

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## 戸田工業

4100 東証スタンダード市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2025年1月31日(金)

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. 中長期の成長戦略	01
2. 2025年3月期上期の業績概要	01
3. 2025年3月期の業績見通し	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 事業内容	05
■ 業績動向	09
1. 2025年3月期上期の業績概要	09
2. 電子素材事業	10
3. 機能性顔料事業	12
4. 財務状況	12
■ 今後の見通し	14
1. 2025年3月期の業績見通し	14
2. 電子素材事業	15
3. 機能性顔料事業	16
■ 中長期の成長戦略	17
1. 中期経営計画「Vision2026」	17
2. 電子素材事業	18
3. 機能性顔料事業	20
■ 株主還元策	22

## ■ 要約

### 中期経営計画「Vision2026」を策定、 2027 年 3 月期に売上高 385 億円、営業利益率 5% を目指す

戸田工業 <4100> は、磁器の絵付け、歴史的建造物などに欠かせない顔料である弁柄の製造業として創業、2023 年 11 月に創業 200 周年を迎えた老舗化学素材メーカーである。酸化鉄で培った微粒子合成技術を深化させ、光学レンズ研磨剤用高純度酸化鉄、オーディオ・ビデオテープなどで使われる磁性酸化鉄、複写機・プリンター向けのトナー用材料、自動車や家電などのモーターやセンサーに使用される磁石材料、スマートフォンで多用される積層セラミックコンデンサー（以下、MLCC）向けの誘電体材料、電気自動車（以下、EV）などで利用拡大が続くリチウムイオン電池（以下、LIB）用材料などで事業を拡大してきた。現在、機能性顔料事業（各種顔料、環境関連材料、触媒等）と電子素材事業（磁石材料、誘電体材料、軟磁性材料、LIB 用材料等）の 2 事業で事業展開している。

#### 1. 中長期の成長戦略

同社は、200 年の歴史に学び原点に回帰し、2030 年度のありたい姿の実現に向け、既存事業では選択と集中を加速し、次世代事業の早期事業化を目指し中期経営計画「Vision2026」を策定した。数値目標として 2027 年 3 月期に売上高 385 億円、営業利益率 5% を目指すとした。しかし成長の一つの原動力と見られた LIB 用材料が EV 変調で状況が変化、売上面での見直しが必要と見られる。ただし希土類磁性コンパウンド、誘電体材料、軟磁性材料は順調な成長が見込まれ、営業利益率 5% の達成、高付加価値製品の拡大でさらなる収益性の向上に期待したい。

#### 2. 2025 年 3 月期上期の業績概要

2025 年 3 月期上期の連結業績は売上高 14,508 百万円（前年同期比 14.5% 増）、営業損失 267 百万円（同 256 百万円の損失拡大）、経常損失 266 百万円（同 1,236 百万円悪化し赤字転落）、親会社株主に帰属する中間純損失 879 百万円（同 1,680 百万円悪化し赤字転落）となった。機能性顔料事業は売上高 3,955 百万円（同 6.8% 減）、セグメント利益 437 百万円（同 19.8% 減）となった。売上面では複写機・プリンター向け材料が必要回復の遅れで低調に推移、営業利益も減収影響で低迷した。電子素材事業は売上高 10,552 百万円（同 25.2% 増）ながら、セグメント利益は 771 百万円（同 25.2% 減）と低迷した。希土類磁性コンパウンドの売上が堅調に推移、加えて戸田マテリアルズ（株）（以下、TDMI：2025 年 1 月 1 日 戸田イソ CORPORATION から商号変更）の連結子会社化で大幅増収も、EV 市場低迷を受けカナダ連結子会社の受注が急減、LIB 用材料の需要低迷で利益は大幅減益となった。全体の利益面では減収影響で共通費（同 112 百万円増加し -1,476 百万円）の回収ができず、LIB 用材料生産の稼働率激減も影響し、大幅な営業赤字を余儀なくされた。また営業外では持分法適用関連会社の LIB 会社も不振となり持分法による投資利益が 187 百万円（同 381 百万円減少）、9 月末の円高により為替差損 86 百万円（前年同期は 417 百万円の為替差益、同期比で 503 百万円の減益要素）となり、経常損失 266 百万円の計上となった。さらに減損損失 309 百万円を特別損失に計上、親会社株主に帰属する中間純損益では 879 百万円の赤字計上となった。

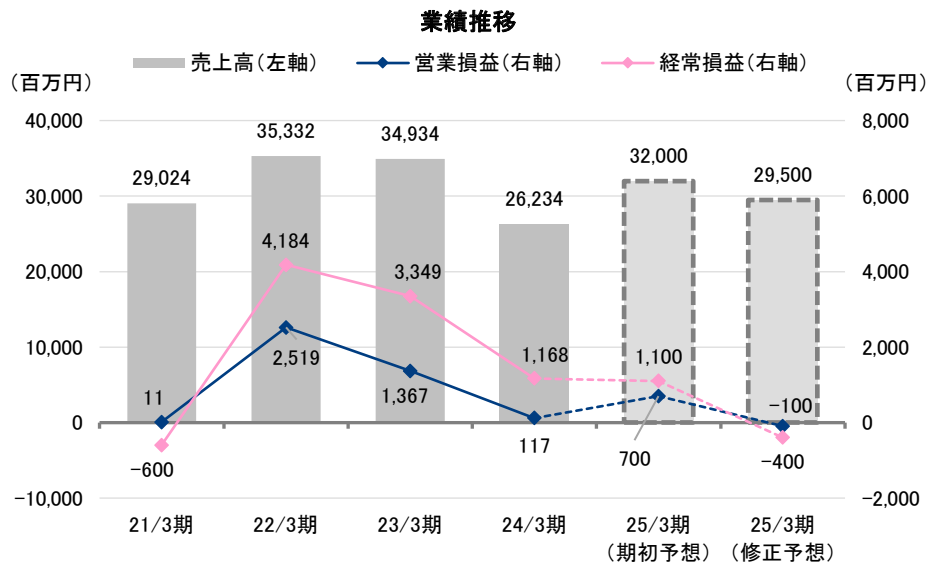
要約

### 3. 2025年3月期の業績見通し

2025年3月期の業績予想は上期の収益低迷、下期もLIB関連の回復が見込めないなどで、売上高29,500百万円(期初計画比2,500百万円減額、前期比12.4%増)、営業損失100百万円(同800百万円減額、前期比217百万円悪化し赤字転落)、経常損失400百万円(同1,500百万円減額、前期比1,568百万円悪化し赤字転落)予想と、一段と厳しい計画となった。売上高ではTDMIの連結子会社化による増収であり、これを除くと5%程度の減収となり、実質的にさらに厳しい数字となると見られる。

#### Key Points

- ・中期経営計画「Vision2026」を策定、2027年3月期に売上高385億円、営業利益率5%を目指す
- ・2025年3月期上期はLIB関連の低迷で前年同期比14.5%増収、経常損失266百万円と赤字転落
- ・2025年3月期は前期比12.4%増収、営業損失100百万円、経常損失400百万円と大幅減額修正予想。成長期待分野が伸びるも不振分野を補えず厳しい状況に



出所：決算短信よりフィスコ作成

# 会社概要

## 2023年11月に創業200周年を迎えた老舗の化学素材メーカー

### 1. 会社概要

同社は、1823年（文政6年）、建築の木材塗料や紺染めの下地、漆器、番傘の着色、陶磁器（赤絵の釉薬）などに用いられる弁柄（酸素と鉄が結びついた化合物）の製造を生業とする精勤舎として岡山県で創業、2023年11月に創業200周年を迎えた老舗の化学素材メーカーである。同社は、酸化鉄で培った微粒子合成技術を深化させ、光学レンズ研磨剤用高純度酸化鉄、オーディオ・ビデオテープなどで使われる磁性酸化鉄、複写機・プリンター向けのトナー用材料、自動車や家電などのモーターやセンサーに使用される磁石材料、またMLCC向け誘電体材料、LIB用材料など、先端的な材料を提供し事業拡大をしてきた。

### 同社グループの歴史と技術

ベンガラから始まる歴史。創業以来200年培われた技術を“今”に活かす。



出所：統合報告書 2024 より掲載

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.

