

化成品の順調な伸びなどで、業績は拡大基調に

アップデートレポート

(株) QBR
伊藤 健悟

主要指標 2015/9/9 現在

株 価	1,011 円
年初来高値	1,187 円 (8/21)
年初来安値	850 円 (7/9)
発行済株式数	30,743,604 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	31,082 百万円
予 想 配 当 (会 社)	12 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	32.98 円
実 績 P B R	1.54 倍

直前のレポート発行日

ベ ー シ ッ ク	2015/4/8
リサーチノート	2015/6/11

上期は原料安と子会社の寄与などで大幅営業増益に

15/12 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 5%増の 121 億円、営業利益が同 5.0 倍の 6.2 億円となった。国内では、紙・板紙やインキの生産量減少を受けて、製紙用薬品、印刷インキ用・記録材料用樹脂の両事業で出荷が落ち込んだが、前期 2Q に連結子会社化した KJ ケミカルズの寄与と、中国を中心とした海外での拡販により、売上高は連結全体で小幅増を確保。利益面では、国内での販売数量減の影響を、前期中に実施した値上げとその後の原料安による採算改善と国内外での合理化効果、KJ ケミカルズの寄与などで吸収して営業利益段階から大幅な増益を達成し、純損益は黒字に転換した。

販売面では厳しいが、年間でも順調な拡大を見込む

15/12 期通期の連結業績について QBR では、従来予想を売上高 256 億円→243 億円(前期比 1%増)、営業利益 14 億円→13 億円(同 4.1 倍)へ修正する。上期は大幅な増益だったものの、印刷インキ用・記録材料用樹脂事業は想定以上に販売面で苦戦。海外での販売も、従来の見通しよりも市場の開拓が遅れている。一方で、KJ ケミカルズは順調に推移しているが、今後は原料安の効果が一巡する中で、製品価格の下落が避けられないこともあり、売上高、営業利益とも予想を引き下げた。ただし、前期との比較では年間でも大幅な増益となる見通しで、続く 16/12 期も、売上高が前期比 5%増の 255 億円、営業利益が同 15%増の 15 億円と、業績の拡大基調が続くと考え。中期的には、既存分野での海外での一段の拡販や、銀ナノワイヤなど新製品の早期戦力化にも期待したい。

業 績 動 向			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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2014/12	通期	実 績	23,970	-	319	-	521	-	-18	-	-0.61
2015/12	通期	新・会社予想 (2015年8月発表)	24,630	2.8	1,200	275.1	1,280	145.6	980	-	32.32
		旧・会社予想 (2015年2月発表)	26,350	9.9	1,000	212.6	1,060	103.4	830	-	27.37
		新・アナリスト予想	24,300	1.4	1,300	306.4	1,380	164.7	1,000	-	32.98
		旧・アナリスト予想 (2015年6月発表)	25,600	6.8	1,350	322.0	1,430	174.3	1,000	-	32.98
2016/12	通期	新・アナリスト予想	25,500	4.9	1,500	15.4	1,580	14.5	1,144	14.4	37.73
		旧・アナリスト予想 (2015年6月発表)	27,000	5.5	1,470	8.9	1,550	8.4	1,090	9.0	35.95

15/12 期上期は
数量面で苦戦も、
大幅増益に

●採算改善と合理化の効果に加え、化成品事業も寄与

15/12 期上期の連結業績は、売上が前年同期比 5%増の 121 億円、営業利益が同 5.0 倍の 6.2 億円、経常利益が同 5.5 倍の 6.8 億円、純利益が 5.3 億円(前年同期は 2.7 億円の赤字)となった。国内では紙・板紙や印刷用インキの市場が縮小傾向を辿っており、今上期も需要が低迷。このため、印刷インキ用・記録材料用樹脂事業の売上が大幅減となったほか、製紙用薬品事業も国内の売上高は伸び悩んだ。一方、中国を中心とした海外で製紙用薬品の販売が増加したのに加え、前期 2Q に KJ ケミカルズを子会社化して化成品事業が加わったため、連結全体で小幅増収を確保した。利益面では、製紙用薬品事業が国内での採算改善と中国での合理化・コスト削減の効果で好調に推移。印刷インキ用・記録材料用樹脂事業も、原料安と合理化の効果で大きく利益を伸ばした。化成品事業は、販売増加と減価償却費負担の軽減で黒字に転換。連結全体で、利益面では高い伸びとなった。

