

## フジコー

2405 東証マザーズ

2015年9月29日（火）

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

### 企業調査レポート

執筆 客員アナリスト  
柴田 郁夫

## ■ 森林資源を活用したバイオマス発電事業にも参入し成長を加速

フジコー<2405>は、建設工事現場で発生する木くずやがれき等の産業廃棄物を中心とした各種廃棄物の中間処理（破碎、焼却等）を主力に、白蟻防除及び老朽家屋等の解体工事も手掛ける。また、建設系廃棄物を原料としたバイオマス発電にも注力している。許可品目の多さや多様な廃棄物の取扱い、最新鋭の処理施設と技術の導入などに強みを有する。「住まいと環境を守る」を経営理念に掲げ、害虫駆除から各種廃棄物のリサイクル事業、さらには自然エネルギーへの展開など、創業以来、社会的貢献度の高い事業を手掛けてきた。今後は、これまでの技術やノウハウを生かして、森林資源を活用したバイオマス発電事業（森林発電事業）にも参入し、電力小売事業とともに同社の成長を加速させる計画である。

2015年6月期の業績は、売上高が前期比1.3%増の2,566百万円、営業利益が同3.2%減の343百万円と緩やかな増収ながら減益となった。期初計画との対比でも、売上高で上回ったものの、営業利益では下回る着地であった。ただ、売上高は6期連続の増収を継続しており、森林発電事業への先行費用等により減益となったことを除けば、業績は総じて堅調に推移しているとみていだろう。主力の建設系リサイクル事業が、受入単価の向上や売電売上の伸長により増収に寄与した。

2016年6月期の業績予想について同社は、売上高が前期比7.5%増の2,760百万円、営業利益が同1.8%増の350百万円と増収増益を見込んでいる。既存事業がおおむね堅調に推移する一方、今期より営業を開始する森林発電事業が業績の伸びに寄与する見通しである。もっとも、森林発電事業の発電施設は計画どおり2016年2月に完成するものの、本格稼働は5月頃を想定しており、本格的な業績貢献は2017年6月期以降となるもようである（今期は2ヶ月間程度の業績寄与となる想定）。

同社の成長戦略の軸となる森林発電事業は、自然エネルギーによるCO2削減や循環型経済社会の構築に向けた貢献はもちろん、地域で発生する木材を燃料として、地元で発電を行い、地元で電力を供給することによる地産地消と雇用創出を実現する先駆的な事業モデルである。したがって、その立ち上がりを見守るとともに、そこから得られる安定的な収益の活用を含め、今後の事業展開にも注目したい。

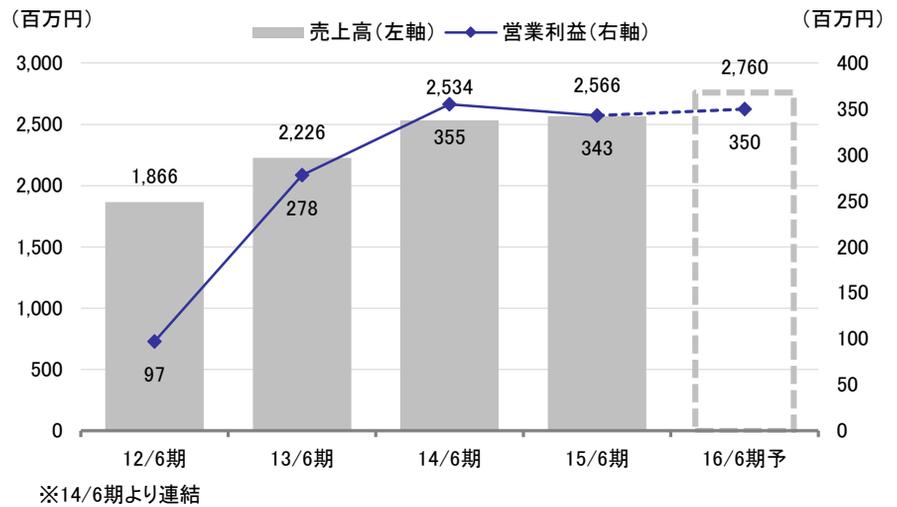
## ■ Check Point

- ・ 各種廃棄物の中間処理が主力
- ・ 「廃棄物処分量としてのバイオマス発電」など6つが同社の強み
- ・ 16/6期は増収増益を見込む、バイオマス発電施設は来年5月に本格稼働

2015年9月29日（火）

※ バイオマス発電とは、動植物由来の有機性資源（石油などの化石資源を除く）を原料とした発電のことであり、CO2削減や循環型経済社会の構築に対する社会的要請が強くなるなかで、再生可能な自然エネルギーとして脚光を浴びている。

