

|| 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4月17日(火)

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 1 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. 2018 年 7 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 445MW 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
■ 業績動向	06
1. 2018 年 1 月期の業績概要	06
2. 財務状況と経営指標	07
■ 今後の見通し	08
● 2018 年 7 月期及び 2019 年 1 月期の業績見通し	08
■ 成長戦略	09
■ ベンチマーキング	10

■ 要約

発電設備等を主な投資対象に、 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。

1. 2018年1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1月期(第2期)の業績は、営業収益416百万円(前期比33.4%増)、経常利益113百万円(同436.0%増)であった。経常利益が予想を1.9%上回ったのは、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や、営業費用や営業外費用が予想を下回ったこと等による。2017年9月と11月は台風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2期合計は101%となり(上場来合計では104%)、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. 2018年7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2月に公募増資と第三者割当を実施し手取金2,865百万円を調達した。これに伴い、新たに発電設備9物件を取得し、現在の取得物件数は17物件、合計パネル出力は35.801MWに拡大している。発電所の新規取得に伴い、2018年7月期(第3期)については営業収益654百万円(前期比57.1%増)、経常利益132百万円(同17.2%増)を、また2019年1月期(第4期)は営業収益680百万円(前期比4.0%増)、経常利益164百万円(同24.0%増)を予想する。

3. スポンサーは445MW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2017年10月末現在、合計47物件、パネル出力合計445.5MWのパイプラインを有しており、現在の合計パネル出力に比べると12.4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。

要約

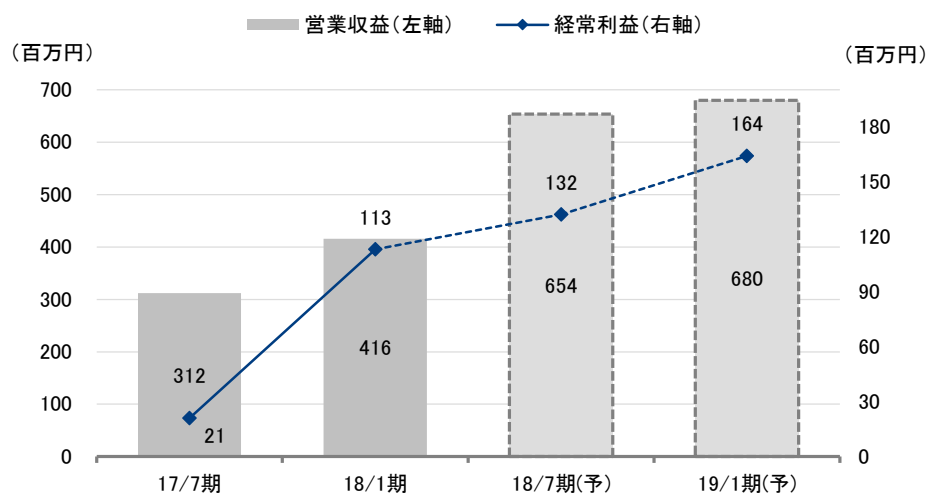
4. 分配金の安定した高さが魅力

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2018年7月期（第3期）、2019年1月期（第4期）ともに3,200円（2018年3月23日の終値99,900円に基づく分配金利回りは年換算で6.41%）であり、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、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て十分な積立てを行っており、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1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。
- ・2018年7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445MW（現在の出力の12.4倍）を計画する。
- ・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、2018年7月期（第3期）、2019年1月期（第4期）ともに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

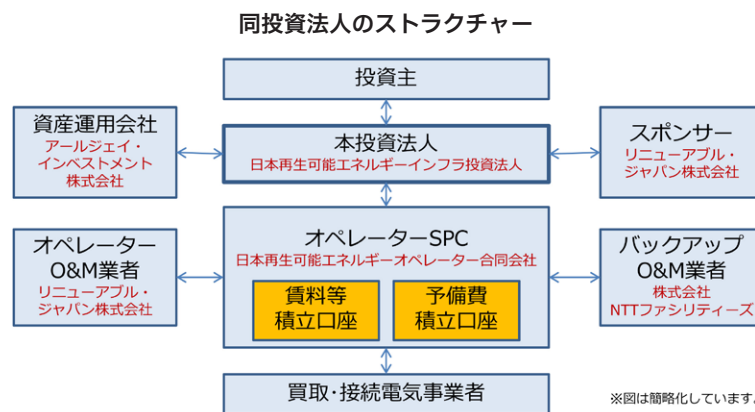
再生可能エネルギー発電設備が主な投資対象

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」、「CO₂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。



出所：決算説明資料より掲載

概要・特長

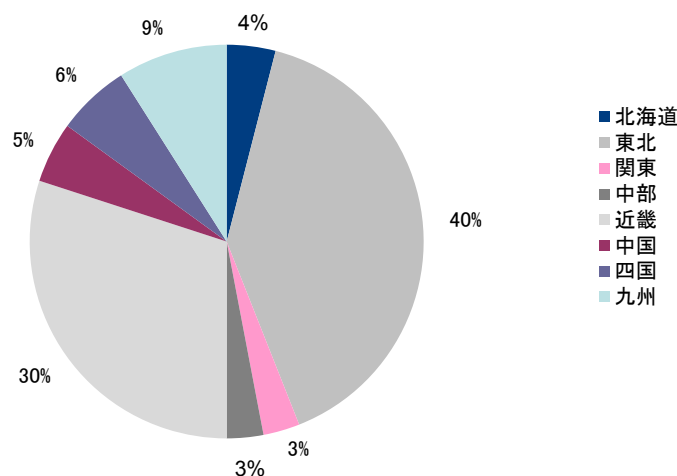
加えて、スポンサーは2017年8月10日、東急不動産との資本業務提携を発表した。具体的には東急不動産とスポンサーは、それぞれ両社が有する再生可能エネルギー発電事業に関するノウハウを共同活用することで、再生可能エネルギー発電事業を推進することとした。両社は再生可能エネルギー発電設備の共同出資ファンドの組成を目指し、共同出資ファンドが保有する再生可能エネルギー発電設備は、今後、同投資法人に対して優先的に供給される計画である。この資本業務提携は、同投資法人の中長期的な成長に寄与する見通しである。

2. 投資方針とポートフォリオの状況

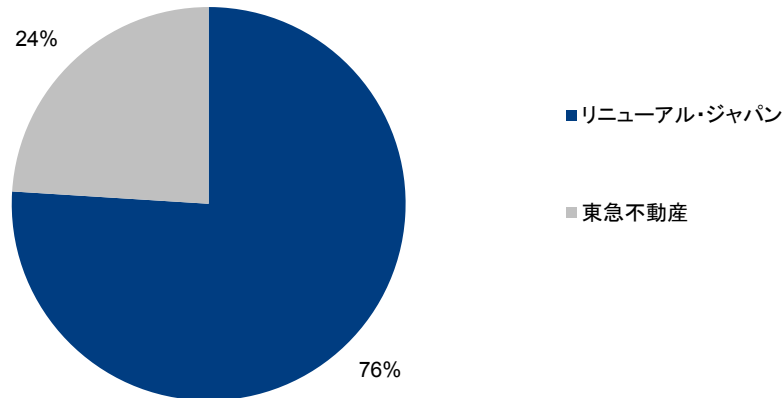
政府のエネルギー政策によれば、日本の発電電力量に占める再生可能エネルギーの割合が今後拡大する見通しであることから、同投資法人では再生可能エネルギー発電設備等を主たる投資対象とする。その中でも、太陽光発電設備等への投資を90%以上(取得価格ベース)とし、風力発電設備等、地熱発電設備等、小水力発電設備等、バイオマス発電設備等、その他の再生可能エネルギー発電設備等への投資も検討する計画である。

