



当PDF文書は下に示されている企業に関する詳細レポートのアップデート版として作成されたものです。詳細レポート全体につきましては弊社ウェブサイト (<http://www.sharedresearch.jp>) をご覧下さい。弊社は、継続的に最新の企業情報を掲載し、ユーザーが弊社ウェブサイトへ自由に投稿できるという他に類を見ないサービスを提供しています。

## 多摩川ホールディングス (6838)

多摩川ホールディングスは、過去の業績低迷からの再建し、2013年3月期には過去最高益を達成した。電子・通信用機器という安定的なコア事業に加え、新規に太陽光エネルギー事業を同社の成長と収益の源泉とすることを図っている。

同社は、固定価格買取制度によって、太陽光エネルギー事業が今後数年間にわたる成長分野であると確信しており、同社経営陣は、投資家に対し成長戦略を説明し、太陽光エネルギー事業の認知度を向上させたいと考えている。

この要約レポートは、同社の要望により準備中のシェアードリサーチ調査レポートの要約版である。

### 沿革

1968年に創業、高周波無線技術のトップ企業として、創業以来高周波無線技術に特化してきた。2005年以降、韓国企業の参入で競争が激化し業績が悪化した。幾度かの経営陣交代を経て、2012年に現在の体制となった。

同社を理解するうえで重要な出来事として、2007年以降の経営の迷走がある。2007年、同社の経営改善のために、株主のジェイ・ブリッジ株式会社(現アジア・アライアンス・ホールディングス社、東証二部 9318)が株式の一部(14.7%)を所有していた会社(ジェイ・キャピタルマネジメント株式会社)の経営陣が、同社取締役役に就任した。その後、当該取締役が社長に就任し、買収の失敗、ファンドへの出資、経営判断の失敗、および競争激化により、同社の業績は大きく悪化した。

上記の社長が2009年に辞任後、同社はアプライド・テクノロジーズ社および韓国多摩川電子といった不採算子会社を整理したが、電子・通信機器事業は2009年3月期から2011年3月期まで、売上減少により営業損失を計上した。その中で、2010年2月に同社は第三者割当増資を実施し、144百万円を集め、バイオマスエネルギー供給事業を開始した。しかし、同事業は2011年3月期から2013年3月期第2四半期まで営業損失を継続し、2012年3月に法的整理された。

2011年6月、小林正憲氏が電子・通信用機器事業の立て直しのために連結子会社多摩川電子社取締役に就任、2012年4月に社長に就任した。同氏就任後に、海外の企業との競争激化により不採算となっていた取引の受注中止などの業績改善策を実行し、電子・通信用機器事業の業績は回復に向かい、2012年3月期に営業黒字に転換した。

2012年2月、福永節也氏が太陽光事業の太陽光システム販売の新規参入のために、同社代表取締役(現連結子会社多摩川ソーラーシステムズ代表)に就任した。同氏就任後に、モジュールメーカーG P



PV（本社：中国）と独占販売契約を締結し、価格競争力の優位性とトップ営業により、2013年3月期に、同事業は開始初年度から営業黒字でスタートした。

2012年4月に同社大株主の意向により、同社立て直しのために柘沢徹氏が同社執行役員に就任、同年6月に同社代表取締役役に就任した。着実に同社の収益力を高め、成長軌道に乗せるために固定価格買取制度により価格が保証されている太陽光エネルギー事業のメガソーラー発電所の運営に注力し、福永氏主導のもとで多摩川システムズ社および小林氏主導のもとで多摩川電子社の業績安定化を図る方針である。

## 事業概要

同社の事業セグメントは、電子・通信用機器事業および太陽光エネルギー事業からなる。

### 電子・通信用機器事業（2013年3月期売上高構成比率：85.9%、同営業利益構成比率：100.4%）

同社創業からの事業で、高周波無線技術を応用し、移動体通信の基地局、放送、防災・消防無線などに使われる増幅器、減衰器、フィルタ、分配器、合成器など無線機器に不可欠な高周波回路素子製品を生産、販売している。高周波回路素子製品とは、送受信される信号の分配・合成や、必要な周波数の取捨選択、信号の強弱を適正レベルに調整するなどして、その通信環境に適した機能を維持するための部品群である。

同社は高周波のアナログ技術を得意とする。同社によれば、通信・放送機器の中でデジタル技術の占める割合が近年増加しているが、デジタル技術のみでは通信・放送機器が構成できないことから、アナログ技術は必要不可欠である。高周波のアナログ技術を応用した製品を手掛ける事業者は数少ないことから、同社は希少な存在として、高い市場シェアを有している。移動体通信基地局関連部品のシェアは約15%である。

同事業の売上の約61%が移動体通信の基地局に使われる部品、約16%が防衛関連の部品、約21%がその他の用途に使われる部品である。移動体通信基地局に使われる主な部品は、アンテナが送受信する様々な電波の中から、必要な周波数の電波を取り出す高周波フィルタや分配・合成器、減衰器等である。

売上の約70%は大手電機メーカーに対する部品の供給で、約30%は自社製品として販売している。同事業の粗利率は約30%であるが、粗利率は部品供給売上より自社製品の方が高いという。

1990年代に日本で携帯電話が急速に普及する中で、移動体通信事業者は積極的に基地局の建設を進めた。移動体通信基地局に高周波無線技術を応用した部品が不可欠であったことから、同事業の売上は拡大した。同社は2005年までは移動体通信基地局関連部品で約30%の市場シェアを有していた。その後、海外の競合企業が日本市場に参入し、競争が激化したことで、同社製品の市場シェア、売上、収益性は低下し、同事業は業績低迷を続けた。



不採算受注の中止などにより、2012年3月期より業績が改善基調にある。今後は、研究開発を進め、自社製品の開発と積極的な提案を進めることで、売上の拡大と収益性の向上を図る方針である。

### 太陽光エネルギー事業（2013年3月期売上高構成比率：12.0%、同営業利益構成比率：11.2%）

同社の太陽光発電事業は、システム販売とメガソーラー発電所事業から成る。2013年3月期は、太陽光エネルギー事業の売上は、太陽光システムの販売のみであった。

#### 太陽光システム販売

太陽光システムの販売に関して、同社は販売代理店を通して、太陽光モジュールやパワーコンディショナを顧客に販売している。また、契約者に対し、電力会社との折衝、金融機関に対する借入申し込みの補助なども必要に応じて行う。

顧客は企業が中心で、金融機関などからの紹介および同社ホームページを確認しての依頼が多い。固定価格買取制度に基づき、10kW以上の太陽光発電設備により発電された電力は、20年間定額で電力会社が買い取ることから、顧客は安定的な収益を見込むことが出来る。さらに太陽光発電設備はグリーン投資減税制度を利用すれば取得価額の全額を即時償却出来ることから、企業からの引き合いが多いとのことである。

固定価格買取制度：再生可能エネルギーの普及促進のために、太陽光、風力、水力、地熱、バイオマスによって発電者が発電した電気を、電力会社に、一定の期間・価格で買い取れることを義務づける制度。電力会社による買取価格・期間については、毎年度見直される。2013年度の太陽光発電設備での発電による電力の買取価格は1kW当たり37.8円（税込）であり、買取期間は20年である。固定価格買取制度の適用を受けるためには、経済産業大臣からの設備認定を受ける必要がある。

同社から顧客への販売価格は、1kW当たりの太陽光発電設備で約30万円である。発電量に1kW当たりの単価を乗じた金額が、同社の売上となり、粗利率は15%から25%程度である。2013年3月期は36件、約1,700kWの太陽光システムを販売した。

#### メガソーラー発電所の運営

太陽光エネルギー事業では、太陽光システム販売の他に、メガソーラー発電所の運営を行っている。

メガソーラー発電所事業では、同社が出資し、太陽光発電所ごとに専門会社を設立のうえで、土地を取得または賃借し、発電量が1MWを超える太陽光発電所を建設、運営を行う。太陽光発電所ごとに専門会社を設立する理由は、太陽光発電所事業を行う専門会社単位で、金融機関からの資金調達（プロジェクトファイナンス）を行うことも想定しているためである。2013年7月までに、株式会社GPエナジー1から株式会社GPエナジー6まで、太陽光発電所の運営会社として6子会社を設立した。



同社によれば、メガソーラーの太陽光発電所に必要な設備投資は、太陽光モジュール、設置架台、電気設備、工事代金などで、投資額総額は 1MW 当たり約 300 百万円である。

同社はメガソーラー発電所で発電した電力を電力会社などに売却することで収入を得る。発電量に電力会社の買取価格を乗じた金額が同社の売上となる。電力会社による買取価格は、固定価格買取制度に基づき、2012 年度に設備認定を受けた設備であれば 1kW 当たり 42.0 円（税込）、2013 年度に設備認定を受けたものは 37.8 円（税込）である。買取期間は 20 年間一定である。

メガソーラー発電所で想定される収益に関して、SR 社の理解では、1MW の発電出力の太陽光発電設備の年間発電量は 1.0 から 1.4 ギガワットである。2012 年度に設備認定を受けた設備であれば、42.0 円（税込）の買取価格が適用され、1.0 ギガワットの発電量であれば、年間 40 百万円程度の収入が見込まれる。ただし、発電量は天候等によって変化し、また、太陽光発電モジュールの劣化により、発電量は年間 0.25% から 0.75% 程度低下する。

主な費用は、減価償却費、土地賃借料、メンテナンス料、保険であり、収入の約 50% が売上総利益となる。自己資金のみで建設した場合の内部収益率は約 9% と試算される。



## 戦略・中長期展望

同社は、2013年4月に2018年3月期までの中期経営計画を発表している。当該中期経営計画における目標値は売上高 10,000 百万円、営業利益率 20%、ROE20%である。

中期計画において、2018年3月期の売上高構成比は電子・通信用機器 47.0%、太陽光エネルギー（販売）24.4%、太陽光エネルギー発電所 27.9%と予想している。

電子・通信用機器事業では、現多摩川電子社長就任以降、不採算取引を止める方針とし、収益改善に成功した。今後は、研究開発により、新製品を開発・投入することで売上の拡大を図るとともに、収益性の高い自社製品の売上構成比率を高めていく方針である。同社によれば、移動体通信基地局関連部品の需要拡大に加え、防衛、災害対策、環境分析装置関連に対して、以下のように高周波無線技術を応用した新分野の需要が期待できるとのことである。

- 移動体通信基地局関連部品に関しては、2016年前後から移動体通信事業者が高速通信サービス LTE-Advanced を展開すると想定し、基地局設備の更新需要による売上の拡大が見込まれる。
- 防災・防衛関連に関しては、震災や領土問題に起因し、ハイビジョン画像による沿岸監視の需要が増しており、同社では沿岸監視に関連する製品としてミリ波伝送装置、信号処理装置の開発・提案を強化していく方針である。
- 自社製品では、花粉、黄砂、PM2.5や放射能汚染等、環境分析装置の需要増大に向けて自社製品の開発・提案を強化していく。

太陽光エネルギー事業では、中期計画において、2018年3月期に、システム販売で連結売上高の 24.4%、メガソーラー発電所で連結売上高の 27.9%を見込んでいる。SR 社の推測では、太陽光エネルギー事業においては、中期計画策定時以降の開発案件の増加などにより、当事業の想定は変化しており、投資資金を確保する手段も多様化することが考えられることから、同社はより具体的な計画を策定しているものとする。

2013年10月現在、同社は資金を確保できれば運営が可能なメガソーラー発電所の開発見込み案件を、発電出力換算で数百メガワット相当抱えているという。ただし、投資可能な資金と人的リソースの制約により、当該案件をどのように展開するかが今後の検討課題になっている。

SR 社の理解では、メガソーラー発電所の運営は初期投資を必要とするが、収益は安定的であり、継続的にキャッシュフローを獲得できる。一方で、太陽光発電システム販売事業は大きな設備投資を必要としないが、特定顧客に対して継続的に取引が発生するものではない。よって、太陽光発電システムの需要変動により、業績が変動する可能性がある。

同社は太陽光エネルギー事業では、開発対象案件に対し、太陽光システム販売、メガソーラー発電所の運営、メガソーラーの分譲販売を展開していく予定である。SR 社は、同社が安定的かつ継続性の高いメガソーラー発電所の運営を、積極的に進めたいと考えているが、金融機関からの借り入れ可能額やキャッシュフローなど、同社が設備投資に活用できる資金、および人的リソースの配分を勘案の



うえ、事業を進める必要があり、収益の最大化を図る方法を策定していくことになるかと予想する。

2013年11月現在、電子・通信用機器事業、太陽光エネルギー事業に加えて、同社ではバイオマス発電所事業を行うことを検討している。2013年11月5日に、同社はバイオマス発電所の譲受に関する優先交渉権を取得したことを発表した。太陽光エネルギー事業に加え、再生可能エネルギーの多角的な事業化に向け、バイオマス発電所の取得を検討しているという。

2013年11月現在、固定価格買取制度において、一般木材等に由来するバイオマスを燃焼させる方法により発電した電気は、電力会社が25.2円（税込）で20年間買い取ることが決まっている。同社によれば、検討中のバイオマス発電事業は、植物油を原料として、発電した電気を売電することで、安定的に収入を得る仕組みであり、同社が2012年に撤退したバイオマスエネルギー供給事業とは全く異なるものであるという。



損益計算書 (百万円)	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 会予
<b>売上高</b>	<b>4,299</b>	<b>2,803</b>	<b>2,640</b>	<b>3,106</b>	<b>3,672</b>	<b>4,504</b>
前年比	7.1%	-34.8%	-5.8%	17.7%	18.2%	22.7%
<b>売上総利益</b>	<b>951</b>	<b>392</b>	<b>326</b>	<b>590</b>	<b>1,049</b>	
前年比	28.9%	-58.8%	-16.8%	81.1%	77.8%	
売上総利益率	22.1%	14.0%	12.3%	19.0%	28.6%	
<b>営業利益</b>	<b>-68</b>	<b>-227</b>	<b>-286</b>	<b>-30</b>	<b>373</b>	<b>493</b>
前年比	-	-	-	-	-	32.0%
営業利益率	-1.6%	-8.1%	-10.8%	-1.0%	10.2%	10.9%
<b>経常利益</b>	<b>-128</b>	<b>-224</b>	<b>-284</b>	<b>-24</b>	<b>375</b>	<b>488</b>
前年比	-	-	-	-	-	30.2%
経常利益率	-3.0%	-8.0%	-10.8%	-0.8%	10.2%	10.8%
<b>当期純利益</b>	<b>-408</b>	<b>-570</b>	<b>-351</b>	<b>-37</b>	<b>340</b>	<b>449</b>
前年比	-	-	-	-	-	32.1%
利益率	-9.5%	-20.3%	-13.3%	-1.2%	9.3%	10.0%
<b>一株当たりデータ</b>						
期末発行済株式数(千株)	5,461	6,774	6,774	6,774	10,753	
EPS	-77.6	-105.3	-53.5	-5.6	47.2	41.8
EPS(潜在株式調整後)	-	-	-	-	44.3	
DPS	-	-	-	-	-	-
BPS	279	177	122	116	163	
<b>貸借対照表(百万円)</b>						
現金・預金・有価証券	820	665	493	56	390	
<b>流動資産合計</b>	<b>2,245</b>	<b>1,918</b>	<b>1,530</b>	<b>1,293</b>	<b>2,114</b>	
有形固定資産	451	295	205	133	564	
投資その他の資産計	267	89	30	18	27	
無形固定資産	47	39	-	-	1	
<b>資産合計</b>	<b>3,010</b>	<b>2,341</b>	<b>1,766</b>	<b>1,445</b>	<b>2,709</b>	
買掛金	511	443	430	364	386	
短期有利子負債	507	433	203	30	40	
<b>流動負債合計</b>	<b>1,226</b>	<b>1,026</b>	<b>884</b>	<b>598</b>	<b>708</b>	
長期有利子負債	216	67	85	-	151	
<b>固定負債合計</b>	<b>318</b>	<b>153</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>251</b>	
<b>負債合計</b>	<b>1,544</b>	<b>1,179</b>	<b>967</b>	<b>683</b>	<b>959</b>	
<b>純資産合計</b>	<b>1,466</b>	<b>1,162</b>	<b>799</b>	<b>761</b>	<b>1,751</b>	
有利子負債(短期及び長期)	724	500	288	30	192	
<b>キャッシュフロー計算書(百万円)</b>						
営業活動によるキャッシュフロー	259	-1	68	-332	36	
投資活動によるキャッシュフロー	-17	12	93	77	-454	
財務活動によるキャッシュフロー	-194	-82	-299	-168	783	
<b>財務指標</b>						
総資産利益率(ROA)	-13.6%	-21.3%	-17.1%	-2.3%	16.4%	
自己資本純利益率(ROE)	-55.7%	-43.4%	-35.8%	-4.7%	27.1%	
純資産比率	48.7%	49.6%	45.3%	52.7%	64.6%	

出所: 会社データよりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

出所: 会社データよりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。



## 会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。当サイトは、掲載されている情報の編集にどなたでも参加ができ各自が持っている知識を共有できる場所を提供しています。

## ディスクレーム

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。

本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。

SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与える利害を有する可能性があることにご留意ください。

## 金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

## 連絡先

<http://www.sharedresearch.jp>

Email: [info@sharedresearch.jp](mailto:info@sharedresearch.jp)

株式会社シェアードリサーチ

東京都文京区千駄木 3-31-12

電話番号 (03) 5834-8787