

# ホリスティック企業レポート フジコー 2405 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2015年9月18日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20150915

# フジコー (2405 東証マザーズ)

発行日: 2015/9/18

## 建設系廃棄物処理事業から食品リサイクル、バイオマス発電に事業展開 17年6月期は森林発電事業が本格稼働し収益水準を大きく押し上げよう

### > 要旨

#### ◆ 事業内容

- ・フジコー(以下、同社)は、戸建住宅建設に際して排出される廃棄物の受託処理を主力事業としており、木質系廃材からのバイオマス発電、食品系廃棄物からの飼料製造、老朽家屋解体事業等を併営している。
- ・同社グループは林地残材や製材屑等の森林資源を利用した発電施設の建設を進めており、16年春に稼働を開始する計画である。燃料チップ製造設備を含む総投資額は30億円余りである。

#### ◆ 15年6月期決算

- ・15/6期決算は、前期比1.3%増収、3.2%営業減益であった。期初予想に対する達成率は、売上高105.9%、営業利益95.3%であった。
- ・建設系リサイクル事業は4.3%増収、12.7%増益であったが、その他事業が振るわず、また森林発電事業の開業準備費用を含む販売費及び一般管理費も大幅に増加した。

#### ◆ 16年6月期予想

- ・同社は16/6期業績について前期比7.5%増収、1.8%営業増益と予想している。建設系リサイクル事業は減収減益となるが、食品系リサイクル事業の採算改善、森林発電事業の利益貢献が下支えする見込みである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、9.1%増収、7.9%営業増益を予想する。建設系リサイクル事業はインターネット通販事業者など新規受入先の開拓、平均売電単価の上昇により同社想定を上回ると考えた。

#### ◆ 17年6月期業績見通し

- ・17/6期業績について当センターは前期比46.4%増収、29.7%営業増益を予想する。森林発電事業の売電量40百万kWh、売電単価32円/kWh以上と想定し15億円の事業収入、150百万円の利益貢献を見込んだ。

アナリスト: 高坂 茂樹  
+81(0)3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

#### 【主要指標】

	2015/9/11
株価(円)	556
発行済株式数(千株)	3,820
時価総額(百万円)	2,124

	前期実績	今期予想	末期予想
PER(倍)	13.2	10.6	7.9
PBR(倍)	1.2	1.1	0.9
配当利回り(%)	1.6	1.8	2.7

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-10.6	-6.8	-0.7
対TOPIX(%)	-3.5	1.5	-17.4

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/9/12

### 【2405 フジコー 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	当期純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2013/6	2,226	19.3	278	184.1	223	810.2	114	—	36.6	362.0	7.0
2014/6	2,534	—	355	—	296	—	130	—	38.6	427.4	9.0
2015/6	2,566	1.3	343	-3.2	290	-1.8	159	22.1	42.0	450.1	9.0
2016/6 CE	2,760	7.5	350	1.8	310	6.5	190	19.2	49.7	—	10.0
2016/6 E	2,800	9.1	370	7.9	330	13.8	200	25.8	52.4	527.9	10.0
2017/6 E	4,100	46.4	480	29.7	440	33.3	270	35.0	70.7	588.6	15.0
2018/6 E	4,300	4.9	530	10.4	490	11.4	300	11.1	78.5	652.1	15.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、13/6期は単独決算、14/6期より連結決算に移行

### アップデート・レポート

2/11

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

**戸建住宅建設時の廃棄物  
処理及び発電、食品廃棄  
物の飼料化が主な事業。**

(注1)バイオマス

動物、植物に由来する資源の総称で、バイオマス発電とは、生物資源を「直接燃焼」、あるいは「ガス化」することにより発電すること(資源エネルギー庁)。

植物を燃料とする発電は、燃焼時に生じる二酸化炭素を、事前(成長時)に大気から吸収しているためカーボンニュートラル(地球上の二酸化炭素の増減に影響を与えない)で付加価値の高い電力と認識されている。

(注2)特定電力事業者

(Power Producer and Supplier): 電気事業法で定められた一般家庭への電気の販売を認められている「一般電気事業者」、即ち大手電力10社に対応する言葉。2000年の改正電気事業法で一部自由化された電力小売りを行う事業者を指す。

