

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 >>>](#)

2019 年 10 月 4 日 (金)

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
1. 事業概要	01
2. 2019年6月期業績の概要	01
3. 2020年6月期の業績予想	01
4. 成長戦略	02
■ 事業概要	03
1. 建設系リサイクル事業	04
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	05
■ 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. 2019年6月期決算の概要	10
3. 2020年6月期の業績予想	12
■ 成長戦略	14
1. 森林発電事業の今後の見通し	15
2. 建設系リサイクル事業の方向性	15
■ 株主還元	16

■ 要約

**前期業績は計画を上回る大幅な増収増益を実現。
受入単価の見直しや電力小売りの拡大が業績の伸びに寄与。
2020 年 6 月期も引き続き損益改善を図る**

1. 事業概要

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。今後も地産地消による電力小売事業（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。

2. 2019 年 6 月期業績の概要

2019 年 6 月期の業績は、売上高が前期比 14.4% 増の 3,922 百万円、営業利益が同 65.7% 増の 317 百万円と大幅な増収増益となり、売上高は 10 期連続の増収（過去最高）を達成した。売上高は、すべての事業が伸長。特に、主力の建設系リサイクル事業においては、廃プラ輸出規制（詳細は後述）の影響により受入制限をせざるを得ない状況が続かなかで、受入単価の見直しが増収に寄与。バイオマス発電（及び売電）も好調に推移した。また、森林発電事業についても、安定稼働を維持するとともに、電力小売りが一般家庭向けに大きく拡大している。利益面でも、増収効果に加え、外注委託費の削減や減価償却費の減少、受入単価の見直し等により売上原価率が大きく改善したことから大幅な営業増益を実現した。

3. 2020 年 6 月期の業績予想

2020 年 6 月期の業績予想について同社は、売上高を前期比 0.7% 増の 3,950 百万円、営業利益を同 13.4% 増の 360 百万円と、引き続き大幅な損益改善を見込んでいる。売上高は、建設系リサイクル事業が、受入単価の見直し効果により大きく伸長。ただ、森林発電事業が、価格攻勢の厳しい法人向けの電力小売りの落ちこみ（離脱）により減収となるほか、食品系リサイクル事業についても、液状化飼料が販売先の事情（詳細は後述）により縮小し、売上高はほぼ半減する見通しとなっている。一方、利益面では、建設系リサイクル事業による受入単価の見直し効果により大幅な増益を実現する想定である。

要約

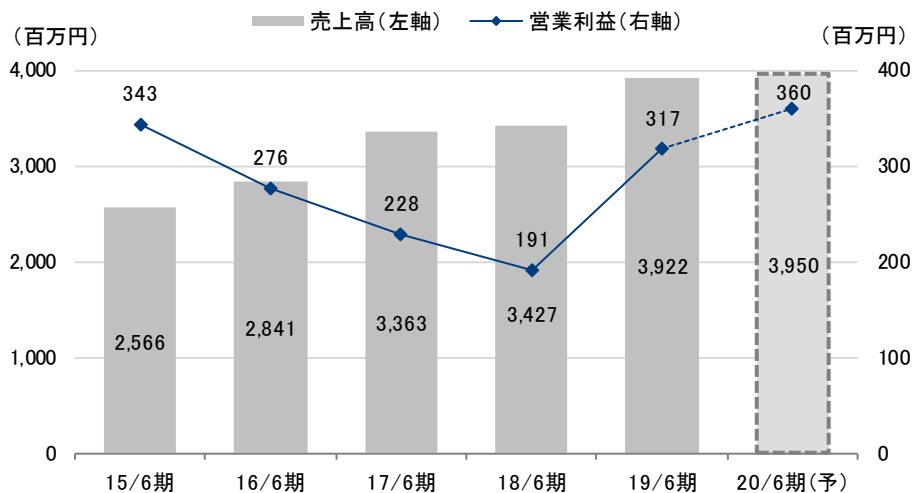
4. 成長戦略

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建設系リサイクル事業の拡大である。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、建設系リサイクル事業においても、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）への拡充を含めた事業拡大への取り組みに注目していきたい。

Key Points

- ・2019年6月期は計画を上回る大幅な増収増益を実現
- ・2020年6月期の業績も、引き続き受入単価の見直し効果により大幅な損益改善を見込む
- ・今後もポテンシャルの大きい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

