

# フジコー (2405 東証マザーズ)

発行日: 2012/4/20  
調査日: 2012/4/10  
調査方法: 企業訪問

## 住宅の防虫工事から廃棄物リサイクルに事業展開。食品リサイクルやバイオマス利用のグリーン電力に注力。

### > 要旨

#### ◆ 白蟻防除工事から建設系廃棄物処理に事業展開

・家屋の白蟻防除工事で創業した同社は、プレハブ住宅メーカーを主要顧客として、家屋建替時の解体工事、その際に排出される建設系廃棄物の収集運搬・中間処理に事業展開。

・建設系リサイクル事業では、木材や壁紙等の可燃性廃棄物は焼却処分、屋根瓦や基礎コンクリート等の瓦礫類は破碎し路盤材用再生砂に資源化。現在は収集運搬業務を協力会社に委託し、中間処理に特化。

#### ◆ 一般廃棄物に範囲を拡大、食品リサイクル、売電に取り組む

・住宅着工の低迷、業界内競争の激化で建設系廃棄物処理事業が伸び悩み、次に同社は小売り・外食などの事業所系一般廃棄物に受入品目を拡大。食品残渣を堆肥や畜産用飼料とする再生事業許可を取得。

・木屑の熱分解によるガス等を利用して発電するグリーン電力ビジネスにも展開。社内エネルギーとして利用する他、売電収入も得る。電力不足への対応や温暖化ガス削減が求められる昨今、当該ビジネスは同社の収益拡大を担う新事業として注目される。

### > 投資判断

#### ◆ 非建設系廃棄物受入拡大等により来期から増益基調に向かおう

・2012/9 期は、廃棄物受入量こそ順調に拡大しているものの、定常的でない焼却炉の耐火煉瓦補修工事による廃棄物受入停止と経費増の影響が大きく、前期比減益となる見込み。

・2013/9 期は、補修工事の一巡による受入量増加と経費減少、食品リサイクル事業における新規顧客開拓等から、増収・増益に転じよう。その後も、非建設系廃棄物の受入量拡大、固定価格買取制始動により進展する電力自由化への対応等により、成長路線に転じる可能性が高い。

#### ◆ 震災関連銘柄として急騰も、成長戦略が不明確で伸び悩み

・同社の株価は、昨年 3 月の東日本大震災を機に関連銘柄として急騰した後、業績下方修正等を受けて低迷している。同業のタケエイが被災地の瓦礫処理に関与し業績・株価に反映されているのと対照的である。

・建設系リサイクル事業という主力事業セグメント名称と異なり、同社は事業系廃棄物リサイクル及び売電事業で成長を目指している。来期以降に業績でそれが示されれば、同社株価は理想買いが進みや割高な現在のバリュエーションを維持することになる。2~3 年後を目途とした適正株価レンジは 525~615 円と判断した。

業種: サービス業

アナリスト: 高坂 茂樹  
+81(0)3-6858-3216  
kousaka@holistic-r.org

【主要指標】	2012/4/13
株価(円)	414
発行済株式数(株)	2,559,400
時価総額(百万円)	1,060
上場日(年/月/日)	2004/7/28
上場来パフォーマンス(%)	-17.9

	前期実績	今期予想
PER(倍)	14.0	21.2
PBR(倍)	1.2	1.1
配当利回り(%)	0.0	0.0

	$\sigma$	$\beta$
リスク指標	122.6%	0.63

#### 【主要KPI(業績指標)】

月次推移	売上高 (百万円)	計画比 (%)	前年同月比 (%)
2011年9月	150	97.5	+10.3
10月	152	98.5	+5.5
11月	164	106.5	+18.3
12月	158	95.5	+1.5
2012年1月	142	100.6	+15.6
2月	138	94.0	+9.8

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	46.6	32.4	19.8
対TOPIX(%)	43.5	12.9	21.9

\*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20120417

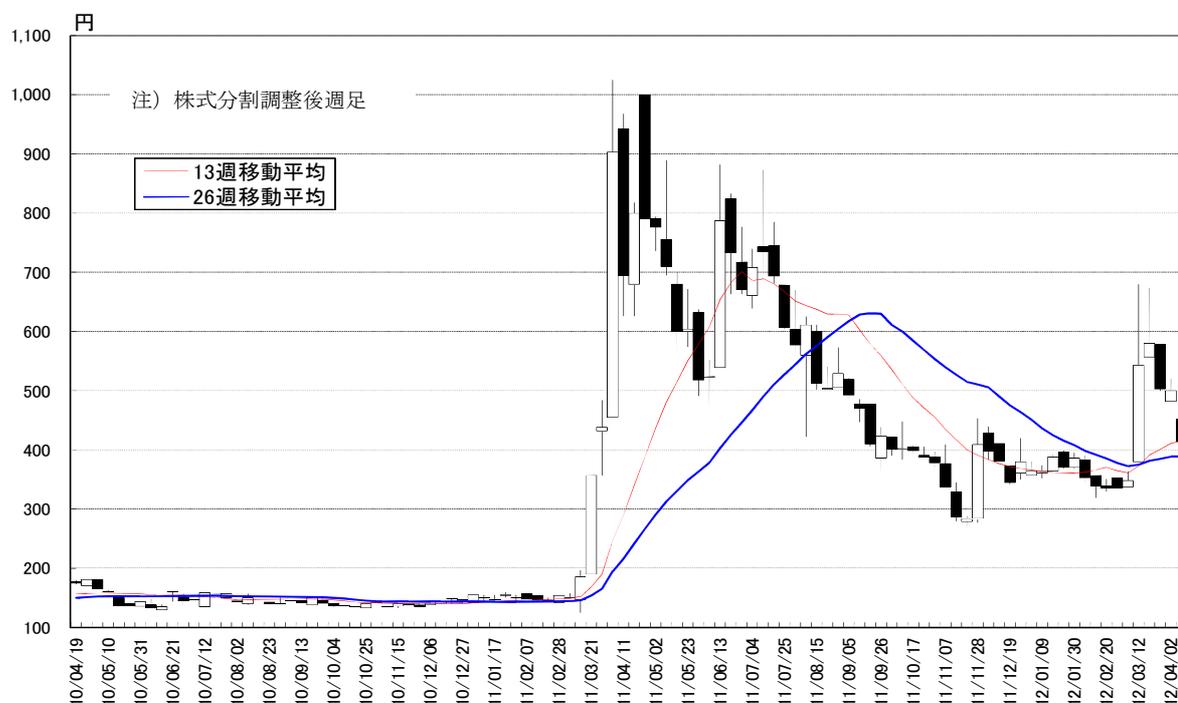
# フジコー (2405 東証マザーズ)

