

中越パルプ工業 (3877)

担当 織田真由美

レーティング: NEUTRAL (2013/11/20) → NEUTRAL

事業構造改革で収益改善が期待されるものの、株価上昇で割安感なし。NEUTRAL継続。

	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 13/3	90,506	-10.1	258	-93.0	380	-89.2	249	-77.4	2.14	4.00
連 14/3	99,721	+10.2	3,026	-	2,943	+673.9	531	+113.6	4.56	4.00
連 15/3	101,141	+1.4	1,625	-46.3	1,748	-40.6	1,608	+202.4	13.80	5.00
連 16/3	99,927	-1.2	1,413	-13.1	1,319	-24.5	162	-89.9	1.24	5.00
連 17/3(予)	90,000	-9.9	1,600	+13.2	1,550	+17.4	1,750	+977.3	13.11	5.00

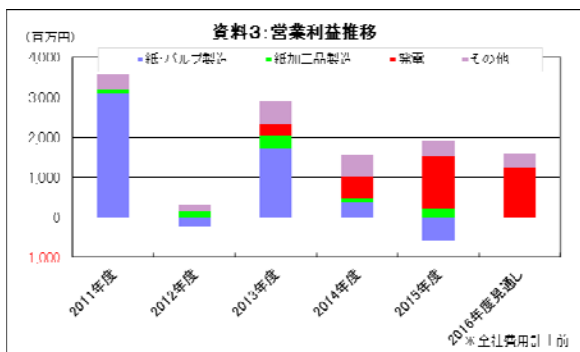
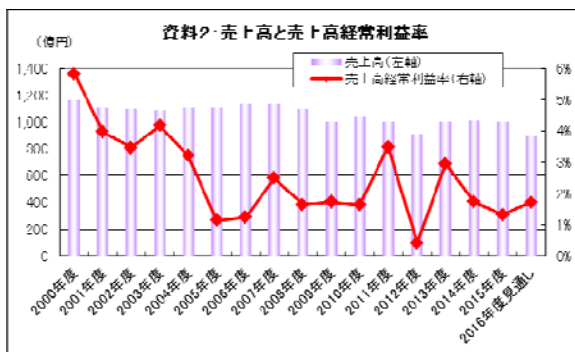
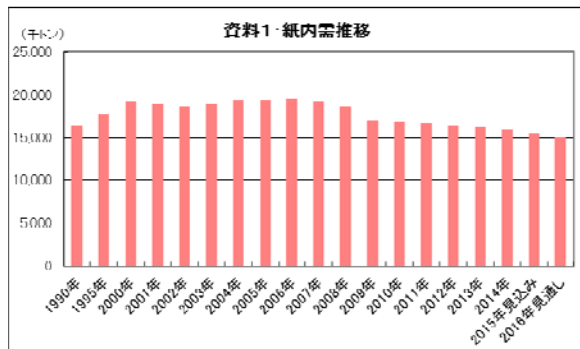
株価(2016/5/31)	231 円
期末発行済み株式数(16/3 末)	133,546 千株
期末自己株式数(16/3 末)	12 千株
時価総額	30,849 百万円
企業価値(EV)	77,080 百万円
ROE(16/3 実績)	0.3 %
予想配当利回り	2.2 %
予想 PER	17.6 倍
BPS(16/3 実績)	398.64 円
PBR	0.6 倍
CFPS(16/3 実績)	72.7 円
PCFR	3.2 倍
EV/EBITDA(16/3 実績)	7.1 倍

株価チャート(週足)

出所: 中越パルプ工業、ブルームバーグ、今村証券

2015年5月に王子ホールディングスの持分法適用会社となり、輸入チップの共同調達や高級白板紙の生産などで提携。主力の紙・パルプ製造事業に加え、発電事業を手がけるほか、セルロースナノファイバーに注力している。

2016年3月期連結決算は減収減益。紙の需要が低迷する中で(資料1参照)、売上高は3期ぶりに小幅に減少した(資料2参照)。利益面では、販売価格の復元やコスト削減、木質バイオマス燃料発電設備の本格稼働などがあったものの、川内工場の台風被害や高岡工場の生産トラブルによる減産・減販が響き、営業利益、



経常利益は2期連続の減益となり、9億64百万円の固定資産除却損を計上したことで最終利益は9割の減益となった。

国内市場がシュリンクする中で、同社は構造転換を図っている。2018年3月期を最終年度とする中長期成長戦略プラン「ネクストステージ50」では、コスト削減のみならず、同社の強みをより強化することを図っている。その概要は、①生産品種の構造転換（高板系加工原紙、特殊紙分野の強化）、②包装用紙生産と製袋事業の発展強化、③エネルギー事業への参入、④コストダウン、⑤パルプ高度利用化計画、の5つの項目だ。

加えて、王子ホールディングスと資本業務提携をし、輸入チップ共同調達に関する合弁会社の設立、高級白板紙の生産に関する合弁会社の設立、製袋事業に関して中間持株会社の設立（資料4参照）、を行った。王子ホールディングスとの業務提携によって、製袋事業のアジアでの拡大、調達コストの削減、生産効率化が図られ、「ネクストステージ50」は伸展している。構造改革は着実に進展している印象だ（資料5参照）。

資料4：王子ホールディングスとの業務提携

	設立	中越パルプ工業の出資比率	事業内容
O&Cファイバートレーディング株式会社	2015年6月	20%	輸入チップの調達業務に関する事業 原料調達コストの削減が目的。
O&Cアイポリーボード株式会社	2015年7月	50%	高級白板紙の生産に関する事業 高級白板紙事業の生産効率化と能力拡大が目的。
O&Cペーパーバッグホールディングス株式会社	2016年5月	45%	純粋持株会社 両社の既存拠点を基点として、重包装部門を中心とした紙袋の販売。 アジア圏での事業拡大を目指す。

資料5：「ネクストステージ50」進捗状況

	事業内容
① 生産品種の構造転換	・高板、加工原紙、特殊紙の拡販 王子グループとの合弁新会社（ O&Cアイポリーボード ）にて王子製紙富岡工場にマシン設置 2017年4月稼働予定
② 包装用紙生産と製袋事業の発展強化	・中国/青島王子製袋との共同出資事業 2013年9月営業運転開始 ・中部紙工ベトナム現地会社第三工場 2014年9月営業運転開始 ・王子グループとの製袋事業の業務提携 O&Cペーパーバッグホールディングス を設立
③ エネルギー事業への参入	・川内工場太陽光発電設備 2013年8月発電開始 ・川内工場バイオマス燃料発電設備 2015年11月営業運転開始
④ コストダウン	・2013年度コストダウン実績 21億円 ・2014年度コストダウン実績 5億円 ・2015年度コストダウン実績 3億円 ・2016年度コストダウン計画 5億円 ・王子グループとの輸入チップ共同調達 O&Cファイバートレーディング を設立
⑤パルプ高度利用化計画	・川内工場セルロースナノファイバー（CeNF）の量産化設備第一期商業プラント 2017年4月稼働予定

注目されるのがセルロースナノファイバー（CNF）の取り組みだ。CNFは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、鉄の5倍の強度をもち、重さは5分の1とされる。同社のほか、日本製紙や大王製紙などが取り組んでおり、日本製紙では消臭効果を高めた紙おむつをグループの日本製紙クレシアで実用化している。樹脂と混ぜ合わせることもできることから自動車部品としての用途も模索されるほか、シート状に加工すると酸素をほとんど通さないことから食品用の包装材に利用することも考えられている。音響機器のオンキヨーでは、高密度で軽量のCNFをスピーカーの振動板に使うことで高音の再現性が高まるとしている。

中越パルプ工業では今期中に12億円を投じて量産化設備を設け、2017年4月に稼働予定だ。現状ではテストサンプルの販売にとどまっているが引き合いは多い。来年度の量産化に期待が持たれる。

今期業績予想は大幅な減収増益見通し。王子ホールディングスと設立した中間持株会社「O&Cペーパーバッグホールディングス」の設立に伴い、子会社「中越パッケージ」がO&Cペーパーバッグホールディングスの子会社に移行することで、中越パルプ工業の連結対象から外れることが大幅減収の要因だ。中越パッケージの移行によって72億円程度の売上高減少が見込まれるほか、需要減少も下押し要因となる。

一方、前期に発生した台風被害や生産トラブルの影響がなくなることから、増益見通しとしている。ただ、原油価格が足元で上昇してきた点には注意が必要だ。同社の今期の想定価格は1バレル当たり40ドルで、1ドルの価格上昇は3~4千万円の収益圧迫要因となる。

構造改革の進展、CNFへの期待があるものの、株価の位置は妥当とみられる。投資判断はNEUTRAL継続とする。

(参考) 製紙メーカー各社のバリュエーション (株価は5月31日現在)

	株価	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)	配当金 (円)	BPS (円)	予想 PER (倍)	予想配当 利回り	PBR (倍)
3877 中越パルプ	231	99,927 90,000	-1.2 -9.9	1,413 1,600	-13.1 13.2	1,319 1,550	-24.5 17.4	162 1,750	-89.9 977.3	1.24 13.11	5.00 5.00	398.64	17.6	2.2%	0.6
3861 王子HD	456	1,433,595 1,430,000	6.4 -0.3	73,685 72,000	57.8 -2.3	62,362 62,000	17.7 -0.6	15,257 38,000	-12.0 149.1	15.44 38.44	10.00 10.00	600.34	11.9	2.2%	0.8
3863 日本製紙	1,937	1,007,097 1,000,000	-4.3 -0.7	22,623 32,000	-4.4 41.4	17,123 32,000	-26.2 86.9	2,424 18,000	-89.5 642.3	20.95 155.51	60.00 60.00	3,645.87	12.5	3.1%	0.5
3864 三菱製紙	82	216,340 220,000	0.6 1.7	3,872 4,500	272.8 16.2	2,216 2,500	- 12.8	2,217 1,000	- -54.9	6.49 2.93	0.00 0.00	144.05	28.0	0.0%	0.6
3865 北越紀州製紙	769	246,849 270,000	8.1 9.4	9,236 13,000	50.4 40.7	10,587 14,000	-7.6 32.2	7,476 10,000	-10.6 33.8	39.69 53.08	12.00 12.00	894.74	14.5	1.6%	0.9
3878 巴川製紙所	193	33,502 35,000	-1.8 4.5	290 500	56.2 72.2	-18 400	- -	-929 50	- -	-18.23 0.98	5.00 5.00	215.25	196.9	2.6%	0.9
3880 大王製紙	1,171	474,077 490,000	5.3 3.4	24,323 25,000	11.6 2.8	21,259 22,000	-2.4 3.5	14,594 13,000	10.5 -10.9	100.15 89.21	10.50 10.50	1,119.24	13.1	0.9%	1.0

(上段は2016年3月期、下段は2017年3期見通し。BPSは2016年3月期実績。)

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せう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ありませんので、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ます、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。