

|| 企業調査レポート ||

タカラレーベン・インフラ投資法人

9281 東証インフラファンド

2019年9月11日(水)

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. 国内初のインフラ投資法人	01
2. 2019年5月期は期初予想を上回る決算で分配金も増額	01
3. 2019年11月期以降も業績上振れの可能性	01
4. 外部成長と内部成長が成長の原動力	02
5. 分配金の安定した高さが魅力、純利益に基づく分配金利回りが最も高い	02
■ 概要・特徴	03
1. 同投資法人の基本方針	03
2. 同投資法人の仕組み	04
3. 同投資法人の特徴	05
■ 再生可能エネルギーの見通し	08
1. 再生可能エネルギーの展望	08
2. FIT制度に基づく20年間にわたる固定価格での買取り	09
■ 業績動向	10
1. 2019年5月期の業績概要	10
2. 財務状況と経営指標	11
■ 今後の見通し	12
■ 成長戦略	13
1. 外部成長戦略	13
2. 内部成長戦略	14
3. 社会貢献活動への取り組み	15
■ ベンチマーキング	16

■ 要約

2019年11月期以降も業績は予想を上回る可能性高い

1. 国内初のインフラ投資法人

タカラレーベン・インフラ投資法人<9281>は、国内初のインフラ投資法人であり、太陽光発電設備等への投資を通じて、投資家へ安定的に魅力的な分配金を提供している。スポンサーのタカラレーベン<8897>の有する発電設備の運営ノウハウやブランド力、資産運用会社であるタカラアセットマネジメント(株)独自のネットワーク等の活用により、今後も成長を続ける計画だ。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。

2. 2019年5月期は期初予想を上回る決算で分配金も増額

同投資法人では、これまで資産規模の拡大を図ってきた結果、2019年5月期末時点の保有資産合計は、25物件(価格合計31,454百万円)、総パネル出力は69.5MWとなっている。これら資産の運用の結果、2019年5月期の業績は、営業収益1,517百万円(前期比1.6%増)、経常利益484百万円(同0.8%減)となった。実績発電量が想定発電量を上回ったことから、2019年1月15日発表の期初予想に比べ、営業収益は3.3%、また経常利益は5.9%上回る好決算であった。当期も前期に引き続き九州電力<9508>が需給バランスを維持するために、太陽光発電の出力制御に踏み切ったが、同投資法人がタカラレーベンから受領する最低保証賃料は固定されていることから、業績への影響はなかった。決算の上振れを反映して、1口当たり分配金(利益超過分配金を含む)も期初予想比195円増(5.4%増)の3,826円とした。

3. 2019年11月期以降も業績上振れの可能性

2019年6月には、26件目となる太陽光発電所を取得しており、2019年11月期は営業収益1,459百万円(前期比3.8%減)、経常利益413百万円(同14.7%減)を、2020年5月期は営業収益1,506百万円(前期比3.2%増)、経常利益455百万円(同10.2%増)を、2020年11月期は営業収益1,459百万円(前期比3.2%減)、経常利益408百万円(同10.3%減)を予想する。また、1口当たり分配金(利益超過分配金を含む)については、2019年11月期3,307円、2020年5月期3,612円、2020年11月期3,231円を予想している。5月期の収益、利益予想が11月期より高いのは、例年5月期の方が11月期より発電量が多いためである。今後も実績発電量の超過や発電所の新規取得に伴い、業績は予想を上回る可能性が高い。

タカラレーベン・インフラ投資法人 9281 東証インフラファンド	2019年9月11日(水) http://tif9281.co.jp/
-------------------------------------	--

要約

4. 外部成長と内部成長が成長の原動力

同投資法人では、中長期的に新たな発電所取得による外部成長が可能である。すなわち、スポンサーでは2021年3月末には250MW稼働を目指しており、同投資法人の現在の発電量の3.5倍に相当することから、潜在成長力は大きい。加えて、タカラレーベングループ以外の第三者からの太陽光発電設備等の取得も目指す。また、同投資法人では、既に保有する発電所の稼働率や賃料の上昇、管理コストの削減などを通じた内部成長も図る。さらに、世界的にESG投資が拡大するなか、同投資法人の基本理念に沿って、社会貢献活動にも注力する方針だ。

5. 分配金の安定した高さが魅力、純利益に基づく分配金利回りが最も高い

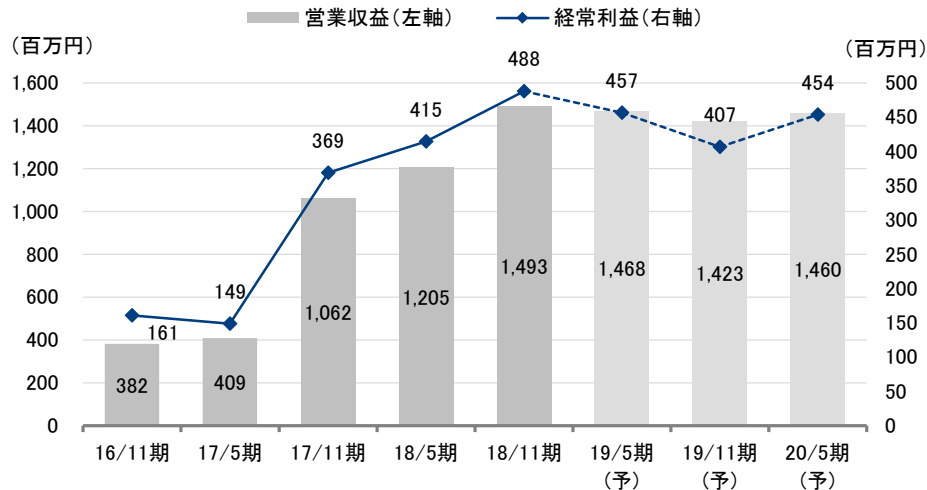
同投資法人は投資主還元策として年2回、半年ごとに高水準の分配金の支払いを予定している。1口当たり予想分配金（利益超過分配金を含む）は2019年11月期3,307円、2020年5月期3,612円を予定し、2019年7月30日の投資口価格116,900円に基づく分配金利回りは年換算で5.92%である。そのうち、純利益に基づく分配金利回りが5.36%とインフラファンド中最も高いことが注目される。さらに、同投資法人では、これまで毎期、期初の予想を上回る分配金を実現しており、2019年11月期以降も上方修正への期待が大きい。また、同投資法人が（株）日本格付研究所（JCR）よりA-（A マイナス：安定的）との格付を取得していることは、投資家の安心感につながると見られる。

