

# 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  
2017年2月10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 20170207

# 東京ボード工業 (7815 東証二部)

発行日: 2017/2/10

## 首都圏を地盤とする廃木材のリサイクル企業

### 17年8月の新工場の稼働と新たな生産品目の販売状況に注意したい

#### > 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。

#### ◆ 17年3月期上期決算は2%減収 11%営業増益 45%経常減益

- 17/3 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、1.8%減収、10.5%営業増益、44.7%経常減益であった。主力製品のパーティクルボードの販売が OA フロア用途の加工品で落ち込んだものの、原油価格の低下による材料費の減少により、営業増益を確保した。
- 新工場の建設に伴い、資金調達費用が発生したため、経常利益は大幅減益を余儀なくされた。

#### ◆ 17年3月期業績予想

- 17/3 期について同社は、期初計画の 10.6%増収、2.6%営業減益を据え置いた。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、上期実績を踏まえて従来予想を見直し、売上高 6,085 百万円→5,954 百万円(前期比 5.9%増)、営業利益 463 百万円→494 百万円(同 7.9%減)に修正する。

#### ◆ 新工場の稼働と新たな生産品目の販売状況に注意したい

- 同社は千葉県に新工場を建設しており、最新鋭設備を導入して 17 年 8 月からの稼働開始を計画している。中期経営計画では、減価償却費が急増する 18/3 期と 19/3 期は赤字を想定しているものの、償却負担が軽減する 21/3 期の経常利益は 10 億円を超えると予想している。
- 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経営戦略を高く評価しているものの、新工場の稼働状況と新たな生産品目の販売動向には注意が必要であると考えている。

#### 【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	-9.5	308	-39.1	120.7	—	20.0
2017/3 E	5,954	5.9	494	-7.9	249	-51.8	94	-81.4	36.8	1,978.9	20.0
2018/3 E	6,851	15.1	-1,200	—	-1,380	—	-1,466	—	-572.6	1,385.6	20.0
2019/3 E	9,233	34.8	-265	—	-304	—	-390	—	-152.3	1,212.7	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】

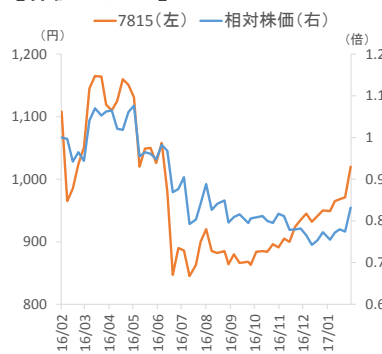
	2017/2/3
株価 (円)	1,020
発行済株式数 (株)	3,660,369
時価総額 (百万円)	3,734

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	5.1	27.7	—
PBR (倍)	0.5	0.5	0.7
配当利回り (%)	2.0	2.0	2.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	5.3	12.0	-9.6
対TOPIX (%)	5.1	2.5	-14.9

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2016/1/5

#### アップデート・レポート

2/16

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

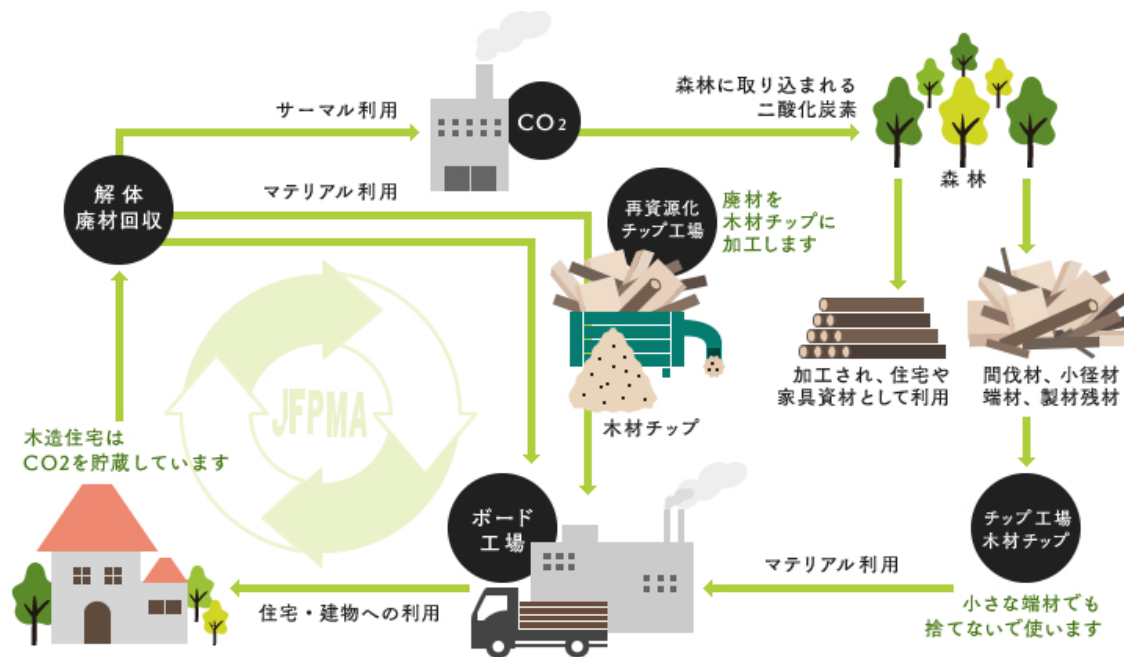
二重床とは、コンクリート床に支持脚を立て、パーティクルボードで下地(置床)を作った上にフローリングなどの仕上材を貼付する工法である。コンクリート床に仕上材を直接貼付する工法に比べ遮音性、衝撃吸収性、断熱性及びバリアフリー対応などに優れているとされている。

◆ 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<sup>注1</sup>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はなく、環境に配慮した事業構造にもなっており、証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社を二重の意味での環境対応企業であると評価したい。

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

> 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 3 のようにまとめられる。

【 図表 3 】 SWOT 分析

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

(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 CSV の実践にある

同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果について、KPI の数値を中心にアップデートした (図表 4)。

【 図表 4 】 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	・ 建材商社顧客数	非開示	非開示	
		・ エンドユーザー数	非開示	非開示	
	ブランド	・ JISやISOなどの品質認証を積極的に取得	・ 取得認証数	6	6
	事業パートナー	・ 大手建設会社とのリサイクル協定書の締結状況	・ 協定書の締結社数	9社	非開示
・ 地方自治体からの産業廃棄物処分量の許認可の状況		・ 許認可件数	3件	3件	
・ 地方自治体からの産業廃棄物収集運搬業の許認可の状況		・ 許認可件数	24件	24件	
組織資本	プロセス	・ グループ内で廃木材の回収から製品の加工、配送までの業務をほぼ完結	・ 木質チップの外部調達率	非開示	非開示
		・ 製品配送の帰り便でも木質廃棄物の分別回収を実施	・ 帰り便での回収率	非開示	非開示
	知的財産 ノウハウ	・ 配送運転手による木質廃棄物の分別回収のノウハウ	・ 配送運転手数	非開示	非開示
		・ 環境改善につながる再生品の研究開発活動に注力	・ 研究開発費	41,698千円	46,051千円
人的資本	経営陣	・ 資源循環型物流を構築した事業構想力(CSVの実践)			
		・ 役員退職慰労金制度を廃止し、15年10月に業績連動型株式報酬制度を導入	・ 交付株数の上限	85,200株 (2.3%)	85,200株 (2.3%)
	従業員	・ 中堅社員を中心としたBCP、災害対策への積極的な取り組み	・ 平均年齢 (単体)	40.2歳	39.4歳
			・ 平均勤続年数 (単体)	8.3年	8.2年
	・ インセンティブ制度	・ 従業員持株会	72,650株 (2.0%)	53,450株 (1.5%)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 15/3 期または 15/3 期末、今回は 16/3 期または 16/3 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。

