

|| 企業調査レポート ||

いちごグリーンインフラ投資法人

9282 東証インフラファンド

2017年10月5日(木)

執筆：客員アナリスト

角田秀夫

FISCO Ltd. Analyst **Hideo Kakuta**



FISCO Ltd.

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

目次

■ 要約	01
1. いちごグリーンの特長	01
2. 業績動向	01
3. 成長戦略	02
■ 概要	03
1. いちごグリーンの概要	03
2. 再生可能エネルギーの事業モデル	03
3. いちごグリーンの特長	03
■ 業績動向	06
1. 2017年6月期(第2期)の業績動向	06
2. 財務状況と経営指標	07
■ 今後の見通し	08
■ 中長期の成長戦略	09

■ 要約

史上初の10か年長期業績予想を可能とする安定性が最大の魅力。 資産規模の大幅拡大も視野

いちごグリーンインフラ投資法人<9282>（以下、いちごグリーン）は、既存不動産に新たな価値を創造する心築（しんちく）事業・アセットマネジメント事業・クリーンエネルギー事業を主力とするいちご<2337>をスポンサーとし、いちご投資顧問（株）に資産運用を委託し、いちご ECO エナジー（株）をオペレーターとする再生可能エネルギー発電設備を対象に投資するインフラ投資法人である。2016年6月に設立され、2016年12月に東証インフラファンド市場に上場した。決算期は年1回（6月）である。スポンサーのいちごは、当期純利益14,894百万円（2017年2月期）、総資産273,459百万円（同）を誇り、心築ノウハウをコアコンピタンスとする総合不動産会社である。2015年11月に東証1部に昇格、2016年8月にはJPX日経インデックス400の構成銘柄に選定されている。

再生可能エネルギーには固定価格買取制度（Feed-In-Tariff、FIT制度）があり、一定の設備認定を受けた施設で発電された電気は、電力会社と接続契約締結の上、固定価格で買い取ることを国が約束する。一度適用された価格は太陽光の場合には原則として20年にわたって保証される。いちごグリーンの15発電所の売電価格の平均は38.7円/kWhであり、有利な時期に契約を締結していることがわかる。

1. いちごグリーンの特長

いちごグリーンの特長は、様々な取り組みを通じて業績の安定性を確実なものとし、安心して投資できる環境を整えていることである。北海道から沖縄まで全国に地域分散投資していること、一定の日射量から計算される売電収入が契約で保証されていること、建築のプロにより堅固できめ細やかに地域特性に合わせた発電所となっていること、統合監視システムにより発電ロスが最小化されていることなどを通じて業績の安定性は非常に高い。結果として史上初めて、10か年におよぶ長期業績予想を公開することが可能になっている。

また、いちごグリーンの強みは、発電から得られる安定した現金収入（FFO）にある。但し、保有する資産の大半が発電設備であることから、毎期、減価償却費として費用が計上され、営業利益が減少する。この減価償却費は会計上の費用であり、実際には現金支出を伴わないことから、いちごグリーンの手元資金として残ることになる。いちごグリーンでは、この資金の約40%程度を目処に投資主に積極的に還元する方針としており、これが利益超過分配金として、投資主に分配される。この投資主への還元策もいちごグリーンの大きな特長のひとつである。

2. 業績動向

2017年6月期（第2期、実質運用期間は7ヶ月）の営業収益は566百万円（予想比3.9%増）、営業利益158百万円（同24.7%増）、経常利益97百万円（同48.9%増）、当期純利益94百万円（同50.0%増）と上場後初めての決算は順調な滑り出しだ。営業収益が予想を3.9%上回ったのは、主に発電量の上振れなどが原因である。上場に伴い弁護士費用などのアドバイザーコスト等を保守的に見積もっていたため一般管理費が下振れし営業利益も想定以上だった。1口当たり分配金は4,278円（予想比16.9%増）、うち利益分配金は1,738円（同55.2%増）、うち利益超過分配金は2,540円（同0%）となり、利益分配金の増加が分配金全体を押し上げた。

要約

2018年6月期(第3期)は、営業収益は1,095百万円(前回予想比13.7%増)、営業利益262百万円(同21.3%増)、経常利益147百万円(同24.6%増)、当期純利益146百万円(同24.8%増)と前回予想(2017年5月予想)を上方修正した。営業収益および各利益において2ケタの増加になっている要因は、2017年7月に2か所(山口県)の発電所を取得したことによる発電量の増加である。今回の発電所取得に当たり、エクイティファイナンスを行わず、借入金と手元資金のみを活用したために、1口当たりの純利益が増加し、1口当たり分配金(利益超過分配金含む)は7,180円(同550円増、8.3%増)と増加することを予想する。長期の安定した業績が見込めるとともに、新たな資産の獲得により分配金のさらなる向上が見込めることも、いちごグリーンの魅力だろう。

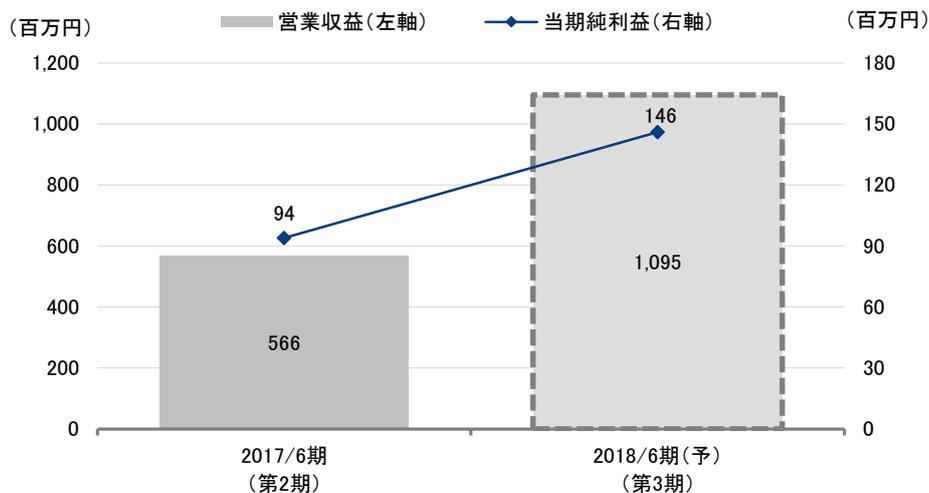
3. 成長戦略

インフラ投資法人の特性として、内部成長(不動産のように稼働率を上げるなど)を意図的に行うことに限界があるため、外部成長が成長戦略の柱となる。スポンサーのいちごでは、開発段階のものを含めて43発電所を運営しており、15発電所をいちごグリーンに組み入れている。パネル出力においても約128MWを運営しており、約29MW(23%)をいちごグリーンに組み入れたに過ぎない。スポンサーによる新規の発電所開発は継続されているが、現状でも約4倍の規模(パネル出力比較)までは成長の機会があると考えられる。いちごでは、1MW以上の発電所を優先し、1年以上保有したうえで、安定稼働が確認できた発電所からいちごグリーンに組み入れる方針だ。投資口価格を考慮しながら、長期にわたる安定性と成長性の両面を追求していく考えだ。

Key Points

- ・ 史上初の10か年長期業績予想を可能にする高い安定性が特長
- ・ 2018年6月期は、2017年7月に取得した2発電所が寄与し、収益および分配金が向上する見通し
- ・ 現状、スポンサーであるいちごが運営する発電所の23%を組入れ。将来的には4倍程度の資産規模に拡大余地あり

業績の推移(連結)



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 概要

史上初の10か年長期業績予想を可能にする高い安定性が特長

1. いちごグリーンの概要

いちごグリーンは、既存不動産に新たな価値を創造する心築(しんちく)事業・アセットマネジメント事業・クリーンエネルギー事業を主力とするいちごをスポンサーとし、いちご投資顧問に資産運用を委託し、いちごECOエナジーをオペレーターとする再生可能エネルギー発電設備を対象に投資するインフラ投資法人である。2016年6月に設立され、2016年12月に東証インフラファンド市場に上場した。決算期は年1回(6月)である。

スポンサーのいちごは、当期純利益14,894百万円(2017年2月期)、総資産273,459百万円(同)に達する総合不動産会社である。心築ノウハウをコアコンピタンスとし、保有不動産の賃貸損益(ストック)と譲渡損益(フロー)をバランスよく成長させてきた。2010年に持株会社制に移行し、2011年にJ-REITに参入、2012年11月にクリーンエネルギー事業にも参入している。2015年11月には新たにホテルリートを上場させ、総合不動産サービスを発展させている。2015年11月に東証1部に昇格、2016年8月にはJPX日経インデックス400の構成銘柄に選定されている。

2. 再生可能エネルギーの事業モデル

太陽光や風力等の再生可能エネルギーには固定価格買取制度(Feed-In-Tariff、FIT制度)があり、一定の設備認定を受けた施設で発電された電気は、電力会社と接続契約締結の上、固定価格で買い取ることを国が約束する。一度適用された価格は太陽光の場合には原則として20年にわたって保証される。いちごグリーンの15発電所の売電価格の平均は38.7円/kWhであり、有利な時期に契約を締結していることがわかる。

3. いちごグリーンの特長

いちごグリーンの特長は、様々な取り組みを通じて業績の安定性を確実なものとし、安心して投資できる環境を整えていることである。主要な特長は以下の7つである。

(1) 地域分散投資

いちごグリーンの発電所は、北海道から沖縄まで全国各地に所在している。これは、ある地域で日照不足が発生しても、別の地域ではその影響を受けず、全体としてリスクを回避することができる。

概要



(2) 一定の日射量から計算される売電収入を保証

いちごグリーンとオペレーターの契約には、発電所毎の日射量が極端に少なくなった場合にオペレーターが売電収入を最低保証する制度が設けられている。具体的には、100年のうち85年は達成可能な日射量を下回るような日射量不足が起こった場合に、このスキームが適用される。また、各発電所は火災保険、利益保険、損害賠償保険を付保しているほか、必要に応じて地震保険も付保しており、何重にもリスク回避策が取られている。

(3) 建築のプロによる堅固な発電所

いちごには一級建築士など建築のプロが多く所属しており、太陽光発電所の設計に当たってもグループのノウハウを活用し、気候や地形に対応したきめ細かい個別設計により高い発電効率を獲得している。例えば北海道では、積雪対応のために架台を高くし、パネル角度を30度(通常平地で10度)にする。沖縄では、台風対応のために、綿密な荷重計算を行い、最大風速60mの強風に耐えられる設計にする。いちご桐生奥沢ECO発電所においては、国際的な第三者検査機関であるテュフラインランドジャパン(株)の総合認証取得(国内第2号)を取得し、その高い信頼性が評価された。

(4) 統合監視システムによる発電ロスの最小化

太陽光発電所のオペレーションおよびメンテナンスの要諦は、故障したパネルを早期に見出し対策を講じることにより、発電ロスを最小化することである。一方で、1MW規模の発電所には4,000枚以上のパネルが設置されており、緻密な管理には労力がかかる。いちごグリーンでは、欧州で導入が進むストリング監視システム(直列の18枚程度のパネル列を管理する仕組み)を導入し、リアルタイムで各発電所の稼働状況および故障や劣化の状況が把握しており、発電ロスが最小化されている。

概要

(5) 投資主への還元策

いちごグリーンの強みは、発電から得られる安定した現金収入（FFO）にある。但し、保有する資産の大半が発電設備であることから、毎期、減価償却費として費用が計上され、営業利益が減少する。この減価償却費は会計上の費用であり、実際には現金支出を伴わないことから、いちごグリーンの手元資金として残ることになる。いちごグリーンでは、この資金の約40%程度を目処に投資主に積極的に還元する方針としており、これが利益超過分配金として、投資主に分配される。この投資主への還元策もいちごグリーンの大きな特長のひとつである。

(6) 10か年長期業績予想（史上初）

いちごグリーンでは、インフラ投資法人固有の安定性（FIT制度による売電価格の確定など）とともに、様々な安定的な運用を可能にする取り組み（前述のオペレーターによる保証制度など）により、向こう10年の長期業績予想を公開している。2017年6月に修正された10年予想では、2018年6月期に巡航分配に達し、創業費用等の償却を終える2023年6月期に分配金はピークに達し、その後は発電効率が年々わずかず下がっていくという予想である。この予想は現状（15発電所体制）を継続した場合のもので、言わば現状維持シナリオである。実際には数倍以上の発電所を所有する投資法人への成長を目指しており、都度計画は修正されることになるだろう。いずれにしろ、10か年の業績予想の公開は史上初であり、その業績の安定性への自信がうかがえる。

史上初の10か年長期業績予想
長期にわたる業績予想を可能とする安定的な運用

- ✓ 固定価格買取制度(FIT)により売電価格と期間が確定
- ✓ オペレーターによる賃料保証制度
- ✓ 会計上の利益とキャッシュフローとの差異から生じる現金を積極的に投資主へ還元

10か年長期分配金とFFO予想（2017年6月28日修正）

(※) 2017年6月期の運用開始日は、資産取得日である2016年12月1日であり、実質的な運用期間は7か月間

出所：決算説明資料より掲載

(7) リアルタイム発電開示による高い透明性

いちごグリーンは、個々の発電所の発電量、CO2削減量、Webカメラによる現地の様子をホームページでリアルタイムに公開している。発電量のリアルタイム開示は、売電収入のリアルタイム開示に等しく、月間の発電量においても、1か月の発電量を翌月3営業日前後に集計結果が開示される。世界トップクラスの透明性を確保することにより、安心して投資口を保有できる環境を整えているのもいちごグリーンの特長の1つだ。

業績動向

発電量の上ぶれ、一般管理費の下振れ等により当期純利益 50.0% 増、分配金も大幅増

1. 2017年6月期（第2期）の業績動向

2017年6月期（第2期）の営業収益は566百万円（予想比3.9%増）、営業利益158百万円（同24.7%増）、経常利益97百万円（同48.9%増）、当期純利益94百万円（同50.0%増）と上場後初めての決算は順調な滑り出した。2016年12月の上場を機に、13発電所（取得価格約99億円）を取得し運用を開始。今期（2017年6月期）の実質運用期間は7ヶ月（212日）である。

営業収益が予想を3.9%上回ったのは、主に発電量の上振れなどが原因である。2016年12月～1月は発電量が予想以下だったが、2017年3月～6月に予想を超えて推移した。いちごグリーンは1年決算を採用しているが、太陽光発電特有の季節変動を1年決算とすることで振れ幅を小さくすることを狙っている。営業費用に関しては、上場に伴い弁護士費用などのアドバイザーコスト等を保守的に見積もっていたため一般管理費が下振れした。結果として、各利益が大幅に予想を上回った。

1口あたり分配金は4,278円（予想比16.9%増）、うち利益分配金は1,738円（同55.2%増）、うち利益超過分配金は2,540円（同0%）となり、利益分配金の増加が分配金全体を押し上げた。

2017年6月期（第2期）の業績

（単位：百万円）

	16/9期（第1期）		17/6期（第2期）		予想達成率
	実績	予想	実績	予想	
営業収益	-	545	566		103.9%
営業費用	3	418	407		-
営業利益	-3	127	158		124.7%
経常利益	-6	65	97		148.9%
当期純利益	-4	62	94		150.0%
1口あたり分配金	-	3,660円	4,278円		116.9%
運用期間	99日	7か月（212日）	7か月（212日）		

出所：決算短信よりフィスコ作成

FIT 制度に基づく安定収益が信用の源泉。 メガバンク中心に低金利で資金調達、 長期負債比率高く財務上の懸念なし

2. 財務状況と経営指標

2017年6月期末の総資産残高は前期末比11,640百万円増の11,938百万円となった。新規上場と同時に13発電所を取得し有形固定資産が9,901百万円で大きな割合を占める。現預金は同531百万円増え、残高は759百万円である。

一方、負債残高は6,894百万円となった。負債の内容は長期借入金の比率が高く、長期負債比率（長期負債÷負債合計）は83.6%である。総資産に占める有利子負債の比率である総資産LTV（有利子負債÷総資産、LTV：Loan To Valueの略）は57.4%となっており、運用ガイドラインでの上限70%の範囲内にとどまる。借入先は（株）みずほ銀行および（株）三井住友銀行、（株）山口銀行であり、20年の固定価格買取制度による安定収益により信用力は高い。平均借入金利は0.721%、平均借入期間は9.0年である。長期借入金はすべて金利スワップによって金利を固定化しており、仮に金利上昇局面を迎えても業績への影響は限定的である。

連結貸借対照表、経営指標

（単位：百万円）

	16/9 期末	17/6 期末	増減額
流動資産	230	1,801	1,570
（現預金）	228	759	531
固定資産	10	10,032	10,021
（有形固定資産）	0	9,901	9,900
総資産	297	11,938	11,640
流動負債	2	1,132	1,129
固定負債	-	5,762	5,762
負債合計	2	6,894	6,892
純資産合計	295	5,043	4,748
負債純資産合計	297	11,938	11,640
<安全性>			
流動比率（流動資産÷流動負債）	10525.7%	159.2%	
長期負債比率（長期負債÷負債合計）	-	83.6%	
総資産LTV（有利子負債÷総資産）	-	57.4%	
自己資本比率（自己資本÷総資産）	99.3%	42.2%	

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2018年6月期は、2017年7月に取得した2発電所が寄与し、 収益および分配金が向上

2018年6月期（第3期）は、営業収益は1,095百万円（予想A※¹比13.7%増）、営業利益262百万円（同21.3%増）、経常利益147百万円（同24.6%増）、当期純利益146百万円（同24.8%増）と前回の予想（予想A：2017年5月予想）を上方修正した。第2期（2017年6月期）は実質運用期間が7ヶ月間だったため、2017年5月時点の予想Aと最新の予想B※²を対比する。営業収益および各利益において2ケタの増加になっている要因は、2017年7月に2か所（山口県）の発電所を取得したことによる発電量の増加である。15発電所（前期比2発電所増）になることで、発電量も3,462万kWh（同166万kWh増）と増加する。また、いちごグリーンは今回の発電所取得に当たり、エクイティファイナンスを行わず、借入金と余剰資金のみを活用したために、1口当たりの純利益が増加し、1口当たり分配金（利益超過分配金含む）は7,180円（予想A比550円増、8.3%増）と増加することを予想する。長期の安定した業績が見込めるとともに、新たな資産の獲得により分配金のさらなる向上が見込めることも、いちごグリーンの魅力だろう。

※¹ 予想Aとは2017年5月26日付発表の「10ヶ年の運用状況および分配金の予想の修正のお知らせ」の2018年6月期の予想数値。

※² 予想Bとは2017年6月28日付発表の「10ヶ年の運用状況および分配金の予想の修正のお知らせ」の2018年6月期の予想数値。

2018年6月期（第3期）の業績予想

（単位：百万円）

	17/6期（第2期）	18/6期（第3期）		
	実績	予想A	予想B	予想ABの増減
営業収益	566	963	1,095	13.7%
営業費用	407	747	832	11.4%
営業利益	158	216	262	21.3%
経常利益	97	118	147	24.6%
当期純利益	94	117	146	24.8%
1口あたり分配金	4,278円	6,630円	7,180円	8.3%
運用期間	7か月（212日）	12か月	12か月	

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

今後の見通し

発電所取得による収益と分配金向上 (2017年7月)

- いちごグリーン初の中国地方所在の発電所取得により、ポートフォリオのさらなる分散を実現
 - ✓ いちご山口秋穂西ECO発電所(山口県)
 - ー パネル出力:1.24MW、売電価格:40円/kWh
 - ✓ いちご山口佐山ECO発電所(山口県)
 - ー パネル出力:2.35MW、売電価格:36円/kWh
- 借入金および余剰資金を活用した取得により1口当たり純利益の増加を図る
 - ✓ 10か年の長期業績予想を上方修正
 - ー 1口当たり予想当期純利益:2,840円→3,348円(+17.9%、加重平均)
 - ー 1口当たり予想分配金(利益超過分配金含む):7,256円→7,573円(+4.4%、加重平均)



いちご山口秋穂西ECO発電所(1.24MW)



いちご山口佐山ECO発電所(2.35MW)

出所:決算説明資料より掲載

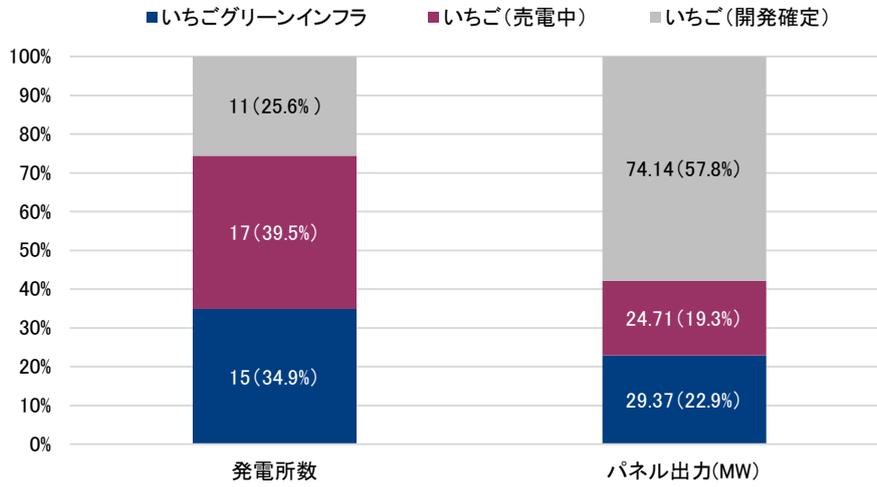
■ 中長期の成長戦略

現状、いちご運営の発電所の23%を組入れ。将来的には4倍程度の資産規模に拡大余地あり

インフラファンドの特性として、内部成長(稼働率を上げるなど)を意図的に行うことに限界があるため、外部成長が成長戦略の柱となる。スポンサーのいちごでは、開発段階のものを含めて43発電所を運営しており、15発電所をいちごグリーンに組み入れたところだ。パネル出力においても約128MWを運営しており、約29MW(23%)をいちごグリーンに組み入れたに過ぎない。スポンサーによる新規の発電所開発は継続されているが、現状でも約4倍の規模(パネル出力比較)までは成長の機会があると考えられる。いちごでは、1MW以上の発電所を優先し、1年以上保有したうえで、安定稼働が確認できた発電所からいちごグリーンに組み入れる方針だ。投資口価格を考慮しながら、長期にわたる安定性と成長性の両面を追求していく考えだ。

中長期の成長戦略

いちごグループの発電所



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

重要事項（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。“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