニルの含有率が高く PVC (ポリ塩化ビニル) 改質剤として使用される「ソアブレン」などの派生製品も展開している。また、「ソアノール」の用途のうち、約半数を肉やチーズなどの食品包装フィルムが占めるが、マヨネーズボトルやレトルトパックなどにも利用されている。

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^(注)、②日本合成化学工業 66,000 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 52%、②日本合成化学工業 42%、③長春石油化学 6%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や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設するには、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。

(注) クラレは現在、ベルギーで 11,000 トン/年の設備増強が進捗中であり(2016 年末稼働予定)、生産能力は 81,000 トン/年から 92,000 トン/年に増加する見込みである。

◆ソアノール応用例

フィルム	ブローボトル	押出チューブ	カップ・トレイ
			
用途例: 生肉、ハム・ソーセージ、チーズ	用途例: マヨネーズ、食用油、農薬ボトル	用途例: 化粧品チューブ	用途例: ゼリー、加工米飯、味噌
レトルト	パイプ	押出コーティング	タンク
			
用途例: 加工米飯容器蓋材、デザート容器蓋材	用途例: 床暖房パイプ	用途例: 飲料用紙カートン	用途例: ガソリタンク

出所: 会社HPを基にSQUADD作成

2. 会社概要

2-(1) 2016 年 3 月
期上半期のトピックス

2015 年 7 月に、3D プリンタ用水溶性フィラメント「MelFil」を上市

◆2015 年 7 月に 3D プリンタ用水溶性フィラメントを上市

2015 年 4 月以降に公表されたプレスリリース(抜粋)は下表の通りである。

◆2015年4月～直近のプレスリリース（抜粋）

年月	区分	概要
2015年4月	EVOH	「Chinaplas 2015」及び「Propak Asia 2015」出展のご案内
2015年4月	全社	「内部統制システム構築の基本方針」の改定に関するお知らせ
2015年5月	全社	代表取締役の異動について
2015年6月	PVOH	「In-PHARMA JAPAN（医薬品原料 国際展）」出展のご案内
2015年6月	PVOH	3DプリンタFDM用水溶性フィラメントの上市について
2015年7月	その他	連結子会社間の合併に関するお知らせ
2015年10月	PVOH	「3D Printing 2016」出展のご案内
2015年10月	S.ポリマー	「China Coat 2015」出展のご案内
2015年10月	全社	業績予想の修正に関するお知らせ
2015年11月	全社	新中期経営計画の策定に関するお知らせ

出所：会社HPを基にSQUADD作成

今期は 2015 年 7 月に、「ニチゴーG ポリマー」(BVOH)を用いた 3D プリンタ FDM 用水溶性フィラメント「MelFil」を上市した。3D プリンティングの主な印刷方式としては、①熱溶解積層方式(FDM)、②光造形方式、③粉末焼成積層方式、④インクジェット方式が挙げられ、同社が上市した「MelFil」は、①熱溶解積層方式の 3D プリンタ用フィラメントである。なお、①熱溶解積層方式は、装置価格が比較的安いため、家庭用 3D プリンタとして普及が進んでいる。「MelFil」は、主造形材の造形をサポートする材料であり、造形物の支持体部分や立体空中構造の空隙部分に使用される。サポート材樹脂としては、PLA（ポリ乳酸樹脂）、HIPS（高衝撃性ポリスチレン樹脂）、PVOH などのフィラメントが使用されているが、PLA は除去溶媒がアルカリ、HIPS はリモネンであるなど、溶解作業の安全性の面で難があった。また PVOH フィラメントはある程度の水溶解性を有するものの、主造形材との接着性や印刷性が悪いといった短所があった。これに対し、「MelFil」は高い水溶解性や生分解性を有しかつ、主造形材との接着性、造形性や印刷性に優れているという特徴がある。

3D プリンタの普及はこれからの状況にあるが、家庭用 3D プリンタの価格低下も進んでおり、従来のサポート材に満足できなかった顧客層を取り込むことで需要開拓を進めていく計画である。また、現在は国内のみならず 3D プリンタが普及している米国等でも「MelFil」の販売を行っている。

◆3Dプリンタの印刷方式

	熱溶解積層方式	光造形方式	粉末焼成積層方式	インクジェット方式
強度	○	×	○	▲
精度	×	◎	○	○
表面平滑	×	○	×	○
サポート樹脂	要	要	不要	要
使用樹脂	ABS、PLA	エポキシ、Ac系	ナイロン、セラミック、エラストマー、PP	Ac系、ABS、PP
用途	家庭用	自動車部品モデル	自動車	臓器モデル
装置価格	数十万円	1,000万円超	1億円弱	1,000万円弱

出所：プレスリリースを基にSQUADD作成

2-(2) 関係会社

◆その他事業を展開する子会社 2 社が合併

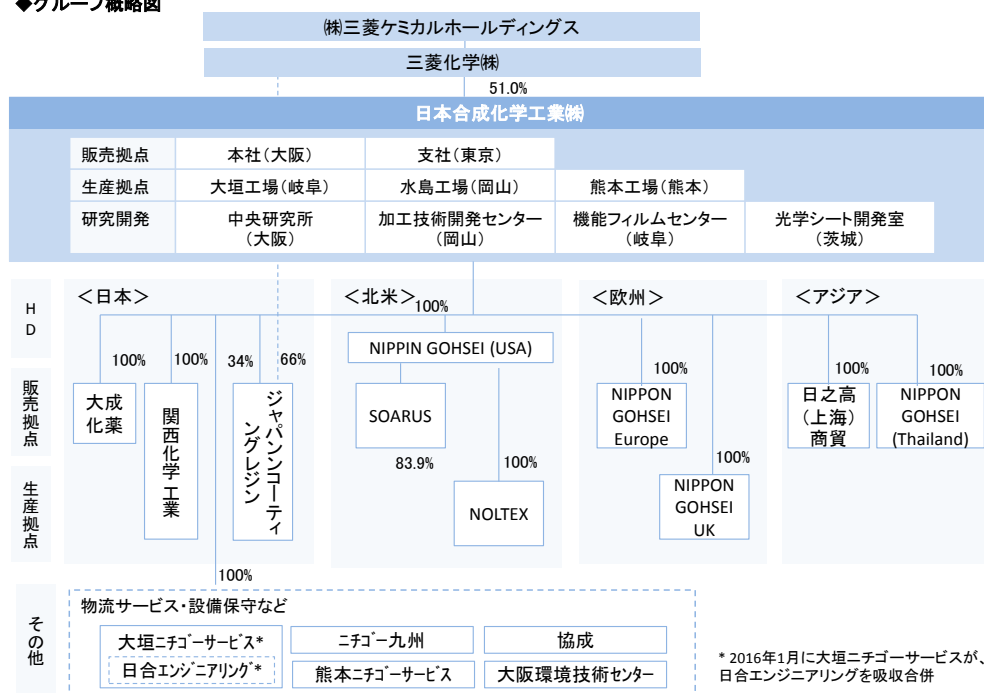
日本合成化学工業は、三菱ケミカルホールディングスの系列会社であり、三菱ケミカルホールディングス内では、三菱化学の上場子会社として「デザイン・マテリアルズ」セグメントを構成する。親会社の三菱化学からは、エチレンなどの原燃料を調達しており、2015 年 3 月期取引金額は約 100 億円(売上原価に占める割合: 約 13%)となっている。なお、三菱化学グループとの経営情報の交換等を目的として三菱化学より 1 名が社外取締役役に就任している。

日本合成化学工業としては、傘下に連結子会社 15 社及び持分法適用関連会社 1 社を有している(下図参照)。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。なお、2016 年 1 月にその他事業に属する、大垣ニチゴーサービス(物流)が日合エンジニアリング(化学設備の設計等)を吸収合併する。2 社とも 100%子会社であるため、連結業績への影響は軽微である。

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、大成化薬は化学品商社として主に販売を担当、関西化学工業はフィルム製品の製造・販売を展開している。

海外事業は EVOH が中心となっており、北米には、EVOH 製造子会社 NOLTEX(米)及び販売子会社 SOARUS(米)の 2 つの子会社が、欧州も同様に EVOH 製造子会社 NIPPON GOHSEI UK(英)と販売子会社 NIPPON GOHSEI Europe(独)の 2 社の子会社が存在する。なお、アジアには現在のところ生産拠点は無いが、中国及びタイに販売子会社を有している。2015 年 3 月期の地域別売上比率は、日本 46%、アジア 25%、欧州 16%、北南米 12%となっているが、2021 年 3 月期には日本 40%、アジア 29%、欧州 16%、北南米 14%を目指す計画である。

◆グループ概略図



2-(3) 主要施設／ 設備投資

大垣地区の拠点集約と
増強

「OPL フィルム」新ライン
(第 7 系)の新設も視野に

米 EVOH 新設備の稼働
は 2015 年 12 月にズレ込
み

「ハイセロン」及び「コー
ポニール」新設備は 2017 年
3 月期第 1 四半期より稼
働予定

◆大垣工場の再編

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。うち、海外 2 工場は EVOH の生産に特化している。なお、大垣工場(岐阜)は、事業撤退した跡地を利用して、新製造設備の導入や増強を行い、最新鋭工場への刷新を図る。

◆主要製品生産能力

生産拠点	PVOH (トン/年)	OPLフィルム (千㎡/年)	EVOH (トン/年)
熊本工場(熊本)	30,000	63,000	-
水島工場(岡山)	40,000	-	10,000
大垣工場(岐阜)	-	25,000	-
NOLTEX(米国)	-	-	38,000
NIPPON GOHSEI UK(英国)	-	-	18,000
合計	70,000	88,000	66,000

出所: 決算説明資料を基にSQUADD作成

◆「OPL フィルム」:20 μ m 品の技術面での課題解消次第、新ラインを建設予定

「OPL フィルム」は、2015 年 3 月期第 1 四半期に熊本工場で超広幅対応新ライン(第 6 系)が完成した(投資総額約 65 億円、18,000 千㎡/年)。前期は、第 6 系の品質安定化に時間を要し、本格稼働が 2014 年 11 月にズレ込むといった事態に陥ったが、2016 年 3 月期は正常稼働を続けている。なお、現在、生産技術確立に取り組んでいる 20 μ m の薄膜品はスマートフォンやタブレット端末での利用が想定されるが、ユーザーからも 20 μ m 品の実用化の要請を受けており、第 6 系と同等以上の新ラインの建設も視野に、生産能力の拡大を図っていく方針である。

◆EVOH:米 NOLTEX の新設備(15,000トン/年)が 2015 年 12 月より稼働

EVOH については、2013 年 7 月に着工した米 NOLTEX の新設備(投資総額約 180 万ドル、15,000 トン/年)が、本第 2 四半期に完工を迎えた。但し、当初、第 2 四半期からの稼働を予定していたが、エネルギー供給会社や原料調達先工場の定期修繕等が長引き、完工直後から新設備を稼働できず、操業開始が 2015 年 12 月にズレ込んだ。同月からは米工場の 3 ライン全てがフル生産に入る予定である。

◆「ハイセロン」、「コーポニール」の新設備が建設中

現在、熊本工場で水溶性 PVOH フィルム「ハイセロン」の生産設備の新設(投資総額約 33 億円)、大垣工場で電子材料用アクリル系溶剤型粘着剤「コーポニール」(同約 26 億円)の設備増強が進捗中であり、ともに 2017 年 3 月期第 1 四半期の稼働を予定している。

「ハイセロン」は、現在生産を行っている大垣工場のラインがフル稼働のため、欧米を中心に伸びている液体洗剤個包装材向けの供給については、今回の生産能力増強で対応する。

2-(4) 株主構成

三菱化学が株式の過半を所有、株主構成に大きな変動はなし

◆進捗中の設備投資

生産拠点	設備投資額	着工	操業予定	設備の内容
熊本工場	33億円	2015年2月	2017/3月期1Q (2016年4-6月)	PVOHフィルム「ハイセロン」 生産設備(+1,600トン/年)
大垣工場	26億円	2014年10月	2017/3月期1Q (2016年4-6月)	アクリル系溶剤型粘着剤「コーポニール」生産設備(+12,000トン/年)

出所: プレスリリース及び決算説明資料を基にSQUADD作成

◆主要株主に大きな変動はなし

株主構成に大きな変動はなく、親会社である三菱化学が約 5 割を所有、上位 10 株主の所有割合は 7 割前後での推移が続いている。

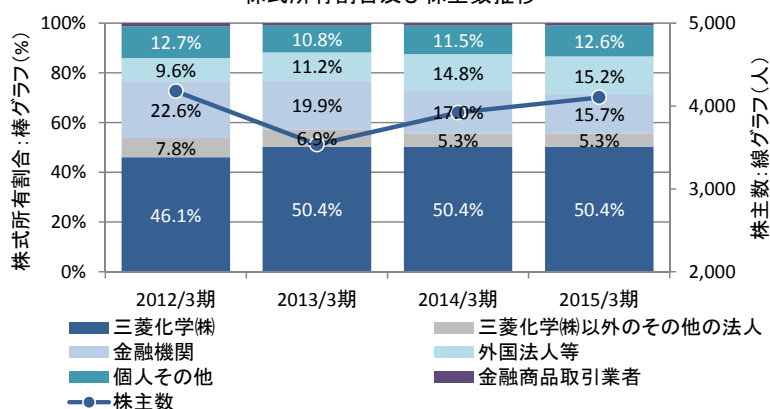
所有者タイプ別では、外国法人等及び金融機関の比率がともに 15%程度の水準にあるが、ここ数年間をみると金融機関の比率がやや低下する一方で、外国法人等の比率が増加してきており、外国法人等の株主数も 2012 年 3 月の 120 人から 2015 年 3 月には 148 人に増加している。

◆大株主の状況

2015/9月末		2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2015年9月
順位	大株主					
1	三菱化学(株)	46.1%	50.4%	50.4%	50.4%	51.0%
2	日本トラスティ・サービス信託銀行(株)	11.2%	8.7%	5.6%	6.2%	7.5%
3	Northan Trust Company (AVFC) RE-HCR00	-	1.4%	1.3%	2.1%	2.2%
4	State Street Bank and Trust Company	1.6%	1.7%	3.6%	3.3%	2.1%
5	(株)みずほ銀行	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
6	State Street Bank and Trust Company 505223	-	-	-	-	1.2%
7	資産管理サービス信託銀行(株)	1.8%	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%
8	丸紅(株)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
9	The Bank of NY Mellon SA/NV 10	-	-	-	0.9%	1.0%
10	自己株式	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	日本マスタートラスト信託銀行(株)	3.0%	2.6%	2.6%	1.6%	-
	(株)りそな銀行	-	-	0.9%	-	-
	三菱商事(株)	2.0%	2.0%	-	-	-
	みずほ証券(株)	1.0%	-	-	-	-
	上位10株主合計	69.8%	71.4%	69.0%	68.8%	69.2%
	その他	30.2%	28.6%	31.0%	31.2%	30.8%
	合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所: 有価証券報告書及び四半期報告書を基にSQUADD作成

株式所有割合及び株主数推移



3. 業績ハイライト

3-(1) 2016 年 3 月
期上半期業績概要

不採算事業からの撤退に伴う事業縮小を「ソアノール」の増収でカバーし、前年同期を上回る売上を達成

前期に発生した欧州酢酸ビニルモノマー価格高騰は沈静化

◆欧州酢酸ビニルモノマー価格高騰が収束し、営業利益率が改善

2016 年 3 月期上半期の売上は 527 億円、前年同期比(525 億円)微増での着地となった。但し、前期に一部のファインケミカル製品から撤退したのに加え、酢酸エチルの輸入販売等を停止しており、事業撤退に伴う減収を他の製品の売上でカバーし、前期並みの売上確保を達成している。特に好調だったのが、欧州の「ソアノール」で、食品用途を中心に需要が堅調に推移し、予想を上回る売上を記録した。PVOH 樹脂「ゴーセノール」については、スペシャリティ分野は堅調に推移したものの、汎用分野が中国市場の減速などの影響でやや苦戦を強いられ、「ゴーセノール」全体の売上は前年同期を若干割り込んだ。「OPL フィルム」は、期初に熊本工場の定期修繕に伴う在庫不足が発生し、前年同期並みの売上となった。スペシャリティポリマーについては、紫外線硬化樹脂「紫光」は好調に推移したが、アクリル系溶剤型粘着剤「コーポニール」は一部顧客での在庫調整などにより販売量が若干落ち込んだ。

一方、営業利益については、前年同期(65 億円)を約 5 億円上回る 70 億円を計上、営業利益率も前年同期(12.3%)を超える 13.2%を確保した。前期悩まされた、メーカ一の操業停止等に伴う欧州酢酸ビニルモノマー価格高騰は 2016 年 3 月期に入り収束し、2015 年 3 月期下半期との比較では、営業利益率は 9.0%から 13.2%へと大きく改善している。

◆2016 年 3 月期下半期は上半期とほぼ同水準での着地となる見込み

2016 年 3 月期下半期については、上半期とほぼ同等の売上・営業利益を想定しており、通期の売上は前期比約 28 億円増(+約 2.7%)の 1,080 億円と予想している。

なお、2015 年 10 月に業績予想の修正を行い、売上予想を 1,120 億円から 1,080 億円へと 40 億円引き下げている。これは、エチレンの原料となる国産ナフサ価格のさらなる下落に伴い、汎用製品の販売価格の低下が見込まれることから実施したものである^(注)。営業利益以下、各段階損益については前回予想を据え置いている。

営業利益については、通期で 140 億円(営業利益率 13.0%)を予想している。前期の営業利益(112 億円)との比較では、売値差により 12 億円の減益となるが、数量差(+41 億円)や原燃料差(+29 億円)等でカバーし、全体としては 29 億円の増益を見込んでいる。なお期首予測との比較では、固定費差に 12 億円の差があるが(期首: ▲27 億円、2016 年 3 月期第 2 四半期: ▲15 億円)、これは、第 2 四半期に操業を予定していた米 NOLTEX の EVOH 新ラインの稼働が 2015 年 12 月に後ろ倒しとなり、上半期は減価償却費が発生しなかった影響等によるものである。

(注) エチレン価格は国産ナフサ価格に連動して決定される。日本合成化学工業は、一部の汎用製品の販売価格をエチレン価格の変動に合わせて変更している。

◆業績推移概況

単位: 百万円

◆損益状況	2014年3月期		2015年3月期		2016年3月期		年次*	年次	予想
	上半期	下半期*	上半期	下半期	上半期	下半期	2014年3月	2015年3月	2016年3月
売上高	49,439	61,712	52,529	52,673	52,665	55,335	111,151	105,202	108,000
売上総利益	15,591	17,302	14,400	13,313	15,025	n.a.	32,893	27,713	n.a.
営業利益	7,802	8,427	6,465	4,721	6,970	7,030	16,229	11,186	14,000
EBITDA**	11,037	12,321	9,731	8,507	10,808	11,392	23,358	18,238	22,200
経常利益	8,121	8,591	6,547	4,749	7,133	7,167	16,712	11,296	14,300
税前列益	7,976	8,179	6,303	3,560	7,777	n.a.	16,155	9,863	n.a.
当期純利益	5,269	2,749	4,189	2,459	5,333	4,167	8,018	6,648	9,500
減価償却費	3,235	3,894	3,266	3,786	3,838	4,362	7,129	7,052	8,200
研究開発費	1,714	1,744	1,625	1,950	1,878	n.a.	3,458	3,575	n.a.
支払利息	100	100	35	29	18	n.a.	200	64	n.a.
CAPEX***	6,675	13,588	7,696	6,816	4,854	n.a.	20,263	14,512	n.a.
EBITDA-CAPEX	4,362	(1,267)	2,035	1,691	5,954	n.a.	3,095	3,726	n.a.

* 連結子会社の決算期変更の影響込の数値、決算期変更の影響を除く2014年3月期の売上は1,002億円、営業利益は148億円である。

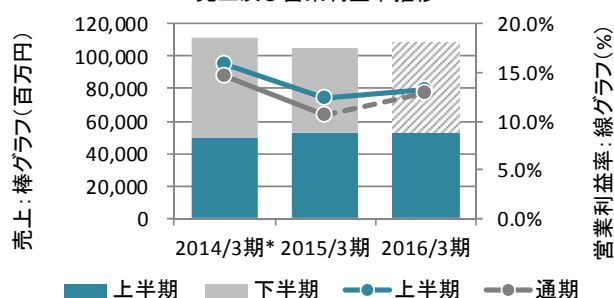
** EBITDA=営業利益+減価償却費、*** CAPEX=CF計算書の「固定資産の取得による支出」

◆主な経営指標	2014年3月期		2015年3月期		2016年3月期		年次	年次	予想
	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期	下半期	2014年3月	2015年3月	2016年3月
売上総利益率	31.5%	28.0%	27.4%	25.3%	28.5%	n.a.	29.6%	26.3%	n.a.
営業利益率	15.8%	13.7%	12.3%	9.0%	13.2%	12.7%	14.6%	10.6%	13.0%
EBITDAマージン	22.3%	20.0%	18.5%	16.2%	20.5%	20.6%	21.0%	17.3%	20.6%
経常利益率	16.4%	13.9%	12.5%	9.0%	13.5%	13.0%	15.0%	10.7%	13.2%
当期純利益率	10.7%	4.5%	8.0%	4.7%	10.1%	7.5%	7.2%	6.3%	8.8%

(注) 青字は予想値

◆財務状況	2014年3月	2015年3月	2015年9月
流動資産	56,907	60,716	60,063
有形固定資産	66,511	73,078	75,224
その他の固定資産	6,689	8,316	6,726
資産合計	130,107	142,110	142,013
流動負債	38,822	41,992	41,528
固定負債	14,515	16,398	12,460
負債合計	53,337	58,390	53,988
純資産合計	76,770	83,720	88,025
有利子負債残高	15,350	25,237	17,793
現金及び預金残高	5,785	7,312	9,768
ネット有利子負債	9,565	17,925	8,025

売上及び営業利益率推移



* 連結子会社の決算期変更の影響込の数値、決算期変更の影響を除く2014年3月期の売上は1,002億円、営業利益率(通期)は14.8%となる。

出所: 有価証券報告書及び四半期報告書を基にSQUADD作成

◆営業利益の増減要因(2015年3月期実績vs2016年3月期予想)

(予想)

	2015年3月期 営業利益	売値差	原燃料	数量差	固定費	その他*	2016年3月期 営業利益
期首予想	11,200	(1,500)	2,400	4,400	(2,700)	300	14,000
2016年3月期2Q予想	11,200	(1,200)	2,900	4,100	(1,500)	(1,400)	14,000
差額	0	300	500	(300)	1,200	(1,700)	0

* その他のうち主なものは、移動平均法の採用に伴う在庫受払差である。

出所: 決算説明資料を基にSQUADD作成

4. セグメント別業績概況

4-(1) 化学品製造業

a アウトライン

2016 年 3 月期より、(旧)合成樹脂セグメントに工業薬品及びファインケミカルを統合し、化学品製造業セグメントとして開示を開始

◆化学品製造業:PVOH、EVOH、スペシャリティーポリマーがコア事業

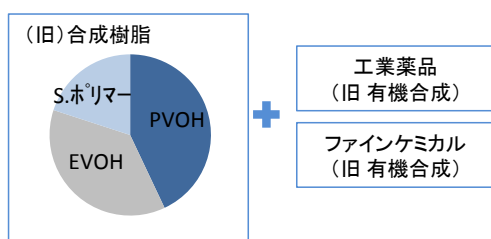
化学品製造業セグメントは、全社売上の 84%、営業利益のほぼ全てを占める主力部門である(2016 年 3 月期第 2 四半期累計ベース)。①PVOH(ポリビニルアルコール)、②EVOH(エチレン・ビニルアルコール共重合樹脂)、③スペシャリティーポリマー(粘・接着樹脂)が主力事業となっており、売上構成(工業薬品、ファインケミカルを除く)は概ね ①PVOH:4 割強、②EVOH:4 割弱、③スペシャリティーポリマー:2 割となっている。

主力製品は、「OPL フィルム(PVOH)」、「ソアノール(EVOH)」であり、売上・利益の両面で業績を牽引している。「OPL フィルム」は 2010 年以降、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。また、同社の主力製品は非汎用のハイエンド製品であるため、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。

なお、今期に実施した事業セグメントの見直しに伴い、(旧)合成樹脂セグメントに(旧)有機合成セグメントに含まれていた工業薬品及びファインケミカル製品を統合し、化学品製造業セグメントとして開示を開始している。工業薬品及びファインケミカルの 2015 年 3 月期上半期の売上は 49 億円、利益はマイナス 3 億円となっており、(新)化学品製造業セグメントの売上は、(旧)合成樹脂セグメントと比較し、約 13%増加している。なお、工業薬品、ファインケミカルとも利幅は薄く、セグメント見直しに伴う営業利益額への影響は軽微であるが、売上が増加したため、2015 年 3 月期上半期の営業利益率は合成樹脂 16.8%に対し化学品製造業 14.2%となっている。

◆化学品製造業セグメントの構成

(新)化学品製造業



<2015年3月期第2四半期実績(累計)>

単位:百万円	(A)	(B)	(A)+(B)
	合成樹脂	工業薬品 ファインケミカル	化学品 製造業
売上	38,754	4,932	43,686
営業利益	6,517	(303)	6,214
営業利益率	16.8%	-6.1%	14.2%
売上構成	88.7%	11.3%	100.0%

出所:決算短信を基にSQUADD作成

b 四半期業績推移

欧州で「ソアノール」が好調、予想を上回る販売を達成

◆欧州で「ソアノール」需要が堅調に推移

化学品製造業セグメントの 2016 年 3 月期第 2 四半期の売上(累計)は 442 億円、前年同期比約 5 億円の増収となった。セグメント利益も前年同期の 62 億円から 68 億円へと約 5 億円増加している。

四半期ごとの売上は、約 210 億円～約 230 億円程度の水準にあり、大きな変動はない。但し、製品別では、今期より酢酸エチル(工業薬品)、イミダゾール類(ファインケミカル)等、撤退事業の売上が減少した一方で、欧州を中心に「ソアノール」(EVOH)の売上が増加し、総額で前年同期を上回る売上を達成した。

欧州酢酸ビニルモノマー
価格高騰が収束し、前年
同期を上回るセグメント利
益を確保

セグメント利益については、前期は現地メーカーの事業撤退などに伴い欧州酢酸ビニルモノマー価格が一時的に高騰し、利幅の縮小を強いられたが、今期に入り、価格高騰が沈静化し利益率が改善した。なお、2016 年 3 月期第 1 四半期は、在庫受払差の影響が残り、セグメント利益率 13.5%とやや低調なスタートとなったが、第 2 四半期に入りセグメント利益率は 17.0%にまで改善しており、「OPL フィルム」新設備（第 6 系）の減価償却負担などの固定費増加があったものの、累計では前年同期を上回る 15.3%の利益率を確保した。

◆「OPL フィルム」

2016 年 3 月期第 1 四半期は、熊本工場の定期修繕の影響に伴う在庫不足や一部顧客での在庫調整の影響で、若干の減収を強いられた。第 2 四半期は、在庫不足も解消し、上半期の売上は前年同期並みまで回復した。第 3 四半期については、顧客の在庫調整により、第 2 四半期の売上を若干下回る可能性はあるが、第 4 四半期は復調し、通期では前期を上回る販売数量を確保できると見ている。

◆「ソアノール」

EVOH 樹脂「ソアノール」は、欧州で需要が好調に推移し、前年同期を上回る販売数量を確保、原料となる酢酸ビニルモノマーの価格も落ち着きを取り戻し、欧州エリアの業績は売上・利益とも前年同期を上回った。

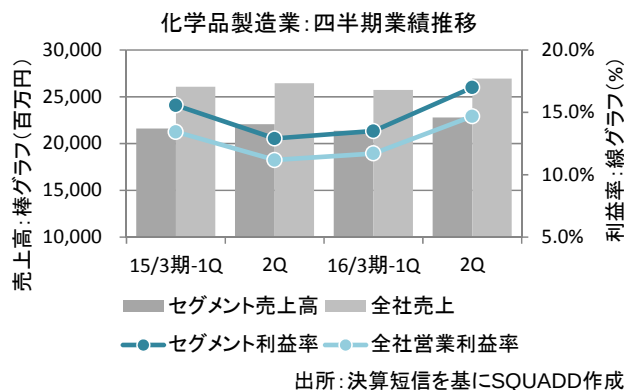
米国も需要は堅調だが、長春石油化学（台湾）の安値攻勢が続いている。また、第 2 四半期からの稼働を予定していた米 NOLTEX の新設備（15,000 トン／年）が、エネルギー供給会社や原料調達先工場の定期修繕が長引き、本格稼働が 2015 年 12 月に後ろ倒しとなった。米新設備の操業遅延に対しては、欧州工場の稼働を上げることで対応したが、2015 年 12 月からは米工場の 3 ライン全てがフル生産に入る予定である。今後は、ユーティリティーコストが安い米国の稼働を優先して上げることにより、グループ全体の利益最大化を図っていく。

◆化学品製造業：四半期業績推移

単位：百万円

	2015年3月期		2016年3月期		2015/3	2016/3	増減
	1Q	2Q	1Q	2Q	2Q累計	2Q累計	
セグメント売上高	21,608	22,078	21,373	22,782	43,686	44,155	469
セグメント利益	3,365	2,849	2,886	3,872	6,214	6,758	544
セグメント利益率	15.6%	12.9%	13.5%	17.0%	14.2%	15.3%	1.1%

出所：決算短信を基にSQUADD作成



【参考】(旧)合成樹脂セグメント業績推移

◆(旧)合成樹脂セグメント：業績推移(年次)

単位：百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月*	2015年3月	対前年	対前年比
セグメント売上高	64,946	61,510	67,113	75,000	77,944	2,944	103.9%
セグメント利益	10,234	7,244	11,837	15,000	11,381	(3,619)	75.9%
セグメント利益率	15.8%	11.8%	17.6%	20.0%	14.6%	-5.4%	-

合成樹脂売上シェア	71.2%	70.5%	73.0%	74.9%	74.1%
合成樹脂利益シェア	99.3%	96.4%	96.6%	98.7%	98.3%

*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

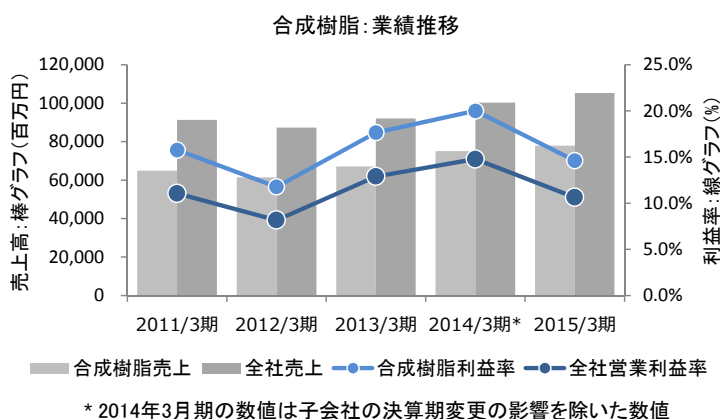
<(旧)合成樹脂セグメント：上半期業績推移>

	2011/3上期	2012/3上期	2013/3上期	2014/3上期	2015/3上期	対前年	対前年比
セグメント売上高	33,223	31,550	32,494	37,356	38,754	1,398	103.7%
セグメント利益	5,679	3,991	5,401	7,850	6,517	(1,333)	83.0%
セグメント利益率	17.1%	12.6%	16.6%	21.0%	16.8%	-4.2%	-

<(旧)合成樹脂セグメント：下半期業績推移>

	2011/3下期	2012/3下期	2013/3下期	2014/3下期	2015/3下期	対前年	対前年比
セグメント売上高	31,723	29,960	34,619	37,644	39,190	1,546	104.1%
セグメント利益	4,555	3,253	6,436	7,150	4,864	(2,286)	68.0%
セグメント利益率	14.4%	10.9%	18.6%	19.0%	12.4%	-6.6%	-

出所：決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成



4-(2) 商社等

若干の減収となるも、売買スプレッドが改善し利益率は上昇

【参考】(旧)有機合成セグメント業績推移

◆(旧)有機合成セグメント：業績推移(年次)

単位：百万円

	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月*	2015年3月	対前年	対前年比
セグメント売上高	22,932	22,034	20,643	21,300	23,371	2,071	109.7%
セグメント利益	(131)	35	174	0	5	5	-
セグメント利益率	-0.6%	0.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	-
有機合成売上シェア	25.1%	25.3%	22.4%	21.3%	22.2%	1.0%	-

*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

<(旧)有機合成セグメント：上半期業績推移>

	2011/3上期	2012/3上期	2013/3上期	2014/3上期	2015/3上期	対前年	対前年比
セグメント売上高	11,579	11,179	10,493	10,146	11,865	1,719	116.9%
セグメント利益	27	55	110	60	15	(45)	25.0%
セグメント利益率	0.2%	0.5%	1.0%	0.6%	0.1%	-0.5%	-

<(旧)有機合成セグメント：下半期業績推移>

	2011/3下期	2012/3下期	2013/3下期	2014/3下期	2015/3下期	対前年	対前年比
セグメント売上高	11,353	10,855	10,150	11,154	11,506	352	103.2%
セグメント利益	(158)	(20)	64	(60)	(10)	50	16.7%
セグメント利益率	-1.4%	-0.2%	0.6%	-0.5%	-0.1%	0.5%	-

出所：決算短信及び決算説明資料を基にSQUADD作成

◆商社等：売買スプレッドの改善に伴いセグメント利益率 2%を確保

商社等セグメントには、連結子会社の大成化薬の他社転売品分及び関西化学工業の事業が含まれており、2016 年 3 月期上半期の売上は 66 億円、営業利益は 1 億円での着地となった。2016 年 3 月期下半期も上半期とほぼ同様の売上及び営業利益が予想される。

売上は前年同期比対比で約 3 億円減少しているが、セグメント利益は売買スプレッドの改善に伴い 38 百万円増加、セグメント利益率も前年同期の 1.4%から 2.0%へと改善している。

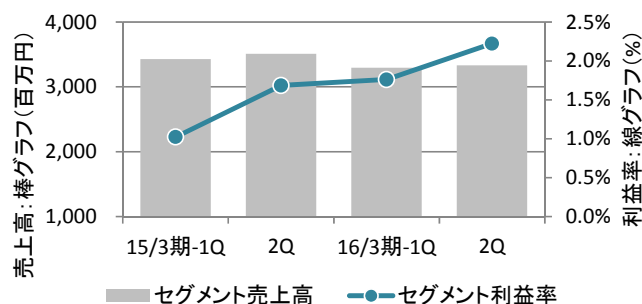
◆商社等：四半期業績推移

単位：百万円

	2015年3月期		2016年3月期		2015/3	2016/3	増減
	1Q	2Q	1Q	2Q	2Q累計	2Q累計	
セグメント売上高	3,427	3,506	3,296	3,330	6,933	6,626	(307)
セグメント利益	35	59	58	74	94	132	38
セグメント利益率	1.0%	1.7%	1.8%	2.2%	1.4%	2.0%	0.6%

出所：決算短信を基にSQUADD作成

商社等：四半期業績推移



出所：決算短信を基にSQUADD作成

5. 財務分析

5-(1) コスト概況

欧州酢酸ビニルモノマー
価格の沈静化に伴い原価
率が約 2.2%改善

◆売上原価

原価率は 70%～75%の水準で推移している。なお、製造原価(単体)は、概ね材料費 6 割、労務費 1.5 割、経費 2.5 割の構成となっており、原料費の比率が高い。前期は第 3 四半期まで国産ナフサ価格が 1 キロリットルあたり 6 万円台後半での推移が続いた点や欧州での酢酸ビニルモノマー価格の高騰が影響し、原価率は 73.7%と 2014 年 3 月期対比で約 3.3%の悪化を強いられた。2016 年 3 月期に入り、欧州酢酸ビニルモノマー価格の高騰が沈静化するとともに、国産ナフサ価格も 2015 年 3 月期第 4 四半期以降、5 万円/KL を切る水準で落ち着いており、上半期の原価率は 71.5%と前年通期と比較すると約 2.2 ポイント改善した。

なお、日本合成化学工業は、エチレンを親会社である三菱化学から市場連動価格にて購入している。エチレン価格は国産ナフサ価格に連動して決定される。同社としてもエチレン価格の変動を販売価格に転嫁するよう努めているが、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ケースも発生する。また、顧客からの値下げ要請は少なからずあるが、コスト削減や高付加価値製品の提供等を通じ、原価率の更なる改善を目指す。

◆販売費及び一般管理費

販管費のうち主な費目は、①運送費及び保管費、②給与手当、③研究開発費であり、上記 3 費目が各々販管費の約 2 割、合計約 6 割を占める構成が継続している。また、販管費率は 15%～16%の水準で推移している。2016 年 3 月期上半期は、研究開発費が前年同期比約 2.5 億円増加しているが、販管費総額は大きな変動はなく、前年同期とほぼ同額の 80 億円となった。

◆特別損益

2016 年 3 月期上半期に投資有価証券の売却(簿価約 19 億円)を行っており、これに伴い 10 億円の投資有価証券売却益を計上した。このほか、固定資産処分損 4 億円が発生している。

なお、2015 年 3 月期は、(旧)合成樹脂事業で二軸延伸 PVOH フィルム「ボブロン」及びガラス代替光学シート「ORGA」、(旧)有機合成事業で一部ファインケミカル製品からの撤退を決定した。これに伴い関連する設備を中心に、減損損失(6.2 億円)、固定資産処分損(5.6 億円)を計上している。また、2015 年 3 月期第 1 四半期に完成した熊本工場の「OPL フィルム」新ライン(第 6 系)で品質安定性の不具合により、品質安定までの期間に生じた不具合対策費 3.7 億円を特別損失として計上している。

単位: 百万円

◆要約PL	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2015/3-2Q	2016/3-2Q	対売上	対前年同期	対前年同期%
売上高	87,243	91,976	111,151	105,202	52,529	52,665	100.0%	136	100.3%
売上原価	65,965	65,313	78,258	77,489	38,129	37,640	71.5%	(489)	98.7%
売上総利益	21,278	26,662	32,893	27,713	14,400	15,025	28.5%	625	104.3%
販売費及び一般管理費								0	
運送費及び保管費	2,592	2,568	3,012	2,973	1,465	1,455	2.8%	(10)	99.3%
給与及び手当	3,257	3,331	3,970	3,877	1,718	1,815	3.4%	97	105.6%
貸倒引当金繰入額	(7)	3	(12)	(47)	(13)	(16)	0.0%	(3)	123.1%
賞与引当金繰入額	309	367	381	438	388	358	0.7%	(30)	92.3%
役員賞与引当金繰入額	51	84	107	63	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
退職給付費用	230	253	198	180	90	66	0.1%	(24)	73.3%
役員退職慰労引当金繰入額	22	25	23	21	10	12	0.0%	2	120.0%
租税公課	133	165	170	161	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
減価償却費	113	133	190	174	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
研究開発費	2,824	3,388	3,458	3,575	1,625	1,878	3.6%	253	115.6%
その他	4,637	4,486	5,167	5,112	2,652	2,487	4.7%	(165)	93.8%
合計	14,161	14,803	16,664	16,527	7,935	8,055	15.3%	120	101.5%
営業利益	7,117	11,859	16,229	11,186	6,465	6,970	13.2%	505	107.8%
営業外収益	342	892	883	387	195	236	0.4%	41	121.0%
営業外費用	697	375	400	277	113	73	0.1%	(40)	64.6%
経常利益	6,763	12,375	16,712	11,296	6,547	7,133	13.5%	586	109.0%
特別利益	34	538	9	169	0	1,027	2.0%	1,027	n.a.
特別損失	1,521	253	566	1,602	244	383	0.7%	139	157.0%
税金等調整前当期純利益	5,276	12,660	16,155	9,863	6,303	7,777	14.8%	1,474	123.4%
法人税等	2,003	4,397	7,975	3,087	2,051	2,370	4.5%	319	115.6%
当期純利益	3,273	8,262	8,180	6,776	4,252	5,407	10.3%	1,155	127.2%
非支配株主に帰属する当期純利益	118	104	162	128	63	74	0.1%	11	117.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,154	8,158	8,018	6,648	4,189	5,333	10.1%	1,144	127.3%

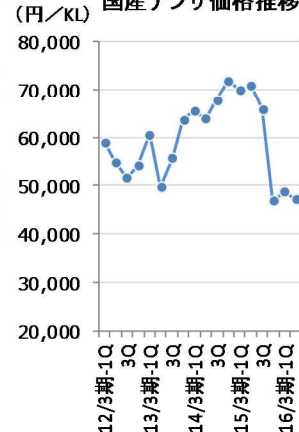
◆主要指標	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
原価率	75.6%	71.0%	70.4%	73.7%
販管費比率	16.2%	16.1%	15.0%	15.7%
研究開発費率	3.2%	3.7%	3.1%	3.4%
営業利益率	8.2%	12.9%	14.6%	10.6%
経常利益率	7.8%	13.5%	15.0%	10.7%
当期純利益率	3.6%	8.9%	7.2%	6.3%

◆その他損益項目内訳	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月
営業外収益				
受取利息配当金	107	100	105	98
持分法による投資利益	-	-	-	20
受取賃借料	125	111	109	101
受取保険金	14	88	69	26
有価証券売却益	36	38	39	55
為替差益	-	487	507	-
その他	59	65	54	87
合計	342	892	883	387
営業外費用				
支払利息	273	224	200	64
貸与資産減価償却費	39	33	31	36
為替差損	281	-	-	134
持分法による投資損失	45	61	-	-
損害賠償金等	-	-	133	-
その他	56	55	36	43
合計	697	375	400	277
特別利益				
固定資産売却益	30	3	5	47
投資有価証券売却益	0	417	3	-
国庫補助金等収入	-	117	1	123
その他	3	-	-	-
合計	34	538	9	169
特別損失				
製品不具合対策費	-	-	-	367
固定資産処分損	936	243	556	556
投資有価証券評価損	513	4	-	-
減損損失	-	-	-	616
その他	70	5	10	63
合計	1,521	253	566	1,602

2014年9月	2015年9月
72.6%	71.5%
15.1%	15.3%
3.1%	3.6%
12.3%	13.2%
12.5%	13.5%
8.0%	10.1%

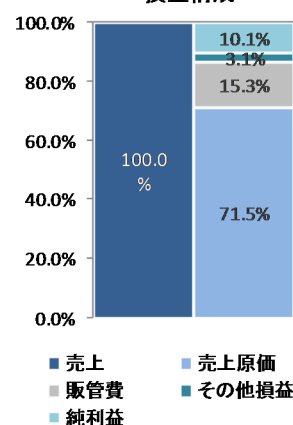
2014年9月	2015年9月
50	54
-	42
59	69
n.a.	n.a.
n.a.	n.a.
-	5
86	66
195	236
35	18
16	18
39	-
-	-
-	-
23	37
113	73
0	-
-	1,027
-	-
-	-
0	1,027
-	-
-	-
177	377
-	-
53	6
14	-
244	383

国産ナフサ価格推移



出所: 決算説明資料、財務省貿易統計

損益構成



出所: 有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

5-(2) BS 概況

2016 年 3 月期上半期は、借入金の返済、投資有価証券の売却を実行

◆資産

現金及び預金は、2015 年 3 月対比で約 25 億円増加し 98 億円となった。営業活動によるキャッシュフロー 137 億円に加え、投資有価証券の売却による収入 19 億円があり、キャッシュアウトとして固定資産の取得による支出 49 億円や借入金の返済 68 億円（純額）などが発生したが、手許資金は 100 億円近くに達した。

受取手形及び売掛金の 2015 年 9 月の残高は 248 億円、前期末は 274 億円と若干残高が膨らんだが、それ以外の年度は残高 250 億円前後、回転期間は約 3 ヶ月程度で安定的に推移している。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。なお、取引先の信用力に応じ、預託金を預け入れてもらうなどの措置を講じており、過去 5 年以上に亘り、貸倒れは発生していない。

たな卸資産 227 億円の内訳は、商品及び製品 165 億円、仕掛品 3 億円、原材料及び貯蔵品 59 億円である。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。

有形固定資産は、2013 年 7 月に米 NOLTEX で EVOH 生産設備の大型増設（投資総額約 180 百万ドル）が着工し、建設仮勘定が 2014 年 3 月期末以降大きく増加している。同設備は、2016 年 3 月期第 2 四半期に完工を迎えたが、稼働が第 3 四半期にズレ込んだため、2015 年 9 月末時点においては、建設仮勘定に計上されている。2015 年 12 月の稼働開始とともに、機械装置等へ振り替え、減価償却を開始する予定である。

投資その他の資産の 2015 年 9 月の残高は 63 億円、そのほとんどを投資有価証券が占める。前期末の残高 79 億円と比較すると、約 16 億円減少しているが、うち約 19 億円は投資有価証券の売却に伴う減少である。また、2014 年 3 月（62 億円）から 2015 年 3 月（79 億円）にかけ約 17 億円増加しているが、このうち約 11 億円は、合成樹脂エマルジョン事業の会社分割に伴うジャパンコーティングレジジン（持分法適用関連会社）の株式取得による増加である。

◆負債

支払手形及び買掛金の 2015 年 9 月の残高は 160 億円、ここ数年は 140 億円～160 億円台で推移している。また、仕入債務回転期間は、2.5 ヶ月前後の水準にあり、売上債権の回転期間（3.0 ヶ月前後）と比較するとやや短い。最大の仕入先は親会社である三菱化学で 2015 年 3 月期の取引金額は 100 億円（売上原価に占める比率約 13%）、仕入債務残高は 13 億円となっている。なお、海外生産子会社 2 社は、原料を現地調達している。

有利子負債は、設備投資資金の一部を借入により調達したことにより、2013 年 3 月の 100 億円から 2015 年 3 月には 252 億円へと 2 倍以上増加した。但し、2016 年 3 月期上半期に約 68 億円（純額）を返済しており、有利子負債残高は 180 億円まで減少している。なお、来期（2017 年 3 月期）から 5 年間で約 740 億円の設備投資を計画しており、将来的には設備投資資金の一部として借入金を利用する可能性もあるが、過去 5 年以上に亘り EBITDA は 150 億円を超える水準にあることから（2012 年 3 月期を除く）、返済能力は高く、資金繰り面の懸念はない。

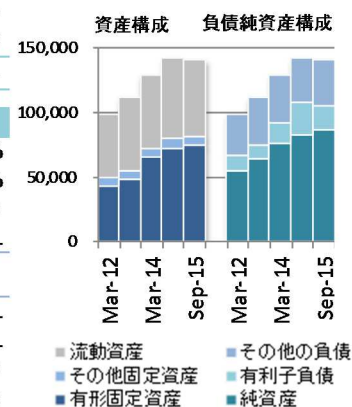
単位: 百万円

◆要約BS	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2015年9月	構成比	対前期末	対前期末%
現金及び預金	4,879	8,433	5,785	7,312	9,768	6.9%	2,456	133.6%
受取手形及び売掛金	24,213	25,120	24,478	27,375	24,820	17.5%	(2,555)	90.7%
たな卸資産	17,528	19,788	24,134	23,074	22,711	16.0%	(363)	98.4%
繰延税金資産	977	1,326	1,211	1,135	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
貸倒引当金	(36)	(44)	(42)	(9)	(4)	0.0%	5	44.4%
その他	1,901	2,429	1,341	1,829	2,768	1.9%	939	151.3%
流動資産合計	49,464	57,054	56,907	60,716	60,063	42.3%	(653)	98.9%
建物及び構築物	9,554	11,619	11,528	12,969	13,188	9.3%	219	101.7%
機械装置及び運搬具	20,671	28,326	28,313	29,812	29,108	20.5%	(704)	97.6%
土地	4,478	4,512	4,540	4,567	4,561	3.2%	(6)	99.9%
リース資産	27	6	632	655	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
建設仮勘定	7,273	2,625	19,722	23,327	25,787	18.2%	2,460	110.5%
その他	1,429	1,671	1,776	1,748	2,580	1.8%	832	147.6%
有形固定資産合計	43,436	48,762	66,511	73,078	75,224	53.0%	2,146	102.9%
無形固定資産	665	489	496	407	385	0.3%	(22)	94.6%
投資その他の資産	6,195	5,873	6,193	7,909	6,341	4.5%	(1,568)	80.2%
固定資産合計	50,296	55,125	73,200	81,394	81,950	57.7%	556	100.7%
資産合計	99,761	112,180	130,107	142,110	142,013	100.0%	(97)	99.9%
支払手形及び買掛金	14,648	16,018	15,254	14,827	16,046	11.3%	1,219	108.2%
短期借入金	4,365	6,072	10,868	18,899	16,098	11.3%	(2,801)	85.2%
リース債務	9	1	44	52	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
未払費用	2,773	2,510	2,275	2,684	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
未払法人税等	618	2,646	4,472	318	1,507	1.1%	1,189	473.9%
賞与引当金	1,125	1,229	1,364	1,273	1,282	0.9%	9	100.7%
その他	4,749	4,669	4,545	3,939	6,595	4.6%	2,656	167.4%
流動負債合計	28,289	33,148	38,822	41,992	41,528	29.2%	(464)	98.9%
長期借入金	7,584	3,962	3,850	5,689	1,695	1.2%	(3,994)	29.8%
リース債務	19	5	588	597	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
繰延税金負債	1,256	1,944	2,562	2,554	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
退職給付に係る負債	5,687	5,935	5,481	5,314	5,320	3.7%	6	100.1%
その他	924	1,736	2,034	2,244	5,445	3.8%	3,201	242.6%
固定負債合計	15,475	13,587	14,515	16,398	12,460	8.8%	(3,938)	76.0%
負債合計	43,764	46,735	53,337	58,390	53,988	38.0%	(4,402)	92.5%
資本金	17,989	17,989	17,989	17,989	17,989	12.7%	0	100.0%
資本剰余金	13,879	13,879	13,879	13,879	13,879	9.8%	0	100.0%
利益剰余金	27,581	34,550	40,815	45,446	49,902	35.1%	4,456	109.8%
自己株式	(195)	(197)	(202)	(203)	(204)	-0.1%	(1)	100.5%
株主資本合計	59,254	66,222	72,481	77,111	81,566	57.4%	4,455	105.8%
その他の包括利益累計額	(3,260)	(780)	4,283	6,604	6,452	4.5%	(152)	97.7%
非支配株主持分	2	2	6	5	7	0.0%	2	140.0%
純資産合計	55,996	65,444	76,770	83,720	88,025	62.0%	4,305	105.1%
負債純資産合計	99,761	112,180	130,107	142,110	142,013	100.0%	(97)	99.9%
有利子負債残高	11,977	10,040	15,350	25,237	17,793			
EBITDA	13,714	18,792	23,358	18,238	10,808			
親会社に帰属する当期純利益	3,154	8,158	8,018	6,648	5,333			

◆主要指標	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	2015年9月
流動比率	174.9%	172.1%	146.6%	144.6%	144.6%
自己資本比率	56.1%	58.3%	59.0%	58.9%	62.0%
D/Eレシオ(倍)*	0.21	0.15	0.20	0.30	0.20
有利子負債/EBITDA	0.87	0.53	0.66	1.38	n.a.

*有利子負債/純資産					
ROA	3.2%	7.7%	6.6%	4.9%	n.a.
ROE	5.7%	13.4%	11.3%	8.3%	n.a.
売上債権回転期間(月)	3.2	3.2	2.7	3.0	3.0
棚卸資産回転期間(月)	3.0	3.4	3.4	3.7	3.6
仕入債務回転期間(月)	2.6	2.8	2.4	2.3	2.5

売上債権回転期間=(期首期末平均売上債権/売上高)×12(又は×6)
 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×6)
 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×6)



出所: 決算短信を基にSQUADD作成

6. 経営計画及び成長戦略

6-(1) 経営計画

新中期経営計画
「NICHIGO20」最終年度の
2021 年 3 月期には売上
1,400 億円、営業利益 200
億円を目指す

◆新中期経営計画「NICHIGO20」を公表

現在進行中の中期経営計画「Double15」(自 2012 年 3 月期至 2016 年 3 月期)が本年度終了するにあたって、新中期経営計画となる「NICHIGO20」(自 2017 年 3 月期至 2021 年 3 月期)を 2015 年 11 月に公表した。「NICHIGO20」では、①既存事業の継続成長、選択と集中、新製品開発加速による事業ポートフォリオの充実を目指す、②中長期的な視点から、企業競争力の強化を行う、③社会からの一層の信頼度向上を図る、の 3 点を基本方針として掲げている(次ページ参照)。

5 年後の 2021 年 3 月期の数値目標としては、売上 1,400 億円(2016 年 3 月期予想対比+29.6%)、営業利益 200 億円(同+42.9%)、営業利益率 14.3%を掲げており、前半は「Double15」で実施した「OPL フィルム」や「ソアノール」、「ハイセロン」等の生産設備の新增設効果を中心に、後半は新規事業の立ち上げや新たに実施する設備投資による増収増益を目指している。なお、「Double15」では総額 680 億円の設備投資、研究開発費 190 億円を投じてきたのに対し、「NICHIGO20」では「Double15」を上回る、設備投資 740 億円、研究開発費 230 億円を計画している。

◆中期経営計画

単位: 百万円	Double15					NICHIGO20	
	実績 2012/3期	実績 2013/3期	実績 *2014/3期	実績 2015/3期	予想 2016/3期	計画 2019/3期	計画 2021/3期
売上高	87,243	91,976	100,200	105,202	108,000	120,000	140,000
営業利益	7,117	11,859	14,800	11,186	14,000	16,000	20,000
営業利益率	8.2%	12.9%	14.8%	10.6%	13.0%	13.3%	14.3%
減価償却費	6,597	6,933	7,129	7,052	8,200	n.a.	n.a.
EBITDA	13,714	18,792	21,929	18,238	22,200	n.a.	n.a.
EBITDAマージン	15.7%	20.4%	21.9%	17.3%	20.6%	n.a.	n.a.

	2012/3期	2013/3期	*2014/3期	2015/3期	2016/3期	2019/3期	2021/3期
売上増加額 (下段: 対2016年3月期)	(4,017)	4,733	8,224	5,002	2,798	12,000	20,000
売上増加率 (下段: 対2016年3月期)	-4.4%	5.4%	8.9%	5.0%	2.7%	11.1%	16.7%
営業利益増加額 (下段: 対2016年3月期)	(2,970)	4,742	2,941	(3,614)	2,814	2,000	4,000
						2,000	6,000

*連結子会社の決算期変更の影響額を除く数値

出所: 有価証券報告書及び新中期経営計画を基にSQUADD作成

中期経営計画



*連結子会社の決算期変更の影響額を除く数値

出所: 有価証券報告書及び新中期経営計画を基にSQUADD作成

6-(2) 成長戦略

「OPL フィルム」、「ソアノール」は、従前の方針を踏襲し、製品の高機能化、設備の新增設により事業規模拡大を図る

営業利益 10 億円規模の事業群の育成・確立を目指す

◆事業ポートフォリオの充実:コア事業

事業ポートフォリオの充実に対しては、①コア事業の継続投資及び②第三の柱構築を基軸として計画達成を目指す。

コア事業である「OPL フィルム」及び「ソアノール」は、今までの施策を踏襲し、製品の高機能化や需要増に合わせた生産能力の増強により事業規模の拡大を狙う。

「OPL フィルム」については、薄膜、低収縮、高透過といった顧客からの要求に応える高機能品の開発に注力していく方針である。なお、「OPL フィルム」の需要先である偏光板市場は拡大傾向が続いており、2014 年から 2018 年にかけて CAGR 約 5%での成長が見込まれている（面積ベース、富士キメラ総研推定）。但し、偏光板についても大型パネルを中心に低価格化が進行していることから、一層の生産性向上によるコストダウンを図り、利幅の確保に努めていく。なお、競合となるクラレが、2015 年 10 月に需要拡大に合わせ、20 百万 m²/年の増設を決定しており（2017 年初に移働予定）、クラレの生産能力は現在の 212 百万 m²/年から 232 百万 m²/年へと拡大することとなる（参考：日本合成化学工業の生産能力 88 百万 m²/年）。

「ソアノール」については、アルミパウチからの代替などの新用途開発を進め、既存マーケットでの需要拡大を図るとともに、今後需要増加が期待される新興国市場での展開も視野に更なる成長を目指す。なお EVOH 樹脂はエチレン組成により、性能（酸素バリア性、成形容易度など）が異なり、顧客のニーズに即した最適な製品を提供するには、組み合わせる樹脂の知見や技術的なサポートが不可欠となる。そのため、日本合成化学工業はカスタマーサービスを強化することにより、低価格品との差別化を図り、高付加価値化や品質改良等を通じた拡販を目指す。

◆事業ポートフォリオの充実:第三の柱構築

第三の柱構築にあたっては、有望製品に積極的に投資し、5 年以内に営業利益 10 億円規模の事業群構築を目指している。また、自社開発のみならず、事業提携や M&A を通じた外部経営資源獲得による事業領域・事業規模の拡大も検討している。なお、有望製品候補としては、「コーポニール」、「紫光」（粘着剤）、「ハイセロン」（水溶性 PVOH フィルム）、「ニチゴー G ポリマー」（BVOH）、酢酸ナトリウムなどが挙げられる。

<粘着剤:「コーポニール」、「紫光」>

「コーポニール」、「紫光」などの電子材料・光学部材用途向け粘着剤は、偏光板市場の堅調推移に加え、タブレット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おり、更なる成長が期待できる分野である。特に、紫外線硬化樹脂「紫光」は、タッチパネルのカバーガラスと偏光板のエアギャップに充填することで、薄型化と強度向上の両立が可能となり、更には視認性の向上、高コントラストも実現できるといったメリットがあるため、スマートフォン等で採用されるケースが増えてきている。また、アクリル系樹脂（「コーポニール」）と紫外線硬化樹脂（「紫光」）の 2 タイプを取り揃えているのは日本合成化学工業のみであり、顧客のニーズに即した製品を柔軟に提供することにより、裾野の拡大を狙う。

<水溶性 PVOH フィルム:「ハイセロン」>

「ハイセロン」は 1973 年に生産を開始した製品であり、これまで薬剤包装、曲面印刷用のフィルムなどとして利用されてきた。近年も農薬の包装義務化に伴い需要が拡大したほか、自動車内装用の転写印刷フィルム需要も好調が続いている。新用途として成長が期待されるのは、液体洗剤個包装材向けである。欧米を中心に需要が拡大している成長分野であるとともに、現在、液体洗剤個包装材向けフィルムは業界トップ企業のシェアが高く、需要先からは調達ルートの複数化を図りたいといった要望を受けており、現在建設中の新設備（1,600 トン／年）の稼働直後から、売上への貢献が期待できる製品である。

<BVOH:「ニチゴーG ポリマー」>

「ニチゴーG ポリマー」は優れたガスバリア性に加え、他の製品では実現不可能であった、耐熱性と水溶性を兼ね備える世界初のアモルファス系ビニルアルコール樹脂である。実需化まで数年の期間を要したが、2015 年 7 月に 3D プリンタ用水溶性フィラメント「MelFil」として上市するに至った。また、燃料電池車の市場投入で水素利用が本格化する中、貯蔵容器や移送用ホースの水素バリア性能付与に優れる素材としても注目されており、実用化へ向け産学連携プロジェクト等が進行中である。

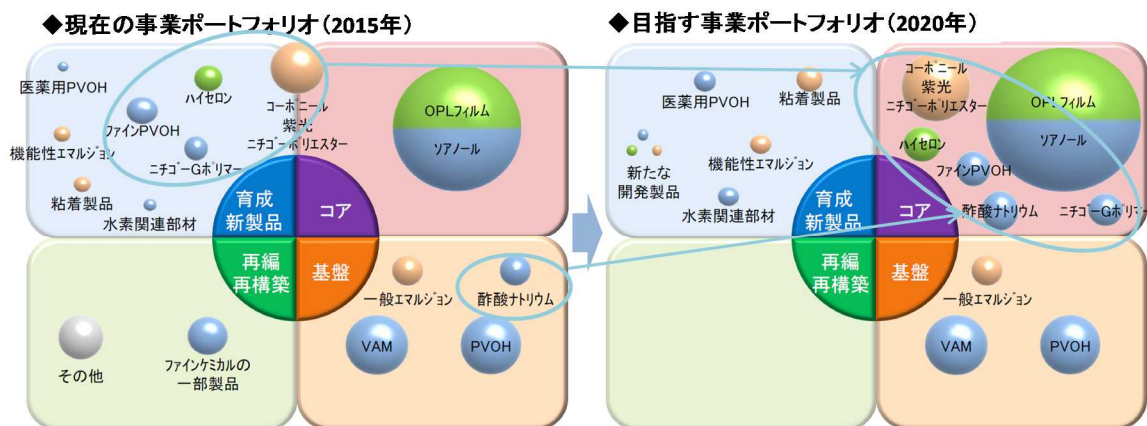
<酢酸ナトリウム>

酢酸ナトリウムは、かねてよりファインケミカル製品の 1 つとして取り扱っていたが、新プロセスによる高品質製品を展開することにより、腎臓透析や食品添加物用途での需要拡大を狙っている。中期的には、生産ラインの新增設も視野に、コア事業への育成を目指している。

◆競争力強化

競争力強化のための施策としては、①国内工場の再編、②基幹原料のグローバル安定調達、③人材育成を掲げている。

①については、撤退事業の製造設備等が残存する大垣工場の再編を進めており、最新鋭工場としてのグランドデザインを構築し、新製造設備の導入・増強を行う計画である。具体的には、「OPL フィルム」新ライン（第 7 系・第 8 系）や酢酸ナトリウム設備の設置等が候補に挙がっている。



出所: 新中期経営計画

7. 株価動向・投資リターン分析

7-(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ム

2015 年 3 月期に特殊要因による業績足踏みで軟化した後、問題解決の見通しを受ける形で再び上昇基調を確認

2016 年 3 月期は第 1 四半期決算後、軟調に推移するも、第 2 四半期の業績改善を受け、株価は上昇

◆一時的に軟化した株価も足元では上昇基調へ転換

次に、同社の株価動向について触れる。2012 年 3 月期から 2016 年 3 月期第 2 四半期までの足元 5 期の売上高は拡大基調が続いている（連結子会社決算期変更の影響を除く）。また、営業利益についても 2015 年 3 月期を除くと増加傾向にあり、自己資本利益率(ROE)など他の収益指標も大幅な悪化は無く、比較的堅調に推移している。

株価については、2013 年 3 月期は、年後半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ムした。また、流動性(1 日当たり・金額ベース、以下同)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。

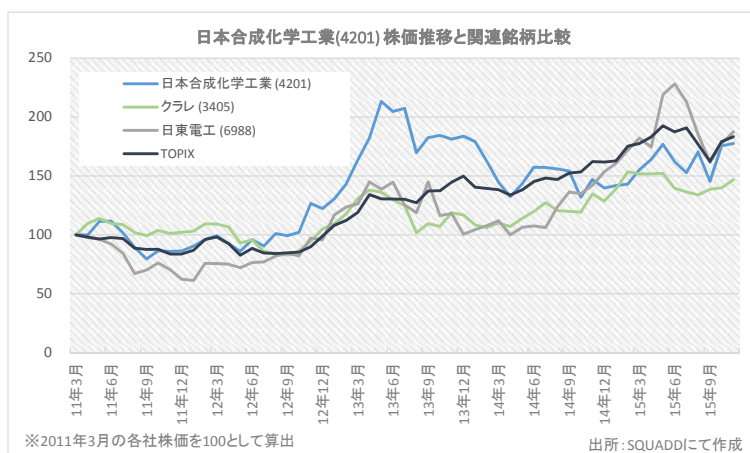
2015 年 3 月期は、期初に株価が一旦上昇した後、特殊要因に基づく一時的な業績悪化を受け、徐々に軟化、TOPIX 指数やクラレ(3405)など競合他社との比較でも軟調に推移する展開となった。その後、業績悪化の主因であった、①「OPL フィルム」新設備(第 6 系)の品質安定性の不具合及び、②欧州における酢酸ビニルモノマー価格高騰の解消の目処が立ち、利益水準改善の確度が固まったことを受け、期終盤より株価が見直される展開となった。流動性も上半期に 3 億円から 2 億円前後にまで低下したが、期終盤に入り株価見直しに伴い増加に転じた。

2016 年 3 月期第 1 半期は、定期修繕に伴う「OPL フィルム」の供給不足や在庫受払差により営業利益が前年同期を下回るなど、業績が伸び悩み、決算発表後 7 月～9 月にかけて株価は 700 円台～800 円台で軟調に推移した。第 2 四半期は、堅調な決算を受け株価は再び上昇、流動性も一時 2 億円を下回ったが、2015 年 10 月以降 2 億円台後半で推移している。



7-(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



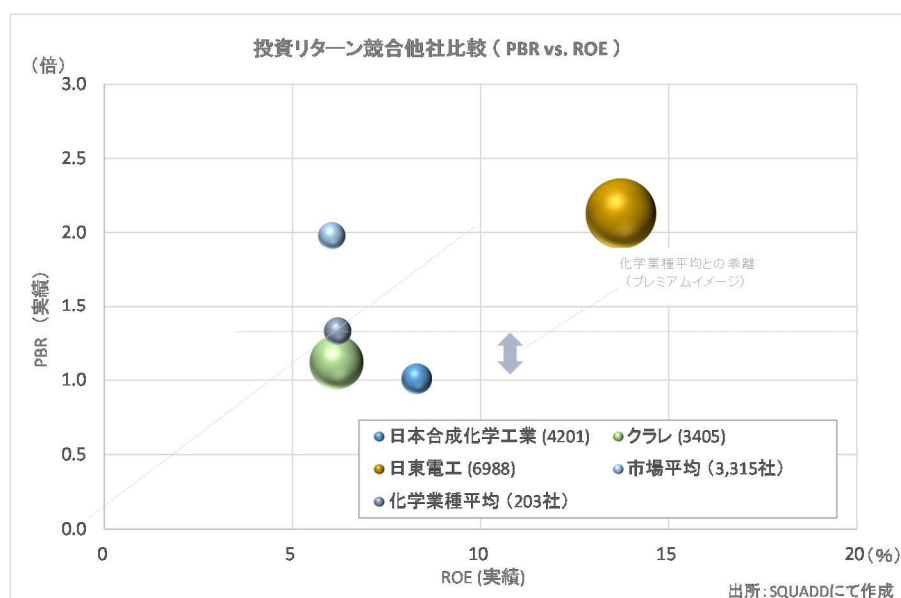
◆業種平均対比で ROE・PBR 等の収益指標の魅力度は依然として高い

2015 年 11 月 27 日時点での同社時価総額は約 896 億円、PBR は 1.0 倍、ROE（実績ベース）は 8.3%、配当利回り（会社予想）は 2.2%となった。化学業種平均（203 社）の PBR:1.3 倍、ROE:6.2%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。なお、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 1,729 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（1 日当り・金額ベース）についても日本合成化学工業 3 億円に対し、市場平均 7 億円と 2 倍以上の乖離が存在する。また、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強い事が確認されている。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 活動を充実させることにより、1 日当り流動性を高め、更なる機関投資家（プロ投資家）層の拡大を目指す必要がある。

◆競合他社との比較でも同社株価は割安、今後は株価が見直される展開を予想

次に、競合他社との比較を行う。時価総額ではクラレ（5,585 億円・東証 1 部）、日本合成化学工業（896 億円・東証 1 部）と続く（グラフの個別企業のバブルの面積は、各社時価総額の規模のイメージを表す）。PBR はクラレ 1.1 倍に対し、日本合成化学工業 1.0 倍となっており、とともに化学業種平均（1.3 倍）より割安な水準にある。一方、収益指標についてはクラレが ROE:6.2%、配当利回り:2.5%であるのに対し、日本合成化学工業は、ROE:8.3%、配当利回り:2.2%となっており、配当利回りはクラレが同社を若干上回るが、ROE は 2%近く日本合成化学工業の方が高く、バリュー投資の観点からみると、同社の魅力度は高い。

株価については、2016 年 3 月期第 2 四半期の決算を受け上昇に転じており、クラレとの比較でもアウトパフォームする展開となった。今後も、同社株式の見直しが継続し、業種平均との株価乖離も徐々に収斂していく可能性が高いと予想される。



ディスクレマー

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」によるディスクレマーをご確認下さい。
- 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。