

(4112 東証1部)

## 保土谷化学工業株式会社

“化学で夢のお手伝い～高機能・高付加価値創出型企業を目指して”

2010年7月20日

保土谷化学工業株式会社(以下、保土谷化学)は、固有の有機合成技術と高分子材料技術に基づき、様々な機能性材料を提供しているスペシャリティ化学品メーカーです。この度、経営企画部広報・IR担当の村岡泰斗氏に取材させていただきましたので、その概要をご案内いたします。

### 【沿革と事業概要】

保土谷化学の歴史は古い。1915年(大正4年)、個人企業として「程谷曹達工場」を設立、工業塩を電解して作る苛性ソーダの製造を始めたことに始まる。その後の1926年、毒性が強いものの、様々な用途に使用される「ホスゲン」の製造を開始する。ちなみに「ホスゲン」も、工業塩の電解から発生する塩素を原料とする。

翌1927年には染料の製造を開始し、有機化学の分野へ進出。1939年に現在の社名となり、1950年より農薬の製造を始める。1960年、「日本ポリウレタン」を設立し、日本初のMDI(ポリウレタン主原料)の製造を開始する。1963年には、過酸化水素メーカーで現在最大の子会社である「日本パーオキサイド」を設立し、同時期に弾性繊維用原料PTGの製造をスタート。1978年、染料技術の応用により、現在の主力事業であるCCA(電荷制御剤=コピー機やプリンタのトナーに使用される添加剤)の製造を、そして1984年にはCTM(コピー機、プリンタの有機光導電体の材料)の製造を始める。2001年には、今後の成長が期待される有機EL材料の製造を開始した。

2006年、2008年に第1次、第2次グループ再編を行い、事業のスリム化を行った。例えば、株式の持分を段階的に売却した子会社「日本ポリウレタン」の場合、売上規模は大きかったが設備負担も大きい装置産業型事業であったため、「成長市場におけるニッチ分野で高収益を目指す」という保土谷化学の経営の方向とは合致しなくなっていた。そのため、目指す事業の方向性・互いの将来の発展性を考え、原料の仕入れ先でもあった東ソーに売却、2008年に連結対象外とした。

### 【主要事業の状況】

現在の事業は、精密化学品、機能性樹脂、基礎化学品、その他の4セグメントに分類される。2010年3月期(=2009年度)のセグメント別売上高構成比と主要製品は【表1】の通りである。

【表1】 2010年3月期連結売上構成比と主要製品

セグメント	売上構成比	事業	主要製品
精密化学品	40%	電子材料	コピー、プリンタ用材料(CCA、CTM、CGM)
		有機EL	有機EL材料
		色素材料	各種染料、食品添加物
		特殊化学品	ホスゲン誘導体、医薬・樹脂・電子材料用各種中間体
		アグロサイエンス	農薬原体、各種除草剤
機能性樹脂	27%	樹脂材料	ウレタン原料、接着剤、剥離剤、硬化剤
		建材	ウレタン系・セメント系の各種土木建築用防水材
基礎化学品	27%	工業薬品	過酸化水素、その他工業用基礎材料
その他	6%		危険物倉庫、研究開発業務受託、カーボンナノチューブ

※各表とも保土谷化学開示資料より、(株)トリアスにて作成

2009年度、連結売上高は第2四半期(Q2)以降回復傾向を辿ったが、【表2】にあるとおり、通期では前年同期比2.0%の減少。営業利益は、固定費削減効果や基礎化学品の価格改善により同64.3%増の15.2億円となった。

【表2】2010年3月期セグメント別収益状況

(百万円)	2009年3月期		2010年3月期	
	実績	前年同期比	実績	前年同期比
売上高				
精密化学品	12,724	-6.5%	12,586	-1.1%
機能性樹脂	8,917	-21.0%	8,529	-4.4%
基礎化学品	8,179	-7.0%	8,357	2.2%
その他	2,277	-4.4%	1,990	-12.6%
合計	32,097	-11.0%	31,462	-2.0%

営業利益	実績	利益率	実績	利益率	前年同期比
精密化学品	623	4.9%	161	1.3%	-74.2%
機能性樹脂	63	0.7%	448	5.3%	611.1%
基礎化学品	233	2.8%	662	7.9%	184.1%
その他	7	0.3%	250	12.6%	3471.4%
合計	926	2.9%	1,521	4.8%	64.3%

以下、精密化学品事業を中心にその概況を述べる。

**精密化学品：**当セグメントにおける売上高構成比は、売上高の大きい順に 1)電子材料、2)色素材料、3)特殊化学品、4)アグロサイエンス、5)有機ELとなっている。電子材料は精密化学品売上高の約50%を占めるが、そのうち最も大きいのはコピー、プリンタ向けトナーに使用される電荷制御剤(CCA)。CCAを少量添加することでトナーに静電気を発生させた上で適切にコントロール、鮮明な画像を形成するのに重要な役割を担う。保土谷化学とオリエント化学工業(大阪)の2社で世界シェアの90%近くを二分している。コピー枚数に連動する景気敏感型事業であることから、2009年度の事業環境は厳しかったが、足元は回復基調にある。

コピー、プリンタ関連では他に、有機光導電体(OPC)用の材料であるCTM(電荷輸送材)とCGM(電荷発生材)がある。OPCは、文字や画像の光信号を電気信号に変換するコピーやプリンタの心臓部であり、CGMが光を吸収して電荷を発生し、CTMが電荷を輸送する機能を担う。OPCドラムをコピー・プリンタメーカーが内製しているケースが少なくないが、外販市場に限れば保土谷化学は30-40%の世界シェアを持つトップメーカーである。CTM、CGMはハードウェア向けの材料であるため、トナー向けのCCAに比べると売上の回復は遅れている。

色素材料はアルミニウムなどの金属向けや、文具インキに使用されるスピロン染料や、カーシート用などの繊維用カチオン染料などで、昨年度後半から売上は回復している。特殊化学品はホスゲンを原点とする各種中間材料で、樹脂材料分野、医薬品分野ともに回復してきている。アグロサイエンスは、家庭園芸用など非農耕地向けの除草剤が主であり、この分野では当社が60%程度の国内シェアを占める。規制が厳しいため参入障壁は高く、比較的景気の影響も少ない安定したビジネスである。

なお、今後の潜在成長事業である有機EL材料については後述する。

**機能性樹脂・基礎化学品：**両者とも汎用品的の事業特性を持っているため、今回の売上回復は精密化学品に比べて早く、数量的には2009年度Q2から回復基調に入った。電子材料を中心とする精密化学品の稼働率は依然通常水準の80-90%に留まっているのに対して、この2事業は総じて通常の稼働水準まで戻っている。

機能性樹脂は、ポリウレタン原料のひとつであるPTGと、ウレタン防水材などの建材が主要事業であり、基礎化学品は、環境に優しい酸化・漂白剤として紙パルプや半導体の洗浄等に使用される過酸化水素が主な製品である。2009年度に両セグメントの営業利益が大きく改善しているのは、前2008年度下期から原料高騰に対応する値上げが通った後、2009年度に原材料価格が下落し、利幅が拡大したことによる。

【将来の成長を担う有機EL材料とカーボンナノチューブ】

保土谷化学の成長を中長期的に牽引する可能性がある事業に有機EL材料がある。有機ELは有機化合物を使った自己発光型の材料で、その精細さと省電力性で次世代フラットパネルとして今後の市場拡大が期待されており、また、照明としての用途開発も進められている。

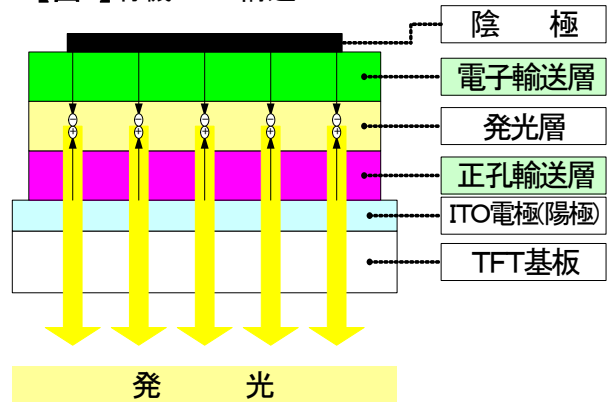
保土谷化学では、有機材料を蒸着することにより薄膜化・積層化してデバイスを作成する低分子型の有機EL材料を供給している。その発光システムは、陰極(-)からの電子と、陽極(+ )からの陽子(正孔)がそれぞれの輸送層(電子輸送層、正孔輸送層)を通過して発光層で結合、その際に発生する電気エネルギーが光に変換されて発光するというもので、電子輸送層、正孔輸送層、発光層とも有機材料からできている。

保土谷化学では、主に正孔輸送層の材料(正孔輸送材)を製造しているが、電子輸送層の材料もユーザー認可を取得中である。有機EL自体が発展途上の市場であるため、市場シェア等の業界動向は把握しにくいだが、2008年の経済危機以前、保土谷化学は正孔輸送層材料のトップメーカーだった。ただし現在は、韓国パネルメーカーの系列企業がシェアを上げている。国内では、正孔輸送層材料は出光興産、東洋インキ製造、新日鐵化学が、電子輸送層材料は東レ、チッソ、発光層材料は出光興産、新日鐵化学などが製造しており、3層全ての材料を手がけているのは出光興産のみである。基本技術が異なるため、現在のところ保土谷化学では発光層を手がけていないが、発光層の技術を韓国メーカーとの提携等を通じ取り込み、有機ELに関する総合材料メーカーを目指している。具体的には、6月14日付会社リリースにあるとおり、2010年7月下旬を目処に、有機EL発光材料などの精密化学品メーカーである韓国SFC Co., Ltd.の株式を約34%取得する予定で、これにより発光層用材料供給にも順次取り組んでいく。