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

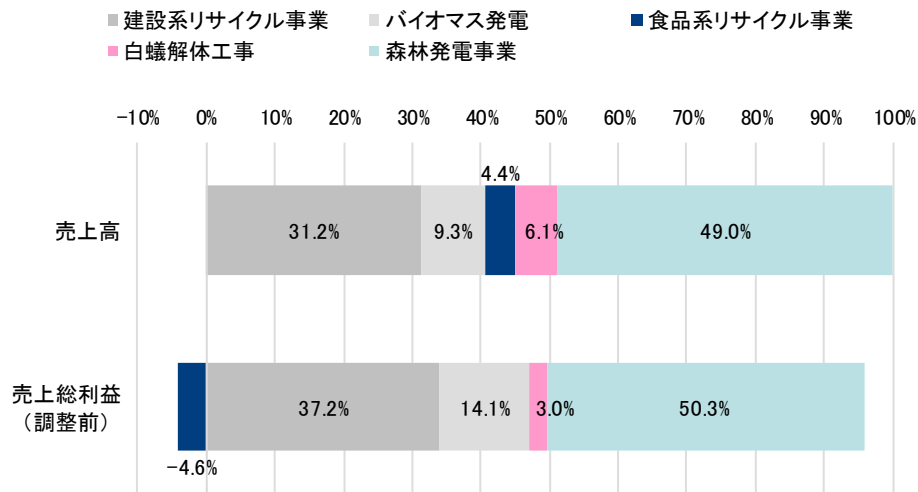
■ 事業概要

バイオマス発電と環境リサイクルにより、 循環型経済社会の構築に貢献

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、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構成比(2019年6月期)



出所：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、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。

事業概要

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 1,800kWh（1日 43,200kWh）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。

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。

事業概要

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。なお、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（東京電力ホールディングス<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。

沿革

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。

(a) 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。

※ 以前は13品目の許可を得ていたが、2017年2月の事業停止処分に際して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（がれき類については2019年内の許可取得を予定）である。

(b) 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。

(c) 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。

(d) 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。

企業特徴

(e) 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ている。

(f) 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。

(g) 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。 廃プラ輸出規制により需要バランスがひっ迫

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いところに注意が必要である。

業界環境

もっとも、廃プラ輸出規制の影響により、足元では需給バランスがひっ迫する状況が見られる。すなわち、2017 年末からの中国における廃プラ輸入規制に加え、バーゼル条約に係る会議（2019 年 5 月開催）においても相手国の同意なしで、汚れたプラスチックごみを輸出することが禁止されたことや、深刻化が指摘される海洋プラスチック汚染問題の解決に向けた取り組みなどが背景としてある。それに伴って、高カロリー廃棄物がだぶつくとともに、処理可能数量の低減や外注委託費の高騰などの混乱を招いているものの、受入単価の見直しにより処理施設を保有する事業者にとっては追い風と言える状況となっている。

なお、産業廃棄物処理業者は全国で約 11.6 万（環境省ホームページ）に上り、産業廃棄物処理施設（2017 年 4 月 1 日現在）も中間処理施設数が約 19,018 件、最終処分場が約 1,783 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。

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ことが理由である。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。

決算動向

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。しかしながら、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一方、利益面では既存事業における事業停止処分※に加えて、廃プラ輸出規制の影響など、マイナス要因が重なったことから低調に推移。ただ、2019年6月期は受入単価の見直し等により大幅な損益改善を実現している。

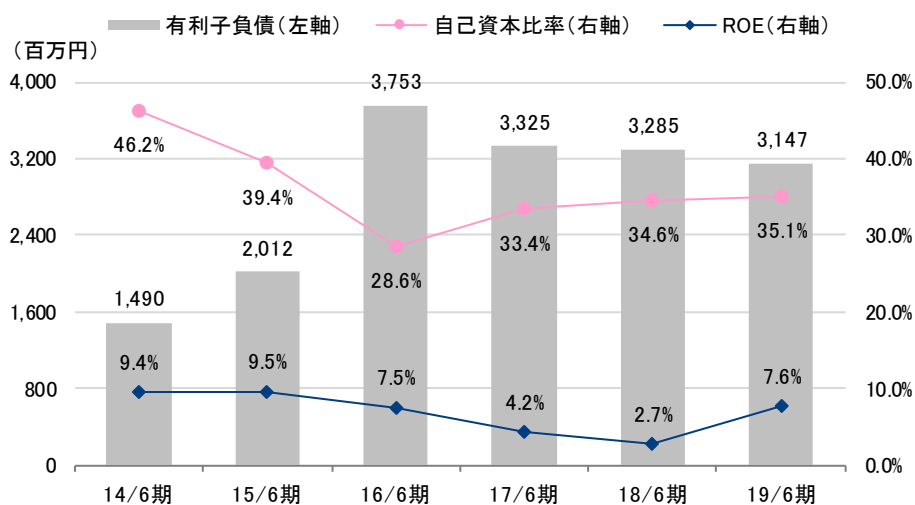
※ 同社は、千葉県より「廃棄物の処理及び清掃に関する法律」第14条の3第1号の規定に基づき、2017年2月8日から2017年4月8日まで（60日間）の事業停止処分を受けた。1) 許可を受けたとみなされる破砕機を無許可で入れ替え、産業廃棄物の処理を行ったこと、2) 焼却施設において、恒常的に許可処理能力を超過し産業廃棄物の処理を行ったことが処分の原因となっている。

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。2019年6月期には損益改善に伴いROEも一定の回復を見せている。

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、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。

有利子負債・自己資本比率・ROEの推移



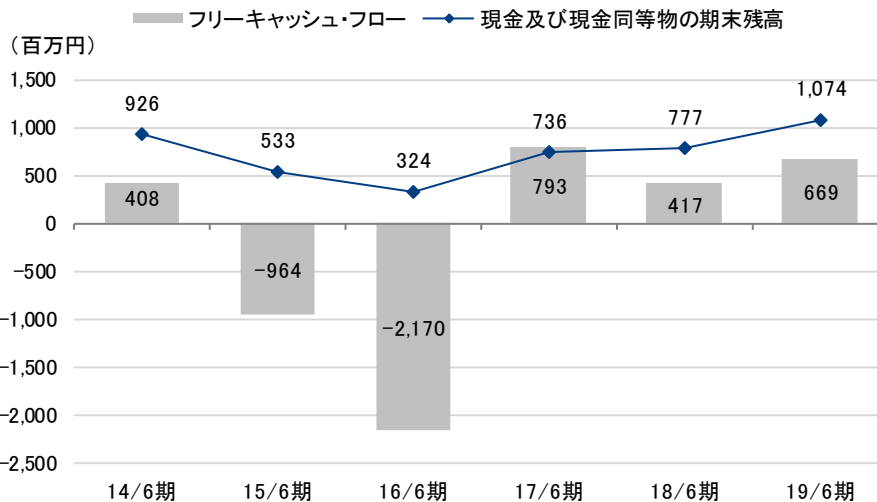
出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

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

決算動向

フリーキャッシュ・フローと現金及び現金同等物の期末残高の推移



出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

2. 2019年6月期決算の概要

2019年6月期の業績は、売上高が前期比14.4%増の3,922百万円、営業利益が同65.7%増の317百万円、経常利益が同84.0%増の259百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同181.0%増の160百万円と大幅な増収増益となり、売上高は10期連続の増収（過去最高）を達成した。2019年2月1日付の増額修正予想に対してもさらに上回る着地となっている。

売上高は、すべての事業が伸長。特に、主力の建設系リサイクル事業においては、廃プラ輸出規制の影響等により焼却施設への受入制限をせざるを得ない状況が続くなかで、受入単価の見直しが増収に寄与。バイオマス発電（及び売電）も好調に推移した。また、森林発電事業についても、安定稼働を維持するとともに、電力小売りが大きく拡大している。

利益面でも、森林発電事業の伸びに伴って電力仕入費や木材仕入費が増えたほか、人件費、維持管理費等により売上原価が増加した一方、外注委託費の削減や減価償却費の減少、受入単価の見直し等により売上原価率は大きく改善。販管費率も増収効果により低下したことから営業利益率は8.1%（前期は5.6%）に大きく上昇し、大幅な営業増益を実現した。

財政状態については、現金及び預金が増加したものの、有形固定資産の減価償却等に伴って総資産は前期末比1.2%減の6,053百万円とわずかに縮小。一方、自己資本は自己株式の取得等により同0.3%増の2,126百万円と横ばいで推移したことから、自己資本比率は35.1%（前期末は34.6%）と若干上昇した。

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の増加や減価償却費により高いレベルでプラスを維持した上、投資キャッシュ・フローは僅かな支出にとどまったことから、借入金の返済を賄いながらも、現金及び現金同等物は大きく増加（前期末比297百万円増）している。

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 7.3% 増の 1,590 百万円、売上総利益が同 88.7% 増の 283 百万円と増収増益となった。焼却施設については、廃プラ輸出規制の影響※により、受入制限を継続しながらの営業活動となったことから、受入数量が大きく減少（前期比 12.7% 減）。ただ、受入単価については、2019 年 1 月以降、外注委託費用及び維持管理費用に連動する処理単価に見直したことで増収を確保した。また、発電施設（バイオマス発電）についても受入数量（同 5.3% 増）及び売電数量（同 7.3% 増）がともに伸びたことから増収となっている。利益面でも、外注委託費用の削減や受入単価の見直し等により大幅な増益を実現した。

※ 廃プラスチック類の輸出規制の影響を受け、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により処理可能数量が低減するとともに、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が続いている。

(2) 食品系リサイクル事業

売上高が前期比 4.2% 増の 172 百万円、売上総損失が 25 百万円（前期は 24 百万円の利益）と増収ながら減益となり、売上総損失を計上した。売上高は、受入数量が増加（前期比 6.0% 増）したことに加え、液状化飼料の販売数量の拡大（同 7.7% 増）が増収に寄与。ただ、利益面では、施設の修繕等が売上原価増を招いたことから売上総損失に陥った。なお、液状化飼料の販売については、上期には好調に推移したものの、下期に入ってから販売先の事情（養豚農家の一部廃業）等により、出荷数量が急減しているようだ。

(3) 白蟻解体工事

売上高が前期比 12.9% 増の 238 百万円、売上総利益が同 11.5% 減の 16 百万円と増収ながら減益となった。解体工事が施工体制及び営業強化により大きく拡大したことに加え、白蟻工事も既存工事の売上増により堅調に推移している。

(4) 森林発電事業

売上高が前期比 22.4% 増の 1,920 百万円、売上総利益が同 27.7% 増の 277 百万円と増収増益となった。

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、発電事業は 100% に近い発電数量を確保するとともに、売電単価の向上※が売上高の伸びにつながった。また、電力小売事業についても、法人向けが価格攻勢により苦戦する一方、代理店経由の一般家庭向けが大きく伸びている。

※ 売電単価は使用する木材によって 24 円 / kWh か、32 円 / kWh に設定されるため、その割合に応じて変動する仕組みとなっている。計画の段階では平均値の 28 円 / kWh を前提としているが、前期実績は 32 円 / kWh の割合が想定よりも増えたことから計画を上回る増収（約 100 百万円増）となったようだ。

以上から、2019 年 6 月期業績を総括すると、建設系リサイクル事業において、廃プラ輸出規制の影響により受入数量では厳しい状況が続いているものの、受入単価の見直しにより大幅な損益改善を実現したことは高く評価できる。また、森林発電事業においても、電力小売事業が一般家庭向けに順調に伸びており、今後に向けて明るい材料と言える。一方、食品系リサイクル事業の縮小や法人向け電力小売りの苦戦については、今後どのようにカバーしていくのが課題となるだろう。

決算動向

2019年6月期決算の概要

(単位：百万円)

