

2013年7月31日 (水)

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

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
佐藤 譲

## ■「ボンド」を擁する合成接着剤の国内最大手

合成接着剤で国内最大手。「ボンド」は同社のブランド名。家庭用接着剤から住宅建材用、工業用、土木建築用に至るまで幅広い市場に展開しており、約2,500品種を揃えている。化成品商事事業は自動車業界向けが主力。海外市場の開拓に注力中。

2013年3月期の連結業績は、売上高が前期比4.5%増、経常利益が同13.6%増となり2期ぶりに最高益を更新した。同社のコア事業である住宅、土木建築業界向けが伸長したこと、自動車向けもエコカー補助金制度やユーザーの米国向け販売が好調なことなど、主力のボンド事業を中心に全てのセグメントで増収増益となった。

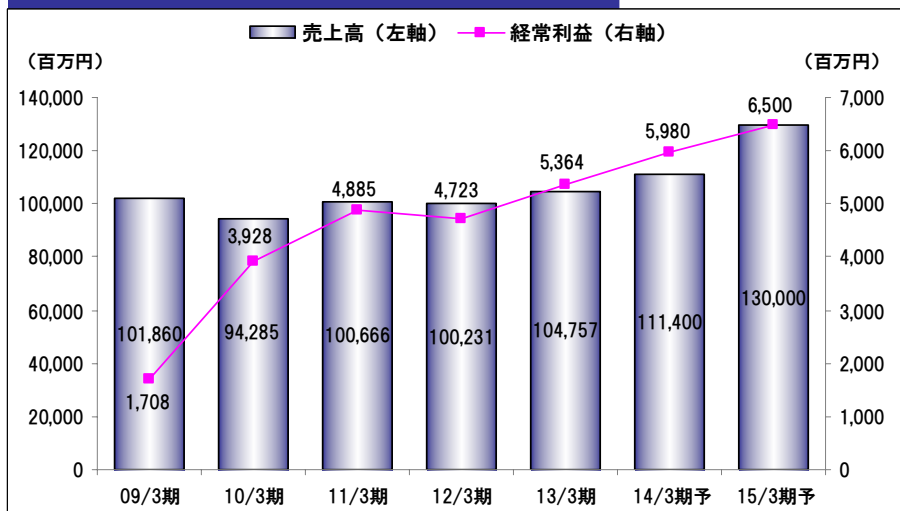
2014年3月期は、売上高で前期比6.3%増、経常利益で同11.5%増と2期連続での最高益更新を目指す。復興需要や耐震補強工事など主力市場である住宅、土木建築業界向けの需要拡大が見込まれること、新規に開発した建材用接着剤や外壁タイル施工用接着剤、土木用の表面保護工法など2013年3月期に投入した新製品の売上拡大が見込まれることなどが主因だ。

同社は中期計画で最終年度となる2015年3月期に経常利益6,500百万円を目標に掲げている。既存市場におけるシェア拡大に加えて、橋梁やトンネル、上下水道など社会インフラの補修・補強事業の強化も同時に進めていく。安倍政権下では公共投資の拡大方針も示されており、震災復興需要と合わせて同社にとっては追い風となろう。国内市場ではトップシェアとは言え、その水準はまだ12~13%程度。同社の高い製品開発力を武器にしたシェアの拡大余地は大きく、現在4%の売上比率に留まっているアジア市場の開拓も含めて、中長期的な業績拡大余地は大きいと弊社ではみている。

### ■ Check Point

- ・商標登録もされている「ボンド」は圧倒的なブランド力
- ・2013年3月期は利益ベースで2期ぶりに過去最高益を更新
- ・業績の順調な拡大を背景に配当金を積み上げ

業績推移と中期経営計画



## ■ 会社概要

### 商標登録もされている「ボンド」は圧倒的なブランド力

#### (1) 会社沿革

合成接着剤「ボンド 木工用」、子供の頃、学校のワーク時間で誰しもが使った経験がある接着剤を製造販売しているのが同社だ。「ボンド」のブランド力が圧倒的で接着剤＝ボンドとのイメージが強いが、実は「ボンド」は同社のブランド名で商標登録もされている。

同社の歴史は古く、設立は1870年（明治3年）になる。創業者である小西儀助氏が大阪で薬の卸問屋となる小西屋を創業したのが始まりだ。1880年頃に洋酒、缶詰類の輸入販売を開始し、本業となる商社事業がスタートしている。1888年には大阪洋酒醸造会社を設立し、ブランデーやワインなど洋酒の製造販売を開始させた。サントリーの創業者である鳥居信治郎氏がこの頃、3年間ほど同社に丁稚奉公するなど、関西の洋酒業界の勃興期において、同社は重要な役割を果たしている。

1912年には輸入アルコール、工業用薬品、洋酒、食料品などの卸売事業に専念し、製造業に関しては消毒液などに用いられた業務用のアルコールのみ継続し、その後1940年頃まで「アルコールの小西」として、国内のエチルアルコール需要の約40%を供給する有数の化学商社として成長していった。

同社の現在の主力製品である合成接着剤「ボンド」の製造販売は1952年からで、製本の工程で用いられる接着剤として日本で初めて採用されたのが始まりだ。当時、製本の「綴じ工程」では糸や針金で綴じ合わせる方式が主流であったが、接着剤を使うことによって、製本にかかる時間が短縮されるほか、綴じ合わせのためのスペースも不要となることで、紙面の有効活用が図られ、電話帳や文庫本などで採用が進んでいった。また、大きく成長するきっかけとなったのは、1953年以降、木工用として「ボンド」が建具、建築業界向けに採用され始めてからとなる。当時、木工用の接着材料としてはニカワや蒸した米粒を練り合わせた続飯（そくい）と呼ばれる糊が用いられていたが、接着性能や利便性など優れた品質が評価され、1957年に発売開始した一般家庭用の「ボンド 木工用」と相俟って、その後の同社の成長を牽引していくことになる。

1973年に起きたオイルショック時には原材料の調達に苦労し、生産制限がされるなかで販売先をどのように配分するかという問題に直面したが、同社では大手企業よりも中小企業に優先的に供給する営業方針を掲げ、顧客から大きな信頼を獲得、これを契機に業界トップシェアを確立し、現在に至っている。「品質と信用」を第一に考える同社の企業理念が活かされた格好と言えよう。

グループ展開としては1999年に無機系化学商品を扱う丸安産業をM&Aにより子会社化したほか、2001年には土木・建築業界向けの工事請負事業を展開するボンドエンジニアリングを設立。2002年には化学品のデータベース事業会社の日本ケミカルデータベースを、2003年には各種シーリング材の製造販売を手掛けるサンライズ・エム・エス・アイ（以下MSI）をM&Aによってそれぞれ子会社化した。また、海外展開では2004年に中国に製造販売拠点を設けて以降、タイ、インド、ベトナムなど4か国に進出している。グループ連結子会社は国内外合わせて15社、持分法適用会社1社（インドネシア企業との合弁会社）となっており、連結従業員数は1,080名（2013年3月期末）となっている。

■会社概要

なお、株式上場は1994年に大阪証券取引所市場第二部に、1997年に東京証券取引所及び大阪証券取引所の市場第一部にそれぞれ上場を果たしている。

関係会社一覧

連結子会社		化成品事業		その他	
ボンド事業	議決権比率		議決権比率		議決権比率
水口化学産業	100.0%	丸安産業	60.8%	ボンドエンジニアリング	100.0%
ボンドケミカル商事	100.0%	Kony Sunrise Trading	91.3%	日本ケミカルデータベース	100.0%
ボンド販売	100.0%	KF Instruments India	66.6%	コニシエ営	59.0%
ボンド物流	100.0%	台湾丸安股份	60.8%	ミクニペイント	50.7%
サンライズ・エム・エス・アイ	71.1%	PT. Konishi Indonesia	90.0%		
科昵西貿易(上海)	100.0%				
科陽精細化工(蘇州)	91.3%				
持分法適用会社		議決権比率			
Konishi Lemindo Vietnam	40.0%				

会社沿革

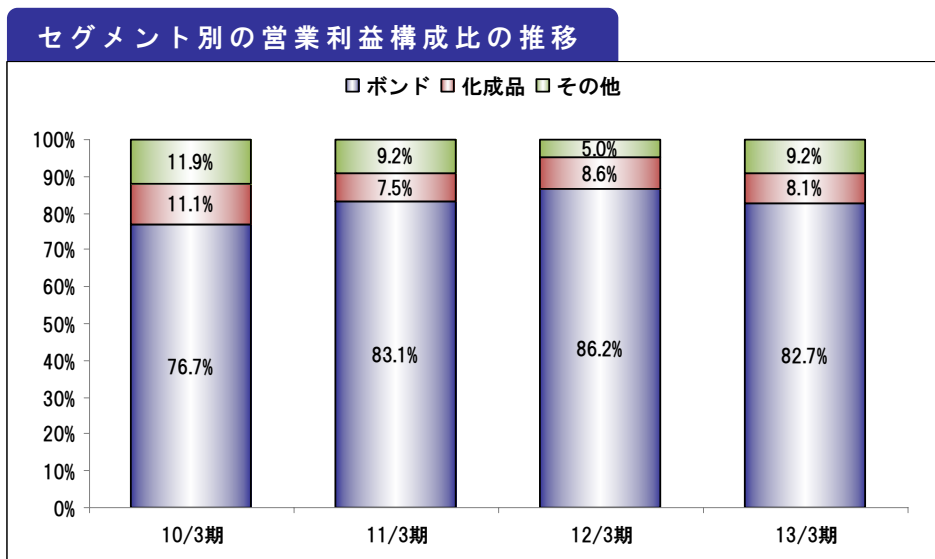
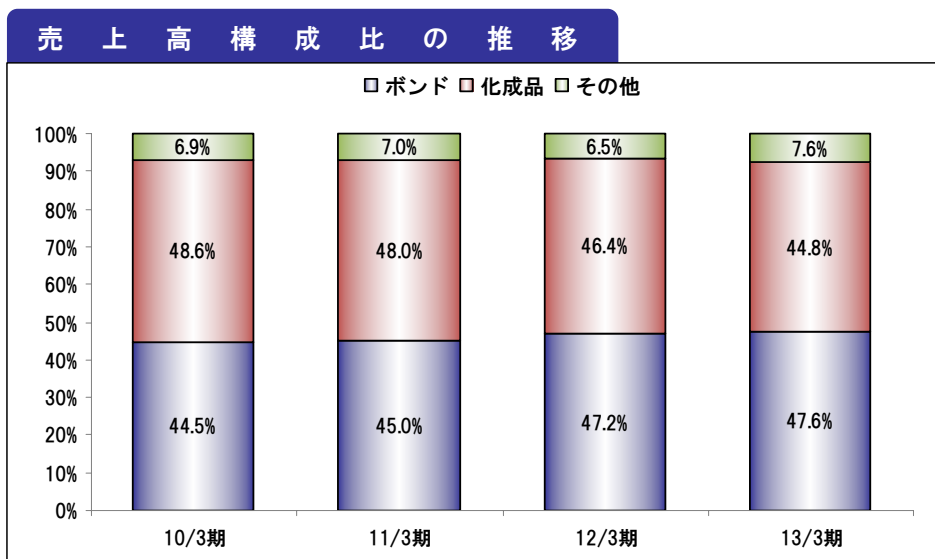
年月	主な沿革
1870年 (明治3年)	現大阪本社所在地において、小西屋の屋号で薬種商を開始
1880年頃 (明治初期)	洋酒、缶詰類の輸入販売を開始
1884年 (明治17年)	アサヒビール製の製造販売を開始、現在のアサヒビールの前身となる
1888年 (明治21年)	大阪洋酒醸造会社を創立しビール・ブランデー・ウイスキー・アルコールなどの製造販売を開始 「赤門印葡萄酒」の製造販売を手掛ける
1912年頃 (明治末期)	問屋業務に専念。輸入アルコール・工業薬品・洋酒・食料品を販売する。但し日本薬局方アルコール製造業は継続
1925年 (大正14年)	株式会社小西備助商店に改組
1940年 (昭和15年)	東京支店開設
1952年 (昭和27年)	合成接着剤ボンド販売開始。東京工場設立 (後に浦和工場に統合)
1964年 (昭和39年)	浦和工場設立
1973年 (昭和48年)	滋賀工場設立
1976年 (昭和51年)	コニシ株式会社へ社名変更
1981年 (昭和56年)	大阪研究所及び浦和研究所開設
1986年 (昭和61年)	栃木工場設立
1994年 (平成6年)	大阪証券取引所市場第二部上場
1997年 (平成9年)	東京証券取引所及び大阪証券取引所市場第一部上場
1999年 (平成11年)	ボンドケミカル商事 (主として接着剤等原料の調達) を設立 丸安産業 (無機系の化学品を扱う商社) の株式を取得し子会社化
2001年 (平成14年)	ボンドエンジニアリング (工事請負事業) 設立
2002年 (平成15年)	日本ケミカルデータベース (化学品データベース事業) の株式を取得し子会社化
2003年 (平成16年)	ボンド販売を設立、サンライズ・エム・エス・アイ (接着剤、シーリング材の製造販売) の株式を取得し子会社化
2004年 (平成17年)	海外初拠点となる科陽精細化工[蘇州]有限公司 (接着剤、シーリング材の製造販売) を設立 科昵西貿易[上海]有限公司 (化成品、接着剤等の販売) を設立
2005年 (平成18年)	Kony Sunrise Trading Co., Ltd. (化成品、接着剤などの販売) をタイに設立
2007年 (平成19年)	一般家庭用「ボンド 木工用」が立体商標登録
2010年 (平成22年)	基礎研究所開設、KF Instruments India Pvt. Ltd. (精密成型部品の製造、調達部材の輸出入販売) をインドに設立 Konishi Lemindo Vietnam Co., Ltd. (合成接着剤、化学品の製造販売) をベトナムに合併で設立 (出資比率40%)
2012年 (平成24年)	ボンド物流(接着剤、シーリング材の倉庫管理業務) を設立
2013年 (平成25年)	PT. Konishi Indonesia (接着剤、塗料およびそれら原材料、合成樹脂の輸出入販売) をインドネシアに設立



## 営業利益ではボンド事業が全体の80%以上を占める

### (2) 事業概要

現在、同社の事業セグメントは、ボンド事業、化成品事業、その他の3部門に分けて開示されており、売上高及び営業利益の構成比はグラフの通りとなっている。売上高に関してはボンド事業、化成品事業がそれぞれ40%以上の比率を占めているが、営業利益に関してはボンド事業が80%以上と利益の大半を占めていることがわかる。これは、化成品事業が仕入販売のみで利益率が1%弱と低くなっているためだ。各事業の概要については以下の通りとなっている。



■会社概要

## アイテム数は「ボンド」のブランドが付く商品だけで約6,500種

### ○ボンド事業

ボンド事業では工業用・一般家庭用の各種接着剤、シーリング材及びワックスの製造販売を国内外で展開している。アイテム数は「ボンド」のブランドが付く商品だけで約6,500アイテムにのぼり、業界での品揃え数は国内で群を抜いている。生産拠点は国内で滋賀工場、栃木工場をメイン拠点に、水性系接着剤のみを生産している浦和工場、子会社のサンライズMSIが保有する岡山工場の4拠点で、海外で中国と持分法適用会社のベトナムに工場を持つ。販売体制に関しては、ボンド商品は全て代理店又は子会社のボンド販売を経由してホームセンターや量販店、住宅メーカー、施工業者向けなどに販売されている。代理店に関しては約900社が全国に網羅されている。

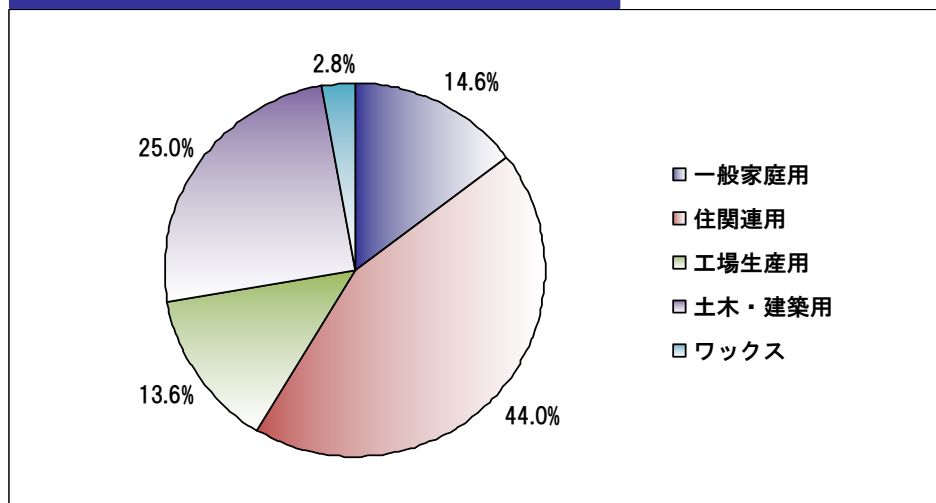
また、サンライズMSIに関しては主に戸建て用の建築用シーリング材や自動車用シール材・接着剤を製品化しているが、コニシや代理店を経由せずに直接最終顧客である住宅メーカーや自動車メーカーに販売している。中国子会社では現地企業を中心に東南アジアのユーザー(自動車・建材業)向けにも販売している。

2013年3月期の連結ベースの売上高は49,859百万円、営業利益率で8.9%の水準となっている。売上高の内訳としてはグラフの通りで、コニシ単独ベースで見ると住宅・建材関連が44.0%と最も大きく、次いで土木建築用が25.0%（建設用シーリング材が半分を占める）、一般家庭用が14.6%、工場生産用が13.6%、ワックスが2.8%となっている。なお、土木建築用のうち約半分は建設用シーリング材となっている。

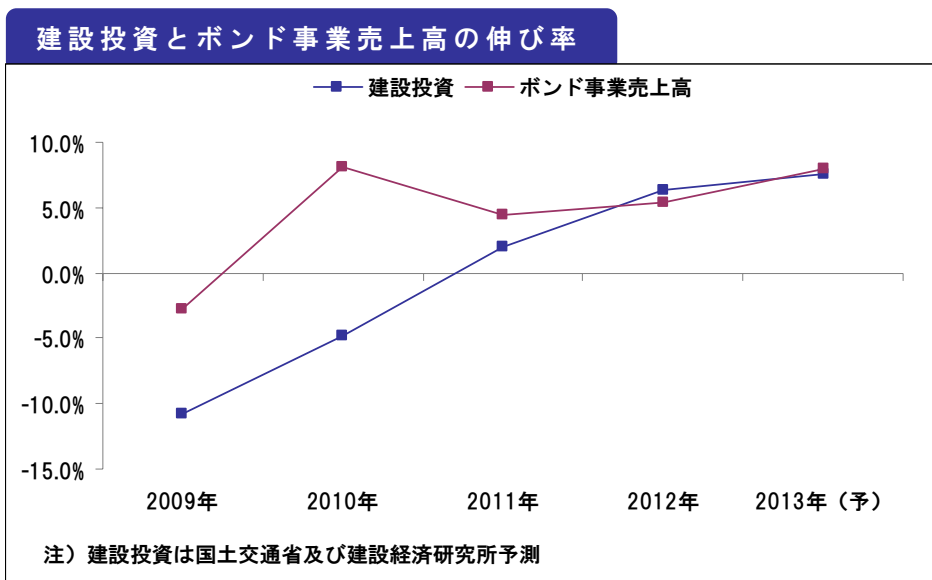
また、子会社のサンライズMSIでは戸建て用の建築用シーリング材・自動車用シール材等を主力製品としており、売上高は7,573百万円、営業利益率は13.0%とコニシ本体よりも収益性は高く優良子会社となっている。

以上から、ボンド事業においては売上高の過半を住宅・建設業界向けで占める格好となっており、業績に与える影響も大きいと言える。実際、建設投資の動きとボンド事業の売上高はグラフの通り、相関性が高くなっている。

ボンド事業の売上高構成比（コニシ単独：13/3期）



■会社概要



**ボンド 木工用**



**ボンド KU928C-X 2wayパック (床仕上げ材用接着剤)**



**ボンド MSシール (建築用シーリング剤)**



**ボンド エフレックススタイルワン (タイル施工用接着剤)**



出所：会社HPより引用



## 化成品事業では有機系・無機系化学製品の仕入販売を展開

### ○化成品事業

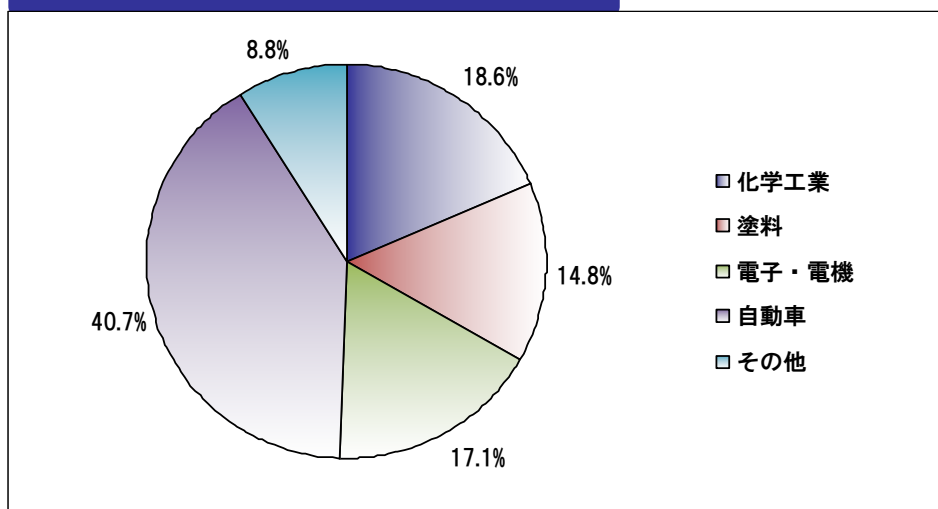
化成品事業は有機系化学製品の仕入販売をコニシ及び中国、タイの子会社が、無機系化学製品の仕入販売を丸安産業及び台湾子会社が展開している。主な取扱商品は表のとおりとなっている。2013年3月期の連結ベースの業績は、売上高で46,968百万円、営業利益率で0.9%の水準であり、このうち丸安産業は売上高で約100億円程度、営業利益で数千万円レベルとなっている。

化成品事業の用途別売上構成比（単独ベース）はグラフの通りで、自動車業界向けが40.7%を占め最も高くなっている。また、化学工業や塗料などのなかにも最終的に自動車業界向けというものが多くあるため、実質的には同事業の約60%程度が自動車業界向けになっていると言える。自動車業界向けにおける主要顧客はデンソー<6902>、トヨタ自動車<7203>など。なお、その他分野は主に住設業界向けになっている。

### 化成品事業の取扱商品

化成品事業		取扱商品
有機系	化学工業	モノマー、溶剤、エタノール（製造）、他
	塗料	塗料樹脂、硬化剤、可塑剤、顔料、他
	電子・電機	熱可塑性樹脂、熱硬化性樹脂、電子機能性材料、フィルム
	自動車	熱可塑性樹脂、熱硬化性樹脂、電子機能性材料
	住設関係他	プラスチック原料、加工品、住関連成形品
無機系	薄膜	真空蒸着材料、ターゲット材
	化学電材	コンデンサ原料（電解液、チタン）
	化成品	医薬、化粧品、健康食品中間原料
	海外	化粧品、動物医薬材料、薄膜、塗料原料

化成品事業の売上高構成比（コニシ単独：13/3期）



■会社概要

「月浪印」エタノール



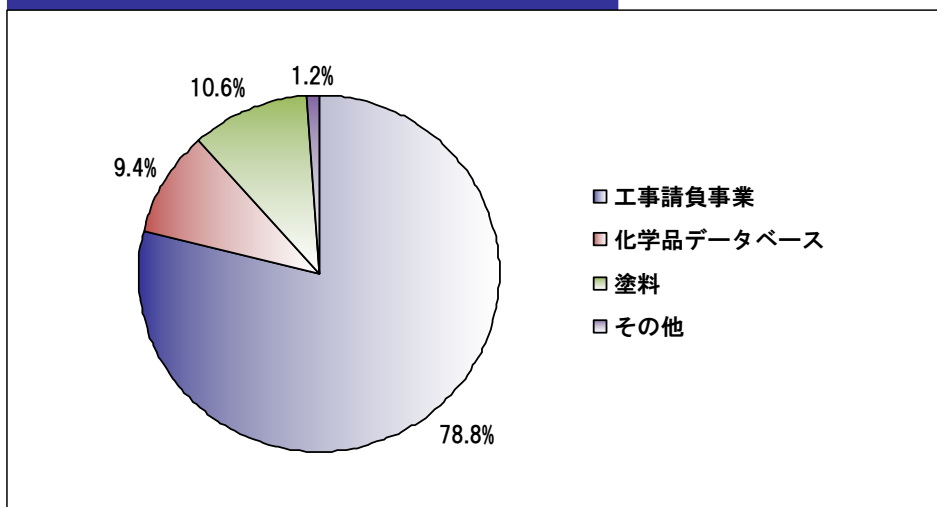
出所：会社HPより引用

その他事業では工事請負・化学品DB・塗料事業を展開

○その他

その他事業の2013年3月期の連結ベースの業績は、売上高で7,930百万円、営業利益率で6.2%の水準となっている。売上高の78.8%は子会社のボンドエンジニアリングなどで手掛ける事業で、橋梁やトンネルなど社会インフラとなる構築物の補修・改修工事、あるいは耐震化工事を請け負う事業となる。次いで、ミクニペイントで製造販売する塗料事業が10.6%、日本ケミカルデータベースが行っている化学品のデータベース事業が9.4%となっている。化学品データベース事業とは、SDS（Safety Data Sheet）と呼ばれる化学物資の規制情報や有害性などの情報を網羅したデータベースを顧客の依頼を受けて作成し、提供する事業となっている。具体的には、すべての化学品を販売する際には、メーカーは必ず危険性、有害性を示すように法律で定められているが、一企業でそれを全て網羅するのは難しく、同社のデータベースを使うことによって簡単に入手したい情報が得られるという仕組みになっている。

