

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 8 月 25 日 (火)

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. 2020年11月期第2四半期の業績動向	01
2. 2020年11月期通期の予想	01
3. コロナショックにおける海外事業展開見通し	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. 沿革	03
■ 事業概要	04
1. 事業概要	04
2. 業界動向	05
■ 業績動向	10
1. 2020年11月期第2四半期の業績概要	10
2. 財務状況及びキャッシュ・フロー計算書	10
■ 今後の見通し	12
● 2020年11月期の業績見通し	12
■ 中長期の成長戦略	13
1. 新中期経営計画	13
2. 海外事業展開	14
■ 株主還元策	19

要約

構造改革の成果により、6期ぶりに黒字転換へ

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。国内市場の縮小傾向が続くことから、大規模な構造改革により国内事業の収益性を回復させ、途上国・新興国市場での急成長を目指す。

1. 2020年11月期第2四半期の業績動向

2020年11月期第2四半期は、2019年11月期下期に断行した大規模な構造改革により、6期ぶりに黒字転換した。不採算事業の撤退などにより、売上高は前年同期比13.8%減少したものの、利益率の大幅改善で売上総利益の落ち込みは同3.8%減にとどまった。販管費は、減収率を大幅に上回る同26.9%減となった。なお、2020年11月期第2四半期累計の売上高は1,097百万円、営業利益は35百万円となった。

2. 2020年11月期通期の予想

2020年11月期通期は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより先行きの不透明感が増し、合理的な業績予想の算出が困難なことから、前回発表を一旦取り下げ、未定とした。期初では、売上高を前期比1.1%減の2,400百万円、営業利益70百万円（前期は281百万円の損失）を予想していた。構造改革により約3億円の経費削減を見込んでいるが、グローバル・サプライチェーンを見直し、中国依存度を引き下げていることから、新型コロナウイルス感染症拡大の中でも製品の欠品などの大きなトラブルを回避できた。なお、国内事業は卸売会社の活動が2020年3月～5月に休止していたことから、第3四半期に影響を受けそうだ。

3. コロナショックにおける海外事業展開見通し

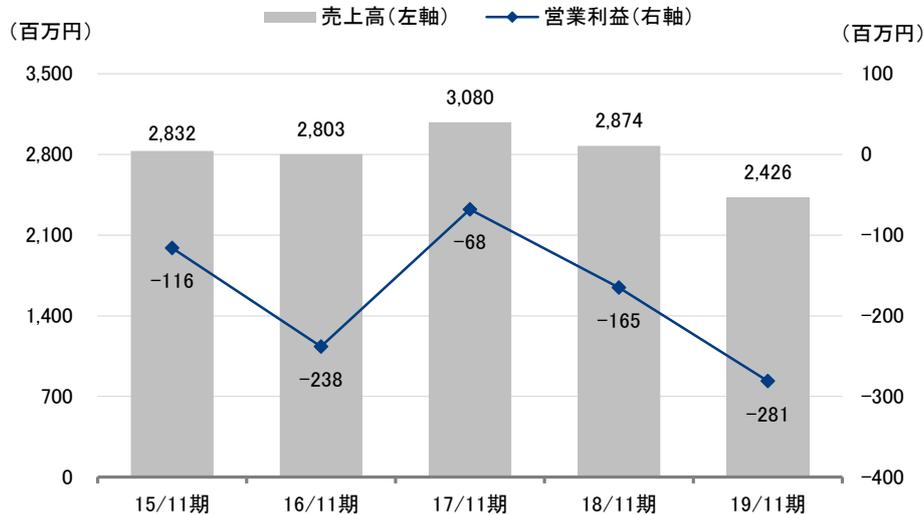
2019年夏に発表した「中期経営計画2020年～2022年」は、国内事業の縮小均衡を図り、海外事業を成長ドライバーとする。販売子会社を置くベトナムを主要な海外市場とし、ASEAN経済共同体に属するミャンマー、バングラデシュ、ウガンダでの市場開拓を進めている。ベトナムは、建築関連法規の変更により同国内の建築工期に遅れが生じていることに加え、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、経済活動が制限された。世界銀行の2020年6月版の経済成長率予測では、ベトナムの経済成長率予想は2020年が2.8%（日本はマイナス6.1%）、2021年が6.8%（同2.5%）であった。同社では、ベトナムの事業展開は中期経営計画に対して1年程遅れ、他の3ヶ国は1年半程度遅れると見ている。

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
- ・2020年11月期第2四半期に黒字転換に成功
- ・新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、海外事業の急拡大は1年から1年半ずれ込む見込み

要約

業績推移



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・住宅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

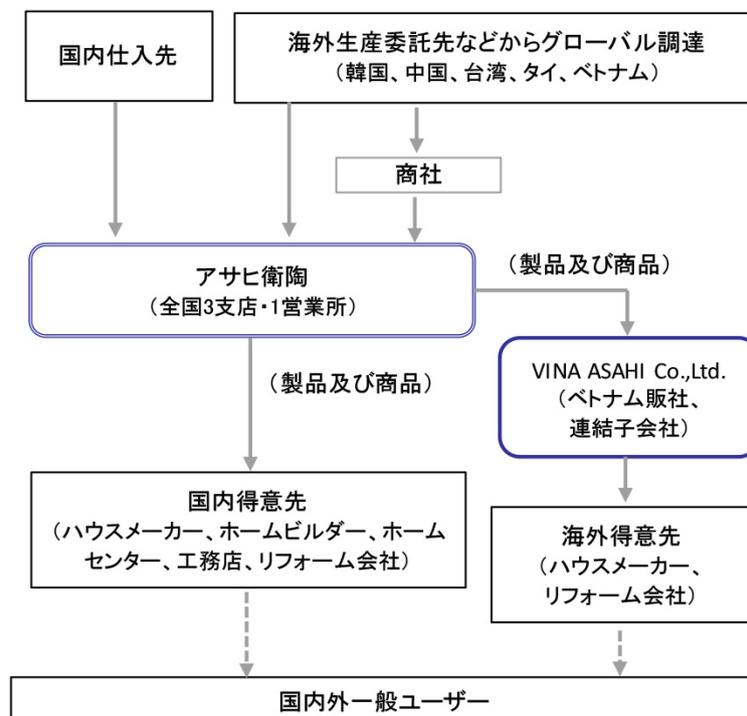
■ 事業概要

アジアの生産委託先から調達するファブレスメーカー、 新型コロナウイルス感染症拡大による グローバル調達に大きな支障はない

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。新型コロナウイルス感染症の世界的大流行により日本の衛生陶器業界では、中国からの部品供給が滞り、生産に遅延が発生した企業が出ているようだが、同社ではグローバル・サプライチェーンの見直しにより中国依存度を引き下げていたことから、大きなトラブルを回避できた。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。

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

アサヒ衛陶 | 2020年8月25日(火)
 5341 東証2部 | <http://www.asahieito.co.jp/>

事業概要

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。

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>	コメリ<8218>
(株)ジャクエツ環境事業	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

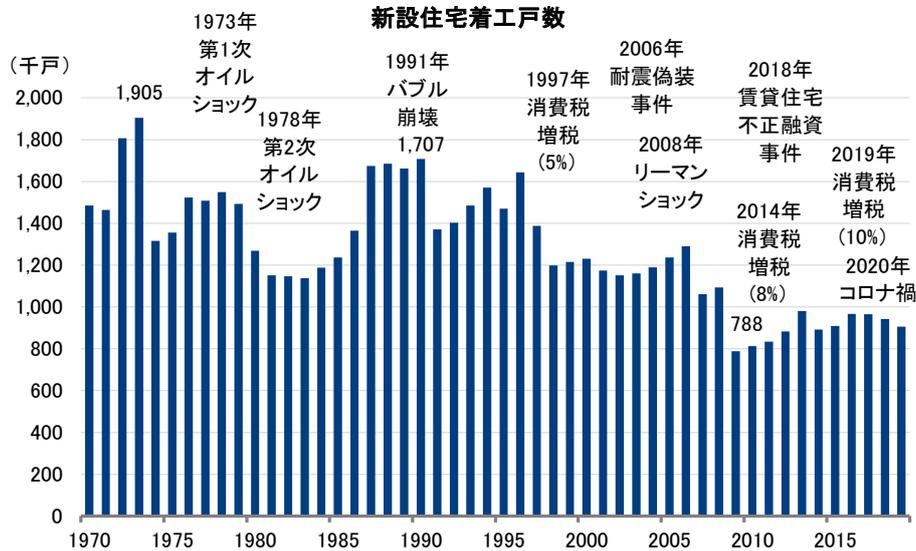
2. 業界動向

(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、右肩下がりの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。

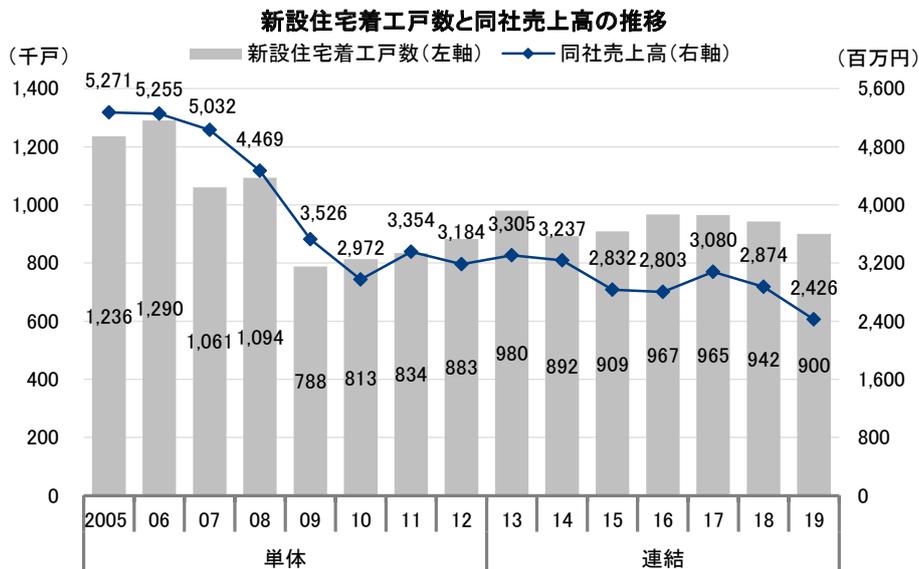
アサヒ衛陶 | 2020年8月25日(火)
5341 東証2部 | http://www.asahieito.co.jp/

事業概要



出所：「建築着工調査」(国土交通省)よりフィスコ作成

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月～12月、当社売上高は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

事業概要

(2) 競合先とそれらの業績動向

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。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。

LIXIL グループの 2020 年 3 月期の売上収益は前期比 7.5% 減の 1,694,439 百万円となった。連結子会社で損失計上が続いたイタリアの建材子会社 Permasteelisa S.p.A. (ペルマスティリーザ) の株式譲渡を決定し、連結決算の対象から外した。前期の数値を同様に組み替えて比較すると、売上収益は前期比 0.1% 増となり、前期の営業利益は、15,029 百万円の損失計上 (組替え前) から 49,011 百万円の利益 (組替え後) に転じる。2020 年 3 月期の営業利益 39,121 百万円は、組替え後比較で前期比 20.2% 減少した。一部事業の収益性低下により減損損失が前期の 5,367 百万円から 17,319 百万円へ拡大した。また、新型コロナウイルス感染症への対応目的で、全世界の従業員への一時金を支給した。

TOTO の 2020 年 3 月期の売上高は前期比 1.8% 増の 596,497 百万円、営業利益は同 8.5% 減の 36,760 百万円となった。総売上高の 95.9% を占めるグローバル住設事業の売上高は同 3.0% 増、営業利益は同 5.1% 減、営業利益率は同 0.6 ポイント減の 7.1% であった。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。住設機器以外の新領域事業は、セラミック事業 (売上高構成比 2.8%) と環境建材事業 (同 1.3%) であるが、いずれもセグメント損失を計上した。グローバル住設事業の地域別動向については、日本の売上高が同 2.6% 増、営業利益が同 3.7% 増、営業利益率が 5.8%、海外の売上高は同 4.2% 増、営業利益が同 16.7% 減となった。国・地域別利益については、中国が同 17.7% 減、アジア・オセアニアが同 1.0% 減、米州が同 60.7% 減、欧州が損失を計上した。また、米州のグローバル住設事業に占める売上高は 5.7%、欧州が 0.7% となったが、欧州は 10 年以上損失計上が続いている。ベトナムの連結調整と共通費の配賦などを含まない現地グループ企業の業績は、売上高が前期比 16% 増 (現地通貨ベース) の約 200 億円、営業利益が同 25% 増の約 30 億円、売上高営業利益率が同 1 ポイント増の 15% となった。

TOTO の 2021 年 3 月期第 1 四半期の業績は、売上高が前年同期比 13.2% 減の 118,077 百万円、営業利益が同 60.0% 減の 2,159 百万円となった。グローバル住設事業における日本の業績状況は、減収・損失計上となった。これは、新型コロナウイルス感染症拡大の影響で経済活動が制限され、ショールームの臨時閉鎖などを余儀なくされたことによる。海外グループ会社の決算期は、第 1 四半期が 1 月～3 月となる (インドを除く) が、中国・アジアは減収減益、米州はウォシュレット需要急増などで増収増益となった。新領域事業は、セラミック事業が半導体市場の需要増により、増収黒字化を果たした。2021 年 3 月期第 2 四半期 (4 月～9 月) の業績予想は、売上高を前年同期比 15.6% 減の 250,000 百万円、営業利益を同 65.6% 減の 6,000 百万円としている。なお、通期予想は足元の事業環境が不透明なため未定としているものの、開示が可能となった段階で速やかに公表するとしている。

事業概要

ジャニス工業は、同社と同様に単一事業となる。2020年3月期の売上高は前期比0.3%減の5,166百万円、営業損失が236百万円となった。筆頭株主であるタカラスタンダード<7981>への売上高は前期比2.8%減、売上高依存度は22.1%であった。2期連続して損失を計上したため、配当は前期の年10円配から2020年3月期は無配に転落した。

LIXILグループ<5938>

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期
売上収益	1,829,344	1,832,608	1,694,439
前期比増減率	2.4%	0.2%	7.5%
営業利益	59,107	-15,029	39,121
前期比増減率	-12.5%	-	-
うちウォーターテクノロジー事業			
売上収益	808,639	812,698	811,894
売上収益構成比	44.2%	44.3%	47.9%
前期比増減率	-	0.5%	-0.1%
事業利益	73,814	60,233	61,524
前期比増減率	-	-18.4%	2.1%
売上高利益率	9.1%	7.4%	7.6%
資産合計	2,107,131	2,059,544	2,091,529
親会社の所有者に帰属する持分	616,897	533,656	502,165
親会社所有者帰属比率	29.3%	25.9%	24.0%
親会社所有者帰属持分当期利益率	9.4%	-9.1%	2.4%

TOTO<5332>

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期
売上高	592,301	586,086	596,497
前期比増減率	4.4%	-1.0%	1.8%
営業利益	52,602	40,167	36,760
前期比増減率	10.9%	-23.6%	-8.5%
うちグローバル住設事業			
売上高	563,604	555,584	571,984
売上高構成比	95.2%	94.8%	95.9%
前期比増減率	3.3%	-1.4%	3.0%
営業利益	55,041	42,774	40,612
前期比増減率	7.1%	-22.3%	-5.1%
売上高利益率	9.8%	7.7%	7.1%
総資産	564,319	574,960	583,934
自己資本	333,253	338,709	334,261
自己資本比率	59.1%	58.9%	57.2%
ROE	11.7%	9.6%	7.0%

ジャニス工業<5342>

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期
売上高	5,498	5,179	5,166
前期比増減率	-0.5%	-5.8%	-0.3%
営業利益	71	-230	-236
前期比増減率	-34.7%	-	-
売上高利益率	1.3%	-4.5%	-4.6%
総資産	5,256	5,342	5,115
自己資本	2,799	2,528	2,274
自己資本比率	53.3%	47.3%	44.5%
ROE	2.7%	-7.3%	-9.3%

同社

(単位：百万円)

	17/11期	18/11期	19/11期
売上高	3,080	2,874	2,426
前期比増減率	9.9%	-6.7%	-15.6%
営業利益	-68	-165	-281
前期比増減率	-	-	-
売上高利益率	-2.2%	-5.8%	-11.6%
総資産	2,140	1,952	1,619
自己資本	994	728	541
自己資本比率	46.5%	37.3%	33.4%
ROE	-8.2%	-43.6%	-58.5%

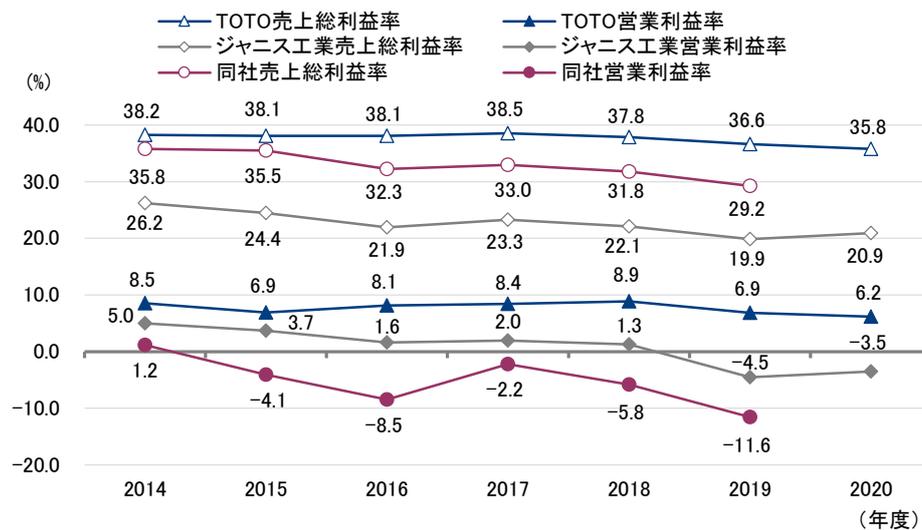
注：LIXILグループの20/3期は、株式譲渡により Permasteelisa S.p.A. を連結決算より除外
 出所：各社決算短信よりフィスコ作成

アサヒ衛陶 | 2020年8月25日(火)
5341 東証2部 | <http://www.asahieito.co.jp/>

事業概要

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、同社とで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7期間の売上総利益率がおおむね36～38%程度、売上高営業利益率は6～9%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20～26%と3社の中で一番低い。ただし、販管費率も低くなる。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スマックスの変化が災いして営業損失を計上した。2020年3月期は、焼成炉の燃費向上やコストダウンに努め、売上総利益率を改善したものの、製造メーカーとして将来の製品保証費用（123百万円）を引き当てたことから販管費が増加し、2期連続して営業損失を計上した。同社は売上総利益率こそ32～36%と高水準であるが、減収傾向が続き、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た。なお、2019年11月期の売上総利益率が30%を割ったのは事業構造改革による一時的な現象と弊社では見ている。

3社の売上総利益率と売上高営業利益率の推移



注：TOTOとジャニス工業は3月期、同社は11月期
出所：各社決算短信よりフィスコ作成

業績動向

2020年11月期第2四半期は黒字転換

1. 2020年11月期第2四半期の業績概要

2020年11月期第2四半期は黒字転換を果たした。2019年11月期に、5期連続して営業損失を計上見込となったことから大規模な事業構造改革を実行し、役員報酬の大幅なカット、不採算事業からの撤退、大幅な人員削減と特別退職金の支給、工場や営業所の閉鎖、事業所及び本社事務所の機能縮小、不良部品在庫の廃棄処分など多岐にわたって行った。これらの事業構造改革により、2020年11月期第2四半期の売上高は前年同期比13.8%減の1,097百万円となったものの、売上総利益率は同3.8ポイント増の36.8%へ上昇、販管費は減収率を大きく上回る同26.9%減となり、販管費率は同6.0ポイント減の33.6%へ低下した結果、営業利益率は前年同期のマイナス6.6%から3.2%へ大幅に良化した。売上総利益は、減収によるマイナスを利益率の改善により前年同期比16百万円の減少にとどめ、販管費が135百万円減ったことから営業利益は119百万円増加し、前年同期の84百万円の損失から35百万円の利益に黒字転換した。なお、計画比では、売上高が47百万円減少したものの、営業利益は20百万円の増加となった。

2020年11月期第2四半期 連結業績

(単位：百万円)

	19/11 期 2Q		20/11 期 2Q			前年同期比		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	1,272	100.0%	1,145	1,097	100.0%	-175	-13.8%	-47	-4.1%
売上総利益	419	33.0%	-	403	36.8%	-16	-3.9%	-	-
販管費	504	39.6%	-	368	33.6%	-135	-26.9%	-	-
営業利益	-84	-6.6%	15	35	3.2%	119	-	20	134.9%
経常利益	-91	-7.2%	10	29	2.7%	120	-	19	195.8%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	-94	-7.5%	5	21	1.9%	116	-	16	325.6%

出所：決算短信よりフィスコ作成

海外事業は、ベトナム政府による建築関連法規の変更により同国内の建築工期に遅れが生じたことに加え、新型コロナウイルス感染症拡大によりアジア各国で経済活動が制限されたため、前年同期比で減収減益となった。一方、国内事業は、不採算事業の縮小及び製品数・顧客の絞り込みにより減収となったものの、事業体制のスリム化を進めたことによる製造経費削減及び人件費等の経費節減効果により、増益となった。

2. 財務状況及びキャッシュ・フロー計算書

2020年11月期第2四半期の総資産は前期末比23百万円増の1,642百万円となった。流動資産は、現金及び預金が81百万円増加した。受取手形及び売掛金が87百万円減少し、電子記録債権が45百万円増加した。借入金短期が84百万円増加し、長期が84百万円減少した。新株予約権の行使による株式の発行による収入161百万円があり、株主資本が184百万円増加した。自己資本比率は前期末比10.8ポイント増の44.2%へ高まった。

アサヒ衛陶 | 2020年8月25日(火)
5341 東証2部 | <http://www.asahieito.co.jp/>

業績動向

2020年11月期第2四半期末の現金及び現金同等物の四半期末残高は、前期末比81百万円増の339百万円となった。営業活動と投資活動によるキャッシュ・フローは、それぞれ72百万円と4百万円の支出であった。財務活動によるキャッシュ・フローは、新株予約権の行使による株式の発行による収入があり158百万円の入超となった。

同社が2019年9月に発行した第三者割当による行使価額修正条項付第3回新株予約権は、2020年7月までにすべて行使された。交付株式数は736,600株と払込日時点における上場株式数の43.1%に相当し、行使価額の総額は316百万円であった。なお、資金使途は、構造改革などのリストラ費用、海外市場向け新商品の開発、海外拠点の整備及び事業資金などに充当される。これにより株式の希薄化が生じたものの、自己資本の充実により積極経営を展開する選択肢が広がり、中長期的な成長ポテンシャルを高めたと弊社では見ている。

連結貸借対照表

(単位:百万円)

	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	20/11期2Q	増減額
流動資産	1,561	1,469	1,469	1,153	1,185	32
現金及び預金	480	342	494	257	339	81
売上債権	615	643	499	463	421	-41
棚卸資産	390	420	421	356	365	8
固定資産	686	671	483	466	457	-9
有形固定資産	534	528	346	365	358	-7
無形固定資産	20	10	-	-	-	-
投資その他の資産	131	131	136	101	99	-2
資産合計	2,248	2,140	1,952	1,619	1,642	23
流動負債	478	507	528	731	658	-73
仕入債務	99	105	63	69	31	-37
借入金	233	232	291	414	499	84
固定負債	688	637	693	344	257	-86
長期借入金	554	497	550	252	168	-84
負債合計	1,166	1,145	1,222	1,076	916	-160
(有利子負債)	788	730	841	667	667	0
株主資本	1,070	985	715	540	724	184
純資産合計	1,081	994	730	543	726	183
【安全性】						
流動比率	326.6%	289.7%	277.7%	157.6%	180.1%	22.5pt
自己資本比率	48.1%	46.5%	37.3%	33.4%	44.2%	10.8pt

出所:決算短信よりフィスコ作成

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位:百万円)

	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期	20/11期2Q	増減額
営業活動によるキャッシュ・フロー	-235	-23	-56	-221	-72	148
投資活動によるキャッシュ・フロー	-92	-51	-6	2	-4	-6
財務活動によるキャッシュ・フロー	218	-61	214	-19	158	177
現金及び現金同等物の期末残高	480	342	494	257	339	81

出所:決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2020年11月期の業績見通しは、 新型コロナウイルス感染症拡大により一旦取り下げ

● 2020年11月期の業績見通し

2020年11月期通期の業績予想については、新型コロナウイルス感染症のパンデミックのため、第2四半期決算発表時に一旦取り下げた。同社では、第3四半期の影響が大きくなると見込んでいる。これは、国内事業で、緊急事態宣言の発令により卸売業者の経済活動が3月から5月までの3ヶ月間にほぼ休止していたことにより、メーカーへの影響が後追いで出てくると予想していることによる。一方、量販店やホームセンターなどの小売業向けは、相対的に堅調に推移している。なお、期初計画では、売上高が前期比1.1%減の2,400百万円、営業利益が70百万円を見込んでいた。これは、事業構造改革による不採算事業からの撤退と好採算商品の販売強化で売上総利益率が改善し、不良在庫の廃棄処分がなくなるため、コスト削減額は290百万円を見込んでいることによる。

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

2020年11月期第2四半期には、国内市場向けに「PICCOLA SANITARY UNIT (ピッコラ サニタリーユニット)」1116シリーズを新たに投入した。これは、広さ0.67坪(約畳1帖)ほどの狭小スペースに、トイレ・洗面とバスユニットを完全分離したサニタリーユニットである。平日はシャワー、週末は入浴という若者の生活習慣に適合している商品で、浴室と洗面所を折れ戸で仕切り、それぞれの干渉を受けない設計としている。これは、賃貸住宅等で人気の「バス・トイレ別」の条件を満たす。また、従来のトイレ・洗面・バスの3点式ユニットバスでは、風呂に入ると洗面・トイレの床が濡れてしまい、漏電防止のためドライヤー用や温水洗浄便座用コンセントが確保できないが、この新製品はドライヤー用コンセント付はもとより温水洗浄便座付きトイレとなっており、新築のワンルームマンションやリノベーション時の居住部分拡大のニーズを満たす。同社にとって初のユニット製品となるだけでなく、顧客に新しい価値を提供する期待の新商品であると言える。

■ 中長期の成長戦略

新型コロナウイルス感染症拡大により、 海外事業の急拡大は1年から1年半ずれ込むか

1. 新中期経営計画

2019年8月に、抜本的構造改革と同時に発表した「中期経営計画2020年～2022年」の基本方針は、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定着させる。

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 <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 ・ ミャンマー、バングラデ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 <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 <ul style="list-style-type: none"> ・ 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

中長期の成長戦略

(2) 新中期経営計画の目標値

新中期経営計画の目標値の方向性は変わらない。当初計画では、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ヶ年の売上高推移は、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た。

国内単体と海外子会社の数値計画

(単位：百万円)

	国内単体				海外子会社			
	19/11期	新中期経営計画			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)

	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	2,832	2,803	3,080	2,874	2,426	2,400	3,080	3,750
売上原価	1,826	1,898	2,063	1,959	1,717	1,545	1,976	2,402
売上総利益	1,005	904	1,016	914	709	855	1,104	1,348
販管費	1,121	1,143	1,085	1,079	990	785	874	1,008
営業利益	-116	-238	-68	-165	-281	70	230	340
対売上高比率								
売上総利益	35.5%	32.3%	33.0%	31.8%	29.2%	35.6%	35.8%	35.9%
販管費	39.6%	40.8%	35.2%	37.5%	40.8%	32.7%	28.4%	26.9%
営業利益	-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。

中長期の成長戦略

(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。

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) ベトナム以外の地域での市場開拓状況

同社グループは、ベトナムと同様にASEAN経済共同体に属するミャンマーに続き、2019年3月にバングラデシュ、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。

人口が5,000万人を超えるミャンマーでは、2017年より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。

中長期の成長戦略

バングラデシュは、人口が世界8位の1億6,300万人いる。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、2019年暮れには販売代理店がショールームを開設した。

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) 世界の新型コロナウイルス感染者数の動向

新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより、世界の感染者数は2020年7月末に1,700万人を突破し、米国では8月に入って感染者数が450万人に到達した。同社グループの進出先では、バングラデシュにおける感染者数の増加が顕著だ。一方、ベトナム、ミャンマー、ウルグアイが低位で推移している。貧困層の多いバングラデシュでは、日ごとの糧を得るために経済活動を止めるわけにいかず、感染症の拡大に歯止めがかかりづらい。一方でベトナムやミャンマーなど国家統制力の強い国では、比較的よく押さえ込まれている。厚生労働省データによると、7月末の感染者数は、日本の34,372人に対し、ベトナムは509人、ミャンマーが353人、ウルグアイが1,243人であった。バングラデシュは、23万人超とケタが違う。

国別新型コロナウイルス感染者数の推移

	(単位：人)					
	3月2日	3月31日	4月30日	5月31日	6月30日	7月31日
世界	88,307	775,482	3,149,612	6,010,076	10,239,954	17,257,269
米国	69	160,020	1,038,451	1,769,776	2,588,582	4,494,601
ブラジル	2	4,579	78,162	498,440	1,368,195	2,610,102
インド	3	1,218	31,787	173,763	548,318	1,634,746
ロシア	2	1,836	99,243	396,045	640,246	832,993
バングラデシュ	-	49	7,103	44,605	141,801	234,889
日本	254	1,953	14,088	16,851	18,593	34,372
ウルグアイ	-	310	100	821	932	1,243
ベトナム	16	203	270	328	355	509
ミャンマー	-	14	150	224	299	353

出所：厚生労働省データよりフィスコ作成

日本政府は、ベトナム、タイ、オーストラリア、ニュージーランドの4ヶ国と例外的に人の往来を可能とする仕組みを施行するため、協議調整を進めており、国際的な人の往来が部分的、段階的に再開される方向にある。同社は、2020年3月に新製品開発の技術陣が日本に帰国しているが、環境が整えば再度ベトナムに赴任する予定だ。ベトナムは、ローカルビジネスは動いていることから、現時点では中期経営計画に対する遅れは1年程度と同社では推測している。一方で、他の3ヶ国は1年半ほどの遅れを想定している。

中長期の成長戦略

同社は、ビジネスのつながりの深い国々に対する「出来る社会貢献活動」に努めていることから、バングラデシュとウガンダにおいて、PPE (personal protection equipment) 細菌防御服とサージカルマスクなどの防疫商品を病院及び警察に寄付した。それらの活動は、両国のマスメディアに取り上げられており、ウガンダでは同国大統領が国営テレビ放送で謝意を表した。

(4) 世界経済見通し

世界銀行は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックを踏まえた「世界経済見通し (Global Economic Prospects)」2020年6月版をリリースした。2020年の世界経済成長率はマイナス5.2%と、2020年1月版から7.7ポイント下方修正された。これは第二次世界大戦以来最悪の景気後退であり、1870年以降で最も多くの国で1人当たり生産量が減少することになる。予想経済成長率は、先進国がマイナス7.0%、途上国・新興国がマイナス2.5%となる。感染症の被害が大きく、経済活動停止の影響が大きい米国はマイナス6.1%、ユーロ圏はマイナス9.1%、日本はマイナス6.1%と予測された。日本は潜在成長率が低いこともあり、2021年にプラスに転じるものの2.5%と、世界の4.2%、米国の4.0%、ユーロ圏の4.5%と比べて回復が鈍い見通しとなっている。

一方で、ベトナムの経済成長率は、2020年に2.8%、2021年に6.8%と高成長が予測されている。また、ミャンマーの予想経済成長率は、2020年に1.5%、2021年に6.0%、ウガンダはそれぞれ3.3%、3.7%が見込まれており、いずれもマイナス成長を回避する見込みだ。なお、バングラデシュは、2019年の推定値8.2%から、2020年に1.6%、2021年に1.0%と新型コロナウイルス感染症拡大の影響を大きく受けると予測されている。

世界経済成長率予測

	2017年	2018年	2019年推計	2020年予測	2021年予測	2020年1月版との差異	
						2020年予測	2021年予測
世界	3.3%	3.0%	2.4%	-5.2%	4.2%	-7.7%	1.6%
先進国	2.5%	2.1%	1.6%	-7.0%	3.9%	-8.4%	2.4%
途上国・新興国	4.5%	4.3%	3.5%	-2.5%	4.6%	-6.6%	0.3%
国・地域別							
米国	2.4%	2.9%	2.3%	-6.1%	4.0%	-7.9%	2.3%
ユーロ圏	2.5%	1.9%	1.2%	-9.1%	4.5%	-10.1%	3.2%
日本	2.2%	0.3%	0.7%	-6.1%	2.5%	-6.8%	1.9%
中国	6.8%	6.6%	6.1%	1.0%	6.9%	-4.9%	1.1%
ベトナム	6.8%	7.1%	7.0%	2.8%	6.8%	-3.7%	0.3%
ミャンマー	6.2%	6.8%	6.3%	1.5%	6.0%	-5.2%	-0.8%
バングラデシュ	7.3%	7.9%	8.2%	1.6%	1.0%	-5.6%	-6.3%
ウガンダ	3.9%	6.2%	6.5%	3.3%	3.7%	-3.2%	-2.2%

出所：「世界経済見通し (GEP) 2020年6月版」(世界銀行)よりフィスコ作成

(5) 海外事業の計画値の検証

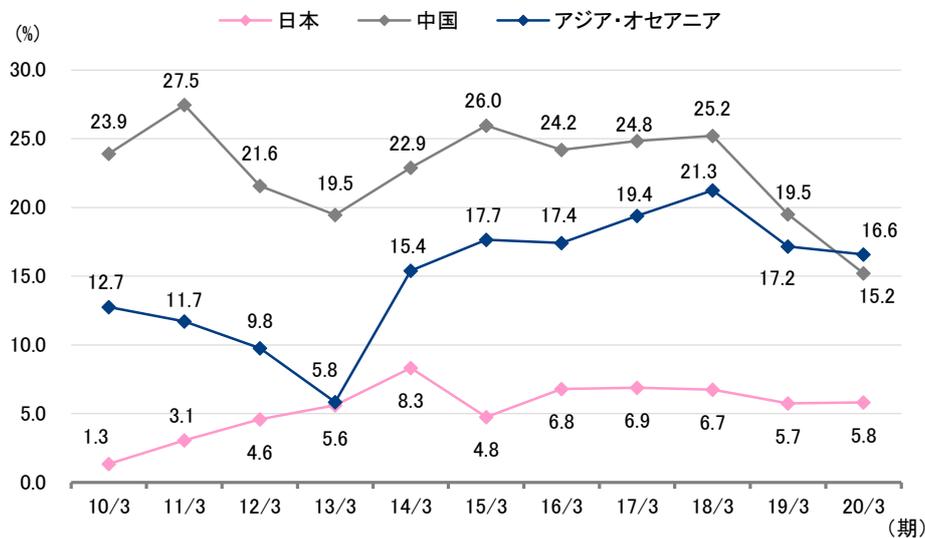
新中期経営計画において同社は、海外事業の売上高の急拡大と高い収益性を計画している。前述したように、海外事業の売上高は、2022年11月期までの3期間で400百万円、1,000百万円、1,600百万円と急拡大を見込む。同様に、売上高営業利益率は、13.8%、20.0%、18.8%と高水準で推移する計画となっている。

中長期の成長戦略

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5,719億円となった。これは、5年前の2015年3月期と比較すると9.0%の増加となる。地域別では、グローバル住設事業売上高の76.2%を占める日本国内の伸び率が同9.0%増にとどまるのに対し、アジア・オセアニアは同26.9%増加した。また、2020年3月期のグローバル住設事業の売上高営業利益率は7.1%となった。地域別では、日本が5.8%であるのに対し、海外は11.2%と高く、内訳は中国が15.2%、アジア・オセアニアが16.6%、米州が2.0%となった。欧州の売上高構成比は0.7%と小さいものの、10年以上損失計上が続いている。なお、中国の利益率は、過去10期中7期で20%を超えていた。アジア・オセアニアは、2014年3月期以降は常に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言える。

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。アジア・アフリカ市場には、日本市場向けの仕様・品質の商品は、様々な意味で販売に不都合だが、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と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、高い営業利益率が実現可能とみている。

TOTO住設事業の地域別営業利益率の推移



■ 株主還元策

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とし、 無配を継続

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。

重要事項（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