



テスホールディングス (証券コード:5074)

再生可能エネルギー関連の有望企業

GIRView

再生可能エネルギーの有望企業の一つ

事業用燃料の為替予約によるデリバティブ評価損益、開発用地及び権利の売却遅延など、度重なる下方修正から株価は低迷しているが、GIR では同社を再生可能エネルギー事業に関する幅広い技術、ノウハウを持つ企業として注目している。

市場変化を事業チャンスと捉える

コージェネレーションシステムの豊富な実績を持つ同社はFIT 制度の急拡大に合わせて、FIT 太陽光発電設備の EPC とメガソーラーを中心とする再生可能エネルギー発電事業により事業を着実に拡大させてきた。日本においてもメガソーラー施設の建設は市場としてピークを超えたと考えられるが、同社は系統用蓄電施設導入 EPC や資源循環型バイオマス燃料事業などの新規事業にいち早く経営リソースの転換を進めている。

アメリカ株式市場においても過去 1～2 年程度で太陽光パネル関連企業の市場評価が低下する一方、再生可能エネルギー関連のユーティリティ企業が先行投資期間にある中、高い市場評価を得ている。

年明け以降、トランプ政権の元、アメリカのエネルギー政策がどのような変化が起こされるのか、その影響が日本にどのようなタイミング、影響度で波及してくるのかには注視が必要と考えられる。

ただし、同業の再生可能エネルギー関連企業と比較して、幅広い技術、ノウハウを蓄積してきた同社にとっては、市場変化は事業チャンスとして捉えられる可能性も高く、注目に値する企業と考えている。

KEY STATISTICS



主要株価指数

直近株価(2025/1/10)	¥273
52 週高値・安値	¥490/¥249
発行済株数	70,644,130 株
時価総額	19,286 百万円
PER	27.49 倍
PSR	0.51 倍
配当 (配当利回り)	¥7.66(2.81%)

Sector

セクター	建設業
------	-----

財務指標(2025/6 期予想)

売上	38,000 百万円
売上高営業利益率(%)	7.1%
売上高 EBITDA 比率(%)	15.5%

Management

President	山本 一樹
-----------	-------

URL	https://www.tess-hd.co.jp/
-----	---



今 2025年6月期 2Q 決算実績

今期 2Q の実績では売上高は前年同期比 19.5%増の 180 億円、営業利益は同 36.5%増の 24.1 億円、経常利益は 83.5%減の 2.4 億円、純利益は 31.0%減の 6.0 億円となった。エネルギーサプライ事業は電気小売事業で大口顧客のサービス終了に伴い若干縮小したものの、再エネ発電とオンサイト PPA の順調な上乘せに加え、エンジ事業では省エネ、再エネ共に EPC 事業が好調であったため、増収営業増益を達成した。経常利益と税引き利益に関しては、24 年 11 月にリリース済みであるが、デリバティブ評価損を主因に大幅減益となった。

エンジニアリング事業では受注高は前年同期比 37.6%の 41.3 億円にとどまり、受注残高は同 6.1%減の 135 億円となった。受注の中心は太陽光発電設備の受託型の EPC 案件。完成工事は省エネ EPC と再エネ EPC が好調であった。2Q までの決算には反映されなかったが、太陽光発電所へ併設する蓄電所 EPC の大口受注内示の獲得(2025 年 1 月 31 日にリリース済み)、大和エネルギー・インフラ社と合計 2 GWh の系統用蓄電池案件の事業化を目指した協業の覚書締結(2025 年 2 月 6 日リリース済み) など、中期経営計画の成長ドライバーの 1 つである蓄電池 EPC 事業の拡大に向けた取り組みの成果が現れつつある。

エネルギーサプライ事業では特にオンサイト PPA モデルでの自家消費型太陽光発電システムによる再生可能エネルギー供給が順調に伸びている。「福岡みやこメガソーラー発電所」の連結子会社化による収益上乘せ効果とバイオマス燃料の好調も寄与した。

バランスシートでは「福岡みやこメガソーラー発電所」の連結子会社化による固定資産の増加があったことに加え、「伊万里バイオマス発電所」の建設に伴う建設仮勘定の増加などを、主に長期借入金の増加で賄ったことから、総資産は 239 億円増の 1430 億円となった。今後、同社の中期経営計画の記載にあるように、事業構造転換に向けた成長投資と経営リソースの集中が期待されるところである。

今 2025年6月期通期決算予想

通期予想はデリバティブ評価損約 18 億円の影響などにより、売上高、営業利益は増収増益ながら、経常利益は前年同期比 94.8%減の 4 億円、純利益は 41%減の 7 億円の予想に変更はない。なお、配当金に関してはデリバティブ評価損益がキャッシュフローには影響を与えない損益であることから、同社の配当方針のもとではこの影響を控除するため、一株あたり 8.34 円減配の 7.66 円を予想している。

デリバティブ評価損に関しては後にも考察を加えるが、バイオマス発電事業の輸入燃料の長期契約分に係るものであり、事業の進行と共に消化される契約である。現在の時価会計ルールの下では原則として正しい経理処理である一方、事業自体には影響のない評価損益であることは、投資家サイドからは考慮すべきものとする。なお、長期為替予約にかかる会計処理については、2025年6月期中間連結会計期間よりヘッジ会計を適用した。このため、今後、長期為替予約が期間損益に影響を与えることは無くなった。



投資家ミーティングでの Q&A

会社全般について

Q1：事業実績、ビジネスモデルなどから見た会社の強みは何ですか？

当社グループは、オイルショックを契機に、省エネルギー事業で社会に貢献するべく 1979 年に設立された会社です。創業来、国内の大手企業や有名企業を含むエネルギー多消費型工場を中心にお客様の事情に合わせた省エネルギーやコストダウンに資する提案を数多く行ってきており、技術力とノウハウに裏付けられた提案力に強みを持つ会社です。

当社グループの事業は、エンジニアリング事業とエネルギーサプライ事業に大別されます。エンジニアリング事業においては、省エネルギー系設備又は再生可能エネルギー系設備の EPC の請負及び案件をゼロから開発して権利売買や EPC を提供する開発型 EPC を展開しています。また、エネルギーサプライ事業においては、自社グループ等が保有する再生可能エネルギー発電設備による発電事業や当社グループが顧客に対して納入した設備のオペレーション&メンテナンス、電気の小売供給及びバイオマス燃料事業を展開しています。エンジニアリング事業において強固な顧客基盤を築き上げ、O&M などのエネルギーサプライ事業につなげ、さらに設備のリプレイスなどエンジニアリング事業へとつなげる、フロー型ビジネスとストック型ビジネスの循環モデルが当社の特徴です。

Q2：足元の事業環境と今後について

2021 年 10 月に閣議決定された第 6 次エネルギー基本計画において、2050 年のカーボンニュートラルの実現に向けて徹底した省エネルギーの追求とともに、2030 年の国内電源構成に占める再生可能エネルギーの割合を 36~38%程度にする目標が掲げられている等、脱炭素を取り巻く市場はさらに拡大するものと認識しています。

事実、国内のエネルギー多消費型企業の脱炭素ニーズは引き続き堅調であり、引き合いは当社のリソースを上回っている状況が続いています。今後、さらにデータセンターや半導体工場の新設等による電力需要の増加も想定されており、再生可能エネルギー分野への期待は今後さらに高まるものと認識しています。

また、再生可能エネルギーの導入が進む一方で、再エネ発電所の出力制御が社会課題となっています。電力の安定供給のために、再エネの出力変動に対して柔軟に充放電ができる蓄電池の重要性が高まっています。

当社グループでは、エンジニアリング事業で培った技術力と FIT 制度を利用した太陽光発電所の開発で得た知見を活かして、系統用蓄電所をはじめとする蓄電事業（系統用蓄電所、FIP 転換併設蓄電池、オンサイト蓄電池）についてもワンストップ（事業用地の開発・確保から、蓄電所の設計、調達、施工、オペレーション&メンテナンス、運用管理（アグリゲーション）まで）で対応しており、今後重要な注力事業として位置付けています。



エンジニアリング事業について

Q3：受注から完工までの期間は？また、事業規模のボトルネックは何でどのような対策を採っていますか？

【受注から完工までの期間】

コージェネレーションシステムやバイオマス発電システムなどについては、1年～2年程度。

太陽光発電設備については、半年～1年程度。

系統用蓄電池については、1年～2年程度。但し、系統側の工事期間によって長期化の可能性あり。

【事業規模拡大のボトルネックとその対策】

建設業法上、元請会社は工事現場ごとに有資格者（施工監理技術者）等を配置することが求められているため、当該有資格者の人数がボトルネックになる可能性があります。新卒採用及びキャリア採用を強化すると共に、資格取得のための人材育成にも力を入れています。なお、自社が発電事業者となる場合は、施主として工事を発注するため、設備建設時の当社の有資格者の配置は不要です。

Q4：現在の主な顧客と今後の事業拡大に向けてのターゲット顧客は？

受託型省エネ EPC における現在の主な顧客は、国内のエネルギー多消費型工場や大型業務用施設であり、今後も変わりません。

受託型再エネ EPC においても、国内のエネルギー多消費型工場や大型業務用施設が主な顧客であり、大型業務用施設としては特に大型物流倉庫の屋上への太陽光発電設備の導入が進んでいます。

また、系統用蓄電池は、電力系統に直接接続される事業であり、電気使用量に左右されないことから、その EPC の顧客層は多様であり、インフラ系、金融系、その他事業会社系などの蓄電事業に注力している会社となります。

Q5：蓄電池 EPC は PV の EPC と比較して収益性に変化はありますか？

EPC コストに占める機器代の割合が高くなると、当社グループの利益率は下がる傾向にありますが、蓄電池 EPC は太陽光 EPC と比べて機器代の割合が高い傾向にあり、蓄電池 EPC の方が収益性は高くありません。一方、蓄電所は受注金額が数十億円となるような大規模なプロジェクトとなる場合が多く、一案件当たりの売上利益の金額は蓄電池の方が高い傾向にあります。



エネルギーサプライ事業について

Q6：この事業のボトルネックは何でどのような対策を採っていますか？

エネルギーサプライ事業は4つの事業により構成されています。

再生エネルギー事業については、FIT 制度によって売電単価は固定価格となっていることから、売上面での改善は難しく、維持管理を適切に行うことで収益性を維持することが必要です。また、昨今では電力ケーブルの盗難が社会問題となっており、当社グループとしても被害に遭わないように盗難対策を実施しています。さらに、九州電力管内で発生が見込まれる出力制御等による売電収入の減少については、FIP 転換して蓄電池を併設することでプレミアム収益の確保に努めてまいります。

O&M については、主にエンジニアリング事業において受注した設備のオペレーション&メンテナンスを請け負うものであり、定期点検・整備のほかに突発的なトラブルが発生した場合の対応を収益として見込むものの、予見との差異が生じる場合があります。また、コージェネや蓄電所にかかる O&M は、収益を伸ばす余地が少ないため、他の事業を伸ばすことでこれをカバーする考えです。

電気の小売事業においては、相対電源の確保量が少なく市場調達に依存しているため、当社が電源調達の市場リスクを抑え、かつ、事業拡大するため市場連動型プランの営業をしており、ターゲット顧客は同プランでメリットの出る企業や市場連動に理解が得られる企業に限られることとなります。事業の拡大に向けて、顧客との接点を増やしていくことが重要であると考えています。

資源循環型バイオマス燃料事業は、インドネシアにおけるパーム産業から排出される残渣物（PKS、EFB）をバイオマス発電所等の燃料として販売する事業です。本事業においては原料を安定的に確保することがボトルネックになりますが、PKS も EFB も原料の発生元は共通であり、当社グループでは、現地のミル（パームの搾油工場）とのリレーションを増やすなど、ネットワークを広げています。現時点で約100箇所のミルとのコネクションを作り、2か所のストックヤードを確保して調達に努めています。EFB ペレットについては、商業化に耐えられる品質とコストを両立するべく開発に取り組んでいます。

新規事業であるバイオマス燃料事業 について

Q7：同事業の収益性について

上述のとおり、PKS と EFB を取り扱っていますが、今後 PKS については伊万里バイオマス発電所に向けて出荷するため、内部取引として消去される見込みです。2028年6月期を目標に外販用 PKS20万トン/年を確保して外販を再開することを予定しています。また、EFB については、当社グループの現地法人において研究開発を進めている段階であり、収益化には至っていません。



目次

- GIRView 1
 - 再生可能エネルギーの有望企業の一つ 1
 - 市場変化を事業チャンスと捉える 1
 - 今 2025 年 6 月期 2Q 決算実績 2
 - 今 2025 年 6 月期通期決算予想 2
- 投資家ミーティングでの Q&A 3
 - 会社全般について 3
 - エンジニアリング事業について 4
 - エネルギーサプライ事業について 5
 - 新規事業であるバイオマス燃料事業 について 5
- 概要と沿革 8
 - 概要 8
 - 事業内容 9
 - 沿革 12
- 日本の再生可能エネルギー政策と市場見通し 16
 - 政策の背景と目的 16
 - 再生可能エネルギーの現状 16
 - FIP 制度の概要と蓄電池導入 EPC の市場拡大 17
 - 2030 年のエネルギーミックス目標 18
 - 政策の課題と改善策 18
- 競合企業との比較 19
 - 事業内容の比較 19
 - 経営指標比較 23
 - 株価指標 24
- 米国の再生可能エネルギー関連企業とソーラー産業の市場評価 26
 - 再生可能エネルギー産業～先行投資を評価した高いバリュエーション 26
 - ソーラー産業～ピークアウトした産業への冷静な市場評価 27
- 同社の中期経営計画の考察 29
 - 2030 年度に向け収益構造の転換を進める 29
 - ① 再エネ発電事業 30
 - ② 蓄電 EPC 事業の拡大 31
 - ③ 資源循環型バイオマス燃料事業の貢献 32
- 経営指標 34
- 免責事項 35



図表目次

Figure 1 同社の事業概要 9

Figure 2 前 2024 年 6 月期実績の事業別売上および売上総利益の構成 9

Figure 3 連結業績 15

Figure 4 FIT 制度と FIP 制度での買い取り価格のイメージ 17

Figure 5 日本の 2030 年の電源構成目標のイメージ 18

Figure 6 同社と国内再生エネルギー関連企業の事業内容比較 19

Figure 7 同社と国内再生エネルギー関連企業のポジショニングのイメージ 22

Figure 8 経営指標 (百万円、%) 23

Figure 9 キャッシュフロー(百万円) 24

Figure 10 株価バリュエーション比較 (百万円、倍) 25

Figure 11 米国株式市場上場ユーティリティ/リニューアブル企業の株価バリュエーション比較 (\$、倍) 26

Figure 12 米国株式市場上場 ソーラー企業/リニューアブル企業の時価総額推移 27

Figure 13 米国株式市場上場テクノロジー/ソーラー企業の株価バリュエーション比較 (\$、倍) 28

Figure 14 同社の中期経営計画における売上高と利益目標 29

Figure 15 同社の中期経営計画における事業別利益のイメージ 30

Figure 16 同社の中期経営計画におけるキーマトリックス 31

Figure 17 系統用蓄電所の開発 31

Figure 18 蓄電システムの導入見通しについて 32

Figure 19 資源循環型バイオマス燃料事業 33

Figure 20 資源循環型バイオマス燃料事業 (EFB 関連事業の投資計画と収益化見通し) 33

Figure 21 一株当たりデータ 34

Figure 22 キャッシュフロー(百万円) 34

Figure 23 財務データ(%) 34



概要と沿革

概要

テスホールディングス株式会社（以下、同社）は1979年5月にテス・エンジニアリング株式会社（現連結子会社、阪和熱水工業株式会社（旧商号））が設立され、テス・エンジニアリング社を中心とした事業展開を行っていたが、2018年4月において、関係会社の増加に伴うグループの再編及び経営効率化等を目的として、同社を完全親会社とする持株会社体制に移行した。

同社グループは同社を持株会社として、テス・エンジニアリング株式会社を中核とする連結子会社22社（匿名組合含む）及び持分法適用関連会社4社で構成されている。

同社グループは、持続可能な社会の実現に向けて「Total Energy Saving & Solution」を経営理念として掲げ、「再生可能エネルギーの主力電源化」「省エネルギーの徹底」及び「エネルギーのスマート化」を注力領域として、①エネルギープラントやユーティリティ設備のEPC（Engineering：設計、Procurement：調達及びConstruction：施工）を行うエンジニアリング事業及び、②再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電、オペレーション&メンテナンス（O&M）、電気の小売供給及び資源循環型バイオマス燃料事業を行うエネルギーサプライ事業の2つの事業を展開している。同社グループは創業以来、独立系の立場を活かして、産業分野の様々な顧客が抱える環境対策、省エネ対策、エネルギーコスト対策等の課題を解決するための総合的なソリューションを提供している。

同社は様々な産業の生産工場に必要なユーティリティ施設、設備の排熱有効活用を中心としたコージェネレーションシステムのEPC企業として認知が高い。過去10年余りは、日本においても進められた再生可能エネルギーへの電源構成の転換を目指した政策誘導により、特にFIT制度（再生可能エネルギー固定価格買取制度）を活用した太陽光発電設備への投資拡大に合わせて、同社の事業主体も太陽光発電設備のEPCと自社投資による太陽光発電施設（一般的にいうメガソーラー施設など）の運営による再生可能エネルギー発電事業の実施へとシフトさせてきた。

同社が培ってきたコアな競争力を保有する技術は、エネルギー関連施設のEPC、すなわちプラント設計、土地や設備の調達、設備の施工管理を一括で実行、提供できることにあり、近年拡大させてきた太陽光発電設備のEPCと自社投資による太陽光発電設備を中心とした再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電事業はまさにこのコア技術を再生可能エネルギーの領域に展開した事業と言えよう。また、同社はバイオマス発電所向け燃料として、パーム油を生産する過程で生じる残渣物である椰子殻（PKS）やパーム椰子空果房（EFB）に着目し、2018年にインドネシアに現地法人を設立してEFBペレットの製造にかかる研究開発を開始、2020年からPKSの取り扱いを開始している。持続可能性の高い燃料へのニーズが高まる中、PKSの調達のための現地パーム油搾油工場とのネットワークを広げ、販売量を大幅に増量する計画を立てている。さらに、燃料化に成功したEFBペレットを商業化するべく研究開発が続けられており、これらのバイオマス燃料は、同社中期経営計画における注力事業分野として位置付けられている。

事業内容

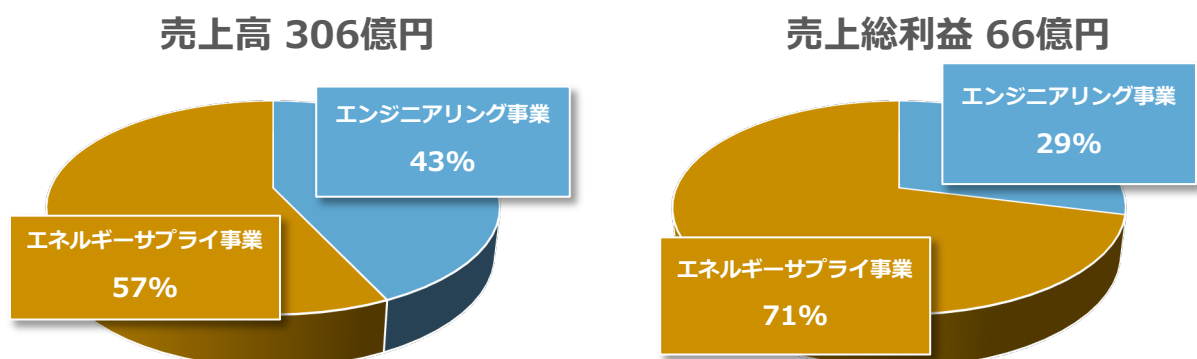
同社グループは、都度受注（フロー）型ビジネスである「エンジニアリング事業」及びランニング収益（ストック）型ビジネスである「エネルギーサプライ事業」を展開しており、2つの事業が相互につながりを持ち、顧客に対してエネルギー分野に関するワンストップ・ソリューションを提供している。前期実績においては売上の約6割、売上総利益の約7割をストック型のビジネスであるエネルギーサプライ事業が占めた。

Figure 1 同社の事業概要



出所：会社 IR 資料

Figure 2 前 2024 年 6 月期実績の事業別売上および売上総利益の構成



出所：決算資料により Global IR, Inc.作成



① エンジニアリング事業

エンジニアリング事業は、エネルギープラントやユーティリティ設備の EPC を行っており、省エネルギー領域と再生可能エネルギー領域の 2 つを主たる事業領域としている。なお、同社グループにおいては、テス・エンジニアリング株式会社がコージェネレーションシステム、太陽光発電システム及びユーティリティ設備等の EPC を、共立エンジニアリング株式会社がユーティリティ設備の EPC を行っている。

(省エネルギー系設備)

エネルギー消費量の削減やエネルギーコストの削減、環境対策等を求める顧客に対して、工場や事業所の省エネルギー診断を行い、顧客のエネルギーに関する課題やニーズを特定し、コージェネレーションシステム、燃料転換設備及び各種ユーティリティ設備等による省エネルギー設備を提案することにより EPC を受注している。同社グループにおいては、設立以来、大規模工場から小規模施設まで幅広い EPC 実績におけるノウハウの蓄積が当該事業における技術的優位性の源泉となっている。

(再生可能エネルギー系設備)

再生可能エネルギー（太陽光・バイオマス等）を活用して発電を行う設備。再生可能エネルギー固定価格買取制度（FIT 制度）及びフィードインプレミアム（FIP）制度（一定の条件のもとに売電収入にプレミアムを上乗せした価格で売電する仕組み）の活用を目的とした発電用途及び産業分野の顧客向けに自家消費用発電設備に係るエンジニアリングを提供している。また、再生可能エネルギー系設備において発電した電力の充放電や電力システムの安定化を目的とした蓄電システムに係るエンジニアリングも提供している。

(エンジニアリング事業に係る取組形態)

エンジニアリング事業においては、「受託型」及び「開発型」の 2 つの取組形態により事業を展開している。

(受託型)

省エネルギー系設備における顧客の省エネ、コスト低減、環境対策等のニーズに応じたエンジニアリング、再生可能エネルギー系設備の一部における、顧客取得の FIT 認定を活用した発電施設や自家消費用発電設備のエンジニアリング等、顧客から EPC を受託する形態である。

(開発型)

同社グループが用地取得（又は貸借）、許認可及び権利等の取得、EPC 等を主体的に関与し、開発に関する一連のソリューションを顧客に提供する形態である。



当該取り組みにおいては、特定の顧客に対して開発ソリューションを提供するほか、同社グループが匿名組合やプロジェクトファイナンスの組成等を含む投資スキームを構築した上で複数の顧客に提供する取り組みも行っている。また、同社グループにて保有する再生可能エネルギー発電所の開発も行っている。

② エネルギーサプライ事業

エネルギーサプライ事業は、再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電、オペレーション&メンテナンス（O&M）、電気の小売供給及び資源循環型バイオマス燃料事業を提供するランニング収益（ストック）型のビジネスである。

同社グループにおいては、テス・エンジニアリング株式会社が再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電、顧客に納品した設備のオペレーション&メンテナンス（O&M）及び電気の小売供給を、テス・アセットマネジメント合同会社がアセットマネジメント業務を、プライムソーラー合同会社をはじめとする SPC（特定目的会社）及び匿名組合が再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電を行っている。

a) 再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電

同社グループは、太陽光発電所を中心として、FIT 制度又は FIP 制度を活用した再生可能エネルギー発電所や FIT 制度又は FIP 制度を活用しないオンサイト PPA モデル（Power Purchase Agreement の略称で、「電力購入契約」や「電力販売契約」の意味）による再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電を行っている。

また、各再生可能エネルギー発電所の運営にあたっては同社グループの知見を活かして、候補地の選定から SPC 組成、資金調達、EPC、O&M、エネルギーマネジメント及びアセットマネジメントまで同社グループ内にてワンストップで実施しており、収益性の向上につなげている。

同社グループにおける主要な再生可能エネルギー発電所の所有・運営・売電については、SPC を用いたプロジェクトファイナンススキームを導入している。同社グループでは、SPC を会社法上の合同会社（GK）として設立して、商法上の匿名組合（TK）として営業者である合同会社（GK）に出資を行う GK-TK スキームを主に採用している。

発電所の開発・所有に際しては、同社グループにおいて、地権者との土地貸借・売買契約、経済産業省や自治体からの許認可取得、一般送配電事業者への接続契約申込等を実施。事業主体となる SPC の設立後は、同社グループによる匿名組合出資を行い、SPC が金融機関からプロジェクトファイナンスによる資金調達を行っている。

発電所設備については、建設に係る EPC 及び O&M 業務は、テス・エンジニアリング株式会社が、発電所の管理運営業務はテス・アセットマネジメント合同会社が、それぞれ担っている。売電については、SPC が発電された電気を一般送配電事業者又は小売電気事業者に販売する。



沿革

同社グループは、1979年5月にテス・エンジニアリング株式会社（現連結子会社、阪和熱水工業株式会社（旧商号））が設立され、テス・エンジニアリング社を中心とした事業展開を行ってきたが、2018年4月において、関係会社の増加に伴うグループの再編及び経営効率化等を目的として、テスホールディングス株式会社を完全親会社とする持株会社体制に移行している。

テス・エンジニアリング株式会社

1979年5月	大阪府豊中市に工場・事業所向けのユーティリティ設備（※1）のエンジニアリング及び保守業務を事業目的として、阪和熱水工業株式会社を設立
1992年1月	テス・エンジニアリング株式会社に社名を変更
1999年11月	24時間監視センター（現ICTソリューションセンター）を開設
2000年7月	「環境マネジメントシステムISO14001」を認証取得
2002年9月	コージェネレーションシステムによる顧客企業向けエネルギー供給サービスを開始
2006年2月	ガスエンジンコージェネレーション発電所の運転保守一括受託サービスを開始
2007年2月	環境対策関連のサービス拡大のため、環境省自主参加型国内排出量取引制度に関する取引参加者に登録
2009年5月	環境対策関連のサービス拡大のため、グリーン電力証書発行事業者に登録
2010年2月	電気の小売供給への参入を目的として特定規模電気事業（現小売電気事業）の開始を届出
2012年3月	太陽光発電所の監視システムの保守及び遠隔監視サービスを目的としてインテリジェントソーラーシステム株式会社（現持分法適用関連会社）を設立
2012年10月	顧客企業向けユーティリティ設備のEPC強化の観点から、共立エンジニアリング株式会社（現連結子会社）及び有限会社テクノエンジニアリング（吸収合併により消滅）を株式取得により子会社化
2013年1月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的としてNECキャピタルソリューション株式会社との間に、エナジーアンドパートナーズ株式会社（現連結子会社）を設立
2013年3月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的としてプライムソーラー合同会社（現連結子会社）を設立
2013年6月	当社グループによる太陽光発電所の所有・運営・売電の第1号案件としてTESS徳島阿南ソーラー発電所にて発電を開始
2013年7月	バイオマス発電所の所有・運営・売電を目的として三重エネウッド株式会社（現持分法適用関連会社）の株式を取得
2014年4月	発電所等の運営管理業務を目的としてテス・アセットマネジメント合同会社（現連結子会社）を組織統合の観点から、有限会社テクノエンジニアリングを吸収合併



2014年5月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社T&Mソーラーを営業者とする匿名組合を組成
2014年12月	「品質マネジメントシステム ISO9001」「情報セキュリティマネジメントシステム ISO27001」を認証取得
2015年7月	エネルギーマネジメントサービス強化のため、自社開発によるWEB対応型エネルギーマネジメントシステム「TESS WebView」の販売を開始
2015年10月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社ソーラーエナジー・クリエイトを営業者とする匿名組合を組成
2015年11月	電力全面自由化開始に向けた制度変更のため、電気の小売供給において小売電気事業者に登録
2016年3月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社淡路佐野ソーラーパワーを営業者とする匿名組合（現連結子会社）を組成
2017年9月	地熱発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として霧島万膳地熱エネルギー合同会社（現連結子会社）を設立
2017年10月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社高知室戸ソーラーパワーを営業者とする匿名組合（現連結子会社）を組成

同社

2009年7月	創業者の事業継承等を目的として、テス・テクノサービス株式会社（現同社）を設立
2018年4月	テスホールディングス株式会社に商号変更 テス・エンジニアリング株式会社との株式交換により同社を完全親会社及びテス・エンジニアリング社を完全子会社化とし、持株会社体制に移行
2018年10月	バイオマス燃料製造の研究開発を目的としてPT PTEC RESEARCH AND DEVELOPMENT（現連結子会社）を設立
2019年1月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社千葉香取ソーラーパワーを営業者とする匿名組合（現連結子会社）を組成
2019年9月	バイオマス燃料供給を目的としてPTEC SINGAPORE PTE. LTD.（現連結子会社）を設立
2019年10月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社茨城牛久ソーラーパワーを営業者とする匿名組合（現連結子会社）を組成
2019年12月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的としてプライムソーラー2 合同会社を営業者とする匿名組合（現連結子会社）を組成



2020年3月	バイオマス燃料供給を目的として PT INTERNATIONAL GREENENERGY (現連結子会社) を株式取得により子会社化 バイオマス燃料供給を目的として INTERNATIONAL GREENENERGY PTE. LTD. (吸収合併により消滅) を株式取得により子会社化
2020年8月	ヴェオリア・ジャパン株式会社との合併により水、廃棄物、エネルギー分野におけるユーティリティマネジメントサービス提供を目的とした VT ユーティリティーズサービス株式会社 (現持分法適用関連会社) を設立
2020年9月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的としてプライムソーラー3 合同会社 (現連結子会社) を設立
2021年4月	東京証券取引所市場第一部に株式上場
2021年6月	バイオマス発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社熊本錦グリーンパワー (現連結子会社) を設立
2021年9月	バイオマス発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として株式会社伊万里グリーンパワー (現連結子会社) を株式取得により子会社化
2022年1月	英国系統用蓄電事業への出資参画を目的として TOLLCUX INVESTMENTS LIMITED (現持分法適用関連会社) の株式を取得
2022年4月	東京証券取引所の市場区分の見直しにより、市場第一部からプライム市場へ移行
2022年7月	気候変動リスク対策や人材の多様性等の取り組みの推進を目的として ESG 推進委員会を設立
2022年8月	太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社 T&M ソーラー (現連結子会社) の持分全部を取得し子会社化 太陽光発電所の所有・運営・売電を行うことを目的として合同会社ソーラーエナジー・クリエイト (現連結子会社) の持分全部を取得し子会社化
2023年1月	水力発電所の開発を目的として、合同会社群馬谷川岳 hidroパワー (現連結子会社) を設立
2024年4月	PTEC SINGAPORE PTE. LTD. を存続会社、INTERNATIONAL GREENENERGY PTE. LTD. を消滅会社とした吸収合併をシンガポール国内において実施



Figure 3 連結業績

決算期	FY06/ 2022	FY06/ 2023	FY06/2024						FY06/2025	
	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1	Q2	1H	Q3	Q4	Q1-Q4	Q1	Q2
売上高	34,945	34,415	6,221	8,847	15,068	7,790	7,785	30,643	8,308	9,705
前年比	2.0%	-1.5%	-25.3%	6.8%	-9.3%	4.7%	-24.9%	-11.0%	33.5%	9.7%
売上純利益	8,455	10,611	1,733	2,035	3,768	1,283	1,502	6,553	2,103	2,627
前年比	12.1%	25.5%	-29.7%	-9.6%	-20.1%	-42.4%	-59.1%	-38.2%	21.4%	29.1%
売上純利益率	24.2%	30.8%	27.9%	23.0%	25.0%	16.5%	19.3%	21.4%	25.3%	27.1%
販売費及び一般管理費	3,309	3,746	1,019	1,073	2,092	886	1,205	4,183	1,159	1,162
前年比	5.3%	13.2%	8.5%	25.6%	16.7%	-0.7%	13.5%	11.7%	13.7%	8.3%
営業利益	5,146	6,864	714	962	1,676	397	297	2,370	944	1,465
前年比	17.0%	33.4%	-53.2%	-31.1%	-42.7%	-70.2%	-88.6%	-65.5%	32.2%	52.3%
営業利益率	14.7%	19.9%	11.5%	10.9%	11.1%	5.1%	3.8%	7.7%	11.4%	15.1%
経常利益	4,654	5,518	498	960	1,458	2,313	3,889	7,660	757	-517
前年比	21.3%	18.6%	-65.7%	-8.4%	-41.7%	102.0%	107.7%	38.8%	52.0%	赤転
当期純利益	2,759	3,794	283	582	865	1,533	-1,072	1,326	684	-87
前年比	34.1%	37.5%	-68.7%	-11.1%	-44.6%	99.9%	-173.1%	-65.1%	141.7%	赤転
当期純利益率	7.9%	11.0%	4.5%	6.6%	5.7%	19.7%	-13.8%	4.3%	8.2%	-0.9%

出所：会社有価証券報告書および会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入 *Global IR, Inc.の計算による

日本の再生可能エネルギー政策と市場見通し

日本のエネルギー政策は COP28 などに基づいた国際協調をもとに日本政府が補助金によるインセンティブなどを通じて主導している。過去 10 年以上に亘り、脱二酸化炭素の再生可能エネルギーへの投資が進められてきた。トランプ政権ではアメリカのエネルギー政策に変更が加えられるのか、その影響はどのようなタイミング、影響度で日本に及ぶのか注目される。

政策の背景と目的

日本はエネルギー自給率が低く、化石燃料に大きく依存しているため、再生可能エネルギーの導入が急務となっている、というのが政府見解。日本では東日本大震災に伴う福島原子力発電所の停止以降、原子力発電の再稼働が進め難い中、依然として 80%近くが石炭や天然ガスなどの化石燃料によって賄われている。この状況を打破するためには、再生可能エネルギーの導入を加速させている。

日本の再生可能エネルギー政策の目的は、環境問題への対応とエネルギー自給率の向上。特に、2030 年度までに温室効果ガスを 46%削減するという野心的な目標が掲げられている。この目標を達成するためには、再生可能エネルギーの電源構成比を 36~38%に引き上げる必要がある。

また、日本の再生可能エネルギー政策は「S+3E」を基本方針としている。この枠組みは、安全性 (Safety)、エネルギーの安定供給 (Energy Security)、経済効率性 (Economic Efficiency)、環境適合 (Environment) を重視し、持続可能なエネルギー供給を目指しています。特に、2050 年には再生可能エネルギーを主力電源として最大限に導入することが求められている。

国際的な取り組みとして、日本はパリ協定に基づき温室効果ガスの削減を目指している。特に、最近の COP28 では、再生可能エネルギーの発電容量を 3 倍にし、省エネ改善率を 2 倍にするという具体的な目標が設定された。これにより、日本は国際的なエネルギー政策の枠組みの中で、再生可能エネルギーの導入を加速させることが期待されている。ただし、2025 年に米国大統領に再任することになるトランプ大統領は温室効果ガスによる気候変動には懐疑的であることで知られており、アメリカはパリ協定を離脱すると言われている。この動きが、世界的なエネルギー関連の世論、ひいては日本のエネルギー政策にどのような影響を与えるかは注視が必要と考える。

再生可能エネルギーの現状

2012 年に導入された FIT 制度 (固定価格買取制度) は、日本の再生可能エネルギー市場に大きな変化をもたらした。この制度により、再生可能エネルギーの導入は急速に進み、2011 年度の発電割合は 10%から 2023 年度には 26%にまで増加。特に、2023 年 12 月末時点で新たに運転を開始した設備の約 78%が FIT 制度によるものであり、その中でも太陽光発電が 88%を占めた。ただし、FIT 制度による電力会社のコストアップ分は、再エネ賦課金などの形で消費者から広く徴収する形を取っているが、円安による燃料コストの上昇、引き続き景気低迷による家計収入の伸び悩みもあり、電力料

金の上昇は日本の一般家計に大きな負担をかけていることは否めない。トランプ政権下でエネルギー政策の見直しが進んだ場合、日本においても同様の議論が進められる可能性は高いと考えられる。

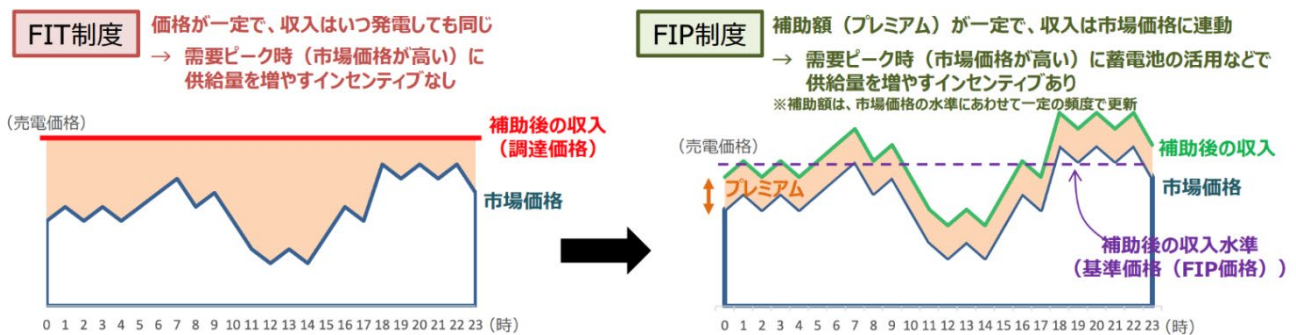
2023年度末の時点で、太陽光発電の累積導入量は約7300万kWに達したが、年間導入量は約200万kWに減少。対照的に風力発電は初めて年間導入量が100万kWを超え、累積導入量は約600万kWに達した。このように、太陽光発電が依然として主力である一方で、太陽光発電設備の導入は既にピークを超えたと考えられる。同時に、日照環境の優れた九州地域などでは、太陽光発電施設による発電が需要を上回る時間帯では出力制限がかかるなど、太陽光発電設備の効率的な運営が課題となっている。現在、この状況の有力な対応方法として、FIP転換+蓄電池導入により導入済みの太陽光発電設備の効率的な運用に係る事業が大きく進みつつある。

FIP制度の概要と蓄電池導入 EPCの市場拡大

FIP制度とは Feed-in Premium の略で、再生可能エネルギーを市場価格に連動して供給する際にプレミアムが交付される制度。FIT制度は固定価格での買い取りを保証するが、FIP制度は市場価格に応じた変動がある。日本政府は、2030年度までに再生可能エネルギーの割合を36~38%に引き上げ、再生可能エネルギーの主力電源化を目指し、電力市場の需給バランスを改善することを目的として2022年にFIP制度を導入した。

図表4に示すように、FIT制度による出力調整弁のない太陽光発電設備では市場価格の変動に関係なく、発電した電力を一定価格で電力システムを通じて垂れ流すように販売している。一方で、蓄電池を併設しFIP制度に転換することで、市場価格が安い時（需要が少ない時）は蓄電池に充電し、高い時間帯に電力を供給することが可能になる。蓄電池設置には高額な初期投資が必要であるが、蓄電池を併設することで売電時の収益を最大化することが可能であるため、FIT制度による太陽光発電設備から、蓄電設備併設型のFIP転換太陽光発電設備が増加しつつある。FIP転換の系統用蓄電池導入EPC事業は同社の中期経営計画においても成長ドライバーの一つと位置付けられており、収益貢献が期待できる事業と考える。

Figure 4 FIT制度とFIP制度での買い取り価格のイメージ

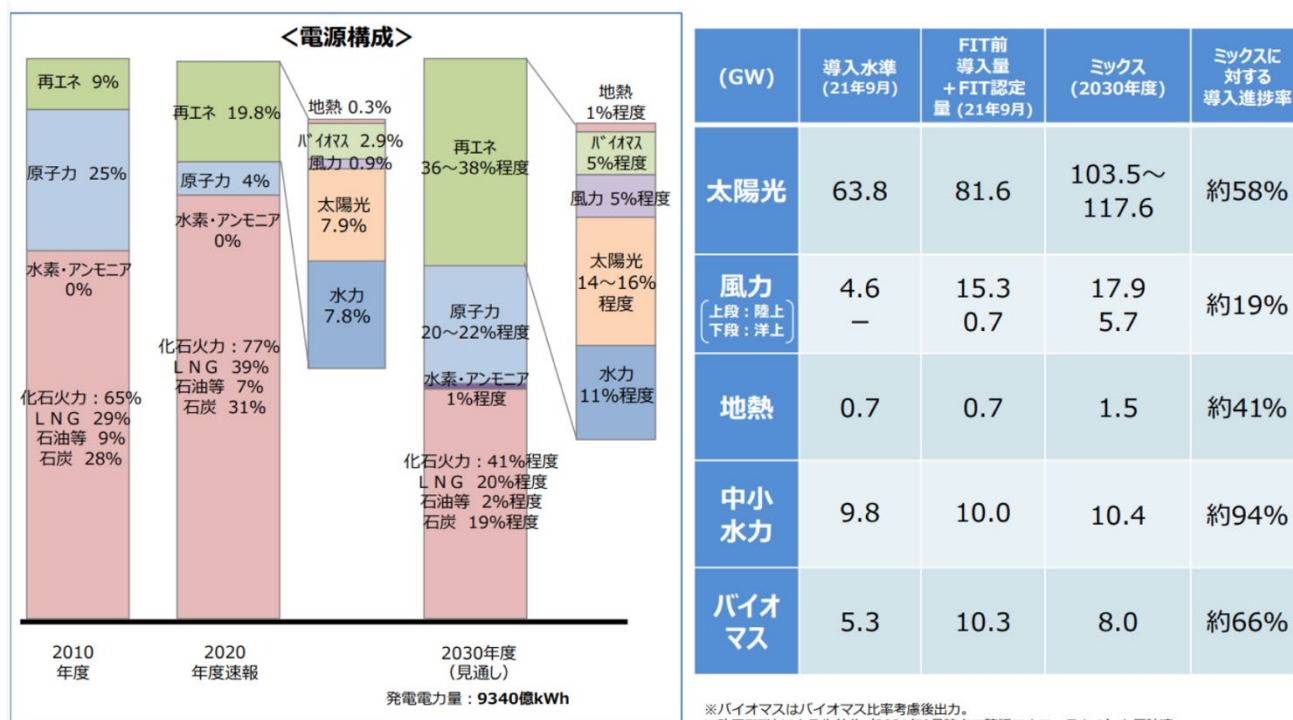


出所：FIP制度の詳細設計とアグリゲーションビジネスの更なる活性化、資源エネルギー庁

2030年のエネルギーミックス目標

日本政府は、2030年度までに再生可能エネルギーの割合を36～38%に引き上げることを目指している。この目標は、持続可能なエネルギー供給を確保し、温室効果ガスの排出削減を図るための重要なステップ。具体的には、太陽光発電を14～16%、風力を5%、地熱を1%、水力を11%、バイオマス5%とする内訳が計画されている。これにより、エネルギー自給率も30%程度に向上させることが期待されている。

Figure 5 日本の2030年の電源構成目標のイメージ



出所：今後の再生可能エネルギー政策について、資源エネルギー庁

政策の課題と改善策

このような課題を克服するために、日本政府は規制の合理化や電力システムの強化に取り組んでいる。具体的には、再生可能エネルギーの導入を促進するための政策を策定し、技術開発や大規模実証を支援している。これにより、コスト削減と効率的なエネルギー供給が期待され、再生可能エネルギーの普及が進むことが目指されている。

再生可能エネルギーの導入状況は地域によって大きく異なる。都市部では太陽光発電が普及している一方で、地方では導入が進んでいないケースも多く見られる。この地域間の格差を解消するためには、均等な普及を促進する政策が必要。特に、地方自治体との連携を強化し、地域特性に応じた再生可能エネルギーの導入を進めることが求められている。

競合企業との比較

日本の上場企業の中には同社と同様に再生可能エネルギー関連事業を主体とする企業は幾つか存在するが、サービス内容、再生可能エネルギーの種類、ビジネスモデル、ターゲットユーザーなど多様な事業戦略の構築が可能であり、同じ業界に在るものの同業種とは分類し難い企業が混在しているのが実体である。同社と事業領域、ビジネスモデルが最も似ているのはウエストホールディングスと思われるが、テスホールディングスの方がストックビジネスへの投資を進めている。ビジネスモデルとターゲットユーザーの違いにより、成長性や事業リスクの程度は大きく異なると考えられることから、企業ごとのポジショニングを理解しておくことが重要と考える。

事業内容の比較

図表6は同社の事業セグメントに日本の再生可能エネルギー企業の事業内容を当てはめて比較したもの。自社での資産、設備投資が大きくかかるのがストックビジネスである発電設備を自社保有しての発電ビジネスである一方、EPCビジネスは請負建築事業なのでバランスシートは比較的スリムに行える事業であることが、投資の観点での大きな相違点と言える。ただし、EPC事業はアセットライトで進められるがエンジニアリング機能の技術者を中心に人財の確保が重要であり、EPC案件の安定的な受注と検修が行われないと、人件費負担が損益を圧迫する時期が発生するエンジニアリング企業の共通の悩みがあることから、期間損益を安定させつつ成長を狙うにはフローとストックビジネスのバランスが重要と言える。

Figure 6 同社と国内再生エネルギー関連企業の事業内容比較

	省エネEPC (フロー)	再エネEPC (フロー)	O&M (ストック)	発電 (ストック)	電力小売 (ストック)
	○ エネルギー多消費型の 大規模工場向け コージェネレーションシステム、 LNGサテライト、 ユーティリティ設備	○ 太陽光発電 バイオマス発電 需要家向け蓄電所 系統用蓄電所 FIP転付設置電所	○ 太陽光発電 バイオマス発電 コージェネレーションシステム 24時間監視エネマネサービス	○ 太陽光 (FIT、FIP、PPA) バイオマス発電 (国内材、外材)	○ 需給管理+アグリ機能を 自社保有
レノバ				○ PPAについては オフサイトPPAに注力	
ウエストホールディングス	○ 主に店舗・ビル等向け 照明・空調工事	○	○	○ PPAについては オフサイトPPAに注力	
イーレックス				○	○
リニューアブル・ジャパン		△ 主にO&Mの一環での 修理等	○	○ PPAについてはオンサイト/ オフサイト共に実績あり	
グリムス	○ 主に店舗・ビル等向け 照明・空調工事	○		○ PPAについてはオンサイトPPA (主に住宅向け)に注力	○

出所：Global IR, Inc.作成



発電：メガソーラービジネスなど

FIT 制度を利用したメガソーラー施設が過去 10 年程度の間日本各地で設置された。一部の施設は二酸化炭素を吸収する森林を切り開いて太陽光発電設備を設置した上、大雨などの際に土石流の原因になったとの批判的な指摘もあったが、前述の通り、投資はピークを超えたと考えられる。同社も FIT 制度を利用したメガソーラー設備を連結子会社 12 社で合計 60 件余りの発電所を運営しているが、EPC のフロービジネスとのバランスを検証しながら進めているように見受けられる。この事業を中心に進めているのがレノバであり、競合企業と比較して事業規模に対して大きな資産を必要としている。FIT は固定買取制度であるため長期での買取価格が既に契約で決められていることから、長期での売上はほぼ見通しが付いており、修繕費などの運営コストを見誤らなければ一定の収益が確定している。また、蓄電施設の追加投資による FIP 転換を進めるメガソーラー施設も増加しつつあり、実際、同社の FIT 設備でも蓄電設備の導入による FIP 転換が進められているものがある。この動きは、EPC ビジネスでの大きなビジネスチャンスであるが、ストックの発電ビジネスの観点からは更にアセットを増大させる動きであるため、この点は注視が必要と考える。

さらに、同社の場合はこの事業領域で発電手法のポートフォリオ拡充のためバイオマス発電事業を進めており、業界的にはレノバとイーレックスが先行している。バイオマス発電には燃料ソースの違いによりいくつかの方法は存在するが、国内の森林資源（間伐材や一般材、製材端材など）を利用するものや、海外から木質ペレットや PKS などを輸入し利用するものがある。国内の森林資源を利用する発電所は、燃料の産出地を中心として 2 MW～10 MW クラスの中小規模の発電出力となるケースが一般的であり、地産地消型の再生可能エネルギー発電事業となっている。一方、海外から燃料を輸入する発電所では、港湾地区などを中心に 20 MW～75 MW クラスの大規模な発電出力となるものが多い。なお、同社が佐賀県伊万里市において実施する 46 MW のバイオマス発電事業はインドネシアから輸入された PKS を利用するが、燃料調達が事業成功のために重要なファクターを占めることから、同社のグループ会社において複数（100 箇所程度）のインドネシアのパーンプランテーションと残渣物の引き取り契約を結び、それとともに総額 519 百万米国ドルの長期為替予約を行い（2024 年 12 月末時点）事業リスクの低減に努めている。前期の大きなデリバティブ取引評価益と今期 1 Q に発生したデリバティブ取引評価損はこの取引に伴うものであり、事業が進行すれば投資ではなく実業として実行される為替予約であるため、その評価損益が決算を上下に振り回したことはやや気の毒ではあるが、現在の時価会計基準に合わせるとリスクであることは事実であり、当社への株式投資の際に考慮する必要があると考える。もちろん、キャッシュフローには影響を与えない評価損益であるため、EBITDA などのキャッシュフローをベースとしたバリュエーションであれば、この評価損益の影響は考慮できる。

上記のように発電事業の競争力の源泉は技術力とともに、大きな投資が必要であるから資金調達能力も重要である。この観点からは、厚い資本を有する大企業との競争では不利となる。同社の場合、基本的には大型投資案件はプロジェクトファイナンスによる金融機関からの借り入れで進める。ただし、前期はライツ・オファリングによる資本市場からの大規模な資金調達を行い、事業資金の確保とともに資本安定性の強化を進めたが、反作用として株価低迷の一因になったことは否めない。2024 年 12 月に発表された、伊藤忠系の国内大手リース会社である東京センチュリー株式会社との資本業務提

携はこの観点からも評価できる戦略と考える。創業家であり筆頭株主である石脇氏と大株主である藤井氏の個人で保有する株式を東京センチュリー社に売却譲渡する方式のため新株の発行は伴わず、譲渡後は石脇氏が6.80%を保有する第3位の大株主、東京センチュリー社は5.00%を保有する第7位の大株主となる。東京センチュリー社は大手リース会社ではあるが、環境インフラ事業として、自己投資による再生可能エネルギー発電事業に取り組んでおり、EPCでの同社の顧客でもあった。資本業務提携を締結後は、東京センチュリー社の幅広い顧客基盤へのアクセス、両社の共同事業による資金調達能力の向上などが期待される。

発電：PPA ビジネス

PPAは顧客の屋根や土地（主に顧客の工場屋根、もしくは顧客がオフサイトに保有する土地など）に第三者である発電事業会社が太陽光発電などの設備を所有して契約に則って電力を販売するビジネスである。電力料金が高騰するなかでコスト削減を目指す企業にとって、PPAは発注者側からはほぼ設備投資ゼロで電力料金の削減が狙える一つの手法であり、今後も需要は増加すると考えられる。同社をはじめ、同ビジネスに参入している企業の多くは大企業の大きな工場を中心にPPAを提案し案件獲得しているのが実情だが、グリムスに限っては中小企業の中小規模の工場へのPPAを提案し、同じ市場にありながら比較的競争の少ないビジネスを展開していることが特徴と考えられる。

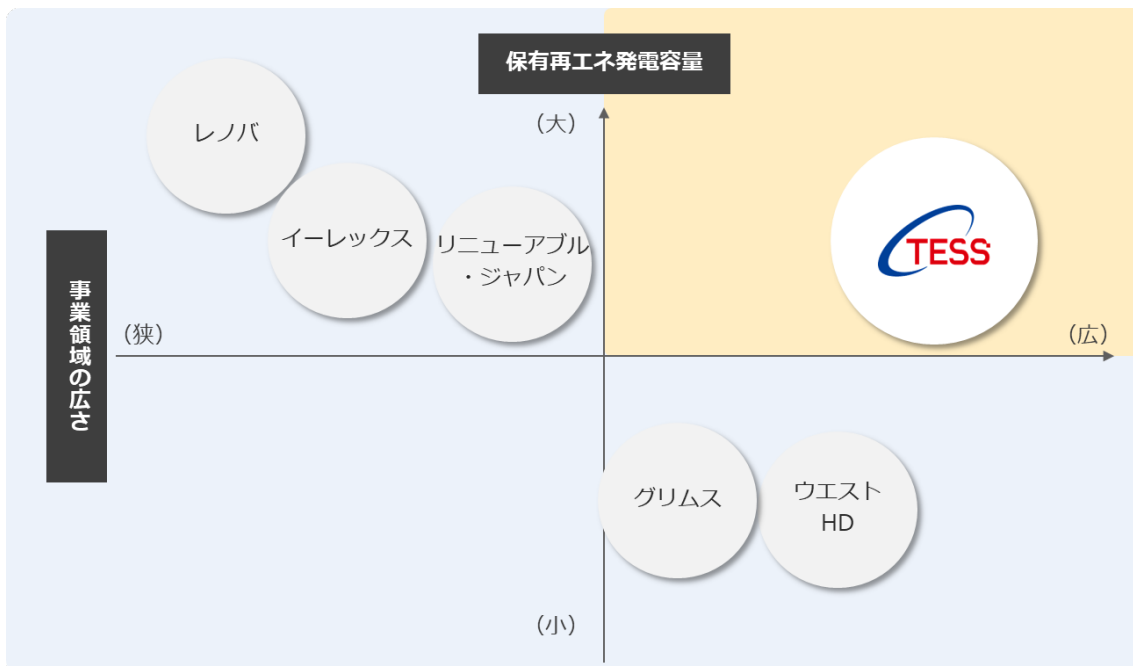
電力小売事業

同社は前述の通りテス・エンジニアリング社が小売電気事業者としての認定を取り、一般企業を需要家とするBtoBの電力の小売も行っている。競合企業のうち小売を行っているのは、イーレックスとグリムスのみであり、比較的事業ドメインが似ているウエストホールディングスは小売を事業として行っていない。特定の限られたユーザーに小売する場合でも、デマンドレスポンス（需要家側エネルギーリソースの保有者若しくは第三者が、そのエネルギーリソースを制することで、電力需要パターンを変化させること）やVPP技術（バーチャルパワープラント技術はIoT技術を活用して分散型エネルギーリソースを遠隔から統合制御し、1つの発電所のように機能させることによって、電力の需給バランスを調整すること）を駆使し、顧客にメリットのある提案をできない限り事業としては成立しないため、競合と比較して多様な技術ベースを持つことの一端がここにも伺える。また、小売電気事業の実施において電源調達が重要となるが、同社では日本卸電力取引所からのスポット調達が中心である。スポット市場の価格は需給バランスによって大きく変動するため、同社では需要家に対して電気料金がスポット市場価格に連動する市場連動メニューを中心に、電力調達コストの変動リスクを抑えたいうえで事業拡大を目指している。

オペレーション&メンテナンス事業

この事業は受託型のEPCを請け負った設備に対して、発注者側は基本的にその運営やメンテナンスの知見、ノウハウは持たないことから、長期の安定操業を実現するために、セットで受注することが多いビジネス。競合企業ではEPCを行う、ウエストホールディングスとリニューアブル・ジャパンもこのサービスを事業としている。フロービジネスによりストックビジネスの獲得も狙える事業規模の拡大や顧客との関係継続に有効である。

Figure 7 同社と国内再生エネルギー関連企業のポジショニングのイメージ



出所：Global IR, Inc.作成

EPC ビジネス

EPC ビジネスは前述の通り、エンジニアリングと設備の調達、建設の工程管理を一括で引き受ける、プラント建設におけるゼネコン（元請会社）的な位置付けの事業である。競合企業ではウエストホールディングスとグリムスが EPC のケイパビリティを保有し事業を運営している一方、規模には優るレノバやイーレックスにはこの機能は無い。つまり、後者は施設建設に関するノウハウは無い中で資金調達を行い、施設運営ノウハウを生命線とするビジネスモデルである一方、同社を含めた前者は施設建設に関する一連のケイパビリティを持つ中で今は再生可能エネルギー関連事業に投資を実行しているビジネスモデルと言える。この事実だけで企業の優劣やよし悪しの判断は出来かねるが、市場環境が流動的であったり、変化点にあたりする時には前者の方が変化への対応力は高いと考えられる。

環境分野のトピックスで少し話は逸れるが、この半年から一年で EV（電気自動車）に対する世論は大きく変化したと感じる。ビジネストレンドは意図的に作られるものだから流れには乗っていく感覚で、EV ビジネスに乗っていた企業が多かったし、新しいもの好きの敏感な購買層を起点に喜んで EV を楽しんだ人達もいるだろうが、中国だけでなく補助金を中心に政策的に市場を誘導しすぎたと感じている関係者は多いだろう。コスト面でも二酸化炭素のライフサイクルアセスメントの観点からも、EV がレシプロエンジン車より優位になるには 10 数万キロメートル以上の走行が必要であり、その頃には最も製造コストのかかっているバッテリーの交換が必要になる可能性が高く、そのサイクルを考えると EV がレシプロエンジン車を超えることはあるのか？ という議論は、10 年ほど前から幾つもの大手 OEM 企業からも問題が提起されていた。また、バッテリーの原材料が地域的に偏在していることからバッテリー製造時の原料、半製品の横持ち運送に係る工

エネルギー、それに伴うコストと二酸化炭素の排出は避けられないことは 10 年以上前から当面は変えられないことはわかっていた。ここでは、なぜ EV に対する世論がここまで反転したのかの議論は別の機会に譲るが、補助金による政策ドリブン市場の危うさを示す好例といえよう。現時点の自動車市場では、地域や技術での偏りの少ないトヨタ自動車以外はほぼ全ての企業の業績動向が懸念されている状況と言っても過言ではないだろう（そのトヨタ自動車もトランプ政権下での保護主義的な動きが強まれば影響は避けられない）。トヨタ自動車が優位な状況を作り出している理由の一つではないであろうが、技術ベースが幅広く、市場環境の変化への対応力が高かったことが大きな要因の一つであったと考えられる。ここでは、事業環境が変化する際には、技術ベースが広く、事業領域が広い方が変化への対応力が高い、事業リスクを下げる可能性があることを指摘しておきたい。

経営指標比較

Figure 8 経営指標 (百万円、%)

コード	名称	売上高	経常利益	当期利益	EBITDA	総資産	自己資本	Net cash	EBITDA /総資産率	5年売上成長率	5年 EBITDA 成長率
5074	テスホールディングス(株)	30,643	7,660	1,185	5,601	119,128	41,513	-44,199	4.7%	3.4%	54.7%
9519	(株)レノバ	44,748	11,864	8,857	16,712	465,399	68,005	-280,007	3.6%	217.4%	116.1%
1407	(株)ウエストホールディングス	50,390	9,956	6,757	12,690	125,897	33,231	-47,347	10.1%	-21.1%	71.2%
9517	イーレックス(株)	244,977	-18,388	-22,257	-16,322	145,180	47,505	-22,073	-11.2%	272.2%	-355.7%
9522	リニューアブル・ジャパン(株)	33,604	2,028	1,088	11,902	159,105	10,733	-34,922	7.5%	63.1%	764.3%
3150	(株)グリムス	29,908	5,268	3,540	5,407	21,612	12,904	7,901	25.0%	146.4%	256.9%

出所：会社有価証券報告書および会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入。財務数値は各社前期実績。リニューアブル・ジャパンのみ4年間での成長率。成長率は年率換算ではなく、5年間（リニューアブル・ジャパンのみは4年間）での成長率

売上規模は同社とリニューアブル・ジャパン、グリムスが 300 億円規模、レノバとウエストホールディングスが 400～500 億円規模でイーレックスが 2400 億円超となっているが、イーレックスは電力を市場調達し小売、もしくは卸売を行うトレーディング事業の構成が高い影響が大きい（前期の大幅赤字の主因）。総資産は同社、ウエストホールディングス、イーレックスが 1200～1600 億円であるが、大型の発電設備を保有しないグリムスは 200 億円強である一方、EPC 機能は無く発電事業が主体のレノバは 5000 億円弱の資産を必要としており、再生可能エネルギー関連事業を主体とする競合企業ではあるが、ビジネスモデル、戦略によって資産の規模、中身が大きく異なっていることがよく分かる。

資産をいかに有効活用し成長性と収益性を両立できているかが投資家の関心事であろうが、キャッシュフローの資産効率を示す EBITDA/総資産が高く、5年間での高い EBITDA 成長率を果たしたのはグリムスである。中小企業をターゲットとした PPA と EPC が主体であるため、規模の拡大には相当数の件数をこなさなければならないものの、高い収益性と資産効率を実現しているといえよう。また、レノバは大型発電設備の寄与などからキャッシュフロー成長は高いが、資産効

率は低い。同社の場合は、EPC 主体の事業から発電設備による安定キャッシュフローを獲得する事業モデルに転換している最中であり、先行投資負担がキャッシュフロー成長と資産効率を抑えていることから、今後の収益拡大が期待される。

過去5年間のキャッシュフローの累積値を見ると、5年間での設備投資（投資キャッシュフローの主体）を期間のキャッシュフローで賄えたのはグリムスのみである。これは、前述の通りでターゲット市場とビジネスモデルに依るところが大きいが、多くの再生エネルギー関連の競合企業が先行投資の時期にある中、いち早く安定収益を稼げる事業モデルを作り上げたことは特筆すべき事実といえよう。5年間の累積キャッシュフローが大幅な赤字になっているリニューアブル・ジャパンを除く、同社を含めた4社は概ね設備投資の半分を事業によるキャッシュフローで賄い、不足した半分は直接、もしくは間接金融から調達して事業拡大を進めている、先行投資期間にあると言える。EPC などのプラントエンジニアリング事業は期間損益の変動がそもそも大きいが、先行投資期間はさらに計画通りに収益を確保することは難しいため、当面この業種の企業は業績のボラティリティが高いことを認識しておくことが重要と考える。

Figure 9 キャッシュフロー(百万円)

コード	名称	5年間累計営業 キャッシュフロー	5年間累計投資 キャッシュフロー	5年間累計財務 キャッシュフロー	手持ち現金 増減
5074	テスホールディングス(株)	27,254	-57,557	37,165	7,226
9519	(株)レノバ	58,369	-87,111	32,328	4,940
1407	(株)ウエストホールディングス	9,193	-24,935	10,810	-4,854
9517	イーレックス(株)	36,790	-63,202	41,892	9,444
9522	リニューアブル・ジャパン(株)	-19,749	-26,066	47,347	1,199
3150	(株)グリムス	9,457	-3,138	665	6,984

出所：会社有価証券報告書および会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入。リニューアブル・ジャパンのみ4年間の累積数値

株価指標

先行投資期間にあっても実現された利益ベースで評価するか、キャッシュフローで評価するかは投資家のポリシーによると思われるが、先述の通り同社の場合はデリバティブ評価損益が前期、および今期の業績を上下に振り回したこともあり、キャッシュフローバリュエーションで評価する方が適切だと考える。

前期実績業績のEV/EBITDAで比較すると、同社、ウエストホールディングス、グリムスは10倍前後、前期赤字であったイーレックスはEBITDAも赤字であったため評価不能だが、12月に急騰したリニューアブル・ジャパンは6倍程度と低位にあり、大型発電設備中心に資産規模の大きいレノバが20倍強に位置している。同時にブックバリューとの比較では、レノバとイーレックスは1倍であるが、ウエストホールディングス、リニューアブル・ジャパン、グリムスが2~5倍程度に評価されているのと比較すると、同社の0.5倍は非常に低位に放置されている感がある。



同社の場合、下方修正が続いたこと、ライツ・オフアリングにより株式の流動性が高まったことなどが株価低下の大きな理由と考えられるが、PBRの0.5を正当化するには200億円程度の資産の毀損がない限り、この状況は長くは続かないとも考える。近年、戦略的に大型の発電設備に投資を進めているが、不測の事態が起きた際にも基本的には保険金でカバーが予想される事、また、2022年の再エネ特措法の改正により、10KW以上の太陽光発電設備について撤去費用の積立が義務付けられたことから、太陽光発電設備については廃棄費用積立制度に係る費用を見積り、資産除去債務の新規計上、及び見積変更による追加計上を行っており、大きな資産の毀損が収益を圧迫することは考えにくい。現在進めている、中期経営計画にあるように業績の拡大が進めば、バリュエーションの修正も進むと考える。

Figure 10 株価バリュエーション比較 (百万円、倍)

コード	名称	現在値	時価総額	EV	1株配当	PER	PBR	EV/ EBITDA
5074	テスホールディングス(株)	270	19,074	63,273	5.1	16.1	0.5	11.3
9519	(株)レノバ	723	65,919	345,926	-	7.4	1.0	20.7
1407	(株)ウエストホールディングス	1,661	76,452	123,799	65.0	11.3	2.3	9.8
9517	イーレックス(株)	616	45,843	67,916	-	-2.1	1.0	-4.2
9522	リニューアブル・ジャパン(株)	1,246	37,318	72,240	-	34.3	3.5	6.1
3150	(株)グリムス	2,522	60,061	52,160	57.0	17.0	4.7	9.6

出所：会社有価証券報告書および会社IR資料をもとにGlobal IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入。株価は2024年12月13日終値

米国の再生可能エネルギー関連企業とソーラー産業の市場評価

再生可能エネルギー産業～先行投資を評価した高いバリュエーション

図表 11 に米国株式市場に上場している、ユーティリティセクターの中の再生可能エネルギー産業の代表的な企業の株価バリュエーションを示す。これらの企業は原子力、水力、風力、地熱、バイオマス、太陽光、潮力、波力などの再生可能エネルギー源から電気エネルギーを生成、生産、または送信する事業、発電事業が主な事業であり、同社のビジネスモデルとは必ずしも一致していないが、再生可能エネルギー産業への市場評価としては参考になる企業群と考える。

上位 2 社は両者とも時価総額 10 兆円を超えるが 3 位以降は数千億円規模の企業が並ぶ。時価総額トップの GE ベルノバは 2023 年に設立され、米国、ヨーロッパ、アジア、南北アメリカ、中東、アフリカで電気を生成、転送、調整、変換、および貯蔵するさまざまな製品とサービスを提供している。電力、風力、および電化の 3 つのセグメントで事業を展開しており、電力セグメントは、ガス、原子力、水力、および蒸気技術の設計、製造、およびサービスを提供、風力セグメントは陸上および洋上風力タービンとブレードを含む風力発電技術を提供、電化セグメントはグリッドソリューション、電力変換、太陽光、およびストレージソリューション、および発電地点から消費地点までの電力の伝送、配電、変換、貯蔵、および調整のための電化ソフトウェアを提供している。また、時価総額第 2 位のコンステレーション・エナジーは 2021 年設立の企業で、米国最大のカーボンフリー エネルギー生産者として電力を発電、販売している。中部大西洋岸、中西部、ニューヨーク、ERCOT、その他の電力地域の 5 つのセグメントで事業を展開しており、天然ガス、エネルギー関連製品、持続可能なソリューションを販売。原子力、風力、太陽光、天然ガス、水力発電の資産で構成される約 32 ギガワットの多様な発電能力を有している。

Figure 11 米国株式市場上場ユーティリティ/リニューアブル企業の株価バリュエーション比較 (\$、倍)

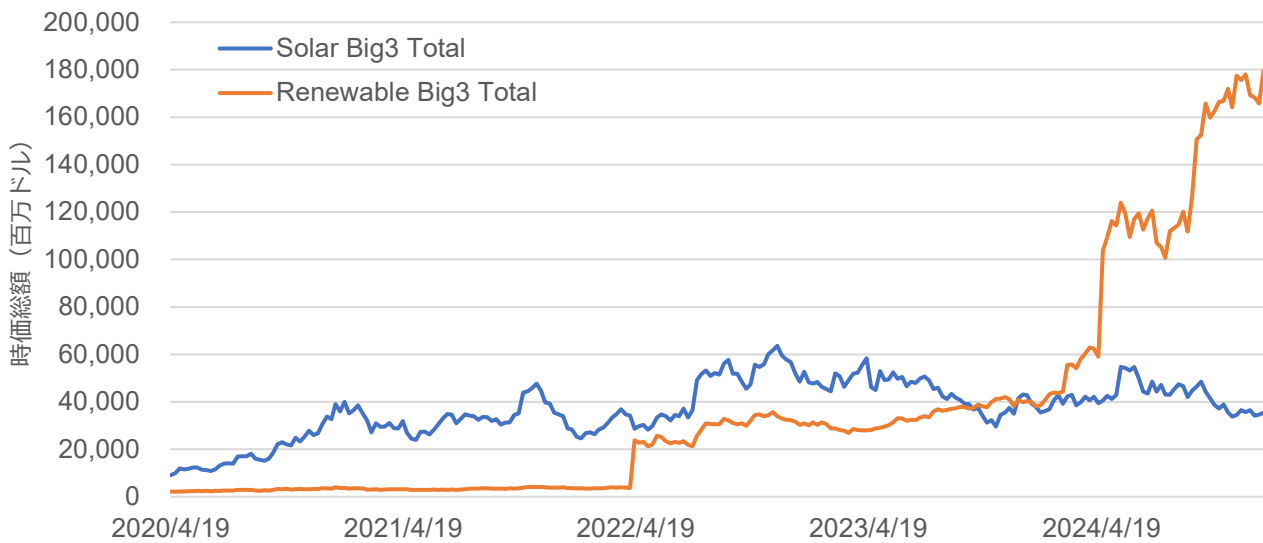
Symbol	Name	Price (Intraday)	Market Cap (Bil\$)	PE Ratio (TTM)	EV/EBITDA	PBR
GEV	GE Vernova Inc.	328.3	90.5	77.8	61.7	9.5
CEG	Constellation Energy Corporation	234.2	73.3	25.8	12.5	5.8
CWEN-A	Clearway Energy, Inc.	24.5	5.1	23.8	9.6	1.4
ORA	Ormat Technologies, Inc.	71.5	4.3	36.5	13.0	1.8
AY	Atlantica Sustainable Infrastructure plc	22.0	2.6	88.0	9.0	2.0
RNW	Renew Energy Global Plc	7.0	2.6	113.9	11.8	1.9
FLNC	Fluence Energy, Inc.	17.0	2.2	131.1	43.6	4.7
NEP	NextEra Energy Partners, LP	17.7	1.7	28.9	7.5	0.5
ELLO	Ellomay Capital Ltd.	16.3	0.2	-	25.6	1.7

出所：会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：株価はドル、時価総額は 10 億ドル小数第二位四捨五入。株価バリュエーションは PER のみ TTM、その他は前期実績値を使用。株価は 2024 年 12 月 17 日終値

時価総額上位2社は新興企業ながら、カーボンフリーエネルギーを中心に大型投資を実行し、現時点では収益、キャッシュフローともに低い、近い将来、急速に業績が向上するエクイティストーリーを投資家が容認していることが、実績、および TTM 収益をベースとした株価バリュエーションが高い理由と考えられる。上記2社と赤字が継続しているエロメイ・キャピタルなどを除くと、EV/EBITDA は概ね 10 倍前後となっている。2024 年 11 月以降は、SP500 以上にインデックスは調整しており、アメリカのエネルギー政策の動向を注視しての動きとも考えられる（図表 12 参照）。

Figure 12 米国株式市場上場 ソーラー企業/リニューアブル企業の時価総額推移



出所：アニュアルレポートをもとに Global IR, Inc.作成

ソーラー産業～ピークアウトした産業への冷静な市場評価

図表 13 には米国株式市場に上場しているテクノロジーセクターの中のソーラー産業の代表的な企業の株価バリュエーションを示す。これら企業は太陽光発電システムおよびコンポーネントを設計、製造、販売、または設置する企業群であり、同社に対しては同業もしくはサプライヤーに位置する企業が多い。これらの企業群の米国市場における市場評価も参考にすべき事例と考える。

時価総額トップのファーストソーラーは CdTe 系化合物半導体の PV セルの世界トップ企業であり、セル、モジュール生産からインストレーション、運営および保守サービスを事業としており、比較的安定的な収益を継続している。第2位のエンフェーズエナジーは独自のネットワークおよびソフトウェア技術と組み合わせるエネルギー監視と制御を提供する半導体ベースのマイクロインバータをコアとしたエネルギーソリューションの設計、開発、製造、販売する企業で、前期までは順調に業績を拡大させてきたが、今期は停滞している。ネクストラッカーは太陽光発電プロジェクトの設計、設置、運営に関わる最適化ソリューションを提供する企業で、比較的安定的な収益を継続している。第4位のサンランは住宅用太陽エネルギーシステムの設計、開発、設置、販売、所有、保守を行っており、赤字が続いている。

Figure 13 米国株式市場上場テクノロジー／ソーラー企業の株価バリュエーション比較（\$、倍）

Symbol	Name	Price (Intraday)	Market Cap (Bil\$)	PE Ratio (TTM)	EV/ EBITDA	PBR
FSLR	First Solar, Inc.	188.3	20.2	16.2	11.1	2.7
ENPH	Enphase Energy, Inc.	73.4	9.9	159.6	61.7	10.7
NXT	Nextracker Inc.	35.7	5.2	8.9	6.3	4.1
RUN	Sunrun Inc.	10.1	2.3	-	-	0.4
ARRY	Array Technologies, Inc.	5.5	0.8	63.6	156.4	12.9
SEDG	SolarEdge Technologies, Inc.	14.4	0.8	-	-	0.9
SHLS	Shoals Technologies Group, Inc.	4.9	0.8	24.6	12.1	1.5
CSIQ	Canadian Solar Inc.	11.7	0.8	29.9	24.7	0.3
NOVA	Sunnova Energy International Inc.	4.2	0.5	-	98.7	0.3

出所：会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：株価はドル、時価総額は10億ドル小数第二位四捨五入。株価バリュエーションはPERのみTTM、その他は前期実績値を使用。株価は2024年12月17日終値

時価総額上位の4社でも業態は様々ながら、業績低迷に陥っている、もしくは赤字が継続している企業が複数存在し、時価総額9位内には赤字によりバリュエーション評価不能な企業がいくつも並ぶ。ソーラー産業への市場評価としては、業績面から積極的な評価は難しい局面にあると考えられる。ユーティリティセクターの再生可能エネルギー関連企業が多様な発電ソースへの先行投資により業績は低水準（もしくは赤字）にある中、高い市場評価を受けていることと隔世の感がある。アメリカの事例からも、日本の再生可能エネルギー関連企業はポストPVの発電設備への投資と、投資済みのPV設備の有効活用のための投資が重要と考える。

同社の中期経営計画の考察

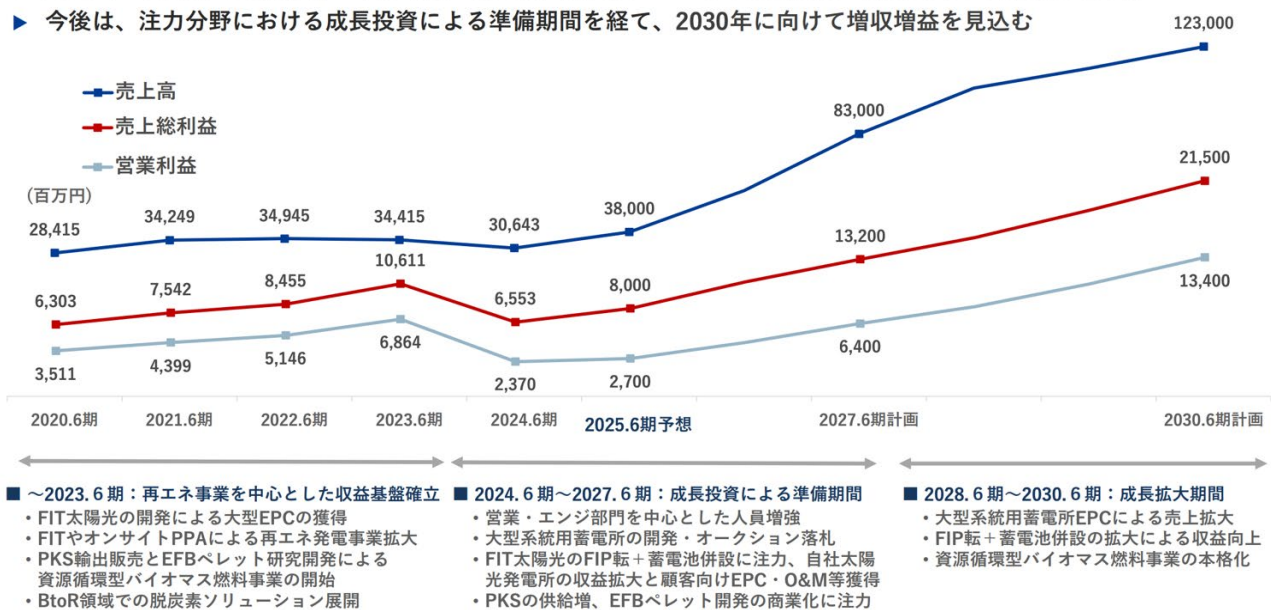
2030年度に向け収益構造の転換を進める

これまで見てきたように、日本政府が主導した再生可能エネルギーへの転換と電源構成の多様化の動きは、過去10年余り進められてきたFIT制度を活用した大規模太陽光発電設備（メガソーラー）への集中的な投資誘導から、設置した太陽光発電設備の有効活用を進めるためのFIP転換とその具体策である電力系統への蓄電設備導入、同時にバイオマス発電、風力発電、地熱発電などの電源構成の多様化への転換に進みつつあるステージと言える。これは、米国の株式市場でのユーティリティ企業やテクノロジーセクターのソーラー産業の株式評価を見ても、ピークアウトしたソーラー産業への冷静な市場評価とは対照的に、電源構成の多様化に先行投資を進める再生可能エネルギーのユーティリティ企業には高いバリュエーションを与えているように過去1～2年程度で株式市場の資金は大きくシフトしたことで、時間軸のズレはあるだろうが同質の環境変化が進みつつあると考えられる。

このような環境下、2024年8月に同社は2030年に向けて初めて中期経営計画TX2030（TESS Transformation2030）を公表した。この中期経営計画の中では、FIT太陽光発電に偏った再生可能エネルギー投資が、既に投資された太陽光発電設備の有効活用と、再生可能エネルギーの電源の多様化という市場変化に、同社の経営リソースもシフトが進められていること、2030年に向けて収益構造が大きく転換することが説明されている。これは、米国市場でユーティリティセクターの再生可能エネルギー産業の幾つもの企業が高い市場評価を受けていることと、同様の文脈の説明であり注目に値する。以下、同社の中期経営計画に少し考察を加えたい。

Figure 14 同社の中期経営計画における売上高と利益目標

- ▶ 2023年6月期までは自社再エネ発電所の売電収入拡大をベースにFIT太陽光の開発型EPCが業績をけん引
- ▶ 今後は、注力分野における成長投資による準備期間を経て、2030年に向けて増収増益を見込む

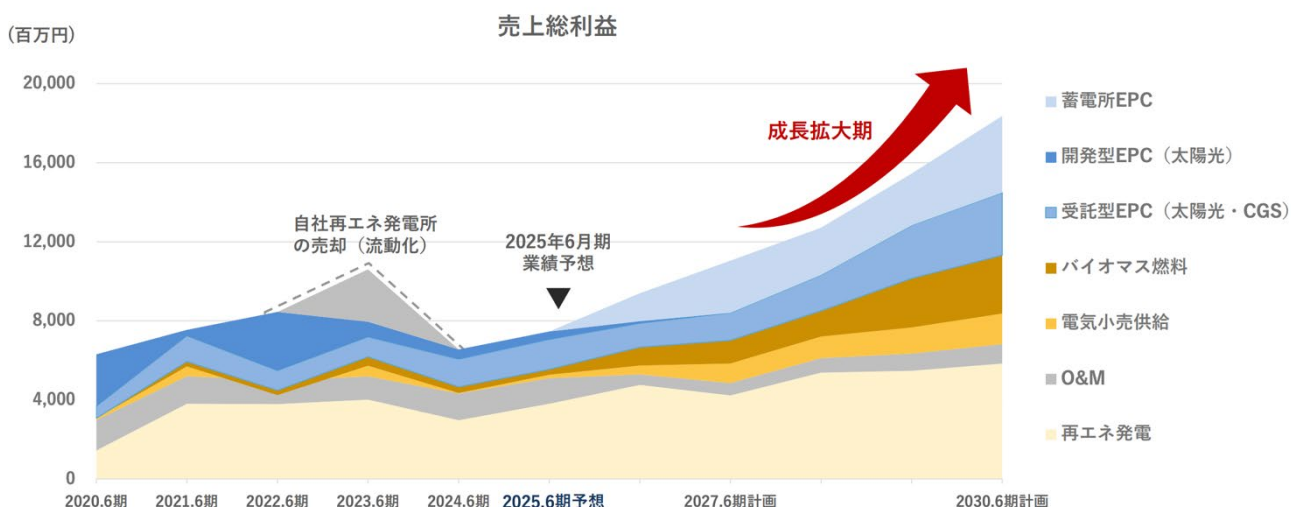


出所：会社IR資料

2024年6月期実績と比較すると2030年度の売上高は約4倍、営業利益は約6倍の数値目標であるため、相当にストレッチしたターゲットにも見えるが、当面継続される①発電事業と電気小売事業での安定収益源の寄与に加え、②これまでの太陽光発電設備のEPCに代わって蓄電所EPCの業績拡大を狙っていること、③再生可能エネルギー電源構成の多様化に向けたバイオマス燃料事業、の3点がこの中期経営計画達成のポイントと考えられる（図表参照）。

Figure 15 同社の中期経営計画における事業別利益のイメージ

- ▶ 2025年6月期時点では先行費用負担が大きいものの、2024年6月期を業績のボトムに事業構造転換を図る
- ▶ 系統用蓄電所のEPCは2027年6月期に本格化、2028年6月期より成長拡大期に入る見通し



* 「バイオマス燃料」の売上総利益は、当該事業における利益実態の観点から、販売費及び一般管理費を差し引いた営業利益に置き換えております。そのため、売上総利益の合計金額は前頁と一致しません。

出所：会社 IR 資料

① 再エネ発電事業

再生可能エネルギーの発電事業は FIT 制度を活用した販売価格を固定した契約、もしくは FIP 制度では前述の通り変動する市場価格に一定のプレミアムを加える価格契約をもとに投資を実行しているため、契約破棄などの特殊事態が起こらない限り長期での収益見通しがつく事業と言える。太陽光発電設備の場合には、メンテナンスコスト以外の変動費は大きくはかからないが、バイオマス発電の場合には原材料コストの上昇が事業リスクとはなる。ただし、それは他のバイオマス発電事業者などと同様の事業リスクと考えられる。同社の場合、前期末段階で 2030 年度の目標値の概ね半分の 232MW の発電容量を保有している（今 2Q 末時点で 307MW に達し、投資中のものも含めるとそれ以上）状況にあり、EPC 事業ほどの資産効率や高い収益性は期待しにくいものの、安定収益源としては概ね計画に近い収益貢献が期待される。

Figure 16 同社の中期経営計画におけるキーマトリックス

Key Metrics									
期間	売上総利益	営業利益	ROE	ROIC	自社FIP転 再エネ容量	累積施工容量 (系統用蓄電所)	累積施工容量 (系統用以外蓄電所)	バイオマス 燃料供給量	再エネ発電 容量*
2030/6期 計画	215億円	134億円	11.7%	5.7%	113MW	700MW	150MW	50万t/年	470MW
2027/6期 計画	132億円	64億円	5.8%	3.0%	75MW	100MW	120MW	35万t/年	380MW
2024/6期 実績	65億円	23億円	3.4%	1.6%	0MW	0MW	0MW	10.4万t/年	231.8MW

出所：会社 IR 資料

② 蓄電 EPC 事業の拡大

日本では季節によって出力制限のかかった太陽光発電設備を中心に、当面は FIP 制度を活用した蓄電設備の導入による発電施設の有効活用が一つの大きなトレンドになると予想される。市場トレンドを事業として実現するには、①FIP 転換ニーズを持つ顧客とのコネクションを持ち、②用地取得も含めた EPC のケイパビリティを持ち、③信頼できる蓄電池メーカーとの取引実績やコネクションを持つことがポイントとなるが、同社は全ての条件に当てはまる。また、自社の FIT 太陽光発電設備の FIP 転換で実績を作れることも、EPC と発電事業の両方を主力事業として進める同社の強みになると予想される。FIP 転換の蓄電池 EPC 事業の実績が積まれると、FIP 転換に限らず出力調整弁として蓄電池を導入したい企業の案件獲得も期待される。2030 年度の目標 700MW は同社が EPC で設置してきた太陽光発電設備の合計容量 1,092MW (2024 年 12 月末時点) と比較すると必ずしも不可能な水準ではないため、業績拡大への寄与が期待される。

Figure 17 系統用蓄電所の開発

系統用蓄電所の開発

エンジニアリング事業

▶ FIT太陽光で培った開発ノウハウと開発体制を最大限活用し、開発パイプラインの積み上げに注力

期間	売上総利益 (百万円)	累積施工容量 (MW)
2030/6期計画	3,900	700
2027/6期計画	1,400	100
2024/6期実績	0	0

成長戦略

- FIT太陽光の開発で培ったノウハウにより開発パイプラインを拡大。開発した蓄電所についてEPCを受託する
- 現時点の開発パイプライン：容量約2,000MW（約30件）
- 長期脱炭素電源オークションや、インフラ会社等をオフテイクとしたトーリング方式等の活用により、2030年までに700MW以上の案件組成を目指す
- O&M及び運用管理までワンストップで受託することで、エネルギーサプライ事業の拡大にもつなげる

当社の強み

- 高圧・特高分野でFIT太陽光を500MW以上開発した再エネ発電所の開発ノウハウ及び開発体制を有し、開発パイプラインを順調に拡大
- 用地開発からファイナンス検討・設計・施工・メンテナンス・遠隔監視、蓄電池の運転制御・運用管理等全てを内製化しており、ワンストップで対応が可能
- 長期脱炭素電源オークションにおいて、静岡菊川蓄電所（容量22,077kW）を落札、卸電力取引市場や需給調整市場、容量市場に対応した系統蓄電所の開発・建設・運用ノウハウの蓄積を行っている
- 蓄電池メーカー各社との協力体制構築による高い価格競争力



英国における系統用蓄電事業「Project Lion」

出所：会社 IR 資料

Figure 18 蓄電システムの導入見通しについて

蓄電システムの導入見通しについて

エンジニアリング事業

- ・ 系統用蓄電池の導入量は、2030年に累計14.1~23.8GWh程度に急拡大する見通し
※系統接続検討申込の状況に基づき、事業化される蓄電所の出力（GW）を推計した上で、過去の補助事業実績等から3時間率と仮定して蓄電池容量（GWh）を算出
- ・ 家庭用、業務・産業用蓄電池の導入量も2030年に累計約24.2GWhとなり、急拡大する見通し



出所：会社 IR 資料

③ 資源循環型バイオマス燃料事業の貢献

既出のとおり、同社は中期経営計画において、資源循環型バイオマス燃料事業を成長分野の1つに位置付けている。PKS については、2024年6月期において10.4万トン/年の販売実績があるが、この量のおよそ倍の20万トン/年を2025年5月に運転を開始する伊万里バイオマス発電所に向けてのこととされており、さらに集材を進めて、連結グループ外への拡販も行い、2030年6月期には40万トン/年まで増加する計画である。同社は、2020年からインドネシアに日本人従業員を配置し、徐々にPKS取扱量を増やしてきた実績があり、そのノウハウによって大幅な取扱量の増加にも自信を見せる。また、EFBについては、インドネシアにて2018年からペレット化の研究開発を進め、発電所での燃焼試験等を経て燃料化に成功した。同社は、引き続き量産化に向けて研究開発を実施しており、2025年2月には、インドネシア北スマトラ州にあるセイマンケイ工業団地において、EFBペレットの製造拠点となる工場の建設にかかる地鎮祭が行われた。量産化に向けた計画が順調に進捗していると考えられる。なお、当該工場では、段階的に製造量を増やし、2030年6月期には10万トン/年の製造能力を獲得することを計画している。本事業はインドネシアにおける原材料の調達、為替変動、バイオマス燃料の市場価格の変動、輸送コストなどにより収益性が見通しが難しい事業と思われるが、日本のFIT制度を利用したバイオマス発電所における確実な需要に支えられながら、持続可能性の高い燃料へのニーズの高まりに伴って成長が期待できる事業と考える。

Figure 19 資源循環型バイオマス燃料事業

資源循環型バイオマス燃料事業

エネルギーサプライ事業

▶ パーム産業における残渣物（PKS、EFB）の活用によりサーキュラーエコノミーとストックビジネスの拡大を目指す

期間	売上総利益（百万円）	バイオマス燃料供給量（万t/年）
2030/6期計画	3,000	50
2027/6期計画	1,100	35
2024/6期実績	314	10.4

当社の強み

- 2020年よりインドネシアにおいてPKS燃料を調達し、日本国内のバイオマス発電所に販売する燃料販売事業を展開、現地に2か所のストックパイル（出荷拠点）を設け、パーム搾油工場をはじめとしたサプライチェーンを構築
- インドネシアに日本人を派遣し、直接PKS買付・出荷管理を実施しているのは当社のみで、オフテイクからの強固な信頼を得ている
- EFBを有効利用するため、2018年よりインドネシアにおいてペレット化の研究開発を実施、発電所での燃焼試験等を経て燃料化に成功。引き続き量産化に向けて研究開発を継続中
- PTPN社（インドネシア国営パーム農園企業）と「EFBペレット製造事業」の協定を締結。原材料及び工場用地確保で優位な立ち位置を確保
- PKSとEFBの原料発生元は共通しており、EFB燃料においてもPKS燃料販売事業で構築したサプライチェーンの有効活用が可能

成長戦略

- 自社グループの佐賀伊万里バイオマス発電所向け需要を背景に、積極的に仕入元を開拓・拡大
- PKS燃料販売について、28/6期を目標に外部向け：20万t/年、佐賀伊万里バイオマス発電所向け：20万t/年に拡大する（合計40万t/年）
- EFBペレットについては、25/6期中に小規模工場での生産・販売を開始し、量産化に向けた研究開発を継続。大規模商業化に向けて、中計期間に10万t/年の製造能力の獲得を目指す
- EFBペレットは残渣物を有効利用するため木質ペレットと比較して環境負荷が圧倒的に低く、環境意識の高いユーザーに訴求
- 将来的に、様々な農業残渣物のバイオマス燃料への有効活用を検討する



出所：会社 IR 資料

Figure 20 資源循環型バイオマス燃料事業（EFB 関連事業の投資計画と収益化見通し）

資源循環型バイオマス燃料事業（EFB関連事業の投資計画と収益化見通し）

エネルギーサプライ事業

▶ EFB関連事業では、2025年6月期以降継続的に投資を実施、2029年6月期より本格的な収益化を見込む



背景

- パーム油を生産する過程で発生する残渣物であるヤシ殻（PKS）はバイオマス発電の燃料として有効利用されている
- 一方、同様にパーム搾油工場から排出されるパーム椰子空果房（EFB）は有効利用されず、放置されることで腐敗によりメタンを大気中に放出しており、問題視されている
- 2030年エネルギーミックスにおいて、日本のバイオマス発電は約470億kWhの導入目標が掲げられており、約2,000万t/年のバイオマス燃料が必要
- EFBは2023年にFIT制度で利用できる新規燃料に認定されたことにより、今後の需要拡大が期待されている

EFB燃料の優位性

- 輸入木質ペレットは自然林伐採やプランテーション開発による影響等から、持続可能性に疑念が生じている
- 一方、EFB燃料は農作物残渣を原料とする、より持続可能性が高い燃料であり、品質・価格は木質ペレットと同水準で販売できる見通し
- 日本において、より持続可能性の高い燃料へのニーズは高まっており、産業用石炭発電への混焼等をターゲットに販売拡大を進める計画

出所：会社 IR 資料



経営指標

Figure 21 一株当たりデータ

決算期	FY06/2020	FY06/2021	FY06/2022	FY06/2023	FY06/2024
発行済株式総数(千株)	3,507	35,069	35,244	35,346	70,644
EPS	26.77	31.83	38.43	51.05	16.82
EPS 調整後		31.42	38.18	50.88	16.80
BPS	127.01	324.47	358.41	401.08	588.72
DPS	20.00	20.52	21.00	26.00	16.00

出所：会社有価証券報告書および会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入 *Global IR, Inc.の計算による

Figure 22 キャッシュフロー(百万円)

決算期	FY06/2020	FY06/2021	FY06/2022	FY06/2023	FY06/2024
減価償却費	1,943	2,492	2,850	3,127	3,231
営業活動によるキャッシュフロー	-1,608	431	14,646	13,827	-42
投資活動によるキャッシュフロー	-15,348	-4,475	-6,215	-16,029	-15,490
財務活動によるキャッシュフロー	19,220	17,098	-12,397	-5,192	18,436

出所：会社有価証券報告書および会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入 *Global IR, Inc.の計算による

Figure 23 財務データ(%)

決算期	FY06/2020	FY06/2021	FY06/2022	FY06/2023	FY06/2024
総資産経常利益率(ROA)	3.6%	4.2%	4.8%	5.9%	7.2%
自己資本利益率(ROE)	22.1%	13.1%	11.2%	13.4%	3.4%
自己資本比率	9.6%	22.6%	26.7%	30.0%	34.9%

出所：会社有価証券報告書および会社 IR 資料をもとに Global IR, Inc.作成

Note：百万円以下四捨五入、小数第二位四捨五入 *Global IR, Inc.の計算による



免責事項

本レポートは、掲載企業のご依頼により Global IR, Inc.が作成したものです。

本レポートは、情報提供のみを目的としており、当該企業株式への投資勧誘や推奨を意図したものではありません。

本レポートに記載されている情報及び見解は、Global IR, Inc.が信頼できると判断した情報源から得、または公表されたデータに基づいて作成したものです。その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。しかしながら、正確性、客観性を重視した分析を心がけ、最終的な中立性・独立性には最善の注意を払っています。また、当該企業経営者等とのディスカッション、および独自のリサーチに基づき、我々が投資家にとって重要と思われる視点を Global IR, Inc.のオリジナル・オピニオンとして提供しています。Global IR, Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。当該企業株式への最終的投資判断はあくまでも自己の判断・責任でお願いします。