

GCC経営™分析によると最大7.4倍の時価総額アップサイドの可能性

コスト削減力を武器に「Non-FIT時代」で市場を上回る持続的な成長が期待

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。

社会関係資本・人的資本・金融資本で太陽光発電で独自の強み

リニューアブル・ジャパン（以下、「RJ」とする）は、太陽光発電を中心に再生可能エネルギー事業を展開している。発電・売電事業、O&M事業（「運営・保守」Operation & Maintenance事業、発電所の設備を適切に運用維持する業務）などのストック型と、発電所売却事業、開発事業などのフロー型の2種類がある。幅広い業容で再生可能エネルギーに関する事業全般を日本及び欧州で一気通貫で手掛けている。RJは2012年、東日本大震災後に眞邊社長が設立した。プロジェクトファイナンスで再エネを提供し、電力インフラ復興を支援する考えに至った。RJの強みは、「①自社育成したエンジニアによるEPC（設計/調達/建設）、O&Mコストの軽減（人的資本・技術力）がもたらす高い資本収益性（技術力×価格競争力）」、「②グリーンローンの活用等の調達をベースにした成長力と資本コスト削減力（金融資本・金融力）」、「③全国31拠点による網羅性（社会関係資本・地域）」である。この3つの強みを軸にスケールアップするサステナブルな価値創造力を持つ。適宜発電所を売却することで、通期会社計画を必要に応じて機動的に達成していく能力もある。安定と成長を両立している。太陽電池は、日照の変動で発電量が安定しないリスクがあるが、全国展開による発電量のポートフォリオ効果による安定電源化、正確な天気予測に基づくプライシング、「9.トピックス」で取り上げたように今年参入した蓄電池事業と組み合わせによる安定電源化の加速など、より競争力の高い発電事業へと変化していくと予想される。こうした動きをRJは十分実現して行くだろう。

Non-FIT分野で着実な成長を目指す

創業12年で模倣困難でサステナブルな価値創造力を築き上げたRJは、政府によるFIT制度の縮小に伴い、Non-FIT市場が急速に成長する局面において、着実に成長する可能性を持っている。RJは、全国を網羅する拠点を活用して再生可能エネルギー発電所の運営管理（O&M）を行い、技術力とコスト効率を両立させ、地域密着型の業務体制を構築している。Non-FITについては、こうした運営管理（O&M）ノウハウにオペレーションコストの逡減が収益を生む重要な差別化となる。Non-FITの売電価格は、技術革新や規模拡大によるコスト削減効果とエネルギー価格の上昇圧力の両方を考慮し、緩やかに上昇することが見込まれるため、RJの資本収益性は長期的には改善が見込まれよう。またO&M事業は2022年2月1GWから2024年3月2GWと2年で倍増する伸びを見せているのも注目される。

大幅なアップサイドあり。短期では発電所売却による計画達成が鍵

FITからNon-FITへの変化点において、RJの成長は長期的に持続すると前提で、2034年12月期までに売上高はCAGRで6.9%成長、ROICは2024年12月期の会社計画ベースで2.5%から、2034年12月期には3.8%へと上昇すると予想した。WACCは2.3%で一定で推移するという前提にした。この前提によって株価推計した結果、10年分の成長価値を織り込めば株主価値は1,402.9億円、株価は09/08終値の7.4倍の4,690円となる。長期的に見れば再生エネルギー分野において着実な成長が見込めるため、2024年12月第二四半期は、「8.2024年12月期第二四半期決算概要」で示した要因で通期計画に比べて当期利益が14.2%の水準にとどまっていることが株価にマイナスインパクトを与えているが、RJの利益を作りに行くこだわりの姿勢が実績に反映される期待が高まることでアップサイドが期待されよう。株価推計の前提の詳細は後述の「財務モデルの詳細」を参照されたい。

ベーシックレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)
宮下修 小松麟
www.j-phenix.com

会社概要

所在地	東京都港区
代表者	眞邊 勝仁
設立年月	2012年1月25日
資本金	4,669百万円
上場日	2021年12月22日
URL	https://www.rn-j.com/
業種	電気・ガス

主要指標 2024/09/08 現在

株価	652円
52週高値	1,472円
52週安値	520円
発行済株式数	29,872,610株
売買単位	100株
時価総額	18,500百万円
会社予想配当	0円
予想当期利益ベースEPS	50.1円
予想PER	12.3倍
実績BPS (2024年8月末)	472.98円

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)
2021年12月期通期実績	15,950	-28.4%	2,229	33.3%	990	35.4%	529	14.5%	20.47	2,500	1,617
2022年12月期通期実績	17,718	11.1%	1,289	-42.2%	-1,360	-	-1,526	-	-52.70	1,930	417
2023年12月期通期実績	33,604	89.7%	3,591	178.5%	2,028	-	1,088	-	36.85	1,277	302
2023年12月期2Q実績	9,468	17.4%	1,778	401.0%	1,344	-	864	-	29.43	894	302
2024年12月期2Q実績	8,720	-7.9%	1,515	-14.8%	464	-65.5%	213	-75.3%	7.14	1,472	850
2024年12月期会社計画	20,540	-38.9%	5,100	42.0%	2,520	24.3%	1,500	37.8%	50.23	-	-

*期間中配当は0円

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。

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
7.4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7.4倍

RJの今後10年を展望すると、再生エネルギーのリーダー企業として高成長が本格化すると見られる。JPRは、RJ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）」で試算していく。その前提となる定性ストーリーの骨子は以下、その前提に基づく株主価値の推計結果は次頁以降に説明。

株主価値の分析

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

価値創造ストーリーの骨子

①社会資本（地域密着）・②人的資本（O&M）
③金融資本（調達力・低資本コスト）の三つの力で差別化

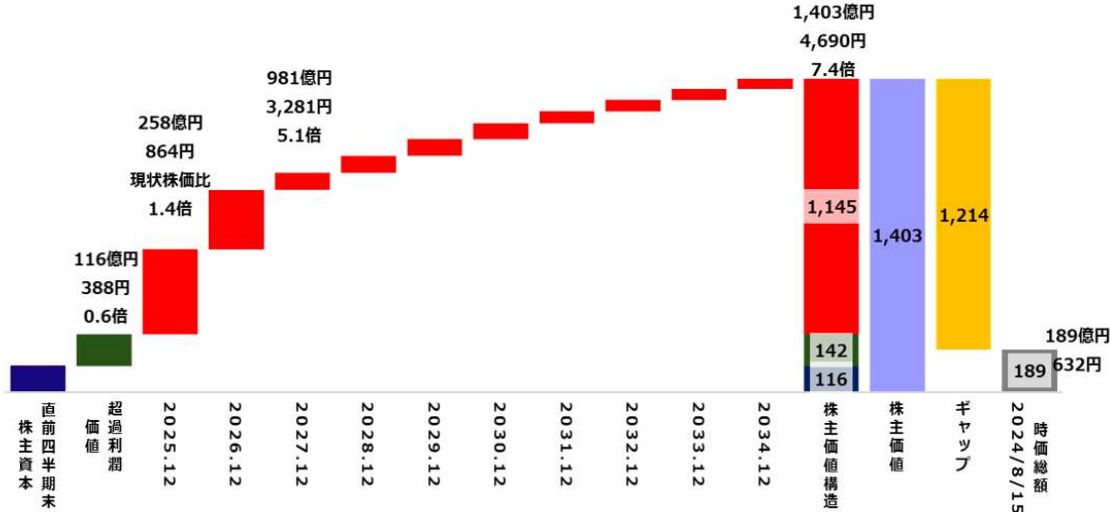
規模拡大によるポートフォリオ効果・蓄電池との組み合わせによる安定電源化

Non-FITにおいても資本コストを上回る資本収益性を達成
O&M事業と発電所開発売却で利益を確実に達成へ

国内外で再生エネルギー市場で着実な企業価値創造を実現

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。

超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析 (億円)



[出所]JPR作成。時価総額は2024年8月15日終値

超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析 (詳細)

[%以外は、億円、円、倍]

	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12	2033.12	2034.12
売上高	205	228	250	271	293	315	336	352	369	385	401
売上高成長率	15.7%	11%	10%	8%	7%	7%	7%	5%	5%	4%	4%
売上高変動額	28	23	22	21	22	22	22	16	16	16	16
営業利益	51.0	61.8	75.0	81.3	87.9	94.4	100.9	105.7	110.6	115.4	120.3
営業利益率	24.88%	27.13%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
NOPAT	35.2	42.7	51.8	56.1	60.6	65.1	69.6	73.0	76.3	79.7	83.0
NOPATMargin	17.2%	18.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
期首投下資本売上高比	673.4%	576.5%	571.4%	566.7%	562.7%	559.2%	556.3%	554.3%	552.5%	550.9%	550.9%
ROIC	2.5%	3.2%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
WACC	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
ROIC-WACC	0.2%	0.9%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
期首投下資本	1,380.5	1,314.4	1,428.5	1,536.1	1,647.8	1,759.2	1,870.9	1,953.8	2,036.8	2,119.9	2,209.0
超過利潤の変化の永久価値	142.2	390.0	278.6	81.0	83.6	83.0	82.9	61.9	61.8	61.8	55.8
現在価値ファクター	1.00	0.98	0.96	0.93	0.91	0.89	0.87	0.85	0.83	0.81	0.80
超過利潤の変化の永久価値の現在価値	142.2	381.1	266.1	75.7	76.3	74.1	72.3	52.8	51.5	50.3	44.4
累積株主価値	258.4	639.5	905.7	981.4	1,057.6	1,131.7	1,204.0	1,256.7	1,308.2	1,358.5	1,402.9
推計株価 (一株当たり)	864円	2,138円	3,028円	3,281円	3,535円	3,783円	4,025円	4,201円	4,373円	4,541円	4,690円
現状株価比較(倍)	1.37	3.38	4.79	5.19	5.59	5.99	6.37	6.65	6.92	7.19	7.42
株価終値 2024-Aug-15	632円										
超過利潤価値 (億円)	142										
成長価値 (億円)	1,145										
株主資本 (億円)	116										
株主価値					1,403億円						
株価換算					4,690円						
時価総額 2024-Aug-15										189億円	
株価終値											632円

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニクス・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。

■ 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

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	CAGR 7.0%が期待
RJは東日本大震災の翌年に設立され、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。年率7%程度の成長は10年で見込めると推計。	2024.12 2034.12 205 億円 ▶ 401 億円 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
		1,145 億円

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	1.3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能力にかかっている。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力が競合との差別化要素として大きな武器となると考えられる。	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である。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・運営を達成している。穏やかなNon-FIT価格の上昇を規模の拡大によるメリットを享受してROICは確実に増大していくと予想。	2024.12 2034.12 2.5 % ▶ 3.8 % 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
		142 億円

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し、グリーンボンドでは国内シェア第1位と市場を牽引している。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。デットの調達力と相対的に高い資本収益性を確実に提供することで資本コストは2.3%の低コストを維持すると推計。	2024.12 2034.12 2.3 % 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
		116 億円

*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・エニックス・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	46億6,930万円 (2024年6月末現在)
従業員数	256名 (2024年6月末現在)
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
	9月	海外事業としてスペイン王国に進出初の海外案件となる太陽光発電所を取得
2023年	10月	東急不動産株式会社と南欧における共同出資協定を締結

[出所]会社資料より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。

■ 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
合同会社アルジェイ・アセットソリューション	再生可能エネルギー事業	-	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%
ルーフエ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。
2024年	8月	三井住友ファイナンス&リース株式会社	2023年12月にRJが組成した総資産額約204億円のポートフォリオ型私募ファンドに共同出資するなど、それぞれが有する知見等を相互に有効活用。

[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™のフレームワークのまとめ

Growth

概念デザイン
価値観・世界観は
明確
社会貢献性も高
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
進捗状況:30%

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。そこで自分に何ができるのかを考え、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を排出し、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%とおおよそ倍の目標を掲げた。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。新たに導入される太陽光発電は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	2024年6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）	292.4MW
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）	52.8MW
風力発電・Non-FIT	10.6MW

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。

Connection

概念デザイン
成長イメージ確立
進捗状況：95%

実装デザイン
国内の体制を構築
進捗状況：80%

実績への反映
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。資金調達については「5. Connection：つながりストーリーの詳細」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）の能力である。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、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、コスト競争力を構築しており、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、メーカーと直交渉による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（2024年6月）	拠点数
2,260MW	国内46か所

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。O&Mにおける人的資本の強みはますます強化されるだろう。

Confidence

金融ノウハウによる適切なプロジェクトファイナンス
現状の安定性：
90%

日本のカーボン
ニュートラル実現の
キープレイヤー
社会的貢献性：
100%

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

眞邊社長の豊富な金融のノウハウ

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大半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を決定する。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の強みである。

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下す。

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、一定の利ザヤを常に確保する能力があれば確実に利益を得られる。
また、現状は成長投資を優先しているため収益性の低い資産の比率が高
くなる可能性があるが、長期的に安定資産の蓄積が進む。

国内プロジェクトボンド発行累計1位

「事業計画及び成長可能性に関する事項」によると、2017年4月から
2023年12月までの累計で国内プロジェクトボンドは発行13件、累計
1,284億円 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
プロジェクトボンド評価を獲得しており、グリーンボンド格付(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
非常に期待がされている。

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は発電所がある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、地域と共生する発電所の
開発に取り組んでいる。

4. Growth : 成長ストーリーの詳細

価値観・世界観

震災をきっかけに、
持続可能な
社会作りに
貢献していく

再生エネは日本で
求められている

価値観

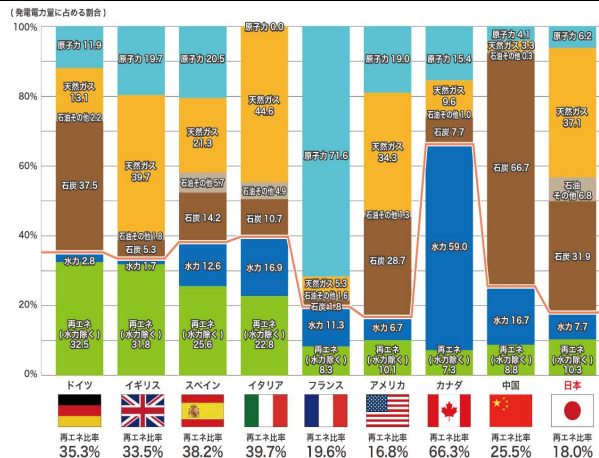
「すべての人を、エネルギーの主人公に。」の背景

眞邊社長がRJを創業したきっかけは、東日本大震災の悲惨な被災状況を目の当たりにしたことである。当時、インドの太陽光システムのビジネスに携わっていた眞邊社長は、太陽光エネルギーを使った浄水器を届けるために被災地を訪れ、スタジアムが海に沈んでいたり、タンカーが山の上に乗っかっていたり、様々な町がほぼ全壊している悲惨な現状を目の当たりにした。そこで、自分にできることは何か考え、再生可能エネルギーを被災地に届けるために、自分のこれまでの金融業界での経験を活かして資金集めを行い、再生可能エネルギーのプロジェクトを立ち上げることを決意した。RJのコーポレートスローガン「すべての人を、エネルギーの主人公に。」は、すべての人にとって、再生可能エネルギーがより身近な存在となることで、持続可能な社会を皆さまと共に築いていきたいということであり、創業当時の眞邊社長の想いが込められている。

価値観が持つ意義

再生可能エネルギーはその特性から昨今ますます重要性が増している。再生可能エネルギーを活用すれば、エネルギー自給率の向上が見込め、環境保全の観点から世界との足並みを揃えることができる。しかし、日本においては、他の先進国と比べ、その活用が遅れている。さらに、再生可能エネルギーと同様に温室効果ガスを排出しない原子力発電も、積極的に稼働できない政治的な事情もある。RJはこの日本の社会問題に対して、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貢献することを目指して取り組む姿勢を明らかにしているという点で意義がある。

主要国の発電電力量に占める再生エネ比率の比較



[出所] 資源エネルギー庁

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。

提供価値

一気通貫体制
ストック型/
フロー型

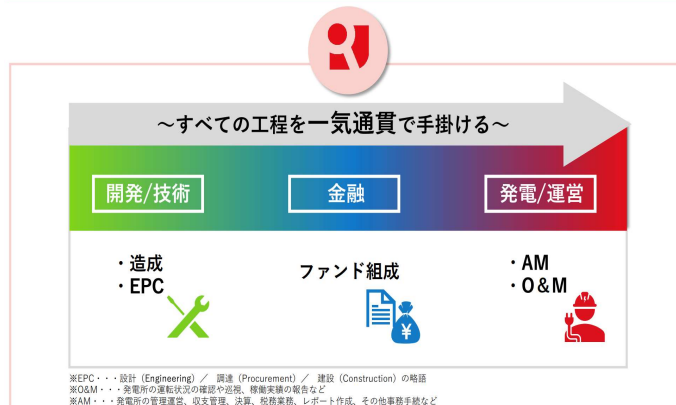
提供価値

一気通貫体制と2つの収益モデル

RJを支える収益モデルはストック型とフロー型の2つがある。ストック型は、発電・売電事業、O&M事業、AM事業であり、安定的な売上高・利益が見込まれ、景気変動に左右されにくいものとなっている。フロー型は、案件売却事業、開発事業、EPC事業であり、ストック型の増減に応じてRJが主体的にコントロールできるものとなっている。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。

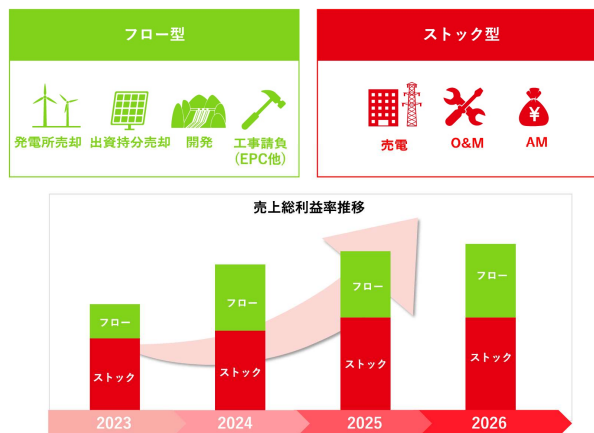
一気通貫体制

RJは再生可能エネルギーの開発(発電)事業者



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

2つの収益モデル



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

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。

新たな売電戦略

発電・売電事業

RJが所有する発電所が発電した電力は主にFIT制度に基づき、一般送配電事業者などに売電されている。2023年12月末時点で、RJが保有する発電所は95か所（国内：91か所、海外：4か所）であり、開発中案件は7か所である。ネット設備容量は、2023年12月時点で、国内が313.9MW、海外が49.1MWとなっている。また、FIT制度によらない相対契約での売電（Non-FIT）やJEPX(一般社団法人 日本卸電力取引所)での売電（FIP制度）も行っている。

発電・売電事業のビジネスモデル



多様な電力販売形態に対応



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

主要な稼働済発電所

電源種別	発電所所在地	ネット設備容量 (MW)	売電単価 (円/kWh)	商業運転開始	RJ持分割合
太陽光	岩手県一関市	42.3	32	2022年5月	100%
太陽光	新潟県阿賀野市	22.9	36	2021年12月	51%
太陽光	岐阜県多治見市	22.7	34	2021年4月	100%
太陽光	北海道登別市	22	40	2019年11月	100%
太陽光	スペイン アルバセテ県	21.6	-	2021年7月	100%
太陽光	岩手県宮古市	15.5	36	2020年3月	100%
太陽光	青森県八戸市	14.7	36	2021年9月	100%
太陽光	岩手県一関市	10.7	36	2015年12月	100%
水力	山形県小国町	10.6	-	1954年9月	95%
太陽光	三重県四日市市	10.4	36	2020年12月	100%

※スペインの発電所と水力発電所はNon-FIT契約

[出所] 会社資料よりJPR作成

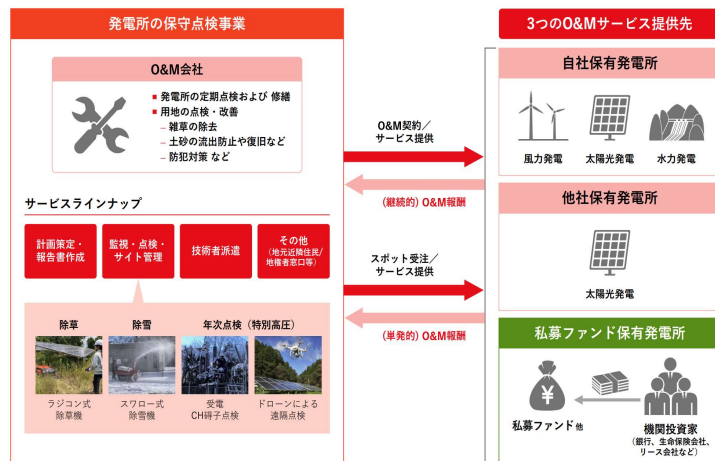
本レポートは、ジェイ・フエックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

技術力と地域密着
による成長戦略

O&M事業

全国46か所の拠点を活用し、再生可能エネルギー発電所の運転開始後における管理運営などのO&M業務を行う。具体的には、運転状況の確認や巡視、稼働実績の報告、草刈り、法令等で定められた申請・報告等を実施し、また事故等発生時の緊急対応・関係者への連絡等もを行っている。RJが開発をした発電所のO&Mを行っており、基本的には発電所を開発した地域に地域拠点を設置し、地元出身の社員が常駐することでO&M業務を行う方針となっている。これにより、地域と円滑なコミュニケーションをとれる体制を構築でき、適切な業務の遂行ができるとしている。RJのO&M事業は、O&M技術者教育制度と徹底した業務の内製化により、技術力と低価格を両立しており、2024年6月末時点での外部受託の管理実績の設備容量合計は2,260MWとなっている。2024年6月末時点での外部受託の管理実績の設備容量合計は1,566MWとなっている。RJはO&M事業について、外部受託の拡大を進め、更なる成長を目指すとしている。

O&M事業のビジネスモデル



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

AM (アセットマネジメント) 事業

ビジネス管理と技術管理の融合

RJは再生可能エネルギー発電所の保有形態として、直接の自社保有の他に、SPCにて保有する場合がある。そのSPCが保有する再生可能エネルギー発電所に対して、管理運営、収支管理、レポート作成、その他事務手続等のアセットマネジメント業務を行っている。先述したO&M業務との違いは、O&M業務は設備の点検や修繕などの技術面での管理の色が強いのにに対し、AM業務は収支管理やFIT制度への対応などのビジネス面での管理の色が強いという点である。RJのAM業務の受託発電所は、2023年12月末時点で設備容量合計757.5MWとなっている。

※SPC：「Special Purpose Company」の略称、特別目的会社。SPCを設立することで、特定の資産を会社の信用から切り離すことができ、その資産の価値のみによって資金調達が可能となる。

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。

多様な資金調達と
私募ファンド戦略

発電所開発と
取得戦略

設計・調達・建設
の総合力

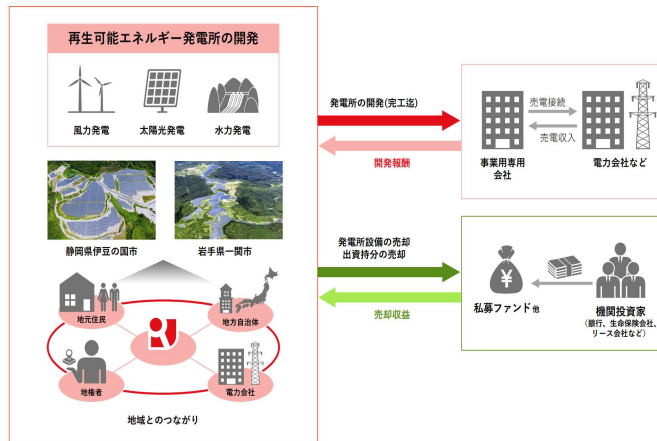
資金調達・案件売却事業

RJは開発した再生可能エネルギー発電所や取得した発電所の一部を私募ファンドなどに売却することで収益を得ている。RJは第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業の登録を受けているため、再生可能エネルギー発電所の開発フェーズ毎のリスクや資金調達マーケットの状況に応じて、自己資金や借入以外にも、投資家から資金を募り、私募ファンド組成を含む様々な方法で資金調達や案件売却を行っている。資金調達方法に関しては、ノンリコースローンのような従来型のプロジェクトファイナンスやメザニンファイナンスに加え、再生可能エネルギープロジェクトボンドの発行も行っている。

開発事業

RJは全国34か所ある地域拠点を活用し、地域に根ざした情報収集力を発揮して開発案件の情報を収集している。具体的には地権者、地方公共団体、金融機関や機関投資家等から再生可能エネルギー発電所候補地に関する情報を得たのち、土地の広さや形状、日射量等様々なデータを確認し、再生可能エネルギー発電所としての適性や電力会社への効率的な接続の可能性等を検証している。RJの案件開発・取得の実績は、2023年12月末時点で設備容量合計925.2MW（売却済みの発電所も含む）となっている。

開発・発電所売却事業のビジネスモデル



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

EPC（設計／調達／建設）事業

EPC 事業とは、再生可能エネルギー発電設備の設計（Engineering）、工事部材調達（Procurement）および建設（Construction）を行う事業をいう。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、EPCの豊富な実績とノウハウを有している。RJのEPC事業における実績は、2024年6月末時点で設備容量合計115.5MWとなっている。

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。

自治体連携による
地域特化

持続可能な
エネルギー供給

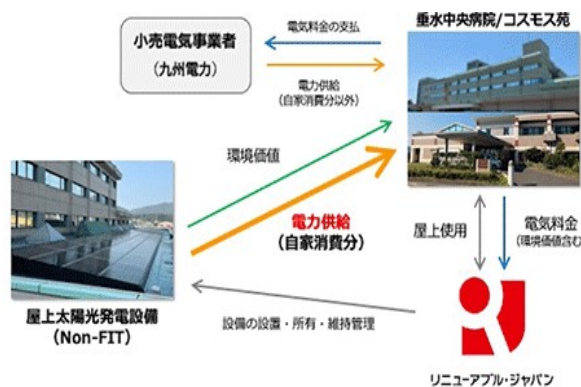
Non-FIT再生可能エネルギー電源の先駆け

RJは、さまざまな自治体に対してNon-FIT（固定価格買取制度適用外）の再生可能エネルギー電源、特に太陽光発電所の設置を推進している。これらの取り組みは、自治体と密接に連携し、地域の特性やニーズに合わせたカスタマイズされたソリューションを提供することで実現されている。

オンサイトPPA電力供給プロジェクト

RJは、垂水市を始めとするさまざまな自治体において、オンサイトPPA（電力購入契約）を利用した太陽光発電所の設置を行っている。このプロジェクトの特徴は、自治体の公共施設や病院、老人介護施設の屋根を活用して太陽光発電を行い、その電力を直接施設に供給することだ。環境への配慮を最優先しながら、コストを削減し、施設の耐久性を損なわないように設計されている。これにより、二酸化炭素（CO2）排出量の削減が実現される。持続可能なエネルギー供給は、地域の環境保護とグリーンエネルギーの推進に寄与する。

RJと垂水市のPPAスキーム



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

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。

TAM/SAM
/SOM

政府主導での
市場の拡大

高い政府目標

TAM/SAM/SOM

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げた。こ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。その目標を達成するための具体的な施策について、地域と共生する形での適地確保、事業規律の強化、規制の合理化、FIP制度への移行などによるコスト低減、技術開発の促進が挙げられている。

太陽光発電市場

2021年9月に資源エネルギー庁が出した「2030年度におけるエネルギー需給の見通し」によれば、太陽光発電の導入量は55.8GW、既認定未稼働の容量は18.0GWとなっている。これに対して、翌月に閣議決定された第6次エネルギー基本計画では、2030年度の太陽光発電の導入量の目標を103.5~117.6GWに設定した。この目標を達成するための具体的な政策の強化について、再エネ促進区域を指定して積極的な案件形成を行う取組や自治体の計画策定に対する支援、公共部門を率先して実行、空港の再エネ拠点化の推進が挙げられている。

太陽光発電の認定量・導入量/政府目標



[出所] 資源エネルギー庁

太陽光発電におけるRJの実績



静岡県伊豆の国市

設備容量 11.3MW



京都府南丹市

設備容量 14.5MW



三重県四日市市

設備容量 10.4MW

[出所] 会社HPより

本レポートは、ジェイ・フエニックス・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。

**自家消費型
システムの影響**

**政策対応と導入量
の拡大見込み**

政策対応強化策

太陽光発電O&M市場

PVeyeによれば、太陽光発電O&M市場規模は、2019年で600億円、2020年で700億円、2021年で800億円と推定される。また、今後は企業を中心とした自家消費型太陽光発電システムの市場規模が拡大見込みで、富士経済によれば、2035年度には2020年度の2.4倍である5,857億円となると予測されている。これに伴い、O&Mも引き続き、安定成長が見込まれると考えられる。

風力発電市場

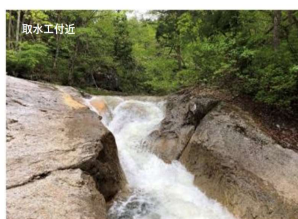
2021年9月に資源エネルギー庁が出した「2030年度におけるエネルギー需給の見通し」によれば、風力発電の導入量は4.2GW、既認定未稼働の容量は4.8GWとなっている。これに対して、現行政策努力継続ケースでは2030年度までに導入量が13.3GW(2019年度比+216.7%)となるとしている。また、政策対応強化ケースでは、導入量が15.9GW(2019年度比+278.6%)になるとしている。政策対応強化策として、法規制の緩和や自治体支援などが挙げられている。

水力発電市場

2021年9月に資源エネルギー庁が出した「2030年度におけるエネルギー需給の見通し」によれば、水力発電の導入量は50GW、既認定未稼働の容量は0.2GWとなっている。2030年度までに導入量が50.7GWになるとしている。政策対応強化策として、新規開発による容量増加や既存発電の有効活用が挙げられている。

水力発電におけるRJの実績

ゼロから水力発電所を開発する初の案件



発電所名	山形県米沢市松川水力発電所
設備容量	0.9MW
河川名	一級河川最上川(松川)
発電方式	流れ込み式
売電単価	29円
商業運転開始日	2025年7月

- 24時間365日稼働
→ 安定的な供給が可能

- 水力の発電量
→ 太陽光の約5倍

※当社保有の同規模太陽光発電所比較

[出所] リニューアル・ジャパン (9522)/グロス 2023年12月期 上期決算説明資料

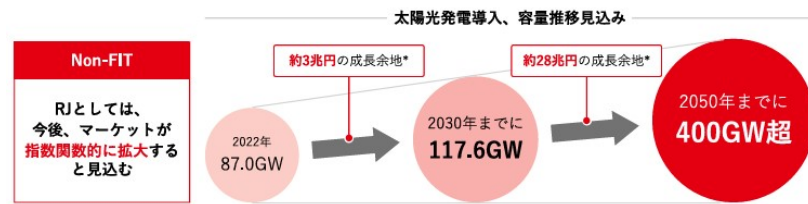
本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご確認ください。

指数関数的
に拡大

Non-FITマーケット

Non-FITはFIT制度によらない方法で売電を行う方法である。具体的には、買い手、価格、期間は需要家との相対契約で決められる。政府がFIT制度を縮小しているため、Non-FITマーケットは注目されている。RJはこのNon-FITマーケットが指数関数的に拡大すると見込んでおり、2030年までに現在から約6兆円、2050年までに現在から約24兆円の成長余地があるとしている。

■ Non-FITマーケットの拡大

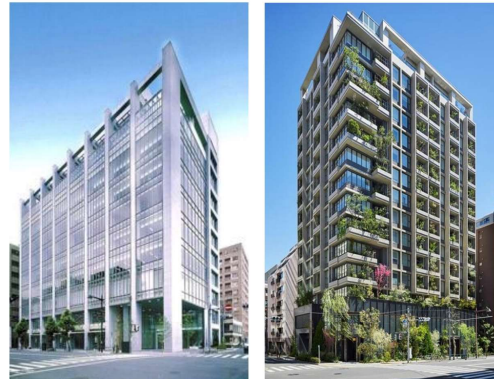


※ 1MW = 1億円と仮定 (1GW = 1,000MW)

[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

■ Non-FITマーケットにおけるRJの実績

③ 安田不動産とPPA契約を締結



日本橋安田スカイゲート HAMACHO HOTEL&APARTMENTS

設備容量：2.7MW (AC) …開発中案件

※1 オフサイト型 PPA とは、発電事業者が需要場所の敷地外にて太陽光発電所を設置し、発電した電気を電力系統を介して電力需要施設へ供給するというスキームの電力購入契約
 ※2 トレジット制度の太陽光発電設備導入に係る方法論をもとに算出しております。
 (出典：「トレジット制度、方法論番号「EN-R-002 Ver.2.4」、方法論名称「太陽光発電設備の導入」、https://japancredit.go.jp/pdf/methodology/EN-R-002_v2.4.pdf)

[出所] リニューアル・ジャパン (9522)/グロス 2023年12月期 上期決算説明資料

ソーラーシェアリング

埼玉県の「リエネソーラーファーム東松山」では、農業と再生可能エネルギーの融合を図っている。このプロジェクトでは、農地上にソーラーパネルを設置し、発電された電力を市場価格で販売するとともに、収穫された農作物を高付加価値商品としてブランド化している。

農地利用:ソーラーパネルを設置し、農作物の生産を継続

高付加価値商品:「脱炭素で作った野菜」としてブランド化し、通常よりも高い価値で販売

再生可能
エネルギーの融合

**1.8MWの発電
と
BCP対応の実現**

**BCP対応と
地域電力供給**

**需給バランスの
調整**

ソーラーカーポート

仙台空港では、広大な駐車場を活用して1.8MWのソーラーカーポート発電を行っている。このプロジェクトは、空港の電力需要を賅い、事業継続計画（BCP）対応も兼ねている。

発電容量:1.8MW

BCP対応: 災害時にも安定した電力供給が可能

地域マイクログリッド

北海道松前町の地域マイクログリッドプロジェクトでは、風力発電を活用して地域全体の電力需要を賅う仕組みを構築している。このプロジェクトは、災害時に独立して地域内で電力供給が可能のため、BCP対応としても有効である。

風力発電: 町全体に電力を供給

BCP対応: 災害時の電力供給を確保

FIP制度

FIP制度は、Feed-in Premium制度の略であり、2022年4月に開始された。これまでのFIT制度は市場価格の変化に関わらず固定価格での買取であったため、需給バランス調整が起きにくい上に、再エネ賦課金による国民負担が問題になっていた。そのようなFIT制度からの自立化を図るためにFIP制度が新設された。FIP制度では、市場価格に一定のプレミアムを乗せた価格での売買取となる。これにより、再エネ発電事業者の収入は市場価格に連動することとなる。

電力販売形態

	FIT	FIP	Non-FIT
価格	固定価格	市場価格により変動	相対契約により決定
オフテイク (電力の買い手)	送配電事業者	限定されない 一長期契約の場合、 電気のオフテイクの 信用力が重要になる	
インバランスリスク (需給調整)	主に送配電事業者が負う	発電事業者	
蓄電池の活用	不可	可	可
売電価格	固定	変動	相対契約により決定
期間	20年間	20年間	相対契約により決定
売電価格決定 イメージ			

[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

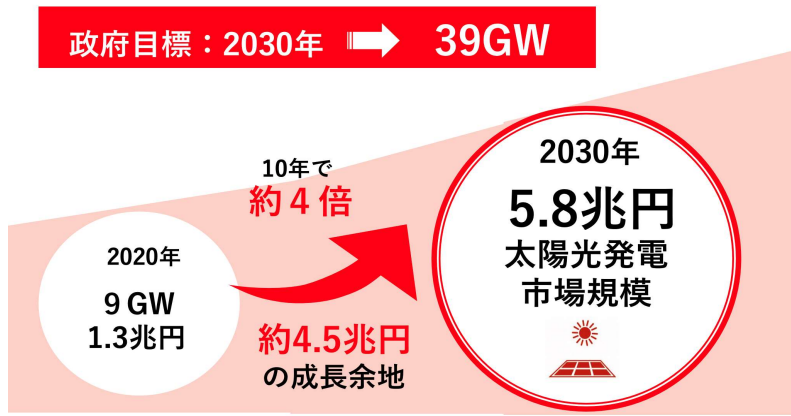
本レポートは、ジェイ・フエニクス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

スペインを中心に
南欧展開

海外市場

RJはスペインに現地法人(RJ EURODEVELOPMENT, S.L.)を設立し、5つの太陽光発電所を所有しており、その設備容量の合計は52.8MWである。パイプラインが多数存在し、累計2GW以上の案件相談がある。スペイン政府は2050年までに再エネ100%達成を目指しており、モルドー・インテリジェンスによると、2023年から2028年までのスペインの太陽光発電市場の予想CAGRは8%以上である。スペインは日本と比べ、平地が多く、日射量も多いため、太陽光発電に適している土地が多い。また、東急不動産と提携を組んでスペインを中心にイタリアなど南欧地域への進出を加速させており、既存の2つの発電所に加えて2023年8月、9月、12月にスペインにおいて新たに3つの太陽光発電所を取得した。RJはスペインを含め、南欧を最優先エリアに設定しているが、オセアニアや北米についても、今後の展開を狙っている。

■ スペインの市場規模



1 MW = 1.5億円と想定

[出所] リニューアル・ジャパン (9522)/グロス 2023年12月期 上期決算説明資料

■ RJのスペインでの実績

<p>2023年12月取得 バルデカレタス太陽光発電所</p> <p>所在地: サモラ県</p> <p>ネット設備容量: 3.7MW</p> <p>売電開始: 2023年12月</p> <p>持分割合: 10%</p>		<p>2022年9月取得 ソコボス太陽光発電所</p> <p>所在地: アルバセテ県</p> <p>ネット設備容量: 21.6MW</p> <p>売電開始: 2021年7月</p> <p>持分割合: 100%</p>
<p>2022年12月取得 トリホス太陽光発電所</p> <p>所在地: トレド県</p> <p>ネット設備容量: 7.9MW</p> <p>売電開始: 2020年6月</p> <p>持分割合: 100%</p>	<p>2023年8月取得 キナノス太陽光発電所</p> <p>所在地: ムルシア県</p> <p>ネット設備容量: 5.4MW</p> <p>売電開始: 2022年2月</p> <p>持分割合: 100%</p>	<p>2023年9月取得 マンサナレス太陽光発電所</p> <p>所在地: シウダード・レアル県</p> <p>ネット設備容量: 13.9MW</p> <p>売電開始: 2023年6月</p> <p>持分割合: 35%</p>

[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

本レポートは、ジェイ・フェニクス・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確認ください。

売上高・営業利益の10年展望

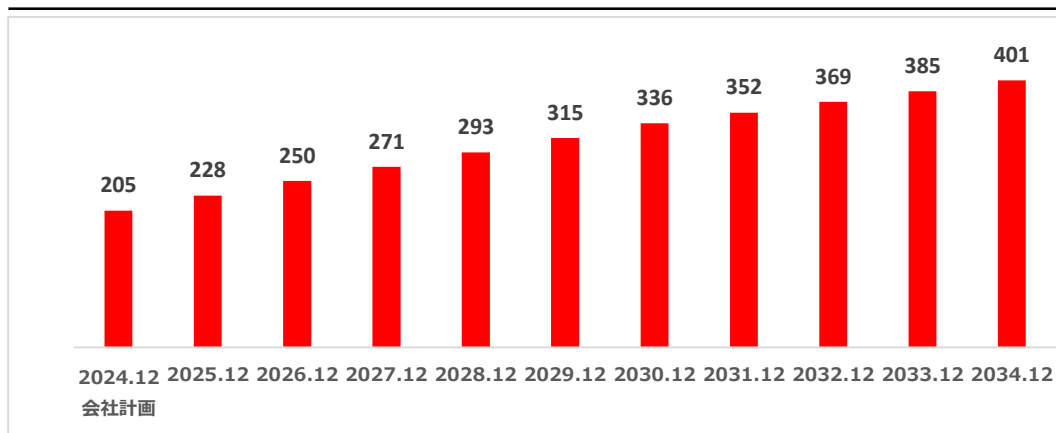
政府主導での市場の拡大

売上高・営業利益予測の前提

Non-FITによりマーケットは拡大

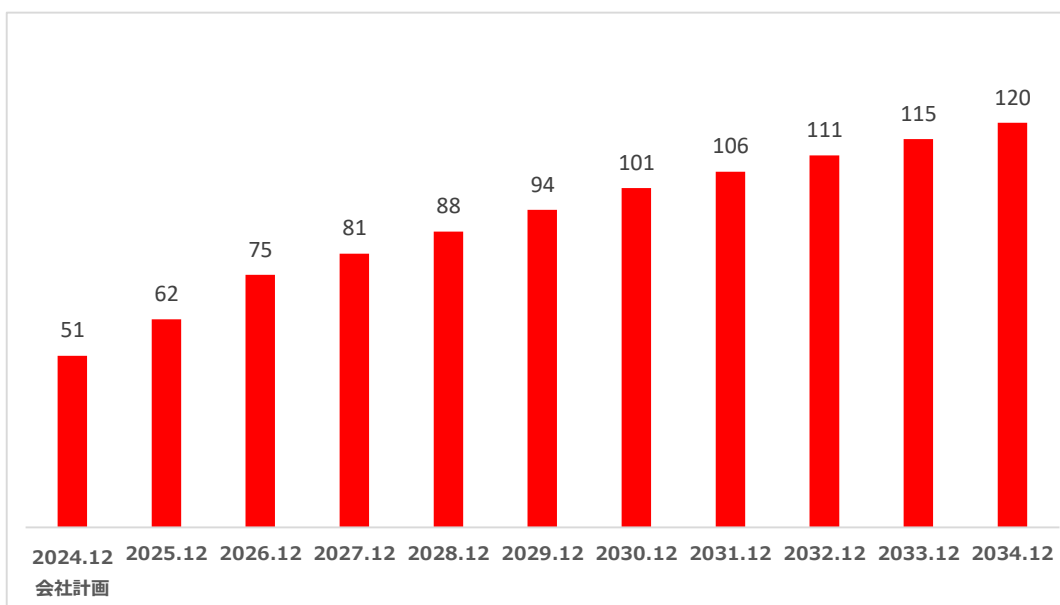
JPRの10年予測では、FIT価格の下落が続く一方、Non-FIT市場の電力価格は上昇すると見込んでいる。O&M事業の需要は堅調に増加する一方、開発事業は保守的に1,000MWで横ばい推移と予測。JPRはRJの成長目標1GWに対し、2034年時点で850MWと保守的に見積った。売上高、営業利益の10年予測は以下の通りである。詳細は、参考資料1.財務モデルの詳細を参照されたい。

10年予想の売上高 (単位：億円)



[出所]JPR作成

参考：10年予想の営業利益 (単位：億円)



[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。

5. Connection : つながりストーリーの詳細

5フォース 分析

市場勢力図に
おける位置づけ

5フォース分析

業界内の競合の脅威

太陽光発電市場

2023年1月時点と少し古いデータであるが、網羅的な調査を提供しているBloombergNEFによると、RJは太陽光発電所の設備容量合計は、国内第7位に位置しており、再生可能エネルギー専門の日系会社としては第1位である。また、上場会社としては、ENEOSホールディングス、オリックスグループに次いで、第3位となっている。

国内の太陽光発電企業ランキング

#	会社名	件数	設備容量 (MW)
1	グローバル・インフラ・マネジメント	53	1,239
2	パシフィコ・エナジー	16	1,177
3	ソネディックス・ジャパン	28	727
4	ENEOSホールディングス	75	706
5	山佐産業	75	607
6	オリックス	93	586
7	リニューアブル・ジャパン	80	494
8	日本電信電話	99	459
9	スパークス・グループ	28	428
10	中国電力投資集団公司	11	420
11	ソフトバンクグループ	48	383
12	中部電力	55	381
13	カナディアン・ソーラー	35	379
14	大和ハウス工業	131	372
15	ブルーキャピタルマネジメント	18	354
16	三菱HCキャピタル	50	345
17	ウエストホールディングス	140	337
18	東京センチュリー	68	328
19	エクセリオ ジャパン	10	328
20	バンプー	11	321

■ 外資企業

※2023年1月末時点、国内の太陽光発電施設のうち、稼働済、建設中、開発中の施設をいずれも含む
出典：BloombergNEF（上記データはあくまでも出典であり、当社が算出したものではありません。）

[出所] リニューアブル・ジャパン株式会社 会社概要

太陽光発電O&M市場

次頁に示す調査によると、RJの太陽光発電O&Mの受注契約量は業界トップクラスとなっている。また、長期契約数についても業界トップクラスに位置している。

■ 主なO&M企業の受注契約量

主なO&M企業	
企業名	太陽光発電所の O&M契約量（長期契約）
株式会社 スマートエナジー*	4,576MW
リニューアル・ジャパン	2,260MW
株式会社CO2OS	1,090MW
京セラコミュニケーション システム株式会社	1,020MW
東芝エネルギーシステムズ株式会社	1,000MW
JUWI自然電力オペレーション株式会社	932MW
オリックス・リニューアルエナジー・ マネジメント株式会社	700MW
株式会社シーエナジー	667MW
株式会社イースト・エンジニアリング	637MW

他社：リコージャパン、セイフレイ、NECフィールドイング株式会社、オムロン・フィールドエンジニアリング株式会社、エネテック、株式会社L o o o p、ソラリグ

当社は上記のリストを各社のHPで開示されている情報と、帝国データバンクの2024年6月時点のデータをもとに作成したものです。このリストは完全なものではなく、あくまで参考として作成したものです。

*2023年10月31日にアドラーソーラーワークス株式会社を株式会社スマートエナジーのグループ会社になりました。

[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

■ 新規参入の脅威

太陽光発電市場は参入が容易

太陽光発電市場は再生可能エネルギーの中で、最も参入障壁の低い市場であると言って良いだろう。事業実施にあたって、経済産業省からの認定や電力会社などへの届出や申請が必要であるものの、再生可能エネルギーへの注目の高まりもあり、新規参入する企業が多い。

太陽光発電O&M市場は参入が困難

太陽光発電のメンテナンスは難易度が高いとされている。その理由として、直流電気の特性でアークが発生しやすく、ケーブル焼損が起きやすいこと、発電量が天候に左右されるため、発電量が下がった場合に天候が悪かったのか、設備不良が起きているのか、判断がつきにくい点が挙げられる。ここでRJは一定のシェアを確保している。

太陽光発電EPC事業も参入が困難

RJが行う大規模なEPCには特定建設業の許可が必要となってくる。特定建設業の許可には、建築施工管理技士の1級の資格を持つ専任技術者が各事業所にいることや流動比率75%以上など、厳しい基準が存在する。これに加え、太陽光発電EPC事業を行うには、当然、太陽光発電に関する技術・知見も必要となってくるため、参入障壁はかなり高いと推察される。ここでもRJは高い競争力を持っている。

新規企業の増加と
再エネへの高まる
注目

直流電気のリスク
と天候依存性

特定建設業許可と
高度な技術要件

付加価値連鎖（バリューチェーン） における位置づけ

供給企業の交渉力はさほど高くない

RJは自社でEPC部隊を保有しており、太陽光発電に関する技術・知見があるため、メーカーと有利な直接交渉ができる。世界の太陽電池の供給側で寡占が起きているわけではなく、供給側の価格競争に期待が持てる。また、RJはEPCを外注する場合もあるが、自社のEPC部隊の存在によってその外注先のEPC業者をコントロール可能となっている。よってRJに対して供給者の交渉力はさほど高くない。

買い手の交渉力もさほど高くない

太陽光発電設備の設置、新規参入などで電力の供給量が高まり、市場価格に下落圧力がかかる可能性があるが、O&Mのコスト競争力があるRJにおける価格競争力は高い。RJが開発した発電事業は、高い収益性を持ち、さらにRJのO&Mが必要となるためRJの売り手に対する価格競争力は十分に高いと考えられる。

代替品の脅威

代替品の脅威としては、再生可能エネルギーの分野での新技術や飛躍的な発電効率の向上などが考えられる。ただし、政府が再エネ比率を高める目標を持っている以上、先に代替されるのは火力発電である。また、RJは太陽光発電以外にも事業を広げつつあるため、新たな技術が再生可能エネルギーの分野で主流になるとしても、対応していく力はあると考えられる。

**戦略
ビジネスモデル**

**高いコスト
コントロール力**

**人的資本の鍵は
人材育成**

他社にはない強み

高成長が可能な領域に展開

競争優位を確保するために不可欠な要素

RJの強みは内製化されたDD(検討・調査)・EPC・O&M、地域とのつながり、金融力の3つである。建設すれば利益が見込めた高FITからFIP・Non-FITへの移行に伴い、投資利益の実現には高いコストコントロール力が必要となっている。RJは内製化されたDD・EPC・O&Mで高いコストコントロール力を発揮できる。また、近年の太陽光発電の開発により、元来、太陽光発電に適した土地の少ない日本ではさらに事業用地の減少が進んでいる。そのため、今後も継続的に国内で開発を行っていくには地元自治体との関係性がより重要になってくる。

競争優位の源泉となる経営資源・知的財産を含む無形資産

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。

RJアカデミー

RJアカデミー(電気主任技術者育成制度)で、技術力向上を目指す

日本が抱える再エネ普及に伴う課題

再エネ発電所の大幅増加による
電気主任技術者の不足 & 高齢化



座学と実機を活用したハイブリット研修

全7段階のカリキュラムで、技術とマネジメントの両面を磨く



RJアカデミー創設
国の課題をRJが率先して解決に取り組む

[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

創業11年のノウハウ

太陽光発電を中心とした再生可能エネルギー発電の事業には、脱炭素の流れに乗り、様々な企業が参入し、競争が激化している。一方で、RJは2021年12月に上場したものの、創業から約11年間で根本的な事業面での変化はない。これまでに累計約13GWの案件をブライジングを行っており、これらの案件を通じて事業に関するノウハウが蓄積されている。この蓄積されたノウハウは他社にはないRJの強みの1つとなっている。実際に、これまでのノウハウを活かし、スピード感を持って事業を推進することができている。

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。

地域との
共存・共生

競争優位を支えるステークホルダーとの関係

地域とのつながりを重視

発電所を開発・運用していくには、その土地の自治体との協議が必要不可欠である。RJは地方公共団体等が保有する山林等遊休地の利活用による地域振興と雇用拡大、再生可能エネルギーの普及・啓発等を目的とした立地協定を複数の自治体と締結している。RJの保有する発電所は各地方に分散しているが、発電所のある地域には原則として開発時から拠点を置き、地域との連携を行う。運用後も、O&Mの拠点として地元出身の社員が常駐し、地域と円滑なコミュニケーションが行える体制を整えている。地元の高専や大学を卒業した人を高年取で雇い、RJアカデミーなどで教育をしていくことで、RJのサステナブルなビジネス体制を構築するだけでなく、地域との共存・共生にも繋がっている。

拠点一覧



※2024年6月末時点
[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

地域との共存・共生への取り組み

<p>鹿児島県垂水市の病院・介護施設の屋上に太陽光発電設備を設置</p> <p>オンサイトPPA導入</p>	<p>岩手県一関市での環境教育や体験会(エネ育)の実施</p> <p>再エネや環境への関心を高めていただく体験授業を実施</p>
<p>愛媛県今治市CYCLE PIT事業への協賛</p> <p>サイクルシティ今治の実現に向けた「今治市CYCLE PIT」フロアポンプの設置</p>	<p>福井銀行SDGs私募債発行 記念品寄贈</p> <p>公益財団法人福井県スポーツ協会プロジェクトを寄贈</p>

[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 会社概要

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。

普及に向けた業界リーダーシップ

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

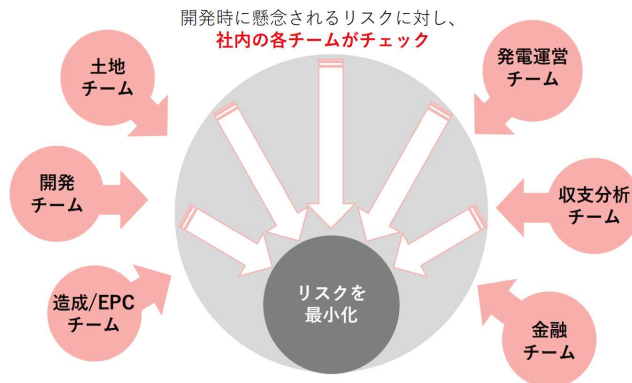
一般社団法人再生可能エネルギー長期安定電源推進協会（REASP）は、再生可能エネルギー発電事業者の団体で、再生可能エネルギーの普及を目指す団体である。REASPには、RJの他、オリックスや大阪ガス、東急不動産、東京ガスなどの再生可能エネルギー発電事業者や金融機関も参加しており、2023年8月1日時点で、会員数は105社である。RJの眞邊社長はREASPの初代代表理事を務め、現在は理事を務めている。同氏がこの業界で大きな影響力を持っていることは間違いなく、業界内での関係構築に繋がっていると考えられる。

収益構造・牽引要素

DD（検討・調査）体制

案件を開発・取得する際に行うDD（検討・調査）をすべて内製化している。これにより、スピーディにリスクを最小化した案件の開発・取得が可能となっている。

開発力を高める社内体制



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 2024年事業計画及び成長可能性に関する事項

O&Mの内製化



[出所] 会社HP

本レポートは、ジェイ・フエニクス・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。

実装デザインの骨子

骨子1：循環モデル（アセットマネジメントモデル）の活用

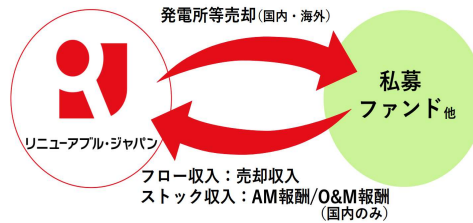
ストック収入とフロー収入の循環を既に確立

RJはビジネスモデルを3つのステージに分けており、その第1ステージは、ストック収入（売電 + O&M/AM）とフロー収入（発電所等売却）の安定と成長を両立する、循環モデル（アセットマネジメントモデル）であり、既に完成している。売電収入を大きく上げるには、発電所の開発・取得を行わなければならないが、それには莫大な費用がかかる。従って、売電事業を成長させようとする、バランスシートがどうしても大きくなってしまふ。バランスシートが雪だるま式に増大することを防ぐために、RJは成長見込みの少なくなった発電所の持分を私募ファンドなどに売却している。それによって、オフバランス化した部分を使い、より成長可能な発電所の開発・取得を行うのである。また、持分を売却した発電所については、O&M/AMを引き受けて、ストック収入を得る。このような循環モデルをRJは構築している。

第1ステージ
既に完成

循環モデル（アセットマネジメントモデル）

ストック（売電 + O&M/AM）と
フロー（発電所等売却）で、
安定と成長の両立



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 2024年事業計画及び成長可能性に関する事項

骨子2：自社保有モデル

第1ステージである循環モデルでは、発電所の売却を行っていたが、第2ステージの自社保有モデルでは、売却だけではなく発電所の自社保有を拡大する。売電事業は需要が安定的であるため、発電所を保有し続けている方が安定的なキャッシュフローが見込める。また、RJはO&Mのコストに優位性があり、発電所を保有し続ける際のランニングコストが他社よりも低い。従って、発電所を保有し続ける方がより企業価値につながるのである。これまでは、上場したてであったこともあり、投資家からの信頼が十分でなく、発電所の売却によって大きな利益を定期的に出すこと、バランスシートをコントロールしてデットを抑えることが求められていたが、第1ステージの循環モデルを確立して成長したことで、この第2ステージも完成させることができた。

第2ステージ
既に完成

本レポートは、ジェイ・フエニクス・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。

骨子3 : New Market

海外市場、Non-FITマーケット、風力発電、水力発電

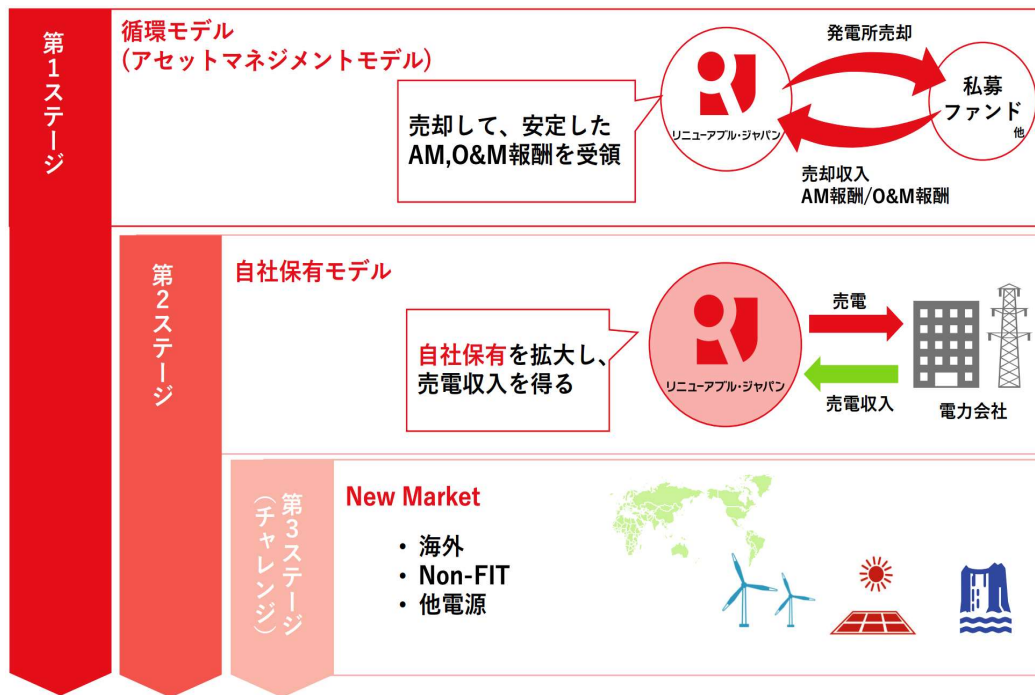
第1ステージの循環モデル、第2ステージの自社保有モデルが完成した今、RJは今後の展開として、海外市場やNon-FIT、他電源の新市場の開拓を目標にしている。海外市場は主に南欧を最優先エリアに設定し、スペインに現地法人を設立して、現地法人を通じて営業を行っている。

Non-FITマーケットにおいては、発電所開発のコスト管理が重要となる。そのため、発電所はゴルフ場の活用や屋根上への設置、遊休地の活用などの造成を伴わない開発を行う方針である。2023年4月には、安田不動産と2.7MW規模のオフサイトPPA契約を行っている。

RJは現在、発電方法として太陽光発電がメインであるが、再生可能エネルギー電源の多様化のために、水力発電所及び風力発電所などの太陽光発電以外の電源の開発にも着手している。

第3ステージ チャレンジ

3つのステージ



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 2024年事業計画及び成長可能性に関する事項

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。

ROICの 10年展望

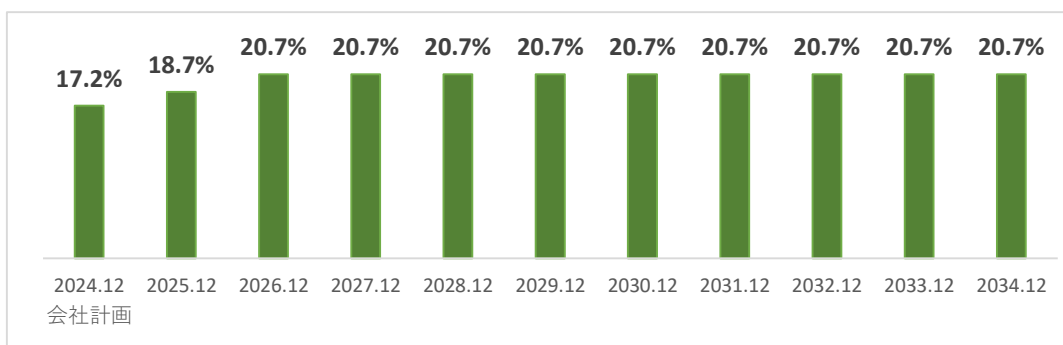
安定的に改善

ROIC予測

Non-FITの売電価格の上昇、規模拡大メリットで改善へ

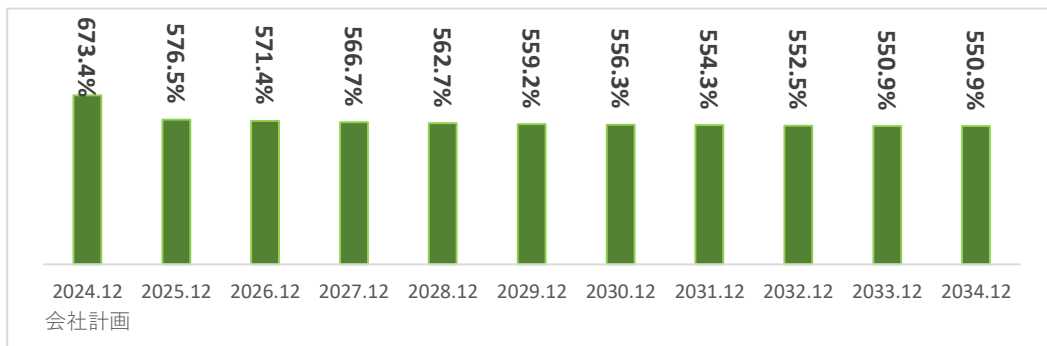
これまで見てきたようなシナリオをベースにNOPATマージン、投下資本売上高比率、ROICの予測をおこなった。それぞれ緩やかに改善していくと予測した。詳細は、後述を参照されたい。

10年予想のNOPATマージン



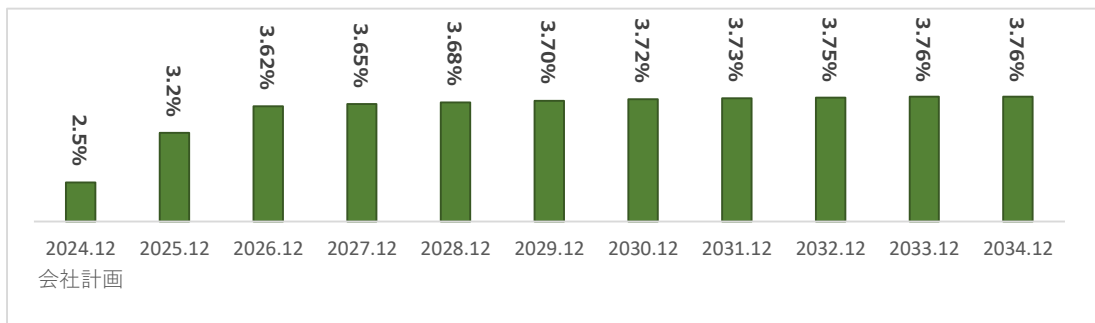
[出所]JPR作成

10年予想の投下資本売上高比率



[出所]JPR作成

10年予想のROIC



[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニクス・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. Confidence : 信頼ストーリーの詳細

財務的な持続可能性

短期的にも長期的にも大きな問題なし

多様な資金調達力とプロジェクトファイナンス

財務的な持続可能性

安全性指標

2024年12月期第1四半期における流動比率は160%で100%を大きく上回っている。当座比率は74%であり、販売用発電所の影響で100%を下回っているものの、国内発電所の私募ファンドへの売却と発電所のオフバランス化によって改善されると考えられる。また、固定長期適合率は96%と100%に近い値となっている。自己資本比率は6.8%と電気事業の平均である20.1%を下回っているものの少しずつ比率は改善されており、のちに解説するが、RJの事業は金融機関のような事業モデルであるため、長期的に見ても財務は安定していると考えられる。

資金調達：低金利の負債を効果的に活用

高い金融力

眞邊社長は創業前に外資系投資銀行で証券化ビジネスに携わっており、太陽光発電関連のプロジェクトファイナンスにファイナンシャルアドバイザーとして加わっていた。また、取締役の多くが金融機関での経験がある。従って、金融力が重要であるRJのビジネスで、高度で多様な資金調達・回収を行うことができる。

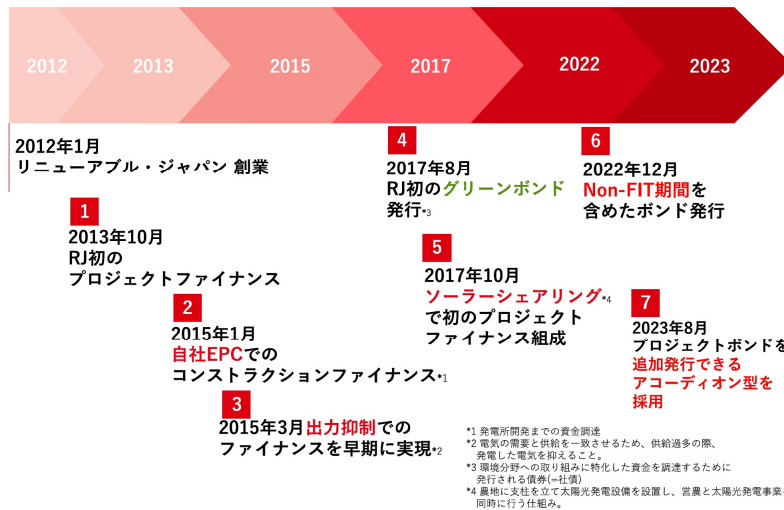
資産規模が拡大するほど安定性が高まる

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て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である。

国内プロジェクトボンド発行累計1位

既に述べたように、2024年7月時点で、国内プロジェクトボンド発行累計は1,284億円と国内シェア第1位。また、格付投資情報センター(R&I)よりプロジェクトボンド評価を獲得しており、グリーンボンド格付(R&I)は最上位の評価であるGA1。また、RJは2023年10月24日に、初となるNon-FIT太陽光発電事業を対象としたローンである「とうぎんグリーン・ローン」の借り入れを株式会社東北銀行から行った。

RJの金融イノベーション



[出所] リニューアル・ジャパン株式会社 事業計画及び成長可能性に関する事項

リスクと機会

政治
(Politics)

リスクと機会：社会貢献性の視点

PEST分析

FIT制度からFIP制度へ

2012年7月に始まったFIT制度は、再生可能エネルギーで発電した電力を電力会社が一定期間、一定の価格で買取を行う制度で、その価格は通常の電力価格の変動には影響されなかった。しかし、FIT制度によるコストは再エネ賦課金として電気料金に上乗せされる形で需要家である国民に負担させている。この負担を軽減するために、FIT制度は2019年11月から順次終了させ、2020年6月にはFIT制度に代わり、FIP制度が導入されることが決定した。

FIP制度は、FIT制度のように固定価格で買い取るのではなく、市場価格に一定のプレミアムを上乗せした価格で買い取る制度である。従って、再エネ事業者の収入は市場価格に連動した収入となる。

第6次エネルギー基本計画

2021年10月に第6次エネルギー基本計画が閣議決定された。この計画は2020年10月に表明された2050年カーボンニュートラル、2021年4月に表明された2030年度の46%の削減の実現に向けたエネルギー政策の道筋を示すものである。この中で、再エネの主力電源化を徹底し、再エネを最優先の原則として取り組み、国民負担の抑制と地域との共生を図りながら最大限の導入を促すことが定められている。具体的な取り組みとして、地域と共生する形での適地確保や事業規律の強化、コスト低減・市場への統合などが挙げられている。具体的な数値目標として、2030年度の再生可能エネルギーの電源構成の占める割合は、従来の第5次エネルギー基本計画の22~24%から36~38%へと1.5倍以上に引き上げられた。

本レポートは、ジェイ・フエニクス・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。

政治
(Politics)

パリ協定

パリ協定は2015年に開かれた「国連気候変動枠組条約締約国会議（通称COP）」で合意された。これは京都議定書に代わる2020年以降の温室効果ガス排出削減などのための新しい国際枠組みであり、歴史上初めてすべての国が参加する公平な合意となっている。この中で、世界共通の長期目標として2℃目標の設定が行われ、1.5℃に抑える努力を追求すること、すべての国が共通かつ柔軟な方法で実施状況を報告し、レビューを受けることなどが定められている。

経済
(Economy)

ESG投資の拡大

ESG投資とは、持続可能な社会の実現を目指し、Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）の取り組みを重視した投資活動のことである。欧州を中心にESG投資が拡大しており、ESGを重視した経営を行う企業は評価が高くなり、資金を集めやすくなっている。日本のESG投資の規模はここ数年で拡大したものの、欧米や中国と比べて低水準にあるため、ESG投資の余地が大きい。

社会
(Society)

企業からの再エネ電力の需要

投資家がESG要素を重視しているため、ESGへの取り組みの一環として、再生可能エネルギー事業者と契約して、再エネ電力を導入する企業が増えている。

技術
(Technology)

太陽光パネル価格の低下

太陽光発電の普及や技術進歩により、低価格で高品質の太陽光パネルを販売・量産できるようになった。従って、太陽光発電事業者としては、O&M費用などのランニングコストをどれだけコントロールできるかがより重要となっている。

蓄電池

再生可能エネルギー発電のうち、太陽光発電や風力発電は発電量が天候に左右されるため、電力供給が不安定になるという難点がある。この不安定性を解決するものとして期待されているものが蓄電池である。電力系統に繋いで利用される蓄電池を電力系統用蓄電池と言い、この電力系統用蓄電池を利用すれば系統電力の安定化を図ることができる。九州電力がNAS電池、北海道電力がレドックスフロー電池を用いた実証実験を行っており、それぞれ電力の蓄積・出力において成功している。

本レポートは、ジェイ・フエニクス・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。

7:サステナビリティ

ガバナンス

監視体制と 監査機能

多様な経営陣

コンプライアンス体 制

インセンティブ関係

RJの経営効率化と透明性向上戦略

ガバナンス強化と法令遵守の徹底

RJは監査役会制度を採用しており、常勤監査役1名と非常勤監査役2名（うち2名が社外監査役）で構成されている。内部監査室および会計監査人と情報交換や意見交換を随時行い、定期的に3社によるミーティングを開催して監査機能の向上を図っている。RJは経営の効率化、健全性、透明性を高めることで長期的かつ安定的に株主価値を向上させることを目指している。法令遵守の監視体制を重視し、法務部と内部監査室による業務監視や監査役の独立性確保を通じて十分な監査機能を発揮している。この体制により、経営環境の変化に迅速かつ適正に対応し、ステークホルダーからの信頼を得るために透明性のある経営を実現している。

RJの取締役会は9名の取締役で構成され、そのうち5名が社外取締役である。取締役会は月1回の定時会議と必要に応じた臨時会議を開催し、迅速な意思決定を行っている。多くの取締役は金融業界での豊富な経験を持ち、これがRJのビジネスに金融ノウハウを活かす一因となっている。経営陣は多様なバックグラウンドと専門性を持ち、企業ガバナンスと持続可能な成長を支えている。代表取締役社長の眞邊勝仁氏は外資系投資銀行での経験を持ち、再生可能エネルギー長期安定電源推進協会の代表理事も務めている。他の取締役や監査役も各分野で豊富な経験と専門知識を有し、企業経営の効率化と法令遵守に貢献している。

RJは、お客様との信頼関係を最優先に考え、法令遵守と倫理観に基づいたコンプライアンス体制を整備している。金融商品の勧誘に際しては、お客様が正しい情報を基に判断できるよう、適切な情報提供と説明を心掛けている。また、お客様の都合に合わせた時間や場所に対応し、信頼性の高い取引を実現する。さらに、苦情や紛争が発生した際には、迅速かつ公平な解決を図るために外部機関とも連携している。これにより、お客様のニーズに応え、高品質なサービスを提供し続けることを目指している。

社内取締役および社外監査役に対してストックオプション制度を導入しており、株主価値向上に向けたインセンティブを付与している。ストックオプションの付与に当たっては、取締役報酬等の限度額内で算定、取締役会において業績等に対する貢献度を考慮し、総合的に決定される。

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。

戦略

持続可能な発電

RJの安定成長戦略

新たな成長段階に向けた計画への戦略

RJは、各地に優良な発電所を所有し、新たな発電施設を買収する際には、長期稼働の可能性や環境への配慮を厳格に評価する戦略を採用している。必要に応じて、環境に優しい改築も行い、持続可能な運営を確保する。この長期的な視点に基づく戦略により、優良な産業資本の蓄積を目指している。さらに、発電所のある地域の自治体に太陽光発電を寄付し、定期的なメンテナンスを行うことで地域社会に貢献している。全国に展開する発電所は地域雇用を創出し、地方の活性化を促進する。また、電力の安定供給により社会インフラを支え、持続可能な地域発展を目指している。これにより、地域との協力関係を強化し、企業としての信頼性と価値を高めている。

海外事業

海外事業の進捗については、3年間で1GWの開発目標を掲げており、すでに2GW以上のパイプラインを保有している。代表自らがスペインに出張し、東急不動産との協力を強化することで、大規模案件の共同投資を計画している。このようにトップが率先して海外事業を推進する姿勢を示すことで、案件が続々と進展している。

Non-FIT事業

Non-FIT事業の資金調達については、銀行融資には電力買い手の確定が求められる場合が多く、これが制約となることが課題とされている。眞邊社長は、買い手が決まっていなくても融資を受けて事業を進めるために、各銀行に対して「買い手が決まっていなくても事業は収益を上げられる」ということを証明し、全国の銀行とトップダウンで話を進める工夫を行っている。特に、東北銀行との協力が重要であり、2023年10月24日に「とうぎんグリーン・ローン」を共同で発表し、Non-FIT事業の資金調達を支援している。

成長への課題と実績・戦略

RJは長期的な成長に向けて以下の課題に対処している。まず、円安や人件費の高騰により、日本国内の再生可能エネルギー事業におけるコストが高くなっている。また、開発ルールの未整備や金融支援の遅れ、土地および電力系統の許認可手続きの複雑さが事業進行の妨げとなっている。さらに、再生可能エネルギー導入への理解不足や信頼不足による需要家の迷いも課題である。これらの課題が解決されることで、日本のNon-FIT事業は指数関数的に成長すると考えられている。RJは、スペインでの実績と経験を活かし、日本での成功を目指している。東北銀行との長年の協力関係を基盤に、震災復興支援を通じて強い絆を築いた。バランスシートの健全性を維持するため、総額が1700億円を超える場合には他の案件を売却する方針を取っている。

リスク管理

組織内の リスク管理体制

低コスト・低リスク な事業体制

金利

エネルギー 安全保障

資金流出

脅威とリスク管理

リスク管理と内製化の徹底

RJは、リスク管理を経営戦略に統合し、持続可能な成長を目指す体制を整備している。経営者は四半期ごとにリスクを識別・評価し、内部監査室と法務部が業務監視と法令遵守を担当する。独立した監査役は財務報告の監視を行い、経営の効率化、健全性、透明性を向上させ、株主価値の長期的向上を図る。役職員の「行動規範」を定め、コンプライアンス体制を強化することで、全社的なリスク意識を高めている。多様なバックグラウンドと専門性を持つ経営陣がガバナンスと成長を支え、リスク管理とビジネス戦略が一体化して実行されている。

RJはEPCやO&M業務を行っており、これらを徹底的な内製化で低コスト化を図っている。EPCの内製化により開発コストを抑えることができ、O&Mの内製化によりランニングコストを抑えることができる。また、EPCやO&Mなどを内製化させ、開発から資金回収までの一気通貫のビジネスモデルを構築することで、案件の開発・取得の時点で一連のリスクを十分に検討することができる。従って、一連のリスクを勘案した上で、資金調達条件を検討できるため、低リスクな事業運営が可能となっている。

国内金利の上昇については、国内金利が1%上昇することで収益に3億円程度の影響が予想されるものの、O&M（運営・保守）の安定成長による収益向上で十分にカバーできると考えられている。さらに、金利が上昇することでインフレが発生し、Non-FIT事業は収益増加が見込まれるため、ナチュラルヘッジが可能である。

エネルギー安全保障の問題もリスクとなり得る。日本のようにエネルギー自給率が低いと、輸入している国の政情が不安定になったり、その国との関係が悪化したりすると、エネルギー資源の価格が急に上がった、輸入量が減ったりすることで、日本へのエネルギー供給が不安定になる可能性が高くなる。実際、ウクライナの紛争が原因で原油価格が急騰し、日本経済に大きな影響を与えたことがある。原油価格の急騰はRJにとってプラスの事業機会であり、逆に価格暴落は逆にマイナスの事業機会となる。そうした変動に対応するためにコスト削減に取り組み価格暴落時でも収益が悪化しないような体制作りに取り組んでいる。

資金流出の問題もリスクに挙げられる。日本はエネルギー資源を大量に輸入しているため、エネルギー自給率が低いと、その分多額の資金が海外に流出する。特に今は円安が進行しており、資源エネルギーの価格が円ベースで高騰しているため、この資金流出がさらに深刻になっている。これにより、日本の経済に悪影響を及ぼすリスクが増大している。このように、エネルギー自給率の低さは日本の経済にとって大きなリスクとなっている。このリスクはRJにとっては成長機会となる。

指標目標

財務指標

非財務指標

目標

パフォーマンスモニタリングと成長戦略

新中期経営計画と指標

RJは、パフォーマンスを測定・モニタリングするための指標として、売上高、経常利益、親会社株主に帰属する純利益、包括利益、純資産額、総資産額、自己資本比率などの財務指標を用いている。目標達成状況をモニタリングする指標には、ストック型収益とフロー型収益の割合が含まれている。具体的には各四半期ごとの売上高の推移やCAGR等をモニタリングしている。

RJは、戦略的ゴールとして日本政府のエネルギー基本計画に基づき2030年度までに温室効果ガス排出量の削減目標を掲げている。この目標は、再生可能エネルギーの導入とグリーン投資の普及を目的としている。目標達成状況をモニタリングする指標として、再生可能エネルギー事業における設備容量の増加が含まれ、稼働済み発電所のネット設備容量等をモニタリングしている。

新中期経営計画の目標としては、2026年までに当期利益を10億円から25億円に増やし、年平均成長率（CAGR）を35%にすることを掲げ、EBITDAは150億円を目標としている。また、総資産を1700億円に維持し、自己資本比率を10%にする計画である。これらの計画の達成度合いは、経営陣の報酬にも反映される仕組みが整えられており、経営目標の達成度合いが報酬決定に重要な要素となっている。

8.2024年12月期第2四半期決算概要

損益概要

減収傾向抜けず
国内フローでカ
バーし通期目標
達成へ

減益続くも改善
傾向

事業拡大続く、通
期計画の98%を
達成

自社開発案件・
セカンダリー案件
ともに順調に受注
通期計画の
52%達成

損益概要

全社業績

売上高

2024年12月期第2四半期(中間期)決算短信によると、前期売上高は8,720百万円で、前年同期の9,468百万円と比べ、7.9%の減少となった。この減少は、海外における電力価格の低迷や長雨による太陽光発電量の減少に起因する。国内においても、法改正の影響で住民説明会などの手続きが必要となり収益化までに想定より長い時間がかかる。今後の見通しとして、再生可能エネルギー市場の拡大と政府の支援が継続することから、中長期的には売上高の回復が期待される。特に、海外での発電所の増加とO&M事業のさらなる強化が売上高の増加に寄与すると考えられる。O&M事業は通期計画よりもハイペースで拡大しており、前期のみで通期計画の98%を達成している。

損益

営業利益は1,515百万円で、前年同期の1,778百万円から14.8%減少。経常利益については、464百万円で、前年同期の1,344百万円の利益から65.5%の減益となった。

O&M事業

O&M事業については、外部からの受注をさらに強化したことにより、他社からの受託が累計194件、設備容量約1,566MW、総計で384件、設備容量約2,260MWとなり、当社の開発事業及びO&M事業の拠点は全国34か所となった。結果、通期目標を大幅に超えるペースで拡大しており、目標2,300MWの98%を前期のみで達成している。

売電事業

全国各地に点在するNon-Fit太陽光発電所が商業運転を迎え、当中間連結会計期間における売電事業の売上増加に寄与している。石川県では設備容量1.8MWの発電所開発案件が完了し、2024年5月より売電を開始した。2024年6月30日時点での稼働済み発電所のネット設備容量は合計約382MWになっている。以上のように国内売電事業は拡大を続けており、国内売電事業の売上高総利益15.1億円と、上期計画の12.9億円より17%増加している。

海外と国内の案件売却を進める計画でキャッチアップ

通期計画の達成可能性

国内外の発電所売却で計画達成を目指す

機動的に発電所を売却する能力が試される

当期利益が計画の2.1億円に留まり、EBITDAも計画を若干下回る49.4億円であった。国内では政府のルール変更により案件売却が困難となり、実績は0億円に留まった。海外では電力価格の低迷と異常気象の影響で投資が一時停止され、案件購入が遅れた。通期での当期利益15億円の目標を達成するために、海外では再交渉や金利の低下を利用して有利な条件で案件を購入し、売却を目指している。国内では住民説明会を経て、案件売却を行う予定である。企業は、半期の計画未達成に対する懸念があるものの、通期での目標達成に向けて最大限の努力を行う意向を示している。この不安が払拭されることがRJの評価においては極めて重要である。RJの会社計画の達成について、機動的に発電所を売却することで達成していく能力が問われる半年となろう。

9. トピックス

「とうぎんグリーン・ローン」借入

資金使途を再生エネルギーの開発・購入に限定

創業時から力強い支援

指数関数的に成長

Non-FIT太陽光発電事業を対象とした初めての融資

借入の概要

RJはグループ会社において2023年10月24日、「とうぎんグリーン・ローン（グリーン・ローン型）」（以下「本ローン」）の借入を行い、借入先である東北銀行とローンの借入に係る共同発表を行なった。本ローンは、資金使途を再生可能エネルギーの開発及び購入に限定したグリーン・ローンフレームワークに基づく融資商品だ。本ローンによる資金は、RJの連結子会社が新たに開発するNon-Fit 太陽光発電事業の資金へ充当する。本件は、格付投資情報センター（R & I）からセカンドオピニオンを取得し実行したものだ。また、Non-Fit 太陽光発電事業を対象とした本ローンによる融資の実行は、両社にとって初めての取り組みとなる。

本件の概要

借入先	株式会社東北銀行
融資実行日	2023年9月13日
融資極度額	20億円
資金使途	太陽光発電所開発資金
第三者評価機関	株式会社格付投資情報センター

出所[「とうぎんグリーン・ローン」の借入に係る株式会社東北銀行との共同発表について]

東北銀行との関係

今回融資を行なった東北銀行は創業時からRJを資金面で支えており、2社には強い信頼関係がある。2013年にはRJ初のEPC案件での資金調達、2015年には無制限での出力抑制でのプロジェクトファイナンスによる融資、2018年にはソーラーシェアリングで初となるプロジェクトファイナンスによる融資を行うなど、RJの挑戦のパートナーとして欠かせない存在だ。

Non-FIT市場

市場の拡大

今回の融資を受けて推進するNon-FIT事業の市場はブルーオーシャンであると社長は述べている。2020年に菅首相が「2050年にカーボンニュートラル目指す」グリーン成長戦略を発表するなど政府も再生エネルギー事業に力を入れており、2050年にはNon-FITの市場規模は220GW（30兆円）を超えると予想される。今までNon-FIT化が進まなかった理由としては、コスト上昇、開発ルールの未整備、金融の遅れ、許認可（土地、系統他）、需要家の迷いが挙げられ、これらが解決されれば指数関数的に市場は拡大すると考えられる。また、実際にスペインではこれらの問題は解決されており、日本でも十分解決可能である。

蓄電池と
カーボン
プライシング

事業の難易度が
上がる分
アップサイドも
大きい

Non-FIT拡大のカギ

RJは、Non-FIT拡大のためには二つのカギがあると考えている。1つ目は蓄電池だ。蓄電池の導入により、「変動電源」ともよばれる再生可能エネルギーの不安定さを克服し、「安定電源」化することができる。現在は蓄電池導入のコストが高いが、数年以内には蓄電池の導入が経済的に有利に働くと考えられる。2つ目はカーボンプライシングだ。カーボンプライシングとは「二酸化炭素の排出」にかかるコストのことで、これにより再生可能エネルギーへの転換が加速すると考えられる。これらの二つのカギにより、再生可能エネルギー事業のコストを事業性が上回る時代の到来が期待される。

FIT制度との違い

FIT制度との大きな違いは国による電力固定価格買取制度が無いことである。Non-FITでは自ら売電先を確保する必要があり、事業の難易度は大きく上がる。しかし、Non-FITに移行することで電力会社は再生エネルギーに付随する環境価値も得ることができ、市場原理の中で電力を売買するためアップサイドも大きい。また、FIT制度では国民負担があり、その負担額は再生エネルギーの成長とともに上がっていたが、Non-FIT制度では国民負担がなくなるため、国民の負担軽減と再生エネルギーの普及の両方が同時に進む。

東急不動産と の共同出資

1GWの再生エ
ネルギー発電所の
開発および保有
をめざす

両者のノウハウを
活用し、脱炭素
社会の実現に貢
献

地理的特性を
活かす

東急・現地人との
密接な
関係構築

バランスシートを
コントロール

南欧地域における再生エネルギー事業を推進

共同出資の概要

RJは2023年10月11日、東急不動産株式会社と、今後数年を目途にスペインを中心にイタリアなど南欧地域で合計1GW(=1,000MW)の再生可能エネルギー発電所の開発および保有を目標として、共同出資にかかる協定書を締結したことを発表した。この取り組みの第一弾として、9月末にスペインのシウダード・レアル県マンサナレスに所在する太陽光発電所（設備容量39.9MW）を取得した。RJと東急不動産は2017年8月に再生可能エネルギー事業領域における資本業務提携を締結しており、日本国内の太陽光発電を中心に事業推進し、両社合わせて2GW超の豊富な開発実績を有している。

今後の計画

共同出資を行うスペインを中心とした南欧地域は、日射量が多く、太陽光発電に適する緩やかな丘陵地帯も豊富なことから、太陽光発電所の開発において非常に魅力的な市場となっており、今後も安定的な事業機会の確保が見込まれる。当面の間は、RJのスペイン現地法人

（RJ EURODEVELOPMENT,S.L.）を通じて、現地スタッフが構築したローカルネットワークを活用し、太陽光発電所の開発を行う予定だ。今回の協定書締結を機に、両社はスペインを中心とした南欧地域で、東急不動産の総合ディベロッパーとしてのリソースとRJの開発から運用・管理の一気通貫体制を組み合わせ、さらには共通の価値観を持つ現地企業とのパートナーシップを強化し、スピード感を持って「1GW」という大きな目標を達成し、国際的な脱炭素社会の実現に貢献する。

Growth

RJは、すでに太陽光発電所を1.6GW保有している国内実績一位の東急不動産との共同出資により、成長を続ける国内市場での圧倒的トップに躍り出ることが予想される。RJだけでは対応しきれない案件の量を東急不動産と協力してこなすことで、今までの四倍のスピードで発電所取得を行うことが可能となる。

Connection

東急はRJの株式の16.41%を保有している。RJのO&M（運用と保守）サービスの顧客の中で最大のシェアを持つのは東急不動産であり、両社は密接な関係を築いている。また、現地法人はすべて現地人で構成されている。これによりローカルネットワークを活用した案件獲得が可能になり、すでに案件相談は2GW分を超えている。

Confidence

RJは循環モデルビジネスを採用しており、高利回りの発電所を保有し、低利回りのものは売却することでバランスシートを1700億円で維持したまま事業を推進する。スペインにおいては東急不動産と共同出資をすることで100%出資を避け、O&Mも行わない方針だ。

ポートフォリオ 型私募ファンド の組成

格付け期間から
の最上位の評価

総資産額204億円

ファンドの概要

RJは、国内の機関投資家様との間で、RJグループが保有していた太陽光発電所を含む24物件の太陽光発電事業に関連する、総資産額約204億円のポートフォリオ型私募ファンドの組成にかかる契約締結が完了したことを2023年12月14日に公表した。なお、本件における資金決済は2023年12月内を予定している。このようなポートフォリオ型私募ファンドの組成は、RJにおいて3案件目となる。また、本件のデット調達プロジェクトはプロジェクトボンドにより行っている。本プロジェクトボンドは格付投資情報センター（R&I）より、プロジェクトボンド向けのグリーンボンド格付及びグリーンローン格付（GA1：最上位の評価）が付与されており、グリーンボンド原則及びグリーンローン格付等への適合性に関するセカンドオピニオンも獲得している。

ファンドの条件

予定利回り (年率・税引前)	1.80%
予定運用期間	約4ヶ月 2023/10/17～2024/2/29*予定
募集金額	200,000,000円
元本償還方法	満期一括
利益配当方法	毎四半期
担保・保証	担保なし・保証なし
最低成立金額	30,000,000円
資金使途	一般事業資金

出所[<https://funds.jp/fund/detail/renewablejapan01>]

対象事業の概要

主なスポンサー	リニューアブル・ジャパン株式会社
所在地	全国15都道府県、24物件
事業規模	設備容量合計52.3MW
年間CO2排出削減量	約26,651トン

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。

MPX-ETRM システムの 導入

売電収入の見通し把握と市場リスクヘッジ

Non-FIT 電源の拡大を見据える

MPX-ETRMシステム導入の概要

RJは2024年1月26日、株式会社MPX（以下「MPX」）がオランダのKYOS社と共同開発したETRM（エネルギー・トレーディング・リスクマネジメント）システムを、再生可能エネルギー事業者として日本で初めて導入したことを発表した。RJは、FIT制度・FIP制度の先を見据えた事業としてNon-FIT発電所の開発を推進している。Non-FIT発電事業には、卸市場価格によって売電収入が変動する「市場リスク」が伴うが、RJ独自の金融ノウハウと、本システムを活用し、売電収入の見通しを把握するとともに市場リスクを適切にヘッジすることで、安定的なNon-FIT発電事業の確立を目指す。

株式会社MPXの概要

【MPXの概要】

名称	株式会社 MPX
代表者	代表取締役社長 荒生 元
本社所在地	東京都中央区日本橋二丁目10番5号
設立	2022年10月
資本金	9千万円
株主	株式会社三菱総合研究所（80%）、KYOS Holding B.V.（20%）
事業内容	卸電力市場に関する情報配信、再生可能エネルギーの価値算定、市場リスク管理システムの開発

出所[Non-FIT 電源の拡大を見据えた「MPX-ETRM システム」の導入について]

東北銀行と 共同で新会社 設立

東北銀行の 子会社

地域社会活性化 と 脱炭素化の推進

とうぎんリニューアル・エナジー株式会社

共同出資の概要

RJは2024年2月15日、株式会社東北銀行と共同で出資する子会社「とうぎんリニューアル・エナジー株式会社」を設立したことを公表した。なお、株主構成は東北銀行が80%、RJが20%であり、関係当局による許認可を取得し、再生可能エネルギー事業を営む他業銀行業高度化等会社に該当するため、東北銀行の子会社となる。

共同出資の目的

今回の共同出資は、東北銀行の営業エリアの特性を最大限活かした再生可能エネルギー事業を展開することで、新たな経済循環の促進による地域経済の活性化および地域の脱炭素化の推進を図り、持続可能な地域社会の発展に貢献していくことが目的だ。また、RJと東北銀行は2022年1月に、それぞれが有する知見等を相互に有効活用し、再生可能エネルギー事業拡大を図ることで地域の振興に貢献することを目標として、東北地域における再生可能エネルギー事業に関する協定書を締結しており、今回の共同出資もその協定の一環として行われる。

会社概要

商号	とうぎんリニューアル・エナジー株式会社
本社所在地	岩手県盛岡市内丸3番1号（東北銀行本店内）
代表者	代表取締役 保和衛（東北銀行取締役常務執行役員）
資本金	50百万円
主な事業内容	再生可能エネルギー販売事業、再生可能エネルギー出資事業、環境コンサルティング事業、東北銀行グループの脱炭素化支援事業
株主構成	株式会社東北銀行 80% リニューアル・ジャパン株式会社 20%
設立日	2024年2月15日

出所[株式会社東北銀行との共同出資による新会社設立について]

東急不動産と
共同出資で発
電所取得

共同出資に基づく
取り組みの第2弾

バルデカレタス太陽光発電所

共同出資の概要

RJは2024年2月29日、東急不動産との共同出資により、スペインのサモラ県トロに所在するバルデカレタス太陽光発電所を取得したことを発表しました。本件は、2023年10月にRJと東急不動産との間で締結した、南欧地域における再生可能エネルギー事業の推進に係る共同出資に関する協定書に基づく取組の第二弾となる。これにより、RJグループが保有するスペインにおける太陽光発電所の設備容量は合計約52.9MWとなった。

取得した発電所の概要

【取得した太陽光発電所の概要】

発電所名	バルデカレタス太陽光発電所
所在地	スペイン王国 サモラ県 トロ
設備容量	37.8MW
商業運転開始日	2023年12月
出資比率	東急不動産：90% リニューアル・ジャパン：10%

【バルデカレタス太陽光発電所】



出所[東急不動産との共同出資によるスペイン王国における太陽光発電所の取得について]

2024年12月 期の成長戦略

計画の大幅な
前倒し

創業時から
力強い支援

指数関数的に
成長

蓄電池と
カーボン
プライシング

事業の難易度が
上がる分
アップサイドも大
きい

安定成長から次のステージへ

O&M受注容量

RJのO&M事業は、上場した際の計画では4年間で当時の986MWを2倍にする予定だったが、2年で1900MWを超え、ほぼ計画の約2倍のスピードで成長している。この伸び率・伸び量は日本一である。また、2030年には3GW到達を予定しており、さらなる前倒しの可能性もあるとしている。営業利益は2024年12月期で7.5億円、2025年12月期には10億円を目指している。

東北銀行との関係

今回融資を行なった東北銀行は創業時からRJを資金面で支えており、2社には強い信頼関係がある。2013年にはRJ初のEPC案件での資金調達、2015年には無制限での出力抑制でのプロジェクトファイナンスによる融資、2018年にはソーラーシェアリングで初となるプロジェクトファイナンスによる融資を行うなど、RJの挑戦のパートナーとして欠かせない存在だ。

Non-FIT市場

市場の拡大

今回の融資を受けて推進するNon-FIT事業の市場はブルーオーシャンであると社長は述べている。2020年に菅首相が「2050年にカーボンニュートラル目指す」グリーン成長戦略を発表するなど政府も再生エネルギー事業に力を入れており、2050年にはNon-FITの市場規模は220GW（30兆円）を超えると予想される。

Non-FIT拡大のカギ

RJは、Non-FIT拡大のためには二つのカギがあると考えている。1つ目は蓄電池だ。蓄電池の導入により、「変動電源」ともよばれる再生可能エネルギーの不安定さを克服し、「安定電源」化することができる。現在は蓄電池導入のコストが高いが、数年以内には蓄電池の導入が経済的に有利に働くと考えられる。2つ目はカーボンプライシングだ。カーボンプライシングとは「二酸化炭素の排出」にかかるコストのことで、これにより再生可能エネルギーへの転換が加速すると考えられる。これらの二つのカギにより、再生可能エネルギー事業のコストを事業性が上回る時代の到来が期待される。

FIT制度との違い

FIT制度との大きな違いは国による電力固定価格買取制度が無いことである。Non-FITに移行することで電力会社は再生エネルギーに付随する環境価値も得ることができ、市場原理の中で電力を売買するためアップサイドも大きい。また、FIT制度では国民負担があり、その負担額は再生エネルギーの成長とともに上がっていたが、Non-FIT制度では国民負担がなくなるため、国民の負担軽減と再生エネルギーの普及の両方が同時に進む。

蓄電所事業に 参入

カーボンニュートラルの実現に貢献

持続可能なエネルギー社会を支える蓄電所事業の拡大

再生可能エネルギーの推進と革新を支える基盤づくり

内部資源と外部ネットワークの統合による持続可能なエコシステムの構築

信頼を基盤とした透明性と責任ある運営の確立

大型蓄電池を活用した次世代エネルギーインフラの構築

蓄電所事業の概要

RJは、再生可能エネルギーの普及とカーボンニュートラルの実現を目的に、新たに蓄電所事業に参入した。この事業では、埼玉県日高市に約7.8 MWhの蓄電池容量を持つリチウムイオン蓄電池を設置し、2025年3月に運用を開始する予定である。この蓄電所は、電力系統に直接接続されることで、電力需給バランスの安定化や調整力の供出、再生可能エネルギーの導入加速に寄与する。蓄電池はTesla製のリチウムイオン電池を採用し、卸電力市場や容量市場、需給調整市場においてその能力を最大限に活用することを目指している。

今後の計画

RJは、埼玉県日高市での蓄電所運用成功を起点に、他地域での蓄電所開発と運営を加速させ、再生可能エネルギー導入拡大と電力系統の安定化を推進する計画である。これにより、カーボンニュートラル実現に向けたインフラを強化。公益財団法人東京都環境公社からの支援を受け、技術革新や市場変化に対応した新ビジネスモデルで収益性向上を目指す。今後は蓄電池技術導入や新規プロジェクト展開により、持続可能なエネルギー社会の構築に貢献する予定。

Growth

RJは、再生可能エネルギー市場での長期的な成長を視野に入れ、蓄電所事業を戦略的に展開している。この事業は、技術革新を通じて再生可能エネルギーの導入を加速させ、電力需給の安定化を図ることを目的としている。特に、蓄電池の容量や出力を活用して市場のニーズに迅速に対応し、持続可能なエネルギー社会の実現に向けた新たな価値を創出している。

Connection

RJは、内部資源である技術力や人的資本を最大限に活用し、外部のパートナー企業や政府機関と緊密に連携することで、持続可能なエコシステムを構築している。例えば、日本工営エナジーソリューションズ株式会社との協力や、公益財団法人東京都環境公社からの支援を受けたプロジェクトは、その一環として位置づけられる。

Confidence

RJは、透明性と信頼を基盤に運営を行い、政府支援で社会的信用を得つつ、Tesla社の技術採用で技術的信頼性を高めている。また、「すべての人をエネルギーの主人公に」というビジョンでステークホルダーと信頼関係を構築し、責任ある意思決定を実践。この信頼が事業の安定性、ブランド価値、競争力を支える要となっている。

参考資料1.財務モデルの詳細

■ JPRが作成した発電所保有量と売上高の予想

		会社計画		会社計画		会社計画		会社計画		会社計画		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
		2024.12	2025.12	2026.12	2027.12	2028.12	2029.12	2030.12	2031.12	2032.12	2033.12	2034.12	2034.12
売上高 百万円	連結		20,500	22,799	25,000	27,106	29,285	31,457	33,629	35,246	36,863	38,481	40,098
		FIT案件	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	10,426	9,852	9,278	8,704
	ストック	国内売電事業		209	209	209	209	226	235	244	252	261	270
		風力・水力案件	581	1,481	2,464	3,449	4,435	5,420	6,406	7,391	8,377	9,362	10,348
		Non-FIT案件	1,030	1,706	2,198	2,749	3,360	3,971	4,582	5,193	5,804	6,415	7,026
	海外売電事業		2,960	3,410	3,861	4,504	5,148	5,791	6,435	7,078	7,722	8,365	9,009
	O&M事業	▲ 540	▲ 509	▲ 475	▲ 750	▲ 827	▲ 904	▲ 981	▲ 1,038	▲ 1,096	▲ 1,153	▲ 1,210	▲ 1,268
連結河去	5,260	5,602	5,943	5,943	5,943	5,943	5,943	5,943	5,943	5,943	5,943	5,943	
開発事業		9,940	11,465	13,000	14,368	15,778	17,186	18,594	19,984	21,374	22,764	24,154	
売上 総利益 百万円	連結		2,137	2,383	2,629	2,629	2,629	2,629	2,491	2,354	2,217	2,080	1,943
		FIT案件		41	45	50	50	54	56	58	60	62	64
	ストック	国内売電事業	113	321	589	824	1,060	1,295	1,531	1,766	2,002	2,237	2,473
		風力・水力案件	680	1,126	1,451	1,815	2,218	2,622	3,025	3,428	3,832	4,235	4,638
		Non-FIT案件	2,310	2,662	3,013	3,515	4,017	4,520	5,022	5,524	6,026	6,528	7,030
	海外売電事業	▲ 540	▲ 609	▲ 675	▲ 750	▲ 827	▲ 904	▲ 981	▲ 1,038	▲ 1,096	▲ 1,153	▲ 1,210	
	O&M事業	5,200	5,538	5,943	6,285	6,627	6,969	7,310	7,652	7,994	8,336	8,677	
連結河去	25.4%	24.3%	23.8%	23.2%	22.6%	22.2%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.6%	21.6%	
売上 総利益率	連結		19.4%	21.7%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
		FIT案件	19.4%	21.7%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
	ストック	国内売電事業	19.4%	21.7%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
		風力・水力案件	65.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
		Non-FIT案件	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%	78.0%
	海外売電事業	98.9%	98.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
	O&M事業	289	300	300	300	300	300	300	300	300	300	300	
連結河去	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11		
発電所 保有量 MW	連結		50	100	150	200	250	300	350	400	450	500	550
		FIT案件	120	160	200	250	300	350	400	450	500	550	600
	ストック	国内売電事業	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	21.2	20.0	18.8	17.7
		風力・水力案件	12.0	12.0	12.0	12.0	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5	16.0
		Non-FIT案件	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
	海外売電事業	2,300	2,650	3,000	3,500	4,000	4,500	5,000	5,500	6,000	6,500	7,000	
	O&M事業	340	670	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
連結河去													

2026年のRJ予想 値から計算

去年のJPR予想 より 飛躍的に改善

予想の根拠と概要

本予想についてはRJが発表している2026年における各種数値の予想をもとに、10年間の見込みを計算したものである。発電単価に関しては、FITの価格は予測通り今後下落していくものの、Non-FIT市場における発電単価は上昇基調が続いている。また、O&M（運用・保守）事業は再生可能エネルギーの導入拡大に伴い、その需要が堅調に増加する見通しだ。一方で、開発事業については、現状では保守的な見通しが立てられており、1,000MWで横ばい推移すると予想した。風力および水力案件については、成長が限られているため現状の維持を前提としているが、この分野は引き続き安定的な収益をもたらすセグメントとして位置付けられている。海外事業に関しても、現在のところ大幅な成長は期待されていないものの、今後の市場開拓や国際的なエネルギー需要の高まりに伴い、潜在的な成長余地が存在すると考えられる。

保守的に予想

RJは中期経営計画にて今後10年でFITおよびNon-FIT案件を合わせて1GWに到達するとしている。しかし、JPRのモデルにおいては、2034年時点で850MWにとどまるという見積もりとした。この背景には、RJが2026年までの詳細な成長計画を策定しているのに対し、JPRのモデルではその成長率を一定の範囲内に留め、10年間にわたり線形的に推移させたという点がある。つまり、JPRの予測は、成長率の加速や新たな市場機会の出現を保守的に評価しており、成長のポテンシャルを控えめに見積もっている。

RJの1GW成長目標に対してJPRの見積もりは保守的であるが、それでもなお売上高および株主価値は着実に増加することが期待されている。特に、JPRが2023年6月に発表したレポートよりも速い成長ペースが維持されると予想されており、これにより株主に対する価値提供が持続的に拡大していくことが期待される。また、今期の決算については、期ズレが発生しているため一部の数値が低く算出されているが、2024年2月に発表される決算において、RJが設定した目標が達成されれば、今後の成長予測に沿った軌道に乗ることが見込まれる。つまり、RJの成長計画は短期的な変動を考慮しつつも、中長期的な視点では堅実な成長を示しており、株主にとって非常に魅力的な投資先としてのポテンシャルを有していると言える。

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。

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]	会社計画		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	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
PL																
売上高	20,500	22,799	25,000	27,106	29,285	31,457	33,629	35,246	36,863	38,481	40,098					
売上総利益	9,940	11,465	13,000	14,368	15,778	17,186	18,594	19,884	21,174	22,465	23,755					
販売管理費	4,880	5,206	5,500	6,038	6,593	7,146	7,699	8,130	8,561	8,992	9,423					
販管費増加率	74.3%	106.6%	105.7%	105.0%	104.7%	104.4%	104.1%	102.9%	102.7%	102.6%	102.5%					
EBITDA	12,610	13,753	15,000	16,263	17,571	18,874	20,177	21,148	22,118	23,088	24,059					
減価償却費合計	7,510	7,505	7,500	8,132	8,786	9,437	10,089	10,574	11,059	11,544	12,029					
営業利益	5,100	6,185	7,500	8,320	9,185	10,040	10,895	11,754	12,613	13,473	14,332					
実払利息	1,839	1,830	4,000	4,066	4,242	4,456	4,609	4,700	4,772	4,825	4,744					
その他営業外収益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
経常利益	2,520	2,970	3,500	4,264	4,943	5,584	6,286	7,054	7,841	8,648	9,588					
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
法人税等	820	775	667	812	942	1,064	1,198	1,344	1,494	1,648	1,827					
非支配株主に帰属する当期純利益	200	258	333	406	471	532	598	671	746	823	913					
親会社株主に係る包括利益	1,500	1,936	2,500	3,452	4,001	4,520	5,088	5,710	6,347	7,000	7,761					
期首発行済株式数(千株)	29,754	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352					
発行済株式数(千株)	598	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
期中平均株式数																
期末発行済株式数(千株)	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352	30,352					
EPS(円)	49.42	63.80	82.37	113.73	131.82	148.92	167.64	188.12	209.12	230.64	255.70					
check																
内部留保	1,500	1,936	2,500	3,452	4,001	4,520	5,088	5,710	6,347	7,000	7,761					
手元流動性	2,850	3,125	3,388	3,661	3,932	4,204	4,406	4,608	4,810	5,012	5,214					
運転資本	16,315	17,889	19,396	20,956	22,510	24,064	25,221	26,378	27,536	28,693	29,850					
償却対象有形固定資産	102,531	112,427	121,896	131,698	141,464	151,231	158,504	165,777	173,051	180,324	180,324					
投資有価証券	2,099	2,099	2,099	2,099	2,099	2,099	2,099	2,099	2,099	2,099	2,099					
その他資産	13,194	13,194	13,194	13,194	13,194	13,194	13,194	13,194	13,194	13,194	13,194					
増減率	163,453	165,723	168,542	176,620	188,212	199,803	208,436	217,069	225,702	234,335	235,694					
有利子負債以外の流動負債	3,451	3,784	4,103	4,433	4,762	5,090	5,335	5,580	5,825	6,070	6,315					
短期借入金	0	0	0	4,297	11,558	18,301	21,601	24,279	26,320	27,708	21,061					
長期借入金	131,036	131,036	131,036	131,036	131,036	131,036	131,036	131,036	131,036	131,036	131,036					
その他固定負債	11,262	11,262	11,262	11,262	11,262	11,262	11,262	11,262	11,262	11,262	11,262					
貸付金等	11,587	11,587	11,587	11,587	11,587	11,587	11,587	11,587	11,587	11,587	11,587					
内部留保等	6,117	9,054	10,554	14,006	18,007	22,527	27,615	33,325	39,672	46,673	54,434					
純資産・負債	163,453	165,723	168,542	176,620	188,212	199,803	208,436	217,069	225,702	234,335	235,694					
CF																
手元流動性	▲ 287	▲ 275	▲ 263	▲ 272	▲ 271	▲ 271	▲ 202	▲ 202	▲ 202	▲ 202	▲ 202					
運転資本	▲ 1,645	▲ 1,575	▲ 1,507	▲ 1,560	▲ 1,554	▲ 1,554	▲ 1,157	▲ 1,157	▲ 1,157	▲ 1,157	▲ 1,157					
有利子負債以外の流動負債	348	333	319	330	329	329	245	245	245	245	245					
有形固定資産投資	▲ 19,552	▲ 17,401	▲ 16,970	▲ 17,934	▲ 18,552	▲ 19,203	▲ 17,362	▲ 17,847	▲ 18,332	▲ 18,818	▲ 12,029					
有形固定資産償却	9,211	7,505	7,500	8,132	8,786	9,437	10,089	10,574	11,059	11,544	12,029					
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
投資有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
その他資産	18,536	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
内部留保等	1,500	1,936	2,500	3,452	4,001	4,520	5,088	5,710	6,347	7,000	7,761					
営業CF	8,111	▲ 9,476	▲ 8,421	▲ 7,852	▲ 7,262	▲ 6,743	▲ 3,300	▲ 2,678	▲ 2,041	▲ 1,388	▲ 6,646					
短期借入金	▲ 23,361	0	0	4,297	7,262	6,743	3,300	2,678	2,041	1,388	▲ 6,646					
長期借入金	23,361	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
その他固定負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
株式調達	2,500	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
金融CF	2,500	0	0	4,297	7,262	6,743	3,300	2,678	2,041	1,388	▲ 6,646					
余剰現金増減	10,611	▲ 9,476	▲ 8,421	▲ 3,556	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	0					
[単位:百万円]																
FY	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	673.4%	576.5%	571.4%	567.3%	563.7%	560.6%	557.9%	556.1%	554.4%	552.9%	552.9%					
期首投下資本	138,049	131,438	142,851	153,772	165,076	176,339	187,602	195,990	204,378	212,766	221,154					
売上高成長率	-39.0%	11.2%	9.7%	8.4%	8.0%	7.4%	6.9%	4.8%	4.6%	4.4%	4.2%					
NOPAT	3,539	4,292	5,205	5,781	6,374	6,968	7,561	8,157	8,754	9,350	9,946					
ROIC	2.6%	3.3%	3.6%	3.8%	3.9%	4.0%	4.0%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%					
運転資本日商比(日)	261	261	261	261	261	261	261	261	261	261	261					
売上原価率	51.51%	49.71%	48.00%	46.99%	46.12%	45.37%	44.71%	43.58%	42.56%	41.62%	40.76%					
販管費率	23.80%	22.83%	22.00%	22.28%	22.51%	22.72%	22.89%	23.07%	23.22%	23.37%	23.50%					
営業利益率	24.68%	27.45%	30.00%	30.73%	31.36%	31.92%	32.40%	33.35%	34.22%	35.01%	35.74%					

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・エニックス・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。

参考資料2.WACCの計算手順

■ WACCの計算プロセス

$\beta = VI$ (ボラティリティインデックス) \times COR (相関係数) で計算される。VIは、個別株のリターンの標準偏差 \div TOPIXリターンの標準偏差、CORは、個別株のリターンの標準偏差 \div TOPIXリターンの相関係数。それぞれについて統計学的な視点で、個別株と業界の加重平均を利用している。本資料での加重平均は以下の表で確認されたい。本資料では過去5年間に日次ベースで計算。 β はすべて無負債 β 。RP:リスクプレミアム、RFR:リスクフリーレート(国債10年利回り、財務省出所)、レバレッジ:借入れによるリスク増大効果の推計値、 $1 + (1 - \text{TaxRate}) \times D/E$ で計算。レバレッジ $\beta = \text{レバレッジ} \times \text{無負債}\beta$ 。Dは直前四半期の有利子負債残高、Eは計算日ベースの時価総額、COE:コストオブエクイティ $= \beta \times \text{レバレッジ} \times \text{RP} + \text{RFR}$ 。株価は過去5年の日次データに基づく。本資料で利用したWACCの計算方法は以下で詳細を記載している。

ボラティリティインデックス (VI) \times 相関係数 (COR) = β の関係を計算 (無負債)利用したいVI及びCORのウェイト (0~9) を選択して利用する β を計算する。

VI	自社VI	1.682	0	0%	COR	自社COR	0.112	5	83%
	業界VI	1.324	1	100%		業界COR	0.325	1	17%
	利用VI		1.32			利用COR		0.15	

利用 β 1

0.20

WACCの計算過程

計算に利用する β β 1

0.20

E:時価総額[億円]	D:有利子負債[億円]	TaxRate
189.1	1,342.9	31.0%
RP	RFR(2024-07-31)	レバレッジ
8.814%	1.07%	5.901
COE	過去実績支払金利	COD
11.22%	1.53%	1.06%
D/(D+E)	E/(D+E)	D/E
87.66%	12.3%	710.3%

データ取得日 2024-Aug-15

本レポートは、ジェイ・フエニクス・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

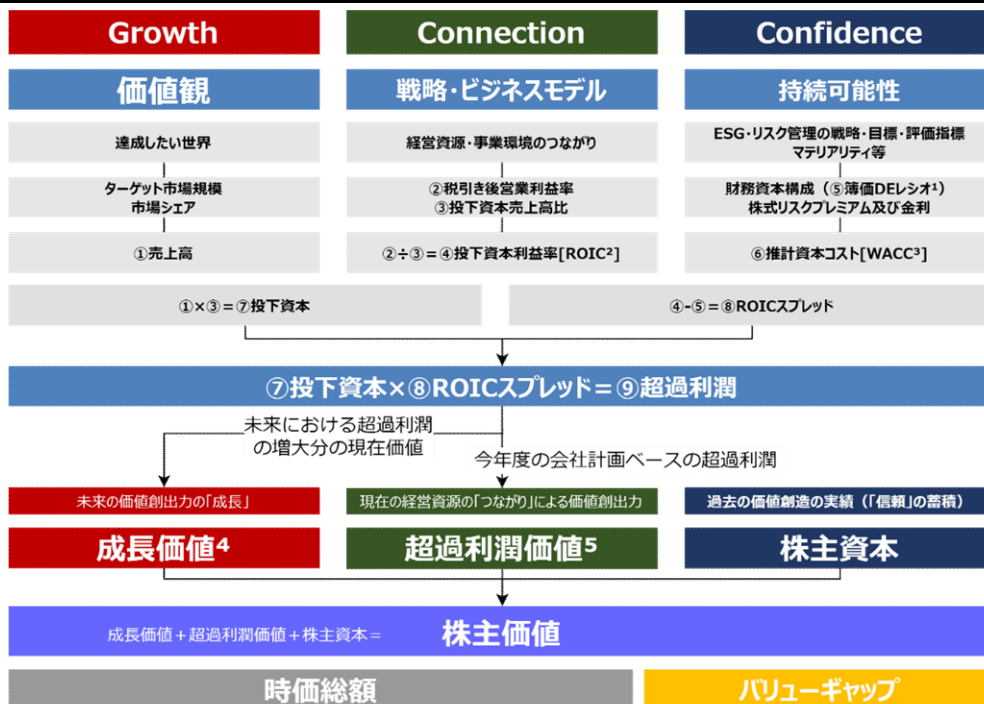
理論的な株主価値と時価総額のバリューギャップを可視化

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ー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。

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、おおよ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、おおよそ実装されている	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、おおよ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

価値創造プロセス の信頼性を

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。

財務安定性・社会貢献性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。

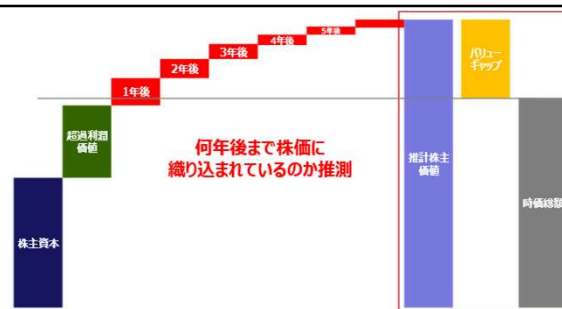
巻末資料2. 超過利潤の説明

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 + 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 / (E + D)) 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との一次回帰式の傾き
 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。
- 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せん。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おります。

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せんが、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。