

フジコー (2405 東証マザーズ)

発行日: 2013/3/15
 調査日: 2013/3/7
 調査方法: 企業訪問

**産業廃棄物処理業中堅で、一般廃棄物の受入やバイオマス電力の販売を併営
 2013年6月期は建設投資の回復や施設の安定稼働等により収益急回復へ**

> 決算サマリー

◆ 2013/6 期・第 2 四半期は廃棄物受入数量増等で大幅増益に

・2013年6月期・第2四半期決算は、売上高 1,087 百万円(前年同期比 17%増)、営業利益 126 百万円(同 191%増)、純利益 50 百万円(前年同期は 1 百万円)。第 1 四半期決算発表を前に上方修正された会社予想を売上高、利益共に上回った。

・主な増益要因は、建設系リサイクル事業における廃棄物受入数量増と処理単価上昇。人件費や外注費の上昇等のコスト増を上回った。

◆ 通期会社予想は据え置かれたが、再度増額の公算大と予想

・通期会社予想は、売上高 20 億円(前期比 7%増)、営業利益 170 百万円(同 74%増)、純利益 60 百万円(同 12 倍)。第 2 四半期決算は、事前会社予想を超過達成したのにも拘らず、通期予想は据え置かれた。

・前期に非定期修繕のあった焼却・発電設備が稼働日数増、修繕費負担軽減となること、住宅着工が堅調で、急に廃棄物受入量が落ち込む要因は見当たらないこと等から、建設系リサイクル事業は好調を持続しよう。

・このため、会社側の通期業績予想は第 3 四半期決算確定時に再度上方修正が期待されよう。当センターの予想は売上高 2,170 百万円(前期比 16%増)、営業利益 250 百万円(同 158%増)、純利益 110 百万円(同 22 倍)。

> 投資判断

◆ 建設投資の回復期待を踏まえ、予想株価レンジを引き上げる

・2013年6月期会社予想収益に基づく同社の株価収益率は 29 倍で、同業他社に比べ高い。しかし EPS を当センター予想値に置き換えると 16 倍となり、市場平均値と比べ低い水準になる。

・同社には廃棄物のリサイクルから畜産支援・グリーン電力対応といった環境関連銘柄としての評価があるうえ、政権交代による建設投資の回復で収益力の改善にも期待が高まっていると考える。

・前回レポートでは市場平均を上回る予想 PER15 倍程度が妥当としたが、今回はこれを市場平均並みの 18 倍と改める。3 年程度先に到達すべき適正株価は 900~1,000 円と判断。

業種: サービス業

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

【主要指標】	2013/3/8
株価(円)	549
発行済株式数(株)	3,181,600
時価総額(百万円)	1,747
上場日(年/月/日)	2004/7/28
上場来パフォーマンス(%)	-13.4

	前期実績	今期予想
PER(倍)	260.2	15.9
PBR(倍)	1.58	1.52
配当利回り(%)	0.9	1.1

	σ	β
リスク指標	93.7%	0.69

【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 増減(%)
2012年8月	171	127.2	+30.5
9月	170	102.0	+13.5
10月	199	123.9	+31.0
11月	182	110.6	+11.1
12月	186	110.0	17.3
2013年1月	153	102.3	+7.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-8.7	35.7	50.7
対TOPIX(%)	-12.0	8.7	29.1

*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20130312

フジコー (2405 東証マザーズ)