	18/6期		19/6期		増減		19/6期	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率	期初予想	修正予想
売上高	3,427		3,922		494	14.4%	3,630	3,850
建設系リサイクル事業	1,481	43.2%	1,590	40.5%	108	7.3%	1,541	-
食品系リサイクル事業	165	4.8%	172	4.4%	6	4.2%	174	-
白蟻解体工事	211	6.2%	238	6.1%	27	12.9%	200	-
森林発電事業	1,569	45.8%	1,920	49.0%	351	22.4%	1,715	-
売上原価	3,017	88.0%	3,370	85.9%	352	11.7%	3,210	-
売上総利益	410	12.0%	551	14.1%	141	34.5%	420	-
建設系リサイクル事業	150	10.1%	283	17.8%	133	88.7%	203	-
食品系リサイクル事業	24	14.5%	-25	-	-49	-	14	-
白蟻解体工事	18	8.5%	16	6.7%	-2	-11.5%	16	-
森林発電事業	217	13.8%	277	14.4%	60	27.7%	187	-
販管費	218	6.4%	233	6.0%	15	7.1%	220	-
営業利益	191	5.6%	317	8.1%	125	65.7%	200	300
経常利益	140	4.1%	259	6.6%	118	84.0%	150	240
親会社株主に帰属する当期純利益	57	1.7%	160	4.1%	103	181.0%	90	170
※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	6,125		6,053		-71			
流動資産	1,704		2,035		331			
固定資産	4,420		4,017		-402			
自己資本	2,120		2,126		5			
自己資本比率	34.6%		35.1%		0.5pt			
有利子負債（リース債務を除く）	3,285		3,147		-138			
営業キャッシュ・フロー	576		752					
投資キャッシュ・フロー	-158		-82					
財務キャッシュ・フロー	-376		-372					
現金及び現金同等物の期末残高	777		1,074					

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における単価見直し等により、引き続き大幅な損益改善の見通し

3. 2020年6月期の業績予想

2020年6月期の業績予想について同社は、売上高を前期比0.7%増の3,950百万円、営業利益を同13.4%増の360百万円、経常利益を同23.4%増の320百万円、親株主株主に帰属する当期純利益を同24.7%増の200百万円と微増収ながら大幅な損益改善を見込んでいる。

決算動向

売上高は、建設系リサイクル事業が、前期同様、焼却施設への受入単価の見直し効果により大きく伸長する計画である。ただ、森林発電事業については、法定点検の影響（稼働日数の減少）や、価格攻勢の厳しい法人向け電力小売りの落ちこみ（離脱）により減収。また、食品系リサイクル事業についても、販売先の事情（養豚農家の一部廃業等）による液状化飼料の縮小により、売上高はほぼ半減する想定となっており、その結果、売上高全体では微増にとどまる見通しである。

一方、利益面では、建設系リサイクル事業による受入単価の見直し効果により売上原価率が大きく改善し、大幅な増益を実現。営業利益率も 9.1%（前期は 8.1%）に上昇する想定となっている。

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 19.5% 増の 1,900 百万円、売上総利益を同 48.4% 増の 420 百万円と大幅な増収増益を見込んでいる。前期同様、2019 年 1 月より実施した焼却施設への受入単価の見直し効果が業績の伸びに寄与する。また、焼却施設の需給がひっ迫するなか、受入数量の安定化に向けて、効率的な点検・修繕工事の実施により稼働日数の増加を図るとともに、安定した外注委託先の開拓にも取り組む方針である。さらには、処分業の許可品目の追加取得や効率的な分別作業場所の増設により顧客サービスの向上※¹を図るほか、発電施設についても許可品目追加※²により、需給バランスの緩和と受入単価の向上を目指す。

※¹ 2016 年に自主返上した「がれき類」の処分業を再び許可品目に追加するとともに、がれき類破碎施設を新設。これによって、利便性の向上を図り、とりわけ小口の取引先の呼び戻しを目指すとともに、受入単価の向上にも結び付ける方針。

※² 建設系リサイクル事業の発電施設において許可品目を追加取得する計画である。実現すれば、これまでのバイオマス（生物資源）に加えて、高カロリー廃棄物を発電施設に受け入れることができるため、ひっ迫している需給バランスの緩和や受入単価の向上を図ることが可能となる。

(2) 食品系リサイクル事業

売上高を前期比 47.7% 減の 90 百万円、売上総損失を 25 百万円（前期も 25 百万円の損失）と大幅な減収となり、前期と同水準の売上総損失を見込んでいる。売上高は、前期における取引先の事情（養豚農家の一部廃業等）による影響を受けてほぼ半減する想定である。また、利益面でも、減収による収益の押し下げにより、売上総損失の状態が継続する見通しとなっている。

(3) 白蟻解体工事

売上高を前期比 7.6% 減の 220 百万円、売上総利益を同 6.2% 減の 15 百万円と好調であった前期と比較して減収減益を見込んでいるが、保守的な前提となっているようだ。

(4) 森林発電事業

売上高が前期比 9.4% 減の 1,740 百万円、売上総利益を同 22.4% 減の 215 百万円と減収減益を見込んでいる。発電事業が法定点検の影響（稼働日数の減少）により減収となるほか、電力小売事業についても代理店経由での一般家庭向けが伸長するものの、価格競争の厳しい法人向けの落ち込み（離脱）が業績の足を引っ張る要因となるようだ。

決算動向

2020年6月期の業績予想

(単位：百万円)

	19/6期		20/6期		増減	
	実績	構成比	予想	構成比	増減	増減率
売上高	3,922		3,950		28	0.7%
建設系リサイクル事業	1,590	40.5%	1,900	48.1%	310	19.5%
森林発電事業	1,920	49.0%	1,740	44.1%	-180	-9.4%
食品系リサイクル事業	172	4.4%	90	2.3%	-82	-47.7%
白蟻解体工事	238	6.1%	220	5.6%	-18	-7.6%
売上原価	3,370	85.9%	3,325	84.2%	-45	-1.3%
売上総利益 [※]	551	14.1%	625	15.8%	74	13.4%
建設系リサイクル事業	283	17.8%	420	22.1%	137	48.4%
森林発電事業	277	14.4%	215	12.4%	-62	-22.4%
食品系リサイクル事業	-25	-	-25	-	0	0.0%
白蟻解体工事	16	6.7%	15	6.8%	-1	-6.2%
販管費	233	6.0%	265	6.7%	32	13.7%
営業利益	317	8.1%	360	9.1%	43	13.4%
経常利益	259	6.6%	320	8.1%	61	23.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	160	4.1%	200	5.1%	40	24.7%

※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：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

弊社でも、建設系リサイクル事業における受入単価の見直し効果が期初から寄与（6ヶ月間のプラス要因）することに加え、減収予想となっている食品系リサイクル事業及び森林発電事業についてもマイナス要因を合理的に見積もった水準となっていることから、同社の業績予想の達成は十分に可能であるとみている。注目すべきは、建設系リサイクル事業における発電施設への許可品目の追加の動きと森林発電事業における一般家庭向けの電力小売りの拡大である。特に、前者については、高カロリー廃棄物の発電施設への受入れにより、受入単価がこれまでの数倍に引き上がることが期待できるため、今後の業績への影響にも注意する必要がある。

成長戦略

森林発電事業の安定稼働と電力小売りの拡大のほか、建設系リサイクル事業の拡大と収益性向上にも取り組む

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については、足元では廃プラ輸出規制の影響により需給バランスがひっ迫しているものの、基本的には建設業界の景気変動による影響を受けやすい事業特性であることから、多様な廃棄物の取扱いや取引先の分散、外注委託先の開拓などにより受入数量の安定化を確保するとともに、受入廃棄物の性状に合わせた単価設定（発電施設を含む）により収益性の向上にも取り組む。また、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も目指していく。

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、材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用できない木くずは推定 40～50 万トン程度存在するものと見込んでいるようだ。同社では、バイオマス発電施設の増加による木材仕入競争の激化も見据え、原木だけでなく、背板や端材、チップなど多様な形態による調達を確保していく方針である。

一方、地産地消型の事業モデルを推進する電力小売りは、自社の発電施設のほか、地元の他のバイオマス発電施設からの購入を進めることにより事業拡大を図っていく考えだ。足元では、厳しい価格攻勢により大口の法人向けが苦戦しているが、同社では採算性重視の方針のもと、代理店経由による一般家庭向けを強化する戦略である。

2. 建設系リサイクル事業の方向性

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目指している。特に、廃プラ輸出規制の影響や首都圏における再開発など需要過多の状況が続くなかで、安定した外注委託先の確保や発電施設での受入れを始め、処理可能数量の拡大に向けて様々な対応を検討していく方針である。また、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も取り組む。

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建設系リサイクル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。特に、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合理性があると評価できる。一方、建設系リサイクル事業においても、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）への拡充を含めた事業拡大への取り組みに注目していきたい。

■ 株主還元

2020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。2019年6月期は、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33.8%）。2020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26.0%）。弊社では、今後も安定的な配当政策を基本としながらも、建設系リサイクル事業の収益性の向上や森林発電事業（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。

免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp