

## 株式会社アクアライン

東証グロース 証券コード:6173

2026年1月8日

## 上場廃止の危機を乗り越えた先のアップサイド

JPR長期推計：2036年売上137億円・上場維持した場合の10年成長を織り込んだ理論株価879円

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行った。

## 加盟店モデルで日本の暮らしを守る生活サービスプラットフォームへ

株式会社アクアライン（以下、アクアライン）は、「水道屋本舗」ブランドで水まわりトラブルの緊急対応サービスを全国展開する企業である。2026年2月期は売上高20億円・営業損失3億円と厳しい業績が続き、継続企業の前提に関する重要な事象等の記載が存在、純資産△2.12億円の債務超過状態にあるものの、抜本的な構造改革と2度にわたるエクイティファイナンスにより経営再建が進行中である。2025年5月の株主総会で経営陣を一新し、コンプライアンス・法務セクション創設、経営監査部格上げ等の組織体制強化を実行した。同社が目指すのは、「水道職人プラットフォーム戦略」である。これは、自社で修理作業員を雇用するのではなく、加盟店に顧客を紹介し手数料を得るプラットフォームモデルであり、固定費削減と利益弹性向上を同時に実現する事業モデルだ。なお、当社の株主としてJBRが存在し、榎原暢宏氏は当社の理解者である株主である。改革の成果は既に表れ始めている。月次営業損失は第1四半期の月平均54百万円から第2四半期には月平均17百万円まで縮小し、12月・1月には月次黒字化の可能性も見えてきた。2025年12月の第三者割当増資（DESおよび新株予約権）について、DESを約1億円、新株予約権を当初行使価格188円×170万株（約3.2億円）と置くと、調達額の目安は合計約4.2億円程度となる（株価および行使状況により増減）。債務超過解消と上場維持基準達成を目指す。ただし、新株予約権の行使が計画通り進まない場合は上場廃止リスクが顕在化する。JPR予想では、上場廃止確率は15～25%と推定しており、上場維持達成を前提に2036年2月期には売上高137億円・営業利益率17%・ROIC48%の達成を試算（JPR推計）しているが、債務超過未解消、入電回数失敗、加盟店ネットワーク再構築リスク等が実現可能性に影響を与える。なお、上場維持基準（純資産、流通株式比率、流通株式時価総額等）の達成とは別に、特別注意銘柄指定解除の審査があり、1月末の審査において内部統制が機能しているか否かにより、指定解除、上場廃止、または保留（再度審査）となり得る。本レポートでは、水道職人プラットフォーム戦略の実現可能性を評価する。

## 債務超過解消を起点とした成長ストーリー復帰の好循環シナリオ

JPRは、上場廃止の危機を乗り越えれば、アクアラインが短期的な好循環サイクルに入る可能性を予想する。2026年2月期は売上20億円・営業損失3億円だが、構造改革の成果は確実に現れている。広告宣伝費は年間約14億円から約9億円へと約5億円削減され、月次損失は大幅に縮小した。加盟店モデルへの転換により固定費が変動費化され、売上減少局面でも損失抑制しやすい収益構造への転換が実現した。2025年12月の第2回新株予約権（170万株分）が計画通り行使されれば、2026年2月末までに純資産プラス転換が達成される可能性がある。債務超過解消と上場維持基準達成が実現すれば、継続企業の疑義が後退し得る。一方で、特別注意銘柄指定解除は別途、1月末に予定される内部統制の審査結果（指定解除、上場廃止、保留（再度審査））に左右される。これにより投資対象として検討すべき水準に到達し、株価上昇と流動性改善が期待される。次の成長機会へと繋がる好循環が形成される可能性が十分ある。ただし、このシナリオは2026年2月末の債務超過解消が大前提である。

## 上場維持達成と成長ストーリー復帰によるアップサイドの可能性

上場維持が可能、上記で示したシナリオが実現していけば、JPR推計による2036年までの成長価値を織り込んだ理論的時価総額は約84.1億円と試算された。2025年12月に第2回新株予約権を発行し、債務超過解消と成長投資に充當する計画である（会社発表）。希薄化後の発行済株式数（約956万株）を考慮したJPR試算の理論株価は879円となり、現在株価217円から約4.05倍の上昇余地が存在する。会社は2026年2月末の債務超過解消を目指しており、加盟店モデルによる固定費削減、訪問あたり売上高の向上、24時間コールセンター機能の水まわり以外への展開を計画している。会社の中期計画では2028年2月期に売上高42億円・営業利益5億円を目指している。なお、JPR試算に用いた9.45%の資本コストは債務超過解消後の「正常時」の長期均衡価を前提としており、現状の財務リスク・特別注意銘柄指定を考慮すれば実際の資本コストは12～15%以上と推定される。この乖離は投資判断において重要な考慮事項である。上場廃止リスクを考慮すると、リスク許容度の低い投資家には適さない可能性がある点に留意が必要である。

※：ジャパンストレスキューシステム株式会社（JBR）は、「生活救急車」ブランドで鍵・水まわり・ガラス等の駆けつけサービスを展開する企業である。1997年設立、榎原暢宏氏が創業。全国に約1,500社の加盟店ネットワークを構築する生活サービスの業界最大手。

## ベーシックレポート

編集・執筆

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下修

www.j-phoenix.com

## 会社概要

所 在 地	広島県広島市
代 表 者	樋 広長
設 立 年 月	1995年11月
資 本 金	1,013,647千円
上 場 日	2015/8/31
U R L	<a href="https://www.aqualine.jp/">https://www.aqualine.jp/</a>
業 種	サービス業

## 主要指標 2025/12/19 現在

株 価	217円
52 週 高 値	410円
52 週 安 値	181円
発 行 済 株 式 数	7,129,429株
売 買 単 位	100株
時 価 総 額	1,547百万円
会 社 予 想 配 当	0円
予 想 当 期 利 益 ベ ー ス EPS	-71円
予 想 PER	-倍
実績BPS (2025年2月末)	-112.51円

※資本金は2025年12月4日時点（ファイナンス実施前）の数値。

業績動向	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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2024年2月期中間期実績	2,449	11.4%	-60	-	-50	-	-16	-	-6.51	1,300	428
2024年2月期通期実績	4,845	5.7%	-347	-	-328	-	-371	-	-123.69	1,583	428
2025年2月期中間期実績	2,011	-18.0%	-231	-	-222	-	43	-	11.65	592	294
2025年2月期通期実績	3,461	-28.5%	-383	-	-375	-	-324	-	-87.77	592	273
2026年2月期中間期実績	1,115	-44.6%	-212	-	-213	-	-412	-	-63.95	398	263
2026年2月期通期予想	1,980	-34.0%	-301	-	-301	-	-494	-	-71.13	-	-

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧説を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 1.インベストメントサマリー

### 株主価値 分析

#### 超過利潤法による試算

##### 高い確度で目指す成長シナリオ

JPRはアクアラインの事業展開に関する将来性を踏まえて、GCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料 超過利潤の説明」参照）」で株主価値を試算した。定性・定量ストーリーの骨子を可視化したものが以下の図表である。定量的なアップサイドについては次ページ以降で定性的、定量的に明示する。

##### ■ 定性ストーリーの骨子

##### Growth

水道職人を輝かせ、加盟店ネットワークで日本の暮らしを守る

##### Connection

28年の実績と加盟店モデルで職人と顧客を最速マッチング

##### Confidence

危機を乗り越え信頼を取り戻す

#### 水まわり緊急対応で暮らしを守る企業



#### 新経営陣がコンプライアンス問題を適正化



#### 広告費用・加盟店プラットフォームの適正化



#### 上場維持後、IT実装・提携戦略の拡大による販売単価の拡大による成長戦略の実現



#### 内製化しているコールセンターによる信頼獲得



#### シニア世代をターゲットした生活支援総合サービスプラットフォームへの変貌

[億円]

成長価値  
**121**超過利潤価値  
**-34**株主資本簿価  
**-2**

## 株主価値

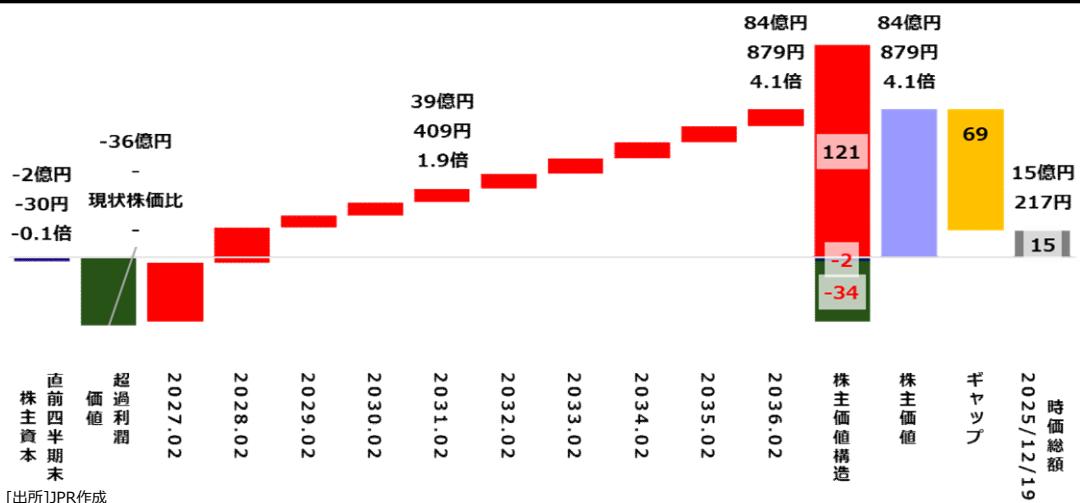
10年のシナリオ分析を反映した株主価値

**84**

## 10年株主価値予測モデル

## 将来キャッシュフローの現在価値による推計

	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02	2034.02	2035.02	2036.02
売上高	20	35	42	50	59	69	80	93	106	121	137
売上高成長率	-42.8%	77%	20%	19%	18%	17%	16%	15%	15%	14%	13%
売上高変動額	-29	15	7	8	9	10	11	12	14	15	16
営業利益	-4.0	1.5	5.0	6.5	8.2	10.3	12.6	15.3	18.3	21.6	25.3
営業利益率	-20.15%	4.29%	11.90%	12.96%	13.93%	14.83%	15.66%	16.43%	17.14%	17.80%	18.42%
NOPAT	-2.8	1.0	3.5	4.5	5.7	7.1	8.8	10.6	12.7	15.0	17.6
NOPATMargin	-14.01%	2.98%	8.28%	9.01%	9.69%	10.31%	10.89%	11.43%	11.92%	12.38%	12.81%
期首投下資本売上高比	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
ROIC	-56.05%	11.92%	33.11%	36.05%	38.76%	41.25%	43.56%	45.70%	47.68%	49.52%	51.23%
WACC	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%	9.45%
ROIC-WACC	-65.50%	2.48%	23.67%	26.60%	29.31%	31.81%	34.12%	36.26%	38.24%	40.08%	41.79%
ROI/C/WACC	-5.93	1.26	3.51	3.82	4.10	4.37	4.61	4.84	5.05	5.24	5.42
期首投下資本	5.0	8.8	10.5	12.5	14.8	17.3	20.1	23.2	26.6	30.3	34.4
超過利潤	-3.2	0.2	2.5	3.3	4.3	5.5	6.9	8.4	10.2	12.2	14.4
超過利潤の変化	-3.2	3.5	2.3	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2
超過利潤の変化の永久価値	-34.3	36.6	24.0	8.9	10.6	12.4	14.4	16.5	18.7	21.0	23.3
現在価値アーチー	1.00	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.49	0.44	0.41
超過利潤の変化の永久価値の現在価値	-34.3	33.5	20.1	6.8	7.4	7.9	8.4	8.8	9.1	9.3	9.4
累積株主価値	-36.5	-3.0	17.1	23.8	31.2	39.1	47.5	56.3	65.3	74.6	84.1
推計株価（一株当たり）希薄化後	-	-	178円	249円	326円	409円	497円	588円	683円	781円	879円
現状株価比較（倍）	-	-	0.82	1.15	1.50	1.89	2.29	2.71	3.15	3.60	4.05
株価終値 2025-Dec-19	217円										
超過利潤価値 [億円]											
成長価値 [億円]											
株主資本 [億円]											

株価は何年未来をみているのか？  
10年株主価値予測モデルの可視化グラフ将来に生み出される株主価値の現在価値の積み上げグラフ

本レポートは、ジェイ・エニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Growth	水道職人を輝かせ加盟店ネットワークで日本の暮らしを守る		
社員・会社の成長ストーリー 価値観・世界観が目指す姿	▶	実物市場の成長ストーリー 提供価値と未来の市場規模	▶
<b>訪問をきっかけに顧客の人生を幸せに</b> <p>アクアラインが目指す世界は「水道職人がエンジニアとして社会的地位を確立し、すべての人の暮らしの安心を支える社会」である。日本全国に約3万社存在する水道修理店は、少子高齢化と人手不足により淘汰の危機に直面している。当社は「集客・採用・研修・システム・コールセンター」という一気通貫の支援サービスを提供し、職人が技術とサービスに専念できる環境を整備する。この価値観は社会の課題解決」「ビジネスイノベーション」の視点に該当する。当社は「プラットフォーマー」として職人と顧客を効率的にマッチングし、職人の報酬増→人材増→サービス品質向上→顧客満足度向上という好循環を創出する。経営陣と社員は「労働集約型の水道屋」から「リブランディングされたエンジニア集団」への転換を目指し、修理業からサービス業への意識改革に日々取り組んでいる。</p>			
<b>訪問単価の次元の異なる成長シナリオ</b> <p>アクアラインの提供価値は「水まわりの緊急トラブル対応」と「住宅設備機器の交換・リフォーム」である。顧客は一般家庭および店舗等であり、水漏れ・詰まり・給湯器故障といった緊急性の高いトラブルに24時間対応する。顧客獲得チャネルはインターネット広告（リスティング広告）が主力であり、費用対効果の高いチャネルに戦略的に広告費を配分している。関連する市場規模は①リフォーム市場全体、②水まわり製品・関連商品の販賣市場、③水まわりの緊急トラブル・修理市場である。③は1,000億円未満であるが、②③は数兆円規模となる。③を起点に、②、①も重ね売する体制を整えていけば、売上高100億円が達成可能になる成長戦略の最重要ドライバーは訪問あたり売上高の向上である。現在の一件あたり売上高5万円程度を、トイレ・給湯器等、リフォームへのアップセル、その他、保有自動車の売買、相続関連サービス、住宅リフォーム案内により大きく増大する可能性がある。</p>			
<b>金融市場の成長ストーリー評価指標 売上高展望</b> <p>当社の10年売上高展望は、FY2026.02の20億円を底に、長期的にはFY2036.02に137億円（JPR推計）への成長が期待。成長パターンは「回復期→高成長期→安定成長期」の3フェーズで構成される。FY2026～FY2028の3年間は「基盤固め」期間と位置付け、コスト適正化と訪問率・顧客単価改善による黒字化達成を最優先とする。成長ドライバーは4つある。第一に創業28年で構築した全国ブランド認知度と24時間コールセンター機能の水まわり以外への展開、第二に加盟店モデル転換による固定費軽減と利益弾力性向上、第三に2025年3月定款変更による蓄電池事業等新規領域参入である。</p>			
Connection	28年の実績と加盟店ネットワーク、6つの見えない資産で職人と顧客を最速マッチング		
社員・会社内のつながりストーリー 経営資源のつながり戦略	▶	実物市場の経営資源のつながりストーリー ビジネスモデルのダイナミクス	▶
<b>眠らないコールセンターが紡ぐ絆</b> <p>アクアラインは28年間の事業運営を通じて6つの経営資本を蓄積してきた。第一に人的資本として、24時間365日対応コールセンターに緊急対応ノウハウを持つオペレーターが在籍している。第二に知的資本として、水まわりトラブル診断・解決ノウハウ、加盟店管理システム、入電数・訪問数・施工数・広告コストのデータ分析ノウハウ、加盟店向け研修プログラム（技術・マナー・コンプライアンス）がある。第三に社会関係資本として、「水道屋本舗」ブランドの全国認知度、加盟店ネットワーク、同業大手イースマイルとの資本業務提携がある。第四に顧客資本として、60～80代持ち家居住者との直接接点を有し追加サービス提案の基盤となる。第五に産業資本として、全国対応コールセンター設備、受発注管理システム、加盟店業務配信システムがある。第六に財務資本として、2025年の第三者割当増資により増強された自己資本が事業再建の原資となっている。</p>			
<b>毎日の訪問がデータの宝庫</b> <p>当社のビジネスモデルは「プラットフォーム型」であり、自社で修理作業員を雇用するのではなく、加盟店（独立した水道職人企業）に顧客を紹介し、手数料を得る構造である。社外資源として加盟店の技術力・車両・工具を活用し、社内資源としてはコールセンター・広告運用・システム・研修機能を提供する。変動費は主に広告宣伝費であり、売上高に対して約30～45%を占める。固定費は人件費・システム費用・本社費用であり、売上成長に伴う固定費レバーレジ効果により営業利益率は改善する。毎日の家庭訪問で蓄積され60～80代持ち家居住者データは、異業種サービス連携による紹介手数料収入、予防保守サービス提案等に活用可能である。</p>			
<b>金融市場の資源のつながりストーリー評価指標 ROIC展望</b> <p>営業利益率は、現在の大幅な赤字から、広告効率の改善、固定費レバーレジの活用、加盟店ネットワークの最適化により、段階的に改善していく見込みである。投下資本売上高比は一定水準を維持し、税引後営業利益の拡大とともにROIC（投下資本利益率）の継続的な向上が期待される。JPR分析によると、ROICは現在の大幅なマイナスから、会社の中期計画達成時点では大幅にプラス転換し、長期的には「プラットフォームビジネスの特性を活かした高水準」に到達する可能性がある。低投下資本型のビジネスモデルと営業利益率の改善により、高い資本効率の実現が見込まれる。経済的スプレッド（ROIC-WACC）は、事業の正常化とともにプラス転換し、その後は継続的に拡大していくとJPRでは推計している。これは投下資本に対して高い超過利潤を創出することを示唆しており、長期的には相当規模の累積価値創造が期待される。この高い資本効率は、当社がハードアセットを最小限に抑えたプラットフォームビジネスモデルを採用していることに起因すると考えられる。なお、これらの見通しは会社の中期計画の達成とビジネスモデル転換の成功を前提としており、実際の業績は様々な要因により変動する可能性がある点に留意が必要である。</p>			
Confidence	危機を乗り越え信頼を取り戻す		
社員・会社内の信頼ストーリー 収益・財務安定性	+	実物市場の信頼ストーリー 社会貢献・ガバナンス	=
<b>誠実なサービスで安心を届ける</b> <p>売上高の安定性については、水まわりトラブルの「緊急性」という特徴から、景気変動の影響を受けにくい事業構造となっている。季節性はある（下期偏重）、8月～12月・1月が需要期となるが、年間を通じた需要は安定的に推移する。ROICの安定性については、プラットフォームモデルにより変動費（広告費）を需要に応じて調整可能であり、売上高の変動に対して利益率を維持しやすい構造である。2026年2月期第2四半期時点で純資産は△2.12億円（自己資本比率52.0%）と債務超過が継続しているが、2025年3月31日付で第三者割当増資を実施し株式発行収入435,000千円を調達、12月4日付で追加ファイナンスを公表しており継続的資本増強が進行中である。顧客との関係性については、SOSアプリ（サブスクリプション型）の展開により、ストック型収益の構築を計画している。</p>			
<b>職人の社会的地位向上で地域を守る</b> <p>アクアラインの社会貢献は「E（環境）」「S（社会）」の両面で捉えられる。環境面では、水漏れの早期修理による水資源の節約、給湯器の適時交換によるエネルギー効率改善に貢献している。社会面では、少子高齢化・人手不足の中で「水まわりトラブル対応」という生活インフラを維持する役割を担っている。一人暮らし高齢者の増加により、自分で修理できない世帯は増加しており、当社サービスの社会的重要性は高まっている。ガバナンスについては、2024年の不適切会計処理を受け2025年5月30日の株主総会で経営陣を一新し、経営戦略会議の新設・内部統制・コンプライアンス委員会の統合、経営監査部の格上げ、コンプライアンス・法務セクション創設、加盟店業務部設置等の抜本的改善を実施した。リスク管理として、加盟店に対するコンプライアンス研修、作業後の顧客アンケート、契約締結フローの見直しを進めている。</p>			
<b>金融市場の信頼ストーリー評価指標 WACC展望</b> <p>資本コスト（WACC）は現在9.45%と想定しているが、債務超過・特別注意銘柄指定下では実質的な資本コストは12～15%程度と推定される。今後10年の展望としては、①債務超過消滅・純資産正常化（FY2026～FY2027）、②特別注意銘柄指定解除（FY2026～FY2027）、③継続企業の前提に関する注記解除（FY2027～FY2028）、④安定的な黒字計上との継続（FY2028以降）という4段階で信頼回復を進める。財務安定性の向上とガバナンス改善により、機関投資家の投資対象となり得る水準を目指す。社会貢献性・環境貢献性の開示強化により、ESG投資家の評価向上も期待される。WACCは段階的に低下し、FY2030以降は8～9%程度での安定を見込んでいる。上場維持基準達成と特別注意銘柄指定解除により投資家層拡大と株式流動性向上が期待できるが、債務超過未解消リスク、入電回数回復リスク、加盟店ネットワーク再構築リスク、競合激化リスク等に留意が必要である。</p>			

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧説を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 2.会社概要

### 会社概要

会社名	株式会社アクアライン ( 英文表記 : Aqualine Ltd.)
設立	1990年9月1日
代表	代表取締役 楠 広長
本社所在地	広島市中区上八丁堀8-8 第1ウエノヤビル
資本金	1,013,647千円
従業員数	67名 (連結 2024年2月29日現在)
決算期	2月
事業内容	水まわりサービス支援事業、広告メディア事業
上場日	2015年8月31日
上場証券取引所	東証グロース

[出所]会社資料よりJPR作成。※本記載の資本金額は、2025年12月4日に実施されたファイナンス（第三者割当増資）前時点の数値を基準としている。

### 沿革

年	月	内容
1995	11	広島市中区八丁堀に有限会社アクアラインを設立し、水まわりの緊急修理サービス事業を開始。
2000	5	本社を広島市中区上八丁堀へ移転するとともに、有限会社アクアラインを株式会社アクアラインへ組織変更。
2006	1	水まわり関連のグループ会社4社（ワールドメンテ、ライフサポート、ユービーライフ、アストライ）を子会社化し、施工・サービス体制を拡充。
2008	3	子会社4社を吸収合併し、コールセンター機能と現場オペレーションをアクアラインに統合。
2013	12	東京支社を東京都千代田区霞が関へ移転し、首都圏での営業・管理機能を強化。
2015	8	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場。
2015	9	大阪事務所（大阪市北区）を開設し、関西エリアへの展開を本格化。
2016	12	パーソナルトレーニングスタジオを運営する株式会社アームを株式取得により子会社化。
2017	5	リフォーム紹介事業を手掛けるリモデルコンシェルジュ株式会社を子会社として設立。
2019	3	東京支社を東京本社へ改組し、経営機能の首都圏集中を進める。
2024	11	東京本社を神奈川県横浜市へ移転。
2025	8	霞ヶ関事務所を新霞ヶ関ビル（東京都千代田区）に開設。

[出所]会社資料よりJPR作成。

## 主な連結子会社・グループ会社

会社名	事業概要	資本金	出資比率
株式会社生活救急車	生活トラブル解決サービスの集客を担うインターネット広告・メディア事業	1,000千円	100.0%

[出所]会社資料よりJPR作成。

## 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2016	5	大阪ガス株式会社	関西エリアの大阪ガス顧客向けに水まわり緊急修理サービスを提供し、大手ガス会社の顧客基盤を活用した案件獲得と水まわりサービスの拡販を図る。
2017	3	広島ガス株式会社	「広ガスくらしサービス」における水まわり緊急修理サービスを受託し、中国地方での水まわり駆けつけ体制と認知度を強化する。
2018	5	東京ガス株式会社	「ずっとも住まいサポート」における水まわりトラブル対応を受託し、首都圏のガス顧客向け住まいサポートサービスでの水まわり案件を獲得する。
2023	10	株式会社イースマイル	資本業務提携および第三者割当増資（出資比率0.88%）により全国の加盟店・協力店ネットワークを補完し、水まわり駆けつけサービスの提供エリア拡大と運営効率化を進める。
2025	8	有限会社アド・ネットワーク	全国対応の水まわり修理事業者との業務提携により、加盟店等の施工リソースを拡充し、水まわりサービス支援事業の案件対応力とサービス品質を向上させる。

[出所]会社資料等よりJPR作成。

### 3.GCC経営™のフレームワークのまとめ

#### Growth

創業28年の全国  
ブランドが挑む事  
業構造の転換

4つの成長ドライ  
バーが描く復活シ  
リオ

#### 水道職人を輝かせ、暮らしを守るプラットフォーム

##### 事業概要と成長ポテンシャル

##### 全国展開の水まわり駆けつけサービスから加盟店支援モデルへ

アクアラインは、1997年創業以来「水道屋本舗」の屋号で全国展開してきた水まわり緊急修理サービスのパイオニア企業であり、台所・トイレ・浴室・洗面所等の水漏れ・つまりトラブルに24時間365日対応し、北海道から沖縄まで全国をカバーする強固なサービス網を構築している。2021年8月の消費者庁による行政処分を転機として、同社は従来の自社施工型から資本効率の高い加盟店プラットフォームモデルへの戦略的転換を推進しており、この新たなビジネスモデルは固定費を大幅に削減しながら全国サービス網を維持・拡大できる点で収益性改善の大きな可能性を秘めている。現在の事業構造は、コールセンターで消費者からの修理依頼を受け付け全国の加盟店に業務を委託する「水まわりサービス支援事業」を中心とし、生活サービスサイト運営・インターネット広告販売を行う「広告メディア事業」による収益多角化を進める2セグメント体制となっており、2024年6月にはノンコア事業であったミネラルウォーター事業を売却し経営資源を成長事業に集中する体制を整えた。矢野経済研究所によると水まわり修理市場は約800億円規模であり、同社のプラットフォーム戦略が成功すれば市場シェア拡大による大幅な成長余地が存在し、加盟店ネットワークの拡充とサービス品質の向上により持続的な成長基盤の構築が期待される。

##### 成長機会の全体像：再建フェーズから成長フェーズへの転換点

アクアラインは現在、財務再建と収益構造改革を着実に推進している過程にあり、2026年2月期第2四半期時点で継続企業の前提に関する課題と上場維持基準への対応を進めているが、JPR分析によると同社には複数の重要な成長機会が存在する。創業28年で構築した全国規模のブランド認知度と24時間対応のコールセンター機能は水まわり以外のサービス領域にも展開可能な基盤資産となっており、加盟店モデルへの転換により固定費構造が大幅に軽減され売上回復局面での利益弾力性が飛躍的に高まっている。2025年3月の定款変更により蓄電池事業等の成長性の高い新規領域への参入準備が整い、プラットフォームビジネスとしての多角化戦略が本格化する見込みである。これらの要因により、短期的な財務課題を乗り越えた後の中長期的な成長ポテンシャルは極めて大きいとJPRでは評価している。

## 加盟店モデルの運営高度化とデータ活用が収益改善の鍵

## 加盟店基盤の拡充が支える損益分岐点の引き下げ

## 毎日の家庭訪問が生み出すアップセル機会

### 既存事業基盤を活用した成長戦略

#### 外部資本を活用した事業再建の推進

アクアラインは、過去に第三者割当増資を含む資本政策を実施しており、外部資本を活用しながら事業再建を進めている。同業界は駆けつけ型の生活トラブル解決サービスを中心に運営ノウハウの蓄積が進んでおり、同社の再建局面では、加盟店モデルの運営高度化（品質管理、需給調整、KPI設計等）とデータ活用による生産性向上が、収益性改善の鍵となる。

#### 加盟店ビジネスモデルへの転換による収益構造の安定化

アクアラインは2021年8月の消費者庁行政処分を契機として、自社施工型から加盟店ビジネスモデルへの移行を推進している。2022年10月には「駆けつけ事業準備株式会社」の51%株式を約1.04億円で取得し、子会社化した。これにより、加盟店基盤の拡充を図っている。

加盟店モデルでは、コールセンターでの受注業務を当社が担い、実際の施工は加盟店が行う形態となる。この仕組みにより、固定費の削減と変動費化が進み、売上高の減少局面でも損失を抑制しやすい収益構造への転換が期待できる。実際に2026年2月期第2四半期においては、売上高が前年同期比44.6%減となる中、営業損失は2.32億円から2.13億円へと改善傾向を示している。

#### 水まわりサービスにおける顧客単価向上戦略

アクアラインの水まわりサービス支援事業は、創業28年で培った全国規模のブランド認知度と24時間365日対応の体制を強みとしている。同社が毎日実施する家庭訪問は、水まわりトラブルの解決に留まらず、追加サービスの提案機会として活用できる資産である。

JPRの予想では、同社は以下の施策により顧客単価の向上を図る可能性がある。第一に、水まわり修理（現在一件あたり約5万円程度）に加え、関連する住宅設備の点検・交換サービスへのアップセルである。第二に、訪問時のパンフレット配布を通じた相続関連サービスや住宅リフォームサービスの紹介である。同社のコールセンター機能は、これら付帯サービスの受注チャネルとしても機能し得る。住宅設備の耐用年数は概ね6～10年程度であり、築年数10年以上の住宅において継続的な需要が見込まれる。

## 新規領域への展開と企業価値再評価

### 定款変更による新規事業領域への展開可能性

#### 蓄電池ビジネスが拓く電力インフラへの参入

アクアラインは2025年3月28日付で定款変更を実施した。これは新たな事業展開に向けた布石と考えられる。

JPRの予想では、同社が注力する可能性のある新規事業の一つとして、家庭用蓄電池の設置・管理事業が挙げられる。電力系統においては、夜間の余剰電力の貯蔵が課題となっている。現在、主な蓄電手段は揚水発電（夜間の余剰電力で水を汲み上げ、朝に放流して発電）に限られているが、消費者宅に設置された蓄電池が新たな蓄電インフラとして機能する可能性がある。この仕組みでは、電力会社が消費者に対価を支払う形態となり、蓄電池設置事業者にとっては設置・保守管理の継続的な収益機会が生まれる。アクアラインは全国の家庭への訪問インフラを有しており、この営業チャネルを蓄電池販売・設置に転用できる可能性がある。

なお、シェアリングテクノロジー（3989）も住まい関連のマッチングサービスで成長を遂げており、2025年9月期には売上高85.79億円（前期比14.4%増）、営業利益20.74億円（同15.9%増）を計上している。JPRの予想では、同業他社の成功事例は、駆けつけサービス業界におけるプラットフォーム型ビジネスモデルの有効性を示唆している。

### 上場維持基準達成による企業価値の再評価可能性

#### リスク解消が呼び込む新たな投資家層

アクアラインは2025年5月に東証グロース市場の上場維持基準（流通株式時価総額および純資産基準）に不適合となり、改善期間に入った。同社は2025年3月の第三者割当増資により、資本金を6.73億円から10.14億円へ、資本剰余金を5.11億円から8.52億円へと増強し、財務基盤の立て直しを図っている。

JPRの予想では、同社が上場維持基準を達成し、特別注意銘柄の指定が解除された場合、投資家層の拡大による株式の流動性向上が期待できる。現在、上場廃止リスクを懸念して投資を見送っている機関投資家や個人投資家が、リスク解消後に投資対象として同社を再評価する可能性がある。ただし、2026年2月期第2四半期時点で継続企業の前提に関する重要な疑義が存在しており、収益改善の進捗が上場維持および企業価値向上の前提条件となる。

## Connection

### 水まわり事業で築いた無形資産の棚卸し

### 24時間365日対応が生み出す戦略的優位性

## 加盟店モデルと24時間コールセンターで全国展開

### 顧客接点を起点とした事業領域の拡張

#### アクアラインが保有する6つの経営資本

アクアラインは、水まわり駆けつけサービス事業を通じて、以下の6つの経営資本を蓄積してきた。

第一に、人的資本である。24時間365日対応のコールセンターには、顧客対応のノウハウを持つオペレーターが在籍し、緊急性の高い問い合わせに対応する体制を構築している。

第二に、知的資本である。創業28年で蓄積した水まわりトラブルの診断・解決ノウハウ、全国の加盟店管理システム、顧客対応マニュアル等の無形資産を保有している。

第三に、社会関係資本である。「水道屋本舗」ブランドの全国的な認知度、加盟店との取引関係、および取引先・関係者との信頼関係が該当する。

第四に、顧客資本である。毎月2,000～4,000件の家庭訪問を通じて、主に60～80代の持ち家居住者との直接的な接点を有している。一件あたり約5万円の取引を通じて構築される顧客との関係性は、追加サービス提案の基盤となる。

第五に、製造資本である。全国対応のコールセンター設備、受発注管理システム、加盟店への業務配信インフラが該当する。

第六に、財務資本である。2025年3月の第三者割当増資により資本金10.14億円、資本剰余金8.52億円へと資本が増強され、事業再建の原資確保を図っている。

#### コールセンター機能を核とした顧客接点の多層化

アクアラインの競争優位性の源泉は、24時間365日稼働するコールセンター機能にある。水まわりトラブルは緊急性が高く、消費者は迅速な対応を求める。この特性に対応するため構築されたコールセンターは、単なる受注窓口を超えた戦略的資産として機能し得る。

現在の業務フローでは、コールセンターが消費者からの問い合わせを受け付け、最寄りの加盟店に業務を配信し、施工完了後のフォローアップまでを管理している。JPRの予想によると、この顧客接点を活用し、以下のような多層的なサービス展開が可能である。

第一に、施工完了後のアフターフォローコールによる顧客満足度調査と追加ニーズの把握である。第二に、定期的なダイレクトメールやパンフレット送付による関連サービスの案内である。第三に、季節ごとの点検サービスの提案による継続的な顧客関係の構築である。コールセンターは、これらすべての顧客コミュニケーションのハブとして機能し、一度獲得した顧客との関係を長期的な収益に転換する役割を担う。

## 相続・住宅・自動車へと広がる生活課題ソリューション

### 60～80代顧客データを活用した異業種連携の可能性

アクアラインの顧客層は、築年数10年以上の持ち家に居住する60～80代を中心である。この顧客層は、水まわりトラブル以外にも多様な生活課題を抱えている。

JPRの予想では、同社が蓄積する顧客データおよび訪問インフラは、以下の異業種サービスとの連携において価値を発揮する可能性がある。

第一に、相続関連サービスとの連携である。高齢の持ち家所有者にとって、相続対策や遺言作成は潜在的なニーズである。水まわり修理の訪問時に、提携する税理士法人や司法書士事務所のパンフレットを配布することで、紹介手数料収入を得る機会が生まれる。

第二に、住宅リフォーム事業との連携である。水まわり設備の老朽化は、キッチン・浴室全体のリフォーム需要につながる。加盟店の中にはリフォーム工事に対応可能な事業者も含まれており、アップセルの余地が存在する。

第三に、自動車関連サービスとの連携である。高齢ドライバーの免許返納や車両売却のニーズに対し、提携する中古車買取業者を紹介するモデルが考えられる。

これらの連携により、水まわり修理という単発取引を起点として、顧客のライフイベントに沿った複数のサービス提供へと事業領域を拡張できる。毎月2,000～4,000件、一件あたり約5万円の水まわり取引で得られる顧客接点は、60～80代の持ち家居住者に関するマーケティングデータの継続的な蓄積を意味しており、このデータ資産の活用が中長期的な成長の鍵となる。

## Confidence

### 第三者割当増資と 継続的ファイナンス による資金繰り確 保

### 加盟店モデル移行 と広告費抜本見直 しによる損益構造 転換への挑戦

## 危機を乗り越え信頼を取り戻す

### 継続企業の前提と経営刷新による再建姿勢

#### 複層的資本増強策による資金繰り確保

アクアラインの財務安定性について、2026年2月期第2四半期決算短信では「継続企業の前提に関する重要な疑義を生じさせる事象又は状況が存在」し、「対応策は実施途上であり、現時点では継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められる」と開示している。当中間連結会計期間末において純資産は△212,603千円（自己資本比率△52.0%）と債務超過が継続しているが、2025年5月30日開催の第30期定時株主総会で経営陣を一新し、管理体制を強化した新たな経営体制のもとで再建に取り組んでいる。資金調達面では、2025年3月31日付で第三者割当による新株式発行及び第1回新株予約権発行を実施し、株式発行による収入435,000千円、新株予約権の発行による収入1,750千円を調達した。この結果、資本金及び資本剰余金がそれぞれ340,375千円増加した。さらに2025年12月4日付で追加ファイナンス（新株式・第2回新株予約権・第1回無担保普通社債発行）を公表しており、継続的な資本増強が進行中である。当中間連結会計期間末における現金及び預金は109,564千円であり、前連結会計年度末比35,135千円増加している。

#### 事業収支改善と広告費適正化による損益構造の転換

事業収支の改善については、「水まわりサービス支援事業」において加盟店ビジネスモデルへの移行を推進し、当社はコールセンター業務等加盟店支援業務に特化する体制へ転換した。広告費については抜本的な見直しを実施し、当中間連結会計期間における広告費は約5.6億円と、前年同期の約8.3億円から大幅に削減された。この結果、入電数・訪問数は減少したものの、営業損失は前年同期の224,374千円から174,960千円へと49,414千円改善した。2026年2月期通期の業績予想は、2025年12月1日の修正により、売上高1,980百万円、営業損失301百万円、親会社株主に帰属する当期純損失494百万円としている。ただし、主要取引先であったJUNコーポレーションとの取引停止（2025年10月15日付）に伴い貸倒引当金繰入額184,291千円を特別損失計上しており、事業基盤の再構築リスクが顕在化している点には留意が必要である。

## 内部管理体制再構築と上場維持基準適合に向けた改善期間の正念場

### ガバナンス体制再構築と上場維持基準への対応

ガバナンス体制については、2024年7月に判明した不正会計処理問題を受け、特別調査委員会の調査結果報告書に基づき再発防止策を策定した。2025年7月29日付で「改善計画・改善状況報告書」を東京証券取引所へ提出し、コンプライアンス・法務セクションの創設、加盟店営業部の設置等の組織体制強化を実行している。なお、2025年1月29日付で特別注意銘柄に指定され上場契約違約金9,600千円の徴求を受けたほか、2025年5月22日には金融庁より課徴金納付命令（42,060千円）を受領し全額を国庫に納付済みである。上場維持基準については、2025年2月28日時点で流通株式時価総額基準（5億円以上）及び純資産基準（純資産の額が正であること）に不適合となり改善期間入りしている。JPRは、上場維持基準への適合には追加ファイナンスによる純資産改善、事業収益の黒字転換、既存株主・新規投資家からの継続支援の3要素が前提条件と考えており、その達成可否は予断を許さない状況にあると評価している。詳細は「5.経営課題と改善施策」を参照されたい。

## 4.2025年2月期四半期決算概要

### 損益概要

事業売却影響除く  
と営業損失71百  
万円改善、四半期  
ごとに収益改善進  
む

コスト見直しで営  
業損失19百万円  
改善、月次損益も  
改善傾向

第三者割当増資で  
純資産2億25百  
万円増加、新経営  
体制で3か年計画  
推進

### 損益概要

#### 全社業績

##### 売上高・経営成績概要

当中間連結会計期間の売上高は11億15百万円で、前期比44.6%減となった。これは、2024年6月に「ミネラルウォーター事業」を売却したことが主因である。売却済の「ミネラルウォーター事業」を除いた比較では、売上高は前年同期比21.7%減、営業損失は前年同期の2億84百万円から71百万円改善し2億12百万円となった。四半期毎では、第1四半期は1億62百万円の営業損失、第2四半期は50百万円の営業損失と、改善傾向が顕著である。

### 損益

当中間連結会計期間の営業損失は2億12百万円（前期は2億31百万円の損失）で、19百万円の改善となった。広告宣伝費を中心としたコストの見直し等により、月次損益は改善傾向にある。経常損失は2億13百万円（前期は2億22百万円の損失）で、こちらも8百万円の改善となった。

親会社株主に帰属する中間純損失は、主要取引先（加盟店）であった株式会社JUNコーポレーションとの取引停止に伴い特別損失で1億84百万円の貸倒引当金繰入額を計上した結果、4億12百万円となった。

### 財政状態・キャッシュフロー・資本政策

当期末の総資産は4億10百万円（前期8億20百万円）、純資産は△2億12百万円となった。期末の現金及び現金同等物は99百万円で、前連結会計年度末に比べ35百万円増加した。

第三者割当による新株式発行及び新株予約権発行を実施し、財務体質の強化を図るとともに当面の資金繰りを確保した。この結果、当中間連結会計期間において資本金及び資本剰余金がそれぞれ3億40百万円増加し、純資産は前連結会計年度末に比べ2億25百万円増加した。

2025年5月30日開催の第30期定時株主総会において経営陣を一新し、管理体制を強化した新たな経営体制のもとで、2026年2月期～2028年2月期の3か年の事業計画達成に向けて取り組んでいる。

## セグメント別の状況

### 水まわりサービス支援事業

**広告費2.7億円削減で営業損失49百万円改善、月次黒字化を目指す**

当事業の売上高は9億77百万円（前年同期比21.4%減）、営業損失は1億74百万円（前年同期の2億24百万円の営業損失から49百万円の改善）となった。

売上高減少の主な要因は、リストティング広告を中心とした広告費について、特に新経営体制となった2025年6月以降に抜本的な見直しを行ったことによるもの。広告費は約5.6億円（前年同期は約8.3億円）となり、入電数・訪問数・売上高は減少したものの、営業損失の金額が大幅に減少し改善となった。訪問率は約64.6%（前年同期は約64.4%）と維持されている。今後も月次ベースでの黒字化を目指し、見直しを継続していく方針である。

また、加盟店の見直しにも取り組んでおり、一部取引先との取引を停止する一方で、2025年8月1日付で有限会社アド・ネットワークとの取引を開始している。

### 広告メディア事業

**広告費適正化で営業損失22百万円改善**

当事業の売上高は1億37百万円（前年同期比23.6%減）、営業損失は37百万円（前年同期の59百万円の営業損失から22百万円の改善）となった。

100%子会社である株式会社生活救急車において、タウンページ及びインターネットを中心に広告掲載を行い、「水まわりサービス支援事業」及び第三者のための集客を行う「広告メディア事業」を推進した。売上高の減少、営業損益の改善となった主な要因は、タウンページの広告費適正化等、「水まわりサービス支援事業」と同様にコストの見直しを行ったことによるもの。

## 5.経営課題と改善施策

### 事象と対策の概観

課徴金4,200万円、経営陣刷新で再出発

#### 継続企業の前提に関する重要事象への対応策

当社は継続企業の前提に関する重要な疑義を生じさせる事象が存在している。しかしながら、新経営陣の下で以下の対応策を実施しており、当該状況の解消に向けた取り組みを推進している。

#### 1.経費処理の適正化

##### 1-1.不正会計処理問題への対応と経営刷新

2024年7月に暗号資産関連取引および「水まわりサービス支援事業」における取引に関して不正確な会計処理が行われていた可能性が判明し、特別調査委員会を設置して調査が実施された。その結果、過年度の決算訂正が必要となり、2025年2月期の第1～第3四半期の財務報告が遅延する事態となった。これを受け、2025年1月29日に東京証券取引所より特別注意銘柄に指定され、上場契約違約金9,600千円の徴求を受けた。さらに、2025年5月22日には金融庁より課徴金納付命令（課徴金額42,060千円）を受領し、当社は期限内に全額を国庫に納付した。2025年5月30日開催の第30期定時株主総会において経営陣を一新し、管理体制を強化した新たな経営体制のもとで内部管理体制の再構築に取り組んでいる。

##### 1-2.改善計画の策定と実施

2025年7月29日付で「改善計画・改善状況報告書」を東京証券取引所へ提出した。当該計画は、2024年9月13日付で特別調査委員会から受領した「特別調査委員会の調査結果報告書」において報告された原因分析及び再発防止策を基本として策定されたものであり、内部管理体制の整備及びコーポレート・ガバナンス強化の諸施策を実行している。具体的には、コンプライアンス・法務セクションの創設、加盟店営業部の設置等、組織体制の強化を図っている。

#### 2.広告代理店との取引適正化

##### 2-1.広告費の抜本的見直し

当社の主力事業である「水まわりサービス支援事業」において、リスティング広告を中心とした広告費の抜本的な見直しを実施した。特に新経営体制となった2025年6月以降に見直しを加速させた結果、当中間連結会計期間における広告費は約5.6億円となり、前年同期の約8.3億円から大幅に削減された。この結果、入電数は約7,414件（前年同期約10,524件）、訪問数は約4,787件（前年同期約6,777件）と減少したものの、営業損失は前年同期の224,374千円から174,960千円へと49,414千円改善した。

## 2-2.広告代理店との係争

主力広告委託先の1社であるザ・サン・ストラテジック・ソリューションズより、2025年7月14日付で東京地方裁判所において訴訟の提起を受けた。請求額は43,799,584円であり、同社が提供するサービスの対価の支払い条件について交渉が纏まらなかったことが背景にある。当社は従来の広告代理店との取引条件が適正でなかったと認識しており、今後も広告費用対効果の精査と適正化を継続する方針である。本訴訟については、当社の主張を適切に行い、解決に向けて対応していく。

## 3.加盟店（代理店）の適正化

### 3-1.不採算取引先との関係見直し

#### 問題加盟店を整理、特損計上で臍出し

加盟店ビジネスモデルへの移行に伴い、加盟店の見直しを進めている。2025年7月2日付でROY株式会社との取引を停止し、2025年10月15日付で主要取引先であった株式会社JUNコーポレーションとの取引を停止した。JUNコーポレーションとの取引停止に伴い、特別損失として貸倒引当金繰入額184,291千円を計上した。これにより親会社株主に帰属する中間純損失は412,587千円となったが、不採算取引の整理により将来の収益改善が期待される。

### 3-2.新規業務提携による体制強化

2025年8月1日付で有限会社アド・ネットワークとの業務提携を開始した。創業28年のノウハウを活かし、加盟店支援業務及び加盟店従業員に対する技術・マナー支援等に注力することで、加盟店向けのサービス向上を図っている。なお、上記の加盟店整理に関連する訴訟リスクについては、当社の権利を適切に主張し対応していく方針であり、当社の事業継続に重大な影響を与えるものではないと認識している。

## 4.上場廃止リスクへの対応

### 4-1.上場維持基準への不適合状況

#### 増資で急場凌ぐも、黒字転換が力

2025年2月28日時点において、東京証券取引所グロース市場における上場維持基準のうち、流通株式時価総額（500,000千円以上）及び純資産基準（純資産の額が正であること）に適合しない状態となり、改善期間入りした。当中間連結会計期間末における純資産は△212,603千円（債務超過）、自己資本比率は△52.0%となっている。

#### 4-2. 資本増強策の実施

当社は財務体質の強化を図るため、は2025年に、第三者割当増資（新株式）2件および新株予約権2件を実施し、加えて既存株主からの借入を行っている。エクイティ施策は、3月に金銭払込とDES/現物出資を組み合わせた増資・ワント发行を同日実行し、12月にも現物出資による増資および第2回新株予約権を実施している。結果として、発行済株式数は大幅に増加しており、希薄化の影響は投資判断上の主要論点となる。

##### ① 第三者割当増資（新株式）

項目	2025年3月	2025年12月
決議・発表日	取締役会3/6、臨時株主総会3/28	2025年12月4日
払込/給付日	2025年3月31日	2025年12月22日
発行株式数	3,250,000株	531,700株
発行価格	200円	188円
発行総額	650,000千円	約100,000千円
うち現金払込	405,000千円	—（全額現物出資）
うちDES/現物出資	245,000千円	全額
割当先	綿引一氏60万株ほか計9先	ITJ株式会社26.6万株ほか計3先

##### ② 新株予約権

項目	第1回新株予約権（2025年3月）	第2回新株予約権（2025年12月）
払込日	2025年3月31日	2025年12月22日
発行個数	3,500個	17,000個
潜在株式数	350,000株	1,700,000株
発行価格	1個500円（総額175万円）	1個30円（総額51万円）
行使価格	200円	188円
行使期間	2025/4/1～2027/4/1	2025/12/23～2027/12/22
割当先	樋廣長氏ほか計6先	Long Corridor Alpha Opportunities Master Fundほか計3先

##### ③ その他の資金調達

項目	内容
2025年8月 既存株主借入	運転資金として1億円を借入（2025年8月15日実行）

##### 【まとめ】希薄化インパクト

区分	株式数
増資前（2025年2月期末）	3,729,429株
3月増資	+3,250,000株
12月増資（現物出資）	+531,700株
発行済株式数（増資後）	約7,511,129株
第1回新株予約権（潜在）	+350,000株
第2回新株予約権（潜在）	+1,700,000株
潜在株式込み最大	約9,561,129株

※出典：株式会社アクアライン「第三者割当による新株式及び第1回新株予約権の発行並びに主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」（2025年3月6日）/「第三者割当による新株式及び第1回新株予約権の払込完了に関するお知らせ」（2025年3月31日）/「第三者割当による新株式発行、第三者割当による第2回新株予約権（行使価額修正条項付）及び第1回無担保普通社債の発行並びに主要株主の異動に関するお知らせ」（2025年12月4日）/「資金の借入及びクレジットラインの設定に関するお知らせ」（2025年8月15日）/「2025年2月期決算短信（日本基準）（連結）」（2025年4月14日）

#### 4-3.2026年2月末の債務超過克服

アクアラインの2026年2月末における債務超過克服の可能性は、JPR分析によると40～60%と評価される。2025年8月末時点で純資産は△2.12億円の債務超過状態にあり、通期純損失予想△4.94億円を考慮すると、エクイティファイナンスなしでは2026年2月末に約△2.94億円の債務超過となる見込みである。同社は2025年12月に第2回新株予約権（潜在株式170万株）を発行し、債務超過解消を図る戦略を採用している。現在株価217円は当初行使価額188円を15.4%上回っており、割当先には十分な行使インセンティブが存在する。債務超過回避には約2.94億円以上の資本増強が必要であり、これは第2回新株予約権の約61%（103万株）の行使で達成可能である。なお、2025年12月に700,000株分の新株予約権が行使されており（潜在株式170万株に対して約41%）、債務超過回避に必要と見込まれる103万株行使に対しては、残り約33万株の追加行使が必要となる。割当先は2026年1月30日までに20万株以上の当初行使コミットを負うが、70万株分の行使が既に行われたことから、少なくとも株数ベースでは当初コミットは充足している。一方で、債務超過回避の観点では追加行使の継続が引き続き重要となる。新株予約権行使が計画通り進まない場合でも、追加DESや第三者割当増資による支援の蓋然性は60～70%と推定される。これを考慮すると、最終的な債務超過回避確率は55～70%に上昇する。投資家が注視すべき重要指標は、①新株予約権の行使状況（既行使70万株に続く追加行使の進捗）、②株価推移（188円以上の維持が理想的）、③月次損益の改善状況である。特に分水嶺は、当初コミットの履行可否というよりも、残余分（約33万株）の追加行使がどの程度進展するかに移る。債務超過克服は単独施策では困難だが、新株予約権行使と既存株主支援の組み合わせにより、一定の実現可能性が存在すると評価できる。ただし、株価急落や業績の想定以上の悪化があれば、克服確率は大幅に低下するリスクがある点に留意が必要である。

## 上場維持の達成可 否は「流通株式比 率・株価」と「純資 産回復」の組合せ か

### 4-3. 流通株式時価総額の改善見通し (JPRの予想)

#### (1) 流通株式時価総額基準への適合

当社は2025年5月29日付で流通株式時価総額基準（5億円以上）の改善期間入りとなっている。発行済株式数は2025年3月の第三者割当増資により、2025年2月期末の3,729,429株から2026年2月期中間期には7,129,429株へと約91%増加した。【JPRの予想】現在の株価水準（200円台後半～300円程度）では、流通株式比率次第で基準達成の可否が分かれる状況にある。なお、2025年12月1日に2026年2月期通期業績予想が下方修正されており、事業収益改善を通じた株価上昇による基準達成シナリオの不確実性は高まっている。2025年3月の第三者割当増資は綿引一氏、株式会社T・Kホールディングス、株式会社イースマイル等の特定株主への割当が中心であり、これらは流通株式から除外される可能性が高い。基準達成には、事業収益改善による株価上昇、または追加の資本増強による流通株式数の拡大が必要と考えられる。

#### (2) 純資産基準への適合

純資産は2026年2月期中間期末で△212百万円と債務超過が継続している。第三者割当増資により資本金・資本剰余金が各340百万円増加したものの、中間純損失△412百万円の計上により相殺された形である。【JPRの予想】2025年12月1日の下方修正後の会社計画では、2026年2月期通期で親会社株主に帰属する当期純損失△494百万円を見込んでいる。上半期で既に△412百万円の純損失を計上しており、会社計画どおりであれば下半期は△82百万円程度の純損失に抑える必要がある主要取引先との取引停止に伴う貸倒引当金繰入額（168,557千円）を特別損失に計上している点も踏まえると、純資産基準の充足には追加の資本増強が不可欠と考えられる。実際、2025年12月4日付で追加ファイナンス（新株式・新株予約権・社債発行）が公表されており、継続的な資本増強が進行中である。

#### (3) 上場維持に向けた総合評価

【JPRの予想】上場維持基準への適合は、①追加ファイナンスによる純資産改善、②事業収益の黒字転換、③既存株主・新規投資家からの継続支援、の3要素が前提条件となる。継続企業の前提に関する重要な疑義、複数の訴訟リスク、特別注意銘柄指定の継続等の構造的課題が存在しており、上場維持基準への適合可否は予断を許さない状況にある。

## 6. 財務モデル

[単位:百万円]	実績	会社計画	会社計画	会社計画	JPR予想							
FY	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02	2034.02	2035.02	2036.02
PL												
売上高	3,461	1,980	3,500	4,200	4,998	5,900	6,912	8,038	9,282	10,646	12,133	13,743
売上原価	1,893	1,083	2,054	2,404	2,861	3,377	3,956	4,601	5,313	6,094	6,945	7,866
販売管理費	1,952	1,296	1,296	1,296	1,490	1,701	1,931	2,178	2,444	2,728	3,028	3,346
販管費増加率			100.0%	100.0%	114.9%	114.2%	113.5%	112.8%	112.2%	111.6%	111.0%	110.5%
EBITDA	▲ 374	▲ 350	299	653	829	1,036	1,274	1,547	1,857	2,205	2,591	2,989
減価償却費合計	9	50	149	153	182	214	249	289	332	380	431	458
営業利益	▲ 383	▲ 399	150	500	648	822	1,025	1,259	1,525	1,825	2,160	2,531
支払利息	8	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
その他営業外収益	16	102	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	▲ 375	▲ 301	148	498	646	820	1,023	1,257	1,523	1,823	2,158	2,530
特別損益	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税金等調整前当期純利益	▲ 364	▲ 301	148	498	646	820	1,023	1,257	1,523	1,823	2,158	2,530
法人税等	▲ 40	193	45	152	198	251	313	385	466	558	660	774
親会社株主に係る包括利益	▲ 324	▲ 494	103	346	448	569	710	872	1,057	1,265	1,498	1,755
期首発行済株式数(千株)	7,129	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561
発行株式数(千株)	2,432	3,261	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)	7,129	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561	9,561
EPS(円)	▲ 45.45	▲ 51.67	10.76	36.17	46.89	59.54	74.28	91.25	110.57	132.35	156.67	183.61
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当支払い額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
内部留保	▲ 324	▲ 494	103	346	448	569	710	872	1,057	1,265	1,498	1,755
BS												
手元流動性	74	131	157	187	221	258	300	347	398	453	514	514
余剰現預金	0	473	613	1,002	1,501	2,127	2,902	3,848	4,987	6,344	7,942	9,698
運転資本	467	350	420	500	590	691	804	928	1,065	1,213	1,374	1,374
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
借入対象有形固定資産	0	525	630	750	885	1,037	1,206	1,392	1,597	1,820	2,061	2,061
投資有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	174	308	365	430	503	583	671	767	870	981	1,099	1,099
総資産	715	1,786	2,185	2,869	3,699	4,697	5,883	7,282	8,917	10,812	12,991	14,746
有利子負債以外の流動負債	838	1,481	1,778	2,115	2,497	2,925	3,402	3,928	4,506	5,135	5,817	5,817
短期借入金	220	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72	72
その他固定負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
資本金等	1,184	2,326	2,326	2,326	2,326	2,326	2,326	2,326	2,326	2,326	2,326	2,326
内部留保等	▲ 1,599	▲ 2,093	▲ 1,990	▲ 1,644	▲ 1,196	▲ 627	83	956	2,013	3,278	4,776	6,532
純資産・負債	715	1,786	2,185	2,869	3,699	4,697	5,883	7,282	8,917	10,812	12,991	14,746
CF												
手元流動性	▲ 16	▲ 57	▲ 26	▲ 30	▲ 34	▲ 38	▲ 42	▲ 46	▲ 51	▲ 56	▲ 60	0
運転資本	610	117	▲ 70	▲ 80	▲ 90	▲ 101	▲ 113	▲ 124	▲ 136	▲ 149	▲ 161	0
有利子負債以外の流動負債	▲ 159	643	296	338	382	428	477	526	578	629	681	0
有形固定資産投資	24	▲ 495	▲ 437	▲ 273	▲ 317	▲ 365	▲ 418	▲ 475	▲ 537	▲ 603	▲ 673	▲ 458
有形固定資産償却	9	50	149	153	182	214	249	289	332	380	431	458
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	143	▲ 134	▲ 58	▲ 65	▲ 73	▲ 80	▲ 88	▲ 96	▲ 103	▲ 111	▲ 118	▲ 0
内部留保等	▲ 385	▲ 494	103	346	448	569	710	872	1,057	1,265	1,498	1,755
CF	246	▲ 370	▲ 43	389	498	627	775	946	1,139	1,356	1,599	1,755
短期借入金	▲ 117	▲ 220	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
長期借入金	53	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	▲ 100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	▲ 82	1,142	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	▲ 246	922	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
余剰現預金増減	0	552	▲ 43	389	498	627	775	946	1,139	1,356	1,599	1,755
KPI												
期首投下資本売上高比	14.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
期首投下資本	488	495	875	1,050	1,250	1,475	1,728	2,009	2,320	2,662	3,033	3,436
売上高成長率	-28.6%	-42.8%	76.8%	20.0%	19.0%	18.1%	17.1%	16.3%	15.5%	14.7%	14.0%	13.3%
NOPAT		-277	104	347	450	571	711	874	1,058	1,267	1,499	1,757
ROIC		-55.9%	11.9%	33.0%	36.0%	38.7%	41.2%	43.5%	45.6%	47.6%	49.4%	51.1%
運転資本日商比(日)	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86
売上原価率	54.70%	54.70%	58.68%	57.24%	57.24%	57.24%	57.24%	57.24%	57.24%	57.24%	57.24%	57.24%
販売管理費規模メリットファクター			0.00%	0.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
販管費率	56.40%	65.46%	37.03%	30.86%	29.80%	28.83%	27.93%	27.10%	26.33%	25.62%	24.96%	24.34%
営業利益率	-11.07%	-20.15%	4.29%	11.90%	12.96%	13.93%	14.83%	15.66%	16.43%	17.14%	17.80%	18.42%
有利子負債以外の流動負債	154	154	154	154	154	154	154	154	154	154	154	154
商比(日)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
手元流動性月商比(カ月)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
短期借入金金利	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%
長期借入金金利	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%	2.42%

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・エニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧説を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 参考資料 WACCの計算手順

### ■ WACCの計算プロセス

$\beta = VI$  (ボラティリティインデックス)  $\times COR$  (相関係数) で計算される。VIは、個別株のリターンの標準偏差÷TOPIXリターンの標準偏差、CORは、個別株のリターンの標準偏差÷TOPIXリターンの相関係数。それについて統計学的な視点で、個別株と業界の加重平均を利用している。本資料での加重平均は以下の表で確認されたい。本資料では過去5年間に日次ベースで計算。 $\beta$ はすべて無負債 $\beta$ 。RP:リスクプレミアム、RFR:リスクフリーレート(国債10年利回り、財務省出所)、レバレッジ:借り入れによるリスク増大効果の推計値、 $1+(1-TaxRate) \times D/E$ で計算。レバレッジ $\beta$ =レバレッジ $\times$ 無負債 $\beta$ 。Dは直前四半期の有利子負債残高、Eは計算日ベースの時価総額、COE:コストオブエクイティ= $\beta \times$ レバレッジ $\times$ RP+RFR。株価は過去5年の日次データに基づく。本資料で利用したWACCの計算方法は以下で詳細を記載している。以下は弊社が開発したWACC計算システムの解析結果の複写である。

**WACCの計算データ**

**β Builder 1 自社全体の計算用**

ボラティリティインデックス (VI) $\times$ 相関係数 (COR) = βの関係を計算 (無負債)								
利用したいVI及びCORのウェイト (0~9) を選択して利用するβを計算する。								
VI*	自社VI 調整	2.378	1	100%	自社COR	0.132	0	0%
	業界VI	1.353	0	0%	業界COR	0.389	1	100%
	参考 業界-他社 VI 選択		0	0%	参考 業界-他社 COR 選択		0	0%
			0	0%			0	0%
			0	0%			0	0%
			0	0%			0	0%
			0	0%			0	0%
利用VI		<b>2.378</b>			利用COR	<b>0.389</b>		

VI\* suggested that VI adjusted differs from the original VI

**利用β1**  
**0.92517**

**β Builder 2 新規事業の計算用**

新規事業に類似の業界のβからウェイト付け					
β2	自社β2	0.434	1	33%	
	業界β2	0.527	0	0%	
	参考 業界-他社 β2 選択	0.940_9983_株式会社 ファーストリテイリング 1.001_9984_ソフトバンクグループ株式会社	1 1	33% 33%	
			0	0%	
			0	0%	
			0	0%	
			0	0%	
利用β2		<b>0.79</b>			

**WACCの計算過程**

計算に利用するβ (ブルダウントラック)		
<b>β1</b>	<b>0.9252</b>	
E: 時価総額[億円]	D: 有利子負債[億円]	TaxRate
<b>15.5</b>	<b>4.3</b>	<b>30.5%</b>
RP	RFR	レバレッジ
<b>9.000%</b>	<b>1.66%</b>	<b>1.191</b>
COE	過去実績支払金利	COD
<b>11.58%</b>	<b>2.42%</b>	<b>1.68%</b>
D/(D+E)	E/(D+E)	D/E
<b>21.59%</b>	<b>78.4%</b>	<b>27.5%</b>

β = VI × CORで計算される。VI (ボラティリティインデックス) は、個別株のリターンの標準偏差÷TOPIXリターンの標準偏差、COR (相関係数) は、個別株のリターンの標準偏差÷TOPIXリターンの相関係数。本資料では過去5年間に日次ベースで計算。RP:リスクプレミアム、RFR:リスクフリーレート(国債10年利回り、財務省出所)、レバレッジ:借り入れによるリスク増大効果の推計値、 $1+(1-TaxRate) \times D/E$ で計算。レバレッジ $\beta$ =レバレッジ $\times$ 無負債 $\beta$ 。Dは直前四半期の有利子負債残高、Eは計算日ベースの時価総額、COE:コストオブエクイティ= $\beta \times$ レバレッジ $\times$ RP+RFR。株価は過去5年の日次データに基づく。

**COE × E / (E+D) + COD × D / (E+D) =**  
**WACC**  
**9.45%**

本レポートは、ジェイ・エニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

22 / 24

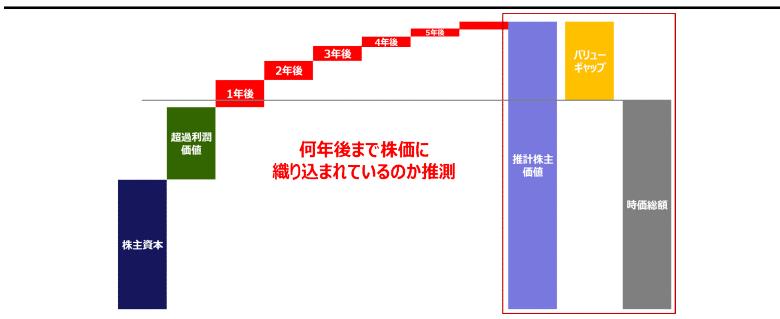
## 卷末資料 超過利潤の説明

### 超過利潤による企業価値評価

### 超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

### 超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本X加重平均資本コスト  
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 X (1-実効税率)  
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額)  
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定  
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5ヶ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券  
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利子率 X (D/(E+D))  
 株主資本コスト X (E/D+E) 株主資本コスト = 0.5% + 5% X β  
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンの一次回帰式の傾き  
 E = 計算時点での時価総額  
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分

本レポートは、ジェイ・エニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 免責事項

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、発行者）が発行し、同社が執筆したレポートです。

- 本レポートは、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 発行者は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、発行者は対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートは、発行者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における発行者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられています。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。