

ホリスティック企業レポート

東京ボード工業

7815 東証二部

フル・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

首都圏を地盤とする廃木材のリサイクル企業 CSV(Creating Shared Value)の取り組みと含み資産の活用に注目

1. 会社概要

- ・東京ボード工業(以下、同社)は、建設・解体現場で発生する木質廃棄物をグループ会社で収集運搬を行い、自社工場でチップ化した後、成形加工してパーティクルボードに再生している。
- ・パーティクルボードは再びグループ会社によってマンションの建設現場に配送されており、同社グループ内だけで木材のリサイクルが完結している。

2. 財務面の分析

- ・15/3 期までの 5 期間の単体業績は年平均では 5.2%増収 3.9%経常増益であったが、10/3 期と 11/3 期は当期純損失を計上している。
- ・他社との比較では、規模や安全性においては相対的な魅力に乏しいが、パーティクルボードを主体とする建材事業においては、収益性や業績の安定性に優れている。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、環境問題の解決と企業の経済的価値の追求の両立を目指す「共通価値の創出(Creating Shared Value=CSV)」の実践にある。

4. 経営戦略の分析

- ・新設住宅着工が減少したときでも、十分な利益を計上できる体制の構築を目指し、新設マンション以外の市場への進出、製品ラインナップの拡充を今後の成長戦略の柱としている。

5. アナリストの評価

- ・同社の事業は木材のリサイクルであるが、単にパーティクルボードを生産しているだけではなく、自社グループ内で木質廃棄物の収集運搬から製品の運送に至るまで効率的なサプライチェーンを構築している点に特徴がある。コスト競争力を向上させつつ、二酸化炭素排出量の削減にもつながる仕組みを作り上げた点は環境経営の模範と言える。
- ・巨額な含み益が存在すると見込まれる新木場の主力工場の一部閉鎖・移転、跡地の不動産賃貸業での活用など、生産体制の再構築に乗り出すことになれば、現在、PBR(株価純資産倍率)1 倍割れで評価されている株価は再評価される可能性がある。

アナリスト:大間知淳

+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】

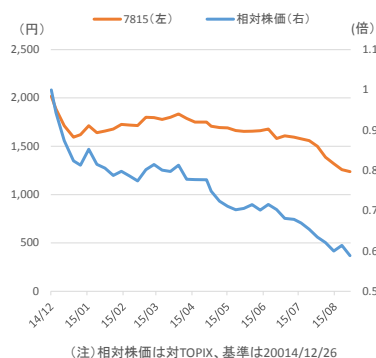
	2015/9/11
株価(円)	1,237
発行済株式数(株)	3,660,369
時価総額(百万円)	4,528

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	5.2	5.6	6.0
PBR(倍)	0.7	0.6	0.6
配当利回り(%)	2.4	1.6	1.6

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-7.4	-25.9	—
対TOPIX(%)	-3.9	-18.4	—

【株価チャート】



【7815 東京ボード工業 業種：その他製品】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2014/3	5,905	-0.9	848	0.7	811	-1.3	568	-15.6	240.7	1,555.9	12.0
2015/3	6,043	2.3	754	-11.2	707	-12.8	595	4.7	239.4	1,795.4	30.0
2016/3 CE	6,557	8.5	697	-7.5	671	-5.1	523	-12.1	204.4	—	未定
2016/3 E	6,417	6.2	673	-10.7	646	-8.7	584	-1.9	220.8	1,980.5	20.0
2017/3 E	6,752	5.2	738	9.8	713	10.4	542	-7.2	204.9	2,161.1	20.0
2018/3 E	6,697	-0.8	673	-8.8	650	-8.8	454	-16.1	171.9	2,308.1	20.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、15/3期の配当金は記念配10円を含む

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆廃棄物の運搬処理と住宅用建材製造が一体化した主力事業

東京ボード工業（以下、同社）は、元々合板製造を主力としていた4社が市場環境の変化に対応するため、1983年に合併して誕生した建材メーカーである。

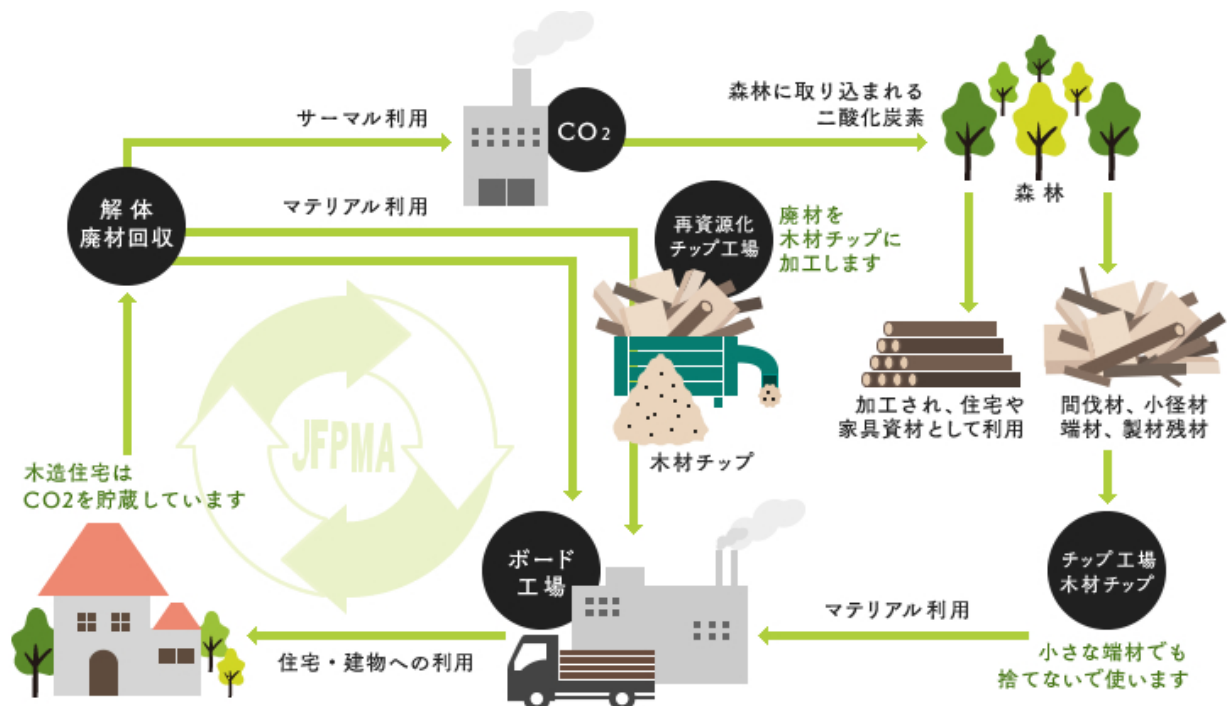
主力製品は、主に建設・解体現場で発生する木質廃棄物（パレット・解梱材、型枠材、異物混入のない解体材、内装木端など）を、ゼネコンなどから処分料金を徴収して回収し、工場で木質チップに加工し、接着、成形、熱圧などの工程を経て再生されるパーティクルボード（以下、PB）である。PBは削片板と呼ばれる木質パネルの一種で、同社の製品は主にマンションの二重床^{注1}の下地材など建材に使用されている。

（注1）二重床

コンクリート床に支持脚を立て、PBで下地（置床）を作った上にフローリングなどの仕上材を貼付する工法である。コンクリート床に仕上材を直接貼付する工法に比べ遮音性、衝撃吸収性、断熱性及びバリアフリー対応などに優れているとされている。

通常、木質廃棄物の回収、チップへの加工、PBの製造、建設現場への製品の配送はそれぞれ異なる事業者によって行われているが（図表1）、同社では子会社と共にグループ一体でPBのサプライチェーンを形成しており、同社ではこの事業を木材環境ソリューション事業と呼んでいる（15/3期の売上構成比は93.1%）。

