

# ホリスティック企業レポート

## T&K TOKA

### 4636 東証一部

アップデート・レポート  
2013年12月27日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20131224

# T&K TOKA (4636 東証一部)

発行日:2013/12/27

**インキ専門メーカーで、UV インキのリーディングカンパニー  
国内外での UV インキの市場開拓により、増益基調を持続しよう**

## > 要旨

### ◆ 事業内容

- ・T&K TOKA(以下、同社)は、紫外線硬化型(以下、UV)インキで国内トップシェアを誇るインキ専門メーカーである。オフセット印刷で多用される平版インキ、速乾性に優れるUVインキが同社の主力製品である。
- ・国内12カ所のサービス拠点を配置し、顧客の小ロットの注文に応える一方、印刷需要が成長局面にある中国、インドネシア等5カ国に現地工場を設け、拡大する新興国のインキ需要に対応している。

### ◆ 14年3月期上期実績

- ・14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、15.2%増収、28.7%営業増益となった。海外売上(構成比約4割)が円安による換算レートの違いのみで約1割増しされたこと、UVインキが国内外で、グラビアインキが海外で伸長したことが主な増収要因である。
- ・14/3期上期は海外事業所の賃金上昇などのコスト増要因はあったが、ロジンはじめ使用原材料価格は安定しており、増収効果によって大幅な営業増益となった。

### ◆ 14年3月期予想

- ・14/3期通期業績について、同社は3.0%減収、営業利益6.7%増、純利益34.6%増を見込んでいる。14/3期下期からの中国子会社の連結除外(持分法適用関連会社への移行)に伴い、減収となる見込みである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では同社予想を若干上回る前期比2.9%減収、10.1%営業増益、純利益は同39.1%増を予想する。一般インキは伸び悩むが、UVインキが好調を持続すると想定した。

### ◆ 株価バリュエーション

- ・当センターでは同社の今期業績が、連結範囲の異動により割引かれていることを考慮し、予想基準PER及び優待を含む予想配当利回りを根拠として同社の株価はやや割安と判断する。

アナリスト:高坂 茂樹  
+81(0)3-6858-3216  
kousaka@stock-r.org

#### 【主要指標】

|            | 2013/12/20 |
|------------|------------|
| 株価(円)      | 2,192      |
| 発行済株式数(千株) | 12,506     |
| 時価総額(百万円)  | 27,413     |

|          | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|----------|------|------|------|
| PER(倍)   | 14.0 | 9.8  | 8.8  |
| PBR(倍)   | 0.8  | 0.7  | 0.7  |
| 配当利回り(%) | 1.6  | 1.4  | 1.4  |

#### 【株価パフォーマンス】

|           | 1カ月  | 3カ月  | 12カ月 |
|-----------|------|------|------|
| リターン(%)   | 0.3  | 5.9  | 93.3 |
| 対TOPIX(%) | -4.8 | -6.9 | 20.0 |

#### 【株価チャート】



### 【4636 T&K TOKA 業種:化学】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2012/3    | 48,484       | 2.8        | 2,727         | -27.0      | 2,843         | -24.4      | 1,452        | -35.4      | 114.1      | 2,364.1    | 26.0       |
| 2013/3    | 53,042       | 9.4        | 3,634         | 33.3       | 3,843         | 35.2       | 2,013        | 38.6       | 156.4      | 2,598.1    | 36.0       |
| 2014/3 CE | 51,430       | -3.0       | 3,880         | 6.7        | 4,240         | 10.3       | 2,710        | 34.6       | 217.2      | N.A.       | 30.0       |
| 2014/3 E  | 51,500       | -2.9       | 4,000         | 10.1       | 4,400         | 14.5       | 2,800        | 39.1       | 224.4      | 3,100.4    | 30.0       |
| 2015/3 E  | 49,500       | -3.9       | 4,400         | 10.0       | 5,100         | 15.9       | 3,100        | 10.7       | 248.5      | 3,318.8    | 30.0       |
| 2016/3 E  | 52,500       | 6.1        | 5,000         | 13.6       | 5,750         | 12.7       | 3,500        | 12.9       | 280.5      | 3,569.3    | 30.0       |

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

## アップデート・レポート

2/11

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

印刷用インキの専門大手。UV インキではトップシェアを誇る。

(注1) 同社ではインキの他、オフセット印刷に用いるインキ転写用ゴム材料のブランケット等の印刷関連機材や、塗料や接着剤等の原料となる合成樹脂等の製造販売(次頁図表1における、その他製品)、印刷機械の販売(同、商品)を行っている。

少量の注文、規格品以外でも即日出荷する生産体制で顧客満足を獲得。

(注2) 同社では印刷インキ用合成樹脂の一部を内製しているが、基本的には外部購入に依存している。

◆ 印刷用インキの総合メーカー

T & K TOKA (登記社名はティーアンドケイ東華、以下、同社) は印刷用インキメーカーで、顧客の要望に応じ、さまざまなインキの製造及び販売<sup>注1</sup>を行っている。

具体的には、イ) ポスター、チラシ、カタログ、雑誌等の印刷に用いられる平版インキ(オフセット印刷用インキ)、ロ) 紙袋や段ボール箱、包装紙等への印刷に使用される樹脂凸版インキ(フレキソインキ)、ハ) 化粧合板や菓子袋、薬品の PTP (Press Through Pack、表から押すと錠剤が裏から出る) 包装等のフィルムやアルミ包装材料への印刷に用いられるグラビアインキ(凹版印刷用インキ)、ニ) 自動車のインストルメントパネル(運転席の計器盤)や携帯電話外装、CD や DVD 等の印刷に用いられるスクリーンインキ(孔版印刷用インキ)、ホ) 食缶や飲料缶等に印刷する金属印刷用インキ等である。

◆ UV インキのリーディングカンパニー

同社は、紫外線 (ultraviolet) 照射により瞬時に硬化乾燥し(約 0.2 秒、通常の油性インキは乾燥機に掛けるか長時間の自然乾燥を要する)、次工程に移ることができる UV インキの製造に注力しており、国内市場シェア約 5 割のトップメーカーである。UV インキは、イ) 基本特性の速乾性ゆえに顧客事業の生産性向上に寄与する他、ロ) 溶剤成分を含まずインキ全体が固化するため、非吸収性の素材(プラスチックや金属)等幅広い基材への印刷が可能である、ハ) 大気汚染防止法で規制される有機揮発性化合物を含む溶剤を使用しないため、印刷作業環境の保全に有利である等の利点がある。

◆ 国内 12 拠点で特色品を製造、即納する生産体制

インキ原料は、イ) 石油由来あるいは鉱物由来の顔料、ロ) 主に中国から輸入される天然樹脂の松脂(ロジン)とフェノール樹脂を反応させた合成樹脂及び溶剤(一般オフセットインキ)、あるいはウレタンやエポキシ等とアクリルを反応させた光硬化性樹脂(UV インキ)、ハ) 被膜強化剤、乾性油や光重合開始剤等の添加剤等である。同業の DIC (4631 東証一部) や東洋インキ SC ホールディングス (4634 東証一部) 等大手インキ製造各社が顔料製造も手掛けているのに対し、同社は主要原料の殆ど<sup>注2</sup>を全て社外から調達し、高い原料配合技術に基づく品質と、短納期の生産体制で他社との差別化を図っている。

そこで注目されるのが、高付加価値の UV インキに注力する戦略と、顧客の要望に「技術と真心 (Technology & Kindness)」で応える生産、営業及び開発体制である。なかでも同社の生産体制は、中小印刷所を含め国内 1,000 社を超える取引先からの最少 1 キログラムという注文に、標準色の規格品は勿論のこと、顧客の独自規格に合わせたカスタマイズ品や、顧客の色指定に従い標準色の配合で再現する特練りサービスにより製造される特色品も即日出荷できる、業界でも類をみない

アップデート・レポート

体制を整えている。主力工場は埼玉県にあるが、特練りサービスは全国 11 カ所のサービス工場及び関連会社東北東華色素で行っている。

海外 5 カ国に法人設け、  
現地の需要に応える工場  
及び販売網を構築。

◆ 中国はじめアジア 5 カ国で製造販売

同社の社名の TOKA (東華) は、第二次大戦前に中国でインキ事業に携わっていた創業者(現在の増田 至克社長の祖父)が、日本(東京)と中国(中華)の架け橋にならんとする意気込みにちなんでいる。

