

20/3 期は M&A 効果も寄与し 16.6%増収 30%営業増益予想

株価 1326 円 (6/19) 時価総額 184 億円 (6/19) 発行済株 13900 千株 (6/19)

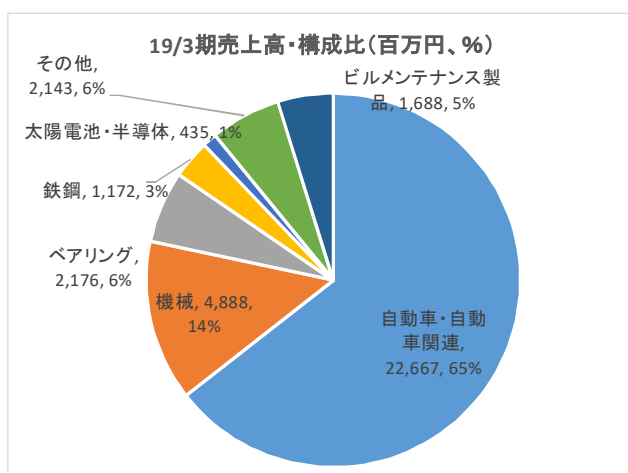
PER (DO 予 : 9.0X) PBR (0.6X) 配当 (20/3 予) 48 円 配当利回り : 3.6%

要約

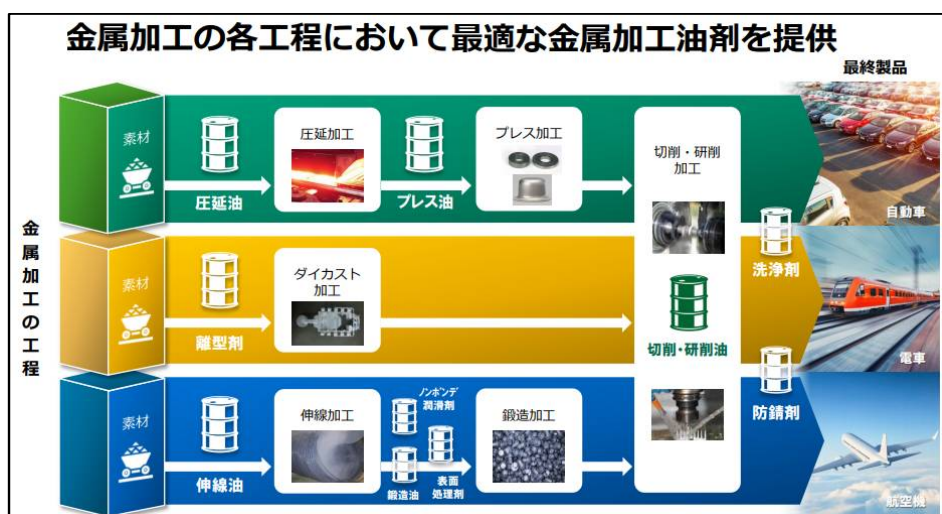
- ・ 金属加工油剤の専門メーカーとして特に切削油剤では国内トップシェア約 30%有する
- ・ 19/3 期は 11.4%増収ながら原材料高騰などが影響し 17%営業減益
- ・ 20/1 期は M&A 効果などはフル寄与、原材料高一服で 16.6%増収 30%営業増益予想
- ・ 中期的にはグローバル展開と非金属加工分野、革新的新素材開発で成長続く
- ・ 株価は 20/3 期 DO 会社予想 EPS147 円に対し過去 5 年平均 PER10.5 倍水準の 1550 円目標