その他事業の売上高構成比（コニシ単独：13/3期）





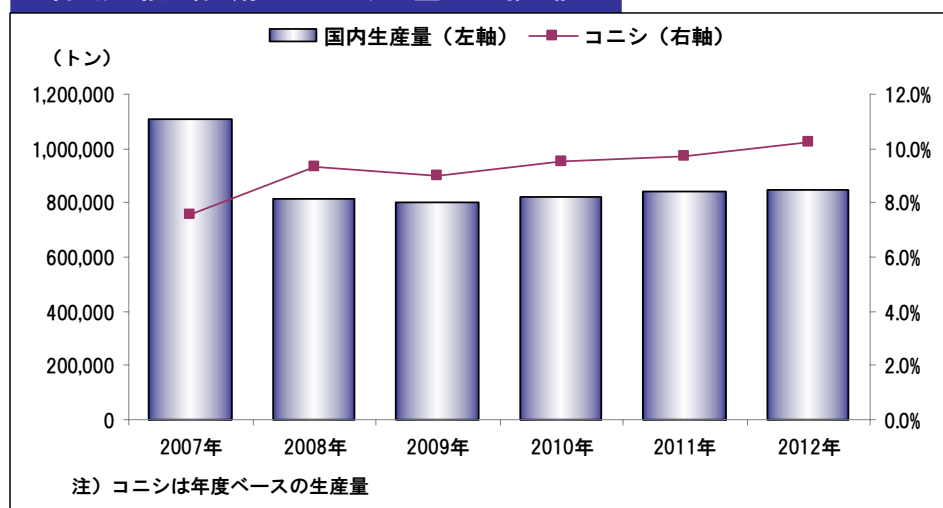
## 合成接着剤の国内シェア10%強、内装工専用では過半を占める

### (3) ボンド事業における市場シェアと競合企業

同社の主力製品である合成接着剤の国内市場規模は、グラフにみられるように2012年の生産量で850,750トンとなっている。同社の2013年3月期の生産量が87,156トンだったことから、市場シェアは10%強の水準と推計され、ここ数年は僅かながら上昇トレンドにある。また、同社による金額ベースの推計では12~13%（建設用シーリング材除く）となっており、国内では数量、金額ともトップシェアとなっている。前述したように同社は様々な市場における接着剤を製品化しており、接着剤業界の百貨店とも言える存在だ。

分野別でみると、一般家庭用に関しては市場規模が100億円前後で、セメダイン<4999>と同社でシェアを二分している。住関連用では用途が多岐に広がるため市場規模は定かではないが、内装工専用接着剤におけるシェアは約6割と過半を占めている。競合としてはアイカ工業<4206>、セメダイン<4999>、オーシカなどがある。建設シーリング材は市場規模が230億円前後で、横浜ゴム<5101>、サンスター技研に次いで業界3位に位置しており、シェアは約22%となっている。建設・土木用に関してはショーボンド化学が接着剤における競合となるが、実際の現場では子会社のボンドエンジニアリングがショーボンド建設と競合する格好となっている。外販先としては防水工事業者などがあり、樹脂・工法売りに関しては6割のシェアを持っている。また、工場生産用としては製紙・製本業界向けがあるが、同分野では昭和電工<4004>、ダイセル<4202>などが大手で、同社の市場シェアは低い。また、エレクトロニクス製品の生産用ではセメダインやスリーボンドが強く、両面テープまで広げると日東電工<6988>や住友スリーエムが大手として挙げられる。

合成接着剤の生産量の推移



## ■決算動向

### 2013年3月期は利益ベースで2期ぶりに過去最高益を更新

#### (1) 2013年3月期の連結業績

2013年3月期の連結業績は、売上高が前期比4.5%増の104,757百万円、営業利益が同12.6%増の5,380百万円、経常利益が同13.6%増の5,364百万円、当期純利益が同32.9%増の3,084百万円となり、利益ベースでは2期ぶりに過去最高益を更新した。なお、当期純利益の増加率が高くなっているのは、特別損失が縮小したことに加えて実効税率が前期の43.5%から37.4%に低下した効果が大きい。

同社を取り巻く市場環境をみると、住宅業界では震災復興需要や住宅エコポイントの効果により戸建て住宅、マンション建設ともに堅調に推移したほか、リフォーム工事も増加した。土木・建設業界においては、橋梁や上下水道などインフラ関連を中心に補修・改修及び耐震化工事が堅調に推移した。自動車業界では2011年度が震災の影響で低水準だったこともあり、期の前半は好調に推移したが、エコカー補助金制度が終了した後半は国内生産もマイナスに転じるなど、失速する格好となった。エレクトロニクス業界では円高や国際競争力の低下に伴い、大手家電メーカー、半導体メーカーの業績不振が深刻化し、総じて低調に推移した。こうした市場環境下において、同社の業績はボンド事業、化成品事業、その他事業と3事業すべてが増収増益となったのが特徴だ。

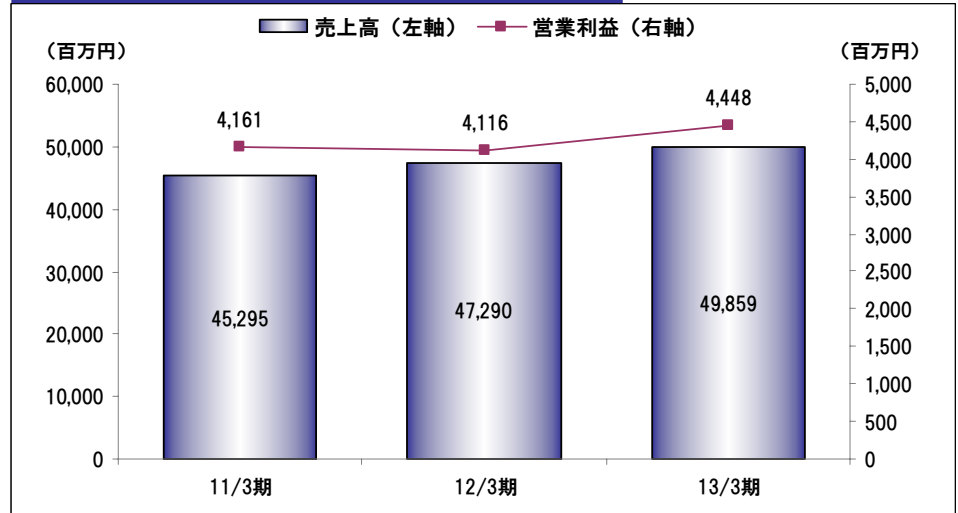
収益の柱であるボンド事業においては、売上高が前期比5.4%増の49,859百万円、営業利益が同8.1%増の4,448百万円と堅調に推移した。住宅関連では新設着工件数の増加により、内装工事用、建材用接着剤が伸びたほか、戸建て用シーリング材において子会社のサンライズMSIの新製品が大手ハウスメーカーに採用されたこともあり好調に推移した。土木・建築関連ではストック市場であるマンションやビルなど既存建築物に対する補修・改修及び耐震化需要が高まり、補修材や建設用シーリング材などが順調に推移した。工業用関連では自動車用接着剤、シール材が堅調に推移。一般家庭用に関してはホームセンター向けの補修材が前期の震災特需の反動で落ち込んだものの、新製品の拡販やシェア拡大のため価格対応を進めたことで販売数量が増加し、売上高は前期並みを維持する格好となった。

連結営業利益は前期比で331百万円の増益となったが、このうち単独ベースの営業利益は同4.7%増の3,135百万円（同139百万円増）となった。汎用製品においてシェア拡大政策を採ったことにより、売価下落分で355百万円の減益要因となったほか、販管費が293百万円増加したが、販売数量増効果で589百万円、工場の稼働率上昇・合理化効果で191百万円、原材料費のコストダウンで7百万円の増益効果があり、全体で増益を維持した。

一方、子会社のサンライズMSIは売上高が前期比18.1%増の7,673百万円、営業利益が同25.2%増の1,000百万円と好調に推移した。住宅用シーリング材における新製品が大手ハウスメーカーに新規採用されたことが主因だ。同社が開発した新製品は超耐候性シール材で、従来は10年程度であった耐用年数を、数倍に拡大させたことが評価された格好だ。

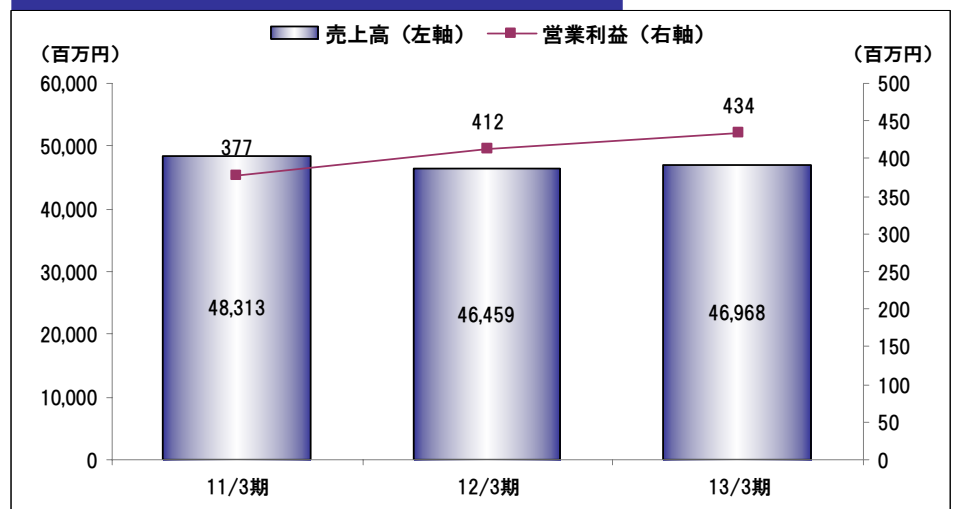
■決算動向

ボンド事業の業績推移



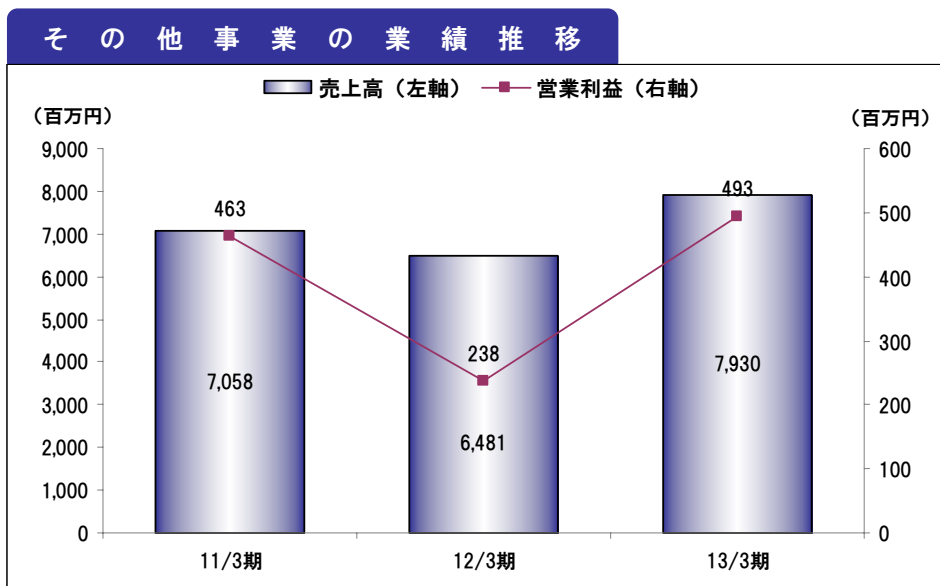
化成品事業は売上高が前期比1.1%増の46,968百万円、営業利益が同5.2%増の434百万円となった。自動車業界向けは、エコカー補助金制度の終了による国内自動車生産の落ち込みが年度後半に影響したが、機能性材料などが伸び前期比では増加した。また、化学工業向けではエタノールやシリコン樹脂が好調に推移したものの、電材関連商品が低迷し、前期並みで推移した。塗料業界向けは自動車補修用や住宅用が堅調だったものの、飲料向けやその他市場向けの落ち込みのため前期比で減収となった。また、エレクトロニクス業界向けも業界全体の不振により前期を下回る水準となった。売上高は伸び悩んだものの、経費の抑制を進めたことで、増益基調は続いている。

化成品事業の業績推移



■決算動向

その他事業は、売上高が前期比22.3%増の7,930百万円、営業利益が同106.5%増の493百万円と急拡大した。耐震補強工事や補修・改修工事の需要拡大を背景に、主力の工事請負事業が順調に推移したことが主因だ。また、化学品データベース事業も海外向けSDS（Safety Data Sheet）製作支援ソフトや海外法規データベースの需要が拡大し、増収増益となった。塗料事業に関しても、建築金物塗料や工事用ライニング材、レジャー用途向けを中心に順調に推移した。



**ネットキャッシュの継続した積み上げで財務体質はより強固に**

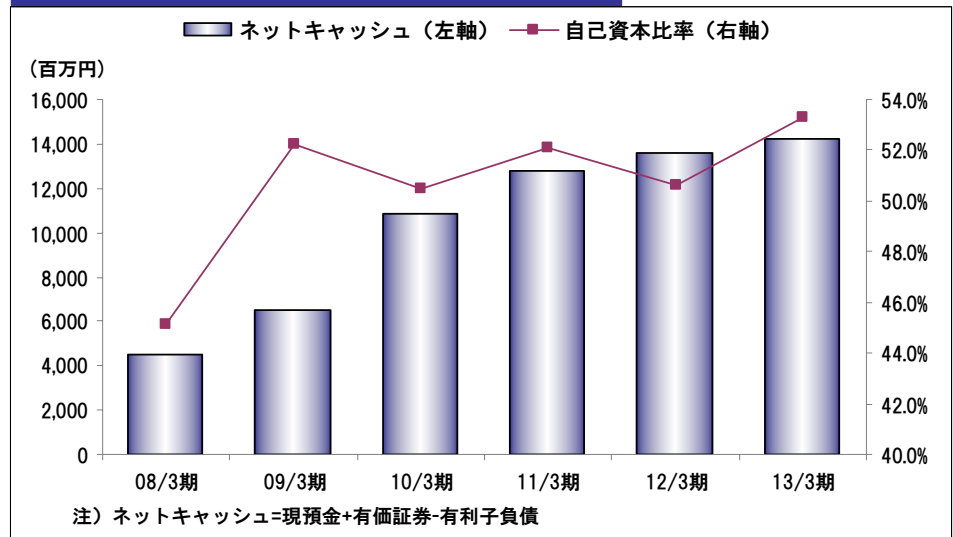
**(2) 財務状況**

順調な収益拡大を受けて、財務状況も年々改善が進んでいる。リーマンショックによる経済危機前の2008年3月期から比較すると、ネットキャッシュが每期積み上がり、自己資本比率も40%台から50%台まで着実に向上していることがわかる。2013年3月期末の有利子負債残高は299百万円と実質無借金経営になっており、財務体質は強固な体質になってきていると言える。こうした財務体質の改善は、ここ数年において物流工程の合理化や業務効率化を進めたことにより、営業利益率並びにROA（総資産経常利益率）が同時に向上していることが背景にある。

