

# 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 >>>](#)

2018 年 9 月 25 日 (火)

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. 2018年6月期決算の概要	10
3. 2019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	16
■ 株主還元	17

## ■ 要約

### 前期業績は増収ながら減益（期初予想を下回る着地）。 中国における廃プラ輸入規制等の影響を受けるが、 新たに参入した「電力小売事業」が着実に伸長

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、2018年6月期の業績は、売上高が前期比1.9%増の3,427百万円、営業利益が同16.2%減の191百万円と増収減益となり、期初予想を下回った。新たに参入した「森林発電事業」における電力小売事業の伸びなどが増収に寄与したものの、期初予想を下回ったのは、「建設系リサイクル事業」において焼却施設の長期補修工事を実施したことに加えて、中国の廃プラ輸入規制等の影響\*により、結果として受入数量を制限せざるを得ない状況となったことが理由である。一方、利益面でも、中国の廃プラ輸入規制等に伴う外注単価の高騰や「森林発電事業」における木材仕入費の増加等により減益となった。

\* 中国における廃プラスチック類の輸入規制の影響により、建設系廃棄物に含まれる高カロリーの廃プラスチック類の構成比が高まったことで処理効率が低下するとともに、連鎖的に他の処分業者への外注委託費（外注単価）も高騰したことから、結果として受入制限をせざるを得ない状況となった。

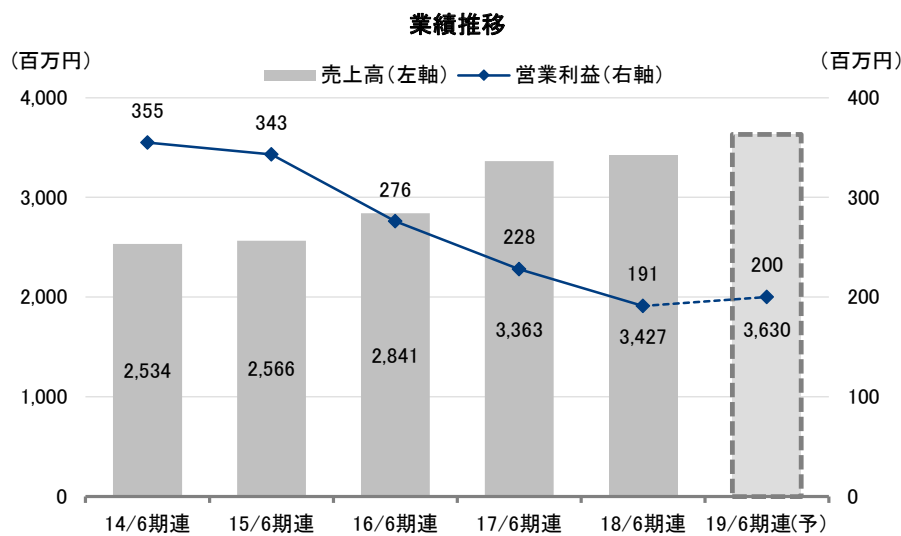
2019年6月期の業績予想について同社は、売上高を前期比5.9%増の3,630百万円、営業利益を同4.4%増の200百万円と増収増益を見込んでいる。「建設系リサイクル事業」の回復と「森林発電事業」における電力小売事業の拡大が業績の伸びをけん引する見通しである。弊社でも、電力小売事業が足元で順調に伸びていることに加え、「建設系リサイクル事業」についても、高カロリー廃棄物に対する受入単価の値上げ等が業績回復に寄与する可能性が高いこと、利益面でも想定されるコスト要因を保守的に織り込んでいることから、同社の業績予想の達成は可能であると判断している。

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、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

- ・ 2018年6月期は増収ながら減益となり、期初予想を下回る着地
- ・ 中国の廃プラ輸入規制の影響等を受けるが、電力小売りの伸びなどにより増収を確保
- ・ 2019年6月期は「建設系リサイクル事業」の回復と電力小売事業の拡大により増収増益を見込む
- ・ 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

