

## 想定以上の原料安と合理化により利益面で上方修正

## アップデートレポート

(株) QUICK  
伊藤 健悟

## 主要指標 2019/9/12 現在

株 価	770 円
年初来高値	913 円 (2/25)
年初来安値	702 円 (1/4)
発行済株式数	30,743,604 株
売買単位	100 株
時価総額	23,672 百万円
予想配当 (会社)	16 円
予想EPS (アナリスト)	61.01 円
実績PBR	0.94 倍

## 直前のレポート発行日

ベシク	2019/3/18
アップデート	2018/9/11

## 上期は新規連結や原料安の効果で業績が拡大

19/12 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 8%増の 135 億円、営業利益が同 29%増の 12 億円となった。製紙用薬品事業では、国内に加えて中国でも紙の生産量が減少したため減収を強いられたが、原料安の効果で利益は増加。樹脂事業では主力の印刷インキ用樹脂などの苦戦が続いたものの、19 年 1 月に新綜工業を連結子会社化した効果で業績を大きく拡大した。化成品事業も水系塗料用モノマーの出荷回復で好調に推移し、連結全体で増収、増益を達成した。

## 中国での需要減速の影響を受けるが、通期でも増益を見込む

19/12 期通期の連結業績に関して QUICK 企業価値研究所では、従来予想を売上高 285 億円→276 億円（前期比 7%増）、営業利益 24 億円→25 億円（同 27%増）へ修正する。従来、新綜工業の連結子会社化と乾燥紙力増強剤などの出荷増で増収、増益になるとみていた。見方に大きな変更はないが、米中貿易摩擦による全般的な需要低迷で中国での出荷が総じて苦戦。円高による手取り減少もあって売上高の見通しを減額した。利益面でも販売数量減がマイナス要因となるが、原料安と合理化、製品構成改善などの効果が想定以上に大きく、上方修正となった。

翌 20/12 期も増収、増益を予想する。国内の紙やインキの市場は縮小傾向が続く見込みだが、板紙やグラビアインキなどは拡大する公算が大きい。中国市場も環境対応製品を中心に伸長しよう。こうした分野で販売を伸ばすとともに、CNF（セルロースナノファイバー）など新規分野の製品の出荷も増加し、業績は拡大に向かうと考える。

21/12 期までの中期経営計画では、CNF を含めた新規事業と海外事業の拡大による成長を目指している。19 年 7 月には高成長の続くベトナムでの工場新設も発表した。引き続き、成長手段の 1 つである M&A（合併・買収）を含めて今後の動向を注目していきたい。

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
2018/12	通期	実績	25,889	3.2	1,969	-11.3	2,080	-15.6	1,561	-21.9	51.51
2019/12	通期	会社予想 (2019年8月発表)	27,280	5.4	2,450	24.4	2,520	21.2	1,810	15.9	59.69
		新・アナリスト予想	27,600	6.6	2,500	27.0	2,570	23.6	1,850	18.4	61.01
		旧・アナリスト予想 (2019年6月発表)	28,500	10.1	2,400	21.9	2,480	19.2	1,750	12.0	57.72
2020/12	通期	新・アナリスト予想	28,500	3.3	2,670	6.8	2,750	7.0	1,980	7.0	65.30
		旧・アナリスト予想 (2019年6月発表)	29,500	3.5	2,600	8.3	2,680	8.1	1,890	8.0	62.33

19/12 期上期は  
増収、大幅増益

・新規連結や原料安の効果で業績が拡大

19/12 期上期の連結業績は、売上が前年同期比 8%増の 135 億円、営業利益が同 29%増の 12 億円、経常利益が同 25%増の 13 億円、純利益が同 16%増の 9.0 億円だった。製紙用薬品事業では、国内で板紙の生産が堅調に推移したものの、印刷情報用紙などの低迷が続いたほか、中国でも出荷が落ち込んだため減収となったが、原料安の効果で増益に。樹脂事業では主力のインキ用樹脂などの苦戦が続いたが、19 年 1 月に新綜工業を連結子会社化したことで業績を拡大した。化成品事業も主力の水系塗料用モノマーの出荷回復により好調に推移し、連結全体で増収、大幅増益を達成した。

表 1: 連結業績の推移

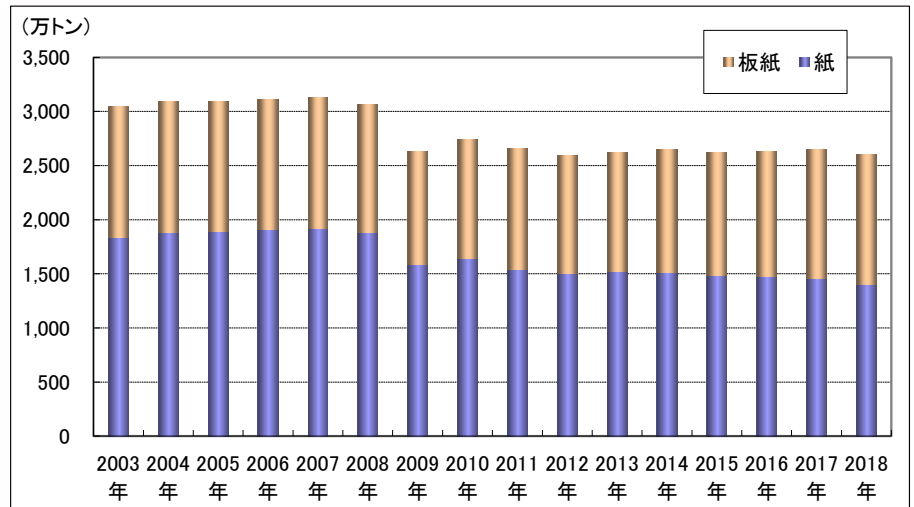
(単位:百万円)	18/12期	19/12期		18/12期	19/12期			19/12期		
	上期 実績	上期 実績	伸率	通期 実績	会社 計画	当研究所予想			当研究所予想	
						前回	今回	伸率	今回	伸率
製紙用薬品事業	8,317	8,212	-1.3%	17,270	16,659	17,400	17,000	-1.6%	17,200	1.2%
樹脂事業	2,580	3,383	31.1%	5,121	6,797	7,300	6,700	30.8%	7,200	7.5%
化成品事業	1,668	1,937	16.2%	3,497	3,824	3,800	3,900	11.5%	4,100	5.1%
売上高	12,564	13,532	7.7%	25,889	27,280	28,500	27,600	6.6%	28,500	3.3%
製紙用薬品事業	778	843	8.4%	1,607	1,761	1,700	1,800	12.0%	1,860	3.3%
樹脂事業	122	314	157.0%	244	597	650	600	146.0%	690	15.0%
化成品事業	210	255	21.2%	420	467	400	480	14.3%	520	8.3%
調整額	-157	-183	-	-302	-375	-350	-380	-	-400	-
営業利益	953	1,228	28.9%	1,969	2,450	2,400	2,500	27.0%	2,670	6.8%
経常利益	1,008	1,265	25.4%	2,080	2,520	2,480	2,570	23.6%	2,750	7.0%
純利益	775	901	16.2%	1,562	1,810	1,750	1,850	18.4%	1,980	7.0%

(出所) 会社決算資料より当研究所作成。予想は当研究所

製紙用薬品事業は  
減収ながら増益に

製紙用薬品事業は売上が同 1%減、営業利益が同 8%増だった。国内では、ネット通販の利用増加による段ボールの需要拡大などを追い風として板紙の生産が増加したものの、出版物・新聞などの発行部数・頁数の減少やオフィスのデジタル化進展により、印刷情報用紙を中心に紙の生産数量が落ち込み、紙・板紙の合計では生産数量が同 2%減少。中国でも、景気減速の影響で紙、板紙とも生産が伸び悩んだ。こうした中、国内では板紙向けの乾燥紙力増強剤の出荷が順調に拡大。前年同期に実施した、設備事故のあった同業他社向けの代替出荷の反動減を吸収して国内の売上高は製紙用薬品全体でも堅調に推移したものの、中国での出荷減少が厳しく、製紙用薬品事業全体で小幅減収となった。一方、利益面では原料安と合理化の効果が大きく、順調な伸びをみせた。