Key Points

- ・国内初のインフラ投資法人であり、太陽光発電設備等への投資を通じて、投資家へ安定的に魅力的な分配金を提供
- ・2019年5月期は、実績発電量が想定発電量を上回ったことから、期初予想を上回る好決算
- ・2019年11月期以降も、実績発電量の超過や発電所の新規取得に伴い、期初予想を上回る決算が続く可能性が高い
- ・スポンサーの開発資産は2021年3月末には250MWに達する計画で、中長期的な成長余力は大きく、さらにESG投資の対象としても注目される
- ・分配金は2019年11月期3,307円、2020年5月期3,612円を予定し、そのうち純利益に基づく分配金利回りがインフラファンド中最も高いのが特徴

要約

業績推移



注：予想は2019/1/15予想
 出所：決算短信よりフィスコ作成

概要・特徴

国内初のインフラ投資法人で太陽光発電設備に投資

1. 同投資法人の基本方針

同投資法人は、2016年6月2日に、国内初となるインフラ投資法人として、東京証券取引所インフラファンド市場に上場した。決算期は年2回（なるべく発電量の多少に伴う収益の季節性を排除するために5月と11月の年2回決算にしている）である。また、同投資法人は、スポンサーサポート契約に基づき、スポンサーであるタカラレーベンが有する再生可能エネルギー発電設備の運営ノウハウやブランド力等の様々な支援を受けるとともに、タカラアセットマネジメント独自のネットワークを活用することにより、同投資法人の成長を図っている。

同投資法人が投資対象としている再生可能エネルギー発電設備等の導入は、二酸化炭素排出量削減やエネルギー自給率の向上等の役割を担うものであり、日本のエネルギー政策における課題解決に貢献することが大きく期待されている。そのような環境下、同投資法人は、地球にやさしい持続的な環境づくりに貢献することを基本理念とし、自然エネルギーの活用を通じて価値を創造し、地域社会における雇用創出及び社会経済の発展、地球温暖化対策並びにエネルギー自給率の向上に寄与することを目指す。

こうした理念のもと、主として、再生可能エネルギー発電設備等の特定資産への投資を通じて、安定的なキャッシュフロー及び収益を維持するとともに、運用資産の規模拡大や収益の向上の実現と投資主価値の最大化を目指している。

概要・特徴

基本方針



出所：会社ホームページより掲載

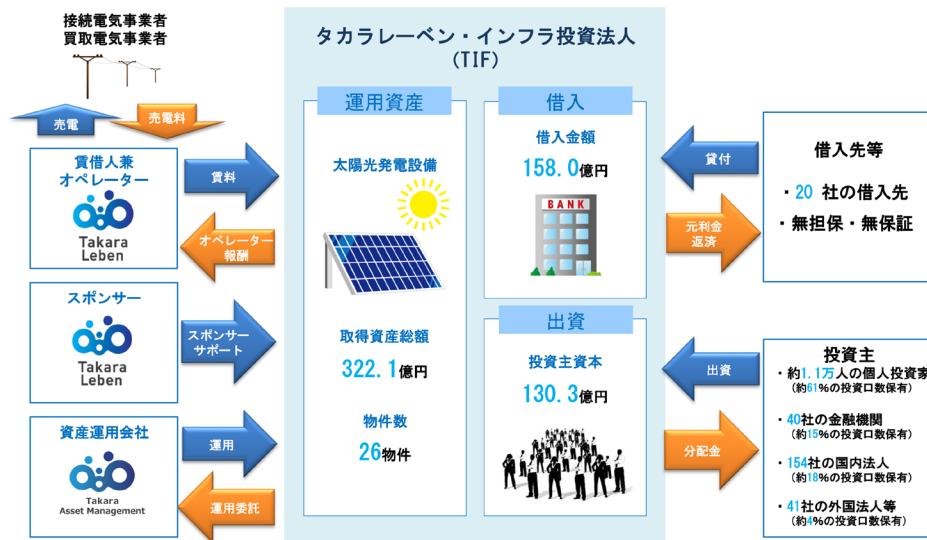
2. 同投資法人の仕組み

同投資法人は、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。再生可能エネルギー発電設備等のうち、太陽光発電設備等への投資割合は取得価格ベースで90%以上、それ以外の再生可能エネルギー発電設備等への投資割合は10%以下とする。特に太陽光発電が、当面の間、再生可能エネルギーの中でも中心的な役割を果たすとともに、中長期的にも重要な電源になると考えており、現段階では投資対象のすべてが太陽光発電設備である。

また、税務上の導管性（投資法人と投資主との間の二重課税を排除するために認められている配当等の額を投資法人の損金の額に算入すること）を充足するため、同投資法人では、投資した再生可能エネルギー発電設備等については賃借人（タカラレーベン）へ賃貸し、賃借人から賃料を受領する仕組みを取っている。

概要・特徴

同投資法人の仕組み



(注) 「投資主資本」及び「投資主」を除く各数値は、2019年6月28日時点に記載しています。
なお「投資主資本」及び「投資主」の数値は2019年5月31日時点に記載しています。

注：各数値は 2019/5/31 現在
出所：決算説明会資料より掲載

3. 同投資法人の特徴

同投資法人は国内第1号のインフラ投資法人であり、1) 着実な物件取得による持続可能な成長戦略、2) 電力需要の高いエリアを中心とした、全国へ展開されたポートフォリオ、3) 利益分配を重視した還元方針、4) 上場インフラファンド唯一の発行体格付取得、等の特徴を有している。

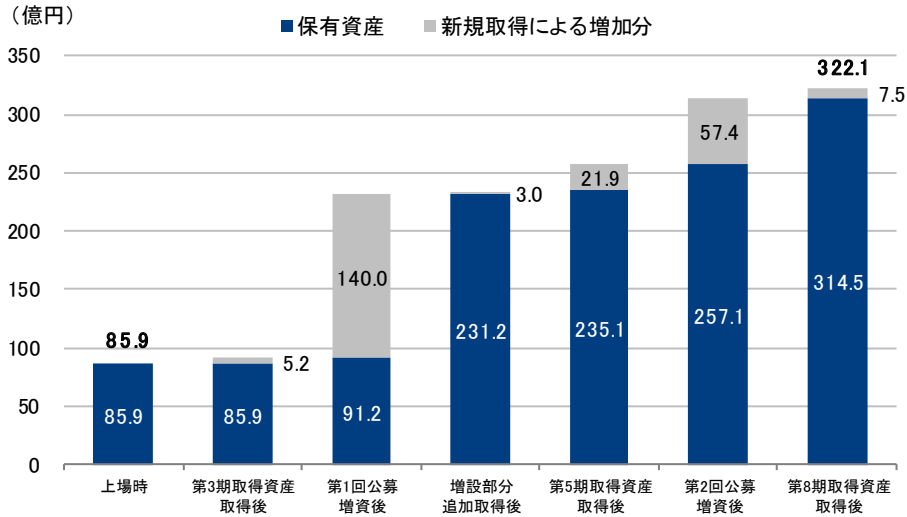
1) 着実な物件取得による持続可能な成長戦略

同投資法人の運用資産価格合計額は上場後の3年半で85.9億円から322.1億円へと約3.7倍に、またポートフォリオ合計パネル出力も17.8MWから71.9MWへと4.0倍に拡大している。今後もスポンサー開発資産の取得を中心に、資産運用会社独自ルートによる取得も加わって、確実な成長が見込まれる。

タカラレーベン・インフラ投資法人 | 2019年9月11日(水)
 9281 東証インフラファンド | <http://tif9281.co.jp/>

概要・特徴

運用資産価格合計の推移

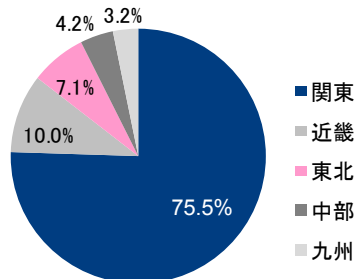


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

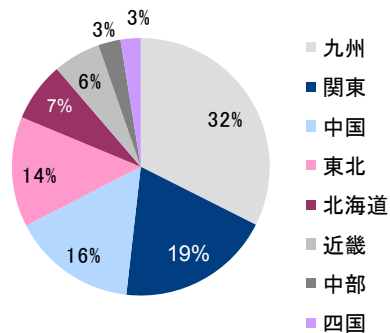
2) 電力需要の高いエリアを中心とした、全国へ展開されたポートフォリオ

同投資法人の保有する26発電所の地域別ポートフォリオ分散状況を見ると、関東地方75.5%、近畿地方10.0%、中部地方4.2%と、この3エリアで90%近くを占めている。このように、電力需要の高いエリアを中心に運用することで、将来的にも安定した売電収入が期待できる。また、近年、九州地方では集中豪雨、大型台風、火山噴火など、北海道でも台風、地震などによる大きな被害が続いているが、地域別ポートフォリオ分散状況では、他の投資法人合算では九州地方が32%、北海道が7%を占めているのに対して、同投資法人では九州地方3.2%、北海道0%と比率が小さいことは、特徴の1つと言えるだろう。さらに、九州電力による出力制御も、最低保証賃料により、業績に影響を及ぼさない仕組みを確立している。

地域別ポートフォリオ分散状況 (2019/7/1現在)



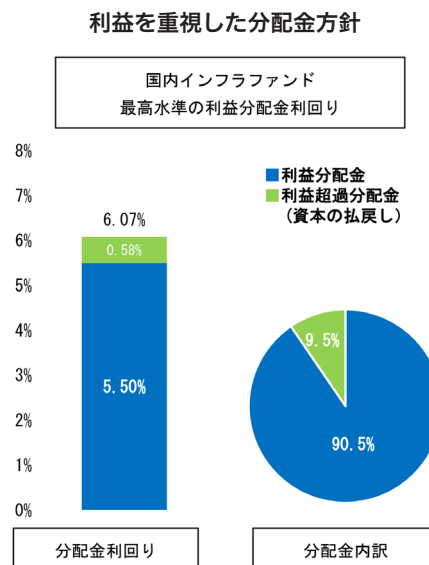
他投資法人の地域別ポートフォリオ



注：各投資法人の地域別パネル出力を合計して比率を計算
 出所：決算説明資料、各投資法人の直近決算説明資料によりフィスコ作成

3) 利益分配を重視した還元方針

資本の払戻し（利益超過分配金）ではなく、純利益に基づく分配金（利益分配金）を重視する。すなわち、資本の払戻しを抑制することで、効率的な再投資を重視している。この結果、利益分配金が分配金全体の90.5%を占め、利益超過分配金の割合は9.5%と低い。また、純利益に基づく分配金だけでも、2019年7月1日現在で5.50%の利回りを確保しており、インフラファンドの中で最も高い（本レポート末尾の「インフラファンドの予想分配金利回り比較」をご参照）。このように利益分配金の利回りが高いことが、投資主として金融機関の比率が高い一因ともなっている。



注：2019/7/1 現在

出所：決算説明資料より掲載

4) 上場インフラファンド初の発行体格付け取得

同投資法人は2017年5月10日に、上場しているインフラファンドとして初めて格付けを取得している。2019年7月29日付で、JCRからA-（A マイナス：安定的）と評価されている。格付けに裏付けされた強固な財務基盤は、投資家が安心して投資できる判断材料になっている。

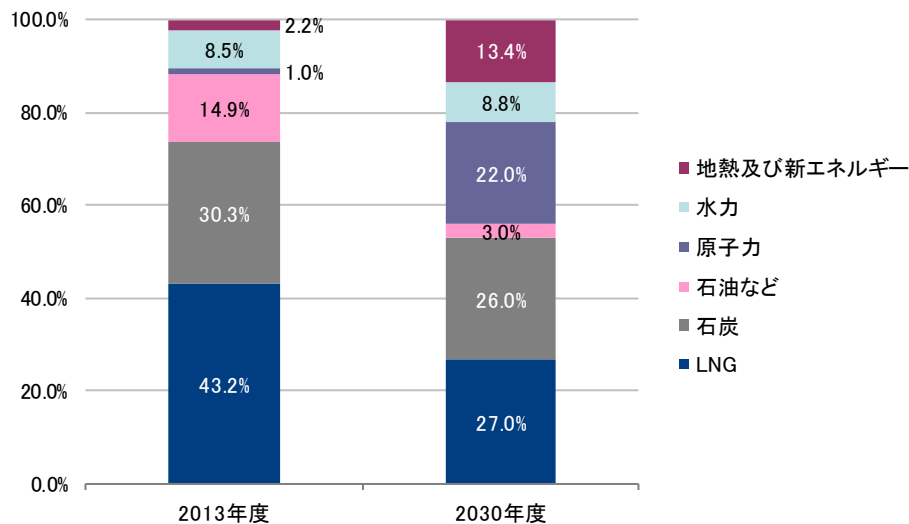
再生可能エネルギーの見通し

成長が見込まれる再生可能エネルギー

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。同見通しでは、2030年度の電源構成について、水力を含む再生可能エネルギーが22%から24%程度を占め、うち太陽光は7%に拡大すると見込んでいる。政府では第5次基本計画でも、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。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。

経済産業省 長期エネルギー需給見通し

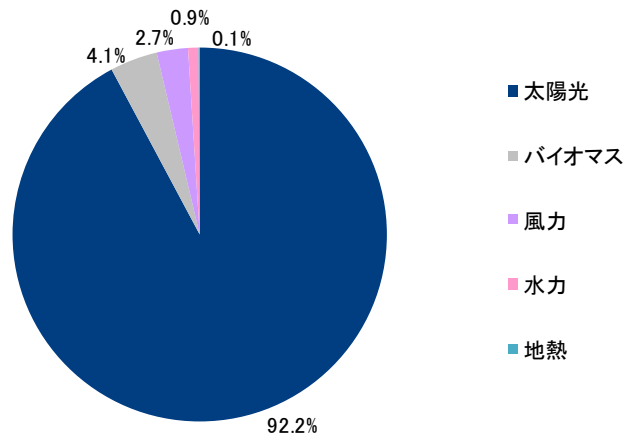


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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。FIT 制度開始後に新規導入された再生可能エネルギーの容量割合を見ると、2019年3月末時点では太陽光発電が92.2%を占めており、今後も太陽光発電が再生可能エネルギーの大半を占めると予想される。

FIT制度開始後に新規導入された
再生可能エネルギーの容量割合



注：2019年3月末時点、太陽光は10kW以上のものを対象
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

FIT 制度における太陽光発電の買取価格(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年度には18円に引き下げている。さらに、2019年度は14円の予定であり、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(買取価格決定済)の発電所には適用されないことに留意が必要である。

実際、同投資法人では、保有する26発電所のうち、6物件40円、18物件36円、2物件32円の調達価格を確保しており、ポートフォリオ全体の平均買取価格は36.62円である。同投資法人のスポンサーであるタカラレーベンは、この買取価格で20年間売電する契約を買取電力会社と締結しており、ポートフォリオ全体の残存調達期間は16年2ヶ月である。また、タカラレーベンによる契約では、開発済み資産に加えて、開発中資産、開発予定資産も、既に物件ごとに設定された買取価格で、電力会社が20年間買い取るになっている。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生み出し、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

期初予想を上回る好決算

1. 2019年5月期の業績概要

当期における日本経済は、世界経済の一部に弱さが見られたものの、全体としては緩やかな回復が続いたこと、日本政府の各種経済政策により、雇用・所得環境の改善が続いたこと等から、緩やかな回復基調が継続した。ただし、後半においては、外需の下振れにより、景気に足踏み感も見られた。再生可能エネルギー発電設備等を取り巻く環境においては、一次エネルギー自給率の向上及び温室効果ガスの排出量削減が依然として課題となっており、自然エネルギーを活用した再生可能エネルギー発電設備等の導入により、このような日本のエネルギー政策における課題解決が期待されている。

同投資法人は規約に定める資産運用の基本方針等に基づき、2016年6月2日の10物件取得以来、資産規模の拡大を図ってきた。その結果、当期末時点の同投資法人の保有資産合計は25物件（価格合計31,454百万円）、総パネル出力は69.5MWとなった。

上記設備の運用の結果、2019年5月期の業績は、営業収益1,517百万円（前期比1.6%増）、営業利益557百万円（同0.4%増）、経常利益484百万円（同0.8%減）、当期純利益483百万円（同0.8%減）となった。実績発電量が想定発電量を上回ったことから、2019年1月15日発表の期初予想に比べ、営業収益は3.5%、各利益は6%弱上回る好決算であった。決算の上振れを反映して、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）も期初予想比195円増（5.4%増）の3,826円とした。

なお、前期（2018年11月期）の増収増益率が高かったのは、空梅雨の影響により実績発電量が想定発電量を大きく上回ったためであった。また、当期も前期に引き続き九州電力が需給バランスを維持するために、太陽光発電の出力制御に踏み切ったが、同投資法人がタカラレーベンから受領する最低保証賃料は固定されていることから、業績への影響はなかった。さらに、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、一定条件のもと、配当金を損金算入できる優遇措置のため、税引き前後の当期純利益に差がないことによる。

2019年5月期の業績

（単位：百万円）

	18/11期			19/5期			前回予想比	
	実績	営業収益比	前期比	実績	営業収益比	前期比	予想	増減率
営業収益	1,493	100.0%	23.9%	1,517	100.0%	1.6%	1,466	3.5%
営業利益	555	37.2%	17.2%	557	36.7%	0.4%	527	5.7%
経常利益	488	32.7%	17.7%	484	31.9%	-0.8%	457	5.9%
当期純利益	487	32.6%	17.8%	483	31.8%	-0.8%	456	5.9%
1口あたり当期純利益（円）	3,524	-	0.4%	3,492	-	-0.9%	-	-
1口あたり分配金（円）	3,871	-	-2.6%	3,826	-	-3.8%	3,631	5.4%

注：前回予想は2019/1/15決算発表時。1口あたり分配金は利益超過分配金を含む

出所：決算短信よりフィスコ作成

LTV50%を目途に運用

2. 財務状況と経営指標

当期においては、新投資口の発行や資金の借入等、新たな資金調達は行っていない。一方で約定弁済を行い、2019年5月期末時点の借入金は15,105百万円となった。この結果、総資産に占める有利子負債の割合(LTV)は、当期末時点で52.4%となっている。なお、LTVに関しては、同投資法人では原則として60%を上限とするが、当面の間はポートフォリオ規模等を考慮して50%を目途に運用している。

また、2018年6月1日付の公募増資2,230百万円によって純資産は13,519百万円に増加し、自己資本比率も46.9%に上昇している。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。

貸借対照表及び主要な経営指標

(単位：百万円)

	18/11期	19/5期	増減額
流動資産	2,420	2,523	103
(現預金)	1,995	2,381	386
固定資産	26,892	26,315	-577
(有形固定資産)	26,262	25,695	-567
総資産	29,334	28,849	-485
流動負債	1,160	1,233	73
固定負債	14,602	14,097	-505
(有利子負債)	15,610	15,105	-505
負債合計	15,762	15,330	-432
純資産合計	13,571	13,519	-52
<安全性>			
流動比率(流動資産 / 流動負債)	208.6%	204.6%	
長期負債比率(長期負債 / 負債合計)	92.6%	92.0%	
LTV(有利子負債 / 総資産)	53.2%	52.4%	
自己資本比率(自己資本 / 総資産)	46.3%	46.9%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

実績発電量の超過や発電所の新規取得に伴い、業績上振れの可能性

今後の日本経済については、当面、弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続くなかで、各種政策の効果もあり、緩やかな回復が続くことが期待される。ただし、通商問題の動向が世界経済に与える影響により注視するとともに、中国経済の先行き、海外経済の動向と政策に関する不確実性、金融資本市場の変動の影響に留意する必要があると思われる。

再生可能エネルギー発電設備のうち、太陽光発電設備を取り巻く環境においては、固定価格買取制度の導入後、認定を受けた太陽光発電設備の容量は、2019年3月末時点で10kW以上の非住宅用が約70.2GW、10kW未満の住宅用が約6.4GWとなっており、うち実際に導入されたものは非住宅用で約38.4GW、住宅用で約6.1GWとなっている。また、経済産業省からは2018年12月5日付で「FIT制度における太陽光発電の未稼働案件への新たな対応」が公表されている。新ルールでは、2012年度から3年間に認定を受けた太陽光発電の未稼働案件で運転開始期限が設定されていないものに対し、原則として、一定の期間内に一定の条件を満たさない場合は買取価格を見直すことが示されている。この結果として、実現性の厳しい未稼働案件が淘汰されることが想定される。

同投資法人は当面の間、太陽光発電設備を主たる投資対象とし、外部成長戦略（スポンサー開発資産からの取得機会、タカラアセットマネジメント独自のルートによる取得による利益成長）及び内部成長戦略（設備の点検や修繕及び設備更新による資産価値の維持・向上、収益の安定化）に基づき、資産の取得及び運用を行う方針である。実際、2019年6月28日には、同投資法人26件目となる太陽光発電所を取得している。

以上から、2019年11月期は営業収益1,459百万円（前期比3.8%減）、営業利益481百万円（同13.6%減）、経常利益413百万円（同14.7%減）、当期純利益412百万円（同14.7%減）を、2020年5月期は営業収益1,506百万円（前期比3.2%増）、営業利益523百万円（同8.6%増）、経常利益455百万円（同10.2%増）、当期純利益455百万円（同10.3%増）を、2020年11月期は営業収益1,459百万円（前期比3.2%減）、営業利益472百万円（同9.7%減）、経常利益408百万円（同10.3%減）、当期純利益408百万円（同10.3%減）を予想する。また、1口当たり分配金（利益超過分配金を含む）については、2019年11月期3,307円、2020年5月期3,612円、2020年11月期3,231円を予想している。

2019年11月期、2020年5月期、2020年11月期の業績予想

(単位：百万円)

	19/5期		19/11期		20/5期		20/11期	
	実績	前期比	予想	前期比	予想	前期比	予想	前期比
営業収益	1,517	1.6%	1,459	-3.8%	1,506	3.2%	1,459	-3.2%
営業利益	557	0.4%	481	-13.6%	523	8.6%	472	-9.7%
経常利益	484	-0.8%	413	-14.7%	455	10.2%	408	-10.3%
当期純利益	483	-0.8%	412	-14.7%	455	10.3%	408	-10.3%
1口当たり分配金(円)	3,826	-1.2%	3,307	-13.6%	3,612	9.2%	3,231	-10.5%

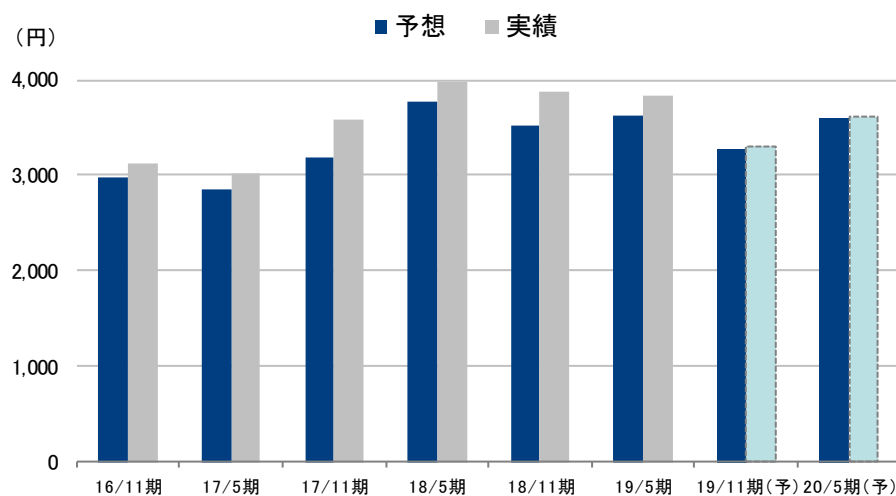
注：1口当たり分配金は利益超過分配金を含む

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

なお、5月期の収益、利益、分配金の予想が11月期より高いのは、現在の保有発電所では5月期の方が11月期より発電量が多いためである。また、2016年11月期以降の分配金の予想と実績の推移を見ると、一貫して実績は予想を上回って着地している。今後も実績発電量の超過や継続的な発電所の新規取得に伴い、毎期の業績は予想を上回る可能性が高い。既に見たとおり、同投資法人の地域別ポートフォリオは天候が安定している関東エリアが75.5%を占めていることから、台風や雪の影響を受けやすい九州や北海道に発電所を多く持つ他の投資法人に比べて、実績発電量が予想を上回る傾向が強く、結果として分配金実績も予想を上回っている。

分配金の予想と実績の推移



注：19/11期、20/5期は前回予想と新予想の比較
 出所：決算説明資料よりフィスコ作成

成長戦略

スポンサーのパイプライン活用などにより成長を続ける

1. 外部成長戦略

同投資法人では、スポンサーであるタカラレーベンが培った太陽光発電事業全般における運営ノウハウを享受するとともに、タカラアセットマネジメント独自のノウハウの活用により、中長期的に新たな発電所取得による利益成長（外部成長）が可能である。

タカラレーベン・インフラ投資法人 | 2019年9月11日(水)
 9281 東証インフラファンド | <http://tif9281.co.jp/>

成長戦略

まず、同投資法人は、今後の発電所の取得に関してスポンサーからの様々なサポートを活用することが可能であり、中長期的な成長に寄与すると言える。すなわち、同投資法人は、今後ともスポンサーから付与された優先的売買交渉権に基づき、発電所の拡大を図ることが可能である。2019年6月末現在、スポンサーの開発済資産は103.9MW、開発中資産は44.5MWであるが、さらに2021年3月末には250MW稼働を目指しており、これは同投資法人の現在の発電量71.9MWの約3.5倍に相当する。これに資産運用会社独自のルートによる取得も加わることから、同投資法人の潜在成長力は極めて大きいと言えるだろう。

また、スポンサーは、これまでの太陽光発電事業を通じて、太陽光発電事業を営む他の事業会社、ファンド運営会社、個人事業主などの第三者とのリレーションやネットワークを有しており、このネットワークを通じて取得した第三者保有物件の売却情報についても、同投資法人が情報提供を受けることができることから、今後の同投資法人の外部成長に資するものと考えられる。

さらに、タカラアセットマネジメントは、タカラレーベングループ以外の独自の情報網の拡大を図り、資産情報を収集する。同投資法人は、これらの資産情報をもとに、タカラレーベングループ以外の第三者からも太陽光発電設備等を取得（稼働済みの太陽光発電設備等のセカンダリー取引による取得を含む）する。実際、タカラアセットマネジメントへの持ち込み案件数は急増しているようだ。

外部成長

■ スポンサー開発資産からの取得機会

(2019年6月末時点)

スポンサー開発済資産	103.9MW
スポンサー開発中資産	44.5MW

2021年3月末時点: 発電規模目標250MW (スポンサーにおいて公表)



スポンサーにおける全保有物件及び将来取得物件に優先売買交渉権

■ 資産運用会社独自のルートによる取得

- セカンダリーマーケットからの情報収集 (完成済物件・開発中案件)
- 太陽光・風力・バイオマス等の多様な再生可能エネルギー発電設備等



出所: 決算説明資料より掲載

2. 内部成長戦略

同投資法人では、既に保有する発電所の稼働率や賃料の上昇、管理コストの削減などを通じた利益の成長（内部成長）も可能である。

タカラレーベン・インフラ投資法人 | 2019年9月11日(水)
 9281 東証インフラファンド | <http://tif9281.co.jp/>

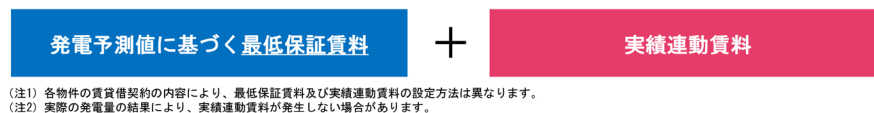
成長戦略

前述のとおり、同投資法人は期間 20 年の最低保証賃料により収入の安定化を図っているが、これまでの決算に見るように、実績連動賃料によるアップサイドの可能性があり、その実現に向けて計画的な修繕及び資本的支出を行っている。

すなわち、同投資法人は、太陽光発電設備の O&M（オペレーション及びメンテナンス）業務を技術的なノウハウを有する外部業者に委託し、適切な設備の点検や修繕及び設備更新を図っている。また、同投資法人は、運用資産の状況及び特性等を考慮した個別資産ごとの修繕計画を、オペレーター及び O&M 業者と協議の上策定している。なお、発電設備の日常的な維持・管理・修繕等に要する費用は、原則として賃借人が負担する。

内部成長

- 期間20年の最低保証賃料を中心とした収入の安定化と
実績連動賃料によるアップサイドの可能性



(注1) 各物件の賃貸借契約の内容により、最低保証賃料及び実績連動賃料の設定方法は異なります。
 (注2) 実際の発電量の結果により、実績連動賃料が発生しない場合があります。

- 中長期的な運用資産の収益の維持・向上のための計画的な修繕及び資本的支出

- 太陽光発電設備のO&M業務(注)を技術的なノウハウを有する外部業者に委託
(注) Operation (オペレーション) & Maintenance (メンテナンス)
- 個別資産ごとの修繕及び資本的支出にかかわる計画を策定
- 日常的な維持・管理・修繕等に要する費用⇒原則賃借人負担

出所：決算説明資料より掲載

3. 社会貢献活動への取り組み

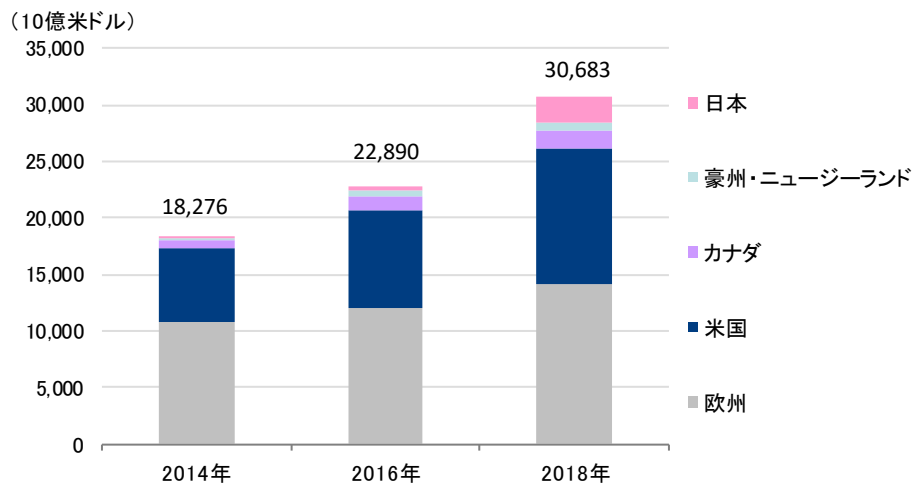
さらに、同投資法人は基本理念に従って、社会貢献活動にも注力している。まず、同投資法人及びタカラアセットマネジメントでは、2018年12月21日、地方創生応援税制（企業版ふるさと納税制度）を活用して、宮城県における防災林復旧を目的とした「みやぎ防災林パートナーシップ推進プロジェクト」に対する寄付を決定した。さらに、社会貢献と地域貢献活動の一環として、和歌山県上富田町で開催された紀州口熊野マラソン大会にオフィシャルスポンサーとして協賛している。

また、2019年1月10日、同投資法人が保有するLS 静岡御前崎発電所及びLS 三重四日市発電所において、タカラレーベンとみんな電力（株）との間における特定卸供給に関する契約締結を発表した。みんな電力は、電力供給をすることで、「つくる」電気と「使う」電気に着目した新常識を意識し、地域社会の活性化を考えた取り組みを進めており、電気を通じて地域間連携を実現するサービスを展開している。同投資法人では、これら2発電所の電気を、みんな電力経由で電力需要家に届けることとし、今後、さらに他の発電所にも取り組みを拡大する計画だ。

成長戦略

他方、世界的に、「Environmental（環境）」「Social（社会）」「Governance（企業統治）」に対する企業の取り組みを重視して投資銘柄を選定する 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 億米ドルから、2018 年の 30 兆 6,830 億米ドルへと、4 年間で 68% も拡大しており、うち日本のシェアは 0% から 7.1% へと急拡大している。世界的に ESG 投資拡大の潮流のなかで、日本でもさらに成長余地が大きいと言えるだろう。その意味でも、積極的に社会貢献活動へ取り組む同投資法人が注目される。

世界の ESG 投資市場の推移



出所：Global Sustainable Investment Review に基づきフィスコ作成

■ ベンチマーキング

魅力的な分配金利回りを提供、利益分配金利回りが高いのが特徴

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（利益超過分配金を含む）は 2019 年 11 月期 3,307 円、2020 年 5 月期 3,612 円、2020 年 11 月期 3,231 円を予想している。既述のとおり、5 月期の予想分配金が 11 月期より高いのは、現在の保有発電所に基づけば 5 月期の方が 11 月期より発電量が多いためである。2019 年 7 月 30 日の投資口価格 116,900 円に基づく分配金利回りは、年換算で 5.92%（2019 年 11 月期と 2020 年 5 月期の分配金合計を投資口価格で割って計算）である。同投資法人では、これまで毎期、期初の予想を上回る分配金を実現していることから、今後も分配金増額への期待が大きい。

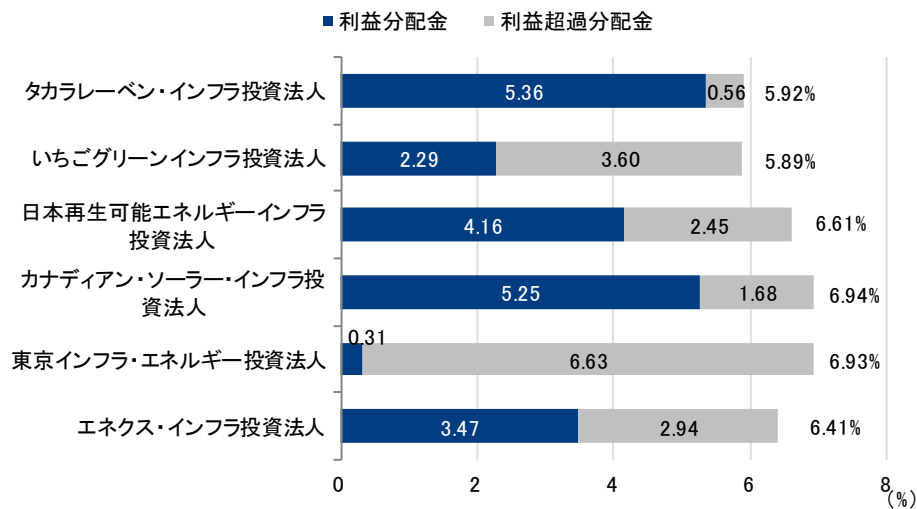
タカラレーベン・インフラ投資法人 | 2019年9月11日(水)
 9281 東証インフラファンド | <http://tif9281.co.jp/>

ベンチマーキング

同投資法人では、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）よりも、当期純利益に基づく分配金（利益分配金）の増加を重視している。つまり、利益超過分配金を抑制し、効率的な再投資を重視している。その結果、2019年7月30日現在の利益分配金利回りは5.36%で上場インフラファンド6銘柄の中で最も高く、平均の3.47%を大きく上回っている。利益超過分配金は投資家にとっては自分の出した資金の戻りに過ぎないため、投資法人が稼いだ部分である利益分配金が多い方を好む投資家は多いと見られる。さらに、同投資法人がJCRよりA-（安定的）との格付を取得していることは、投資家の安心感にもつながるだろう。こうしたことが評価されて、2019年5月末現在で、投資主として40社の金融機関（金融商品取引業者を含む）が15.5%の投資口数を保有しており、他の投資法人における平均8.3%を大きく上回る結果になっていると考えられる。

同投資法人の基本方針にあるように、インフラファンドの活動が社会貢献につながっている。今後、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2.5%の東証1部上場株式の配当利回り、3.74%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さらに注目されると弊社では考えている。

インフラファンドの予想分配金利回り比較



注：2019/7/30時点、今後1年間の予想分配金利回り
 出所：各投資法人資料よりフィスコ作成

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