> 収益モデル

決算期 単位:百万円	2011/6期 実績	2012/6期 実績	2013/6期 会社予想	2013/6期 予想	2014/6期 予想	2015/6期 予想	2016/6期 予想
売上高 (前期比)	1,703 6.2%	1,866 9.5%	2,000 7.2%	2,170 16.3%	2,280 5.1%	2,400 5.3%	2,500 4.2%
営業利益 (前期比)	124 -7.6%	97 -21.2%	170 73.5%	250 157.7%	270 8.0%	300 11.1%	330 10.0%
経常利益 (前期比)	42 -16.1%	24 -41.7%	110 348.9%	190 691.7%	220 15.8%	250 13.6%	280 12.0%
当期純利益 (前期比)	74 122.5%	5 -92.8%	60 —	110 2100.0%	140 27.3%	160 14.3%	180 12.5%
期末株主資本	890	888	—	1,141	1,262	1,403	1,563
発行済株式数(千株)	2,552	2,562	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182
EPS(円)	29.59	2.11	18.86	34.57	44.00	50.29	56.58
1株当たり配当(円)	5.00	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
BPS(円)	349.0	346.7	—	362.0	400.0	444.3	494.9
ROE	8.7%	0.6%	—	10.8%	11.7%	12.0%	12.1%
株価(円)	678	351	549				
PER(倍)	22.9	166.4	29.1	15.9	12.5	10.9	9.7
配当利回り	0.7%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
PBR(倍)	1.94	1.01	—	1.52	1.37	1.24	1.11

(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。また、2012年8月24日払込の第三者割当増資(62万株、発行価額1株261円)による株式数及び資本増加を加味して1株当たり指標予想を算出

> 株価パフォーマンス



会社概要

> 事業内容

主な事業は建設廃棄物の破砕・焼却、発電、食品廃棄物の飼料化等のリサイクル

主な顧客はハウスメーカー、食品工場、流通業者等

木屑を蒸焼きにして可燃性ガス化・蒸気タービンを回すバイオマス発電に取り組む

◆ 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、1974年2月に家屋の白蟻防除工事及び防虫薬剤の販売を目的として創業。同年8月に当該事業の受注拡大を目的に新築工事前の老朽家屋解体工事業を開始。88年に建設系産業廃棄物をはじめとする各種廃棄物の処分・再生等を開始。現在は廃棄物処理事業を主な事業としている。

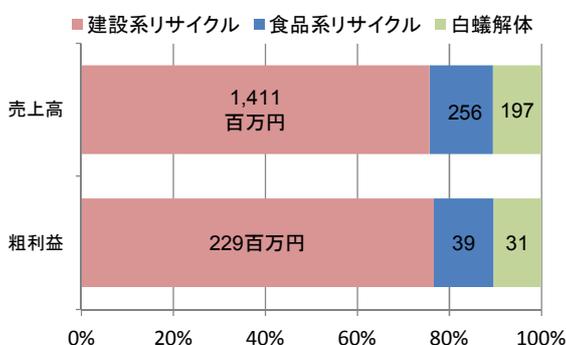
主な事業所は千葉県白井市にあり、隣接する2カ所の作業場において、廃棄物の収集・保管、中間処理、売電事業等を行っている。白蟻工事については神奈川県相模原市の営業所も活動拠点としている。同社の事業は、イ) 建設系リサイクル事業、ロ) 食品系リサイクル事業、ハ) 白蟻解体工事、の3つのセグメントに分類される。(図表1参照)。

◆ バイオマスガス化発電ビジネスや食品廃棄物の飼料化に事業展開

事業の特徴は、以下の通り。

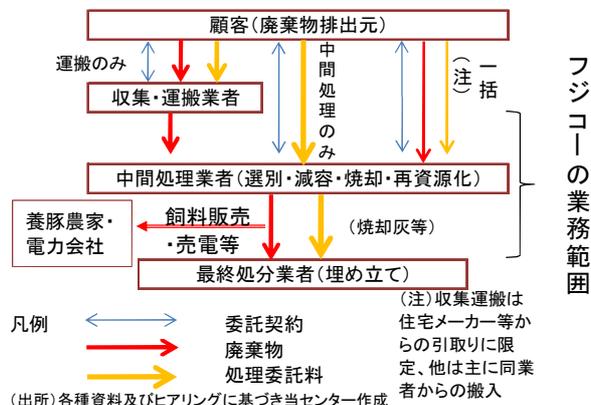
- 1) 廃棄物処理業開業当初、大手住宅メーカー等が家屋を新築する際に発生する木材・壁紙等の加工くずや包装資材等の建設廃棄物を受け入れ、分別・破砕・焼却による減量、再生資源化等を行っていたが、建設投資の伸び悩みに対応し、食品廃棄物、一般廃棄物等にも事業領域を広げて収益安定化を図ってきた。
- 2) 食品系リサイクル事業は、食品工場、ショッピングセンター（小売り・外食店）や弁当・惣菜工場から排出される食品残渣等を受け入れ、乾燥・殺菌・発酵等の工程により、飼料や堆肥として再生資源化。飼料は、配合飼料原料として販売する他、茨城県銚田市にある自社養豚豚場において子豚の肥育に用いる。
- 3) 木屑からのバイオマスガス化発電施設を保有。売電収入は建設系リサイクル事業売上高の3割弱を占める重要な収益源になっている。グリーン電力の固定価格買取制度の始動に続き、今後電力流通市場が本格的に開放されることを見据え、同社は当該ビジネスに一層注力する意向である。

図表 1 事業セグメント別構成



(出所) 2012/6期決算短信より証券リサーチセンター作成

図表 2 事業フローの概略



決算サマリー

> 2013/6・第2四半期

◆ 2013/6 期・第 2 四半期は前期比 10%増収、営業利益は約 3 倍に

2013 年 6 月期・第 2 四半期決算は、売上高 1,087 百万円 (前期比 17%増)、営業利益 126 百万円 (同 191%増)、純利益 50 百万円 (同 50 倍)。なお、同社は 11 月、2 月の第 1、第 2 四半期決算発表直前に業績見通しを上方修正している。期初計画に対する第 2 四半期実績の達成率は売上高 114%、営業利益 233%。

建設系リサイクル事業が廃棄物受入量の増加、単価改訂の浸透で収益性向上

営業利益が大幅増益となった要因は、主に建設系リサイクル事業の採算改善によるものである (図表 3~5)。具体的には、イ) 住宅着工が堅調に推移しており、廃棄物の発生量は増加傾向、ロ) 震災の復旧事業が繁忙で、関東の産業廃棄物を域外 (東北) で処理する余裕がなくなり、域内事業者の受入単価引き上げが浸透した、等である。平均受入単価の上昇率は 1 割以上になり、受注採算の改善につながっている。

食品系リサイクル事業は再生飼料の販売先こそ拡充進むも、飼料化に適した廃棄物について、そのまま餌にする養豚業者等との受入競争激化で数量確保が進まず、売上高・粗利益共に伸び悩んだ。白蟻・解体工事は、収益性が低いためリソース配分を見直しており、低迷した。

> 2013/6期予想

◆ 通期会社予想は 3%増収、営業利益 34%増だが、上方修正濃厚

2013 年 6 月期の会社予想は、売上高 20 億円 (前期比 7%増)、営業利益 170 百万円 (同 74%増)、純利益 60 百万円 (同 12 倍)。12 年 11 月に修正された予想数値の再度の修正は見送られた。

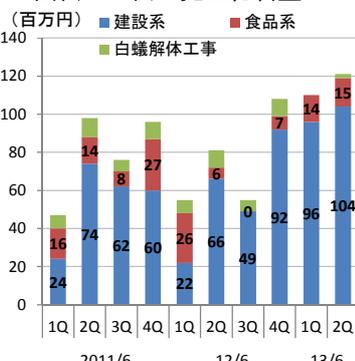
通期会社予想の修正は見送られたが、第 2 四半期実績の 2 倍程度に達すると予想する

13 年 1 月の住宅着工は 5 カ月連続で前年比増となり、受注環境に変化はない。前期は想定外の焼却・発電設備の修繕により廃棄物受入数量減を余儀なくされたが、今期はそうした事態は発生していない。従って第 3 四半期決算がまとまる時期に当該予想は増額修正される公算大と考える。当センターでは、2 頁掲載表のように通期業績は第 2 四半期の約 2 倍になると予想。また来期以降についても、足元の採算改善に鑑み、前回の業績予想を若干増額修正した。

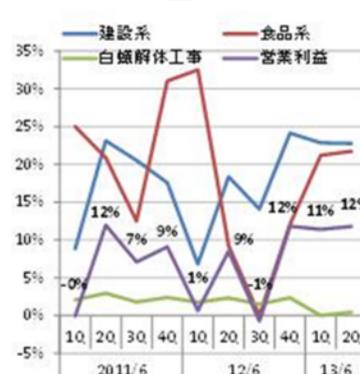
図表 3 セグメント別売上動向



図表 4 同・売上総利益



図表 5 利益率の推移



(出所) 図表 3~5 は決算短信より当センター作成

投資判断

> 株価バリュエーション

同業者比較で予想 PER は割高に見えるが、当センター予想 EPS で算出すると約 16 倍

◆ 類似会社に比べ高く見える予想 PER

産業廃棄物処理に係る 4 社の業績や株価バリュエーションの比較を図表 6 に示す。

同社の今期予想 PER29.1 倍は類似会社に比べ高いが、会社予想は第 2 四半期実績を反映した通期予想を修正しておらず、証券リサーチセンター予想に基づけば 15.9 倍となり、東証 1 部全銘柄平均の 21.3 倍、同 2 部の 18.1 倍、ジャスダック平均の 20.6 倍も勘案すれば割高感は薄れよう。PBR、配当利回りでは、類似会社に比べ過大評価とは言えない。

> 今後の株価見通し

環境関連銘柄の評価に、建設投資の回復による本業の収益力回復期待が加わる

◆ 予想 PER18 倍が妥当と想定、適正株価は 900 円以上と判断

前回のレポート (8 月 20 日) では、グリーン電力ビジネスに対する意欲を隠さない同社には、市場平均以上のバリュエーション評価がなされるべきだと指摘した。具体的な開示はないが、今回の個別訪問取材でも、新規大型投資は廃棄物処理場新設よりもグリーン電力の発・売電を優先して検討する意向は変わらないと説明していた。

同社には、グリーン電力やリサイクルによる安価な飼料製造等の環境関連銘柄の評価があるうえ、政権交代による建設需要の回復や、消費税引き上げを前にした住宅着工の駆け込み需要により収益が押し上げられるという期待も高まっている。このため当センターでは、同社の株価展望に適用する PER を前回の 15 倍から市場平均並みの 18 倍に引き上げる。従って 3 年程度先に到達すべき適正株価は、当センター予想の 15/6 期 EPS50 円~16/6 期同 56 円より 900~1,000 円とする。

市場平均 PER の上昇に伴い、予想株価算定基準を PER18 倍に引き上げる

図表 6 同業者とのバリュエーション比較

証券コード 決算月	フジコー マザーズ 2405		タケエイ 東証1部 2151		アマタ ホールディングス JQS 2195		ダイセキ環境 ソリューション 東証1部 1712		サニックス 東証1部 4651	
	6月	3月	3月	3月	12月	2月	3月			
売上高 (営業利益率)	百万円 %	2,000 8.5	23,000 13.5	4,653 3.2	8,211 6.9	43,500 6.0				
経常利益	百万円	110	2,900	146	551	2,480				
当期純利益	百万円	60	1,600	113	322	2,100				
純資産	百万円	899	12,996	596	4,896	7,134				
ROE	%	0.6	7.1	3.2	4.3	0.2				
予想PER	倍	29.1	10.7	10.9	26.6	12.1				
実績PBR	倍	1.58	1.33	2.07	1.75	3.56				
予想配当利回り	%	1.1	1.1	0.0	0.4	0.0				
過去3年成長率	%	6.6	6.1	-2.3	-7.2	7.6				
// 営業利益	%	黒字転換	27.5	152.0	-25.9	黒字転換				
株価 (3月8日)	円	549	2,732	1,056	143,000	531				
時価総額	百万円	1,747	17,883	1,235	8,560	25,976				

(注1) 業績予想は今期会社予想、過去3年成長率は、前期売上高の年平均成長率

(注2) フジコーの3年成長率は09/6期連結業績との比較、ダイセキ環境ソリューションは今期より連結決算に移行

(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

(出所) 各社決算短信に基づき作成。

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

■ σ (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

■ β (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(β 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