

ホリスティック企業レポート

日本アクア

1429 東証マザーズ

アップデート・レポート
2016年4月22日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20160419

日本アクア(1429 東証マザーズ)

発行日:2016/4/22

硬質ウレタンフォームの建築物断熱材の施工販売で全国展開する唯一の企業 16年12月期に利益率が改善できるかに注目

> 要旨

◆ 会社概要

・日本アクア(以下、同社)は、建築物断熱材用の吹付け硬質ウレタンフォームの施工販売を行う企業である。施工体制を全国規模で持つのは同社のみである。

◆ 15年12月期決算

・15/12 期決算は、売上高 14,406 百万円(前期比 10.6%増)、営業利益 1,013 百万円(同7.2%増)となり、期初の会社計画(売上高 16,000 百万円、営業利益 1,309 百万円)を下回った。
・主力の戸建住宅向けが新規着工件数の持ち直しの勢いが緩やかだったこと、および、建築向けがゼネコンのウレタン採用の意思決定が遅れたことで、売上高が計画を下回った。利益面では、ウレタン製品の仕入価格の高止まりとリフォーム市場への参入のためのコスト増が影響した。また、製品不具合問題により、特別損失が発生した。

◆ 16年12月期業績予想

・16/12 期について、同社は売上高 16,000 百万円(前期比 11.1%増)、営業利益 1,300 百万円(同 28.3%増)を予想している。
・証券リサーチセンターでは、16/12 期の業績予想を、売上高 16,326 百万円(前回 18,015 百万円)、営業利益 1,387 百万円(同 1,381 百万円)へと修正した。同社のシェア拡大のペースを緩やかな想定にして売上高を引き下げ、売上総利益率の改善のペースを引き上げ、前回とほぼ同水準の営業利益の予想とした。

◆ 今後の注目点

・来春に予定されている消費税率引き上げの影響を織り込み、17/12 期は売上高、利益ともに伸び率が鈍化すると予想するが、18/12 期には再度成長が加速すると予想する。
・売上高材料費率改善の柱である自社ブランド原料の使用の本格化は、同社が志向する総合ウレタンサプライヤーへの転換の一環とも言える。低下が続いた利益率の回復が確かなものとなれば、住宅の省エネルギー化の推進などの政策的な追い風に乗り、シェア拡大を伴いながら、業績拡大が加速する可能性がある。

【1429 日本アクア 業種:建設業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2014/12	13,020	32.5	944	-1.2	937	1.3	529	3.4	15.3	160.2	3.0
2015/12	14,406	10.6	1,013	7.2	1,016	8.5	137	-74.0	4.0	161.0	3.0
2016/12 CE	16,000	11.1	1,300	28.3	1,300	27.8	650	373.2	18.7	—	3.0
2016/12 E	16,326	13.3	1,387	36.9	1,387	36.5	693	405.8	20.0	177.4	3.0
2017/12 E	17,775	8.9	1,480	6.7	1,479	6.6	813	17.3	23.4	197.4	3.0
2018/12 E	19,632	10.4	1,695	14.5	1,693	14.5	931	14.5	26.8	220.2	3.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、15年1月1日付で1:5の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

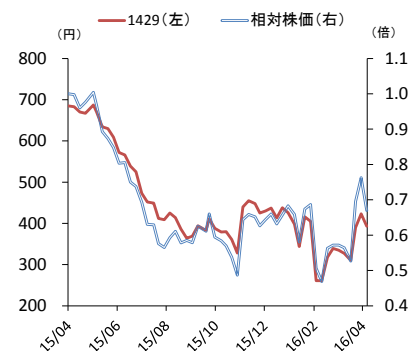
	2016/4/15
株価(円)	393
発行済株式数(株)	34,754,500
時価総額(百万円)	13,658

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	98.3	19.7	17.1
PBR(倍)	2.4	2.2	2.0
配当利回り(%)	0.8	0.8	0.8

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	26.8	-5.5	-40.9
対TOPIX(%)	25.5	-0.6	-30.9

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/4/10

アップデート・レポート

2/20

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

> 事業内容

◆ 硬質ウレタンフォームの断熱材の施工販売を行う企業

日本アクア（以下、同社）は、建築物断熱用の吹付け硬質ウレタンフォーム（以下、ウレタンフォーム）の施工販売を行っている。木造戸建住宅において、ウレタンフォームの断熱材は、現在主流のグラスウールの断熱材を代替するものだが、グラスウールは工場で袋詰めした材料を袋のまま壁にはめ込むのに対し、ウレタンフォームは建設現場で材料を発泡させる施工吹付け作業が必要である。

同社は、建設現場で施工する体制を全国規模で持つ国内唯一の企業である。同社の試算によれば、新築戸建住宅の棟数全体に対する同社のシェアは約 7～8%とのことである。また、販売ネットワークや物流ネットワークの強化を常に進めており、全国展開された施工体制を支えている。

◆ 単一事業だが売上高は 3 つの品目に分類される

同社はウレタンフォーム断熱材の施工販売の単一事業であるが、売上の対象によって 3 つの事業部門に分類される（図表 1）。主力は新築の戸建住宅向けであり、ここはシェアの上昇を目指す市場である。一方、鉄筋コンクリート造の建築物向けは、そうした建築物を施工するゼネコンに採用を促す段階の市場、商品販売に含まれるリフォーム向けは参入したばかりで今後開拓していく市場である。

【 図表 1 】 品目別売上高

(単位：百万円)

品目	内容	13/12期	14/12期	15/12期		
					構成比	前期比
戸建住宅向け断熱材	戸建住宅向け 顧客は工務店または建材商社	8,044	8,483	9,414	65.4%	11.0%
建築物向け断熱材	戸建住宅以外 顧客はゼネコン	883	2,392	2,858	19.8%	19.5%
商品販売	認定代理店への機械や原料の販売 リフォーム断熱事業	897	2,144	2,133	14.8%	-0.5%
合計		9,825	13,020	14,406	100.0%	10.6%

(出所) 日本アクア有価証券報告書および決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ そもそも断熱材とは何か

断熱とは、「伝導や対流、放射による熱移動を少なくすること」と定義される。建築分野での断熱は、外気と内気の熱の移動を少なくすることであり、冷暖房の効率を高めることなどを通じて、快適性と省エネルギーを高めることが主な目的である。

建築用の断熱材の多くは、繊維や発泡樹脂などを使って、熱を伝えるに

くい気体(多くの場合は空気)を素材の固まりの中に固定することによって、熱の移動を少なくするようにつくられている。建築用の断熱材には、繊維系のものや発泡プラスチック系のものなど、多くの種類が存在する。用いる素材や気体の閉じ込め方の違いによって性能や特徴が異なる。

◆ 最も普及している断熱材はグラスウール

数多くの断熱材のうち、最も普及しているのが繊維系に分類されるグラスウールである。グラスウールは、細かいガラス繊維を綿状にして空気を閉じ込めることで断熱性を実現するもので、不燃性、価格の安さ、軽量による施工性の高さといった点を特徴として普及してきた。ただし、湿度に弱いという欠点がある。

◆ グラスウールの代替品となる硬質ウレタンフォーム

グラスウールの代替品となりうる製品の 하나가、同社が取り扱う硬質ウレタンフォームである。硬質ウレタンフォームは、ポリイソシアネートとポリオールという化学系材料を原料として、発泡剤や難燃剤等を加えて化学反応させてつくられる。発泡プラスチック系に分類される断熱材である。

硬質ウレタンフォームを断熱材として使う場合、板状のウレタンフォームのボードを壁にはめ込む方法と、現場で発泡させたものを吹付ける方法がある。前者はボードの切り貼りやラッピングに手間がかかる上、切り貼りの際に生じるズレによって気密性にムラが生じることが多い。

後者の現場発泡の硬質ウレタンフォーム^{注1}の最大の特徴は、建設現場での発泡による化学反応で躯体に張り付くために粘着性が高く気密性に優れているため、長期間にわたって安定する(ズレたりしない)ことにある。ただし、専門の施工人員が必要なため、グラスウールを使う場合と比較して価格が高い。

グラスウールの場合、袋詰めされたグラスウールを壁にはめ込むので、大工が自身の一工程として作業する。他の作業と同時並行で行わざるを得ず、断熱のための工程が終わって次の工程に移るまで4~5日かかる。さらに、作業の質にムラがあり、うまくはめ込まないと、袋がズレて気密性が保てなくなる。一方、ウレタンフォームは、建設現場での吹付けの作業を行う施工業者が必要であるが、およそ1日で作業が終わり、かつ、吹付けている間に大工は他の作業を行うことができる(図表2)。大工の手を煩わせないという意味で、建設現場の職人不足を背景とした需要も高まっている。

注1) ウレタンフォーム

これより以降は、特に断りがなければ、「ウレタンフォーム」は、「現場発泡の硬質ウレタンフォーム」のこととする。

【 図表 2 】 ウレタンフォームとグラスウールの施工事例



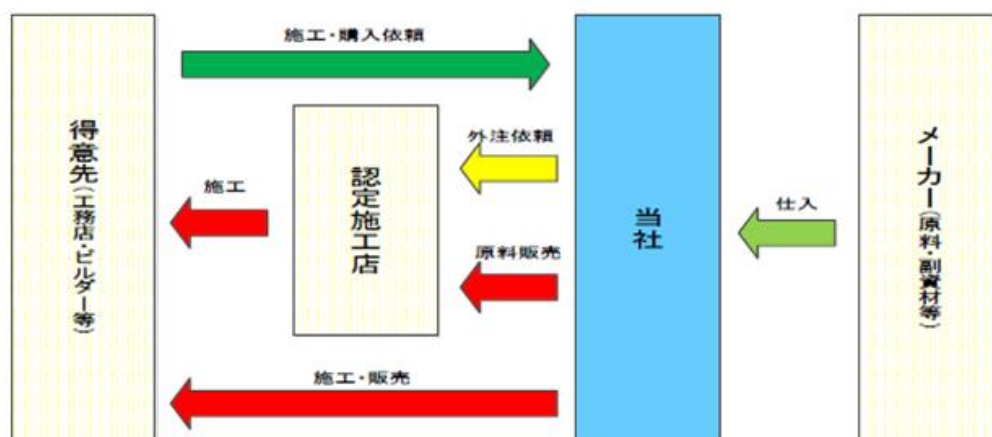
(出所) 日本アクア「成長可能性に関する説明資料」

◆ 現場施工を伴うビジネスモデル

建設現場での吹付け作業が必要となることから、ウレタンフォームの販売には現場施工を伴う。

戸建住宅向けの場合、同社は、自社仕様のウレタンフォームを生産委託先のメーカーから仕入れる。それをもとに、同社または協力会社が建設現場で施工する形をとる(図表 3)。直接の顧客は工務店になるが、建材商社を経由することもあり、同社の上位売上高には建材商社が並ぶ(図表 4)。

【 図表 3 】 事業フロー (戸建住宅向けの場合)



(出所) 日本アクア「成長可能性に関する説明資料」

【 図表 4 】 主な相手先の売上高推移

(単位：百万円)

	11/12期	12/12期	13/12期	14/12期	15/12期	前期比
丸紅建材	1,213	1,359	1,730	1,723	1,840	6.8%
構成比	22.2%	21.0%	17.6%	13.2%	12.8%	-
伊藤忠建材	1,283	937	1,298	1,508	1,618	7.3%
構成比	23.4%	14.4%	13.2%	11.6%	11.2%	-
上記2社合計	2,496	2,297	3,028	3,231	3,459	7.1%
構成比	45.6%	35.4%	30.8%	24.8%	24.0%	-
売上高全体	5,475	6,488	9,825	13,020	14,406	10.6%

(出所) 日本アクア有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 自社で施工能力を保有して拡大してきたが、再度方針転換へ

従来、ウレタンフォームの断熱材の普及がなかなか進まなかったのは、施工能力が不足していたためである。その施工能力をどのように確保するかが、ビジネスモデルの鍵を握る。

同社は 10/12 期頃まで、外部の施工業者を協力会社として集めることで、施工能力を高めようとしていた。しかし、外部の施工能力だけに頼ると受注のコントロールが難しく、また施工品質が安定しないため、ウレタンフォームそのものの普及がなかなか進まなかった。

そのため、11/12 期から本格的に自社で施工能力を持つよう方針を転換した。その結果、自社施工人員と認定施工店網の 2 種類の施工能力を有することとなった (図表 5)。

【 図表 5 】 施工能力の推移

	13/12期	14/12期	15/12期
自社施工人員 名	229	240	206
認定施工店 社	131	168	207
施工車両台数 台	300	350	400

(出所) 日本アクア決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

一定の施工能力の拡大ができたことと、認定施工店の質の管理能力が向上したことにより、15/12 期に独立支援制度を導入し、施工能力の一部を外部化した。その結果、15/12 期は前期比で自社施工人員が 34 名減となったが、その内訳は、独立した社員 9 名、認定施工店への移籍 25 名である。

なお、これまで、戸建住宅向けには施工店を、建築物向けには自社施工人員を充てる方針だったが、原料の品質保証を同社が行うことで、建築物向けも施工店の施工能力を充てる方針に変更となった。

また、戸建て住宅向けの施工を効率的なものにするために、独自の施工車両を開発している。現在は 2t トラックが中心だが、ワンボックスカーのサイズにコンパクト化したもの(特許申請中)も開発している。

◆ 全国展開を支える販売・物流体制

全国規模の施工体制は、販売・物流体制によって支えられている。

販売体制として、15年12月時点で全国に38の営業所を有する。また、全国の7つのブロック(地区)に1カ所ずつ、ハブ(基幹営業所)の整備を進めている(図表6)。ハブは、ブロック営業本部としての機能を有するほか、原料物流拠点(デポ)や工務部隊の研修施設を兼ね備えている。そのハブの周りにスポーク(サテライト営業所)を配置し、それぞれの地区での需要の深掘りを進めていく。これらのハブは用地取得を伴うものもあり、13年の上場によって得られた増資資金の一部が、これらのハブの整備に充てられてきた。

【図表6】ハブ(基幹営業所)の整備

	ハブ	ブロック (地区)	進捗
開設済み	名古屋	中部	14年12月開設
	鳥栖	九州	15年4月開設
	岡山	中国四国	15年10月開設
	大阪	関西	15年11月開設
整備予定	仙台	東北	用地確保済み
	川崎	南関東	検討中
	埼玉	北関東	検討中

(出所) 日本アクア有価証券報告書、決算説明会資料および会社ヒアリングより
証券リサーチセンター作成

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表7のようにまとめられる。弱みの項目の「原料調達における価格交渉力の弱さ」に関して、「自社原料の比率の上昇により解消していく方向」である点を追加した。

【 図表 7 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・現場発泡ウレタン市場でのシェアの高さ ・アクアフォームを中心とした商品開発力 ・現場発泡ウレタン施工で唯一全国を網羅している展開力（施工体制 物流網 販売網） ・自社で抱える施工能力 施工機材の開発能力
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・利益率の低下傾向の継続 ・原料調達における価格交渉力の弱さ <ul style="list-style-type: none"> - 自社原料の比率の上昇により解消していく方向
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・省エネルギーや住宅の長期利用などの政策の追い風 ・断熱材市場における発泡ウレタンの普及 ・RC造の建築物向けの市場開拓余地 ・リフォーム市場の開拓余地
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・現場発泡ウレタンの普及が進まない可能性（他の断熱材・断熱技術の普及が進むなど） ・施工能力が思うように拡大しない可能性（自社施工人員、認定施工店） ・原料の不具合等による施工時に発生するトラブルの可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は全国展開された施工能力とそれを支える体制

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 8 に示し、KPI の数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、全国に展開された施工体制を構築できたことにあると考える。自社で施工能力を有したことにより、自社と他社（認定施工店）のバランスをとりながら、需要増に対応できたことがこれまでの成長を牽引してきた。さらに、全国規模での施工能力を販売・物流体制が支えており、組織資本を中心に知的資本が形成されていることがうかがえる。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・施工戸数	前年同期比3.6%増	前期比12.3%増	
		・取引工務店数	開示なし	-----	
		・建材商社2社との取引金額 (丸紅建材、伊藤忠建材)	丸紅建材 1,723百万円 伊藤忠建材 1,508百万円 2社合計3,231百万円 (14/12期)	丸紅建材 1,840百万円 伊藤忠建材 1,618百万円 2社合計3,459百万円	
	・建築物向け断熱材の顧客	・施工棟数	開示なし	-----	
		・リフォーム向け断熱材の顧客	・加盟店	36社	49社
	ブランド	・断熱施工用ウレタン「アクアフォーム」シリーズ	・特になし	特になし	-----
	ネットワーク	・外部の施工体制	・外注施工事業者 (認定施工店)	189社	207社
		・原料仕入先	・ウレタンフォームの仕入先	ハンツマン バイエル 三菱樹脂 旭有機材	外部仕入先は2~3社
		・事業と関係する大株主	・塗家ホールディングス (取引先)	発行済株式数の50.89%の保有	発行済株式数の52.70%の保有
			・ハンツマン (原料仕入契約先)	発行済株式数の14.45%の保有	発行済株式数の14.39%の保有
組織資本	・全国展開された施工体制	・施工車両台数	380台	400台	
		・自社工務人員数	242名	206名	
		・外注施工事業者 (認定施工店)	189社	207社	
	・全国展開を支える販売・物流体制	・営業所	全国41営業所 (15年7月末)	全国38営業所	
		・物流拠点 (ストックポイント)	3カ所 (名古屋 鳥栖 岡山) (15年10月9日時点)	4カ所 (名古屋 鳥栖 岡山 大阪)	
		・原料製造拠点	国内9カ所 海外2カ所	国内8~9カ所 (OEM6カ所 外部仕入先2~3カ所) 海外2カ所	
	・自社ブランド原料の製造本格化	・調達原料に占める割合	開示なし	約80%	
		・売上高材料費率	46.6% (14/12期)	47.1%	
	知的財産 ノウハウ	・「アクアフォーム」の性能	・他の断熱材との比較データ	省略 (同社ウェブサイトに詳細記載)	-----
		・自社ブランド原料 (ウレタンフォーム)	・特になし	特になし	-----
・施工システム (車両や機械等) のコンパクト化		・施工車両	特許出願中 (ワンBOXカーサイズの車両)	-----	
		・機械のコンパクト化	特になし	-----	
人的資本	経営陣	・社長による保有	2,500,000株 (7.22%)	2,500,000株 (7.19%)	
		・取締役による保有	なし	122,000株 (0.35%)	
		・ストックオプション (取締役)	520,000株 (発行済株式数の1.50%)	398,000株 (発行済株式数の1.15%)	
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	145百万円	163百万円	
	従業員	・企業風土	・従業員数	450名	423名
			・平均年齢	35歳1カ月	34.3歳
			・平均勤続年数	3年4カ月	3年0カ月
		・インセンティブ	・従業員持株会	386,300株 (発行済株式数の1.11%)	367,000株 (発行済株式数の1.05%)
・ストックオプション	1,293,000株 (役員分を含む) (発行済株式数の3.74%)	1,255,000株 (役員分を含む) (発行済株式数の3.61%)			

(注) 特に記載がない場合、KPIの数値は、前回は15/12期上期または15/12期上期末、今回は15/12期または15/12期末のもの
前回と変更しないものは-----と表示

(出所) 日本アクア有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> 決算概要**◆ 15年12月期は増収・営業増益も会社計画を下回っての着地**

15/12期決算は、売上高が14,406百万円(前期比10.6%増)、営業利益が1,013百万円(同7.2%増)、経常利益が1,016百万円(同8.5%増)、当期純利益が137百万円(同74.0%減)となった。

15/12期の期初会社計画に対する達成率は、売上高は90.0%、営業利益は77.4%、経常利益は78.2%、当期純利益は19.4%であり、売上高および利益とも会社計画を下回った

主力の戸建住宅向け(主に工務店向け)の売上高は、後述する通り、新規着工件数の影響を受けた。また、建築物向け(主にゼネコン向け)の売上高も、ゼネコン向けが伸び悩んだ。ゼネコンの場合、同社の商品・サービスを採用するかどうかの意思決定は支社単位で行われるため、ゼネコン側での採用が予定より遅れた模様である。

利益の未達は、14年前半の原油高により14/12期下期の仕入価格が上昇したことが最大の要因であり、売上総利益率は、期初計画の22.9%に対し、21.8%まで低下した。さらに、リフォーム市場への参入等の事業拡大のためのコスト増も影響した。

◆ 15年12月期に発生した特別損失

15/12期は建築物向けに施工した断熱材の一部に不具合が発生し、その補修費用のために特別損失が発生した。この不具合は、寒冷期に施工した断熱材が気温の上昇により収縮したために発生し、同社では、仕入れた原料の不具合が原因とみている。

不具合は複数案件あり、そのうち、損失額が確定した案件について工事損失補償金300百万円、未確定の案件について工事損失補償引当金繰入額407百万円が計上された。なお、この特別損失の一部は保険でカバーされており、その受取保険金89百万円が特別利益で計上された。今後は、原料メーカーとの協議が行われ、その結果によっては、引当金の戻りが発生する可能性がある。

◆ 新築住宅着工件数の推移

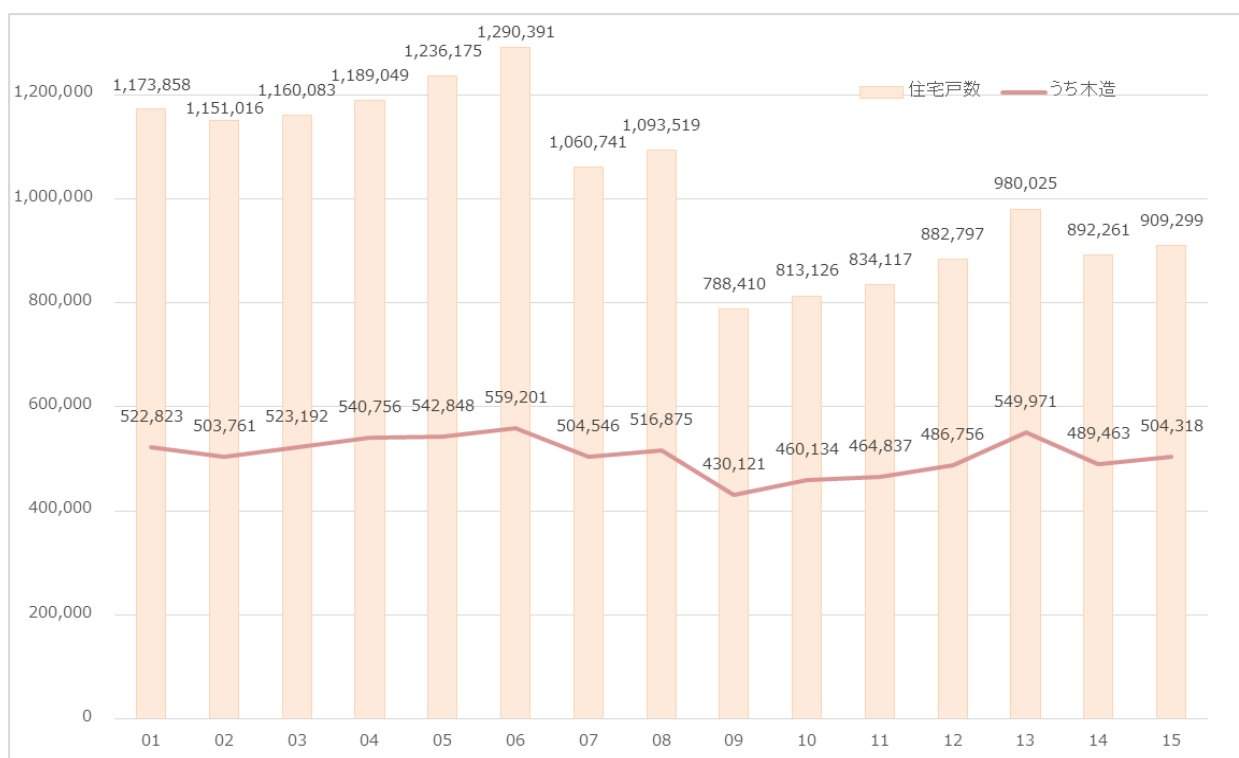
同社が対象とする市場のうち、現在の主力となっているのは、木造戸建住宅である。15年は全体の築住宅着工件数のうち、約55%が木造となっている(図表9)。

ウレタンフォームの断熱材は、木造戸建住宅で多く使われているグラスウールの断熱材からシェアを奪う局面にあるため、同社の施工数は全体の住宅着工件数とは必ずしも連動しないが、影響を受ける。

住宅着工件数の動きを俯瞰すると、15年は総じて14年4月の消費税増税に伴う駆け込み需要の反動の影響から持ち直してきた時期と言える。ただし、15年12月は木造の住宅着工件数が前年同期比で1.6%減となり、10カ月ぶりのマイナスとなった。16年1月、2月は増加に転じたが、今後のトレンドの変化の可能性には注意しておきたい。

【図表9】 新築住宅着工件数の推移

(単位：戸)



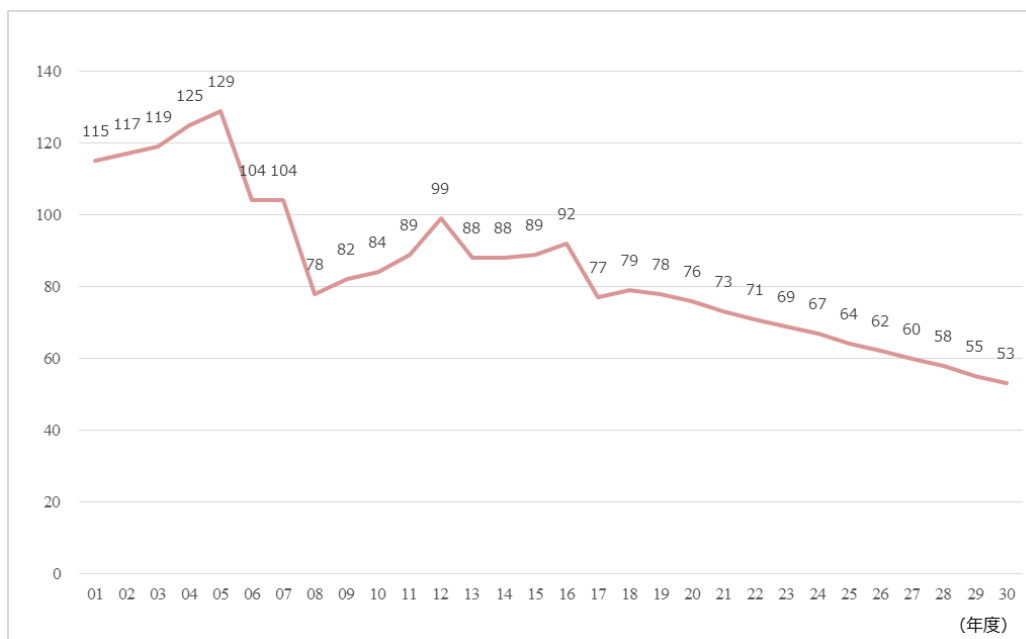
(出所) 国土交通省「建築着工統計調査」より証券リサーチセンター作成

なお、新築住宅着工件数については、野村総合研究所が30年度までの予測を公表している(図表10)。14年度の88万戸に対し、16年度には17年4月に予定されている消費税率引き上げの影響で92万戸まで増えるものの、その後は人口減少等をうけて漸減していくものと予想されている。

(図表9は年、図表10は年度の表示のため数値に若干のずれがある)

【 図表 10 】新築住宅着工件数の推移と予測

(単位: 万戸)



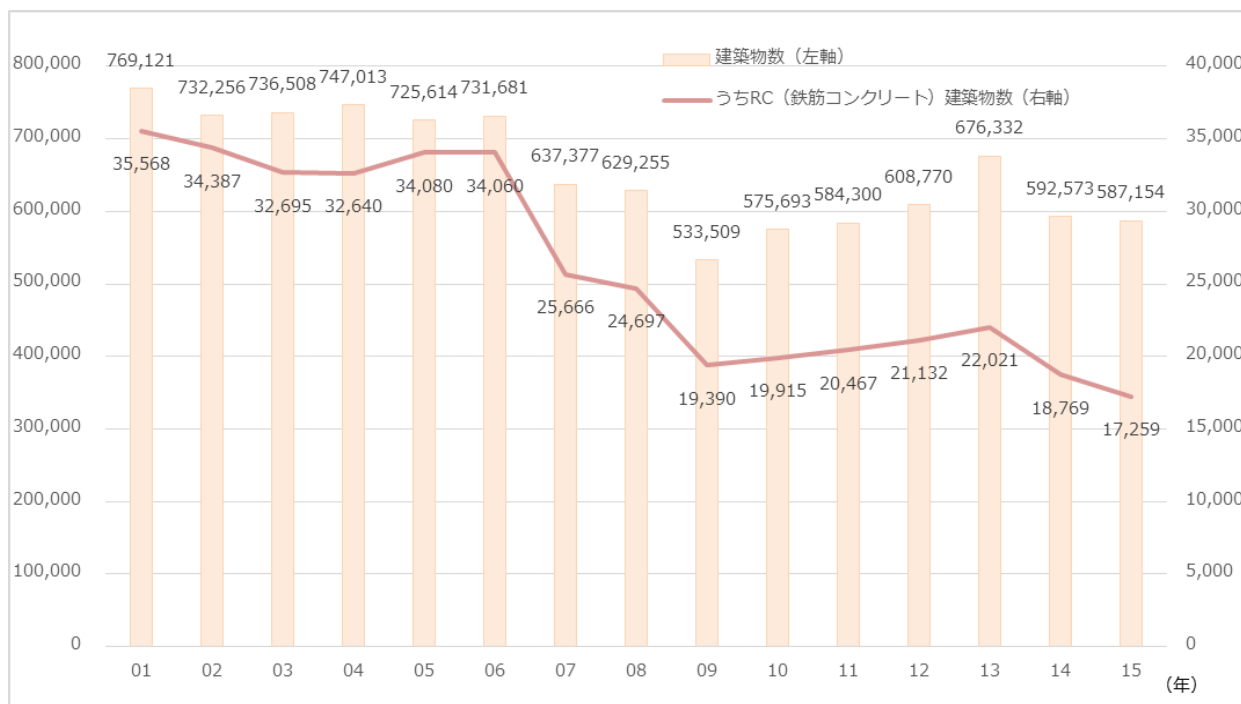
(注) 14年度までは実績で、国土交通省「建築着工件数」による 15年度以降が予測
(出所) 野村総合研究所「新設住宅着工戸数予測」より引用

◆ 建築物の新規着工件数の推移

同社の建築物向けは、鉄筋コンクリート造 (RC) の建築物を対象としている。建築物はリーマンショックの翌年の 09 年を底に緩やかに増加してきたが、新築住宅着工件数と同様、消費税率引き上げの影響で 13 年の大きな伸びと 14 年の反動減が見られた (図表 11)。15 年も通年を通じて減少が続いている。

【 図表 11 】 建築物の新規着工件数の推移

(単位：棟)



(出所) 国土交通省「建築着工統計調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 費用構造の推移

営業利益率は11/12期の14.8%をピークに低下が続いている。売上総利益率は11/12期の30.8%に対し、15/12期は21.8%まで低下し、販売管理費率の抑制でカバーしきれない状況が続いた(図表12)。15/12期は、期初計画では営業利益率の回復を見込んでいたが、結局はさらに低下する結果となった。

原価の内訳のうち、売上高材料費率が11/12期の39.2%から15/12期の47.1%まで7.9%ポイント上昇している。また、売上高外注費率と売上高労務費率の合計は、14/12期は11/12期の27.8%の水準まで抑制されてきたが、15/12期には再度28.7%にまで上昇した。売上高労務費率が低下し、売上高外注費率が上昇していることから分かる通り、15/12期に自社施工能力の一部を外部化したことが影響している。

【 図表 12 】日本アクアの費用構造の推移

(単位：百万円)

	11/12期 実績	12/12期 実績	13/12期 実績	14/12期 実績	15/12期 実績	16/12期 会社計画
材料費	2,147	2,303	4,105	6,063	6,782	-
外注費	1,273	1,496	1,928	2,535	3,085	-
労務費	250	555	940	1,093	1,048	-
経費	118	229	408	501	480	-
当期製造費用	3,789	4,584	7,383	10,194	11,396	-
仕掛品期首たな卸高	0	0	0	3	33	-
仕掛品期末たな卸高	0	0	3	33	161	-
当期売上原価	3,789	4,584	7,380	10,163	11,268	12,222
売上高	5,475	6,488	9,825	13,020	14,406	16,000
原価率	69.2%	70.7%	75.1%	78.1%	78.2%	76.4%
売上高材料費率	39.2%	35.5%	41.8%	46.6%	47.1%	-
売上高外注費率	23.3%	23.1%	19.6%	19.5%	21.4%	-
売上高労務費率	4.6%	8.6%	9.6%	8.4%	7.3%	-
売上高外注費率+売上高労務費率	27.8%	31.6%	29.2%	27.9%	28.7%	-
売上総利益率	30.8%	29.3%	24.9%	21.9%	21.8%	23.6%
販売管理費	877	1,241	1,488	1,911	2,124	2,477
販売管理費率	16.0%	19.1%	15.1%	14.7%	14.7%	15.5%
営業利益	809	662	956	944	1,013	1,300
営業利益率	14.8%	10.2%	9.7%	7.3%	7.0%	8.1%

(出所) 日本アクア有価証券報告書および決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社では、14年以降の売上高材料費率の上昇を、既製品原料の仕入価格の高止まりが要因と分析している。

同社には2種類の原料仕入の方法がある。1つはウレタンフォームの既製品をウレタンメーカーから仕入れる方法である。もう1つは、ウレタンの素原料を同社が仕入れ、国内の製造委託先でブレンドしてウレタンフォームを製造する方法である(自社ブランド原料、内製化原料と言われる)。

原油やナフサ価格が上昇した14年前半までの局面で、ウレタン製品価格への転嫁が十分に行われなかった。ウレタン製品価格(同社にとっての仕入価格)への転嫁が進んだのは、14年後半から原油やナフサ価格が下落に転じた頃になって以降である。そのため、原油やナフサの価格が下落している時に、ウレタン製品価格が上昇するという現象が起き、同社の原価負担の増加につながった。この背景には、ウレタンメーカーが利益の確保を優先した状況もあった模様である。つまり、ウレタンメーカーの意向が価格形成に強く反映され、同社の価格交渉力が相対的に弱いことを物語っている。

こうした状況を受け、同社では以前より原料内製化を進めてきた。このなかで起きたのが15/12期の特別損失をもたらした断熱材の不具合であった。同社としては、仕入れた原料の不具合が原因と考えており、そのことが原料の内製化の加速につながった。その結果、調達原料に占める自社ブランド原料の割合は約80%に至っている。

> 今後の業績見通し

◆ 16年12月期会社計画

16/12期の会社計画は、売上高 16,000 百万円（前期比 11.1%増）、営業利益 1,300 百万円（同 28.3%増）、経常利益 1,300 百万円（同 27.8%増）、当期純利益 650 百万円（同 373.2%増）（図表 13）。

【図表 13】日本アクアの16年12月期の業績計画

（単位：百万円）

	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期	前期比
	実績	実績	実績	会社計画	
売上高	9,825	13,020	14,406	16,000	11.1%
戸建住宅向け断熱材	8,044	8,483	9,414	10,490	11.4%
建築物向け断熱材	883	2,392	2,858	3,200	12.0%
商品販売	897	2,144	2,133	2,310	8.3%
売上総利益	2,444	2,856	3,137	3,777	20.4%
売上総利益率	24.9%	21.9%	21.8%	23.6%	-
営業利益	956	944	1,013	1,300	28.3%
営業利益率	9.7%	7.3%	7.0%	8.1%	-
経常利益	925	937	1,016	1,300	27.0%
経常利益率	9.4%	7.2%	7.1%	8.1%	-
当期純利益	512	529	137	650	373.2%
当期純利益率	5.2%	4.1%	1.0%	4.1%	-

（出所）日本アクア決算短信および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

注2) ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス (ZEH)

住まいの断熱性・省エネ性能を上げる、または、太陽光発電などでエネルギーを創ることで、年間の一次消費エネルギー量（空調・給湯・照明・換気）の収支をプラスマイナス「ゼロ」にする住宅のこと。

16/12期の売上高の増加は、引き続きシェア上昇によるものとしている。戸建て住宅向けでは前期比 11.4%増、建築物向けでは 12.0%増を目指す。特にネット・ゼロ・エネルギー・ハウス (ZEH) 注2の普及を促進する政府の政策により、工務店やビルダーが同社のウレタンフォームに注目する動きに対応していく方針をとる。

また、売上総利益率は 15/12期の 21.8%に対して、16/12期の 23.6%まで 1.8%ポイント上昇することを見込んでいる。自社ブランド原料の利用率の上昇、施工能力の一部外部化が上昇要因としている。その結果、販管費の増加を吸収し、営業利益率が 8.1%まで回復する想定となっている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、15/12期の実績を踏まえて、16/12期以降の業績予想を見直すとともに、18/12期の業績予想を新たに策定した。

16/12期は売上高 16,326 百万円（前期比 13.3%増）、営業利益 1,387 百万円（同 36.9%増）、経常利益 1,387 百万円（同 36.5%増）、当期純利益 693 百万円（同 405.8%増）と予想する（図表 14）。前回より新規

住宅着工及び新規建築着工に対するシェアの拡大ペースの想定を緩やかにしたために売上高は減額となった。一方、売上総利益率の改善度合いを前回予想よりも引き上げたため、営業利益はほぼ前回予想並みとした。会社計画に対しては、売上高、利益とも若干上回る水準となった。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の点に留意した。

(1) 中期的な売上高の予想は、野村総合研究所の新規住宅着工件数等のマクロ予測 (図表 10) を基に、同社の戸建住宅向けと建築物向けの施工件数を予想して組み立てている。戸建住宅の施工件数について、木造の新規戸建住宅着工件数に対し、16/12 期は 8.1% (前回予想は 8.8%)、18/12 期は 10.0%のシェアまで上昇すると予想する。建築物向けの施工件数について、全体の新規建築着工件数に対して、16/12 期は約 0.55% (前回予想は 0.60%)、18/12 期は 0.90%のシェアになると予想する。これに新規事業であるリフォーム事業 (商品販売に分類) が上乗せされる。

(2) 17 年 4 月に消費税率引き上げ (8%から 10%) が実施される予定である。そのため、16/12 期に駆け込み需要が発生し、17/12 期にその反動減が発生するものと考えられる。そのため、17/12 期の売上高の成長率は 8.9%と低く抑えられると予想する。

(3) 売上総利益率は 15/12 期の 21.8%を底に、16/12 期は 23.4%、18/12 期には 13/12 期の水準に近い 24.3%まで回復していくものと予想する。自社ブランド原料の利用率の上昇に加え、施工能力の一部外部化が軌道にのることでの利益率上昇が見込まれるためである。

(4) 消費税率引き上げの影響により、17/12 期の増収率が低めになると見込んだことから、営業利益は 16/12 期は前期比 36.9%という大幅増益に対し、17/12 期は同 6.7%と増益率は低くなる展開を予想する。

【 図表 14 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期CE	16/12期E	16/12期E	17/12期E	17/12期E	18/12期E
損益計算書									
売上高	9,825	13,020	14,406	16,000	16,326	18,015	17,775	19,228	19,632
前期比	51.4%	32.5%	10.6%	11.1%	13.3%	18.8%	8.9%	6.7%	10.4%
事業別									
戸建住宅向け断熱材	8,044	8,483	9,414	10,490	10,753	11,724	10,885	11,440	11,544
建築物向け断熱材	883	2,392	2,858	3,200	3,263	3,790	4,089	4,788	4,788
商品販売	897	2,144	2,133	2,310	2,310	2,500	2,800	3,000	3,300
売上総利益	2,444	2,856	3,137	3,777	3,820	3,945	4,230	4,326	4,770
前期比	28.4%	16.8%	9.8%	20.4%	21.8%	22.7%	10.7%	9.7%	12.8%
売上総利益率	24.9%	21.9%	21.8%	23.6%	23.4%	21.9%	23.8%	22.5%	24.3%
販売費及び一般管理費	1,488	1,911	2,124	2,477	2,433	2,563	2,749	2,918	3,075
販管費率	15.1%	14.7%	14.7%	15.5%	14.9%	14.2%	15.5%	15.2%	15.7%
営業利益	956	944	1,013	1,300	1,387	1,381	1,480	1,408	1,695
前期比	44.3%	-1.2%	7.2%	28.3%	36.9%	38.4%	6.7%	2.0%	14.5%
営業利益率	9.7%	7.3%	7.0%	8.1%	8.5%	7.7%	8.3%	7.3%	8.6%
経常利益	925	937	1,016	1,300	1,387	1,375	1,479	1,400	1,693
前期比	39.8%	1.3%	8.5%	27.0%	36.5%	38.6%	6.6%	1.8%	14.5%
経常利益率	9.4%	7.2%	7.1%	8.1%	8.5%	7.6%	8.3%	7.3%	8.6%
当期純利益	512	529	137	650	693	770	813	784	931
前期比	40.3%	3.4%	-74.0%	373.2%	405.8%	1650.0%	17.3%	1.8%	14.5%
当期純利益率	5.2%	4.1%	1.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.6%	4.1%	4.7%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 日本アクア有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 15 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期E	16/12期CE	16/12期E	16/12期E	17/12期E	17/12期E	18/12期E
貸借対照表									
現預金	4,481	2,995	2,390	-	1,389	1,405	1,410	2,050	1,201
売掛金および受取手形	2,080	2,958	3,200	-	3,509	3,590	3,503	3,784	4,026
商品・仕掛品および貯蔵品	132	551	1,030	-	1,206	614	1,228	650	1,460
その他	736	965	1,990	-	2,000	1,100	2,200	1,200	2,400
流動資産	7,431	7,470	8,611	-	8,105	6,709	8,342	7,685	9,088
有形固定資産	480	1,482	2,356	-	3,297	2,963	3,760	3,092	4,023
無形固定資産	6	42	14	-	20	60	20	70	20
投資その他の資産	64	142	272	-	272	600	272	700	272
固定資産	551	1,667	2,643	-	3,589	3,623	4,052	3,862	4,315
資産合計	7,982	9,138	11,254	-	11,695	10,333	12,394	11,547	13,403
買掛金	2,035	2,928	3,131	-	3,309	3,232	3,508	3,615	3,806
短期借入金	0	0	500	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	0	0	199	-	199	0	199	0	199
未払金・未払費用・未払消費税等	325	306	341	-	374	390	404	430	434
工事損失補償引当金	0	0	80	-	0	0	0	0	0
その他	147	146	135	-	135	350	135	350	135
流動負債	2,831	3,582	4,576	-	4,642	3,582	4,846	3,965	5,260
長期借入金	0	0	734	-	535	0	336	0	136
工事損失補償引当金	0	0	327	-	327	0	327	0	327
その他	47	26	25	-	25	754	25	754	25
固定負債	47	26	1,087	-	887	754	688	754	488
純資産合計	5,103	5,529	5,590	-	6,165	5,995	6,859	6,827	7,654
(自己資本)	5,103	5,529	5,590	-	6,165	5,995	6,859	6,827	7,654
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	924	943	342	-	1,387	1,375	1,479	1,400	1,693
減価償却費	167	219	205	-	252	363	348	405	425
売上債権の増減額 (-は増加)	-758	-878	-242	-	-308	-566	5	-194	-522
棚卸資産の増減額 (-は増加)	44	-418	-478	-	-176	-43	-21	-35	-232
仕入債務の増減額 (-は減少)	697	893	203	-	177	345	199	382	297
法人税等の支払額	-246	-513	-373	-	-257	-605	-690	-616	-675
その他	-59	-391	-406	-	-57	-100	-169	-100	-170
営業活動によるキャッシュ・フロー	770	-146	-748	-	1,016	768	1,150	1,241	815
有形固定資産の取得による支出	-338	-1,223	-1,451	-	-1,167	-900	-776	-412	-646
有形固定資産の売却による収入	4	16	22	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-5	-39	-7	-	-5	-10	0	-10	0
投資有価証券の取得による支出	0	0	0	-	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	0	0	0	-	0	0	0	0	0
その他	-37	-26	-64	-	0	-100	0	-100	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-376	-1,273	-1,501	-	-1,173	-1,010	-776	-522	-646
短期借入金の増減額 (-は減少)	0	0	500	-	-500	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	0	0	933	-	-199	0	-199	0	-199
セール・アンド・リースバックによる収入	190	77	375	-	60	90	50	90	25
リース債務の返済による支出	-66	-40	-88	-	-100	-60	-100	-60	-100
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	3,488	0	27	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	0	-103	-103	-	-104	-103	-104	-103	-104
その他	0	0	0	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	3,612	-66	1,645	-	-843	-73	-353	-73	-378
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	4,005	-1,486	-605	-	-1,000	-315	20	645	-209
現金及び現金同等物の期首残高	476	4,481	2,995	-	2,390	1,720	1,389	1,405	1,410
現金及び現金同等物の期末残高	4,481	2,995	2,390	-	1,389	1,405	1,410	2,050	1,201

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 日本アクア有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 消費税率引き上げの影響

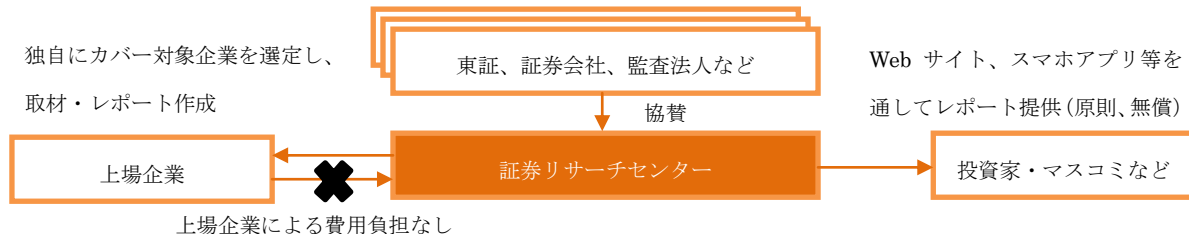
17年4月に消費税率が8%から10%に引き上げられる予定である。14年4月の前回の引き上げ時も、引き上げ前の駆け込み需要と、引き上げ後の反動減が発生した。戸建住宅は単価が高いため、業界全体として影響を受けやすく、同社の業績の大きな変動要因となりうる。

◆ 大株主の売却の可能性

取引先で筆頭株主の桧家ホールディングス(1413名証二部、52.70%)は同社の主要取引先でなく、原料仕入先で株主第2位のハンツマン(14.39%)は、主要仕入先ではない。そうした状況から、この大株主2社が保有方針を変更した時には売却をする可能性があり、その場合は一時的に株式の需給に影響を与える可能性がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

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

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

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

■ 第三者が中立的・客観的に分析

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

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

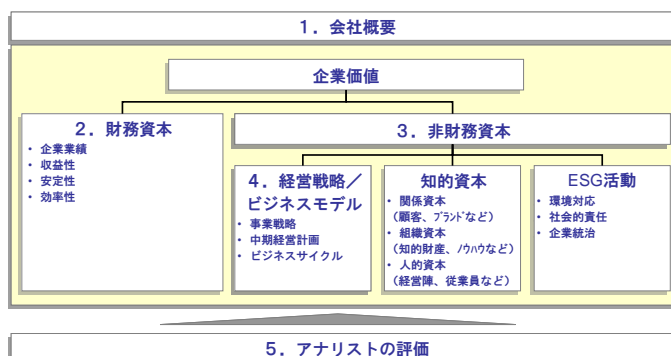
本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

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

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

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



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

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

■ PBR (Price Book Value Ratio)

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

■ 配当利回り

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

■ ESG

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

■ SWOT 分析

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

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

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

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

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