



リファインバースグループ (東証GRT・7375)

営業利益は過去最高も通過点

素材、資源ビジネス共に利益が拡大、両事業とも拡大余地は大きい

宝田グローバルアドバイザーズ
アナリスト
宝田 めぐみ, CFA

会社概要

所在地	東京都千代田区丸の内
代表者	越智 晶
設立年月	2021年7月
資本金	163百万円 (2026年6月末現在)
上場日	2021年7月1日
URL	https://r-inverse.com/
業種	サービス業

株価DATA (9月14日終値)

株価	1,187円
発行済株式数	3,348,821
売買単位	100株
時価総額	3,975百万円
予想配当	—円
予想PER	9.94倍
実績PBR	8.50倍

要約 (Executive Summary)

■ 26.6期通期、素材ビジネスの利益は加速し前期比4倍。資源ビジネスは受注最高、大手顧客とは包括契約締結済みだが、まだ初期段階

株式会社リファインバースグループ（以下同社）は、20年以上前からサーキュラーエコノミーを先鋒・実践し、他社にはないユニークな視点を持つ素材メーカー。

26.6期通期連結業績は、売上高4,464百万円（前期比9.7%増）、営業利益320百万円（同75.9%増）、経常利益282百万円（同86.9%増）、親会社株主に帰属する純利益255百万円（同74.9%増）と利益は前期比2桁増で着地。期初予想に届かなかったものの、営業利益、EBITDA共に過去最高を更新し、成長のモメンタムは力強い。素材ビジネスにおいては、タイルカーペットを原料とするリファインパウダーの販売量が引き続き高水準で推移、セグメント利益は212百万円、前期の4倍以上に急拡大。資源ビジネスの受注件数は通期で約48,000件と過去最高を記録。大手企業との包括契約締結は着実に進んだが、1Qは契約後の浸透が想定より遅れ、期初予想は未達となったが、足元、大手顧客からの受注拡大は進んでいるが、まだ序章段階。

■ 27.6期通期業績、過去最高を予想。大手との包括契約の浸透が拡大、新規開発も取組み、事業の拡大余地は依然大きい

27.6期通期連結業績は売上高5,800百万円（前期比29.9%増）、営業利益630百万円（同96.6%増）、経常利益590百万円（同108.8%増）、親会社株主に帰属する純利益400百万円（同56.5%増）と過去最高、利益拡大を予想。背景には、ここ数年で利益率の改善が進み、収益の安定性が高まっていることが挙げられる。（素材ビジネスセグメント利益率25.6期3.8%→26.6期15.6%、資源ビジネスも大手デベロッパーとの取引による連動受注増でセグメント利益率25.6期21.3%→26.6期23.5%）。大手との包括契約が締結され、受注への転換は確度が高く、着実に同社のサービスは浸透すると見る。足元の株価は調整局面にあるものの、依然として織り込まれていないポジティブ要素は多く、事業の成長余地は大きいことから、投資妙味がありと評価する。



通期業績 レビュー

□ 26.6期通期業績：2セグメントが同時に成長、生産性改善も寄与

- 当初業績予想は未達だったものの、売上高はほぼ過去最高に近い
営業利益は過去最高を更新、前年比75.9%増
- 2Q以降、素材ビジネス、資源ビジネス両方で受注が加速

- 26.6期通期連結業績は、売上高は4,464百万円（前年比9.7%増）、営業利益は320百万円（同75.9%増）と大幅増。利益増は、粗利の改善、生産性の改善が挙げられよう。
- 素材ビジネスにおけるリファインパウダー販売量は、過去最高を記録。26.6期の四半期毎の推移で見ても2Qの3か月間、CTR事業*の売上高が3億円を超え、3Q、4Qも高水準で推移。セグメント利益率にも成長がしっかりと見てとれる。事業が安定的に拡大している点に注目したい。（*カーペットタイルリサイクル事業）
- 資源ビジネスにおいてはカーペット回収との連動受注により、産廃処理受託が増加。26.6期受注件数は約4万8000件、昨年比で約5000件増加と25.6期の過去最高記録を更新。
- 通期売上高が期初予想未達になった要因は、26.6期上期、大手デベロッパーや建設会社などの大企業との包括契約が進んだものの、同社を使うメリットがスピード感をもって浸透しなかった点があげられよう。これは大手建設会社の構造的な特徴によるもので、現場担当者が各々異なる現場から発注を行っている点が挙げられる。下期にかけて大手建設業者の社内において、同社を使うメリットが周知されてきている。包括契約の効果はようやく立ち上がりつつあり、27.6期以降の利用拡大余地は大きいと見る。

単位：百万円	24.6期実績	25.6期実績	26.6期実績	26.6期・前期比
売上高	3,852	4,070	4,464	+10%
売上総利益	1,214	1,324	1,626	+23%
販売管理費	1,181	1,141	1,306	+14%
営業利益	32	182	320	+76%
営業利益率	0.8%	4.5%	7.2%	1.6倍
経常利益	6	151	282	+87%
当期純利益	4	146	255	+75%