会社概要

同社グループは、2024年3月期末において同社、子会社15社、関連会社5社、及びその他の関係会社1社で構成され、連結従業員数は1,112名となっている。

同社の拠点



出所：同社ホームページより掲載（2024年3月期末時点）

**戸田工業** | 2025年1月31日(金)  
 4100 東証スタンダード市場 | <https://www.todakogyo.co.jp/ir/>

### 会社概要

### 会社沿革

1933年11月	広島市横川町に弁柄の製造販売を事業目的とする「戸田工業株式会社」を資本金 50 万円で設立。
1951年 4月	クツワ弁柄製造株式会社を合併。
1954年11月	吉備工業株式会社を合併。
1959年10月	山口県小野田市に小野田工場を新設。
1969年 7月	小野田工場にオーディオ・ビデオテープ用磁性粉末材料の生産設備を新設。
1973年 6月	小野田工場に湿式着色顔料工場を新設。
1983年 9月	東京証券取引所市場第 1 部（現 プライム市場）指定。
1984年12月	広島県大竹市にフェライト材料の生産工場（大竹工場）を新設。
1988年 4月	小野田工場に電子印刷用着色材料の専用生産設備を新設。
1994年 7月	ドイツ デュッセルドルフ市に「戸田工業ヨーロッパ GmbH」を設立。
1996年 8月	アメリカ イリノイ州シャンバーグ市（現 ミシガン州バトルクリーク市に移転）に「戸田アメリカ Incorporated」を設立。
2003年 1月	中国 浙江省に「戸田塑磁材料（浙江）有限公司」を設立。
2004年 8月	中国 浙江省に「浙江東磁戸田磁業有限公司」を設立。
2006年10月	韓国 釜山広域市（現 京畿道安養市に移転）に「戸田フェライト코리아 Co.,LTD.」（2022 年 2 月に「戸田코리아ソウル Co.,LTD.」へ社名変更）を設立。
2007年 4月	中国 天津市に「戸田麦格昆磁磁性材料（天津）有限公司」を設立。
2007年 8月	カナダ オンタリオ州サーニア市に「戸田アドバンストマテリアルズ Inc.」を設立。
2008年 3月	アメリカ アルゴンヌ国立研究所から、リチウムイオン電池用正極材料の特許ライセンスを取得。
2008年 4月	韓国 江原道原州市に「戸田イス CORPORATION」を設立。
2008年 6月	「東京色材工業株式会社」の株式を取得。
2015年 2月	小野田事務所、北九州工場のリチウムイオン電池正極材料生産設備等を現物出資して、BASF ジャパン（株）との合弁会社「BASF 戸田バッテリーマテリアルズ合同会社」を設立。
2016年 4月	タイ バンコク都（現 アユタヤ県に移転）に「戸田工業アジア（タイランド）Co.,Ltd.」を設立。 「戸田ファクトリー株式会社」（2016 年 4 月に「戸田ファインテック株式会社」へ社名変更）を連結子会社とする。
2021年 4月	1997 年に分社化した戸田ピグメント株式会社を吸収合併し、同社岡山事業所とする。
2021年 8月	中国 広東省の江門協立磁業高科技有限公司を連結子会社とする。
2022年 4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所の市場第一部からプライム市場に移行。
2022年12月	連結対象の戸田聯合実業（浙江）有限公司の全持分株式を持分法適用関連会社である浙江華源顔料股份有限公司（2024 年 12 月に「浙江華源応用新材料股份有限公司」へ社名変更）及び徳清聯合顔料有限公司へ譲渡。
2023年10月	東京証券取引所スタンダード市場への選択申請により 10 月 20 日にスタンダード市場へ移行。
2023年11月	持分法適用関連会社の戸田イス CORPORATION（韓国）を連結子会社化、軟磁性部材の拡大を目指す。 創業 200 周年、ブランドロゴをサステナブルな経営と持続的な発展を目指す姿勢を表現する新ロゴに刷新。
2023年12月	戸田イス CORPORATION（韓国）（2025 年 1 月に「戸田マテリアルズ株式会社」へ社名変更）を完全子会社化。

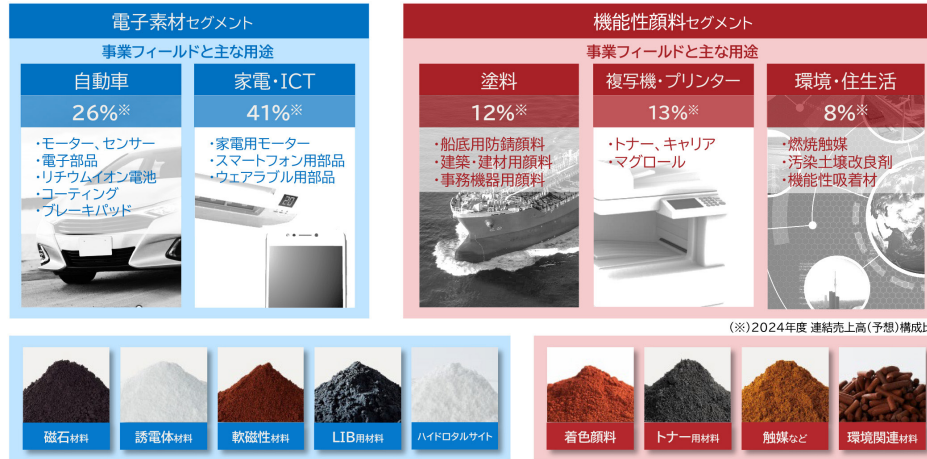
出所：有価証券報告書、同社リリースよりフィスコ作成

## 2. 事業内容

同社グループは現在、機能的顔料事業（各種顔料、環境関連材料、触媒等）と電子素材事業（磁石材料、誘電体材料、軟磁性材料、LIB 用材料等、ハイドロタルサイト等）の 2 事業で事業展開している。

会社概要

各事業の領域



出所：個人投資家様向け会社説明会資料より掲載

事業ポートフォリオマネジメントの強化



出所：統合報告書 2024 より掲載

(1) 電子素材事業

主に自動車、家電・ICT 機器市場を事業フィールドとして製品展開を行っている。成長事業として磁石材料(フェライト、希土類磁性粉)、誘電体材料(チタン酸バリウム)、LIB 用材料(持分対象)、次世代事業として軟磁性材料を注力事業として位置付けている。全体として金属・レアメタルなどの化学品の市況や為替変動による影響で見かけの売上が大きく変動するほか、利益面でも在庫や売価の価格連動の追従性及び稼働率で変動することがある。また LIB 用前駆体材料は再生・転換事業として位置付けている。



## 会社概要

**(a) 磁石材料**

2024 年 3 月期の製品別売上高では磁石材料が 118 億円（セグメント内での構成比は 65%）と電子素材事業で最大の売上部門となっている。中心はボンド磁石用のフェライト・希土類磁性コンパウンド（磁性粉末と樹脂を複合化した成形材料）である。ボンド磁石は近年、希土類磁性コンパウンド材料の売上構成比が半分弱まで高まり、高機能化が進んでいる。ボンド磁石は磁力面で焼結磁石に劣るものの、複雑形状加工成形、金属との一体成形、薄型化や長尺広幅化が可能。用途はエアコン向けや自動車向けモーター用途などの需要が拡大し、利用分野が広がっている。また射出成形ボンド磁石などを製造・販売する江門協立磁業高科技有限公司（以下、江門協立）を連結子会社化し、成形事業を含めた事業展開となっており、電子素材事業の中核を担っている。

**(b) LIB 用材料**

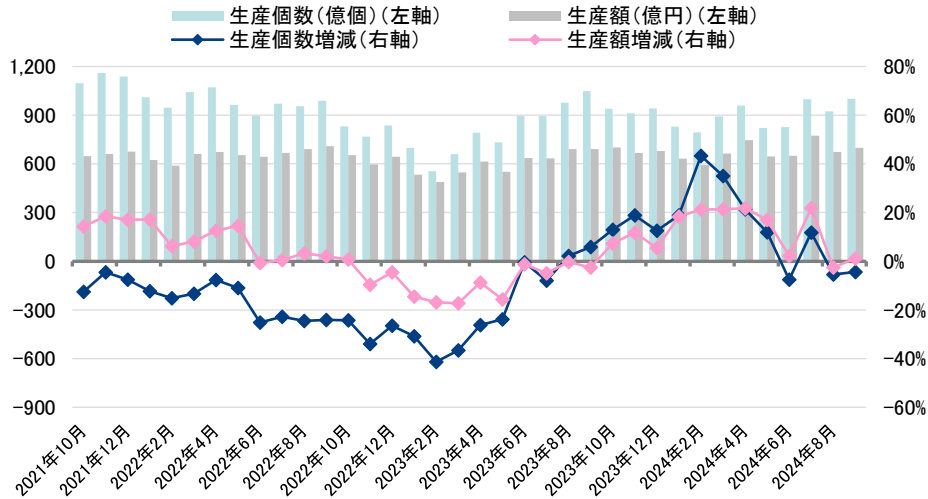
ハイニッケルを中心とする車載用 LIB 用材料で、同事業は LIB の正極材料と、正極材料として焼成される前の化合物である前駆体などを手掛ける。2024 年 3 月期は売上高 36 億円（セグメント内での構成比は 20%）で、大半がカナダの連結子会社の前駆体売上で占められる。同社は磁気テープに代表される磁性酸化鉄市場の急激な規模縮小に対し、既存事業の技術を生かし LIB 用正極材料の研究に着手、2000 年にコバルト酸リチウム（LiCoO<sub>2</sub>）事業を開始、その後、LIB 用正極材料 3 元系の事業化を迅速に実行した。2010 年に伊藤忠商事 <8001> と前駆体・正極材料製造の JV、2015 年には欧州化学品メーカー大手 BASF と日本を拠点に LIB 用正極材料を展開する BASF 戸田バッテリーマテリアルズ（同）（以下、BTBM）を立ち上げた。LIB 用材料は、BTBM（BASF ジャパン（株）66%、同社 34% 出資、持分法適用関連会社）が展開しており、2020 年 4 月に操業を開始したプライムプラネットエネルギー & ソリューションズ（株）（以下、PPES）へ NCM 系正極材料の納入を開始した。またハイニッケル系正極材料の年間生産能力をバッテリーセル容量として 45GWh 分となる 6 万トンに引き上げ、2024 年後半に生産を開始している。なお、BTBM は持分法適用関連会社であり、持分利益での連結寄与となる。LIB 用材料は巨額の設備投資を必要とし、ブルーオーシャン的な事業でもあり、同社としては前駆体事業については再生・転換事業として捉え、BTBM については成長事業として持分利益の獲得源と考えている。

**(c) 誘電体材料**

2024 年 3 月期の売上高は 10 億円（前期比横ばい）に過ぎないが、今後の伸びを期待するのが MLCC 向け誘電体材料である。コンデンサーは 3 大受動部品の 1 つで、その中でセラミックコンデンサーは国内におけるコンデンサー生産額の 8 割近くを占め、2023 年度は国内生産額 7,746 億円を誇る。MLCC の主原料はチタン酸バリウムで、村田製作所 <6981>、太陽誘電 <6976>、TDK <6762>、サムスン電子（005930）が主たる製造会社となっている。同社は 2004 年にチタン酸バリウムの製造設備を新設し、同分野へ本格参入したが、特徴はその製造方法にある。チタン酸バリウムの製法は、原料を焼成する固相反応法が主流で、村田製作所などの大半はこの製法で内製化している。なお日本化学工業 <4092>、富士チタン工業（株）などは湿式法と焼成を組み合わせたシュウ酸塩法を利用、固相反応法に対して細かい粒度が得られる。これらに対し同社は独自の湿式合成技術によって原料を高温・高圧下で反応させ、100nm 未満の微細な粒子の粒度を均一に制御できる水熱合成法を生み出した。現在、セラミックコンデンサーでは、小型化、大容量化、高誘電率が求められ、0603 サイズが最大比率を占め、さらに 0402 サイズ、0201 サイズも通信モジュールやウェアラブル機器などの特定用途で利用が始まっている。同社は主に電極層向け共材用に供給、現在、スマートフォンの不振から足元の生産が低迷しているものの、自動車の EV 化、自動運転化などで、高品質な MLCC が求められ、超微粒子チタン酸バリウムの需要がハイエンド品を中心に急速に高まると見られる。

会社概要

MLCC生産個数・生産額月次推移

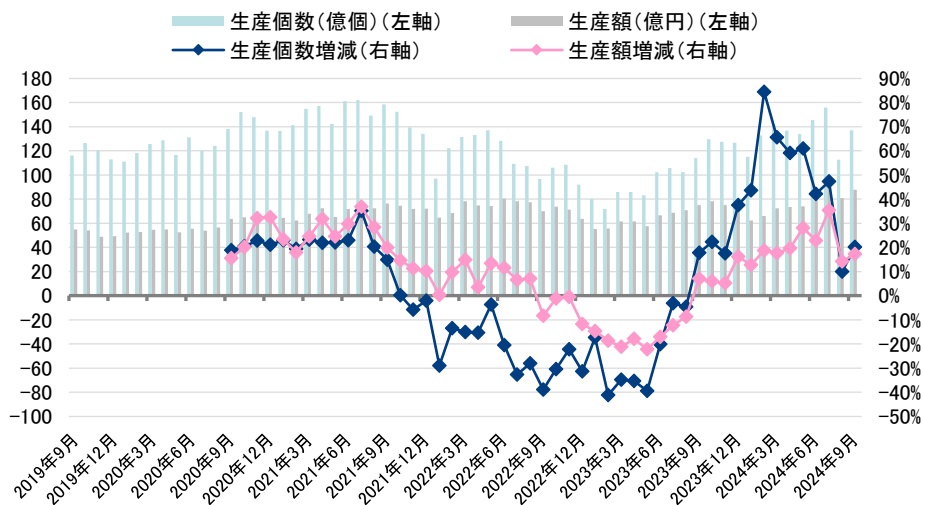


出所：経済産業省「機械統計」よりフィスコ作成

(d) 軟磁性材料

2024年3月期の売上高は5億円と小さいが、TDMIを完全子会社化したことにより今後の成長事業である。軟磁性材料とは比較的小さい外部磁場で容易に磁化され、磁場が除かれるとほぼ完全に脱磁する特性を持つ材料で、酸化鉄を主成分とするフェライトのほか、鉄を主成分とする合金系などの磁性材料がある。同社は高透磁率、低損失、高飽和磁束密度を持つ磁性材料を素材からコンパウンドまでワンストップで提供している。主な用途は積層インダクタ（電気と磁気を相互作用させ電流制御を行う電子部品で、電流の安定化、電圧の平準化、交流電圧の変化などの電源用途）やメタル系軟磁性材料が使用されるSMD型インダクタ、スマートフォンのRFID機能、非接触給電用途があり、コイルから発生する磁束を通すコア部分やコイルに貼り付けるシート部分に使われる。

インダクタ生産個数・生産額月次推移



出所：経済産業省「生産動態統計」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（ディスクレーマー）をお読みください。

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

会社概要

**(2) 機能性顔料事業**

機能性顔料事業は、主に塗料、複写機・プリンター、環境市場を事業フィールドとして、塗料用顔料、複写機・プリンター向けトナー・キャリア用材料などを中心に事業展開している。顔料は、創業以来の事業で、塗料市場は建築物や構造物向けの着色材料などで着実に用途が拡大した。複写機・プリンター市場は、ペーパーレス化、電子化などの影響で成熟化している。同事業については、将来的な発展を見据え、事業再生、事業転換を継続している。

## 業績動向

### 2025年3月期上期は前年同期比14.5%増収、経常損失266百万円と、韓国子会社の連結化で増収も、LIB市場低迷で赤字転落

**1. 2025年3月期上期の業績概要**

2025年3月期上期の連結業績は売上高14,508百万円（期初計画比892百万円未達、前年同期比14.5%増）、営業損失267百万円（同367百万円未達、前年同期比256百万円の損失拡大）、経常損失266百万円（同616百万円未達、前年同期比1,236百万円悪化し赤字転落）、親会社株主に帰属する中間純損失879百万円（同979百万円未達、前年同期比1,680百万円悪化し赤字転落）となった。報告セグメント別では機能性顔料事業が売上高3,955百万円（前年同期比6.8%減）、共通費控除前営業利益437百万円（同19.8%減）、電子素材事業が売上高10,552百万円（同25.2%増）、共通費控除前営業利益771百万円（同25.3%減）、2セグメントの共通費控除前営業利益は1,209百万円（同23.3%減）となっている。両事業とも収益性が悪化、全社費用が1,476百万円（同7.1%増）と増加幅が小さく、前年同期比で営業赤字が拡大した。

**業績概要**

（単位：百万円）

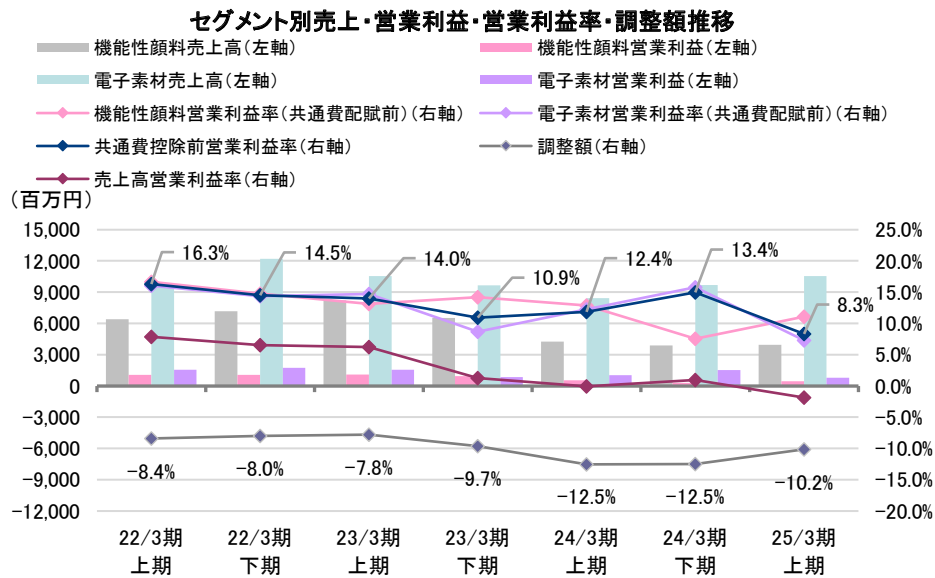
	24/3 期上期			24/3 期下期			25/3 期上期 期初計画			25/3 期上期		
	実績	対売上比	増減率	実績	対売上比	増減率	予想	対売上比	増減率	実績	対売上比	増減率
売上高	12,674	100.0%	-32.4%	13,560	100.0%	-16.2%	15,400	100.0%	21.5%	14,508	100.0%	14.5%
営業損益	-11	-0.1%	赤字転落	128	0.9%	-36.9%	100	0.6%	黒字転換	-267	-1.8%	損失拡大
経常損益	970	7.7%	-57.5%	198	1.5%	-81.4%	350	2.3%	-64.0%	-266	-1.8%	赤字転落
親会社株主に帰属する 中間純損益	801	6.3%	-48.5%	-4,382	-32.3%	赤字転落	100	0.6%	-87.5%	-879	-6.1%	赤字転落

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

## 2. 電子素材事業

電子素材事業は売上高 10,552 百万円(同期比 25.2% 増)、共通費控除前営業利益 771 百万円(同 25.3% 減)となっているが、成長事業として磁石材料、誘電体材料、LIB 用材料(正極材料:持分法適用関連会社展開)、次世代事業として軟磁性材料、再生・転換事業として LIB 用材料(前駆体)、ハイドロタルサイトに大別できる。なお全体として共通費配賦後の利益は 50 百万円程度の営業赤字(同 200 百万円強の減少)となった。



### (1) 磁石材料

売上高 6,400 百万円(同期比 12.3% 増)、営業利益率 6%(同 2 ポイント増)となっている。中心となるボンド磁石用のフェライト・希土類磁性コンパウンドが自動車向けの用途拡大などで好調に推移。また中国の連結子会社である江門協立が射出成形ボンド磁石で好調に推移したことが寄与している。収益的にも増収効果に加え希土類などの高付加価値品の構成が高まっていると見られ、収益性が向上、営業利益の絶対額では前年同期比 7 割弱の増益となった。

### (2) 誘電体材料

売上高 700 百万円(同期比 75% 増)、営利率 2%(同 10 ポイント増)と収益急回復で営業利益が黒字に転換した。同社製品は主に電極層向け共材を供給しているが、MLCC の小型化、大容量化、高誘電率が求められる中で微細な粒子の粒度を均一にし供給できるため、需要が高まっている。利益面では 2024 年 3 月期下期はスマートフォンや自動車生産の不振などで利益低迷していたが、増収効果や高付加価値化で営業利益が黒字転換している。

業績動向

### (3) 軟磁性材料

売上高 2,900 百万円（同期比 2,600 百万円増）、営利率 -1%（同 57 ポイント増）となった。同事業は今期から連結化した TDMI の寄与が大半を占める。TDMI としての前年比では、売上で 2 割程度の伸び、利益では改善が見られる。TDMI の主たる製品としてインダクタがあるが、インバータやコンバータなどに搭載されるほか、スマートフォンの高機能化による需要増により売上が拡大していると見られる。また軟磁性（ソフトフェライト）材料として TDK 向けなどにも材料供給が増えていると見られる。利益面では増収効果、また同社の 100% 子会社化でシナジー効果も加わり、収支均衡に近付いたと言えるだろう。

### (4) LIB 用材料（前駆体）

同材料はカナダの戸田アドバンスマテリアルズ Inc. が大半を占め、同社にとって再生・転換事業として位置付けられている。売上高は 100 百万円（同期比 1,100 百万円減少）、営業利益率 -302% と大幅赤字となっている。昨今の EV 見直しの影響で次のモデルの投入が後ろ倒しになっている状況に加え、既存ユーザーの仕向け先の EV モデルのライフサイクルも終焉を迎えつつあり、利益面でも大きな赤字計上を余儀なくされている。営業利益の絶対額では売上高 100 百万円に対し 300 百万円（同 600 百万円弱の減少となっている模様）の営業赤字と見られる。

### (5) ハイドロタルサイト

同材料は従来、塩ビ安定剤、農業用フィルム保温剤などを主としていたが、堺化学工業 <4078> との協業解消で再生・転換事業として位置付けた材料。売上高は 400 百万円（同期比 33.3% 減）、営業利益率 -29.0%（同 9 ポイント減）となっている。基本的に協業解消による販売減少の影響が大きく、半導体向けなど高付加価値製品への再生・転換中であり、大幅赤字を余儀なくされている。

### 製品別売上高営業利益率情報

(単位：百万円)

	24/3 期上期	24/3 期下期 (推)	25/3 期上期
電子素材売上高	8,430	9,685	10,552
磁石材料	5,700	6,100	6,400
誘電体材料	400	600	700
LIB 用材料（前駆体）	1,200	2,400	100
軟磁性材料	300	200	2,900
ハイドロタルサイト	600	500	400
	24/3 期上期	24/3 期下期 (推)	25/3 期上期
電子素材営業利益率（共通費控除後）	12.2%	15.8%	7.3%
磁石材料	4.0%	11.7%	6.0%
誘電体材料	-7.0%	-15.3%	2.0%
LIB 用材料	23.0%	12.5%	-302.0%
軟磁性材料	-59.0%	-61.5%	-1.0%
ハイドロタルサイト	-20.0%	-31.0%	-29.0%

注：24/3 期下期は逆算推定値

出所：決算短信、事業報告会資料よりフィスコ作成

業績動向

### 3. 機能性顔料事業

機能性顔料事業の売上高 3,955 百万円（同期比 6.8% 減）は、収益基盤となっている触媒などと再生・転換事業と捉える着色顔料・トナー用材料に大別される。共通費控除前セグメント営業利益 437 百万円（同 19.8% 減）となった。売上面では前々期に連結除外した戸田聯合の影響がなくなったものの、収益停滞が続いている。なお共通費配賦後では 200 百万円強の営業損失（同期比ほぼ横ばい）となった。

#### (1) 着色顔料・トナー用材料

再生・転換を図る着色顔料・トナー用材料は、売上高 3,200 百万円（同期比 11.1% 減）、営業利率 -9%（同 2 ポイント減）となった。このうち複写機 / プリンター向けが 2,000 百万円（同 18% 増）となったが、それ以外では 1,200 百万円（同 37% 減）と路面、建材の着色関連が低迷し、減収となった。利益面では価格是正、原価低減するも、需要減退影響で収益率が悪化した。

#### (2) 触媒など

収益基盤として拡大を期待する触媒は売上高 800 百万円（同期比 33.3% 増）、営業利率 11%（同 5 ポイント増）となった。石油化学製品等の合成用触媒、摩擦材などが好調、増収効果で利益率も向上した。

#### 製品別売上高営業利益率情報

(単位：百万円)

	24/3 期上期	24/3 期下期 (推)	25/3 期上期
機能性顔料売上高	4,243	3,876	3,955
着色顔料、トナー用材料	3,600	3,300	3,200
触媒など	600	500	800

	24/3 期上期	24/3 期下期 (推)	25/3 期上期
機能性顔料営業利益率（共通費控除後）	12.8%	7.6%	11.0%
着色顔料、トナー用材料	-7.0%	-13.3%	-9.0%
触媒など	6.0%	8.2%	11.0%

注：24/3 期下期は逆算推定値

出所：決算短信、事業報告会資料よりフィスコ作成

## 財務状況は収益低迷で改善は一服、引き続き財務体質強化が必要

### 4. 財務状況

2022 年 3 月期までの過去 10 期間で 6 度の最終損失を記録し、自己資本比率は 2015 年 3 月期末の 46.5% から 2021 年 3 月期末には 19.5% まで低下した。しかし 2022 年 3 月期に過去最高の最終利益を計上し、自己資本比率は 2023 年 3 月期末に 30.5% と改善、その後は収益低迷があったが、2025 年 3 月期上期では親会社株主に帰属する中間純損失 879 百万円ながら、為替換算調整勘定の増加 1,144 百万円などがあり 25.8% となっている。

**戸田工業** | 2025年1月31日(金)  
 4100 東証スタンダード市場 | <https://www.todakogyo.co.jp/ir/>

業績動向

キャッシュ・フローにおいては営業キャッシュ・フローは101百万円と、売上債権の減少、棚卸資産の減少などで親会社株主に帰属する中間純損失879百万円があったもののプラスとなった。投資活動によるキャッシュ・フローは-1,254百万円と、有形固定資産の取得による支出-1,759百万円が影響している。財務活動によるキャッシュ・フローは1,233百万円となったが、これは長期借入れによる収入4,320百万円に対し返済による支出-2,653百万円を上回ったことなどによる。なお有利子負債残高は29,003百万円で前期末比1,688百万円増加と高水準な状況から改善が進んでおらず、バランスシートの改善には時間を要すると見られる。

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	24/3 期末	25/3 期上期末	増減額
流動資産	29,381	28,465	-916	30,309	29,863	-446
固定資産	21,910	23,550	1,640	23,404	25,806	2,402
総資産	51,292	52,016	724	53,714	55,669	1,955
流動負債	20,276	17,604	-2,672	21,629	21,295	-334
固定負債	17,056	17,852	796	17,559	19,056	1,497
負債合計	37,333	35,456	-1,877	39,189	40,352	1,163
純資産	13,958	16,559	2,601	14,525	15,317	792
(安全性)						
流動比率	144.9%	161.7%	16.8pp	140.1%	140.2%	
自己資本比率	24.2%	30.5%	6.3pp	25.8%	25.8%	

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

(単位：百万円)

	21/3 期	22/3 期	23/3 期	24/3 期	25/3 期上期
現金及び現金同等物の期首残高	5,542	6,492	7,527	8,476	7,943
営業活動によるキャッシュ・フロー	612	903	833	-645	101
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,219	-1,138	-375	-1,429	-1,254
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,416	913	187	1,184	1,233
現金及び現金同等物の期末残高	6,492	7,527	8,476	7,943	8,193
フリーキャッシュ・フロー	-607	-235	458	-2,074	-1,153
設備投資	961	722	1,753	1,680	1,759
減価償却費	1,043	687	685	802	239
研究開発費	1,274	1,258	1,315	1,514	761

出所：決算短信、半期報告書よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2025年3月期はTDMI子会社化により前期比12.4%増収

#### 1. 2025年3月期の業績見通し

2025年3月期は上期の収益低迷、下期もLIB関連の回復が見込めないなどで期初計画を減額修正した。2025年3月期修正予想は、売上高29,500百万円（期初計画比2,500百万円減額、前期比12.4%増）、営業損失100百万円（同800百万円減額、同217百万円悪化し赤字転落）、経常損失400百万円（同1,500百万円減額、同1,568百万円減少し赤字転落）、親会社株主に帰属する当期純損失1,300百万円（同1,900百万円減額、同2,281百万円赤字縮小も赤字継続）と厳しい予想となった。売上高ではTDMIの連結子会社化による増収であり、これを除くと5%程度の減収となり、成長期待分野が拡大しているものの実質的に厳しい数字となっている。なお営業外で持分による投資利益がBTBMのLIB事業（正極材料）が低迷していることから営業外収支が-300百万円（期初計画比600百万円減少）と2024年3月期の持分利益673百万円に対しほぼ寄与がなくなる見通しを立てている。

#### 2025年3月期の業績見通し

（単位：百万円）

	23/3期		24/3期		25/3期			25/3期		
	実績	実績	対売上比	増減率	期初会社予想	対売上比	増減率	修正会社予想	対売上比	増減率
売上高	34,934	26,234	100.0%	-24.9%	32,000	100.0%	22.0%	29,500	100.0%	12.4%
営業損益	1,367	117	0.4%	-91.4%	700	2.2%	497.2%	-100	-0.3%	赤字転落
経常損益	3,349	1,168	4.5%	-65.1%	1,100	3.4%	-5.8%	-400	-1.4%	赤字転落
親会社株主に帰属する当期純損益	3,268	-3,581	-13.7%	赤字転落	600	1.9%	黒字転換	-1,300	-4.4%	赤字継続

出所：決算短信よりフィスコ作成

2025年3月期の事業セグメント別業績は、電子素材事業で売上高210億円（期初計画比2,500百万円減額、前期比16.7%増）、共通費控除後営業利益300百万円（同600百万円減額推定、同64%減推定）推定予想、機能性顔料事業が売上高8,300百万円（同300百万円増額、同3.8%増）、共通費控除後営業損失400百万円（同変更なし、同0.75億円赤字縮小）推定予想となっている。



今後の見通し

### 製品別売上高営業利益率情報

(単位：百万円)

	24/3 期	25/3 期 期初予想	25/3 期 修正会社予想
電子素材売上高	18,115	23,500	21,200
磁石材料	11,800	-	12,500
誘電体材料	1,000	-	1,500
LIB 用材料	3,600	-	200
軟磁性材料	500	-	6,000
ハイドロタルサイト	1,100	-	800

	24/3 期	25/3 期 期初予想	25/3 期 修正会社予想
電子素材営業利益率（共通費控除後）	14.1%	-	4.7%
磁石材料	8.0%	-	8.0%
誘電体材料	-12.0%	-	7.0%
LIB 用材料	16.0%	-	-314.0%
軟磁性材料	-60.0%	-	0.0%
ハイドロタルサイト	-25.0%	-	-21.0%

出所：決算短信、事業報告会資料よりフィスコ作成

## 2. 電子素材事業

### (1) 磁石材料

売上高 12,500 百万円（前期比 5.9% 増）、営業率 8%（前期比変更無し）予想。中心となるボンド磁石用のフェライト・希土類磁性コンパウンドが自動車向けの用途拡大などで好調継続。また中国の連結子会社である江門協協が射出成形ボンド磁石で好調に推移し、過去最高更新の見通しとなっていること等が期待される。利益面では増収効果に加え希土類などの高付加価値品の構成が高まり、下期に収益率がアップし、前期並みの営業率を確保するとしており、前期比で増収増益を見込んでいる。

### (2) 誘電体材料

売上高 1,500 百万円（同 50% 増）、営業率 7%（同 19 ポイント向上し黒字転換）と AI サーバー向けなどの伸長で売上急回復から増収効果が寄与し、大幅黒字転換の見通しとなっている。

### (3) 軟磁性材料

売上高 6,000 百万円（同 12% 増）、営業率 0%（同 60 ポイント向上し収支均衡）の見通し。同事業は今期から連結化した TDMI（2023 年 12 月期は売上高 5,560 百万円、営業損失 -80 百万円）の寄与が大半を占める。TDMI の主たる製品としてインダクタなどの電子部品が、インバータやコンバータなどに搭載されるほか、スマートフォンの高機能化による需要増により、売上が拡大している。利益面では増収効果、また同社 100% 子会社化でシナジー効果も加わり、収支均衡達成を見込む。TDMI の収益推移では 2023 年 12 月期比較で増収、営業利益は黒字転換見通しのようで、同社下期の収益回復が見込まれている。

今後の見通し

#### (4) LIB 用材料（前駆体）

売上高 200 百万円（同 94.4% 減） 予想、営利 -314%（前年比 330 ポイント減、金額では 1,200 百万円減推定）としている。同材料はカナダの戸田アドバンストマテリアルズ Inc. が大半を占め、昨今の EV 見直しの影響で次のモデルの投入が後ろ倒しになっている状況に加え、既存ユーザーの仕向け先の EV モデルのライフサイクルも終焉を迎える見込みに変わりなく、利益面でも大きな赤字計上を想定している。

#### (5) ハイドロタルサイト

売上高 800 百万円（同 27.3% 減）、営利率 -21%（同 4 ポイント増） 予想。同材料は半導体向けなど高付加価値製品への再生・転換中であり、大幅赤字ながら下期には赤字幅が縮小する見通しである。

### 3. 機能性顔料事業

全体として売上高 8,300 百万円（同 200 万円減額、同 3.8% 増）、共通費控除後営業損失 400 百万円の推定予想となっている。

#### (1) 着色顔料・トナー用材料

売上高 6,800 百万円（同期比 1% 減）、営利率 -7%（前期比 3 ポイント増） 予想とした。複写機 / プリンター向けなどで価格は正が進んでいる模様で、路面、建材の着色関連が低迷しているが、コスト削減で損失率改善の見通しとなっている。

#### (2) 触媒など

売上高 1,500 百万円（同期比 36.4% 増）、営利率 6%（同期比 1 ポイント減） 予想。石油化学製品等の合成用触媒などが好調に推移し、価格是正の効果もあり増収予想としている。

#### 製品別売上高営業利益率情報

（単位：百万円）

	24/3 期	25/3 期 期初予想	25/3 期 修正会社予想
機能性顔料売上高	8,119	8,500	8,300
着色顔料、トナー用材料	6,900	-	6,800
触媒など	1,100	-	1,500
<hr/>			
	24/3 期	25/3 期 期初予想	25/3 期 修正会社予想
機能性顔料営業利益率（共通費控除後）	10.3%	-	0.0%
着色顔料、トナー用材料	-10.0%	-	-7.0%
触媒など	7.0%	-	6.0%

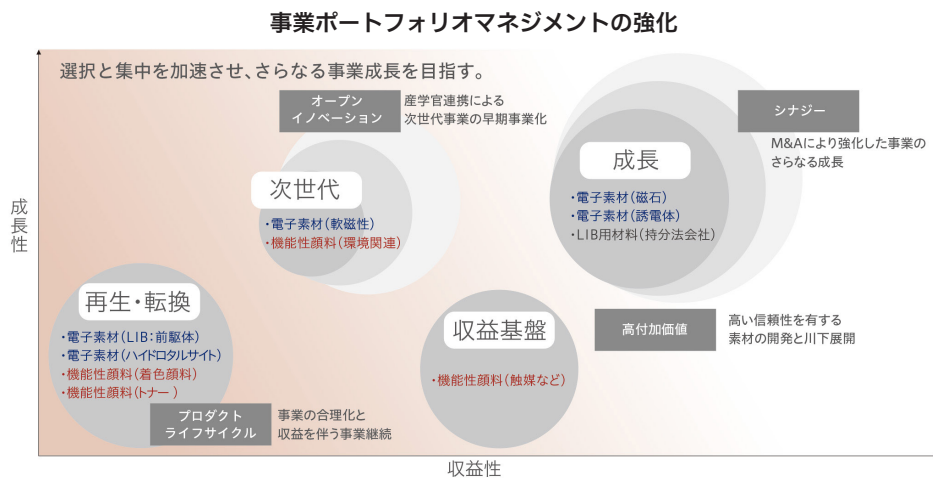
出所：決算短信、事業報告会資料よりフィスコ作成

# ■ 中長期の成長戦略

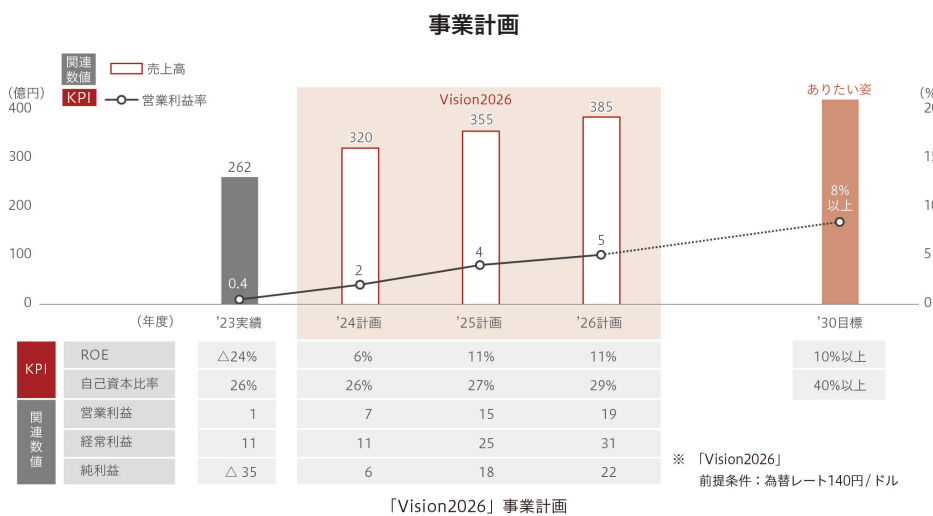
## 中期経営計画「Vision2026」を遂行し、営業利益率 5% 達成を目指す

### 1. 中期経営計画「Vision2026」

同社は 2030 年度のありたい姿の実現に向け、選択と集中の加速による事業成長を推し進めるため、事業ポートフォリオマネジメントの強化を図っている。中期経営計画「Vision2026」を策定し、2027年3月期に売上高 385 億円、営業利益率 5% を目指す。



出所：統合報告書 2024 より掲載



出所：統合報告書 2024 より掲載

**戸田工業** | 2025年1月31日(金)

 4100 東証スタンダード市場 | <https://www.todakogyo.co.jp/ir/>

## 中長期の成長戦略

2025年3月期予想についてLIB用材料は大幅な減額修正を行ったことから、2025年度計画、2026年度計画の達成のハードルが高まったと言わざるを得ない。しかし実際の中身としては、事業ポートフォリオマネジメント強化の実行に沿い、成長、次世代分野においては想定を上回る数字を示すものが多い。このため同社で重要視するのは収益性の向上であり、2027年3月期における営業利益率5%以上の達成が重要で、現在の「Vision2026」を達成すべく愚直に選択と集中の実行を行うとしている。LIB用材料での見直しによる売上高の目標修正は必要ではあるものの、収益性の営業利益率5%達成については低収益事業の統廃合により、MIX良化により営業利益率5%以上の達成が視野に入ると見られる。

## 2. 電子素材事業

2030年度のありたい姿の中心となるのが電子素材事業であり、2024年3月期の売上高181億円、営業利益8億円に対し、「Vision2026」最終年度の2027年3月期には売上高285億円、営業利益19億円を目指す。

### (1) 磁石材料

磁石材料は従来用途に加え、自動車の電動化を睨んで「希土類系材料」と「成形品ビジネス」を拡大する。中心となるボンド磁石材料は、自動車用の希土類ボンド磁石の拡大が鍵となる。現在EVの普及が一服しているが、同社の希土類ボンド磁石は電動ウォーターポンプ(EWP)向け、電動パワステ向けなどに拡大が期待される。特にEVではバッテリーの温度とモーターの冷却、熱風の管理、吸気インタークーラーからの熱の調節などシステム性能を維持するために効率的な熱マネジメントが必要で、EWPは中心的な役割を果たす。EWPでは軽量化、軸インサート成形が可能なボンド磁石が多く使われるが、高温対応や耐環境性、高磁気特性の要求が高まり、高性能な希土類ボンド磁石の需要が拡大している。すでに同社のボンド磁石全体での希土類ボンド磁石の売上構成比は40%まで高まり、さらにこの比率が高まるだろう。今後、日本でもEV拡大により日系ポンプメーカーの採用が拡大するにつれて売上拡大が加速すると見られる。また、自動車用以外でも用途開発が進みつつある。一方、磁石成形事業については、江門協立の取り込みにより、素材から部品加工まで一貫生産体制が構築され、M&Aによるシナジー効果から江門協立は過去最高の収益が見込める状況となっており、今後、磁石成形事業の収益性向上が見込まれる。具体的には2027年3月期に売上高160億円、営業利益率10%を目標としているが、全体として収益の上振れも期待される。

また新材料開発では2024年4月に同社は東北大学と共同研究開発開始を発表した。世界最高レベルの高輝度放射光施設として注目を集める「NanoTerasu(ナノテラス)」(太陽光の10億倍明るい光「放射光」を使って、モノの構造や状態をナノ(10億分の1)レベルで可視化できる巨大な顕微鏡)が2024年4月に本格稼働。ナノテラスを活用し、自動車などの高温環境下で発生する希土類系材料の構造変化による磁気特性の低下に対し、その温度変化に耐える新素材開発を行う。今後、これらの施策の実現により、2030年度に向け、さらに収益の拡大が期待される。

## (2) 誘電体材料

誘電体材料は、MLCC の小型化に対応したさらなる微粒子化を追求し、先端材料としての事業拡大を目指す。現在、環境対応車や自動運転支援の普及で、自動車 1 台当たりの MLCC 使用数量が従来の 1,000 個～ 3,000 個程度から 3,000 個～ 6,000 個程度まで伸長している。また今後パワートレイン系、xEV 系、ボディ系、走行安全系、インフォテインメント系、すべての分野で使用個数が拡大すると見られる。MLCC の内部構造は、チタン酸バリウム (BaTiO<sub>3</sub>:TB) からなる誘電体層とニッケルからなる電極層が積層された構造となっており、高性能化実現には電極層、誘電体層の薄層化・多層化が必要で、構成材料のナノ粒子化が求められる。内部電極では内部電極層 (金属) と誘電体層との機械的接合強度を高めるために TB ナノ粒子が共材として必要となる。電極層の機械的強度を上げるのは、製造工程で電極層の割れや欠け防止のために、MLCC の電気特性の低下や故障を防ぐ効果がある。共材は電極層と誘電体層の間の電界を均一化し、誘電体層の電気分極を高めるなど重要な役割を持つ。同製品の生産額は大きくないが共材として付加価値は非常に高い。今後は MLCC の高容量化で電極層のさらなる薄層化が進み、電極材料として 100nm 以下の Ni 粒子に 20nm 以下の共材が必要とされるなど、微細化が進むと見られる。また同社は共材供給に加え、分散体供給も始める。分散体は、粒子同士の凝集を防ぎ、均一な誘電体層を形成するために使用される。現在は一度乾燥してユーザーに出荷し、ユーザー側で分散剤を付加して利用しているが、湿式状態のままユーザーに提供できる分散体を開発中で、分散体で出荷できれば付加価値が高まるだろう。なお同社は今後、微細化ニーズに沿って高付加価値化を進め、2027 年 3 月期には売上高 20 億円、営業利益率 8% を目指す。

## (3) 軟磁性材料

軟磁性材料については完全子会社化した TDMI が 2025 年 3 月期より連結、2025 年 3 月期には電子素材事業において磁石材料に次ぐ売上規模になる。現在、インダクタ向けのソフトフェライト磁性粉に加え、パワーインダクタ向けソフト磁性メタル粉などインダクタ需要増に対応し売上を拡大している。さらに素材技術と複合化技術の融合により、インダクタ向けソフト磁性コンパウンドのワンストップ提供を目指す。また新製品として車載用インダクタ中心に開発を行い、売上拡大とシナジー効果で収益性向上が加速する局面にある。さらに自動車の電動化に対し電子部品搭載製品の増加による電磁波ノイズ問題が大きな課題となっており、ノイズ対策材料や EV 用非接触給電向け厚膜大判フレキシブルフェライトプレート、ノイズ抑制用フレキシブルフェライトシートやテープなどの成形品販売も推進する方針だ。そのほか、ソフトフェライト粉末をエポキシ樹脂に混合させ優れた透磁率を有するエポキシ系磁性接着剤、高性能インダクタなど電子部品の実現を可能とする高い球形度と均一な粒度分布を兼ね備えたサブミクロンサイズの Fe 基軟磁性メタル粉末なども拡大が期待される。さらに昨今のデータセンタ設備投資拡大によるインダクタ需要増にも期待が高まる。

2027 年 3 月期には売上高 70 億円、営業利益率 3% を目指す。さらに 2031 年 3 月期にはありたい姿として売上高 100 億円超、営業利益率 7% を目指すが、2025 年 3 月期予想において売上規模が 60 億円近くに拡大予定で、会社計画を上回る収益の拡大も期待される。

中長期の成長戦略

(4) LIB 用材料

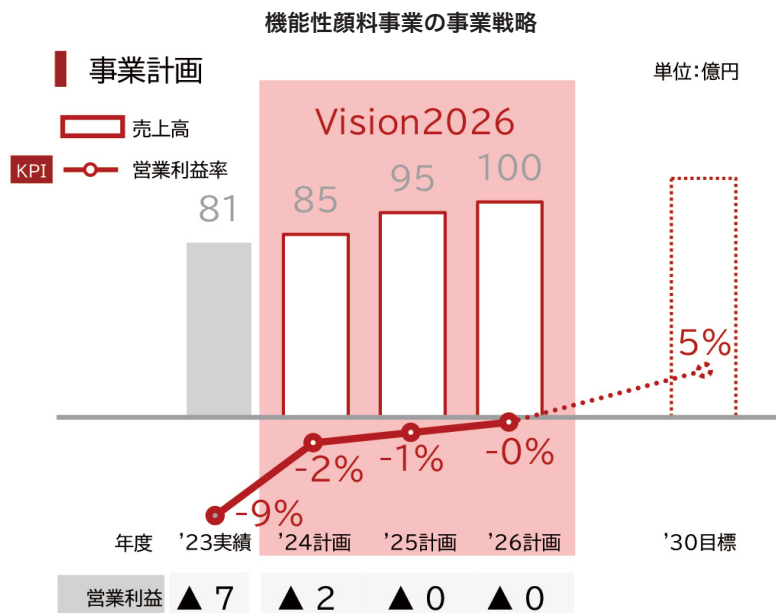
同材料の主体は連結対象として正極材料の前駆体を扱うカナダの戸田アドバンスドマテリアルズ Inc. が連結売上高の対象であるが、主力は持分対象の BTBM となる。このため、今回の「Vision2026」において具体的な売上高、利益率目標の提示がなされず、成長材分野としてビジネスパートナーである BASF とグローバルな需要拡大に対応して事業拡大を図り、前駆体については再生・転換事業と位置付けた。BTBM は従来 NCA（円筒型電池）正極向けが多かったが（国内トップは住友金属鉱山 <5713>、2 位が BTBM）、PPES へ納入するのは NCM（角 / ラミネート型）正極向けであり、今後のトヨタ自動車 <7203> の国内 EV 戦略とともに拡大が期待される。ただし、世界的に EV に対して見直す機運もあり、実際、電池各社、EV 各社で投資計画の見直し相次いでいる。このため、車載用 LIB 関連事業は長期的には成長が期待できるものの、2026 年度での達成は困難と言わざるを得ず、しばらくは収益が停滞する状況が続くと思われる。

(5) ハイドロタルサイト

従来は堺化学工業と行っていた鉛フリー塩化ビニル安定剤用材料、農業用ポリオレフィンフィルム保温材料などとして利用されるハイドロタルサイト（Hydrotalcite）事業であった。同社は湿式合成技術で様々な用途に合わせた形状で提供してきたが、昨今の中国不動産不況などで需要が伸びず、加えて中国でのメーカー乱立で価格の下落もあり、2024 年 5 月に堺化学工業との協業提携解消を決定し、事業がシュリンクした。ただし、同事業は従来とは異なる需要を目指す。具体的には高い塩素捕捉性能、配線微細化に対応した微粒子設計などで、電子素材事業として、半導体封止材用塩素捕捉剤としての需要が見込める。

3. 機能性顔料事業

機能性顔料事業については市場が成熟化している状況にあり、「Vision2026」で事業の合理化と収益を伴う事業の継続、環境関連を中心に産学官連携による次世代事業の早期事業化を目指す。



出所：事業報告会および中期経営計画「Vision2026」資料より掲載

中長期の成長戦略

**(1) 着色顔料・トナー用材料**

2025年3月期は、売上高68億円規模を見込み、最大がトナー事業となっている。基本的にペーパーレス化の波が避けられない。また塗料用途も戸田聯合の譲渡から大幅縮小している。このため同事業は自動車用透明塗料、化粧品向け（開発品）などを強化し、一方で減損などを含めコスト削減を実行し収益性重視で対応する。

**(2) 触媒など**

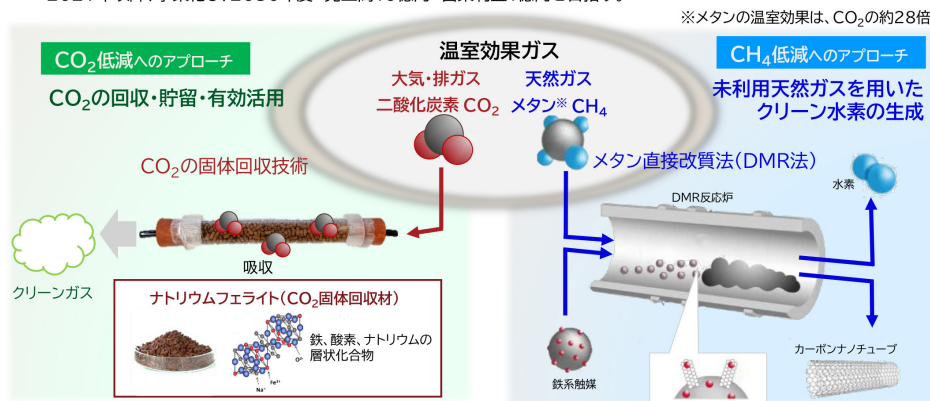
触媒などの中心は石油化学製品等の合成用触媒で、需要は新設、定期修理などで決まるため、年度間の増減があるが、グローバルには安定的な需要があり、売上規模は2025年3月期でも15億円予想と小さいものの、今後も継続的な収益拡大が期待される。

**(3) 環境関連材料**

環境関連材料での取り組みは、産学官連携による次世代事業の事業化を推進する。具体的にはカーボンニュートラル実現のため、NEDOの委託事業を通じてエア・ウォーター<4088>と共同でメタン直接改質法（DMR法）によるCO<sub>2</sub>フリー水素の製造プロセス及びシステム開発を推進している。2023年8月に「DMR法」による商用規模の水素製造プラントを北海道豊富町内に設置し、地産地消型の水素サプライチェーンの構築を進めている。また副生成物の炭素は、高導電性を有する多層カーボンナノチューブ（CNT）として市場展開する。2025年度を目途に豊富町で自噴する未利用天然ガスを用い、DMR法を用いた商用規模の水素及びCNTの製造技術を確認し、システム全体で早期の社会実装化を目指す。またカーボンリサイクル実現を目指し、エア・ウォーター、埼玉大学の柳瀬郁夫准教授とナトリウムフェライトをCO<sub>2</sub>固体回収材として活用する研究も進めており、2025年大阪・関西万博に出展予定。産学官連携は「Vision2026」では量産までには至らず収益に寄与するには時間を要すると見られるが、2030年度には売上高10億円、営業利益1億円を目標としており、同社の脱炭素社会、循環型社会の実現に向けた取り組みに期待がかかる。

**環境関連材料（開発）の取り組み**

- ・温室効果ガスの低減に貢献する製品、技術の開発に取り組む。
- ・2027年以降、事業化し、2030年度 売上高10億円 営業利益1億円を目指す。



出所：個人投資家様向け会社説明会資料より掲載

## ■ 株主還元策

### 連結業績の推移を考慮したうえで早期の復配を目指す

同社は2019年3月期に40円の配当を行って以来、業績低迷もあり無配を継続している。2025年3月期も収益減少で無配を継続するとしている。将来の事業展開と経営体質強化のために必要な内部留保を確保しつつ、早期の復配を目指しているが、復配にはまだ時間を要するだろうと弊社では考えている。



#### 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