# 多摩川ホールディングス（JASDAQ・6838）

証券 アナリスト： 松尾 範久
アンビシャスネット株式会社
matsuo@ambitiousnet.co.jp

## 3つの「再」で事業展開、電子・通信機器と再生エネルギー事業が成長の原動力

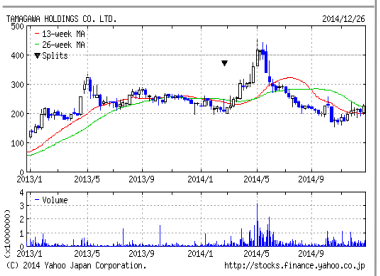
**時価総額： 95.0億円**

**太陽光発電に続き地熱発電にも展開、事業本格化で大きく飛躍へ**

**株価： 227円（1月21日）**

**想定ﾚﾝｼﾞ（1年）215円-430円**

**2014年高値457円/安値153円**




ヤフーファイナンスより（過去2年間の週足）

発行済株式数 4,186万5,000株

| | |
|---|---|
| 予想EPS（15/3期） | 10.8円 |
| 予想PER | 20.7倍 |
| 実績BPS(14/9期) | 67.8円 |
| 実績PBR(14/9期) | 3.35倍 |
| 今期予想一株配当金 | 1.0円 |
| 予想配当利回り | 0.44% |
| 外国人持ち株比率 | 34.8% |

**【キャッシュフロー（14/3期）】**

| | |
|---|---|
| 営業CF | 764(百万円) |
| 投資CF | -265(百万円) |
| **フリーCF** | **499(百万円)** |
| 財務CF | 875(百万円) |
| 現金同等物 | 1,763（百万円） |
| 有利子負債 | 617（百万円） |
| **減価償却費（14/3期）** | 86(百万円) |
| **粗利率（14/9期）** | 32.1% |

**【企業概要】**

設立：1968年11月
上場：1999年8月

株主数：1,321名（14/9末）
従業員数：131名（14/9末）
本社：東京都港区浜松町1-6-15

代表取締役社長： 桝沢 徹
代表取締役： 小林 正憲

### ■ 要約（Executive Summary） ～経営革新で新たな成長に向け邁進～

日本の電子産業が急成長を見せた時代に、その一翼を担う減衰器などの電子部品の開発会社として設立された有限会社多摩川電子にビジネスの源流を持つ同社は無線通信機器向け高周波回路素子や計測機器、通信機器といったビジネスで着実な成長を続け、設立から31年後の1999年8月に株式を店頭市場に登録。設立来培ってきたアナログ高周波技術は今日の事業にも受け継がれ、公共分野向け製品などに活かされています。店頭登録後に携帯電話関連デバイスの受注拡大で成長を図ろうとしていましたが、2002年3月期にそれまでの黒字経営から一転して3億円余りの赤字に転落。その後も年商30億円前後で赤字体質の経営が続きました。

旧経営陣はそうした状況を改善するためにリーマンショック後の2010年にバイオマスエネルギー供給事業を開始しましたが、失敗に終わり、2012年に現経営陣に交代。金融中心の現経営陣の下で再生に向け、選択と集中による収益重視の経営革新が図られたことで2013年3月期に黒字転換。その後今期まで2期連続の増収増益が見込まれます。とりわけ今期は過去最高益を更新する見込みで期末には小幅ながら復配の意向です。また、新たな収益分野として2012年に施行された再生エネルギー法の下、固定買取制度を活用した太陽光発電事業に参入し、高収益で長期安定的なストックビジネスの獲得で飛躍を図ろうとしています。同社の基本理念は「事業投資」という行為を通じて全国の地域社会に利益還元し、地方経済の活性化と発展を促す循環型の社会を目指すというもの。企業再生による事業価値向上を図ってきた同社は、太陽光、地熱、バイオマスなど再生エネルギーの普及で社会貢献。そこから生まれた利益を再投資して事業利益の成長を高める好循環を実現させていくことで株式市場での評価も今後大いに高まるものと期待されます。

### ■ 株価評価 （Valuation） ～収益向上とともに株価上昇へ～

1999年8月の店頭登録時の公募価格1600円に対するその後の高値は4390円で時価総額は238億円。成長期待が背景になっての株価形成でしたが、その後の業績低迷は同社株価の長期低落をもたらしました。2002年で一旦ボトムを打ったのですが2004年10月から2009年2月にかけ、業績の低迷が一層顕著になるにつれ下落傾向を見せ安値は3分割前の78円となりました。この時の時価総額は4億円余りにまで低下しました。その後同社は2010年に131万株の第三者割当増資（発行価格110円）を実施したほか、2013年には第三者割当増資101万株（発行価格130円）と新株予約権の発行で資本充実を図っています。株式の流動性の向上を図るため本年3月には3分割を実施。発行済み株式数は2014年9月末現在で4,186万5,000株となっており、時価総額は100億円に迫っています。同社の経常利益は上場前の1997年3月期に4億55百万円でピークを打っていましたが、前期はそのピーク利益を更新。有力外資系銀行に対する新株予約権（行使価格218円）の払い込みが1月16日に完了し、太陽光発電や地熱発電事業の展開のための資金調達に目途がついたことで、今期以降も次世代通信インフラ整備に向けた電子・通信機器事業と再生エネルギー事業によって飛躍が期待され、収益向上とともに株価上昇、時価総額の拡大が期待されます。

| （単位：100万円） | 売上高 | YOY | 営業利益 | YOY | 経常利益 | YOY | 当期利益 | YOY | EPS |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 12年3月期 | 3,106 | 17.7% | -29 | - | -23 | - | -37 | - | - |
| 13年3月期 | 3,671 | 18.2% | 373 | - | 374 | - | 339 | - | 15.7 |
| 14年3月期 | 4,171 | 13.6% | 477 | 27.8% | 478 | 30.4% | 436 | 28.5% | 11.7 |
| 15年3月期予 | 4,534 | 8.7% | 506 | 6.1% | 489 | 2.4% | 450 | 3.2% | 10.8 |
| 16年3月期予 | 5,499 | 21.3% | 810 | 60.1% | 800 | 63.6% | 744 | 65.3% | 14.3 |
| 17年3月期予 | 9,128 | 66.0% | 1,580 | 95.1% | 1,579 | 97.4% | 1,026 | 37.9% | 19.8 |
| 18年3月期予 | 10,000 | 9.6% | 2,100 | 32.9% | 2,000 | 26.7% | 1,200 | 17.0% | 23.1 |

## 3つの「再」で事業展開

【3つの「再」】
①企業再生による事業価値向上
多摩川電子の経営改革推進
②再生エネルギーへの取り組み
太陽光発電システム販売事業
太陽光発電所事業
③生まれた利益の再投資

## 高周波無線技術の多摩川電子

【主要取引先】
日本電気、パナソニック、東芝、三菱電機、日立国際電気、官公庁、中国電力、NTTドコモ、ソフトバンクモバイル、富士通、KDDI、日本無線、各種研究機関

## 防災無線向けも拡大

【多摩川電子の取扱製品群】
①デバイス機器・・・分配器、減衰器、終端器、発振器、RFフィルタ・共用器等通信用高周波回路素子
②システム機器・・・高周波増幅器、シンセサイザー、マイクロ波送受信機等自社製品、OEM製品

## 韓国の大手メーカーと提携

【高周波無線分野の競合企業と売上高】
＊1:売上全体　＊2:高周波無線
（売上の単位は億円）

| 企業名 | ＊1 | ＊2 | 分野 |
|---|---|---|---|
| **Ace（韓国）** | **200** | **30** | **モバイル** |
| KMW（韓国） | 200 | 40 | モバイル |
| 日本電業工作 | 200 | 15 | モバイル |
| スタック電子 | 18 | 3 | 放送 |
| アンテナ技研 | 15 | 3 | 公共・防災 |

（同社資料より）

## ベトナムにも工場進出

同社は電子・通信機器に不可欠なアナログ高周波技術を持つ多摩川電子を再生、黒字化させ更に高収益化させつつ、新たに展開する再生エネルギー事業で成長を遂げようとしています。2012年に代表取締役に就任した桝沢現社長の集中と選択、経営革新、スピード経営が奏功し、2013年3月期の黒字転換以来、今期で2期連続の増収増益が見込まれています。2011年3月に起きた東日本大震災後の原発事故の発生で大きくクローズアップされた太陽光など自然エネルギー関連ビジネスに着目。2012年2月より太陽光発電システム販売事業への新規参入を表明して以来、固定買取制度の施行によって安定した収益が期待される売電事業を展開するに至っており、既にその対象は太陽光から地熱発電、更にはバイオマスへと広がりを見せ始めており、再生エネルギーで本格的な飛躍を果たすとともにそこで生み出された利益を更に再投資しながら利益を追求していく意欲的な取り組みが注目されます。

戦後構築された社会インフラの更新時期が到来する中で、無線技術に優れた多摩川電子の存在感は今まで以上に増してくると期待されます。設立以来培ってきた業界トップクラスのアナログ高周波技術はデジタル技術と融合しながら発展を見せています。スマートフォン等の普及に伴い情報通信分野においてスピードや大容量化が求められる中、伝送スピードの速度向上や大容量データ通信や動画配信に貢献する高周波技術は不可欠で、社内の人材に開発製造のノウハウが蓄積され、他社が一朝一夕には得ることのできない技術を有している企業として多くの大手企業からも一目置かれる存在となっています。その経営の中心となって収益向上の役割を担ってきた小林社長は、2014年6月から多摩川ホールディングスの代表取締役にも就任。桝沢社長とともにグループの利益成長を図ろうと意欲的です。

多摩川電子が取り扱うデバイス機器やシステム機器などの製品群は30MHzから30GHzまでの周波数帯で活用されており、次世代携帯、衛星通信、ETC、デジタルTV、FM放送、公共・防災無線、航空管制などに使用されています。携帯電話の基地局増加がこのところの業績拡大につながっていますが、独自の研究開発活動によって生み出された製品・技術をベースにした大手通信事業者、電機メーカーなどクライアントへの直接的な提案営業によって着実な業績の拡大を図ろうとしています。同社の前期実績売上の44%が移動体通信の基地局向けで、残りは28%が防衛関連、28%が公共・防災向け等となっており、コスト競争の激しい携帯分野に過度に依存せず、防災無線など自社開発製品の売上拡大で高収益構造を構築しようする経営改革が続いています。

携帯電話の急速な普及に合わせ、各キャリアは積極的に基地局の建設を推進。その基地局に高周波無線技術を応用した高周波フィルタなどの部品が不可欠であったことで1990年代において同社の業績はこの分野を中心に堅調に推移しました。その後は国内外の大手メーカー、とりわけ韓国2社（Ace、KMW）との価格競争が激化。それまでの市場シェア30%が2005年以降低迷し、業績の低迷にもつながりました。こうした課題を克服するために、従来は競合先であった韓国のAce社と2013年5月に業務提携を結んだことで、2016年以降のスマートフォン4G向けの需要増を前に競合他社との競争に勝てる体制が整いました。提携による効果は大きく、同社はAce社の生産設備を活用することで製造コストを従来よりも大幅に削減でき、同時に生産キャパも確保され短納期も可能となったことで、本格化が予想される2016年から計画されている4G向け基地局のフィルタ部品生産受託で優位に立っています。既にその効果は前下期から表れており、順調に低価格提案で市場シェアを拡大しているとされます。

移動体通信分野の需要が見込まれるデバイス製品についてはベトナム工場の活用を推進していく構えです。そのための現地法人を2015年3月末に設立する予定で、これによって一層のコスト競争力向上に努める方針です。将来はベトナムで生産された製品を日本より普及が遅れている米国の3.9G移動体通信の基地局向けに販売する可能性もあります。国内工場ではハイエンド製品の開発製造に特化し、海外の生産拠点活用で競争に耐えられる企業基盤を構築した点は高く評価されます。

## 自社製品比率70%を目指す

【R＆Dにより開発された主要製品】
①ラックマウント型光コンバータ
→小型化、周波数の広帯域化実現
②プログラマブルアッテネータ（減衰器）
→小型・軽量化、広帯域化実現
③アッテネータ、終端器、方向性結合器
各種RFデバイス
→周波数域拡大、電力域の拡大
④マイクロ波キャプチャリング装置
→新製品、波形データのリアルタイムの高速データ転送

長年蓄積してきたアナログ高周波無線技術をベースにした研究開発を推進する同社は高収益構造を構築するためにハイエンドな自社製品の比率を高めていく計画です。2014年3月期にはラックマウント型光コンバータが防衛、放送等の各種無線システムのアナログ光伝送に使用され急成長しましたが、今後もハイエンド自社製品の開発が期待されます。自社製品比率は2013年3月期の30%に対し2014年3月期は40%、2015年3月期は40%以上へと着実に高まる見込み。更に2018年3月期には70%へと一段と高めていく計画です。高付加価値なハイエンド自社製品の提案強化を図り、従来の市況に影響されやすかった経営からの脱却で収益率の向上を目指しています。

同社の基盤技術は人材に蓄積されているとしており、人材育成、処遇をきちんとやっていくことが今後の成長には不可欠と考えています。また、特許庁のデータによると同社は過去20年間に25件の特許出願を行ってきましたが、その多くは審査請求されておらず未請求のままで拒絶査定も含めて特許化には至っていませんでした。ただ、2009年に公開された半導体通電試験装置が特許化されたのに続き、2011年に公開された半同軸共振器及びフィルタ装置についても特許化されるなど経営改革に合わせて特許の面でもポジティブな変化の兆しが見られます。

## 高速デジタイザボードを開発

**高速デジタイザ**とは、PCベースのオシロスコープとも呼ばれ、PCテクノロジの進歩を活用できるため、オシロスコープ、スペクトラムアナライザなどの計測器と同様の計測を従来製品よりも高速に実行できるようになります。

アナログ高周波とデジタル信号処理、デジタル高速伝送などの応用技術で素粒子物理学研究施設向けに高速デジタイザボードを開発。現在、汎用製品化を進めており、今後の販売開始が見込まれます。販売先は高エネルギー加速器研究機構、理化学研究所などがメインですが、他にも様々な用途で使用可能。特に今後は自動車業界へも拡販を図ろうとしており、自社製品比率70%に向けた有力製品となる見通し。また、宇宙・衛星分野に向けたパワー半導体向けの長期信頼性試験装置（製品名：バーイン装置）を開発。1システム数千万円の装置で高額な製品ながら、省エネ、環境規制の影響を受けて需要が高まっており、期待が寄せられます。

## 注目のセキュリティ関連製品

ミリ波無線技術と相性の良いアナログ光伝送技術の技術融合で地方の大学と共同開発された「ハイビジョン映像の光伝送装置」は幅広い周波数帯と非圧縮で大容量の高精細画像の長距離伝送を可能にした同社期待の製品の一つ。太陽光発電所で頻発するメガソーラーのケーブル盗難事件の防犯対策にも不可欠な製品と見て、同社が進めようとしている自社発電所でも設置を決定。これによって提案営業の推進を図る意向です。

## 売上高50億円目指す

今期の電子・通信機器事業の売上高は34億円を見込んでいますが、こうした新市場の創出により2016年3月期は37億円、2017年3月期は43億円と着実な成長が続くと期待されます。更に、2018年3月期には売上高50億円を計画。移動体通信向けを安定した事業基盤として、防衛、公共無線、交通、環境、セキュリティ分野へと領域を拡大するほか米国の携帯電話基地局向け市場にも参入が見込まれ、売上計画の達成を目指す方針です。

## 再生エネルギー事業が拡大

【年度別固定買取価格の推移】
2012年7月～40円/kWh
2013年　36円/kWh
2014年　32円/kWh
2015年予　28円/kWh？

電子・通信用機器事業の成長にも増して、今後の事業拡大が期待されるのが太陽光発電をはじめとした再生エネルギー事業です。2011年3月の東日本大震災後の福島原発事故による放射能汚染の問題が浮上。太陽光をはじめとした再生可能エネルギーへの取り組みを官民挙げて推進させる原動力となりました。

2012年7月に施行された再生可能エネルギー特別措置法の下、電力の固定価格買取制度がスタートし、経済界ではソフトバンクをはじめとした多くの企業が2016年からの電力自由化を前にメガソーラーへの関心を高め、事業化を進めています。同社は金融出身や会計などの少数精鋭の専門家集団ですが、そうした数多くの上場企業の中でもとりわけ熱心な取り組みを続けています。東日本大震災後の2011年7月に同社は逸早くこの事業へ参入。その後、着実に立地先との交流や提携先企業との連携を図りながらビジネスの種を蒔いてきたことが今後の成長期待につながっています。同事業には適地探し、地元の土地所有者との交渉や発電に不可欠なソーラーパネルやパワコンの選定、送電網の確保、監視、運営、メンテナンスなどの開発や運営に関する様々なノウハウが必要なほか、同社が得意とするプロジェクトファイナンスの豊富な経験が活かされようとしています。

【太陽光発電事業の流れ】
①プロジェクト構築
見積書の説明、収支計画、電力系統の確認、設備認定の申請書など
②契約
③工事着工
④太陽光発電システム完成
⑤連系工事
⑥売電開始・管理・報告

**拡大するメガソーラー市場**

日本の太陽光システム市場の規模は設置量ベースで年間約8GW。これまではこのうちの多くは家庭用のソーラーであったり、1MW以下の小規模なもので占められていましたが、一般社団法人太陽光発電協会によれば今後は家庭用は横ばい、小規模なソーラーの市場は縮小するものの、同社が事業領域とする1MW以上の太陽光発電は固定価格買取制度の下で東京オリンピックが開催される前年あたりまでは市場規模の拡大が見込まれます。

**自社売電の売上拡大を見込む**

同社の再生エネルギー事業は発電モジュールやパワコンなどを含む太陽光のシステム販売と自社で用地を確保して発電所を運営して売電によるビジネス展開を行う発電所事業で構成されており、市場規模が拡大する中で今期のシステム販売の売上高は前期比14.6%増の10億20百万円が見込まれます。また、自社で運営する太陽光発電所による今期の売電売上高は同121.1%増の1億14百万円が計画され、まだ小規模な状態ですが伸び率は大きくなっています。

**運営ノウハウを蓄積**

【同社の発電事業子会社】
㈱GPエナジー、㈱GPエナジー2、㈱GPエナジー3、㈱GPエナジー3－A、㈱GPエナジー5、㈱GPエナジー6
合同会社GPエナジーA、合同会社GPエナジーB、合同会社GPエナジーC、合同会社GPエナジーD

太陽光システム販売事業では駐車場や山林、物流倉庫など様々な顧客ニーズに対する最適なシステム導入のノウハウを取得。来期以降も昨年5月に提携したISEパワーとの全国規模の共同プロジェクト（申請済みの27発電所、76.5Mw）が控えており、システム販売への売上貢献や各種支援業務の売上寄与が期待されます。
更に、太陽光発電所事業においても自社第1号案件として2013年6月22日に売電を開始した下関市の1.6M規模の発電出力施設（売電価格42円/kWh）で計画通りの成果を収めるなど運営ノウハウを取得しており、今後、南島原、袖ケ浦、館山、五島列島などの自社発電所での売電開始を待っています。これらはすべて20年間のストックビジネスとなり、安定した収益貢献が期待されます。来期以降は三沢発電所（約10M）の稼働などが見込まれるため売上の急拡大が見込まれるほか、リースの活用で自己資金よりもIRR（内部収益率）が高まるため利益率向上も期待されます。
同社では各発電所ごとに運営のための別会社を組成し、事業展開を図っています。既に株式会社が6社、合同会社が4社設立されており、今後は発電事業の証券化を図り、売却を図ることも念頭に入れながら、効率的な事業展開を図る意向です。なお、昨年9月に見られた一部の電力会社による「大型案件の接続申込みの回答保留」から太陽光発電事業の環境変化が多少見られることもあり、今後は地熱発電やバイオマス発電など太陽光以外の自然エネルギー事業への展開に注力し、リスク分散とエネルギーの多様化を図る構えです。

**ISEパワーと業務提携**

【業務提携の目的】
共同型メガソーラー発電所の運営
①イセ食品グループの所有地の提供
②秋元社長の会社が保持する太陽光発電所の設備申請の権利提供
③同社保有下関メガソーラー発電所の組成・運営ノウハウの提供

同社は2014年5月にISEパワー株式会社（代表取締役　秋元之浩）と資本業務提携を行うと発表しました。ISEパワーの伊勢会長は日本最大の鶏卵生産会社で日本有数の土地保有企業であるイセ食品グループのオーナーでもあり、太陽光発電事業に強い関心を持っているとされ、その関係で同社との業務提携に至ったとされます。その後、資本提携は解消されましたが、太陽光発電所の運営ノウハウを持つ同社との業務提携は継続され、今後全国のイセ食品グループの所有地（約142万㎡、発電所数57）でのメガソーラープロジェクトが展開される見通しです。当面は申請済み10県27箇所で76.5Mw（売電価格は36円/kWh）の発電出力を目標としています。

**有力外資系銀行へ新株予約権を発行し21億円の資金調達**

2014年12月26日の取締役会にて新たな事業として大分県別府市での既存の源泉を活用できる地熱バイナリー発電事業（125Kw）の開始を決定（運営は同社の子会社GPエナジー6）。買取価格40円/kWhで小規模ながら今後15年間、安定した収益を稼ぐ事業となる見込み。また、同時に世界的なインフラファンドを保有する有力外資系銀行であるマッコーリー・バンクに対して行使価額修正選択権付き新株予約権を発行すると発表。行使価格は218円（行使価格の上限なし、下限行使価格153円）で、仮にこの株価ですべて行使されると最大1,000万株が新たに発行され、21億円余りの調達となります。資金使途は主に三沢発電所の土地取得に使用した借入金の返済、三沢発電所を保有することになる子会社4社への出資金、貸付金を予定。このほか別府地熱発電所や南島原発電所などを保有する子会社への出資金、貸付金などに充当される見込み。これによって同社は今後の再生エネルギー事業をスムーズに展開し、収益の拡大を図れるものと期待されます。

## 電子・通信機器の売上好調

【2015.3期中間期産業別売上高】
（単位：百万円、%）

| | 売上高 | 前年同期比 |
|---|---|---|
| 移動体通信 | 544 | ＋11.2 |
| 防衛 | 677 | ＋52.1 |
| その他 | 521 | ＋16.3 |
| 合計 | 1,741 | ＋26.0 |

## 下期は堅めの売上計画

【電子・通信機器の四半期業績推移】
（単位：百万円）
2014年3月期
1Q692→2Q690→3Q853→4Q998
1-2Q1382→3-4Q1847
2015年3月期
1Q776→2Q965
1-2Q1741 →予想3-4Q1659(▲10.2%)

## 通期業績に上方修正余地

【2015.3期セグメント別売上計画】
（単位：100万円）

| | 2014.3期 | 2015.3期 |
|---|---|---|
| 電子・通信 | 3,229 | 3,400 |
| （中間期 | 1,382 | 1,741） |
| 太陽光システム | 890 | 1,020 |
| （中間期 | 414 | 136） |
| 太陽光発電所 | 51 | 114 |
| （中間期 | 23 | 45） |
| 合計 | 4,171 | 4,534 |
| （中間期 | 1,820 | 1,923） |

## 財務内容は健全性維持

## 3年後経常利益20億円が視野

【同社業績の過去・現在・未来予想】
（単位：百万円）

| | 売上高 | 経常利益 |
|---|---|---|
| 1997.3期 | 3,982 | 455 |
| 2001.3期 | 6,765 | 153 |
| 2002.3期 | 4,290 | ▲357 |
| 2014.3期 | 4,171 | 478 |
| 2015.3期E | 4,534 | 489 |
| 2018.3期E | 10,000 | 2,000 |

2015年3月期の中間決算は電子・通信機器の売上高が前年同期比26%増の17億41百万円と好調でした。移動体通信向けが安定した伸びを見せたほか、防衛向けが好調持続。パワー半導体向け試験装置など自社製品が大幅な伸び（前年同期比67.7%増の6億96百万円）を示しました。また、太陽光発電所も第1号案件である下関メガソーラー発電所が前年の3ヶ月稼働から6ヶ月稼働となり売上が93.3%増となりました。一方、太陽光システム販売は電力会社からの連系回答が2ヶ月遅くなった影響で、工事着工が遅れた結果、予定していた売上高3億円の約50%が売上計上できないで終わりましたが、通期内には間に合う見込みです。

2015年3月期の下期は横浜市での初の太陽光メガソーラーの分譲販売とその他案件（長崎・佐世保8区画）の分譲販売が好調で、6億40百万円が第4四半期に売上計上される予定のため通期の太陽光システム販売事業は同14.6%増の10億20百万円と中間期の減収から一転して2ケタ成長が見込まれます。また、太陽光発電所の売上高については中間期の2.5倍、前期比2.2倍の1億14百万円になる見込み。通期の電子・通信機器事業の売上高は前期比5.2%増の34億円を見込んでいますが、下期の売上高は前年同期、今中間期に比べ、減収を見込んでおり、やや堅めの見通し。韓国Ace社との関係の価格競争力を高めた移動体通信向けの売上高は前期は6ヶ月分（2.5億円）が寄与しましたが、今期はフルに寄与。3G向けに5億円の売上が見込まれるほか、防衛分野や公共分野の提案営業の強化で下期も中間期並みから前下期並み（18億47百万円）の売上高が期待されます。

今期は全体的に中長期の事業展開を見込んだ先行投資が目につきます。太陽光発電所の設備投資は前期比6.4倍の10億円、電子・通信機器事業の設備投資も同35%増の1億30百万円を計画しているほか同事業でハイエンド製品への前向きな意味合いの研究開発費の増加（前期124百万円→今期201百万円）が見込まれており、同事業の営業利益は前期比18.3%減の3億70百万円を見込んでいますが、高収益率の自社製品比率の売上維持もあり、これもやや慎重過ぎると見られます。前下期の営業利益率は14.4%。中間期の営業利益率は11.9%に低下していますが、研究開発費の通期増加分77百万円の半分、38百万円を加味すればほぼ前年並みの営業利益率を維持したと見られます。下期も利益率の維持を前提にして研究開発増分を加味したとしても下期売上高を中間期（1741百万円）から前年同期（1847百万円）並みとすれば、**営業利益は40百万円～50百万円の上方修正余地**があります。
下期は太陽光システム販売が第4四半期に計上が見込まれ、通期営業利益は前年同期比1.9倍、85百万円、太陽光発電所も営業黒字幅が拡大し50百万円が見込まれます。この結果、堅めの計画となっている通期の業績は売上高、利益とも上方修正の余地があります。

2015年3月期中間期の営業キャッシュフローはこれまでの2～3億円の黒字基調から1億円余りのマイナスに転じましたが、これは電子・通信機器事業の売上債権400百万円（大手企業との取引の回収サイトの遅れのため）があったことや、横浜の太陽光メガソーラー分譲販売のための土地購入代金120百万円があったためで、これは下期に回収される見込み。自己資本比率は66%と前年同期を上回っている一方で、有利子負債依存度率は13.4%と前年同期を下回っており、基本的な財務内容の健全性は維持されています。安定的なストック型ビジネスであるメガソーラー事業への投資は今後も続きますが、財務の健全性は維持される見込みです。

弊社が取材を基に試算した2016年3月期の業績は売上高55億円（うち電子・通信機器は37億円）、経常利益8億円が見込まれます。当期利益は累損の解消に至るまでは高い水準が見込まれEPSは1,000万株の新株発行を前提としても13.9円程度が期待されます。更に2017年3月期は地熱発電事業の寄与で売上高91億円（うち電子・通信機器は43億円）、経常利益16億円、EPSは税負担の増加はあっても20円程度が見込まれます。また、2018年3月期は売上高100億円（うち電子・通信機器50億円）、経常利益20億円、当期利益12億円が期待され、電子・通信機器の安定成長と再生エネルギーの急拡大で業績の伸びが顕著になってくると見られます。

## 成長株としての評価必要

**時価227円**
**時価総額95.0億円**
**目標株価（3か月）340円**
**目標株価（1年）430円**
**目標時価総額（1年）175億円**

前提となる予想EPS：
2015年3月期10.8円
2016年3月期14.3円
（2016年3月期は取材を基に弊社で推定）
（1,000万株の新株発行を前提）
【前提】
①中・長期的な業績の順調な進捗
②直近発表のファイナンス以降新たな株式の発行を行わない
③ビジネス環境に変化がない

## 類似企業との比較

【比較企業の事業内容】
①不二電機（制御用開閉器・ソーラー）
②ユビテック（車載機器・センサー）
③アドテックPT（液晶・半導体用プラズマ用高周波電源装置）
④santec（光通信用部品、光測定器）
⑤アルチザ（キャリア向け通信計測器）
⑥NF回路（電子計測器）

**【企業比較】**
**（単位：円、億円、倍、%）**
**株価は1月21日現在**

## リスク要因

リーマンショック後の苦難期を経て現経営陣の下で企業改革に成功しつつある同社の今後の株価は、電子・通信用機器の成長と再生エネルギー事業で一段の飛躍が期待される中で、長期安定成長株としての評価が必要になってくると見られます。2012年の再生エネルギー法の施行以来、多くの上場企業が再生エネルギー事業に取り組んでいますが、同社の事業レベルは実績と経験の積み重ねでトップクラスにあると評価されます。再生エネルギー事業では将来発電所自体の売却も行う予定で、長期的に売上の成長と安定したキャッシュフローが期待されます。

ただ、今3月期の業績は売上、利益とも多少の上方修正余地は残ってはいるものの、先行投資期の位置づけから、その伸びは前期に比べ鈍化が見込まれます。しかしながら、太陽光発電事業の業績貢献が本格化する来期以降は高成長が期待されます。同社では2018年3月期の売上高100億円、営業利益20億円を目標としていましたが、現在見直し中で近い将来、新たな中期計画の発表を予定。本レポートでは**今後1年間の目標株価**を電子機器セクターの比較企業6社の平均PER（31倍）を参考に**430円、目標時価総額を175億円**としております。

再生エネルギー事業にも取り組む同社と業態が似ている企業を見出すのは困難ですが、本レポートでは売上規模の近い電子部品、電子機器、携帯基地局関連等の企業6社との比較を試みてみました。2014年3月の3分割で希薄化が進み時価総額は約98億円となっていますが、これらの類似企業との比較では決して同社の株価水準が極端に割高となっている訳ではなく、むしろ同社の来期以降の成長を勘案すれば評価の余地があります。今後、新株予約権の行使で1,000万株の新株発行が見込まれますが、それにより収益拡大のペースが加速されると期待されます。

| 企業（コード・市場） | 時価 | 時価総額 | 経常利益 | PER | PBR | 配当利回り |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 不二電（6654・東1） | 1566 | 104.4 | 5.3 | 29.9 | 0.96 | 1.92 |
| ユビテック（6662・JQ） | 301 | 43.8 | 1.0 | 69.8 | 1.32 | 1.00 |
| アドテックPT（6668・東2） | 1306 | 112.1 | 4.9 | 38.5 | 4.32 | 0.31 |
| santec（6777・JQ） | 409 | 48.9 | 1.9 | 16.3 | 0.64 | 1.47 |
| アルチザ（6778・東2） | 758 | 72.5 | 4.1 | 23.9 | 1.51 | 0.66 |
| NF回路（6864・JQ） | 890 | 55.8 | 8.7 | 9.8 | 0.84 | 1.91 |
| 6社単純平均 | | 72.9 | 4.3 | 31.4 | 1.60 | 1.21 |
| **同社（6838・JQ）** | **227** | **95.0** | **4.9** | **20.7** | **3.35** | **0.44** |
| （JASDAQ | | | | 17.1 | 1.36 | 1.67 ） |

主力事業である高周波回路素子などの通信機器業界向け電子部品は、景気変動の影響を受ける可能性があります。また、技術革新による製品の陳腐化や競合他社との価格競争の激化によって今後収益変動の可能性が考えられます。太陽光発電や地熱発電などの再生エネルギー事業の根底となる固定買取制度における買取価格の引き下げや制度自体の予期せぬ変更、電力会社によるメガソーラーへの接続申込みの回答保留など今後の売電事業に影響をもたらす事象が起きる可能性があることもリスクと見られます。また、ビジネスの推進に必要な資金調達が何らかの理由で実現できなかった場合においては十分な成長資金を確保できない可能性があります。

＜レポートにおける免責・注意事項＞
当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。記載されている内容は投資判断の参考として当社の見解をお伝えするもので、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。銘柄の選択・売買時期の決定など投資に関する最終決定は、お客様ご自身の責任と判断でなさるようお願い致します。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害についても責任を負いません。
当資料の一切の権利はアンビシャスネット株式会社に帰属しており、無断での複製、転送、転載等を禁じます。

本レポートの発行者： 松尾　範久（公益社団法人　日本証券アナリスト協会検定会員）
所属企業　アンビシャスネット株式会社　http://www.ambitiousnet.co.jp
〒104-0032　東京都中央区八丁堀3-24-1　コンパートメント東京中央211
TEL:03-6222-3620／090-3426-7563　　e-mail：matsuo@ambitiousnet.co.jp