

SR Research Report  
2014/11/25

## 多摩川ホールディングス (6838)

---

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等ございましたら、[sr\\_inquiries@sharedresearch.jp](mailto:sr_inquiries@sharedresearch.jp) までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。



## 目次

|                  |    |
|------------------|----|
| 直近更新内容.....      | 4  |
| 概略.....          | 4  |
| 業績動向.....        | 6  |
| 事業内容.....        | 14 |
| 事業.....          | 14 |
| 市場とバリューチェーン..... | 26 |
| 経営戦略.....        | 35 |
| 過去の業績.....       | 36 |
| 損益計算書.....       | 41 |
| 貸借対照表.....       | 44 |
| キャッシュフロー計算書..... | 46 |
| その他情報.....       | 48 |
| 沿革.....          | 48 |
| ニュース&トピックス.....  | 49 |
| その他.....         | 54 |
| 大株主.....         | 55 |
| 企業概要.....        | 56 |



| 損益計算書<br>(百万円)           | 10年3月期<br>連結 | 11年3月期<br>連結 | 12年3月期<br>連結 | 13年3月期<br>連結 | 14年3月期<br>連結 | 15年3月期<br>会予 |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>売上高</b>               | <b>2,803</b> | <b>2,640</b> | <b>3,106</b> | <b>3,672</b> | <b>4,171</b> | <b>4,534</b> |
| 前年比                      | -34.8%       | -5.8%        | 17.7%        | 18.2%        | 13.6%        | 8.7%         |
| <b>売上総利益</b>             | <b>392</b>   | <b>326</b>   | <b>590</b>   | <b>1,049</b> | <b>1,198</b> |              |
| 前年比                      | -58.8%       | -16.8%       | 81.1%        | 77.8%        | 14.3%        |              |
| 売上総利益率                   | 14.0%        | 12.3%        | 19.0%        | 28.6%        | 28.7%        |              |
| <b>営業利益</b>              | <b>-227</b>  | <b>-286</b>  | <b>-30</b>   | <b>373</b>   | <b>477</b>   | <b>506</b>   |
| 前年比                      | -            | -            | -            | -            | 27.8%        | 6.0%         |
| 営業利益率                    | -8.1%        | -10.8%       | -1.0%        | 10.2%        | 11.4%        | 11.2%        |
| <b>経常利益</b>              | <b>-224</b>  | <b>-284</b>  | <b>-24</b>   | <b>375</b>   | <b>478</b>   | <b>489</b>   |
| 前年比                      | -            | -            | -            | -            | 27.6%        | 2.2%         |
| 経常利益率                    | -8.0%        | -10.8%       | -0.8%        | 10.2%        | 11.5%        | 10.8%        |
| <b>当期純利益</b>             | <b>-570</b>  | <b>-351</b>  | <b>-37</b>   | <b>340</b>   | <b>436</b>   | <b>450</b>   |
| 前年比                      | -            | -            | -            | -            | 28.5%        | 3.1%         |
| 利益率                      | -20.3%       | -13.3%       | -1.2%        | 9.3%         | 10.5%        | 9.9%         |
| <b>一株当たりデータ</b>          |              |              |              |              |              |              |
| 期末発行済株式数 (千株)            | 6,774        | 6,774        | 6,774        | 10,753       | 41,259       |              |
| EPS                      | -35.1        | -17.8        | -1.9         | 15.7         | 11.7         | 10.9         |
| EPS (潜在株式調整後)            | -            | -            | -            | 14.8         | 10.6         |              |
| DPS                      | -            | -            | -            | -            | -            | 1.0          |
| BPS                      | 58.9         | 40.6         | 38.6         | 54.3         | 64.8         |              |
| <b>貸借対照表 (百万円)</b>       |              |              |              |              |              |              |
| 現金・預金・有価証券               | 665          | 493          | 56           | 390          | 1,764        |              |
| <b>流動資産合計</b>            | <b>1,918</b> | <b>1,530</b> | <b>1,293</b> | <b>2,114</b> | <b>3,421</b> |              |
| 有形固定資産                   | 295          | 205          | 133          | 564          | 718          |              |
| 投資その他の資産計                | 89           | 30           | 18           | 27           | 38           |              |
| 無形固定資産                   | 39           | -            | -            | 1            | 31           |              |
| <b>資産合計</b>              | <b>2,341</b> | <b>1,766</b> | <b>1,445</b> | <b>2,709</b> | <b>4,210</b> |              |
| 買掛金                      | 443          | 430          | 364          | 386          | 474          |              |
| 短期有利子負債                  | 433          | 203          | 30           | 40           | 323          |              |
| <b>流動負債合計</b>            | <b>1,026</b> | <b>884</b>   | <b>598</b>   | <b>708</b>   | <b>1,130</b> |              |
| 長期有利子負債                  | 67           | -            | -            | 151          | 294          |              |
| <b>固定負債合計</b>            | <b>153</b>   | <b>83</b>    | <b>85</b>    | <b>251</b>   | <b>442</b>   |              |
| <b>負債合計</b>              | <b>1,179</b> | <b>967</b>   | <b>683</b>   | <b>959</b>   | <b>1,572</b> |              |
| <b>純資産合計</b>             | <b>1,162</b> | <b>799</b>   | <b>761</b>   | <b>1,751</b> | <b>2,638</b> |              |
| 有利子負債 (短期及び長期)           | 500          | 203          | 30           | 192          | 618          |              |
| <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          | -1           | 68           | -332         | 36           | 764          |              |
| 投資活動によるキャッシュフロー          | 12           | 93           | 77           | -454         | -265         |              |
| 財務活動によるキャッシュフロー          | -82          | -299         | -168         | 783          | 875          |              |
| <b>財務指標</b>              |              |              |              |              |              |              |
| 総資産利益率 (ROA)             | -21.3%       | -17.1%       | -2.3%        | 16.4%        | 12.6%        |              |
| 自己資本純利益率 (ROE)           | -43.4%       | -35.8%       | -4.7%        | 27.1%        | 19.9%        |              |
| 純資産比率                    | 49.6%        | 45.3%        | 52.7%        | 64.6%        | 62.7%        |              |

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。



## 直近更新内容

### 概略

**2014年11月25日**、株式会社多摩川ホールディングスは、海外孫会社設立に関して発表しました。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

同社連結子会社である株式会社多摩川電子が、2015年3月31日を設立日としてベトナムに子会社を設立する。

#### 孫会社設立の目的

多摩川電子社は高周波無線技術を応用した移動体通信の基地局やテレビ放送、公共無線等の施設で使用される高周波デバイス、及び装置の設計・製造・販売を主たる業務としており、国内主要通信機器メーカーに対して長年にわたり多数の納入実績がある。近年、顧客の低価格需要に対応して一部海外での加工・部品調達等を進めているが、より一層の製造コスト削減によるコスト競争力の強化を目指しつつ、海外市場全般での拡販、及び高品質な製品の安定供給の向上を図るため、ベトナムでの子会社設立を決定した。

#### 設立する孫会社の概要

名称： TAMAGAWA ELECTRONICS VIETNAM CO.,LTD  
所在地： ベトナム社会主義共和国  
資本金： 50,000,000 円  
出資者： 株式会社多摩川電子 (100%)  
主な事業内容： 通信機器部品の製造・販売

**2014年11月18日**、同社は、長崎県五島市メガソーラー発電所の進捗状況に関して発表しました。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

同社は、2013年5月29日に開示した通り、長崎県五島市のメガソーラー用地を確保し、売電開始に向けて作業を進めており、今回、長崎県から林地開発の許可を得ることができたとのこと。

#### 進捗状況

長崎県五島市メガソーラー発電所については、建設工事の準備を進めていると同時に、各関係省庁等に対して必要許認可等の申請手続きを進めている。今回、大規模メガソーラー発電所の建設に必要となる、林地開発許可申請に関して、長崎県から許可を得たという。当該メ



ガソーラー発電所は、同社で初となる特別高圧で連系する約 5.5 メガワットのメガソーラー発電所を予定している。

#### 五島市メガソーラー発電所の概要

- 所在地：長崎県五島市吉久木町
- 事業者：株式会社GPエナジー 2（同社100%子会社）
- 敷地面積：約10ヘクタール
- 発電能力：約5.5メガワット
- 売電価格（20年間固定）：36円/kWh
- 売電収入（予定）：約2億5千万円/年
- 初年度予想発電量（予定）：約6,790,566kwh

発電能力は前回公表の約 6 メガワットから約 5.5 メガワットへ変更している。

**2014年11月12日**、同社は、2015年3月期第2四半期決算を発表した。  
（決算短信へのリンクは[こちら](#)、詳細は2015年3月期第2四半期決算項目を参照）

**2014年9月26日**、同社への取材を踏まえ、レポートを更新した。

**3ヶ月以上経過した会社発表はニュース&トピックスへ**



## 業績動向

## 四半期業績動向

| 四半期業績推移<br>(百万円) | 14年3月期 |       |        |       | 15年3月期 |       |    |    | 15年3月期<br>(進捗率) 上期会予 |        | 15年3月期<br>(達成率) 通期会予 |       |
|------------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|----|----|----------------------|--------|----------------------|-------|
|                  | 1Q     | 2Q    | 3Q     | 4Q    | 1Q     | 2Q    | 3Q | 4Q |                      |        |                      |       |
| 売上高              | 914    | 906   | 918    | 1,433 | 835    | 1,089 |    |    | 91.9%                | 2,092  | 42.4%                | 4,534 |
| 前年比              | 23.9%  | 6.3%  | -3.4%  | 26.7% | -8.7%  | 20.1% |    |    |                      | 14.9%  |                      | 23.5% |
| 売上総利益            | 253    | 293   | 301    | 350   | 261    | 356   |    |    |                      |        |                      |       |
| 前年比              | 51.0%  | 24.7% | -9.6%  | 12.2% | 3.0%   | 21.3% |    |    |                      |        |                      |       |
| 売上総利益率           | 27.7%  | 32.4% | 32.8%  | 24.4% | 31.2%  | 32.7% |    |    |                      |        |                      |       |
| 販管費              | 164    | 167   | 200    | 190   | 204    | 201   |    |    |                      |        |                      |       |
| 前年比              | 10.2%  | 4.5%  | 14.1%  | -0.7% | 24.0%  | 20.0% |    |    |                      |        |                      |       |
| 売上高販管費比率         | 17.9%  | 18.5% | 21.8%  | 13.2% | 24.4%  | 18.5% |    |    |                      |        |                      |       |
| 営業利益             | 89     | 126   | 101    | 161   | 57     | 155   |    |    | 105.6%               | 201    | 42.0%                | 506   |
| 前年比              | 371.9% | 68.0% | -35.9% | 32.5% | -35.8% | 23.2% |    |    |                      | -6.6%  |                      | 35.5% |
| 営業利益率            | 9.8%   | 13.9% | 11.0%  | 11.2% | 6.9%   | 14.2% |    |    |                      | 9.6%   |                      | 11.2% |
| 経常利益             | 95     | 124   | 100    | 159   | 56     | 154   |    |    | 107.1%               | 196    | 42.9%                | 489   |
| 前年比              | 847.7% | 69.1% | -36.6% | 19.1% | -40.8% | 24.1% |    |    |                      | -10.5% |                      | 30.5% |
| 経常利益率            | 10.4%  | 13.7% | 10.9%  | 11.1% | 6.8%   | 14.1% |    |    |                      | 9.4%   |                      | 10.8% |
| 四半期純利益           | 90     | 101   | 114    | 131   | 26     | 94    |    |    | 94.0%                | 128    | 26.7%                | 450   |
| 前年比              | 939.0% | 22.0% | -26.8% | 42.6% | -71.1% | -6.6% |    |    |                      | -32.9% |                      | 32.4% |
| 四半期純利益率          | 9.8%   | 11.1% | 12.5%  | 9.2%  | 3.1%   | 8.7%  |    |    |                      | 6.1%   |                      | 9.9%  |

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。

## 2015年3月期第2四半期実績

2015年3月期第2四半期累計期間の実績は、売上高は1,924百万円(前年同期比5.7%増)、営業利益212百万円(同1.3%減)、経常利益210百万円(同4.1%減)、四半期純利益120百万円(同36.9%減)となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

## 電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資は、基地局工事計画の見直しなどから出遅れているが、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は継続していることから、受注高は1,769百万円(前年同期比8.3%増)、売上高は1,741百万円(同26.0%増)、セグメント利益は257百万円(同36.8%増)となった。

## 太陽光システム販売事業

営業の効率化に向けた改善活動を行ったが、工事着工の遅れにより出荷時期が延期したこと等により、受注高は152百万円(前年同期比58.4%減)、売上高は136百万円(同67.0%減)、セグメント損失は5百万円(前年同期はセグメント利益47百万円)となった。

## 太陽光発電所事業

下関市メガソーラー発電所が計画通り順調に売電を行っていることから、売上高45百万円(前年同期比93.2%増)、セグメント利益は16百万円(前年同期はセグメント損失13百万円)となった。



### 2015年3月期第1四半期実績

2015年3月期第1四半期決算の業績は、売上高835百万円（前年同期比8.7%減）となった。利益面では、営業利益57百万円（同35.8%減）となった。営業利益の減益要因として、太陽光システム販売事業が前年同期比で大きく減収となった他、コンプライアンス強化、資金調達に伴う費用の増加により、販管費が前年同期比で増加した。また、経常利益56百万円（同40.8%減）、四半期純利益26百万円（同71.1%減）となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

#### 電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資は、基地局工事計画の見直しなどから出遅れたが、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は継続していることから、受注高は779百万円（前年同期比2.8%増）、売上高は776百万円（同12.2%増）、セグメント利益は92百万円（同13.7%増）となった。

また、2014年5月に開催された「ワイヤレスジャパン2014」において、電子・通信用機器の商品展示を行った。同社によれば、展示会以降、新規分野において同社製品に対する引き合いが増加しているという。

#### 太陽光システム販売事業

営業の効率化に向けた改善活動を行ったが、電力買取価格の改定及び消費税増税により、2014年3月の設備認定件数が大きく増加したことから、電力会社との系統連系が長引き、工事着工及び出荷時期が遅延したこと等により、受注高は141百万円（前年同期比21.2%減）、売上高は32百万円（同85.2%減）、セグメント損失は10百万円（前年同期はセグメント利益25百万円）となった。同社によれば、系統連系が長引いたことによる影響があったものの、2015年3月期中には当該売上高は計上される見込みである。

#### 太陽光発電所事業

下関市メガソーラー発電所が計画通り順調に売電を行っていることから、売上高25百万円（前年同期は売上高計上なし）、セグメント利益は10百万円（前年同期はセグメント損失7百万円）となった。

**過去の四半期実績と通期実績は、過去の業績を参照**



2015年3月期の見通し

| (百万円)      | 14年3月期 |       |       | 15年3月期会社予想 |       |       |
|------------|--------|-------|-------|------------|-------|-------|
|            | 上期実績   | 下期実績  | 通期実績  | 上期実績       | 下期予想  | 通期予想  |
| 売上高        | 1,820  | 2,351 | 4,171 | 1,924      | 2,610 | 4,534 |
| 売上原価       | 1,274  | 1,699 | 2,973 | 1,307      |       |       |
| 売上総利益      | 547    | 652   | 1,198 | 617        |       |       |
| 売上総利益率     | 30.0%  | 27.7% | 28.7% | 32.1%      |       |       |
| 販売費及び一般管理費 | 332    | 390   | 721   | 405        |       |       |
| 売上高販管費比率   | 18.2%  | 16.6% | 17.3% | 21.0%      |       |       |
| 営業利益       | 215    | 262   | 477   | 212        | 294   | 506   |
| 営業利益率      | 11.8%  | 11.1% | 11.4% | 11.0%      | 11.2% | 11.2% |
| 経常利益       | 219    | 259   | 478   | 210        | 279   | 489   |
| 経常利益率      | 12.0%  | 11.0% | 11.5% | 10.9%      | 10.7% | 10.8% |
| 当期純利益      | 191    | 246   | 436   | 120        | 330   | 450   |
| 純利益率       | 10.5%  | 10.5% | 10.5% | 6.3%       | 12.6% | 9.9%  |

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。

| 15年3月期予想 (セグメント別) | 14年3月期 | 15年3月期 | 前年比    |
|-------------------|--------|--------|--------|
| (百万円)             | 通期実績   | 通期会予   |        |
| 売上高               | 4,171  | 4,534  | 8.7%   |
| 電子・通信用機器          | 3,230  | 3,400  | 5.3%   |
| 太陽光エネルギー          | 941    | 1,134  | 20.5%  |
| 太陽光システム販売事業       | 890    | 1,020  | 14.6%  |
| 太陽光発電所事業          | 52     | 114    | 121.1% |
| 営業利益              | 477    | 506    | 6.0%   |
| 電子・通信用機器          | 453    | 370    | -18.3% |
| 太陽光エネルギー          | 23     | 135    | 471.8% |
| 太陽光システム販売事業       | 43     | 104    | 139.3% |
| 太陽光発電所事業          | -20    | 30     | -      |

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。

2015年3月期通期会社予想は、売上高 4,534 百万円（前期比 8.7%増）、営業利益 506 百万円（同 6.1%増）、経常利益 489 百万円（同 2.4%増）、当期純利益 450 百万円（3.3%増）としている。

電子・通信用機器事業が増収減益を見込む一方、太陽光発電所事業の収益改善により、全社としては増収増益を達成する計画である。

なお、2014年6月2日、同社は、伊勢氏による新株予約権に対する払込みがなされずに失権したため、伊勢氏、リーテイル社、秋元氏との間で締結した業務資本提携契約を解約した。同社によれば、当該業務資本提携解約による2015年3月期通期会社予想への影響はないという。





セグメント別の予想は以下の通りである。

#### 電子・通信用機器事業

売上高 3,400 百万円（前期比 5.3%増）、セグメント利益 370 百万円（同 18.3%減）を見込む。

移動体通信関連において、Ace 社との提携により同社製品の価格競争力が向上した成果として、2014 年 3 月期第 4 四半期から、売上が増加しており、2015 年 3 月期は通年での業績貢献が見込まれる。加えて、防衛関連の売上の増加が継続する想定である。

また、新規開拓分野として、半導体試験装置などの引き合いがあり、2015 年 3 月期中の売上計上が見込まれる。

収益性向上策として、同社によれば、当該製品をベースに自社製品の売上高構成比率は 2014 年 3 月期に前期比 10%上昇し、40%となった。2015 年 3 月期は更なる新製品の投入により、自社製品売上高構成比率は 40%を上回る水準を目指すとしている。

利益面では、中期的には同社製品の中では収益性の高い自社製品比率の売上構成比率が上昇する予定であるが、2015 年 3 月期は研究開発費の増加、価格競争影響などを想定し、減益予想としている。

#### 太陽光エネルギー事業

売上高 1,134 百万円（前期比 20.4%増）、セグメント利益 135 百万円（同 471.8%増）を見込む。

太陽光システム販売事業では、売上高 1,020 百万円（前期比 14.6%増）、セグメント利益 104 百万円（同 139.3%増）を見込む。2014 年 3 月期の期ずれ案件の売上計上、地域密着型の CSR 型提案が収益に貢献する予定である。また、横浜市において、約 1.2Mw のメガソーラー発電用地を取得のうえ、建設し、収益利回り案件として外部に分譲販売する予定である。営業利益は売上高の増加により、増益が見込まれる。

太陽光発電所事業は、売上高 114 百万円（前期比 121.1%増）、セグメント利益 30 百万円（前期は 20 百万円の営業損失）を見込む。下関メガソーラー発電所の売電収入が通年寄与するとともに、長崎県南島原で出力約 1 メガワット、千葉県館山市で出力約 2 メガワットのメガソーラー発電所が稼働する予定である。同事業の営業利益は売上高の増加により、黒字化が想定されている。



安定的な配当の実現に向けた体制が整いつつあると判断し、8期ぶりに1株当たり1円の配当を予想している。

#### 2015年3月期第1四半期実績と会社予想の比較

2015年3月期第1四半期における2015年3月期上期会社予想に対する進捗率は売上高で39.8%（前年同期の上期実績に対する進捗率は50.2%）、営業利益で28.5%（同41.5%）であった。

同社によれば、進捗率が低かった理由は、太陽光システム販売事業において、電力会社との系統連系が長引いたことにより、大型案件の売上計上が後ずれしたことにあるという。なお、当該取引の売上は2015年3月期中には計上される見込みであるとしている。

また、電子・通信機器事業は、防衛分野の売上が好調に推移していることから、同社の想定を上回って推移しており、太陽光発電所事業も計画を上回る収益であったという。



## 中長期展望

2013年4月に発表した前回中期経営計画「Tamagawa HD Vision 2018」（2018年3月期売上高 100 億円、営業利益率 20%以上、ROE20%以上を目標とする）を変更し、2019年3月期までの中期経営計画を策定する予定である。

前回中期計画では、太陽光発電所の一部を売却し、資金を確保する方針であった。実際に2014年3月期は発電所の建設完成前に事業譲渡（五島市浜町 1.9MW）により収益を獲得した。今後は、継続的に安定したキャッシュフローの獲得を重視し、太陽光発電所を長期的に自社保有する方針とする。

各セグメントの中期的な施策は以下の通りである。

### 電子・通信用機器事業

電子・通信用機器事業では、現多摩川電子社長が同社取締役役に就任した2011年6月以降、不採算案件の受注を停止する方針とし、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、韓国ACE社との提携により、低価格品の量産、短納期化が可能となり、2014年3月期下期から市場シェアが回復している。また、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を展開すると想定され、基地局設備の更新需要による売上の拡大が見込まれる。さらに、同社によれば、2020年開催予定の東京オリンピックに向けて、高速データ通信を可能とする小型携帯基地局（スモールセル）のインフラ需要が期待できるという。
- 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。連結子会社多摩川電子の黒字化により、研究開発投資を増額した。その結果、新製品の開発、提案の体制が整ってきており、売上高に占める自社製品の構成比率が上昇傾向にあるという。当該比率は、2013年3月期の30%から2014年3月期には35%に上昇し、2015年3月期には40%以上に高めることを目標としている。

### 太陽光システム販売事業

2014年6月にイセ食品代表取締役会長兼社長の伊勢彦信氏（以下、伊勢氏とする）による同



社新株予約権に対する払込みは行われず、失権した。その結果、同社と伊勢氏、リーテイルブランディング株式会社及びリーテイル社の代表取締役社長である秋元之浩氏（以下、秋元氏とする）で、イセ食品が有する土地に太陽光発電設備を建設するという業務資本提携契約は解約に至った。ただし、同月、同社は秋元氏が代表取締役であり、かつ、伊勢氏が取締役会長である ISE パワー社との間で業務提携契約を締結した。ISE パワー社は、イセ食品の有する土地で太陽光発電所事業を行う予定であり、当該業務提携により、同社は太陽光発電設備の供給を行うものと SR 社は予想する。

ISE パワー社は、1 kWh 当たりの売電価格 36 円として申請し、既に経済産業大臣より再生可能エネルギー発電設備の認定を受け、各電力会社に対して売電に係る申請が完了している土地が 10 県 27 箇所地積合計で最大 1,419,964 m<sup>2</sup>。太陽光発電設備として最大 76.5 メガワット相当の発電施設建設を予定している。また、1 kWh 当たりの売電価格 32 円として経済産業大臣に対し上記認定を申請中の土地が 30 箇所ある。

SR 社は、ISE パワー社との業務提携による太陽光システム販売事業の収益貢献は、2016 年 3 月期以降に拡大すると予想する。

イセ食品株式会社は、2014 年に創業 100 年を迎える国内最大の鶏卵生産企業である。国内のみならず、米国東海岸における生産量 1 位であり、西海岸にも生産拠点を拡大している。（出所：同社）

## 太陽光発電所事業

### 太陽光発電所事業の設備能力

2014 年 9 月現在、同社は、既に稼働済み及び土地確保済み太陽光発電所として、発電出力 12.5MW 相当（「太陽光発電所事業」の項参照）の設備能力を有している。また、交渉中または検討中の太陽光発電所として下表の通り、15 件、発電出力 66.4MW 相当の潜在案件があるという。なお、潜在案件は将来の実現が確定しているものではない。今後の土地地権者との交渉、同社の投資可能な資金量によって、潜在案件の発電能力は変動する。

SR 社では、稼働済み及び土地確保済み案件の収入を約 600 百万円と推定している。また、潜在案件がすべて実現した場合の収入を 2,600～3,100 百万円と推計している（売電価格 32.0～36.0 円、1MWの太陽光発電設備の年間発電量を 1,200～1,300MW で算出）。



## 多摩川ホールディングスの太陽光発電所の潜在案件

| 地方名  | 案件数 | 発電規模<br>(kW) |
|------|-----|--------------|
| 九州地方 | 5   | 2,000        |
| 関東地方 | 3   | 26,000       |
| 中部地方 | 6   | 22,000       |
| 東北地方 | 1   | 16,000       |
| 合計   | 15  | 66,000       |

出所：同社資料よりSR社作成

資金調達は改善傾向

太陽光発電所事業は、金融機関の資金供給姿勢が従来と比較して改善傾向にあることから、資金調達を活かした事業の展開が期待できると SR 社は考えている。

同社によれば、子会社多摩川電子の業績改善、下関発電所の運営実績により、2014 年 3 月期以降、金融機関の資金供給姿勢は改善傾向にあるという。その結果、2014 年 1 月に千葉銀行から長期運転資金として 200 百万円、2014 年 3 月にりそな銀行から短期運転資金として 200 百万円の借入れを行った。また、2015 年 2 月に稼働予定の千葉県館山市で建設計画を進めてきた出力約 2 メガワット規模の太陽光発電システム一式に関して、リコーリース株式会社とのリース契約（リース料総額 901 百万円）の締結により取得・建設する予定である。

同社によれば、太陽光発電所事業に関しての方向性として、2014 年 3 月期に発電所の建設完成前に売却して収益を獲得するケースがあったが、2015 年 3 月期以降は、収益率およびキャッシュフローを重視する経営方針を明確化するため、原則として、発電所の建設完成後の売却、または長期的に自社で保有する方針であるという。



## 事業内容

### 事業

同社の事業セグメントは、連結子会社株式会社多摩川電子（以下、多摩川電子社）創業（1968年）以来の事業である電子・通信用機器事業、2012年3月期に事業を開始した太陽光エネルギー事業からなる。

同社は、2014年3月期第1四半期より、太陽光エネルギー事業を太陽光システム販売事業と太陽光発電所事業に区分している。

| 事業別セグメント<br>(百万円) | 09年3月期<br>実績 | 10年3月期<br>実績 | 11年3月期<br>実績 | 12年3月期<br>実績 | 13年3月期<br>実績 | 14年3月期<br>実績 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 売上高               |              |              |              |              |              |              |
| 電子・通信用機器事業        | 3,248        | 2,709        | 2,390        | 2,406        | 3,156        | 3,230        |
| (前年比)             | -14.2%       | -16.6%       | -11.8%       | 0.7%         | 31.2%        | 2.3%         |
| (構成比)             | 75.6%        | 96.6%        | 90.5%        | 77.5%        | 85.9%        | 77.4%        |
| 太陽光システム販売事業       | -            | -            | -            | 19           | 441          | 890          |
| (前年比)             | -            | -            | -            | -            | 2215.0%      | 101.8%       |
| (構成比)             | -            | -            | -            | 0.6%         | 12.0%        | 21.3%        |
| 太陽光発電所事業          | -            | -            | -            | -            | -            | 52           |
| (前年比)             | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| (構成比)             | -            | -            | -            | -            | -            | 10.7%        |
| 計                 | 4,299        | 2,803        | 2,640        | 3,106        | 3,672        | 4,171        |
| (前年比)             | 7.1%         | -34.8%       | -5.8%        | 17.7%        | 18.2%        | 13.6%        |
| 営業利益              |              |              |              |              |              |              |
| 電子・通信用機器事業        | -162         | -292         | -236         | 63           | 375          | 480          |
| (前年比)             | -            | -            | -            | -            | 497.4%       | 28.1%        |
| (構成比)             | -            | -            | -            | -            | 100.4%       | 100.7%       |
| 太陽光システム販売事業       | -            | -            | -            | -24          | 54           | 51           |
| (前年比)             | -            | -            | -            | -            | -            | -5.5%        |
| (構成比)             | -            | -            | -            | -            | 14.5%        | 10.7%        |
| 太陽光発電所事業          | -            | -            | -            | -            | -12          | -20          |
| (前年比)             | -            | -            | -            | -            | -            | 58.3%        |
| (構成比)             | -            | -            | -            | -            | -3.3%        | -4.1%        |
| 計                 | -212         | -290         | -283         | -9           | 387          | 512          |
| その他               | 144          | 63           | -6           | -16          | -11          | -            |
| 調整額               | -            | -            | 3            | -4           | -2           | -35          |
| 連結                | -68          | -227         | -286         | -30          | 373          | 477          |
| (前年比)             | -            | -            | -            | -            | -            | 27.8%        |

出所：同社資料より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。

\*2014年3月期に太陽光システム販売事業、太陽光発電所事業にセグメント変更



## 電子・通信用機器事業

(2014年3月期売上高構成比率：77.4%、同営業利益構成比率：100.7%\*)

\*営業損失の事業セグメントを含むことにより、営業利益構成比率が100%を超えていることに留意。

連結子会社多摩川電子は創業（1968年）以来の事業で、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。

### 高周波回路素子



出所：同社資料

同社によれば、高周波無線は、広帯域の電波を利用するため、伝送スピードが速く、データ通信や動画通信に適するという特徴がある。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、フロントエンド部分の高周波信号を直接送受信する部品は、デジタル技術では処理できないアナログ高周波技術により構成されており、同社はアナログ高周波の分野を専門としている。デジタル技術は、同社を含め多くの事業者が活用できるが、アナログ高周波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。

移動体通信基地局：移動体通信のネットワークは、無線基地局という大型のアンテナ付きの無線通信装置が光ファイバーなどの有線ケーブルで接続されて構築されている。携帯電話の電波が届く距離は限られているため、サービスエリア全域にわたって、多数の基地局を配置することで、蜂の巣状のネットワークを作っている。2013年現在、55万局の基地局が全国に設置されている（出所：MCAInc 推定）。

2014年3月期実績では、同事業の売上の44%が移動体通信の基地局向け部品、28%が防衛



関連、28%が公共・防災向け等であった。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。

| 電子・通信機器事業の産業別売上高<br>(百万円) | 13年3月期<br>実績 | 14年3月期<br>実績 |
|---------------------------|--------------|--------------|
| 合計                        | 3,155        | 3,233        |
| 移動体通信                     | 1,924        | 1,422        |
| 前年比                       | -            | -26.1%       |
| 構成比                       | -            | 44.0%        |
| 防衛                        | 504          | 905          |
| 前年比                       | -            | 79.6%        |
| 構成比                       | -            | 28.0%        |
| その他(公共関連など)               | 727          | 906          |
| 前年比                       | -            | 24.6%        |
| 構成比                       | -            | 28.0%        |

出所：同社資料よりSR社作成

売上の約60%は大手電機メーカーや通信・放送事業者に対する顧客仕様による特注品で、約40%は自社製品として販売している。粗利率は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、価格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。

#### 韓国 Ace 社との提携

同社は、2013年5月に、韓国 Ace Technologies Corp. (以下、Ace 社) と日本国内における、高周波デバイス、アンテナ、及びその周辺機器の販売に関して業務提携したと発表した。同社によれば、Ace 社は韓国における高周波デバイス、及びアンテナの大手メーカーであり、その製品は韓国のみならず、欧米の無線通信インフラ市場で広く採用されているという。また、Ace 社は中国広東省に子会社群を保有し、短納期で価格競争力のある製品を市場に供給できる体制を構築しているという。

SR 社では、同社の品質管理に関するノウハウおよび国内における営業網と Ace 社の製造ノウハウを結び付けることで、日本市場において、製造コストの引き下げと価格競争力向上により、市場シェアの拡大が期待できると考えている。同社は Ace 社の生産設備を活用すること





で、製造コストを従来比で 30%削減できるとしている。2014 年 3 月期第 4 四半期から Ace 社に対する移動体通信基地局向けフィルタ部品の生産委託が開始され、価格競争力を活かした売上拡大に繋がっているという。

### 太陽光システム販売事業

(2014 年 3 月期売上高構成比率 : 21.3%、同営業利益構成比率 : 10.7%)

同社では 2011 年 7 月に GPPV SOLAR PTE.LTD. (以下、GPPV 社) と太陽光モジュールの独占販売契約を締結し (2014 年 2 月に「独占販売契約」を両社の事業発展を目的として「販売契約」に変更)、GPPV 社製の太陽光システム販売を開始した。

多摩川ホールディングス社の太陽光システム設置例



出所 : 同社資料

GPPV 社の製品に関して、同社は、2011 年に多摩川電子社の電子・通信用機器製造で培った品質管理手法をベースに、GPPV 社の製造ラインを検査し再構築した。具体的にはモジュール検査用の EL テスターを GPPV 社のラインに組み込み、全品検査し、画像を同社と GPPV 社で共有することにより、品質水準を高めた。



EL テスター：太陽電池セル・モジュールに EL（エレクトロルミネッセンス）発光を起こし、そのデータをカメラで撮像・計測して欠陥検査を行う手法。

同社によれば、太陽光モジュールの製造工程で、セルに微細なひび割れが発生すると、数年後にはひび割れが進行し、発電効率が低下するという。同社は、GPPV 社の製造方法を改め、長期間発電量が低下しない品質を実現したという。

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。

営業活動に関しては、九州、名古屋、東京事業所において、2014 年 5 月現在、7 名の体制で行っている。

販売先は企業が中心で、既に設置した顧客、提携先業者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、節税策として活用する個人や企業からの引き合いが多いとのことである。また、同社は、2012 年 12 月に長崎県五島市黒蔵において自治体と連携し太陽光発電設備の設置を行うなど、自治体からの引き合い案件も見られるという。

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（2013 年 4 月～2014 年 3 月）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 36 円（税抜）、買取期間は 20 年であった。2014 年度（2014 年 4 月～2015 年 3 月）の買取価格は、1KW 当たり 32 円（税抜）に引き下げられた。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。

同事業において、固定価格買取制度の買取価格引き下げによる需要減退のリスクがある。同社では、太陽光発電設備に関して、発電容量を拡張した場合、固定費的な初期投資費用負担が大きく増加しないことに着目し、固定価格買取制度における売電価格が引き下げられたとしても、顧客が 10.0%以上の投資利回りを得ることが出来ると想定している。

具体的には、同社では、1KW 当たり 36.0 円（2013 年度（2013 年 4 月～2014 年 3 月）に



設備認定を受けた場合の買取価格（税抜）の条件で、1年間の売電収入を40百万円と推定している。2013年12月現在の1MWの太陽光発電設備における初期投資費用約300百万円を基に、投資利回りを13.3%と想定している。それに対し、1.2MWの初期投資費用は約330百万円であることから、買取価格が30.0円に引き下げられても、1年間の売電収入は38百万円、11.5%の投資利回りが確保可能であるという。

## 太陽光発電所事業

（2014年3月売上高構成比率：10.7%、同営業損失20百万円）

太陽光エネルギー事業では、太陽光システム販売の他に、2014年3月期より、メガソーラー発電所の運営を行っている。

### メガソーラーとは

メガソーラーとは、出力1MW以上の大規模な太陽光発電である。2012年7月から再生可能エネルギーの固定価格買取制度が始まったことによって、事業の収益化に対する確度が高まり、様々な業種が参入している。また、自治体が民間企業と提携し、遊休地を利用してメガソーラー事業を展開するという動きもある。

設置場所、日射量等の要因によって発電量は異なるが、1MWのメガソーラーで概ね年間1,000MkWh以上の発電量が見込まれる。4人家族の一般家庭が消費する電力量が年間約5.5MWhなので、1MWのメガソーラーで約300世帯分がまかなえる計算となる。

建設には広大な土地が必要とされ、1MWのメガソーラー設置には15,000㎡程度の敷地が必要である（東京ドームは約47,000㎡）。

メガソーラー事業において、固定価格買取制度を活用するためには、再生可能エネルギーの固定価格買取制度に基づく発電設備等の設備認定を申請し、事前に経済産業大臣の設備認定を受ける必要がある。設備認定とは、発電所設備が法令で定める条件に適合するか、国で確認するものである。太陽光発電設備で発電された電力の買取価格は、当該設備の発電開始時点ではなく、設備認定された時点を基準に決められる。

発電設備、設置等に関する許認可を除き、メガソーラー発電所の事業者が、再生可能エネルギーの全量買取制度の対象となるために必要な許認可はない。メガソーラーの運営には電気主任技術者の選任が必要であるが、発電事業者に対し特別に電気事業に関する事業経験、専門知識等は要求されない。



### 多摩川ホールディングスの太陽光発電所事業

同社ではメガソーラー事業参入に際し、2012年6月に準備室を新設、同年9月に株式会社GP エナジー株式会社を設立した。第1号案件として、山口県下関市に下関発電所の建設を開始、同発電所は2013年6月に稼働を開始した。

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（ある特定の事業からあがる予想収益をもとに行われる借入れ））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260百万円から320百万円である。

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。発電量に電力会社など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40.0円（税抜）、2013年度では同36.0円（税抜）、2014年度は同32.0円（税抜）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1,000から1,400MWhである。2012年度に設備認定を受けた設備であれば、40.0円（税抜）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、年間0.25%から0.75%程度低下する。

メガソーラー運営の主な費用は、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。

### 多摩川ホールディングス社の太陽光発電所

2014年9月現在、同社は、既に稼働済み及び土地確保済み太陽光発電所として、発電出力12.5MW相当の設備能力を有している。SR社では、稼働済み及び土地確保済み案件の収入を約600百万円と推定している。



具体的には、2014年9月現在、下関発電所が稼働中である。その他に、長崎県南島原市で出力約1メガワット、千葉県館山市において出力約2メガワットのメガソーラー施設を建設中である。両施設は、2015年3月期下期の稼働が予定されている。

更に、長崎県五島市において、出力5メガワットのメガソーラー施設も建設準備中であり、2016年3月期上期には稼働が開始される見通しとなっている。加えて、千葉県袖ヶ浦市において、出力1.3メガワット、千葉県柏市において出力1.6メガワットの設備の建設手続きを進めている。

#### 下関発電所



出所：同社資料

#### 多摩川ホールディングスの太陽光発電所施設

| メガソーラー発電所           | 所在地         | 発電出力   | 面積       | 完成予定              | 総投資額   | 収入<br>(SR社推定) | 備考  |
|---------------------|-------------|--------|----------|-------------------|--------|---------------|---|
| 下関発電所               | 山口県<br>下関市  | 1.6MW  | 24,081㎡  | 2013年6月           | 440百万円 | 77百万円         | 土地は5年間賃借後に取得する契約。5年間合計で賃借料は20百万円、賃借後の取得価額は130百万円。     |
| 長崎県南島原発電所           | 長崎県<br>南島原市 | 1.0MW  | 12,000㎡  | 2015年3月           | -      | 48百万円         | 2013年9月に九州電力との系統連系により約49kwで稼働。2015年3月期下期に約1.0MWへ拡張予定。 |
| 千葉県館山市<br>メガソーラー発電所 | 千葉県<br>館山市  | 2.0MW  | 35,386㎡  | 2015年2月           | 637百万円 | 96百万円         | リコーリース社とのリース契約により太陽光発電システムを取得・建設。2015年2月に運転開始予定。      |
| 五島列島発電所             | 長崎県<br>五島市  | 5.0MW  | 100,000㎡ | 2016年3月期<br>第1四半期 | -      | 216百万円        | 土地は20年間の賃借契約  |
| 千葉県袖ヶ浦<br>メガソーラー発電所 | 千葉県<br>袖ヶ浦市 | 1.3MW  | 15,000㎡  | -                 | -      | 56百万円         |   |
| その他                 | -           | 1.6MW  | -        | -                 | -      | 77百万円         |   |
| 計                   | -           | 12.5MW | -        | -                 | -      | 570百万円        |   |

出資：同社資料よりSR社作成

\*収入は、1MW当たり太陽光発電設備の年間発電量を1,200MW、売電価格は、千葉県袖ヶ浦メガソーラー発電所及び五島列島発電所は36円/kWh、40.0円/kWhで計算。



### 太陽光発電所事業の資金調達

2014年5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が増加しているという。ただし、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。

同社は2008年3月期以降、5期連続の純損失を継続した。その結果、メガソーラー事業を開始するにあたり、負債による資金調達が困難であった。下関発電所建設のために2013年1月に第三者割当増資および新株予約権の発行により、総額901百万円の資金調達を行った。

同社では、多数の開発案件を抱えながら投資資金が限られることから、メガソーラー事業において、様々な運営方法を試みている。

上述の千葉県館山市メガソーラー発電所では、リコーリース株式会社とのリース契約により、総額約901百万円の太陽光発電システムの取得・建設を予定している。同社によれば、2014年5月現在、2014年3月期において2期連続で当期純利益の黒字を達成したこと、下関発電所での実績により、それ以前と比較し、資金調達の選択肢が広がりつつあるという。

また、同社はプロジェクトファイナンスの活用、匿名組合出資などの仕組みを活用することも考えており、2013年6月には適格機関投資家の認定を受けている。

### 新電力への販売

同社によれば、新電力（PPS : Power Producer and Supplier）は、固定価格買取制度の買取価格より高い価格で再生可能エネルギー発電設備から発電された電気（以下、「再生可能エネルギーの電気」とする。）を買取るため、同社では新電力に電気を販売する方針である。

新電力（PPS）：工場の余剰電力を活用したり自家発電したりして、電気を安価に供給する電力業界への新規参入事業者。2000年の規制緩和で、大口向けの電力小売りが自由化されたことで登場した。

電力会社による再生可能エネルギーの電気の買取りの仕組みは、以下の通りである。

- 電力会社は、再生可能エネルギーの電気を固定価格買取制度による買取価格で発電事業者から買い取る。
- 電力会社は、発電事業者から買取った再生可能エネルギーの電気を、電気の利用者に販売し、収入を得る。また、再生可能エネルギーの電気の買取りに要した費用を、電気の利用者から徴収する（再生エネルギー賦課金）。
- 電力会社は、再生可能エネルギー賦課金を費用負担調整機関（電力会社の費用負担を調整する機関）に納付する。
- 費用負担調整機関は、再生エネルギー賦課金を、再生可能エネルギーの電気の買取り量に応じて電力会社に配分する。



費用負担調整機構が電力会社に配分する金額は、電力会社が再生可能エネルギーの電気を買取った金額から、回避可能原価を差し引いた金額である。よって、電力会社にとって、回避可能原価が、再生可能エネルギーの電気を販売する場合の実質的な費用となる。

回避可能原価：電力会社が再生可能エネルギーの電気を買取ることによって、予定していた発電を辞め、支出を免れることが出来た費用のこと。

回避可能原価は、各電力会社の電気料金の算出方法を基に決められており、電力会社によって異なる。2013年度は、最高額の東京電力で9.98円、最低額の北陸電力で4.37円とばらつきがある。新電力の回避可能原価は、営業地域の電力会社の回避可能原価を加重平均して決められる。最高額でも東京電力並みの9.98円となる。

一方、日本卸電力取引所（卸電力の取引所）の電力スポット価格は、2014年5月現在、1KWhあたり15円前後で推移している。SR社の認識では、新電力は、電力スポット価格と回避可能原価の差分を利用し、再生可能エネルギーの電気を発電事業者から固定価格で買取り、当該電気を卸電力取引市場で売却することで、収益を得ることができる。



## SW (Strengths, Weaknesses) 分析

### 強み (Strengths)

- **電子・通信用機器事業の競争力回復**：同社によれば、OEMを通じた高付加価値製品の販売、通信機器の強化、防衛および防災関連の政府需要が実を結び、同社の高周波機器における競争力は回復傾向にあるという。SR社では、政府需要に関しては、日本のサプライヤーが好まれることから、同社は海外の競合企業と比較し、優位な立場にあるみている。また、研究開発の再開や自社ブランドの販売により、収益力が強化されるものと予想している。
- **適正規模と技術で太陽光エネルギー事業が成功**：同社は太陽光エネルギー事業をゼロから立ち上げ、ソーラーパネルの設置やプロジェクトの資金調達においての経験を積んでいる。政府による固定価格買取制度は大きな後押しとなり、資金調達できれば、太陽光エネルギー事業は収益向上に大きく貢献することが見込まれる。
- **投資家からの信頼を欲する経営陣**：SR社は、投資家にとって、同社は投資先として疑念があることは把握している。投資家や取引先との連携で、同社は企業イメージの再建を望んでいる。SR社では、投資家は同社による情報の開示姿勢を高く評価するであろうと考えている。

### 弱み (Weaknesses)

- **信用**：同社には過去の失敗がある。榎澤代表取締役が、日本企業の役員としては珍しく、ジェイ・ブリッジ社元代表取締役としての任期中に生じた問題で、民事裁判の被告人となった事実について、投資家、取引先共に困惑する可能性がある。この問題について同氏は巻き込まれた被害者であると断言しており、信用を取り戻し、経営者としての手腕を示したいとしている。また、同社は風評被害の対策に加え、コンプライアンス体制を強化しており、2014年2月に社内コンプライアンス委員会を設置し、社外の法律事務所にアドバイザリーを依頼している。
- **ソーラー事業での人員不足**：2013年12月時点、太陽光発電エネルギー事業は社員7名の体制である。プロジェクトの複雑さを鑑みると、起業家精神に満ち、モチベーションが高く、資金調達から電気工学まで幅広い知識を持った人材が必要であるが、適切な人材を迅速に獲得しようとするのが、成長の妨げとなる可能性がある。再生可能エネルギーの買取価格が年々減少する傾向にあり、限られた機会を考えると、人員不足は懸念材料となろう。
- **固定価格買取制度の電力買取価格引き下げ**：SR社の認識では、2014年5月現在、日本の太陽光発電設備の建設需要は2012年7月から導入された固定価格買取制度により喚起されている。しかし、固定価格買取制度における電力の買取価格は年々引き下げられる傾向にあり、太陽光発電設備の建設需要は、中期的に減少が見込まれる。これに対し、同社は太陽光モジュールの変換効率の改善や、パワコンの性能を効率的に活用することで、消費者に対するメリットを維持することが可能であるとしている。





## グループ会社

---

2014年3月末時点で、同社は、持株会社多摩川ホールディングスと連結子会社8社で構成される。

- ・株式会社多摩川電子（100%）：電子・通信用機器事業。
- ・株式会社多摩川ソーラーシステムズ（100%）：太陽光システム販売事業
- ・株式会社 GP エナジー（100%）：太陽光発電所事業
- ・株式会社 GP エナジー2（100%）：太陽光発電所事業
- ・株式会社 GP エナジー3（100%）：太陽光発電所事業
- ・株式会社 GP エナジー3-A（100%）：太陽光発電所事業
- ・株式会社 GP エナジー5（100%）：太陽光発電所事業
- ・株式会社 GP エナジー6（100%）：太陽光発電所事業



## 市場とバリューチェーン

---

### マーケット概略

---

#### 無線通信インフラ

近年、スマートフォンやタブレット端末などが急速に普及している。スマートフォンのデータトラフィック（送受信データ量）は従来型携帯電話（フィーチャーフォン）の10-20倍といわれ、大容量コンテンツの利用が加速し、通信量がますます増大しつつある。急増するトラフィックへの対策が喫緊の課題とされており、データ通信の高速化・大容量化に向けたネットワーク環境の整備が急ピッチで進められている。

トラフィック対策の一つとして、2014年時点で通信事業者各社はLTE、WiMAX等の高速移動通信サービスを積極的に展開している。また、プラチナバンドと呼ばれる電波周波数帯が携帯電話用に新たに割り当てられる等、トラフィック増加に対応した周波数再編も進められている。その他、急増するトラフィックをWi-Fi等を通じて固定網に逃がすデータオフロード対策の整備も全国的に進んでいる。

ただし、総務省「無線LANビジネス研究会報告書（2012年7月）」によれば、データトラフィック（移動通信トラフィック）は2015年度末までに2010年度比で20.8倍（年平均増加率1.84倍）から最大で39.1倍（同2.08倍）になると予想されている。そのため、ネットワーク環境整備がこうしたトラフィックの激増に追いつけていけるかどうかは、未だに不透明である。

実際の移動体通信事業者の投資動向について触れると、LTE関連投資でいえば、例えば、株式会社NTTドコモ（東証1部 9437）のLTE基地局数は、2013年3月末で約24,400局であったが、2014年3月末に約55,300局まで増やした。2015年3月末には約95,300局にまで増やす予定である。その他、KDDI株式会社（東証1部 9433）は移動体通信関連の設備投資を2014年3月期の3,443億円から2015年3月期には3,800億円に増加させる計画である。



モバイル系キャリアの動向

|          | 2012.3期  | 2013.3期 | 2014.3期 | 2015.3期                |
|----------|--|---------|---------|------------------------|
| ドコモ      | ★FOMA工事 スマートフォン普及に伴う既存基地局の容量増工事                            |         |         |                        |
|          | ★LTE工事 ●2010.12月 Xiサービス開始 ▲人口カバー率約75%                      |         |         |                        |
|          | ★movs(PDC)撤去工事(LTEと同時施工による効率化)                             |         |         | ★700MHz帯入 [15.1サービス開始] |
| au       | ★LTE工事 ●2012年9月 iPhone5によるLTEサービス開始 ▲実人口カバー率約96%           |         |         |                        |
|          | ★1800MHz撤去工事   |         |         |                        |
| SoftBank | ★プラチナバンド(900MHz)工事 [2012.7月サービス開始]                         |         |         |                        |
|          | ★LTE工事 ●2012年9月 iPhone5によるLTEサービス開始 ▲人口カバー率100%目標(全額投資確定済) |         |         |                        |
|          | ★A-XGP基地局工事(2.5GHz アンドロイド用)                                |         |         |                        |
| その他      | ★携帯地下鉄駅間不感対策工事   |         |         |                        |

出所：各種資料より SR 社作成

SR 社の認識では、移動体通信事業者各社は 2015 年以降に LTE の次世代技術である LTE-Advanced の商用化を進めていく。それに付随した投資が活発化するものと推測される。

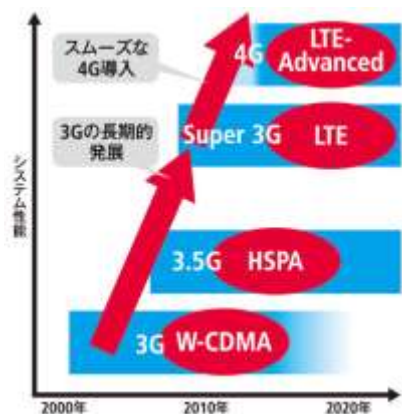
LTE-Advanced

LTE-Advanced とは ITU (注) で承認された第 4 世代の移動通信規格で、世界規模で普及している LTE をさらに高速化し、静止/低速移動時で最大 1Gbps、高速移動時で最大 100Mbps を目指して開発中の通信技術である。

(注) 国際電気通信連合(International Telecommunication Union)の略、無線通信と電気通信分野において各国間の標準化と規制を確立することを目的としている。主な業務は標準化、無線周波数帯の割当て、国際電話を行うために各国間の接続を調整することである。



通信技術の進化



(出所: 各種資料をもとにSR社作成)

LTE-Advanced による通信速度の高速化は、現行 LTE に多様な技術要素を付加することで実現される。特に、空間多重技術の MIMO(multiple-input and multiple-output)の高度化と帯域拡張の実現手段となるキャリアアグリゲーション (Carrier Aggregation) という 2 つの要素が通信速度高速化に重要な役割を担う。

SR 社の理解では、NTT ドコモ社において、現行 LTE のネットワークは、主に 3G 通信基地局の部品交換により構築したものである。それに対し、LTE-Advanced では新周波数帯の導入が予定されており、アンテナを含む既存の基地局設備を変更する必要がある。将来的に NTT ドコモ社を筆頭に、LTE-Advanced のネットワーク構築のために移動体通信基地局工事の設備投資額は増加することが予想される。

総務省情報通信審議会（総務大臣の諮問機関）の答申によれば、LTE-Advanced は、既存の LTE で使われている周波数とは異なる 3 から 4GHz 帯の周波数に導入される見込みである。



## 太陽光発電市場

同社の業績に大きな影響を及ぼすであろう太陽光発電市場に関して、日本における太陽光発電市場の予測、太陽光発電普及促進策、および固定価格買取制度に関して、以下に説明する。

### 日本における太陽光発電市場の予測

地球温暖化問題や近年の原油価格高騰などから、化石燃料に替わるクリーンエネルギーが注目を集めている。また、原子力も注目される分野の一つだが、安全性の側面からはクリーンエネルギーに劣る。その有望なエネルギー源の一つが太陽光発電（Photovoltaic Power Generation：P V）である。太陽光発電は、太陽電池を利用し、太陽光を電力に変換する発電方式であり、二酸化炭素を排出しない。

日本においても太陽光発電システムの導入に対する政策的な取組により、太陽電池の導入量は年々増加している。ただし、経済産業省によれば、2012年度に水力発電を含む再生可能エネルギーが国内総発電量に占める割合は約1割、太陽光発電は、わずか0.4%（2011年度は0.2%）であった。

2014年4月に閣議決定された「エネルギー基本計画」において、政策の方向性として、「再生可能エネルギーについては、2013年から3年程度、再生可能エネルギーの導入を最大限加速していき、その後も積極的に推進していく」こと、「これまでのエネルギー基本計画を踏まえて示した水準を更に上回る水準の導入を目指す」ことが盛り込まれた。

これまでのエネルギー基本計画は、2009年8月に策定した「長期エネルギー需給見通し（再計算）」（2020年の発電電力量のうちの再生可能エネルギー等の割合は13.5%（1,414億kWh））及び2010年6月に開催した総合資源エネルギー調査会総合部会・基本計画委員会合同会合資料の「2030年のエネルギー需給の姿」（2030年の発電電力量のうちの再生可能エネルギー等の割合は約2割（2,140億kWh））。

2013年12月に太陽光発電協会（JPEA：Japan Photovoltaic Energy Association）が公表したJPEA PV OUTLOOK 2030によれば、太陽光発電設備の国内導入量は2020年に49GW、2030年に102GWに達する見通しであるという。新規導入量に関しては、2014年は2013年の導入量を若干上回り、その後は徐々に漸減すると予想している。

### 日本での太陽発電普及促進策

日本では再生可能エネルギーに対する普及促進策としては電力会社による自主的な買い取り、RPS法や各自治体による助成などが用いられてきた。これにより2004年までは太陽光発電では世界一の累積導入量であったが、2005年に新エネルギー財団による補助金が一度打ち切られてからは、国内市場は縮小していた。



RPS法は、2002年6月に公布された「電気事業者による新エネルギー等の利用に関する特別措置法」の略称。電気事業者に対して、一定量以上の新エネルギー等を利用して得られる電気の利用を義務付けることにより、新エネルギー等の利用を推進した。

このため2009年1月に経産省が緊急提言に沿って補助金を復活させた。また2009年2月には環境省も再生可能エネルギーの導入に伴う費用や経済効果の試算を発表し、普及政策として固定価格買取制度の採用を提案、住宅における余剰電力買取制度が2009年11月から開始された。

その後、再生可能エネルギー特別措置法案が2011年8月に成立、2012年7月に施行され、全量買取制度が導入された。

#### 再生可能エネルギーの固定価格買取制度

固定価格買い取り制度は、再生可能エネルギーを普及させるため、太陽光や風力など5種類の電力の全量を基本的に電力会社が買い取る制度である。ドイツやスペインで太陽光発電が普及したのは同様の制度が背景とされている。この買取価格が高いと普及が進みやすくなる。2014年5月現在、太陽光発電において、10KW未満の余剰電力買取制度と10KW以上の全量買取が採用されている（10KW以上は余剰買取も選択可能）。

10KW未満での太陽光発電では、余剰電力の買取制度が採用されており、太陽光発電した電気から、自分の家で使った電気を引き算し、余った電気があればこれを売電できる。2009年の制度開始時の余剰電力の買い取り価格は1KW時あたり48円（税込）、設置後10年間は同じ価格で買い取って貰える。また、その後新規に設置された設備の買取価格は、年々引き下げられる予定である。なお、2014年5月現在の買取価格は1KW時あたり37円（税抜）である。

10kW以上の太陽光発電では、2012年7月に固定価格買取制度において全量買取が導入されており、自分で消費した電力とは無関係に、太陽光発電した全ての電力を、電力会社が買い取る。2012年度の買取価格は1キロワット時あたり40円（税抜）、設置後20年間は電力会社が同じ価格で買い取る。その後、2013年度が1キロワット時あたり36円（税抜）、2014年度は32円（税抜）と買取価格が引き下げられた。

固定価格買取制度における買取価格及び買取期間は、経済産業大臣が毎年度、当該年度の開始前に定めることとなっている。経済産業大臣は、買取価格及び買取期間を定めるときは、中立的な第三者委員会（調達価格等算定委員会）が公開の場で審議を行い、その意見を尊重することとなっている。また、普及促進のために施行後3年間は、調達価格を定めるに当たり、供給者の利潤に特に配慮することとなっている（附則第7条）。



なお、電力買取りに要する費用は、賦課金として電力料金に上乗せすることとなるが、経済産業大臣は、調達価格等を定めるに当たって、賦課金の負担が電気の利用者に対して過重なものとならないよう配慮しなければならないと定められている。

太陽光発電の場合、10KW以上の産業用太陽光発電設備から電力の買取価格は2012年度は1KW時当たり40.0円(税抜)、2013年度は36.0円(税抜)、2014年度は32.0円(税抜き)と段階的に引き下げられている。

調達価格等算定委員会案は、諸条件を勘案のうえ、法律に基づき施行後3年間は例外的にIRRを1から2%程度高く設定、設置者が6%のIRRを確保できる基準を設定する。

#### 調達価格及び調達期間についての調達価格等算定委員会案

太陽光発電(10KW以上)

|          |        | 2012年度調達価格   | 2013年度調達価格   | 2014年度調達価格 |
|----------|--------|--------------|--------------|------------|
| 買取価格     | (税抜)   | 40.0円        | 36.0円        | 32.0円      |
| 資本費      | システム費用 | 32.5万円/KW    | 28.0万円/KW    | 27.5万円/KW  |
|          | 土地造成費  | 0.15万円/KW    | 0.15万円/KW    | 0.4万円/KW   |
| 運転維持費    | 土地賃借料  | 年間150円/㎡     | 年間150円/㎡     | 年間150円/㎡   |
|          | 修繕費・諸費 | 建設費の1.6%/年   | 建設費の1.6%/年   | 0.8万円/kW/年 |
|          | 一般管理費  | 修繕費・諸費の14%/年 | 修繕費・諸費の14%/年 |            |
|          | 人件費    | 300万円/年      | 300万円/年      |            |
| IRR(税引前) | 6.0%   | 6.0%         | 6.0%         |            |

出所：調達価格等算定委員会資料を基にSR社作成

\*システム費用は、太陽光パネル、パワーコンディショナ、架台、工事費を含む

#### 固定価格買取制度廃止のリスク

太陽光発電需要のリスクとして、スペインにおいて、固定価格買取制度が引き起こしたバブルに関して触れておく必要があるだろう。

スペインでは2007年に太陽光発電の普及促進策として買い取り価格を大幅に引き上げたことで、太陽光バブルが発生した。その後は、買取価格引き下げ、買取上限の設定、買取期間の短縮、補助金の停止、過去にさかのぼっての補助金の停止、などの政策変更を行ったことで、太陽光発電の導入件数が大幅に減少した。

2001年に再生可能エネルギー促進を目的としたEU指令が採択され、スペインは再生可能エネルギーの大幅増に向けて2004年および2007年に新たな政令を公布した。2007年の促進策では固定価格買取制度の買取期間は25年、買取価格は投資収益率が17%となるまでに設定され、太陽光発電の年間導入量は2006年の102MWから2008年に2,708MWにまで増加した。



この結果、太陽光発電の発電能力が政府目標を大幅に超過、これに伴う配電会社の赤字も巨額に達し、2008年9月に新たに太陽光の固定価格引き下げの政令を導入して沈静化を図らざるを得ない状況に陥った。2009年にはスペインの太陽光発電市場はバブルがはじけ、太陽光発電の年間導入量は17MWまで一挙に縮小した。

日本の固定価格買取制度では、期間20年、投資収益率は6%程度と合理的に設定されており、スペインのような行き過ぎた促進策とは異なるといえよう。法施行3年経過後の2015年に固定価格買取制度の買取価格が引き下げられたとしても、スペインほどの大きな需要減退にはならないと考えられる。

参考に、ドイツの太陽光発電市場に関して触れると、2000年から再生可能エネルギー法が施行され、太陽光発電による電力を固定価格で20年間にわたって全量買い取る制度が導入された。その結果、太陽光発電設備は大きく伸び、設備容量は2005年に世界のトップに上った。その後も大量の設備が設置され続け、2012年末時点の累積導入量は約32GW、世界の累積導入量の31%に達した(出所:欧州太陽光発電産業協会)。特に2010年から2012年の3年間は年間設置量が7GWを超える水準であった。

しかし、太陽光発電促進のための電力買取により電気料金が高騰し、国民負担が大きくなってきたことから、2012年6月に買取価格が大幅に見直された。ドイツ連邦環境省は買取価格の引き下げにより2013年の新規導入量が2.5から3.5GWに減少する見通しであるとしている。





## メガソーラー発電所

2012年7月の再生可能エネルギーの固定価格買取制度により、様々な企業がメガソーラー事業に参入した。経済産業省の資料によれば、固定価格買取制度導入前の2012年6月末までの太陽光発電（非住宅）の導入量は約90万KWであったが、2013年6月末現在、約290万KWが導入されている。

2013年12月現在、中期的に同社のメガソーラー事業に影響を与える可能性がある送電容量の限界、設備認定に対する厳格化に関して、以下に説明する。

### 送電容量の限界

経済産業省によれば、2012年12月現在、設備認定済みの1MW以上の太陽光発電設備は約218万KWで、そのうち北海道における設備は25.9%を占めた。2位の鹿児島県11.8%と比較して、2倍以上の太陽光発電の建設が計画されていることになる。北海道は地価の安さや大規模施設の建設適地が多く、大規模太陽光発電設備の建設が集中している。

その一方で、北海道では電力の系統規模（送電網に接続できる容量）は小さく、メガソーラーは40万から60万KW程度の受入量が限界であるという。同省は、2013年4月、「北海道における大規模太陽光発電の接続についての対応」を公表、その対応策の一つとして「30日ルール」を改正した。

「30日ルール」とは、電力会社が、500KW以上の太陽光・風力発電事業者に対して、接続後、出力（発電）の抑制を依頼できるが、年30日を超えて依頼する場合、電力会社は、当該事業者に、抑制された発電量分を金銭で補償するという省令規定である。

今回の対応策では、当該ルールに「例外規定」を追加し、接続量の限界に至った地域に限り、電力会社が30日を超えて出力抑制する場合でも、太陽光発電事業者に対する金銭補償が不要となった。北海道電力の場合、500KW以上の太陽光発電の接続量が70万KWに到達した場合、「例外規定」を発動する。

SR社では、全国的にメガソーラーの建設が続くことで、北海道以外でも、発電容量が送電容量の限界に近づく場合には、同様の対応が取られると予想する。その場合には、メガソーラー発電事業者は、想定収益を確保できなくなる可能性があると考えられる。

### 設備認定に対する厳格化

再生可能エネルギーの固定価格買取制度における電力の買取価格は、設備認定取得が行われた時点における価格が継続して適用される。

固定価格買取制度における買取価格及び買取期間は、経済産業大臣が毎年度、当該年度の開



始前に定めることになっている。買取価格は、供給者の利潤に配慮して決められるが、太陽光発電設備の価格下落により、段階的に引き下げられていく方向にある。

そのため、SR社の認識では、メガソーラーの事業者の中には、買取価格が高めなときに、早めに設備認定を受けて有利な条件を確保し、実際には建設せずに、発電設備を含めた建設費の値下がり待つ事業者が存在する。経済産業省によれば、「制度導入初年度の調達価格（40円/KWh（税抜））を確保した上で、建設を意図的に遅らせているケースもあるとの指摘がある」という。

2013年10月に発表された「再生可能エネルギー発電設備の導入状況」によると、固定価格買取制度導入後の2012年7月以降、2013年6月末まで太陽光発電（非住宅）の認定を受けた設備の発電能力は約1,976万KWに達した。しかし、2013年6月末までに運転を開始した設備は200万KWに過ぎず、設備認定の10%程度であった。

経済産業省は2013年8月、非住宅太陽光発電設備であって、着工の遅れている案件について、発電設備の発注の有無や発電事業者の決定の有無等について、実態の把握を行うことを発表した。

SR社の予想では、同様の調査が行われることが想定され、事業者が設備認定だけ確保し、事業開始に向けての行動を取らない場合には、当該設備認定が取り消されることも考えられる。



## 経営戦略

---

同社は、電子・通信機器事業と太陽光エネルギー事業で、異なる経営戦略を描いている。電子・通信機器事業においては、既存事業を強化により、売上拡大と収益性向上を図る。一方で、太陽光エネルギー事業では、積極的な投資により、事業を拡大することを目指している。

2013年12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が増加しているという。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と予想する。



## 過去の業績

---

### 2014年3月期通期実績

売上高は、4,171 百万円（前期比 13.6%増）となった。利益面では、営業利益 477 百万円（前期比 27.8%増）、経常利益 478 百万円（同 27.6%増）、当期純利益 436 百万円（同 28.5%増）となった。

セグメント別の業績は、以下の通りである。

#### 電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資の増加や防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資増加傾向から、受注高は 3,495 百万円（前期比 7.3%増）、売上高は 3,233 百万円（同 2.5%増）となった。内訳として、移動体通信関連では、2013 年 3 月期に大型受注があった反動から、売上高は 1,422 百万円（前期比 26.5%減）となった。一方、防衛関連の売上高は 905 百万円（同 79.6%増）となった。

また、同社によれば、自社製品の開発力が向上しているという。その成果として、自社製品の売上は 1,293 百万円（前期比 36.6%増）となった。

セグメント利益は 480 百万円（同 28.1%増）となった。増収効果に加え、同事業の中では相対的に利益率の高い自社製品の売上構成比率が 2013 年 3 月期の約 30%から 2014 年 3 月期には約 35%に上昇した。

#### 太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、受注高は 845 百万円（前期比 27.3%増）、売上高は 890 百万円（同 83.0%増）、セグメント利益は 54 百万円（同 5.5%減）となった。

#### 太陽光発電所事業

山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月から計上された。その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 52 百万円（前期は売上高計上なし）、セグメント損失は 20 百万円（前期はセグメント損失 12 百万円）となった。



### 2014年3月期第3四半期実績

第3四半期連結累計期間における売上高は、太陽光システム販売事業の売上高増加により、2,738百万円（前年同期比7.8%増）となった。売上高の増加に伴い、売上総利益は848百万円（同15.1%増）となった。

利益面は、営業利益317百万円（前年同期比25.6%増）、経常利益319百万円（同32.3%増）、四半期純利益305百万円（同23.2%増）となった。

第3四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で60.8%、営業利益で64.2%であった。同社によれば、セグメント別には電子・通信用機器事業が想定を上回って推移しており、太陽光システム販売事業は計画通りであるが、第4四半期に売上・利益が偏重する傾向がある。太陽光システム販売事業のリスク要因として、顧客の発電所建設において、需要旺盛のために機材部品の供給が追いつかず、納期の遅れから、売上が期ずれする可能性も想定されるが、全体としては、会社計画の想定線で推移しているという。

セグメントの業績は、以下の通りである。

#### 電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による通信トラフィック増加対策、不感知対策における基地局設備投資が増加したこと、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資が緩やかに継続したことから、売上高は2,235百万円（前年同期比2.7%減）となった。業務改善効果により、営業利益は327百万円（同3.9%増）となった。

同事業の第3四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で79.8%、営業利益で144.8%と想定を上回るペースで進捗した模様。移動体通信事業者の設備投資需要が前年同期比で減少する見込みに対し、想定を上回って推移したことに加え、公共投資関連向けシステム製品の売上が増加した。また、Ace社との業務提携によりコスト削減が図られたことで価格競争力が高まり、受注拡大に繋がったという（「電子・通信用機器事業」の項参照）。

#### 太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、売上高467百万円（前年同期比179.1%増）、営業利益は32百万円（前年同期は営業損失29百万円）となった。

#### 太陽光発電所事業

当第3四半期連結累計期間において、山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー



発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月から計上された。その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 36 百万円（前年同期は売上計上なし）、営業損失は 21 百万円（前年同期は営業損失 3 百万円）となった。

旧セグメント区分の太陽光エネルギー事業（太陽光システム販売事業および太陽光発電所事業）の第 3 四半期累計期間における通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 29.5%、営業利益で 4.1%であった。顧客が「グリーン投資減税制度」を活用するために、第 4 四半期に太陽光システム販売の売上が偏重する見込みであることに加え、建設中のメガソーラー施設を部分的に事業譲渡することも検討されていると SR 社は推測する。

同社は 2014 年 3 月期より、旧「太陽光エネルギー事業」を「太陽光システム販売事業」と「太陽光発電所事業」に区分している。

#### 純資産等

2013 年 10 月に第 4 回新株予約権の行使が完了したことで、発行済株式数は 2013 年 3 月末と比較し 3,000,000 株増加し、13,753,000 株となった。当該新株予約権の行使、および四半期純利益の計上により、第 3 四半期における純資産は 2013 年 3 月期末と比較し、756 百万円増加し、2,507 百万円となった。

#### **2014 年 3 月期第 2 四半期実績**

第 2 四半期連結累計期間における売上高は、太陽光システム販売事業の売上高増加により、1,820 百万円（前年同期比 14.5%増）となった。売上高の増加に伴い、売上総利益は 547 百万円（同 35.7%増）となった。一方、人件費の増加を抑えたことで、販売管理費は 332 百万円（同 7.3%増）に留めた。売上高販管費比率は 18.2%と前年同期比で 1.2 ポイント低下した。

その結果、損益面は大幅に改善し、営業利益 215 百万円（前年同期比 129.2%増）、経常利益 218 百万円（同 163.0%増）、四半期純利益 190 百万円（同 108.7%増）となった。

セグメントの業績は、以下の通りである。

#### 電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備投資は継続されつつも、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資は、緩やかに推移し、売上高は 1,382 百万円（前年同期比 2.5%減）となった。「高付加価値製品の販売促進」や「原価低減活動」により、営業利益は 187 百万円（前年同期比 26.8%増）となった。



同社によれば、移動体通信インフラにおいては、スマートフォン普及に伴うトラフィック増加対策や不感知対策における設備投資が継続していること、補正予算などによる公共事業分野の需要が増加傾向にあることから、無線市場は堅調に推移して行くことが予測されるという。

#### 太陽光システム販売事業

「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことにより、売上高 414 百万円（前年同期比 320.9% 増）、営業利益は 47 百万円（前年同期は営業損失 22 百万円）となった。

#### 太陽光発電所事業

当第 2 四半期連結累計期間において、山口県下関市において建設を進めてきたメガソーラー発電所が完成したことにより売電が開始され、当該発電所における売電収入が 2013 年 7 月からの 3 カ月間が計上された。売電収入に対し、6 カ月分の固定費が発生したことに加え、その他の太陽光発電所案件の初期費用等が先行したことにより、売上高 23 百万円、営業損失は 13 百万円となった。同社によれば、下関市メガソーラー発電所については計画通り順調に売電しており、売上総利益も 50% を超える水準にあることから、2014 年 3 月期下期以降の収益貢献が見込まれる。

### **2013 年 3 月期決算実績**

売上高は、3,671 百万円（同 18.2% 増）となった。損益面については、営業利益 373 百万円（前年同期は 29 百万円の営業損失）、経常利益 374 百万円（前年同期は 23 百万円の経常損失）純利益 339 百万円（前年同期は 37 百万円の純損失）となった。

セグメントの業績は、以下の通りである。

#### 電子・通信用機器事業

移動体通信事業者による基地局設備の投資回復、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資再開に伴い、売上高は 3,155 百万円(前期比 31.1% 増)、営業利益は 374 百万円(前期比 497.4% 増)となった。

#### 太陽光エネルギー事業

2012 年 7 月の「再生可能エネルギー特別措置法」施行以来、太陽光発電システム販売の受注が増加し、営業の効率化に向けた改善活動を行ったことで、売上高は 486 百万円（前期は売上高 19 百万円）、営業利益は 41 百万円（前期は営業損失 24 百万円）となった。



バイオマスエネルギー供給事業

売上高は 74 百万円(前期比 89.0%減)、営業損失は 30 百万円(前期は営業損失 47 百万円)となった。連結子会社であったバイオエナジー・リソース株式会社の破産申立てにより、本事業から撤退した。





## 損益計算書

| 損益計算書<br>(百万円) | 09年3月期<br>連結 | 10年3月期<br>連結 | 11年3月期<br>連結 | 12年3月期<br>連結 | 13年3月期<br>連結 | 14年3月期<br>連結 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 売上高            | 4,299        | 2,803        | 2,640        | 3,106        | 3,672        | 4,171        |
| 前年比            | 7.1%         | -34.8%       | -5.8%        | 17.7%        | 18.2%        | 13.6%        |
| 売上原価           | 3,348        | 2,412        | 2,314        | 2,516        | 2,623        | 2,973        |
| 売上総利益          | 951          | 392          | 326          | 590          | 1,049        | 1,198        |
| 売上総利益率         | 22.1%        | 14.0%        | 12.3%        | 19.0%        | 28.6%        | 28.7%        |
| 販売費及び一般管理費     | 1,020        | 619          | 612          | 619          | 675          | 721          |
| 売上高販管費比率       | 23.7%        | 22.1%        | 23.2%        | 19.9%        | 18.4%        | 17.3%        |
| 営業利益           | -68          | -227         | -286         | -30          | 373          | 477          |
| 前年比            | -            | -            | -            | -            | -            | 27.8%        |
| 営業利益率          | -1.6%        | -8.1%        | -10.8%       | -1.0%        | 10.2%        | 11.4%        |
| 営業外収益          | 45           | 16           | 18           | 14           | 19           | 9            |
| 営業外費用          | 105          | 14           | 16           | 8            | 17           | 8            |
| 経常利益           | -128         | -224         | -284         | -24          | 375          | 478          |
| 前年比            | -            | -            | -            | -            | -            | 27.6%        |
| 経常利益率          | -3.0%        | -8.0%        | -10.8%       | -0.8%        | 10.2%        | 11.5%        |
| 特別利益           | 52           | 0            | 45           | -            | 1            | 2            |
| 特別損失           | 341          | 346          | 109          | 7            | 0            | 0            |
| 法人税等           | -7           | -1           | 3            | 6            | 36           | 44           |
| 税率             | 1.6%         | 0.1%         | -0.8%        | -20.9%       | 9.6%         | 9.1%         |
| 当期純利益          | -408         | -570         | -351         | -37          | 340          | 436          |
| 前年比            | -            | -            | -            | -            | -            | 28.5%        |
| 利益率 (マージン)     | -9.5%        | -20.3%       | -13.3%       | -1.2%        | 9.3%         | 10.5%        |

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。

## 2009年3月期

売上高は、4,299百万円（前年同期比7.1%増）、営業損失68百万円（前年同期は営業利益118百万円）。

電子・通信用機器事業部門において、800MHz帯周波数再編対応に伴う携帯電話基地局に対する設備投資が一段落したことから、売上高が前年同期比14.2%減少し、営業損失162百万円となった（2008年3月期営業利益は90百万円）。レーザー機器事業部門は、売上高が前年同期比356.0%増となったものの、営業損失49百万円（2008年3月期営業利益28百万円）となった。

経常損失は127百万円（前年同期は経常利益108百万円）となった。当期純利益については、ハードディスク製造関連装置を手掛ける子会社の整理に伴う減損損失等239百万円によって、当期純損失408百万円（前年同期は当期純損失408百万円）となった。



### 2010年3月期

売上高は、2,803百万円（前年同期比 34.8%減）、営業損失 226 百万円（前年同期は営業損失 68 百万円）となった。

電子・通信用機器事業部門は、携帯電話基地局についての設備投資が一段落したこと、防衛関連設備及び防災無線システム関連の公共投資削減に伴い、売上高は前年同期比 16.6%減、営業損失 292 百万円となった。レーザー機器事業部門は、2009 年 5 月に事業撤退を決定、売上高は 90 百万円、営業利益 2 百万円であった。

経常損失は 224 百万円（前年同期は経常損失 127 百万円）となった。当期純利益については、投資有価証券評価損 199 百万円、固定資産減損損失 135 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 570 百万円（前年同期は当期純損失 408 百万円）となった。

### 2011年3月期

売上高は、2,639 百万円（前期比 5.9%減）、営業損失 286 百万円（前期は営業損失 226 百万円）。

電子・通信用機器事業は、携帯電話基地局の設備投資の遅延、防衛関連設備および公共無線関連設備の公共投資削減に伴い、売上高は 2,389 百万円（前期比 11.8%減）となった。バイオマスエネルギー供給事業は、売上高は 250 百万円となった。

経常損失は 284 百万円（前期は経常損失 224 百万円）となった。減損損失 95 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 351 百万円（前期は当期純損失 570 百万円）となった。

### 2012年3月期

売上高は、3,106 百万円（前期比 17.7%増）、営業損失 29 百万円（前期は営業損失 286 百万円）となった。

電子・通信用機器事業において、携帯電話基地局の設備投資回復によって、売上高は 0.7%増となった。原価低減および経費削減によって、利益率が改善した。バイオマスエネルギー供給事業は、2011 年 3 月期比で売上高が 172.3%増となったが、コストの増加により営業損失額はほぼ前年同期並みとなった。

経常損失 23 百万円（前期は経常損失 284 百万円）、減損損失 3 百万円および有価証券売却損 3 百万円を計上したことに伴い、当期純損失 37 百万円（前期は当期純損失 351 百万円）となった。



## 過去の会社予想と実績の差異

| 期初会社予想と実績<br>(百万円) | 09年3月期<br>連結   | 10年3月期<br>連結   | 11年3月期<br>連結   | 12年3月期<br>連結   | 13年3月期<br>連結  | 14年3月期<br>連結 |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|--------------|
| 売上高 (期初予想)         | 3,870          | 3,389          | 3,110          | 2,980          | 3,378         | 4,504        |
| 売上高 (実績)           | 4,299          | 2,803          | 2,640          | 3,106          | 3,672         | 4,171        |
| <b>期初会予と実績の格差</b>  | <b>11.1%</b>   | <b>-17.3%</b>  | <b>-15.1%</b>  | <b>4.2%</b>    | <b>8.7%</b>   | <b>-7.4%</b> |
| 営業利益 (期初予想)        | 129            | 139            | 191            | 22             | 69            | 493          |
| 営業利益 (実績)          | -68            | -227           | -286           | -30            | 373           | 477          |
| <b>期初会予と実績の格差</b>  | <b>-153.0%</b> | <b>-263.3%</b> | <b>-249.9%</b> | <b>-234.9%</b> | <b>441.1%</b> | <b>-3.2%</b> |
| 経常利益 (期初予想)        | 71             | 133            | 179            | 18             | 65            | 488          |
| 経常利益 (実績)          | -128           | -224           | -284           | -24            | 375           | 478          |
| <b>期初会予と実績の格差</b>  | <b>-279.9%</b> | <b>-268.7%</b> | <b>-258.8%</b> | <b>-233.0%</b> | <b>476.5%</b> | <b>-2.0%</b> |
| 当期利益 (期初予想)        | 63             | 133            | 179            | 13             | 60            | 449          |
| 当期利益 (実績)          | -408           | -570           | -351           | -37            | 340           | 436          |
| <b>期初会予と実績の格差</b>  | <b>-747.9%</b> | <b>-528.8%</b> | <b>-296.3%</b> | <b>-384.6%</b> | <b>466.3%</b> | <b>-2.8%</b> |

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。

過去の会社予想と実績の差異をみる限り、2009年3月期から2012年3月期までは、黒字の会社予想に対し、実績は損失を継続した。

毎期初に黒字の会社予想を立てたが、実際には実効性の高い収益改善策が実行されなかったことで、実績が会社予想を下回る結果が続いたものと、SR社は推測する。

2013年3月期には、電子・通信用機器事業の業績回復に加え、太陽光エネルギー事業の貢献により、期初会社予想を大幅に上回る実績を達成した。



貸借対照表

| 貸借対照表 (百万円)       | 09年3月期<br>連結 | 10年3月期<br>連結 | 11年3月期<br>連結 | 12年3月期<br>連結 | 13年3月期<br>連結 | 14年3月期<br>連結 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>資産</b>         |              |              |              |              |              |              |
| 現金・預金             | 820          | 665          | 493          | 56           | 390          | 1,764        |
| 売掛金               | 1,033        | 915          | 663          | 864          | 1,345        | 1,112        |
| たな卸資産             | 345          | 275          | 328          | 299          | 328          | 347          |
| その他               | 47           | 63           | 45           | 74           | 52           | 197          |
| <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> | <b>3,421</b> |
| 建物                | 162          | 132          | 94           | 80           | 87           | 114          |
| 工具、器具及び備品         | 88           | 36           | 5            | 1            | 58           | 87           |
| 減価償却累計額           | 1,151        | 997          | 959          | 899          | 884          | 908          |
| <b>有形固定資産合計</b>   | <b>451</b>   | <b>295</b>   | <b>205</b>   | <b>133</b>   | <b>564</b>   | <b>718</b>   |
| 投資有価証券            | 251          | 69           | 23           | 8            | 14           | 19           |
| その他               | 16           | 20           | 7            | 9            | 13           | 19           |
| <b>投資その他の資産合計</b> | <b>267</b>   | <b>89</b>    | <b>30</b>    | <b>18</b>    | <b>27</b>    | <b>38</b>    |
| ソフトウェア            | 25           | 25           | -            | -            | 1            | 19           |
| その他               | 22           | 14           | -            | -            | -            | 12           |
| <b>無形固定資産合計</b>   | <b>47</b>    | <b>39</b>    | <b>-</b>     | <b>-</b>     | <b>1</b>     | <b>31</b>    |
| <b>固定資産合計</b>     | <b>765</b>   | <b>423</b>   | <b>235</b>   | <b>150</b>   | <b>593</b>   | <b>788</b>   |
| <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> | <b>4,210</b> |
| <b>負債</b>         |              |              |              |              |              |              |
| 買掛金               | 511          | 443          | 430          | 364          | 386          | 474          |
| 未払金               | 108          | 39           | 31           | 48           | 108          | 86           |
| 短期有利子負債           | 507          | 433          | 203          | 30           | 40           | 323          |
| その他               | 99           | 111          | 220          | 156          | 173          | 247          |
| <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>   | <b>1,130</b> |
| 長期有利子負債           | 216          | 67           | -            | -            | 151          | 294          |
| その他               | 101          | 86           | 83           | 85           | 100          | 148          |
| <b>固定負債合計</b>     | <b>318</b>   | <b>153</b>   | <b>83</b>    | <b>85</b>    | <b>251</b>   | <b>442</b>   |
| 有利子負債 (短期及び長期)    | 724          | 500          | 203          | 30           | 192          | 618          |
| <b>負債合計</b>       | <b>1,544</b> | <b>1,179</b> | <b>967</b>   | <b>683</b>   | <b>959</b>   | <b>1,572</b> |
| <b>純資産</b>        |              |              |              |              |              |              |
| 資本金               | 1,029        | 1,102        | 1,102        | 1,102        | 1,387        | 1,625        |
| 資本剰余金             | 1,024        | 1,096        | 1,096        | 1,096        | 1,381        | 1,620        |
| 利益剰余金             | -619         | -983         | -1,335       | -1,372       | -991         | -555         |
| 少数株主持分            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| <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> | <b>2,638</b> |
| 運転資金              | 867          | 747          | 562          | 800          | 1,287        | 986          |
| 有利子負債合計           | 724          | 500          | 203          | 30           | 192          | 618          |
| ネット・デット           | -96          | -165         | -290         | -26          | -198         | -1,146       |

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。

資産

2014年3月期では流動資産が資産の81.2%を占める。流動資産の主なものは、現金・預金(2014年3月期流動資産構成比率51.6%)、売掛金(同32.5%)である。現金・預金は利



益の改善による営業キャッシュフローに加え、株式の発行、借入の活用により資金調達を行ったことで、2013年3月期の390百万円から2014年3月期には1,764百万円にまで増加した。

業績低迷により、減損損失を継続的に認識したため、有形固定資産は2009年3月期の451百万円から2012年3月期には133百万円にまで減少した。2013年3月期には下関メガソーラー発電所の建設仮勘定が計上されていること、電子・通信用機器事業において97百万円の設備投資を行ったことで、有形固定資産は564百万円に増加した。

### 負債

負債の中心は買掛金であり、2014年3月期は負債合計の30%を買掛金が占めた。買掛金回転期間は2009年3月期の1.3ヵ月から2011年3月期には2.0ヵ月まで長期化した。現金・預金、有利子負債も減少していることから、資金繰りに窮して、支払期間を延長していたとSR社は推測する。2012年3月期以降は短期化しており、2014年3月期は1.4ヵ月であった。

有利子負債は2008年3月期844百万円から2012年3月期30百万円まで減少した。業績低迷により借入れが困難であったことから、長短借入金の返済、社債の償還が続き、借換えが行われなかったとSR社は推測する。2013年3月期に有利子負債は5期ぶりに増加に転じ、192百万円となった。2014年3月期には長短借入れによる資金調達を行い、有利子負債は618百万円となった。

有利子負債から現金・預金を差し引いたネット・デットは、2014年3月期は-1,146百万円（現金・預金残高が有利子負債を上回る）となった。

### 純資産

業績不振により、純損失を継続したことで、純資産は2008年3月期の2,055百万円から2012年3月期の761百万円まで減少した。利益剰余金は、2012年3月期には-1,372百万円にまで減少した。

2013年3月期に純利益が黒字化したことで、利益剰余金は5期ぶりに増加した。資本金および資本剰余金は、2013年1月に第三者割当増資(2,136千株)および新株予約権(権利行使による増加する潜在株式数4,843千株に対し、2013年3月期中に、権利行使により1,843千株が増加)を発行し、増加した。

2014年3月期は、当期純利益により436百万円、2013年1月に発行した新株予約権の権利行使により477百万円増加し、純資産合計は2,638百万円となった。



## キャッシュフロー計算書

| キャッシュフロー計算書<br>(百万円) | 09年3月期<br>連結 | 10年3月期<br>連結 | 11年3月期<br>連結 | 12年3月期<br>連結 | 13年3月期<br>連結 | 14年3月期<br>連結 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 営業活動によるキャッシュフロー (1)  | 259          | -1           | 68           | -332         | 36           | 764          |
| 投資活動によるキャッシュフロー(2)   | -17          | 12           | 93           | 77           | -454         | -265         |
| FCF (1+2)            | 242          | 11           | 162          | -255         | -418         | 499          |
| 財務活動によるキャッシュフロー      | -194         | -82          | -299         | -168         | 783          | 875          |
| 減価償却費及びのれん償却費 (A)    | 217          | 76           | 20           | 14           | 22           | 84           |
| 設備投資 (B)             | -82          | -22          | -7           | -12          | -446         | -254         |
| 運転資金増減 (C)           | 122          | -120         | -186         | 238          | 488          | -301         |
| 単純 F C F (NI+A+B-C)  | -394         | -397         | -152         | -272         | -572         | 568          |

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。

### 営業キャッシュフロー

営業活動によるキャッシュフローの主な構成要素は、当期純利益、減価償却費、のれん償却額、および運転資本の増減である。

2009年3月期から2011年3月期まで営業キャッシュフローが純損失に減価償却費およびのれん償却額を加えた値を上回っている主な理由は、減損損失、投資有価証券評価損、および運転資本減少による。

2012年3月期は純損失の改善にも関わらず、営業活動に伴うキャッシュフローが減少した理由は、売上債権の増加による。

2013年3月期の営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益の黒字化にも関わらず、太陽光発電システム事業の売上拡大に伴う売上債権増加により、36百万円であった。

2014年3月期は当期純利益、減価償却費による現金流入に加え、売上債権の減少により、営業活動によるキャッシュフローが増加した。

### 投資キャッシュフロー

2012年3月期までは投資抑制により、設備投資は100百万円を下回り、投資活動によるキャッシュフローは2009年3月期に17百万円のマイナスであったが、2010年3月期から2012年3月期はプラスで推移した。

同社は、2013年3月期に設備投資を活発化し、有形固定資産および無形固定資産の増加額は



455 百万円となった。内訳は、電子・通信用機器で 97 百万円の増加、太陽光エネルギー事業で 352 百万円の増加で、特に太陽光エネルギー事業において、下関メガソーラー発電所の建設に伴う設備投資が増加した。

2014 年 3 月期は、主に有形固定資産の取得による支出により、投資活動によるキャッシュフローがマイナスとなった。

### 財務キャッシュフロー

2009 年 3 月期から 2012 年 3 月期まで、有利子負債の返済が続いたことで、財務キャッシュフローはマイナスが続いた（貸借対照表の項参照）。

同社は、2013 年 1 月にメガソーラー発電所の建設資金として、第三者割当増資（2,136 千株）および新株予約権（権利行使による増加する潜在株式数 4,843 千株に対し、2013 年 3 月期中に、権利行使により 1,843 千株が増加）を発行した。その結果、2013 年 3 月期の財務キャッシュフローは、株式の発行による収入 554 百万円、新株予約権の発行による収入 47 百万円、長期借入れによる収入 170 百万円、社債の発行による収入 100 百万円により、783 百万円のプラスとなった。

2014 年 3 月期は株式の発行による収入 450 百万円、その他に借入れによる収入により、財務活動によるキャッシュフローは 875 百万円となった。



## その他情報

### 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2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案件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（前連結子会社多摩川ソーラーシステムズ社代表、2014年6月に解職）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、同社代表取締役役に就任した。同氏就任後に、モジュールメーカーGPPV（本社：中国）と独占販売契約を締結、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榊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。2014年6月、同社は、同社を取り巻く厳しい経営環境に対応すべく、引き続き代表取締役社長として経営を行う榊沢徹氏に加え、小林氏を新たに代表取締役とすることで、代表取締役を2名とする体制とした。共同代表とすることにより、経営における公正性・透明性を確保しつつ、強固なコーポレートガバナンスを構築し、コンプライアンス体制の維持向上に取り組むことで、確固たる経営基盤の構築を目指すとのことである。また、同年同月、福永氏解職後の新経営体制移行に伴い、連結子会社多





多摩川ソーラーシステムズ社の新社長に野口靖彦氏が就任した。

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、野口氏主導のもとで多摩川ソーラー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。

## ニュース&トピックス

---

### 2014年8月

**2014年8月29日**、同社は、固定資産の取得によるメガソーラー用地確保について発表した。

同社リリース文によれば、建設を予定している千葉県袖ヶ浦市メガソーラー発電所用地として、当該用地を取得するとのことである。

#### 取得資産の内容及び所在地

所在地：千葉県袖ヶ浦市林字陳場台

土地面積：15,000㎡

取得価格：125百万円

物件引渡予定日：2014年11月中旬

#### 千葉県袖ヶ浦市メガソーラー発電所の概要

出力規模：約1,300Kw

想定発電量：約170万Kwh/年

当該案件については、経済産業省の再生可能エネルギー固定買取制度の設備認定を既に取得しており、1kWhあたり36円（税抜）で20年間売電を行うことができるとのことである。

**2014年8月4日**、同社は、固定資産の取得によるメガソーラー用地確保に関して発表した。

同社リリース文によれば、建設を予定している神奈川県横浜市メガソーラー発電所用地として、当該用地を売買により取得するとのことである。

#### 取得資産の内容及び所在地

- 所在地：神奈川県横浜市旭区上白根字後谷



- 土地面積：13,640㎡
- 取得価格：120百万円
- 取得先：非開示
- 物件引渡予定日：2014年8月4日

#### 神奈川県横浜市メガソーラー発電所の概要

- 敷地面積：約17,000㎡（今後賃借を予定している面積を含む）
- 出力規模：約1,200Kw
- 想定発電量：約130万Kwh/年

当該案件については、経済産業省の再生可能エネルギー固定買取制度の設備認定を既に取得しており、1 kWh あたり 36 円（税抜）で 20 年間売電を行うことができるとのことである。

なお、当該発電所案件については、分譲販売として外部へ売却するか、自社で運営するかを現在検討しており、同社の業績に与える影響は現在算定中であるとのことである。

#### 2014年7月

**2014年7月22日**、同社は、長崎県南島原市メガソーラー発電所の進捗状況に関して発表した。

同社リリース文によれば、南島原市メガソーラー発電所については49キロワットの低圧発電所の建設は完了しており、約1メガワット規模の太陽光発電所とするため拡張工事を進めている段階にある。また、今後の円滑な発電所運営を目指すため、2014年7月22日付けで土地賃貸借契約を地上権設定契約に変更し、約1メガワットの太陽光発電所を設置することができる土地の地上権の確保を行った。拡張部分の造成工事は完了しており、今後は本格的な建設工事を着工する予定である。

#### 南島原市メガソーラー発電所の概要

- 所在地：長崎県南島原市深江町乙池下1303-1他
- 事業者：株式会社GPエナジー 3-A（同社 100%子会社）
- 敷地面積：22,112 ㎡
- 発電能力：約1メガワット
- 売電価格：40円/kWh（20年間固定）
- 売電収入：約5,000万円/年（予定）
- 初年度予想発電量：約1,250,000kwh（予定）

**2014年7月8日**、同社は、バイオマス発電事業譲受協議に係る優先交渉及び検討の結果に関して発表した。



同社は、2013年11月5日に発表した通り、バイオマス（植物油）発電所の譲受に関する優先交渉権を取得し、事業化に向けての検討を行っていたが、検討の結果、当該事業について事業化を行わないことを決定した。

## 2014年6月

**2014年6月30日**、同社は、資金の借入れに関して発表した。

同社は、2014年6月30日付で東日本銀行より以下のとおり資金の借入れを実施したとのことである。

- 借入金額： 100百万円
- 借入実施日： 2014年6月30日
- 担保等状況： 無担保・無保証
- 資金用途： 長期運転資金
- 利率： 1.350%

**2014年6月27日**、同社は、代表取締役の異動について発表した。

同社は、同社を取り巻く厳しい経営環境に対応すべく、より機動的で円滑かつ適切な経営判断を行うために、重任し引き続き代表取締役社長として経営を行う柘沢徹氏に加え、小林正憲氏を新たに代表取締役とすることで、代表取締役を2名とするとしている。

共同代表とすることにより、経営における公正性・透明性を確保しつつ、強固なコーポレートガバナンスを構築し、コンプライアンス体制の維持向上に取り組むことで、確固たる経営基盤の構築を目指すとのことである。

**2014年6月26日**、同社は、代表取締役会長の解雇に関して発表した。

同社によれば、社内調査の結果、福永節也氏の企業利益に反する行為のため、現状では同社に直接的な損失は発生していないものの、今後、同社が利益を喪失させる可能性があるとの報告を受けたという。当該報告を受けて、福永節也氏の代表取締役会長の地位を解職する決定をした。

**2014年6月2日**、同社は、業務資本提携契約の解約、及びISEパワー株式会社との業務提携契約の締結に関して発表した。



#### 業務資本提携契約の解約

同社によれば、2014年5月8日付「業務資本提携契約の締結、第三者割当による新株予約権の発行」に関する発表において、伊勢彦信氏（以下「伊勢氏」とする。）、リーテイルブランディング株式会社（以下「リーテイル社」とする。）及びリーテイル社の代表取締役社長である秋元之浩氏（以下「秋元氏」とする。）との間で業務資本提携契約を締結する旨を開示したが、伊勢氏による新株予約権に対する払込みがなされずに失権したため、同社は、それぞれの業務資本提携契約を解約した。また、同社による ISE パワー社の株式取得については、関係者で協議し、方針が決定次第、開示するとしている。

#### ISE パワー株式会社との業務提携契約の締結

リーテイル社との間において今後の方針を検討する中で、秋元氏が代表取締役であり、かつ、伊勢氏が取締役会長である ISE パワー社において太陽光発電所事業を行うという枠組自体は維持するという基本的な方向性を確認した上で、伊勢氏やイセ食品社の関係者との間でも協議を行い、2014年5月30日付で、同社は ISE パワー社との間で業務提携契約を締結した。新たに、太陽光発電事業所事業で収益を得る目的で、ISE パワー社による太陽光発電所事業の円滑な遂行を実現するため、太陽光発電所事業に係る設計、監理、施工等を実施可能な業者に関する情報を、同社自ら又は子会社を通じて、ISE パワー社に対して提供する。

#### 2014年5月

**2014年5月15日**、同社は、リースによる固定資産（メガソーラー発電設備）の取得について発表した。

同社は、同社子会社が千葉県館山市で建設計画を進めてきた出力約 2 ガワット規模の太陽光発電システム一式（リース料総額 901 百万円）をリコーリース株式会社とのリース契約の締結により取得・建設することを決議した。

#### 千葉県館山市メガソーラー発電所の概要

発電能力：1,999kW

売電価格（20年間固定）：42円/kWh

売電収入（推定）：約 9,500 万円/年 20年間累計約 18 億 6,000 万円

営業利益（推定）：約 4,500 万円/年 20年間累計約 9 億 5,000 万円

運転開始予定日：2015年2月末日予定

**2014年5月8日**、同社は、業務資本提携契約の締結、第三者割当による新株予約権の発行を発表した。



同社は、伊勢彦信氏（以下「伊勢氏」という。）並びにリーテイルブランディング株式会社（以下「リーテイル社」という。）及びリーテイル社の代表取締役社長である秋元之浩氏（以下「秋元氏」という。）との間で業務資本提携契約の締結及び第三者割当による新株予約権の発行を行うことを決定した。

同社によれば、伊勢氏が代表取締役会長兼社長を務めるイセ食品株式会社（以下「イセ食品社」という。）並びに伊勢氏及びイセ食品社と資本関係及び人的関係のある会社（イセ食品社と合わせて、以下「イセ食品グループ」と総称する。）は、太陽光発電設備を設置可能な土地を保有している（1 kWh 当たりの売電価格 36 円として申請し、既に経済産業大臣より再生可能エネルギー発電設備の認定を受け、各電力会社に対して売電に係る申請が完了している土地が 10 県 27 箇所地積合計で最大 1,419,964 m<sup>2</sup>。太陽光発電設備として最大 76.5 メガワット相当の発電施設建設が見込まれる。また、1 kWh 当たりの売電価格 32 円として経済産業大臣に対し上記認定を申請中の土地も 30 箇所ある）という。

伊勢氏は、イセ食品グループを通じて当該事業に必要な用地を ISE パワー社に対して提供する。リーテイル社は、太陽光発電所事業に必要な再生可能エネルギー発電設備の認定の通知を経済産業大臣より受けているが、当該認定における発電事業者名を ISE パワー社に変更する。同社は、太陽光発電所事業に係る経験と知見を ISE パワー社に対して提供することにより、共同事業に貢献する予定である。

また、同社は、共同事業を行うための資金調達として、伊勢氏および秋元氏に対して、新株予約権を割り当てる。伊勢氏および秋元氏は、太陽光発電所事業の進捗状況に応じて、新株予約権を行使し、同社は当該資金を太陽光発電所事業に充当する予定である。

#### 新株予約権発行の概要

|              |   |
|--------------|---|
| 割当日          | : 2014 年 5 月 29 日                                   |
| 新株予約権の総数     | : 14,439 個（新株予約権 1 個当たり 1,000 株）                    |
| 発行価額         | : 新株予約権 1 個当たり 7,918 円（総額 114,328,002 円）            |
| 当該発行による潜在株式数 | : 14,439,000 株（2014 年 3 月 31 日現在の発行済株式総数に対して 35.0%） |
| 調達資金の額       | : 4,648,174,002 円（差引手取概算額 : 4,622,174,002）          |
| 行使価額         | : 1 株あたり 314 円                                      |
| 割当予定先        | : 伊勢 彦信 12,377 個<br>秋元 之浩 2,062 個                   |

当該新株予約権は、行使価額の修正条項はなく、交付株式数は一定である（行使価額の調整により調整を行う際には行使価額および交付株式数が調整される場合はある）。

#### 調達する資金の具体的な使途及び支出予定時期

| 具体的な使途 | 金額 | 支出予定時期 |
|--------|----|--------|
|--------|----|--------|



|                                   |                 |  |
|-----------------------------------|-----------------|--|
| アールビー社から譲り受ける、ISE パワー社株式に係る対価     | 10,500,000 円    | 2014 年 5 月 29 日                          |
| ISE パワー社に対する共同事業のための出資又は貸付けのための資金 | 4,611,674,002 円 | 2014 年 6 月から 2017 年 5 月までを目処に投資案件の進捗に応じて |

同社は、ISE パワー社株式の取得後の差引手取金額の残額（4,622,174,002 円）を ISE パワー社に対する出資または貸付けにより拠出する。ISE パワー社は、当該資金を、共同事業における太陽光発電所の建設のためイセ食品グループから借り受けまたは地上権の設定を受ける土地の利用対価（賃料または地上権設定に対する地代）、並びに太陽光発電所設備に関するモジュール・架台代金、工事代金、電気設備、構築物及びその他経費等に充当する予定である。同社によれば、概算投資計画は以下の通りである。

#### 2014 年 1 月

2014 年 1 月 24 日、同社は株式分割について発表した。

同社によれば、2014 年 2 月 28 日を基準日、2014 年 3 月 1 日を効力発生日として、1 株につき 3 株の割合をもって分割するとのことである。株式分割前の発行済株式総数 13,753,000 株に対して、株式分割後の発行済株式総数は 41,259,000 株となる。

#### その他

SR 社では、同社社長の榊澤氏に対する係争・訴訟に関するリスクが、同社の業務遂行に影響を及ぼす可能性があると考えている。2013 年 12 月現在、榊澤氏はジェイ・ブリッジ社在籍時の医療ファンド事業に関連した損害賠償の被告として係争の結果、勝訴が成立しており、榊澤氏に対して提起されている訴訟はない。

また、同社は、インターネット上の書き込みによる風評被害を受けており、これに対し、民事、刑事両面での責任追及を始めとした信頼回復措置を求めていく方針である。



## 大株主

| 大株主上位10名                     | 議決権比率 |
|------------------------------|-------|
| マリリン・タン                      | 17.5% |
| シービーエスジーバンクジュリアスベアシンガポールブランチ | 10.4% |
| パーマン・ヤディ                     | 8.0%  |
| 日本証券金融株式会社                   | 5.4%  |
| 島貫 宏昌                        | 4.6%  |
| イーエフジーバンクアーゲーホンコンアカウントクライアント | 3.4%  |
| 有限会社佐藤総合企画                   | 2.6%  |
| 久保田 定                        | 2.5%  |
| 新井 紀之                        | 2.4%  |
| エスアイエックス・エスアイエス              | 2.3%  |

出所：会社データよりSR社作成

(2014年3月末現在)



## 企業概要

|  |  |
|--|--|
| <b>企業正式名称</b><br>株式会社多摩川ホールディングス   | <b>本社所在地</b><br>〒105-0013<br>東京都港区浜松町1-6-15 浜松町プレイス1階  |
| <b>代表電話番号</b><br>03-6435-6933  | <b>上場市場</b><br>JASDAQ  |
| <b>設立年月日</b><br>1970年5月7日  | <b>上場年月日</b><br>1999年8月31日   |
| <b>HP</b><br><a href="http://www.tmex.co.jp/index.html">http://www.tmex.co.jp/index.html</a> | <b>決算月</b><br>3月   |
| <b>IR コンタクト</b>  | <b>IR ページ</b><br><a href="http://www.tmex.co.jp/ir-info.html">http://www.tmex.co.jp/ir-info.html</a> |
| <b>IR メール</b>  | <b>IR 電話</b>   |





## 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。

|                         |                      |                       |
|-------------------------|----------------------|-----------------------|
| アートスパークホールディングス株式会社     | 株式会社ザッパラス            | 日本駐車場開発株式会社           |
| あいホールディングス株式会社          | コムシスホールディングス株式会社     | 日本エマーゼンシアシスタンス株式会社    |
| アクリーティブ株式会社             | サトーホールディングス株式会社      | 株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ |
| 株式会社アクセル                | 株式会社サニックス            | 株式会社サンリオ              |
| アズビル株式会社                | 株式会社サンリオ             | 伯東株式会社                |
| アズワン株式会社                | Jトラスト株式会社            | 株式会社ハーツコナイテッドグループ     |
| アニコムホールディングス株式会社        | 株式会社じげん              | 株式会社ハピネット             |
| 株式会社アバマンシヨップホールディングス    | GCAサヴィアン株式会社         | ビジョン株式会社              |
| アンジェスMG株式会社             | シップヘルスケアホールディングス株式会社 | フィールズ株式会社             |
| アンリツ株式会社                | 株式会社ジェイアイエヌ          | 株式会社フェローテック           |
| イオンディライト株式会社            | ジャパンベストレスキューシステム株式会社 | フリービット株式会社            |
| 株式会社イエロ・ハット             | スター・マイカ株式会社          | 株式会社ベネフィット・ワン         |
| 株式会社伊藤園                 | 株式会社スリー・ディー・マトリックス   | 株式会社バリテ               |
| 株式会社インテリジェント ウェイブ       | ソースネクスト株式会社          | 株式会社ヘルパーク             |
| 株式会社インフォーマト             | 株式会社タイセキ             | 松井証券株式会社              |
| 株式会社エス・エム・エス            | 株式会社高島屋              | 株式会社マックハウス            |
| SBSホールディングス株式会社         | タキヒヨー株式会社            | 株式会社 三城ホールディングス       |
| エレコム株式会社                | 株式会社多摩川ホールディングス      | 株式会社ミライト・ホールディングス     |
| エン・ジャパン株式会社             | 株式会社チヨダ              | 株式会社メディネット            |
| 株式会社オンワードホールディングス       | DIC株式会社              | 株式会社夢真ホールディングス        |
| 株式会社ガリバーインターナショナル       | 株式会社デジタルガレージ         | 株式会社ラウンドワン            |
| キャノンマーケティングジャパン株式会社     | 株式会社TOKAIホールディングス    | リソートラスト株式会社           |
| KLab株式会社                | 株式会社ドリムインキュベータ       | 株式会社良品計画              |
| グランディハウス株式会社            | 株式会社ドンキホーテホールディングス   | レーザーテック株式会社           |
| 株式会社クリーク・アンド・リバー社       | 内外トランスライン株式会社        | 株式会社ワイヤレスゲート          |
| ケネディクス株式会社              | 長瀬産業株式会社             |                       |
| 株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス | ナノキャリア株式会社           |                       |
| ケンコーコム株式会社              | 日進工具株式会社             |                       |

※投資運用先銘柄に関するレポートをご希望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

## ディスクレマー

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、当該企業に対し、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