

ホリスティック企業レポート

大阪油化工業

4124 東証 JQS

アップデート・レポート
2021年1月15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 20210112

大阪油化工業(4124 東証 JQS)

発行日: 2021/1/15

化学業界における精密蒸留技術による分離精製分野でのリーディングカンパニー 新型コロナウイルス禍の影響で中期経営計画は後ろ倒し

> 要旨

◆ 会社概要

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

◆ 20 年 9 月期決算

・20/9 期決算は、売上高 1,050 百万円(前期比 3.4%減)、営業利益 111 百万円(同 3.9%増)となった(前期比は 19/9 期単体との比較)。期初の通期計画に対する達成率は、売上高が 85.4%、営業利益が 147.2%となった。新型コロナウイルス禍の影響で売上高は減少したが、経費抑制により営業利益は増益となり、期初計画も上回った。

◆ 21 年 9 月期業績予想

・21/9 期業績について、同社は、売上高 968 百万円(前期比 7.8%減)、営業利益 14 百万円(同 87.1%減)としている。新型コロナウイルス禍の影響が続くことと、プラント事業において前期にあったような大型案件が予定されていないことから、減収減益の計画としている。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、21/9 期の業績を、売上高 982 百万円(前期比 6.5%減)、営業利益 27 百万円(同 75.1%減)とし、会社計画を若干上回ると予想した。原価率を押し上げる有償支給案件の売上比率上昇と、プラント事業での前期にあったような大型案件の不在により売上総利益率が低下することを見込み、売上高営業利益率は前期比 7.8%ポイントの低下の 2.8%になるものと予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、売上高は 22/9 期は 13.9%、23/9 期は 13.2%の増収となり、売上総利益率の改善と売上高販管費率の緩やかな低下により、23/9 期の売上高営業利益率は 13.4%にまで回復すると予想した。

・新型コロナウイルス禍の影響で中期経営計画は後ろ倒しとなったが、増強設備の稼働とプラント事業の立ち上げによって対応できる需要領域を広げて業績拡大につなげるという成長シナリオは不変である。

【 4124 大阪油化工業 業種: 化学 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2019/9	1,088	-10.4	107	-46.6	104	-45.2	72	-36.9	68.4	1,553.7	25.0
2020/9	1,050	-3.4	111	3.9	110	6.0	75	3.3	71.6	1,601.9	25.0
2021/9 CE	968	-7.8	14	-87.1	14	-86.9	9	-86.7	9.5	-	25.0
2021/9 E	982	-6.5	27	-75.1	28	-74.4	19	-74.5	18.1	1,595.1	25.0
2022/9 E	1,118	13.9	92	233.5	93	229.8	63	229.8	59.9	1,630.4	25.0
2023/9 E	1,265	13.2	169	83.4	170	83.0	115	83.0	109.4	1,715.7	25.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、21/9期より連結業績での開示開始、21/9期の前期比は20/9期単体業績との比較

アナリスト: 藤野敬太
+81 (0) 3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

	2021/1/8
株価 (円)	1,108
発行済株式数 (株)	1,073,500
時価総額 (百万円)	1,189

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	15.5	61.2	18.5
PBR (倍)	0.7	0.7	0.7
配当利回り (%)	2.3	2.3	2.3

【株価パフォーマンス】

	1 か月	3 か月	12 か月
リターン (%)	3.2	-15.2	-12.7
対TOPIX (%)	0.4	-27.8	-20.7

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/20

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

◆ 精密蒸留分野に特化した分離精製のリーディングカンパニー

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

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

◆ 全プロセスに対応できる一貫体制自体が高付加価値を生む

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

◆ 業歴の長さに裏付けられたノウハウの蓄積が競争力の源泉

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

◆ 受託加工が多くを占める受託蒸留事業が売上高のほとんど

19/9期まで同社は精密蒸留事業の単一セグメントで、研究開発支援、受託加工、プラントサービスの3つの売上区分に分類されていた(図表1)。20/9期より連結業績での開示が始まったのに合わせ、受託蒸留事業とプラント事業の2セグメントでの開示となった。受託蒸留事業の売上高は、旧売上区分の研究開発支援と受託加工の売上高合計に、プラント事業の売上高は、旧売上区分のプラントサービスの売上高にそれぞれ相当する。

受託蒸留事業が中心である構図は変わらない。プラント事業は20/9期には売上高の1割強を占めているが、これは大型案件の売上計上があったためであり、大型案件の有無によって売上高の変動が大きくなるという特徴がある。