## > 収益モデル

決算期 単位:百万円	2010/6期 実績	2011/6期 実績	2012/6期 会社予想	2012/6期 予想	2013/6期 予想	2014/6期 予想	2015/6期 予想
売上高 (前期比)	1,603 4.1%	1,703 6.2%	1,840 8.0%	1,850 8.6%	2,000 8.1%	2,150 7.5%	2,300 7.0%
営業利益 (前期比)	134 -	124 -7.6%	120 -3.5%	120 -3.5%	180 49.6%	215 19.6%	245 14.1%
経常利益 (前期比)	50 -	42 -16.1%	60 42.8%	50 19.0%	115 129.1%	155 35.1%	185 19.6%
当期純利益 (前期比)	33 -	74 122.5%	50 -33.0%	47 -36.5%	65 37.3%	90 39.0%	105 17.1%
期末株主資本	815	890	-	922	971	1,045	1,135
発行済株式数(千株)	2,510	2,552	2,559	2,559	2,559	2,559	2,559
EPS(円)	14.97	29.59	19.54	18.36	25.22	35.05	41.03
1株当たり配当(円)	3.50	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
BPS(円)	324.96	349.02	-	-	-	-	-
ROE	4.3%	8.7%	-	5.2%	6.8%	8.9%	9.6%
株価(円)	157	678	414	414	-	-	-
PER(倍)	10.5	22.9	21.2	22.5	16.4	11.8	10.1
配当利回り	2.2%	0.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
PBR(倍)	0.48	1.94	-	1.15	1.09	1.01	0.93

(注) 予想におけるPER、配当利回り、PBRはレポート作成時の株価で算出。  
2011年6月の1→20の株式分割を考慮して株式数、1株当たり指標等の数値を調整済。

## > 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

主な事業は、建設廃棄物の  
破砕・焼却、その廃熱利用  
する発電、食品廃棄物の再  
資源化(飼料・肥料)等。  
住宅メーカー、食品工場、流  
通業者等が主な顧客。

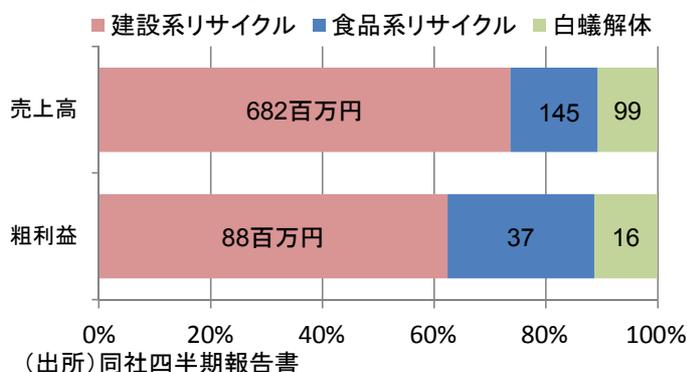
◆ 廃棄物処理業者で白蟻防除工事を併営

株式会社フジコー（以下同社）は、建設系産業廃棄物をはじめとする各種廃棄物の処分・再生等を主な事業としており、白蟻防除及び老朽家屋等の解体工事を併営している。

本社所在地は東京都台東区駒形。主な事業所は千葉県白井市にあり、隣接する2カ所の作業場において、廃棄物の収集・保管、中間処理等を行っている。白蟻工事については神奈川県相模原市の営業所も活動拠点としている。同社の事業は以下の3つのセグメントに分類される。（下図参照）。

- 1) 建設系リサイクル事業：大手住宅メーカーや工務店等の新築工事の際に発生する木材・壁紙等の加工くずや包装資材、住宅解体工事で発生する瓦礫等をはじめとする各種廃棄物を受け入れ、分別・破砕・焼却による減量、再生砂等の再生資源化、木屑の分解熱エネルギーを利用した発電施設の運営等を行う。
- 2) 食品系リサイクル事業：ショッピングセンター（小売り・外食店）や弁当・惣菜工場から排出される食品残渣等を受け入れ、乾燥・殺菌・発酵等の工程により、堆肥や飼料として再生資源化。堆肥は地元の農園等は無償提供する他、非連結子会社の遊楽ファーム（白井市）が営む有機野菜農場で利用。飼料については、配合飼料原料として販売する他、茨城県鉾田市にある自社養豚場での試験肥育に用いる。
- 3) 白蟻解体工事：白蟻防除と家屋解体の売上構成比は概ね1対3。住宅メーカーの注文により、建替え物件の老朽家屋解体や新築家屋への防虫剤塗布、防虫工事実施物件のアフターサービス等を請負う。

＜セグメント別構成(2012/6月期2Q累計実績)＞



破砕、焼却等の中間処理業務に特化し、収集業者との連携を進める。  
 一般廃棄物の受入、バイオマスガス化発電等への取り組みで収益力向上を図る。

◆ 廃棄物処理業者としての特徴

同社は産業廃棄物処理業の以下の3段階のうち、1)と2)を業務内容とする(下図参照)。

1)収集運搬業務(専用車両を用意し、排出業者から廃棄物を集めて処分業者に引き渡す、又は中間処理業者から最終処理業者に焼却灰等を輸送する)。

2)中間処理業務(処理施設を設け、受け入れた廃棄物を分別・圧縮・破砕・焼却等の作業により減容する)。

3)最終処分業務(処分用地を用意し最終的に廃棄物を埋め立てる)。

なお、2)と3)の工程を合わせて業界内では処分業と呼ぶ。1)の収集運搬業務については、長年取引のある住宅メーカーからの廃棄物引取りを除き、当該業務専門業者に委託しており、同社は処分業務に特化している。このことにより、収集運搬業者は同社のパートナーとなり、実質的に廃棄物排出業者の新規開拓業務を委嘱することができる。

同社の廃棄物処理業者としての特徴は、規模は中堅ながら新業態に取り組むフロンティア精神が旺盛なことで、具体的には以下の通り。

1) 受入品目が多岐に亘り、一般廃棄物処分業の許可も取得。

建設投資の伸び悩みに対応しリスク分散。一般廃棄物処分は主に市町村が直営しており、価格面での競争は緩やか。

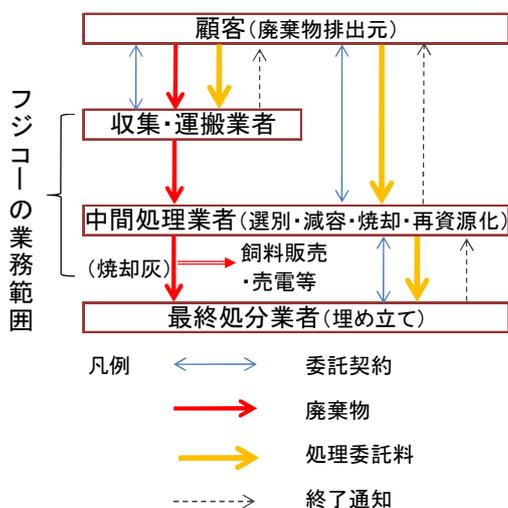
2) 食品リサイクル事業のパイオニア的存在。農業ビジネスに関与。

生ごみからの養豚用飼料の開発に注力。茨城県で試験的に養豚事業運営。競争相手は全国に27社と少ない(堆肥化は171社)。

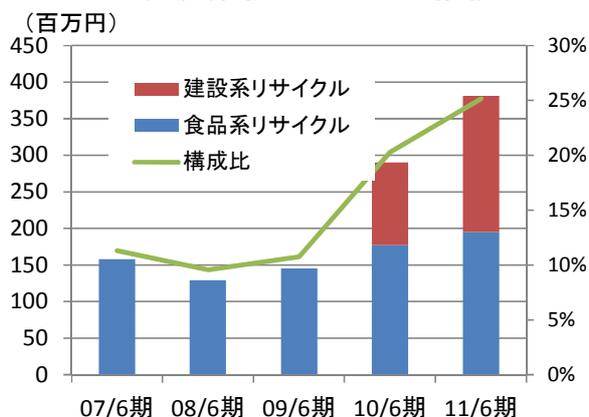
3) バイオマスガス化発電に取り組み、副収入源とする。

売上高を上回る投資断行(約20億円)。売電収入は建設系リサイクル事業の約1割を占め、当該事業の重要な収益源になっている。今後、グリーン電力の固定価格買取制度の始動、逼迫する電力需給への対応で見込まれる電力自由化の進展等の要因により、当該ビジネスは重要性を増してこよう。

＜廃棄物処理業の業務フロー＞



＜一般廃棄物処理売上の推移＞



(注)構成比はリサイクル事業売上小計との対比。  
 (出所)同社説明会資料

## ▶ 沿革・企業理念

### ◆ 白蟻駆除から解体、廃棄物処理、発電へと事業展開

同社は、現・代表取締役 CEO の桑原 光雄氏が 1974 年 2 月に（当時 37 歳）、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。同年 8 月に当該工事の受注拡大を目的として新築工事前の老朽家屋の解体工事業を開始。

次いで前掲事業で取引のあった住宅メーカーからの要請を受け、解体工事及び家屋新築工事で発生する建設廃棄物を処理するべく、88 年に産業廃棄物収集運搬業・91 年に廃棄物処分業の許可を取得。

2000 年（食品リサイクル法施行）には、一般廃棄物処分業の許可を取得して食品工場の廃棄物や食品スーパー・飲食店等で発生する廃棄物のリサイクル事業に進出。なお、当該事業進出に先駆け、96 年に中小企業創造法の補助金を得て生ごみ飼料化の試験施設を、98 年には民活法認定を得て食品廃棄物の堆肥化発酵施設を、それぞれ白井事業所内に建設して試験を行なっており、初期は堆肥化でスタート。04 年飼料化も本格化させた。また 04 年には堆肥化施設で発生するメタンガスを利用したガスエンジン発電施設を建設し、事業所内エネルギーの一部を賄うことにしている。

03 年、04 年に 2 基あった焼却炉を新鋭設備に更新。そして 07 年に、木屑を熱分解したガスにより蒸気タービンを回して発電するバイオマスガス化発電施設（出力 1,800kW）を接続した 3 基目の焼却炉を新設（約 20 億円を投じ、うち白井市より 9 億円弱の補助金を獲得）。そこで起こした電気を売電する新事業を始めた。

なお、同社の東証マザーズ上場は 2004 年 7 月である。

### ◆ 社会貢献を事業目的としている

同社の経営理念は、「住まいと環境を守る」こと。創業事業は住宅を木材害虫や衛生害虫から守ると共に、自然界の昆虫類と共存することを目指したものである。その後、時代と共に多角化展開された事業は、廃棄物による環境破壊の防止、カーボンオフセット可能なバイオマス利用の発電システムによる地球温暖化ガス削減への貢献等、何れもこの理念に沿ったものである。同社はこうした事業運営により、循環型経済社会の構築に貢献することを目指している。

## ▶ 経営陣

### ◆ 創業者一族が役員会の主要メンバー

同社代表取締役社長の小林 直人氏は 1964 年生まれ。創業者で代表取締役 CEO の桑原氏の女婿で、インテリア関連会社を経て 1991 年に同社に入社、2005 年に社長に就任した。同じく桑原氏の女婿で、技術部長を務めている上竹取締役、白井事業所長を務める山本取締役の 2 名も、小林社長と同学年である。同社の取引先で廃棄物収集運搬会社エスシーエス社長職にある、社外取締役の野崎氏を合わせた総勢 5 名が同社の取締役である。

同社取締役会には、この他3名の監査役が出席しており、うち2名は社外監査役、もう1名は農林水産省出身で05年に同社取締役に就任、08年より同社監査役に就いている。

## > 株主構成

### ◆ 桑原 CEO 及びその一族が大株主

2011年6月期末における同社の筆頭株主は小林社長で議決権の13%を保有。CEOの桑原氏(同11%)、上竹取締役(同8%)等、大株主上位10名中8名が桑原CEOの親族であり、合わせて議決権の50%を保有している。なお、残り2名の大株主は、同社の取引先である。

#### <大株主上位5名>

小林 直人 (社長)	13.2%
桑原 光雄 (CEO)	11.4%
エスシーエス (提携先)	9.4%
上竹 智久 (取締役)	7.9%
桑原 浩文 (CEO親族)	4.0%
上位5名合計	45.9%

#### <株主属性>

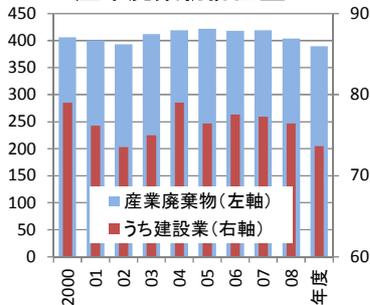
個人株主	78.4%
外国法人等	1.3%
金融商品取引業者	1.1%
金融機関	0.2%
その他の法人	18.9%
株主数	1,284名

(出所)2011/6期有価証券報告書

事業環境

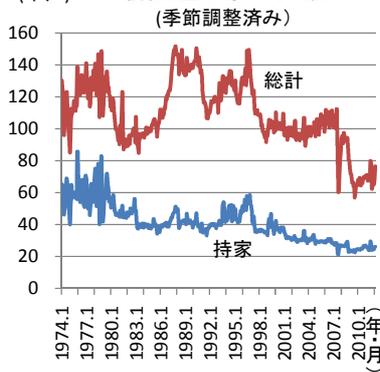
> 業界環境・競合他社

<産業廃棄物排出量>



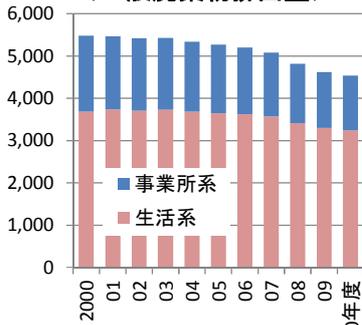
(単位)百万トン  
(出所)環境省広報資料「一般廃棄物の排出及び処理状況等」について

<新設住宅着工戸数>



(出所)国土交通省統計資料

<一般廃棄物排出量>



(出所)環境省広報資料「一般廃棄物の排出及び処理状況等」について

<食品リサイクルの実態>

	食品産業における食品廃棄物発生量推計			
	重量(千トン)	前年比	構成比	再生率
食品製造業	18,449	-0.9%	81%	80%
食品卸売業	250	-4.2%	1%	56%
食品小売業	1,348	3.0%	6%	32%
外食産業	2,672	-10.1%	12%	13%
合計	22,718	-1.9%	100%	69%

(出所)農林水産省「食品循環資源の再生利用等実態調査報告」

◆ 産業廃棄物の排出量は4億トン前後で推移

わが国の産業廃棄物排出量はここ10年間、ITバブル崩壊による不況と回復、建設基準法改正による建設業界の不況、リーマン・ショックによる世界的な景気後退等の影響を受け増減はあるものの、概ね4億トン前後で推移している(左上図)。

このうち同社の建設系リサイクル事業に関わる建設業の廃棄物は、2009年度7,364万トン(前年度比3.7%減、2000年度比6.8%減)。また、建設系廃棄物の主な発生要因である住宅着工戸数は、近年では1996年に季節調整済み月次着工戸数で15万戸弱、持家では5万戸強の水準に達したのをピークに下落傾向が続いている(左図)。

東日本大震災により、11~13年度は東北3県を中心に瓦礫その他の廃棄物(基本的には一般廃棄物だが、産業廃棄物処理業者が緊急避難的に請け負う)処理量の増加が見込まれる。しかし、インフラが既に一定水準以上に整備され、人口減少時代に突入したわが国において、建設系廃棄物が通増するとは考えにくい。

◆ 2010年度一般廃棄物の排出量は4,536万トン、7年連続減少に

一方、家庭からや事業所から排出されるごみの総量も3R(Reduce=排出削減, Reuse=再利用, Recycle=再生利用)の理念の浸透により、通減傾向にある。2010年度の一般廃棄物排出量は4,536万トン(前年度比1.8%減、2000年度比12.1%減)、このうち事業所系は1,297万トン(同順で2.3%減、27.9%減)であった。

食品メーカーや流通業者等から排出される食品廃棄物は227万トン(2009年度)。リサイクルについては、大手食品メーカーが牽引し、全体で69%となっているが、小売り(32%)・外食店(13%)はまだ低水準に止まっており(左下図)、今後の取組み強化が期待される。

◆ 産業廃棄物は過当競争、事業所系ごみの許可業者はまだ少ない

営業許可件数にみる産業廃棄物処理業界の競合状態は、下表の通り。全国の産業廃棄物中間処理施設数は19,320、建設廃棄物の木屑等の焼却施設は1,503。同社の営業エリアである1都3県では2,127、うち焼却施設は538施設。当該業界は過当競争気味である。

これに対し一般廃棄物の中間処理業許可を得た民間施設数は1,921。焼却施設320、食品ごみの農業系リサイクル施設は198であり、競合は緩やかである。

<産業廃棄物処理業の許可件数>

分類	2010年度初	前年同期
産業廃棄物処理業	327,220	315,905
収集運搬業	281,158	271,222
中間処理施設	19,320	19,345
木屑・瓦礫類の破砕施設	9,283	9,056
木屑等の焼却施設	1,503	1,529
廃プラスチック類の破砕施設	1,723	1,649
廃プラスチック焼却施設	956	983
最終処分場	2,157	2,199

(出所)環境省「産業廃棄物処理施設の設置状況について」

<一般廃棄物処理業の民間許可件数>

分類	2009年度末	前年同期
一般廃棄物中間処理業	1,921	1,807
ごみ焼却施設	320	298
うち発電併営(公営焼却場)	63	52
ごみ堆肥化施設	1,243	1,269
飼料化施設	171	173
燃料化施設	27	31
燃料化施設	122	135

(出所)環境省「日本の廃棄物処理」

> ビジネスサイクル



◆ 委託契約書による継続的な取引形態

産業廃棄物処分施設を新設するには、用地の確保（賃借でも可）・都道府県の許可取得に2～3年、建設工事に1年程度要する。発電設備を備えた焼却施設は数十億円（規模によるが、同社のバイオマスガス発電施設は約20億円）の投資となり、20年程度掛けて回収する（法定償却期間は17年）。

産業廃棄物排出業者との廃棄物処分に関わる業務請負契約では、引受ける廃棄物の種類、予定数量、処分単価等を定め、1年契約を結ぶことが多い。基本的に契約は1年ごとに自動更新される。廃棄物不法投棄等の責任は排出業者も問われるので、信頼関係を構築した処分業者との取引は長期化するようだ。

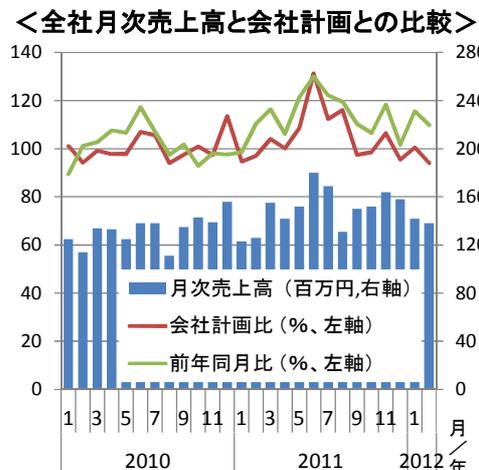
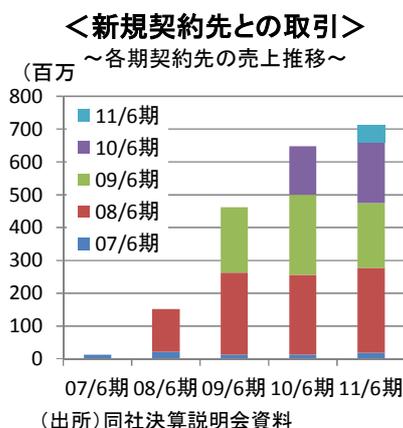
同社はバイオマスガス化発電設備を組み込んだ新規処分施設を稼働させた2007/6期に、稼働当初から新設備の操業率を高めるためにそれまでの方針を改め積極的な営業活動を展開した(左図)。新規に契約を結んだ顧客との取引（廃棄物処分売上高）は着実に積みあがっている(下左図)。ヒアリングによれば、店舗閉鎖に伴う1回限りの取引に止まる顧客も含まれるが、7割方の顧客とは取引が継続されている。

> KPI

◆ 月次売上高が開示される、非建設系リサイクルの収益動向に注目

同社は月次で、全社売上高・前年同期比・計画比の3項目について、単月及び期初からの累計値を開示している。当該資料には事業セグメント別の数値は定性的な情報は含まれていないが、業績推移を見守る指標になろう。

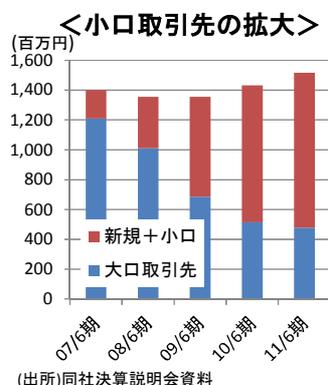
同社の経営戦略の進捗を予測する上では、住宅メーカー・工務店等の建設系の顧客以外から受け入れる木屑や廃プラスチック等の廃棄物の処理実績や、バイオマスガス化発電による売電収入、食品リサイクル事業売上高等、非建設系リサイクル事業の構成比を注視したい。



経営戦略

➤ 現状の課題と戦略

競争が激しく、成長を見込み  
 難い建設系廃棄物に依存せ  
 ずに施設の高位安定稼働率  
 を実現すべく、非建設系廃  
 棄物の受入拡大、取引先の  
 分散・拡大を図っている。



豚肥育用飼料の開発・生産  
 に注力。再生資源として飼  
 料を生産するリサイクル事  
 業者は少ない(7頁下右表参  
 照)

◆ 受入廃棄物の多様化、食品リサイクル事業の拡大強化が課題

同社は当面の課題として、1) 非建設系廃棄物の受け入れ強化、2) 食品リサイクル事業の拡大、の2点を挙げている。

1) 非建設系廃棄物の受け入れ強化 (操業安定性の確保)

建設系廃棄物の排出量は、直近においてこそ東日本大震災による膨大な瓦礫の発生、老朽化した建物の耐震性に対する不安感から生じた建替え・リフォーム需要の増加、等により、下げ止まりの様相を示している。しかし長期的には、人口減少社会において建設投資は逡減すると懸念されており、同業者間の過当競争が慢性的に起こっている。また、建設系廃棄物は発生場所・時期が非定期的で、不安定な経営を強いられがちである。

このため同社は、価格競争を回避し、安定的に廃棄物を受け入れられるよう、取引先の分散・業者数拡大により設備操業の繁閑を避けられるような受け入れ態勢の構築を進めている。具体的には、少量・小ロットの排出事業者を排除せず、建設業者以外の工場排出物や、一般廃棄物の受け入れ拡大に努めている。建設系廃棄物処理施設を有効活用できる排出物としては、街路樹の剪定枝、商業施設や引越業者の排出する梱包材や不要になった家具、物流倉庫で発生する賞味期限切れの包装食品などが挙げられる。

2) 食品系リサイクル事業の拡大 (事業規模・利益)

農業 (自社系農業生産法人や地域園芸農家等)、畜産事業との連携を強化する。前者では、廃棄物処理後の副産物を無償提供しているが、後者では飼料外販による金銭収受の機会が見込まれる。特に生産コストが安く増産に設備投資も不要な液状飼料 (リキッドフィード) の生産拡大に同社は期待している。

自社運営の養豚事業はテストプラント的なもので、肥育豚の肉質が既存の飼料で肥育したそれに劣らないと確認が出来れば、収益事業として本格的に外販量を拡大する意向である。当該製品は飼料高騰を懸念する畜産農家にとっても福音となる。

2011年4月に同社は委託養豚業者から食肉を買い受けてハム・ソーセージを製造・インターネット通販するファームネットジャパンと業務提携した。その目的は、同社農場の経営改善に関する全般的なコンサルティングを受けるとともに、生産された豚全頭を買い受けてもらうこと、同社が製造するリキッドフィードの普及、販売数量の拡大に協力してもらうこと、等である。

また、食品系リサイクルにおいても、少量・小ロット排出事業者との取引拡大による操業安定化を図る意向である。

## > 中・長期の経営戦略

同社が認識する中・長期的な観点における課題は、1)事業規模の拡大、2)収益構造の改革、3)優位性の確立、の3点である。

そのための方策として同社は、農業関連ビジネス(遊楽ファームにおける有機野菜栽培や銚田ファームにおける養豚場運営等)の試行、バイオマス及び廃棄物利用のエネルギーに関する研究開発(2011年6月期に販売費及び一般管理費として計上された中の研究開発費は4百万円、当該部門の専従者は3名に止まる)に注力している。

## > アナリストの戦略評価

同社が掲げる、事業規模の拡大・収益構造の改革、を実現するために、伸び悩み過当競争に追われる建設系廃棄物処理から食品リサイクル・一般廃棄物処理業への展開、バイオマスエネルギーの利活用による売電収入の獲得といった施策を同社は打ってきた。しかし売上高・利益は共に株式上市以来ほぼ同水準に留まっている。基盤事業の建設系廃棄物処理ビジネスの低迷が主因と推察される。

**事業拡大のためにM&Aは有効な手段だが、まず収益性の向上、財務健全化が求められる。**

同業者に対する優位性を確保するために、同社はこれまで食品リサイクル事業やバイオマスエネルギーの利用等で新技術をいち早く実用化してきた。多額の研究開発投資を割く余裕は少ないと推察されるが、これまで同様に新規投資に公的支援を獲得する他、大学や公的研究機関、他業界の事業会社等との連携の模索も有効と考えられる。

同社の事業は装置産業に分類されるため、今後利益成長を目指すためには、新施設の建設や、アグリビジネス(畜産用飼料の外販)等の新規事業の本格展開を行う必要がある。また、事業構造の変革を進め収益性を改善することにより、借入金返済及び次なる成長への投資のための原資獲得も急務である。

同社はかねてより有価証券報告書において、M&Aによる事業拡大の可能性を示唆している。同社の属する業界には個人事業主が多く、後継者難から事業譲渡を検討する社主は少なくないと思われ、実際に同業者タケエイはM&Aによる事業領域の拡大を着実に進めている。しかしながら同社の現状では、資金面で制約があると言わざるを得ない。この点においても、収益性の改善が急務であることが再確認される。

**新事業所建設が次の課題。バイオマスエネルギーを利用する発電ビジネスを指向していると推察される。**

黒字基調が定着したため、同社は保有する廃棄物処理及びバイオマスエネルギー利活用技術を中核に、新規事業所建設による成長を模索している。しかし既存事業エリアでは、既存施設と同様の投資を実行するには、地域住民の理解獲得や自治体の許認可取得等の面で障害が高そうだ。そこで注目されるのが、クリーンエネルギー産業の誘致による復興を企図する東日本大震災被災地である。事業内容次第では、公的支援を得られる可能性もある。例えば膨大な瓦礫の残る当地にて設備稼働時には瓦礫を処分し、その後に山地森林間伐材等によるバイオマス発電施設として営業運転を進めれば、事業立上げが円滑に進もう。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

幅広い廃棄物を受け入れる体制、既存事業に拘らず時流に合致した事業を展開する柔軟性がある。

◆SWOT分析

同社の廃棄物処分量をSWOTの4項目について考えると、以下の通りになる。

SWOT	フジコーの特質
強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 幅広い業種の多数の事業者から廃棄物を受け入れ、景気変動に左右され難い体制を構築。</li> <li>● 首都圏では新設困難な焼却炉を保有。日々の廃棄物受入量制御が可能な同業者とも取引。</li> <li>● バイオマスガス発電の売電収入が収益下支え。</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 単一事業所で処理能力が小さく、スケールメリットが発揮できない。</li> <li>● 財務体質がぜい弱で、同業界の成長戦略の有力手段であるM&amp;Aに打って出るのに不利。</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 温暖化ガス排出規制の徹底による再生可能エネルギーへの注目や、当該起源の電力固定価格買取制度進展。</li> <li>● 農業活性化のための規制緩和の進展。</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 被買収リスクがある。</li> <li>● 新興国の循環資源の買い漁り、資源価格上昇による代替資源としての廃棄物の重用等による廃棄物の価値上昇→処分価格が低下する懸念がある。</li> </ul>

> Porter's 5 forces

◆各方面との相対的な力関係

各方面との競争や交渉力等を検討すると、下記の表のようにまとめられよう。

項目	建設系リサイクル事業	食品系リサイクル事業
業界内競争	過当競争状態にあり、価格競争が頻発。中堅の同社も建設系廃棄物に関しては優位性を発揮できない。	一般廃棄物処分許可を持つ民間企業は少なく、主要事業者は公営事業。従って価格は下方硬直的で、同社はコスト競争力を持つ。
顧客との関係～価格決定力	業界内競争が激しく、優良業者も価格決定権を持たない。大手顧客から値下げ圧力がある。	中小事業者が中心であり、価格よりもサービス面が重視される。
供給者との関係	埋め立て等の最終処分業者は中間処理業者よりも数が少ないため優位。収集業者・(焼却施設を持たない)同業者とは友好的な関係構築。	同左。特に小口排出業者の開拓に、収集業者との連携は不可欠。
新規参入に対する障壁	収集業者の中間処理業務への参入意欲は高いが新規施設設置許可取得が困難。	同左。ごみ焼却施設建設は自治体でも難航。
代替サービスや技術が出現するリスク	木屑受入で競合するのは、製紙業(発電燃料)。古紙や金属スクラップは新興国に需要あり。	オンサイト型生ごみ処理装置がかつて一部コンビニ等に設置された事例がある。

## > ESG活動

### ◆ 社会的責任／環境対応

同社の事業目的及び経営理念は、静脈産業を担う企業として環境保全に資すること、それによる社会への貢献であり、敢えてここでコメントするまでもあるまい。同社は食品系リサイクル事業の副産物である堆肥を近隣の梨栽培農家や家庭菜園に無償提供する、要請されたパークゴルフ場の運営を受託する等の活動を通じて、地域社会における企業市民の責務を果たしている。

### ◆ ガバナンス

同社の5名の取締役のうち3名が創業者・桑原 CEO の親族である。同社の役員会には、取締役のうち1名、監査役3名のうち2名、合わせて3名の社外役員が参加し、適切な企業運営を監視している。なお、代表取締役の小林社長及び桑原 CEO は、同社の銀行借入れに対する債務保証及び担保の提供を行っており、同社の利益と相反する行為に及ぶ恐れは少ないものと考えられる。

また、同社の事業は地方自治体の許認可に基づいて行われており、同社法令並びに役社員に法令違反が判明した場合に当該許認可が取り消される恐れがあるため、コンプライアンス意識は社内に徹底されている。

なお、SWOT 分析において脅威の項目に被買収リスクをあげたが、同社に買収防衛策の用意はない。

## 業績動向と今後の見通し

### > 今期業績

**建設系リサイクル事業では苦戦が続く。食品リサイクルや非建設系廃棄物受入、発電等、前向きな投資機会ある事業にシフト急ぐ。**

#### ◆ 2012/6 期は焼却炉の補修工事等が響き減益へ

2012/6 期の業績(非連結)は、売上高 1,850 百万円(前年同期比 8.6%増)、営業利益 120 百万円(同 3.5%減)、当期純利益 47 百万円(同 36.5%減)を予想する。09/6 期まで 3 期連続赤字であったために税負担は前期に続き正常でない(次頁表参照)。

建設系リサイクル事業は、非建設系廃棄物の受入拡大・受入平均単価上昇という第 2 四半期までの傾向が続いている模様。東日本大震災で液状化現象が起こった近隣自治体からの震災瓦礫の処理受託も続いているようだ。ただ、前期に廃プラスチックの焼却処分を始めたところ、炉内温度が想定以上に上昇し、耐火煉瓦の補修工事を強いられ、第 2 四半期までの焼却炉の稼働日数が減少。これに伴う処理量の減少やメンテナンス費用増、さらに受入量を増した廃プラスチックの一部を従来通り埋め立て処理委託することによる外注費増等のために粗利率が低下し、当該事業の売上総利益は減少すると予想される。

食品系リサイクル事業では、再生処理後の産物を無償提供する堆肥化施設の稼働率を下げ、外部販売が見込める飼料化施設・特に生産性の高い液状化飼料の生産増に注力している。これに伴い受入品目も飼料化に適した廃棄物に絞っており、同社計画売上には未達で推移している模様である。ただし受入平均単価が上昇しており、液状化飼料を用いた養豚ビジネスの寄与と合わせ、売上高及び総利益は増加すると予想する。

今期は黒字基調への回帰を受けて、同社は賞与の復活等切り詰めてきた人件費を正常化させる意向であり、販売費及び一般管理費は増加に転じる見込みである。

### > 来期以降の業績

#### ◆ 2013/6 期は修繕費負担の軽減・施設のフル稼働で大幅増益へ

13/6 期の業績は、売上高 20 億円(前年同期比 8.1%増)、営業利益 180 百万円(同 49.6%増)、当期純利益 65 百万円(同 37.3%増)を予想。税負担は正常化すると想定した。

大幅増益を見込む最大の要素は、12/6 期にフル稼働しなかった焼却炉で不定期的の補修が発生しないことによる増収効果とメンテナンス費用負担減である。建設系リサイクル事業においてはこの他、一層の非建設系廃棄物受入が進むものと予想する。競争の緩やかな一般廃棄物の受入拡大も収益性の改善を後押ししよう。

食品系リサイクル事業においては、飼料化処理売上の伸長と堆肥化処理の下げ止まりを予想。肥育豚の肉質試験の行方がリスク要因で、良好な結果が続けば、飼料外販の貢献により表記以上の業績も期待される。

◆ 中期成長は事業所新設等の積極策次第である

当センターでは、1) 建設系リサイクル事業では、小口の事業系一般廃棄物受入により施設稼働率及び受入単価の安定化する、2) 食品系リサイクル事業では、飼料化施設の稼働率上昇(2011/6期は5割程度)、外販先の拡大等により売上高伸長が続く、3) 新規投資計画については白紙、を前提として、下表のように業績を予想した。

新施設投資計画や、アグリビジネスの新展開等があれば、下表の予想は大きく変動する可能性がある。その他のリスク要因としては、資源価格の急騰による再生可能資源の調達難航、金利変動、環境行政や電力規制の変容、などである。

<業績予想モデル>

決算期	2009/6	2010/6	2011/6	2012/6E	2013/6E	2014/6E	2015/6E
<b>売上高</b>	<b>1,540</b>	<b>1,604</b>	<b>1,703</b>	<b>1,850</b>	<b>2,000</b>	<b>2,150</b>	<b>2,300</b>
(前年同期比)	-3.4%	4.1%	6.2%	8.6%	8.1%	7.5%	7.0%
<b>建設系リサイクル事業</b>	<b>1,076</b>	<b>1,164</b>	<b>1,234</b>	<b>1,360</b>	<b>1,450</b>	<b>1,530</b>	<b>1,600</b>
(前年同期比)	-5.1%	8.2%	6.0%	10.2%	6.6%	5.5%	4.6%
<b>食品系リサイクル事業</b>	<b>278</b>	<b>267</b>	<b>282</b>	<b>300</b>	<b>360</b>	<b>430</b>	<b>510</b>
(前年同期比)	26.6%	-4.1%	5.6%	6.4%	20.0%	19.4%	18.6%
<b>白蟻解体工事</b>	<b>184</b>	<b>171</b>	<b>185</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	<b>190</b>	<b>190</b>
(前年同期比)	-11.5%	-7.1%	8.2%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>売上総利益</b>	<b>229</b>	<b>384</b>	<b>319</b>	<b>323</b>	<b>410</b>	<b>459</b>	<b>497</b>
(前年同期比)	-5.8%	67.5%	-16.9%	1.2%	26.8%	12.0%	8.3%
(粗利率)	14.9%	24.0%	18.7%	17.5%	20.5%	21.3%	21.6%
<b>建設系リサイクル事業</b>	<b>144</b>	<b>262</b>	<b>220</b>	<b>200</b>	<b>267</b>	<b>291</b>	<b>304</b>
(前年同期比)	-41.9%	82.3%	-16.0%	-9.1%	33.3%	9.1%	4.6%
(粗利率)	13.4%	22.5%	17.8%	14.7%	18.4%	19.0%	19.0%
<b>食品系リサイクル事業</b>	<b>73</b>	<b>95</b>	<b>65</b>	<b>90</b>	<b>110</b>	<b>135</b>	<b>160</b>
(前年同期比)	538.8%	31.0%	-31.6%	38.5%	22.2%	22.7%	18.5%
(粗利率)	26.0%	35.6%	23.0%	30.0%	30.6%	31.4%	31.4%
<b>白蟻解体工事</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
(前年同期比)	-40.8%	109.3%	23.1%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
(粗利率)	6.7%	15.2%	17.3%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
<b>販売費及び一般管理費</b>	<b>267</b>	<b>250</b>	<b>195</b>	<b>203</b>	<b>230</b>	<b>244</b>	<b>252</b>
(前年同期比)	9.2%	-6.7%	-22.0%	4.2%	13.3%	6.1%	3.3%
(対売上高比)	17.4%	15.6%	11.4%	11.0%	11.5%	11.3%	11.0%
<b>営業利益</b>	<b>-38</b>	<b>135</b>	<b>124</b>	<b>120</b>	<b>180</b>	<b>215</b>	<b>245</b>
(前年同期比)	赤拵	黒転	-7.6%	-3.5%	49.6%	19.6%	14.1%
(対売上高比)	-2.5%	8.4%	7.3%	6.5%	9.0%	10.0%	10.7%
<b>当期純利益</b>	<b>-148</b>	<b>34</b>	<b>75</b>	<b>47</b>	<b>65</b>	<b>90</b>	<b>105</b>
(前年同期比)	赤拵	黒転	122.5%	-37.0%	37.3%	39.0%	17.1%
(対売上高比)	-9.6%	2.1%	4.4%	2.5%	3.2%	4.2%	4.6%
<b>1株当たり配当</b>	<b>0.0</b>	<b>3.5</b>	<b>5.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>

(出所)同社決算短信。予想(E)は証券リサーチセンター。

投資判断

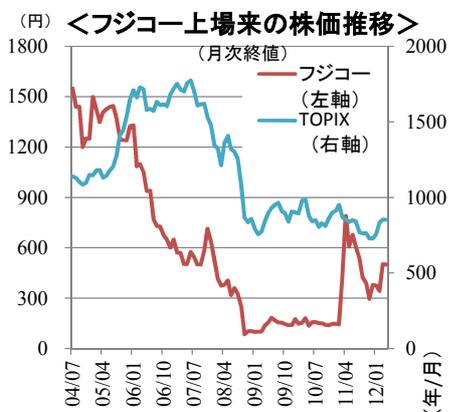
> 上場来パフォーマンス

◆ 震災復興の恩恵は顕在化せず、上場来パフォーマンスは-17.9%  
 2004年7月の東証マザーズ上場初値は39,000千円(11年6月の1→20の分割を考慮すると1,950円、以下同じ)。その後同社の株価は、06年1月のライブドア・ショックによる新興市場の冷え込み、07年4月の改正建築基準法施行前後に建築業界を襲った「官製」不況、同時期に立ち上がったバイオマスガス発電設備の償却負担増、09年秋のリーマン・ショックに伴う株式市場の混乱と景気後退等のために、業績悪化(07/6期～09/6期は経常赤字に転落)と共に急落。08年10月に75円の安値を付けた後やや持ち直したものの、200円を下回る水準で推移していた。東日本大震災の発生により、震災復興需要の恩恵を享受すると判断され、同社の株価が急騰したが長続きせず、今日までの上場来パフォーマンスは-17.9%となっている。

同業者タケエイが被災地での瓦礫処理プラント運営等の受注を重ね、業績も上方修正する等、復興需要の恩恵を顕在化させることにより、株価を維持しているのに対し、同社の株価が早々に反落した要因として以下の点が考えられる。同社が建設系廃棄物の受け入れを抑制し、食品廃棄物等の受け入れに注力していること、震災瓦礫を積極的に受け入れるだけの設備や人員・資金面の余裕がないこと、11/6期及び12/6期2Q決算において復興需要の恩恵が業績面で顕著な効果を示していないこと、等である。また、同社は11年7月に第三者割当による新株予約権の発行を発表し、株式価値の希薄化が懸念されたことも要因の一つと推察される。

> 株主への利益還元

◆ 事業拡大のための設備投資及び借入金返済にキャッシュが必要  
 同社は株主への利益還元を重要な課題と認識している。しかし、事業拡大に向けた設備投資に資金需要があり、また財務体質がぜい弱であるため借入金返済原資も確保する必要がある。このため当面は安定的な配当に留め、社外流出は抑制するものと推察される。



> 株価バリュエーション

◆ 震災関連の同業者は何れも思惑で買われている

同業他社とのバリュエーションを比較すると、震災復興関連需要が見込まれるタケエイ、ダイセキ環境ソリューション及び同社の予想 PER は市場平均よりも高い(今期予想で 22~34 倍)。赤字からの回復過程で税負担が正常でない同社は評価しにくい、少なくとも現在のバリュエーションは割安とは言い難い(下表参照)。

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価レンジは 525~615 円と判断

建設系リサイクル事業という主力事業セグメント名称と異なり、同社は一般事業所系廃棄物のリサイクル及び売電事業で成長を目指している。株式市場は、震災復興需要への期待だけでなく、新事業計画の立案や新事業所投資による収益水準の向上を要求していると考えられる。来期以降にそれが示されれば、理想買いと目される現在のバリュエーションが継続されることもあろう。

ここでは、2~3 年後を目途とした適正株価の目安となる妥当 PER として、東証 2 部市場平均の約 15 倍を想定。当センターの予想 EPS に基づき算定された株価レンジは 525~615 円である。

なお、同社には 2011 年 7 月にマッコーリー・バンクに第 3 者割当てで発行した新株予約権 (MS ワラント) がある。権利行使価格は当初 898 円、下限価額 588 円 (発行日より 20 日以内は 551 円)、予約権総数 6,200 個 (交付株式数は最大 620 千株で 7 千株が発行済み) がある。この新株予約権の行使価額 (下限の 588 円) が、希薄化懸念ないし実現による供給増により、株価の上値を抑える可能性がある。

<類似会社との株価バリュエーション比較>

証券コード	決算月	フジコー	タケエイ	アマタ	ダイセキ環境	サニックス
		2405	2151	ホールディングス 2195	ソリューション 1712	4651
売上高	百万円	6月	3月	12月	2月	3月
(営業利益率)	%	1,850	16,500	5,003	8,211	33,300
経常利益	百万円	6.5	10.3	30.0	6.3	3.2
当期純利益	百万円	50	1,450	123	501	1,010
〃 来期予想		47	600	116	293	550
純資産	百万円	65	800	150	356	900
ROE	%	893	12,152	576	4,896	7,102
予想PER	倍	8.7	2.8	55.8	4.3	0.7
〃 経常利益	倍	22.5	21.9	12.0	34.1	19.1
来期予想PER	倍	21.2	9.1	11.3	19.9	10.4
実績PBR	倍	17.8	15.5	9.3	28.1	11.4
予想配当利回り	%	1.19	1.05	2.40	2.04	1.45
過去3年成長率	%	1.4	0.7	0.0	0.4	0.0
〃 営業利益	%	6.3	4.1	1.9	5.5	9.7
株価 (4月13日)	円	-3.2	18.8	569.4	-9.2	-221.5
時価総額	百万円	414	2,019	1,188	166,900	215
		1,060	13,132	1,388	9,991	10,518

(注1)フジコーの業績予想は当センター予想。他社は今期会社予想、来期は当センター予想。過去3年成長率は、売上高の年平均成長率。

(注2)アマタホールディングスの3年成長率は持ち株会社設立前の連結業績との比較。ダイセキ環境ソリューションは今期より連結で、来期予想も会社計画値。

(注3)純資産、ROE、PBRは直前期実績、PERと配当利回りは予想値を基に、レポート作成時の株価を用いて算出。時価総額は自己株式を含め算出。

(出所)各社決算短信

## 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

### ■ 上場来パフォーマンス

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)

リターンのおぼ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なり、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、当該情報を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、最新のものではなくなる可能性があります。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。特に記載のないかぎり、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ことがあります。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