

フジコー

2405 東証 2 部

<http://www.fujikoh-net.co.jp/irtop>

2016 年 9 月 27 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

[企業情報はこちら >>>](#)

■ バイオマス発電施設の安定運用に向けた取り組み、電力小売事業における販売先の拡大に注目

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）を主力とし、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取り組んできた。許認可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持つ。「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。今年 6 月からは、岩手県二戸郡一戸町にて森林資源を活用した森林発電事業（バイオマス発電）が営業運転を開始した。新たに参入した電力小売事業とともに今後の成長をけん引する見通しである。2015 年 10 月には、東証マザーズから東証 2 部へ市場変更となった。

2016 年 6 月期の業績は、売上高が前期比 10.7% 増の 2,841 百万円、営業利益が同 19.5% 減の 276 百万円と 7 期連続の増収ながら減益となった。売上高は、既存事業がおおむね計画どおりに推移する中で、新規に立ち上がった森林発電事業が増収に寄与した。特に今年 6 月から営業運転を開始したバイオマス発電による業績貢献（1 ヶ月分）が乗った格好となった。一方、減益となったのは、建設系リサイクル事業における改修工事や森林発電事業の立ち上げに伴う費用が当初計画を上回ったことが要因である。なお、同社は、今年 9 月に新株発行による資金調達（払込総額は約 230 百万円）及び財務基盤の強化を図っている。森林発電事業の盤石化や建設系リサイクル事業の効率化に向けた設備投資、電力小売事業の拡大に向けた運転資金の調達が目的である。

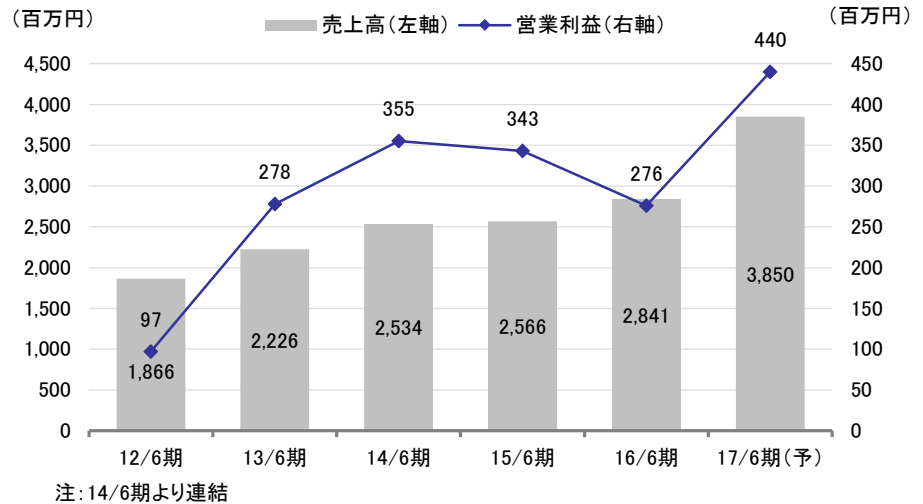
2017 年 6 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 35.5% 増の 3,850 百万円、営業利益を同 59.1% 増の 440 百万円と大幅な増収増益を見込んでいる。森林発電事業の通年稼働や電力小売事業の拡大により業績の伸びを大きくけん引する想定である。一方、主力の建設系リサイクル事業は、減収減益を見込んでおり、前期同様、保守的な予想水準となっている。食品系リサイクル事業及び白蟻解体工事は堅調に推移する見通しだ。弊社では、バイオマス発電や電力小売事業の通年稼働を勘案すると、前期実績から判断して同社の業績予想は十分に達成可能であるとみている。むしろ電力小売事業における販売先の拡大や、保守的な予算となっている建設系リサイクル事業が業績の上振れ要因となる可能性にも注意が必要である。

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、地元へ電力を供給することによる地産地消を実現する先駆的な事業モデルと言える。今後の注目点は、バイオマス発電施設の安定運用に向けた取り組み（森林資源の確保を含む）のほか、電力小売事業における販売先の拡大である。現在は、地元の公共施設（町役場や小中学校等）を中心に販売を開始しているが、地元の大口事業会社の開拓や一般家庭への展開、近隣市町村への拡充など、今後の成長余地は大きい。また、他の自治体からの要請もあることから、中長期的には事業モデルの横展開も検討しており、今後の動向をフォローしていく必要がある。

