ホリスティック企業レポート
リニューアブル・ジャパン
9522 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート
2021年12月24日発行

一般社団法人　証券リサーチセンター

証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20211223

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

リニューアブル・ジャパン（9522 東証マザーズ）

発行日：2021/12/24

太陽光を中心とした再生可能エネルギー発電所の開発・運営・売電事業を展開
発電所の開発や運営・売電に係る業務の一気通貫での内製化に特徴がある

アナリスト：阪東 広太郎 +81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【 9522 リニューアブル・ジャパン 業種：電気・ガス業 】

決算期	売上高（百万円）	前期比（%）	営業利益（百万円）	前期比（%）	経常利益（百万円）	前期比（%）	純利益（百万円）	前期比（%）	EPS（円）	BPS（円）	配当金（円）
2019/12	20,600	-	997	-	315	-	250	-	12.2	177.4	0.0
2020/12	22,276	8.1	1,673	67.8	731	131.7	462	85.0	19.2	227.7	0.0
2021/12 予	15,394	-30.9	2,072	23.9	906	23.9	506	9.5	19.6	-	0.0

（注） 1.連結ベース
2. 2021/12期の予想は会社予想

【 株式情報 】		【 会社基本情報 】		【 その他 】
株価	2,000円（2021年12月23日）	本店所在地	東京都港区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数	28,412,000株	設立年月日	2012年1月25日	ＳＭＢＣ日興証券
時価総額	56,824百万円	代表者	眞邉 勝仁	【監査人】
上場初値	1,663円（2021年12月22日）	従業員数	278人（2021年10月末）	EY新日本有限責任監査法人
公募・売出価格	1,800円	事業年度	1月1日～12月31日	
1単元の株式数	100株	定時株主総会	毎年3月	

＞ 事業内容

◆ 太陽光発電所の開発事業及び運営・売電事業を主に展開

リニューアブル・ジャパン（以下、同社）グループは、連結子会社21社、持分法適用関連会社4社を中心に構成されている。太陽光発電所を中心とする再生可能エネルギー発電所に関する、(1)開発、(2)EPC（設計/調達/建設）、(3)資金調達・発電所設備（持分含む）の売却、(4)発電、(5)アセットマネジメント（以下、AM）、(6)オペレーション&メンテナンス（以下、O&M）、(7)資産運用、(8)電力小売を一気通貫で手掛けている。

同社グループは、再生可能エネルギー発電所を開発したのち、同社（同社が匿名組合出資を行う合同会社等を含む）で保有し売電収入を得るか、同社がメインスポンサー、東急不動産が共同スポンサーを務める上場インフラファンドである日本再生可能エネルギーインフラ投資法人（9283 東証 REIT）（以下、上場インフラファンド）や同社が投資家を募り組成する私募ファンド（以下、私募ファンド）等に売却し、売却収入を獲得する。

同社グループが売却した再生可能エネルギー発電所に関して、同社は上場インフラファンドや私募ファンドから AM 業務及び O&M 業務を受託している。また、同社の子会社であるアールジェイ・インベストメントは上場インフラファンドから資産運用業務を受託している。電力小売は同社子会社のみらい電力が行っている。

同社グループは、再生可能エネルギー事業の単一セグメントだが、売上高・売上総利益は開発事業（フロー型収益）、発電・運営事業（ストック型収益）の2つの事業に区分される（図表1）。発電・運営事業はさらに売電収入等、AM、O&M、子会社に区分される。子会社には日本再生可能エネルギーオ

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

ペレーター及びみらい電力の数値が含まれる。

21/12 期第 3 四半期累計期間における売上構成比は、開発事業 18.4%、発電・運営事業 81.6%（売電収入等 60.5%、AM0.8%、O&M7.6%、子会社 12.6%）であり、売上総利益の構成比は、開発事業 38.9%、発電・運営事業 61.1%（売電収入等 45.2%、AM2.2%、O&M10.9%、子会社 2.7%）である。

発電所の売却については、発電所設備そのものを売却する場合と匿名組合出資持分を売却する場合がある。発電所設備そのものを売却する場合は発電所売却額が売上高、発電所簿価が原価となり、売上高と売上原価の差額が売上総利益（譲渡益）として計上される。一方で、匿名組合出資持分の売却の場合は売却価格と簿価の差額が売上高となり、売上原価が計上されないため、売上高と売上総利益（譲渡益）が同額となる。売上高は売却方法によって大きく変動するため、同社グループは売上高よりも売上総利益を重視している。

【 図表 1 】セグメント区分別売上高・売上総利益の構成

セグメントの名称	内訳	2020/12期						2021/12期 第3四半期累計期間			
		売上高	構成比	前期比	売上総利益	構成比	前期比	売上高	構成比	売上総利益	構成比
		（千円）	（%）	（%）	（千円）	（%）	（%）	（千円）	（%）	（千円）	（%）
開発事業（フロー型）		13,834,707	62.1	-12.9	2,859,875	60.0	-8.3	2,098,086	18.4	1,679,925	38.9
発電・運営事業		8,441,337	37.9	65.5	1,908,310	40.0	170.0	9,320,374	81.6	2,640,882	61.1
（ストック型）	売電収入等	6,041,417	27.1	71.4	1,012,988	21.2	670.0	6,911,854	60.5	1,954,737	45.2
	AM	133,502	0.6	52.1	133,502	2.8	52.1	95,408	0.8	95,408	2.2
	O&M	921,794	4.1	66.4	394,053	8.3	129.2	872,003	7.6	472,368	10.9
	子会社	1,344,624	6.0	44.1	367,767	7.7	16.6	1,441,109	12.6	118,369	2.7
合計		22,276,045	100.0	8.1	4,768,186	100.0	24.7	11,418,463	100.0	4,320,809	100.0

（注）端数処理のため合計と一致しない
20/12 期の発電・運営事業の売上高及び売上総利益の合計の前期比は、発電・運営事業の内訳に基づく証券リサーチセンターによる推計値
（出所）届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 開発事業

開発事業の売上高は、開発報酬、EPC 報酬、発電所設備（持分を含む）の売却で構成される。同社によると、売上高及び売上総利益の構成比は、発電所設備（持分を含む）の売却が大半を占めるようである。

① 開発

同社は、地権者、地方公共団体、金融機関や機関投資家から再生可能エネルギー発電所候補地に関する情報を得たのち、土地の広さや形状、日射量等様々なデータを確認し、再生可能エネルギー発電所としての適性や電力会社への効率的な接続の可能性などを検証している。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

事業性の検討段階では様々なデータに基づき、具体的な収益予想、開発コストの最適化、収益シミュレーション等、候補地に再生可能エネルギー発電所を建設した場合の事業性の分析を行っている。さらに実地調査を行い、開発を妨げる様々なリスクを検証し、事業性に適うと判断したプロジェクトについては、基本計画を立て、関係各省庁、地方公共団体や電力会社等と協議し、必要な許認可の申請を行う。

同社は、発電所用地の獲得から始める物件に加えて、許認可取得済みの物件や造成済みの物件も取得し、開発を行っている。また、運転開始済みの物件も取得している。

21 年 9 月末時点での同社グループの物件開発/物件取得の実績は、発電所数 140 カ所、パネル出力合計 754.3MW（売却済みの発電所を含む）である。同時点での開発物件パイプラインは、14 カ所、183.0MW（ネット持分 161.0MW）である。商業運転開始時期別のパイプラインの物件数・設備容量（ネット持分）は、21/12 期が 3 物件・25.7MW、22/12 期が 2 物件・57.3MW、23/12 期が 7 物件・26.8MW、24/12 期は商業運転開始を予定している物件は無く、25/12 期以降が 2 物件・50.6MW である。

② EPC（設計/調達/建設）

同社は、特定建設業の許可を取得しており、太陽光発電所を中心とした再生可能エネルギー発電所の発電設備の設計（Engineering）、工事部材調達（Procurement）、建設（Construction）を行う EPC 事業を展開している。

同社は開発する物件の多くについて、EPC を外注しているが、外部 EPC 事業者の工事品質の担保やコスト管理・低減の観点から、同社には EPC 業務の専門家が在籍しており、同社自身も EPC 業務を手掛け、ノウハウを蓄積している。

21 年 9 月末での同社の EPC 事業の実績は、発電所数 25 カ所、パネル出力合計 45.4MW であり、そのうち同社グループ以外の第三者から受託したのは 3 カ所、1.8MW である。

③ 資金調達・発電所設備（持分含む）の売却

同社は、開発した発電所または発電所の持分を、上場インフラファンドや私募ファンドに売却することで、売却収益を得ている。

同社は開発開始時や他社物件を取得した段階では、売却するか保有するか、また売却するならどこに売却するかは明確には決めておらず、発電所物件の需給状況や金利の状況などを踏まえて判断しているようである。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

同社は第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業の登録を受けており、再生可能エネルギー発電所の開発のフェーズ毎のリスクや資金調達マーケットの状況に応じて、自己資金や借入のみならず、投資家を募り私募ファンドの組成等を含む様々な手法によって資金を調達している。

注1）再生可能エネルギープロジェクトボンド
再生可能エネルギープロジェクトに必要な事業経費のうち、負債部分を金融機関からの借入でなく、なく、債券化して投資家から調達する手法

同社は、再生可能エネルギー発電事業を行うための資金調達として、上場インフラファンドや私募ファンドに対して、従来型のプロジェクトファイナンス（ノンリコースローン）や、メザニンファイナンスに加えて、再生可能エネルギープロジェクトボンド[注1]をスポンサーとしてアレンジし、資本市場から開発資金を調達している。同社は17年から合計10件、863億円のプロジェクトボンドの発行をアレンジしている。

◆ 発電・運営事業

① 発電

同社グループが所有又は上場インフラファンドから貸借している再生可能エネルギー発電所が発電した電力は、主に固定価格買取制度（以下、FIT制度）に基づき、一般送電事業者等へ売電している。

21/12期第3四半期末時点の同社グループが保有する発電所数は47カ所、設備容量は272.5MW（ネット持分：128.2MW）であり、21年7月末時点で上場インフラファンドから貸借している発電所数は55物件、109.2MWである。

同社グループが保有する発電所のネット持分の構成は、太陽光発電所が29カ所・116.3MW、水力発電所が2カ所・10.6MW、小風力発電所が16カ所・0.3MWである。太陽光発電所の設備容量別の構成は、高圧（50MW以上2,000kW未満）が9.0MW、特別高圧（2,000MW以上）が118.2MWである。特別高圧の太陽光発電所を中心とした構成となっている。

同社グループが保有する太陽光発電所について、FIT 価格の構成比は設備容量ベースで、40円/kWが40%、36円/kWhが47%、32円/kWhが10%、27円/kWhが2%、12.88円/kWhが1%である。FIT残存年数の構成比は設備容量ベースで、20年が1%、19年が57%、18年が25%、17年が7%、16年が4%、15年が2%、13年が2%、12年が2%である。

② AM

注2）SPC
Special Purpose Companyの略称。特別目的会社のことをいい、企業が不動産など特定の資産を当該企業の信用リスクから切り離し、その特定の資産やプロジェクトのために作られる会社

同社は、再生可能エネルギー発電所を自社で直接保有する他、SPC[注2]にて保有する場合がある。その場合、同社はSPCが保有する再生可能エネルギー発電所の収支管理、レポート作成、その他事務続きなどの AM 業務を行っている。同社は SPC の AM 業務に加え、同社が組成した私募ファンド及び上場インフラファンドの AM 業務も受託している。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

21 年 9 月末時点の同社の AM 事業の実績は、受託発電所数は 124 カ所、パネル出力は 708.8MW である。

③ O&M
同社は、再生可能エネルギー発電所の運転開始後の管理運営等の O&M 業務を行っている。O&M 業務の内容としては、運転状況の確認や巡視、稼働実績の報告、草刈り、法令で定められた申請・報告等を実施や事故発生時の緊急対応・関係者への連絡などが挙げられる。

21 年 9 月末時点の同社の O&M 事業の実績は、受託発電所数 149 カ所、パネル出力 886.8MW である。これらのうち、同社グループ以外からの受託発電所数は 28 カ所、パネル出力は 305.1MW であり、同社グループ以外からの受託の割合は発電所数ベースで 18.8%、パネル出力ベースで 34.4%である。

④ 投資運用業務
アールジェイ・インベストメントは金融商品取引法上の金融商品取引業者として、上場投資ファンドより投資資産運用業務を受託している。投資資産運用業務の内容としては、上場投資ファンドの資産配分・資本構成の検討・判断、保有資産のモニタリング、投資家へのレポート作成等である。

⑤ 電力小売
みらい電力は小売電気事業として、民間の発電事業者から調達した電力及び一般社団法人日本卸電力取引所（JEPX）との間で行う市場取引等により調達した電力を、官公庁を中心に学校、工場、ビル、商業施設、商店等に供給している。

◆ 顧客の構成
同社グループの売上高は上場インフラファンドや私募ファンド、小売電力事業者など少数の顧客に集中する傾向がある（図表 2）。19/12 期及び 20/12 期においては、上場インフラファンドと私募ファンドへの太陽光発電所の売却がそれぞれ 46.2%、53.3%を占めた。21/12 期第 3 四半期累計期間は、新たに運転を開始した大型の太陽光発電所の保有を増やしたため、中部電力（9502 東証一部）の子会社で小売電力事業者である中部電力ミライズへの売電収入の売上構成比が高くなっている。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

【 図表 2 】主要相手先別売上高

相手先	2019/12期		2020/12期		2021/12期 第3四半期累計期間	
	販売高	構成比	販売高	構成比	販売高	構成比
	（千円）	（%）	（千円）	（%）	（千円）	（%）
日本再生可能エネルギーインフラ投資法人	3,946,659	19.2	-	-	-	-
RJソーラー	3,027,080	14.7	-	-	-	-
ミエトバ	2,524,738	12.3	-	-	-	-
RJソーラー2	-	-	11,869,924	53.3	-	-
中部電力ミライズ	-	-	-	-	1,606,825	14.1

（注）日本再生可能エネルギーインフラ投資法人、RJ ソーラー、ミエトバ向けの 20/12 期以降、RJ ソーラー2 向けの 19/12 期及び 21/12 期第 3 四半期累計期間、中部電力ミライズ向けの 19/12 期の売上高はない。20/12 期における中部電力ミライズ向けの売上高は 10%未満
（出所）届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 人員体制・拠点

同社グループの従業員の配置は、開発が約 60 人、EPC が約 25 人、O&M が約 120 人、プロジェクトファイナンスが約 10 人、本社コーポレートが約 40 人である。

同社は再生可能エネルギー発電所の O&M 業務や、各地域の自治体や地権者、地域金融機関との関係を強化するために、同社が太陽光発電所を保有する地域を中心に、拠点を配置している。21/12 期第 3 四半期末時点の同社の拠点は、出張所・事務所が 13 カ所、発電所事務所が 14 カ所の合計 27 カ所である。

＞ 特色・強み

◆ 太陽光発電所の開発～発電までの一気通貫での内製化、経験・実績

同社グループの特徴は、上記と重複する部分もあるが、太陽光発電所に関して、開発・EPC・O&M・AM・売却・売電までを一気通貫で内製化していることと、様々な段階の多数の物件について事業性評価を行ってきた経験・実績である。同社グループはこれまでに合計 12.3GW の太陽光発電所物件の事業性評価を行っている。

開発途中や稼働済みの発電所の取得に際しては、自社で土地から開発する場合と比較して土地や設備の状態に関する情報が限られる一方、複数の競合先がいることが大半である。そのためリスクを見極めつつも、価格競争力と対応スピードが求められる。同社グループは、EPC や O&M を内製化しており、多数の物件について事業性評価を行った経験から、物件のリスクを見極めつつ、スピーディに競争力のあるオファーを出す事が可能なようである。

＞ 事業環境

◆ 太陽光発電所の発電事業・開発事業の事業環境

資源エネルギー庁によると、同社グループが注力する高圧（50kW 以上 2,000kW 未満）及び特別高圧（2,000kW 以上）の太陽光発電所の累積導入

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

容量は、電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別法（以下、「再エネ特措法」）に基づき 12 年 7 月に固定価格買取制度（以下、「FIT 制度」）が開始した事を受けて、多数の事業者が参入したことで、14 年 6 月の 5,213MW から 21 年 6 月の 31,063MW まで年率 29.4%で拡大している。

資源エネルギー庁によると、FIT 制度に基づく事業用太陽光発電の売電単価は、12 年度の 40 円/kWh から、継続的に引き下げられ、20 年度は 50kW 以上 250kW 未満で 12 円/kWh まで低下している。同社によると、20 年度より入札制度となっている 250kW 以上では kWh あたり 10 円台での落札も出ているようである。

20 年 10 月に日本政府が 2050 年までに温室効果ガスの排出を全体としてゼロにする、カーボンニュートラルを目指すと宣言するなど、太陽光発電所への需要は高まると考えられる。一方で、政府は 25 年度の売電価格の目標値を 7 円/kWh と置くなど、売電価格への低下圧力は高まると予想される。売電価格と同様に、太陽光発電所の設置・運転コストも太陽光パネル価格の低下などを受けて低下傾向にあるものの、太陽光発電事業者は採算を確保するため、より一層の初期費用・運用費用の低減等が求められると推察される。

太陽光発電所の開発事業は、各地域の開発候補地の情報を取得し、地権者らとの調整を行う必要があり、大手だけでなく地場の中堅不動産開発事業者、電気工事事業者等が多角化の一環として多数参入している。

上場している開発事業者であるウエストホールディングス（1407 東証 JQS）が 21/8 期に開発・販売した物件は 34.4MW、同社グループの 20/12 期に運転開始した物件は 130.5MW であり、20 年 6 月末から 21 年 6 月末の期間に高圧・特別高圧の太陽光発電所の累積導入容量の増加容量 2,544MW に対する割合はそれぞれ 1.4%、5.1%に留まる。

同社によると、太陽光発電所の用地獲得においては、他社と競合するケースは少ないが、開発が進んだ物件ほど、金融系投資家等の競合先が増えるようである。

＞ 業績

◆ 過去の業績

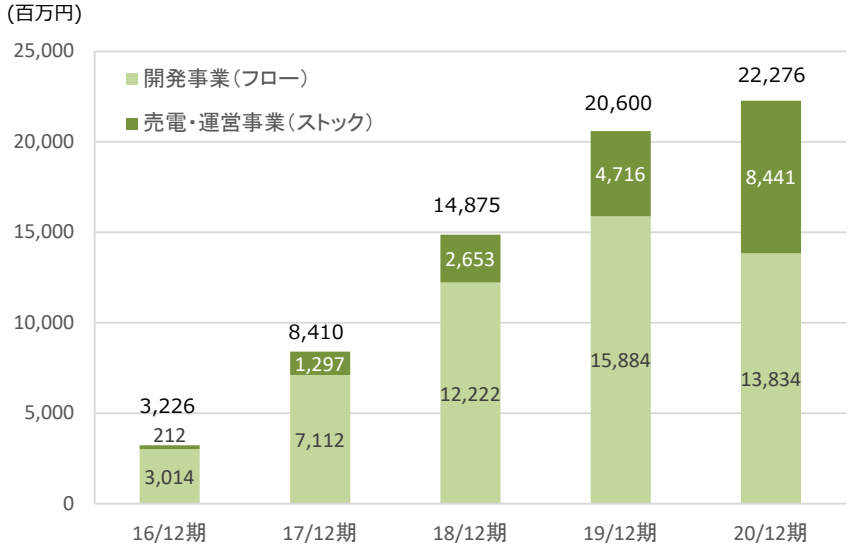
同社グループの売上高は 16/12 期の 3,226 百万円から太陽光発電所の売却物件数や保有数の増加等によって、20/12 期には 22,276 百万円へと拡大した（図表 3）。同社が売上高よりも重視する売上総利益も同様に、16/12 期の 1,690 百万円から 20/12 期には 4,768 百万円へ拡大した（図表 4）。

同社グループは、18/12 期以降、太陽光発電所について売却から自社グループ保有へのシフトを進めており、売上総利益について、18/12 期から 20/12 期にかけて、フロー型収益が 3,784 百万円から 2,859 百万円へ減少する一方で、

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

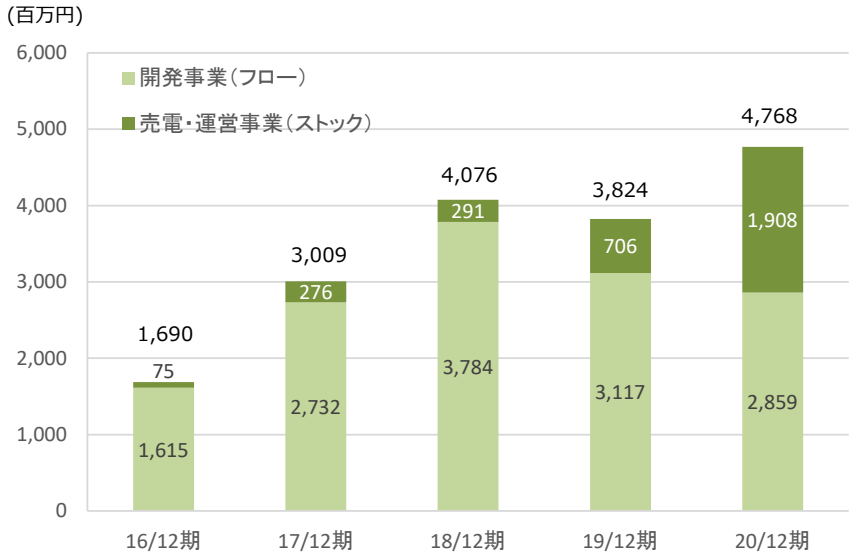
ストック型収益は 291 百万円から 1,908 百万円へ拡大している。

【 図表 3 】売上高推移



（出所）届出目論見書より証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】売上総利益推移



（出所）届出目論見書より証券リサーチセンター作成

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

◆ 20 年 12 月期実績

20/12 期の実績は、売上高 22,276 百万円（前期比 8.1%増）、売上総利益 4,768 百万円（同 24.7%増）、営業利益 1,673 百万円（同 67.8%増）、経常利益 731 百万円（同 2.3 倍）、親会社株主に帰属する当期純利益 462 百万円（同 85.0%増）である。

開発事業の売上高は、前期に大型 EPC 物件による EPC 報酬が計上された反動等で前期比 12.9%減の 13,834 百万円となった。発電・運営事業の売上高は、主に発電所の運転開始や稼働済み物件の取得による売電収入が同 2,517 百万円増加したことによって同 65.5%増の 8,441 百万円となり、全体の売上高は同 8.1%増の 22,276 百万円となった。

開発事業の売上原価は販売用発電所の売却に伴う販売用発電所の売却原価が増加した一方で、前期に計上された大型 EPC 物件に伴う外注費や材料費が減少したことで前期比 14.0%減の 10,974 百万円となった。発電・運営事業の売上原価は、発電所の運転開始や稼働済み物件の取得により減価償却費が増加したことなどにより、同 48.7%増の 6,533 百万円となった。上記の結果、売上総利益は開発事業で同 8.3%減の 2,859 百万円、発電・運営事業で同 170.0%増の 1,908 百万円となり、全体では同 24.7%増の 4,768 百万円となった。

主に役員報酬・給与等の人件費、各種業務委託・コンサルティング料金等の外部報酬、本社・地方事務所の地代家賃及び出張費等の旅費交通費で構成される販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、業容拡大による人件費の増加や新規事務所設立による地代家賃の増加によって前期比 9.5%増の 3,094 百万円となった。以上の結果、営業利益は同 67.8%増の 1,673 百万円となった。

営業外収益は受取保険金が前期比 105 百万円減少したことで同 51.8%減の 93 百万円となった。営業外費用は、主に発電所の開発・新規取得に関連した有利子負債の増加に伴って支払利息が同 374 百万円増加した事で、同 18.3%増の 1,035 百万円となった。以上の結果、経常利益は同 2.3 倍 731 百万円となった。

◆ 21 年 12 月期会社計画

21/12 期の会社計画は、売上高 15,394 百万円（前期比 30.9%減）、売上総利益 5,664 百万円（同 18.8%増）、営業利益 2,072 百万円（同 23.9%増）、経常利益 906 百万円（同 23.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 506 百万円（同 9.5%増）である。21 年 7 月までの実績値に 8 月以降の予測値を加えたものである。

21/12 期第 3 四半期累計期間の業績は、売上高 11,418 百万円、売上総利益

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

4,320 百万円、営業利益 1,708 百万円、経常利益 884 百万円、四半期純利益 566 百万円であり、通期計画に対する進捗率は売上高 74.2%、売上総利益 76.3%、営業利益 82.4%、経常利益 97.6%、四半期純利益 111.9%となっている。同社によると、利益の進捗率が高いのは主に気候等による売電収入の変動などを鑑み、計画を保守的に立てているためとしている。

売上高は、前期比 30.9%減の 15,394 百万円を計画している。前期は私募ファンドへ同社グループ保有の発電所を発電所設備として売却したのに対して、今期は私募ファンドを組成せず、発電所を所有し続けるため、減収を計画している。

売上原価は、私募ファンドへの同社グループ保有の発電所の発電所設備としての売却が発生しないため、前期比 44.4%減の 9,729 百万円を計画している。売上総利益は、保有発電所が増加することから、売電収入の増加を見込み同 18.8%増の 5,664 百万円を計画している。売上総利益におけるストック型収益の構成比は前期の 40.0%から同 11.9%ポイント上昇の 51. 9%が見込まれている。

販管費は、O&M 業務の人員拡充に伴う人件費の増加等によって、前期比 16.1%増の 3,592 百万円を計画している。上記の結果、営業利益は同 23.9%増の 2,072 百万円を計画している。

営業外損益が 1,166 百万円のマイナスとなるのは、支払利息及び支払手数料が主たる要因である。以上の結果、経常利益は前期比 23.9%増の 906 百万円を計画している。特別損益については、第 3 四半期累計会計期間において、固定資産売却益や固定資産除去損が計上されているが、第 4 四半期については見込んでいない。

◆ 成長戦略

同社グループは、1）ストック型収益の拡大、2）FIT 制度に頼らないビジネスモデルの確立、3）電源の多様化、4）電力マネジメント、5）海外展開を中長期の成長戦略としている。

ストック型収益の拡大については、今後業績を拡大していく上で収益の安定性を高めるために、発電事業から得る売電収入、AM 事業及び O&M 事業から得る AM 報酬及び O&M 報酬といったストック型収益の割合を高めていく方針である。発電事業については、同社グループが開発した再生可能エネルギー発電所について、同社グループのバランスシートの状況等を鑑みながら、自社グループ保有を増やしていく方針である。O&M 事業については、価格競争力によって同社グループが開発した物件だけでなく、他社が開発した物件についても受注を拡大してゆきたいとしている。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

FIT に頼らないビジネスモデルの確立については、同社グループは 21 年 2 月に東京ガス（9531 東証一部）との間で「非 FIT 太陽発電所の電力購入契約」を締結すると共に、EPC 事業者であるエコスタイル（大阪府大阪市）との間で業務提携契約を締結し、エコスタイルが開発する太陽光発電所を同社が取得し、発電した電力・環境価値を小売電力事業者である東京ガスに販売する。本事業における太陽光発電所の規模は、合計 500MW を目指している。

電源の多様化については、同社グループは、これまで太陽光発電所を中心とした事業展開をしてきたが、風力発電（陸上・洋上）やバイオマス発電といった太陽光発電以外の分野も拡大してゆきたいとしている。同社グループは、電源多様化の一環として、21 年 2 月に山形県西置賜郡の赤芝水力発電所（稼働済み、11.2MW）を取得し、17 年 2 月に取得した三重県松阪市の松阪飯南ウィンドファーム（開発中、25.2MW、FIT22 円）の風力発電所の事業認定を取得している。

電力マネジメントについては、同社グループは再生可能エネルギーの導入拡大に伴って必要性の高まる電力需給の管理における事業機会を取りこむため、発電事業や電力小売事業を通して需給管理の知見などを蓄積している。

海外展開について、同社グループは国内で培った知見や強みを活かし、開発から発電・運営まで一気通貫で手掛けてゆきたいとしている。海外展開に向けて、同社グループは欧州と米国において市場調査を開始している。

同社は、成長戦略の実現に向けて、太陽光発電所の開発資金や取得資金等に上場時の調達資金を充当していく考えである。

＞経営課題/リスク

◆ 固定価格買取制度（FIT 制度）に関する政策変更リスク

17 年 4 月 1 日の改正再エネ特措法の施行を受けて、太陽光発電所を運営する事業者のコスト低減への努力を促すため、FIT 制度において買取価格の入札制度が導入されている。このような政府のエネルギーに関する施策の変更、FIT 制度または FIT 制度に関連する各種法令の改定が行われ、同社グループが、新制度に適時かつ適切に対応できない場合、又はこれらに対応するためのコストや負担が増加した場合には同社グループの事業、業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

また、22 年 4 月 1 日より施行が予定されている「強靭かつ持続可能な電気供給体制の確立を図るための電気事業法等の一部を改正する法律（エネルギー供給強靭化法）では、FIT 制度に加え、市場価格に一定のプレミアムを上乗せして交付する FIP（Feed In Premium）制度の創設が予定されており、FIP 制度では電力市場の需要量に応じて売電価格が変動する。FIP 制度への移行後において電力市場における需要量が同社グループの想定よりも少なか

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

った場合等には同社グループは想定通りの売電収入を得ることができず、財政状態及び経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

さらには、FIT 制度を利用しない「Non-FIT」においては、小売電力事業者等との相対契約であるため、同社グループの売電価格が安価に変更された場合には、同社グループの財政状態及び経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 事業環境に関するリスク

同社は、全国各地の地方公共団体、地域金融機関、地元の建設会社等とのネットワークを活用し、開発物件を発掘する体制を構築しているが、今後は、平坦地で造成コストが低く、開発コストが相対的に安価となる土地を発掘・取得することが徐々に困難になると考えられる。開発に適した土地が入手できない場合には、同社グループの財政状態及び経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 有利子負債依存度について

同社グループは、再生可能エネルギー発電所にかかる開発資金を、金融機関からの借入等により調達している。同社グループの有利子負債残高は20/12 期末において 53,842 百万円であり、有利子負債依存度（総資産に占める有利子負債の割合）は 84.9%、20/12 期の支払利息は 770 百万円となっている。事業の拡大に伴い金融機関からの借入が増加し、金融情勢の変動により金利が大幅に上昇した場合には、同社グループの財政状態及び経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 配当政策

同社は、株主に対する利益還元も経営の重要な経営課題と認識している。しかし、財務体質の強化と事業展開を優先し、創業以来無配としている。現時点においては配当実施の可能性及びその時期などについては未定としている。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

【 図表 5 】 財務諸表

損益計算書	2019/12		2020/12		2021/12 3Q累計	
	（百万円）	（%）	（百万円）	（%）	（百万円）	（%）
売上高	20,600	100.0	22,276	100.0	11,418	100.0
売上原価	16,776	81.4	17,507	78.6	7,097	62.2
売上総利益	3,824	18.6	4,768	21.4	4,320	37.8
販売費及び一般管理費	2,827	13.7	3,094	13.9	2,611	22.9
営業利益	997	4.8	1,673	7.5	1,708	15.0
営業外収益	193	-	93	-	166	1.5
営業外費用	874	4.2	1,035	4.6	990	8.7
経常利益	315	1.5	731	3.3	884	7.7
税引前当期（四半期）純利益	367	1.8	754	3.4	897	7.9
親会社に帰属する当期（四半期）純利益	250	1.2	462	2.1	566	5.0

貸借対照表	2019/12		2020/12		2021/12 3Q	
	（百万円）	（%）	（百万円）	（%）	（百万円）	（%）
流動資産	52,508	94.8	58,023	91.5	96,947	88.5
現金及び預金	12,209	22.1	12,060	19.0	12,696	11.6
売上債権	1,596	2.9	1,114	1.8	1,699	1.6
営業投資有価証券	2,771	5.0	3,987	6.3	4,258	3.9
販売用発電所	16,152	29.2	16,511	26.0	34,648	31.6
仕掛販売用発電所	15,929	28.8	22,345	35.2	35,455	32.4
固定資産	2,859	5.2	5,369	8.5	12,601	11.5
有形固定資産	378	0.7	1,553	2.5	6,706	6.1
無形固定資産	61	0.1	42	0.1	1,920	1.8
投資その他の資産	2,419	4.4	3,772	6.0	3,974	3.6
総資産	55,368	100.0	63,392	100.0	109,548	100.0
流動負債	14,709	26.6	12,642	19.9	21,110	19.3
買入債務	1,609	2.9	255	0.4	1,048	1.0
短期借入金	4,137	7.5	4,398	6.9	4,146	3.8
1年内償還予定の社債	552	1.0	494	0.8	206	0.2
1年内返済予定の長期借入金	4,993	9.0	4,131	6.5	10,136	9.3
1年内返済予定のノンリコース長期借入金	1,599	2.9	983	1.6	3,586	3.3
固定負債	36,097	65.2	44,434	70.1	78,606	71.8
社債	2,876	5.2	2,437	3.8	1,321	1.2
長期借入金	8,545	15.4	15,961	25.2	25,121	22.9
ノンリコース長期借入金	24,019	43.4	25,423	40.1	49,121	44.8
純資産	4,561	8.2	6,315	10.0	9,832	9.0
自己資本	4,099	7.4	5,876	9.3	6,343	5.8

キャッシュ・フロー計算書	2019/12	2020/12
	（百万円）	（百万円）
営業キャッシュ・フロー	-12,609	-6,729
減価償却費	380	1,308
投資キャッシュ・フロー	-389	-1,323
財務キャッシュ・フロー	20,189	7,972
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	7,189	-80
現金及び現金同等物の期末残高	12,205	12,056

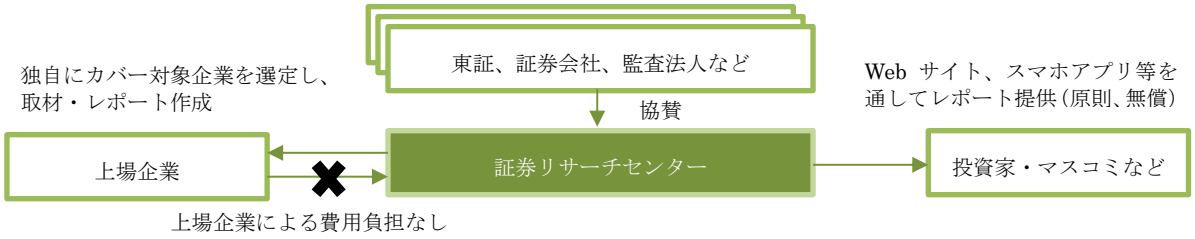
（出所）届出目論見書より証券リサーチセンター作成

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
監査法人 A&A パートナーズ
SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
宝印刷株式会社
大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクサス
野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。