

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

ベーシック・レポート
2018年3月16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 20180313

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 新工場の稼働トラブルを乗り越えた先の新規事業の本格立ち上がり期待

1. 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。

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

・単体での業績開示だった 11/6 期～13/6 期の間に、再生樹脂製造事業での再生素材の生産量が損益分岐点を上回るようになり、収益化した。連結での業績開示となった 14/6 期以降は、生産量や処理量の増加による増収効果で収益性が改善し、連続増収増益で推移してきた。

・回収・処理・製造販売というリサイクルの仕組みを持って事業を行う上場企業と比較すると、同社は成長性と収益性の財務指標では総じて他社を上回っているが、安全性の指標は他社より低い。

【主要指標】

		2018/3/9	
株価(円)		2,484	
発行済株式数(株)		3,004,950	
時価総額(百万円)		7,464	
前期実績 今期予想 来期予想			
PER(倍)	23.1	34.8	30.5
PBR(倍)	9.1	7.2	5.9
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、収益化に至るまでの約10年の間に蓄積された、独自開発の技術力や循環型ものづくりのビジネスモデルについてのノウハウにある。それをもとに、少人数でも運用可能なプロセスが構築され、顧客資産が蓄積していった。

【株価パフォーマンス】

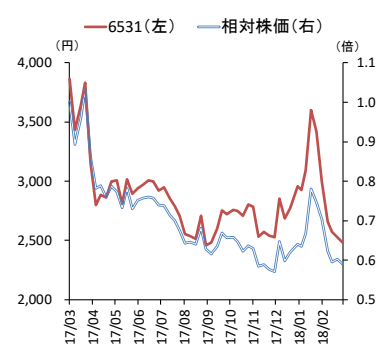
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-6.4	-10.3	-35.1
対TOPIX(%)	-3.5	-5.0	-42.8

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、既存事業のカーペットリサイクルへの需要増への対応、複数の新規リサイクルの事業開発を同時並行で推進できる体制の構築、技術系を中心とした人材の強化が挙げられる。

・同社は、既存事業でのカーペットタイルの回収エリアの拡大、新規事業立ち上げによる事業ポートフォリオの拡大、それを支えるための成長基盤の強化を事業戦略としている。

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2017/3/10

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、循環型ものづくりのビジネスモデルを強いものにしていく細部のポイントを、競争力の源泉として改めて評価する。

・成功事例となったカーペットリサイクルをベースとした新規事業の開発が加速されていく局面を迎えるが、企業全体での事業ポートフォリオ管理、プロジェクト管理の精度向上が求められよう。

【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)
2016/6	2,120	17.2	267	48.6	247	65.8	164	135.0	64.0	112.2	0.0
2017/6	2,294	8.2	280	5.0	264	6.9	315	91.7	107.6	272.3	0.0
2018/6 CE	2,650	15.5	369	31.9	324	22.7	266	-15.7	88.7	—	0.0
2018/6 E	2,588	12.8	289	3.1	268	1.7	214	-31.9	71.3	342.7	0.0
2019/6 E	3,014	16.5	388	34.3	363	35.1	245	14.0	81.5	424.3	0.0
2020/6 E	3,450	14.5	469	20.9	446	23.1	301	23.1	100.2	524.7	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

16年7月の上場時に114,700株(分割後ベースで229,400株)の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の24,700株(同49,400株)を含む)17年4月1日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境
- － 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

◆ 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。

◆ カーペトリサイクル以外への事業ポートフォリオ拡充

カーペ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64%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」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」の2つのセグメントで構成されている。16/6期、17/6期とも、全売上高の約64%を産業廃棄物処理事業が占めるとともに、セグメント利益率も20%弱の水準で安定推移している。一方、全売上高の30%強を占める再生樹脂製造販売事業は、相対的に利益の変動が大きいと言えよう(図表1)。

【 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 上期	前期比/前年同期比		構成比		
				17/6期	18/6期上期	16/6期	17/6期	18/6期上期
再生樹脂製造販売事業	774	856	347	10.6%	-16.5%	36.5%	37.3%	30.5%
産業廃棄物処理事業	1,375	1,479	801	7.6%	6.2%	64.8%	64.5%	70.5%
調整額	-29	-41	-11	—	—	-1.3%	-1.8%	-1.0%
合計	2,120	2,294	1,136	8.2%	-1.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益							
	16/6期	17/6期	18/6期 上期	前期比/前年同期比		売上高営業利益率/セグメント利益率		
				17/6期	18/6期上期	16/6期	17/6期	18/6期上期
再生樹脂製造販売事業	120	145	-11	20.2%	赤字転落	15.5%	16.9%	-3.2%
産業廃棄物処理事業	268	278	160	3.8%	17.0%	19.5%	18.8%	20.0%
調整額	-121	-143	-111	—	—	—	—	—
合計	267	280	37	5.0%	-69.5%	12.6%	12.2%	3.3%

(出所) リファインパース有価証券報告書、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」×「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、廃棄物事業者から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。

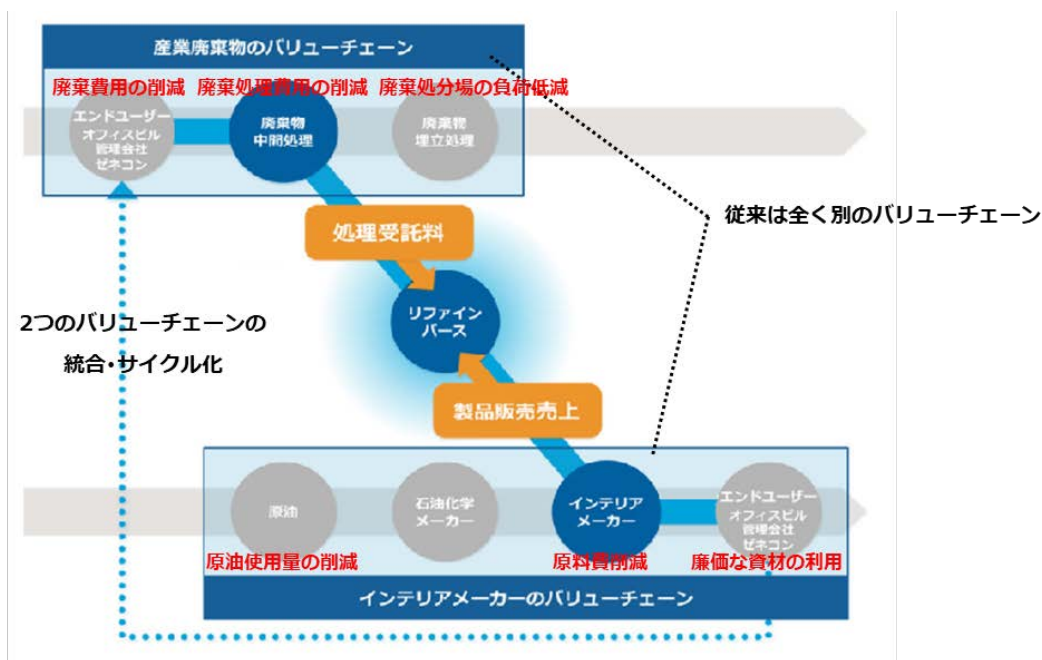
カーペットタイルに必ず用いられる塩化ビニルは、燃やすことができない。また、破碎しようとする、破碎機の刃が壊れる。そのため、使用済みカーペットタイルは、産業廃棄物の中間処理業者に持ち込んでも嫌がられる処理困難物として扱われる。そのため、廃棄物事業者にとって、カーペットタイルの廃棄処理費用は高くつくものとなっている。

「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パスの収益源

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。

- ・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」

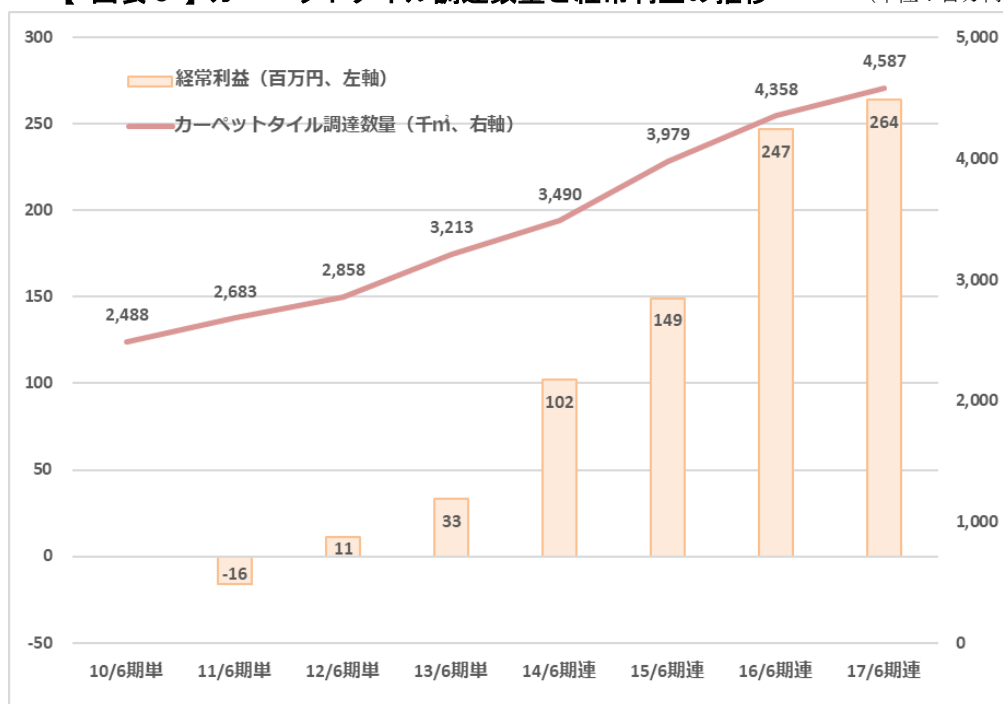
同社の循環型ビジネスモデルは、廃棄物を素材にまで分離する設備と、再生素材を製造する設備を必要とする装置産業型のビジネスモデルである。設備設置のための先行投資がかかるが、一定水準の生産量を超えると、一気に収益化が進む。そのため、設備の規模と生産量が重要となる。

実際、同社のカーペットタイル調達量と経常利益の推移を見てみると、生産量に影響する調達数量の増加に伴い、12/6期に黒字転換し、その後も収益水準を上げてきている（図表3）。

そして、既存事業で上げた収益を研究開発に回し、事業領域の拡大を目指している。

【 図表 3 】 カーペットタイル調達数量と経常利益の推移

(単位：百万円)



(出所) リファインパス有価証券届出書、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

◆ 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、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。

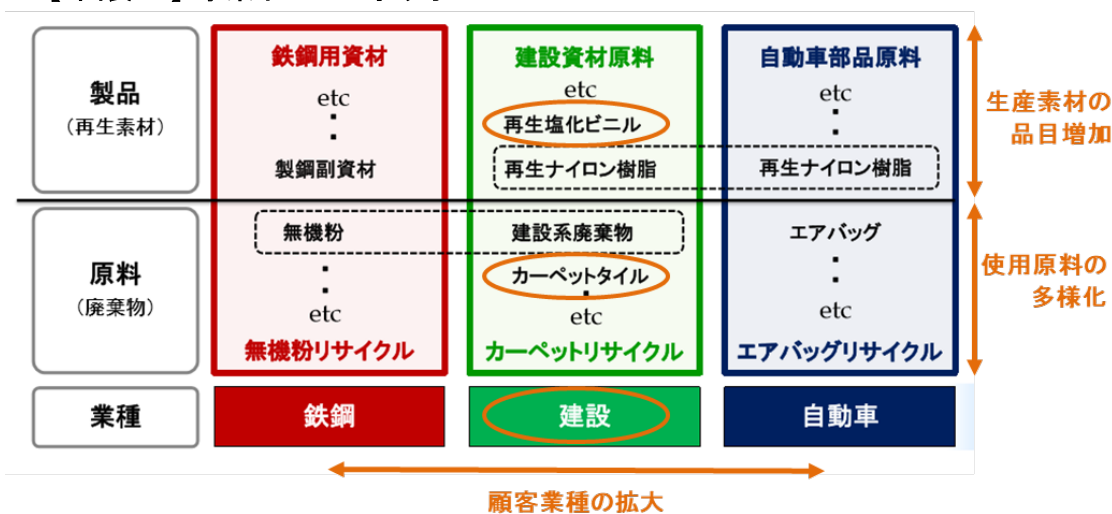
また、同社が対象とする製品分野は、個別に見るとニッチ分野で、さほど大きい市場ではない。このことも、採算性の観点から、大企業の参入を難しくしていると考えられる。

◆ 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4)。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。

【図表4】事業ポートフォリオ



(出所) リファインパース決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

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。

◆ 新規事業 (1) : 製鋼副資材製造事業

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良好であり、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事業

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。

同社が新たに技術開発した化学粉碎方式により、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事業

カーペ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事業である。ナイロンリサイクル事業からの派生事業と言える。

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、機械粉碎技術と化学粉碎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。

- ・機械粉碎技術
- ・化学粉碎技術
- ・リペレットコンパウンド技術

機械粉碎技術は、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。

化学粉碎技術は、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。

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

再生樹脂製造販売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。

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3~5mm程度の粒子状にしたもの

◆ 産業廃棄物処理事業

産業廃棄物処理事業は、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、破碎、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。

> **業界環境**

◆ **オフィス需要**

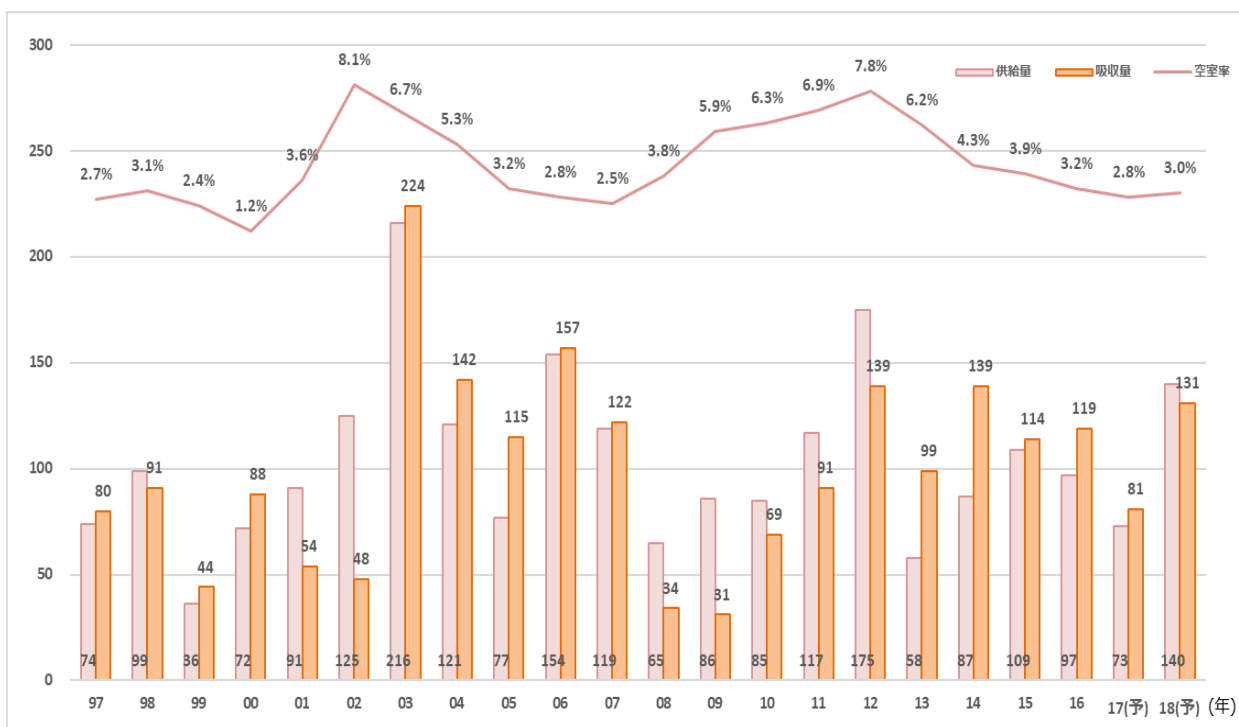
同社の再生樹脂製造販売事業のほとんどがカーペットリサイクルによるものだが、その原料となる使用済みカーペットタイトルの排出量は、企業のオフィスの移転や建て替えの影響を受ける。また、製造された再生樹脂製品は、その大部分が再生カーペットタイトルの原料になるため、カーペットタイトルが使われるオフィスの需給動向に依存する。

注4) 吸収量

森ビルの統計では、「吸収量」とは、86年以降に竣工した全ての大規模オフィスにおける、当年の新規稼働床面積(前年末の空室面積+当年の新規供給面積-当年末の空室面積)を示す。

森ビル(東京都港区)の「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2017」によると、同社の主力地域である首都圏の中の東京23区の大規模オフィスの吸収量注4は、13年~16年の間は供給量を上回って推移し、空室率を低下させてきた。吸収量の増加は、大規模オフィスへの需要が活況であることを示唆している。そのため、カーペットタイトルの需要も、吸収量の増加に連動する形で、堅調に推移しているものと推測される(図表5)。

【図表5】東京23区の大規模オフィスの供給量、吸収量、空室率の推移 (単位: (万㎡))



(注) 「大規模オフィス」は、86年以降に竣工した事務所延床面積 10,000㎡以上のオフィスビルと定義されている
(出所) 森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2017」

◆ **カーペットタイトル市場を取り巻く環境**

日本国内でのカーペットタイトルの使用量は、年約3,000万㎡とされている。それに対し、同社の再生処理量は年約400万㎡であることから、シェアは約13%と推察される。

国内のカーペットタイル市場は安定的であるものの、成長余地は限定的と考えられる。一方、環境への配慮の観点から、同市場で再生原料を使った製品の比率の上昇が続いていると見られ、同社のシェア拡大余地はあると考えられる。

使用済みカーペットタイルの回収量で見ると、首都圏では年 450 万㎡程度が回収されており、その半分程度を同社が取り扱っているものと推定されている。一方、関西・東海エリア合計の使用済みカーペットタイルの排出量は首都圏と同程度と推定されるが、そのほとんどは埋め立て処分となっている模様である。

◆ 産業廃棄物の最終処分場の動向

環境省の「産業廃棄物行政組織等調査報告書 平成 26 年度実績」によると、産業廃棄物について、国内の最終処分場の残存容量は減少傾向にある一方、残余年数が伸びている傾向にある(図表 6)。つまり、廃棄処分場に埋められる廃棄物の量は年々減少しており、裏を返せば、リサイクルされる量が増加傾向にあることを示唆している。

【 図表 6 】 国内の最終処分場の残存容量と残余年数の推移



(出所) 環境省大臣官房廃棄物・リサイクル対策部「産業廃棄物行政組織等調査報告書」より証券リサーチセンター作成

◆ 沿革1 ～ 祖業は内装材に特化した廃棄物回収

同社の祖業は、1983年に設立された有限会社御美商(ごみしょう、93年に株式会社に改組)によって始められた、内装リニューアルによって生じる床材等の内装材の回収である。当時、内装材回収に特化した事業者は珍しかったという。

◆ 沿革2 ～ カーペットタイルのリサイクル技術の確立

90年以降、OA化の進展を背景に、OA機器の配線の自由度を高める二重床のオフィスが急速に普及した。その二重床に必要なカーペットタイルには塩化ビニルが用いられていたため、使用済みのカーペットタイルは処理困難物として扱われていた。塩化ビニルは燃やすことができないばかりか、破碎しようとすると、破碎機の刃が壊れるためである。

内装リニューアルにより排出される使用済みカーペットタイルを中間処理業者に持ち込んでも嫌がられたため、同社は、2000年に中間処理施設(リファイン3)を設置し、自社で中間処理ができる体制を構築した。

翌01年には、廃棄カーペットをリサイクルするための実証プラント(リファイン2)を設置し、現在の樹脂再生技術を確立した。

◆ 沿革3 ～ 現在の体制の原形となった事業持株会社化

03年、御美商、産業廃棄物処理装置の製造販売を行うライザエンジニアリング、御美商とオーナーを同じくする内装解体業を専門に行うベストの3社が、株式移転により、事業持株会社を設立した。これが現在の同社の原形となっている。

なお、05年に、御美商はベストを吸収し、後にジーエムエスと改称した(現在は同社の連結子会社)。一方、ライザエンジニアリングは、06年に全株式を譲渡し、子会社ではなくなっている。

その後、06年に、千葉県で産業廃棄物処理業許可を取得した後、千葉県八千代市において、再生樹脂製造工場が本格的に稼働した。また、同年、再生樹脂製造を補完し、カーペットタイルの再資源化を強化するために、インバースプロダクツ(現ジーエムエス)が設立された。

◆ 沿革4 ～ カーペットタイルの再資源化の収益化

カーペットタイルの再資源化の事業は、想定していたより立ち上がりが遅かったが、森ビルとの協業開始(09年)、住江織物(3501 東証一部)とそのグループ会社のスミノエ(大阪府大阪市)、住友商事(8053 東証一部)、同社の4社による共同開発の「ECOS(エコス)シリ

ーズ」の製造開始(11年)を通じて、再生素材の生産量が増加し、収益化していった。

◆ 沿革5 ～ 新規リサイクル分野開拓の志向

16年になると、新開発の高分離精製プロセスの実証プラントを設置するなど新しい技術に対する研究開発を始めたほか、日東化工よりリサイクルナイロン製品事業を譲り受けてナイロン樹脂のリサイクル事業に参入するなど、リサイクル分野での新規事業の開拓志向を強めている。こうした事業の拡大のため、16年7月に、東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場した。

◆ 企業理念

同社は、「素材再生企業として新しい産業を創出し、社会の持続的発展に寄与することを目指す」を企業理念として掲げている。

なお、「リファインバース」の社名は、「Refine(リファイン)」と「Inverse(インバース)」を掛け合わせたものである。従来のものの流れを逆転させ(インバース)、資源として精製する(リファイン)という発想で、「大量に廃棄される多種多様な使用済み製品を原料として新しい素材を作り出し、社会に貢献したい」という想いが込められている。

◆ 株主

有価証券届出書と18/6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7の通りである。

18/6期第2四半期末時点での筆頭株主は、8.30%を保有する代表取締役社長の越智晶氏であり、第2位が住友商事の7.94%、第3位が住江織物の7.00%である。その後に、越智晶氏の二親等内の血族である越智敏裕氏の4.03%、越智晶氏の実家の会社である越智源株式会社の2.66%が続き、確認できる範囲では、資産管理会社を含めた創業家の保有は14.99%となる。

上場前は産業革新機構の19.41%を筆頭に、多くのベンチャーキャピタルが出資していたが、現在はそのほとんどが売却されている。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			17年12月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
越智 晶	124,760	9.68%	3	249,520	8.30%	1	代表取締役社長
住友商事株式会社	119,250	9.26%	4	238,500	7.94%	2	
住江織物株式会社	105,000	8.15%	5	210,000	7.00%	3	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	166,600	5.54%	4	
越智 敏裕	60,500	4.70%	8	121,000	4.03%	5	代表取締役社長の二親等内の血族
越智源株式会社	40,000	3.10%	11	80,000	2.66%	6	代表取締役社長の実家の企業
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	75,600	2.52%	7	
野村信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	66,000	2.20%	8	
株式会社SBI証券	-	-	-	49,300	1.64%	9	
BBH (LUX) FORMIBLFOR MUFG JAPAN EQUITY SMALL CAP FUND	-	-	-	35,800	1.19%	10	
株式会社産業革新機構	250,000	19.41%	1	-	-	-	
MSTVC2008V投資事業有限責任組合	133,000	10.32%	2	-	-	-	上場時に10,100株 (現行株数ベース20,200株) 売り出し
三井住友海上C2005V投資事業有限責任組合	100,000	7.76%	6	-	-	-	
NVCC6号投資事業有限責任組合	75,400	5.85%	7	-	-	-	上場時に4,000株 (現行株数ベース8,000株) 売り出し
九州ベンチャー投資事業有限責任組合	53,750	4.17%	9	-	-	-	上場時に53,750株 (現行株数ベース107,500株) 売り出し
株式会社新生銀行	44,000	3.42%	10	-	-	-	上場時に7,000株 (現行株数ベース14,000株) 売り出し
(大株主上位10名)	1,065,660	82.72%	-	1,292,320	43.00%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	141,965	11.02%	-	201,000	6.69%	-	
発行済株式総数	1,288,310	100.00%	-	3,004,950	100.00%	-	

(注) 17年4月に1:2の株式分割を実施

(出所) リファインバース有価証券届出書、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、11/6期以降の数値が開示されているが、11/6期～13/6期は単体業績開示、14/6期以降はリファインマテリアルとジーエムエスの子会社2社を含めた連結業績を開示している。

11/6期～13/6期の単体業績での最大のポイントは、12/6期に経常利益が黒字化したことである。これは、11年6月に住江織物等との共同開発の製品の販売量が増加し、再生樹脂製造工場の設備での再生素材の生産量が損益分岐点を上回る水準になったためである。

連結業績開示となった14/6期以降は17/6期まで連続の増収増益で、年平均成長率は、売上高が10.5%増、経常利益が37.0%増となった。再生樹脂製造販売事業、産業廃棄物処理事業の両事業とも、生産量または処理量の増加が牽引する形での増収効果により、収益性が改善し利益が拡大していった。

◆ 17年6月期は4期連続増収増益で過去最高益

17/6期は、売上高が前期比8.2%増の2,294百万円、営業利益が同5.0%増の280百万円、経常利益が同6.9%増の264百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同91.7%増の315百万円と、4期連続の増収増益となり、過去最高益を記録した。ただし、期初の会社計画に対する達成率は、売上高が95.4%、営業利益が79.9%に留まった。

再生樹脂製造販売事業は、売上高が前期比10.6%増、セグメント売上総利益は同21.7%増、セグメント利益は同20.2%増となった。オフィスのリニューアル需要が堅調で、使用済みカーペットタイルの調達が順調に進んだことと、インテリア業界における環境対応製品の市場が拡大したことが増収の要因である。さらに、カーペットタイルの取扱量の増加で設備稼働率が上昇し、売上総利益率が改善した。

産業廃棄物処理事業は売上高が前期比7.6%増、セグメント売上総利益は同4.2%増、セグメント利益は同3.8%増となった。インバウンド需要に関連した商業施設やホテルの改修工事の受注増、マンションのリフォームやリノベーションの需要増が増収に寄与した。

それでも営業利益が期初計画を大きく下回ったのは、再生樹脂製造販売事業において、新規事業の事業化を前倒しで行ったことにより、研究開発費等の先行費用が想定以上に増加したためである。

なお、17/6期には、17年5月の連結子会社の設立や、同6月の連結子会社間の吸収合併といったグループ再編があった。それに伴い、生

産拠点の集約に伴う特別損失 24 百万円が発生した。ただし、組織再編に伴う税効果の影響等があり、親会社株主に帰属する当期純利益は前期比 91.7%増と大きな伸びを示した。

◆ 上場時の公募増資により、自己資本は増強

16 年 7 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、上場前の 15/6 期末に 8.9%であった同社の自己資本比率は、16/6 期末に 19.4%、17/6 期末に 29.7%と上昇しており、財務の安全性が改善に向かっていていると言える。

> 他社との比較

◆ リサイクルの仕組みを持って事業展開する企業と比較

同社と直接競合する上場企業は見当たらない。そこで、同社とは異なる分野ではあるが、回収、処理、製造販売というリサイクルの仕組みを持って事業を展開している上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、廃油、廃水、汚泥の中間処理とリサイクルが主力のダイセキ(9793 東証一部)、貴金属リサイクルや廃棄物処理を行うアサヒプリテック(兵庫県神戸市)が中核企業のアサヒホールディングス(5857 東証一部)、貴金属リサイクルシステムを持つ松田産業(7456 東証一部)、食品トレー容器の最大手で使用済みトレーやペットボトルの循環型リサイクルモデルを持つエフピコ(7947 東証一部)とした(図表 8)。

他社に比べて同社の規模ははるかに小さいが、その分、成長性は他社を上回っている。生産量の増加が利益に直結するステージにあるためと考えられる。

また、収益性も総じて他社より高いと言えるが、総資産経常利益率は他社とさほど変わらず、自己資本利益率が他社を大きく上回っていることが特徴である。高い自己資本利益率は負債が多く自己資本が少ないことによってもたらされている一面もあり、この裏返しとして自己資本比率を筆頭に、安全性に関しては他社より低い状況にあると言える。

【 図表 8 】 財務指標比較：リサイクルの仕組みを持って事業展開する企業

項目	銘柄	コード	リファインパース		ダイセキ	アサヒ	松田産業	エフピコ
			6531	(参考)	9793	5857	7456	7947
		直近決算期	17/6期		17/2期	17/3期	17/3期	17/3期
規模	売上高	百万円	2,294	—	44,232	107,005	163,054	172,858
	経常利益	百万円	264	—	7,228	7,896	3,459	15,742
	総資産	百万円	2,736	—	72,403	87,210	72,715	219,481
収益性	自己資本利益率	%	57.3	38.8	7.4	-8.7	4.7	11.5
	総資産経常利益率	%	12.5	9.7	10.1	8.3	4.8	7.3
	売上高営業利益率	%	12.2	—	16.1	7.6	1.8	8.8
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	10.5	—	1.7	4.3	-0.5	2.4
	経常利益(同上)	%	37.0	—	-0.8	9.8	-10.9	16.1
	総資産(同上)	%	26.9	—	3.9	9.7	3.1	6.7
安全性	自己資本比率	%	29.7	—	77.8	49.3	73.4	45.3
	流動比率	%	92.1	—	425.2	239.9	320.8	101.6
	固定長期適合率	%	107.9	—	57.1	59.4	38.5	99.5

(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)
 アサヒホールディングスはIFRSでの開示を行っているが、比較のため、日本会計基準での開示情報の数値を用いた
 リファインパースは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、
 実体より高めの数値となる可能性がある指標は、参考情報として、期初と期末の平均値では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、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9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。

【 図表 9 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・カーベットリサイクル	・使用済みカーベットタイル調達数量 4,587千㎡ (17/6期)	
			・使用済みカーベットタイルの 処理量のシェア 首都圏の使用済みカーベットタイルの 約60%を再生処理 (15年時点)	
		・顧客のカーベ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	・リサイクルカーベットタイル 「E C O Sシリーズ」の共同開発	住江織物 スミノエ 住友商事
		・使用済みカーベットタイルの回収	・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 協会会社が存在	
	組織資本	再生樹脂製造販売事業	・グループにおける担当企業	リファインパース 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	53百万円 (17/6期) 30百万円 (18/6期上期) (再生樹脂製造販売事業のみ)	
販売体制		・カーベ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)	
	・循環型ものづくりのビジネスモデル	・カーベ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 18,500株 (0.62%) ・役員報酬総額 (取締役) 36百万円 (5名) (17/6期) *社外取締役は除く	
	従業員	企業風土	・従業員数	126名 (連結) 49名 (単体) (17/6期末)
			・平均年齢	43.6歳 (単体) (17/6期末)
			・平均勤続年数	5.4年 (単体) (17/6期末)
		・インセンティブ	・従業員持株会 なし ・ストックオプション 201,000株 (6.69%) *取締役の分を含む	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は18/6期上期、または18/6期上期末のものとする

(出所) リファインパース有価証券報告書、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

◆ 環境対応 (Environment)

同社の本業自体が環境保全に対応した事業である。

再生樹脂製造販売事業の主力であるカーペットリサイクルによって製造された再生塩化ビニルは、主要メーカーが販売するエコマーク認定のリサイクルカーペットの材料として採用されている。

また、同社が再生塩化ビニルを製造する際の環境負荷は、石油原料から精製するバージン製品を同量製造する場合と比べ、エネルギー消費量で約 87%、CO2 排出量で約 90%を削減できるとされており、製造工程での環境対応も進んでいる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「素材再生企業として新しい産業を創出し、社会の持続的発展に寄与することを目指す」を企業理念に掲げ、「大量に廃棄される多種多様な使用済み製品を原料として新しい素材を作り出す」ことを通じて社会に貢献する方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 9 名で構成され、うち 3 名が社外取締役である。

社外取締役の鮫島卓氏は、東京リース、国際ファイナンス（現 AG キャピタル）を経て、現在は AG キャピタルの代表取締役社長との兼任である。

社外取締役の山中尚哉氏は、17 年 12 月末時点で第 3 位株主である住江織物を経て、現在はその関連会社のスミノエの商品部部長との兼任である。

社外取締役の布施木孝叔氏は、公認会計士として長くキャリアを積み、みずほ監査法人や新日本監査法人の代表社員を歴任した。現在は綜研化学（4972 東証 JQS）の社外監査役、早稲田アカデミー（4718 東証一部）の社外取締役との兼任である。

同社の監査役会は常勤監査役 1 名、非常勤監査役 2 名の合計 3 名で構成されている。非常勤監査役の 2 名は社外監査役である。

常勤監査役の小林孝実氏は、日平トヤマ（現コマツ NTC）の常務取締役を務めた後、KT コンサルティングサービスの代表、ソフテックの代表取締役社長、アールインバーサテックの監査役を歴任した。現在は、同社の子会社であるジーエムエスやリファインマテリアルの監査役との兼任である。

非常勤監査役の片岡敬三氏は、大前・アンド・アソシエーツの取締役、大前・ビジネス・ディベロップメントの監査役のほか、ケンコーコムやリアルコム（現 Abalance 3856 東証マザーズ）、日本調剤（3341 東証一部）の社外監査役、ウォーターダイレクト（現プレミアムウォーターホールディングス 2588 東証二部）の監査役等を歴任した。現在は、ホスピタルマネジメント研究所の監査役、有限会社マーキュリーの取締役との兼任である。

同じく、非常勤監査役である丸吉龍一氏は、監査法人トーマツ（現有限責任監査法人トーマツ）でキャリアを開始した公認会計士・税理士であり、公認会計士丸吉龍一事務所、ライブラ税理士法人の代表との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ カーペットリサイクルの需要増加への対応

既存のカーペットリサイクルについて、グリーン購入法の特定調達品目やエコマークの基準改定の影響もあって、同社のリサイクル製品への需要が増加する局面にある。増加する需要への対応として、(1)生産能力の拡大、(2)原料である使用済みカーペットタイトルの安定的な確保の2点がメーカーの供給責任を果たす意味でも肝要となる。

(1)については富津工場の安定稼働が、(2)については、既に開始している首都圏以外からの回収体制の構築の整備が当面の課題となる。

◆ 複数の新規リサイクルの事業開発を同時推進できる体制の構築

現在、既存事業であるカーペットリサイクルのほかに、複数の新たなリサイクルモデルの本格事業化が進み始めている。さらに、将来的に収益の柱となりうる新規事業案件が多く持ち込まれている状況にある。

一方、富津工場の稼働開始時に、当初想定していたような稼働パフォーマンスが出ず、後述する通り、18/6期第2四半期累計期間(以下、上期)の再生樹脂製造販売事業のセグメント赤字を招く結果となった。この事態から、複数のプロジェクトを同時並行的に推進できる体制を構築することが急務という課題が浮き彫りとなった。

◆ 技術系を中心とした人材の強化

会社によると、富津工場立ち上げの際に起きた稼働トラブルは、人的リソースの不足が要因のひとつだったとしている。そのため、複数のプロジェクトの同時推進が可能な体制構築に向け、人材の強化が欠かせない。

> 今後の事業戦略

◆ 既存事業～カーペットリサイクルでの回収エリア拡大

既存事業であるカーペットリサイクルでの製品販売の拡大は、原料となる使用済みカーペットタイトルの回収量に依存する。そのため、回収量の増加と調達の安定性の向上を目指し、これまで首都圏だけであった回収地域を全国に広げることとした。

使用済みカーペットタイトルの回収量で見ると、首都圏では年450万㎡程度が回収されており、その半分強を同社が取り扱っているものと推定されている。一方、関西・東海エリアでは、使用済みカーペットタイトルの排出量は首都圏と同程度と推定されるものの、そのほとんどは埋め立て処分となっている模様である。

そこで、関西・東海エリアからの使用済みカーペットタイトルの回収を開始した。そのため、地域の産業廃棄物事業者との協業を進め、回収ネットワークを構築していくことで、回収量の増加を図る方針である。

◆ 新規事業～事業ポートフォリオの拡大

カーペトリサイクルが安定成長段階に入ったこともあり、カーペトリサイクルの周辺分野での新規リサイクルモデルの事業化を進めていく。上場による信用度の上昇により複数の潜在案件が持ち込まれており、また、富津工場の稼働開始により、複数のプロジェクトで本格事業化の実現可能性が高まっている。実際、製鋼副資材や漁網のナイロンリサイクルでは、規模は小さいながら売上計上されるものも出てきている。

同社では、中期成長に向け、カーペトリサイクルと産業廃棄物処理事業という既存事業に、その周辺分野での新規事業を加えていくことで、事業ポートフォリオの拡大を図っていく方針である（図表 10）。

【 図表 10 】 リファインバースが描く中期成長ストーリー

		2018年6月期	2019年6月期	2020年6月期	
既存事業	カーペトリサイクル	首都圏	安定成長	安定成長	安定成長
		関西・東海	新規立上	規模拡大	規模拡大
	産廃処理事業	産廃処理	安定成長	安定成長	安定成長
		解体工事	施工能力増強	施工能力増強	安定成長
新規事業	製鋼副資材	既存原料	新規立上	規模拡大	規模拡大
		新規原料	研究開発/プラント増強	新規立上げ	規模拡大
	ナイロンリサイクル	漁網		安定成長	安定成長
		エアバッグ	研究開発/プラント工事	新規立上	規模拡大
	開発中新規事業	新規①	研究開発	プラント工事	新規立上
新規②			研究開発	プラント工事	

(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

◆ 成長基盤の強化

「対処すべき課題」でも触れた通り、事業ポートフォリオが複雑化していく中で、複数のプロジェクトを同時並行で推進できる体制の構築が急がれる。人的リソースの不足が今後の事業機会創出のボトルネックとなる可能性もあるため、同社では、技術系人材を中心とした人的リソースの強化を図っていく。また、社内の人材強化と合わせ、外部の企業や大学等との連携を強化し、成長基盤を強化していく方針である。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・「循環型ものづくり」のビジネスモデル <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - ニッチ市場での独占的なポジション
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・カーペットタイルを取り巻く外部環境 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 企業や大学等との連携の可能性の上昇
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・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

> 経営戦略の評価

◆ ビジネスモデルの細部に潜む競争力の源泉を評価

同社の循環型ものづくりのビジネスモデルは、素材製品の製造・販売と、原材料の調達に関わる産業廃棄物の処理という異なるバリューチェーンの組み合わせで成り立っている。どちらか一方だけでは際立つ

た優位性がなくとも、両者が組み合わさることで、参入障壁の高い強力なビジネスモデルとして仕上がっている。

もちろん、2つのバリューチェーンを単に組み合わせただけではない。

同社のビジネスモデルの競争力を支えているのは、(1) どの素材で勝負をするのかという事業のポジション設定、(2) 独自開発で磨き上げられてきた技術力、(3) 顧客が求める品質水準の理解、(4) 製造プロセスの改善、(5) 収益ポイントの設定の5点であろう。収益化したカーペットリサイクルのビジネスモデルにおいて、これらの細部のポイントにこそ競争力の源泉があることを、改めて評価したい。

◆ 企業全体での事業ポートフォリオ管理の精度向上が鍵

カーペットリサイクルと産業廃棄物処理が安定成長の段階に入ったことで、成功事例となったカーペットリサイクルをベースとした新規事業の開発が加速されていくものと考えられる。当面は、いろいろなステージにある複数の案件が同時並行的に進むことになろう。そのため、複数のテーマでの研究開発やプラント工事が続くことが予想される。

その矢先、富津工場の立ち上げで手間取り、一時的とは言え、収益性を悪化させる事態となった。今後しばらくは、組織や財務へ負荷をかけ続ける局面であるとも言え、同社が方針とする人材の強化だけでなく、企業全体でのポートフォリオ管理、プロジェクト管理の精度向上が求められる。個々のプロジェクトの立ち上がり速度と進捗状況に加え、設備投資や資金調達の状況を注視していく必要があろう。

> 今後の業績見通し

◆ 18年6月期会社計画

18/6期の会社計画は、売上高 2,650 百万円(前期比 15.5%増)、営業利益 369 百万円(同 31.9%増)、経常利益 324 百万円(同 22.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 266 百万円(同 15.7%減)である(図表 12)。

第2四半期決算公表時点で、期初の会社計画は据え置かれている。

再生樹脂製造販売事業では、17年9月に稼働を開始した富津工場の垂直立ち上げを成功させることにより、立ち上げ期間の業績への影響を、一部製品の一時的な製造中断に留める予定であった。しかし、後述の通り、富津工場での量産開始後の稼働トラブルによって製造原価が大幅に増加し、18/6期上期はセグメント赤字に陥るまで収益性が悪化した。

この状況に対し、現在、安定稼働の目途が立ったとしているものの、まだ検証を継続中であるとしている。

また、期初の段階から予定していた、関西・東海エリアからの使用済みカーペットタイトルの回収と、新規事業の製鋼副資材の量産品の出荷は、両者とも既に開始している。

産業廃棄物処理事業では、マンション等のリフォームやイ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。

費用面では、人員増に伴う人件費増加や事務所増床、新規技術の開発に伴う費用増があるものの、増収効果でカバーする展開が予想されている。18/6期の売上高営業利益率は13.9%と、17/6期の12.2%に対して1.7%ポイントの上昇が予想されている。

なお、営業利益や経常利益が増益なのに対し、親会社株主に帰属する当期純利益が減益となっているのは、過去の累積赤字がなくなり、税率が正常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。

【 図表 12 】 リファインバースの 18 年 6 月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,809	2,120	2,294	2,650	15.5%
再生樹脂製造販売事業	721	774	856	-	-
産業廃棄物処理事業	1,111	1,375	1,479	-	-
セグメント間取引消去	-23	-29	-41	-	-
売上総利益	525	661	737	-	-
売上総利益率	29.0%	31.2%	32.1%	-	-
再生樹脂製造販売事業	238	274	334	-	-
セグメント売上総利益率	33.1%	35.5%	39.1%	-	-
産業廃棄物処理事業	286	386	402	-	-
セグメント売上総利益率	25.8%	28.1%	27.2%	-	-
セグメント間取引消去	0	0	0	-	-
営業利益	179	267	280	369	31.9%
売上高営業利益率	9.9%	12.6%	12.2%	13.9%	-
再生樹脂製造販売事業	6	120	145	-	-
セグメント営業利益率	0.9%	15.6%	16.9%	-	-
産業廃棄物処理事業	133	268	278	-	-
セグメント営業利益率	12.0%	19.5%	18.8%	-	-
セグメント間取引消去	39	-121	-143	-	-
調整額	0	0	0	-	-
経常利益	149	247	264	324	22.7%
売上高経常利益率	8.2%	11.6%	11.5%	12.2%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	70	164	315	266	-15.7%
売上高当期純利益率	3.9%	7.8%	13.8%	10.0%	-

(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

◆ 18 年 6 月期第 2 四半期決算

18/6 期上期は、売上高が 1,136 百万円（前年同期比 1.0%減）、営業利益が 37 百万円（同 69.5%減）、経常利益が 27 百万円（同 76.3%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益が 73 百万円（同 18.3%減）となった。

通期計画に対する進捗率は、売上高が 42.9%、営業利益が 10.0%であり、営業利益の進捗率の低さが目立つ。

再生樹脂製造販売事業は、売上高は前年同期比 16.5%減、セグメント損失は 11 百万円（前年同期は 54 百万円の黒字）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、量産開始後の稼働トラブルにより、新工場の垂直立ち上げに手間取り、製造原価が大幅に上昇したことが収益圧迫につながった。

なお、再生樹脂製造販売事業での新規事業と位置づけられている製鋼副資材は、予定通りに販売が開始されている。

産業廃棄物処理事業は、売上高が前年同期比 6.2%増、セグメント利益は同 17.0%増となった。マンションのリノベーション案件を中心に受注が増加したことで、売上高、利益とも堅調に推移した。

また、採用や研究開発は予定通りに実施したこともあり、18/6 期上期の売上高営業利益率は 3.3%と、前年同期の 10.8%より 7.5%ポイントの低下となった。

◆ 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 18/6 期業績について、売上高 2,588 百万円（前期比 12.8%増）、営業利益 289 百万円（同 3.1%増）、経常利益 268 百万円（同 1.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 214 百万円（同 31.9%減）と、会社計画より慎重な水準での予想とした（図表 13）。

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、調達数量の伸びと同水準の前期比約 8%増を見込み、これに製鋼副資材等の売上高を加え、再生樹脂製造販売事業の売上高は前期比 13.6%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して前期比 12.2%増と予想した。

(3) 売上総利益率は 31.1%とし、17/6 期の 32.1%より 1.0%ポイント低下するものと予想した。再生樹脂製造販売事業の売上総利益率は、新工場立ち上げ時の低い稼働パフォーマンスを考慮に入れて前期比 4.1%ポイント低下の 35.0%とした。産業廃棄物処理事業の売上総利益率は、堅調な需要環境を反映して前期比 0.8%ポイント上昇の 28.0%とした。

(4) 販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、17/6 期の 457 百万円に対し、18/6 期は 516 百万円と 59 百万円増加するものとした。人員の増員や研究開発費の増加は予定通り行われると想定した。その結果、18/6 期の売上高営業利益率は 11.2%と、17/6 期の 12.2%より 1.0%ポイント低下するものと予想した（会社計画は 13.9%）。

19/6 期以降の売上高は、19/6 期が前期比 16.5%増、20/6 期が同 14.5%増と予想した。再生樹脂製造販売事業については各々 25.8%増収、21.3%増収と高い伸びを予想した。関西・中部エリアからの使用済みカーペットタイル回収量の増加、富津工場の安定稼働、新規事業の上乗せを想定してのことである。一方、産業廃棄物処理事業は各々 10.8%増収、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して、19/6 期は 31.9%、20/6 期は 32.3%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（19/6 期は前期比約 57 百万円増、20/6 期は同約 72 百万円増）を吸収し、売上高営業利益率は 20/6 期には 13.6%にまで上昇していくものと予想した。

【 図表 13 】 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)

	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期CE	18/6期E	19/6期E	20/6期E
損益計算書							
売上高	1,809	2,120	2,294	2,650	2,588	3,014	3,450
前期比	6.3%	17.2%	8.2%	15.5%	12.8%	16.5%	14.5%
セグメント別							
再生樹脂製造販売事業	721	774	856	-	973	1,224	1,485
産業廃棄物処理事業	1,111	1,375	1,479	-	1,659	1,839	2,019
セグメント間取引消去	-23	-29	-41	-	-44	-49	-54
売上総利益	525	661	737	-	805	962	1,115
前期比	20.8%	25.9%	11.5%	-	9.2%	19.4%	15.9%
売上総利益率	29.0%	31.2%	32.1%	-	31.1%	31.9%	32.3%
セグメント別							
再生樹脂製造販売事業	238	274	334	-	340	446	549
売上総利益率	33.1%	35.5%	39.1%	-	35.0%	36.5%	37.0%
産業廃棄物処理事業	286	386	402	-	464	515	565
売上総利益率	25.8%	28.1%	27.2%	-	28.0%	28.0%	28.0%
セグメント間取引消去	0	0	0	-	0	0	0
販売費及び一般管理費	345	394	457	-	516	573	645
売上高販管費率	19.1%	18.6%	19.9%	-	19.9%	19.0%	18.7%
営業利益	179	267	280	369	289	388	469
前期比	-	48.6%	5.0%	31.9%	3.1%	34.3%	20.9%
売上高営業利益率	9.9%	12.6%	12.2%	13.9%	11.2%	12.9%	13.6%
セグメント別							
再生樹脂製造販売事業	6	120	145	-	97	183	230
産業廃棄物処理事業	133	268	278	-	348	395	444
全社費用/セグメント間取引消去	-	-121	-143	-	-179	-198	-218
調整額	39	0	0	-	-22	-7	-12
経常利益	149	247	264	324	268	363	446
前期比	45.2%	65.8%	6.9%	22.7%	1.7%	35.1%	23.1%
売上高経常利益率	8.2%	11.6%	11.5%	12.2%	10.4%	12.0%	12.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	70	164	315	266	214	245	301
前期比	1.9%	135.0%	91.7%	-15.7%	-31.9%	14.0%	23.1%
売上高当期純利益率	3.9%	7.8%	13.8%	10.0%	8.3%	8.1%	8.7%

(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 14 】 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)

	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期CE	18/6期E	19/6期E	20/6期E
貸借対照表							
現預金	808	739	685	-	1,013	987	1,086
受取手形及び売掛金	237	296	289	-	306	354	364
商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品	13	21	84	-	86	112	114
その他	31	62	191	-	257	257	257
流動資産	1,090	1,120	1,250	-	1,663	1,710	1,823
有形固定資産	276	322	1,267	-	1,456	1,536	1,596
無形固定資産	0	1	2	-	3	4	5
投資その他の資産	36	48	177	-	174	174	174
固定資産	312	371	1,447	-	1,635	1,716	1,777
繰延資産	-	-	37	-	37	37	37
資産合計	1,403	1,492	2,736	-	3,336	3,464	3,638
支払手形及び買掛金	38	37	39	-	42	51	54
短期借入金	4	6	647	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	239	313	194	-	200	200	200
未払金	88	101	379	-	375	437	500
未払法人税等	17	74	4	-	10	23	29
その他	80	89	92	-	92	92	92
流動負債	469	623	1,358	-	721	804	876
長期借入金	785	533	338	-	1,360	1,160	960
その他	24	46	224	-	224	224	224
固定負債	809	579	563	-	1,584	1,384	1,184
純資産合計	124	288	814	-	1,029	1,274	1,576
(自己資本)	124	288	813	-	1,028	1,274	1,575
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	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	103	245	240	-	268	363	446
減価償却費	45	53	60	-	121	141	161
売上債権の増減額 (-は増加)	-37	-59	6	-	-17	-47	-10
棚卸資産の増減額 (-は増加)	0	-8	-62	-	-1	-26	-2
仕入債務の増減額 (-は減少)	4	-1	1	-	3	8	3
法人税等の支払額	-44	-32	-99	-	-47	-105	-139
その他	3	-5	-17	-	-69	61	63
営業活動によるキャッシュ・フロー	73	192	130	-	256	395	521
有形固定資産の取得による支出	-33	-73	-603	-	-309	-220	-220
有形固定資産の売却による収入	75	4	3	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	0	-1	-	-2	-2	-2
敷金及び保証金の差入・戻入による収支	-8	0	-62	-	1	0	0
その他	52	-1	71	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	85	-71	-591	-	-308	-222	-222
短期借入金の増減額 (-は減少)	-46	2	641	-	-647	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	255	-177	-313	-	1,026	-200	-200
社債の増減額 (-は減少)	-150	-	-	-	0	0	0
株式の発行による収入(上場費用控除後)	-	-	179	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0
その他	-38	-14	10	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	21	-190	516	-	379	-200	-200
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	180	-70	55	-	327	-26	99
現金及び現金同等物の期首残高	505	685	615	-	670	998	972
現金及び現金同等物の期末残高	685	615	670	-	998	972	1,071

(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

◆ 大規模災害による影響の可能性

同社は千葉県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。

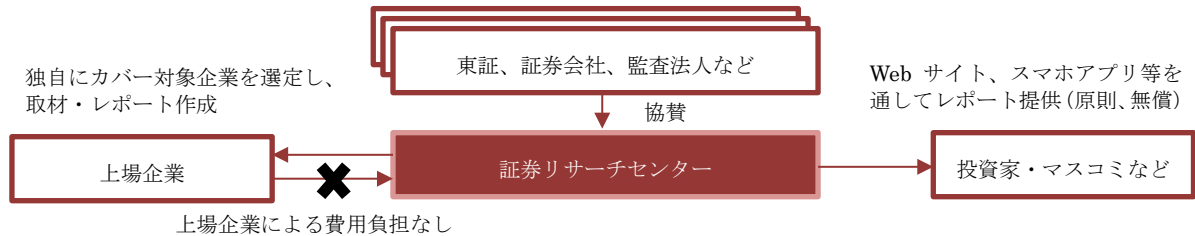
◆ 配当について

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。

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

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

優成監査法人

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。