

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

イーレックス

9517 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2017 年 3 月 14 日 (火)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. 2017 年 3 月期通期予想を上方修正し、株式分割と増配を発表	01
2. 電力小売りの顧客は高圧・低圧両分野で計画どおり拡大中で、電源調達も順調	01
3. 販売では沖縄進出、電源では豊前プロジェクトの資金調達完了	01
4. 現行中期経営計画の完遂で、売上高 1,000 億円が視野に	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 事業モデル	03
■ 業績動向	04
1. 2017 年 3 月期第 3 四半期決算の概要	04
2. 主要 KPI の動向	05
■ 今後の見通し	06
1. 2017 年 3 月期通期見通し	06
2. 2018 年 3 月期の考え方	07
■ 中期経営計画『Dash 1000』とその進捗	12
1. 『Dash 1000』の概要	12
2. 販売戦略とその進捗状況	13
3. 自社電源確保の進捗状況	15
■ 株主還元策	17

■ 要約

中期経営計画『Dash 1000』の順調な進捗で、 売上高 1,000 億円が視野に

イーレックス<9517>は電力小売事業を展開する独立系の特定規模電気事業者、いわゆる新電力（Power Producer and Supplier = PPS）企業である。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長を武器に、2016 年からの電力全面自由化の流れのなかで高成長を目指している。

1. 2017 年 3 月期通期予想を上方修正し、株式分割と増配を発表

2017 年 3 月期第 3 四半期決算は、売上高 22,049 百万円（前年同期比 32.8% 増）営業利益 2,442 百万円（同 141.6% 増）と大幅増収増益で着地した。同社は、営業利益の期初の通期予想に対する進捗率が 91.7% に達したことを受け、2017 年 3 月期通期見通しについて上方修正を発表した。同時に、3 月 7 日を効力発生日とする 1 対 3 の割合での株式分割と、実質増配も発表された。

2. 電力小売りの顧客は高圧・低圧両分野で計画どおり拡大中で、電源調達も順調

業績が好調な背景は、電力小売先の顧客の獲得が、高圧分野（大口需要家）、低圧分野（小口需要家）ともに順調に拡大していることが挙げられる。電力調達面でも、かねて建設を進めてきた佐伯発電所が 2016 年 11 月に商業運転を開始し、以来順調な操業を続けている。佐伯で発電した分の一部を JEPX（一般社団法人日本卸電力取引所）で卸売しているが、インバランスコスト算定において原価低減方向に働いたことも利益を押し上げた。

3. 販売では沖縄進出、電源では豊前プロジェクトの資金調達完了

中期経営計画『Dash 1000』の進捗も順調だ。この中計の骨格はバイオマス発電所による自社電源確保と強固な販売ネットワークの確立の 2 つだが、いずれも順調に進捗している。販売では提携ネットワークを構築済みであるほか、沖縄進出も決定した。今後は四国進出が視野に入ってくるとみられる。電源確保の面では、同社がイニシアチブを取る豊前プロジェクトについて、プロジェクトファイナンスのスキームが完了した。今後控える沖縄等追加の電源施設建設についても順調に準備が進んでいる状況だ。

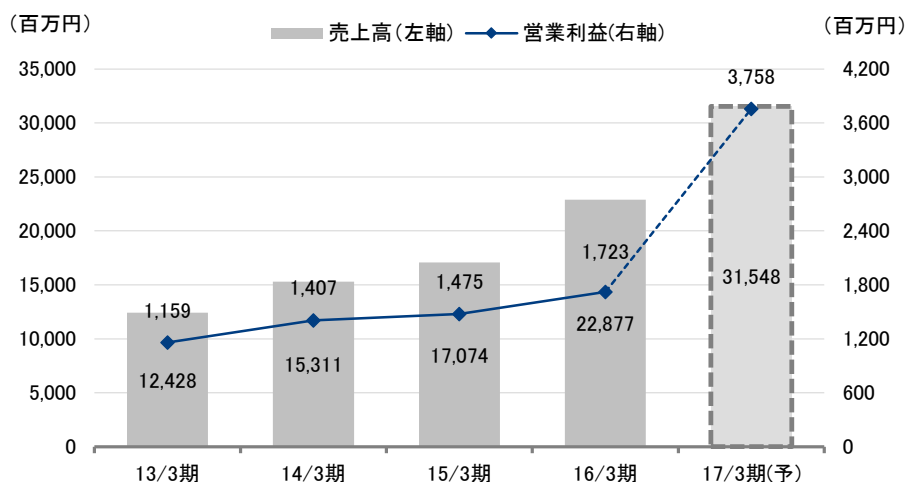
4. 現行中期経営計画の完遂で、売上高 1,000 億円が視野に

現在の中期経営計画『Dash 1000』は 4 ～ 5 年後の売上高 1,000 億円に至る準備ステージという位置付けで、それが名前の由来ともなっている。2017 年 3 月期の上方修正は、同社が進める事業展開が、PPS 企業として正しい方向を向いていることの証左の 1 つであると弊社では評価している。『Dash 1000』で進める電源確保や顧客獲得が順調に進めば、売上高 1,000 億円の達成は、『Dash 1000』が終了した翌年の 2020 年 3 月期にも達成される可能性が出てきたと弊社ではみている。

Key Points

- ・発電から販売までの一貫体制を構築。低コストの大規模バイオマス発電に強み
- ・第 3 四半期は大幅増収増益で着地し、通期見通しを上方修正
- ・大船渡・豊前の両プロジェクトが本格的に始動。資金調達にも目途

売上高及び営業利益の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

PPS（新電力）として 2001 年から電力小売りをスタート

1. 沿革

同社は 1999 年、日短エクスコ（株）の多角化の一環として、日短エナジー（株）として設立され、翌年に現社名イーレックス（株）に変更された。2000 年に「特定規模電気事業者（PPS）」制度が創設されたのを受けて、2001 年 1 月に経済産業省へ PPS としての届出を行い、電力小売事業を開始した。

同社の事業は、電力を卸売販売並びに需要家に対する小売販売をすることだ。従来、日本では東京電力<9501>に代表される大手電力会社（制度上は「一般電気事業者」と呼ばれる）が地域独占で電力供給を担ってきた。しかし、電力自由化の流れのなかで 2000 年に PPS 制度が創設され、同社は 3 社目の登録事業者として 2001 年から電力小売事業を開始した。

イーレックス | 2017 年 3 月 14 日 (火)
9517 東証 1 部 | https://www.erec.co.jp/ir/

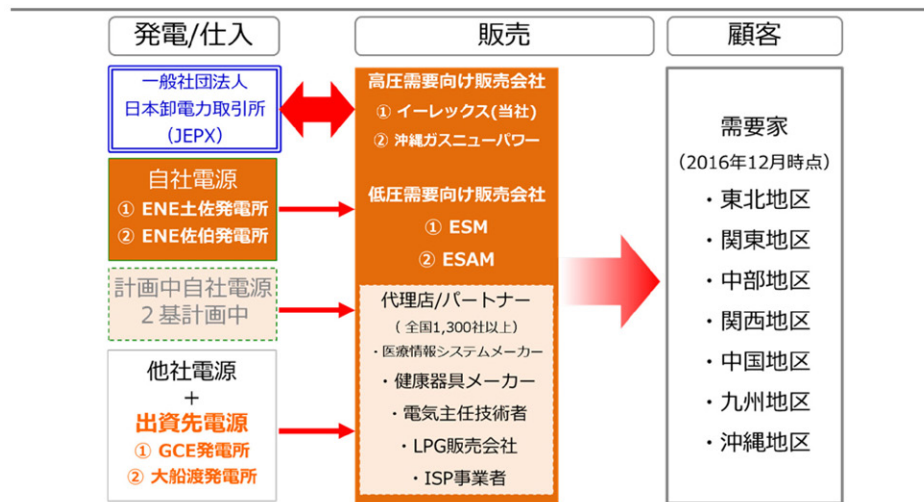
会社概要

発電から販売までの一貫体制を構築。 低コストの大規模バイオマス発電に強み

2. 事業モデル

同社の事業モデルは“電力の生産・仕入れ・販売”の3つに分けられる。同社にとっては電力が商品であり、自社発電と外部からの仕入れを組み合わせることで電力を調達し、その電力を需要家に小売販売及び取引所を通じて卸売販売している。電力事業を理解するうえで重要なポイントは、電力は貯蔵ができないということだ。一般の製造業や小売業と比べて電力事業の仕組みをわかりにくくしているポイントのほとんどは、この点に原因を求めることができる。

イーレックスを取り巻く電力の流れ



出所:「事業に関する説明資料」より掲載

電力調達の面で同社は、自社発電、他社電源及び出資先電源からの購入、JEPXからの購入の3つのルートで電力を調達している。調達面でのポイントは、自社発電と外部調達の構成のバランスをどう取るかだ。具体的には、安定供給体制の確保、需要成長予測、柔軟なコスト構造の実現といった点のバランスを考えて電源構成を決めていくことになる。同社は2016年11月に佐伯発電所の商業運転を開始したほか、今後更なる発電能力の拡充を計画している(詳細は後述)。

電源確保では、自社電源のコスト競争力も極めて重要なポイントだ。同社はPKS(パームヤシの殻)を主燃料とするバイオマス発電により自社発電を行っている。佐伯発電所は50MWの定格出力で、現在は木質系バイオマス発電所としては国内最大規模だが、今後続く大船渡・豊前両発電所はそれぞれ75MWと、更なる大規模化でコスト競争力を高める方針だ。

一方、電力販売においては、需要家に直接販売する小売販売と、JEPX に対する卸売販売の 2 つの販売ルートがある。販売面のポイントは、小売りと卸売のバランス、低圧分野と高圧分野におけるセールスマックス、販売地域の選択、販売体制・販売ネットワークの構築などだ。販売手法としては、高圧分野向けには代理店制度を採用するほか、低圧分野では販売子会社を軸にした異業種も含めた各種企業との提携戦略で、顧客件数の拡大に取り組んでいる。

業績動向

第 3 四半期は大幅増収増益で着地し、通期見通しを上方修正

1. 2017 年 3 月期第 3 四半期決算の概要

同社の 2017 年 3 月期第 3 四半期は、売上高 22,049 百万円（前年同期比 32.8% 増）、営業利益 2,442 百万円（同 141.6% 増）、経常利益 2,328 百万円（同 144.3% 増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 1,252 百万円（同 87.5% 増）と、大幅増収増益で着地した。

2017 年 3 月期第 3 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	16/3 期		17/3 期				
	3Q 累計	通期実績	3Q 累計	前年同期比	期初予想に対する進捗率	期初通期予想	前年同期比
売上高	16,608	22,877	22,049	32.8%	65.9%	33,466	46.3%
営業利益	1,010	1,723	2,442	141.6%	91.7%	2,664	54.6%
営業利益率	6.1%	7.5%	11.1%	-	-	8.0%	-
経常利益	953	1,614	2,328	144.3%	95.0%	2,451	51.9%
親会社株主に帰属する 四半期（当期）純利益	667	1,112	1,252	87.5%	87.8%	1,426	28.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

期初予想に対する進捗率は、売上高が 65.9% と 4 分の 3 を下回っているのに対して、営業利益が 91.7%、経常利益が 95.0%、親会社株主に帰属する四半期純利益が 87.8% と、各利益項目は 90% 前後の高い値となった。この結果を受けて同社は、2017 年 3 月期の通期見通しを、営業利益以下の各利益項目について大幅な上方修正を行った（詳細は後述）。

第 3 四半期決算で売上高の進捗が遅れた要因は、燃料価格下落に伴う燃料費調整額の低下や、卸売部門における JEPX での取引価格の下落だ。一方で、利益面で進捗が進んだ要因は、電力の供給先（電力小売販売先）の施設数が順調に増加するなかで取引価格が下落している JEPX からの仕入れを積極的に行ったこと、過不足電力の精算金額算定方法の制度変更が原価低減に寄与したこと、などが主たる要因だ。これらの結果、売上総利益は前年同期比 102.9% 増の 4,790 百万円に達した。

イーレックス | 2017 年 3 月 14 日 (火)
9517 東証 1 部 | <https://www.erec.co.jp/ir/>

業績動向

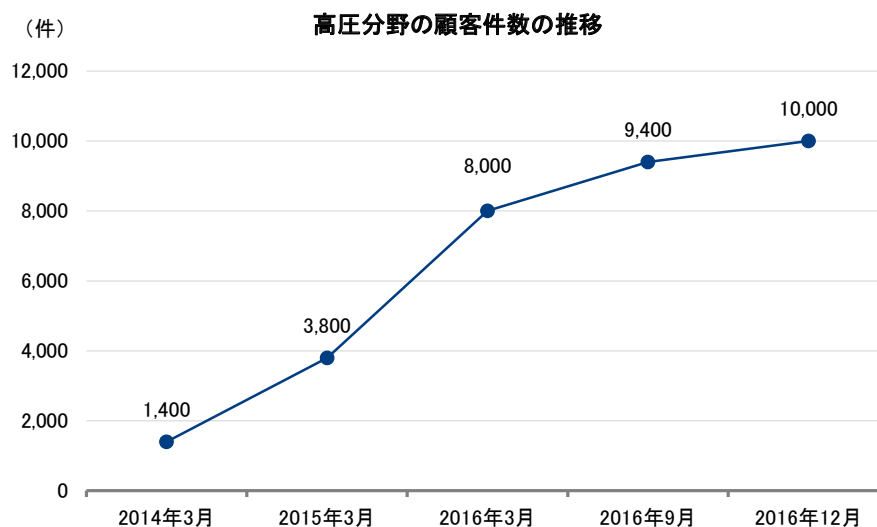
販管費は、業容拡大に伴う人員増加や販売代理店に支払う代理店報酬の増加で前年同期比 73.8% 増の 2,347 百万円となったが、伸び率は売上総利益のそれを下回り、売上高販管費率も 10.6% にとどまった。その結果、営業利益は同 141.6% 増の 2,442 百万円となり、売上高営業利益率は前年同期の 6.1% から今第 3 四半期は 11.1% に大きく改善した。

低圧分野は 43,000 件、高圧分野は 10,000 件の顧客を獲得

2. 主要 KPI の動向

同社の業績に影響を及ぼす KPI（重要経営評価指標）として弊社が注目する電力小売りの顧客数は、主として法人を対象とする高圧分野、一般家庭や小規模店舗などを対象とする低圧分野ともに、順調な拡大が続いている。

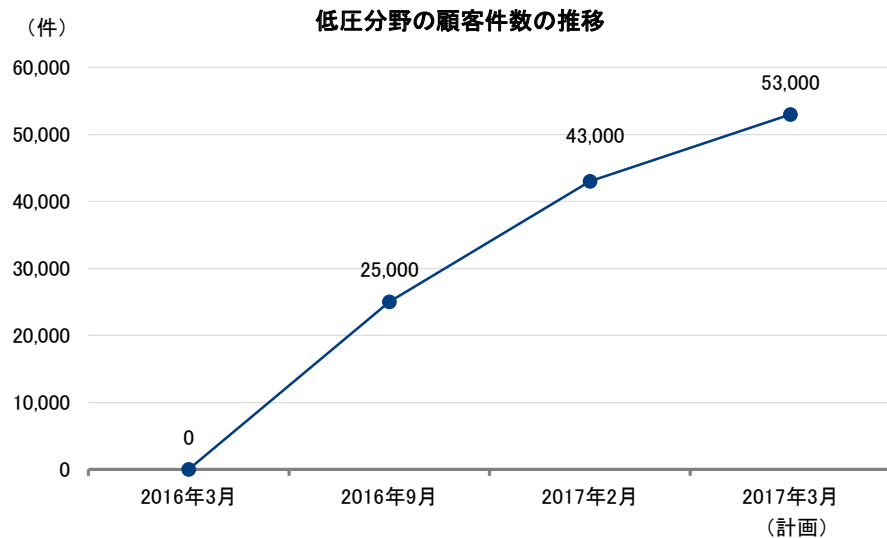
高圧分野の顧客への販売面では、同社は代理店制度を採用している。2016 年 12 月末時点での代理店数は約 1,300 店で、それら代理店が獲得し積み上げた高圧分野の顧客件数は約 10,000 件に達している。月間当たり 200 件～300 件のペースで新規顧客数の増加が続いている。



出所：説明会資料よりフィスコ作成

低圧分野では、米国 Spark Energy との合併会社であるイーレックス・スパーク・マーケティング（株）（以下、ESM）、ESMと阪和興業<8078>グループとの間で設立したイーレックス・スパーク・エリアマーケティング（株）（以下、ESAM）を軸に、地域の LP ガス販売会社や CATV 会社、タニタグループなどと提携し、一般家庭への浸透を図っている。同社は 2017 年 3 月末までに低圧分野の顧客件数を 53,000 件とすることを目標としているが、2017 年 2 月時点で 43,000 件にまで到達している。

業績動向



出所：説明会資料よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

上方修正後の2017年3月期通期見通しも超過達成の可能性

1. 2017年3月期通期見通し

同社は2017年3月期第3四半期決算を受けて、通期見通しを上方修正した。今通期の修正予想は、売上高31,548百万円(前期比37.9%増)、営業利益3,758百万円(同118.1%増)、経常利益3,457百万円(同114.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益2,000百万円(同79.7%増)となっている。

従来予想との比較では、売上高は1,918百万円(5.7%)下方修正されたが、営業利益は1,094百万円(41.1%)上方修正された。経常利益と親会社株主に帰属する当期純利益も、それぞれ41.0%と40.3%、上方修正された。

イーレックス | 2017 年 3 月 14 日 (火) 9517 東証 1 部 | <https://www.erec.co.jp/ir/>

今後の見通し

2017 年 3 月期通期見通しの概要

(単位：百万円)

	16/3 期 通期実績	17/3 期					
		期初通期予想	前年同期比	通期修正予想	期初予想比 修正額	期初予想比 伸び率	前年同期比 伸び率
売上高	22,877	33,466	46.3%	31,548	-1,918	-5.7%	37.9%
営業利益	1,723	2,664	54.6%	3,758	1,094	41.1%	118.1%
営業利益率	7.5%	8.0%	-	11.9%	-	-	-
経常利益	1,614	2,451	51.9%	3,457	1,006	41.0%	114.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,112	1,426	28.2%	2,000	574	40.3%	79.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

今通期見通しについて売上高は燃料価格の下落により JEPX に販売する卸電力価格も下落し、その影響で未達となる見通しだ。一方、利益は利幅と販売数量の積で決まるが、販売数量が顧客数の増加に伴い伸びるなか、利幅は JEPX での卸電力価格下落のために拡大し、利益が増加する見通しという構図だ。

2017 年 3 月期の大きな注目点の 1 つは、2016 年 11 月に商業運転を開始した佐伯発電所の稼働にあると弊社ではみている。ポイントは 2 つで、1 つは設備の稼働状況であり、もう 1 つは発電した電力の販売先の問題だ。最初の稼働に問題については、同じ形式の土佐発電所のオペレーション・ノウハウを活用できるため、操業トラブルのリスクは小さいと弊社では考えていたが、現実にもこれまでのところ順調な操業が続いている。

一方、発電した電力の販売については、土佐発電所と佐伯発電所とを合わせた自社発電の供給電力量が、高圧・低圧両分野の顧客の需要量を上回っているため、一部は JEPX での卸売に回っている状況だ。このこと自体は当初から予定されたことであり、現状に問題があるわけではない。しかし、卸売価格よりも小売価格のほうが単価が高いため、可能な限り早期に佐伯の発電分を満たすだけの顧客を獲得することが重要だ。顧客件数について、高圧分野は月間 200 ～ 400 件ペースでの増加が続いている。低圧分野については同社自身が 2017 年 3 月末で 53,000 件という目標を掲げているほか、一部の報道では 2018 年 3 月末に 120,000 件という見通しが示されている。弊社では、土佐・佐伯両発電所での自社発電分を全量小売りで消化できるだけの顧客需要が積み上がってくるのは、2019 年 3 月期中になるとみている。

2018 年 3 月期も増収増益トレンドが続く公算大だが、 上方修正を期待するのは時期尚早

2. 2018 年 3 月期の考え方

2018 年 3 月期の業績については、『Dash 1000』の中で掲げられた業績計画が 1 つの基準になってくると考えている。2018 年 3 月期について、売上高 51,280 百万円、営業利益 5,311 百万円、経常利益 5,076 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 3,336 百万円が計画されている。

2017 年 3 月期の業績見通しが大幅に上方修正されたことから、2018 年 3 月期についても『Dash 1000』での業績計画をさらに上回ることができるかどうかに注目が集まるところだ。この点について弊社では、その可能性は十分にあるが、現時点では『Dash 1000』で現在掲げられている業績計画の数値を基準にバリュエーションをしていくべきであると考えている。

『Dash 1000』における 2018 年 3 月期の業績計画

(単位：百万円)

	17/3 期		Dash 1000 計画	18/3 期	
	予想	前期比		前期比増減額	前期比
売上高	31,548	37.9%	51,280	19,732	62.5%
営業利益	3,758	118.1%	5,311	1,553	41.3%
営業利益率	11.9%	-	10.4%	-	-
経常利益	3,457	114.2%	5,076	1,619	46.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,000	79.7%	3,336	1,336	66.8%

出所：説明会資料よりフィスコ作成

まず、2018 年 3 月期に予想されるプラスとマイナスの両要因を整理すると、プラス要因としては、電力販売に占める小売（低圧・高圧両分野）電力量の構成比の想定以上の上昇が挙げられる。これを実現するには大口需要家の獲得や顧客件数の上積みが必要となる。また、原油価格の上昇で燃料価格が上昇すれば、2017 年 3 月期とは逆に売上高を押し上げる要因となるが、利益率への影響という点では、低下させる方向に働く可能性もある。

マイナス要因として警戒すべきは、過不足電力（インバランス電力）の精算金額（インバランス・コスト）の算定において、2017 年 3 月期は同社の原価低減方向に働いたことの反動だ。2017 年 3 月期は同社にとってプラス方向に働いたが、2018 年 3 月期において算定方法が再び変更となり、プラス影響が出なくなる、もしくはマイナス方向に働く可能性もゼロではない。

以上のような要素に対する弊社の見方は以下のとおりだ。顧客件数については、採算性が高い高圧分野に顧客数の伸びが加速するというのは過度な期待というべきだろう。この分野は PPS（新電力）各社が最も激しく競争をしている領域であり、現状の月 200 件～300 件の純増ペースを維持することが基本シナリオになると考えている。低圧分野についても、東京や大阪など大都市圏では過当競争の状況にあり、主戦場は地方の中核都市や大都市周辺都市などに拡散しつつある（これは高圧分野も同様）。それだけ営業の戦線を拡大する必要があるため、大都市での営業に比べて効率性が低下する可能性がある点には注意が必要だと考えている。前述のように、一部報道では 2018 年 3 月期末で 120,000 件という目標の数値が出ているが、その実現は不可能ではないにしても決して簡単ではないと考えている。同社は LP ガス販売 39 社と提携しており、その潜在力をどこまで発現できるかに注目したい。

インバランスコストの精算インパクトについては、現行の算定方法が維持されるならば 2018 年 3 月期もプラスインパクトを享受できる可能性が高いが、算定方法が変更になる可能性は否定できない。現時点でこれを織り込んで上振れ期待を持つのではなく、新年度に入って算定方法の変更がなかったことを確認してから、業績インパクトを考慮するほうが、妥当なアプローチと言えるだろう。

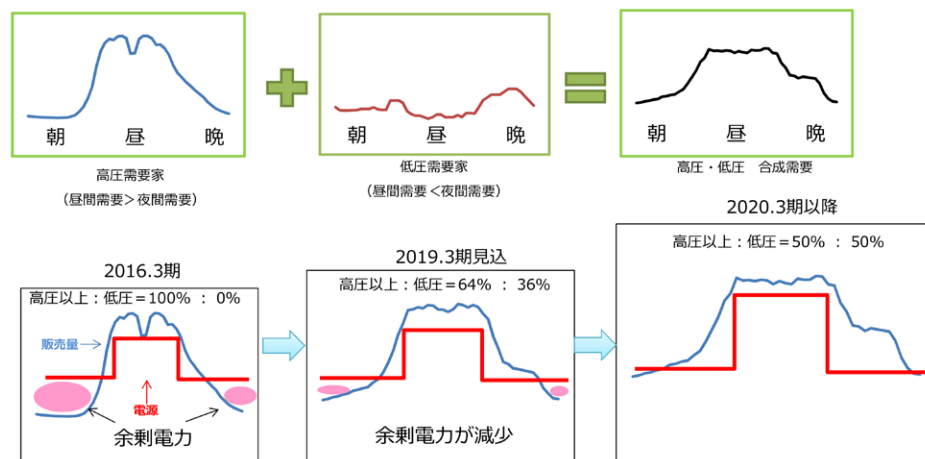
イーレックス | 2017年3月14日(火)
9517 東証1部 | <https://www.erec.co.jp/ir/>

今後の見通し

原油価格変動については、極端な上昇や下落がなければ、影響はニュートラルだと考えている。同社は佐伯発電所を稼働させて自社発電能力を小売需要分以上に有しているため、低価格での卸売を行っている。原油価格の上昇は卸売価格の上昇につながるため、基本的には燃料価格上昇に伴う電力価格の上昇は、利益額にはプラスに働くとみている。

前述のような外部要因のほかに、同社は自助努力による収益性改善に継続的に注力している。最も重要な取り組みは低圧分野、高圧分野におけるセールスマックスの最適化だ。これは昼間と夜間で電力需要の差が大きい高圧分野の需要と、朝昼晩の需要が比較的フラットな低圧分野の需要とをうまくミックスさせて同社の電力需要を底上げするとともに需要の波をフラット化することだ。これが進展すると調達余剰電力の収益化、すなわち利幅の拡大へとつながる。これを突き詰めると、単純な顧客件数の増大だけでなく、潜在顧客個々の需要特性を見極めながら営業を展開していく必要があるということになる。これまでセールスマックスの最適化は着実に進捗しつつあるが、この点は今後も継続して注視すべきポイントの1つと弊社では考えている。

低圧分野、高圧分野におけるセールスマックスの最適化のイメージ



出所：説明会資料より掲載

イーレックス

9517 東証 1 部

2017 年 3 月 14 日 (火)

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

今後の見通し

簡略化損益計算書

(単位: 百万円)

	14/3 期 通期	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期	
				3Q 累計	通期 (修正予想)
売上高	15,311	17,074	22,877	22,049	31,548
前期比 (前年同期比)	23.2%	11.5%	34.0%	32.8%	37.9%
売上総利益	2,684	2,676	3,730	4,790	-
前期比 (前年同期比)	-	-0.3%	39.3%	102.9%	-
売上高売上総利益率	17.5%	15.7%	16.3%	21.7%	-
販管費	1,276	1,201	2,006	2,347	-
前期比 (前年同期比)	-	-5.9%	67.1%	73.8%	-
売上高販管費率	8.3%	7.0%	8.8%	10.6%	-
営業利益	1,407	1,475	1,723	2,442	3,758
前期比 (前年同期比)	21.4%	4.9%	16.8%	141.6%	118.1%
売上高営業利益率	9.2%	8.6%	7.5%	11.1%	11.9%
経常利益	1,390	1,132	1,614	2,328	3,457
前期比 (前年同期比)	19.4%	-18.6%	42.5%	144.3%	114.2%
親会社株主に帰属する当 (四半) 期純利益	815	922	1,112	1,252	2,000
前期比 (前年同期比)	19.9%	13.2%	20.6%	87.5%	79.7%
分割調整後 EPS (円)	32.74	29.78	26.78	25.14	40.07
分割調整後配当	3.00	6.67	8.33	-	10.00
分割調整後 1 株当たり純資産 (円)	138.42	244.06	282.31	270.87	-

出所: 決算短信よりフィスコ作成

イーレックス | 2017 年 3 月 14 日 (火)

9517 東証 1 部

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

今後の見通し

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期 3Q
流動資産	5,252	9,787	13,406	16,410
現預金	2,601	5,187	9,525	8,861
売上債権	1,652	1,649	1,996	3,246
棚卸資産	183	189	244	526
その他	814	2,761	1,639	3,775
固定資産	4,588	8,170	13,759	24,289
有形固定資産	3,843	6,417	12,730	20,207
無形固定資産	31	36	130	1,614
投資等	713	1,715	897	2,467
繰延資産	-	26	36	30
資産合計	9,840	17,984	27,202	40,729
流動負債	2,585	2,591	3,096	9,424
買掛金	1,304	1,432	1,650	2,828
短期借入金等	488	488	396	3,387
その他	792	670	1,049	3,208
固定負債	3,799	5,042	9,373	15,163
長期借入金	2,738	3,939	8,214	10,222
その他	1,060	1,102	1,159	4,941
株主資本	3,447	9,980	13,784	14,752
資本金	625	3,465	4,947	5,118
資本剰余金	-	2,844	4,326	4,504
利益剰余金	2,822	3,670	4,510	5,355
非支配株主持分	8	369	947	2,569
純資産合計	3,455	10,349	14,732	16,141
負債・純資産合計	9,840	17,984	27,202	40,729

出所：決算短信よりフィスコ作成

簡略化キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	845	1,505	818	596
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3,280	-6,667	-4,182	-7,168
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,848	6,947	7,502	4,306
現預金増減	-587	1,785	4,138	-2,265
期首現預金残高	3,068	2,481	4,267	8,405
期末現預金残高	2,481	4,267	8,405	6,140

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中期経営計画『Dash 1000』とその進捗

『Dash 1000』：売上高 1,000 億円を実現するための準備期間という位置付け

1. 『Dash 1000』の概要

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、現在取り組んでいる。タイトルが示すように、4 ~ 5 年後に売上高 1,000 億円を実現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。

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 10.9% が計画されている。また、収益目標として営業利益率 10%、財務目標としては ROE（自己資本利益率）20%、配当目標として配当性向 20% が、それぞれ掲げられている。

『Dash 1000』の業績計画

(単位：百万円)

	16/3 期 実績	17/3 期 計画	17/3 期 前期比	18/3 期 計画	18/3 期 前期比	19/3 期 計画	19/3 期 前期比	16/3-19/3 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%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,112	1,426	28.2%	3,336	133.9%	4,754	42.5%	62.3%

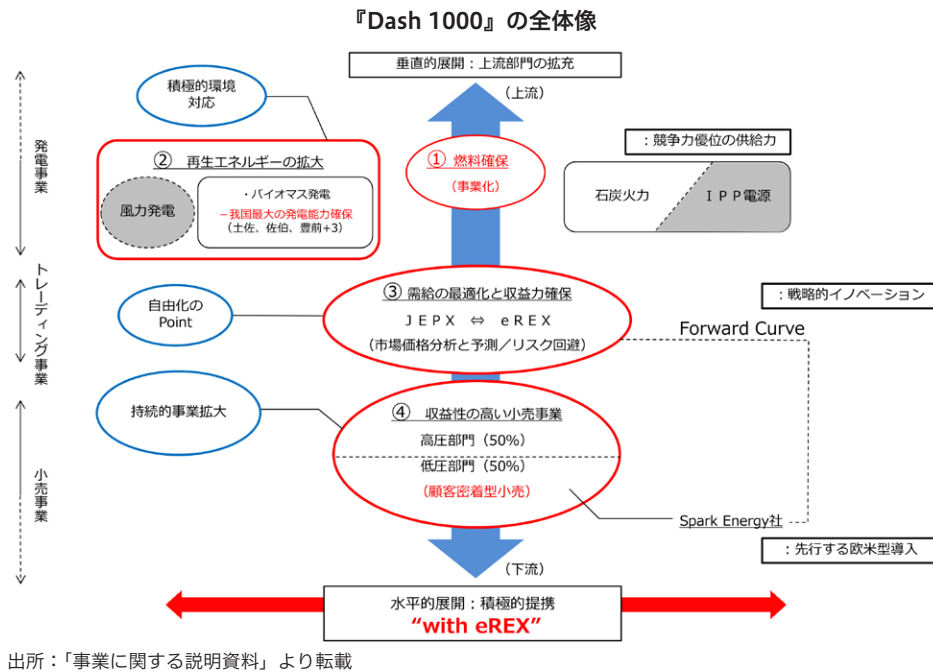
注：前期比、利益率は百万円単位の数値をもとに算出

出所：説明会資料よりフィスコ作成

同社が目指すのは、すべてのバリューチェーンでの競争力強化だ。すなわち、川上の燃料調達を含む発電事業、川中のトレーディング事業、及び川下の小売事業の 3 つの領域のすべてで十分な競争力を確保することが、今中期経営計画の目標となっている。弊社では、今中期経営計画の骨格は、自社電源開発と販路ネットワークの確立の 2 点にあると考えている。川中のトレーディング事業は、現在進みつつある JEPX 改革と歩調を合わせながら発展・強化させていくことになると考えており、そのタイミングは次期中期経営計画期間になるとみている。

イーレックス | 2017 年 3 月 14 日 (火)
9517 東証 1 部 | https://www.erec.co.jp/ir/

中期経営計画『Dash 1000』とその進捗



代理店制度とアライアンスパートナーの活用で販路は順調に拡大中

2. 販売戦略とその進捗状況

(1) 全体の状況

販売戦略については、極めて順調に進捗している。オフィスや大型店舗などの大口需要家を主たる対象とする高圧分野については、設立当初から代理店制度を採用しており、現状は1,300を超える代理店を擁して顧客開拓に当たっている。前述のように、2016年3月時点では約8,000だった高圧分野の需要家数は、9月時点では約9,400に上った。その後、第3四半期に入ってもその拡大ペースは維持されており、12月末までには契約顧客件数は10,000件に達した。内容的にも、同社にとって収益性の高い顧客の構成比が高まってきており、今通期の業績見通し上方修正の一因ともなった。

2016年4月に自由化された一般家庭や小規模店舗を主体とする低圧分野では、子会社のESMやESAMを軸に、各地の顧客密着型企業と提携して開拓を進めている。提携先が持つ顧客数（同社にとっての潜在顧客数）は9月末で約300万件を数えており、これまでのところは当初計画を上回るペースで契約数が伸びている。顧客件数は2016年9月末に約25,000件に上ったのち、2017年2月初旬には約43,000件に上った。2017年3月末時点の目標顧客件数は53,000件となっている。2ヶ月弱の短期間で7,000件の新規契約を積み上げるのは簡単なことではないが、弊社では達成可能性は十分あるとみている。仮に未達で終わったとしても、通過点に到達するタイミングがずれたに過ぎない。顧客数でみた低圧分野の潜在規模ははるかに大きいと考えられるためだ。

イーレックス | 2017 年 3 月 14 日 (火)
9517 東証 1 部 | <https://www.erec.co.jp/ir/>

中期経営計画『Dash 1000』とその進捗

アライアンスパートナーの拡充状況



全国1,300件以上の
代理店様



全国47社のLPG会社様
とのコラボ



沖縄ガスとの合併会社による
沖縄における電力販売

タニタ × イーレックス



健康に目を向けた電力



Powered by eREX Spark Marketing
通信会社とのコラボ



Powered by eREX Spark Marketing
全国の歯科医院向け電力

平成28年12月末日時点 供給施設数
高圧： 約10,000施設 、 低圧： 約36,000施設

出所：「事業に関する説明資料」より転載

(2) 販売地域の拡大

“販売戦略”という言葉は、拡販のスキームや販売手法など様々な内容を包含するが、代理店制度や提携戦略などは前述したとおりだ。2017 年 3 月期においては、販売地域の拡大で顕著な進捗があった。それは、沖縄における電力小売事業への参入だ。

同社は 2015 年 10 月に沖縄への進出を決定し、事業化調査を行ってきたが、地域密着型営業のために地元有力企業との協業が不可欠との判断に至り、沖縄ガス（株）と合併で（株）沖縄ガスニューパワー（以下、沖縄ガス NP）を設立した（出資比率：同社 60%、沖縄ガス 40%）。沖縄ガスは県内唯一の都市ガス事業者として、那覇市を中心に都市ガスを供給するほか、県の南半分に対して LP ガスを供給している。

沖縄ガス NP は 2016 年 8 月に新電力（PPS）としての登録を完了し、10 月 1 日から電力の供給を開始した。沖縄ガス NP の立ち位置は同社と同じ PPS で、沖縄ガス NP が電力供給者として顧客と契約を結ぶ。実際の顧客獲得は、沖縄ガスが沖縄ガス NP の代理店として、自社の既存客を主体に開拓を行うという構図だ。

今第 3 四半期（単独期間）において、沖縄での電源確保に関して進捗があった。沖縄事業の電源については、JEPX からの電力調達ができない（本土とケーブルでつながっていない）ため、沖縄電力のバックアップ電源や県内の太陽光発電事業者から調達しているが、今回、同社が沖縄に自社発電施設の建設を計画していることが明らかとなった（詳細は電源確保の項を参照）。

沖縄に続く販売地域拡大の対象は四国になると弊社ではみている。同社は土佐発電所と佐伯発電所を擁し、四国への電力供給には最適な発電所立地となっている。これまで四国への供給が行われてこなかったのは、人口や経済規模からみて優先順位が低かったためとみられるが、前述のように大都市圏では PPS 間の競争が激しく、PPS 契約の主戦場は地方都市に移りつつある。今後の正式な発表を待ちたい。

大船渡・豊前の両プロジェクトが本格的に始動。資金調達にも目途

3. 自社電源確保の進捗状況

(1) 佐伯発電所の商業運転開始

同社は電源について、自社発電、IPP からの購入及び JEPX からの購入の 3 ルートで確保している。PPS として持続的成長を実現するには、自社電源の確保は不可欠だ。2017 年 3 月期はこの点でも大きな進展があった。2016 年 11 月の佐伯発電所の商業運転開始だ。既存の土佐発電所(組織上は 100% 子会社のイーレックスニューエナジー(株))に続く 2 番目の自社発電所となる。

佐伯発電所の運営主体はイーレックスニューエナジー佐伯(株)で、同社は 70% を出資している(残りは東芝<6502>のグループ会社 20%、東燃ゼネラル石油<5012>10%)。発電所は太平洋セメント佐伯プラント内にあり、PKS を主燃料とする、土佐発電所と同じ循環流動層タイプのバイオマス発電所だ。定格出力は 50MW で土佐発電所の 20MW の 2.5 倍の出力となっている。土佐発電所と同タイプであるため、土佐発電所で蓄積した運転技術と燃料調達ノウハウを生かして、運転開始直後からフル稼働で安定操業ができていようだ。発電された電力は全量を同社が引き取り販売している。

(2) 次期発電所建設計画の概要

佐伯発電所で商業運転がスタートした直後ではあるが、同社は次の自社電源確保策に取り組んでいる。目下進行中の発電プロジェクトは、岩手県大船渡市の“大船渡プロジェクト”と、福岡県豊前市の“豊前プロジェクト”だ。いずれも 75MW クラスのバイオマス発電所だ。

a) 大船渡プロジェクト

2016 年 7 月 29 日に大船渡での発電所建設が正式に発表された。内容は、同社が太平洋セメント<5233>と共同出資で大船渡発電(株)(資本金 40 億円、出資比率は同社 35%、太平洋セメント 65%)を設立し、太平洋セメントの大船渡工場敷地内に発電出力 75MW 規模のバイオマス発電設備を建設するというものだ。

発電設備は土佐、佐伯両発電所と同じ循環流動層タイプで、バイオマス 90%、石炭 10% の燃料比率も同じとなっている。バイオマス燃料の種類は、PKS に加えて EFB(パーム空果房)の使用も予定している。EFB は太平洋セメントがサラヤ(株)やタイの企業と共同で発電燃料化に成功したものだ。2017 年 3 月期下期に着工し、2019 年秋の完成予定だ。発電された電力は全量を同社が引き取り、外部に販売していく計画だ。

b) 豊前プロジェクト

2016 年 11 月 10 日には豊前市でのバイオマス発電所について発表された。同社が 2016 年 10 月に設立した豊前ニューエナジー(合)に九電みらいエナジー(株)と九電工<1959>が出資し、3 社共同で国内最大級のバイオマス発電事業を行うというものだ。出資比率は同社が 65%、九電みらいエナジーが 27%、九電工が 8% と予定されている。

イーレックス | 2017 年 3 月 14 日 (火)
9517 東証 1 部 | <https://www.erec.co.jp/ir/>

中期経営計画『Dash 1000』とその進捗

設備は豊前バイオマス発電所の名称で、九州高圧コンクリート工業（株）の敷地内に建設される。PKS と木質ペレットを燃料とするバイオマス発電設備で、発電出力は 75MW、年間発電量は約 500,000MWh とされている。これはバイオマス発電所としては国内最大級の規模となる。2017 年 3 月の着工予定で 2019 年 10 月の営業運転開始を目指している。発電された電力は全量を九州電力<9508>に販売することになる。

同社は 2019 年稼働予定の大船渡・豊前両発電所に加え、さらに 2 つの発電所プロジェクトを計画している。今第 3 四半期における進捗は、沖縄が建設候補地の 1 つとして明確になったことだ。これは販売戦略のところで述べた沖縄における小売事業の開始と密接につながっていると言える。沖縄は本土と電力ケーブルが接続していないという特殊事情があることも背景にあるとみられるが、一方で沖縄の経済規模からみて新設発電所の電力をどのように消化していく予定なのか注目される。もう 1 つは“A 地点”とだけ公表されていてそれ以外の詳細は不明のままだ。規模と発電方式は既発表のプロジェクトと同じものが計画されており、オペレーション上のリスク低減には寄与するとみられる。今後の詳細発表を待ちたい。

(3) 資金調達の状況

同社が計画するバイオマス発電所はいずれも国内最大規模の大型設備であるため、1 件当たりの設備投資額は 200 億円～300 億円に達するとみられる。同社の企業規模に照らすと大きな負担であるのは疑いなく、投資家、株主の視点からも資金調達が大きな注目点となる。

前述のように同社は 2016 年完成の佐伯発電所に続き、現在、大船渡と豊前の 2 つのプロジェクトを進めているが、結論から言えば、この 2 つのプロジェクトに対する資金手当ては終了している。その大まかなスキームは以下のとおりだ。

同社は 2016 年 3 月に公募増資を行い、約 30 億円を調達した。この資金は佐伯発電所を運営するイーレックスニューエナジー佐伯への投融資資金として活用され、当該子会社は借入金の返済に充当した。これによって同社自身は銀行から 60 億円の新たな融資枠（コミットメントライン）を獲得した。この 60 億円を活用し、大船渡・豊前両プロジェクトの運営会社の資本金に出資した。

両プロジェクトのうち大船渡プロジェクトについては、同社はマイナー持分であり、資本金の出資をもって資金調達面での負担は終了した形となっている。今後の大船渡発電（株）（2016 年 8 月 5 日設立）の運営資金の調達は、太平洋セメントが中心となって行うことになる。一方、豊前プロジェクトは同社が主体的に資金調達を行うことになる。これについて同社は、かねてよりプロジェクトファイナンスの活用を計画していたが、2017 年 1 月にプロジェクトファイナンスにかかる 270.5 億円のシンジケートローンの組成が完了し、豊前プロジェクトの所要資金の調達を終えた。

今後、沖縄と“A 地点”の 2 つの発電プロジェクトが具体化してくれば資金調達の問題が再びクローズアップされてくると予想されるが、当面、資金調達問題は市場の関心の中心からは外れたと言ってよいだろう。

株主還元策

1 対 3 の株式分割と実質増配を発表

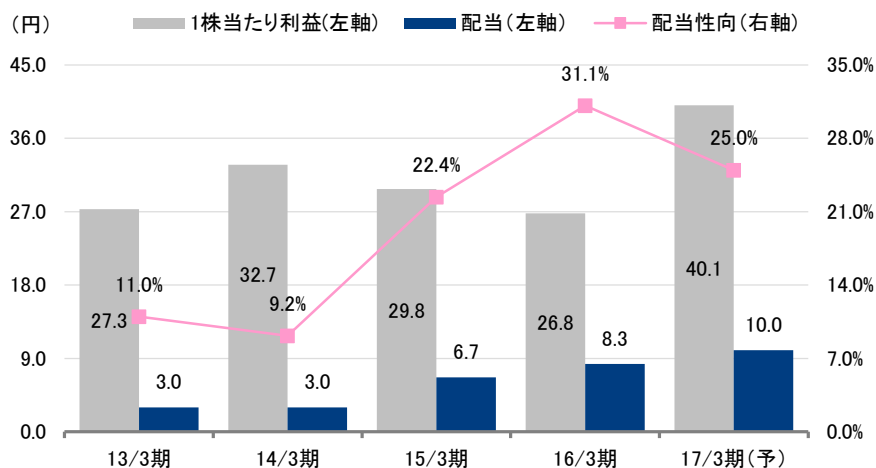
同社は株主還元について、配当を基本としている。配当水準については、中期経営計画の中において、配当性向 20% という配当目標を掲げている。

2017 年 3 月期第 3 四半期決算を受けて同社は通期見通しを大幅に上方修正した。これと合わせて同社は、1 株につき 3 株の割合での株式分割と、実質増配を発表した。

株式分割は、2017 年 3 月 6 日を基準日として 1 対 3 の割合での分割となる。株式分割の主たる目的は、株価が 4,000 円に迫る（2 月 14 日終値は 3,670 円）なか、投資単位当たりの所要金額を引き下げることにより、流動性の向上と投資家層の拡大を図ることにある。

配当については、2017 年 3 月期の期末配当を 10 円（分割調整後）とすることを発表した。分割調整前のベースでは 30 円の配当となり、従来予想の 25 円（分割前のベース）からは 5 円の増配となる。2017 年 3 月期の分割調整後 1 株当たり利益予想は 40.07 円であるため、配当性向は 25.0% となり、中期経営計画で掲げる目安とする配当性向の水準（20%）をクリアした形だ。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



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