

|| 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

2019年10月17日(木)

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. 太陽光発電等に投資し、確実な成長を背景に魅力的な分配金を提供	01
2. 2019 年 7 月期決算は、 発電所の追加取得に伴い期初予想を上回る大幅な増収増益を記録	01
3. 2020 年 1 月期以降も新規取得の発電所が寄与、引き続き大幅な増収増益を予想	01
4. スポンサーが擁する 513MW の開発中発電所を活用し、 中期的に資産規模 1,000 億円を目指す	02
5. 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	05
3. 安定的に分配金を提供する仕組み	06
■ 再生可能エネルギー発電の見通し	07
1. 再生可能エネルギーの展望	07
2. FIT 制度に基づく 20 年間にわたる固定価格での買取り	08
■ 業績動向	09
1. 2019 年 7 月期の業績概要	09
2. 財務状況と経営指標	10
■ 今後の見通し	11
● 2020 年 1 月期及び 2020 年 7 月期の業績見通し	11
■ 成長戦略	12
1. スポンサーのパイプラインの活用	12
2. 地域に根差した事業展開	13
3. ESG 投資対応	13
■ ベンチマーキング	14

■ 要約

太陽光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

1. 太陽光発電等に投資し、確実な成長を背景に魅力的な分配金を提供

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、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旨として、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魅力的な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。

2. 2019年7月期決算は、発電所の追加取得に伴い期初予想を上回る大幅な増収増益を記録

2019年7月期（第5期）の業績は、2019年2月に実施した公募増資・発電所追加取得によって、営業収益1,219百万円（前期比33.5%増）、経常利益245百万円（同36.0%増）と、期初予想をやや上回る大幅増収増益決算であった。当期の実績発電量 / 予想発電量は102%であり、上場来合計でも102%となった。1月～2月は北海道の大雪などの天候悪化に見舞われたが、同投資法人の特徴である地域分散の効果により局所的な悪天候の影響を分散・極小化でき、安定的に発電したことを示している。また、当期も九州電力 <9508> 管内で再生可能エネルギー発電設備に対して出力制御が行われたが、同様に、地域分散の効果により全体としての影響はなかった。

3. 2020年1月期以降も新規取得の発電所が寄与、引き続き大幅な増収増益を予想

同投資法人では、2019年8月に公募増資と第三者割当を実施し、手取金3,153百万円を調達した。これに伴い、新たに発電設備11物件を取得し、現在の取得物件数は46物件と上場インフラファンド6銘柄中最多で、資産規模も34,801百万円となり、2017年3月上場時の8物件 / 8,258百万円から着実に成長している。発電所の新規取得によって、2020年1月期（第6期）については営業収益1,609百万円（前期比31.9%増）、経常利益283百万円（同15.7%増）を予想する。また2020年7月期（第7期）は営業収益1,620百万円（前期比0.7%増）、経常利益326百万円（同15.2%増）の予想であるが、発電所の追加取得があれば予想を上回る可能性が大きい。

要約

4. スポンサーが擁する513MWの開発中発電所を活用し、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、ESG投資対応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2019年4月末現在、合計39物件、パネル出力合計513.1MWのパイプラインを有しており、同投資法人の2019年9月12日現在の合計パネル出力88.691MWに比べると5.8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）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る。加えて同投資法人では、2019年2月より独自のネットワークを活用してセカンダリーマーケットからの取得も開始している。以上から、同投資法人の成長余力は非常に大きいと言えるだろう。

5. 分配金の安定した高さが魅力

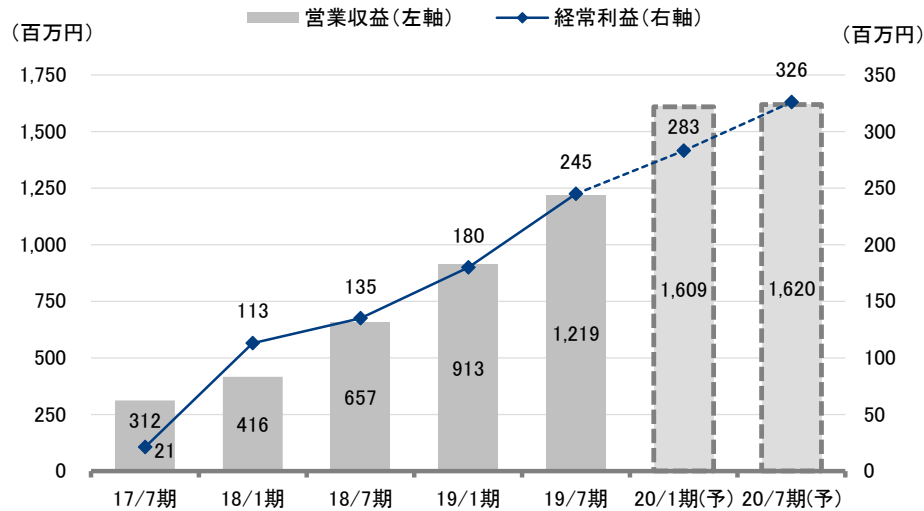
同投資法人は投資主還元策として毎期末に分配金の支払いを予定しており、2019年7月期まで5期連続して期初予想を上回る分配金を支払っている。予想分配金は2020年1月期及び2020年7月期はそれぞれ3,200円（利益超過分配金を含む）であり、2019年9月19日の終値99,200円に基づく分配金利回りは年換算で6.45%と、低金利環境が続くなか、他の金融商品に比べて魅力的な高利回りを予定している。また、同投資法人では、FIT制度に加え、スポンサーとの倒産隔離や、日照不足のため発電量・収益が予想を下回る事態に備えた十分な積立など、将来にわたって安定的に分配金を支払う仕組みを確立していることは、投資家にとって大きな安心材料と言えるだろう。このことが、最近、投資主として銀行を中心とする機関投資家の保有比率が上昇している背景になっているようだ。

Key Points

- ・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等に投資し、確実な成長を背景に魅力的な分配金を提供
- ・2019年7月期決算は、発電所の追加取得に伴い期初予想を上回る大幅増収増益を達成
- ・2020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見通し
- ・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513MW（現在の出力の5.8倍）を計画
- ・上場来、每期、期初予想を上回る分配金を実現。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、2020年1月期は3,200円、2020年7月期も3,200円の分配金を予想

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 概要・特長

太陽光発電等の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」「CO₂をほとんど排出しないクリーンエネルギー」などの特長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。

日本再生可能エネルギーインフラ投資法人 | 2019年10月17日(木)
 9283 東証インフラファンド | <http://www.rjif.co.jp/ja/ir/index.html>

概要・特長

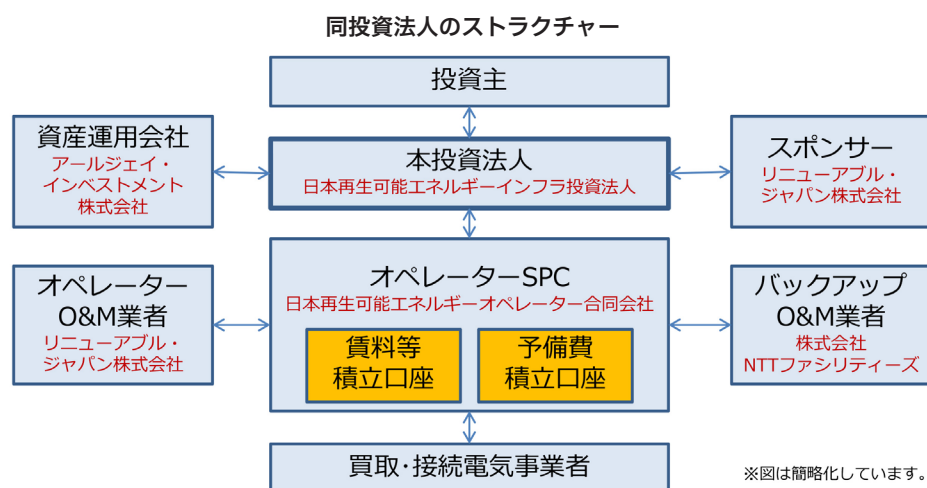
同投資法人では、スポンサーサポート契約に基づきスポンサー兼オペレーターであるリニューアブル・ジャパンが保有する再生可能エネルギー発電設備運営の終始一貫した事業体制を最大限活用し、またスポンサーの全額出資子会社である資産運用会社（アールジェイ・インベストメント）独自のネットワークを活用すること等により、同投資法人の成長を図る計画である。

