

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

フル・レポート
2015年10月9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 20151006

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 15年12月期は総合ウレタンサプライヤーになるためのチャレンジの年

1. 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。

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

2. 財務面の分析

・10/12期～14/12期は、売上高は年平均43.5%、経常利益は同期間で年平均24.5%増のペースで成長した。
・他社との比較では、同社の成長性の高さは目立つものの、収益性や安全性においては、同社より優位にある会社も存在し、特段優位とは言えない。

【主要指標】

	2015/10/2
株価(円)	411
発行済株式数(株)	34,587,000
時価総額(百万円)	14,215

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	26.9	316.2	18.4
PBR(倍)	2.6	2.7	2.4
配当利回り(%)	0.7	0.7	0.7

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、全国展開された施工体制を構築できた点にある。特に11/12期より、自社で本格的な施工能力を持つようになったことにより、需要増に対応できたことが成長を牽引してきた。

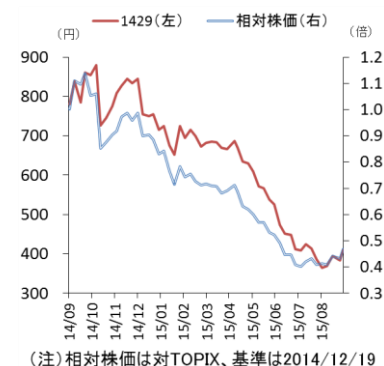
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	7.3	-0.2	-0.2
対TOPIX(%)	8.0	14.6	14.6

4. 経営戦略の分析

・戸建木造住宅向けでは、他の断熱材を硬質ウレタンフォーム断熱材で代替することによるマーケットシェアの拡大、鉄筋コンクリートの建築物向けにゼネコンへの拡販、リフォーム市場には新規に参入していくことで、売上高を伸ばす方針をとっている。
・売上総利益率の低下傾向が続いている。売上高材料費の改善に向けて、自社ブランド原料の製造を本格化させ、使用原材料に占める割合を引き上げることを目指している。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、短期的には売上総利益率の低下傾向に歯止めがかかるかどうかを注視している。
・売上高材料費率の上昇への対応策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。現在の利益率低下に苦しむ局面を乗り越えれば、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れ、業績が拡大に向かう可能性がある。

【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)
2013/12	9,825	51.4	956	44.3	925	39.8	512	40.3	20.6	147.8	3.0
2014/12	13,020	32.5	944	-1.2	937	1.3	529	3.4	15.3	160.2	3.0
2015/12 CE	15,300	17.5	1,009	6.8	1,003	7.1	47	-91.0	1.4	—	3.0
2015/12 E	15,162	16.5	998	5.7	992	5.9	44	-91.7	1.3	150.0	3.0
2016/12 E	18,015	18.8	1,381	38.4	1,375	38.6	770	1,650.0	22.3	173.3	3.0
2017/12 E	19,228	6.7	1,408	2.0	1,400	1.8	784	1.8	22.7	197.4	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

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 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）の施工販売を行う。木造戸建住宅において、ウレタンフォーム断熱材は、主流のグラスウールの断熱材の代替品となるものだが、建設現場での施工（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。

従来、施工は協力会社に依存していたが、方針を転換し、11/12 期から本格的に自社で施工能力を持つようになった。その結果、自社施工部門と認定施工店網からなる現在の施工体制が出来上がり、ウレタンフォーム断熱材の普及が進んだ。同社の試算によれば、同社のシェアは、新築戸建住宅の現場発泡ウレタンフォーム断熱材市場では約 70%、新築戸建住宅の棟数全体に対しては約 5%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、全国に展開している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、この分野ではシェアの上昇を目指している。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にあり、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	12/12	13/12	14/12	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	5,830	8,044	8,483	65.2%	5.5%
建築物向け断熱材	戸建住宅以外 顧客はゼネコン	440	883	2,392	18.4%	170.8%
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	218	897	2,144	16.5%	139.0%
合計		6,488	9,825	13,020	100.0%	32.5%

(出所) 日本アクア有価証券届出書、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性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多くの種類があるが、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(図表2)。

【図表2】断熱材の種類

系統	断熱材	原料	特徴	住宅用の出荷割合 (施工面積ベース)	主なメーカー
繊維系	グラスウール	ガラスと砂	ガラス原料を溶かして繊維状にし、接着剤を吹きつけてつくる 吸音性 不燃性 有毒ガスが出ない メンテナンスフリー 軽く切断もしやすく施工性が高い 安価(他の素材の半分程度) 吸湿性が高く湿度に弱い 施工の際は防湿層が必要	55%	旭ファイバーグラス マグイソバール パラマウント硝子工業
	ロックウール	鉱石 (高炉スラグ 玄武岩 等)	鉱石を溶かして繊維状にしてつくる 吸音性 不燃性 耐熱性 安価 軽く切断もしやすく施工性が高い リサイクル可能 吸湿性が高く湿度に弱い	11%	JFロックファイバー ニチアス 日本ロックウール(ニチアスのグループ会社)
	セルロースファイバー	新聞紙古紙	新聞紙古紙などの木質繊維を解繊し、薬品を添加してつくる 吸音性 調湿性 撥水性 防錆性 軽量で扱いやすい	1%	王子製袋 日本製紙木材 デコス
発泡 プラスチック系	押出法 ポリスチレンフォーム (XPS)	ポリスチレン樹脂	原料に発泡剤や難燃剤を加え、押出機で連続的に発泡させてつくる	14%	タウ化工 カネカ JSP
	ビーズ法 ポリスチレンフォーム (EPS)	ポリスチレン樹脂	蒸気を使用し金型に入れて発泡成形する 高温に弱い 紫外線に弱い	4%	カネカ JSP 積水化成工業 フクビ化学工業
	高発泡ポリエチレン	ポリエチレン樹脂	原料に発泡剤を加えてつくる 耐水性 耐薬品性 柔軟性があり加工性・施工性に優れる	1%	12年以降メーカーなし
	硬質ウレタンフォーム	ポリオール イソシアネート	原料に発泡剤や難燃剤を加え、化学反応させてつくる ボード状に成型加工された製品と、施工現場で直接吹付けて発泡させる製品がある 直接吹付けるものは自己接着性がある(接着剤が不要)	12%	ソフランウイズ アキレス 日本パフテム 日本アクア
	フェノールフォーム	フェノール樹脂	原料を発泡剤と硬化剤で板状にする 断熱性 有毒ガスが出ない 準防火材料	2%	旭化成 積水化学
その他	羊毛	羊毛	繊維の中では耐熱性が高い 自然由来の材料のためアレルギーを出しにくい 高価格	不明	不明

(出所) 経済産業省「建材等のトップランナー制度導入に伴う熱損失防止建築材料等調査報告書」、
秀和システム「よくわかる最新断熱・気密の基本と仕組み」、各社ウェブサイトをもとに証券リサーチセンター作成

◆ 最も普及している断熱材はグラスウール

多くある断熱材のうち、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言った特徴により普及してきた。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

グラスウールを代替する断熱材のひとつに、同社が取り扱う硬質ウレタンフォームがある。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材を原料として、発泡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ずれによって気密性にムラが生じることが多い。

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。

ウレタンフォームの最大の特徴は、建設現場での化学反応による発泡で躯体に張り付くため、粘着性及び気密性が高く、長期間にわたって安定する（ずれたりしない）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は、袋詰めされたグラスウールを壁にはめ込むので、大工が自身の担当する作業の一工程として手掛けることになる。他の作業と同時並行で行うため4～5日かかる上、作業の質にムラがあり、うまくはめ込まないと、袋がずれ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 3）。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。

【 図表 3 】 ウレタンフォームとグラスウールの施工事例



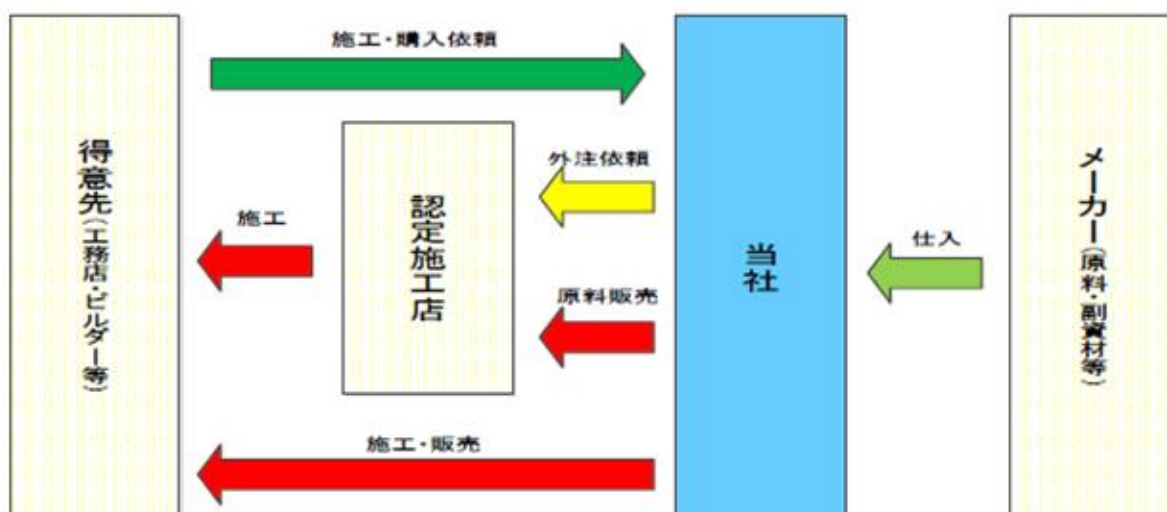
(出所) 日本アクア「成長可能性に関する説明資料」

◆ 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、それをもとに、自社または協力会社が建設現場で施工する形をとる(図表 4)。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、同社の販売先の上位には建材商社が並んでいる(図表 5)。

【 図表 4 】 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 5 】 主な相手先の売上高推移

(単位：百万円)

	11/12	12/12	13/12	14/12	前期比
丸紅建材	1,213	1,359	1,730	1,723	-0.4%
構成比	22.2%	21.0%	17.6%	13.2%	-
伊藤忠建材	1,283	937	1,298	1,508	16.2%
構成比	23.4%	14.4%	13.2%	11.6%	-
上記2社合計	2,496	2,296	3,028	3,231	6.7%
構成比	45.6%	35.4%	30.8%	24.8%	-
売上高全体	5,475	6,488	9,825	13,020	32.5%

(出所) 日本アクア有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 自社施工能力を持つ方針に転換して拡大

従来、ウレタンフォーム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持つか、ビジネスモデルの鍵を握っている。

同社は当初、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、また品質が安定しないため、ウレタンフォーム断熱材の普及がなかなか進まなかった。そのため、11/12 期から方針を転換し自社で施工能力を持つようになった。その結果、現在では、自社施工部門と認定施工店網の 2 種類の施工能力を有することとなった (図表 6)。

【 図表 6 】 施工能力の推移

	13/12	14/12	15/12上期
自社施工人員 名	229	240	242
認定施工店 社	131	168	189
施工車両台数 台	300	350	380

(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

現在、同社はウレタンフォーム断熱材の施工会社としては、全国展開をしている唯一の会社であり、外部の施工店網だけでも安定的に受注ができるだけの規模となっている。そのため、戸建住宅向けには施工店を、今後開拓していく建築物向けには自社施工人員を充てる体制となっている。

また、戸建て住宅向けの施工を効率的に行うために、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(現在特許申請中)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7月時点で全国に41の営業所を有する。そのうち7カ所については、ハブ(基幹営業所)としての整備を進めている(図表7)。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であり、13年の上場時に調達した資金の一部が、これらのハブの整備に充てられている。

【図表7】ハブ(基幹営業所)の整備

	ハブ	地区	進捗
竣工済みまたは竣工予定	名古屋	中部	14年12月竣工
	鳥栖	九州	15年3月竣工
	岡山	中国四国	15年10月竣工
	大阪	関西	15年10月竣工予定
整備予定	仙台	東北	用地の選定
	川崎	関東	用地の選定
	金沢	北信越	未着手

(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

> 業界環境と競合

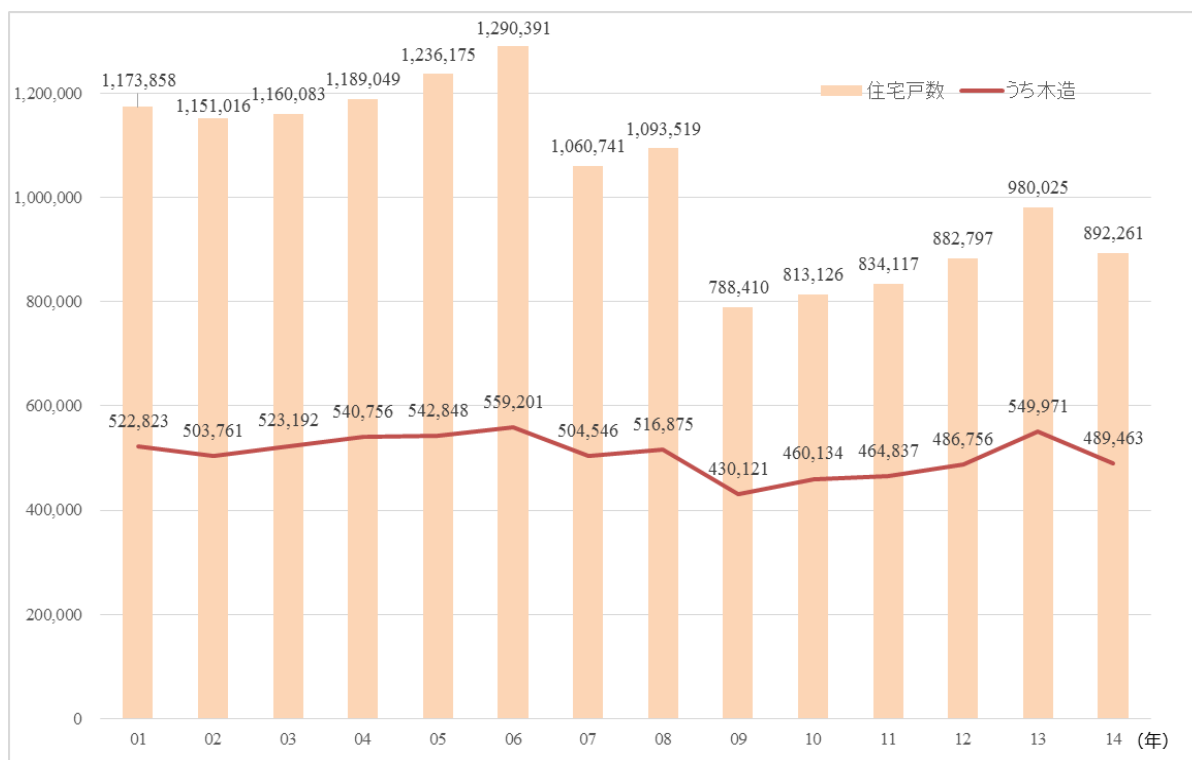
◆ 戸建住宅のうち約55%が木造戸建

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。全体の新築住宅着工件数のうち、約55%が木造となっている(図表8)。

ウレタンフォーム断熱材は、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。ただし、全体を俯瞰すると、14年4月の消費税増税前の駆け込み需要を反映して13年の着工が増え、その反動で14年の着工が減少している状況が確認できる。

【 図表 8 】 新築住宅着工件数の推移

(単位：戸)



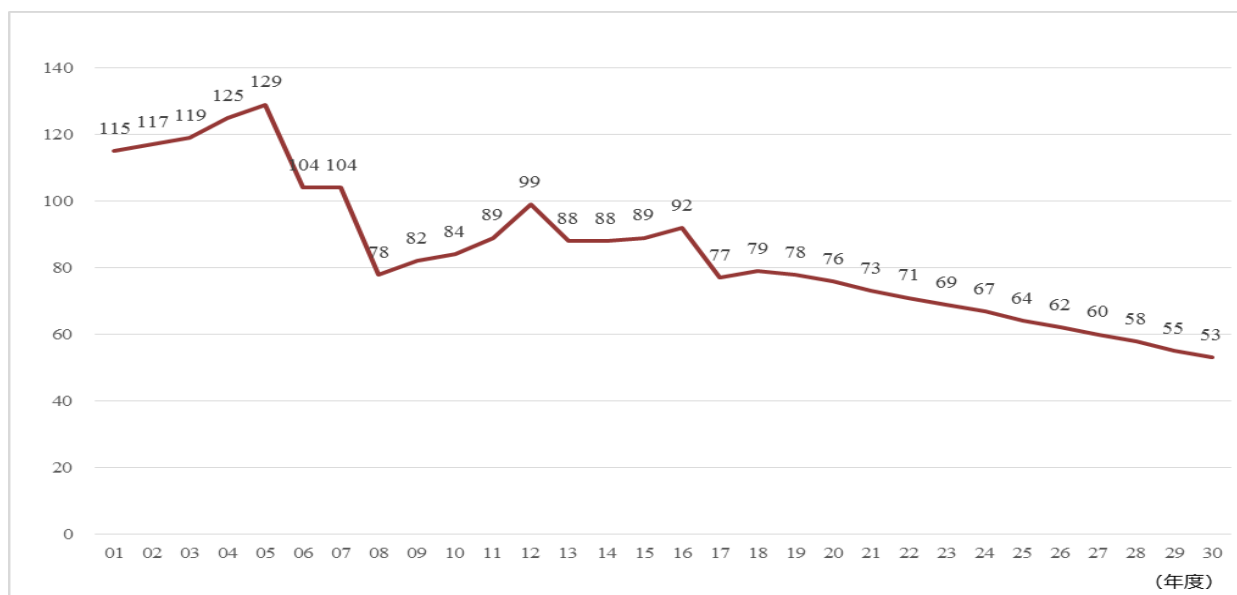
(出所) 国土交通省「建築着工統計調査」より証券リサーチセンター作成

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9)。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8は年、図表9は年度の表示のため、数値に若干のずれがある)

【 図表 9 】新築住宅着工件数の推移と予測

(単位:万戸)



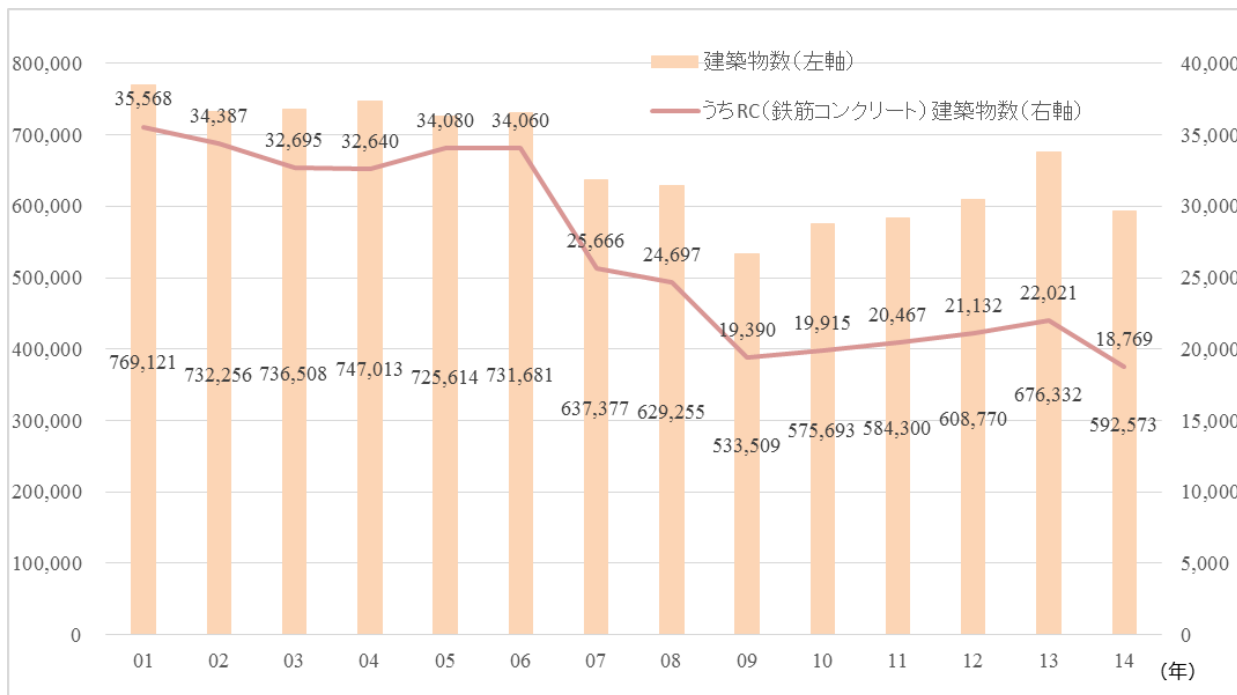
(注) 14年度までは実績で、国土交通省「建築着工件数」による 15年度以降が予測

(出所) 野村総合研究所「新設住宅着工戸数予測」より引用

◆ 鉄筋コンクリート造の建築物は約 2 万棟の市場

同社が 11 年より参入した建築物向けは、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、やはり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 10)。

【 図表 10 】 建築物の新規着工件数の推移



(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

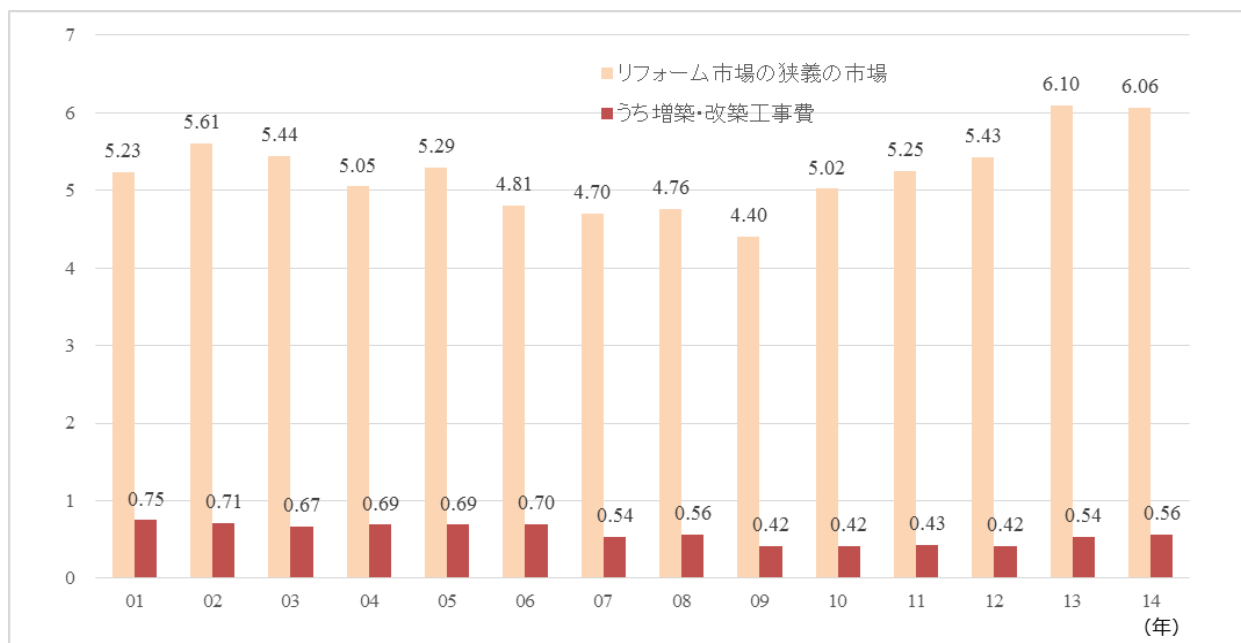
◆ リフォーム市場

同社は14年9月に新規にリフォーム向け断熱材の事業を立ち上げた。公益財団法人住宅リフォーム・紛争処理支援センターによれば、リフォーム市場は13年で6.1兆円の規模とされている。ただし13年は14年4月の消費税率引き上げの駆け込み需要があったと考えられるため、実態としては5兆円台の市場と考えられる(図表11)。

リフォーム市場は設備等の修繕維持費と増築・改築の工事費により構成されている。断熱材が関係する増築・改築の工事費は13年は5,400億円の規模とされているが、消費税率引き上げの影響を考慮すると、通常は4,000億円台の市場と推察される。増築・改築の工事費は傾向として伸びが緩やかな市場と考えられるが、新規に参入する同社としては市場開拓の余地が大きい。

【 図表 11 】 リフォーム市場の推移

(単位：兆円)



(出所) 公益財団法人 住宅リフォーム・紛争処理支援センター「住宅リフォームの市場規模」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

ウレタンフォーム断熱材の施工会社で全国展開をしているのは同社のみだが、地域限定で展開している施工会社は複数存在する。例えば、中部地方で展開するフォーム断熱（未上場）、神奈川県中心の注文住宅メーカーであるタツミプランニング（未上場）といった会社があるが、いずれも売上高が数十億円の規模となる。残りは個人事業に近い規模の小企業が地域密着で存在している。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 名古屋で独立・創業

創業者であり現社長である中村文孝氏とウレタンの出会いは、愛知にあるイノアックコーポレーション（未上場）というウレタン等の素材メーカーに入社した時に遡る。ウレタンはもともとバンパーやシートなどの自動車向けの材料として多く使われているが、同氏は住宅用への転用を図る新事業に携わった。その後、施工会社のフォーム断熱（未上場）、BASFINOAC ポリウレタン（未上場）を経て独立。04年11月に、名古屋にて、硬質ウレタンフォームの現場吹付け発泡による住宅用断熱材の施工販売を目的とした日本アクアを設立した。

◆ 沿革 2 ～ 検家住宅の資本参加

ウレタン発泡の技術を有する施工会社は小規模な企業が多い。同社は

施工能力をいかに確保するかということに早くから注目した。会社を設立した翌 05 年には、施工能力の確保と市場拡大を目指して関東に進出した。

そのうち、創業メンバーの保有する株式を売却する話が浮上し、取引先であった桧家住宅（現・桧家ホールディングス 1413 名証二部）が引き受け先となった。その結果、09 年には、桧家住宅の連結子会社となった。08/10 期まで 10 月決算であったが、09/12 期から 12 月決算となったのは、この連結子会社化で親会社と決算期を合わせたためである。

◆ 沿革 3 ～ ハンツマンの資本参加

従来、外部の施工業者を協力会社として集め、施工能力を高めようとしていたが、11/12 期から本格的に自社で施工能力を持つビジネスモデルに転換した。その結果、施工能力が拡大して施工件数が大きく伸びた。一方、件数の増加に見合う原料調達を行う必要がある。そのような状況を背景に、13 年に米国のハンツマンというウレタンメーカーと資本・業務提携に至った。ハンツマンが同社の第 2 位の大株主になるとともに、原料供給契約を交わした。

◆ 経営理念

同社は「人と地球環境に優しい住環境を創ることで社会に貢献する」という経営理念のもと、断熱等を目的とした総合ウレタン原料・製品サプライヤーになるべく事業を展開している。

◆ 株主

14/12 期および 15/12 期上期の有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 12 の通りである。

15 年 6 月末時点で、親会社の桧家ホールディングスが筆頭株主で過半数を保有している。続いて、ハンツマンの保有株式を管理する GCAS BANA LONDON US CLIENT が第 2 位、代表取締役社長の中村文隆氏が第 3 位の株主となっている。この上位 3 名で 72.56%が保有されている。取締役 7 名のうち、代表取締役社長以外の保有はなく、監査役 4 名の保有もない。

また、15 年 6 月末時点で新株予約権による潜在株式は 1,813,000 株（発行済株式総数の 5.24%）である。

【 図表 12 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	14年12月時点			15年6月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
株式会社松家ホールディングス	3,500,000	50.68%	1	17,603,200	50.89%	1	
GCAS BANA LONDON US CLIENT	1,000,000	14.48%	2	5,000,000	14.45%	2	ハンツマンの持株を管理するアカウント
中村文隆	500,000	7.24%	3	2,500,000	7.22%	3	代表取締役社長
日本マスタートラスト 信託銀行株式会社 (信託口)	368,200	5.33%	4	1,721,300	4.97%	4	
日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (信託口)	321,600	4.65%	5	1,326,500	3.83%	5	
CMBL S.A. RE MUTUAL FUNDS	-	-	-	534,000	1.54%	6	
野村信託銀行株式会社 (信託口)	113,200	1.63%	6	491,100	1.41%	7	
資産管理サービス 信託銀行株式会社 (証券投資信託口)	97,000	1.40%	7	466,300	1.34%	8	
日本アクア従業員持株会	85,100	1.23%	8	386,300	1.11%	9	
日本トラスティ・サービス 信託銀行株式会社 (信託口9)	71,100	1.02%	9	367,500	1.06%	10	
BNYML-NON TREATY ACCOUNT	63,200	0.91%	10	-	-	-	
(大株主上位10名)	6,119,400	88.57%	-	30,293,000	87.58%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	374,500	5.42%	-	1,813,000	5.24%	-	15年1-6月に59,500株分の行使あり
発行済株式総数	6,905,500	100.0%	-	34,587,000	100.0%	-	

(出所) 日本アクア有価証券報告書及び四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

業績の詳細が開示されているのは 08/10 期からだが、桧家ホールディングスの連結子会社化の影響で、09/12 期から 12 月決算となっている。決算期変更後初めての 12 カ月決算となった 10/12 期以降 14/12 期までの 4 期間で、売上高は年平均 43.5% 増、経常利益は年平均 24.5% 増のペースで成長してきた。

この期間に高い成長率を示した要因は、11/12 期より自社で施工能力を持つ方針に本格的に転換し、それまでの成長のボトルネックであった施工能力が強化されたためである。加えて、11 年の東日本大震災以降、建設業界全体の慢性的な職人不足を背景とした、現場の作業負担減への需要が高まったことや、住宅の省エネルギーに対する意識が高まったことが追い風となった。

◆ 14 年 12 月期は期初会社計画比で利益が大幅未達

14/12 期は、売上高が前期比 32.5% 増の 13,020 百万円、営業利益が同 1.2% 減の 944 百万円、経常利益が同 1.3% 増の 937 百万円、当期利益が同 3.4% 増の 529 百万円と、大幅増収ながらも利益の伸びは低調だった。

期初の会社計画に対する達成率は、売上高は 100.0%、営業利益は 70.4%、経常利益は 70.3%、当期利益は 64.7% となった。売上高こそほぼ会社計画通りだったが、利益は会社計画に対して大幅な未達となった。

主力の戸建住宅向け（主に工務店向け）の売上高は、14 年 4 月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動減の影響があった中でも計画を上回った。一方、建築物向け（主にゼネコン向け）の売上高が伸び悩んだ。ゼネコン側での躯体着工の遅れが影響した。

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 25.6% に対し、21.9% 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。

> 他社との比較

◆ 建築材料の特定分野で高いシェアを持つ企業と比較する

同社は建設業に属しているが、建設会社との比較は適切ではない。総合ウレタンサプライヤーを志向していることもあり、同社を「ウレタンフォーム断熱材という建築材料で高いシェアを持つ企業」と定義し、

建築材料の特定分野で高いシェアを持つ企業として、窯業系外壁材の最大手のニチハ(7943 東証一部)、建築仕上げ塗材の国内最大手で耐火断熱材も扱うエスケー化研(4628 東証 JQS)と比較した。また、参考として、ウレタンではないが発泡プラスチック製品専門の JSP(7942 東証一部)とも比較した(図表 13)。

【図表 13】財務指標比較：建築材料の特定分野で高いシェアを持つ企業

項目	銘柄	コード	日本アクア	ニチハ	エスケー化研	JSP(参考)
			1429	7943	4628	7942
		直近決算期	14/12	15/3	15/3	15/3
規模	売上高	百万円	13,020	106,730	90,650	116,923
	経常利益	百万円	937	7,421	14,171	6,044
	総資産	百万円	9,138	114,918	106,907	116,717
収益性	自己資本利益率	%	10.0	8.6	11.4	6.5
	総資産経常利益率	%	11.0	6.4	13.6	5.4
	売上高営業利益率	%	7.3	6.3	12.8	4.8
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	33.5	3.6	5.0	7.8
	経常利益(同上)	%	5.1	3.6	11.5	3.0
	総資産(同上)	%	66.1	1.6	10.0	9.4
安全性	自己資本比率	%	60.5	51.9	80.8	56.0
	流動比率	%	208.5	173.2	482.6	191.6
	固定長期適合率	%	30.0	67.9	20.9	67.3

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 日本アクアおよび各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

直近期の財務指標を比較すると、同社の高い成長性が目立つ。ただし、売上高と総資産の伸びに対して経常利益の伸びが低いのはやや気になる点である。全国の拠点の整備のための費用増や、リフォームなどの新規開拓分野のための投資局面にあることが要因として考えられる。

また、収益性や安全性は、ニチハに対しては優位にあるが、エスケー化研には劣後している。エスケー化研は高い技術力を背景に高いシェアをとっているが、同社の目指す姿が総合ウレタンサプライヤーであるなら、エスケー化研が一つのベンチマークとなるものと考えられる。

3. 非財務面の分析

> 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 14 に示した。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点にあると考える。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 14 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客	・戸建住宅向け断熱材の顧客	・施工戸数 前年同期比3.6%増
		・建築物向け断熱材の顧客	・取引工務店数 開示なし
		・リフォーム向け断熱材の顧客	・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)
	ブランド	・断熱施工用ウレタン「アクアフォーム」シリーズ	・施工棟数 開示なし
		・外部の施工体制	・加盟店 36社
	ネットワーク	・原料仕入先	・特になし 特になし
		・事業と関係する大株主	・外注施工事業者(認定施工店) 189社
		・全国展開された施工体制	・ウレタンフォームの仕入先 ハンツマン ハイエル 三菱樹脂 旭有機材
		・全国展開を支える販売・物流体制	・桧家ホールディングス(取引先) 発行済株式数の50.89%の保有
		・自社ブランド原料の製造本格化	・ハンツマン(原料仕入先) 発行済株式数の14.45%の保有
組織資本	プロセス	・全国展開された施工体制	・施工車両台数 380台
		・全国展開を支える販売・物流体制	・自社工務人員数 242名
		・自社ブランド原料の製造本格化	・外注施工事業者(認定施工店) 189社
		・「アクアフォーム」の性能	・営業所 全国41営業所(15年7月末)
		・自社ブランド原料(ウレタンフォーム)	・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)
	知的財産 ノウハウ	・施工システム(車両や機械等)のコンパクト化	・原料製造拠点 国内9カ所 海外2カ所
		・インセンティブ	・調達原料に占める割合 開示なし
		・企業風土	・売上高材料費率 46.6%(14/12期)
		・インセンティブ	・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)
		・企業風土	・特になし 特になし
人的資本	経営陣	・インセンティブ	・施工車両 特許出願中 (ワンBOXカーサイズの車両)
		・企業風土	・機械のコンパクト化 特になし
		・インセンティブ	・社長による保有 250,000株(7.22%)
		・企業風土	・取締役による保有 なし
		・インセンティブ	・ストックオプション(取締役) 520,000株 (取締役と従業員合算) (発行済株式数の1.50%)
	従業員	・企業風土	・役員報酬総額(取締役) *社外取締役は除く 145百万円
		・インセンティブ	・従業員数 450名
		・企業風土	・平均年齢 35歳1カ月
		・インセンティブ	・平均勤続年数 3年4カ月
		・企業風土	・従業員持株会 386,300株(発行済株式数の1.11%)
・インセンティブ	・ストックオプション 1,293,000株 (発行済株式数の3.74%)		

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 15/12 期上期末のものとする

(出所) 日本アクア 有価証券届出書、有価証券報告書、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は建設業に属し、後述する経営理念でも、「地球環境に優しい住環境」と地球環境が意識されている。具体的には、住宅の省エネルギーに資する断熱材の販売・施工を事業として展開しているほか、同社の主力製品である「アクアフォーム」がオゾン層破壊や地球温暖化の原因となるフロンを全く使用しない素材として開発されているなど、事業そのものが環境対応に根差したものとなっている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「人と地球環境に優しい住環境を創ることで社会に貢献する」ことを経営理念に掲げており、断熱等を目的とした総合ウレタン原料・製品サプライヤーになることで、理念を実現して社会に貢献する方針をとっている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は7名(社外取締役はなし)で構成されている。7名のうち、専務取締役の村上友香氏は中村社長の実姉、取締役の中村嘉孝氏は中村社長の実弟である。

監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役3名の合計4名で構成されている。全員が社外監査役である。

常勤監査役の新井章弘氏は、日本勧業角丸証券(現 みずほ証券)、ジャイク経営研究所を経て、AMR あるいは経営研究所の代表取締役を経て11年3月に同社監査役に就任した。

中西勇助氏は野村証券で長くキャリアを積んだ後、日本和装ホールディングス(2499 東証二部)の執行役員を務めた。現在はゼネリックソリューションの監査役との兼任である。

高橋義昭氏はダイエーの取締役やOMC(現 セディナ)の監査役を経験した後、シンクファクトリー高橋研究所の代表を務めている。現在はパスの社外取締役との兼任でもある。

長谷川臣介氏は公認会計士で、井上斉藤英和監査法人(現 あずさ監査法人)、アーサーアンダーセン、野村証券、モルガン・スタンレー証券(現 三菱UFJモルガン・スタンレー証券)を経た後、長谷川公認会計士事務所を設立した。現在は、親会社の検家ホールディングスの監査役との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 売上総利益率の低下

09年に桧家ホールディングスの連結子会社となって以降増収が続いているが、11/12期の14.8%をピークに営業利益率の低下が続いている。売上総利益率は11/12期の30.8%に対し、14/12期は21.9%まで低下し、販売管理費率の低下でカバーしきれない状況が続く。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ものと下方修正された。

原価の内訳からは、売上高材料費率が11/12期の39.2%から14/12期の46.6%まで上昇している一方、売上高外注費率と売上高労務費率の合計は11/12期の27.8%から一度は上昇するものの、14/12期の27.9%と抑制されている(図表15)。

【図表15】日本アクアの費用構造の推移

(単位：百万円)

	11/12	12/12	13/12	14/12	15/12上	15/12会社計画	
	実績	実績	実績	実績	実績	(期初)	(修正後)
材料費	2,147	2,303	4,105	6,063	-	-	-
外注費	1,273	1,496	1,928	2,535	-	-	-
労務費	250	555	940	1,093	-	-	-
経費	118	229	408	501	-	-	-
当期製造費用	3,789	4,584	7,383	10,194	-	-	-
仕掛品期首たな卸高	0	0	0	3	-	-	-
仕掛品期末たな卸高	0	0	3	33	-	-	-
当期売上原価	3,789	4,584	7,380	10,163	5,389	12,338	12,052
売上高	5,475	6,488	9,825	13,020	6,631	16,000	15,300
原価率	69.2%	70.7%	75.1%	78.1%	81.3%	77.1%	78.8%
売上高材料費率	39.2%	35.5%	41.8%	46.6%	-	-	-
売上高外注費率	23.3%	23.1%	19.6%	19.5%	-	-	-
売上高労務費率	4.6%	8.6%	9.6%	8.4%	-	-	-
売上高外注費率+売上高労務費率	27.8%	31.6%	29.2%	27.9%	-	-	-
売上総利益率	30.8%	29.3%	24.9%	21.9%	18.7%	22.9%	21.2%
販売管理費率	16.0%	19.1%	15.1%	14.7%	15.5%	14.7%	14.6%
営業利益率	14.8%	10.2%	9.7%	7.3%	3.2%	8.2%	6.6%

(出所) 日本アクア有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

同社の仕入には以下の2種類ある。

1. ウレタンフォーム製品として仕入れる(既製品原料)
2. 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(自社ブランド原料)

同社によると、14年以降の売上高材料費率の上昇の要因は、既製品原料の仕入価格の高止まりと分析している。つまり、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。14年後半から原油やナフサ価格が下落に転じた頃に、ウレタン製品価格(同社にとっての仕入価格)への転嫁が進んだことで、同社の原価負担の増加につながった。また、ウレタンメーカーも利益の確保を優先したことで、ウレタン製品価格がなかなか下落しにくい状況も推察される。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。

◆ 需要に応じた施工能力の拡大

ウレタンフォーム断熱材がなかなか普及しなかったのは、施工能力の不足が理由であるという認識のもと、11/12期以降、自社で施工能力を持つようになったことで、売上高を大きく伸ばした。現在、建築物向けやリフォーム向けなどの規模の大きい新たな開拓先があるため、受注・販売とのバランスをとりながら施工能力を拡大することが課題となる。受注や販売に遅延が発生すると、施工部門の稼働率が落ち、固定費負担が重くなるためである。

> 今後の事業戦略

◆ 戸建木造住宅施工でのマーケットシェアの拡大

同社の試算によれば、新築向けの現場発泡ウレタン市場におけるシェアは70.0%(13年度)、新築戸建棟数全体に対する同社断熱材のシェアは5.1%(13年度)である。現在5%あまりしかない同社の戸建住宅向け断熱材でのシェアを拡大するには、グラスウールから発泡ウレタンへの転換を促進することが必須となる。そのために、認定施工店のネットワークの更なる強化に加え、大手ビルダーでの採用、特に、オプション採用から標準採用への切り替えを促していく方針である。

◆ ゼネコン向けに建築物の断熱で拡販

現在の主力である戸建木造住宅以外では、鉄筋コンクリート造の建築物向けが次の市場となる。建築物向けは11/12期から本格参加している。発泡ウレタン断熱材では中小事業者しか存在しない市場であること、建築物の施工者にゼネコンが多いことから、全国展開できている施工能力を強調して、ゼネコン向けの営業を加速している。ただし、足元は水平展開(本社が決定すればグループ全体で採用される展開)による取引拡大に予想以上の時間がかかっている。

◆ リフォーム市場への参入

同社にとっての第3の市場は、リフォーム市場である。14年9月に

事業を立ち上げた。加盟店を増やすことが当面の目標となるが、15/12上期末時点で加盟店は36社にまで増加している。

◆ 原料仕入コストの削減

売上総利益率（特に売上高材料費率）の改善に向けて、自社ブランド原料の製造を本格化させ、使用原材料に占める割合を上げることを目指す。これはコスト削減だけでなく、施工対象の多様化に対応するためにも重要な施策となる。中長期的には、同社は総合ウレタンサプライヤーとなることを志向している。

また、自社ブランド原料の製造と相まって、中核拠点に開設した物流倉庫の活用による物流コスト削減を図りながら、売上総利益率の改善を目指していく。

5. アナリストの評価

> 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 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 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
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

> 経営戦略の評価

◆ まずは利益率低下が止まるかどうかに注視

費用構造の推移でも示した通り、課題となっている利益率の低下の最たる要因は売上高材料費率の上昇である。同社は、15/12 期上期で仕入価格が高い原材料が消化され、15/12 期下期から安い仕入価格の原材料が使えるようになったとしていることから、短期的には売上高材料費率の上昇、すなわち売上総利益率の低下が止まるかどうかを注視したい。

◆ ウレタンの総合サプライヤーを目指す姿であることを認識

その上で、同社が目指している姿が、施工業者ではなく、総合ウレタンサプライヤーであることを強く認識しておく必要がある。自社で素原料を調達し、協力会社に委託して製造する自社ブランド原料の使用の本格化は、売上総利益率の低下に促されてのことのように見えるが、見方を変えればサプライヤーへの転換の一環と言える。現在の利益率低下に苦しむ局面を乗り越えれば、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れ、一段上の業績拡大を見込める可能性がある。

> 今後の業績見通し

◆ 下方修正となった15年12月期の会社計画

15/12期の修正後の会社計画は、売上高15,300百万円(前期比17.5%増)、営業利益1,009百万円(同6.8%増)、経常利益1,003百万円(同7.1%増)、当期純利益47百万円(同91.0%減)である(図表17)。

修正後の会社計画は、期初計画に対し、売上高は4.4%、営業利益は22.9%、当期利益は93.4%、それぞれ引き下げられた。

【図表17】日本アクアの15年12月期の業績計画

	13/12	14/12	14/12上期		15/12上期			15/12会社計画				
	実績	実績	実績	実績	期初計画	前年同期比	対上期計画 達成率	対通期計画 (修正後) 進捗率	期初	修正後	前期比 (修正後)	期初計画比
売上高	9,825	13,020	6,014	6,631	6,972	10.2%	95.1%	43.3%	16,000	15,300	17.5%	-4.4%
戸建住宅向け断熱材	8,044	8,483	4,412	4,310	-	-2.3%	-	-	9,935	9,935	17.1%	0.0%
建築物向け断熱材	883	2,392	883	1,428	-	61.8%	-	-	3,825	3,123	30.6%	-18.3%
商品販売	897	2,144	718	892	-	24.1%	-	-	2,239	2,241	4.5%	0.1%
売上総利益	2,444	2,856	1,445	1,241	-	-14.2%	-	38.2%	3,661	3,247	28.2%	-11.3%
売上総利益率	24.9%	21.9%	24.0%	18.7%	-	-	-	-	22.9%	21.2%	-	-
営業利益	956	944	516	212	450	-58.8%	47.1%	21.0%	1,309	1,009	6.8%	-22.9%
営業利益率	9.7%	7.3%	8.6%	3.2%	6.5%	-	-	-	8.2%	6.6%	-	-
経常利益	925	937	511	211	445	-58.5%	47.4%	21.0%	1,300	1,003	7.1%	-22.8%
経常利益率	9.4%	7.2%	8.5%	3.2%	6.4%	-	-	-	8.1%	6.6%	-	-
当期純利益	512	529	289	-403	239	赤字転換	赤字転換	-857.4%	707	47	-91.0%	-93.4%

(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

後述する通り、15/12期上期での不振の度合いが大きかったことが、会社計画の下方修正につながった。売上高については、建築物向け断熱材のみが引き下げられており、ゼネコン向けの営業の進捗の遅れが反映されている。一方、まだナフサ価格が高い時期に仕入れた材料が出荷されていったため、7月以降の原料価格は低下する見通しで、上期と通期計画の差から計算される15/12期下期の売上総利益率が会社想定通り23.1%まで回復するかどうかを鍵を握る。

◆ 15年12月期第2四半期は苦戦

15/12期上期は、売上高が前年同期比10.2%増の6,631百万円、営業利益が同58.8%減の212百万円、経常利益が同58.5%減の211百万円、当期利益は403百万円の赤字(前年同期は289百万円の黒字)となっ

た。期初計画に対する達成率は、売上高は 95.1%、営業利益は 47.1%、当期利益は赤字転落（期初計画では 239 百万円の黒字）となった。

営業利益の大幅減益は、主に以下の 3 つの理由が重なったことによる。

1. 商品販売に含まれる認定施工店向けのコンパクトシステムカー（新型の施工車両で新規事業であるリフォーム工事にも対応できるもの）の引渡し当初予定の第 1 四半期から遅れ、利益を圧迫した。
2. 建築物向けの売上高が想定よりも低く、製造原価率が上昇した。
3. 施工体制や販売体制の強化に向けた人員増加により固定費が増加した。

営業利益の減益に加えて、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、工事損失補償引当金繰入額 750 百万円が特別損失として計上されたことで、当期利益は赤字となった。

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。それでも、元請先との工事請負契約に基づいて同社が一旦費用負担をする必要があり、原料廃棄処分費や今後の追加費用の見積額も含めて引当金が計上されている。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。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 15/12 期業績を、売上高 15,162 百万円（前期比 16.5%増）、営業利益 998 百万円（同 5.7%増）、経常利益 992 百万円（同 5.9%増）、当期純利益 44 百万円（同 91.7%減）と予想する（図表 18）。修正後の会社計画を若干下回る水準を予想している。

後述の通りマクロ予測をもとに売上高予想を組み立てているため、売上高は修正後の会社計画を若干下回ろう。売上総利益率や販売管理費等は基本的には修正後の会社計画を踏襲した内容になっているため、売上高の差の分が利益予想の差となって表れている。

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 9）をもとに、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。17/12 期の戸建住宅の施工件数については、木造の新規戸建住宅着工件数に対して約 10%（13/12 期は 5.1%）、17/12 期の建築物向けの施工件数については、全体の新規建

築着工件数に対して約 0.9% (14/12 期は 0.4%) 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) が上乘せされる。

ただし、17 年 4 月の消費税率引き上げ (8%から 10%へ) により、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 6.7%と低く抑えられると予想する。

売上総利益率は 15/12 期の 21.2%を底に回復し、16/12 期は 14/12 期の水準まで戻り、17/12 期には 22.5%まで緩やかに上昇するものと予想する。自社ブランド原料の利用率の上昇など、従来課題である原料価格の問題に対する施策が奏功してくるためである。

一方、消費税率引き上げの影響による売上高の推移により、売上高販売管理費率の変動がいびつになるため、営業利益は 16/12 期は大幅増益、17/12 期は微増益になるものと予想する。

【 図表 18 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	12/12	13/12	14/12	15/12CE	15/12E	16/12E	17/12E
損益計算書							
売上高	6,488	9,825	13,020	15,300	15,162	18,015	19,228
前期比	18.5%	51.4%	32.5%	17.5%	16.5%	18.8%	6.7%
事業別	-	-	-	-	-	-	-
戸建住宅向け断熱材	5,830	8,044	8,483	9,935	9,856	11,724	11,440
建築物向け断熱材	440	883	2,392	3,123	3,055	3,790	4,788
商品販売	218	897	2,144	2,241	2,250	2,500	3,000
売上総利益	1,904	2,444	2,856	3,247	3,214	3,945	4,326
前期比	12.9%	28.4%	16.8%	13.7%	12.5%	22.7%	9.7%
売上総利益率	29.3%	24.9%	21.9%	21.2%	21.2%	21.9%	22.5%
販売管理費	1,241	1,488	1,911	2,238	2,216	2,563	2,918
販売管理費率	19.1%	15.1%	14.7%	14.6%	14.6%	14.2%	15.2%
営業利益	662	956	944	1,009	998	1,381	1,408
前期比	-18.1%	44.3%	-1.2%	6.8%	5.7%	38.4%	2.0%
営業利益率	10.2%	9.7%	7.3%	6.6%	6.6%	7.7%	7.3%
経常利益	662	925	937	1,003	992	1,375	1,400
前期比	-17.9%	39.8%	1.3%	7.1%	5.9%	38.6%	1.8%
経常利益率	10.2%	9.4%	7.2%	6.6%	6.5%	7.6%	7.3%
当期純利益	364	512	529	47	44	770	784
前期比	-20.3%	40.3%	3.4%	-91.0%	-91.7%	1650.0%	1.8%

(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届出書および有価証券報告書、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 19 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書)

	12/12	13/12	14/12	15/12CE	15/12E	16/12E	17/12E
貸借対照表							
現預金	476	4,481	2,995	-	1,720	1,405	2,050
売掛金および受取手形	1,321	2,080	2,958	-	3,023	3,590	3,784
商品・仕掛品および貯蔵品	176	132	551	-	570	614	650
その他	468	736	965	-	1,000	1,100	1,200
流動資産	2,443	7,431	7,470	-	6,314	6,709	7,685
有形固定資産	311	480	1,482	-	2,317	2,963	3,092
無形固定資産	1	6	42	-	50	60	70
投資その他の資産	31	64	142	-	500	600	700
固定資産	344	551	1,667	-	2,867	3,623	3,862
資産合計	2,787	7,982	9,138	-	9,181	10,333	11,547
買掛金	1,337	2,035	2,928	-	2,887	3,232	3,615
短期借入金	0	0	0	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	0	0	0	-	0	0	0
未払金・未払費用・未払消費税等	200	325	306	-	350	390	430
その他	151	470	347	-	350	350	350
流動負債	1,689	2,831	3,582	-	3,237	3,582	3,965
長期借入金	0	0	0	-	0	0	0
その他	17	47	26	-	754	754	754
固定負債	17	47	26	-	754	754	754
純資産合計	1,080	5,103	5,529	-	5,189	5,995	6,827
(自己資本)	1,080	5,103	5,529	-	5,189	5,995	6,827
キャッシュフロー計算書							
税金等調整前当期純利益	660	924	943	-	230	1,375	1,400
減価償却費	115	167	219	-	306	363	405
売上債権の増減額 (ーは増加)	-453	-758	-878	-	-65	-566	-194
棚卸資産の増減額 (ーは増加)	-154	44	-418	-	-19	-43	-35
仕入債務の増減額 (ーは減少)	549	697	893	-	-40	345	382
その他	-142	-59	-391	-	-32	-100	-100
法人税等の支払額	-445	-246	-513	-	-185	-605	-616
営業活動によるキャッシュフロー	129	770	-146	-	193	768	1,241
有形固定資産の取得による支出	-290	-338	-1,223	-	-1,049	-900	-412
有形固定資産の売却による収入	0	4	16	-	10	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	-5	-39	-	-7	-10	-10
投資有価証券の取得による支出	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
その他	73	-37	-26	-	-357	-100	-100
投資活動によるキャッシュ・フロー	-217	-376	-1,273	-	-1,403	-1,010	-522
短期借入金の増減額 (ーは減少)	0	0	0	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (ーは減少)	0	0	0	-	0	0	0
セール・アンド・リースバックによる収入	0	190	77	-	90	90	90
リース債務の返済による支出	-7	-66	-40	-	-60	-60	-60
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	0	3,488	0	-	8	0	0
配当金の支払額	0	0	-103	-	-103	-103	-103
財務活動によるキャッシュ・フロー	-7	3,612	-66	-	-64	-73	-73
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	-95	4,005	-1,486	-	-1,275	-315	645
現金及び現金同等物の期首残高	571	476	4,481	-	2,995	1,720	1,405
現金及び現金同等物の期末残高	476	4,481	2,995	-	1,720	1,405	2,050

(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届出書および有価証券報告書、決算短信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(50.89%)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(14.45%)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。

◆ 15年12月期の一株当たり配当は前期と同水準

株主還元に関して、15/12期は1株あたり年3円としている。14/12期は1株あたり15円だが、15年1月1日付けで1:5の株式分割を実施しているため、実質的に前期比横ばいとなる。

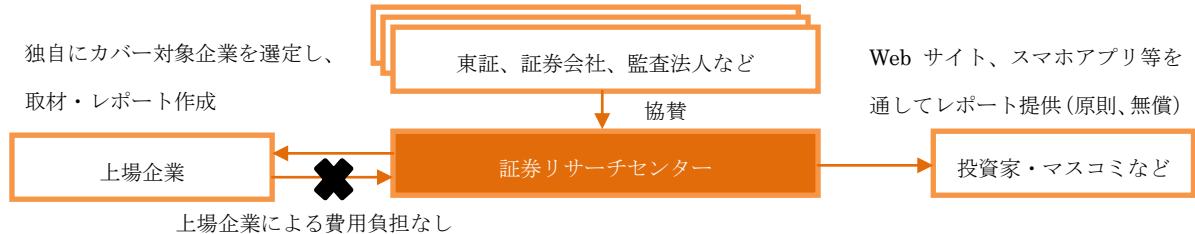
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

日本アクア (1429 東証マザーズ)

発行日2015/10/9

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

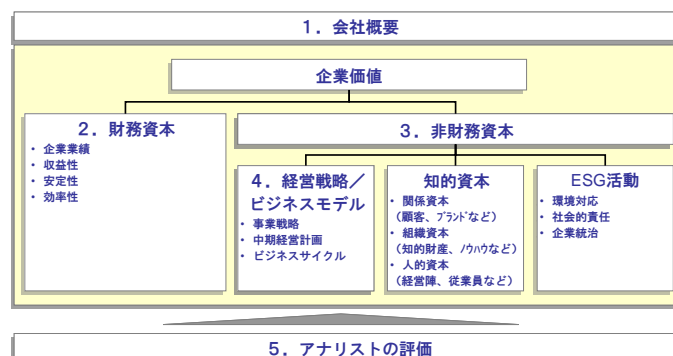
本レポートの構成

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。