

|| 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12月27日(水)

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. 2024年3月期上期の連結業績は5.9%減収、34.0%営業減益とトナー事業等の大幅減収ながら利益は上振れ着地 | 01 |
| 3. 2024年3月期は5.4%増収、26.9%営業減益予想。トナー事業環境悪く売上達成は厳しいも利益確保は可能   | 01 |
| 4. 第8次中期経営計画を増額修正し、2026年3月期売上高400億円、営業利益35億円目指す            | 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. 2024年3月期上期の連結業績概要                                       | 09 |
| 2. セグメント別業績  | 10 |
| 3. 財務状況  | 11 |
| ■ 今後の見通し   | 12 |
| 1. 2024年3月期の連結業績予想   | 12 |
| 2. 2024年3月期セグメント別売上計画                                      | 13 |
| ■ 中長期の成長戦略   | 14 |
| ■ 株主還元策  | 21 |

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2023年12月27日(水)

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

## 要約

### 2023年10月、東証所属業種が「化学」に。 2024年1月「巴川コーポレーション」へ商号変更、 事業ポートフォリオを転換し新たな成長目指す

#### 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て国産化に初めて成功し、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「抄紙、粉体、塗工、粘・接着」技術とその組み合わせ技術に磨きをかけ、「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企業変革を進めてきた。

#### 2. 2024年3月期上期の連結業績は5.9%減収、34.0%営業減益とトナー事業等の大幅減収ながら利益は上振れ着地

2024年3月期上期の連結業績は売上高16,497百万円(期初計画比1,003百万円未達、前年同期比5.9%減)も、営業利益は795百万円(同195百万円超過、同34.0%減)、経常利益996百万円(同396百万円超過、同26.8%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益431百万円(同231百万円超過、同65.6%減)と売上が未達成となるも利益では超過着地となった。売上面ではトナー事業が大幅減収となり、円安ながら在庫調整・価格競争激化などもあり減収、利益も原燃料高から大幅悪化した。一方で収益性の高い半導体・ディスプレイ関連事業において光学フィルムで一時的な受注を獲得、前期好調だった半導体実装用テープが計画比上振れとなるも前年同期比で減少したが、全体では増収を確保、利益面では増収効果に加え塗工機稼働率アップで増益に。機能性シート事業は機能性不織布が中国経済減速のため受注が伸び悩むも、新規案件獲得・価格改定などから増収を確保、利益面でもコスト上昇分の価格転嫁・コストダウン効果もあり営業黒字化。セキュリティメディア事業は宣伝印刷物の増加などで増収、営業利益も増収効果で増益に。全体を通じ価格転嫁、円安、生産性向上などでトナー事業の不振を補い、利益を確保した形となった。

#### 3. 2024年3月期は5.4%増収、26.9%営業減益予想。トナー事業環境悪く売上達成は厳しいも利益確保は可能

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58.7%減)とした。部門別売上では期初計画に対しトナー事業の売上進捗率が芳しくないが、半導体・ディスプレイ関連事業は光学フィルム増もあり計画を上回る進捗率、その他は計画並みの進展となっている。下期、トナー事業が在庫調整の緩和で多少回復する予想だが、全体として会社計画に対し売上達成には努力が必要と見られる。ただし、利益面では上期の進捗率が53%となっており、下期にコスト増要因があるものの、一方で円安継続のプラス要因もあり、売上未達成でも利益については期初計画の達成が可能と見られる。

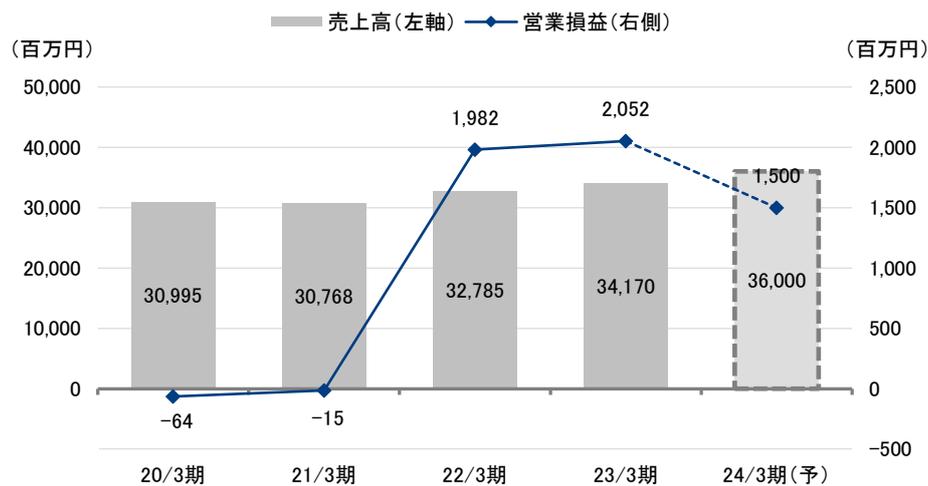
## 要約

**4. 第8次中期経営計画を増額修正し、2026年3月期売上高400億円、営業利益35億円目指す**

同社は2021年5月に新中期経営計画（以下、中計）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、改めて中計の見直しを行った。また同社は1955年に「誠実」「社会貢献」「開拓者精神」を創業精神として掲げ企業運営を行ってきたが、昨今の経営環境の変化を踏まえ、創業精神はバリュー（価値観）を表すものとして維持しつつ、ミッション（存在意義）を「感動こそが、持続可能な価値と考える。これまでも、これからも新製品・新技術開発に挑戦し、人や社会に新しい喜びを提案しつづける」、ビジョン（ありたい姿）を「グローバル視点の提案型ソリューションパートナーへ。前例にとらわれず、組織の壁を超え、チームと個の力を掛け合わせ、新たな感動を創造する。」として経営理念を再定義した。そして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（以下、億円単位で表記）。

**Key Points**

- ・2024年3月期上期の連結業績は前年同期比5.9%減収34.0%営業減益と、トナー事業の大幅減収も利益は予想を上振れて着地
- ・2024年3月期の予想は5.4%増収26.9%営業減益。トナー事業は環境悪く売上達成は厳しいも利益確保は可能
- ・2023年10月に東証所属業種が「化学」に
- ・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400億円、営業利益35億円を目指す