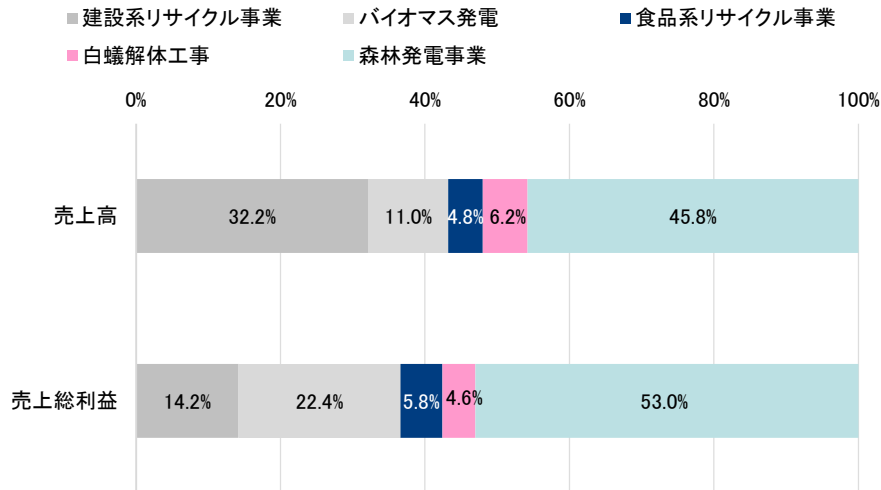
### 「建設系リサイクル事業」を主力とするほか、 順調に立ち上がった「森林発電事業」が業績に大きく貢献

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、CO<sub>2</sub>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(2018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月期以降、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取れた事業構成になっている。

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、CO<sub>2</sub>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（特に液状化飼料）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。

※ 液状化飼料が約 95% を占めている。残りの堆肥化については、受入数量とのバランスを調整するためのバッファーとして継続している。

## 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 ※<sup>1</sup>（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）※<sup>2</sup>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。

※<sup>1</sup> 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。

※<sup>2</sup> 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、CO<sub>2</sub>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11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 7 つに集約できる。

#### (1) 許可品目が多い

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。また、民間では少ない一般廃棄物処分業の許可を取得している。

※ 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。

#### (2) 取扱廃棄物の多様化

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。

#### (3) 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。

#### (4) 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。

#### (5) 食品リサイクル事業のバイオニア

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バイオニアである。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。

#### (6) 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。



## 企業特徴

**(7) 森林資源でのバイオマス発電及び電力小売り**

バイオマス発電のノウハウを生かして参入した森林発電事業についても、新たな収益ドライバーとして期待できるだけでなく、自然エネルギーの地産地消と雇用創出を実現する事業モデルとなっており、循環型経済社会の構築や地域経済の発展に貢献している。

## ■ 業界環境

### 市場規模は大きく、裾野の広い業界構造。 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 11.5 万（環境省ホームページ）に上り、産業廃棄物処理施設（2016 年 4 月 1 日現在）も中間処理施設数が約 18,726 件、最終処分場が約 1,803 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、専業として要興業 <6566>、ミダック <6564>、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> などが挙げられる。

## ■ 決算動向

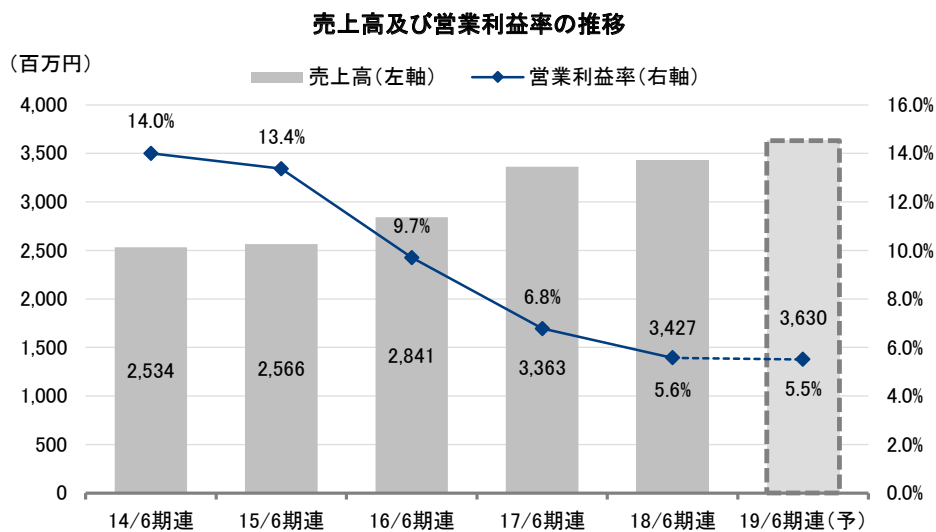
### 2008年のリーマンショック以降、売上高は順調に拡大

#### 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拡大に伴って収益性も高くなり、2014年6月期の営業利益率は過去最高となる14.0%に到達した。ただ、2016年6月期は、新たに「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月期から2018年6月期にかけては、「森林発電事業」の安定稼働や電力小売りへの参入等により増収基調が続いているものの、利益面では既存事業における事業停止処分※に加えて、中国における廃プラ輸入規制の影響（後述）など、マイナス要因が重なったことから低調に推移している。

※ 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。



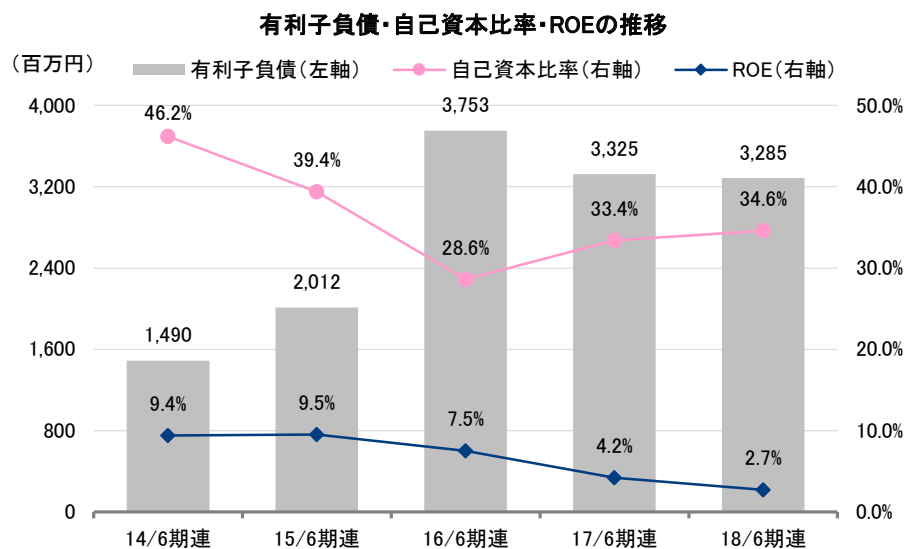
出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

