

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

アサヒ衛陶

5341 東証 2 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2020 年 2 月 20 日 (木)

執筆：客員アナリスト

瀬川 健

FISCO Ltd. Analyst **Ken Segawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2019年11月期の業績動向	01
2. 事業構造改革	01
3. 新中期経営計画	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. 沿革	03
■ 事業概要	03
1. 事業概要	03
2. 業界動向	05
■ 業績動向	08
1. 2019年11月期の業績概要	08
2. 財務状況及び財務比率	10
3. キャッシュ・フロー計算書	10
■ 今後の見通し	11
● 2020年11月期の業績見通し	11
■ 中長期の成長戦略	12
1. 新中期経営計画	12
2. 海外事業展開	13
■ 株主還元策	17

■ 要約

成長著しい新興国市場で再生を図る

アサヒ衛陶 <5341> は、300年前の江戸時代享保年間に創業された屋根瓦製造販売業の流れを汲み、会社設立から70年が経過している衛生陶器、水栓金具の中堅企業である。日本の新設住宅着工戸数は、1973年に190万戸のピークを付け、その後は右肩下がりの傾向が続く。リーマンショックの影響を受け、2009年に着工戸数が100万戸を切って以来、大台を回復することはない。同社は、国内で特徴ある商品を投入して差別化を図るも、より大きな成長と高い収益性が実現可能な新興市場での再成長を目指す。

1. 2019年11月期の業績動向

2019年11月期の連結業績は、売上高が2,426百万円(前期比15.6%減)となったため、営業損失281百万円(前期は165百万円の損失)を計上した。期初に営業黒字を予想していたものの、5期連続して最終利益が水面下にとどまった。2019年7月に2019年11月期第2四半期決算を発表した際、通期予想を下方修正し、翌8月に人員削減を含む事業構造改革策と新たな中期経営計画(以下、新中期経営計画)を発表した。

2. 事業構造改革

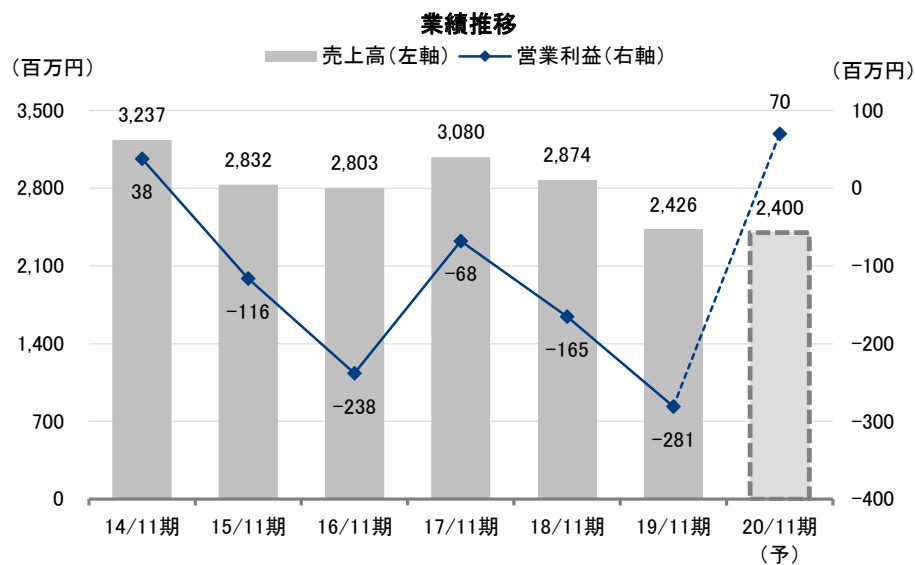
2019年11月期下期に、事業構造改革の一環として役員報酬カット、低採算事業からの撤退、商品ラインナップの縮小、不良在庫の廃棄処分、ベトナム人工大理石工場のビナムブル工場及び仙台営業所の廃止、並びに香川事業所及び本社事務所の機能縮小を行った。収益性が悪く社内的な工数を要する事業から撤退し、人員数を71人から45人に、香川事業所では28人から16人に減少させることを発表した。2020年11月期は、これらの施策により経費が前期比290百万円減少することから、売上高が2,400百万円と前期比1.1%減少するも、営業利益が70百万円と黒字転換を見込んでいる。

3. 新中期経営計画

「中期経営計画2020年～2022年」では、国内事業の縮小均衡を図り、海外事業を成長ドライバーとする。国内事業は収益性を重視し、2020年11月期以降増収の予想としている。一方、海外事業は、向こう3期の売上高推移が4億円、10億円、16億円と急拡大する計画を立てている。販売子会社を置くベトナムを中心に受注見込み工事案件が24億円あり、確実な取込みを図る。ベトナムでは2019年1月にショールームを開設し、受注活動を強化しており、2019年夏から2020年1月までに、4回の大口納入予定案件についてリリースしている。これは、ベトナム国内における病院、ホテル、集合・戸建住宅に関する9プロジェクトで合計7,710室、納入予定額187万米ドルになる。加えて、近隣のマンマーやバングラデッシュでも代理店網の構築を進めており、展示会への出展などにより着々と納入予定案件を積み上げている。また、2019年11月には東アフリカのウガンダにも進出した。日本製では過剰品質になってしまうが、ベトナム市場向け商品は現地ニーズに適合する。なお、国連が進めているSDGs(Sustainable Development Goals:持続可能な開発目標)は、投資のテーマになっており、新興国におけるジャパン・クオリティの衛生設備の普及は、17のゴールの6番目に登場する「安全な水とトイレを世界中に」に合致する。

Key Points

- ・アジアの生産委託先から調達するファブレスメーカー
- ・2019年11月期第2四半期に通期予想を下方修正し、下期に大規模リストラ断行
- ・海外事業の急拡大がグループの成長ドライバーに



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

社歴70年の衛生陶器、水栓金具の中堅企業

1. 会社概要

1950年に大阪市で設立された同社は、衛生陶器、水栓金具の中堅企業である。衛生陶器をコアビジネスとし、サニタリー分野での住宅設備機器を提供している。製品ラインナップは、衛生機器（衛生陶器、付属器具、水洗便器セット、その他関連機器）と洗面機器（洗面化粧台、化粧鏡、天板、その他関連機器）になる。「お客様にご満足いただける商品とサービスを、満足いただける価格で提供する」ことを最優先に、「快適で豊かな暮らし」が実感できる住環境を実現することを経営理念とする。また、地球・環境にやさしいエコ、省エネ、節水商品、人にやさしい福祉、高齢者配慮商品の開発に注力しており、ユーザーニーズの変化に対応すべく、機動性を持った海外調達の強化を積極的に進めている。さらに、主力商品の多機能洗髪洗面化粧台及び節水型トイレ等の更なる拡充を図るとともに、ユニバーサルデザイン化粧台・住リフォーム対応の商品開発をしている。

会社概要

2. 沿革

江戸時代享保年間に創業した屋根瓦製造販売業の流れを汲む。昭和に入ると便器の製造に着手し、1935年に工場を建設して衛生陶器の製造を開始した。会社の設立は、70年前の1950年になる。その後、1964年に社名を丹司製陶株式会社から現在のアサヒ衛陶株式会社に変更した。それに伴い、製品ラインナップを衛生陶器から給水栓や排水金具、洗面化粧台に拡大した。なお、住宅設備機器事業の単一セグメントであるため、セグメント別情報の公開はない。

2011年には、ベトナムに販売子会社「ビナアサヒ (VINA ASAHI Co.,Ltd.)」を設立している。

沿革

年月	主要項目
1950年12月	大阪市住吉区に丹司製陶株式会社を設立
1964年 1月	アサヒ衛陶株式会社に社名変更
1965年 2月	大阪府南河内郡に美原工場完成
1967年11月	大阪証券取引所（市場第2部）へ株式を上場
1968年 6月	附属器具の製造開始
1972年 6月	洗面化粧台の製造開始
1997年11月	栃木物流センターの開設
2001年11月	ISO 9001 認証取得
2011年 7月	ベトナムに販売子会社「ビナアサヒ」を設立
2013年 7月	東京証券取引所（市場第2部）へ株式を上場
2016年 8月	大阪市中央区に本社移転
2016年 8月	香川事業所へ開発・生産部門を移転・集約
2018年11月	ヤマダ電機<9831>と業務提携

出所：会社資料よりフィスコ作成

■ 事業概要

アジアの生産委託先から調達するファブレスメーカー

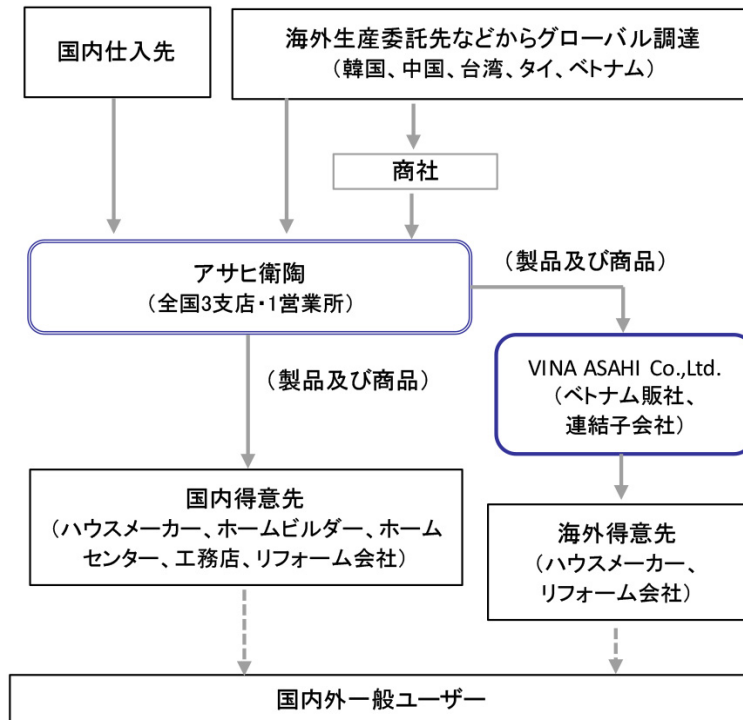
1. 事業概要

2009年に本社衛陶工場を閉鎖しており、現在は中国、韓国、台湾、ベトナム、タイの生産委託先から商品をグローバル調達するファブレスメーカーとなる。国内の拠点となる香川事業所は、洗面化粧台などの組立工程のみを行っている。また、事務所は大阪本社のほかに東京支店、大阪支店、九州支店と中四国営業所を配している。なお、2019年11月期下期に行われた大規模リストラにより、仙台営業所は閉鎖、香川事業所は生産規模を縮小している。

アサヒ衛陶 | 2020年2月20日(木)
5341 東証2部 | <http://www.asahieito.co.jp/>

事業概要

同社グループの事業系統図



出所：会社資料よりフィスコ作成

事業所一覧

拠点名	住所
国内拠点	
本社	大阪市中央区
東京支店	東京都北区
大阪支店	大阪市中央区
中四国営業所	広島県広島市
九州支店	佐賀県鳥栖市
香川事業所	香川県東かがわ市
海外拠点	
VINA ASAHI Co.,Ltd.	ベトナム・ホーチミン市

出所：ホームページよりフィスコ作成

衛生陶器市場は、TOTO<5332>が市場の約6割を握る。第2位のLIXILグループ(INAXブランド)<5938>と合わせて、上位2社が約9割を占める寡占市場となっている。同社は、国内事業において長年培ったトイレ・洗面化粧台・温水洗浄便座の製造技術と他社にはない小回りを利かした「もの作り」による提案をしている。グローバル調達では、高品質で価格競争力のある新規サプライヤーの開拓に努め、仕入コストを削減する活動を継続している。

事業概要

販売先の構成比は、ホームセンター及び量販店、ルート販売、ゼネコン及びデベロッパーが各約3割、残りの1割が建材・住設機器のネット販売業者などになる。コーナン商事<7516>は2018年11月期の販売高337百万円、売上高依存度11.8%の大口顧客となる。他のホームセンター（五十音順）は、(株)カインズ、コメリ<8218>、ナフコ<2790>、LIXIL ビバ<3564>になる。住宅資材・住宅設備機器の卸売の北恵<9872>は本社所在地が大阪市、ダイキアクシス<4245>は愛媛県松山市といずれも西日本地区を主要な商圏とする。戸建・集合住宅や賃貸住宅の建設会社では、住友林業<1911>、生和コーポレーション(株)、大和ハウス工業<1925>、高松建設(株)（高松コンストラクショングループ<1762>）が、主要な販売先となる。なお、今回のリストラで縮小した不採算分野は、アパート、マンション向けの直需である。これは、経費や物流費など販管費の上昇をカバーしきれなくなったためである。

主要販売先

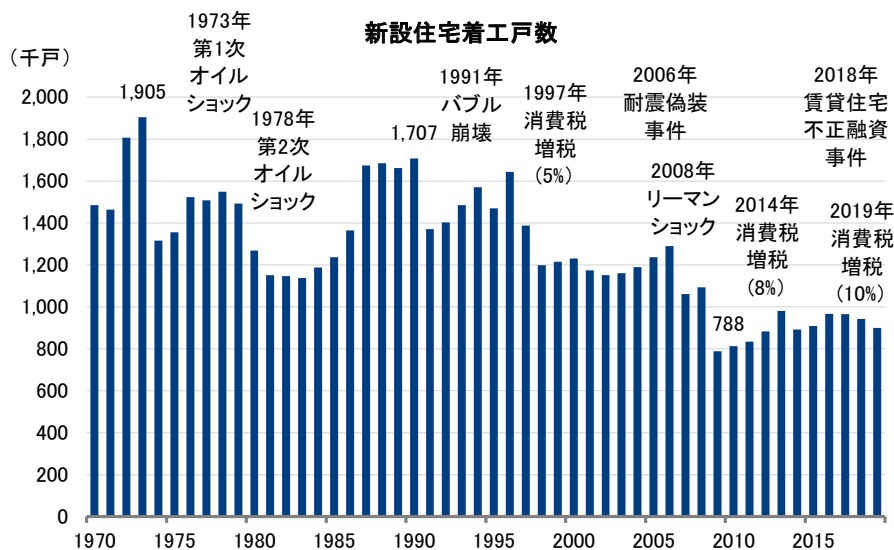
（五十音順）		
(株)カインズ	(株)川本第一製作所	北恵<9872>
(株)小泉	コーナン商事<7516>	(株)コメリ
(株)ジャックエツ環境事業	住友林業<1911>	生和コーポレーション(株)
ダイキアクシス<4245>	大和ハウス工業<1925>	高松建設(株)
ナフコ<2790>	(株)直方建材	LIXIL ビバ<3564>

出所：会社資料よりフィスコ作成

2. 業界動向

(1) 市場のトレンド

日本の新設住宅着工戸数は、1973年に190.5万戸のピークを付けた。その後、山谷があっても、後のピークが前のピークを上回れず、右肩下がりトレンドを形成している。2008年のリーマンショックを受け、2009年に42年ぶりに新設住宅着工戸数が100万戸の水準を割り、78.8万戸まで落ち込んだ。それ以降、戻りはあっても100万戸の大台を回復したことがない。

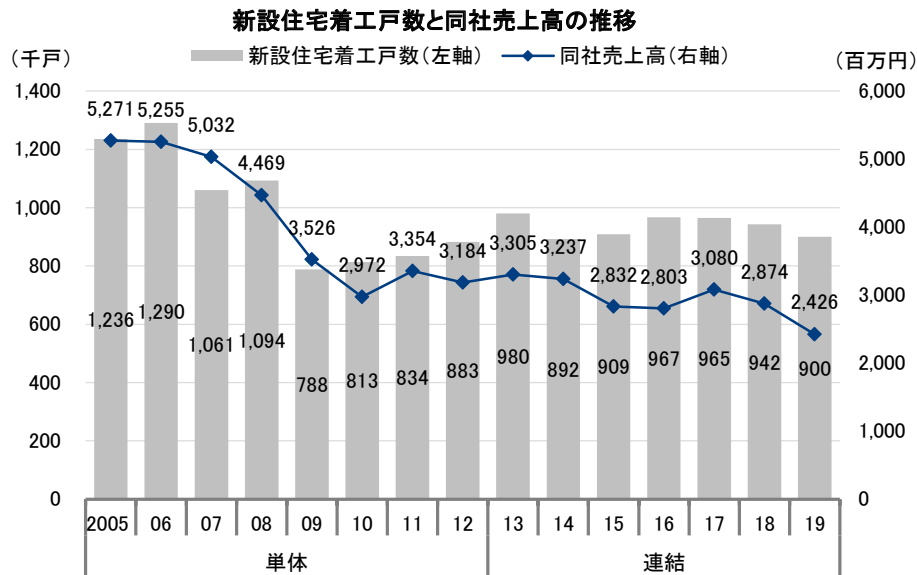


出所：「建築着工調査」(国土交通省)よりフィスコ作成

アサヒ衛陶 | 2020年2月20日(木)
5341 東証2部 | <http://www.asahieito.co.jp/>

事業概要

同社の売上高は、2001年11月期の7,228百万円から2009年11月期には3,526百万円へ、翌2010年11月期は2,972百万円まで縮小した。直近期の2019年11月期は、リストラによる不採算品目や販売分野の縮小があり、2,426百万円となった。同社シェアは2～3%に低下しているため、今後は市場全体よりも売上高依存度の大きな得意先の動向に影響を受けることになるだろう。



注：新設住宅着工戸数は1～12月、同社売上高は11月期決算データ
出所：「建築着工調査」（国土交通省）、会社資料よりフィスコ作成

(2) 競合先

衛生設備機器市場のプレーヤーは、TOTO、LIXILグループ（INAX）、ジャニス工業<5342>、パナソニック<6752>ライフソリューションズ社と同社の5社に限定される。LIXILグループの2020年3月期予想売上高は1兆8,500億円を見込んでおり、衛生設備、水栓金具、バスルーム、システムキッチン等を扱うウォーターテクノロジー事業の売上高は8,600億円、売上高構成比は46.5%になる。また、TOTOの2020年3月期の予想売上高は6,070億円を見込んでおり、グローバル住設事業の売上高は5,839億円、売上高構成比は96.2%である。なお、グローバル住設事業は、衛生設備機器、ウォシュレット、水栓機器、浴槽、キッチン・洗面などをカバーする。ジャニス工業は同社と同様に単一事業で、2020年3月期の売上高は54億円を見込んでいる。タカラスタンダード<7981>が筆頭株主になっており、2019年3月期の同社への売上高依存度は22.6%であった。なお、パナソニックグループでかつて衛生設備機器を扱っていたパナソニック電工は、親会社に吸収合併され、2011年に上場廃止となった。現在、パナソニックの社内カンパニー「ライフソリューションズ社」が衛生設備機器事業を引き継いでいる。ライフソリューションズ社に係るセグメントデータには、ハウジングシステムだけでなく、ライティング、エナジーシステム、パナソニックエコシステムズやパナソニックホームズまで含んでいるため、財務データの比較対象から除いた。

事業概要

LIXILグループ<5938>

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期 (予)
売上高	1,829,344	1,832,608	1,850,000
前期比増減率	2.4%	0.2%	0.9%
事業利益	76,046	12,798	47,000
前期比増減率	-13.9%	-83.2%	267.2%
うちウォーターテクノロジー事業			
売上高	808,639	812,698	860,000
売上高構成比	44.2%	44.3%	46.5%
前期比増減率	-	0.5%	5.8%
事業利益	73,814	60,233	64,800
前期比増減率	-	-18.4%	7.6%
売上高利益率	9.1%	7.4%	7.5%
資産合計	21,071	20,595	
親会社の所有者に帰属する持分	6,169	5,337	
親会社所有者帰属分比率	29.3%	25.9%	
親会社所有者帰属持分当期利益率	9.4%	-9.1%	

TOTO<5332>

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期 (予)
売上高	592,301	586,086	607,000
前期比増減率	4.4%	-1.0%	3.6%
営業利益	52,602	40,167	39,000
前期比増減率	10.9%	-23.6%	-2.9%
うちグローバル住設事業			
売上高	563,604	555,584	583,900
売上高構成比	95.2%	94.8%	96.2%
前期比増減率	3.3%	-1.4%	5.1%
営業利益	55,041	42,774	44,200
前期比増減率	7.1%	-22.3%	3.3%
売上高利益率	9.8%	7.7%	7.6%
総資産	564,319	574,960	
自己資本	333,253	338,709	
自己資本比率	59.1%	58.9%	
ROE	11.7%	9.6%	

ジャニス工業<5342>

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期 (予)
売上高	5,498	5,179	5,400
前期比増減率	-0.5%	-5.8%	4.2%
営業利益	71	-230	25
前期比増減率	-34.7%	-	-
売上高利益率	1.3%	-4.5%	0.5%
総資産	5,256	5,342	
自己資本	2,799	2,528	
自己資本比率	53.3%	47.3%	
ROE	2.7%	-7.3%	

同社

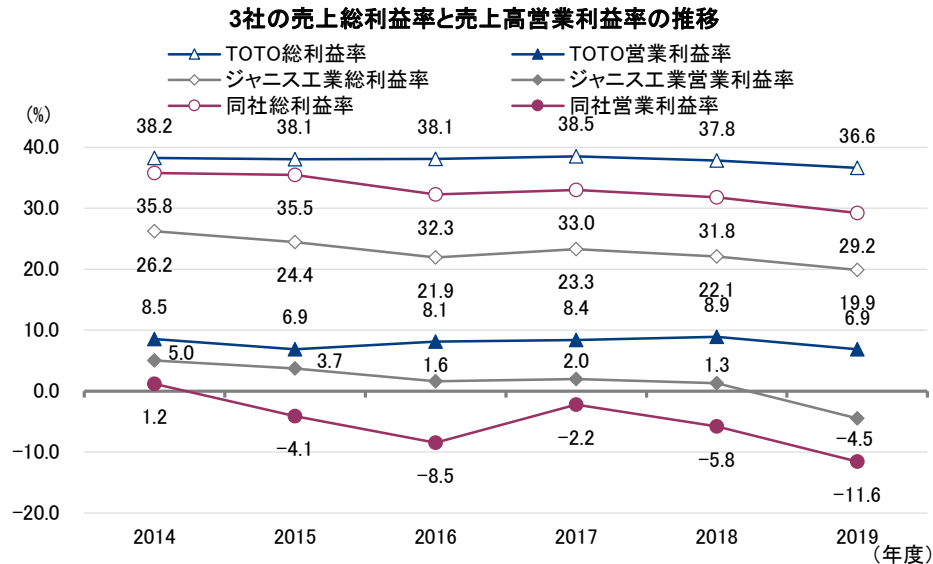
(単位：百万円)

	18/11期	19/11期	20/11期 (予)
売上高	2,874	2,426	2,400
前期比増減率	-6.7%	-15.6%	-1.1%
営業利益	-165	-281	70
前期比増減率	-	-	-
売上高利益率	-5.7%	-11.6%	2.9%
総資産	1,952	1,619	
自己資本	728	541	
自己資本比率	37.3%	33.4%	
ROE	-43.6%	-58.5%	

出所：各社決算資料よりフィスコ作成

LIXILグループは会計基準にIFRS（国際会計基準）を採用している。他の3社は、連結決算に日本基準を用いているため、TOTO、ジャニス工業、同社と収益性の比較を行った。高いブランド力と高シェアを誇るTOTOは、過去6期間の売上総利益率がおおむね37～38%程度、売上高営業利益率は7～9%の水準を保っている。ジャニス工業は、売上高の半分程度をOEM生産受託としており、売上総利益率が22～26%と3社の中で一番低い。ただし、販管費率も低くなり、売上高営業利益率は低いものの黒字を維持している。2019年3月期は、OEM先に対する売上高が減少した上、採算性の低い商品の販売が増加するというセールのミックスの変化が災いして、230百万円の営業損失を計上した。2020年3月期は25百万円の営業利益と売上高営業利益率0.5%を見込んでいる。同社は売上総利益率こそ32～36%と高水準であるが、減収傾向が続く、運賃コストなどの上昇により販管費の削減が進まず、営業損失の計上が続いている。なお、2019年11月期の売上総利益率が30%割れたのは事業構造改革が影響したため、一時的な水準となるだろう。

事業概要



業績動向

2019年11月期第2四半期に通期予想を下方修正し、下期に大規模リストラ断行

1. 2019年11月期の業績概要

(1) 決算概況

2019年11月期の連結業績は、売上高が前期比15.6%減の2,426百万円、営業損失が281百万円（前期は165百万円の損失）、経常損失が316百万円（同182百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純損失が371百万円（同375百万円の損失）となった。売上高は、期初予想の3,300百万円を第2四半期決算発表時に2,500百万円へ下方修正しているが、実績はさらに下回った。営業利益は期初予想の70百万円を第2四半期決算発表時に220百万円の損失計上に修正している。その結果、5期連続して期初の黒字予想が水面下に留まることになった。

国内事業では、主力の普及品・汎用品分野においては、運賃や諸資材の高騰・顧客要求の高度化によるコストを吸収できない事業環境になりつつある。一例を挙げると、ノーリツ<5943>は2019年11月にシステムキッチン、システムバス、洗面化粧台などの住宅設備機器分野から撤退し、600名の希望退職を募るリストラ策を発表した。そのような環境化でも、同社は衛生陶器が安定した事業となっている。また、狭小ユニットバス「PICCOLA SANITARY UNIT（ピッコラ サニタリーユニット）」等の特徴のある新商品の販売拡大に努めている。

アサヒ衛陶 | 2020年2月20日(木)
5341 東証2部 | <http://www.asahieito.co.jp/>

業績動向

2019年11月期 連結業績

(単位：百万円)

	18/11期		19/11期			前期比		計画比	
	金額	売上比	計画	実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	2,874	100.0%	2,500	2,426	100.0%	-448	-15.6%	-74	-3.0%
売上総利益	914	31.8%	-	709	29.2%	-205	-22.4%	-	-
販管費	1,079	37.5%	-	990	40.8%	-89	-8.2%	-	-
営業利益	-165	-5.7%	-220	-281	-11.6%	-116	-	-61	-
経常利益	-182	-6.3%	-220	-316	-13.0%	-134	-	-96	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-375	-13.0%	-230	-371	-15.3%	4	-	-141	-

注：計画は2019年7月12日公表値

出所：決算短信よりフィスコ作成

(2) 事業構造改革

2019年7月に第2四半期決算発表時に、通期営業利益を損失計上予想に修正、翌8月に、「中期経営計画2020年～2022年」にて事業構造改革を発表し、2019年11月期下期に実行した。過去5期にわたり連続損失計上をするに至り、経営陣は経営責任を明確にすべく、社長自ら報酬を大幅減額、現取締役の報酬減額を行った。並行して、収益性が悪く社内的な工数を要する事業からの撤退と大幅な人員削減、固定費の削減を断行した。人員数を71人から45人に、それ以外にも香川工場の人員数を28人から16人に削減することを構造改革策とした。加えて、不採算により販売の終了が決定している製品の部品在庫や長期滞留により劣化・陳腐化した部品在庫等の廃棄処分を行った。これらを売上原価に反映させた結果、売上総利益率は前期比2.6ポイント減の29.2%へ悪化した。売上高が予想未達だったこともあり、販管費率は3.3ポイント増の40.8%へ上昇し、売上高営業損失率は-11.6%となった。

早期の業績回復を図るため希望退職を募り、特別退職金の支払いや再就職支援を行った。2019年11月期第4四半期に、ベトナム人工大理石工場のピナマール工場及び仙台営業所を廃止、並びに香川事業所及び本社事務所の機能縮小を実施した。これにより縮小・廃止各拠点の原状回復工事費用が発生、事業構造改善費用(62百万円)を特別損失に計上したため、当期純損失の金額が膨れた。

事業構造改革は、2019年11月期中に完了したことから、2020年11月期は関連費用の発生はなく、新生アサヒ衛陶グループとして再出発をする。

国内単体の構造改革策

(単位：百万円)

	19/11期見込	20/11期計画	増減	主な施策
役員報酬	40	30	-10	役員報酬の削減
人件費	402	246	-156	人員数の削減(71人→45人)
運賃	148	107	-41	不採算案件からの撤退による削減
倉庫賃借料	21	1	-20	外注倉庫契約解消による削減
メンテナンス費	33	18	-15	有償化の徹底による削減
その他	334	286	-48	リース費用・旅費交通費などの削減
合計	978	688	-290	

※上記以外に、香川工場における人員数の削減(28人→16人)も実施

出所：新中期経営計画よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレター)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2. 財務状況及び財務比率

2019年11月期の総資産額は前期末比332百万円減の1,619百万円となった。流動資産は、現金及び預金が236百万円減、棚卸資産が64百万円減少した。長短借入金は174百万円減少したものの、短期が123百万円増、長期が298百万円減となったことから、流動比率の悪化を招いた。当期純損失により、自己資本が187百万円減少したため、自己資本比率は33.4%へ低下した。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	15/11期	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	増減額
流動資産	1,597	1,561	1,469	1,469	1,153	-316
現金及び預金	588	480	342	494	257	-236
受取手形及び売掛金	563	615	643	499	463	-36
棚卸資産	324	390	420	421	356	-64
固定資産	641	686	671	483	466	-17
有形固定資産	490	534	528	346	365	19
無形固定資産	34	20	10	-	-	-
投資その他の資産	116	131	131	136	101	-35
資産合計	2,238	2,248	2,140	1,952	1,619	-332
流動負債	366	478	507	528	731	203
支払手形及び買掛金	62	99	105	63	69	6
借入金	191	233	232	291	414	123
固定負債	498	688	637	693	344	-349
長期借入金	370	554	497	550	252	-298
負債合計	864	1,166	1,145	1,222	1,076	-145
(有利子負債)	561	788	730	841	667	-174
株主資本	1,365	1,070	985	715	540	-175
純資産合計	1,373	1,081	994	730	543	-187
【安全性】						
流動比率	436.3%	326.6%	289.7%	277.7%	157.7%	-120.0pt
自己資本比率	61.4%	48.1%	46.5%	37.3%	33.4%	-3.9pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

棚卸資産は、不良在庫を廃棄処分したため減少した。反面、香川工場の人員削減に伴い、足の長い製品をつくり溜めした。そのため、棚卸資産回転日数は76日と前期比2日減にとどまった。なお、同社は適正在庫の水準を、グローバル調達を鑑み45日程度としている。