【 図表 1 】 売上区分別・セグメント別売上高

(単位:百万円)

	売上高			前期比			売上構成比		
	18/9期単	19/9期単	20/9期連	18/9期単	19/9期単	20/9期連	18/9期単	19/9期単	20/9期連
【売上区分別】									
研究開発支援	237	189	231	4.0%	-20.0%	21.6%	19.6%	17.5%	22.1%
受託加工	934	889	683	3.8%	-4.8%	-23.1%	76.9%	81.7%	65.0%
プラントサービス	42	9	135	366.1%	-78.5%	×14.8	3.5%	0.8%	12.9%
【セグメント別】									
受託蒸留事業	-	-	914	-	-	-15.2%	-	-	87.1%
プラント事業	-	-	135	-	-	×14.8	-	-	12.9%
合計	1,214	1,088	1,050	6.8%	-10.4%	-1.6%	100.0%	100.0%	100.0%

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

> ビジネスモデル

◆ 化学業界における精密蒸留の位置づけ

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

注1) 分離精製

厳密には「分離」と「精製」は異なり、「分離」は複数の成分をそれぞれに分けることであり、

「精製」は「特定の成分の純度を高める」ことである。

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

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

【 図表 2 】 様々な蒸留技術

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

(出所) 大阪油化工業ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 顧客の研究開発から大規模生産までの全プロセスに対応

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

【 図表 3 】 顧客企業の開発・生産プロセスと大阪油化工業の事業の関係

顧客企業のプロセス	研究開発	試作	小・中規模生産	大規模生産・内製化
大阪油化工業の売上区分	研究開発支援	受託加工		プラントサービス
大阪油化工業が提供するもの	<ul style="list-style-type: none"> ・基礎研究に必要なデータ ・将来の生産に向けた提案 ・受注加工へのスケールアップのサポート 	<ul style="list-style-type: none"> ・物質の精製 		<ul style="list-style-type: none"> ・装置販売 ・装置のメンテナンス
使用する蒸留装置	<ul style="list-style-type: none"> ・小型 	<ul style="list-style-type: none"> ・中型・大型 		<ul style="list-style-type: none"> ・なし
顧客企業にとってのメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・開発スピード ・開発精度の向上 	<ul style="list-style-type: none"> ・生産の効率化 		<ul style="list-style-type: none"> ・ノウハウの内製化 - 製造ノウハウ - プラント設計ノウハウ

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

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

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

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

◆ サービス領域 (1) ～研究開発支援

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

◆ サービス領域 (2) ～受託加工

現在の同社の主力サービスである受託加工は、顧客企業の試作から中規模生産のプロセスに対応するサービスで、中・大型の蒸留装置による蒸留を受託している。分量にして、数10グラムから数10トンまで幅広く対応が可能である。電子材料や香料、医薬品等の機能性化学品市場を主な対象としている。

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

◆ サービス領域 (3) ～プラントサービス

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

◆ 大手中心の顧客企業

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

なお、リピート顧客が多いことから、特定企業への売上依存度は高い。ダウ・東レ（東京都品川区）は過去 6 期、住友商事ケミカル（東京都千代田区）は過去 5 期にわたって、受託蒸留事業の上位顧客であり続けている。16/9 期以降、この 2 社で全売上高の 35%~39%を占めてきた。なお、ワイ・エス・ケー（大阪府大阪市）は、プラント事業の顧客である（図表 4）。

【 図表 4 】 主要顧客（全売上高の 10%以上を占める顧客）の売上構成比

	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期
ダウ・東レ (旧 東レ・ダウコーニング)	15.6%	23.7%	20.2%	20.7%	21.4%	19.3%
住友商事ケミカル	-	15.3%	15.5%	17.0%	14.6%	17.7%
ワイ・エス・ケー	-	-	-	-	-	12.2%
東洋紡	13.1%	11.4%	-	-	-	-
三井化学	14.3%	-	-	-	-	-
主要顧客合計	42.9%	50.4%	35.7%	37.7%	36.0%	49.2%

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

◆ 独自設計の設備とその運用

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

また、24 時間有人監視をベースとした工程管理を含め、24 時間連続稼働を可能とし、高品質を保ちながらの短納期を実現している。さらに、連続して 1,000 時間の稼働を必要とする品目にも対応することも可能である。また、設備稼働に際しては、自社でメンテナンス部門を整備している。

【 図表 5 】 設備の種類

設備の種類	特徴	設備の数 (20年4月時点)
大型蒸留設備 (3,000~10,000 ℓ)	<ul style="list-style-type: none"> ・真空度100Paまで調整可能 ・加熱温度280℃まで対応 ・ステンレス製 	9基
中・小型蒸留設備 (50~400 ℓ)	<ul style="list-style-type: none"> ・真空度20Paまで調整可能 ・加熱温度350℃まで対応 ・ステンレス製 ガラス製 グラスライニング製 	14基
研究・開発用蒸留設備 (0.1~20 ℓ)	<ul style="list-style-type: none"> ・真空度10Paまで調整可能 ・加熱温度350℃まで対応 ・ガラス製 	7基

(注) 以前のレポートで掲載していた「高真空昇華精製装置」は、使用機会が少なくなり、ウェブサイトでの記載がなくなったため、前回から掲載していない。

(出所) 大阪油化工業ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 有償支給と無償支給

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

同社の会計処理の方法には以下の2通りがある。

- (1) 物質を顧客企業から購入し蒸留した後の物質を顧客に販売する
- (2) 顧客企業の物質を預かって蒸留し、蒸留サービスの対価のみを受け取る

(1) の場合、物質は有償支給となり、蒸留を行う物質の材料費が原価と売上高に計上される。(2) の場合、物質は無償支給となり、蒸留を行う物質の材料費は原価にも売上高にも計上されない。

有償支給か無償支給かは顧客企業の方針により決められるが、顧客企業の持つ物質の高付加価値化が進んでいることを背景に、物質の所有権が顧客企業に残り続ける無償支給が選好される傾向が強まっている。同社によると、新規顧客は無償支給による契約のみとしており、リピート顧客の一部が有償支給での契約となっているとのことである(図表6)。

【 図表 6 】 有償支給額と売上高、売上総利益の推移

(単位:百万円)

	15/9期単	16/9期単	17/9期単	18/9期単	19/9期単	20/9期連
売上高	1,048	1,043	1,137	1,214	1,088	1,050
有償支給額	188	83	114	118	142	18
売上高に占める割合	18.0%	8.0%	10.0%	9.8%	13.1%	1.8%
純売上高	859	959	1,023	1,095	945	1,032
売上総利益	395	501	497	529	439	429
売上総利益率	37.7%	48.1%	43.7%	43.6%	40.4%	40.8%
売上総利益率(対純売上高)	46.0%	52.3%	48.6%	48.3%	46.5%	41.6%

(注) 20/9 期より連結業績開示

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

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表7のようにまとめられる。

昨今の社会情勢を踏まえて、「脅威」の項目に「新型コロナウイルス禍の影響が長期化する可能性」を追加した。

【図表7】SWOT分析

<p>強み (Strength)</p>	<ul style="list-style-type: none"> •研究開発から大規模生産まで、顧客企業の開発のすべてのプロセスに対してサービス提供できるカバー領域の広さ <ul style="list-style-type: none"> - 設備のラインナップの幅の広さ •業歴70年の実績に基づく精密蒸留技術のノウハウ・知見の蓄積 <ul style="list-style-type: none"> - 1,000品目の蒸留精製の実績(研究テーマを含めると3,000品目以上) - 独自設計の設備 •業界内でのブランドの浸透 「精密蒸留の駆け込み寺」 •大手中心の顧客層 <ul style="list-style-type: none"> - 顧客企業との長期の関係 •財務の安全性の高さ
<p>弱み (Weakness)</p>	<ul style="list-style-type: none"> •プラントサービスの浸透度がまだ低いこと •設備が大阪・枚方の一か所に集中し、バックアップ体制が整っていないこと •事業規模の小ささ •代表取締役社長への依存度の高い事業運営
<p>機会 (Opportunity)</p>	<ul style="list-style-type: none"> •蒸留して製造された物質が使われる機能性化学品の安定的な市場拡大の持続 •国内の化学業界の研究開発費の増加 •先端生産分野の国内回帰 •蒸留プロセスをアウトソースする動き •対応する物質の高付加価値化 •海外の需要の取り込みの余地の大きさ •プラントサービスの成長余地 •設備投資の持続による対応可能品目及び生産能力の拡大 •上場による知名度の向上
<p>脅威 (Threat)</p>	<ul style="list-style-type: none"> •化学業界の景気変動により研究開発費が抑制・削減される可能性 •顧客企業の研究開発に関する情報漏洩の可能性 •人為的ミス等により環境汚染問題を起こしてしまう可能性 •注力するプラントサービスが思うように成長しない可能性 •思ったように人材が集まらない可能性 •工場での事故や周辺地域での大規模災害の可能性 •必要な人材が集まらない可能性 •新型コロナウイルス禍の影響が長期化する可能性(新規)

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

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

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表8に示した。

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

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

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

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
関係資本	顧客	・大手中心の顧客企業	・顧客数	約100社	-----
		・顧客との関係の継続性	・顧客に占める上場企業の割合	90% (15年)	直近の開示なし
		・主要顧客	・リピート率	開示はないが全体的に高いと推察される	-----
		・ダウ・東レ(旧 東レ・ダウコーニング)	全売上高の21.4% (19/9期)	全売上高の19.3%	
		・住友商事ケミカル	全売上高の14.6% (19/9期)	全売上高の17.7%	
	・ワイ・エス・ケー	(今回新設)	全売上高の12.2%		
	ブランド	・業界内での評判	・「精密蒸留の駆け込み寺」	特になし	-----
	ネットワーク	・仕入先	・特になし	特になし	-----
		・顧客企業以外の協業先	・特になし	特になし	-----
	組織資本	プロセス	・顧客の開発・生産プロセスに一社で対応できる体制	・事業構成	研究開発支援、受託加工、プラントサービス
・設備のラインナップの幅広さ			・蒸留装置のサイズ(蒸留釜)の種類 の多さ	0.1ℓ~10,000ℓ(研究用から大型蒸留設備まで)	-----
・設備の運用			・高真空昇華精製装置	特になし	-----
知的財産 ノウハウ		・精密蒸留について蓄積されたノウハウ	・設備の設計・開発	すべて自社設計・自社開発	-----
			・設備の稼働	24時間連続稼働	-----
			・工場	大阪・枚方の一カ所のみ	-----
			・エンジニアの人数	開示なし	-----
営業・マーケティング		・営業拠点	本社(大阪府枚方市) 東京営業所(東京都中央区)	-----	
		・展示会への参加回数	年3回(19年)	年1回(20年)	
		・営業部門の従業員の数	開示なし	-----	
人的資本	・インセンティブ	・精密蒸留の実績	1,000品目以上 (試験も含めると3,000品目以上)	-----	
		・精密蒸留に関わってきた業歴	1949年の創業より70年経過	1949年の創業より71年経過	
		・研究開発費	13百万円	21百万円	
		・特許	件数は不明だが、 高真空昇華精製装置について主要国で取得	-----	
		・現代取締役社長と現代取締役会長の存在	・堀田家主導による連続と続く経営	1949年の創業より70年経過	1949年の創業より71年経過
従業員	・企業風土 ・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	0株(0.00%) *ただし三井住友信託銀行(信託口 甲7号)の 287,000株(27.30%)は代表取締役社長の 信託財産で代表取締役社長が議決権行使の 指図権を留保	287,000株(27.30%) *代表取締役社長の信託財産であった 三井住友信託銀行(信託口 甲7号)から 代表取締役社長自身の名義に変更された	
		・代表取締役会長による保有	40,000株(3.81%)	-----	
		・代表取締役社長と代表取締役会長以外 の取締役による保有	30,300株(2.82%)	-----	
		・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査役は除く	50百万円(4名)(19/9期)	53百万円(4名)	
		・従業員数	50名(単体)(19/9期末)	51名(連結) 48名(単体)	
		・平均年齢	37.6歳(単体)(19/9期末)	37.4歳(単体)	
従業員	・インセンティブ	・平均勤続年数	7.2年(単体)(19/9期末)	8.4年(単体)	
		・従業員持株会	なし	-----	
		・ストックオプション	1,500株(0.14%)*取締役保有分も含む	-----	

(注) KPI は特に記載がない場合、前回は 20/9 期上期または 20/9 期上期末、今回は 20/9 期または 20/9 期末のもの
前回と変更しないものは-----と表示。

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

> 決算概要

◆ 20年9月期は新型コロナウイルス禍の影響で減収も費用削減等により増益・期初計画超過

20/9期の連結業績は、売上高が1,050百万円(前期比3.4%減)、営業利益が111百万円(同3.9%増)、経常利益が110百万円(同6.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が75百万円(同3.3%増)となった(前期比は19/9期単体業績との比較)。期初の会社計画に対する達成率は、売上高が85.4%、営業利益が147.2%となった。

受託蒸留事業の売上高は前期比15.2%減となった。サービス別には、新規案件を中心に堅調だった研究開発支援が同21.6%増となった一方、売上構成比が高い受託加工が同23.1%減となった。受託加工の減収は、新型コロナウイルス禍が影響したものである。

プラント事業の売上高は前期比14.8倍となった。1億円以上の大型案件1件と小型案件2件の売上を計上した。

売上総利益率は前期比0.4%ポイント上昇の40.8%、純売上高に対する売上総利益率は同4.9%ポイント低下の41.6%となった(図表6)。純売上高に対する売上総利益率の低下は、利益率の低いプラント事業の売上構成比上昇が要因である。一方、有償支給を伴う案件が減少し、売上高に占める有償支給額の割合が大幅に低下したことで、全体の売上総利益率を押し上げる結果となった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、前期比4.3%減となった。人員の増強による人件費増があったが、営業活動のウェブ化等による費用の減少の影響が上回った。売上高販管費率は同0.3%ポイント低下の30.2%となった。これらの結果、20/9期の売上高営業利益率は10.6%と同0.7%ポイントの改善となった。

> 最近の変化

◆ 新型コロナウイルス禍の20年9月期業績への影響

20/9期は、新型コロナウイルス禍の影響により、受託蒸留事業に含まれる受託加工の減収が目立った。具体的には、20年4月の緊急事態宣言の発出により、一部大口顧客が在庫調整を行い、その製品に使用されている品目に関する同社への発注量が減少した。

また、増収になった研究開発支援に関しても、緊急事態宣言の期間中は一部案件で稼働が止まったとのことである。これは顧客側の研究活動が遅滞したためだったが、宣言解除後は通常に戻ったようである。

> 今後の業績見通し**◆ 21年9月期会社計画**

21/9期の会社計画は、売上高968百万円(前期比7.8%減)、営業利益14百万円(同87.1%減)、経常利益14百万円(同86.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益9百万円(同86.7%減)である(図表9)。

受託蒸留事業は前期比1.3%増収を計画している。新型コロナウイルス禍の影響で、顧客企業側の生産の遅延や研究開発の延期が顕在化してくることを想定している。ただし、ワクチン接種が普及していくことで経済活動が徐々に戻ることを前提に、21/9期後半から売上高は徐々に回復に向かっていくという展開を見込んでいる。

プラント事業は前期比69.1%減を計画している。20/9期にあったような大型案件の売上計上がないものとしている。

詳細の数値の開示はないが、売上総利益率は20/9期の水準より低下することが見込まれている。その主な要因としては、(1)受託蒸留事業において、20/9期にはほとんどなかった有償支給の受託加工案件が予定されている、(2)プラント事業において20/9期にあったような大型案件の計画がなく、原価に計上されるエンジニアの人件費負担が大きくなるという2点が挙げられる。

販管費も詳細の開示はないが、20/9期と比べて大きな変動はないと推察される。これらの結果、売上高営業利益率は1.4%と、前期比9.2%ポイントの低下を想定している。

同社は、21/9期の1株当たり配当金について、20/9期と同額の25.0円(期末配当のみ)を計画している。親会社株主に帰属する当期純利益の大幅減益を計画しているため、配当性向は、20/9期の34.9%に対し、21/9期は263.1%まで大幅上昇する見込みである。

【 図表 9 】 大阪油化工業の 21 年 9 月期の業績計画及び 3 カ年中期経営計画 (単位:百万円)

	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期連結 会社計画		22/9期連結	23/9期連結
	単体実績	単体実績	連結実績		前期比	中期計画	中期計画
売上高	1,214	1,088	1,050	968	-7.8%	-	1,250
セグメント別 (20/9期からの開示)							
受託蒸留事業 (研究開発支援+受託加工)	-	-	914	926	1.3%	-	1,100
プラント事業 (プラントサービス)	-	-	135	42	-69.1%	-	100
旧売上区分 (19/9期までの区分)							
研究開発支援	237	189	231	-	-	-	250
受託加工	934	889	683	-	-	-	850
プラントサービス	42	9	135	-	-	-	100
海外	-	-	-	-	-	-	50
売上総利益	529	439	429	-	-	-	-
売上総利益率	43.6%	40.4%	40.8%	-	-	-	-
営業利益	201	107	111	14	-87.1%	-	200
売上高営業利益率	16.6%	9.9%	10.6%	1.4%	-	-	16.0%
経常利益	190	104	110	14	-86.9%	-	-
売上高経常利益率	15.7%	9.6%	10.5%	1.4%	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	115	72	75	9	-86.7%	-	-
売上高当期純利益率	9.5%	6.7%	7.2%	0.9%	-	-	-

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

◆ 21 年 9 月期～23 年 9 月期の 3 カ年中期経営計画

同社は、従来の 20/9 期～22/9 期の 3 カ年中期経営計画を更新し、新たに 23/9 期の目標値を公表した。新計画の最終年にあたる 23/9 期は、売上高 1,250 百万円、営業利益 200 百万円、売上高営業利益率 16.0% を計画している (図表 9)。新型コロナウイルス禍の影響により、従来の 3 カ年計画の最終年である 22/9 期の売上高 1,600 百万円、営業利益 300 百万円に比べて大きく後ろ倒しされたものとなった。

受託蒸留事業では、研究開発支援においては、高難度案件への対応等による案件の積み上げを、受託加工においては、既存設備の高性能化や人員増強による生産体制強化をそれぞれ進めて増収を図っていく。プラント事業については、大型案件があった 20/9 期に比べて、23/9 期の売上計画が物足りないように見えるが、装置販売の実績の積み上げとメンテナンスフィーの獲得により安定的に売上計上できる体制を構築していくとしている。また、現在は国内向けに事業を行っているが、輸出入品に対する製造即応サービスや受託蒸留サービスのパッケージ化を進めて、アジアをターゲットとした海外向けの事業も立ち上げていく計画である。

費用の詳細の開示はないが、増収効果等により、売上高営業利益率は、20/9 期の 10.6% に対し、23/9 期は 16.0% まで上昇するものとしている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ~ 21年9月期

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/9期実績を踏まえ、21/9期以降の業績予想を見直すとともに、23/9期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の21/9期業績について、売上高982百万円(前期比6.5%減)、営業利益27百万円(同75.1%減)、経常利益28百万円(同74.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益19百万円(同74.5%減)とした。減収減益ではあるが、売上高、利益とも会社計画を若干上回ると予想した(図表10)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 受託蒸留事業の売上高は前期比2.7%増と予想した。同事業は、19/9期までの旧売上区分の「研究開発支援」と「受託加工」の売上高で構成されるが、「研究開発支援」は同1.7%増収、「受託加工」は同3.2%増収とした。「研究開発支援」は、緩やかながらも新規案件の獲得が進むと予想した。「受託加工」は、新型コロナウイルス禍の影響が続く中でも、電子材料向け等の好調な案件もあることを踏まえ、増収は確保できるものと考えた。
- (2) プラント事業の売上高は、会社計画と同じ前期比69.1%減の42百万円と予想した。20/9期に売上計上があったような大型案件がないという会社計画の前提を踏襲した。
- (3) 売上総利益率は、前期比4.4%ポイント低下の36.4%と予想した。受託蒸留事業の受託加工について有償支給案件による売上高の比率が上昇することと、プラント事業で20/9期のような大型案件がないことを考慮した。
- (4) 販管費は、前期比12百万円増加の329百万円とした。全般的に費用は抑制されようが、既に前期においても費用が抑制されていたことから抑制余地に限りがあることと、人員増に伴って人件費が増加することを想定した。金額の増加は小幅だが、減収が予想されるため、売上高販管費率は33.6%と前期より3.4%ポイント上昇するものとした。売上総利益率の低下と相まって、21/9期の売上高営業利益率は同7.8%ポイント低下の2.8%と予想した(会社計画は1.4%)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ~ 22年9月期以降

22/9期以降の業績について、22/9期は前期比13.9%増収、23/9期は同13.2%増収を予想した。受託蒸留事業においては、新型コロナウイルス禍の影響が小さくなっていくことを前提に、小型特殊装置の導入や連続蒸留塔の稼働等によって対応できる需要の幅を広げていくことで、全体の増収を牽引していくものとした。

プラント事業において、20/9期に計上されたような大型案件の不在により、売上総利益率は20/9期の40.8%から一旦低下するものの、案件の積み上げによってプラント事業の利益率が改善すると予想した。その結果、売上総利益率は、23/9期には20/9期とほぼ同水準の40.9%まで回復していくものとした。また、販管費は緩やかに増加を続けるものの、増収効果により売上高販管費率は低減していくものとした。これらの結果、売上高営業利益率は22/9期8.3%、23/9期13.4%へと回復していく展開を予想した。

【 図表 10 】証券リサーチセンターの業績予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	18/9期単	19/9期単	20/9期連	21/9期連CE	21/9期連E (今回)	21/9期単E (前回)	22/9期連E (今回)	22/9期単E (前回)	23/9期連E
損益計算書									
売上高	1,214	1,088	1,050	968	982	1,383	1,118	1,597	1,265
前期比	6.8%	-10.4%	-3.4%	-7.9%	-6.5%	9.6%	13.9%	15.4%	13.2%
セグメント別(20/9期からの開示)									
受託蒸留事業(研究開発支援+受託加工)	-	-	914	926	940	1,233	1,048	1,417	1,165
前期比	-	-	-15.2%	1.2%	2.7%	9.3%	11.6%	14.9%	11.2%
売上構成比	-	-	87.1%	95.7%	95.7%	89.2%	93.7%	88.7%	92.1%
プラント事業(プラントサービス)	-	-	135	42	42	150	70	180	100
前期比	-	-	×14.8	-69.1%	-69.1%	11.9%	66.7%	20.0%	42.9%
売上構成比	-	-	12.9%	4.3%	4.3%	10.8%	6.3%	11.3%	7.9%
旧売上区分(19/9期までの区分)									
研究開発支援	237	189	231	-	235	235	246	270	259
前期比	4.0%	-20.0%	21.6%	-	1.7%	9.3%	5.0%	14.9%	5.0%
売上構成比	19.6%	17.5%	22.0%	-	23.9%	17.0%	22.1%	16.9%	20.5%
受託加工	934	889	683	-	705	998	801	1,147	906
前期比	3.8%	-4.8%	-23.2%	-	3.2%	9.3%	13.8%	14.9%	13.1%
売上構成比	76.9%	81.7%	65.0%	-	71.8%	72.2%	71.7%	71.8%	71.6%
研究開発支援の売上高に対する比率(倍)	3.93	4.68	2.96	-	3.00	4.25	3.25	4.25	3.50
プラントサービス	42	9	135	-	42	150	70	180	100
前期比	366.1%	-78.5%	1367.4%	-	-68.9%	11.9%	66.7%	20.0%	42.9%
売上構成比	3.5%	0.8%	12.8%	-	4.3%	10.8%	6.3%	11.3%	7.9%
有償支給の金額	118	142	18	-	88	138	89	159	88
売上高に占める割合	9.8%	13.1%	1.8%	-	9.0%	10.0%	8.0%	10.0%	7.0%
純売上高(売上高-有償支給の金額)	1,095	945	1,032	-	893	1,245	1,029	1,437	1,177
前期比	7.1%	-13.7%	9.2%	-	-13.4%	9.6%	15.2%	15.4%	14.4%
売上高に占める割合	90.2%	86.9%	98.2%	-	91.0%	90.0%	92.0%	90.0%	93.0%
売上総利益	529	439	429	-	357	535	432	654	518
前期比	6.5%	-17.0%	-2.3%	-	-16.7%	14.9%	20.9%	22.2%	19.8%
売上総利益率	43.6%	40.4%	40.8%	-	36.4%	38.7%	38.6%	41.0%	40.9%
販売費及び一般管理費	327	331	317	-	329	399	339	425	348
売上高販管費率	27.0%	30.5%	30.2%	-	33.6%	28.9%	30.4%	26.6%	27.5%
営業利益	201	107	111	14	27	135	92	228	169
前期比	-8.4%	-46.6%	3.9%	-87.5%	-75.1%	53.2%	233.5%	68.6%	83.4%
売上高営業利益率	16.6%	9.9%	10.6%	1.4%	2.8%	9.8%	8.3%	14.3%	13.4%
経常利益	190	104	110	14	28	136	93	229	170
前期比	-10.7%	-45.2%	6.0%	-87.3%	-74.4%	52.9%	229.8%	68.3%	83.0%
売上高経常利益率	15.7%	9.6%	10.5%	1.4%	2.9%	9.8%	8.3%	14.3%	13.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	115	72	75	9	19	91	63	153	115
前期比	-17.3%	-36.9%	3.3%	-88.0%	-74.5%	52.9%	229.8%	68.3%	83.0%
売上高当期純利益率	9.5%	6.7%	7.2%	0.9%	2.0%	6.6%	5.7%	9.6%	9.2%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

20/9期より連結業績の開示開始。

20/9期の受託蒸留事業の売上高の前期比は、19/9期の旧売上区分の「研究開発支援」と「受託加工」の売上高の合計との比較。20/9期のプラント事業の売上高の前期比は、19/9期の旧売上区分の「プラントサービス」の売上高との比較。

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

【 図表 11 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	18/9期単	19/9期単	20/9期連	20/9期連CE	21/9期連E (今回)	21/9期単E (前回)	22/9期連E (今回)	22/9期単E (前回)	23/9期連E
貸借対照表									
現金及び預金	908	753	883	-	714	638	840	715	1,021
売掛金	189	93	74	-	84	207	96	239	108
商品及び製品・仕掛品・原材料及び貯蔵品	89	85	133	-	122	110	139	127	158
その他	11	21	16	-	16	21	16	21	16
流動資産	1,199	954	1,107	-	938	977	1,093	1,104	1,304
有形固定資産	564	796	785	-	900	896	802	931	702
無形固定資産	2	4	3	-	2	4	0	4	0
投資その他の資産	29	45	40	-	40	45	40	45	40
固定資産	596	847	829	-	943	947	844	982	743
資産合計	1,795	1,801	1,937	-	1,881	1,925	1,937	2,086	2,048
買掛金	4	27	61	-	29	34	33	39	37
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払金	89	39	22	-	21	49	24	57	27
未払法人税等	0	23	19	-	5	31	16	52	30
その他	63	53	148	-	148	53	148	53	148
流動負債	157	143	253	-	204	169	223	203	245
固定負債	-	-	-	-	0	0	0	0	0
純資産合計	1,638	1,657	1,683	-	1,676	1,755	1,713	1,883	1,803
(自己資本)	1,638	1,657	1,683	-	1,676	1,755	1,713	1,883	1,803
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	162	104	110	-	28	136	93	229	170
減価償却費	96	109	138	-	136	129	149	138	150
売上債権の増減額 (-は増加)	-109	96	19	-	-10	-18	-11	-32	-12
棚卸資産の増減額 (-は増加)	19	3	-47	-	10	-9	-17	-17	-18
仕入債務の増減額 (-は減少)	2	23	34	-	-32	3	4	5	4
法人税等の支払額・還付額	-86	-17	-35	-	-23	-34	-18	-54	-40
その他	24	-53	115	-	-1	4	3	7	3
営業活動によるキャッシュ・フロー	109	265	334	-	107	211	202	277	256
有形固定資産の取得による支出	-191	-356	-146	-	-250	-171	-50	-171	-50
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0	0	0
有形固定資産の除却による支出	-7	0	-3	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	-	-	-	0	-3	0	-3	0
その他	-	-4	0	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-198	-361	-150	-	-250	-174	-50	-174	-50
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0	0
株式の発行による収入	625	0	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-23	-38	-26	-	-26	-26	-26	-26	-26
株式公開費用による支出	-10	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	0	-21	-28	-	0	0	0	0	0
その他	-	-	-	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	591	-59	-54	-	-26	-26	-26	-26	-26
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	502	-155	129	-	-168	10	126	77	180
現金及び現金同等物の期首残高	406	908	753	-	883	627	714	638	840
現金及び現金同等物の期末残高	908	753	883	-	714	638	840	715	1,021

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

20/9期より連結業績の開示開始。

20/9期の受託蒸留事業の売上高の前期比は、19/9期の旧売上区分の「研究開発支援」と「受託加工」の売上高の合計との比較。20/9期のプラント事業の売上高の前期比は、19/9期の旧売上区分の「プラントサービス」の売上高との比較。

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

> 投資に際しての留意点

◆ 大規模災害による影響の可能性

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

◆ 環境関連の対応

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

◆ 新型コロナウイルス禍の影響

新型コロナウイルス禍については、21年1月現在、感染の第3波が到来している。21年1月7日には一都三県で緊急事態宣言が発出された。経済活動の停滞が長期化すると、顧客の在庫調整による同社への発注が減少する等の影響が生じる、または続く可能性が考えられる。

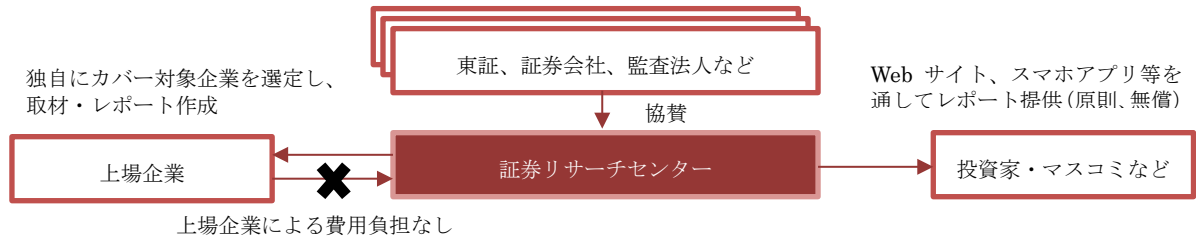
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を19年4月12日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

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・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。