

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

リニューアブル・ジャパン

9522 東証グロース市場

企業情報はこちら >>>

2023 年 4 月 20 日 (木)

執筆：客員アナリスト

清水陽一郎

FISCO Ltd. Analyst Yoichiro Shimizu



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2022 年 12 月期の業績概要	01
2. 2023 年 12 月期の業績見通し	01
3. 成長戦略	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 事業内容と強み	03
■ 業績動向	05
1. 2022 年 12 月期の業績概要	05
2. 事業別概要	05
3. 財務状況と経営指標	06
■ 今後の見通し	07
● 2023 年 12 月期の業績見通し	07
■ 成長戦略	08
■ 株主還元策	10

要約

2022 年 12 月期は KPI とする EBITDA が伸長。 今後は EBITDA 拡大と利益創出の両立を目指す

リニューアブル・ジャパン <9522> は、「持続可能なエネルギーを届け、生き生きと暮らせる未来を実現します」というビジョンの下、太陽光発電・風力発電・水力発電等の再生可能エネルギー発電所の開発、発電、運営・管理など、再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で提供している。

1. 2022 年 12 月期の業績概要

2022 年 12 月期の連結業績は、売上高が前期比 11.1% 増の 17,718 百万円、営業利益が同 42.2% 減の 1,289 百万円、経常損失が 1,360 百万円（前期は 990 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失が 1,526 百万円（同 529 百万円の利益）となった。売電事業等及び O&M（オペレーション & メンテナンス）事業を中心にストック収入が好調に推移し、KPI※としている EBITDA は同 63.2% 増の 7,616 百万円となった。売電事業等では保有発電所数の増加が寄与した。一方、日本再生可能エネルギーインフラ投資法人を連結子会社とすることを目的に、2022 年 5 ～ 6 月に公開買付けを実施したことに伴い手数料等を計上した結果、経常損失及び親会社株主に帰属する当期純損失を計上した。

※ 経営指標のこと。同社は多額の設備投資を必要とする売電事業の割合が高まっており、減価償却費等の割合が大きくなっているが、これらの一過性の償却負担に過度に左右されることなく株式価値の向上を目指すことが重要と認識していることから、EBITDA を KPI としている。

2. 2023 年 12 月期の業績見通し

2023 年 12 月期の連結業績は、売上高で前期比 50.7% 増の 26,700 百万円、営業利益で同 156.0% 増の 3,300 百万円、経常利益で 1,200 百万円（前期は 1,360 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益で 750 百万円（同 1,526 百万円の損失）となる見通し。自社保有発電所の一部を売却予定であることから大幅な増収を、前期に発生した TOB 関連費用の剥落により経常利益及び親会社株主に帰属する当期純利益の黒字転換を見込んでいる。また、海外再生可能エネルギー事業で前期に取得した 2 案件が通期で寄与するほか、O&M 事業で好調な外部受注の拡大を進めることで、さらなる成長を目指している。

リニューアブル・ジャパン
9522 東証グロース市場

2023 年 4 月 20 日 (木)
<https://www.rn-j.com/ir/>

要約

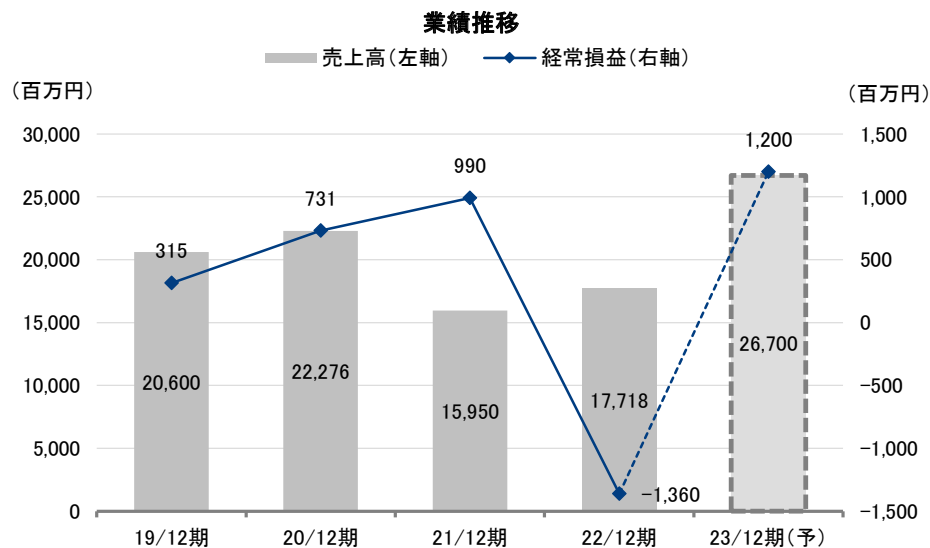
3. 成長戦略

同社は 2023 年 1 月、2025 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画を公表した。「EBITDA 向上」「親会社株主に帰属する当期純利益の増益」「バランスシートのコントロール（自己資本比率の向上）」を指針とし、2025 年 12 月期に売上高 317.0 億円（2022 年 12 月期比 78.9% 増）、営業利益 63.3 億円（同 394.5% 増）、EBITDA150.0 億円（同 97.0% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 14.0 億円（2022 年 12 月期は 15.2 億円の損失）、自己資本比率 7% を目指している。国内再生可能エネルギー事業及び海外再生可能エネルギー事業では、開発した再生可能エネルギー発電所を自社保有して安定的な売電収入を得ることに加え、一部を私募ファンド等に売却することでバランスシートをコントロールしつつ、売却収入を再投資資金として新たな開発を行う循環モデルにより成長を加速させる。加えて、売却先ファンドのアセットマネジメント（以下、AM）業務や、O&M 業務を受託することで、安定的なストック収益を確保していく。O&M 事業では外部受注の拡大を進める。このほかにも、中長期的な事業環境の変化を見据えて、水力などの他電源や Non-FIT※開発も進めていく。

※ 発電した電力を電力卸市場で取引することや、相対で買取価格・契約期間を決めることができる制度。

Key Points

- ・再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で提供
- ・2022 年 12 月期の EBITDA は前期比 63.2% 増と伸長、ストック収入が順調に積み上がる
- ・循環モデルの推進と外部受注の拡大により、2025 年 12 月期に EBITDA150.0 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 14.0 億円、自己資本比率 7% を目指す



出所：有価証券報告書、決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で提供

1. 会社概要

同社は、「持続可能なエネルギーを届け、生き生きと暮らせる未来を実現します」というビジョンの下、太陽光発電・風力発電・水力発電等の再生可能エネルギー発電所の開発、発電、運営・管理など、再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で提供している。2012 年 1 月に現代表取締役社長の眞邊勝仁(まなべかつひと)氏によって設立され、東急不動産(株)、ENEOS ホールディングス<5020>、関西電力<9503>との再生可能エネルギー事業領域における資本業務提携などにより事業を拡大し、2021 年 12 月に東京証券取引所マザーズ市場へ上場した(2022 年 4 月の同市場区分見直しに伴い、グロース市場へ移行)。2022 年 12 月末時点の累計実績は、開発(開発中及び稼働済み)案件数 186 件・設備容量 914.1MW、O&M 事業案件数 264 件・設備容量 1,306.5MW と、豊富な実績を有する。市場環境としては、国内の再生可能エネルギーのうち太陽光発電導入量は、2019 年度の 55.8GW から 2030 年度には 103.5 ~ 117.6GW と、約 2 倍の市場に拡大する見込み※で、今後も再生可能エネルギー市場はより一層拡大していく見通しだ。

※ 出所：資源エネルギー庁「2050 年カーボンニュートラルの実現に向けた検討」及び「第 6 次エネルギー基本計画」

2. 事業内容と強み

(1) 事業内容

同社は再生可能エネルギーの開発(発電)事業者として、開発/技術、金融、発電/運営まで、再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で提供している。再生可能エネルギー事業の単一セグメントであるが、「開発」「EPC※」「資金調達・案件売却」「AM」「O&M」「発電」からなる。

※ 再生可能エネルギー発電設備の設計(Engineering)、再生可能エネルギーの発電設備の工事部材調達(Procurement)及び再生可能エネルギー発電施設の建設(Construction)の略であり、主に電気工事のことを指す。

a) 開発

同社の地域拠点を活用し、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正や電力会社への効率的な接続の可能性を検証している。事業性の検討段階(デューデリジェンス)を内製化することで開発力を高めている点が強みだ。

b) EPC

再生可能エネルギー発電設備の設計、部材の調達、協力企業の選定・調整、建設期間中の進捗・品質管理を独自に行っている。特定建設業許可を取得しており、EPC の実績及びノウハウも豊富だ。

リニューアブル・ジャパン

9522 東証グロース市場

2023 年 4 月 20 日 (木)

<https://www.rn-j.com/ir/>

会社概要

c) 資金調達・案件売却

開発した発電所または取得した発電所の一部を、私募ファンド等に売却することで売却収益を得ている。また、同社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おり、自己資金や借入れのみならず、私募ファンドの組成等を含む多様な手法による資金調達・案件売却を行っている。資金調達としては、従来型のプロジェクトファイナンス（ノンリコースローン）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を発行し、開発資金を調達している。

d) AM

SPC※が保有する再生可能エネルギー発電所の管理運営、収支管理、レポート作成、その他事務手続き等の AM 業務を行っているほか、同社が組成した私募ファンド及び上場インフラファンドの AM 業務を受託している。

※ Special Purpose Company の略で、特別目的会社のこと。企業が不動産など特定の資産を当該企業の信用リスクから切り離し、その特定の資産やプロジェクトのためだけに作られる会社。

e) O&M

再生可能エネルギー発電所を開発した地域や O&M を請負った発電所がある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、運転開始した発電所の管理運営等の O&M 業務を行っている。具体的には、遠隔監視を通じた発電所運転状況の確認、現地の巡視点検、稼働実績の報告、除草・除雪対応、周辺住民の窓口業務、主任技術者による保安管理、保安規定に定める年次点検・申請・報告など多岐にわたる。

f) 発電

再生可能エネルギー発電所が売電した電力を、主に FIT 制度※に基づき一般送配電事業者等へ売電しており、安定した収益となっている。

※ 固定価格買取制度のこと。太陽光発電等の再生可能エネルギー電源で発電した電気を、国が定める期間、固定価格で送配電事業者が買い取ることを義務付ける制度。

なお、同社の収益構造はフロー収入とストック収入に分かれる。フロー収入は、発電所の開発報酬及び EPC 報酬、ファンドへの発電所等売却収入となる。一方でストック収入は、電力会社等から得られる売電収入と AM 報酬や O&M 報酬となる。

(2) 強み

再生可能エネルギーに関する事業全般を一気通貫で提供する同社は、「地域」「技術」「金融」の 3 つの強みを有している。「地域」としては、同社の地域拠点を活用して開発案件の情報収集を行っているほか、開発過程では地域と共生する発電所の開発に取り組んでいる。「技術」としては、特定建設業許可を生かした自社 EPC と、低コスト・高クオリティの O&M に強みがある。「金融」としては、「エクイティ」「メザニン」「デット」など複数の資金調達を行っている。

業績動向

2022 年 12 月期の EBITDA は前期比 63.2% 増と伸長、 ストック収入が順調に積み上がる

1. 2022 年 12 月期の業績概要

2022 年 12 月期の連結業績は、売上高が前期比 11.1% 増の 17,718 百万円、営業利益が同 42.2% 減の 1,289 百万円、経常損失が 1,360 百万円（前期は 990 百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失が 1,526 百万円（同 529 百万円の利益）となった。

2022 年 12 月期連結業績

(単位：百万円)

	21/12 期		22/12 期		増減	
	実績	売上比	実績	売上比	額	率
売上高	15,950	-	17,718	-	1,768	11.1%
売上総利益	6,004	37.6%	5,823	32.9%	-180	-3.0%
販管費	3,774	23.7%	4,534	25.6%	759	20.1%
営業利益	2,229	14.0%	1,289	7.3%	-940	-42.2%
経常損益	990	6.2%	-1,360	-7.7%	-2,351	-
EBITDA	4,667	29.3%	7,616	43.0%	2,949	63.2%
親会社株主に帰属する 当期純損益	529	3.3%	-1,526	-8.6%	-2,056	-

注：EBITDA = 経常損益 + 支払利息 + 支払手数料 + 減価償却費 + のれん償却額 + その他償却

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社が属する再生可能エネルギー事業は、気候変動問題に関する国際的な枠組みである「パリ協定」の締結を契機に脱炭素化に向けた取り組みが世界的な潮流となっており、日本は 2050 年までに温室効果ガスの排出量を実質ゼロとし、カーボンニュートラルの実現を目指している。このような事業環境の下、ストック収入が順調に積み上がり増収となった。KPI としている EBITDA は前期比 63.2% 増の 7,616 百万円と順調に拡大していることから、事業は順調に拡大していると弊社では見ている。一方、利益面では、日本再生可能エネルギーインフラ投資法人を連結子会社とすることを目的に、2022 年 5 ～ 6 月に公開買付けを実施したことに伴い手数料等を計上した結果、経常損失及び親会社株主に帰属する当期純損失を計上した。

2. 事業別概要

(1) フロー

開発報酬やファンドへの売却益などからなるフローの売上高は前期比 40.7% 減の 22.0 億円、売上総利益は同 52.5% 減の 14.1 億円となった。

リニューアブル・ジャパン

9522 東証グロース市場

2023 年 4 月 20 日 (木)

<https://www.rn-j.com/ir/>

業績動向

(2) ストック

注力分野とする売電事業等及び O&M 事業を中心に全事業が好調に推移した結果、売上高は前期比 26.9% 増の 155.1 億円、売上総利益は 46.7% 増の 44.1 億円となり、ストック売上構成比は同 10.9 ポイント上昇の 87.5% となった。(連結消去)

売電事業等の売上高は前期比 30.4% 増の 137.1 億円、売上総利益は同 74.1% 増の 32.4 億円となった。売電収入は第 1 四半期に大雪の影響を受けたものの、2022 年 5 月に稼働開始した岩手県一関市大東発電所(設備容量 42.3MW)及び岩手県洋野町種市発電所(同 15.0MW)が寄与した。この結果、ストック収入である国内発電所保有量(高 FIT)は同 110.3% 増の 325.6MW となった。トピックスとしては、同社初の海外案件取得が挙げられる。2022 年 9 月にスペインのソコボス太陽光発電所を、同年 12 月にトリホス太陽光発電所を取得した。現地法人を設置し、現地スタッフを採用することで開発中の案件情報が多数寄せられているようで、2023 年 12 月期以降も取得を継続する方針だ。

O&M 事業の売上高は前期比 23.3% 増の 19.8 億円、売上総利益は同 28.2% 増の 13.4 億円となった。外部からの受注を強化したことにより、総計は 264 件・設備容量 1,306.5MW に拡大した。

AM 事業の売上高は前期比 10.0% 増の 6.6 億円、売上総利益も同 10.0% 増の 6.6 億円となった。

資金を効率的に利益に転換。 ノンリコースローンを除く自己資本比率は 11.1% と安定した推移

3. 財務状況と経営指標

2022 年 12 月期末の資産合計は前期末比 46,963 百万円増加し 166,729 百万円となった。流動資産は同 69,108 百万円減少し 38,490 百万円となった。これは主に販売用発電所が 39,301 百万円、仕掛販売用発電所が 17,992 百万円、現金及び預金が 3,717 百万円それぞれ減少したことなどによる。固定資産は同 116,072 百万円増加し 128,238 百万円となった。これは主に機械装置及び運搬具が 101,044 百万円、長期前払費用が 3,502 百万円それぞれ増加したことなどによる。

負債合計は前期末比 48,452 百万円増加し 154,120 百万円となった。流動負債は同 1,437 百万円減少し 22,859 百万円となった。これは主に 1 年内返済予定の長期借入金が 1,709 百万円減少したことなどによる。固定負債は同 49,890 百万円増加し 131,261 百万円となった。これは主にノンリコース長期借入金が 26,358 百万円、長期借入金が 15,072 百万円それぞれ増加したことなどによる。純資産合計は同 1,489 百万円減少し 12,608 百万円となった。これは主にオーバーアロットメントによる売り出しに関連した第三者割当増資により資本金及び資本準備金がそれぞれ 354 百万円増加した一方、子会社株式の追加取得により資本剰余金が 135 百万円、親会社株主に帰属する当期純損失の計上により利益剰余金が 1,523 百万円、非支配株主持分が 153 百万円それぞれ減少したことなどによるものである。

リニューアブル・ジャパン
9522 東証グロース市場

2023 年 4 月 20 日 (木)
<https://www.rn-j.com/ir/>

業績動向

経営指標については、同社自身に返済義務が遡及しないノンリコースローンを除く自己資本比率を重視しており、11.1%（前期末は 16.8%）となった。同社は業績を拡大させつつバランスシートを適切にコントロールする方針を掲げていることから、ノンリコースローンを除く自己資本比率は安定的に推移していくと弊社では見ている。

■ 今後の見通し

中期経営計画初年度となる 2023 年 12 月期は、増収及び黒字転換を見込む

● 2023 年 12 月期の業績見通し

2023 年 12 月期の連結業績は、売上高で前期比 50.7% 増の 26,700 百万円、営業利益で同 156.0% 増の 3,300 百万円、経常利益で 1,200 百万円（前期は 1,360 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益で 750 百万円（同 1,526 百万円の損失）となる見通し。自社保有発電所の一部を売却予定であることから大幅な増収を、前期に発生した TOB 関連費用の剥落により経常利益及び親会社株主に帰属する当期純利益の黒字転換を見込んでいる。

2023 年 12 月期連結業績予想

（単位：百万円）

	22/12 期		23/12 期		増減	
	実績	売上比	予想	売上比	額	率
売上高	17,718	-	26,700	-	8,982	50.7%
営業利益	1,289	7.3%	3,300	12.4%	2,010	156.0%
経常損益	-1,360	-7.7%	1,200	4.5%	2,560	-
親会社株主に帰属する 当期純損益	-1,526	-8.6%	750	2.8%	2,276	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

開発した発電所を自社保有して安定的な売電収入を得ることに加え、発電所の一部を私募ファンド等に売却することでバランスシートをコントロールしつつ、その売却収入を再投資資金として新たな開発を行う循環モデルにより成長を加速させる。加えて、売却先ファンドの AM 業務や、O&M 業務を受託することで、安定的なストック収益を確保していく。O&M 事業については外部受注の拡大を進める方針だ。

国内再生可能エネルギー事業では、循環モデルを推進することで、自社保有発電所の設備容量を前期末比 0.2MW 増の 325.8MW と見込んでいる。海外再生可能エネルギー事業では、継続して発電所を取得する予定のため、設備容量は同 140.8MW 増の 170.4MW となる見通し。O&M 事業は、前期に好調だった外部受注の拡大を目指す。2023 年 2 月には、技術力やマネジメント能力の向上を目的とした O&M 技術者教育制度「RJ アカデミー」を開校しており、内製化を推進することで業績への貢献が期待できる。

成長戦略

**循環モデルの推進と外部受注の拡大により、
2025 年 12 月期に EBITDA150.0 億円、
親会社株主に帰属する当期純利益 14.0 億円、
自己資本比率 7% を目指す**

同社は 2023 年 1 月、2025 年 12 月期を最終年度とする中期経営計画を公表した。「EBITDA 向上」「親会社株主に帰属する当期純利益の増益」「バランスシートのコントロール（自己資本比率の向上）」を指針とし、2025 年 12 月期に売上高 317.0 億円（2022 年 12 月期比 78.9% 増）、営業利益 63.3 億円（同 394.5% 増）、EBITDA150.0 億円（同 97.0% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 14.0 億円（2022 年 12 月期は 15.2 億円の損失）、自己資本比率 7% を目指している。

中期経営計画

(単位：億円)

	21/12 期 実績	22/12 期 実績	23/12 期 (計画)	24/12 期 (計画)	25/12 期 (計画)
売上高	159.5	177.1	267.0	289.0	317.0
売上総利益	60.0	58.2	73.0	92.0	113.0
販管費	37.7	45.3	40.0	45.0	49.7
営業利益	22.2	12.8	33.0	47.0	63.3
経常損益	9.9	-13.6	12.0	16.4	22.0
EBITDA	46.6	76.1	117.0	125.0	150.0
親会社株主に帰属する 当期純損益	5.2	-15.2	7.5	10.0	14.0

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

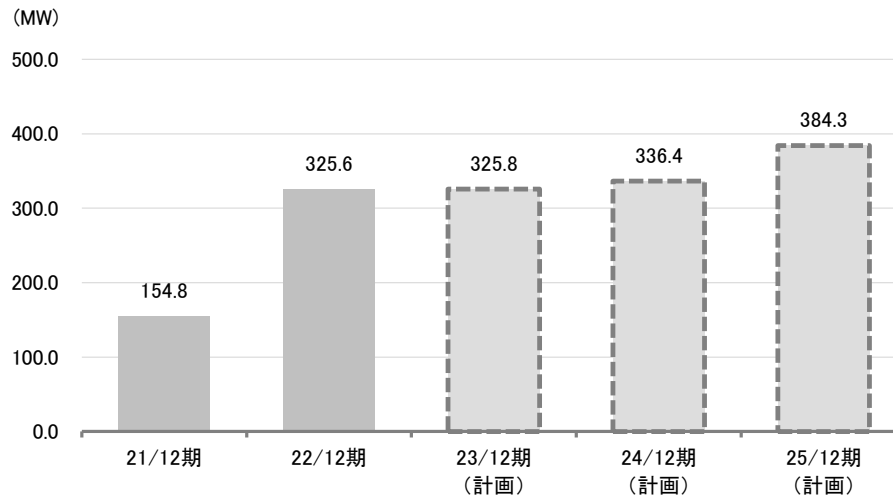
具体的には、(1) 国内再生可能エネルギー事業、(2) 海外再生可能エネルギー事業、(3) 国内 O&M 事業に注力する。加えて、中長期的な事業環境の変化を見据えて、水力などの他電源や Non-FIT 開発も進めていく。

(1) 国内再生可能エネルギー事業

優良案件の開発に注力し、フロー収入である開発収入、売却収入とストック収入である売電収入をともに拡大していく。開発した再生可能エネルギー発電所を自社保有して安定的な売電収入を得ることに加え、一部を私募ファンド等に売却することでバランスシートをコントロールしつつ、売却収入を再投資資金として新たな開発を行う循環モデルにより成長を加速させる。開発と売却を同時に行うことから、稼働済み自社保有発電所（ネット持分）は緩やかな増加を想定し、2025 年 12 月期に 384.3MW（2022 年 12 月期は 325.6MW）を計画している。

成長戦略

国内稼働済み自社保有発電所の推移(ネット持分)

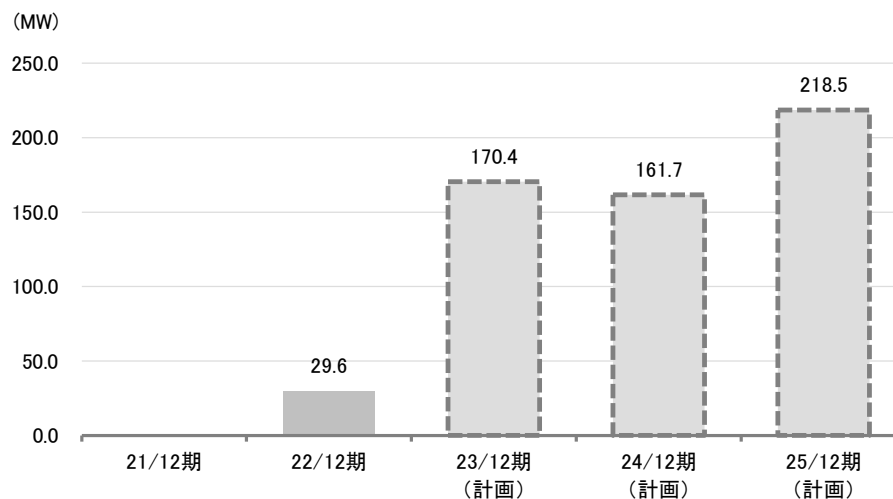


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(2) 海外再生可能エネルギー事業

2022 年 12 月期の初案件を皮切りに、スペイン、ポルトガル、イタリアでの取得を継続する。国内再生可能エネルギー事業同様に循環モデルによる成長を目指しており、2024 年 12 月期から私募ファンド等への売却を計画している。このため、稼働済み自社保有発電所（ネット持分）は 2024 年 12 月期に 161.7MW に低下するものの、2025 年 12 月期には 218.5MW に拡大する想定だ。

海外稼働済み自社保有発電所の推移(ネット持分)

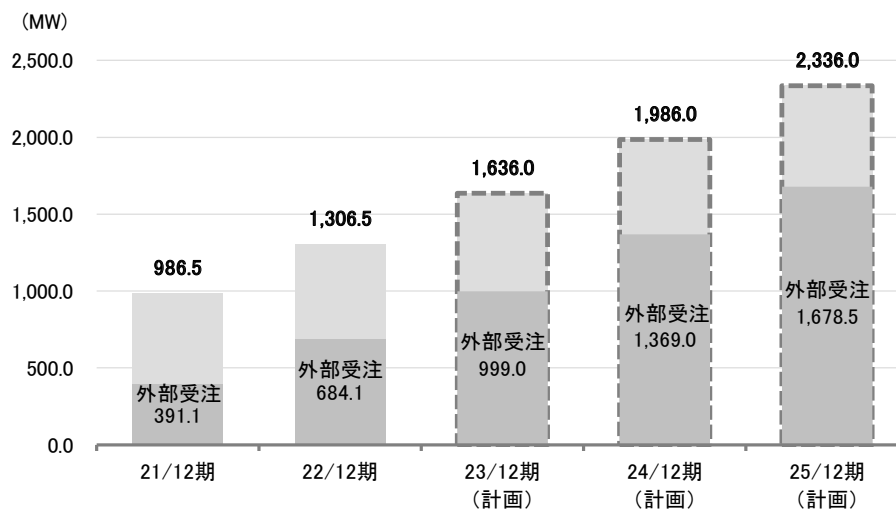


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(3) 国内 O&M 事業

内製化による価格競争力や営業力を武器に外部受注の拡大を進め、さらなる成長を目指す。2022 年 12 月期の外部受注が好調であったことから、2025 年 12 月期末の受注設備容量を 2,336.0MW（前回予想比 336.0MW 増）に上方修正している。

O&M事業 期末受注設備容量の推移(ネット持分)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

株主還元策

当面は内部留保の充実を図る方針

同社は株主に対する利益還元を経営の重要課題の1つと位置付けているが、財務体質の強化に加えて事業拡大のための内部留保の充実等を図り、事業の効率化と事業拡大の投資に充当している。創業以来配当は実施しておらず、今後についても当面は内部留保の充実を図る方針としている。ただし、将来的には安定的かつ継続的な利益還元を実施する方針である（現時点において配当実施の可能性及びその実施時期等については未定）。

重要事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp