

フルハシEPO (9221)

26/3期決算説明会・中期経営計画見直し 企業分析レポート

木質資源を軸にしたサーキュラーエコノミーの拡張と、2030年3月期へ延長された成長計画の再評価



26/3期売上高

100.1億円

前期比 +6.7%

26/3期営業利益

11.7億円

前期比 +1.9%

新中計目標

売上140億円

30/3期

営業利益目標

25億円

OPM 17%

エグゼクティブサマリー

- ・ 26/3期は6.7%増収、1.9%営業増益と、売上高、営業利益が5期連続最高額更新し、売上100億円を突破
- ・ 増収に対し、営業利益の伸びが小さいのは、輸送費・人件費・減価償却費増などで、EBITDAは9.5%増と順調に拡大
- ・ 27/3期は8.1%増収9.6%営業利益増予想、名古屋CEセンターの通期寄与、名古屋鳴海CEパークの上期稼働、下期寄与等で増収率アップ。円安で輸入チップ価格上昇、供給不安などで国内品への需要拡大期待
- ・ 中計は施設認可遅れや昨今のコスト増で28/3期目標から30/3期目標へ2年延長。売上150→140億円、営業利益30から25億円、営業利益率を20%から17%に修正
- ・ 投資判断は「ややポジティブ」。循環型社会・バイオマス発電向け需要は強く、中計延長材料は悪材料として織り込んだと判断、連続最高収益継続を評価

企業概要：木質再資源化のリーディングカンパニー

■ 事業領域・強み

フルハシEPOは1948年創業（前身：古橋木材工業所、設立は2月）、愛知県名古屋市に本社を置く木質系廃材リサイクル専門企業。建設系・事業系から発生する木質系廃棄物を再資源化し、バイオマス発電所向け燃料チップや製紙原料、ボード原料として供給する。

【3つの強み】

- ①「ダブルインカム」型ビジネスモデル：廃材引取時に処理費を受領、チップ販売時にも売上計上。仕入れコストゼロで高い売上総利益率（FY26実績44.3%）を確保。
- ②全国最広のサービスエリア：22拠点、年間取扱量60-70万t（FY26）
- ③上場している唯一の木質再資源化専門企業。M&Aや新規展開で優位。

東証スタンダード市場・名証メイン市場上場（コード：9221）
従業員数：483名（連結、2025/9末） 資本金：15.07億円

■ 主要沿革

年	出来事	戦略的意義
1948	古橋木材工業所として設立	木材業として創業
1970年代	木質再資源化事業開始	オイルショックを契機
1990年代	東海木材資源リサイクル協会設立	業界基盤を構築
2022/4	東証スタンダード・名証メイン上場	上場による資金調達基盤
2023/4	株式分割（1→2株）	流動性向上
2024/5	中計「FSP 80th」策定	FY28売上150億円目標
2024/10	愛知第八工場（一宮）稼働	中日本エリア拡張
2025/6	監査等委員会設置会社へ移行	ガバナンス強化
2025/9	名古屋CEセンター稼働	中核拠点として本格寄与
2026/5	中期経営計画の見直し発表	量的拡大の到達点を再評価

木質再資源化業界 唯一の上場企業

国内最大級のサービスエリアを展開



26/3期業績：売上100億円突破、5期連続売上、営業利益最高額更新

売上高

10,007百万円

前期比 +6.7%

営業利益

1,174百万円

前期比 +1.9%

EBITDA

1,929百万円

前期比 +9.5%

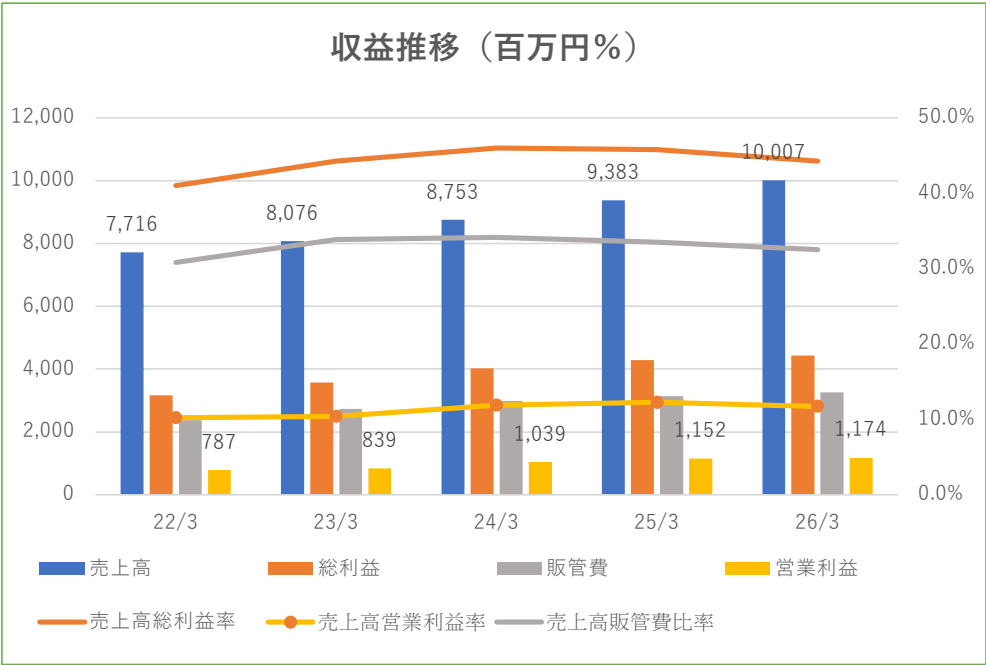
当期純利益

890百万円

前期比 -13.8%

百万円	25/3期	26/3期	前期比	26/3期予想	計画比
売上高	9,383	10,007	+6.7%	10,322	-3.1%
売上総利益	4,295	4,430	+3.2%	4,757	-6.9%
営業利益	1,152	1,174	+1.9%	1,303	-9.9%
経常利益	1,432	1,174	-18.0%	1,335	-12.1%
当期純利益	1,033	890	-13.8%	905	-1.7%

・売上高・営業利益は過去最高。ただし、会社予想対比では資源循環事業で制度改正影響もあり売上・利益とも未達
・25/3期に営業外収益として保険解約返戻金195百万円があり、26/3期は反動減もあり経常利益・純利益は減益に



セグメント別：主力バイオマテリアルが収益を牽引

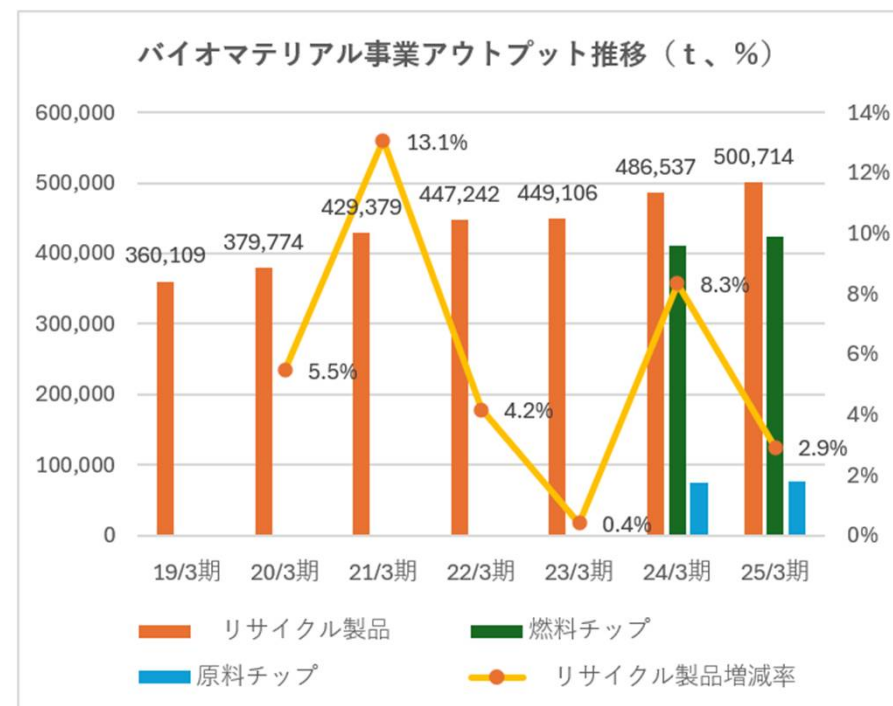
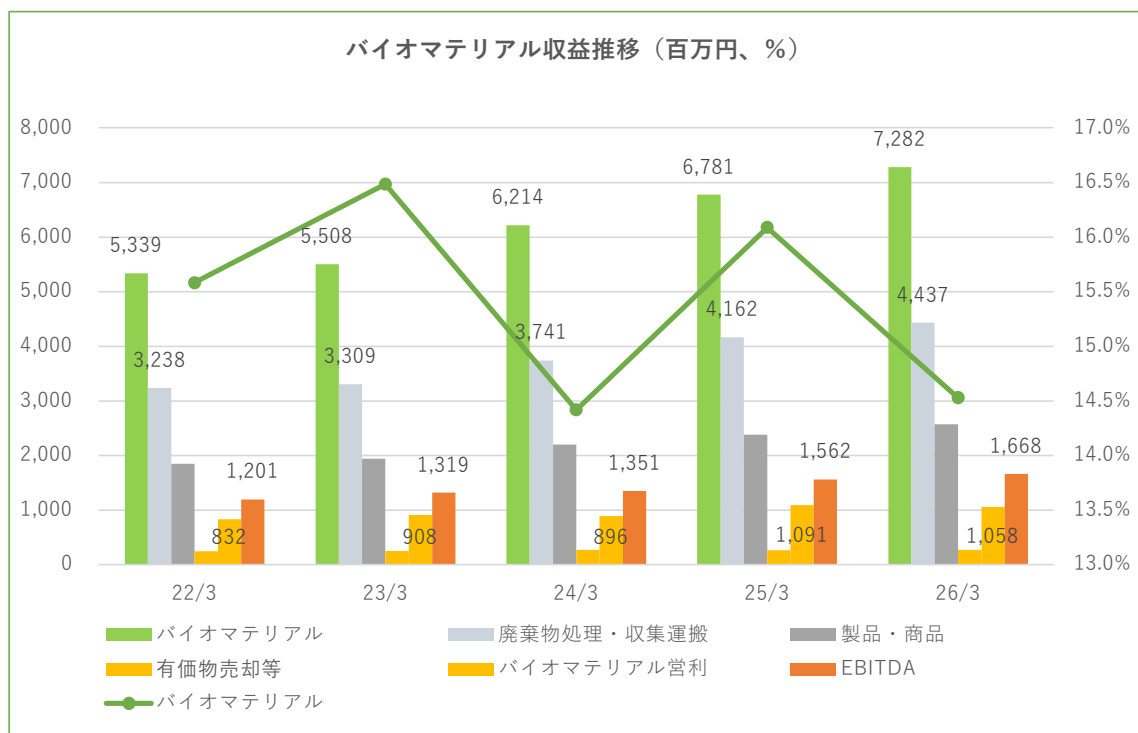
- ・ 木質廃棄物の再資源化の処理受託で排出事業者から処理料を受領、一方、再資源化した木質燃料、原料製品の販売収入の双方で収益を獲得するビジネスモデル、収益の中心的事業
- ・ 再資源化率がほぼ100%、再資源化製品は85%が燃料チップ、15%が原料チップとなる

仕入のないダブルインカムのビジネスモデルで高い利益率を実現



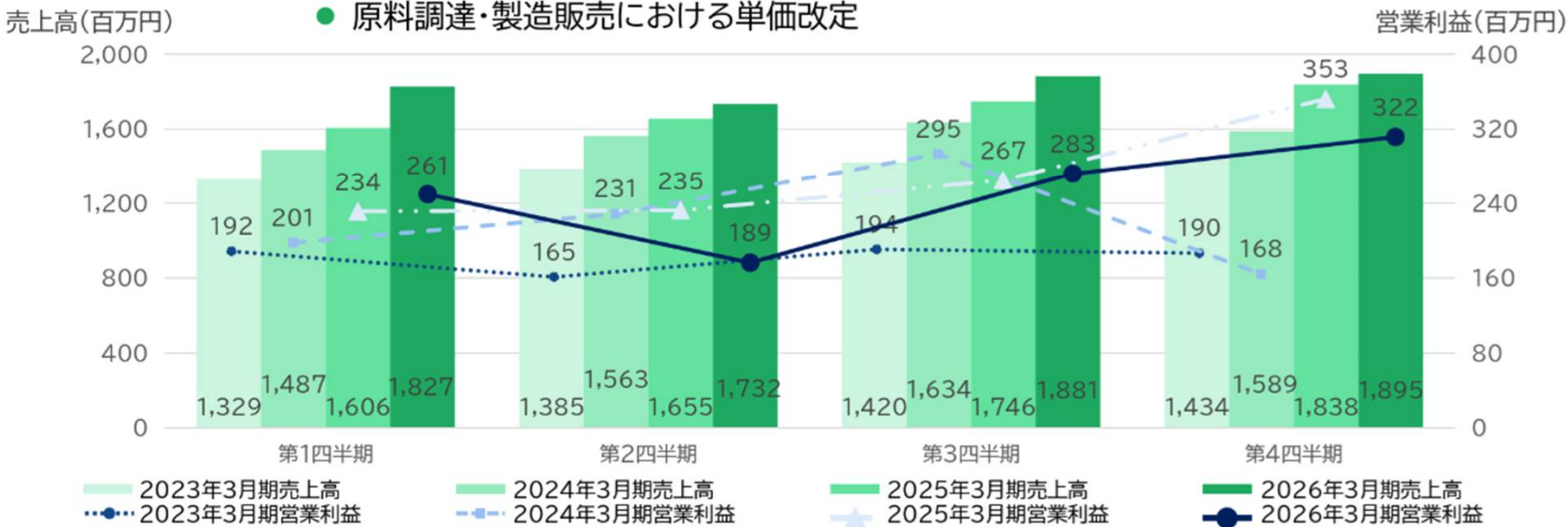
セグメント別：主力バイオマテリアルが売上を牽引、営利減もEBITDAは5期連続増加

- ・バイオマテリアルは量的拡大・付加価値化で増収。木質リサイクル事業はリサイクル率100%
- ・26/3期は売上高72.82億円（7.4%増）、営業利益10.58億円（3.0%減）、ただし先行投資負担によるコスト増影響が大きく、EBITDAは16.68億円（6.8%増）と5期連続で過去最高額更新
- ・円安影響などで、



バイオマテリアル事業：四半期の収益推移

- 量的拡大
- 名古屋CEセンターの新規稼働
 - 愛知第八工場(一宮)における好調な稼働
 - 東東京工場(松戸)・湘南工場における大型案件受注
- 付加価値化
- 高付加価値製品の生産強化
 - 原料調達・製造販売における単価改定

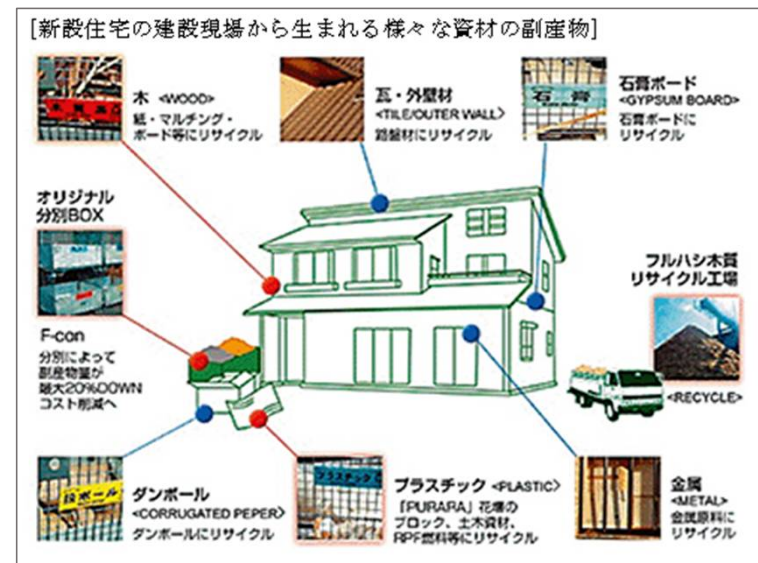
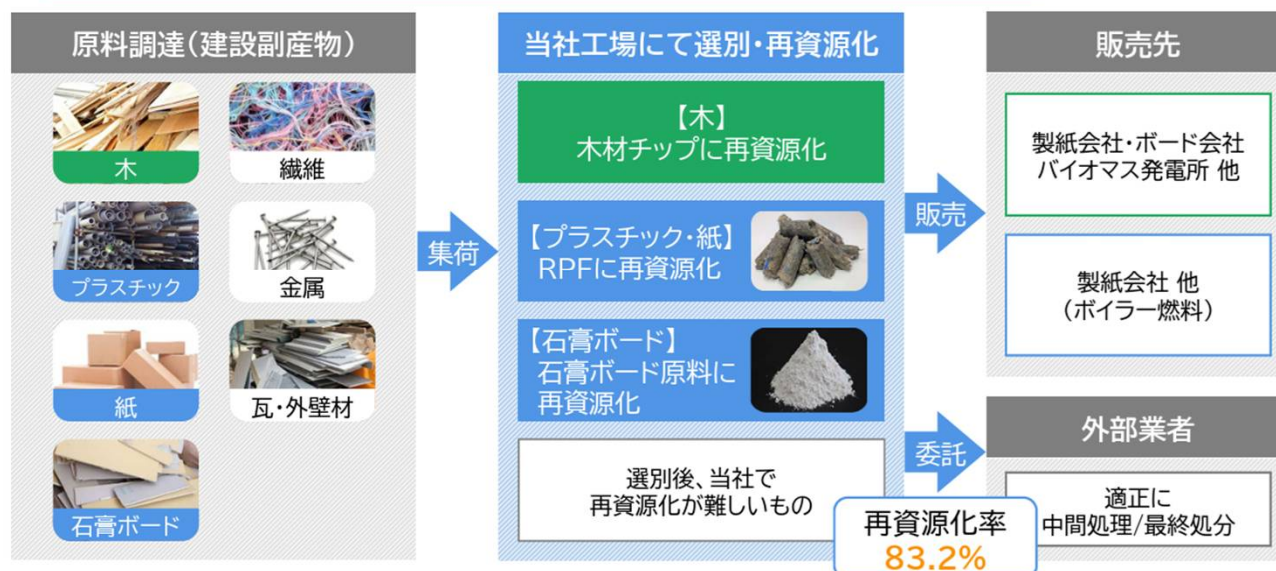


(注) セグメント売上高には、セグメント間の内部売上高又は振替高を含みます。セグメント利益は、連結損益計算書の営業利益と調整

セグメント別：資源循環事業

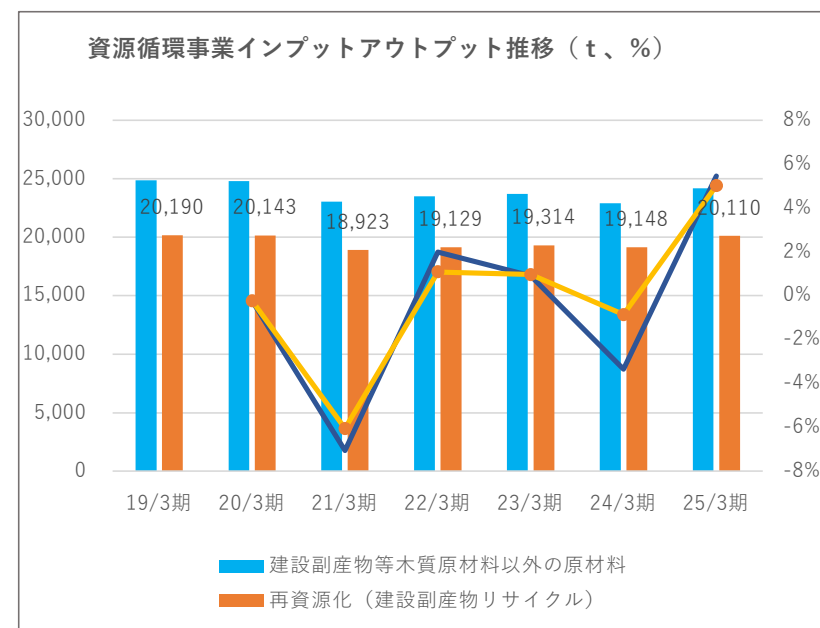
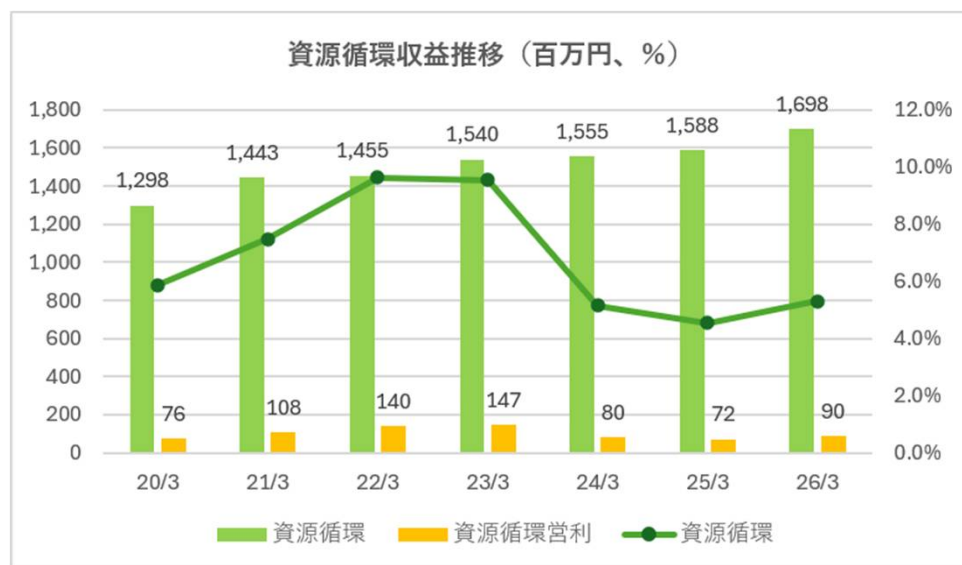
- ・住宅建設現場等から排出される各種建設副産物（廃棄物）の再処理資源化処理を受託
- ・住宅メーカー等が顧客で建設現場に資材回収ボックスを設置し定期的な巡回・回収を行いグループ工場で選別、再資源化等の中間処理を行う
- ・建設副産物の中で木質系はバイオマテリアル事業の工場で再生、残りで再資源化可能な副産物は資源として売却、現在再資源化率は83.2%

建設副産物の再資源化でサーキュラーエコノミー社会の実現に貢献



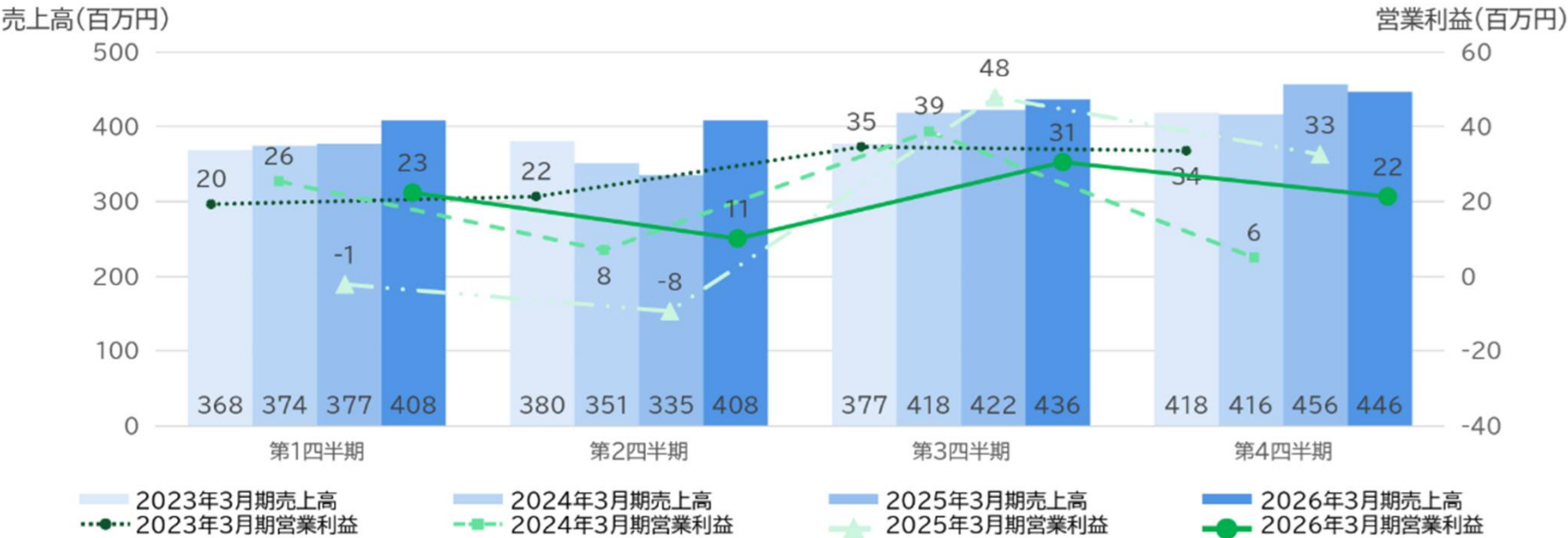
セグメント別：資源循環事業

- ・資源循環事業は新規顧客獲得、インナーシェアアップで量的拡大、リサイクル率が向上
- ・26/3期は売上高16.98億円（6.9%増）、営業利益0.90億円（25.0%増）と固定費吸収効果で利益増
- ・全体としては住宅着工の伸び悩みなどがあり緩やかな収益推移



資源循環事業：四半期の収益推移

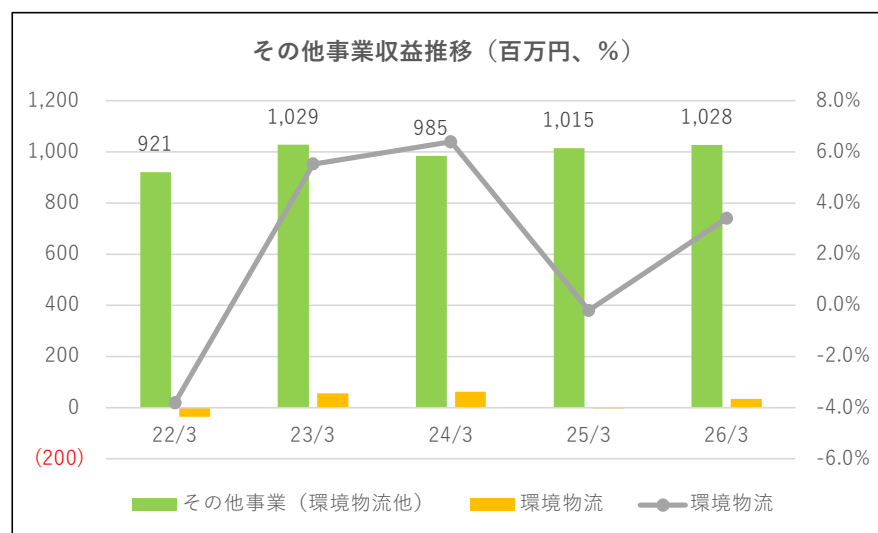
- 取引拡大
- 新規顧客の獲得による取引基盤の拡充
 - 中堅規模の地元建設会社を軸とした既存取引先とのインナーシェアの拡大
 - 売上規模の拡大に伴う固定費吸収効果により、営業利益率が改善



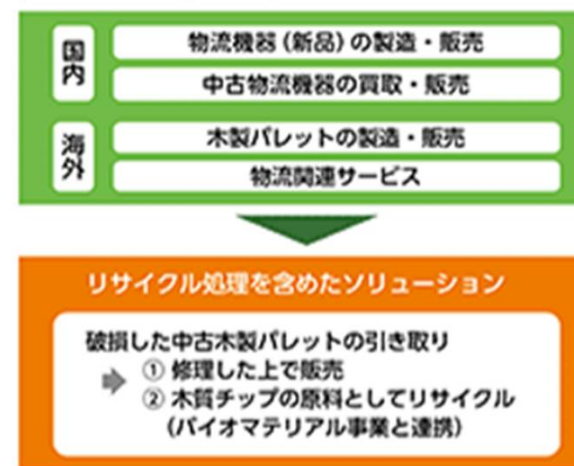
(注) セグメント売上高には、セグメント間の内部売上高又は振替高を含みます。セグメント利益は、連結損益計算書の営業利益と調整

セグメント別：その他の事業（環境物流、環境コンサルタント等）

- ・その他の事業は木質パレット等の物流機器の製造・仕入・販売、環境コンサルタント事業などを展開
- ・26/3期は売上高13.14億円（0.7%増）、営業利益0.35億円（0.37億円改善し黒字転換）と固定費吸収効果で利益増
- ・物流業界の人手不足など環境変化を踏まえ、木質パレットはリユース販売に加えリメイクなどで付加価値を高める
- ・環境コンサルでは空き家の「管理」「取壊工事」「活用」などへも展開



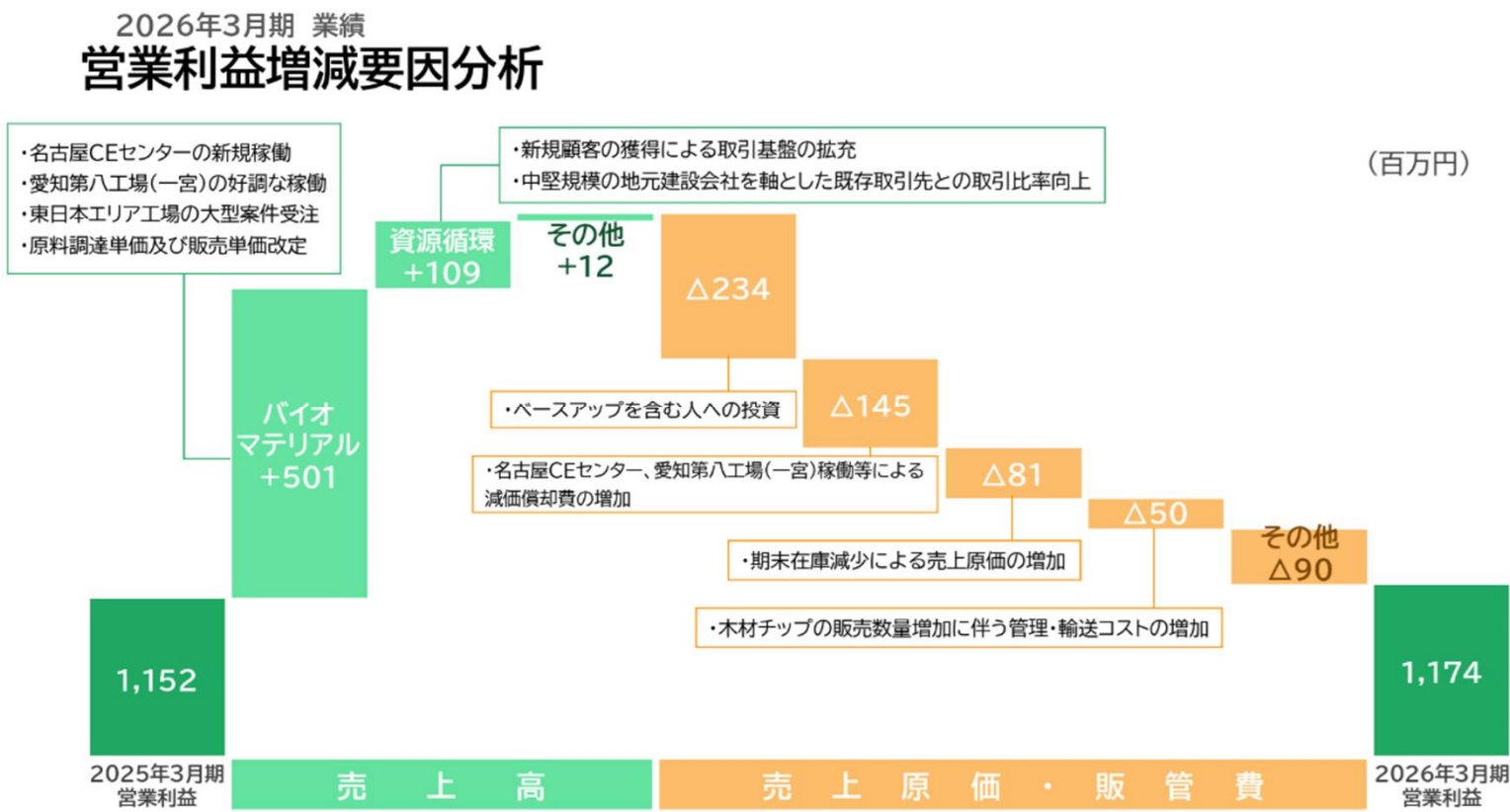
[物流機器の製造・仕入・販売とリサイクルの概要]



営業利益増減要因：売上増の効果を先行投資コスト増が相殺もEBITDAは9.5%成長

新拠点稼働は成長の種だが、短期的には償却・物流費が重い

- ・増収効果は大きいですが、木材チップ販売数量増に伴う管理・輸送コスト増が圧迫
- ・ベースアップを含む人への投資、積極的な事業拡張として新工場稼働による減価償却費増で微増益
- ・償却負担増を除くと営業利益は13.19億円（14.5%増）、EBITDAでは19.29億円（9.5%増）と本業の収益力は高まっている。



27/3期予想：8.1%増収、9.6%営業利益増予想で6期連続最高額更新予想

■ FY27（2027年3月期）会社予想

項目（億円）	FY26実績	FY27会社予想	前期比
売上高	100.1	108.2	+8.1%
営業利益	11.74	12.87	+9.6%
営業利益率	11.7%	11.9%	+0.2pt
経常利益	11.74	12.55	+6.9%
親会社株主純利益	8.91	8.91	+0.0%
EPS（円）	76.87	76.86	横ばい
DPS（円）	30	32	+2円増配

予想の前提

【売上 +8.1%】

- ・名古屋CEセンター(2025/9稼働)の通期寄与
- ・愛知第八工場(2024/10稼働)も継続貢献
- ・名古屋鳴海CEパーク(2026年上期稼働予定)
- ・足下12拠点が進行中、徐々に貢献開始
- ・円安で輸入バイオチップ価格上昇、供給不安定で国産再資源化品のニーズ拡大

【営業利益+9.6%】

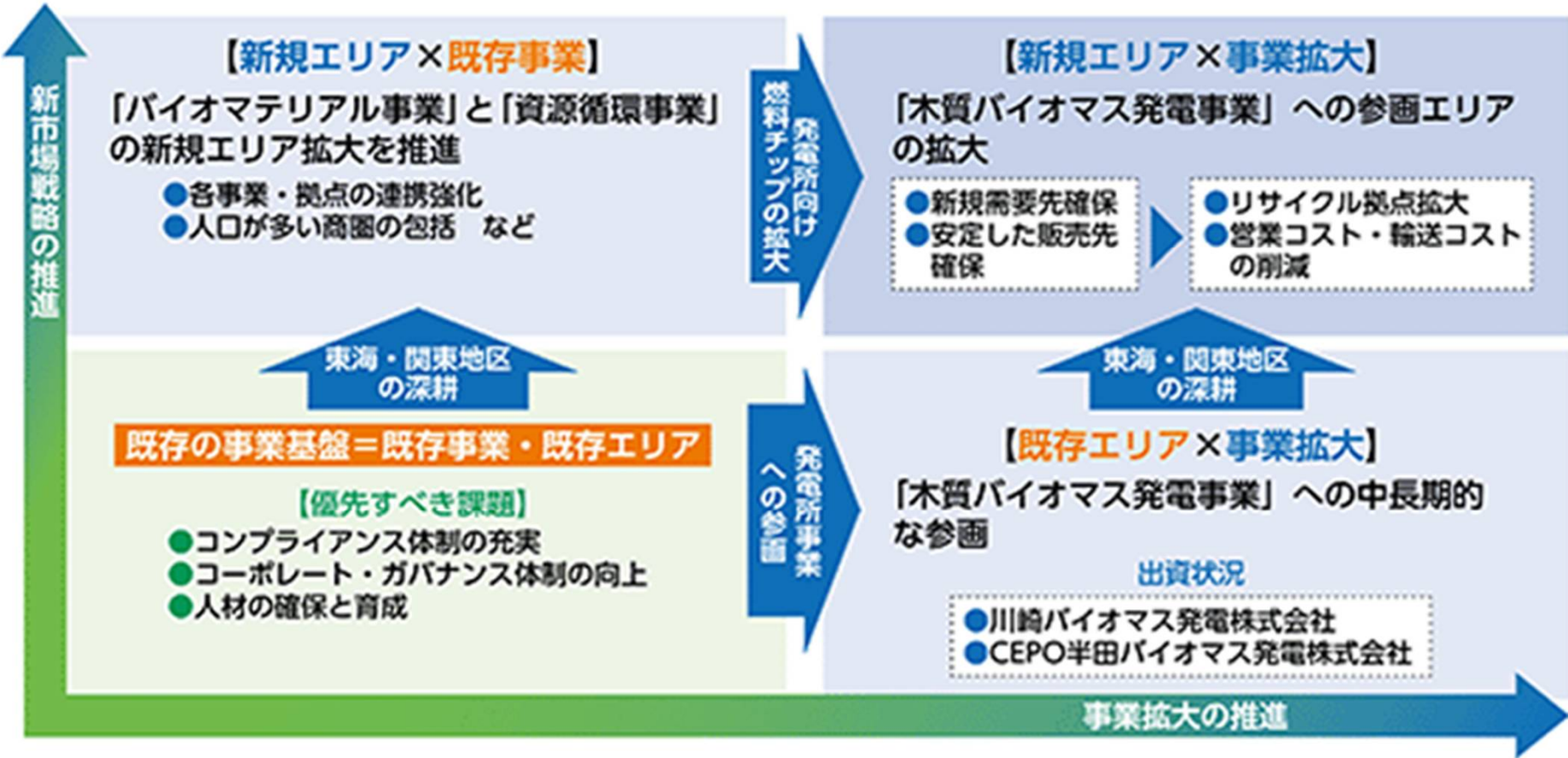
- ・量的拡大効果はあるが、減価償却費・人件費が継続発生し表面的な利益率改善は限定的、ただしEBITDAは2桁増継続に
- ・FY26計画10%未達も、27/3期は名古屋CEセンターの稼働率向上で収益性向上

中計見直し：Fuluhashi Sustainable Plan 2030へ2年延長

項目	旧計画：28/3期	新計画：30/3期	差分	読み方
売上高	150億円	140億円	-10億円	量的拡大ペースを再設定
営業利益	30億円	25億円	-5億円	費用上昇と工期遅れを反映
営業利益率	20%	17%	-3pt	高水準だが保守的に修正
ROE	15%超	15%超	不変	資本効率は維持
配当方針	配当性向35%目標・累進	35%以上・累進	強化	還元姿勢はむしろ前進

- ・「2年延長＋定量目標の引下げ」であるため、短期的には期待値調整要因
- ・一方、ROE 15%超と累進配当方針を維持・強化。株主還元は下支え材料
- ・会社側は建設費・物流費上昇、工場設計・開設エリア見直し、許認可取得時期の遅れを考慮

中計見直しの本質：成長戦略は維持、実行速度を調整



中計の柱①：量的拡大 ― 拠点展開と能力増強

■ 拠点展開状況

エリア	既存	稼働済	進行中	将来計画
中日本エリア	16ヶ所	愛知第八 (2024/10) 名古屋 CE(2025/9)	5ヶ所	名古屋鳴海CE パーク(2026 上期)
東日本エリア	6ヶ所	—	6ヶ所	南関東/北関 東展開
西日本エリア	—	—	将来検討	—
合計	22ヶ所	2ヶ所稼働	12ヶ所進行中	—

■ 取扱量目標と国内シェア

【現状と目標】

- ・ FY26足下取扱量：60-70万t/年
- ・ 中計目標：100万t/年（国内シェア約10%）
- ・ 残り4年で30-40万tの能力増強が必要

【国内市場規模】

- ・ 建設系木質廃棄物：年間約500万t
- ・ 事業系を含めると年間約1,000万t
- ・ 市場成長率は安定（横ばい～+2%）

【量的拡大のドライバー】

- ・ 新規工場稼働（12拠点進行中）
- ・ 地域密着営業によるシェアアップ
- ・ 空き家問題等の社会課題対応

中計の柱②：先端技術・市場環境 — バイオマス発電とサーキュラーエコノミー

■ 主要技術

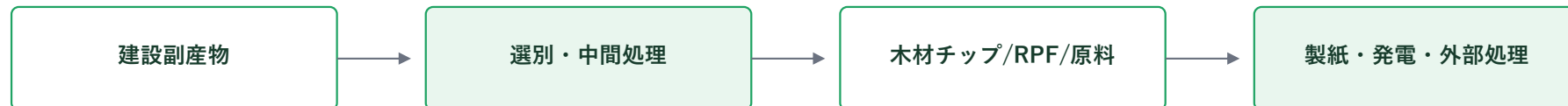
仕組み	市場規模	競合優位性	収益寄与時期
【木質バイオマス発電】 ・ 木材を燃料化（チップ） ・ 燃焼で電力生成 ・ CO2は元々大気から木が吸収した分（カーボンニュートラル） 【FIT/FIP制度】 ・ FIT：固定価格買取制度 ・ FIP：プレミアム制度（市場価格+補助） ・ 新規BM発電のFIT対象外化が2026年度以降の論点	【木質チップ市場】 ・ 国内BM発電容量約700万kW ・ 年間木質燃料需要：約3,000万t規模 ・ 輸入チップ依存度高い（PKS、東南アジア材） 【国内木質廃棄物】 ・ 建設系約500万t/年 ・ 事業系含めると約1,000万t ・ 市場成長率横ばい～+2% ・ 空き家問題で増加余地	【円安が追い風】 ・ 輸入木質チップ高騰 ・ 輸送CO2も負荷大 ・ 国産材の競争力向上 【専業上場優位性】 ・ 木質再資源化の専業上場企業は当社のみ ・ 全国ネットワーク確立 ・ 業界団体の立ち上げ経験で知見蓄積 ・ 75年以上のノウハウ	【既に収益化】 ・ 売上構成の73%がバイオマテリアル ・ 粗利率44%超の高収益 【今後の収益寄与】 ・ 名古屋CEセンター：2025/9～本格寄与 ・ 進行中12拠点：2026-2030順次稼働 ・ 100万t/年体制移行：中計目標FY30 ・ 新中計で時期2年後ろ倒し

■ 重要リスク：FIT制度変更による事業影響

- ・ 2026年度以降、新規バイオマス発電所はFIT制度対象外となる方針（経産省）。
- ・ 既存のFIT認定BM発電所は固定価格買取が継続するため、当社の既存販売先への影響は限定的。
- ・ 新規BM発電所の建設ペース鈍化リスクは中長期的な販売先拡大にネガティブ。ただし、製紙・ボード原料用の高付加価値チップ販売(燃料用以外)へのシフトで一定の代替市場が存在する。

中計の柱③：資源循環・環境サービスの広がり

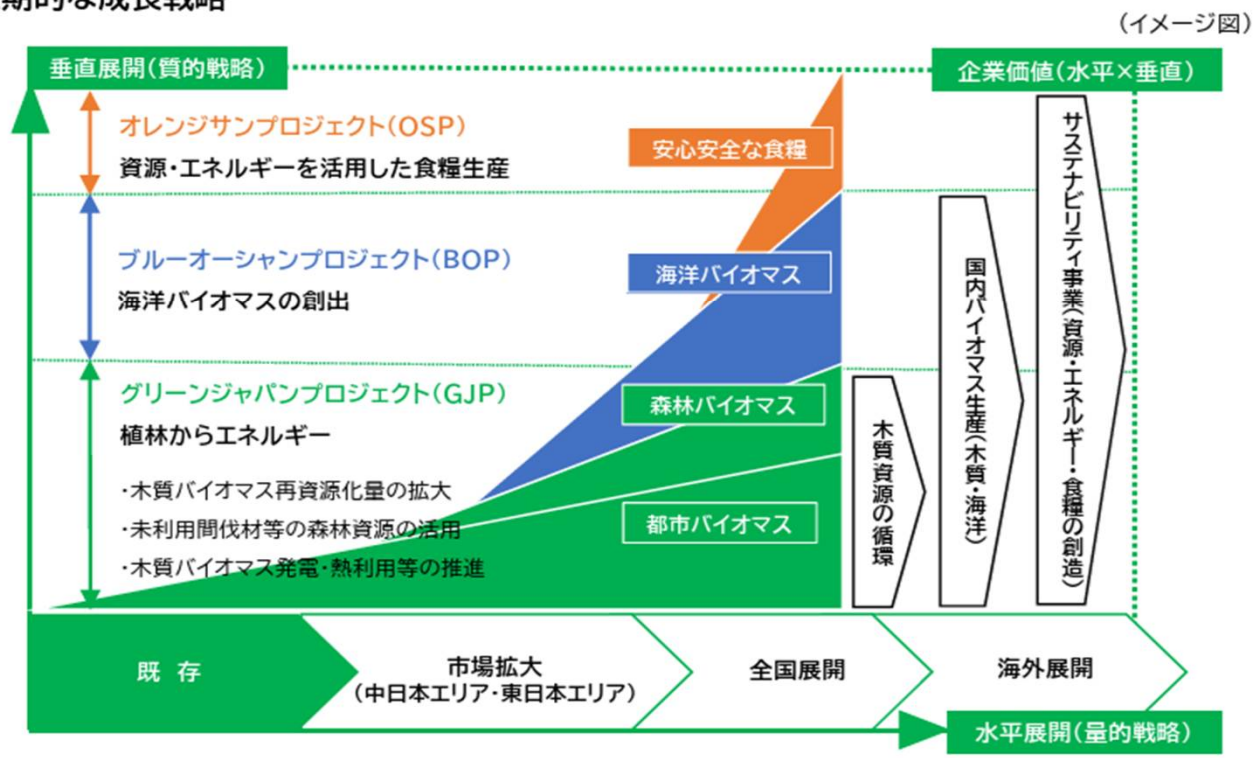
- ・資源循環事業は26/3期に固定費吸収効果が出始める
- ・中堅建設会社を中心にインナーシェアを拡大。地域密着型ネットワークが強み
- ・その他事業は環境コンサルティングサービスが伸長し黒字化
- ・能登半島地震の災害廃棄物受入支援など、社会課題対応の実績がESG評価に寄与も



長期ビジョン：全国展開に向け3つのプロジェクトを軸に事業展開図る

フルハシEPOグループの将来像(長期ビジョン)

3つのプロジェクトを軸として、持続的に調達可能な資源の産出とその循環を
長期的な成長戦略



同業比較：循環資源・廃棄物関連の中では成長プレミアムを享受

会社	主な事業	比較軸	フルハシEPOとの差異
TREホールディングス	廃棄物処理・資源リサイクル	規模・総合力	金属/廃棄物で広範。フルハシは木質資源特化
ミダックHD	産廃処理・最終処分	高収益性	処分場保有が強み。フルハシは再資源化ネットワーク
要興業	一般・産廃収集運搬	都市型顧客基盤	東京圏収集に強み。フルハシは中部圏起点
フルハシEPO	木質資源・建設副産物再資源化	成長投資・環境価値	拠点展開とバイオマス燃料需要が特色

- ・木質資源循環に特化したビジネスモデルのため、一般的な廃棄物処理会社との単純なPER比較には限界がある
- ・同業比では要興業以外と比較し割安感あり。ESG・再エネ・地域循環のテーマ性で一定のプレミアムは許容可能

評価：循環資源・廃棄物関連の中で連続最高益更新続く見通し ややポジティブ

- ・ 27/3期会社予想EPS76.86円に対しPER14.8倍はTREの17.4倍、ミダックの17.8倍に対し若干割安、要興業の12.8倍と似た水準にある
- ・ 27/3期も売上、営業利益で6期連続最高額更新見通しで、中計2年遅延の悪材料を株価は織り込んだと判断、最高収益更新が続く見通しから「ややポジティブ」評価とする

