

ホリスティック企業レポート

なんかいかがく
南海化学

4040 東証スタンダード

新規上場会社紹介レポート
2023年4月25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 202300424

苛性ソーダを中心とする基礎化学品メーカー

環境リサイクルを第二の軸とすべく積極的な設備投資を行う方針

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

【4040 南海化学 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)
2021/3	16,463	-	730	-	708	-	155	-	146.4	3,105.9	15.0
2022/3	17,434	5.9	739	1.1	716	1.2	462	198.1	359.8	3,595.6	15.0
2023/3 予	19,384	11.2	734	-0.7	784	9.5	496	7.4	385.9	-	15.0

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。2023/3期の予想は会社予想
2. 2021/3期より連結業績開示のため、2021/3期の前期比はなし

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,760円(2023年4月24日)	本店所在地 大阪府大阪市
発行済株式総数	2,330,300株	設立年月日 1951年6月26日
時価総額	6,432百万円	代表者 菅野 秀夫
上場初値	2,533円(2023年4月20日)	従業員数 304人(2023年2月)
公募・売出価格	1,740円	事業年度 4月1日~翌年3月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎年6月
		【主幹事証券会社】 S M B C日興証券
		【監査人】 仰星監査法人

> 事業内容

◆ 苛性ソーダを中心とする基礎化学品メーカー

南海化学(以下、同社)は、苛性ソーダ(水酸化ナトリウム)及び苛性ソーダ生成時に生じる併産物の応用品を取り扱う基礎化学品メーカーである。前身となる企業は1906年創業で、1939年に中山製鋼所(5408 東証プライム)と合併、1951年に分離したが長く中山製鋼所のグループ企業だった。中山製鋼所が同社株式を売却する方針となったのを機に、13年にMBOにより独立した。

生産量で見ると苛性ソーダメーカーとしては中堅規模であり、小ロットながらニッチな領域の製品の展開を得意としている。また、基礎化学品に次ぐ第2の柱として環境リサイクルビジネスに積極的に打って出る方針を明確にしている。

同社の事業は、化学品事業、各種塩事業の2つの報告セグメントに分類される(図表1)。売上高では化学品事業が8割強を占め、営業利益でも化学品事業が大半を占めている。

【図表1】セグメント別売上高・利益

セグメント	2021/3期				2022/3期						2023/3期 第3四半期累計期間			
	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	利益率 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	前期比 (%)	利益率 (%)	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	利益率 (%)
化学品事業	13,754	83.5	1,485	10.8	14,145	2.8	81.1	1,520	2.3	10.7	12,118	87.4	1,125	9.3
各種塩事業	2,757	16.7	40	1.5	3,342	21.2	19.2	120	199.1	3.6	1,793	12.9	-19	-1.1
調整額	-47	-0.3	-795	-	-53	-	-0.3	-901	-	-	-50	-0.4	-653	-
合計	16,463	100.0	730	4.4	17,434	5.9	100.0	739	1.1	4.2	13,862	100.0	452	3.3

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

また、製品区分別に見ると、化学品事業の基礎化学品が全体の売上高の約半分を占めている(図表 2)。

【 図表 2 】 製品区分別売上高(22年3月期)

セグメント	製品区分	売上高 (百万円)	構成比 (%)
化学品事業	基礎化学品	8,802	50.5
	機能化学品	1,959	11.2
	アグリ	2,252	12.9
	環境リサイクル	1,132	6.5
各種塩事業	その他	3,288	18.9
	合計	17,434	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 化学品事業 (1) : 基礎化学品

苛性ソーダ(NaOH)は、塩(NaCl)と水(H₂O)を電気分解することで生成される。苛性ソーダの水溶液は強アルカリ性で、金属の溶解や精製、不純物の除去、漂白、中和等、幅広い用途で使われており、鉄鋼、製紙、化粧品、洗剤、化学工業等の業界に供給されている。一方、低単価のコモディティ製品であるため、顧客が調達する際のコストに占める輸送コストの割合が高くなってしまふ。遠隔地への供給は輸送コストがかさむため、供給先は同社の工場がある関西地方が中心である。

電気分解で苛性ソーダを生成する際、併産物として水素と塩素が生じる。同社はこの併産される塩素や水素を活用した製品も取り扱っている。医療・食品向けに漂白、殺菌、中和用途に利用される合成塩酸や次亜塩素酸ソーダ、プール等に使う高度さらし粉に代表される塩素系殺菌・消毒剤、排水処理に使われる水処理凝集剤等がある。

◆ 化学品事業 (2) : 機能化学品

主に食品メーカー向けに、食品の日持ち向上のために使われる酢酸ナトリウム等の食品添加物、健康食品の材料となるグルコサミンのほか、医薬や農薬、電子材料等に使われる中間体を取り扱っている。また、同社の製造技術を活用した受託製造業務も行っている。

◆ 化学品事業 (3) : アグリ

農薬の一種である土壌殺菌剤として使われるクロルピクリンを取り扱っている。クロルピクリンは液剤タイプと錠剤タイプとがあり、液剤タイプの方が主流だが、同社は、気化して刺激臭を発生させることが少ない錠剤タイプの普及を進めている。

◆ 化学品事業 (4) : 環境リサイクル

石油精製業者等の廃硫酸供給業者から廃硫酸を引き取り、硫酸を精製し販売している。

◆ 各種塩事業

オーストラリアやメキシコから輸入した原塩(天日塩)を用途に合わせて加工して提供する事業で、連結子会社のエヌエムソルトが行っている。用途としては、和歌山県の梅干生産や、道路等の融雪に使われている。

◆ 生産拠点

化学品事業では、苛性ソーダをはじめとする基礎化学品は和歌山工場(和歌山県)、アグリの農薬は土佐工場(高知県)で生産されている。また、連結子会社のエヌシー環境の青岸工場(和歌山県)にて環境リサイクルが行われている。

各種塩事業では、エヌエムソルトの西浜工場(和歌山県)で、同社から仕入れた原塩の加工が行われている。

> 特色・強み**◆ 南海化学の強み**

同社の特色及び強みとして、以下の4点が挙げられる。

- (1) 苛性ソーダ市場において汎用品を扱わず、顧客ニーズに小ロットで対応するニッチ領域での展開を徹底してきた
- (2) 特に苛性ソーダにおいて顧客に近接する生産拠点を有している
- (3) 長期継続的な顧客が多い
- (4) 13年のMBO以降、不採算事業からの撤退を行い、企業体質が強化されてきた

> 事業環境**◆ 市場環境**

日本ソーダ工業会の統計によると、22年の苛性ソーダの出荷量は408万トンであり、内需が314万トン、輸出が94万トンである。12年の出荷量が350万トン(内需322万トン、輸出28万トン)であり、内需が310万トン台~340万トン台で増減する中で、輸出が伸びてきた状況にある。

22年の次亜塩素酸ナトリウムの出荷量は86万トン(すべて内需)である。12年の出荷量が92万トンであり、新型コロナウイルス禍を経て減少した状況からはまだ回復していない。

22年の高度さらし粉の出荷量は1.1万トンであり、内需が0.7万トン、輸出が0.4万トンである。12年の出荷量が2.4万トン(内需0.7万トン、輸出1.6万トン)であり、新型コロナウイルス禍を経て減少した輸出はまだ回復していない。

◆ 競合

苛性ソーダの生産の上位企業は東ソー(4042 東証プライム)、AGC(5201 東証プライム)、トクヤマ(4043 東証プライム)がある。生産量だけで言えば同社は中堅クラスであり、生産量は上位企業の数分の一である。生産量の差は埋めがたいため、同社は早くからニッチ領域での高付加価値製品を展開する戦略を採ってきた。

なお、日本ソーダ工業会は19社の企業が会員になっており、製品によって競合状況が異なる。

> 業績**◆ 過去の業績推移**

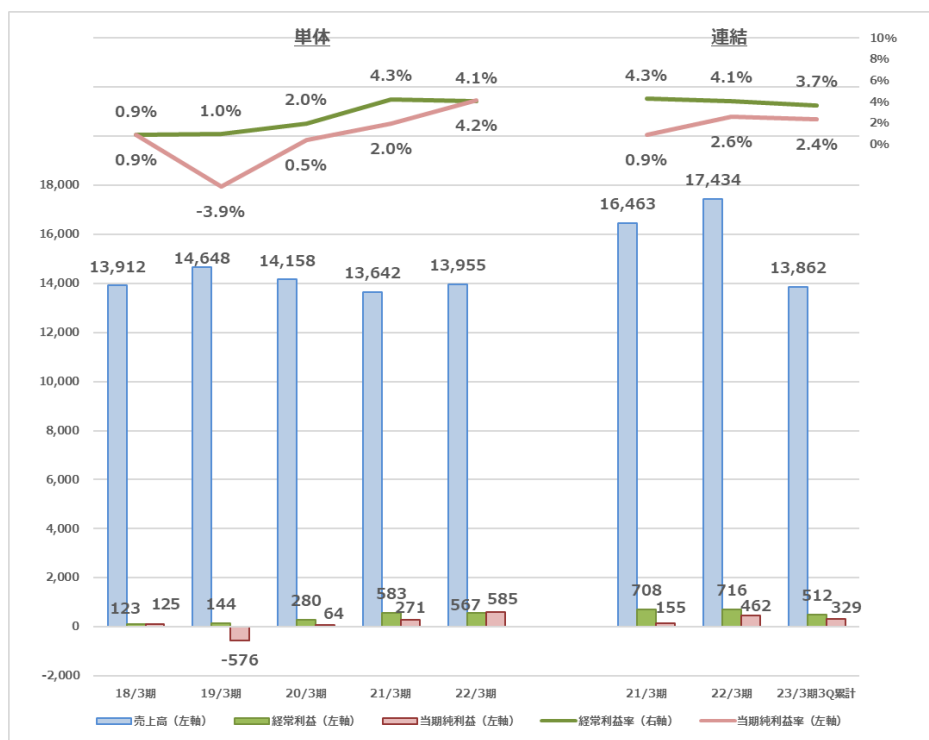
届出目論見書には18/3期からの業績が記載されている(図表3)。21/3期から連結業績も開示されている。

同社の単体売上高は、18/3期以降、140億円前後で増減してきた。なお、同社は19/3期より積極的に不採算事業から撤退しており、19/3期は当期純損失となった。その後、収益性は改善し、単体では売上高経常利益率は21/3期以降4%台まで改善した。

なお、詳細の金額の開示はないが、連結売上高は19/3期までは170億円台で推移し、不採算事業からの撤退により20/3期と21/3期は160億円台まで減少したが、22/3期は174億円まで回復している。

【 図表 3 】 業績推移

(単位:百万円)



(注) 21/3 期から連結業績開示

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 22 年 3 月期決算

22/3 期業績は、売上高 17,434 百万円(前期比 5.9%増)、営業利益 739 百万円(同 1.1%増)、経常利益 716 百万円(同 1.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 462 百万円(同 198.1%増)となった。

化学品事業は前期比 2.8%増収(外部顧客への売上高も同じ)となった(製品区分別売上高の前期比の開示はない)。新型コロナウイルス感染症拡大の影響によるアグリ農薬の出荷減少や、環境リサイクルの設備稼働率の低下等の影響があったものの、基礎化学品の拡販や機能化学品の受託製造の引き受けの増加により、セグメント全体では増収となった。

各種塩事業は前期比 21.2%増収(外部顧客への売上高は同 21.4%増収)となった。豪雪のため融雪用途の出荷が過去最高となったことが増収に貢献した。

売上総利益率は前期比 0.2%ポイント上昇の 23.7%となった。増収に伴い原材料使用量は増加したが、稼働率上昇の効果が上回った。販売費及び一般管理費(以下、販管費)は製品発送費や人件費の増加等により同 8.0%増となり、売上高販管費率は同 0.3%ポイント上昇の 19.4%となった。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比0.2%ポイント低下の4.2%となった。

なお、営業利益と経常利益の増益率に比べ、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率が高いのは、固定資産売却益905百万円の計上によって特別利益が前期比859百万円増加し、固定資産売却損や固定資産除却損、減損損失、関係会社整理損失引当金繰入額等の特別損失合計の473百万円の増加を大きく上回ったためである。

◆ 23年3月期第3四半期累計期間決算

23/3期第3四半期累計期間の業績は、売上高13,862百万円(前年同期比15.7%増)、営業利益452百万円(同19.8%減)、経常利益512百万円(同2.7%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益329百万円(同54.0%減)であった。

化学品事業は前年同期比16.3%増収(外部顧客への売上高も同じ)となった。製品区分別売上高の前年同期比の開示はないが、製品価格の値上げの効果が浸透してきたことが増収の要因となっているようである。

各種塩事業は前年同期比12.5%増収(外部顧客への売上高は同11.6%増収)となった。

売上総利益率は前年同期比2.2%ポイント低下の23.0%となった。塩をはじめとする原材料価格の上昇に加え、電気分解に必要な不可欠な電気料金の値上げが影響した。販管費は製品発送費等の増加により同11.5%増となったが、売上高販管費率は同0.7%ポイント低下の19.8%となった。

これらの結果、売上高営業利益率は前年同期比1.4%ポイント低下の3.3%となった。

なお、営業利益と経常利益の減益率に比べ、親会社株主に帰属する四半期純利益の減益率が大きくなっているのは、前年同期の特別利益が909百万円、特別損失が486百万円であったのに対し、当四半期累計期間は特別利益が12百万円、特別損失が123百万円となったためである。

◆ 23年3月期会社計画

23/3期の会社計画は、売上高19,384百万円(前期比11.2%増)、営業利益734百万円(同0.7%減)、経常利益784百万円(同9.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益496百万円(同7.4%増)である。会社計画は、期初から23年1月までの実績値に、23年2月から3月までの見込み数値を合算して

策定されている。第4四半期だけをみると、売上高は前年同期比1.3%増、営業利益は同61.1%増を見込んでいる。

化学品事業は前期比15.7%増収を計画している。全体の売上高の約半分を占める基礎化学品の売上高が同17.3%増となり、化学品事業の増収を牽引する。苛性ソーダの値上げと、海外向けの殺菌・消毒剤の増加及び円安効果が主な増収要因である。また、製造コスト上昇分の販売価格転嫁が進むアグリの上高も同9.4%増を見込む。一方、富士アミドケミカルの22年3月末の操業停止に伴う受注調整により機能化学品が同5.1%減収、前期に一定期間稼働率が低下したエヌシー環境で高稼働が続く環境リサイクルが同52.1%増収をそれぞれ見込んでいる。

各種塩事業は前期比8.4%減収を計画している。減収を想定しているのは、豪雪のため前期の融雪用途の出荷が過去最高となったが、23/3期は平年並みの天候想定を前提としているためである。

売上総利益率は前期比0.5%ポイント低下の23.2%を計画している。原料となる塩や電気分解に使う電気料金の値上げが影響するものとしている。販管費は運送費の値上げがあり同11.0%増としているが、売上高販管費率は前期と同じ19.4%としている。

これらの結果、23/3期の全体の売上高営業利益率は同0.4%ポイント低下の3.8%になると同社は計画している。

1株当たりの配当金額は、株式分割考慮後の株数ベースで、22/3期と同じ15.0円を予定している。配当性向は22/3期の4.2%に対し、23/3期は3.9%になる見込みである。

◆ 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、既存ビジネスの事業基盤を強化していくとともに、環境を軸としたビジネスの拡大を図っていくことを掲げている。

既存ビジネスの事業基盤強化については、設備投資を行うことで製品供給余力を確保するとともに、これまでのニッチ市場特化の戦略を維持して、高付加価値製品が多く含まれる製品ポートフォリオへ変えていくことを続けていくとしている。

環境を軸としたビジネスの拡大については、(1)従来行ってきたスキームとは異なる新たな硫酸リサイクル、(2)セメント飛灰を再原料化する脱塩素セメント原料リサイクル、(3)電池領域リサイクルを展開していくことを計画している。そのために設備投資を積極的に行い、現在約7%の環境リサイクルの売上構成比を、中期的には4割程度まで引き上げることを目指している。

> 経営課題/リスク

◆ 自然災害や事故発生リスク

同社の工場は、和歌山県と高知県にある。工場が立地している地域で大きな災害が発生すると、業績等に影響が及ぶ可能性がある。また、自然災害等とは別に、火災等の何かしらの重大な事故が発生した場合、同社の業績のみならず、レピュテーションが損なわれる可能性がある。

◆ 原材料等に関する相場変動の影響を受けやすいことについて

同社の事業には、塩やニトロメタン等の原材料が必要不可欠だが、為替と市況の変動を受けやすい。なお、塩は、岸壁の貯塩場に保管されるが、風雨により流出して減耗することがある。

また製造過程で電力を大量に使用するため、電力価格の変動が短期的に業績に影響を与える可能性がある。

◆ 借入金依存度の高さについて

同社の 23/3 期第 3 四半期末の借入金は 6,878 百万円、負債及び資本合計に占める比率は 36.5%であり、借入金依存度が高い。市場金利が上昇した場合には業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

【 図表 4 】 財務諸表

損益計算書	2121/3		2022/3		2023/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	16,463	100.0	17,434	100.0	13,862	100.0
売上原価	12,594	76.5	13,306	76.3	10,670	77.0
売上総利益	3,869	23.5	4,127	23.7	3,191	23.0
販売費及び一般管理費	3,138	19.1	3,388	19.4	2,738	19.8
営業利益	730	4.4	739	4.2	452	3.3
営業外収益	178	-	206	-	185	-
営業外費用	201	-	229	-	126	-
経常利益	708	4.3	716	4.1	512	3.7
税引前当期(四半期)純利益	69	0.4	463	2.7	401	2.9
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	155	0.9	462	2.6	329	2.4

貸借対照表	2021/3		2022/3		2023/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	8,263	51.3	8,634	50.8	10,295	54.6
現金及び預金	1,107	6.9	1,281	7.5	1,615	8.6
売上債権	5,097	31.6	5,246	30.9	5,861	31.1
棚卸資産	1,863	11.6	1,917	11.3	2,594	13.7
固定資産	7,858	48.7	8,347	49.2	8,551	45.3
有形固定資産	6,632	41.1	6,607	38.9	6,754	35.8
無形固定資産	181	1.1	195	1.1	223	1.2
投資その他の資産	1,045	6.5	1,544	9.1	1,573	8.3
総資産	16,122	100.0	16,982	100.0	18,866	100.0
流動負債	7,676	47.6	8,338	49.1	8,341	44.2
買入債務	1,784	11.1	1,989	11.7	2,935	15.6
固定負債	4,409	27.3	3,967	23.4	5,439	28.8
純資産	4,035	25.0	4,676	27.5	5,084	26.9
自己資本	3,994	24.8	4,625	27.2	5,036	26.7

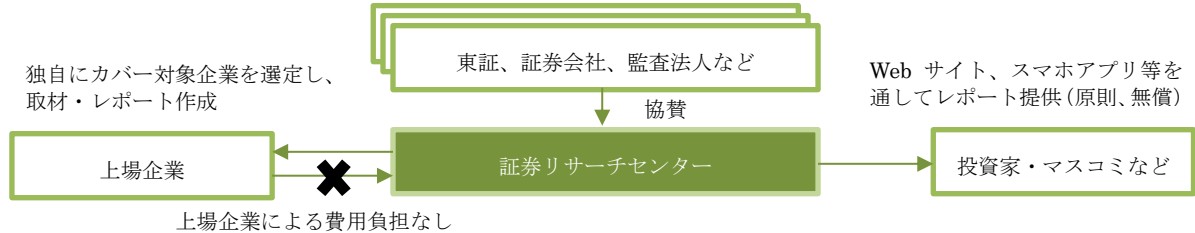
キャッシュ・フロー計算書	2021/3	2022/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	1,261	1,587
減価償却費	955	975
投資キャッシュ・フロー	-1,807	-614
財務キャッシュ・フロー	893	-858
配当金の支払額	-15	-19
現金及び現金同等物の増減額	347	173
現金及び現金同等物の期末残高	1,107	1,281

(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

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

SMB C日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
いちよし証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社SBI証券
Jトラストグローバル証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社ICMG
三優監査法人
宝印刷株式会社

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ため、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。