

# 日股の一千零一夜

## ハビックス HAVIX CORPORATION

証券コード：3895.T

ユニ・チャームとともに、  
次の成長ステージへ

Together with Unicharm,  
Toward the Next Growth Stage



洛水株式会社 × JNJ株式会社 联合出品

Jointly Produced by Rakusui Co., Ltd. and JNJ Co., Ltd.

## 日本株の一千零一夜

### 第一夜 ハビックス

#### 3895.T | 地方不織布メーカーのサプライチェーン高度化

株式会社 JNJLEE

著者：李 奮 (リ フン)

電話：+81-03-6629-3368

E-mail: raphael@jnilee.co.jp

洛水株式会社

著者：喬 佳木 (キョウ カボク)

電話：+81-03-6820-9615

E-mail: joseph@rakusui.jp

項目	データ	項目	データ
時価総額	33.85 億円	発行済株式数	817.53 万株
売上高	121.10 億円	株価	414 円
調整後純利益	5.47 億円	純利益成長率	-16.20%
浮動株比率	95.85%	PE(TTM)	7.8
予想 PER (2027 年)	12.54	予想 PER (2028 年)	13.52
PB(MRQ)	0.42	EBITDA	6.82 億円
配当利回り (2026 年)	3.86%	配当利回り (2027 年)	3.86%
ネット D/E レ シオ	-0.13	EPS(TTM)	69.91 円
予想 EPS (2026 年)	53.6 円	予想 EPS (2027 年)	42.1 円

レポート作成日：

2026 年 6 月

## 1. 企業の基本像：典型的な日本の地方製造業企業

ハビックス (3895.T) は、日本の地方製造業企業として典型的な特徴を備えている。本社は岐阜県にあり、歴史的には地域の製紙会社としての色彩が強い。会社は1950年に設立され、1952年に福村製紙株式会社へ商号変更し、1993年のCI改革に伴って「福村製紙」から「ハビックス」へ改称した。

この社名変更には重要な意味がある。日本の地方に根差す同族企業が創業家の姓を冠した旧社名を手放すことは、単なるブランド調整ではなく、戦略の転換を示す場合が多い。ハビックスは伝統的な製紙会社から、不織布、衛生用紙、パルプ関連素材、新素材へと事業領域を広げ、地域製紙会社から現代的な衛生材料メーカーへ転換してきた。

事業構造を見ると、中核は不織布、衛生用紙、パルプ関連素材である。製品は紙おむつ、衛生用品、医療材料、産業用フィルター、食品包装関連素材などに用いられる。市場で最も注目される成長分野ではないが、目立たない製品であっても顧客のサプライチェーンに入れば関係が長期安定するという、日本製造業の「隠れた優良企業」に共通する性格を持つ。

素材サプライヤーは顧客の定着性が高い。大手顧客の供給網に採用された後でサプライヤーを変更するには、試験、認証、品質安定性の再確認が必要となり、最終製品にもリスクが生じ得る。そのため、市場の注目度が低くても、優良顧客との取引関係は長年継続する可能性がある。

## 2. 株主構成：地域金融、創業家、経営の功労者、事業会社資本が形成する安定構造

ハビックスの株主構成は、日本の地方中小上場企業に典型的である。株主には十六銀行、岐阜信用金庫、大垣共立銀行などの地域金融機関が含まれ、いずれも岐阜地域の重要な金融基盤である。

この構造は、担保処分や債務執行によって銀行が受動的に株式を取得した結果というより、長期取引関係、メインバンク制、地域資本の連携によって形成された可能性が高い。日本の企業金融では、銀行との関係は融資だけでなく、手形・設備金融、危機時の支援、長期的な経営支援に及ぶ。銀行による取引先株式の保有は、関係維持、株主構成の安定、敵対的買収の抑止、継続取引の確保を目的とする政策保有であることが多い。

融資の不履行で銀行が株式を取得した場合、通常は一行が突然大口株主となり、異常に高い比率を保有した後、段階的に売却する形が見られる。ハビックスでは複数の地域金融機関が長期にわたり一定比率を保有しており、地域金融エコシステムによる地元製造業への継続支援を示している。

地域銀行に加え、ハビックスには明確な同族企業の性格がある。旧社名の福村製紙は、福村家が創業と承継を担ってきたことを示唆する。現在も福村大介氏、福村善光氏らが株主に名を連ね、社長も福村大介氏であることから、福村家と会社の歴史的関係は強い。

酒井正吾氏の持株と歴史的役割にも注目すべきである。同氏は1974年に入社し、常務、副社長、社長などを歴任した。外部から招聘された一般的なプロ

経営者というより、創業家と共に会社の転換を推進してきた経営の功労者とみられる。創業家が承継と支配を担い、長期在籍の経営者が執行、管理体制、事業転換を担う構造は日本企業では珍しくない。

株主構成は三層に整理できる。第一は福村家による創業の継承、第二は酒井系による長期的な経営執行、第三は地域銀行や丸紅など外部資本による金融・産業面の支援である。この構造は高い安定性をもたらす一方、株式流動性の低さや市場の注目不足につながる可能性もある。

### 3. 丸紅の持株が示す意味：単なる投資ではなくサプライチェーン上の関係

ハビックスの株主構成において、丸紅の持株は重要な手掛かりである。大手総合商社である丸紅は、通常の短期的な財務投資家ではない。総合商社が中小製造業の株式を保有する場合、原材料調達、販売経路、事業連携、歴史的な資本関係が背景にあることが多い。

丸紅は長年ハビックスの上位 10 株主に入り、持株比率は概ね 4%前後で推移している。ゼロから突然参入した形跡や大幅な増減は見られず、短期投資ではなく長期の戦略保有と考えるのが自然である。

丸紅の資料では、ハビックス株 340,000 株を保有し、前期も同数で、少なくとも直近二期は変化していない。さらに、ハビックスを Forest Products 部門におけるパルプの重要取引先と位置付け、紙おむつなど衛生材料市場の拡大を見込み、関係を重視している。

したがって、丸紅の持株は通常の株式投資というより、パルプ供給網と衛生材料事業の拡大戦略に結び付く可能性が高い。ハビックスは不織布、衛生材料、パルプ関連製品を手掛け、丸紅は木材パルプ、紙関連素材、化学繊維、世界的な供給網の構築に強みを持つ。両社には上流原料と下流製造を結ぶ自然な取引関係がある。

丸紅の存在は、ハビックスの産業チェーン上の位置を明確にする。同社は孤立した地方企業ではなく、丸紅のパルプ・衛生材料ネットワークに組み込まれた製造拠点である。この点は、長期安定性と将来の拡張可能性を評価するうえで重要である。

#### 4. ユニ・チャームとの結び付き：投資ストーリーの中核

ハビックスで最も注目すべき点は、ユニ・チャームとの関係が深まっていることである。2025年3月期には、主要販売先であるユニ・チャームプロダクツ向け売上が約22%を占めた。販売先が広く分散した素材会社ではなく、日本の大手衛生用品企業の供給網にすでに組み込まれている。

ユニ・チャームは日本およびアジアを代表する消費財企業で、ベビー用紙おむつ、生理用品、成人ケア用品、ペットケア用品などを展開する。主要ブランドにはMamyPoko、SOFY、Lifree、DeoSheet、銀のスプーン、AllWellなどがある。成長は日本市場だけでなく、アジア、東南アジア、インドの人口動態、ペットケア市場の拡大とも密接に関係する。

ハビックスにとって、ユニ・チャームとの緊密な関係は両刃の剣である。

一方で、ユニ・チャームは極めて価値の高い顧客である。供給網への参加を継続できれば、受注の安定性と将来の事業可視性が高まる。衛生用品やペットケア用品は需要に一定の底堅さがあり、安定した供給関係は長期協力につながり得る。

他方で、顧客集中はリスクである。ユニ・チャームプロダクツはすでに売上の重要部分を占める。新工場稼働後に関連売上の比率がさらに高まれば、ハビックスはユニ・チャームの準専属サプライヤー、あるいは準専属工場に近づく。販売数量のリスクは低下するが、交渉力は顧客側に一段と傾く可能性がある。

今後の核心は受注の有無ではなく、十分な利益率を確保できるかである。加工マージンが薄ければ、売上は増えても利益の伸びは限定される。技術、安定



品質、製造ノウハウによって適正な収益を得られれば、素材供給会社から安定性の高い衛生用品製造拠点へ発展する余地がある。

JNJ & Rakusui

## 5. 44 億円の新工場：会社の転機

最大の重要案件は、ユニ・チャームプロダクツとの基本合意と新工場建設計画である。新工場ではユニ・チャームが販売するペットケア商品の一部を生産し、2027 年 4 月の稼働を予定する。製品は全量をユニ・チャームプロダクツが買い取り、初期投資は約 44 億円である。

これは通常的能力増強ではなく、事業モデル高度化のシグナルである。従来の紙、不織布、衛生材料の供給から、完成品加工や衛生用品の受託製造へ進み、サプライチェーン上流の素材分野から下流の製造工程へ領域を広げる。

量買い取りにより、将来の販売数量には高い可視性がある。中小製造業が大規模投資に先立ち、大手顧客から長期受注の裏付けを得ることは重要な安全網となる。

同時に、これは非常に大きな賭けでもある。44 億円は地方中小企業にとって巨額であり、一顧客、一製品分野、一生産ラインに多額の資本を投じる。成功すれば衛生用品の製造プラットフォームへ進化できるが、採算が低ければ減価償却費と資金調達負担が利益を圧迫する。

新工場は投資判断の分水嶺である。市場が同社を引き続き目立たない地方製造株と見るのか、ユニ・チャームのペットケア供給網における重要な製造拠点と再定義するのかを左右する。

## 6. ペットケア：企業価値の可能性を広げる分野

新工場がユニ・チャームのペットケア商品の一部を生産する点は重要である。日本では子どもの減少とペットの家族化が同時に進み、ペットケア、衛生用品、フード、関連消耗品市場への関心が高まっている。

ペットシートや衛生・ケア消耗品は、乳幼児用品と同様に、家庭で使用習慣が定着すると継続購入されやすい。ユニ・チャームは日本のペット衛生用品市場の主要企業であり、ペットケア事業には長期成長の物語がある。

ハビックスが市場から再評価される可能性は、不織布やパルプ素材だけでなく、ユニ・チャームを通じてペットケア産業チェーンへ高度化する点にある。素材株が紙や不織布を販売するのに対し、ペットケア商品はペットの家族化や情緒的価値を取り込むため、評価の論理が異なる。

市場が同社を通常の素材企業と定義し続ければ、低評価が長期化し得る。一方、ユニ・チャームのペットケア供給網関連銘柄と認識されれば、注目度と評価レンジが変化する可能性がある。

## 7. 環境循環での協業：単純な調達関係ではない

新工場以外にも、両社には資源循環分野での協業実績がある。2023年には使用済み紙おむつから再生パルプを共同開発し、紙おむつ用原紙の供給に活用した。

これは通常の購買関係ではなく、共同開発型の関係に近い。一般の素材サプライヤーは注文に応じて納品するが、共同開発は顧客が供給者の技術力、素材理解、安定生産、長期協力を高く評価していることを示す。

ユニ・チャームが協力をさらに深めた理由もここにある。安価な工場を一時的に探したのではなく、既存の協力基盤と素材経験を持つサプライヤーを、より深い製造工程へ取り込んでいる。

この点は技術協力と顧客定着性を裏付ける。ただし、資源循環事業の商業規模と利益寄与は引き続き確認が必要で、直ちに業績成長と同一視すべきではない。

## 8. 資金調達と財務負担：なお残る重要な不確定要因

44 億円の新工場を巡る最大の未解決問題は資金源である。公表内容は土地、建物、設備を含む初期投資約 44 億円とするだけで、銀行借入と自己資金の比率、増資の有無、丸紅の関与、ユニ・チャームによる前払いや支援は明らかでない。

全額を自己資金で賄う可能性は低い。地方中小企業には非常に重い投資であり、銀行借入を中心に、補助金、自己資金、長期購入契約などを組み合わせる形が現実的である。

株主には十六銀行、大垣共立銀行、岐阜信用金庫などが含まれる。これらは株主であるだけでなく、拡張時の資金支援者となる可能性がある。新工場の全量をユニ・チャームプロダクツが買い取るため、将来キャッシュフローの予測可能性が高く、地域銀行にとって融資の論理を構築しやすい。

ユニ・チャームが直接出資するとの明確な証拠はない。ただし、直接出資がなくても、長期購入保証や最低購入量の契約によってハビックスの信用力を補完し得る。日本の大企業は、直接出資ではなく長期調達関係を通じてサプライヤーの銀行融資を支える場合がある。

丸紅の融資参加を示す証拠も不足している。ただしパルプ供給網で関係があるため、原料調達や供給網の設計で引き続き役割を果たす可能性はある。

44 億円投資をすでに完全に安全とみなすべきではない。銀行借入の比率、補助金の可能性、自己資金への圧力、ユニ・チャームの長期購入保証、稼働後利益による減価償却費と金融費用の吸収力を継続的に確認する必要がある。

## 9. 財務の観察時期：通期決算を待たず四半期ごとに判断可能

新工場は2027年4月に稼働予定である。3月決算のため、2028年3月期には2027年4月から2028年3月までの通年稼働が含まれ、年間の全体像は同年度の決算で把握できる。

しかし投資判断では通期決算を待つ必要はない。建設開始後の各四半期から、貸借対照表と損益計算書への影響を段階的に確認できる。

建設段階では、有形固定資産、建設仮勘定、土地、建物、機械設備の増加と、有利子負債の動きを見る。借入が大幅に増えれば、資金調達負担がすでに貸借対照表に表れていることになる。

稼働前後には支払利息と金融費用の変化が重要である。借入依存が高い場合、売上寄与が本格化する前に金融費用が増える可能性がある。

2027年4月の稼働後は四半期売上高と営業利益率を重点確認する。2027年6月の第1四半期で売上変化を初期確認し、9月の第2四半期で利益率を見極め、12月の第3四半期までに「売上も利益も増える」のか、「売上だけが急増して利益が増えない」のかを概ね判断できる。

したがって2027年4月は観察開始ではなく、検証の重要節目である。追跡は2026年の建設・設備投資開始段階から行うべきである。

## 10. バリュエーション再評価の論理：市場が会社をどう定義するか

核心は単に割安かどうかではなく、市場が最終的にどの種類の会社と定義するかである。企業の位置付けが異なれば、妥当な評価レンジも大きく異なる。岐阜の地方製紙会社、不織布素材会社、目立たない小型製造株と見なされ続ければ、低評価でも長期に注目されない可能性がある。割安であること自体は上昇要因ではない。

新工場が順調に稼働し、ユニ・チャームと長期的に結び付く安定 OEM キャッシュフロー企業と認識されれば、評価の枠組みは変わる。通常の素材株だけでなく、長期受注、安定キャッシュフロー、大口顧客との関係が評価される。さらにペットケア産業チェーン関連銘柄と理解されれば可能性は広がる。ペットケア、衛生用品、高齢化、家計消費、情緒的価値といったテーマは日本市場で注目を集めやすく、「紙と不織布を売る会社」から「ペットケア・衛生消費財の供給網を支える会社」へ見方が変わり得る。

最も楽観的なシナリオでは、衛生用品の加工能力を他の顧客にも展開し、単一顧客依存から幅広い製造プラットフォームへ進化する。ただし現時点では長期的な可能性であり、追加の証拠が必要である。

再評価の鍵は現在の倍率ではなく、地方製紙会社から素材サプライヤーへ、素材サプライヤーからユニ・チャームの製造拠点へ、さらに単一顧客拠点から広範な衛生用品製造プラットフォームへと企業の役割が変化するかである。

## 11. 主要リスク：顧客集中と低採算受託製造

最大のリスクは受注不足ではなく、受注の集中と利益率の不確実性である。

ユニ・チャームプロダクツはすでに主要顧客で、新工場の全製品も同社が買い取る。依存度はさらに高まる可能性がある。強い消費財企業との集中取引は受注安定性を高めるが、強い顧客は一般に大きな交渉力を持つ。

受託加工料が薄ければ、売上が大幅に増えても営業利益率は改善しない。新工場の減価償却費や金融費用が高ければ、増収が増益に結び付かない可能性もある。

ハビックスは、小型の隠れた優良企業になるのか、ユニ・チャーム向けの低採算工場になるのかという問いに答えなければならない。

隠れた優良企業という見方を支えるのは、既存の素材供給基盤、ユニ・チャームとの協業実績、共同開発と一貫生産への進展である。

低採算受託製造のリスクを示すのは、新工場の全量をユニ・チャームプロダクツが買い取るほど顧客との結び付きが深く、交渉力が下流の大口顧客に偏り得る点である。

判断基準は明確である。増収と同時に営業利益と営業利益率が改善すれば隠れた優良企業の論理が強まり、売上だけが増えて営業利益が伸びない、または利益率が低下すれば低採算化のリスクが顕在化したと判断できる。

## 12. 株価サイクル：底値形成局面だがブレイクアウトは未確認

テクニカル面では、大きなサイクルの右肩下がりが終盤に近づき、月足・週足で底値を形成する局面にあるが、明確なブレイクアウトにはまだ入っていない。

株価は 2017 年に大サイクルの高値を形成した。その後も複数回反発したが過去の高値には近づかず、長期サイクルは減衰振動の状態にある。近年は相対的な安値圏で反復し、過去最安値付近まで再下落せず、底値での吸収と横ばい整理の兆候を示す。

従来設定した三つのブレイクアウト水準は、週足が低注目の横ばい圏を離れ始める 514 円、月足トレンドが再始動する 690 円、年足の減衰構造が明確に崩れる 995 円である。

これらを突破するまでは、トレンドが確認された強い銘柄ではなく、安値圏で先回りする対象と捉える方が適切である。株価はユニ・チャームとの関係、新工場、ペットケア OEM という新たなファンダメンタルズを十分に織り込んでいない。

現段階の投資はトレンド追随ではなく、会社の位置付けを変え得る事業イベントへの先行投資である。真の確認には、ファンダメンタルズの進展とテクニカルなブレイクアウトの双方が必要となる。

### 13. 中間結論：サプライチェーン高度化のオプションを持つ地方小型株

総合すると、ハビックスは単なる小規模不織布会社ではなく、サプライチェーン上の役割を高度化できる選択肢を持つ日本の地方小型製造株である。

基盤には、福村家による創業と承継、酒井系による長期経営と転換の実行、岐阜の地域金融エコシステム、丸紅とのパルプ供給網・事業資本関係、下流の大口顧客で将来成長を担うユニ・チャームがある。

最も重要な変化は、伝統的な素材サプライヤーから、ユニ・チャームのペットケア・衛生用品製造拠点へ進むことである。44 億円の新工場が中心的イベントであり、成功すればユニ・チャーム供給網関連銘柄、さらにはペットケア産業チェーン銘柄と再定義され得る。失敗または低採算なら、売上だけが拡大して利益が増えない受託製造の拡張にとどまる。

調査の重点は「低評価」から「企業の位置付けの変化」へ移すべきである。割安さは背景にすぎず、将来株価を決めるのは、新工場とユニ・チャームとの関係を通じて事業モデルを高度化できるかである。

今後、最も重要な確認事項は次の三点である。

第一に、新工場の建設と 2027 年の稼働が順調に進むか。

第二に、稼働後の売上成長が営業利益の成長へ転換するか。

第三に、ユニ・チャームとの結び付きが競争優位を強めるのか、交渉力を弱めるのか。

これらが前向きに確認されれば、目立たない地方製造株から評価見直し局面へ進む可能性がある。確認できなければ、低評価、低流動性、低利益率の小型



製造株に長期停滞するリスクが高まる。

JNJ & Rakusui

## 14. テクニカル指標

### 1) 株価の長期推移

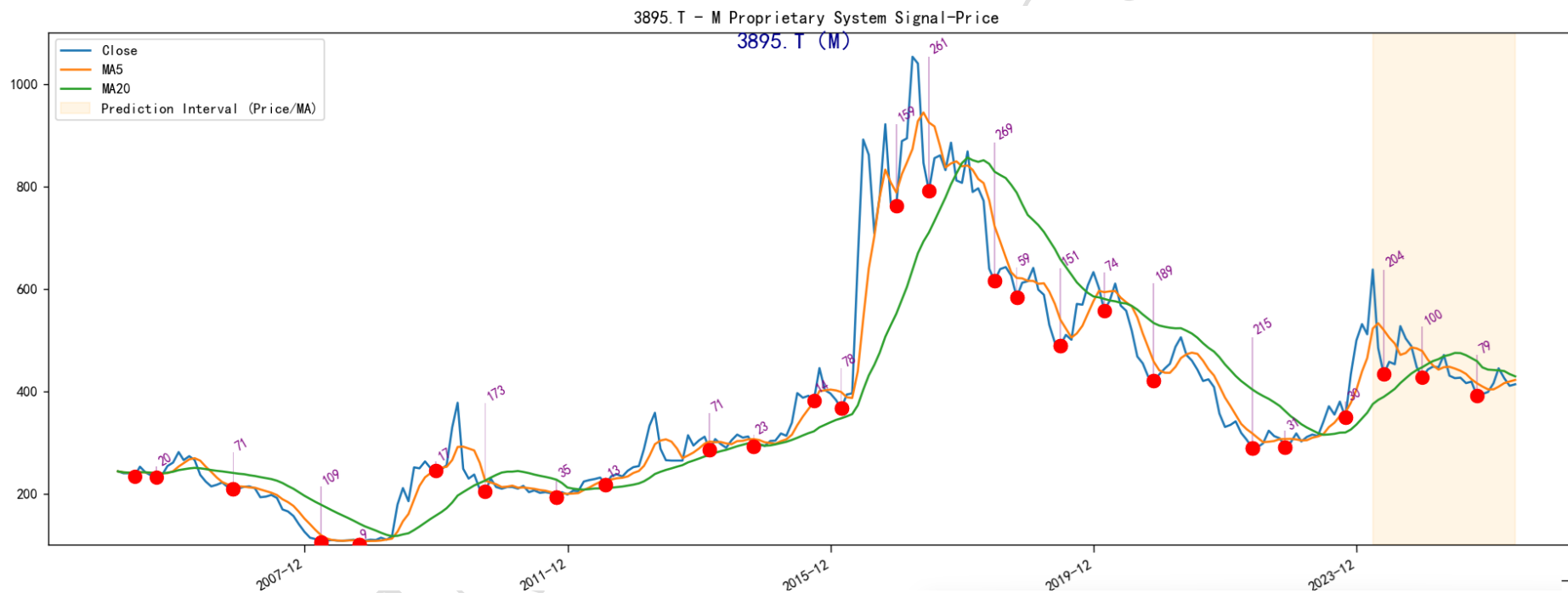
ハビックス (3895.T) 株価の長期推移



出所：会社四季報

## 2) 定量モデル

### 洛水-JNJ 独自開発モデルの検証結果



## 免責事項

本レポートの情報は公開資料に基づく。著者は情報の正確性および完全性を保証せず、記載された情報や見解が将来変更されないことも保証しない。

**本レポートは特定顧客との情報共有のみを目的とする。証券、債券、外国為替、デリバティブその他の具体的な金融商品への言及は分析手法を説明するための例示であり、個別の投資助言を構成しない。**

著者は客観的かつ公正な記述に努めているが、見解、結論、提案は参考情報にすぎない。本レポートの情報および意見は、株式、債券、デリバティブその他の商品の売買の申込みまたは勧誘を構成しない。本レポートに基づく投資判断は投資家自身の責任で行われ、会社および著者はその利用により生じた損失について責任を負わない。投資家は取引に伴うリスクに十分留意されたい。