◆ 会社概要：建設廃材や食品残渣等の廃棄物処理業者

株式会社フジコー(以下、同社)は、廃棄物リサイクルやバイオマス発電によりサステナブル(持続可能な)社会の構築に貢献する事業を営んでいる。同社の環境及びリサイクル事業展開の歴史は以下の通りである。

同社は1974年に白蟻防除工事等を目的に創業し、当該事業の受注拡大を目的に、住宅新築前の老朽家屋解体工事に参加した。住まいの環境保持が初期の事業目的であった。

次いで88年に、解体工事に伴い発生する木屑等の焼却施設を建設し、建設系産業廃棄物処理事業に参加した。2000年の食品リサイクル法制定と前後して、食品工場や小売業、外食産業などから排出される食品系廃棄物の中間処理に取扱い対象を拡大してきた。

07年には、廃棄物として収集した木屑や紙屑等をバイオマス<sup>注1</sup>資源として蒸気ボイラの燃料にする発電設備を廃棄物焼却炉脇に導入し、電力を特定規模電気事業者(PPS)<sup>注2</sup>に卸売する事業に参加した。さらに現在、岩手県一戸市に未利用の森林資源を活用する、新たなバイオマス発電施設を建設中である。

同社の事業は、以下の4つのセグメントで構成されている。

- (1) **建設系リサイクル事業**：事業所は千葉県白井市にあり、首都圏近郊の大手住宅メーカーや工務店等からの委託を受けて、新築工事の際に発生する木材や壁紙等の加工屑、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産業廃棄物を受け入れ、分別、破碎、焼却による減量、再生砂等の再生資源化を行っている。木屑等はバイオマス発電に有効活用し売電も行っている。住宅新設需要の変動に対応するべく、工場、倉庫、ショッピングセンター等で発生する廃プラスチック類や紙屑、繊維屑等の廃棄物(一部は一般廃棄物)の処理も手掛けている。
- (2) **食品系リサイクル事業**：弁当や惣菜等を製造する事業所や食品スーパー、飲食店等で発生する廃棄物を有料で受け入れ、殺菌及び発酵分解等を行って、肥料や液状飼料に再資源化して外販している。また、肥料の一部については非連結子会社遊楽ファーム(白井市)が営む有機野菜農場で利用、飼料についても、茨城県鉾田市にある自社養豚場で豚の肥育に用いている。
- (3) **白蟻解体工事**：住宅メーカー等の注文により、建替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っている。白蟻防除は減少傾向にあり、15/6期において同事業での売上構成比は2割弱であった。

(4) **森林発電事業**：連結子会社の一戸フォレストパワー、一戸森林資源及び御所野縄文パワー（いずれも岩手県二戸郡一戸町）が担うバイオマス発電事業である。間伐材及び伐採された木材の枝葉や先端部等の未利用木材、製材所から発生する製材屑等を購入し、破碎、粒度及び水分調整を行って燃料チップを製造（一戸森林資源）、これを用いて蒸気タービンを回して発電、その電力を地元の小中学校や公共施設、事業会社等に PPS として売電する（御所野縄文パワー）という事業である。

【 図表 1 】 事業セグメントの構成(15年6月期) (百万円)

事業セグメント	売上高	営業利益	資産	主な事業所
建設系リサイクル	2,157	627	1,648	千葉県白井市
食品系リサイクル	258	-2	405	白井市、茨城県鉾田市
白蟻解体工事	150	1	67	白井市、神奈川県相模原市
森林発電	—	-34	1,671	岩手県二戸郡一戸町
連結調整(管理部門)	—	-247	568	東京都台東区

(注) 森林発電事業は営業開始前だが建設工事監理等の費用が発生している。  
連結調整は主に本社経費。

(出所)フジコー決算短信等に基づき証券リサーチセンター作成

#### ◆ 森林発電事業の計画概要

建設中の木質バイオマス発電施設の発電能力は 6,250kW、年間発電量は約 4950 万 kWh、年間売電量は約 4316 万 kWh で、16 年春に営業運転を開始する計画である。投資金額は発電所に約 23 億円、森林資源燃料化施設に約 8 億円に上り、ヒアリングによれば年間約 17 億円の売電収入を見込んでいる。

30 億円強を投じて発電量約 5 千万 kWh のバイオマス発電所を建設。

御所野縄文パワーは森林発電事業の営業運転に先立ち、近隣の志田ダム発電所で生じる電力（年間約 4 百万 kWh）を購入し、一戸町役場や町営施設等に売電する PPS 事業に取り組んでいる（電力購入は 15 年 8 月、売電は同 10 月から）。

間伐材など林地残材を利用する電力の固定買取価格は 32 円/kWh。

森林発電事業については、(ア) 林地残材や製材廃棄物等をエネルギー源として有効活用すること、(イ) カーボンニュートラルなバイオマス発電による地球温暖化ガス排出抑制、(ウ) 地域への雇用機会の提供等の社会的意義のある事業と考えられていたが、設備費や林地残材の搬出コストが障害となるため、採算が取れないとみられていた。

しかし、「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」に基づき「再生可能エネルギーの固定価格買取制度」が 12 年 7 月に開始されたことで、太陽光発電に比べれば数は少ないがバイオマス発電にも参入表明が相次いでいる（未利用材由来の電力は 32 円/kWh、製材屑由来では 24 円/kWh で 20 年間固定）。

同社は廃棄物由来のバイオマス発電施設運営経験を有すること、岩手県は北海道、宮崎県、秋田県に次ぐ木材生産地域であり、木材チップ

**リスク要因は燃料チップの安定調達だが、岩手県は全国有数の木材産地。**

の安定調達が可能とみられること等から、森林発電事業は同社の安定収益事業になると、証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

なお、一戸フォレストパワーはエナリス(6079 東証マザーズ)から35%の出資を得て、合弁会社として14年1月に設立されたが、15年6月に先方出資分を全て買い取り完全子会社としている。

## > 業績動向

### ◆ 15年6月期決算

15/6期決算は、売上高2,566百万円(前期比1.3%増)、営業利益343百万円(同3.2%減)、経常利益290百万円(同1.8%減)、当期純利益159百万円(同22.1%増)であった。同社の期初予想に対する達成率は、売上高105.9%、営業利益95.3%であった(図表2)。

**建設系リサイクルは増益だが食品系は赤字転落、新事業準備費も重荷に。**

主力の建設系リサイクル事業において廃棄物受入量が期初想定を上回ったことを主因に、期初予想を上回る増収を達成し、外注費や人件費等の増加を吸収して売上総利益も前期比4.5%増となり予算を超過達成した。しかし、森林事業における開業準備費用を含む販売費及び一般管理費(以下、販管費)が同15.7%増となり予算も上回った結果、営業利益は同3.2%減となり期初予想を下回った。

なお、期初計画で建設系リサイクル事業について減収増益としていたのは、14/6期に設備がフル稼働状態となり、外注処理により逆ザヤとなる受注案件が発生したため、廃棄物受入数量を削減し、設備の効率運用及び外注費削減による採算改善を目論んでいたためである。

当期純利益が22.1%増益となったのは、14/6期に比べ特別損失で処理する固定資産除却損が71百万円減少したため、期初予想未達となったのは、営業利益、経常利益と同様である。

【図表2】15年6月期決算の概要

(単位:百万円)

	14/6期		15/6期		前期比増減	期初計画比
	実績	期初計画	実績	増減		
売上高	2,534	2,422	2,566	1.3%	105.9%	
建設系リサイクル	2,067	1,984	2,157	4.3%	108.7%	
食品系リサイクル	280	272	258	-7.9%	94.9%	
白蟻解体工事	186	165	150	-19.1%	90.9%	
売上総利益	599	591	626	4.5%	105.9%	
建設系リサイクル	556	578	627	12.7%	108.5%	
食品系リサイクル	35	41	-2	—	—	
白蟻解体工事	6	2	1	-84.1%	50.0%	
森林発電	—	-30	—	—	—	
販売費及び一般管理費	244	231	282	15.7%	122.1%	
営業利益	355	360	343	-3.2%	95.3%	
経常利益	296	310	290	-1.8%	93.5%	
当期純利益	130	180	159	22.1%	88.3%	

(注)森林発電事業は売上高がなく開業準備費用が販管費に計上されたため売上総利益は「-」と表示、但しこの経費を考慮したセグメント損失は34百万円(出所)フジコー決算短信及び説明会資料に基づき、証券リサーチセンター作成

**建設系リサイクルは数量減を単価上昇で補い増収増益を達成。**

事業セグメント別状況をみると、建設系リサイクル事業の売上高は2,157百万円、前期比4.3%増収となり、売上総利益は627百万円、12.7%増益となった。14年4月の消費税率引き上げに伴う戸建住宅着工の影響で14/6期は建設系廃棄物の受入量が大幅に増加したが、15/6期は減少に転じた。これを物流倉庫や工場などで生じる非建設系廃棄物の受入先拡大などで埋め合わせ、安定操業を実現した。

中核の焼却発電施設の受入数量は前期比8.5%減となったが、受入平均単価の上昇、売電先変更による売電単価上昇等で補い、増収を確保した。

外注費の抑制などにより売上原価は増収率を下回る1.3%増にとどまった。廃棄物受入単価及び売電単価の上昇など、価格効果を増収要因として増益を達成した。

**食品系リサイクルは受入数量減で減収、赤字転落も飼料販売は好調。**

食品系リサイクル事業の売上高は、258百万円、前期比7.9%減収となり、2百万円の損失(14/6期は35百万円の利益)を計上した。堆肥化用廃棄物については臭気の問題から受入を抑制(前期比53.1%減)、飼料化用廃棄物については豚の肥育にとって有用性の低い野菜等の受入制限を行う一方、学校給食等からの受け入れを新たに開始したが、受入総量は減少した(同2.5%減)。再生飼料の販売量は前期比約44%増、売上高は同62%増(約24百万円)となった。

**白蟻工事受注が大幅減、解体工事も消費税率変更の特需剥落し低調。**

白蟻解体工事の売上高は150百万円(前期比19.1%減)、売上総利益は1百万円(同84.1%減)であった。ア)主要取引先の白蟻防除法の仕様変更により白蟻工事が減退、イ)解体工事も消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動で工事件数が減少し、減収減益となった。

新規事業の森林発電については、16年春の開業に向けて建設工事が進行中である。売上高はまだなく、開業準備費用3百万円が販管費に計上された(期初計画では売上原価に30百万円を見込んでいた)。

#### ◆ 貸借対照表及びキャッシュ・フローの動向

15/6期末の総資産は前期末比851百万円増加し4,362百万円となった。流動資産は同265百万円減少し1,070百万円となった。借入金の返済を主因に現預金が393百万円減少する一方、森林発電事業用の木材仕入によりたな卸資産が114百万円増加した。

固定資産は森林発電事業の燃料化施設完成に伴い、前期末比1,116百万円増加し3,291百万円となった。

負債の部では、流動負債が短期借入金の減少などにより14/6期末比105百万円減少し681百万円となったが、一方で固定負債は森林発電事業のための長期借入金の増加等により同733百万円増加し1,829百万円となった。なお、期末の有利子負債は、同社単体では減少したが

**森林発電事業投資のため有形固定資産、長期借入金が増加。**

【 図表 3 】 要約貸借対照表

(単位:百万円)

	14/6期	15/6期	増減		14/6期	15/6期	増減
流動資産	1,335	1,070	-265	流動負債	786	681	-105
うち、現預金	926	533	-393	うち、買掛金	170	213	43
うち、売掛金	305	285	-20	うち、借入金等	406	212	-193
うち、たな卸資産	27	141	114	固定資産	1,095	1,829	733
固定資産	2,175	3,291	1,116	うち、借入金等	1,083	1,799	716
うち、有形固定資産	2,027	3,130	1,102	負債合計	1,882	2,510	627
うち、無形固定資産	11	8	-3	純資産合計	1,628	1,851	223
うち、投資等	136	152	16	負債純資産合計	3,510	4,362	851
資産合計	3,510	4,362	851	(自己資本)	1,620	1,719	99

(注)流動資産の借入金等は短期借入金、1年以内に返済ないし償還すべき長期借入金及び社債、リース債務の合計、固定負債の借入金等は社債、長期借入金、長期リース債務の合計  
(出所)フジコー決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

森林事業子会社の借入金が増加したため、前期末比 523 百万円増加し 2,011 百万円となった。

連結キャッシュ・フロー(以下、CF)の状況を見ると(図表4)、営業活動によるCFは税引前当期純利益の増加や減価償却費の計上を主因に297百万円の資金流入となったが、森林発電事業への設備投資の実行で投資活動によるCFは1,262百万円の資金流出となり、フリーCFはマイナス964百万円となった。

営業CFは297百万円を確保。現金及び現金同等物は393百万円減。

財務活動によるCFは、森林発電事業投資のための借入実行等により571百万円の資金流入となった。この結果15/6期末の現金及び現金同等物は、前期末比393百万円減少の533百万円となった。

【 図表 4 】 キャッシュ・フローの状況(単位:百万円)

項目/決算期	14/6期	15/6期	前期比
営業活動によるキャッシュ・フロー	435	297	-137
投資活動によるキャッシュ・フロー	-26	-1,262	-1,236
フリーキャッシュ・フロー	408	-964	-1,373
財務活動によるキャッシュ・フロー	230	571	340
現金及び現金同等物期末残高	926	533	-393

(出所)フジコー決算説明会資料

#### ◆ フジコーによる16年6月期業績予想

16/6期業績について同社は、売上高2,760百万円(前期比7.5%増)、営業利益350百万円(同1.8%増)、経常利益310百万円(同6.5%増)、当期純利益190百万円(同19.2%増)と予想している。

森林発電事業が第4四半期から収益貢献。当期純利益は二桁の伸び率に。

事業セグメント別の業績予想を図表5に示した。森林発電事業については、小規模水力発電の売電収入が10月からの9カ月間で100百万円、バイオマス発電の売電収入が5月からの2カ月間で156百万円と想定しており、42百万円の利益計上を見込んでいる。既存事業については以下の通りである。

**建設系リサイクルは受入  
量減少で減益、食品系は  
史料販売増で黒字化へ。**

**売上総利益は増益予想だ  
が、新事業準備費用等が  
嵩み営業利益は微増に。**

- 1) 建設系リサイクル事業については、前期比 2.5%減収、3.8%減益を計画している。同社の手掛ける戸建住宅建設系の廃棄物の発生量は減少すると想定し、その他の廃棄物受入により処理量の安定化を図る計画である。受入平均単価についても横ばいを見込んでいる。
- 2) 食品系リサイクル事業については、前期比 1.4%減収、20 百万円の利益計上（前期は 2 百万円の損失）を計画している。再生飼料製造に適した廃棄物の確保の点で、廃棄物を無料で引き取り、自前で飼料製造を行う養豚農家に対し、廃棄物処理代金の支払いが必要な同社は不利な立場にあるが、学校給食など新規受入先の開拓に努める意向である。再生飼料販売先が拡大すれば、販売収入を原資に処理代金のディスカウントが可能となるため、新規販売先の開拓にも注力する方針である。
- 3) 白蟻解体工事については、前期比 3.1%減収、利益 3 倍増を計画している。主に解体工事で、従来の得意先と異なるハウスメーカーを顧客として、協力業者の活用による工事量確保を狙っている。

以上より、売上総利益は前期比 6.7%増の 668 百万円と計画している。販管費については、主に森林発電事業に関わる経費の増加を見込み、同 12.8%増と想定しており、営業利益は同 1.8%増にとどまると予想している。

営業外収支については、15/6 期中にシンジケートローンを活用し調達金利の引き下げに成功したことで支払利息が減少することを主因に前期比 13 百万円の改善を見込んでいる。このため、経常利益の増益

【図表 5】 フジコーの 16 年 6 月期計画 (単位:百万円)

項目/決算期	14/6期	15/6期	16/6期	
	実績	実績	計画	前期比
売上高	2,534	2,566	2,760	7.5%
建設系リサイクル	2,067	2,157	2,103	-2.5%
食品系リサイクル	280	258	255	-1.4%
白蟻解体工事	186	150	146	-3.1%
森林発電	—	—	256	—
売上総利益	599	626	668	6.7%
建設系リサイクル	556	627	603	-3.8%
食品系リサイクル	35	-2	20	—
白蟻解体工事	6	1	3	200.0%
森林発電	—	—	42	—
販売費及び一般管理費	244	282	318	12.8%
営業利益	355	343	350	1.8%
経常利益	296	290	310	6.5%
当期純利益	130	159	190	19.2%

(出所)フジコー決算短信等に基づき証券リサーチセンター作成

**利払い減少で経常利益  
6.5%増、除却損なく当期  
純利益 19.2%増と計画。**

**16/6 期会社計画は概ね  
妥当と判断。建設系リサイ  
クルをやや強気に評価。**

額は営業利益の増益額を上回ると予想している。当期純利益については、固定資産除却損(15/6期13百万円)等の特別損失を想定していないため、経常利益の増益額を上回る見込みである。

なお、バイオマス発電施設が主体の設備投資は約23億円(15/6期は14億円)、減価償却費はバイオマス発電施設の本格運転が第4四半期のみにとどまるため、2億円強で前期比横ばい(15/6期は241百万円)と計画している。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

18/6期までの当センターの業績予想モデルを図表6に示した。大まかなシナリオは、既存事業が安定的に推移する一方、森林発電事業は16年春に稼働し、17/6期に通年稼働するため大幅増収及び増益の主要因となり、18/6期は森林発電事業も安定稼働に入るが、減価償却費の減少で利益貢献が増すというものである。

**16/6期業績**については、前期比9.1%増収、7.9%営業増益を予想する。同社の事業計画との主な相違点は、建設系リサイクル事業の売上高及び売上総利益を同社よりも小幅な減少にとどめたことである。これは、インターネット通販大手の物流倉庫など、新規の廃棄物受入先開拓が順調に進んでいること、15/6期第4四半期に実現した売電価格引き上げ効果が通年寄与することを前向きに評価したためである。

同社が売上総利益の急拡大を見込む食品系リサイクル事業については、再生飼料製造に適した廃棄物の確保や再生飼料販売高について、保守的に評価した。

【図表6】 業績予想モデル

(単位:百万円)

項目/決算期	14/6期	15/6期	16/6期	16/6期	17/6期		18/6期		
	実績	実績	会社計画	予想	前期比	予想	前期比	予想	前期比
売上高	2,534	2,566	2,760	2,800	9.1%	4,100	46.4%	4,300	4.9%
建設系リサイクル	2,067	2,157	2,103	2,144	-0.6%	2,190	2.1%	2,160	-1.4%
食品系リサイクル	280	258	255	255	-1.2%	260	2.0%	265	1.9%
白蟻解体工事	186	150	146	145	-3.3%	150	3.4%	145	-3.3%
森林発電	—	—	256	256	—	1,500	485.9%	1,730	15.3%
売上総利益	599	626	668	690	10.2%	810	17.4%	870	7.4%
建設系リサイクル	556	627	603	628	0.2%	637	1.4%	625	-1.9%
食品系リサイクル	35	-2	20	18	—	20	11.1%	23	15.0%
白蟻解体工事	6	1	3	2	100.0%	3	50.0%	2	-33.3%
森林発電	—	—	42	42	—	150	257.1%	220	46.7%
販売費及び一般管理費	244	282	318	320	13.5%	330	3.1%	340	3.0%
営業利益	355	343	350	370	7.9%	480	29.7%	530	10.4%
経常利益	296	290	310	330	13.8%	440	33.3%	490	11.4%
当期純利益	130	159	190	200	25.8%	270	35.0%	300	11.1%
設備投資額	153	1,400	2,300	2,300	64.3%	100	-95.7%	100	0.0%
減価償却費	248	241	—	240	-0.4%	550	129.2%	500	-9.1%

(出所)証券リサーチセンター作成

**森林発電の売電収入は  
17/6 期 15 億円、18/6 期  
17 億円強と予想。**

森林発電事業については、第 4 四半期のバイオマス発電施設稼働開始など同社の計画をそのまま受け入れた。

**17/6 期業績**については前期比 46.4%増収、29.7%営業増益を予想する。森林発電事業については、売上高 1,500 百万円、売上総利益 150 百万円と想定した。同社の計画では、一戸フォレストパワーの年間発電量は 49.5 百万 kWh、外部販売量 43 百万 kWh 強とされており、再生可能エネルギー買取制度のバイオマス発電買取価格 24 円～32 円の間値 28 円で試算すると約 12 億円、利益を上乗せした売電収入はさらに大きくなると考えられる。このモデルではバイオマス売電量 40 百万 kWh、売電単価 35 円/kWh として 14 億円の売電収入を見込み、小水力電力販売については 16/6 期と同程度(約 1 億円)を見込んだ。

建設系リサイクル事業については、17 年 4 月の消費税率再引きげに伴う新設住宅着工の増加による廃棄物受入量の若干の増加を見込み、2.1%増収、1.4%増益と想定した。設備能力の限界から数量増も利益貢献は少ないと考えた。

食品系リサイクル事業については再生飼料販売の増加を、白蟻解体工事については消費税率再引きげによる解体工事の増加を見込み、それぞれ増収増益が可能と判断した。

販管費については、森林発電事業の開業経費が軽減すると見込み、前期比 3.1%増にとどまると予想した。

**森林発電事業は 18/6 期も  
操業安定化、減価償却費  
減で増益に貢献しよう。**

**18/6 期業績**については前期比 4.9%増収、10.4%営業増益を予想する。森林発電事業については、設備能力は横ばいながら、操業安定化による売電量の増加や運転経費減少、定率法に基づく減価償却費の減少等を見込み、15.3%増収、46.7%増益と予想する。

建設系リサイクル事業については、消費税の影響一巡による戸建て住宅系廃棄物の受入数量減を想定し、小幅ながら減収減益とした。食品リサイクル事業については、着実に飼料販売が拡大すると想定した。白蟻解体工事については、戸建住宅の解体需要減を見込み、減収減益になると予想した。

## > 投資に際しての留意点

**森林発電への設備投資に  
加え、M&A で事業拡大目  
指す。**

### ◆ フジコーの中・長期経営方針

同社は中期的な経営方針として、(ア) 岩手県における森林資源を活用したバイオマス発電事業の円滑な立ち上げとこれを成功事例とした他地域への展開、(イ) 許認可取得や設備建設に時間を要する建設系及び食品系リサイクル事業においては M&A による事業拡大の二つを掲げている。

森林発電事業、リサイクル事業ともに装置産業である。現在主力の建

設系リサイクル事業の成長は設備能力により制約されている。そのため、同社は新たな設備投資や M&A に必要な資金を確保するべく営業活動による CF を最も重要な経営指標としている。

#### ◆ 利益配当について

株主還元については、重要課題と認識しているが、事業拡大に向けた設備投資資金を確保するべく、内部留保を優先するとしている。

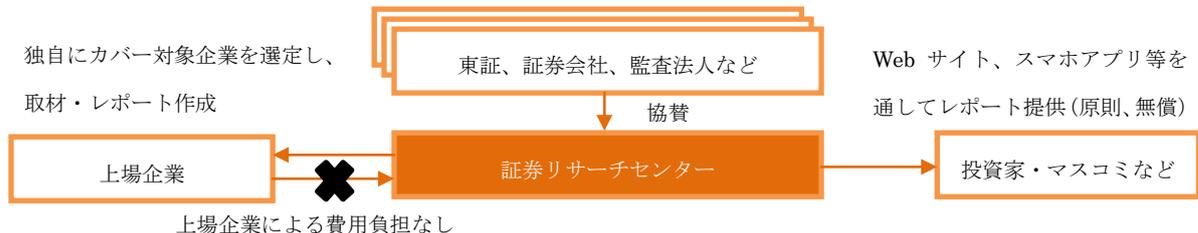
**16/6 期配当は年 1 円増配計画。新事業が順調ならば 17/6 期も増配となろう。**

15/6 期の 1 株当たり配当金は年間 9 円（第 2 四半期末の中間配当 5 円）を予定している。配当性向は 21.4%となる。16/6 期の配当金について同社は、1 株当たり 10 円（同 5 円）と計画している。同社の予想 EPS に基づく配当性向は 20.1%となる。

当センターでは同社の今後の 1 株当たり配当金について、16/6 期は同社と同じ年 10 円、17/6 期及び 18/6 期については、森林発電事業の本格稼働に伴う利益水準の上昇を背景に、年 15 円（配当性向は 21.2%及び 19.1%）を予想する。

**証券リサーチセンターについて**

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)			
東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

**本レポートの特徴**

「ホリスティック企業レポートとは」  
 ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **魅力ある上場企業を発掘**

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ **企業の隠れた強み・成長性を評価**

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

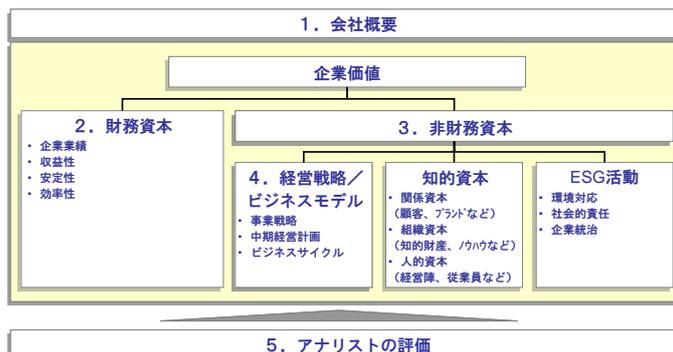
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

**本レポートの構成**

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。  
 「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。  
 それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。  
 本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ 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 Ratio)

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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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、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、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。