

イーレックス

9517 東証 1 部

<https://www.erec.co.jp/ir/>

2016 年 6 月 20 日 (月)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

[企業情報はこちら >>>](#)

■ 新中期経営計画『Dash 1000』を発表

イーレックス<9517>は電力小売事業を展開する独立系の新電力(PPS)企業。競争力のあるベースロード電源、機動的な販売戦略といった特徴を武器に、2016 年からの電力全面自由化の流れの中で高成長を目指している。

同社は 2017 年 3 月期～2019 年 3 月期の 3 ケ年中期経営計画『Dash 1000』を策定した。競争力ある電源の確保と小売事業の強化によって、2020 年 3 月期以降に売上高 1,000 億円に到達するための準備を着実に進める 3 年間という位置付けだ。最終年度の 2019 年 3 月期においては売上高 67,339 百万円、営業利益 7,354 百万円を計画している。

電源確保では自家発電所の建設計画が目白押しとなっている。2016 年秋稼働予定で大分県に建設中の佐伯発電所に加え、福岡県豊前市にバイオマス発電所を建設する案件についての協議が大詰めを迎えている。豊前案件は九州電力<9508>グループとの JV で、発電能力は佐伯の 1.5 倍の規模となる予定だ。豊前案件の次には同規模のバイオマス発電所を東北地方に建設する案件が本格スタートする見通しであり、それ以降にさらに 2 案件を計画している。

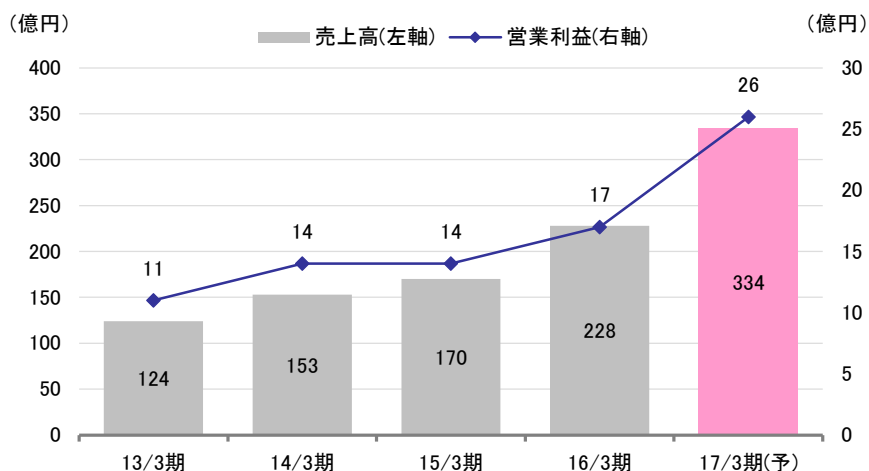
電力の小売販売先の開拓も順調だ。大口需要家向けの高圧分野は、1,200 の代理店を通じて獲得した顧客数が 8,000 件を超えた。2016 年 4 月から自由化された一般家庭などを対象とする低圧分野では、アライアンス戦略で臨んでいる。これまで、LP ガス販売会社 39 社などと提携し、11,000 件以上の顧客を獲得した。同社の小売電力量は、現状は高圧分野が大半を占めているが、徐々に低圧分野の販売量を増やし、売上高 1,000 億円達成時点では低圧分野の構成比が 50% になると同社では想定している。

電力事業においては、貯蔵できないという電気の性質上、需給調整作業が不可欠だ。同社はこの作業を事業化し、収益源とすることを狙っている。今秋をめどにエネルギー取引部を創設し、トレーディング事業を開始する計画だ。

■ Check Point

- ・売上高 34.0% 増、当期純利益 20.6% 増で過去最高業績を更新
- ・2019 年 3 月期に売上高 1,000 億円を目指す
- ・「エネルギー取引部」を設置し、トレーディング事業を開始予定