ところで、正孔輸送層材料はベンゼン系芳香族化合物を原料としており、前述のCTM(コピー、プリンタ用の電荷輸送材)と類似した構造を持っている。このため、CTMの製造設備を正孔輸送層材料の設備に転用することが可能である。CTMがトン単位で製造・出荷されるのに対して、正孔輸送材はキログラムあるいはグラム単位と小さいため、今後有機ELの市場が急拡大しても正孔輸送層材料の能力拡大は容易であり、投資負担は少ない。有機EL材料はCTMより高純度が求められるため、そのための設備は必要となるだろうが、数億円の投資で十分と予想される。現在、有機EL材料の売上高はまだ小さいため、研究開発費負担により収益貢献はないが、数量が増加すれば高い収益性が期待される。2010年度は開発費も含めて収支均衡以上を目指す。

現在の事業規模は有機EL事業よりもさらに小さいが、カーボンナノチューブ(CNT)も高成長、高収益の可能性を秘めた材料である。保土谷化学は2006年に三井物産との共同出資会社ナノカーボンテクノロジー株式会社を設立、2009年に同社が解散となった後も、社内で「カーボンナノチューブ開発推進部」を立ち上げ、研究開発を進めている。アルミより軽く、プラスチックに混ぜると鉄より硬くなる、電気を少量流すと温かくなる、電波を吸収する、などの特性を活かした用途開発が将来の市場拡大の鍵となろう。現時点では、静電気対策のほか、ETCの誤作動防止、面状発熱体などが考えられている。

【図1】有機ELの構造



※ 保土谷化学の開示資料より抜粋

このメモは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このメモに記載されている内容は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容・意見は当該説明会時、ならびにあるいは取材時における判断であり、今後、事前の連絡なしに変更されることもあります。投資に際しての最終決定は投資家の皆さまご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。

【2011年3月期見通しと新・中期経営計画について】

2010年度は連結売上高 前年同期比4.9%増の330億円、営業利益は同31.4%増の20億円を計画している (p.5「連結主要指標と業績の推移」参照)。精密化学品セグメント、特に電子材料の回復寄与が大きいと予想する。基礎化学品セグメントは、2009年度に拡大した利幅が若干縮小し、数量増と相殺されて利益は前年同期比横ばい程度を想定している。

2006年度に策定した前回の中期計画「イノベーション90」は、2006－2007年度の2年間(フェーズ1)で財務体質の改善、事業再構築、社内インフラ整備等を進めて経営基盤を確立し、2008－2010年度の3年間(フェーズ2)で事業の飛躍につなげるというもので、最終的には売上高500億円、営業利益率13%の達成を目指していた。事業基盤の構築やバランスシートの改善に関しては、日本ポリウレタンの売却を含む事業再編などを通じ、ある程度実現したが、その後の景気後退により業績目標の達成は困難になっている。

この状況を踏まえて、来2011年度から2013年度(2014年3月期)の3力年にわたる新・中期経営計画を改めて策定し、2011年春に発表する予定である。“高い技術力を生かし、ニッチな分野で高付加製品を提供し、高収益を目指す”といった方向は変わらない。また、現在海外売上高は12%程度だが、これは高めていきたい。売上高の目標は前回の中期計画より下げざるを得ないだろうが、高収益ビジネスへの絞り込みを行う一方、ある程度の水準までの需要回復を前提とすると、2桁の連結営業利益率を達成することは可能だと考えている。



【ご参考】(4112)保土谷化学株式会社  
連結主要指標と業績の推移

連結主要データ		
発行済み株式数(株)	20010.3月	84,137,261
うち自己株式数(株)	20010.3月	5,018,455
時価総額(百万円)	2010.7.16	24,232
一株当純資産(円)	20010.3月	691.7
ROE(%)	20010.3月	△ 1.6
ROA(%)	20010.3月	△ 0.8
PER(倍)	2011.3月予	25.3
PCFR(倍)	20010.3月	24.0
PBR(倍)	20010.3月	0.4
株価(円)	2010.7.16	288
単元株数(株)	2010.7.16	1,000
日々平均出来高(株)	2010.7.16	180,257

