

ホリスティック企業レポート

にっぽん

日本インシュレーション

5368 東証二部

新規上場会社紹介レポート

2020年3月31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 20200330

日本インシュレーション(5368 東証二部)

発行日:2020/3/31

熱に強い特性を持つゾノライト系けい酸カルシウムで高シェアのメーカー
国内の安定的事業基盤の維持と中長期的な東南アジアへの進出本格化が焦点

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

【5368 日本インシュレーション 業種:ガラス・土石製品】

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)
2018/3	11,386	-	1,675	-	1,626	-	1,457	-	190.7	1,005.1	30.0
2019/3	11,766	3.3	1,564	-6.6	1,510	-7.1	980	-32.7	128.3	1,097.2	32.0
2020/3 予	12,696	7.9	1,648	5.4	1,603	6.2	1,108	13.1	144.3	-	35.0

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。2020/3期の予想は会社予想。
2. 2018/3期より連結業績開示のため、2018/3期の前期比はなし。

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 659円 (2019年3月30日)	本店所在地 大阪府大阪市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 8,707,200株	設立年月日 1949年1月14日	大和証券
時価総額 5,738百万円	代表者 吉井 智彦	【監査人】
上場初値 869円 (2019年3月19日)	従業員数 373人 (2019年12月末)	有限責任 あずさ監査法人
公募・売出価格 940円	事業年度 毎年4月1日～翌年3月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3ヵ月以内	

> 事業内容

◆ ゾノライト系けい酸カルシウムの有力メーカー

日本インシュレーション(以下、同社)は、ゾノライト系けい酸カルシウムを基材とした建材・資材の販売と、関連する工事を行っている。けい酸カルシウムは熱に強いことが特徴だが、ゾノライト系けい酸カルシウムは、その中でも特に熱に強い素材とされる。ゾノライト系けい酸カルシウムの人造成成技術は同社が1966年に世界に先駆けて発明したもので、欧米の建材メーカーに技術供与をした実績も有している。

熱に強いという素材の特性から、同社の製品は、火災時の耐火を目的とした建築物の素材として、また、熱を逃がさない保温の目的でプラント機器の素材として用いられる。なお、同社は、単に製品を販売するだけでなく、製品を用いた施工も行っている。

同社の事業は、建築関連、プラント関連の2つの報告セグメントに分類される(図表1)。売上高ではプラント関連が6割弱を占めるが、建築関連のセグメント利益率の方が高いため、営業利益に対する貢献はプラント関連がやや高い程度になっている。

【図表1】セグメント別売上高・利益

セグメント	2019/3期						2020/3期 第3四半期累計期間			
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	前期比 (%)	利益率 (%)	売上高 (百万円)	売上構成比 (%)	セグメント利益 (百万円)	利益率 (%)
建築関連	4,853	9.2	41.2	1,123	3.9	23.1	4,260	42.0	1,012	23.8
プラント関連	6,913	-0.4	58.8	1,285	-10.0	18.6	5,881	58.0	1,015	17.3
調整額	-	-	-	-845	-	-	-	-	-628	-
合計	11,766	3.3	100.0	1,564	-6.6	13.3	10,141	100.0	1,400	13.8

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

注1) アスベスト
現在はトバモライト系の製品も
製造過程でアスベストは使用
していない。

◆ けい酸カルシウムについて

けい酸カルシウムには、従来からの製法であるトバモライト系と、同社が発明したゾノライト系が存在する。両者は、結晶生成過程が大きく異なる。具体的には、(1)ゾノライト系の方が製造期間が短い、(2)トバモライト系の製造過程で従来使用していたアスベスト^{注1}をゾノライト系では使わなくて良い、(3)耐熱温度の上限はトバモライト系が約 600℃であるのに対し、ゾノライト系は約 1,000℃であり、ゾノライト系の方が耐熱性が高いという点が挙げられる。

同社は、以前はトバモライト系の製品も製造していたが、ゾノライト系を発明したため、現在はトバモライト系の製品は製造していない。

◆ 建築関連

建築関連では、耐火精度が高い「タイカライト」を中心に、耐火被覆材や内装仕上材といった建材を取り扱っている。耐火被覆材は、熱に弱い鉄骨の梁、柱、免震装置といった建物の内部の構造部材を覆い、火災時に構造部材を火炎や熱から守るために用いられている。

建築基準法に基づく耐火構造認定を取得した製品群であり、建築基準法に基づく防火・耐火処置を必要とするオフィスビル、商業施設、物流施設、工場、交通施設等の非住居の建築物に用いられる。

◆ プラント関連

化学プラントや発電所には、数百度の気体や液体が通過するボイラーや反応器といった熱設備機器や高圧蒸気用の温熱配管等が多数存在する。こうした機器には、内部の熱を逃がさないための保温材が必要となる。同社は、熱遮断性が高い「ダイパライト」を中心とした保温材を提供している。

また、高い耐熱性が求められる工業炉の断熱材や、蓄熱暖房機、スチームオーブンレンジ等向けの断熱材も提供している。

◆ 製品製造から施工までの自社一貫管理

建築関連、プラント関連とも、同社は単に製品を販売するだけでなく、製品を用いた施工も自社で行っている。そのため、建築関連、プラント関連とも、売上高は販売売上と工事売上で構成される。

施工を自社で行うことにより、顧客が抱える案件に対して設計プロセスから関与することが可能となり、顧客との関係性の強化に貢献している。同時に、製品製造と施工が連携することにより、製品の製造段階で施工現場での作業生産性を上げる工夫が可能となったり、納期調整がしやすくなったりなど、収益性と品質管理の精度の向上を図ることができる体制が構築できている。

◆ 製品の生産

製品の生産は、国内では岐阜県瑞穂市の岐阜工場と、三重県いなべ市の北勢工場の2カ所で行っている。

注2) バイオマス

ベトナムの稲作の過程で発生するもみ殻をボイラーで燃やし、もみ殻灰を保温材の原料にするとともに、燃やす過程で生じた熱を、保温材製造過程で用い石油代替エネルギーとしている。

また、海外は、連結子会社のジェイ アイ シー ベトナム有限会社が運営する、ベトナムアンザン省の工場が生産拠点となっている。ベトナムへは、中国メーカーが供給する低価格のトバモライト系けい酸カルシウムの製品に対応するために14年9月に進出したが、もみ殻をバイオマス^{注2}として活用する環境配慮型製品として供給している。現在は、プラント関連の保温材の生産を行っており、日本に輸出している。

➤ 特色・強み

◆ 日本インシュレーションの強み

同社の特色及び強みとして、(1)同社が世界に先駆けて発明して以来ノウハウを蓄積してきたゾノライトの人造合成技術を始めとする製造技術力と、それを支える研究開発力、(2)自社生産による製造原価低減と施工までを自社で行う一貫管理による高い収益性及び品質管理体制、(3)一貫管理による顧客との接点の強さが支える強固な顧客基盤の3点が挙げられる。

➤ 事業環境

◆ 市場環境

建築関連に係るけい酸カルシウム耐火被覆材(鉄骨造建物の柱・梁の耐火被覆)の市場規模は、せんい強化セメント板協会の統計によると、18年時点で約120万平方メートルとされ、11年以降、100万~160万平方メートルの範囲で増減してきた。

なお、同社によると、建築関連のけい酸カルシウム耐火被覆材の需要は、非住宅の鉄骨造の着工延床面積の動向に一定のタイムラグを置いて連動する傾向が強いという。国土交通省の「建築着工統計」によると、19年の非住宅建築物のうち、鉄骨造の着工床面積は、4,655万平方メートルで、前年比8.2%減となったものの、10年との比較では年率1.5%で増加してきた。同期間、工事費(予定額)は年率5.4%で増加しており、建設投資は増加傾向にあった。

プラント関連に係るけい酸カルシウム保温材の出荷量は、けい酸カルシウム保温材協会の統計によると、18年時点で約5,500万平方メートルであり、11年以降、5,000万~6,000万平方メートルの範囲で増減してきた。プラント関連のけい酸カルシウム保温材の出荷量は、石油化学や発電所等の建設及び定期修理の需要が影響するが、11年の東日本大震災時の福島での原子力発電所の事故以降、原子力発電所の稼働停止を補う形で火力発電所の整備が進んできており、需要が堅調な要因のひとつとなっているものと考えられる。

◆ 競合

ゾノライト系けい酸カルシウム製品を代替しうる製品としては、トバモライト系けい酸カルシウム製品、ロックウール製品が挙げられる。いずれも、ゾノライト系けい酸カルシウム製品ほど高温には耐えられない。トバモライト系けい酸カルシウム製品とは、特にアジアにおいて、建築やプラントの用途で競合するが、ロックウール製品は用途が異なっており、競合することはほとんどない。

なお、中国にはけい酸カルシウムのメーカーが100社ほど存在するが、その大半がトバモライト系けい酸カルシウム製品を製造している。中国メーカーが製造する製品は低価格であり、ユーザーからすると、低価格をとるか、高性能をとるかといった選択になる模様である。

国内の建築関連では、けい酸カルシウム耐火被覆材(鉄骨造建物の柱・梁の耐火被覆)の市場における同社のシェアは80%程度と推察される。小野田化学工業(東京都港区)のけい酸カルシウムで製造される耐火建材が競合品となるが、大きな脅威とはなっていない。

国内のプラント関連では、けい酸カルシウム保温材の市場における同社のシェアは50%程度と推察される。プラント向けにけい酸カルシウムを供給する競合先として、明星工業(1976 東証一部)とニチアス(5393 東証一部)が株主となっている日本ケイカル(静岡県浜松市)、エーアンドエーマテリアル(5391 東証一部)のグループ会社である朝日珪酸工業(大分県大分市)が挙げられる。

> 業績**◆ 過去の業績推移**

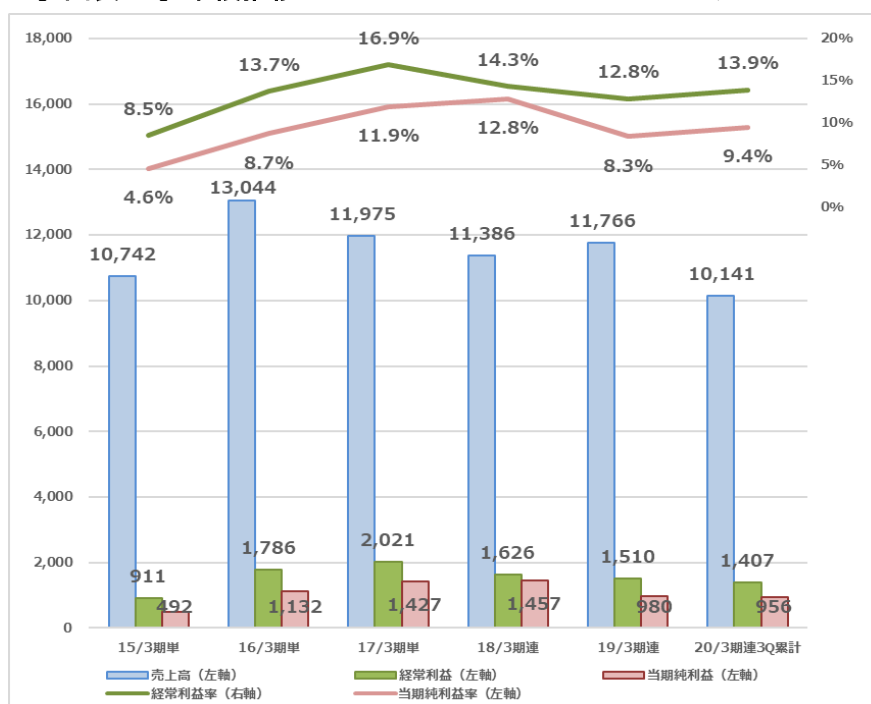
届出目論見書には15/3期からの業績が記載されている(図表2)。18/3期から連結業績も開示されている。

同社の売上高は、15/3期以降、110億円～130億円程度の範囲で増減している。売上高の変動は、プラント関連におけるプラント等の新規建設や定期修繕案件及び建築関連における物流施設の案件の多寡によるものである。16/3期に売上高が130億円まで増加したのは、プラント等の案件が増加したためである。また、利益面において、17/3期に減収となったにも関わらず経常利益が増益となったのは、プラント等の案件で利益率の高いものがあつたことが要因と考えられる。

また、18/3期において親会社株主に帰属する当期純利益が経常利益の推移と大きく異なる動きをしているが、北勢工場の一部が収容されたことにより、土地売却益39百万円、収容補償金890百万円の特別利益が発生したためである。

【 図表 2 】 業績推移

(単位:百万円)



(注) 18/3 期からは連結業績

当期純利益は 18/3 期から親会社株主に帰属する当期純利益

(出所) 届出目録見書より証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 3 月期決算

19/3 期業績は、売上高 11,766 百万円(前期比 3.3%増)、営業利益 1,564 百万円(同 6.6%減)、経常利益 1,510 百万円(同 7.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 980 百万円(同 32.7%減)となった。

セグメント別には、建築関連は、売上高が前期比 9.2%増、セグメント利益が同 3.9%増、プラント関連は、売上高が同 0.4%減、セグメント利益が同 10.0%減となった。建築関連は、内装仕上材や煙突用断熱材の製品販売の増加のほか、オフィス工事の増加によって増収増益となった。一方、プラント関連の減収は、ベトナム工場の製品販売が振るわなかったことによるところが大きかった。

なお、セグメント利益率では、建築関連は前期比 1.2%ポイント低下の 23.1%、プラント関連は同 2.0%ポイント低下の 18.6%となった。両セグメントとも、物流コストが上昇する中で、上昇分の価格転嫁が進まなかったことが大きい。その結果、全体の売上高営業利益率は同 1.4%ポイント低下の 13.3%となった。

営業利益の減益の割合に比べ、親会社株主に帰属する当期純利益の減益の割合が大きいのは、上述の通り、北勢工場の敷地の一部収容によって 18/3 期に計上した特別利益がなくなったことによるところが大きい。

◆ 20年3月期会社計画

20/3 期の会社計画は、売上高 12,696 百万円(前期比 7.9%増)、営業利益 1,648 百万円(同 5.4%増)、経常利益 1,603 百万円(同 6.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 1,108 百万円(同 13.1%増)である。

セグメント別には、建築関連は、売上高が前期比 11.0%増、セグメント利益が同 16.1%増、プラント関連は、売上高が同 5.7%増、セグメント利益が同 6.9%減と、建築関連が増収増益を牽引する計画になっている。建築関連では大型物流倉庫向けの案件が、プラント関連では大型定期修理工事や電力発電設備の案件があり、ともに工事売上が増加する見込みである。一方、販売売上については、建築関連は同 0.7%減、プラント関連では同 21.3%減となる見込みである。

なお、セグメント利益率は、建築関連は前期比 1.1%ポイント上昇の 24.2%、プラント関連は同 2.0%ポイント低下の 16.6%という計画である。建築関連の利益率上昇については増収効果に加えて、物流コストの価格転嫁が進むことを、プラント関連の利益率低下については海外への販売減少が影響することを、それぞれ想定している模様である。これらの結果、20/3 期の全体の売上高営業利益率は同 0.3%ポイント低下の 13.0%になると同社は計画している。

◆ 成長戦略

同社は今後の成長戦略として、高品質なけい酸カルシウム材を提供する事業基盤の強化を進めつつ、国内外の市場拡大を図っていくことを掲げている。そのために、以下の3つを念頭に置き、事業を拡大していくとしている。

- (1) 建築関連、プラント関連とも、既存市場の拡大・深耕とともに、用途開発による新市場創出を進めていく。特にプラント関連では、燃料電池向け断熱材等、他の断熱材が適用できない用途での商品開発を積極化していく。
- (2) プラント関連では、顧客との関係性の維持及び深掘りに向け、保守の段階から顧客の現場に入っていくなどの浸透を図っていく。
- (3) ベトナム工場の拡張と本格稼働を進め、東南アジアへの同社の製品の輸出を増やしていく。

> 経営課題/リスク**◆ 新型コロナウイルス感染症の世界的な感染拡大によるリスク**

20年3月に入り、世界的に新型コロナウイルス感染症の感染拡大に対する懸念が強まっている。同社の工場をはじめとした拠点のスタッフが罹患するといった直接的な被害を受ける可能性のほか、ベトナムからの輸入や日本からの輸出、または国内での物流が滞るといったことで影響が生じることも想定される。また、需要サイドの観点でいくと、特に建築関連において、商業施設等における設備投資が抑制された場合に、受注の減少または先送りが生じることも考えられる。

◆ 建設アスベスト(石綿) 損害賠償請求訴訟のリスク

過去に建設アスベスト(石綿)に被曝したことが原因で疾病に罹患した作業員及びその遺族が国や多数の建材メーカーを相手に損害賠償請求の集団訴訟を起こしている。同社も多数の建材メーカーの1社として係争中にある。

ただし、同社はこれまで、同社の製品と原告の発病との間に明確な因果関係が認められなかったこと、及びロックウール等を含めた場合の市場に占める同社製品のシェアが低いこと等の理由で、集団訴訟で敗訴したことはない。しかし、今後の判決において損害賠償支払いが言い渡される可能性や、判決内容次第では同様の訴訟を喚起される可能性が残っている。

◆ 自然災害等のリスク

同社の工場は、国内は岐阜県と三重県にそれぞれ1カ所ずつあり、またベトナムに1カ所ある。工場が立地している地域で大きな災害が発生すると、業績等に影響が及ぶ可能性がある。また、自然災害等とは別に、火災等により工場自体が損害を受ける可能性もある。

【 図表 3 】 財務諸表

損益計算書	2018/3		2019/3		2020/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	11,386	100.0	11,766	100.0	10,141	100.0
売上原価	7,807	68.6	8,213	69.8	7,236	71.3
売上総利益	3,579	31.4	3,553	30.2	2,905	28.7
販売費及び一般管理費	1,904	16.7	1,989	16.9	1,505	14.8
営業利益	1,675	14.7	1,564	13.3	1,400	13.8
営業外収益	30	-	64	-	48	-
営業外費用	79	-	118	-	40	-
経常利益	1,626	14.3	1,510	12.8	1,407	13.9
税引前当期(四半期)純利益	2,210	19.4	1,460	12.4	1,407	13.9
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	1,457	12.8	980	8.3	956	9.4

貸借対照表	2018/3		2019/3		2020/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	7,867	56.3	7,705	55.2	8,369	56.9
現金及び預金	1,894	13.6	1,878	13.5	1,583	10.8
売上債権	2,326	16.6	2,495	17.9	2,730	18.6
棚卸資産	759	5.4	707	5.1	770	5.2
固定資産	6,109	43.7	6,251	44.8	6,345	43.1
有形固定資産	5,222	37.4	5,302	38.0	5,467	37.2
無形固定資産	130	0.9	144	1.0	122	0.8
投資その他の資産	756	5.4	804	5.8	755	5.1
総資産	13,977	100.0	13,956	100.0	14,714	100.0
流動負債	3,546	25.4	3,582	25.7	4,124	28.0
買入債務	854	6.1	881	6.3	1,025	7.0
固定負債	2,751	19.7	1,991	14.3	1,500	10.2
純資産	7,678	54.9	8,382	60.1	9,089	61.8
自己資本	7,978	57.1	8,382	60.1	9,089	61.8

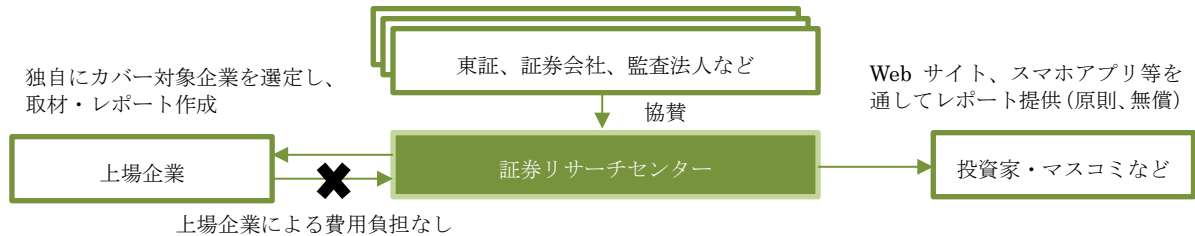
キャッシュ・フロー計算書	2018/3	2019/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	1,333	1,614
減価償却費	274	302
投資キャッシュ・フロー	-668	-394
財務キャッシュ・フロー	-1,157	-1,183
配当金の支払額	-190	-229
現金及び現金同等物の増減額	-496	36
現金及び現金同等物の期末残高	912	948

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

EY 新日本有限責任監査法人

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

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。
- ・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・間接的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ため、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。