

GCC経営™分析による4.8倍のアップサイドの可能性

O&M（保守管理）と金融の突出した強みを活かして次なる再エネの成長企業へ

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

すべての人をエネルギーの主人公に

リニューアブル・ジャパン（以下、「RJ」とする。）は東日本大震災の被災地を訪れた真邊社長により震災の翌年の2012年に設立された。悲惨な光景を目にする中で、真邊社長は自らが得意とする金融スキームを活用したプロジェクトファイナンスにより再生可能エネルギーを提供し、大打撃を受けた電力インフラに貢献が可能と考えた。RJが特徴的なのは優れた金融スキームだけではなく、自社の社員による再エネ発電所の地道なO&M内製化に力を入れた点だ。これにより再エネ事業にとって重要なコスト削減を可能とし、競合からも保守管理を依頼されるほど業界の評価も高い。

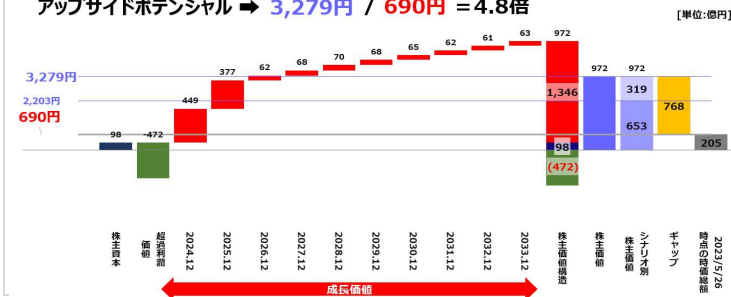
O&Mによるコスト削減と金融調達力でNon-FIT時代の主力へ

RJのビジネスモデルを簡略すると、極力低い金利で資金調達をして、より優れた再エネ事業への投資をする。よって、投資とリターンとの差額がRJを評価する上で重要な指標となる。しかし、現状は将来性を重視しているため、目先の利益が低く見える可能性がある。安定的な利益が確保されていたFITから市場価格により変動するNon-FITへと移行するため、RJや競合の将来の事業価値の推計は複雑となる。しかし、明確なのはRJの強みであるO&Mにより、売電価格が下がったとしても一定の耐久性が想定されるし、売電価格が上がった場合は競合より利益が多く得られるアップサイドも大きい。また、時代による事業環境に合わせた資金調達と投資先の判断力とスピードで優れた投資先の獲得も期待される。

10年成長シナリオ次第で最大アップサイド4.8倍、さらなる上積みも期待される

株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。結果として、価値創造プロセスの概念が実装・実現する前提で、10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は972億円、現状の時価総額の約4.8倍と推計された（本文「インベストメントサマリー」参照）。なお、当推計は簡易的なバリュエーションによる試算であり、Non-FIT発電所など将来投資分のより正確な試算によりさらなる上積みが期待される。その試算については次回レポートでの検討としたい。

アップサイドポテンシャル ⇒ $3,279円 / 690円 = 4.8倍$



「概念デザイン」「実装デザイン」の詳細、及び評価体系は、巻末資料は巻末資料1、JPRのレポートを初めて見る方のために参照。

業績動向	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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年12月期通期実績	22,276	8.1%	1,673	67.8%	731	131.7%	462	0.9	19.20	-	-
2021年12月期通期実績	15,950	-28.4%	2,229	33.2%	990	35.4%	529	0.1	20.47	2,063	1,671
2022年12月期通期実績	17,719	11.1%	1,289	-42.2%	-1,360	-	-1,526	-	-52.70	1,885	437
2022年12月期1Q実績	3,171	-	-504	-	-883	-	-609	-	-21.19	1,885	1,062
2023年12月期1Q実績	4,683	47.7%	865	-	627	-	451	-	15.47	512	310
2023年12月期会社計画	26,700	50.7%	3,300	155.9%	1,200	-	750	-	25.69	-	-

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、「JPR」）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性を自ら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

ベースレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ
柏尾陽介

会社概要

所在地	東京都港区
代表者	真邊 勝仁
設立年月	2012/01/25
資本金	4,631百万円
上場日	2021/12/22
URL	https://www.rn-j.com/
業種	電気・ガス

主要指標 2023/05/31 現在

株 価	724円
52 週 高 値	1,322円
52 週 安 値	302円
発行済株式数	29,650,050株
売 買 単 位	100株
時 価 総 額	21,467百万円
会社予想配当	0円
予想当期利益 ペー ス EPS	26円
予 想 PER	28.18倍
実 績 BPS	336.99円
(- 年 - 月 末)	
実 績 PBR	2.15倍

1. インベストメントサマリー

株主価値 分析

時価総額の最大
アップサイドは4.8
倍と試算

超過利潤法による試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド4.8倍

JPRは、の事業展開に関する将来性を踏まえて、株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。

株主価値の分析（億円）

定性ストーリーの骨子

Growth : すべての人をエネルギーの主人公に

Connection : 再エネ業界で突出した保守管理能力

Confidence : 金融ノウハウの活用でカーボンニュートラル実現に貢献

定量ストーリーの骨子

時価総額

205

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = **4.8倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹

株主資本98+超過利潤価値-472+成長価値1346= **972**

株主
資本

98

超過利潤
価値

-472

成長価値

1,346

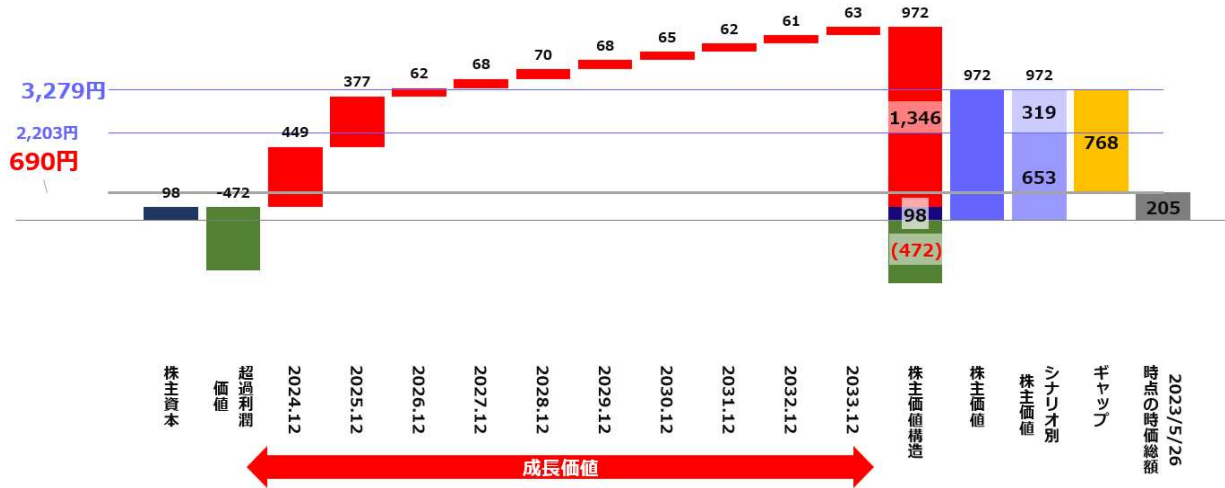
[出所]JPR作成

1 : 四捨五入のため端数は一致しない。

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリューギャップ分析

アップサイドポテンシャル ⇒ 3,279円 / 690円 = 4.8倍

[単位:億円]



[出所] JPR

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリューギャップ分析 (詳細)

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12	2033.12
売上高	267	289	317	349	383	415	444	469	490	509	530
営業利益	33	47	63	70	76	83	89	94	98	102	106
営業利益率	12.4%	16.3%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
売上高成長率	50.7%	8.2%	9.7%	10.0%	9.7%	8.5%	7.0%	5.5%	4.5%	4.0%	4.0%
NOPATマージン	8.5%	11.2%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
投下資本売上高比率	565.7%	516.2%	508.1%	500.0%	491.9%	483.9%	475.8%	467.7%	459.6%	451.6%	443.5%
WACC	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%	2.1970%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	1.5%	2.2%	2.7%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥0.7	¥1.0	¥1.2	¥1.3	¥1.3	¥1.3	¥1.3	¥1.3	¥1.4	¥1.4	¥1.4
NOPAT	22.82	32.50	43.77	48.14	52.81	57.30	61.31	64.68	67.60	70.30	73.11
投下資本×WACC	33.18	32.77	35.39	38.31	41.34	44.12	46.42	48.14	49.44	50.52	51.60
超過利潤	-10.37	-0.28	8.3793	9.84	11.47	13.18	14.89	16.54	18.15	19.78	21.51
超過利潤 = NOPAT - 投下資本×WACC	-10.37	-0.28	8.38	9.84	11.47	13.18	14.89	16.54	18.15	19.78	21.51
各年で創造する価値	-472	459	394	66	74	78	78	75	73	74	79
ディスカウントレート	100%	98%	96%	94%	92%	90%	88%	86%	84%	82%	80%
超過利潤の現在価値	-471.817	449	377	62	68	70	68	65	62	61	63
投下資本① 元手	1,510										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	-472										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③		1,346									
非事業資産価値④		115									
企業価値 = ① + ② + ③ + ④		2,499									
有利子負債等		-1,527									
株主価値		972									

[出所] JPR

※NOPATについて、累積損失の影響から法人税率の推計が困難であるため、保守的に実効法人税率として30.9%を適用している。
 なお、より詳細な財務モデルは「5. 参考資料：財務モデルの詳細」に記載。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提*1 (単位：億円)

Growth : すべての人をエネルギーの主人公に

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
再エネの普及と地域への貢献	開発～発電/運営を一気通貫	CAGR7.0%が期待
RJは東日本大震災の翌年に設立し、再生可能エネルギーの普及と地域活性化を目指している。日本のエネルギー供給は海外の化石燃料に依存しており、発電コストの上昇や環境負荷の高さが課題であるが、RJは再生可能エネルギーを通じて安定的な電力供給、自給率向上、環境負荷の軽減、地域発展への貢献を目指している。	再生可能エネルギー発電所の開発、EPC（設計/調達/建設）、資金調達、アセットマネジメント（AM）、オペレーション&メンテナンス（O&M）、発電までの再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で手掛けている。市場規模は国内の太陽光発電だけでも2030年に6兆円に相当されるとし、現状の倍の政府目標が掲げられている。	FY2023 FY2033 267 ▶ 530
		売上高は事業サイクルが順調に進んで徐々に拡大する想定
		成長価値
		1,346

Connection : 再エネ業界で突出した保守管理能力

戦略	ビジネスモデル	ROIC
O&Mの強みを活かし投資を拡大	低コスト&高クオリティを実現	1.6ポイント改善が期待
RJの再エネプロジェクトの投資成否は競争を圧倒するO&M能力。今後拡大が見込まれるNon-FIT案件ではより収益性が厳しくなるが、調達金利以上に収益性を高めるために、O&Mによるコストダウンが競合との差別化要素として大きな武器となる。	RJのビジネスモデルの特徴は、ゼネコンと同等の特定建設業を活かした自社EPCの展開、O&Mの内製化、発電所所在エリアに事務所を作るなど、これらの強みを活かし、コストダウンの実現と高クオリティの発電所建設・運営を実現している。	FY2023 FY2033 1.5 % ▶ 3.1 %
		営業利益と資本効率と共に向上し改善する想定
		超過利潤価値
		-472

Confidence : 金融ノウハウの活用でカーボンニュートラル実現に貢献

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
低金利の負債を効果的に活用	カーボンニュートラル実現の鍵を握る	現状維持
眞邊社長の金融ノウハウにより効果的な資金調達を実現。グリーンボンドでは国内シェア第1位と市場を牽引。適切なプロジェクトファイナンスを駆使し、積極的な成長投資を継続しつつも長期的な安定性を両立する。	圧倒的なO&Mによるオペレーションの強みと最先端の金融テクノロジーを活用し、RJはNon-FIT時代におけるカーボンニュートラル実現のキープレイヤーとして貢献が期待される。	2.2 %
		WACCの大半を占める負債のコストは調達戦略により低位維持の想定
		株主資本
		98

*1会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2.会社概要

会社概要

会社名	リニューアブル・ジャパン株式会社 (英語表記: Renewable Japan Co.,Ltd.)
設立	2012/01/25
代表	眞邊 勝仁
本社所在地	東京都港区虎ノ門1-2-8 虎ノ門琴平タワー6階
資本金	4,631百万円
従業員数	251人 (2023年3月31日現在)
決算期	12月
事業内容	太陽光発電を中心とした再生可能エネルギー発電所の開発・運営・管理
上場日	2021/12/22
上場証券取引所	東京証券取引所グロス [証券コード: 9522]

[出所]会社資料よりJPR作成。

沿革

年	月	内容
2012年	1月	リニューアブル・ジャパン株式会社を設立
	2月	本社を東京都港区虎ノ門に移転
2016年	2月	当社100%出資子会社アールジェイ・インベストメント株式会社を設立
	4月	本社を東京都港区虎ノ門一丁目の現在地に移転
2017年	3月	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人が東京証券取引所インフラファンド市場に上場
	8月	東急不動産株式会社と再生可能エネルギー事業領域における資本業務提携契約を締結
2019年	3月	東急不動産株式会社と業務提携強化を目的とした業務提携変更契約を締結
	12月	JXTGエネルギー株式会社 (現ENEOS株式会社) と再生可能エネルギー事業領域における資本業務提携契約を締結
		「一般社団法人再生可能エネルギー長期安定電源推進協会」設立 当社代表が初代代表理事に就任
2020年	7月	関西電力株式会社と再生可能エネルギー事業領域における資本業務提携契約を締結
2021年	2月	東京ガス株式会社と非FIT太陽光発電所の電力購入契約を締結
		赤芝水力発電株式会社の株式を取得
	12月	東京証券取引所 マザーズ市場へ上場 (市場再編により、現在はグロス市場へ上場)
2022年	6月	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人を子会社化

[出所]会社資料よりJPR作成。

■ 主な連結子会社・グループ会社

会社名	事業概要	資本金	出資比率
アールジェイ・インベストメント株式会社	再生可能エネルギー事業	250,000千円	100.0%
日本再生可能エネルギーオペレーター匿名組合事業	再生可能エネルギー事業	-	100.0%
サクシード四日市山田匿名組合事業	再生可能エネルギー事業	-	100.0%
多治見北小木匿名組合事業	再生可能エネルギー事業	-	100.0%
一関大東匿名組合事業	再生可能エネルギー事業	-	100.0%
赤芝水力発電株式会社	再生可能エネルギー事業	9,500千円	95.2%
合同会社RJエネルギー新潟阿賀野	再生可能エネルギー事業	100千円	51.0%
日本再生可能エネルギーインフラ投資法人	再生可能エネルギー事業	17,234,199千円	100.0%
ルーフェナジー匿名組合事業	再生可能エネルギー事業	-	40.0%

[出所]会社資料等よりJPR作成

■ 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2017年	8月	東急不動産株式会社	東急不動産がアセットマネジメント事業の領域と収益を獲得し、インフラ投資分野における新たな投資対象資産の拡大に取り組んでいくため。

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

3.GCC経営™のフレームワークによる成長ストーリーと評価

Growth

概念デザイン

価値観・世界観は
明確

社会貢献性も高い

進捗状況：95%

市場の成長期待度
も高い

実装デザイン

進捗状況：90%

実績への反映の
進捗状況:10%

拡大はまだこれから

すべての人をエネルギーの主人公に

再エネの普及と地域への貢献

価値観・世界観の背景：東日本大震災が契機

RJは東日本大震災の翌年に設立された。創業者である眞邊社長は被災地への浄水機器の輸送に関わり、現地で悲惨な光景を目にした。そこで自分に何が出来るのかを考え、金融業界で培ってきたノウハウを活かして、安心・安全なクリーンエネルギーである再生可能エネルギーの普及に努め、さらにその活動を通じて地域社会を元気にしたいと思い立った。

解決を図る社会課題：再生可能エネルギーの供給

復興によりインフラは大きく回復したが、今なお日本のエネルギー供給は海外からの化石燃料の輸入に大きく依存している。昨今ではウクライナ問題の影響もあり発電コストが上昇している。また、化石燃料は温室効果ガスで環境負荷も高い。これらの課題に対し、RJが手掛ける再生可能エネルギーは、安定的な電力インフラの提供、電力自給率の向上、環境負荷の軽減、それら活動を通じた地域発展などでの貢献を目指している。

TAM/SAM/SOM：日本の再生可能エネルギー市場

2021年10月に閣議決定された第6次エネルギー基本計画では再エネの比率を2019年時点の18%から2030年に36～38%とおよそ倍の目標を掲示。2021年の新計画では太陽光と風力の目標が2倍強増加し、再エネ全体で旧計画より1.5倍増加した。太陽光発電は2030年に61.8GWで約6兆円の規模と想定される。

開発～発電/運営を一気通貫

再生可能エネルギー専門事業者として、再生可能エネルギー発電所の開発、EPC（設計/調達/建設）、資金調達、アセットマネジメント（AM）、オペレーション&メンテナンス（O&M）、発電までの再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で手掛けている。

これまでの実績

事業分野	2023年3月
国内：太陽光発電所保有量(高FIT) * 稼働済自社保有発電所（ネット持分）	336.9MW
海外：太陽光発電所保有量 * 稼働済自社保有発電所（ネット持分）	29.6MW
風力発電・Non-FIT	今後開発を検討・注力

Connection

概念デザイン

成長イメージは確立

進捗状況：95%

実装デザイン

国内の体制は構築

進捗状況：80%

実績への反映の
進捗状況：50%

再エネ業界で突出した保守管理能力

O&Mの強みを活かし投資を拡大

RJの戦略において重要なのは、資金調達とそれに見合う投資リターンの実現。資金調達においては次項のConnectionにおいて解説するが、投資リターンの実現において鍵となるのはRJのO&M（オペレーション&メンテナンス：保守管理）の能力。建設すれば利益が見込めた高FITからNon-FIT中心の市場が今後の中心となる中ではコストコントロールがより重要となる。RJは大手他社のO&Mを手掛けるほど信頼と実績を構築しており、この強みを活かし再エネ案件への投資を加速化する。

低コスト&高クオリティを実現

特定建設業を活かした自社EPCを展開

RJはゼネコンと同等の免許である特定建設業の許可を取得しており、自前で発電所の建設もする。これによりO&Mの際にも自前で修繕が可能。さらに、メーカーと直交渉でのコストダウンや外注時にも、EPC業者をコントロール可能といったメリットを創出している。

O&Mの内製化

再エネ発電所は建設後に遠隔監視だけではなく、現地での除草・除雪、点検など細かいオペレーションが必要なため外部への委託も多い中で、RJはあえて内製化を徹底し、これによりコスト削減を実現した。

発電所各地に社員が常駐

原則、発電所がある地域には社員を常駐させ、主要な地域拠点に展開。これらの拠点で立地協定を締結した地方公共団体のエリアもカバーされている。

これまでの実績と今期の計画

管理受注容量(O&M)の実績

開発実績（2023年3月末）	拠点数	人員数
1,528.0MW	国内30か所	146名

O&M 技術者教育制度「RJ アカデミー」を開講

2023年2月17日にO&Mを担当する技術者の教育制度であるRJアカデミーを開講した。受講者の技術スキルを全7段階に分け、各レベルに応じたカリキュラムでO&Mに必要な知識や技術を習得するだけでなく、マネジメント能力も向上させる。年間12回～15回程度、全国から社内のO&M技術者が集まり、研修を実施する。

Confidence

現状の安定性：
90%

金融ノウハウ活用による適切なプロジェクトファイナンス

短期的には成長投資比率が高いが、長期的に安定へ

社会的貢献性：
100%

日本のカーボンニュートラル実現のキープレイヤー

金融ノウハウの活用でカーボンニュートラル実現に貢献

財務安定性：低金利の負債を効果的に活用

眞邊社長の豊富な金融のノウハウ

再エネ関連の事業化の8割は借入でまかなわれている。よって、資金調達の成否がプロジェクトの成否となる。眞邊社長は創業前に約20年間金融業界を経験しており、社長を務めたザイス・ジャパンでは証券化（プロジェクトファイナンス）に携わった。これらの経験と知見がRJの強み。

金融&オペレーションノウハウで収益性を担保

優良案件を得るにはタイミングが重要なため時には短期的に逆ザヤ的な状況であっても案件を獲得する。その場合も金利調整やO&Mによるコスト削減で長期的に適正化されるかどうかで投資判断を決定している。

資産規模が拡大するほど安定性が高まる

RJの事業は資金調達と投資・回収による金融機関のような事業モデルのため、少しの利ザヤであったも資産規模が拡大するほど利益が大きくなる。また、現状は成長投資を優先しているため収益性が低い資産の比率が高くなる可能性があるが、長期的には安定資産の蓄積が進む見通し。

国内プロジェクトbond発行累計1位

2022年12月時点で、国内プロジェクトbondは発行12件、累計1,105億円 で国内シェア第1位。また、格付投資情報センター(R&I)よりプロジェクトbond評価を獲得しており、グリーンbond格付(R&I)は最上位の評価であるGA1。

社会貢献性：カーボンニュートラル実現の鍵を握る

Non-FIT時代でのカーボンニュートラルの実現

Non-FIT案件では長期的な事業見通しと資金調達の実現がなければ再エネの拡大は難しい。金融とオペレーションに優れたRJは再エネ案件への投資資金流入と高品質な再エネ電源拡大における起爆剤的な存在として非常に期待が高い。

国民負担の軽減につながるNon-FITを推進

眞邊社長は一般社団法人・再生可能エネルギー長期安定電源推進協会の初代会長を2022年まで務め、当社団法人にて各社や経済産業省とともにNon-FIT実現に向け推進した。

地域に密接した事業展開

既に述べた通り、RJは発電所の地域に社員を常駐させているが、開発段階から地域とのコミュニケーションを大切にし、地域と共生する発電所の開発に取り組んでいる。

4.2023年12月期1Q業績概要

決算概要

計画を大きく上回る
業績

売上高、純利益と
もに大幅成長

自社開発案件の運
転開始

設備容量合計
1.5GW超を達成

全体の概況

損益概要

売上

売電事業が好調だったことで売上高は前年同期比47.7%増の4,683,620千円となった。また純利益はストック収入の増加、発電所持ち分売却の前倒し実行により計画の△6億円を大きく上回り約4.5億円となった。

損益

営業利益は865,226千円（前年同期は504,742千円の営業損失）、経常利益は627,896千円（前年同期は883,159千円の経常損失）、親会社株主に帰属する四半期純利益は451,593千円（前年同期は609,013千円の親会社株主に帰属する四半期純損失）となった。

開発事業

国内外で自社開発、セカンダリー双方で案件取得を進め、2023年1月に自社開発案件の千葉県木更津市東久野ヶ原太陽光発電所の運転開始を迎えた他、2023年2月に3件、設備容量合計約18.7MWのセカンダリー案件を取得した。これにより、2023年3月31日時点での当社グループの開発/取得実績は累計200件、設備容量合計は約943.3MW、保有する稼働済み発電所は136件、ネット設備容量(設備容量に当社グループ持分割合を乗じたもの)は、合計約368.2MWとなった。

管理受注容量(O&M)事業

展示会への出展など、外部受注を強化したことにより、設備容量合計約1,528.0MWとなり1.5GW超を達成した。また、同年2月に、営農型の太陽光発電施設「ソーラーシェア」事業拡大に向け東急不動産株式会社など関連する12社と連携し、農業と再生可能エネルギーに関する実証実験に参加し、ソーラーシェアのO&Mにおける最適化、効率化の検証を開始した。

社内のO&M技術者育成制度である「RJアカデミー」を通じて継続的な技術力の向上を図っている。

5. 参考資料: 財務モデルの詳細

■ 実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細

[単位:百万円]	実績	実績	会社計画 JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	
FY	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12	2033.12	2034.12
PL														
売上高	15,951	17,719	26,700	28,900	31,700	34,870	38,252	41,504	44,409	46,852	48,960	50,918	52,955	52,955
売上原価	9,947	11,895	19,400	19,700	20,400	22,250	24,200	26,032	27,612	28,876	29,909	30,828	31,773	31,773
販売管理費	3,774	4,534	4,000	4,500	4,970	5,262	5,563	5,842	6,084	6,283	6,451	6,605	6,762	6,762
販管費増加率				104.9%	105.7%	105.9%	105.7%	105.0%	104.1%	103.3%	102.7%	102.4%	102.4%	100.0%
EBITDA	4,408	7,258	11,700	12,500	15,000	16,676	18,442	20,154	21,720	23,109	24,383	25,636	26,673	26,673
減価償却費合計	2,178	5,968	8,400	7,800	8,670	9,523	10,387	11,189	11,886	12,478	13,008	13,528	13,794	13,794
営業利益	2,230	1,289	3,300	4,700	6,330	7,153	8,055	8,965	9,834	10,630	11,375	12,107	12,880	12,880
支払利息	1,701	1,872	1,882	2,047	2,211	2,352	2,460	2,524	2,547	2,540	2,518	2,452	2,344	
その他営業外収益	▲ 949	▲ 228	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	▲ 1,361	1,200	1,640	2,200	4,942	5,703	6,505	7,310	8,084	8,835	9,589	10,428	10,535	
特別損益	2,830	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
法人税等	2,995	451	502	673	1,512	1,745	1,991	2,237	2,474	2,704	2,934	3,191	3,224	
親会社株主に係る包括利益	▲ 1,526	750	1,138	1,527	3,430	3,958	4,515	5,073	5,610	6,132	6,655	7,237	7,312	
期首発行済株式数(千株)			29,168	29,200	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232
発行株式数(千株)			32	32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)			29,168	29,200	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232	29,232
自己株式(千株)			0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EPS(円)	▲ 52.33	25.68	38.94	52.23	117.33	135.40	154.45	173.56	191.91	209.76	227.66	247.58	250.12	
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当支払額	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
内部留保	▲ 1,526	750	1,138	1,527	3,430	3,958	4,515	5,073	5,610	6,132	6,655	7,237	7,312	
BS														
手元流動性	2,215	3,338	3,613	3,963	4,359	4,782	5,188	5,551	5,856	6,120	6,365	6,619	6,619	6,619
余剰現金	15,948	11,107	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
運転資本	89,437	24,046	26,027	28,549	31,404	34,450	37,378	39,995	42,195	44,093	45,857	47,691	47,691	47,691
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
償却対象有形固定資産	3,832	103,332	101,720	111,575	122,733	134,638	146,082	156,308	164,905	172,326	179,219	186,387	186,387	186,387
投資有価証券	680	3,365	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908	3,908
その他資産	7,654	21,542	23,317	23,016	22,502	21,595	20,079	17,898	15,099	11,825	8,186	4,236	4,236	4,236
総資産	119,766	166,729	158,585	171,011	184,905	199,373	212,635	223,660	231,963	238,271	243,534	248,842	248,842	248,842
有利子負債以外の流動負債	4,144	5,087	5,506	6,039	6,643	7,288	7,907	8,461	8,926	9,328	9,701	10,089	10,089	10,089
短期借入金	20,153	17,772	8,960	19,623	31,387	41,780	50,466	56,422	59,186	59,483	58,241	56,506	49,269	41,958
長期借入金	79,424	120,151	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643	119,643
その他固定負債	1,947	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110	11,110
資本金等	8,860	9,079	9,086	9,177	9,177	9,177	9,177	9,177	9,177	9,177	9,177	9,177	9,177	9,177
内部留保等	5,238	3,529	4,279	5,418	6,944	10,374	14,332	18,847	23,920	29,530	35,662	42,317	49,554	56,865
純資産・負債	119,766	166,729	158,585	171,011	184,905	199,373	212,635	223,660	231,963	238,271	243,534	248,842	248,842	248,842
CF														
手元流動性	▲ 1,123	▲ 275	▲ 350	▲ 396	▲ 423	▲ 406	▲ 363	▲ 305	▲ 264	▲ 245	▲ 255	0	0	0
運転資本	65,391	▲ 1,981	▲ 2,522	▲ 2,855	▲ 3,046	▲ 2,928	▲ 2,616	▲ 2,200	▲ 1,899	▲ 1,764	▲ 1,834	0	0	0
有利子負債以外の流動負債	943	419	533	604	644	619	553	465	402	373	388	0	0	0
有形固定資産投資	-105,467	▲ 6,789	▲ 17,655	▲ 19,828	▲ 21,428	▲ 21,832	▲ 21,415	▲ 20,483	▲ 19,899	▲ 19,901	▲ 20,697	▲ 13,794	▲ 13,794	▲ 13,794
有形固定資産償却	5,968	8,400	7,800	8,670	9,523	10,387	11,189	11,886	12,478	13,008	13,528	13,794	13,794	13,794
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	▲ 2,685	▲ 543	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	▲ 13,888	▲ 1,775	301	514	907	1,516	2,181	2,799	3,274	3,639	3,949	▲ 0	0	0
内部留保等	▲ 1,708	750	1,138	1,527	3,430	3,958	4,515	5,073	5,610	6,132	6,655	7,237	7,312	
営業CF	▲ 52,569	▲ 1,794	▲ 10,754	▲ 11,764	▲ 10,394	▲ 8,685	▲ 5,956	▲ 2,764	▲ 297	▲ 1,242	▲ 1,735	▲ 7,237	▲ 7,312	
短期借入金	▲ 2,381	▲ 8,813	10,664	11,764	10,394	8,685	5,956	2,764	297	▲ 1,242	▲ 1,735	▲ 7,237	▲ 7,312	
長期借入金	40,727	▲ 508	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	9,163	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	219	7	91	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	47,729	▲ 9,314	10,754	11,764	10,394	8,685	5,956	2,764	297	▲ 1,242	▲ 1,735	▲ 7,237	▲ 7,312	
余剰現金増減	▲ 4,840	▲ 11,107	0	▲ 0	0	▲ 0	0	▲ 0	0	▲ 0	0	0	0	0

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

[単位:百万円]	実績	実績	会社計画 JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想	JPR予想
FY	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12	2033.12	2034.12
KPI														
期首投下資本売上高比	558.7%	551.2%	516.2%	508.1%	500.0%	491.9%	483.9%	475.8%	467.7%	459.6%	451.6%	443.5%	443.5%	443.5%
期首投下資本	98,994	147,170	149,171	161,064	174,354	188,177	200,821	211,292	219,129	225,036	229,925	234,846	234,846	234,846
売上高成長率	11.1%	50.7%	8.2%	9.7%	10.0%	9.7%	8.5%	7.0%	5.5%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	0.0%
NOPAT			2,290	3,262	4,393	4,964	5,590	6,222	6,825	7,377	7,894	8,402	8,938	8,938
ROIC			1.6%	2.2%	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%	3.7%	3.8%	3.8%
運転資本日商比(日)		329	329	329	329	329	329	329	329	329	329	329	329	329
売上原価率	62.36%	67.13%	72.66%	68.17%	64.35%	63.81%	63.26%	62.72%	62.18%	61.63%	61.09%	60.54%	60.00%	60.00%
販管費率	23.66%	25.59%	14.98%	15.57%	15.68%	15.68%	15.68%	15.68%	15.68%	15.68%	15.68%	15.68%	15.68%	15.68%
営業利益率	13.98%	7.28%	12.36%	16.26%	19.97%	20.51%	21.06%	21.60%	22.15%	22.69%	23.23%	23.78%	24.32%	24.32%
有利子負債以外の流動負債日商比(日)		70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
手元流動性月商比(カ月)		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
短期借入金金利	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
長期借入金金利	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
実効税率	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%
配当性向	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
グロスDELシオ	1093.9%	962.2%	954.2%	936.8%	825.7%	723.6%	628.3%	540.3%	462.8%	396.7%	342.1%	287.6%	287.6%	287.6%
ネットDELシオ	979.3%	935.2%	927.1%	909.8%	801.2%	701.5%	608.5%	522.6%	447.0%	382.5%	329.2%	276.3%	276.3%	276.3%
有形固定資産減価償却費率		7.9%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
WACC		2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
ROIC-WACC		-0.5%	0.1%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
超過利潤 = (ROIC-WACC) × 期首投下資本			-755	175	1,060	1,356	1,696	2,066	2,453	2,843	3,238	3,645	4,079	4,079
超過利潤の永久価値			-36,490	8,465	51,242	65,547	81,975	99,870	118,552	137,407	156,480	176,144	197,131	197,131
成長価値の各年度末時点での推計値				44,955	42,777	14,304	16,429	17,895	18,682	18,855	19,073	19,664	20,987	20,987
現在価値ファクター			98%	96%	94%	92%	90%	88%	87%	85%	83%	81%	80%	80%

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

6. 参考資料: 特徴のある再生エネルギー電力関連上場企業の株価

競合との比較

特徴的な強みを持つRJも競合と同様の飛躍に期待

株式市場で評価されている企業の比較

評価されている企業は突出した特徴を持つ

再エネ関係を主な事業とし株式市場で評価されている企業を4社抽出した（下表参照）。これら企業は過去の時点と比較し株価が上昇し軒並み1千億円を超えている。共通する点として、それぞれ異なる尖った強みを持ち、それが故に株式市場に評価されているとJPRは分析している。RJもまた、O&Mや金融での強みなど独自性を発揮しており、これら先行する企業のような成長が可能だと推察している。

比較対象企業の主要指標及び特徴（単位：株価以外は億円）

企業名	証券番号	時価総額			株価		
		2013年4月末	2018年4月末	2023年4月末	2013年4月末	2018年4月末	2023年4月末
イーレックス	9517	-	442	1,030	-	870	1,734
レノバ	9519	-	232	1,517	-	624	1,918
Abalance	3856	-	20	1,552	134	389	8,940
ウェストホールディングス	1407	185	129	1,487	680	474	3,230

企業名	証券番号	売上高			営業利益		
		10期前決算	5期前決算	直前決算	10期前決算	5期前決算	直前決算
イーレックス	9517	124	469	2,963	-	48	149
レノバ	9519	9	117	336	-	37	89
Abalance	3856	23	73	924	2	9	17
ウェストホールディングス	1407	527	525	672	64	50	78

企業名	特徴	内容
イーレックス	燃料を自前調達 発電～小売まで一貫体制	PKSを主燃料としたバイオマス発電所を日本で初めて運転、燃料調達における安定確保に向けて、シンガポールに統括拠点子会社を設立するなど、バイオマス発電における燃料調達の課題を改善。発電から販売まで手掛けている点に特色があり、2022年の電力販売では8位の実績。海外展開にも力を入れている。
レノバ	案件開発＋ファイナンス 設計・開発のエンジニアリング力	マッキンゼー出身の創業者を中心にエネルギーコンサルから発電事業に参入。適格な発電案件の開拓とファイナンス力が強み。自社に50人超のエンジニアリングを抱え、最適な設計による事業を実現。
Abalance	太陽光パネル調達・コスト競争力 アジアでのネットワーク	経営層が持つアジアのネットワークを活用し、ベトナムでは連結子会社化したパネル生産拠点を持つ。当該拠点はベトナム国内でハイテク企業認定を受け、海外からの評価も高い。自らパネルの生産拠点を保有することで、パネルの調達だけでなく、原価情報も把握することでより正確な事業判断が可能となる。
ウェストホールディングス	太陽光発電所の施工力 自治体・金融機関等とのネットワーク	太陽光発電の施工件数が日本一。創業以来、住宅やビルなど建物やその保全に関わってきた実績から施工に強く、メガソーラーから自治体や住宅など限られた用地での施工まで幅広く対応が可能。住宅関連事業時代に構築した自治体とのネットワークも活用し、金融機関との連携も可能。

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

GCC経営™ 分析の概要

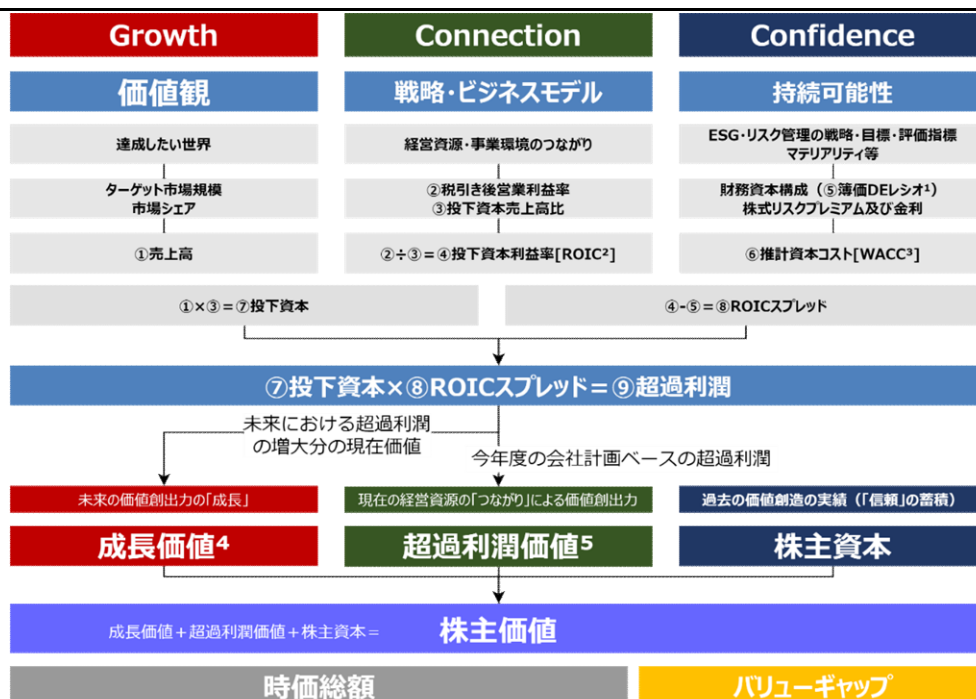
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュエギャップを可
視化

Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法（「巻末資料2.」参照）により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリュエギャップを可視化する。

GCC経営™分析のフレームワーク



【出所：JPR】【注】1. 簿価DELシオ：有利負債と株主資本の割合。2. ROIC：Return on Invested Capital. 投下資本利益率。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。3. WACC: Weighted Cost of Capital. 加重平均資本コスト。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。4. 成長価値＝X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値。永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積価値。5. 超過利潤価値＝今年会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今年会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

【出所】JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

GCC経営™
の評価体系価値創造プロセスの
Growth・
Connectionストー
リーの実現可能性を
3つの視点で評価

GrowthとConnectionの評価

定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

■ 「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
「概念デザイン」	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
「実装デザイン」	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかだが実装されている
「実績」	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかだが実績として観察される

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Confidenceの評価

財務安定性と社会貢献性について評価

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

価値創造プロセスの
信頼性を

「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
財務安定性 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化などによる、景気変動や季節変動などの変動リスクがすくなく、資本負債構成が最適化されているという視点で5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
社会貢献性 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たに作る必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

10年成長シナリオ分析によるバリューギャップの可視化

年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのかを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されと考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

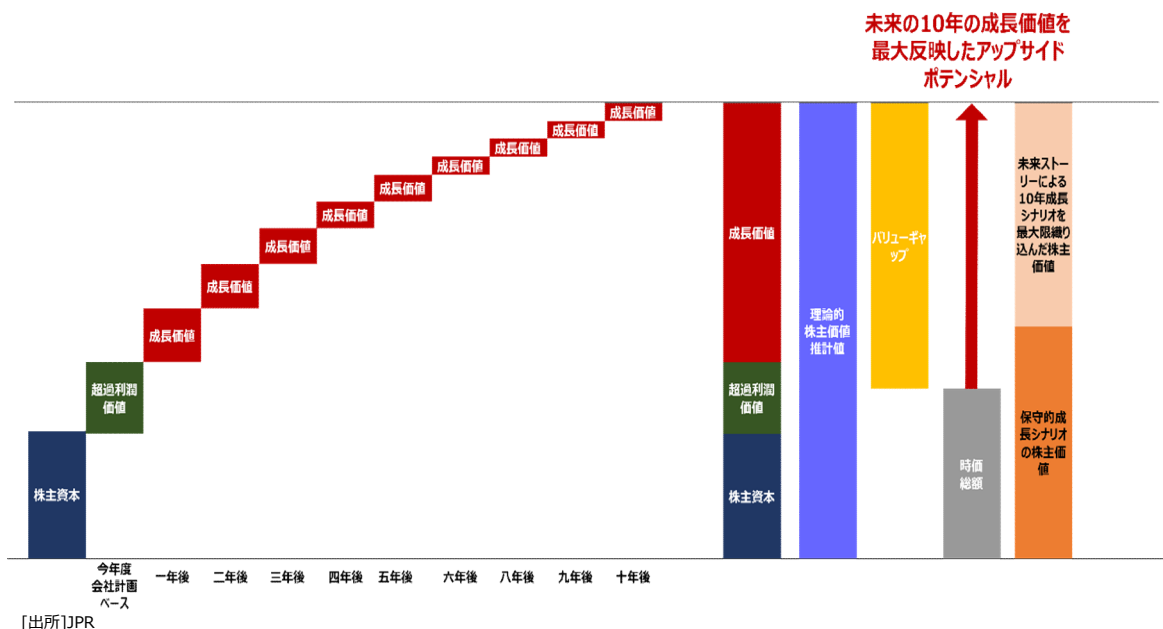
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するとき有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

多様なシナリオ分析の可視化

バリューギャップの可視化



本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

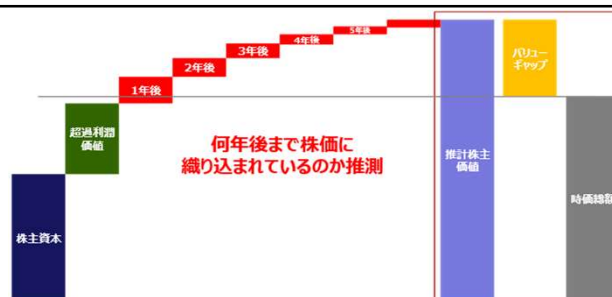
巻末資料2.超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、小さければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本 = 投下資本 + 非事業資産 - 有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計、有利子負債以外の流動負債の金額を比較し、大きい金額)
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 0.5% + 5% × β
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターン的一次回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられています。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。