図 1. 国内の紙・板紙の生産量の推移

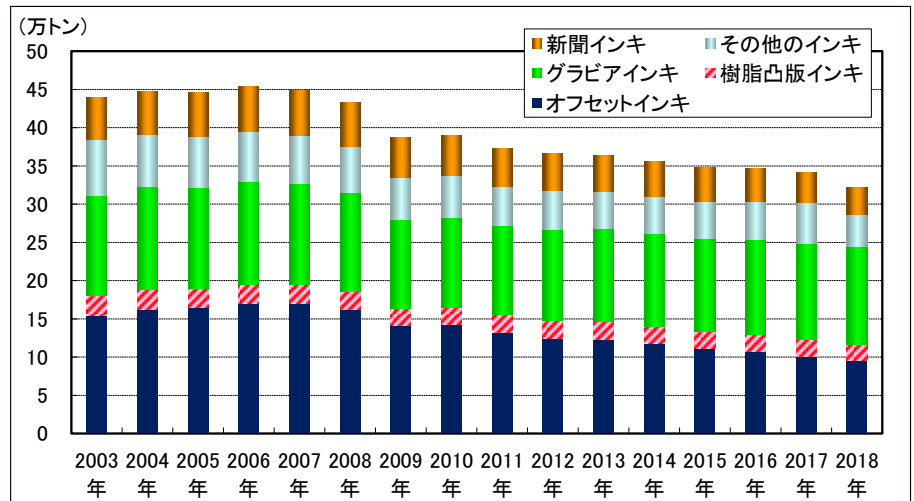


(出所) 経済産業省生産動態統計より当研究所作成

## 樹脂、化成品の両事業も利益を拡大

樹脂事業は売上高が同 31% 増、営業利益が同 2.6 倍だった。国内の印刷インキの市場では、紙の市場と同様にデジタル化の進展などが逆風となり、オフセットインキや新聞インキなどの需要が低迷。包装用のグラビアインキやフレキソインキは拡大しているが、インキ市場全体で生産減少が続いている。また、コピー機のトナー用樹脂も振るわず、これら既存分野は苦戦を強いられた。一方、19 年 1 月に、工業用両面粘着テープ向けなどで使用される粘着剤を手掛ける新綜工業を従来の持分法適用会社から連結子会社に変更。新綜工業の業績はスマートフォン市場低迷などの影響で想定よりもやや伸び悩んだが、業績に大きく寄与し、樹脂事業全体で大幅な増収、増益を達成した。新綜工業を除いた既存事業も、需要低迷に加えて利益率も低いオフセットインキ用の樹脂から、市場が拡大しているうえ採算も高いインクジェットインキ用樹脂などへのシフトによる製品構成の改善と、ロジンなど原料価格低下の効果で利益は小幅増を確保している。

図 2. 印刷インキの国内生産量の推移



(出所) 経済産業省生産動態統計より当研究所作成

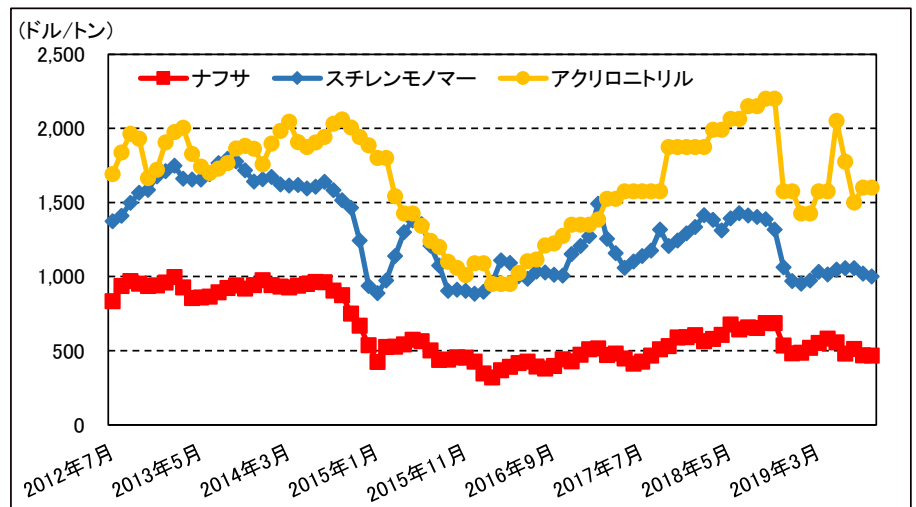
化成品事業は売上高が同 16%増、営業利益が同 21%増だった。主力の水系塗料用モノマーが、前年同期は中国の競合企業の低価格攻勢で欧州市場において苦戦していたのに対し、今期は販売体制を変更して出荷が回復。国内では新規の環境対応型溶剤の出荷も始まり、数量増の効果により事業全体で 2 桁の増収、増益を達成した。

19/12 期は通期  
でも増益を見込む

・ 景気減速などで売上高は従来予想を下回るが、利益面では上方修正

19/12 期通期の連結業績について QUICK 企業価値研究所では、従来予想を売上高 285 億円→276 億円（前期比 7%増）、営業利益 24 億円→25 億円（同 27%増）へ修正する。今期は従来、新綜工業の連結子会社化と板紙用乾燥紙力増強剤などの出荷増で増収、増益になるとみていた。見方に大きな変更はないが、米中貿易摩擦による全般的な需要低迷や景気減速などの影響により、中国での出荷が総じて苦戦。円高による手取り減少の影響もあって売上高の見通しを引き下げた。利益面でも販売数量減がマイナス要因となるが、原料安と合理化、製品構成改善などの効果が想定以上に大きく、上方修正した。

