ホリスティック企業レポート
リファインバース
6531　東証マザーズ

アップデート・レポート
2018年10月12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 20181009

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

リファインバース（6531 東証マザーズ）

発行日：2018/10/12

廃棄物を資源化して循環型ものづくりを行う次世代型素材メーカー
19 年 6 月期は既存事業の利益回復と新規事業の本格展開の道筋を確認する期

アナリスト：藤野敬太
+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

＞ 要旨

◆ 会社概要

・リファインバース（以下、同社）は、循環型ものづくりを行う素材メーカーである。廃棄物を原料としているため、製造販売機能だけでなく、廃棄物の収集・処理機能を自社で有し、それぞれの事業で収益を上げている。

◆ 18 年 6 月期決算

・18/6 期連結決算は、売上高 2,410 百万円（前期比 5.1%増）、営業利益 11 百万円（同 95.7%減）、経常損失 15 百万円（前期は 264 百万円の利益）と利益不振に終わった。再生樹脂製造販売事業での新工場立ち上げ時に想定したパフォーマンスが出なかったことによる原価増に加え、需要好調な産業廃棄物処理事業でも外注費等の増加に見舞われた。

◆ 19 年 6 月期業績予想

・19/6 期連結業績について、同社は売上高 2,696 百万円（前期比 11.9%増）、営業利益 69 百万円（同 481.6%増）と計画している。
・証券リサーチセンター（以下、当センター）では、19/6 期の業績を、売上高 2,693 百万円（前期比 11.7%増）、営業利益 66 百万円（同 458.3%増）と会社計画に近い水準を予想した。再生樹脂製造販売事業での原料受け入れの抑制という減収要因はあるが、再生塩化ビニルの販売増と新規事業の拡大により増収を目指す展開を想定した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、20/6 期以降、年 20%台の増収が続き、売上総利益率の改善とともに販売費及び一般管理費の増加の影響を吸収し、売上高営業利益率は 21/6 期に 8.9%まで回復すると予想した。
・今後の成長加速のためには、既存事業の安定成長を前提に、製鋼副資材やナイロンリサイクル等の本格展開が必要となる。これらの新規事業の展開に注目する。

【主要指標】

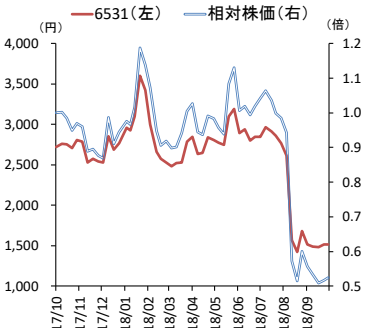
	2018/10/5
株価（円）	1,517
発行済株式数（株）	3,004,950
時価総額（百万円）	4,559

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	79.4	197.0	38.6
PBR（倍）	5.2	5.0	4.4
配当利回り（%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12カ月
リターン （%）	0.3	-45.2	-46.6
対TOPIX （%）	1.6	-46.4	-47.4

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2017/10/6

【 6531 リファインバース　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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/6	2,294	8.2	280	5.0	264	6.9	315	91.7	107.6	272.3	0.0
2018/6	2,410	5.1	11	-95.7	-15	—	57	-81.9	19.1	292.4	0.0
2019/6 CE	2,696	11.9	69	481.6	36	—	29	-47.6	10.0	—	0.0
2019/6 E	2,693	11.7	66	458.3	32	—	23	-58.7	7.7	301.5	0.0
2020/6 E	3,351	24.4	206	209.7	174	432.7	118	403.1	39.3	341.0	0.0
2021/6 E	4,037	20.5	358	73.4	326	87.1	222	87.1	73.9	415.0	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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

◆ 循環型ものづくりを行う素材メーカー

リファインバース（以下、同社）は、循環型ものづくりを行うメーカーである。廃棄物を原料としたものづくりを行うビジネスモデルのため、素材を製造販売する機能と、廃棄物の収集・処理する機能を自社グループ内で有している。

一般的に、製造業のプロダクトライフサイクルには、原料から製品を製造して販売するバリューチェーンと、使用後に廃棄物となった製品を処分するバリューチェーンが存在する。従来はこれらのバリューチェーンは互いに独立しており、資源を使って新品が大量に製造され、使用後には大量に廃棄されていたため、地球環境に大きな負荷がかかっていた。

同社はこの 2 つのバリューチェーンを統合し、廃棄物の再資源化を通じて、材料、製品の循環を実現する循環型ものづくりのビジネスモデルを構築している。それは処理困難物とされる使用済みカーペットタイル[注1]のリサイクルで実現され、同社の主力事業となっている。使用済みカーペットタイルの再資源化率は 90%に達し、技術開発により 100%達成も射程圏に入っている。

注1）カーペットタイル
文字通り、正方形のタイル状のカーペットで、スペースに合わせて並べて敷き詰めていく。表側が絨毯生地で、裏側が塩化ビニルというものが多い。オフィス用のカーペットタイルは、90年代のオフィスのOA化により、OA機器の配線の自由度を高める二重床のオフィスの導入に合わせて急速に普及した。

◆ カーペットリサイクル以外への事業ポートフォリオ拡充

カーペットリサイクルは再生素材の生産量が損益分岐点を超える水準に達し、安定成長段階に入っている。上場及び新工場の設立により、カーペットリサイクル以外の循環型ものづくりの新たなビジネスモデルの立ち上げも視野に入ってきた。

◆ 売上高の約 70%を産業廃棄物処理事業が占める

同社の事業は、再生素材を製造し販売する再生樹脂製造販売事業（以下、再生樹脂事業）と、原料となる廃棄物を収集・運搬して中間処理を行う産業廃棄物処理事業（以下、産廃処理事業）の 2 つのセグメントで構成されている。18/6 期は全売上高の約 69%を産廃処理事業が占め、セグメント利益率も低下傾向にあるものの 10%台後半の水準で推移している。一方、全売上高の 30%強を占める再生樹脂事業は相対的に利益の変動が大きいと言え、18/6 期は営業損失となった（図表 1）。

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。

【 図表１ 】事業別売上高･営業利益

（単位：百万円）

	売上高							
	16/6期	17/6期	18/6期	前期比		構成比		
				17/6期	18/6期	16/6期	17/6期	18/6期
再生樹脂製造販売事業	774	856	760	10.6%	-11.2%	36.5%	37.3%	31.6%
産業廃棄物処理事業	1,375	1,479	1,670	7.6%	12.9%	64.8%	64.5%	69.3%
調整額	-29	-41	-20	―	―	-1.3%	-1.8%	-0.9%
合計	2,120	2,294	2,410	8.2%	5.1%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益							
	16/6期	17/6期	18/6期	前期比		売上高営業利益率/セグメント利益率		
				17/6期	18/6期	16/6期	17/6期	18/6期
再生樹脂製造販売事業	120	145	-50	20.2%	赤字転落	15.5%	16.9%	-6.7%
産業廃棄物処理事業	268	278	270	3.8%	-3.0%	19.5%	18.8%	16.2%
調整額	-121	-143	-207	―	―	―	―	―
合計	267	280	11	5.0%	-95.7%	12.6%	12.2%	0.5%

（出所）リファインバース有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

＞ ビジネスモデル

◆ 「廃棄」×「生産」＝「循環」のバリューチェーンを構築

同社の事業の最大の特徴は、産業廃棄物の処理と、産業廃棄物を原料とした製品の生産･販売とを組み合わせることによって、循環型ものづくりのビジネスモデルを確立している点にある。そのため、単なる産業廃棄物処理会社ではなく、廃棄物を原料とする素材メーカーとして同社を捉えると理解しやすい。

◆ カーペットタイルにみる循環型ものづくりのビジネスモデル

現在、カーペットタイルの分野において、同社の循環型ビジネスモデルが適用されている。

ビルオーナー等のカーペットタイルのエンドユーザーは、ビルの建築時や改装時に、カーペットタイルをインテリアメーカーから購入して使用し、内装変更時やビルの建て替え時に、産業廃棄物事業者に料金を支払って廃棄する。エンドユーザーは、インテリアメーカーからの「製品購入コスト」と、使用後の「廃棄コスト」の２種類のコストを負担することとなる。

カーペットタイルに必ず用いられる塩化ビニルは、燃やすことができない。また、破砕しようとすると、破砕機の刃が壊れる。そのため、使用済みカーペットタイルは、産業廃棄物の中間処理業者に持ち込んでも嫌がられる処理困難物として扱われる。そのため、産業廃棄物事業者にとって、カーペットタイルの廃棄処理費用は高くつくものとなっている。

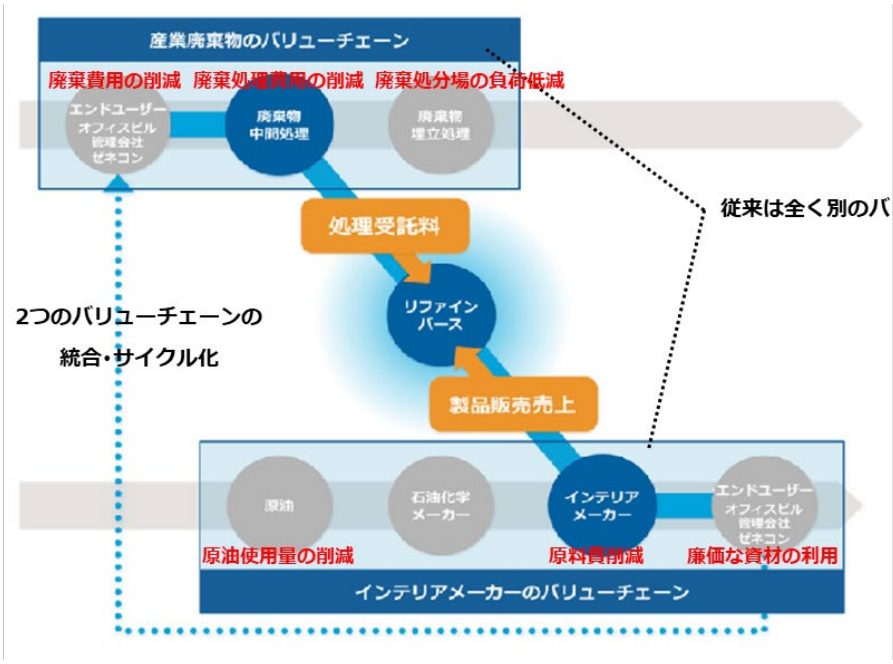
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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。

「生産」と「廃棄」のバリューチェーンが分断されている従来のケースでは、エンドユーザーは、インテリアメーカーへの高い「新品購入コスト」と、廃棄物事業者への高くつく「廃棄コスト」を負担せざるを得ないことになる。

それに対し、同社の循環型のビジネスモデルは、分断されていた「生産」と「廃棄」の 2 つのバリューチェーンを統合することで、資源創出（廃棄物削減）とコスト削減の両立を目指すものである（図表 2）。このビジネスモデルにより、各プレイヤーは、以下の恩恵を享受することができる。

・廃棄物事業者：廃棄処理コストの削減
・インテリアメーカー：原料費の削減
・エンドユーザー：廉価な資材の使用と廃棄コスト低減による費用削減
・同社：処理量の増加による回収、製造、販売の効率上昇
・社会：原油使用量や処分場利用量の削減による環境負荷の低減

【 図表 2 】2 つのバリューチェーンの統合（赤い字は統合によるメリット）



（出所）リファインバース決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 循環型ものづくりのビジネスモデルでのリファインバースの収益源

同社は、「廃棄」と「生産」の 2 つのバリューチェーンを統合することによって、以下の 2 種類の収益を生み出している。

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。

・原料（産業廃棄物）を調達（回収）する際の「処理受託料」
・再生した樹脂原料を販売する際の「製品販売売上」

同社の循環型ビジネスモデルは、廃棄物を素材にまで分離する設備と、再生素材を製造する設備を必要とする装置産業型のビジネスモデルである。設備設置のための先行投資がかかるが、一定水準の生産量を超えると、一気に収益化が進む。そのため、設備の規模と生産量が重要となる。

実際、過去の経緯を見ると、生産量に影響するカーペットタイル調達数量の増加に伴い、12/6 期に経常利益は黒字転換し、17/6 期までは調達量の増加とともに、収益性を向上してきた。なお、経常赤字となった 18/6 期は調達数量の開示はされなくなっている。

そして、既存事業で上げた利益を研究開発に回し、事業領域の拡大を目指すというのが同社の基本方針となっている。

◆ 参入障壁が高いビジネスモデル

循環型ビジネスモデルは、調達、製造、販売のバリューチェーンを一体で運用することで初めて成り立つものである。一体運用されていること自体が、他社にとっての高い参入障壁となっている。

もし、素材メーカーが循環型ビジネスモデルを確立しようとした場合、原料となる廃棄物の安定調達体制が必要となろう。一方、産業廃棄物事業者が参入しようとした場合、リサイクル技術、製造プロセス、素材販売の販路開拓等が必要となろう。どちらのケースであっても、現在保有していないプロセスを一から構築することは容易なことではなく、仮にできたとしても長い時間を要することとなる。

また、同社が対象とする製品分野は、個別に見るとニッチ分野で、さほど大きい市場ではない。このことも、採算性の観点から、大企業の参入を難しくしていると考えられる。

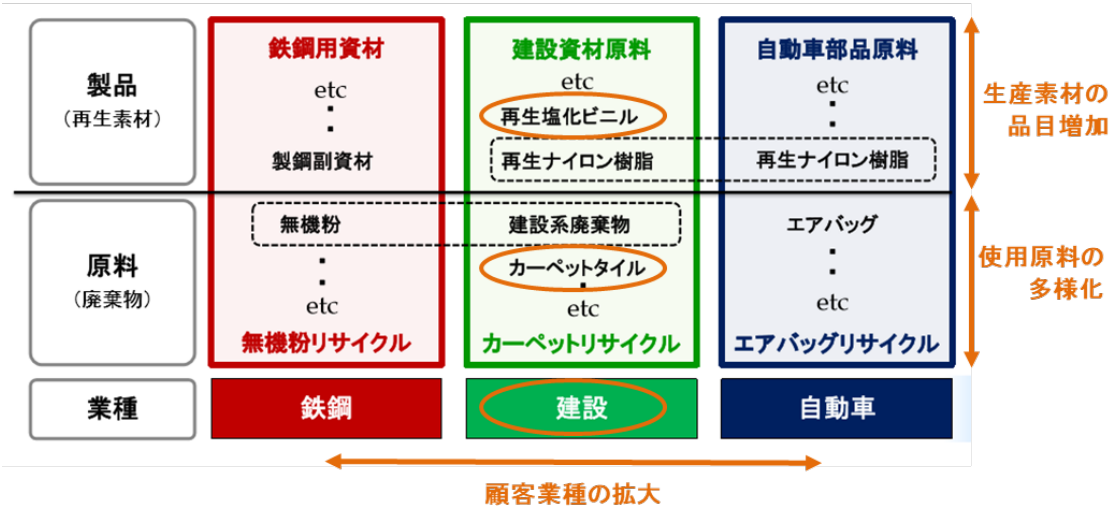
◆ 事業ポートフォリオ

現在、同社の収益の大半は、カーペットタイルをリサイクル原料として、再生塩化ビニルという素材を、建設業界に供給するビジネスモデルによってもたらされている。

今後の成長に向け、同社では、使用原料の多様化、生産素材の品目増加、顧客業種の拡大の 3 軸により、関連性のある分野へ事業領域を広げ、事業ポートフォリオの拡充を志向している（図表 3）。また、既にいくつかの分野で、具体的にビジネスモデルが確立しつつある。

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。

【 図表 3 】事業ポートフォリオ



（出所）リファインバース決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ 新規事業（1）：製鋼副資材を生み出す無機粉リサイクル

カーペットタイルは、約 80%の樹脂層（塩化ビニル）と約 20%の繊維層の二層構造となっている。この繊維層には不純物が多く含まれ、機械的技術では再資源化ができず、従来は処分費を払って処理を委託していた。

この繊維層を精密分離加工した有機粉と、火力発電所等で発生する石炭灰[注2]（無機粉）を一定割合で調合して固めると、製鋼副資材という素材となる。製鋼副資材は鉄鋼メーカーでの消費量が多く、今後の成長余地の大きい素材と言われている。また、繊維層の処理のためにかけていた処分費が大幅に削減できることから、カーペットリサイクルの収益性向上にも寄与することとなる。

つまり、カーペットタイルの繊維層と石炭灰をリサイクル原料として、製鋼副資材という素材を、鉄鋼業界に供給するビジネスモデルとなる。

同社の製鋼副資材は、千葉県富津市のリファインバースイノベーションセンター（以下、富津工場）の稼働を経て、17 年 11 月から新日鐵住金（5401 東証一部）向けに量産品の出荷・販売を開始した。新日鐵住金からの製品評価は高く、新日鐵住金向けだけでも、拡販余地が大きいと期待されている。

◆ 新規事業（2）：化学的技術がベースのナイロンリサイクル

カーペットタイルの約 20%を占める繊維層には、不純物が多く含まれるナイロン繊維が使用されている。

注2）石炭灰
石炭を燃焼させた際に発生する灰で、石炭に対して約10%発生するとされている。

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。

同社が新たに技術開発した化学粉砕方式により、不純物の多いナイロン繊維から高純度ナイロンを製造することが可能となった。また、16年に日東化工（5104 東証二部）のリサイクルナイロン製品事業を譲受したことで、ナイロン製の漁網製品の顧客基盤を得ることができた。

新技術の導入と顧客基盤の獲得により、ナイロン繊維をリサイクル原料にして、再生ナイロン樹脂という素材を供給するナイロンリサイクルのビジネスモデルの確立に目途が立った。現在、富津工場の敷地にて、量産工場の立ち上げを準備している段階にある。これが本格稼働すれば、無機粉リサイクルと同様、従来必要としていたナイロンの処分費用が削減されるだけでなく、ナイロン樹脂の販売益が得られるようになり、利益の拡大が期待される。

◆ 新規事業（3）：エアバッグリサイクル

カーペットリサイクルで培った素材分離技術をエアバッグ基布（コート布）に適用したものが、エアバッグリサイクルである。ナイロンリサイクルからの派生であり、カーペットタイルや漁網以外の原料（廃棄物）からナイロン樹脂を取り出すことに主眼を置いて事業化を目指しているものである。

エアバッグ基布にはコート布とノンコート布の2種類があり、コート布は、繊維素材（ナイロン66が主流）の両面をシリコンでコーティングされたものである。同社は、機械粉砕技術と化学粉砕技術を組み合わせることで、シリコンを分離し、基布の内側のナイロン66を高純度で抽出することを可能とした。

抽出された高純度のナイロン樹脂は、同社の機能化技術により、用途や顧客要求に合わせた機能を付加することもできる。それらは、自動車部品や建設資材、家電部品等に用いられることが想定されている。

◆ リサイクルモデルの事業展開を支える独自開発技術

廃棄物から再生樹脂を製造するためには、廃棄物を構成素材ごとに分離し、粉体化することが必要である。このプロセスのため、同社は以下の技術を独自に開発している。

- 機械粉砕技術
- 化学粉砕技術
- リペレットコンパウンド技術

機械粉砕技術は、金属部品を削る技術やロケット部品の製造技術といった工作機械技術をベースとした、物理的に粉体化する技術であり、カーペットタイルの分離に用いられている。

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。

化学粉砕技術は、有機溶剤を用いて特定の樹脂のみを選択的に溶解させ、溶けた部分と溶けない部分を分離する技術である。同社にとっては比較的最近に開発した技術で、ナイロンリサイクルへの利用が想定されている。

注3）ペレット
化学製品等の工業原料を加工しやすいように3～5 mm程度の粒子状にしたもの

リペレットコンパウンド技術は、再生したペレット[注3]（リペレット）を主原料にして添加剤等と調合し、用途にあった形状の高機能性樹脂（コンパウンド）原料にする技術である。無機粉と有機粉を調合する製鋼副資材の製造に使われる。

◆ 再生樹脂製造販売事業の体制

再生樹脂事業を担当するのは、同社と連結子会社のリファインマテリアル（千葉県富津市）の 2 社である。リファインマテリアルは 17 年 7 月に開設された富津工場を拠点に、主に新規事業の創出を担うものとされている。なお、富津工場の開設により、同社の生産拠点は八千代工場と富津工場の 2 拠点となった。

◆ 産業廃棄物処理事業

産廃処理事業は、連結子会社のジーエムエス（東京都中央区）が担当する。建築系廃棄物全般の廃棄物処理の受託を事業としているが、内装解体工事、廃棄物の収集･運搬、中間処理（廃棄物を品目別に選別し、異物除去、破砕、圧縮等を行う処理）を一貫体制で行えることを特徴としている。なお、中間処理施設は、東京都葛飾区の「リファイン 1」、東京都大田区の「TACS3 東京港リサイクルセンター」の 2 カ所にある。

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。

＞ SWOT分析

◆ 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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】SWOT 分析

強み (Strength)	・「循環型ものづくり」のビジネスモデル - 原料調達、製造、販売のバリューチェーンを一体で有することによる高い参入障壁 - ダブルインカム（廃棄物処理の受託料、製品販売売上）による高収益性 - 廃棄物（使用済みカーペットタイル等）を安定的に確保できる原料調達の仕組み - 独自開発のリサイクル技術をはじめとするノウハウの蓄積 - 低コストの製造プロセスによって実現される価格優位性 ・競合が少ない事業分野の設定 - ニッチ市場での独占的なポジション
弱み (Weakness)	・有利子負債の多さ ・事業規模の小ささ ・人的リソースの不足 ・代表取締役社長への依存度の高さ
機会 (Opportunity)	・カーペットタイルを取り巻く外部環境 - 高水準で推移する見込みのオフィス供給量 - 20年の東京オリンピックに向けての商業施設やホテル等の改修需要 ・関西や東海地方でのカーペットタイル回収の開始 ・富津新工場の本格稼働 ・継続的な研究開発によって得られる新たな技術の習得 ・新規のリサイクルモデルの本格事業化 - 製鋼副資材、ナイロンリサイクル、エアバッグリサイクル等 - カーペットタイルの再利用部分の拡大による収益性の改善（特に処理委託費用の削減） ・上場による知名度及び信用度の向上 - 企業や大学等との連携の可能性の上昇
脅威 (Threat)	・首都圏を中心としたオフィス需要の減退の可能性（特に20年の東京オリンピック後） ・市況変動による競争力の変動の可能性（バージン樹脂価格を左右する原油価格の下落等） ・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） ・技術開発の採算性が合わなくなる可能性 ・人材の確保が思うように進まない可能性 ・新規事業が思うように進まない可能性 ・工場や中間処理場での事故や災害の可能性

（出所）証券リサーチセンター

＞ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、循環型ものづくりのビジネスモデルが収益化するまでに得られた知見やノウハウの蓄積にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 5 に示した。

同社が樹脂再生技術を確立してから、現在のビジネスモデルで収益化

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。

に至るまで 10 年近くの年月を要した。その間に、独自開発の技術力が磨かれ、循環型ものづくりのビジネスモデルが強化されていった。こうした組織資本に属する知的財産・ノウハウが、同社の知的資本の源泉と考える。

そうした実践的な知的財産・ノウハウをもとに、少人数でも運用可能なプロセスが構築され、顧客資産が蓄積されていったと考えられる。

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。

【 図表 5 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値（前回）	数値（今回）
関係資本	顧客	・カーペットリサイクル	・使用済みカーペットタイル調達数量	4,587千㎡（17/6期）	18/6期は開示なし
			・使用済みカーペットタイルの処理量のシェア	首都圏の使用済みカーペットタイルの約60%を再生処理（15年時点）	-----
			・顧客のカーペットタイルメーカー	住江織物 東リ サンゲツ 川島織物セルコン等	-----
		・新規事業	・製鋼副資材の顧客	新日鐵住金	-----
			・ナイロンリサイクルの顧客	日東化工から譲受した事業の顧客	-----
		・産業廃棄物処理事業	・排出事業者の数	開示なし	-----
	ブランド	・特になし	・特になし	特になし	-----
	ネットワーク	・共同開発の実績	・リサイクルカーペットタイル「ＥＣＯＳシリーズ」の共同開発	住江織物 スミノエ 住友商事	-----
		・使用済みカーペットタイルの回収	・首都圏エリアでの回収	開示なし	-----
			・関西・中部エリアでの回収	協力会社が存在	-----
組織資本	プロセス	・再生樹脂製造販売事業	・グループにおける担当企業	リファインバース リファインマテリアル	-----
			・生産拠点	2カ所（八千代、富津）	-----
			・競争力のある製造プロセス	特になし	-----
		・産業廃棄物処理事業	・グループにおける担当企業	ジーエムエス	-----
			・中間処理施設	2カ所（東京都臨海地区、東京都堀切）	-----
		・研究開発体制	・研究開発部	八千代工場 今後は富津工場でも強化予定	-----
			・研究開発テーマ	2つ（素材化技術、調合/成形技術）	-----
			・研究開発費（再生樹脂製造販売事業のみ）	53百万円（17/6期） 30百万円（18/6期上期）	61百万円
		・販売体制	・カーペットタイルメーカーへの営業	製品販売担当1名	-----
			・産業廃棄物処理業者への営業	原料調達担当1名	-----
	知的財産 ノウハウ	・独自開発の技術力	・樹脂再生技術	01年以来	-----
			・研究開発費（再生樹脂製造販売事業のみ）	53百万円（17/6期） 30百万円（18/6期上期）	61百万円
		・循環型ものづくりのビジネスモデル	・カーペットリサイクルでの収益化までにかかった時間	12/6期に黒字化するまで10年強	-----
人的資本	経営陣	・循環型ものづくりのビジネスモデルを作り上げた現社長の存在	・現体制の確立	03年12月の事業持株会社設立以来 14年超社長在任	-----
		・インセンティブ	・取締役による保有（代表取締役社長以外）	18,500株（0.62%）	-----
			・役員報酬総額（取締役） *社外取締役は除く	36百万円（5名）（17/6期）	40百万円（5名）
	従業員	・企業風土	・従業員数	126名（連結）49名（単体）（17/6期末）	149名（連結） 42名（単体）
			・平均年齢	43.6歳（単体）（17/6期末）	43.6歳（単体）
			・平均勤続年数	5.4年（単体）（17/6期末）	6.1年（単体）
		・インセンティブ	・従業員持株会	なし	-----
			・ストックオプション *取締役の分を含む	201,000株（6.69%）	214,700株（7.14%）

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 18/6 期上期または 18/6 期上期末、今回は 18/6 期または 18/6 期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示
（出所）リファインバース有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

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。

＞ 決算概要

◆ 18 年 6 月期は新工場の立ち上げがうまくいかずに利益不振

18/6 期の連結業績は、売上高が 2,410 百万円（前期比 5.1%増）、営業利益が 11 百万円（同 95.7%減）、経常損失が 15 百万円（前期は同 264 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純利益が 57 百万円（同 81.9%減）となった。期初の会社計画に対する達成率は、売上高が 91.0%、営業利益が 3.2%と利益の低さが目立った。

再生樹脂事業の売上高は前期比 11.2%減、セグメント利益は 50 百万円の損失（前期は 145 百万円の利益）となった。富津工場立ち上げ期間（約 2 カ月間）に一部製品の製造･販売が行われず、売上を計上できなかったことが、減収の大きな要因となった。ただし、これは当初から予定されていたことであった。予想外だったのは、量産開始後の稼働パフォーマンスが想定水準に達せずに製造原価が大幅に上昇したことであり、これが利益を大きく圧迫した。なお、18 年 2 月に設備の改良工事を行い、3 月以降は安定稼働が続いている。

再生樹脂事業での新規事業と位置づけられている製鋼副資材は、予定通り 17 年 11 月に販売が開始され、旺盛な需要を背景にフル稼働での生産が継続している。

産廃処理事業の売上高は前期比 12.9%増、セグメント利益は同 3.0%減となった。セグメント利益率は 16.2%で、17/6 期の 18.8%に対して 2.6% ポイント悪化した。マンションのリノベーション案件を中心とした受注増が増収を牽引する状況は続いているが、第 4 四半期に中国の廃プラスチックの輸入規制に伴う産業廃棄物処理費の増加や、建設業界の人手不足を背景とした工事案件での工期延長による外注費の増加が顕在化し、収益性を落とした。

新規事業のうち、ナイロンリサイクルへの投資額は技術革新によって当初予定の 10 分の 1 に抑えることが可能となった。それでも、採用や研究開発は予定通りに実施したことに加え、再生樹脂事業で新工場稼働時の製造原価増が大きく影響し、全体の売上高営業利益率は 0.5%と、前期比 11.7%ポイントの大幅悪化となった。

なお、営業利益が黒字なのに対し、経常利益が赤字となっているのは、営業利益が低水準であったことのほか、支払利息の増加、開業費償却の発生によるものである。

＞ 今後の業績見通し

◆ 19 年 6 月期会社計画

19/6 期の会社計画は、売上高 2,696 百万円（前期比 11.9%増）、営業利益 69 百万円（同 481.6%増）、経常利益 36 百万円（前期は 15 百万円

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。

の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 29 百万円（同 47.6%減）である（図表 6）。

再生樹脂事業では、18 年 10 月に八千代工場で大規模修繕を実施するため、約 1 カ月間、稼働が停止する。それに合わせて在庫調整の目的で原料受入を抑制するため、原料回収に伴う売上については減収になる見込みである。それでも、再生塩化ビニルの販売増加や製鋼副資材の販売の通年寄与、再生ナイロンの販売増により、同事業全体では増収を想定していると推察される。

産廃処理事業では、マンション等のリフォームやリノベーション案件の受注増が成長を牽引する展開が見込まれている。また、内装解体工事の施工能力の増強も、解体工事受託件数の増加を下支えするとしている。

売上総利益は前期比 8.7%増を見込むが、売上総利益率は同 0.8%ポイント低下の 25.4%を計画している。再生樹脂事業で原料回収が減少することと、産廃処理事業で 18/6 期の第 4 四半期に顕在化した費用増の影響が、期の前半を中心に続く状況が想定されている。前者は期の後半にかけて原料回収の数量が回復に向かうこと、後者は価格転嫁が浸透することでそれぞれ改善していくものと考えられるが、前半の落ち込みをカバーしきれないと同社は想定しているものとみられる。

19/6 期の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、18/6 期とほぼ同水準を想定している模様である。これらの結果、19/6 期の売上高営業利益率は 2.6%と、18/6 期の 0.5%に対して 2.1%ポイントの上昇が予想されている。

なお、営業利益の増益や経常利益の黒字化に対し、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、税率が正常の水準に戻ることが想定されているためである。

配当に関しては、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、無配を継続する。

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。

【 図表 6 】リファインバースの 19 年 6 月期の業績計画

（単位：百万円）

	16/6期	17/6期	18/6期	19/6期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	2,120	2,294	2,410	2,696	11.9%
再生樹脂製造販売事業	774	856	760	–	–
産業廃棄物処理事業	1,375	1,479	1,670	–	–
セグメント間取引消去	-29	-41	-20	–	–
売上総利益	661	737	631	686	8.7%
売上総利益率	31.2%	32.1%	26.2%	25.4%	–
再生樹脂製造販売事業	274	334	–	–	–
セグメント売上総利益率	35.5%	39.1%	–	–	–
産業廃棄物処理事業	386	402	–	–	–
セグメント売上総利益率	28.1%	27.2%	–	–	–
セグメント間取引消去	0	0	–	–	–
営業利益	267	280	11	69	481.6%
売上高営業利益率	12.6%	12.2%	0.5%	2.6%	–
再生樹脂製造販売事業	120	145	-50	–	–
セグメント営業利益率	15.6%	16.9%	-6.7%	–	–
産業廃棄物処理事業	268	278	270	–	–
セグメント営業利益率	19.5%	18.8%	16.2%	–	–
全社費用/セグメント間消去等	-121	-143	-207	–	–
経常利益	247	264	-15	36	–
売上高経常利益率	11.6%	11.5%	-0.7%	1.3%	–
親会社株主に帰属する当期純利益	164	315	57	29	-47.6%
売上高当期純利益率	7.8%	13.8%	2.4%	1.1%	–

（出所）リファインバース有価証券報告書、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

◆ 中期的な見通し

同社は、中期計画を公表していないが、中期成長ストーリーと、再生樹脂事業の今後 3 年の増収のイメージを示している。

同社が描く中期成長ストーリー（図表 7）によると、既存事業（再生樹脂事業のカーペットリサイクルと産廃処理事業）については、19/6 期のうちに体制を強化し、20/6 期以降の安定成長を確かなものにする方針である。また、再生樹脂事業に分類される新規事業では、製鋼副資材の新規納入先の開拓、ナイロンリサイクルでの新しい原料としてのエアバッグの活用により、20/6 期以降の規模拡大及び売上成長につなげていく方針がうかがえよう。

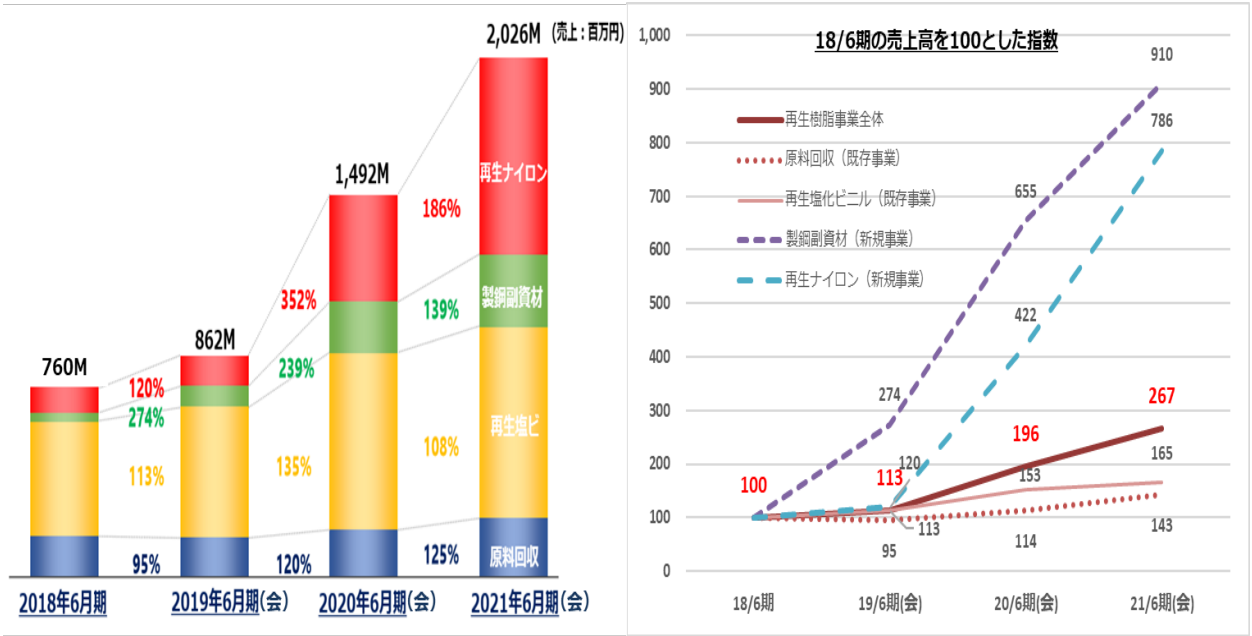
それが実現した場合、再生樹脂事業の売上高は 21/6 期に現在の約 3 倍になることを同社は見込んでいる。その時は新規事業が売上成長を牽引し、売上高の約半分が新規事業によるものとしている（図表 8）。

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。

【 図表７ 】リファインバースが描く中期成長ストーリー

（出所）リファインバース決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

【 図表８ 】再生樹脂事業の売上高見込み及び指数化した分野別の売上成長イメージ



（注）18/6 期実績の売上高は有価証券報告書記載の数値を優先した
（出所）左図はリファインバース決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆　右図は証券リサーチセンター作成

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。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、18/6 期の実績を踏まえて、19/6 期以降の業績予想を見直すとともに、21/6 期の業績予想を新たに策定した。

当センターでは、同社の 19/6 期業績について、売上高 2,693 百万円（前期比 11.7%増）、営業利益 66 百万円（同 458.3%増）、経常利益 32 百万円（前期は 15 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 23 百万円（同 58.7%減）と、会社計画に近い水準を予想した（図表 9）。

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）再生樹脂製造販売事業の売上高は、カーペットタイルとそれ以外に分けて予想した。カーペットタイルは、在庫調整を図る同社の方針により調達数量は減少するが、再生塩化ビニルの販売増がカバーして増収になるものとした。加えて、製鋼副資材やナイロンリサイクルの増収を上乗せ、再生樹脂製造販売事業の売上高は前期比 13.8%増と予想した。

（2）産業廃棄物処理事業の売上高は、回収量の増加が牽引する形で前期比 10.8%増と予想した。外部環境の需要増の状況が続くものとした。

（3）売上総利益率は 25.5%とし、18/6 期の 26.2%より 0.7%ポイント低下するものと予想した（会社計画は 25.4%）。再生樹脂製造販売事業での回収量の減少による影響と、産業廃棄物処理事業での費用増を織り込んだ。

（4）販売費及び一般管理費（以下、販管費）は 620 百万円と、18/6 期とほぼ同水準とした。人員の増員や研究開発費の増加は 18/6 期よりは緩やかになり、他の経費削減の範囲内に留まるものと想定した。その結果、19/6 期の売上高営業利益率は 2.5%と、18/6 期の 0.5%より 2.0%ポイント改善するものと予想した（会社計画は 2.6%）。

20/6 期以降は、20/6 期が前期比 24.4%増収、21/6 期が同 20.5%増収と予想した。

再生樹脂製造販売事業については、20/6 期は前期比 54.3%増収、21/6 期は同 36.6%増収と高い伸びを見込んだ。概して外部の需要環境は良く、同社の体制がどこまで追い着くかという見方をとる。具体的には、関西・中部エリアからの回収の本格化も含めて使用済みカーペットタ

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。

イル回収量が増加することと、それに伴って既存の再生塩化ビニルの販売が増加するものとした。さらに、エアバッグを含めたナイロンリサイクルの本格化を想定した。それでも、同社が想定している売上高見込みよりは保守的な予想となった。

廃棄物処理事業は、20/6 期は前期比 10.3%増収、21/6 期は同 9.8%増収と安定した増収率が続くものと予想した。

売上総利益率は、再生樹脂製造販売事業の売上総利益率の改善が牽引すると見て、20/6 期は 26.2%、21/6 期は 27.0%まで上昇するものとした。また、増収効果によって、販管費の増加を吸収し、売上高営業利益率は 21/6 期には 8.9%まで改善していくものと予想した。

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。

【 図表９ 】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）

	16/6期	17/6期	18/6期	19/6期CE	19/6期E (今回)	19/6期E (前回)	20/6期E (今回)	20/6期E (前回)	21/6期E
損益計算書									
売上高	2,120	2,294	2,410	2,696	2,693	3,014	3,351	3,450	4,037
前期比	17.2%	8.2%	5.1%	11.9%	11.7%	16.5%	24.4%	14.5%	20.5%
セグメント別									
再生樹脂製造販売事業	774	856	760	–	865	1,224	1,335	1,485	1,823
産業廃棄物処理事業	1,375	1,479	1,670	–	1,850	1,839	2,040	2,019	2,240
セグメント間取引消去	-29	-41	-20	–	-22	-49	-24	-54	-26
売上総利益	661	737	631	–	686	962	877	1,115	1,090
前期比	25.9%	11.5%	-14.4%	–	8.8%	19.4%	27.8%	15.9%	24.2%
売上総利益率	31.2%	32.1%	26.2%	–	25.5%	31.9%	26.2%	32.3%	27.0%
セグメント別									
再生樹脂製造販売事業	274	334	–	–	–	446	–	549	–
売上総利益率	35.5%	39.1%	–	–	–	36.5%	–	37.0%	–
産業廃棄物処理事業	386	402	–	–	–	515	–	565	–
売上総利益率	28.1%	27.2%	–	–	–	28.0%	–	28.0%	–
セグメント間取引消去	0	0	–	–	–	0	–	0	–
販売費及び一般管理費	394	457	619	–	620	573	671	645	731
売上高販管費率	18.6%	19.9%	25.7%	–	23.0%	19.0%	20.0%	18.7%	18.1%
営業利益	267	280	11	69	66	388	206	469	358
前期比	48.6%	5.0%	-95.7%	481.6%	458.3%	34.3%	209.7%	20.9%	73.4%
売上高営業利益率	12.6%	12.2%	0.5%	2.6%	2.5%	12.9%	6.2%	13.6%	8.9%
セグメント別									
再生樹脂製造販売事業	120	145	-50	–	43	183	206	230	291
産業廃棄物処理事業	268	278	270	–	296	395	448	444	504
全社費用/セグメント間消去等	-121	-143	-207	–	-282	-282	-309	-309	-422
経常利益	247	264	-15	36	32	363	174	446	326
前期比	65.8%	6.9%	–	–	–	35.1%	432.7%	23.1%	87.1%
売上高経常利益率	11.6%	11.5%	-0.7%	1.3%	1.2%	12.0%	5.2%	12.9%	8.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	164	315	57	29	23	245	118	301	222
前期比	135.0%	91.7%	-81.9%	-47.6%	-58.7%	14.0%	403.1%	23.1%	87.1%
売上高当期純利益率	7.8%	13.8%	2.4%	1.1%	0.9%	8.1%	3.5%	8.7%	5.5%

（注）CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想
（出所）リファインバース有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

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。

【 図表 10 】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）

	16/6期	17/6期	18/6期	19/6期CE	19/6期E（今回）	19/6期E（前回）	20/6期E（今回）	20/6期E（前回）	21/6期E
貸借対照表									
現預金	739	685	540	–	351	987	311	1,086	334
受取手形及び売掛金	296	289	346	–	362	354	427	364	457
商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品	21	84	126	–	109	112	147	114	162
その他	62	191	241	–	241	257	241	257	241
流動資産	1,120	1,250	1,253	–	1,065	1,710	1,127	1,823	1,195
有形固定資産	322	1,267	1,498	–	1,588	1,536	1,668	1,596	1,738
無形固定資産	1	2	11	–	51	4	66	5	56
投資その他の資産	48	177	264	–	264	174	264	174	264
固定資産	371	1,447	1,773	–	1,903	1,716	1,998	1,777	2,058
繰延資産	–	37	74	–	74	37	74	37	74
資産合計	1,492	2,736	3,102	–	3,043	3,464	3,200	3,638	3,329
支払手形及び買掛金	37	39	48	–	49	51	60	54	61
短期借入金	6	647	–	–	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	313	194	291	–	238	200	164	200	189
未払金	101	379	192	–	215	437	268	500	322
未払法人税等	74	4	17	–	2	23	16	29	31
その他	89	92	97	–	97	92	97	92	97
流動負債	623	1,358	647	–	603	804	606	876	702
長期借入金	533	338	1,325	–	1,287	1,160	1,322	960	1,133
その他	46	224	246	–	246	224	246	224	246
固定負債	579	563	1,572	–	1,533	1,384	1,569	1,184	1,379
純資産合計	288	814	882	–	905	1,274	1,024	1,576	1,247
(自己資本)	288	813	878	–	905	1,274	1,023	1,575	1,246
(少数株主持分及び新株予約権)	–	0	3	–	0	0	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	245	240	-15	–	32	363	174	446	326
減価償却費	53	60	134	–	90	141	100	161	110
売上債権の増減額（－は増加）	-59	6	-56	–	-16	-47	-64	-10	-30
棚卸資産の増減額（－は増加）	-8	-62	-42	–	16	-26	-37	-2	-15
仕入債務の増減額（－は減少）	-1	1	9	–	0	8	10	3	1
法人税等の支払額	-32	-99	-2	–	-24	-105	-41	-139	-89
その他	-5	-17	29	–	23	61	52	63	54
営業活動によるキャッシュ・フロー	192	130	57	–	122	395	193	521	356
有形固定資産の取得による支出	-73	-603	-581	–	-170	-220	-170	-220	-170
有形固定資産の売却による収入	4	3	0	–	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	-1	-8	–	-50	-2	-25	-2	0
投資有価証券の取得による支出	–	–	-30	–	0	–	0	–	0
敷金及び保証金の差入・戻入による収支	0	-62	0	–	0	0	0	0	0
その他	-1	71	-37	–	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-71	-591	-657	–	-220	-222	-195	-222	-170
短期借入金の増減額（－は減少）	2	641	-647	–	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額（－は減少）	-177	-313	1,083	–	-91	-200	-38	-200	-164
社債の増減額（－は減少）	–	–	–	–	0	0	0	0	0
株式の発行による収入（上場費用控除後）	–	179	–	–	0	0	0	0	0
配当金の支払額	–	–	–	–	0	0	0	0	0
その他	-14	10	-19	–	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-190	516	417	–	-91	-200	-38	-200	-164
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	-70	55	-183	–	-188	-26	-39	99	22
現金及び現金同等物の期首残高	685	615	670	–	487	998	298	972	259
現金及び現金同等物の期末残高	615	670	487	–	298	972	259	1,071	281

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想
（出所）リファインバース有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

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。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 大規模災害による影響の可能性

同社は千葉県の八千代と富津に再生樹脂工場を、東京都大田区の臨海地区と葛飾区に中間処理場を持っている。関東圏内で大規模な災害があった場合、同社の生産活動に影響が及ぶ可能性がある。

◆ 配当について

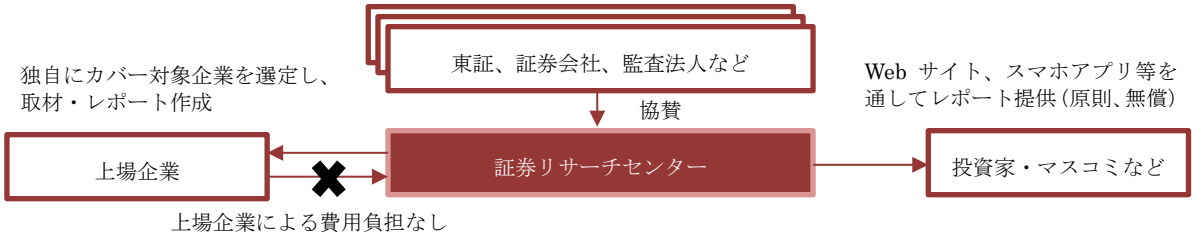
同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

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。

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	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	EY 新日本有限責任監査法人
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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

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。

・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。