

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2023年7月10日(月)

執筆：客員アナリスト

岡本 弘

FISCO Ltd. Analyst **Hiroshi Okamoto**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 特殊紙製品を原点到「電気物性評価技術」を生かし抄紙、塗工、粉体、粘・接着分野の新技术を生み出し成長	01
2. 2023年3月期の連結業績は4.2%増収、3.5%営業増益とトナー事業等の好調で利益計画を上振れして着地	01
3. 2024年3月期は5.4%増収も新製品立ち上げ費用等の一時費用増で26.9%営業減益予想	01
4. 中期経営計画を見直し2026年3月期売上高40,000百万円、営業利益3,500百万円に増額修正	02
■ 会社概要	03
1. 会社沿革並びに事業概要	03
2. 事業内容	05
■ 業績動向	09
1. 2023年3月期の連結業績概要	09
2. セグメント別業績	10
3. 財務状況	11
■ 今後の見通し	13
● 2024年3月期の連結業績予想	13
■ 中長期の成長戦略	14
■ 株主還元策	18

■ 要約

2024年1月に巴川コーポレーションに商号変更予定。 事業ポートフォリオの転換により新たな成長を目指す

1. 特殊紙製品を原点に「電気物性評価技術」を生かし抄紙、塗工、粉体、粘・接着分野の新技术を生み出し成長

巴川製紙所<3878>は、初代社長井上源三郎（いのうえげんざぶろう）氏が電気絶縁紙のドイツ製見本を手掛かりに1900年初頭より研究開発に着手し国産化に初めて成功したことで、1914年に巴川製紙所を創設した。その後、電気物性評価技術、抄紙技術、粉体技術、塗工技術、粘・接着技術を生かし、数々の製品を創出し成長してきた。近年は既存事業の収益低迷から企業成長の停滞を余儀なくされたが、「抄紙、粉体、塗工、粘・接着」技術に磨きをかけ、「熱・電気・電磁波」を制御する製品群「iCas（アイキャス）」の拡充や環境関連を中心にSDGsに対応する「グリーンチップ」ブランドとしての製品開発を進め、高機能性材料分野へと領域を広げて企業変革を進めてきた。

2. 2023年3月期の連結業績は4.2%増収、3.5%営業増益とトナー事業等の好調で利益計画を上振れして着地

2023年3月期の連結業績は売上高34,170百万円（前期比4.2%増）、営業利益2,052百万円（同3.5%増）、経常利益2,151百万円（同6.9%減）、親会社株主に帰属する当期純利益1,451百万円（同12.1%減）となった。売上面ではトナー事業が好調に推移、円安効果もあり海外売上の嵩上げも寄与、一方では電子材料事業で下期に半導体向けの悪化があり売上高は2022年7月の修正計画を330百万円下回った。利益面ではトナー事業の増収効果に加えて円安効果、さらには原材料価格の上昇を販売価格の是正などでカバーし、修正計画の営業減益予想に対し552百万円上回って増益を確保した。当初の中期経営計画の目標としていた2026年3月期の営業利益2,000百万円を上回って着地した。

3. 2024年3月期は5.4%増収も新製品立ち上げ費用等の一時費用増で26.9%営業減益予想

2024年3月期の連結業績予想は売上高36,000百万円（前期比5.4%増）、営業利益1,500百万円（同26.9%減）、経常利益1,500百万円（同30.3%減）、親会社株主に帰属する当期純利益600百万円（同58.6%減）とした。部門別売上ではトナー事業及び機能性シート事業が多少の増収を確保、半導体・ディスプレイ関連事業は半導体の不振で横ばい基調等の見通し。利益面では半導体向けの伸び悩みによるMIX悪化に加え、半導体製造装置向けを中心とする新製品立ち上げ費用の支出が佳境に入ることなどでコスト増を見込み減益予想とした。ただし、このコスト増を除けば実質営業増益を確保する見通しとなっている。

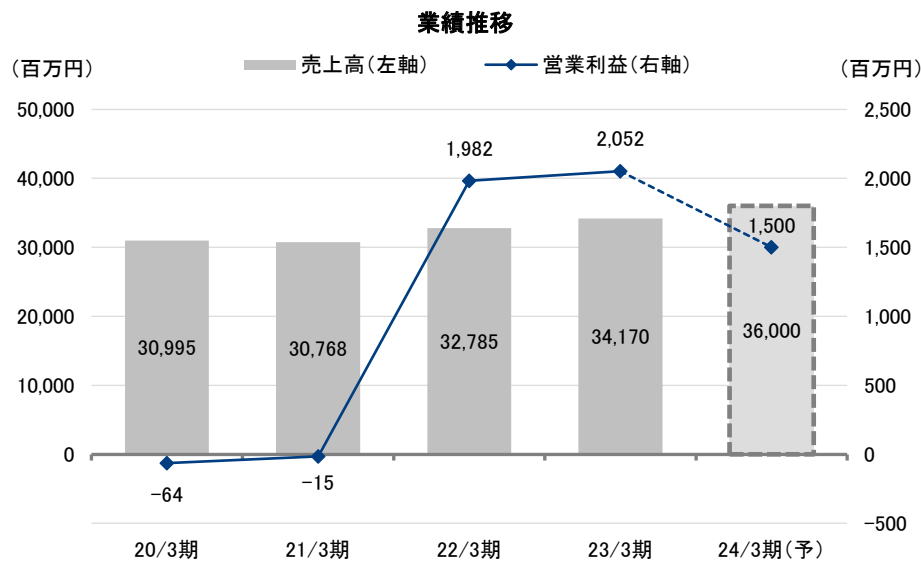
要約

4. 中期経営計画を見直し 2026年3月期売上高 40,000百万円、営業利益 3,500百万円に増額修正

同社は2021年5月に新中期経営計画を策定し、2026年3月期の売上高 36,000百万円以上、営業利益 2,000百万円、新製品売上高比率を16%以上に高めることを目標として掲げた。この目標に対し、既に営業利益は前倒しで達成となった。同社はこれを受けて昨今の経営環境の変化や最新の業績動向を踏まえ、サステナビリティ課題への取り組みや他社との提携、M&Aを通じた成長を含め、経営理念の再定義、明確化を実行することとし、中期経営計画の見直しを行った。具体的には2024年1月に株式会社巴川コーポレーションに商号変更するとともに2026年3月期を最終年度として、売上高 40,000百万円、営業利益 3,500百万円を定量目標として掲げた。

Key Points

- ・ 2023年3月期の連結業績は4.2%増収、3.5%営業増益とトナー事業等の好調で利益計画を上振れして着地
- ・ 2024年3月期は5.4%増収も新製品立ち上げ費用等の一時費用増で26.9%営業減益予想
- ・ 2024年1月に巴川コーポレーションに商号変更予定。2026年3月期に売上高 40,000百万円、営業利益 3,500百万円を目指す



注：22/3期より「収益認識に関する会計基準」等を適用
出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

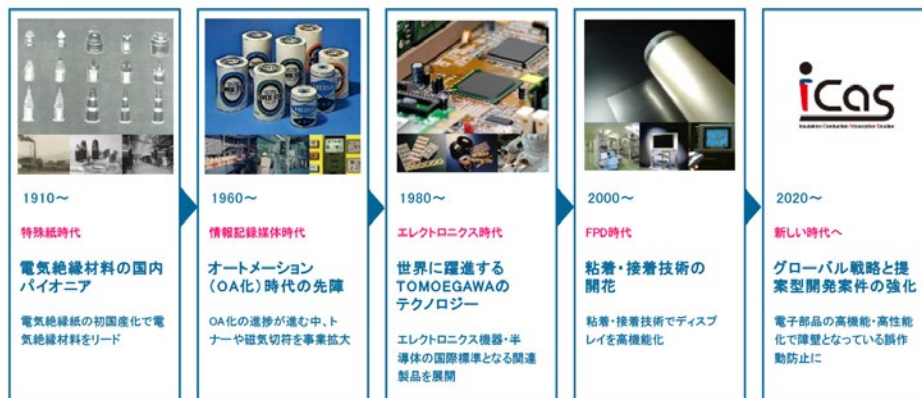
「電気物性評価技術」を生かし特殊紙製品を原点に、抄紙、塗工、粉体、粘・接着分野で新技術を生み出し成長

1. 会社沿革並びに事業概要

同社は、初代社長井上源三郎氏が電気絶縁紙の国産化の志を抱き、ドイツ製見本を手掛かりに1900年初頭より研究開発に着手し国産化に初めて成功し、1914年6月に巴川製紙所を創設したことに始まる。電気絶縁紙、電気通信用紙の研究、開発を行い1917年に設立した。創業精神として「誠実」「社会貢献」「開拓者精神」を至上の行動規範とし、新技術を多数開発することで発展してきた。

同社製品の取り扱いの歴史

創業100年以上、電気絶縁紙から広がった多彩な製品群



出所：ホームページよりフィスコ作成

同社は、トナー事業、電子材料事業、機能紙事業、セキュリティメディア事業、新規開発事業を主な事業分野として展開している。2023年3月期における売上高構成比はトナー事業39.6%、電子材料事業16.5%、機能紙事業31.5%、セキュリティメディア事業11.7%、新規開発事業0.2%、その他の事業0.6%となっている。一方、営業利益はトナー事業103.8%、電子材料事業9.2%、セキュリティメディア事業11.1%、機能紙事業-3.6%となっており、トナー事業と電子材料事業、セキュリティメディア事業が営業利益を計上している。なお新規開発事業は、事業部に移管する前の開発活動と試作試験段階の製品の利益を計上するため499百万円の営業損失となっており、同事業分野で大きな利益を獲得することは意図していない。

巴川製紙所

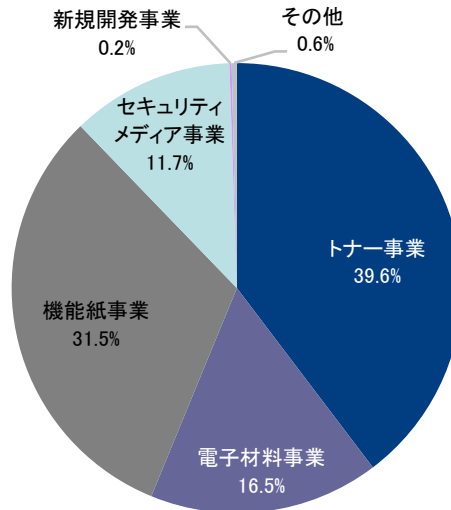
2023年7月10日(月)

3878 東証スタンダード市場

<https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

会社概要

事業別売上高構成比(2023年3月期)



出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

同社グループとして1,285名(2023年3月期末)の従業員を有するが、トナー事業が460名と全体の35.8%を占め、電子材料事業が241名、機能紙事業が305名、セキュリティメディア事業が130名、新規開発事業が37名という構成になっている。また製造拠点は、同社及び子会社が集中する静岡県が中心になっているほか、セキュリティメディア事業は昌栄印刷(株)の大阪及び川崎工場、反射防止フィルムは(株)トッパン TOMOEGAWA オプティカルフィルムの滋賀及び静岡工場で製造している。海外にも製造の拠点を有しており、中国2工場でトナー、インドで絶縁紙の製造を行う。

国内・海外拠点一覧



出所：ホームページより掲載

会社概要

トナー事業と半導体・ディスプレイ関連事業が収益の2本柱を担う

2. 事業内容

現在、トナー事業、半導体・ディスプレイ事業、機能性シート事業、セキュリティメディア事業、新規開発事業の5事業を主な事業分野として活動している。

なお、2023年5月19日のリリースでグループの将来ビジョンと事業展開をわかりやすくする目的で報告セグメントを変更している。

報告セグメント名称変更の概要

(変更前)	(変更後)	化学関連事業	紙・パルプ関連事業	その他
セグメント	セグメント	SBU名	主要製品	事業部・子会社
トナー事業	トナー事業	トナー	プリンター向け粉砕法トナー	画像材料事業部 海外子会社
電子材料事業	半導体・ディスプレイ関連事業	半導体実装用テープ	QFPリードフレーム固定テープ TABテープ QFNテープ	電子材料事業部
		半導体関連部品	半導体製造装置向け静電チャック 光学封止部品 高性能ヒートシンク フレキシブルヒーター	電子材料事業部
		光学フィルム	FPD向光学フィルム クリーン鏡工・塗布受託	電子材料事業部 日本理化製紙
機能紙事業	機能性シート事業	ガムテープ	紙ベースの再湿糊塗布製品 ガムテープ、DM用紙、自着テープ	日本理化製紙
		機能性不織布	無機繊維紙、金属繊維紙 フッ素繊維紙、無機粉体担持シート プリンター用紙	ファイバーマテリアル事業部
		塗工紙	磁気媒体	ファイバーマテリアル事業部
		製紙	木材パルプ由来の洋紙 電気絶縁紙、通紙用紙 プリンター原紙	ファイバーマテリアル事業部 海外子会社
		紙加工	米麦・セメント・塩用クラフト重袋 2種ランニングコンテナ	三和紙工
新規開発事業	新規開発事業	新規開発	事業化前新製品・新技術の試作売上等	iCas開発本部
セキュリティメディア事業	セキュリティメディア事業	セキュリティメディア	有価証券、カード、情報処理	昌栄印刷

※上表の「化学関連事業」「紙・パルプ関連事業」は、証券コード協議会が公表する「業種別分類表」に基づく分類

出所：会社リリースより掲載

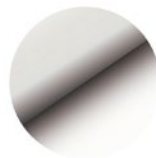
主要製品



新規開発事業



半導体・ディスプレイ関連事業



機能性シート事業



トナー事業



セキュリティメディア事業

出所：ホームページより掲載

巴川製紙所

2023年7月10日(月)

3878 東証スタンダード市場

<https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

会社概要

(1) トナー事業

トナー事業は、同社において最大の売上高、利益を稼ぎ出している。複合機・プリンター用トナー、粉体関連製品等の化成品を事務機器メーカー、複合機メーカー等へ販売している。

同社のトナー事業の歴史は古く、1958年4月に同社と日本電信電話公社電気通信研究所、岩崎通信機<6704>の3社による協同研究に始まる。1963年から本格的な開発が行われ、1965年にはオフセットマスター用の乾式トナーとして上市した。その後1970年には湿式トナーの生産も開始、1972年には専用工場を建設、売上を急拡大させた。また同時期に旧富士ゼロックスが開発したPPC(普通紙コピー機)について国内複写機メーカーも発売を始めたことから1973年にPPC用大型図面用乾式トナーを商品化、1974年には一般複写機用も投入、トナー事業が急拡大した。1981年には米国でのトナー生産も開始、また同年、LBPの普及が本格化したためLBP用トナーも商品化し、デジタル化やカラー化など多機能な複合機普及の進展で市場が拡大した。大手PPCメーカーやLBPメーカーがトナーの内製化を進めるなかでも、同社は独立系トナーメーカーとして成長を続けた。2005年には中国広東省、2011年には江西省に製造拠点を設け、グローバルに事業展開してきた。

現在、トナー事業の世界シェアでは事務機大手の内製メーカーが上位を占めるものの、同社は独立系トップのスケールを有し、世界シェアで6%程度を確保している。

ただし最近では、中国企業などの台頭、世界的なペーパーレス化によるプリンター・複合機などハードの成熟化などで事業が成熟している。同社は収益性を確保するために生産能力の適正化を目指し、2020年9月にモノクロトナー事業を行う米国工場の閉鎖を行った。日中3工場からタイムリーに提供する体制を整え、シェアアップも目指し、安定的な収益を稼ぎ出す事業として運営する方向にある。

半導体・ディスプレイ関連事業は半導体実装用テープに強み、 新製品投入に期待

(2) 半導体・ディスプレイ関連事業

半導体・ディスプレイ関連事業は、半導体実装用テープ、半導体製造装置向け製品、FPD向け光学フィルムを3本柱に事業を営んでいる。電子部品材料半導体実装用テープ、半導体製造装置向け製品はICメーカーやリードフレームメーカー、FPD向け光学フィルムはフィルムメーカー等へ販売している。

この事業は1981年に半導体メーカーから半導体の高集積化で放射線によるICソフトエラーの発生を防止するための半導体チップ保護接着テープ開発から始まった。

巴川製紙所

2023年7月10日(月)

3878 東証スタンダード市場

<https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

会社概要

同事業の中心事業は IC チップ搭載用リードフレーム固定接着テープを核とする半導体実装用テープである。これはリードフレームの中心部においた IC チップとリードフレームのピンの先端を金線でワイヤボンディングする際に、リードフレームが振れることを防止し、平坦に維持するためのものだ。1984年に「エレファン R-7」として発売を開始、国内だけでなく米国・韓国・東南アジアでも使用された。1989年に入り、ノート PC などの拡大による多ピン化ニーズから QFP (Quad Flat Package; 半導体パッケージの 1 種で、リードが 4 側面に伸びているタイプのもの) が成長し、急速に生産量が伸びた。また TAB (Tape Automated Bonding) テープを開発、1986年に「エレファン FC」として上市、1988年には受注が急増した。電子材料事業は 1989年にはクリーン工場を建設するまでの事業に拡大した。当時の電子部品材料部門の売上高は 1988年3月期を基準として 1992年3月期には 4.6 倍、1996年3月期には 10.4 倍規模に拡大、2001年3月期には電子部品材料売上が全体売上の 30% にまで高まり、同社収益に大きく寄与した。しかし、その後はテープをチップ面積分打ち抜き周辺部を廃棄する方式から、必要面積分のみ利用するセグメント貼り方式に日系企業が移行し伸び悩みが続いた。さらに半導体需要がノート PC からタブレットさらにはスマートフォンに移り、BGA (Ball Grid Array; リードの代わりに底面にはんだボールが格子状に配列されたもの) を中心とする FC-BGA 基板が中心となるなど民生用向けの伸び悩みも影響した。その後、QFP パッケージの成長とともに伸びが復活し、最近では信頼性の要求度が高い車載半導体などで QFP パッケージが増加し利益の柱となっている。

半導体製造装置向け部品については、現在の売上規模は小さいものの、成長性が高いと当社では見ている。この中心は静電チャックと金属繊維不織布シートを組み込んだ製造装置用部材である。静電チャックは事業自体の歴史は古く、1987年に半導体製造装置メーカーからの開発依頼を受けて、1991年に同社、東芝 <6502>、東京エレクトロン <8035> で共同開発し、「エレファン TAD」として上市した。静電チャックシートは静電気の吸着力でシリコンウエハを固定するシートで、プラズマエッチング加工で用いられる。生産数量は 1995年当時月産数百台程度であったが、2000年には月産千台を超える規模にまで拡大し、同市場ではトップシェアの地位を築いた。ただしウエハ市場において 12 インチに主戦場が移り、耐熱性、耐摩耗性、化学的安定性などからセラミック静電チャックが採用となり、同社は出遅れ、その後は伸び悩んでいた。しかし最近では、レガシー半導体の活況を受けて 8 インチ以下対応装置の稼働率が向上し、一定の売上高を確保している。なお、開発中の金属繊維不織布シートを組み込んだ製造装置用部材は、試作品の納入が開始された状況にある。

FPD 向け光学フィルムは、1975年に粘着加工技術を生かし LCD 偏光板粘着加工の事業を開始したことに始まる。1981年には電子ゲーム用なども受注し、車載用には耐熱性に優れた粘着加工なども増え事業拡大した。また 2000年手前では大型 FPD として PDP に期待がかかり、2001年に PDP 用の電磁波シールド材を上市し、PDPTV の拡大に伴い急拡大した。しかし光学フィルムは日本の FPD メーカーが退潮し、PDP も退場するなかで縮小、大型設備投資で停滞しコストの重荷を背負う時期が続いた。現在は構造改革を行い、利益を確保できる態勢にあるものの、受注変動で収益のふれがあり収益が安定しない事業となっている。

機能性シート事業は製紙、塗工紙、機能性不織布関連の3つに大別

(3) 機能性シート事業

機能性シート事業は祖業の電気絶縁紙を含む製紙関連、磁気乗車券などを含む塗工紙関連、機能性不織布を製品化した機能紙関連を展開している。同事業は継続的な製紙事業の縮小のなかで損失が続いているため、構造改善を進め黒字化を目指しており、営業損失は縮小課程にある。同社は構造改革において、2022年3月に大型抄紙機を全て停機し、小型抄紙機で小回りのきく体制を整えた。なお、機能性不織布関連については成長分野として伸ばす。

機能性不織布は機能として特殊抄紙技術（異種繊維沿抄紙、含浸、混抄、担持など）を生かし、新機能を有する湿式不織布などを製造している。機能性不織布の開発自体の歴史は古く、1960年代初頭からの電気絶縁紙の高性能化を図る目的で合成繊維混抄紙の開発に遡る。ただし商品化まで拡大したものはほとんどなかった。1980年代前半からの新素材ブームにより再注カシ、ステンレス繊維シートやフッ素樹脂繊維シートを開発したものの、コスト面などから大きなビジネスにならずに推移してきた。なお2016年には、銅繊維シートも開発した。この銅繊維シートは用途開発に沿い、ユーザー試験、評価を受ける体制ができ、今後の量産化が待たれる状況にある。またステンレス繊維シートもユニット化による新たな付加価値付与が見込まれ、事業展開はこれから量産化で本格拡大が期待されている。

指紋認証カードや電子回路基盤内蔵カードなどで事業拡大

(4) セキュリティメディア事業

セキュリティメディア事業は、有価証券印刷やICカード、ポイントカード、プリペイドカード等の製造、加工及び情報処理関連を展開している。2020年3月31日に昌栄印刷及び同社子会社の日本カード(株)を連結子会社化したことで、2021年3月期より新セグメントとなった。

(5) 新規開発事業

2020年4月の組織改革で生まれた新事業である。同社グループの方針として主にiCas関連製品の開発と販売を進めるなかで、事業部に移管する前に新製品が上市されたものなどを売上高として計上している。iCasは同社の強みである「抄く(抄紙技術)」と「塗る(塗工技術)」に電気物性のノウハウを融合させ、熱・電気・電磁波をコントロールし、電気電子機器・部品の故障・誤作動防止に貢献する製品群である。製品ブランド名「iCas」(アイキャス)は「Insulation」(絶縁)、「Conduction」(伝導)、「Absorption」(吸収)、「Solution」(解決)の頭文字を列記したもので、2015年に統一ブランドとして創設した。

業績動向

連結業績は4.2%増収、 営業利益2,052百万円とトナー事業の回復等により 2026年3月期目標の営業利益2,000百万円を前倒しで達成

1. 2023年3月期の連結業績概要

2023年3月期の連結業績は売上高34,170百万円(前期比4.2%増)、営業利益2,052百万円(同3.5%増)、経常利益2,151百万円(同6.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益1,451百万円(同12.1%減)となった。同社は2022年7月22日に期初計画を増額修正し、売上高34,500百万円、営業利益1,500百万円、経常利益1,550百万円、親会社株主に帰属する当期純利益1,500百万円としており、予想に対し売上高では未達成も、営業利益は552百万円増額での着地となり、中期経営計画での2026年3月期営業利益目標2,000百万円を前倒しで達成することとなった。この要因は、トナー事業で新型コロナウイルス感染症拡大(以下、コロナ禍)の影響が緩和され売上高が回復し、利益面では構造改革や固定費削減が進み、円安進行もあったことが寄与している。

営業利益の増減要因分析では、主に、増販影響が6億円、為替影響が9億円、その他抄紙機停機等のコストダウンによる2億円の利益増加要因に対し、原燃料価格の上昇による15億円の減益影響等があり、営業利益は微増益となった。なお経常利益については、持分法適用関連会社の収益悪化から、持分法による投資利益が176百万円(前期比283百万円減、61.7%減)となり、営業外損益が229百万円悪化し経常利益は減益となった。

2023年3月期の業績概要

(単位:百万円)

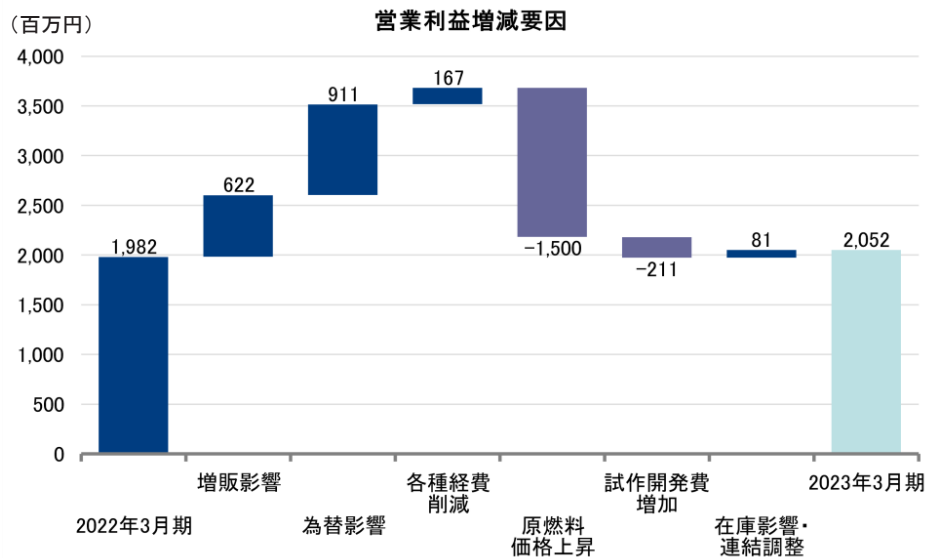
	22/3期				23/3期		
	実績	売上比	期初予想	修正予想	実績	売上比	前期比
売上高	32,785	100.0%	33,500	34,100	34,170	100.0%	4.2%
売上総利益	6,758	20.6%			7,532	22.0%	11.5%
販管費	4,775	14.6%			5,480	16.0%	14.8%
営業利益	1,982	6.0%	1,000	2,000	2,052	6.0%	3.5%
経常利益	2,310	7.0%	1,100	2,100	2,151	6.3%	-6.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,650	5.0%	1,000	1,400	1,451	4.2%	-12.1%

出所:決算短信よりフィスコ作成

巴川製紙所 | 2023年7月10日(月)

 3878 東証スタンダード市場 | <https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

業績動向



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2. セグメント別業績

(1) トナー事業

トナー事業は、売上高 13,531 百万円（前期比 10.0% 増）、営業利益 2,093 百万円（同 74.7% 増）となった。売上面では、引き続き市場の需要動向が堅調で受注が増加、為替の円安効果も寄与した。利益面では原燃料高の影響はあったものの、販売価格の是正、円安による海外関連の売上の嵩上げ効果などもあり、大幅な収益改善となり増益を確保した。

(2) 電子材料事業

電子材料事業は、売上高 5,634 百万円（前期比 8.0% 減）、営業利益 186 百万円（同 80.8% 減）となった。上期まで好調に推移した半導体、電子材料市場が調整局面に入り需要が低迷、光学フィルム関連は前年の一過性特需の剥落で販売が減少、全体で減収となった。利益面では光学フィルムの減収、半導体関連事業の市況悪化が響き大幅減益となった。

(3) 機能紙事業

機能紙事業は、売上高 10,769 百万円（前期比 5.6% 増）、営業損失は 72 百万円（前期は 162 百万円の損失）となった。売上面では既存事業が縮小のなかで、一部成長商品の拡販、また一部で価格改定効果もあり増収を確保した。利益面では 2019 年 12 月に実施した 7 号抄紙機の停機、2022 年 3 月の 9 号抄紙機停機を含む構造改革で利益計上を目指したものの、原燃料調達価格上昇の影響から損失縮小ながら黒字化には至らなかった。

(4) セキュリティメディア事業

セキュリティメディア事業は、売上高 3,985 百万円（前期比 1.4% 増）、営業利益 224 百万円（前期比 12.9% 減）となった。売上面では通帳類等主要製品の需要が引き続き停滞したものの、カード関連などの拡販で増収を確保した。利益面ではエネルギー価格の上昇、一部棚卸資産の処分などで減益となった。

業績動向

(5) 新規開発事業

新規開発事業は、売上高 54 百万円(前期比 44.7% 減)、営業損失 499 百万円(前期は 438 百万円の損失)となった。なお同事業の売上は、試作、テスト需要に限定され、量産化の後は各事業の売上高、利益に含まれることになる。

セグメント別業績

(単位：百万円)

		22/3 期	23/3 期	
		実績	実績	前期比
トナー事業	売上高	12,303	13,531	10.0%
	営業利益	1,198	2,093	74.7%
電子材料事業	売上高	6,121	5,634	-8.0%
	営業利益	970	186	-80.8%
機能紙事業	売上高	10,195	10,769	5.6%
	営業利益	-162	-72	-
セキュリティメディア事業	売上高	3,928	3,985	1.4%
	営業利益	257	224	-12.9%
新規開発事業	売上高	97	54	-44.7%
	営業利益	-438	-499	-

注：セグメント間の内部売上高または振替高を除く

出所：決算短信よりフィスコ作成

財務状況は 2023 年 3 月期末も改善、ただし引き続き体質強化が必要

3. 財務状況

同社は、事業転換を図るなかで事業の統廃合やこれに伴うリストラ費用の発生や構造改革の進展や子会社化による収益基盤強化などもあり、設備投資を抑制しつつキャッシュ・フローのプラスを維持した。

2023 年 3 月期末には自己資本比率が 32.7% と、前期末比 1.8 ポイント向上し 3 期連続で向上している。ただし、同社ができるだけ早期の実施をしたいとしている優先株式の残り部分の償還 1,000 百万円にも備えるために財務体質の強化がさらに必要であるとしている。さらに新製品を生み出して持続・成長を続けてきた同社にとっての生命線である開発投資を継続的に実施し、また今後検討課題となるであるインオーガニックな成長戦略を実行していくためにも、利益のさらなる積み増しと同社グループとの補完により、今後いかに資産効率を上げるか、また収益性の高い事業比率を上げるかが財務改善のポイントとなろう。

キャッシュ・フローについては 2007 年 3 月期に集中的に 10,926 百万円(2007 年 3 月期総額は 12,515 百万円)の大型設備投資を行って以降は、基本的に設備投資を抑制しており、投資活動によるキャッシュ・フローのマイナスは少ない。2023 年 3 月期は有形固定資産の取得による支出が 885 百万円あったものの、一方で構造改革に伴う有形固定資産の売却による収入、投資有価証券の売却による収入などもあり、結果として 54 百万円の支出に留まっている。

業績動向

連結貸借対照表及び主要な経営指標

(単位：百万円)

	22/3 期末	23/3 期末	増減額
流動資産	21,394	21,537	143
固定資産	22,180	21,410	-769
総資産	43,574	42,948	-626
流動負債	14,843	16,078	1,235
固定負債	11,114	8,498	-2,615
負債合計	25,957	24,577	-1,380
純資産	17,616	18,370	753
(安全性)			
流動比率	144.1%	134.0%	
自己資本比率	30.9%	32.7%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書と設備投資、減価償却費、研究開発費推移

(単位：百万円)

	22/3 期	23/3 期
現金及び現金同等物期首残高	3,988	4,737
営業キャッシュ・フロー	3,364	1,010
投資キャッシュ・フロー	-217	-54
財務キャッシュ・フロー	-2,651	-1,566
現金及び現金同等物期末残高	4,737	4,282
ネット有利子負債	7,083	7,708
設備投資	1,135	1,223
減価償却費	1,717	1,619
研究開発費	582	931

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2024年3月期は5.4%増収、 新製品立ち上げ費用等が嵩み26.9%営業減益予想

● 2024年3月期の連結業績予想

2024年3月期の連結業績予想は売上高36,000百万円(前期比5.4%増)、営業利益1,500百万円(同26.9%減)、経常利益1,500百万円(同30.3%減)、親会社株主に帰属する当期純利益600百万円(同58.6%減)とした。

半期ごとの業績予想については、上期は売上高17,500百万円、営業利益600百万円、経常利益600百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益200百万円、下期は売上高18,500百万円、営業利益900百万円、経常利益900百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益400百万円としている。

同社はセグメント別予想を開示しておらず、中期経営計画の見直し(後述)により各報告セグメントも名称変更しているが、ポートフォリオ別では現在の主力事業で前期比2.6%増、成熟事業と低成長事業を合わせて横ばい、新規成長分野で40.7%増を見込む。現在の売上区分での2024年3月期見通しは、主力のトナー事業についてトナー事業は大手顧客の在庫調整、価格競争激化で収益状況が厳しい予想も、カラー化やデジタル印刷などで緩やかに成長するとする見方が一般的で、収益性の高い製品にシフトしMIX良化を目指す計画である。半導体・ディスプレイ関連事業については半導体関連事業の調整局面が継続、新製品寄与も1年程度遅れる見通しとして収益低迷を見込む。機能性シート事業は2023年3月期下期から拡大してきた機能性不織布拡販に期待している。全体として増収の中心は各事業における新規成長分野の拡大となっている。

利益面では増収効果は見込むものの、半導体製造装置向けを中心とした新製品立ち上げ費用の支出が佳境に入ってくることで、引き続き原材料価格の上昇が影響し600百万円強の影響を被る見通しである。円安効果も見込まないなかで、さらに人件費増や業務効率化などに向けた投資コスト増など、一時的な費用700百万円を見込み、営業減益予想(一時費用を除くと7.2%増予想)とした。

2024年3月期の連結業績予想

(単位:百万円)

	23/3期			24/3期		
	実績	売上比	前期比	予想	売上比	前期比
売上高	34,170	100.0%	4.2%	36,000	100.0%	5.4%
営業利益	2,052	6.0%	3.5%	1,500	4.2%	-26.9%
経常利益	2,151	6.3%	-6.9%	1,500	4.2%	-30.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,451	4.2%	-12.1%	600	1.7%	-58.6%

出所:決算短信よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

商号変更を実施し事業ポートフォリオの転換で新たな成長を目指す

同社は2021年5月に8次中期経営計画を策定し、2026年3月期の売上高36,000百万円以上、営業利益2,000百万円、新製品売上高比率を16%以上に高めることを目標として掲げた。この目標に対し、既に営業利益は前倒して達成となった。同社はこれを受けて昨今の経営環境の変化や最新の業績動向を踏まえ、サステナビリティ課題への取り組みや他社との提携やM&Aを通じた成長を含め、経営理念の再定義、明確化を実行することとし、中期経営計画の見直しを行った。具体的には2024年1月に株式会社巴川コーポレーションに商号変更するとともに2026年3月期を最終年度として、売上高40,000百万円、営業利益3,500百万円を定量目標として掲げた。また新製品売上比率を2023年3月期の17%から24%、半導体市場向け売上高を2023年3月期の4,000百万円から6,900百万円に拡大する計画とした。

中期経営計画の定量目標修正内容

定量目標

<当初目標>

(金額：百万円)

期間	164期	165期	166期	167期
	23年3月期 (前期)	24年3月期 (当期)	25年3月期	26年3月期 (最終年度)
売上高	32,000	33,000	34,000	36,000以上
営業利益	1,000	1,300	1,800	2,000
営業利益率	3.1%	3.9%	5.2%	5.5%
ROE	2.1%	5.6%	8.4%	10.1%
新製品(4年) 売上高比率	16%	16%	18%	16%以上
半導体市場向 売上高	3,900	4,300	5,200	5,000程度

※為替前提：105円/\$

※「新製品売上高」の定義：当年度を含む過去4年度の間に上市した製品の売上高

出所：会社リリースより掲載

<修正目標>

(金額：百万円)

期間	164期	165期	166期	167期
	23年3月期 (前期)	24年3月期 (当期)	25年3月期	26年3月期 (最終年度)
売上高	34,170	36,000	38,000	40,000
営業利益	2,052	1,500	2,200	3,500
営業利益率	6.0%	4.2%	5.8%	8.8%
ROE	10.6%	4.6%	9.7%	15.5%
新製品(4年) 売上高比率	17%	19%	20%	24%
半導体市場向 売上高	4,000	4,000	5,300	6,900

※為替前提：135円/\$

※「新製品売上高」の定義：新製品を上市した月以降48か月を経過するまでの製品ごとの売上高を会計年度ごとに合計したもの

同社は1914年に電気絶縁紙の国産化を目指して創設された後、「化学と電気物性評価技術の融合」により多角化に成功し、新技術を多数開発することで発展してきた。昨今では、「企業体質強化」を目指し、大型抄紙機の停機を行うなどエネルギー多消費型の製紙事業の縮小を進め、いわゆる製紙事業の連結売上高に占める割合が10%以下まで減少している。一方、プリンター用トナー事業の連結売上高に占める割合は35%以上に増加、最大の利益を生み出す事業となっている。加えて電子部品や半導体製造装置向けに「熱・電気・電磁波コントロール」等のニーズに対応した新製品開発を推進し事業ポートフォリオの転換も進みつつある。このようななかで2024年に創業110周年を迎えるにあたり、同社の実態を各ステークホルダーに明確にし、持続的な企業グループの成長につなげていくことを目指すために商号変更する。さらに所属する業種区分も適切な業種区分へ変更も求め、事業展開をわかりやすくするために報告セグメントについても変更する。なお巴川の名称は継承し、既存の事業領域を規定する「製紙」を含めない形で商号変更としている。

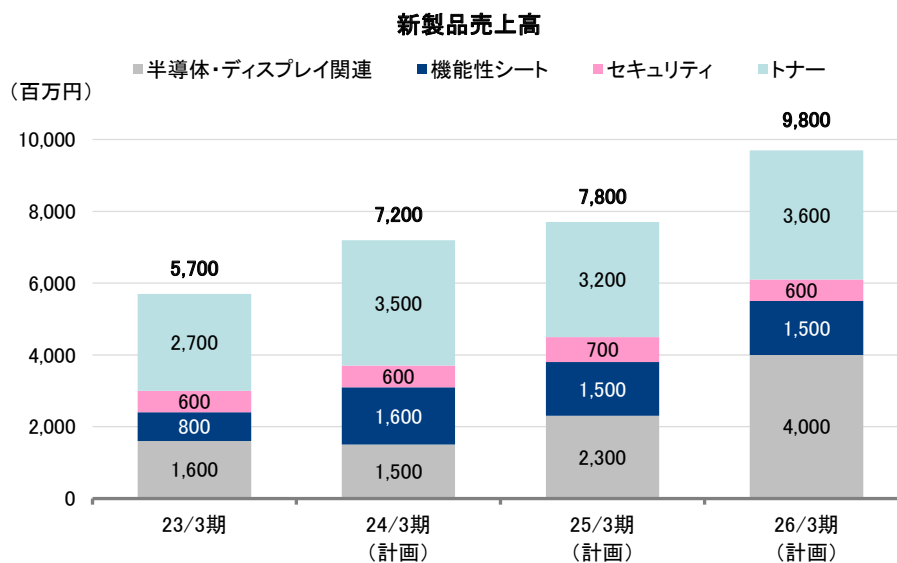
安定的なトナー事業に加え半導体関連の成長で化学関連事業が拡大

同社の事業を証券コード協議会が公表する「業種別分類表」で区分すると、2023年3月期、祖業である紙・パルプ関連事業は25%（純粹に言う紙・パルプ事業だけでは10%以下）、トナー事業や半導体・ディスプレイ関連事業が含まれる化学関連事業が64%を占めている。また今後の推移でも化学分野が緩やかに構成比を上げていく見通しで、同社は所属する業種区分も適切な業種区分へと変更を求めている。

同社の修正目標ではガムテープ事業（日本理化製紙）を除くトナー事業、半導体・ディスプレイ関連事業の化学分野での売上高を2023年3月期の19,200百万円から23,700百万円に拡大させる計画である。トナー事業は中国メーカーとの棲み分けができてきている環境にあり、カラートナーなどの高機能品の拡大を目指す。あとは高シェアを有する半導体用リードフレーム固定テープやシリコンウエハ固定用「静電チャック」、「ヒートシンク」、「フレキシブルヒータ」などの新製品群の拡大を見込む。紙・パルプ関連事業はガムテープを除くと2023年3月期の5,800百万円が6,900百万円まで拡大させる計画である。紙加工、製紙、塗工紙は低成長を見込むことから、成長の主体は「機能性不織布」の拡大によるものと見ている。

同社は今回、ポートフォリオ別の売上計画も開示しており、事業を4区分に分類、特に新規成長事業（機能性不織布、半導体関連部品）と現在の主力事業（半導体実装用テープ、トナー、ガムテープ、セキュリティメディア）で成長を見込んでいる。とりわけ新規成長分野について、売上構成比が2023年3月期の8%から2026年3月期には17%まで高まり、成熟事業・低成長低収益事業に肉薄する売上まで拡大させる計画にある。

ポートフォリオ別で新規成長事業の伸びを高く見ているが、これを支えるのが新製品売上高の拡大である。同社は今回、「新製品売上高（新製品の上市した月以降48か月を経過するまでの製品ごとの売上高合計）」の売上目標を開示、2023年3月期の5,700百万円を2026年3月期には9,800百万円まで拡大するとした。具体的な製品別では半導体・ディスプレイ関連を1,600百万円から4,000百万円まで拡大するとしているほか、機能性シートについては2024年3月期から量産化によって売上高が大きく拡大する予想となっている。



出所：会社リリースよりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

静電チャック、高性能金属繊維シートを中心に拡大を推進

ターゲット領域並びに量産化の見通しとして以下のようなスケジュールを想定している。

(1)「静電チャック」

同社は半導体市場ディスプレイ関連の新製品のなかでもその起爆剤として期待しているのが新型「静電チャック」である。同社は大幅に性能向上した新型静電チャックを開発中で、現在 300mm ウエハ対応で標準採用となっているセラミック静電チャックに対し、高容量半導体メモリ向け等に利用される新型静電チャックを 2023 年 3 月期にユーザーの新モデルに内蔵されることを見込んでいた。しかし昨今のメモリ需要の急下降から投入がずれ、本格量産は 2025 年 3 月期にずれ込む見通しとなった。積層数が 200 層を越すようなフラッシュメモリではエッチング装置のマルチチャンパー化が加速すると見られ、静電チャックの伸びがエッチング装置の伸びを上回ると見られる。しかも多層化に伴い、静電チャックにはパーティクル発生を低減させる表面加工精度、ウエハ温度制御のよりきめ細かい制御技術、長寿命化などが要求されるが、これに対応できる製品になっていると見られ、2026 年 3 月期には 1,000 百万円を超える売上が期待される。さらに現在、静電チャック市場は全体として 500 億円弱の市場があると見られるが、同分野で 10% シェアを獲得するだけで 50 億円規模の事業となるだけに、中期的にはさらなる拡大が期待される。

(2)「フレキシブルヒータ」と「高性能ヒートシンク」

金属繊維シートを利用した「フレキシブルヒータ」と金属繊維シートを活用した「高性能ヒートシンク」も注目度が高い。同社は 1980 年代より、ステンレスやセラミックスといった金属、無機材料を繊維化、シート化する技術開発を行ってきた。ステンレス 100% の多孔質シートは金属繊維同士が交互で融着しているため繊維剥離が少なく、ステンレスの持つ耐熱性、耐薬品性、導電性などを備え、1998 年にはノート PC 用電磁波シールド材として上市した。また 2016 年に世界で初めてシート化に成功した銅繊維シートは大電流、小型化が求められるデバイスなどへの用途展開が期待できる。同社は金属繊維シートを単体として販売するだけでなく、半導体製造装置にユニット製品として組み込んだ製品にすることで半導体製造装置用関連機器として販売拡大を狙う。具体的には金属繊維シートを用いた「フレキシブルヒータ」として利用するもので、金属繊維シートが熱を通すと瞬時に 500℃まで加熱が可能となる。しかも製造装置部材の表面に密着することで熱を効率的に利用できることから、省エネ効果も高い。さらに均質な面内発熱が可能な点も精密制御が可能となっており、2024 年 3 月期から 2025 年 3 月期における量産のスタートを目指している。また前述の銅繊維シートは表面積の大きさを利用して、「高性能ヒートシンク材」としての利用を狙う。放熱効率が従来品の 2～3 倍も得られることから半導体製造装置のコンパクト化に役立つだけでなく、水冷から空冷化も可能なことから装置の流路設計の自由度が上がり、省エネ効果があることも大きなポイントとなっている。こちらは製造装置の温度制御に加えて工業設備などでも利用が見込まれ、2025 年 3 月期には量産化を予定している。どちらの製品も本格採用となれば大きな製品に育つと見られる。

巴川製紙所

2023年7月10日(月)

3878 東証スタンダード市場

<https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

中長期の成長戦略

代表的な新商品の開発状況

ターゲット領域	製品	用途	特徴	量産
半導体	新型静電チャック	・半導体製造装置シリコンウェハーの真空固定	革新的技術を盛り込んだ新構造により従来型と比較として大きく性能向上。	2024年度予定
	高性能ヒートシンク	・産業用装置冷却ユニット	独自の金属繊維塗層を持つヒートシンク。高い冷却・温度調整効果によりユニットの大幅な小型化が可能。	2024年度予定
省エネルギー 環境配慮	フレキシブルヒーター	・産業用設備、装置用ヒーター(パイプ形状部の加熱)	優れたフレキシブル性により加熱対象に熱源を接触させる事が可能。省エネルギー効果を実現。	2023~2024年度予定
	GREEN CHIP® CMF®	・射出成形用樹脂(生活用品,車載,家電等)	セルロース(植物由来)繊維配合による環境負荷軽減。成形品(リサイクル樹脂含む)の強度が大幅に向上。	2022年度量産済み
	機能性粉体担持シート(新用途)	・環境制御用フィルター(除湿・ガス吸着)	機能性粉体を紙の中に大量に充填。粉体の持つ除湿・吸着等の性能を維持したままシート化する事が可能。	2022年度量産済み
通信	セラミック繊維シート(新用途)	・各種不燃断熱材 ・建材用目地材 ・電池用類焼防止材	製紙技術を活用して各種無機繊維をシート化。ニーズに応じた設計・開発を提案。	2022年度量産済み
	低誘電ボンディングシート(新タイプ)	・高周波基板、高速伝送モジュール用樹脂接着剤	低誘電特性と安定した接着力を両立。高周波信号ロスを低減。	開発中

出所：会社リリースより掲載

機能性不織布の新製品展開やセルロースマイクロファイバー製品の量産化は2023年3月期より開始

(3) 機能性不織布分野での量産展開

抄紙技術の展開として、銅やステンレスの「金属繊維シート」以外でも、「セラミック繊維シート」は1600℃の環境でも使用可能な繊維シートで、金属、セラミックス等の熱処理工程の断熱材、電池用類焼防止剤などの利用が見込まれる。また環境配慮型製品として機能性粉体を高密度で高充填したシートは、防湿、ガス吸着シートとしての利用が見込まれる。なおこれらの製品群はすでに2023年3月期より量産化が始まっており、金額は小さいものの、用途の広がり次第で徐々に売上拡大が見込まれる。さらに環境負荷低減に優れた材料である木材パルプ(セルロース)材料技術の展開として、セルロースマイクロファイバー製品「グリーンチップ®CMF®」の量産化も進めた。同市場では他社がセルロースナノファイバーの開発に注力しているが、同社はコスト高である点や他の素材と複合化しにくいなどの問題点があるとの認識で、マイクロファイバーの拡大を目指す。セルロースマイクロファイバー製品であれば、コストメリットがあるほか、紙などと混ぜても利用できるためセルロース繊維混入率51%以上で可燃物として廃棄が可能という利点もある。

新製品開発にあたって積極的な研究開発を実施

(4) 新製品の売上計画増額に対して積極的に投資、またインオーガニックな成長も模索し企業変革を進める
同社は今回の修正目標において、新製品の売上高比率を従来の16%以上から24%に引き上げている。そして、この増額を達成すべく、今後3年間で累計5,000百万円以上の成長のための設備投資を計画、また既存の延長線上にないインオーガニックな成長も企画、出資を含めて技術提携等のアライアンス戦略の検討にも着手することとした。現在、有望商品の立ち上げが本格化しつつあり、「巴川コーポレーション（英文表記：TOMOEGAWA CORPORATION）」として、企業変革の実現に期待が高まる。

■ 株主還元策

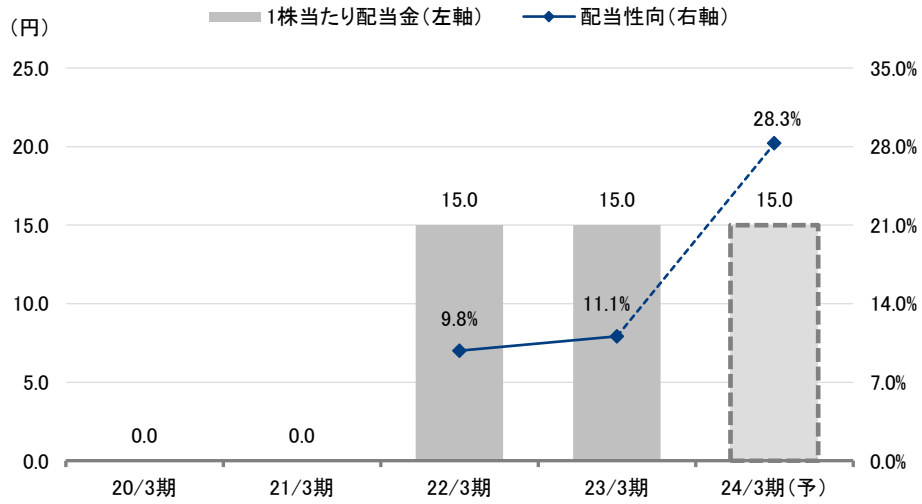
2023年3月期は15円配当を継続実施、 2024年3月期も減益予想ながら15円配当を継続予定

同社は、中期的視点に立って着実に株主価値を向上し、株主に対する適正な利益還元を経営の最重要課題として位置付け、安定配当を継続する方針としつつ、連結及び単体業績水準と、内部留保の確保や財務体質の強化等を総合的に勘案して、機動的に決定するとしている。

2022年3月期は収益の改善もあり、A種優先株式を有する株主に対し、1株当たり50.13円の優先配当金実施に加え、普通株式を有する株主に対しても15.00円の復配を果たした。2023年3月期は親会社株主に帰属する当期純利益が減益ながらも年間15.00円配当の継続を決定、2024年3月期についても減益予想ながら15円配当の継続を予定している。なおA種優先株式を有する株主には所定の金額として1株当たり50円を配当、2024年についても50円としている。

株主還元策

1株当たり配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp