

# アイナボホールディングス (7539・JASDAQスタンダード)

2015年8月4日

## 15/9期の利益は会社計画を上振れよう

### ベーシックレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
堀部 吉胤

#### 会社概要

所在地	東京都足立区
代表者	阿部 一成
設立年月	1955/03
資本金	896百万円
(2015/03/31 現在)	
上場日	1997/04/04
URL	<a href="http://www.ainavo.co.jp/">http://www.ainavo.co.jp/</a>
業種	卸売業

#### 主要指標 2015/07/31 現在

株価	805円
年初来高値	821円 (2015/07/08)
年初来安値	676円 (2015/02/17)
発行済株式数	11,647,820株
売買単位	100株
時価総額	9,376百万円
予想配当 (会社)	22.0円
予想EPS (アナリスト)	88.19円
実績PBR	0.58倍

#### 関東地盤のタイル工事のトップ企業

関東地盤の内外装タイル、住宅設備機器の専門工事会社大手。タイル工事では首位。商材を LIXIL などから仕入れて施工する。工務店などへの卸販売も手掛ける。主力の戸建住宅向けの外壁・住宅設備工事の平均請負工事単価は50万円程度と低いが、効率的な施工体制を確立し着実に利益をあげている。直僱の技能工は抱えず、技術研究センターにおける外注技能工の養成などにより技能工を囲い込んでいる。2013年2月に中京地盤のインテルグロー社を買収し、同年10月に持株会社体制に移行。



#### 15/9期上期は売上高が期初計画未達も利益は上振れ

15/9期2Q累計(10-3月)業績は、売上高294億円(前年同期比4.9%減)、営業利益11.2億円(同19.9%減)。期初の会社予想を売上高は14.9億円下回ったものの、営業利益は2.2億円上回った。売上高の未達は消費増税後の戸建住宅の着工戸数やリフォーム需要の落込みが予想以上に厳しく、また長引いたことなどによる。一方、売上総利益率が14.3%(同0.4pt減)と想定よりも高水準を維持できたことや、貸倒引当金繰入額が▲0.39億円と戻入になるなど販管費を抑制できたことによる。

#### 通期でも上期の傾向を引継ぎ、利益は計画を上振れよう

15/9通期会社業績予想は期初予想が据置かれている。戸建住宅の着工戸数は5月から前年同月比プラスに転じるなど回復傾向になっているものの、売上高の会社予想は過大であり(2015年10月の消費増税を前提に再駆け込み需要が織り込まれていた)、30億円程度下回るとみる。一方、販管費は貸倒引当金繰入額が通期でも戻入になりそうなことや、人員採用の遅れによる人件費の下振れで想定を下回るとみられ、営業利益は計画を2億円程度上回るとみる。16/9期は戸建住宅着工戸数の緩やかな回復傾向を背景に小幅増収増益を予想する。

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 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2014/9 実績	58,740	16.2	1,896	66.6	2,048	61.2	1,164	70.5	100.65
2015/9	会社予想 (2014年11月発表)	61,200	4.2	1,500	-20.9	1,650	910	-21.8	78.68
	アナリスト予想	58,300	-0.7	1,700	-10.3	1,850	1,020	-12.4	88.19
2016/9	アナリスト予想	61,900	6.2	1,800	5.9	1,950	1,130	10.8	97.70

## 会 社 概 要

### 会 社 概 要

#### ● 会社概要

外装タイル、サイディング（注）、石材などの外壁工事、内装タイル工事、及び、ユニットバス、システムキッチンなどの水回りをはじめとする住宅設備機器の工事を中核事業とする。オフィス、商業施設、マンションなどの大型物件向けも手掛けるが、戸建住宅向けが主力。戸建住宅向けの各種タイル及びその関連商品、住宅設備機器の卸販売も行う。商材はLIXIL などから仕入れている。

（注）サイディング：外壁の材料は湿式と乾式に大別され、サイディングは乾式の代表格。湿式はモルタルや漆喰などをコテで塗るいわゆる塗り壁で、職人の腕で品質にばらつきが生じ、また比較的早くひび割れが生じるなどのデメリットがある。サイディングは工場生産された板状の外装材で、外壁に貼り付けるため、品質が安定的。外装タイルと比較すると安価で（当社では1軒当たり外装タイルが300～400万円程度、サイディングが100万円程度）、色柄やデザインも豊富で消費者の選択肢が広がるなどのメリットがある。

### 経 営 者

#### ● 経営者

代表取締役社長の阿部 一成氏は、創業者の阿部 梅吉氏の曾孫。学習院大学を卒業後、同業（住宅設備機器販売など）の丸与産業株式会社（現 MANIX）での2年弱の勤務を経て、1979年に当社に入社。1991年に37歳で父親の阿部 清司氏から社長を引継ぎ、現在に至っている。

### 設 立 経 緯

#### ● 設立経緯

現社長の曾祖父でレンガ職人だった阿部 梅吉氏が、大正13年にレンガ工事を請負う阿部 梅吉商店を創業したのが源流。当時、レンガ造の建物は近代化を象徴するものだった。しかし、前年の関東大震災でレンガ造の建物の多くが倒壊。耐震性の問題から震災後、レンガ造は激減し、代わってRC造（鉄筋コンクリート造）が主流となっていった。コンクリート打放しでは、重厚さに欠けるためレンガ造と似た雰囲気を持つタイル張りが普及し、当社もタイル工事にシフトした。昭和30年代頃から家風呂が普及し、浴室の壁や浴槽にモザイクタイルが使用されるなど高度成長期にタイルの需要が急増したことを受け、昭和36年に三和商会の設立により卸販売を本格化し、業容を拡大した。平成9年の株式公開時では卸販売が請負工事よりも多く、業種分類は卸売業となったが、バブル崩壊後の住宅着工戸数の減少、工法の変遷などによるタイル需要の縮小を受け、請負工事への回帰姿勢を強め、現在は請負工事が主力。内外装タイル工事のほかに、サイディングの外壁工事や、水回りなどの住宅設備工事を拡大し、業容の維持拡大に努めている。

# 会社概要

## 沿革

1924年	NA	タイル、レンガ工事請負業の阿部梅吉商店を創業
1955年	3月	阿部窯業（株）を東京都北区に設立（個人商店を株式会社に改組。同時にタイル販売部門を新設。
1961年	3月	タイル販売部門を分離し、完全子会社（株）三和商会を設立
1964年	4月	施工能力の向上を目的として、企業内職業訓練による技術工の養成を開始
1965年	1月	タイル工事請負を目的として、大阪市に完全子会社大阪阿部窯業（株）を設立
1974年	3月	建築物の高層化に対応するため、PC工法の研究及び設計施工を開始
1983年	4月	ユニット事業部を設置し、ユニットバス、住宅設備機器の取付け工事を開始
	10月	ユニット事業部を分離し、完全子会社阿部窯業ユニット（株）を設立
1984年	3月	タイル工事請負を目的として、横浜市に完全子会社横浜阿部窯業（株）を設立
1989年	4月	本社を現所在地の東京都足立区鹿浜に移転
	11月	研究施設としてタイル技術工養成のためのタイル技能研修所を埼玉県川口市に設置
1991年	4月	石材工事の請負を開始
1992年	4月	組織の整備と経営効率の向上を目的として、子会社4社を吸収合併し、商号をアベルコに変更
1997年	4月	株式を店頭登録
1998年	10月	温調技研（株）を買収、子会社化
2004年	2月	温調ライフ（株）は戸建住宅関連企業を買収し、事業規模が拡大したことにより連結対象とする
2009年	4月	温調ライフ（株）は吸収分割及び第三者割当増資に伴い持分比率が低下したため連結対象から除外
2011年	6月	六本木にオリジナル高級浴槽「アルティス」とオリジナルタイル「マリスト」の複合ショールームを開設
2012年	6月	埼玉県川口市に総合技術研究センターを開設
2013年	2月	（株）インテルグローの株式を65.8%取得
	5月	（株）インテルグローを株式交換により完全子会社化
	10月	持株会社体制に移行し、現商号に変更

（出所）有価証券報告書、会社資料

# 会社概要

## 大株主

### ● 大株主（2015年3月31日現在）

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	マルティス（株）	1,116	9.58
2	（株）アベタ	595	5.11
2	ホールセール（株）	595	5.11
4	（株）タクルコ	484	4.16
5	従業員持株会	477	4.10
6	（株）マユルコ	440	3.78
7	阿部 一成	337	2.90
8	阿部 哲二	310	2.67
9	阿部 溢子	283	2.44
10	阿部 太一	269	2.31
上位10位計		4,910	42.16

（出所）四半期報告書

（注）7位は社長。1位は同氏の資産管理会社。

10位の阿部 太一氏は社長の長男で当社社員。2位のアベタは同氏の資産管理会社。同じく2位のホールセールは社長の次男で当社社員の阿部 亮平氏の資産管理会社。

8位は社長の弟で当社顧問弁護士。4位、6位は同氏の家族の資産管理会社。

9位は社長の母親。

## 企業理念

### ● 企業理念

「快適で人に優しい空間を創造する企業として、人財の育成を通じ、社会環境の健全化に貢献する」

社名のアイナボは、AVAIL（有益な）に達成するという意味のラテン語 NAVO（ナボ）を組み合わせた造語。中核事業会社のアベルコは、AVAIL と会社（コーポレーション）を示す Co を組み合わせた造語。

## コーポレートアクション

### ● 直近のコーポレートアクション

2013年10月：吸収分割による抜け殻方式により持株会社体制に移行し、商号を（株）アベルコから（株）アイナボホールディングスに変更。

## 事業概要

### 企業組織

#### ● 企業組織

純粋持株会社のもとに、事業会社として、中核の（株）アベルコ、2013年に買収した（株）インテルグロー、温調技研（株）、アベルコ ベトナムがある。アベルコと温調技研の商圏は関東中心に福島と大阪。インテルグローの商圏は中京。

### 事業の内容

#### ● 事業の内容

各種タイル及びその関連商品、住宅関連の設備機器の販売並びにタイル工事、内装仕上げ工事、石工事、管工事、空調工事、衛生設備工事及びこれらに関連する事業。

### 部門別事業内容

#### ● 部門別事業内容

戸建住宅事業と大型物件事業の2セグメントに分けられている。

##### ➤ 戸建住宅事業

- ① 外壁工事：外装タイル、サイディング、石材による戸建住宅の外壁や外構工事、及び内装タイル工事をハウスメーカー、工務店、地場ゼネコンなどから請負う。商材をLIXILなどから仕入れ、施工する。
- ② 住宅設備工事：ユニットバス、システムキッチン、トイレ、給湯機器などの住設機器工事をハウスメーカー、工務店、ゼネコンなどから請負う。商材をLIXILなどから仕入れ、施工する。太陽光発電システムも手掛けている。戸建住宅の屋根だけにとどまらず、倉庫などの屋根や遊休地を利用した10～50KWの中規模の産業用も手掛ける。新たな商材として注力しているサッシは施工を伴わないが、ここに分類されている。
- ③ タイル及び関連商品販売：タイルなどの卸販売。LIXILなどから仕入れ、工務店などに販売する。オリジナルタイルブランド「マリスト」を育成中。
- ④ 住宅設備機器販売：住宅設備機器、木質建材などの卸販売を行う。

##### ➤ 大型物件事業

- ① タイル（外壁）工事：ビル、マンション、商業施設などの戸建住宅以外の大型建築物の外装タイル、石材、ルーバーなどの外壁工事をゼネコンなどから請負う。
- ② 住宅設備工事：マンションのユニットバス、システムキッチンなどの住宅設備機器の工事や、オフィス、マンション、商業施設などにおける床タイルなどの工事をゼネコンなどから請負う。空調衛生工事は温調技研において行っている。

# 事業概要

## 店舗網

### ● 店舗網

2015年3月末時点でアベルコは関東（1都6県）に15支店、8営業所を有するほか、福島県郡山市と大阪にも支店がある。また、六本木と大阪にショールームがある。インテルグローは中京3県（静岡県、愛知県、三重県）に8営業所を有する。

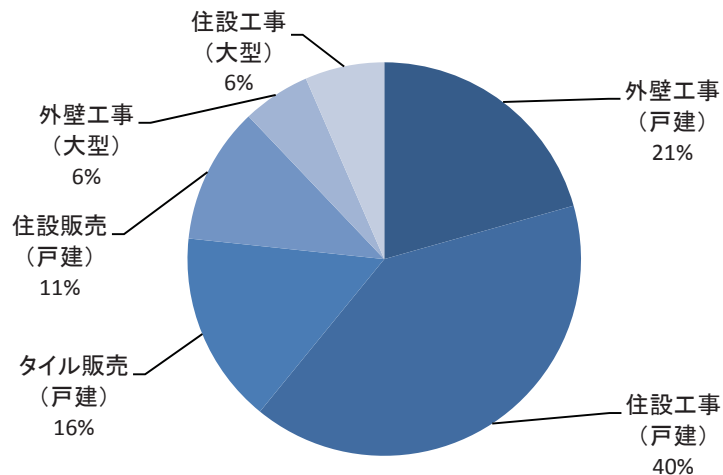
## 取引銀行

### ● 取引銀行

メインバンクは三井住友銀行、サブメインは東京都民銀行。実質無借金経営。金融環境の激変に備え、保守的に三井住友銀行を中心にコミットメントライン50億円を設定している。

## 売上構成

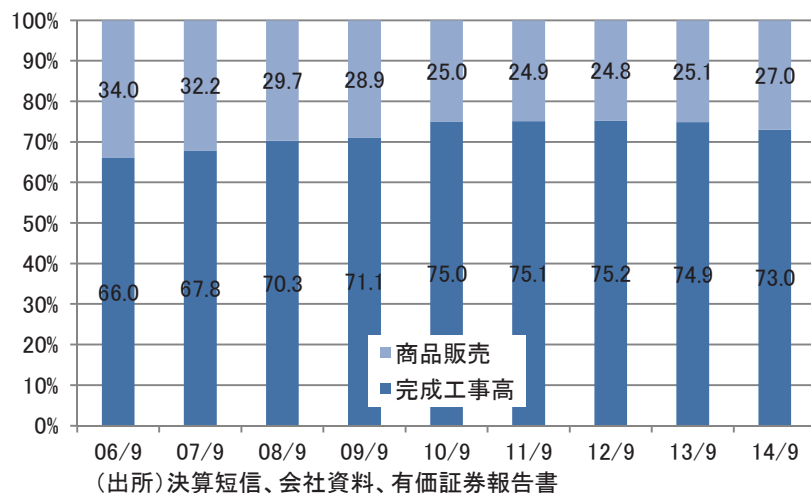
### ● 売上構成（14/9期）



（出所）会社資料

業種分類は卸売業  
だが、実態は建設業

工事業と商品販売事業という切り口で分けると、その売上構成比の推移は下図の通り。





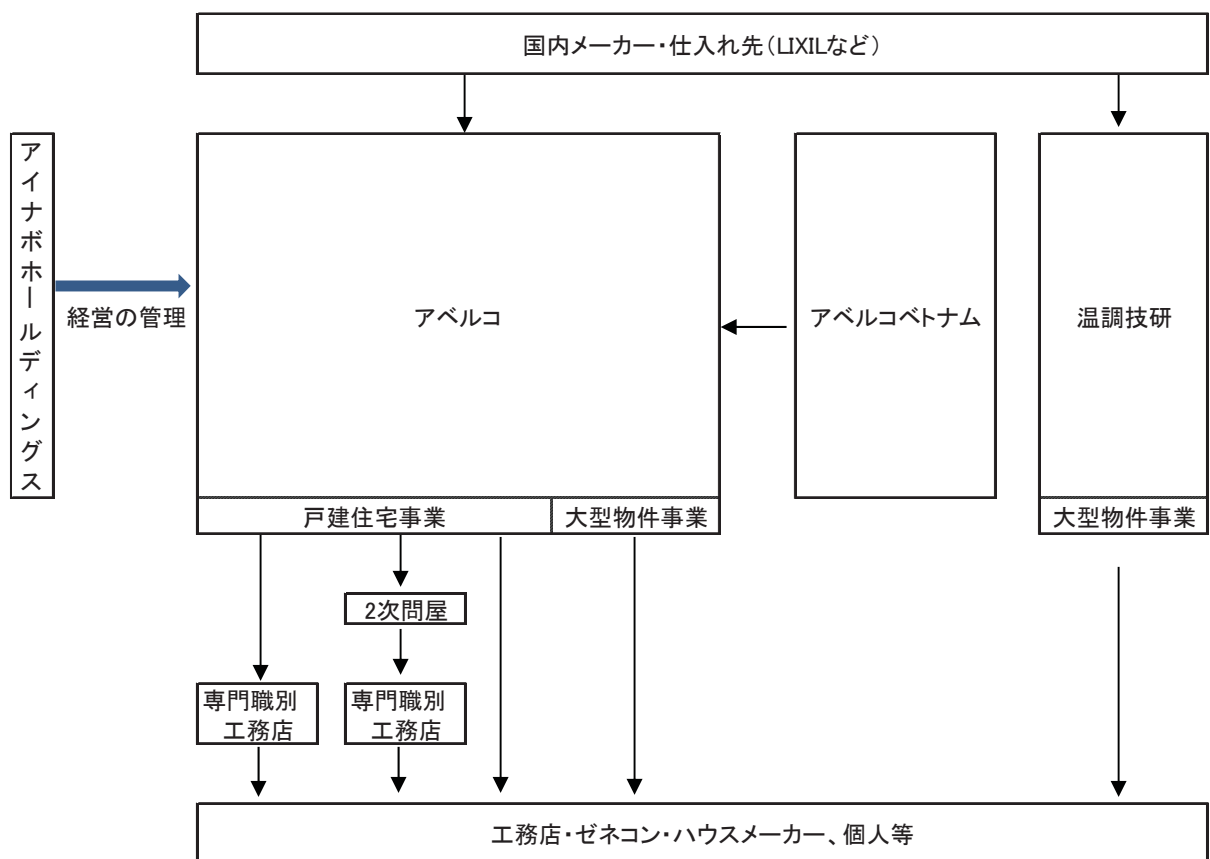
# 事業概要

創業時は工事請負からスタートしたが、高度成長期のタイル関連の市場拡大に伴い卸販売が増加し、1997年の店頭公開時では卸販売（前頁下図では商品販売）の売上構成が約7割と完成工事高よりも多くなっていたため、業種分類は卸売業となった。

その後の新設住宅着工戸数の減少などを受け、工事請負への回帰姿勢を強め、構成比は再逆転。14/9期では完成工事高の比率が73%となっており、実態としては建設業といえる。

## ビジネスモデル

### ● ビジネスモデル図



(出所)決算短信をもとにTIW作成

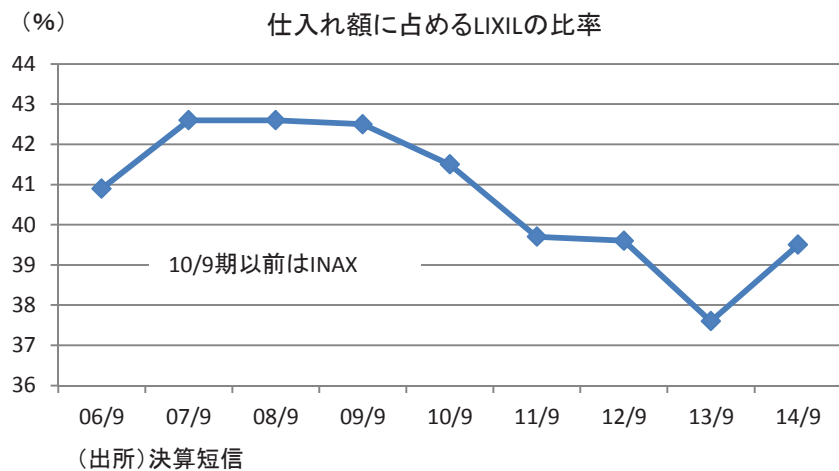
最大の仕入れ先はLIXILだが、集中リスク低減のため分散化を図っている

主な仕入れ先は、LIXILグループ(5938)の中核事業会社のLIXILをはじめ、TOTO(5332)、リンナイ(5947)、ノーリツ(5943)、クリナップ(7955)、大建工業(7905)、トクラス(旧社名ヤマハリビングテック)、ハウステックなど。LIXILは2011年4月にトステム、INAX、新日軽、東洋エクステリア、サンウエーブ工業の5社が統合して発足したが、これらの中ではINAXからの仕入れが多かった。

## 事業概要

当社の取扱商材のほとんどはLIXILで調達可能であり、仕入れ額に占める同社の比率は約4割と高い。ただし、近年、LIXILからの仕入れ比率が下図のようにやや低下傾向になっている。これは、5社統合に伴う生産物流拠点の混乱により、ユニットバスや洗面化粧台などの商品の安定供給に支障をきたしたことからハウスメーカーのスペックアウト（各ハウスメーカーの仕様からのLIXIL商品外し）の動きが続いたことに対し、1社集中リスクを低減するため、政策的に仕入れ先の分散を図っているため。

13/9期下期から新規連結されたインテルグローのLIXILからの仕入れ比率は70%弱とアベルコ以上に高く、下図のように14/9期にLIXIL比率が上昇しているのは、インテルグローの通期寄与によるところが大きい。今後、LIXIL比率は再び緩やかな低下傾向になると考えられる。



### 地場工務店との取引を強化中

戸建住宅事業の完成工事高の経路別内訳は、データが少し古いですが13/9期で工務店37.7%、ハウスメーカー35.9%、ゼネコン・個人・その他26.4%（以降の開示はない）。リフォーム需要の取り込み強化などのため、中小工務店の新規開拓に最も注力している。価格の高いタイルの外壁工事は主に大手ハウスメーカーからとなる。主要取引ハウスメーカーは、大和ハウス工業（1925）、パナホーム（1924）、住友林業（1911）、三井ホーム（1868）など。

### 収益構造

#### ● 収益構造

受注、売上高は、関東及び中部地方の住宅着工戸数に大きな影響を受ける。工事請負業の常として事業の収益性は必ずしも高くはないが、コストコンシヤスな経営、徹底した施工管理、信用リスク管理などにより比較的安定的に営業利益をあげている。上場以来、赤字になったのは、リーマンショックによる売上高減少に加え、ゼネコンなどの破綻による貸倒関連費用の増加が厳しかった09/9期のみで、この時も営業赤字は1.6億円に過ぎなかった。



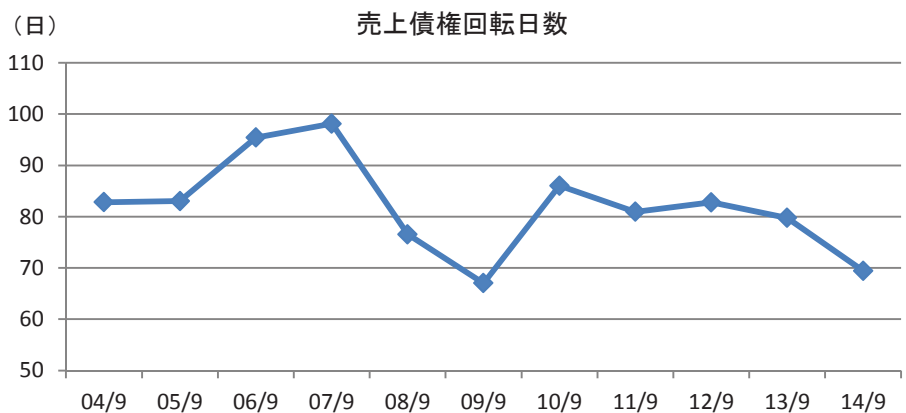
## 事業概要

安定的な営業キャッシュフローを背景に、M&A に積極姿勢

中小工務店との取引では債権回収が重要となるが、緻密な信用リスク管理、債権管理により、売上債権回転日数は概ね 80 日前後と建設業としては問題のない水準で推移しており、営業キャッシュフローは概ね安定的にプラス。

まとまった設備投資は技術研修センターやショールーム程度に限られ、恒常的に大きな設備投資は必要がない。こうしたことからフリーキャッシュフローは概ね安定的にプラスで推移しており、資金調達必要性が乏しい。結果、2015 年 3 月末では実質無借金となっている。自己資本比率は 55.7%。インテルグローの買収、連結化に伴い自己資本比率は一旦、やや低下したものの高水準を維持しており、財務の健全性は高い。建設業界においては、自己資本比率の高さが取引上の信頼の向上につながる面があるため、当社では自己資本比率 50%の維持を重要な経営指標としている。

今後も安定した営業キャッシュフロー、財務基盤を背景に機会があれば、近畿、九州における同業者やサッシ業者を対象とする M&A を行い、事業基盤を西に広げたり、重点商材を強化していきたいとしている。持株会社体制への移行には、そうした狙いもあるとみられる



(出所) 有価証券報告書をもとにTIW作成

(注) 売上債権回転日数 = (受取手形 + 売掛金 + 完成工事未収入金 - 未成工事受入金) / 売上高 × 365

戸建住宅事業の利益率は大型物件事業に比べ安定的

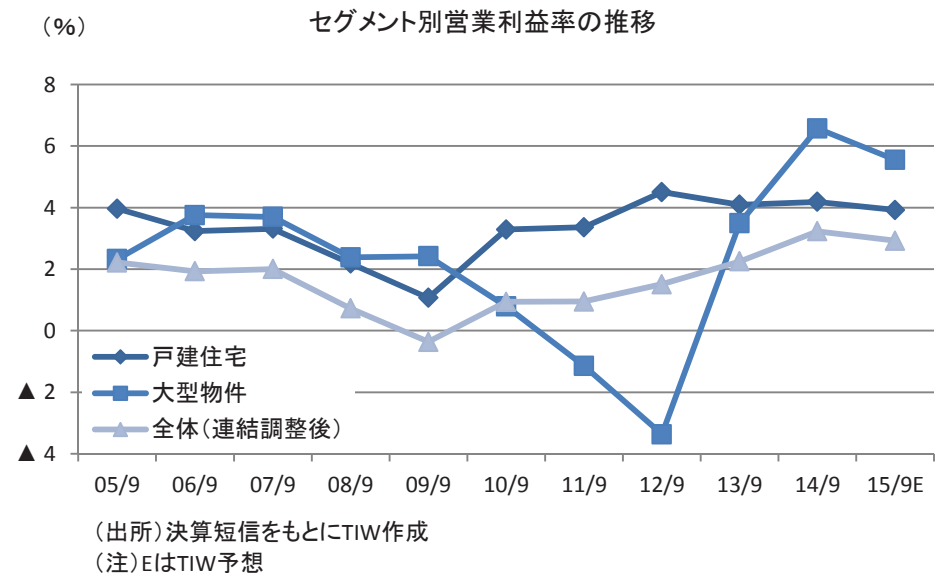
利益率は、ゼネコンの下請けとなる大型物件事業よりも戸建住宅事業の方が安定的で、総じて高い。このため工務店の新規開拓に注力するなどし、戸建住宅事業の拡大を図っている。

大型物件事業は、技能工の維持確保のための戦略的な不採算工事の受注により 11/9 期、12/9 期と赤字に陥ったが、東日本大震災後、建設投資が回復に向かい労務不足が顕在化したことを受け選別受注が可能になり、13/9 期以降、採算は急速に改善している。

## 事業概要

それでも戸建住宅事業に注力する方針には変わりはなく、大型物件事業には新たな人的資源の配賦を行っていない。

戸建住宅事業の中では外壁工事のうち高級住宅などに利用される付加価値の高いタイルの利益率が高く、安価なサイディングの利益率は低い。14/9期の戸建住宅事業における外壁工事の売上高 121 億円のうち 21.3 億円がサイディング。低単価のため、まだ売上高に占めるウエイトは限定的だが、タイルからサイディングへ需要がシフトする傾向のため、サイディングの採算性向上が重要になっており、工場でのプレカットなどの工夫を凝らしている。



### 季節要因から業績は上期偏重

例年、売上高は上期偏重の一方、販管費は下期偏重（15 頁の表参照）。売上高が上期偏重なのは、建設業にとって最大のボリューム月である 3 月を含むため。販管費が下期偏重となるのは 4 月の新卒社員入社に伴う人件費増などによる。

## 事業概要

### 小規模工事でも利益を出せるバックオフィス体制を構築

新築の戸建住宅関連工事（外壁、プレカット、水回り、木質建材など）を一括して受注すると、500～600万円になるが、一括受注できるのは、全体の2割程度しかない。工務店の信用リスクを考慮し、意図的に一部しか受注しないこともある。また、リニューアル工事が全体の2～3割程度を占めるもよう。こうしたことから戸建住宅事業の平均請負工事単価は50万円程度と小さい。このため技能工の調達はもちろんのこと、緻密な施工管理、原価管理、請求・入金・未収管理など効率的なバックオフィス体制を構築しないと利益を出すことは困難。当社では、①総合技術センターにおける未熟練外注技能工の研修実施などによる施工ミス、クレームの削減、②工事管理システム「Aceシステム」の機能の拡充、③2009年春に設立したアベルコベトナムにおける戸建住宅向け施工図面作成による人件費抑制及び発注ミス、見積書作成ミスなどの削減（施工図面なしで工事を行っている会社が多い）などに取組み、小規模工事でも利益を出せる体制を構築している。

### 工事の参入障壁は意外に高い

卸販売と請負工事では取引先が同じでも経理処理が異なるなど、作業が煩雑なこともあり、卸販売の大手企業が工事に参入しても利益が出ずに撤退するなど、参入障壁は意外に高い。

敢えて収益を上げにくいニッチ分野にフォーカスしていることが当社の最大の特徴といえよう。信用リスクの高い中小工務店の新規開拓に注力しているのはこうした戦略に沿ったものといえよう。

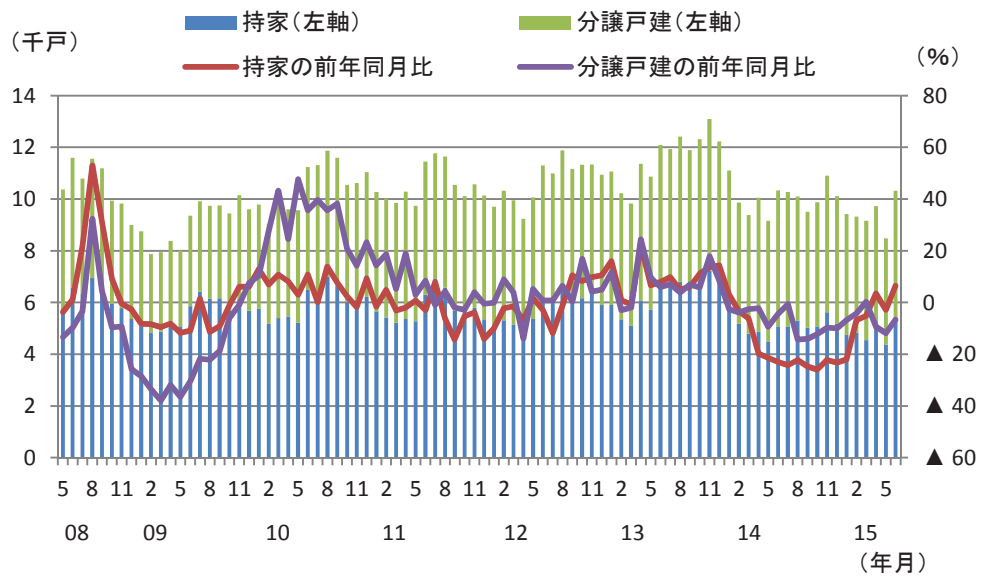


# 市場分析

首都圏の着工戸数の動向は他地域よりもやや強い

当社の主戦場であり着工戸数で全国の約3分の1を占める首都圏の動向は、他の地域よりもやや強い。富裕層が多く株高による資産効果を受けやすいことや、相続税対策のニーズが強いことなどによると考えられる。当社の業績に影響が大きい首都圏の戸建の着工戸数にフォーカスした月次の推移は下図の通りであり、やはり持家のモメンタムは上向いている。

戸建の新設着工戸数の月次推移(首都圏)



(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」をもとにTIW作成

## 業 績

売上高は期初計画未達ながら、利益は期初計画を上回った

### ● 15/9 期 2Q 累計業績解説

5月14日に発表された15/9期2Q累計(10-3月)決算は、売上高294億円(前年同期比4.9%減)、営業利益11.2億円(同19.9%減)、経常利益12.1億円(同18.1%減)、純利益7.3億円(同18.2%減)。前年同期は消費増税前の駆け込み需要で異常値となっており、反動で減収減益となったが、利益水準としてはかなり高い。

5月8日に2Q累計業績予想の修正を発表しており、その修正通りの着地。期初予想に対しては、売上高は14.9億円未達になったものの、営業利益は2.2億円、経常利益は2.4億円、純利益は2.0億円、それぞれ上回った。

期初予想の売上高は前年同期比ほぼ横ばい予想だった。小幅減収となったのは、昨年4月の消費増税後の戸建住宅の新築着工戸数減、リフォームの需要減が予想以上に厳しくなったことや、LIXILが昨年11月に建材や設備機器を値上げしたことによる売上高の嵩上げ効果がまだ特にみられなかったことによる。新築よりもリフォームの落込みが厳しかったもよう。また、アベルコよりもインテルグローの落込みが大きかったようだ。

売上総利益率は14.3%(前年同期比0.4pt減)と小幅悪化ながら想定ほどは悪化しなかった。貸倒引当金繰入額が想定0.6億円に対し▲0.39億円(前年同期は0.15億円)と戻入になるなど販管費が抑制され、営業利益は売上高の未達を跳ね返して計画を上回った。

売上総利益率が悪化したのは、前年同期に大型物件事業で売上総利益率35%程度の高採算案件があった反動による。想定ほど悪化しなかったのは、全体で減収となる中、最も利益率の高い戸建住宅事業の外壁工事の売上高が63.3億円(前年同期比3.7%増)と健闘したことなどによる。外壁工事では、株式市場が好調に推移したため資産効果により、ハウスメーカーにおいて付加価値が高く高採算のタイルの採用率が上昇した。尚、戸建住宅事業の外壁工事のうちサイディングの売上高は10.3億円(前年同期比5.1%減)だった。

新規工務店の開拓は順調

重点課題として取り組んでいる新規の工務店開拓は、2Q累計で381件(前年同期比135件増)。前年同期は駆け込み需要の対応に追われ低調だったこともあり大きく伸びた。アベルコで326件、インテルグローで55件開拓した。新規で開拓した工務店からの売上高は4.1億円(同19.7%増)となった。

通期の新規開拓目標は前期比92件増の700件(アベルコ500件、インテルグロー200件)。関連売上高は17.0億円(前期比18.4%増)を目指している。4、5月の新規開拓も順調に推移したもようで、目標は達成可能とみられる。



# 業 績

## 半期損益計算書

(単位)百万円

	10/9		11/9		12/9		13/9		14/9		15/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期CE
売上高	23,148	21,336	22,902	20,376	23,858	21,797	23,066	27,464	30,903	27,837	29,404	31,796
戸建住宅事業	17,921	16,358	19,689	17,366	20,186	18,315	20,020	23,447	26,867	24,765	25,720	27,780
完成工事高	11,988	11,155	13,784	12,481	14,025	13,173	14,476	16,293	18,762	16,996	17,825	19,075
外壁工事	3,449	3,220	4,675	4,008	4,995	4,695	5,182	5,112	6,110	6,011	6,338	6,162
住設工事	8,539	7,935	9,109	8,473	9,030	8,477	9,294	11,181	12,652	10,985	11,487	12,913
販売	5,933	5,201	5,904	4,885	6,160	5,143	5,543	7,155	8,104	7,769	7,894	8,706
建材販売	4,052	3,457	4,081	3,328	4,602	3,792	4,186	4,428	5,258	4,015	4,614	4,986
住設販売	1,881	1,744	1,823	1,556	1,558	1,350	1,357	2,727	2,846	3,754	3,280	3,720
大型物件事業(完成工事高)	5,227	4,978	3,212	3,011	3,672	3,481	3,046	4,017	4,036	3,071	3,683	4,017
タイル(外壁)工事	2,569	2,545	1,490	1,199	1,676	1,474	1,311	1,712	1,874	1,401	1,564	1,736
住設工事	2,658	2,433	1,722	1,811	1,995	2,007	1,734	2,305	2,162	1,670	2,119	2,281
売上原価	20,294	18,866	20,102	17,973	20,951	19,195	19,918	23,650	26,365	23,940	25,197	na
売上総利益	2,854	2,469	2,799	2,404	2,907	2,601	3,148	3,814	4,537	3,897	4,206	na
(売上総利益率)(%)	12.3	11.6	12.2	11.8	12.2	11.9	13.6	13.9	14.7	14.0	14.3	na
販管費	2,421	2,484	2,452	2,341	2,389	2,431	2,399	3,461	3,133	3,404	3,081	na
うち貸倒引当金繰入額	20	15	25	▲5	67	▲65	2	25	15	75	▲39	na
営業利益	433	▲16	347	62	517	171	748	390	1,404	492	1,124	376
戸建住宅事業	736	391	762	483	1,002	732	1,056	724	1,443	720	1,194	na
大型物件事業	102	▲21	▲23	▲48	▲108	▲133	127	120	309	158	261	na
連結調整額	▲406	▲385	▲390	▲373	▲376	▲428	▲434	▲455	▲348	▲386	▲332	na
営業外収益	58	60	59	55	66	59	62	131	135	125	131	na
営業外費用	10	9	9	8	9	9	8	52	58	50	42	na
経常利益	481	35	397	109	574	220	802	468	1,481	567	1,212	438
特別利益	18	6	33	66	0	0	42	▲41	32	15	1	na
特別損失	63	42	5	34	32	1	1	1	0	24	19	na
税金等調整前当期純利益	436	▲1	426	140	541	220	842	426	1,513	557	1,195	na
法人税等	240	32	222	67	255	151	366	207	614	292	460	na
当期純利益	196	▲34	203	73	285	70	476	206	898	266	734	176

## 前年同期比増減

(単位)%

	10/9		11/9		12/9		13/9		14/9		15/9	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期CE
売上高	▲10.5	9.3	▲1.1	▲4.5	4.2	7.0	▲3.3	26.0	34.0	1.4	▲4.9	14.2
営業利益	48.5	赤縮	▲19.7	黒転	48.8	175.8	44.8	128.1	86.2	26.2	▲19.9	▲23.6
経常利益	38.7	黒転	▲17.5	211.4	44.4	101.8	39.7	112.7	84.6	21.2	▲18.1	▲22.8
純利益	110.1	赤縮	3.6	黒転	40.4	▲4.1	66.7	赤転	88.7	29.1	▲18.2	▲33.8

(出所)決算短信、会社資料をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想

13/9期下期からインテルグローが新規連結

通期でも売上高は  
期初計画下振れ、  
利益は上振れとな  
ろう

### ● 15/9 期業績予想

通期会社業績予想は期初予想が据置かれている。14/9 期の売上高水準が駆け込み需要によって高かったにもかかわらず、前期比 4.2%増収計画としていた要因には、①2015 年 10 月の消費増税を前提に再び駆け込み需要が発生すると見込んでいた、②LIXIL の商材値上げに伴う売上高の嵩上げ効果を織り込んでいた(利益には中立)、がある。

しかし、消費増税は 2017 年 4 月からとなり当期に駆け込み需要は発生しなくなった。また、LIXIL の値上げに伴う売上高の嵩上げ効果は足元でも特に確認できないもよう。売上高の通期計画達成のためには、下期の売上高 317 億円(前年同期比 14.2%増、上期比 8.1%増)が必要だが、4~5 月の受注高は前年同期比微増にとどまったもよう。引続き消費増税の影響が尾を引き、リフォームが特に苦戦しているようだ。

また、大型物件事業において労務不足による前工程の遅れから期ずれが発生する可能性もある。今後、戸建住宅の着工戸数の回復傾向を受け、新築関連を中心に戸建住宅事業の受注回復が期待されるものの、通期の売上高は計画を30億円程度下回り、前期比微減の580億円余りとどまるとみる。

一方、売上総利益率が高水準を維持できそうなことや、期初で70億円程度を見込んでいた販管費が63億円強にとどまるとみられることから、営業利益は計画の15.0億円（前期比20.9%減）を上回り、17億円程度で着地するとみる。販管費が計画を下回りそうなのは、①貸倒引当金繰入額が想定の1.2億円に対し、通期でも戻入になりそうなこと、②人員採用が採用難から計画未達になりそうなことによる人件費の下振れ、などによる。

減配幅縮小の可能性が  
あろう

通期の配当予想は前期比6円減配の22円（中間配当は1円減配の11円だった）。当社は配当性向の目標を25%以上としており、今期は会社業績予想をベースにすると28.0%（前期は27.8%）となる。仮にTIW業績予想のように利益が上振れ、配当性向を28%前後とすると24円程度に上方修正される可能性があろう。

戸建の着工戸数の回復傾向を前提に  
小幅増収増益を予想する

● 16/9期業績予想

消費再増税は2017年4月からとなったため、経過措置により半年前の2016年9月末までに工事請負契約を交わすと現行の8%の消費税率が適用される。このためハウスメーカーなどでは2016年夏頃に駆け込み需要が前回ほどではないにしても再発生するだろう。その場合でも、当社の業績に寄与するのは17/9期となる。

LIXILの商材の値上げに伴う売上高の嵩上げ効果はこれまでのところ明確にはみられない。当社との仕切り価格には余り影響を与えていないのかもしれないが、TIW業績予想ではこの嵩上げ効果をほとんど見込まなかった。

堅調な株式市場、雇用・所得環境の回復傾向などを受け、戸建の着工戸数やリフォーム需要が緩やかに回復するとみる。こうした外部環境の好転に加え、引続き新規工務店の開拓や重点商材の拡大などを図ることで、前期比小幅増収を確保すると予想する。

売上総利益率に大きな変化はないとみられる。販管費は貸倒引当金が戻入から繰入に転じるとみられることや、人員増に伴う人件費増などにより増加するだろうが、増収効果で吸収し、小幅営業増益を予想する。法人減税により最終増益率はやや高くなるだろう。

M&Aを模索しているようだが、TIW業績予想ではM&Aの可能性を織り込んでいない。

# 業 績

## 損益計算書

(単位)百万円

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9	15/9CE	15/9E	16/9E
売上高	50,815	45,383	44,484	43,278	45,655	50,530	58,740	61,200	58,300	61,900
戸建住宅事業	38,470	35,173	34,279	37,055	38,501	43,467	51,632	53,500	51,300	54,300
完成工事高	23,353	22,055	23,143	26,265	27,198	30,769	35,758	36,900	35,400	37,300
外壁工事	7,047	6,338	6,669	8,683	9,690	10,294	12,121	12,500	12,400	13,100
住設工事	16,305	15,717	16,474	17,582	17,507	20,475	23,637	24,400	23,000	24,200
販売	15,116	13,116	11,134	10,789	11,303	12,698	15,873	16,600	15,900	17,000
建材販売	11,177	9,376	7,509	7,409	8,394	8,614	9,273	9,600	9,000	9,700
住設販売	3,939	3,740	3,625	3,379	2,908	4,084	6,600	7,000	6,900	7,300
大型物件事業(完成工事高)	12,345	10,210	10,205	6,223	7,153	7,063	7,107	7,700	7,000	7,600
タイル(外壁)工事	6,751	5,103	5,114	2,689	3,150	3,023	3,275	3,300	3,000	3,400
住設工事	5,593	5,107	5,091	3,533	4,002	4,039	3,832	4,400	4,000	4,200
売上原価	45,162	40,095	39,160	38,075	40,146	43,568	50,305	na	50,270	53,400
売上総利益	5,652	5,287	5,323	5,203	5,508	6,962	8,434	na	8,030	8,500
(売上総利益率)(%)	11.1	11.6	12.0	12.0	12.1	13.8	14.4	na	13.8	13.7
販管費	5,285	5,453	4,905	4,793	4,820	5,860	6,537	na	6,330	6,700
うち貸倒引当金繰入額	411	421	35	20	2	27	90	na	▲ 60	50
営業利益	367	▲ 165	417	409	688	1,138	1,896	1,500	1,700	1,800
戸建住宅事業	840	376	1,127	1,245	1,734	1,780	2,163	na	2,000	2,150
大型物件事業	294	247	81	▲ 71	▲ 241	247	467	na	400	450
連結調整額	▲ 767	▲ 788	▲ 791	▲ 763	▲ 804	▲ 889	▲ 734	na	▲ 700	▲ 800
営業外収益	139	121	118	114	125	193	260	na	250	250
営業外費用	26	18	19	17	18	60	108	na	100	100
経常利益	480	▲ 62	516	506	794	1,270	2,048	1,650	1,850	1,950
特別利益	6	12	24	99	0	1	47	na	10	10
特別損失	8	70	105	39	33	2	24	na	20	10
税金等調整前当期純利益	477	▲ 120	435	566	761	1,268	2,070	na	1,840	1,950
法人税等	295	45	272	289	406	573	906	na	820	820
当期純利益	182	▲ 165	162	276	355	682	1,164	910	1,020	1,130

## 前期比増減

(単位)%

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9E	15/9CE	15/9E	16/9E
売上高	▲ 2.3	▲ 10.7	▲ 2.0	▲ 2.7	5.5	10.7	16.2	4.2	▲ 0.7	6.2
営業利益	▲ 64.7	赤転	黒転	▲ 2.1	68.0	60.1	66.6	▲ 20.9	▲ 10.3	5.9
経常利益	▲ 58.3	赤転	黒転	▲ 2.0	57.0	59.9	61.2	▲ 19.4	▲ 9.7	5.4
純利益	▲ 70.6	赤転	黒転	70.2	28.3	92.3	70.5	▲ 21.8	▲ 12.4	10.8

## 諸指標

(単位)%

	08/9	09/9	10/9	11/9	12/9	13/9	14/9E	15/9CE	15/9E	16/9E
自己資本比率	52.4	57.7	57.7	59.0	58.3	51.3	53.3	na	55.6	57.5
総資産経常利益率	1.9	▲ 0.3	2.3	2.3	3.5	5.0	7.2	na	6.4	6.6
ROE	1.4	▲ 1.3	1.3	2.1	2.7	4.9	7.8	na	6.3	6.7

(出所)決算短信、会社資料、有価証券報告書をもとにTIW作成

(注)CEは会社予想、EはTIW予想

7539 アイホ®HD 東証 週定 12/7/30~15/8/3  
 日付:15/08/04 始:806,高:807,安:806,現値:807,+1,出来高:0.5  
 MC:ロツク定,単純移動平均[13]-----[26]-----,MA13:770.38,MA26:740.38  
 S1:出来高[13]-----[26]-----,V:7.8,MA13:53.369,MA26:44.127



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。

上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。

上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2012/9	2013/9	2014/9	2015/9 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	395	610	895	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	266	309	515	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	695.92	1,251.00	3,655.08	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	45,655	50,530	58,740	58,300
	営 業 利 益	百万円	688	1,138	1,896	1,700
	経 常 利 益	百万円	794	1,270	2,048	1,850
	当 期 純 利 益	百万円	355	682	1,164	1,020
	E P S	円	33.42	61.97	100.65	88.19
	R O E	%	2.7	4.9	7.8	6.3
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	17,529	20,705	21,658	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	5,305	7,334	7,239	-
	資 産 合 計	百万円	22,835	28,040	28,897	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	8,836	12,283	12,232	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	691	1,382	1,271	-
	負 債 合 計	百万円	9,527	13,665	13,503	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	13,287	14,312	15,199	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	13,307	14,374	15,394	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	77	3,229	1,365	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-387	239	-74	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-135	-1,344	-784	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	4,567	6,691	7,198	-

## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ● 事業に関するリスク

- 技能工不足による外注労務費の高騰。特に外での作業となる外壁工事の技能工の高齢化、不足は構造的な問題。
- 取引先の信用リスク。小規模の工務店、一人親方との取引が多いため、初期与信、工事代金回収などの途上与信管理を怠ると不良債権が発生する恐れがある。
- 付加価値が高く利益率の高いタイル工事から安価で利益率の低いサイディング工事への移行の進展。
- 当社の基盤とする首都圏では、少子高齢化の進展などにより戸建住宅よりもマンションを選好する傾向がみられ、戸建住宅に注力する当社には長期的にマイナスに働く可能性がある。
- 商材の仕入額の約40%がLIXILからの仕入れとなっているため、工場の被災など何らかの要因により同社との取引が不能になった場合、事業の遂行に影響が出る可能性がある。尚、LIXILグループの不正会計問題は当社の事業、業績に特段の影響を与えないとみられる。

### 業界に関するリスク

#### ● 業界に関するリスク

- 国内の景気回復や米国の利上げなどを契機とした長期金利（住宅ローン金利）の上昇、2017年4月に予定される消費増税などによる戸建住宅の着工戸数の低迷。
- 株式市場の急落による消費者心理の悪化、逆資産効果による住宅市場の冷え込み。
- 少子高齢化の進展、人口の減少による中長期的な住宅需要の減少。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティール・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ [http:// www. jpx. co. jp/ listing/ reports/ analyst- report/ 03. html](http://www.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html)