特種東海製紙

3708 東証プライム / パルプ・紙

2026 年 7 月 14 日
QUICK 企業価値研究所　中村宏司

段ボール原紙・特殊紙などが主力の中堅製紙メーカー。環境関連事業にも注力

会社概要

段ボール原紙などの東海パルプと特殊紙の特種製紙が統合

段ボール原紙、クラフト紙など「産業用紙」が源流の東海パルプと、ファンシーペーパー、高級印刷用紙、情報用紙、工業用紙などの「特殊紙」に強みを持つ特種製紙が 2007 年に統合し誕生。特殊紙では 100 種を超える製品銘柄のバリエーションを持つ。ペーパータオル、トイレットペーパーなどの生活商品関連の紙製品も展開する。産業素材事業では日本製紙（3863）と製造・販売ともに協力関係にある。環境関連事業にも注力。

業績の動向

今 27/3 期は一過性の要因で営業減益も経常利益は増益へ

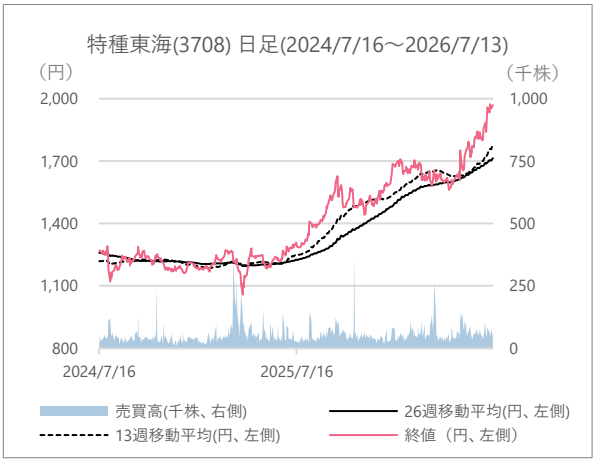
営業利益は 23/3 期に原料高の影響で減益となったが、販売価格への転嫁が進み、24/3 期、25/3 期、26/3 期と増益となった。今 27/3 期は一過性の費用増により営業減益となるが、持分法投資利益の増加で経常増益を計画している。

株価・関連指標の動向

株価は上昇も PBR1 倍割れが続く

25 年に入り、株価は右肩上がりとなった。26 年 7 月 8 日には年初来高値を更新し、21 年以降でみても高値圏にある。ただ、株価は上昇したものの PBR1 倍割れが続いている。配当利回りは 4%を超えている。

株価チャート



株価・指標　（表示単位未満四捨五入）

株価(26/7/13 終値)	1,969.0 円
年初来高値(26/7/8)	1,987.0 円
年初来安値(26/4/23)	1,558.0 円
連結 PER(27/3 期会社予想)	14.92 倍
連結 PBR(最新実績)	0.82 倍
基準 BPS	2,390.31 円
予想配当利回り(27/3 期会社予想)	4.77 %
1 株当たり年間予想配当金	94 円
普通株発行済株式数	39,000 千株
普通株時価総額	768 億円

Not Rated
本資料は正確性、客観性を重視したスポンサードリサーチレポートであり、レーティングは付与しておりません。本資料の配布は日本国居住者のみを対象としております/This material is only intended to be distributed to residents in Japan.

業績データ　会計基準：日本基準　（ %は前期比増減率 ）

決算期	売上高(百万円)		営業利益(百万円)		経常利益(百万円)		純利益(百万円)		EPS(円)
連 25/3 期(実績)	94,800	9.6%	3,928	71.0%	6,227	0.6%	3,607	-21.4%	102.51
連 26/3 期(実績)	95,413	0.6%	4,296	9.4%	5,728	-8.0%	4,368	21.1%	125.01
連 27/3 期(予想)	100,000	4.8%	3,200	-25.5%	5,800	1.2%	4,600	5.3%	132.00

注：予想は会社予想。ただし、予想 EPS は会社予想純利益をベースに当研究所で算出している

Contents

1. 会社概要・沿革

（1） 会社概要

（2） 経営理念・目指すべき企業像・進むべき道

（3） 沿革

2. 事業内容

製紙事業を主力事業として環境関連事業も手掛ける

（1） 事業内容

（2） 事業体制

3. 業界環境・事業戦略

（1） 業界環境

（2） 競合状況

（3） 事業戦略

（4） 中期経営計画

（5） SWOT 分析

4. 業績・財務分析

（1） 業績と財務指標

（2） ROIC の分析

（3） ROE の分析

5. 株価と株価関連指標の関係

（1） 業績と株価・関連指標の動向

（2） 株主総利回り（TSR）の算出

（3） 株主資本コストの算出

6. 当面の業績動向

今 27/3 期は一過性の要因で営業減益を計画

（1） 26/3 期の業績実績

（2） 27/3 期の業績計画

（3） 株主還元

7． 主な非財務情報

（1） 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について

（2） サステナビリティに関する考え方および取り組み

（3） コーポレート・ガバナンスの状況

8． 大株主の状況、リスク等

（1） トップマネジメント

（2） 大株主の状況

（3） 事業等のリスク

9． 財務関連データおよび指標

（1） 損益計算書（通期）、付属資料

（2） 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

（3） 財務分析

（4） 損益計算書（四半期、半期）

Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

（1） 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）

（2） 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

Appendix 2 ～株主資本コストの見方

（1） 株主資本コストとは

（2） QUICK 株主資本コストの算出法

（3） 具体的な活用方法

Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

1. 会社概要・沿革

（1） 会社概要

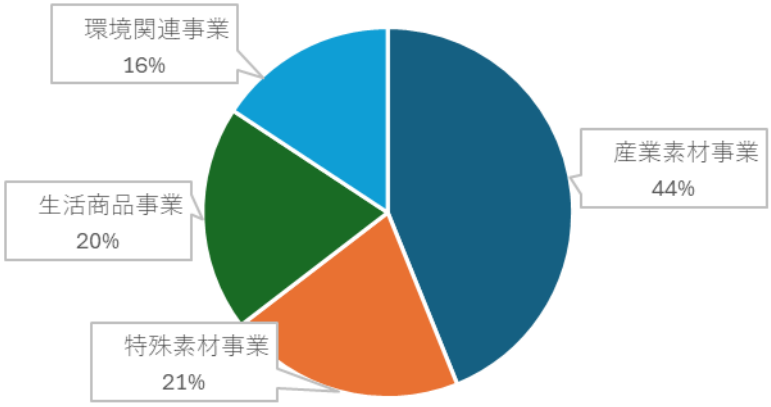
静岡にルーツを持つ段ボール原紙の東海パルプと特殊紙の特種製紙が統合

特種東海製紙は、段ボール原紙、クラフト紙など「産業用紙」が源流の東海パルプと、ファンシーペーパー、高級印刷用紙、情報用紙、工業用紙などの「特殊紙」に強みを持つ特種製紙が 2007 年に統合し誕生。東海パルプ、特種製紙ともに静岡県にルーツを持ち、現在も本店所在地は静岡県島田市である。

日本製紙（3863）との関係も深く、16 年に段ボール原紙・クラフト紙事業において協業して、島田工場を分社化し、新東海製紙（連結子会社。出資比率は同社 65%、日本製紙 35%）を設立した。さらに日本製紙と販売機能を統合させた日本東海インダストリアルペーパーサプライ（持分法適用関連会社。以下 NTI）を設立した。日本製紙と製造、販売で協力することで製造コスト削減、販売強化を進めている。NTI の取り扱いは、段ボール原紙、クラフト紙事業だけで、特殊紙は扱っていないが、特種東海製紙全体の売上高の 38%（26/3 期）を占める。

事業は大きく製紙事業と環境関連事業に区分しており、製紙事業が全体の売上高の 84%（26/3 期）を占める。製紙事業はさらに産業素材事業（同 44%）、特殊素材事業（同 21%）、生活商品事業（同 20%）に区分されている。産業素材事業では、段ボール原紙、クラフト紙の製造販売に加え、水力発電による売電も行っている。特殊素材事業では、特殊印刷用紙および、圧着ハガキ用紙、医用包材、偽造防止用紙などの特殊機能紙など小ロット多品種を特徴とする特殊紙の製造販売を行っている。特殊紙では 100 種を超える製品バリエーションを持つ。生活商品事業では、トイレットペーパー、ペーパータオルなどの生活関連の紙製品を展開している。環境関連事業（同 16%）は、資源再活用事業と自然環境活用事業に区分されている。資源再活用事業では、木くずや廃プラスチックを原料とする固形燃料「RPF」の製造や廃棄物の収集・運搬、中間処理などを手掛けている。自然環境活用事業では、土木建築やウイスキー事業などを手掛けている。

図表1-(1)-1. 売上高構成比（26/3期）



（出所）26/3期決算短信で当研究所作成

（2） 経営理念・目指すべき企業像・進むべき道

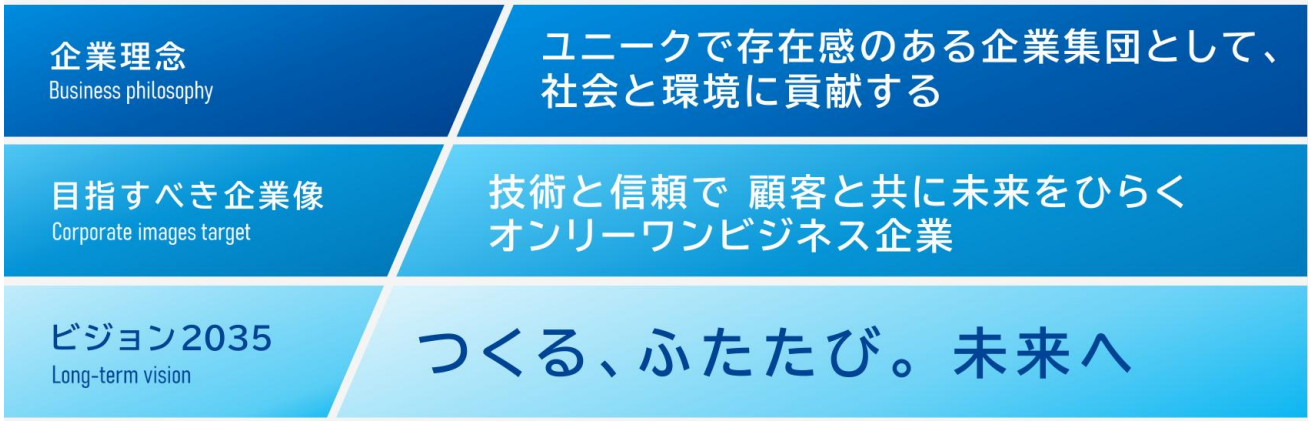
経営理念

ユニークで存在感のある企業集団として、社会と環境に貢献する

目指すべき企業像

技術と信頼で 顧客と共に未来をひらく オンリーワンビジネス企業

図表1-(2)-1. 経営理念



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

（3） 沿革

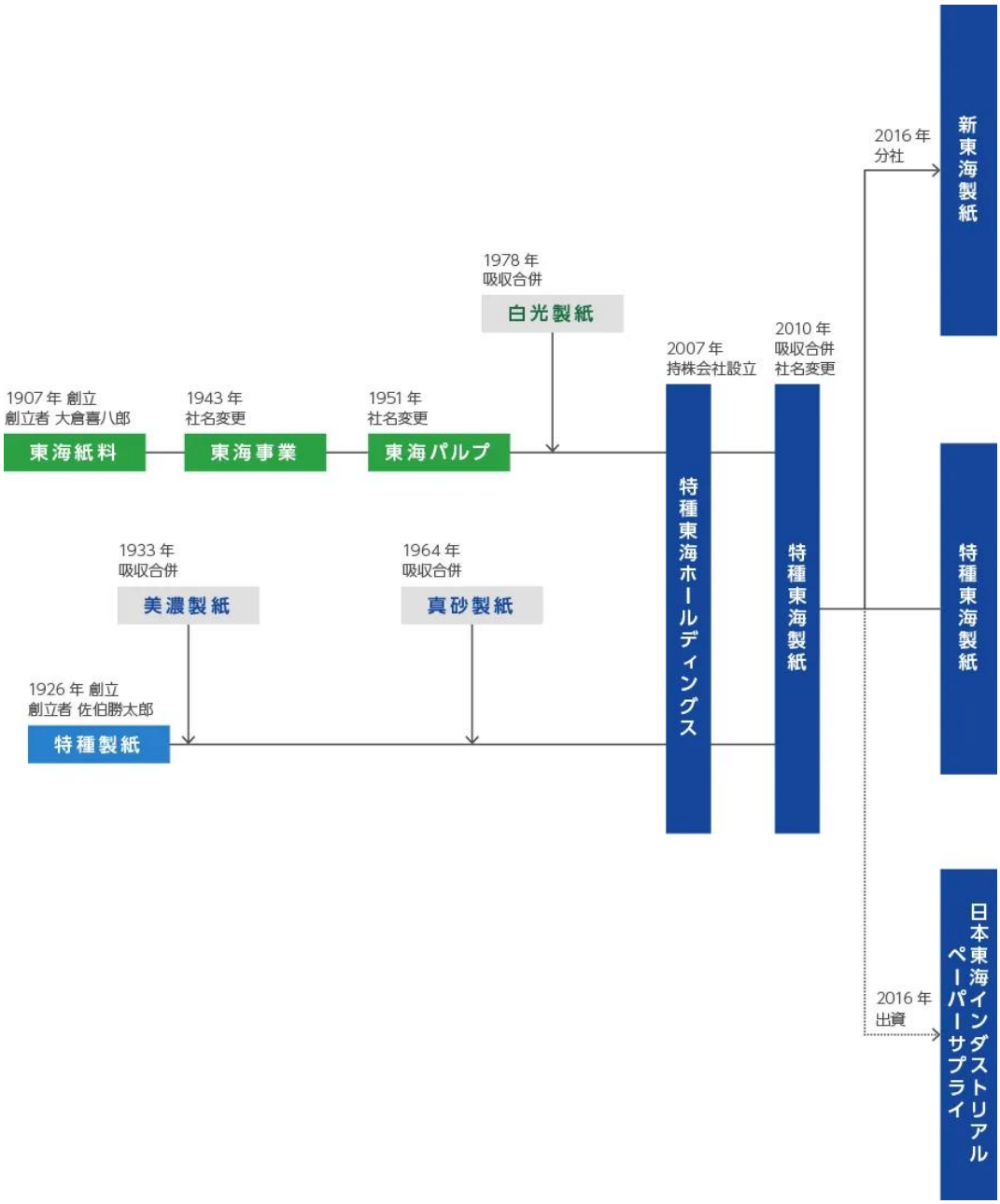
特種東海製紙（以下、同社）は、2007 年に東海パルプと特種製紙が統合して誕生した。社歴図は図表1-(3)-1 の通り。

前身の東海パルプと特種製紙の沿革をみると、東海パルプは、約 2 万 4430 ヘクタールにおよぶ山林の購入を契機に、1907 年、明治を代表する実業家・大倉喜八郎男爵（1837-1928）によって「東海紙料株式会社」が創立された。広大な南アルプスの森林資源と大井川の豊かな水資源を活用した水力発電を動力源として紙の原料であるパルプの製造を開始、日本の製紙業の黎明期を支えた。終戦後は現在の主力事業である製紙事業に進出し、社名を「東海パルプ株式会社」へ変更。段ボール原紙、クラフト紙、クラフトパルプの生産設備を拡充していき、1970 年には単一工場の生産量として当時の世界的規模に到達した。

特種製紙は、輸入に頼っていた特殊紙を自分たちの手でつくりたいという想いから、1926 年、工学博士でもある佐伯勝太郎博士（1871-1934）によって「特種製紙株式会社」が創立された。大蔵省印刷局抄紙部長を務めた経歴を持つ佐伯博士は、試行錯誤の末に革新的な技術をもって特殊紙の国産化を実現。研究・技術

開発に対する創業者の情熱は後代に脈々と受け継がれ、皮革の肌感を紙で再現したファンシーペーパー（色やパターンを施した印刷用紙）や時代の流れに応じて必要とされる様々な機能紙など、5000 種を超える特殊紙を世に送り出した。

図表1-(3)-1.　社歴図



（出所）会社ホームページ

特種東海製紙になってからの沿革は図表 1-(3)-2 の通り。

図表1-(3)-2.　沿革

年月	概　　要
2006年11月	特種製紙㈱及び東海パルプ㈱（以下、「両社」）が、共同持株会社となる特種東海ホールディングス㈱（以下、「当社」）の設立に関する基本合意書を締結。
2006年12月	両社取締役会で当社設立を決議。
2007年2月	両社臨時株主総会において当社設立を承認。
2007年3月	両社上場廃止。
2007年4月	当社設立。 東京証券取引所第一部に株式を上場。
2007年6月	三菱商事株式会社を引受人として、第三者割当増資による新株式発行。
2007年6月	当社及び特種製紙㈱は、王子製紙株式会社及び王子特殊紙株式会社と「戦略的提携の検討開始および資本提携に関する覚書」を締結。
2007年7月	当社及び特種製紙㈱並びに東海パルプ㈱は、日清紡株式会社と特殊紙分野及び家庭紙分野における事業提携に関し合意。
2007年10月	㈱東海フォレスト（現・連結子会社）が、㈱白峰商会を吸収合併。
2008年1月	明治製紙㈱（現・連結子会社）が、久保田製紙㈱を吸収合併。
2010年1月	㈱テック東海が、東海物流システム㈱を吸収合併し、商号を㈱テクノサポート（現・連結子会社）に変更。
2010年4月	当社が、特種製紙㈱及び東海パルプ㈱を吸収合併。
2010年4月	特種ロジスティクス㈱が、静岡物流㈱を吸収合併し、商号を静岡ロジスティクス㈱（現・連結子会社）に変更。
2010年7月	当社の商号を特種東海製紙㈱に変更。
2012年2月	㈱竹尾の株式を追加取得し、当社の持分法適用関連会社となる。
2012年3月	大一コンテナー㈱の株式の一部を譲渡（連結子会社から持分法適用関連会社へ変更）。
2013年8月	当社は、大王製紙株式会社と「業務及び資本提携に関する覚書」を締結。
2016年4月	新東海製紙㈱（現・連結子会社）設立。
2016年5月	㈱竹尾の株式の一部を譲渡（持分法適用関連会社から外れる）。
2016年10月	新東海製紙㈱が、当社島田工場を吸収分割により承継。
2016年10月	日本製紙株式会社の子会社である日本東海インダストリアルペーパーサプライ㈱（現・持分法適用関連会社）が、当社の段ボール原紙及び重袋用・一般両更クラフト紙事業における販売機能に関して有する権利義務を吸収分割により承継。
2017年11月	新東海ロジスティクス㈱（現・連結子会社）が、㈱ＴＯＳロジスティクスを吸収合併。
2020年1月	㈱駿河サービス工業の発行済全株式を取得し子会社化。
2020年4月	㈱トライフ（現・連結子会社）が、特種メーテル㈱を吸収合併。
2020年4月	当社の井川社有林等に関わる事業を新設分割により十山㈱（現・連結子会社）を設立。
2021年4月	当社は、上六印刷株式会社及び株式会社名古屋モウルドとの合弁会社㈱モルディアを設立。
2021年8月	㈱駿河サービス工業（現・連結子会社）が、湘南商事㈱を吸収合併。
2022年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所第一部からプライム市場に移行。
2023年4月	トーエイホールディングス㈱の発行済株式を取得し子会社化。
2023年4月	本社事務所を東京都千代田区へ移転。
2024年4月	㈱貴藤ホールディングスの発行済全株式を取得し子会社化。
2024年8月	㈱貴藤（現・連結子会社）が、㈱貴藤ホールディングスを吸収合併。
2024年11月	トーエイ㈱（現・連結子会社）が、トーエイホールディングス㈱を吸収合併。
2025年11月	㈱特種東海フォレスト（現・連結子会社）が、㈱フジエダロードの発行済全株式を取得し子会社化。
2026年4月	㈱ＴＴトレーディングを吸収合併。

（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）で当研究所作成

2. 事業内容

製紙事業を主力事業として環境関連事業も手掛ける

（1） 事業内容

同社の事業は、大きく製紙事業と環境関連事業に区分している。製紙事業はさらに産業素材事業、特殊素材事業、生活商品事業に区分されている。

産業素材事業

段ボール原紙、クラフト紙の製造販売に加え、水力発電による売電も行っている。産業素材事業は、全売上高の約 44％を占めており、その内訳は、段ボール原紙 6 割、クラフト紙 2 割、その他紙製品 1 割、水力発電 1 割となっている。

図表2-(1)-1. 産業素材事業の主要製品

（出所）会社案内

段ボールは、商品の物流に欠かせない産業用紙である。一口に段ボール原紙と言っても、求められる機能は様々である。同社は、飲料や青果物、家電や工業製品など、それぞれの商品の性質や物流の仕組みを考えた品質を実現し、物流の未来に貢献している。

また、米袋やセメント袋に利用される多層紙袋用クラフト伸張紙、包装用紙に使われる軽包装用クラフト紙など、産業資材の種類と用途にあわせたクラフト紙を生産している。同社のクラフト紙は、耐久性・強度を重視し、加工性の向上をはかり、様々な顧客の要望に応えている。耐水性、撥水性、防滑性、美粧性など様々な機能

を付与した工業用紙の開発も進めている。

段ボール原紙・クラフト紙の製造、販売では、前述の通り日本製紙と協力関係にある。製造は子会社の新東海製紙が担い、日本製紙と特種東海製紙で古紙原料の共同調達も行っている。段ボール原紙・クラフト紙の販売は日本東海インダストリアルペーパーサプライ（NTI）が担っており、NTI は持分法適用関連会社のため、売上高には計上されるが営業利益には反映されず、経常利益で持分法投資損益として認識している。

さらに提携強化を図っており、段ボール原紙生産・段ボール加工・販売ノウハウ・リソースの相互活用・協業の可能性検討のため、4 社（同社、日本製紙、NTI、トーモク）による協業検討の覚書を締結した（26 年 4 月 7 日公表）。4 社メンバーによる協業推進委員会にて環境負荷軽減を目的に多角的な協業を検討していくとしている。

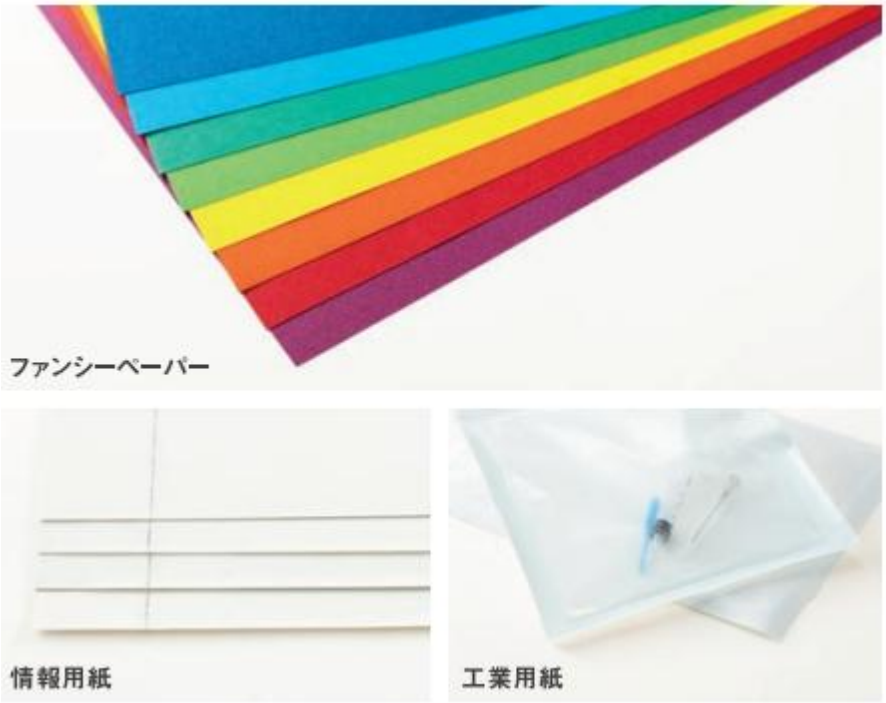
売電事業については、静岡県島田市に赤松水力発電所を持っている。2014 年、約 1 年間にわたる工期を経て赤松水力発電所のリニューアル工事を行った。同工事は「再生可能エネルギー固定価格買取制度」への適用を目的として実施され、現在は同工事を経て、赤松水力発電所で発電された約 1 万 6000 世帯分の年間使用電力量に相当するすべての電力を販売している。

特殊素材事業

特殊印刷用紙、および圧着ハガキ用紙、医用包材、偽造防止用紙といった特殊機能紙について、小ロット多品種を特徴とする特殊紙の製造販売を行う。特殊素材事業は全売上高の約 21%を占めており、その内訳は、特殊印刷用紙 3 割、特殊機能紙 7 割となっている。

特殊紙とは、特殊な原料や製造方法で、様々な機能を付与した紙のことである。付与する機能は、耐水性、耐油性、抗菌性、耐熱性、絶縁性、導電性、難燃性、印刷適性、デザイン性などである。求める機能は用途分野によって異なる。同社では、情報用紙、工業用紙、ファンシーペーパー、高級印刷用紙の 4 分野で特殊紙を展開しており、100 種類を超える製品銘柄の特殊紙バリエーションを提供している。

図表2-(1)-2.　特殊素材事業の主要製品



（出所）会社案内

なお、同社の社名は「特殊」ではなく「特種」という字を採用している。これは紙の原料である「種（たね）」にこだわりを持つことを表している。紙製品の品質を決める重要なポイントは、原料やその処理の仕方である。同社では、製品に合った原料を世界中の産地から選りすぐり、もっともふさわしい調合をすることで高品質な特殊紙を提供している。

生活商品事業

トイレットペーパー、ペーパータオルなどの衛生用紙、ラミネート加工紙の製造販売を行う。リサイクル原料を使用したトイレットペーパー（商品名：eCOLOGY）やペーパータオル（商品名：タウパー）に代表される衛生用紙を中心に事業を展開している。生活商品事業は、全売上高の約 20％を占めており、その内訳は、トイレットペーパー3 割、ペーパータオル 4 割、ラミネート製品 3 割となっている。

図表2-(1)-3.　生活商品事業の主要製品

（出所）会社案内

環境関連事業

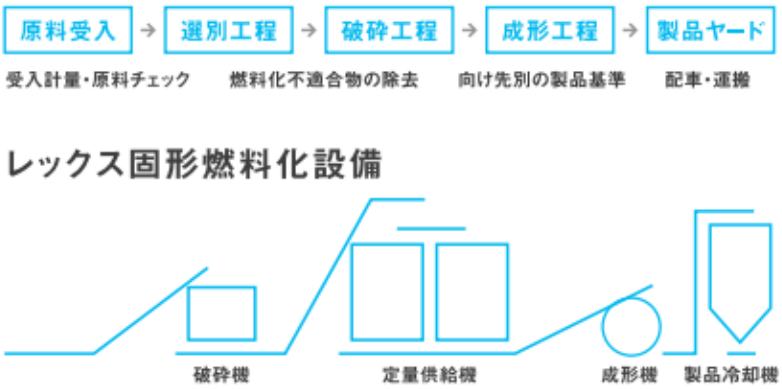
資源再活用事業と自然環境活用事業に区分されている。環境関連事業は全売上高の約 16%を占めており、その内訳は、資源再活用事業 7 割、自然環境活用事業 3 割となっている。

図表2-(1)-4.　環境関連事業の主要製品

（出所）会社案内

資源再活用事業では、廃棄物の収集運搬・中間処理、廃プラスチック・家電などの再資源化、廃棄物燃料の製造を行う。製紙業で培った資源リサイクルの技術と精神を基盤に、「資源循環」「脱炭素」「適正処理」の実現に向けた事業を展開している。主要製品が固形燃料 RPF であり、木くずや廃プラスチックを製紙工程のエネルギー源として燃料利用し、地域から排出される多様な廃棄物を新たな原料・資材として再生することで、社会全体の環境負荷低減を目指している。RPF は子会社のレックスが手掛けており、製造工程は図表 2-(1)-5、導入のメリットは図表 2-(1)-6 の通り。

図表2-(1)-5.　RPFの製造工程



（出所）会社案内

図表2-(1)-6.　RPFの導入のメリット

（出所）会社ホームページ

自然環境活用事業では、事業の原点である山林事業で培われた林業土木技術を核として、建築、土木・緑化事業をはじめ、ウイスキー事業、観光事業など幅広い事業を展開している。

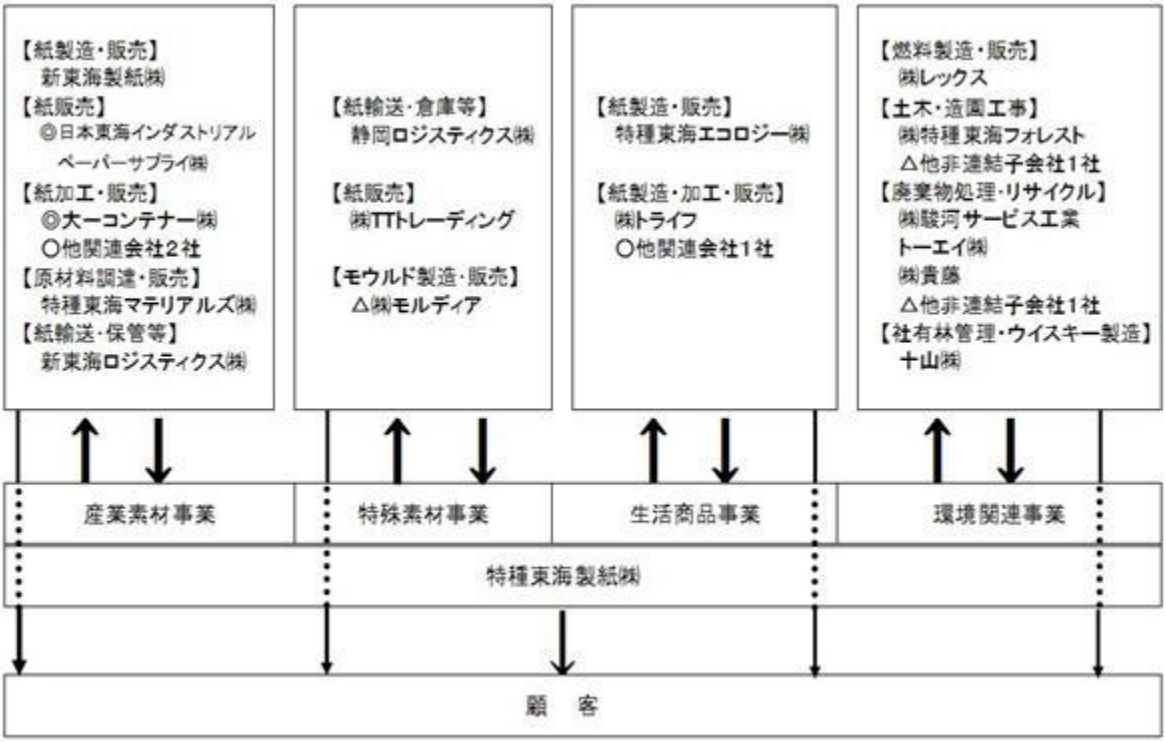
環境関連事業の売上高構成比は小さいものの、需要の増加を見込み、成長事業と位置付けている。今期からスタートした新中期経営計画では、再資源化ビジネスを中心に成長投資を積極化し、新領域への参入によ

り事業規模を拡大させていくとしている。

（2） 事業体制

同社グループ（同社および子会社、関連会社）は、同社、子会社 15 社および関連会社 5 社で構成され、紙パルプの製造・販売に関する事業を主に行っており、さらに紙加工や土木・造園工事、廃棄物処理などの事業を行っている。同社グループの事業に係わる位置付けおよびセグメントとの関連は次の通りである。

図表2-(2)-1. 事業系統図



（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）

［産業素材事業］

同社が紙の販売および売電をするほか、新東海製紙が紙パルプの製造・販売を、特種東海マテリアルズが紙原料の供給を、新東海ロジスティクスが紙製品の輸送・保管等を、関連会社 4 社が紙の加工・販売を行っている。

［特殊素材事業］

同社が紙の製造・販売をするほか、TT トレーディングが紙の販売を、静岡ロジスティクスが紙製品を保管する倉庫業および紙製品の輸送を、モルディアがモウルドの製造・販売を行っている。

［生活商品事業］

トライフ・関連会社 1 社が紙の製造・加工・販売を、特種東海エコロジーが紙の製造・販売を行っている。

［環境関連事業］

レックスがサーマルリサイクル燃料の製造・販売を、特種東海フォレスト・子会社 1 社が土木・造園工事を、駿河サービス工業・トーエイ・貴藤・子会社 1 社が廃棄物の収集運搬・処分・リサイクルを、十山が社有林管理・ウイスキー製造を行っている。

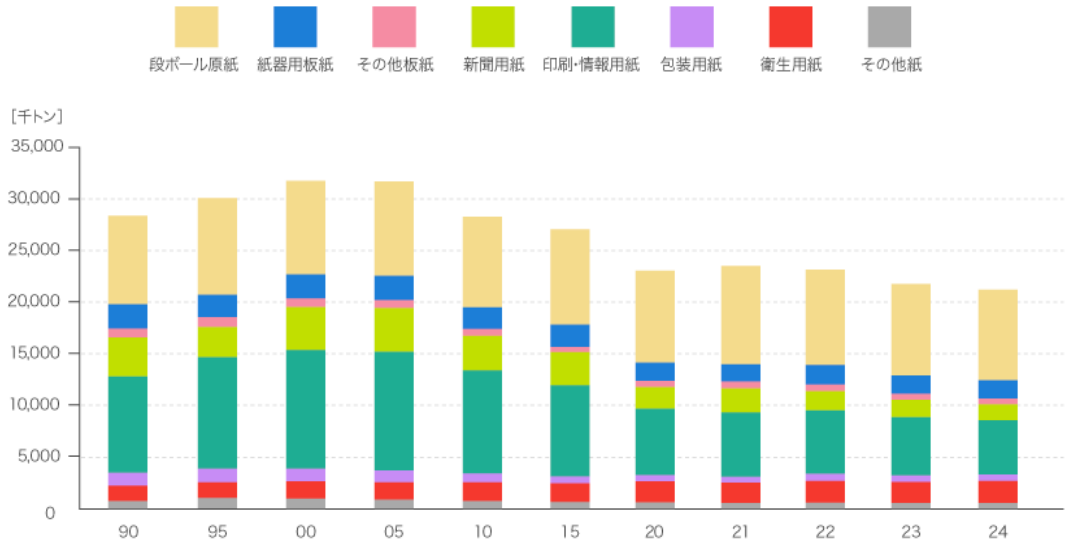
3. 業界環境・事業戦略

（1） 業界環境

紙・板紙の国内需要は、2008 年まで 3000 万トン台で推移していたが、リーマン・ショック後の 09 年に大幅な落ち込みを記録し、以降は減少基調で推移している。

紙については、デジタル化等の要因により、グラフィック用紙（新聞用紙＋印刷・情報用紙）を中心に減少が続いている。一方、板紙については、コロナ禍以降の e コマースの普及等を背景にパッケージング用途の需要が高まり、比較的堅調に推移している。

図表3-(1)-1. 紙・板紙内需の推移

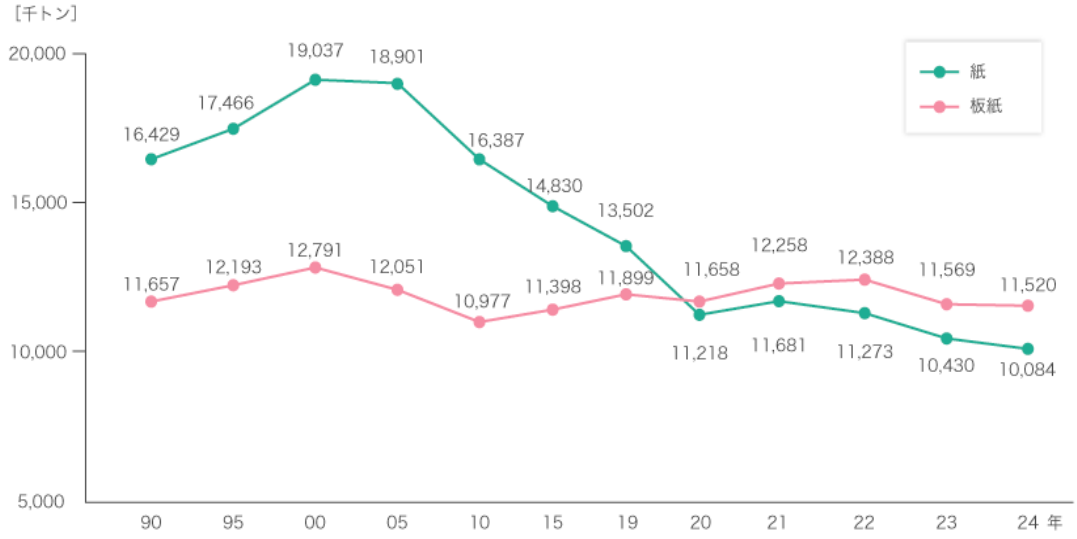


単位：千トン	90年	95年	00 年	05 年	10 年	15 年	20年	21年	22年	23年	24年
新聞用紙	3,579	3,381	3,699	3,759	3,349	3,033	2,099	2,001	1,864	1,681	1,531
印刷・情報用紙	9,239	10,716	11,866	11,993	9,949	8,893	6,390	6,386	6,122	5,612	5,239
包装用紙	1,205	1,110	1,041	952	852	729	612	661	687	627	618
衛生用紙	1,379	1,576	1,725	1,810	1,856	1,946	2,038	2,015	2,087	2,051	2,104
その他紙	988	920	924	826	797	747	612	629	603	538	568
紙計	16,390	17,702	19,254	19,338	16,804	15,348	11,751	11,693	11,363	10,510	10,059
段ボール原紙	8,443	9,020	9,392	9,342	8,728	8,884	8,818	9,143	9,169	8,796	8,684
紙器用板紙	2,349	2,286	2,314	2,236	2,094	1,983	1,775	1,838	1,885	1,763	1,761
その他板紙	1,147	1,040	1,006	858	667	650	597	630	632	581	572
板紙計	11,939	12,345	12,713	12,435	11,489	11,517	11,190	11,611	11,686	11,140	11,017
紙・板紙計	28,329	30,048	31,967	31,774	28,293	26,866	22,941	23,305	23,050	21,650	21,077
グラフィック用紙	12,818	14,097	15,565	15,751	13,298	11,926	8,489	8,388	7,986	7,293	6,770
パッケージング用紙	14,132	14,375	14,677	14,213	13,139	12,994	12,414	12,902	12,976	12,306	12,202

資料：日本製紙連合会

（出所）日本製紙連合会ホームページ

図表3-(1)-2.　生産量の推移



単位：千トン	90年	95年	00 年	05 年	10 年	15 年	19 年	20年	21年	22年	23年	24年
新聞用紙	3,479	3,098	3,419	3,720	3,349	2,985	2,422	2,061	1,978	1,854	1,666	1,524
印刷・情報用紙	9,251	10,565	11,756	11,503	9,547	8,384	7,512	5,877	6,314	5,997	5,552	5,275
包装用紙	1,185	1,089	1,049	975	904	891	899	759	831	842	764	754
衛生用紙	1,366	1,558	1,735	1,764	1,792	1,766	1,831	1,833	1,797	1,872	1,823	1,869
雑種紙	1,148	1,157	1,078	939	794	804	838	681	760	708	624	662
紙計	16,429	17,466	19,037	18,901	16,387	14,830	13,502	11,212	11,681	11,273	10,430	10,084
段ボール原紙	8,275	9,019	9,676	9,311	8,647	9,187	9,658	9,701	10,131	10,201	9,511	9,468
紙器用板紙	2,242	2,135	2,097	1,891	1,673	1,570	1,599	1,378	1,501	1,562	1,491	1,485
その他板紙	1,140	1,039	1,019	850	656	642	642	579	625	624	567	568
板紙計	11,657	12,193	12,791	12,051	10,977	11,398	11,899	11,657	12,258	12,388	11,569	11,520
紙・板紙計	28,086	29,659	31,828	30,952	27,363	26,228	25,401	22,869	23,939	23,661	21,999	21,604

資料：経済産業省「生産動態統計」

（出所）日本製紙連合会ホームページ

上述のような事業環境のなか、特種東海製紙は、事業別でみた市場環境、顧客動向について有価証券報告書で以下のように言及している。

a.産業素材事業

当事業においては、段ボール等包装材に用いられる段ボール原紙、クラフト紙の製造を行っている。産業用包装素材の需要については国内の物価高による買い控え等の影響はあるものの堅調な通販需要等により今後も底堅く推移する見通しである。

b.特殊素材事業

当事業においては、出版向けやハイエンドパッケージ向け特殊印刷用紙、製品ごとに異なるユーザー・用途が存在する特殊機能紙等、小ロット多品種・高付加価値を特徴とする製品の製造・販売を行っている。従来からの

デジタル化の影響により、出版や商業印刷物向け等情報伝達媒体として使用される紙については市場が縮小傾向にあるが、脱・減プラスチックの流れによりパッケージ用途の需要は底堅い他、特殊機能紙における海外向け一部製品についても引き続き堅調な需要を見込んでいる。

c.生活商品事業

当事業においては、ペーパータオルやトイレットペーパー等の衛生用紙、およびラミネート紙等加工品の製造・販売を行っている。衛生用紙については生活必需品であることから堅調な需要を見込んでいるが、紙加工品は一般消費の減退により減少傾向にある。

d.環境関連事業

当事業においては、廃プラスチックを主たる材料とする固形燃料（RPF）の製造販売や産業廃棄物の中間処理、廃家電の再資源化、廃プラスチックの再生原料化等、幅広いリサイクルビジネスを展開するとともに、南アルプス社有林の自然価値を活かす取り組みの一環としてウイスキー製造を行っている。リサイクルビジネスについては、中長期的には国内外の社会課題解決に向けた動きとともに、環境負荷低減を目指した資源リサイクルの活動は重要性を増し、関連する事業のニーズは今まで以上に伸びる見込みである。

（2） 競合状況

同社グループは事業セグメントごとに異なった競合他社が多数存在する。

製紙 3 事業においては、総需要に対して生産能力が超過気味であり、業界全体での競争は厳しさを増しているということが共通認識となっている。その中で、特殊機能紙のように比較優位にある分野を強化しつつ差別化を図っていく方針である。また、産業用紙では、日本製紙との協業強化などで、さらなるコスト削減に注力し、収益力の維持、向上を図る。

環境関連事業のうち資源再活用事業においては化石燃料価格の高騰および脱炭素化の社会的背景に伴い廃棄物燃料のニーズが高まりつつあることから、固形燃料の主材料である廃プラスチック等の集荷面で競合が強まりつつある。こうした中、物流を考慮した同業との連携を図るとともに、M&A 等により再資源化の事業領域の拡大に取り組んでいくこととしている。

主な競合会社は、段ボール原紙分野では、レンゴー（3941）、王子 HD（3861）、大王製紙（3880）。特殊紙・機能紙分野では、王子 HD、大王製紙、日本製紙、三菱製紙（3864）、リンテック（7966）、中越パルプ（3877）、北越コーポレーション（3865）が挙げられる。リンテックを除き営業利益率は 5％以下、ROE は同社とリンテックを除き 5％以下となっており、収益性の向上が業界全体の課題である。

図表3-(2)-1.　競合企業の業績比較（26/3期）

コード	社名	売上高（億円）	前期比（%）	営業利益（億円）	前期比（%）	経常利益（億円）	前期比（%）	営業利益率（%）	経常利益率（%）	ROE（%）
3708	特種東海	954	0.6	43	9.4	57	-8.0	4.5	6.0	5.4
3861	王子HD	18,617	0.7	346	-48.9	405	-40.9	1.9	2.2	5.0
3863	日本製紙	11,926	0.9	252	27.9	231	49.0	2.1	1.9	2.4
3941	レンゴー	10,083	1.5	371	-0.9	374	-4.5	3.7	3.7	4.4
3880	大王製紙	6,668	-0.3	240	145.0	213	371.0	3.6	3.2	3.8
7966	リンテック	3,194	1.1	252	2.4	257	-1.6	7.9	8.0	6.9
3865	北越コーポ	2,877	-5.9	75	-61.8	113	-39.9	2.6	3.9	2.8
3864	三菱製紙	1,575	-10.5	3	-94.2	17	-62.2	0.2	1.1	2.0
3877	中越パルプ	1,104	-0.6	27	-43.4	34	-34.0	2.5	3.1	4.2

（出所）各社決算短信で当研究所作成

図表3-(2)-2.　競合企業の業績比較（27/3期会社計画）

コード	社名	売上高（億円）	前期比（%）	営業利益（億円）	前期比（%）	経常利益（億円）	前期比（%）	営業利益率（%）	経常利益率（%）
3708	特種東海	1,000	4.8	32	-25.5	58	1.2	3.2	5.8
3861	王子HD	19,400	4.2	600	73.5	450	11.0	3.1	2.3
3863	日本製紙	12,200	2.3	250	-0.8	180	-22.1	2.0	1.5
3941	レンゴー	10,900	8.1	460	24.0	440	17.6	4.2	4.0
3880	大王製紙	6,800	2.0	240	-0.1	170	-20.3	3.5	2.5
7966	リンテック	3,420	7.1	275	9.3	275	7.1	8.0	8.0
3865	北越コーポ	3,050	6.0	30	-60.2	40	-64.5	1.0	1.3
3864	三菱製紙	1,750	11.1	60	-	60	248.8	3.4	3.4
3877	中越パルプ	1,140	3.3	23	-16.1	27	-20.0	2.0	2.4

（出所）各社決算短信で当研究所作成

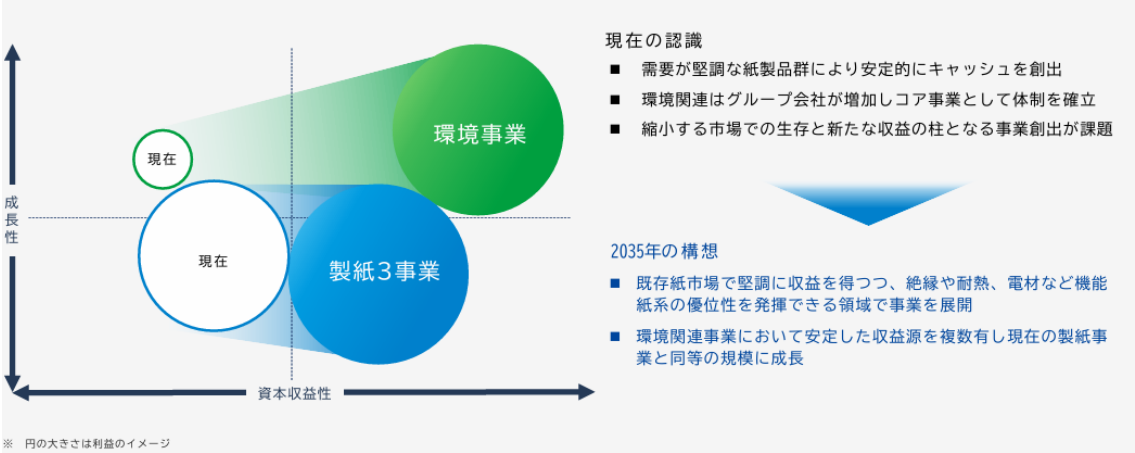
（3）　事業戦略

長期的な事業ポートフォリオとして、外部環境の変化に対応した紙製品構成へ移行し成熟市場での存在感を高めながら、再資源化ビジネスを中心に成長投資を積極化、新領域への参入により事業規模を拡大させていく方針である。各セグメントへの ROIC 導入を進め、資本収益性を意識した事業ポートフォリオ管理を行い、収益性向上を図る。

長期的な事業ポートフォリオは図表 3-(3)-1 の通り。製紙 3 事業は、成長性は乏しいものの、既存紙市場で堅調に収益を得つつ、絶縁や耐熱、電材など機能紙系の優位性を発揮できる分野で事業を展開し収益性を高めていく。環境関連事業は、安定した収益源を複数有し現在の製紙事業と同等の規模への成長を目指すとしている。各事業の展望は図表 3-(3)-2 の通り。

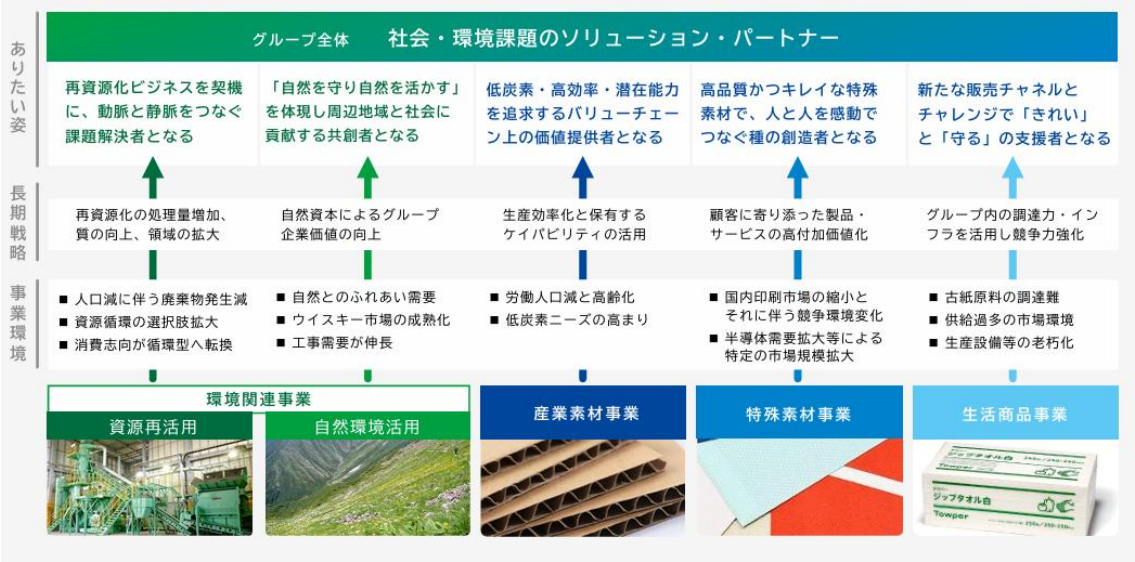
具体的な事業戦略については、（4）中期経営計画で説明する。

図表3-(3)-1.　長期的な事業ポートフォリオ



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

図表3-(3)-2.　各事業の展望



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

（4）　中期経営計画

第 6 次中期経営計画までの進捗と PBR 改善に向けた課題を踏まえ、長期ビジョンの見直しおよび第 7 次中期経営計画（27/3 期から 29/3 期の 3 カ年計画。以下 7 次中計）を策定した。9 年間の長期計画である「ビジョン 2035」における最初の 3 カ年である 7 次中計については、株主資本コストを上回る収益水準に向けた基礎固めの期間と位置づけ、成長・基盤両方の事業へ戦略投資を実行し、既存事業の安定化を図りつつ、再資源化ビジネスを中心に新規領域・新事業へ参入することで中長期的な収益源の獲得を図る。

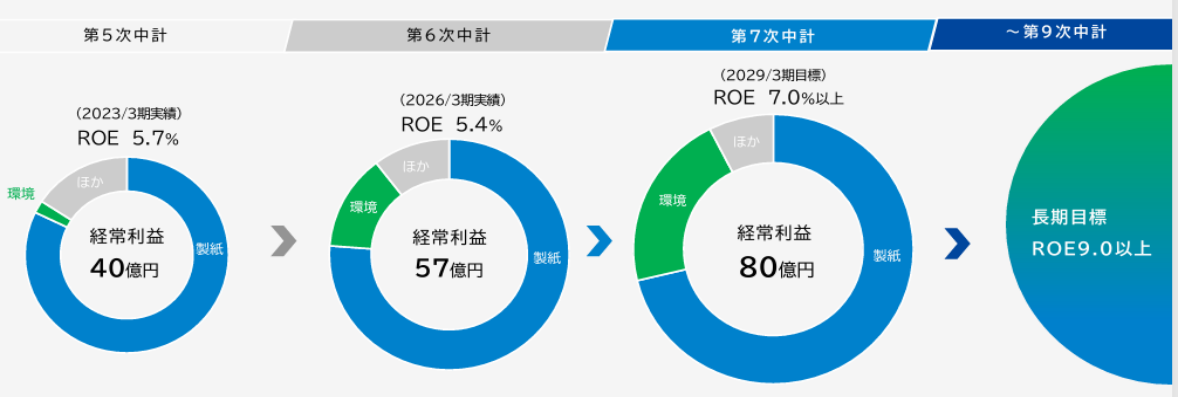
重点戦略として①生産体制・製品/サービス構成の最適化、②環境関連事業の基盤固めと周辺領域への拡大、③成長を支えるサステナビリティ経営の高度化、を挙げている。

計画最終年度（29/3 期）には経常利益 80 億円（26/3 期は 57 億円）、ROE7.0％（同 5.4％）を目標としている（図表 3-(4)-2）。なお、連結売上高の約 4 割を占める段ボール原紙・クラフト紙の損益は同社が 35％を保有する NTI に係る持分法投資損益で認識するため目標としては経常利益を採用している。

図表3-(4)-1.　中期経営計画の位置づけ

（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

図表3-(4)-2.　中期経営計画の数値目標



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

7 次中計をビジョン 2035 における収益性向上に向けた土台構築の期間と位置づけ、成長・基盤両方への戦略投資を実行する。株主資本コストを上回る収益水準に向けたマイルストーンとして経常利益と ROE 目標を設定し、再資源化ビジネスを中心に新分野・新事業へ進出、収益源の獲得を図っていく。

各セグメントの利益計画は図表 3-(4)-3 の通り。

図表3-(4)-3.　各セグメントの利益計画

	第6次中期経営計画	第7次中期経営計画	
（百万円）	2026/3期 実績	2029/3期 目標	差異
産業素材※	2,013	3,100	+54.0%
特殊素材	1,494	1,700	+13.8%
生活商品	798	900	+12.8%
環境関連	755	1,700	+125.2%

※ 産業素材には持分法投資損益を含めています。

（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

以下、各事業戦略について説明する。

産業素材事業

基本方針として、外部環境の変化に対応し安定的な利益創出が可能な生産体制の構築を掲げている。

主要施策①段ボール原紙事業の協業検討。段ボール原紙生産・段ボール加工・販売ノウハウ・リソースの相互活用・協業の可能性検討のため、4 社（同社、日本製紙、NTI、トーモク）による協業検討の覚書を締結した（26 年 4 月 7 日公表）。4 社メンバーによる協業推進委員会にて環境負荷軽減を目的に多角的な協業を検討していく。

主要施策②スマートファクトリー化。人手不足への対策として島田工場におけるクラフトパルプ生産設備の通常操業と抄紙機ワインダーの自動化および製品倉庫の一部自動化を実施。生産性・効率性の向上を図る。

特殊素材事業

基本方針として、成熟市場での収益性向上と成長領域への拡販を掲げている。

主要施策①アラミドペーパー（耐熱性、難燃性、電気絶縁性に優れた高機能湿式不織布）の拡販・増産体制確立と機能紙の製品開発を推進する。中長期的な成長市場開拓に向けて絶縁、耐熱などの機能性を活かした製品開発を行うとともに、前中計期間では延期となった増産投資の実行を前提に、課題だったアラミドペーパーの拡販を促進させる。アラミドペーパーとは、メタアラミド繊維という耐熱性・難燃性・引張強度の高さを特長とする高機能繊維を紙のようにシート化したものである。長期的に熱安定性の高い素材であり、TT-TOKRON という製品名で変圧器やモーター等の信頼性に重要な絶縁紙として使用される。

図表3-(4)-4.　アラミドペーパー使用イメージ

（出所）会社ホームページ

主要施策②製造販売が一体となった開発・拡販の加速。アラミドペーパーや機能紙を含め、前中計期間で未達となった特殊素材事業における成長領域への製品拡販を加速させるため、紙販売代理店のグループ会社・TTトレーディングを吸収合併するとともに事業本部に特殊紙に特化した開発部門を新設した。

生活商品事業

基本方針として、グループにおける原料調達力を背景とするコスト面・販売面での競争力向上を掲げている。

主要施策①段ボール古紙配合衛生用紙の生産/販売の確立。調達の難化が予想されるプリント用紙などが由来の白物古紙に代わり、産業用紙製造における調達の横展開が可能な段ボール古紙を配合したトイレットペーパーの新規開発、ペーパータオルの既存品定着＆ラインナップ追加を実施。段ボール古紙を配合しつつも品質と使用感を損なわない衛生用紙の生産、販売確立を目指す。

主要施策②市販品の強化。同業他社の参入や輸入品の増加など、供給過多かつ価格競争激化の可能性のあるペーパータオル市場で存在感を発揮するため、自社販路の稼働と独自製品の投入により『Towper』ブランドを訴求する。

主要施策③My PUP（マイパップ）活用。紙パッケージ製作をオンライン上で完結出来る IT プラットフォームで、加工品事業領域の拡大を目指すとしている。なお My PUP とは、グループ会社のトライフが提供する、オンライン上で紙パッケージ（箱・袋）の制作、デザイン、見積もり、決済までを完結できるサービスである。

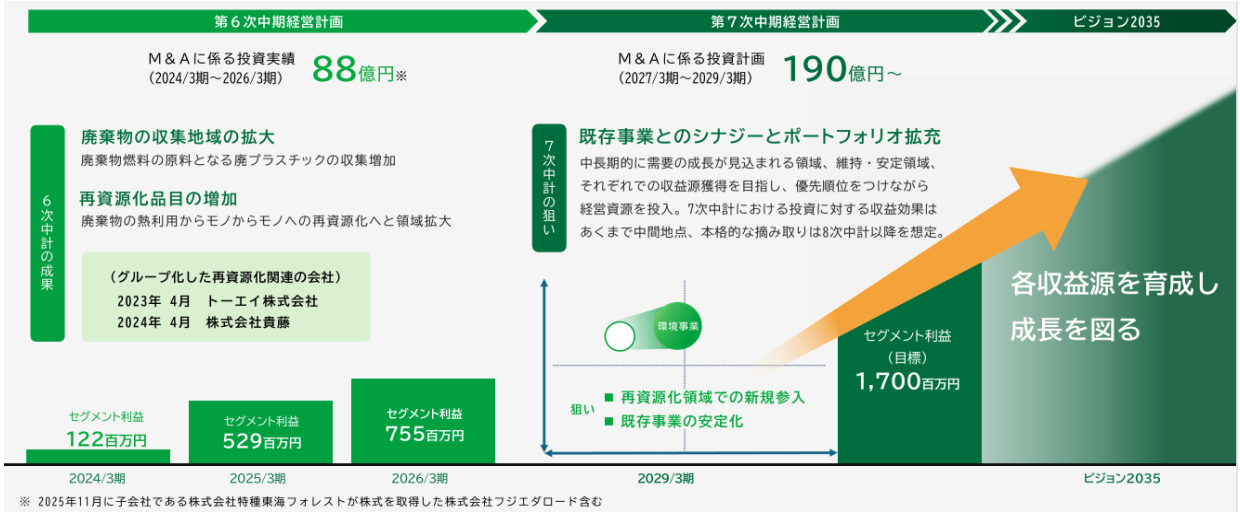
環境関連事業

環境関連事業、再資源化ビジネスの戦略については、廃棄物燃料や家電・小型家電リサイクル、再生プラスチックなど既存の再資源化ビジネスの基盤強化を行いつつ、M＆A・アライアンスを含む新規事業への参入を複数件実施。リターンの一部摘み取りと中長期的な収益規模の拡大を目指す。

中長期的に需要の成長が見込まれる領域、維持・安定領域、それぞれでの収益源獲得を目指し、優先順

位をつけながら経営資源を投入していく。7 次中計における投資に対する収益効果はあくまで中間地点、本格的な摘み取りは 8 次中計以降を想定している。

図表3-(4)-5.　環境関連事業の投資と収益計画



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

環境関連事業は資源再活用事業と自然環境活用事業に区分されている。資源再活用事業の基本方針は、処理・製造基盤の強化と外部連携・新規参入を通じた成長エンジンの複線化を掲げている。

主要施策①既存事業に隣接する領域への新規参入。長期的には、使用済み製品を回収・再資源化・再び同じ製品へ再利用する資源循環のクローズドループが形成されることを想定し、家電リサイクルなどの既存事業とのシナジー発現が見込まれる領域において複数件の新規事業開始・準備完了を目指す。

主要施策②新工場での RPF 生産拡大。2026 年 9 月より 2 交替から 3 交替へ移行、2027 年からは通年 3 交替でフル生産を行い 2000t/月の生産体制を構築し、産業素材・島田工場の 13 号ボイラ稼働によるグループ内使用量増加を見据え、集荷・生産・販売量のバランスを維持しながら安定増産を図る。

自然環境活用事業の基本方針は、井川山林における自然資本と事業活動の両面でのグループ企業価値向上への寄与を掲げている。

主要施策①井川山林における協働拡大とウイスキー事業拡充。保護・保全事業の関係人口を増やしつつ、観光資源として魅力を高める。6 年目を迎えるウイスキー事業は、年 2 回のデッサン・シリーズでブランド価値を醸成しつつ、海外への販路拡大も目指す。

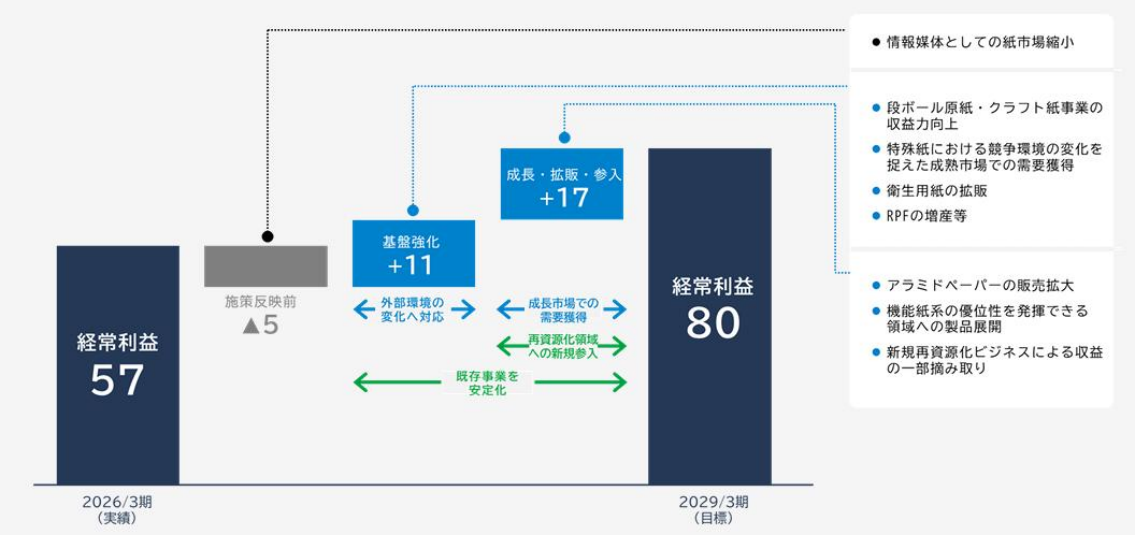
主要施策②建築・土木農林緑化事業の基盤強化。建築工事では、ICT 技術を導入した業務プロセス改善を実施し、民間工事の受注件数増加を図るほか、事業提携により農林緑化事業を拡大することにより、収益安定化を目指す。

経常利益改善計画

紙市場の縮小シナリオ（施策反映前）を前提に、成熟市場では基盤強化での打ち返し、成長領域での需

要獲得で利益拡大、再資源化領域での新規事業開始によるリターンの一部摘み取りにより 6 次中計最終年度比で経常利益+23 億円を目標に設定した（図表 3-(4)-6）。

図表3-(4)-6.　対前中計最終年度からの経常利益改善計画

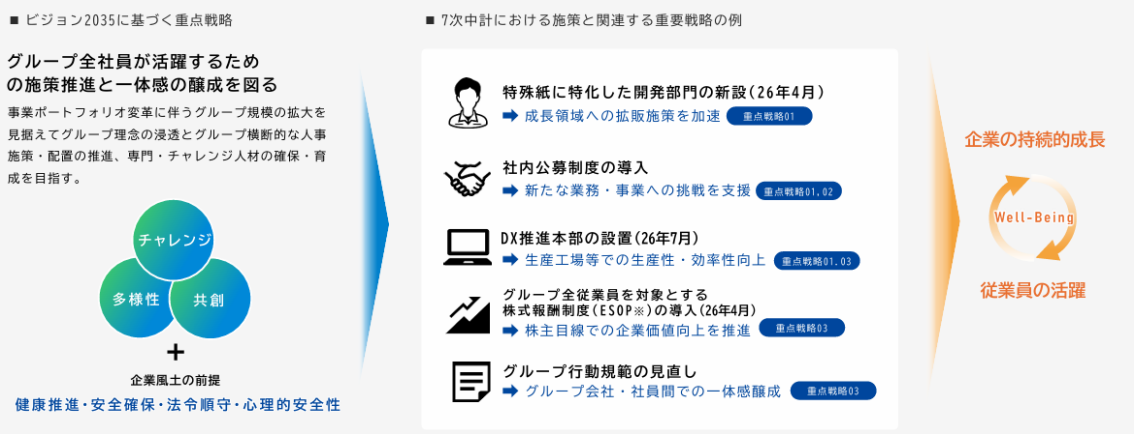


（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

人的資本に係る方針と取り組み

長期目標達成に向けてもっとも重要な経営資源は「人」という認識のもと、社員の成長が会社の成長に繋がる循環により、持続的に企業価値を向上させる強い集団を作っていく。

図表3-(4)-7.　人的資本に係る方針と取り組み



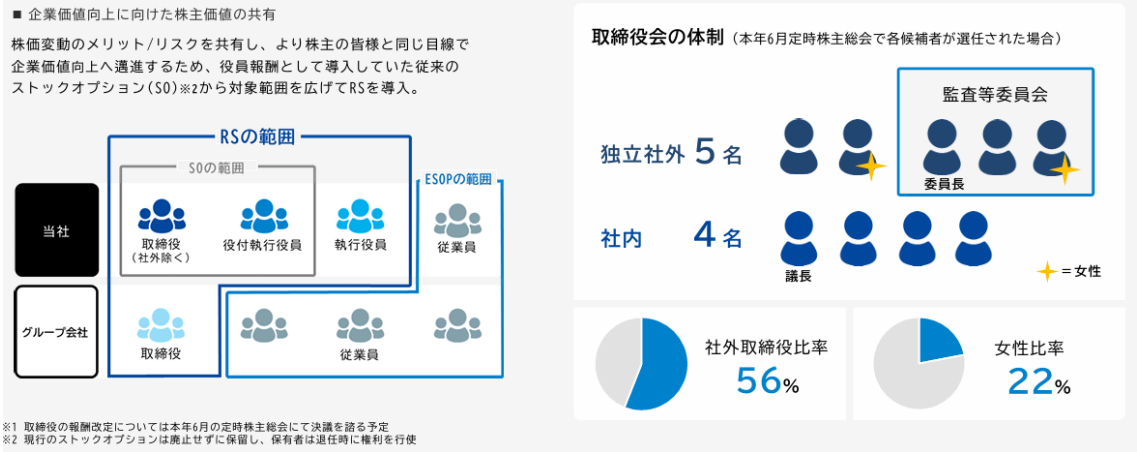
（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

ガバナンス

中長期的な企業価値向上を図るインセンティブと株主との一層の価値共有として、取締役・執行役員等を

対象とする譲渡制限付株式報酬制度(RS)を導入するとともに、取締役会は独立社外取締役が過半数とする構成とし、モニタリング機能の強化と成長戦略等の議論の深化を図る。

図表3-(4)-8.　ガバナンス

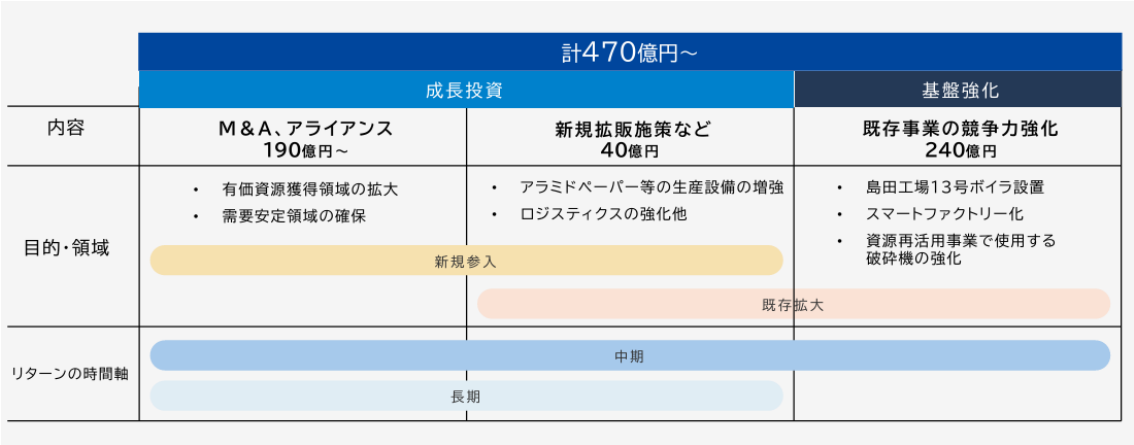


（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

投資計画

再資源化の対象や目的、市場ポテンシャルなどでターゲットを整理したうえで、成長エンジンである再資源化ビジネスの拡大を目指し、想定額を超える投資であっても実施を検討。基盤強化投資も実施するため長期アロケーションでも投資額の比重が大きい期間であり、定量基準（ROI）に加えて事業間シナジーの発現など定性基準と併せて投資判断を行っていく。

図表3-(4)-9.　投資計画



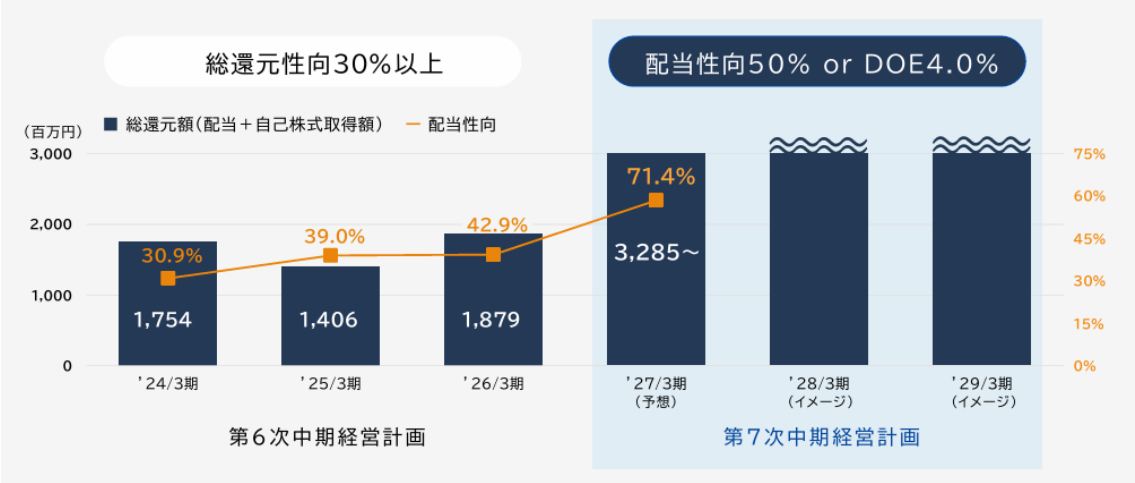
（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

株主還元

将来の利益改善に向けた先行投資を積極化させるとともに、資本効率の改善も考慮し 7 次中計期間におい

ては、「配当性向 50%または DOE4.0%のうちいずれか還元額が高い方」を基本方針とし、利益成長に応じた還元と、資本水準に基づく安定配当の両立を図る配当に加えて自己株式取得についても資本効率性や市場環境を踏まえながら機動的に実施していく。

図表3-(4)-10.　株主還元

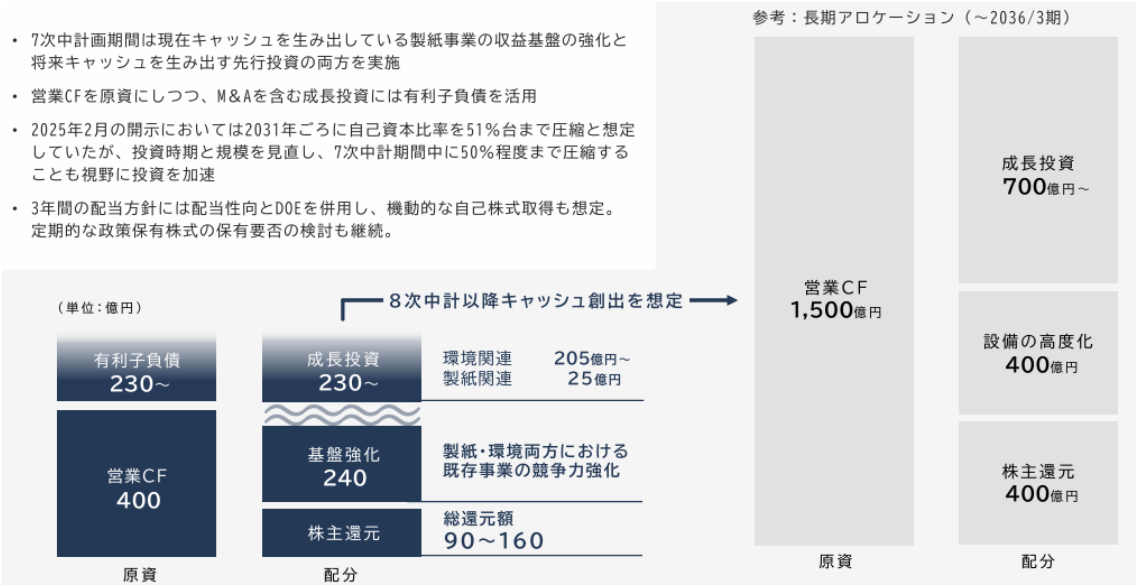


（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

キャッシュアロケーション

7 次中計期間は現在キャッシュを生み出している製紙事業の収益基盤の強化と将来キャッシュを生み出す先行投資の両方を実施する。営業 CF を原資にしつつ、M＆A を含む成長投資には有利子負債を活用。2025 年 2 月の開示においては 2031 年ごろに自己資本比率を 51%台まで圧縮と想定していたが、投資時期と規模を見直し、7 次中計期間中に 50%程度まで圧縮することも視野に投資を加速する。3 年間の配当方針には配当性向と DOE を併用し、機動的な自己株式取得も想定。定期的な政策保有株式の保有要否の検討も継続していく。

図表3-(4)-11.　キャッシュアロケーション



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

（5）　SWOT 分析

図表3-(5)-1．SWOT各項目の洗い出し

	強み（Strengths）	弱み（Weaknesses）
内部要因	○特殊紙分野における多品種の生産体制 ○グループ内で完結する廃棄物リサイクルおよび燃料利用体制	○国内市場への依存の高さ ○有形固定資産比率の高さによる資本効率の課題
	機会（Opportunities）	脅威（Threats）
外部要因	○脱プラスチック需要の加速に伴う需要拡大 ○化石燃料代替としての固形燃料需要の拡大	○原材料・エネルギー価格の影響 ○デジタル化によるペーパーレス加速 ○サプライチェーンの混乱による調達環境の悪化

(出所)会社資料、ヒアリングなどで当研究所作成

強み（Strengths）：生かすべき強み

・特殊紙分野における多品種の生産体制

ファンシーペーパー（色やパターンを施した印刷用紙）や機能紙などの特殊紙分野において、多岐にわたる製品を製造する技術と設備を有しており、顧客の要求に応える基盤があることが強みである。

・グループ内で完結する廃棄物リサイクルおよび燃料利用体制

廃棄物の収集から自社工場での消費までを行う事業モデルが確立されている。また、自社でバイオマスボイラーや水力発電設備を保有し、エネルギー自給率が高く、コスト耐性と環境負荷低減を両立できていることは強みである。

弱み（Weaknesses）：克服すべき課題

・国内市場への依存の高さ

特殊印刷用紙などの主力製品の多くが国内市場向けであり、人口減少に伴う市場縮小の影響を受けやすい。今後は新たな需要が見込まれる東南アジアなどの海外市場への参入も検討している。

・有形固定資産の比率の高さによる資本効率の課題

製紙業は装置産業であるため有形固定資産比率が高く、資本効率に課題がある。多品種少量生産は強みである反面、需要期のばらつきにより遊休設備が生じ、生産効率の向上や在庫管理のコストが重荷になる傾向がある。多品種少量生産の強みを生かしながら、品種を絞り、生産集約も進めていく方針である。

機会（Opportunities）：捉えるべき機会

・脱プラスチック需要の加速に伴う需要拡大

環境への配慮から、プラスチックから紙への代替が進んでおり、同社の技術を活かした環境配慮型パッケージや新素材への需要拡大が期待される。

・化石燃料代替として固形燃料需要の拡大

環境への配慮から、化石燃料の代替として、廃棄物由来の燃料の需要が増加しており、同社の手掛ける固形燃料「RPF」の販売増が期待される。

脅威（Threats）：回避・対処すべき脅威

・原材料・エネルギー価格の影響

自給努力はあるものの、依然として輸入パルプや燃料価格の変動が利益を圧迫しやすい構造であることが脅威として挙げられる。今後もコスト削減、販売価格への転嫁に注力して影響を吸収していく方針である。

・デジタル化によるペーパーレス化の加速

国内市場において、デジタル化の進展により情報伝達媒体としての紙の使用の減少傾向が続く懸念がある。

・サプライチェーンの混乱による調達環境の悪化

国際情勢の変化が原材料の安定確保に影響を与える可能性がある。原材料の安定確保に向けて様々な調達先の確保や、適正在庫の確保を模索していく。

4. 業績・財務分析

同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることがまず大事で、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。

なお、ROIC の分母となる投下資本は、運用ベース（運転資本＋有形・無形固定資産。運転資本=売上債権＋棚卸資産－仕入債務）、調達ベース（自己資本＋有利子負債）、ネット調達ベース（自己資本＋有利子負債－金融資産）がある。調達した資本を事業に投資し、そこから得られた収益を計測する。事業の収益性を見る目的では、運用ベースが有益である。一方、経営者として株式、負債の投資家から預かった資金の運用パフォーマンスは調達ベースが示す。

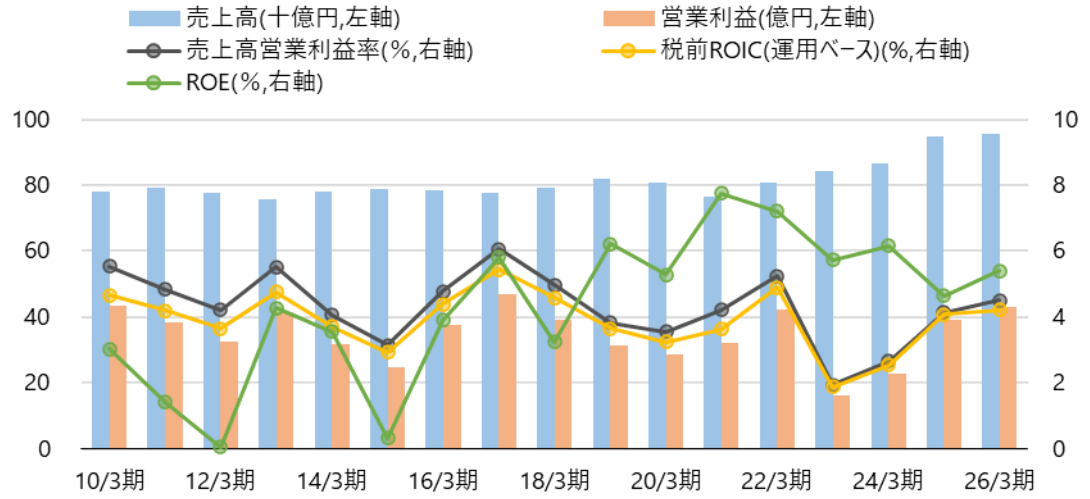
第 2 に、ROE は、自己資本が生む利益であり、ROIC に加えて資本構成（有利子負債、自己資本）、金融資産の多寡の影響を受ける。

（1） 業績と財務指標

図表 4-(1)-1 に 10/3 期から 26/3 期までの同社の売上高・営業利益と売上高営業利益率、税前 ROIC、ROE の推移を示した。売上高はおおむね安定して推移。原料価格の販売価格への転嫁にタイムラグがあるため、営業利益は増減を繰り返している。直近では、23/3 期は原料高の影響で営業利益は大きく減少したが、24/3 期以降は販売価格への転嫁が進み増益基調となっている。ROE は、12/3 期に減損損失、除却損失を計上、15/3 期は火災事故に伴う特別損失の計上で純利益が減少し低迷した。25/3 期は、営業利益は増加したが、減損損失の計上で純利益が減少したため ROE は低下した。

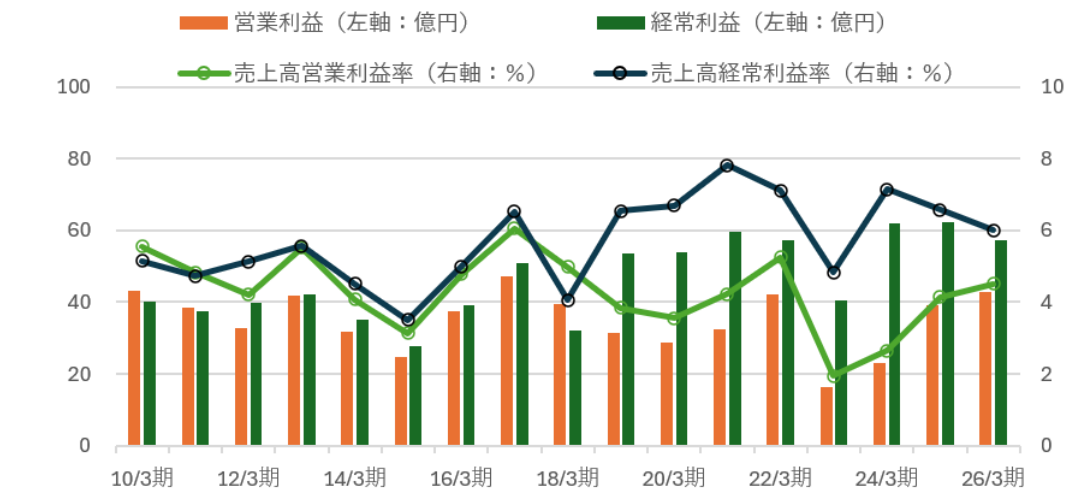
なお、16 年に NTI を設立したことから、持分法投資利益が加算されたため、19/3 期以降は経常利益が営業利益を上回って推移している（図表 4-(1)-2）。19/3 期以降は、営業利益と経常利益はおおむね連動しているが、26/3 期は段ボール原紙の販売が不振だったことから、持分法利益が減少したため、経常減益となった。（2）の ROIC の分析も、本来ならば経常利益をベースに行うことが望ましいが、財務指標の計算が煩雑になるため、便宜上、営業利益をベースに行っている。

図表4-(1)-1. 業績と財務指標(売上高、営業利益、税前ROIC、ROE)



(注)税前ROIC(運用ベース)=営業利益÷(売上債権+棚卸資産-買入債務+有形・無形固定資産)
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表4-(1)-2. 業績と財務指標(営業利益、経常利益、営業利益率、経常利益率)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（2） ROIC の分析

ROIC について解説する。ROIC は売上高営業利益率と投下資本回転率に分解される（ROIC＝売上高営業利益率×投下資本回転率）。図表 4-(2)-1 を見ると、投下資本回転率はおおむね安定して推移していることから、売上高営業利益率と税前 ROIC がほぼ同じ動きとなっている。

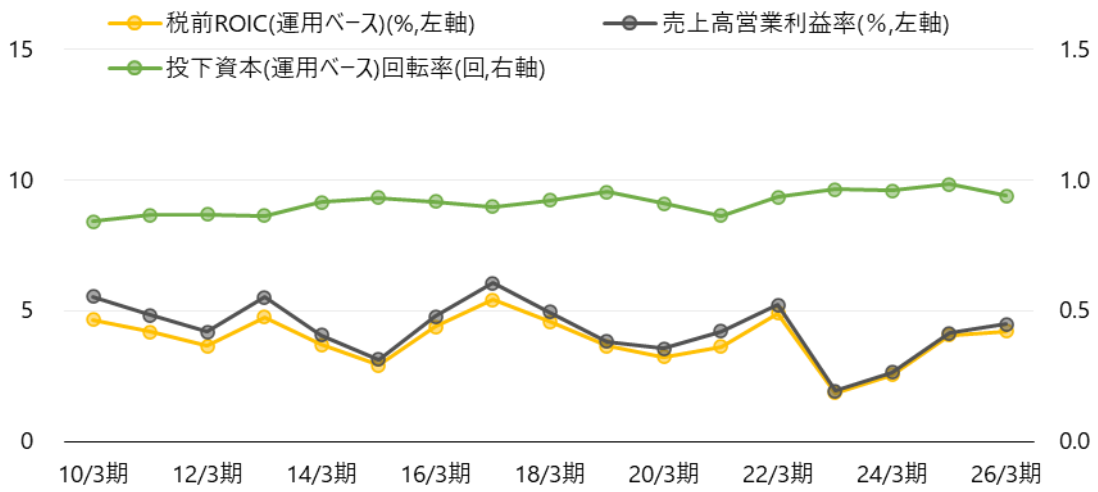
さらに細かく見ていく。図表 4-(2)-2 では売上高営業利益率を売上高総利益率と販売管理費比率に分解し、図表 4-(2)-3 では投下資本回転期間を有形・無形固定資産回転期間と棚卸資産回転期間に分解する。

まず図表 4-(2)-2 でみると、売上高総利益率、販売管理費比率は緩やかに低下傾向となっていた。24/3 期以降は販売管理費比率が横ばいで推移し、原料高に伴う販売価格への転嫁が進み売上高総利益率が上昇

したことが、売上高営業利益率の上昇に結びついた。

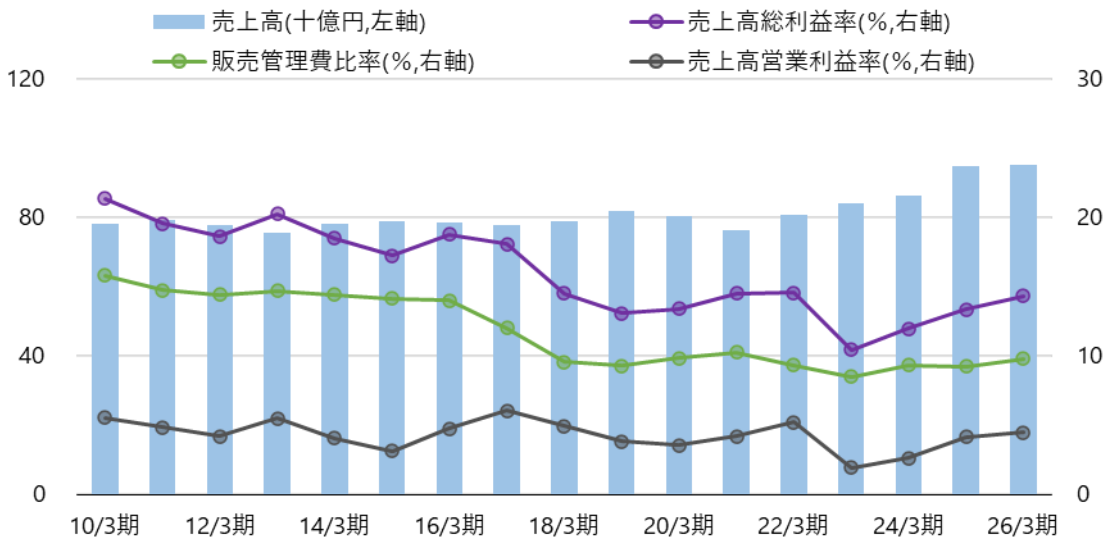
図表 4-(2)-3 を見ると、棚卸資産回転期間に大きな変動はなく、投下資本回転期間は有形・無形固定資産回転期間と同じ動きとなっている。

図表4-(2)-1. ROICの分解(売上高営業利益率×投下資本回転率)



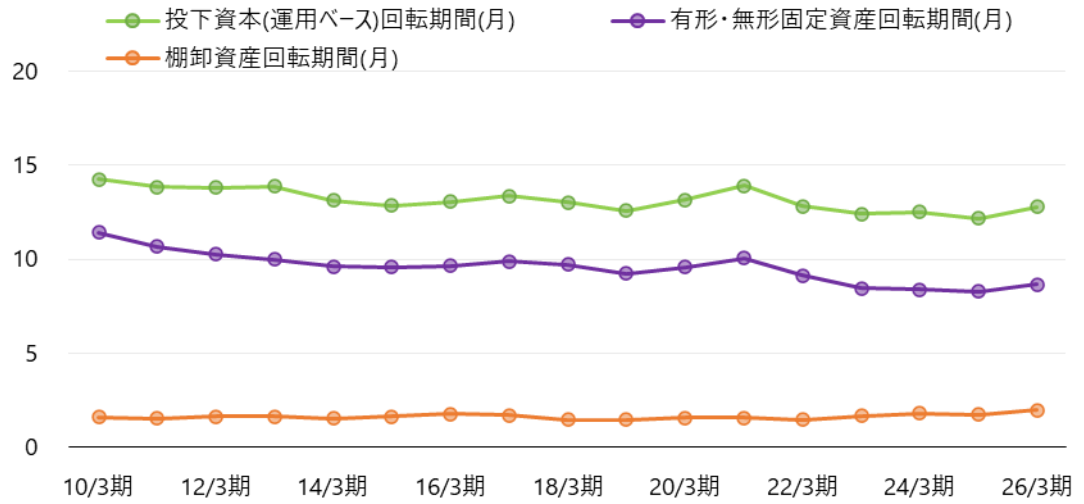
(注)投下資本(運用ベース)=売上債権+棚卸資産-買入債務+有形・無形固定資産
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表4-(2)-2. ROICの分解(売上高営業利益率)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表4-(2)-3. ROICの分解(資本効率)

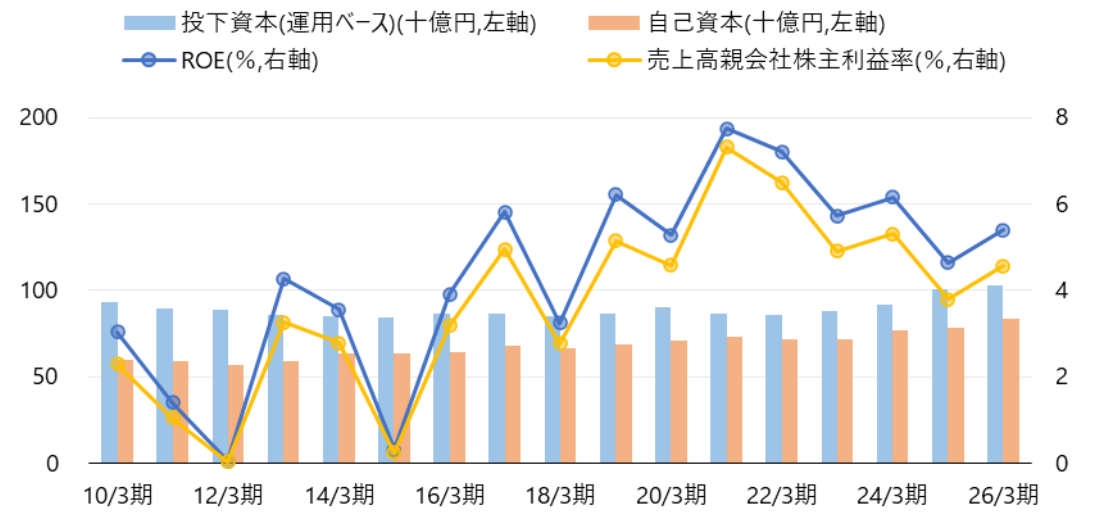


(注)投下資本(運用ベース)=売上債権+棚卸資産-買入債務+有形・無形固定資産
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（3） ROE の分析

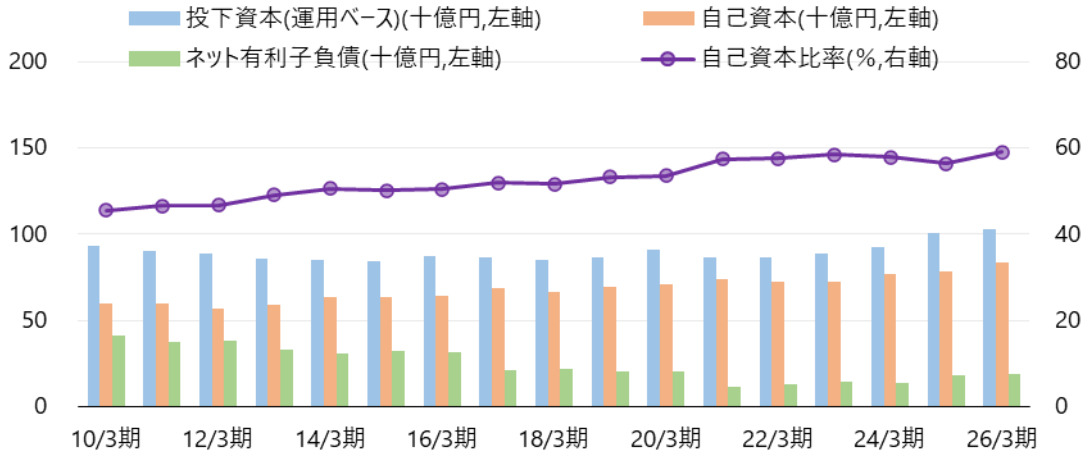
続いて、ROE について解説する。図表 4-(3)-1 では、ROE と投下資本（運用ベース）、自己資本および売上高親会社株主利益率（売上高当期利益率）の推移を、図表 4-(3)-2 では、売上高親会社株主利益率の代わりに自己資本比率の推移を示した。売上高親会社株主利益率は 12/3 期、15/3 期に特別損失の計上で低迷した。その後は増減を繰り返しながら上昇した。23/3 期は原料高の影響を受け、25/3 期は減損損失の計上が売上高親会社株主利益率の低迷要因となった。投下資本、自己資本はおおむね安定して推移。自己資本比率は緩やかに上昇し、26/3 期は 58.9%となった。

図表4-(3)-1. ROEの分解(親会社株主利益率、自己資本)



(注)投下資本(運用ベース)＝売上債権+棚卸資産-買入債務+有形・無形固定資産
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表4-(3)-2. ROEの分解(自己資本、投下資本、ネット有利子負債)



(注1)投下資本(運用ベース)=売上債権+棚卸資産-買入債務+有形・無形固定資産
(注2)ネット有利子負債がマイナス値の場合はネットキャッシュ
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

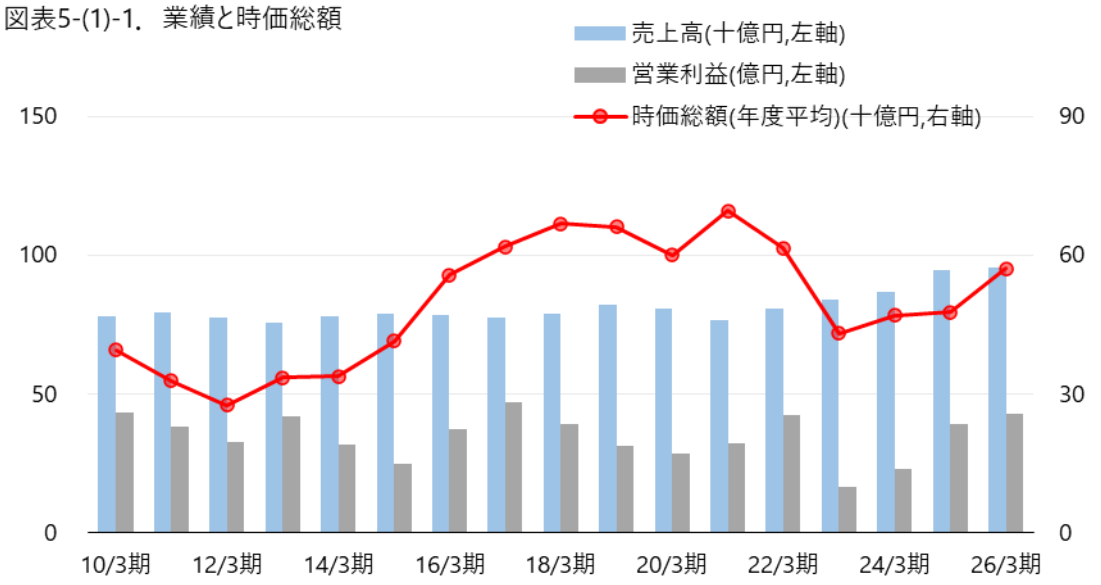
5. 株価と株価関連指標の関係

（1） 業績と株価・関連指標の動向

時価総額と営業利益の比較

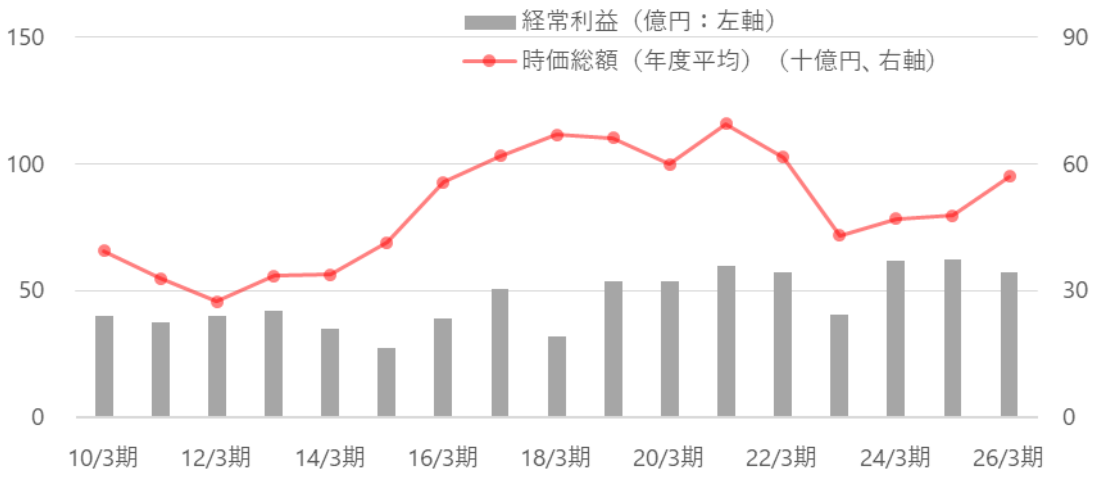
同社の時価総額（年度平均）と営業利益と経常利益の推移を比較するとそれぞれの変化やトレンドにおいて大きな差異は見られない。

図表5-(1)-1. 業績と時価総額



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表5-(1)-2. 業績（経常利益）と時価総額



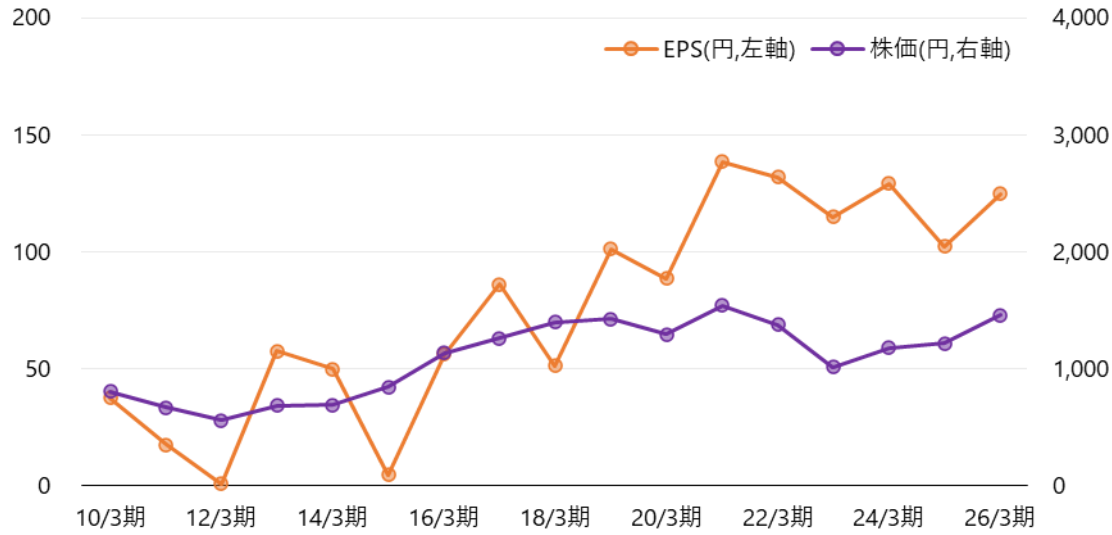
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

株価分析（株価と EPS、PER と EPS、ROE と PBR）

株価は EPS と PER に分けられ（株価＝EPS×PER）、PBR は ROE と PER に分けて考えられる（PBR=ROE×PER）。図表 5-(1)-3 では EPS と株価（年平均、分割調整済み）の推移を 10/3 期から 26/3 期まで示した。

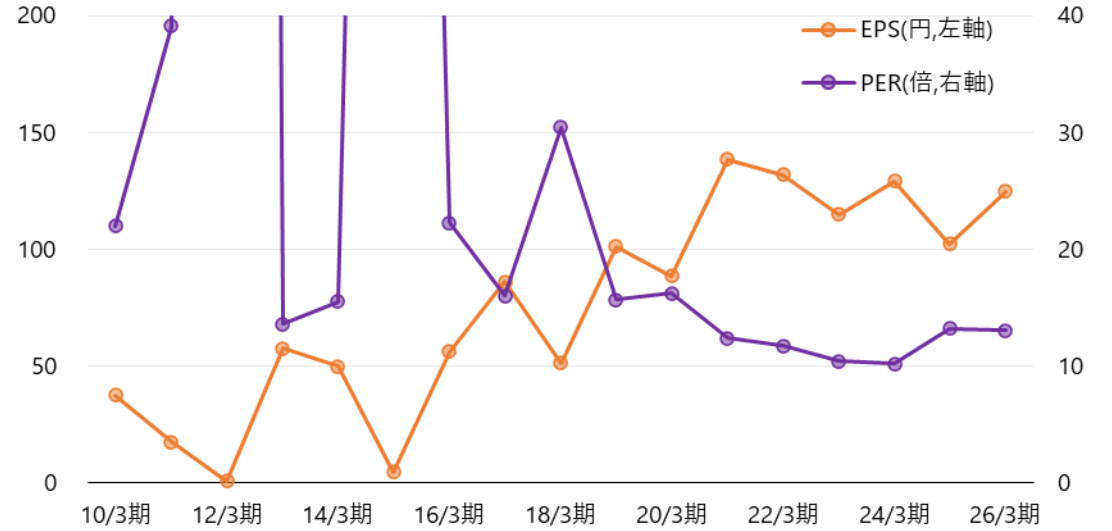
図表 5-(1)-3 の EPS の変動に対して株価の変動が小さい。これは、図表 5-(1)-5 をみると PBR はほとんどの期で 1 倍を割り込んでいることによると考えられる。そのため、図表 5-(1)-4 のように EPS が低位で変動した時期は PER が大きく変動していたが、21/3 期以降は EPS が安定的に推移しており、PER、PBR も大きな変動はない。

図表5-(1)-3. 株価分析(EPSと株価)



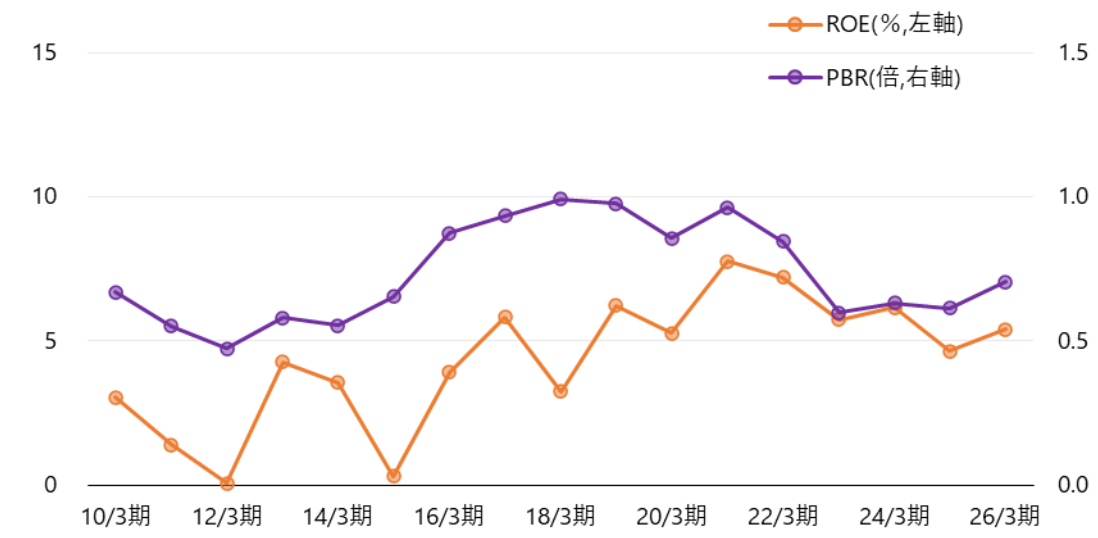
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表5-(1)-4. 株価分析(EPSとPER)



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表5-(1)-5. 株価分析(ROEとPBR)

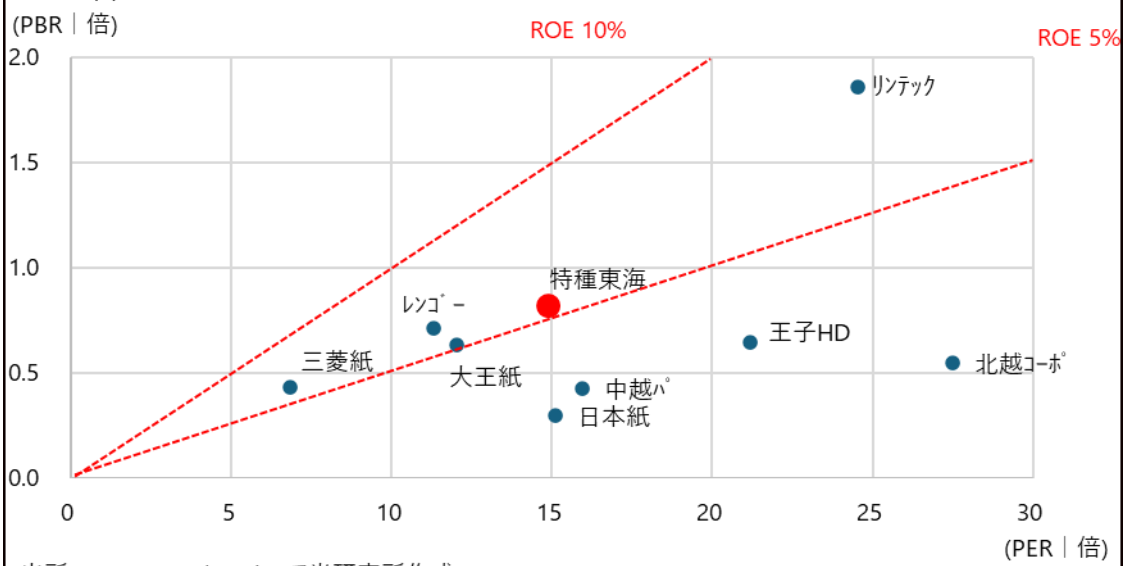


(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

同業他社との PER・PBR 比較

図表 5-(1)-6 では、同業他社と同社の PBR と PER をプロットした（26 年 7 月 3 日時点。EPS は会社予想）。この交点は ROE（ROE=PBR÷PER）となる。ROE5％、10％のラインを図表に示した。同業他社の選定については、図表 3-(2)-1 で掲載した同業他社を選択した。同社を含む 8 社が、PBR1 倍割れとなった。

図表5-(1)-6. 同業他社とのPER・PBR比較



(出所) QUICK Workstationで当研究所作成

（2） 株主総利回り（TSR）の算出

投資家から注目される指標として、株主総利回り（TSR：トータルシェアホルダーリターン）がある。TSR は、投資家に対する総合的なリターン（株式の値上がり益＋配当金）を測定する指標。業績だけでなく株価を含めた経営の成果を示すものとして、有価証券報告書にも記載されている。企業が業績連動の役員報酬を決める際に営業利益などの利益、ROE などと並んで TSR を採用するケースも増えている。

図表 5-(2)-1 で示した同社の TSR は、22/3 期、23/3 期がマイナスとなったが、株価変化のマイナスの影響が大きい。24/3 期以降は、株価変化がプラスで推移したことから、TSR もプラスで推移した。

図表 5-(2)-1 には比較指標として 33 業種別のパルプ・紙と TOPIX も記載した。同社の 22/3 期、23/3 期の TSR がマイナスとなったことから、5 期平均の TSR はパルプ・紙、TOPIX を下回った。

有報記載の TSR は、直近期末の 5 期前を基準期とし、基準期末の株価からの累積リターン（1 株当たり配当金の合計+株価変動率）を示す。直近期の TSR は、（直近期末の株価+直近期まで 5 期分の 1 株当たり配当金の合計）÷基準期末の株価で計算される。基準期を 100 とし、100 を上回れば投資家にプラスの成果をもたらしたことになる。TSR は、基準期の翌期～直近期まで 5 期分が記載されている。有報の TSR に対し当研究所は、期末の株価ではなく各期の月末終値平均を採用している。これには期末時点の株価の高低によるTSR への影響を小さくする狙いがある。また、有報は各期ともに累積リターンを記載しているが、当研究所は各期のリターンを記載している（5 期累積のみ併記）。

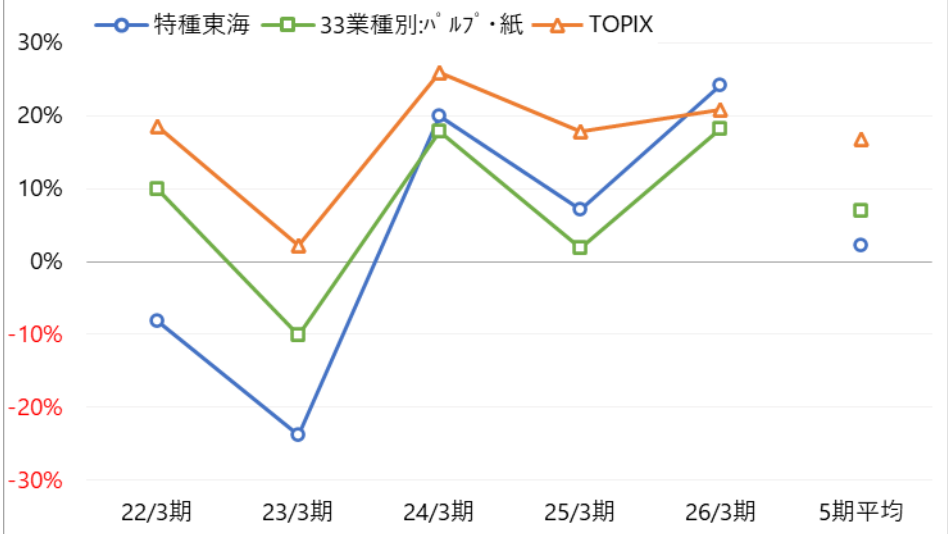
配当を支払うと理論的には配当に見合うだけ株価が下がる（正確には権利落ち日に下がる）が、配当利回りに着目する投資家がいるため、配当利回りは株価を支える効果があると考えられる。