同投資法人は2018年2月に公募増資(27,470口)を実施し、第三者割当(1,332口)と合わせて2,865百万円を調達した(発行済総投資口数70,391口)。これに伴い、新規に9物件を5,828百万円で取得し、14.035MWのパネル出力を追加した。この結果、2018年2月21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、取得物件数は17物件、取得価格合計は14,086百万円、合計パネル出力は35.801MWになっている。地域別には、今回新たに北海道、関東、中部、九州の物件を組み入れた。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、スポンサー76%、東急不動産24%と設備の売主別比率も分散が進展している。

地域別投資比率(2018/3/13現在)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

設備売主別比率(2018/3/13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の3ヶ月分を超える積み立てをしており、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、投資家には予定通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、売電収入が予想を10%以上上回った場合には、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享受できると弊社では考える。

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1月期の業績概要

2018年1月期(第2期)の業績は、営業収益416百万円(前期比33.4%増)、営業利益144百万円(同34.0%増)、経常利益113百万円(同436.0%増)、当期純利益112百万円(同467.1%増)であった。営業利益・経常利益・当期純利益がそれぞれ予想を1%程度上回ったのは、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加え、営業費用並びに営業外費用が予想を下回ったことによる。2017年9月と11月は台風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2期合計は101%で(上場来合計では104%)、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。また、1口当たり分配金も、主に変動賃料の発生により、予想を48円上回る3,258円となった。

なお、経常利益と当期純利益の前期比伸び率が高いのは、2017年7月期(第1期)は実質営業日数が125日間と短い上、上場費用を営業外費用として一括計上したことなどの特殊要因によるものである。また、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。

2018年1月期(第2期)の業績

(単位:百万円)

	17/7期実績	18/1期実績		予想比	
	金額	金額	前期比	予想	達成率
営業収益	312	416	33.4%	415	100.2%
営業利益	107	144	34.0%	144	100.4%
経常利益	21	113	436.0%	111	101.9%
当期純利益	19	112	467.1%	110	102.1%
1口当たり当期純利益(円)	1,295	2,703	-	-	-
1口当たり分配金(円)	476	3,258	584.5%	3,210	101.5%

出所:決算短信よりフィスコ作成

LTVは53.4%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1月期末の総資産残高は8,794百万円であった。同投資法人では全国に8発電所を所有し、有形固定資産が7,889百万と大きな割合を占めている。借入金残高は4,698百万円で、前期末比144百万円減であった。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）60%を上限としているが、前期末の54.8%から2018年1月期末には53.4%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、うち50.8%を固定金利で調達しており、将来の金利上昇リスクに備えている。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)

	17/7 期末	18/1 期末	増減額
流動資産	276	406	130
(現金)	245	377	131
固定資産	8,560	8,381	-179
(有形固定資産)	8,061	7,889	-171
総資産	8,844	8,794	-50
流動負債	342	343	1
固定負債	4,817	4,665	-152
(有利子負債)	4,843	4,698	-144
負債合計	5,159	5,008	-150
純資産合計	3,684	3,785	100
<安全性>			
流動比率(流動資産/流動負債)	80.7%	118.2%	
長期負債比率(長期負債/負債合計)	88.3%	88.0%	
LTV(有利子負債/総資産)	54.8%	53.4%	
自己資本比率(自己資本/総資産)	41.7%	43.0%	

出所:決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2018年7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

● 2018年7月期及び2019年1月期の業績見通し

同投資法人では、2018年2月に公募増資と第三者割当を実施し手取金2,865百万円を調達した。これに伴い、新たに発電設備9物件を取得し、現在の取得物件数は17物件、合計パネル出力は35.801MWに拡大している。今後も、スポンサーから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。

2018年7月期(第3期)については営業収益654百万円(前期比57.1%増)、営業利益234百万円(同62.0%増)、経常利益132百万円(同17.2%増)、当期純利益131百万円(同17.1%増)を、また2019年1月期は営業収益680百万円(同4.0%増)、営業利益212百万円(同9.3%減)、経常利益164百万円(同24.0%増)、当期純利益163百万円(同24.2%増)を予想する。