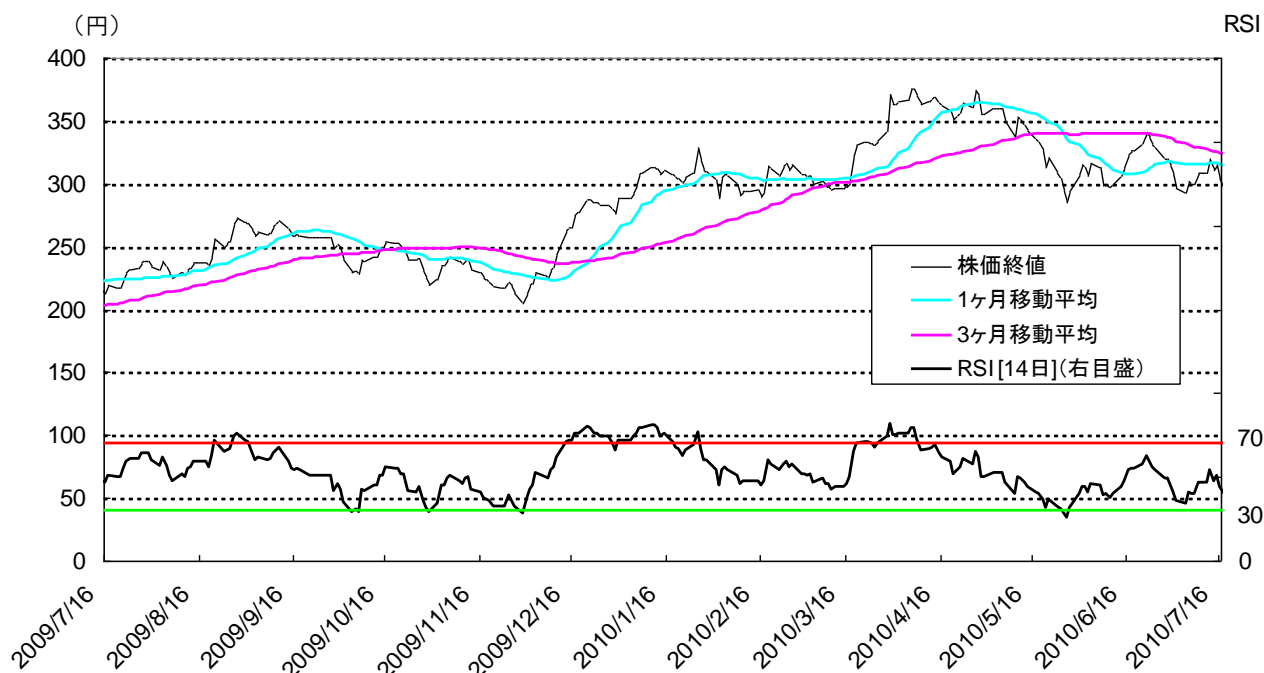
連結主要データ		
総資産(百万円)	20010.3月	50,585
自己資本(百万円)	20010.3月	26,491
有利子負債(百万円)	20010.3月	12,651
自己資本比率(%)	20010.3月	52.4
有利子負債比率(%)	20010.3月	47.8
フリーキャッシュフロー(百万円)	20010.3月	2,600

注: ROE=当期純利益÷期首と期末の自己資本の平均  
 ROA=当期純利益÷期首と期末の総資産の平均  
 PCFR=時価総額/(当期純利益+減価償却費)  
 日々平均出来高=過去1年間の平均  
 有利子負債比率=有利子負債÷自己資本  
 フリーキャッシュフロー(FCF)=営業CF+投資CF

連結(百万円)	売上	営業利益	経常利益	純利益	一株益(円)	一株配(円)
2007年3月期	37,033	2,863	2,620	4,198	63.30	5.00
2008年3月期	36,070	2,715	2,462	1,135	51.30	8.00
2009年3月期	32,099	927	367	△ 3,943	△ 49.71	8.00
2010年3月期	31,463	1,521	734	△ 429	△ 5.42	8.00
予2011年3月期 中間	15,300	500	200	0	0.00	4.00
予2011年3月期	33,000	2,000	1,200	900	11.37	8.00

注 2011年3月期予想は、2010年5月10日発表の会社予想

株価とRSI



出所: Bloombergのデータを基にトリアス作成

注: RSI(Relative Strength Index)とは株価の「買われ過ぎ度」や「売られ過ぎ度」を指数で表したもので一般的にRSIが70を超えると高値圏、30以下では安値圏に位置していると言われていた

RSI= N日間の値上がり幅平均÷(N日間の値上がり幅平均+N日間の値下がり幅平均)x100

このメモは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このメモに記載されている内容は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容・意見は当該説明会時、ならびに/あるいは取材時における判断であり、今後、事前の連絡なしに変更されることもあります。投資に際しての最終決定は投資家の皆さまご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。