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。

さらに、スポンサーでは FIT 制度により認定取得済で未着工・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だろう。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。



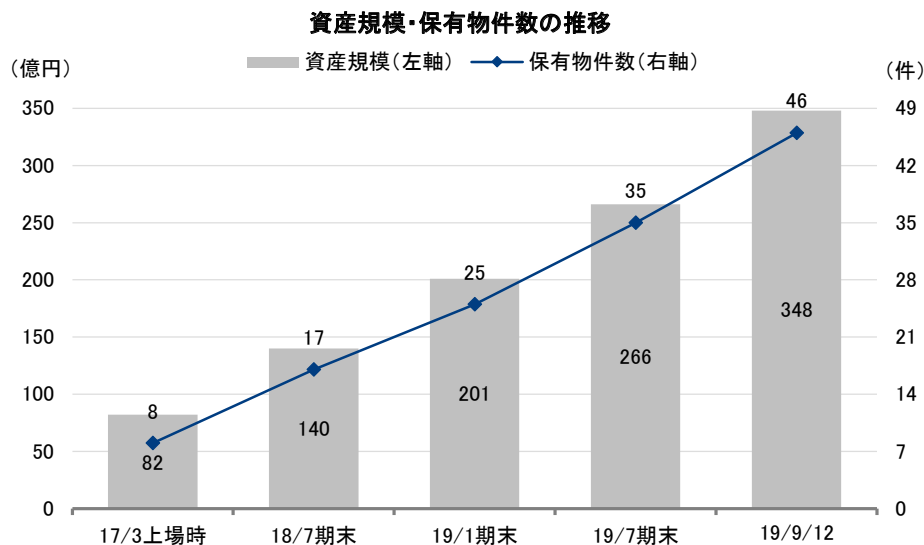
※図は簡略化しています。

出所：決算説明資料より掲載

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。その中でも、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2019年8月に公募増資(33,079口)を実施し、第三者割当(1,653口)と合わせて3,153百万円を調達した(発行済総投資口数156,398口)。これに伴い、新規の太陽光発電所11物件を8,178百万円で取得し、20.14MWのパネル出力を追加した。この結果、2019年9月12日現在の同投資法人のポートフォリオは、太陽光発電設備が100%を占め、取得物件数合計は46物件、資産規模(取得価格合計)は34,801百万円、合計パネル出力は88.691MWになっている。2017年3月の上場時の保有物件数8物件/資産規模8,258百万円に比べて、2年半で保有物件数は約5.8倍、資産規模は約4.2倍に成長している。この結果、保有物件数は上場インフラファンド6銘柄合計の117件の中で最多を占めている。

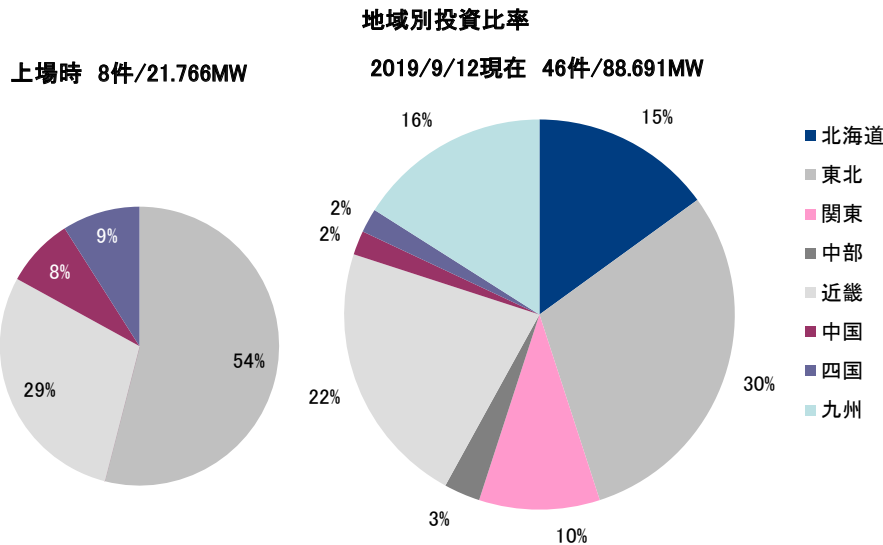


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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、電力会社による出力制御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。

なお、2019年9月時点で保有する発電所46物件のうち、11物件は資産運用会社独自ルートによるセカンダリーマーケットからの資産取得であり、今後もスポンサーのパイプラインに加えてセカンダリーマーケットからの取得が同投資法人の中長期的な成長に貢献すると見られる。

概要・特長



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、仮に天候不順、自然災害、出力制御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。

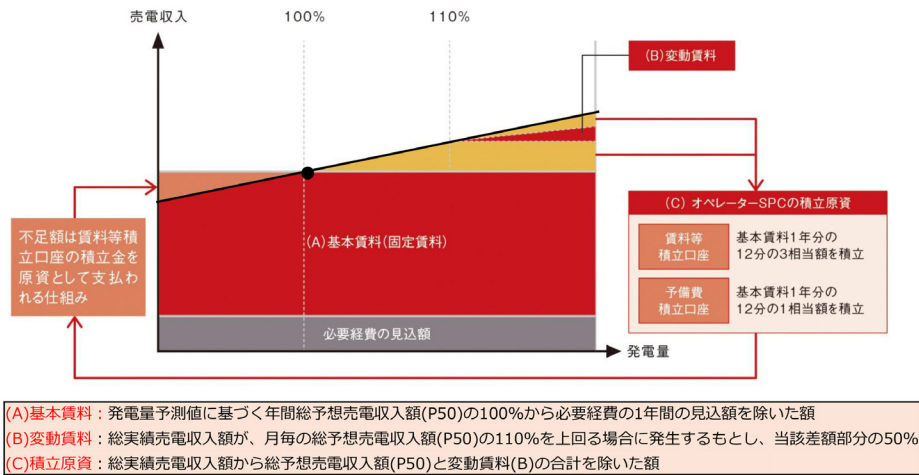
第3に、平年より日射量が多く、売電収入が予想の110%を上回った場合には、基本賃料に変動賃料を上乗せすることで、ボーナス分を投資家に分配する仕組みを採用している。

第4に、オペレーター SPC における発電事業リスクへの対策として、自然災害による発電所毀損のリスクに対してはオペレーター SPC が利益総合保険に加入しており、自然災害発生時にも売電収入が減少しないよう対策を施している。実際、2019年9月9日に上陸した台風15号は千葉県を中心に甚大な被害を及ぼしたが、同投資法人が所有する2発電所には損傷はなかったものの、送電線網の破断など東京電力ホールディングス<9501>側のトラブルに伴う収入減は保険でカバーされる見通しである。加えて、利益総合保険のオプションとして、九州で発生している電力会社による出力制御に伴う利益減少リスクに対しては、必要時にはオペレーター SPC が出力制御保険を付保することで、売電収入の減少をカバーする方針である。

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享受できると弊社では考える。

概要・特長

同投資法人の賃料スキーム（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

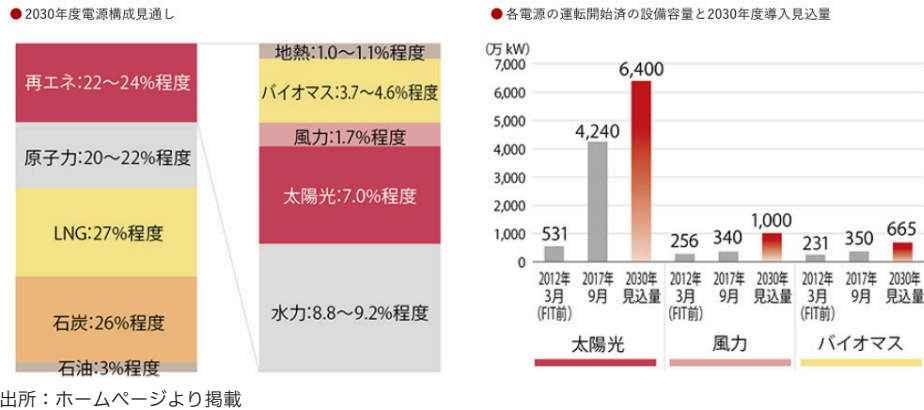
1. 再生可能エネルギーの展望

地球温暖化対策への国際的な枠組みである「パリ協定」において、日本は2030年度の温室効果ガス排出を2013年度水準から26%削減する目標が定められた。この目標を達成する核となるのは、再生可能エネルギーの導入量を増やすなど低排出エネルギーの推進と、更なるエネルギー効率化の追求である。そこで、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%～24%程度(水力を含む)を占め、うち太陽光は7%程度に拡大することが見込まれている。さらに、2050年に向けては、エネルギー転換・脱炭素化への挑戦を掲げ、温室効果ガスの80%削減に向けて、再生可能エネルギーの主力電源化を目指す方針である。ただ、世界の潮流もあり、2011年3月の東日本大震災による原子力発電所事故を経験したわが国では、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。

再生可能エネルギー発電の見通し

2030年度電源構成見通し

各電源の運転開始済の設備容量と2030年度導入見込量



2. FIT 制度に基づく 20 年間にわたる固定価格での買取り

「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買取価格(調達価格)は、発電所の建設に必要なシステム費用の低下などを反映して年々引き下げられている。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、2012年度の40円から2018年度の18円に引き下げている。さらに、2019年度は14円とする予定であり、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。ただ、買取価格の引き下げは新規の案件にのみ適用されるもので、既に認定取得済の発電所には適用されないことに留意が必要である。

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で未着工・未稼働の太陽光発電設備が大半を占めており、既に物件ごとに設定された買取価格で20年間売電する契約を電力会社と締結していることから、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だろう。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。このように、FIT 制度によって、同投資法人では将来にわたって安定的な収益を産み出し、投資家に対して安定的に分配金を支払うことが可能である。

業績動向

発電所の追加取得に伴い大幅な増収増益を継続

1. 2019年7月期の業績概要

2019年7月期(第5期)には、期初の2019年2月に第3回公募増資・第三者割当により2,307百万円を調達し、新たに10物件、資産規模6,506百万円、パネル出力16.888MWの太陽光発電所を取得し、合計の取得物件数35物件、資産規模26,623百万円、パネル出力68.551MWに拡大した。この結果、業績は、営業収益1,219百万円(前期比33.5%増)、営業利益378百万円(同30.0%増)、経常利益245百万円(同36.0%増)、当期純利益244百万円(同36.2%増)の大幅な増収増益決算を記録した。営業収益は期初予想を0.6%、営業利益も0.4%上回ったのは、好天による変動賃料発生によって収益が増加したためである。また、経常利益・当期利益が期初予想を各々5.2%上回ったのは、変動賃料の発生に加えて営業外費用(新投資口発行にかかる費用)を予算より削減したことによる。第5期の実績発電量/予想発電量は102%であり、上場来合計でも102%となった。当期は1~2月には北海道の大雪などの天候悪化に見舞われたが、地域分散が効いて局所的な悪天候の影響を受けにくく、期を通しては安定的に発電したことを示している。

2019年1月~5月には九州電力管内で電力消費と発電のバランスを維持するために、再生可能エネルギー発電設備に対して出力制御が行われ、同投資法人が保有する3ヶ所の発電所も一時稼働停止となったが、同投資法人全体の発電量に与える影響は軽微であった。

なお、同投資法人の決算では、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。

2019年7月期(第5期)の業績

(単位:百万円)

	19/1 期実績		19/7 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	913	38.9%	1,219	33.5%	1,213	100.6%
営業利益	290	23.3%	378	30.0%	377	100.4%
経常利益	180	32.7%	245	36.0%	233	105.2%
当期純利益	179	32.8%	244	36.2%	232	105.2%
1口当たり当期純利益(円)	1,892	-	2,053	-	-	-
1口当たり分配金(円)	3,272	0.7%	3,297	0.8%	3,200	103.0%

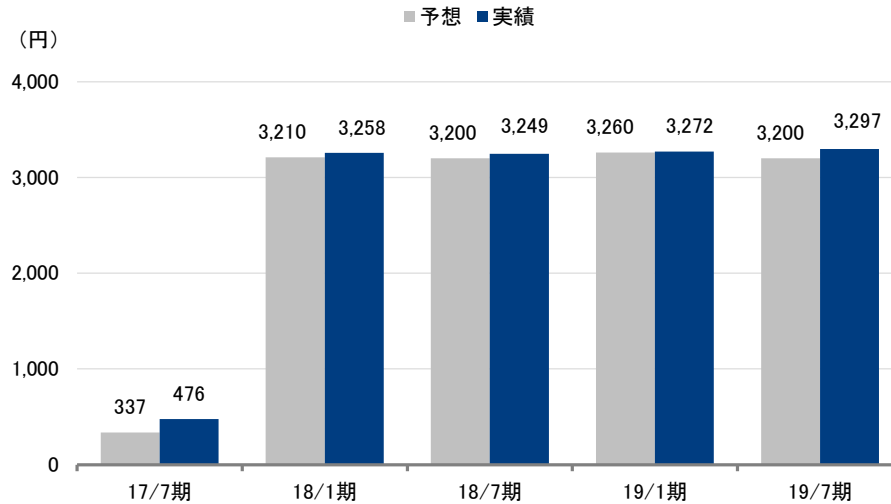
注: 予想は2019/1期決算発表時の予想

出所: 決算短信よりフィスコ作成

以上の好決算を反映して、同投資法人では1口当たり分配金を、期初予想を97円、3.0%上回る3,297円とした。同投資法人では、上場以来、5期連続して期初予想を上回る分配金を提供していることは注目に値する。今後も、好天による変動賃料の発生や経費削減努力に伴い、期初予想を上回る分配金を実現する可能性が高いと考えられる。

業績動向

分配金の当初予想と実績の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

LTVは56.0%で基準値を下回り、リスクを抑制

2. 財務状況と経営指標

2019年7月期末の総資産残高は27,702百万円であった。同投資法人では期末時点で全国に35発電所を所有し、有形固定資産が24,851百万円と大きな割合を占めている。借入金残高は15,523百万円で、前期末比4,137百万円増であった。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%を上限としており、この結果、2019年1月期末の53.9%から2019年7月末には56.0%に上昇したものの、引き続き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14.1%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。

業績動向

連結貸借対照表及び主要な経営指標

(単位：百万円)

	19/1 期末	19/7 期末	増減額
流動資産	976	1,270	294
(現預金)	910	659	-250
固定資産	20,141	26,427	6,285
(有形固定資産)	18,890	24,851	5,961
総資産	21,122	27,702	6,579
流動負債	847	1,174	327
固定負債	11,239	15,263	4,024
(有利子負債)	11,386	15,523	4,137
負債合計	12,086	16,437	4,351
純資産合計	9,036	11,264	2,228
<安全性>			
LTV (有利子負債 / 総資産)	53.9%	56.0%	
自己資本比率 (自己資本 / 総資産)	42.8%	40.7%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2020年1月期も新規に取得した発電所が寄与、大幅な増収増益を予想

● 2020年1月期及び2020年7月期の業績見通し

同投資法人では、2019年8月に第4回公募増資と第三者割当を実施し手取金3,153百万円を調達した。これによって、新たに太陽光発電設備11物件、資産規模8,178百万円、パネル出力20.140MWを取得し、現在の合計取得物件数は46物件と上場インフラファンド6銘柄中最多となり、資産規模は34,801百万円、パネル出力も88.691MWに拡大している。資産規模は2017年3月上場時の8,258百万円から約4.2倍に拡大しており、同投資法人が着実に成長していることが分かる。なお、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。また、今回取得した11物件のうち、7物件は資産運用会社独自ルートによるセカンダリーマーケットから取得しており（累計では46物件のうち11物件）、今後も新たな取得ルートとして注目される。

資産規模の拡大に伴い、2020年1月期（第6期）については営業収益1,609百万円（前期比31.9%増）、営業利益450百万円（同19.0%増）、経常利益283百万円（同15.7%増）、当期純利益282百万円（同15.8%増）を、また2020年7月期（第7期）は営業収益1,620百万円（同0.7%増）、営業利益434百万円（同3.5%減）、経常利益326百万円（同15.2%増）、当期純利益325百万円（同15.3%増）を予想する。

今後の見通し

なお、2020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54百万円を見込んでいる。また、2020年7月期以降も、発電所の新規取得によって、現在の業績予想を上回る大幅な増収増益決算を続けると見込まれる。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、2020年1月期には3,200円、2020年7月期も3,200円を予想している。

2020年1月期(第6期)/2020年7月期(第7期)の業績予想

(単位:百万円)

	19/7期実績		20/1期(予)		20/7期(予)	
	金額	前期比	金額	前期比	金額	前期比
営業収益	1,219	33.5%	1,609	31.9%	1,620	0.7%
営業利益	378	30.0%	450	19.0%	434	-3.5%
経常利益	245	36.0%	283	15.7%	326	15.2%
当期純利益	244	36.2%	282	15.8%	325	15.3%
1口当たり分配金(円)	3,297	0.8%	3,200	-2.9%	3,200	0.0%

出所:決算短信よりフィスコ作成

成長戦略

スポンサーが擁する513MWの開発中発電所を活用し、 中期的に資産規模1,000億円を目指す

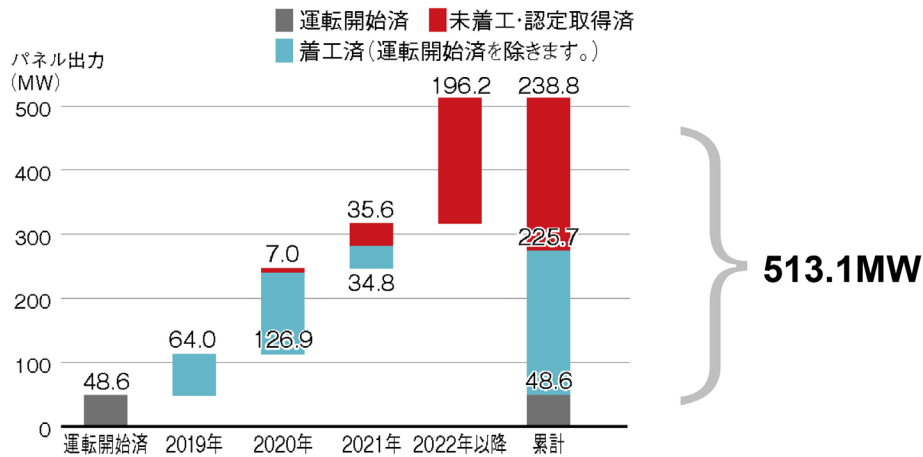
同投資法人では、現在の資産規模34,801百万円から中期的に1,000億円への拡大を目指している。それを実現するために、スポンサーの充実したパイプラインの活用、地域に根差した事業展開、ESG投資対応等の成長戦略を掲げている。

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2019年4月末現在、合計39物件、パネル出力合計513.1MW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29物件/274.3MW、未着工・認定取得済が10物件/238.8MW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88.691MWに比べると、パイプラインは5.8倍に相当する。さらに、これに資産運用会社独自ルートによるセカンダリーマーケットからの資産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。

成長戦略

スポンサーパイプラインの稼働予定年及びステータス別内訳 (2019/4/30 現在)



注：完成予定は早まることもあれば、遅れることもある。
 また、スポンサーのパイプラインのすべての物件が、必ずしも本投資法人に組み入れられるわけではない。
 スポンサーのパイプライン以外から調達することもある。
 出所：決算説明資料より掲載

