

|| 企業調査レポート ||

## 巴川コーポレーション

3878 東証スタンダード市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2025年9月17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. 2025年3月期の連結業績は前期比2.2%増収、3.7%営業減益とハイテク関連の伸び悩みや貸倒引当で収益伸び悩む	01
3. 2026年3月期は前期比4.6%増収、9.2%営業増益予想。トナー事業収益正常化と機能性シート、半導体事業の利益改善見込む	01
■ 会社概要	03
1. 会社沿革並びに事業概要	03
2. 事業内容	04
■ 業績動向	06
1. 2025年3月期の連結業績概要	06
2. セグメント別業績	07
3. 財務状況	09
■ 今後の見通し	10
1. 修正第8次中期経営計画の概要と2026年3月期の連結業績予想	10
2. セグメント別予想	12
3. 営業利益の増減要因	14
■ 第9次中期経営計画に向けて	15
■ 株主還元策	16

## ■ 要約

### 「製紙会社」から「提案型ソリューションパートナー」へ 事業ポートフォリオを転換し、新たな成長を目指す

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

巴川コーポレーション<3878>は、1914年に「電気絶縁紙」と「電気通信用紙（さん孔紙）」の国産化という時代の要請に応えるべく創業し、1917年に「株式会社巴川製紙所」を設立した。その後「電気物性評価技術」と「抄紙、塗工、粘・接着、粉体」の生産技術を組み合わせ、事業を多角化し、「製紙会社」から「高機能性材料メーカー」への事業転換を推進してきた。2024年に創業110周年を迎え、同年1月より社名を「株式会社巴川コーポレーション」に変更、東京証券取引所の所属業種も「パルプ・紙」から「化学」に変更された。今後は、DX、AI、EVなどの普及による時代の変化に対し、強みとする電気物性評価技術に加え、熱と電磁波の評価技術に磨きをかけ、「熱・電気・電磁波」をコントロールする製品群「iCas（アイキャス）」を拡充する。また「GREEN CHIP（グリーンチップ）」ブランドとして自然環境への配慮と空間環境の最適化に貢献する製品群を立ち上げている。高機能性「材料」に止まらず、モジュール化、部品化、装置化まで手掛ける「提案型ソリューションパートナー」を標榜している。

#### 2. 2025年3月期の連結業績は前期比2.2%増収、3.7%営業減益とハイテク関連の伸び悩みや貸倒引当で収益伸び悩む

2025年3月期の連結業績は売上高34,432百万円（前期比2.2%増）、営業利益1,282百万円（同3.7%減）、経常利益1,566百万円（同4.7%減）、親会社株主に帰属する当期純利益749百万円（同26.2%増）となった。売上面ではトナー事業は円安もあり増収、半導体・ディスプレイ関連事業も光学フィルムが拡大、機能性シート事業は塗工紙などが好調で増収を確保した。一方、セキュリティメディア事業は前期の特需案件が一巡し減収となった。利益面では原材料価格上昇、人件費増などの影響があったが、価格転嫁でカバー、さらに円安効果などで営業利益増を確保した。ただしトナー事業で海外顧客に対し貸倒引当を行ったことで、最終的には営業減益にとどまった。

#### 3. 2026年3月期は前期比4.6%増収、9.2%営業増益予想。トナー事業収益正常化と機能性シート、半導体事業の利益改善見込む

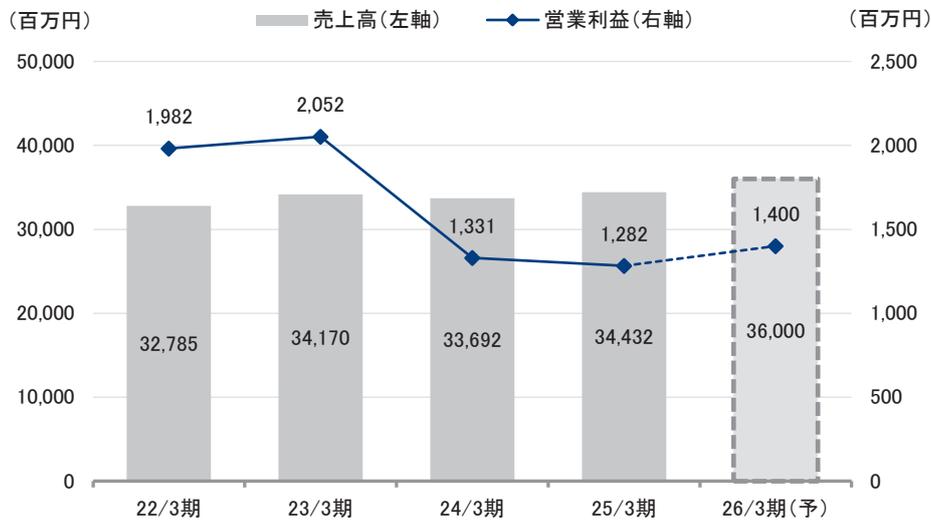
2026年3月期の連結業績は売上高36,000百万円（前期比4.6%増）、営業利益1,400百万円（同9.2%増）、経常利益1,550百万円（同1.1%減）、親会社株主に帰属する当期純利益750百万円（同0.1%増）を見込んでいる。セグメント別売上ではトナー事業の収益改善、機能性シート事業の収益改善、半導体・ディスプレイ関連事業でのMIX良化などで増収、利益回復を見込む。

