

|| 企業調査レポート ||

## Abalance

3856 東証 2 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 5 月 20 日 (月)

執筆：客員アナリスト

**佐藤 譲**

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2019年6月期第2四半期累計業績	01
2. 2019年6月期業績見通し	01
3. 今後の成長戦略	01
■ 事業概要	03
1. 会社沿革	03
2. 事業内容	05
3. 同社の強み	07
■ 業績動向	07
1. 2019年6月期第2四半期累計業績の概要	07
2. 財務状況と経営指標	10
■ 今後の見通し	11
1. 2019年6月期業績見通し	11
2. 2019年以降のトピックス	13
3. 今後の成長戦略	15
■ 株主還元策	17

## ■ 要約

### ESG、SDGs を企業理念に掲げ、中期経営計画を着実に推進

Abalance<3856> は企業向けソフトウェアの開発販売を目的に 2000 年に設立。2011 年に建設機械の仕入販売とグリーンエネルギー事業（太陽光発電事業）を展開する WWB(株) を子会社化し、現在はグリーンエネルギー事業が売上高、利益の大半を占める主力事業となっている。2018 年 10 月に東証マザーズ市場から東証第 2 部に市場変更した。

#### 1. 2019 年 6 月期第 2 四半期累計業績

2019 年 6 月期第 2 四半期累計（2018 年 7 月 -12 月）の連結業績は、期初の第 2 四半期累計連結業績予想（売上高 3,176 百万円、営業利益 180 百万円）に対して上振れて着地した。

2019 年 6 月期は中期経営計画の初年度であるが、2018 年 6 月期については、2017 年 6 月期売上の一部を 2018 年 6 月期に繰越し計上したことによるプラス効果があったため、2017 年 6 月期と 2018 年 6 月期の平均値を参照し中期経営計画における予算数値の根拠としたものである。

#### 2. 2019 年 6 月期業績見通し

国内市場においては、九州電力が 2018 年秋に太陽光発電の出力制御を実施したほか、FIT 価格も低下傾向となるなど、太陽光発電に係る市場動向に不透明感が出ているものの、同社のグリーンエネルギー事業においては FIT 価格（固定価格買取制度）で 30 円 /kWh 台の権利を保有している案件があるほか、同社グループがこれまでに蓄積してきたノウハウの活用等により、下期も堅調に推移する見込みとなっている。

海外事業に関しては、東南アジア圏での太陽光発電所の運営等を展開し、ベトナムでも地域の電力会社や民間企業などと共同で太陽光発電所の開発が企図されている。設置工事を同社のグループ企業である VNREE (Vietnam Renewable Energy Engineering Joint Stock Company) が中心となって進めていく予定である。

その他、建設販売事業では従前の赤字幅がコスト削減等にもとない縮小しており、通期黒字化を目指しているほか、IT 事業では官公庁向け案件の受注等により下期も堅調に推移する見通しとなっている。以上より、2019 年 6 月期の連結業績予想の達成は可能と弊社では見ている。

#### 3. 今後の成長戦略

前述のように、同社は 2021 年 6 月期までの中期経営計画（3 ヶ年）を公表している。計画最終年度（2021 年 6 月期）の経営数値目標として、売上高 8,231 百万円、営業利益 619 百万円を掲げている。2019 年 6 月期から 2021 年 6 月期までの平均成長率は売上高で 6.0%、営業利益で 10% となり、堅実な成長を目指す計画となっている。これはストック型ビジネスである太陽光発電投資事業（売電事業）に収益の軸足を移し、持続的成長を実現可能とする事業基盤を構築していくことなどに基づくものである。

## 要約

同社は、自社の直接的な事業投資による手法のほか、業界ではよく見受けられる手法である GK(合同会社)-TK(匿名組合出資)の仕組みによる投資手法等も模索している。2018 年 7 月には大分県中津市の太陽光発電所(発電能力 1.98MW)を取得したのに続いて、2019 年 3 月には宮城県角田市において 18.3MW 規模の太陽光発電所の建設にも着工した。角田案件は匿名組合出資を用いたストラクチャーで、FIT 価格 36 円 /kWh、売電開始後(2021 年 3 月)の初年度売電収入として約 7.5 億円が見込まれている。

中期経営計画において、年間 50MW の純増目標を掲げており、2030 年までに、国内と海外で自社保有発電所 1,000MW を目標としているが、同目標にも変更はない模様だ。

東南アジアにおいては、電力インフラが未整備な地域がまだ多くあり、これら地域で現地企業と共同して開発を進めていく計画で、ベトナムのほかマレーシアでもメガソーラー発電プロジェクトが動き出す見通しとなっている。2019 年 3 月には、VIETNAM SUNERGY COMPANY LIMITED(以下、VSUN)のソーラーパネルの国内販売子会社 VSUN JAPAN(株)を設立した。今後、VSUN との取引関係をより強化していくことで、グループのシナジーを最大化する方針だ。VSUN はベトナムのソーラーパネルメーカーとしてここ数年で急成長している企業である。今後、同社グループにおけるパネルメーカーとしての機能が強化されると共に、協業プロジェクトの増加や東南アジア圏における自然エネルギー需要の高まりを背景に、グループの収益拡大に貢献するものと思われる。

新たな事業機会としては、国内で風力発電所の開発も進めていく予定になっているほか、バイオマス事業にも順次着手していく予定となっている。マレーシア等の東南アジア圏において、ソーラーシェアリングを展開するなどの海外事業計画もあり、これらの個別計画についても総じて今後の事業による収益貢献が期待される。

