

ホリスティック企業レポート

かなめ

要興業

6566 東証二部

ベーシック・レポート

2019年3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 20190325

東京 23 区を地盤に事業所からの廃棄物を扱う総合廃棄物処理業大手 収集運搬ルートの「路線化」等の競争優位性に磨きをかけてシェア拡大を図る

1. 会社概要

- ・要興業(以下、同社)は、一般的な事業所から排出される廃棄物の収集運搬、処分、リサイクルを中核事業としている。事業地域は東京 23 区であり、東京 23 区の民間事業者の中ではトップシェアである。

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

2. 財務面の分析

- ・顧客の増加により増収基調できたが、15/3 期はドライバーの労働時間の適正化を目指したことが要因で減収減益となった。また、低利益率のヨドセイの買収により 16/3 期以降連結業績の開示となったが、連結全体の売上高経常利益率を下げる要因となった。
- ・廃棄物の収集・運搬と中間処理を行う上場企業との比較では、安全性に関する指標の優位性が目立つ。収益性や成長性も総じて遜色はないが、経常利益の成長性が低い点には留意しておきたい。

【主要指標】

	2019/3/22
株価 (円)	728
発行済株式数 (株)	15,871,400
時価総額 (百万円)	11,554

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	13.6	16.2	15.9
PBR (倍)	0.8	0.8	0.7
配当利回り (%)	1.9	1.6	1.6

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、競争優位性を支える仕組み(組織資本)にあり、その多くは自社開発によって導入されてきた。これらにより、運搬車両の効率的運用を実現したほか、サービス品質の向上を通じて、顧客や行政受託案件の獲得(関係資本の増強)につながっていった。

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-1.2	17.4	-21.7
対TOPIX (%)	2.2	24.9	-30.7

4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、廃棄物に関するコンプライアンス体制の更なる強化、用地の取得、設備老朽化への対応が挙げられる。
- ・同社はシェア拡大を成長戦略の中心に据えており、顧客数の増加や取り扱う廃棄物の種類の増加、リサイクル率の向上を図っている。そのための経営基盤の強化に向け、積極的な設備投資を続けていく方針である。

【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、市場全体の拡大が見込みづらい廃棄物処理関連の業界では、同社が志向するシェア拡大戦略が適切と考え、また、ハードとソフトのバランスの良さの上に成り立つ同社の競争優位性を評価している。一方、競争優位性を高めるための先行投資的な費用増が短期業績を損なうことで、実際の競争力に対する評価と株価の評価の間に乖離が生じる局面が出てくる可能性がある点には留意しておきたい。

【6566 要興業 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)
2017/3	10,042	2.4	1,034	-11.7	1,052	-8.0	744	-5.1	56.4	902.2	3.0
2018/3	10,811	7.7	1,142	10.5	1,116	6.0	739	-0.7	53.4	913.6	14.0
2019/3 CE	11,304	4.6	970	-15.1	1,001	-10.2	627	-15.2	39.6	—	12.0
2019/3 E	11,326	4.8	1,049	-8.2	1,084	-2.9	715	-3.2	45.0	944.7	12.0
2020/3 E	11,840	4.5	1,092	4.1	1,104	1.9	725	1.4	45.7	978.4	12.0
2021/3 E	12,372	4.5	1,138	4.2	1,156	4.7	759	4.7	47.8	1,014.3	12.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、17年12月の上場時に2,671,400株の公募増資を実施（オーバーアロットメント分671,400株を含む）
17年6月11日付で1：100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

2/31

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

◆ 東京 23 区に特化した廃棄物の収集運搬・処理の大手

要興業(以下、同社)は、東京 23 区に地域を特化した廃棄物の収集運搬・処理の大手である。流通業の店舗やオフィスビル等の一般的な事業所から排出される廃棄物を取り扱い、建築現場等から排出される廃棄物は対象にしていない。

廃棄物処理は、大まかには(1) 廃棄物を収集・運搬し、(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。同社はこのうち(1)～(3)のプロセスを事業領域としている。(4)の最終処分(埋め立て)は行っていない。

◆ 廃棄物運搬の「路線化」と自社保有のリサイクルセンターが強み

同社は、廃棄物が排出される 7,000 カ所以上の収集現場を定期的に回って廃棄物を収集し、8 カ所の自社のリサイクルセンターまたは 19 カ所の自治体の清掃工場に運搬する。より短い距離でより多くの廃棄物を運べるよう、収集現場と運搬先の「路線化」を行うことで生産性向上につなげ、競争優位性を確立している。また、同社は廃棄物再生事業者登録の東京都第 1 号であり、収集した廃棄物をリサイクルする分野のパイオニアである。同社のリサイクルセンターにはリサイクルのノウハウが集積されている。

◆ 売上高の約 69%が収集運搬・処分事業によるもの

同社は、総合廃棄物処理事業の単一セグメントだが、売上先によって 3 つの事業に区分される。売上先が事業会社である収集運搬・処分事業、売上先が自治体である行政受託事業、収集したものからリサイクルした有価物を販売して売上とするリサイクル事業の 3 つである(図表 1)。収集運搬・処分事業が中心で、19/3 期第 3 四半期累計期間の売上高の 68.8%を占めている。

【図表 1】事業別売上高

(単位: 百万円)

事業別	売上の種類	売上高			前期比 / 前年同期比			構成比		
		17/3期	18/3期	19/3期 3Q累計	17/3期	18/3期	19/3期 3Q累計	17/3期	18/3期	19/3期 3Q累計
収集運搬・処分事業	役務	6,920	7,281	5,881	2.2%	5.2%	7.7%	68.9%	67.4%	68.8%
行政受託事業	役務	1,901	2,083	1,603	2.2%	9.6%	1.9%	18.9%	19.3%	18.8%
リサイクル事業	販売	1,220	1,445	1,057	3.9%	18.5%	-6.9%	11.3%	13.3%	12.4%
		10,042	10,811	8,542	2.4%	7.7%	4.5%	100.0%	100.0%	100.0%

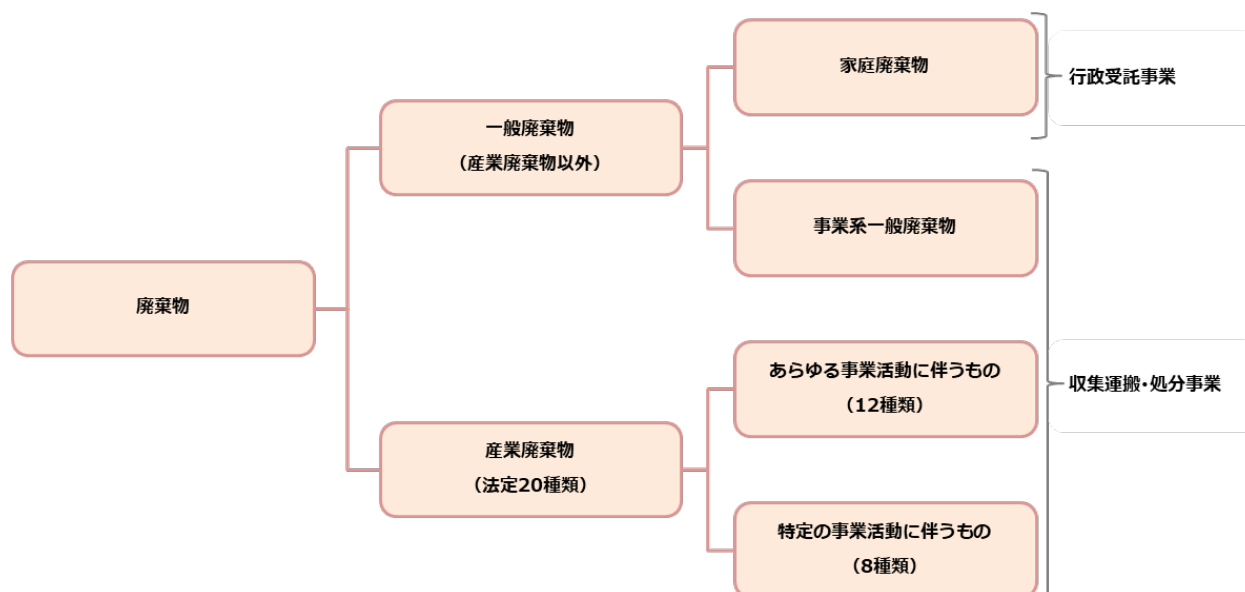
(出所) 要興業有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 廃棄物の区分

廃棄物は、法定 20 種類の産業廃棄物と、一般廃棄物（産業廃棄物以外）に分けられる。法定 20 種類の産業廃棄物はさらに、あらゆる事業活動に伴うもの（12 種類）と、特定の事業活動に伴うもの（8 種類）に分類される。一般廃棄物は、排出元によって、家庭廃棄物と事業系一般廃棄物に細分される（図表 2）。

【図表 2】廃棄物の区分



(出所) 要興業有価証券報告書より証券リサーチセンター加筆

◆ 収集運搬・処分事業（1）～ 事業の全体像

収集運搬・処分事業は、一般的な事業所から排出されるもの（分類上は一般廃棄物と産業廃棄物に分かれる）を、収集、運搬、処分する事業である。同社及び連結子会社のヨドセイが担当している。収集運搬の対価として、事業会社より処理代金を受け取る。

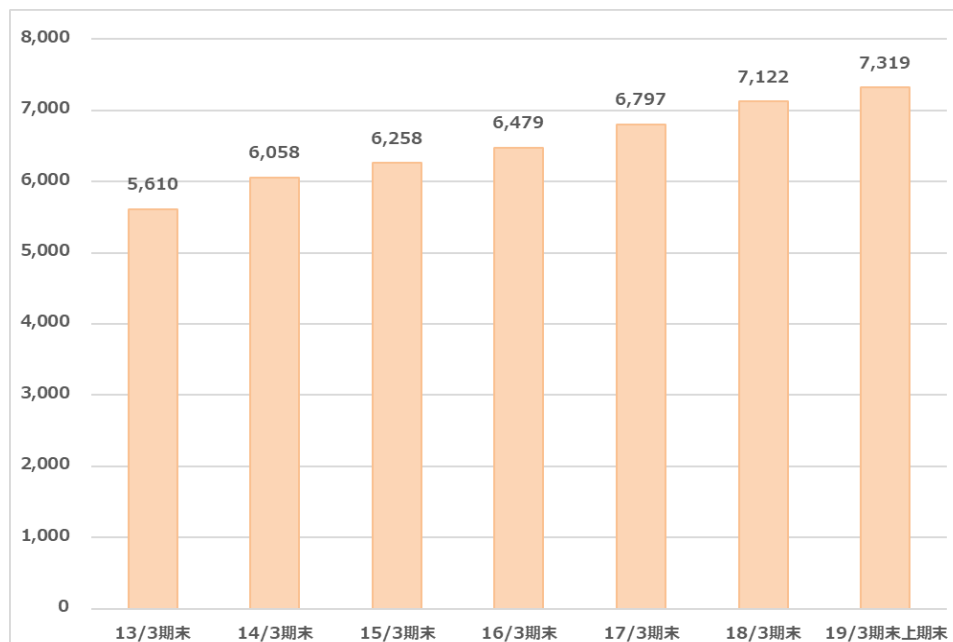
産業廃棄物の法定 20 種類のうち、同社が取り扱うことができるものは、12 種類である（図表 2 の「あらゆる事業活動に伴うもの」の 12 種類とは一致せず、一部、「特定の事業活動に伴うもの」に分類されているものもある）。契約を締結した事業所（排出事業者）の排出現場を定期的に回り、廃棄物を回収している。

同社は、19/3 期第 2 四半期末時点で東京 23 区内にある 7,319 カ所の収集現場をカバーしている（図表 3）。収集現場から排出された廃棄物を、同社が東京 23 区内に保有する 8 カ所のリサイクルセンターや、19 カ所ある行政の清掃工場に運搬している。収集現場を定期的に回

り、廃棄物を収集運搬するために、グループ全体で約 400 台の車両と、それを運転する約 400 名のドライバーを抱えている。

【 図表 3 】 収集現場数の推移

(単位：カ所)



(出所) 要興業決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

収集運搬・処分事業の売上高は、「車両台数×車両 1 台当たり売上高(積載量×運搬回数×契約単価)」で表される。このうち、1 台当たりの積載量と契約単価は短期的には大きく変動しないため、運搬回数と車両台数の増加が成長の牽引役となる。また、運搬回数は収集現場数とも連動する。

◆ 収集運搬・処分事業(2) ～ 顧客と営業の特徴

1 社で複数の収集現場がある顧客がいるため、収集現場数と顧客数は一致しないものの、顧客数の増加は収集現場数の増加につながる。

注1) マニフェスト

廃棄物の適正な処理(不法投棄の防止等)を確保するための「マニフェスト制度」においては、廃棄物処理に係る業者に委託した廃棄物処理の流れを、排出事業者が自ら把握することが求められる。産業廃棄物管理票、またはマニフェストは、この「マニフェスト制度」で使われる伝票のことである。

収集運搬・処分事業の顧客である事業会社は 3,000 社を超えており、ビルメンテナンス会社やビルオーナーのほか、流通業の顧客が多い傾向にある。廃棄物を適切に処理する最終責任は事業会社にあるため、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。

同社は業界で唯一のマニフェスト^{注1}を管理するための自社開発ソフト(電子マニフェスト EDI システム)を持つなど、業界随一のコンプライアンス体制を有し、コストよりもコンプライアンスを重視する意識の高い企業の需要に対応している。

18/3 期の売上高のうち、最大顧客の占める割合は約 6%、上位 10 社が占める割合は約 21%であり、十分に顧客分散がなされている。同社は業界で唯一とされるコンサルティング営業(提案型営業)によって顧客を獲得しており、廃棄物処理におけるコンプライアンスの重要性の啓蒙にも一役買っている。

◆ 収集運搬・処分事業(3) ～ 競争力の源泉とも言える「路線化」

収集現場が増えるほど、運搬回数は増加する。運搬回数の増加は、車両台数の増加と 1 台当たりの運搬回数の増加によってもたらされるが、同社は、1 台当たりの運搬回数の増加につながる車両運用の効率化を得意としている。

より短い距離でより多くの廃棄物を、法令遵守のもとで安全に運搬するため、同社は、収集現場と自社リサイクルセンター及び清掃工場を細かく「路線化」している。この「路線化」によって、移動距離や運搬する廃棄物の種類を細かく決め、各車両の運搬効率を上げることによって全体の運搬回数を無理なく増やすことを可能にしている。

この「路線化」を支えているのが、同社が自社開発した配車ソフトである。また、安全運転のために、特殊 G センサ付きデジタルタコグラフ^{注2}、ドライブレコーダー、GPS 装置搭載無線を装備するなど、積極的に投資を行ってきており、これらを活用したノウハウが競争優位性を支えている。

注2) 特殊Gセンサ付き
デジタルタコグラフ
デジタル式運行記録計に加速度センサを装備し、音声で運転手に危険運転を注意することができるシステム

◆ 収集運搬・処分事業(4) ～ 自社施設のリサイクルセンター

収集された廃棄物は分別され、中間処理施設にて、再利用できるものはリサイクルされ、どうしても利用できないものについては減量化された後に最終処分場に運ばれる。

同社は、分別及びリサイクルのための中間処理施設(リサイクルセンター)を東京 23 区内に 8 カ所保有している(図表 4)。リサイクルセンターによって処理できることが異なるが、これまでひとつずつ処理できることの種類を増やしてきた。

【図表4】要興業のリサイクルセンター

	リサイクルセンター	所在地	行政委託資源物の処理	処理できること (行政委託資源物の処理以外)	開設
1	千住リサイクルセンター	東京都足立区	✓	・事業系一般不燃廃棄物の圧縮 ・ビン・缶・ペットボトルの選別圧縮・圧縮梱包 ・廃プラスチック類の圧縮	92年11月
2・3	第1入谷リサイクルセンター 第2入谷リサイクルセンター	東京都足立区	✓	・古紙の選別・圧縮 ・機密書類の裁断 ・木製家具の選別 ・ふとんの選別 ・機密性プラ製品の破砕 ・発泡スチロールの破砕・溶融	97年4月
4	大森リサイクルセンター	東京都大田区		・ビン・缶・ペットボトルの選別圧縮・圧縮梱包 ・廃プラスチック類の圧縮 ・蛍光灯の破砕	97年9月
5	鹿浜リサイクルセンター	東京都足立区	✓	・小型家電・PC等の分解 ・産業廃棄物の積載保管 ・粗大ごみの破砕 ・蛍光灯の破砕	00年9月
6	新鹿浜リサイクルセンター	東京都足立区	✓	・廃プラスチック類の破砕	08年4月
7	城南島リサイクルセンター	東京都大田区	✓	・廃プラスチック類・金属くずの破砕	10年4月
8	板橋リサイクルセンター	東京都板橋区	✓	・－	17年9月

(注) 入谷リサイクルセンターの「処理できること」は第1入谷と第2入谷を合わせて表示している
(出所) 要興業有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 行政受託事業

行政受託事業には、(1) 東京 23 区の自治体からの委託により、契約した区から発生する不燃ごみや容器包装ごみ(ビン、缶、ペットボトル、プラスチック容器ごみ)を同社のリサイクルセンターで資源化処理する業務(同社が担当)、(2) 家庭から排出される一般廃棄物を行政の処理施設及び処分場に運搬する雇上契約^{注3}に基づいた業務(ヨドセイが担当)の2種類がある。

注3) 雇上(ようじょう)契約
東京23区の家庭系一般廃棄物の運搬を請け負う業者のことを「雇上業者」という。また、その契約のことを「雇上契約」という。

自治体は、廃棄物の最終処分場の残余地の減少に悩まされており、リサイクルによる廃棄物の減量を推進することが求められている。そのため、同社のリサイクルセンターにおける中間処理への需要が強い。不燃ごみについては、足立区と板橋区から排出されるものについてはリサイクルセンターで選別資源化が行われている。容器包装ごみについては、豊島区、足立区、中央区等での実績を有している。

◆ リサイクル事業

収集運搬・処分事業と行政受託事業にて収集され、リサイクルセンターで処理されたものの一部は、資源物として再利用される。このように再資源化された有価物を売却するのが同社のリサイクル事業であり、売却金額が売上高として計上される。

同社の場合、売上高の大部分を古紙の売却が占めているため、古紙価格がリサイクル事業の業績を大きく左右することになる。

◆ 子会社と出資先

同社の連結子会社であるヨドセイ（東京都豊島区）は、15年3月に株式を取得して子会社化したが、主に一般家庭から排出される家庭系廃棄物の収集運搬業務を受託している。同社の収集運搬・処分事業と行政受託事業の一翼を担っている。

また、同社には、バイオエナジー（東京都中央区、出資比率 10%）とアルフォ（東京都千代田区、同 5%）という出資先がある。バイオエナジーは、食品廃棄物を発酵させてメタンガスを発生させるメタン発酵システムによる発電事業を行っており、アルフォは食品廃棄物の飼料化とバイオ発電を事業としている。

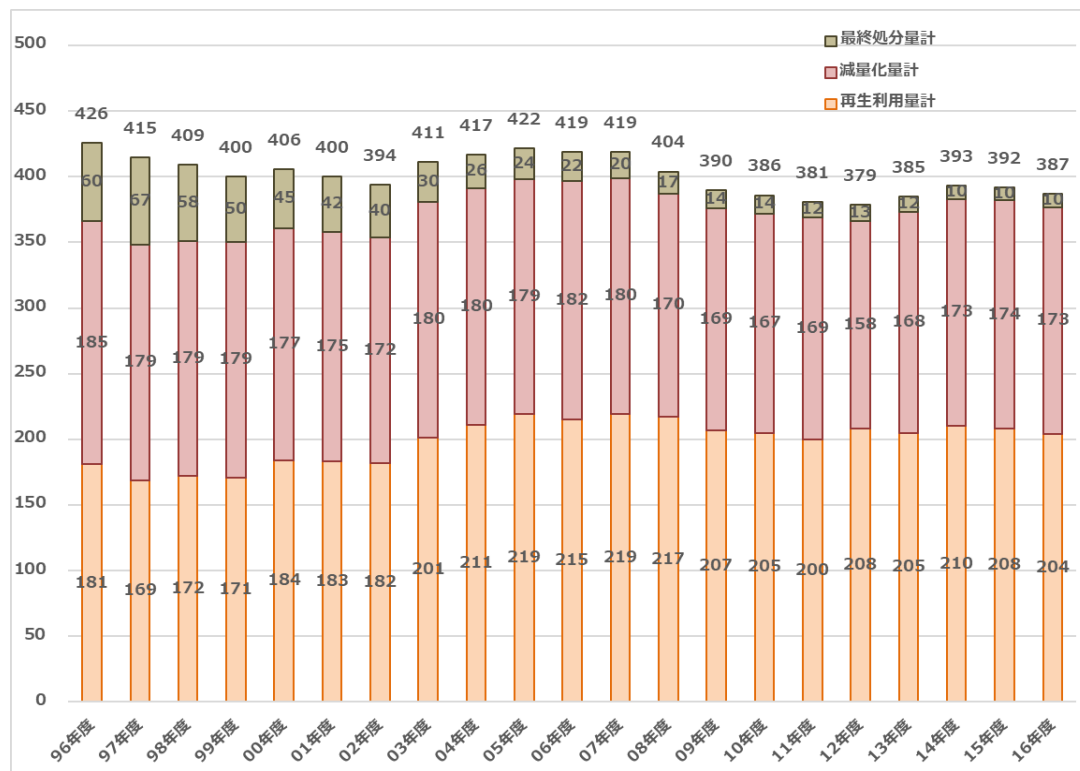
> 業界環境と競合

◆ 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 26 年度実績）」によると、産業廃棄物の 16 年度の処理量は 387 百万トンであり、直近 8 年間は 400 百万トンを下回る水準で推移してきた（図表 5）。

【図表 5】産業廃棄物の処理量の推移

（単位：百万トン）



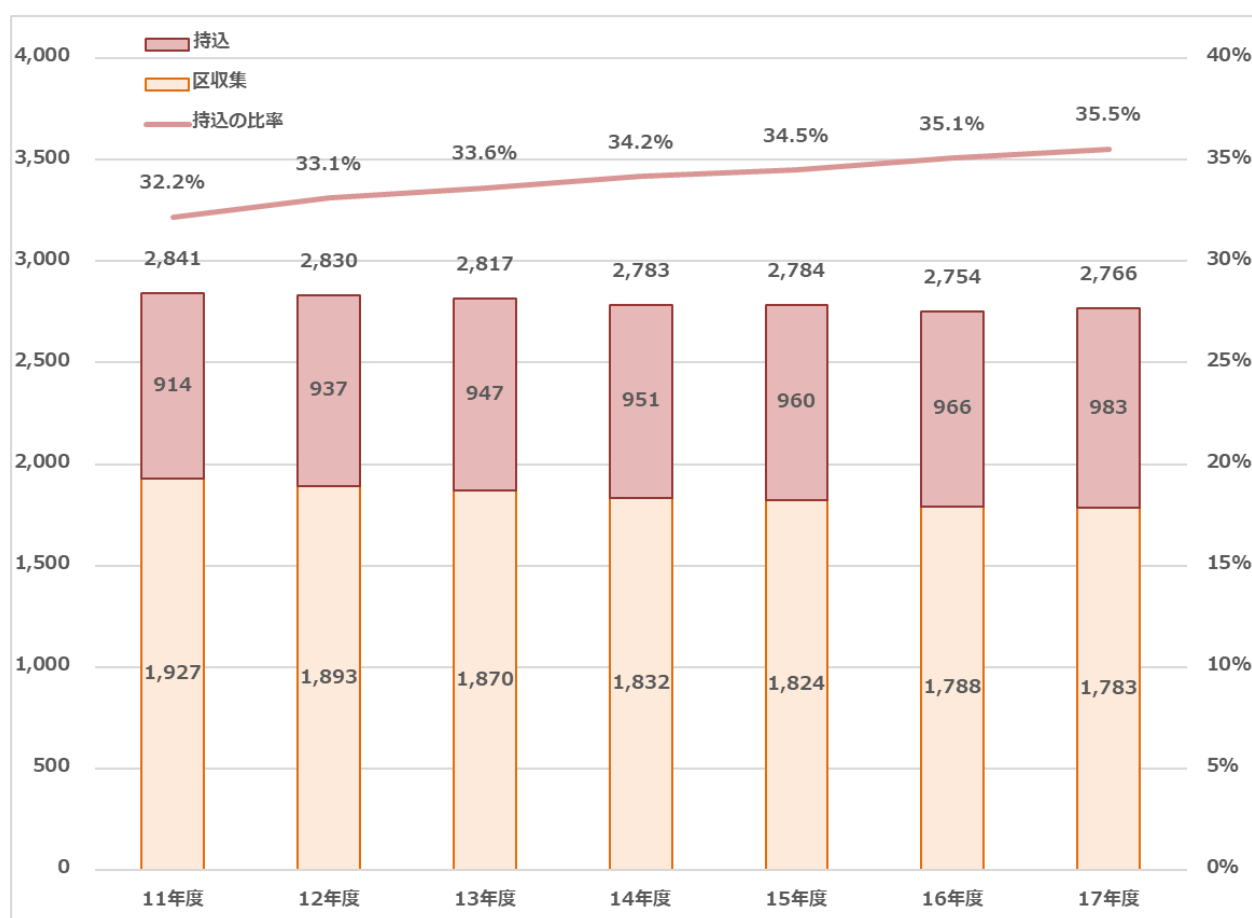
（出所）環境省「産業廃棄物の排出及び処理状況等（平成 28 年度実績）」より証券リサーチセンター作成

◆ 廃棄物の処理は「官から民へ」の動きが続く

東京二十三区清掃一部事務組合の「平成 29 年度ごみ量の確定値について」によると、17 年度の東京 23 区の一般廃棄物は 2,766 千トンで前年度比 0.4%増となったが、長い期間をとると緩やかな減少傾向にある(図表 6)。そのうち、廃棄物処理業者が持ち込んだ廃棄物の量(図表では「持込」)は 983 千トンと同 1.7%増となった。持込比率は 35.5%まで上昇し、緩やかながら自治体から廃棄物業者へ委託される一般廃棄物は増加傾向にある。

【図表 6】産業廃棄物の処理量の推移

(単位:千トン)



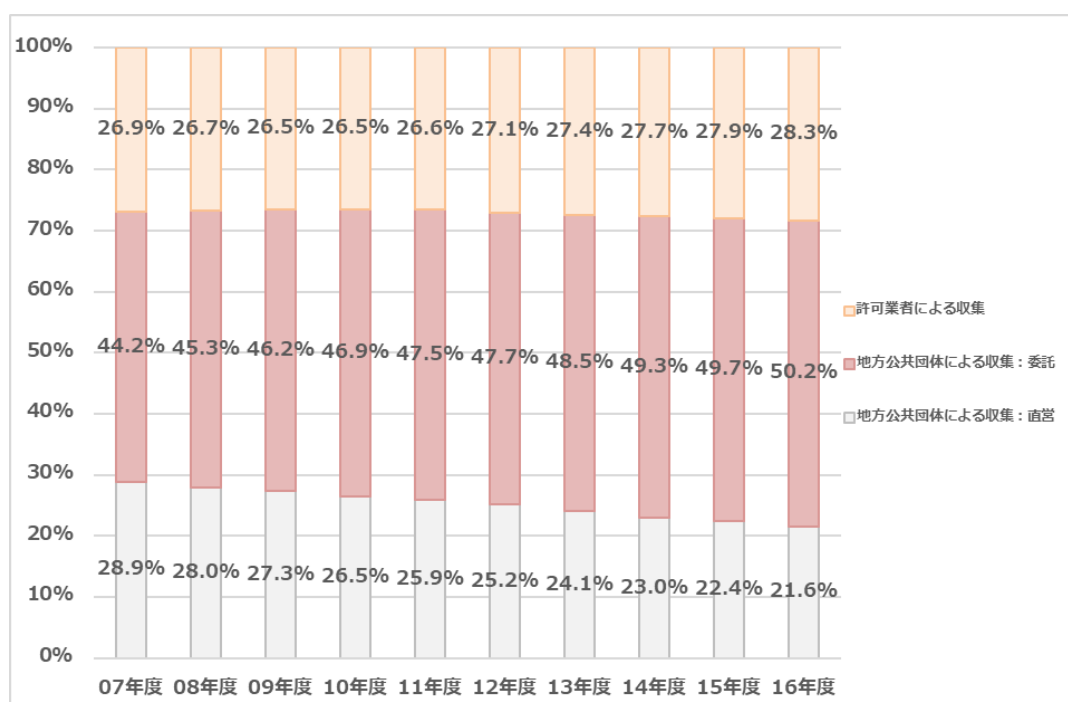
(出所) 東京二十三区清掃一部事務組合「平成 29 年度ごみ量の確定値について」より証券リサーチセンター作成

◆ 行政受託事業の分野では「官から民へ」の動きが続く

同社の行政受託事業に関係するごみ収集の形態には、地方公共団体による収集と許可業者による収集があり、前者はさらに市区町村または事務組合による直営と、業者への委託に分けられる。直営以外は、民間業者が実際の収集作業を行うことになる。

環境省の「日本の廃棄物処理」によると、16 年度のごみ収集量の内訳は、直営が 21.6%、委託が 50.2%、許可業者による収集が 28.3%となっている（図表 7）。直営の比率は年々低下しており、廃棄物の処理については、「官から民へ」の動きが進んでおり、民間事業者の存在感が徐々に増している。

【図表 7】ごみ収集量の収集形態別の割合の推移



(出所) 環境省「日本の廃棄物処理」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

16 年度の同社の事業系一般廃棄物の年間取扱量は 75,035 トンであり、東京 23 区の持込ごみ量の 7.8%を扱っており、東京の民間事業者の中ではトップシェアと考えられる。

東京 23 区に限定しても、廃棄物を取り扱う企業は数多く存在する。取り扱い品目に応じて、運搬、処分の許可を取得する必要があるが、多くの業者は、運搬のみ、または処分のみという形で許可を取得している。また、区ごとに許可が必要となる。同社のように、多くの品目にわたって、運搬と処分の両方で許可を取得している企業は多くないと考えられる。さらに、23 区をフルカバーしている企業は同社以外ほとんどないと推察される。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 前身は現代表取締役社長が創業した藤居商店

同社の前身は、現代表取締役社長の藤居秀三氏が 1972 年に東京都豊島区要町の自宅に創業した藤居商店である。創業当時は、所有するトラックで、顧客の依頼に応じ様々な物を運搬する仕事を行っていた。

運搬する様々な物の中にはごみもあった。当時のごみの大半は紙であり、回収したごみは紙と紙以外に分別され、紙は問屋に販売された。藤居氏は、運賃だけでなく、紙の販売の売上も得られる仕事であることに可能性を感じ、次第にごみの運搬を増やしていった。当初は製紙原料の売買という形で行われていた仕事だったが、世の中でまだ業として成り立っていなかった廃棄物処理業のビジネスモデルの原形が形作られていったと言えよう。

運搬する物の量が増えていったため、創業の翌年の 73 年には株式会社化し、同社設立となった。

◆ 沿革 2 ～ 廃棄物処理業の企業としての整備

75 年には東京都の産業廃棄物処理業の許可を、78 年には東京都の一般廃棄物処理業の許可を取得した。また、業務量の増加を受け、77 年に東京都足立区鹿浜に業務部を移転し、廃棄物処理業の企業としての陣容が整ってきた。

同じ時期に許可を取得した他社の多くは、家庭からの古紙の取り扱いを中心に行っていた。それに対し、同社は廃棄物の発生場所であるオフィスやスーパーマーケットに営業をかけて取扱量を増やしていった。

◆ 沿革 3 ～ 東京都第 1 号の廃棄物再生事業者登録

事業拡大の転機となったのが、92 年 11 月の千住のリサイクルセンターの開設である。千住で土地を購入して施設を整え、最初は瓶と缶を対象にリサイクルの中間処理の業務を開始した。翌月の 92 年 12 月には、東京都で第 1 号の廃棄物再生事業者登録を取得した。

その後は、各所にリサイクルセンターを開設するとともに、各種プラントを新設し、リサイクルの対象品目の増加とリサイクルの処理能力の拡大を進めていった。リサイクルの対象品目の増加の過程で、03 年には、食品廃棄物を発酵させてメタンガスを発生させるメタン発酵システムを持つバイオエナジーとの協業化を目的とした出資も行っている。

こうした実績を積み上げていったことで、10 年には東京都の優良評価制度「産廃エキスパート認定」を取得し、11 年には優良産廃処理業者認定を取得した。

◆ 沿革 4 ～ 他社との協業も行い業容拡大が続く

15 年に、ヨドセイの株式を取得し、連結子会社とした。また、16 年にはアルフォ・イーへ出資するなど、事業の拡大に向けた展開を続けている。なお、アルフォ・イーは途中事業主体の変更があった関係でアルフォへの出資に切り替わっているが、協業は継続している。

17 年 12 月には、東京証券取引所市場第二部への上場を果たし、現在に至っている。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「環境保全と循環型社会に貢献する企業であること」を掲げ、循環型社会の構築・環境保全を追求し、遵法精神を常にもって業に臨むとしている。

◆ 株主

有価証券届出書と 19/3 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 8 の通りである。

18 年 9 月末時点で、代表取締役社長の藤居秀三氏が筆頭株主で 15.75%を保有している。第 2 位は、要興業社員持株会で 13.29%を保有している。

その後は、第 3 位～第 5 位が日本生命保険及びそのグループ会社 2 社で、合計 15.00%を保有している。第 8 位の三菱UFJ 銀行も含め、金融機関の長期保有も見られる。それ以外の個人は、代表取締役社長の親族や取締役が名を連ねている。

なお、上場前は全株式の 7.04%に当たる 1,000,000 株の自己株式があったが、上場時に市場に放出されている。

【 図表 8 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			18年9月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
藤居 秀三	3,320,000	23.38%	1	2,500,000	15.75%	1	代表取締役社長 上場時に820,000株売り出し
要興業社員持株会	3,063,700	21.58%	2	2,109,900	13.29%	2	
日本生命保険相互会社	950,000	6.69%	3	850,000	5.36%	3	上場時に100,000株売り出し
大星ビル管理株式会社	850,000	5.99%	4	750,000	4.73%	4	日本生命保険の関連会社 上場時に100,000株売り出し
大星ビルメンテナンス株式会社	850,000	5.99%	4	750,000	4.73%	4	日本生命保険の関連会社 上場時に100,000株売り出し
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	0	0.00%	-	385,100	2.43%	6	
藤居 幸弥	370,000	2.61%	7	370,000	2.33%	7	
株式会社三菱UFJ銀行	300,000	2.11%	8	300,000	1.89%	8	
坂原 謙二	290,000	2.04%	11	290,000	1.83%	9	取締役
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	0	0.00%	-	255,000	1.61%	10	
株式会社要興業 (自己株式)	1,000,000	7.04%	-	-	-	-	上場時に1,000,000株売り出し
藤居 千恵子	506,300	3.57%	6	-	-	-	上場時に506,300株売り出し
荒井 昇	300,000	2.11%	8	-	-	-	上場時に150,000株売り出し
中島 和子	300,000	2.11%	8	-	-	-	代表取締役社長の二親等内の血族 上場時に300,000株売り出し
(大株主上位10名)	10,810,000	76.13%	-	8,560,000	53.93%	-	
(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	14,200,000	100.00%	-	15,871,400	100.00%	-	発行済株式総数には自己株式を含む

(出所) 要興業有価証券届出書、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、13/3 期以降の数値が開示されている。顧客の増加により基本的には増収基調で推移してきたが、15/3 期は減収経常減益を経験した。15/3 期は、ドライバーの労働時間の適正化に取り組んだ期で、1 人のドライバーが働き過ぎないよう、労働時間の調整とともに、先行投資として人員と車両を増やした。その結果、人件費と減価償却費が増加し、経常減益となった。

また、ヨドセイの連結子会社化により、16/3 期から連結業績の開示となっている。ヨドセイが加わったことにより、売上高は増加したが、ヨドセイの利益率は同社単体の利益率よりも低かったため、全体の売上高経常利益率を押し下げる要因となった。

また、17/3 期も経常減益となっているが、収集運搬・処分事業での人員や車両の増強や、リサイクル事業で新しい工場の建設や設備増強といった投資を行ったことが要因である。

◆ 18 年 3 月期は当期純利益以外では増益

18/3 期は、売上高が前期比 7.7%増の 10,811 百万円、営業利益が同 10.5%増の 1,142 百万円、経常利益が同 6.0%増の 1,116 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 0.7%減の 739 百万円となった。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 99.9%、営業利益は 93.5%、経常利益は 92.5%、親会社株主に帰属する当期純利益は 90.3%であった。

収集運搬・処分事業は前期比 5.2%増収となった。顧客数の増加とともに収集現場数が同 4.8%増の 7,122 現場となったことが増収を支えた。

行政受託事業は前期比 9.6%増収となった。板橋リサイクルセンターの新設をはじめとしたリサイクルセンターの能力増強による処理量の増加により、不燃ごみ資源化取引を中心に受託できる量が拡大した。

リサイクル事業は前期比 18.5%増となった。18/3 期前半の資源相場が好調だったことで増収率を押し上げた。

売上総利益率は 21.0%となり、17/3 期の 20.9%とほぼ変わらなかった。ただし上場時計画での 21.6%との比較では、0.6%ポイント下回った。売上総利益率は第 3 四半期累計期間が 22.2%、第 3 四半期単独で 20.3%だったのに対し、第 4 四半期には 17.3%まで大幅に低下した。第 4 四半期のリサイクル事業における資源価格の低下が要因だったと考え

られる。また、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、人員増等により前期比 60 百万円増となったが、上場時計画と同水準となった。これらの結果、18/3 期の売上高営業利益率は 10.6%と、前期比 0.3%ポイントの改善となったが、売上総利益率の計画未達が影響して、売上高営業利益率でも上場時計画を 0.7%ポイント下回った。

なお、経常利益までは増益だったのに対し、親会社株主に帰属する当期純利益が減益となったのは、17/3 期の実効税率が 29.6%だったのに対し、18/3 期は 34.3%まで上昇したためである。

◆ 上場時の公募増資により自己資本は若干増強

17 年 12 月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、17/3 期末に 67.9%であった同社の自己資本比率は、18/3 期末には 70.6%まで若干上昇した。

> 他社との比較

◆ 廃棄物の収集・運搬と中間処理を事業として行う企業と比較

廃棄物の収集・運搬と中間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、首都圏を中心に建設関連産業廃棄物の中間処理、再資源化から最終処分までを一貫して行うタケエイ（2151 東証一部）、建設廃棄物の中間処理が主力のフジコー（2405 東証二部）、東海地方を地盤に産業廃棄物の中間処理だけでなく最終処理も手掛けるミダック（6564 東証二部・名証二部）とした（図表 9）。

規模や取り扱い品目、事業領域とするプロセス（最終処理のプロセスを対象とするかどうか等）の違いがあるので、単純比較が難しい部分もあるが、安全性に関しては同社の優位性が目立っている。収益性や成長性についても、最終処分に対する案件が好調なミダック以外に対しては総じて優位にあると言えよう。唯一、経常利益の成長性が低い水準に留まっている。ヨドセイが連結子会社になった前後の比較のためという要因もあるが、リサイクル事業での販売価格の変動による可能性もあり、留意しておきたい点である。

【 図表 9 】 財務指標比較：廃棄物の収集・運搬と中間処理を行う企業

項目	銘柄	コード	要興業		タケエイ	フジコー	ミダック
			6566		2151	2405	6564
			18/3期	(参考)	18/3期	18/6期	18/3期
規模	売上高	百万円	10,811	—	31,084	3,427	4,244
	経常利益	百万円	1,116	—	2,292	140	839
	総資産	百万円	20,535	—	67,388	6,125	8,098
収益性	自己資本利益率	%	5.6	5.1	5.1	2.7	27.4
	総資産経常利益率	%	5.9	5.4	3.6	2.3	10.6
	売上高営業利益率	%	10.6	—	7.7	5.6	20.8
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	12.3	—	5.6	10.1	13.9
	経常利益（同上）	%	1.1	—	7.9	-21.5	113.5
	総資産（同上）	%	11.6	—	12.8	12.0	27.8
安全性	自己資本比率	%	70.6	—	40.0	34.6	26.8
	流動比率	%	319.8	—	194.4	133.8	121.1
	固定長期適合率	%	74.6	—	82.9	91.0	91.5

(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）
 要興業とミダックは16/3期より連結決算のため3期前は単体の数値。
 要興業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
 可能性のある指標は、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、競争優位性を支える自社開発の仕組みにある
同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 10 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「競争優位性を支える仕組み」にあると考えられる。運搬の生産性向上に寄与する配車システムや、他社との差別化要因となるコンプライアンス体制に関する電子マニフェスト登録サポートシステム等、同社の競争力の源泉となる重要な仕組みは、自社で開発してきた。

これらの仕組みに支えられ、同じく組織資本のプロセスが強化されていった。特に廃棄物の収集・運搬については、収集拠点と運搬先を結ぶ「路線化」を実現し、運搬車両の効率的運用を実現させ、競争優位性を確立している。安全運転を支える仕組みとともにサービス品質の向上に寄与しており、コンプライアンス重視の顧客や行政受託案件の獲得につながり、関係資本が增強されていったと考えられる。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・収集運搬・処分事業の顧客	・顧客である事業会社の数	3,000社超
			・廃棄物を回収する収集現場数	7,319現場
			・事業系一般廃棄物の年間取扱量とシェア	75,035トン シェアは約7.8% (17/3期)
		・行政受託事業での取引実績	・不燃ごみの選別資源化の実績	足立区 板橋区 中野区 荒川区
			・容器包装ごみの実績	豊島区 足立区 中央区等
	ブランド	・リサイクル事業での取引	・資源物の販売先	開示なし
			・リサイクルへの取り組み	東京都で第1号の廃棄物再生事業者登録 (92年)
			・品質に対する評価	東京都の優良評価制度「産廃エキスパート認定」 (10年)
				優良産廃処理業者認定 (11年)
	ネットワーク	・行政との関係	・行政の清掃工場	19カ所
			・業務の委託	開示なし
		・出資先	・食品廃棄物のバイオ発電	バイオエナジー
			・食品廃棄物の飼料化・バイオ発電製造体制	アルフォ
組織資本	プロセス	・廃棄物の収集・運搬	・収集運搬車両 (単体)	290台 (18/3期末)
			・収集運搬車両 (ヨドセイ)	103台 (19年3月時点)
			・ドライバーの人数	約400人 (車両台数に近似)
			・車両基地	開示なし
		・廃棄物の処理	・リサイクルセンター	東京23区内に8カ所
			・啓蒙活動としてのセミナーの開催	年間40回以上の開催
		・業界唯一のコンサルティング営業	・啓蒙活動として発行する小冊子の発行部数	開示なし
			・業界唯一のマニフェスト管理	自社開発の電子マニフェストEDIシステム
	知的財産 ノウハウ	・コンプライアンス体制	・各種勉強会の開催	回数は開示なし
			・安全運転に関する指導機会	特になし
		・競争優位性を支える仕組み	・運輸管理の仕組み	収集拠点と運搬先を結ぶ「路線化」を支える 自社開発の配車システム
			・安全運転を支える仕組み	特殊Gセンサ付きデジタルタコグラフ GPS装置搭載無線 ドライブレコーダー
			・廃棄物に関するコンプライアンスの仕組み	自社開発の電子マニフェストEDIシステム
			・リサイクルの技術	特になし
人的資本	経営陣	・創業社長の存在 ・インセンティブ	・創業からの年数	1972年6月の創業から46年経過
			・代表取締役社長による保有	2,500,000株 (15.75%)
			・代表取締役社長以外の 取締役の持株数 (監査役は除く)	640,000株 (3.72%) (18/3期末)
			・監査等委員、役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	140百万円 (7名) (18/3期)
	従業員	・企業風土 ・インセンティブ	・従業員数	連結441名 単体383名 (18/3期末)
			・平均年齢	43.10歳 (単体) (18/3期末)
			・平均勤続年数	8.92年 (単体) (18/3期末)
			・従業員持株会 ・ストックオプション	あり 13.29%の保有 なし

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 19/3 期第 2 四半期累計期間、または 19/3 期第 2 四半期末のものとする
(出所) 要興業有価証券報告書、四半期報告書、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

> ESG活動の分析

注4) 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)

同社の「要興業 CSR レポート 2018」によると、ISO14001 取得事業所の拡大、食品リサイクルの飼料化やバイオマス発電を行うアルフォとの協業を通じた食品リサイクルの推進、排気ガスを出さない電動フォークリフトの導入といった環境対応の取り組みを実施している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「環境保全と循環型社会に貢献する企業であること」を企業理念に掲げ、循環型社会の構築・環境保全を追求し、遵法精神を常にもって業に臨む方針を採っている。

社会的責任に関する国際規格である ISO26000 の掲げる 7 つの中核主題(組織統治、人権、労働慣行、環境、公正な事業慣行、消費者課題、コミュニティへの参画及びコミュニティの発展)を、SDGs^{注4}と関連づけながら CSR 活動の目標として取り入れている。

例えばコミュニティへの参画・発展の主題については、リサイクルセンターがある足立支社では、17 年より近隣のごみ拾いを毎朝実施したり、足立区の「資源ごみ買取市」へ参画したりするといった具体的な取り組みを実施している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 9 名の取締役で構成され、うち 2 名が社外取締役である。

社外取締役の齊藤陽三氏は、三徳に入社して長くキャリアを積み、代表取締役も務めた。現在は、ヨドセイの監査役との兼任である。

社外取締役の松澤攻臣氏は、安田火災海上保険(現損害保険ジャパン 日本興和)で長くキャリアを積み、専務取締役を務めた。その後、セゾン自動車火災保険の代表取締役社長、セゾン保険サービス代表取締役社長を歴任した。現在は、医療法人社団高千穂会西台クリニックの顧問との兼任である。

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井上淳嗣氏は、富士銀行(現みずほ銀行)入行後、富山支店長、個人営業統括部長、東京中央支店長を歴任した。その後、サンネットワーク(現パラマウントケアサービス)の専務取締役、代表取締役社長、日本製罐(5905 東証二部)の取締役経理部長も務めた。

非常勤監査役で社外監査役の村谷晃司氏は、第二東京弁護士会登録の弁護士である。現在は、フェアネス法律事務所に所属している。

非常勤監査役の寺島哲四氏は、東京都庁に入庁後、東京都水道局豊島営業所長、東京都千代田清掃事務所長、千代田区総合災害対策室長を歴任した後に、参事として同社に入社した。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ コンプライアンス体制の更なる充実

廃棄物処理に関するコンプライアンス体制が確立していることを同社は競争力の源泉として認識しており、それを更に充実、向上させることを最優先課題としている。同時に運搬中の事故を発生させないように、「安全運転日本一」を目指して、交通安全についての取り組みも強化していく。

◆ 用地の取得

事業遂行上、中間処理を行うリサイクルセンターのほか、運搬車両を管理する車両基地が必要である。特に後者は、車両の台数に応じて増やしていかなくてはならない性質のものである。一方で、環境や近隣への配慮の関係で、東京 23 区内で、そうした用途に適するまとまった規模の用地を見つけることは容易なことではない。今後、用地が取得できないことが機会損失につながることも考えられる。

◆ 設備老朽化への対応

同社の 8 カ所のリサイクルセンターのうち、00 年より前に開設されているのは、千住（開設は 92 年）、入谷第一（同 97 年）、大森（同 97 年）である。これらは設立から 20 年以上が経過しており、一部の設備は老朽化が進んでいる。今後、順次、設備の更新を進めていくことになるが、全体の稼働量の減少を最大限抑えながら行っていくことは容易ではないと考えられる。一方、設備更新の際に自動化を進めていけば、将来的な効率性向上も見込まれよう。

> 今後の事業戦略

◆ シェア拡大を中心に据えた成長戦略

同社は 21/3 期までの 3 カ年計画で、21/3 期の売上高を 18/3 期比 12.1% 増にすることを計画している。現在、東京 23 区内における同社の事業系一般廃棄物取扱量の持込ごみ量に対するシェアは 7.8%だが、このシェアを更に拡大していくことを成長戦略の中心に据えている。

全体の増収の牽引役となる収集運搬・処分事業では、コンプライアンス体制の強化とコンサルティング営業により更なる差別化を図り、顧客数を拡大していくとしている。行政受託事業では、不燃ごみの拡大のほか、不燃ごみ以外での取り扱い対象の広がり（布団や家具等）を模索し、受注拡大を目指していく。リサイクル事業では、リサイクルセンターの能力の増強のほか、新しい資源化ルートの開拓等により、リサイクル率の向上を図っていく。

これらを進めるためには、各事業を支える経営基盤の強化が欠かせない。同社は、リサイクルセンターの拡充、情報化投資（基幹ソフトウ

ェアや車載端末の自社開発)、運搬力強化、人材確保等を通じて、廃棄物処理の能力と効率を上げていく方針である。

そのために、今後も積極的な設備投資を続けていく方針である。17年9月に稼働を開始した板橋リサイクルセンターは、行政受託の需要増に対応するものであった。また、17年12月の上場によって得た資金を用いて、鹿浜リサイクルセンターの拡張と、同センターにおける粗大ごみ選別プラントの設置を行っている。また、今後は老朽化した設備の更新も実施していく方針であり、しばらくは積極的な設備投資が続く局面と考えられる。

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）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・東京23区でトップシェアであること ・運搬車両や8カ所の自社リサイクルセンター等の充実したハード ・東京23区をフルカバーする体制 - 収集拠点と運搬先を結ぶ「路線化」の実現とそれを可能とする自社開発の配車システム - 東京23区をフルカバーできる免許の取得・維持 ・業界唯一のコンサルティング営業とコンプライアンス体制 - コストよりコンプライアンスを重視する顧客から選好されやすい状況 - 自社開発の業界唯一のマニフェスト管理システム ・財務面での安全性の高さ ・業界を切り開いてきた創業社長の健在
弱み (Weakness)	・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 ・市場規模は横ばいで拡大しない状況 ・創業社長への依存度の高さ
機会 (Opportunity)	・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 ・行政受託事業における埋立地の延命に対する自治体の需要の強まり ・リサイクルセンターの新設または更新による能力増強 ・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 ・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
脅威 (Threat)	・リサイクル事業における資源価格の急激な変動 ・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） ・中国の政策変更の可能性 - 廃プラスチックの輸入全面禁止の前例あり ・廃棄物処理の委託先が限られていること（委託先の経営不安定化、処理費用の高騰等） ・人材の確保が思うように進まない可能性 ・事業に必要な用地の確保が思うように進まない可能性 ・リサイクルセンターでの事故発生の可能性 東京23区での大規模災害の可能性 ・運搬車両の事故の可能性 ・連結子会社のヨドセイで結成されている労働組合との関係悪化の可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 全体の市場拡大が喜ばれない業界ではシェア拡大戦略が適切

社会全体としては、廃棄物の排出量は少ないほど好ましい状況と言える。そのため、廃棄物処理関連の市場は、他の多くの分野の市場とは異なり、市場全体の拡大は喜ばれず、むしろ拡大を抑えようとする力が強く働く。実際、東京 23 区の廃棄物の量は緩やかな減少傾向にある（図表 6）。市場全体が拡大しない状況にあっても、質の向上を継続してシェアを拡大していくという同社の戦略は理に適っていると考えられる。

◆ ハードとソフトのバランスの良さの上に成り立つ競争優位性

シェアの拡大のためには、自社の処理能力を拡大する必要がある。こうした場合、一般的には、運搬車両の台数の増加や、リサイクルセンターの処理量の増加といったハード面の強化に目が向けられよう。

しかし同社は、ハード面以上にソフト面の向上を重視しているように見受けられる。運搬車両の配車システムを導入しての1台当たりの運搬量の最大化を図る仕組み、安全運転を確保するための車載システム、電子マニフェスト EDI システム等の廃棄物に関するコンプライアンスのための仕組み、継続的な研修や教育を通じたスタッフの質の向上が該当する。

もちろん処理量の増加がシェア拡大による成長の必要条件であるため、ソフト面の強化だけでも事足りない。同社の競争優位性はハードとソフトのバランスの良さの上に成り立っていると考えられる。

◆ 先行投資的な費用の断続的な増加には留意

同社は、短期業績を多少損なっても、競争優位性を高めるための投資を積極的に行う企業である。15/3 期や 17/3 期に経験した減益は、こうした先行投資的な費用の増加が要因であった。また、先行投資的な費用の断続的な増加が、利益水準がなかなか上昇しない遠因になっている可能性もある。シェアを上げていく戦略は正しいと考えられるが、一方で、同社の実際の競争力に対する評価と株価の評価の間に乖離が生じる局面が出てくる可能性がある点には留意しておきたい。

> 今後の業績見通し**◆ 19 年 3 月期会社計画**

19/3 期の会社計画は、売上高 11,304 百万円（前期比 4.6%増）、営業利益 970 百万円（同 15.1%減）、経常利益 1,001 百万円（同 10.2%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 627 百万円（同 15.2%減）である（図表 12）。

期初計画は、売上高 11,016 百万円（前期比 1.9%増）、営業利益 736 百万円（同 35.5%減）、経常利益 739 百万円（同 33.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 483 百万円（同 34.7%減）であったが、第 2 四半期決算公表時と第 3 四半期決算公表時に、会社計画は上方修正されている。

期初計画において、事業別売上高は、収集運搬・処分事業が前期比 6.1%増、リサイクル事業が同 16.2%減、行政受託事業が同 0.3%減となっていた。資源価格の低下を想定してリサイクル事業を大幅減収としていたことが目立った。さらに、18 年 1 月より中国が廃プラスチック

ックの輸入を全面的に禁止したことを受け、行き場のなくなった廃プラスチック類の処理価格の高騰による原価率の悪化を想定したことで、大幅減益の計画となっていた。

第3四半期決算公表時の上方修正は、収集運搬処分事業での臨時回収売上が好調に推移したこと、想定以上に資源相場が回復してリサイクル事業の売上が増加したこと、原価低減が進んだことが要因である。前期比減益は変わらないものの、減益幅が大きく縮まった。

配当に関しては、配当性向 30%を目安に行う方針である。18/3 期の 14.0 円（期末配当のみ、うち 1.0 円は上場記念配当）に対し、19/3 期は、期初の段階では未定、第2四半期決算公表時に 11.0 円（期末配当のみ）を計画していた。しかし、会社計画を上方修正したことを受け、12.0 円（同）へ増配された。

【図表 12】要興業の 19 年 3 月期の業績計画

(単位: 百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期			前期比
	実績	実績	実績	会社計画 (期初)	会社計画 (2Q時修正)	会社計画 (3Q時修正)	
売上高	9,803	10,042	10,811	11,016	11,148	11,304	4.6%
収集運搬・処分事業	6,769	6,920	7,281	7,726	—	—	—
リサイクル事業	1,174	1,220	1,445	1,212	—	—	—
行政受託事業	1,859	1,901	2,083	2,077	—	—	—
売上総利益	2,151	2,097	2,266	—	—	—	—
売上総利益率	22.0%	20.9%	21.0%	—	—	—	—
営業利益	1,170	1,034	1,142	736	798	970	-15.1%
売上高営業利益率	11.9%	10.3%	10.6%	6.7%	7.2%	8.6%	—
経常利益	1,143	1,052	1,116	739	825	1,001	-10.2%
売上高経常利益率	11.7%	10.5%	10.3%	6.7%	7.4%	8.9%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	785	744	739	483	544	627	-15.2%
売上高当期純利益率	8.0%	7.4%	6.8%	4.4%	4.9%	5.5%	—

(出所) 要興業有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 19 年 3 月期第 3 四半期決算

19/3 期第 3 四半期累計期間は、売上高 8,542 百万円（前年同期比 4.5% 増）、営業利益 852 百万円（同 11.6%減）、経常利益 888 百万円（同 3.6% 減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 592 百万円（同 3.8%減）であった。上方修正後の通期計画に対する進捗率は、売上高が 75.6%、営業利益が 87.8%である。

事業区分別には、収集運搬・処分事業は前年同期比 7.7%増、リサイクル事業は同 6.9%減、行政受託事業は同 1.9%増となった。上述の通り、想定以上に資源相場が回復してリサイクル事業の売上が増加したこ

とが大きく貢献し、リサイクル事業の減収幅が縮小傾向にあることがうかがえる。さらに四半期別に見た売上総利益率が、第1四半期の32.8%に対し、第2四半期は38.7%、第3四半期は37.9%となったことも、リサイクル事業の回復をうかがわせるものである。

◆ 中期計画

同社は19/3期期初に、19/3期～21/3期までの中期計画を公表している。19/3期期初の段階では、19/3期を業績の一旦の底として、20/3期以降に増収増益を目指す内容であった(図表13)。19/3期会社計画の上方修正後も20/3期以降については修正されておらず、中期計画の数値そのものは参考にはならない。ただし、リサイクル事業の資源価格の変動が短期業績に与える影響の大きさを改めて確認できる一方、主力の収集運搬・処分事業が安定的に増収を牽引していくという見方は変わっていないと考えられる。

【図表13】要興業の中期計画

(単位:百万円)

	18/3期 実績	19/3期			20/3期		21/3期	
		会社計画 (期初)	会社計画 (3Q時修正)	前期比	中期計画 (期初計画と比較)	前期比	中期計画	前期比
売上高	10,811	11,016	11,304	4.6%	11,615	5.4%	12,122	4.4%
収集運搬・処分事業	7,281	7,726	-	-	8,190	-	8,633	5.4%
リサイクル事業	1,445	1,212	-	-	1,284	-	1,347	4.9%
行政受託事業	2,083	2,077	-	-	2,140	-	2,140	0.0%
売上総利益	2,266	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	21.0%	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	1,142	736	970	-15.1%	-	-	-	-
売上高営業利益率	10.6%	6.7%	8.6%	-	-	-	-	-
経常利益	1,116	739	1,001	-10.2%	873	18.1%	1,087	24.5%
売上高経常利益率	10.3%	6.7%	8.9%	-	7.5%	-	9.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	739	483	627	-15.2%	574	18.8%	723	26.0%
売上高当期純利益率	6.8%	4.4%	5.5%	-	4.9%	-	6.0%	-

(注) 20/3期の前期比は19/3期の修正後の計画との比較

(出所) 要興業有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 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、同社の19/3期業績について、売上高11,326百万円(前期比4.8%増)、営業利益1,049百万円(同8.2%減)、経常利益1,084百万円(同2.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益715百万円(同3.2%減)とした。売上高、利益とも、修正後の会社計画をいくらか上回る水準での予想となった(図表14)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、次の点に留意した。

(1) 収集運搬・処分事業は、期末の収集現場数と期中平均現場数を予想し、1 収集現場当たり売上高と掛け合わせて算出した。19/3 期末の現場数は 7,550 現場（期初会社計画では 7,517 現場）、1 収集現場当たり売上高は 1,060 千円（18/3 期は 1,046 千円）とし、同事業は前期比 6.8%の増収になると予想した。

(2) 行政受託事業は、18/3 期の 2,083 百万円に対して微増の 2,100 百万円と予想した（期初会社計画では 2,077 百万円）。

(3) リサイクル事業は、18/3 期の 1,445 百万円に対して微増の 1,450 百万円と予想した（期初会社計画では 1,212 百万円）。なお、第 3 四半期累計期間で 1,057 百万円の売上高になっており、第 4 四半期も第 3 四半期並みの売上高が計上されるものと考えている。

(2) 売上総利益率は、18/3 期の 21.0%に対し、19/3 期は 20.0%まで 1.0%ポイント悪化するものとした。リサイクル事業での資源価格の変動が大きい、第 3 四半期累計期間の売上総利益率が 20.4%となっているところからの予想である。また、販管費は、18/3 期の 1,124 百万円に対し、19/3 期は 1,216 百万円と 92 百万円増加するものとした。その結果、19/3 期の売上高営業利益率は 9.3%と前期比 1.3%ポイントの悪化に留まるものと予想した（修正後の会社計画では 8.6%）。

20/3 期以降について、20/3 期は前期比 4.5%、21/3 期は同 4.5%、22/3 期は同 4.3%の増収が続くと予想した。収集運搬・処分事業の年 5~6%台の増収が牽引するとともに、行政受託事業、リサイクル事業の両事業が 2~3%台の増収になるものとした（20/3 期のリサイクル事業のみ前期比横ばいとした）。売上総利益率は 19/3 期と同じ 20.0%で、売上高販管費率も 10.8%で推移するものとした結果、売上高営業利益率は 20/3 期以降 9.2%で横ばいに推移するものと予想した。

【 図表 14 】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)

	16/3期連	17/3期連	18/3期連	19/3期連CE (修正後)	20/3期単CE (中計)	21/3期単CE (中計)	19/3期連E	20/3期連E	21/3期連E	22/3期連E
損益計算書										
売上高	9,803	10,042	10,811	11,304	11,615	12,122	11,326	11,840	12,372	12,909
前期比	28.3%	2.4%	7.7%	4.6%	2.8%	4.4%	4.8%	4.5%	4.5%	4.3%
事業別										
収集運搬・処分事業	6,769	6,920	7,281	-	-	-	7,776	8,240	8,672	9,109
前期比	-	2.2%	5.2%	-	-	-	6.8%	6.0%	5.2%	5.0%
構成比	69.1%	68.9%	67.4%	-	-	-	68.7%	69.6%	70.1%	70.6%
行政受託事業	1,859	1,901	2,083	-	-	-	2,100	2,150	2,200	2,250
前期比	-	2.2%	9.6%	-	-	-	0.8%	2.4%	2.3%	2.3%
構成比	19.0%	18.9%	19.3%	-	-	-	18.5%	18.2%	17.8%	17.4%
リサイクル事業	1,174	1,220	1,445	-	-	-	1,450	1,450	1,500	1,550
前期比	-	3.9%	18.5%	-	-	-	0.3%	0.0%	3.4%	3.3%
構成比	12.0%	12.2%	13.4%	-	-	-	12.8%	12.2%	12.1%	12.0%
売上総利益	2,151	2,097	2,266	-	-	-	2,265	2,368	2,474	2,581
前期比	-	-2.5%	8.0%	-	-	-	-0.1%	4.5%	4.5%	4.3%
売上総利益率	22.0%	20.9%	21.0%	-	-	-	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
販売費及び一般管理費	980	1,063	1,124	-	-	-	1,216	1,275	1,336	1,398
売上高販管費率	10.0%	10.6%	10.4%	-	-	-	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%
営業利益	1,170	1,034	1,142	970	-	-	1,049	1,092	1,138	1,183
前期比	-	-11.7%	10.5%	-15.1%	-	-	-8.2%	4.1%	4.2%	4.0%
売上高営業利益率	11.9%	10.3%	10.6%	8.6%	-	-	9.3%	9.2%	9.2%	9.2%
経常利益	1,143	1,052	1,116	1,001	873	1,087	1,084	1,104	1,156	1,208
前期比	5.8%	-8.0%	6.0%	-10.2%	-12.8%	24.5%	-2.9%	1.9%	4.7%	4.5%
売上高経常利益率	11.7%	10.5%	10.3%	8.9%	7.5%	9.0%	9.6%	9.3%	9.3%	9.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	785	744	739	627	574	723	715	725	759	793
前期比	14.2%	-5.1%	-0.7%	-15.2%	-8.5%	26.0%	-3.2%	1.4%	4.7%	4.5%
売上高当期純利益率	8.0%	7.4%	6.8%	5.5%	4.9%	6.0%	6.3%	6.1%	6.1%	6.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 要興業有価証券届出書、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 15 】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)

	16/3期連	17/3期連	18/3期連	19/3期連CE (修正後)	20/3期単CE (中計)	21/3期単CE (中計)	19/3期連E	20/3期連E	21/3期連E	22/3期連E
貸借対照表										
現金及び預金	2,904	3,284	5,422	-	-	-	4,266	3,616	3,439	3,441
売掛金	1,073	1,129	1,200	-	-	-	1,245	1,302	1,360	1,420
商品・貯蔵品	28	26	23	-	-	-	28	29	30	32
その他	151	138	164	-	-	-	100	100	100	100
流動資産	4,157	4,578	6,811	-	-	-	5,640	5,048	4,930	4,993
有形固定資産	8,901	9,933	10,867	-	-	-	11,709	12,243	12,458	12,658
無形固定資産	191	161	149	-	-	-	130	111	111	111
投資その他の資産	3,283	2,870	2,706	-	-	-	2,832	2,862	2,892	2,922
固定資産	12,376	12,965	13,723	-	-	-	14,672	15,218	15,463	15,693
資産合計	16,534	17,543	20,535	-	-	-	20,313	20,266	20,394	20,686
買掛金	244	251	295	-	-	-	305	319	334	348
未払法人税等	205	172	309	-	-	-	242	246	257	269
短期借入金	150	163	164	-	-	-	165	165	165	165
1年内償還予定の社債	40	40	40	-	-	-	40	40	0	0
1年内返済予定の長期借入金	277	305	330	-	-	-	331	324	318	271
リース債務	330	310	319	-	-	-	233	102	18	30
その他	580	552	670	-	-	-	670	670	670	670
流動負債	1,828	1,796	2,130	-	-	-	1,988	1,869	1,764	1,756
社債	160	120	80	-	-	-	40	0	0	0
長期借入金	1,666	1,909	1,858	-	-	-	1,527	1,202	883	611
リース債務	294	370	370	-	-	-	166	69	50	19
その他	1,372	1,438	1,596	-	-	-	1,596	1,596	1,596	1,596
固定負債	3,494	3,838	3,905	-	-	-	3,330	2,868	2,531	2,228
純資産合計	11,210	11,908	14,500	-	-	-	14,993	15,529	16,098	16,701
(自己資本)	11,210	11,908	14,500	-	-	-	14,993	15,529	16,098	16,701
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	1,150	1,057	1,125	-	-	-	1,089	1,104	1,156	1,208
減価償却費	539	601	574	-	-	-	451	539	794	810
のれん償却費	18	18	18	-	-	-	18	18	0	0
売上債権の増減額 (ーは増加)	-42	-55	-71	-	-	-	-44	-56	-58	-59
たな卸資産の増減額 (ーは増加)	-11	1	2	-	-	-	-4	-1	-1	-1
仕入債務の増減額 (ーは減少)	11	7	43	-	-	-	10	13	14	14
法人税等の支払額	-538	-382	-315	-	-	-	-439	-375	-385	-402
その他	-615	66	274	-	-	-	64	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	512	1,315	1,653	-	-	-	1,145	1,243	1,520	1,569
有形固定資産の取得による支出	-1,136	-1,292	-1,189	-	-	-	-1,180	-1,008	-950	-950
有形固定資産の売却による収入	7	14	11	-	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-28	-12	-31	-	-	-	-80	-60	-60	-60
投資有価証券の取得・売却による収支	-269	252	-211	-	-	-	38	0	0	0
保険積立金の積立・払込による収支	-80	-79	-119	-	-	-	-89	-30	-30	-30
その他	-13	-164	-1,157	-	-	-	1,242	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,520	-1,280	-2,697	-	-	-	-69	-1,098	-1,040	-1,040
短期借入金の増減額 (ーは減少)	-109	12	1	-	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (ーは減少)	0	269	-25	-	-	-	-330	-331	-324	-318
社債の発行・償還による収支	180	-40	-40	-	-	-	-40	-40	-40	0
株式の発行による収支	-	-	1,144	-	-	-	0	0	0	0
ファイナンス・リース債務の返済による支出	-286	-317	-308	-	-	-	-322	-233	-102	-18
配当金の支払額	-39	-39	-39	-	-	-	-222	-190	-190	-190
その他	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-255	-115	1,425	-	-	-	-915	-795	-658	-527
換算差額	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	-1,263	-80	381	-	-	-	161	-650	-177	2
現金及び現金同等物の期首残高	4,105	2,841	2,761	-	-	-	3,143	3,304	2,653	2,476
現金及び現金同等物の期末残高	2,841	2,761	3,143	-	-	-	3,304	2,653	2,476	2,479

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 要興業有価証券届出書、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

リサイクル事業の売上高は、資源価格に連動する形で有価物の販売価格の変動の影響を受ける。特に取り扱いの多い古紙の価格変動の影響を受けやすい。そのため、十分な量をリサイクルしたとしても、資源価格の変動で同社の業績に影響を与える可能性がある。

◆ 法的規制のリスク

同社の事業は、廃棄物処理法をはじめとした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。

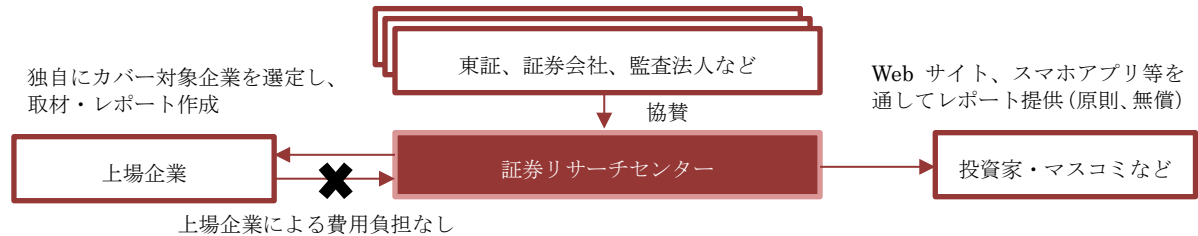
◆ 事故発生のリスク

廃棄物を運搬する車両、リサイクルセンター等の施設において、何かしらの重大な事故が発生した場合、同社の業績のみならず、レピュテーションが損なわれる可能性がある。

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。

※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

株式会社 ICMG

（準協賛）

三優監査法人

（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

太陽有限責任監査法人

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

有限責任監査法人トーマツ

株式会社 SBI 証券

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

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。