

田中化学研究所（4080）

担当 近藤 浩之

レーティング： NOT RATED (2016/6/1) → NOT RATED

「継続企業の前提に重要な疑義」が存在。6期ぶりの営業黒字が視野に。

	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)
単 13/3	9,035	-11.9	-1,127	-	-1,600	-	-1,369	-	-108.25	0.00
単 14/3	10,660	18.0	-476	-	-627	-	-715	-	-51.62	0.00
単 15/3	12,384	16.2	-393	-	-660	-	-2,663	-	-188.95	0.00
単 16/3	15,266	23.3	-301	-	-574	-	312	-	21.05	0.00
単 17/3(予)	17,000	11.4	240	-	60	-	50	-84.0	2.60	0.00
第2四半期累計期間										
単 15/4-9	7,326	7.7	-80	-	-146	-	12	-	0.81	0.00
単 16/4-9	7,685	4.9	-104	-	-215	-	-198	-	-13.35	0.00
株価(2016/11/29)			870	円						
発行済み株式数(16/10末)			25,350	千株						
自己株式数(16/9末)			1	千株						
時価総額			22,055	百万円						
企業価値(EV)			25,906	百万円						
ROE(16/3実績)			18.2	%						
今期予想配当利回り			0.0	%						
予想PER			334.6	倍						
BPS(16/3実績)			122.27	円						
PBR			7.1	倍						
CFPS(16/3実績)			-21.8	円						
PCFR			-	倍						
EV/EBITDA(16/3実績)			20.7	倍						



株価チャート(週足)

出所: 田中化学研究所、ブルームバーグ、今村証券

今年10月に住友化学（4005 東証1部）の連結子会社になる。二次電池（リチウムイオン電池、ニッケル水素電池）の正極材メーカーで、主力製品は三元系正極材料（ニッケル・コバルト・マンガン複合酸化物）である（資料1、出所：同社ホームページ）。ノートパソコン用途を主要市場としていたが、スマートフォン、タブレット機器が普及したことで需要が縮小した。主要取引先だったパナソニックの二次電池販売が不振に陥り、海外電池メーカーは正極材内製化を推し進めた。新興国の競合メーカーの技術向上、大量生産体制の構築なども響き、同社の競争力が低下してしまった。高い安全性や、高容量化・低コスト化などが求められる自動車用途へシフトし、新興国の競合メーカーとの差別化を図っているにも関わらず、2012年3月期以降、5期連続で営業損失の計上を余儀なくされている。

（資料1）三元系正極材料



以下で、住友化学との資本業務提携と決算状況について報告する。

1. 住友化学との資本業務提携の状況

8月末、住友化学を割当先とした第三者割当による新株式発行を発表し、10月末に払込が完了した。住友化学の保有割合が50.1%となり、住友化学の連結子会社になった（資料2、出所：同社リリース）。

住友化学とは2013年3月に資本業務提携契約を締結した。同年4月と2015年1月には出資を受け入れ、自動車用途を中心とした次世代リチウムイオン二次電池の正極材料の共同開発、シナジー効果の実現を進めていた。今回、①これまでの共同開発が順調に進捗していること、②今後のリチウムイオン二次電池市場がハイブリッド自動車、プラグイン・ハイブリッド自動車、電気自動

車などの市場拡大とともに中長期的に大きく成長すると期待できること、③市場成長に見合う生産体制を構築するための設備投資や販売力の強化、研究開発体制の一層の充実には財務体質の強化が必要なこと一などから、資本業務提携関係のさらなる強化に至った。12月1日付での住友化学から役職員を受け入れも発表され、技術、製造、販売、購買などの各分野でのシナジー効果（製造プロセスの合理化や販売力の強化等）の実現を目指す。

同社は5期連続で営業損失を計上し、借入金（第2四半期末残高70億18百万円）に対しては財務制限条項が付されている（資料3、出所：同社リリース）。このため、「継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在」している。しかし今回、住友化学とのシナジー効果の実現に加えて、二次電池向け材料事業の最適化、コスト競争力の強化に取り組むことで、継続企業の前提に関する重要な不確実性は認められないと判断し、「継続企業の前提に関する注記」の記載を解消した。

（資料2）資本提携の状況

発表日	払込期日	発行新株式数 (株)	発行価額 (円)	調達資金の額 (円)	住友化学の第三者割当後の 発行済株式総数に対する保有割合(%)
2013/03/28	2013/04/15	1,250,000	343	428,750,000	8.99
2014/12/24	2015/01/15	950,000	404	383,800,000	14.81
2016/08/31	2016/10/31	10,500,000	626	6,573,000,000	50.10

（資料3）既存借入金の財務制限条項

(1) 利益維持	2017年3月以降に終了する決算期における単体の損益計算書上の経常損益が2期連続して損失とならないようにすること。
(2) 純資産額維持	2016年3月期以降に終了する決算期の末日における単体の貸借対照表の純資産の部の金額を、2015年3月に終了する決算期の末日における単体の貸借対照表の純資産の部の金額(1,610,562千円)の100%の金額以上にそれぞれ維持すること。
(3) 業務提携	住友化学との「業務提携の内容」に変更が生じた場合(解消された場合を含む)には、全貸付人に報告し、シンジケートローン契約の義務の履行に重大な悪影響を及ぼすと多数貸付人が判断し、指示された場合には事業計画書を策定し、事業計画の実行・維持等に係る条項について全貸付人と協議し、3ヶ月以内に協議を整えること。

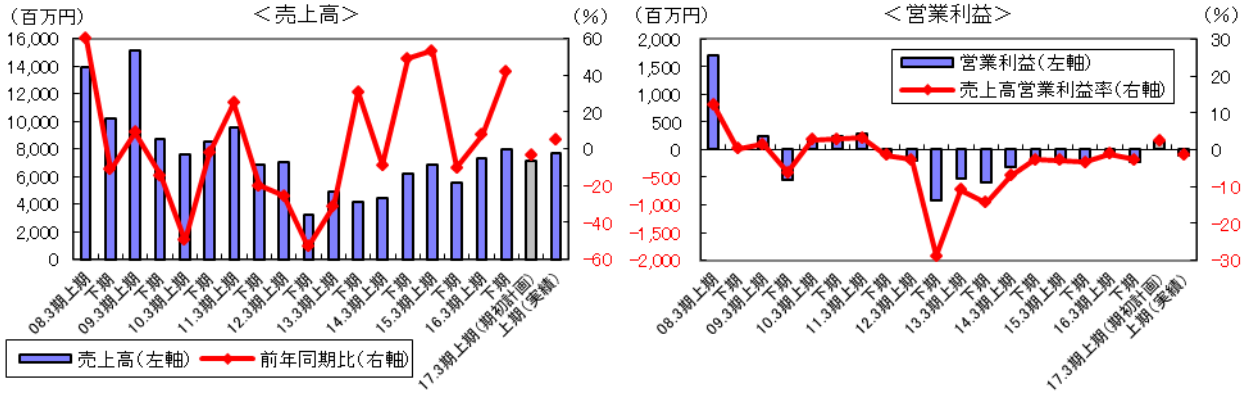
2. 決算状況

2017年3月期第2四半期は6期連続での営業赤字となった（資料4、出所：同社決算短信）。3期連続で増収を確保したものの、主原料価格の急落が響いた。主原料の国際相場（円換算）はニッケルが4-6月平均で前年同期比▲約4割、7-9月で同▲約2割、コバルトが4-6月平均で同▲約3割、7-9月で同▲約24%となった（資料5、出所：ブルームバーグ）。足下の相場が反映される売上高に対し売上原価となるたな卸資産の価格が高く推移したことと、たな卸資産評価損であわせて1億19百万円の損失を計上した。

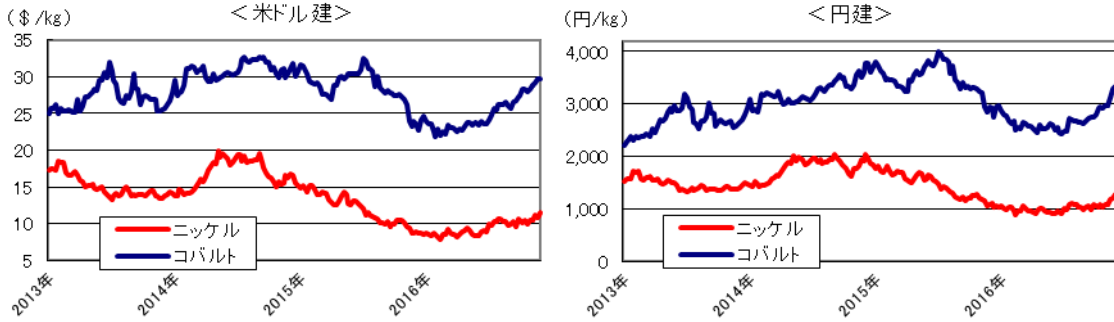
販売数量は前年同期比+46.0%と大幅に伸びた（資料6、出所：同社決算説明会資料）。リチウムイオン電池向けは同+48.2%だった。電動工具、定置用蓄電池といった新規用途の販売数量の増加、自動車用途での新規顧客への販売の本格化によって伸びた。ニッケル水素電池向けも同+40.3%で、民生用途での海外顧客からの受注増加、自動車用途の主要顧客の大規模メンテナンスに伴う受注減からの回復が寄与した。

通期の利益見通しは下方修正したとはいえ、上期の下振れ分にとどめた（資料7、出所：同社決算短信）。販売数量は期初計画から変更はなく、前期比+36.2%の見通しだ。また、主原料の国際相場が上昇基調に転じ、このところの円安で円貨換算での相場も値上がり鮮明だ。これにより、売上高よりもたな卸資産の価格が高く推移する状況や、たな卸資産の評価損が改善される。6期ぶりの営業黒字が視野に入ってきた。

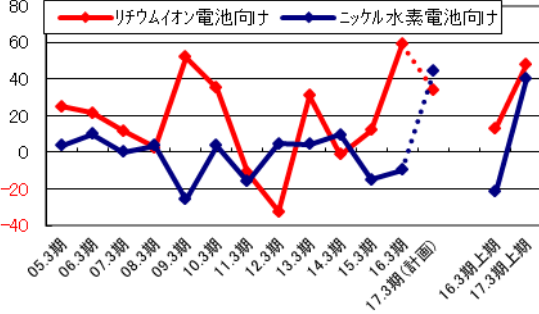
(資料4) 業績の推移(半期)



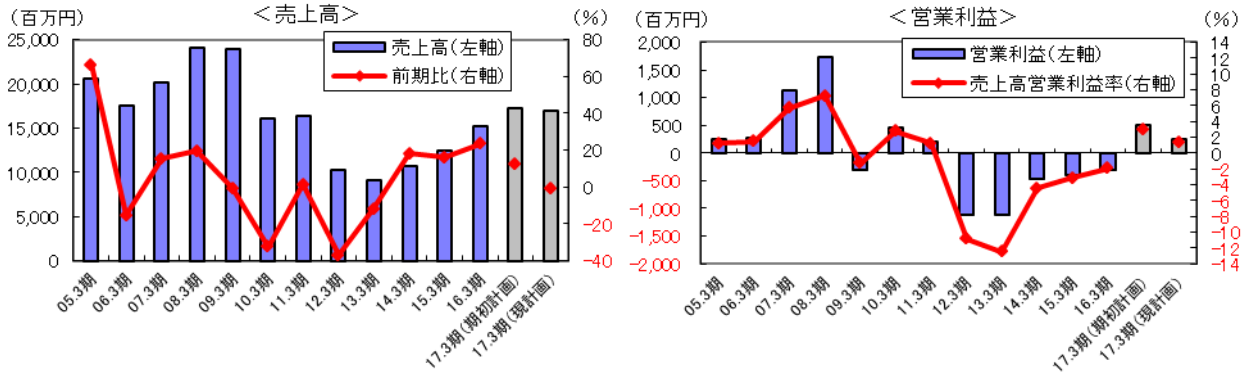
(資料5) 主原料相場の推移(週足)



(資料6) 販売数量の伸び率(通期)



(資料7) 業績の推移(通期)



8月末に住友化学の子会社になることが発表されると、株価は大きく上げた。9月12日には1,318円まで上昇した。その後、下げに転じて8月末の水準を下回ることなく推移している。

尚、「継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況が存在」しているため、同社に対する投資見解の提供はしていない。

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。

今村証券の営業サービスネットワーク

《今村証券の店舗網》

本 店：076-263-5111

小松支店：0761-23-1525

加賀支店：0761-73-3133

板垣支店：0776-34-6996

砺波支店：0763-33-2131

弥生支店：076-242-2122

七尾支店：0767-52-3122

福井支店：0776-22-6644

高岡支店：0766-26-1770

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 1.1799% (税込) (1.1799% に相当する金額が 2,565 円未満の場合は 2,565 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 0.9720% (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
日本証券業協会加入