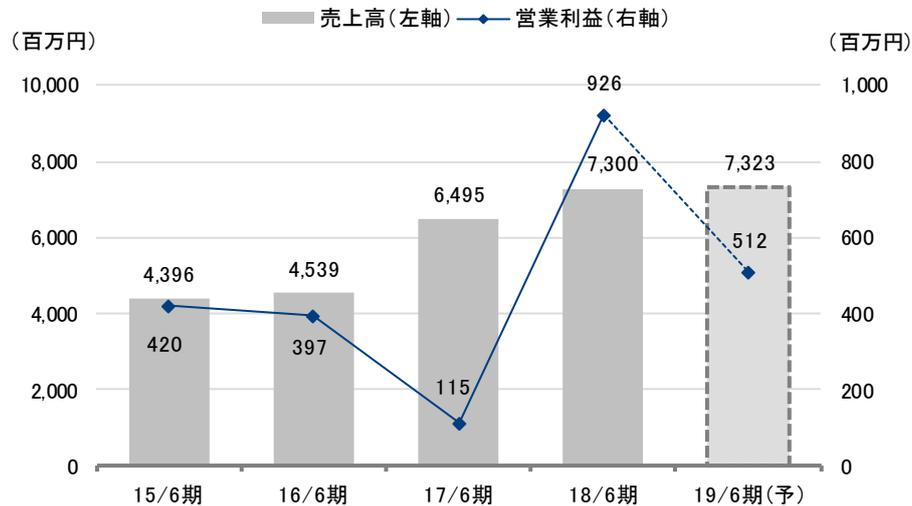
従前より、ボランティア活動に積極的に参加してきた同社グループでは、最近でも「アースデイ東京 2019」(2019 年 4 月 20、21 日開催)、「SPRING LOVE 春風 2019」(2019 年 3 月 30、31 日開催)、「Peace On Earth (311 未来へのつどい)」(2019 年 3 月 11 日開催)等の再生可能エネルギーの推進に関連する各種イベントに技術協力や協賛により参加している。

また、グループの WWB はカンボジア ワレン市が所管する建物に設置する太陽光発電設備を他社と共同で寄贈するなど、開発途上国の発展とそれを支える旺盛な電力需要に対して、ワンストップサービス、パネルメーカーとしての社会的役割を果たしていくとしている。(同社 PR 情報より、2019 年 4 月 11 日付)

**Key Points**

- ・ 2019 年 6 月期業績は期初計画に基づき堅調に推移
- ・ グリーンエネルギー事業の拡大に向けた布石を国内外で打ち始める
- ・ 高成長が見込まれるアジア新興国の再生エネルギー市場を取り込み、高成長を目指す方針

要約

**業績推移**


出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 事業概要

### IT 企業からスタートし、 現在はグリーンエネルギー事業を主力事業として展開

#### 1. 会社沿革

同社は 2000 年 4 月にインターネットサービスの開発・運営、並びに企業向けナレッジマネジメントソリューションの提供を目的に設立された IT 企業である。2007 年 9 月に東証マザーズ市場（現在は東証第 2 部）に上場し、調達した資金で米国やインドの同業他社を買収し事業拡大を目指したが、2008 年秋のリーマンショックによる IT 投資冷え込みで業績が急速に悪化し、2011 年 6 月までに海外事業をすべて売却した。

2011 年 11 月に、建設機械の仕入販売やグリーンエネルギー事業を展開していた WWB を株式交換により子会社化したのを契機に、グリーンエネルギー事業をグループの主力事業として成長を目指して行くことになる。2013 年 2 月には WWB が国内企業と合併で常陽パワー（株）（千葉県）を設立（出資比率 30.0%）。また、2017 年 3 月には太陽光発電所の分譲販売事業を主に九州エリアで展開する（株）パローズを完全子会社化した。直近では、2018 年 4 月に WWB の関連会社である FUJI SOLAR（株）（出資比率 34.0%）がベトナムの太陽電池メーカーである VSUN の持分をすべて取得している。VSUN はベトナムの太陽光パネルメーカーである。VSUN をグループ傘下とした目的は、海外市場、特に東南アジア圏における旺盛なエネルギー需要にある。

## 事業概要

Abalance 株式会社の頭字の「A」には、「Ace」「All」「Action」の総称として「プロとして最高を目指し (Ace) 顧客を含めすべてのことに広く貢献するために (All)、事業活動を行い顧客とともに社会的価値を創り続けていく (Action)」という意味が込められている。「balance」は「調和」を意味し、事業的な相互補完を含めた同社グループの各事業の調和を最大限に図りつつ、すべてのステークホルダーが、同社グループとの間において実質的に公平に便益を享受し、有機的な調和を構築・維持できるようになることを目指すという決意を映している。また、グローバルな事業展開を目指して行く決意を含めるため、アルファベット表記としている。

## 会社沿革

年月	主な沿革
2000年 4月	インターネット上での知恵の交換サイトの開発・運営、企業向けナレッジマネジメントシステムの開発及びコンサルティングの提供を目的として、資本金 1,050 万円で東京都世田谷区に「株式会社リアルコミュニケーションズ」を設立
2000年 5月	インターネット上での個人間 (CtoC) の知恵の交換サイト「K スクエア」オープン (2004 年 4 月終了)
2000年10月	企業向けナレッジマネジメントソリューション「KnowledgeMarket」を開発、販売開始
2001年 2月	社名を「リアルコム株式会社」に変更
2004年 4月	Notes/Domino と提携した「HAKONE forNotes」を開発、販売開始
2004年 8月	Lotus Notes の文書アクセスログを取得する「Notes Watcher」を開発、販売開始
2006年 2月	米国での販売・サポート及び次世代製品の企画開発を目的として米国子会社「Realcom Technology, Inc.」を設立
2007年 3月	Notes/Domino ユーザー向け「Google Notes 検索ソリューション」の提供のため、米国 Google 社と提携し「GSA Extender for Notes」を開発、販売開始
2007年 5月	Software Innovation Laboratory (SIL) を設立、シリコンバレーで R&D 型インキュベーション事業を開始
2007年 6月	企業、個人向け RSS 情報収集サービス「SocialFeed」を開始 ファイルサーバーの機能向上を実現する「FileServer intelligent」を開発、販売開始
2007年 9月	東京証券取引所マザーズへ上場
2008年 1月	「FileServer intelligent」の開発、販売中断及び「Notes Watcher」の単体での販売終了
2008年 3月	米国子会社「Realcom U.S., Inc.」を設立
2008年 4月	子会社 Realcom U.S., Inc. が米国でナレッジマネジメント事業を営む「AskMe Corporation」の同事業を買収
2008年10月	AskMe のインド拠点を「Realcom Technology India Private Limited」として子会社化
2009年 1月	Realcom U.S., Inc. が Realcom Technology, Inc. を吸収合併
2010年 1月	SharePoint ワークフロー製品「Nintex Workflow」販売につき、Nintex 社と販売代理店契約締結
2011年 3月	Realcom U.S., Inc. が特定市場における AskMe 事業を譲渡
2011年 6月	Realcom U.S., Inc. が AskMe 事業 (特定市場を除く) を譲渡 Realcom Technology India Private Limited の事業を譲渡
2011年11月	中古建設機械、太陽光発電システムの販売を行う WWB 株式会社を株式交換完全子会社とする株式交換を実施
2012年 5月	本社オフィスを品川区天王洲アイルへ移転
2013年 2月	WWB 株式会社が合併会社 常陽パワー株式会社を設立し、売電事業に参入
2013年 8月	WWB 株式会社が建設業免許を取得し、建設業へ参入
2017年 3月	社名を現在の「Abalance 株式会社」に変更 WWB 株式会社が太陽光発電所の分譲販売事業を営む株式会社パローズを完全子会社化
2018年 4月	WWB 株式会社の関連会社である FUJI SOLAR 株式会社 (34.0% 出資) が、ベトナムのソーラーパネルメーカーの VIETNAM SUNERGY COMPANY LIMITED を完全子会社化
2018年10月	東証マザーズ市場から東証第 2 部市場に市場変え
2019年 1月	WWB 株式会社が光触媒酸化チタンコーティング剤とそれを利用した製品の製造販売等を営む株式会社鯉コーポレーションを子会社化 (日本光触媒センター株式会社へ社名変更)
2019年 3月	WWB 株式会社が、VIETNAM SUNERGY COMPANY LIMITED が製造する太陽光パネルの国内販売拠点として、VSUN JAPAN 株式会社を設立 (完全子会社)

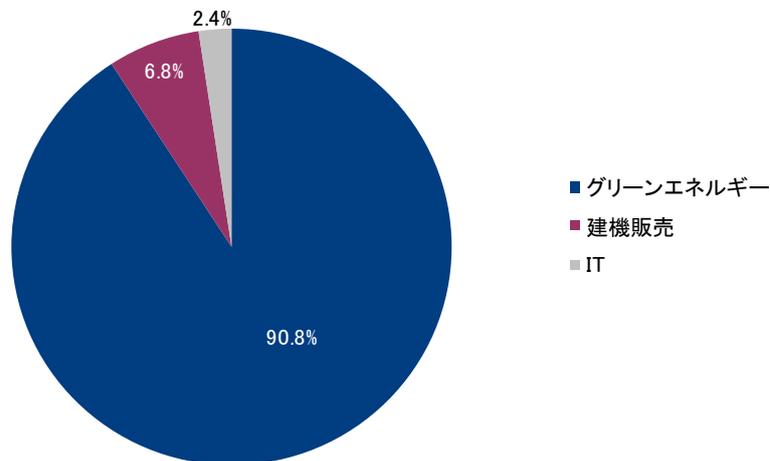
出所：有価証券報告書、会社リリースよりフィスコ作成

## M&Aによりグリーンエネルギー事業を国内外で拡大中

### 2. 事業内容

同社の事業セグメントは、IT事業と子会社のWWBやパローズ等で展開するグリーンエネルギー事業、WWBで展開する建機販売事業の3セグメントで開示されている。2019年6月期第2四半期累計の事業セグメント別売上構成比で見ると、グリーンエネルギー事業が90.8%を占めており、次いで建機販売市場が6.8%、IT事業が2.4%となっている。

事業セグメント別売上構成比(2019年6月期第2四半期累計)



出所：決算短信よりフィスコ作成

#### (1) グリーンエネルギー事業

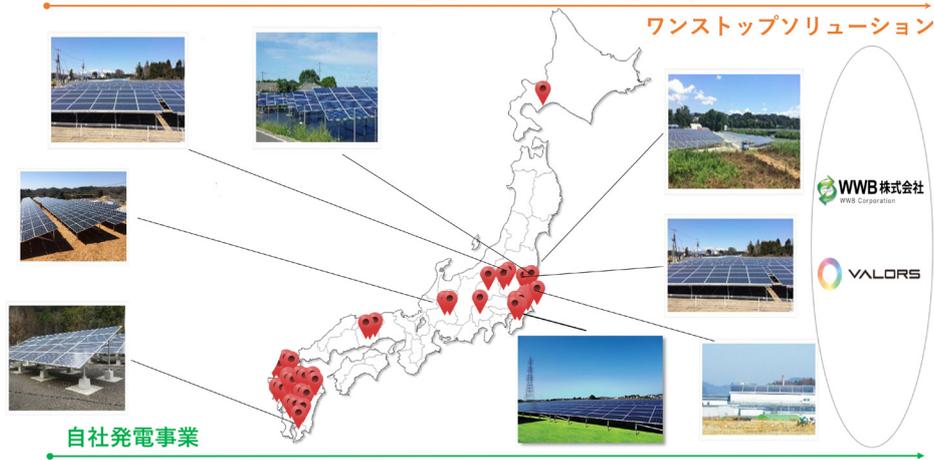
WWB及びパローズ、パローズエンジニアリングで、太陽光発電プロジェクトの開発・設計、ソーラーパネル及び関連商材（パワーコンディショナ、蓄電池等）の仕入販売、太陽光発電所建設工事等を展開している。

顧客はソーラー発電所の保有・運営事業を手掛ける国内外企業や、住宅用ソーラーパネルの施工を手掛ける地域の工務店等となる。太陽電池モジュールは中国の大手メーカーから調達し、自社ブランド「Maxar®（マクサ）」として販売しているほか、パワーコンディショナは国内の三菱電機<6503>や富士電機<6504>、安川電機<6506>等の大手メーカーから調達している。なお、2019年6月期第2四半期末時点で同社グループでは、今後、数十MWの開発を行う計画を立てている。また、太陽光発電所建設の実績としては、千葉を中心とする関東エリアと九州エリアに集中している。関東エリアはWWB、九州エリアではパローズが主に開発・販売等を手掛けている。

## 事業概要

## 太陽光発電所開発の主な実績

当社グループは、以下事例を含め全国各地に豊富な開発実績を有しており、着実に成長軌道を歩んでおります。



出所：中期経営計画資料より掲載

同事業のセグメント利益率はここ数年、概ね10～20%の間で推移している。収益変動要因としては太陽電池モジュールの価格動向が挙げられる。同社は中国メーカーから太陽電池モジュールを仕入れているため、中国での市況変動や為替レートの影響を受けることになる。ただ、ここ数年は海外メーカーの国内市場シェアが5割を超える状況になっており、競争環境としても激しくなっていることから、仕入価格が仮に下がったとしてもタイムラグを置いて販売価格も下がるため、馴らしてみればさほど影響を受けないことになる。逆に、為替が急に元高円安に振れた場合は一時的に収益性が悪化するリスクがある。

### (2) 建機販売事業

WWBにおいて建設機械を国内及び東南アジア向けに販売、レンタルしている。中古建機の仕入販売では圧倒的に競争力のある商品を取り扱っているほか、中国の世界的建機メーカーである三一重工（ブランド名：SANY）やサンワードの正規代理店として、建設機械やロジスティクス機械等の販売（新製品・中古販売及びレンタル）を行っている。顧客は国内外の建設会社や土木工事会社、物流関連会社、輸出入販売会社等となっている。ここ最近では、海外で日本のゼネコン工事向けレンタルリース事業を積極的に展開している。

### (3) IT事業

同社で展開するIT事業では、企業の業務効率化を支援するための情報共有・ナレッジマネジメントツール「Knowledge Market」の販売のほか、マイクロソフトのコラボレーションソフト「Share Point」やそのオプションとなる「Nintex Workflow」（開発元：豪 Nintex）等のライセンス販売、導入支援サービスを中心に展開している。ここ最近では、IT技術を生かしグリーンエネルギー向けの遠隔監視システムの開発販売や、AI技術を駆使したRPA技術の開発、新規顧客の開拓にも注力している。

### 3. 同社の強み

太陽光発電システムの運用・保守については、2017年4月に施行された改正FIT法において、太陽光発電事業者に義務化されることになり、今後、自社グループで太陽光発電所の保有・運営を積極展開していく同社にとっては、既にそのノウハウを蓄積できていることから強みになると考えられる。中期経営計画にしたがい、海外展開は拡大を見せしており、取引実績もあるなか個別事業が推進過程にある。そのほか、グリーンエネルギー事業における同社の強みは、以下に纏めることができる。

- 1) 独立系企業であるため、迅速かつ柔軟な顧客ニーズへの対応が可能である
- 2) 新規案件の企画から発電システムの調達、設計・工事請負、運用・保守までワンストップソリューションで提供可能
- 3) グリーンエネルギー事業、建機販売事業、IT事業の3事業にわたるシナジー効果を発揮しており、再生可能エネルギーを営んでいる企業の中にもこのような効果発現を得ている企業は少ない
- 4) 太陽光発電所はすでにフローからストックビジネスへ転換し、安定的収益源として機能しつつある
- 5) O&Mの管理実績もストックビジネスの実現と言える（同手法は海外事業への展開も企図）
- 6) 海外事業の展開によりカントリーリスク、為替リスクのヘッジのほか、収益源の地域分散化を図っている
- 7) 国内外に豊富な知識・経験を有する多様な人材を擁している
- 8) 国内、中国、ASEAN地域において幅広いビジネスネットワークを構築している

## 業績動向

### 2019年6月期第2四半期累計業績は期初計画を上振れして着地

#### 1. 2019年6月期第2四半期累計業績の概要

2019年6月期第2四半期累計（2018年7月-12月）の連結業績は、期初の第2四半期累計連結業績予想（売上高3,176百万円、営業利益180百万円）に対して上振れして着地し、堅調な推移であることが確認された。（2019年6月期の通期連結業績予想は売上高7,323百万円、営業利益512百万円と期初の計画値を据え置いている。）

2018年6月期については、2017年6月期売上の一部を2018年6月期に繰越し計上したことによるプラス効果があったため、2017年6月期と2018年6月期の平均値を参照し中期経営計画における予算数値の根拠としているが、同社グループの業績の多くを占めるグリーンエネルギー事業は受注案件により売上規模がまちまちで、大型案件の有無で四半期収益も大きく変動する点を考慮して同社の業績は判断する必要がある。なお、営業外損益がやや改善したが、これは受取保険金36百万円の計上が主因である。

## 業績動向

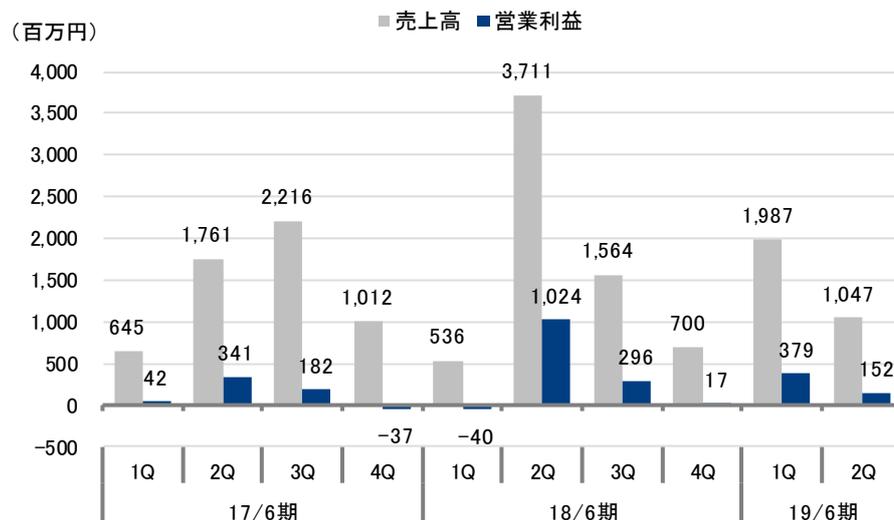
## 2019年6月期第2四半期累計連結業績

(単位：百万円)

	18/6期2Q累計			19/6期2Q累計			
	実績	対売上比	期初計画	実績	対売上比	前年同期比	計画比
売上高	4,625	-	3,176	3,341	-	-27.8%	5.2%
売上原価	3,220	69.6%	-	2,415	72.3%	-25.0%	-
販管費	613	13.3%	-	551	16.5%	-10.2%	-
営業利益	791	17.1%	180	375	11.2%	-52.5%	108.8%
経常利益	763	16.5%	205	380	11.4%	-50.1%	85.7%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	558	12.1%	143	263	7.9%	-52.8%	84.3%

出所：決算短信よりフィスコ作成

## グリーンエネルギー事業の四半期業績



出所：決算短信よりフィスコ作成

事業セグメント別の収益動向を見ると、グリーンエネルギー事業は売上高で前年同期比 28.6% 減の 3,035 百万円、セグメント利益で同 45.9% 減の 532 百万円となった。前年同期の水準が期ずれ案件等により高かった反動によるものであるが、2017年6月期以降の半期業績では前年同期に次ぐ2番目の収益水準となっており、実態としては堅調に推移している。また、当該期の利益率も 17.5% と業界平均(約 10%) を上回る水準を確保している。2018年秋に九州電力が太陽光発電事業者に対する出力制限を行ったことが話題となり受注の冷え込みが懸念されたが、九州エリアをカバーするパローズの受注状況は出力制限後も堅調に推移し、通期計画にも大きな支障はないと見られる。

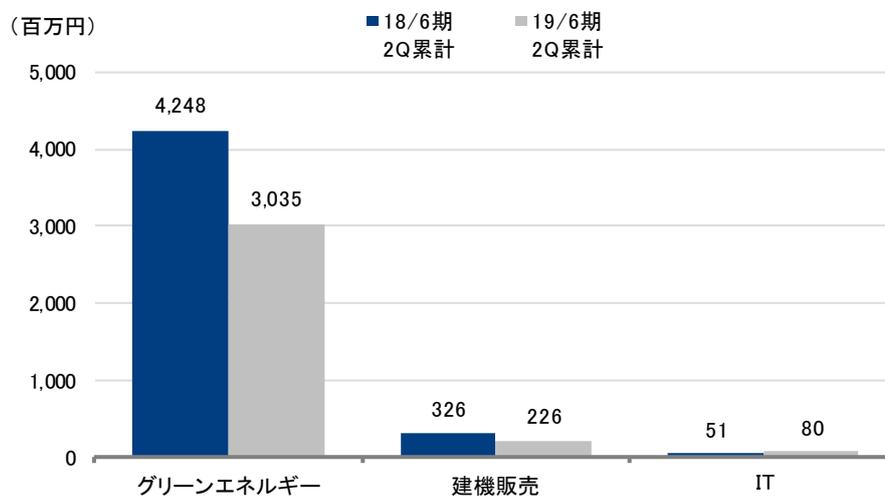
2018年7月に WWB が太陽光発電所の運営を目的に、大分県中津市にある太陽光発電設備 (1.98MW) を 12.6 億円で取得した。FIT 価格 40 円 / kWh で 16 年間売電する権利を保有する。同発電所は 2019年1月より能力を 1MW 増強し、合計 3MW となり、売電収入は年間 1.5 億円前後になると推定される。

## 業績動向

建機販売事業の売上高は前年同期比 30.5% 減の 226 百万円、セグメント損失は 11 百万円（前年同期は 46 百万円の損失）となった。国内での中古建機市場の競争激化により、赤字幅の縮小が課題になっていたが、利益面では経費抑制を進めたことで損失額が縮小傾向にあり黒字化を目指している。

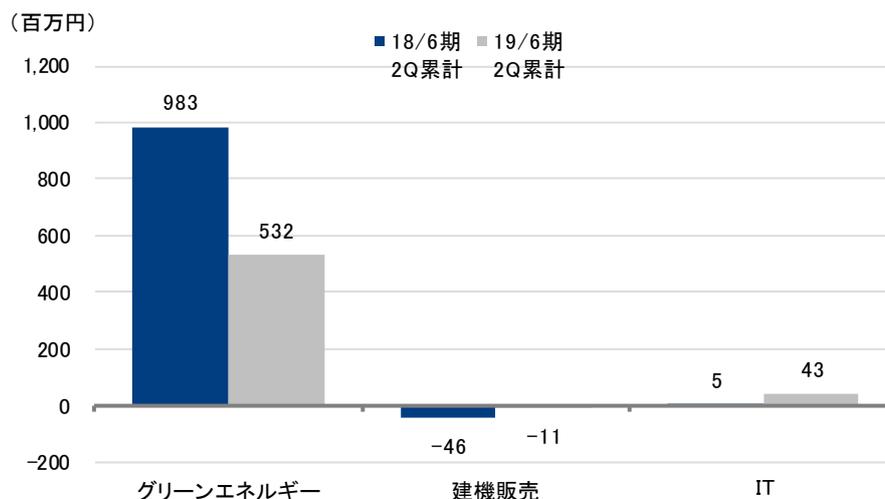
IT 事業の売上高は前年同期比 56.3% 増の 80 百万円、セグメント利益は同 725.5% 増の 43 百万円となった。企業の働き方改革への取り組みが進むなかで官公庁向けの受注等が寄与し、業務効率向上ツールとなる「Knowledge Market」の導入が進んだこと等が増収増益要因となった。

## セグメント別売上高



出所：決算短信よりフィスコ作成

## セグメント別利益



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 太陽光発電プロジェクトの投資資金は 最適なファイナンス手法を用いて調達

### 2. 財務状況と経営指標

2019年6月期第2四半期末の財務状況を見ると、総資産は前期末比1,318百万円増加の8,507百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産は棚卸資産が392百万円減少した一方で、現金及び預金が118百万円、受取手形及び売掛金が216百万円それぞれ増加した。また、固定資産は大分県中津市の太陽光発電所の取得等により有形固定資産が1,219百万円増加し、のれんは償却にともない50百万円減少、投資その他の資産は163百万円増加した。

負債合計は前期末比1,117百万円増加の6,490百万円となった。前受金が311百万円減少した一方で、有利子負債が132百万円増加したほか、大分県中津市の太陽光発電所取得に伴い長期割賦未払金1,228百万円を計上した。また、純資産は前期末比200百万円増加の2,016百万円となった。配当金50百万円を支出した一方で、親会社株主に帰属する四半期純利益263百万円を計上したことが増加要因となっている。

経営指標を見ると、太陽光発電所の取得分が総資産の増加要因となっている。取得資金については借入金に頼らず、セールアンドリースバック取引を用いて取得したため、有利子負債は増やさずに負債合計が増える格好となっており、自己資本比率は前期末24.6%、当該期23.0%となっている。ファイナンスは再生エネルギー業界に共通した課題と言えるが、同社においては多様なファイナンス手法の中から最適な手法を検討のうえ資金を調達する方針となっている。

#### 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	16/6期	17/6期	18/6期	19/6期2Q	増減額
流動資産	2,419	4,692	5,226	5,215	-11
（現金及び預金）	495	671	601	720	118
（棚卸資産）	1,169	3,132	4,030	3,638	-392
固定資産	370	1,707	1,961	3,291	1,329
総資産	2,790	6,399	7,188	8,507	1,318
流動負債	1,368	3,545	3,873	3,357	-516
固定負債	202	1,733	1,499	3,133	1,633
負債合計	1,570	5,278	5,372	6,490	1,117
（有利子負債）	553	3,191	3,208	3,341	132
純資産合計	1,219	1,077	1,815	2,016	200
(安全性)					
自己資本比率	43.7%	16.8%	24.6%	23.0%	-1.6pt
有利子負債比率	45.4%	296.2%	181.6%	170.6%	-11.0pt
ネット有利子負債	57	2,520	2,607	2,621	14

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2019年6月期業績は期初計画に基づき堅調に推移

#### 1. 2019年6月期の業績見通し

2019年2月14日発表、2019年6月期第2四半期決算短信では、通期の連結業績予想は、売上高で前期比0.3%増の7,323百万円、営業利益で同44.7%減の512百万円、経常利益で同35.7%減の562百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同50.2%減の377百万円と期初計画を据え置いているが、第2四半期まで計画を上回るペースで進捗しており、足下の状況も堅調な受注推移になっていることから、通期業績についても大きな支障はないものと弊社では見ている。

#### 2019年6月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	18/6期		19/6期		前期比
	実績	対売上比	会社計画	対売上比	
売上高	7,300	-	7,323	-	0.3%
営業利益	926	12.7%	512	7.0%	-44.7%
経常利益	874	12.0%	562	7.7%	-35.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	756	10.4%	377	5.1%	-50.2%
1株当たり当期純利益(円)	145.92		72.67		

出所：決算短信よりフィスコ作成

#### セグメント別売上高

(単位：百万円)

	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期
グリーンエネルギー事業	3,454	3,940	5,635	6,513
建機販売事業	788	509	758	705
IT事業	153	89	101	81
合計	4,396	4,539	6,495	7,300

出所：決算短信よりフィスコ作成

#### セグメント別営業利益

(単位：百万円)

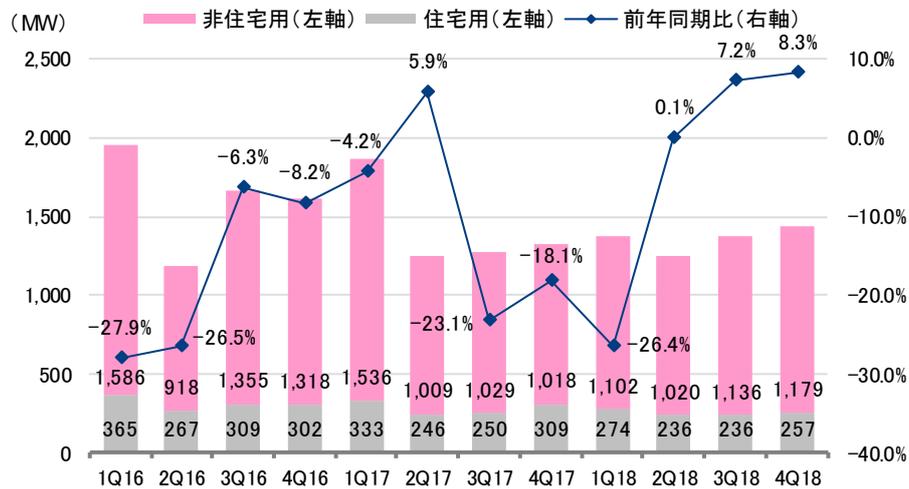
	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期
グリーンエネルギー事業	539	625	528	1,297
建機販売事業	36	-2	-30	-75
IT事業	28	4	26	8
調整額	-184	-230	-408	-303
合計	420	397	115	926

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 今後の見通し

事業セグメントで見ると、グリーンエネルギー事業に係る国内市場における太陽電池の出荷は堅調に推移している。(一社)太陽光発電協会の統計によれば、2018年7月-9月期の出荷量は前年同期比7.2%増、10月-12月期は同8.3%増となり、3四半期連続でプラス成長となった。2015年以降、太陽光ブームが一段落し、出荷が落ち込んだがここにきてようやく下げ止まったものと見られ、今後も堅調な推移が見込まれる。同社の売電収入に係る営業利益率は20~25%の水準が見込まれており、2018年6月期のグリーンエネルギー事業の売上内訳を見ると、6~7割が太陽光発電所の販売収益で占められ、EPC※販売収益及び物販で3割弱、その他保守・メンテナンスから構成されている。

※ EPCとは発電所等の建設に関する契約の1つで、設計(engineering)、調達(procurement)、建設(construction)を指す。

**国内太陽電池出荷量**


注：前年同期比は住宅用・非住宅用合計の伸び率  
 出所：(一社)太陽光発電協会統計よりフィスコ作成

その他、建機販売事業は、人件費や経費の削減に取り組むことで、営業損益は収支均衡水準までの回復を見込み黒字化が期待される。一方、IT事業に関しては、官公庁向け案件の受注寄与等により、通期でも増収増益となる見通しだ。

## グリーンエネルギー事業の拡大に向けた布石を国内外で打ち始める

### 2. 2019 年以降のトピックス

2019 年以降のトピックスには以下の点が挙げられる。

#### (1) ベトナムでの太陽光発電プロジェクトが始動

2019 年 1 月 23 日付で、WWB におけるベトナムでの太陽光発電所プロジェクトが始動したことを公表している。ベトナム南部にあたる Nha Trang（ニャチャン）で現地パートナー企業等と共同で起式を行った。同プロジェクトでは自社ソーラーパネルの「Maxar®」を使用するほか、設置工事には同社のソーラードリラーの採用が決まっている。現地プロジェクトコンサルティングとして同社関連企業である VNREE への発注も決まっており、グループ一体でプロジェクトを進めていく予定となっている。

また、1 月 24 日付でベトナム中部地方の電力会社（Khan Hoa Power Company（以下、KHPC））と太陽光発電所の共同開発に関して MOU（覚書）を締結したことを公表した。屋根設置型の太陽光発電所を KHPC の各社屋に設置していくプロジェクトとなる。同プロジェクトではソーラーパネルに「Maxar®」またはグループの VSUN のソーラーパネルを使用することが決定しており、設置工事について VNREE への発注を優先的に行う予定となっている。

海外プロジェクトとしては、日本からベトナムなどへ人材を送り対応に当たっている。個別プロジェクトは順次進行中であり、業績への貢献は 2020 年 6 月期以降になると見られるが、東南アジアでの需要は旺盛で、今後の成長ドライバーの 1 つとして育成していく考えだ。O&M の管理実績がある同社グループでは、ストックビジネスの実現を図るべく同手法を海外事業にも展開する方針である。

#### (2) 角田市太陽光発電事業を始動

2019 年 2 月 6 日付で、宮城県角田市に発電能力 18.3MW 規模となる太陽光発電所の開発を開始することを発表した。一般家庭の約 4,310 世帯分の消費電力に相当する規模となる。2019 年 3 月に着工し、2021 年 3 月に完成予定となっている。売電開始後の初年度売電収入見込みは約 7.5 億円で、FIT 価格 36 円 /kWh 案件となる。設備投資予定額の約 52 億円については、WWB が基金を拠出する（一社）角田ソーラーエナジーが設立した（同）角田電燃開発と金融機関の間で融資関連契約を締結し、プロジェクトファイナンス※を組成する手法で調達した。WWB は角田電燃開発に対する匿名組合出資を行うことで、同事業に参画する。

※ プロジェクトファイナンス: 特定事業に対して融資を行い、そこから生み出されるキャッシュフローを返済の原資とし、債権保全のための担保も対象事業の資産に限定するファイナンス手法を指し、インフラ投資を行う際に用いられることが多い。

同社は現在、FIT 価格で 30 円 /kWh 以上の案件に係る権利を保有している。開発後の運営状況や収益性等を勘案して、自社運営する案件と、売却する案件とを見極めていく。九州エリアでは九州電力による出力制限が、また東北エリアでは送電線の供給能力の問題が指摘されており、こうした外部環境の変化も脱みながらプロジェクトを進めていくことになる。最近では出力制限による売電収入のロスを補償する保険商品なども出ており、これらも含めて総合的に判断していくものと考えられる。

### (3) 光触媒酸化チタンコーティング企業を子会社化

2019 年 1 月 25 日付で WWB が光触媒酸化チタンコーティング剤とそれを利用した製品の製造販売等を行う鯉コーポレーション(日本光触媒センター株式会社へ社名変更)の株式を 23 百万円で取得(取得比率 68.4%)し、連結子会社化したことを発表した。子会社化の目的は、光触媒酸化チタンコーティングによってソーラーパネルの性能を向上させ、同社製品の競争力向上を図ることにある。

光触媒とは酸化チタンなどの金属に紫外線が当たることで、周囲の有機物を水や二酸化炭素などの単純な構造の物質に分解する作用のことで、防汚機能や抗菌・抗カビ・抗ウイルス機能、脱臭機能、空気浄化機能などがあり、これら機能を生かした製品が開発されたり、コーティング剤として活用されたりしている。鯉コーポレーションは佐賀県に本社を置く企業だが、技術力の高さで知られている。特徴は、酸化チタンの粒子を極限まで細かくすることで透明度の高さとガラスへの密着性の高さを実現していること、不純物がほとんどなく中性であること、バインダーを含まないため被覆面に均等に酸化チタンをコーティングできることなどが挙げられる。

用途例には建物の外壁、住設機器、太陽光パネル、空気清浄機などがあり、スーパー、コンビニエンスストアのほか、手術室等の高度に衛生管理が求められる医療機関等に広く利用されている。同社は鯉コーポレーションの技術力の高さに着目、自社製品にコーティングすることで発電効率を 3～5% 程度改善できると見ている。ソーラーパネルは屋外で風雨にさらされるため、表面の汚れから発電効率が低下するケースが見られるが、光触媒機能を用いることで表面の汚れを分解し、発電効率の低下を防ぐ効果が期待される。

なお、同社業績は、2018 年 3 月期で売上高 186 百万円、営業利益 18 百万円となっている。現在は主に建材向けのコーティング施工が売上の大半を占めているが、ソーラーパネルへの適用により業績の拡大が期待される。

### (4) VSUN の国内販売子会社を設立

2019 年 3 月 8 日付で、WWB が VSUN のソーラーパネルの国内販売子会社として VSUN JAPAN を設立したと発表した。設立の目的は、国内におけるソーラーパネルの価格競争力強化、品質・サービス体制の向上を図るためとしている。現在、自社ブランドとして「Maxar®」を製造販売しているが、中国大手メーカーからの OEM 供給となっている。品質・性能面で同等レベルにある VSUN の商品をラインナップすることで、仕入先との価格交渉力も強まる効果が期待される。ワンストップサービスを特徴とする同社グループにおいて、パネルメーカー機能がより強化されたと言える。

VSUN に関しては直近 3 年間で急成長した格好となっている模様であり、主にドイツを中心とした欧州市場でシェアを拡大したようだが、今後は同社グループとの協業も図りながら、東南アジア市場での売上拡大も目指して行くものと予想される。

### (5) 新たな事業機会

国内で風力発電所の開発も進めていく予定になっているほか、バイオマス事業にも順次着手していく予定となっている。マレーシア等の東南アジア圏において、ソーラーシェアリングを展開するなどの海外事業計画もあり、これらの個別計画についても総じて今後の事業による収益貢献が期待される。

## 高成長が見込まれるアジア新興国の再生エネルギー市場を取り込み、高成長を目指す方針

### 3. 今後の成長戦略

#### (1) グリーンエネルギー事業の成長戦略

同社は、FITの見直しや用地確保の困難性、発電所開発の行政許認可基準の厳格化等によって、今後、太陽光発電所の開発・販売は鈍化するとの見方から、今後の成長を実現していくためには国内外で自社運営を目的とした太陽光発電所の開発に注力し、安定的な収益基盤を構築しながら成長を目指す方針を打ち出している。長期ビジョンでは、2030年に自社保有発電所能力で1,000MW（国内外ともに数百MW規模）を目標に掲げている。

国内では利益率を勘案しながら手持の候補物件の中から開発していくことに加えて、既存発電所の取得も進めていく。一方、海外については東南アジアでの事業展開を進めていく。既にベトナム、カンボジア、バングラデシュに関連会社を設立しており、ベトナムでは太陽電池メーカーのVSUNがあり事業展開していくうえで体制は構築している。VSUNに関しては今後、WWBが持つEPCや保守・メンテナンス等の事業ノウハウを供与することで、ベトナム内での太陽光発電所の開発・運営などにも事業領域を拡大していくことを視野に入れている。

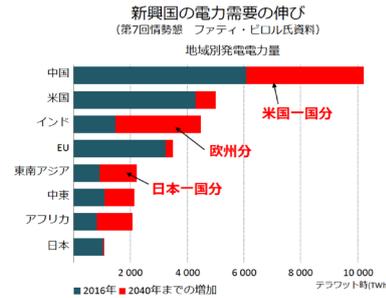
東南アジアでの展開では前述したベトナムなどのプロジェクトだけではなく、2018年3月にカンボジア政府高官らと、同国における200～300MW規模の太陽光発電所開発プロジェクトに関する覚書も締結している。カンボジアでは電力需要の伸びに対して供給力が追いついておらず、電力代も高いため太陽光発電所の開発ニーズが大きい。現状はベトナムなどのプロジェクトが先に立ち上る見込みだが、ODA（政府開発援助）による資金援助の目途が付けば、カンボジアでもプロジェクトがスタートするものと思われる。その他、中国・吉林省でも開発プロジェクトが進んでいるもようだ。なお、これら東南アジアや中国でのプロジェクトに関しては、WWBの代表取締役であり同社筆頭株主でもある龍潤生氏が持つ幅広い人的ネットワークを活用して進められている。

中国やインド、東南アジア等における再生可能エネルギーの需要ポテンシャルは大きく、今後2040年までに必要とされる電力量は、中国では米国1国の発電電力量、インドではEUの発電電力量、東南アジアでは日本1国分の発電電力量に匹敵すると言われている。同社はこうした成長市場に積極的に事業展開していくことで、高成長を目指して行く。

今後の見通し

## 新興国の電力需要の伸び

### 今後の中国・インド・東南アジア等新興国におけるエネルギー需要の伸びは現在の日米欧の総需要に迫るとする見方も。

 新興国のエネルギー選択のインパクト  
 ～日米欧の一國分を上回る大きさ


2040年までのインドの発電電力量の増分は現在のEUの発電電力量に相当  
 2040年までの中国の発電電力量の増分は現在の米国の発電電力量に相当

\*2018年4月10日付「エネルギー情勢懇話会提言～エネルギー転換へのイニシアティブ～関連資料」（資源エネルギー庁）より引用。

出所：中期経営計画資料より掲載

### (2) 3ヶ年中期経営計画

同社は2021年6月期までの3ヶ年中期経営計画を公表している。最終年度の経営数値目標として、売上高8,231百万円、営業利益619百万円を掲げている。2019年6月期から2021年6月期までの平均成長率で見れば、売上高で6.0%、営業利益で10.0%となり、堅実な成長を計画している。これには、事業の方向性として、ストック型ビジネスである売電事業に収益の軸足を移していく方針が根拠にある。

### 3ヶ年業績計画

(単位：百万円)

	18/6期 実績	17/6期・18/6期 平均値	19/6期 計画	20/6期 計画	21/6期 計画	19/6-20/6期 平均成長率
売上高	7,300	6,897	7,323	7,483	8,231	6.0%
売上総利益	2,178	1,833	1,618	1,779	1,957	10.0%
(利益率)	29.8%	26.6%	22.1%	23.8%	23.8%	
販管費	1,251	1,312	1,105	1,216	1,337	10.0%
営業利益	926	520	512	563	619	10.0%
(利益率)	12.7%	7.6%	7.0%	7.5%	7.5%	
親会社株主に帰属する 当期純利益	756	290	377	420	465	11.1%
(利益率)	10.4%	4.2%	5.1%	5.6%	5.6%	

注：18/6期業績は訂正発表後の数値

出所：決算短信、中期経営計画資料よりフィスコ作成

同社は中期3ヶ年中期経営計画を達成していくための基本方針として、国内ではビジネスネットワークや人材、技術等の経営資源をより一層進化させ、自社運営・保有のための太陽光発電所の開発に注力していくこと、海外ではコストリーダーシップ戦略により、性能が限定的な製品・役務の提供によりブランド認知度を高めていくことでそれぞれ事業を拡大していく方針となっている。

## 今後の見通し

また、重点施策として以下の施策に取り組んでいく。

- a) コスト削減を徹底する。国内での電力買取価格の下落基調が続くなかで、仕入価格低減や請負工事体制の合理化、その他オペレーションの効率化等を徹底していくことで、買取価格下落率以上のコスト削減を実現し、収益力を強化する。
- b) 自社保有・運営による発電能力の拡大を迅速に進めていくため、財務戦略の多様性を確保しつつ、オペレーションの合理化を図っていく。
- c) 単なる製品やサービスの販売だけでなく、顧客となる太陽光発電事業者の収益モデル等の最適化を実現するソリューションを提案するために、顧客フィードバックや情報等の即時共有化の徹底に取り組んでいく。
- d) アジア圏での再生可能エネルギー事業の同社ブランド認知度を向上させるため、優秀なバイリンガル人材の拡充・強化に取り組んでいく。
- e) IT、建機、グリーンエネルギーのシナジーを高め、戦略的な商品開発や顧客の開拓などで利益を確保していく。
- f) 国内で風力発電所の開発、バイオマス事業のほか、マレーシア等の東南アジア圏におけるソーラーシェアリングを展開するなどの海外事業の計画的推進を行っていく。

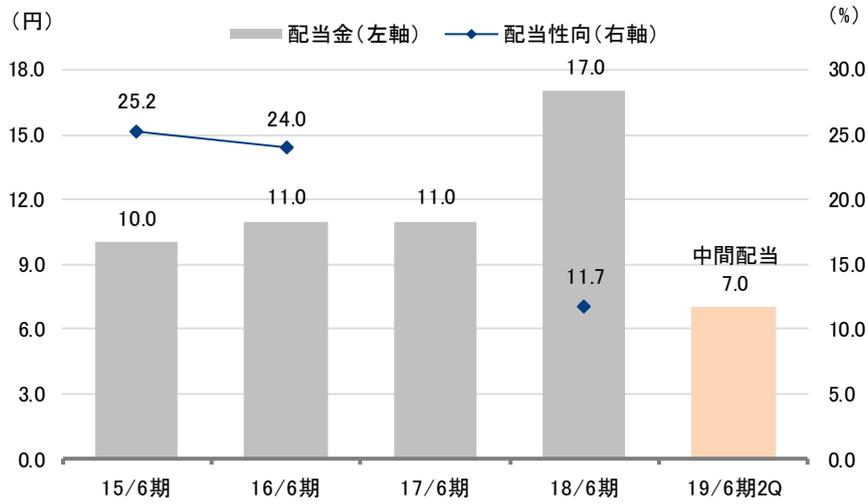
## ■ 株主還元策

### 財務状況と収益成長のバランスを図りつつ、 配当性向の更なる向上を目指す

同社は利益配分に関する基本方針として、今後の事業展開と財務内容の強化に必要な内部留保を図りつつ、安定した配当を継続していくこと、また、2019年6月期以降は前期実績（1株当たり配当金17.0円）をベースに更なる配当性向の向上を目指して行く方針を示している。なお、2019年6月期は中間配当として前年同期と同じ7.0円を実施、期末配当については未定としている。業績が計画どおり達成すれば期末配当についても前期並みの配当が期待される。

株主還元策

1株当たり配当金と配当性向



出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 重要事項（ディスクレーマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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