

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 >>>

2022 年 9 月 13 日 (火)

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. 「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・接着分野の新技术を生み出し成長	01
2. 2022 年 3 月期の連結業績は 6.6% 増収、 営業利益はコロナ禍による影響から回復し黒字転換	01
3. 2023 年 3 月期は期初計画を 7 月に増額見直し、5.2% 増収、 24.3% 増収減予想は増額含み	01
4. 新中期経営計画（2026 年 3 月期売上高 36,000 百万円以上、 営業利益 2,000 百万円）は達成目前	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. 2022 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	12
■ 今後の見通し	13
1. 2023 年 3 月期第 1 四半期の連結業績概要	13
2. 2023 年 3 月期の連結業績予想	15
■ 中長期の成長戦略	16
■ 株主還元策	21

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2022 年 9 月 13 日 (火)

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

要約

電子材料事業を核に成長推進。 事業ポートフォリオの転換による 新たな成長と企業体質変革の同時実現を目指す

1. 「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この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ことで、「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とした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。これにより2021年5月に策定した中期経営計画の営業利益目標については前倒しでの達成目前となるなど、効果が表れてきた。

2. 2022 年 3 月期の連結業績は 6.6% 増収、営業利益はコロナ禍による影響から回復し黒字転換

2022 年 3 月期の連結業績は売上高 32,785 百万円（前期比 6.6% 増）、営業利益 1,982 百万円（前期は 15 百万円の損失）、経常利益 2,310 百万円（前期比 1493.1% 増※）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,650 百万円（前期は 1,152 百万円の損失）となった。半導体・電子材料関連事業や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）の影響からの低迷から大きく売上が回復した。加えて、スマホ向け光学フィルムの新規受注などもあり、大幅な収益改善となった。また配当も普通配 15 円の復配を果たした。

※同社は、2022 年 5 月期より「収益認識に関する会計基準」等を適用しているため、前期比は新旧数値の単純比較による参考数値である。

3. 2023 年 3 月期は期初計画を 7 月に増額見直し、5.2% 増収、24.3% 営利減予想は増額含み

2023 年 3 月期通期の連結業績は 2022 年 7 月に増額修正し、売上高 34,500 百万円（前期比 5.2% 増）、営業利益 1,500 百万円（同 24.3% 減）、経常利益 1,550 百万円（同 32.9% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,500 百万円（同 9.1% 減）予想とした。円安などの増収効果、半導体、トナーなどの事業環境の好調によるものである。ただし、為替前提などから再度収益の増額見直しもあり得ると弊社は見ている。

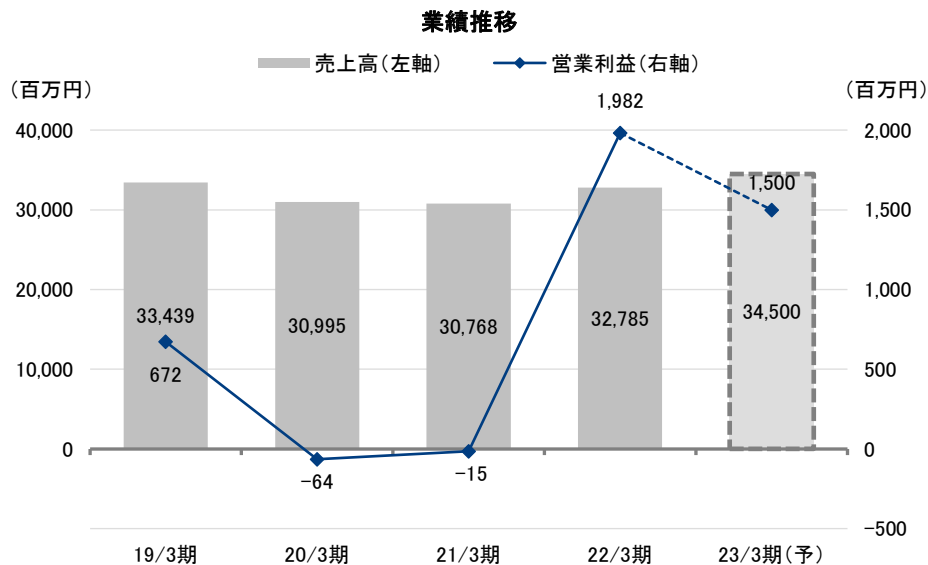
要約

4. 新中期経営計画（2026 年 3 月期売上高 36,000 百万円以上、営業利益 2,000 百万円）は達成目前

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。進捗率については 2022 年 3 月期時点で売上高は 91.1%、営業利益は 99.1% と、目標値の達成目前である。新中期経営計画策定時はコロナ禍であったこともあり、現在の中期経営計画は控え目な数字となっている。成長の核となる半導体、電子部品、環境配慮型製品群の拡大が見込まれ、早晩、同中期経営計画の増額見直しが期待される。新たな成長機会をいかに早く取り込んでいくかが今後のテーマとなるだろう。

Key Points

- ・ 2022 年 3 月期は 6.6% 増収、営業利益はコロナ禍による影響から回復し黒字転換、配当 15 円復配
- ・ 成長を目指しつつ、事業ポートフォリオの転換を図る
- ・ 2026 年 3 月期売上高 36,000 百万円、営業利益 2,000 百万円目指す新中期経営計画は、コロナ禍の下で策定した控えめな数字。2022 年 3 月期にほぼ前倒し達成し、早晩中期経営計画の増額見直しも



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

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2022 年 9 月 13 日 (火)

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

会社概要

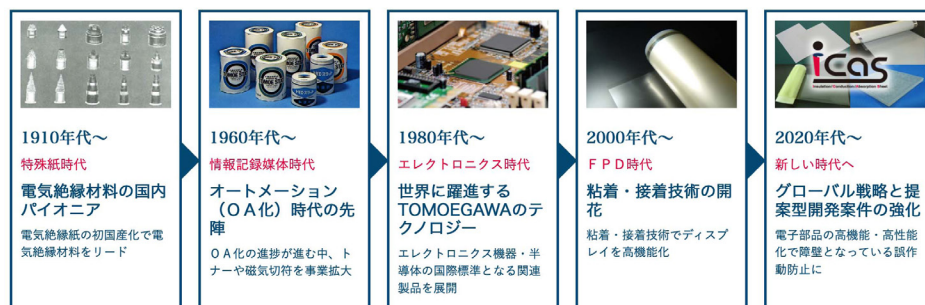
「電気物性評価技術」を生かし特殊紙製品を原点に、抄紙、塗工、粉体、粘・接着分野で新技術を生み出し成長

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たことで、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 年に創業した。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



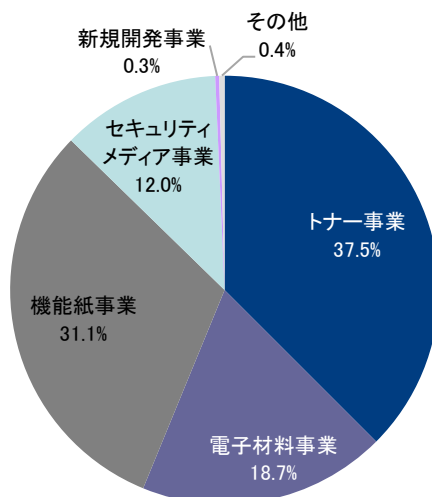
出所：ホームページより掲載

現在は、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。2022 年 3 月期における売上高構成比はトナー事業 37.5%、電子材料事業 18.7%、機能紙事業 31.1%、セキュリティメディア事業 12.0%、新規開発事業 0.3%、その他の事業 0.4% となっている。一方、営業利益はトナー事業 60.4%、電子材料事業 48.9% となっており、トナー事業と電子材料事業が 2 本柱となっている。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 | 2022 年 9 月 13 日 (火)
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(2022年3月期)



出所：決算説明資料及び中期経営計画進捗報告資料よりフィスコ作成

同社グループとして1,307名(2022年3月期末)の従業員を有するが、トナー事業が458名と全体の35%を占め、電子材料事業が243名、機能紙事業が330名、セキュリティメディア事業が129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持っており、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

TOMOEGAWA 事務所



出所：ホームページより掲載

グループ企業

日本理化学工業株式会社
三和紙工株式会社
新巴川加工株式会社
巴川物流サービス株式会社
昌栄印刷株式会社
株式会社
トッパンTOMOEGAWA
オプティカルフィルム

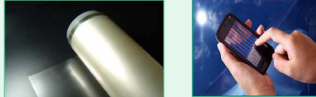


トナー事業と電子材料事業が収益の 2 本柱担う

2. 事業内容

現在、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、新規開発事業の 5 事業を主な事業分野として活動している。

主要製品

トナー事業 モノクロトナー フルカラートナー トナー専業メーカーとしては世界有数の生産量 	電子材料事業 電子材料関連  ICパッケージ用リードフレーム固定テープは、発売以来40年に渡り、市場シェア90% 光学粘着関連  精密塗工技術によるFPD用光学粘着フィルムスマートフォンや車載ディスプレイに採用
機能紙事業 洋紙関連 電気絶縁紙の国産化に成功 情報関連用紙や産業用特殊紙を展開  機能紙関連 紙の技術により、有機・無機等の様々な素材を活かした機能性シートを製品化  塗工紙関連 磁気乗車券、磁気カード、記録紙等の製造・販売 	セキュリティメディア事業 有価証券、クレジットカード、通帳、磁気記録製品等の製造・加工・販売 

出所：新中期経営計画資料より掲載

(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、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（ブレンーパーコピー：普通紙コピー機）については国内複写機メーカーも発売を始めたことから 1973 年に PPC 用乾式トナーを開発、1974 年には 3M 社に次いで 2 番目となるトナーも投入し、トナー事業は拡大した。1981 年には米国でのトナー生産も開始した。また、コンピュータ普及とともに 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などで市場が拡大した。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、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。

会社概要

トナー事業の世界シェアでは事務機大手のキヤノン<7751>、リコー<7752>、コニカミノルタ<4902>、富士フイルムビジネスソリューション（株）（旧 富士ゼロックス）などの内製メーカーが上位を占めるものの、同社は独立系として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と言う。

ただし近年は、中国企業などの台頭、世界的なペーパーレス化の進展によるプリンター・複合機などハードの成熟化などにより事業が成熟している。同社は、今後収益性を確保するために生産能力の適正化、適切な稼働率の確保を目指し、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。事業として高品質な製品を適正な価格で日中 3 工場からタイムリーに提供する体制を整え、一部でトナー事業から撤退する企業があるなかで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。

電子材料事業は半導体実装用テープに強み、新製品投入に期待

(2) 電子材料事業

電子材料事業は、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。売上高は機能紙事業に劣るものの、営業利益ではトナー事業に次ぐ利益を稼ぎ出す事業となっている。

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（特に α 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。

同事業の中心事業は市場シェア 90% を誇る 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、利益的にも同事業のかかなりの比率を稼ぎ出していると見られる。IC チップ搭載用リードフレーム固定接着テープ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である。

当時、国内リードフレームメーカーは輸入に頼っていたが、開発依頼を受けて 1984 年に「エレファン R-7」として発売を開始した。その後、品質向上させた「エレファン R-722」を投入し、国内だけでなく米国・韓国・東南アジアでも使用された。平成（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。1984 年に TAB（テープ・オートメーテッド・ボンディング）テープを開発した。TAB テープはポリイミドフィルムに銅箔を熱接着し、打ち抜き・エッチングで回路基板を形成するものである。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。

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2022 年 9 月 13 日 (火)

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

会社概要

このような背景から、電子材料事業は 1989 年にクリーン工場を建設するまでの事業に拡大した。なお、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 1990 年 3 月期に 2.6 倍、1992 年 3 月期には 4.6 倍、1996 年 3 月期には 10.4 倍規模に拡大した。なかでも IC チップ搭載用リードフレーム固定接着テープは 2000 年に 2 ケタ億円の売上高となり、利益も 10 億円規模を稼ぎ出したもようで、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、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、韓国メーカーなども追従したことで業績が伸び悩み、業績が 10 期程度伸びない事態となった。また、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; 半導体パッケージの 1 種で、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向けの伸び悩みも影響した。その後、同社の販売先もセグメント貼り方式に完全移行した後は、QFP パッケージの成長とともに伸びが復活した。昨今では信頼性の要求度が高い車載半導体、パワー半導体などで QFP パッケージが増加し利益の大きな柱となっている。

半導体製造装置向け部品については、現在は売上高の規模は小さいものの、成長性が高いと同社では見ている。この中心となるの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。当初は 5 インチ対応でスタートも、8 インチ対応も行い、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。ただしウエハが 8 インチから 12 インチに主戦場が移り、12 インチ対応では耐熱性、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、住友大阪セメント <5232> や新光電気工業 <6967> などのセラミック静電チャックが伸び、同社は出遅れた。またポリイミド静電チャック事業は、(株)クリエイティブテクノロジーが後発として勢いを増し、価格の大幅低下を伴い、同社事業は伸び悩んだ。しかし昨今では、レガシー半導体の活用を受けて 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できているもようだ。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だ。

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。また同社は大型 TV に大きなビジネスチャンスありとして、LCD 用 AG (防眩: まぶしさ対策) /AR (反射防止) フィルムの両効果を実現する世界初の湿式 AGLR (低反射) フィルムを開発、最大手シャープ <6753> に納入するため大型投資を実行した。しかし光学フィルムは日本の FPD メーカーが退潮し、PDP も市場から退場した。大型 TV では LCD 価格が暴落し、有機 EL が拡大した。スマートフォンも有機 EL が主流となり、同社 FPD 光学フィルムも大型設備投資で停滞重荷を背負う時期が続いた。現在は事業の縮小や合併化などで構造改革を行い、利益を確保できる態勢にある。ただ、受注の変動で収益のぶれも大きく、収益が安定しない事業となっている。

機能紙事業は洋紙、塗工紙、機能紙関連の 3 つに大別

(3) 機能紙事業

機能紙事業は祖業の電気絶縁紙を含む洋紙関連、磁気乗車券などを含む塗工紙関連、機能性シートを製品化した機能紙関連を展開している。複写・印刷用製品、情報関連製品、電気絶縁材料、加工用原紙、機能紙製品等を代理店を通じて販売し、紙などに塗工した磁気記録関連製品、印刷・記録関連製品等の塗工紙を鉄道・バス会社、機器メーカー等に直接販売している。

同事業は継続的な洋紙事業の縮小のなかで損失が続いており、構造改善を進め利益化を目指している。具体的な売上高の開示はないが、既に洋紙事業は売上高比率で 10% 以下に過ぎず、収益に与える影響は軽微であると言う。ちなみに連結決算を開示し始めたころの 1984 年 10 月期では、売上高 451 億円の中で洋紙売上は 170 億円、単独決算の 1980 年 10 月期では約 200 億円の売上高となり、現在はピーク時の 1/10 程度となっている。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、機能性シート事業は成長分野として伸ばす。

機能紙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機能性シートを製造している。機能性シート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。ただし商品化したものはほとんどない。1980 年代前半からの新素材ブームにより再注力し、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ようやく用途開発に沿い、ユーザー試験、評価を受ける体制ができたという同社のイメージがあり、ステンレス繊維シートもユニット化による付加価値付与など、事業展開はこれからとなる。

最近の機能紙事業の構造改革の歩み

年月	概要
2019年12月	洋紙 7 号抄紙機停機
2021年11月	「トモエリバー」商標関連ビジネスの売却
2022年 2月	日本理化学紙（株）完全子会社化
2022年 3月	洋紙 9 号抄紙機停機

出所：新中期経営計画資料等よりフィスコ作成

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（日本カードは、2022 年 3 月期期首より連結対象外となった。）。昌栄印刷はわが国では民間で初めて紙幣を製造した会社として知られる。また同社は日本で 4 社しかない VISA、Mastercard、JCB カードの製造・発行認定会社となっているが、最近 VISA から PET 混抄紙材を使用した非接触 IC カードの製造認定を受けるなど、ESG 貢献ビジネスも展開している。

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2022 年 9 月 13 日 (火)

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

会社概要

(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。その性格上収益の改善を期待されるセグメントではない。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）、「Sheet」（シート）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 6.6% 増収、 営業利益 1,982 百万円とコロナ禍による影響から回復し利益転換

1. 2022 年 3 月期の連結業績概要

2022 年 3 月期の連結業績は売上高 32,785 百万円（前期比 6.6% 増）、営業利益 1,982 百万円（前期は 15 百万円の損失）、経常利益 2,310 百万円（前期比 1493.1% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,650 百万円（前期は 1,152 百万円の損失）となった。同社の期初計画は売上高 32,000 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当期純利益 500 百万円であり、2021 年 7 月 21 日、10 月 28 日、2022 年 1 月 21 日の 3 回の増額修正を行った。結果として、最新予想に対し売上高では未達成も、利益は増額修正での着地となった。この要因は、半導体・電子材料関連事業やトナー事業で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、第 2 四半期以降は円安進行もあったことで、営業利益面では大幅な収益改善が進んだことである。なお「収益認識に関する会計基準」等を適用したため、従来ベースより売上高 1,991 百万円減、営業利益 4 百万円減となった。また、経常利益の前期比は新旧数値の単純比較による参考数値である。

営業利益の増減要因分析では、主に、増販影響が 19 億円、為替影響が 2 億円、その他のコストダウンによる 2 億円の利益に対し、原燃料価格上昇による 4 億円の減益影響があった。増販影響がほぼ営業利益の増加となったことがわかる。また、経常利益については、ディスプレイ向けフィルム加工事業を手掛ける持分適用関連会社の好調から、持分投資利益が 459 百万円（前期比 213 百万円増、86.6% 増）となり、営業外で 167 百万円改善し経常利益の増額が大きくなった。

業績動向

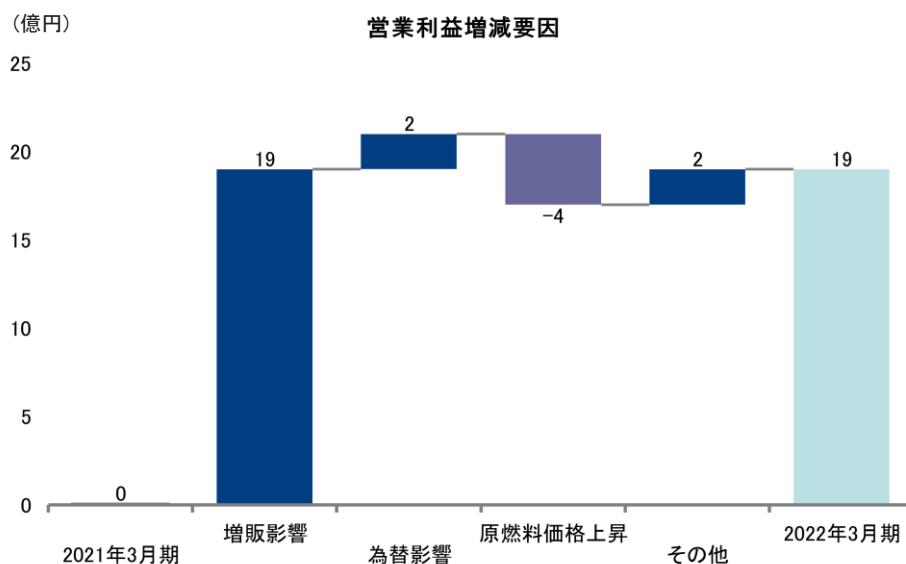
2022 年 3 月期の業績概要

(単位：百万円)

	21/3 期		22/3 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	30,768	100.0%	32,000	34,000	32,785	100.0%	6.6%
売上原価	25,781	83.8%			26,027	79.4%	1.0%
販管費	5,002	16.3%			4,775	14.6%	-4.5%
営業利益	-15	0.0%	600	1,800	1,982	6.0%	-
経常利益	145	0.5%	600	2,200	2,310	7.0%	1493.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-1,152	-3.7%	500	1,800	1,650	5.0%	-

注：22/3 期より「収益認識に関する会計基準」等を適用したため、前期比は新旧数値の単純比較による参考数値

出所：決算短信よりフィスコ作成



注：期中平均為替レートについては、21/3 期は 106 円 / 米ドル、22/3 期は 112 円 / 米ドル

出所：決算説明資料及び中期経営計画進捗報告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 12,303 百万円（前期比 20.1% 増）、営業利益 1,198 百万円（前期は 291 百万円の損失）となった。売上面では、コロナ禍の影響による反動増に加え、リモートワーク拡大により個人宅でのプリント需要が拡大したこと、下期の円安傾向も追い風となり、増収を確保した。利益面では、米国トナー工場閉鎖に伴う固定費圧縮効果や国内工場の生産量増加、原燃料価格上昇分の一部を販売価格へ転嫁したことのほか、円安効果も加わり、営業利益は大幅な増益となった。なお収益認識基準による新会計基準等を適用による影響額が売上高で 1,177 百万円発生した。従来の基準による売上高は 13,481 百万円（前期比 31.6% 増）で、増収効果による増益が大きいことがわかる。

業績動向

(2) 電子材料事業

電子材料事業は、売上高 6,121 百万円(前期比 8.9% 増)、営業利益 970 百万円(同 67.7% 増)となった。光学フィルム関連は、スマートフォン向け光学フィルム案件が上期に業績寄与した。半導体関連事業は、レガシー半導体などの繁忙もありポリイミド製静電チャックなどが好調を維持した。また、自動車産業向けにも EV 化や自動運転など車載半導体の拡大により信頼性の高い QFP パッケージ需要が増加した。同社の「リードフレーム固定テープ」も好調で、販売数量の急回復が続いた。利益面でも数量増効果、MIX 良化、加えて期を通じた新製品の試作・試験入金も計画を上回り、営業利益は大幅増益となった。なお収益認識会計基準等を適用した影響額は売上高で 473 百万円発生し、従来の基準による売上高は 6,594 百万円(前期比 17.3% 増)と、こちらも増収効果による増益が大きいことがわかる。

(3) 機能紙事業

機能紙事業は、売上高 10,195 百万円(前期比 0.1% 減)、営業損失は 162 百万円(前期は 370 百万円の損失)となった。売上面では、コロナ禍からの市況回復が見られたものの、洋紙事業や磁気乗車券販売等の既存事業が縮小し、加えて洋紙事業のうち「トモエリバー」関連製品の製造販売の移管を実行したことなどにより、ほぼ前期並みとなった。利益面では 2019 年 12 月に実施した 7 号抄紙機の停機効果など構造改革効果で損失が縮小した。なお 2022 年 3 月の 9 号抄紙機停機に向けた在庫積み増しの影響もプラスに作用した。収益認識会計基準等を適用したことによる影響額は売上高 237 百万円となった。従来の基準による売上高は 10,432 百万円(前期比 2.3% 増)である。

(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、売上高は 3,928 百万円(前期比 12.2% 減)、営業利益 257 百万円(前期比 19.1% 減)となった。売上面では、証書類の特需による販売増加、カード関連・通帳類等主要製品の需要が引き続き停滞した。利益面では特需効果が寄与した。なお、日本カードが第 1 四半期より連結対象から外れたことも収益に影響した。収益認識会計基準等を適用したことによる影響額は売上高で 23 百万円発生し、従来の基準による売上高は 3,951 百万円(前期比 11.7% 減)である。

(5) 新規開発事業

新規開発事業は、売上高 97 百万円(前期比 0.9% 増)、営業損失 438 百万円(前期は 350 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、利益に含まれることになる。

業績動向

セグメント別業績

(単位：百万円)

		21/3 期	22/3 期	
		実績	実績	前期比
トナー事業	売上高	10,241	12,303	20.1%
	営業利益	-291	1,198	黒転
電子材料事業	売上高	5,621	6,121	8.9%
	営業利益	578	970	67.7%
機能紙事業	売上高	10,202	10,195	-0.1%
	営業利益	-370	-162	赤小
セキュリティメディア事業	売上高	4,475	3,928	-12.2%
	営業利益	318	257	-19.1%
新規開発事業	売上高	97	97	0.9%
	営業利益	-350	-438	赤大

注 1：セグメント間の内部売上高又は振替高を除く

注 2：「収益認識に関する会計基準」等を適用しているため、前期比は新旧数値の単純比較による参考数値

出所：決算短信よりフィスコ作成

財務状況は 2022 年 3 月期に大きく改善も、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。また、コロナ禍によるダメージを受けるなかで財務体質の改善が進んだ。

2022 年 3 月期には自己資本比率が 30.9% と、2018 年 3 月期の 32.9% 以来の 30% 台乗せとなった。2021 年 3 月末の優先株の発行も含め主要金融機関からの支援体制は盤石で、財務体質が改善するなかでシンジケートローンによる長期の支援体制も構築した。ただし、将来予想される優先株償還にも備えるために財務体質の強化が必要であると弊社では考えている。そして、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財務改善のポイントとなるだろう。

キャッシュ・フローについては 2007 年 3 月期に静岡事業所、清水事業所、巴川影像科技（惠州）有限公司、（株）TFC において FPD 向け光学フィルム及び化成品製造設備増強等を集中的に行い、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いる。そのため投資活動によるキャッシュ・フローはマイナスが続いた。2022 年 3 月期は構造改革に伴う資産売却収入があるものの、フリーキャッシュ・フローの増減は営業活動によるキャッシュ・フローが大きく影響した。

巴川製紙所 | 2022 年 9 月 13 日 (火)
3878 東証スタンダード市場 | <https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

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)

	21/3 期末	22/3 期末	増減額
流動資産	18,482	21,394	2,912
固定資産	22,176	22,180	4
総資産	40,658	43,574	2,916
流動負債	15,852	14,843	-1,009
固定負債	9,492	11,114	1,622
負債合計	25,344	25,957	613
純資産	15,313	17,616	2,303
< 安全性 >			
流動比率	116.6%	144.1%	
自己資本比率	28.3%	30.9%	

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)

	21/3 期	22/3 期
現金及び現金同等物期首残高	3,389	3,988
営業キャッシュ・フロー	4,213	3,364
投資キャッシュ・フロー	-1,305	-217
財務キャッシュ・フロー	-2,423	-2,651
現金及び現金同等物期末残高	3,988	4,737
フリーキャッシュ・フロー	2,908	3,147
設備投資	1,141	1,135
減価償却費	1,814	1,717
研究開発費	1,469	1,498

出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2023 年 3 月期第 1 四半期は 18.0% 増収、78.1% 営利増と好調に推移

1. 2023 年 3 月期第 1 四半期の連結業績概要

2023 年 3 月期第 1 四半期決算は、売上高 8,894 百万円（前年同期比 18.0% 増）、営業利益 761 百万円（同 78.1% 増）、経常利益 944 百万円（同 61.6% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,150 百万円（同 175.9% 増）となった。主力事業の好調持続に加え、円安加速で海外売上が 300 百万円程度嵩上げされたことも増収に寄与した。利益面では円安やウクライナ情勢による原燃料価格高騰の影響はあったが、構造改革や円安分の価格転嫁により、コストアップを吸収し営業利益は大幅増となった。また特別利益として、米国トナー工場の跡地等の売却益 453 百万円が計上し、親会社株主に帰属する当期純利益も大幅に膨らんだ。

今後の見通し

全体として営業利益の 334 百万円の増減要因では、増販効果で 500 百万円、為替円安分（同期比 20 円円安）150 百万円のプラス効果に対し、労務費、原材料高、その他経費増などで 300 百万円の減益影響があったとしている。なお期初に懸念していた原燃料調達難による影響は 150 百万円程度下期にずれて発生する見通しとした。

トナー事業は、売上高 3,805 億円（前年同期比 43.3% 増）、営業利益 652 百万円（同 255.9% 増）と、前期からのからの好調を維持した。特に海外向けが 3,241 百万円（同 56.5% 増）となり、地域別では工場撤退の北米が 361 百万円（222.3% 増）、欧州が 1,079 百万円（同 47.2% 増）、上海ロックダウンの影響があった中国も 1,297 百万円（同 38.9% 増）となった。いずれも為替円安分を差し引いても、高い伸びとなった。国内は 564 百万円（同 3.6% 減）と緩やかな減収となった。利益面では、期初に懸念していた納入業者事由に伴う原料調達難の影響が後ずれとなったこと、収益性の高い製品の傾斜生産、加えて円安効果が寄与し、大幅増益となった。

電子材料事業は、売上高 1,497 百万円（同 3.6% 増）、営業利益 156 百万円（同 50.2% 減）となった。半導体、電子材料関連事業が好調を維持したものの、2022 年 3 月期のスマートフォン向け光学フィルムの大口売上の反動減が影響した。利益面でも、この影響により大幅減益となった。

機能紙事業は、売上高 2,628 百万円（同 8.5% 増）、営業損失 28 百万円（前年同期は 43 百万円の損失）となった。既存事業の縮小が継続するなかで一部の好調な製品の拡販、一部価格転嫁が進んだことなどにより増収を確保、利益面では 2022 年 3 月期に実施した 2 台の抄紙機停機効果を含む構造改善効果などで原料価格高騰の影響を受けたものの、赤字縮小となった。

セキュリティメディア事業は、売上高 908 百万円（同 6.5% 減）、営業利益 49 百万円（同 23.5% 増）と、通帳類の減収と 2022 年 3 月期の特需による反動減で減収、利益面では固定費減で増益となった。

新規開発事業は新製品上市で売上高 17 百万円（同 39.8% 増）、営業損失 111 百万円（前年同期は 103 百万円の損失）となった。

今後の見通し

2023 年 3 月期第 1 四半期の連結決算

(単位：百万円)

	22/3 期 1Q		23/3 期 1Q		前年同期比
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	7,538	-	8,894	-	18.0%
トナー事業	2,656	35.2%	3,805	42.8%	43.3%
電子材料事業	1,445	19.2%	1,497	16.8%	3.6%
機能紙事業	2,423	33.8%	2,628	29.6%	8.5%
セキュリティメディア事業	971	13.0%	908	10.2%	-6.5%
新規開発事業	12	0.2%	17	0.2%	39.8%
売上原価	5,947	78.9%	6,822	76.7%	14.7%
販管費	1,163	15.4%	1,310	14.7%	12.6%
営業利益	427	5.7%	761	8.6%	78.1%
トナー事業	183	-	652	-	255.9%
電子材料事業	314	-	156	-	-50.2%
機能紙事業	-43	-	-28	-	-
セキュリティメディア事業	40	-	49	-	23.5%
新規開発事業	-103	-	-111	-	-
経常利益	584	7.7%	944	10.6%	61.6%
親会社株主に帰属する四半期純利益	416	5.5%	1,150	12.9%	175.9%

注：セグメント間の内部売上高又は振替高を除く

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2023 年 3 月期は 5.2% 増収、24.3% 営利減予想へ修正。 しかし、為替前提などを変更しておらず再見直しも

2. 2023 年 3 月期の連結業績予想

2023 年 3 月期通期の連結業績は 2022 年 7 月に増額修正し、売上高 34,500 百万円（前期比 5.2% 増）、営業利益 1,500 百万円（同 24.3% 減）、経常利益 1,550 百万円（同 32.9% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,500 百万円（同 9.1% 減）予想とした。

業績予想の修正について、上期は売上高 1,000 百万円、営業利益 600 百万円、経常利益 750 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 750 百万円増額となった。下期は売上高を変更せず、営業利益で 100 百万円、経常利益で 300 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 250 百万円減額予想とした。

同社はセグメント別予想を開示しておらず、増額修正の中身は不明であるが、売上高は主力のトナー事業の好調、半導体、電子部品の好調持続による増額修正と見られる。加えて、為替影響が売上で 1 円の円安で 60 百万円のプラス効果、営業利益で 30 百万円程度のプラス効果となるもようだ。しかしながら、通期予想は下期の不透明感、原材料調達難に伴うコスト高が下期にずれる分を加味して慎重な予想となったと弊社は推測している。なお為替前提が 1 米ドル = 130 円程度となっており、今後のさらなる円安による影響が加味されていないことから、2023 年 3 月期収益の再増額修正が行われると弊社は見ている。

巴川製紙所 | 2022 年 9 月 13 日 (火)
3878 東証スタンダード市場 | <https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

今後の見通し

2023 年 3 月期の連結業績予想

(単位：百万円)

	22/3 期		23/3 期			
	実績	売上比	期初予想	修正予想	売上比	前期比
売上高	32,785	-	33,500	34,500	-	5.2%
営業利益	1,982	6.0%	1,000	1,500	4.3%	-24.3%
経常利益	2,310	7.0%	1,100	1,550	4.5%	-32.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,650	5.0%	1,000	1,500	4.3%	-9.1%

注：23/3 期の修正予想は 2022 年 7 月発表値

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

2026 年 3 月期の経営目標の進捗率は、 売上高・営業利益ともに 90% を越える

同社が 2021 年 5 月 14 日に公表した新中期経営計画の 2026 年 3 月期の経営数値目標の進捗率について、2022 年 3 月期時点で売上高は 91.1%、営業利益は 99.1% となり目標値達成目前となった。営業利益率は 4 期前倒しで目標を達成した。2023 年 3 月期予想は 2022 年 7 月に増額修正を行ったが、依然として前期比で営業減益予想である。ただし、為替前提や今後の市場動向次第では再増額が見込まれ、2023 年 3 月期についても中期経営計画を達成する可能性もある。早くも目標値達成が間近となったのは、2021 年の計画策定時にコロナ禍による影響など同社を取り巻く環境が厳しく、中期経営計画において保守的な予想を出した経緯がある。その後、コロナ禍の影響から回復し、半導体関連では当時と比較して大幅な市場拡大となった。このため前提条件が大きく乖離し、為替前提も大きく変化した。早晩、中期経営計画の増額修正の発表がなされるだろう。

中期経営計画の進捗状況

(単位：百万円)

	21/3 期		22/3 期		26/3 期 計画	(進捗率)
	実績		予想	実績		
売上高			32,000	32,785	36,000 以上	91.1%
(旧基準)	30,768			34,696	CAGR3%	
連結営業利益	-15		600	1,982	2,000	99.1%
営業利益率			1.8%	6.0%	5.5%	109.1%
ROA	-2.4%		1.5%	3.9%	3% 以上	
半導体市場向け売上高	3,600		3,800	4,100	5,000 程度	82.0%
新製品比率	13%		13%	14%	16% 以上	

出所：IR トピックス、決算説明資料及び中期経営計画進捗報告資料よりフィスコ作成

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2022 年 9 月 13 日 (火)

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

中長期の成長戦略

新たな成長と企業体質変革の同時実現を目指す。 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

新製品売上の拡大、5G や DX を支える事業の展開、SDGs 関連製品の展開、構造改革・体質改善による経営効率アップによる企業価値向上を図る方向性に変わりはない。そして、トナー事業、電子材料事業（リードフレーム固定テープ）は安定収益源として収益を確保し、新たな成長と企業体質変革の同時実現を目指す。

(1) 半導体市場成長を睨み新製品攻勢で売上拡大を目指す

昨今の半導体市場の活況は、同社の電子材料事業においても追い風となっており、同社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」など、既存製品が売上拡大している。同社は既存の半導体生産工程での利用に加えて、半導体製造装置における新型製品、特殊材料としてユニットに組み上げた機能部品の採用が見込める状況から、さらなる収益拡大を見込む。

1) 「静電チャック」

同社は半導体市場拡大に伴い、競争力ある部材の提供を強化する方針である。具体的には、新中期経営計画における 2026 年 3 月期売上高 36,000 百万円のなかで電子材料事業の売上比を現在の 18.7% から 24.3%、金額にして 5,621 百万円を約 56% 増の 8,750 百万円まで拡大するとしている。その起爆剤として期待が高いのが新型の「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は、2023 年 3 月下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る。

半導体業界の動きとして、2023 年 3 月期はキオクシア（株）の 3D-NAND（フラッシュメモリの一種）が 162 層の積層数となり、iPhone の 2022 年モデルにも採用の方向で進んでいるもようだ。また、米国マイクロン・テクノロジー <MU> は、2022 年 7 月に 232 層の NAND フラッシュの量産開始を発表し、韓国 SK ハイニックスも 238 層の NAND フラッシュを 2023 年上期にも量産すると発表、2022 年 8 月にはサムスン電子が年内に 236 層の NAND フラッシュの量産を開始すると発表した。このため、積層化に合わせてドライエッチング装置のマルチチャンバー化が進むことからエッチング装置台数以上に静電チャックが必要となる見通しで、今後に大きな伸びが期待される。ちなみに半導体事業環境について同社は、世界半導体市場統計 (WSTS) 「2021 年春季半導体市場予測」及び（一社）日本半導体製造装置協会「2021 年 1 月発表 半導体・FPD 製造装置 需要予測（2021 年度～2023 年度）」（2021 年 1 月 14 日）をもとに新中期経営計画を策定した。しかし WSTS の 2022 年 6 月の春期予測では 2022 年に 6,464 億米ドル（16.3% 増）、2023 年は 6,796 億米ドル（5.1% 増）予測となっており、同社想定 2026 年 5,000 億米ドル超を既に大きく上回る数字となっている。また、日本半導体製造装置協会が発表した「2022 年 7 月発表 半導体・FPD 製造装置 需要予測（2022 年度～2024 年度）」によると、日本製半導体製造装置市場は 2022 年度に 4 兆 283 億円、2023 年度 4 兆 2,297 億円、2024 年度 4 兆 4,412 億円に拡大すると発表しており、同社は 2026 年 3 月期で 2 兆 8,000 億円程度という前提をおいているが、その数字を 2022 年度に 44% も上回ることになる。

中長期の成長戦略

現在、静電チャック市場は半導体生産の拡大とともに 2020 年は 370 億円（前年比 40% 増）、2021 年も 30% 程度の伸びを示し、全体として 500 億円弱の市場があると見られる。今後、プラズマエッチング装置が次世代型投入本格化となれば、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、同社の新型「静電チャック」の今後の動向には注目したい。

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」も注目したい製品である。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。開発例を挙げると、ステンレス 100% の多孔質シートがある。金属繊維同士が交互に融着しているため繊維剥離も少なく、厚さは 25 ～ 500 μm まで対応可能で、ステンレスの持つ耐熱性、耐薬品性、導電性などを備えていることから、1998 年にノート PC 用電磁波シールド材として上市した。また、2016 年に同社によると世界で初めて銅繊維の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。

そして、これらの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利用する計画が進んでいる。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、省エネ効果が高い点でも利用価値がある。また前述の銅繊維シートの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利用する方向もある。放熱効率が従来品の 2 ～ 3 倍も得られることから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設計自由度が上がり、省エネ効果があることも大きなポイントである。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。

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	量産化時期
半導体 省エネルギー 環境対応	新型静電チャック 	・ 半導体製造装置 ・ シリコンエバー真空固定	新構造により従来型と比較して、大きく性能向上	2022年度中
	高性能ヒートシンク 	・ 産業用設備・装置用冷却ユニット	独自の金属繊維流路を持つヒートシンク。高い冷却効果によりユニットの小型化が可能	2022年度中
	フレキシブルヒータ 	・ 産業用設備・装置用ヒータ（パイプ形状部の加熱）	優れたフレキシブル性により加熱部へ直接配置が可能。省エネ効果を実現	2023年度中
	CMFセルローズマイクロファイバー 	・ 射出成形用樹脂（生活用品、車載、家電等）	パルプ（植物由来）繊維混合による環境負荷軽減、成形品（リサイクル樹脂含む）の強度向上	2021年度に量産設備導入、少量の販売開始
通信	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	低誘電率と安定した接着力を両立、高周波信号ロスを低減	未定（6G仕様）

出所：決算説明資料及び中期経営計画進捗報告資料より掲載

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2022 年 9 月 13 日 (火)

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

中長期の成長戦略

機能紙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に注力

(2) 機能紙分野での量産展開

強みの 1 つである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」は同部門で単体販売する以上に、半導体製造装置向けに展開が開けた。そのほかでは、少量の木材パルプをバインダーとして機能性材料をシート化する「担持シート」などを機能紙新製品として展開する。

また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®」の量産化を目指す。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、同社ではコスト高である点や他の素材と複合化しにくいなど多数の問題点があるとの認識で、あえてマイクロファイバーにとどめていると言う。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。なお「グリーンチップ® CMF®」は、低単価の食品関連を取り込みつつ自動車用途など市場規模が大きい分野を含め開発を進める方針で、本格的な拡大には時間がかかると見られる。なお、有望製品として「低誘電ボンディングシート」も注目されるが、5G 対応よりも 6G 対応で活躍する部材と見られ、こちらも本格拡大には時間を要するだろう。

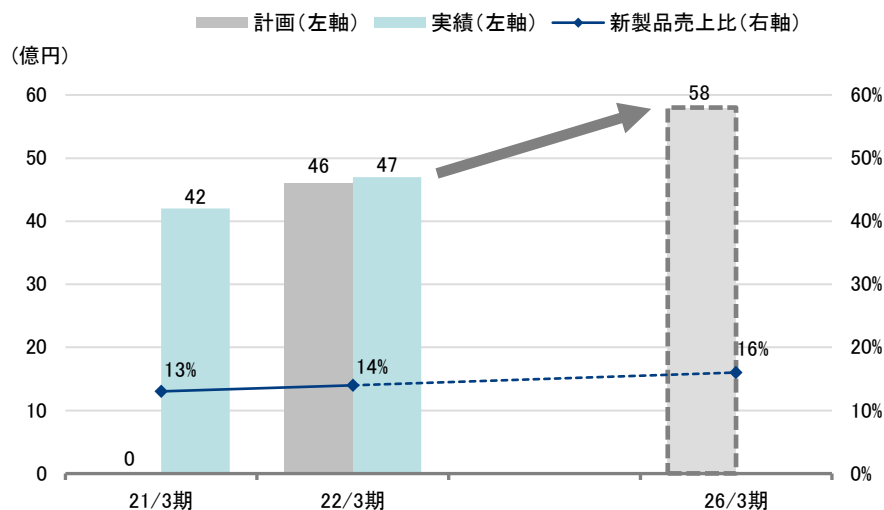
新製品開発にあたって積極的な研究開発を実施

(3) 新製品の売上高構成比率の向上

同社は、売上高の 13% 程度にとどまっている新製品の売上高構成比率※を、2026 年 3 月期には 16% 以上に拡大する方針である。そして、新たに研究・試作から量産上市に向かう製品群が増えてきたという点では、2022 年 3 月期は研究開発に要した費用 1,498 百万円に対し新製品受託研究収入が 915 百万円と 61% を占めるなど、量産に向けた動きが加速しつつある。これまで見てきた銅繊維シート関連製品や新型静電チャックなど、2023 年 3 月期下期には売上寄与する製品群が見込めることから新規開発事業の売上高構成比率は計画を上回っての推移が期待される。

※ 同社において新規開発事業の売上高構成比率とは、当該年度を含む過去 4 年間に上市した製品の売上高のことを指す。

新製品の売上高及び売上高構成比率の推移



出所：決算説明資料及び中期経営計画進捗報告資料よりフィスコ作成

電子材料事業を核に中期経営計画の増額見直しも

(4) 中期経営指標

コロナ禍の下で策定した 2026 年 3 月期売上高 36,000 百万円、営業利益 2,000 百万円を目指す新中期経営計画は、2022 年 3 月期時点で進捗率は売上高・営業利益ともに 90% を越えた。現在、半導体市場向けの売上高は計画を上回って推移している。これは既存品による増額で、半導体生産のさらなる拡大で 2026 年 3 月期目標についても大きく上振れる可能性がある。また、新製品の売上高進捗状況でも計画を若干上回って推移しているが、こちらも半導体関連での増額が見込まれる。今後、中期経営計画が見直されると思われるが、5G や DX を支える材料をドライバーとして、電子材料事業は現在の中期経営計画（構成比 24.3%）以上に比率の高まりを見せ、さらなる事業変革が加速するだろう。

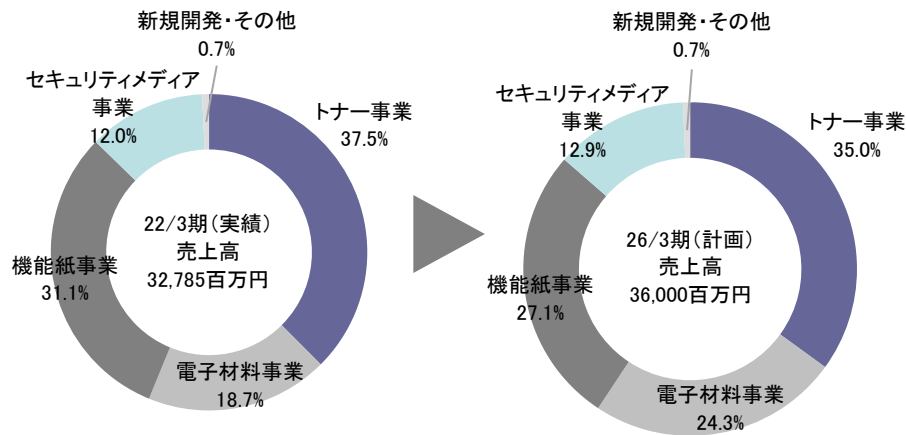
巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2022 年 9 月 13 日 (火)

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

中長期の成長戦略



出所：決算説明資料及び中期経営計画進捗報告資料よりフィスコ作成

株主還元策

2022 年 3 月期に 15 円復配実施、 今期減益予想ながら 15 円配継続予定

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。

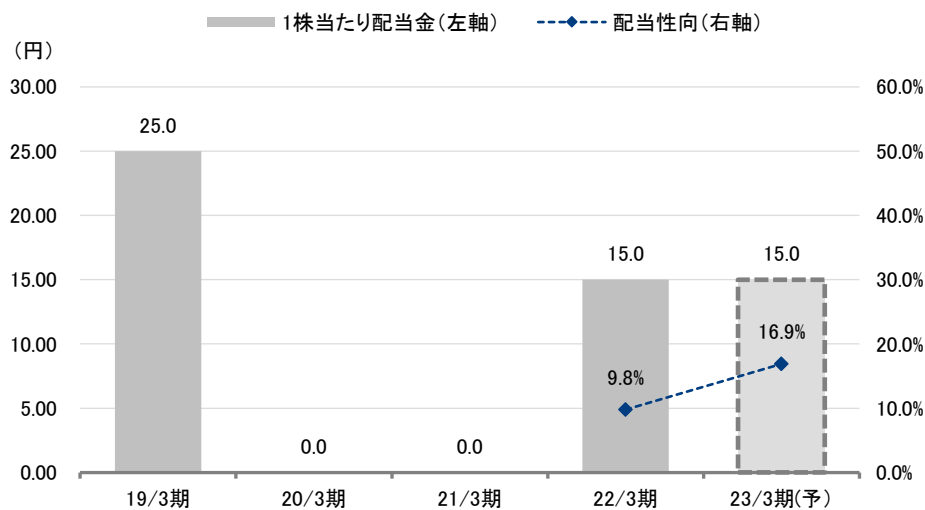
従来は年間 5 円配（2018 年 10 月 1 日付けで普通株式 5 株につき 1 株の割合で株式併合を実施したことにより、現在の基準に照らすと 25 円に相当）を軸に、最終利益が損失であっても配当を維持する姿勢を取っていた。しかし、損失が継続したことで、結果として無配となったこともあり、最近も 2020 年 3 月期に無配となり、その後コロナ禍などの影響が広がり 2021 年 3 月期も無配継続となった。

しかし、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予想ながらも、年間 15.00 円配継続を予定している。

巴川製紙所 | 2022 年 9 月 13 日 (火)
3878 東証スタンダード市場 | <https://www.tomoegawa.co.jp/ir/>

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・表示したものです。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、配布等することは強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