業績の推移



2016 年 3 月期決算の概要

売上高 34.0% 増、当期純利益 20.6% 増で過去最高業績を更新

同社の 2016 年 3 月期は、売上高 22,877 百万円（前期比 34.0% 増）、営業利益 1,723 百万円（同 16.8% 増）、経常利益 1,614 百万円（同 42.5% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,112 百万円（同 20.6% 増）と増収増益で着地し、売上高、利益ともに過去最高を更新した。

オペレーションとして、自社電源である土佐発電所は計画を超える稼働率を達成し、電力調達における要として事業を支えた。販売面では、代理店数（期末 1,200 店超）、顧客数（期末 8,000 施設超）ともに順調に拡大した。

2016 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

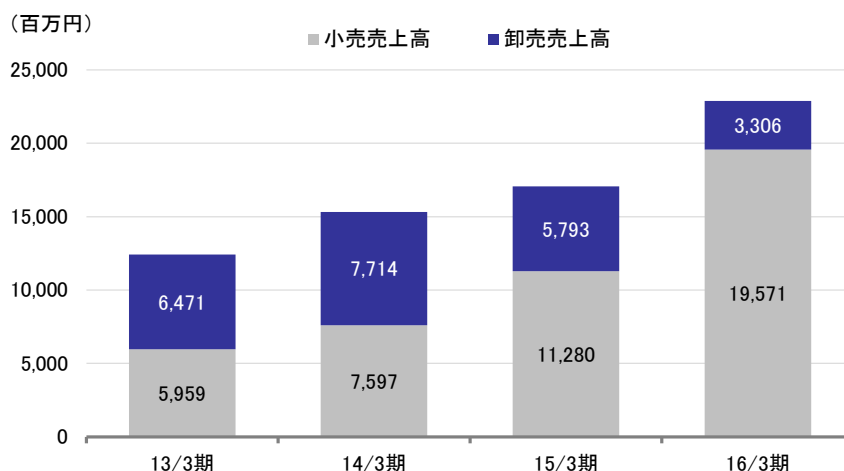
	15/3 期	16/3 期			
	実績	計画	実績	前期比	計画比
売上高	17,074	24,086	22,877	34.0%	-5.0%
営業利益	1,475	1,510	1,723	16.8%	14.1%
営業利益率	8.6%	6.3%	7.5%	-12.8%	20.1%
経常利益	1,132	1,405	1,614	42.5%	14.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	922	936	1,112	20.6%	18.8%

出所：短信からフィスコ作成

売上高は期初計画に対して 5.0% の未達となった。これは原油価格下落の影響で卸電力価格が大きく下落したことを受けて、卸電力販売量を減らしたためだ。一方で高収益顧客を獲得したことで小売電力量を増やし、一部減収をカバーした。

利益は計画を上回っての着地となった。価格が下落した卸電力市場からの仕入れを増やしたことで原価低減につながり、売上総利益が計画比 5.1% 増（前期比 39.3% 増）と大幅増益となった。販管費は計画どおりの 2,006 百万円に抑制できたため、営業利益は計画比 14.1% 増となった。

販売先別売上高の推移



出所：会社資料からフィスコ作成

■ 新中期経営計画『Dash 1000』の詳細

2019 年 3 月期に売上高 1,000 億円を目指す

(1) 策定の背景と経営目標及び業績計画

同社は 2017 年 3 月期～2019 年 3 月期の新 3 ケ年中期経営計画『Dash 1000』を策定した。同社は 1 年前に 2016 年 3 月期～2018 年 3 月期の 3 ケ年中期経営計画『Challenge 500』を策定したが、2016 年 3 月期の実績を踏まえて、経営目標の水準を一段引き上げたものに計画を巻き直した。

中期経営計画のタイトルが示すように、経営目標の中の売上高目標が 500 億円から 1,000 億円に引き上げられた点が最も大きな違いだ。また、新中期経営計画では収益目標として売上高営業利益率 10% が新たに掲げられた。財務目標としての ROE20% と配当目標としての配当性向 20% は前中期経営計画と同じだ。

新中期経営計画『Dash 1000』の業績計画は、前中期経営計画から大きく引き上げられ、最終年度の 2019 年 3 月期には、売上高 67,339 百万円、営業利益 7,354 百万円、営業利益率 10% が計画されている。2016 年 3 月期を起点とし 2019 年 3 月期までの 3 年間の年平均成長率（CAGR）は、売上高が 43.3%、営業利益が 62.2% と非常に高くなっている。



イーレックス

9517 東証 1 部

<https://www.erex.co.jp/ir/>

2016 年 6 月 20 日（月）

『Dash 1000』の業績計画

（単位：百万円）

	16/3 期	17/3 期		18/3 期		19/3 期		16/3-19/3
	実績	計画	前期比	計画	前期比	計画	前期比	CAGR
売上高	22,877	33,466	46.3%	51,280	53.2%	67,339	31.3%	43.3%
営業利益	1,723	2,664	54.6%	5,311	99.4%	7,354	38.5%	62.2%
営業利益率	7.5%	8.0%	-	10.4%	-	10.9%	-	-
経常利益	1,614	2,451	51.9%	5,076	107.1%	7,085	39.6%	63.7%
当期純利益	1,112	1,426	28.2%	3,336	133.9%	4,754	42.5%	62.3%

出所：説明会資料からフィスコ作成

(2) 『Dash 1000』の全体像

同社は新電力（PPS）であり、自社発電及び外部調達した電力を外部に販売（小売り及び卸売）するという事業モデルには何ら変更はない。新中期経営計画の重点施策は「競争力のある電源確保と収益重視の小売事業」など 5 点が掲げられている。

新中計『Dash 1000』の重点施策

	重点施策	具体的展開、目標など
1	競争力ある電源確保と収益重視の小売り事業	非化石電源のバイオマス発電で国内最大、販売電力量で PPS 上位 10 社中の中位を目指す
2	発電事業と卸売事業、小売り事業の最適化	適切なリスク管理の下でトレーディング部門を新設、事業化
3	燃料事業から需要家サービスへの垂直的展開	バイオマス発電所の増強中核に、燃料事業を含む上流分野から需要家サービスの下流分野まで垂直展開
4	アライアンス戦略としての水平展開（With eREX）	多くの事業パートナーと共創
5	組織体制の確立	販売代理店の強化、効率的な経営システムの確率、組織・人事の活性化、ガバナンス体制の充実

出所：ニュースリリースからフィスコ作成

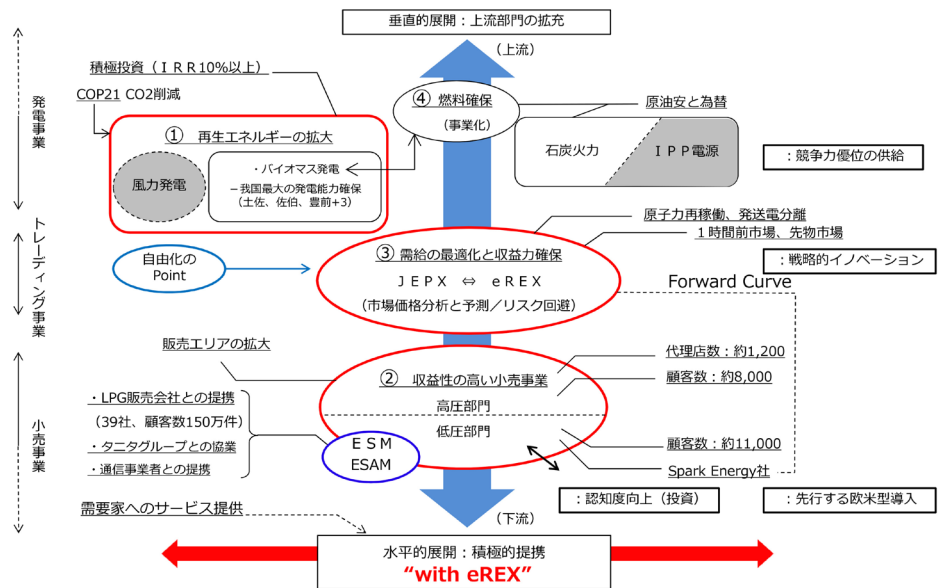
弊社では、5 つの重点施策のエッセンスを抜き出すと特に重要なポイントは電源確保、販売戦略、及び発電と販売の中間に新設されたトレーディング部門の 3 点だと考えている。言うまでもなく、この 3 点こそが同社の収益に直接影響を与える要素だ。

同社の川上（発電事業）から川下（小売事業）までの現状を俯瞰した、言わば『イーレックス At a Glance』を見ると、電源確保については、現状はバイオマス方式による自社発電と IPP 企業（発電事業者）からの相対取引による仕入れ、及び日本卸電力取引所（JEPX）からの仕入れの 3 ルートで調達している。

販売については、1,200 店の代理店に加えて LPG 販社や（株）タニタグループ、通信事業者との提携を行い、高圧分野（工場やスーパー、オフィスなど）と低圧分野（一般家庭、小規模商店など）の双方への小売を行っている。顧客数はそれぞれ 8,000 超と 11,000 超となっている。

“需給の最適化と収益力確保”は新設されたトレーディング部門の担当領域となる。需給調整作業は貯めておけないという電気的特性上、必要不可欠の作業であるが、同社はそれを“作業”から“事業”に進化させて収益源化しようと考えている。

燃料事業から需要家サービスへの垂直展開



出所：説明会資料から転載

2016 年秋の稼働を目指して佐伯発電所の工事が進行中

(3) 電源確保について

今中期経営計画における電源確保に関する取り組みは、自社発電設備の整備に主眼が置かれている。現在、2016 年秋の稼働を目指して佐伯発電所の工事が進んでいるところだ。新中期経営計画の業績計画は、土佐と佐伯の両発電所が担うことになる。

その後の売上高 1,000 億円の目標に向けて新中期経営計画期間中に着手し、2020 年 3 月期以降の完成を目指すべく検討されているのが、福岡県豊前市でバイオマス発電事業を行う豊前案件だ。これは九州電力グループとの間でジョイントベンチャー (JV) を設立し、そこが事業主体となる。建設資金はプロジェクトファイナンスで賄う点がこれまでと異なる新たなスキームだ。発電燃料は既存の 2 プラント同様に PKS (パーム椰子殻) を主体とする計画だ。豊前案件は昨年来検討が続いているが、金融機関との間での協議も進んでおり、近いうちに最終合意がなされる見通しだ。

豊前案件の後には東北案件など 3 件の発電プロジェクトを同社は計画している。なかでも優先度が高いのが東北案件だ。詳細は明らかにされていないが東北地方において豊前案件と同規模のバイオマス発電設備を建設するプロジェクトだ。豊前案件を先例として活用できるため、パートナー企業との間で出資比率や電力販売スキームなどの合意がスムーズに進む可能性もある。実質的に豊前プロジェクトと同時並行的に進行する可能性も高いと弊社ではみている。



イーレックス

9517 東証 1 部

<https://www.erec.co.jp/ir/>

2016 年 6 月 20 日（月）

バイオマス発電計画の概要

	2014年3月期	2017年3月期	2020年3月期～		
	土佐	佐伯	検討中① 豊前案件	検討中② 東北案件	今後検討開始 2案件
発電出力[MW]	20	50	75	75	50～150
発電効率	31%	36%	39%	39%	未定
燃料	PKS：90% 石炭：10%	PKS：90% 石炭：10%	バイオマス：95% 石炭：5%	バイオマス：90% 石炭：10%	未定
投資額 [億円]	3 5	1 6 7	250（予）	220（予）	未定
当社出資比率	100%	70%	65%（予）	35%（予）	未定
ファイナンス方法	コーポレート ローン	コーポレート ローン	プロジェクト・ ファイナンス (PF)	コーポレート ローン	未定

- ・ 検討中の案件を着実に実行し、バイオマス発電のリーディングポジションを維持・拡大。
- ・ 投資基準はProject IRR 10%以上を堅持。

出所：説明会資料から転載

(4) 販売戦略について

同社は 2001 年に PPS としての登録を行って以来、電力小売を行ってきた。電力小売自由化は段階的に進められ、これまでは大工場向けの特別高圧分野と大口需要家（工場、スーパー、オフィス）向けの高圧分野が自由化され、同社は高圧分野の顧客向けに電力小売を行ってきた。2016 年 3 月時点で高圧分野の顧客数は 8,000 超にまで積み上がっている。2016 年 4 月から最後に残っていた一般家庭や小規模商店など向けの低圧分野が自由化され、同社は成長シナリオには不可欠の重要な市場と位置付けて、積極的に取り組む方針だ。

電力小売についての同社の事業戦略は次のようになっている。低圧分野ではアライアンスパートナーとの連携によるシェア拡大が中心的施策となっている。これは既に顧客基盤を有する事業者とアライアンスを組み、彼らの既存客に対して電力を重ね売りすることで顧客数を拡大するというものだ。同社は、子会社のイーレックス・スパーク・エリアマーケティング（株）を通じて LP ガス販売会社 39 社（2016 年 5 月現在）と提携している。これら 39 社が有する顧客数は約 150 万戸に達している。同社はこれ以外にもケーブルテレビ会社や不動産会社、通信事業者とも提携（一部は協議中）しており、それらの顧客数の合計は 300 万戸に達する見通しだ。

アライアンスパートナー

属性	顧客数
LP ガス販売会社	39 社、顧客約 150 万戸
ケーブルテレビ会社	顧客 20 ～ 30 万戸
不動産会社	管理物件約 15 万戸 仲介物件約 24 万戸
タニタ	利用会員 20 万人
通信事業会社	利用会員 140 万件

注：合意に向け協議中のもも含む

出所：説明会資料からフィスコ作成



イーレックス

9517 東証 1 部

<https://www.erex.co.jp/ir/>

2016 年 6 月 20 日（月）

高圧分野については、従来どおり、代理店制度による顧客開拓を進める方針だ。現在、代理店数は 1,200 に達しているが、一部の有力代理店が電力販売契約のほとんどを占める構図となっている。同社は委託形態の多様化などの施策を通じて実働代理店を拡大して底上げを図る方針だ。また、電力小売の対象地域も、北海道・北陸・四国といった未進出エリアへの事業拡大も計画している。

中期的には、付加価値創出による他社との差別化を強化する方針だ。具体的には、ブランドイメージ確立と認知度向上、カスタマーサポート充実による満足度向上、新サービスや独創的な料金表の提供などが掲げられている。

イーレックスの小売事業戦略

- 電力会社の料金規制撤廃後の大競争時代（2020年目途）後を見据え、顧客ポートフォリオの最適化を行い、売上高1,000億円達成時の高圧・低圧の売上比率50%:50%を目標とし、以下の戦略で臨む。

短期	パートナーとの強固な連携によるマーケットシェア拡大（with eREX）	
	【低圧】	【高圧】
	- 顧客と密接な接点を持つアライアンスパートナーの増加（LPG・通信等200～300万の潜在顧客） - 米国Spark energy社のノウハウの活用 - 高圧での実績を活かした拡販	- 有力代理店の強化・拡充と、委託形態の多様化 - 供給対象の拡大と、未進出エリアへの参入（北海道・北陸・四国） - 新たな販売チャネル構築（Web、直販部隊の強化等）
中期計画	付加価値創出による他社との差別化	
	- マーケティングの強化（ブランドイメージ確立、認知度向上） - お客様視点と顧客満足度向上（カスタマーサポートの充実等） - 商品・メニューの開発（環境価値、デマンドレスポンス、独創的な料金体系等） - 顧客ニーズを先取りした新たなサービスの提供（ガス、通信、機器、ホームサービス等）	

システム投資、人材の育成、M & A推進により実現

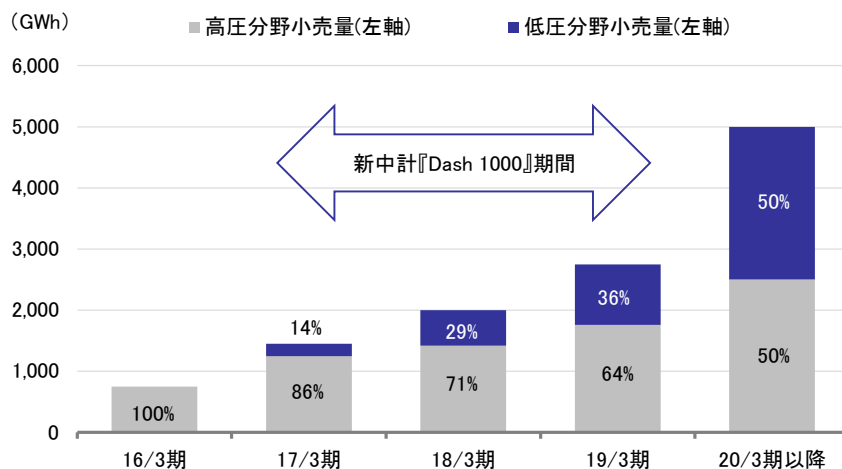
中長期的成長の原動力として小売部門にも適切な投資を実施し、小売電気事業者としての確固たる地位を確立するとともに、収益性の維持・向上を実現する。

出所：説明会資料から転載

同社はこうした一連の施策を通じて顧客ベースを拡大し、高圧分野と低圧分野で、バランスの取れた業容拡大を図っていく方針だ。低圧分野が自由化されて初年度に当たる 2017 年 3 月期は、小売電力販売量を約 1,500GWh と計画しているが、そのうち 14% を低圧分野が占める計画となっている。低圧分野の構成比は年々上昇し、中期経営計画最終年度の 2019 年 3 月期には 36% にまで高まるとみている。また、売上高 1,000 億円の達成時点では、高圧と低圧の比率が半々になると想定している。

こうした低圧分野の顧客数について同社は、2017 年 3 月末で 5 万件、2018 年 3 月末で 12 万件、2019 年 3 月末で 15 万件と想定している。

小売販売電力量の見通し



出所：説明会資料からフィスコ作成

「エネルギー取引部」を設置し、トレーディング事業を開始予定

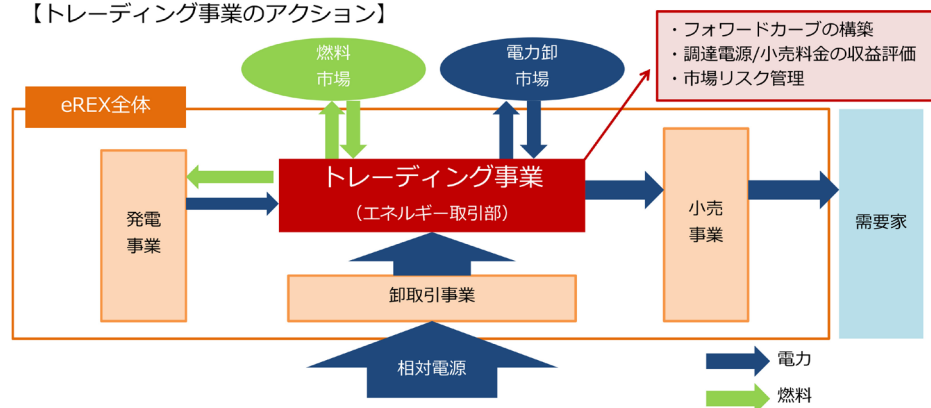
(5)トレーディング事業

電力は貯蔵ができないという大きな特徴がある。現実の電力需要は、1日のうちの時間帯や1年のうちの季節によって大きく変動するため、需給調節が必要となる。同社のように発電設備を有する場合、発電部門はフル稼働をキープする一方、需要を見ながらIPP（発電事業者）から相対取引で電力を仕入れ、小売（高圧・低圧両分野）向けに販売を行う。時間帯による電力不足や余剰電力の販売はJEPXを通じて行うことになる。こうした需給調整取引を作業として埋没させるのではなく、事業として収益化しようというのがトレーディング事業設置の狙いだ。同社は2016年秋に「エネルギー取引部」を設置してトレーディング事業を本格的に開始する予定だ。

弊社ではトレーディング事業の試みは新しいチャレンジであり注目に値すると考えている。注意を要するのは、ここで行われる取引の多くは内部取引で消去され、純粋な外部取引はJEPXとの取引やIPPからの仕入れ、及びバイオマス燃料の仕入れということになるため、収益貢献は、特に初期は限定的なものになるだろうという点だ。また、トレードである以上、損失を出す可能性がある点にも注意を払う必要があろう。2016年秋以降の事業開始を待つて、注意深く見守りたいと考えている。

トレーディング事業のイメージ図

【トレーディング事業のアクション】



出所：説明会資料から転載

■業績見通しと考え方

電力小売の顧客数は着実に増加中

(1) 2017 年 3 月期の業績見通し

同社は 2017 年 3 月期について売上高 33,466 百万円（前期比 46.3% 増）、営業利益 2,664 百万円（同 54.6% 増）を予想している。弊社では、この業績予想について達成可能性は高いと考えている。そう考える理由は、電力小売の顧客数が着実に増加しているためだ。高压分野は 5 月時点で 8,000 超に達しているほか、今後も月間 300 件～500 件のペースで純増が見込まれている。また低压分野でも 5 月の時点で 11,000 件という契約数は同社の計画を大きく上回っており、期末時点での 5 万件という計画の達成に、自身を深めている。提携 LP ガス販売会社 39 社の既存顧客数が約 150 万戸という事実も自信につながっているとみられる。

売上高については、2016 年 3 月期同様、卸電力価格の動向により、卸売電力量が上下し、売上高が計画からかい離する可能性がある。しかし利益という点では小売電力事業が中心とみられるため、顧客数が計画どおり推移すれば、利益も計画が達成される可能性は高いとみている。

(2) 中長期的業績の考え方

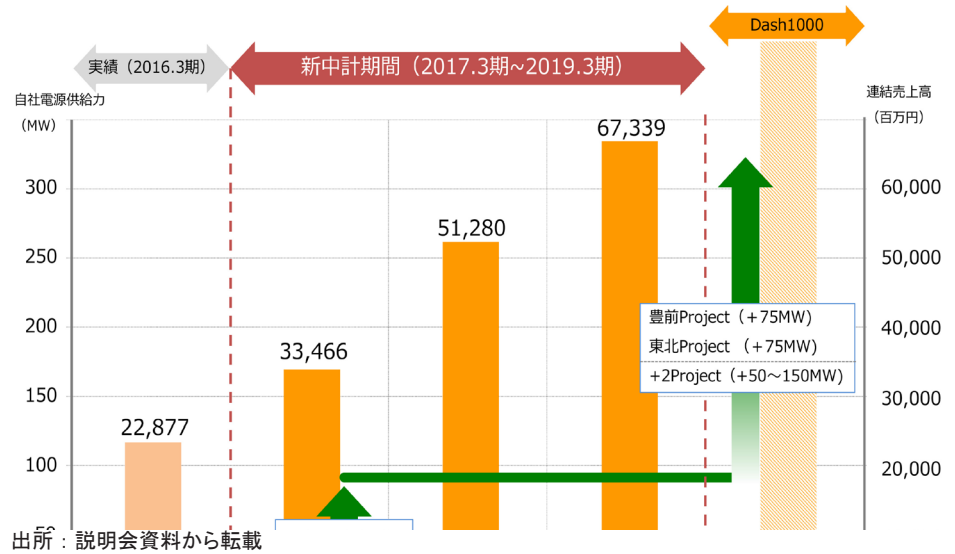
同社が掲げる 2019 年 3 月期の売上高 67,339 百万円や 4～5 年後の売上高 1,000 億円という業績計画については、まだ確信をもって判断・評価することは難しい。

考え方の 1 つとして弊社では電源調達に注目している。“電源が先か販路が先か”という議論はあるが、同社については電源が先（“より重要”の意味）ではないかと弊社では考えている。理由は、“競争力のある電力”をきちんと確保できないと、たとえ販路があっても事業として成り立たなくなる可能性があると考えるからである。

現在は原油安の影響で卸電力価格が極めて安価となっている。したがって JEPX で調達して小売販売すれば利益が出る状況だが、未来永劫こうした状況が続くと保証されているわけではない。また、市場参加者が皆そういう考えに立てば、原油価格などに関係なく卸電力価格が上昇することも考えられる。

同社は、前述のように、現在建設が進む佐伯発電所に加えて、今期中には豊前案件が動き出すとみられる。また、そこから時を置かずして東北案件も動き出すとみられる。今中期経営計画の業績計画は、土佐・佐伯両発電所と仕入電力とで賄っていく計画だが、売上高 1,000 億円に向けては、そこに豊前と東北の両プロジェクトの貢献が加わることになる。東北案件の完成時点で、仕入電力による調達で 1,000 億円の達成は十分可能だと弊社では考えている。東北案件に続く 2 案件が稼働した時点では、自家発電比率が一段と高まり、より安定した形で売上高 1,000 億円超を実現でき、また利益面での収益性も一段と高まると予想している。

バイオマス発電事業と小売事業



損益計算書

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期 (予)
売上高	17,074	22,877	33,466
前期比	11.5%	34.0%	46.3%
売上総利益	2,676	3,730	—
前期比	-0.3%	39.3%	—
売上高売上総利益率	15.7%	16.3%	—
販管費	1,201	2,006	—
前期比	-5.9%	67.1%	—
売上高販管费率	7.0%	8.8%	—
営業利益	1,475	1,723	2,664
前期比	4.8%	16.8%	54.6%
売上高営業利益率	8.6%	7.5%	6.8%
経常利益	1,132	1,614	2,431
前期比	-18.6%	42.5%	51.9%
親会社株主に帰属する当期利益	922	1,112	1,426
前期比	13.1%	20.6%	-28.2%
分割調整後 EPS (円)	89.33	80.35	87.61
分割調整後配当	20.00	25.00	25.00
分割調整後一株当たり純資産 (円)	732.18	846.94	—

簡略化貸借対照表

（単位：百万円）

	15/3 期	16/3 期		16/3 期	16/3 期
流動資産	9,787	13,406	流動負債	2,591	3,096
現預金	5,187	9,525	買掛金	1,432	1,650
売上債権	1,649	1,996	短期借入金等	488	396
棚卸資産	189	244	固定負債	5,042	9,373
固定資産	8,170	13,759	長期借入金	3,939	8,214
有形固定資産	6,417	12,730	株主資本	9,980	13,784
無形固定資産	36	130	資本金	3,465	4,947
投資等	1,715	897	資本剰余金	2,844	4,326
繰延資産	26	36	利益剰余金	3,670	4,510
			非支配株主持分	369	947
			純資産合計	10,349	14,732
資産合計	17,984	27,202	負債・純資産合計	17,984	27,202

キャッシュフロー計算書

（単位：百万円）

	15/3 期	16/3 期
営業活動によるキャッシュフロー	1,505	818
投資活動によるキャッシュフロー	-6,514	-4,182
財務活動によるキャッシュフロー	6,794	7,502
現預金増減	1,785	4,138
期首現預金残高	2,481	4,267
期末現預金残高	4,267	8,405

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