

## 海外での出荷好調と原料安により、利益面で上方修正

## アップデートレポート

QUICK 企業価値研究所  
伊藤 健悟

## 主要指標 2016/9/12 現在

株 価	1,127 円
年初来高値	1,577 円 (1/12)
年初来安値	815 円 (2/12)
発行済株式数	30,743,604 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	34,648 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	12 円
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	51.45 円
実 績 P B R	1.65 倍

## 直前のレポート発行日

ベ ー シ ッ ク	2016/3/15
リサーチノート	2016/6/9

## 上期は数量増と原料安で大幅な増益に

16/12 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 1%減の 120 億円、営業利益が同 72%増の 11 億円となった。国内では、紙・板紙や印刷用インキの需要低迷が続いているが、この期間は生産量がほぼ前年同期並みとなり、同社の製紙用薬品、印刷インキ用・記録材料用樹脂の出荷も前年同期並みの水準を確保。中国では、既存大手顧客向けを中心に製紙用薬品の出荷が大きく増加した。また、化成品事業では、化粧品向けや電子材料向けなど幅広い用途で出荷が拡大。原料安に伴う製品価格下落と、円高による邦貨換算額の減少で売上高は連結全体で伸び悩んだが、数量増と原料安、合理化などの効果で利益は大きく増加した。

## 売上高は伸び悩むが、年間でも利益は順調に拡大へ

16/12 期通期の連結業績について企業価値研究所では、従来予想を売上高 240 億円→237 億円(前期比 4%減)、営業利益 18 億円→20 億円(同 55%増)へ修正する。円高と製品価格下落で売上高は従来予想を下回るものの、販売数量は各分野とも想定以上に順調に推移。下期は設備の定期修繕実施に伴う費用増などが見込まれるが、製紙用薬品など各事業とも前年同期比では利益の伸びが続き、年間で従来予想を上回る増益となりそうだ。会社側も、従来予想を営業利益で 15 億円→20 億円へ引き上げたが、これを小幅上回る公算が大きいと考える。続く 17/12 期も、海外での数量増と合理化などの効果で順調な業績拡大が続こう。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
2015/12	通 期	実 績	24,569	2.5	1,318	312.1	1,335	156.2	1,072	-	35.39
2016/12	通 期	新・会社予想 (2016年8月発表)	24,090	-2.0	1,960	48.7	1,890	41.5	1,500	39.8	49.47
		旧・会社予想 (2016年2月発表)	24,830	1.1	1,460	10.7	1,520	13.8	1,130	5.3	37.27
		新・アナリスト予想	23,700	-3.5	2,040	54.7	2,000	49.8	1,560	45.4	51.45
		旧・アナリスト予想 (2016年6月発表)	24,000	-2.3	1,750	32.7	1,820	36.3	1,400	30.5	46.17
2017/12	通 期	新・アナリスト予想	24,500	3.4	2,200	7.8	2,300	15.0	1,780	14.1	58.70
		旧・アナリスト予想 (2016年6月発表)	25,200	5.0	2,000	14.3	2,070	13.7	1,530	9.3	50.46

## 業 績

16/12 期上期は  
数量増と原料安で  
大幅増益に

●製品価格下落で売上高は伸び悩むが、利益は拡大

16/12 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 1%減の 120 億円、営業利益が同 72%増の 11 億円、経常利益が同 45%増の 9.8 億円、純利益が同 54%増の 8.2 億円となった。国内では紙・板紙や印刷用インキの市場が中長期的に縮小傾向を辿っているが、今上期は市場全体で生産量がほぼ前年同期並みで推移。同社の製紙用薬品、印刷インキ用・記録材料用樹脂の出荷数量もほぼ横ばいを確保した。また、中国を中心とした海外では、各種製紙用薬品や、環境対応型の水性インキ用樹脂などの出荷が拡大。化成品事業が順調に出荷を伸ばしたこともあり、販売数量は連結全体で同 7%増加した。一方、原油・ナフサ市況下落や円高などの影響で製品価格も低下したため、円高の影響とあわせて売上高は小幅減となっている。利益面では、数量増に加え、製品価格下落に原料安が先行したことによる採算改善、合理化などの効果が大きく、営業利益段階から大幅な増益を達成した。

表1. 連結業績の推移

(単位:百万円)

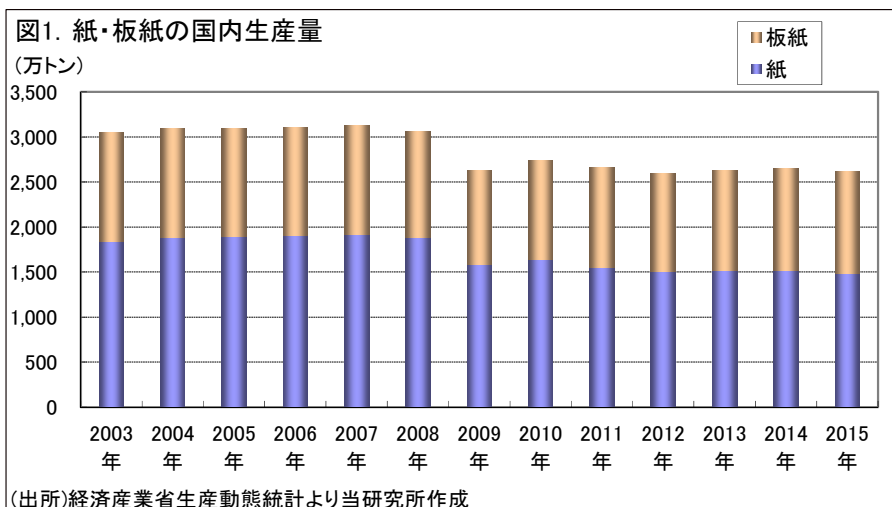
	15/12期		16/12期		15/12期 通期 実績	会社 計画	16/12期			17/12期	
	上期 実績	上期 実績	伸率	当研究所予想			当研究所予想				
				前回			今回	伸率	今回	伸率	
製紙用薬品事業	7,636	7,546	-1.2%	15,822	15,470	15,300	15,100	-4.6%	15,500	2.6%	
印刷インキ用・記録材料用樹脂事業	2,693	2,610	-3.1%	5,364	5,130	5,000	5,000	-6.8%	5,100	2.0%	
化成品事業	1,771	1,856	4.8%	3,385	3,490	3,700	3,600	6.4%	3,900	8.3%	
売上高	12,101	12,012	-0.7%	24,570	24,090	24,000	23,700	-3.5%	24,500	3.4%	
製紙用薬品事業	514	890	73.3%	1,293	1,794	1,650	1,800	39.2%	1,950	8.3%	
印刷インキ用・記録材料用樹脂事業	120	131	9.7%	149	211	100	220	47.4%	240	9.1%	
化成品事業	219	254	16.0%	322	382	500	450	39.9%	530	17.8%	
調整額	-228	-200	-	-446	-428	-500	-430	-	-520	-	
営業利益	625	1,076	72.2%	1,318	1,960	1,750	2,040	54.7%	2,200	7.8%	
経常利益	679	983	44.8%	1,336	1,890	1,820	2,000	49.8%	2,300	15.0%	
純利益	532	821	54.2%	1,073	1,500	1,400	1,560	45.4%	1,780	14.1%	

(注)この表では、千円単位の数値を用いて表記・計算している

(出所)決算資料などより当研究所作成。予想は当研究所

●製紙用薬品は中国での出荷が大きく増加

製紙用薬品事業は売上高が同 1%減、営業利益が同 73%増だった。国内の紙・板紙の生産量は中長期的に漸減傾向が続いているが、今期上期は同 0.3%増とほぼ横ばい圏で推移。製紙用薬品業界では厳しい販売競争が続いたものの、きめ細かい営業活動の推進と、差別化製品の投入などで同社製品の出荷量も微増を確保し、ほぼ市場並みの伸びとなった。中国では、既存の大口顧客向けで販売が増加したほか、新規開拓に注力している中規模顧客向けの販売も差別化製品を中心に着実に伸長し、販売数量が大幅に増加した。一方、原料となる石化製品やロジンなどの価格が低下傾向を辿ったことで、販売価格も下落。円高による邦貨換算額の減少もあり、売上高は部門全体で伸び悩んだ。利益面では、海外での販売数量増の効果に加え、製品価格の下落幅以上に原料安が進んだことによる採算改善の効果が大きく、コスト削減の効果とあわせて大幅な増益を達成した。

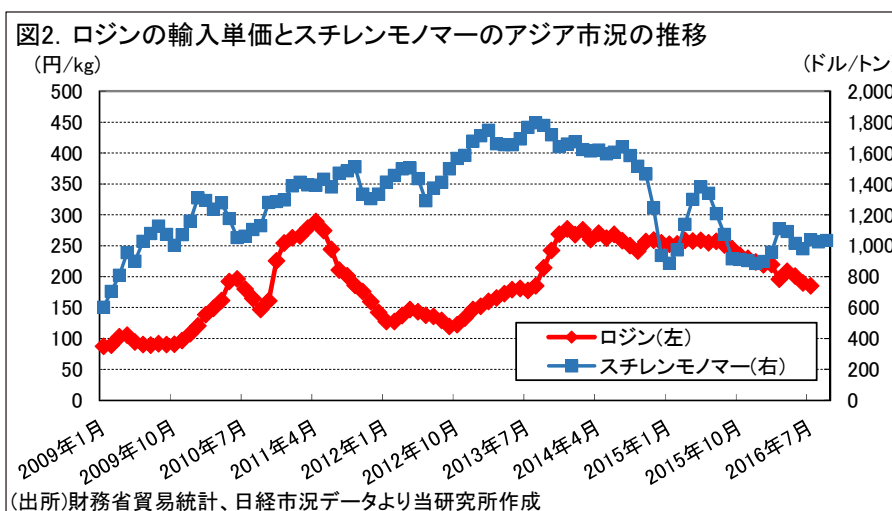


●印刷インキ用・記録材料用樹脂事業の出荷量も底堅く推移

印刷インキ用・記録材料用樹脂事業は売上高が同 3%減、営業利益が同 10%増となった。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の減少が続いたが、グラビアインキなどが増加して全体では同 0.3%増加。同社製品も、オフセットインキ用樹脂や、プリンター・コピー機用トナーなどの出荷が落ち込んだが、水性インキ用樹脂などは好調に推移し、ほぼ前年同期並みの出荷量を確保した。ここでも原料安に伴う価格下落が進んだことで売上高は小幅減少したものの、コスト削減・合理化を進めたほか、中国での環境規制対応型製品の出荷増などの効果が大きく、利益は堅調に推移した。

●化成品事業は総じて好調で増収、2桁増益に

化成品事業は、売上高が同 5%増、営業利益が同 16%増だった。化粧品原料向けや電子材料向けなど、主要製品の出荷が輸出向けを中心に好調に推移。円高の影響も吸収して売上高を伸ばした。利益面では、販売数量の増加に加え、合理化の進展、設備の定期修繕実施時期の下期への先送りによる費用減などもあり、2桁の増益となっている。



## 業績

## 通期業績予想を利益面で上方修正

## ●年間でも売上高は伸び悩むが、利益は大幅増に

16/12期通期の連結業績について当研究所では、従来予想を売上高240億円→237億円(前期比4%減)、営業利益18億円→20億円(同55%増)へ修正する。印刷インキ用・記録材料用樹脂事業を中心に、販売数量は各事業とも総じて従来の想定を上回っているが、原料・製品市況下落と円高の影響が大きく、売上高を小幅減額。利益面では、数量増の効果に加え、原料安とコスト削減の進展を受けて、上方修正した。前期比では、価格下落の影響で減収となるものの、利益は高い伸び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248億円→241億円、営業利益15億円→20億円に修正。各分野の見方に大きな違和感はないが、利益面ではこれを若干ながら上回る公算が大きいと考える。

## ●印刷インキ用・記録材料用樹脂事業も低水準ながら利益を拡大へ

製紙用薬品事業については、売上高が同5%減、営業利益が同39%増を予想する。国内では、印刷情報用紙の需要低迷が続く一方、ネット通販の利用増などを追い風として板紙は堅調に推移し、紙・板紙の生産量は年間でもほぼ前期並みとなる見通しで、同社の製紙用薬品の出荷も横ばい程度となろう。中国では、現地メーカー向けに引き続き拡販に取り組んでおり、紙力増強剤や印刷適性向上剤など高付加価値製品の需要増もあって、順調に出荷が伸びると予想する。原料安進展に伴う製品価格下落のほか、円高も売り上げ面でマイナス要因となるため、従来予想以上の減収が避けられそうにないが、海外での数量増と採算改善の効果により、利益は高い伸びとなろう。

印刷インキ用・記録材料用樹脂事業は、売上高が同7%減、営業利益が同47%増を予想する。従来は、オフセットインキ用樹脂やプリンター・コピー機用トナーなどの数量減で苦戦が避けられないと考えていたが、水性インキ用樹脂などが好調に推移しており、販売数量は従来の想定を上回る見通しとなった。価格下落の影響が大きいため、従来予想通りの減収となるものの、原料安効果とあわせて利益は底堅く推移し、低水準ながら、前期比では大幅な増益を達成できそうだ。

化成品事業は、売上高が同6%増、営業利益が同40%増を見込む。円高の影響が厳しいほか、国内外での新製品発売へ向けた申請費用や設備の定期修繕費用などがかさむため、売上高、利益とも従来予想を下回るものの、引き続き、電子材料や化粧品向けなどで拡販が進むほか、3Dプリンター用のUV硬化樹脂なども拡大し、前期比では増収、増益を達成できよう。

## ●国内需要の伸びは見込み難いが、高付加価値化と海外成長で業績は拡大へ

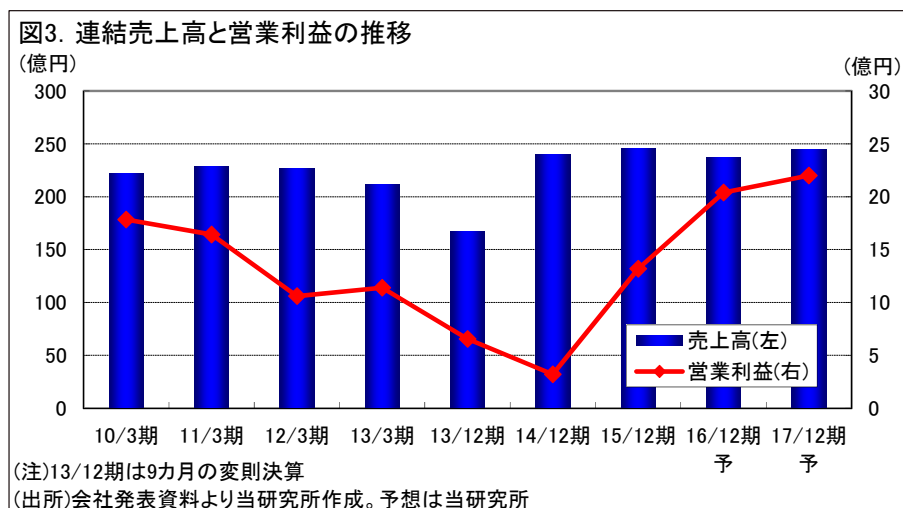
続く17/12期については、売上高が前期比3%増の245億円、営業利益が同8%増の22億円を予想する。16/12期同様、価格下落と円高の影響を受けて売上高の見通しを減額する一方、各分野での販売好調と合理化の進展などを織り込んで利益面では上方修正した。国内では製紙用薬品、各種樹脂とも

## 3事業とも年間で大幅な増益を予想する

## 17/12は増収、増益を予想



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、印刷インキの水性化・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や新製品の戦力化の効果とあわせ、増益基調が続く見通しだ。



海外展開などを一段と強化へ

#### ●新たな M&A の実現などに期待

同社は今期から、18/12 期までを対象とした中期経営計画「CS VISION-II」に取り組んでいる。基本方針は、15/12 期まで進めてきた前中期経営計画を継承し、「環境変化に左右されない強固な国内事業基盤を構築して成長の礎とし、その基盤の上に、新規事業立上げによる事業の多角化と、アジアを中心としたグローバルな事業展開を通じて、持続的な成長を遂げる企業グループを目指す」というもの。「CS」は、人々の豊かな暮らしと、地球環境に貢献する「Chemical Solution」をお客様に提供し、「Customer Satisfaction」を積み重ねて、お客様と社会への貢献を通じて企業基盤を強化することで、「Corporate Sustainability」を高めていく、という意味が込められている。

計画最終年度の数値目標としては、連結売上高 272 億円、営業利益 22 億円を掲げる。この数値目標に織り込んでいないが、M&A のための資金枠を設定し、技術・製品の獲得だけでなく、東南アジア地域での販路獲得なども含め、積極的に案件を模索していく方針だ。製紙用薬品など主力事業で国内では大幅な需要の伸びが見込めない中、持続的成長へ向けて海外事業の拡大や新規製品の開発を強化するのは正しい方策だと考える。原料市況などに左右される面も大きいですが、利益面では計画の超過・前倒しでの達成も可能とみられ、一段の拡大へ向けた M&A の成否などを含め、今後の動向を注視していきたい。

表2. 中期経営計画「CS-VISION II」の概要

(単位:百万円)

国内事業基盤の強化				
製紙用薬品事業:成熟市場の中で、差別化されたソリューションの提供、製品の高性能化、新たな薬品の開発により、顧客との関係強化と市場シェア拡大を目指す				
樹脂事業:競争力のある水性インキ用樹脂の販売に注力するとともに、不採算製品の好採算製品への入れ替えを進めるなど、製品ポートフォリオを見直す				
あわせて、工場設備の合理化、生産品目見直しなども推進				
化成品事業:「〇〇くつつ〇〇」、「〇〇混ざる〇〇」のコンセプトのもとで、機能性創造モノマー・オリゴマーの提供による、確固たる事業基盤の構築を図る				
3Dプリンター分野に向けた新素材開発にも注力				
事業領域の拡大				
海外事業展開の加速:製紙用薬品は製品ポートフォリオを拡充するとともに、海外生産工場を最大限活用。樹脂事業は中国での印刷インキ水性化のニーズに対応する				
新規開発事業:セルロースナノファイバー(CNF)、銀ナノワイヤの事業化へ向けた取り組みを継続。更なる新規事業の探索も				
外部資源の活用				
上記の戦略を実行するため、業務・資本提携を通じた他社の事業インフラの活用も検討。あわせて、M&Aの積極活用を図る				
数値目標				
	15/12期実績		18/12期計画	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益
製紙用薬品	15,821	1,293	17,334	1,700
印刷材料用・記録材料用樹脂	5,363	149	5,866	478
化成品	3,384	321	4,000	448
共通費・連結調整	-	-445	-	-426
合計	24,569	1,318	27,200	2,200
海外売上高比率		14.9%		21.2%

(出所)会社発表資料より当研究所作成

図 4.CS VISION-II の基本方針



(出所)会社説明会資料

## ●銀ナノワイヤとOCAは中期計画中に業績に本格寄与へ

同社は現在、既存事業の強化・拡大に加え、新事業の早期戦力化へ向けた取り組みも強化している。中期経営計画中の業績寄与が期待される銀ナノワイヤは、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、タッチパネルやフレキシブルディスプレイ、ウェアラブルデバイスなどへの展開が期待される。

新事業の早期戦力化にも期待

既に市場では同様の製品が一部で採用されており、本格採用・業績寄与への期待は大きいと考える。また、光学弾性樹脂(OCA)は既に出荷が始まっており、今後本格的な寄与が見込まれる。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での使用が見込まれる。この他、KJケミカルズが発売した、UV硬化型オリゴマーも期待される。低硬化収縮性、速硬化性に加えて耐屈曲性、モノマーへの優れた溶解性を有するウレタン系オリゴマーで、接着剤やコーティング材、インキなどでの需要が見込まれる。

図 5. 銀ナノワイヤ



(出所)会社説明会資料

中期計画中の業績寄与は難しいものの、引き続き、セルロースナノファイバー(CNF)の本格事業化へ向けた取り組みを進める方針だ。これ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、中期計画期間中にも、事業化への道筋が明確になることを期待したい。

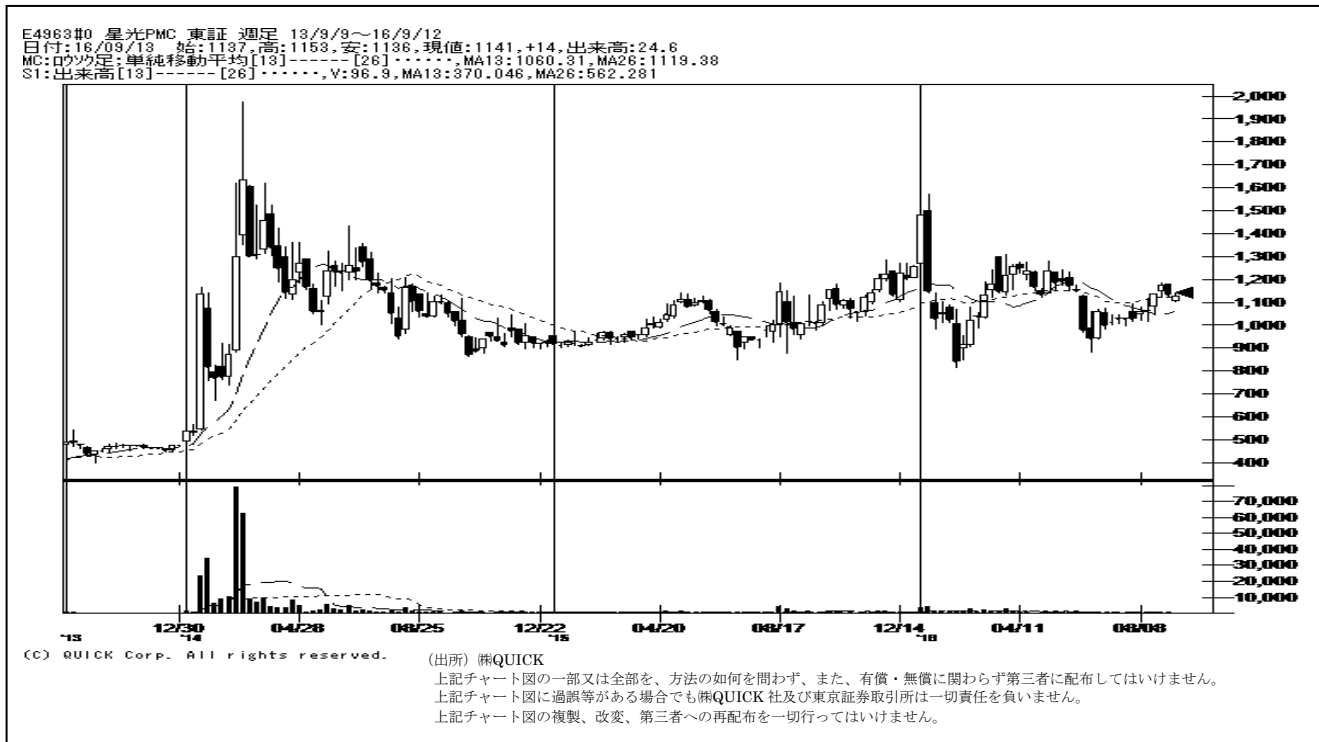
図 6.セルロースナノファイバー



(出所)会社説明会資料



## 企業価値研究所



			2013/12	2014/12	2015/12	2016/12 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	548	1,978	1,290	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	327	474	850	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	17,169	267,998	32,616	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	16,750	23,970	24,569	23,700
	営 業 利 益	百万円	656	319	1,318	2,040
	経 常 利 益	百万円	923	521	1,335	2,000
	当 期 純 利 益	百万円	627	-18	1,072	1,560
	E P S	円	20.70	-0.61	35.39	51.45
	R O E	%	3.1	-0.1	5.4	7.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	17,825	18,263	18,442	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	10,069	10,771	10,488	-
	資 産 合 計	百万円	27,895	29,035	28,931	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	6,943	7,806	7,137	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	818	1,310	1,399	-
	負 債 合 計	百万円	7,762	9,116	8,537	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	20,038	19,746	20,288	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	20,133	19,918	20,394	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	941	774	1,956	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-708	-201	-1,540	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-363	-278	-368	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	448	790	817	-

## 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 QUICK（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。

## &lt;指標の説明について&gt;

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/ir-clips/analyst-report/02.html>