**業績推移**


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

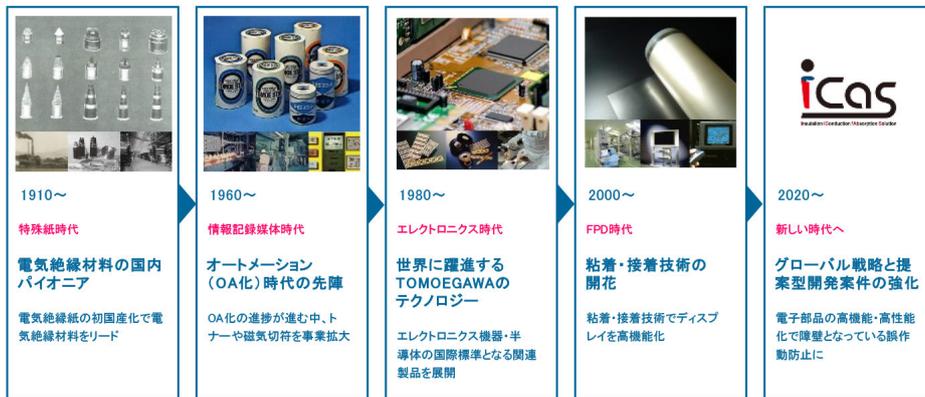
### 「電気物性評価技術」を生かし特殊紙製品を原点に、抄紙、塗工、粉体、粘・接着分野で新技術を生み出し成長

#### 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、1900年初頭より研究開発に着手して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。電気絶縁紙や電気通信用紙の研究・開発を行い1917年に会社設立、1955年には創業精神として「誠実」「社会貢献」「開拓者精神」を至上の行動規範とし、以来、新技術を多数開発することで発展してきた。今回、創業精神はバリュー（価値観）を表すものとして維持しつつ、ミッション（存在意義）を「感動こそが、持続可能な価値と考える。これまでも、これからも新製品・新技術開発に挑戦し、人や社会に新しい喜びを提案しつづける」、ビジョン（ありたい姿）を「グローバル視点の提案型ソリューションパートナーへ。前例にとらわれず、組織の壁を超え、チームと個の力を掛け合わせ、新たな感動を創造する。」として経営理念を再定義し、2024年1月に「株式会社巴川コーポレーション」に商号変更することとした。

#### 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



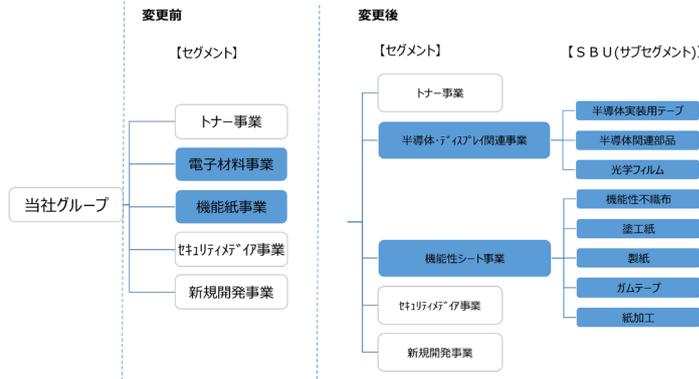
出所：ホームページよりフィスコ作成

会社概要

セグメント分類表

報告セグメント名称変更の概要

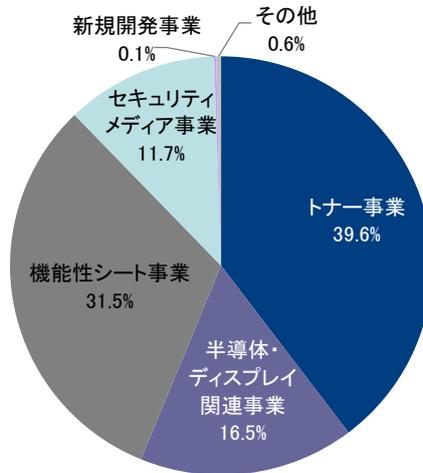
第165期(2024年3月期)より、当社グループの将来ビジョンと事業展開をわかりやすくお伝えするため、報告セグメント名称を変更



出所：中期経営計画説明資料より掲載

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きた。しかし今回、将来ビジョンと事業展開をわかりやすく伝達するために、2024年3月期より、事業セグメントの名称の一部変更を行った。新区分による2023年3月期における売上高構成比は、トナー事業39.6%、半導体・ディスプレイ関連事業16.5%、機能性シート事業31.5%、セキュリティメディア事業11.7%、新規開発事業0.1%、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%、半導体・ディスプレイ関連事業9.2%、セキュリティメディア事業11.1%、機能性シート事業-3.6%となっており、トナー事業と半導体・ディスプレイ関連事業、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費用を計上するため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。

事業別売上構成比(2023年3月期)



出所：2023年3月期決算・修正第8次中期経営計画に関する説明会資料よりフィスコ作成

会社概要

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、半導体・ディスプレイ関連事業が241名、機能性シート事業が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おり、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が、海外にも拠点を有しており、中国2工場でトナー、インドで絶縁紙の製造を行う。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、新巴川加工（株）は軽量印刷用紙や軽量手帳用紙などの特殊紙の製造を静岡市で行っている。他に主な子会社としては、生分解性接着剤の調合・製品製造、精密クリーン塗工・加工を行うNichiRica、紙袋やフレコン等の製造・販売を行う三和紙工等がある。

国内・海外拠点一覧

TOMOEGAWA 会社概要

国内拠点

海外拠点



出所：社会・環境報告書 2023 より掲載

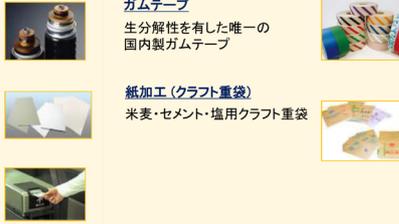
## トナー事業と半導体・ディスプレイ関連事業が収益の2本柱を担う

### 2. 事業内容

現在、トナー事業、半導体・ディスプレイ関連事業、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。

## 会社概要

## 主要製品

|   |  |
|---|--|
| <b>トナー事業</b><br>トナー専業メーカーとしては世界有数の生産量<br>トナー(モノクロ、カラー)<br>   | <b>機能性シート事業</b><br><b>製紙</b><br>電気絶縁紙の国産化に成功<br>情報関連用紙や産業用特殊紙を<br>展開<br><b>機能性不織布</b><br>抄紙技術により、有機・無機等の<br>様々な素材を活かした機能性シート<br>を製品化<br><b>塗工紙</b><br>磁気乗車券、磁気カード、記録紙<br>等<br> |
| <b>半導体・ディスプレイ関連事業</b><br><b>半導体実装用テープ</b><br>ICパッケージ用リード<br>フレーム固定テープは、<br>発売以来40年に渡り、市<br>場シェア90%<br> | <b>セキュリティメディア事業</b><br>有価証券、クレジットカード、<br>通帳、磁気記録製品等<br>   |
| <b>半導体関連部品</b><br>静電チャックは20年以<br>上に渡るOEM供給実<br>績、世界でトップレベ<br>ルのシェア<br>                                 | <b>光学フィルム</b><br>精密塗工技術による<br>FPD用光学粘着フィルム<br>スマートフォンや<br>車載ディスプレイに採用<br>   |

出所：中期経営計画説明資料より掲載

## (1) トナー事業

トナー事業は、同社最大の売上高・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(株)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ため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(レーザービームプリンタ)の普及本格化に伴い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、同社は独立系トナーメーカーとして存在感を有する。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。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が、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伸び悩みで事業が成熟化している。同社は収益性を確保すべく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を閉鎖、日中3工場からタイムリーに提供する体制を整え、安定的な収益を稼ぎ出す事業としてシェアアップを目指している。

## 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(フラットパネルディスプレイ)向け光学フィルムを3本柱に事業を営んでいる。半導体実装用テープはICメーカーやリードフレームメーカー、半導体製造装置向け製品は国内大手半導体製造装置メーカー、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。

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.

巴川製紙所

2023年12月27日(水)

3878 東証スタンダード市場

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

## 会社概要

この事業は1981年に半導体の高集積化が急速に進展するなかで半導体チップ保護接着テープの開発から始まった。

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置いた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、リードフレームの接触を防止するためのもの。1984年に発売を開始、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)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、電子部品材料部門の売上高は2001年3月期には全体売上の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移行し伸び悩んだ。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; リードの代わりにはんだボールで接続)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。ただ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が、今後の成長性が高い分野。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半導体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、同市場でトップシェアの地位を築いた。ただシウエハ市場が12インチに主戦場が移り、耐熱性、耐摩耗性、化学的安定性などでセラミック静電チャックが採用となり、同社は出遅れ、その後伸び悩んだ。しかし最近では、レガシー半導体の拡大を受けて8インチ以下対応装置の稼働率が向上、一定の売上高を確保している。また、当該分野新製品の開発も進捗中であり、今後の拡大が期待される。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、設備内で使われるガスの温度調整に使われ、製造装置全体の使用電力を大幅にセーブできる。現在、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テレビとしてPDP(プラズマディスプレイパネル)に期待がかかり、2001年にPDP用の電磁波シールド材を上市、PDPテレビの拡大に伴い急拡大した。しかし光学フィルムはPDPが退場するなかで縮小、大型設備投資によるコストの重荷を背負う時期が続いた。現在は損益分岐点を下げて利益を確保できる態勢にあり、売上が拡大すれば高い収益性が得られる状況にあるものの、受注変動で収益のふれが大きく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、 ガムテープの4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、ガムテープ、紙加工で構成されている。同事業は継続的な製紙事業の縮小から損失が続くなかで構造改善を進め黒字化を目指しており、営業損失が縮小課程にある。同社は構造改革において、2022年3月に大型抄紙機をすべて停機し、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開発・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も、コスト面などで大きなビジネスにならずに推移してきた。その後、特殊繊維抄紙技術や粉体担持技術などを活かし、無機繊維断熱シートやガス吸着シートなどを開発、上市し事業として伸長してきている。なお2016年には、銅繊維シートも開発、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は前述の半導体製造装置用部材に使用され、量産化で事業の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。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

### 2024年3月期上期連結業績は5.9%減収及び34.0%営業減益。 トナー事業等が大幅減収も利益は上振れ着地

#### 1. 2024年3月期上期の連結業績概要

2024年3月期上期の連結業績は売上高16,497百万円(期初計画比1,003百万円未達、前年同期比5.9%減)も、営業利益は795百万円(同195百万円超過、同34.0%減)、経常利益996百万円(同396百万円超過、同26.8%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益431百万円(同231百万円超過、同65.6%減)と売上が未達成となるも利益では超過着地となった。売上面ではトナー事業が大幅減収となり、円安ながら在庫調整・価格競争激化などもあって減収となり、利益も原燃料高から大幅悪化した。一方で収益性の高い半導体・ディスプレイ関連事業において光学フィルムで一時的な受注を獲得、前期好調だった半導体実装用テープが計画比上振れとなるも前年同期比で減少したが、全体では増収を確保、利益面では増収効果に加え塗工機稼働率アップで増益に。機能性シート事業は機能性不織布が中国経済減速のため受注が伸び悩むも、新規案件獲得・価格改定などから増収を確保、利益面でもコスト上昇分の価格転嫁・コストダウン効果もあり営業黒字化。セキュリティメディア事業は宣伝印刷物の増加などで増収となった。

営業利益の増減要因分析では、最大売上部門であるトナー事業の減収影響、また材料高、研究開発費増(前年同期比344百万円増の659百万円)などを価格転嫁や為替の円安効果などで補うも、補いきれずに減益となったが、光学フィルムの増額などもあり、会社計画に対し上振れした形となった。

#### 2024年3月期上期の業績概要

(単位：百万円)

|                 | 22/3期  |        | 23/3期  |        | 23/3期上期 |        | 23/3期下期 |        | 24/3期上期 |        | 前年同期比  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
|                 | 実績     | 売上比    | 実績     | 売上比    | 実績      | 売上比    | 実績      | 売上比    | 実績      | 売上比    |        |
| 売上高             | 32,785 | 100.0% | 34,170 | 100.0% | 17,532  | 100.0% | 16,638  | 100.0% | 16,497  | 100.0% | -5.9%  |
| 売上総利益           | 6,758  | 20.6%  | 7,532  | 22.0%  | 3,782   | 21.6%  | 3,750   | 22.5%  | 3,726   | 22.6%  | -1.5%  |
| 販管費             | 4,775  | 14.6%  | 5,480  | 16.0%  | 2,577   | 14.7%  | 2,903   | 17.4%  | 2,931   | 17.8%  | -21.2% |
| 営業利益            | 1,982  | 6.0%   | 2,052  | 6.0%   | 1,205   | 6.9%   | 847     | 5.1%   | 795     | 4.8%   | -34.0% |
| 経常利益            | 2,310  | 7.0%   | 2,151  | 6.3%   | 1,361   | 7.8%   | 790     | 4.7%   | 996     | 6.0%   | -26.8% |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 1,650  | 5.0%   | 1,451  | 4.2%   | 1,255   | 7.2%   | 196     | 1.2%   | 431     | 2.6%   | -65.6% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 2. セグメント別業績

### (1) トナー事業

トナー事業は、売上高 5,583 百万円（前年同期比 23.7% 減）、営業利益 371 百万円（同 67.8% 減）と大幅収益低迷となった。これは 2023 年 3 月期第 4 四半期から続く大手顧客向けを中心とした一部製品の在庫調整による受注減と 2024 年 3 月期第 2 四半期において競合との価格競争が激化した等の影響があったもので、円安で売上が嵩上げとなっても大幅減収、大幅減益となった。特に中国の落ち込みが大きく売上高 1,602 百万円（同 32.8% 減）、また北米は、2020 年 9 月の北米工場撤退に伴い、米国での販売ルートが変更したことにより 296 百万円（同 59.7% 減）と低迷するなど影響があった。

### (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、売上高 3,399 百万円（前年同期比 15.3% 増）、営業利益 302 百万円（同 49.2% 増）となった。半導体実装用テープは計画を大きく上回ったものの前上期比で減収となったが、光学フィルムが 2024 年 3 月期第 2 四半期において想定していなかった大型受注の獲得があり、全体で増収を確保した。地域別では国内が 1,959 百万円（同 14.8% 増）、中国（香港含む）以外のアジアが 1,266 百万円（同 21.0% 増）となっており、光学フィルムは特定ユーザー向けに伸びたと見られ、構成比が 2 割程度から 3 割程度に拡大した。利益面では損益分岐点を越えた光学フィルムの増収で利益率が大きく改善、利益は大幅増益となった。

### (3) 機能性シート事業

機能性シート事業は、売上高 5,272 百万円（前年同期比 0.7% 増）、営業利益 56 百万円（同 185 百万円改善し黒字転換）となった。売上面では既存事業が縮小するなかで、機能性不織布が中国経済の減速で受注が伸び悩んだものの、新規案件獲得や価格改定効果で増収を確保した。利益面では製紙事業の大型抄紙機設備停機や、原燃料高によるコスト上昇分の価格改定効果もあり、営業利益で黒字転換を果たした。

### (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 2,103 百万円（前年同期比 10.3% 増）、営業利益 261 百万円（同 89.4% 増）となった。売上面では通帳類等が増加、カード関連などが減少するも、宣伝印刷物の増加で収益拡大となった。

### (5) 新規開発事業

新規開発事業は、売上高 25 百万円（前年同期比 10.2% 減）、営業損失 263 百万円（同 27 百万円悪化）となった。なお同事業の売上は主に iCas 関連の試作・テスト販売を進め、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。

## 業績動向

## セグメント別業績

(単位：百万円)

|                    |      | 21/3 期 | 22/3 期 | 23/3 期 | 23/3 上期 | 23/3 下期 | 24/3 上期 |        |
|--------------------|------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
|                    |      | 実績     | 実績     | 実績     | 実績      | 実績      | 実績      | 前年同期比  |
| トナー事業              | 売上高  | 10,241 | 12,303 | 13,531 | 7,322   | 6,209   | 5,583   | -23.7% |
|                    | 営業利益 | -291   | 1,198  | 2,093  | 1,150   | 943     | 371     | -67.8% |
| 半導体・ディスプレイ<br>関連事業 | 売上高  | 5,621  | 6,121  | 5,634  | 2,948   | 2,686   | 3,399   | 15.3%  |
|                    | 営業利益 | 578    | 970    | 186    | 202     | -16     | 302     | 49.2%  |
| 機能性シート事業           | 売上高  | 10,202 | 10,195 | 10,769 | 5,234   | 5,535   | 5,272   | 0.7%   |
|                    | 営業利益 | -370   | -162   | -72    | -129    | 57      | 56      | -      |
| セキュリティ<br>メディア事業   | 売上高  | 4,475  | 3,928  | 3,985  | 1,907   | 2,078   | 2,103   | 10.3%  |
|                    | 営業利益 | 318    | 257    | 224    | 137     | 87      | 261     | 89.4%  |
| 新規開発事業             | 売上高  | 97     | 97     | 54     | 28      | 26      | 25      | -10.2% |
|                    | 営業利益 | -350   | -438   | -499   | -236    | -263    | -263    | -      |

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 A 種優先株全部償還で資本剰余金減少も 連結純資産比率 40% 超と財務基盤を維持

### 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ている。2024年3月期上期は A 種優先株式全額償還に伴う自己株取得による支出 1,135 百万円などがあり、純資産合計が前期末比 191 万円減少も、これは今後の優先配当等の支払い負担軽減及び財務体質の健全化を図るためのものと評価でき、純資産比率は 40% を超えており、財務基盤は安定している。

#### 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 | 24/3 期上期末 | 増減額   |
|--------|---------|---------|-----------|-------|
| 流動資産   | 21,394  | 21,537  | 22,378    | 841   |
| 固定資産   | 22,180  | 21,410  | 22,126    | 716   |
| 総資産    | 43,574  | 42,948  | 44,504    | 1,556 |
| 流動負債   | 14,843  | 16,078  | 18,056    | 1,978 |
| 固定負債   | 11,114  | 8,498   | 8,268     | -230  |
| 負債合計   | 25,957  | 24,577  | 26,324    | 1,747 |
| 純資産    | 17,616  | 18,370  | 18,179    | -191  |
| (安全性)  |         |         |           |       |
| 流動比率   | 144.1%  | 134.0%  | 123.9%    |       |
| 自己資本比率 | 30.9%   | 32.7%   | 30.6%     |       |

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

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 | 24/3 期上期 |
|----------------|--------|--------|----------|
| 現金及び現金同等物期末首残高 | 3,988  | 4,737  | 4,282    |
| 営業キャッシュ・フロー    | 3,364  | 1,010  | 1,966    |
| 投資キャッシュ・フロー    | -217   | -54    | -569     |
| 財務キャッシュ・フロー    | -2,651 | -1,566 | -758     |
| 現金及び現金同等物期末残高  | 4,737  | 4,282  | 5,142    |
| フリーキャッシュ・フロー   | 3,147  | 956    | 1,397    |
| 有利子負債          | 11,908 | 12,061 | 13,013   |
| ネット有利子負債       | 7,083  | 7,708  | 7,797    |
| 設備投資           | 1,135  | 1,223  | 562      |
| 減価償却費          | 1,717  | 1,619  | 789      |
| 研究開発費          | 1,498  | 1,794  | 659      |

出所：決算短信、有価証券報告書、四半期報告書よりフィスコ作成

## ■ 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

#### 1. 2024年3月期の連結業績予想

2024年3月期上期収益の状況を踏まえ、会社側では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58.7%減）予想の変更は行わなかった。

この結果、上期が売上高減額、利益増額で着地したため、下期の業績予想については、売上高19,503百万円（期初計画比1,003百万円増額、前年同期比17.2%増）、営業利益705百万円（同195百万円減額、同16.8%減）、経常利益504百万円（同396百万円減額、同36.2%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益169百万円（同231百万円減額、同13.8%減）予想となる。

#### 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%   | -58.7% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 2. 2024年3月期セグメント別売上計画

同社は2024年3月期のセグメント別売上高計画を開示（営業利益については非開示）しており、4セグメントともに増収を見込んでいる。また、セグメントごとにサブセグメントの売上についても開示している。

### (1) トナー事業

トナー事業は全体では売上高14,100百万円（前期比4.2%増）を計画しているが、2024年3月期上期で収益が大幅に落ち込み、上期での通期予想に対する売上高進捗率は39.6%に過ぎない。

現状、中国経済の不透明感が依然として解消しておらず、世界的にも電子媒体でのファイリング拡大などの進展からプリントニーズが減退している。足元で在庫調整が進みつつあり、販売のボトムは確認できたと見られるが、緩やかな回復となる模様で、カラートナーの構成比が高まるなかで高単価品の拡大で補うものの、今期予想売上の達成はかなりハードルが高いと見られる。利益面でも減収効果が影響、価格競争も依然として継続している模様で、円安効果はあるものの2023年3月比較では大幅減収が避けられないと見られる。

### (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全体で6,000百万円（前期比6.5%増）を計画している。内訳は主力の半導体実装用テープが半導体生産の低迷で3,400百万円（同200百万円減）予想となっている一方で、半導体製造装置関連部品が1,000百万円予想と新製品立ち上げによる伸びを見込む。光学フィルムは1,600百万円を見込む。

現状、上期については光学フィルムが計画していない受注の獲得があり、前上期比倍近い売上となったもよう、通期に対する売上高進捗率は56.7%となっている。通期については、主力の半導体実装用テープの需要は底堅いと見られるが、期待していた半導体関連部品の新製品については半導体製造装置（エッチング装置）の受注急減により、新技術を生かした静電チャックの新製品投入が期ずれする見通しにあり、レガシー半導体製造向けに回復していた従来品の静電チャックも伸びが減退しているもよう。また上期に想定外の受注獲得となった光学フィルムは下期受注の不確実性があり、全体では上期比下期減収が想定される。このため通期としては多少の売上増額に留まると見られる。ただし利益面では光学フィルムの増収から前期比で利益は大きく改善が見込まれる。

### (3) 機能性シート事業

機能性シート事業は全体で11,700百万円（前期比8.6%増）を計画している。内訳は機能性不織布が2,800百万円と増収の中心で、製紙は2,400百万円と集約化進展で減収が続く見通し。

現状、上期で売上高5,272百万円は進捗率45.1%となっており、機能性不織布が中国の経済減速で伸び悩んでいる分が影響していると思われる。紙加工、ガムテープは対象市場の需要減により漸減傾向の様子。下期は価格改定効果もプラスし、通期では計画並みを確保するのは可能と見られる。

今後の見通し

#### (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4,200百万円(前期比5.4%増)を見込む。上期での進捗率は50.1%であり、計画通りの売上が見込まれる。

全体を通じ、最大部門のトナー事業の収益進捗率が低く、しかも下期についても在庫調整が進む見通しながら、急回復とはならない見通しで、半導体・ディスプレイ関連事業の多少の売上の上振れがあっても、全体での売上高達成はかなり厳しいと見られる。一方、利益面では上期に計画比上振れしており、下期に多少研究開発費などでコスト増要因はあるものの、トナー事業の底入れ、為替の円安継続などから、会社計画の利益達成は十分可能と見られる。

#### 製品別売上情報

(単位：百万円)

|                | 21/3期  | 22/3期  | 23/3期  | 24/3期(予) | 伸び率  |
|----------------|--------|--------|--------|----------|------|
| トナー事業          | 10,241 | 12,303 | 13,531 | 14,100   | 4.2% |
| 半導体・ディスプレイ関連事業 | 5,621  | 6,121  | 5,634  | 6,000    | 6.5% |
| 機能性シート事業       | 10,202 | 10,195 | 10,769 | 11,700   | 8.6% |
| セキュリティメディア事業   | 4,475  | 3,928  | 3,985  | 4,200    | 5.4% |
| 新規開発事業         | 97     | 97     | 54     | -        | -    |
| その他            | 131    | 69     | 126    | -        | -    |
| 売上合計           | 30,768 | 32,785 | 34,170 | 36,000   | 5.4% |

出所：決算短信よりフィスコ作成

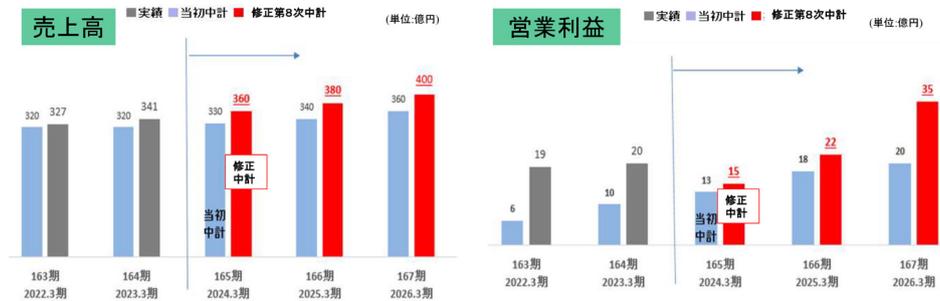
## ■ 中長期の成長戦略

### 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、改めて中計の見直しを行った。また同社は1955年、「誠実」「社会貢献」「開拓者精神」を創業精神として掲げ企業運営を行ってきたが、昨今の経営環境の変化を踏まえ、創業精神はバリュー（価値観）を表すものとして維持しつつ、ミッション（存在意義）を「感動こそが、持続可能な価値と考える。これまでも、これからも新製品・新技術開発に挑戦し、人や社会に新しい喜びを提案しつづける」、ビジョン（ありたい姿）を「グローバル視点の提案型ソリューションパートナーへ。前例にとらわれず、組織の壁を超え、チームと個の力を掛け合わせ、新たな感動を創造する。」として経営理念を再定義した。そして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400億円、営業利益35億円を定量目標として掲げた。

## 中長期の成長戦略

## 中期経営計画の定量目標修正内容



出所：中期経営計画説明資料より掲載

同社は「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、2023年3月期には製紙事業の連結売上高に占める割合が7.9%以下まで減少した。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39.6%、営業利益に占める割合は103.8%と100%を超え（新規開発事業及びその他の営業損益分を除くと86.1%）、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新製品開発を推進し事業ポートフォリオの転換が進みつつある。このようななかで2023年10月2日に東京証券取引所における所属業種が、従来の「紙・パルプ」から「化学」に変更となった。2024年に創業110周年を迎えるに当たって同社の実態を示し、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を実施する。

## トナー、セキュリティメディア、機能性シートの各事業を緩やかに成長させ、半導体・ディスプレイ関連事業で大きな成長を目指す

### (1) セグメント別売上

セグメント別売上高計画では、トナー、セキュリティメディア、機能性シートの各事業を緩やかに成長させ半導体・ディスプレイ関連事業で大きな成長を目指すこととした。具体的には、2023年3月期に対し2026年3月期にはトナーが11.1%、機能性シートが10.0%の拡大、セキュリティメディアが5.0%の拡大に対し、半導体・ディスプレイ関連を50.0%増、2026年3月期には87億円を目指す。

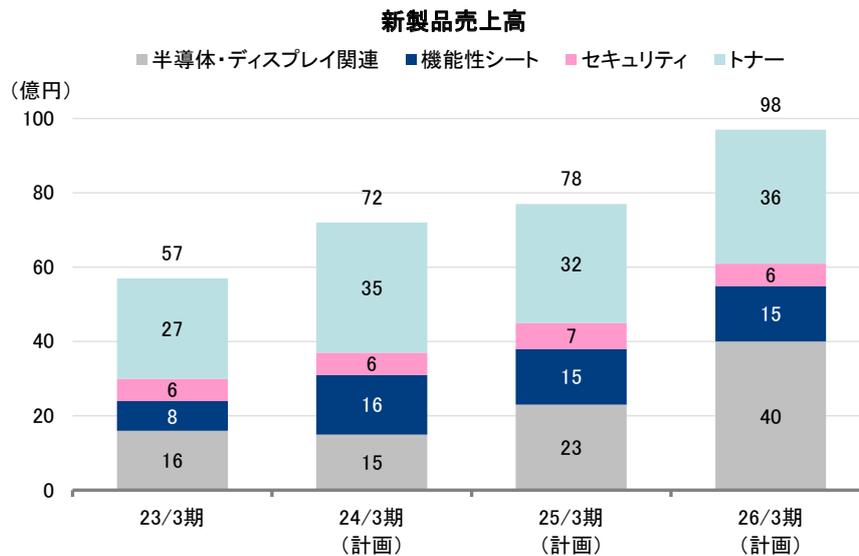
### (2) 事業ポートフォリオ別の売上計画

同社は今回、事業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、そのうえで特に新規成長事業（半導体関連部品、機能性不織布）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）での成長を目指す。とりわけ新規成長分野については売上高を2023年3月期の27億円から2026年3月期には68億円まで拡大させ、成熟事業・低成長低収益事業に肉薄させる計画にある。

## 中長期の成長戦略

**(3) 新製品売上高**

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、「新製品売上高（新製品の上市した月以降48ヶ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57億円を2026年3月期には98億円まで拡大する計画。具体的な製品別では半導体・ディスプレイ関連を16億円から40億円、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。また代表的な新製品の開発状況も示している。



出所：会社リリースよりフィスコ作成

**事業セグメント別中計の売上見通し**
**(4) 成長を支える半導体・ディスプレイ関連事業**

同事業は中計において最も成長が期待されている事業で、中計で2026年3月期に87億円を目指すとしているが、サブセグメント別では半導体関連部品が2023年3月期の7億円に対し33億円と、4.7倍規模を見込む。現在主力の半導体実装用テープについては2024年3月期に半導体の不振で減収を見込むも、その後は緩やかな拡大を見込む。一方、光学フィルムについては大型FPD市場が成熟、従来のような大面積を必要とする新規アイテムが出現する可能性が低いとして横ばいを見込んでいる。以下、各製品別の動向を見ていくが、全体として同社が7月に事業環境として示した世界半導体市場統計(WSTS)や(一社)日本半導体製造装置協会(SEAJ)の予測が大きく下方修正されており、半導体生産は2024年も回復が遅れる予想となっている。ただし、2025年には過去最高の生産額が見込まれ、これに合わせて同社製品群が売上拡大すると見られ、また光学フィルムも緩やかな拡大が期待され、全体として2026年3月期の売上高達成は十分可能と見られる。

## 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

具体的に半導体関連部材では、静電チャック、高性能ヒートシンク、フレキシブルヒーターの3製品の拡大が見込まれている。新製品の中でも最も期待が大きいのが新型「静電チャック」で、同社は大幅に性能向上した新型静電チャック（ドライエッチング装置向けに注力）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の採用を見込んでいる。

### 1) 「新型静電チャック」

当初は2023年3月期に実証納入、その後、本格量産の見通しであったが、昨今のメモリ需要の急下降から投入がずれている。中計見直し発表時と比較し、現在は特にフラッシュメモリが不振で、在庫調整が完了し需要が回復する見通しが2024年後半にずれ込む見通しにある。現在メモリにおいてはサーバー用HBM（広帯域メモリ）に対する前工程のボンディング装置、中国でのレガシー半導体向け成膜装置などが拡大しているなかで、次世代フラッシュメモリに多用される新型エッチング装置の生産が先送りされている状況で、本格量産が2025年3月期以降にずれ込む見通しとなっている。積層数が200層を超える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バ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ため2026年3月期には大きな伸びが見込まれる。なお多層化に伴い、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る。現在、静電チャック市場は全体として500億円弱の市場となっているが、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) 「高性能ヒートシンク」と「フレキシブルヒーター」

金属繊維シートを利用した「高性能ヒートシンク」「フレキシブルヒーター」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相互に融着しており繊維剥離が少なく、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ものと見られる。特に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。独自の微細金属材料を流路内に設置することで、従来のヒートシンクやウォータージャケット（水冷）と比較して放熱効率が従来品の2～3倍も優れた熱交換率・軽量化が可能で、半導体製造装置のコンパクト化に役立つだけでなく、装置の流路設計の自由度が上がり、省エネ効果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模様。「フレキシブルヒーター」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。金属繊維シートは熱を通すと瞬時に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、省エネ効果も高い。また均質な面内発熱が可能なの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模様。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。なお、同社は東京エレクトロン<8035>が2023年12月12日に開催した「TELパートナーズデイ」において「環境パートナー賞」を受賞した。東京エレクトロンのグループ会社である東京エレクトロンテクノロジーソリューションズ向けに省エネ性能の高い「配管用ステンレスパーヒーター」を開発したことが、東京エレクトロンの環境活動・E-COMPASSに大きく貢献すると評価された。

中長期の成長戦略

新製品開発状況

| ターゲット領域        | 製品                                       | 用途                               | 特徴  | 生産            |
|----------------|--|----------------------------------|---|---------------|
| 半導体            | 新型静電チップ                                  | ・半導体製造装置シリコンウエハーの真空固定            | 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                     | 独自の金属繊維流通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<br>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 <sup>®</sup> CMF <sup>®</sup> | ・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（除塵・ガス吸着）             | 機能性粉体を紙の中に大量に充填。粉体の持つ除塵・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<br>・建材用自地材<br>・電池用短絡防止材 | 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層間接着剤           | 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           |

半導体製造装置向け3品種

出所：中期経営計画説明資料より掲載

現状、金属繊維シートは半導体市況の悪化によりリリースが遅れたことによって2024年3月期上期は会社計画に対し伸び悩んでいる。ただし半導体の高集積化・高速演算により発熱問題は大きな課題であり、熱対策が大きな問題となっているサーバー市場は市場が2023年の93億ドルに対し2025年には200億ドル、特にAIサーバーは24億ドルから80億ドルに成長する見方があり、「高性能ヒートシンク材」は2025年には大きな伸びが見込まれる。「フレキシブルヒーター」については紙形状の特長を持ち、急速で均一な過熱が可能のため、シリコン（Si）の結晶性を高める「アニール工程」などで利用拡大が見込まれる。

3) 半導体実装用テープ

半導体実装用テープについては、先端半導体でBGA（ボールグリッドアレイ）を利用したFC-BGA（フリップチップBGA）基板が多用されるが、それ以外では依然としてリードフレームを使ったパッケージ基板が多く、QFP（Quad Flat Package）、QFN（Quad Flat Non-leaded Package）など、パッケージ基板の2/3はリードフレームを用いている。特にQFNがその半分を占めており、小型・軽量のパッケージで価格も安価であるため携帯やスマートウォッチなどで多用されている。製造には樹脂漏れ防止用接着テープが必要で、耐熱性フィルムと接着剤を組み合わせた「QFN用接着テープ」が使われる。このように半導体実装用テープは半導体の生産拡大に合わせ需要が伸びると見られる。またBGAに対しリードフレームは耐熱性、高電圧、耐振動などで優位性があり、EVの普及などで車載向け半導体パッケージでは主流となると見られ、会社側では半導体生産推移よりも低い伸びを見ており、会社予想を上回る伸びが期待される。

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2023 年 12 月 27 日 (水)

<https://www.tomoe-gawa.co.jp/ir/>

中長期の成長戦略

#### 4) 光学フィルム

光学フィルムについては主に LCD で光の透過性や反射性、色補正など機能を付与する粘着フィルム、輝度向上に威力を発揮するライトコントロールフィルム等がある。会社側では LCD 需要の低迷、大画面 TV など大面積のフィルム需要が増えない等で低成長を見込んでいる。ただし、2024 年 3 月期上期においては想定していなかった受注（アイテムについては非開示）を獲得したことで、半導体・ディスプレイ関連事業の収益を押し上げる形となった。継続性については不透明であるものの、FPD の大画面化は継続する見通しで、今後、マイクロ LED など有機 EL に代わるパネル需要の拡大の動きもある。また折りたたみ式スマートフォンの登場によりスマートフォンの大画面化の動きもある。その他、AR・VR など新たなデバイスの登場も考えられるため、光学フィルムについては 2024 年 3 月期をボトムに緩やかな拡大が見込まれる。

#### (5) 機能性シート事業は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等で緩やかな成長

同事業は製紙・塗工紙が引続き減少、紙加工、ガムテープは中長期的に漸減傾向の推移、機能性不織布が全体を牽引する模様。

##### 1) 機能性不織布分野を量産展開

抄紙技術の展開として、有機・無機等の様々な素材を生かした機能性シートを製品化し、銅繊維シートやステンレスの「金属繊維シート」などは、半導体産業向けに「高性能ヒートシンク」や「フレキシブルヒーター」など、さらに付加価値を付けた製品として事業展開している。銅繊維、ステンレス繊維以外にも「フッ素繊維シート」や「セラミック繊維シート」「機能性粉体担持シート」などが製品化されている。特に「セラミック繊維シート」は 1,500°C 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「機能性粉体担持シート」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 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、用途の広がり次第に売上拡大が見込まれる。全体として牽引役は機能性不織布となるが、大手クライアントが採用となれば大きく変化する分野と見られ、会社計画は十分達成が期待される。