要約

Key Points

- 2025年3月期連結業績は前期比2.2%増収、3.7%営業減益とハイテク関連伸び悩みや貸倒引当で収益伸び悩み
- 2026年3月期連結業績は前期比4.6%増収、9.2%営業増益予想。トナー事業正常化とハイテク関連拡大で増益確保
- 第9次中期経営計画では「高機能性材料メーカー」にとどまらず「提案型ソリューションパートナー」を目指す

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

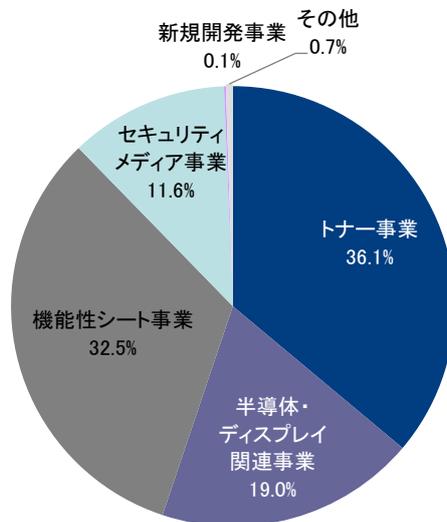
### 事業ポートフォリオ転換し新たな成長目指す

#### 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、国産化に初めて成功し、1914 年 6 月に巴川製紙所を創業したことに始まる。電気絶縁紙、電気通信用紙の研究、開発を行い 1917 年に会社設立、1955 年には創業精神の「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。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した。巴川の名称は継承しつつ、事業ポートフォリオの転換を推進する意思を込めて、既存の事業領域を規定する「製紙」を含めないものにした。

同社は、将来ビジョンと事業展開をわかりやすく伝えるために、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 2025 年 3 月期の売上高構成比はトナー事業 36.1%、半導体・ディスプレイ関連事業 19.0%、機能性シート事業 32.5%、セキュリティメディア事業 11.6%、新規開発事業 0.1%、その他の事業 0.7% となっている。一方、新製品の開発と試作試験段階の製品販売のみであるため 820 百万円の営業損失となっている新規開発事業を除いた営業利益の構成比は、トナー事業 40.4%、半導体ディスプレイ関連事業 38.2%、セキュリティメディア事業 14.9%、機能性シート事業 2.8% と、トナー事業と半導体・ディスプレイ関連事業で全体の 8 割弱となっている。なお新規開発事業は利益の獲得を意図していない。

事業別売上構成比(2025年3月期)



出所：2025 年 3 月期決算・修正第 8 次中期経営計画進捗報告会資料（以降、決算説明会資料）よりフィスコ作成

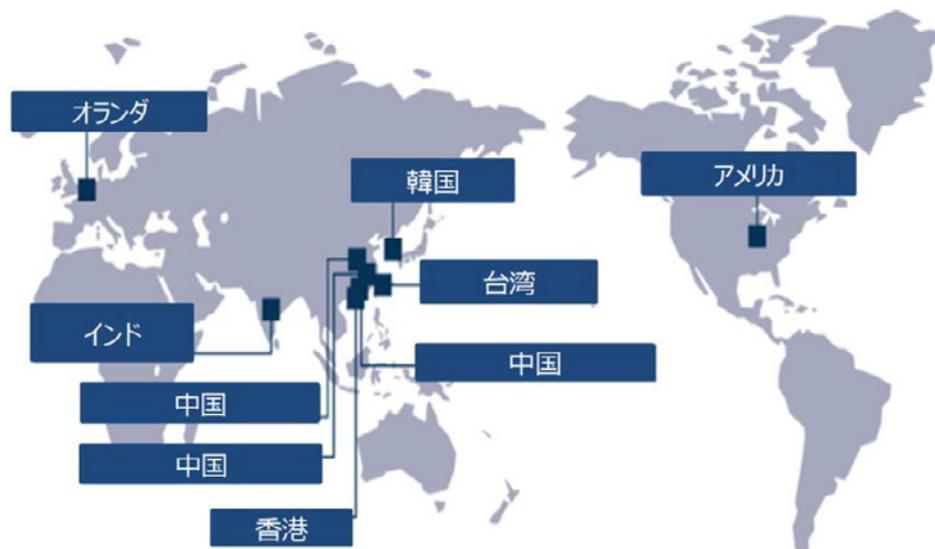
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

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

## 会社概要

同社グループとして1,312名(2025年3月期末)の従業員を有する。トナー事業が433名と全体の33.0%を占め、半導体・ディスプレイ関連事業が229名、機能性シート事業が345名、セキュリティメディア事業が122名、新規開発事業が59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が、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TOPPAN・TOMOEGAWA オプティカルフィルム(株)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。そのほか主な子会社としては、生分解性接着剤の調合・製品製造を行う(株)NichiRica、紙袋やフレコン等の製造・販売を行う三和紙工(株)等がある。

## 国内・海外拠点一覧



出所：決算説明会資料より掲載

## 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

### 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

各セグメントの主要製品

<p><b>トナー事業</b></p> <p>トナー専業メーカーとしては世界有数の生産量 トナー（モノクロ、カラー）</p> 	<p><b>機能性シート事業</b></p> <p><b>製紙</b> 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</p> <p><b>機能性不織布</b> 抄紙技術により、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</p> <p><b>塗工紙</b> 磁気乗車券、磁気カード、記録紙 等</p> 	<p><b>ガムテープ</b></p> <p>自然由来のでんぷんやセル ロースを原料としたガムテープ</p> <p><b>紙加工</b></p> <p>米麦・セメント・埴用クラフト重袋</p> 
<p><b>半導体・ディスプレイ関連事業</b></p> <p><b>半導体実装用テープ</b></p> <p>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%</p>  <p><b>半導体関連部品</b></p> <p>静電チャックは20年以上に 渡るOEM供給実績、 世界でトップレベルのシェア</p>  <p><b>光学フィルム</b></p> <p>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</p> 	<p><b>セキュリティメディア事業</b></p> <p>有価証券、クレジットカード、 通帳、磁気記録製品等</p> 	

出所：決算説明会資料より掲載

(1) トナー事業

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

同事業の歴史は古く、1958年4月に同社と日本電信電話公社電機通信研究所、岩崎通信機<6704>の3社による協同研究に始まり、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、その後1970年に湿式トナー生産を開始し売上を拡大させた。現在、複写機・プリンター用トナーの専業メーカーとして売上高ベースで世界大手の地位を確立、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なかで同社は4.2%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・複合機などの成熟化で事業が伸び悩んでいる。このため同社は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、日本と中国の3工場からタイムリーに製品を提供する体制を整えた。これにより成熟市場におけるNo.1メーカーとしてシェアアップを目指している。なお2025年3月期における色別の売上高構成比はモノクロが44%、カラー53%、その他4%となっている。

(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、半導体実装用テープ、半導体関連部品、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、半導体関連部品はICメーカーやリードフレームメーカー、光学フィルムはFPDフィルムメーカーなどへ販売している。同事業の中心は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、同事業の売上の56%を占める。開発中だった「新型静電チャック」は開発方針見直しとなり、金属繊維不織布シートを組み込んだ製造装置用部材が成長の柱となろう。FPD向け光学フィルムは、コストの重荷を背負う時期が続いたが、現在は損益分岐点を下げ、収益率は高くないが利益は確保できている。ただし受注変動から収益が安定しない事業となっている。半導体・ディスプレイ関連事業における売上構成比32%となっている。

## 会社概要

**(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 2,600 百万円（構成比 23%）、磁気乗車券などを含む塗工紙 1,580 百万円（同 14%）、機能性不織布 1,930 百万円（同 17%）、ガムテープ 2,310 百万円（同 21%）、紙加工 2,770 百万円（同 25%）で構成されている。同事業は継続的な製紙事業の縮小により損失が続いていたが、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。このような努力もあり、ようやく 2025 年 3 月期に黒字転換を果たした。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方針にある。

**(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、有価証券印刷や IC カード、ポイントカード、プリペイドカードなどの製造、加工及び情報処理関連を展開している。2020 年 3 月に昌栄印刷を連結子会社化し、2021 年 3 月期より新セグメントとなった。

**(5) 新規開発事業**

新規開発事業は、主に iCas 関連製品及び GREEN CHIP 関連製品の開発と販売を行っており、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

### 2025 年 3 月期の連結業績は前期比 2.2% 増収、3.7% 営業減益

#### 1. 2025 年 3 月期の連結業績概要

2025 年 3 月期の連結業績は売上高 34,432 百万円（期初予想比 568 百万円未達、前期比 2.2% 増、以下同順）、営業利益 1,282 百万円（918 百万円未達、3.7% 減）、経常利益 1,566 百万円（634 百万円未達、4.7% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 749 百万円（251 百万円未達、26.2% 増）となった。売上面ではトナー事業は円安もあり増収、半導体・ディスプレイ関連事業も半導体実装用テープが拡大、機能性シート事業は塗工紙などが好調で増収を確保した。一方、セキュリティメディア事業は前期の特需案件が一巡し減収となった。

## 業績動向

## 2025年3月期の業績概要

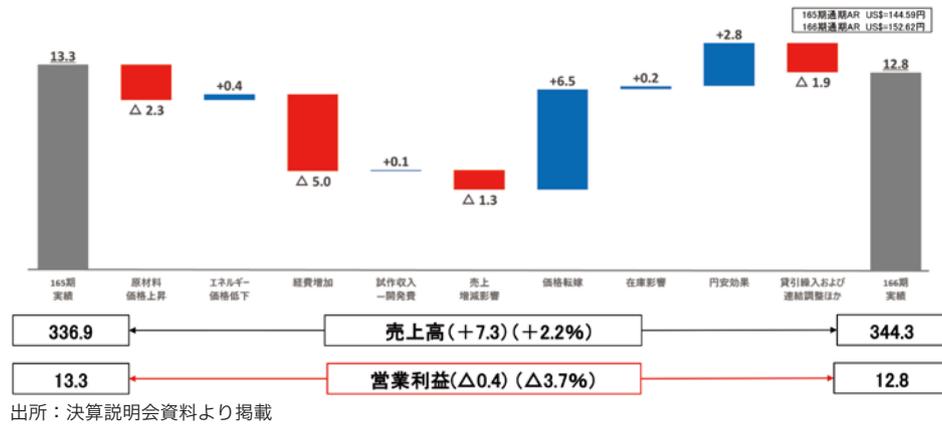
(単位：百万円)

	23/3期		24/3期		25/3期			前期比
	実績	売上比	実績	売上比	期初予想	実績	売上比	
売上高	34,170	100.0%	33,692	100.0%	35,000	34,432	100.0%	2.2%
営業利益	2,052	6.0%	1,331	4.0%	2,200	1,282	3.7%	-3.7%
経常利益	2,151	6.3%	1,643	4.9%	2,200	1,566	4.5%	-4.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,451	4.2%	594	1.8%	1,000	749	2.2%	26.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