図表5-(2)-1. 株主総利回り(TSR)　　基準期=21/3期

	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期	5期平均	5期累積
特種東海	-8.2%	-23.8%	19.8%	7.1%	24.2%	2.3%	8.2%
配当利回り	2.6%	2.4%	3.9%	3.4%	4.4%	3.3%	13.4%
株価変化	-10.7%	-26.3%	15.9%	3.7%	19.8%	-1.1%	-5.2%
33業種別:ﾊﾟﾙﾌﾟ・紙	9.9%	-10.0%	17.9%	1.8%	18.2%	7.0%	40.3%
配当利回り	2.3%	2.3%	2.7%	2.3%	3.8%	2.7%	-
株価指数変化	7.6%	-12.3%	15.2%	-0.5%	14.4%	4.3%	-
特種東海－33業種別:ﾊﾟﾙﾌﾟ・紙	-18.1	-13.8	1.9	5.3	6.0	-4.7	-32.1
TOPIX	18.4%	2.1%	25.9%	17.8%	20.8%	16.7%	116.7%
配当利回り	2.4%	2.6%	3.2%	2.6%	3.0%	2.8%	-
株価指数変化	16.0%	-0.5%	22.6%	15.2%	17.8%	13.9%	-
特種東海－TOPIX	-26.6	-26.0	-6.0	-10.7	3.4	-14.4	-108.5

(注1)会社名、33業種別(東証33業種別株価指数)、TOPIXの欄は株主総利回り(TSR)
(注2)会社のTSRは配当利回り＋株価変化。33業種別とTOPIXのTSRは各々の配当込み株価指数の変化率
(注3)会社の5期平均は各期のTSRの幾何平均、5期累積は(5期分の配当+5期目の株価)÷基準期株価
(注4)株価指数変化は33業種別とTOPIXの各々の株価指数(配当なし)の変化率
(注5)株価指数の配当利回りは参考値。配当込み株価指数と株価指数(配当なし)の各々の変化率の差で計算
(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均
(注7)5期累積は基準期からの累積または基準期との比較
(注8)会社名－33業種別、会社名－TOPIXは各々のTSRの差
(出所)有価証券報告書、QUICK Workstationで当研究所作成

図表5-(2)-2. 株主総利回り(TSR)の推移　基準期=21/3期



(出所)QUICK Workstationで当研究所作

同社の TSR をさらに詳しく分析する（算出方法、理論の詳細は Appendix1 参照）。

株価は、（1）BPS×PBR、（2）EPS×PER で表せることを利用した。株価は株式市場からの評価に依存し、企業側からはコントロールしにくいものに映るが、BPS や EPS は企業業績を反映する。つまり、企業側の努力次第でコントロールできる要素といえる。

図表5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3 (期)	平均 5期	平均 10期
株主総利回り(TSR)	13%	12%	4%	-8%	22%	-8%	-24%	20%	7%	24%	2%	5%
配当利回り	2%	1%	2%	2%	3%	3%	2%	4%	3%	4%	3%	3%
株価の変化	11%	11%	2%	-9%	19%	-11%	-26%	16%	4%	20%	-1%	3%
株価変化の分解(1)BPSとPBR												
BPSの変化	6%	4%	4%	3%	8%	7%	3%	8%	4%	6%	5%	5%
ファンダメンタルの効果	4%	-2%	5%	4%	4%	2%	3%	4%	2%	3%	2%	2%
親会社株主利益	6%	3%	6%	5%	8%	7%	6%	6%	5%	6%	5%	5%
配当	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
自己株取得/増資	0%	-4%	0%	0%	-2%	-3%	-1%	-0%	-0%	0%	-1%	-1%
それ以外の効果	2%	7%	-1%	-1%	4%	5%	-0%	3%	1%	3%	3%	3%
・PBR(倍)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
PBRの変化	5%	6%	-2%	-12%	11%	-17%	-28%	8%	-0%	13%	-6%	-2%
配当の影響(理論値)	-0%	-0%	-0%	-0%	-1%	-0%	-1%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	4%	0%	0%	2%	3%	1%	0%	0%	0%	1%	1%
株式市場での評価	5%	2%	-1%	-11%	9%	-19%	-28%	10%	1%	15%	-6%	-2%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	8%	6%	6%	4%	10%	10%	5%	11%	7%	10%	9%	8%
株価変化の分解(2)EPSとPER												
EPSの変化	53%	-41%	97%	-12%	56%	-5%	-13%	12%	-21%	22%	-2%	8%
親会社株主利益	54%	-43%	92%	-12%	51%	-6%	-21%	11%	-21%	21%	-5%	6%
期中平均株式数の影響	-1%	4%	3%	-0%	3%	1%	11%	1%	1%	1%	3%	2%
・PER(倍)	14.6	27.2	14.1	14.6	11.1	10.4	8.8	9.1	11.9	11.7	10.4	13.4
PERの変化	-28%	86%	-48%	4%	-24%	-6%	-15%	3%	31%	-2%	1%	-5%
配当の影響(理論値)	-2%	-1%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%	-4%	-3%	-4%	-3%	-3%
期中平均株式数の影響	1%	-4%	-3%	0%	-3%	-1%	-10%	-1%	-1%	-1%	-3%	-2%
株式市場での評価	-26%	97%	-46%	5%	-19%	-2%	-4%	9%	37%	3%	8%	-0%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	55%	-39%	99%	-11%	59%	-2%	-10%	16%	-17%	26%	1%	11%
参考資料												
ROE	6%	3%	6%	5%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	6%	6%
DPS(円)	23	17	25	25	33	40	33	40	40	54	—	—
DOE	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
配当性向	27%	33%	25%	28%	24%	30%	29%	31%	39%	43%	34%	31%
総還元性向	27%	233%	25%	28%	63%	105%	59%	38%	39%	43%	63%	69%

(注1)株価は各年度の各月末値平均。BPS=期末自己資本÷期末発行済み株式数(自己株式を除く)。PBR=株価÷BPS
EPS=親会社株主利益÷期中平均発行済み株式数(自己株式除く)。PERは完全予想ベース。PER=株価÷EPS
(注2)株式市場での評価には、配当と自己株取得/増資の影響以外を含む
(注3)端数処理(表示単位未満を四捨五入)を行っているため、各項目の合計値が一致しない場合がある
(注4)次の場合は"－"を表示。変化率が999%超または-999%超、PERがマイナスまたは200倍超、PBRがマイナスまたは20倍超など
(注5)詳細な算出法については巻末の解説を参照
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

まず、（1）BPS と PBR についてみていく。BPS の変化を、親会社株主利益と配当、自己株取得/増資を合わせたファンダメンタルの影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は黒字であれば BPS の増加要因となる。配当を行うと BPS の減少要因となるため、無配以外はマイナスとなる。

それ以外の効果は、その他の包括利益累計額などファンダメンタルの影響以外で BPS に影響を与える項目であり、ここではそれ以外の効果として一くくりにしている。株式市場からの評価である PBR の変化は、配当の影響と自己株取得/増資の影響を理論値として切り分け、残りを狭義の株式市場での評価の変化として捉えている。

なお、配当利回りと BPS の変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼ぶ。ファンダメンタル・リターンは、企業が

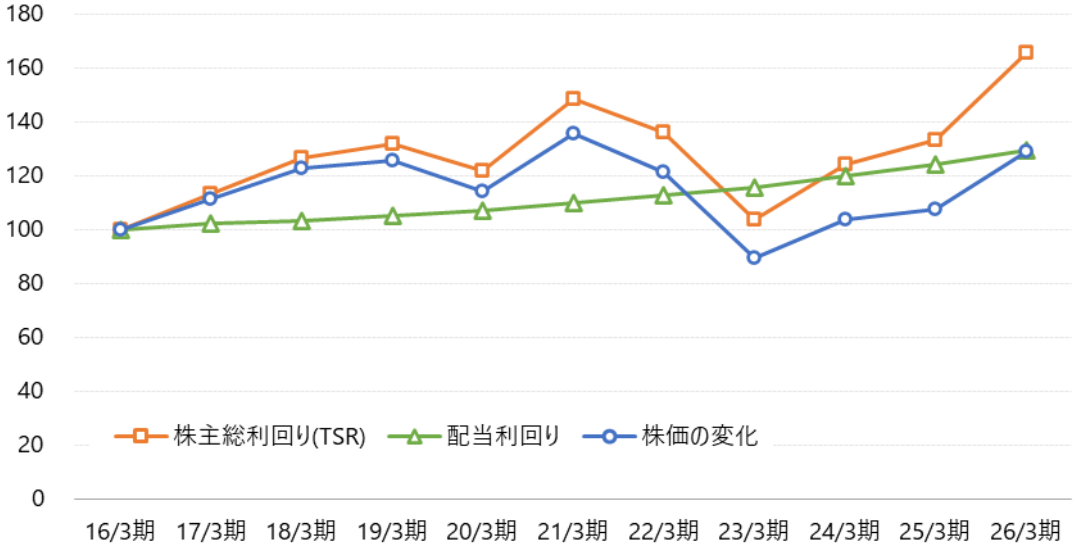
株主に提供するリターンを意味し、企業が利益をあげて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動から見たリターンといえる。

10 期平均の TSR は 5%のプラス。株価変化が 3％のプラス、配当利回りが 3％のプラス。株価変化を分解すると、BPS の変化は 5％のプラス。株式市場からの評価である PBR の変化が 2％のマイナスだった。ファンダメンタル・リターン（配当利回り＋BPS の変化）は、3％+5％＝8％のプラス。

（2）EPS と PER は、（1）とほぼ同じ考え方である。EPS の変化を、主な変化要因である親会社株主利益と期中平均株式数の変化に分解した。親会社株主利益は増益ならプラス、減益ならマイナスとなる（BPS と異なり、黒字でも減益ならマイナスとなることに注意）。PER の変化も、配当の影響（理論値）と期中平均株式数の変化に切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。ファンダメンタル・リターンは、配当利回りと EPS の変化の合計で表す。

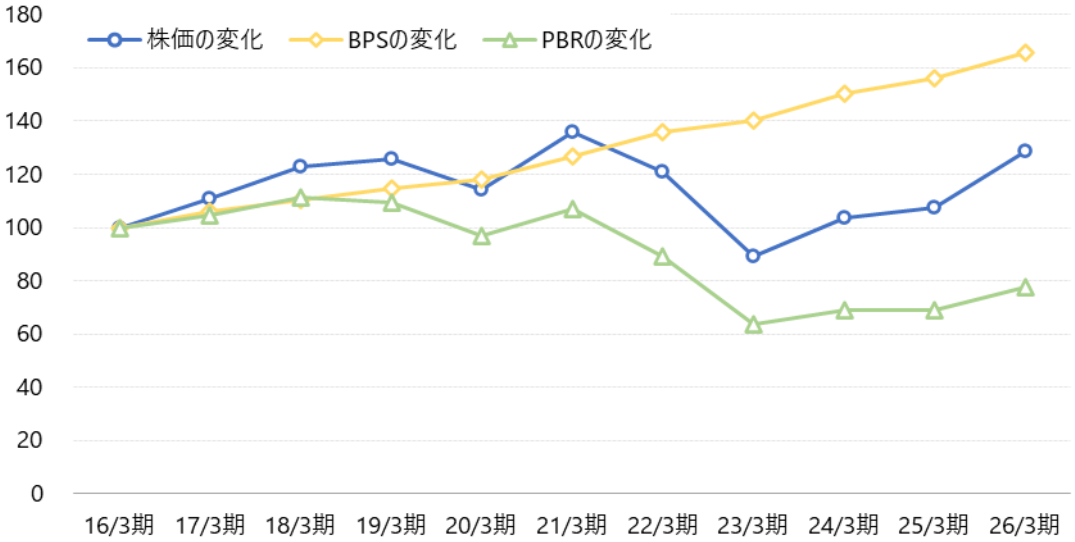
10 期平均の TSR は 5%のプラス。ファンダメンタル・リターン（配当利回り＋EPS の変化）は、3％+8％=11％のプラス。そして、市場からの評価である PER の変化が 5％のマイナスだった。

図表5-(2)-4. 株主総利回りの分析　16/3期=100



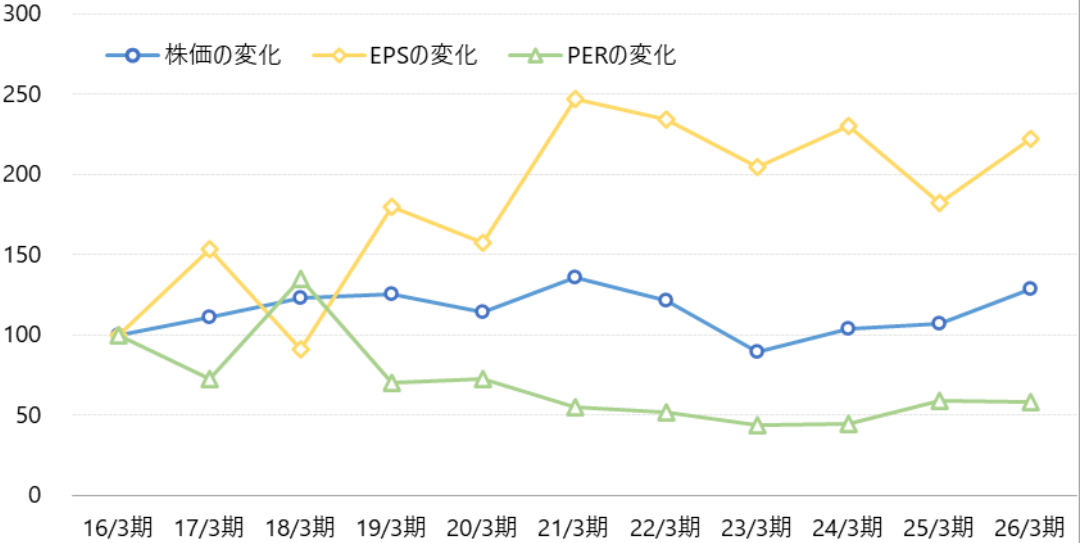
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表5-(2)-5. 株価の変化をBPSとPBRに分解(株価=BPS×PBR)　16/3期=100



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

図表5-(2)-6. 株価の変化をEPSとPERに分解(株価=EPS×PER)　16/3期=100



(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（3） 株主資本コストの算出

ROIC や ROE は投資家が想定する資本コストを上回って初めて価値が創造され、投資家に報いたことになる。ROE に対応する資本コストは株主資本コストであり、ROIC に対応する資本コストは WACC である。株主資本コストの算出方法には様々あるが、実務でよく使われるのが CAPM である。ここでは、CAPM に加え、QUICK が独自に算出している QUICK 株主資本コストも掲載した。

CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率（配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリーレート）、

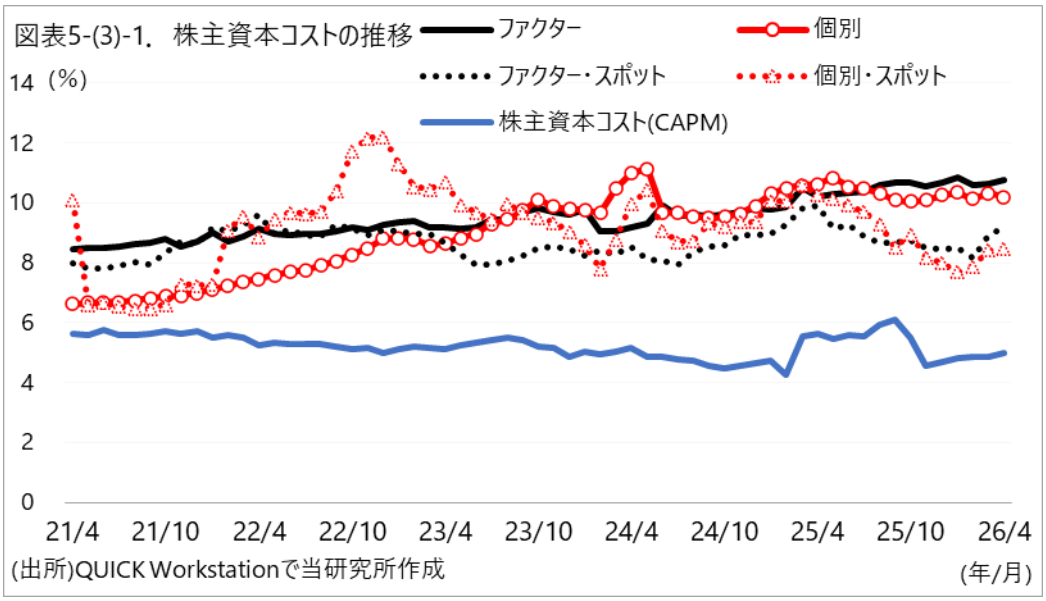
リスクフリーレート（新発 10 年物日本国債）、対配当込み TOPIXβ 値（60 カ月）から算出している。

QUICK 株主資本コストについての算出方法、見方については、巻末の「Appendix2～株主資本コストの見方」をご覧いただきたい。

CAPM でみた同社の株主資本コストは、21 年 4 月以降はおおむね 5％台で推移。24 年 5 月以降は 4％台で推移し、25 年 3 月以降は再び 5％台となった。9 月に一時的に 6％台となったが、10 月には 5 ％台、11 月以降は 4％台で推移している。WACC（有利子負債はグロス）は 4.0％程度である。なお、負債コストは 26/3 期の支払利息を期首・期末平均の有利子負債で除算する簡便法を用いた。

CAPM や QUICK 株主資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値にすぎない。

資本コストの推計値は目安として、投資家が想定する資本コストの水準を、対話などを通じて確認することが大切だろう。



6. 当面の業績動向

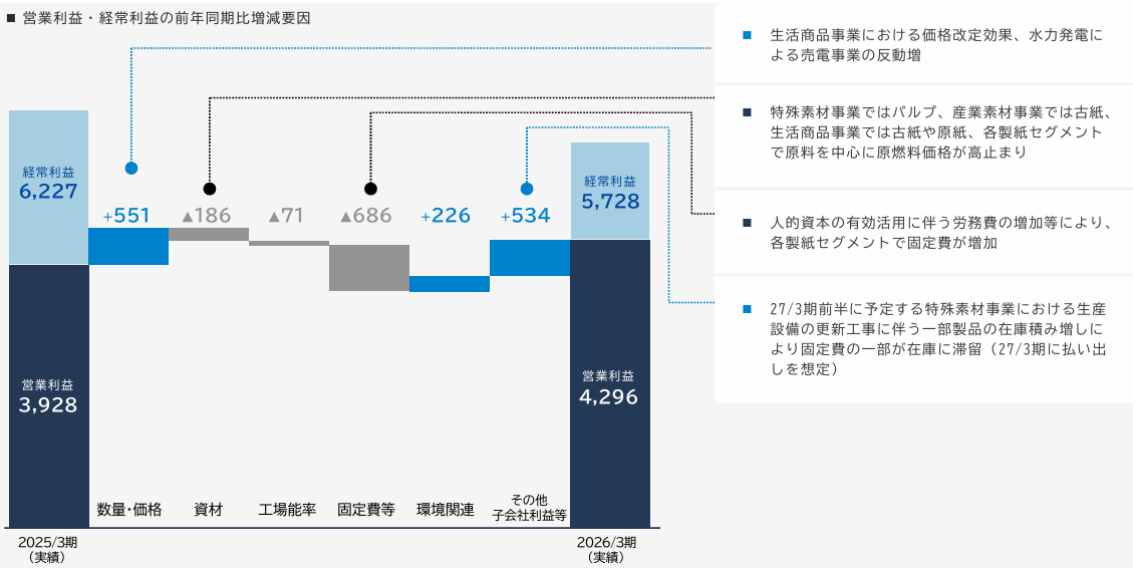
今 27/3 期は一過性の要因で営業減益を計画

（1） 26/3 期の業績実績

26/3 期の連結業績は、売上高が前期比 0.6％増の 954 億円、営業利益が同 9.4％増の 43 億円、経常利益が同 8.0％減の 57 億円となった。

生活商品事業におけるペーパータオル、トイレットペーパーの価格改定効果が通年で寄与したこと、24 年 4 月にグループ化した環境関連事業に属する連結子会社の損益が通期で寄与したこと等により増収、営業増益となった。一方、持分法投資利益の減少により経常利益は減少した。

図表6-(1)-1.　利益増減要因分析



（出所）会社資料（決算説明会資料）

図表6-(1)-2.　業績表　　単位：億円、%

	25/3期 実績 A	26/3期 実績 B	前期比 (B/A)
売上高	948	954	0.6
産業素材	448	445	-0.7
特殊素材	215	203	-5.5
生活商品	186	190	1.9
環境関連	168	181	7.8
調整額	-69	-64	-
営業利益	39	43	9.4
産業素材	11	12	7.4
特殊素材	16	15	-8.8
生活商品	5	8	49.8
環境関連	5	8	42.7
調整額	1	1	-
経常利益	62	57	-8.0
純利益	36	44	21.1

（出所）会社資料（決算短信）で当研究所作成

セグメント別でみると、産業素材事業は売上高が同 0.7％減の 445 億円、営業利益が同 7.4％増の 12 億円。主力製品である段ボール原紙およびクラフト紙は、NTI 向けの売り上げが低調に推移したことで販売数量は減少したが、電力販売を行っている赤松水力発電所では、25/3 期の設備トラブルによる停止の影響の反動により売り上げが増加した。この結果、セグメントの売上高は小幅な減少にとどまり、営業増益となった。

特殊素材事業は売上高が同 5.5％減の 203 億円、営業利益が同 8.8％減の 15 億円。特殊印刷用紙は、25/3 期 3Q に価格改定を実施し、販売単価が上昇するとともに、海外向けファンシーペーパーの拡販に努めたが、国内向けの需要減少による影響が大きく、売り上げが減少した。また、特殊機能紙については、需要の増加が見込まれる製品の拡販に努めたが、情報用紙の需要減少に加えて、海外向け一部製品の需要が 2Q から 3Q にかけて調整局面に入り、売り上げは減少し、セグメント全体で減収となった。利益面では、売上高の減少に加えて原材料コストが上昇し、営業減益となった。

生活商品事業は売上高が同 1.9％増の 190 億円、営業利益が同 49.8％増の 8.0 億円。トイレットペーパーは、原材料他コスト上昇局面が続いているが、製品価格の改定と業務用製品の安定した需要により増収増益となった。ペーパータオル、ラミネート等の加工品は、販売数量は前年を下回ったものの価格改定が浸透したこともあり増収増益となった。

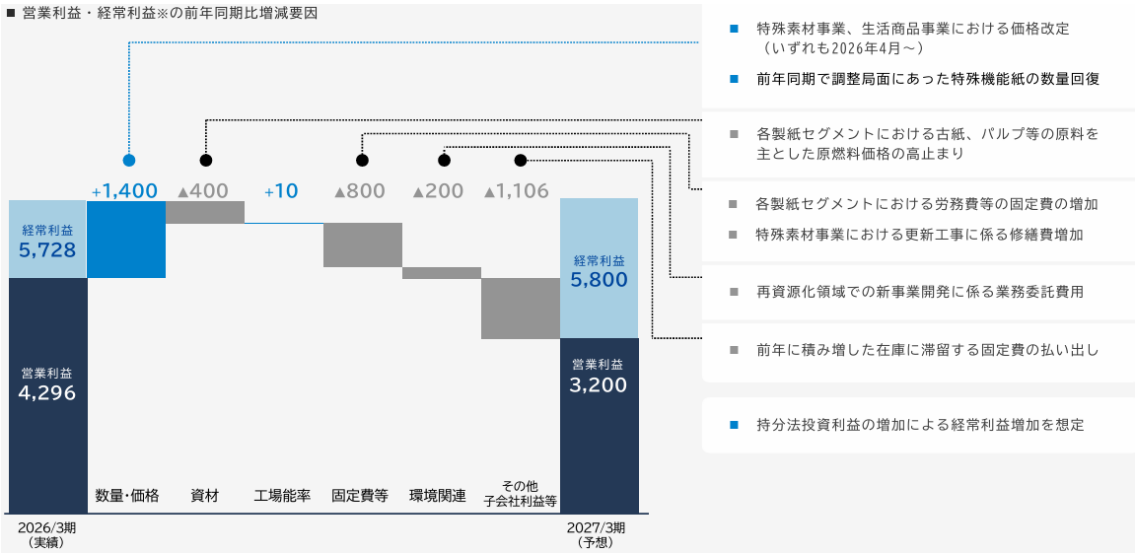
環境関連事業は売上高が同 7.8％増の 181 億円、営業利益が同 42.7％増の 7.6 億円。自然環境活用分野については、十山のウイスキー販売が堅調に推移したこと、特種東海フォレストの建設事業の完成高が 25/3 期を上回ったこと等により増収増益となった。また、資源再活用分野については、25/3 期 2Q に子会社化した貴藤が通年で売上高に寄与したこと等により増収増益となった。なお、貴藤は決算期変更に伴い 26/3 期は 14 カ月の変則決算となっている。

（2） 27/3 期の業績計画

会社側は 27/3 期の連結業績について、売上高 1000 億円（前期比 5%増）、営業利益 32 億円（同 26%減）、経常利益 58 億円（同 1%増）を計画。原燃料価格の高騰に伴う各製紙事業における価格改定等により売上高は過去最高を見込む。営業利益については、特殊素材事業における更新工事での一部生産設備の停止に伴い 26/3 期で滞留した固定費の払い出し、資源再活用事業における新たな商圏拡大に向けた費用の先行支出などの一過性の要因により減益となる見通し。一方、経常利益は持分法投資利益の増加により、増益を見込んでいる。

中東情勢の影響により原油価格の上昇、原燃料の供給不安定化、物流コスト増加等が懸念されるが、今後の動向を注視しつつコスト削減や価格転嫁に取り組むとしている。

図表6-(2)-1. 利益増減要因分析



（出所）会社資料（決算説明会資料）

（3） 株主還元

1 株当たり年間配当金については、株式分割遡及修正後前期予定比 40.33 円増配の 94 円（上期末 47 円、期末 47 円）を計画している。

7．主な非財務情報

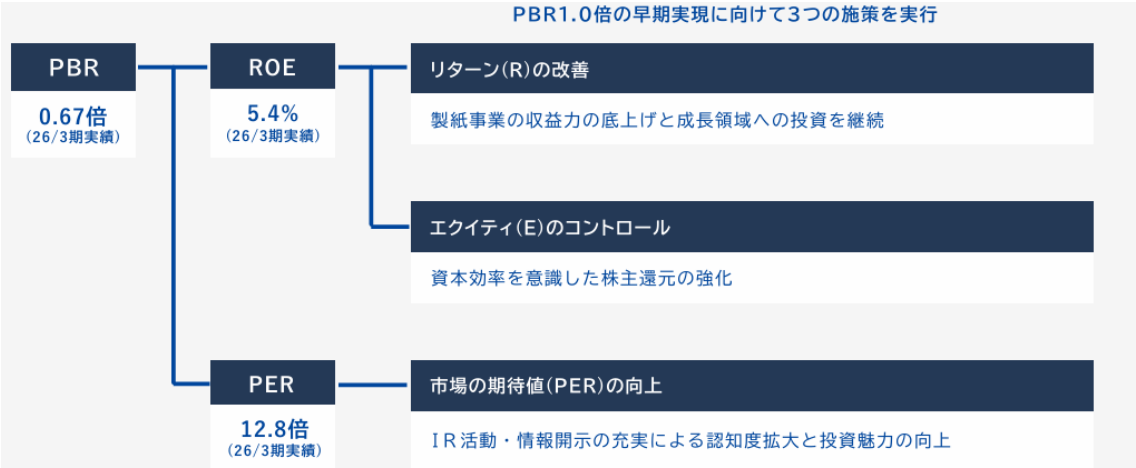
（1） 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について

a． 現状分析・評価

25 年 2 月、同社では、残余利益モデルを用いた推計や株主・投資家との対話を通し現状分析・評価について改めて検討を行った結果、同社の指標とすべき株主資本コストは CAPM 算定値の 4.6%ではなく 9.0%程度であると分析した。PBR＝ROE×PER を前提とした場合、現状の ROE は推計株主資本コストを下回って推移しているとともに PER も低水準であることから、より資本収益性の高い事業領域へ進出するとともに、成長性の訴求と将来リスクを低減することで市場評価を獲得していくことが必要であると認識している。

同社グループは、利益貢献度と市場成長性から投下資本に傾斜をかけるポートフォリオ・マネジメントを基本方針とする第 6 次中期経営計画（24/3 期～26/3 期）において、リサイクルの高度化をはじめとする各種戦略を実行した。その結果、2 カ年連続での経常利益の最高値更新など堅調に業績を推移させた一方、成長・拡販施策の遅れなどにより営業利益、経常利益における最終年度目標は未達となった。また、ROE は依然として推定株主資本コスト 9.0％に劣後する状況であり、これにより PBR1.0 倍割れが継続していると認識している。PBR1.0 倍の早期実現に向けて、資本収益性の改善と市場からの期待値の向上、両方の課題へ取り組んでいく。

図表7-(1)-1.　PBR1.0倍の早期実現に向けた施策



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

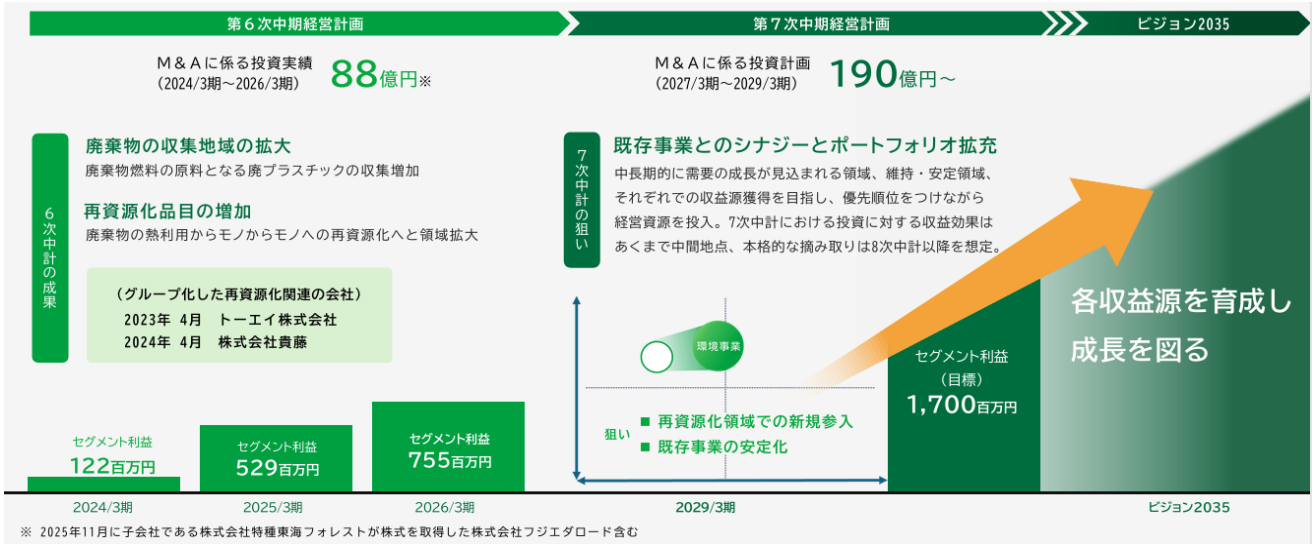
b． 資本収益性改善への取り組み

第 6 次中期経営計画までの進捗と課題を踏まえ、長期ビジョンの見直しおよび第 7 次中期経営計画の策定を行った。9 年間の長期計画である「ビジョン 2035」における最初の 3 ヵ年である第 7 次中期経営計画（27/3 期～29/3 期）については、株主資本コストを上回る収益水準に向けた基礎固めの期間と位置づけ、

既存事業の安定化を図りつつ、再資源化ビジネスを中心に新規領域・新事業へ参入することで中長期的な収益源の獲得を図っていく。

成長エンジンである再資源化ビジネスでは、廃棄物燃料や家電・小型家電リサイクル・再生プラスチックなど既存ビジネスの基盤強化を行いつつ、M＆A・アライアンスを含む新規事業への参入を複数件実施し、リターンの一部摘み取り、および中長期的な収益規模拡大を目指していく。

図表7-(1)-2.　再資源化ビジネスの戦略



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

製紙 3 事業では、出版系の縮小や原料調達難など想定される外部環境の変化へ対応するため、製品構成のアップデート・生産効率化・販売方法の多角化などを実施し、既存ビジネスの収益安定化を図りながら、中計期間までに探索・開拓をしてきた電材等成長市場へアプローチを継続し、新規に収益をけん引する事業創出を目指していく。

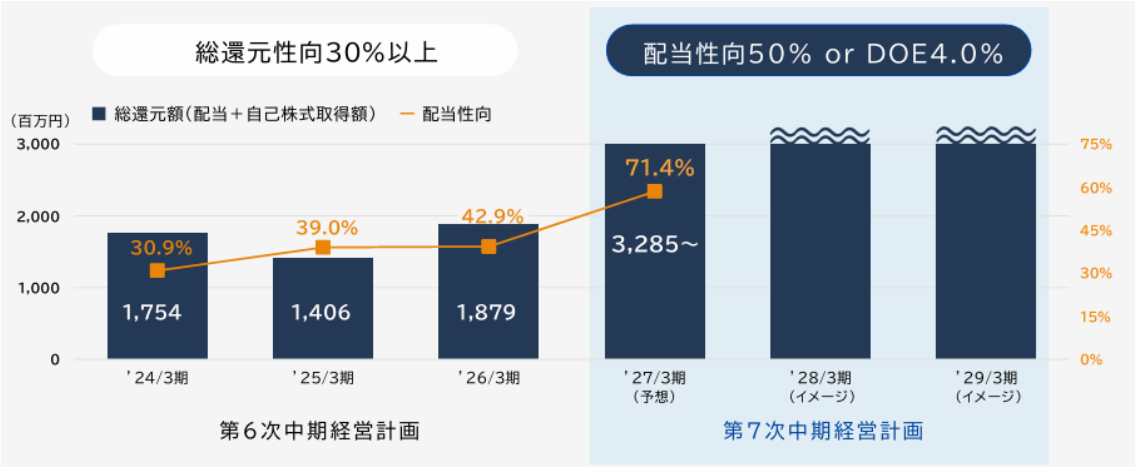
図表7-(1)-3.　製紙3事業の戦略

（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

こうした取り組みにおいて成長投資を積極化させるとともに、資本効率を意識した施策として第 7 次中期経

営計画の３カ年においては「配当性向 50％または DOE（株主資本配当率）4.0％のうち還元額が高い方」を基準として還元を行うことを基本方針とし、機動的な自己株式の取得と併せて株主還元についても強化していくとしている。

図表7-(1)-4.　株主還元の推移



（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

c．市場評価向上への取り組み

市場の期待値（PER）を向上させていくため、売買代金の改善や株主資本コスト低減を意識した IR 活動・情報開示の充実を継続し、認知度の拡大と投資魅力度の向上を図っていく。

図表7-(1)-5.　株価適正化への取り組み

ＩＲ・ＳＲ活動	**機関投資家との対話推進** ■ アナリスト・機関投資家向け個別IRミーティングの実施（2026年3月期実績：31回） ■ 売買代金や時価総額が当社と同水準の銘柄を保有するファンドへのアプローチなどにより対話増加を図る **株式分割の実施（2025年10月）** ■ 3分割により最低購入代金を下げ投資しにくさを解消 ■ 優待制度は分割後の単元に合わせ保有期間の扱いや優待品は変更なし
情報開示充実	■ 個人投資家を含めた新規投資家層への情報発信手段を拡充するため、 ・ログミーFinanceにて決算説明会書き起こし記事の配信（2026年3月期より実施）、 ・個人投資家向けIR説明会（2026年3月期より実施）、 ・スポンサードリサーチの配信（2027年3月期より実施予定）などの施策を実施 ■ 経営計画策定に合わせてマテリアリティを見直し

（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

（２）　サステナビリティに関する考え方および取り組み

[1] サステナビリティに関する考え方

同社グループは、持続可能な社会実現へ貢献すると共に企業価値を永続的に向上させていくため、「自然との共生」「社会・文化発展への貢献」「ステークホルダーとの信頼関係」、この 3 軸で構成される特種東海製紙グループサステナビリティ基本方針を制定している。前回のマテリアリティ策定から約 5 年が経過し経営環境が変化していることを踏まえ、長期ビジョンの見直しおよび第 7 次中期経営計画の策定に併せ、事業戦略と連動する形でマテリアリティの見直しを実施した。経営計画に直結する「戦略的マテリアリティ」、戦略的マテリアリティに取り組むうえでの基盤となる「基盤マテリアリティ」に区分し、各課題における機会とリスクを併記するとともに、将来財務と社会環境、どちらへ影響を与える課題なのかを整理することで、ダブルマテリアリティの視点を取り入れている。図表 7-(2)-1 に示す 5 つのマテリアリティの改善・解決に向けた企業活動を実施していくことで、社会・環境との共生を果たし、当社グループが成長し続けられるよう努めていく。

図表7-(2)-1.　重点的に取り組むマテリアリティ

マテリアリティ（重要課題）		背景		影響	
		機会	リスク	将来財務	社会環境
戦略的マテリアリティ 長期目標に向けた経営戦略に直結するマテリアリティ	**再資源化ビジネス領域の拡大**	既存の事業や経営資本を活かし事業領域を拡張することでグループの競争優位性を獲得する機会	事業開発の停滞により外部環境の変化に乗り遅れ成長性が低下するリスク	○	○
	顧客体験価値に資する製品・サービスの提供	市場環境や消費者の変化を取り込むことで事業ポートフォリオを強靭化させる機会	市場ニーズと研究開発の方向性の不一致による成長機会の逸失リスク	○	○
	価値創造に挑戦する人財づくり	従業員ひとりひとりのスキルが向上し、グループの成長をけん引するイノベーションが創発される機会	必要人材を確保できず成長施策や事業継続が困難化するリスク	○	
基盤マテリアリティ 戦略的マテリアリティに取り組むうえで経営の基盤となるマテリアリティ	**気候変動問題への対応**	低炭素操業を活かした渉外活動により、企業価値を向上させる機会	（移行）法規制の厳格化に伴い対応コストが増加、新たに発生するリスク （物理）異常気象・災害の甚大化・頻繁化による事業被害のリスク		○
	グループ・ガバナンスの強化	強固なガバナンス体制を確立し、適切な意思決定を行うことで成長に向けた基盤を確固たるものにする機会	法令違反、コンプライアンス違反により、ステークホルダーからの信用を失うリスク	○	

（出所）会社資料（第7次中期経営計画）

[2] サステナビリティに関する取り組み

① ガバナンス

グループ全体の広報活動等を統括する IR・広報部がサステナビリティに係る各課題への対応を担当している。IR・広報部では、各事業本部との対話によってリスクや機会、対応策等の妥当性や重要性の検証を行うとともに、担当役員を通じて検討結果に基づく方針や重要事項について取締役会へ付議・報告を行うこととしている。

同社グループのガバナンス体制及びサステナビリティに係る役割は図表 7-(2)-2 の通り。

図表7-(2)-2.　ガバナンス体制およびサステナビリティに係る役割

取締役会	サステナビリティ全般課題にかかる評価、審議、監督および承認 気候変動リスクの対応策、機会追求施策についての承認
サステナビリティ担当役員	サステナビリティ全般課題にかかる業務遂行における統括
IR・広報部	サステナビリティ全般課題にかかる戦略、管理運用方針の立案および改変提案 気候変動リスク、機会項目および対応策についてのヒアリング（各事業本部の担当部門との対話） TCFD、TNFD提言に沿った開示情報の検討・とりまとめ
リスク管理委員会	気候変動リスクを含めたリスクアセスメントのレビュー、指導
各事業本部	気候変動課題も含めたリスクアセスメントの実行 気候変動課題にかかる収益機会の認識と改変提案 対応策（投資等）の付議と実行
経営企画本部	リスク管理委員会の総括管理 リスク、機会の影響度の検討 気候変動課題にかかる戦略の協議、情報の共有

（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）

② 戦略

ｉ.気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）への対応

同社グループは 2022 年 2 月に気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）提言へ賛同、同年 6 月には TCFD フレームワークに準じた情報開示を行った。シナリオ分析にあたっては、IPCC や IEA のレポート等に示されている情報を参照し、以下に示す 2 つのシナリオを設定した。

● 4 °Cシナリオ＝現状のまま何もしない状況で推移した場合の 2030～2050 年ごろの状況

● 2 °Cシナリオ＝2050 年カーボンニュートラルに向けて法規制等も強化された場合の 2030 年ごろの状況

設定したシナリオに基づき、社会・経済情勢や自然的状況の変化を予測するとともに、同社グループの主要事業におけるリスク・機会を可能な限り洗い出し、このうち事業への影響が大きいと想定される事項を抽出・整理した。また、重要なリスクと機会については、その一部について財務的インパクトの算定に向けた検討に着手し、社内での議論を進めている。

株主・投資家等ステークホルダーとのエンゲージメント強化のため、開示情報の更なる充実に努めていく。

図表7-(2)-3.　シナリオ分析

		＜想定される事象＞	＜事業への影響＞	産業	特殊	生活	環境	＜考えられる対応策＞
4℃ シナリオ	物理的リスク	台風や集中豪雨等による自然災害の多発	洪水被害に伴う操業停止	●	●	●	●	BCPや災害対策の強化
			供給網の寸断等に伴う原燃料調達コストの増大	●	●	●	○	複数購買や代替品の検討
		冬季における渇水の慢性化	用水の利用制限に伴う操業停止	●		●	○	水循環利用体制の構築
		森林火災の増加	供給量の減少に伴うパルプ調達コストの増大		●			複数購買や代替品の検討
2℃ シナリオ	移行リスク	炭素税や排出権取引の制度化（義務化）	炭素税等の追加コスト発生に伴う営業利益の減少	●	●	●	△	2050年カーボンニュートラルに向けたロードマップに基づくGHG排出量の削減
		バリューチェーンを通じた省エネの推進	化石燃料単価の上昇に伴う製造・販売費の増大	○	●		△	共同配送やモーダルシフト、EVトラック導入等の検討
		電力会社の再生可能エネルギーへの転換	電力単価の上昇に伴う製造費の増大	●	●	○	△	非化石エネルギーによる自家発電の検討・設備導入
		脱炭素社会への移行に伴う原燃料の調達難	原燃料価格の上昇に伴う製造費の増大	●	●	○	△	原料の歩留改善、省エネの推進、未利用資源の活用
	収益機会	サーキュラーエコノミー(循環経済)の進展による再生利用率の向上	再生素材・エネルギー等の販売による売上高の増加				●	非化石燃料・廃棄物燃料事業の強化
		セルロース系素材ニーズの高まり	包装材等の販売による売上高の増加		●	○		ニーズに対応した新製品開発、量産体制の構築
		電気自動車(EV)の普及、蓄電池需要の増加	電池用部材の売上高増加		●			研究開発の継続、販売促進および増産体制の構築
		森林資源の保全と有効利用	森林の適正な保全による炭素税負担の軽減				●	生物多様性保全を基本とした生態系サービス(調整機能)の維持・向上によるCO_2吸収源対策の推進

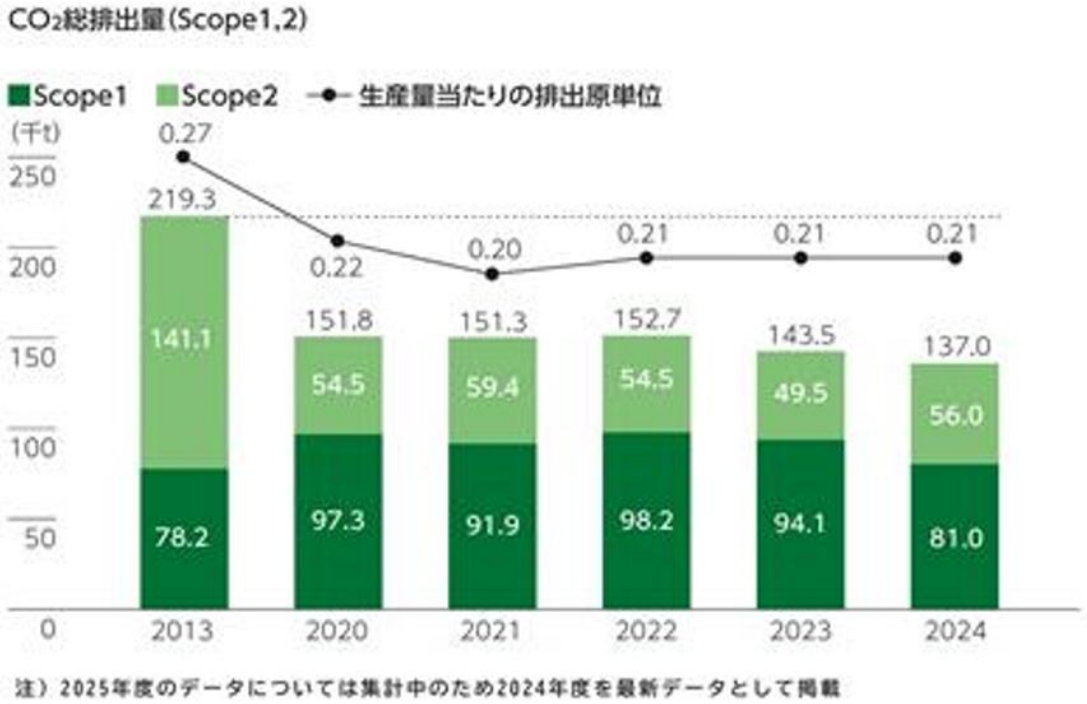
注）表中記号は事業影響の重要度を示す　●：大　○：中　△：小

（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）

ⅱ.化石エネルギー起源 CO_2排出量の削減

同社グループでは、生産活動の効率化や化石燃料からの転換といった CO2 排出量の削減対策に取り組んできた。この結果、主要な生産 4 社における CO2 排出量は、直近 3 ヵ年は横ばい傾向にあるものの 2024 年度の CO2 排出量は 2013 年度比で約 37.5％の削減となった。

図表7-(2)-4.　化石エネルギー起源CO_2排出量の削減



（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）

以上のように、現時点においても低炭素操業を実現できているものと認識している。これを更に推進するため、化石エネルギー起源 CO_2排出量を 2030 年度までに 2013 年度比で 38％削減、2050 年度までに CO_2排出量ネットゼロを目指すロードマップを掲げている。2030 年度目標の設定にあたっては、日本国が掲げる 2013 年度比▲46％のうちの産業部門に求める目標値▲38％に準拠するとともに、各事業本部より施策を抽出し 2030 年度の CO_2の削減予測量を算定した。かねてより推進してきた省エネルギー化を継続するとともに、再生可能エネルギーの利用を拡大することで低炭素社会実現への貢献を目指していく。

なお、同社は三島工場において、工場建物の屋根を一部有効活用し、太陽光発電設備を設置している。太陽光発電設備の設置は工場敷地にあるスペースの有効活用に加え、再生可能エネルギーの活用が環境負荷の低減に繋がることから、企業としての社会的責任や社会貢献の取り組みとして考えている。

「再生可能エネルギー特別措置法」に基づき太陽光発電を導入し、創エネを推進するとともに、「再生可能エネルギー固定価格買取制度」により電力会社へ売電している。

また、すでに同工場敷地内には小型風力発電機 1 基（年間予測発電量 2575kwh）も稼働中であり、今後とも再生可能エネルギーの活用に取り組んでいくとしている。

iii．人材の育成および社内環境の整備

a.　人事基本方針および人材育成方針

同社グループは、社会・環境課題のソリューション・パートナーを目指すビジョン 2035 の実現に向け、人材を最も

重要な財産と位置付けている。

2008 年に制定した人事基本方針においても、従業員一人ひとりとの信頼関係を基盤とし、全従業員が高いモチベーションを維持しながら活躍できる環境整備と、会社の持続的な成長を支える組織風土の醸成を掲げており、これらの考え方を人材育成及び社内環境整備の基本としている。

これらの戦略を推進するため、「能動性」「専門性」「多様性」を備えた人材の育成を目指すとともに、従業員一人ひとりが高いエンゲージメントのもと主体的に挑戦できる組織づくりを進めている。

また、社内環境面では、安全衛生、健康経営及びエンゲージメント向上に取り組み、従業員一人ひとりが能力を最大限発揮できる環境整備を進めている。

これらの取組みを通じて、事業ポートフォリオの変革と持続的な成長を支える人材基盤の構築を目指している。

b. 人材育成方針に基づく取り組み

（能動性を備えた人材の育成）

従業員一人ひとりが主体的にキャリアを形成し、自ら挑戦する風土の醸成を目的として、キャリアプラン制度を導入している。目指すキャリアや働き方について上司との対話を通じて中長期的な計画を策定し、教育研修、ジョブローテーション及び配置等に反映している。

また、社内公募制度、留学派遣制度および公的資格取得奨励制度等を運用し、従業員の自律的なキャリア形成を支援している。

（専門性を備えた人材の育成）

事業ポートフォリオの変革や環境関連分野の拡大を支えるため、専門人材の採用及び育成を強化している。

キャリア採用の拡大に加え、高度な専門性を有する人材を評価するエキスパート職を設けるなど、リスキリングや教育研修を通じて専門性の向上を支援している。また、直近では、資格選任手当の導入等を通じて専門性の発揮を促進している。

（多様な人材の活躍推進）

多様な価値観や経験を持つ人材が能力を最大限発揮できる組織づくりを目指し、DE&I を重要な経営課題の一つとして位置付けている。

ダイバーシティ推進チームが主体となり、女性活躍推進に加え、グループ全体への取組みの拡大、多様な人材の管理職登用に向けた風土醸成、社外との交流促進及び従業員間のコミュニケーション活性化等に取り組んでいる。

また、ダイバーシティ推進チームについて、より多様な視点を施策に反映するため、外国籍従業員やシニア人材

を含む体制へ見直しを行っている。

c. 社内環境整備方針

社内環境整備方針として「『明るく生き生き働ける会社』『安全で安心して働ける会社』を目指し、安全第一を最優先として位置付け、労働災害の撲滅と心身の健康維持増進を達成するため、一人ひとりが快適で働きやすい職場づくりを進める」を定め、安全衛生、ワークライフバランス、エンゲージメントの向上の取り組みを推進している。

d. 社内環境整備方針実現に向けた具体的な取り組み

（安全衛生の取り組み）

「安全衛生年次方針」を定め、この方針を元に各事業所において具体的な取り組みを実施している。「安全」については、「危険の特定と低減対策の実施」および「ルールの順守と危険感受性の向上」、「衛生」については、「心身の健康状態の把握と維持改善の習慣作り」を掲げており、リスクアセスメント活動や安全体感機等を用いた安全教育、生活習慣病予防対策の啓発等に取り組んでいる。

（健康経営の推進）

「従業員一人ひとりが心身ともに健康で安心して働ける会社を目指し、積極的に健康経営に取り組みます」と宣言し、各事業所の安全衛生部門が人事教育部門や健康保険組合と連携して、「健康維持増進」、「疾病予防」、「メンタルヘルス対策」、「働き方改革」の各種施策を実施している。また、健康保険組合が導入した健康増進アプリの活用を通じて、従業員自らが健康づくりを実践できる環境づくりを進めている。

（従業員エンゲージメントの向上）

従業員一人ひとりが誇りとやりがいを持ち、主体的に挑戦できる組織づくりを目指している。そのため、エンゲージメントサーベイを定期的に実施し、組織課題の把握及び各種施策の改善に取り組んでいる。

経営層との信頼関係や上司・同僚との関係がエンゲージメントを支える重要な要素であるとの認識のもと、心理的安全性の向上を図りながら、上司・同僚間のコミュニケーション活性化を図るとともに、企業理念やビジョンへの理解促進に取り組んでいる。

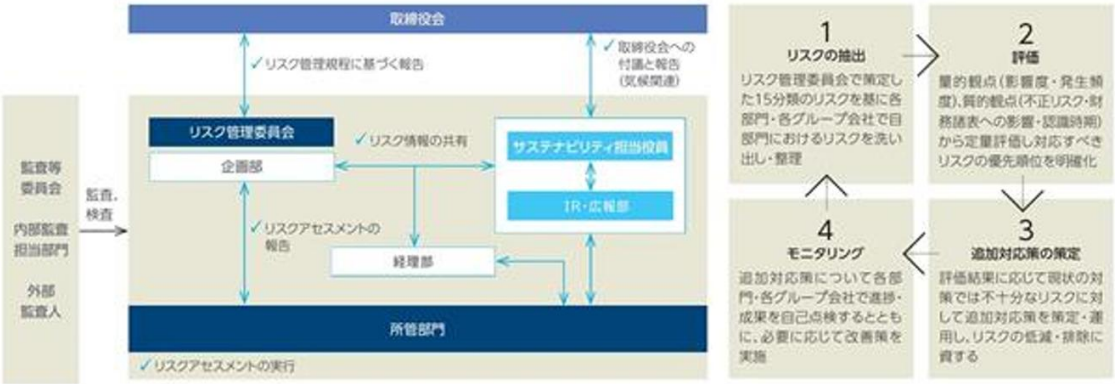
さらに、フレックスタイム制度のコアタイム廃止やハイブリッド型勤務の導入など、多様な働き方を支援する制度の整備を進めている。

③ リスク管理

リスクマネジメントを経営戦略に不可欠なものと位置づけ、2018 年にリスク管理規程に基づく「リスク管理マニュアル」を制定、グループ全社・全部門を対象としたリスクアセスメントを年 1 回実施している。リスクアセスメントでは、所管部門ごとにリスク洗い出しと対応策を設定、これをモニタリングするとともに、リスク管理委員会での定期的なレビューを踏まえた施策の見直しや監査等委員会、内部監査担当部門、外部監査人による監査・検査を実施している。

サステナビリティに係るものを含むリスクおよび機会の管理体制については、所管部門およびグループ会社自らが評価、重要度の高いリスクおよび機会への対応策を検討・実行することにより、リスクの低減および機会創出に努めていく。

図表7-(2)-5.　リスクマネジメントの体制とプロセス



（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）

図表7-(2)-6.　指標と目標

項目	指標	目標値	実績
気候変動問題への対応	生産活動に伴うCO_2排出量の削減(SCOPE1，2)	化石エネルギー起源ＣＯ$_2$を2013年度比38％削減（2030年度）	37.5％削減（2024年度）
女性活躍の推進（注）	女性のキャリア形成の支援	管理職及び管理職候補者層における女性比率10％（2025年度）	11.6％（2025年度）

（注1）当該指標と目標の対象範囲は提出会社単体である。
（注2）女性活躍の推進にあたっては、拠点や事業内容等によって人的資本に関する状況や適切な戦略が異なることから、女性活躍推進法等に基づき各グループ会社で施策を実施している。以上の理由から連結会社ベースでの開示が困難であるため、提出会社単体ベースでの開示を行っている。
（注3）女性活躍の推進の指標については、上記「女性キャリア形成の支援」の他に「女性の職域拡大」「柔軟な働き方に資する制度の利用率向上」を掲げ各種取り組みを進めている。
（注4）女性活躍の推進の対象は提出会社原籍者とし、他社への出向者を含み、他社からの出向者を除く。
（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）で当研究所作成

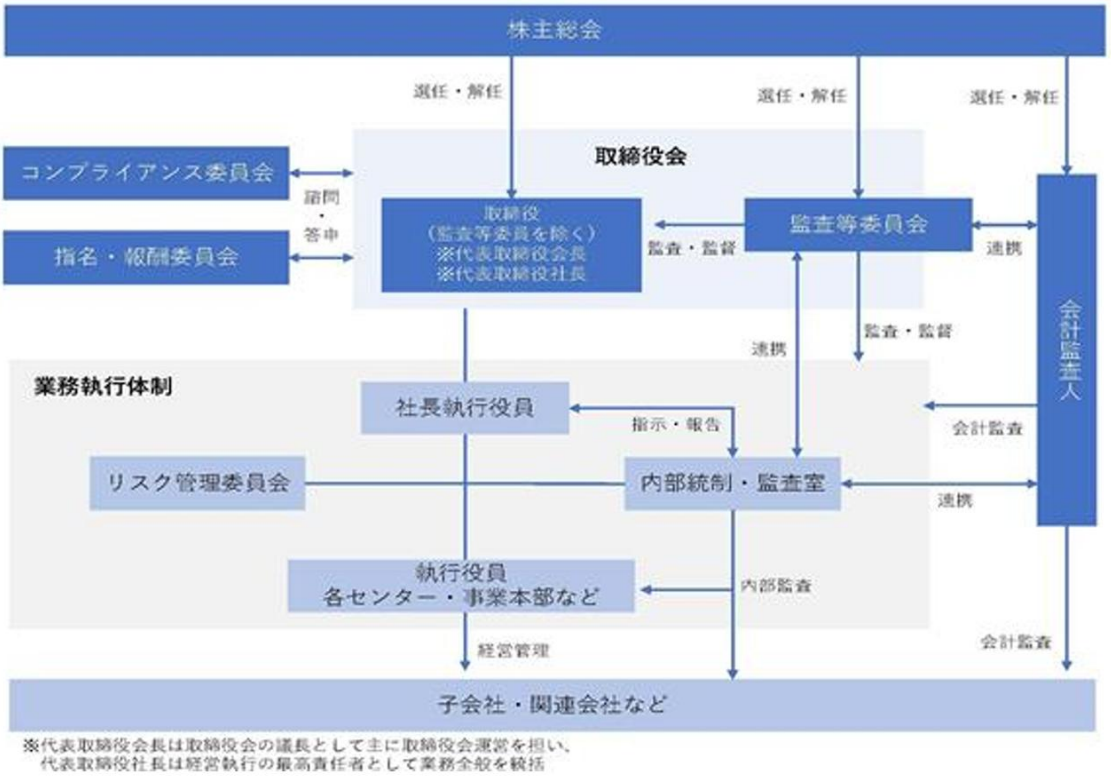
（３） コーポレート・ガバナンスの状況

同社はコーポレート・ガバナンスについて、常に法令遵守を念頭に置き、グループの企業価値増大に向けた健全な経営管理を行うとともに、株主・取引先・従業員・地域社会などのステークホルダーから信頼・支持され続ける企業であるために、迅速性、効率性、透明性の高いコーポレート・ガバナンス体制の確立とその強化・充実に努める必要があると考えている。

同社は監査等委員会設置会社制度を採用しており、取締役会における監督機能の強化や透明性・客観性の更なる向上およびコーポレート・ガバナンスの一層の強化を図っている。

また、法定の機関とは別に、取締役会の諮問機関として半数以上が社外委員で構成される、指名・報酬委員会を設置しており、役員の選解任および役員報酬の水準並びに体系等の適切性につき審議を行っている。加えて、半数以上が社外委員で構成されるグループ全体のコンプライアンスを統括するコンプライアンス委員会を設置し、グループ内の状況把握、体制の強化を行っている。

図表7-(3)-1.　コーポレートガバナンス体制



（出所）会社資料（26/3期有価証券報告書）

8. 大株主の状況、リスク等

（1） トップマネジメント

代表取締役社長・社長執行役員の木村隆志氏は 1972 年 6 月生まれ。2002 年 8 月、特種製紙入社。16 年 6 月、同社経営企画本部企画業務部長。22 年 7 月、理事経営企画本部長。24 年 7 月、執行役員資源再活用本部長。25 年 4 月、常務執行役員社長付。6 月、代表取締役社長・社長執行役員（現職）。

（2） 大株主の状況

過去 5 カ年の大株主の状況は、図表 8-(2)-1 の通りである。26/3 期末時点において、特定の大株主は存在していない。

図表8-(2)-1. 過去5カ年の大株主推移

順位	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期		
	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	所有株式数(千株)	所有割合(%)
1	日本マスタートラスト信託（信託口）	日本マスタートラスト信託（信託口）	日本マスタートラスト信託（信託口）	日本マスタートラスト信託（信託口）	日本マスタートラスト信託（信託口）	3,705	10.5
2	中央建物	中央建物	中央建物	中央建物	中央建物	1,350	3.8
3	新生紙パルプ商事	新生紙パルプ商事	新生紙パルプ商事	新生紙パルプ商事	新生紙パルプ商事	939	2.6
4	日本カストディ銀行（信託口）	取引先持株会	取引先持株会	静岡銀行	静岡銀行	911	2.5
5	取引先持株会	静岡銀行	静岡銀行	竹尾	竹尾	791	2.2
6	静岡銀行	王子ホールディングス	日本カストディ銀行（信託口）	トーモク	日本カストディ銀行（信託口）	784	2.2
7	王子ホールディングス	竹尾	王子ホールディングス	第一生命保険	トーモク	720	2.0
8	竹尾	日本カストディ銀行（信託口）	竹尾	平和紙業	第一生命保険	702	1.9
9	トーモク	トーモク	トーモク	日本カストディ銀行（信託口）	平和紙業	661	1.8
10	第一生命保険	第一生命保険	第一生命保険	王子ホールディングス	王子ホールディングス	600	1.7

（出所）QUICK Workstation、会社資料（有価証券報告書、株主総会招集通知）で当研究所作成

（3） 事業等のリスク

26/3 期有価証券報告書に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、経営者が連結会社の財政状態、経営成績およびキャッシュフローの状況に重要な影響を与える可能性があると認識している主要なリスクは、以下の通り。

なお、文中の将来に関する事項は、26/3 期末現在において同社グループが判断したものである。

［1］需要および市況の変動

同社グループは、事業セグメントごとに異なったリスクがあるものと認識している。

① 産業素材事業

段ボール原紙およびクラフト紙等を扱う産業素材事業においては、経済環境の悪化に伴って物流活動が急激に停滞した場合、また、悪天候により農産物の収穫量・流通量が著しく低下した場合、産業用包装材の需要が減少し、同事業の業績に負の影響を与える可能性がある。当該リスクへの対応としては、さらなる低コスト・高能率の生産体制確立に努めていく。

② 特殊素材事業

特殊印刷用紙および特殊機能紙等を扱う特殊素材事業においては、デジタル化の進展やそれに伴う出版部数の減少等の影響により情報伝達媒体としての紙需要は縮小傾向にある。また、製品ごとに異なるユーザー・用途が存在する製品群においては、社会潮流の変化により用途そのものが消滅することで製品への需要も急減し、同事業の業績に負の影響を与える可能性がある。当該リスクへの対応としては、生産体制の集約・効率化を図っていくとともに、引き続き潜在的ニーズを追求し、製品構成の入れ替えに努めていく。

③ 生活商品事業

ペーパータオルやトイレットペーパー等を扱う生活商品事業においては、供給過多や価格競争等市況が変動しやすく、同事業の業績に負の影響を与える可能性がある。当該リスクへの対応としては、製品のさらなる品質向上を推進するとともに、ネットワークの強化に努めていく。

④ 環境関連事業

環境関連事業に含まれる資源再活用事業については、脱化石燃料への社会的背景から今後も旺盛な需要を見込んでいるが、いっぽうで廃棄物燃料へのニーズが急速に高まることで廃棄物集荷における競争が激化した場合、同事業の業績に負の影響を与える可能性がある。当該リスクへの対応としては、物流を考慮した同業との連携を図るとともに、M & A 等による集荷エリア拡大に取り組んでいく。

［2］原燃料価格の変動

製紙 3 事業においては多量の原燃料を使用するため、その事業の主たる原料価格に変動があった場合、当該事業の業績に負の影響を与える可能性がある。また、原燃料の輸入取引について為替変動リスクを負っており、主として米ドルに対して円安が生じた場合、業績に負の影響を与える可能性がある。

産業素材事業において主たる原料である段古紙の価格は、中国および ASEAN 諸国をはじめとした海外情勢の影響を受けやすくなっている。したがって、海外情勢に著しい変化があった場合、調達価格が高騰し、当該

事業の業績に負の影響を与える可能性がある。

生活商品事業において使用する上質の古紙の価格は、ペーパーレス化の進展に伴い、年々その発生量が減少し、古紙需給の影響を受けやすい状況となっている。したがって、更なるペーパーレス化の進展により、上質の古紙の発生量が減少した場合、調達価格が高騰し、当該事業の業績に負の影響を与える可能性がある。

古紙の調達価格上昇リスクについては、運送費のより安価な近場からの安定調達に注力するとともに、長年の取引関係を勘案した安定調達先の確保に努め、さらに段古紙については、日本製紙との共同調達の実施などにより対応している。

特殊素材事業において多量に使用するパルプについては、その多くを諸外国から調達していることから、主として米ドルに対する為替変動リスクを負っている。また、パルプ生産国における経済活動の変容や世界的な需要の高まり等、海外市況の影響により調達価格が高騰することで、当該事業の業績に負の影響を与える可能性がある。当該リスクへの対応としては、調達先を国内外で多様化するとともに、各取引先との良好な関係づくりに注力している。

［3］取引先の信用リスク

同社グループの取引先の経営状況が、市場の変動や業界再編成等により財務上の問題に直面した場合には、同社グループの業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。当該リスクが顕在化する可能性については、現時点では確認していないが、各事業本部が密に連携し、一層の管理体制強化を図っていく。

［4］資金調達

資金調達については、現状の経済情勢下においては重大なリスクはないものと認識しているが、金融市場の混乱や同社に対する信用が著しく損なわれる事象が発生した場合、資金調達が困難になる可能性があると考えている。当該リスクが顕在化する可能性は現時点では認識していないが、金融機関との良好な取引関係の構築および資金管理体制の強化に努めていく。

［5］法的規制

製造販売業務を主体とする同社グループについては、環境規制に加えて、労働安全衛生法、製造物責任法、知的財産権に関する規制等の様々な法規制の適用を受けている。このため、これらの規制の改定等に対応することや、これらの規制に関連した訴訟等を受けることにより、事業活動の制限、高額な費用負担や環境対策設備の設置等コストの増加につながることがあり、同社グループの業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。当該リスクへの対応について、同社グループでは常設の機関としてコンプライアンス委員会を設置し、常に法令遵守を念頭に置いた経営管理に努めるとともに環境関連の法改正および環境保全に係る社会的要請の動向を引き続き注視していく。

［6］災害や感染症および事故による影響

同社グループは、製造ラインの突発的な中断による潜在的なマイナス影響を最小限にするため、定期的な予防保全を行っている。また、災害事故等不測の事態発生に備え、影響を最小限にするための教育・訓練等を実施しており、特に地震対策については、同社内に緊急時の対応組織を設け、臨機応変に対応することにしている。しかし、これらの影響を完全に防止または軽減できる保証はない。また、同社グループの工場および施設の多くは静岡県にあり、大規模な地震やその他の操業を中断する事象が発生した場合には、同社グループの業績および財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

また、従業員が重大な感染症に罹患した場合、従業員およびその家族への感染拡大を防ぐため、工場の操業を停止する可能性があり、停止の期間やその範囲は想定していない。先般の新型コロナウイルスの世界的な拡大を受け、同社グループでは、リモートワークの導入をはじめとした社内施策を講じ感染防止に努めている。

［7］環境の激変に伴う所有資産価値の変動

① 投資有価証券の減損に係るリスク

同社グループは、市場価格のない株式等以外の有価証券を保有しているが、時価が著しく下落した場合には、取得原価と時価との差額を当該期の損失とすることとなり、同社グループの業績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

② 固定資産の減損に係るリスク

同社グループは、製紙業に関係する生産設備等の多くの有形固定資産を有している。「固定資産の減損に係る会計基準」の適用に伴い、時価の下落や当該資産または資産グループから得られる将来キャッシュフローの状況によっては減損処理が必要な場合、同社グループの業績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

③ のれんの減損に係るリスク

同社グループは、第 13 期連結会計年度（自 2019 年 4 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日）に駿河サービス工業、第 17 期連結会計年度（自 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日）にトーエイホールディングス、第 18 期連結会計年度（自 2024 年 4 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日）に貴藤ホールディングスを連結子会社化したことに伴い、のれんを計上している。当該のれんについては、事業価値およびシナジー効果が発現された結果得られる将来の収益力を適切に反映したものと考えているが、景気変動等の影響により収益性が低下した場合には、減損損失計上により、同社グループの業績および財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

9. 財務関連データおよび指標

（1） 損益計算書（通期）、付属資料

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)、付属資料　　単位：百万円

	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期	27/3期 計画
売上高	77,718	79,086	81,901	80,603	76,403	80,711	84,130	86,517	94,800	95,413	100,000
(前期比)	-1%	2%	4%	-2%	-5%	6%	4%	3%	10%	1%	5%
売上原価	63,658	67,579	71,156	69,800	65,315	68,952	75,332	76,150	82,097	81,744	
(前期比)	-0%	6%	5%	-2%	-6%	6%	9%	1%	8%	-0%	
(売上原価率)	82%	85%	87%	87%	85%	85%	90%	88%	87%	86%	
売上総利益	14,060	11,506	10,745	10,803	11,087	11,759	8,798	10,366	12,702	13,669	
(前期比)	-5%	-18%	-7%	1%	3%	6%	-25%	18%	23%	8%	
(売上総利益率)	18%	15%	13%	13%	15%	15%	10%	12%	13%	14%	
販管費	9,352	7,574	7,602	7,933	7,860	7,527	7,157	8,069	8,774	9,372	
(前期比)	-15%	-19%	0%	4%	-1%	-4%	-5%	13%	9%	7%	
(販管費率)	12%	10%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	
営業利益	4,708	3,932	3,142	2,870	3,227	4,231	1,640	2,296	3,928	4,296	3,200
(前期比)	26%	-16%	-20%	-9%	12%	31%	-61%	40%	71%	9%	-26%
(営業利益率)	6%	5%	4%	4%	4%	5%	2%	3%	4%	5%	3%
EBITDA	11,190	10,578	9,794	9,498	9,770	10,456	7,668	8,462	10,171	10,903	
(前期比)	8%	-5%	-7%	-3%	3%	7%	-27%	10%	20%	7%	
(EBITDAマージン)	14%	13%	12%	12%	13%	13%	9%	10%	11%	11%	
ネット金融収支	59	100	113	201	139	127	113	78	74	102	
為替差損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
持分法投資損益	245	-1,131	1,636	2,005	2,210	1,002	1,881	3,227	1,544	844	
経常利益	5,075	3,202	5,353	5,389	5,970	5,733	4,058	6,188	6,227	5,728	5,800
(前期比)	29%	-37%	67%	1%	11%	-4%	-29%	52%	1%	-8%	1%
(経常利益率)	7%	4%	7%	7%	8%	7%	5%	7%	7%	6%	6%
税前利益	6,137	3,382	5,578	4,536	7,688	7,299	5,411	5,909	5,481	6,226	
(税負担率)	29%	31%	20%	14%	25%	26%	21%	18%	28%	27%	
親会社株主利益	3,852	2,193	4,212	3,694	5,594	5,251	4,130	4,590	3,607	4,368	4,600
(前期比)	54%	-43%	92%	-12%	51%	-6%	-21%	11%	-21%	21%	5%
(純利益率)	5%	3%	5%	5%	7%	7%	5%	5%	4%	5%	5%
EPS(円)	86.3	51.3	101.2	88.7	138.8	132.0	115.2	129.3	102.5	125.0	
DPS(円)	15.8	16.7	25.0	25.0	33.3	40.0	33.3	40.0	40.0	97.0	
配当性向	27%	33%	25%	28%	24%	30%	29%	31%	39%	43%	
BPS(円)	1,530.4	1,594.4	1,658.2	1,701.8	1,831.3	1,960.4	2,020.6	2,172.3	2,253.9	2,390.3	
設備投資額	9,718	5,682	6,604	7,203	8,346	5,125	4,417	7,068	10,258	8,954	
減価償却費	6,482	6,646	6,652	6,628	6,543	6,225	6,028	6,166	6,243	6,607	
研究開発費	813	881	861	1,014	916	935	629	536	574	551	
従業員数(人)	1,430	1,456	1,490	1,576	1,530	1,537	1,506	1,750	1,863	1,873	

(注1)EBITDA=営業利益+減価償却費。税負担率=(法人税等+調整額)÷税前利益
(注2)EPS、DPS、配当性向、BPSは会社公表値。EPS、DPS、BPSは株式分割があれば、当研究所が遡及修正
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（２） 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

図表9-(2)-1. 貸借対照表、キャッシュフロー計算書 単位：百万円

	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期
流動資産	47,071	45,634	47,518	47,200	48,478	49,423	51,479	54,151	54,397	50,983
現預金	11,474	10,550	8,882	10,175	13,532	12,058	10,298	13,433	11,381	7,806
短期有価証券	0	0	9	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	23,678	24,388	26,769	25,108	24,428	26,279	26,696	26,200	26,712	25,223
棚卸資産	9,939	9,566	10,610	10,681	9,609	10,398	13,246	12,954	14,876	16,522
固定資産	84,728	83,199	82,410	85,455	79,612	76,006	71,867	78,827	85,039	90,326
有形固定資産	64,395	63,051	62,614	63,839	60,971	58,888	57,108	59,972	64,445	66,327
無形固定資産	361	347	352	1,776	1,688	1,488	1,272	2,847	3,754	3,359
のれん	0	0	0	1,426	1,271	1,129	986	2,590	3,398	2,923
投資その他の資産	19,971	19,800	19,443	19,839	16,952	15,630	13,486	16,007	16,839	20,639
資産合計	131,799	128,834	129,928	132,655	128,091	125,430	123,347	132,978	139,436	141,310
流動負債	37,427	31,823	35,402	38,723	30,858	34,930	31,594	33,590	34,783	33,400
買入債務	11,943	12,160	13,824	10,913	10,075	11,020	10,068	9,831	9,388	8,581
短期借入金・社債	18,547	13,156	14,914	18,742	10,671	15,493	14,039	14,264	14,625	14,379
固定負債	19,700	24,243	18,813	16,254	16,946	11,937	13,176	15,460	18,819	17,808
長期借入金・社債	13,912	18,931	14,287	12,014	14,148	9,299	10,368	12,650	14,546	12,108
負債合計	57,128	56,066	54,215	54,977	47,804	46,867	44,771	49,050	53,602	51,208
自己資本	68,427	66,347	69,043	70,910	73,429	72,130	72,103	76,867	78,546	83,299
非支配株主持ち分	6,135	6,282	6,522	6,622	6,681	6,268	6,344	6,916	7,150	6,641
純資産	74,670	72,767	75,713	77,678	80,286	78,562	78,576	83,927	85,834	90,102
運転資本	21,674	21,794	23,555	24,876	23,962	25,657	29,874	29,323	32,200	33,164
投下資本(運用ベース)	86,430	85,192	86,521	90,491	86,621	86,033	88,254	92,142	100,399	102,850
投下資本(調達ベース)	100,886	98,434	98,244	101,666	98,248	96,922	96,510	103,781	107,717	109,786
ネット投下資本(調達ベース)	89,412	87,884	89,353	91,491	84,716	84,864	86,212	90,348	96,336	101,980
ネットデット(-はネットキャッシュ)	20,985	21,537	20,310	20,581	11,287	12,734	14,109	13,481	17,790	18,681
1. 営業キャッシュフロー	11,972	8,771	8,240	11,014	11,638	9,579	2,582	11,397	8,773	9,894
売上債権の増減額	-1,615	-635	-2,381	1,896	680	-1,841	-417	867	-39	1,488
棚卸資産の増減額	714	372	-1,043	-66	1,071	-786	-2,847	378	-1,896	-1,646
仕入債務の増減額	956	-202	1,738	-1,692	-837	944	-951	-274	-637	-807
2. 投資キャッシュフロー	-6,854	-3,785	-6,301	-9,598	893	-4,701	-1,149	-6,101	-9,366	-7,921
固定資産の取得	-11,218	-4,632	-7,314	-6,274	-8,000	-7,280	-4,763	-6,384	-10,095	-8,422
投資その他の資産の取得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. フリーキャッシュフロー(1+2)	5,118	4,986	1,939	1,416	12,531	4,878	1,433	5,296	-593	1,973
4. 財務キャッシュフロー	-2,795	-5,928	-3,630	-234	-9,242	-6,422	-3,180	-2,582	-1,495	-5,486
配当	-744	-1,017	-693	-1,040	-1,028	-1,669	-1,452	-1,183	-1,532	-1,452
自己株取得	-5	-4,425	-3	-1	-2,177	-4,002	-1,261	-339	-672	-1
有利子負債の増減額	-8,199	-388	-2,884	928	-5,938	-60	-385	-980	866	-2,684
現預金の増減額	2,319	-942	-1,692	1,181	3,289	-1,544	-1,748	2,713	-2,088	-3,513
現預金の期末残高	11,336	10,418	8,726	9,908	13,197	11,722	9,974	12,687	10,599	7,085

(注)ネットキャッシュ=手元流動性-有利子負債
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（3） 財務分析

図表9-(3)-1. 財務分析

	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期	26/3期
＜ROEの3分解式＞										
純利益率	5.0%	2.8%	5.1%	4.6%	7.3%	6.5%	4.9%	5.3%	3.8%	4.6%
総資産回転率(回)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
財務レバレッジ(倍)	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7
＜資産収益性＞										
ROE	5.8%	3.3%	6.2%	5.3%	7.8%	7.2%	5.7%	6.2%	4.6%	5.4%
ROA	3.9%	2.5%	4.1%	4.1%	4.6%	4.5%	3.3%	4.8%	4.6%	4.1%
税前ROIC(運用ベース)	5.4%	4.6%	3.7%	3.2%	3.6%	4.9%	1.9%	2.5%	4.1%	4.2%
税前ROIC(調達ベース)	4.6%	3.9%	3.2%	2.9%	3.2%	4.3%	1.7%	2.3%	3.7%	4.0%
税前ROIC(ネット調達ベース)	5.1%	4.4%	3.5%	3.2%	3.7%	5.0%	1.9%	2.6%	4.2%	4.3%
＜売上比＞										
売上総利益率	18.1%	14.5%	13.1%	13.4%	14.5%	14.6%	10.5%	12.0%	13.4%	14.3%
販管費率	12.0%	9.6%	9.3%	9.8%	10.3%	9.3%	8.5%	9.3%	9.3%	9.8%
営業利益率	6.1%	5.0%	3.8%	3.6%	4.2%	5.2%	1.9%	2.7%	4.1%	4.5%
EBITDAマージン	14.4%	13.4%	12.0%	11.8%	12.8%	13.0%	9.1%	9.8%	10.7%	11.4%
経常利益率	6.5%	4.0%	6.5%	6.7%	7.8%	7.1%	4.8%	7.2%	6.6%	6.0%
純利益率	5.0%	2.8%	5.1%	4.6%	7.3%	6.5%	4.9%	5.3%	3.8%	4.6%
＜効率性＞										
総資産回転期間(月)	20.0	19.8	19.0	19.5	20.5	18.8	17.7	17.8	17.2	17.7
売上債権回転期間(日)	107.4	110.9	114.0	117.5	118.3	114.7	114.9	111.6	101.9	99.3
棚卸資産回転期間(日)	63.5	52.7	51.7	55.7	56.7	53.0	57.3	62.8	61.9	70.1
買入債務回転期間(日)	65.7	65.1	66.6	64.7	58.6	55.8	51.1	47.7	42.7	40.1
CCC (日)	105.2	98.5	99.1	108.4	116.4	111.8	121.1	126.7	121.0	129.3
1人当たり売上高(百万円)	53.1	54.8	55.6	52.6	49.2	52.6	55.3	53.1	52.5	51.1
1人当たり営業利益(百万円)	3.2	2.7	2.1	1.9	2.1	2.8	1.1	1.4	2.2	2.3
＜財務安全性＞										
手元流動性比率(月)	1.6	1.7	1.4	1.4	1.9	1.9	1.6	1.6	1.6	1.2
自己資本比率	51.9%	51.5%	53.1%	53.5%	57.3%	57.5%	58.5%	57.8%	56.3%	58.9%
流動比率	125.8%	143.4%	134.2%	121.9%	157.1%	141.5%	162.9%	161.2%	156.4%	152.6%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	17.4	17.5	16.9	17.4	18.1	32.8	13.8	16.3	20.7	16.0
＜成長性＞										
前期比										
売上高	-0.9%	1.8%	3.6%	-1.6%	-5.2%	5.6%	4.2%	2.8%	9.6%	0.6%
営業利益	25.5%	-16.5%	-20.1%	-8.7%	12.4%	31.1%	-61.2%	40.0%	71.1%	9.4%
親会社株主利益	54.2%	-43.1%	92.1%	-12.3%	51.4%	-6.1%	-21.3%	11.1%	-21.4%	21.1%
投下資本(運用ベース)	-0.4%	-1.4%	1.6%	4.6%	-4.3%	-0.7%	2.6%	4.4%	9.0%	2.4%
自己資本	6.8%	-3.0%	4.1%	2.7%	3.6%	-1.8%	-0.0%	6.6%	2.2%	6.1%
総資産	3.8%	-2.2%	0.8%	2.1%	-3.4%	-2.1%	-1.7%	7.8%	4.9%	1.3%

(注1)資産収益性、効率性で使用のBS項目、従業員数は期首・期末平均
(注2)ROAは経常利益ベース。EBITDA=営業利益+減価償却費
(注3)売上債権回転期間は売上高ベース。棚卸資産回転期間、買入債務回転期間は売上原価ベース
(注4)インタレスト・カバレッジ・レシオ=(営業利益+受取利息・配当金)÷支払利息・割引料
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

（4） 損益計算書（四半期、半期）

図表9-(4)-1. 損益計算書(四半期、半期)　　単位：百万円

	25/3期				26/3期				25/3期		26/3期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	上期	下期	上期	下期
売上高	22,702	23,870	24,679	23,549	24,284	23,626	23,992	23,511	46,572	48,228	47,910	47,503
（前年同期比）	10%	8%	11%	9%	7%	-1%	-3%	-0%	9%	10%	3%	-2%
売上原価	19,560	20,838	21,453	20,246	20,717	20,302	20,524	20,201	40,398	41,699	41,019	40,725
（前年同期比）	7%	6%	10%	8%	6%	-3%	-4%	-0%	6%	9%	2%	-2%
（売上原価率）	86%	87%	87%	86%	85%	86%	86%	86%	87%	86%	86%	86%
売上総利益	3,142	3,031	3,227	3,302	3,566	3,325	3,468	3,310	6,173	6,529	6,891	6,778
（前年同期比）	43%	22%	13%	16%	13%	10%	7%	0%	32%	15%	12%	4%
（売上総利益率）	14%	13%	13%	14%	15%	14%	14%	14%	13%	14%	14%	14%
販管費	2,093	2,207	2,223	2,251	2,241	2,290	2,286	2,555	4,300	4,474	4,531	4,841
（前年同期比）	6%	14%	10%	5%	7%	4%	3%	14%	10%	7%	5%	8%
（販管費率）	9%	9%	9%	10%	9%	10%	10%	11%	9%	9%	9%	10%
営業利益	1,049	824	1,003	1,052	1,325	1,034	1,182	755	1,873	2,055	2,359	1,937
（前年同期比）	350%	50%	21%	54%	26%	25%	18%	-28%	139%	36%	26%	-6%
（営業利益率）	5%	3%	4%	4%	5%	4%	5%	3%	4%	4%	5%	4%
ネット金融収支	96	-42	62	-42	124	-58	94	-58	54	20	66	36
為替差損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
持分法投資損益	601	205	576	162	369	294	373	-192	806	738	663	181
経常利益	1,971	1,088	1,763	1,405	1,985	1,342	1,702	699	3,059	3,168	3,327	2,401
（前年同期比）	41%	-30%	-0%	-5%	1%	23%	-3%	-50%	4%	-2%	9%	-24%
（経常利益率）	9%	5%	7%	6%	8%	6%	7%	3%	7%	7%	7%	5%
税前利益	1,934	1,047	2,228	272	1,901	1,340	2,362	623	2,981	2,500	3,241	2,985
親会社株主利益	1,408	688	1,604	-93	1,370	937	1,720	341	2,096	1,511	2,307	2,061
（前年同期比）	12%	-36%	21%	-	-3%	36%	7%	-	-10%	-33%	10%	36%
（純利益率）	6%	3%	6%	-0%	6%	4%	7%	1%	5%	3%	5%	4%