##### 2) 環境配慮型製品としてセルロース繊維配合樹脂が分析測定器に採用決まる

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®」の量産化も進めている。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のに対し、同社はセルロースナノファイバーが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と樹脂を混合した製品の販売拡大を目指してきた。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、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であること、成型時の樹脂流動性や強度のコントロールが可能であること等の利点がある。従来は展示会場でコップなどの成形品や折り鶴などの紙工芸品的な展示品に留まっていたが、2023 年 11 月 21 日には同社とエフピー化成工業（株）が共同開発したセルロース繊維配合樹脂「グリーンチップ®CMF®」の難燃性を付与した製品が島津製作所<7701>の分析計測機器に採用されることとなった。分析装置では安全性の観点で難燃性が求められ、3 年をかけて一定強度を保ちつつ難燃性を持つ製品を実現した。金額的には小さいものの、具体的には島津製作所が 11 月下旬から出荷する液体クロマトグラフの構成ユニット 15 種類に採用される。なお今回はポリプロピレン樹脂に配合した製品となったが、今後はポリエチレンや ABS 樹脂、ポリカーボネート、ゴム系樹脂、さらにはポリ乳酸などと配合し、機能向上や用途拡大が期待されるなど、潜在的な成長の種として期待が持てよう。

巴川製紙所

3878 東証スタンダード市場

2023 年 12 月 27 日 (水)

<https://www.tomoe-gawa.co.jp/ir/>

## 中長期の成長戦略

**(6) トナー事業は独立系トナーメーカー No.1 のスケールメリットを生かしシェア拡大を目指す**

同社最大事業のトナー事業については、2023 年 3 月期の売上高 135 億円をベースに 2026 年 3 月期に 150 億円を目指すこととしている。同事業は専門メーカーとして売上高で最大手のポジションを確立、スケールメリットと開発力、日中 3 工場の立地とグローバルな直販体制でシェア拡大を図るとしている。また注力製品として利益率の高いカラートナーに注力する方針。実際、2023 年 3 月期はトナー事業の生産トン数がモノクロトナーで減少、カラーは増産し数量増となっており、数量で見た市場シェアは 2022 年 3 月期の 6.1% から 4.9% に低下している。しかし高単価のカラートナーの構成比が上がったことで売上高は拡大している。

同社はこの動きを継続させ、全世界ベースでのトナー市場がほぼ横ばいで推移する（2022 年 6 月時予想を 2023 年 7 月中計資料で開示）として 2026 年 3 月期の売上高 150 億円を計画したと見られる。

ただし 2024 年 3 月期上期において前年同期比大幅減となり、下期改善方向を期待するも、計画未達成の可能性が濃厚である。この背景には中国経済の低迷なども影響しているが、世界的なペーパーレスの動き、またサステナブル経済の推進のなかでペーパーレス化に拍車がかかる可能性がある。このため、全世界ベースでのトナー生産量がさらに減少する懸念があり、同部門については 2026 年 3 月期の目標達成はかなりハードルが高くなると見られる。

**(7) 中計全体として売上達成はハードルがあるも、利益は高付加価値製品群の拡大、構造改革推進で達成期待**

同社の中計計画の見直し発表を行った 2023 年 7 月時点と比較し、短期間ながら事業環境が大きく変化、前提条件が大きく変化している。具体的に半導体生産がメモリ中心に大きく減退、半導体生産の回復が 2024 年後半になる予想となっている。またトナー事業については世界的なペーパーレス化、また在宅勤務の増加などで大きく変革の時期を迎え、改めて見直しも必要と見られる。ただし、半導体事業では新たに生成 AI などの出現により 2025 年は大きな需要拡大が見込まれる。日本においても熊本を中心に巨大半導体設備投資の実行が見込まれ、半導体製造装置の需要も過去最高額を超える動きがある。このため、同社の 2025 年 3 月期については半導体産業の緩やかな回復、トナー事業の回復の遅れ等で収益の足踏みが懸念されるが、2026 年 3 月期については半導体産業の大幅拡大が寄与し、売上はトナー事業の回復の遅れで未達懸念も、利益面では MIX 良化、製紙業などの構造改革による生産性向上の継続により会社中計の利益達成は十分可能と見られる。

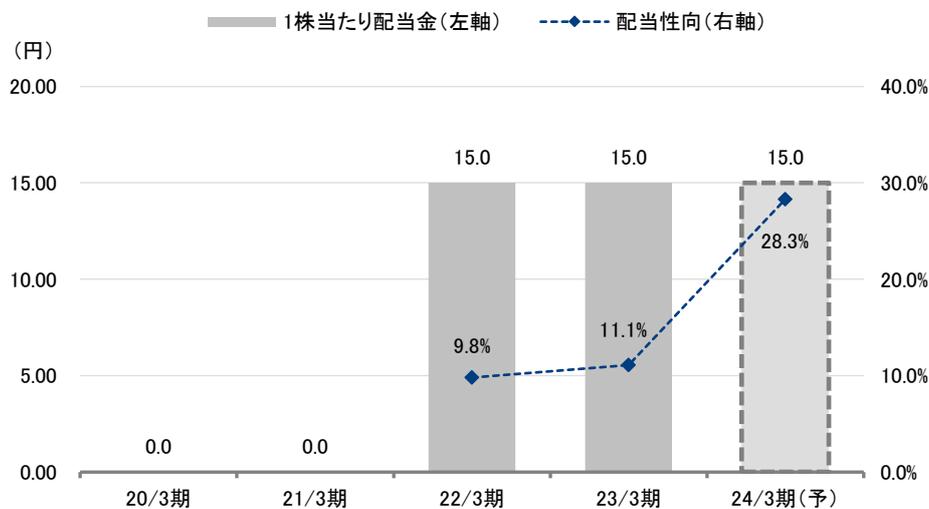
## 株主還元策

### 2024年3月期は減益予想も15円配当を継続予定、優先株は全部償還

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ている。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、機動的に決定する方針だ。

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となるも年間15.00円配当、A種優先株式株主へも50.00円配当の継続を実施した。さらに2024年3月期は減益予想ながら15.00円配当の継続を予定している。なお2023年9月11日に優先配当等の支払い負担を軽減し財務体質を健全化する目的で、A種優先株式を全額取得し消却を決議、9月29日に効力発生した。

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