利益面では原材料価格上昇 230 百万円、人件費・修繕費など経費増 500 百万円、売上減少 130 百万円などの減益要因があったが、価格転嫁 650 百万円、円安効果 280 百万円などで増益を確保した。ただしトナー事業で海外顧客に対し貸倒引当 170 百万円、連結調整ほかで 20 百万円を計上し、最終的には 48 百万円の営業減益となった。なお営業外で持分法による投資利益や補助金収入の拡大から、経常利益は同 76 百万円の減少となった。

## 2025年3月期営業利益の増減要因



## 2. セグメント別業績

セグメント別の業績は以下のとおりである。

## (1) トナー事業

トナー事業は、売上高 12,415 百万円（期初予想比 545 百万円未達、前期比 5.9% 増、以下同順）、営業利益 849 百万円（971 百万円未達、4.1% 増）となった。売上面では円安による海外関連売上高のかさ上げが寄与したと見られ、実質は同 4% 弱の伸びだったと推定される。地域別では国内が 1,728 百万円（前期比 14.3% 減）と 2 ケタ減となり 2,000 百万円割れとなった。一方で海外向けは、中国が 4,123 百万円（同 10.1% 増）、その他のアジア 1,536 百万円（同 14.9% 増）、北米 828 百万円（同 25.6% 増）など 2 ケタ増収となった。また欧州も 3,851 百万円（同 4.2% 増）と円安効果もあり全地域が増収を確保した。

## 業績動向

また色別売上ではモノクロが5,430百万円(前期比2.7%増)、カラー6,510百万円(同8.6%増)、その他460百万円(同0.0%増)カラー比率が前期比1,2ポイント低下し52.5%となった。利益面ではトナー生産量が拡大、生産高も9,654百万円(同14.5%増)となったこと、加えて円安が増益に寄与した。しかし原材料価格の上昇、モノクロを中心に価格競争が激化し、売上高対生産額(製造原価)比率が5.8ポイント上昇し77.8%となり増益率が伸び悩んだ。年度末にかけて市況が低迷し、受注減に伴う生産調整が影響した。また第4四半期が売上高2,942百万円(前年同期比5.2%減、前四半期比7.2%減)と低迷、海外顧客に対する貸倒引当金の計上170百万円もあり営業損失が124百万円(貸倒を除くと営業利益は46百万円)となり、期初予想に対し大幅未達となった。

**(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6,530百万円(期初予想比70百万円未達、前期比0.2%増、以下同順)、営業利益804百万円(146百万円未達、32.3%増)となった。事業別では光学フィルムが売上高2,090百万円(190百万円上振れ、1.3%減)と想定していなかったディスプレイ向けフィルム加工への注文があり期初計画より上振れた。一方、半導体実装用テープは3,630百万円(160百万円未達、1.2%増)と車載向けなどが伸び悩んだ。半導体関連部品も見込んでいた新型静電チャックの採用見送りの影響などもあり800百万円(150百万円未達、前期比0.4%減)と伸び悩んだ。なお新製品売上(上市後4年以内)は1,200百万円(200百万円未達、900百万円減)となっている。利益面では塗工機の稼働率アップがあったものの、MIX悪化もあり営業利益は期初計画比未達にとどまった。

**(3) 機能性シート事業**

機能性シート事業は、売上高11,209百万円(期初予想比279百万円上振れ、前期比4.1%増、以下同順)、営業利益58百万円(98百万円上振れ、98百万円改善し黒字転換)となった。売上面では機能性不織布が売上高1,930百万円(350百万円未達、4.9%増)と、成長事業として期待していた半導体関連向けが低調で売上未達成の主因に。一方、高い伸びを示したのが塗工紙で、売上高1,580百万円(250百万円上振れ、19.8%増)と、一過性ではあるが海外入札案件で200百万円規模の落札ができたことが寄与している。その他サブセクターではばらつきがあるものの、前期比で大きな変動はない。ちなみに新製品売上は1,000百万円(300百万円未達、200百万円増)となっている。利益面では原材料コスト増があったが、価格転嫁や抄紙機停機効果などの各種コストダウンで黒字転換までこぎ着けた。

**(4) セキュリティメディア事業**

セキュリティメディア事業は、売上高3,987百万円(期初予想比283百万円未達、前期比9.1%減、以下同順)、営業利益313百万円(87百万円未達、28.5%減)となった。売上面ではカード売上が1,360百万円(前期比2.1%減)、通帳も840百万円(同11.5%減)、その他1,810百万円(同12.3%減)にとどまった。カード関連製品の在庫調整に加え、接触型と非接触型の両方の機能を兼ねたクレジットカードであるコンビカードへの切り替えが一巡、特需案件の終了による通帳類の販売減が影響した。ちなみに新製品売上は700百万円(計画比100百万円上振れ、前期比100百万円増)となっている。利益面では減収影響、MIX悪化などで減益となった。

## 業績動向

## (5) 新規開発事業

新規開発事業は、売上高 44 百万円 (前期比 34.3% 減)、営業損失 820 百万円 (前期は 608 百万円の損失) となった。主に iCas 関連製品及び GREEN CHIP 関連製品の開発と販売を進めている。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、利益に含まれるため、先行負担として損失が継続している。

## 2025年3月期のセグメント別業績

(単位：百万円)

		23/3 期 実績	24/3 期 実績	25/3 期	
				実績	前期比
トナー事業	売上高	13,531	11,719	12,415	5.9%
	営業利益	2,093	815	849	4.1%
半導体・ディスプレイ関連事業	売上高	5,634	6,518	6,530	0.2%
	営業利益	186	608	804	32.3%
機能性シート事業	売上高	10,769	10,770	11,209	4.1%
	営業利益	-72	-42	58	-
セキュリティメディア事業	売上高	3,985	4,384	3,987	-9.1%
	営業利益	224	439	313	-28.5%
新規開発事業	売上高	54	67	44	-34.3%
	営業利益	-499	-608	-820	-

注：営業利益は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 2025 年 3 月期も改善、ただし引き続き体質強化が必要

## 3. 財務状況

同社は、構造改革の進展や M&A による収益基盤強化などもあり、2025 年 3 月期末には自己資本比率が 33.1% と負債合計が 140 百万円増加も、前期末比 0.9 ポイント上昇した。収益が伸び悩んだものの財務体質の健全化は進んでいる。

## 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 期末	25/3 期末	増減額
流動資産	21,394	21,537	22,600	21,639	-960
固定資産	22,180	21,410	23,113	24,447	1,333
総資産	43,574	42,948	45,713	46,087	373
流動負債	14,843	16,078	18,405	18,197	-208
固定負債	11,114	8,498	7,911	8,259	347
負債合計	25,957	24,577	26,317	26,457	139
純資産	17,616	18,370	19,396	19,630	233
(安全性)					
流動比率	144.1%	134.0%	122.8%	118.9%	
自己資本比率	30.9%	32.7%	32.2%	33.1%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績動向

キャッシュ・フローについては、税金等調整前当期純利益や減価償却費、売上債権の減少により営業活動によるキャッシュ・フロー1,799百万円を創出した。一方で、投資活動によるキャッシュ・フローは積極的な設備投資により、2,758百万円の支出となった。その結果、フリーキャッシュ・フローはマイナスとなった。

## 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	25/3期
現金及び現金同等物の期首残高	3,988	4,737	4,282	5,345
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,364	1,010	4,185	1,799
投資活動によるキャッシュ・フロー	-217	-54	-1,741	-2,758
財務活動によるキャッシュ・フロー	-2,651	-1,566	-1,645	500
現金及び現金同等物の期末残高	4,737	4,282	5,345	4,853
フリーキャッシュ・フロー	3,147	956	2,444	-959
有利子負債	11,908	12,061	12,317	13,637
ネット有利子負債	7,083	7,708	6,900	8,712
設備投資	1,135	1,223	2,059	3,109
減価償却費	1,717	1,619	1,669	1,781
研究開発費	1,498	931	1,377	1,550

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

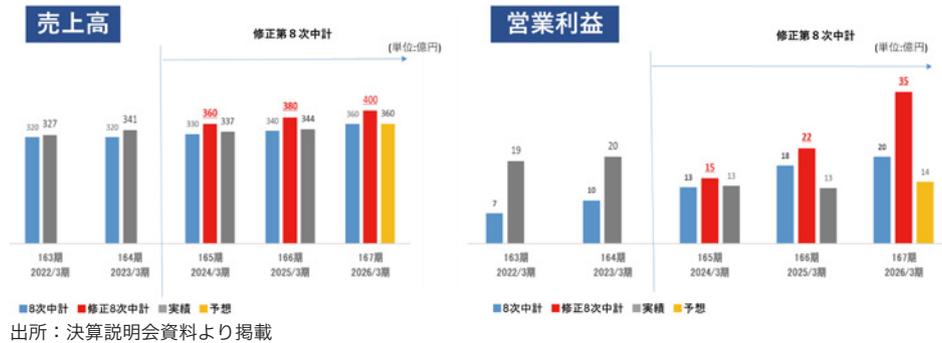
### 2026年3月期は、 トナー事業正常化とハイテク関連拡大で営業増益確保へ

#### 1. 修正第8次中期経営計画の概要と2026年3月期の連結業績予想

2026年3月期の連結業績は売上高36,000百万円(前期比4.6%増)、営業利益1,400百万円(同9.2%増)、経常利益1,550百万円(同1.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益750百万円(同0.1%増)を見込んでいる。同社は2021年7月に第8次中期経営計画を策定し、2026年3月期に売上高360億円、営業利益20億円の目標を掲げたが、2023年7月に修正計画として売上高400億円、営業利益35億円に増額改定した。しかし現在の中国経済の低迷やEV普及が想定を下回ったほか、新製品の内容変更などもあり、2024年3月期と2025年3月期の収益が伸び悩んだ。そのため、主要課題についての変更はないが、目標数字については再度中期計画の見直しを行った。

今後の見通し

## 修正第8次中期経営計画の定量目標



業績予想について、上期は売上高 17,000 百万円、営業利益 400 百万円、経常利益 450 百万円、親会社株主に帰属する中間純利益 250 百万円。下期は売上高 19,000 百万円、営業利益 1,000 百万円、経常利益 1,100 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 550 百万円と上期は厳しさが継続、下期に本格回復予想となっている。

## 2026年3月期の業績予想

(単位：百万円)

	24/3 期		25/3 期		26/3 期		
	実績	売上比	実績	売上比	予想	売上比	前期比
売上高	33,692	100.0%	34,432	100.0%	36,000	100.0%	4.6%
営業利益	1,331	4.0%	1,282	3.7%	1,400	3.9%	9.2%
経常利益	1,643	4.9%	1,566	4.5%	1,550	4.3%	-1.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	594	1.8%	749	2.2%	750	2.1%	0.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

また同社は現在の事業（セグメント）を4つの事業ポートフォリオに分類した上で、特に「新規成長事業」（半導体関連部品、機能性不織布）、「現在の主力事業」の中の半導体実装用テープとトナーを「注力事業」として成長を目指すとしている。

## 2. セグメント別予想

セグメント別の業績予想は、以下のとおりである。

### (1) トナー事業

トナー事業は売上高 13,300 百万円 (2024 年 7 月修正計画比 2,000 百万円減、前期比 7.1% 増、以下同順)、営業利益 1,080 百万円 (1,140 百万円減、27.2% 増) を見込む。トナー需要の伸び悩みが継続し、2024 年 7 月修正計画に対し大幅な減額予想も、前期の生産シェアアップからさらに販売強化で増収を見込む。利益面では前期の貸倒引当金 170 百万円がなくなるため、実質的には 7.2% 営業増益予想と、シェアアップのために多少利益率を抑える計画で売上増並の伸びにとどまる見通しになっている。トナーの世界市場は現在の生産トレンドとは対照的に今後も成長する予測が多い。この生産トレンドとの乖離は、主に高付加価値のカラートナーや特殊トナー配合への移行、産業用やパッケージングなどの新たな印刷アプリケーションの登場といった要因がある。同社もこのような環境に対し、特にカラートナーの比率を高めること、また開発品として環境に配慮したトナーの提供を推進する。具体的には低温定着、低消費量トナーなどに注力している。一般的にトナーは、熱や圧力により紙に固着 (定着) されるが、この熱が複写機などの装置の消費電力の大部分 (約 80%) を占め、低い温度で定着できれば使用電力削減に大きな効果がある。プリンターや複写機は ZESM (Zero Energy Stand by Mode) などの機能搭載が普通になってきており、低エネルギー定着トナーの拡大などで同事業での付加価値を高めつつ収益拡大を図ると見られる。さらにカーボンニュートラルの考えに基づいた天然由来の樹脂 (非石油系樹脂トナー) を使用したトナーや土壌分解しやすいトナーの開発、トナー使用時の VOC (揮発性有機化合物: Volatile Organic Compounds) 発生が低く、環境ホルモンの疑いのない樹脂トナーなどの開発・投入でも存在感を増してこよう。

### (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 7,000 百万円 (2024 年 7 月修正計画比 1,700 百万円減、前期比 7.2% 増)、営業利益 720 百万円 (同 550 百万円減、同 10.4% 減) 予想。2024 年 7 月予想に対し大幅売上未達となっているのは上市後 4 年以内の新製品売上想定が 3,000 ~ 4,000 百万円を想定していたものが 2,000 百万円にとどまる予想に変更しているのが大きい。その中心は半導体関連部品と見られる。これは新型静電チャックの製品化延期 (2028 年以降に再投入予定) により、静電チャックについては従来の樹脂製静電チャックの売上にとどまると見られるためである。

一方、新製品として期待するのがフレキシブル面状ヒーター「iCas MHE」である。この製品は独自開発のステンレス繊維シートを発熱体として利用している。熱を通すと瞬時に 500°C まで加熱が可能で、半導体製造装置部材の加熱したい部分に密着し、効率的に熱を伝える。条件によっては従来のニクロム線ヒーターと比較して約 50% 以上 (同社測定) の省エネ効果が期待できる。さらに通常のニクロム線ヒーターを面状にすると面内に凹凸が発生し面内での発熱が不均一になるが、このシートは均質な面内発熱ができ精密な温度制御が可能のほか、断線リスクも低減できる。グループ会社である三和紙工 (株) の縫製技術を活用し、同製品の量産化が始まり、2023 年 12 月にはエッチング装置大手の東京エレクトロン <8035> から「環境パートナー賞」を受賞するなど注目度が高い。また同製品は環境省の「令和 7 年度環境技術実証事業」における実証対象技術 (気候変動対策技術領域) として選定されている。半導体工場の電力使用において加熱は冷却と同程度の 22% 程度の負荷があるが、同製品は加熱の電力消費量を半減できる可能性がある。加熱ヒーター市場はマントルヒーター (ガラスなどの耐熱繊維で被覆した電熱線を、保温材で包み込んだ加熱・保温装置) として 400 億円程度とみられる。独自開発製品のため東京エレクトロン以外への拡販も可能である。

## 今後の見通し

なお、半導体関連部品において高性能ヒートシンクは2027年3月期、今回採用見送りの次世代半導体製造装置向け静電チャックは2028年以降に量産化を計画している。高性能ヒートシンク「iCas TCP」は独自の微細金属を流路内に設置し、優れた熱伝達効果を発揮する。具体的には表面積が50～100倍となる独自金属材料を用い、熱伝達率が従来品の2～3倍（データは実測値）あるため冷却効率が向上する。これは半導体製造装置のコンパクト化に役立つだけでなく水冷のほか空冷化も可能。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る。さらに工業設備でも利用が見込まれる。半導体の発熱問題により放熱対策が大きな課題となっているだけに、本格量産となれば大きな製品に育つと見られる。一方、次世代静電チャックについてはエッチング装置に多く使われるが、現状はPCやスマートフォンの需要の伸び悩みもあり、新規のフラッシュメモリへの設備投資が遅延し、静電チャック市場も伸び悩んでいる。しかし今後、AIスマホやAIPCの普及、AIデータセンタの推論型では高多層のフラッシュメモリを搭載したSSD需要が爆発的に伸びる可能性がある。フラッシュメモリの多層化によりエッチング装置のマルチチャンバー化が進み、エッチング装置以上の伸びが見込める。さらに高密度化に伴い、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、よりきめの細かいウエハ温度制御技術、長寿命化などが要求される。同社がこれに対応できる製品開発ができていと見られる。時期は遅れるものの、潜在的な成長力が高い製品であり、市場規模が500億円以上あると見られるだけに第9次中期経営計画ではメインの戦略製品となろう。半導体実装用テープは2025年3月期3,630百万円となっているが、半導体製品市場は、2025年度に入り在庫調整が一巡し下期には需要が回復する見通しで、緩やかな拡大が期待される。特に信頼性を求める車載半導体などで引き続きQFN(Quad Flat Non-lead package)などが使用されるとみられ、無人運転やEVなどの普及で車載半導体の搭載数の拡大があれば、改めて売上の伸びが期待される。光学フィルムは減収が見込まれる。利益面では新製品の投入による諸費用の増加が見込まれ、営業利益は減益を余儀なくされよう。

### (3) 機能性シート事業

機能性シート事業は売上高11,500百万円（2024年7月修正計画比600百万円減、前期比2.6%増、以下同順）、営業利益180百万円（220百万円減、210.3%増）予想。2024年7月予想に対し売上未達となっているのは上市后4年以内の新製品売上想定が1,000～2,000百万円を想定していたものが1,400百万円にとどまる予想に変更しているのが大きい。その中心の機能性不織布において、発熱用途のステンレス繊維シートについてはフレキシブル面状ヒーター向けの売上増が期待されるものの、高性能ヒートシンクに使われる銅ステンレスシートの拡販遅延が影響しているためと思われる。これはステンレスシート需要が高まり増産対応でヒートシンクについて投資を控えていることが影響している。このため前期1,930百万円の売上だった機能性不織布は新製品の増分である400百万円増程度にとどまると見られる。なお高性能ヒートシンクについては2027年3月期に量産が予定されており、同シートについては高性能ヒートシンクの伸びとともに拡大が期待される。機能性シート事業ではこのほかにも資源循環技術を生かした「グリーンチップ® CMF®」などの画期的な製品も投入している。これは汎用プラスチックであるポリプロピレン(PP)樹脂に木材由来のセルロースファイバーを55%という高比率で均一に配合した画期的な複合樹脂。製品に占める石油由来プラスチックの使用量を半分以下に削減でき、再生可能資源として活用することができるほか、製造から焼却処分までの過程におけるCO<sub>2</sub>排出量を石油由来樹脂と比較して約20%減らすことが期待できる。現在は飲用カップなどの需要に留まっているが、2023年11月には島津製作所<7701>が分析計測機器に難燃性を付与した「グリーンチップ® CMF®」を採用するなど、今後、循環型社会に対応できる素材として需要が急拡大する期待がある。ちなみに同製品は環境省の「令和7年度環境技術実証事業」における実証対象技術（資源循環技術領域）として選定されている。

今後の見通し

その他サブセグメントでは製紙、ガムテープ、紙加工など総じて横ばい、塗工紙は海外案件の反動減で減収が見込まれるが、全体としては2期連続で過去最高売上更新が期待される。利益面では原材料価格の上昇が見込まれ、増益に。なお2025年7月に抄紙製造設備1台を停機、この設備で製造していた各品種の製造販売を中止し、営業権等を特種東海製紙<3708>に譲渡することを決議した。

(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4,000百万円(2024年7月修正計画比200百万円減、前期比0.3%増)、営業利益270百万円(同40百万円減、前期比13.7%減)を予想している。

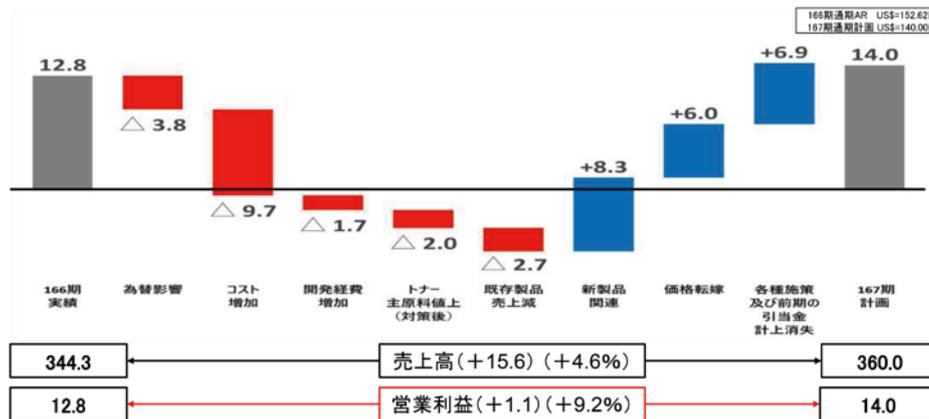
(5) 新規開発事業、その他事業

新規開発事業、その他事業で売上高200百万円、営業損失860百万円予想。現在、前向きな先行投資を増加させており、損失額が増加する予想になっている。

3. 営業利益の増減要因

2026年3月期の営業増益(118百万円増益)要因分析は、新製品の売上増加で830百万円、価格改定効果600百万円、稼働率改善や貸倒引当金計上消失による690百万円の増益要因に対し、コストアップ970百万円、為替影響380百万円、開発経費増、既存製品売上減などの減益要因を差し引いて緩やかな営業利益回復を見込む。なお営業外では持分法による投資利益の伸び悩み、為替差損拡大などで収支の悪化を想定、経常利益については微減益にとどまるとしている。

2026年3月期営業利益の増減要因



出所：決算説明会資料より掲載

## 第9次中期経営計画に向けて

### モジュール化、部品化、装置化まで手掛ける 「提案型ソリューションパートナー」としてさらなる成長を目指す

第8次中期経営計画については、2021年7月策定時に2026年3月期の目標として売上高360億円、営業利益20億円を打ち出している。2023年7月に計画の上方修正を行ったものの、その後の経済環境の大きな変化を受け、目標数字を引き下げ、売上高については当初の計画をすえ置いたが、営業利益については14億円とした。しかし構造改革の実行により、企業体質は確実に強化され、長年営業損失を続けていた製紙事業を抱える機能性シート事業では2025年3月期に営業利益の黒字化が達成された。このように同社は「製紙会社」から「高機能性材料メーカー」へと事業ポートフォリオの転換に成功したと言える。

「高機能性材料メーカー」への、さらなる成長を支える新製品売上高においては、2023年7月発表の修正計画で2026年3月期に売上高98億円、新製品売上高比率24%の目標を掲げたが、売上高71億円、新製品売上高比率20%の見直しに変更した。この影響は高付加価値製品による「高機能性材料メーカー」への脱皮を遅らせる結果となっている。しかもさらなる成長のために設備投資、研究開発費、研究開発人員の増員などを継続しており、それらのコスト増加が利益の伸び悩みの主因と言えよう。第8次中期経営計画で、先行投資を行った様々な施策のなか収益に結びつかなかった案件については、2027年3月期以降に収益化が見込まれるものが多くある。それらの中には半導体生産拡大、EVや自動運転の普及などで伸長が見込める新製品群が含まれている。さらに時代の変化に対し、「熱・電気・電磁波」をコントロールする製品群「iCas」の拡充、「GREEN CHIP」ブランドとして自然環境への配慮と空間環境の最適化に貢献する製品群などを立ち上げている。「高機能性材料メーカー」への転換を推進するだけでなく、次期の第9次中期経営計画においては、モジュール化、部品化、装置化まで手掛ける「提案型ソリューションパートナー」を標榜し、さらなる企業成長を目指す企業として期待が膨らむ。

セグメント別の事業ポートフォリオ

セグメント	ユニット	事業ポートフォリオ	主要製品	事業部・子会社
トナー事業	トナー	B. 現在の主力事業(注力事業)	複合機・プリンター用トナー	画像材料事業部 海外子会社
半導体・ディスプレイ関連事業	半導体実装用テープ	B. 現在の主力事業(注力事業)	OFFリードフレーム固定テープ TABテープ DFNテープ	電子材料事業部
	半導体製造部品	A. 新規成長事業(注力事業)	半導体製造装置向け静電チェック 光学対峙部品 高性能エーラストシグ フレキシブルヒーター	電子材料事業部
機能性シート事業	光学フィルム	C. 成熟事業	FPD向け光学フィルム クリーン室工・塗布受託	電子材料事業部 iNohRica
	ガムテープ	B. 現在の主力事業	紙ベースの両面粘着剤 ガムテープ、DM用紙、自着テープ	iNohRica
	機能性不織布	A. 新規成長事業(注力事業)	無機繊維紙、金属繊維紙 フッ素繊維紙、無機粉体担持シート プリンター用紙	ファイバーマテリアル事業部
	塗工紙	D. 低成長低収益事業	磁気媒体	ファイバーマテリアル事業部
機能性シート事業	製紙	D. 低成長低収益事業	木材パルプ由来の洋紙 電気絶縁紙、通帳用紙 プリンター原紙	ファイバーマテリアル事業部 海外子会社
	紙加工	C. 成熟事業	米麦・セメント・塩用クラフト置袋 各種ラミネーションコンテナ	三和紙工洲
セキュリティメディア事業	セキュリティメディア	B. 現在の主力事業	有価証券、カード、情報処理	島栄印刷
新規開発事業	新規開発	-	事業化前新製品・新技術の試作売上等	iCas開発本部

- A. 新規成長事業
- B. 現在の主力事業
- C. 成熟事業
- D. 低成長低収益事業

(\*)縦軸を成長性、横軸を資本収益性として分類

出所：決算説明会資料より掲載

## ■ 株主還元策

### 2025 年 3 月期は減益も 15.0 円配当継続、 2026 年 3 月期も 15.0 円配当予定

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ている。その上で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などを総合的に勘案し 2025 年 3 月期減益ながら 15.0 円配当継続、2026 年 3 月期も 15.0 円配当を継続する予定である。なお資本効率の向上及び機動的な資本政策、株主還元策の一環として、2024 年 11 月に自己株式を取得（288,900 株）、2025 年 8 月にも 275,900 株を取得した。取得した自己株式は、将来的な M&A 時の買収対価や中長期的な検討課題である株式報酬制度に供するなど、将来的なコーポレートアクションへの活用を予定している。

#### 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、企業から報酬を受け取って作成されています。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、理由のいかなを問わず、いかなる責任も負いません。

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