【 図表 1 】 パーティクルボードのリサイクル循環



（出所）日本繊維板工業会(JFPMA)

また、同社グループでは 97 年より製品配送の帰り便での木質廃棄物の分別回収を始めており、配送効率を向上させると共に二酸化炭素の排出量削減をも意図した「資源循環型物流」を構築した。同社の事業形態は、単に環境技術に基づく製品を製造販売しているだけではなく、環境に配慮した事業構造にもなっており、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社を二重の意味での環境対応企業であると評価したい。

同社の製品は原材料として使う木質チップのほぼ全てが廃棄物を加工して造られたものであるが、その品質は高い。同社では、業界に先駆けて、JIS、ISO14001、ISO9001 などの一般認証や、EPD、PEFC-COC などのリサイクル関連の認証を取得しているほか、その製品はグリーン購入法適合商品にも指定されている。また、第 1 回リサイクル推進事業功労賞表彰事業、農林水産大臣賞、平成 24 年度循環型社会形成推進功労者等、環境大臣表彰など各賞の受賞歴も多い。

木材環境ソリューション事業の売上は、PB（製品名：E・V・A ボード）が主体であるが、PB の上下を単板で張り合わせた単板張り PB（製品名：パワーウッドボード、床や壁の下地材や体育館の床システムなどに使われている）などのその他製品や、合板などの仕入商品の販売に加え、廃棄物の回収・処理にかかわる収入も含まれている。

◆工場跡地の不動産賃貸を営むファシリティ事業

同社は、閉鎖した工場跡地を売却せずに保有を続け、賃貸収入を得ることを目的とするファシリティ事業も営んでいる。具体的には、荒川工場跡地を医療機関に貸与するほか、足立工場跡地には 99 年にショッピングタウン「カリブ梅島」という商業施設を開業している。

ファシリティ事業の売上構成比は 15/3 期で 6.9%と僅かではあるが、収益性は高く、営業利益の構成比（全社費用控除前）は 19.9%と、同社業績を下支える存在となっている（図表 2）。

【 図表 2 】 事業別売上高・営業利益

(単位：百万円)

事業	売上高				営業利益				
	13/3	14/3	15/3	前期比	13/3	14/3	15/3	前期比	利益率
木材環境ソリューション	5,527	5,474	5,625	2.8%	889	905	818	-9.6%	14.5%
ファシリティ	428	431	418	-3.0%	197	215	203	-5.3%	48.7%
調整額					△ 244	△ 271	△ 267		
合計	5,956	5,905	6,043	2.3%	842	848	754	-11.2%	12.5%

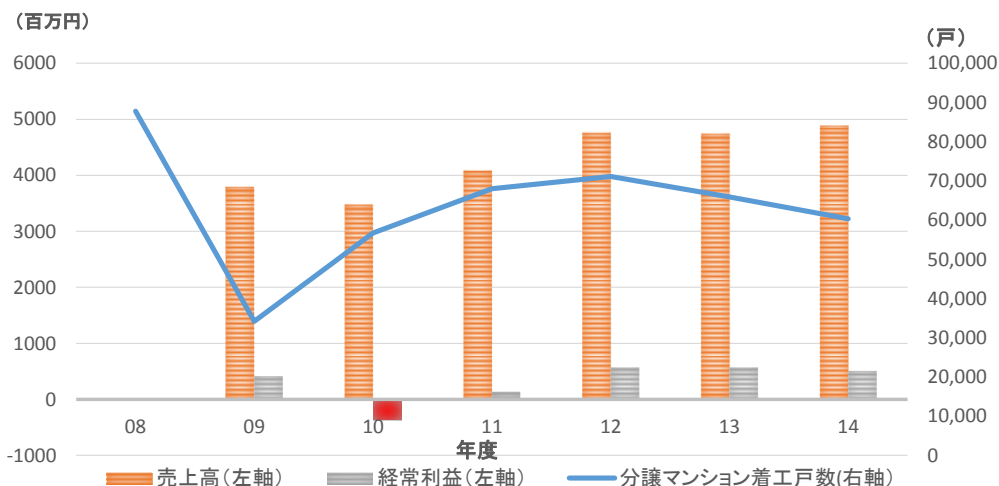
(出所) 有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆首都圏のマンション着工状況が当面の業績を決定しよう

同社のセグメント情報は連結決算が開始された 13/3 期以降しか開示されていないが、ファシリティ事業の業績は、不動産賃貸業という事業の性格上、12/3 期以前に関しても安定していたと推測される。

一方、木材環境ソリューション事業に関しては、新設マンション着工の変動が、主力製品である PB の生産、販売に大きく影響するため、市場動向に左右されやすい収益構造となっている。実際、首都圏の分譲マンションの新設着工は09年度から10年度にかけて大幅に落ち込んだが、着工から1年程度のラグをおいて、同社の単体業績も大きく悪化している(図表3)。

【図表3】単体業績と首都圏分譲マンション着工戸数の推移



(出所)国土交通省建築着工統計、目論見書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

同社は今後、住宅市場に対する製品ラインナップの充実と、非住宅市場の開拓により、成長と事業の安定性向上を目指す方針ではあるが、当面の業績は主力製品であるPBの販売先である首都圏の新設マンションの着工状況が鍵を握っていると思われる。

> ビジネスモデル

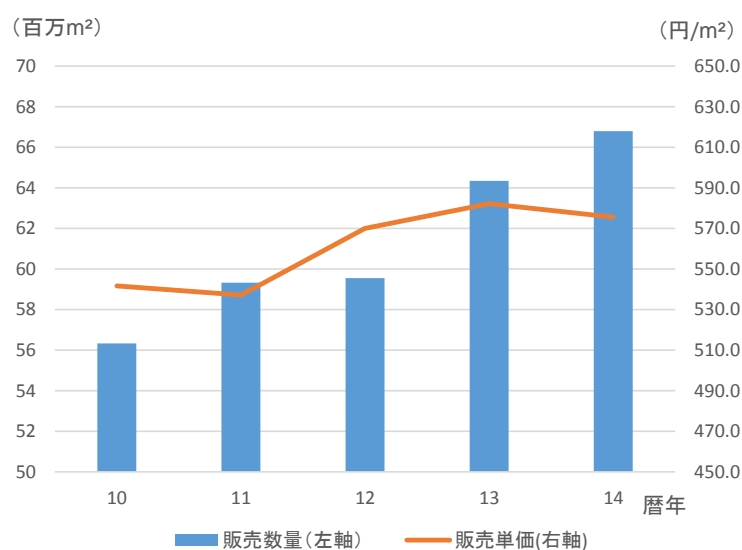
◆リサイクルへの取り組みが木材環境ソリューション事業の本質

同社のビジネスは単なる住宅建材の製造ではなく、事業名に示されている通り、グループ各社で物流、廃棄物処理、製造を分担し、廃材をなるべく環境に負荷を与えないように再利用する解決策(ソリューション)を提供している。

木材環境ソリューション事業の売上の内訳をみると、その24.8%は廃棄物の収集運搬及び処理による収入からなるが、65.0%は主力製品であるPBの販売によって占められている(15/3期、その他の製品と仕入商品の販売が残り10.2%を形成している)。

経済産業省が発表しているPBの販売統計によれば、販売単価は概ね安定した推移となっており(図表4)、販売数量の増減が木材環境ソリューション事業の収益の最大の変動要因となっている。

【図表4】パーティクルボード市場の販売数量と単価の推移



(出所) 経済産業省 窯業・建材統計より証券リサーチセンター作成

同社は、主力製品が木質建材であるので、その他製品業として分類されているが、リサイクル企業として考えた場合、そのビジネスモデルを分析する際には、東京製鐵(5423 東証一部)などの電炉メーカーや、エフピコ(7947 東証一部)に代表される再生食品トレーメーカーが参考になると考える。

電炉メーカーの主要原材は鉄屑(スクラップ)であるが、多くの場合、外部の業者から持ち込まれた鉄屑を市場価格で購入して使用している。結果として、売上高原材料費率はリサイクル企業とは言え、東京製鐵の場合で、59.7%(15/3期)と高水準である。スクラップ価格の下落に対して製品価格の維持に成功したため、15/3期の売上高営業利益率は8.0%と高水準を確保したが、10/3期から13/3期までは製品とスクラップの価格差が低水準であったため、経常赤字を余儀なくされていた。

エフピコは、自社グループの物流会社が全国の食品スーパーに食品トレーを納品した際、店頭などに設置してある回収箱から使用済みトレーを回収している。エフピコではこれを「エフピコの物流循環システム」と呼んでいる。回収したトレーは、再生トレー「エコトレー」の原材料となっているが、エフピコが生産したトレーに対し、回収されているトレーの割合は約3割に過ぎず、ナフサなどの原料から新たにトレーを生産する割合の方が高い。リサイクル比率の面では同社や電炉メーカーよりも低い水準にある。

エフピコの売上高営業利益率は5.6%(15/3期連結)であるが、原価明細が開示されている単体ベースでは5.2%となっており、売上高原材料費率は30.1%となっている。

一方、同社の単体ベースの売上高営業利益率は15/3期で10.5%であるが、原価明細が開示されている14/3期においては12.3%と比較的高い(但し、不動産賃貸の利益が多少含まれている)。14/3期の売上高原材料費率は、売上高の内、製品売上高のみで計算すると、38.2%であるが、製品売上高に廃材処理収入を加えると33.8%に低下する。よって、同社は他業種の代表的なりサイクル企業と比べても、コスト構造、売上高営業利益率の観点では遜色のない企業であると考えられる。

同社製品の主要原材料は廃木材であるが、購入しているわけではないので廃木材は原材料費には含まれていない。原材料費の中心をなすのは、接着剤原料の調達費用であるが、15/3期で1,013百万円、14/3期で1,143百万円(単体原材料費の約8割を占める)であった。接着剤原料の価格は原油価格の影響を受けて変動している。

水道光熱費にも注意が必要である。13/3期の単体水道光熱費は326百万円と、単体製品売上高に対する比率は8.6%にとどまっていたが、14/3期は電気料金上昇を背景に415百万円に増加し、比率も10.9%へと拡大した。

単体ベースで木材環境ソリューション事業の限界利益率を試算すると14/3期で約43%となった。連結子会社との内部取引の影響もあるため、連結ベースでは多少の差はでてくるが、それでも同社の木材環境ソリューション事業は付加価値の高い事業であると言える。

製品のエンドユーザーは二重床システムメーカーや問屋であるが、慣習により、同社の販売先は建材商社となっている。同社の顧客別売上構成比の上位3社は、丸紅建材(15/3期、29.0%)、伊藤忠建材(同13.8%)、双日建材(同13.3%)となっている。

◆**ファミリィ事業は収益が安定した不動産賃貸業を営む**

ファミリィ事業は、医療機関に対する土地の賃貸収入(長期の定期借地権)とショッピングタウン「カリブ梅島」における店舗テナントに対する賃貸収入(連結子会社カリブ株式会社が運営)によって構成されている。医療機関からの賃貸収入はほぼ固定賃料であるが、店舗テナントからの家賃は売上歩合家賃(変動賃料)と固定賃料のミックスである。

ただ、過去3期の売上高、営業利益の推移をみる限り、カリブ梅島の変動賃料部分による収益への影響は限定的であり、当事業の収益安定性は高いと思われる(図表2)。

> **業界環境と競合**

◆**パーティクルボードは木質ボードの一種**

通常、木材を住宅などに利用する際は、規格に合わせて寸法、重量、材質を一定にした平板(パネル)を用いるが、木質パネルは合板と木質ボードに大別される。

合板は、主として丸太を大根のカツラ剥きのように薄くむいた板(単板)に加工し、それを奇数枚、繊維方向が直交するように重ねて接着剤で張り合わせて造られる。木質ボードには、木材をチップ化して接着剤を加え、高温・高圧でプレスしたPBと、木材を繊維状にして成形して造るファイバーボード(繊維板)とが存在する。ファイバーボードは、製造工程と密度の違いにより、ハードボード、MDF(中密度繊維板)、インシュレーションボードに分かれる。

日本においては、海外に比べて合板の使用比率が高い状況にあったが、近年は資源の制約や価格の高さから合板の比率が低下し、廃材を原料として利用可能で、合板よりも低価格なPBとMDFの比率が上昇する傾向にある。

用途としては、住宅建材として床や壁の下地材として使われているほか、表面に化粧板を貼られ家具にも加工されている。一般財団法人日本木材総合情報センターの調べによれば、最近の需要構成は、家具56%、建築30%、電気製品11%、他3%であるが、今後は建材用の比率が上がると想定されている。

また、同社によると、日本の建築用PBは品質基準(JIS規格)が厳しく、海外からの輸入品はホルムアルデヒド放散量や耐水性で基準を満たしていないものが多いようだ。

◆バイオマス発電施設の増加には注意が必要

木質ボードの原料として使用されている木材チップは、バイオマス発電の燃料としても使われている。資源エネルギー庁によると、バイオマス発電施設の増加を背景に、木材チップの需要量は15年以降、急増すると予想されている。実際、バイオマス発電所の稼働が多い西日本では、丸太から生産される木材チップの価格が上昇傾向にある。

同社は、廃木材を自前で回収してチップ化するほか、PBの原料にならない木材チップは燃料などの用途で使う他社に外販しているため、他社に比べれば、木材チップの品不足や価格上昇に対する抵抗力は強いが、将来、木質廃棄物の処理料金の低下などにより、同社の業績にも悪影響を及ぼす可能性はある。

◆PBの販売数量で3位グループの一角

同社の調べによれば、PB業界は上位2社を3位から6位の3位グループが追いかける構図となっており、同社は業界5位ながら3位グループに位置している(15/3期の販売数量95,028 m³、シェア8.5%)。

1位は堺市に本社を置く非上場の日本ノボパン工業(同355,827 m³、31.7%)で、堺工場で近畿圏を、つくば工場で首都圏をカバーしている。2位の大倉工業(4221 東証一部、同126,529 m³、11.3%)は合成樹脂フィルムが主力事業の化学メーカーであるが、香川工場を主体とした建材事業も手掛けている。3位の永大産業(7822 東証一部、同110,825 m³、9.9%)は、住宅用木質建材と住宅設備機器の総合メーカーであり、福井と山口でPBを生産している。4位が15年7月に新日鐵住金(5401 東証一部)の100%子会社となって上場が廃止された日鉄住金テックスエンジ(同101,246 m³、9.0%)であり、北九州に工場を有している。

◆上位メーカーは地域と用途で棲み分け

PBは、工場の立地によってある程度、メーカーごとの棲み分けがなされている。首都圏では、トップメーカーである日本ノボパン工業も供給力があるが、その主力製品は戸建て住宅の壁や床の下地材として用いられている。同社が主力としている首都圏マンションの二重床の下地材の市場においては、同社が60%程度のシェアを有している模様である。

◆13年以降回復してきたPBの生産量は足元で調整局面

国内PBの生産量は07年までは年120万m³台を維持していたが、08年には113.5万m³と減少し、リーマンショックの影響などから住宅着工が大きく落ち込んだ09年以降は、年90万m³台で低迷を続けた。

また、11年3月の東日本大震災で同社の出身母体であるセイホクの

PB 工場が生産停止に追い込まれたが、12年7月から生産が再開された。12年には大倉工業からの供給分が JIS 認証を取り消された影響で大幅に減少したものの、13年には JIS を再取得し同社の生産が回復した。住宅市場の回復を受けて、13年、14年の PB 生産量は年 100 万 m³の大台を回復したものの、消費税率引き上げを受けて、14年3月から15年2月まで住宅着工が前年割れとなったため、15年3月以降の PB 生産量は前年同月比でマイナスの推移が続いている(6月分まで発表済み)。

◆ ファシリティ事業は地域限定のビジネス展開

ファシリティ事業は、前述したように、工場跡地の有効利用を目的としたもので、積極的な拡大を志向しているわけではない。商業施設の「カリブ梅島」については、周辺の商業施設との競争はあるものの、現状において特に大きな環境の変化は見られない。

なお、有価証券報告書の賃貸不動産に関する時価情報の開示によれば、15/3 期末時点において当事業の賃貸不動産(商業施設及び土地)の連結貸借対照表計上額は 733 百万円であるが、その時価評価額は 2,793 百万円であり、税引き前含み益は 2,060 百万円に達している。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 83年にセイホクグループの4社が合併して誕生

同社の前身は、1946年に単板及び合板製造を目的に設立された千住ベニヤ工業有限会社(本社東京都、61年、千住プライウッド株式会社に社名変更)と、47年に山林売買及び製材業を目的に設立された山陰ベニヤ株式会社(同島根県、57年、東京都に本社移転、77年、江東プライウッド株式会社に社名変更)に遡る。両社はその後、合板の大手メーカーである西北ベニヤ工業株式会社(現セイホク株式会社)のグループ会社となって、合板製造を主力事業としていた。

その後、合板の輸出が困難となったことから、当時、新しい木質パネルとして注目されていた PB への事業転換を図るため、83年、同じセイホク傘下の荒川プライウッド株式会社及び東京アイディアルウッド株式会社を加えた4社が合併、東京ボード工業株式会社が誕生し、翌84年に PB の製造を開始した。

◆ PB 製造企業から木質廃棄物のリサイクルグループへと進化

PB の生産を開始した当初は、新木場周辺の合板工場などから発生する木質廃棄物を原料としていたが、バブル期の地価の上昇などから、合板工場が周辺から消えていくと、同社は原料不足に陥った。そこで同社は当時、建設現場で使用された後、焼却処分されていた型枠材などの木質廃棄物を再利用することを思い付き、91年に新木場工場(現新木場リサイクリング工場)において「産業廃棄物処分業許可」を取

得し、木質廃棄物の受入れ、木材チップに破碎し、PBとしてリサイクルする自社一貫生産体制を確立した。

97年には、ティー・ビー・ロジスティクス有限会社(現株式会社)を設立し、製品配送の帰り便での木質廃棄物の分別回収を開始することで、資源循環型物流を構築した。これは、現社長の井上弘之氏が佐川急便のセールスドライバーの仕組みにヒントを得て、同社の事業に応用した成果である。

04年には、横浜市に木質廃棄物から木質チップを製造する産業廃棄物処理業の横浜エコロジー株式会社を、06年には、奈良市に関西圏での製品配送及び廃棄物回収を行うTB関西物流株式会社を、それぞれ設立し、グループでのリサイクル体制を強化した。

◆ 06年にMBOによりセイホクから独立

06年には、合板を主力事業とする親会社のセイホクと、事業の方向性の違いが大きくなったため、現社長の井上弘之氏を中心とした同社の経営陣が議決権の過半数を取得することにより、セイホクの傘下を離れて独自路線を歩みだした。なお、その際、同社の財務体質が良好だったことから、経営陣では購入しきれなかった株式に関しては自社株買いを実施したため、同社は上場間もない企業としては珍しく高水準の自社株を保有している(図表5)。

◆ 経営理念

同社は「リサイクリング^{注2}で地球環境の未来を創る」という経営理念の下、燃料として焼却処分(サーマルリサイクル)される木質廃棄物を、少しでも多く同社グループがPBとして再生(マテリアルリサイクル)することで、二酸化炭素排出量を極力削減することを目指している。

◆ 株主

上場直前の14年10月末と上場後の15年3月末の株主の状況は図表5の通りである。

15年3月末時点で、自らが筆頭株主であり、社長の井上弘之氏とその資産管理会社であるT・B・H株式会社の合計では28.1%を保有する(6月19日に提出された変更報告書によると、T・B・H株式会社による保有株の一部が売却されており、合計の保有比率は26.8%に低下している)。第4位のセイホク株式会社は、同社の元親会社である。第5位の鈴木吉助氏は同社の取締役会長であったが、15年6月に退任している。その他の大株主には、同社の取引先や、従業員持株会、金融機関が名を連ね、大株主上位10名で78.9%の株式が保有されている。

(注2) リサイクリング
資源循環(Recycle)の輪(Ring)
と現在進行形の-ingを併せた意味の造語

【 図表 5 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	14年10月末時点			15年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
自社(自己株式)	1,200,025	32.8%	1	1,100,025	30.1%	1	
井上弘之	744,543	20.3%	2	744,543	20.3%	2	代表取締役社長
T・B・H株式会社	535,536	14.6%	3	285,535	7.8%	3	代表取締役社長の資産管理会社
セイホク株式会社	270,000	7.4%	4	270,000	7.4%	4	
鈴木吉助	98,250	2.7%	5	88,250	2.4%	5	元取締役会長(15年6月退任) 上場時に10,000株売り出し
JKホールディングス株式会社	78,070	2.1%	7	78,070	2.1%	6	
東京ボード工業従業員持株会	79,250	2.2%	6	72,650	2.0%	7	
株式会社みずほ銀行	50,000	1.4%	8	50,000	1.4%	8	
株式会社三菱東京UFJ銀行	50,000	1.4%	8	50,000	1.4%	8	
伊藤忠建材株式会社	30,000	0.8%	11	30,000	0.8%	10	上場時に10,000株売り出し
住友林業株式会社	30,000	0.8%	11	30,000	0.8%	10	
双日建材株式会社	30,000	0.8%	11	30,000	0.8%	10	
トーヨーマテリア株式会社	30,000	0.8%	11	30,000	0.8%	10	取締役 上場時に3,000株売り出し
丸紅建材株式会社	30,000	0.8%	11	30,000	0.8%	10	取締役 上場時に3,000株売り出し
太田稔	50,000	1.4%	8	-	-	-	上場時に30,000株売り出し
みずほ成長支援投資事業有限責任組合	30,000	0.8%	11	-	-	-	上場時に30,000株売り出し
(大株主上位10位)	3,155,674	86.2%	-	2,889,073	78.9%	-	
発行済株式総数	3,660,369	100.0%	-	3,660,369	100.0%	-	

(出所) 有価証券報告書、目論見書より証券リサーチセンター作成

> 過去の業績推移**◆ 過去の業績**

同社の業績は、10/3期以降の分(12/3期までは単体のみ)が開示されているが、連結決算が作成されていない期間においても、子会社(ティー・ビー・ロジスティックス、TB 関西物流、横浜エコロジー、カリブ)には相応の売上高と経常利益が出ていたと推測される。よって、単体ベースで比較してみると、15/3期までの5期間は年平均5.2%のペースで売上高が拡大してきたが、直近の2期の平均では、年1.3%の増収と売上拡大ペースには鈍化傾向が見られる。一方、経常利益は、同期間において年平均3.9%で増加してきているが、直近2期の平均では5.9%の減益となっている。

また、当期純損益は10/3期に2,614百万円の損失となっているが、これは子会社を吸収合併した際に発生したテクニカルな特別損失と税金費用が主因であり、会社の実態としては問題なかったと思われる。11/3期の経常損益は366百万円の損失となったが、リーマンショック後の新設マンション着工の落ち込みでPB事業の利益が減少したことに加え、合併した子会社で手掛けていた赤字の合板製造事業のリストラが遅れたことが要因であるが、その後は、リストラの完了とPB事業の環境好転により、利益は回復に向かった。

◆ 15年3月期はコスト増加により経常減益

15/3期は、売上高が前期比2.3%増の6,043百万円、営業利益が同11.2%減の754万円、経常利益が同12.8%減の707百万円、当期純利益が同4.7%増の595百万円と、増収ながら光熱費や減価償却費などのコストアップにより経常減益を余儀なくされた。

12月25日の上場時に発表された会社計画に対する達成率は、売上高が94.5%、営業利益は101.1%、経常利益は98.1%、当期純利益は119.7%となった。売上高が未達にも関わらず営業利益が計画をやや上回ったのは、原油価格の低下に伴う原材料費の減少が予想よりも大きかったためである。

◆ 16年3月期第1四半期は低調なスタート

16/3期第1四半期は、売上高が1,324百万円、営業利益が112百万円、経常利益が107百万円、当期純利益が179百万円であった。前年同期は四半期決算を実施していないため前年同期との比較はできないが、通期計画に対する進捗率をみると、順に20.2%、16.1%、15.9%、34.2%と、役員退職慰労引当金戻入の特別利益が137百万円発生した影響を受けた当期純利益を除き、低調なスタートとなった。特に、木材環境ソリューション事業は第1四半期の売上計上が少ないという季節性はあるものの、通期計画の達成に不安が残る内容であった(図表6)。

【 図表 6 】 四半期業績の推移

(単位：百万円)

	15/3期				16/3期	
	第2四半期累計	第3四半期	第4四半期	通期	第1四半期	通期CE
売上高	2,877	1,737	1,429	6,043	1,324	6,557
通期実績(計画)に対する比率	47.6%	28.7%	23.7%	100.0%	20.2%	100.0%
木材環境ソリューション	2,664	1,634	1,327	5,625	1,220	6,135
同	47.4%	29.0%	23.6%	100.0%	19.9%	100.0%
ファシリティ	213	103	102	418	103	422
同	51.0%	24.6%	24.4%	100.0%	24.4%	100.0%
営業利益	394	254	106	754	112	697
同	52.3%	33.7%	14.1%	100.0%	16.1%	100.0%
木材環境ソリューション	418	272	128	818	111	741
同	51.1%	33.3%	15.7%	100.0%	15.0%	100.0%
ファシリティ	104	51	49	203	48	193
同	51.2%	25.1%	24.0%	100.0%	24.9%	100.0%
調整額	△ 128	△ 69	△ 71	△ 267	△ 46	△ 237
同	47.9%	25.8%	26.5%	100.0%	19.4%	100.0%
経常利益	394	217	97	707	107	671
同	55.7%	30.6%	13.8%	100.0%	15.9%	100.0%
当期純利益	287	198	111	595	179	523
同	48.2%	33.2%	18.6%	100.0%	34.2%	100.0%

(出所) 目論見書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ 住宅用建材メーカーと比較

前述したように同社は、住宅用建材製造と商業施設を主体とした不動産賃貸を営んでいるが、不動産賃貸事業の規模は小さく、収益も比較的安定している。当面の業績の鍵を握るのは建材事業と考えられるため、住宅用建材メーカーとの比較を試みた。

まず、主力製品である PB メーカーとしては大倉工業と永大産業を選定した。両社の主力製品は、それぞれ、化学品と PB 以外の住宅建材ではあるが、上場している有力な競合企業であることを重視した。その他の住宅用建材メーカーとしては、PB と同じ木質パネルの一種である MDF(中密度繊維板)メーカーであるホクシン(7897 東証一部)と、木質系住宅建材の総合メーカーであるノダ(7879 東証二部)を取り上げた(図表7)。

【 図表 7 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード	東京ボード工業	大倉工業	永大産業	ホクシン	ノダ
			7815	4221	7822	7897	7879
		直近決算期	15/3	14/12	15/3	15/3	14/11
規模	売上高	百万円	6,043	87,539	63,834	10,038	60,208
	経常利益	百万円	707	1,963	2,492	124	2,351
	総資産	百万円	11,584	88,811	66,088	10,374	52,512
収益性	自己資本利益率	%	14.1	4.7	5.8	4.3	9.4
	総資産経常利益率	%	6.2	2.2	3.8	1.2	4.6
	売上高原価率	%	64.1	87.3	74.5	87.3	76.8
	売上高販管费率	%	23.4	10.3	22.0	11.1	19.6
	売上高営業利益率	%	12.5	2.4	3.5	1.6	3.6
	成長性	売上高 (2年平均成長率)	%	0.7	0.9	1.9	0.3
経常利益 (同上)		%	-7.2	-9.4	2.7	-42.6	4.8
総資産 (同上)		%	3.8	2.1	1.9	0.8	13.4
安全性	自己資本比率	%	39.7	42.7	69.5	35.4	32.9
	流動比率	%	254.2	102.1	283.2	107.2	135.8
	固定長期適合率	%	77.1	98.1	35.3	95.2	74.9

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書及び目論見書より証券リサーチセンター作成

各社を全社ベースで比較すると、ホクシンを除けば、PB 以外の主力事業を持つ他社に比べ、同社の規模の小ささが目立つ。但し、PB を手掛ける大倉工業と永大産業の対象セグメントの売上は、直近期でそれぞれ 76.4 億円、66.9 億円と、同社の対象セグメントの売上 (56.3 億円) と大差はなく、事業の営業損益(全社費用である調整額控除前) に関しては、大倉工業は 0.9 億円の営業損失、永大産業は 5.2 億円の営業利益と、同社の営業利益 8.2 億円を下回っている。よって、事業レベルでの比較であれば、3 社は同程度の規模とみて問題はないと考える。

財務の安全性に関しては、同社が他社比で流動比率は良好であるが、全体的には中位に位置していると言える。

収益性と成長性に関しては、同社の木材環境ソリューション事業と他社を比較する必要があると考える。また、成長性に関しては、同社のセグメント情報の開示期間に合わせて他社も過去 2 期で比較した。

同社の自己資本利益率、総資産経常利益率、売上高営業利益率は他社に比べ良好に見えるが、過去の赤字決算の影響で法人税率が低くなっているため、自己資本利益率は実態よりも高くなっている点に注意が必要である。セグメント情報を使って、ファシリティ事業の影響を除き、全社費用を両事業の利益構成比で按分して木材環境ソリューション事業の売上高営業利益率を計算すると 10.7% となるため、同社の建材事業は他社に比べ利益率が高いとは言えよう。

成長性に関しては、ノダのパフォーマンスの良さが目立つ一方、同社の全社ベースの数値には他社に比べ優位性は見られない。但し、PBを主体とする事業を有する3社の対象セグメントで比較してみると、同社の木材環境ソリューション事業の過去2期の平均増収率は0.9%となっており、大倉工業の建材事業の同15.1%（JIS認証が取り消された影響で12/12期に大幅減収となった後、認証を再取得して反動増となったことが主因と思われる）には大幅に劣後するものの、永大産業の木質ボード事業の売上高が過去2期で年平均6.8%減少したことに比べれば堅調に推移したと言える。一方、セグメントの利益に関しては、同社が年平均4.1%減少した一方で、大倉工業は赤字縮小（15.1億円の損失→0.9億円の損失）、永大産業は年平均19.8%の減益となっており、同社が一番健闘している内容であった。

よって、同社は全社ベースでの規模や安全性の観点では相対的な魅力に乏しいが、PBを主体とする建材事業においては、他社に比べて収益性や業績の安定性に優れていると評価できる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ CSV の実践で虎子を得た木材環境ソリューション事業

前述したように、同社は木材のリサイクル企業として愚直なまでに環境負担を減らす取り組みを続けている。株式投資の観点から注目したいのは、そうした経営手法が同時に収益性の向上に寄与している点である。同社の本業を PB 製造とした場合、木質廃棄物の回収運搬、木質チップへの加工、製品の配送などの業務は、外部にアウトソースした方が、簡単で効率的との判断もあり得よう。しかしながら、同社はあえてグループ内で廃棄物の回収から製品の配送までを手掛けるといった困難な道を選択し、原材料の安定確保、品質の向上、廃棄物処理や配送業務の収益化などの経済的なメリットを獲得することに成功した。「虎穴に入らずんば虎子を得ず」ということわざのような事例と言えるだろう。

当センターでは、こうした同社の経営方針は、ハーバードビジネススクールのマイケル・ポーター教授が提唱する「共通価値の創出 (Creating Shared Value=CSV)」という概念そのものとみている。環境問題などの社会問題の解決と企業の経済活動の追求は相反する概念ではなく、両立を目指すことで企業は新しいビジネスチャンスをつかめるということがこの概念のエッセンスであるが、同社の取り組みは正に CSV の実践と言えるだろう。これこそが同社最大の知的資本であるが、今後、プラスチックなどの廃木材以外の廃棄物についても循環システム構築を目指している中で、CSV を継続できるか同社の真価が問われよう。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客	・木材環境ソリューション事業の顧客基盤	・建材商社顧客数 非開示
	ブランド	・JISやISOなどの品質認証を積極的に取得	・エンドユーザー数 非開示
	事業パートナー	・大手建設会社とのリサイクル協定書の締結状況	・取得認証数 6
		・地方自治体からの産業廃棄物処分量の許認可の状況	・協定書の締結社数 9社
組織資本	プロセス	・地方自治体からの産業廃棄物収集運搬業の許認可の状況	・許認可件数 3件
		・グループ内で廃木材の回収から製品の加工、配送までの業務をほぼ完結	・許認可件数 24件
	知的財産 ノウハウ	・製品配送の帰り便でも木質廃棄物の分別回収を実施	・木質チップの外部調達率 非開示
		・配送運転手による木質廃棄物の分別回収のノウハウ	・帰り便での回収率 非開示
人的資本	経営陣	・環境改善につながる再生品の研究開発活動に注力	・配送運転手数 非開示
		・資源循環型物流を構築した事業構想力(CSVの実践)	・研究開発費 41,698千円
	従業員	・役員退職慰労金制度を廃止し、業績連動型株式報酬制度を導入	・交付株数の上限 85,200株(2.3%)
		・中堅社員を中心としたBCP、災害対策への積極的な取り組み	・平均年齢(単体) 40.2歳
		・インセンティブ制度	・平均勤続年数(単体) 8.3年
			・従業員持株会 72,650株(2.0%)

(注) 開示データは 15/3 期、又は 15/3 期末

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書及び目論見書より証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応(Environment)

同社のPB製造事業そのものが木材のマテリアルリサイクル(廃棄物を原材料とした製品の製造)となっている。同社では回収した木質廃棄物のうち、マテリアルリサイクルが困難なものだけをバイオマス発電施設などサーマルリサイクル(廃棄物を焼却し、熱エネルギーを利用)に供給している。同じリサイクルでも二酸化炭素の排出量の観点からはサーマルとマテリアルとでは雲泥の差があり、出来るだけ多くの木質廃棄物をマテリアルリサイクルで活用したいというのが同社の立場である。

ただ、同社は単にマテリアルリサイクルを事業として営むだけにとどまらず、グループ内で製品を建設現場に配送した後、その現場から木質廃棄物を回収する取り組みを進めており、運送コストの削減のみならず、自社から生じる二酸化炭素の排出抑制にも注力している。これは、一般貨物運送と廃棄物運搬・処理の許可を得ている同社グループだからこそ可能となった環境経営の手法である。同社はこの取り組みにより、10年の全国産業廃棄物連合会青年部協議会第7回全国大会の「CO₂マイナスプロジェクト」にて全国連合会会長賞を受賞した。

また、都京市の森林課、各地森林組合の協力により、首都圏近郊の山岳地域で行われている皆伐及び間伐の際に発生する製品不適合材、曲がり材、林地残材等を、PBの原材料として同社グループが出来る限り引き受ける活動にも取り組んでいる。

◆ 社会的責任(Society)

同社は、社会貢献活動として、千葉県「法人の森」活動(県有林の植栽及び下刈・枝打・間伐等の保育作業、費用は同社が負担)に参加している。

◆ 企業統治(Governance)

同社の取締役会は現在6名(その内、社外取締役は2名)で構成される。2名の社外取締役は、いずれも住宅建築や建材などの会社において取締役を歴任している。その幅広い見識と豊富な経験を同社の経営体制の強化に活かすと共に、中立的な立場からの監督業務の遂行を期待し、井上守氏は14年6月に、只腰由紀夫氏は15年6月に社外取締役に選任されている。

監査役会は監査役3名で構成され、内訳は、常勤監査役1名、社外監査役2名である。石毛哲男氏は、1966年に同社の前身会社の一つである千住プライウッドに入社し、取締役総務部長などを経て04年に常勤監査役に就任している。小堀優氏は、05年に司法試験に合格し、現在、みらい総合法律事務所のパートナーを兼務する弁護士であり、芳木公認会計士事務所代表などを兼務する公認会計士の芳木亮介氏と共に、経営の監視役を担っている。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 新設マンション以外の用途の開拓

同社の業績は新設住宅着工、特に分譲マンション市場の影響を強く受ける構造にある。今後予想される日本の人口減少が住宅着工戸数の落ち込みにつながる可能性は高く、住宅向けにおいてはマンション以外の住宅やリフォーム向けの開拓や、非住宅向けへの進出が課題となっている。非住宅向けに関しては、体育館等の文教施設に対してPBの販売が出始めたが、まだ水準は低く、今後の新製品開発を含めて、より積極的な対応が求められる。

◆ 木質廃棄物の需給ひっ迫・廃棄物処理料金の低下リスクへの対応

同社の主力製品であるPBは木質廃棄物が主要原材料であるが、今後、バイオマス発電施設が大幅に増加すると、その燃料にもなる木質廃棄物や木質チップの需給がひっ迫する恐れがあり、売上高原材料費率の上昇や、廃棄物処理単価の下落により、事業の収益性が悪化する可能性がある。

同社は建設現場で工事を統括するゼネコン各社とリサイクル協定書を締結し、PBの配送時に木質廃棄物の優先的に調達できる仕組みを構築してはいるものの、今後の状況次第では更なる対応が必要になることも否定はできないと考えられる。

> 今後の事業戦略

◆ 新製品「WPC」の成否に注目したい

同社は5月から新製品のWPCの出荷を開始した。WPCとは、Wood Plastic Compositeの略で、木粉と廃プラスチックを混合して成形される木材プラスチック再生複合材である。耐腐食性と耐水性に優れ、用途としてはウッドデッキやベンチを想定している。

同社にとって、廃プラスチック原料を使用した製品の生産、販売は初めてのことであり、安価な原材料の確保、販路の開拓、採算性の確立など、新しい課題を解決できるのか、まだ不透明な状況である。しかしながら、WPCの収益化に成功すれば、PBに対する依存度の高さという同社の弱みが軽減するため、中長期的な観点からは、現在、最も注目すべきポイントであると当センターでは考えている。

◆5年程度でPB業界2位を狙う

主力製品のPBに関しては、住宅向けでのシェア拡大に加え、採算の良い、体育館などの非住宅向けの販売を増やす方針である。近いうちに生産能力増強を目的に設備投資を実施し、8~10%程度の市場シェアで競っている4社から抜け出し、第2位の大倉工業(シェア11.3%)を5年程度で上回りたいとしている。

◆ 循環型モデルの拡大を目指す

同社は新設マンションを対象にPBの配送先である建設現場で木質廃棄物を回収するという循環型モデルを構築したが、このモデルをマンションのリフォームや新設マンション以外の建築物(文教施設、オフィス、商業施設等)の現場でも作り上げることを模索している。また、対象とする市場の拡大に合わせ、製品ラインナップの拡充にも注力する方針である。こうした取り組みが実を結べば、成長力が増すばかりではなく、業績の安定度の向上にも効果を上げると期待される。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表9のようにまとめられる。

【 図表 9 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・グループで原材料となる木質廃棄物を処分料金を受け取って調達できること ・木質廃棄物に混入している異物除去や接着剤の配合におけるノウハウの蓄積 ・各種の認証制度によって裏打ちされた製品とリサイクルの品質 ・リサイクル協定書で結ばれた大手建設会社との強固な関係 ・メイン工場が東京23区内に立地する唯一のPBメーカー
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・マンション二重床向けPBに対する高い依存 ・PBにおける製品開発力の弱さ ・首都圏以外の市場での存在感の低さ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・新製品の拡販(WPCなど) ・新設マンション以外の新規市場への進出 ・木質廃棄物以外の廃棄物の循環システムの構築
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・人口減少を背景とした新設マンション着工の長期低迷 ・バイオマス発電施設増加による木質廃棄物の調達や処理単価の下落への懸念 ・円安や原油高による収益性の悪化

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ PB 以外の製品にも CSV 経営が展開できるかに期待したい

同社の経営戦略のポイントは、先に述べた通り、CSV の実践を通して、収益性が高い PB 事業を確立していることである。PB 事業にはまだシェアアップによる成長の余地があるものの、この製品に依存している状態が続くようだと、近い将来、住宅市場が大幅な縮小を余儀なくされた場合、同社の業績悪化も避けられないと思われる。

同社のリサイクル事業におけるノウハウが生かせるものは、木質廃棄物によるPBの製造だけとは思えないが、新分野でまだ軌道に乗ったと言えるものはない。新製品のWPCにかかる期待は大きく、これが成功するようだと、将来的には総合的なリサイクル事業者へと変貌を遂げる可能性も出てくるであろう。

> 今後の業績見通し

◆ 会社は16年3月期も営業減益を計画

16/3期の会社計画は、売上高6,557百万円（前期比8.5%増）、営業利益697百万円（同7.5%減）、経常利益671百万円（同5.1%減）、当期純利益523百万円（同12.1%減）であり、前期に続き営業減益を見込んでいる（図表10）。

【 図表 10 】 15 年 3 月期実績と 16 年 3 月期の会社計画

(単位：百万円)

	セグメント	14/3	15/3	16/3	前期比
		実績	実績	会社計画	
売上高		5,905	6,043	6,557	8.5%
	木材環境ソリューション事業	5,474	5,625	6,135	9.1%
	ファシリティ事業	431	418	422	1.0%
売上総利益		2,225	2,167	2,209	1.9%
売上総利益率		37.7%	35.9%	33.7%	—
販売管理費		1,376	1,413	1,512	7.0%
販売管理費率		23.3%	23.4%	23.1%	—
営業利益		848	754	697	-7.5%
営業利益率		14.4%	12.5%	10.6%	—
	木材環境ソリューション事業	905	818	741	-9.4%
営業利益率		16.5%	14.5%	12.1%	—
	ファシリティ事業	215	203	193	-4.9%
営業利益率		49.9%	48.7%	45.7%	—
	調整額	△ 271	△ 267	△ 237	
経常利益		811	707	671	-5.1%
経常利益率		13.7%	11.7%	10.2%	—
当期純利益		568	595	523	-12.1%

(出所) 決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

同社は16/3期に木材環境ソリューション事業で5.1億円の増収を見込んでいるが、その内訳は新製品のWPCで2.2億円、廃材処理収入で1.2億円、PBで1.0億円、仕入商品で0.7億円である。同事業で減益を見込んでいるのは、WPCの生産設備の稼働により、減価償却費が全社ベースで1.5億円(ほとんどが同事業での増加分と推測される)、光熱費が0.8億円、それぞれ増加すると計画しているのが主因である。

なお、当期純利益に関しては、経常利益段階での減益に加え、変電設備の除却損を特別損失として0.5億円見込むため、二桁の減益を計画している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の16/3期業績を、売上高6,416百万円(前期比6.2%増)、営業利益673百万円(同10.7%減)、経常利益646百万円(同8.6%減)、当期純利益584百万円(同1.8%減)と、会社計画に対して売上高141百万円、営業利益24百万円、経常利益25百万円の未達と、当期純利益に関しては、61百万円の上振れを予想する(図表11)。

木材環境ソリューション事業に関しては、PB市場が足元で調整していることや、新製品であるWPCの会社計画にやや懸念があることか

ら、売上高は会社計画に対して 140 百万円下回ると見込んでいる。一方、第 1 四半期の状況から減価償却費が会社計画ほどには増えないとみられることや、原油や LNG の価格低下により、原材料費や燃料費も会社計画を下回るとみられることから、営業利益は会社計画をやや下回る 704 百万円と見込んでいる。

ファシリティ事業に関しては、現状、同社の想定に対して大きな変動要因は見当たらないため、営業利益は会社計画と同じ 193 百万円と見込んでいる。

全社費用である調整額については、第 1 四半期の計上額が 46 百万円にとどまり、通期会社計画の 237 百万円に対して進捗率が低いことや、期初計画では織り込まれていなかった役員退職慰労引当金制度の廃止などを考慮し、会社計画を下回る 224 百万円と予想した。

当期純利益については、第 1 四半期に発生した特別利益を考慮し、会社計画を 61 百万円上回ると見込んだ。

17/3 期と 18/3 期については、両事業ともに 17 年 4 月に予定されている消費税率の引上げを前提に、17/3 期に駆け込み需要が発生し、18/3 期にその反動による落ち込みがみられると想定した。

木材環境ソリューション事業においては、PB の売上は 17/3 期に前期比 1.9%増加し、18/3 期に同 2.1%減少すると見込んだが、WPC などのその他の製商品の売上は販路拡大の影響を考慮して、それぞれ 53.6%、24.7%の増収を予想した。原材料価格や電気料金などは 16/3 期並の水準が継続すると想定し、木材環境ソリューション事業の営業利益は 17/3 期に 9.7%増加し、18/3 期に 7.1%減少すると予想した。

なお、会社側は WPC 以外にも新製品の投入を模索しているが、その開始時期や事業拡大のペースなどは不透明な状況にあり、当センターの売上予想には織り込んでいない。

また、同社は過去の赤字決算の影響により繰越欠損金を抱えている関係で法人税率が低水準となっている。15/3 期においては、課税所得の 80%だった控除限度額が、16/3 期と 17/3 期は 65%に、18/3 期は 50%に段階的に引き下げられることが税制改正で決まったことを受けて、同社においては 18/3 期にかけて、適用される法人税率の上昇が見込まれることを、当期純利益を予想する上での前提としている。

【 図表 11 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/3	15/3	16/3CE	16/3E	17/3E	18/3E
損益計算書						
売上高	5,905	6,043	6,557	6,417	6,752	6,697
前期比	-0.9%	2.3%	8.5%	6.2%	5.2%	-0.8%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	5,474	5,625	6,135	5,995	6,325	6,275
ファシリティ事業	431	418	422	422	427	422
売上総利益	2,225	2,167	2,209	2,147	2,231	2,177
前期比	-0.9%	-2.6%	1.9%	-1.0%	3.9%	-2.4%
売上総利益率	37.7%	35.9%	33.7%	33.5%	33.0%	32.5%
販売管理費	1,376	1,413	1,512	1,474	1,492	1,503
販売管理費率	23.3%	23.4%	23.1%	23.0%	22.1%	22.4%
営業利益	848	754	697	673	738	673
前期比	0.7%	-11.2%	-7.5%	-10.7%	9.8%	-8.8%
営業利益率	14.4%	12.5%	10.6%	10.5%	10.9%	10.0%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	905	818	741	704	772	717
ファシリティ事業	215	203	193	193	197	193
調整額	△ 271	△ 267	△ 237	△ 224	△ 230	△ 236
経常利益	811	707	671	646	714	651
前期比	-1.3%	-12.8%	-5.1%	-8.7%	10.4%	-8.8%
経常利益率	13.7%	11.7%	10.2%	10.1%	10.6%	9.7%
当期純利益	568	595	523	584	542	455
前期比	-15.6%	4.7%	-12.1%	-1.9%	-7.2%	-16.1%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) 目論見書、有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 証券リサーチセンターの業績予想(貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位: 百万円)

	14/3	15/3	16/3CE	16/3E	17/3E	18/3E
貸借対照表						
現預金	1,677	2,114	-	2,324	2,498	2,681
売掛金	1,456	1,570	-	1,649	1,739	1,622
棚卸資産	411	387	-	414	440	443
その他	237	123	-	123	123	123
流動資産	3,783	4,197	-	4,512	4,801	4,870
有形固定資産	7,027	7,134	-	7,203	7,296	7,370
無形固定資産	31	36	-	47	55	62
投資その他の資産	226	215	-	215	215	215
固定資産	7,285	7,387	-	7,466	7,567	7,649
資産合計	11,068	11,584	-	11,979	12,369	12,519
買掛金	734	683	-	762	832	749
1年以内返済予定の社債	76	76	-	76	76	76
1年以内返済予定の長期借入金	374	392	-	442	442	442
その他	460	499	-	529	536	545
流動負債	1,645	1,651	-	1,809	1,887	1,812
社債	434	358	-	282	206	130
長期借入金	2,354	2,246	-	2,104	1,962	1,820
繰延税金負債	1,502	1,369	-	1,362	1,355	1,348
その他	1,007	1,010	-	770	764	758
固定負債	5,298	4,984	-	4,519	4,288	4,057
純資産合計	4,124	4,948	-	5,650	6,194	6,649
(自己資本)	3,827	4,596	-	5,239	5,717	6,106
(少数株主持分+新株予約権)	296	351	-	410	476	543
キャッシュフロー計算書						
税金等調整前当期純利益	801	717	-	739	693	630
減価償却費	321	347	-	466	480	498
売上債権の増減額 (-は増加)	58	-114	-	-78	-89	116
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-142	23	-	-26	-25	-2
仕入債務の増減額 (-は減少)	-59	-28	-	78	70	-82
その他	-197	159	-	-230	7	-12
法人税等の支払額	-219	-150	-	-71	-87	-90
営業活動によるキャッシュフロー	561	953	-	876	1,050	1,058
有形固定資産の取得による支出	-863	-476	-	-531	-580	-580
無形固定資産の取得による支出	-26	-12	-	-20	-20	-20
その他	460	4	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-429	-485	-	-551	-600	-600
長期借入金の増減額 (-は減少)	-74	-90	-	-92	-142	-142
社債償還による支出	-76	-76	-	-76	-76	-76
配当金の支払額	-39	-29	-	-76	-52	-52
少数株主への配当金の支払額	-4	-4	-	-4	-4	-4
自己株式の処分による収入	210	200	-	134	0	0
その他	0	-31	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	15	-31	-	-115	-275	-275
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	146	437	-	209	174	182
現金及び現金同等物の期首残高	1,531	1,677	-	2,114	2,324	2,498
現金及び現金同等物の期末残高	1,677	2,114	-	2,324	2,498	2,681

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 目論見書、有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 繰越欠損金の早期解消による法人税率上昇の可能性

同社は現在、過去の赤字決算の結果として繰越欠損金を抱えており、結果として法人税率が低水準となっている。しかしながら、何らかの要因によって、税引前当期純利益が当センターの予想を大幅に上回り、繰越欠損金の解消が早期に達成された場合、その後の法人税率は当センターの想定を大きく上回る 32%程度に上昇し、逆に当期純利益は予想を大幅に下回る可能性がある。

◆ 消費税引き上げ時の駆け込み需要と反動減が大きくなる可能性

同社の2つの事業は、いずれも17年4月に予定されている消費税引き上げ前に駆け込み需要とその後の反動減が発生する可能性がある。当センターの予想においては、多少の駆け込みと反動減を想定しているが、予想以上に駆け込み需要が大きくなれば、その反動減もより厳しいものとなる公算が大きい。

◆ 東京五輪開催前の都心不動産のミニバブルと反動減の可能性

20年の東京オリンピック・パラリンピックの開催に向けて、湾岸部を中心にマンションをはじめとする不動産の建設ラッシュが起こる可能性は否定できない。その場合は、19/3期、20/3期の同社業績は急拡大する可能性がある。しかしながら、業績の山が高くなればなるほど、その後の谷も深くなるのは必然であろう。

◆ 大規模な設備投資による短期的な業績悪化とファイナンスの懸念

同社は、現在、年間数億円レベルの設備投資を実施しているが、製造設備の多くは老朽化してきており、ここ数年の内には大規模な更新投資が行われる可能性が高い。当センターが今回、業績予想を行った期間では、こうした大規模な投資は見込んでいないが、同社は製造設備の減価償却方法として定率法を採用しており、大規模な製造設備が稼働を開始すると短期的に利益が大きく圧迫されることとなる。

また、その際、同社は十分な借入れ余力を有しているものの、財務体質の健全性を維持するため、自社株の売り出しを含めたエクイティブファイナンスに踏み切る可能性も否定はできない。

◆ エコファンド(環境関連ファンド)の組み入れ銘柄となる可能性

同社は、現状としては、株式の流動性が低く、環境対応に関する製品やサービスを提供する企業や環境に配慮した経営に優れる企業を主要な組み入れ銘柄とするエコファンド(環境関連ファンド)の投資対象にはなっていないと推測される。しかしながら、今後、利益水準が切り上がり、株式の流動性改善に対しても抜本的な対策が実施された際は、エコファンドによる投資資金が流入する可能性があるものと思われる。

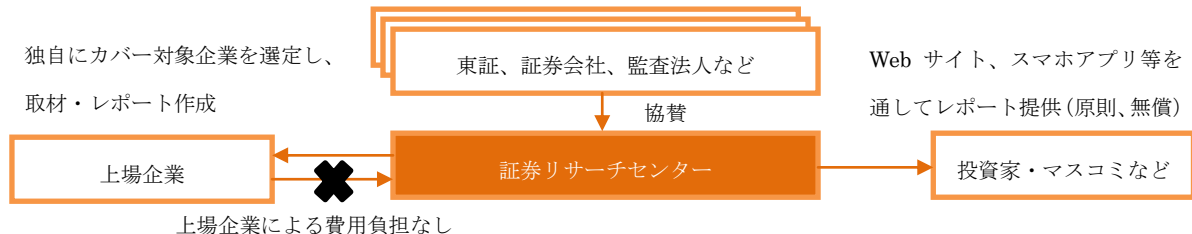
◆ 生産体制の再構築が株価再評価につながる可能性

同社は、木材環境ソリューション事業で保有する新木場の工場資産において、10年3月に子会社を合併した際、土地の再評価を行い、約36億円の評価益(税引き前)を貸借対照表上に計上しているが、それ以降についても当該地の地価は上昇傾向にあるとみられるのに加え、同社自身も隣接地に簿価の低い土地(主力工場が操業している)を保有していることから、更に数十億円の含み益を有しているとみられる。

同社の歴史を鑑みれば、将来、生産体制の再構築が実施されることになった場合、現在稼働している新木場工場の一部又は全部を閉鎖・移転し、跡地で何らかの不動産賃貸業を展開する可能性があるだろう。その際は長期的な安定収益源が生まれると考えられ、現在、PBR(株価純資産倍率)1倍割れで評価されている株価は再評価される可能性がある。

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

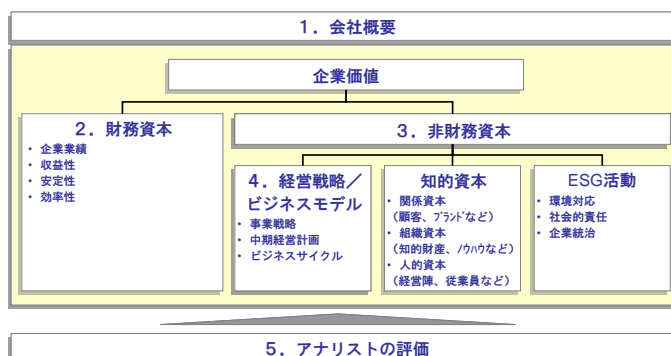
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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。