Check Point

- ・ 16/6 期は 7 期連続の増収達成も減益で着地
- ・ 17/6 期は森林発電事業が大幅増収増益に寄与する見通し
- ・ 森林資源を活用したバイオマス発電事業の安定運用と電力小売事業拡大による持続的成長を目指す

通期業績の推移



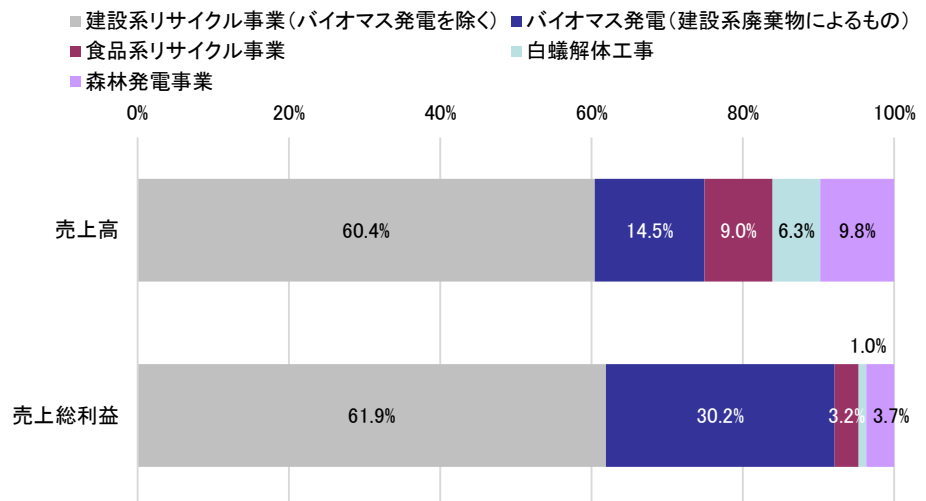
事業概要

4つのセグメントから構成、主力は建設系リサイクル事業

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、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※にも取り組んできた。前期には森林資源を活用したバイオマス発電による森林発電事業も順調に立ち上がり、今期（2017年6月期）からの本格的な業績貢献が見込まれている。

※ 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。

事業別売上高及び売上総利益の構成比



2016 年 9 月 27 日（火）

事業セグメントは、建設系リサイクル事業（建設系廃棄物を原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、新規事業である森林発電事業の 4 つに区分されている。前期実績では、主力の建設系リサイクル事業が全売上高の 74.9%、全売上総利益の 92.1% を稼ぎ出している。なお、建設系リサイクル事業のうち、バイオマス発電が全売上高の 14.5%、全売上高総利益の 30.2% を占めており、収益性の高さが目立っている。前期における森林発電事業の業績貢献はまだ小さい。

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（バイオマス発電）を行う事業である。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）を受けており、同社にとっては少なくとも 20 年間にわたる安定収益源となり得る。また、発生した電力は自社の PPS※1（御所野縄文パワー（株）、御所野縄文電力（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っている。地域で発生する木材を燃料として、地元で発電を行い、地元で電力を供給することによる地産地消型の先駆的な事業モデルと言える。2016 年 6 月から岩手県二戸郡一戸町にてバイオマス発電施設の営業運転を開始した。なお、電力小売事業については、地元の大志田ダム発電所（小水力電力施設）※2 から電力を購入することにより、バイオマス発電施設の稼働前（2015 年 12 月）から地元の公共施設等に電力供給を行っている。

※1 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。

※2 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。

また、連結子会社には、森林発電事業の開始に当たって設立された一戸フォレストパワー、一戸森林資源、御所野縄文パワー、御所野縄文電力の4社が存在する。

■ 沿革

2015年10月に東証マザーズから東証2部に市場変更

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。2016年6月から岩手県二戸郡一戸町にて発電施設の営業運転を開始した。

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。

2015年10月に東証マザーズから東証2部へ市場変更となった。

■ 企業特長

創業時から社会貢献度の高い事業を展開

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。

フジコー

2405 東証2部

<http://www.fujikoh-net.co.jp/irtop>

2016年9月27日（火）

■企業特長

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、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。

●廃棄物処分量としてのバイオマス発電

廃棄物処分量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ててきた要因と言えるだろう。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

「廃棄物処理・資源有効活用」の市場規模は 43.1 兆円

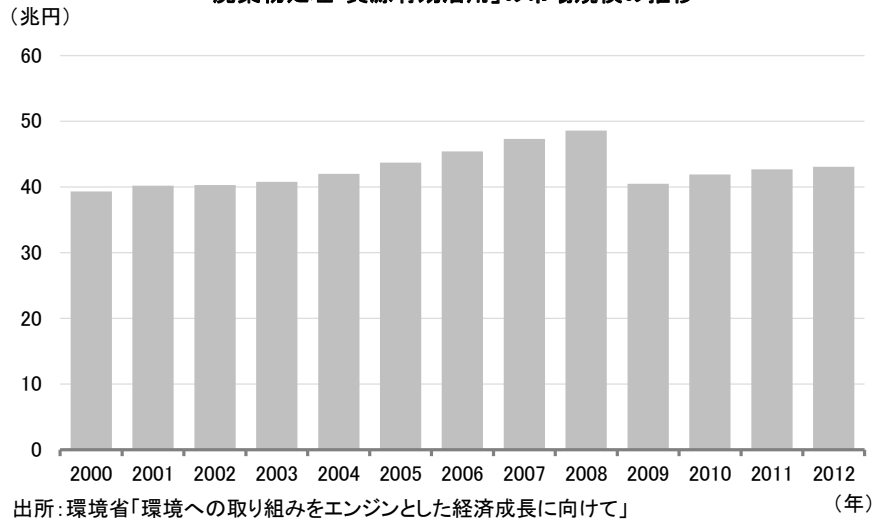
産業廃棄物とは、「廃棄物の処理及び清掃に関する法律」により、「事業活動に伴って生じた廃棄物のうち、燃え殻、汚泥、廃油、廃酸、廃アルカリ、廃プラスチック類その他政令で定める廃棄物」及び「輸入された廃棄物」と定義されており、産業廃棄物以外のものが一般廃棄物をされる。総排出量は、一般廃棄物が年間約 4,500 万トンに対して、産業廃棄物は年間約 4 億トンと圧倒的に大きい（環境白書）。

2016 年 9 月 27 日 (火)

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に処理責任があるが、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 10.6 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数が 18,691 件（前年比 138 件減）、最終処分場が 1,880 件（前年比 62 件減）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進んでおり、今後もこのような動きが加速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、専業としてダイセキ<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。

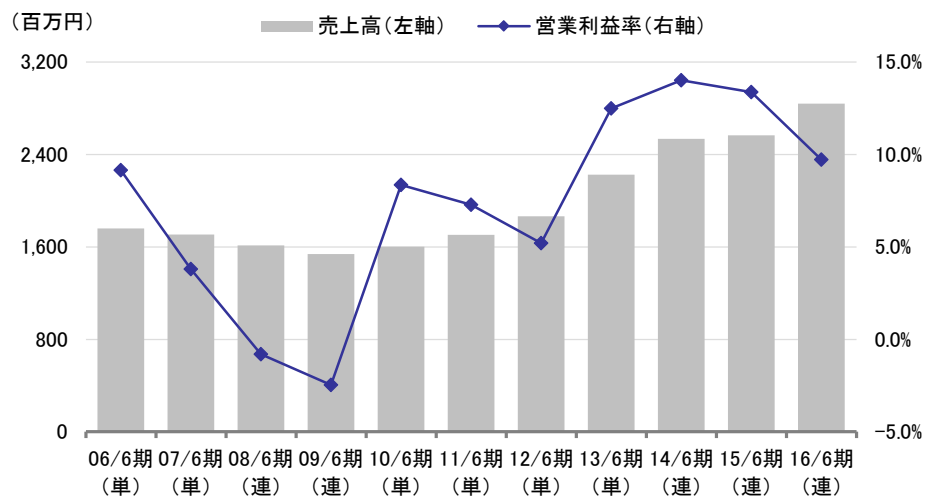
2008 年のリーマンショック以降、業績は順調に拡大

(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。

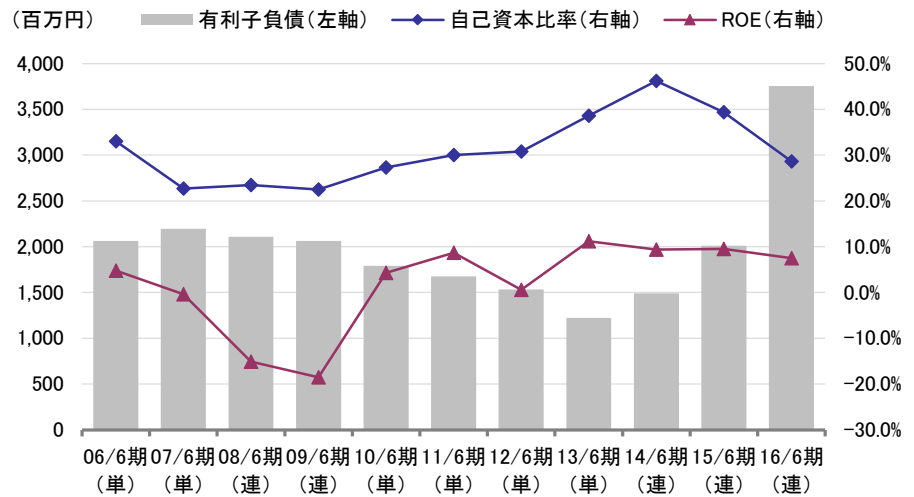
2010 年 6 月期以降は、景気回復と取引先数の拡大に伴い売上高は回復基調にある。特に、建設系リサイクル事業におけるバイオマス発電の業績貢献が大きくなるにつれ、収益性も高くなってきている。2016 年 6 月期は、森林発電事業が順調に立ち上がったことで増収となったものの、立ち上げ準備費用や建設系リサイクル事業における改修工事等により一旦減益となった。

売上高及び営業利益率の推移

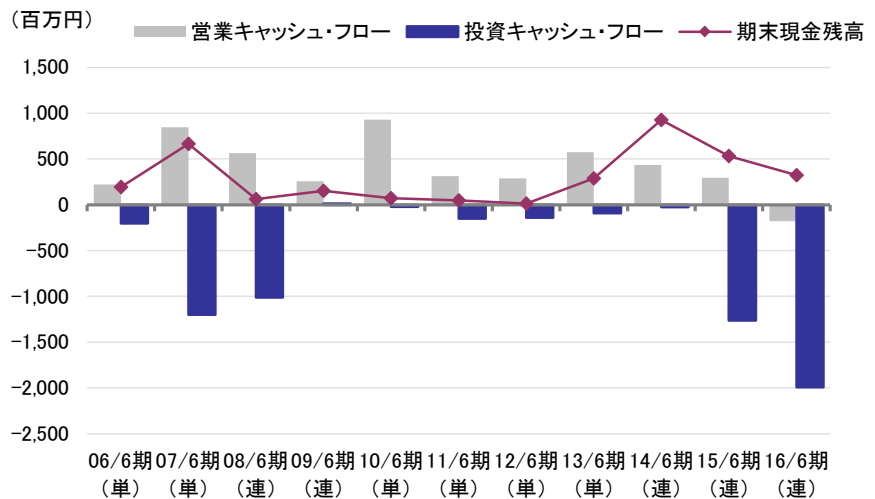


一方、財務面では、有利子負債の増加により 2009 年 6 月期の自己資本比率は 22.5% の水準にまで低下したものの、その後は、第三者割当増資（2012 年 8 月）や公募増資（2014 年 3 月）のほか、借入金の返済により改善を図ってきた。2014 年 6 月期以降、有利子負債が再び増加しているのは、森林発電事業にかかる設備投資等によるものである。ただ、2016 年 9 月に公募増資による財務基盤の強化を図っている。一方、資本効率を示す ROE についても、利益率の上昇とともに改善を図ってきた。

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



16/6 期は 7 期連続の増収達成も減益で着地

(2) 2016 年 6 月期決算の概要

2016 年 6 月期の業績は、売上高が前期比 10.7% 増の 2,841 百万円、営業利益が同 19.5% 減の 276 百万円、経常利益が同 16.9% 減の 241 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 15.6% 減の 134 百万円と 7 期連続の増収ながら減益となった。期初予想に対しても売上高で上回ったものの、利益面では下回る着地であった。

売上高は、既存事業がおおむね計画どおりに推移する中で、順調に立ち上がった森林発電事業が増収に寄与した。特に今年 6 月から営業運転を開始したバイオマス発電による業績貢献 (1 ヶ月分) が乗った格好となった。

ただ、利益面では、建設系リサイクル事業において改修工事に伴う修繕費及び改修時の外注委託費用が当初計画より増加したほか、森林発電事業における立ち上げ準備に伴う費用が当初計画を上回ったことから営業減益となり、期初予想を下回る着地となった。

貸借対照表の状況については、森林発電事業にかかる設備投資（固定資産）のほか、売掛金や棚卸資産（燃料用木材の購入）など流動資産が増加したことから総資産が 6,541 百万円（前期末比 50.0% 増）と大きく拡大した。一方、自己資本は内部留保の積み増しにより 1,867 百万円（同 8.6% 増）と増加したものの、総資産の大幅な伸びを賄いきれずに自己資本比率は 28.6%（前期末は 39.4%）に低下した。有利子負債（リース債務を除く）は長短併せて 3,585 百万円（前期末比 91.8% 増）と大幅に増加している。もともと今年 9 月には、新株発行（払込総額は約 230 百万円）により財務基盤の強化を図っている。

キャッシュフローの状況も、営業キャッシュフローが売掛金や棚卸資産（燃料用木材の購入等）の増加によりマイナスとなった。ただ、森林発電事業の立ち上げに伴う運転資金の発生によるものであり、一時的な要因とみるのが妥当であろう。今後は安定運用することによりプラスで推移するものと想定される。また、投資キャッシュフローも森林発電事業にかかる設備投資により大きくマイナスとなり、両方のマイナスを主に長期借入金により賄った格好である。

2016 年 6 月期決算の概要

(単位：百万円)

	15/6 期 実績		16/6 期 実績		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	2,566		2,841		274	10.7%
建設系リサイクル事業	2,157	84.1%	2,127	74.9%	-30	-1.4%
食品系リサイクル事業	258	10.1%	256	9.0%	-2	-0.9%
白蟻解体工事	150	5.9%	178	6.3%	28	18.8%
森林発電事業	-	-	278	9.8%	278	-
原価	1,940	75.6%	2,250	79.2%	309	16.0%
売上総利益	626	24.4%	590	20.8%	-35	-5.7%
建設系リサイクル事業	627	24.5%	544	19.2%	-83	-13.2%
食品系リサイクル事業	-2	-0.1%	18	0.7%	21	-
白蟻解体工事	1	0.0%	5	0.2%	4	424.0%
森林発電事業	-	-	22	7.9%	22	-
販管費	282	11.0%	314	11.1%	31	11.2%
営業利益	343	13.4%	276	9.7%	-67	19.5%
営業外収益	15	-	15	-	-0	-
営業外費用	68	-	50	-	-4	-
経常利益	290	11.3%	241	8.5%	-49	-1.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	159	6.2%	134	4.7%	-24	15.6%

2016 年 6 月末の貸借対照表の状況

総資産	4,362		6,541		2,178	50.0%
流動資産	1,070		1,437		366	34.3%
固定資産	3,291		5,103		1,812	55.1%
自己資本	1,719		1,867		148	8.6%
自己資本比率	39.4%		28.6%		-10.8%	
有利子負債（リース債務を除く）	1,869		3,585		1,715	91.8%

2016 年 6 月期のキャッシュフローの状況

営業キャッシュフロー	297		-178	
投資キャッシュフロー	-1,262		-1,992	
財務キャッシュフロー	571		1,962	
現金及び現金同等物の期末残高	533		324	

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

売上高が前期比 1.4% 減の 2,127 百万円、売上総利益が同 13.2% 減の 544 百万円と減収減益となった。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期初予想の段階で減収減益を見込んでいたが、売上高で若干上回ったものの、利益面では改修工事に伴う修繕費及び改修時の外注委託費用の増加により計画未達となった。建設廃棄物の発生状況に鈍さが見られる中で、受入価格の維持を優先させたことから受入数量が伸び悩んだ。一方、建設系廃棄物を原料としたバイオマス発電は、安定稼働による売電数量の確保と売電価格の向上により前期比 17.9% 増と順調に伸びている。

●食品系リサイクル事業

売上高が前期比 0.9% 減の 256 百万円、売上総利益が 18 百万円(前期は 2 百万円の損失)となった。従来の堆肥化中心から効率性の高い飼料化へのシフトを進める中で、野菜等の飼料化向きでないものを減らしたことから、上期において受入数量が大きく落ち込んだ。学校給食等の新規取引先の受注等により下期での巻き返しを図ったもののカバーできず、通期での受入数量は微減となった。一方、受入単価はほぼ横ばいで推移したことから、受入売上高は若干の減収となった。ただ、液状飼料の販売及び銚田ファーム(養豚事業)は、数量増加により小規模ながら好調に推移しており、事業全体の売上高ではほぼ横ばいを確保するとともに、損益改善(黒字化)も実現した。

●白蟻解体工事

売上高が前期比 18.8% 増の 178 百万円、売上総利益が同 424.0% 増の 5 百万円と好調に推移した。白蟻工事は新築工事が前期比 44.5% 減と大幅に減少したものの、営業強化により既存工事を 35.7% 増に伸ばすことができた。また、解体工事も施工体制の拡充により工事件数が増加した。

●森林発電事業

売上高が 278 百万円、売上総利益が 22 百万円であった。2015 年 12 月より販売を開始している電力小売事業による寄与(約 170 百万円)に加えて、中核となるバイオマス発電による 1 ヶ月分の業績貢献(約 110 百万円)が乗った格好となった。ただ、利益面では、立ち上げ準備にかかる費用が想定よりもかかったことから若干期初計画を下回った。

17/6 期は森林発電事業が大幅増収増益に寄与する見通し

(3) 2017 年 6 月期業績予想

2017 年 6 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 35.5% 増の 3,850 百万円、営業利益を同 59.1% 増の 440 百万円、経常利益を同 65.4% 増の 400 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 64.1% 増の 221 百万円と大幅な増収増益を見込んでいる。

2017年6月期業績予想

(単位：百万円)

	16/6期(連) 実績		17/6期(連) 予想		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	2,841		3,850		1,009	35.5%
建設系リサイクル事業	2,127	74.9%	1,952	50.7%	-175	-8.2%
食品系リサイクル事業	256	9.0%	265	6.9%	9	3.5%
白蟻解体工事	178	6.3%	185	4.8%	7	3.9%
森林発電事業	278	9.8%	1,448	37.6%	1,170	420.9%
原価	2,250	79.2%	3,135	81.4%	885	39.3%
売上総利益	590	20.8%	715	18.6%	125	21.2%
建設系リサイクル事業	544	25.6%	505	25.9%	-39	-7.2%
食品系リサイクル事業	18	7.3%	25	9.4%	7	38.9%
白蟻解体工事	5	3.2%	10	5.4%	5	100.0%
森林発電事業	22	7.9%	175	12.1%	153	695.5%
販管費	314	11.1%	275	7.1%	-39	-12.4%
営業利益	276	9.7%	440	11.4%	163	59.1%
経常利益	241	8.5%	400	10.4%	158	65.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	134	4.7%	221	5.7%	86	64.1%

注：売上高総利益の構成比は、事業別の売上総利益率を示している

森林発電事業がバイオマス発電の通年稼働や電力小売事業の拡大により業績の伸びを大きくけん引する想定である。一方、主力の建設系リサイクル事業は、減収減益を見込んでおり、前期同様、保守的な予想水準となっている。食品系リサイクル事業及び白蟻解体工事は堅調に推移する見通しだ。

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

売上高が前期比 8.2% 減の 1,952 百万円、売上総利益が同 7.2% 減の 505 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、受入単価の低下や外部委託費の高騰などを考慮に入れ、採算性や効率性を優先して取り組む方針である。また、売電売上については、安定稼働により堅調に推移する想定となっている。

●森林発電事業

売上高が 1,448 百万円(前期は 278 百万円)、売上総利益が 175 百万円(前期は 22 百万円)と大幅な業績拡大を見込んでいる。2016年6月より営業運転を開始したバイオマス発電が通年稼働することで大幅な業績の伸びを実現する想定である。また、2015年12月より販売を開始した電力小売事業についても通年寄与するとともに、販売先の拡大等による伸びを見込んでいる。

●食品系リサイクル事業

売上高が前期比 3.5% 増の 265 百万円、売上総利益が同 38.9% 増の 25 百万円を見込んでいる。液状飼料の販売拡大が業績の伸びをけん引する想定となっており、利益率も改善する見通しとなっている。

●白蟻解体工事

売上高が前期比 3.9% 増の 185 百万円、売上総利益が同 100.0% 増の 10 百万円を見込んでいる。解体工事の受注拡大が業績の伸びをけん引する想定である。

したがって、今期における業績の伸びは、森林発電事業の通年稼働によるところが大きい。弊社では、前期決算におけるバイオマス発電による 1 ヶ月分の寄与（約 110 百万円）や電力小売事業による約 7 ヶ月分の寄与（約 170 百万円）を勘案すると、同社の業績予想は十分に達成可能であるとみている。むしろ、電力小売事業における販売先の拡大や、前期同様、保守的な予算となっている建設系リサイクル事業が業績の上振れ要因となる可能性にも注意が必要である。

■ 成長戦略

森林資源を活用したバイオマス発電事業の安定運用と電力小売事業拡大による持続的成長を目指す

同社の成長戦略は、森林資源を活用したバイオマス発電事業の安定運用と電力小売事業の拡大により持続的な成長を目指すものである。主力の建設系リサイクル事業は、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、CO₂ 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。

(1) 森林発電事業の今後の見通し

順調に立ち上がったバイオマス発電事業は、現在の発電施設（フル稼働）で年間約 12 億円の売上高（供給能力）が見込まれる。したがって、安定かつ効率的な運用を推進することが同社成長を後押しするとともに、少なくとも固定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。一方、安定運用に向けて最大の課題は、燃料となる森林資源の確保ということになるだろう。同社の発電施設は、森林資源の豊富な岩手県北部に立地しているため、岩手県はもとより、秋田県北部や青森県南部からの森林資源の確保ができるほか、発電施設周辺で操業している製材工場も多い。同社が利用する木くずは年間 9 万トンを予定しているが、近隣における製材に使えない木くずは推定 100 万トン程度存在するものと見込んでいるようだ。いずれにせよ、地域との密接な関係構築が安定調達に向けたカギを握るだろう。

一方、地産地消型の事業モデルを推進する電力小売事業は、地元の大志田ダム発電所（小水力電力施設）から電力を購入することにより、バイオマス発電施設の稼働前（2015 年 12 月）から、地元の公共施設等（一戸町役場、小中学校、一戸町関連施設並びに一戸町内の事業会社）への販売を進めてきた。今後は、自社のバイオマス発電施設からの購入を中心に据えながら、事業拡大に向けて、地元の他のバイオマス発電施設からの購入も進めていく考えだ。また、販売先については、一戸町内の公共施設や事業会社の開拓を推進するとともに、一般家庭への展開も予定している。また、隣接市町村への販売エリアの拡充も視野に入っているようだ。

また、地産地消型の事業モデルは、他の自治体からも要請が高いことから、中長期的な視点から事業モデルの横展開も検討している。

(2) 既存事業の方向性

主力の建設系リサイクル事業については、各施設がフル稼働の状態が続いているが、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。

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うえ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。

弊社では、バイオマス発電による業績拡大が一巡する来期以降の業績の伸びをどのように維持していくのかに注目している。地産地消型の事業モデルを推進する電力小売事業が業績の伸びをけん引するものとみており、地元や隣接市町村での販売先の拡大等により高い水準で増収基調を継続していくことは可能であると判断している。また、中長期的には事業モデルの横展開の動きもフォローしていく必要がある。

■ 株主還元

17/6 期は 2 円増配の 12 円配の見通し

同社は、成長に応じた株主への利益還元を重要課題と認識しているが、現状は今後の成長に向けた設備投資や財務基盤の強化等に注力する方針としている。2016 年 6 月期は、前期比 1 円増配となる 1 株当たり 10 円（中間 5 円、期末 5 円）を実施した（配当性向 28.9%）。2017 年 6 月期も前期比 2 円増配となる 1 株当たり 12 円（中間 6 円、期末 6 円）と増配基調が継続する見通しである（予想配当性向 21.1%）。弊社では、今後も安定的な配当政策を基本としながらも、森林発電事業を軸とした持続的成長により増配の余地は十分にあるとみている。

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・表示したものです。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