金属加工油剤の専門メーカーとして特に切削油剤では国内トップシェア約 30%有する

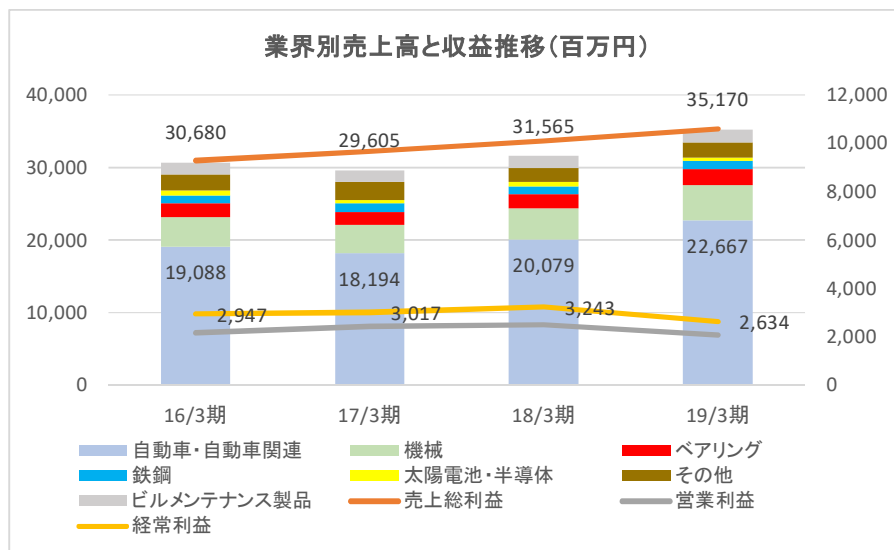
同社は創業者森本貫一が設立したソルビル化学研究所を母体とし、1944 年にユシロ化学工業株式会社として設立され、金属加工油剤の生産を開始した。金属加工油剤は金属の切削、圧延、プレスなどの金属加工を行う際に用いられる潤滑油であり、工作機械等で使用される工具寿命の長寿命化や、金属加工表面の粗さ低減、摩擦抵抗の軽減による寸法精度の向上など、製造現場の生産性向上



に欠かせない製品であり、同社は高品質、多様なユーザーニーズに対応し、一貫して専門メーカーとして事業拡大してきた。



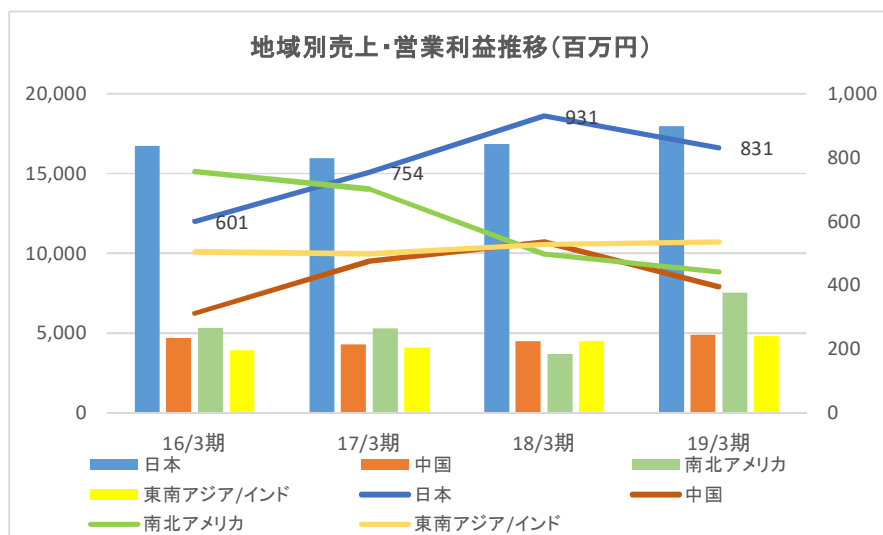
19/3期の用途別売上構成は、金属加工油剤事業国内 46.3%、同海外 48.9%、ビルメンテナンス製品事業 4.8%となっている。また金属加工油剤事業の業種別売上構成では自動車及び自動車関連が 67.7%と約 2/3 を占め、国内自動車メーカー向けシェアは約 60%を確保している。また機



械、ベアリング、鉄鋼など向けも間接的に自動車関連事業向けビジネスが多いと見られ、同社事業はグローバルの自動車生産に強く連動している。

19/3期は 11.4%増収ながら原材料高騰などが影響し 17%営業減益

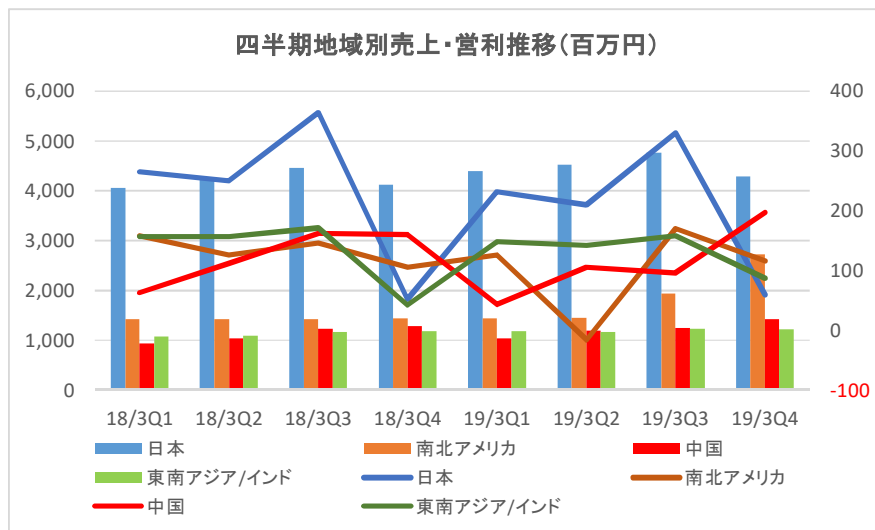
19/3期業績は、売上高 351.70 億円 (11.4%増)、営業利益 20.76 億円 (17.0%減)、経常利益 26.34 億円 (18.8%減)、税引利益 17.24 億円 (22.6%減) となり、自動車生産が堅調な中で、原材料価格高騰や海外生産地での為替変動によるコスト増、人件費増、M&A 費用などが影響し、利益は 2 ケタ減益を余儀なくされた。



業界別売上動向では主力の自動車向けが 12.9%増、機械 14.2%増、鉄鋼が 15.2%増と何れも 2 ケタの伸びを示したが、太陽電池・半導体向けなどが 3 割近い減少に。また国内が 7.0%増に対し、M&A 効果もあり海外は 16.9%増に。

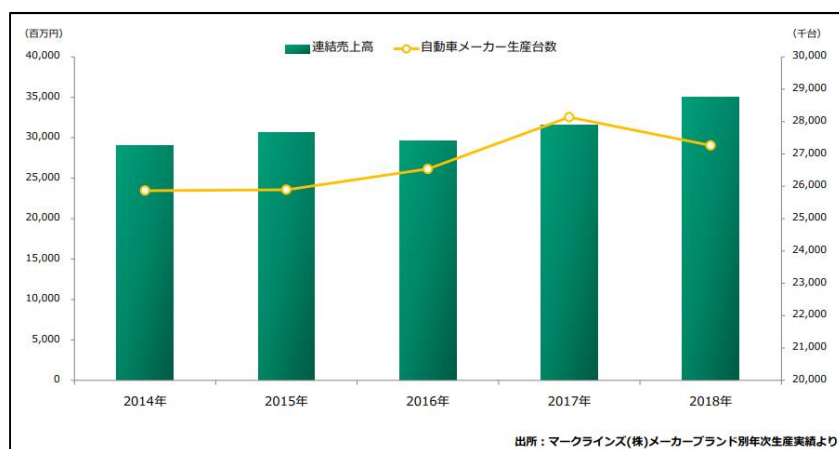
次に地域別収益動向では、QualiChem 社の M&A によって海外売上と国内売上高が並んだことが象徴的。日本は売上高 179.65 億円 (6.5%増)、営利 8.31 億円 (10.7%減) と、自

自動車以外の伸びもあったが、原料高影響もあり減益に。中国は売上高 48.80 億円 (8.7%増)、
 営業 3.95 億円 (26.0%減) と
 原材料高、人件
 費アップが影響
 した。南北アメ
 リカは売上高
 75.37 億円 (2.0
 倍)、営業 4.41
 億円 (11.3%減)
 と QualiChem
 社分が 4 か月分



の売上高 18.07 億円含まれるが、現地通貨ベースで米国が 43.2%増、ブラジル 17.2%増、
 メキシコも拡大している。但し利益面では原材料高に加え M&A 費用やブラジルの通貨安
 などが影響し減益に。東南アジア・インドは売上高 47.87 億円 (6.4%増)、営業 5.37 億円
 (1.5%増) と現地通貨ベースでタイが 7%増、インドが 19.3%増、マレーシア 4.2%増、イ
 ンドネシア 13.1%増など軒並み増収となり、利益増も確保した。

全体を通じて利益面
 では想定よりも原材
 料価格変動が 2.5 億
 円、経費及び為替変
 動で 0.5 億円、M&A
 コストで 1.6 億円の
 減益要因が増えたこ
 とで、営業減益とな
 ったものの、実質的
 には一時的な要素を



除くと利益はほぼ横ばいを確保していたと思われる。なお Q4 は期末の影響もあつてか、日
 本の利益落ち込みが厳しくなっている。

経年的には、日系自動車メーカーのシェアを維持しつつ、海外自動車メーカーへの拡販、
 非自動車メーカー向けへの販売拡大が功を奏しており、日系自動車メーカーの生産台数推
 移に依存するウエイトが低下している。

20/3 期は中計目標利益未達成も売上は M&A で超過達成し 16.6%増収 30%営業増予想

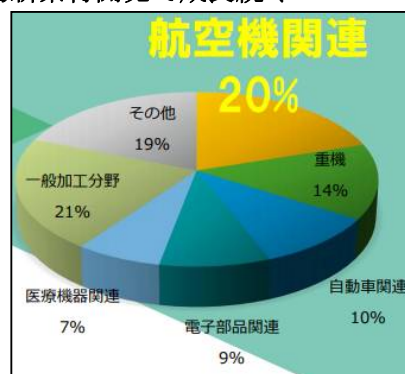
20/3 期会社計画は売上高 410 億円 (16.6%増)、営業利益 27 億円 (30.0%増)、経常利益
 32 億円 (21.5%増)、税引利益 22 億円 (27.6%増) を見込む。20/3 期は 2017 年 5 月に策

定した第18次中期経営計画の最終年度に当たり、売上高356億円、営業利益34億円、経常利益40億円、税引利益26億円に対し、売上ではQualiChem社のM&A効果で達成見通しも、利益面では原材料高などが影響し未達成となる予想に。営業利益はQualiChem社分が15億円程度寄与、また既存事業でのシェア拡大など増収効果で6億円、原価低減効果で2億円の増益を見込み、経費増13億円や原材料高差額4億円、のれん等の負担増2.6億円などを補い、6.3億円増益を見込む。

現状、世界の自動車販売は必ずしも好調とは言えず、工作機械業界などの受注減少などの要素もあり、環境は厳しいと判断される。但し中国拠点を除いてはシェアアップ等で増収可能な状況で、多少の減額修正は懸念されるものの一時費用的なものが減少することもあり、増収増益は可能と判断する。

中期的にはグローバル展開と非金属加工分野、革新的新素材開発で成長続く

同社は今後も高品質で顧客ニーズに沿ったきめ細かい顧客対応、さらにはオンリーワン技術を生かした新製品（例えば高温対応で可視化を可能とした離型剤など）を投入することで、自動車産業向けにグローバル化とシェアアップを図り、売上拡大を目指す。また今回、北米の同業で欧米系顧客を持つQualiChem社を買収したが、同社は売上高約54億円のうち自動車向けは10%でしかなく、航空機関連が最大ユーザーで20%を占めるなど、ボーイングやエアバス社、航空エンジン会社等から認定を受けているだけに、非自動車分野で大きなシナジー効果が期待される。しかも代理店販売比率が95%、代理店数85社



を抱え、広く顧客開拓できる環境にあり、効率的に新規顧客拡大が可能となった。

加えて注目されるのは、革新的素材開発である。同社は2016年に大阪大学と共同で「自己修復性ポリマーゲル：ウイザードゲル」を開発した。従来からあるポリマーゲルは柔らかい感触や衝撃吸収性、含有水分などの性質を有し、コンタクトレンズや防振材、消臭剤の基材として広く利用されている。同社はポリマーゲルの性能を維持しつつ分子構造を工夫し物理的に結合が可能となる自己修復機能を持たせた。ハサミなどで切断したこの素材を再

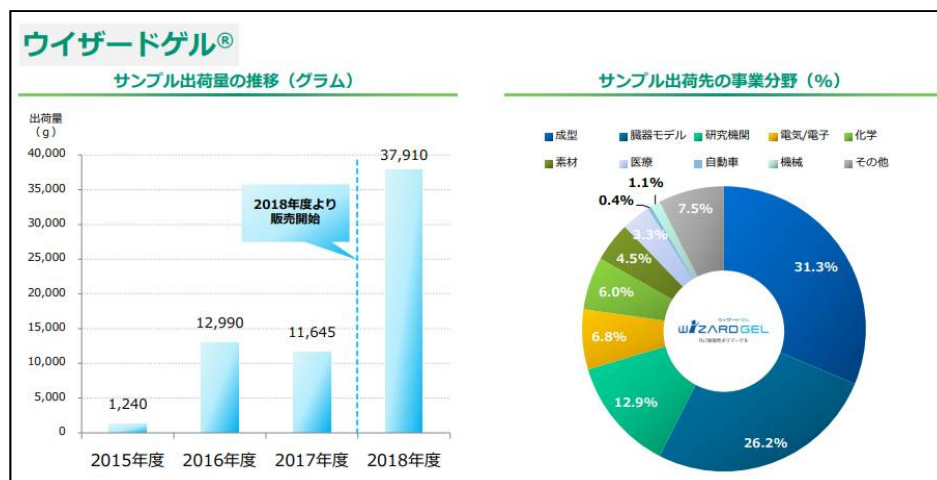
度接触させることで 30 秒ほど経過すると自己修復し、元の状態に戻り、強度も維持されるという高靱性、高伸縮性、耐乾燥性を有する素材で、形状記憶機能も有する。既に 2018 年 6 月から販売を開始、サンプル出荷も始めており、手術研修用臓器模型などの医療分野やエレクトロニクス分野など様々な業界で応用分野の探索が始まっている。



同社はこのような革新的素材開発だけでなく、高温金型でも可視化可能な離型剤、油性と水希釈型の長所を併せ持つ水性塗布離型剤など、ユニークな製品開発も数多く行っており、売上拡大とともに収益性向上も



視野に新たな成長ステージを迎えた企業として注目度が上がってこよう。



株価は 20/3 期 DO 予想 EPS147 円に対し過去 5 年平均 PER10.5 倍水準の 1550 円目標

株価は昨年 11/7 の売上増額ながら、利益減額の開示を受け、1454 円高値から徐々に下落し 1/4 には年初来安値 1141 円を付けた後、戻り歩調にあり、5/14 の本決算発表で 20/3 期 30% 営業増益見通しが開示されたのち緩やかな上昇を辿り、6/10 に年初来高値 1394 円を付け、現在も同水準近くで上下している。現状、20/3 期会社予想 EPS162 円に対し PER8.2 倍は、過去 5 年平均 PER の 10.5 倍に対し若干割安感があるが、米中摩擦、日米自動車交渉など、同社の主たる需要先の自動車業界を取り巻く環境は決して良好とはいえず、M&A 効果や新興市場でのシェアアップなどで若干の業績下方修正が懸念されるものの、増収 2 ケタ増益は可能と判断した。そのうえで、当面 Q1 発表時には会社予想に変更はないと考え、

販売開始から1年を経過したワイザードゲルで何らかの具体的な成果が表れる時期も近いと判断、材料含み株として大きく変化する可能性を持つ会社として、当面、DO予想EPS147円に対し過去5年平均PER10.5倍水準の1550円を目標として新規にアウトパフォームとする。

ユシロ化学(5013)										(百万円、円)	
	売上高	増減率	営業利益	増減率	経常利益	増減率	税引利益	増減率	EPS	配当	
18/3期	31,565	6.6%	2,502	2.7%	3,243	7.5%	2,228	31.3%	127.030	45.00	
19/3期	35,170	11.4%	2,076	-17.0%	2,634	-18.8%	1,724	-22.6%	127.03	45.00	
20/3期会予	41,000	16.6%	2,700	30.0%	3,200	21.5%	2,200	27.6%	162.04	48.00	
20/3期DO予	40,500	15.2%	2,350	13.2%	2,900	10.1%	2,000	16.0%	147.31	48.00	
21/3期DO予	42,500	4.9%	2,800	19.1%	3,350	15.5%	2,300	15.0%	169.41	50.00	

年度	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期会予	20/3期DO予	21/3期DO予
売上高	30,680	29,605	31,565	35,170	41,000	40,500	42,500
営業利益	2,169	2,437	2,502	2,076	2,700	2,350	2,800
経常利益	2,947	3,017	3,243	2,634	3,200	2,900	3,350
親株主帰属純利益	1,993	1,697	2,228	1,724	2,200	2,000	2,300
地域別売上							
日本	16,742	15,993	16,868	17,965	18,450	18,400	18,500
海外	13,938	13,612	14,697	17,205	22,550	22,100	24,000
中国	4,685	4,273	4,488	4,880	5,040	4,700	5,200
南北アメリカ	5,345	5,273	3,710	7,537	12,340	12,000	13,000
東南アジア/インド	3,906	4,065	4,498	4,787	5,170	5,400	5,800
売上合計	30,680	29,605	31,565	35,170	41,000	40,500	42,500
セグメント営業利益							
日本	601	754	931	831	1,040	800	850
海外	1,574	1,677	1,561	1,372	1,660	1,550	1,950
中国	312	476	535	396		300	450
南北アメリカ	756	701	497	441		700	900
東南アジア/インド	505	498	527	535		550	600
合計	2,175	2,431	2,492	2,203	2,700	2,350	2,800
調整額	-5	6	9	-126	0	0	0
営業利益	2,169	2,437	2,502	2,076	2,700	2,350	2,800