## 決算動向

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処分の影響等により低水準にて推移している。

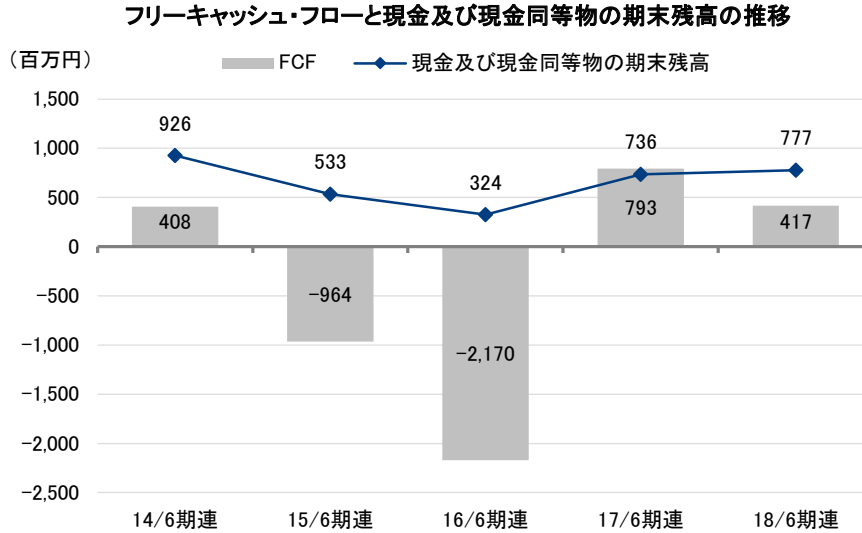
フリーキャッシュ・フロー※については、基本的にプラスの状態が続いてきたが、2015年6月期及び2016年6月期は「森林発電事業」への先行投資によりマイナスとなった。ただ、2017年6月期からは、既存事業に加えて、新たな安定収益源(森林発電事業)が立ち上がったことから再びプラスに転じており、潤沢なキャッシュ・フローの有効活用は今後の課題と言えるだろう。

※ 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

## 決算動向



出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

## 2. 2018年6月期決算の概要

2018年6月期の業績は、売上高が前期比1.9%増の3,427百万円、営業利益が同16.2%減の191百万円、経常利益が同21.9%減の140百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同31.6%減の57百万円と売上高は増収（9期連続の増収及び過去最高の売上高を更新）を確保したものの、利益面では減益となった。また、期初予想に対しても、売上高、利益ともに下回る着地となっている（ただし、2018年1月31日付けの修正予想は達成）。

売上高は、事業譲渡<sup>※1</sup>による影響が残った「食品系リサイクル事業」を除いて、「建設系リサイクル事業」、「白蟻解体工事」、「森林発電事業」の3つの事業がそれぞれ伸長した。特に、「建設系リサイクル事業」におけるバイオマス発電（及び売電）、及び「森林発電事業」における電力小売事業が着実に伸びている。一方、売上高が期初予想を下回ったのは、「建設系リサイクル事業」において焼却施設の長期補修工事を実施したことに加えて、中国の廃プラ輸入規制等の影響<sup>※2</sup>により、結果として受入数量を制限せざるを得ない状況となったことが理由である。すなわち、内部要因（長期補修工事）と外部要因（中国における廃プラ輸入規制）が重なったことが業績へのインパクトを大きくしたと言える。

<sup>※1</sup> 2017年2月に銚田ファーム（自社保有の養豚施設）を事業譲渡。

<sup>※2</sup> 中国における廃プラスチック類の輸入規制の影響により、建設系廃棄物に含まれる高カロリーの廃プラスチック類の構成比が高まったことで処理効率が低下するとともに、連鎖的に他の処分業者への外注委託費（外注単価）も高騰したことから、結果として受入制限をせざるを得ない状況となった。

また、利益面でも、中国の廃プラ輸入規制等に伴う外注単価の高騰や「森林発電事業」における木材仕入費の増加等により減益となり、営業利益率も5.6%（前期は6.8%）に低下した。

財政状態については、有形固定資産の減価償却等に伴って総資産が前期末比4.4%減の6,125百万円に縮小したことから、自己資本比率は34.6%（前期末は33.4%）に若干上昇した。

決算動向

キャッシュ・フローの状況についても、営業キャッシュ・フローは税金等調整前当期純利益や減価償却費により高いレベルでプラスを維持したことに加え、投資キャッシュ・フローを一定水準に抑えたことから、長期借入金の返済を賄いながらも、現金及び現金同等物はわずかに増加（前期末比 41 百万円増）している。

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 1.7% 増の 1,481 百万円、売上総利益が同 6.8% 減の 150 百万円と増収ながら減益となった。売上高は、前期における事業停止処分の影響<sup>※1</sup>が残るなかで、前述のとおり、長期補修工事の実施<sup>※2</sup>や中国における廃プラ輸入規制の影響（前述）により、焼却施設における受入数量を制限したことがマイナス要因となったものの、発電施設（バイオマス発電）については受入数量（前期比 24.3% 増）及び売電数量（同 5.5% 増）がともに伸びたことから増収を確保した。また、利益面では、処理効率の低下や外注単価の高騰が利益水準を押し下げた。

※1 2 品目を自主返上（新規許可取得にむけて準備中）したことによる影響等。

※2 2017 年 12 月中旬から約 3 ヶ月に及ぶ長期補修工事を実施。

**(2) 食品系リサイクル事業**

売上高が前期比 23.7% 減の 165 百万円、売上総利益が同 8.1% 減の 24 百万円と減収減益となった。売上高は、前期の事業譲渡による影響（約 36 百万円の減収要因）に加えて、堆肥化へのリサイクル数量を一定範囲に抑えるために受入数量を絞った（前期比 8.7% 減）ことなどから減収となった。一方、注力する液状化飼料の販売数量は新規契約先の開拓等により前期比 10.6% 増と順調に伸びている。また、利益面では、減収に伴って減益となったものの、採算性の低かった養豚事業の譲渡によりセグメント利益率は 14.5%（前期は 12.0%）に改善している。

**(3) 白蟻解体工事**

売上高が前期比 12.3% 増の 211 百万円、売上総利益が同 147.8% 増の 18 百万円と想定以上に好調であった。白蟻工事が減少した一方、解体工事が施工体制及び営業強化により順調に拡大した。

**(4) 森林発電事業**

売上高が前期比 4.5% 増の 1,569 百万円、売上総利益が同 17.4% 減の 217 百万円と増収ながら減益となった。売上高は、発電事業の安定稼働に加えて、電力小売事業の拡大が増収に寄与した。特に、電力小売りにについては、一般家庭向け低圧電力の契約には立ち上がりにやや苦戦しているものの、事業会社向け（地元の製材工場等）の高圧電力が順調に伸びている。一方、利益面で減益となったのは、発電燃料となる木材の含水率が上昇したことより払出し数量（木材仕入費）が増加したことが主因である。また、電力小売事業の拡大による電力仕入費の増加も原価率を押し上げる要因となっており、それらの結果、セグメント利益率は 13.8%（前期は 17.5%）に低下している。

以上から、2018 年 6 月期業績を総括すると、事業停止処分の影響を受けた前期に引き続き、長期補修工事の実施や中国における廃プラ輸入制限の影響等により低調に推移したものの、「森林発電事業」における電力小売事業が着実に伸びてきたところは、今後に向けて明るい材料と言える。

## 決算動向

## 2018年6月期決算の概要

(単位：百万円)

	17/6期 実績		18/6期 実績		増減		18/6期	
	構成比		構成比		増減率		期初予想	修正予想
売上高	3,363		3,427		64	1.9%	3,600	3,340
建設系リサイクル事業	1,456	43.3%	1,481	43.2%	24	1.7%	1,665	
食品系リサイクル事業	217	6.5%	165	4.8%	-51	-23.7%	182	
白蟻解体工事	187	5.6%	211	6.2%	23	12.3%	187	
森林発電事業	1,501	44.6%	1,569	45.8%	68	4.5%	1,566	
売上原価	2,904	86.3%	3,017	88.0%	113	3.9%	3,025	
売上総利益	459	13.7%	410	12.0%	-49	-10.7%	575	
建設系リサイクル事業	160	11.0%	150	10.1%	-10	-6.8%	282	
食品系リサイクル事業	26	12.0%	24	14.5%	-2	-8.1%	26	
白蟻解体工事	7	3.7%	18	8.5%	11	147.8%	11	
森林発電事業	262	17.5%	217	13.8%	-45	-17.4%	256	
販管費	230	6.9%	218	6.4%	-12	-5.3%	235	
営業利益	228	6.8%	191	5.6%	-37	-16.2%	340	150
経常利益	180	5.4%	140	4.1%	-39	-21.9%	300	120
親会社株主に帰属する当期純利益	83	2.5%	57	1.7%	-26	-31.6%	200	50
※売上総利益の構成比は、事業別の売上総利益率を示している								
総資産	6,405		6,125		-280	-4.4%		
流動資産	1,656		1,725		68	4.2%		
固定資産	4,749		4,400		-349	-7.4%		
自己資本	2,141		2,120		-21	-1.0%		
自己資本比率	33.4%		34.6%		1.2pt	-		
有利子負債（リース債務を除く）	3,325		3,285		-40	-1.2%		
営業キャッシュ・フロー	890		576					
投資キャッシュ・フロー	-97		-158					
財務キャッシュ・フロー	-382		-376					
現金及び現金同等物の期末残高	736		777					

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

## 「建設系リサイクル事業」の回復や電力小売事業の拡大により増収増益を見込む

### 3. 2019 年 6 月期の業績予想

2019 年 6 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 5.9% 増の 3,630 百万円、営業利益を同 4.4% 増の 200 百万円、経常利益を同 6.4% 増の 150 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 57.7% 増の 90 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」における電力小売事業の拡大が増収に寄与する想定である。一方、利益面では、増収により増益を確保するものの、「森林発電事業」における原価率の高止まりなどを保守的に見積もったことから、利益率は若干低下する見通しである。

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 4.1% 増の 1,541 百万円、売上総利益を同 35.3% 増の 203 百万円と増収増益を見込んでいる。前期における長期補修工事による影響が解消（フル稼働）されることに加えて、中国における廃プラ輸入規制の影響についても、受入廃棄物の性状に合わせた単価設定（高カロリー廃棄物に対する受入単価の値上げ）や低カロリー廃棄物の受入強化、稼働率の向上等により、増収及び大幅な損益改善を図る見通しである。

#### (2) 食品系リサイクル事業

売上高を前期比 5.5% 増の 174 百万円、売上総利益を同 41.7% 減の 14 百万円と増収減益を見込んでいる。液化飼料の販売拡大が増収に寄与する見通しである。ただ、利益面で減益を見込んでいるのは、施設の修繕等を見込んでいるためである。

#### (3) 白蟻解体工事

売上高を前期比 5.2% 減の 211 百万円、売上総利益を同 11.1% 減の 16 百万円と減収減益を見込んでいる。前期が想定以上に好調であったことから、その反動減を保守的に見込んでいるようだ。

#### (4) 森林発電事業

売上高を前期比 9.3% 増の 1,715 百万円、売上総利益を同 13.8% 減の 187 百万円と増収減益を見込んでいる。電力小売事業の拡大が増収に寄与する想定である。一方、利益面では、前期からの原価率の高止まり（発電燃料となる木材の含水率）を保守的に見積もったことにより減益を見込んでいる。

## 決算動向

## 2019年6月期の業績予想

(単位：百万円)

	18/6期 実績		19/6期 予想		増減	
		構成比		構成比		増減率
売上高	3,427		3,630		203	5.9%
建設系リサイクル事業	1,481	43.2%	1,541	42.5%	60	4.1%
食品系リサイクル事業	165	4.8%	174	4.8%	9	5.5%
白蟻解体工事	211	6.2%	200	5.5%	-11	-5.2%
森林発電事業	1,569	45.8%	1,715	47.2%	146	9.3%
売上原価	3,017	88.0%	3,210	88.4%	193	6.4%
売上総利益	410	12.0%	420	11.6%	10	2.4%
建設系リサイクル事業	150	10.1%	203	13.2%	53	35.3%
食品系リサイクル事業	24	14.5%	14	8.0%	-10	-41.7%
白蟻解体工事	18	8.5%	16	8.0%	-2	-11.1%
森林発電事業	217	13.8%	187	10.9%	-30	-13.8%
販管費	218	6.4%	220	6.1%	2	0.9%
営業利益	191	5.6%	200	5.5%	9	4.4%
経常利益	140	4.1%	150	4.1%	10	6.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	57	1.7%	90	2.5%	33	57.7%

※売上総利益の構成比は、事業別の売上総利益率を示している  
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

弊社では、2019年6月期の売上高の伸びをけん引する2つの要因、すなわち、1) 電力小売事業が足元で順調に伸びていること※に加え、2) 建設系リサイクル事業についても、中国による廃プラ輸入規制が続くなかで、高カロリー廃棄物に対する受入単価の値上げ等が業績回復に寄与する可能性が高いことから、売上高予想の達成は可能であると評価している。

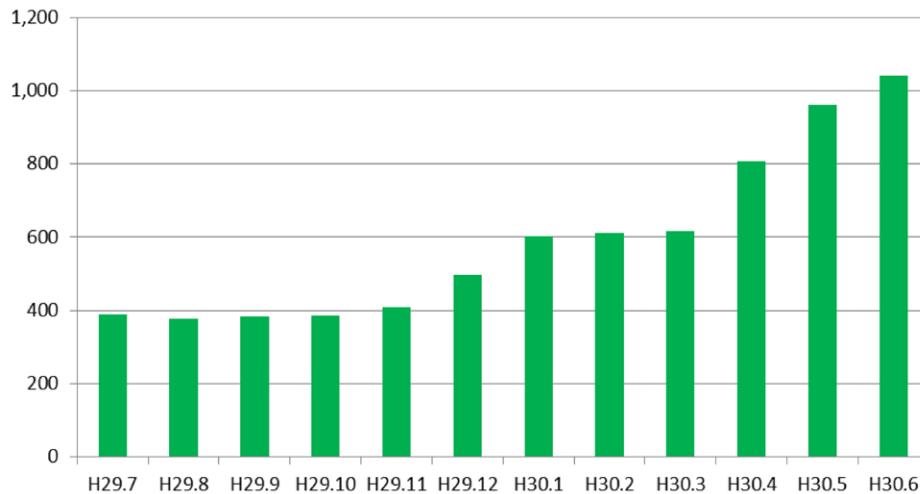
※ 電力販売数量は2017年6月から低圧電力（一般家庭等）を開始して以降、しばらく立ち上がりに苦戦していたが、2018年4月から急激に伸びており、2018年6月（単月）の電力販売数量は100万キロワットを超えた。これは3ヶ月前（2018年3月）との比較で約1.6倍の水準となっている。

また、利益予想については、想定されるコスト要因を保守的に織り込んだ水準となっていることから、上振れる可能性にも注意が必要である。注目すべきは、新たな収益ドライバーとして期待される電力小売事業の進捗だろう。特に、地産地消型の事業モデルの実現に向けて、地元の事業会社のほか、一般家庭への電力供給をいかに拡販していくのかに注目している。



決算動向

電力販売数量の推移 (単位: MWh)



出所: 決算説明会資料より掲載

## 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

2017年6月期よりフル稼働している「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。

## 成長戦略

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、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。

また、「食品系リサイクル事業」として展開している液状化飼料についても注力する考えである。液状化飼料は、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 12,000 世帯から 13,000 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。本格的な立ち上がりにはある程度の時間を要するものとみられるが、自然エネルギーへの理解や認知が浸透し、切り替えに対する心理的なハードルが払拭されれば一気に加速する可能性がある。さらに販売実績の積み上げや販売ネットワーク（代理店）の構築等により、他社のバイオマス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

### 2019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。2018年6月期は、業績が期初の計画を下回ったものの、期初予想どおり、前期と同額の1株当たり12円（中間6円、期末6円）を実施した（配当性向95.5%）。2019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60.5%）。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。

#### 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