(出所) 東京ボード工業有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

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

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

本であるが、今後、プラスチックなどの廃木材以外の廃棄物に関しても循環システム構築を目指している中で、CSV を継続できるか同社の真価が問われよう。

## > 決算概要

### ◆ 17年3月期上期は1.8%減収 10.5%営業減益 44.7%経常減益

17/3期第2四半期累計期間(以下、上期)は、売上高2,714百万円(前年同期比1.8%減)、営業利益252百万円(同10.5%増)、経常利益120百万円(同44.7%減)、四半期純利益43百万円(同83.1%減)となった(図表5)。

【図表5】17年3月期上期の業績

(単位:百万円)

	16/3期	17/3期			増減率	通期計画
	通期	第1四半期	第2四半期	上期		
売上高	5,620	1,326	1,388	2,714	-1.8%	6,217
木材環境ソリューション ファシリティ	5,202	1,223	1,282	2,506	-1.9%	5,798
営業利益	417	102	106	208	-0.8%	418
営業利益	536	80	172	252	10.5%	522
木材環境ソリューション ファシリティ	545	86	171	257	14.3%	532
調整額	197	52	52	105	5.7%	198
調整額	-206	-58	-52	-110	—	-208
経常利益	516	76	44	120	-44.7%	467
当期(四半期)純利益	507	42	1	43	-83.1%	308

(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

なお、同社は上期計画を公表していないが、売上高が計画を下回った一方、営業利益は計画をやや上回った模様である。

経常利益が大幅減益となったのは、千葉新工場の建設費用及び設備購入代金に充てるため30億円の資金借入を行ったことに伴う、資金調達費用(123百万円)を計上したためである。

四半期純利益の減益率は経常利益を上回った。16/3期上期に特別利益として計上した役員退職慰労引当金戻入額(137百万円)が剥落したことや、木材チップを加工する連結子会社である横浜エコロジーにおいて、非支配株主に帰属する四半期純利益が前年同期比1.4%増加したことが主な要因である。

### ◆ 主力の木材環境ソリューション事業は1.9%減収 14.3%営業増益

木材環境ソリューション事業に関しては、売上高が2,506百万円(同1.9%減)と低迷したものの、営業利益は257百万円(同14.3%増)と持ち直した。

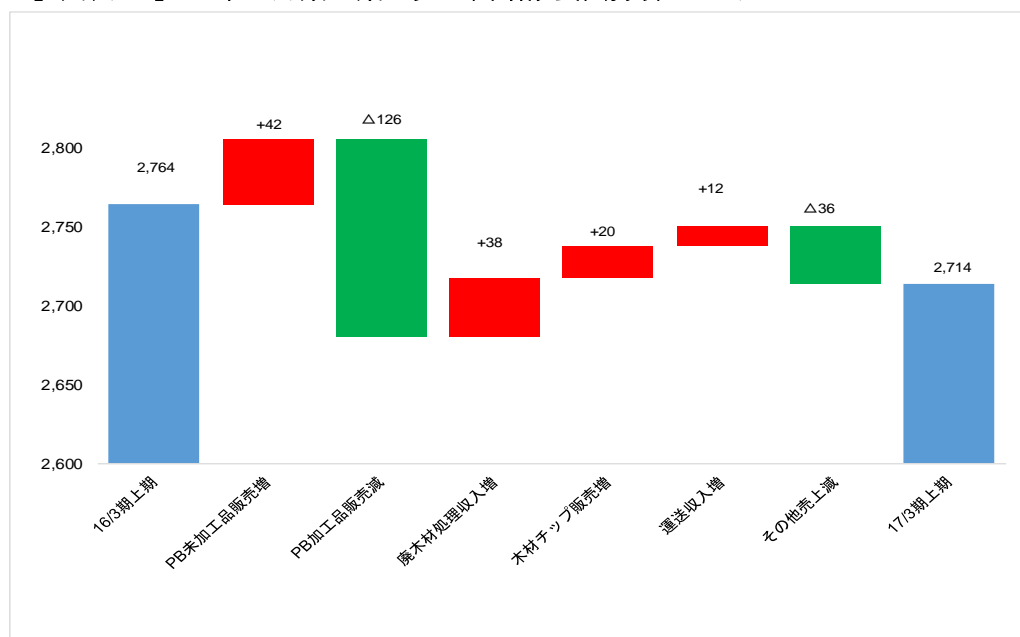


一方、ファシリティ事業は、売上高が 208 百万円 (同 0.8%減)、営業利益が 105 百万円 (同 5.7%増) となった。テナントからの定額賃料は堅調に推移した一方、歩合賃料が減少し、全体として売上高は微減となった。電力料金の値下がりによる水道光熱費の減少などにより、営業利益は小幅ながら増益となった。

◆ OA フロア向けの PB 加工品の売上減が減収の主因

売上高の要因別増減に関しては、未加工の PB の売上増 (前年同期比 42 百万円増) や、廃木材の受入及び処理収入増 (同 38 百万円増)、木材チップの外部販売による売上増 (同 20 百万円増)、運送収入増 (同 12 百万円増) を、加工済みの PB の売上減 (同 126 百万円減)、その他の売上減 (同 36 百万円減、うち木材環境ソリューション事業が 35 百万円増減、ファシリティ事業が 1 百万円減) が上回り、減収を余儀なくされた (図表 6)。

【 図表 6 】 17 年 3 月期上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

主力製品である PB の売上高は、今回、未加工品と加工品に分けて開示された。未加工品はマンションの二重床向けが中心であり、加工品はオフィスの OA フロア向けが主用途と見られる。首都圏マンション着工の落ち込みから大幅減となった前年同期に比べ、17/3 期上期では未加工品はやや回復したものの、同業他社の攻勢を受けて一部の顧客向けに一時的に加工品の販売が大幅に落ち込み、PB 全体としては前年同期比 5%程度減少した。

廃木材の受入及び処理や運送は、PB 全体の販売動向と必ずしもリンクしないが、今上期は積極的に受入を進めたため増収となった。PB の製造には向かない品質が劣る廃材の受入が多かったため、結果として、木材チップの外部販売も増加した。

その他の売上は前年同期比約 8%減少した。PB 以外の製品の中では、認知度が向上したパワーウッドボードは増加したものの、生産・販売戦略の見直しに伴い、新製品の WPC<sup>注2</sup> (木材プラスチック再生複合材) が大幅に落ち込んだことが影響した。

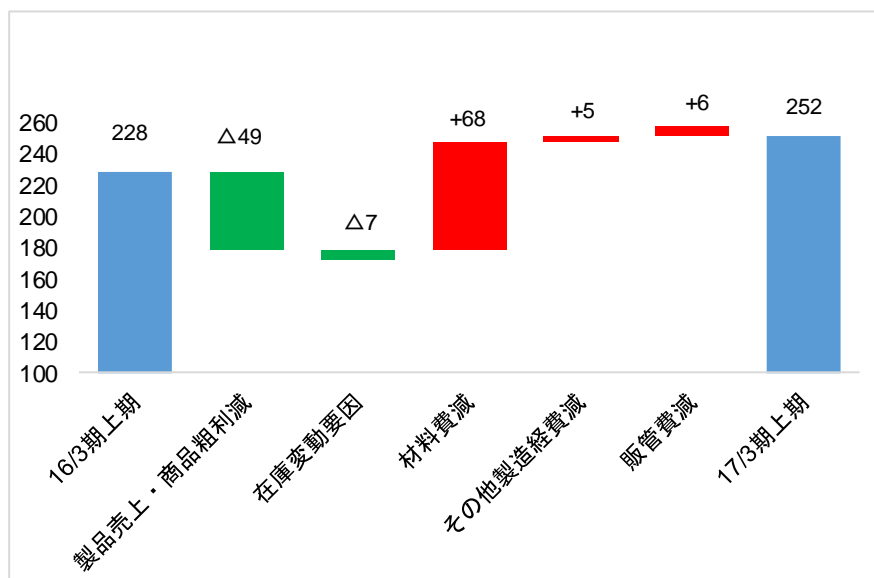
(注2) WPC

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。

◆ PB の売上減と固定費の増加が大幅減益の主因

営業利益の増減要因に関しては、PB を中心とする製品やサービスに対する売上と商品粗利益の減少 (49 百万円) や、製品在庫の減少 (7 百万円) といった減益要因を、材料費の減少 (68 百万円)、水道光熱費減などのその他の製造経費の減少 (5 百万円)、販売費及び一般管理費 (以下、販管費) の減少 (6 百万円)、といった増益要因が上回った (図表 7)。

【 図表 7 】 17 年 3 月期上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

材料費と水道光熱費の減少は、加工品を含めた PB の生産数量の減少による影響よりも、原油価格や為替相場の変動により接着剤の価格や電力料金が下がった影響の方が大きかった模様である。



◆ 新工場の建設に向けて貸借対照表は大きく変化した

新工場の建設計画に伴い、上期末の貸借対照表は大きく変化した。資産面では、土地の購入と設備機器の手付金の支払いに伴い、建設仮勘定が16年3月末の159百万円から4,505百万円に大きく膨らんだ。

負債面では、9月に借入金(利率1.0%、調達額30億円、期間10年)と無担保社債(同0.18%、25億円、10年)で資金調達を行った。

結果として、自己資本比率は、16年3月末の43.9%から28.7%に低下した。

なお、12月にも借入金(利率0.49727%、金額20億円、期間10年)で調達した。

> 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)を見込む期初計画を据え置いた(図表8)。

【図表8】過去の業績と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

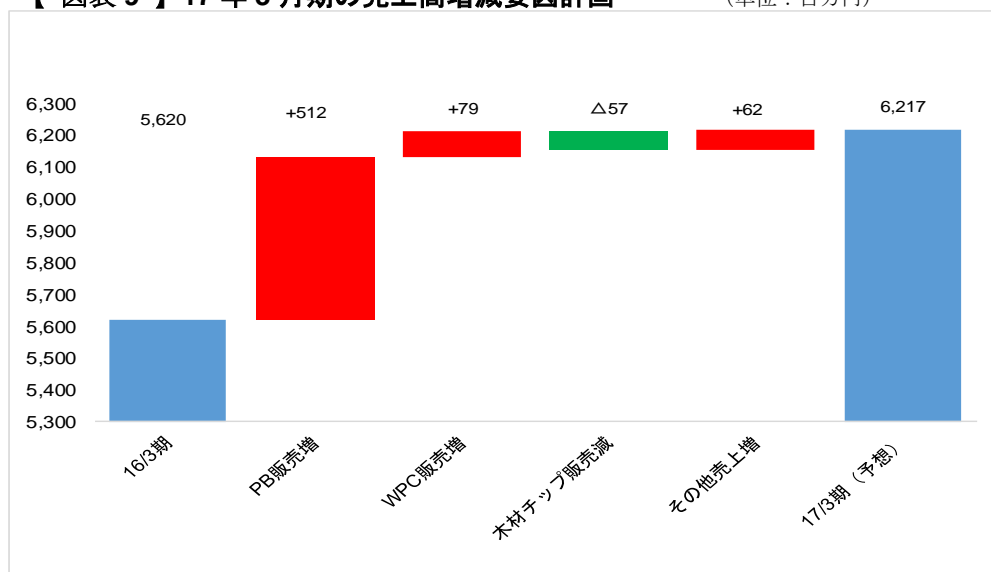
営業費用の内訳やセグメント計画の内容についても変更はなかった。木材環境ソリューション事業の状況は期初時点の想定から乖離していると見られるが、参考のため、同社の計画の詳細について、再度触れておきたい。

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 9)。

【 図表 9 】 17 年 3 月期の売上高増減要因計画 (単位:百万円)



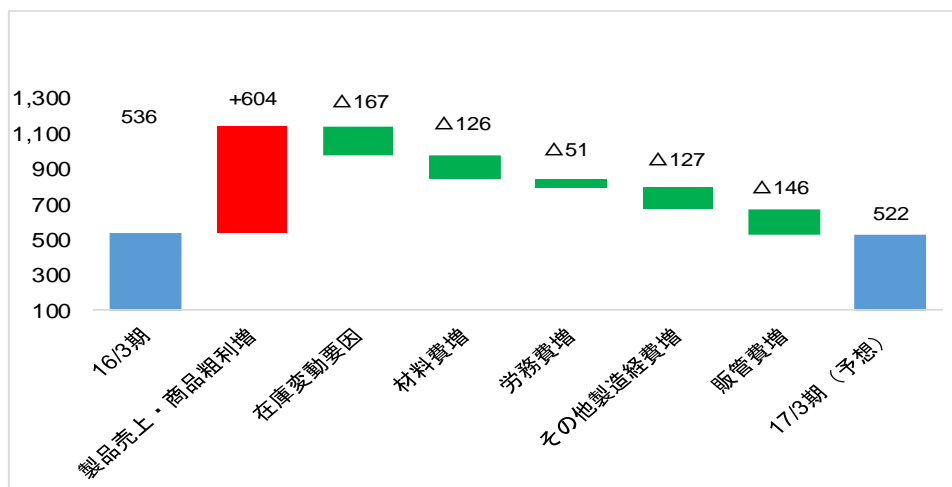
(出所) 東京ボード工業決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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ことを前提にしている。

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 10)。

【 図表 10 】 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

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。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 17 年 3 月期予想

当センターは、上期実績を踏まえて予想を見直した結果、17/3 期の従来予想（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、売上高 5,954 百万円、営業利益 494 百万円、経常利益 249 百万円、純利益 94 百万円に変更する。なお、前期比では、8.3%増収、13.7%営業減益から、5.9%増収、7.9%営業減益へと修正した（図表 11）。

主な修正点は、以下の通りである。

##### (1) 売上高

木材環境ソリューションの予想を 131 百万円引き下げた。上期に好調な伸びを見せた廃木材の処理や運送、木材チップの販売を増額したものの、加工品の販売が大幅減となった PB の売上高を減額したことに加え、12 月時点で未だ生産が再開されていない WPC の売上高を見込まないことにしたためである。ファシリティ事業の予想に変更はない。

【 図表 11 】 17 年 3 月期の業績予想

(単位: 百万円)

	16/3期 実績	17/3期			前期比
		CE	旧E	E	
売上高	5,620	6,217	6,085	5,954	5.9%
セグメント別	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	5,202	5,798	5,667	5,536	6.4%
ファシリティ事業	417	418	418	418	0.1%
売上総利益	1,951	2,080	1,977	1,993	2.1%
売上総利益率	34.7%	33.5%	32.5%	33.5%	-
販売費及び一般管理費	1,414	1,558	1,514	1,499	5.9%
販管費率	25.2%	25.1%	24.9%	25.2%	-
営業利益	536	522	463	494	-7.9%
営業利益率	9.5%	8.4%	7.6%	8.3%	-
セグメント別	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	545	532	473	504	-7.6%
ファシリティ事業	197	198	198	210	6.2%
調整額	-206	-208	-208	-220	-
経常利益	516	467	408	249	-51.8%
経常利益率	9.2%	7.5%	6.7%	4.2%	-
当期純利益	508	308	272	94	-81.4%

(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

(2) 営業利益

木材環境ソリューション事業については、予想を 31 百万円増額した。上期実績を踏まえ、材料費や水道光熱費、労務費などの予想を減額したことで、売上総利益率が従来想定より改善する見通しとなった。

ファシリティ事業については、水道光熱費などのコストの減少を織り込んだ結果、予想を 12 百万円増額した一方、調整額については、人件費や採用費の増加を反映し、前予想のマイナス 208 百万円をマイナス 220 百万円に修正した。

(3) 営業外収支

新工場の建設に伴う新規借入に際し、上期に計上された資金調達費用が下期にも発生すると想定したため、営業外収支の予想を 55 百万円の支払超過から同 245 百万円に修正した。

> 中期業績予想

◆ 新工場の建築が開始された

千葉県での新工場建設計画は順調に進捗しており、計画の詳細が公表された。計画によると、千葉県佐倉市に、敷地面積 13,500 坪、建築面積 4,400 坪、延床面積 4,800 坪、地上 2 階建鉄骨造の工場を建築する。

総工費約 110 億円の内訳は、建物が約 20 億円、土地が約 10 億円、最新鋭の連続プレス機 (約 22 億円) を含めて設備や施設が約 80 億円と開示された。17 年 1 月に建物を着工し、同年 8 月に工事完了、設備稼働の予定である。

21/3 期までの中期経営計画 (売上高、営業損益、経常損益、EBITDA) についても見直しはなかった (図表 12)。

【 図表 12 】 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

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。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターは 17/3 期上期実績を踏まえ、18/3 期以降についても、前回の業績予想を見直した (図表 13)。

18/3 期の木材環境ソリューション事業については、廃木材の処理や運搬、木材チップの売上高を増額した一方、PB や WPC の売上高を減額したことから、売上高は 6,433 百万円（前期比 16.2%増）と前回予想よりも 154 百万円引き下げた。材料費を中心に売上総利益率が従来想定よりも改善すると考え、営業損益は前回予想を 30 百万円引き上げ、1,190 百万円の赤字になると予想した。

19/3 期の木材環境ソリューション事業については、18/3 期と同様の見直しを行い、売上高は 8,815 百万円（同 37.0%増）と前回予想よりも 262 百万円引き下げた。売上高の減額と、セールスマックスの悪化により、営業損益は前回予想を 3 百万円引き下げ、253 百万円の赤字になると予想した。

【 図表 13 】 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	旧19/3期E	19/3期E
売上高	5,620	6,217	6,085	5,954	7,005	6,851	9,495	9,233
前期比	-7.0%	10.6%	8.3%	5.9%	15.1%	15.1%	35.5%	34.8%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	5,202	5,798	5,667	5,536	6,587	6,433	9,077	8,815
ファシリティ事業	417	418	418	418	418	418	418	418
売上総利益	1,951	2,080	1,977	1,993	528	539	1,680	1,655
前期比	-10.0%	6.6%	1.3%	2.1%	-73.3%	-72.9%	218.2%	207.0%
売上総利益率	34.7%	33.5%	32.5%	33.5%	7.5%	7.9%	17.7%	17.9%
販売費及び一般管理費	1,414	1,558	1,514	1,499	1,758	1,739	1,942	1,920
販管費率	25.2%	25.1%	24.9%	25.2%	25.1%	25.4%	20.5%	20.8%
営業利益	536	522	463	494	-1,230	-1,200	-262	-265
前期比	-28.8%	-2.6%	-13.7%	-7.9%	—	—	—	—
営業利益率	9.5%	8.4%	7.6%	8.3%	-17.6%	-17.5%	-2.8%	-2.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
木材環境ソリューション事業	545	532	473	504	-1,220	-1,190	-250	-253
ファシリティ事業	197	198	198	210	198	210	198	210
調整額	-206	-208	-208	-220	-208	-220	-210	-222
経常利益	516	467	408	249	-1,342	-1,380	-338	-304
前期比	-27.0%	-9.5%	-21.0%	-51.8%	—	—	—	—
経常利益率	9.2%	7.5%	6.7%	4.2%	-19.2%	-20.1%	-3.6%	-3.3%
当期純利益	508	308	272	94	-1,428	-1,466	-424	-390
前期比	-14.8%	-39.1%	-46.5%	-81.4%	—	—	—	—

(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

ファシリティ事業については、業績が安定しているため、17/3 期の業績が 19/3 期まで継続すると想定した。



調整額は、18/3 期は 17/3 期と同額を見込んだが、19/3 期については経費がやや増加すると想定し、マイナス 222 百万円と予想した。

営業外収支については、18/3 期は、資金調達費用の発生を想定し、前回予想の 112 百万円の支払超過から 180 百万円に修正した一方、19/3 期は、従来想定よりも調達金利が大幅に低くなる見込みであることから、従来想定 76 百万円の支払超過から 39 百万円に見直した。

## ➤ 投資に際しての留意点

### ◆ 杭打ちデータ問題についての留意点は削除する

当センターでは、過去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) 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、5) 生産体制の再構築が株価の再評価につながる可能性、6) 杭打ちデータ問題が長期化する可能性、を投資に際しての留意点に挙げていた。

このうち、6) の留意点に関しては、その後、報道が沈静化しており、マンションの着工や販売に大きな影響を及ぼしているとは認められないことから、今回を以て削除することとしたい。

### ◆ 新工場の稼働と新たな生産品目の販売に手間取る可能性

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ると当センターでは評価している。

一方で、新工場に導入する主力設備は、同社にとっては初めて導入する最新鋭の連続プレス機であり、新規稼働時に生産がスムーズに行えるかどうかにはリスクが存在する。

また、同社は、新設備を使用して、戸建て住宅用の耐力壁やフロア台板向けの PB を新たに生産する計画であるが、マンション二重床向けやオフィスの OA フロア用途の PB を主力とする同社にとって、販路開拓が順調に進むかにも注目したい。

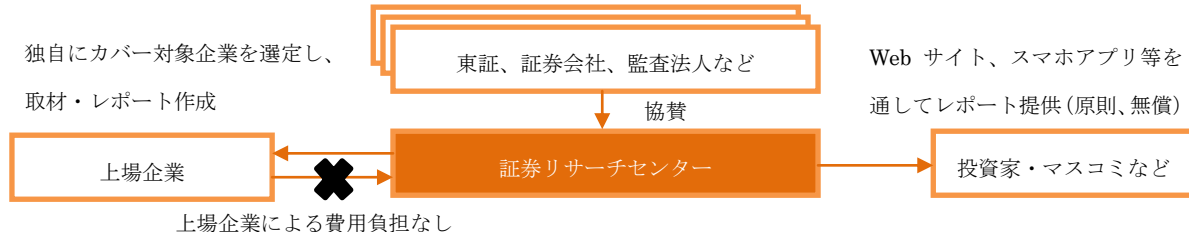
新工場の稼働と新たな生産品目の販売に手間取ると、同社の業績は、順調な進展を見込む当センターの予想を下回る可能性があり、今回、この点を投資に際しての留意点に加えることにしたい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を15年9月18日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

**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。



■ **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

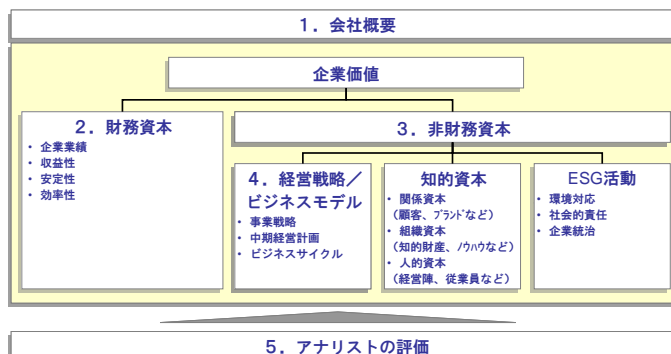
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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。