2018年7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、2018年7月期の営業外費用には、新投資口発行に係る費用として54百万円を見込むことから、営業利益に比べて経常利益以下の増加率が小さくなっている。

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、2018年7月期・2019年1月期ともに3,200円を予想している。

2018年7月期(第3期) / 2019年1月期(第4期)の業績予想

(単位:百万円)

	18/1期実績	18/7期(予)		19/1期(予)	
	金額	金額	前期比	金額	前期比
営業収益	416	654	57.1%	680	4.0%
営業利益	144	234	62.0%	212	-9.3%
経常利益	113	132	17.2%	164	24.0%
当期純利益	112	131	17.1%	163	24.2%
1口当たり分配金(円)	3,258	3,200	-1.8%	3,200	0.0%

出所:決算短信よりフィスコ作成

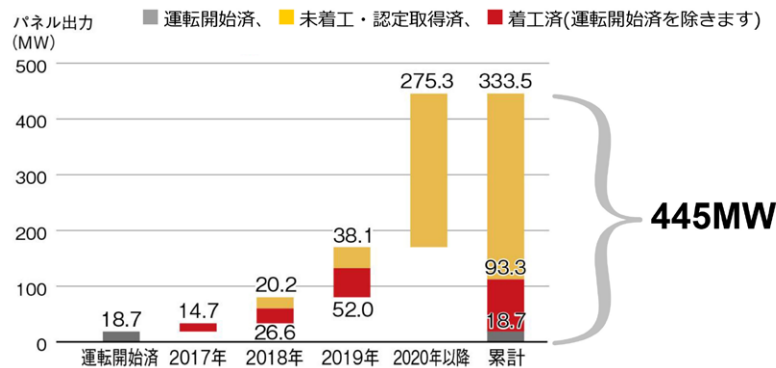
■ 成長戦略

スポンサーは 445MW 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。

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 2017 年 10 月末現在、合計 47 物件、パネル出力合計 445.5MW 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 19 件 /112.0MW、未着工・認定取得済が 28 物件 /333.5MW 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、現在の合計パネル出力 35.801MW に比べると、パイプラインは 12.4 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・パイプラインの売電開始予定パネル出力



出所：決算説明資料より掲載

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。

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、岩手県一関市で大規模なソーラー・シェアリング事業（2ヶ所計 5.3MW）を着工している。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。

成長戦略

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。ファンドの総合評価において、同投資法人が属する再生可能エネルギーピアグループの参加10ファンド中で3位の高い評価を受けたことが注目される。なお、同投資法人が上場時から保有する8発電所が、1年間に削減する二酸化炭素の量は1.16万トンである。

太陽光発電事業以外への展開としては、既に三重県松阪市において、風力発電所を開発中である。その他の電源についても、引き続き検討中である。

■ 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口当たり分配金は2017年7月期（第1期）が476円、2018年1月期（第2期）が3,258円であった。1口当たり予想分配金は2018年7月期（第3期）、2019年1月期（第4期）とも3,200円（2018年3月23日の終値99,900円に基づく分配金利回りは年換算で6.41%）である。第1期は上場費用の負担から当期純利益が抑えられたものの、第2期からは特殊要因がなくなり当期純利益が大幅に増加し、分配金も増加している。

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、このうち、利益の額を超える額は、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）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) 固定価格買取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。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、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に賃料準備金として、3ヶ月分を超える賃料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。

日本再生可能エネルギーインフラ投資法人 | 2018年4月17日(火)
 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

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最も高くなっているが、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1.5%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注目さ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	2018/3/23 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	115,500	-0.34%	6.14	13,626	334	5/11
9282	いちごグリーンインフラ投資法人	64,400	-1.97%	5.57	6,631	271	6
9283	日本再生可能エネルギーインフラ投資法人	99,900	-0.69%	6.41	7,032	877	1/7
9284	カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人	100,200	-0.39%	5.07	18,255	510	6/12

出所：不動産投信情報ポータルよりフィスコ作成

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