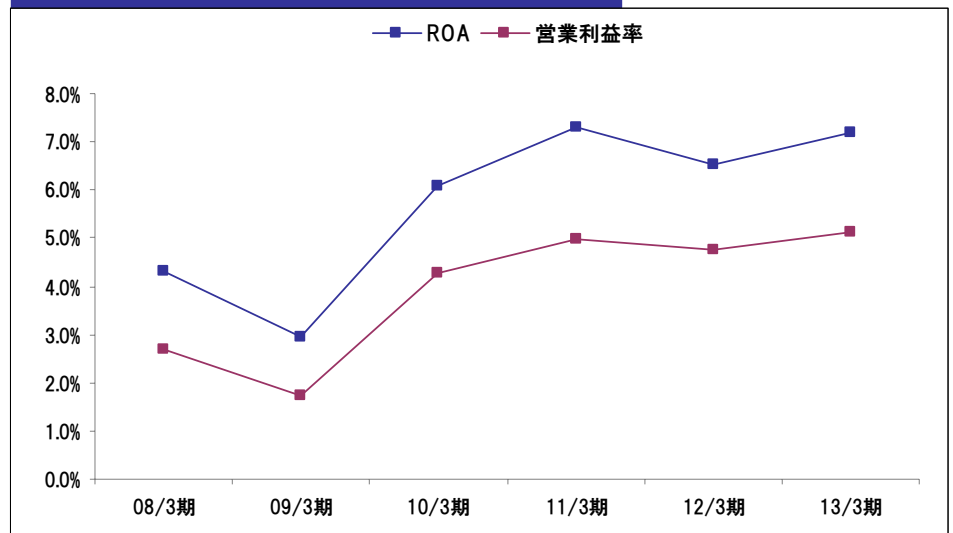


■決算動向

ネットキャッシュと自己資本比率の推移



ROA と 営業利益率の推移



ボンド事業を中心に収益拡大、2期連続で最高益更新を見込む

(3) 2014年3月期の見通し

2014年3月期の会社側業績見通しは、売上高が前期比6.3%増の111,400百万円、営業利益が同10.6%増の5,950百万円、経常利益が同11.5%増の5,980百万円、当期純利益が同8.6%増の3,350百万円となり2期連続での最高益更新を見込んでいる。



■決算動向

震災復興需要や金融緩和を背景とした住宅・建設需要の高まりを背景に、市場環境は良好に推移する見通しで、主力のbond事業を中心に収益拡大が見込まれる。bond事業では前期の流れを引き継ぎ、既存のビル・マンションなどストック市場における補修・改修及び耐震化工事の需要増が見込まれるほか、消費税引き上げ前の駆け込み需要で住宅着工件数の増加も予想される。また、高速道路や橋梁、鉄道、トンネルなど社会インフラの老朽化も進んでおり、同分野における補修・補強需要の増加も見込めよう。原材料高や工事現場における職人不足が懸念材料ではあるものの、今期は売上高で前期比7.9%増の53,800百万円、営業利益で同12.6%増の5,010百万円と成長が一段と加速する見込みだ。

コニシ単独ベースの営業利益では前期比14.5%増の3,590百万円（前期比455百万円増）を見込んでいる。減益要因として、原材料価格の上昇（ナフサ価格63,000円/kg前提）によるコスト増247百万円、販管費の増加523百万円（人件費90百万円、償却費増160百万円、広告費増80百万円等）を見込んでいる一方で、販売数量増効果904百万円、工場の合理化効果321百万円などを増益要因として見込んでいる。なお、主要原材料となるナフサ価格に関しては、仮に前提価格よりも上昇したとしても、現在は買い手市場の業界環境にあるため、仕入価格の一段の上昇に直結する可能性は低いと同社ではみている。

化成品事業に関しては、売上高が前期比4.8%増の49,200百万円、営業利益が同6.0%増の460百万円を見込んでいる。為替の円安基調を背景に主力の自動車業界向けを中心として需要拡大を見込んでいる。

その他事業に関しては、売上高が前期比5.9%増の8,400百万円、営業利益が同2.7%減の480百万円と見込んでいる。既存建築物のストック市場における補修・改修需要、社会インフラの維持改修需要の拡大が引き続き見込まれる。営業利益に関しては工事請負事業における人件費の増加などが見込まれるものの、やや保守的な印象を受ける。

セグメント別の業績推移

(単位：百万円、%)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期予	伸び率
セグメント別売上高						
bond	41,916	45,295	47,290	49,859	53,800	7.9
化成品	45,834	48,313	46,459	46,968	49,200	4.8
その他	6,535	7,058	6,481	7,930	8,400	5.9
合計	94,285	100,666	100,231	104,757	111,400	6.3
セグメント別営業利益						
bond	3,081	4,161	4,116	4,448	5,010	12.6
化成品	447	377	412	434	460	6.0
その他	477	463	238	493	480	-2.7
内部消去	9	7	9	4	0	-
合計	4,015	5,009	4,777	5,380	5,950	10.6
セグメント別営業利益率						
bond	7.4	9.2	8.7	8.9	9.3	
化成品	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	
その他	7.3	6.6	3.7	6.2	5.7	
合計	4.3	5.0	4.8	5.1	5.3	



■決算動向

なお、2014年3月期の設備投資計画は2,300百万円と高水準の投資が続く見通しだ。同社では「強い生産体制、強い物流体制の構築」をスローガンに2012年3月期以降、ボンド事業における生産能力増強・更新投資や物流倉庫の建設・増床投資などを、メイン工場である滋賀工場や栃木工場を中心に実施している。2014年3月期においても、栃木工場において建設用に需要が拡大している弾性接着剤の生産能力増強投資を行うほか、中国子会社（科陽精細化工）で離型剤（※1）の生産ラインを新たに導入する。弾性接着剤に関しては投資額800百万円をかけて、年産能力を2,000トンから4,000トンへ倍増する。稼働時期は2014年2月頃となる見通し。

一方、離型剤に関しては従来、日本から現地の日系自動車電装品メーカーへ輸出していたものを、現地生産にシフトするものだ。投資額は40百万円で、月産能力20～50トンの生産設備を構築、2013年秋頃の稼働を目指す。現地に生産ラインを構築することで、従来の日系企業向けだけでなく、中国ローカル企業向けへの販売拡大を目指していく方針だ。

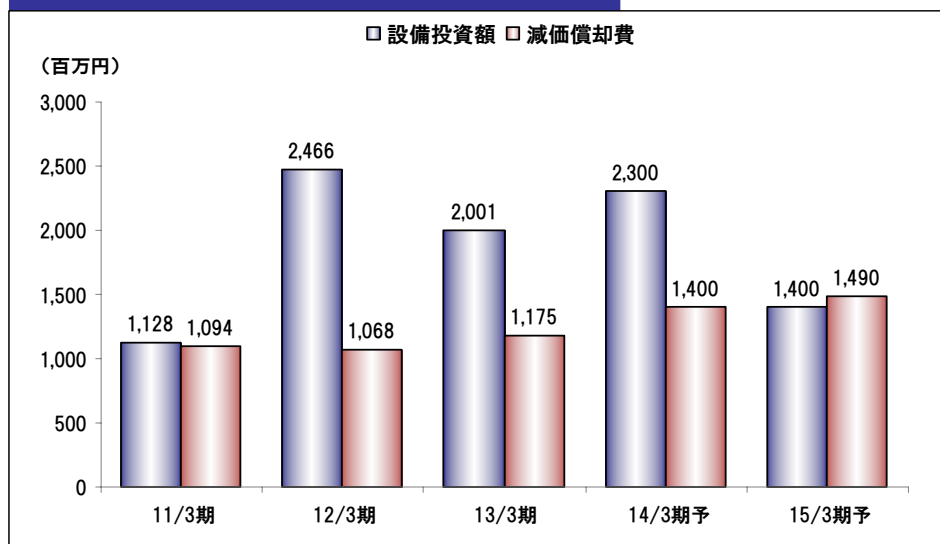
また、物流拠点に関しても栃木物流センターの増床を行うほか、西日本の新たな物流拠点となる滋賀物流センターの建設も着工し、2015年3月期の後半にも稼働する予定となっている（投資額800百万円）。従来は、東西の物流拠点とも他社の倉庫を借りて運営していたが、自社で物流拠点を設けることで、内製化によるコストダウンや在庫管理が精緻にできるようになり、ジャスト・イン・タイム体制の構築に加えて、製品のトレーサビリティ（※2）への対応も可能にした。トレーサビリティに関しては、特に自動車業界やエレクトロニクス業界では、必須条件としている企業が多く、同システムへの対応を実現したことで、今後これら業界への進出も積極化していく方針だ。なお、栃木物流センターは2012年10月から稼働しているが、2014年3月期においては100百万円の物流コスト削減効果が期待できるとしている。

また、2015年3月期の設備投資計画は1,400百万円、減価償却費は1,490百万円を見込んでいる。設備投資の水準としては今期、減価償却費に関しては来期でピークアウトする見通しだ。

（※1）離型剤：自動車の内装に用いられる樹脂成型品の生産ラインで用いられる。金型から成型品を剥離する際に用いる油性の材料。

（※2）トレーサビリティ：物品の流通経路について、生産段階から最終消費段階あるいは廃棄段階まで追跡が可能な状態のこと。

設備投資額、減価償却費の推移



## ■決算動向

なお、同社は社内の基幹情報システムを2012年10月にSAPに全面切り替えを実施している。従来はオフコンによって、生産管理や物流管理、販売管理などそれぞれ違うシステムで運用してきたが、SAPに切り替えたことで、受注から生産計画、在庫管理、物流、販売（決済）までを共通のシステムで運用できるようになり、合理化効果が期待される。

## ■中期計画

## ■現段階では想定を上回るペースで推移する国内市場へ対応

同社は2012年3月期をスタートとする4カ年中期計画を2011年春に発表している。最終年度となる2015年3月期の経営目標値は、売上高130,000百万円、経常利益6,500百万円、経常利益率5%、ROE8%としている。

中期計画発表から2年が過ぎた段階においての進捗状況としては、売上高に関してはやや遅れ気味となっているものの、利益に関してはほぼ計画に沿ったペースで進捗していると言える。

同社は中期計画のなかで、「既存コア事業におけるシェア拡大」「注力市場における事業規模拡大」、並びに「海外市場の拡大」を成長戦略として掲げていた。このうち、「海外市場の拡大」に関しては、売上高比率で最終年度に10%を目標としていたが、2013年3月期実績で4%（ボンド事業2%、化成品事業7%）にとどまっており、また、会社側の直近コメントにおいても、海外売上比率の10%という目標は次期中期計画までずれ込む公算が大きくなったとしている。海外市場の拡大が遅れている背景としては、国内需要が震災復興需要などもあって当初想定を上回るペースで推移しており、現段階では国内市場への対応がより重要になってきていること、また、海外市場においては特に成長を見込んでいた中国市場において政治的リスクが高まり、当初の想定を下回る動きになっていることなどが要因となっている。

以下では「コア事業でのシェア拡大」「周辺事業における事業規模拡大」に関する取り組みについて、簡単に紹介する。



## 住関連市場では高性能な新製品の投入でシェア拡大を図る

### (1) コア事業でのシェア拡大

コア事業におけるシェア拡大として、同社では住関連市場、建設用シーリング材市場、汎用製品市場でのシェア拡大に注力している。

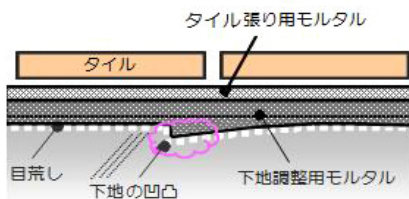
住関連市場においては、前述した子会社のサンライズMSIで高性能の住宅用シーリング材が大手ハウスメーカーに採用された例にもみられるように、高性能な新製品を投入していくことによって、シェアの拡大を進めていく方針だ。また、こうした新製品の開発においては建設会社など顧客との共同開発も積極的に進めている。注目される開発品としては、2012年9月に竹中工務店が発表した「トータルフレックス工法」で用いられる「ボンド レベルワン」だ。

トータルフレックス工法とは、ビルやマンションなどの外壁にタイルを接着させるための新工法のことだ。従来、ビルやマンションの外壁用のタイルは「モルタル工法」で、まず外壁の下地の凹凸をならす下地調整用のモルタルを塗り、そのあとにタイルを接着するためのモルタルを塗って、タイルを接着させている。

これに対して、「トータルフレックス工法」では、「ボンド レベルワン」を下地調整剤として用い、そのあとに弾性接着剤を塗ってタイルを接着する工法となる。同工法の特徴は、セメントを主原料とするモルタルと比較して、弾性接着剤を利用できることで伸縮性能が約3倍に向上することだ。伸縮性能が上がることによって、地震による建物のゆがみや気温変化などにも強くなるというメリットが得られる。経年変化にも強くなり、耐用年数は約50年と「モルタル工法」と比較して2.5倍に伸び、メンテナンスコストの大幅削減にもつながる。さらには、工事現場で水とセメントを練り合わせて施工するモルタル工法に比べて、「ボンド レベルワン」はフィルムパックに封入されており、そのまま開封して使用できるため、作業員の技術レベルに関係なく一定した品質、かつ短い工期で作業を完了することができるといったメリットもある。既に、ビルや学校、病院などの建設工事で採用が進んでおり、イニシャルコストもモルタル工法と同程度なことから、今後、外壁用タイルの接着工法として普及拡大していく公算が大きい。

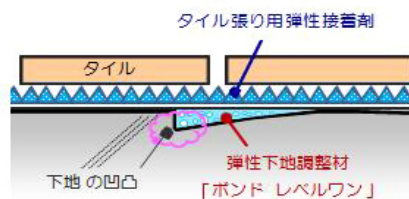
### 注目の開発品「トータルフレックス工法」

従来の「モルタル工法」



出所：竹中工務店HPより引用

開発品の「トータルフレックス工法」



## ■中期計画

一方、ホームセンターや金物店で販売される汎用接着剤の市場では、ここ数年、競合他社の参入により価格競争が起きる中で、利益率を重視する同社は市場シェアを落としていたが、今回の中期計画より方針転換をし、価格対応を行う一方で、他社にない機能を持った新製品の投入や流通チャネルの見直しなどによって、市場シェアの拡大を進めていく戦略に方針を転換した。既に前期までに価格対応は終わっており、同スペックの商品に関しては競合メーカーとほぼ同水準の価格になっているため、2014年3月期以降は数量増効果による利益増が期待される。

## 土木建設、自動車、エレクトロニクス業界などが注力市場

### (2) 注力市場における事業規模拡大

注力市場としては、土木建設業界や自動車、エレクトロニクス業界など工業製品向けが挙げられる。とりわけ、土木建設業界向けに関しては、橋梁や高速道路、トンネル、上下水道など公共インフラ部分における老朽化が進んでおり、補修工事や耐震補強工事などの需要拡大が今後見込まれている。また、農業用水路などのコンクリート構造物の補修・補強工事に関する潜在需要も大きい。同社は建設会社や大学、研究機関と共同で新工法の開発を進めるなど、今後の需要拡大を見越した取り組みの強化を進めている。

一方、自動車向け接着剤に関しては内装品向け接着剤の開発に注力している。現在、売上実績は微々たるものだが、内装品に関しては接着が難しい素材として有名なオレフィン系樹脂が多く採用されており、同素材に対応した接着力の強い新製品が開発できれば、シェアを拡大できる余地は大きいとみられる。また、エレクトロニクス市場向けに関してはセメダインやスリーボンドなどが強い分野であるが、同社では化学物質規制(※3)に対応した弾性接着剤を開発し、市場開拓を進めている。自動車、エレクトロニクス分野においては顧客の仕様に対する要求基準が厳しいものの、一旦採用されれば付加価値が高い分野でもあるだけに、引き続き開発を強化し市場の開拓を進めていく方針だ。

2014年3月期以降の業績見通しに関しては、マイナス要因として消費税引き上げに伴う住宅着工戸数の反動減が懸念されている。前回の消費税引き上げ時においては2年連続で市場が大きく縮小した経緯があるためだ。同社ではこうしたマイナス要因を前述したコア事業における市場シェア拡大、並びに土木建設業界や自動車、エレクトロニクス業界向け等の産業資材向け接着剤の売上拡大でカバーしていく戦略だ。また、基幹情報システムの刷新による経営の効率化が期待できるほか、東西物流拠点の構築による物流コストの削減効果なども期待できよう。

2014年3月期の業績に関しては、消費税引き上げ前の駆け込み需要や公共投資の拡大などが追い風となり、会社計画達成の公算は大きいと弊社ではみている。また、2015年3月期以降に関しては、公共投資拡大というフォローの風をどれだけ取り込むことができるかがポイントになってこよう。

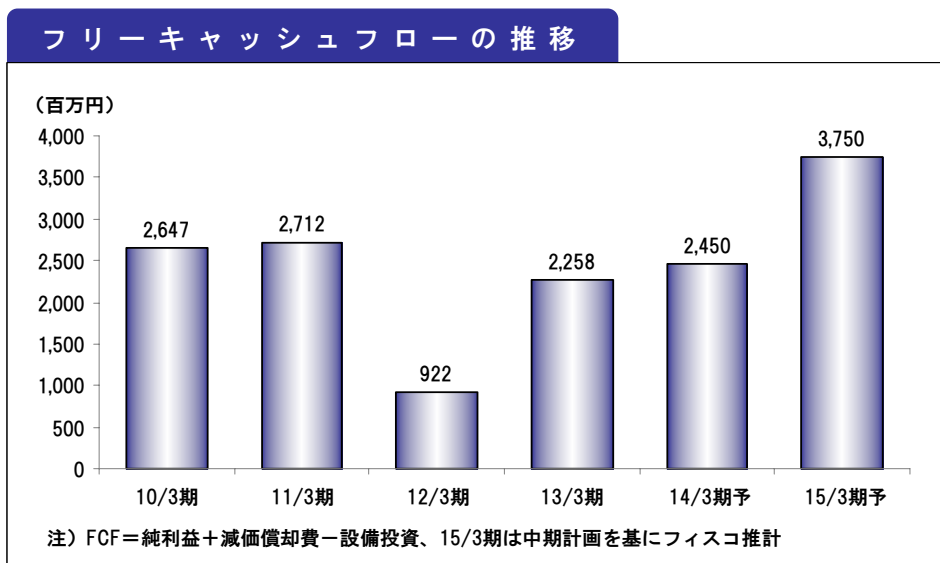
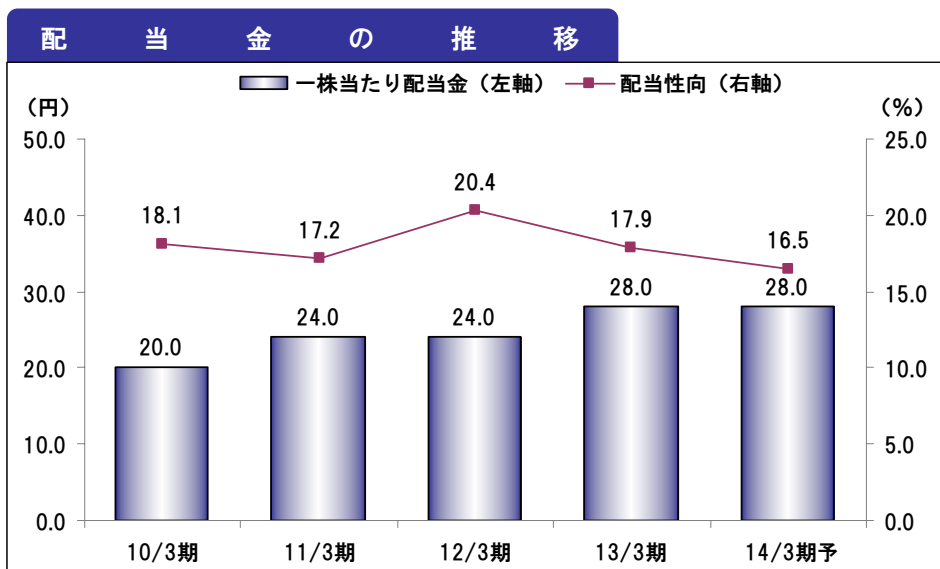
(※3) 化学物質規制：接着剤の成分として硬化作用を持つ錫(スズ)系の触媒が含まれているが、海外で化学物質規制の対象となったことで使用が制限されており、錫フリーの触媒を用いた接着剤が使われ始めている

## ■株主還元策

### 業績の順調な拡大を背景に配当金を積み上げ

最後に株主還元策についてだが、同社は財務体質の充実を図りつつ、安定配当を継続することを基本方針としている。とは言え、ここ数年の配当実績としては2011年3月期に創業140周年の記念配当として4円、2013年3月期には「ボンド」発売60周年の記念配当として2円を追加し、段階的に配当金を積み上げてきている。業績が順調に拡大していることが背景となっているようだ。前述したように、設備投資額としては2014年3月期が当面のピークとなるため、2015年3月期以降はフリーキャッシュフロー（当期純利益＋減価償却費－設備投資額）の一段の拡大が見込まれるだけに、業績が順調に拡大していけば増配余地も十分出てこよう。

株価は業績の拡大や建設、公共投資関連の一角として注目されたこともあり、直近10年間でみても高値水準で推移しているが、PBRでは0.9倍弱の水準である。



## 損益計算書

(単位：百万円、%)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期予
売上高	94,285	100,666	100,231	104,757	111,400
(対前期比)	-7.4	6.8	-0.4	4.5	6.3
売上原価	78,581	83,433	83,165	86,652	
(対売上比)	83.3	82.9	83.0	82.7	
販管費	11,688	12,223	12,288	12,724	
(対売上比)	12.4	12.1	12.3	12.2	
営業利益	4,015	5,009	4,777	5,380	5,950
(対前期比)	125.3	24.7	-4.6	12.6	10.6
(対売上比)	4.3	5.0	4.8	5.1	5.3
営業外収益	225	200	254	423	
受取利息・配当金	70	75	94	105	
その他	155	125	160	318	
営業外費用	313	324	309	439	
支払利息・割引料	185	173	180	186	
その他	128	151	129	253	
経常利益	3,928	4,885	4,723	5,364	5,980
(対前期比)	130.0	24.4	-3.3	13.6	11.5
(対売上比)	4.2	4.9	4.7	5.1	5.4
特別利益	32	117	3	24	
特別損失	86	50	323	71	
税引前利益	3,874	4,952	4,403	5,317	
(対前期比)	187.6	27.8	-11.1	20.8	
(対売上比)	4.1	4.9	4.4	5.1	
法人税等	1,582	2,046	1,915	1,990	
(実効税率)	40.8	41.3	43.5	37.4	
少数株主利益	109	159	167	242	
当期純利益	2,183	2,746	2,320	3,084	3,350
(対前期比)	230.8	25.8	-15.5	32.9	8.6
(対売上比)	2.3	2.7	2.3	2.9	3.0
<b>【主要指標】</b>					
設備投資額	759	1,128	2,466	2,001	2,300
減価償却費	1,223	1,094	1,068	1,175	1,400
研究開発費	1,543	1,561	1,499	1,540	1,600
発行済株式数(千株)	19,706	19,701	19,701	19,700	19,700
一株当り利益(円)	110.8	139.4	117.8	156.6	170.1
一株当り配当(円)	20.0	24.0	24.0	28.0	28.0
一株当り純資産(円)	1654.1	1772.4	1856.8	2015.9	-
配当性向(%)	18.1	17.2	20.4	17.9	16.5

貸借対照表

(単位：百万円、%)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期
流動資産	47,763	50,537	54,308	54,961
（現預金、有価証券）	11,757	13,233	13,900	14,526
（在庫）	4,649	4,928	5,954	6,295
有形固定資産	11,146	10,843	11,186	12,075
無形固定資産	202	426	1,273	1,214
投資等	5,429	5,223	5,522	6,270
総資産	64,541	67,032	72,291	74,522
流動負債	25,753	26,136	29,943	28,741
固定負債	4,630	4,293	3,950	4,026
（有利子負債）	910	455	331	299
負債合計	30,384	30,429	33,893	32,767
株主資本	32,189	34,536	36,344	38,915
資本金	4,603	4,603	4,603	4,603
資本準備金	4,182	4,182	4,182	4,182
利益剰余金	24,019	26,371	28,179	30,751
自己株式	-616	-621	-621	-622
その他包括利益累計額	406	381	236	798
少数株主持分	1,561	1,684	1,817	2,041
純資産合計	34,157	36,603	38,397	41,755
負債純資産合計	64,541	67,032	72,291	74,522
（安全性）				
流動比率（流動資産÷流動負債）	185.5%	193.4%	181.4%	191.2%
自己資本比率（自己資本÷総資産）	50.5%	52.1%	50.6%	53.3%
D/Eレシオ（有利子負債÷自己資本）	2.8%	1.3%	0.9%	0.8%
（収益性）				
ROA（経常利益÷期末総資産）	6.1%	7.3%	6.5%	7.2%
ROE（純利益÷期末自己資本）	6.8%	8.0%	6.4%	7.9%
売上高営業利益率	4.3%	5.0%	4.8%	5.1%
（効率性）				
在庫回転率（売上原価÷期末在庫）	16.90	16.93	13.97	13.77
総資産回転率（売上高÷期末総資産）	1.46	1.50	1.39	1.41

## ディスクレマー（免責条項）

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・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