2. 地域に根差した事業展開

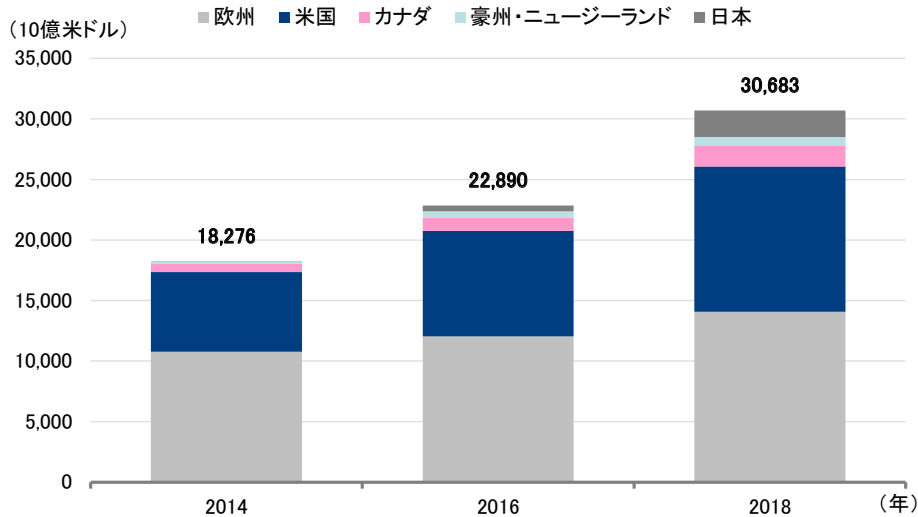
地域に根差した事業展開としては、スポンサーは岩手県一関市、宮城県気仙沼市、静岡県伊豆の国市、三重県松阪市、奈良県吉野郡吉野町、熊本県阿蘇郡南阿蘇村、鹿児島県垂水市、鹿児島県肝属郡肝付町の8自治体と立地協定を結び、10の地方事務所を展開している。立地協定とは、山林等遊休地の利活用による地域振興と地元の雇用拡大、再生可能エネルギーの普及・啓発等を目的として、地方自治体と連携するために締結する協定を指す。立地協定に基づき、地方事務所は発電所の保守・管理を行うだけでなく、地域住民との交流を行うことで新たな物件取得につなげる考えである。

3. 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おり、2018年の総合評価において、「再生可能エネルギー」ピアグループの参加11ファンド中、6位を獲得した。また、同投資法人が保有する一関市金沢太陽光発電所及び伊勢市柏町西ノ野太陽光発電所はアセット評価に参加し、2018年の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対して、同投資法人を積極的な組入対象とするよう訴求することで安定株主を増やしたい考えである。

実際、世界的にもESG投資が重視される傾向にある。世界のESG投資市場は2014年の18兆2,760億ドルから、2018年の30兆6,830億ドルへと、4年間で68%も拡大しており、うち日本のシェアは0.0%から7.1%へと急拡大している。世界的にESG投資拡大の潮流の中で、日本でもさらに成長余地が大きいといえよう。その中で、再生可能エネルギー発電を通じて環境・社会・ガバナンスへの貢献を目指す同投資法人は大いに注目される。

世界のESG投資市場の推移



出所：Global Sustainable Investment Review よりフィスコ作成

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が、2017年3月の上場以来、2019年7月期まで5期連続して期初予想を上回る分配金を支払っている。2020年1月期(第6期)は1口当たり3,200円、2020年7月期(第7期)も3,200円の分配金を継続する予定で、2019年9月19日の終値99,200円に基づく分配金利回りは年換算で6.45%(2020年1月期と2020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。

日本再生可能エネルギーインフラ投資法人 | 2019年10月17日(木)
 9283 東証インフラファンド | <http://www.rjif.co.jp/ja/ir/index.html>

ベンチマーキング

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、極度の日照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。

このように、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について、投資家の間で理解が徐々に浸透してきた結果が、最近、投資主として銀行を中心とする機関投資家の保有比率が上昇している背景になっていると考えられる。今後も、インフラファンド全般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、3.5% 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安定的に提供する同投資法人が目ざれると弊社では考えている。

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	2019/9/19 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	122,000	1.58%	5.61	16,906	671	5/11
9282	いちごグリーンインフラ投資法人	62,600	0.48%	5.72	6,446	207	6
9283	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人	99,200	0.10%	6.45	15,515	1,006	1/7
9284	カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人	112,500	1.08%	6.49	26,009	952	6/12
9285	東京インフラ・エネルギー投資法人	100,300	0.40%	6.76	4,618	228	6/12
9286	エネクス・インフラ投資法人	97,100	0.20%	6.13	8,916	794	11

出所：不動産投資情報ポータルよりフィスコ作成

免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp