

|| 企業調査レポート ||

## 日本再生可能エネルギーインフラ投資法人

9283 東証インフラファンド

2018年10月15日(月)

執筆：客員アナリスト

**国重 希**

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

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

## 目次

■ 要約	01
1. 2018 年 7 月期決算は好天による変動賃料発生に伴い営業収益増加	01
2. 2019 年 1 月期以降も新規取得の発電所が寄与、大幅な増収増益を予想	01
3. スポンサーは 461MW の開発中発電所を擁し、中期的に資産規模 1,000 億円を目指す	01
4. 分配金の安定した高さが魅力	02
■ 概要・特長	03
1. 同投資法人及びそのスポンサー	03
2. 投資方針とポートフォリオの状況	04
3. 安定的に分配金を提供する仕組み	05
■ 再生可能エネルギー発電の見通し	06
1. 再生可能エネルギーの主力電源化	06
2. 再生可能エネルギーの展望	06
3. FIT 制度に基づく 20 年間にわたる固定価格での買取り	07
■ 業績動向	07
1. 2018 年 7 月期の業績概要	07
2. 財務状況と経営指標	08
■ 今後の見通し	09
● 2019 年 1 月期及び 2019 年 7 月期の業績見通し	09
■ 成長戦略	10
1. スポンサーのパイプラインの活用	10
2. 地域に根差した事業展開	10
3. 東急不動産とスポンサーの資本業務提携	11
4. ESG 投資対応	11
■ ベンチマーキング	12

## ■ 要約

### 発電設備等を主な投資対象に、FIT 制度に基づき、 将来にわたって安定的なキャッシュフローと収益を創出

日本再生可能エネルギーインフラ投資法人 <9283> は、クリーンエネルギーで高い成長が見込まれる太陽光発電設備等を主な投資対象として、長期的に安定的なキャッシュフローと収益を創出する投資機会を投資家に提供することを目指して、2017 年 3 月 29 日に東証インフラファンド市場に上場した。スポンサーであるリニューアブル・ジャパン（株）が保有する発電設備運営の終始一貫した事業体制を最大限に活用し、またスポンサーの全額出資子会社である資産運用会社のアールジェイ・インベストメント（株）が持つ独自のネットワークを活用すること等により、同投資法人の成長を図る計画である。「再生可能エネルギーの固定価格買取制度」（FIT 制度）に基づき、将来にわたって安定的なキャッシュフローと収益を産み出し、投資家に対して安定的に分配金を支払う仕組みを確立していることは同投資法人の大きな魅力である。

#### 1. 2018 年 7 月期決算は好天による変動賃料発生に伴い営業収益増加

2018 年 7 月期（第 3 期）の業績は、営業収益 657 百万円（前期比 57.8% 増）、経常利益 135 百万円（同 20.0% 増）であった。経常利益が予想を 2.9% 上回ったのは、主に好天による変動賃料発生に伴い営業収益が増加したことによる。2018 年 2 月～3 月は豪雪の影響により発電実績が悪化したものの、実績発電量 / 予想発電量の第 3 期合計は 102% となり（上場来合計では 103%）、地域分散が効いて局所的な悪天候の影響を受けにくく、安定的に発電したことを示している。

#### 2. 2019 年 1 月期以降も新規取得の発電所が寄与、大幅な増収増益を予想

同投資法人では、2018 年 8 月に公募増資と第三者割当を実施し、手取金 2,443 百万円を調達した。これに伴い、新たに発電設備 8 物件を取得し、現在の取得物件数は 25 物件、合計パネル出力は 51.662MW に拡大している。発電所の新規取得に伴い、2019 年 1 月期（第 4 期）については営業収益 913 百万円（前期比 38.9% 増）、経常利益 179 百万円（同 31.8% 増）を、また 2019 年 7 月期（第 5 期）は営業収益 941 百万円（前期比 3.1% 増）、経常利益 208 百万円（同 16.5% 増）を予想する。

#### 3. スポンサーは 461MW の開発中発電所を擁し、中期的に資産規模 1,000 億円を目指す

同投資法人では、中期的に資産規模 1,000 億円を目指している。それを実現するために、スポンサーの充実したパイプラインの活用、地域に根差した事業展開、東急不動産（株）とスポンサーの資本業務提携、ESG 投資対応、太陽光発電事業以外への展開等の成長戦略を掲げている。スポンサーのパイプラインについては、スポンサーは 2018 年 4 月末現在、合計 40 物件、パネル出力合計 461.0MW のパイプラインを有しており、同投資法人の現在の合計パネル出力に比べると 8.9 倍に相当する。うち、FIT 制度の下で設備認定取得済（電力買取価格決定済）で未着工・未稼働の太陽光発電設備が大半を占めており、将来の電力買取価格低下の影響を受けないことはスポンサーとしての大きな強みである。さらに、これに東急不動産からの設備取得が加わる予定であり、同投資法人の成長余力は非常に大きいと言えるだろう。

## 要約

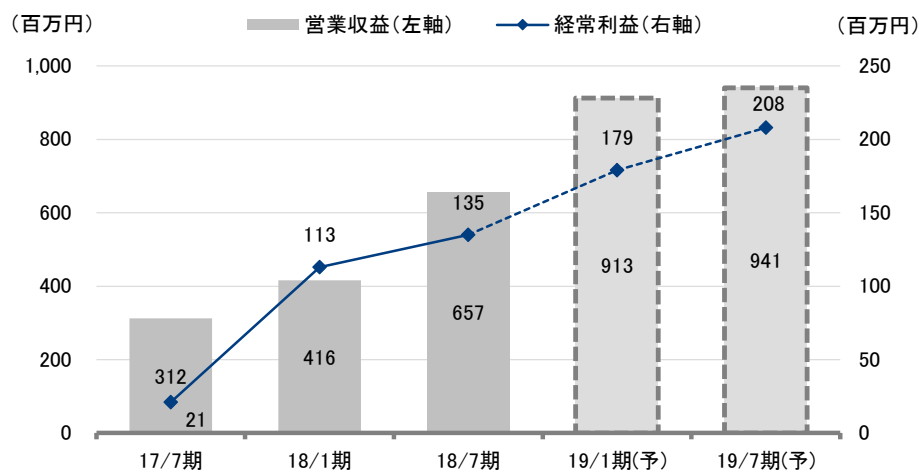
## 4. 分配金の安定した高さが魅力

同投資法人は投資主還元策として毎期末に分配金の支払いを予定している。予想分配金は2019年1月期は3,260円、2019年7月期は3,200円であり、2018年9月28日の終値99,100円に基づく分配金利回りは年換算で6.52%と、低金利環境が続くなか、他の金融商品に比べて魅力的な高利回りを予定している。また、同投資法人では、FIT制度に加え、スポンサーとの倒産隔離や、日照不足のため発電量・収益が予想を下回る事態に備えた十分な積立など、将来にわたって安定的に分配金を支払う仕組みを確立している。

## Key Points

- ・2018年7月期決算は好天による変動賃料発生に伴い、予想を上回る増収増益を達成した。
- ・2019年1月期以降も新規に取得した発電所が寄与し、大幅な増収増益が続くと予想する。
- ・スポンサーの充実したパイプラインの活用により、中期的に資産規模1,000億円、パネル出力461MW（現在の出力の8.9倍）を計画する。
- ・FIT制度やスポンサーとの倒産隔離などによって、将来にわたって安定的に分配金を支払う仕組みを確立しており、2019年1月期は3,260円、2019年7月期には3,200円の分配金を予想する。

## 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 概要・特長

### 再生可能エネルギー発電設備が主な投資対象

#### 1. 同投資法人及びそのスポンサー

同投資法人は、2016 年 8 月 2 日に設立登記され、2017 年 3 月 29 日に、東京証券取引所インフラファンド市場に 3 番目のインフラファンドとして上場した。決算期は年 2 回（発電量の多少に伴う収益の季節性を排除するために 1 月と 7 月の年 2 回決算にしている）である。

同投資法人では、自然の活動によってエネルギー源が絶えず再生される再生可能エネルギーの導入・普及は、持続可能な社会を実現するために社会全体で取り組むべき重要な課題の 1 つであると考え、化石燃料に比べて「枯渇の心配がなく」、「どこにでも存在し得る」、「CO<sub>2</sub> をほとんど排出しないクリーンエネルギー」などの特質を持つ再生可能エネルギー発電設備等を主な投資対象として、安定的なキャッシュフローと収益を創出する投資機会を投資家に提供することを目指している。また、再生可能エネルギー発電設備等に対する投資運用を通じて地域経済の活性化及び発展に貢献し、環境関連産業の育成や雇用の創出といった新たな取り組みも促す。同投資法人は、このような投資を通じて得られる安定的なキャッシュフローと収益により、中長期的に投資主価値を最大化することを目指している。

同投資法人では、スポンサーサポート契約に基づきスポンサー兼オペレーターであるリニューアブル・ジャパンが保有する再生可能エネルギー発電設備運営の終始一貫した事業体制を最大限活用し、またスポンサーの全額出資子会社である資産運用会社（アールジェイ・インベストメント）独自のネットワークを活用すること等により、同投資法人の成長を図る計画である。

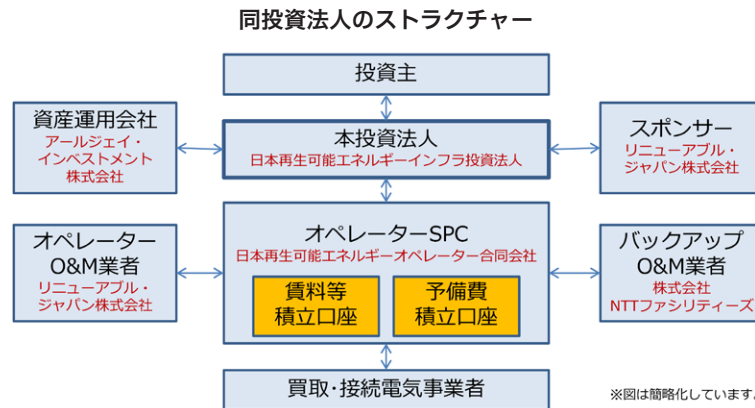
同スポンサーは、「再生エネルギー事業本部」及び「運営事業本部」などの下に多様な部署を編成し、再生可能エネルギー発電設備等の開発及び運用における各段階において、スポンサーのノウハウ（情報収集・分析力、企画・開発力、資金調達力、運営・管理力）を生かした終始一貫した事業体制を構築している。また、同スポンサーは、自らが有している再生可能エネルギー発電設備等の運営手法にかかる情報や資産運用業務の遂行に必要な再生可能エネルギー発電設備等の運営管理の知識及びノウハウ等を同資産運用会社に提供することになっている。さらに、同スポンサーは、再生可能エネルギー発電設備等の運営手法にかかる情報や資産運用業務の遂行に必要な再生可能エネルギー発電設備等の運営管理の知識及びノウハウ等を同資産運用会社が可能な限り活用することを目的として、同資産運用会社において必要とされる人材の確保につき、合理的な範囲で協力することにもなっている。

このように、同スポンサーが有するノウハウや人材の活用に加え、同スポンサーの豊富なパイプラインによって、同投資法人では長期的な事業拡大、成長を見込むことができると考えられる。

なお同ファンドでは、オペレーター SPC の設置によってスポンサー / オペレーターから倒産隔離されており、万が一スポンサー / オペレーターが倒産した場合にも、ファンドの運用が直ちに停止しない仕組みを構築している。これは、インフラファンドとして同投資法人が初めて完全な形で導入した特色である。

## 概要・特長

さらに、スポンサーではFIT制度により認定取得済（買取価格決定済）で未着工・未稼働の太陽光発電設備が大半を占めていることから、将来の電力買取価格低下の影響を受けないことはスポンサーとしての大きな強みであろう。また同投資法人は、同スポンサーが開発中の太陽光発電所を優先的に買い取る権利を有している。



出所：決算説明資料より掲載

加えて、スポンサーは2017年8月10日、東急不動産との資本業務提携を発表した。具体的には東急不動産とスポンサーは、それぞれ両社が有する再生可能エネルギー発電事業に関するノウハウを共同活用することで、再生可能エネルギー発電事業を推進することとした。両社は再生可能エネルギー発電設備の共同出資ファンドの組成を目指し、共同出資ファンドが保有する再生可能エネルギー発電設備は、今後、同投資法人に対して優先的に供給される計画である。この資本業務提携は、同投資法人の中長期的な成長に寄与する見通しである。

## 2. 投資方針とポートフォリオの状況

政府のエネルギー政策によれば、日本の発電電力量に占める再生可能エネルギーの割合が今後拡大する見通しであることから、同投資法人では再生可能エネルギー発電設備等を主たる投資対象とする。中でも、太陽光発電設備等への投資を90%以上（取得価格ベース）とし、風力発電設備等、地熱発電設備等、小水力発電設備等、バイオマス発電設備等、その他の再生可能エネルギー発電設備等への投資も検討する計画である。

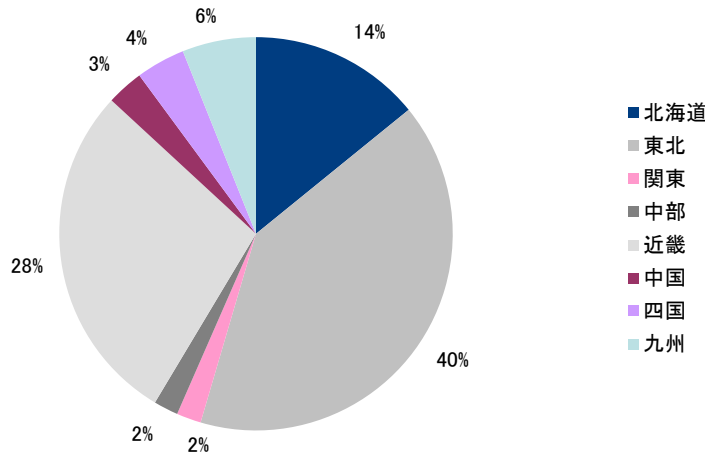
同投資法人は2018年8月に公募増資（24,167口）を実施し、第三者割当（1,208口）と合わせて2,443百万円を調達した（発行済総投資口数95,766口）。これに伴い、新規に8物件を6,031百万円で取得し、15.860MWのパネル出力を追加した。この結果、2018年9月12日現在の同投資法人のポートフォリオは、太陽光発電設備等が100%を占め、取得物件数合計は25物件、取得価格合計は20,117百万円、合計パネル出力は51.662MWになっている。

地域別には、上場時には東北、近畿、中国、四国だけであったが、その後、新たに北海道、関東、中部、九州の物件を組み入れている。発電設備を日本国内の広い範囲に分散することにより、災害や地域的な天候不順などによる影響を分散・極小化し、所在地管内の電力需要を勘案しつつ、より安定的な発電を目指していることは注目される。また、買取電力会社も分散されており、今後の売電安定性も評価できる。さらに、従来は設備売主の100%がリニューアブル・ジャパンであったが、スポンサーと東急不動産との資本業務提携に伴い、設備の売主別比率も分散が進展している。

概要・特長

なお、2018年9月6日には北海道胆振東部地震が発生したが、同投資法人が北海道に保有する太陽光発電所3物件については、影響を及ぼす物的損害等は発生しておらず、決算への影響もないようである。

地域別投資比率(2018/9/12現在)

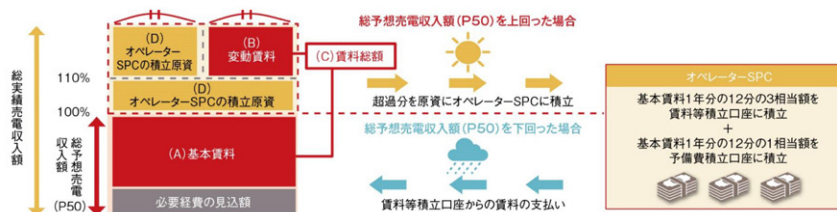


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

3. 安定的に分配金を提供する仕組み

同投資法人及びスポンサーでは、投資家に対して安定的に分配金を提供するための仕組みを構築していることも重要な特長である。その仕組みとは、第1に、オペレーター SPC がオペレーター兼スポンサー（リニューアブル・ジャパン）から倒産隔離されており、スポンサーが万一の場合にも発電や分配金支払い等に影響がない仕組みにしている。第2に、賃料等積立口座に基本賃料1年分の12の3相当額を積み立てており、仮に天候等の影響で予想より売電料収入が少なかった場合には、賃料等積立口座から補うことで基本賃料を支払い、投資家には予定どおりの分配金を支払うことができる。第3に、平年より日射量が多く、売電収入が予想の110%を上回った場合には、基本賃料に変動賃料を上乗せすることで、ボーナス分を投資家に分配する仕組みを採用している。以上から、投資家は同投資法人に安心して投資をすることができ、また魅力的な利回りを楽しめると弊社では考える。

賃料の仕組み（基本賃料・変動賃料）



出所：決算説明資料より掲載

## 再生可能エネルギー発電の見通し

### 成長が見込まれる再生可能エネルギー発電

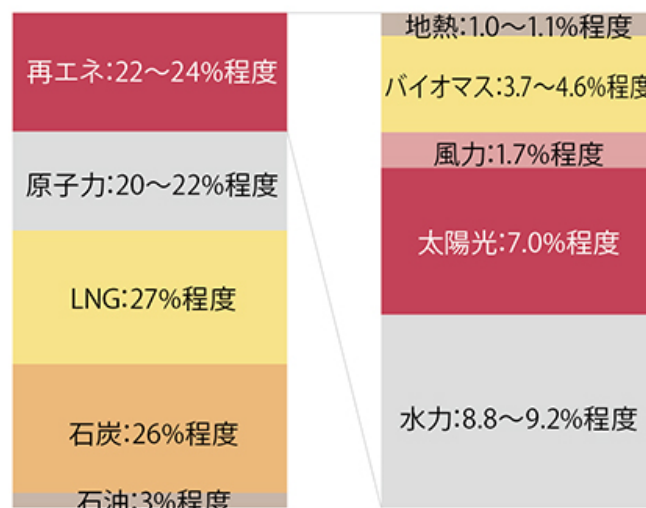
#### 1. 再生可能エネルギーの主力電源化

2018年7月3日、第5次エネルギー基本計画が閣議決定された。この第5次基本計画は、太陽光などの再生可能エネルギーを「経済的に自立し脱炭素化した主力電源」とする方針を掲げている。

#### 2. 再生可能エネルギーの展望

2015年7月16日、経済産業省は、実現可能な将来のエネルギー需給構造のあるべき姿として「長期エネルギー需給見通し」(エネルギーミックス)を策定した。エネルギーミックスは、再生可能エネルギーの最大限の導入拡大を掲げ、2030年度における電源構成において22%から24%程度(水力を含む)を占めることを見込んでいる。また、2030年度における太陽光と風力の電源構成比の見込値は、それぞれ7.0%程度、1.7%程度とされており、2017年9月現在の導入量(運転開始済の設備容量)に比べると、太陽光で約1.5倍、風力で約2.9倍まで拡大することが見込まれている。第5次基本計画も、2030年のエネルギーミックスの確実な実現を目指す方針を改めて明確にしている。ただ、世界の潮流を見ると、わが国でも安心・安全な再生可能エネルギーへのシフトが政府の計画以上のペースで進むことも予想される。

2030年度電源構成見通し



出所：ホームページより掲載



### 3. FIT 制度に基づく 20 年間にわたる固定価格での買取

「再生可能エネルギーの固定価格買取制度」(FIT 制度)とは、再生可能エネルギーの普及を図るため、一定の電気事業者(企業や家庭などに電力供給を行う電力会社)に対して、認定を受けた再生可能エネルギー発電設備を用いて発電された再生可能エネルギー電気を固定の調達価格で、20年間を通じて買い取ることを義務付ける制度である。これにより、発電事業者は安定的かつ継続的な売電収入を見込むことができ、再生可能エネルギー発電設備の高い建設コストの回収見通しが立ちやすくなったとされる。

FIT 制度における太陽光発電設備を用いて発電された電気の調達価格は年々引き下げられているが、経済産業省では事業者からの買取価格(1キロワット時当たり)を2018年度の18円から2022～2024年度には8円程度に引き下げる方針であると伝えられる。このような調達価格は、技術革新や市場競争に伴う建設コスト及び運転・維持管理コストの低下の見込みを反映して設定される側面もあるため、調達価格の減少分に比例して発電事業者の利益が損なわれるものではないと考えられる。

ただ、同投資法人のスポンサーであるリニューアブル・ジャパンでは認定取得済(買取価格決定済)で未着工・未稼働の太陽光発電設備が大半を占めていることから、将来の電力買取価格低下の影響を受けないことは大きな強みであろう。また同投資法人は、同スポンサーが開発中の太陽光発電所を優先的に買い取る権利を有している。

## 業績動向

### 好天による変動賃料発生に伴い営業収益増加

#### 1. 2018 年 7 月期の業績概要

2018 年 7 月期(第 3 期)の業績は、営業収益 657 百万円(前期比 57.8% 増)、営業利益 235 百万円(同 63.1% 増)、経常利益 135 百万円(同 20.0% 増)、当期純利益 134 百万円(同 20.0% 増)であった。収益及び利益が予想を 0.5%～2.9% 上回ったのは、主に好天による変動賃料発生に伴い営業収益が増加したことによる。2018 年 2 月～3 月は北日本および日本海側での豪雪の影響により発電実績が悪化したものの、実績発電量 / 予想発電量の第 3 期合計は 102% (上場来合計では 103%) で、地域分散が効いて局所的な悪天候の影響を受けにくく、安定的に発電したことを示している。この結果、1 口当たり分配金も、主に変動賃料の発生により、予想を 49 円上回る 3,249 円となった。

なお、経常利益と当期純利益にほとんど差がないのは、上場するインフラ投資ファンドに対しては法人税を 20 年間非課税にする優遇措置があることによる。

## 業績動向

## 2018年7月期(第3期)の業績

(単位:百万円)

	18/1 期実績		18/7 期実績		予想比	
	金額	前期比	金額	前期比	予想	達成率
営業収益	416	33.4%	657	57.8%	654	100.5%
営業利益	144	34.0%	235	63.1%	234	100.8%
経常利益	113	436.0%	135	20.0%	132	102.9%
当期純利益	112	467.1%	134	20.0%	131	103.0%
1口当たり当期純利益(円)	2,703	-	1,985	-	-	-
1口当たり分配金(円)	3,258	584.5%	3,249	-0.3%	3,200	101.5%

注: 予想は2018/1期決算発表時の予想

出所: 決算短信よりフィスコ作成

## LTVは52.4%で基準値を下回り、リスクを抑制

### 2. 財務状況と経営指標

2018年7月期末の総資産残高は15,012百万円であった。同投資法人では期末時点で全国に17発電所を所有し、有形固定資産が13,471百万円と大きな割合を占めている。借入金残高は7,862百万円で、前期末比3,164百万円増であった。この結果、同投資法人ではLTV(Loan to Value: 総資産に占める有利子負債の割合)で60%を上限としているが、2018年1月期末の53.4%から、2018年7月末には52.4%に低下しており、リスクは抑制されていると言える。ただ、新たな資産取得時に一時的に60%を上回ることもある。また、借入金はすべて長期借入であるが、うち固定金利比率は29.5%で2018年1月末の50.8%から低下している。これは、当面は低金利環境に変化はないと見て、調達コストの低い変動金利借入を増やしたためである。なお、同投資法人では現在まで投資法人債を発行していない。

### 貸借対照表及び主要な経営指標

(単位:百万円)

	18/1 期末	18/7 期末	増減額
流動資産	406	793	386
(現預金)	377	726	349
固定資産	8,381	14,213	5,831
(有形固定資産)	7,889	13,471	5,582
総資産	8,794	15,012	6,217
流動負債	343	596	252
固定負債	4,665	7,761	3,096
(有利子負債)	4,698	7,862	3,164
負債合計	5,008	8,358	3,349
純資産合計	3,785	6,653	2,868
<安全性>			
流動比率(流動資産/流動負債)	118.2%	132.9%	
長期負債比率(長期負債/負債合計)	88.0%	88.2%	
LTV(有利子負債/総資産)	53.4%	52.4%	
自己資本比率(自己資本/総資産)	43.0%	44.3%	

出所: 決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 2019年1月期は新規に取得した発電所が寄与、 大幅な増収増益を予想

#### ● 2019年1月期及び2019年7月期の業績見通し

同投資法人では、2018年8月に公募増資と第三者割当を実施し手取金2,443百万円を調達した。これに伴い、新たに発電設備8物件を取得し、現在の取得物件数は25物件、合計パネル出力は51.662MWに拡大している。今後も、新たな発電設備を取得する際には、公募増資が必要になる見通しである。

2019年1月期(第4期)については営業収益913百万円(前期比38.9%増)、営業利益290百万円(同23.2%増)、経常利益179百万円(同31.8%増)、当期純利益178百万円(同32.0%増)を、また2019年7月期(第5期)は営業収益941百万円(同3.1%増)、営業利益271百万円(同6.6%減)、経常利益208百万円(同16.5%増)、当期純利益207百万円(同16.6%増)を予想する。

2019年1月期の大幅な増収増益予想には、発電所の新規取得が貢献している。また、2019年1月期の営業外費用には、新投資口発行に係る費用として46百万円を見込んでいます。

同投資法人では安定的な分配金を維持する方針であり、1口当たり分配金については、2019年1月期には3,260円、2019年7月期には3,200円を予想している。

#### 2019年1月期(第4期) / 2019年7月期(第5期)の業績予想

(単位:百万円)

	18/7期		19/1期(予)		19/7期(予)	
	金額	前期比	金額	前期比	金額	前期比
営業収益	657	57.8%	913	38.9%	941	3.1%
営業利益	235	63.1%	290	23.2%	271	-6.6%
経常利益	135	20.0%	179	31.8%	208	16.5%
当期純利益	134	20.0%	178	32.0%	207	16.6%
1口当たり分配金(円)	3,249	-0.3%	3,260	0.3%	3,200	-1.8%

出所:決算短信よりフィスコ作成

## ■ 成長戦略

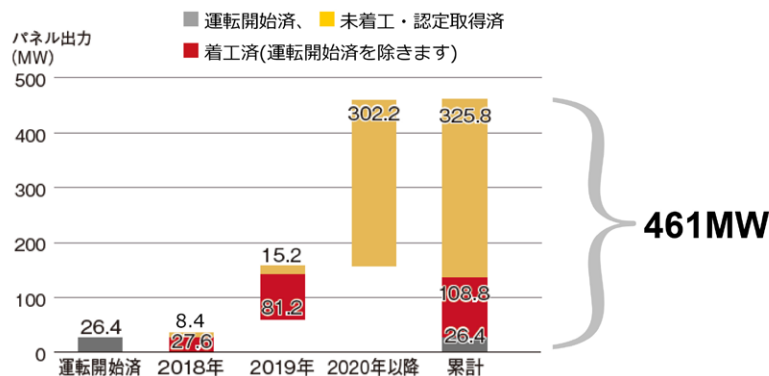
### スポンサーは 461MW の開発中発電所を擁し、 中期的に資産規模 1,000 億円を目指す

同投資法人では、中期的に資産規模 1,000 億円を目指している。それを実現するために、スポンサーの充実したパイプラインの活用、地域に根差した事業展開、東急不動産とスポンサーの資本業務提携、ESG 投資対応、太陽光発電事業以外への展開等の成長戦略を掲げている。

#### 1. スポンサーのパイプラインの活用

まず、スポンサーのパイプラインについては、スポンサーは 2018 年 4 月末現在、合計 40 物件、パネル出力合計 461.0MW のパイプラインを有しており、うち着工済（運転開始済を含む）は 21 件 /135.2MW、未着工・認定取得済が 19 物件 /325.8MW である。スポンサーのパイプラインのすべての物件が、必ずしも同投資法人に組み入れられるわけではないが、同投資法人は優先的売買交渉権を有している。特に 2020 年以降にパネル出力が飛躍的に拡大する計画であり、同投資法人の現在の合計パネル出力 51.662MW に比べると、パイプラインは 8.9 倍に相当する。さらに、これに東急不動産からの設備取得が加わる予定であり、同投資法人の成長余力は非常に大きいと言えるだろう。

スポンサー・パイプラインの運転開始予定パネル出力



出所：決算説明資料より掲載

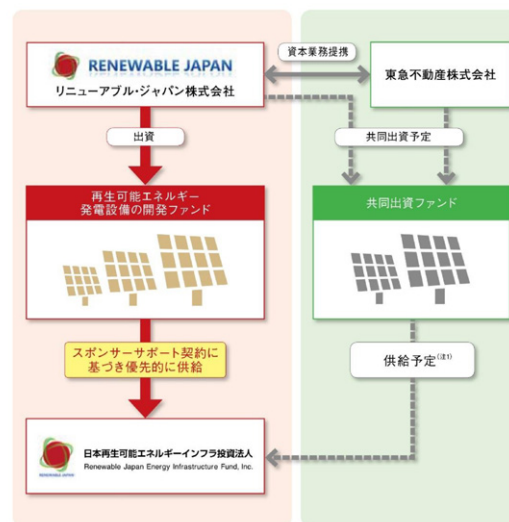
#### 2. 地域に根差した事業展開

地域に根差した事業展開としては、スポンサーは岩手県一関市、宮城県気仙沼市、静岡県伊豆の国市、三重県松阪市、奈良県吉野郡吉野町、熊本県阿蘇郡南阿蘇村、鹿児島県垂水市、鹿児島県肝属郡肝付町の 8 自治体と立地協定を結び、10 の地方事務所を展開している。立地協定とは、山林等遊休地の利活用による地域振興と地元の雇用拡大、再生可能エネルギーの普及・啓発等を目的として、地方自治体と連携するために締結する協定を指す。立地協定に基づき、地方事務所は発電所の保守・管理を行うだけでなく、地域住民との交流を行うことで新たな物件取得につなげる考えである。

### 3. 東急不動産とスポンサーの資本業務提携

東急不動産とスポンサーの資本業務提携では、それぞれ両社が有する再生可能エネルギー発電事業に関するノウハウを共同活用することで、再生可能エネルギー発電事業を推進する。両社は再生可能エネルギー発電設備の共同出資ファンドの組成を目指し、共同出資ファンドが保有する再生可能エネルギー発電設備は、今後、同投資法人に対して優先的に供給される計画である。この資本業務提携は、同投資法人の中長期的な成長に寄与する見通しである。

#### 東急不動産とスポンサーとの資本業務提携



出所：決算説明資料より掲載

東急不動産とスポンサーの資本業務提携では、進行中のプロジェクトとして、岩手県一関市では国営開発農地を有効活用した大規模なソーラー・シェアリング（営農型発電）を展開している。ソーラー・シェアリングとは、農地に支柱を立てて太陽光発電設備を設置し、営農継続と太陽光発電事業の両立を目指すものである。発電事業収入の一部は営農支援費用として農業振興公社に支払われ、地域創生にも貢献する計画である。

### 4. ESG 投資対応

ESGとは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の英語の頭文字を合わせた言葉で、これらに関する経営情報を考慮して投資するのがESG投資である。同投資法人は、ESG投資対応として、我が国インフラファンド初のGRESBインフラ版に参加している。同投資法人が保有する一関市金沢太陽光発電所は、グローバルの相対評価によるGRESBレーティングにおいて3スター（最上位は5スター）を取得し（2017年、2018年2年連続）、アジアで3位（8太陽光発電所中）の評価を受けた。同じく伊勢市柏町西ノ野太陽光発電所も2018年から参加し、3スター（同上）を取得し、アジアで2位（同上）の高評価を得た。資産運用会社としても「サステナビリティ方針」を策定し、ESGに配慮した投資を行っている機関投資家に、積極的な組入対象として訴求する考えである。なお、同投資法人が2018年7月末現在保有する17発電所が、1年間に削減する二酸化炭素の量は14,800トンである。

## ■ ベンチマーキング

### 長期的に安定的に分配金を産み出す仕組みを確立

同投資法人は投資主還元策として年 2 回、半年ごとに高水準の分配金の支払いを予定している。1 口当たり予想分配金は 2019 年 1 月期（第 4 期）は 3,260 円、2019 年 7 月期（第 5 期）は 3,200 円を予定しており、2018 年 9 月 28 日の終値 99,100 円に基づく分配金利回りは年換算で 6.52%（2019 年 1 月期と 2019 年 7 月期の分配金合計を投資口価格で割って計算）である。

同投資法人は、妥当と考える現預金を留保した残額を、原則として全額、毎計算期間分配する方針としており、資産の大半が減価償却を実施する機械装置であることから、利益の金額以上に現預金が留保するので、利益を超えた金銭の分配（利益超過分配金、すなわち出資の払戻し）として分配する予定である。今後の再生可能エネルギー発電設備等の取得もしくは売却、インフラ市場等の推移、金利の変動、実際に決定される新投資口の発行数、今後の更なる新投資口の発行、または同投資法人を取り巻くその他の状況の変化等により、実際の分配金は変動する可能性がある。ただ、同投資法人では、1) FIT 制度により将来にわたり電力買取価格が固定化されていること、2) スポンサーとの倒産隔離を行っていること、3) 日射量不足のため予想より発電量が少なく、収益が予想を下回る事態に備えて十分な積立を行っていること（分配金準備制度）等から、長期的に安定的な分配金を産み出す仕組みを確立していると言えるだろう。

同投資法人では、分配金の原資はオペレーターが電力会社から受け取る売電料であるが、FIT 制度により過去に認定された買取価格は 20 年間固定されており、期間中に下がることはない。また、極度の日射量不足により想定どおりの売電料が得られない場合には、同投資法人が受け取る賃料が滞るのではとの懸念があるが、同投資法人ではオペレーター SPC に賃料の準備金として、基本賃料 1 年分の 12 の 3 相当額を積み立てさせている。この積立金によって、仮に 100 年に 1 度という極度な日照不足が 25 ヶ月続いても、投資法人に対する賃料支払いが滞らない仕組みになっており、同投資法人は将来にわたり安定的に分配金を支払うことが可能であることは評価されるべきだろう。

現在、インフラファンド 4 銘柄の中で、同投資法人の分配金利回りは 2 番目に高くなっているが、同投資法人が長期的に安定的な分配金を産み出す仕組みを確立していることへの理解が深まれば、投資口価格の見直しにつながるだろう。また、インフラファンドに対する投資家の理解が深まるに伴い、当面は低金利環境が続くと予想されるなかで、現在 2.0% 程度の東証 1 部上場株式の配当利回り、4% 強の J-REIT などの他の金融商品の利回りに比べても、魅力的な水準の分配金利回りを提供する同投資法人が目されると弊社では考えている。さらに、9 月 27 日にはインフラファンドとして 5 銘柄目となる東京インフラ・エネルギー投資法人 <9285> が上場されたことで、インフラファンドに対する投資家の関心が高まると予想される。

## ベンチマーキング

## インフラファンドの主要な指標比較

証券コード	投資法人	2018/9/28 投資口 価格(円)	投資口 価格 前日比	分配金 利回り (%)	時価総額 (百万円)	出来高 (口)	決算期 (月)
9281	タカラレーベン・インフラ投資法人	116,900	0.17%	6.28	16,199	123	5/11
9282	いちごグリーンインフラ投資法人	64,500	0.15%	5.52	6,641	84	6
9283	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人	99,100	-0.10%	6.52	9,490	300	1/7
9284	カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人	100,800	-0.29%	7.14	23,069	1,417	6/12
9285	東京インフラ・エネルギー投資法人	92,600	0.32%	5.61	4,139	819	6/12

出所：不動産投資情報ポータルよりフィスコ作成

#### 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・加工することは堅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・譲渡することは堅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