今村証券

2024 年 12 月 5 日

# 中越パルプ工業（３８７７）

担当　織田真由美

レーティング：**NEUTRAL**（2023/12/4）→ **NEUTRAL**

**※　製紙中堅、家庭紙に参入**
**※　セルロースナノファイバー（ＣＮＦ）に注力**
**※　利益変動が大きい点はリスク**

| | 売上高（百万円） | 伸び率（%） | 営業利益（百万円） | 伸び率（%） | 経常利益（百万円） | 伸び率（%） | 純利益（百万円） | 伸び率（%） | EPS（円） | 1 株配（円） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 連 21/3 | 81,938 | −13.9 | −347 | − | −319 | − | −1,052 | − | −78.85 | 0.00 |
| 連 22/3 | 90,104 | +10.0 | 2,352 | − | 3,077 | − | 1,268 | − | 95.02 | 40.00 |
| 連 23/3 | 105,668 | +17.3 | 2,594 | +10.3 | 3,397 | +10.4 | 3,050 | +140.5 | 229.06 | 50.00 |
| 連 24/3 | 107,826 | +2.0 | 6,172 | +137.9 | 6,820 | +100.7 | 3,701 | +21.3 | 285.85 | 60.00 |
| 連 25/3(会社予) | 112,000 | +3.9 | 5,000 | −19.0 | 5,100 | −25.2 | 3,400 | −8.2 | 262.56 | 70.00 |
| 連 25/3(今村予) | 112,000 | +3.9 | 5,000 | −19.0 | 5,100 | −25.2 | 3,400 | −8.2 | 262.56 | 70.00 |
| 第 2 四半期累計期間 | | | | | | | | | | |
| 連 23/4−9 | 52,493 | +6.5 | 3,304 | +119.9 | 3,794 | +49.2 | 2,569 | +44.4 | 198.39 | 30.00 |
| 連 24/4−9 | 55,572 | +5.9 | 3,126 | −5.4 | 2,997 | −21.0 | 2,044 | −20.4 | 157.88 | 35.00 |

| | | |
|---|---|---|
| 株価(2024/12/4) | 1,499 | 円 |
| 発行済み株式数(24/9 末) | 13,354 | 千株 |
| 自己株式数(24/9 末) | 405 | 千株 |
| 時価総額 | 20,018 | 百万円 |
| 企業価値(EV) | 51,874 | 百万円 |
| ROE(24/3 実績) | 6.9 | % |
| 予想配当利回り(25/3 今村予) | 4.6 | % |
| 予想 PER(25/3 今村予) | 5.7 | 倍 |
| BPS(24/9 実績) | 4,464.39 | 円 |
| PBR | 0.3 | 倍 |
| CFPS(24/3 実績) | 1,047.4 | 円 |
| PCFR | 1.4 | 倍 |
| EV/EBITDA(24/3 実績) | 4.6 | 倍 |

チャート(週足)

出所：中越パルプ工業、ブルームバーグ、今村証券

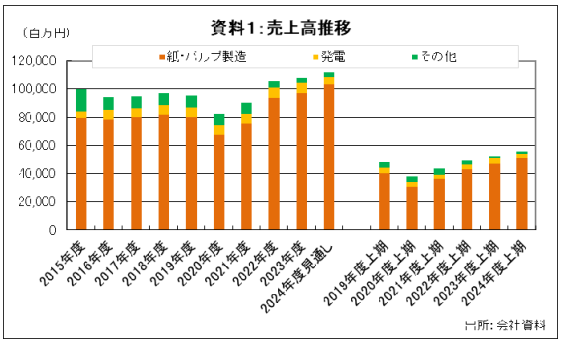
## ※　会社概要…製紙中堅。発電事業が収益源

王子ホールディングスの持分法適用関連会社。新聞用紙、印刷用紙が主力で、包装用紙や特殊紙、パルプなど幅広く手掛ける。発電事業で安定した収益確保を図るほか、セルロースナノファイバー（ＣＮＦ）に注力、家庭紙に参入し構造転換を図る。

## ※　業績…家庭紙寄与、販売数量増加で増収

2025 年 3 月期第 2 四半期連結決算は増収減益。売電単価下落を受けて一部発電を停止したことで発電事業が減収となったものの、家庭紙の生産開始が寄与したことに加え、印刷用紙や包装用紙などの販売数量増加、円安によるパルプの販売単価上昇が増収をけん引した。売上高は前年同期比 5.9%増収の 555 億 72 百万円となり、上期としては 4 期連続の増収だ(資料 1 参照)。

利益については、発電事業が小幅な増益となった一方、紙・パルプ事業では原燃料価格や物



流費の上昇、修繕費増加が影響した。営業利益は前年同期比 5.4%減益の 31 億 26 百万円となり、為替差損 3 億 41 百万円を計上したこと（前年同期は 3 億 97 百万円の為替差益計上）などで経常利益、純利益は 2 割程度の減益となった。とはいえ、営業利益は期初予想（23 億円）から 8 億円強上ぶれ、純利益も 4 億円強上ぶれての着地だ。

**資料２：セグメント別収益**

| | 2023年度第2Q | | 2024年度第2Q | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 売上高 百万円 | 営業利益 百万円 | 売上高 百万円 | 前年同期比 % | 営業利益 百万円 | 前年同期比 % |
| 紙・パルプ事業 | 46,833 | 2,891 | 50,941 | ( +8.8 ) | 2,555 | ( ▲ 11.6 ) |
| 発電事業 | 3,735 | 309 | 2,805 | ( ▲ 24.9 ) | 314 | ( +1.7 ) |
| その他 | 8,370 | 110 | 8,387 | ( +0.2 ) | 235 | ( +111.9 ) |

（注）セグメント別売上高には、セグメント間の内部売上高又は振替高を含む

上期業績が想定を上回ったことを受けて、会社は通期の利益予想を増額修正し、年間配当予想も 60 円から 70 円に 10 円増額した。営業利益が 4 億円の増額にとどまるのは原燃料価格の上昇、パルプ市況悪化などを想定することが要因だ。

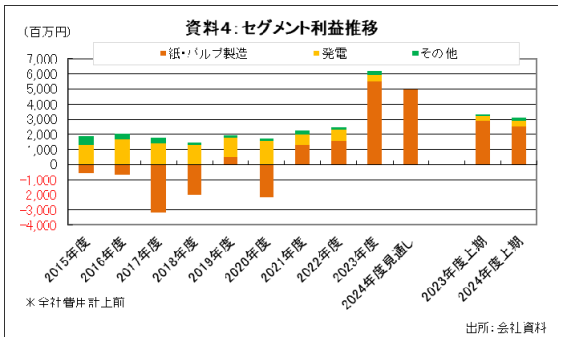
**資料３：通期業績予想の修正**

| 連結 | 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 |
|---|---|---|---|---|---|
| 前期実績 | 107,826 | 6,172 | 6,820 | 3,701 | 285.85 |
| 前回予想 | 112,000 | 4,600 | 4,900 | 3,200 | 247.11 |
| 修正見通し | 112,000 | 5,000 | 5,100 | 3,400 | 262.56 |

## ※　中期経営計画

来期が最終年度となる「中期経営計画 2025」では「営業利益 40 億円、ROE5%以上」を目標とする。前期に続き今期も目標達成が見込める状況だが、安定的に 40 億円の利益を計上できる体制構築に向けて取り組みを進めている。

取り組むのは「既存事業の構造転換」、「森林資源を活用した環境投資・環境ビジネス推進」だ。構造転換に向けては、安定的な需要が見込める家庭紙に参入し、今年 2 月から営業運転を開始した。また、パルプの生産体制も強化し、国内や東南アジアなどパルプの生産設備を持たない製紙メーカーをターゲットにパルプの販売拡大を進める。




環境ビジネスとして取り組むのはセルロースナノファイバー（ＣＮＦ）などの新素材だ。ＣＮＦに取り組む企業は多いものの、同社のＣＮＦは、その製造工程において「木」と「水」のみを原料としているため自然との融和性が高いことが特長だ。農業分野での利用拡大、化粧品原料としての採用などが徐々に進んでいる。現在は、再生プラスチックを扱う業者で実機を用いた実証試験、最小限の設備導入で実用化するための製造方法の検討を行っている状況だ。

**ＣＮＦ：** 木材などの植物繊維をナノレベルまで細かく解きほぐした素材で、植物繊維由来であることから、生産・廃棄に関する環境負荷が小さく、軽量であることが特徴。弾性率は高強度繊維で知られるアラミド繊維並に高く、温度変化に伴う伸縮はガラス並みに良好、酸素などのガスバリア性が高いなど、優れた特性を持つとされる。

## ※　投資判断

国内経済がインフレに転じたことで、コストの増加を製品価格に転嫁しやすい事業環境になってきたことは同社業績に恩恵をもたらしそうだ。それでもなお市況の影響を受けやすい点には注意が必要で、投資判断はＮＥＵＴＲＡＬとする。

---

アナリストによる証明
本資料に示された見解は、言及されている発行会社とその発行会社等の有価証券について、各アナリストの個人的見解を正確に反映しており、さらに、アナリストは本資料に特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らないことを認めます。

---

レーティングの定義
　ＯＵＴＰＥＲＦＯＲＭ：今後 12 ヶ月間のトータルリターンが TOPIX の予想リターンを 10%超上回ると予想される。
　ＮＥＵＴＲＡＬ：今後 12 ヶ月間のトータルリターンが TOPIX の予想リターンの+10%と-10%の間に入ると予想される。
　UNDERPERFORM：今後 12 ヶ月間のトータルリターンが TOPIX の予想リターンを 10%超下回ると予想される。
　トータルリターン：株価変動率＋配当利回り
目標株価は 12 ヵ月間の投資を想定しており、将来発行されるレポートで修正されることもあります。

---

本資料に記載された意見及び予想は、記載された日付における今村証券の判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。今村証券は本資料の記載された日付以降に内容の変更・修正を行う義務を負いません。本資料はお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券売買に関する申込または勧誘を意図するものではなく、お客様に対して投資の助言を提供するものでもありません。また、本資料に記載されている情報もしくは分析がお客様にとって適切であると表明するものでもありません。投資に関する最終決定はあくまでもお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

本資料に記載された内容は、信頼できると思われる情報、または信頼できる情報源から得た情報を基に今村証券が作成しておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその内容の正確性や妥当性、適時性または完全性を保証するものではありませんし、本資料における過誤又は遺漏に対して何らの責任を負うものでもありません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料は、当然にお客様の投資結果を保証するものではございませんので、今村証券は、本資料の内容について第三者のいかなる損害賠償の責任を負うものでもありませんし、お客様が本資料に依拠した結果としてお客様が被った損害または損失については一切責任を負いません。また、今村証券は本資料に関するお客様からのご質問やご意見に対して、何ら対応する責任を負うものではありません。

当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があり、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

**日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。**

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、また電子的・機械的な方法を問わず、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

## 今村証券の営業サービスネットワーク

| | |
|---|---|
| 本　　店：076－263－5111 | 富山支店：076－432－2131 |
| 小松支店：0761－23－1525 | 高岡支店：0766－26－1770 |
| 弥生支店：076－242－2122 | 砺波支店：0763－33－2131 |
| 加賀支店：0761－73－3133 | 福井支店：0776－22－6644 |
| ：050－3150－8002 | 板垣支店：0776－34－6996 |
| 七尾支店：0767－52－3122 | 敦賀支店：0770－25－3387 |
| ：050－3150－8001 | |

## 株式、債券、投資信託の手数料等およびリスクについて

■ 国内株式等の売買取引には、約定金額に対して最大 1.201750%(税込)（1.201750%に相当する金額が 2,612 円未満の場合は 2,612 円(税込)）の委託手数料をご負担いただきます。

■ 国内株式等を募集等によりご購入いただく場合は購入対価のみのお支払いとなります。

■ 国内株式等は、株価など売買価格の変動により損失が生じるおそれがあります。

■ 外国株式（外国 ETF、外国預託証券を含む）の外国金融商品市場等における委託取引にあたっては、売買金額（約定金額に外国金融商品市場における手数料と税金等を購入の場合には加え、売却の場合は差し引いた額）に対し、最大 0.990%（税込）の国内取次手数料をいただきます。外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等は国（市場）により異なります。

■ 外国株式の国内店頭取引にあたっては、取引価格に取引の実行に必要なコストが含まれているため、別途手数料は必要ありません。

■ 外国株式（外国 ETF、外国預託証券を含む）の売買、配当金等の受取り等にあたり、円貨と外貨を交換する際は、外国為替市場の動向をふまえて今村証券が決定した為替レートを用います。

■ 債券を募集・売出し等によってご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。

■ 債券は、市場の金利水準の変動等により債券の価格が変動しますので、損失が生じるおそれがあります。さらに外国債券は、為替相場の変動等により元本損失を生じる場合があります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本損失を生じる場合があります。

■ 投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資 1 単位当りの価値が変動します。したがって、お客さまのご投資された金額を下回ることもあります。

■ 投資信託にご投資いただくお客様には、銘柄毎に設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます。

■ 株式、債券および投資信託のリスクにつきましては、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

今村証券株式会社
金融商品取引業者　北陸財務局長（金商）第３号
日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会加入
e_suishin_202407