

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

フジコー

2405 東証 2 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2017 年 9 月 20 日 (水)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
■ 事業概要	02
1. 建設系リサイクル事業	03
2. 食品系リサイクル事業	04
3. 白蟻解体工事	04
4. 森林発電事業	04
■ 沿革	05
■ 企業特徴	06
■ 業界環境	07
■ 決算動向	08
1. 過去の業績推移	08
2. 2017年6月期決算の概要	10
3. 2018年6月期の業績予想	13
■ 成長戦略	15
1. 森林発電事業の今後の見通し	15
2. 既存事業の方向性	15
■ 株主還元	16

■ 要約

「森林発電事業」の通年稼働により過去最高の売上高を更新するも、既存事業における事業停止処分の影響が利益を圧迫

フジコー <2405> は、建設工事現場で発生する木くず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持つ。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おり、2016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」を展開している。「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行ってきた。今後も新たに参入した電力小売事業（一般家庭等）が収益ドライバーとして期待できるほか、強固な財務基盤を活用した事業拡大により持続的な成長を実現する構えである。

ただ、2017年6月期の業績は、売上高が前期比 18.4% 増の 3,363 百万円、営業利益が同 17.3% 減の 228 百万円と増収ながら減益となった。順調に立ち上がった「森林発電事業」の通年稼働が増収に大きく寄与した一方、主力の「建設系リサイクル事業」などが事業停止処分（60日間）の影響により大きく落ち込み利益を圧迫した。期初予想に対しても、売上高、利益ともに大きく下回る着地となっている。ただ、事業停止の影響を除けば、新たな安定収益源として期待される「森林発電事業」は順調に立ち上がっており、同社の成長戦略そのものはおおむね計画どおりに進展しているものと評価できる。

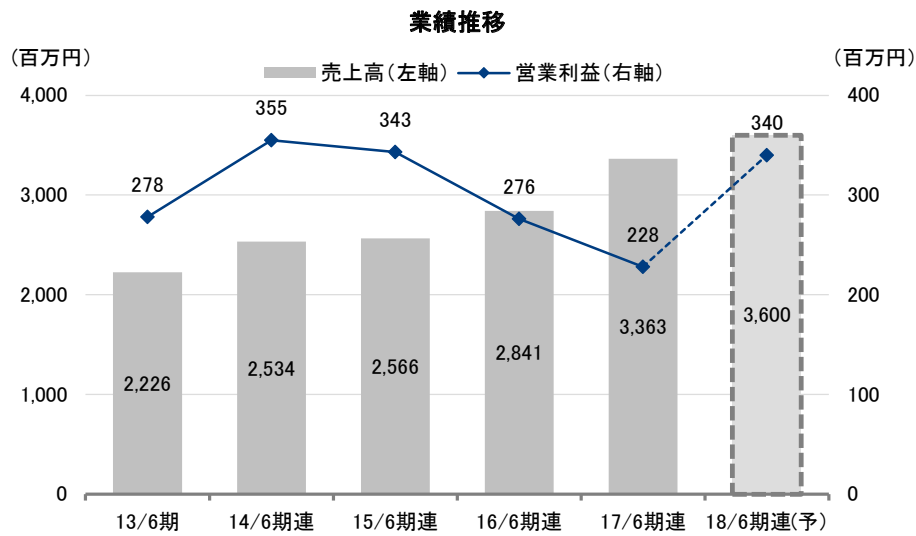
2018年6月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 7.0% 増の 3,600 百万円、営業利益を同 48.6% 増の 340 百万円と増収増益を見込んでいる。「建設系リサイクル事業」の回復に加えて、「森林発電事業」の安定稼働と新たに参入した低圧電力（一般家庭等）の小売販売が増収に寄与する見通しである。弊社では、「建設系リサイクル事業」が既にある程度の水準まで戻ってきていることや、低圧電力の小売販売についても体制面（営業体制の強化や決済システムの構築など）の整備が進んでいることから、同社業績予想の達成は可能であるとみている。

同社の成長戦略の軸は、「森林発電事業」における電力小売り（一般家庭等）の拡大と強固な財務基盤を生かした既存事業の拡大である。特に、電力小売りについては、同社の発電施設だけでも 1 万 2,000 世帯から 1 万 3,000 世帯への供給が可能であり、地産地消型の事業モデルとして拡大余地が大きい。また、既存事業においても、後継者問題などに直面している業界の中で、強固な財務基盤と最新鋭設備などに優位性を持つ同社が M&A や業務提携等によって事業規模の拡大を図る機会は十分にあるとみている。したがって、今後も電力小売りの進捗状況のほか、周辺領域（収集運搬事業など）への拡充を含めた既存事業拡大への取り組みに注目していきたい。

要約

Key Points

- ・2017年6月期は「森林発電事業」の通年稼働により過去最高の売上高を更新
- ・一方、事業停止処分の影響により期初予想に対しては、売上高、利益ともに大きく未達
- ・2018年6月期は既存事業の回復と電力小売り（一般家庭向け）の拡大が業績の伸びをけん引
- ・今後もポテンシャルの大きな電力小売りと強固な財務基盤を活用した事業拡大により持続的な成長を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

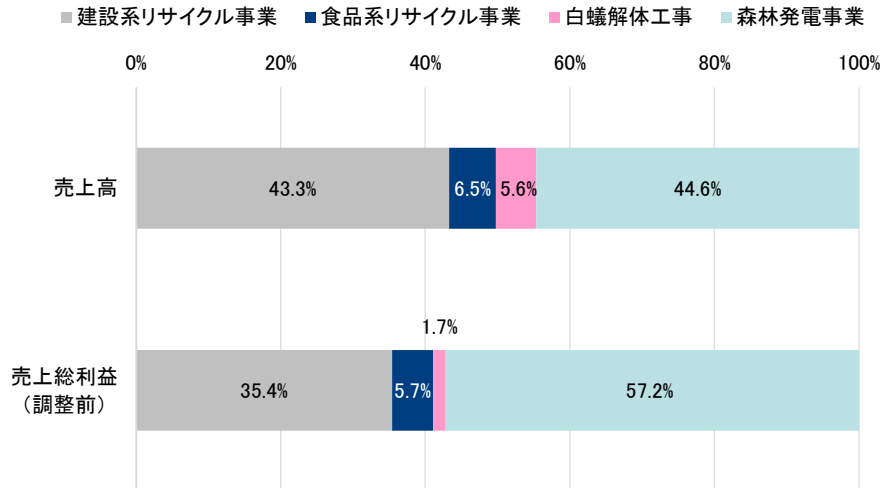
「建設系リサイクル事業」を主力とするほか、新たに開始した「森林発電事業」（バイオマス発電）が大きく拡大

同社は、建設工事現場で発生する木くず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ている。また、建設系廃棄物を原料としたバイオマス発電※にも取り組んでおり、2016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も展開している。

※ 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。

事業概要

事業別売上高及び売上総利益の構成比(2017年6月期)



出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

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。これまでは主力の「建設系リサイクル事業」への依存度が高かったが、2017年6月期実績では、順調に立ち上がった「森林発電事業」が大きく拡大したことから、2本柱によるバランスのとれた事業構成になってきた。

事業別の概要は以下のとおりである。

1. 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、破碎、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。併せて、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。

事業概要

2. 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、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。一方、液状飼料を利用した豚の肥育を実験的に行ってきた銚田ファーム（自社保有の養豚施設）については、当初の目的（液状飼料の販売拡大）をおおむね達成できたことから2017年2月に事業譲渡に至った。

3. 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。併せて、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。

4. 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）で破碎、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。2016年6月から営業運転を開始したバイオマス発電施設（岩手県二戸郡一戸町）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成り得る。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が、2017年6月からは低圧電力（一般家庭等）の小売販売も開始した。また、電力小売事業については、バイオマス発電施設の稼働前（2015年12月）から、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、地元の公共施設等への電力供給も行っている。

※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

「住まいと環境を守る」を経営理念に掲げ、創業以来、社会的貢献度の高い事業を展開

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月からは岩手県二戸郡一戸町にて発電施設の営業運転を開始すると、2017年6月には低圧電力（一般家庭等）の小売販売にも参入した。

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。

■ 企業特徴

取扱品目の多さや、最新鋭の処理施設及び技術の導入等に強み

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11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。

※ これまで13品目の許可を得ていたが、2017年2月の事業停止処分之际に2品目を自主返上した。現在、新規許可取得に向けて準備中である。

● 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

破碎、焼却、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。

■ 業界環境

市場規模は大きいですが、後継者問題などによる業界淘汰が進展

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とされる。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。

一方、産業廃棄物処理業者は全国で約 10.8 万（環境省ホームページ）に上り、産業廃棄物処理施設（2015 年 4 月 1 日現在）も中間処理施設数が約 18,680 件、最終処分場が約 1,827 件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。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。

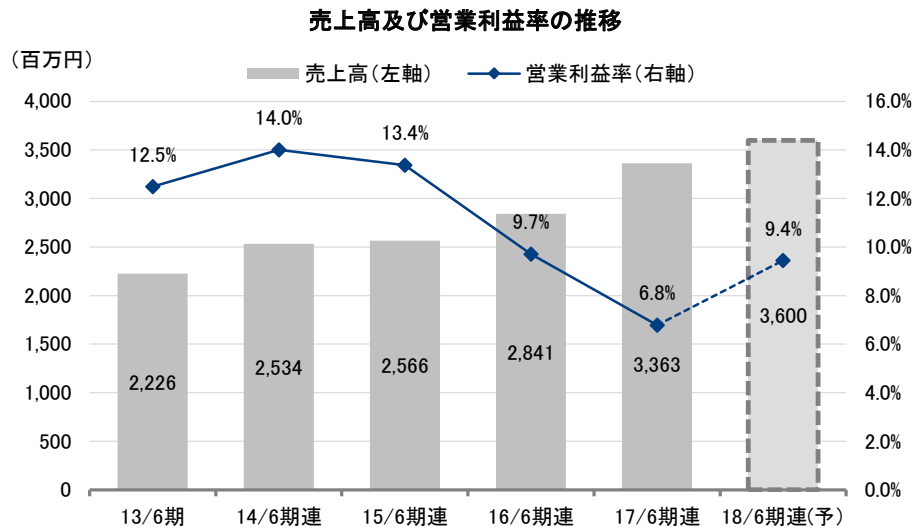
■ 決算動向

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減益となった。また、2017年6月期については、「森林発電事業」の通年稼働が増収に大きく寄与した一方、既存事業が事業停止の影響により大きく落ち込んだ。



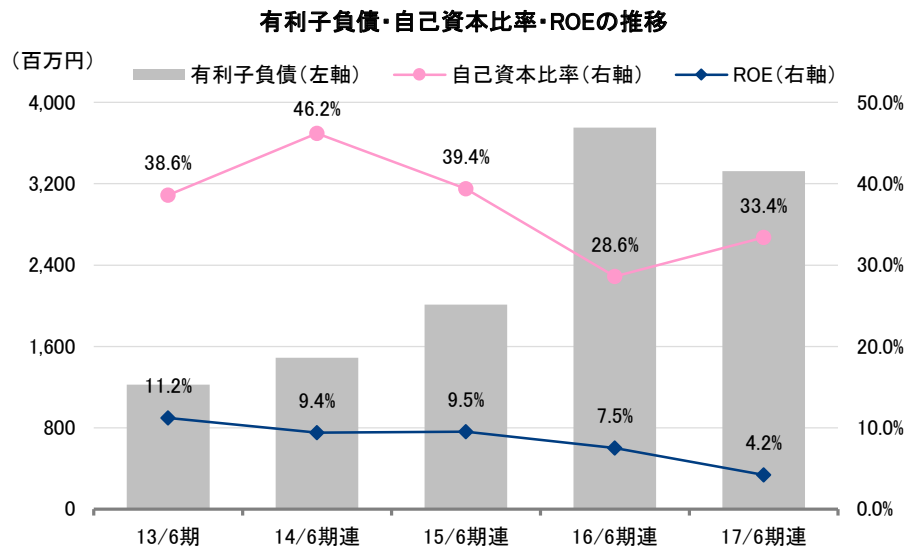
出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

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たことから2017年6月期末には33.4%に改善している。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が、2016年6月期以降は、先行費用や事業停止の影響により低水準にて推移している。

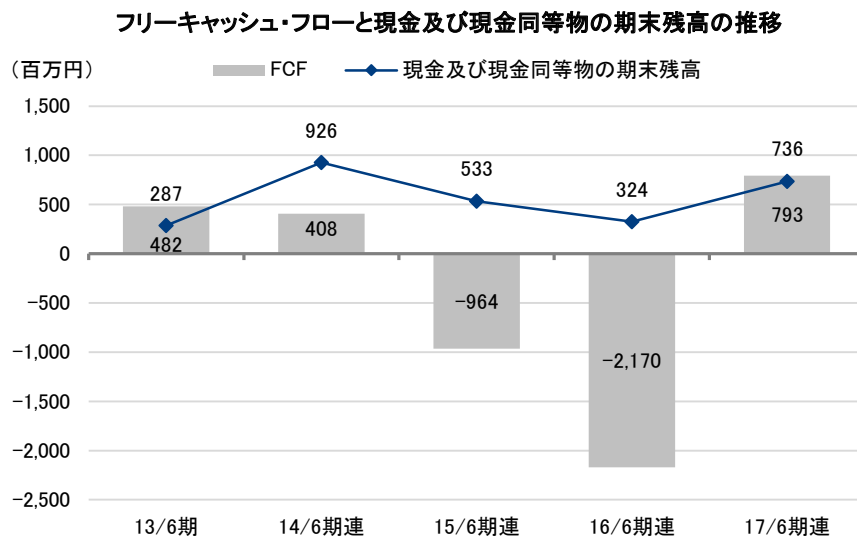
決算動向

フリーキャッシュ・フロー※については、基本的にプラスの状態が続いてきたが、2015年6月期及び2016年6月期は「森林発電事業」への先行投資によりマイナスとなった。ただ、2017年6月期は再び大きくプラスに転じている。

※ 営業キャッシュ・フローと投資キャッシュ・フローを足し合わせた簡便法にて計算。



出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成



出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

「森林発電事業」の通年稼働により過去最高の売上高を更新するも、既存事業における事業停止処分の影響が利益を圧迫

2. 2017年6月期決算の概要

2017年6月期の業績は、売上高が前期比18.4%増の3,363百万円、営業利益が同17.3%減の228百万円、経常利益が同25.4%減の180百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同38.1%減の83百万円と大幅な増収（8期連続の増収及び過去最高の売上高を更新）を実現したものの、利益面では減益決算となった。また、期初会社予想に対しても事業停止処分※の影響により、売上高、利益ともに大きく下回る着地となっている。

※ 同社は、千葉県より「廃棄物の処理及び清掃に関する法律」第14条の3第1号の規定に基づき、2017年2月8日から2017年4月8日まで（60日間）の事業停止処分を受けた。1) 許可を受けたとみなされる破砕機を無許可で入れ替え、産業廃棄物の処理を行ったこと、2) 焼却施設において、恒常的に許可処理能力を超過し産業廃棄物の処理を行ったことが処分の原因となっている。

売上高は、2016年6月より営業運転を開始した「森林発電事業」の通年稼働が増収に大きく寄与した（約12億円の上乗せ要因）。ただ、主力の「建設系リサイクル事業」及び「食品系リサイクル事業」が、前述した事業停止処分の影響により大きく落ち込んだことで期初予想に対しては未達となった。一方、「白蟻解体工事」については好調に推移した。

利益面では、原価率の大幅な上昇により減益となり、営業利益率も6.8%（前期は9.7%）に大きく低下した。「森林発電事業」の通年稼働による木材仕入費や減価償却費などの費用増は想定内（むしろ想定よりも良化）であったものの、「建設系リサイクル事業」の落ち込みが利益を圧迫した。特に、同社の場合、固定費負担の大きい収益構造であることから、売上高の増減に伴う利益のふれ（レバレッジ）が大きいところに特徴があり、今回については、売上高の下振れが利益水準を大きく押し下げる結果を招いた。

財政状態については、総資産が前期末比2.1%減の6,405百万円とわずかに減少した一方、自己資本は公募増資（約260百万円）や内部留保の積み増しにより同14.7%増の2,141百万円に大きく拡大したことから、自己資本比率は33.4%（前期末は28.6%）に改善した。また、「森林発電事業」への先行投資に伴い2016年6月期に大きく拡大した有利子負債（リース債務を除く）も、約定返済等により長短合わせて3,325百万円（前期末比259百万円減）に縮小している。

キャッシュ・フローの状況も、営業キャッシュ・フローが減価償却費の増加等により大きくプラスとなったことに加え、投資キャッシュ・フローも「森林発電事業」への投資が一巡したことにより改善（マイナス幅の縮小）した結果、長期借入金の返済（約7億円）を賄いながらも、現金及び現金同等物の大幅な増加（前期末比411百万円増）につながった。既存事業に加えて、新たな安定収益源（森林発電事業）が立ち上がったことから、潤沢なキャッシュ・フローの有効活用は今後の課題と言えるだろう。

決算動向

2017年6月期決算の概要

(単位：百万円)

	16/6期 実績		17/6期 実績		増減		17/6期 期初計画		達成率
	構成比		構成比		増減率		構成比		
売上高	2,841		3,363		522	18.4%	3,850	87.4%	
建設系リサイクル事業	2,127	74.9%	1,456	43.3%	-671	-31.5%	1,952	50.7%	74.6%
食品系リサイクル事業	256	9.0%	217	6.5%	-39	-15.3%	265	6.9%	82.0%
白蟻解体工事	178	6.3%	187	5.6%	9	5.1%	185	4.8%	101.6%
森林発電事業	278	9.8%	1,501	44.6%	1,223	439.9%	1,448	37.6%	103.7%
売上原価	2,250	79.2%	2,904	86.3%	653	29.1%	3,135	81.4%	92.6%
売上総利益	590	20.8%	459	13.7%	-131	-22.3%	715	18.6%	64.2%
建設系リサイクル事業	544	19.1%	160	4.8%	-384	-70.4%	505	13.1%	31.7%
食品系リサイクル事業	18	0.6%	26	0.8%	8	40.0%	25	0.6%	104.0%
白蟻解体工事	5	0.2%	7	0.2%	2	32.6%	10	0.3%	70.0%
森林発電事業	22	0.8%	262	7.8%	240	1090.9%	175	4.5%	149.7%
販管費	314	11.1%	230	6.9%	-83	-26.7%	275	7.1%	83.8%
営業利益	276	9.7%	228	6.8%	-47	-17.3%	440	11.4%	52.0%
経常利益	241	8.5%	180	5.4%	-61	-25.4%	400	10.4%	45.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	134	4.7%	83	2.5%	-51	-38.1%	221	5.7%	37.7%
総資産	6,541		6,405		-135	-2.1%			
流動資産	1,437		1,656		219	15.3%			
固定資産	5,103		4,749		-354	-6.9%			
自己資本	1,867		2,141		274	14.7%			
自己資本比率	28.6%		33.4%		4.8p				
有利子負債（リース債務を除く）	3,585		3,325		-259	-7.2%			
営業キャッシュ・フロー	-178		890						
投資キャッシュ・フロー	-1,992		-97						
財務キャッシュ・フロー	1,962		-382						
現金及び現金同等物の期末残高	324		736						

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

決算動向

事業別の業績は以下のとおりである。

(1) 建設系リサイクル事業

売上高が前期比 31.5% 減の 1,456 百万円、売上総利益が同 70.4% 減の 160 百万円と計画を大きく下回る減収減益となった。事業停止の影響により受入数量が大きく縮小（焼却施設が前期比 27.1% 減、発電施設が同 28.5% 減等）し、同社業績全体の足を引っ張った。また、それに伴って、当事業に含まれる「バイオマス発電」の売上高も前期比 25.7% 減の 306 百万円に縮小している。なお、業績の落ち込みは、事業停止期間（60 日間）における売上逸失に加えて、営業再開後も完全には元の水準に戻っていないことが理由である。その背景には、事業停止期間中にやむなく他社へ流れた顧客の一部においては取引復活までに時間を要することや、許可品目（従来は 13 品目）のうち 2 品目を自主返上（新規許可取得に向けて準備中）したことによる影響[※]が尾を引いているものとみられる。また、利益面での落ち込みが大きかったのは、前述したとおり、固定費負担の大きい収益構造であることが要因である。

[※] 自主返上した 2 品目の取扱減に加えて、2 品目の取扱いができなくなったことに伴う利便性の低下が取引全体に影響を及ぼしたことによる。

(2) 食品系リサイクル事業

売上高が前期比 15.3% 減の 217 百万円、売上総利益が同 40.0% 増の 26 百万円と減収増益となった。堆肥化事業が事業停止の対象外であったことから比較的影響が少なかった（受入数量は微増を確保した）が、注力する液状飼料の販売数量が、販売先の肥育頭数の減少（養豚事業者の撤退による影響を含む）や事業停止期間中の受入制限等により前期比で 20.9% 減少したことが響いた。また、銚田ファーム（自社所有の養豚施設）についても、当初の目標（液状飼料の販売拡大）がおおむね達成できたことから事業譲渡に踏み切った（約 30 百万円の減収要因）。ただ、利益面で増益を確保できたのは、運搬費の減少や銚田ファームの譲渡等により原価率が改善したことが理由である。

(3) 白蟻解体工事

売上高が前期比 5.1% 増の 187 百万円、売上総利益が同 32.6% 増の 7 百万円と計画を上回るペースで好調に推移した。解体工事については事業停止の影響を受けたが、施工体制の拡充によりおおむね前期並みの工事件数を確保した。また、白蟻工事についても各種キャンペーン等により既存工事件数が増加した。

(4) 森林発電事業

売上高が 1,501 百万円（前期は 278 百万円）、売上総利益が 262 百万円（前期は 22 百万円）と大きく伸びた。2016 年 6 月より営業運転を開始したバイオマス発電事業の通年稼働が業績の伸びに大きく寄与した。また、2015 年 12 月より販売を開始している電力小売事業（大志田ダム発電所からの電力購入によるもの）についても約 250 百万円（前期は約 170 百万円）の売上貢献となったようだ。一方、利益面でも計画を大きく上回る増益を実現できたのは、木材の水分含有量などの関係により発電効率が想定よりも高かったことが理由とみられる。

以上から 2017 年 6 月期業績を総括すると、既存事業における事業停止処分が計画に対してやや残念な結果を招いたことは否めないが、その影響を除けば、新たな安定収益源として期待される「森林発電事業」が順調に立ち上がったことにより 8 期連続の増収を確保（過去最高の売上高を更新）したところは高く評価しても良いだろう。

「建設系リサイクル」の回復や電力小売りの拡大により 増収増益を見込む

3. 2018年6月期の業績予想

2018年6月期の業績予想について同社は、売上高を前期比7.0%増の3,600百万円、営業利益を同48.6%増の340百万円、経常利益を同66.2%増の300百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同139.8%増の200百万円と増収増益を見込んでいる。

売上高は、「建設系リサイクル事業」の回復と「森林発電事業」における電力小売りの拡大が増収に寄与する見通しである。一方、「食品系リサイクル事業」は、「銚田ファーム」の事業譲渡による影響等から減収となり、「白蟻解体工事」は横ばいで推移する想定である。

一方、利益面でも、「建設系リサイクル事業」の回復に伴う損益改善が増益に大きく寄与する想定であり、営業利益率も9.4%（前期は6.8%）の水準にまで改善する見通しだ。

2018年6月期の業績予想

(単位：百万円)

	17/6期 実績		18/6期 予想		増減	
	構成比		構成比		増減率	
売上高	3,363		3,600		237	7.0%
建設系リサイクル事業	1,456	43.3%	1,665	46.3%	209	14.4%
食品系リサイクル事業	217	6.5%	182	5.1%	-35	-16.1%
白蟻解体工事	187	5.6%	187	5.2%	0	0.0%
森林発電事業	1,501	44.6%	1,566	43.5%	65	4.3%
売上原価	2,904	86.3%	3,025	84.0%	121	4.2%
売上総利益	459	13.7%	575	16.0%	116	25.3%
建設系リサイクル事業	160	11.0%	282	16.9%	122	76.3%
食品系リサイクル事業	26	12.0%	26	14.3%	0	0.0%
白蟻解体工事	7	3.7%	11	5.9%	4	57.1%
森林発電事業	262	17.4%	256	16.3%	-6	-2.3%
販管費	230	6.9%	235	6.5%	5	2.2%
営業利益	228	6.8%	340	9.4%	112	48.6%
経常利益	180	5.4%	300	8.3%	120	66.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	83	2.5%	200	5.6%	117	139.8%

※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

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

決算動向

事業別の業績予想及び主な取り組みは以下のとおりである。

(1) 建設系リサイクル事業

売上高を前期比14.4%増の1,665百万円、売上総利益を同76.3%増の282百万円と増収増益を見込んでいる。事業停止による影響からの回復を見込んでいるが、2016年6月期の売上高と比較すると約80%の水準にとどまっている。これは、前述のとおり、事業停止期間中に他社へ流れた顧客の一部においては取引復活までに（もしくは新規開拓でカバーするために）時間を要することや、許可品目のうち2品目を自主返上した影響を慎重にみていることが理由と考えられる。弊社では、完全に元の水準に戻るまでには2年程度かかるものとみている。一方、利益面での増益幅が大きいのは、前述したとおり、増収に伴うレバレッジ（売上高の増減に伴う利益のふれが大きい収益構造）がプラスに働くことによるものである。

また、今期の取り組みとして、信頼の回復に努めることはもちろんのこと、自主返上を余儀なくされた2品目（がれき類等）の新規許可取得に関する手続きを進めるほか、受入数量の減少分を収集運搬事業の拡大などでカバーしていく方針である。

(2) 食品系リサイクル事業

売上高を前期比16.1%減の182百万円、売上総利益を前期比横ばいの26百万円と見込んでいる。「銚田ファーム」の事業譲渡の影響等により減収となるものの、利益面では堅調に推移する想定である。また、注力してきた液状飼料の販売事業については、事業環境等を踏まえてやや慎重にみているようだ。

(3) 白蟻解体工事

売上高を前期比横ばいの187百万円、売上総利益を同57.1%増の11百万円と見込んでいる。解体工事の受注拡大を図る方針である。

(4) 森林発電事業

売上高を前期比4.3%増の1,566百万円、売上総利益を同2.3%減の256百万円と見込んでいる。バイオマス発電事業の安定稼働と電力小売りの拡大が増収に寄与する想定である。一方、利益面で減益となっているのは、前期が想定以上に発電効率が高かったことから、その反動を保守的に見積もっていることが要因とみられる。また、今期の取り組みとして、木材資源の安定調達と新規貯木場の設置検討を進めるとともに、事業者及び一般家庭向け電力小売りの拡大に向けて営業体制の強化を図る方針である。

弊社では、「建設系リサイクル事業」が既にある程度水準（前期の80%程度）まで戻ってきていることや、低圧電力（一般家庭等）の小売販売についても体制面（営業体制の強化や決済システムの構築など）の整備が進んでいることから、同社業績予想の達成は可能であるとみている。

■ 成長戦略

「森林発電事業」の安定稼働と電力小売りの拡大により 持続的な成長を目指す

同社の成長戦略の軸は、「森林発電事業」の安定稼働と電力小売りの拡大により持続的な成長を目指すものである。一方、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、多様な廃棄物の取り扱いや取引先の分散による売上高の安定確保を図るとともに、収集運搬事業など周辺領域への拡充と既存事業との相乗効果を目指す方針である。

1. 森林発電事業の今後の見通し

順調に立ち上がった「森林発電事業」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、安定かつ効率的な稼働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、安定稼働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 万トン进行予定しているが、近隣における製材に使えない木くずは推定 30 ～ 40 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りは、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。特に、2017 年 6 月からは低圧電力の小売販売にも参入しており、公共施設や事業会社の開拓に加えて、一般家庭等への展開にも注力する方針である。

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きたが、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目指している。特に、当面の課題として、収集運搬事業など比較的投資負担の少ない周辺領域への拡充と既存事業との相乗効果に取り組む方針である。

成長戦略

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引き続き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普及してきた。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。養豚事業者を取り巻く環境にも影響を受けやすいため、状況を見定めながらの柔軟な対応により着実な成長を目指す方針のようだ。

弊社でも、「森林発電事業」における電力小売り（一般家庭等）と強固な財務基盤を生かした既存事業の拡大が同社の中長期的な成長をけん引するものとみている。特に、電力小売りについては、同社の発電施設だけでも1万2,000世帯から1万3,000世帯への供給が可能であり、地産地消型の事業モデルとして拡大余地が大きい。さらに実績が積み上がってくれば、他社の発電施設からの電力購入や隣接市町村への小売販売など、スケールメリットを追求する戦略にも可能性が広がってくるだろう。また、既存事業においても、後継者問題などに直面している業界の中で、強固な財務基盤と最新鋭設備などに優位性を持つ同社がM&Aや業務提携等によって事業規模の拡大を図る機会は十分にあるとみている。したがって、今後も電力小売りの進捗状況のほか、周辺領域（収集運搬事業など）への拡充を含めた既存事業拡大への取り組みに注目していきたい。

■ 株主還元

2018年6月期も前期と同額の1株当たり12円の配当を予定

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。2017年6月期は、業績が計画未達となったものの、期初予想どおり、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）を実施した（配当性向63.8%）。2018年6月期も前期と同額の1株当たり12円（中間6円、期末6円）を予定している（予想配当性向27.2%）。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（電力小売り）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。

重要事項（ディスクレーマー）

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。“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・加工することは堅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・譲渡することは堅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