

# ホリスティック企業レポート

## オーウエル

### 7670 東証二部

新規上場会社紹介レポート  
2018年12月18日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20181214

## 工業用塗料中心の老舗の大手塗料商社で電子部品の卸販売も手掛ける 安定的な事業基盤を有することが最大の強み

アナリスト:藤野 敬太 +81(0)3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

### 【7670 オーウエル 業種:卸売業】

| 決算期      | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2017/3   | 63,457       | -          | 1,152         | -          | 1,265         | -          | 770          | -          | 89.4       | 1,726.5    | 10.0       |
| 2018/3   | 63,750       | 0.5        | 1,200         | 4.2        | 1,337         | 5.6        | 823          | 6.8        | 95.5       | 1,886.9    | 12.0       |
| 2019/3 予 | 67,000       | 5.1        | 1,350         | 12.5       | 1,480         | 10.7       | 1,000        | 21.5       | 109.1      | -          | 20.0       |

(注) 1. 2017/3期より連結ベース。2019/3期の予想は会社予想。

| 【株式情報】  | 【会社基本情報】           | 【その他】                 |
|---------|--------------------|-----------------------|
| 株価      | 829円 (2018年12月14日) | 本店所在地 大阪府大阪市          |
| 発行済株式総数 | 10,500,000株        | 設立年月日 1943年11月8日      |
| 時価総額    | 8,705百万円           | 代表者 飛戸 克治             |
| 上場初値    | 855円 (2018年12月13日) | 従業員数 603人 (2018年9月末)  |
| 公募・売価   | 750円               | 事業年度 毎年4月1日～翌年3月31日   |
| 1単元の株式数 | 100株               | 定時株主総会 毎年4月1日から3カ月以内  |
|         |                    | 【主幹事証券会社】<br>大和証券     |
|         |                    | 【監査人】<br>有限責任 あずさ監査法人 |

### > 事業内容

#### ◆ 独立系の大手塗料商社だが電気・電子部品商社としての事業も持つ

オーウエル(以下、同社)は、1943年11月に設立された老舗の大手塗料商社である。塗料メーカーの系列企業が多い中で独立系として展開していることを特徴とし、地場商社が多い業界にあって全国に拠点を持つ数少ない塗料商社である。また、塗料商社としての事業以外に、電気・電子部品の販売も行っている。

グループ会社全体で仕入先は約2,000社、販売先は約3,000社となっており、独立系の商社らしく、特定の顧客に依存しているわけではない。顧客業種別には売上高の約半分が自動車向けであり、鉄鋼、建設・建築、機械と続く。また、地域別には、日本 87.4%、アジア 10.9%、北米・中米・その他 1.7%となっている。

同社の事業は、塗料関連事業、電気・電子部品事業の2つの報告セグメントに分類される(図表1)。直近の18/3期の売上高の78.1%が塗料関連事業によるもので、営業利益への貢献度合いも高く、全体の業績の安定感につながっている。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

| セグメント     | 2017/3期      |            |              |                  |            |            | 2018/3期      |            |              |                  |            |            |
|-----------|--------------|------------|--------------|------------------|------------|------------|--------------|------------|--------------|------------------|------------|------------|
|           | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 売上構成比<br>(%) | セグメント利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 利益率<br>(%) | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 売上構成比<br>(%) | セグメント利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 利益率<br>(%) |
| 塗料関連事業    | 49,164       | -          | 77.5         | 2,082            | -          | 4.2        | 49,807       | 1.3        | 78.1         | 2,326            | 11.7       | 4.7        |
| 電気・電子部品事業 | 14,473       | -          | 22.8         | 650              | -          | 4.5        | 14,208       | -1.8       | 22.3         | 606              | -6.8       | 4.3        |
| 調整額       | -180         | -          | -0.3         | -1,580           | -          | -          | -265         | -          | -0.4         | -1,732           | -          | -          |
| 合計        | 63,457       | 16.7       | 100.0        | 1,152            | -          | 1.8        | 63,750       | 0.5        | 100.0        | 1,200            | 4.2        | 1.9        |

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 塗料関連事業

同社は塗料メーカー(塗料の供給側)と顧客メーカー(塗料の需要側)の間に位置する塗料商社として事業を展開している。塗料(表面処理剤を含む)の販売が売上の中心だが、化成品の販売や塗装機器の販売、塗装請負(工事)といった、塗料販売に付随する販売・サービスによる売上もある。

塗料は汎用塗料と工業用塗料に大別される。前者はホームセンター等で販されているような主に建築用のものを指すが、同社の中での取り扱いは多くない。同社の主軸は、あくまで後者の工業用塗料である。

工業用塗料とは、生産ラインで連続的に量産される工業製品に使用される塗料である。工業用塗料は、塗料だけでは商品価値がほとんどない半製品であり、顧客メーカーの製品に塗装し、塗膜になって初めて商品価値が発生するという特徴を持つ製品である。顧客メーカーの生産ラインにおける塗膜形成のプロセスが非常に重要であり、同じ塗料であっても、塗装する素材の選択、塗り方、日々変わる塗る時の周囲環境等によって塗膜の品質が大きく変動する。

そのため、工業用塗料における塗料商社の役割は、単に商品を仕入れて販売するだけには留まらず、顧客の生産現場における塗膜形成のプロセスを支援することであり、長年の実績とノウハウの蓄積がものを言う分野である。塗料メーカーにとっては自社の代わりに顧客メーカーに技術支援をしてくれる存在であり、顧客メーカーにとっては生産現場において塗膜品質を最大限高めてくれる存在であり、それが付加価値となっている。

工業用塗料の代表例は、自動車用の塗料であろう。実際、同社の塗料関連事業の売上高の半分近くは自動車用となっている。

#### ◆ 電気・電子部品事業

電気・電子部品事業は18/3期の売上高の約22%を占める。同事業では、ホールICと呼ばれる磁気センサーとLED照明製品を取り扱っている。

ホールICの用途は、車載向けと民生製品向けが主とされているが、同社の取り扱いは車載向けが中心である。同社はホールICの分野では世界的に有力な企業であるTDK-Micronas GmbHの有力代理店であり、営業・マーケティング、グローバル物流、品質検査等、電子部品商社としての役割で事業を展開している。

LED照明製品は、同社で設計・開発を行い、協力会社で製造し、同社のブランドで販売している。サインや工場構内の照明、植物プラント向けの製品が中心であり、自動車業界向けのはほとんどない模様である。

◆ オーウエルの強み

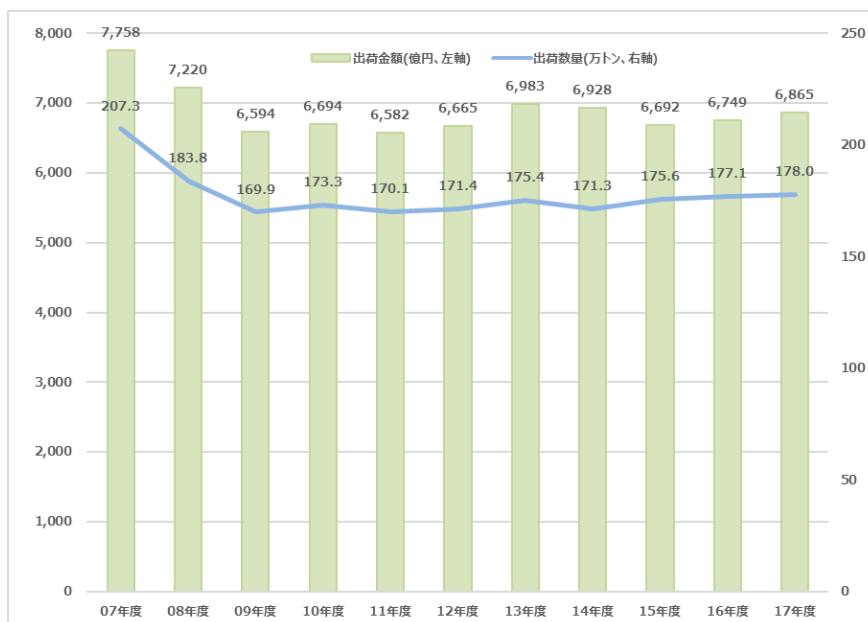
同社の特色及び強みとして、(1)約 3,000 社の顧客を背景とした、景気変動の影響を受けにくい安定した事業基盤、(2)自動車業界で長年にわたって培われた課題解決力の蓄積、(3)顧客に寄り添う営業体制が挙げられる。

> 事業環境

◆ 市場環境 ～ 塗料関連次事業

国内の塗料市場について、経済産業省の「化学工業統計月報」によると、約 10 年近く、塗料の出荷金額は 6,000 億円台後半、出荷量は 170 万トン台の水準を推移してきた(図表 2)。国内の塗料市場は、安定・成熟市場となっていると言える。

【 図表 2 】 塗料の出荷量・出荷金額の推移



(出所) 経済産業省「化学工業統計月報」より証券リサーチセンター作成

一方、世界の塗料市場は拡大が続く見込みである。富士キメラ総研の「2018 年版 機能性塗料市場・グローバル展開と将来展望」によると、塗料の世界市場は、17 年は前年比 18.3%増の 14.57 兆円の見込みであり、21 年には 16.19 兆円まで拡大すると予測されている。同社によれば、1 人当たり GDP と塗料需要には一定の相関関係があるという。17 年の市場全体のうち 5%が日本、50%が中国・インド・その他アジアであることと併せて考えると、当面は、アジアを中心とした成長が続くものと考えられる。

◆ 市場環境 ～ 電気・電子部品事業

同社の電気・電子部品事業で取り扱っているホール IC は、車載用と民生製品用に用いられるとされているが、直近は車載向け用途の市場が拡大して

いる模様である。背景には、自動車のエレクトロニクス化の進展があり、既存用途の普及のほか、新しい用途の拡大も進んでいる模様である。

◆ 競合

塗料商社としては、塗料メーカー系の塗料商社、または地場の塗料商社と競合する。ただし、塗料商社で全国展開している企業はほとんどなく、営業の場面では案件ごとに競合先が変わり、特定の競合先が存在するわけではない。

電気・電子部品事業においては TDK-Micronas GmbH の代理店であることから、他のホール IC メーカーの代理店が競合先と言えよう。

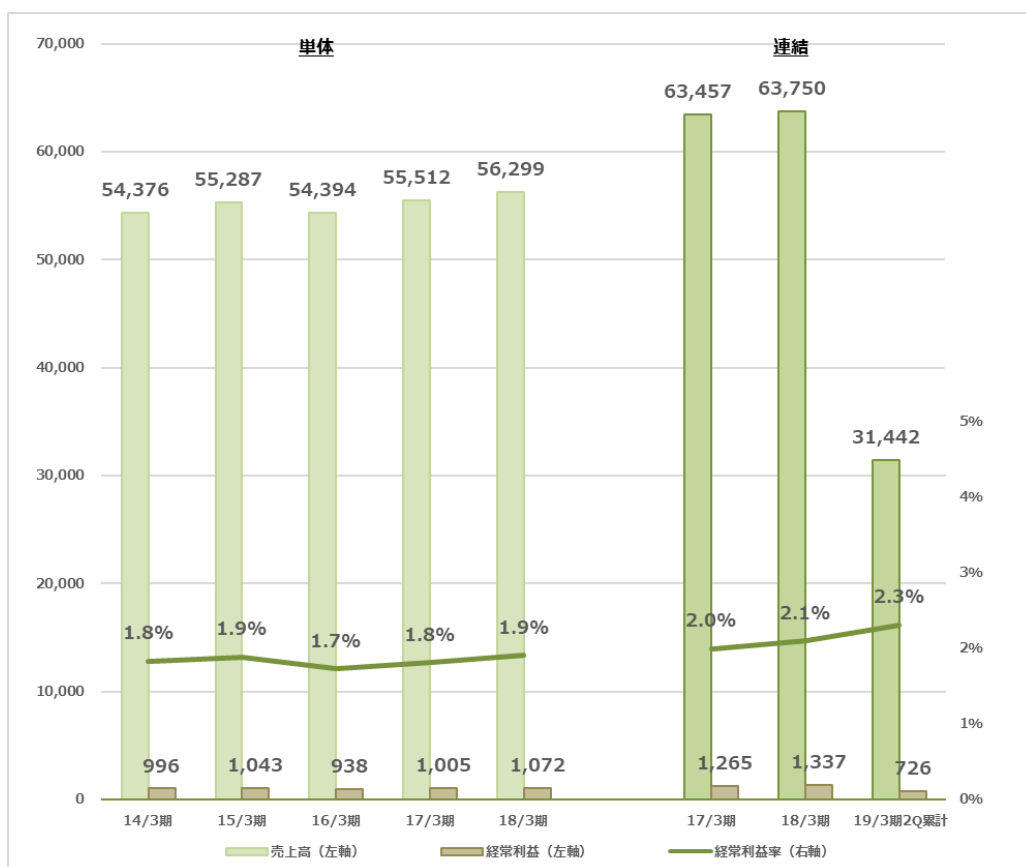
> 業績

◆ 過去の業績推移

届出目論見書には 14/3 期からの業績が記載されている(図表 3)。16/3 期までは単体業績のみの開示で、連結業績の開示は 17/3 期からである。

【 図表 3 】 業績推移

(単位：百万円)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

時系列の比較のために単体業績で推移を見ると、14/3 期以降、売上高は 540 億円台～560 億円台の範囲で、経常利益は 9 億円台～10 億円台の範囲でそれぞれ推移してきており、業績の安定性が際立っている。売上高経常利益率も 1.7%～1.9%台での推移で大きな変動はなく、連結業績でも 2%台で推移してきたものと推察される。

なお、16/3 期が前期比減収減益になっているのは、自動車業界以外の一部の顧客業種において、一時的に業界全体の景気が悪化したことが要因だった模様であり、翌期以降は持ち直してきている。

#### ◆ 18 年 3 月期決算

18/3 期業績は、売上高 63,750 百万円(前期比 0.5%増)、営業利益 1,200 百万円(同 4.2%増)、経常利益 1,337 百万円(同 5.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 823 百万円(同 6.8%増)となった。

塗料関連事業は、売上高が前期比 1.3%増、セグメント利益が同 11.7%増となった。塗装設備や塗装販売で一部失注があったものの、国内生産が好調に推移した自動車関連向けの売上高が想定を上回ったことで増収を確保した。また、鉄鋼や産業機械、電機等の国内生産の回復も追い風となった。

電気・電子部品事業は、売上高が前期比 2.4%減、セグメント利益が同 6.8%減となった。自動車向け半導体の出荷数量増や、対ユーロでの円安進行といった増収要因はあった一方、子会社のユニ電子の仕入先が買収されたことによる商権の一部喪失や、LED 照明における価格下落による競争激化が足を引っ張り、減収減益となった。

売上総利益率は前期比 0.7%ポイント改善の 13.2%となった。電気・電子部品事業で海外から輸入・販売しているセンサーについて、対ユーロで円高時に安く仕入れた在庫が売上に結びついたことが、要因として大きかった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比 5.9%増となった。主に人員増強による関連費用の増加が要因で、売上高販管費率は 10.7%から 11.3%へ 0.6%ポイント上昇した。それでも、売上総利益率の改善による効果が若干上回り、売上高営業利益率は 1.9%と前期比 0.1%ポイントの改善となった。

#### ◆ 19 年 3 月期第 2 四半期累計期間決算

19/3 期第 2 四半期累計期間の業績は、売上高 31,442 百万円、営業利益 629 百万円、経常利益 726 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 501 百万円となった。19/3 期通期の会社計画に対する進捗率は、売上高で 46.9%、営業利益で 46.6%となっている。

**◆ 19年3月期会社計画**

19/3期の会社計画は、売上高 67,000 百万円(前期比 5.1%増)、営業利益 1,350 百万円(同 12.5%増)、経常利益 1,480 百万円(同 10.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,000 百万円(同 21.5%増)である。

塗料関連事業は、前期比 0.2%減収を見込んでいる。前期と同様に自動車関連向けの売上高が牽引する展開は変わらないとしている。

電気・電子部品事業は、前期比 23.9%増収を見込んでいる。主力のホールICの販売数量増のほか、カーナビゲーション向けソフト販売の事業の本格化が寄与する形で大幅な増収を見込んでいる。

売上総利益率は、前期比 0.1%ポイント低下の 13.1%と予想されている。塗料関連事業では利益率の維持が図られる一方、電気・電子部品事業では前期にあった為替変動による利益押し上げ効果がなくなることから、全体として若干低下する予想となっている。

販管費は、前期比 2.9%増となる見込みである。処遇改善のためのベースアップ、新規事業のための専門人材の採用、子会社の内部統制強化のための人員増等による人件費の増加が主な増加要因である。販管費の伸び率が増収率を下回るため、売上高販管費率は同 0.3%ポイントの低下が予想されている。売上総利益率の低下をカバーして、19/3期の売上高営業利益率は同 0.1%ポイント改善の 2.0%になると同社は予想している。

経常利益が営業利益を上回るのには、保有株式の受取配当金 200 百万円が計画されているためである。また、政策保有株の定期的な見直しによる売却益 45 百万円が特別利益に計上される計画であるため、親会社株主に帰属する当期純利益の伸び率が、営業利益、経常利益率の伸び率よりも高くなっている。

なお、1株当たり配当金は 20.0 円(前期は 12.0 円)の計画となっている。

**◆ 成長戦略**

同社は今後の成長戦略として、(1)塗膜形成に関する課題解決力の向上、(2)市場拡大を見据えたセンサー販売の拡大を掲げている。

このうち、(1)については、2つの事業のシナジーを追求して、塗装現場でのICセンサー活用による塗装の高度化・省人化を進めるとともに、顧客メーカーのグローバル化への対応を通じて、アジア市場の成長を取り込んでいく方針である。(2)については、上述の事業間シナジーの追求のほか、車載向け以外の用途開発を進めていくとしている。

> 経営課題/リスク

◆ 自動車業界の動向の影響を受けることについて

同社の売上高の約半分が自動車業界向けであり、自動車業界の動向の影響を受ける。特に電気・電子部品事業のホール IC はほぼ車載向けであるため、技術動向も含めた影響を受けやすいと言えよう。

◆ 仕入先の依存度の高さ

電気・電子部品事業のホール IC の仕入先は TDK-Micronas GmbH の 1 社である。仕入先との関係に変調をきたした場合、業績に大きな影響を与える可能性がある。

◆ 特定投資株式の多さ

保有目的が純投資目的以外の特定投資株式 81 銘柄が 18/3 期末の貸借対照表に 10,722 百万円計上されている。同期末の総資産の 23.6%に相当する。その多くが取引関係の維持・強化を目的としたものだが、取引関係の変化等によって保有方針が変更になることも想定され、その場合、売買に伴う損益が発生する可能性がある。



【 図表 4 】 財務諸表

| 損益計算書                | 2017/3 |       | 2018/3 |       | 2019/3 2Q累計 |       |
|----------------------|--------|-------|--------|-------|-------------|-------|
|                      | (百万円)  | (%)   | (百万円)  | (%)   | (百万円)       | (%)   |
| 売上高                  | 63,457 | 100.0 | 63,750 | 100.0 | 31,442      | 100.0 |
| 売上原価                 | 55,514 | 87.5  | 55,360 | 86.8  | 27,272      | 86.7  |
| 売上総利益                | 7,943  | 12.5  | 8,390  | 13.2  | 4,169       | 13.3  |
| 販売費及び一般管理費           | 6,790  | 10.7  | 7,190  | 11.3  | 3,540       | 11.3  |
| 営業利益                 | 1,152  | 1.8   | 1,200  | 1.9   | 629         | 2.0   |
| 営業外収益                | 257    | -     | 273    | -     | 157         | -     |
| 営業外費用                | 143    | -     | 136    | -     | 59          | -     |
| 経常利益                 | 1,265  | 2.0   | 1,337  | 2.1   | 726         | 2.3   |
| 税引前当期(四半期)純利益        | 1,206  | 1.9   | 1,317  | 2.1   | 726         | 2.3   |
| 親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益 | 770    | 1.2   | 823    | 1.3   | 501         | 1.6   |

| 貸借対照表    | 2017/3 |       | 2018/3 |       | 2019/3 2Q |       |
|----------|--------|-------|--------|-------|-----------|-------|
|          | (百万円)  | (%)   | (百万円)  | (%)   | (百万円)     | (%)   |
| 流動資産     | 27,167 | 65.9  | 30,605 | 67.3  | 29,101    | 66.5  |
| 現金及び預金   | 3,274  | 7.9   | 6,013  | 13.2  | 4,948     | 11.3  |
| 売上債権     | 19,259 | 46.7  | 19,514 | 42.9  | 18,607    | 42.5  |
| 棚卸資産     | 3,740  | 9.1   | 3,964  | 8.7   | 4,595     | 10.5  |
| 固定資産     | 14,085 | 34.1  | 14,836 | 32.6  | 14,662    | 33.5  |
| 有形固定資産   | 3,328  | 8.1   | 3,348  | 7.4   | 3,327     | 7.6   |
| 無形固定資産   | 183    | 0.4   | 163    | 0.4   | 145       | 0.3   |
| 投資その他の資産 | 10,573 | 25.6  | 11,324 | 24.9  | 11,188    | 25.6  |
| 総資産      | 41,253 | 100.0 | 45,442 | 100.0 | 43,763    | 100.0 |
| 流動負債     | 20,628 | 50.0  | 24,410 | 53.7  | 22,831    | 52.2  |
| 買入債務     | 16,388 | 39.7  | 19,191 | 42.2  | 17,587    | 40.2  |
| 固定負債     | 5,659  | 13.7  | 4,658  | 10.3  | 4,374     | 10.0  |
| 純資産      | 14,965 | 36.3  | 16,373 | 36.0  | 16,557    | 37.8  |
| 自己資本     | 14,892 | 36.1  | 16,276 | 35.8  | 16,456    | 37.6  |

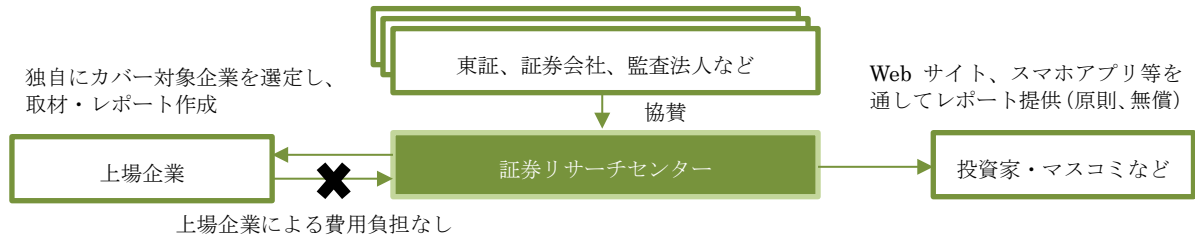
| キャッシュ・フロー計算書   | 2017/3 |     | 2018/3 |     | 2019/3 2Q累計 |     |
|----------------|--------|-----|--------|-----|-------------|-----|
|                | (百万円)  | (%) | (百万円)  | (%) | (百万円)       | (%) |
| 営業キャッシュ・フロー    | 442    |     | 3,328  |     | -845        |     |
| 減価償却費          | 160    |     | 151    |     | 78          |     |
| 投資キャッシュ・フロー    | -414   |     | -99    |     | -134        |     |
| 財務キャッシュ・フロー    | -281   |     | -554   |     | -48         |     |
| 配当金の支払額        | -69    |     | -86    |     | -103        |     |
| 現金及び現金同等物の増減額  | -313   |     | 2,738  |     | -1,064      |     |
| 現金及び現金同等物の期末残高 | 3,274  |     | 6,013  |     | 4,948       |     |

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

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



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

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

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。