

【Update Report】

| Company |

株式会社 多摩川ホールディングス

| Code |

6838 : ジャスダック
JASDAQ

| Analyst |

C&A 首席シニアアナリスト
C&A Senior Analyst

叶 一真
Kazuma Kanou

| Date of Issue |

12/20/2018

Ver : 20181221-2

C&A

C&A Investment Research

【タイトル】

究極のディフェンシブ & グロース企業

見えてきた5G需要

2,750円を目標株価に Buy で継続

【目標株価】

2,750円

(12/20/2018 現在)

(7/2/2018 : 2,500円)

【レーティング】

Buy (継続)

(12/20/2018 現在)

【業績予想】

2019/3期

売上高 : 5,500百万円、営業利益 : 280百万円、

経常利益 : 75百万円、当期純利益 : 45(7/2/2018)→150百万円

(12/20/2018 現在)

【テーマ】

ディフェンシブ、国家戦略(国策)、再生可能エネルギー、太陽光発電所、風力発電所、
グロース、5G、IoT、アナログ高周波無線、グローバルニッチ、残存企業

(12/20/2018 現在)

【注目点】

① 2019/3 期 第 2 四半期決算は、増収増益、営業利益黒字化、V 字回復を実現。

同社は、2018 年 11 月 12 日に第 2 四半期の決算を発表した。売上高：1,655 百万円（対前年増減率+27%、増減額+352 百万円）、営業利益：16 百万円（前年同期▲65 百万円、増減額+81 百万円）、経常損失：▲94 百万円（前年同期▲114 百万円、増減額+20 百万円）、四半期純損失：▲94 百万円（前年同期▲118 百万円、増減額+24 百万円）と増収増益であった。注目すべき点は、売上高が 27%と大幅に増加していること、ならびに営業利益が 81 百万円増加し黒字化、V 字回復を実現していることである。経常利益及び四半期純利益も改善している。

<上期業績：再生可能エネルギー事業>

増収増益の要因は、再生可能エネルギー事業が改善したことによる。売上高：675 百万円（対前年増減率+165.7%、増減額+369 百万円、前年同期 239 百万円）、セグメント利益：134 百万円（増減額+128 百万円、前年同期 6 百万）と売上、利益とも大幅に改善している。

具体的には、(1)稼働済みの下関市、館山市、袖ヶ浦市及びかすみがうら市の各太陽光発電所が順調に売電していること。(2)長崎県五島市のメガソーラー発電所及び静岡県島田市のソーラーシェアリング発電所が当期より本格的に売電が開始されたこと。(3)太陽光（低圧）10 区画を販売、前期は風力機器 1 基販売。(4)売上増に伴う粗利益の増加、販管費を 30 百万円削減したことによる。

上半期の原価低減策の取り組みとして、再エネシステム販売事業においては、分離発注、部材や工事を分けて原価の低減を徹底、と仕入れ先の多様化。再エネ発電所事業においては、他社との案件ネットワークの構築と O&M（オペレーション&メンテナンス）の一部内製化に取り組んでおり、功奏していると言える。

第 2 の柱として取り組んでいる再生可能エネルギー事業の業績改善は、今後の成長戦略への期待を大いに高めるものと判断している。

<上期業績：電子・通信用機器事業（多摩川電子）>

電子・通信用機器事業は、売上高が前年同期比で▲2.5%とわずかに減少している。同事業部は官公庁、公共プロジェクト分野の売上高が約 50%を占めており、従来から下期偏重型の売上動向であることからこの程度の減少は問題ではない。

利益面に関しては▲31 百万円と前期と比較し 41 百万円減少しているが、計画よりは改善しているという。利益減の要因は予定していた将来的な成長に備えた大型設備投資と新規案件の増加による原価率の上昇である。新規案件はトラブルシュート付きで、その分コストが上昇し利益率が下がる。

同事業は、通期で売上高 30 億円、対前年増減比 14.3%の増加とかなり強気の見込みであるが、現時点で変更はない。利益率の低下をどの程度で止められるかが下期の課題である。

<受注:電子・通信用機器事業>

同事業の注目すべき点は、上期受注高が前年同期と比較し+75%、金額にして 709 百万円と大幅に増加していることである。要因は、官公庁関連及び社会インフラ関連のシステム製品の受注増である。移動体通信インフラの各セグメントも好調に推移している。また OUT-OUT(海外顧客からの受注・販売)も、引合い・受注ともに増加傾向であり、順調に推移している。

<受注:5G 関連>

5G 関連の引き合い・受注については、ベトナムにて韓国顧客からの受注が入り始めているという。また国内では主に移動体通信基地局設備に使用されるデバイスコンポーネント(フィルタ、ATT、分配器等)の引き合いがあり、今後の入札等の結果により順次受注が決まる予定である。したがって、5G 関連製品の国内における量産出荷時期は来期の上期以降であろう。

<EV・PHEV 関連>

EV・PHEV 関連については、完成車メーカー数社の試作部門とカーエレメーカー 1 社に光給電 ROF を既に販売している。量販は現在取組中であり今後の展開が期待できる。

<電子・通信用機器事業:モバイルインフラセグメント売上高>

上期における電子・通信用機器事業におけるモバイルインフラセグメントの売上高は対前年増減率+50.2%の増加、金額にして 111 百万円と大幅に増加しており、今後も大いに期待できるであろう。

② 北海道登別市メガソーラー発電所売電開始。

同社は 2018 年 11 月 2 日、北海道登別市メガソーラー発電所の売電が開始されたと発表した。本発電所は 1kWh あたり 40 円(税抜)で 20 年間売電を行うことが可能であり、太陽光エネルギーによる発電効率を向上させることが出来る自動追尾式システムを 12 基設置しているという。11 月から同発電所による売電収入が収益に寄与してくる。

③ 長崎県南島原市発電所売却・権利譲渡、かすみがうら市加茂発電所を売却。

同社は 2018 年 7 月 23 日に長崎県南島原市発電所(49kW)(FIT40 円)を売却、約 1 MW 拡張分の権利を含む。さらに、2018 年 12 月 3 日にかすみがうら市加茂発電所(2.4MW)(FIT36 円)の売却を発表した。後者の売却益は約 136 百万円であり、当第 3 四半期の特別利益に計上される。これら 2 件の売却により同社はキャッシュポジションが高まったことで、今後の投資を加速させていくであろう。

④ シンガポール共和国に現地子会社を設立。

同社は2018年10月29日、シンガポール共和国に現地子会社を設立したと発表した。目的は、再生可能エネルギーに関わる事業全般、企業の経営、事業開発・推進に関する業務提携の調査、分析、研究、企画、立案、提携先の斡旋・仲介、コンサルティング業務、商社機能（グループ会社製品の販売を想定）とのことである。子会社多摩川電子のベトナム工場での生産が順調に推移しており、ベトナムや周辺国より受注が入り始めているとのことであり、今後が大いに期待されることである。

⑤ 究極のディフェンシブストック

日本のエネルギーを取り巻く問題として、地球温暖化対策とエネルギーの自給率の向上が主に挙げられる。日本政府は2030年までに、再生可能エネルギー比率を現在の約12%から22%~24%に、エネルギー自給率を現在の約6%から25%に増加させる事を目標としている。

再エネ比率を高めるため、固定価格買い取り制度、エネルギーの買い取り価格を法律で定める方式の助成制度が日本でも2012年から導入された。

政府が長期間にわたり電力の買い取りを保証することから、再エネ発電事業者に長期間にわたり安定収入をもたらす。

同社は、長期にわたり景気動向に左右されない究極のディフェンシブストックであると言える。

⑥ 大きく変貌する局面に：太陽光から小型風力へ：収益基盤の更なる強化、インパクト

今期の太陽光発電所建設は、登別発電所(2.0MW)の売電開始によりひと段落する。しかし、同社は、東北地方及び北海道地方において小型風力発電事業を行なうため50箇所の売電権利(固定買取価額は55円/kwh)を取得(2/23/2018開示)しており、さらに、売電権利(固定買取価額は55円/kwh)を保有する第三者と共同し、SPCスキームによる小型風力発電の建設を行う旨を開示(6/25/2018開示)している。

この2つの開示情報は、同社にとって今後の戦略上大きな意味合いがある。

今期は太陽光発電所建設から風力発電所建設へシフトしつつ、再生可能エネルギー事業を引き続き積極的に取り組み、安定収益基盤を更に強化していく戦略である。またこの2つの開示から派生する新たな事業が、今後同社の業績へ多大なインパクトを与えるであろう。

⑦ グロース：もう一つの成長マーケット

再生可能エネルギー事業の拡大は、政府の国家戦略を背景に確実に拡大を続ける。もう一つの事業セグメントである電子・通信用機器事業も、確実に成長するグロースマーケットに位置する。

多摩川電子は、高度な情報化社会を支える通信分野のインフラにおいて必要不可欠な技術と言われる高周波無線技術を担う製品を開発・製造している。主に、携帯電話での通信や、放送、防災、交通施設など、多くの産業のインフラ部分を担っている。

現在の4Gの100倍の通信速度と言われる5Gや、IoT、自動運転、ロボティクスなど、多摩川電子を取り巻くマーケットは、急激に確実に拡大していく。このことは、今後多摩川電子の業績が急拡大する可能性が非常に高い事を意味している。

⑧ 圧倒的な優位性：残存企業メリット、グローバルニッチ、世界最高品質

多摩川電子はアナログ高周波無線技術を持つ希少な残存企業である。かつて大手電気機器メーカーも、多摩川電子同様にアナログ高周波技術を保有し機器を製造していた。しかし急激なデジタル化へのシフトに伴い、技術者の養成が容易で、製品の大量生産が可能なデジタル機器へ全面的にシフトした。しかしデジタル機器の入り口と出口にはアナログ技術が必要とされ、現在同社は、アナログ高周波無線技術を持つ残存企業として様々なニッチな製品を提供している。

アナログ技術者になるには10年の経験が必要とされる程、アナログ高周波無線技術の習得には時間がかかり、難しい。言い換えるとアナログ技術を必要とする製品の製造には、熟練した技術者が不可欠で、簡単には模倣できないということである。

同社は50年間にわたり、品質に関する要求度が世界一高いと言われる日本のメーカーや官公庁や役所に製品を供給してきた。この50年に及ぶ経験やノウハウ、実績から、同社のアナログ高周波技術の製品は、紛れもなく世界最高品質を誇る製品と言える。

また、高度情報化社会を支える技術は、IoTや5Gの様に技術面でますます高度化しており、その高度なパフォーマンスの実現には、今まで以上に質の高い製品が必要される。

同社は、価格の低い海外製品への対策として、2016年にベトナム工場を組み立てを開始した。現在では日本製と同レベルの高品質な製品を生産し、材料の現地調達率も80%を超え、原価低減に大いに寄与している。世界最高品質の製品を低価格で提供できる今、多摩川電子は、世界的に圧倒的優位性を持つ企業となった。

多摩川電子は、希少なアナログ高周波無線技術を持つ残存企業として、またグローバルニッチ企業として、世界最高品質の製品を東南アジア中心に海外販路を急激に拡大している。

【2019/3 期 業績予想】

今期（2019年3月期）は、

- ① 上期において再生可能エネルギー事業が大幅に収益を改善したこと。
- ② 3月30日より、五島荒神岳メガソーラー発電所（5.3MW）（FIT36円）、11月から新たに登別市メガソーラー発電所（2.0MW）（FIT 40円）が売電を開始したこと。
- ③ 既存の各発電所が順調に売電をしていること。
- ④ かすみがうら市発電所の売却により特別利益136百万円が計上されること。

上記の理由から再生可能エネルギー事業において増収増益は確実であろう。

もう一つのセグメントである電子・通信機器事業においては、

- ⑤ 全市場・分野（移動体通信インフラ、官公庁・公共プロジェクト、その他（計測・EMC関連））において着実な需要の成長が見込めること。
- ⑥ 初の海外進出となるベトナム工場の本格稼働により、高品質で価格競争力のある製品の出荷が可能となり、海外からの引き合い、受注案件が増加していること。
- ⑦ 5G Lowバンド開発完了分の新製品より、通信事業者に対し認証登録を行っており、順次採用される見通しであること。

上記の理由から電子・通信機器事業においても、増収増益は確実であろう。

したがって、今期以降は、ホールディングス全体として増収増益は確実であると予想する。

今期（2019/3）会社予想では、売上高：5,186百万円、営業利益：239百万円、経常利益：22百万円、当期純利益：14百万円であるが、上記理由を含め全体を鑑みると保守的な数値であろう。

C&Aは、売上高：5,500百万円（前期比+69.0%）、営業利益：280百万円（同+428.3%）、経常利益：75百万円、当期純利益を45百万円（7/2/2018）から150百万円に引き上げる。

今期は第二の柱である再生可能エネルギー事業が順調に収益に寄与している。同社最大規模を誇る五島発電所（5.3MW）も期待以上の発電状況であり、今期フルに寄与してくる。11月から登別市メガソーラー発電所（2.0MW）（FIT 40円）も売電が開始された。更にかすみがうら市発電所の売却により特別利益136百万円が計上されることで当期純利益が増加する。

この業績予想は、あくまでも12/20/2018現在の予想である。

【前期（2018/3期）業績分析】

前期（2018/3期）の業績は、再生可能エネルギーの固定買い取り制度改正に伴う経済産業省の大幅な手続き遅延が主な要因で、売上高：3,255百万円（前期比-26.7%）、営業利益：53百万円（同-71.9%）、経常損失：-63百万円（前期は経常損失-170百万円）、当期純損失：-146百万円（前期は当期純損失-190百万円）と減収減益であった。

セグメント別では、電子・通信機器事業は売上高：2,626百万円（前年比+0.81%）、セグメント利益：225百万円（同-8.5%）と増収減益、再エネシステム販売事業は、売上高：277百万円（前年比-83.3%）セグメント損失：-108百万円（前期はセグメント利益110百万円）と減収減益、再エネ発電所事業は、売上高：345百万円（前期比+51.7%）、セグメント利益：115百万円（同+58.1%）と大幅な増収増益、地熱発電所事業は、売上高の計上はなく、セグメント損失：-14百万円（前年同期はセグメント損失0百万円）と減益であった。

ここで特記すべき事項は、再エネ発電所事業が、売上高、セグメント利益とも前年の1.5倍と大幅に増収増益となっていることであり、自社保有の太陽光発電所建設が収益を確実に押し上げている。

前期の業績は、全社的には減収減益であるが、外的要因によるものが主であり、期ずれした案件は確実に今期の実績に反映される。それに加え、5.3MWのメガソーラー五島発電所（3/30/2018連系（売電）開始）が12ヶ月分フルに加わることから、単に前期の実績数値のみを捉えると今後の判断を大きく誤ることになる。

【重要なポイント】**① 売電収入は、前期は約1.5倍、今期は約2倍に増加（前年度比）。**

2013年から多摩川ホールディングスは、本格的に再生可能エネルギー事業を開始した。現在、自社の太陽光発電所は合計8箇所である。2019/3期上半期末時点で、年間総発電量は約16.7MWと2018/3期上半期末の10.9MWから5.8MW増加した。今期の再エネ発電所事業による予想売上高は665百万円であり、前期の345百万円から92.8%の増加、金額にして319百万円と約2倍を見込んでいる。太陽光発電所事業による収益は、再生可能エネルギー固定価格買取制度に基づくもので、安定した収益基盤が長期間保証されている。

② 東北、北海道地方に、約1,000坪の土地50箇所。

同社は、小型風力発電事業の売電権利を50箇所取得している（2/23/2018開示）。取得した権利のFIT価格は55円と高く、2018年4月から20円になったことから、販売するだ

多摩川ホールディングス

6838 ジャスダック JASDAQ

December/20/2018

けでかなりのプレミアがつく。またこの 50 ヶ所の土地は東北地方と北海道の沿岸に位置し、偏西風が吹くので風力発電には絶好の場所と言える。また、1箇所あたり平均で約 1,000 坪もの広さがあるという。合計で約 5 万坪もの広さであり、土地の有効活用による新たな事業が大いに期待される。今後、この土地の有効活用が中期的な成長の起爆剤となる可能性が大いにある。

【今後の注目点ならびにポイント】（12/20/2018 現在）

C&A が考える今後の注目点ならびにポイントは以下の通りである。

- ① 権利を取得した小型風力 50 ヶ所と SPC の展開
- ② 5G 実用化に伴う業績へのインパクトとその時期
- ③ 今後の FIT 価格の変動が戦略へどう影響するか
- ④ ベトナム工場の拡張ならびに海外案件の受注状況
- ⑤ 金利の動向と資金調達手段

【株価についての見解】（12/20/2018 現在）

現状の株価は、以下の理由から、当社では、レーティング Buy を継続する。

- ① 再生可能エネルギー事業が大幅な増収増益により業績回復したこと。ならびに長期にわたる安定収益をもたらすこと。
- ② かすみがうら市発電所売却により特別利益 136 百万円が第 3 四半期に計上されること。
- ③ 小型風力発電所 50 ヶ所の権利取得の意味合いや土地の有効活用への期待が持てること。
- ④ 来期上期以降 5G 関連事業が本格化による業績へのインパクトが見込まれること。

多摩川ホールディングス

6838 ジャスダック JASDAQ

December/20/2018

【基本情報】

企業名：株式会社 多摩川ホールディングス

住所：東京都港区浜松町 1-6-15 VORT 浜松町 I 2階

証券コード：6838

株価：594 円（12/19/2018 15:00）、売買単位：100 株、時価総額：2,616 百万円、

年初来高値：1,210 円（1/16/2018）、年初来安値：560 円（12/19/2018）、

上場株式数：4,404,600 株、予想配当利回り：0.84%、予想配当：5～30 円

バリュエーション：予想 PER：184.47 倍、予想 EPS：3.22 円

実績 PBR：0.83 倍、実績 BPS：715.38 円

投資指標：ROE -4.5%（2018/3 期実）、ROA -0.7%（2018/3 期実）

財務状況（2018/3 期末）：自己資本比率 28.7%

監査法人：海南監査法人 主幹事証券：SMBC 日興

単位：百万円

	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	当期純利益	前期比	EPS (円)	配当 (円)
2016/03	7,260	42.5%	279	-47.5%	211	-58.9%	165	-61.4%	4	15
2017/03	4,443	-38.8%	189	-32.3%	106	-49.8%	45	-72.7%	1.1	10
2018/03	3,255	-26.7%	53	-72.0%	-63	-	-146	-	-4	5
2019/03 (会社_E)	5,186	59.3%	239	350.9%	22	-	14	-	0.3	5~30
2019/03 (C&A_E)	5,500	69.0%	280	428.3%	75	240.9%	150	971%	3.4	15
2020/03 (C&A_E)	6,000	9.1%	400	42.9%	350	366.7%	200	33.3%	4.5	20

【事業概要】

電子・通信用機器事業と再生可能エネルギー関連事業が主な事業。

電子・通信用機器事業は、希少技術のアナログ高周波無線技術に特化、長年の実績と信頼、世界最高レベルの品質を強みとし展開しており、100%子会社の多摩川電子が担う。

再生可能エネルギー関連事業は、2013年から本格展開。再エネシステム販売事業（太陽光や風力発電所の販売）の多摩川エナジーと太陽光発電所事業（自社所有発電所による売電収入）の GP エナジーがある。1968年 株式会社多摩川電子創業。1999年店頭登録。2007年にホールディングス化。

レーティング基準について

以下の定義に基づいてレーティングを付与しています。

Buy

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アウトパフォームすると予想する

Neutral

今後1年以内に株価がTOPIXを中心に±10%未満の変動と予想する

Sell

今後1年以内に株価がTOPIXを10%以上アンダーパフォームすると予想する

留意事項

本資料は、情報提供のみを目的として各種のデータに基づき作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点の見通しであり、予告なしに変更することがあります。株価の変動や、発行会社の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがありますので、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、C&A Investment Research. 及び、同関連会社の社員、役職員又はその家族はこの資料に掲載されている企業の証券を保有する可能性、取引する可能性があります。この資料の著作権はC&A Investment Research. に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。