

# ホリスティック企業レポート イボキン

5699 東証 JQS

ベーシック・レポート  
2020年12月29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 20201228

## 解体工事、廃棄物処理、金属加工までワンストップで提供するリサイクル総合企業 解体事業を成長事業と位置づけて展開

### 1. 会社概要

- ・イボキン(以下、同社)は、兵庫県を地盤としたリサイクル総合企業である。解体工事、リサイクル処理、金属加工までをワンストップで提供する体制を構築しているが、解体事業を成長の柱と位置づけている。

アナリスト:藤野敬太  
+81(0)3-6812-2521  
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】

|            | 2020/12/25 |
|------------|------------|
| 株価 (円)     | 2,128      |
| 発行済株式数 (株) | 1,713,600  |
| 時価総額 (百万円) | 3,646      |

|           | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|-----------|------|------|------|
| PER (倍)   | 13.0 | 13.9 | 12.2 |
| PBR (倍)   | 1.3  | 1.2  | 1.1  |
| 配当利回り (%) | 1.4  | 1.4  | 1.4  |

### 2. 財務面の分析

- ・13/12 期～19/12 期までの年平均増収率は 14.5%だったが、市況下落で 15/12 期と 16/12 期は 2 期連続の減収となり、19/12 期も微減収となった。特に 16/12 期は減価償却費の遡及計上とも相まって利益率が大幅に低下した。その後市況回復で利益率は改善していった。
- ・産業廃棄物処理を事業とする上場企業との比較では、安全性指標の自己資本比率、成長性指標で優位性がある。収益性も低くはないが、市況の影響を受けやすいことと、解体工事の大型案件の多寡による変動が大きい点には留意しておきたい。

### 3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、創業来のリサイクル事業に関する知見の蓄積(組織資本)にある。リサイクルの「質」を重視する方針にいち早く舵を切ったことで「質」の面での先行優位性が確立した。その結果、顧客の蓄積(関係資本)と体制強化(組織資本)を続けて事業拡大を続けてきた。

#### 【株価パフォーマンス】

|            | 1カ月  | 3カ月  | 12カ月  |
|------------|------|------|-------|
| リターン (%)   | 12.0 | 18.2 | -24.8 |
| 対TOPIX (%) | 10.5 | 8.1  | -27.2 |

### 4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、解体事業における受注対応力の強化と全国への展開、環境事業における処理量と販売量の増加が挙げられる。
- ・同社は総合リサイクル企業としての競争力強化を成長戦略の中心に据え、成長事業と位置づけている解体事業の営業体制の強化、ビジネスモデルの進化、信頼性の更なる向上のための体制強化を進めていく。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、今後産業廃棄物処理の市場が伸びにくい状況の中、需要拡大が見込める解体事業を有している点を評価している。今後、質を維持しながら解体工事の施工件数を増やせるか、大型案件の施工に必要な専門人材の確保が進むかに注目していきたい。

#### 【5699 イボキン 業種: 鉄鋼】

| 決算期        | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|------------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2018/12    | 6,465        | 13.4       | 280           | 5.5        | 317           | 14.3       | 223          | 11.6       | 163.0      | 1,535.7    | 27.0       |
| 2019/12    | 6,250        | -3.3       | 304           | 8.6        | 350           | 10.6       | 281          | 26.1       | 164.3      | 1,671.8    | 30.0       |
| 2020/12 CE | 6,246        | -0.1       | 404           | 32.8       | 408           | 16.3       | 268          | -4.5       | 158.6      | -          | 30.0       |
| 2020/12 E  | 5,540        | -11.4      | 291           | -4.5       | 368           | 5.0        | 261          | -7.1       | 152.9      | 1,794.9    | 30.0       |
| 2021/12 E  | 6,049        | 9.2        | 384           | 32.1       | 458           | 24.5       | 298          | 14.0       | 174.5      | 1,939.5    | 30.0       |
| 2022/12 E  | 6,427        | 6.2        | 437           | 13.7       | 511           | 11.5       | 332          | 11.5       | 194.4      | 2,104.2    | 30.0       |

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

18年8月の上場時に484,000株の自己株式処分を実施 (別途オーバーアロットメント分の第三者割当増資93,600株あり)

18年3月30日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

#### ベーシック・レポート

2/36

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。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。

## 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・企業理念・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

## ◆ 兵庫県たつの市を拠点に展開する大手リサイクル総合企業

イボキン（以下、同社）は、兵庫県たつの市を拠点に展開する大手リサイクル企業である。

廃棄物処理は、大まかには（1）廃棄物を収集し、（2）リサイクルできるものとそうでないものに分別し、（3）リサイクルできる有価物は販売し、（4）リサイクルできないものは最終処分場で埋め立てるというプロセスに分解されるが、同社はこれらすべてのプロセスを事業領域としている。また廃棄物の収集のひとつの方法として、建築物の解体工事も行っている。

## ◆ リサイクル業界の質の向上を牽引してきたことが強み

同社は、早くからリサイクルの質に着目し、1999 年には業界に先駆けて ISO14001 の認証を取得するなど、リサイクル業界の質の向上を牽引してきた。質の高さを武器に事業を拡大し、廃棄物処理の一連のプロセスをワンストップで提供できる体制を構築している。

## ◆ 3つの事業セグメントで構成

同社の事業は、解体工事を行う解体事業、リサイクルを行う環境事業、金属スクラップを処理する金属事業の3つの事業セグメントに区分される(図表 1)。売上構成比では金属事業が半分近くを占めるが、市況の変動により利益の変動が大きい。需要拡大が期待される解体事業については、同社は成長事業と位置づけており、徐々にその売上構成比は上昇している。

【図表 1】事業別売上高

(単位: 百万円)

|      | 売上高（連結）（外部顧客への売上高） |        |        |                |             |        |                |        |        |        |                |
|------|--------------------|--------|--------|----------------|-------------|--------|----------------|--------|--------|--------|----------------|
|      | 17/12期             | 18/12期 | 19/12期 | 20/12期<br>3Q累計 | 前期比 / 前年同期比 |        |                | 売上構成比  |        |        |                |
|      |                    |        |        |                | 18/12期      | 19/12期 | 20/12期<br>3Q累計 | 17/12期 | 18/12期 | 19/12期 | 20/12期<br>3Q累計 |
| 解体事業 | 977                | 1,380  | 1,743  | 924            | 41.2%       | 26.3%  | -13.1%         | 17.2%  | 21.4%  | 27.9%  | 24.0%          |
| 環境事業 | 1,321              | 1,520  | 1,534  | 1,034          | 15.1%       | 0.9%   | -10.0%         | 23.2%  | 23.5%  | 24.5%  | 26.8%          |
| 金属事業 | 3,401              | 3,564  | 2,972  | 1,900          | 4.8%        | -16.6% | -16.9%         | 59.6%  | 55.1%  | 47.6%  | 49.2%          |
| 合計   | 5,699              | 6,465  | 6,250  | 3,860          | 13.4%       | -3.3%  | -14.2%         | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0%         |

|           | 営業利益（連結） |        |        |                |             |        |                |                     |        |        |                |
|-----------|----------|--------|--------|----------------|-------------|--------|----------------|---------------------|--------|--------|----------------|
|           | 17/12期   | 18/12期 | 19/12期 | 20/12期<br>3Q累計 | 前期比 / 前年同期比 |        |                | 売上高営業利益率 / セグメント利益率 |        |        |                |
|           |          |        |        |                | 18/12期      | 19/12期 | 20/12期<br>3Q累計 | 17/12期              | 18/12期 | 19/12期 | 20/12期<br>3Q累計 |
| 解体事業      | 108      | 140    | 133    | 187            | 29.7%       | -5.0%  | 56.1%          | 10.2%               | 9.7%   | 7.3%   | 18.8%          |
| 環境事業      | 25       | 42     | 113    | 3              | 64.9%       | 165.4% | -95.6%         | 1.6%                | 2.4%   | 6.6%   | 0.3%           |
| 金属事業      | 131      | 97     | 58     | 23             | -26.2%      | -40.3% | -43.6%         | 3.8%                | 2.7%   | 1.9%   | 1.2%           |
| 調整額（全社費用） | —        | —      | —      | —              | —           | —      | —              | —                   | —      | —      | —              |
| 合計        | 266      | 280    | 304    | 214            | 5.5%        | 8.6%   | -14.7%         | 4.7%                | 4.3%   | 4.9%   | 5.5%           |

(注) セグメント別の売上高は外部顧客への売上高であり、内部取引調整前の数値である

セグメント利益率は内部取引調整後のセグメント売上高を使用して算出している

(出所) イボキン有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ 循環社会の「静脈フロー」のプロセスを総合的にカバー

各種資源から工業製品を製造する流れである「動脈フロー」に対し、使い終わっていったん役目を終えた工業製品を再生資源として再利用できるようにするリサイクルの流れを「静脈フロー」と呼ぶ。いわゆる循環型社会は「動脈フロー」と「静脈フロー」があって初めて形成されるが、同社はこの「静脈フロー」を総合的にカバーし、事業領域としている。

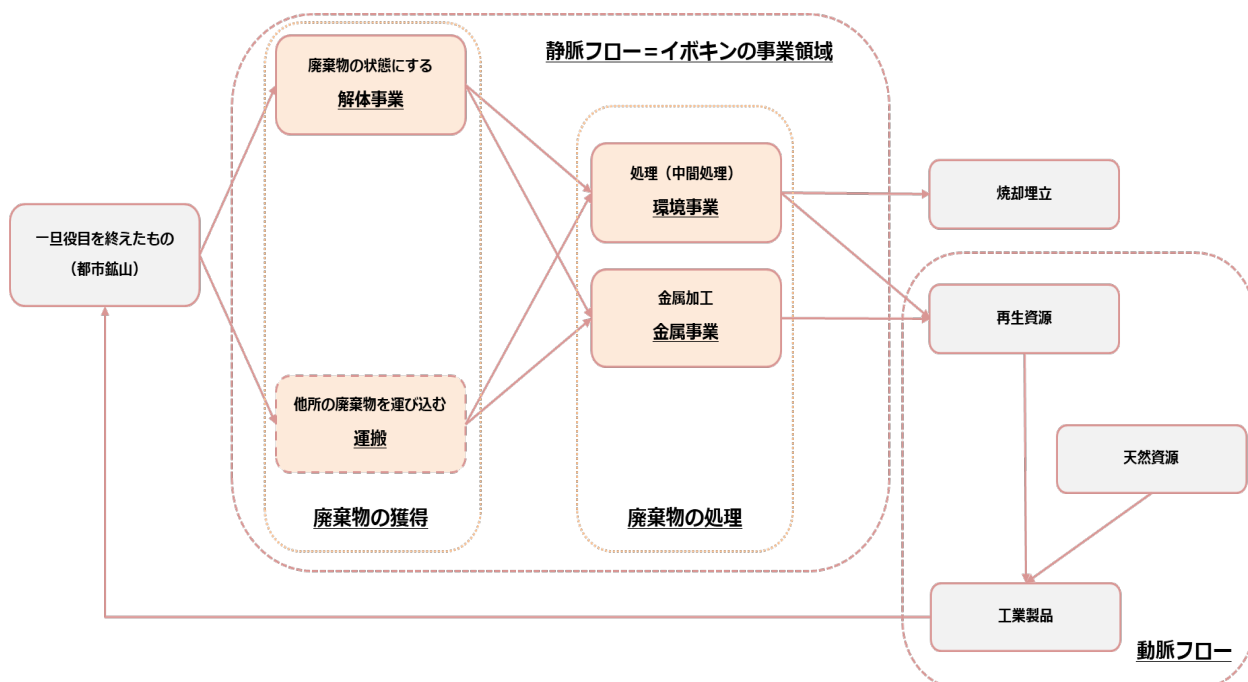
「静脈フロー」は、役目を終えた工業製品/廃棄物の「収集」プロセスと、収集した工業製品/廃棄物の「処理」プロセスに分けることができる(図表2)。

役目を終えた工業製品/廃棄物を収集する手段として、(1) 他所で発生して廃棄物の状態になったものを自社の処理施設に運び込む、(2) 自社で廃棄物の状態にするという2つがあるが、建築物等を対象に自社で廃棄物の状態にするのが解体事業である。

(1) または (2) で収集された廃棄物は、鉄や非鉄等の金属類は金属事業に、いわゆる産業廃棄物は環境事業に送られて「処理」プロセスに進む。

なお、自社の施設に廃棄物を運び込む、または処理済みのものを運び出す必要があるため、自社の運搬部門を有している。

【図表2】事業フロー



(出所) イボキン有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### ◆ 解体事業

解体事業は、顧客企業または排出事業者から建築構造物、プラント、機械設備の解体、撤去を請け負う事業である。解体工事によって発生した廃棄物は、同社の金属事業または環境事業か、包括業務提携先を始めとする外部の産業廃棄物処理事業者に送られる。

#### 注1) 特定建設業

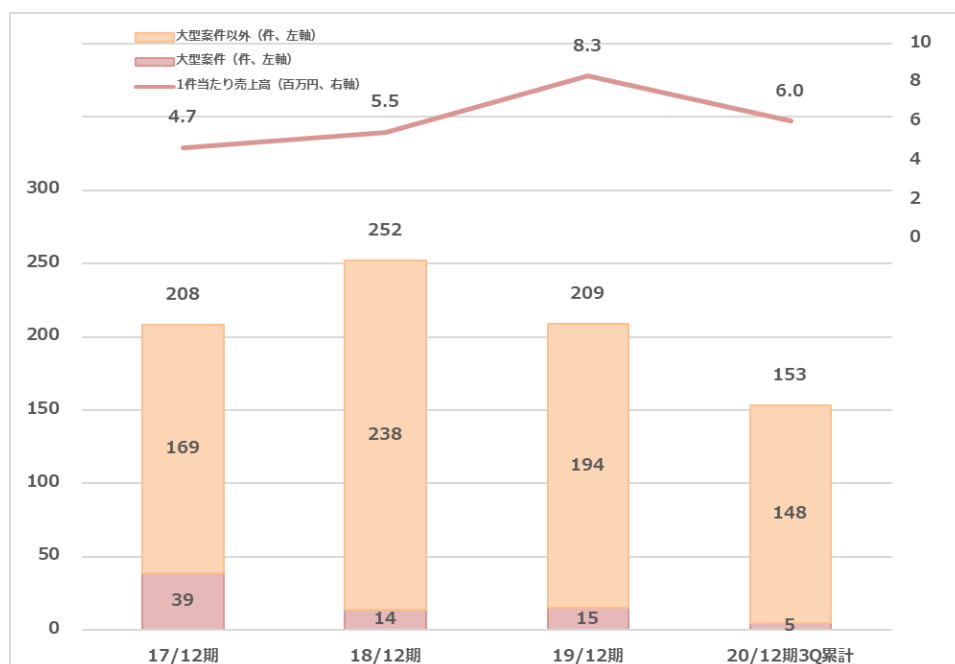
16年の建設業法の改正により「解体工事業」が業種区分として新設された。移行期を経て19年に完全許可制度となり、21年には技術者制度が導入予定である。この一連の改正の中で、下請に対する発注金額が4,000万円以上の解体工事（大型案件）を行うには特定建設業許可を取得することが義務づけられるようになった。また、大型案件の現場には一級国家資格を保有する監理技術者を常駐する必要がある。

同社は解体工事業における「特定建設業」<sup>注1</sup>の許可を取得しているため、元請として大型解体案件を受注することができる。また、大型解体案件の現場には一級国家資格を保有する監理技術者を常駐させることが義務づけられているが、19年12月末時点で9名の一級施工管理技士（1名が専任技術者、8名が監理技術者）がいるため、大型案件を最大8件同時並行で施工することができる。

17年4月に完全子会社化した国徳工業（大阪府堺市）は、種子島ロケット発射台の解体工事のほか、発電設備や石油・化学プラント等の解体工事で多くの実績を有しており、特殊で複雑な解体工事も受注可能である。

同社では解体事業を成長事業と位置づけていることから、解体工事案件の施工体制の強化を進めている。施工件数は19/12期209件、20/12期第3四半期累計期間153件となっている（図表3）。なお、同社では解体工事については完成工事基準を採用しており、解体工事が完了した時点で売上計上される。

【 図表 3 】 解体事業の解体工事施工件数及び 1 件当たり売上高の推移



(出所) イボキン有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 環境事業

環境事業は、産業廃棄物収集運搬、中間処理、再生資源販売から構成される事業である。収集されたもの（インプット）を自社施設で処理・加工し、アウトプットとして適切に排出していくという事業フローとなるが、インプット、アウトプットともに、その形態によって会計上の取り扱いが異なってくる。

インプットには以下の 2 種類がある。

- (1) 廃棄物の中間処理受託によるインプット：売上高計上
- (2) 同社の仕入として扱われるインプット：原価計上

廃棄物処理受託で運び込まれるものは、工場や倉庫から排出される産業廃棄物や、建設工事現場で発生する建設系産業廃棄物が中心であり、同社が処理料金を受領する。

一部の廃棄物については、同社の仕入として代金を支払って買い取る形態をとるものがある。金属類を多く含む自動販売機、ATM 等の電子機器や、厨房用大型冷蔵・冷凍設備や空調装置がそれに該当する。

インプットされたものは同社の施設で選別、分解、破碎、圧縮等の中



間処理を行う。

中間処理を行った後に生じたアウトプットには以下の2種類がある。

- (1) 金属、プラスチック、木材等の再生資源として販売可能なアウトプット：売上高計上
- (2) 再生資源として販売できずに最終処分を依頼するアウトプット：原価計上

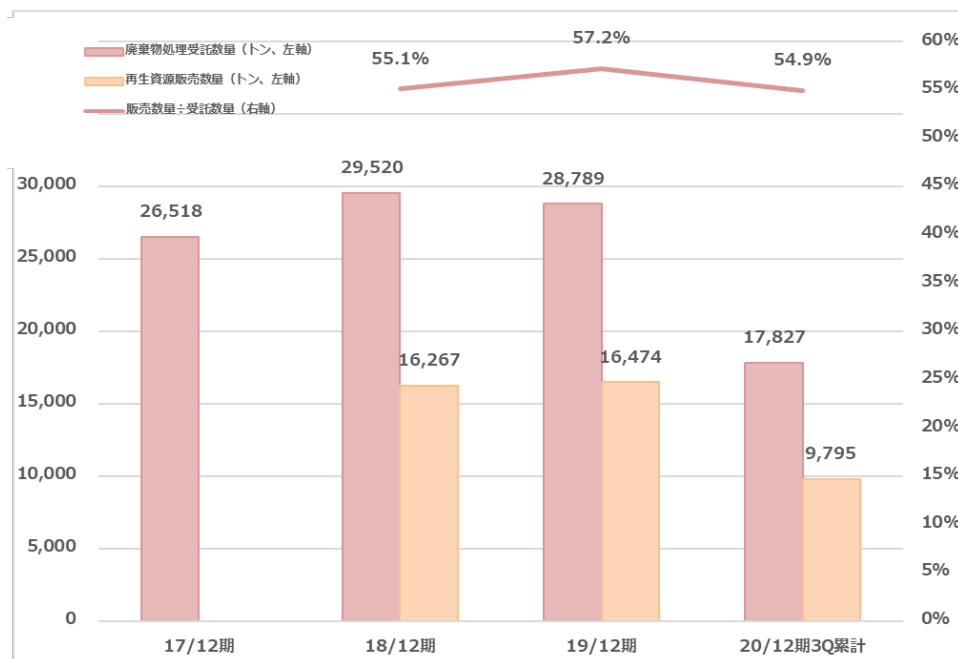
再生資源として販売した場合は、販売金額が同社の売上高となる。販売できないものについては、外部事業者へ焼却や埋立といった最終処理を委託することになり、同社が費用負担することになる。

なお、再生資源として販売できないプラスチックや木屑の一部には、石炭の代わりに燃やす石炭代替燃料としてセメント製造会社や製紙会社に安価に引き取ってもらえるものがある。それらは最終処理へ委託するのに比べ、処理費用が大きく抑えられる。従って、中間処理事業者としては、インプットに対する再生資源の割合と、販売できないものに占める石炭代替燃料の割合が、環境事業の利益率を左右することになる。

19/12 期と 20/12 期第 3 四半期累計期間の処理受託数量はそれぞれ 28,789 トン、17,827 トン、販売数量はそれぞれ 16,474 トン、9,795 トン、販売数量を処理受託数量で除した割合はそれぞれ 57.2%、54.9% となった。(図表 4)。



【 図表 4 】 環境事業の処理受託及び販売の数量の推移



(出所) イボキン有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

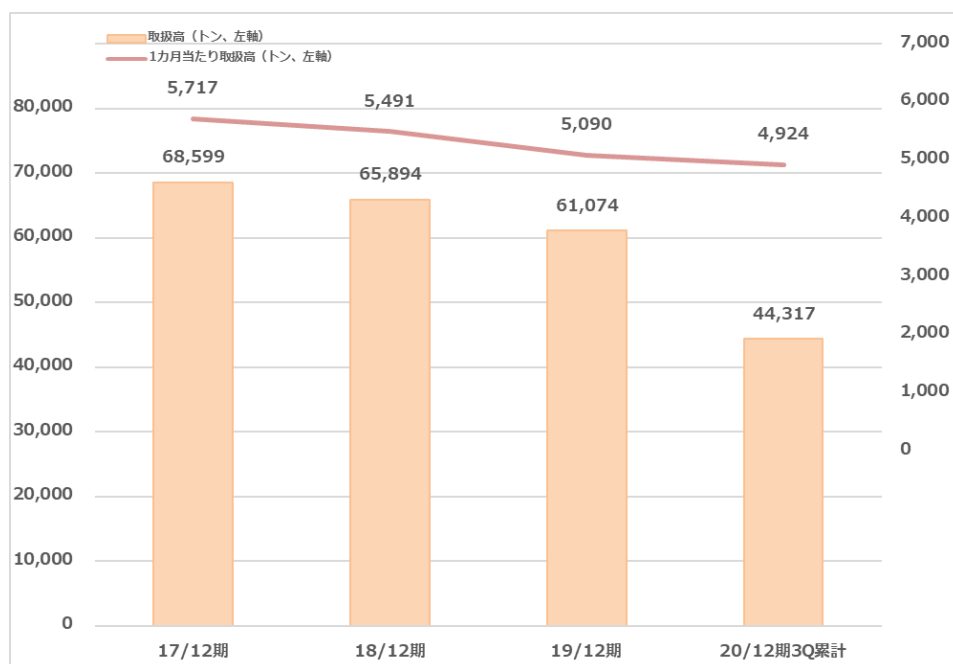
#### ◆ 金属事業

金属事業は同社の創業来の事業であり、鉄や非鉄等の金属類のみを集荷して加工し、金属系再生資源として主に製鋼メーカー等に販売している。使用済み自動車を解体して再生資源とすることも行っている。

金属スクラップをその発生元から仕入れ、加工後に製鋼メーカーに販売するが、リサイクル率はほぼ 100%を実現している。販売高が売上高、仕入高が原価となるが、販売単価と仕入単価とも市況に連動する。そのため、市況変動のリスクを最小化するため、仕入から販売までの加工工数を短縮化することが重要となる。

19/12 期と 20/12 期第 3 四半期累計期間の取扱高は、それぞれ 61,074 トン、44,317 トンであった。1 カ月当たり取扱高はそれぞれ 5,090 トン、4,924 トンであり、減少傾向が続いている (図表 5)。

【 図表 5 】 金属事業の取扱高の推移



(出所) イボキン有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ リサイクルの質への着目

3事業合わせて同社の顧客企業は約1,000社にのぼる。その中でも、廃棄物の排出元となる顧客企業は、廃棄物を適切に処理する最終責任を負うため、コンプライアンス意識の高い企業は、廃棄物を適切に処理してくれる廃棄物処理業者を求める傾向が強い。

リサイクル事業を行うのに必要な許認可を取得するのは当然だが、同社は1990年代の早い段階からリサイクルの質に着目し、99年にはISO14001の認証を取得した。この取得は業界の中で相当に早いとされ、リサイクルの質の高さを武器に顧客企業から業者指定を獲得するなど、同社の競争力の源泉としてきた。その結果、11年には兵庫県から産業廃棄物収集運搬業、特別管理産業廃棄物収集運搬業、産業廃棄物処理業許可証に対して「優良認定」を取得するなど、外部から高い評価を得てきた。

#### ◆ 施設

同社は、兵庫県たつの市を中心にリサイクルのための施設を保有している（図表6）。環境事業のうちの本社工場と阪神事業所ではリサイクルのための作業を、金属事業の龍野工場は金属加工のための作業を行うための設備が整えられている。解体事業を行う本社工場と子会社の国徳工業には、解体のための重機が置かれている。

またこれらとは別に、営業拠点として東京支店も設けられている。

【図表 6】イボキンの施設

| 施設    | 所在地     | 事業 |    |    | 内容                                                                                | 開設              |
|-------|---------|----|----|----|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
|       |         | 解体 | 環境 | 金属 |                                                                                   |                 |
| 本社工場  | 兵庫県たつの市 | ✓  | ✓  |    | ・元々は金属事業の施設<br>・環境事業の拡大に伴い、龍野工場開設の時点で環境事業の施設として集約<br>・近隣にPMR工場もある<br>(本社工場の一部の扱い) | 84年8月<br>(法人化)  |
| 龍野工場  | 兵庫県たつの市 |    |    | ✓  | ・スクラップ専門工場                                                                        | 02年10月          |
| 阪神事業所 | 兵庫県尼崎市  |    | ✓  |    | ・兵庫県東部への進出のための拠点として開設                                                             | 12年12月          |
| 最終処分場 | 兵庫県たつの市 |    | ✓  |    | ・埋立に使用                                                                            | 94年10月          |
| 国徳工業  | 大阪府堺市   | ✓  |    |    | ・子会社化により取得<br>・専門的な解体工事を得意とする                                                     | 17年4月<br>(子会社化) |

(出所) イボキン有価証券報告書、アニュアルレポート、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

#### ◆ 包括業務提携

15 年 6 月に、スズトクホールディングス（現リバーホールディングス、5690 東証二部）、エンビプロ・ホールディングス（5698 東証一部）、やまたけ（東京都足立区）、中特ホールディングス（山口県周南市）、マテック（北海道帯広市）、青南商事（青森県弘前市）とともに 7 社包括業務提携を締結した（図表 7）。提携は多くの領域に及ぶが、同社の解体事業にとっては重要な提携となった。

同社は解体事業を成長事業と位置づけているが、法規制の関係で、遠方の案件で解体後の廃棄物を自社施設に運び込むことができず、事実上、地元密着の案件しか取り扱えない状況にあった。他の 6 社は解体事業を有しておらず、この包括業務提携により、解体によって排出された産業廃棄物は提携先に持ち込んで処理をするという協業が可能となり、地元以外の全国の解体案件を受注、施工することができるようになった。

なお、リバーホールディングスとは、19 年 9 月に資本業務提携を締結することとなった。

【図表7】包括業務提携の提携先

|   | 業務提携先          | 本社所在地   | 事業内容                                          |
|---|----------------|---------|-----------------------------------------------|
| 1 | リバーホールディングス    | 東京都千代田区 | ・リサイクル・廃棄物処理とその関連事業                           |
| 2 | エンビプロ・ホールディングス | 静岡県富士宮市 | ・資源リサイクル                                      |
| 3 | やまたけ           | 東京都足立区  | ・鉄、非鉄スクラップ加工処理<br>・産業廃棄物中間処理、収集運搬、自動車、家電リサイクル |
| 4 | 中特ホールディングス     | 山口県周南市  | ・廃棄物処理・リサイクル事業                                |
| 5 | マテック           | 北海道帯広市  | ・鉄、非鉄スクラップ、紙の収集運搬、加工、リサイクル等                   |
| 6 | 青南商事           | 青森県弘前市  | ・リサイクル全般                                      |

(出所) イボキンプレスリリース、各社ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

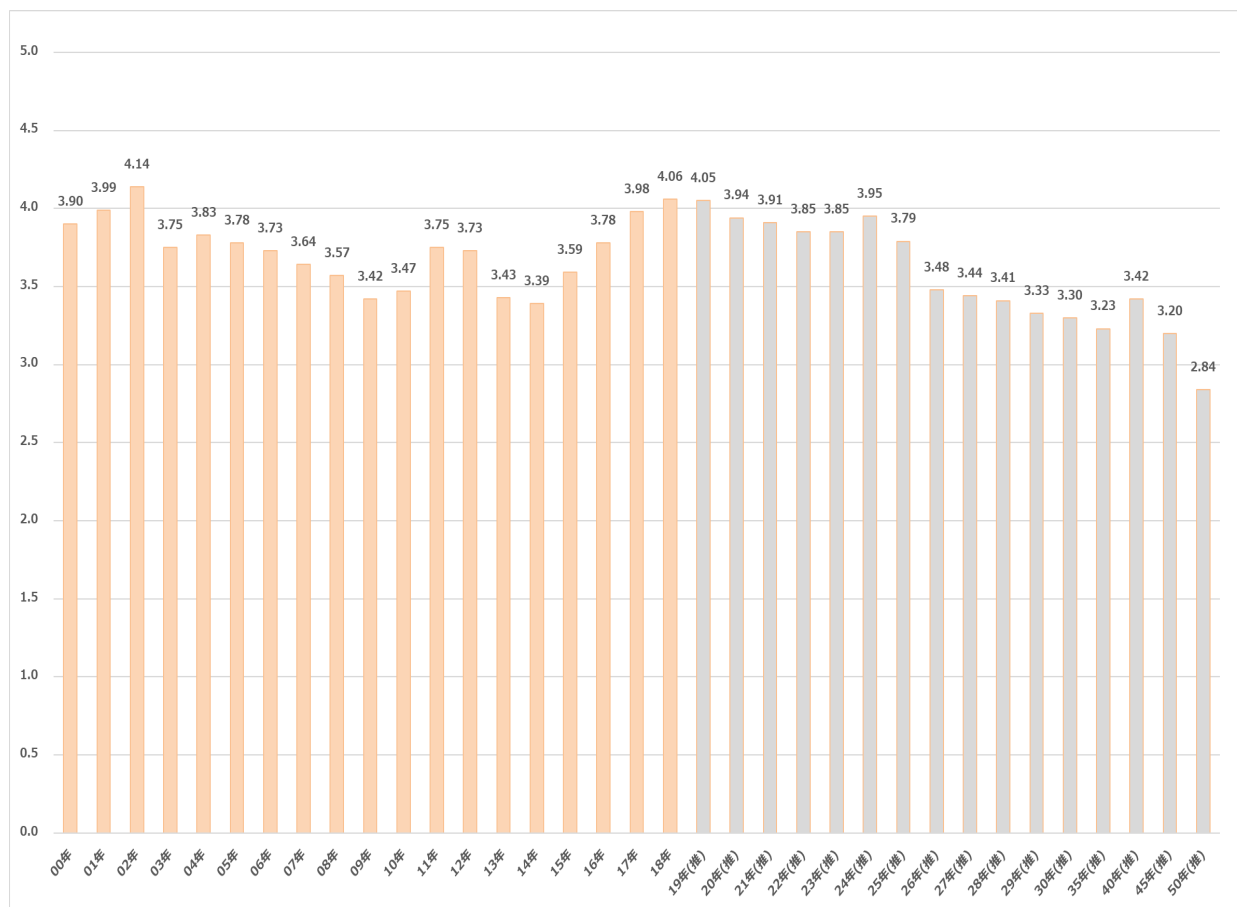
## > 業界環境と競合

### ◆ 国内の「廃棄物・リサイクル」の市場規模の推移

環境省の定義によると、環境関連産業には4つの分野があり、そのひとつである「廃棄物処理・資源有効活用」の分野の中の「廃棄物・リサイクル」が同社の事業領域である。環境省の「環境産業の市場規模・雇用規模等の推計結果の概要について(2018年版)」によると、「廃棄物・リサイクル」の市場規模は18年時点で4.06兆円とされており、14年以降4年連続で増加してきた。しかし、環境省の推測によると、19年以降は市場規模が減少に転じ、50年には2.84兆円まで縮小するとされている(図表8)。

【 図表 8 】 国内の廃棄物処理・リサイクルの市場規模の推移

(単位:兆円)



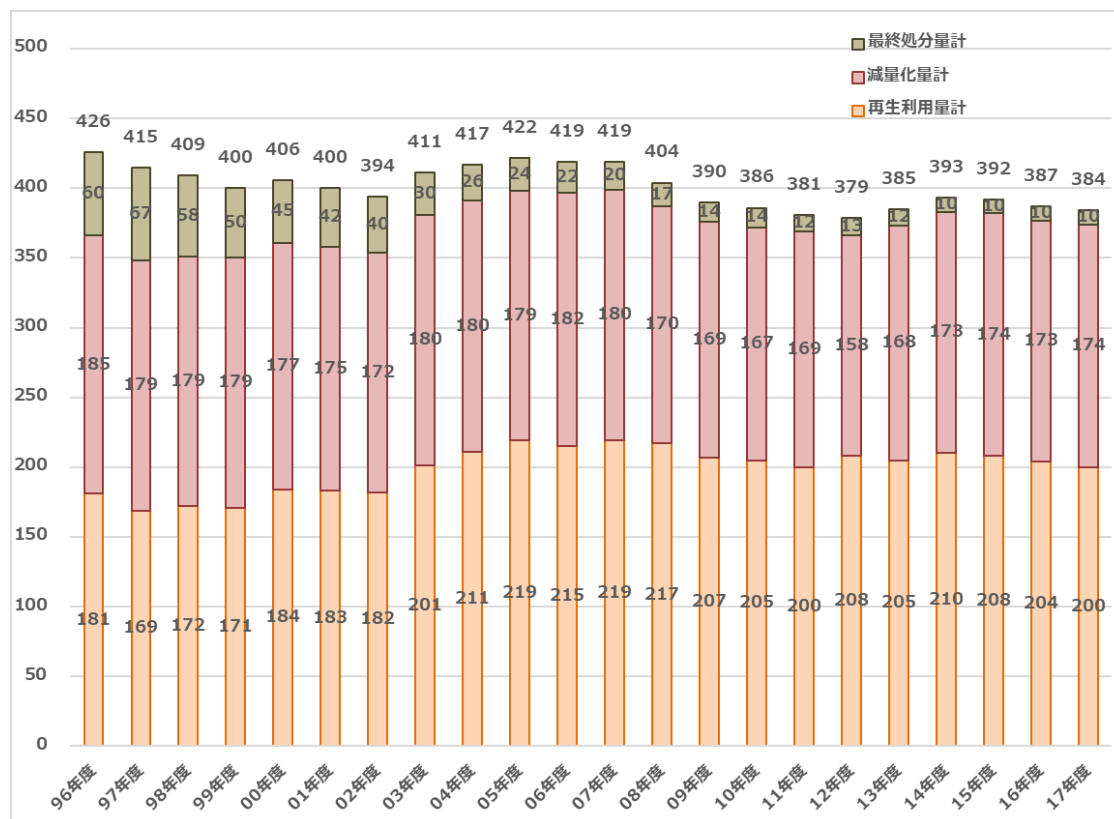
(出所) 環境省「環境産業の市場規模・雇用規模等の推計結果の概要について (2018 年版)」より証券リサーチセンター作成

### ◆ 産業廃棄物の処理量の推移

環境省の「産業廃棄物の排出及び処理状況等(平成 29 年度実績)」によると、産業廃棄物の 17 年度の処理量は 384 百万トンであり、直近 9 年間は年 400 百万トンを下回る水準で推移している(図表 9)。

【図表9】産業廃棄物の処理量の推移

(単位:百万トン)



(出所) 環境省「産業廃棄物の排出及び処理状況等(平成29年度実績)」より証券リサーチセンター作成

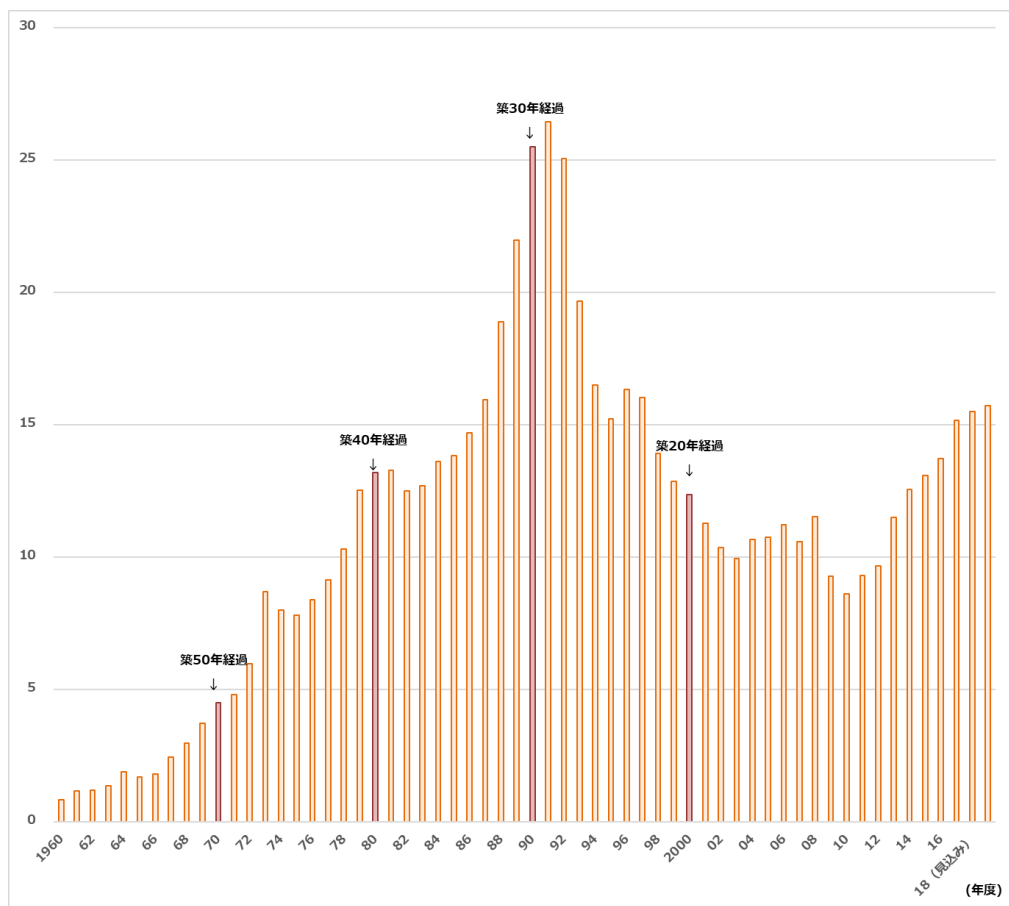
### ◆ 非住宅の建設投資の推移

国土交通省の「令和元年度建設投資見通し」によると、民間の鉱工業部門を含む非住宅の建築の建設投資は、統計のある1960年度以降、ピークとなった91年度の26.4兆円まで増加傾向にあったが、その後、8.6兆円となった10年度にかけて減少傾向が続いた(図表10)。

解体事業の対象は老朽化した建築物であり、民間の非住宅に対しての過去の建設投資の動向が、時間において解体工事の需要動向に影響を与えるものと考えられる。50年前の1970年度の建設投資が4.4兆円であり、その後20年近くにわたって増加していることから、建築物の老朽化に伴い、解体工事に対する需要が中長期的に拡大していく公算が大きいと考えられる。

【 図表 10 】 非住宅の建設投資の推移

(単位:兆円)



(出所) 国土交通省「令和元年度建設投資見通し」より証券リサーチセンター作成

### ◆ 鉄スクラップ価格の推移

金属事業は販売単価も仕入単価も市況の影響を即時に受ける。代表的な市況が鉄スクラップ価格である。同社の業績数値の開示がある13/12期以降でも、上下に大きな変動を繰り返してきている。直近では18年11月以降20年7月まで前年同月比がマイナスの状態が続いてきたが、20年9月以降は前年同月比がプラスに転じてきている(図表11)。



【 図表 11 】 鉄スクラップ価格の推移(関西地区)

(単位:円/トン)



(注) 各月の価格は、当該月の高値と安値の単純平均値とした

(出所) 一般社団法人日本鉄リサイクル工業会ウェブサイト価格推移表より証券リサーチセンター作成

### ◆ 競合(1)～リサイクル事業を展開する企業

同社と同様に、廃棄物を回収して再資源化するリサイクル事業を行う上場企業としては、主に建設関連廃棄物を取り扱うタケエイ(2151 東証一部)、建築廃材や廃車を取り扱うエンビプロ・ホールディングス、総合的に資源リサイクル事業を展開するリバーホールディングス、中間処理から最終処分まで手掛けるミダック(6564 東証一部・名証一部)等が挙げられる。ただし、リサイクル事業は廃棄物が排出される場所に近いところで営まれることが多いため、静岡県が本拠地のエンビプロ・ホールディングスや、関東地方が本拠地のリバーホールディングスと業務上競合することはなく、むしろ両社とも包括事業提携の提携先となっている。タケエイも首都圏が地盤であるため、解体工事の案件で一部競合する程度であり、ミダックも東海地方が地盤のため直接競合していないと考えられる。

産業廃棄物処理の分野で同社と直接競合するのは、兵庫県または一部大阪府で事業を営む地域密着型の企業である。兵庫県たつの市だけでも競合先となりうる企業は複数存在し、兵庫県内だと多数存在している。しかし、同社のように総合的にワンストップサービスが提供できている企業は見当たらず、また事業規模も総じて同社より小さいと推察される。

#### ◆ 競合(2)～解体事業

解体事業の分野では、建築業法の改正(16年6月1日施行)で新設された解体工事業の許可を取得した事業者数は、国土交通省の「建設業許可業者数調査の結果について」によると、20年3月末時点で55,842事業者に達している。ただし、個人を含めて小規模な事業者が多く、元請として受注ができる特定建設業者で資本金が1億円以上の事業者は同社を含めて1,066事業者となっている。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 沿革1～現代表取締役社長の父が創業した個人事業が法人化して設立

同社の前身は、現代表取締役社長の高橋克実氏の父である高橋勇史氏が1973年に興した個人事業である。高橋家は前の代より兵庫県相生市で金属スクラップを取り扱っており、高橋勇史氏は展開地域が重複しないよう、相生市の東に隣接する兵庫県たつの市で事業を開始した。創業当初の事業は鉄をはじめとする金属スクラップ回収業であり、これが現在の金属事業につながっていくことになる。

その後、規模が拡大したため、84年に揖保川金属を設立して法人化した。

#### ◆ 沿革2～産業廃棄物処理事業者としての業務領域の拡大

80年代後半の日本は不動産バブル期であり、経済の活況に合わせてスクラップ量も増加していった。同社も需要の高まりに応じて業容を拡大し、90年1月に産業廃棄物収集運搬業許可を、92年12月に産業廃棄物中間処理業許可を取得した。また、94年10月には、産業廃棄物最終処分場を設置して最終処分業許可を取得し、産業廃棄物処理の一連の業務を自社で一貫して扱えるまで事業領域を広げていった。

#### ◆ 沿革3～リサイクルへのシフト

90年代に入ってバブルが崩壊して不況が長期化するにつれて、鉄スクラップ価格は大きく下落した。鉄スクラップの市況は98年に底を打つまで低下し続け、業界全体として、鉄スクラップ処理の業務だけでは採算が合いにくくなっていった。

また、98年に特定家庭用機器再商品化法（家電リサイクル法）が制定されるなど、世の中全体でリサイクルに注力していく流れもあった。そのため、同社は、採算が合いにくくなった鉄スクラップに依存する状況から脱し、いち早くリサイクル需要に対応できる体制へのシフトを進めていった。その一環として、「適切に処理が行われていること」を外部の第三者に証明してもらう重要性を認識して、業界に先駆けて99年12月に本社及び最終処分場にてISO14001の認証を取得した。なお、現代表取締役社長の高橋克実氏が同社に入社したのが、ISO14001の認証取得の前年の98年6月である。

#### ◆ 沿革4 ～ 環境事業の立ち上げ

ここまで同社は本社工場でスクラップ処理と産業廃棄物処理の両方の作業を行ってきたが、02年10月にはスクラップ専門工場として龍野工場を開設し、スクラップの作業を龍野工場に、産業廃棄物処理の作業を本社工場にそれぞれ集約した。このことはリサイクルをベースとした産業廃棄物処理に注力していくことを意味し、これを機に現在の環境事業が本格的に立ち上がったと言える。

質と量の両面で事業を強化していった結果、03年8月には新日本製鐵（現日本製鐵、5401 東証一部）広畑製鉄所より直納業者指定を、06年11月に一般社団法人日本マリン事業協会のFRP船リサイクルシステム処理業者指定を受けるなど顧客からの評価も高まった。

この間の03年10月に商号を現在のイボキンへ変更した。また、07年10月には高橋克実氏が代表取締役社長に就任し、世代交代が進んだ。

#### ◆ 沿革5 ～ 小型家電リサイクルへの対応

13年6月に経済産業省及び環境省より、小型家電リサイクル法に基づく再資源事業者の認定を受けた。これにより、建物内部にある産業廃棄物はすべて取り扱うことができるようになり、総合化がさらに進展した。

#### ◆ 沿革6 ～ 7社包括業務提携と解体事業の成長余地の拡大

同社が初期の頃から船舶の解体を行っていたことや、高橋克実氏が解体への関心が強いこともあり、建築物の解体業を開始した。しかし、解体後の廃棄物を自社工場まで運搬する許可の関係上、関西を中心とした地元密着の案件しかできない状況にあった。

そこで15年6月に、前述の7社包括業務提携を締結した。同社以外の6社は解体事業を有していないため、同社としては全国の解体案件

を行い、排出された産業廃棄物は提携先に持ち込んで処理をするという協業が可能となった。これにより、解体案件を獲得できる余地が大きく広がり、解体事業を成長の柱にするという戦略の礎が築かれた。

なお、7社のうちのリバーホールディングスとは、19年9月に資本業務提携を締結した。

#### ◆ 沿革 7 ～ グループ体制の強化と上場

16年1月に同社の持株会社であった日之出開発を吸収合併した。また、17年4月には、解体事業での協力会社の1社であった国徳工業（大阪府堺市）の全株式を取得して100%子会社化した。こうして体制を強化していき、18年8月に東京証券取引所 JASDAQ（スタンダード）への上場を果たし、現在に至っている。

#### ◆ 企業理念

同社は、「持続可能な社会の創造」をミッションとしている。「持続可能な未来は私たち資源循環産業から」という考えのもと、創業以来一貫して資源リサイクルに取り組んできている。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と20/13期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表12の通りである。

20年6月末時点で、代表取締役社長の高橋克実氏の資産管理会社であるHS興産が筆頭株主で37.75%を保有している。第2位は高橋克実氏本人で8.26%の保有があり、両者合計で46.01%の保有となっている。

その後は、第3位に高橋克実氏の父で前代表取締役社長の高橋勇史氏の4.72%、第6位に常務取締役である山崎喜博氏の1.18%、第7位に高橋克実氏の親族である高橋守氏の1.06%と、親族または役員による保有が続く。また、第4位にはイボキン従業員持株会の3.17%の保有も見られる。

なお、上場前には、エンビブロ・ホールディングス、リバーホールディングス、やまたけ、マテック、青南商事、中特ホールディングスという7社包括業務提携の提携先が大株主10位に入っていた。

【 図表 12 】 大株主の状況

| 株主(敬称略)                  | 上場前        |         |    | 20年6月末時点   |         |    | 備考                                  |
|--------------------------|------------|---------|----|------------|---------|----|-------------------------------------|
|                          | 株数<br>(千株) | 割合      | 順位 | 株数<br>(千株) | 割合      | 順位 |                                     |
| HS興産株式会社                 | 640        | 56.34%  | 1  | 640        | 37.75%  | 1  | 代表取締役社長の資産管理会社                      |
| 高橋 克実                    | 220        | 19.37%  | 2  | 140        | 8.26%   | 2  | 代表取締役社長<br>上場時に80,000株売り出し          |
| 高橋 勇史                    | 140        | 12.32%  | 3  | 80         | 4.72%   | 3  | 代表取締役社長の二親等以内の血族<br>上場時に60,000株売り出し |
| イボキン従業員持株会               | 64         | 5.63%   | 4  | 53         | 3.17%   | 4  |                                     |
| 楽天証券株式会社                 | 0          | 0.00%   | -  | 43         | 2.54%   | 5  |                                     |
| 山崎 喜博                    | 20         | 1.76%   | 5  | 20         | 1.18%   | 6  | 常務取締役                               |
| 高橋 守                     | 18         | 1.58%   | 6  | 18         | 1.06%   | 7  | 取締役                                 |
| 川島 敏邦                    | 0          | 0.00%   | -  | 15         | 0.94%   | 8  |                                     |
| 株式会社SBI証券                | 0          | 0.00%   | -  | 15         | 0.92%   | 9  |                                     |
| 宮武 和寛                    | 0          | 0.00%   | -  | 15         | 0.88%   | 10 |                                     |
| 高見 武志                    | 14         | 1.23%   | 7  | -          | -       | -  | 元取締役                                |
| 株式会社エンビロ・ホールディングス        | 6          | 0.53%   | 8  | -          | -       | -  |                                     |
| リバーホールディングス株式会社          | 6          | 0.53%   | 8  | -          | -       | -  |                                     |
| 株式会社やまたけ                 | 2          | 0.18%   | 10 | -          | -       | -  |                                     |
| 株式会社マテック                 | 2          | 0.18%   | 10 | -          | -       | -  |                                     |
| 株式会社青南商事                 | 2          | 0.18%   | 10 | -          | -       | -  |                                     |
| 株式会社中特ホールディングス           | 2          | 0.18%   | 10 | -          | -       | -  |                                     |
| (大株主上位10名)               | 1,136      | 100.00% | -  | 1,041      | 61.42%  | -  |                                     |
| (新株予約権による潜在株式数)          | 0          | 0.00%   | -  | 0          | 0.00%   | -  |                                     |
| 発行済株式総数(自己株式数含まず)        | 1,136      | 100.00% | -  | 1,695      | 100.00% | -  |                                     |
| 発行済株式総数(自己株式数含む)         | 1,620      | -       | -  | 1,713      | -       | -  |                                     |
| 参考: 自己株式数                | 484        | 29.88%  | -  | 18         | 1.06%   | -  | 18年8月2日の上場時に484,000株を処分             |
| *割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合 |            |         |    |            |         |    |                                     |

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) イボキン有価証券届出書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成



## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は、13/12 期以降の数値が開示されている。売上高は 19/12 期までの直近 6 期の平均成長率は 14.5%だったが、15/12 期と 16/12 期は 2 期連続の減収となった。金属スクラップの市況が低下したことが減収の主な要因である。

金属スクラップの市況低下と連動して同社の仕入価格も低下するためにマージンは確保され、15/12 期は減収ながらも経常利益は増益を確保した。一方、16/12 期が大幅減益となったのは、市況の低下による減収で固定費負担が大きくなったことに加え、最終処分場等の減価償却費を過去に遡って計上したためである。その結果、売上高経常利益率は 2.2%まで低下することとなった。

その後 16/12 期第 4 四半期から 18/12 期第 3 四半期まで、金属スクラップの市況の回復に伴い増収基調を取り戻すとともに、売上高経常利益率も 18/12 期の 4.9%まで上昇していった。

#### ◆ 19 年 12 月期は減収増益で、当期純利益以外は会社計画未達

19/12 期は、売上高が 6,250 百万円（前期比 3.3%減）、営業利益が 304 百万円（同 8.6%増）、経常利益が 350 百万円（同 10.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 281 百万円（同 26.1%増）となった。

期初会社計画に対する達成率は、売上高は 96.4%、営業利益は 75.3%、経常利益は 86.2%、親会社株主に帰属する当期純利益は 102.4%であった。

解体事業は前期比 26.3%増収、同 5.0%減益となった 19/12 期は大型案件 15 件を含む 209 件の解体工事を施工した。件数こそ同 17.1%減となったが、第 1 四半期と第 4 四半期に大型案件が完工して大幅な増収となった。一方、売上高セグメント利益率は第 1 四半期こそ高かったが、第 2 四半期以降は低水準に留まり、年間を通しては同 2.5%ポイント低下の 7.7%となった。

環境事業は前期比 0.9%増収、同 165.4%増益となった。廃棄物処理受託数量は同 2.5%減、再生資源販売数量は同 1.3%増となった。大型シュレッダーの設備更新や販路拡大によりリサイクル率が上昇したことに加え、減価償却方法が変更（一部を除いて定率法だったものが 19/12 期より定額法に変更）されたことも増益に貢献した。

金属事業は前期比 16.6%減収、同 40.3%減益となった。スクラップの取扱高は同 7.3%減となったことに加え、海外市況の下落を受けた国

内の鉄スクラップ価格の下落が響いた。関西地域の鉄スクラップ価格は、19年6月から11月にかけて前年同月比20%台～30%台後半の下落を示していた。

これらの結果、19/12期の売上高営業利益率は4.9%となり、前期比0.6%ポイントの改善となった(期初計画比では1.3%ポイント下回った)。

#### ◆ 上場時の公募増資とその後の利益成長で自己資本は増強

18年8月の上場時に自社株式の売却を行った結果、17/12期末に38.7%であった同社の自己資本比率は、18/12期末54.7%、19/12期62.1%と上昇し、自己資本は増強されている。

### > 他社との比較

#### ◆ 産業廃棄物処理を事業として行う企業と比較

産業廃棄物処理を事業として行う上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、「競合」の項でも挙げた協業先でもあるリバーホールディングスとエンビプロ・ホールディングスのほか、関東地方を地盤とするタケエイ、東海地方を地盤とするミダックとした(図表13)。

事業規模、解体工事や最終処理のプロセスの有無といった事業領域等の違いがあるため、単純比較は難しいが、安全性指標の自己資本比率は明確に同社に優位性がある。また成長性についても、3期前の単体の数値との比較となっているために参考値と考えるべきリバーホールディングスを除くと、高い水準にある。

収益性は、同社も低くはないが、最終処分に対する案件が好調なミダックには及ばない。一方、金属事業の業績が市況の影響を大きく受けることと、解体事業での大型案件の多寡も変動要因となりうることから、収益性については変動の大きさに留意しておきたい。

【 図表 13 】 財務指標比較：産業廃棄物処理を事業とする企業

| 項目  | 銘柄           | コード<br>直近決算期 | イボキン   | リバーホールディングス |      | エンビプロ・<br>ホールディングス | タケエイ   | ミダック   |
|-----|--------------|--------------|--------|-------------|------|--------------------|--------|--------|
|     |              |              | 5699   | 5690        |      | 5698               | 2151   | 6564   |
|     |              |              | 19/12期 | 20/6期       | (参考) | 20/6期              | 20/3期  | 20/3期  |
| 規模  | 売上高          | 百万円          | 6,250  | 28,375      | —    | 33,879             | 37,713 | 5,213  |
|     | 経常利益         | 百万円          | 350    | 1,281       | —    | 934                | 3,025  | 1,446  |
|     | 総資産          | 百万円          | 4,599  | 28,244      | —    | 25,913             | 80,257 | 11,919 |
| 収益性 | 自己資本利益率      | %            | 10.3   | 7.7         | 7.5  | 5.3                | 6.6    | 24.0   |
|     | 総資産経常利益率     | %            | 7.5    | 4.6         | 4.5  | 2.3                | 4.0    | 13.7   |
|     | 売上高営業利益率     | %            | 4.9    | 3.5         | —    | 2.3                | 8.7    | 28.7   |
| 成長性 | 売上高（3年平均成長率） | %            | 14.7   | 217.5       | —    | 5.2                | 10.5   | 10.8   |
|     | 経常利益（同上）     | %            | 56.6   | —           | —    | -2.2               | 10.0   | 34.8   |
|     | 総資産（同上）      | %            | 21.1   | 34.0        | —    | 13.2               | 9.4    | 15.3   |
| 安全性 | 自己資本比率       | %            | 62.1   | 57.4        | —    | 45.0               | 34.1   | 36.8   |
|     | 流動比率         | %            | 204.7  | 102.4       | —    | 220.4              | 138.7  | 99.1   |
|     | 固定長期適合率      | %            | 69.6   | 98.7        | —    | 52.0               | 91.9   | 100.6  |

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出（前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）  
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出  
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本+固定負債）  
 リバーホールディングスは18/6期より連結決算のため3期前は単体の数値  
 リバーホールディングスの3期前は経常赤字  
 リバーホールディングスは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値でなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記する

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成



### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、リサイクル事業に関する知見の蓄積にある  
同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 14 に示した。

同社の知的資本の源泉は、表立っては目立たないが、組織資本の知的財産またはノウハウに属する「創業来のリサイクル事業に関する知見の蓄積」にある。同社は産業廃棄物処理に本格的に参入するにあたって、リサイクルの質を重視した。それまでの知見の蓄積から、質を重視する方針にいち早く舵を切ることができたものと考えられる。

リサイクルの質の重要性に気づいた同社は、業界に先駆けて ISO14001 の認証を取得した。質を向上することは、従業員の意識変革を伴う時間を要する作業でもあるため、見えにくい参入障壁とも言える。質の面での先行優位性を明確にしたことが、その後の成長につながっていったと考えられる。なお、現代表取締役社長が入社したのも、認証取得の 1 年前であり、リサイクルの質の重視は現在の経営にも引き継がれ定着している。

産業廃棄物処理の事業は装置産業であるため、一定以上の処理量を確保しないと収益性が向上しない。同社はリサイクルの質における先行優位性を活かし、関係資本の顧客に属する「顧客の蓄積」と、組織資本の「プロセス」に属する各事業の体制強化を続けて事業を拡大するとともに、更なる知見の蓄積につなげていった。

【 図表 14 】 知的資本の分析

| 項目   |              | 分析結果                  | KPI                           |                                                                                  |
|------|--------------|-----------------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
|      |              |                       | 項目                            | 数値                                                                               |
| 関係資本 | 顧客           | 顧客の蓄積                 | ・クライアント数(3事業合計)               | 約1,000社                                                                          |
|      |              |                       | ・再生資源の販売先(環境事業、金属事業)          | 開示なし                                                                             |
|      |              |                       | ・環境事業の受託元                     | 開示なし                                                                             |
|      |              | ・解体事業の案件実績            | ・売上構成比10%を超える顧客               | ナベシヨー(売上構成比20.8%)                                                                |
|      |              |                       | ・解体事業の解体工事件数                  | 19/12期209件 20/12期3Q累計期間153件                                                      |
|      | ブランド         | ・公的なお墨付き              | ・解体事業の受注金額                    | 1,395百万円(19/12期)                                                                 |
|      |              |                       | ・優良産廃処理業者としての認定               | 兵庫県より以下に対して認定(11年12月)<br>「産業廃棄物収集運搬業」<br>「特別管理産業廃棄物収集運搬業」<br>「産業廃棄物処理業許可証」       |
|      |              |                       | ・顧客からの評価                      | 日本製鐵広畑製鉄所より直納業者指定(03年8月)<br>一般社団法人日本マリン事業協会より<br>FRP船リサイクルシステム処理業者指定<br>(06年11月) |
|      |              | ・協力会社(業務委託先)          | ・業者指定                         |                                                                                  |
|      | ネットワーク       | ・同業他社との包括業務提携         | ・解体事業における協力会社                 | 社数の開示なし                                                                          |
|      |              |                       | ・業務提携先                        | リバーホールディングス<br>エンビプロ・ホールディングス やまたけ<br>中特ホールディングス マテック 青南商事                       |
| 組織資本 | プロセス         | ・解体事業における解体工事の施工      | ・解体工事件数                       | 19/12期209件 20/12期3Q累計期間153件                                                      |
|      |              |                       | ・解体工事のうち大型工事の件数               | 19/12期15件 20/12期3Q累計期間5件                                                         |
|      |              |                       | ・解体事業の従業員数                    | 連結41名 単体16名(19/12期末)                                                             |
|      |              |                       | ・解体事業の拠点                      | 本社工場 国徳工業(子会社)                                                                   |
|      |              | ・環境事業におけるリサイクル処理      | ・環境事業の従業員数                    | 連結、単体とも43名(19/12期末)                                                              |
|      |              |                       | ・廃棄物処理受託数量                    | 19/12期28,789トン<br>20/12期3Q累計期間17,827トン                                           |
|      |              |                       | ・再生資源販売数量                     | 19/12期16,474トン<br>20/12期3Q累計期間9,795トン                                            |
|      |              | ・金属事業におけるリサイクル処理      | ・金属事業の従業員数                    | 連結、単体とも27名(19/12期末)                                                              |
|      |              |                       | ・取扱高                          | 19/12期61,074トン<br>20/12期3Q累計期間44,317トン                                           |
|      |              | ・リサイクル処理を行う施設         | ・車の解体台数                       | 2,104台(19/12期)                                                                   |
|      | 知的財産<br>ノウハウ | ・創業来のリサイクル事業に関する知見の蓄積 | ・環境事業の施設                      | 本社工場 阪神事業所 最終処分場                                                                 |
|      |              |                       | ・金属事業の施設                      | 龍野工場                                                                             |
|      |              |                       | ・ISO14001の認証                  | 99年12月に取得                                                                        |
|      |              |                       | ・「会社憲法」の存在                    | 特になし                                                                             |
|      |              |                       | ・優良産廃処理業者としての認定               | 兵庫県より11年12月に認定                                                                   |
| 人的資本 | 経営陣          | ・現代取締役社長の存在           | ・創業からの年数                      | 1973年の先代の個人事業創業から47年経過<br>先々代の1949年開始の事業を含めると71年経過                               |
|      |              |                       | ・法人化してからの年数                   | 1984年8月の法人化から36年経過                                                               |
|      |              | ・インセンティブ              | ・ISO14001の認証取得からの年数           | 99年12月取得から21年経過                                                                  |
|      |              |                       | ・入社からの年数                      | 1998年6月の入社から22年経過(20年12月時点)                                                      |
|      |              |                       | ・代表取締役社長就任からの年数               | 07年10月の就任から13年経過(20年12月時点)                                                       |
|      | 従業員          | ・企業風土                 | ・代表取締役社長による保有                 | 140千株(8.26%)<br>資産管理会社の持分640千株を含めると<br>780千株(46.01%)                             |
|      |              |                       | ・代表取締役社長以外の<br>創業家メンバーの持株数    | 98千株(5.78%)                                                                      |
|      |              |                       | ・代表取締役以外の<br>取締役の持株数(監査役は除く)  | 52千株(3.03%)(19/12期末)                                                             |
|      |              |                       | ・役員報酬総額(取締役)<br>*社外取締役、監査役は除く | 92百万円(4名)(19/12期)                                                                |
|      |              |                       | ・従業員数                         | 連結146名 単体121名(19/12期末)                                                           |
|      |              | ・インセンティブ              | ・平均年齢                         | 39.7歳(単体)(19/12期末)                                                               |
|      |              |                       | ・平均勤続年数                       | 6.0年(単体)(19/12期末)                                                                |
|      |              |                       | ・従業員持株会                       | あり 3.17%の保有                                                                      |
|      |              |                       | ・ストックオプション                    | なし                                                                               |
|      |              |                       |                               |                                                                                  |

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は20/12期第2四半期累計期間、または20/12期第2四半期末のものとする  
(出所) イボキン有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料、アニュアルレポート、会社ヒアリングより  
証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### 注2) SDGs

Sustainable Development Goalsの略で、「持続可能な開発目標」のことを指す。

15年9月の国連サミットで採択され、16～30年の15年間で国連加盟国が解決すべき社会的課題として掲げられ、17の目標と169のターゲット(具体目標)で構成されている。

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、「当社は、資源の少ない我が国に於いて、再生資源製造業者として最先端の技術力、ノウハウ、安全性を追求し、持続可能な資源の有効活用を通じて社会に貢献する」「当社は、日本の美しい自然環境を未来に残し、「もったいない」の心を社会に広げることを使命とする」という環境方針を一般に公開している。

そもそも同社の事業はリサイクル事業であり、循環社会形成による資源の有効活用を目指して展開されている事業そのものが環境対応と言えよう。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、顧客、社会、地域、従業員の4つの領域で、SDGs<sup>注2</sup>の目標達成に貢献することを標榜し、事業に直接的に関係するもの、間接的に関係するものを含め、目標達成に向けた活動を行っている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名の取締役で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の永津洋之氏は、センチュリー監査法人(現 EY 新日本有限責任監査法人)で経験を積んできた公認会計士で、永津公認会計士事務所の代表である。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成される。常勤監査役1名及び非常勤監査役1名が社外監査役である。

常勤監査役で社外監査役の戸塚いづみ氏は、石川島播磨重工業(現 IHI、7013 東証一部)で長くキャリアを積んできた。同社のISO14001取得時のアドバイザーを務めた実績を有する。

非常勤監査役で社外監査役の朝生一夫氏は、川崎製鉄(現 JFE スチール)で長くキャリアを積み、川鉄ロックファイバー(現 JFE ロックファイバー)の代表取締役社長、相談役を長く務めた。

非常勤監査役の富高重則氏は、同社の営業部長を経て取締役を長く務めた。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 解体事業における受注対応力の強化

同社は解体事業を成長事業として位置づけており、同社全体の成長のためには解体事業の成長が欠かせない。同社は元請として解体工事を受注することができるが、大型工事1件の元請受注に対して、1名の監理技術者を常駐させることが建設業法で定められており、大型案件の受注を増やすためには、監理技術者を増やすことが求められる。

また、受注を増やすためには、難易度の高い解体工事の受注にも挑む必要がある。化学プラントや高層ビル等の難易度の高い解体工事案件は、そうした案件の実績を有する国徳工業を通じて受注の増加を図っていく。

#### ◆ 解体事業の全国展開

法規制や経済合理性の理由から、地域密着で展開する企業が点在している産業廃棄物処理業界では、1社に一括委託したいという、全国規模で広域展開している大手顧客企業の潜在需要に応えにくいという問題点がある。同社は、その潜在需要に機会を見出しており、異なる地域で展開する7社包括業務提携を活かし、解体事業の全国展開を推し進めていくとしている。

#### ◆ 環境事業における処理量と販売量の増加

環境事業の拡大及び収益性改善のためには、処理量と販売量を増やすことが求められる。処理量を増やすには、新規顧客を開拓することと、受け入れられる廃棄物の種類を増やすことが、販売量を増やすには、処理量を増やすことに加え、廃棄物から得られる有価物の割合を示すリサイクル率を上げることが必要となる。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 総合リサイクル企業としての競争力強化を中心とした成長戦略

同社は総合リサイクル企業としての競争力強化を成長戦略の中心に据えている。そのために、以下の3点について重点的に取り組み、収益性の向上と社会的課題の解決への貢献を進めていくとしている。

- (1) 解体工事の営業体制の強化
- (2) ビジネスモデルの進化
- (3) 信頼性の更なる向上のための体制強化

解体工事の営業体制の強化は、解体事業の拡大だけでなく、同社の環境事業や金属事業の集荷量や処理量の増加にも通じるものであり、解体工事の受注の増加が同社の成長には欠かせない。そのため、従来のターゲットに加えて、製鉄所や発電所等の解体工事の受注に注力して

いく方針であり、処理能力面では重量物撤去部門を拡充していく。また、20年10月には福島支店を開設し、継続する復興需要に対応していくとしている。

ビジネスモデルの進化について、従来埋め立て処理をせざるを得なかった廃棄物を有価物にすべく、処理精度を高める等のリサイクル技術の向上を進めていく。また、金属事業に関しては、金属類の出荷先を海外にも広げることを検討しており、取扱量の増加による収益性の向上を図っていくとしている。

信頼性の確立については、解体事業における大型解体工事への対応力の向上を目指し、1級監理技術者の増員を図っていく。また、環境事業において、IT機器の処理量の増加を受け、処理の受託をしたIT機器からの情報漏洩を防ぐために情報セキュリティマネジメントシステム(ISO27001)の取得を目指す方針である。

## 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）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 SWOT 分析

|                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 強み<br>(Strength)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・産業廃棄物処理をワンストップサービスとして提供できる体制                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 解体事業を有する体制（子会社の国徳工業の存在を含む）</li> <li>- 環境事業、金属事業におけるリサイクルに関する施設・設備</li> </ul> </li> <li>・リサイクルの質へのこだわり                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- コンプライアンス体制</li> <li>- 産業廃棄物処分業と収集運搬許可における優良認定の取得</li> <li>- 全事業所でのISO14001の認証取得</li> </ul> </li> <li>・顧客企業からの評価                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 業者指定を受けた実績</li> </ul> </li> <li>・7社包括業務提携によるリサイクルネットワークへの参画</li> <li>・財務面での安全性の高さ</li> <li>・先代による創業以来47年間リサイクルの事業に携わってきた実績</li> </ul> |
| 弱み<br>(Weakness)    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・廃棄物処理の業界というネガティブに捉えられがちなイメージ</li> <li>・廃棄物処理・リサイクルの市場規模が今後拡大しづらい状況</li> <li>・金属事業において市況の変動による影響を大きく受ける状況</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 機会<br>(Opportunity) | <ul style="list-style-type: none"> <li>・解体事業における解体工事の需要拡大</li> <li>・廃棄物処理に関する顧客企業のコンプライアンス意識の高まり                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 質を重視した産業廃棄物処理委託先の選別</li> </ul> </li> <li>・7社包括業務提携の更なる活用</li> <li>・自社施設の新設または更新による能力増強</li> <li>・新たなリサイクル技術の普及やリサイクル対象品目の増加の可能性</li> <li>・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 脅威<br>(Threat)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・金属事業、環境事業における資源価格、処理費用の急激な変動</li> <li>・法規制の変更の可能性（産業廃棄物業者の許可、環境規制、リサイクル関連規制等）</li> <li>・中国の政策変更によって影響を受ける可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 過去、廃プラスチックの輸入全面禁止の前例あり</li> </ul> </li> <li>・人材の確保が思うように進まない可能性                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特に解体事業の人材</li> </ul> </li> <li>・自社施設での事故発生の可能性 兵庫県たつの市での大規模災害の可能性</li> <li>・新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による先行きの不透明さ</li> </ul>                                                                                                                                                       |

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 解体事業という成長事業があることを評価

既述の通り、環境省の見通しでは、国内の産業廃棄物処理またはリサイクル市場は今後大きな拡大は期待できないとされており、また、都道府県ごとの許認可を必要とする関係上、他社を買収しない限りは展開エリアを広げることが難しい業界である。



そうした状況の中で解体事業という成長事業を有していることは、今後の経営戦略上、大変重要である。これも、同社が、産業廃棄物処理の一連の流れをカバーしてワンストップサービスとして提供できる体制を構築していた賜物であろう。

16年6月1日施行の建築業法の改正で、建設業の許可業種区分に「解体工事業」が新設されるなど、建設業界においても解体工事の重要性についての認識は高まっている。それは、環境規制やコンプライアンス意識の高まり等により、解体工事業者に要求されることは多くなっていることの裏返しであるとも言える。解体工事の難易度は次第に上がっていく中で、同社のように元請として工事を受注できる解体工事業者については、今後、徐々に集約されていくことが予想される。

解体工事分野での需要の拡大と工事業者の選別が見込まれる中で、質を維持しながら施工件数を増やせるかが、今後の焦点となろう。

#### ◆ 解体事業の成長のボトルネックである人材の確保の状況に留意

解体事業の成長のボトルネックは人材である。大型の元請受注の解体工事では国家資格を持つ監理技術者を現場に常駐することが法的に求められている。19/12期末時点で同社には8名の監理技術者が在籍しており、同時並行で進められる大型案件は最大8件ということになる。大型案件の受注を増やすためには、監理技術者の有資格者の人数を増やすことが必要だが、その増加ペースが大型案件の増加ペースを決定すると言えよう。

## > 今後の業績見通し

#### ◆ 20年12月期会社計画

20/12期の会社計画は、売上高 6,246 百万円（前期比 0.1%減）、営業利益 404 百万円（同 32.8%増）、経常利益 408 百万円（同 16.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 268 百万円（同 4.5%減）である（図表 16）。第3四半期決算公表時点で、期初計画は据え置かれている。

事業別売上高は、解体事業が前期比 15.3%増、環境事業が同 7.4%増、金属事業が同 12.9%減を計画している。解体事業は件数の増加、環境事業は受託数量の増加をそれぞれ見込む一方、金属事業では市況の低下を想定していた。ただし、これらは新型コロナウイルス禍が本格化する前の想定であるため、参考に留めておきたい。

費用面での詳細の開示はないが、利益率の低い金属事業の売上構成比の低下や費用増加の抑制により、売上高営業利益率は前期比 1.6%ポイント改善の 6.5%を計画している。



なお、経常利益までは増益としているものの、親会社株主に帰属する当期純利益が減益となっているのは、前期にあった法人税調整額のマイナスを 20/12 期では想定していなかったためだと考えられる。

20/12 期の 1 株当たり配当金は、19/12 期と同額の 30 円を計画している。

【 図表 16 】 イボキンの 20 年 12 月期の業績計画

(単位:百万円)

|                 | 17/12期 | 18/12期 | 19/12期 | 20/12期 |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 実績     | 実績     | 実績     | 会社計画   | 前期比    |
| 売上高 (外部顧客への売上高) | 5,699  | 6,465  | 6,250  | 6,246  | -0.1%  |
| 解体事業            | 977    | 1,380  | 1,743  | 2,009  | 15.3%  |
| 売上構成比           | 17.2%  | 21.4%  | 27.9%  | 32.2%  | -      |
| 環境事業            | 1,321  | 1,520  | 1,534  | 1,647  | 7.4%   |
| 売上構成比           | 23.2%  | 23.5%  | 24.5%  | 26.4%  | -      |
| 金属事業            | 3,401  | 3,564  | 2,972  | 2,589  | -12.9% |
| 売上構成比           | 59.7%  | 55.1%  | 47.6%  | 41.4%  | -      |
| 売上総利益           | 910    | 1,009  | 1,137  | -      | -      |
| 売上総利益率          | 16.0%  | 15.6%  | 18.2%  | -      | -      |
| 営業利益            | 266    | 280    | 304    | 404    | 32.8%  |
| 売上高営業利益率        | 4.7%   | 4.3%   | 4.9%   | 6.5%   | -      |
| 解体事業            | 108    | 140    | 133    | -      | -      |
| セグメント利益率        | 11.1%  | 10.2%  | 7.7%   | -      | -      |
| 環境事業            | 25     | 42     | 113    | -      | -      |
| セグメント利益率        | 2.0%   | 2.8%   | 7.4%   | -      | -      |
| 金属事業            | 131    | 97     | 58     | -      | -      |
| セグメント利益率        | 3.9%   | 2.7%   | 2.0%   | -      | -      |
| 経常利益            | 277    | 317    | 350    | 408    | 16.3%  |
| 売上高経常利益率        | 4.9%   | 4.9%   | 5.6%   | 6.5%   | -      |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 200    | 223    | 281    | 268    | -4.5%  |
| 売上高当期純利益率       | 3.5%   | 3.5%   | 4.5%   | 4.3%   | -      |

(出所) イボキン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

### ◆ 20 年 12 月期第 3 四半期決算

20/12 期第 3 四半期累計期間は、売上高 3,860 百万円 (前年同期比 14.2% 減)、営業利益 214 百万円 (同 14.7%減)、経常利益 292 百万円 (同 8.8%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益 212 百万円 (同 18.6% 増)であった。通期計画に対する進捗率は、売上高が 61.8%、営業利益が 53.0%、経常利益が 71.6%、親会社株主に帰属する四半期純利益が 79.1%である。

解体事業は前年同期比 13.1%減収、同 56.1%増益となった。解体工事の施工件数は 153 件で、前年同期の 157 件と比べて微減だが、前年同

期に大型案件が多かったことが影響し、1件当たり売上高は同10.8%減となった。

環境事業は前年同期比10.0%減収、同95.6%減益となった。取扱高は、廃棄物処理受託数量が同18.2%減、再生資源販売数量が同22.7%減となり、量の減少が大きく影響した。これには、一部生産ラインが増強工事のため約2カ月間休止した影響も含まれている。

金属事業は前年同期比16.6%減収、同43.6%減益となった。スクラップの取扱高は同2.2%減となったことに加え、第2四半期まで続いた資源価格の下落が響いた。

解体事業の増益でも環境事業と金属事業の大幅減益分はカバーしきれなかったが、全体の売上高営業利益率は5.5%と前年同期比0.1%ポイントの低下に留まった。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 20年12月期

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の20/12期業績について、第3四半期までの状況も踏まえつつ、売上高5,540百万円(前期比11.4%減)、営業利益291百万円(同4.5%減)、経常利益368百万円(同5.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益261百万円(同7.1%減)とした。売上高と営業利益は、会社計画を大幅に下回るものの、親会社株主に帰属する当期純利益は会社計画に近似する予想となった(図表17)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 解体事業の売上高は、解体工事の施工件数と施工件数1件当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した。20/12期の施工件数は215件(第3四半期累計期間は153件)、1件当たり売上高は6,900千円(同6,045千円)とし、同事業は前期比14.9%の減収になると予想した。
- (2) 環境事業の売上高は、産業廃棄物受託数量と受託数量1トン当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した(再生資源販売による売上高は受託数量1トン当たり売上高の計算に含まれるようにしている)。20/12期の受託数量は24,327トン(第3四半期累計期間は17,827トン)、1トン当たり売上高は58,250円(同58,020円)とし、同事業は前期比7.6%の減収になると予想した。

- (3) 金属事業の売上高は、取扱高と取扱高1トン当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した。20/12期の取扱高は60,000トン(第3四半期累計期間は44,317トン)、1トン当たり売上高は44,000円(同42,892円)とし、同事業は前期比11.2%の減収になると予想した。
- (4) 売上総利益率は、前期比1.8ポイント改善の20.0%(第3四半期累計期間は21.2%)とした。また、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同1.9%減としたものの、減収により売上高販管費率は同1.4%ポイント上昇の14.7%とした。その結果、20/12期の売上高営業利益率は同0.4%ポイント改善の5.3%になるものと予想した(会社計画では6.5%、第3四半期累計期間実績では5.5%)。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 21年12月期

21/12期は、売上高6,049百万円(前期比9.2%増)、営業利益384百万円(同32.1%増)、経常利益458百万円(同24.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益298百万円(同14.0%増)と予想した。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 解体事業では、21/12期の施工件数は250件(前期は225件)、1件当たり売上高は7,500千円(同6,900千円)とし、同事業は前期比26.4%の増収になると予想した。20/12期に新型コロナウイルス禍の影響で商談が長期化した状況が正常な状態に戻っていくと想定するとともに、成長事業という位置づけのもとでの営業強化により、件数の増加と工事の大型化が進むものとした。
- (2) 環境事業では、21/12期の受託数量は26,000トン(前期は24,327トン)、1トン当たり売上高は59,000円(同58,250円)とし、同事業は前期比8.3%の増収になると予想した。20/12期に一部生産ラインが休止したが、その影響がなくなること受託数量は増加し、また、リサイクル率の上昇を見込んで1トン当たり売上高も上昇するものとした。
- (3) 金属事業では、21/12期の取扱高は60,000トン(前期と同じ)、1トン当たり売上高は44,000円(前期と同じ)とし、同事業は前期と同額と予想した。需給状況は予想が難しいため、量と価格とも20/12期並みとした。
- (4) 売上総利益率は、前期比1.0ポイント改善の21.0%とした。

また、人員増等を想定して販管費は同 8.4%増としたものの、増収により売上高販管費率は同 0.1%ポイント低下の 14.6%とした。その結果、21/12 期の売上高営業利益率は同 1.1%ポイント改善の 6.4%になるものと予想した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 22 年 12 月期以降

22/12 期以降について、22/12 期は前期比 6.2%、23/12 期は同 6.3%の増収と予想した。主に解体事業の増収が牽引していき、環境事業は微増収、金属事業は売上高横ばいとした。売上総利益率は年 0.5%ポイントずつ上昇し、売上高販管費率は 14.7%の水準で推移するのとした結果、売上高営業利益率は 23/12 期の 7.3%まで徐々に上昇していくものと予想した。

【 図表 17 】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)

|                 | 17/12期連 | 18/12期連 | 19/12期連 | 20/12期連 | 20/12期連E | 21/12期連E | 22/12期連E | 23/12期連E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
|                 | CE      |         |         |         |          |          |          |          |
| 損益計算書           |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 売上高             | 5,699   | 6,465   | 6,250   | 6,246   | 5,540    | 6,049    | 6,427    | 6,835    |
| 前期比             | 37.6%   | 13.4%   | -3.3%   | -0.1%   | -11.4%   | 9.2%     | 6.2%     | 6.3%     |
| 事業別             |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 解体事業            | 977     | 1,380   | 1,743   | 2,009   | 1,483    | 1,875    | 2,240    | 2,635    |
| 前期比             | -       | 41.2%   | 26.3%   | 15.3%   | -14.9%   | 26.4%    | 19.5%    | 17.6%    |
| 構成比             | 17.2%   | 21.4%   | 27.9%   | 32.2%   | 26.8%    | 31.0%    | 34.9%    | 38.6%    |
| 環境事業            | 1,321   | 1,520   | 1,534   | 1,647   | 1,417    | 1,534    | 1,547    | 1,560    |
| 前期比             | -       | 15.1%   | 0.9%    | 7.4%    | -7.6%    | 8.3%     | 0.8%     | 0.8%     |
| 構成比             | 23.2%   | 23.5%   | 24.5%   | 26.4%   | 25.6%    | 25.4%    | 24.1%    | 22.8%    |
| 金属事業            | 1,321   | 1,520   | 1,534   | 1,647   | 1,417    | 1,534    | 1,547    | 1,560    |
| 前期比             | -       | 4.8%    | -16.6%  | -12.9%  | -11.2%   | 0.0%     | 0.0%     | 0.0%     |
| 構成比             | 59.7%   | 55.1%   | 47.6%   | 41.5%   | 47.6%    | 43.6%    | 41.1%    | 38.6%    |
| 売上総利益           | 910     | 1,009   | 1,134   | -       | 1,108    | 1,270    | 1,381    | 1,503    |
| 前期比             | -       | 10.9%   | 12.4%   | -       | -2.3%    | 14.6%    | 8.8%     | 8.8%     |
| 売上総利益率          | 16.0%   | 15.6%   | 18.2%   | -       | 20.0%    | 21.0%    | 21.5%    | 22.0%    |
| 販売費及び一般管理費      | 644     | 728     | 832     | -       | 816      | 885      | 944      | 1,003    |
| 売上高販管費率         | 11.3%   | 11.3%   | 13.3%   | -       | 14.7%    | 14.6%    | 14.7%    | 14.7%    |
| 営業利益            | 266     | 280     | 304     | 404     | 291      | 384      | 437      | 500      |
| 前期比             | -       | 5.5%    | 8.6%    | 32.5%   | -4.5%    | 32.1%    | 13.7%    | 14.4%    |
| 売上高営業利益率        | 4.7%    | 4.3%    | 4.9%    | 6.5%    | 5.3%     | 6.4%     | 6.8%     | 7.3%     |
| 事業別             |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 解体事業            | 108     | 140     | 133     | -       | 237      | 300      | 358      | 421      |
| 前期比             | -       | 29.7%   | -5.0%   | -       | 77.5%    | 26.4%    | 19.5%    | 17.6%    |
| 構成比             | 11.1%   | 10.2%   | 7.7%    | -       | 16.0%    | 16.0%    | 16.0%    | 16.0%    |
| 環境事業            | 25      | 42      | 113     | -       | 9        | 46       | 46       | 46       |
| 前期比             | -       | 64.9%   | 165.4%  | -       | -91.2%   | 363.9%   | 0.8%     | 0.8%     |
| 構成比             | 2.0%    | 2.8%    | 7.4%    | -       | 0.7%     | 3.0%     | 3.0%     | 3.0%     |
| 金属事業            | 131     | 97      | 58      | -       | 43       | 38       | 32       | 32       |
| 前期比             | -       | -26.2%  | -40.3%  | -       | -24.5%   | -12.0%   | -15.5%   | -1.2%    |
| 構成比             | 3.9%    | 2.7%    | 2.0%    | -       | 1.7%     | 1.5%     | 1.2%     | 1.2%     |
| 経常利益            | 277     | 317     | 350     | 408     | 368      | 458      | 511      | 574      |
| 前期比             | 204.0%  | 14.3%   | 10.6%   | 16.3%   | 5.0%     | 24.5%    | 11.5%    | 12.4%    |
| 売上高経常利益率        | 4.9%    | 4.9%    | 5.6%    | 6.5%    | 6.6%     | 7.6%     | 8.0%     | 8.4%     |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 200     | 223     | 281     | 268     | 261      | 298      | 332      | 373      |
| 前期比             | 336.9%  | 11.6%   | 26.1%   | -4.8%   | -7.1%    | 14.0%    | 11.5%    | 12.4%    |
| 売上高当期純利益率       | 3.5%    | 3.5%    | 4.5%    | 4.3%    | 4.7%     | 4.9%     | 5.2%     | 5.5%     |

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) イボキン有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 18 】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)

|                     | 17/12期連 | 18/12期連 | 19/12期連 | 20/12期連 | 20/12期連E | 21/12期連E | 22/12期連E | 23/12期連E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
|                     | CE      |         |         |         |          |          |          |          |
| 貸借対照表               |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 現金及び預金              | 708     | 1,772   | 1,226   | －       | 1,264    | 881      | 1,027    | 1,272    |
| 受取手形及び売掛金           | 521     | 518     | 509     | －       | 454      | 496      | 527      | 560      |
| 完成工事未収入金            | 73      | 131     | 174     | －       | 148      | 153      | 183      | 216      |
| たな卸資産               | 141     | 90      | 62      | －       | 55       | 60       | 64       | 68       |
| 未成工事支出金             | 132     | 203     | 70      | －       | 148      | 153      | 183      | 216      |
| その他                 | 44      | 147     | 72      | －       | 72       | 72       | 72       | 72       |
| 流動資産                | 1,621   | 2,864   | 2,117   | －       | 2,143    | 1,818    | 2,058    | 2,406    |
| 有形固定資産              | 1,616   | 1,640   | 1,891   | －       | 2,000    | 2,525    | 2,480    | 2,425    |
| 無形固定資産              | 23      | 21      | 16      | －       | 34       | 27       | 22       | 17       |
| 投資その他の資産            | 342     | 281     | 575     | －       | 442      | 442      | 442      | 442      |
| 固定資産                | 1,982   | 1,943   | 2,482   | －       | 2,477    | 2,995    | 2,944    | 2,885    |
| 資産合計                | 3,604   | 4,807   | 4,599   | －       | 4,621    | 4,813    | 5,003    | 5,291    |
| 買掛金                 | 273     | 286     | 201     | －       | 177      | 193      | 205      | 218      |
| 工事未払金               | 130     | 108     | 79      | －       | 68       | 86       | 103      | 121      |
| 未払金                 | 142     | 88      | 287     | －       | 110      | 120      | 128      | 136      |
| 未払法人税等              | 88      | 75      | 94      | －       | 91       | 104      | 116      | 130      |
| 短期借入金               | 50      | －       | －       | －       | 200      | 200      | 200      | 200      |
| 1年内償還予定の社債          | －       | 50      | －       | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 1年内返済予定の長期借入金       | 162     | 158     | 157     | －       | 153      | 129      | 67       | 20       |
| その他                 | 213     | 370     | 214     | －       | 211      | 208      | 218      | 211      |
| 流動負債                | 1,060   | 1,137   | 1,034   | －       | 1,012    | 1,042    | 1,039    | 1,039    |
| 社債                  | 50      | －       | －       | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 長期借入金               | 635     | 542     | 385     | －       | 232      | 102      | 34       | 14       |
| その他                 | 463     | 496     | 325     | －       | 312      | 356      | 336      | 322      |
| 固定負債                | 1,148   | 1,038   | 711     | －       | 544      | 459      | 371      | 337      |
| 純資産合計               | 1,394   | 2,631   | 2,854   | －       | 3,064    | 3,311    | 3,592    | 3,915    |
| (自己資本)              | 1,394   | 2,631   | 2,854   | －       | 3,064    | 3,311    | 3,592    | 3,915    |
| キャッシュ・フロー計算書        |         |         |         |         |          |          |          |          |
| 税金等調整前当期純利益         | 282     | 340     | 350     | －       | 402      | 458      | 511      | 574      |
| 減価償却費               | 161     | 191     | 150     | －       | 107      | 130      | 149      | 159      |
| のれん償却費              | 1       | 2       | 2       | －       | 2        | 2        | 0        | 0        |
| 売上債権の増減額（－は増加）      | -132    | -54     | -34     | －       | 55       | -41      | -30      | -33      |
| たな卸資産の増減額（－は増加）     | -161    | -19     | 160     | －       | 7        | -5       | -3       | -4       |
| 仕入債務の増減額（－は減少）      | 146     | -8      | -114    | －       | -23      | 16       | 12       | 13       |
| 未払金の増減額（－は減少）       | 27      | -54     | 198     | －       | -176     | 10       | 7        | 8        |
| 法人税等の支払額            | -4      | -143    | -113    | －       | -143     | -147     | -166     | -186     |
| その他                 | 113     | 173     | -341    | －       | -63      | 7        | -43      | -46      |
| 営業活動によるキャッシュ・フロー    | 434     | 425     | 259     | －       | 167      | 430      | 436      | 484      |
| 有形固定資産の取得による支出      | -158    | -205    | -406    | －       | -213     | -596     | -100     | -100     |
| 有形固定資産の売却による収入      | 6       | 18      | 4       | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 無形固定資産の取得による支出      | -3      | -14     | -1      | －       | -25      | 0        | 0        | 0        |
| 保険積立金の積立・払戻による収支    | -24     | 16      | 115     | －       | 65       | 0        | 0        | 0        |
| その他                 | 126     | -4      | -182    | －       | 67       | 0        | 0        | 0        |
| 投資活動によるキャッシュ・フロー    | -53     | -190    | -471    | －       | -105     | -596     | -100     | -100     |
| 短期借入金の増減額（－は減少）     | 50      | -50     | －       | －       | 200      | 0        | 0        | 0        |
| 長期借入金の増減額（－は減少）     | 18      | -96     | -158    | －       | -157     | -153     | -129     | -67      |
| 社債の発行・償還による収支       | －       | －       | -50     | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 株式の発行による収支          | －       | 166     | －       | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 自己株式の売却・取得による収支     | －       | 859     | -16     | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 配当金の支払額             | －       | －       | -46     | －       | -51      | -51      | -51      | -51      |
| リース債務の返済による支出       | -20     | -18     | -16     | －       | -16      | -13      | -9       | -20      |
| その他                 | －       | -24     | -33     | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 財務活動によるキャッシュ・フロー    | 48      | 836     | -321    | －       | -24      | -217     | -190     | -139     |
| 換算差額                | －       | －       | －       | －       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 現金及び現金同等物の増減額（－は減少） | 428     | 1,071   | -533    | －       | 37       | -383     | 145      | 245      |
| 現金及び現金同等物の期首残高      | 210     | 639     | 1,710   | －       | 1,177    | 1,214    | 831      | 977      |
| 現金及び現金同等物の期末残高      | 639     | 1,710   | 1,177   | －       | 1,214    | 831      | 977      | 1,223    |

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) イボキン有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 資源価格変動のリスク

金属事業の売上高は、鉄スクラップ価格を主とした市況に連動する形で販売価格の変動の影響を受ける。また、環境事業の売上高の一部を構成する再生資源販売の売上高も同様に市況の影響を受けやすい。そのため、価格変動で同社の業績は上にも下にも振れやすい。

### ◆ 人材獲得が思ったように進まない可能性について

解体事業において、大型案件を元請受注するためには、国家資格を持つ監理技術者が必要である。監理技術者を増員できるかどうか、同社の売上成長に影響する。人材獲得と育成が思ったように進まない場合、同社の中長期成長のスピードに影響が及ぶ可能性がある。

### ◆ 法的規制のリスク

同社の事業は、多くの法律に基づいた規制を受けている。これら法的規制に対する違反が生じた場合には、許可が取り消されることもありうる。

### ◆ 施工現場での事故発生のリスク

解体工事の施工現場において、事故発生のリスクが残る。実際に事故が発生した場合は、人的、物的両面での直接的な損害に留まらず、信用低下を引き起こしかねない。

### ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大による影響の可能性

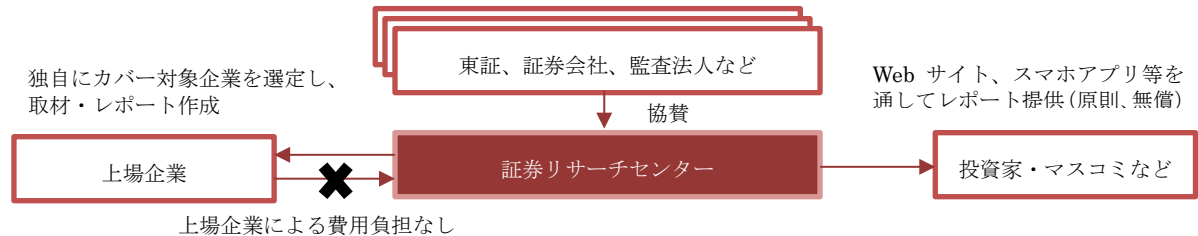
新型コロナウイルス感染症の感染拡大は、商談の長期化等の形で同社の事業に一部影響を及ぼしている。現在、第3波として進行している感染拡大が長期化または深刻化した場合、同社の顧客企業の事業活動の停滞や、経済活動の停滞による市況の変動等を通じて同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。



## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

（協賛）

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社

（準協賛）

有限責任監査法人トーマツ

（賛助）

日本証券業協会  
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

三優監査法人

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人

太陽有限責任監査法人

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG

株式会社 SBI 証券

いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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。