出所：同社資料をもとに当社作成

粗利の増加は価格改定なども要因。販売管理費、前期比14%増を十分に吸収して、営業利益は76%増加



通期財務健全性 レビュー

収益力の底上げが進む中、積極的な投資で将来の成長に備える

■ 営業利益とEBITDAは過去最高

・ 同社は積極的な投資も行っており、EBITDAも25.6期の4.08億円から26.6期は5.28億円に増加。

単位：百万円	25.6期	26.6期	前期比	増減額
売上高	4,070	4,464	10%	394
営業利益	182	320	76%	138
EBITDA	408	528	29%	120

出所：同社資料をもとに当社作成

■ BS（バランスシート）とCF（キャッシュフロー）

・ 26.6期は「収益力の底上げが進む中で、積極的な投資をした期」と位置づけられよう。固定資産の増加はリサイクル設備導入によるもの。千葉のリファインバースイノベーションセンター内に、ポリオレフィン樹脂のリサイクル事業用の原料製造ラインを建設、また蒲郡工場は9月順調に稼働開始する予定。今後、投資した設備が本格稼働し、固定資産の増加がトップラインの押し上げにつながろう。手元資金の減少は設備資金の支払いによる一時的なもの。成長のための積極的な投資姿勢が見られる。

(単位：百万円)

	25年6月末	26年6月末
流動資産	1,432	1,188
うち現金及び預金	692	274
固定資産	2,029	2,446
うち有形固定資産	1,752	2,028
資産合計	3,461	3,634
流動負債	1,108	1,266
固定負債	2,079	1,833
うち長期借入金	1,782	1,463
負債合計	3,187	3,099
純資産	274	534
負債純資産合計	3,461	3,634

ポリオレフィン*
リサイクル設備導入
による増加

*ポリエチレン(PE)、ポリプロ
ピレン(PP)などのプラスチック
樹脂の総称

長期借入金を返済

当期純利益が増加し
純資産もUP

(単位：百万円)

	25.6期	26.6期
	金額	金額
営業活動によるCF	459	322
投資活動によるCF	-126	-283
財務活動によるCF	-153	-456
フリーCF	333	39
現金及び現金同等物の期末残高	678	261

積極的な投資は
将来の需要の伸びを
見据えたもの

長期借入金をしっかり
返済→財務健全化

出所：同社資料をもとに当社作成

通期セグメント分析

□ 素材ビジネスと資源ビジネス：両事業で利益率拡大・生産性向上

- 同社は「素材ビジネス」と「資源ビジネス」の2セグメントで構成されている。下記表は、売上高、構成比、セグメント利益、利益率の推移。26.6期、両セグメントともに、生産性が向上、利益率が前年比で改善、着実に利益率の安定が確認できる。

セグメント別売上高・利益 (単位：百万円)						
	24.6期		25.6期		26.6期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
	(百万円)	利益率	(百万円)	利益率	(百万円)	利益率
素材ビジネス						
売上高	1,391	35.5%	1,295	31.2%	1,362	29.9%
セグメント利益	122	8.8%	49	3.8%	212	15.6%
資源ビジネス						
売上高	2,522	64.5%	2,850	68.8%	3,198	70.1%
セグメント利益	486	19.3%	606	21.3%	753	23.5%

出所：同社資料をもとに当社作成

利益率の拡大に注目：

素材ビジネス3.8%→15.6%、資源ビジネス21.3%→23.5%

□ 素材ビジネス（タイルカーペット、ナイロン樹脂リサイクルを実施）

- 売上高1,362百万円(前期比5.2%増)、セグメント利益は212百万円(前期比4倍)
 - CTR*事業は2Q、3Qで3億円突破、4Qは3億円近くで推移
 - 高機能樹脂事業は、蒲郡工場に生産拠点を移転・将来の需要増に向けて準備
 - 新素材のテストマーケティングも開始
- 26.6期、同セグメントの売上高は、ナイロンリサイクルなどにおける工場移転などが下押し要因となり、前期比微増にとどまった。一方、セグメント利益は25.6期の49百万円から212百万円へと4倍以上に急拡大し、同事業が安定的な運用に入ったことを確認。
 - 利益拡大の背景には2Q、3QのCTR事業*売上高が3億円を超えてきている点。その後もしっかり。CTRの需給は、需要が供給を上回る強い状態が継続しており、足元でもこの構図に変化はない。
 - ポリオレフィンリサイクル事業はリファインバースイノベーションセンター内の製造ラインと蒲郡工場、合わせて2ライン体制になり、今後に期待ができる。
 - 工場移転に伴う一過性の影響をこなしつつ、収益性の劇的な改善（生産効率の向上など）を達成した点は、今後のマージン拡大を占う上で極めてポジティブな変化と評価できる。

*CTR事業：カーペットタイルリサイクル事業

通期セグメント分析

□ 資源ビジネス (タイルカーペットの処理受託・混合廃棄物の処理など実施)

- 過去最高の受注実績：26.6期、47,783件の受注件数
- 収益性の向上：効率的な運用で、1件あたりの売上高、利益が安定的に増加
- ワンストップ可と可視化：廃棄物内訳のフィードバックが生む差別化
- 顧客目線の機動力：人手不足の中、現場で肝となるオペレーターを充分確保

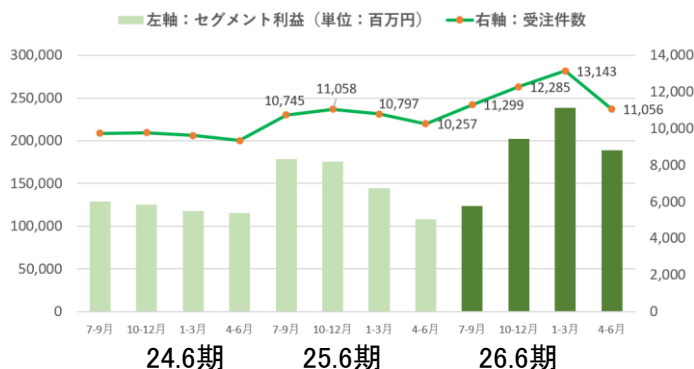
- ・ 資源ビジネスにおいては、大口顧客との包括契約締結が牽引し、受注件数は26.6期全四半期で見てもそれぞれ1万件を突破。受注件数は1Qで11,000件以上、2Qは12,000件以上、3Qも13,000件超と右肩上がり。4Qは季節要因もあり3Q比較では多少落ち込みが見られるが、毎四半期11,000件以上。通期で合計約48,000件と過去最高（前期比で約5000件増）。
- ・ 特筆すべきは（あるいは 筆者が注目したのは）、26.6期の受注動向から「1件当たり売上高および利益」が上昇（＝単価・マージンの向上）している事実である。4Qの1件あたりの利益を1Qと比べると、約1.6倍。これは足元で進める価格改定の効果に加え、好採算の顧客へのシフト、包括契約によるオペレーションの効率化が徐々にではあるが、収益に寄与し始めている証左であり、ポジティブに評価したい。

資源ビジネス受注件数通期推移 (単位: 件)



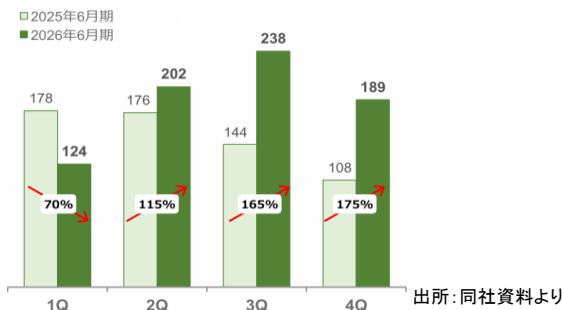
出所: 同社資料をもとに当社作成

資源ビジネス: セグメント利益と受注件数四半期推移 (単位: 百万円、件数)



出所: 同社資料をもとに当社作成

資源ビジネス営業利益推移 (単位: 百万円)



出所: 同社資料より

1件あたりの利益推移 (指数) (26.61Q=100)

1Q	2Q	3Q	4Q
100	151	166	156

出所: 同社資料をもとに当社作成

1件あたりの利益推移を算出:
26.6期1Qを100とすると、4Qでは約156と1.5倍以上

受注件数は4Qに多少の落ち込みが見られるが、毎年4Qは季節性要因で低下。25.6期から四半期毎に受注は1万件超で推移

通期セグメント分析

□ 資源ビジネスを支える現場の圧倒的なオペレーション

- ・ 同社が展開する廃棄物回収ビジネスは、サーキュラーエコノミーの実践だけでなく、従来の枠組みを超えた高付加価値化と、圧倒的なオペレーション力（現場におけるDX浸透）によって明確な差別化を図っている。
- ・ 強み①：従来の枠組みを超えた高付加価値化は、「回収対象の拡大」と「廃棄物の可視化の提供」と考える。主力のタイルカーペットに加え、内装材全般へ対象を広げることで包括的な「混合廃棄物」の一括受託（ワンストップ化）を実現。さらに、競合他社がブラックボックス化しがちな廃棄物の内訳を顧客側へ品目別に数量、金額、リサイクル率など「可視化」してフィードバックする体制を構築している。これは、同社が推進する素材ビジネスとも直結しており、単なる処理業者ではなく、顧客の「サーキュラーエコノミー（循環型経済）の実践パートナー」としてのブランドポジションを確立する源泉となっている。
- ・ 強み②：圧倒的なオペレーション力は、同社の「圧倒的な機動力と運用の柔軟性」である。現在、建設現場等では「回収の予約が1ヶ月先になる」「指定時間に遅れる」といった車両・人手不足に伴う機会損失が常態化している。これに対し同社は、「顧客希望日の回収達成率：約99%」「時間通りの到着率：約99%」という驚異的なKPIを維持。さらに「前日・当日対応」も可能とする独自の配車・運行管理体制を敷く。今後の需要拡大を見据えて、人材確保もしっかり。
- ・ 顧客ファーストの徹底された運用は、構造的な人手不足に悩む現場において極めて希少価値が高い。ドライバーは現場発注者との接点にもなることから、細かな育成でサービスの質を保ち、初見顧客を確実にリピーターへ転換させる強力な動機付けを行っている。足元の受注件数の着実な右肩上がり、ある意味「ストック型ビジネス」とも言える質的転換につながっていると評価する。

現場で進むDX化で他社と差別化

品目	回収量(kg)	割合(%)
ガス陶磁器くず	0.5	4.2%
陶器食器くず	1.0	8.3%
新換材	0.5	4.2%
がれき類	0.0	0.0%
分別不可混合	0.0	0.0%
金属くず	0.5	4.2%
家庭用空調機	0.0	0.0%
紙くず	0.0	0.0%
繊維くず	0.0	0.0%
タイルカーペット	0.5	4.2%
廃プラスチック	-	-
廃プラスチック	-	-
木くず	-	-
アスベスト	-	-
蛍光灯	-	-
家電	-	-
その他	-	-
合計	-	-

品別回収率

品目	割合 (%)
その他	42.0%
木くず	37.5%
ガス陶磁器くず	4.2%
陶器食器くず	8.3%
新換材	4.2%
がれき類	0.0%
分別不可混合	0.0%
金属くず	4.2%
家庭用空調機	0.0%
紙くず	0.0%
繊維くず	0.0%
タイルカーペット	4.2%
廃プラスチック	0.0%
廃プラスチック	0.0%

可視化される回収物:タイルカーペットだけでなくガラス、石膏ボード、断熱材、木くず、と細かく細分化される。



各ドライバーは、回収した全ての廃棄物を、スマホの同社開発システムに入力。多岐にわたる回収品目、数量、金額、さらには、リサイクル率の可視化を可能とする。

これらデータは顧客側にも提供され、回収プロセスの透明性とトレーサビリティを担保する仕組みとなっている。

廃棄物処理業界では依然としてアナログ的な運用が残る中、同社のデータ活用モデルは他社とは一線を画す競争優位性を形成している。

出所:写真と同社資料より

業績予想27.6期 引き続き利益は大幅拡大

□ 27.6期はさらなる飛躍へ、過去最高更新へ

■ 27.6期連結業績予想：引き続き利益の大幅拡大

売上高は5,800百万円（前年比29.9%増）営業利益630百万円（同96.6%増）

経常利益590百万円（2倍以上）EPSも三桁台へ

26.6期は大幅な利益拡大を確認。そして27.6期通期連結業績予想も売上高は二桁増、利益は引き続き大幅増加を予測。素材、資源ビジネスの両セグメントで、需要拡大の余地があると見ている。EPSは26.6期の76.31円から三桁台の119.45円へ。

決算期	売上高	前期比 (%)	営業利益	前期比 (%)	経常利益	前期比 (%)	当期純利益	前期比 (%)	EPS (円)	配当 (円)
2023/06	4,472	19.8	211	-19.7	176	-16.9	-504	—	—	0.0
2024/06	3,852	-13.8	32	-84.5	6	-96.3	4	—	1.47	0.0
2025/06	4,070	5.7	182	457.7	151	—	146	—	43.63	0.0
2026/06	4,464	9.7	320	75.9	282	86.9	255	74.9	76.31	0.0
2027/06 CE	5,800	29.9	630	96.6	590	108.8	400	56.5	119.45	—

（単位：百万円、CE：会社予想、配当は未定）

出所：同社資料をもとに当社作成

26.6期も大幅拡大したが27.6期も引き続き大幅拡大を予想している。

同社のKPIの中でも特に重要なのが使用済みタイルカーペット調達量であり、この調達量により、素材ビジネスの行方が決定される。27.6期のタイルカーペット調達量は前期比で24.5%増を見込む。資源ビジネス受注件数は26.6期比で34.5%増を計画。今後はタイルカーペット調達量が加速し、28.6期には調達量は35,000トン、資源ビジネス受注件数は100,000件としている。なお、1件あたりの利益が増加しており、筆者は、資源ビジネスの受注件数よりも使用済みタイルカーペット調達量が収益ドライバーとしての比重を高めつつあるとみている。

KPI	2025年6月期 実績	2026年6月期 実績	2027年6月期 計画	2028年6月期 目標	3年間での増 減率
使用済みタイル カーペット調達量	20,040t	22,473t	28,000t	35,000t	70%以上
資源ビジネス受注 件数	42,857件	47,783件	64,300件	100,000件	2倍以上
ケミカルリサイク ル原料供給量	0t	100t	4,250t	20,000t	大幅拡大

出所：同社資料をもとに当社作成

外部環境（成長の余地）

同社を取り巻く環境には、サーキュラーエコノミーへの国の取組み（国策）、オフィスの空室率、ナフサなどの国内調達などが挙げられよう。このレポートではオフィス空室率とナフサの国内調達の意義について取り上げてみた。

■ 東京オフィスの空室率：6年ぶりに1%台 膨らむ移転需要が、新規オフィス開業で表面化する展開を予想

・26年6月、東京におけるオフィス平均空室率は1.99%と6年ぶりに1%台に突入。出社回帰への流れもあり、昨年から極めて低水準で推移しているが、この低い空室率にもかかわらず、同社への引き合いは多く、資源ビジネスの受注件数は過去最高。

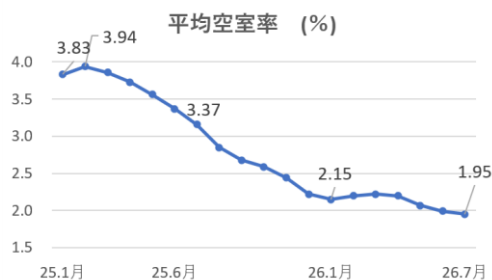
・都心では大型オフィスビルの開業が今後相次ぐ予定。移転需要は水面下で着実に積み上がっている。新規供給が顕在化する局面では、この潜在需要が一気に噴き出す可能性が高く、企業の移転は再び活発化すると予想。下記の表は、同社が処分委託契約を締結しているデベロッパーによる主要な再開発案件の一例。なお、移転が増えれば、オフィス原状回復に伴う廃カーペット等の回収依頼も必然的に増加する。こうした市況変化は同社にとって明確な追い風、空室率が上昇に転じた際には移転件数の増加、回収量がさらに拡大しよう。オフィス市況の変化がそのまま同社の事業ボリュームに直結し、原料確保と製品供給の両面で事業拡大が進もう。

主な都内再開発案件(50千㎡超)： (処分委託契約を締結済みのデベロッパー開発案件の例)

開発計画名	主要デベロッパー・事業者	延床面積(㎡)	タイルカーペット使用量(t)
TOFROM YAESU TOWER	東京建物	225,000	900
大崎駅西口F南地区再開発	住友不動産	53,500	214
中野M-SQUARE	住友不動産	91,200	365
大手町ゲートビルディング	三菱地所、NTT都市開発	85,300	341
東京ミッドタウン八重洲	三井不動産、野村不動産	386,700	1,547
大崎コアプロジェクト	東急不動産	69,100	276
渋谷区道玄坂二丁目計画	三菱地所	87,300	349
赤坂二・六丁目地区開発計画	三菱地所	206,000	824
TOKYO TORCH Torch Tower	三菱地所	551,000	2,204
東池袋一丁目地区再開発	住友不動産	155,600	622
八重洲二丁目中地区再開発	三井不動産、住友不動産	389,300	1,557

出所：同社資料をもとに当社作成（公開情報より同社作成、タイルカーペット使用量は同社推定）

空室率は1.9%台へ

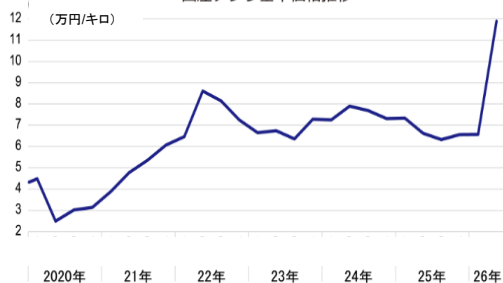


出所：各種資料をもとに当社作成

■ BCP観点からナフサ国内調達の意義

足元ではナフサの供給は以前よりは安定しているものの、26年（4～6月）の国産ナフサ基準価格は1キロ当たり11万円以上、1～3月から5万円以上の上昇。中東情勢の影響を考慮すると、BCP（事業継続計画）の観点から国内資源循環による調達確保の動きが認識されてきている。

国産ナフサ基準価格推移



出所：各種資料をもとに当社作成

成長を支える同社のビジネスモデル（技術力）

□ 他社にはないユニークな視点とビジネスモデル

■ ビジネスモデル：一気通貫・2つのコアビジネス・多岐にわたる原料調達先と素材供給先「世界発」の技術力と他社にはない視点が魅力：未利用資源を再資源化

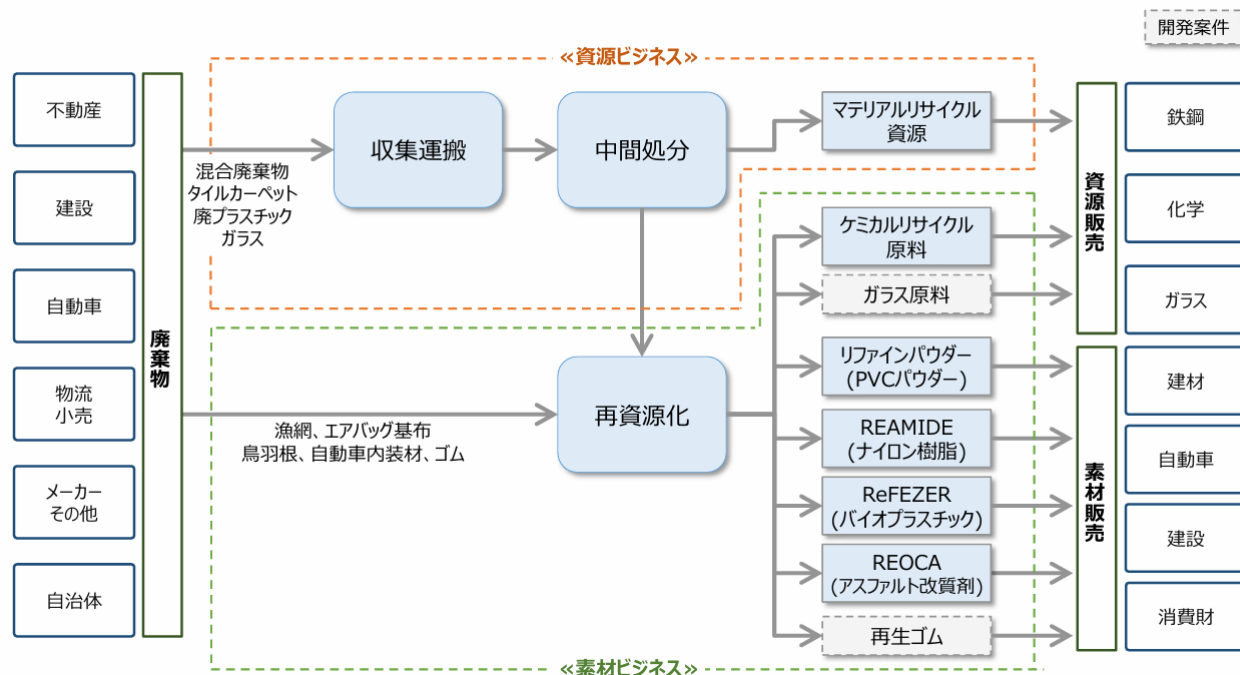
・他社との差別化は、未利用資源を再資源化する技術。「タイルカーペット」「漁網」「鳥の羽根」「牛乳パックから出るフィルム」といったユニークな視点にも驚く。セグメント横断で顧客開拓を推進し、多様な産業を巻き込む形で事業を拡大している。

・26.6期はアスファルト改質剤「REOCA」を開発。トヨタ紡織と協業し、自動車内装材の再資源化について検討を進め、これらの内装材をアスファルト改質剤としてマテリアルリサイクルすることに成功。世界初の開発*と見られている。現在、実証施工により機能性を検証。ちなみに自動車内装材は、車種に応じた形状に裁断される過程で端材が発生し、世界全体で年間約140,000トン、日本国内でも年間約16,000トンの内装材端材が発生すると言われている。*各種資料より

・また、ゴムリサイクルとしては、再生ニトリルゴム「RENAMY」を開発。クリーンテックス・ジャパンが提供する高機能マット（ダストコントロールマット）を分離・再生。



出所：同社資料より



出所：同社資料より

成長を支える同社のビジネスモデル（技術力）

□ 他社にはないユニークな視点とビジネスモデル

■ 国内で遅れるケミカルリサイクル：サーマルリサイクルからケミカルリサイクルへの流れへ

・日本で発生している年間850万トンの廃プラスチックのうち、従来のマテリアルリサイクル手法では技術的・品質的課題から処理量が限定され、全体の1割強にしか対応できておらず、大半の廃プラは、サーマルリサイクル/焼却処分されている。そこで注目されているのが、ケミカルリサイクルという手法。

・なお、廃棄物を焼却する際に発生する「熱」をエネルギーとして再利用する方法は「サーマルリカバリー」と言われるが、廃棄物は循環せず消費されて終わることから、EUでは「リサイクル」と見なされていない。同社は、回収物を様々な業界から回収し、可能な限り、マテリアルリサイクル、ケミカルリサイクルで新しい命を吹き込み、資源、素材として活用を可能とする。26.6期投資したリサイクル工場では、ポリオレフィンを実マテリアルリサイクル、ケミカルリサイクルを行い、将来の成長の足掛かりとする。

一般的なリサイクル方法と特徴

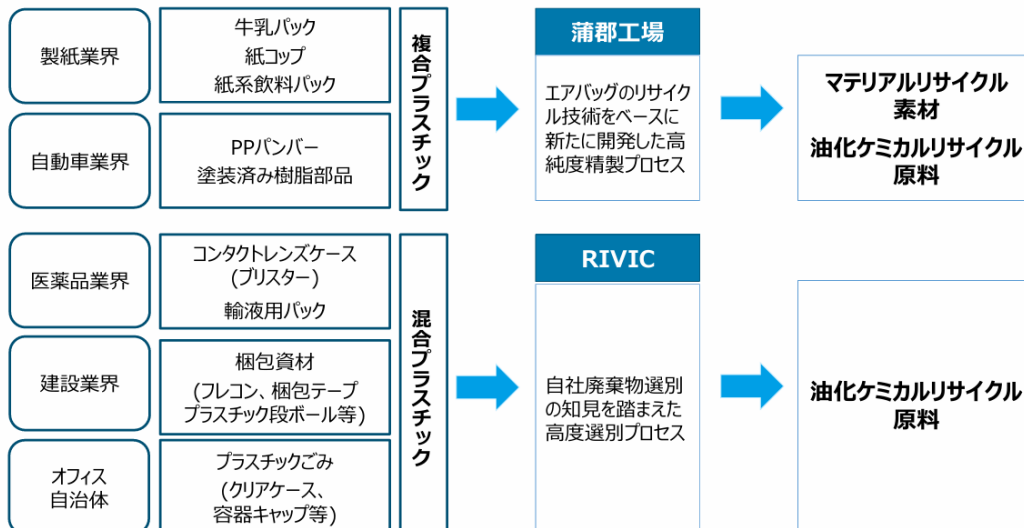
方法	特徴
マテリアルリサイクル	廃棄物を原料・材料として再利用する
ケミカルリサイクル	化学的に処理して原料・化学物質等として再利用する
サーマルリサイクル(熱回収)	焼却時の熱をエネルギーとして利用する

上表は一般的な目安の例。実際の内容は現場・施設の状況によって異なる。

出所:各種資料をもとに当社作成

同社の技術でマテリアルリサイクルとケミカルリサイクルが可能に

同社のポリオレフィンリサイクル概要



* R IVIC:千葉のリファインバースイノベーションセンター
出所:同社資料より

中期経営計画を支える同社の強み

□ 「Growth100」 達成のカギ

■ 使用済みタイルカーペット調達量と現場のドライバー数

・28.6期を最終年とする中期経営計画「Growth100」では、28.6期、売上高100億円、EBITDA20億円を目標としている。今後の成長のための投資にも積極的であることが読み取れる。投資戦略/投資計画に関しては前回4月のレポートで記載しており、今回は省略する。

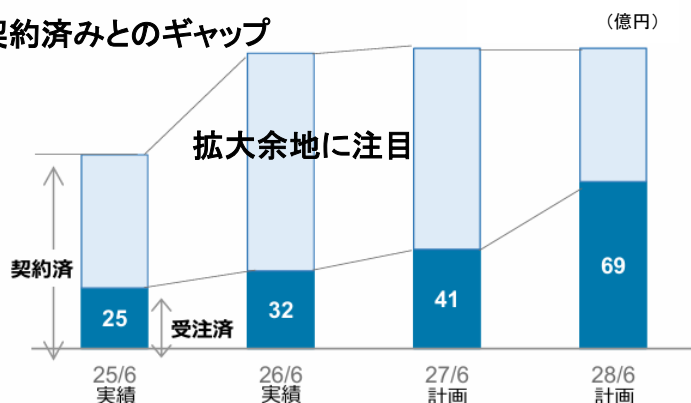
	26.6期	27.6期	28.6期
	実績	予想	業績目標値
売上高	44.6億円	58億円	100億円
EBITDA	5.28億円	10億円	20億円

出所: 同社資料をもとに当社作成

・「Growth100」の達成を判断する上で、KPIである使用済みタイルカーペット調達量と資源ビジネス受注件数の推移は重要。同社では大手デベロッパーとの包括契約締結を着実に進めてきている。大手デベロッパーでは大規模再開発案件を抱えており、需要が大きい。一方、包括契約を結んだ大手企業には、数多くの現場担当者が各現場ごとに「点在」している。契約自体は本部と締結（契約済）しているものの、実際の個別の発注（受注済）にまで至っておらず、いわゆる「拡大余地」が依然として大きく残されている。左下のグラフが示す通り、契約済の総枠（薄い青のバー）に対して、実際の受注済の金額（濃い青のバー：大手顧客からの受注も含めた資源ビジネスの全受注、25.6期25億円→26.6期32億円→27.6期41億円→28.6期69億円計画）にはまだ十分なギャップが存在し、潜在的な需要は間違いなくある。なお、一度同社を利用した現場担当者からはリピート発注が続く傾向にあり、この「拡大余地」をいかに早く「受注済」へと転換していけるかが、さらなる業績拡大に向けた最大のカギになると見ている。

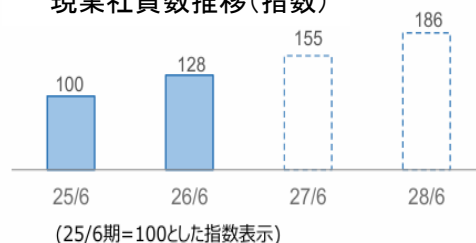
・また、「拡大余地」を「受注済」へ転換するのを支えるのがドライバーの質と人数。現場の人手不足が叫ばれる昨今において、同社は現場を支える人材（ドライバー等）を定期的かつ確実に採用・育成しており、今後の事業拡大を見据えた人員体制を強固に構築。右下の「現業社員数推移」のグラフは現場で働く社員数推移であり、25.6期を100とした指数は、26.6期に128、さらに27.6期155、28.6期は186へと増加する計画。現場における需要増（ポテンシャル）は極めて明確であり、そこへ対応するためと言える。

契約済みとのギャップ



旺盛な需要を捉える採用戦略

現業社員数推移(指数)



出所: 同社資料より

株価評価とリスク要因

- 株価は年初800円台で始まり、その後、業績回復などから株価は上昇、26年4月には2,660円まで急騰した。中東情勢の影響から、原油高とナフサ価格の高騰で競合のバージン素材がコスト高に陥る中、同社の原油高に左右されない循環モデルが一気に評価されたためだ。その後、急ピッチな上昇の反動やグロース市場全体の地合い悪化により調整。
- 足元では、営業利益が過去最高となっており、引き続きこの拡大傾向は続くと考えている。同社の魅力は、不動産、建設、自動車業界など、多様な業界から回収を行う「原材料への入口（アクセス/IN）」と、鉄鋼、化学、建材、消費財など幅広い産業へ高付加価値素材を供給する「多様な供給先（OUT）」を有し、一気通貫のサーキュラープラットフォームを可能としている点。足元、大手デベロッパーとの包括契約が次々と締結され、実際の受注（個別現場からの発注）はまだ始まったばかり。特に建設現場の人手不足は深刻だが、同社は必要なタイミングで廃棄物を回収、現場オペレーションを円滑にし、継続的な受注につなげている。中期経営計画「Growth100」（28.6期に売上高100億円、EBITDA20億円目標）の達成に向け、契約済の総枠に「拡大余地」が十分あるのも受注の確度につながる。東京オフィス空室率は2%を下回る水準へと推移しているにもかかわらず、受注を伸ばしており、今後オフィス移転が増えれば、受注拡大はさらに加速しよう。
- 資源循環（サーキュラーエコノミー）は国策として位置づけられる長期テーマ。原油高・ナフサ不足の環境下でも、再資源化を軸とした独自モデルは競争優位性を発揮している。新工場の稼働、包括契約の進展、現場体制の強化、利益率改善など、成長ドライバーは多岐にわたる。さらに、トップライン拡大に向けた投資も継続的に実施されており、中長期の成長シナリオはむしろ強固になっている。27.6期のEPSは119円と3桁台を予想し、足元の株価は1,187円、PER9.94倍（9/14現在）は調整局面にある。上記のポジティブ要素は十分に織り込まれていないと考え、投資妙味は大きいと評価する。

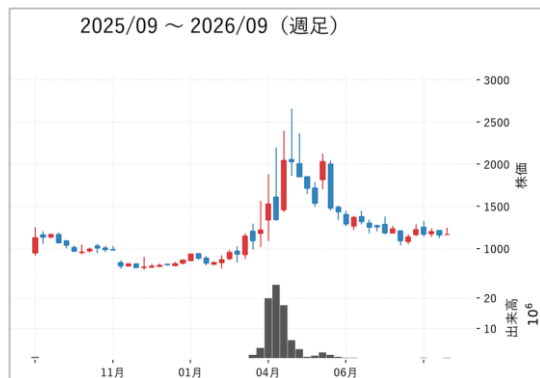
リスク要因

オフィス需要による変動、解体工事や廃棄物の仕分け作業にかかる労働や人手不足リスク、最終処分費用の動向、流動性などが挙げられる。

株価（ヒストリカル）

年初来高値	2,660円
年初来安値	765円
上場来高値	2,660円
上場来安値	550円

株価チャート





ディスクレームー

本レポートは、株式会社フィナンテックの委託に基づき、宝田グローバルアドバイザーズのアナリストが作成しております。作成アナリストは、対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成を委託されたアナリストの分析及び評価によるものです。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の勧誘または誘引を目的とするものではありません。

いかなる場合におきましても、投資の最終決定は投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、レポートの発行元は一切の責任を負わないものとします。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。なお、本レポートの著作権は発行元に帰属します。本レポートの無断複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

尚、株式会社フィナンテックは本レポート発行日時点において、当該企業に対してIR支援サービスを提供しております。

本レポートに関するお問合せ：

株式会社フィナンテック

Mail: report@finantec-net.com

〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町13-1 兜町偕成ビル別館4F

TEL: 03-4500-6880 FAX: 03-4500-6888