同社は 1969 年に香港に支店を開設した(85 年に法人化)のを皮切りに、71 年インドネシア、79 年韓国、88 年中国(杭州市、95 年広州市に第 2 拠点)、92 年バングラデシュ、2000 年サウジアラビアと相次いで合弁会社を設立(韓国法人は後に完全子会社化)し、貿易拠点と位置付ける香港を除き、いずれも現地製造、現地及び隣国での販売を行っている。

この他米国をはじめ欧米諸国には、日本から UV インキを中心に輸出し現地の代理店を通じて販売しており、販売先は世界 45 カ国にのぼる。同社の 13 年 3 月期における海外売上比率は 41%である。

> 直近決算期実績

UV インキを中心に販売  
増、円安による嵩増し効果  
が加わり大幅増収に。

◆ 二桁の増収増益となった 14 年 3 月期上期決算

14/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高 28,323 百万円(前年同期比 15.2%増、期初計画比 102.5%)、営業利益 2,308 百万円(同順で 28.7%増、114.8%)、純利益 1,417 百万円(同順で 24.5%増、109.8%)であった(図表 1)。

14/3 期上期は円安により、中国、インドネシア等の現地法人の売上高や、日本から米欧への UV インキ等の輸出の円換算額が嵩増しされた効果が 9.8%加わっており(海外工場原価や輸入原材料の価格上昇により、営業利益への影響は軽微である)、これを差し引いた実態は 4%強の増収となる。

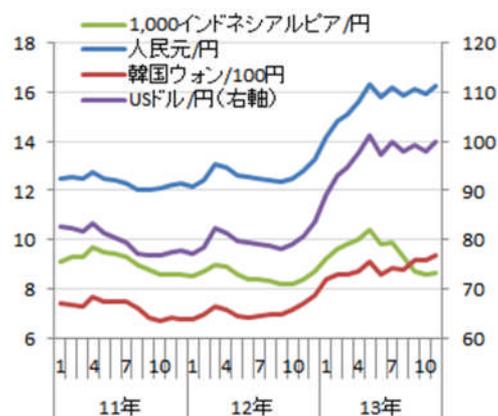
図表 1 14/3 期上期決算の概要

| 決算期    | 13/3 期 |       | 14/3 期上期 |       |      |        |       |
|--------|--------|-------|----------|-------|------|--------|-------|
|        | 上期     | 構成比   | 実績       | 構成比   | 前期比  | 期初予想   | 達成率   |
| 単位     | 百万円    | %     | 百万円      | %     | %    | 百万円    | %     |
| 売上高    | 24,579 | 100.0 | 28,323   | 100.0 | 15.2 | 27,630 | 102.5 |
| 平版インキ  | 7,964  | 32.4  | 9,050    | 32.0  | 13.6 | N.A.   | —     |
| UVインキ  | 9,862  | 40.1  | 11,622   | 41.0  | 17.9 | N.A.   | —     |
| その他インキ | 2,651  | 10.8  | 3,540    | 12.5  | 33.5 | N.A.   | —     |
| その他製品  | 1,752  | 7.1   | 1,810    | 6.4   | 3.3  | N.A.   | —     |
| 製品計    | 22,230 | 90.4  | 26,024   | 91.9  | 17.1 | N.A.   | —     |
| 商品     | 2,348  | 9.6   | 2,298    | 8.1   | -2.1 | N.A.   | —     |
| 売上総利益  | 5,493  | 22.3  | 6,403    | 22.6  | 16.6 | N.A.   | —     |
| 販管費    | 3,698  | 15.0  | 4,095    | 14.5  | 10.7 | N.A.   | —     |
| 営業利益   | 1,794  | 7.3   | 2,308    | 8.1   | 28.7 | 2,010  | 114.8 |
| 純利益    | 1,138  | 4.6   | 1,417    | 5.0   | 24.5 | 1,290  | 109.8 |

(注) 販管費は販売費及び一般管理費の略

(出所) T&K TOKA (以下、同社) 決算説明会資料に基づき、証券リサーチセンター作成

図表 2 為替レートの推移



(出所) Principal Global Indicators 資料に基づき、証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

ヒアリングによれば、国内販売は平板インキが前年同期比ほぼ横ばい、UV インキは同 10%弱伸長した。UV インキでは、低迷していた液晶ディスプレイのカラーフィルター用等の特殊 UV インキが同 21%増と回復を示した。海外販売は商業印刷に用いられる平板インキが、中国及び ASEAN 諸国の景気減速及び紙媒体から IT 活用への移行により、数量的には伸び悩んだが、UV インキが国内同様に牽引した。

その他インキは中国で食品メーカーのパッケージ印刷用グラビアインキの大口取引先を新規に獲得したため、海外中心に高伸長した。

原材料価格は安定し、売上総利益率は改善した。

売上総利益は前年同期比 16.6%増で、増収率を僅かに上回った。インドネシアや中国など海外事業所の賃金が上昇したが、顔料や樹脂、添加剤等の原材料価格のうち、ナフサ価格に連動するフォーミュラのあるものを除き、原材料価格は安定的に推移したため、増収効果によって期初に懸念していた売上総利益率の悪化(通期で 13/3 期 22.2%→14/3 期 21.8%)を 14/3 期上期は免れた。販売費及び一般管理費(以下、販管費)の前年同期比伸長率も増収率を下回った。

以上の要因により、営業利益は前年同期比 28.7%増となった。特別利益でインドネシア子会社の外貨(円)建て債務の評価替えに係る為替差益 214 百万円(前年同期は当該債務に係る為替差損 52 百万円)、特別損失で中国子会社であった杭華油墨化学の持分譲渡(後述)による損失 141 百万円が計上され、税金等調整前純利益は 2,454 百万円(前年同期比 40.0%増)となった。日本より低税率の海外子会社の貢献が大きいため税負担は少ないが、少数株主利益が 363 百万円(同 3.1 倍)となったため、純利益は 1,417 百万円(同 24.5%増)となった。

#### ◆ 杭華油墨化学の連結除外

杭華油墨化学は中国浙江省杭州市で印刷用インキ及び樹脂の製造及び販売を行っており、出資比率は同社と杭州市工業資産経営有限公司が各 50%ながら、実務面は同社が仕切っていたため、同社の連結子会社としていた。

連結業績に対し 4 分の 1 の規模を持つ中国子会社が連結除外になった。

13 年 8 月に、出資相手の意向によって杭華油墨化学が株式上場を目指すことになったと公表された。上場準備のために同社の出資金の一部が杭州協豊投資管理共栄企業に譲渡された結果、同社の出資比率は

図表 3 杭華油墨化学の業績(円換算、単位百万円)

|      | 杭華油墨化学 |        | 前期比    | 同社連結<br>13/3期 | 構成比   |
|------|--------|--------|--------|---------------|-------|
|      | 11/12期 | 12/12期 |        |               |       |
|      | a      | b      | b/a-1  | c             | b/c   |
| 売上高  | 11,352 | 12,881 | 13.5%  | 53,042        | 24.3% |
| 営業利益 | 234    | 951    | 306.4% | 3,634         | 26.2% |
| 純利益  | 400    | 1,040  | 160.0% | 2,013         | 51.7% |
| 純資産  | 5,841  | 7,344  | 25.7%  | 36,333        | 20.2% |
| 総資産  | 9,172  | 10,696 | 16.6%  | 55,358        | 19.3% |

(出所) 同社リリースに基づき、証券リサーチセンター作成

46.67%となって杭華油墨化学は連結除外され、持分法適用関連会社になった。単純計算で同社連結売上高及び営業利益の4分の1を占める子会社の連結除外は、14/3期下期以降の同社の業績に大きな影響を与えることになった。ただし、杭華油墨化学は製品開発及び製造技術を同社に依存しており、数年後の株式上場後も同社との良好な関係が継続されるものと同社は考えている。

> 14年3月期予想

杭華油墨化学の連結除外により減収予想ながら、増益基調が続く見通し。

◆ 14/3期通期会社予想

14/3期について同社は、売上高 51,430 百万円 (前期比 3.0%減)、営業利益 3,880 百万円 (同 6.7%増)、経常利益 4,240 百万円 (同 10.3%増)、純利益 2,710 百万円 (同 34.6%増) を見込んでいる。これは13年8月の杭華油墨化学の連結除外の公表と同時に修正された数値であり、14/3期下期の杭華油墨化学の業績見込みを控除したものである(売上高で約70億円と推定される)。

杭華油墨化学の連結除外により、売上高は期初予想比約46億円減、営業利益は同170百万円減となるが、営業外収益の持分法投資利益に杭華油墨化学の持分利益が加算され、経常利益は同90百万円増となり、期初予想を上回ると同社は見込んでいる。なお、連結除外の影響を除いた数値の開示はないが、14/3期上期のUVインキの国内外での伸長及び円安により、減収減益率は軽減された模様だ。

当センターでは、僅かながら会社予想を上回る業績を予想する。

◆ 証券リサーチセンターの今期予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の14/3期業績について、売上高 51,500 百万円 (前期比 2.9%減)、営業利益 4,000 百万円 (同 10.1%増)、経常利益 4,400 百万円 (同 14.5%増)、純利益 2,800 百万円 (同 39.1%増) と予想した。

同社の予想に対し、当センターでは商業印刷で多用される平版インキ

図表 4 14/3期通期の業績見通し

| 決算期<br>項目<br>単位 | 12/3期<br>実績 | 13/3期<br>実績<br>百万円 | 14/3期予想      |              |          |              |          |
|-----------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|----------|--------------|----------|
|                 |             |                    | 期初会社側<br>百万円 | 修正会社側<br>百万円 | 前期比<br>% | 当センター<br>百万円 | 前期比<br>% |
| 売上高             | 48,484      | 53,042             | 56,000       | 51,430       | -3.0     | 51,500       | -2.9     |
| 平版インキ           | 15,518      | 17,486             | 18,130       | 16,210       | -7.3     | 16,100       | -7.9     |
| UVインキ           | 20,238      | 21,081             | 21,690       | 19,950       | -5.4     | 20,100       | -4.7     |
| その他インキ          | 4,386       | 6,125              | 8,120        | 6,860        | 12.0     | 6,900        | 12.7     |
| その他製品           | 3,789       | 3,602              | 3,710        | 3,510        | -2.6     | 3,500        | -2.8     |
| 製品小計            | 43,933      | 48,296             | 51,650       | 46,530       | -3.7     | 46,600       | -3.5     |
| 商品等             | 4,550       | 4,745              | 4,350        | 4,900        | 3.3      | 4,900        | 3.3      |
| 売上総利益           | 9,760       | 11,770             | 12,180       | 11,140       | -5.4     | 11,200       | -4.8     |
| 販管費             | 7,032       | 8,136              | 8,130        | 7,260        | -10.8    | 7,200        | -11.5    |
| 営業利益            | 2,727       | 3,634              | 4,050        | 3,880        | 6.7      | 4,000        | 10.1     |
| 経常利益            | 2,843       | 3,843              | 4,150        | 4,240        | 10.3     | 4,400        | 14.5     |
| 純利益             | 1,452       | 2,013              | 2,460        | 2,710        | 34.6     | 2,800        | 39.1     |

(出所) 同社決算説明会資料及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

**UV インキの増収率を高め  
に予想、原材料価格の  
値上がりは軽微と想定し**

の販売を厳しく、一方 UV インキの販売はより楽観的に考えた。また売上総利益は売上高の積み増しに伴い会社予想より高く、販管費は低く見積もった。

調達先から要求されている原材料価格の値上げについては、14/3 期第 4 四半期に受け入れる可能性があるが、震災の影響により供給障害が発生して業績に大きな影響を与える程の値上がりとなった 12/3 期に比べ、軽微なものにとどまると想定している。一方販管費については、13/3 期第 4 四半期に政府の賃上げ要請を受けた臨時賞与の支給等で大幅に増加した後、14/3 期の期初予想では前期比横ばいとされたが、当センターではむしろ減少するものとみていた。修正後の数値についてもやや過大と考えている。

**> 中期業績見通し**

**◆ 15/3 期以降の業績見通し**

当センターの業績予想モデルを図表 5 に示した。ここでは品目別ではなく、販売地域別の収益に基づき、利益予想を行っている。

15/3 期は杭華油墨化学の連結除外の影響が残ること、14/3 期に生じた

**図表 5 証券リサーチセンターの業績予想モデル**

| 決算期        | 2011/3 | 12/3   | 13/3   | 14/3旧E | 14/3 新E | 15/3旧E | 15/3 新E | 16/3 新E |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 売上高        | 47,185 | 48,484 | 53,042 | 55,500 | 51,500  | 59,500 | 49,500  | 52,500  |
| (前年同期比増減率) | 5.7%   | 2.8%   | 9.4%   | 4.6%   | -2.9%   | 7.2%   | -3.9%   | 6.1%    |
| 売上内訳       |        |        |        |        |         |        |         |         |
| 日本         | 28,865 | 29,081 | 31,268 | 32,500 | 33,000  | 34,300 | 34,500  | 35,900  |
| (前年同期比増減率) | 6.9%   | 0.7%   | 7.5%   | 3.9%   | 5.5%    | 5.5%   | 4.5%    | 4.1%    |
| 東南アジア      | 16,350 | 17,555 | 19,240 | 21,000 | 15,000  | 23,000 | 10,800  | 11,800  |
| (前年同期比増減率) | 3.5%   | 7.4%   | 9.6%   | 9.1%   | -22.0%  | 9.5%   | -28.0%  | 9.3%    |
| うち杭華油墨化学   | 10,287 | 11,352 | 12,881 | —      | 6,000   | —      | 0       | 0       |
| その他海外市場    | 1,970  | 1,848  | 2,533  | 2,000  | 3,500   | 2,200  | 4,200   | 4,800   |
| (前年同期比増減率) | 8.2%   | -6.2%  | 37.1%  | -21.0% | 38.2%   | 10.0%  | 20.0%   | 14.3%   |
| 売上総利益      | 10,535 | 9,760  | 11,770 | 12,500 | 11,200  | 13,700 | 11,500  | 12,400  |
| (前年同期比)    | 2.7%   | -7.4%  | 20.6%  | 6.2%   | -4.8%   | 9.6%   | 2.7%    | 7.8%    |
| (対売上高比)    | 22.3%  | 20.1%  | 22.2%  | 22.5%  | 21.7%   | 23.0%  | 23.2%   | 23.6%   |
| 販管費        | 6,799  | 7,032  | 8,136  | 7,800  | 7,200   | 8,200  | 7,100   | 7,400   |
| (前年同期比)    | -2.8%  | 3.4%   | 15.7%  | -4.1%  | -11.5%  | 5.1%   | -1.4%   | 4.2%    |
| (対売上高比)    | 14.4%  | 14.5%  | 15.3%  | 14.1%  | 14.0%   | 13.8%  | 14.3%   | 14.1%   |
| 営業利益       | 3,736  | 2,727  | 3,634  | 4,700  | 4,000   | 5,500  | 4,400   | 5,000   |
| (前年同期比増減率) | 14.4%  | -27.0% | 33.3%  | 29.3%  | 10.1%   | 17.0%  | 10.0%   | 13.6%   |
| (対売上高比)    | 7.9%   | 5.6%   | 6.9%   | 8.5%   | 7.8%    | 9.2%   | 8.9%    | 9.5%    |
| うち杭華油墨化学   | 542    | 234    | 951    | —      | 500     | —      | 0       | 0       |
| 営業外収益      | 272    | 275    | 309    | 200    | 500     | 200    | 800     | 850     |
| うち持分法投資利益  | 13     | 6      | 0      | 0      | 300     | 0      | 600     | 650     |
| 営業外費用      | 250    | 159    | 100    | 100    | 100     | 100    | 100     | 100     |
| 経常利益       | 3,758  | 2,843  | 3,843  | 4,800  | 4,400   | 5,600  | 5,100   | 5,750   |
| (前年同期比増減率) | 6.2%   | -24.4% | 35.2%  | 24.9%  | 14.5%   | 16.7%  | 15.9%   | 12.7%   |
| (対売上高比)    | 8.0%   | 5.9%   | 7.2%   | 8.6%   | 8.5%    | 9.4%   | 10.3%   | 11.0%   |
| 純利益        | 2,248  | 1,452  | 2,013  | 2,800  | 2,800   | 3,300  | 3,100   | 3,500   |
| (前年同期比増減率) | -47.6% | -35.4% | 38.6%  | 39.1%  | 39.1%   | 17.9%  | 10.7%   | 12.9%   |

(注) 前回予想は 13 年 2 月作成

(出所) 同社決算短信、有価証券報告書及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

海外でも UV インキの市場拡大が進むと想定、利益率の上昇を想定した。

円安による売上高の嵩増し効果が無くなることなどから、前期比約4%減収を見込んだ。

営業利益も同様に連結除外の影響が残るが、原材料価格の上昇を製品価格に転嫁できるものと想定し、また高付加価値の UV インキのアジア地域での利用拡大を見込み、売上総利益率の上昇を予想した。

16/3 期は杭華油墨化学の連結除外の影響がなくなり、UV インキの国内外での利用拡大により、増収増益基調を回復するものとみている。

## > 株主還元

### ◆ 安定的な配当継続が基本方針、株主優待制度を導入

同社は株主への利益還元について、業績に応じて安定的な配当を継続実施することを基本方針としている。一株当たり配当金は、06/3 期に1円増配されて以降、12/3 期まで26円で据え置かれた。この間リーマン・ショック後の世界同時不況期に純利益が赤字となった09/3期や原材料価格の上昇により二桁減益となった12/3期も配当金は維持されてきた。

今期予想配当性向は低水準だが、株主優待制度がある。

13/3 期の一株当たり配当金は、好業績を踏まえた普通配当4円増配に東証一部への指定替えに係る記念配当6円を加え36円としたため、配当性向は23.0%となった。14/3 期の一株当たり配当金は、記念配当を落とした30円を予定しており、同社の今期予想EPSに基づく配当性向は13.8%に低下する。

配当性向は低水準ながら、近年同社の株主への利益還元に対する意識を高めている。個人株主に向けた工場見学会やインターネットを用いた第2四半期決算説明会の開催(本決算説明会は機関投資家向けに実施)、株主優待制度の導入(年に一度9月末時点で単元株=100株以上保有の株主に一律3,000円分のQUOカード贈呈)等の施策がその証左である。

## > バリュエーション比較

### ◆ 予想PERは類似企業より若干低い水準

インキメーカー各社との業績や株価バリュエーションの比較を次頁図表6に示した。

同社の今期会社予想EPSに基づくPER10.1倍は、同業他社とほぼ同じか低い水準である(DICは9カ月分の予想EPSに基づくPERで11.4倍、予想EPSを9分の12倍した試算では15.2倍)。

今期会社予想基準PERは他社に比べ低い、優待含む配当利回りも良好。

前期実績基準PBRについては、各社のROE及び自己資本比率を考慮すれば、ほぼ妥当な評価とみられる。配当利回りは同業他社に比べ低いが、1単元の株主にすれば株主優待制度を考慮した実質配当利回りは2.7%となる。なお、DICは1単元以上保有する株主に一律に、DIC川村記念美術館招待券を年1回2枚送付している。入館料(一般900円)を加味した1単元の株主にとっての実質配当利回りは2.6%になる。他社は優待制度を導入していない。株主優待制度を考慮すれば、

## アップデート・レポート

同社の配当利回りは低いとは言い切れない。

当センターでは同社の今期業績が連結範囲の異動により割り引かれていることを考慮し、予想基準 PER 及び優待を含む予想基準配当利回りを根拠として、同社の株価はやや割安と判断する。

図表 6 類似企業との株価バリュエーション比較

| 銘柄             | T&K TOKA     | DIC          | 東洋インキSC<br>ホールディングス | サカタインクス      | 東京インキ        |
|----------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|
| 市場<br>コード      | 東証一部<br>4636 | 東証一部<br>4631 | 東証一部<br>4634        | 東証一部<br>4633 | 東証一部<br>4635 |
| 直前決算期          | 2013/3       | 13/3         | 13/3                | 13/3         | 13/3         |
| 株価 (12月20日) 円  | 2,192        | 304          | 502                 | 976          | 193          |
| 時価総額 億円        | 274          | 2,795        | 1,522               | 611          | 53           |
| 今期予想売上高 億円     | 514          | 7,100        | 2,700               | 1,390        | 460          |
| 前期比増減率 %       | -3.0         | 13.5         | 8.6                 | 12.9         | -2.9         |
| 今期予想営業利益 億円    | 39           | 390          | 200                 | 79           | 4            |
| 前期比増減率 %       | 6.7          | 12.1         | 14.0                | 36.4         | -16.5        |
| 今期予想売上高営業利益率 % | 7.5          | 5.5          | 7.4                 | 5.7          | 0.8          |
| 今期予想基準PER 倍    | 10.1         | 15.2         | 12.5                | 10.9         | 16.6         |
| 今期予想EPS 円      | 217.2        | 26.6         | 40.2                | 89.2         | 11.6         |
| 前期比増減率 %       | 38.9         | 38.1         | 37.7                | -3.4         | -11.4        |
| 前期実績基準PBR 倍    | 0.8          | 2.0          | 1.0                 | 1.3          | 0.3          |
| 前期実績ROE %      | 6.5          | 15.3         | 5.8                 | 13.8         | 1.9          |
| 前々期実績ROE %     | 5.0          | 11.6         | 5.1                 | 8.2          | 1.7          |
| 前期実績自己資本比率 %   | 58.6         | 19.8         | 52.4                | 44.7         | 41.0         |
| 今期予想配当金 円      | 30.0         | 6.0          | 12.0                | 16.0         | 6.0          |
| 今期予想配当利回り %    | 1.4          | 2.0          | 2.4                 | 1.6          | 3.1          |

(注) DIC は、今期より決算月を 12 月に変更した。ここでは今期予想業績については決算短信に記載の通り、前期比増減率は決算短信注記の 13/3 期第 3 四半期累計期間との 9 カ月間の比較を、また予想 PER については会社予想 EPS9 分の 12 倍を利用して算出した。

(出所) 各社の決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

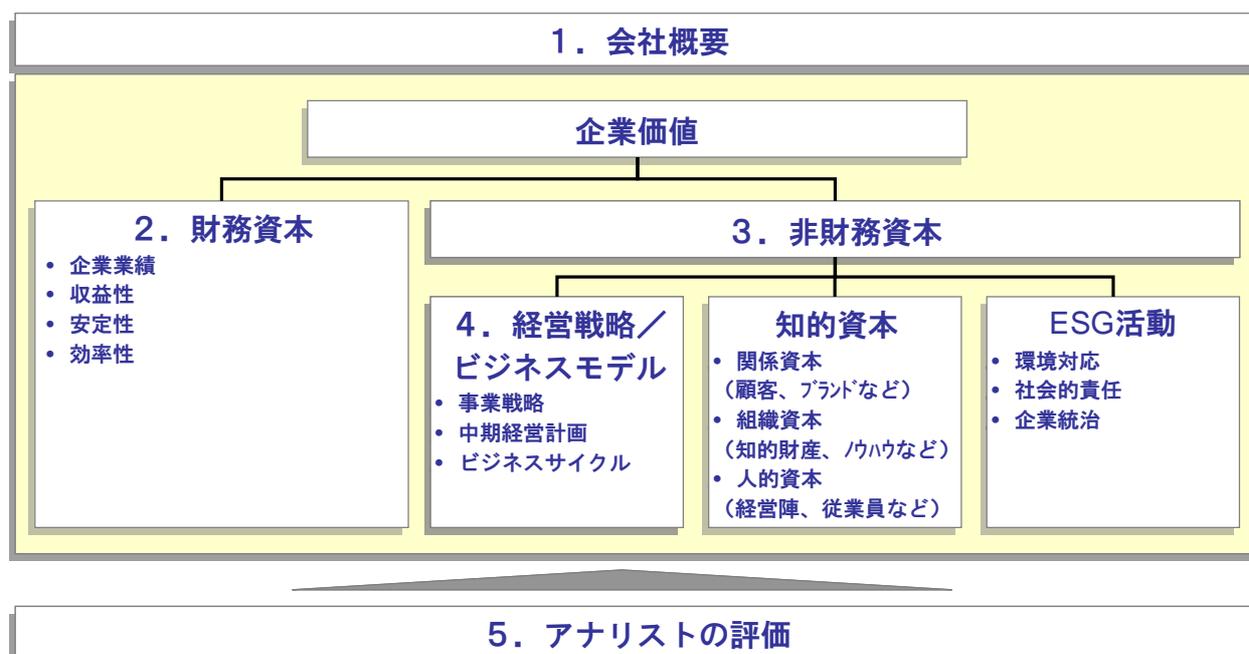
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。