

ホリスティック企業レポート

東京ボード工業

7815 東証二部

アップデート・レポート
2016年7月8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 20160705

東京ボード工業 (7815 東証二部)

発行日: 2016/7/8

首都圏を地盤とする廃木材のリサイクル企業 新工場の償却負担が軽減する 21年3月期は経常利益 10億円乗せを目指す

> 要旨

◆ 廃木材をパーティクルボードに再生するリサイクル企業

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

◆ 16年3月期決算は7%減収 29%営業減益

- ・16/3期決算は、7.0%減収、28.8%営業減益であった。主力製品のパーティクルボードの販売数量が主用途の首都圏のマンション二重床向けで大幅に落ち込み、営業減益を余儀なくされた。
- ・期初の会社計画に対しても、売上高が14.3%、営業利益が23.1%の未達となった。

◆ 17年3月期業績予想

- ・17/3期について同社は、10.6%増収、2.6%営業減益を予想している。パーティクルボードを中心に売上高の回復を見込んでいるが、材料費や労務費、その他の製造経費増加などによる売上総利益率の低下で営業減益となる見通しである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、従来予想を見直し、売上高 6,752 百万円→6,085 百万円(前期比 8.3%増)、営業利益 738 百万円→463 百万円(同 13.7%減)に減額修正する。

◆ 新工場の建設と中期経営計画を発表

- ・同社は千葉県に第二工場を建設、最新鋭設備を導入して17年から量産を開始すると発表した。同時に公表した中期経営計画では、減価償却費が急増する 18/3 期と 19/3 期は赤字となるものの、償却負担が軽減する 21/3 期の経常利益は 10 億円を超えるとの見通しを示した。当センターでは課題の解決策として新工場の建設に乗り出した同社の計画を高く評価したい。

【7815 東京ボード工業 業種：その他製品】

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)
2015/3	6,043	2.3	754	-11.2	707	-12.8	595	4.7	239.4	1,795.4	30.0
2016/3	5,620	-7.0	536	-28.8	516	-27.0	507	-14.8	198.2	1,962.2	20.0
2017/3	CE	6,217	10.6	522	-2.6	467	308	-39.1	120.7	—	未定
2017/3	E	6,085	8.3	463	-13.7	408	272	-46.5	106.1	2,047.6	20.0
2018/3	E	7,005	15.1	-1,230	—	-1,342	-1,428	—	-557.7	1,469.2	20.0
2019/3	E	9,495	35.5	-262	—	-338	-424	—	-165.6	1,282.9	20.0

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

アナリスト:大間知 淳

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

	2016/7/1
株価 (円)	890
発行済株式数 (株)	3,660,369
時価総額 (百万円)	3,258

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	4.5	8.4	—
PBR (倍)	0.5	0.4	0.6
配当利回り (%)	2.2	2.2	2.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-1.7	-22.7	-43.6
対TOPIX (%)	-2.3	-17.4	-25.4

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/15

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

注1) 二重床

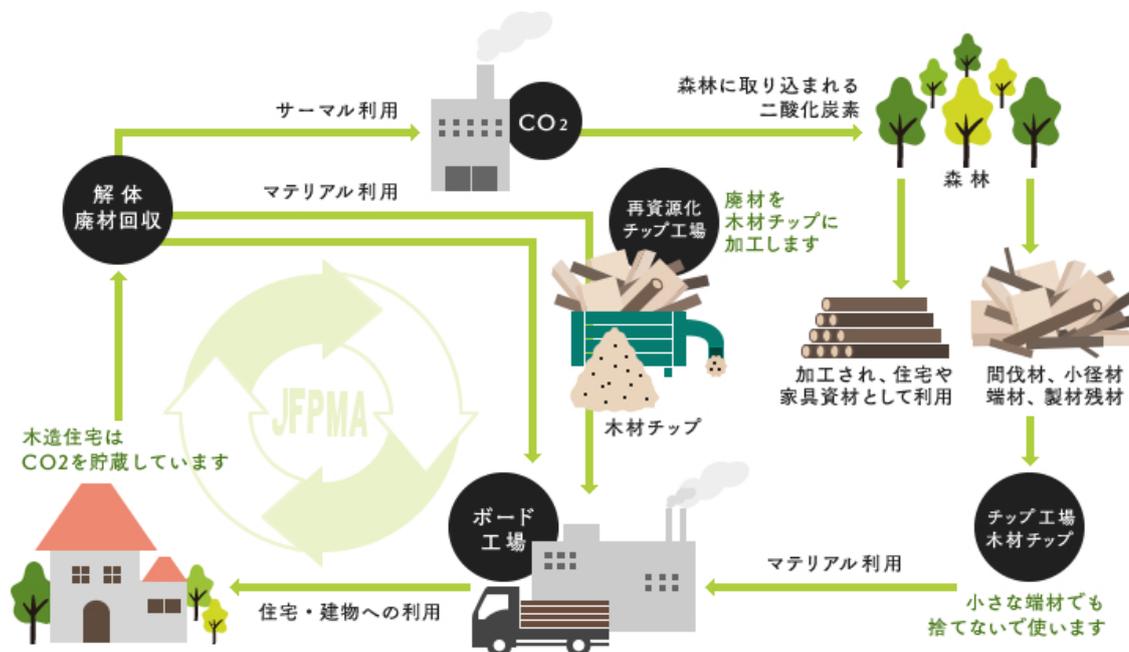
二重床とは、コンクリート床に支持脚を立て、パーティクルボードで下地(置床)を作った上にフローリングなどの仕上材を貼付する工法である。コンクリート床に仕上材を直接貼付する工法に比べ遮音性、衝撃吸収性、断熱性及びバリアフリー対応などに優れているとされている。

◆ 廃棄物の運搬処理と住宅用建材製造が一体化した主力事業

東京ボード工業(以下、同社)は、主に建設・解体現場で発生する木質廃棄物を、ゼネコンなどから処分料金を徴収して回収し、工場で木質チップに加工し、接着、成形、熱圧などの工程を経て再生するパーティクルボード(以下、PB、削片板と呼ばれる木質パネルの一種で、同社の製品は主にマンションの二重床^{注1}の下地材などの建材に使用されている)を主力製品とする建材メーカーである。

通常、木質廃棄物の回収、チップへの加工、PBの製造、建設現場への製品の配送はそれぞれ異なる事業者によって行われているが(図表1)、同社は子会社と共にグループ一体でPBのサプライチェーンを形成しており、この事業を木材環境ソリューション事業と呼んでいる(16/3期の売上構成比は92.6%)。

【図表1】パーティクルボードのリサイクル循環



(出所) 日本繊維板工業会(JFPMA)

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

当センターでは、こうした同社の経営方針は、ハーバードビジネススクールのマイケル・ポーター教授が提唱する「共通価値の創出 (Creating Shared Value=CSV)」という概念そのものだとみている。環境問題などの社会問題の解決と企業の経済活動の追求は相反する概念ではなく、両立を目指すことで企業は新しいビジネスチャンスをつかめるということがこの概念のエッセンスであるが、同社の取り組みは正に CSV の実践と言えるだろう。

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

◆ **工場跡地の不動産賃貸を営むファシリティ事業**

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

ファシリティ事業の売上構成比は 16/3 期で 7.4%と僅かではあるが、収益性は高く、営業利益の構成比 (全社費用控除前) は 26.6%と、同社の業績を下支えする存在となっている (図表 2)。

【 図表 2 】 事業別売上高・営業利益

(単位: 百万円)

事業	売上高				営業利益				
	14/3期	15/3期	16/3期	前期比	14/3期	15/3期	16/3期	前期比	利益率
木材環境ソリューション	5,474	5,625	5,202	-7.5%	905	818	545	-33.3%	10.5%
ファシリティ	431	418	417	-0.1%	215	203	197	-3.0%	47.3%
調整額					-271	-267	-206		
合計	5,905	6,043	5,620	-7.0%	848	754	536	-28.8%	9.5%

(出所) 東京ボード工業決算短信より証券リサーチセンター作成

> **決算概要**

◆ **16年3月期は7.0%減収28.8%営業減益**

16/3期決算は、売上高 5,620 百万円 (前期比 7.0%減)、営業利益 536 百万円 (同 28.8%減)、経常利益 516 百万円 (同 27.0%減)、当期純利益 507 百万円 (同 14.8%減) であった。

(注2) WPC

Wood Plastic Composite の略で、木粉と廃プラスチックを混合して成形される木材プラスチック再生複合材。耐腐食性と耐水性に優れ、ウッドデッキやベンチに使用されている。

期初の会社計画に対しても、売上高が 14.3%、営業利益が 23.1%の未達となった。売上高と営業利益が計画を下回ったのは、主力製品の PB と新製品の WPC^{注2} (木材プラスチック再生複合材) の販売数量が計画を下回ったことが主な要因である。

また、当センターの予想に対しても、同様の理由により、売上高が 11.8%、営業利益が 16.3%の未達となった。

なお、特別利益として役員退職慰労引当金戻入額 137 百万円を計上したため、当期純利益の減益幅は小幅なものにとどまった。

◆ 主力の木材環境ソリューション事業は 7.5%減収 33.3%営業減益

木材環境ソリューション事業に関しては、売上高が 5,202 百万円 (同 7.5%減)、営業利益が 545 百万円 (同 33.3%減) と落ち込んだ。製品販売数量減に加え、減価償却費、労務費などの固定費が増加したことが大幅減益の要因であった。

一方、ファシリティ事業は、売上高が 417 百万円 (同 0.1%減)、営業利益が 197 百万円 (同 3.0%減) となった。賃貸管理する商業施設において消費増税後の客数減が一巡し、テナントの売上回復による歩合家賃は増加したものの、電力料金の低下に伴い共益費収入が減少し、全体として売上高はほぼ横ばいとなった。人員増による人件費の増加などにより、営業利益は小幅ながら減益となった。

◆ 主力製品の PB の販売数量減少が減収の主因

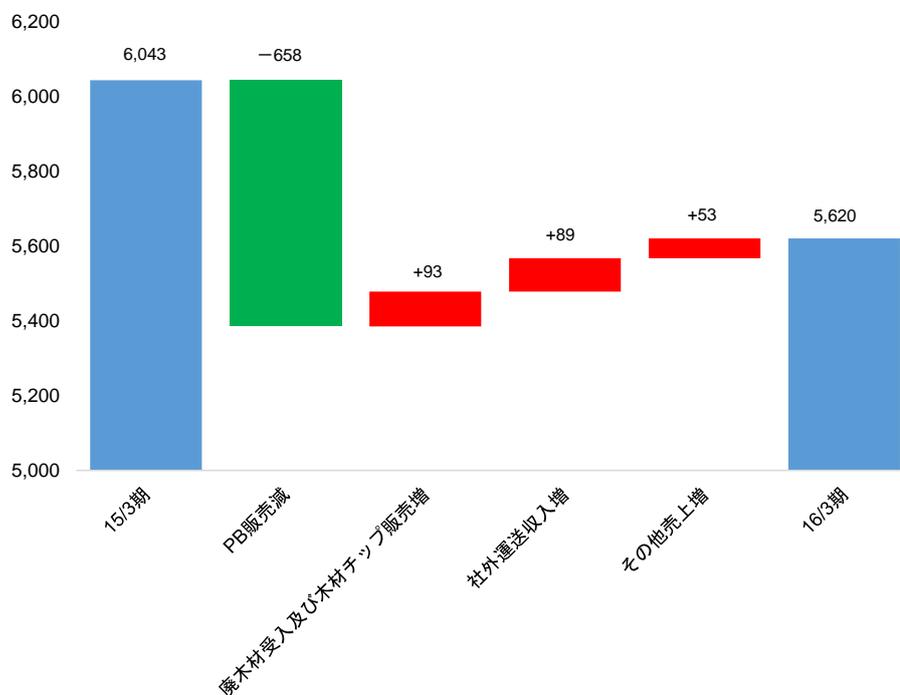
売上高の要因別増減に関しては、PB の売上減 (前期比 658 百万円減) を、廃木材の受入及び木材チップの外部販売による売上増 (同 93 百万円増)、新規ビジネスである他社の木材チップの運送収入増 (同 89 百万円増)、その他の売上増 (同 53 百万円、うち木材環境ソリューション事業が 54 百万円増、ファシリティ事業が 1 百万円減) で補いきれず、減収を余儀なくされた (図表 3)。

主力製品である PB の売上高は前期比 18%程度減少したが、要因は販売数量減で、17%前後減少した模様である。同社の PB 販売に 1 年ほど先行する首都圏のマンション着工戸数が 15/3 期に前期比 8.8%減少したほか、安値攻勢を仕掛けてきた競合他社に市場シェアを奪われたことで大幅な落ち込みとなった。

なお、16/3 期の国内 PB 市場の生産数量は増加しているが、同社が主力としているマンションの二重床向けが落ち込んだ一方で、マンションや戸建てのフロア台板用途や、戸建ての耐力壁用途が拡大したと同社は説明している。

【 図表 3 】 16 年 3 月期の売上高増減要因分析

(単位: 百万円)



(出所) 東京ボード工業決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、16/3 期上期に前年同期比 79 百万円増加した仕入商品販売は、16/3 通期では、前期比 20 百万円程度の増加にとどまった。PB の売上高の落ち込み幅が 16/3 期下期に拡大し、PB と一緒に建設現場に配送していた合板やフローリング支持脚などの仕入商品の販売にも影響が生じた。

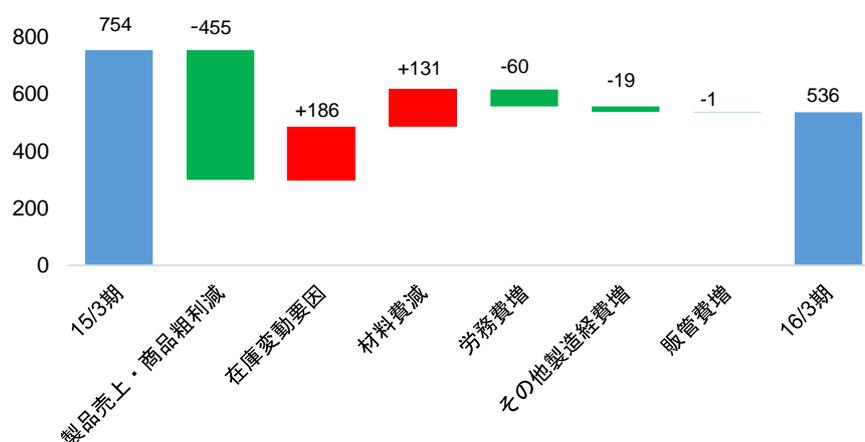
顧客の与信問題が発生したため上期途中から販売を見合わせていた新製品の WPC は、12 月時点で検討していた下期の挽回策が実行に至らず、16/3 期の売上高は 20 百万円程度にとどまった模様である。

◆ PB の売上減と固定費の増加が大幅減益の主因

営業利益に関しては、PB を中心とする売上と商品粗利益の減少 (455 百万円)、従業員の増員に伴う労務費の増加 (60 百万円)、水道光熱費などのその他の製造経費増 (19 百万円) と販売費及び一般管理費 (以下、販管費) の増加 (1 百万円) といった前期比減益要因を、棚卸資産の増加及び棚卸資産評価損の減少 (186 百万円)、接着剤等の材料費の減少 (131 百万円) といった増益要因でカバー出来ず、大幅減益となった (図表 4)。

【 図表 4 】 16 年 3 月期の営業利益増減要因分析

(単位: 百万円)



(出所) 東京ボード工業決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

製品売上の減少が減益要因のほとんどを占めているように見えるが、同社の増減要因分析においては、棚卸資産の増減による売上原価への影響額（186百万円の増益要因）を売上の増減要因とは区分して表示しているため、この分を相殺したネットの売上減少による利益減要因は269百万円となる。また、変動費である原材料費（131百万円減）や、水道光熱費（その他の製造費の中に含まれているが、同社は70百万円強の減少と説明している）、運送費（販管費の内訳として38百万円減と開示されている）も減少しているため、その分を差し引くと、変動費も考慮した売上の減少による利益減要因は30百万円前後に縮小する。

一方、販管費において、給与及び手当が25百万円増加したほか、16/3期から始まった役員報酬BIP信託引当金繰入額が21百万円計上されている。よって、売上原価に計上された労務費と合わせた人件費と減価償却費（86百万円増）などの固定費の増加の方が減益の要因としては大きかったと言える。

> 業績見通し

◆ 東京ボード工業の17年3月期予想

17/3期について同社は、売上高6,217百万円（前期比10.6%増）、営業利益522百万円（同2.6%減）、経常利益467百万円（同9.5%減）、当期純利益308百万円（同39.1%減）を見込んでいる（図表5）。

【 図表 5 】 16年3月期実績と17年3月期の会社計画

(単位: 百万円)

	セグメント	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	前期比
		実績	実績	実績	会社計画	
売上高		5,905	6,043	5,620	6,217	10.6%
	木材環境ソリューション事業	5,474	5,625	5,202	5,798	11.4%
	ファシリティ事業	431	418	417	418	0.2%
売上総利益		2,225	2,167	1,951	2,082	6.7%
	売上総利益率	37.7%	35.9%	34.7%	33.5%	—
販売費及び一般管理費		1,376	1,413	1,414	1,560	10.3%
	販管費率	23.3%	23.4%	25.2%	25.1%	—
営業利益		848	754	536	522	-2.6%
	営業利益率	14.4%	12.5%	9.5%	8.4%	—
	木材環境ソリューション事業	905	818	545	532	-2.4%
	営業利益率	16.5%	14.5%	10.5%	9.2%	—
	ファシリティ事業	215	203	197	198	0.5%
	営業利益率	49.9%	48.7%	47.3%	47.4%	—
	調整額	△ 271	△ 267	△ 206	△ 208	
経常利益		811	707	516	467	-9.5%
	経常利益率	13.7%	11.7%	9.2%	7.5%	—
当期純利益		568	595	507	308	-39.1%

(出所) 東京ボード工業決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

相対的に売上総利益率が低い木造環境ソリューション事業の売上構成比の上昇と、材料費や労務費、その他の製造費の増加などの影響から売上総利益率が34.7%から33.5%に低下することが営業利益率の悪化を見込む背景となっている。

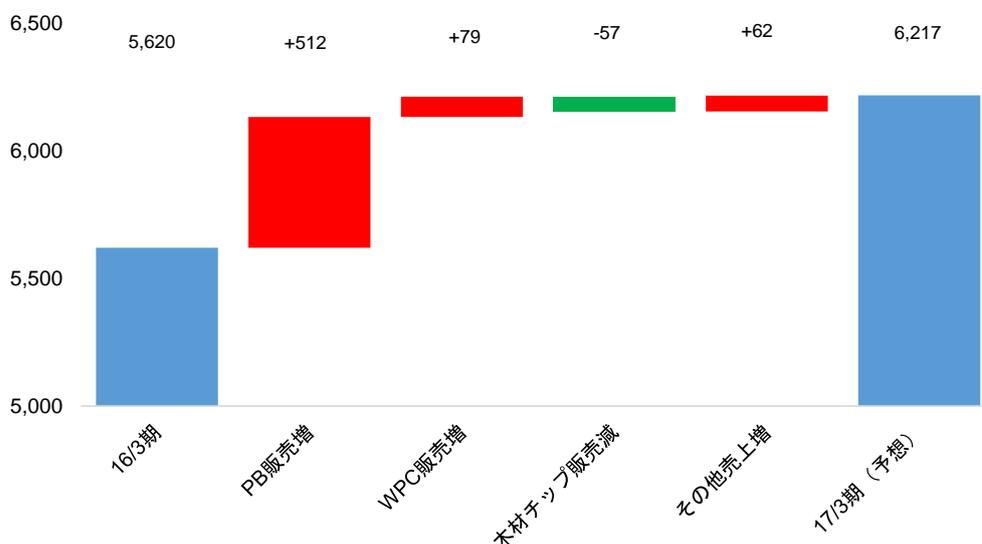
セグメント別では、木材環境ソリューション事業においては、売上高5,798百万円(前期比11.4%増)、営業利益532百万円(同2.4%減)、ファシリティ事業においては、売上高418百万円(同0.2%増)、営業利益198百万円(同0.5%増)と同社は予想している。

売上高の増加要因として、PBが512百万円、WPCが79百万円、その他(仕入商品、社外運送、廃木材の受入、その他製品、ファシリティ事業)が62百万円、減少要因として木材チップの販売が57百万円と同社は見込んでいる(図表6)。

木材チップの販売が減少するのは、廃木材の回収量が減少するためではなく、自社のPBの生産数量が回復するため、外部に販売できる木材チップの数量が減るためである。

【 図表 6 】 17 年 3 月期の売上高増減要因計画

(単位:百万円)



(出所) 東京ボード工業決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

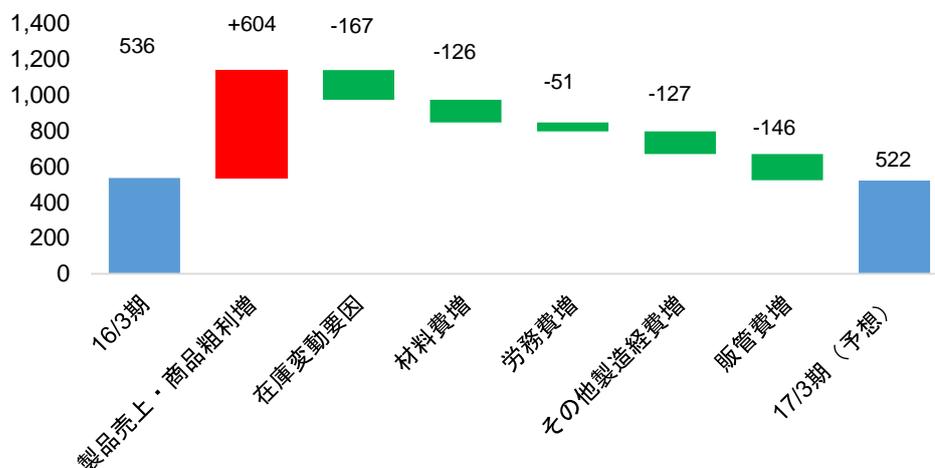
営業利益は前期比 2.6%減と計画している。PB を中心とする売上高の拡大による売上総利益の増加を、変動費である材料費や水道光熱費（その他の製造経費の一部）、運送費（販管費の一部）の増加、労務費などの固定費の増加、在庫削減による減益要因が上回ると予想しているためである（図表 7）。

営業外収支に関しては、18/3 期にかけての大型投資に備えた借入金の増加に伴い支払利息が膨らみ、16/3 期の 20 百万円の支払超過から同 55 百万円に悪化すると見込んでいる。

17/3 期は特別利益を見込んでいないため、当期純利益の減益率は経常減益率に比べ大きくなっている。

【 図表 7 】 17 年 3 月期の営業利益増減要因計画

(単位: 百万円)



(出所) 東京ボード工業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 17 年 3 月期予想

当センターは、全体に亘って予想を見直した結果、17/3 期の従来予想（売上高 6,856 百万円、営業利益 731 百万円、経常利益 707 百万円、純利益 536 百万円）を引き下げ、売上高 6,085 百万円、営業利益 463 百万円、経常利益 408 百万円、純利益 272 百万円を予想する。なお、前期比では、7.6%増収、14.2%営業増益から、8.3%増収、13.7%営業減益へと修正した（図表 8）。

主な修正点は、以下の通りである。

(1) 売上高

前回の予想では 17 年 4 月に予定されていた消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響を両事業とも織り込んでいたが、消費増税の先送り決定を受けて前提を見直した。また、木材環境ソリューションに関しては、PB 市場において同社のシェアが低下していることと、新製品である WPC の販売ルート確立に手間取っていることなども考慮した。結果として、木材環境ソリューション事業の売上高予想を 762 百万円、ファシリティ事業の売上高予想を 9 百万円、合計 771 百万円引き下げた。

【 図表 8 】 17 年 3 月期の業績予想

(単位: 百万円)

	16/3期 実績	17/3期CE CE	17/3期 旧E	17/3期 E	前期比
売上高	5,620	6,217	6,856	6,085	8.3%
セグメント別	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	5,202	5,798	6,429	5,667	8.9%
ファシリティ事業	417	418	427	418	0.2%
売上総利益	1,951	2,080	2,208	1,977	1.3%
売上総利益率	34.7%	33.5%	32.2%	32.5%	-
販売費及び一般管理費	1,414	1,558	1,477	1,514	7.0%
販管費率	25.2%	25.1%	21.5%	24.9%	-
営業利益	536	522	731	463	-13.7%
営業利益率	9.5%	8.4%	10.7%	7.6%	-
セグメント別	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	545	532	750	473	-13.3%
ファシリティ事業	197	198	197	198	0.5%
調整額	-206	-208	-216	-208	-
経常利益	516	467	707	408	-21.0%
経常利益率	9.2%	7.5%	10.3%	6.7%	-
当期純利益	508	308	536	272	-46.5%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 東京ボード工業決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

(2) 営業利益

ファシリティ事業に関しては、従来の想定よりもコストの伸びが抑制されていることから 16/3 期並の利益は確保できると考えた。木材環境ソリューション事業に関しては、同社が在庫の圧縮に取り組む方針であることや、販管費が想定以上に増える可能性が高いことを考慮し、277 百万円減額した。

(3) 営業外収支

後述する新工場の建設計画に伴い、新規借入による支払利息の増加を見込み、営業外収支の予想を 24 百万円の支払超過から同 55 百万円に修正した。

> 中期業績予想

◆ 新工場の建設と中期経営計画を公表

同社は 16 年 5 月 30 日に、千葉県での新工場建設と同工場に関する具体的情報を明らかにした。新工場へは、土地を含めて約 110 億円を投資し、既存設備では製造困難な多品目の PB 製品を効率良く生産することが可能な最新鋭の連続プレス機導入、17 年中に本格稼働予定としている。

現在の PB 製造設備は旧式の多段プレス機であり、生産品目を変更する際、アイドルタイムが発生するほか、生産品目も同社の主力用途であるマンション二重床向けなどに限定されていた。連続プレス機の導入によって、アイドルタイムの大幅低減や生産品目の拡充に加え、歩留まりや加工精度の向上、単位面積当たり接着剤使用量の低減による原材料費率の改善も見込めるとしている。

また、新設備稼働後は、マンション二重床向けに比べて 2 割ほど単価が高いフロア台板 (マンション、戸建て住宅) 向けと戸建て住宅用耐力壁向けの生産、販売を開始するとしており、月産約 10,000 トンとする新設備のフル生産時においては、PB 生産数量の約 3 割、生産金額の約 4 割を新用途に振り向ける意向を示している。

同用途向けでは、競合する PB メーカー 2 社の製品以外は、伐採規制の強化により、近い将来輸入量が激減すると予想されているラワン合板製品が市場の大半を占めているため、同社は新用途向けの販売見通しに自信を示している。

なお、必要資金については、自己資金と借入金などによって調達する方針であり、エクイティファイナンスは実施しない模様である。

また、同社は新工場建設の公表に伴い、21/3 期までの中期経営計画 (売上高、営業損益、経常損益、EBITDA) についても発表した (図表 9)。

同計画によれば、18/3 期の途中から連続プレス機が稼働を開始することで売上高の拡大を想定しているが、減価償却費の急増により営業赤字に転落すると見込んでいる。但し、19/3 期は売上高の拡大により赤字が大幅に縮小し、20/3 期は増収と減価償却費の大幅な減少を背景に黒字に転換すると予想している。最終年度の 21/3 期は減価償却費が更に減少するため、経常利益は 10 億円を超えてくると同社は予想している。

なお、同社は減価償却費の中心を占めると推察される連続プレス機の償却方法に関して 8 年の定率法を採用する予定であるため、稼働直後の償却負担が非常に重くなる。設備の稼働時期が 18/3 期の途中に予定されているため、EBITDA から逆算した減価償却費 (EBITDA - 営業損益) は、17/3 期の 442 百万円から 18/3 期の 2,418 百万円に大きく増加した後、12 カ月の負担となる 19/3 期の 2,698 百万円でピークを迎え、20/3 期 1,889 百万円、21/3 期 1,532 百万円へと減少していくと見込んでいる模様である。

【 図表 9 】 東京ボード工業の中期経営計画

(単位: 百万円)

	16/3期 実績	17/3期 予想	18/3期 計画	19/3期 計画	20/3期 計画	21/3期 計画
売上高	5,620	6,217	7,566	9,910	10,093	10,102
営業利益または営業損失	536	522	△ 1,190	△ 228	853	1,156
営業利益率	9.5%	8.4%	-15.7%	-2.3%	8.5%	11.4%
経常利益または経常損失	516	467	△ 1,302	△ 304	874	1,161
経常利益率	9.2%	7.5%	-17.2%	-3.1%	8.7%	11.5%
EBITDA	977	964	1,228	2,470	2,742	2,688
EBITDAマージン	17.4%	15.5%	16.2%	24.9%	27.2%	26.6%
減価償却費	441	442	2,418	2,698	1,889	1,532

(注) EBITDA は税金等調整前当期純利益に特別損益、支払利息及び減価償却費を加算した値。

減価償却費は、当センターが EBITDA から営業損益を控除して算出。

(出所) 東京ボード工業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中期業績見通し

当センターでも新工場の建設による影響を考慮し、前回の 18/3 期業績予想を見直すと共に、19/3 期予想を新たに策定した (図表 10)。

18/3 期の木材環境ソリューション事業については、新工場の稼働に伴い新規用途向けに PB の販売が拡大すると考え、売上高は 6,587 百万円 (前期比 16.2%増) と前回予想よりも 103 百万円引き上げたが、減価償却費が大幅に増加する想定へと変更したことに加え、販管費についても従来想定以上に膨らむ可能性が高いと判断し、営業損益は前回予想を 1,944 百万円引き下げ、1,220 百万円の赤字になると予想した。ファシリティ事業については、微調整にとどめた。

19/3 期の木材環境ソリューション事業については、売上高は PB の販売が急伸し、9,077 百万円 (同 37.8%増) と予想した。減価償却費の増加ペースが鈍化することから、営業損益は 250 百万円の赤字に縮小すると見込んだ。ファシリティ事業については、18/3 期と同様の状況が継続すると考えた。

同社の中期計画と比べると、PB の新規用途での拡販を慎重に見て、売上高は同社よりも低く想定しているが、同社の利益率の想定は比較的保守的な前提で見積もられていると判断したため、損益予想に関しては小幅な乖離となった。

なお、当センターでは 20/3 期及び 21/3 期の業績予想は未作成であるが、減価償却費の減少による黒字転換という同社計画の確度は高いと考えている。

【 図表 10 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	16/3期	17/3期CE	旧17/3期E	17/3期E	旧18/3期E	18/3期E	19/3期E
売上高	5,620	6,217	6,856	6,085	6,906	7,005	9,495
前期比	-7.0%	10.6%	7.6%	8.3%	0.7%	15.1%	35.5%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	5,202	5,798	6,429	5,667	6,484	6,587	9,077
ファシリティ事業	417	418	427	418	422	418	418
売上総利益	1,951	2,080	2,208	1,977	2,184	528	1,680
前期比	-10.0%	6.6%	5.1%	1.3%	-1.1%	-73.3%	218.2%
売上総利益率	34.7%	33.5%	32.2%	32.5%	31.6%	7.5%	17.7%
販売費及び一般管理費	1,414	1,558	1,477	1,514	1,485	1,758	1,942
販管費率	25.2%	25.1%	21.5%	24.9%	21.5%	25.1%	20.5%
営業利益	536	522	731	463	699	-1,230	-262
前期比	-28.8%	-2.6%	14.2%	-13.7%	-4.4%	—	—
営業利益率	9.5%	8.4%	10.7%	7.6%	10.1%	-17.6%	-2.8%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	545	532	750	473	724	-1,220	-250
ファシリティ事業	197	198	197	198	193	198	198
調整額	-206	-208	-216	-208	-218	-208	-210
経常利益	516	467	707	408	677	-1,342	-338
前期比	-27.0%	-9.5%	15.1%	-21.0%	-4.2%	—	—
経常利益率	9.2%	7.5%	10.3%	6.7%	9.8%	-19.2%	-3.6%
当期純利益	507	308	536	272	477	-1,428	-424
前期比	-14.8%	-39.1%	-3.6%	-46.5%	-11.1%	—	—

(注)CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

(出所)東京ボード工業決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 大規模な設備投資による短期的な損益悪化が顕在化する

当センターでは、15年9月に発行したレポートで、1) 繰越欠損金の早期解消による法人税率上昇の可能性、2) 消費税率引き上げ時の駆け込み需要と反動減が大きくなる可能性、3) 東京五輪開催前の都心不動産のミニバブルと反動減の可能性、4) 大規模な設備投資による短期的な業績悪化とファイナンスの懸念、5) エコファンド(環境関連ファンド)の組み入れ銘柄となる可能性、6) 生産体制の再構築が株価の再評価につながる可能性を投資に際しての留意点に挙げていたが、15年12月に発行したレポートでは、7) 杭打ちデータ問題が長期化する可能性、を新たに留意点に加えた。

このうち、4)の留意点が顕在化し、大規模な設備投資が18/3期に掛けて実施されることを受けて、18/3期と19/3期は赤字となる見通しであることが同社から発表された。しかしながら、同社は必要な資金は借入金で調達する方針を示しており、エクイティファイナンスは行われない見込みであるため、今回を似て、4)の留意点は削除することとしたい。

◆ **新工場による課題の解消で長期的には成長が期待できる**

今回の新工場建設とPBの新用途開拓は、古い生産設備の更新と主力製品であるPBにおけるマンション二重床向けに依存する体質からの脱却という同社の課題を解消するものであり、短期的な業績悪化は避けられないが、長期的な観点からは適切な経営判断であったと当センターでは評価している。

また、借入金の拡大によって財務体質も悪化するものの、営業キャッシュフローは18/3期及び19/3期も黒字を維持すると見込まれることや、同社の保有する不動産に含み益があると推測されることなどを考慮すれば、今回の巨額な投資に耐えうる財務状況であると当センターはみている。

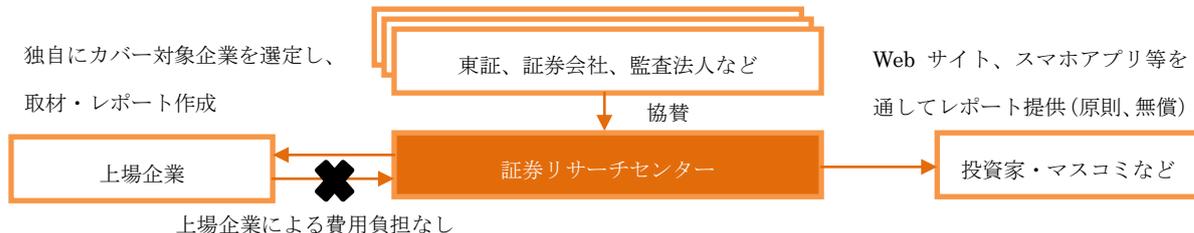
◆ **ファシリティ事業の新展開にも注目**

また、今回の新工場建設計画を中心とする生産体制の再構築に伴って、現在の主力工場の隣で操業している合板工場の閉鎖と賃貸事業での跡地の活用方針についても決算説明会で言及があったが、20/3期からの利益貢献の見込みが2億円程度と小規模であったためか、株式市場ではあまり評価されていない模様である。

しかしながら、賃貸先との契約はまだ結ばれておらず、今後の交渉によっては収益貢献余地が拡大することもあるだろう。当センターでは引き続き、ファシリティ事業の長期的な収益拡大期待が高まることによっても同社株に対する株式市場の評価が改善する可能性があるともみている。

証券リサーチセンターについて

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



■ 協賛会員

(協賛)

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

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

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

■ 魅力ある上場企業を発掘

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

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

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

■ 第三者が中立的・客観的に分析

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

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

本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。