### 通期業績の推移

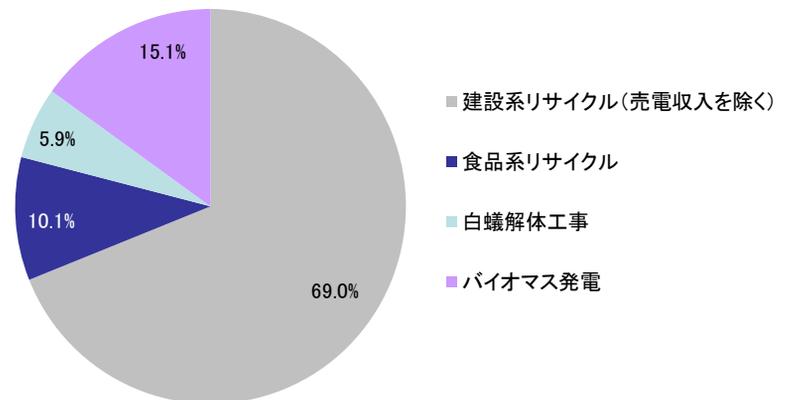


## ■ 事業概要

### 各種廃棄物の中間処理が主力

同社は、建設工事現場で発生する木くずやがれき等の産業廃棄物など、各種廃棄物の中間処理（破碎、焼却等）を主力として、白蟻防除及び老朽家屋等の解体工事も手掛ける。建設系廃棄物を原料としたバイオマス発電※にも注力している。事業セグメントは、建設系リサイクル事業（建設系廃棄物を燃料としたバイオマス発電を含む）、食品系リサイクル事業、白蟻解体工事のほか、2015年6月期から追加された森林発電事業の4つに区分されている。主力の建設系リサイクル事業が、バイオマス発電による業績貢献を含めて、売上高の約84%、売上総利益のほとんどを稼ぎ出している。なお、バイオマス発電は売上高の約15.1%、売上総利益の約21.5%を占めている。

事業別売上高構成比(2015年6月期)



2015年9月29日（火）

事業別の概要は以下のとおりである。

#### ・建設系リサイクル事業

首都圏近郊の廃棄物処理会社、ハウスメーカー、工場、倉庫、ショッピングセンター等からの委託を受け、木くず、紙くず、廃プラスチック類、がれき類等の産業廃棄物及び一般廃棄物を受け入れ、同社が保有する施設において、焼却、破砕、リサイクル処理を行っている。また、発電施設では、受け入れた木くず等のバイオマス（生物資源）を原料とした発電により、CO2削減を推進し、自然エネルギーとして付加価値の高い電力販売を行っている。毎時1,800キロワット（1日43,200キロワット）の発電能力は、バイオマスによるものとしては非常に高効率と言える。あわせて、住宅、アパート等の新築、改築時に発生する廃棄物を発生場所から処理施設まで運搬する収集運搬業務も行っている。

#### ・食品系リサイクル事業

スーパーマーケットやレストラン、食品加工工場等から委託を受け、食品廃棄物のうち、リサイクルが可能な食品循環資源である産業廃棄物及び一般廃棄物を受け入れ、同社が保有する施設において、発酵分解による堆肥化、メタン発電による発電、乾燥及び発酵による飼料化へのリサイクルを行っている。現在は、スペースや時間的な効率の高い飼料化（特に液状飼料）への集約を進めており、同社が保有する養豚施設（鉾田ファーム）では、液状飼料を利用した豚（約1,000頭）の肥育も実験的に行っている。また、再生堆肥の品質向上を目的として、農作物の栽培試験及び農作物の生産販売を非連結子会社の（株）遊楽ファームで行っている。

#### ・白蟻解体工事

ハウスメーカー、工務店などの建築関連事業者からの依頼により、住宅及びアパート等の解体工事、白蟻予防工事の見積調査及び施工を主として行っている。あわせて、リフォーム会社からの依頼により、既存住宅の白蟻防除工事、家屋害虫の駆除工事等も行っている。

#### ・森林発電事業

森林資源である未利用木材、製材所から発生する製材くず等を購入し、同社が保有する燃料化工場（（株）一戸森林資源）で破砕、粒度及び水分調整を行うとともに、製品化された燃料チップを原料として、同社が保有する発電施設（（株）一戸フォレストパワー）において自然エネルギー電力の発電を行う事業である。発生した電力は同社の子会社でPPS※の御所野縄文パワー（株）を通じて、地元の小中学校、役場等の公共施設、事業会社へ電力供給を行う予定である。同社の連結子会社である一戸フォレストパワー、一戸森林資源、御所野縄文パワーが手掛けている、2015年6月期より追加された新規事業であり、発電施設の完成は2016年2月、本格稼働は5月頃を予定している。

また、連結子会社は森林発電事業の開始に当たって設立された上記の3社である。

#### 連結子会社の概要

##### 株式会社一戸フォレストパワー（子会社）

名称	株式会社一戸フォレストパワー
代表者	小林直人（同社代表取締役社長）
取締役	久保好孝
所在地	岩手県二戸郡一戸町岩館字田中 65 番地 1
主な事業内容	バイオマス発電事業及び付帯事業
資本金	345 百万円
発行済株式数	普通株 400 株、優先株 9,000 株
株主構成（普通株）	フジコー 100%

※ PPS とは、特定規模電気事業者（東京電力〈9501〉等の一般電気事業以外の電力供給事業者）のこと。

2015年9月29日（火）

## 株式会社一戸森林資源（孫会社）

名称	株式会社一戸森林資源
代表者	小林直人（同社代表取締役社長）
所在地	岩手県二戸郡一戸町岩館字田中 65 番地 1
主な事業内容	バイオマス燃料の製造販売及び付帯事業
資本金	6,000 万円
発行済株式数	1,200 株
株主構成（普通株）	一戸フォレストパワー 100%

## 御所野縄文パワー株式会社（孫会社）

名称	御所野縄文パワー株式会社（旧名称：里山）
代表者	小林直人（同社代表取締役社長）
所在地	岩手県二戸郡一戸町岩館字田中 65 番地 1
主な事業内容	発電及び電力の供給
資本金	10 万円
発行済株式数	2 株
株主構成（普通株）	一戸フォレストパワー 100%

## 沿革

## 大きな転機はバイオマス化発電施設の新設

同社は、1974年2月に前代表取締役 CEO の桑原光雄（くわはらみつお）氏が、家屋の害虫防除工事及び防虫薬剤の販売を目的として創業した。同年8月に白蟻駆除工事の受注拡大を図るため、新築工事前の老朽家屋の解体工事業を開始。次いで1988年には、住宅メーカーからの要請を受けて、前述した解体工事及び家屋新築工事で発生する廃棄物処理を目的として産業廃棄物収集運搬業許可、1991年には産業廃棄物処分業許可を取得し、廃棄物処理業にも参入した。

また、食品リサイクル法が施工された2000年には、事業拡大と多様な廃棄物の取扱いによる業績の安定化を目的に、一般廃棄物処分業の許可を取得して食品リサイクル事業にも進出した。当初は堆肥化事業からスタートしたが、2004年には白井再資源化センターに「生ごみ等による飼料化施設」を竣工させ、飼料化事業も本格化させた。

一方、2003年から2004年にかけて、焼却炉2基を相次いで新鋭設備に更新。また、2004年には白井再資源化センターにてドイツの技術を導入し、食品資源による乾式メタンガス発電施設を完成、発電事業の足掛かりをつくった。2004年7月に東証マザーズ市場に上場した。

同社の大きな転機は、2007年11月に白井事業所内に約20億円（うち9億円は、白井市からの補助金）を投じてバイオマス化発電施設を新設し、バイオマス発電によりエネルギー資源の活用を開始したことである。高収益事業としての魅力はもちろん、CO2削減や廃棄物の適正処理など、循環型経済社会の構築に向けた社会貢献も参入動機となっており、同社の経営理念である「住まいと環境を守る」に沿った経営判断であった。さらに、2014年には、再生可能エネルギー発電設備の認定（固定価格買取制度の適用）を受けて、森林資源を活用したバイオマス発電事業にも進出し、この分野での成長を目指して大きく舵を切った。

なお、2009年には、茨城県鉾田市に食品残さを加工した液状飼料（リキッドフィード）による養豚事業を試験的に開始するなど、農業との連携による事業展開にも注力している。

## ■ 企業特長

### 「廃棄物処分業としてのバイオマス発電」など6つが同社の強み

同社の特長及び強みは以下の6つに集約できる。

#### ・ 許可品目が多いこと

廃棄物処理の許可は品目ごとに必要となるが、同社は産業廃棄物21品目中13品目の許可を得ている。

廃棄物処理を委託する側は、許可品目の多い同社にまとめて依頼できる点で利便性が高く、同社の強みとなっている。

#### ・ 多様な取扱廃棄物

同社は建設系廃棄物からスタートしたが、建設業界の景気変動による影響を受けやすいことから、食品工場、製造業、飲食業など多様な廃棄物の受入拡大を進めるとともに、取引先の分散化を進めることで業績の安定を図っている。

#### ・ 創業時から社会的に意義のある事業活動

「住まいと環境を守る」を経営理念として、害虫駆除からリサイクル事業、自然エネルギーへの展開など、創業時から社会的貢献度の高い事業を展開してきた。

#### ・ 最新鋭の処理施設と技術を導入

破砕、焼却、熱分解、乾式メタン発電、バイオマス発電など、最新鋭の処理施設と技術の導入により、他社との差別化を図るとともに、その技術やノウハウを生かすことにより、新たな事業機会創出を可能としている。

#### ・ 食品リサイクル事業のパイオニア

同社は、首都圏の事業者の中で、最初に食品リサイクル事業へ参入したパイオニアである。市町村のゴミ処理施設という強力なライバルに比べて、料金がやや高い上に、ゴミの分別をしなければならないことから、当初数年間は廃棄物が集まらずに苦戦したものの、次第に環境意識の高まり等から取引先が増え始め、先行者メリットを享受する状況になってきた。また、食品リサイクル事業における堆肥化、飼料化、養豚事業は、今後ますます重要性が高まっていく農業との連携を深め、農業ビジネスへの参入等、事業拡大の機会も秘めている。

#### ・ 廃棄物処分業としてのバイオマス発電

廃棄物処分業者の中でバイオマス発電を手掛けている業者は少ない。発電施設を併設すると建設コストが倍以上かかるため、それが参入障壁となっている。同社の思い切った決断と着実に業績を伸ばしてきた遂行能力の高さが、今や重要な収益源となる事業にまで育ってきた要因と言えよう。また、そこで培ってきたノウハウは、今後、バイオマス発電を軸とした成長戦略の中で存分に生かすことができると考えられる。

