

# タケエイ (2151 東証マザーズ)

発行日: 2012/1/25  
 調査日: 2011/11/22  
 調査方法: 訪問取材等

**建設廃棄物処理のリーディングカンパニー。積極的な買収・提携戦略で事業領域を拡大。震災復興需要も取り込み二桁の利益成長を予想。**

## > 要旨

### ◆ 建設現場で排出される廃棄物の収集・処分を一括受託

- ・建設工事や解体の現場で発生するコンクリート片等の瓦礫や廃材等の廃棄物処理の専門業者。首都圏を地盤に収集・運搬、選別・破碎・圧縮及び再利用可能物の抽出・製造、埋め立て処理といった一連の業務を総合的に手掛ける。
- ・得意先は大手ゼネコン、ハウスメーカー等。業歴の長さ、リサイクル率の高さ、処理能力の大きさ等から業界を先導する立場にある。ただ、中小・零細企業がひしめく業界にあって、品質に見合う収益性を維持する価格決定力は保持できないでいる。

### ◆ 営業地域の拡大、取扱品目・再資源化製品の拡充で成長図る

- ・同社の成長戦略は、営業地域の拡大(水平展開)、建設業以外の事業者が排出する廃棄物の取扱拡張、及び再資源化製品の開発(垂直展開)を、M&Aを絡めて迅速に進めること。
- ・2009年3月期には再生砕石等のリサイクル会社、北陸地域の製造業主力の産廃処理会社、環境に関わる計量証明会社の3社を買収。所要資金には前年の第三者割当増資で調達した資金を充当。

### ◆ 東日本大震災後の瓦礫処理で復興を支援

- ・被災地に仮置きされた瓦礫は約2千万トンで、今後の解体が見込まれる部分損壊した建物も加算すれば4~5千万トンに達すると推定。現地業者の処理能力は足りず、大都市の大手業者の支援が求められる。同社は大手ゼネコン、地元建設業者とJVを組み、数件の入札に参加し、既に2件を落札している。

## > 投資判断

### ◆ 今期はタケエイ単体の値上げ効果、来期以降は復興支援で増益基調

- ・我々の2012年3月期業績予想は、売上高166億円(前期比9%増)、営業利益15億円(同30%増)、当期純利益5億円(同63%増)。受注単価の見直し、原価低減努力でタケエイ単体が前期の落ち込みから回復することが主因。
- ・2013年3月期は、売上高196億円(前年比18%増)、営業利益19億円(同27%増)、当期純利益750百万円(同50%増)を予想。復興支援事業が同社単体の売上高を20億円程度押し上げよう。11年7月に買収した諏訪重機運輸も貢献。増配の公算。

### ◆ 株価は復興関連需要を織り込んでいる

- ・震災復興関連銘柄と認識されているため、会社予想に基づくPERは20倍と同業他社に比べ割高に映るが、PBRは0.85倍に止まる。瓦礫処理プロジェクトの詳細(正式な発注価額や具体的な処理内容等)が判明しつつあり、予想収益の裏付けが整えば、割高感は解消されよう。

### ◆ 妥当株価は1,690~2,150円を見込む

- ・我々の2015年3月期予想EPSは153円で、足元の株価のみた予想PERは10.6倍となる。妥当PERは11~14倍と想定すると、中期的な適正株価は、1,690~2,150円となる。

業種: サービス業  
 アナリスト: 高坂 茂樹  
 kousaka@stock-r.org

#### 【主要指標】

株価(円)	1,630
発行済株式数	6,504,000
時価総額(百万円)	10,003
上場日	2007/5/30
上場来パフォーマンス	-17.00%

	前期	今期
PER(倍)	32.1	20.0
PBR(倍)	0.85	0.84
配当利回り	0.8%	0.8%

	σ	β値
リスク指標	73.3%	1.16

#### 【主要 KPI (業績指標)】

	11 3 2Q	12 3 2Q
子会社売上(億)	1,282	1,484
円、構成比(%)	33.4	34.5
有価物売却額の売上構成比(%)	7.4	6.5
外注費の売上構成比(%)	27.3	27.2

#### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-19.7	-28.6	54.4
対 TOPIX(%)	-15.8	-24.4	82.5

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター  
 審査委員会審査済20120120

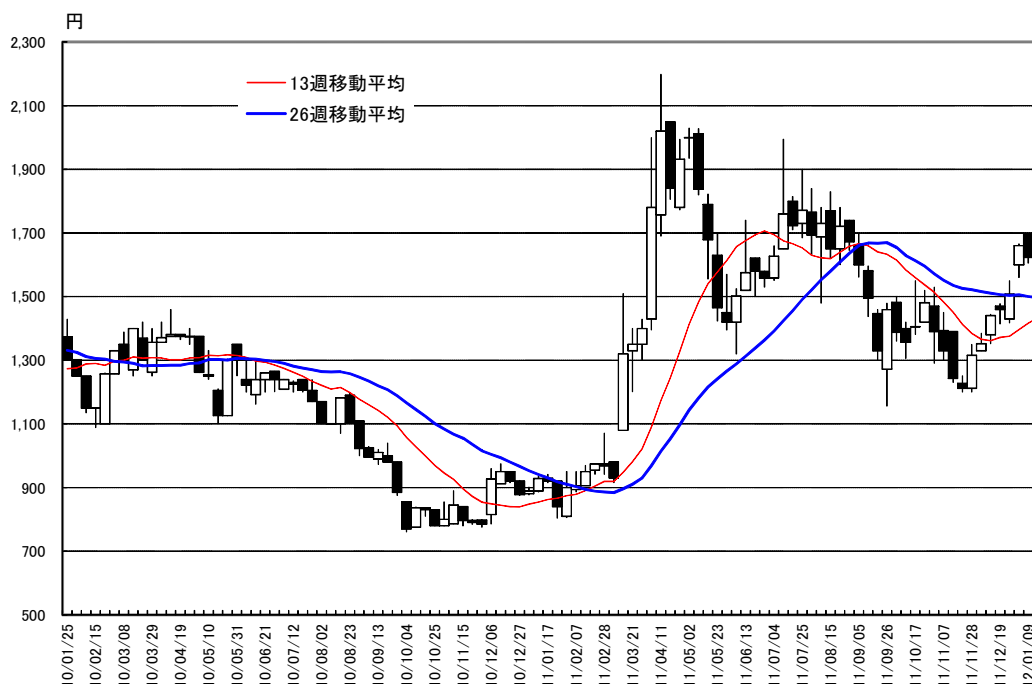
# タケエイ(2151 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3 期 実績	2011/3 期 実績	2012/3 期 会社予想	2012/3 期 予想	2013/3 期 予想	2014/3 期 予想	2015/3 期 予想
売上高	15,093	15,263	16,000	16,600	19,600	23,400	24,700
前年比	3.2%	1.1%	4.8%	8.8%	16.0%	19.4%	5.6%
営業利益	1,449	1,150	1,450	1,500	1,900	2,300	2,500
前年比	42.8%	-20.6%	26.0%	30.4%	18.8%	21.1%	8.7%
経常利益	1,057	828	1,130	1,200	1,600	2,000	2,200
前年比	72.3%	-21.6%	36.3%	44.9%	23.1%	25.0%	10.0%
当期純利益	415	307	469	500	750	900	1,000
前年比	56.2%	-26.0%	52.7%	62.9%	36.4%	20.0%	11.1%
期末株主資本	10,145	11,775	-	12,195	12,847	13,649	14,551
発行済株式数	5,195,600	6,494,000	6,504,000	6,504,000	6,504,000	6,504,000	6,504,000
EPS	80.1	50.7	76.6	81.5	115.3	138.4	153.8
配当	13.0	13.0	13.0	13.0	16.0	16.0	16.0
BPS	1,952.9	1,927.7	-	1,937.3	2,041.8	2,167.9	2,309.3
ROE	4.2%	2.8%	-	4.2%	6.0%	6.8%	7.1%
株価	1,356	1,401	1,630	1,630			
PER	16.9	28.0	21.3	20.0	14.1	11.8	10.6
配当利回り	1.3%	1.0%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
PBR	0.51	0.69	-	0.84	0.80	0.75	0.71

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

## > 株価パフォーマンス

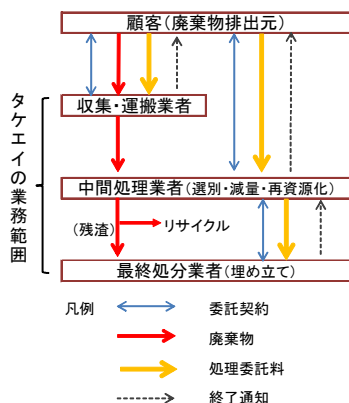


会社の概要

事業内容

建設廃材を主に扱う産業廃棄物処理業。首都圏一都三県で収集から最終処分まで一貫処理する。

＜同社の業務フロー＞



(出所) 各種資料より作成

◆ 業態：建設系産廃処理の総合サービスを首都圏で提供  
 株式会社タケエイ(以下、同社)及び同社グループは、主に建設現場から排出される産業廃棄物(解体工事で発生する廃棄物や、新築・改修工事中に発生する端材・梱包資材等)について、以下の4段階の業務を営んでいる。即ち、  
 1) 廃棄物を現場から収集し、自社の中間処理工場へ運搬する。  
 2) 当該施設で廃棄物の選別・破碎・圧縮等の中間処理を行う。  
 3) 同処理後に鉄・非鉄屑や木質チップ、再生砕石等を資源として売却。  
 4) 再資源化できない残渣を自社の処分場にて最終処分する。

首都圏(東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県)を主な営業エリアとして、収集・運搬、中間処理、最終処分の全工程を一貫して行う体制をいち早く構築。大型で自動化の進んだ先進的なリサイクル工場を整備しており、建設廃棄物処理業のリーディングカンパニーと目される。

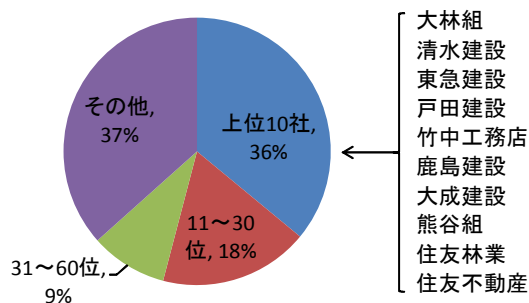
◆ 大手ゼネコンやハウスメーカーが主力顧客

同社の主な顧客は、都心部でビル・マンション建設を手掛けるゼネコン大手や大手ハウスメーカー等の建築元請会社。下図のようにゼネコン、ハウスメーカー上位60社で約6割に達する(同社単体ベース)。

◆ リサイクル率の高さ

同社は川崎市、千葉県四街道市の自社2工場、及び100%子会社のリサイクル・ピア、北陸環境サービス、諏訪重機運輸の各リサイクル工場において、廃棄物の中間処理・再資源化を行っている(次頁表参照)。同社は環境負荷の低減のための資源の循環的活用という経営理念の文言に則り、安易に焼却したり埋め立てたりせず、リサイクル可能なものは徹底して資源化している(下図)。

＜タケエイ単体の顧客別売上比率＞



(出所) 2011年3月期決算説明会資料より作成

＜タケエイのウェブサイトに記載されたりサイクル例＞



総合産廃処理業 4 社の他、石膏ボード、骨材等の単品処理・再資源化専門会社、サービス会社等でグループを構成、

<2011/3 期の収益・費用構造>

売上高	153	100%
1 廃棄物処理	142	93%
・ 処分(中間・最終)	109	71%
・ 収集・運搬	33	22%
2 その他	11	7%
処理原価	114	74%
1 外注費	41	27%
2 労務費	40	26%
3 経費	45	29%
・ 減価償却費	14	9%
・ その他	30	20%
4 有価物売上控除	-12	-8%
売上総利益	39	26%
販売費及び一般管理費	27	18%
1 人件費	17	11%
2 その他	11	7%
営業利益	12	8%
支払利息	3	2%
経常利益	8	5%

(出所)決算説明会資料より作成

分別、再資源化工程を経た残渣のうち、ガラスや陶磁器など腐敗しない物は安定型処分場に。地下水汚染の恐れがある物は遮水工事し厳格管理する処分場に移送。

<グループの主要処理施設の概要>

施設名称	所有会社	所在地	業務内容	処理能力(最終処分場は埋立容量)、備考
<b>中間処理施設</b>				
川崎リサイクルセンター	タケエイ	神奈川県川崎市	中間処理・リサイクル	混合廃棄物1,427t/d、コンクリート単品1,092t/d等。
四街道リサイクルセンター	タケエイ	千葉県四街道市	中間処理・リサイクル	瓦礫275t/d、廃木材120t/d等。
東京エコタウン工場	リサイクル・ピア	東京都大田区	中間処理・リサイクル	960t/d。ダスト利用の製鉄副資材製造。
平栗工場	北陸環境サービス	石川県金沢市	廃プラスチック再生	廃プラスチック240t/m等。
八潮リサイクルセンター	ギプロ	埼玉県八潮市	石膏ボード再生	200t/d。同業者や吉野石膏、竹中工務店が出資。
横浜工場	池田商店	神奈川県横浜市	再生骨材等	瓦礫破碎297t/d、分級675t/d。鉱滓も受入。
諏訪リサイクル工場	諏訪重機運輸	長野県諏訪市	中間処理・リサイクル	瓦礫破碎960t/d。廃プラ破碎等。
<b>最終処分場</b>				
大木戸最終処分場	タケエイ	千葉県千葉市	安定型最終処分	85万立米。瓦礫類、廃プラ、金属屑、ガラス屑、ゴム屑。
成田最終処分場	タケエイ	千葉県成田市	安定型最終処分	42万立米、同上。
平栗最終処分場	北陸環境サービス	石川県金沢市	管理型最終処分	70万立米。製造業からの排出物が中心。
最終処分場	諏訪重機運輸	長野県塩尻市	安定型最終処分	N.A.(施設改善中)
門前最終処分場	門前クリーンパーク	石川県輪島市	管理型最終処分	準備中。大成建設、日本政策投資銀行との合併。

(出所)有価証券報告書、各社ウェブサイト等より作成

◆ 連結対象会社別セグメント

同社は近年、積極的な買収・提携戦略により、受入・再資源化品目の拡充と営業拠点の広域化を進めている。同社グループには連結子会社 10 社、持分法適用関係会社 2 社があり、連結財務諸表は主な会社別にセグメントを組んでいる(下表)。その他セグメントには、環境計量証明の環境保全、人材派遣の泰武興運、最終処分場跡地を利用したレジャー施設運営のタケエイパークゴルフマネジメント、事業化準備中の子会社事業グリーンアローズ関東の廃石膏ボード資源化事業等が含まれる。

◆ 収益構造

同社は、主に建設・住宅業界大手企業の建設現場から、彼らの排出する廃棄物の処理を受託し、その対価を受け取り売上高に計上する(左表)。原価構成は、労務費、外注費、減価償却費等。また鉄・非鉄屑や木質チップ等、分別して再資源化できるものは、専門業者等に売却。代金は売上高ではなく、原価控除項目として処理している。

◆ 同社は首都圏の他、石川県と長野県(2011年7月に買収した諏訪重機運輸が保有)にリサイクルセンター7カ所、最終処分場4カ所を展開(下表)。2006年に設立した門前クリーンパークは地元と折衝中で、数年後に収益貢献する見込みである。

<運営会社に基づくセグメント別の2011/3期収益構成>

商号	人員	業務内容	売上高 営業利益	(億円・ 前年比%)
タケエイ (本社所在地)		産業廃棄物の中間処理・再資源化・安定型 (東京都港区) 584 最終処分場の運営、及びグループ経営	103 3.9	-3.7 -50.2
リサイクル・ピア (東京都大田区)	55	産業廃棄物の中間処理・再資源化 混合廃棄物の徹底分別・リサイクルが得意	31 3.4	-0.5 -23.1
北陸環境サービス (石川県金沢市)	27	管理型最終処分場の運営 北陸・中京地区から受け入れ	9 3.0	27.3 -61.8
ギプロ (埼玉県八潮市)	12	廃石膏ボードの再資源化 吉野石膏、竹中工務店等との合併	8 1.7	9.9 19.2
池田商店 (東京都港区)	24	再生骨材・再生砕石の製造 瓦礫から路盤材へ、鉱滓も取扱い開始強化	5 1.6	54.3 171.7
その他	92	環境計量証明の環境保全、人材派遣の泰 武運輸、処分場跡地利用レジャー施設等	6 -0.2	6.8 横ばい

(出所)有価証券報告書より作成

## > 経営陣・株主構成

創業者は上場を機に後進に道を譲る。減会長は創業者と共に事業を育てた人物。大株主は資本・業務提携した JFE エンジニアリング、創業者、会長など。

JFE エンジニアリング	19.9%
藤本武志(創業者)	10.8%
三本守(会長)	10.3%
東京海上日動	7.7%
日本マスタートラスト	6.3%
自己株式	5.6%
外国法人	2.8%
従業員持株会	2.2%
株主数	882名

(注)2011年3月末現在  
(出所) 有価証券報告書

同社の役員会は取締役6名、監査役3名で構成される。2010年6月より代表取締役社長を務める山口仁司氏は、あさひ銀行(現りそな銀行)執行役員退任、ダイア建設社長等を務めた後、2009年に同社に入社、現在は営業本部長を兼務している。

会長職は、創業者藤本武志氏と共に事業を育て、1983~2010年まで社長を務めた三本守氏で、現在は業界活動等に従事。創業者で大株主の藤本氏は、2007年5月の株式上場時まで取締役会長であったが、上場翌月に退任して以来、経営に関与していない。

筆頭株主は、2010年5月に実施した第三者割当増資で関係会社となった JFE エンジニアリング。資本・業務提携を結び、同社の廃棄物収集力と当該会社の設計技術等を持ち寄り、廃プラスチックの再資源化等で事業化の検討を進めている。当該会社は、非常勤取締役を1名派遣している。

## > 沿革・企業理念

1967年に当時存在しなかった建設現場の排出物処理専門会社を個人創業。首都圏でいち早く収集・運搬から最終処分までの一貫体制を構築。M&Aによる業容拡大も推進中。

(注)東京エコタウン工場:約70億円の投資で2005年に竣工。同業他社より請負った廃棄物や解体工事で発生した処理困難物を94%までリサイクルすることを目標とする業界最高水準の施設。東京都スーパーエコタウン構想に参画。

経営理念は資源循環型社会への貢献。廃棄物処理から排出抑制、再資源化、新エネルギー対応までの総合環境ソリューション展開を目指す。

同社は1967年に、創業者の藤本武志氏(前取締役会長)が神奈川県川崎市において開始した建設廃棄物処理の個人事業を起源に、77年に横浜市において武栄建設興業の商号で設立された。

80年代に千葉県に2カ所の最終処分場を確保。91年の廃棄物処理法大改正と前後して横浜市、川崎市、千葉県四街道市に中間処理3工場が完成。収集・運搬から中間処理、最終処分に至る一貫体制が構築された。

この際、大手ゼネコン5社やメインバンクの融資を受けて、当時の同社売上高を上回る投資を敢行した。この3工場はこの後、ゼネコン12社や同業者の出資を得て設立したリサイクル・ピア(その後同社株式と交換し100%子会社化)の東京エコタウン工場\*や、2006年竣工で業界最大規模の川崎リサイクルセンター(投資額約65億円)が稼働するまで同社の中核をなした。

また、02年のギプロ(竹中工務店、吉野石膏等が出資)、06年の門前クリーンパーク(大成建設等が出資)、08年の池田商店、環境保全や09年の北陸環境サービス、11年の諏訪重機運輸(何れも買収)等、買収・資本提携策の積極運用により事業の強化・拡大にも努めてきた。

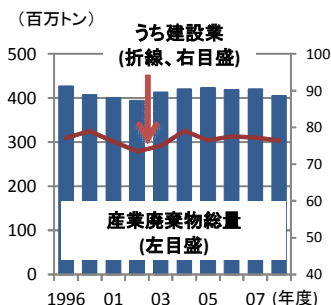
同社の経営理念は、資源循環型社会に貢献すること。自然との調和、地域住民との共生を基調として、環境負荷の低減を前提とした資源の循環的活用の社会システム形成に貢献するために、顧客ニーズに対応したリサイクル技術の確立と施設の充実を推進すると宣言している。また、行動規範として、公正・透明な競争、ステークホルダーとの良好なコミュニケーション、作業現場の安全確保等を掲げている。

事業環境

＞ 業界環境・競合他社

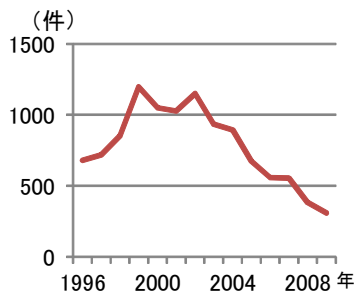
再資源化技術のない中小・  
零細企業が多く、不法投棄も  
残る。適正価格維持は困難。

＜産業廃棄物の発生量＞



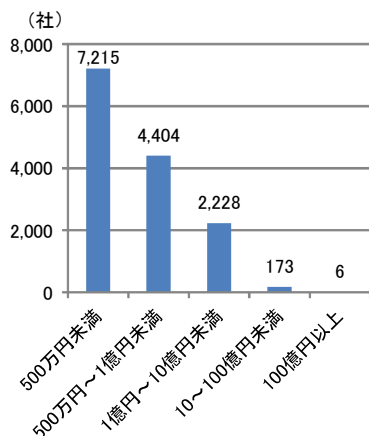
(出所) 環境省「産業廃棄物の排出及び  
処理状況等について」より作成

＜産廃不法投棄の摘発件数＞



(出所) 環境省「産業廃棄物の不法投  
棄の状況」

＜産廃業者の売上規模比較＞



◆ 需要動向

わが国の産業廃棄物(以下、産廃)処理量は、ここ10年4億トン前後で推移。長引く景気停滞で増加もせず、劇的な減少傾向もみせていない。このうち建設業の廃棄物は2008年度7,646万トン(2000年比3%減)。分別解体や資源の有効利用による適正処理を求めた2000年の建設リサイクル法施行後に若干減少している(左上図)。

◆ 不法廃棄物と規制強化

廃棄物の不法投棄など不適正な処理の実態は、廃棄物処理業界に対しネガティブな印象を与え、産廃処理施設の立地難航要因の一つになっている。特に建設廃棄物は、2009年度違反摘発件数279件(前年比9%減)のうち192件(同14%減)と約7割を占める。この問題を根絶するべく、2011年4月には元請建設会社の排出者としての責任強化、優良処理業者の優遇措置等を含む業法改正が施行された(左中図)。

◆ 競合状況

産廃処理業を営む同業者の多くは、収集・運搬のみを扱うなど単独業務に従事する中小・零細業者である(左下図)。このうち環境省の作成した基準により自治体に認定された優良産廃処理業者は、2011年11月現在178社。上場企業では同社の他、アサヒホールディングス、アマタホールディングス、ダイセキ、デイ・シイ等の名があるが、建設廃棄物を主力とする事業者は同社のみである。

首都圏で競合するのは非上場の高俊興業(東京都中野区、2011年3月期売上高57億円、資本金50百万円)など。関西では大栄環境(大阪府和泉市、同183億円、90百万円、製造業からの排出物と両建て)が大手である。

建設系の産廃処理業は、コンスタントに物量を確保することが困難という点で、製造業のそれと大きく異なる。また、建築物の受注採算に響くため価格に厳しい(処理内容には甘い)元請業者がおり、それを受ける同業者も少なくないため(そのために不法投棄が後を絶たない)、価格競争は厳しい。処理能力が大きく、作業内容も優れる(リサイクル率が高い)同社にもプライスリーダーと言える交渉力はない。

◆ 東日本大震災復興への支援活動

被災地の随所に一時的に集積された瓦礫等は、本来市町村が処理すべき一般廃棄物だが能力不足で、民間業者の協力が必要だ。

被害が甚大だった地域における瓦礫の推定堆積量は東北3県で2,247万トン。阪神淡路大震災時の1,477万トンを上回る規模だが、半壊状態で今後解体が必要な建物を含めると、総量は4～5千万トンに達するとの見方もある(次頁表)。

阪神淡路大震災の瓦礫処理では約1,500万トンに3千億円余り。今回はその2倍以上に達するとの見解も。同社も千葉県と岩手県で受注実績。

〈東日本大震災の瓦礫処理について〉

(千トン)	宮城県	岩手県	福島県	合計
推定瓦礫量	15,691	4,755	2,027	22,473
年間一般廃棄物処理量	793	455	782	2,030
所要年限	19.8	10.5	2.6	11.1

(出所)環境省ウェブサイト

阪神淡路大震災の場合	瓦礫処理量	必要経費	処理単価
	(万トン)	(億円)	(万円/トン)
	1,477	3,246	2.2

(出所)環境省資料

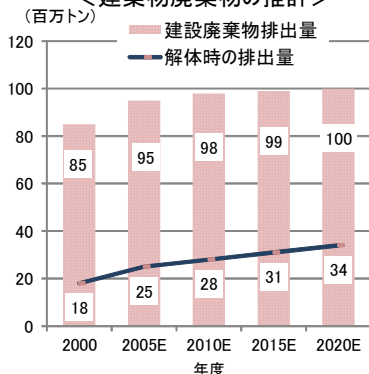
現在堆積量で福島県を除いた場合の経費 (億円) 4,493  
 今後の解体作業を加味し4,000万トンとすると (億円) 8,791

〈タケエイ参加JV等での受注例〉

	処理量 千トン	処理費用 億円	発生量 千トン
千葉県旭市	100	20	100
岩手県釜石市	38	13	762*
岩手県宮古市	11	70	500*
岩手県大槌町	169	未定	668

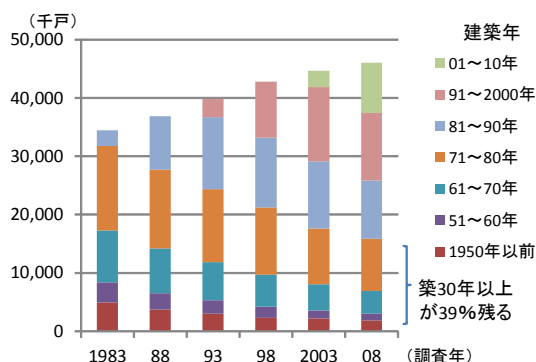
(注) 釜石市: 2011年7月~10月末、モデル事業の位置付け。  
 宮古市: 総量500万トンは宮城県も含む東京都の受入総量。リサイクル・ピアが再受託。  
 (出所) 同社説明会資料等より作成

〈建築物廃棄物の推計〉



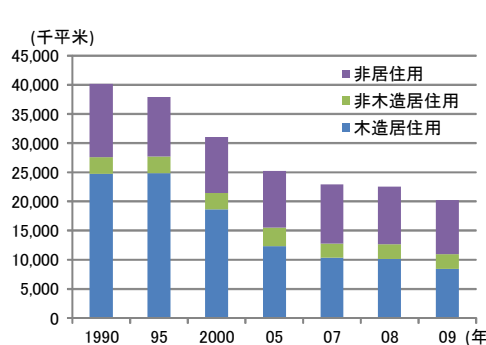
(出所) 国土交通省「リサイクルホームページ」建設副産物排出量の将来予測

〈築年次別住宅ストック量〉



(出所) 総務省「住宅土地統計調査」

〈老朽化等で除却された建築物の床面積〉



(出所) 国土交通省「建築統計年報」

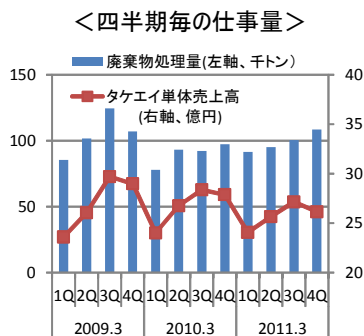
被災自治体及び環境省は、再資源化等の技術要素を重視して落札企業を選定する方針。業界内地位・大手ゼネコンとの協力関係からみて、同社は一定の受注を確保できる、いやむしろ協力しなければならない立場だろう。

なお、同社は既に千葉県旭市の瓦礫について分別作業・中間処理等で協力中である。また岩手県釜石市の災害廃棄物処理試行事業にも鹿島建設、新日鉄グループの産業振興との3社共同企業体で受注。同社は現地に仮設の中間処理プラントを設置し、機械選別・リサイクルを行った(左表2段目)。

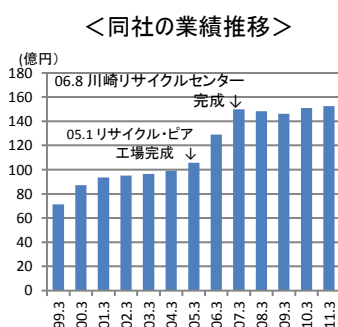
◆ 長期展望

建設廃棄物排出量はこれまで減少傾向にあったが、このまま遞減傾向を辿ることはなかろう。建設リサイクル法施行当時は高度成長期に蓄積され老朽化した建築ストックの更新需要で、建設廃棄物は右肩上がりで増加すると推計されていた(左図, 2000年は実績値)。今次震災で耐震性能に不安を持つ所有者は少なくないと考えられる。バブル期のような盛り上がりはなくとも、一定量は着実に顕在化しよう。

## ＞ ビジネスサイクル

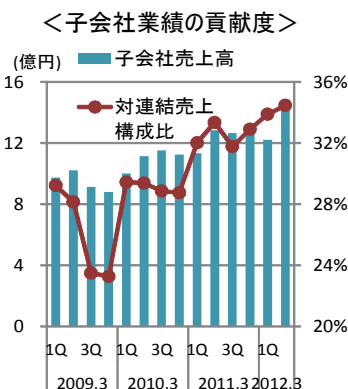


(出所)決算短信、sanpainet 資料

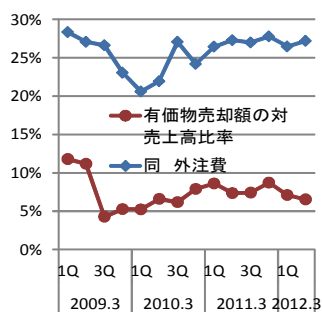


(出所)東証 IR フェスタ・会社説明資料

## ＞ KPI (業績指標)



### ＜リサイクル副産物の影響＞



(出所)いずれも決算説明会資料

廃棄物処理法(正式には「廃棄物の処理及び清掃に関する法律」)の定めにより、産廃排出事業者は処理を外部委託する場合、排出事業所の置かれた自治体の許可を得た処理業者と、業務委託契約を書面で結ばなければならない(3頁左上図)。当該契約書には廃棄物の種類と数量(概算で可)、委託料金、処理方法、有効期間等が記載される。

建設現場からの排出物は、製造業の工場排出物や小売業の店舗からのごみと異なり、建設工期(半年~1年、大型再開発では数年間)の間だけその現場で発生する。同一業者との取引でも、建設プロジェクト毎に現場や排出内容が変わるため、新たな契約書が交わされる。

収集は、現場に置かれた2~4tコンテナや約1立米の容器(戸建住宅等)に廃棄物が溜まる度に行われる。建築着工前の解体工事期や竣工間際に発生量が増加し、年末、年度末に集中しがちである。

上記の特徴より、建設廃棄物処理業者の事業は、建設業者の手持工事高に左右される不安定なもので、処理施設の建設や収集車両の保有台数を定める事業計画立案は容易ではない。ただし同社は、長年の実績に基づく業務品質への信頼と処理能力の大きさから、大手ゼネコン・ハウスメーカーとの取引関係は良好で、継続的に新規案件を獲得している。

(左図の注) 前回のイベントは1991年の駒岡工場(06年閉鎖)・川崎工場(08年積替保管施設に改装)、92年の四街道工場(現有)の新設で、大型投資は15年サイクル。

同社は四半期毎に開催する決算説明会の資料において、月次売上高(連結・単体の双方)を数値記載のないグラフで、またグループ事業会社別の業況をセグメント情報及びコメントで、開示している。また産廃情報ネットに優良産廃処理業者認定制度に係る公表事項として、直前3年間の月次産廃受入量等を開示している。ただし、速報性のある業績指標は開示していない。

そこで左上図に取り上げたのは、所謂連単倍率。同社が総合環境企業グループの形成を目指してM&Aを積極活用していることを確認するものである。

左下図に掲げたのは、同社の収益性を確認するための指標。処理工程の副産物であり、1)企業理念の再資源化の追求を示す有価物販売額と、2)付加価値を付けられず外部委託する処理コスト(可燃物の発電燃料化)の、総売上高に対する比率で、いずれも売上原価率を左右する。

なお、同社は選別制度向上のための多段階に亘る機会処理の導入や、集塵したダストを転炉の泡立ち防止剤(商標エコフォーム・特許製品)にする技術開発等の企業努力により、当該比率の上昇・原価率低減を図っている。



## 経営戦略

### > 現状の課題と方策

2012年3月期は価格見直しによる同社単体及びリサイクル・ピアの収益性改善に取り組む。

人材育成や原価低減策による経営基盤の強化とともに、M&Aによる事業領域の拡大も目指している。

同社は有価証券報告書その他において、同社の対処すべき課題として、

- 1) 企業価値拡大を目指すために、人材育成策による生産性向上、現場の安全管理と原価低減策を進め、経営基盤を拡充すること、
- 2) 総合環境企業として、関連事業領域や新しい処理方法への対応推進、グループ事業の多角化・事業間シナジー発揮に努めること、を挙げている。いずれも将来に亘る課題であろう。後者についてはさらに、イ) 自社で蓄積したノウハウを活用し、取引先や同業者を巻き込んだ合弁会社による事業推進、ロ) 実績のある事業会社のM&Aや業務提携等に積極的に取り組むとしている。

当面の課題は、受注採算より仕事量確保を優先したために2011年3月期に悪化した、同社単体及びリサイクル・ピアの収益改善である。そこで工程見直しによる原価低減策を徹底すると共に、受託料金の引き上げ・選別受注による採算改善に取り組んでいる。

この他、民事再生法を申請した諏訪重機運輸を買収(2011年7月、10月に再生手続き終了)し営業地域を拡大、震災復興支援事業の推進・これに対応し東北営業所を開設(12月)、等の方策が打たれている。

### > 中長期の課題と戦略

廃棄物処理の全国展開、  
取扱い品目や付加価値ある  
再生製品の拡充、  
新エネルギー供給事業への  
進出に取り組む。

同社は経営ビジョンとして、以下の3点を掲げている。

- 1) 経営体質強化  
組織力、収益力の強化、さらに信用力、資金力の向上を土台として、循環型社会形成に貢献し得る自らの経営体質の強化を目指す。
- 2) 環境ソリューション事業の拡充  
顧客の多様なニーズについて、3R (Reduce、Reuse、Recycle) 及び適正処理という枠の中で、多分野、多機能な対応を図ることでソリューションを提供し、再資源化への挑戦を進める総合環境企業を目指す。
- 3) 協業化による事業拡大

静脈産業における確固としたポジション獲得に向けて、自社の強みを活かしつつ、他社との協力関係、ネットワーク化による相乗効果を上げる協業化を追求し、事業活動の領域を拡大していく。

同社の中期的な事業展開のイメージは次頁下図のように表されよう。

### > アナリストの戦略評価

#### <類似会社との収益性比較>

商号	単位	タケエイ	ダイセキ
証券コード		2151	9793
売上高	百万円	16,000	35,820
営業利益	百万円	1,450	6,250
(利益率)	%	9.1	17.4
純利益	百万円	469	3,470
株主持分(A)	百万円	11,973	45,472
総資産(B)	百万円	30,190	56,667
A/B	%	40%	80%
ROE	%	2.6	7.1
ROA	%	1.1	5.7
平均成長率	%	2.6	-1.3
// 営業利益	%	12.7	-6.1

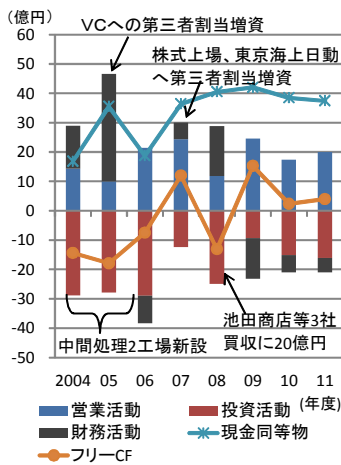
(注) 業績は会社予想、成長率は3年間の売上変化(出所) 各社決算短信等より作成

#### ◆ 収益性の改善に取扱品目・顧客業種の多様化が有効

同社の収益性は、産廃処理業界大手のダイセキ(廃油・廃酸等の液状廃棄物を主な処理対象とする専業大手で、1995年に業界で初めて株式上場を果たす)と比較すると、売上高営業利益率、ROE、ROAともに格差が大きい(左表)。

この要因は顧客属性や競合状態にあると推察される。建設業の顧客が委託費用を極小化するためにリサイクル率を問わず、単純な焼却・埋め立てで済ます零細業者や脱法業者との競争に晒され、企業間の技術力格差が収益性に結実しない業界構造となっている現状は厳しい。

<キャッシュフローの推移>



(出所)有価証券報告書より作成

グループ内でも、同社単体の売上高営業利益率 3.8%、リサイクル・ピア 10.8%に対し、ダイセキと同様に製造業全般を対象とする北陸環境サービスは 31.9%。リサイクル製品販売のギプロ 23.1%、池田商店 32.9% (いずれも 2011 年 3 月期実績)。

従って取扱品目・顧客業種・再生製品の多様化を進めるために、M&Aを積極的に進める同社の戦略は妥当である。

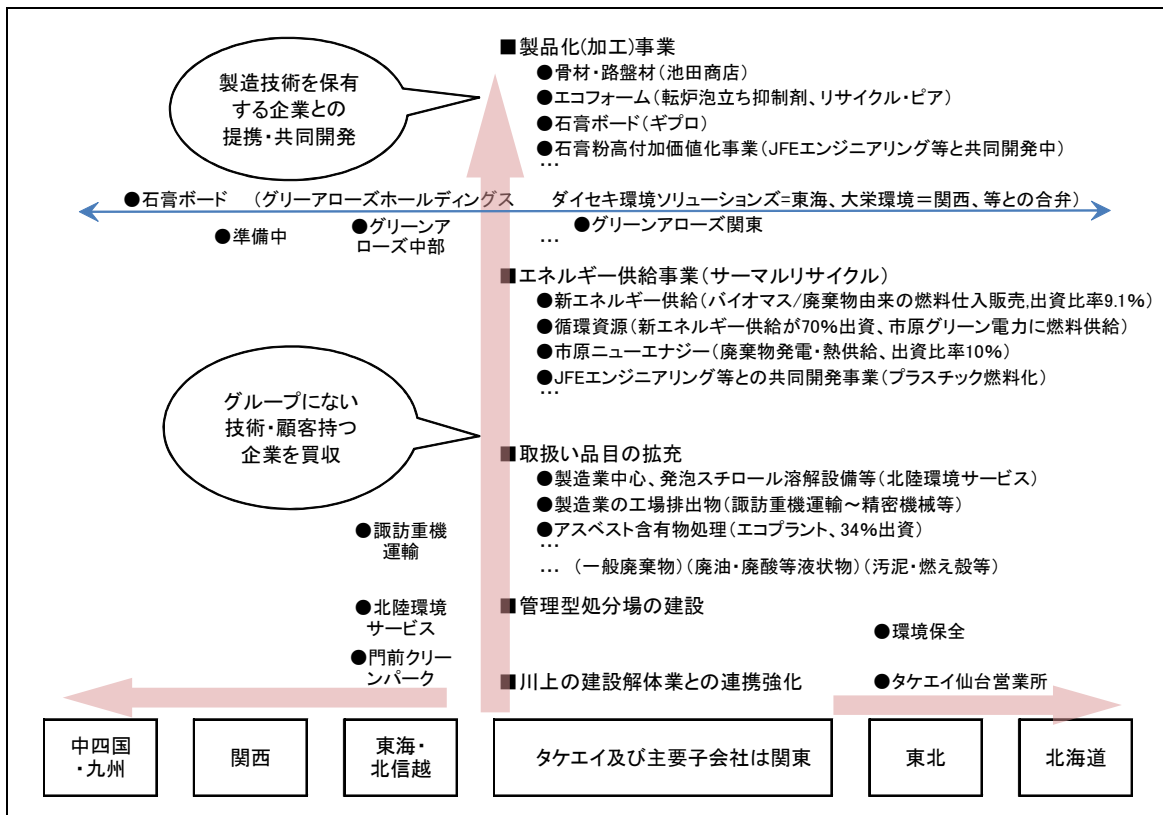
◆ 資金力が制約に成りかねず、緩やかな業務提携も有効

顧客基盤や認可の取り難い最終処分場の確保等、面的な事業拡大を進めるために有効なM&Aも、資金的な裏付けが必要。

池田商店等 3 社買収に 19 億円を要した 2009 年 3 月期は、銀行融資と前期に実施した東京海上日動への第三者割当増資で対応した。同社は処理施設のメンテナンス等に毎期 15 億円程度の設備投資を行っており、フリーキャッシュフローだけでは、優良物件の買収に必要な資金調達は万全とは言えない。財務の健全性を維持するためにも、再び増資により資金調達を行うことも検討課題と考える。

また、資金力不足を補うために、ゼネコンや同業者等を誘う合弁事業で、経営権を掌握せずとも自社の廃棄物・再生製品のフローを高めて全体的な生産効率の向上を図る戦術も有効であろう。

<タケエイグループの中期的な事業展開のイメージ>



(出所)東証 IR フェスタ 2010 出展時の会社説明会資料等を参考に作成

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 技術力と処理能力(シェア)・設備、処分場、信頼関係(廃棄物処理専門として老舗の位置づけ)。</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 建設廃棄物は安定的に発生しないこと。価格競争を乗り越えづらいこと。</li> <li>● 同業他社は創業経営者が多く、再編の機運が生じにくい。過当競争で採算確保が難しい。</li> </ul>
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 東日本大震災からの復興に瓦礫処理で貢献する。収益性は不明だが、東北進出の足掛かりに。</li> <li>● 2011年4月に改正廃棄物処理法施行。優良事業者の優遇、排出者責任の明確化等の施策で、零細業者の淘汰が進む可能性あり。</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 最終処分場の新規造成が難航しがちな昨今、放射能汚染への嫌悪感から一層認可取得が遅延する懸念が出てきた。</li> </ul>

> Porter's 5 forces

競争は厳しいが、大手需要家とは良好な関係を構築。再資源化製品販売や新エネルギー事業は流通通路や製品の規格化が必要。

同業者、顧客、仕入先、新規参入者、代替する技術・ビジネスモデルを考察する当該手法において同社の事業は、以下のように考えられる。

- 1) 競争：中小・零細事業者が多く、業務品質の良し悪しが処理価格に反映されない過当競争を免れ得ない業界である。ただ、同業大手の一部には、同社の主導するバイオマス燃料商社・新エネルギー供給(各社が収集した木屑等を持ち寄り)や廃棄物発電の市原ニューエナジーに参画する等、協業する動きもある。
- 2) 取引先：可燃性の廃棄物処理を受託するセメントメーカーは、低迷する内需を受けて産量を絞っており、委託側が劣位にある。上昇する燃料代は受託料金に転嫁される。
- 3) 顧客：大手ゼネコン・ハウスメーカーからは信頼を得ており、品質に見合った価格提示が容認される。ギプロ、門前クリーンパーク、グリーンアローズホールディングス、エコプラント等で合弁会社を設立する等、関係は良好。ただし中堅以下の顧客の値引き要請は厳しく、同社は採算を重視して対応。
- 4) 新規参入：産廃処理業では規制が厳しくなり困難だが、競争者は多い。再資源化では画期的な技術があれば可能だが、廃棄物収集ルート確保が問題。
- 5) 代替可能性：3R徹底後の廃棄物は単純焼却あるいは最終的に埋め立てるしかない。再資源化製品の需要は、資源価格が下落すれば縮小する懸念あり。

> 知的資本の分析

2008年11月に環境省のエコ・ファースト制度認定企業に。環境ソリューション企業では第1号。

◆ 環境対応 (Environment)

同社は2000年8月に環境方針を定め、自社ウェブページに明示している。現代社会において地球環境の保全が重要課題であること、循環型社会の形成及び低炭素社会の構築に重要な役割を担う企業であることを認識し、その責任を果たすことを誓い、さらに環境マネジメントシステムを定期的に見直し、継続的に改善すると宣言している。また、2008年11月には、環境省の提唱するエコ・ファースト企業の認定を受けた。当該制度は、企業が業界のトップランナーとして地球温暖化対策、廃棄物・リサイクル対策など、自らの環境保全に関する取組を、環境大臣に対して約束するもの。現在までに38社が認定を受けている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、その社会的責任について、廃棄物を資源として捉えて適正な処理によりリサイクルを徹底し環境負荷を抑制すること、他社との協力関係を通じて効率的に静脈産業の事業領域を拡大することで果たされると認識している。また行動規範の中に、公正・透明な競争を尊重すること、作業現場の安全の確保に努めること、反社会勢力に対し利益供与しないこと、等を掲げ、企業社会の一員としての責務を果たすとしている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は筆頭株主であるJFEエンジニアリングから社外取締役を1名受け入れている(総勢6名)。監査役会は3名の監査役で構成され、2名が社外から選任されている。

取締役の個別報酬は開示されていないが、2011年3月期は7名に対し211百万円が支払われており、格別異常な水準とはいえない。

同社は新株予約権方式によるストックオプション制度を導入しており、臨時株主総会において過去に二度(株式上場前)、役員及び従業員に対する新株予約権付与が決議されている。

買収防衛策は導入されていない。

内部統制システムについては、ごく一般的な仕組みが整備されている模様である。ただ反社会的勢力の排除に向けた体制については、それらの集団のフロント企業が産廃処理業や建設業を営む事例が散見されることから、十分に留意しているものと推察される。

社外取締役は1名、提携先で筆頭株主のJFEエンジニアリングから受け入れている。顧客筋の建設業や同業者には反社会的勢力が潜む懸念あり、対処が必要。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

タケエイ単体、リサイクル・ピアの中核 2 社の業績回復がカギ。  
他の子会社群は概ね堅調。

◆我々の2012年3月期業績予想は、売上高166億円(前期比8.8%増)、営業利益15億円(同30.4%増)、経常利益12億円(同44.9%増)、当期純利益500百万円(同62.9%増)を見込む。会社計画は受注額算定が困難な震災復興関連の収益寄与を織り込んでいない。我々は産廃処理の主力2社の収益底打ち、他の子会社の好調持続等に鑑み、会社計画を上回る業績達成は十分可能と見ている。

前期に産廃処理事業の主力である同社単体及び子会社リサイクル・ピアの受注採算悪化で2割の営業減益となった反省から、これら2社が工程を見直し無駄取りによる原価低減と販管費の増加抑制、受注単価の見直しによる採算改善に努めている。

同社単体では、11年3月期・第3四半期から価格見直しに動き、新規受託案件から新料金が浸透している模様で、12年3月期・第2四半期累計期間の営業利益は175百万円と黒字転換、売上高営業利益率は前年同期のマイナス0.1%から3.4%に改善した。

一方リサイクル・ピアは同期間の売上高1,362百万円(前年同期比13.2%減)、営業利益69百万円(同58.5%減)と改善していない。同業者が搬入する廃棄物の受託が多く、改定価格の浸透も遅れている模様。ただ第1四半期よりも第2四半期は利益率が上昇しており、年度後半に一段の悪化を見込まずともよさそうだ。

その他の子会社は同期間に何れも前期からの好調を維持しており、通期でも連結収益に貢献しよう(次頁表参照)。

> 来期以降の業績

タケエイ及びリサイクル・ピアが復興需要による増収効果で収益性改善。2011年7月にグループ入りした諏訪重機運輸も貢献しよう。

◆来期以降の業績は次頁表の通り、増収基調で、売上高営業利益率の改善が続くと予想する。タケエイ単体及びリサイクル・ピアの震災復興関連の処理量増加、不採算受注の減少が最大の増収要因と考える。他の子会社では、諏訪重機運輸が今後本格的に収益貢献すると予想し、その他部門の伸び率を高く設定した。当該会社は、首都圏に比べ競争が少なく、民事再生法申請で失いかけた顧客を「タケエイ品質」で呼び戻せるものと見込む。13年3月期に表記程度の収益となれば、配当性向が10%未満になるため増配が検討課題になろう。

<発注金額確定事例>

	釜石市・石巻市 試行 タケエイ等 3社	鹿島建設 等9社 周辺地区
受注企業(JV)	3社	9社
処理計画量 (千トン)	38	8,460
受注金額 (億円)	13	1,924
単価 (千円/トン)	34.2	22.7

(出所)自治体ホームページ等より作成

◆震災関連で12年3月期に計上されるのは、完了した釜石市の試行事業のうち3分の1程度(4億円)、東京都の災害廃棄物受入分約1万トンの配分、岩手県大槌地区の事業(4社JVで受注確定も正式契約未了)、千葉県旭市の事業等で、貢献額は10億円未満と見積もった。13年3月期以降については次のように試算した。1)大槌町、釜石市・本契約に加え、同規模の案件に応札して一定量を確保。2)現地派遣可能な要員の制約から当面は4~5カ所。3)同社の取り分はJV参加企業の頭割とする。結果、被災地での処理事業は80~150億円まで可能となる。収益予想上は、13年3月期に30億円、14年3月期と15年3月期は約50億円を加算した(計画実行の遅延を加味している)。

<収益予想のセグメント別分解>

決算期 単位:百万円	2009/3期 実績	2010/3期 実績	2011/3 実績	2012/3期 会社予想	2012/3期 予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想
売上高	14,621	15,093	15,263	16,000	16,600	19,600	23,400	24,700
(前年比)	-1.5%	3.2%	1.1%	4.8%	8.8%	18.1%	19.4%	5.6%
営業利益	1,014	1,449	1,150	1,450	1,500	1,900	2,300	2,500
(前年比)	-45.6%	42.9%	-20.6%	26.0%	30.4%	26.7%	21.1%	8.7%
(対売上高比)	6.9%	9.6%	7.5%	9.1%	9.0%	9.7%	9.8%	10.1%
うちタケエイ売上高	10,836	10,702	10,301	10,700	11,000	13,000	16,000	16,500
(前年比)	-3.4%	-1.2%	-3.7%	0.0%	6.8%	18.2%	23.1%	3.1%
〃 営業利益	579	783	392	580	650	850	1,120	1,160
(対売上高比)	5.3%	7.3%	3.8%	5.4%	5.9%	6.5%	7.0%	7.0%
うちリサイクル・ピア売上高	3,367	3,134	3,118	3,100	2,600	3,000	3,300	3,500
(前年比)	-9.1%	-6.9%	-0.5%	-1.1%	-16.6%	15.4%	10.0%	6.1%
〃 営業利益	305	439	338	300	100	210	230	250
(対売上高比)	9.1%	14.0%	10.8%	9.7%	3.8%	7.0%	7.0%	7.1%
うち北陸環境サービス	-	737	939	1,000	1,050	1,170	1,300	1,500
(前年比)	-	-	27.4%	35.7%	11.8%	11.4%	11.1%	15.4%
〃 営業利益	-	212	300	300	400	450	500	580
(対売上高比)	-	28.8%	31.9%	30.0%	38.1%	38.5%	38.5%	38.7%
うちギブロ	551	687	756	760	750	780	800	830
(前年比)	-6.3%	24.7%	10.0%	10.6%	-0.8%	4.0%	2.6%	3.8%
〃 営業利益	69	146	175	190	190	200	220	230
(対売上高比)	12.5%	21.3%	23.1%	25.0%	25.3%	25.6%	27.5%	27.7%
うち池田商店	381	323	498	610	700	750	790	800
(前年比)	-	-15.2%	54.2%	88.9%	40.6%	7.1%	5.3%	1.3%
〃 営業利益	142	61	164	240	290	330	330	340
(対売上高比)	37.3%	18.9%	32.9%	39.3%	41.4%	44.0%	41.8%	42.5%
その他	450	576	615	610	1,440	1,860	2,130	2,510
(前年比)	4.9%	28.0%	6.8%	5.9%	134.1%	29.2%	14.5%	17.8%
〃 営業利益	-11	-15	-19	6	70	120	230	300
(対売上高比)	-7.6%	-2.6%	-3.1%	1.0%	4.9%	6.5%	10.8%	12.0%
内部取引消去	-964	-1,067	-964	-	-940	-960	-920	-940
全社費用	-70	-176	-198	-	-200	-260	-330	-360
営業外収益	46	83	41	-	50	50	50	50
営業外費用	447	475	363	-	350	350	350	350
経常利益	613	1,057	828	1,130	1,200	1,600	2,000	2,200
(前年比)	-53.7%	72.4%	-21.7%	36.3%	44.9%	33.3%	25.0%	10.0%
(対売上高比)	4.2%	7.0%	5.4%	7.1%	7.2%	8.2%	8.5%	8.9%
特別利益	140	18	50	-	50	0	0	0
特別損失	17	12	3	-	50	0	0	0
税引前利益	631	1,063	875	-	1,200	1,600	2,000	2,200
法人税等合計	366	618	528	-	650	850	1,100	1,200
(対税引前利益比)	58.0%	58.1%	60.3%	#DIV/0!	54.2%	53.1%	55.0%	54.5%
少数株主損益	11	30	41	-	50	50	50	50
当期純利益	265	415	307	469	500	750	900	1,000
(前年比)	-75.7%	56.6%	-26.0%	52.7%	62.9%	50.0%	20.0%	11.1%
EPS(円)	51.6	80.1	50.7	76.6	81.5	115.3	138.4	153.8
1株当たり配当(円)	12.50	13.00	13.00	13.00	13.00	16.00	16.00	16.00
配当性向	32%	16%	38%	17%	16%	14%	12%	10%
ROE	2.3%	4.7%	2.1%	-	4.2%	6.0%	6.8%	7.1%

(注) 2009.3 期のセグメント数値は決算説明会資料に記載の数値で、決算短信では非開示の数値。予想作成は担当アナリスト。

(出所) 決算短信、決算説明会資料より作成

## 投資判断

### > 上場来パフォーマンス

配当性向は 10%、配当利回りは低い、増配が続こう

2007年5月の上場時の公募価格は7,000円(07年10月の1株→2株への株式分割を考慮すると3,500円)、初値は7,850円(同3,925円)。07年の分割の権利落ち後に反落した株価は、08年3月のM&A資金調達を目的とした東京海上日動への第三者割当増資による希薄化を嫌気して続落。さらに建設基準法改正により引き起こされた建設業界の官制不況の余波を受けて悪化した業績も株価を押し下げた。しかし、08年10月をボトムに株価は下げ止まり、東日本大震災の復興に貢献するとの観測から見直されている。

### > 株主還元

上場後4年間に2度も第三者割当増資するなど株主への利益還元意識は十分でない。配当政策は安定配当を旨としている。積極的なM&Aを進める同社の判断は理解できないわけでないが、過去に配当性向10%未満という水準はなく、13年3月期にも増配すると予想する。

### > 株価バリュエーション

比較対象会社に比べ予想PERはやや高いが、震災復興関連銘柄との認識であろう。実際の収益貢献は来期以降であり、我々の来期予想EPS115円を基準とするPER14.1倍は高くない。PBRは0.85倍で低い。

<類似会社との株価バリュエーション比較>

商号	単位	タケエイ	ダイセキ	ダイセキ環境ソリューションズ	フジコー	アマタホールディングス	アサヒホールディングス
証券コード		2151	9793	1712	2405	2195	5857
決算月		3月	2月	2月	6月	12月	3月
売上高	百万円	16,000	35,820	6,984	1,840	5,373	135,000
(営業利益率)	%	9.1	17.4	6.8	-1.8	0.6	8.1
当期純利益	百万円	469	3,470	272	90	120	6,500
純資産	百万円	12,323	47,720	4,852	882	507	38,691
ROE	%	2.6	7.1	0.9	8.3	-17.1	17.9
予想PER	倍	21.3	17.7	36.1	11.0	10.0	7.9
実績PBR	倍	0.85	1.39	2.10	1.11	2.44	1.49
予想配当利回り	%	0.8	1.5	0.2	1.5	0.0	3.8
(配当性向)	%	17.0	26.0	8.8	17.1	0.0	29.9
過去3年成長率	%	2.6	-1.3	-8.2	6.1	N.A.	2.2
株価	円	1,630	1,362	163,900	388	1,030	1,586
時価総額	百万円	10,003	61,347	9,812	993	1,203	51,304

(注1)業績は会社予想、過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。

(注2)純資産、PBRは直近四半期、ROEは直前期実績ベース。

(注3)将来予想におけるPER、PBR、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出。

(出所)各社決算短信等より作成。

### > 今後の株価見通し

今期予想ベースのPER19倍は復興特需をある程度織り込んでいる。ただ、受注額の想定が困難な現状では市場も当該材料の消化に苦慮していると推察される。

我々の2015年3月期の予想EPSは153円。M&Aにより16年3月期以降も3%程度の長期成長が可能と見込む。妥当PERは11~14倍と想定すると、中期的な適正株価は1,691~2,153円、現在価値に割り戻すと1,075~1,471円が導出される。

震災復興事業が実際にどの程度収益貢献するか不透明な現時点では、株価に割安感があるとまで言えないが、受注額確定・さらなる案件受注の判明により現実買いのステージに至れば、再評価される可能性がある。また、有望なM&A案件が浮上すれば、収益見通しの上方シフトにより、評価を見直す必要に迫られよう。

## 本レポートの特徴

### ■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

### ■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

### ■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

## 指標・分析用語の説明

### ■ 上場パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ $\sigma$ (標準偏差)

リターンの変動のばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

### ■ $\beta$ (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えば TOPIX)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値( $\beta$  値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

### ■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

#### 免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。  
 ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。  
 ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではありません。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。  
 ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。  
 ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。  
 ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます