

ホリスティック企業レポート

T&K TOKA

4636 東証二部

フル・レポート
2013年2月28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20130225

要旨

1. 会社の概要

・紫外線硬化型インキ(UV インキ)で国内トップシェアを誇るインキ専門メーカー。少量でも短納期で高品質のインキを届ける営業・生産システムに特徴。中国・インドネシア・韓国に生産拠点を置き、アジア中心に海外展開。

アナリスト:高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
kousaka@stock-r.org

2. 財務面の分析

・過去5期平均の売上高経常利益率は6.8%で同業大手を上回る。
・2013/3期はUVインキ等高付加価値製品の伸長、アジア地域の市場拡大、原材料価格の安定等により、営業利益5割増で最高益更新を予想。

【主要指標】

	2013/2/22
株価(円)	1,734
発行済株式数(千株)	12,560
時価総額(百万円)	21,779

3. 非財務面の分析

・インキ専門のプライドを営業、技術、生産の3部門が共有し、顧客の要望への迅速な対応を徹底。顧客の信頼を高め、縮小する国内市場においても着実に業績を伸ばしている。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	15.2	8.7	7.7
PBR(倍)	0.73	0.68	0.64
配当利回り(%)	1.5	1.5	1.5

4. 経営戦略の分析

・UVインキや環境配慮型製品の販売拡大、アジア市場でのシェア向上が重点戦略。きめ細かいサービスや印刷技術の進歩に対応した製品開発を継続する意向。

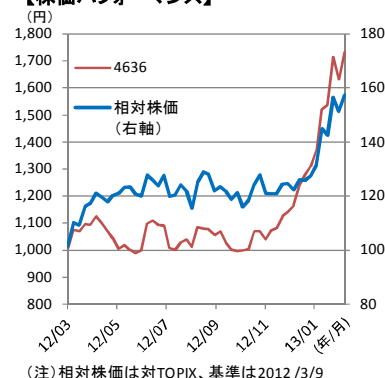
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	24.4	54.8	51.2
対TOPIX(%)	13.7	22.2	18.4

5. アナリストの評価

・他社と横並びの戦略を採らず、専門メーカーに徹する戦略を高く評価。
・過去10年間のPERは7.5~11.5倍。証券リサーチセンターの13/3期予想PER7.7倍は安値圏と考えられる。中期的な適正株価は3,100~3,900円と判断。

【株価パフォーマンス】



【4636 T&K TOKA 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)
2011/3	47,185	5.7	3,736	14.4	3,758	6.2	2,248	-47.6	177.06	2,289.70	26
2012/3	48,484	2.8	2,727	-27.0	2,843	-24.4	1,452	-35.4	114.10	2,364.06	26
2013/3 CE	52,000	7.3	3,860	41.5	3,990	40.3	2,290	57.6	183.53	—	26
2013/3 E	52,000	7.3	4,200	54.0	4,300	51.2	2,500	72.2	200.36	2,532.56	26
2014/3 E	55,500	6.7	4,700	11.9	4,800	11.6	2,800	12.0	224.40	2,730.51	26
2015/3 E	59,500	7.2	5,500	17.0	5,600	16.7	3,300	17.9	264.48	2,968.44	26

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、無印は実績。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － 業界環境と競合
- － ビジネスモデル
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 中・長期戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

中国、インドネシア等に工場を持つインキ専門メーカー

海外売上比率は約 4 割、平版インキ、UV インキを中心とする品種構成

◆ UVインキ等高品質のインキを生産、国内及びアジアに基盤

株式会社T&K TOKA（登記社名はティーアンドケイ東華、以下同社）は、オフセットインキ、グラビアインキをはじめとする印刷インキや特殊インキの製造販売、印刷関連機材・印刷機械等の販売を手掛けるインキ専門メーカー。速乾性に優れた紫外線硬化型インキ（UVインキ）では国内市場で約5割のトップシェアを誇る。

同社グループは、国内の他、中国・インドネシア・韓国の6工場を持ち、国内2社、海外11社の連結子会社、バングラデシュ等2社の持分法適用会社で構成される。（図表1）。

国内の事業所は、東京都板橋区の本社、主力工場及び開発拠点が置かれる埼玉事業所（埼玉県入間郡）の他、全国に10の支店・事務所及び併設サービス工場、2営業所を設置。東北地区の営業を担う東北東華色素を加えたネットワークで、顧客第一のサービスを展開している。

わが国インキメーカー大手の多くが国内市場の成熟化に伴い、事業の多角化を進める中で、同社は顧客の要望にきめ細かく対応し、多品種少量生産・短納期を極める専門メーカーの経営を選択している。従って同社のセグメント情報は印刷インキの単一セグメントとなっている。売上高は地域別に開示されており、東・東南アジアを中心とする海外売上高が約4割を占める（図表2・下）。

また決算説明会資料においては、印刷インキを平版インキ、UVインキ等に分解して開示されている（図表2・上）。

図表 1 T&K TOKAグループ

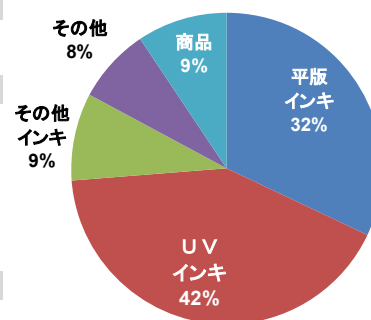
商号	所在地	事業内容	設立
国内子会社			
東北東華色素	仙台市	東北6県の需要家対応、特練サービス	1989.01
ミヨシ産業	埼玉県入間郡	親会社の産業廃棄物処理	1975.01
海外子会社			
チマニートオカ	インドネシア	印刷インキの製造・販売、同国内首位	1971.03
東華油墨国際(香港)	中国・香港	海外拠点の商社機能。営業開始は69年	1985.10
韓国特殊インキ工業	仁川広域市	高級インキで高シェアを確保	1979.04
東華(広州)油墨	中国・広州市	食品缶詰用インキメーカー	1995.11
杭華油墨化学	中国・杭州市	インキ製造。2011年売上高100億円	1988.12
傘下に孫会社4社	深セン市他	印刷インキ製造	2007～
持分法適用関連会社			
トオカインキ(バングラデシュ)	ダッカ市	インキ製造・販売及びネパール向け輸出	1992.05
持分法非適用合弁会社			
SANHO CHEMICAL	台湾・高雄市	原料樹脂製造、同社製インキ販売	1973.08
大日精化(広州)油墨	中国・広東省	印刷インキ販売	2002.05
ユナイテッドインキプロダクション	サウジアラビア	印刷インキ販売	2000.09

(注) 子会社はチマニートオカ(72%)、杭華油墨化学(50%)を除き持株比率100%

SANHO CHEMICAL への出資は82年

(出所) 同社有価証券報告書、会社案内、ウェブサイト等より証券リサーチセンター作成

図表 2 売上内訳とセグメント構成



(単位:百万円)	地域別売上高		前年比 増減	構成比
	決算期	2011/3		
日本	28,865	29,081	0.7%	60%
東南アジア	16,350	17,555	7.4%	36%
その他地域	1,970	1,848	-6.2%	4%

(出所) 決算説明会資料、有価証券報告書より
当センター作成

印刷インキの他、印刷関連機材や印刷機などの販売も手掛ける

紫外線照射で即時乾燥し、印刷会社の工程短縮・省エネに資する UV インキの大手

(注) VOC : Volatile Organic Compounds. 浮立粒子状物質及び光化学オキシダントの原因物質として大気汚染防止法で規制される溶剤

川上の顔料事業を手掛けていないのはインキ大手各社との相違点

印刷会社を中心に1,000社以上の取引先、1社当たりの取引は少額

◆ 主な製品と事業フロー

同社は1949年の設立以来、印刷用インキの専門メーカーとして今日に至っている。同社の手掛ける製品を図表3に示す。各種印刷方式に対応したインキを品揃えするが、新聞インキは国内では手掛けておらず、海外拠点でのみ製造・販売している。この他、印刷関連機材(オフセット印刷に用いる転写用ゴム材料ブランケット等)、印刷機械(同社は蘭MPS社の代理店)等も販売している。

代表的な製品はUVインキである。紫外線照射により配合された光重合性樹脂が硬化・乾燥するインキで、通常のインキに比べ速乾性に優れている。以下の利点から需要が着実に伸長している。イ)速乾性ゆえに印刷工程の時間短縮、生産性向上が見込まれる、ロ)溶剤成分を含まず、全体が乾燥固化するため、非吸収性の素材(プラスチックや金属)等への印刷が可能、ハ)有機揮発性化合物(VOC:注)を使用せず、印刷作業環境の保全に有利、等。

同社の事業の流れを図表4に示す。インキは、顔料、松脂を原料とする天然樹脂や光硬化性樹脂、溶剤、乾性油(植物由来の油)等の主要原材料と、被膜強化剤や乾燥促進剤、光重合開始剤等の補助材料を用いて製造される。同社は他のインキ大手と異なり、有機顔料等の原材料製造は行っていない。

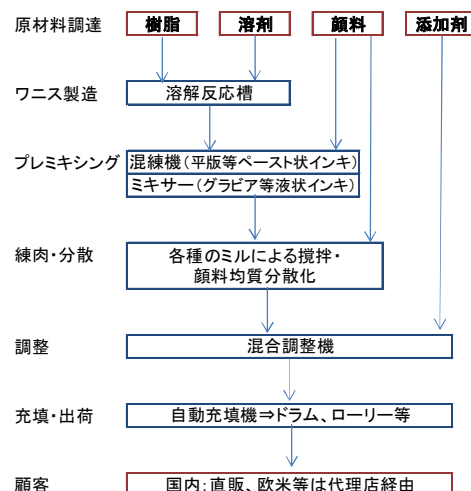
販売先は印刷業界が中心で、国内では各支店から直接顧客に販売。取引先は1,000社以上に上り、印刷最大手でも販売依存度は数%に止まる。ただ、特殊機能製品(電子材料用着色剤等)の主要ユーザー・JSRとの取引は約1割に達する。海外販売先は42カ国で、現地法人の進出地域(インドネシア、中国、韓国等)では主に直販、欧米等その他の地域では代理店経由で販売している。

図表3 同社の製品分類と国内生産量

製品種別	印刷方式及びインキの特性	用途	生産量	同社製品
平版インキ (オフセット印刷用)	印刷会社の7割が手掛ける一般的な印刷方式。枚葉式と輪転式がある	ポスター、雑誌、チラシ、カタログ等	133	UVインキ 36% 一般インキ
樹脂凸版インキ (フレキソインキ)	表面が粗い紙等に印刷できる。水性(無溶剤型)インキ等を用いる	紙袋、段ボール箱、包装紙等	22	UVインキ 6% 一般インキ
グラビアインキ (凹版インキ)	印刷版の凹部にインキを充填し転写。インキ膜厚で色調豊か。写真印刷に好適	化粧合板、カタログ、家電外装、菓子袋等	117	一般インキ 31%
スクリーンインキ (孔版インキ)	画線部に孔を開けたスクリーン(かつてのガリ版が該当)を通してインキを転写	自動車インパネ、家電外装、看板、DVD等	N.A.	UVインキ —
金属印刷用インキ	印刷方式でなく印刷後、定着させるための乾燥・焼付工程に適する材料を分類	飲料・食品の缶詰、美術缶等	12	UVインキ 3% 一般インキ
特殊機能インキ	特殊な樹脂成分を印刷方式で成形、電子材料の製造コストダウンを図る	薄型ディスプレイ、プリント基板等電子機器用	N.A.	UVインキ —
新聞インキ	新聞用インキ。かつて擦ると指が汚れたものだが、改良が進む	新聞紙	50	海外でのみ取扱 13%
合成樹脂	石油系顔料や天然由来原料を元に、機合成反応させて製造	インキ、塗料、接着剤、フィルムなどの原料	N.A.	その他の製品 —

(注)生産量はインキ業界各社の国内事業所で、単位は千トン、下段は構成比(出所)図表3は同社有価証券報告書や決算説明資料、印刷インキ工業連合会資料、経済産業省化学工業統計等、図表4は連合会資料を基に当センター作成

図表4 印刷インキの製造プロセス



> 業界環境と競合

国内インキ市場は約 3 千億円、近年は景気低迷で縮小傾向

平版インキは景気変動の影響が大きく近年は縮小、グラビアインキは増加傾向

同社の市場シェアは 10%弱ながら上昇傾向、UV インキではリーディングカンパニー

◆ 国内インキ市場は約 3 千億円、成熟し景気低迷で縮小傾向に

経済産業省「化学工業統計」によれば、2012 年の我が国印刷インキ生産量は前年比 2%減の 36.6 万トン、出荷量は同 1.9%減の 42.5 万トンで、東日本大震災でサプライチェーンが混乱した 11 年を下回った。06 年の直近ピーク (45.4 万トン) に比べると 8 割の水準に止まる。一方出荷額のピークは 2000 年の 3,418 億円で、12 年は 2,975 億円、ピークに比べ 88%の水準にある (図表 5)。

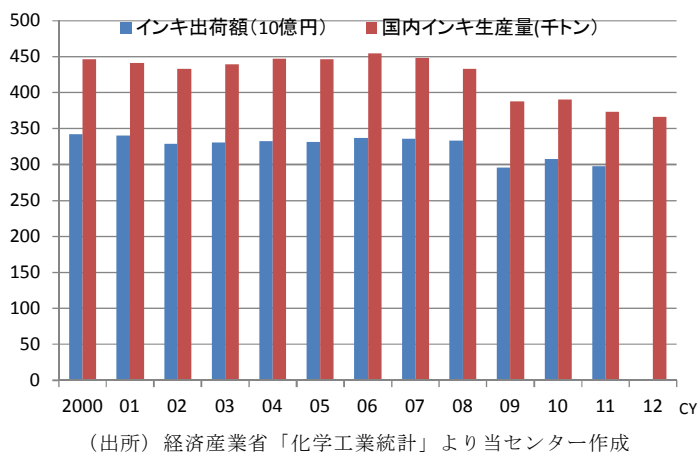
品種別にみると、最もポピュラーな平版インキの 12 年出荷額は 891 億円 (前年比 2.2%減) で、5 年前に比べ 24%減となる等、概ね減少傾向を辿っている (図表 6)。しかし、無段階の階調表現で美しい印刷が可能なグラビアインキ同 830 億円 (同 0.5%増) で同期間に 12%増加している。雑誌、チラシ、カタログ、ポスター等に使用される平版インキは、リーマン・ショック以降の景気低迷で市場が縮小。一方グラビアインキは、冷凍食品や菓子類の袋、紙箱等の包装材に多用され、景気変動に左右され難く、安定的に推移しているようだ。

◆ 国内シェアは拡大傾向、UV インキはトップシェア

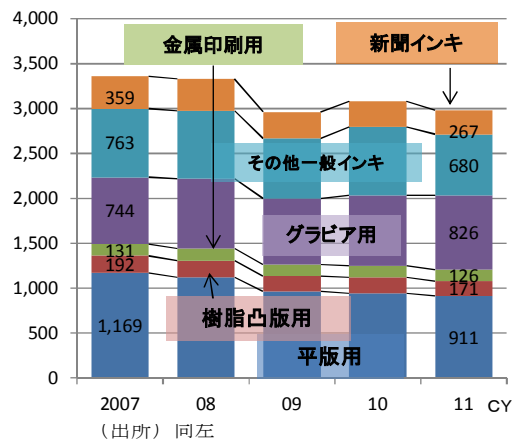
印刷インキ工業連合会の会員企業は 56 社で、なかでも上場企業の東洋インキ SC ホールディングス、D I C、サカタインクス、東京インキ、大日精化工業等が同社の競合メーカーである。各社は成熟する国内市場に止まらず海外市場への進出や、インキ製造で培った技術をベースにした派生事業の育成に注力している。

同社の国内シェアは、化学工業統計の出荷額から推定すれば 10%弱、平版インキでは 2 割近くとみられる。UV インキについては公式統計がないが、約 5 割のトップメーカーと推定される。当該資料から類推すると、同社のシェアは過去 5 年でインキ全体では 2 ポイント程度、平版インキでは 5 ポイント程度、上昇している (次頁図表 7 参照)。

図表 5 国内印刷インキ生産・出荷動向



図表 6 品種別インキ出荷動向 (単位: 億円)



> ビジネスモデル

きめ細かい顧客対応、高付加価値製品への特化、積極的な海外展開が基本戦略

営業・生産・技術の三位一体で顧客ニーズに応える

顧客の要求に合わせて調合した特練インキを即日配達

印刷会社、印刷機メーカーともタイアップし製品開発

(注) ライスインキは、大豆油インキに代わる環境配慮型インキを目指したインキ。エンドユーザーである日能研からサンエー印刷に与えられた課題を受けて、同社及び東洋インキが印刷会社とコンソーシアムを組んで共同開発した。主要材料の一つ乾性油に鉱物油ではなく、再生可能原料の大豆油を用いた大豆油インキから一歩進んで、食料の大豆ではなく副産物の米ぬかを利用した点が特長

◆ 高付加価値製品への特化、顧客満足度の追求で成長

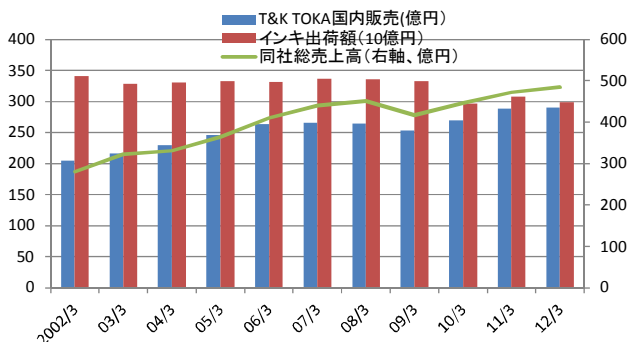
国内市場が縮小する環境の下、インキ専門の同社売上高は成長を続けている(図表7)。その要因は、

- 1) きめ細かいサービスで顧客満足度を高めていること、
 - 2) UVインキをはじめ高付加価値製品に特化していること、
 - 3) 同社においても海外展開が順調に進展していること、
- の三つに求められよう。

第一に、営業・生産・技術の3本部が一体となった活動。
営業部門の構成員は自社製品や印刷機の特性に関する豊富な知識を持って顧客の潜在的なニーズをくみ上げる。印刷業務は受注の都度、印刷する素材や色合いその他、異なる注文がエンドユーザーから寄せられ、どう実現するかインキメーカーに訴えることが少なくない。顧客の漠然としたニーズに対して的確なインキの提案を続けることが信頼に繋がる。小ロットの注文でも疎かにしない。
生産部門は、顧客の注文に応じた特練サービス(標準色の配合により微妙に色合いを変化させる)を全国10カ所のサービス工場で行い、即日出荷する。
技術部門は、印刷会社を訪問して顧客ニーズを掌握しマーケットオリエンテッドの製品開発に取り組む。
 こうして顧客満足度を高め、シェアを高めるのが同社の手法である。

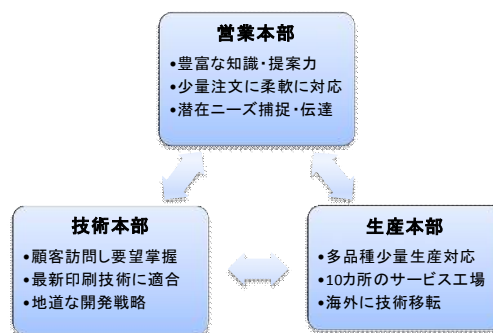
第二に高付加価値指向。技術本部は、顧客の作業を改善するUVインキや環境配慮型インキ(ライスインキ等、左欄注)等の高付加価値製品開発を推進。また国内外の印刷機・版材メーカー等とパートナーシップを組み、最新装置に適したインキ開発に注力。印刷機メーカー推奨品の認定獲得、テスト用インキへの採用等により、顧客開拓に繋げている。印刷インキ工業連合会のWebサイトによれば、国内平版インキ生産量のうち、UVインキのシェアは2005年の2.9%から07年4.3%、09年4.7%と、着実に上昇しているが、その一端を同社が担っている。そして国内及び欧米市場では、UVインキをはじめとする高付加価値製品により、ブランドを構築してきた。

図表7 国内インキ市場と同社売上高の推移



(出所) 決算短信及び化学工業統計年報より当センター作成

図表8 三本部が一体運営される事業構造



(出所) 同社決算説明会資料等より当センター作成

アジア各地に製造拠点を設け、総合メーカーとして市場拡大に対応

海外売上高は 194 億円、過去 10 年間で 1.8 倍に成長

限界利益率は 3 割強と推定、石化系原料等の市況や為替相場に注意したい

◆ アジアにおける事業は市場離陸と同時進行

第三に海外展開力。成熟する市場においては、高付加価値製品で明治年間に創業した競合大手に対抗する同社だが、生活水準の向上と共に成長するアジアの新興国市場においては、ローエンドこそ回避するものの、印刷用インキの総合メーカーとして設備投資を推進している。

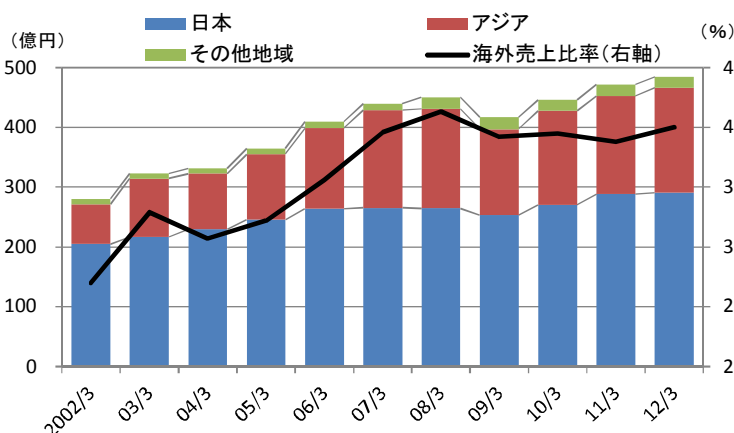
同社が合弁会社あるいは 100%出資子会社を設立して工場設備を構えるのは、インドネシア、中国、韓国、バングラデシュ、サウジアラビアの 5 カ国。この他、欧米、アフリカ、中南米、豪州には代理店を通じてインキを日本ないし中国・韓国から輸出。販売地域は世界 42 カ国に及ぶ。

2012/3 期の海外売上高は 194 億円。過去 10 年間で 1.8 倍に拡大し、海外売上比率は 4 割に達する(図表 8)。なお、アジアでは総合メーカーとして量も追っているため、年産能力でみると国内工場が 2 万トン弱、海外工場は中国同 3.7 万トン、インドネシア同 1.1 万トンなど合わせて同 5.5 万トン(総生産能力の 75%)で、売上高とは逆に海外が国内を上回る。国内生産能力はこの 5 年間で約 16%増、海外生産能力は同 36%増加している。

◆ 石油系原料などの価格変動には注意が必要

有価証券報告書の単体決算書から要約した同社の基本的な収益構造は図表 10 の通りで、原材料費を中心とする変動費が 6 割強を占める。原材料には石油化学製品の合成樹脂や添加剤、中国に多くを依存するロジン(松脂系樹脂)等があり、原材料価格の変動は収益に大きく影響する可能性がある。また、為替相場の変動は、海外子会社の経営成績及び財政状態に対して影響を与える。特にインドネシア法人の外貨建て借入金(12 年 3 月末現在の円換算額約 22 億円)のインドネシア・ルピア対日本円の為替相場変動は、每期特別損益に少なからぬ影響を与えている(12/3 期は 133 百万円の差損)。

図表 9 地域別売上高の推移



(出所) 有価証券報告書、決算説明会資料より当センター作成

図表 10 同社単体の収益構造

項目	収益構造
売上高	100 (%)
製品売上構成比	83
製品原価率	77
うち材料費	58
うち労務費	10
うち経費(減価償却費等)	9
商品売上構成比	17
商品原価率	89
売上総利益率	21
販管費構成比	15
うち人件費	7
うち荷造運搬費	2
うちその他費用	6
営業利益	6
> 変動的費用	66
> 限界利益率	34

(出所) 有価証券報告書より当センター作成

> 沿革と経営理念

49年に印刷用インキの製造販売を目的に会社設立

UVインキの発売は77年、30年余りを経て同社の中核製品になった

海外展開は70年代に進展、88年より中国事業を推進

Technology & Kindnessの商号をDNAとして顧客へのまごころ込めたサービスを実践

◆ 1949年に会社設立、77年に代名詞 UVインキを発売

同社は1949年に、印刷用インキの製造販売を目的として、東華色素化学工業の商号で東京都板橋区に設立された。東華とは第二次大戦前に中国でインキ事業を手掛けていた創業者（現在の増田 至克社長の祖父）が、日本（東京）と中国（中華）の架け橋にならんとする意気込みにちなんでいる。

40年以上前に同業他社による米国インキメーカーとの技術提携で我が国に導入されたUVインキを、同社が製品化したのは77年のこと。その後30年余り、爆発的な普及はしなかったが、地道に印刷会社への採用提案や製品改良努力を続けた結果、現在では同社の代名詞とも言える製品に成長。海外の顧客からも同社に指名買いが入るようになったという。

海外展開の第一歩は1969年の香港支店開設（85年に法人化）。71年にはインドネシアにジャカルタ特別市との合弁でチマニートオカを設立し、海外生産に着手した。79年に韓国・ソウル市に現地企業との合弁で韓国特殊インキ工業を設立（現在は持株比率100%）。88年中国・杭州市、92年バンクラデシュ・ダッカ市に、それぞれに合弁会社を設立、2000年にはサウジアラビアに進出した。

株式公開は1997年8月（店頭登録）、04年JASDAQ上場、12年3月に東京証券取引所市場第二部に上場した。なお、13年3月4日から市場第一部に指定替えになると、2月25日に同取引所より発表された。

◆ 「技術とまごころ」を経営理念に顧客満足を追求

同社は1991年1月に東華色素化学工業から現在の商号に変更した。T&KはTechnology & Kindness（技術と真心）の略で、「科学技術と人間性のある思いやり」を持ち、「使い易くていいものを提供していく」という経営理念をDNAとして受け継ごうとしている。

少ロット多品種生産を実現する生産技術、多様な顧客ニーズや生産プロセス・機材の進歩に対応した新製品開発など、テクノロジーレベルでも最高水準を目指すこと、少量注文にも真摯に対応する顧客サービスの実践が、専業メーカーのミッションと同社は考えている。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

過去10年はリーマン・ショックを除き、概ね右肩上がりの業績をあげた

12/3 期は原料高、大震災によるサプライチェーンの混乱等で収益性が低下

◆ 利益成長はリーマン・ショックと震災による混乱等で足踏み

同社の2002/3期以降の業績及び収益性の推移を図表11に示す。同社の売上高は、リーマン・ショックが発生した2008/3期まで国内・海外共に右肩上がり成長してきたが、09/3期は世界同時不況により前期比7.4%の減収となった。

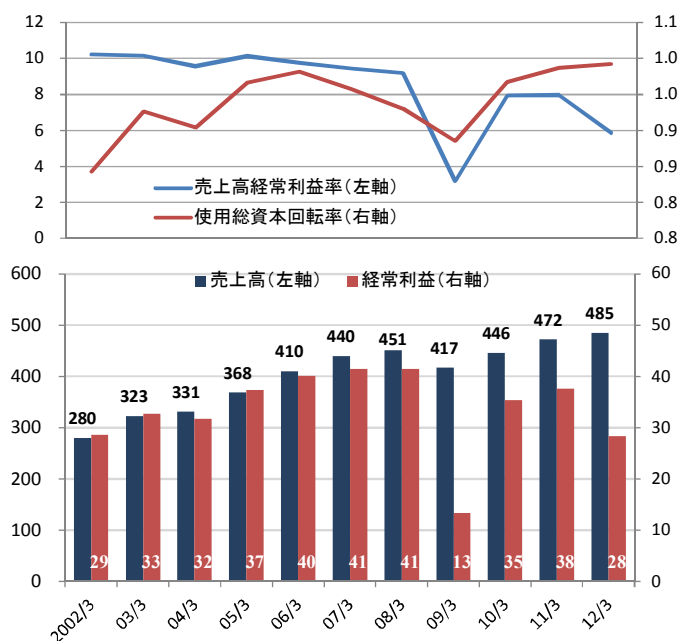
利益面では、08/3期にアジア新興国の経済成長による石油化学製品の市況高騰を受け、営業利益が前期比0.3%増、経常利益が同0.2%減と足踏みした後、09/3期は減収効果と原材料価格の高止まりにより同順で61.2%減・67.8%減となった。また同期にはチマニトオカにおいて15億円余りの為替差損(特別損失)が発生し、当期純利益は2億1百万円の赤字を計上した。

10/3期、11/3期と2期連続で回復傾向を示したが、12/3期は主要原材料の一つ、中国産ロジンの高騰や東日本大震災によるサプライチェーンの混乱、地デジ対応テレビの特需一巡等に伴う高採算の薄型ディスプレイ用特殊UVインキの販売減等から、売上高はピークを更新したものの、営業利益は前期比27%減、経常利益は同4%減となった。

この期間に使用総資本回転率は0.84回から0.99回に僅かながら好転する一方、売上高経常利益率は10.2%から5.9%に低下している。後者の悪化要因は、原材料市況の上昇と特殊UVインキの伸び悩みが主な要因と推察される。

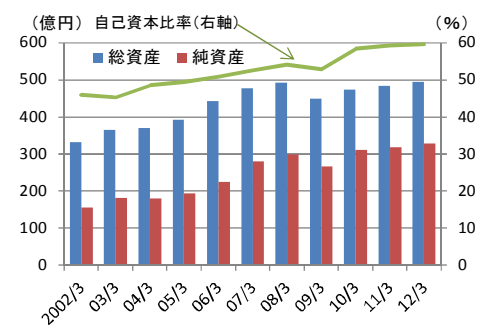
図表 11 過去の業績推移

(単位：億円、%)

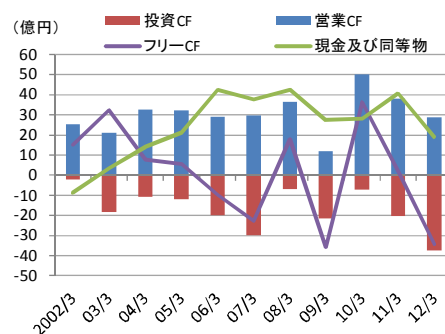


(出所) 図表 11~13 ともに同社決算短信に基づき当センター作成

図表 12 資産と自己資本比率



図表 13 キャッシュフローの推移



利益の積み重ねで自己資本比率が向上、アジアへの積極投資に耐える財務内容に

> 同業他社との比較

収益性・安全性ともに同業他社と比べ遜色なく良好、売上高は唯一成長トレンドに

(注)サカタインクスの事業セグメントは地域別インキ事業と機能材事業に分類され、日本については印刷機材(取扱いは国内のみ)を含めた売上高が開示される。これは同社についても同様である。印刷機材を除いたサカタインクスのインキ事業構成比は7割程度と推定される。

◆ 自己資本比率、キャッシュフローの推移

総資産や自己資本比率、キャッシュフロー(CF)と現金残高の推移を前頁図表12、13に示す。自己資本比率は02年3月末46.0%→12年3月末59.7%に上昇。この間に国内では生産性の向上等、海外では生産能力拡大を主な目的として設備投資を実施してきたが、十分なリターンが得られているため、健全な財務内容を維持している。

フリーCFは、09/3期にリーマン・ショックとインドネシア子会社における為替差損発生でマイナスになった他、積極的な設備投資に伴い、07/3期、12/3期にもマイナスに転じているが、資金循環を懸念させるものではないと推察される。

◆ 財務指標は概ね同業他社と同等か良好な数値を示す

同業他社との財務諸指標の比較を図表14に示す。安全性指標では同社の自己資本比率が高いことが示されている。収益性指標においては、自己資本の充実がROEの相対的な低さに繋がっている模様だが、総じて他社に見劣りする指標はないようだ。

なお過去5年間の売上高経常利益率の平均値は、同社9.2%に対して、他社中で最高の東洋インキSCホールディングスでも4.8%である。成長性指標では、同社のみ売上高が成長している点が注目される。国内では量的拡大を狙わず顧客ニーズの高まるUVインキ等の高付加価値製品に特化してきたこと、海外はアジアを中心に市場拡大に合わせ生産能力拡充を推進してきたことが反映されている。

同社に次いでインキ事業依存度が高いサカタインクス(左欄注参照)は、環境配慮型インキの開発やリードタイム短縮によるシェア拡大、アジア進出等、同社と戦略が類似するが、売上高はマイナス成長である(北米インキ事業のウエイトが高く、為替変動や米国インキ市場縮小が減収要因と推定)。

図表14 同業他社との財務指標比較

項目	銘柄 証券コード		T&K TOKA	東京インキ	サカタインクス	東洋インキSC ホールディングス	DIC
			T-2 4636	T-2 4635	T 4633	T 4634	T 4631
		決算期	12/3	12/3	12/3	12/3	12/3
(インキ事業構成比)			100%	37%	90%	54%	51%
(海外比率)			40%	10%未済	45%	32%	58%
規模	売上高	億円	485	472	1,196	2,453	7,343
	経常利益	億円	28	5	50	134	308
	総資産	億円	494	480	910	2,831	6,751
収益性	自己資本利益率	%	5.0	1.7	8.2	5.1	17.3
	総資産経常利益率	%	5.8	1.0	5.6	4.8	4.5
	売上高営業利益率	%	5.6	0.7	3.6	5.6	4.8
成長性	売上高(4年平成長率)	%	1.8	-6.3	-1.9	-1.2	-9.2
	経常利益(同上)	%	-9.0	1.4	0.2	8.2	-6.9
	総資産(同上)	%	0.1	0.0	-2.0	-1.0	-8.9
安全性	自己資本比率	%	59.7	39.1	40.3	50.6	15.1
	流動比率	%	201.5	127.5	127.1	157.1	131.4
	固定長期適合率	%	63.9	76.6	76.9	70.7	84.3

(注)数値は基本的に直近決算期実績。平均成長率は前期実績と5期前の対比で複利計算。収益性は直近2期実績の平均値で、自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)。流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所)各社決算短信、有価証券報告書より当センター作成

> 今後の業績見通し

今期会社予想は 7%増収・営業利益 4 割増

第 3 四半期累計期間の進捗率は売上高 73%、営業利益は 82%

会社予想は保守的と判断、営業利益は 08/3 期の過去最高益を更新すると予想

◆ 2013/3 期は一転、営業利益が大幅増に

同社の今期業績予想は、売上高 520 億円 (前期比 7.3%増)、営業利益 38.6 億円 (同 41.5%増)、経常利益 39 億円 (同 40.3%増)、純利益 22.9 億円 (同 57.6%増)。

期初予想は売上高 502 億円、営業利益 28.2 億円、純利益 16.5 億円であったが、主力製品のUVインキ及び平版インキの販売が国内外ともに堅調であること、原材料価格の安定推移により前期に比べ収益性が改善していること、等を受けて第 2 四半期及び第 3 四半期の決算発表直前に 2 度修正された。

なお、第 3 四半期累計期間の業績は、売上高 38,126 百万円 (前年同期比 6.4%増・最新通期予想に対する進捗率 73%)、営業利益 3,157 百万円 (同順で 51.8%増・82%)、経常利益 3,293 百万円 (同順で 53.3%増・83%)、純利益 1,999 百万円 (同順で 79.5%増・87%)。特別損失の減少 (前年同期 214 百万円あった投資有価証券評価損が今期は計上されていない) により、純利益の増益率は、経常利益に比べ高くなっている。

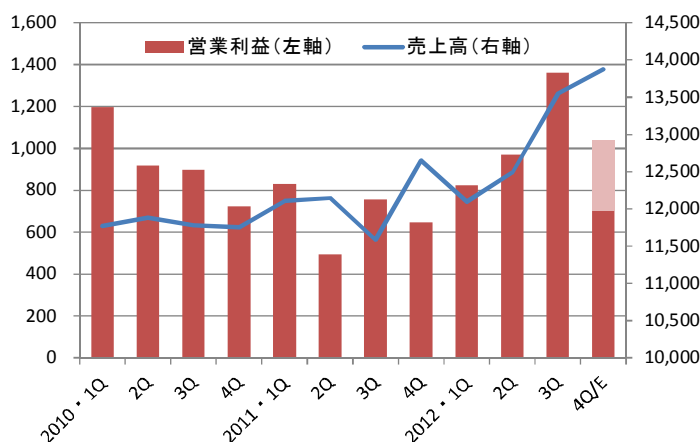
◆ 円安等による原価上昇懸念あるが、会社予想は保守的と判断

証券リサーチセンターでは以下の 2 点から、売上高 520 億円、営業利益 42 億円、経常利益 43 億円、純利益 25 億円と予想する。

イ) 会社予想からの単純減算で第 4 四半期の売上高は 138 億円 (前年同期比 10%増) 営業利益が 7 億円 (同 9%増) となる。第 3 四半期までの回復基調から、営業利益は大きく乖離する (図表 15)。

ロ) 円安や原油市況変化による原材料価格や物流費の上昇懸念を織り込むにしても、売上高営業利益率は 5.1%で前年同期と同水準・直前四半期比 5 ポイントの悪化となる。現時点でそこまで収益を圧迫する原料高情報は伝えられておらず、会社側の売上予想は妥当だが、利益面は保守的で、過去最高営業利益の更新も可能と考える。

図表 15 四半期毎の業績推移 (単位: 百万円)



(注) 今期・第 4 四半期は会社予想に桃色で当センター予想を乗せた

(出所) 決算短信より当センター作成

◆ 中期成長力は売上高 9%、営業利益 13%と予想

同社の中期的な成長力 (12/3 期から 15/3 期までの 3 年平均成長率) について、証券リサーチセンターでは、売上高約 7%、営業利益 26% と予想した (図表 16)。予想に際しては、以下の想定をした。

アジア新興国は 5%超の水
準で持続的に成長する想
定、インキ需要も拡大続こう

原材料価格動向は気がかり
だが、増収効果、生産性向上
努力で吸収可能と想定

- イ) IMF のアウトロックに基づき、日本の GDP は 1%前後のプラス成長を、アジア新興国については 5%超の成長率を想定。アジア新興国におけるインキ需要は GDP と共に成長し、同社の収益も連動して順調に拡大すると考えた。
- ロ) 為替相場については予想が困難なため、足元から大きく変動しないと想定し、為替差損益の発生は考慮していない。
- ハ) 原材料市況については、新興国の持続的成長や先進国の経済回復により高騰する懸念もあるが、ここでは合理化効果である程度吸収可能な範囲の上昇に止まると見込んだ。
- ニ) 設備投資については、国内で生産性向上、海外で増産のための機械増設はあろうが、14/3 期、15/3 期の設備投資は年間 20 億円程度 (13/3 期計画額約 38 億円) に止まると想定した。
- ホ) 以上より、売上高は国内ではシェアアップによる伸長を、海外売上はそれを上回る成長を達成すると予想。利益面では、原材料価格の上昇や人件費の増加等のコスト増要因を、増収効果と生産性改善努力で消込み、収益性は向上すると想定。売上高営業利益率はリーマン・ショック前の水準に復する可能性が高いと予想する。

図表 16 中期収益見通し

(単位: 百万円)

決算期	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3	2013/3 E	2014/3 E	2015/3 E
売上高	45,059	41,707	44,626	47,185	48,484	52,000	55,500	59,500
(前年同期比増減率)	2.4%	-7.4%	7.0%	5.7%	2.8%	7.3%	6.7%	7.2%
売上内訳								
日本	26,446	25,344	27,007	28,865	29,081	30,900	32,500	34,300
(前年同期比増減率)	-0.4%	-4.2%	6.6%	6.9%	0.7%	6.3%	5.2%	5.5%
東南アジア	16,696	14,376	15,799	16,350	17,555	19,200	21,000	23,000
(前年同期比増減率)	2.2%	-13.9%	9.9%	3.5%	7.4%	9.4%	9.4%	9.5%
その他海外市場	1,917	1,987	1,820	1,970	1,848	1,900	2,000	2,200
(前年同期比増減率)	75.5%	3.7%	-8.4%	8.2%	-6.2%	2.8%	5.3%	10.0%
売上総利益	11,270	8,523	10,259	10,535	9,760	11,700	12,500	13,700
(前年同期比)	3.6%	-24.4%	20.4%	2.7%	-7.4%	19.9%	6.8%	9.6%
(対売上高比)	25.0%	20.4%	23.0%	22.3%	20.1%	22.5%	22.5%	23.0%
販売費・一般管理費	7,130	6,918	6,992	6,799	7,032	7,500	7,800	8,200
(前年同期比)	5.5%	-3.0%	1.1%	-2.8%	3.4%	6.7%	4.0%	5.1%
(対売上高比)	15.8%	16.6%	15.7%	14.4%	14.5%	14.4%	14.1%	13.8%
営業利益	4,140	1,605	3,266	3,736	2,727	4,200	4,700	5,500
(前年同期比増減率)	0.3%	-61.2%	103.5%	14.4%	-27.0%	54.0%	11.9%	17.0%
(対売上高比)	9.2%	3.8%	7.3%	7.9%	5.6%	8.1%	8.5%	9.2%
経常利益	4,140	1,332	3,540	3,758	2,843	4,300	4,800	5,600
(前年同期比増減率)	-0.2%	-67.8%	165.7%	6.2%	-24.4%	51.2%	11.6%	16.7%
(対売上高比)	9.2%	3.2%	7.9%	8.0%	5.9%	8.3%	8.6%	9.4%
当期純利益	2,157	-201	4,290	2,248	1,452	2,500	2,800	3,300
(前年同期比増減率)	-24.6%	—	—	-47.6%	-35.4%	72.2%	12.0%	17.9%

(出所) 同社決算短信、予想 (E) は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

T&Kの精神を踏まえた業務プロセスが顧客に評価される

経営陣の最大の任務である人材育成に成功している

◆ 経営理念の役社員への浸透が成長の原動力

同社の競争力を知的資本の観点で分析した(図表 17)。

同社が停滞する国内インキ市場のなかで成長を続けている競争力の源泉は、どんな注文にも応え、品質・納期面において顧客満足度を高めてきた結果、信頼のブランドが確立されたからだと考えられる。

同社の創造する価値は、印刷作業時に顧客が抱くさまざまな欲求に対して、専門インキメーカーの立場で可能なことに限り挑戦してきた成果であり、標準品よりも高い値段でも顧客は満足している。

高品質・即日出荷・環境配慮・印刷工程短縮(速乾)等を実現するため、同社は生産・営業・技術の3本部が三位一体となって、業務プロセスの改善に努めてきた。国内で培った生産技術は海外にも移植され、成長段階にあるアジア市場における同社の総合メーカーとしての事業展開に反映され、同社の成長力をさらに高めている。

創業来の理念を表す言葉「T&K(技術と真心)」がDNAとして全社員に受け継がれているからこそ、こうした業務運営が可能になっている。経営陣は人材育成に際して、インキ専門メーカーとして誇りと基本理念を伝授することに成功していると判断できる。

図表 17 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客基盤・ブランド	● UV インキのトップブランド。欧米にも通用 ● アジア新興国では総合インキメーカーとして事業展開	業界シェア	・UV インキ国内シェア 5 割弱
	事業パートナー	● 印刷会社、印刷機/版材メーカーと協業して新製品開発も ● 原材料の一部は供給先が限られるが、関係は良好	—	—
組織資本	業務プロセス	▽少量多品種・短納期、環境保全等の要望を実現する組織 ● 顧客の潜在的なニーズを汲み取る営業マンの商品知識 ● 全国のサービス工場で最終調整する生産・物流システム ● 印刷会社、機械・版材メーカー等との新製品共同開発	売上高営業利益率	・5.6% (9.2)
	知的財産・ノウハウ	● 研究開発は応用研究に重点。印刷機等の技術進歩に対応 ● 本部毎の専門知識・技術の伝授に課長級までの研修制度	売上高 R&D 費比率 開発要員比率	・2.3% (2.4%) ・13%
人的資本	経営陣	● 創業来の“T&K”の理念を社員に根付かせる ● 海外子会社役員は日本に長期出張させ理念とノウハウ伝授	・過去 10 年間の平均成長率(売上高)	・ 5.6% 国内 3.6% 海外 9.9%
	従業員	● 経営理念を役・社員が共有、顧客サービスを徹底 ● 家族的経営。本部毎のOJTで、先輩から知識・技術を習得 ● アジアでは現地の文化・慣習を尊重した経営を徹底	従業員 1 人当たり売上高 同 経常利益(百万円)	・30.6 (31.8) ・ 1.8 (2.9)

(注) KPI の数値は断りなければ前期実績、カッコ内は 4 年前の数値

(出所) ヒアリング及び有価証券報告書等に基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

インキ業界は低公害製品の開発に積極的

UV インキ、ライスインキなど環境対応製品の開発・販売を重点戦略に掲げる

有害物質の排除、地球温暖化対応など環境問題には真摯に取り組む

◆ 環境対応 (Environment)

印刷インキ業界では、インキが食品包装材料に使用される場合、包装される食品の安全性や衛生性を保つために、業界の自主規制としてNL (Negative List) 規制を作成している。当該規制は、EUのRoHS指令(電気電子機器に対する特定の有害物質含有制限)にも適合している。また、主要原材料の溶剤に含まれるVOCの排出削減に向けた努力も推進している。このほか業界各社は、大豆油インキ、ライスインキをはじめ植物油を乾性油に用いるインキ、食用廃油を使用したインキ等で、石油系溶剤の使用量を一定基準以下にしたインキの開発を進め、日本環境協会のエコマーク認定を受けている。

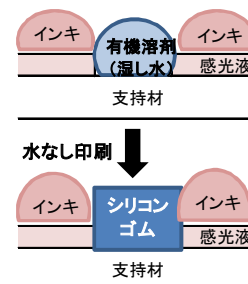
同社においては、こうした有害物質を含まない、環境に配慮した製品の開発に注力しており、同社の代表製品であるUVインキがVOCフリーである他、平版インキ製品数の約95%がエコマーク認定を受けている。UVインキについてはさらに、紫外線照射光源であるランプの減灯、LEDの採用による省エネルギー化に対応した高感度製品の開発を進めている。また、ライスインキをはじめとする植物油系のインキ、バタフライマークが付される「水なし印刷」対応インキの開発等、環境対応型インキの開発・拡販を積極的に進めている。

同社の主力工場である埼玉事業所は、温室効果ガスの排出削減、環境に配慮した製品開発、廃棄物の減量・再資源化、グリーン購入(環境対応製品の優先購入)等を柱とする環境方針を2001年に制定。環境マネジメントシステムを構築し、02年にISO14001の認証を取得した。以後、自家発電機(コージェネシステム)導入、コンプレッサーのインバータ化、太陽光パネル設置、LED照明導入といった環境負荷低減を目的とする投資を順次実行している。なお、埼玉県は、事業活動に伴い一定基準以上に温室効果ガスを排出する事業所に対して「地球温暖化対策推進条例(09年施行)」に基づき、地球温暖化対策の計画及び実施状況報告を求めており、同社はこれを励行。さらに、埼玉事業所及び同事業所の産業廃棄物処理を手掛ける子会社ミヨシ産業における、公害防止・省エネルギー・廃棄物削減等の環境負荷低減に向けた取り組みについてまとめた環境報告書を2010年度より発行している。同社は環境問題意識の高い企業と判断される。

(注) オフセット(平版)印刷ではPS版(Pre-Sensitized Plate:薄いアルミ板に親油(撥水)性の感光液を塗布したもの)を用いる。原画通りに非画線部をエッチングして親水性の部分形成。そこに湿し水をのせ、油性インキをはじいてインキを乗せない非画線部とする。この湿し水にVOCが含まれることが多い。水なし印刷は、シリコンゴム層を版材表面に形成して親水性部位とし、湿し水なしでも平版印刷を可能にする。わが国では東レ等が水なし印刷用版材を開発し推奨。印刷物には日本WPA(Waterless Printing Association)が制定したバタフライマークが付される。

(注内右図の出所) 日本WPA及び東レWebサイトを参考に当センター作成

PS版による平版印刷のイメージ



有用で安全な製品開発、雇用創出、環境問題への取り組みで姿勢を示す

現在の社長は創業者の孫にあたるが、議決権ベースでは創業家の比率低い

社外取締役は不在、監査役2名が社外役員

株主、取引先等のステークホルダーに工場見学会や株式保有などで配慮示す

◆ 社会的責任 (Society)

同社のウェブサイトには TOKA グループ企業行動憲章 (11 年 1 月制定) が掲載されている。そこで同社は、「公正な競争を通じて付加価値を創出し、雇用を生み出すなど経済社会の発展を担うとともに、広く社会にとって有用な存在」になることを宣言。有用で安全な商品開発、環境問題への取り組み、積極的な社会貢献活動を行うこと、グローバル展開に際しては現地の文化や慣習を尊重すること、等を行動原則に挙げている。

◆ 企業統治 (Governance)

図表 18 に同社株式の保有状況を示す。大株主の第 2 位に社長親族、第 5 位に社長の資産管理会社が名を見せるが、議決権のうえで創業家等の支配力は低い。ただ、現社長は創業者の孫に該当し、同社には創業家の存在感は大きいようだ。

同社役員会構成員に社外取締役は不在 (取締役は 6 名)。監査役は 4 名のうち 2 名は社外役員である。

企業統治の体制整備について同社は、株主をはじめとするステークホルダーの満足度を高めるため、そして健全で透明、環境変化に迅速・的確に対応できる経営体制の確立に向けて必要な備えと認識している。具体的には、内部統制システムとしてのコンプライアンス委員会及びリスク管理委員会の設置、月 1 回の取締役会への社外監査役の出席等により、法令や定款の順守、あるいは財務・会計の妥当性・適正性を確保している。

また、株主に対しては、配当による利益還元を行うほか、今期より株主優待制度を新設 (株式 1 単元=100 株以上を保有する株主に一律 3,000 円分の QUO カードを贈呈)。個人株主向け工場見学会 (埼玉事業所) を開催するなど、株主との直接対話に留意している。

このほか同社は、上場印刷会社の殆ど、大手文具メーカー等の株式を保有し、取引先との良好な関係維持を図っている。

図表 18 2012/3 期末の大株主及び株主属性別の株式保有状況 (単位: %)

氏名又は名称	所有比率	株主属性	所有比率
日本トラスティ・サービス信託銀行	13.3	個人株主	42.8
増田 澄 (社長親族・元役員)	5.7	金融機関	28.9
BBH FOR FIDELITY LOW-PRICED STOCK	5.6	金融商品取引業者	0.2
T&K TOKA社員持株会	5.6	その他の法人	6.2
(有)コウシビ (社長の資産管理会社)	4.2	外国法人等	21.9
上位 5 名の所有比率	34.4	株主数 (人)	1,714

(出所) 2012/3 期有価証券報告書

4. 経営戦略

> 課題と当面の戦略

環境に配慮した製品開発、
海外市場の強化、UV 特殊イ
ンキの生産効率化が課題

◆ 顧客に対し T&K を貫く経営

同社が期初に決算説明会で説明した 13/3 期の重点課題は以下の 3 点。

- イ) **環境に配慮した製品の拡販**: LED を利用した省電力型 UV 印刷機に適合する高感度 UV インキ、脱石油系溶剤、即ちライスインキを含む植物油ベースのオフセット枚葉印刷機用インキ(平版インキ)の普及、菓子袋等の軟包装印刷時のラミネート加工を省略できるようなグラビアインキの拡販等に注力する。
- ロ) **海外市場でのシェア拡大**: 中国をはじめとするアジア新興国において、GDP 成長と歩調を合わせインキ市場が拡大している。同社は拡大する市場に対応するべく、中国を中心に生産能力増強、サービス工場を含む販売ネットワークの拡充を進めている。13/3 期は約 7 億円の予算で中国・杭華油墨化学の生産設備増強を進めて、高級品～中級品の市場開拓に取り組んでいる。
- ハ) **特殊 UV インキ**: 光ファイバや液晶カラーフィルターの着色剤等に用いられる特殊 UV インキの生産体制の効率化、技術向上を進める(12 年 12 月に総額 23 億円を投じた新工場竣工)。

> 中・長期戦略

基本戦略は UV インキを核と
した海外展開、ブラジル等未
進出地域開拓を着実に推進

◆ UV インキを武器に欧米、南米市場の開拓も進める

同社は、数値目標を含む中長期計画を公表していない。直近期の有価証券報告書において今後の方針として「T&K の精神に則り、ユーザー本位の製品開発及び供給、よりきめ細かいサービスの提供、さらにアジア地域については地域の文化や風習を尊重した現地化の推進等を徹底して進めていく」と語っている。

同社は、世界的に定評のある UV インキをはじめ、印刷工程の短縮につながる製品、様々な環境配慮型インキを武器に、国内市場、東南アジア市場はもとより、欧米市場におけるシェア向上、さらに将来はブラジルなど未進出の成長市場への事業展開を進める意向である。

新規分野へのインキ製造技
術の応用展開も進めている

なお、有価証券報告書の研究開発活動の項に置いては、インキ性能の向上に向けた製品開発の他、新規分野における機能性材料の品揃え拡充にも触れている。具体的には、液晶カラーフィルター着色剤の高輝度化・高コントラスト化、顔料のインキ中均等分散技術を応用したナノレベルの粒子分散製品の開発、印刷インキの自動車・電子機器等の分野への応用展開、高機能性樹脂(ポリアミド系ポリマー、疎水性樹脂)の開発等を挙げている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

顧客に喜ばれる製品開発・サービスの提供に徹する経営スタイルが強み

環境問題意識の高まりで、高付加価値製品の普及促進が期待される

電子書籍やインターネットのメディアの普及による影響は現状では軽微と推定

◆ T&Kの精神に則る製品開発・サービスで信用獲得

同社の特徴をSWOTの観点で検討すれば、図表19のようにまとめられよう。

同社の強みは、インキ専門のプライド、そして後発で企業規模が小さかったが故に、規模を追わず、顧客の業務改善に資する製品・サービスを追求する姿勢にあったと推察される。図表20に示すように、同社の経営効率が高いのは、手間暇をかけてニッチな製品を開発、そして小ロットの注文を受け、適切な対価を得ていることが察せられる。今や同社の看板商品となったUVインキも、40年以上前に米国から技術導入されて以降、一向に売上が伸びない時代にも地道に製品改良を続けているうちに、世の中が環境保全や印刷納期短縮というニーズによって追い付いてきた、と同社では認識しているようだ。

一方弱みとしては、イ) 原材料価格の急騰時に価格転嫁がスムーズに進まぬ顧客との力関係、ロ) 競合大手に比べスケールが小さく、原材料購買力や人材採用などの面で相対的に劣位にあること、ハ) 專業故に原料高・需要減のリスクが高いこと、等が考えられる。

機会としては、アジア新興国において、生活水準の向上とともに、美しいパッケージ印刷に必要なグラビアインキ、UVインキ等の同社の得意なインキ市場が拡大すること。国内においては、水なし印刷等の環境負荷を低減する印刷技術の進歩に伴い、インキにも細かな要求が寄せられるようになれば、專業メーカーの同社の望むところであろう。また、アジア新興国の一部で環境問題が深刻化しており、有害物質規制が実施されることになれば、より高付加価値のインキ市場が早期にテイクオフする可能性もあろう。

一方、脅威としては、アジアの地政学的リスクや、インターネットメディアや電子書籍の普及によるペーパーレス化～インキ需要縮小懸念がある。ただ、後者についてわが国では減少速度は深刻でないことに加え、インキ特性・サービス改善等によるシェア向上で、売上高を伸ばす余地はあると考えられる。

図表19 SWOT分析

項目	T&K TOKA の特質・事情
強み Strength	●UVインキをはじめ高級品・特注品に取引実績と信用力 ●後発ゆえに少量多品種対応等柔軟な経営が可能
弱み Weakness	●複数購買の顧客が多く価格転嫁等の交渉力は弱い ●競合大手に比べ規模が小さく、人材・原料調達力が弱い
機会 Opportunity	●環境問題意識の高まりと共に同社の品揃えが評価される ●アジア新興国市場の生活水準向上によるインキ市場拡大
脅威 Threat	●インターネットメディアの普及や電子書籍の浸透 ●アジア新興国の地政学的リスクや為替変動

(出所) ヒアリングに基づき当センター作成

図表20 過去5年平均の効率性指標

(単位: 万円, %)

	売上高営業利益率	従業員1人当たり売上高	経常利益
T&K TOKA	6.8	3,050	211
東洋インキSCホールディングス	4.8	3,473	165
DIC	3.2	3,758	122
サカタインクス	3.7	3,886	143

(出所) 各社有価証券報告書より当センター作成

> 経営戦略の評価

専門メーカーの強みを生かしたきめ細かいサービス・開発戦略は今後も有効であろう

M&A で成長を急ぐには国内外の人材育成が必要

海外生産は中国中心だが、非効率でも地域分散を検討したい

> 利益還元策

株主優待を含めれば単位株主にとっての今期の配当性向は 30.5%

◆ 専門メーカーの強みを守りたい

インキ製造に欠かせない顔料や樹脂などの川上への事業展開、あるいは印刷技術を応用した電子材料や接着剤等の川下若しくは水平展開等、リスク分散や成長性を求めた多角展開を進める同業者に対して、同社は敢えて「創業来のインキ専業」に拘りを持っている。売上高や従業員数等で図ったスケールでは見劣りするものの、利益率では同業者を凌ぐ結果を残しており、同社の戦略は間違いでなかったことが示されている。

ライフサイクルが短い電子材料や、採用までに長いリードタイムが必要な自動車用材料等にリソースを分散せず、得意な事業で技術力・サービスレベルを極める同社の事業戦略は、今後も維持されることが望ましいと考える。

◆ M&A で時間を買う成長戦略は似合わない

同社が成長速度を高めるには、M&A によるグローバル展開や周辺事業の獲得が選択肢となろう。しかし、同社のこれまでの経営スタイルや人材の厚みを考慮すれば、異なる文化を持つ企業・そこで育った人材を性急に獲得し統治することは容易ではなからう。

ただ、技術・ノウハウの全てを日本本社が担うだけでなく、育成が進んだ既進出地域の幹部社員にも、隣国に転進して活躍させるような、一歩進んだ教育・研修体制の構築により、成長速度を高めることも検討に値しよう。

◆ 地政学的リスクを考慮すべき

同社の海外生産は展開は 1970 年代のインドネシアに始まり、近年では中国での生産能力拡大が際立つ。インキ市場の成長見通しから、地産地消を基本に考えても中国に軸足を置くのは理解できる。しかし、近年の政治摩擦や人件費の上昇、公害問題等の諸事情を考慮すれば、生産拠点の分散によるリスク軽減を検討することも必要であろう。

◆ 安定配当を基本に妥当な利益還元を実施

同社は、株主へ利益還元を重要な課題と認識し、安定配当の継続実施を基本方針にすると有価証券報告書等に記載している。生産設備の増強や合理化のための投資や研究開発に内部留保資金を活用することが長期的な成長戦略に必要と考えている。

一株当たり配当金は、06/3 期に 1 円増配されて以降、26 円で据え置かれており、この間リーマン・ショック後の世界同時不況期に純利益が赤字となった年にも維持される一方、通常年は配当性向 20%未満で推移してきた。12/3 期は収益の悪化で配当性向が 22.8%に上昇したものの、高水準とは言えない。業績回復が見込まれる 13/3 期も、会社予想ベースの配当性向は 14.2%に止まる。

近年同社の株主への利益還元に対する意識は高まっている模様である。個人株主への工場見学会の開催、株主優待制度の導入(年に一度

9月末時点で単位株=100株以上保有の株主に一律3,000円分のQUOカード贈呈)等の施策がその証左である。1単位の株主にとっての配当性向は30.5%になる。

> バリュエーション比較

同業他社とのPER等の比較では割高とは感じられない

◆ 過去10年の平均値に比べPERは

図表21に、同業他社等と比較した株価バリュエーションを示す。同社の株価は、予想PERで見ると二部上場全銘柄平均に比べ低水準の9.4倍(会社予想基準)で、同業他社と比べても割高とは感じられない。PBRも他社と同水準、配当利回りは他社を下回るが、前述の株主優待を加味すると1単位保有の株主においては3.23%となる。

> 今後の株価見通し

直近株価は相応の評価に見えるが、中期成長性を加味し、PER水準の上昇を予想

◆ 中期的な観点での適正株価は3,100~3,900円と試算

内需に成熟感があるインキの専門メーカーである同社の株価は、最近割安に放置されていたと感じられる。ただ、円高修正等の環境変化により株式市場に活気が戻りつつある昨今、株価バリュエーションはリーマン・ショック前の水準を意識してもよさそうだ。

過去10年の時系列でみた同社のPERは、高値時の平均で11.5倍、安値時で7.5倍(図表22)。証券リサーチセンターの13/3期予想EPSに基づくPER7.7倍は安値圏にあると判断される。

第2四半期決算及び第3四半期決算発表時の通期予想修正で同社の株価は底を打ち、対TOPIX相対株価も上昇しているが、当センター予想通りに業績が伸長すれば、株価にはまだ上値余地がある。

証券リサーチセンターでは、中期成長性が評価されることを想定し、同社の妥当なPER水準を過去10年間の高値時の平均値12倍から東洋インキSCホールディングスの15倍までの値と判断。再来期を見据えた適正株価は3,100~3,900円と算定した。

図表21 同業他社との株価バリュエーション比較

銘柄	T&K TOKA	東京インキ	サカタインクス	東洋インキSC ホールディングス	DIC	東証二部市場 全上場銘柄 平均値
証券コード	T-2 4636	T-2 4635	T 4633	T 4634	T 4631	
株価	円 1,734	204	509	401	186	321.5
時価総額	億円 217.8	55.6	318.6	1,215.5	1,710.0	35,793
今期予想PER	倍 9.4	10.2	8.8	15.0	8.5	16.8
前期実績PBR	倍 0.73	0.29	0.84	0.84	1.67	0.76
配当利回り	% 1.50	2.94	2.75	2.99	3.23	1.97

(注) 東証2部市場平均の時価総額、1株当たり価格は普通株式ベース、配当利回りは今期予想・単純平均

(出所) 各社直近決算短信、株価(2月22日終値)及び市場平均バリュエーション(同週末)は日本経済新聞紙面

図表22 時系列でみた同社の株価バリュエーションの推移

(単位:円、倍)

決算期	2004/3	05/3	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	平均値	
株価	最高	3,400	2,710	2,600	2,345	2,105	1,406	1,317	1,485	1,091	1,770	3,372
	最低	1,900	2,210	1,991	1,905	1,150	441	474	831	790	970	2,110
BPS	前期	1,235	1,429	1,545	1,794	2,007	2,138	1,901	2,216	2,290	2,364	3,153
EPS	当期	128.9	114.3	183.5	229.5	170.7	-16.6	338.6	177.1	114.1	183.5	273.4
PBR	最高	2.75	1.90	1.68	1.31	1.05	0.66	0.69	0.67	0.48	0.75	1.07
	最低	1.54	1.55	1.29	1.06	0.57	0.21	0.25	0.37	0.35	0.41	0.67
PER	最高	26.4	23.7	14.2	10.2	12.3	—	3.9	8.4	9.6	9.6	11.5
	最低	14.7	19.3	10.9	8.3	6.7	—	1.4	4.7	6.9	5.3	7.5

(注) PBRは前期末BPSから、PERは会社予想EPSに相当する当期EPSから算出。なお、03年9月の1→1.5株の分割を考慮して修正値を掲載。PERの平均値算出に際して09/3期は除外した

(出所) 有価証券報告書より当センター作成

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

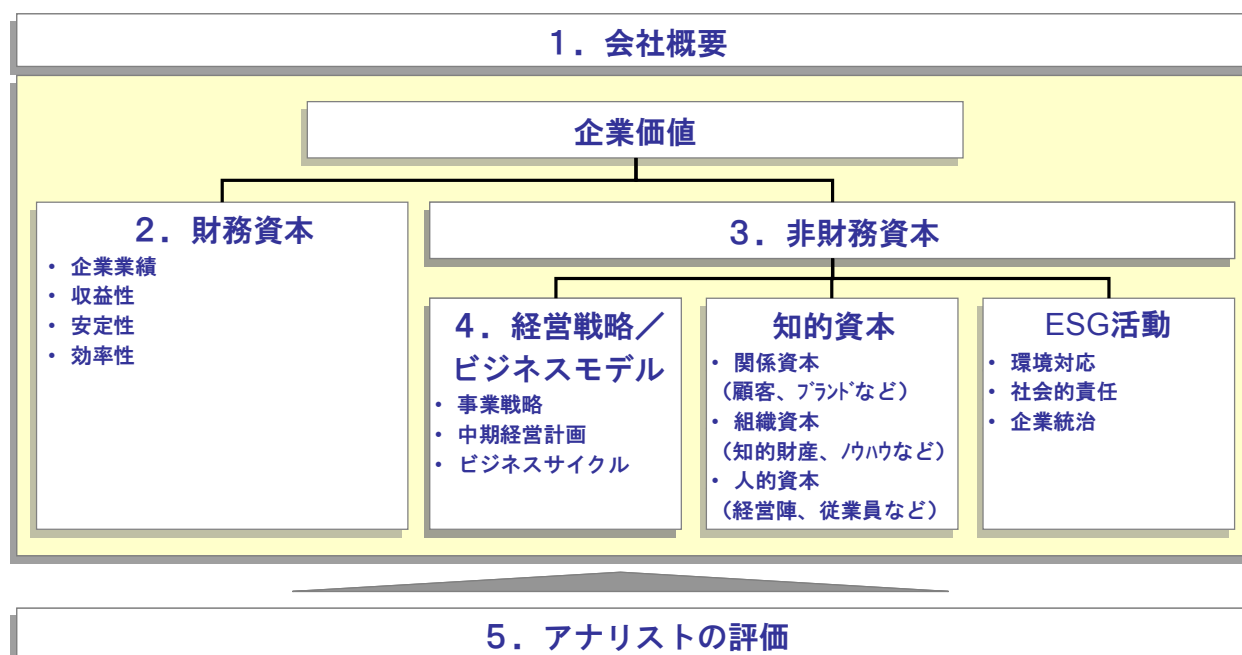
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。