3. キャッシュ・フロー計算書

2019年11月期末の現金及び現金同等物の期末残高は、前期末比237百万円減の257百万円となった。営業活動によるキャッシュ・フローは221百万円減少した。棚卸資産と売上債権が減少したものの、税金等調整前当期純損失が上回った。また、投資活動によるキャッシュ・フローは2百万円の増加、財務活動によるキャッシュ・フローの減少は19百万円であった。

業績動向

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	15/11期	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	-107	-235	-23	-56	-221	-165
投資活動によるキャッシュ・フロー	-35	-92	-51	-6	2	8
財務活動によるキャッシュ・フロー	194	218	-61	214	-19	-233
現金及び現金同等物の期末残高	588	480	342	494	257	-237

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

2020年11月期は6期ぶりの黒字転換を見込む

● 2020年11月期の業績見通し

2020年11月期通期予想は、売上高が前期比1.1%減の2,400百万円、営業利益が70百万円、経常利益が同60百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が45百万円を見込んでおり、売上総利益率は35.6%を想定している。不良在庫の廃棄処分がなくなり、不採算品目や取引の縮小を図ったため、収益性の向上が期待される。販管費は前期比205百万円の減少を計画している。なお、事業構造改革策によるコスト削減額は290百万円であった。

2020年11月期 連結業績予想

(単位：百万円)

	19/11期		20/11期		前期比	
	金額	売上比	計画	売上比	増減額	増減率
売上高	2,426	100.0%	2,400	100.0%	-26	-1.1%
売上総利益	709	29.2%	855	35.6%	146	20.6%
販管費	990	40.8%	785	32.7%	-205	-20.7%
営業利益	-281	-11.6%	70	2.9%	351	-
経常利益	-316	-13.0%	60	2.5%	376	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	-371	-15.3%	45	1.9%	416	-

出所：決算短信、新中期経営計画よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

海外事業の急拡大がグループの成長ドライバーに

1. 新中期経営計画

2019年8月に「中期経営計画2020年～2022年」を発表した。基本方針は、国内を縮小均衡させ、海外を成長原動力とすることである。

(1) 新中期経営計画の基本方針

日本の人口は2008年に減少に転じており、2023年からは世帯数でも減少期に入ると予想されている。国内市場が縮小傾向にあるなか、運賃及び諸資材の高騰や顧客要求の高度化によりコストを吸収できない事業環境になりつつある。デフレ傾向が続く日本では価格上昇が困難な一方、アジアでは経済発展とともに最低賃金の上昇などが続き、内外価格差が縮小傾向にある。国内事業は、人員削減を含む固定費の徹底した削減、低採算案件からの撤退と製品数及び顧客数の絞り込みで黒字化を最優先する。

海外事業は、海外調達・海外販売の「OUT-OUT取引」の事業モデルである。賃金上昇によるコストアップがあっても購買力向上につながり、市場は急拡大する。ベトナムを中心とした受注見込み案件が約24億円あり、確実な取り込みを図る。加えて、ミャンマーやバングラデッシュなどで代理店網を築いており、これらの拡販を目指すとともに、東アフリカなど他の日系企業がまだ進出していない新興マーケットの開拓を進めている。

新中期経営計画の基本方針

1. 国内単体の黒字化

- ・人員削減を含む、固定費の徹底した削減
- ・低採算案件からの撤退
- ・製品数・顧客数の絞り込みによる売上維持と利益拡大

2. 海外子会社の成長加速化

- ・ベトナムを中心とした受注見込み工事業案件（約24億円）の確実な取り込み
- ・ミャンマー、バングラデッシュ等の代理店向け販売の拡大
- ・その他、中東湾岸諸国、ウガンダ等の新興マーケットへの進出

3. 機能・品質に関する技術の維持・向上

- ・海外子会社向け商品を中心とした新商品開発、商品の品質改善活動の継続
- ・海外協力工場と連携したものづくりの強化

4. 計画策定、実績管理の強化

- ・PDCAサイクルの実施強化

出所：新中期経営計画よりフィスコ作成

(2) 新中期経営計画の目標値

新中期経営計画で掲げる目標値としては、連結ベースで2020年11月期の売上高が2,400百万円、営業利益が70百万円、2021年11月期が同様に3,080百万円、230百万円、2022年11月期が3,750百万円、340百万円としている。国内単体の向こう3ヶ年の営業利益の推移は、15百万円、30百万円、40百万円と多大な期待をしていない。一方、海外子会社は、ベトナムを中心に業績の急拡大を図る。向こう3期の売上高推移は、400百万円、1,000百万円、1,600百万円、営業利益が55百万円、200百万円、300百万円と急拡大することを計画している。

中長期の成長戦略

国内単体と海外子会社の数値計画

(単位：百万円)

国内単体	19/11期	新中期経営計画			海外子会社	19/11期	新中期経営計画		
		20/11期	21/11期	22/11期			20/11期	21/11期	22/11期
【計画数値】									
売上高	2,370	2,000	2,080	2,150	130	400	1,000	1,600	
売上原価	1,620	1,297	1,365	1,418	80	248	612	985	
売上総利益	750	703	715	732	50	152	389	616	
販管費	978	688	685	692	42	97	189	316	
営業利益	-228	15	30	40	8	55	200	300	
対売上高比率									
売上総利益	31.6%	35.2%	34.4%	34.0%	38.5%	38.0%	38.9%	38.5%	
販管費	41.3%	34.4%	32.9%	32.2%	32.3%	24.3%	18.9%	19.8%	
営業利益	-9.6%	0.8%	1.4%	1.9%	6.2%	13.8%	20.0%	18.8%	

注：19/11期は新中期経営計画策定時点の見込

出所：新中期経営計画よりフィスコ作成

連結業績推移と新中期経営計画の計画値

(単位：百万円)

	13/11期	14/11期	15/11期	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	新中期経営計画		
								20/11期	21/11期	22/11期
売上高	3,305	3,237	2,832	2,803	3,080	2,874	2,426	2,400	3,080	3,750
売上原価	2,056	2,079	1,826	1,898	2,063	1,959	1,717	1,545	1,976	2,402
売上総利益	1,249	1,158	1,005	904	1,016	914	709	855	1,104	1,348
販管費	1,117	1,119	1,121	1,143	1,085	1,079	990	785	874	1,008
営業利益	131	38	-116	-238	-68	-165	-281	70	230	340
対売上高比率										
売上総利益	37.8%	35.8%	35.5%	32.3%	33.0%	31.8%	29.2%	35.6%	35.8%	35.9%
販管費	33.8%	34.6%	39.6%	40.8%	35.2%	37.5%	40.8%	32.7%	28.4%	26.9%
営業利益	4.0%	1.2%	-4.1%	-8.5%	-2.2%	-5.7%	-11.6%	2.9%	7.5%	9.1%

出所：会社資料よりフィスコ作成

2. 海外事業展開

新中期経営計画の海外事業では、ベトナムを中心とした受注見込み工事案件（約24億円）の確実な取り込みを掲げている。ベトナム販売子会社のVINA ASAHIは、2019年1月にショールームを開設し、大型物件の受注を順調に積み上げている。

(1) ベトナムの大口案件納入計画

ベトナムの人口は、9,620万人と東南アジアで3位、世界で15位となる。10年間で1,000万人増加した。同国最大都市のホーチミン市の人口は、約900万人と10年間で180万人増加しており、住宅不足が深刻化している。

中長期の成長戦略

2019年夏から2020年1月までに、大口納入予定案件について4回リリースを出している。ベトナム国内における病院、ホテル、集合・戸建住宅に関する9プロジェクトで、合計7,710室、納入予定額187万米ドルになる。2019年9月リリースした大口案件納入計画は、ホーチミン市に建設される600室と130室の2つの病院建設である。ホーチミン市が計画する病院建設を請け負う国営ゼネコングループから受注した。2020年1月リリースの第4弾では、総合病院を運営する投資グループの案件で、2020年度に2病院物件（各約700室）と2021年度に2物件（約750室と約1,000室）にトイレ、洗面器、給水栓、付属金具などを納入する。ホーチミン市の社会住宅（約930室）向けに、トイレと洗面器を納める予定だ。社会住宅は、国家主導の集合住宅を指す。国家または国が認めた組織により、公務員・軍人、経済特区・工業団地・輸出加工区・ハイテク団地の事業に従事する労働者、都市部の貧困者・生活保護対象者、住宅を必要とする学生（大学生、各種学校）などを入居対象とする。

VINA ASAHI (ベトナム販売子会社) の大口案件納入計画

物件名		規模	所在地	金額	納入予定
Vien Tim Tranh Pho 病院	病院	約600室	ホーチミン市	22万USD	2019年12月
Benh Vien Truyen Mau Huyet Hoc 病院	病院	約130室	ホーチミン市	5万USD	2019年12月
Binh Tan 区 社会住宅	集合住宅	約930室	ホーチミン市	10万USD	2019年11月～2020年9月
TOPAX TWINS TOWER	集合住宅	約1,000室	Dong Nai 省	60万USD	2019年12月～2020年4月
Xuyen a HCMC 総合病院	病院	約700室	TAY NINH 省	10万USD	2020年3月
Da Khoa Long An 総合病院	病院	約700室	Long An 省	10万USD	2020年6月
PHO NOI HOUSE プロジェクト計画	集合・戸建住宅等	約1,900室	Hungyen 省	40万USD	2020年12月～
Xuyen a Dak Lak 総合病院 (仮称)	病院	約750室	Dak Lak 省	10万USD	2021年9月
Xuyen a Lam Dong 総合病院 (仮称)	病院&ホテル	約1,000室	LAM DONG 省	20万USD	2021年9月～

出所：プレスリリースよりフィスコ作成

(2) 他の海外市場の開拓状況

国連が進めているSDGs (Sustainable Development Goals: 持続可能な開発目標) は、投資のテーマになっている。17のゴールのうち、6番目に「安全な水とトイレを世界中に」がある。経済発展とともに、新興国で衛生陶器の需要が拡大することが見込まれる。中国は、2017年に習近平国家主席が「トイレ革命」を指示したことから猛烈な勢いでトイレが普及している。インドでは、モディ政権が「クリーン・インド」を最優先課題に掲げ、トイレの普及を進めている。トイレ・下水施設の整備は、公衆衛生ばかりでなく、夜間の屋外排泄時に起こる性犯罪の防止にもつながる。

同社グループは、2019年3月にバングラデッシュ、同年11月に東アフリカのウガンダ共和国において販売活動を開始した。

アジア開発銀行 (ADB) による2019年度と2020年度の実質GDP成長率予測 (2019年9月時点) では、ベトナムが6.8%、6.7%、ミャンマーが6.6%、6.8%、バングラデッシュが8.1%、8.0%といずれも高い経済成長が見込まれている。

中長期の成長戦略

人口が5,000万人を超えるミャンマーは、ベトナムと同じくASEAN経済共同体に属している。同子会社は、2017年よりミャンマーで普及活動をしており、既に主要都市のヤンゴン、ダウエイ、マンダレー等5都市に販売拠点を設けている。2019年11月に開催された日本企業を同国国内に紹介する一大イベントである「第8回JAPAN EXPO 2019 YANGON」に出展したが、EXPO来場者とのマッチングにより、世界仏教三大遺跡で有名な中部バガン地域のホテル案件、マンダレー地域での中規模ホテル案件、首都ヤンゴンでのショッピングモール兼アパート案件等の納入が内定した。

バングラデッシュは、人口が世界8位の1億6,100万人いる。2019年3月より同国における販売活動を開始し、日本発の優れたトイレ文化・衛生環境の整備普及を目的として順調に拡販をしている。首都ダッカを中心に、複数の代理店とサービス網の構築が進んでいる。同年11月には、同社の現地代理店が同国の建築士協会が主催する「Dhaka International Building Material EXPO」に出展した。併せて建設関係者・関係機関の幹部などを招いて、PRイベントを開催した。

アフリカは、EAC（東アフリカ共同体）をターゲットとする。経済の中心国であるウガンダ、ケニア、タンザニアの3ヶ国を最優先進出先とする。最初に進出したウガンダでは、発売開始記念イベントに同国の国土開発大臣と日本の在ウガンダ共和国特命全権大使など両国関係者が出席した。ほかにも、現地の建築家、建設業者、建材の卸業者、TV、新聞などの報道機関を含め150名を超える人が集まった。

(3) 海外事業の計画値の検証

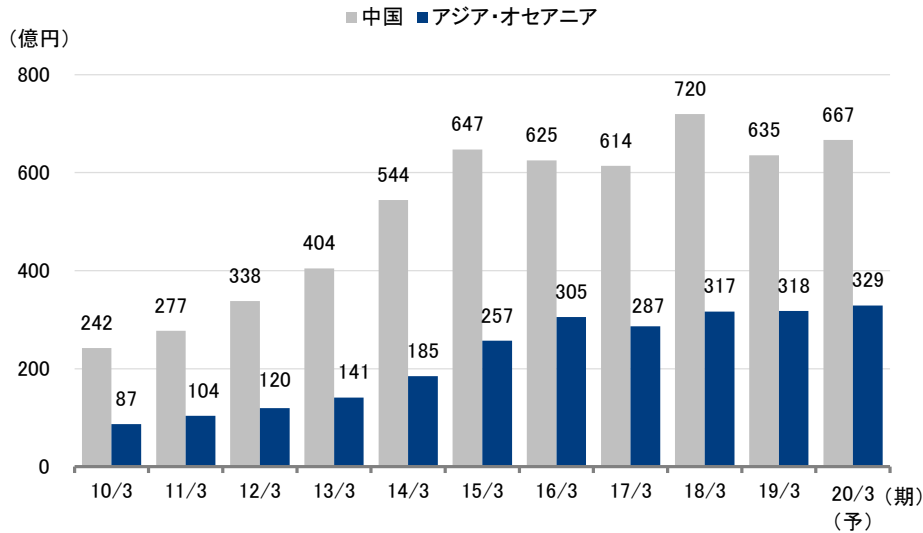
新中期経営計画において同社は、海外事業の売上高の急拡大と高い収益性を計画している。前述したように、海外事業の売上高は、2022年11月期までの3期間で400百万円、1,000百万円、1,600百万円と急拡大を見込む。同様に、売上高営業利益率は、13.8%、20.0%、18.8%と高水準で推移する計画となっている。

その妥当性を、業界トップのTOTOのデータで検証してみる。TOTOのグローバル住設事業の売上高は、2020年3月期に5,839億円が見込まれている。10年前の2010年3月期と比較すると43.6%の増加となる。地域別では、グローバル住設事業売上高の76.7%を占める日本国内（4,479億円）の伸び率が26.5%にとどまるのに対し、中国（667億円）は2.75倍、アジア・オセアニア（329億円）は3.79倍となる。

同社グループは、ベトナムを中心に受注見込みが24億円に達していることから、確実な取込みが行えれば過大な目標値とはならない。進出を決めた東アフリカのウガンダは計画値への影響はいまだ軽微だろうが、日系企業が進出しておらず、競合先は中国やインドの企業となる。

中長期の成長戦略

TOTO住設事業の中国とアジア・オセアニアの売上高推移

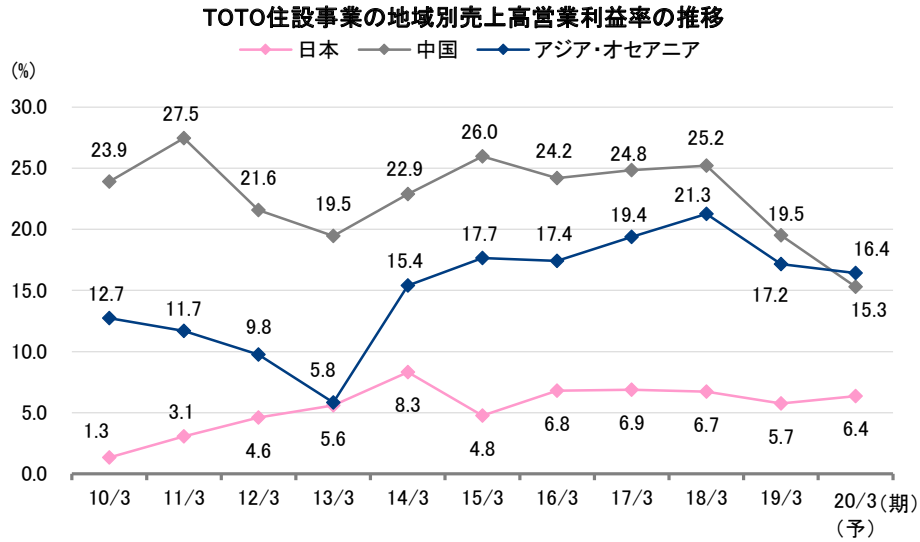


出所：TOTO 決算短信よりフィスコ作成

TOTOのグローバル住設事業の売上高営業利益率は、2020年3月期の計画が7.6%となる。地域別では、日本が6.4%であるのに対し、海外は11.5%と高い。中国が15.3%、アジア・オセアニアが16.4%、米州が3.1%、欧州がマイナス23.1%になる。中国の利益率は、過去10期中8期で20%を超えた。アジア・オセアニアは、2014年3月以降は常に2ケタ台を維持しており、2018年3月期は21.3%に達した。このことから、同社が海外事業に想定している利益水準がとりわけ高いわけではないといえる。

TOTOがターゲットとする市場セグメントは、ワンランク上の高級ゾーンになる。一方、同社は国別によってミドルからハイエンド、もしくはローからミドルエンドをメインとする。日本仕様の製品は、同社がターゲットとする国及び市場セグメントには過剰品質であり、また水の流し方や構造など最適とはならない。ベトナム子会社が、海外市場のニーズに適した商品の企画開発を行っている。アフリカ市場には、日本市場用の商品是不適合だが、ベトナム向けの商品は販売可能だ。国内では、商習慣上、小口・多頻度配送を余儀なくされるが、海外では代理店へのコンテナ売りで販管費が国内ほどかからない。販管費率が抑えられることで、高い売上高営業利益率が実現可能とみている。

中長期の成長戦略



出所：TOTO 決算短信よりフィスコ作成

株主還元策

無配を継続中

同社は、株主への還元を経営の重要な課題と認識しつつも、企業の体質強化と将来の事業展開とリスクに備えるべく、内部留保を充実させ将来の株主利益の確保に配慮する段階にある。そのため、無配が継続されている。

免責事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp