

持続可能な社会の実現に貢献。戦略投資による事業拡大を目指す

会社概要

住環境、エネルギー、資源循環の3つの領域で事業を展開

白蟻防除を祖業として、一般家庭・企業向け環境衛生を中心に業容拡大。企業・法人等向け太陽光発電システムの施工販売、廃プラスチックを燃料とする資源循環型発電等の事業を展開。持続可能な社会の実現に貢献、既存事業等への戦略投資で事業拡大を目指す。25 年 4 月より持株会社体制へ。

業績の動向

新電力不振からの業績回復も足元は苦小牧設備更新重荷

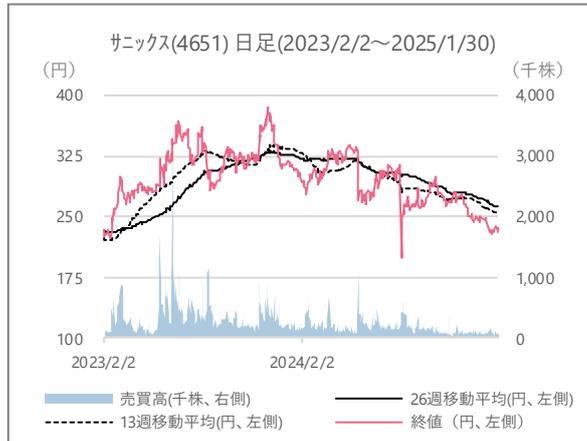
新電力不振による 22/3 期の営業赤字以降は業績回復基調だったが、足元は大規模設備更新による苦小牧発電所の稼働日数減、売電単価低下も響いて 25/3 期は減収減益となる見通し。26/3 期も苦小牧発電所の工事が続く予定。

株価・関連指標の動向

株価は 2015 年以降、長期にわたりレンジ内で推移

株価は、2000 年前後に業績拡大等で騰勢を強めた時期もあったが、15 年以降は 200 円～400 円を中心としたレンジ内で推移。新電力不振などの影響で 22 年 1 月につけた 162 円が直近安値。その後業績回復で株価は戻り歩調も 23 年 12 月の 391 円を高値に再び下落。25/3 期以降の業績悪化見通しを嫌気。24 年 9 月に繰越欠損金を解消し早期復配を目指す。

株価チャート



株価・指標

(表示単位未満四捨五入)

株価(25/1/30 終値)	231.0 円
昨年来高値(24/5/1)	342.0 円
昨年来安値(24/8/5)	199.0 円
連結 PER(25/3 期会社予想)	10.10 倍
連結 PBR(最新実績)	1.21 倍
基準 BPS	190.30 円
予想配当利回り(25/3 期会社予想)	0.00 %
1 株当たり年間予想配当金	無配
普通株発行済株式数	48,919 千株
普通株時価総額	113 億円

本資料の配布は日本国居住者のみを対象としております/This material is only intended to be distributed to residents in Japan.

業績データ 会計基準：日本基準

(%は前期比増減率)

決算期	売上高(百万円)		営業利益(百万円)		経常利益(百万円)		純利益(百万円)		EPS(円)
連 23/3 期(実績)	46,277	-9.1%	1,785	-	1,552	-	1,332	-	27.87
連 24/3 期(実績)	47,167	1.9%	3,744	109.7%	3,466	123.3%	2,697	102.5%	56.43
連 25/3 期(予想)	46,246	-2.0%	1,715	-54.2%	1,440	-58.4%	1,093	-59.4%	22.86

注：予想は会社予想。ただし、予想 EPS は会社予想純利益をベースに当研究所で算出している



Contents

1. 会社概要・沿革

「住環境領域」「エネルギー領域」「資源循環領域」で事業活動を展開

- (1) 会社概要
- (2) 企業理念
- (3) 沿革

2. 事業内容

環境資源開発事業、HS 事業、PV 事業で前期売上高の 8 割以上占める

- (1) 住環境領域（HS 事業、ES 事業、SE 事業）
- (2) エネルギー領域（PV 事業、新電力事業）
- (3) 資源循環領域（環境資源開発事業）
- (4) 事業領域別の業績推移
- (5) 「環境エース一元くん」の販売を強化 ～「一元くん」シリーズ
- (6) 事業系統、主な連結子会社の事業区分との関係

3. 業界環境・事業戦略

- (1) 業界環境
- (2) 競合状況
- (3) 事業戦略
- (4) 中期経営計画およびその進捗
- (5) SWOT 分析

4. 業績・財務分析

- (1) 業績と財務指標
- (2) ROIC の分析
- (3) ROE の分析

5. 株価と株価関連指標の関係

- (1) 業績と株価・関連指標の動向
- (2) 株主総利回り（TSR）の算出
- (3) 株主資本コストの算出





6. 当面の業績動向

上期営業利益は計画達成。繰越欠損金を解消し早期復配目指す

- (1) 25/3 期上期の業績実績
- (2) 25/3 期の業績計画
- (3) 株主還元

7. 主な非財務情報

- (1) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について
- (2) サステナビリティ・ESG

8. 大株主の状況、リスク等

- (1) 大株主の状況
- (2) トップマネジメント
- (3) 事業等のリスク

9. 財務関連データおよび指標

- (1) 損益計算書（通期）、付随資料
- (2) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書
- (3) 財務分析
- (4) 損益計算書（四半期、半期）

Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

- (1) 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）
- (2) 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

Appendix 2 ～株主資本コストの見方

- (1) 株主資本コストとは
- (2) QUICK 株主資本コストの算出法
- (3) 具体的な活用方法

Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向





1. 会社概要・沿革

「住環境領域」「エネルギー領域」「資源循環領域」で事業活動を展開

(1) 会社概要

サニックス（以下、同社）グループは、同社および連結子会社 11 社により構成されており、主な事業として、一般家庭向け環境衛生、企業向け環境衛生、戸建住宅および企業・法人向けに太陽光発電システム（※）の施工販売、電力の小売および卸売、産業廃棄物由来のプラスチックを燃料とする資源循環型発電、有機廃液の資源リサイクル等の事業を行っている。

同社は事業領域を、①「住環境領域」、②「エネルギー領域」、③「資源循環領域」の 3 つに区分している。それぞれについて次項から解説する。

※シリコン半導体などに光が当たると電気が発生する現象を利用し、太陽の光エネルギーを太陽電池（半導体素子）により直接電気に変換する発電方法

図表1-(1)-1. サニックスが手掛ける3つの事業領域



(出所) 会社ホームページ

① 「住環境領域」(HS 事業、ES 事業、SE 事業)

住環境領域では、戸建住宅やビル・マンションのメンテナンスを中心に、衛生管理や災害対策をサポートしている。HS（ホーム・サニテーション）事業、ES（エスタブリッシュメント・サニテーション）事業、SE（ソーラー・エンジニアリング）事業で構成されている。



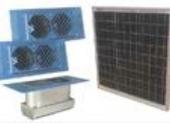


HS 事業は戸建住宅向けサービスを手掛けており、シロアリ防除システム、床下・天井裏換気システム、基礎補修工事、家屋補強システム、住まいのリフォームなどが主要商品・サービスである。

ES 事業は法人・事業主向けサービスを手掛けており、ビル・マンションの給排水設備の保全対策、外装塗装、屋上防水、有害生物の防除（ペストコントロール）などが主要商品・サービスである。

SE 事業は戸建住宅・小規模建物向け太陽光発電を手掛けており、太陽光発電システム、蓄電池システムなどが主要商品・サービスである。

図表1-(1)-2. 住環境領域（HS事業、ES事業、SE事業）

<p>HS(ホーム・サニテーション)事業</p> <p>シロアリの習性を熟知したスタッフが、予防から駆除まで、適切に対処。豊富な経験と実績で培われた専門技術とノウハウ、万全のアフターサービスにより、大切なマイホームをシロアリの被害から守ります。</p>	 <p>白蟻防除施工</p>	 <p>床下・天井裏換気システム</p>
<p>ES(エスタブリッシュメント・サニテーション)事業</p> <p>給排水設備メンテナンスの効率的一元管理を実践。主力商品である防錆装置などにより、配管内のサビの発生・進行抑制による配管の長寿命化や、スケール・油汚れの除去・付着抑制によるトラブルの解決を図ります。</p>	 <p>ビデオスコープによる水道管検査</p>	 <p>害虫防除施工</p>
<p>SE(ソーラー・エンジニアリング)事業</p> <p>戸建て住宅向け太陽光発電の普及を目指して、環境にも家計にも優しい生活を実現します。また、自家消費型太陽光発電のニーズが高まるなか、蓄電池の導入による電気の柔軟な使い方をご提案しています。</p>	 <p>住宅用太陽光発電システム</p>	 <p>蓄電池</p>

(出所) 会社資料 (25/3期上期決算説明会資料)

② 「エネルギー領域」(PV 事業、新電力事業)

エネルギー領域では、自家消費型、第三者所有型など、太陽光発電システム導入を提案し、事業者の脱炭素推進をサポートしている。PV (フォトボルトアイク) 事業、新電力事業で構成されている。

PV 事業は法人向け太陽光発電を手掛けており、太陽光発電システム、O&M (メンテナンス)、蓄電池システムなどが主要商品・サービスである。

新電力事業は事業者向け・家庭向け電力小売を手掛けている。





図表1-(1)-3. エネルギー領域（PV事業、新電力事業）

PV事業

工場の屋根やビルの屋上等の有効利用を促進。法人向け自家消費型・第三者所有型太陽光発電システムを中心に、太陽光発電によるコスト（電気代）削減、災害対策、環境経営をサポート。ご提案から設計、施工、アフターメンテナンスまで、トータルに提供します。

【第三者所有型(PPAモデル)の仕組み】
PPA事業者が、お客様の敷地や屋根に、PPA事業者の費用負担により太陽光発電を設置(PPA事業者が所有・維持管理)。この太陽光発電で発電された電気を、PPA事業者が、お客様へ有償で供給する仕組みです。



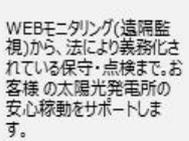
自家消費型/第三者所有型



非FIT電源開発



O & M(メンテナンス)



WEBモニタリング(遠隔監視)から、法により義務化されている保守・点検まで。お客様の太陽光発電所の安心稼働をサポートします。

新電力事業

当社は、2001年に全国で8番目に特定規模電気事業者（電力小売）として登録し、2015年11月付で、経済産業省に登録小売電気事業者として登録されています。太陽光発電事業と電力販売は親和性の高い事業。シナジー効果で、幅広いサービスの提供を可能にします。



電力小売

（出所）会社資料（25/3期上期決算説明会資料）

③ 「資源循環領域」 （環境資源開発事業）

資源循環領域では、廃棄物をエネルギー資源として再生・再利用するリサイクルシステムの研究開発・運営を行っている。環境資源開発事業（ERD、Environmental Resources Development）で構成されている。

環境資源開発事業は廃プラスチックの燃料化、廃プラスチック再生燃料による発電、廃液の浄化・リサイクル、廃棄物業務一元管理システム販売など廃棄物リサイクルに係る商品・サービスを提供している。





図表1-(1)-4. 資源循環領域（環境資源開発事業）

<p>廃プラスチックの燃料化</p> <p>産業廃棄物系プラスチックの燃料化を目的とした工場（プラスチック資源開発工場）を、全国各地に15工場展開。大きさや形がさまざまな廃プラスチックを細かく破碎することにより、石油・石炭などの代替燃料として再生。マテリアルリサイクルを本格的に開始しています。</p>	 プラスチック資源開発工場	 プラスチック燃料
<p>資源循環型発電システム</p> <p>プラスチック資源開発工場で燃料化したプラスチックを、発電施設のエネルギー源として利用。石炭と比べて、発熱量が高く、CO2排出量や焼却灰発生量が少なくて済むことから、環境負荷が低く、付加価値(非化石価値)の高い電気を供給します。</p>	 苫小牧発電所	 最終処分場
<p>廃液の浄化処理・リサイクル</p> <p>外食産業の店舗や食品工場、その他雑廃水ピットなどから排出される有機廃液などを、大量に受け入れる体制を整えています。一連の処理工程により、高濃度の汚濁成分を99%以上除去する能力を有しています。また、油分や、脱水汚泥の燃料化リサイクルも推進しています。</p>	 廃液処理工場	

（出所） 会社資料（25/3期上期決算説明会資料）

25年4月から持株会社体制へ移行、サニックスホールディングスに商号を変更

同社は24年6月27日開催の定時株主総会において、持株会社体制へ移行するために商号および事業目的に関する定款の一部変更を決議した。これにより、25年4月1日以降、同社は商号を「サニックスホールディングス」に変更し、定款の一部変更を予定している。

同社グループが持株会社体制へ移行するのは、経営資源の最適化と企業価値の向上が目的。市場動向やニーズの変化を先読みし、機動的かつ柔軟な経営判断ができる体制が必要と考えた。傘下の子会社に事業を承継し、それぞれがスピーディーな経営判断のもと、最適な事業運営を行い、成長を図っていく。

25年4月からは、持株会社サニックスホールディングスの傘下に、住環境領域を統括する100%子会社「サニックス」（新設）、エネルギー領域を統括する100%子会社「サニックスエンジニアリング」、資源循環領域を統括する100%子会社「サニックス資源開発グループ」が収まる見通し。既に、同社は会社分割を実施した。

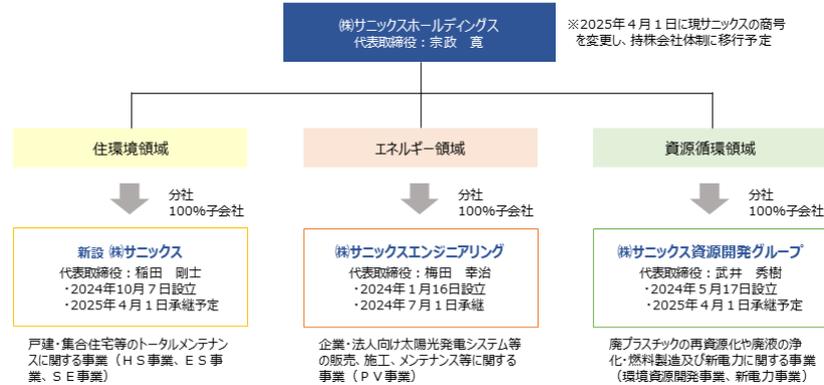
新設「サニックス」は24年10月7日に設立しており、25年4月1日に事業を承継する予定。「サニックスエンジニアリング」は24年1月16日に設立、同年7月1日に事業を承継しており既に営業を開始している。「サニックス資源開発グループ」は24年5月17日に設立、25年4月1日に事業を承継する予定だ。また、住環境領域における建設業に特化した「サニックスホームビルドサービス」も24年7月1日に設立し営業を開始した。





図表1-(1)-5. 25年4月からサニックスホールディングスに商号変更
ホールディングス体制への移行（進捗状況）

2025年4月1日の移行に向けて、順調に進捗中



（出所）会社資料（25/3期上期決算説明会資料）

廃プラスチックの燃料化から発電、焼却灰処分まで一貫体制確立（資源循環型社会実現への取り組み）

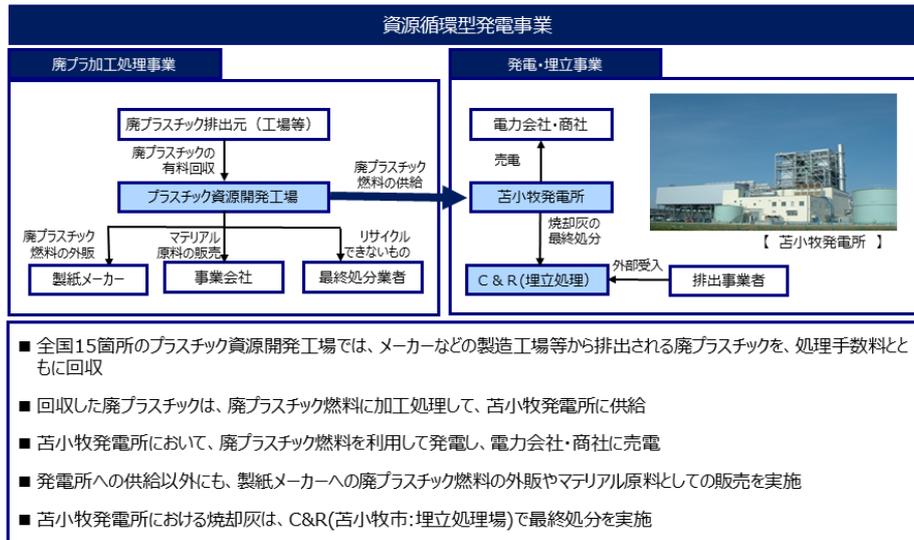
同社は廃プラスチックの燃料化から発電、焼却灰処分までの一貫体制を確立している。これは資源循環型社会の実現に向けた同社の取り組みの代表例であり、より詳細に紹介したい。全国 15 箇所にプラスチック資源開発工場があり、メーカーなどの製造工場等から排出される廃プラスチックを処理手数料とともに回収。回収した廃プラスチックは、廃プラスチック燃料に加工処理して苫小牧発電所に供給している。苫小牧発電所において、廃プラスチック燃料を利用して発電し、電力会社・商社に売電。一方で、発電所への供給以外にも、製紙メーカーへの廃プラスチック燃料の外販やマテリアル原料として販売を行っている。苫小牧発電所における焼却灰は C&R（苫小牧市にある埋立処理場）で最終処分を実施している。

一貫体制を築いた経緯については次の通り。最初は 1999 年、廃プラスチックの燃料化事業を開始。廃棄物の焼却処理を行う中で、プラスチックの燃焼カロリーの高さに注目したもので、単純焼却・埋め立てされているプラスチックを燃料として再生する事業から着手した。2001 年、廃プラスチックのサーマルリサイクル（燃料化や熱利用などエネルギー源として利用）を運営するサニックスエナジー（100%出資）を設立、廃プラスチックのリサイクル燃料による火力発電所の建設を開始した。そして、03 年に国内唯一のプラスチックを燃料とするサニックスエナジー苫小牧発電所が竣工した。以降、廃プラスチック由来の燃料による発電を開始し、ノウハウを蓄積。09 年には最終処分場を運営するホクハイと C&R（現連結子会社）を買収した。





図表1-(1)-6. 廃プラスチックの燃料化から発電、焼却灰処分まで一貫体制を確立
環境資源開発事業構造



(出所) 会社資料 (25/3期上期決算説明会資料)

(2) 企業理念

「次世代へ快適な環境を」

同社は「次世代へ快適な環境を」という企業理念のもと、「快適な住環境を次世代につなぐこと」「環境負荷の低いエネルギー」「資源を捨てずに循環させること」これらが当たり前の価値観として定着する社会の早期実現を目指している。社会課題の解決を通して、安心・安全な暮らし、脱炭素社会、持続可能な生産と消費といった持続可能な社会へ貢献していく。

(3) 沿革

予防医学の見地からシロアリ防除をビジネスに。2025 年は創業 50 周年

産業として確立したアメリカの環境衛生ビジネスに触れた宗政伸一氏（前社長）が創業。シロアリが発生してから消毒するのが一般的だった業界において、「予防医学」（＝未然に防ぐという思想）の考え方を前面に打ち出し、潜在的需要を掘り起こしていった。白蟻防除を祖業とし、その後、産業廃棄物のリサイクル、太陽光発電事業と業容を拡大。また、住宅から都市空間、地球環境へと事業の対象領域を広げた。2025 年に創業 50 周年を迎えた。同社の歩みの詳細については図表 1-(3)-1 を参照されたい。





図表1-(3)-1. サニックスの沿革

年月	出来事
1975年4月	建築物等の防虫・防腐に関する管理及び工事を目的として長崎県佐世保市で創業
1978年9月	長崎県佐世保市にて設立（設立時の商号 三洋消毒）
1981年4月	殺虫、殺鼠等衛生管理の整備及び工事を目的として、法人向けの環境衛生事業部門を設置
1981年11月	本社を福岡市南区向野2丁目1番1号に移転
1987年3月	CIを導入し、商号をサニックスに変更
1994年4月	産業廃棄物処理事業部を設置し、産業廃棄物の中間処理事業を開始
1995年12月	薬剤の販売を主たる事業目的として、サンエイム（現・連結子会社）を設立
1996年9月	日本証券業協会に株式を店頭登録
1997年9月	東京証券取引所市場第二部、大阪証券取引所市場第二部、福岡証券取引所に上場
1999年4月	廃プラスチックを加工処理し、燃料化することを目的として、愛知県岡崎市にプラスチック資源開発工場を設置、同時に産業廃棄物のリサイクルを全面的に推進していくことを目的として、産業廃棄物処理事業本部の名称を環境資源開発事業本部に改称
1999年9月	東京証券取引所市場第一部、大阪証券取引所市場第一部に上場
2000年3月	北九州市若松区に、有機廃液処理を目的としたひびき工場を新設
2001年4月	本社を福岡市博多区博多駅東2丁目1番23号に移転（現・本社所在地） 特定需要家への電力自由化に伴い、将来の売電事業を見据え特定規模電気事業者（PPS）届出
2001年10月	プラスチック燃料による発電、売電事業を主たる事業目的として、サニックスエナジー（現・連結子会社）を設立
2003年4月	情報システム業務の受託を主たる目的として、株式会社サニックス・ソフトウェア・デザイン（現・連結子会社）を設立
2003年10月	北海道苫小牧市に、サニックスエナジー-苫小牧発電所を竣工
2009年2月	有限責任中間法人日本卸電力取引所（JEPX）の取引会員に加盟登録
2009年10月	苫小牧発電所から排出される焼却灰処分を主たる目的として、サニックスエナジーが、ホクハイ及びC&R（現・連結子会社）を買収
2010年4月	産業廃棄物の収集運搬・中間処理を主たる目的として、北海道サニックス環境（現・連結子会社）を設立
2010年12月	太陽電池モジュールとその関連の付属品の生産、販売を主たる目的として、中国上海市に善日（上海）能源科技有限公司(現・連結子会社)を設立
2014年1月	電力小売事業を主たる目的として、SEウイングズ（現・連結子会社）を設立
2015年10月	電力小売事業を拡大すべく、当社において新電力事業を開始
2015年11月	2016年4月からの電力の小売全面自由化に先立ち、一般家庭向けに電力小売販売を行うため、登録小売電気事業者に登録
2016年8月	太陽電池モジュールとその関連の付属品の生産を主たる目的として、中国浙江省嘉興市に善日（嘉善）能源科技有限公司（現・連結子会社）を設立
2019年6月	監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行
2022年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所の市場第一部からプライム市場へ移行
2023年10月	市場区分の再選択により、東京証券取引所プライム市場からスタンダード市場へ変更
2024年1月	会社分割（簡易吸収分割）によりPV事業（法人向け太陽光販売事業）を事業承継させることを目的として、サニックスエンジニアリング（現・連結子会社）を設立
2024年5月	会社分割（簡易吸収分割）により環境資源開発事業を承継させることを目的として、サニックス資源開発グループ（現・連結子会社）を設立
2024年10月	会社分割（簡易吸収分割）により住環境領域である3事業（SE事業、HS事業、ES事業）を承継させることを目的として、（新設）サニックス（現・連結子会社）を設立

（出所）会社資料（24/3期有価証券報告書、リリース）で当研究所作成

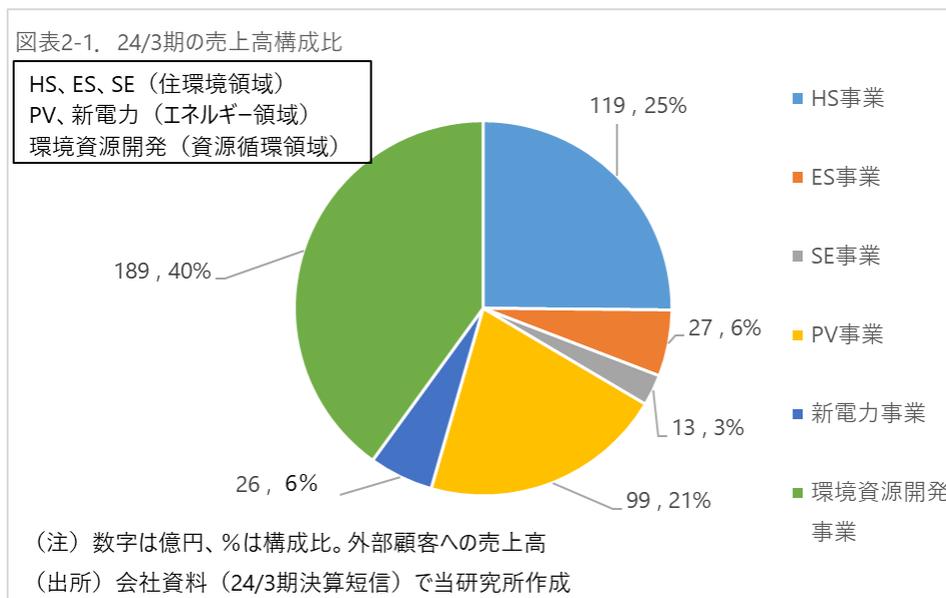




2. 事業内容

環境資源開発事業、HS 事業、PV 事業で前期売上高の 8 割以上占める

同社グループは、HS 事業、ES 事業、SE 事業（以上、住環境領域）、PV 事業、新電力事業（以上、エネルギー領域）、環境資源開発事業（資源循環領域）の 6 つの事業から構成される。24/3 期の事業別の売上高構成比をみると、環境資源開発事業が 40%と最も高く、次いで HS 事業が 25%、PV 事業が 21%と続く。3 つの事業で 8 割以上を占めている。



(1) 住環境領域 (HS 事業、ES 事業、SE 事業)

HS 事業

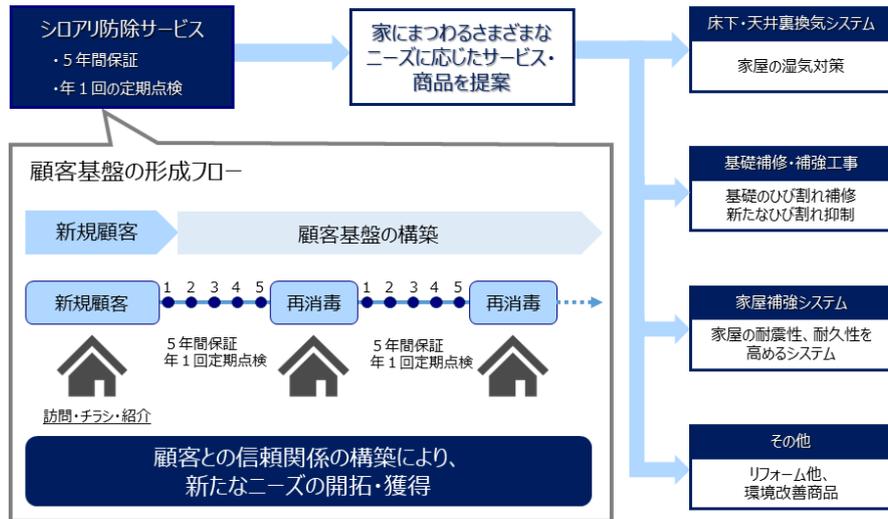
ここからは各事業の事業構造について説明したい。まず、住環境領域の主力である HS 事業は、一般家庭向けの環境衛生に係る施工等を手掛ける。なかでも豊富な経験と実績で培われた専門技術とノウハウを有する祖業のシロアリ防除サービスは、創業以来 80 万軒を超す顧客に提供。HS 事業における収益の柱となっている。同サービスは 5 年間保証で年 1 回の定期点検を行っている。シロアリ防除で培った顧客との信頼関係の構築により、次のような新たなニーズの開拓・獲得に取り組んでいる。太陽電池を利用した床下・天井裏換気システムや基礎のひび割れ補修等の基礎補修・補強工事、床下や天井裏の主要結合部を金物で補強し家屋の耐震性、耐久性を高める家屋補強システム、水周りの改善やバリアフリー化などの住宅リフォームまで幅広いサービスを展開している。





図表2-(1)-1. シロアリ防除サービスで顧客との信頼関係を構築

H S 事業構造



(出所) 会社資料 (25/3期上期決算説明会資料)

ES 事業

ES 事業はビル・マンション等向けの環境衛生に係る工事等を提供している。給排水設備保全サービスが主力で、具体的には、防錆機器取付施工（商品名：ドールマン・ショック）や管工事（給排水管の補修、交換等）、水廻り工事である。建物の屋上や外壁の防水塗装等、環境汚染対策等も行う。このほか、レストランや飲食店、ホテル、食品工場等向けに害虫・害獣の駆除、予防サービス、HACCP（衛生管理手法）に沿って、専門的視点で衛生管理の計画の作成から運用までサポートしている。

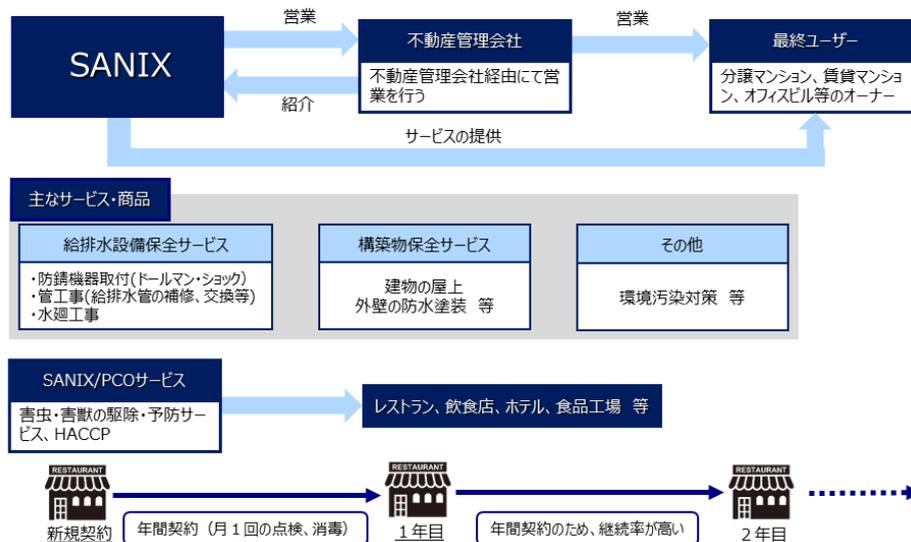
不動産管理会社に営業活動を行っており、その紹介で最終ユーザーである分譲マンション、賃貸マンション、オフィスビル等のオーナーにサービスを提供している。年間契約（月 1 回の点検、消毒）が基本となっており、継続率が高い傾向にある。





図表2-(1)-2. ES事業は不動産管理会社経由で営業を行う

ES事業構造



(出所) 会社資料 (25/3期上期決算説明会資料)

(2) エネルギー領域 (PV事業、新電力事業)

SE/PV事業

22/3期まで太陽光発電システムの販売施工全般をSE事業としていたが、23/3期からセグメント変更により、戸建住宅向けを前述のSE事業、法人向けをPV事業に分割した。SE事業は住環境領域に分類されるが、事業構造についてはPV事業と合わせて説明する。

同社のSE/PV事業は、調達（太陽電池パネル、周辺機器、架台等）から、販売（現地調査に基づくシミュレーション、各種必要手続き、蓄電池のセット販売）、施工（詳細設計、設置工事、電気工事）、O&M（メンテナンス：遠隔監視他、有料メンテナンス、保証制度）まで一貫したサービスを提供しているのが強み。

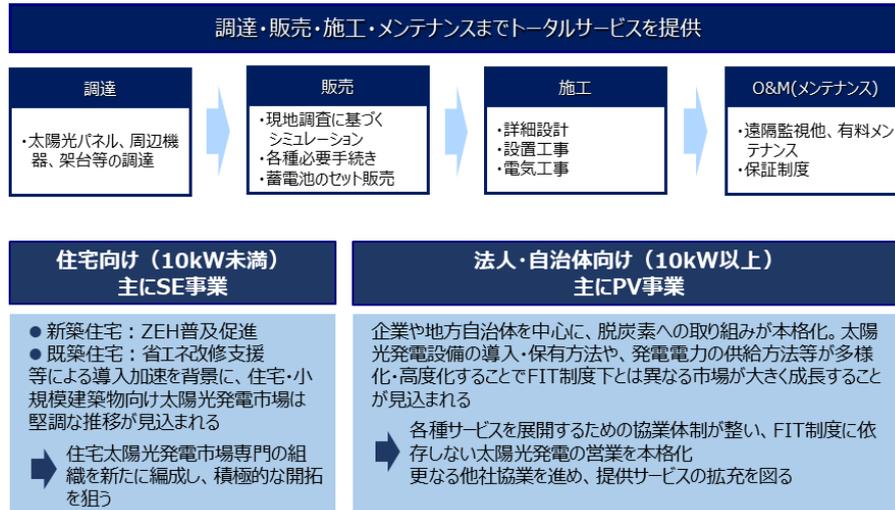
SE事業は主に住宅向け（10kW未満）に住宅用太陽光発電システムや蓄電システムを販売。新築住宅はZEH（ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス）普及促進、既築住宅は省エネ改修支援などを背景に自家消費型太陽光発電のニーズが高まる中、蓄電池の導入による電気の柔軟な使い方を提案している。

PV事業は主に法人・自治体向け（10kW以上）に太陽光システム等を販売。企業や地方自治体を中心に、脱炭素への取り組みが本格化する中、工場の屋根やビルの屋上等の有効利用を促進。法人向け自家消費型・第三者所有型（PPA）太陽光発電システムを中心に、太陽光発電によるコスト（電気代）削減、災害対策、環境経営をサポート。提案から設計、施工、アフターメンテナンスまでトータルに提供している。





図表2-(2)-1. 太陽光発電システムを調達・販売・施工・メンテナンスまでトータルで提案
SE/PV事業構造



(出所) 会社資料 (25/3期上期決算説明会資料)

新電力事業

一般家庭・法人向けに電力の小売販売を行っている。2001年に全国で8番目に特定規模電気事業者(電力小売)として登録し、15年に経済産業省に登録小売電気事業者として登録。だが、後述するように、事業環境の悪化により現在は事業規模を縮小している。

(3) 資源循環領域 (環境資源開発事業)

環境資源開発事業はプラスチック燃料、発電所売上、廃液処理、埋立処理、その他に分類される。このうち、プラスチック燃料、発電所売上、埋立処理がこの事業の売上高の大部分を占めるが、これらは先に述べた廃プラスチックのサーマルリサイクルに関連しているため、ここでは説明を割愛し、廃液処理事業について解説したい。

廃液処理事業は、外食産業や食品工場等から排出される有機廃液やその他工場から排出される工業廃水など多種多様な廃液を処理し、堆肥・セメントの原料、再生燃料の製造を行う。廃液処理を行うひびき工場(福岡県北九州市、2000年稼働開始)は、廃液のみを処理する施設として国内で最大規模。食品工場から排出される有機廃液や、その他工場から排出される無機廃液などを、1日あたり1,300 m³処理が可能。船舶による大量受け入れ、貯留タンク2,400 m³による短期間での受け入れに対応している。廃液を一連の水処理工程にかけることにより、高濃度の汚濁成分を99%以上除去する能力を有する。

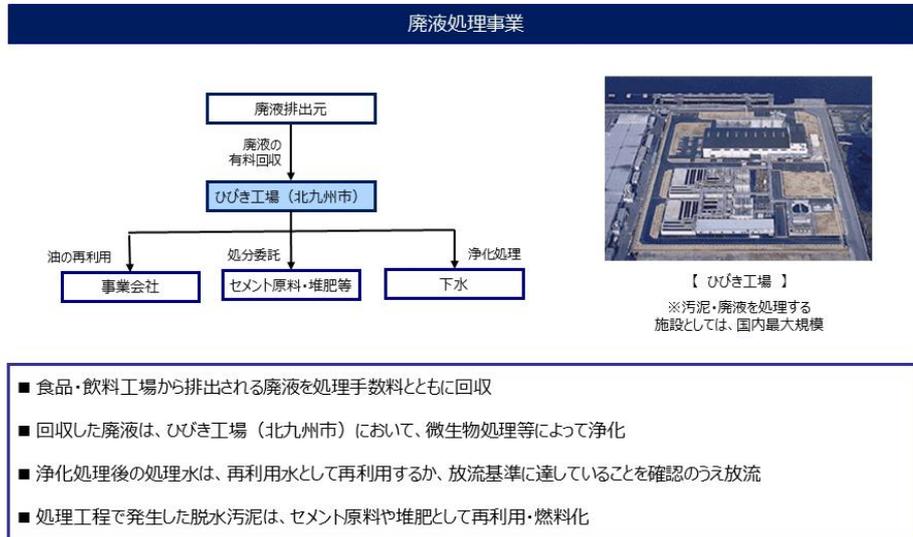
また、廃液から油分を分離した再生油(製品名「再生油 Bio」)を製造・販売。「再生油 Bio」は、外食チェーン等の飲食店から発生する廃水や汚泥などの産業廃棄物から、ゴミや汚泥分を除去し、油分のみを分離回収することで、化石燃料の代替燃料として利用可能にした再生燃料である。「再生油 Bio」は環境価値の高さを評価され、「令和3年度北九州エコプレミアム」「第15回福岡県産リサイクル製品」、令和5年度「経済産業





省産業技術環境局長賞」として受賞・認定された廃棄物再生燃料。動植物性由来の油分を原料とするカーボンニュートラルの実現に貢献できる燃料であるとともに、未利用資源の活用により、「産業廃棄物の削減」と「再資源化」の両面を実現した製品となっている。

図表2-(3)-1. ひびき工場は有機性廃液を処理する施設としては国内最大規模

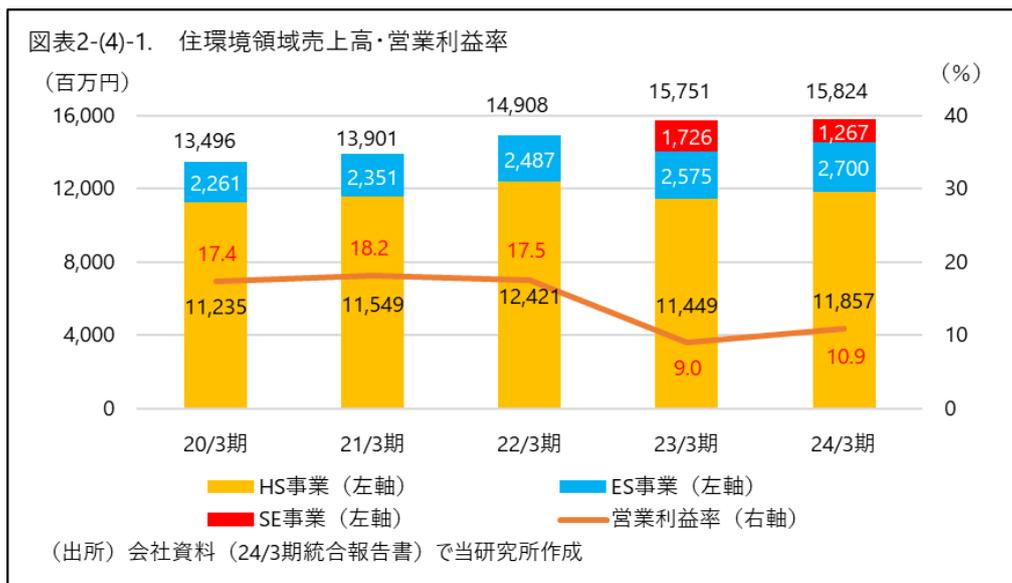


（出所） 会社資料（25/3期上期決算説明会資料）

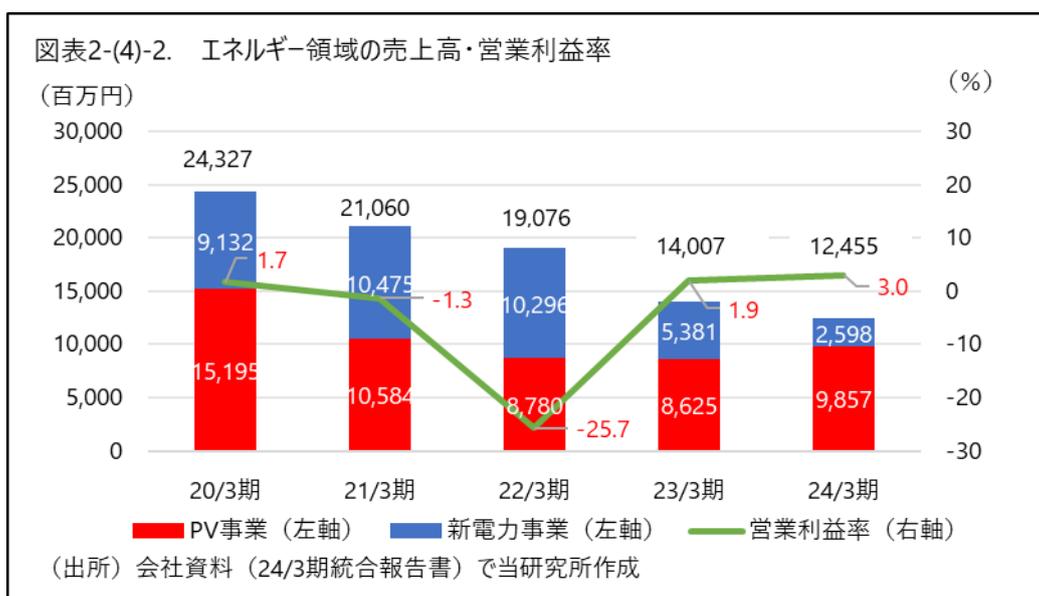
（4） 事業領域別の業績推移

住環境領域の過去5期間の業績推移については以下の通り（図表 2-(4)-1 参照）。売上高は増収基調で推移しているが、23/3期以降は戸建住宅用太陽光発電のSE事業が上乘せされている。これを除くと、23/3期の住環境領域は減収となる計算だが、当時、主力のHS事業において新型コロナウイルスの感染再拡大が懸念され、戸建訪問における対面営業が抑制された影響が大きい。また、出店拡大による人件費増加等もあり、住環境領域全体の営業利益率も低下した。前24/3期は新型コロナウイルスが5類感染症に位置付けられたほか、新規顧客開拓の強化等でシロアリ防除施工や床下・天井裏換気システムが堅調に推移し、HS事業の売上高は回復。同事業における外注工事費の減少や固定費の削減も寄与し、住環境領域全体の営業利益率は改善した。ES事業はビル・マンション等のオーナーおよび管理会社等提携先との関係強化もあり着実に売り上げを伸ばしている。



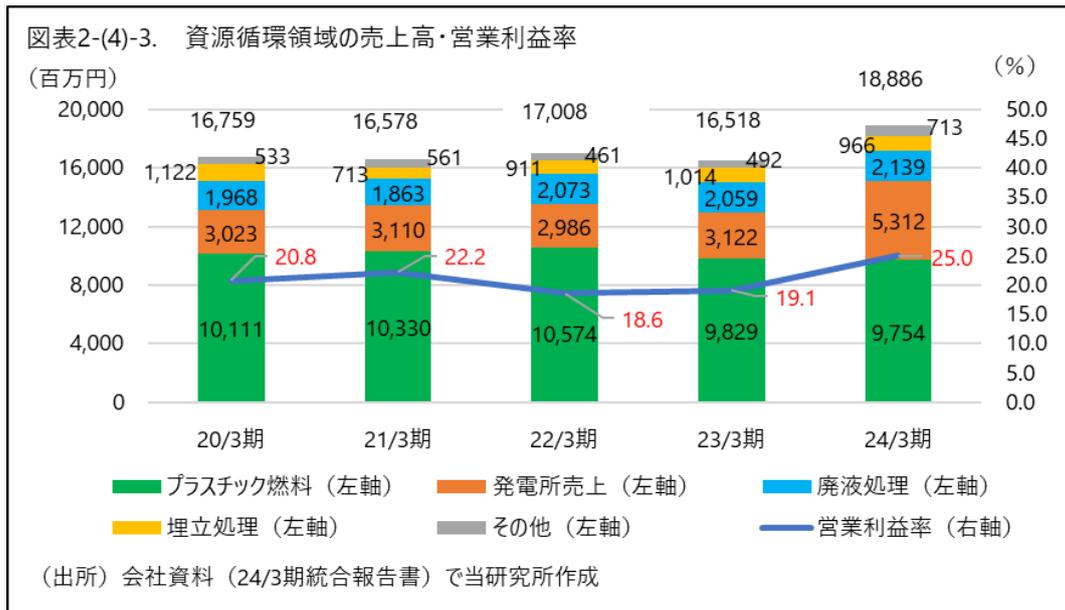


エネルギー領域の過去 5 期間の業績推移については以下の通り (図表 2-(4)-2 参照)。売り上げ面では、全体として減少傾向。23/3 期まで PV 事業が減収基調だったことに加え、23/3 期以降は SE 事業の新設・切り離し、新電力事業の事業規模縮小が響いた。PV 事業は FIT 制度の改定による投資目的の事業用案件が減少、その影響は長引いたが、前 24/3 期は自家消費型太陽光発電システム等の施工、既設太陽光発電システムのメンテナンスなどで盛り返している。新電力事業は、22/3 期に起きた電力需給ひっ迫、その後のロシア・ウクライナ戦争に伴うエネルギー価格の高騰などで冬季の卸電力取引価格が高騰、電力調達コストが大幅に増加した。このため、22/3 期はエネルギー領域全体でも大きな赤字を計上した。23/3 期以降、新電力事業は電力需給契約の新規申し込みを停止するなどの措置を取り、事業規模を縮小している。この結果、当領域全体の売上高は減少傾向にあるものの、営業利益率は改善基調にある。





資源循環領域の過去 5 期間の業績推移については以下の通り（図表 2-(4)-3 参照）。売り上げ面では、前掲した図表 2-1 の通り、前 24/3 期は同領域が 4 割を占め、3 つの事業領域における比率が最も高い。資源循環領域の売上高で最も大きいのはプラスチック燃料だが、後述するようにプラスチックの排出量が減少基調のため頭打ちとなっている。一方、発電所売上は売電単価の変動に左右されるなか、前 24/3 期は売電単価の上昇が寄与して増収に。廃液処理の売上高は伸びており堅調。埋立処理の売上高は概ね横ばい圏。利益面では、資源循環領域の営業利益率は 3 つの事業領域の中で最も高い。なお、22/3 期の営業利益率が低下したのは、苫小牧発電所の法定点検による修繕費の計上が響いたため。



(5) 「環境エース一元くん」の販売を強化 ～「一元くん」シリーズ

資源循環領域では、廃棄物の適切な処理やリサイクルが重要な社会課題となっている。廃棄物の管理業務には多くの煩雑な作業があるほか、コンプライアンス遵守、属人化の解消、管理コストと作業時間の増大など様々な課題を抱えている。同社は 22 年 4 月から廃棄物業務一元管理システム「SANIX system」を販売していたが、CO₂排出量の集計機能等を追加し、25/3 期 1Q に「環境エース一元くん」に名称を変更。23 年 5 月に販売を開始した収集運搬事業者向けシステム「SANIX system pro」も同時に「収運エース一元くん」に名称を変更した。24 年 5 月には中間処理事業者向けの「産廃エース一元くん」を新たに追加し、3 つのシステムを「一元くん」シリーズとして、販売を推進。廃棄物を排出しない業種はほとんど存在しないため、ほぼ全ての企業がターゲットとなり、製造業をはじめ、様々な業種の企業に導入されている。

特に販売に力を入れているのが、主力サービスの「環境エース一元くん」で、廃棄物の回収・処理の流れ、量やリサイクル率など、廃棄物の全てを「見える化」し、適正で効率的な業務遂行を実現するシステムとなっている。同社の調べによれば、既に電子マニフェストで運用している排出業者でも「環境エース一元くん」を導入すると、廃棄物管理業務を年間 100 時間削減することが可能としている。





図表2-(5)-1. 「環境エス一元くん」「収運エス一元くん」「産廃エス一元くん」
「一元くん」シリーズの紹介

「一元くん」シリーズとは

廃棄物管理業務のあらゆるシーンをサポートするシステムです。

環境エス一元くん

サービス詳細はこちら▶

排出事業者の
(1) コンプライアンス（法令遵守）
(2) 一元管理で、廃棄業務の省力化・効率化
(3) 「見える化」によるコスト適正化および環境貢献
(脱炭素・資源循環・SDGs) を実現

排出事業者向け 廃棄物管理システム 無料キャンペーン対象

▶ 廃棄物の回収・処理の流れ、量やリサイクル率など、廃棄物のすべてを「見える化」し、適正で効率的な業務遂行を実現するシステム
2022年4月1日より 販売開始

その他ラインナップ

収集運搬事業者向け
2023年5月1日より 販売開始

収運エス一元くん

サービス詳細はこちら▶

中間処理事業者向け
2024年5月15日より 販売開始

産廃エス一元くん

サービス詳細はこちら▶

「一元くん」シリーズの誕生秘話を紹介

現代社会における廃棄物管理は、地球環境を守るための重要な課題となっています。都市化と産業化の進展により、廃棄物の量は増加の一途をたどり、その処理が環境に与える影響も深刻化しています。それに伴い、コンプライアンス順守、廃棄物処理法、不法投棄、属人化、ペーパーレス、事務負担軽減など、廃棄物業界には解決すべき課題が多くあります。「そんな廃棄物業界の課題を解決したい」という思いから、「一元くん」シリーズは誕生しました。

廃棄物業界の問題

- ① 属人化問題
- ② 管理コストと作業時間の増大
- ③ その他法令順守 等

▶

問題を解消すべく

「一元くん」シリーズが誕生！

▼誕生秘話の詳細はこちら▼

(出所) 会社資料 (25/3期上期決算説明会資料)

(6) 事業系統、主な連結子会社の事業区分との関係

前述したように、同社は25年4月から持株会社体制へ移行する予定。ここでは、24年3月末時点の同社のビジネスを俯瞰してみる。同社はサンエイムからシロアリ防除等に使用する薬剤を調達しているほか、車両のリース・レンタルを受けている。サニックス・ソフトウェア・デザインはグループにおける情報システム業務を手掛けている。同社が施工販売する太陽電池モジュールの一部は善日（嘉善）能源科技有限公司で生産、善日（上海）能源科技有限公司を通して仕入れている。ただし、安価な他社中国製品との価格競争に苦慮している。

一方で、同社はプラスチック燃料をサニックスエナジーに販売。サニックスエナジーは北海道サニックス環境からもプラスチック燃料を調達し、発電事業を行っている。発電した電力は直接あるいはSEウイングスを通して外部に販売している。発電所で発生する焼却灰については、C&R で最終処分。産業廃棄物処理を最終的に外部へ委託することもある。

サニックスエンジニアリングは前述の通り、24年1月16日に設立され、7月1日に会社分割（簡易吸収分割）により、サニックスのPV事業を事業承継している。なお、サニックスエナジーは、売上高（連結会社相互間の内部売上高を除く）の連結売上高に占める割合が10%を超える。24/3期の売上高は50億円、経常利益は11億円、純利益は8.5億円だった。





図表2-(6)-1. 主な連結子会社（2024年3月末時点）

会社名	住所	主要な事業の内容						関係内容
		住環境領域			エネルギー領域		資源循環領域	
		HS	SE	ES	PV	新電力	環境資源開発	
サンエイム	福岡県福岡市	○			○			同社使用薬剤等を仕入・製造している。 なお、同社に対し、車両をリース・レンタルしている。
サニックス・ソフトウェア・デザイン	福岡県福岡市	○			○			同社における情報システム業務を実施している。
北海道サニックス環境	北海道苫小牧市						○	サニックスエナジーに対し、加工処理した廃棄物系プラスチック燃料を販売している。 また、廃プラスチック残さをC&Rに処分委託している。
善日（上海）能源科技有限公司	中国上海市		○		○			太陽電池モジュールの製造を善日（嘉善）能源科技有限公司に委託し、 同社に販売している。
サニックスエナジー	北海道苫小牧市						○	同社が加工処理した廃棄物系プラスチック燃料を発電所の燃料として購入し、 発電された電力をSEウイングズが購入している。また、同社より発電所を賃借している。
C&R	北海道苫小牧市						○	サニックスエナジーの発電所焼却灰、北海道サニックス環境の廃プラスチック残さを 処分している。
SEウイングズ	北海道苫小牧市						○	サニックスエナジーの発電所にて発電された電力を購入し、 売電事業を行っている。
善日（嘉善）能源科技有限公司	中国浙江省		○		○			善日（上海）能源科技有限公司からの委託を受け、 太陽電池モジュールを製造している。
サニックスエンジニアリング	福岡県福岡市				○			2024年1月16日に設立。同年7月1日に会社分割（簡易吸収分割）により、 同社PV事業を事業継承している。

（注1）議決権の所有割合は全て100.0%

（注2）HSはHS事業、SEはSE事業、ESはES事業、PVはPV事業、新電力は新電力事業、環境資源開発は環境資源開発事業（出所）会社資料（24/3期有価証券報告書）で当研究所作成





3. 業界環境・事業戦略

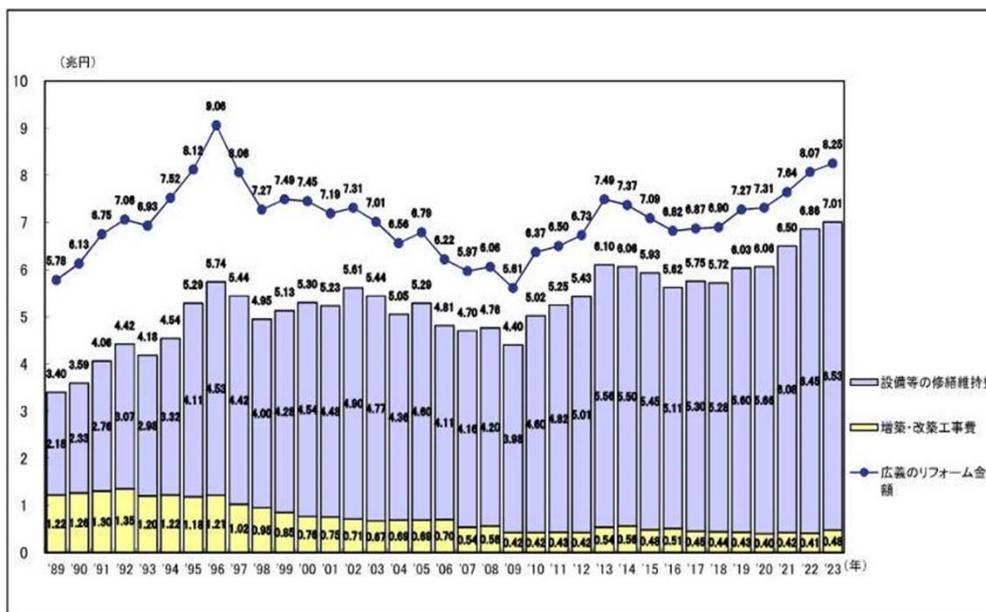
(1) 業界環境

「住環境領域」 ～住宅リフォームの市場規模は総じて拡大基調

各事業領域について、それぞれの事業環境を解説する。まず、住環境領域について、図表 3-(1)-1 には住宅リフォームの市場規模の推移を示した。棒グラフは、設備等の修繕維持費と増築・改築工事費の合計金額であり、折れ線グラフは、住宅着工統計上「新設住宅」に計上される増築・改築工事と、エアコンや家具等のリフォームに関する耐久消費財、インテリア商品等の購入費を含めた「広義のリフォーム金額」である。直近では、前者は 2009 年の 4.40 兆円、後者も同年の 5.61 兆円がそれぞれ底で、10 年以降は総じて拡大基調。23 年には前者が 7.01 兆円、後者が 8.25 兆円となった。

政府の住宅政策は、既存の住宅を良質化（リフォーム）し、既存住宅の活用を重視（長寿命化）する方針に転換している。加えて、脱炭素の観点から太陽光発電、蓄電池、断熱性能向上など省エネルギー化を進める方針。中古住宅市場はさらに活性化する見通しだ。高齢化社会に伴い、木造戸建住宅に比べ利便性の高い集合住宅への関心が高まっているものの、同社が手掛けるシロアリ防除システム、床下・天井裏換気システム、基礎補修工事、家屋補強システム、住まいのリフォーム、戸建住宅・小規模建物向け太陽光発電システム、蓄電池システムなどの需要は堅調が見込まれる。

図表3-(1)-1. 住宅リフォームの市場規模は総じて拡大基調



注) ①「広義のリフォーム市場規模」とは、住宅着工統計上「新設住宅」に計上される増築・改築工事と、エアコンや家具等のリフォームに関する耐久消費財、インテリア商品等の購入費を含めた金額をいう。
 ②推計した市場規模には、分譲マンションの大規模修繕等、共用部分のリフォーム、賃貸住宅所有者による賃貸住宅の修繕維持費は含まれていない。
 ③本市場規模は、「建築着工統計調査」（国土交通省）、「家計調査年報」（総務省）、「住民基本台帳に基づく人口、人口動態及び世帯数」（総務省）等により、公益財団法人住宅リフォーム・紛争処理支援センターが推計したものである。

(出所) 公益財団法人住宅リフォーム・紛争処理支援センター資料
 (住宅リフォームの市場規模 (2019年～2023年))





「エネルギー領域」 ～太陽光発電の需要はさらに拡大する見通し

続いて、エネルギー領域の事業環境について説明する。我が国が議論しているエネルギー基本計画（案）では、我が国全体の 2040 年度の発電電力量を 1.1～1.2 兆 kWh 程度と想定しており、13 年度実績の 1.08 兆 kWh から 22 年度実績はコロナ禍などもあり 1.00 兆 kWh へと減少したものの、増加に転じる見通し。このうち、再エネの比率は、13 年度実績の 10.9%→22 年度実績の 21.8%へと政策の後押しで拡大したが、40 年度には 4～5 割程度とさらに大きくしていく方針だ。同社が手掛けている太陽光をみると、13 年度実績の 1.2%→22 年度実績の 9.2%へと伸びたが、40 年度は 23～29%とさらに拡大する見通し。同社の太陽光発電事業は法人向けが主力である。企業のニーズは脱炭素化や電力コスト削減のための自家消費型などにより堅調に推移すると考えられる。

図表3-(1)-2. エネルギー基本計画（案）では、2040年度の再エネ比率を拡大

電力需要・電源構成

※数値は暫定値であり、今後変動し得る。

	2013年度 (実績)	2022年度 (実績)	2040年度 (見通し)
電力需要	0.99兆kWh	0.90兆kWh	0.9～1.1兆kWh程度
産業	0.36兆kWh	0.32兆kWh	0.38～0.41兆kWh程度
業務	0.32兆kWh	0.31兆kWh	0.29～0.30兆kWh程度
家庭	0.29兆kWh	0.26兆kWh	0.23～0.26兆kWh程度
運輸	0.02兆kWh	0.02兆kWh	0.04～0.10兆kWh程度
発電電力量	1.08兆kWh	1.00兆kWh	1.1～1.2兆kWh程度
再エネ	10.9%	21.8%	4～5割程度
太陽光	1.2%	9.2%	23～29%程度
風力	0.5%	0.9%	4～8%程度
水力	7.3%	7.7%	8～10%程度
地熱	0.2%	0.3%	1～2%程度
バイオマス	1.6%	3.7%	5～6%程度
原子力	0.9%	5.6%	2割程度
火力	88.3%	72.6%	3～4割程度

(出所) 資源エネルギー庁資料

(総合資源エネルギー調査会基本政策分科会 (第68回会合)、24年12月25日開催)

「資源循環領域」 ～廃プラスチックの排出量が減少するなか有効利用率は向上

最後に資源循環領域の事業環境について、主力のプラスチック事業を解説する。図表 3-(1)-3 で示したように、廃プラスチックの総排出量は 2005 年の 1,006 万トン以降、概ね減少基調で 22 年には 823 万トンまで減った。半面、有効利用量の合計（マテリアルリサイクル量※、ケミカルリサイクル量※、サーマルリサイクル量の合計）は 05 年の 582 万トン→22 年の 717 万トンへと増加しており、有効利用率は同 58%→87%まで向上した。

政府の廃棄物・資源循環政策をみると資源を廃棄せずに循環させる循環経済に向けた方針が強化されている。特にプラスチック資源に関する循環の促進が図られる見通し。プラスチック資源循環戦略の策定やプラスチックに係る資源循環の促進等に関する法律（プラ新法）により、35 年までに使用済プラスチックを 100%リユース・リサイクル等に有効利用する、30 年までに再生利用（マテリアルリサイクル）を倍増する、ことが掲げられている。





※マテリアルリサイクルとは製品原料として再生利用すること。ケミカルリサイクルとは化学的に分解し油化やガス化等で再利用すること

図表3-(1)-3. 廃プラスチック有効利用進む。総排出量は減少傾向



(出所) 一般社団法人プラスチック循環利用協会資料
(プラスチックリサイクルの基礎知識2024)

(2) 競合状況

HS事業の主力である白蟻防除施工についてはダスキン(4665)、アサント(6073)が主な競合会社として挙げられる。シロアリ駆除は資格を要しないため地場の工務店なども手掛けるように参入障壁が低い。また、定期点検、5年保証などサービス面での差別化が難しい。白蟻防除施工は顧客との関係を築くための導入商品であり、同社の強みである太陽光発電システムのほか、リフォームなど他のビジネスに繋げようと取り組んでいる。

太陽光発電システム(SE/PV事業)については、ウエストホールディングス(1407)やグリムス(3150)、テスホールディングス(5074)などが事業規模の面で競合会社に挙げられる。また、非上場会社でも日本エコシステムやエコスタイル、ソーラーフロンティアなどネームバリューのある会社が存在する。このほか、電機メーカー系や建設会社系の代理店などがある。FIT制度の終了で新規参入の動きはほぼなく、残存者が鎬を削る状況。そのなかで、同社のように、太陽光発電システムの調達・販売・施工・O&M(メンテナンス)までの一貫体制を築いてお





りパッケージで提案できる企業は少ない。ただし、同社は同じ地元の九電工（1959）やレノバ（9519）のように大規模なメガソーラーは手掛けていない。新電力事業では、イーレックス（9517）などが挙げられるが、前述したように同社はこの事業を縮小している。

資源循環領域では、ダイセキ（9793）、ミダックホールディングス（6564）、TRE ホールディングス（9247）が競合他社である。産業廃棄物処理は、法規制が厳格化されていく方向にあり、産業廃棄物の種類、処理施設ごとに許認可が必要な事業である。これらは参入障壁となるが、逆に言えば、同社が事業を拡大することが容易でないことも意味している。処理施設の立地のハードルが高いことや環境アセスメントの必要性、有資格者の確保なども立ちはだかる。同社は主に廃プラスチックを取り扱っており、同業他社に比べ取扱う種類が少ない半面、自社発電所の燃料としていることは大きな特徴だ。

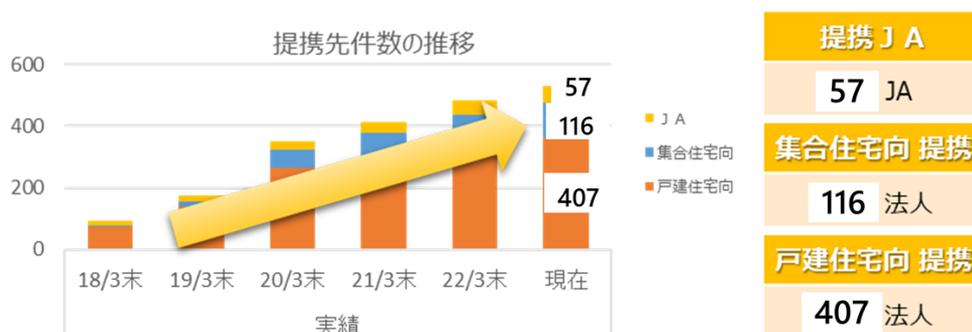
（3） 事業戦略

「住環境領域」戦略 ～営業エリアを全国へ広げ、業務提携先の拡大で生産性向上も見込む

各事業領域について、それぞれの戦略を解説する。まず、住環境領域の戦略について、既存顧客への継続的なフォロー体制の拡充および法人営業体制強化による顧客基盤の拡大を図る（既存事業の拡大）。具体的には、これまでの個別訪問の営業スタイル強化に加え、JA・生協等の団体、不動産管理会社、ハウズビルダー・工務店等への法人営業体制を拡充していく。そうすることで、白蟻防除からリフォームや住宅用 PPA、省エネ商材など住宅環境ニーズへ幅広く対応することができる（新商材の導入）。営業の間口を広げるとともに、多様なニーズへの対応を図っていく狙いだが、業務提携先の拡大により営業生産性の向上も見込んでいる。

このため、HS 事業および ES 事業の人員の増加を打ち出している。併せて、HS 事業では従来の西日本地域の強化とともに東日本地域へも進出。ES 事業も都市圏、地方中核都市を中心に店舗数を増やし、営業エリアを全国へ拡大する。

図表3-(3)-1. 住環境領域では法人営業（業務提携先の開拓）体制を強化



（出所）会社資料（23年5月15日発表の中期経営計画、統合報告書）





「エネルギー領域」戦略 ～自家消費型太陽光発電の販売強化、太陽電池パネルのリサイクルに取り組む

続いて、エネルギー領域の戦略について説明する。同社は太陽光発電事業で積み上げた膨大な太陽電池パネル出荷実績がある。脱炭素の取り組みを強化する企業・自治体向けに、自家消費型太陽光発電システムの提案体制を強化、またこれまでの首都圏中心から順次、他のエリアに営業活動範囲を拡大していく方針。このほか、大企業中心に再エネのニーズが高まっていることから再エネ電力を供給する事業者向けに、再エネ電源としての太陽光発電所開発を推進する考え。

25年4月の持株会社体制への移行を前に、エネルギー領域に係る事業を承継した「サニックスエンジニアリング」が24年7月から営業を開始したことは先に述べた。同年9月に熊本県の県有施設3施設の事業予定者に選出されたことを、続く10月も徳島県鳴門市のポートレース鳴門へ太陽光発電設備等を導入する受託候補者として選定されたことを、それぞれ発表している。

一方で、太陽光発電システムの販売・施工などの後、蓄電池など設備追加やメンテナンス、電力取引といった太陽光発電システムの稼働後の取り組みを強化していく考え。

図表3-(3)-2. 分社化したサニックスエンジニアリングは既に営業を開始

太陽光発電設備の導入・拡大を目指す

サニックスグループでは、工場の屋根やビルの屋上等の有効利用を促進し、自家消費型・第三者保有型太陽光発電システムを中心に、太陽光発電によるコスト（電気代）削減、災害対策、環境経営をサポートし、事業拡大を目指します。



熊本県の県有施設（3施設）

熊本県の県有施設（3施設）へ太陽光発電設備等を導入する取り組み、「『初期投資ゼロモデル』による県有施設への再生可能エネルギー導入事業」の事業予定者に選定されました。



2024年9月12日
▼プレスリリース▼



太陽光発電設備等導入候補施設である熊本県環境センター、熊本県環境生活部環境局環境立具推進課より、提供

- ◆太陽光発電設備等導入候補施設（第三者保有型モデルにて導入予定）
- (1) 宇城総合庁舎 … 想定導入容量 68.5kW
- (2) ことほ総合療育センター … 想定導入容量157.4kW
- (3) 環境センター … 想定導入容量 31.3kW

徳島県鳴門市のポートレース鳴門

徳島県鳴門市にあるポートレース鳴門へ太陽光発電設備等を導入する取り組み、「ポートレース鳴門太陽光発電設備等設置業務」の受託候補者として選定されました。



2024年10月18日
▼プレスリリース▼



太陽光発電設備等導入候補施設であるポートレース鳴門、鳴門市企業局ポートレース事業課より、提供

- ◆太陽光発電設備等導入候補施設（自家消費型モデルにて導入予定）
- ・ポートレース鳴門 … 想定導入容量343.07kW＋蓄電池

（出所）会社資料（25/3期上期決算説明会資料）

「資源循環領域」戦略 ～プラスチックのマテリアルリサイクル本格開始など戦略的な投資を進める

プラスチック事業において、主力としているサーマルリサイクルに加えて、マテリアルリサイクルを前 24/3 期から本格開始しており、事業領域を拡大している。手始めに、硬質系プラスチックの処理設備を新規導入し、破碎・粉碎したプラスチックをリサイクル事業者等との協業をベースに原料化、再生製品へのリサイクルを展開。回収できるプラスチックの幅や取引先の幅を広げていく。その延長線上に、将来的には、自治体から排出される容器包装リサイクル用途の廃プラスチックの取り扱いも視野に入れている。





また、廃液処理事業における「再生油 Bio」製造ラインの拡張および汚泥燃料化ラインの新設、苫小牧発電所の大規模設備更新など戦略的な投資を進めている。

このほか、新たな取り組みとして、使用済みの太陽電池パネルのリサイクル実証を開始。30 年代には FIT 期間の終了や太陽電池パネルの寿命などから使用済みの太陽電池パネルが大量に発生する見通し。積み上げた太陽電池パネルの知見と全国で展開している産業廃棄物の処理ネットワークを持つ強みを活かし、太陽電池パネルのリユース・リサイクル事業の事業化を目指している。これらの詳細については次項の(4)中期経営計画およびその進捗で説明したい。

図表3-(3)-3. 資源循環領域において多くの設備投資を進めている

主な投資スケジュール					
	投資内容	2024/3期	2025/3期	2026/3期	
プラスチック	マテリアルリサイクル設備の導入		工場ごとに導入・稼働開始		24/3期から導入開始 工場ごとの事業性・地域性を評価しながら導入
廃液処理	再生油Bio生産ラインの拡張		稼働開始		24/3期末に完成予定
	汚泥燃料化ラインの新設			稼働開始	25/3期末に完成予定
発電所	ボイラー部分更新		更新	更新	25/3期より、5年程度に分割して内部配管の更新工事を開始(各2ヶ月)
	タービン・発電機のリニューアル			更新	2025年3月～6月にタービン・発電機の交換(4ヶ月) 2025年7月～稼働予定
埋立処理	最終処分場拡張工事	建設工事 実施			現在稼働中の処分場の埋立完了に備え、次期処分場の工事実施、26/3期完成
新規	使用済み太陽電池パネルのリサイクル実証ライン新設		実証開始		25/3期より実証開始

(出所) 会社資料 (23年5月15日発表「中期経営計画」)

(4) 中期経営計画およびその進捗

既存事業で得られた成果を再投資することで成長加速の好循環を目指す

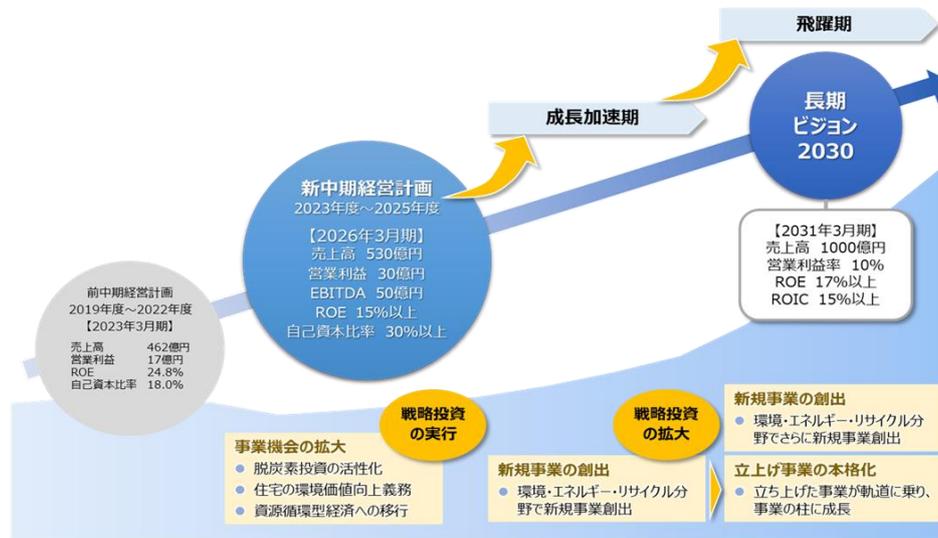
同社は21年5月に「長期ビジョン2030」を発表した。最終年度である31/3期に売上高1000億円(24/3期実績472億円)、営業利益率10%(同7.9%)、ROE17%以上(同36.1%)、ROIC15%以上(同14.4%)を目標に掲げた。

前24/3期からスタートした新中期経営計画(26/3期までの3カ年)では、脱炭素投資の活性化、住宅の環境価値向上義務、資源循環型経済への移行といった社会的なニーズが本格的に顕在化し、同社にとって拡大する事業機会を背景に、既存事業の成長を原資として戦略投資を実行していく。戦略投資枠の設定・実行により得られた成果を再投資することで成長を加速させるといった好循環を生み出す基盤固めを意図しており、今後の成長に弾みをつけたい考えだ。





図表3-(4)-1. 将来の飛躍に向け、戦略投資の実行・拡大を進める
長期ビジョンと中期経営計画



(出所) 会社資料 (23年5月15日発表「中期経営計画」)

中計 2 年目以降の数値目標を見直し

しかしながら、24 年 5 月、外部環境の大きな変化を考慮し、中計 2 年目 (25/3 期) 以降の数値目標を修正した。25/3 期計画は売上高を当初の 500 億円→462 億円、営業利益を同 32 億円→17 億円、EBITDA (営業利益 + 減価償却費) を同 49 億円→35 億円に下方修正した。中計最終年度の 26/3 期計画も売上高を当初の 530 億円→515 億円、営業利益を同 30 億円→28 億円、EBITDA を同 50 億円→49 億円へ減額した。これに伴い、25/3 期、26/3 期の ROE、ROIC、自己資本比率の目標も引き下げた。

ただし、①既存事業の着実な成長により「稼ぐ力」を強化し、安定的な財務基盤を確保、②財務健全性を確保した上で戦略投資枠を設定し、将来の成長に向けた積極的な成長投資を開始、③安定した利益の積み上げにより、早期復配への道筋をつける、とした当初掲げていた基本方針・基本戦略などに大きな変更はない。





図表3-(4)-2. 積極的な成長投資や早期復配目標などは変更せず

数値目標の見直し

	2024/3期			2025/3期			2026/3期		
	当初計画	実績	差異	当初計画	修正計画	差異	当初計画	修正計画	差異
売上高	47,965	47,167	△797	50,000	46,246	△3,754	53,000	51,500	△1,500
営業利益	3,231	3,744	+512	3,200	1,715	△1,485	3,000	2,800	△200
EBITDA	4,800	5,398	+598	4,900	3,500	△1,400	5,000	4,900	△100
ROE	35.0%	36.1%	+1.1	24.0%	11.6%	△12.4	16.0%	17.0%	+1.0
ROIC	14.0%	14.4%	+0.4	12.0%	6.4%	△5.6	10.0%	10.0%	△0.0
自己資本比率	22.0%	24.1%	+2.1	27.0%	25.4%	△1.6	30.0%	29.0%	△1.0

※ EBITDA = 「営業利益 + 減価償却費」

2023年5月15日に公表いたしました中期経営計画（2024年3月期～2026年3月期）の2025年3月期及び2026年3月期の数値目標を見直しました。

なお、中期経営計画に掲げております以下の基本方針・基本戦略などに大きな変更はありません。

1. 既存事業の着実な成長により「稼ぐ力」を強化し、**安定的な財務基盤**を確保
2. 財務健全性を確保した上で**戦略投資枠**を設定し、将来の成長に向けた**積極的な成長投資を開始**
3. 安定した利益の積上げにより、**早期復配**への道筋をつける

（出所）会社資料（24年5月15日発表「中期経営計画の数値目標の見直し」）

修正の要因は、苦小牧発電所の売電単価低下、太陽光発電事業の売上計上時期の見直し

今回の修正の要因は大きく2点ある。1点目は、資源循環領域における苦小牧発電所の売電単価が2年目の25/3期以降、当初想定を大きく下回る見通しであること。当初はエネルギー価格高騰の長期化を前提としていたが、足元では想定よりも電力市場価格が下落している。2点目は、エネルギー領域における法人向け太陽光発電事業において、脱炭素社会の取り組みの本格化と電力コストの高騰により太陽光発電の受注は堅調に推移しているものの、受注から施工までの期間が当初想定より長期化していること（売上計上時期の見直し）である。

これを受けて、同社は事業領域毎の数値計画を修正。資源循環領域は、25/3期の売上高を当初の170億円→162億円、営業利益を同30億円→19億円へ減額、26/3期も売上高を同170億円→168億円、営業利益を同21億円→18億円へ小幅減額した。エネルギー領域も、25/3期の売上高は同146億円→123億円、営業利益は同5億円→3億円へ減額。だが、26/3期は売上高を同165億円→160億円へ引き下げたものの、営業利益は同9億円→10億円へ小幅に引き上げた。

一方、住環境領域は、25/3期の売上高を当初の183億円→177億円へ引き下げたが、営業利益は同24億円と据え置き、26/3期も売上高を同193億円→186億円へ引き下げたが、営業利益は同25億円と据え置いた。

全体としてみれば25/3期は下方修正幅が比較的大きく、26/3期は比較的小さい。25/3期は苦小牧発電所の売電単価の引き下げが大きく響くが、26/3期は他の事業で補いその影響を小さくしたい考えた。





図表3-(4)-3. 発電所売電単価引き下げ、太陽光発電の売上計上時期見直す

数値目標の主な見直し要因

- 資源循環領域における苫小牧発電所の売電単価について、2025年3月期以降、エネルギー価格高騰の長期化による電力価格を見込んでおりましたが、足元では想定よりも電力市場価格が下落してきたこともあり、苫小牧発電所における売電単価を見直しました。
- エネルギー領域における法人向け太陽光発電事業において、脱炭素社会への取り組みの本格化と電力コストの高騰により太陽光発電の需要・引き合いは増えてきておりますが、受注から施工までの期間が長期化していることから売上計上時期を見直しました。

単位: 百万円	2024/3期			2025/3期			2026/3期		
	計画	実績	差異	当初計画	修正計画	差異	当初計画	修正計画	差異
売上高	47,965	47,167	△797	50,000	46,246	△3,754	53,000	51,500	△1,500
住環境領域	17,337	15,824	△1,512	18,300	17,704	△596	19,300	18,600	△700
エネルギー領域	12,493	12,455	△38	14,600	12,320	△2,280	16,500	16,000	△500
資源循環領域	18,134	18,886	+752	17,000	16,221	△779	17,000	16,800	△200
営業利益	3,231	3,744	+512	3,200	1,715	△1,485	3,000	2,800	△200
住環境領域	2,281	1,724	△557	2,379	2,379	+0	2,500	2,500	+0
エネルギー領域	104	377	+272	461	252	△209	900	1,000	+100
資源循環領域	3,611	4,722	+1,111	2,988	1,863	△1,125	2,100	1,800	△300
配賦不能	△2,766	△3,079	△313	△2,630	△2,780	△150	△2,500	△2,500	+0

(出所) 会社資料 (24年5月15日発表「中期経営計画の数値目標の見直し」)

EBITDAを下方修正も資金調達で補い、3カ年累計の戦略投資枠48億円を堅持

中計では、戦略投資枠の設定と成長投資の実行が肝となっている。戦略投資枠は、事業全体で創出するEBITDAから、基盤投資（既存事業の設備更新やインフラ整備等）と財務健全性を維持するためのキャッシュ（借入金返済）を除いた金額とした。戦略投資の実行により将来の成長を加速し、より大きくなったEBITDAを原資に、更なる戦略投資枠の拡大と早期復配を目指す。繰り返しになるが、成長のための投資が同社の評価と次の成長投資を生む“成長の循環”を構築していきたい考えだ。

戦略投資枠（3カ年で計48億円）の内容としては、まず①既存事業の拡大、また新規事業のための設備投資として、「マテリアルリサイクルへの参入」「廃棄物燃料化設備の増強・新設」「苫小牧発電所の発電性能向上」を予定している。また、②研究開発投資として「太陽電池モジュールのリサイクル実証」を開始、③人的投資として「高度専門人材の確保」と「積極的な人材採用、育成」を予定している。さらに、④M&A・提携等（エリア・サービス拡大など成長の加速、シナジー創出が目的）も視野に入れている。

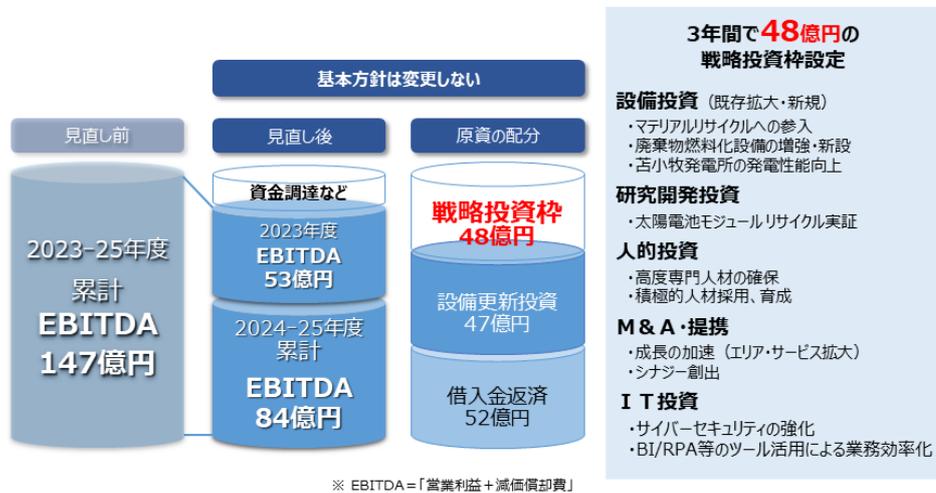
中計の数値目標の見直しにより、3カ年累計のEBITDAは当初の147億円→137億円へ減少する見込み。だが、資金調達により補う方針で、戦略投資枠48億円（3カ年）については堅持している。





図表3-(4)-4. 3カ年の戦略投資枠は48億円と据え置く

- 中期経営計画期間において事業全体の「稼ぐ力」を強化
- 数値目標の見直し後、3ヶ年累計EBITDAは147億円から**137億円**となる見込み
- 数値目標は見直すが、戦略投資に関する基本方針は変更しない
- 借入金返済・設備更新を除く部分については**戦略投資枠**とし、成長の原資として配分する



(出所) 会社資料 (24年5月15日発表「中期経営計画の数値目標の見直し」)

「再生油 Bio」生産能力を倍増。プラスチック破碎の前後工程を拡充。「一元くん」の顧客は順調に増加

成長投資の進捗状況を説明する。まず、既存設備の増強・効率化について、有機廃液処理事業の「再生油 Bio」の製造ラインを増設（生産能力を約2倍）し、24年3月より稼働を開始した。「再生油 Bio」は環境価値の高さを評価され、「令和3年度北九州エコプレミアム」「第15回福岡県産リサイクル製品」、令和5年度「経済産業省産業技術環境局長賞」として受賞・認定された廃棄物再生燃料。化石燃料の代替燃料として引き合いが強い。また、有機廃液に含まれる汚泥分を固形燃料化するラインの新設については26/3期から稼働開始を予定している。この投資により、汚泥の処分費用を削減するとともに、燃料販売収益が新たに発生する見通しだ。

一方、事業領域の拡大について、プラスチック事業のマテリアルリサイクルに必要なプラスチック破碎設備を富士工場、真岡工場に先行導入しており、その他工場においても随時導入していく予定。富士工場には破碎の後工程となるペレットの製造設備の導入（廃棄物の出口が多様化し販路が拡大）、太田工場には前処理設備の導入（処理能力が大幅に向上）をそれぞれ予定しており、事業を大きくしていく。

このほか、当社が大きく期待しているのは、前述した廃棄物業務一元管理システム（「一元くん」シリーズ）による資源循環ネットワークの構築である。トライアルを促すため、「環境エース一元くん」の利用料を2年間無料にするキャンペーンを実施（公募期間24年10月1日～25年9月30日）。テレビ番組等でのPRのほか、CMや新聞広告、Web動画・広告等を実施し、認知拡大を図る方針。問い合わせは多く、24年11月現在で既に4400件以上となっている。当社がターゲットとしている事業所数は、約400万件に上ると想定。26/3期にその1%にあたる4万件超の導入を目指す。





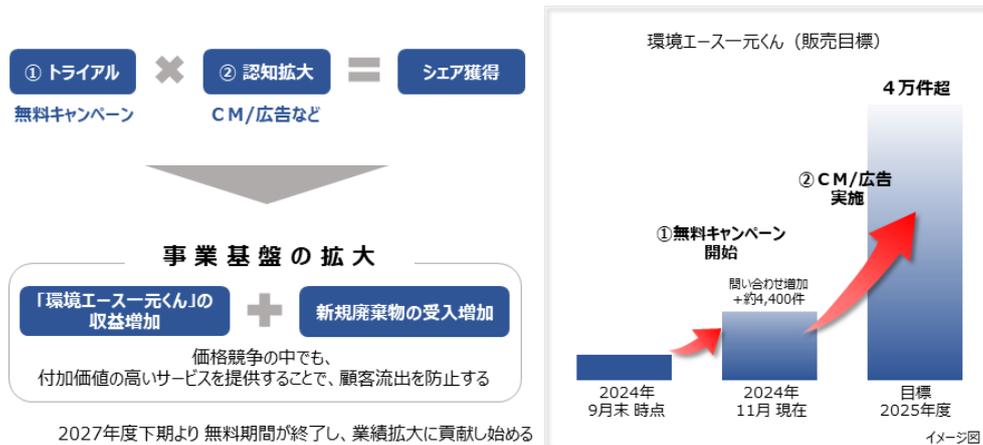
図表3-(4)-5. 重油代替燃料の製造設備増強、廃プラスチックのマテリアルリサイクル開始



(出所) 会社資料（24年5月15日発表「中期経営計画の数値目標の見直し」）

図表3-(4)-6. 「環境エース一元くん」は2025年度末に4万件超の顧客を目指す

「環境エース一元くん」2025年度末 4万件 を目指す



(出所) 会社資料（25/3期上期決算説明会資料）

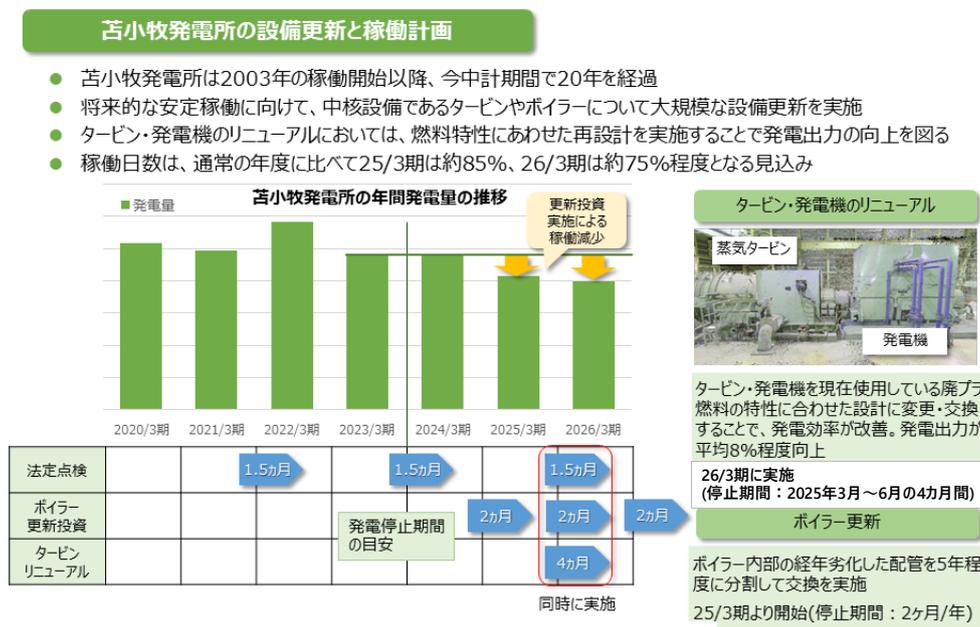




苫小牧発電所は大型設備更新を実施。25/3期、26/3期の稼働日数は通常に比べ減少へ

発電事業においては、2003年の稼働開始以降、20年以上が経過した苫小牧発電所の主要設備を中心に、将来的な安定稼働・効率化に向けた大規模投資を開始。ボイラー設備については25/3期から5年程度かけてボイラー内部の配管を順次交換していく。またタービン・発電機については26/3期にリニューアルしていく。現状の燃料性状に適合する最適設計に更新することで従来に比べ8%程度の発電出力向上を見込んでいる。だが、苫小牧発電所の設備更新による運転停止により、同発電所の稼働日数は通常の年度と比べて25/3期は約85%、26/3期は約75%程度となる見通し。

図表3-(4)-7. 苫小牧発電所は設備更新で25/3期、26/3期の稼働日数が減少



(出所) 会社資料 (23年5月15日発表「中期経営計画」)

繰越欠損金を解消し、早期復配を目指す

24年9月2日、同社は繰越欠損金の解消を行った。資本金を繰越利益剰余金に振り替えることで欠損金を解消(欠損填補)、財務体質の健全化を図るとともに、今後の資本政策の柔軟性と機動性を確保した。中計で示したように、安定した利益を確保し、早期復配をより確実とする姿勢を強調した。





(5) SWOT 分析

同社について、企業の内部要因である「強み (Strengths)」、「弱み (Weaknesses)」、外部要因である「機会 (Opportunities)」、「脅威 (Threats)」についてまとめてみる。なお、強みと弱み、機会と脅威は、同じことでもどちらの側から捉えるかによって変わる場合があることに留意したい。

図表3-(5)-1. SWOT各項目の洗い出し

	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
内部要因	<ul style="list-style-type: none"> ○営業力 ○プラスチックのリサイクル ○産業廃棄物の処理ネットワーク ○ビジネスの垂直展開 ○顧客基盤 	<ul style="list-style-type: none"> ○人材の確保、労働安全衛生等の推進 ○財務基盤 ○設備更新の必要性
	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
外部要因	<ul style="list-style-type: none"> ○廃棄物処理に係るコンプライアンス強化 ○気候変動への対応 ○資源・エネルギーの効率的利用 ○中古住宅のリフォーム活用の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> ○我が国の人口減少、高齢化社会の影響 ○太陽光発電の出力抑制 ○電力市場価格の変動 ○廃プラスチックの排出量減少

(出所)会社資料、ヒアリングなどで当研究所作成

強み(Strengths)：生かすべき強み

・営業力

同社の営業力は強みであり、住環境領域では個別訪問の営業スタイル強化に加え、法人営業体制を拡充するなど営業の間口を広げ、多様なニーズへの対応を図っている。同領域の人員数を 26/3 期までの 3 カ年で約 170 名増加し、1,200 名超の体制とする方針。経営理念「仕事が教育で教育が経営である」にしたがい、社員教育に注力している。

・プラスチックのリサイクル

サニックスエナジー 苫小牧発電所は廃プラスチックを燃料としている国内唯一の発電所。同発電所の発電量は一般家庭約 2.4 万軒の電力消費量に相当する。また、非化石電源として認定されており「非化石価値」の取引も開始。同社グループは廃プラスチックの回収、燃料化、発電までの一貫体制を整えており、そのノウハウは強みとなっている。

・産業廃棄物の処理ネットワーク

同社グループは、プラスチック資源開発工場を全国各地 15 カ所に設けているほか、サニックスエナジー 苫小牧発電所（北海道）、有機廃液処理工場（ひびき工場、福岡県）、最終処分場（C&R、北海道）をそれぞれ 1 カ所構えており、全国で産業廃棄物処理・リサイクル拠点網を整備している。

・ビジネスの垂直展開

プラスチックのリサイクルだけでなく、廃液処理事業では、海洋投棄されてきた食品工場などから排出される汚泥や廃棄飲料などの廃液を微生物などにより陸上で浄化処理している。単なる処理にとどまらず、廃液から出る





油分や汚泥の燃料化リサイクルも進めている。グリストラップ汚泥から油分を分離回収して製造された「再生油 Bio」は重油の代替燃料として販売。また、有機性廃液を脱水処理した際に残る汚泥を固形燃料として再生する実証も実施している。油分や汚泥を多く含むものなど受入可能な廃液の対象を広げることも視野に入れている。

・顧客基盤

「戸建住宅を中心とした 12.7 万件（5 年保証契約顧客）の顧客を有しており、定期検査、定期消毒のストックビジネスの基盤としてだけでなく、新サービスの導入など新たな活用を展開していく。

弱み(Weaknesses)：克服すべき課題

・人材の確保、労働安全衛生等の推進

同社グループの営業力を支える人材の確保は課題の一つ。太陽光発電工事に係る電気工事士、電気工事施工管理技士など有資格者の確保はハードルが高い。また、従業員の安全・健康のための時間管理やコンプライアンス教育など社会情勢の変化へ対応する必要もある。

・財務基盤

東証スタンダード市場に上場している企業の自己資本比率は 5 割を超えている（全産業平均）。半面、同社の自己資本比率は 24.1%（24/3 期）と単純比較ではあるものの低いと言える。財務基盤の強化が課題となっている。足元の戦略投資を借入で賄うことになっており、計画通り投資が進められるか注視する必要がある。

・設備更新の必要性

サニックスエナジー苫小牧発電所は 2003 年の稼働開始から 20 年以上が経過した。このため、中核設備であるタービンやボイラーについて大規模な設備更新を実施。タービン・発電機のリニューアルは 26/3 期に実施し 4 カ月の停止期間を見込む。一方、ボイラーの更新は 5 年程度に分割してボイラー内部の配管を交換する（25/3 期より開始し、每期 2 カ月の停止期間を見込む）。このため、稼働日数は、通常の年度と比べ 25/3 期は約 85%、26/3 期は約 75%程度となる見通し。設備更新後は発電出力が平均 8%程度向上する見込み。

機会(Opportunities)：捉えるべき機会

・廃棄物処理に係るコンプライアンス強化

廃棄物処理に係る規制は厳しくなっており、排出事業者はコンプライアンス強化に迫られている。同社が 23/3 期より提供を開始した「環境エース一元くん」（排出事業者向け廃棄物業務一元管理システム）は廃棄物の回収依頼処理状況、データ管理など様々な産業廃棄物管理業務をサポートするサービス。26/3 期末に 4 万件超の顧客獲得を目指す。収集運搬事業者向け「収運エース一元くん」、中間処理事業者向け「産廃エース一元くん」の販売も開始している。

・気候変動への対応

脱炭素に資するニーズは拡大しており、これに伴い技術開発も加速している。エネルギー領域の PV 事業（法





人向け太陽光発電) は、約 2.9 万件に及ぶ事業用太陽光発電所建設実績があり、企業・自治体向けに自家消費型太陽光発電システムを設計、施工、アフターメンテナンスまでトータルに提供している。

・資源・エネルギーの効率的利用

省エネ・省資源・資源循環に資するニーズは拡大しており、これに伴い技術開発も加速している。2030 年代には使用済みの太陽電池パネルが大量に発生する見込みであるため、同社はこれまでに培ってきた太陽電池パネルの知見と全国に産業廃棄物の処理ネットワークを有する強みを生かし、太陽電池パネルのリユース・リサイクルの事業化を目指している。

・中古住宅のリフォーム活用の拡大

政府の住宅政策は中古住宅の活用を重視する方針に転換しており、住宅リフォームの市場規模は総じて拡大基調にある。同社が手掛けるシロアリ防除システム、床下・天井裏換気システム、基礎補修工事、家屋補強システム、住まいのリフォーム、戸建住宅・小規模建物向け太陽光発電システム、蓄電池システムなどの需要は堅調が見込まれる。

脅威(Threats)：回避・対処すべき脅威

・我が国の人口減少、高齢化社会の影響

人口の減少とともに空き家が増え、住環境領域の市場が縮小する懸念がある。また、高齢化社会により戸建住宅からマンション等集合住宅へ移り住む人が増えており、シロアリ防除システムなど HS 事業の需要も減少する懸念がある。

・太陽光発電の出力抑制

同社の地盤である九州は太陽光発電が比較的普及していることや原発再稼働の影響などもあり出力抑制が増えている。しかしながら、自家消費型太陽光発電の需要は堅調で同社は蓄電池を組み合わせた提案に取り組んでいる。

・電力市場価格の変動

資源循環領域の発電所売上は電力市場価格の変動リスクを抱えている。停止原発の再稼働が進んだ場合、電力需給緩和の影響により電力市場価格が低迷する懸念がある。

・廃プラスチックの排出量減少

同社は廃プラスチックを燃料化し自社発電所で発電（サーマルリサイクル）しているが、廃プラスチックの排出量は規制強化とともに減少傾向にある。同社は廃プラスチックのマテリアルリサイクルを開始しており、プラスチック事業を拡大しているが、廃プラスチックの排出量の減少ペースを注視する必要がある。



4. 業績・財務分析

(1) 業績と財務指標

同社の長期業績を ROIC と ROE で分析する。第 1 に、ROIC（投下資本利益率、投下資本は運用ベースを使用）と成長性の組み合わせは、事業の成果を見る上で重要な指標である。ROIC（運用ベース）が資本コストを上回ることがまず大事で、その上で投下資本が増えて利益が成長することで、企業価値が創造される。

なお、ROIC の分母となる投下資本は、運用ベース（運転資本 + 有形・無形固定資産。運転資本 = 売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務）、調達ベース（自己資本 + 有利子負債）、ネット調達ベース（自己資本 + 有利子負債 - 金融資産）がある。調達した資本を事業に投資し、そこから得られた収益を計測する。事業の収益性を見る目的では、運用ベースが有益である。一方、経営者として株式、負債の投資家から預かった資金の運用パフォーマンスは調達ベースが示す。

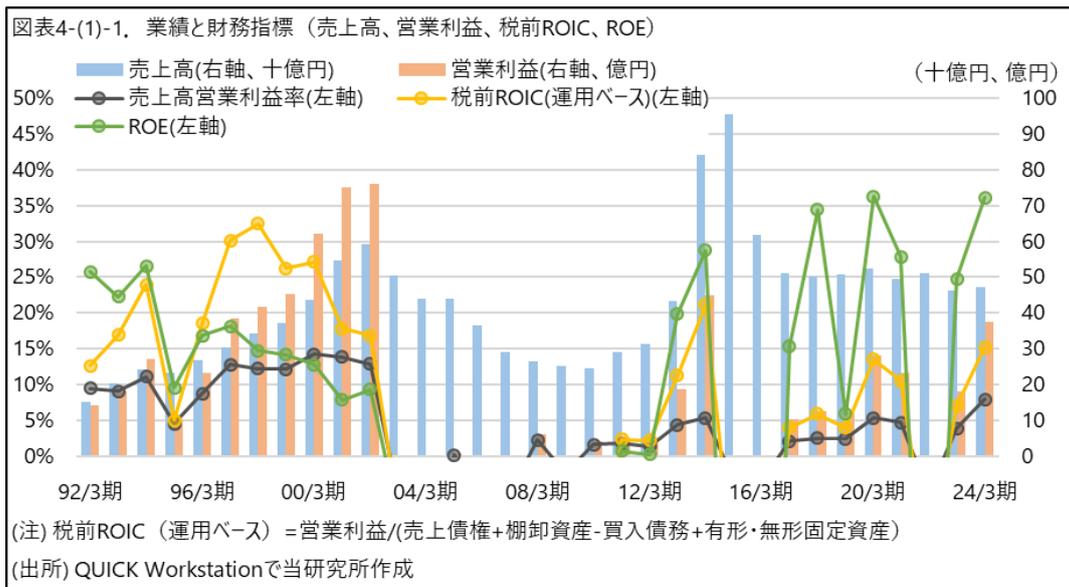
第 2 に、ROE は、自己資本が生む利益であり、ROIC に加えて資本構成（有利子負債、自己資本）、金融資産の多寡の影響を受ける。

図表 4-(1)-1 には、92/3 期から 24/3 期までの同社の売上高・営業利益と売上高営業利益率、税前 ROIC、ROE の推移を示した。まず、売上高、営業利益が 92/3 期から 02/3 期まで伸びていた。1982 年の関西地区進出、92 年の関東地区進出、97 年の中京地区進出など事業規模を拡大。主力のシロアリ防除施工（住環境領域）だけでなく、89 年の太陽電池を動力源とする床下換気扇の発売開始など商品・サービスの拡充、91 年の機器製造工場（佐賀県武雄市）の開設、94 年の産業廃棄物処理業への進出、99 年の廃プラスチックの燃料化事業開始、2000 年の有機廃液処理事業開始など事業領域を広げたことも寄与。1995 年に起きた阪神淡路大震災の復興需要も押し上げた。

その後、火災事故や特定商取引法の違反行為による業務停止命令などで業績は長期に低迷した。だが、2009 年に太陽光発電事業（エネルギー領域）を開始、11 年に起きた東日本大震災と福島第一原発の事故の影響で太陽光発電システムの施工件数が伸びたため、15/3 期に売上高は 956 億円と過去最高を記録した（営業損益は、電力各社の系統連系の回答保留措置による影響、採用増による固定費負担などで 31 億円の赤字）。ただ、その後は再生可能エネルギーの固定価格買取制度のルール等が大きく見直されたことなどから全体の売上高も急減。営業体制の再構築など経営の安定化に向けた取り組みを余儀なくされた。

17/3 期以降、連結売上高は概ね 500 億円を挟んだ水準で推移している。エネルギー領域の売上高が総じて減少基調となった半面、住環境領域が法人営業の強化および提携先件数の増加などで増収基調に転じ、資源循環領域も廃プラスチックの燃料化リサイクルや廃液処理などで伸びた結果、補った格好だ。営業利益も店舗統廃合ほかコスト削減の取り組みなどが寄与し、総じて改善傾向となっている（22/3 期の営業損益は新型コロナウイルスの影響や電力調達価格の高騰で 26 億円の赤字）。





(2) ROIC の分析

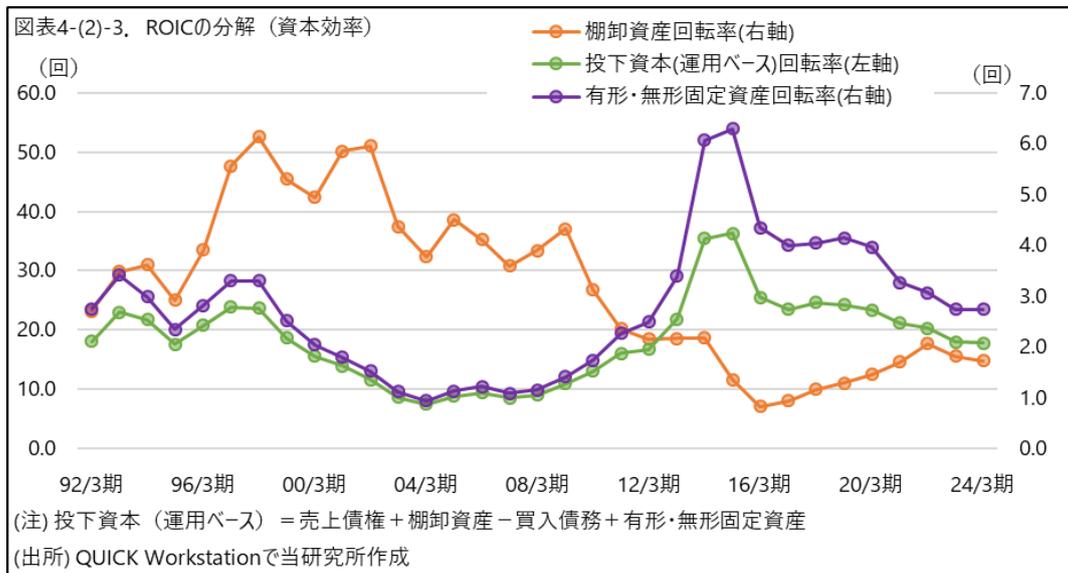
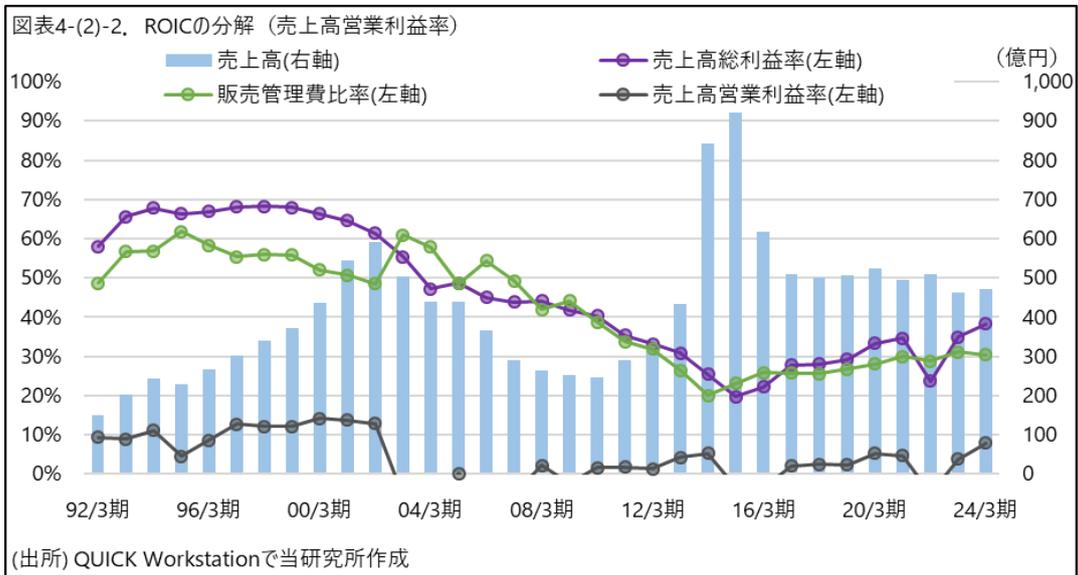
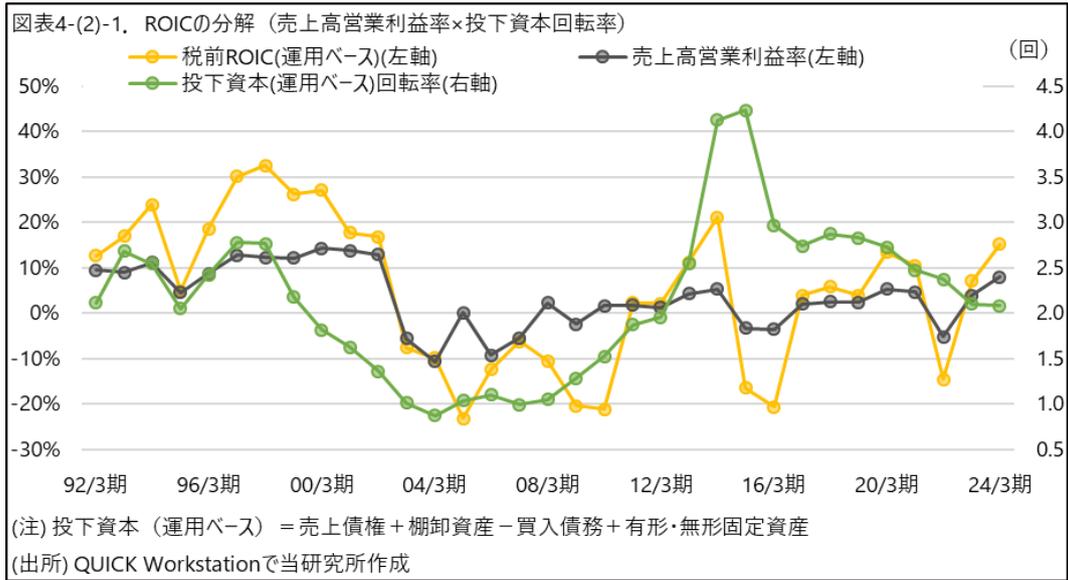
ROIC について解説する。ROIC は売上高営業利益率と投下資本回転率に分解される (ROIC = 売上高営業利益率 × 投下資本回転率)。図表 4-(2)-1 には、92/3 期以降の推移を示した。税前 ROIC は 98/3 期に 32.5% を付けた後低下し、03/3 期から 10/3 期までマイナス。だが、11/3 期に 2.3% とプラスに転じ、14/3 期には 21.1% まで向上した。営業赤字となった 15/3 期、16/3 期および 22/3 期はマイナスだったものの、24/3 期には 15.2% となっており、16/3 期を底に総じて回復基調と言える。

一方、売上高営業利益率は、09 年の太陽光発電事業の開始以降をみると、15/3 期と 16/3 期がマイナスだったものの、その後は 17/3 期の 2.0% から 24/3 期の 7.9% まで概ね改善基調だ (22/3 期は▲5.1%)。投下資本回転率をみると、09/3 期からは改善し、15/3 期の 4.2 回まで向上した。16/3 期以降は再び低下したが、24/3 期は 2.1 回と足元まで 2 回を上回って推移している (92/3 期から 24/3 期までの平均は 2.2 回)。このため、税前 ROIC が 10/3 期を底に 14/3 期まで改善した過程では主に投下資本回転率の向上が寄与した。15/3 期以降は投下資本回転率が低下した影響はあるものの、売上高営業利益率が概ね緩やかに改善するなか、税前 ROIC も総じて回復基調となった。

さらに細かくみていく。図表 4-(2)-2 では売上高営業利益率を売上高総利益率と販売管理費比率に分解し、図表 4-(2)-3 では投下資本回転率を有形・無形固定資産回転率と棚卸資産回転率に分解する。

まず図表 4-(2)-2 では、売上高営業利益率をみると、売上高は 10/3 期を底に 15/3 期まで急拡大したが、売上高総利益率が低下したため、販売管理費比率を引き下げることに対応してきたことがわかる。17/3 期以降、売上高営業利益率が概ね改善したのは、売上高総利益率の改善が寄与したためだ (17/3 期から 24/3 期までの平均は、売上高営業利益率が 2.5%、売上高総利益率が 31.3%、販売管理費比率が 28.3%)。図表 4-(2)-3 では、投下資本回転率が 07/3 期から 15/3 期まで改善した期間、16/3 期以降悪化した期間ともほぼ有形・無形固定資産回転率の影響が大きいことがわかる。



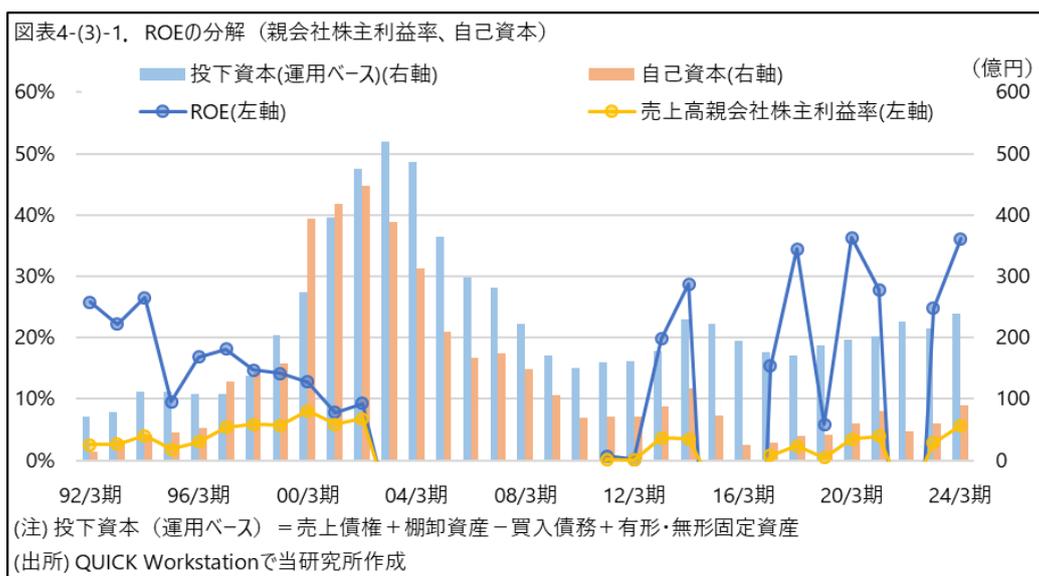


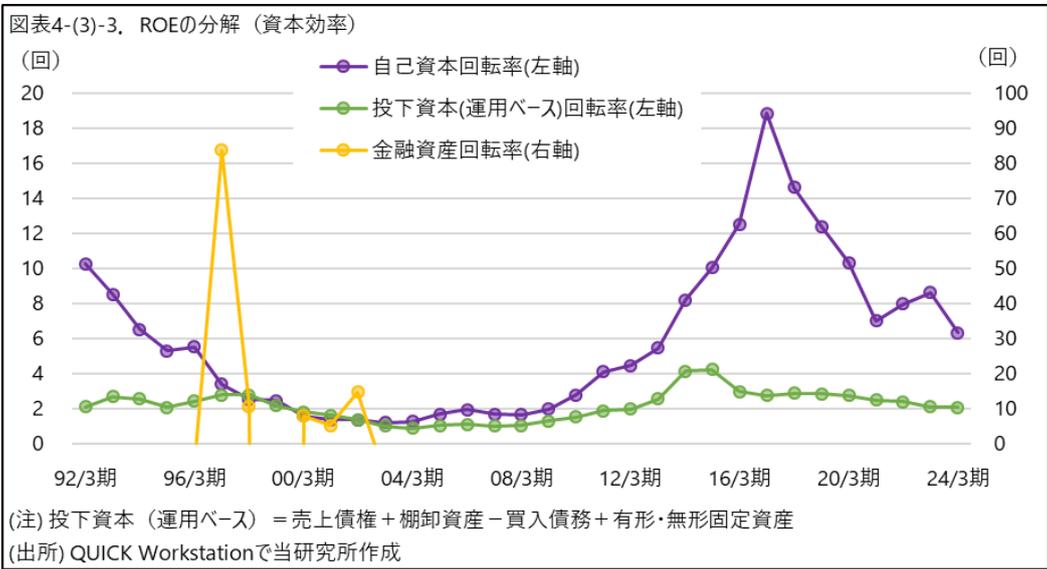
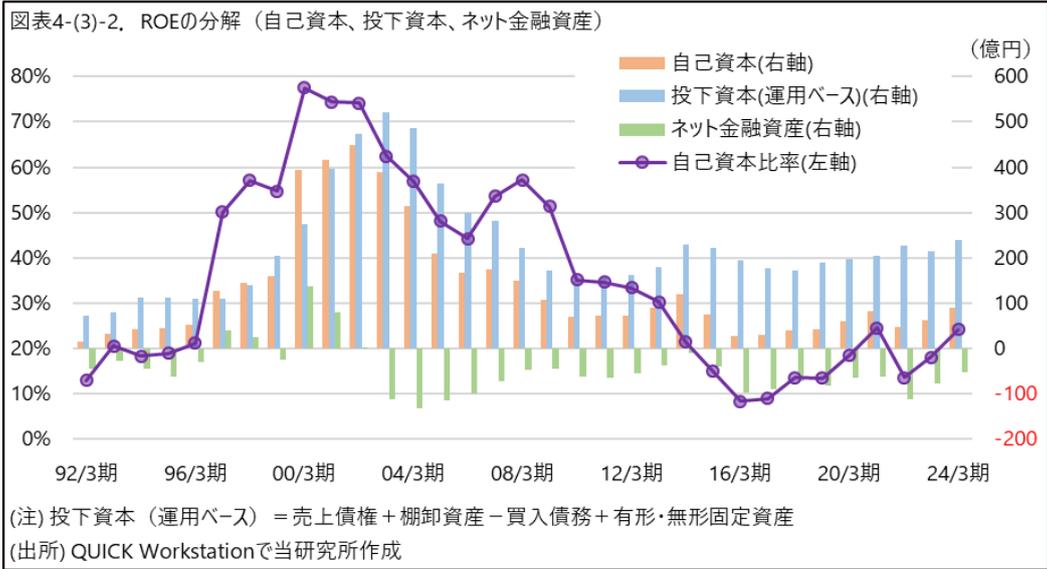


(3) ROEの分析

続いて、ROEについて解説する。図表4-(3)-1では、ROEと投下資本（運用ベース）、自己資本および売上高親会社株主利益率（売上高当期利益率）の推移を、92/3期から24/3期までの長期のデータで示した。09年の太陽光発電事業の開始以降をみると、ROEは10/3期はマイナスだったが、11/3期に0.7%とプラスに転じた。その後も15/3期、16/3期、22/3期とマイナスだった期間はあったものの、24/3期には36.1%と総じて改善基調となっている。主因は、03/3期以降の赤字で自己資本を毀損していくなか、11/3期に売上高親会社株主利益率が0.2%とプラスに転じ、その後15/3期、16/3期、22/3期とマイナスだった期間はあったが、24/3期に5.7%と総じて改善基調だったため。

図表4-(3)-2では、自己資本と投下資本（運用ベース）、ネット金融資産、自己資本比率の推移を、92/3期から24/3期までの長期のデータで示し、図表4-(3)-3では、自己資本回転率を投下資本（運用ベース）回転率と金融資産回転率に分解し、92/3期から24/3期までの長期のデータで示した。自己資本回転率は03/3期の1.2回が底で、太陽光発電事業の貢献により17/3期には18.8回まで大きく向上した。これは投下資本回転率の改善も寄与しているが、赤字による自己資本の減少（自己資本比率の低下）が主因だ。





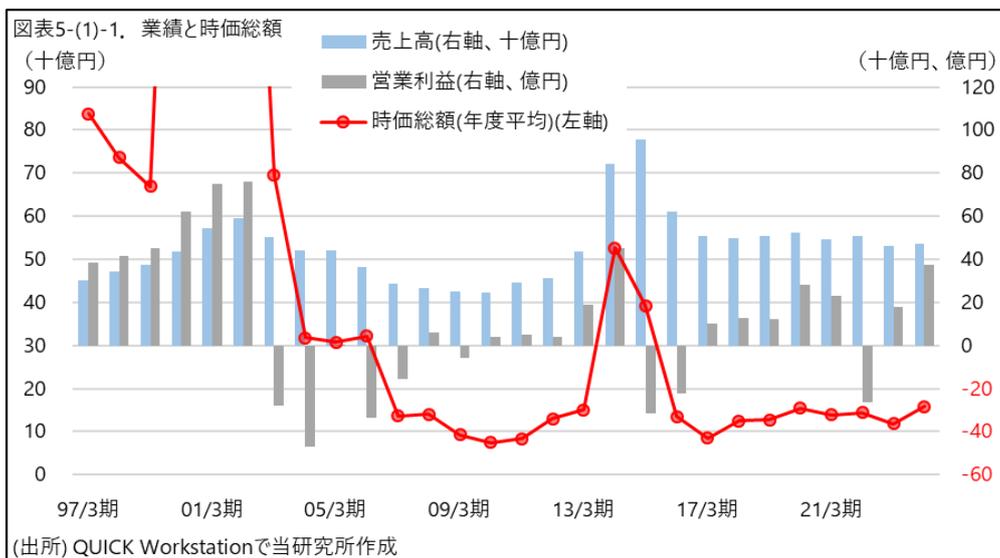


5. 株価と株価関連指標の関係

(1) 業績と株価・関連指標の動向

時価総額と営業利益の比較

同社の時価総額（年度平均）を 97/3 期（1996 年 9 月に日本証券業協会に株式を店頭登録）から 24/3 期までの長期で見ると変動が大きい。まず、99/3 期の 669 億円から 01/3 期の 2308 億円まで急増した局面がある（年率 86% 成長。前後する 00/3 期は 2225 億円、02/3 期は 2058 億円）。この期間の営業利益は 45 億円から 75 億円へ増加した（同 29% 成長）。その後、時価総額は 10/3 期の 75 億円まで急減したが 14/3 期には 526 億円まで戻した（同 62% 成長）。この期間の営業利益は 4 億円から 45 億円まで伸びた（同 84% 成長）。時価総額は 15/3 期、16/3 期の赤字で減少したものの、17/3 期の 85 億円から 24/3 期の 159 億円まで回復基調となっている（同 11% 成長）。この期間、営業利益は 17/3 期の 10 億円から 24/3 期に 37 億円へ増加している（同 24% 成長）。



株価分析（株価と EPS、PER と EPS、ROE と PBR）

株価は EPS と PER に分けられ（株価 = $EPS \times PER$ ）、PBR は ROE と PER に分けて考えられる（ $PBR = ROE \times PER$ ）。図表 5-(1)-2 では EPS と株価（年平均、分割調整済み）の推移を 97/3 期から 24/3 期まで示した。99/3 期の 1837 円から 01/3 期の 5643 円まで株価が急騰した期間は、EPS は 87 円→76 円となっているが、前後の期間をみると 98/3 期の 81 円から 00/3 期の 135 円まで増加した（年率 68% 成長）。その後、EPS は 03/3 期の▲88 円から 10/3 期の▲77 円まで赤字が継続し、株価も 1697 円から 153 円まで下落。EPS は 11/3 期に 1 円と黒字転換した後、24/3 期の 56 円まで総じて改善基調（同 40% 成長）となり、株価も 171 円から 324 円（同 6% 成長）に戻している。

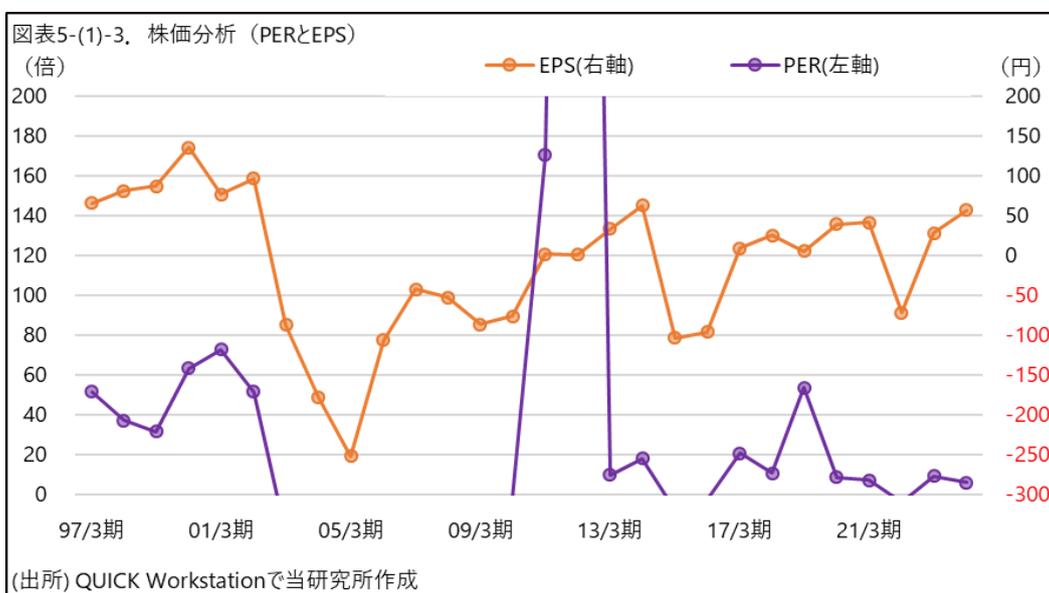
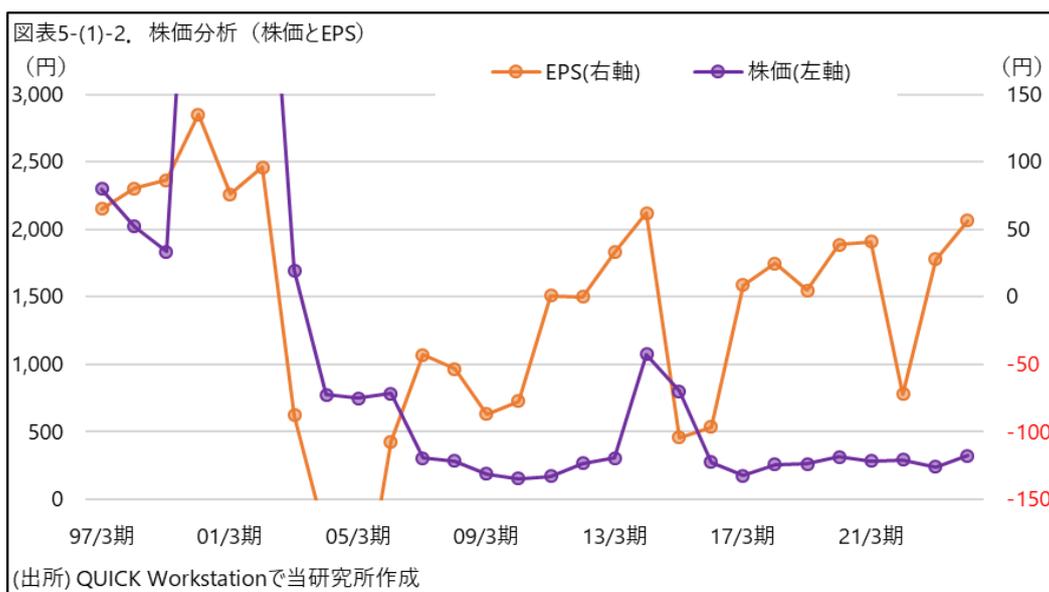
一方、図表 5-(1)-3 では PER と EPS の推移を同様に 97/3 期から 24/3 期まで示した。EPS は前述した通り。PER は EPS のマイナスで 03/3 期～10/3 期まで測定不能だったが、再生可能エネルギー導入拡大への期待を背

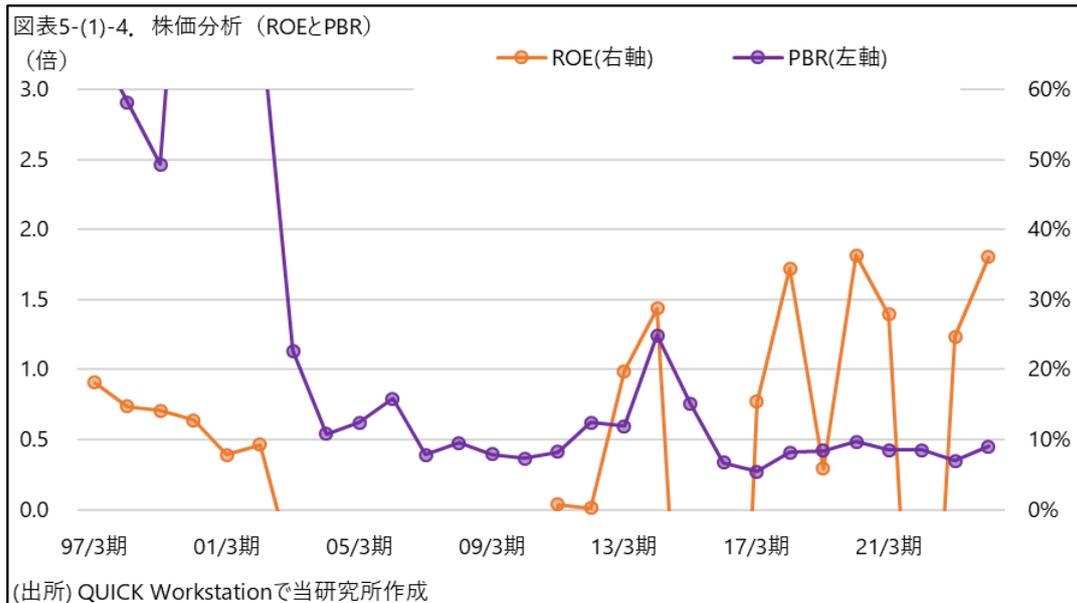




景に、一転して 11/3 期（170 倍）、12/3 期（1000 倍）となった。その後は落ち着き、17/3 期（21 倍）と 24/3 期（6 倍）の間で推移している（北海道胆振東部地震で苫小牧発電所が被災した影響により 19/3 期は 53 倍、新電力事業の悪化で赤字となった 22/3 期は測定不能）。

最後に、図表 5-(1)-4 では、97/3 期以降の ROE と PBR の推移を示した。PBR は 03/3 期に 1.1 倍だったが 04/3 期以降は、14/3 期の 1.2 倍を除き、1 倍を下回っている。前述したように、ROE は 11/3 期に 0.7% とプラスに転じ、その後は総じて改善基調だが株価は大きく反応していない。



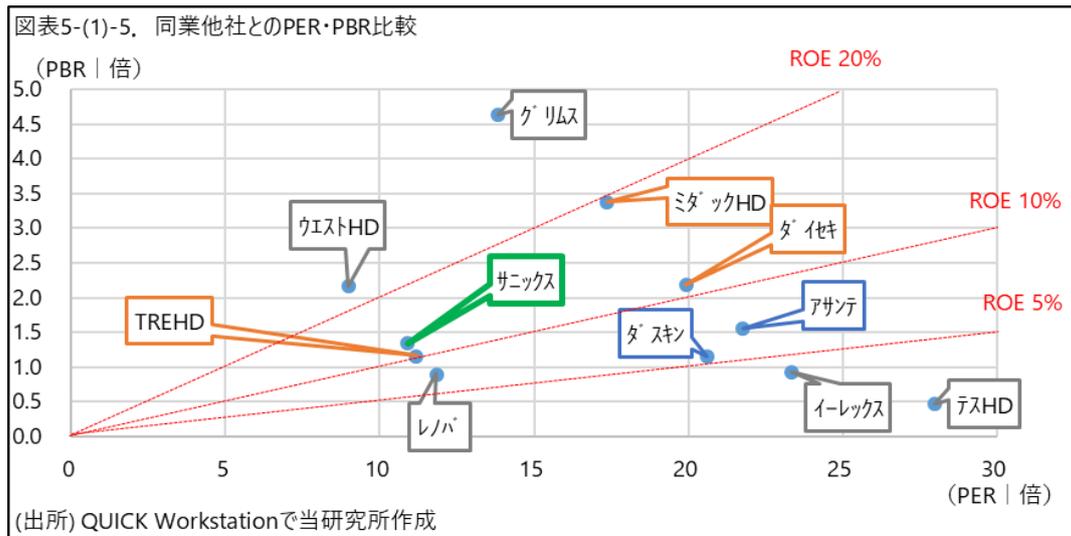


同業他社との PER・PBR 比較

図表 5-(1)-5 では、同業他社 10 社と同社の PBR と PER をプロットした (24 年 12 月 30 日時点。EPS は会社予想)。この交点は ROE (ROE=PBR÷PER) となる。ROE5%、10%および 20%のラインを図表に示した。同業他社は同社の領域区分毎に色分けしており、住環境領域は青色、エネルギー領域は灰色、資源循環領域は橙色となっている。

ROE をみると、同社は 12.3%。住環境領域で競合するアサンテ (6073) の 7.2%やダスキン (4665) の 5.6%を上回っている。一方、エネルギー領域で競合するグリムス (3150) の 33.5%、ウエスト HD (1407) の 24.1%よりも低いが、レノバ (9519) の 7.6%、イーレックス (9517) の 4.0%、テス HD (5074) の 1.7%よりも高い。資源循環領域で競合するミダック HD (6564) は 19.5%、ダイセキ (9793) は 10.9%、TREHD (9247) は 10.4%と、同社と同じ 10%~20%のレンジ内に収まっている。東証が重視する 8%を上回っているのは同社も含めて 6 社。一方、PBR をみると、レノバ、イーレックス、テス HD の 3 社を除く 8 社 (同社含む) が 1 倍を上回っている (同社は 1.3 倍)。





(2) 株主総利回り (TSR) の算出

投資家から注目される指標として、株主総利回り (TSR: トータルシェアホルダーリターン) がある。TSR は、投資家に対する総合的なリターン (株式の値上がり益 + 配当金) を測定する指標。業績だけでなく株価を含めた経営の成果を示すものとして、有価証券報告書にも記載されている。企業が業績連動の役員報酬を決める際に営業利益などの利益、ROE などと並んで TSR を採用するケースも増えている。

図表 5-(2)-1 で示した同社の TSR は、21/3 期と 23/3 期にマイナスとなったが、20/3 期と 24/3 期が大きなプラスだったほか、22/3 期もプラスだった。TSR を配当利回りと株価変化に分けると、同社は無配のため配当利回りは影響せず、全て株価変化で説明できる。株式投資である以上、TSR はそもそも株価変化の影響が大きい。5 期平均 (幾何平均) でみると TSR4.4%のうち、配当利回り 0.0%、株価変化 4.4%となっている。

図表 5-(2)-1 には比較指標として 33 業種別のサービス業と TOPIX も記載した。同社の 5 期平均の TSR はサービス業、TOPIX をともに下回っているが、無配の影響だけでなく、株価指数変化でも劣後した。

有報記載の TSR は、直近期末の 5 期前を基準期とし、基準期末の株価からの累積リターン (1 株当たり配当金の合計 + 株価変動率) を示す。直近期の TSR は、(直近期末の株価 + 直近期まで 5 期分の 1 株当たり配当金の合計) ÷ 基準期末の株価で計算される。基準期を 100 とし、100 を上回れば投資家にプラスの成果をもたらしたとなる。TSR は、基準期の翌期～直近期まで 5 期分が記載されている。有報の TSR に対し当研究所は、期末の株価ではなく各期の月末終値平均を採用している。これには期末時点の株価の高低による TSR への影響を小さくする狙いがある。また、有報は各期ともに累積リターンを記載しているが、当研究所は各期のリターンを記載している (5 期累積のみ併記)。

配当を支払うと理論的には配当に見合うだけ株価が下がる (正確には権利落ち日に下がる) が、配当利回りに着目する投資家がいるため、配当利回りは株価を支える効果があると考えられる。





図表5-(2)-1. 株主総利回り(TSR)

基準期=19/3期

	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	5期平均	5期累積
サニックス	20.5%	-10.2%	4.1%	-17.5%	33.4%	4.4%	23.9%
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
株価変化	20.5%	-10.2%	4.1%	-17.5%	33.4%	4.4%	23.9%
33業種別:サービス業	3.8%	14.0%	21.2%	-12.2%	9.8%	6.7%	38.4%
配当利回り	1.5%	1.6%	1.3%	1.2%	1.9%	1.5%	-
株価指数変化	2.3%	12.4%	20.0%	-13.4%	7.9%	5.2%	-
サニックス-33業種別:サービス業	16.7	-24.2	-17.1	-5.4	23.6	-2.3	-14.5
TOPIX	-3.1%	8.2%	18.4%	2.1%	25.9%	9.8%	59.7%
配当利回り	2.4%	2.7%	2.4%	2.6%	3.2%	2.7%	-
株価指数変化	-5.5%	5.6%	16.0%	-0.5%	22.6%	7.2%	-
サニックス-TOPIX	23.6	-18.5	-14.3	-19.7	7.6	-5.4	-35.7

(注1)会社名、33業種別(東証33業種別株価指数)、TOPIXの欄は株主総利回り(TSR)

(注2)会社のTSRは配当利回り+株価変化。33業種別とTOPIXのTSRは各々の配当込み株価指数の変化率

(注3)会社の5期平均は各期のTSRの幾何平均、5期累積は(5期分の配当+5期目の株価)÷基準期株価

(注4)株価指数変化は33業種別とTOPIXの各々の株価指数(配当なし)の変化率

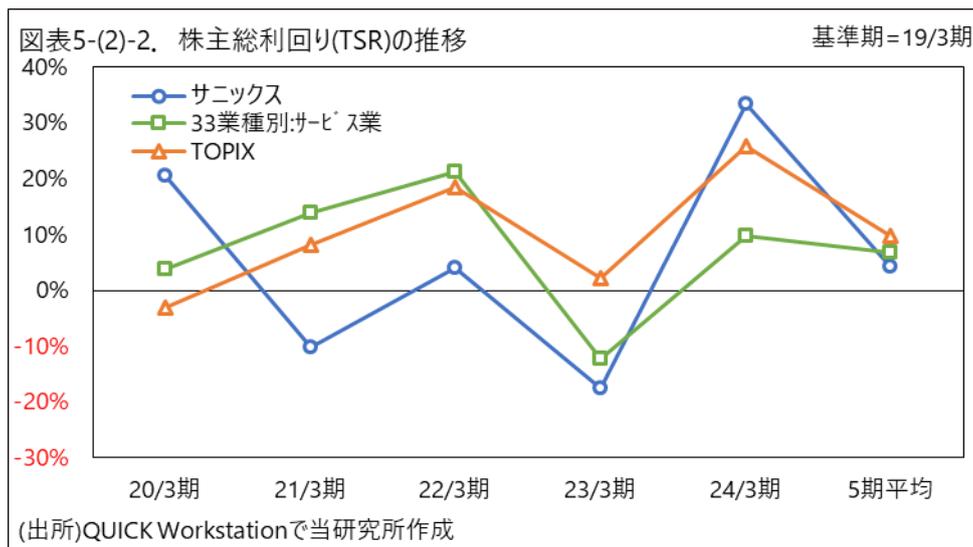
(注5)株価指数の配当利回りは参考値。配当込み株価指数と株価指数(配当なし)の各々の変化率の差で計算

(注6)株価および株価指数は各期の月末終値の平均

(注7)5期累積は基準期からの累積または基準期との比較

(注8)会社名-33業種別、会社名-TOPIXは各々のTSRの差

(出所)有価証券報告書、QUICK Workstationで当研究所作成



同社の TSR をさらに詳しく分析する（算出方法、理論の詳細は Appendix1 参照）。

株価は、(1) BPS×PBR、(2) EPS×PER で表せることを利用した。株価は株式市場からの評価に依存し、企業側からはコントロールしにくいものに映るが、BPS や EPS は企業業績を反映する。つまり、企業側の努力次第でコントロールできる要素といえる。





図表5-(2)-3. 株主総利回り(TSR)の分解

	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	平均	
	(期)										10期	5期
株主総利回り(TSR)	-25%	-66%	-37%	47%	2%	21%	-10%	4%	-18%	33%	-11%	4%
配当利回り	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
株価の変化	-25%	-66%	-37%	47%	2%	21%	-10%	4%	-18%	33%	-11%	4%
株価変化の分解(1)BPSとPBR												
BPSの変化	-38%	-64%	8%	44%	3%	45%	34%	-42%	28%	47%	-3%	16%
ファンダメンタルの影響	-42%	-63%	16%	42%	6%	44%	33%	-43%	28%	45%	-3%	15%
親会社株主利益	-42%	-63%	16%	42%	6%	44%	33%	-43%	28%	45%	-3%	15%
配当	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
自己株取得/増資	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
それ以外の効果	7%	-4%	-7%	1%	-3%	0%	1%	2%	0%	2%	-0%	1%
PBRの変化	21%	-3%	-42%	2%	-1%	-17%	-33%	78%	-36%	-9%	-9%	-10%
配当の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	21%	-3%	-42%	2%	-1%	-17%	-33%	78%	-36%	-9%	-9%	-10%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+BPS変化)	-38%	-64%	8%	44%	3%	45%	34%	-42%	28%	47%	-3%	16%
株価変化の分解(2)EPSとPER												
EPSの変化	-267%	-7%	-109%	184%	-80%	671%	6%	-276%	-139%	102%	-1%	62%
親会社株主利益	-268%	-7%	-109%	184%	-80%	671%	6%	-276%	-139%	102%	-1%	62%
自己株取得/増資	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
それ以外の影響	-0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-0%	0%
PERの変化	-145%	-63%	-798%	-48%	401%	-84%	-15%	-159%	-314%	-34%	-10%	-36%
配当の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
自己株取得/増資の影響(理論値)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
株式市場での評価の変化(注2)	-145%	-63%	-798%	-48%	401%	-84%	-15%	-159%	-314%	-34%	-10%	-36%
ファンダメンタル・リターン(配当利回り+EPS変化)	-267%	-7%	-109%	184%	-80%	671%	6%	-276%	-139%	102%	-1%	62%
参考資料												
ROE	-52%	-93%	15%	34%	6%	36%	28%	-54%	25%	36%	-23%	6%
配当性向	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
総還元性向	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DOE(配当÷自己資本)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

(注1)株価は年度の各月末値平均。BPSは期末ベース、PBR=株価÷BPS。PERは完全予想ベース、PER=株価÷実績EPS

(注2)株式市場での評価の変化には、配当と自己株取得の影響以外を含む

(注3)詳細な算出法については巻末の解説を参照

(注4)分析で参考にした文献：山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンのサブライサイド推計」、証券アナリストジャーナル(2005.9)

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

まず、(1) BPS と PBR についてみていく。BPS の変化を、親会社株主利益と配当、自己株取得を合わせたファンダメンタルの影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は黒字であれば BPS の増加要因となる。配当を行うと BPS の減少要因となるため、無配以外はマイナスとなる。自己株取得も実施すると減少要因。それ以外の効果は、その他の包括利益累計額などファンダメンタルの影響以外で BPS に影響を与える項目であり、ここではそれ以外の効果として一括りにしている。PBR の変化は、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。

同社の BPS の変化はほぼ親会社株主利益（業績）の影響だけであることがわかる。一方、PBR の変化は概ね BPS の変化と逆相関になっている。つまり、業績が変動しても株価が大きく反応していないと考えられる（例えば、黒字で純資産を積み上げてても株価が変化しなければ PBR は低下する）。

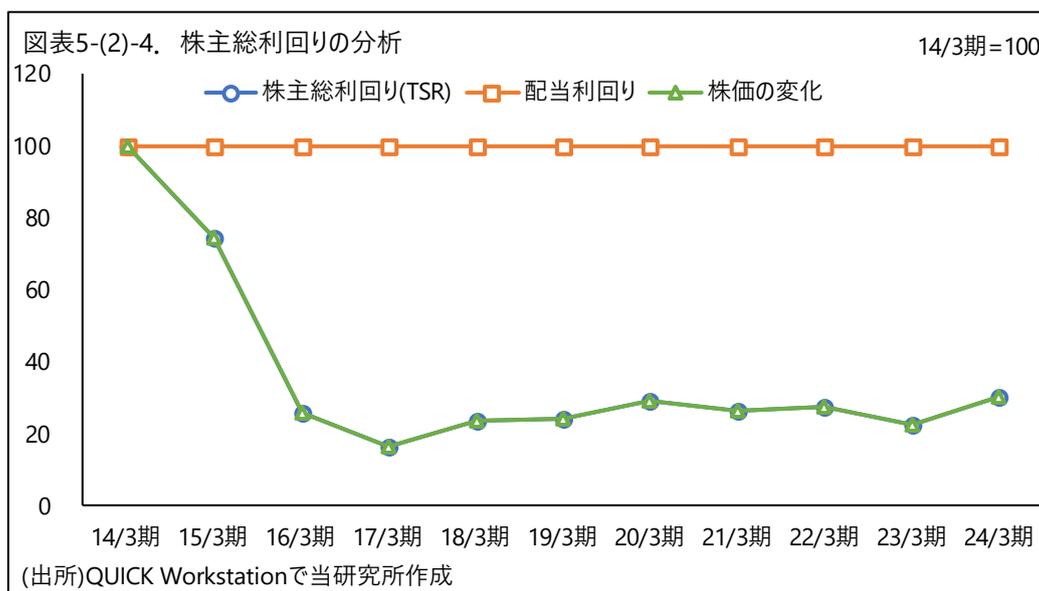


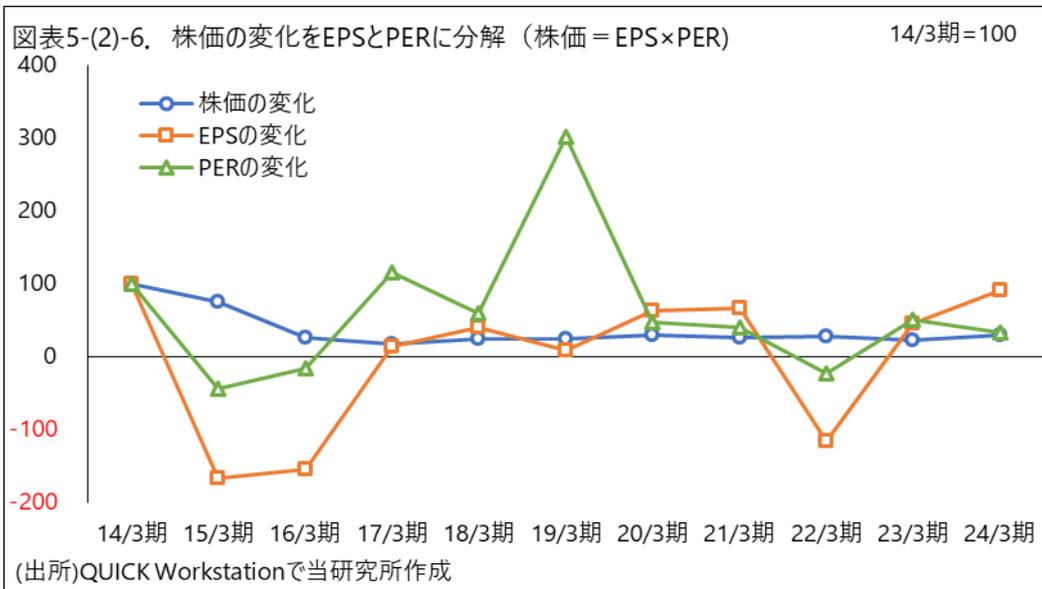
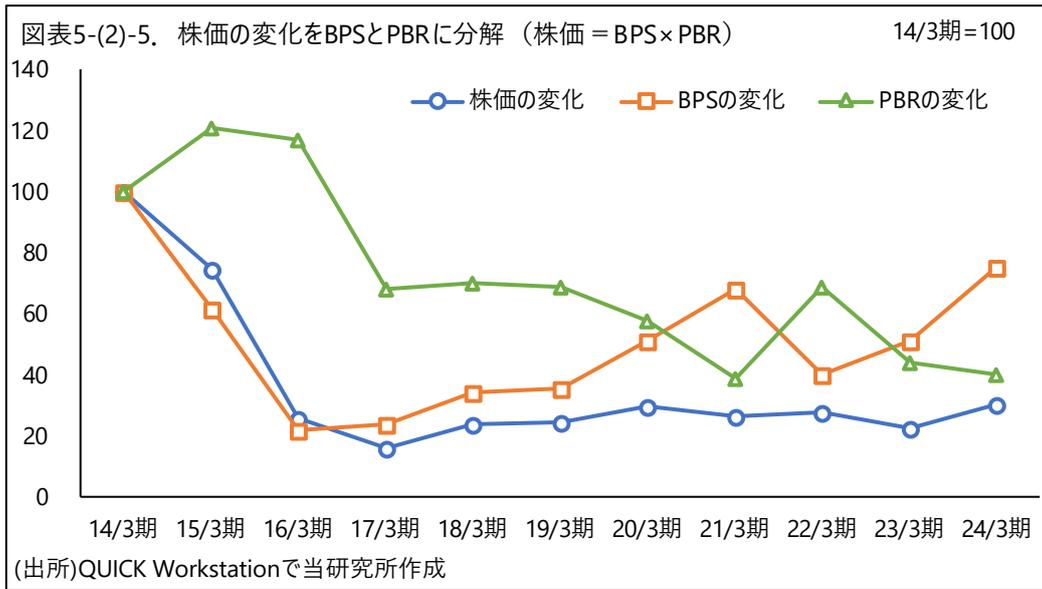


なお、配当利回りと BPS 変化を合わせてファンダメンタル・リターンと呼ぶ。ファンダメンタル・リターンは、企業が株主に提供するリターンを意味し、企業が利益をあげて配当を支払いつつ、株主の持ち分である BPS を増やすという企業活動から見たリターンといえる。

(2) EPS と PER は、(1) とほぼ同じ考え方である。EPS の変化を、主な変化要因である親会社株主利益、自己株取得の影響と、それ以外の効果に分解した。親会社株主利益は増益ならプラス、減益ならマイナスとなる (BPS と異なり、黒字でも減益ならマイナスとなることに注意)。PER の変化も、配当の影響と自己株取得の影響を理論値として切り分け、残りを株式市場での評価の変化として捉えている。ファンダメンタル・リターンは、配当利回りと EPS 変化の合計で表す。

こちらも(1)BPS と PER と同様だと考えられる。EPS の変化がプラスとなっている 18/3 期、20/3 期、21/3 期、24/3 期はいずれも PER の変化がマイナスとなっている。つまり業績が改善しても株価が大きく反応していないと言える。





(3) 株主資本コストの算出

ROIC や ROE は投資家が想定する資本コストを上回って初めて価値が創造され、投資家に報いたことになる。ROE に対応する資本コストは株主資本コストであり、ROIC に対応する資本コストは WACC である。株主資本コストの算出方法には様々あるが、実務でよく使われるのが CAPM である。ここでは、CAPM に加え、QUICK が独自に算出している QUICK 株主資本コストも掲載した。

CAPM は、QUICK 算出のマーケット期待収益率（配当込み TOPIX の年率換算リターン-リスクフリー・レート）、リスクフリー・レート（新発 10 年物日本国債）、対配当込み TOPIXβ 値（60 カ月）から算出している。

CAPM でみた同社の株主資本コストは直近値で 8.3%（24 年 12 月）。19 年 12 月以降をみると、22 年





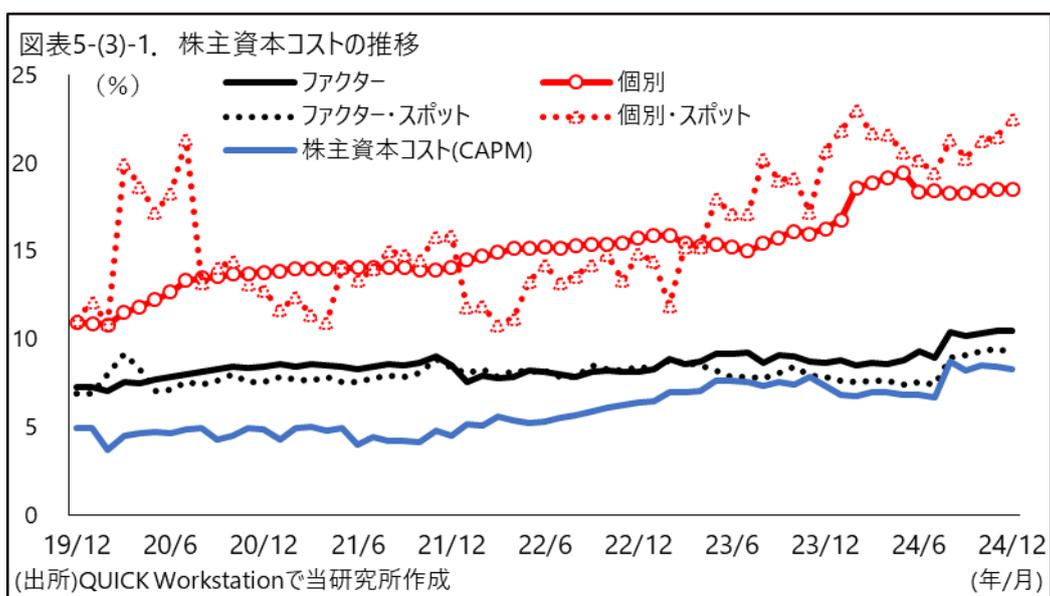
1月までは概ね5%を下回っていたが、以降は上昇基調となっており、24年8月以降は8%台に乗せている。WACC（有利子負債はグロス）は3.2%程度である。なお、負債コストは24/3期の支払利息を期首・期末平均の有利子負債で除算する簡便法を用いた。

QUICK株主資本コストについての算出方法、見方については、巻末の「Appendix2～株主資本コストの見方」をご覧ください。

CAPMやQUICK株主資本コストを示したが、これらの資本コストは推計値に過ぎない。

CAPMで用いられるリスクフリー・レートは国内の低金利を反映してとても低い位置にある。10年物国債の利回りは足元で1.2%程度。外国人投資家からすれば、リスクフリー・レートは日本国債ではなく、本国のレートを用いて計算するのが適しているかもしれない。日本でも日銀が金利水準を引き上げれば、国債の金利は上昇するとみられる。マーケット期待収益率も期間の取り方で変わりうる。

資本コストの推計値は目安として、投資家が想定する資本コストの水準を、対話などを通じて確認することが大切だろう。





6. 当面の業績動向

上期営業利益は計画達成。繰越欠損金を解消し早期復配目指す

(1) 25/3 期上期の業績実績

25/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 6% 減の 213 億円、営業利益が同 56% 減の 7 億円。期初計画（売上高 227 億円、営業利益 6 億円）に対して、売上高は下回ったが、営業利益は達成した。前年同期との比較では、資源循環領域における発電事業の売電単価が大きく低下したことで減収減益だった。

セグメント別にみると、住環境領域は売上高が前年同期比 2% 増の 81 億円、営業利益（全社費用等調整前）が同 19% 増の 10 億円。このうち、HS 事業は、売上高が同 3% 増の 62 億円、営業利益が同 14% 増の 10 億円。「白蟻防除施工」、「床下・天井裏換気システム」は減少したが、新規顧客の開拓を重視したことで「基礎補修・家屋補強工事」、住宅改修工事を含む「その他」が伸びた。販管費等の固定費削減も寄与した。ES 事業は、売上高が同 4% 減の 13 億円、営業利益が同 1% 減の 25 百万円。提携先からの紹介案件が減少したこともあり、主力商品「防錆機器取付施工」、「建物給排水補修施工」、「建物防水塗装補修施工」のいずれもが減少した。SE 事業は、売上高が同 5% 増の 6 億円、営業損益が 22 百万円の赤字（前年同期は 64 百万円の赤字）。戸建太陽光発電システム等の販売に注力し、採算性の改善も進めた。

エネルギー領域は売上高が同 12% 減の 48 億円、営業損益は 61 百万円の赤字（前年同期は 19 百万円の黒字）。このうち、PV 事業は、売上高が同 15% 減の 35 億円、営業損益が 1 億円の赤字（同 50 百万円の赤字）。電力会社との系統連系の遅れや案件の大型化・高度化等により受注から施工までの期間が長期化し、売上計上時期に遅れが生じた。新電力事業は、売上高が同 2% 減の 13 億円だったが、営業利益が同 28% 増の 88 百万円。採算性の確保を優先し事業縮小を進めており、収支が改善した。

資源循環領域は売上高が同 9% 減の 84 億円、営業利益が同 46% 減の 11 億円。環境資源開発事業では「プラスチック燃料」の売り上げが同 7% 増の 50 億円、「廃液処理」が同 7% 増の 11 億円、「埋立処理」が同 13% 増の 6 億円となったが、「発電所売上」が同 47% 減の 14 億円と落ち込んだ。苫小牧発電所において電力市場価格が大幅に下がった影響に加え、定期修繕の増加で前年同期に比べ稼働日数が減少したため。利益面では、定期修繕費用も負担となった。





図表6-(1)-1. 上期業績表

(百万円)

		24/3期上期 実績(A)	25/3期上期		前年同期比 (B/A)
			期初計画	実績(B)	
売上高		22,589	22,726	21,259	▲6%
住環境領域					
	白蟻防除施工	2,294		2,131	▲7%
	床下・天井裏換気システム	1,497		1,487	▲1%
	基礎補修・家屋補強工事	737		744	1%
	その他	1,453		1,821	25%
HS事業計		5,983	6,816	6,184	3%
	防錆機器取付施工	493		441	▲11%
	建物給排水補修施工	479		474	▲1%
	建物防水塗装補修施工	172		134	▲22%
	その他	181		227	25%
ES事業計		1,326	1,366	1,277	▲4%
	太陽光発電システム	594		623	5%
SE事業計		594	795	623	5%
小計		7,903	8,977	8,084	2%
エネルギー領域					
	太陽光発電システム	4,089		3,452	▲16%
	太陽光発電システム卸販売	14		3	▲79%
	その他	47		71	51%
PV事業計		4,151	4,898	3,527	▲15%
	売電収入	1,335		1,309	▲2%
新電力事業		1,335	1,217	1,309	▲2%
小計		5,486	6,115	4,836	▲12%
資源循環領域					
	プラスチック燃料	4,719	5,049	5,037	7%
	発電所売上	2,618	1,053	1,397	▲47%
	廃液処理	1,009	1,136	1,083	7%
	埋立処理	486	393	550	13%
	その他	364		306	▲16%
環境資源開発事業計		9,198	7,633	8,376	▲9%
小計		9,198	7,633	8,376	▲9%
その他		-	-	-	-
セグメント間の内部売上高調整額		-	-	-39	-
営業利益		1,481	613	650	▲56%
住環境領域		853	1,336	1,016	19%
エネルギー領域		19	174	-61	-
資源循環領域		1,981	566	1,079	▲46%
調整額		-1,371	-1,464	-1,385	-
経常利益		1,343	483	499	▲63%
純利益		1,126	366	270	▲76%

(出所) 会社資料(決算短信)で当研究所作成





(2) 25/3 期の業績計画

同社は 25/3 期通期の連結業績計画について、売上高が前期比 2%減の 462 億円、営業利益を同 54%減の 17 億円とした期初時点の見通しを据え置いた。住環境領域で営業力と顧客基盤を生かした既存事業の拡大などを見込むが、資源循環領域における苫小牧発電所の稼働日数の減少、売電単価低下の影響を補えない見通し。

セグメント別にみると、住環境領域は売上高が前期比 12%増の 177 億円、営業利益（全社費用等調整前）が同 38%増の 24 億円を見込む。このうち、HS 事業の売上高は同 12%増の 133 億円を予想。ES 事業の売上高は同 4%増 28 億円を予想。SE 事業の売上高は同 25%増の 16 億円を予想している。既存顧客への継続的なフォロー体制の拡充および法人営業体制強化による顧客件数の増加を図る。また、白蟻防除から住宅用 PPA や蓄電池など住宅環境ニーズへ幅広く対応すること、集合住宅向けに防錆機器から給排水設備の保全対策へ拡大することなどにより、達成を目指す。

エネルギー領域は売上高が同 1%減の 123 億円、営業利益は同 33%減の 3 億円を見込む。このうち、PV 事業の売上高は同微減の 99 億円を予想。自家消費型太陽光発電システム販路拡大を図るとともに、既設太陽光発電所の機器交換・アフターメンテナンスの体制強化を進める。新電力事業の売上高は同 6%減の 24 億円を予想。苫小牧発電所の非化石価値電力の付加価値を有効活用した売電に取り組むが減収を避けられない見通し。

資源循環領域は売上高が同 14%減の 162 億円、営業利益が同 61%減の 19 億円を見込む。環境資源開発事業のプラスチック事業においては設備投資による受入量の拡大および販路拡大、このほかプラスチック原料として再利用するマテリアルリサイクルへの展開を進めるほか、廃液処理においては重油代替燃料「再生油 Bio」の製造増強や廃液処理後に発生する汚泥の再生燃料化などを推進する。「プラスチック燃料」の売り上げは同 5%増の 103 億円、「廃液処理」は同 9%増の 23 億円と増収だが、「埋立処理」は同 26%減の 7 億円、「発電所売上」は同 45%減の 29 億円と落ち込む見通し。





図表6-(2)-1. 通期業績表

(百万円)

		24/3期通期 実績(A)	25/3期通期 計画(B)	前期比 (B/A)
売上高		47,167	46,246	▲2%
住環境領域				
	白蟻防除施工	4,141		
	床下・天井裏換気システム	2,979		
	基礎補修・家屋補強工事	1,653		
	その他	3,083		
HS事業計		11,857	13,318	12%
	防錆機器取付施工	1,015		
	建物給排水補修施工	1,012		
	建物防水塗装補修施工	280		
	その他	391		
ES事業計		2,700	2,800	4%
	太陽光発電システム	1,267		
SE事業計		1,267	1,586	25%
小計		15,824	17,704	12%
エネルギー領域				
	太陽光発電システム	9,753		
	太陽光発電システム卸販売	49		
	その他	91		
PV事業計		9,893	9,884	▲0%
	売電収入	2,598		
新電力事業		2,598	2,436	▲6%
小計		12,491	12,320	▲1%
資源循環領域				
	プラスチック燃料	9,754	10,263	5%
	発電所売上	5,312	2,903	▲45%
	廃液処理	2,139	2,335	9%
	埋立処理	966	718	▲26%
	その他	713		
環境資源開発事業計		18,886	16,221	▲14%
小計		18,886	16,221	▲14%
その他		-	-	-
セグメント間の内部売上高調整額		-36	-	-
営業利益		3,744	1,715	▲54%
	住環境領域	1,724	2,379	38%
	エネルギー領域	394	252	▲36%
	資源循環領域	4,722	1,863	▲61%
	調整額	-3,097	-2,780	-
経常利益		3,466	1,440	▲58%
純利益		2,697	1,093	▲59%

(注) エネルギー領域の24/3期実績(売上高小計、営業利益)は各事業の単純合算値

(出所) 会社資料(決算短信)で当研究所作成





(3) 株主還元

24年9月、同社は資本金を繰越利益剰余金に振り替えることで繰越欠損金を解消した。財務体質の健全化を図るとともに、今後の資本政策の柔軟性と機動性の確保が目的。今後、安定した利益を確保し、早期復配を目指す方針。





7. 主な非財務情報

(1) 東証の要請「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について

東京証券取引所は23年3月、プライム市場およびスタンダード市場の全上場会社を対象に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を実施。24年11月末時点でプライム市場の89%（1,464社）、スタンダード市場の47%（750社）が開示（検討中を含む）。23年12月末時点との比較では、プライム市場で40ポイント増（649社増）、スタンダード市場で29ポイント増（450社増）となっている。

同社の「長期ビジョン2030」では、31/3期にROE17%以上、ROIC15%以上を目標としている。前述の通り、24年9月2日には繰越欠損金を解消。財務体質の健全化を図るとともに、資本政策の柔軟性と機動性を確保する方針。現中期経営計画において安定した利益を積み上げることで早期復配を目指す。

(2) サステナビリティ・ESG

同社グループは、企業理念である「次世代へ快適な環境を」のもと、住環境、エネルギー、資源循環の各事業領域における事業活動を通じて、地球環境の保全や社会課題解決への貢献を企業の存在意義と位置付けている。顧客や地域社会、多くのステークホルダーとの対話を通して、人と環境のよりよい関係を創造し、安心して暮らせる持続可能な社会の実現を目指している。

同社グループは、企業としての成長と持続可能な社会の発展への貢献を両立する重要性を認識し、サステナビリティ経営を推進。持続可能性の観点から企業価値を継続的に向上させるため、サステナビリティ推進体制の強化を目的として、23年7月に「サステナビリティ推進会議」を設置した。

戦略

同社グループのサステナビリティ戦略については、サステナビリティ基本方針に沿った持続的な成長と、中長期的な企業価値の向上を果たすべく、サステナビリティ推進会議において、マテリアリティ（重点課題）の特定、マテリアリティごとの活動計画や目標設定をはじめ、一般的に重要視されるESG各項目に関する同社の考え方の明文化と、重点管理指標（KPI）の設定を進めている。

また、同社グループにおける、人材の多様性の確保を含む人材の育成に関する方針および社内環境整備に関する方針は、経営理念である「仕事が教育で教育が経営である」のもと、「人財育成」を経営の最重要課題と位置付けている。顧客の多様なニーズに対応し、持続可能な社会の実現に貢献していくため、多様な能力と個性を持つ社員が柔軟な発想と行動力を発揮し、付加価値の高いサービスを提供し続けることができるよう、質の高い人財の育成を推進していく。





リスク管理

同社グループでは、リスク管理を内部統制のための重要な手段と認識しており、経営責任の一端を担っている。

取締役会は、サステナビリティ推進会議における気候関連のリスクと機会の評価・管理の状況を審議し、経営方針、中期経営計画において気候関連課題に対応する重要事項につき最終的な意思決定・監督を実施。

サステナビリティ推進会議では、サステナビリティに関する基本方針の策定、マテリアリティの特定、マテリアリティごとの活動計画や目標設定ならびにその進捗管理、そしてそれらの情報開示に関する事項等の審議および業務指示等を行い、持続可能な社会の実現に向けた企業活動を推進するための取り組みを進めていく。

指標および目標

同社グループのサステナビリティに関する指標および目標については、サステナビリティ推進会議において、マテリアリティごとにリスクと機会を把握し、指標および目標を設定。

<31/3 期 重点目標>

- ① GHG 排出量 (SCOPE1+2) : 21/3 期比 50%削減 (24795 t -CO₂→12397 t -CO₂以下)
- ② 重大労働災害・死亡事故 : 発生ゼロ
- ③ 重大法令違反 : 発生ゼロ

同社グループの事業環境とマテリアリティについては、以下の項目について認識。





図表7-(2)-1. 同社グループの事業環境とマテリアリティ（重点課題）

マテリアリティ	当社グループにとってのリスク	当社グループにとっての機会	主な指標	
地球環境	気候変動への対応	気候変動による自然災害リスクの増大 温暖化対策に伴う規制強化	脱炭素に資するニーズの拡大、 技術開発の加速	GHG排出量 (SCOPE 1+2)
	資源エネルギーの 効率的利用	化石資源・天然資源の枯渇	省エネ・省資源・資源循環に資する ニーズの拡大、技術開発の加速	廃プラ処理量 プラ燃料発電量 太陽光設置容量
	安全な水と 衛生的な環境	安全な水と衛生的な環境の不足による 健康リスク	衛生的な環境、空間、水に関する ニーズの拡大	廃液の浄化処理量 水使用量
社会システム	安心・安全・快適な 暮らし	激甚化する自然災害等による生活の 不安定化	レジリエンス向上に関する ビジネス拡大	住宅保全件数 (シロアリ防除、 給排水管維持)
	製品サービスの 信頼性向上	品質、安全、環境性能の低下等による 社会的信用の失墜	顧客満足度の向上、ビジネス拡大 取引先との信頼関係構築	顧客満足度調査
	地域社会・コミュニ ティへの貢献	信頼性の低下による事業活動への 影響	コミュニティとの信頼関係構築、地域 社会との共生による事業基盤の安定化	地域社会貢献活動 (主催イベント参加 人数)
	協業と パートナーシップ	事業領域の硬直化、競争力の低下	当社グループのみでは成し得ない 様々な事業の創出	業務提携件数
企業と組織	人材育成と 雇用の確保	労働力不足、人材流失	優秀な人材の確保 円滑な事業活動の継続	年間労働時間/人 平均勤続年数 有給取得率
	労働安全衛生の推進	物的・人的被害による事業への影響 社会的信用の失墜、長時間労働	従業員の健康と安全確保、生産性の 向上、モチベーションの向上	労災発生件数 災害度数率 健康診断受診率
	ダイバーシティの 推進と人権尊重	多様化するニーズ、価値観に対応で きず競争力の低下	優秀な人材の確保 多様な価値観による価値創造力の向上	女性管理職割合 育休取得率 男女賃金差異

(出所) 会社資料 (24/3期有価証券報告書)

事業活動におけるサステナビリティ

同社グループは、事業活動による顧客への価値提供を通じて社会課題の解決を図ることを価値創造モデルとしており、このビジネスモデルによって、「次世代への快適な環境を」という企業理念を実現している。

創業時から展開しているシロアリ防除施工をはじめ、太陽光発電システムの販売・施工件数、資源循環発電（プラスチック処理量、苫小牧発電所発電量）などの幅広い領域において、豊富な実績を積み上げてきた。こうした経歴が評価され、「長年にわたり、衛生管理や産業廃棄物のリサイクル、再生可能エネルギーの取り組み、次世代へ快適な環境を継承することに貢献してきた」として、19年9月、環境大臣より感謝状を得ている。





人材の育成

同社では、人材の多様性の確保を含む人材の育成に関する方針および社内環境整備に関する方針について、次の指標を用いている。当該指標に関する目標および実績は、次の通り。

図表7-(2)-2. 人材関連のKPI

指標	目標	実績 (24/3期)
管理職に占める女性労働者の割合	25年3月までに5%	3.0%
男性労働者の育児休業取得率	100%	68.8%
労働者の男女の賃金の差異	75%以上	65.9%

(出所) 会社資料 (24/3期有価証券報告書) で当研究所作成

同社グループは「仕事が教育で教育が経営である」を経営理念とし、経営戦略の中でも、特に「人づくり」を重点課題の一つとして位置付けている。

創業当初より、「仕事に対する使命感や意欲、豊富な専門知識が不可欠」という考えのもと社員教育に徹してきた。これは、提供するサービスが衛生管理や廃棄物リサイクル、エネルギーといった目に見えないものであり、従事する従業員の質がサービスの質に直結するとの考えに基づいている。

新規学卒の新入社員には、それぞれメンター(支援者)を付帯。実務教育係ではなく、メンティー (新入社員) の心情や悩みなどに対応している。コミュニケーション促進のため、定期的なサポート面談を実施し、従業員との交流を促進する仕組みを整えている。

社内におけるダイバーシティも推進。本来ダイバーシティは、デモグラフィ型 (性別・国籍・年齢等) ・タスク型 (能力・経験等) ・オピニオン型 (意見) が三位一体であるのが本質だが、一般的には、デモグラフィ型が先行しがちな側面がある。同社グループは、目に見えない性質のタスク型、垣根を越えて意見を交わすことを推進するオピニオン型も掛け合わせ、相乗効果を図りながら、ダイバーシティを推進する方針。

労働安全衛生

同社グループでは、従業員の安全と心身の健康は事業発展の礎であるという考えのもと、安全衛生への取り組みを企業活動の最も重要な基盤の一つと捉えている。安全で快適な職場環境の形成に努めるほか、災害、事故の未然防止に向けて積極的に取り組んでいる。

安全活動の充実、労働災害の防止および安全管理の向上を目的とした「安全管理規程」を定めている。この規程に則り、各事業本部長および管理本部長を管理責任者とする代表取締役直轄の安全管理体制を確立し、業務運営に則した安全対策が実施できるよう継続的に改善を行っている。



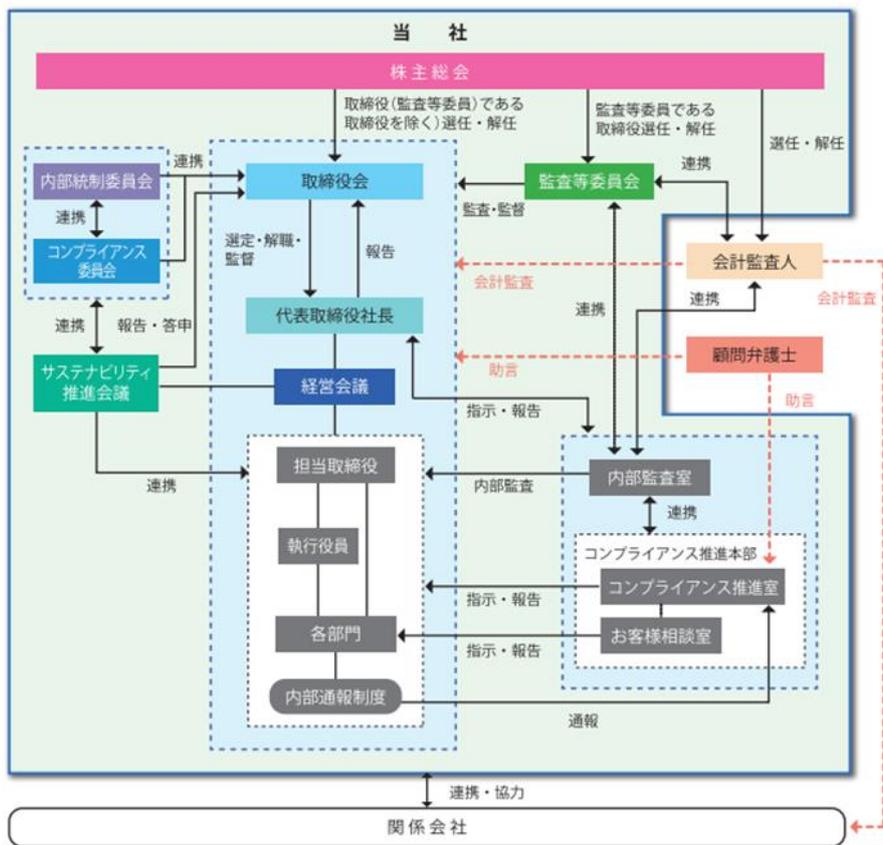


ガバナンス

同社グループでは、コーポレートガバナンスは、企業倫理に基づく社会的責任をもった経営のあり方を問われている重大な問題であるという認識のもと、企業価値の最大化、ならびに株主重視の経営を行うべく、意思決定の効率化、経営の監督機能、経営の公正性および透明性、コンプライアンス遵守などが十分機能する体制の構築を図るとともに、長期的な視点に基づいたコーポレート体制を構築。

同社グループはさらなる企業価値向上に資するとの判断により、監査等委員会設置会社の形態を採用している。構成員の過半数を社外取締役とする監査等委員会を設置し、監査等委員である取締役、取締役会における議決権を付与することで、取締役会の監督機能を高め、コーポレートガバナンスの一層の強化と経営の公正性、および透明性の高度化を図る。また、取締役会が業務執行の決定を、広く取締役に委任できるようにすることで、業務執行と監督を分離し、意思決定の効率化を図る。23年7月1日付で「サステナビリティ推進会議」を設置した。

図表7-(2)-3. コーポレートガバナンス体制図



(出所) 会社資料 (24/3期統合報告書)





コンプライアンス遵守体制

同社グループは、サステナブルな社会の実現に寄与する事業活動を行っている立場から、コンプライアンスを健全な企業経営の根幹と位置付けている。組織全体にコンプライアンスの意識を浸透させるため、新入社員研修カリキュラムにコンプライアンスに関する講義を含むほか、各事業の事業内容に関連する法令よりも厳しい基準となる「自主行動基準」を定め、その遵守に努めている。

同社グループでは業務運営の適正化を目的として、代表取締役社長を委員長、コンプライアンス推進本部長を副委員長、各事業主管部長およびその他選任委員を構成メンバーとする「コンプライアンス委員会」を設置している。07/3期以降、77回開催（24/3期末時点）。また、当該委員会は必要に応じて取締役会や内部統制委員会と連携を図っている。





8. 大株主の状況、リスク等

(1) 大株主の状況

過去5期間の大株主の状況は以下の通り

図表8-(1)-1. 過去4期間および直近上期末の大株主推移

順位	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期上期	
	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	大株主名	所有株式数(千株) 所有割合(%)
1	バイオン	バイオン	バイオン	バイオン	バイオン	8,716 18.23
2	宗政寛	宗政寛	宗政寛	宗政寛	宗政寛	6,454 13.50
3	一般社団法人サニックス共済会	光通信	光通信	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	光通信	3,582 7.49
4	光通信	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	光通信	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	3,399 7.11
5	日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	一般社団法人サニックス共済会	一般社団法人サニックス共済会	一般社団法人サニックス共済会	UH Partners2	3,281 6.86
6	SBI証券	社員持株会	社員持株会	UH Partners2	一般社団法人サニックス共済会	1,700 3.55
7	社員持株会	UH Partners2	SBI証券	社員持株会	社員持株会	1,238 2.59
8	西日本シティ銀行	西日本シティ銀行	UH Partners2	SBI証券	イフティグループ	1,008 2.10
9	KOREA SECURITIES DEPOSITORY-EBEST	KOREA SECURITIES DEPOSITORY-EBEST	MSIP CLIENT SECURITIES	日本カストディ銀行(信託口)	SBI証券	882 1.84
10	日本カストディ銀行(信託口5)	宗政酒造	西日本シティ銀行	西日本シティ銀行	西日本シティ銀行	536 1.12

(出所) 会社資料(有価証券報告書)で当研究所作成

(2) トップマネジメント

代表取締役社長の宗政寛氏(1975年7月生)は、2003年1月、サニックス入社。07年6月、同社取締役役員室付特命担当。10年8月、宗政酒造代表取締役社長。13年6月、サニックス取締役副社長執行役員。17年1月、同社代表取締役社長(現任)。サニックスエナジー代表取締役会長。サニックスエンジニアリング代表取締役社長。バイオン代表取締役社長(現任)。17年2月、一般財団法人サニックススポーツ振興財団代表理事(現任)。17年9月、宗政酒造代表取締役会長(現任)。20年4月、サニックスエナジー代表取締役会長(現任)。22年6月、(公財)金子財団理事(現任)。

取締役副社長執行役員の稲田剛士氏(1979年3月生)は、1998年8月、サニックス入社。2009年4月、同社HS事業本部関西地区本部部長。13年6月、同社常務執行役員HS事業本部関西地区本部部長。14年4月、同社常務執行役員西日本SE事業本部関西地区本部部長兼HS事業本部関西地区本部部長。15年4月、同社常務執行役員東日本SE事業本部北関東地区本部部長。16年12月、同社常務執行役員東日本SE事業本部副本部長。17年4月、同社常務執行役員SE・HS・ES事業統括本部部長。17年6月、同社取締役常務執行役員SE・HS・ES事業統括本部部長。23年6月、同社取締役副社長執行役員SE・HS・ES事業統括本部部長。24年4月、同社取締役副社長執行役員SE・HS・ES事業統括本





部長兼住環境事業会社設立準備室長（現任）。

（3） 事業等のリスク

同社グループの業績等に影響を及ぼす可能性がある主なリスクは以下の通り（24/3 期有価証券報告書より）。同社グループは、これらのリスク発生の可能性を認識した上で、発生の回避および発生した場合の影響を極小化するための対応に努める方針。なお、文中における将来に関する事項は、24/3 期末現在において入手し得る情報に基づき同社グループが判断したものである。

（1） 社会・制度の変化に関するリスク

同社グループの事業は、各事業に該当する制度変更を含めた国の政策の見直しや市場環境の変化について、常に注意を払い情報収集を行っているが、同社グループを取り巻く事業環境が大きく変化した場合、同社グループの業績および財政状態は影響を受ける可能性がある。

（2） 為替相場の変動

同社グループにおける太陽光発電事業は、原価に占める割合が大きな太陽電池モジュールや架台等の主要部材を価格優位性がある海外メーカーから調達しているため、仕入れにおいて為替による影響を受ける。リスクを避けるため円建ての取引を増加させているが、為替相場が大きく変動する場合、同社グループの業績や財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

（3） 自然災害

同社グループの工場や本社・支店等を含む地域で大規模な地震や台風等による自然災害など、予期しえない原因により災害が発生した場合、状況によっては長期間に亘り事業活動が困難となり、同社グループの業績や財務状況に影響を及ぼす可能性がある。同社は、様々な状態を想定したBCP（事業継続計画）を策定し周知することで、被害を最小限に留めながら事業の継続あるいは早期復旧を図ることにしている。

（4） 法的規制

同社グループの事業は、「建設業法」「特定商取引法」「廃棄物の処理および清掃に関する法律およびその関係法令」「電気事業法」等の法規制に則って許認可事業を行っている。また、労働、環境その他関連する各種法令に則り事業活動を行っている。よって、これら法規制に抵触等があった場合、他の許認可事業に影響が波及し、同社グループ全体の業績や財務状況に影響を及ぼす可能性がある。そのため、同社ではコンプライアンス教育を徹底しており、定期的に社内協議会の開催や関連情報の発信を行い、啓発を続けている。特に、「特定





商取引法」関連については、営業エリアの各消費生活センターへ定期的に訪問し、最新の消費者動向について情報収集を行い、事業活動に活かしている。

なお、許認可事業の法規制に抵触した場合のリスクを分散するため、25年4月（予定）に持株会社体制へ移行し、事業会社ごとに許認可を取得することで、他事業への影響が限定的となるようにしていく。

(5) 資源循環型発電所の操業停止

同社グループにおける環境資源開発事業は、廃プラスチックを選別加工し再生燃料として苫小牧発電所において使用している。しかしながら、発電設備等の重大なトラブルにより操業が長期間停止した場合には、同社グループの業績や財務状況に影響を及ぼす可能性がある。そのため、苫小牧発電所では、設備更新等によるメンテナンスにより安定操業に努めることにしている。

(6) 個人情報保護について

同社グループは、事業の特性上、顧客情報等の個人情報を取り扱っており、個人情報保護には配慮し事業活動を行っている。定期的に社員に対し情報セキュリティ知識に関するチェックを行い、合格者のみが情報端末を使用できるようにしている。万一個人情報の漏洩等があれば、信用を大きく毀損することとなり、同社グループの業績や財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

(7) 減損会計について

同社グループでは、現時点において必要な減損等の処理は実施しているが、将来、保有資産の時価の下落や将来キャッシュ・フローの状況等により、固定資産の減損を計上した場合、同社グループの業績や財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

(8) 感染症拡大に関するリスク

同社グループでは、新型コロナウイルス感染症については、23年5月8日より「5類感染症」に位置付けられたことを受け、状況に応じた感染対策を講じる方針に変更している。しかしながら、新たな感染拡大の発生により、十分に営業活動が行えない状況や、企業の設備投資意欲の減退、国内の産業活動の減退などの影響が長期化した場合には、同社グループの業績や財務状況に影響を及ぼす可能性がある。





9. 財務関連データおよび指標

業績データおよび指標データ。同社の会計基準の変更や収益認識基準の影響額の調整などは行っていない

(1) 損益計算書（通期）、付随資料

図表9-(1)-1. 損益計算書(通期)

単位：百万円

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期 計画
売上高	95,629	61,916	50,955	49,993	50,719	52,531	49,416	50,936	46,277	47,167	46,246
(前期比)	14%	-35%	-18%	-2%	1%	4%	-6%	3%	-9%	2%	-2%
売上原価	76,721	48,133	36,812	35,948	35,889	34,974	32,263	38,842	30,068	29,064	
(前期比)	22%	-37%	-24%	-2%	-0%	-3%	-8%	20%	-23%	-3%	
(売上原価率)	80%	78%	72%	72%	71%	67%	65%	76%	65%	62%	
売上総利益	18,907	13,783	14,142	14,044	14,830	17,556	17,153	12,093	16,208	18,102	
(前期比)	-12%	-27%	3%	-1%	6%	18%	-2%	-29%	34%	12%	
(売上総利益率)	20%	22%	28%	28%	29%	33%	35%	24%	35%	38%	
販管費	22,049	16,013	13,106	12,798	13,605	14,765	14,827	14,711	14,423	14,358	
(前期比)	30%	-27%	-18%	-2%	6%	9%	0%	-1%	-2%	-0%	
(販管費率)	23%	26%	26%	26%	27%	28%	30%	29%	31%	30%	
営業利益	-3,142	-2,229	1,036	1,246	1,224	2,791	2,325	-2,618	1,785	3,744	1,715
(前期比)	-	-	-	20%	-2%	128%	-17%	-	-	110%	-54%
(営業利益率)	-3%	-4%	2%	2%	2%	5%	5%	-5%	4%	8%	4%
EBITDA	-2,255	-1,311	1,704	1,955	2,032	3,705	3,422	-1,109	3,674	5,398	
(前期比)	-145%	-42%	-230%	15%	4%	82%	-8%	-132%	-431%	47%	
(EBITDAマージン)	-2%	-2%	3%	4%	4%	7%	7%	-2%	8%	11%	
ネット金融収支	-163	-155	-217	-195	-203	-189	-191	-237	-283	-239	
為替差損益	-272	230	-7	-4	0	0	0	0	0	0	
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
経常利益	-3,439	-1,949	907	1,019	1,182	2,592	2,091	-2,900	1,552	3,466	1,440
(前期比)	-	-	-	12%	16%	119%	-19%	-	-	123%	-58%
(経常利益率)	-4%	-3%	2%	2%	2%	5%	4%	-6%	3%	7%	3%
税引前利益	-3,710	-4,293	729	1,019	710	2,592	2,091	-3,127	1,552	3,446	
(税負担率)	-34%	-7%	43%	-16%	67%	29%	6%	-10%	14%	22%	
親会社株主利益	-4,966	-4,604	416	1,180	240	1,850	1,965	-3,449	1,332	2,697	1,093
(前期比)	-	-	-	184%	-80%	671%	6%	-	-	102%	-59%
(純利益率)	-5%	-7%	1%	2%	0%	4%	4%	-7%	3%	6%	2%
EPS(円)	-104.0	-96.3	8.7	24.7	5.0	38.7	41.1	-72.2	27.9	56.4	
配当性向	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
BPS(円)	152.7	54.3	58.9	84.5	87.1	126.2	168.8	98.5	126.5	186.0	
設備投資額	1,825	455	599	594	1,080	2,742	3,083	2,776	1,566	2,743	
減価償却費	887	918	668	709	808	914	1,097	1,509	1,889	1,654	
研究開発費	795	1,000	866	293	270	326	303	316	320	241	
従業員数(人)	3,625	2,331	1,830	1,788	1,911	2,008	2,027	2,054	2,054	2,049	

(注)EBITDA=営業利益+減価償却費。税負担率=(法人税等+調整額)÷税引前利益

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(2) 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

図表9-(2)-1. 貸借対照表、キャッシュフロー計算書

単位：百万円

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
流動資産	31,569	16,930	17,522	15,759	16,613	16,277	14,633	14,551	13,683	16,211
現預金	7,026	3,038	5,578	5,482	5,238	5,919	5,256	3,914	4,504	6,397
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
売上債権	14,800	6,693	6,017	5,485	6,009	5,452	5,228	6,593	4,827	5,435
棚卸資産	10,285	7,164	5,458	4,517	4,687	3,743	3,009	2,744	3,198	3,180
固定資産	17,551	14,317	14,122	14,178	14,395	16,237	18,306	20,401	19,902	20,753
有形固定資産	15,099	12,417	12,278	11,926	12,057	13,739	15,322	16,382	16,100	17,232
無形固定資産	545	440	325	214	262	450	773	701	595	484
のれん	401	289	177	65	0	0	0	0	0	0
投資その他の資産	1,906	1,458	1,518	2,037	2,074	2,047	2,210	3,318	3,206	3,036
資産合計	49,120	31,248	31,645	29,938	31,009	32,514	32,940	34,953	33,586	36,965
流動負債	35,560	24,642	25,586	23,003	23,529	21,576	16,861	21,718	16,382	18,010
買入債務	18,537	7,227	6,365	5,079	4,187	3,715	4,037	3,798	3,245	2,454
短期借入金・社債	7,436	11,024	13,504	11,825	12,440	10,453	6,860	10,737	5,034	5,679
固定負債	6,229	3,976	3,212	2,857	3,285	4,881	7,981	8,503	11,135	10,042
長期借入金・社債	3,055	1,077	484	325	210	762	2,917	2,997	5,972	4,807
負債合計	41,789	28,618	28,799	25,861	26,815	26,458	24,842	30,221	27,518	28,053
自己資本	7,302	2,598	2,813	4,041	4,162	6,030	8,072	4,710	6,048	8,894
非支配株主持ち分	29	31	32	35	31	26	25	22	20	18
純資産	7,331	2,629	2,845	4,076	4,193	6,056	8,097	4,732	6,068	8,912
運転資本	6,548	6,630	5,110	4,923	6,509	5,480	4,200	5,539	4,780	6,161
投下資本(運用ベース)	22,192	19,487	17,713	17,063	18,828	19,669	20,295	22,622	21,475	23,877
投下資本(調達ベース)	17,793	14,699	16,801	16,191	16,812	17,245	17,849	18,444	17,054	19,380
ネット投下資本(調達ベース)	21,258	23,762	25,211	22,859	24,224	22,541	22,370	28,264	23,556	23,469
ネットキャッシュ(-はネットデット)	-3,465	-9,063	-8,410	-6,668	-7,412	-5,296	-4,521	-9,820	-6,502	-4,089
1. 営業キャッシュフロー	-1,794	-5,403	1,668	2,184	-25	4,080	2,756	-3,067	5,034	4,821
売上債権の増減額	7,405	8,107	675	532	-525	557	225	-1,332	1,766	-608
棚卸資産の増減額	-4,091	3,108	1,704	947	-173	930	752	301	-452	33
仕入債務の増減額	-1,922	-11,074	-804	-1,308	-877	-417	251	-390	-558	-804
2. 投資キャッシュフロー	-1,181	1,062	-409	171	-947	-2,154	-2,564	-2,937	-1,056	-1,800
固定資産の取得	-1,397	-792	-610	-372	-577	-2,192	-2,718	-2,634	-1,135	-2,226
有形・無形固定資産の取得	-1,286	-772	-479	-351	-577	-2,192	-2,718	-2,634	-1,135	-2,226
投資その他の資産の取得	-111	-20	-131	-21	0	0	0	0	0	0
3. フリーキャッシュフロー(1+2)	-2,975	-4,341	1,259	2,355	-972	1,926	192	-6,004	3,978	3,021
4. 財務キャッシュフロー	647	1,288	1,437	-2,156	392	-1,110	-743	4,447	-3,307	-678
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自己株取得	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
有利子負債の増減額	578	1,353	1,630	-2,099	314	-1,670	-1,776	3,481	-3,232	-1,059
現預金の増減額	-2,315	-3,111	2,656	207	-585	761	-498	-1,517	673	2,352
現預金の期末残高	5,329	2,218	4,875	5,083	4,497	5,259	4,760	3,243	3,916	6,269

(注)ネットキャッシュ=手元流動性-有利子負債

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(3) 財務分析

図表9-(3)-1. 財務分析

単位：百万円(表記なし項目)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
<ROEの3分解式>										
純利益率	-5.2%	-7.4%	0.8%	2.4%	0.5%	3.5%	4.0%	-6.8%	2.9%	5.7%
総資産回転率(回)	1.8	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
財務レバレッジ(倍)	5.5	8.1	11.6	9.0	7.4	6.2	4.6	5.3	6.4	4.7
<資産収益性>										
ROE	-52.0%	-93.0%	15.4%	34.4%	5.9%	36.3%	27.9%	-54.0%	24.8%	36.1%
ROA	-6.6%	-4.9%	2.9%	3.3%	3.9%	8.2%	6.4%	-8.5%	4.5%	9.8%
税前ROIC(運用ベース)	-13.9%	-10.7%	5.6%	7.2%	6.8%	14.5%	11.6%	-12.2%	8.1%	16.5%
税前ROIC(調達ベース)	-16.0%	-13.7%	6.6%	7.6%	7.4%	16.4%	13.3%	-14.4%	10.1%	20.6%
税前ROIC(ネット調達ベース)	-14.5%	-9.9%	4.2%	5.2%	5.2%	11.9%	10.4%	-10.3%	6.9%	15.9%
<売上比>										
売上総利益率	19.8%	22.3%	27.8%	28.1%	29.2%	33.4%	34.7%	23.7%	35.0%	38.4%
販管費率	23.1%	25.9%	25.7%	25.6%	26.8%	28.1%	30.0%	28.9%	31.2%	30.4%
営業利益率	-3.3%	-3.6%	2.0%	2.5%	2.4%	5.3%	4.7%	-5.1%	3.9%	7.9%
EBITDAマージン	-2.4%	-2.1%	3.3%	3.9%	4.0%	7.1%	6.9%	-2.2%	7.9%	11.4%
経常利益率	-3.9%	-6.9%	1.4%	2.0%	1.4%	4.9%	4.2%	-6.1%	3.4%	7.3%
純利益率	-5.2%	-7.4%	0.8%	2.4%	0.5%	3.5%	4.0%	-6.8%	2.9%	5.7%
<効率性>										
総資産回転期間(月)	6.6	7.8	7.4	7.4	7.2	7.3	7.9	8.0	8.9	9.0
売上債権回転期間(日)	70.6	63.4	45.5	42.0	41.4	39.8	39.4	42.4	45.0	39.7
棚卸資産回転期間(日)	39.1	66.2	62.6	50.6	46.8	44.0	38.2	27.0	36.1	40.0
買入債務回転期間(日)	91.9	97.7	67.4	58.1	47.1	41.2	43.9	36.8	42.7	35.8
CCC(日)	17.8	31.8	40.7	34.5	41.0	42.6	33.8	32.6	38.4	44.0
1人当たり売上高	27.7	20.8	24.5	27.6	27.4	26.8	24.5	25.0	22.5	23.0
1人当たり営業利益	-0.9	-0.7	0.5	0.7	0.7	1.4	1.2	-1.3	0.9	1.8
<財務安全性>										
手元流動性比率(月)	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.4	1.1	1.1	1.4
自己資本比率	14.9%	8.3%	8.9%	13.5%	13.4%	18.5%	24.5%	13.5%	18.0%	24.1%
流動比率	88.8%	68.7%	68.5%	68.5%	70.6%	75.4%	86.8%	67.0%	83.5%	90.0%
インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍)	-13.7	-9.6	4.5	6.0	5.7	13.5	11.3	-10.4	6.0	14.9
<成長性>										
前期比										
売上高	13.5%	-35.3%	-17.7%	-1.9%	1.5%	3.6%	-5.9%	3.1%	-9.1%	1.9%
営業利益	-	-	-	20.3%	-1.8%	128.0%	-16.7%	-	-	109.7%
親会社株主利益	-	-	-	183.7%	-79.7%	670.8%	6.2%	-	-	102.5%
投下資本(運用ベース)	-3.5%	-12.2%	-9.1%	-3.7%	10.3%	4.5%	3.2%	11.5%	-5.1%	11.2%
自己資本	-38.1%	-64.4%	8.3%	43.7%	3.0%	44.9%	33.9%	-41.7%	28.4%	47.1%
総資産	-11.2%	-36.4%	1.3%	-5.4%	3.6%	4.9%	1.3%	6.1%	-3.9%	10.1%

(注1)資産収益性、効率性で使用のBS項目、従業員数は期首・期末平均

(注2)ROAは経常利益ベース。EBITDA=営業利益+減価償却費

(注3)売上債権回転期間は売上高ベース。棚卸資産回転期間、買入債務回転期間は売上原価ベース

(注4)インタレスト・カバレッジ・レシオ=(営業利益+受取利息・配当金)÷支払利息・割引料

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





(4) 損益計算書 (四半期、半期)

図表9-(4)-1. 損益計算書(四半期)

単位：百万円

	23/3期		24/3期				25/3期		24/3期		25/3期	
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	上期	下期	上期	下期 計画
売上高	11,696	11,932	11,081	11,508	11,686	12,892	10,288	10,971	22,589	24,578	21,259	24,987
(前年同期比)	-12%	-18%	-2%	2%	-0%	8%	-7%	-5%	-0%	4%	-6%	2%
売上原価	7,827	7,660	7,323	6,717	7,235	7,789	6,762	6,735	14,040	15,024	13,497	
(前年同期比)	-23%	-44%	1%	-8%	-8%	2%	-8%	0%	-4%	-3%	-4%	
(売上原価率)	67%	64%	66%	58%	62%	60%	66%	61%	62%	61%	63%	
売上総利益	3,869	4,271	3,757	4,791	4,451	5,103	3,526	4,235	8,548	9,554	7,761	
(前年同期比)	24%	420%	-8%	20%	15%	19%	-6%	-12%	6%	17%	-9%	
(売上総利益率)	33%	36%	34%	42%	38%	40%	34%	39%	38%	39%	37%	
販管費	3,503	3,598	3,603	3,464	3,512	3,779	3,642	3,469	7,067	7,291	7,111	
(前年同期比)	-1%	-1%	-4%	-3%	0%	5%	1%	0%	-3%	3%	1%	
(販管費率)	30%	30%	33%	30%	30%	29%	35%	32%	31%	30%	33%	
営業利益	365	674	154	1,327	938	1,325	-116	766	1,481	2,263	650	1,065
(前年同期比)	-	-	-55%	228%	157%	97%	-	-42%	99%	118%	-56%	-53%
(営業利益率)	3%	6%	1%	12%	8%	10%	-1%	7%	7%	9%	3%	4%
ネット金融収支	-69	-68	-58	-62	-60	-59	-58	-68	-120	-119	-126	
為替差損益	0	0	-6	6	0	0	-37	37	0	0	0	
持分法投資損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
経常利益	324	617	73	1,270	899	1,224	-185	684	1,343	2,123	499	941
(前年同期比)	-	-	-73%	272%	177%	98%	-	-46%	120%	126%	-63%	-56%
(経常利益率)	3%	5%	1%	11%	8%	9%	-2%	6%	6%	9%	2%	4%
税前利益	324	617	73	1,270	899	1,204	-185	684	1,343	2,103	499	
親会社株主利益	207	683	63	1,063	680	891	-255	525	1,126	1,571	270	823
(前年同期比)	-	-	-64%	297%	229%	30%	-	-51%	155%	77%	-76%	-48%
(純利益率)	2%	6%	1%	9%	6%	7%	-	5%	5%	6%	1%	3%

(注)計画は直近。下期計画=通期計画-上期実績

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成





Appendix 1 ～株主総利回り分析の補足解説（ファイナンス理論）

（1） 株主総利回り（TSR）の分析について（ファイナンス理論）

本文の株主総利回り(TSR：Total Shareholder Return)の分析に関する補足解説を行う。この解説は、完全資本市場を仮定するファイナンス理論に基づいている。また、本分析においては以下の文献を参考にしている。山口勝業、「わが国産業の株式期待リターンサプライサイド推計」、証券アナリストジャーナル（2005.9）

また、図表 A1-1 には、仮想企業における配当、自己株取得による各種指標への影響シミュレーションを示している（PBR=2 倍、1 倍、0.5 倍のケース別）。

$$\text{株主総利回り (TSR)} = \text{配当インカム・リターン} + \text{キャピタル・リターン (株価変動リターン)}$$

株価変動によるキャピタル・リターンは、以下の (A) と (B) の 2 通りに分解できる。

$$(A) \text{ キャピタル・リターン} = \text{BPS 成長率} \times \text{PBR 変動率 (株価} = \text{BPS} \times \text{PBR)}$$

$$(B) \text{ キャピタル・リターン} = \text{EPS 成長率} \times \text{PER 変動率 (株価} = \text{EPS} \times \text{PER)}$$

ファイナンス理論に基づく、株価は配当によって配当分だけ下落する（配当落ち）。また、株価は自己株取得によって影響を受けない（株式価値に中立）。

配当は BPS、自己株取得は BPS と EPS に影響する。また、上記の株価変化の想定の下で、PBR、PER にも影響する。以下、影響度についてまとめてみる。

(A) 株価変動を BPS と PBR に分けるケース

$$(A) \text{ 株主総利回り (TSR)} = \text{配当インカム・リターン} + \text{(BPS 成長率} + \text{PBR 変動率)}$$

配当、自己株取得による株主総利回り (TSR)、その構成要素への影響について考える。

① 配当による影響

(a) 配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り（配当÷株価）である。

(b) BPS

- ・配当により BPS は減少する。減少率は、配当÷BPS（=DOE、株主資本配当率）である。
- ・配当利回りが DOE に比べて低い場合は（=PBR が 1 倍超）、(A) 式における「配当インカム・リターン+BPS 成長率」（ファンダメンタル・リターン）が低下する。その低下分だけ、理論値での PBR が上昇し、株主総利回り (TSR) は不変である。その逆の場合は（=PBR が 1 倍未満）、そのファンダメンタル・リターンが上昇し、PBR が低下し、株主総利回り (TSR) は不変となる。

(c) PBR

- ・PBR は株価÷BPS で、分母の BPS は上記 (b) のように減少する。





- ・また、分子である株価は市場で変動し、それによっても PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、株価は配当分だけ下落すると想定し（配当落ち）、その場合の PBR の変化である。計算は、以下の通り。
- ・PBR への影響は、分子である株価の配当による減少率（配当利回り）と分母である BPS の配当による減少率（=DOE）の差によって決まる。

$$\begin{aligned} \text{配当による PBR への影響} &= ((1 - \text{配当利回り}) \div (1 - \text{DOE})) - 1 \\ &\doteq - \text{配当利回り} + \text{DOE} \end{aligned}$$

- ・配当利回り < DOE（=PBR が 1 倍超）の場合、PBR が上昇し、配当利回り > DOE の場合（=PBR が 1 倍未満）、PBR が低下する。配当利回り = DOE の場合（=PBR が 1 倍）、PBR は不変である。
- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

トータル・リターンへの影響：	ゼロ
配当インカム・リターンへの影響：	+ 配当利回り
キャピタル・リターンへの影響：	- 配当利回り
（BPS の成長率への影響：	- DOE）
（PBR への影響（理論値）：	- 配当利回り+DOE）

- ・なお、後述するように、PBR の変化のうち、自己株取得による変化（理論値）も同様に算出する。そして、実際のデータからそれらの理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。

② 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

- ・配当利回りへの影響はない。

(b) BPS

- ・BPS への影響は、自己株取得株数の発行済株式数に対する比率（a）、PBR によって決まる。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による BPS への影響} &= ((1 - a \times \text{PBR}) \div (1 - a)) - 1 \\ &= (a \div (1 - a)) \times \underline{(1 - \text{PBR})} \end{aligned}$$

- ・下線部を見ると、BPS の増加／減少は、PBR=1 が分岐点となることが分かる。PBR > 1 であれば BPS が減少、PBR < 1 であれば増加、PBR = 1 であれば不変となる。





・また、a は 1 より十分に小さい場合が多いと考えられることから、

$$a \div (1 - a) \approx a$$

$$\text{自己株取得による BPS への影響} \approx a \times (1 - \text{PBR})$$

(c) PBR

- ・PBR は株価／BPS で算出され、分母の BPS は上記 (b) のように増加／減少する。
- ・一方、実際の市場では株価が変動し、PBR が変化する。この PBR の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PBR の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PBR の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PBR の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PBR の変化である。それは分母である BPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による PBR への影響} &= (1 \div (1 + \text{自己株取得による BPS への影響})) - 1 \\ &\approx - \text{自己株取得による BPS への影響} \\ &\approx a \times (\text{PBR} - 1) \end{aligned}$$

- ・PBR > 1 の場合、BPS が減少して PBR が上昇し、PBR < 1 の場合、BPS が増加して PBR が低下し、PBR = 1 の場合、BPS、PBR が共に不変となる。
- ・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り（TSR）への影響はゼロ（中立）である。

<まとめ>

配当インカム・リターンへの影響：なし

キャピタル・リターンへの影響：なし

$$(\text{BPS の成長率への影響}) : \approx a \times (1 - \text{PBR})$$

$$(\text{PBR への影響 (理論値)}) : \approx a \times (\text{PBR} - 1)$$

a：自己株取得株数の発行済株式数に対する比率

- ・PBR の影響については、配当、自己株取得による影響（理論値）を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。





(B) 株価変動を EPS と PER に分けるケース

$$(B) \text{ 株主総利回り (TSR)} = \text{配当インカム・リターン} + \frac{(\text{EPS 成長率} + \text{PER 変動率})}{\text{株価}}$$

配当、自己株取得による株主総利回り (TSR)、その構成要素への影響について考える。

① 配当による影響

(a) 配当利回り

- ・配当支払いによって配当インカム・リターンは上昇する。
- ・配当インカム・リターンは、配当利回り (配当 ÷ 株価) である。

(b) EPS

- ・EPS への影響はない。

(c) PER

- ・PER は株価 ÷ EPS で算出され、分母の EPS は変わらない。
- ・分子である株価は市場で変動し、それによって PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化 (理論値)」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PER の変化 (理論値) とは、株価は配当分だけ下落すると想定し (配当落ち)、その場合の PER の変化である。計算は、以下の通り。
- ・PER への影響は、「分子である株価の配当による減少率 (配当利回り)」で決まる。

$$\text{配当による PER への影響} = - \text{配当利回り}$$

- ・上記の理論値において、配当による株主総利回り (TSR) への影響はゼロ (中立) である。

<まとめ>

- 株主総利回り (TSR) への影響： なし
- 配当インカム・リターンへの影響： + 配当利回り
- キャピタル・リターンへの影響： - 配当利回り
- (EPS の成長率への影響： なし)
- (PER への影響 (理論値)： - 配当利回り)

- ・なお、後述するように、PER の変化のうち、自己株取得による変化 (理論値) も同様に算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。





② 自己株取得による影響

(a) 配当利回り

・配当利回りへの影響はない。

(b) EPS

・EPS への影響は、自己株取得の発行済株式数に対する比率 (a) によって決まる。

$$\begin{aligned} \text{EPS への影響} &= 1 \div (1-a) - 1 \\ &= a \div (1-a) \\ &\doteq a \text{ (} a \text{ が 1 よりも十分に小さい場合が多いと考えられるため)} \end{aligned}$$

(c) PER

- ・PER は株価 \div EPS で算出され、分母の EPS は上記 (b) のように増加する。
- ・一方、実際の市場では株価が変動し、PER が変化する。この PER の変化には、「株式市場での評価の変化」が含まれる。
- ・PER の変化のうち、「株式市場での評価の変化」をより厳密に捉えるために、「PER の変化に含まれるファイナンス理論に基づく変化（理論値）」と、「それ以外の変化」に分けることを試みる。「それ以外の変化」に「株式市場での評価の変化」が含まれると考える。
- ・ファイナンス理論に基づく PER の変化（理論値）とは、自己株取得によって株価は変わらないと想定し、その場合の PER の変化である。それは分母である EPS の変化率によって決まる。計算は、以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{自己株取得による PER への影響} &= (1 \div (1 - \text{自己株取得による EPS への影響率})) - 1 \\ \text{EPS への影響} &= 1 \div (1 - a) - 1, \text{ を代入すると} \\ &= 1 \div (1 \div (1 - a)) - 1 \\ &= -a \end{aligned}$$

・上記の理論値において、自社株買いによる株主総利回り (TSR) への影響はゼロ (中立) である。

<まとめ>

- 配当インカム・リターンへの影響：なし
- キャピタル・リターンへの影響：なし
- (EPS の成長率への影響： $\doteq a$)
- (PER への影響 (理論値)： $-a$)

・PER の影響については、配当、自己株取得による影響 (理論値) を算出する。実際のデータから理論値を除いた「それ以外の変化」に「株式市場による評価の変化」が含まれると考える。





図表A1-1. 仮想企業での配当、自己株取得による影響(ファイナンス理論)

自己株式取得・配 当支払の前後	項目・式(記号)・単位			ケース別：PBR		
				2倍	1倍	0.5倍
自己株取得・配 当 前	売上高	a	億円	2,000	2,000	2,000
	親会社株主利益	b	億円	100	100	100
	自己資本	c	億円	1,000	1,000	1,000
	ROE	d=b/c	%	10.0%	10.0%	10.0%
	株式数	e	億株	1	1	1
	EPS	f=b/e	円	100	100	100
	BPS	g=c/e	円	1,000	1,000	1,000
	株価	h	円	2,000	1,000	500
	時価総額	i=e*h	億円	2,000	1,000	500
	PER	j=h/f	倍	20.0	10.0	5.0
時価総額/親会社株主利益	k=i/b	倍	20.0	10.0	5.0	
自己株取得	PBR	l=h/g	倍	2.0	1.0	0.5
	時価総額/自己資本	m=i/c	倍	2.0	1.0	0.5
	自己株取得金額	n	億円	50	50	50
	% of 自己資本	n/c	%	5%	5%	5%
	% of 時価総額	n/i	%	3%	5%	10%
	自己株取得株数	o=n/h	億株	0.025	0.05	0.1
	% of total	o/e	%	3%	5%	10%
自己株取得後	時価総額	p=i-n	億円	1,950	950	450
	変化率	p/i-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株数	q=e-o	億株	0.98	0.95	0.9
	変化率	q/e-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%
	株価	r=p/q	円	2,000	1,000	500
	変化率	r/h-1	%	0.00%	0.00%	0.00%
	自己資本	s=c-n	億円	950	950	950
	変化率	s/c-1	%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	BPS	t=s/q	円	974	1,000	1,056
	変化率	t/g-1	%	-2.6%	0.0%	5.6%
	EPS	u=b/q	円	102.6	105.3	111.1
	変化率	u/f-1	%	2.6%	5.3%	11.1%
	ROE	v=b/s	%	10.5%	10.5%	10.5%
	変化率	v/d-1	%	5%	5%	5%
	PER	w=r/u	倍	19.5	9.5	4.5
変化率	w/j-1	%	-2.5%	-5.0%	-10.0%	
PBR	x=r/t	倍	2.05	1	0.47	
変化率	x/l-1	%	2.6%	0.0%	-5.3%	
配当支払	DPS	y	円	20	20	20
	配当総額	z=y*e	億円	20	20	20
	配当利回り	aa=y/h	%	1.0%	2.0%	4.0%
	DOE	ab=y/g	%	2.0%	2.0%	2.0%
配当支払後	株価	ac=h-y	円	1,980	980	480
	変化率	ac/h-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	時価総額	ad=i-z	億円	1,980	980	480
	変化率	ad/i-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%
	自己資本	ae=c-z	億円	980	980	980
	BPS	af=ae/e	円	980	980	980
	変化率	af/g-1	%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
	PBR	ag=ac/af	倍	2.02	1	0.49
	変化率	ag/l-1	%	1.0%	0.0%	-2.0%
	EPS	f	円	100	100	100
PER	ah=ac/f	倍	19.8	9.8	4.8	
変化率	ah/j-1	%	-1.0%	-2.0%	-4.0%	

(注)完全資本市場を仮定するファイナンス理論に基づくシミュレーション
(出所)当研究所作成





(2) 実際のマーケットにおける株主還元（配当、自己株取得）の考え方

ファイナンス理論（完全資本市場を仮定）では、配当、自己株取得ともに、事業価値を増やすものではなく、株主総利回り（TSR）への影響がない（株主にとって価値中立）。

企業価値・株主価値を増やすのは、WACCを上回るROICを期待できる事業である。

一方、実際の株式市場では、株主還元（配当、自己株取得）を投資家が評価する場合も多い。これは、情報の非対称性（投資家は経営者ほどには企業の内部状況を知らない）があるために、配当、自社株買いが株主総利回り（TSR）を高める可能性が考えられる。以下が、その考え方である。

(a) シグナリング理論

配当：経営者が先行きの企業業績に自信を持っていることのシグナル

自己株取得：経営者が現状の株価が割安と考えていることのシグナル

(b) フリーキャッシュフロー理論／エージェンシー理論

経営者は株主（プリンシパル）の代理人（エージェント）として株主価値を最大化する経営を求められている。しかし、情報の非対称性によって、投資家は経営者がそれから外れた経営をしても、完全には知ることができない。例えば、企業に余剰資金（フリーキャッシュフロー、FCF）があるとWACCより低い事業に投資をして、株主価値を毀損するかもしれない。この価値毀損がエージェンシーコストである。

配当や自社株買いによってFCFが株主へ還元されれば、余剰資金が減少して経営者の裁量が制限され、エージェンシーコストが下がり、株主価値が高まる。

この考えに基づくと、潤沢な余剰資金（持ち合い株を含む）を持つ企業で、投資機会（WACCを上回るROICを期待できる事業）が少ない場合、株主還元を増やすことでエージェンシーコストを下げ、株主価値を高めることができる。

言い換えれば、こうしたネットキャッシュ企業では、エージェンシーコストが高く（経営者の裁量が大きく）、保有するキャッシュの市場価値が簿価より低く評価されている。そのキャッシュが株主還元に使われることで簿価と同水準の価値が実現し、株主価値が高まると言える（毀損されていた価値の回復）。

一方、余剰資金が多い企業、成熟期にある企業でも、経営者が株主価値を最大化するために有効活用することを期待されれば、エージェンシーコストは高くない。「株主還元だけを増やせば良い」というわけではなく、将来の投資計画を含めて、キャッシュフローの用途について投資家へ説明することで、情報の非対称性を縮小し、エージェンシーコストを下げ、株主価値を高めることができる。

また、株式市場が株主還元を評価するとすれば、それが経営者の意識変化を示し、株主価値増大の主要役である事業価値向上への対応を期待していると考えられる。このため、会社は株主還元策だけでなく、事業資産の価値向上策を含めた方針を示すことが大事であろう。





Appendix 2 ～株主資本コストの見方

(1) 株主資本コストとは

株主資本コストとは、企業が事業を行うために調達した資本に係るコストのうち、株主より出資を受けて調達した資本に対するコストを指す。投資家の観点からみると、投資家が要求をする最低限の要求収益率と定義することもできる。つまり、株主の期待収益率と考えられる。東京証券取引所が上場企業に要請する「資本コストや株価を意識した経営」でも重要視されており、企業・投資家ともに重要視していかねばならない指標の 1 つと言えよう。算出法は複数あり、各々の算出値には、ばらつきがある。ただ、株主資本利益率（ROE）が株主資本コストを上回れば、企業価値が向上するというのがほぼ一致している概念だ。

(2) QUICK 株主資本コストの算出法

株主資本コストの算出法としては、比較的算出が簡便な方法として CAPM（Capital Asset Pricing Model）を用いた手法が挙げられる。リスクフリー・レート（一般的に 10 年物国債利回り）+ ベータ（個別資産の市場全体に対する感応度）×マーケットリスクプレミアム（投資家が資金を安全資産から、リスク資産に向ける際に要求する超過収益率）で示されるのが一般的だ。

さらに、ここでは QUICK 株主資本コストを紹介する。QUICK 株主資本コストは QUICK が株価との関連性を高め、精緻な結果を追求したモデルである。CAPM による手法よりも優れた分析というよりも、多面的な分析が可能な手法と言えるだろう。以下の手順で算出した 4 つの指標より構成される。

- (a) QUICK 株主資本コスト（ファクター）→ (b) で得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (b) で求めたインプライド株主資本コストから長期リスクフリー・レートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリー・レートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター）とする。
- (b) QUICK 株主資本コスト（個別）→ 株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価をよりよく説明する割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。過去 36 か月の市場株価と、各月末時点で入手可能であった業績予想値を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。
- (c) QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）→ (d) から得られたインプライド株主資本コストをファクター感応度に回帰した推定値。マルチファクターモデル（QUICK4 ファクターモデル：Mkt・SMB・HML・DMS）から各ファクターの回帰係数を算出。次に、個別銘柄のファクター感応度を説明変数とし、個別銘柄の株式リスクプレミアムを被説明変数とするクロスセクションの回帰式での係数推定を行う。説明変数は、マルチファクターモデルから得られた各ファクターの回帰係数。被説明変数は (d) で求めたイン

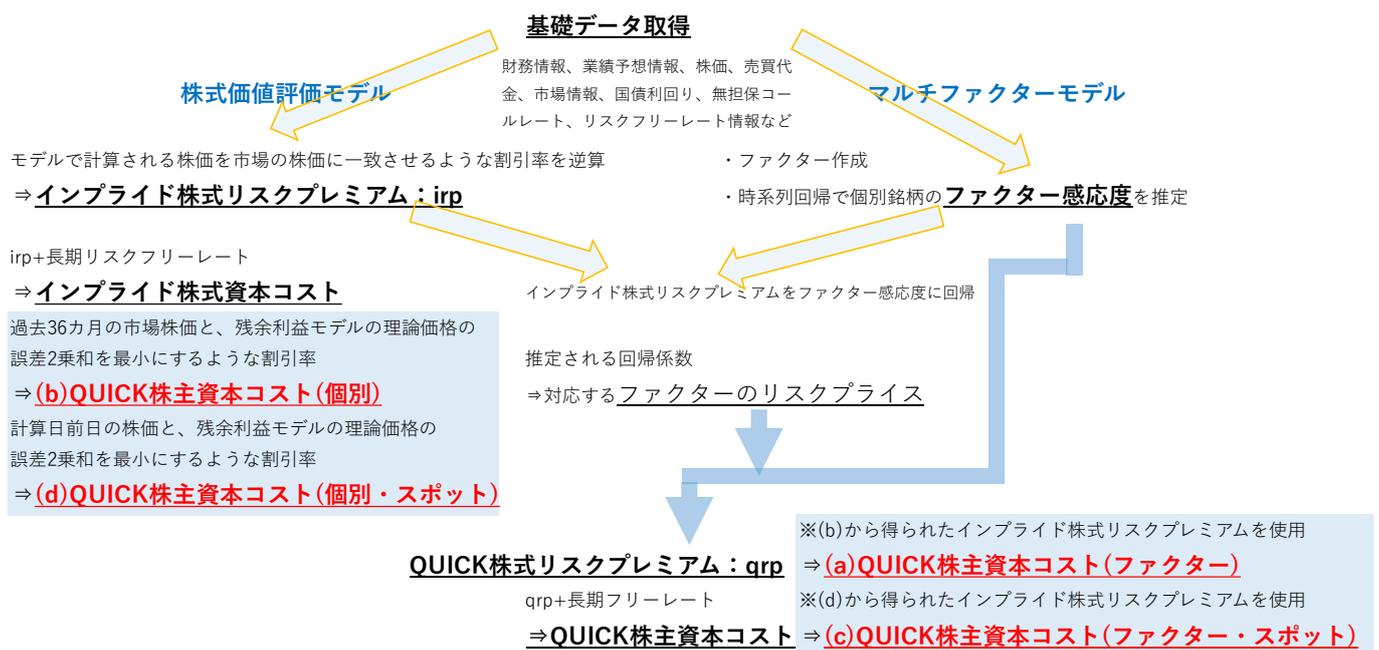




プライド株主資本コストから長期リスクフリー・レートを差し引いたもの。前述のファクターモデルで計算される値に長期リスクフリー・レートを足したものを QUICK 株主資本コスト（ファクター・スポット）とする。

- (d) QUICK 株主資本コスト（個別・スポット）→株式評価モデル（残余利益モデル）によって算出した株価について、市場の株価と一致するような割引率を逆算した、インプライド株主資本コストの推定値。計算日前日の株価と、計算日までに入手可能な業績予想を用いて算出する残余利益モデルの理論価格を一致させる（誤差 2 乗和を最小にする）割引率。なお、この手順を図式化したものが図表 A2-1 である。

図表A2-1. QUICK株主資本コストの算出の流れ

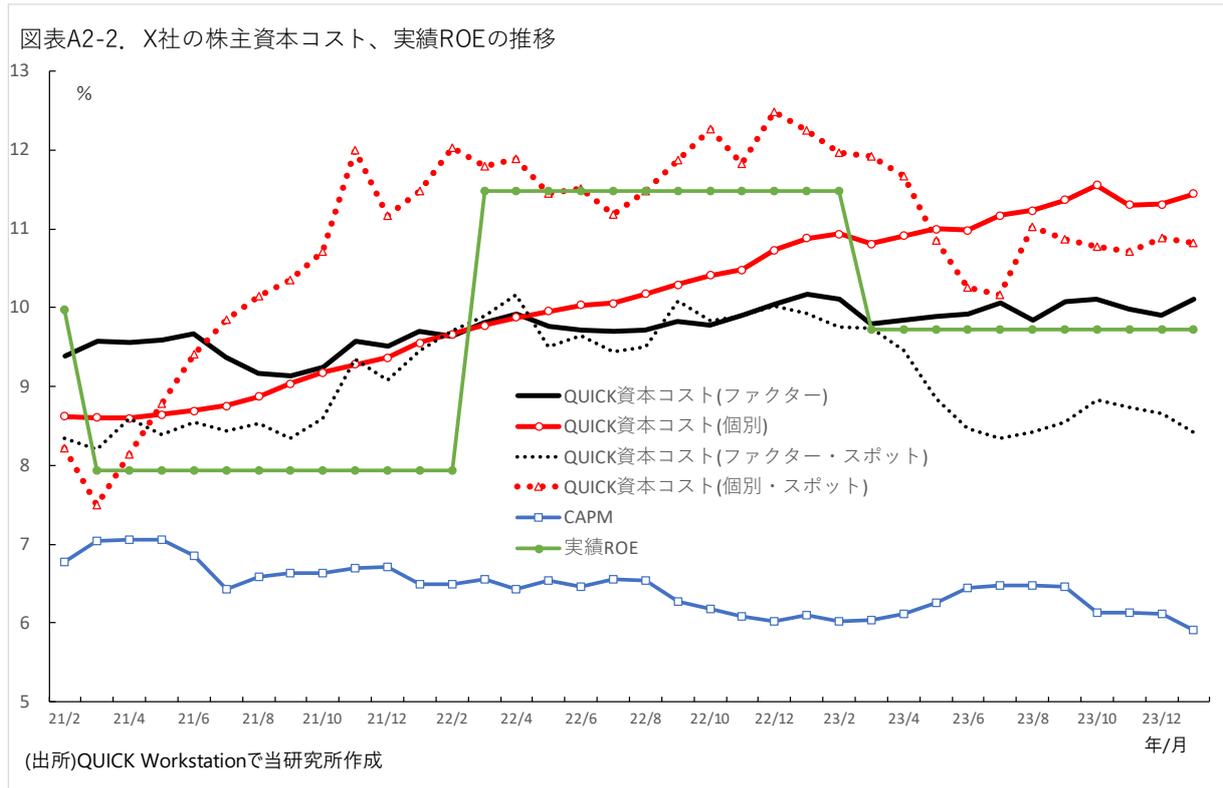


(出所)QUICK資料で当研究所作成

(3) 具体的な活用方法

(2) による算出法に従い、対象企業を X 社として作成したのが、図表 A2-2。株主資本コストは自己資本利益率（ROE）と比較するのが一般的であり、参考として CAPM も加えてみた。時系列でどのように推移したかが分かるようになっている。





さらに QUICK 株主資本コストは、多様な見方ができる。図表 A2-3 をみていただきたい。4 つの QUICK 株主資本コストは期間（中長期、直近）と要因（市場全体、個別銘柄）に分けることができ、多様な見方の分析が可能となる。

図表A2-3. 要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	(a)ファクター	(c)ファクター・スポット
個別銘柄	(b)個別	(d)個別・スポット

(出所)QUICK資料で当研究所作成

実際の事例として X 社のデータを入力したのが図表 A2-4。これをみると、株主資本コストは市場全体および個別銘柄要因が中長期および直近でみて、どのように動くかが分かる。つまり、市場全体と個別銘柄の要因を比べることが可能だ。

図表A2-4. X社の要因・期間別のQUICK資本コスト

要因 \ 期間	中長期	直近
	過去36カ月の市場価値	計算日前日の市場価値
市場全体	10.10%	8.42%
個別銘柄	11.45%	10.82%

(出所)QUICK資料で当研究所作成

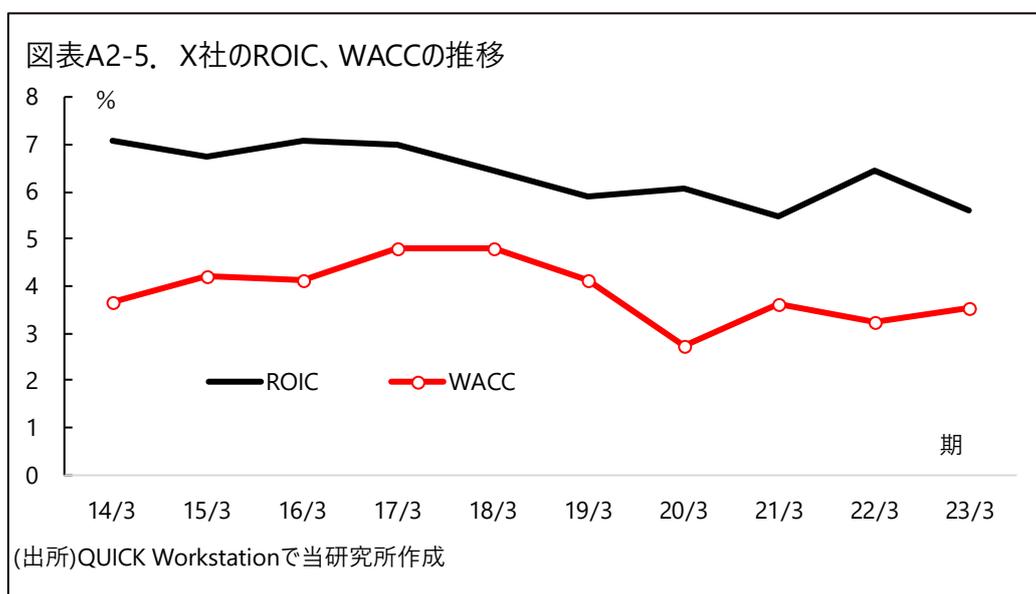




(1) で ROE と株主資本コストを比較することが一般的としたが、本レポートでは ROE に加え、投下資本利益率 (ROIC) と WACC (Weighted Average Cost of Capital) の比較も行なってみた (図表 A2-5)。ROIC は $(1 - \text{実効税率}) \times (\text{営業利益}) \div (\text{株主資本} + \text{有利子負債})$ で計算。WACC は企業全体の資本コストを算出する際に用いられるもので、株主資本コスト (CAPM による算出) と負債コストの加重平均で計算した。

ROIC は、企業が投資者から集めた資金を用いて取得した投下資本から得られるリターンの割合。ROIC が WACC を上回る場合、企業価値は投下資本を上回る。逆に ROIC が WACC を下回る場合は、企業価値は投下資本を下回り、投資者から調達した資金の価値を毀損していることになる。

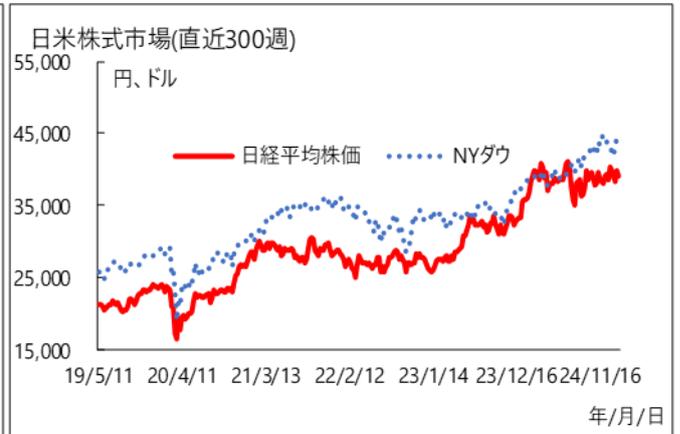
ここで、QUICK 株主資本コスト、ROE、ROIC による分析で分かることを整理すると、企業価値向上のために、資本コストは十分に引き下げられているかが、市場要因および個別銘柄要因でみることができる。また、ROIC の分析を加えることで、株主資本コストの観点から調達による運用資産の効率性が十分かなどが検証できる。





Appendix 3 ～為替・金利・経済・産業・株式市場の動向

○日米の株式市場の推移



○日米の長期金利の動向



○円/ドル相場と日米金利差

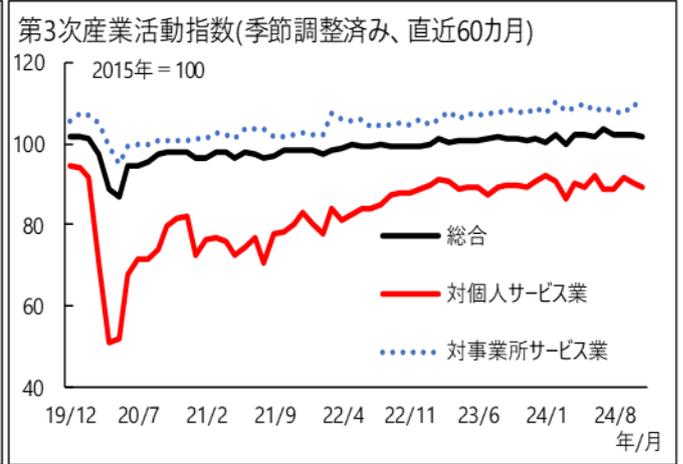


※上記の図表に関し、直近300カ月の計測期間は00年2月～25年1月、直近300週の計測期間は19年5月11日～25年1月28日
 ※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成

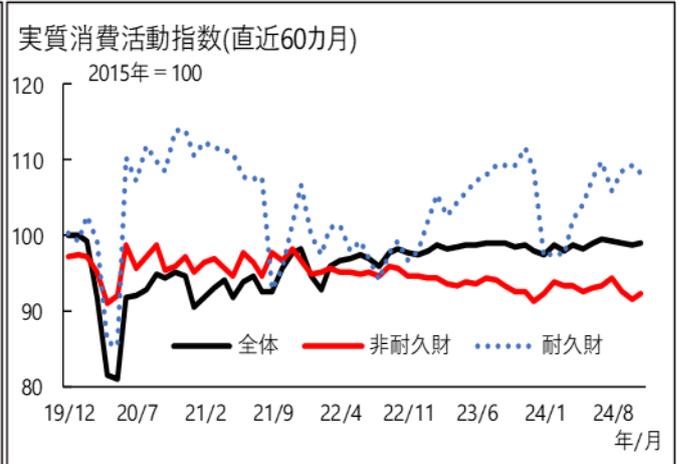
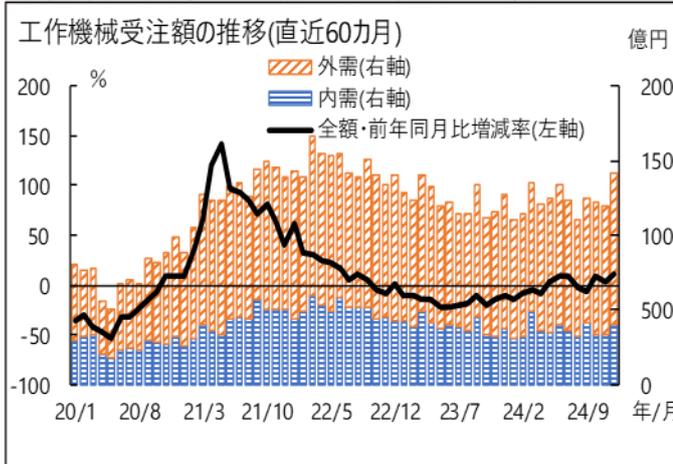




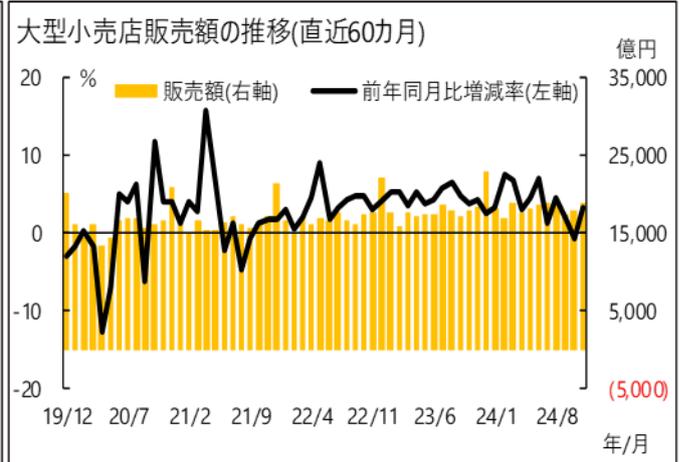
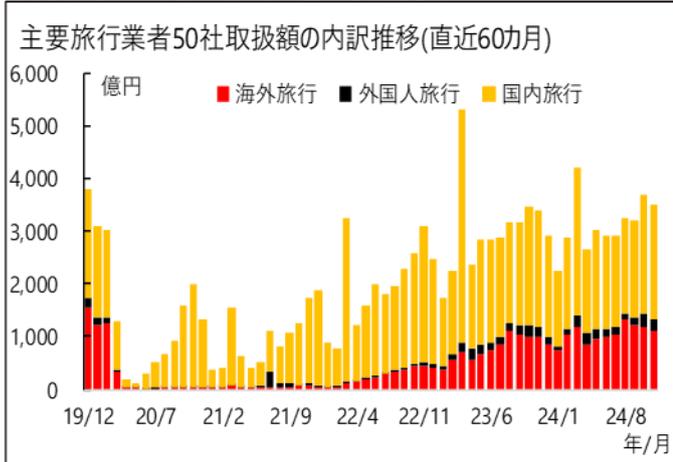
○製造業と非製造業の代表的指数の推移



○設備投資の先行指標である工作機械受注と、消費活動の推移



○主要旅行業者50社の取扱額、大型小売店販売額

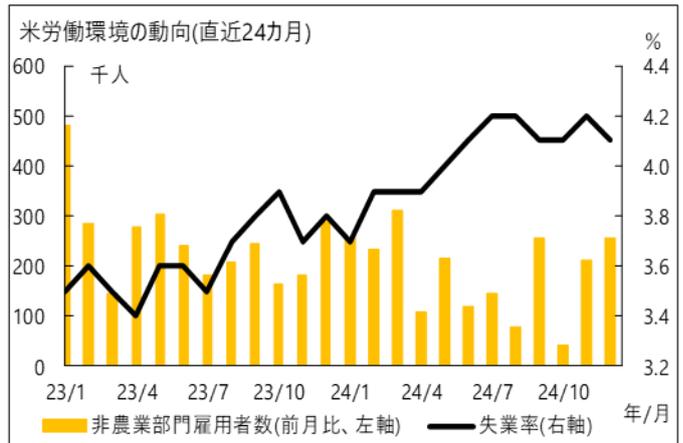
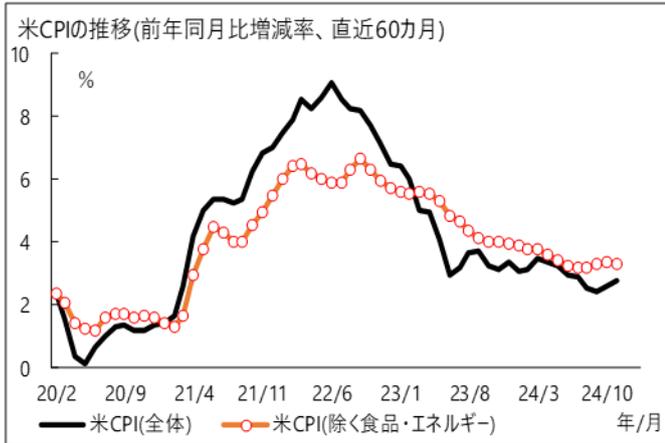


※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成



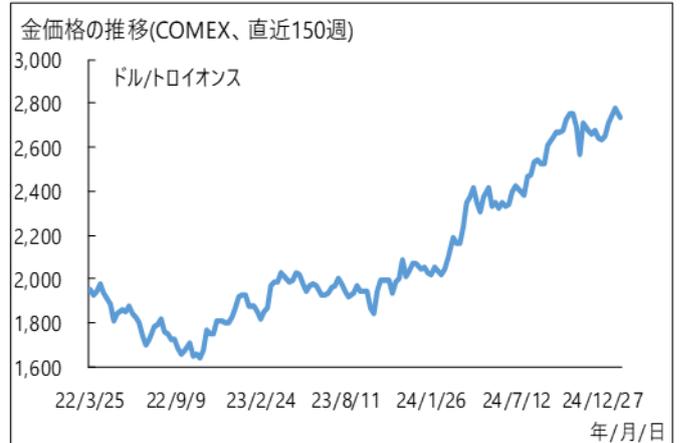


○米国の物価と労働環境



○主な商品の価格動向

エネルギーの代表商品である原油、金融商品と産業材としての性格も併せ持つ金



幅広い産業・製品に使用される銅、ステンレス鋼造や、幅広い産業で使用されるニッケル



※上記の商品価格に関する4つの図表の計測期間は22年3月25日から25年1月28日まで

※上記の図表はQUICK Workstationで当研究所作成





○株式市場での位置
東証市場別PBR分布状況

市場別企業数	プライム		スタンダード		グロース	
	1,666		1,618		548	
PBR分布状況	企業数	構成比	企業数	構成比	企業数	構成比
0.5倍未満	145	8.7	363	22.4	9	1.6
0.5倍以上1倍未満	583	35.0	609	37.6	40	7.3
1倍以上2倍未満	514	30.9	389	24.0	156	28.5
2倍以上	424	25.5	257	15.9	343	62.6

ご参考：レポート対象企業

サニックス(4651) スタンダード 1.29倍

(注)データは25年1月8日現在

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成

国内上場企業の時価総額順位

(億円、位)

※計測データは25/1/8現在				各年末順位									
順位	企業名	コード	時価総額	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
1	トヨタ (7203)		485,380	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
2	三菱UFJ (8306)		231,579	3	2	4	6	18	9	5	5	2	
3	ソニーG (6758)		202,329	16	11	6	4	4	2	3	2	3	
4	リクルート (6098)		187,835	41	22	17	9	12	4	13	10	4	
5	日立 (6501)		183,840	34	26	38	26	30	21	19	14	5	
6	ファストリ (9983)		164,870	14	21	9	10	6	17	8	8	6	
7	キーエンス (6861)		157,209	13	5	5	5	3	3	4	4	7	
8	三井住友FG (8316)		152,547	9	9	14	15	27	26	10	16	8	
9	NTT (9432)		141,621	2	3	2	2	5	5	2	3	9	
10	SBG (9984)		137,753	4	4	3	3	2	7	6	15	10	
11	東エレクト (8035)		129,888	62	39	60	35	20	6	21	7	14	
12	伊藤忠 (8001)		122,892	43	37	35	32	26	24	16	17	11	
13	任天堂 (7974)		115,622	30	12	20	12	8	15	11	12	12	
14	中外薬 (4519)		112,782	61	41	30	13	7	19	24	18	13	
15	東京海上 (8766)		108,414	26	34	25	29	34	34	23	24	15	
16	KDDI (9433)		106,984	5	7	7	7	13	11	7	9	16	
17	信越化 (4063)		103,220	23	20	29	18	11	8	15	6	17	
18	三菱商 (8058)		102,088	20	19	15	22	33	25	18	11	18	
19	みずほFG (8411)		101,799	11	17	18	30	38	40	29	29	19	
20	三井物 (8031)		95,582	37	40	36	40	40	33	20	20	20	
21	SB (9434)		92,909	-	-	8	8	19	16	12	19	21	
22	ホンダ (7267)		84,190	10	8	12	14	23	22	25	21	24	
23	第一三共 (4568)		82,262	70	67	46	17	10	23	9	22	22	
24	JT (2914)		78,840	6	6	13	19	29	31	26	23	23	
25	アドテスト (6857)		77,189	279	308	247	109	92	76	95	47	26	
26	三菱重 (7011)		75,249	64	108	93	93	128	166	86	69	25	
27	HOYA (7741)		70,989	59	66	43	34	22	18	30	28	27	
28	キャノン (7751)		67,395	15	14	22	33	56	39	36	35	28	
29	武田 (4502)		66,438	24	18	37	11	21	29	17	27	29	
30	デンソー (6902)		64,478	18	16	24	36	25	13	27	26	31	

ご参考：レポート対象企業

2,281	サニックス (4651)	120	1,994	2,188	2,152	1,781	1,965	2,187	2,261	2,062	2,279
-------	--------------	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

(出所)QUICK Workstationで当研究所作成



データの説明

- ・株価高安値：表示期間中の株式分割等の影響は調整済み。市場変更があった場合には市場変更後の高安値を表示
- ・PER（予想）・PBR（実績）：PER は株価収益率、PBR は株価純資産倍率の略。PER（予想）＝株価÷EPS（予想）。PBR（実績）＝株価÷BPS（実績）。“－”（ハイフン）の表示は EPS・BPS がゼロもしくはマイナスの場合、EPS・BPS が非常に少額で PER200 倍・PBR20 倍を上回る場合、EPS の予想値がない場合、変則決算のため PER（予想）の算出が不適当な場合など
- ・EPS（予想）・BPS（実績）：EPS（予想）は予想 1 株当たり利益の略で、普通株主に帰属しない配当を控除した予想純利益を用いて算出。“－”（ハイフン）は利益予想がない場合。この算出に用いる株式数は QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式除く）を使用。BPS（実績）は直近実績の 1 株当たり純資産の略で、QUICK が日々算出する 1 株当たり純資産を使用。株式分割等の影響は遡及修正している。
- ・配当利回り：1 株当たり年間予想配当金÷株価。“－”（ハイフン）は配当金予想がない場合、変則決算の場合
- ・年間予想配当金：株式分割等の権利落ちがあった場合には遡及修正した 1 株当たり配当金を表示。“－”（ハイフン）は会社予想がない場合、変則決算のため年間配当金としての表示が不適当な場合
- ・普通株発行済株式数：QUICK が日々算出する直近の普通株発行済株式数（自己株式含む）を表示
- ・普通株時価総額：株価×上記の普通株発行済株式数
- ・株価チャート：表示期間中の株式分割等の影響は遡及修正済み。また、市場変更があった場合は新旧両市場の株価を連続的に描画している。
- ・業績データ：会計基準の変更などに伴う過年度決算数値の遡及修正は会社が開示している範囲内で反映している。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。米国会計基準、国際会計基準において非継続事業が発生した場合は、原則として純利益を除き継続事業ベースの数値を表示

財務関連データおよび指標

業績データおよび指標の傾向を分析するが、原則として、同社の会計基準の変更や収益認識基準の影響額の調整などは行わず、分析している。

株式会社 QUICK からのお知らせ

- ・本資料は、本資料の対象会社、株式会社 QUICK および野村インバスター・リレーションズ株式会社の 3 社間の契約に基づき、株式会社 QUICK が作成したものです。
- ・本資料の執筆者は、対象会社の公表済み事実・情報、並びに一般に入手可能な情報の範囲で、正確性・客観性を重視して分析を行い、本資料が読者にとって有益なものとなることを目的として、本資料を作成しております。ただし、株式会社 QUICK は本資料の作成に当たり対象会社からスポンサー料を受領しているため、本資料の執筆者は対象会社から独立した立場にありません。
- ・なお、株式会社 QUICK は本資料の正確性・客観性を確保する態勢を整備しており、対象会社は事実誤認による記載についてのみ本資料の訂正を要求できるよう定めております。



有価証券の保有に関する開示

株式会社 QUICK または本資料の執筆者は、対象会社の発行する有価証券を保有していません。

免責事項

- ・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。株式・債券等の有価証券の投資には、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- ・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて株式会社 QUICK の一部門である QUICK 企業価値研究所が作成したものです。同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性などを保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
- ・本資料を参考に投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、株式会社 QUICK は、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等

本資料に関する著作権を含む一切の権利は、株式会社 QUICK または情報源に帰属しており、理由の如何を問わず無断での複製、転載、転送、改ざんおよび第三者への再配布等を一切禁止します。

野村インバスター・リレーションズ株式会社からのお知らせ

- ・本資料は、株式会社 QUICK、野村証券株式会社、野村インバスター・リレーションズ株式会社が共同で企画し、株式会社 QUICK が作成、野村インバスター・リレーションズ株式会社が配信をしています。よって、本資料は、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。使用するデータおよび表現等の欠落・誤謬等につきましては、当社はその責を負いかねますのでご了承ください。
- ・本資料は、株式等についての参考情報の提供を唯一の目的としております。銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断でおこなってください。なお、本資料は金融商品取引法に基づく開示資料や外国証券情報ではありません。本資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願いいたします。