## ■ 業界環境

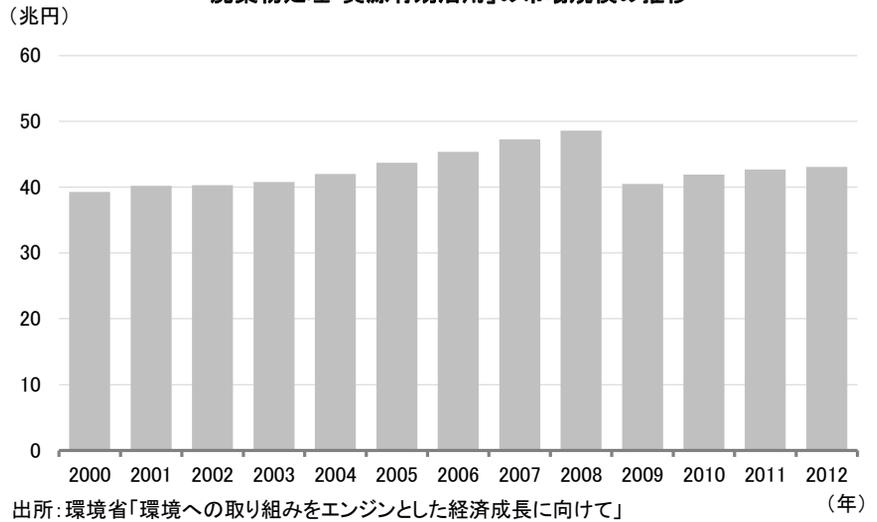
### 産業廃棄物は年間約4億トンと圧倒的に大きい

産業廃棄物とは、「廃棄物の処理及び清掃に関する法律」により、「事業活動に伴って生じた廃棄物のうち、燃え殻、汚泥、廃油、廃酸、廃アルカリ、廃プラスチック類その他政令で定める廃棄物」及び「輸入された廃棄物」と定義されており、産業廃棄物以外のものが一般廃棄物をされる。総排出量は、一般廃棄物が年間約4,500万トンに対して、産業廃棄物は年間約4億トンと圧倒的に大きい（環境白書）。

一般廃棄物は市町村に処理責任があるのに対して、産業廃棄物は排出事業者が処理責任があるが、産業廃棄物を処理できる許可を受けた産業廃棄物処理業者へ処理を委託することができる。なお、産業廃棄物は、法律により21品目が列挙されており、取扱許可は品目ごと、施設ごとに取得しなければならない。

環境省が2013年4月に公表した報告書「環境への取り組みをエンジンとした経済成長に向けて」によれば、「廃棄物処理・資源有効活用」の市場規模は43.1兆円と推計されている。2009年にはリーマン・ショックによる景気後退の影響で落ち込んだものの、その後は堅調に推移している。全体的には底堅い市場とみることができるが、建設系産業廃棄物においては、建設業界の景気変動による影響を受けやすく、持続的な成長は見込みづらいと同社は考えている。

「廃棄物処理・資源有効活用」の市場規模の推移



一方、産業廃棄物処理業者は全国で約14.7万（環境省ホームページ）に上り、産業廃棄物処理施設も中間処理施設が18,829、最終処分場が1,942であることから裾野の広い業界構造と捉えることができる（環境白書）。もっとも、環境省の「平成23年度産業廃棄物処理業実態調査」によれば、売上高の上位企業によってシェアが占められていることから、収集運搬業だけを行う零細事業者と資本力の必要な中間処理あるいは最終処理を手掛ける事業者の2極構造であるとともに、後者については、規模の経済が働いていることが考えられる。したがって、資本力の弱いところや後継者問題を抱える事業者を巡って業界淘汰が引き起こされる可能性は高いと想定される。

なお、同社以外で産業廃棄物処理を行う上場会社には、専門としてダイセキ<9793>、タケエイ<2151>、アマタホールディングス<2195>、事業の一部としてアサヒホールディングス<5857>、黒谷<3168>などが挙げられる。

## ■ 決算動向

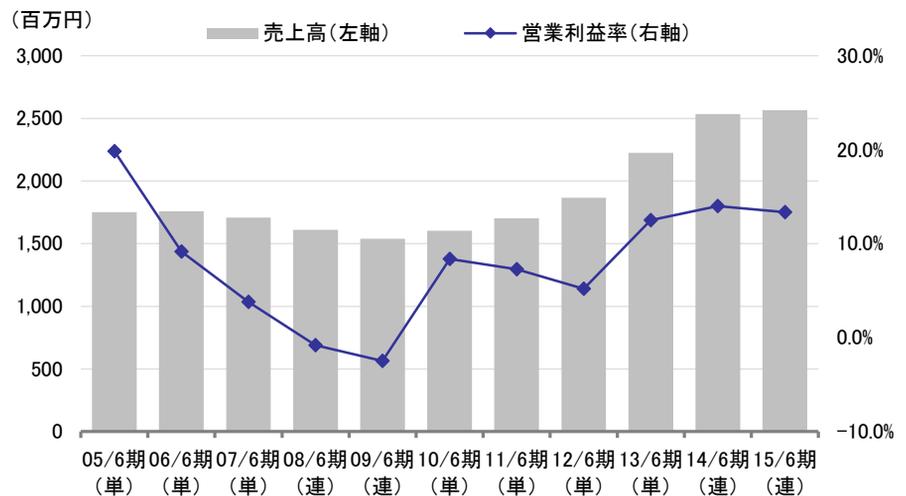
### 売上高は6期連続の増収を継続

#### (1) 過去の業績推移

過去の業績を振り返ると、2007年6月期から2009年6月期まで業績が下降線をたどっているのは、2005年10月の耐震偽装問題の発覚及び2006年6月の建築基準法の改正の影響（建築確認申請期間の延長等）により住宅着工件数の大幅な落ち込みやマンション建設の遅れがあったことに加え、2008年にはリーマン・ショックによる景気後退の影響を受けたものである。また、2007年11月にバイオマス発電施設を新設したことと時期が重なったことにより、減価償却費や支払利息の負担も重荷となった。

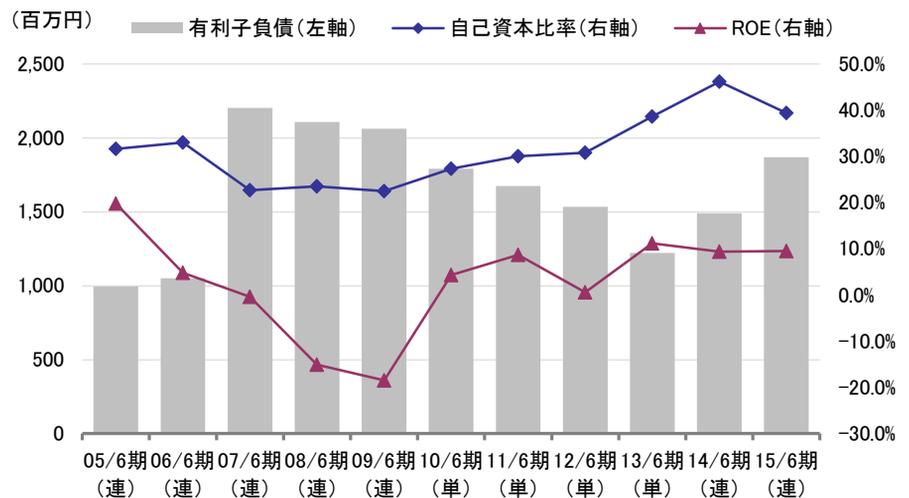
2010年6月期以降は、景気回復と取引先数の拡大に伴い売上高は回復基調にある。特に、バイオマス発電事業の業績貢献が大きくなるにつれ、収益性も高くなってきている。

売上高及び営業利益率の推移

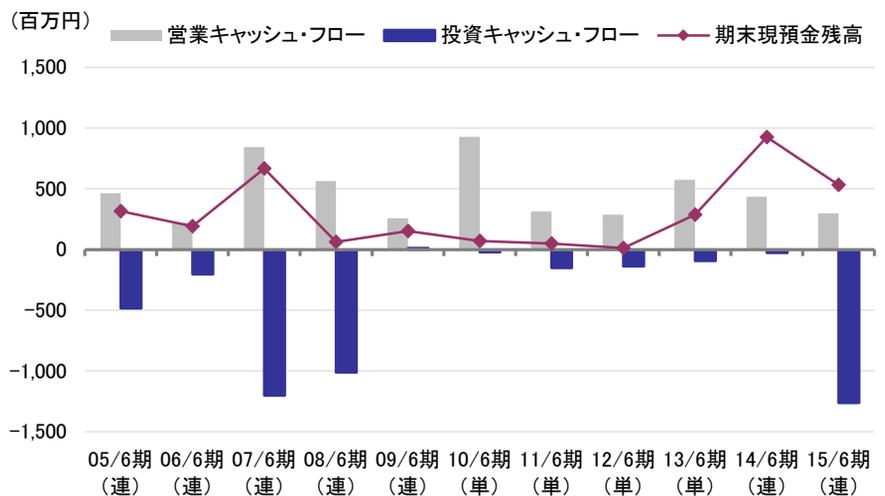


一方、財務面では、2015年6月期の自己資本比率は39.4%であり財務基盤の安定性に懸念はない。2009年6月期に有利子負債の増加により22.5%の水準に低下したものの、その後は、第三者割当増資（2012年8月）や公募増資（2014年3月）のほか、借入金の返済により改善を図ってきた。なお、2015年6月期に有利子負債が再び増加しているのは、森林発電事業に係る設備投資によるものであり、同社単体の借入金については引き続き削減を図っている。一方、ROEについても、利益率の上昇とともに10%前後の水準を確保しており、資本効率の向上も図られてきた。

### 有利子負債・自己資本比率・ROEの推移



### 営業・投資キャッシュ・フローと現預金残高の推移



## (2) 2015年6月期決算の概要

2015年6月期の業績は、売上高が前期比1.3%増の2,566百万円、営業利益が同3.2%減の343百万円、経常利益が同1.8%減の290百万円、当期純利益が同22.1%増の159百万円と緩やかな増収ながら営業減益となった。期初計画との対比でも、売上高で上回ったものの、利益では下回る着地であった。ただ、売上高は6期連続の増収を継続しており、森林発電事業への先行費用等により減益となったことを除けば、業績は総じて堅調に推移しているとみていいだろう。

主力の建設系リサイクル事業が、受入単価の向上や売電売上の伸長により期初計画を上回る増収に寄与した。その一方で、食品系リサイクル事業が受入数量の減少等により苦戦したことに加え、白蟻解体工事の縮小が業績の足を引っ張った。また、利益計画が未達となったのは、今期(2016年6月期)から営業開始予定である森林発電事業にかかる先行費用が若干計画を超過したことも要因となっている。

2015年9月29日(火)

利益面では、収益性の高い建設系リサイクル事業の構成比が高まったことから売上総利益率が上昇したものの、森林発電事業への先行費用等により営業利益率は13.4%（前期は14.0%）に低下した。

財務面では、総資産が森林発電事業にかかる設備投資により4,362百万円（前期末比24.2%増）に拡大するとともに、それに対して約10億円の借入金を行ったことから自己資本比率は39.4%（前期末は46.2%）に低下した。ただ、財務基盤の安定性には依然として懸念のない水準である。また、有利子負債残高（リース債務を除く）については、長短併せて1,869百万円（前期末41.3%増）に増加したものの、同社単体の借入金については、低金利のシジケートローンに一本化するとともに、大幅な削減（約4.5億円）を図っている。

キャッシュ・フローの状況も、営業キャッシュ・フローが安定的に推移する一方、投資キャッシュ・フローが1,262百万円の支出となっているのは、森林発電事業に対する設備投資（1,743百万円）によるものであるが、その一部は国庫補助金による収入（485百万円）によって賄われている。

**2015年6月期決算の概要**

（単位：百万円）

	14/6期 実績		15/6期 実績		増減		15/6期 期初会社計画		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	2,534		2,566		32	1.3%	2,422		105.9%
建設系リサイクル事業	2,067	81.6%	2,157	84.1%	90	4.4%	1,984	81.9%	108.7%
食品系リサイクル事業	280	11.1%	258	10.1%	-22	-7.9%	272	11.2%	94.9%
白蟻解体工事	186	7.3%	150	5.9%	-36	-19.4%	165	6.8%	90.9%
原価	1,935	76.4%	1,940	75.6%	5	0.3%	1,801	74.4%	107.7%
売上総利益	599	23.6%	626	24.4%	26	4.5%	621	25.6%	100.8%
販管費	244	9.6%	282	11.0%	38	15.7%	261	10.8%	108.0%
営業利益	355	14.0%	343	13.4%	-11	-3.2%	360	14.9%	95.3%
建設系リサイクル事業	556	26.9%	627	24.5%	71	12.8%	578	-	108.5%
食品系リサイクル事業	35	12.5%	-2	-0.1%	-37	-105.7%	41	-	-
白蟻解体工事	6	3.2%	1	0.0%	-5	-83.3%	2	-	50.0%
森林発電事業	-3	-	-34	-	-31	-	-30	-	-
営業外収益	11	-	12	-	1	10.9%			
営業外費用	69	-	64	-	-4	-6.9%			
経常利益	296	11.7%	290	11.3%	-5	-1.8%	310	12.8%	93.5%
当期利益	130	5.2%	159	6.2%	28	22.1%	180	7.4%	88.3%

**2015年6月末の貸借対照表の状況**

（単位：百万円）

	14/6期 実績		15/6期 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
総資産	3,510		4,362		851	24.2%
固定資産	2,175	81.6%	3,291	84.1%	1,116	51.3%
自己資本	1,620	46.2%	1,719	39.4%	98	6.1%
有利子負債（リース債務を除く）	1,322	37.7%	1,869	42.9%	546	41.3%

**2015年6月期のキャッシュ・フローの状況**

（単位：百万円）

	14/6期 実績	15/6期 実績
営業キャッシュフロー	435	297
投資キャッシュフロー	-26	-1,262
財務キャッシュフロー	230	571
現金及び現金同等物の期末残高	926	533

2015年9月29日（火）

事業別の業績は以下のとおりである。

建設系リサイクル事業は、売上高が前期比 4.3% 増の 2,157 百万円、売上総利益が同 12.7% 増の 627 百万円と期初計画を上回る増収増益となった。消費税増税に伴う駆け込み需要の反動減から受入数量が減少したものの、受入単価が向上したことから受入売上は前期比 3.1% 増の 1,770 百万円となった。なお、期初計画を上回ったのは、各施設がフル稼働に近い状況にあることから受入数量の制限による影響を保守的に見積もっていたところ、外注委託による数量を確保したことや非建設系廃棄物の受入拡大に向けた営業を強化したことから、受入数量が想定よりも安定的に推移したことも要因となっている。一方、売電売上についても、前期比 10.2% 増の 387 百万円と順調に伸長した。利益面でも、受入単価の向上や収益性の高い売電売上の伸びにより売上総利益率は 29.1%（前期は 26.9%）に上昇した。

食品系リサイクル事業は、売上高が前期比 7.8% 減の 258 百万円、売上総利益が 2 百万円の損失（前期は 35 百万円の売上総利益）と減収及び損失に転落した。堆肥化の大幅な縮小（53.1% 減）は計画どおりであったが、飼料化の伸び悩み（2.5% 減）が想定外であり、業績の足を引っ張った。前期（2014 年 6 月期）後半において、大雪による豚舎被害や PED（流行性の下痢）等による影響から液状飼料の販売数量が低調に推移したことから、飼料として栄養価の低い野菜等の受入制限を実施したことが響いた。2014 年 9 月頃から液状飼料の需要は拡大しているものの、受入れの方は早急に対応できる性質のものではないことから受入数量の減少につながった。もっとも、第 4 四半期より学校給食等の新規契約先からの受入れを開始しており、足元では回復しているもようである。一方、液状飼料の売上は、需要拡大を背景として販売数量及び単価ともに好調であったことから 24 百万円（前期比 84.6% 増）と伸長した。また、銚田ファーム（養豚事業）も好調に推移している。利益面では、液状飼料の販売拡大に伴い人件費や運送費が増加するとともに、収益性の高い受入売上の減少が利益を下押したことから売上総利益は損失に転落した。

白蟻解体工事は、売上高が前期比 19.3% 減の 150 百万円、売上総利益が同 83.3% 減の 1 百万円と減収減益となった。消費税増税に伴う駆け込み需要の反動減により解体工事件数が減収したことに加えて、白蟻工事も、主要取引先の仕様変更等により新築工事件数が減少した。

新規事業である森林発電事業は、今期（2016 年 6 月期）より営業開始予定のため売上貢献はない。ただ、発電燃料として利用する原木の購入を開始していることから、仮置場の地代家賃や機械リース料等が発生しており、約 34 百万円の費用（販管費）が計上されている（計画比では 4 百万円ほど超過したもよう）。

## 16/6 期は増収増益を見込む、バイオマス発電施設は来年 5 月に本格稼働

### (3) 2016 年 6 月期の業績予想

2016 年 6 月期の業績予想について同社は、売上高が前期比 7.5% 増の 2,760 百万円、営業利益が同 1.8% 増の 350 百万円、経常利益が同 6.5% 増の 310 百万円、当期純利益が同 19.2% 増の 190 百万円と増収増益を見込んでいる。

前期同様、建設系リサイクル事業をやや保守的に見ている一方で、今期（2016 年 6 月期）から営業開始する森林発電事業が業績の伸びをけん引する見通しである。なお、営業外費用が大きく減少する予想となっているのは、森林発電事業に係る設備投資により有利子負債残高が増加している一方で、同社単体における借入金の削減と低金利のシンジケートローンへの一本化によるものである。

2015年9月29日（火）

※ 農林水産省が設置したもので農業用水の供給を目的としている。

事業別の業績予想は以下のとおりである。

建設系リサイクル事業は、売上高を前期比 2.5% 減の 2,103 百万円、売上総利益を同 3.8% 減の 603 百万円と減収減益を見込んでいる。前期の期初予想と同様、各施設がフル稼働に近い状況にあることに加え、外部委託費も高騰していることから受入数量制限の可能性とその影響を保守的に見ている。したがって、スムーズな受入れによる数量確保が可能となれば、業績の上振れ要因となる可能性もあろう。また、売電売上についても、売電単価の向上等により好調に推移する想定となっている。

食品系リサイクル事業は、売上高を前期比 1.2% 減の 255 百万円、売上総利益を 20 百万円（前期は 2 百万円の損失）と緩やかな減収及び黒字転換を見込んでいる。需要の拡大している液状飼料の販売拡大（前期比約 10 百万円増）と、それに伴う受入数量の拡大による受入売上の増加（前期比約 54 百万円）が業績の伸びをけん引する想定となっている。特に収益性の高い飼料化の受入数量の回復は、損益改善に大きく貢献するものとみられる。

白蟻解体工事は、売上高が前期比 2.7% 減の 146 百万円、売上総利益を 3 百万円（前期は 1 百万円）と見込んでおり、おおむね前期実績並みの業績が継続する見通しである。

一方、今期より営業開始予定の森林発電事業は、売上高を 256 百万円、売上総利益を 42 百万円（前期は 34 百万円の損失）と見込んでいる。ただ、そのうち、中核となるバイオマス発電については、発電施設が計画どおりに 2 月に完成するものの、本格稼働は 5 月頃を予定しており、今期の売上貢献は約 156 百万円にとどまる見通しとなっている。一方、残りの分（約 100 百万円）については、地元の岩手県（二戸郡一戸町）の小水力発電施設（大志田ダム発電所）※からの電力購入と一戸町への電力販売によるものである。こちらは 2015 年 8 月より電力購入を開始し、10 月から一戸町役場や一戸町関連施設への電力販売を開始する計画のようだ。

## 2016年6月期の業績予想

（単位：百万円）

	15/6 期（連） 実績		16/6 期（連） 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	2,566		2,760		193	7.6%
建設系リサイクル事業	2,157	84.1%	2,103	76.2%	-54	-2.5%
食品系リサイクル事業	258	10.1%	255	9.2%	-3	-1.2%
白蟻解体工事	150	5.9%	146	5.3%	-4	-2.7%
森林発電	0	0.0%	256	9.3%	256	-
原価	1,940	75.6%	2,092	75.8%	151	7.8%
売上総利益	626	24.4%	668	24.2%	42	6.7%
販管費	282	11.0%	318	11.5%	35	12.8%
営業利益	343	13.4%	350	12.7%	6	2.0%
建設系リサイクル事業	627	24.5%	603	21.8%	-24	-3.8%
食品系リサイクル事業	-2	0.1	20	0.7%	22	-
白蟻解体工事	1	0.0%	3	0.1%	1	200.0%
森林発電事業	-34	-	42	1.8%	76	-
営業外収益	12	-	6	0.2	-6	-50.0%
営業外費用	64	-	46	1.7	-18	-28.1%
経常利益	290	11.3%	310	11.2%	19	6.9%
当期利益	159	61.6%	190	6.9%	30	19.5%

## ■ 成長戦略

### 循環型経済社会に貢献するバイオマス発電事業拡大に注力

同社の成長戦略の軸は、バイオマス発電事業の拡大と電力小売事業への参入である。2012年7月に政府により「再生可能エネルギーの固定価格買取制度」が導入されたことを事業拡大のチャンスと捉え、これまで培ってきたバイオマス発電の技術力やノウハウを生かして、「森林資源を活用したバイオマス発電事業」に着手した。主力事業である建設系リサイクル事業では、建設業界の景気変動による影響を受けやすいことから、多様な廃棄物の取扱いや取引先の分散化による売上高の安定確保を進めてきたが、今後は安定した電力供給が可能であるとともに、CO<sub>2</sub>の削減や循環型経済社会の構築にも貢献するバイオマス発電事業の拡大に注力する方針である。

具体的には、2014年1月、電力代理購入サービスを手掛けるエナリス<6079>との合併により、森林資源の豊富な隣接県を有する岩手県二戸郡一戸町にバイオマス発電会社（一戸フォレストパワー）とバイオマス燃料製造会社（一戸森林資源）を設立した。両社は、岩手県及び秋田県北部、青森県南部の森林木材を燃料として、自然エネルギー電力の発電を行い、別途設立したPPS（御所野縄文パワー）を通じて、地元の小中学校、役場等の公共施設、事業会社へ電力供給を行う計画である。地域で発生する木材を燃料として、地元で発電を行い、地元へ電力を供給することによる地産地消と雇用創出を実現する先駆的な事業モデルと言える。

#### 発電施設の概要（計画）

発電施設（計画）	
設置場所	岩手県二戸郡一戸町岩館字田中 65 番地 1
雇用人数	12 名
投資金額	22 億円（当初運転資金を含む）
年間売上高	17 億円（PPS 事業を含む）
発電出力	6,250kW/時間
年間発電量	4,950 万 KW h
年間売電量	4,300 万 KW h
CO <sub>2</sub> 削減量	29,700トン/年 (東北電力の平成 24 年度実排出係数 0.6kg-CO <sub>2</sub> /kwh に基づく)

出所：同社リリース（2013/12/18）

合併事業となったのは、同社の燃料収集及び発電施設の運営管理ノウハウと、エナリスの発電施設建設及び電力流通技術、多様な資金調達ノウハウを融合することが目的である。特に、自然エネルギー電力の中でも安定性の高いバイオマス発電による電源確保に意欲的であったエナリスと、安定的な販売先を確保したかった同社の利害が一致したことが大きい。

なお、発電施設の完成は計画どおり2016年2月を予定しているが、本格稼働は5月頃となる見通しであり、本格的な業績貢献は2017年6月期以降となるもようである。現在の発電施設で年間約17億円の売上高が見込まれているため、順調に進捗すれば、同社の成長を後押しするとともに、少なくとも固定価格買取制度が適用される20年間は、業績の安定と収益力の向上をもたらす可能性が高い。他の自治体からの要請も高いことから、同社では山林の多い青森県や秋田県などを候補地として、事業モデルの横展開も視野に入れている。

また、食品系リサイクル事業として展開している液状飼料についても注力する考えである。液状飼料は、従来の飼料よりも効率が高い（食品残渣を乾燥させる時間や燃料費がかからない）上、販売を外部委託に切り替えてからは徐々に養豚事業者に広がりつつある。また、ゴミの分別などが廃棄物を集める上でネックとなっていたが、それも環境問題に対する意識の高まりから解消されてきており、食品系リサイクル事業の拡大余地は大きい。加えて、飼料代の高騰などで事業継続の危機を迎えている中小規模の畜産農家を支援する事業としても社会的な意義が大きいと位置付けている。

一方、主力事業である建設系リサイクル事業については、廃棄物処理施設の事業用地取得から営業稼働運転を開始するまでに長期間を要することなどから、同業他社との事業提携やM&Aを中心とした事業拡大を図る方針である。

## ■株主還元

### 新規事業などを通じた利益成長による増配余地も

同社は、成長に応じた株主への利益還元を重要課題の1つと認識しているが、現状は事業拡大に向けた設備投資に注力する方針としている。2015年6月期は、記念配当2円のあった前期と同額の年9円配（中間5円、期末4円）を実施しており、普通配当では増配とみることができる（配当性向は21.4%）。一方、2016年6月期の配当については、前期比1円増の年10円配（中間5円、期末5円）を予定している（予想配当性向は20.1%）。今後も安定的な配当政策を基本としながらも、新規事業などを通じた利益成長により増配の余地も十分に考えられる。

#### ディスクレーマー（免責条項）

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。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