表1. 連結業績の推移

(単位:百万円)

	14/12期			15/12期			16/12期		
	上期	上期	伸率	通期	会社計画	QBR 予想	伸率	QBR 予想	伸率
製紙用薬品事業	7,532	7,636	1.4%	15,461	15,731	15,650	1.2%	16,600	6.1%
国内	6,952	6,912	-0.6%	14,184	13,993	14,000	-1.3%	14,200	1.4%
海外	691	812	17.5%	1,515	1,928	1,850	22.1%	2,700	45.9%
調整	-112	-88	-	-238	-190	-200	-	-300	-
印刷インキ用・記録材料用樹脂事業	3,109	2,693	-13.4%	5,951	5,391	5,100	-14.3%	5,000	-2.0%
化成品事業	864	1,771	105.0%	2,558	3,508	3,550	38.8%	3,900	9.9%
売上高	11,504	12,101	5.2%	23,970	24,630	24,300	1.4%	25,500	4.9%
製紙用薬品事業	323	514	59.1%	774	1,185	1,210	56.3%	1,370	13.2%
国内	414	458	10.6%	881	1,069	1,085	23.2%	1,200	10.6%
海外	-93	42	-	-118	172	180	-	230	27.8%
調整	1	13	-	11	-56	-55	-	-60	-
印刷インキ用・記録材料用樹脂事業	14	120	753.0%	63	120	150	139.2%	160	6.7%
化成品事業	-34	219	-	-92	351	400	-	470	17.5%
調整額	-179	-228	-	-425	-460	-460	-	-500	-
営業利益	124	625	404.6%	320	1,200	1,300	306.4%	1,500	15.4%
経常利益	124	679	445.7%	521	1,280	1,380	164.7%	1,580	14.5%
純利益	-266	532	-	-19	980	1,000	-	1,144	14.4%

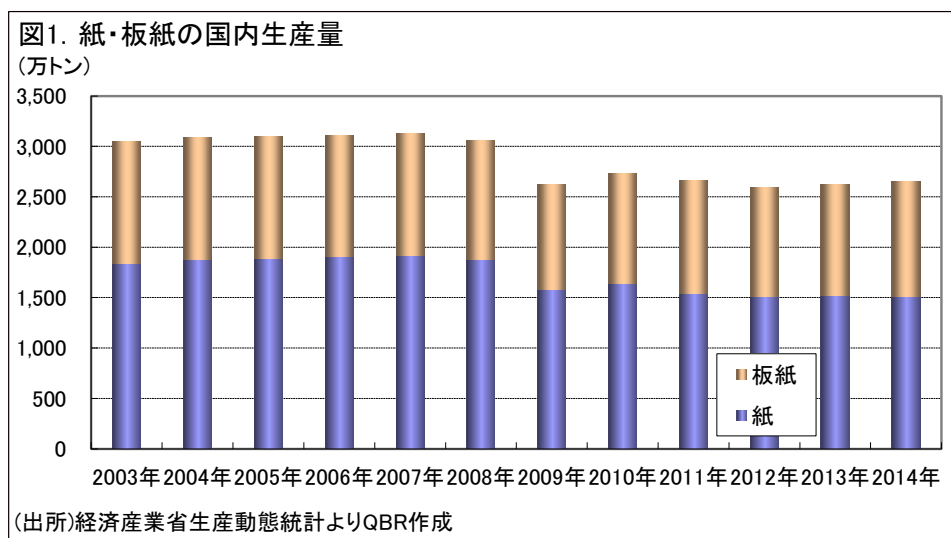
(出所)決算資料などよりQBR作成。予想はQBR

●製紙用薬品事業は海外でも収益が好転

製紙用薬品事業は売上が同 1%増、営業利益が同 59%増だった。漸減傾向が続く国内の紙・板紙の生産量は、印刷・情報用紙を中心に同 2%減少。比較的需要在底堅く推移している板紙や、高付加価値品の販売が増加している家庭紙向けなどで差別化製品の拡販を進めたが、期中に原料市況下落を反映して一部製品価格が下落したこともあり、国内の売上高は同微減となった。一方、海外では、特定の大口顧客への依存度を低める一方、中規模顧客の開拓を進めるとともに、ここでも差別化製品の拡販に努めたことで、2桁の増

収となり、事業全体で若干ながら増収を確保した。

利益面では、前年同期は原料となるロジンや石化製品の市況が上昇する中、製品価格の値上げが遅れて利益率が低下していたのに対し、14 年後半から原料市況が反落する中、値上げが進展。先述のように、上期後半には製品価格が下落したものの、採算は大きく改善し、国内で 2 桁の増益となった。苦戦の続いていた海外では、前期中に減損処理を実施したほか、現地人材の活用や購買の見直しなど合理化を徹底したことで、黒字に転換。事業全体で大幅な増益を達成した。



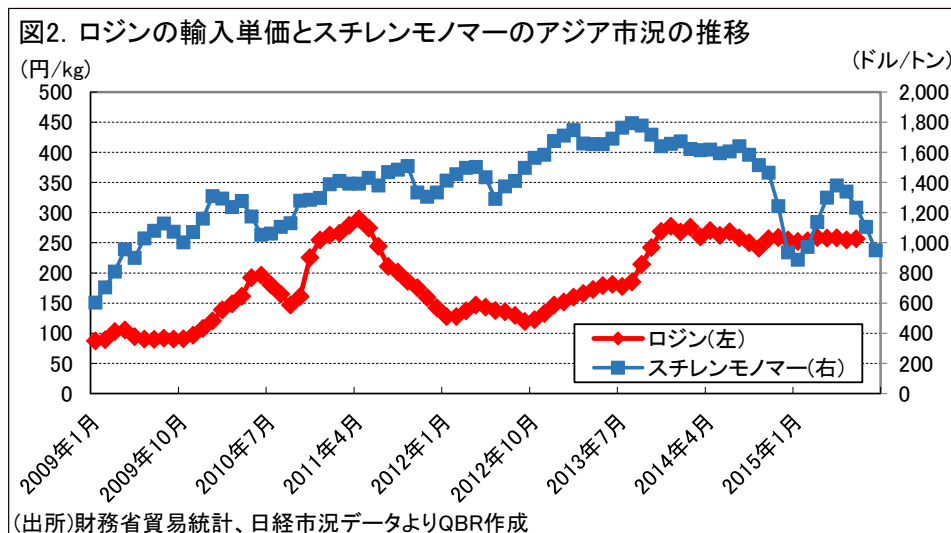
●樹脂事業は国内需要低迷を原料安と合理化でカバー

印刷インキ用・記録材料用樹脂事業は売上高が同 13%減、営業利益が同 8.5 倍となった。国内の印刷インキの生産量は、デジタル化の進展などを背景に、オフセットインキや新聞インキを中心に同 3%減少。同社製品の販売数量も、フレキシインキ用樹脂やグラビアインキ用樹脂は堅調に推移したものの、オフセットインキ用樹脂の落ち込みをカバーできず、大きく減少した。また、プリンター・コピー機用トナーも、競争激化が影響して出荷が低迷。環境規制の強化が進む中国で、水性インキ用樹脂などの出荷が増加したものの、事業全体で売上高は 2 桁減を避けられなかった。利益面では、ここでも原料市況下落のメリットが現れたほか、合理化・コスト削減も進み、利益水準が回復した。

●化成品事業は販売も順調で、高水準の利益を計上

化成品事業は、売上高が同 2.1 倍となり、営業損益は黒字に転換した。前年同期は、KJ ケミカルズ買収後の 3 カ月間が連結対象だったが、今期は期を通じて寄与。塗料向けなど既存用途に加え、電子材料用途や化粧品用途など、新規分野の需要開拓も進み、円安による輸出増の追い風もあって売上高は大きく増加した。前年同期は買収に伴う減価償却費負担が重く、赤字とな

っていたが、これが軽減するとともに、売上高も堅調に推移したことで、一転して高水準の利益を計上した。



通期でも大幅な増益を見込む

●従来予想を小幅減額したが、見方に大きな変更はない

15/12 期通期の連結業績について QBR では、従来予想を売上高 256 億円→243 億円(前期比 1%増)、営業利益 14 億円→13 億円(同 4.1 倍)へ修正する。印刷インキ用・記録材料用樹脂事業の想定以上の販売数量減の影響に加え、原料市況低下に対応した製品価格下落などを織り込んで、売上高を減額。利益面でも、製紙用薬品、印刷インキ用・記録材料用樹脂の両事業を中心に見通しを小幅引き下げた。前期比では、化成品事業の好調と、国内外・各事業での合理化、原料安などの効果で大幅な増益になるとの見方に変更はない。会社側は、期初公表の業績見通しを、売上高 264 億円→246 億円、営業利益 10 億円→12 億円としたが、原料市況などについて慎重な見方をしており、利益面でこれを上回る公算が大きいと考える。

下期も需要面では厳しいが、利益は着実に拡大へ

●化成品事業が利益面でも大きく寄与へ

製紙用薬品事業については、売上高が同 1%増、営業利益が同 56%増を予想する。国内の紙・板紙の生産量は下期も小幅減少し、同社の薬品の出荷も伸び悩む見通し。一方、中国では、新規顧客の開拓などで出荷が着実に増加し、製品価格下落の影響を吸収して年間でもこの事業の売上高は若干ながら増加しよう。利益面では、下期は一段の大幅な採算改善は見込み難いものの、石化系原料の市況は依然として低下基調にあり、国内外での合理化・コスト削減、高付加価値品強化の効果とあわせて利益を伸ばせると考える。

印刷インキ用・記録材料用樹脂事業は、売上高は同 14%減、営業利益が同 2.4 倍を見込む。上期同様、需要低迷と競争激化の影響で各種インキ用樹脂、トナーなどの販売は下期も苦戦が避けられそうにない。利益面でも、急激な原料市況下落で利益が回復局面にあった前年同期との比較では、下期は

業 績

減益を余儀なくされそうだが、上期の好調により、年間ではこれも大幅な増益となりそう。

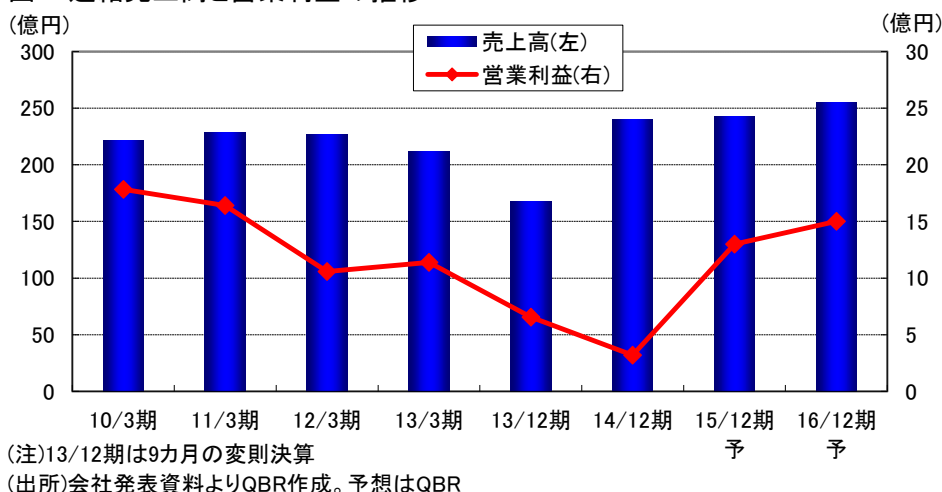
化成品事業は、売上高が同 39%増となり、利益面でも連結業績に大きく寄与する見通し。下期も引き続き、化粧品や電子材料など、新用途を中心に順調に販売を伸ばそう。

16/12 期も増収、増益を予想する

●国内需要は低迷が続くが、高付加価値化と海外の伸びでカバーへ

続く 16/12 期については、売上高が前期比 5%増の 255 億円、営業利益が同 15%増の 15 億円を予想する。印刷インキ用・記録材料用樹脂事業の需要低迷が従来の想定以上に厳しく、売上高を減額したものの、化成品事業の好調などを受けて、利益面では小幅増額修正した。国内では製紙用薬品、各種樹脂とも需要の大幅な増加は見込めないが、製紙メーカーの操業性向上や品質安定、省資源化に資するソリューション提供、印刷インキの水溶性・低揮発性物質化に対応した製品の拡販による高付加価値製品へのポートフォリオ転換などにより、業績は堅調に推移すると考える。中国を中心とした海外でも、需要の伸びと新規顧客の開拓に応じた販売数量の増加で業績を拡大、化成品事業の一段の伸びとあわせ、増収、増益基調が続く見通しだ。

図3. 連結売上高と営業利益の推移



次期中期経営計画に注目

●海外展開などを一段と強化へ

15/12 期を最終年度とする中期経営計画「CS VISION-I」で目指していた連結売上高 288 億円、営業利益 18 億円の目標は、国内での出荷数量減少と原料高による採算悪化で大幅な未達となる見通しだ。ただし、ここで目指していた、中国など地域的な事業拡大と、エレクトロニクスをはじめとした成長分野での事業拡大が成果を現しつつあるほか、KJ ケミカルズの子会社化も実現。合理化・コスト削減による体質強化も進んでおり、今後に期待が持てる状況だ。16/12 期から開始する次期中期経営計画でも、比較的堅調に推

新事業の早期戦力
化にも期待

移している板紙向けの製紙用薬品の一段の強化や、東南アジア諸国を含めた一段の海外販売の拡大、新事業の早期戦力化などを目指すとみられ、その内容に注目したい。

●CNF はパイロット設備が完成し、顧客の評価段階に

同社は現在、新規事業としてセルロースナノファイバー (CNF) と銀ナノワイヤの実用化を急いでいる。CNF は植物繊維をナノサイズまでほぐすことで得られるもので、鋼鉄の 5 倍の強度を持ちながら、重さはその 5 分の 1 であり、熱膨張性もガラスの 50 分の 1 にとどまるという特徴を持つ。これを補強用繊維として用い、各種プラスチックと複合化することで、高い強度を持つ樹脂複合材料が得られる。用途としては、低燃費化を目的とした軽量化が重要になっている自動車向けで、既存の樹脂製品の代替や、金属部材の置換などが期待されるほか、家電、モバイル機器などでも採用拡大が見込まれる。NEDO (新エネルギー・産業技術総合開発機構) などと協力して開発を進めており、現在、パイロット設備で生産し、これを顧客側が評価を進めている段階で、今後は早期に採用の具体化が待たれる。製品として本格採用されるのは数年先になるとみられるが、引き続き、その動向に注目していきたい。

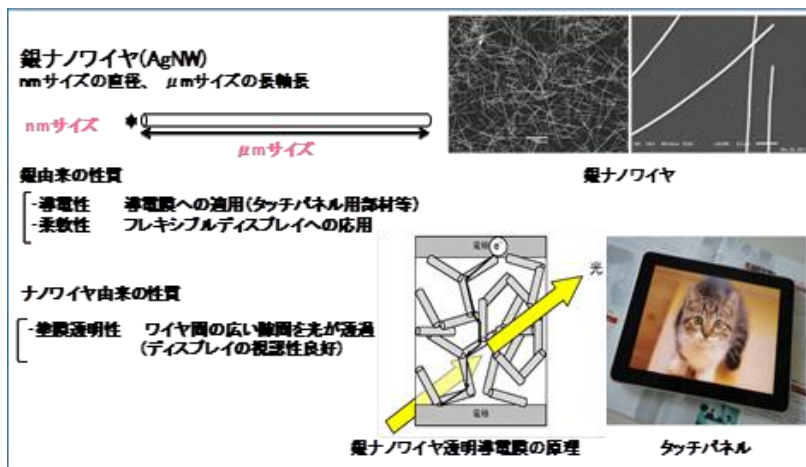
図 4. 変性セルロース配合樹脂ペレット



(出所)会社説明会資料

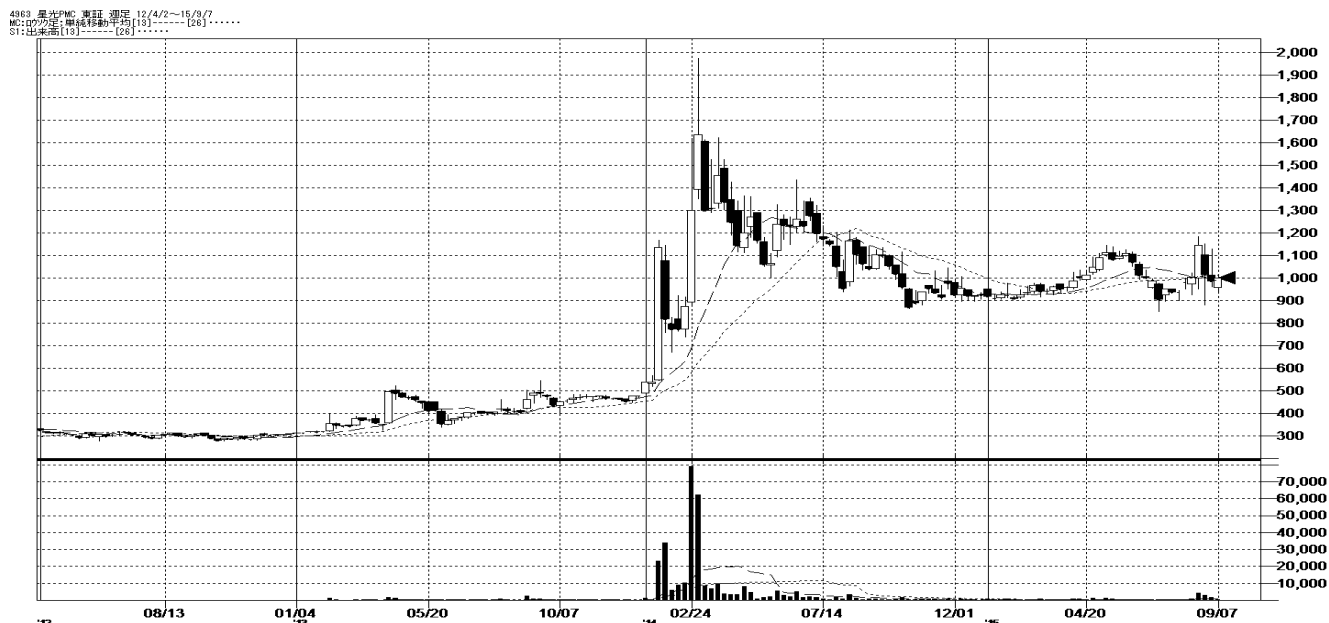
銀ナノワイヤは、直径がナノメートル (100 万分の 1 ミリメートル) サイズ、長軸の長さがマイクロメートル (1000 分の 1 ミリメートル) サイズの筒状の導電性材料で、柔軟性を併せ持つ。ここでは、その特性を生かし、高精細の大画面ディスプレイや曲面・フレキシブルタイプのディスプレイ、タッチパネルなどへの展開が見込まれる。ITO (酸化インジウムスズ) など現在主流の競合材料を置換するのは難しいが、曲面ディスプレイなどでは早期の採用も予想されるため、16~17 年中の実績化に期待したい。

図 5. 銀ナノワイヤ



(出所)会社説明会資料

この他、光学弾性樹脂(OCA)の製品化も進めている。これは、ウレタンアクリル樹脂をベースとした溶剤フリーの液状樹脂で、紫外線照射により各種の厚みを持つシートが容易に製造できる。高い透明性や柔軟性、耐久性を持っており、液晶ディスプレイやタッチパネルモジュールなどの製造工程において、その貼り合わせなどに用いることができる。これも、早期の業績寄与が見込まれ、新分野として注目する。



(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
 上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
 上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2013/03	2013/12	2014/12	2015/12 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	400	548	1,978	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	278	327	474	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	4,295	17,169	267,998	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	21,122	16,750	23,970	24,300
	営 業 利 益	百 万 円	1,139	656	319	1,300
	経 常 利 益	百 万 円	1,215	923	521	1,380
	当 期 純 利 益	百 万 円	727	627	-18	1,000
	E P S	円	24.00	20.70	-0.61	32.98
	R O E	%	3.7	3.1	-0.1	4.9
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	17,061	17,825	18,263	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	9,629	10,069	10,771	-
	資 産 合 計	百 万 円	26,690	27,895	29,035	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	6,457	6,943	7,806	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	372	818	1,310	-
	負 債 合 計	百 万 円	6,829	7,762	9,116	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	19,774	20,038	19,746	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	19,860	20,133	19,918	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	2,228	941	774	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-1,748	-708	-201	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	-410	-363	-278	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	531	448	790	-

リスク分析

事業に関するリスク

● 需要動向

同社の製品の出荷量は、国内製紙メーカーや各種印刷用インキメーカーの生産量に大きく左右される。これらの製品の需要は、出版物の発行部数減少や新聞の頁数減少、デジタル化の進展などの影響で漸減傾向にあり、今後も国内の総需要が大きく増加しない中での販売競争が続く見込み。また、円高が進行すると紙の輸入量が増加し、国内生産が減少することになるため、需要低迷に一時的に拍車がかかることになる。

● 競争環境

国内の製紙用薬品の市場は同社を含む3社でほぼ寡占状態となっており、新規参入によるシェア低下などのリスクは小さいが、3社間での競合のほか、顧客である大手製紙メーカーの合理化・生産設備統廃合などの影響による販売減少などには注意を払っていく必要がある。

● 海外事業

国内需要の伸び悩みを受けて、同社は中国をはじめとした海外市場での製紙用薬品の拡販を図っている。マクロ経済の成長を追い風に、中国での紙の生産は拡大を続けているが、低価格品に強みを持つ現地メーカーを含めて製紙用薬品の販売競争は厳しく、今後の事業展開にも予断を許さない。

● 原料市況

製紙用薬品事業、印刷インキ用・記録材料用樹脂とも、ロジン、アクリルアマイドなど原燃料市況の変動に採算が大きく左右される。特にロジンは天然物であるため、原産地である中国での市況変動が大きい。為替市況の影響も避けられない。これが製品価格に転嫁できるまでには一定のタイムラグが発生するため、原料高局面では一時的に採算が大きく悪化する傾向がある。

● 新製品

新規事業として、セルロースナノファイバーと銀ナノワイヤの早期事業化に取り組んでいるが、特にセルロースナノファイバーでは、海外の大手製紙メーカーを含めて競合が厳しい。同社は技術力を活かしたライセンス供与のような形での事業展開も視野に入れている模様だが、規模の点では競合相手に劣るため、今後は事業展開のスピードが一段と重要になる。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html>