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

（1） 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）

（2） 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

詳細は、以下の資料をご覧ください。

https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_JP_Appendix1/main/0/link/JP_appendix1_20250806.pdf

Appendix 2 ～株主資本コストの見方

（1） 株主資本コストとは

（2） QUICK 株主資本コストの算出法

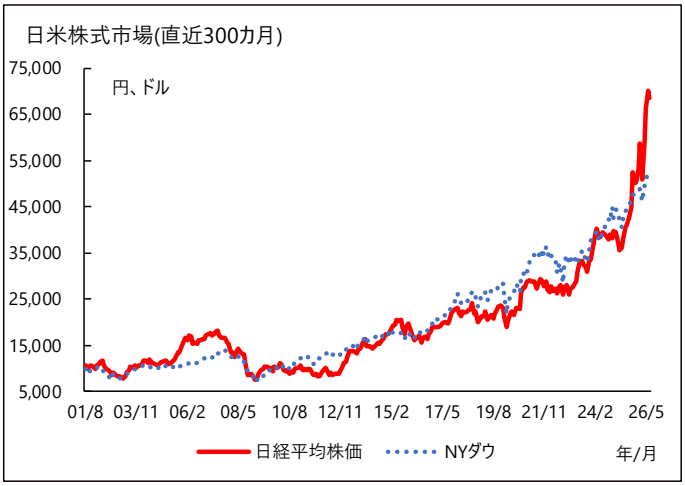
（3） 具体的な活用方法

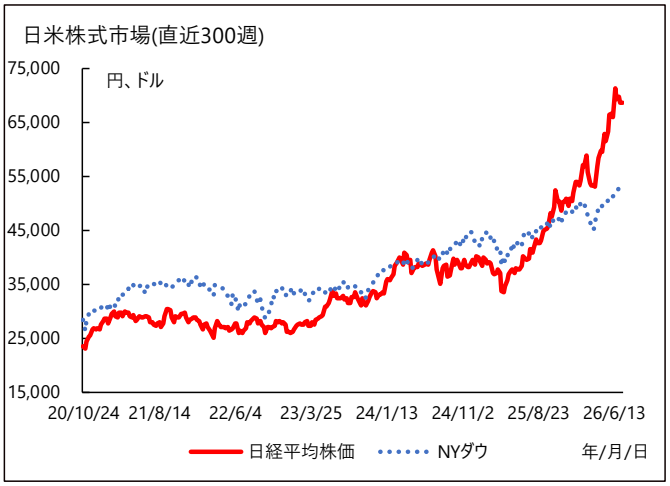
詳細は、以下の資料をご覧ください。

https://www.nomura-ir.co.jp/ja/qnresearch/report_JP_Appendix2/main/0/link/JP_appendix2_20250806.pdf

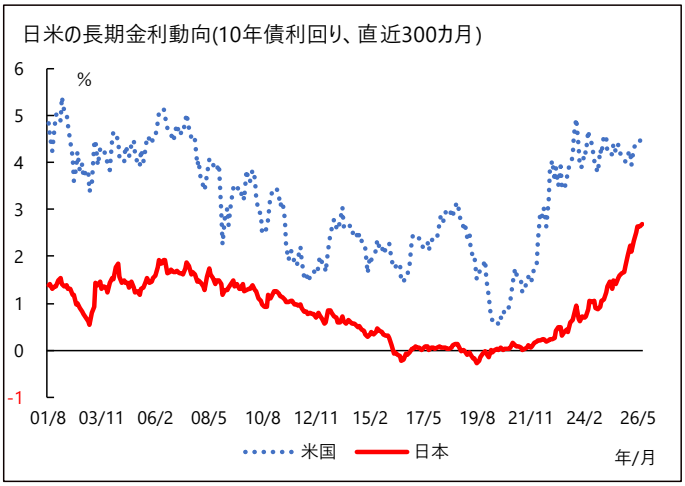
Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

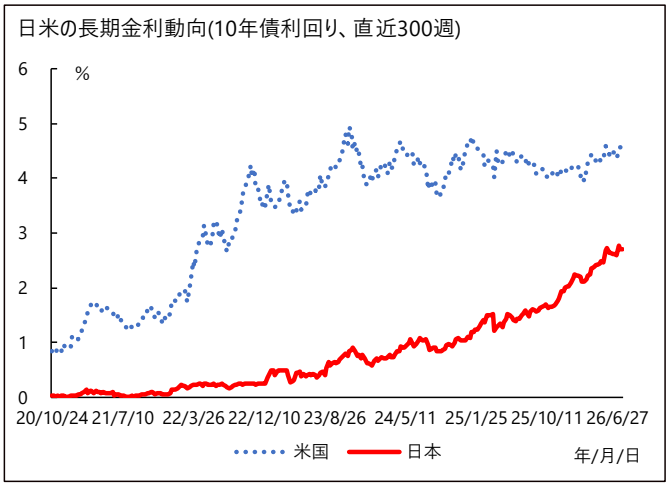
○日米の株式市場の推移



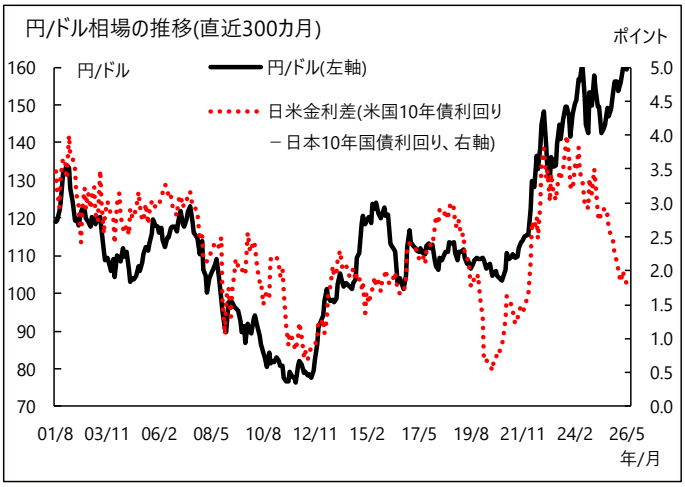


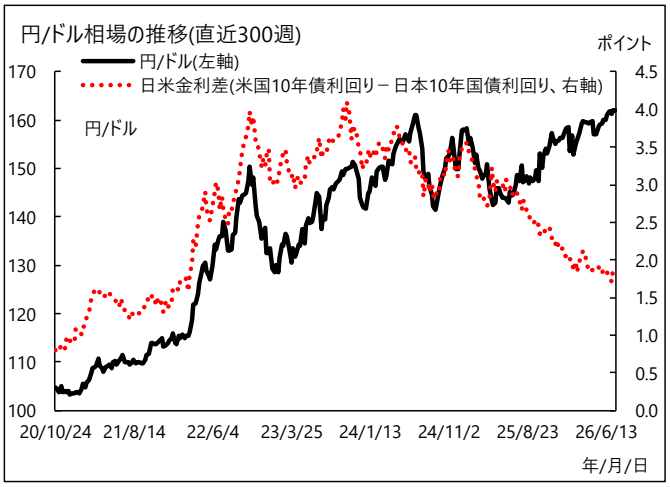
○日米の長期金利の動向





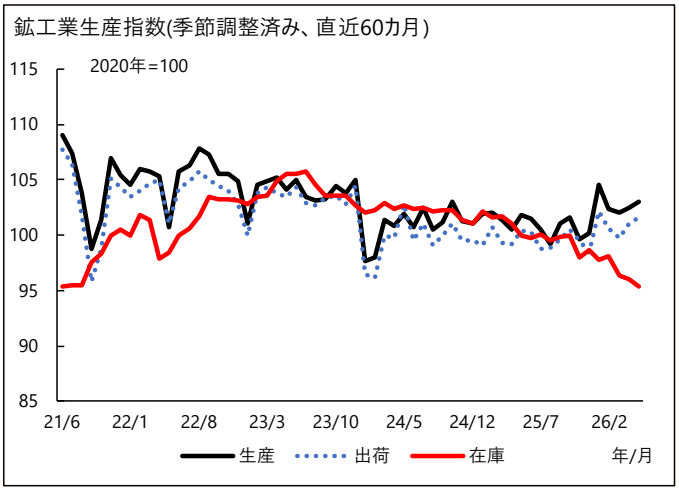
○円/ドル相場と日米金利差

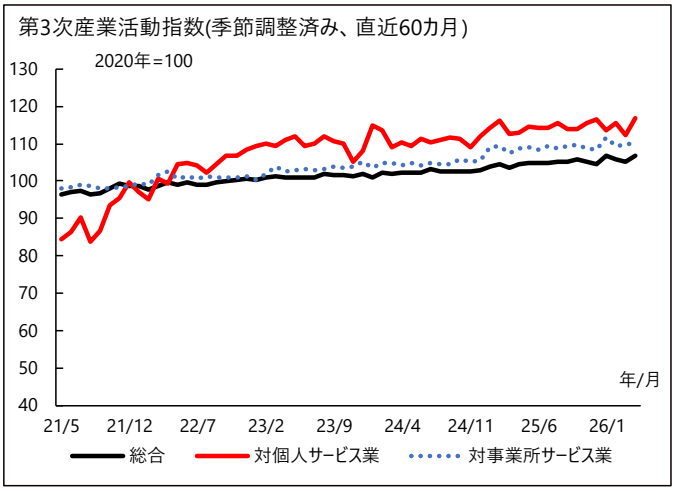




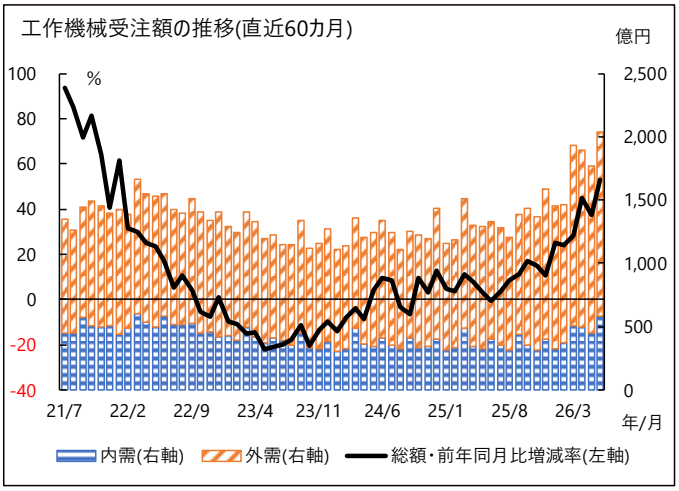
※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は01年8月～26年7月、直近300週の計測期間は20年10月24日～26年7月10日
※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

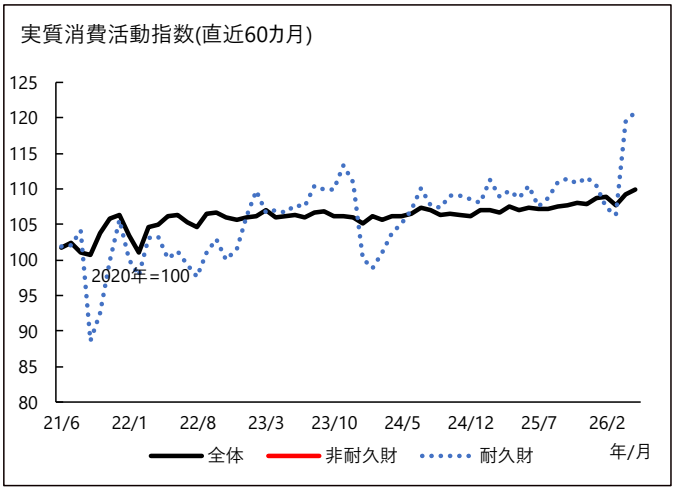
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



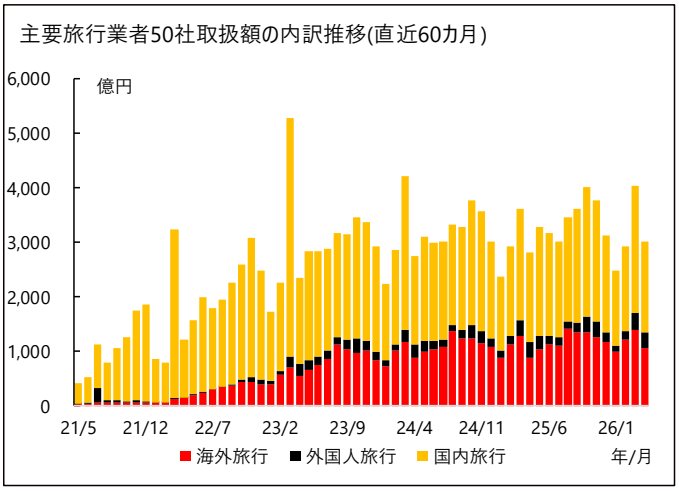


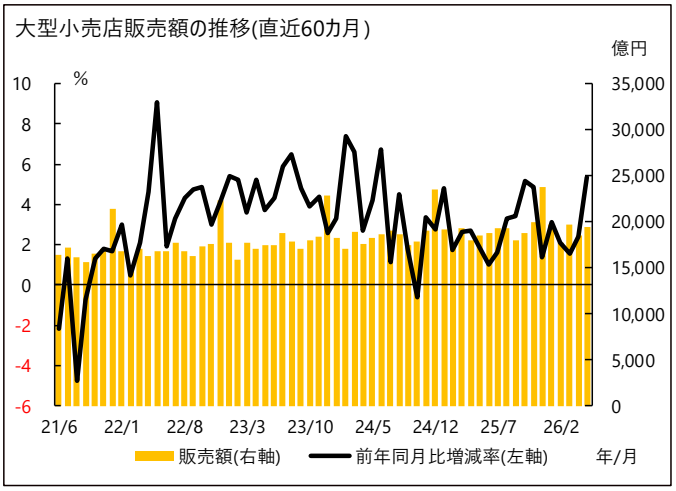
○設備投資の先行指標である工作機械受注と、消費活動の推移





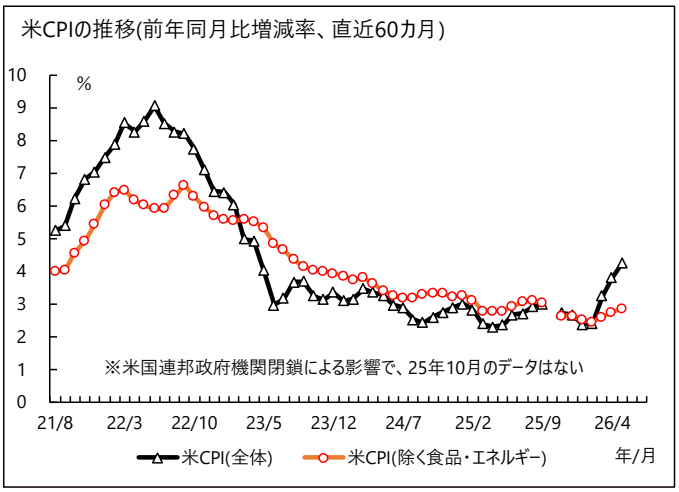
○主要旅行業者50社の取扱額、大型小売店販売額

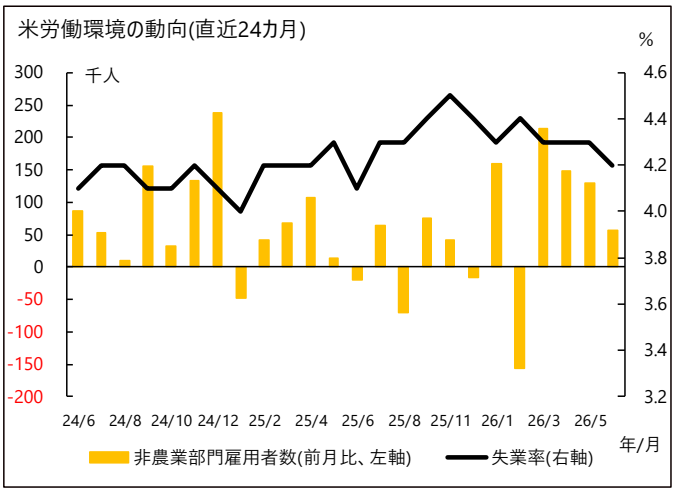




※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

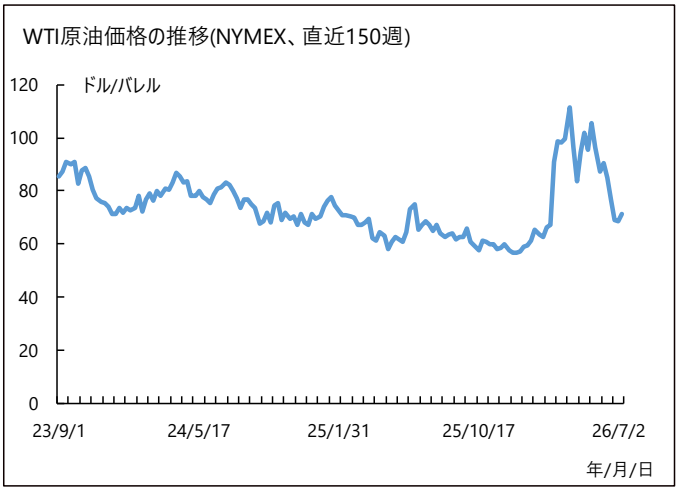
○米国の物価と労働環境

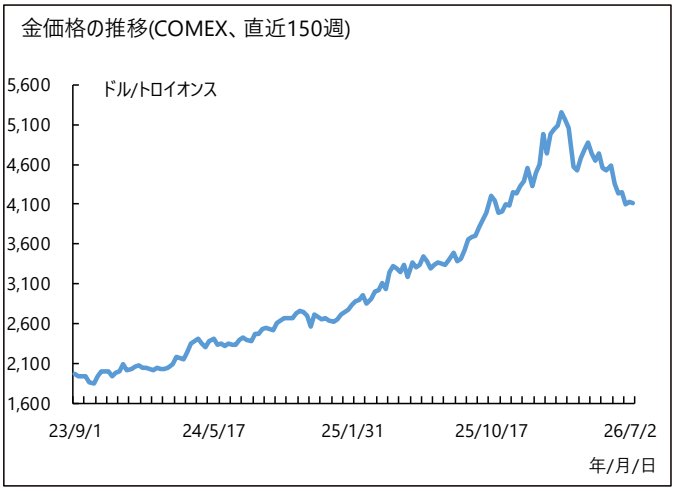




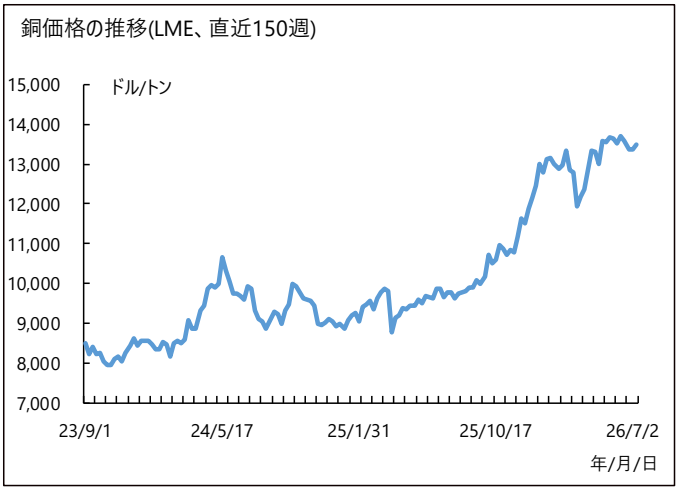
○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金





幅広い産業・製品に使用される銅、ステンレス鋼鋳造や、幅広い産業で使用されるニッケル



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は23年9月1日から26年7月10日まで
※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

○株式市場での位置

東証市場別PBR分布状況

	プライム		スタンダード		グロース	
市場別企業数	1,604		1,620		577	
PBR分布状況	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
0.5倍未満	59	3.7	272	16.8	6	1.0
0.5倍以上1倍未満	473	29.5	616	38.0	39	6.8
1倍以上2倍未満	620	38.7	463	28.6	169	29.3
2倍以上	452	28.2	269	16.6	363	62.9

ご参考：レポート対象企業
特種東海-(3708) プライム 0.82倍
(注)データは26年7月10日現在
(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

国内上場企業の時価総額順位

(億円、位)

※計測データは26/7/10現在				各年末順位								
順位	企業名	コード	時価総額	17	18	19	20	21	22	23	24	25
1	キオクシア	(285A)	421,377	–	–	–	–	–	–	–	193	43
2	トヨタ	(7203)	412,016	1	1	1	1	1	1	1	1	1
3	三菱ＵＦＪ	(8306)	410,741	2	4	6	18	9	5	5	2	2
4	ＳＢＧ	(9984)	363,845	4	3	3	2	7	6	15	10	3
5	東エレク	(8035)	341,383	39	60	35	20	6	21	7	14	8
6	ファストリ	(9983)	261,291	21	9	10	6	17	8	8	6	7
7	三井住友ＦＧ	(8316)	260,806	9	14	15	27	26	10	16	8	6
8	アドテスト	(6857)	218,356	308	247	109	92	76	95	47	26	10
9	日立	(6501)	213,171	26	38	26	30	21	19	14	5	5
10	みずほＦＧ	(8411)	202,926	17	18	30	38	40	29	29	19	13
11	ソニーＧ	(6758)	200,375	11	6	4	4	2	3	2	3	4
12	村田製	(6981)	193,552	38	33	23	16	20	31	30	38	35
13	キーエンス	(6861)	187,197	5	5	5	3	3	4	4	7	16
14	リクルート	(6098)	180,235	22	17	9	12	4	13	10	4	15
15	三菱商	(8058)	163,597	19	15	22	33	25	18	11	18	11
16	伊藤忠	(8001)	149,297	37	35	32	26	24	16	17	11	9
17	東京海上	(8766)	147,158	34	25	29	34	34	23	24	15	22
18	信越化	(4063)	145,302	20	29	18	11	8	15	6	17	25
19	ＮＴＴ	(9432)	133,652	3	2	2	5	5	2	3	9	12
20	三井物	(8031)	130,514	40	36	40	40	33	20	20	20	18
21	三菱重	(7011)	128,806	108	93	93	128	166	86	69	25	19
22	中外薬	(4519)	124,066	41	30	13	7	19	24	18	13	14
23	三菱電	(6503)	123,136	31	42	42	37	50	48	38	34	24
24	ＪＴ	(2914)	122,340	6	13	19	29	31	26	23	23	21
25	ゆうちょ銀	(7182)	116,609	10	11	20	32	37	32	31	37	29
26	ＫＤＤＩ	(9433)	111,828	7	7	7	13	11	7	9	16	20
27	パナＨＤ	(6752)	109,969	30	47	53	49	51	51	52	53	54
28	ＳＢ	(9434)	101,471	–	8	8	19	16	12	19	21	23
29	フジクラ	(5803)	91,422	381	555	592	561	529	346	379	101	50
30	任天堂	(7974)	90,494	12	20	12	8	15	11	12	12	17
ご参考：レポート対象企業												
1,108	特種東海	(3708)	762	966	852	937	816	955	1,232	1,141	1,258	1,206

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

データの説明

・株価高安値：表示期間中の株式分割等の影響は調整済み。市場変更があった場合には市場変更後の高安値を表示
・PER（予想）・PBR（実績）：PER は株価収益率、PBR は株価純資産倍率の略。PER（予想）＝株価÷EPS（予想）。PBR（実績）＝株価÷BPS（実績）。"－"（ハイフン）の表示は EPS・BPS がゼロもしくはマイナスの場合、EPS・BPS が非常に少額で PER200 倍・PBR20 倍を上回る場合、EPS の予想値がない場合、変則決算のため PER（予想）の算出が不適当な場合など
・EPS（予想）・BPS（実績）：EPS（予想）は予想 1 株当たり利益の略で、普通株主に帰属しない配当を控除した予想純利益を用いて算出。"－"（ハイフン）は利益予想がない場合。この算出に用いる株式数は QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式除く）を使用。BPS（実績）は直近実績の 1 株当たり純資産の略で、QUICK が日々算出する 1 株当たり純資産を使用。株式分割等の影響は遡及修正している。
・配当利回り：1 株当たり年間予想配当金÷株価。"－"（ハイフン）は配当金予想がない場合、変則決算の場合
・年間予想配当金：株式分割等の権利落ちがあった場合には遡及修正した 1 株当たり配当金を表示。"－"（ハイフン）は会社予想がない場合、変則決算のため年間配当金としての表示が不適当な場合
・普通株発行済株式数：QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式含む）を表示
・普通株時価総額：株価×上記の普通株発行済株式数
・株価チャート：表示期間中の株式分割等の影響は遡及修正済み。また、市場変更があった場合は新旧両市場の株価を連続的に描画している。
・業績データ：会計基準の変更などに伴う過年度決算数値の遡及修正は会社が開示している範囲内で反映している。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。米国会計基準、国際会計基準において非継続事業が発生した場合は、原則として純利益を除き継続事業ベースの数値を表示

財務関連データおよび指標

業績データおよび指標の傾向を分析するが、原則として、同社の会計基準の変更や収益認識基準の影響額の調整などは行わず、分析している。

株式会社 QUICK からのお知らせ

・本資料は、本資料の対象会社、株式会社 QUICK および野村インベスター・リレーションズ株式会社の 3 社間の契約に基づき、株式会社 QUICK が作成したものです。
・本資料の執筆者は、対象会社の公表済み事実・情報、並びに一般に入手可能な情報の範囲で、正確性・客観性を重視して分析を行い、本資料が読者にとって有益なものとなることを目的として、本資料を作成しております。ただし、株式会社 QUICK は本資料の作成に当たり対象会社からスポンサー料を受領しているため、本資料の執筆者は対象会社から独立した立場にありません。
・なお、株式会社 QUICK は本資料の正確性・客観性を確保する態勢を整備しており、対象会社は事実誤認による記載についてのみ本資料の訂正を要求できるよう定めております。

有価証券の保有に関する開示

株式会社 QUICK または本資料の執筆者は、対象会社の発行する有価証券を保有していません。

免責事項

・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。株式・債券等の有価証券の投資には、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて株式会社 QUICK の一部門である QUICK 企業価値研究所が作成したものです。同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性などを保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
・本資料を参考に投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、株式会社 QUICK は、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等

本資料に関する著作権を含む一切の権利は、株式会社 QUICK または情報源に帰属しており、理由の如何を問わず無断での複製、転載、転送、改ざんおよび第三者への再配布等を一切禁止します。

野村インベスター・リレーションズ株式会社からのお知らせ

・本資料は、株式会社 QUICK、野村證券株式会社、野村インベスター・リレーションズ株式会社が共同で企画し、株式会社 QUICK が作成、野村インベスター・リレーションズ株式会社が配信をしています。よって、本資料は、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。使用するデータおよび表現等の欠落・誤謬等につきましては、当社はその責を負いかねますのでご了承ください。
・本資料は、株式等についての参考情報の提供を唯一の目的としております。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断でおこなってください。なお、本資料は金融商品取引法に基づく開示資料や外国証券情報ではありません。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願いします。