図 3. 主要原材料の市況推移



(出所) 日経市況データなどより当研究所作成

製紙用薬品事業は売上高が同 2%減、営業利益が同 12%増を予想する。従来予想を売上高は減額する一方、営業利益を引き上げた。国内では下期も印刷・情報用紙や新聞用紙などの生産が落ち込む一方、板紙は好調が続く公算が大きい。紙・板紙の合計で生産量は通期でも小幅減少する見通しだが、同社製品の出荷は板紙向けを中心に堅調に推移しよう。一方、中国向けは需要低迷で板紙向けを含めて販売減少が避けられず、部門全体で減収となる見通しだ。利益面では上期同様、原料安と合理化の効果で増益基調が続くと考える。

樹脂事業は売上高が同 31%増、営業利益が同 2.5 倍を予想する。海外での景気減速と印刷インキ、トナー用樹脂などの需要減少、円高影響を織り込んで売上高、利益とも従来予想を引き下げたものの、前期比では新綜工業の連結子会社化の効果で大幅な増収、増益となる見通し。中国での環境規制を追い風とした水性グラビアインキ用樹脂の拡販も、この事業の業績に寄与しよう。また、18/12 期中に商業生産が始まった CNF（セルロースナノファイバー）は、アシックス社のスポーツシューズ向けに採用が増加しており、開発費用の先行で依然赤字ではあるものの、売上高に寄与すると考える。

図 4.セルロースナノファイバー(CNF)



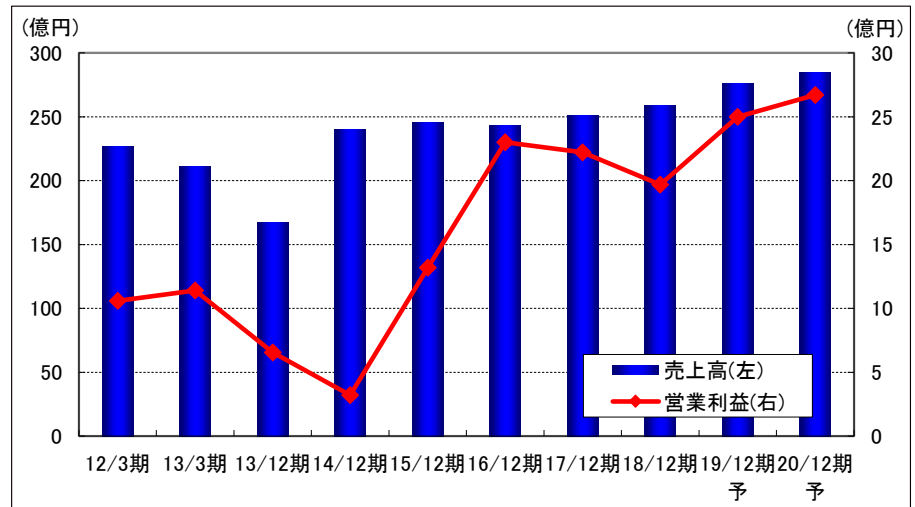
(出所)会社説明会資料

化成品事業は売上高が同 12%増、営業利益が同 14%増を予想する。従来予想を売上高、利益とも小幅上方修正した。下期も欧州向け水系塗料用モノマーの出荷拡大が続き、業績は順調に推移する見通し。ただし、円高・ユーロ安が進んでいるため、上期と比較して伸び率は鈍化しようが、年間で 2 桁の増収、増益を達成できそうだ。

20/12 期も増収、  
増益を予想

続く 20/12 期は、売上高が前期比 3%増の 285 億円、営業利益が同 7%増の 27 億円を予想する。19/12 期同様、売上高を減額する一方、利益面で見通しを小幅上方修正した。国内の紙やオフセットインキなどの市場は縮小傾向を辿る見込みだが、板紙やグラビアインキの需要は拡大が続く公算が大きい。中国では、足元の低迷で従来予想を下回るものの、板紙の生産拡大が見込めるほか、環境規制強化が追い風となる水性グラビアインキの市場も伸びを続けよう。こうした分野で販売を伸ばすとともに、CNF や銀ナノワイヤなど注力している新規分野の製品の出荷も増加し、連結全体で業績は拡大に向かう見通しだ。

図 5. 連結売上高と営業利益の推移



(注)13/12期は9カ月の変則決算

(出所)会社決算資料より当研究所作成。予想は当研究所

## 21/12期までの中期経営計画

### ・ベトナム市場への進出を発表

同社は今期から、21/12期までの3年間を対象とした中期経営計画「New Stage 2021」に取り組んでいる。同計画では、今後も国内では印刷情報用紙、オフセット・新聞インキを中心に市場の縮小傾向が続くと想定。一方で、経済成長が続くアジアでは段ボール原紙の生産が増加を続けるとともに、環境規制の強化により印刷インキの水性化も進む見通しだ。こうした環境の中、国内既存事業基盤を堅持しつつ、拡大する海外市場のニーズに適合した製品を開発・製造し、販売できる企業への成長を目指す方針。19年7月には、経済成長に伴って急拡大する需要を取り込むべく、ベトナムに現地法人を設立することを明らかにした。ベトナムには各国の大手製紙メーカーが進出を進めており、これに向けて高品質の製紙用薬品を供給していく計画だ。

中期経営計画の業績目標としては、最終年度に連結売上高320億円、営業利益30億円を掲げる。また、独自に定義した環境戦略製品の売上高を18/12期実績の26%増まで拡大したい考え。海外売上高比率も18/12期の18%から30%への向上を目指す。ベトナム工場の竣工・稼働は21年中を予定しており、本格的な業績への寄与は中期経営計画の期間後になることもあり、売上高については目標達成へ向けたハードルが高いとみているが、着実な収益性改善の効果で利益面では概ね計画に沿った推移が見込まれる。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であり、成長手段の1つであるM&A(合併・買収)の成否などを含めて今後の動向を注視していきたい。

表 2. 中期経営計画「New Stage 2021」の概要

国内事業基盤の強化				
<ul style="list-style-type: none"> <li>・競争力向上に向けた営業・開発体制の強化</li> <li>・収益性向上のための製品ポートフォリオの変革</li> <li>・将来に亘る収益基盤強化のための生産体制の再構築</li> </ul>				
海外事業拡大・新事業構築に向けた施策の実施				
<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外における販売網・生産体制の構築・整備</li> <li>・CNF、銀ナノファイヤの事業化推進に向けた技術革新・用途展開加速</li> <li>・新綜工業の業容拡大とグループ内での相乗効果創出</li> <li>・他社との連携やM&amp;Aなど外部資源の活用による事業基盤の拡大</li> </ul>				
長期的視点に基づいた経営基盤強化				
<ul style="list-style-type: none"> <li>・海外人材の採用・育成、それを支える人事・教育制度の整備</li> <li>・環境製品の提供を通じた地球環境への貢献</li> </ul>				
数値目標				
(単位:百万円)	18/12期実績		21/12期目標	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益
製紙用薬品	17,270	1,606	18,500	1,987
印刷材料用・記録材料用樹脂	5,121	243	9,200	941
化成品	3,497	420	4,300	464
共通費・連結調整	-	-301	-	-392
合計	25,889	1,969	32,000	3,000
海外売上高比率	17.7%		30%以上	
Green Index	100		126	
Green Indexは、リサイクル促進、環境負荷低減に貢献する独自の環境戦略製品の売上指標で、18/12期の当該製品の売上高を100として指標化している。具体的な製品としては、乾燥紙力増強剤、CNF、バイオマスインキ用樹脂、水性モノマー・溶剤、水性インキ用樹脂、無溶剤型粘着剤などがある				

(出所)会社決算資料より当研究所作成

## 企業価値研究所



(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。

			2016/12 (連)	2017/12 (連)	2018/12 (連)	2019/12 予(連) (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	1,577	1,415	1,443	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	815	1,090	652	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	34,932	34,608	18,987	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	24,346	25,086	25,889	27,600
	営 業 利 益	百万円	2,301	2,220	1,969	2,500
	経 常 利 益	百万円	2,314	2,464	2,080	2,570
	当 期 純 利 益	百万円	1,794	1,999	1,561	1,850
	E P S	円	59.18	65.94	51.51	61.01
	R O E	%	8.6	8.9	6.6	7.5
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	19,684	20,412	20,642	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	10,429	11,694	11,581	-
	資 産 合 計	百万円	30,113	32,106	32,224	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	7,380	7,783	7,369	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	1,108	776	741	-
	負 債 合 計	百万円	8,489	8,559	8,111	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	21,718	23,354	24,460	-
	純 資 産 合 計	百万円	21,623	23,546	24,112	-
キャッシュ フロー計算書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	2,893	1,646	1,519	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-1,674	-1,213	-943	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-641	-372	-564	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	1,361	1,429	1,421	-



## 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、国内外の大手製紙メーカーを含めて競合が厳しい。同社は技術力を生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 ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>