

## パネルメーカーの知見をフル活用した業界トップの収益力を、資産倍増によってさらに高める

カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人（以下、CSIF）は、世界第5位のパネルメーカー、Canadian Solar Inc（NASDAQ CSIQ）グループがスポンサーを務めており、パネル出力容量成長率は年率約20%と、国内市場全体の成長率の2倍以上で推移している。現在のパネル出力容量合計は226.4MW（国内全体の約0.3%）である。

2023年12月期（6か月決算）の売上高は4,538百万円（前年同期（2022年12月期）比+22.2%）、営業利益率40.7%、当期純利益率30.5%、配当性向122.2%であった。ROEは3.0%程度、PBRは1.1~1.2、配当利回りは6%台、一株当たり純資産（BPS）は103,000円程度で概ね横ばいで推移している。

同業他社はエネクス・インフラ投資法人（東証インフラ 9286）（出力容量合計243.4MW）、ジャパン・インフラファンド投資法人（同 9287）（同 152.8MW）、東京インフラ・エネルギー投資法人（同 9285）（同 69.8MW）、いちごグリーンインフラ投資法人（同 9282）（同 25.8MW）である。各社配当利回りは6~7%程度だが、CSIFと異なりBPSを減らして配当水準を維持している投資法人も存在しており、BPS変化含み利回りを計算すると、順に概ね、5%、4%、6%、3%となる。

CSIFのBPS変化含み利回りが約6%と同業他社中最高水準にある理由は、パネル製造・太陽光発電所開発・運営の全ての機能を有するカナディアン・ソーラー・グループの知見をフル活用できるためである。同業他社のスポンサーは商社や金融関連企業などであるため、同社の事業体制を模倣した高配当利回りの実現は困難である。

殆どのインフラ投資法人のPBRは1.0近辺で大差無いが、表面上の配当利回りではなくBPS含みの実力ベースでの利回りに関する市場の認識が高まれば、相対的にCSIFの株価が上昇する可能性が高い。また、CSIFは中期的に資産規模を2,000億円に倍増することを目指しており、この計画は現在のパイプライン21物件（392.8MW）で裏付けられている。資産規模拡大は発電所O&Mの効率化、信用力の上昇、ポートフォリオの安定化、大規模発電所追加取得許容度の拡大を通じて収益性の向上につながりうる。

### 日本基準

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
23/6	3,453	-15.0	1,156	-33.7	1,004	-33.5	1,003	-33.5	2,594	3,750
23/12	4,538	22.2	1,847	33.6	1,387	14.3	1,386	14.3	3,111	3,750
24/6 会社予想	4,500	30.3	1,671	44.6	1,404	39.8	1,403	39.9	3,107	3,775
24/12 会社予想	4,459	-1.7	1,629	-11.8	1,365	-1.6	1,364	-1.6	3,020	3,775
25/6 会社予想	4,445	-1.2	1,641	-1.8	1,387	-1.2	1,386	-1.2	3,070	3,775

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価 (5/23)	110,900
年初来高値 (1/10)	115,500
年初来安値 (3/5)	107,100
52週高値 (23/6/28)	125,100
52週安値 (24/3/5)	107,100
発行済株式数 (千株)	451.8
時価総額 (十億円)	50.4
EV (十億円)	92.2
自己資本比率 (実績, %)	49.1
PER (24/3 会予, 倍)	-
PBR (23/3 実績, 倍)	1.1
配当利回り (24/3 会予, %)	6.7

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 目次

1.	投資法人概要	4
1)	市場の倍速で成長するパネル出力容量第2位のインフラ投資法人	4
2)	急速に進んだポートフォリオ分散	7
2.	同業他社比較	10
1)	「垂直統合型モデル」が実現できるのはCSIFのみ	10
2)	CSIFのパイプラインはインフラ投資法人中最大	10
3)	収益性はCSIFが突出	12
4)	配当利回りにBPS変化率を勘案した実力ベースの数値はCSIFがトップ	12
5)	外国人投資家に選好されているのはCSIF	15
3.	模倣困難性が生む競争優位性	16
4.	国内太陽光発電市場とCSIFの成長戦略	18
1)	国内市場は2030年まで年率5~7%で成長する見通し	18
2)	CSIFの成長ペースは引き続き国内市場成長ペースを上回る見通し	18
3)	借入金返済期間が減価償却期間と合わせられれば、事業成長スピードを加速できる	19
5.	当面の業績動向	20
1)	2023/12期業績	20
2)	2024/6期以降の業績予想	22
6.	ESG	23
7.	バリュエーション	25
1)	金利上昇局面でインフラ投資法人に短期的な売られ過ぎ感あり	25
2)	長期推移を比較すると、CSIFに相対的な売られ過ぎ感あり	26
3)	時価総額の増大が流動性プレミアムに結実する可能性あり	27
4)	時価総額に織り込まれていない事業価値がある	28
5)	再生可能エネルギー関連投資は世界的に選好されている	28
6)	インフラ関連ファンドの投資余力は世界で50兆円に及ぶ	30
8.	リスクファクター	31

## エグゼクティブサマリー

### 市場の倍速で成長するパネル出力容量第 2 位のインフラ投資法人

CSIF は、2017 年に上場したインフラ投資法人で、スポンサーは世界第 5 位のソーラーパネルメーカー、カナディアン・ソーラー・グループである。出力容量成長率は年率約 20%と、国内全体の成長率（7~10%程度）の 2 倍以上で推移しており、2023 年 12 月期末の出力容量合計は 226.4MW（国内全体の約 0.3%）と、上場インフラ投資法人中第 2 位の規模に達している。

### BPS 変化含み利回りは年率 6%と、同業他社比でトップ水準

2023 年 12 月期（6 カ月決算）の売上高は 4,538 百万円、営業利益率 40.7%、当期純利益率 30.5%、配当性向 122.2%であった。ROE は 3.0%程度、PBR は 1.1~1.2、配当利回り（= 分配金利回り = 利益分配金利回り + 利益超過分配金利回り）は 6%台、一株当たり純資産（BPS）は 103,000 円程度で概ね横ばいで推移している。同業他社はエネクス・インフラ投資法人（出力容量合計 243.4MW）、ジャパン・インフラファンド投資法人（同 152.8MW）、東京インフラ・エネルギー投資法人（同 69.8MW）、いちごグリーンインフラ投資法人（同 25.8MW）である。いずれも配当利回りは 2023 年で 6~7%程度だが、CSIF と異なり BPS を減らして配当水準を維持している投資法人も存在しており、BPS 変化含み利回りを計算すると、順に、5%程度、4%程度、6%程度、3%程度となる。

※BPS 変化含み利回り = 配当利回り + (BPS 変化率 ÷ PBR)で計算。BPS 変化率の分母が一株当たり純資産 (BPS)であるところ、PBR で割ることによって分母を株価に変換し、配当利回りと足し合わせることを可能とした。

### パネルメーカーの知見をフル活用できるのは同社のみ

CSIF の BPS 変化含み利回りが約 6%と同業他社中最高水準にある理由は、パネル製造・太陽光発電所開発・運営の全ての機能を有するカナディアン・ソーラー・グループの知見をフル活用できるためである。同業他社のスポンサーは商社や金融関連企業などであるため、同社の事業体制を模倣した高配当利回りの実現は困難である。

### 具体的な開発パイプラインに裏付けられた資産倍増計画

同社は中期的に資産規模を 2,000 億円に倍増することを目指しており、現在スポンサーが開発済みおよび開発中の 19 物件（345.8MW）に加えて第三者が開発済の 2 物件（47.0MW）を中心に取得することを視野に入れる。また、出力制御の増加や経年劣化によるメンテナンス負担を嫌気した個人や FIT 価格の低下・終了による開発からの撤退を決断した外国企業などからの発電所売却案件が増加しており、このような発電所の取得による資産規模拡大も選択肢の一つとしている。

### 業績と株価の見通し

CSIF の業績は 2025 年 6 月期までの今後 3 期にわたって、2023 年 12 月期と同水準の売上高、利益、配当を維持する見通しであるが、あくまで資産の追加取得を織り込まないベースでの数字であり、資産取得が行われれば売上高や利益水準が上振れることになる。同社含めほとんどのインフラ投資法人について、株価は PBR1.0~1.2 水準、配当利回りは 6%台で安定的に推移してきた。ただし上述の通り、表面上の配当利回りではなく、BPS 含みの実力ベースの利回りに関する市場の認識が高まれば、CSIF の株価が相対的に上昇する可能性が高い。また、CSIF は中期的に資産規模を 2,000 億円に倍増することを目指しており、この計画は現在のパイプライン 21 物件（392.8MW）によって具体的に裏付けられたものである。資産規模拡大は発電所 O&M の効率化、信用力の上昇による借入金利の低下、ポートフォリオの安定化、大規模発電所追加取得許容度の増大を通じて収益性の向上につながりうる。

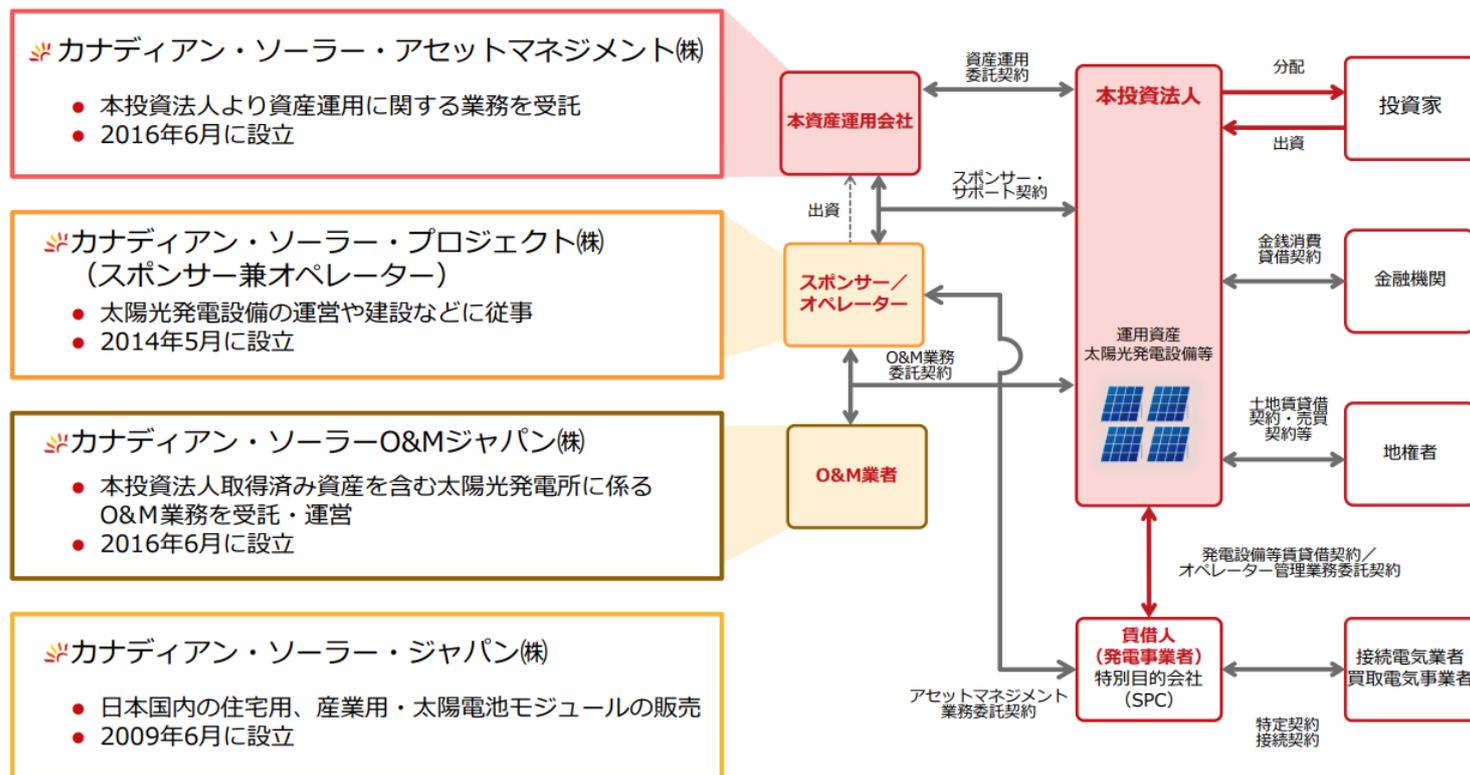
## 1. 投資法人概要

### 1) 市場の倍速で成長するパネル出力容量第2位のインフラ投資法人

#### 唯一の垂直統合型モデルを実現

CSIFは2017年10月30日に東証インフラ市場に上場したインフラ投資法人である。インフラ投資法人とは複数の投資家から集めた資金で発電所等のインフラ施設を購入し、それらを貸し出して賃貸料を受け取る仕組みである。インフラ投資法人の設立と一部出資を行う「スポンサー」、インフラ施設を運営する「オペレーター」、オペレーターの委託で発電所のメンテナンス実務を担う「O&M業者」、インフラ投資法人の利益を代表してインフラ投資法人に組み入れる資産の選定や賃貸契約の条件をオペレーターと交渉する「資産運用会社」が関係者として存在する。CSIFの場合、カナディアン・ソーラー・プロジェクト株式会社（以下、CSP）がスポンサー兼オペレーター、カナディアン・ソーラーO&Mジャパン株式会社（以下、CSOMJ）がO&M業者、カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント株式会社（以下、CSAM）が資産運用会社である。いずれも世界第5位のソーラーパネルメーカーであるCanadian Solar Inc（NASDAQ:CSIQ）（以下、CSIQ）グループに属する。太陽光パネルの特性を熟知するパネルメーカーが自社パネルを使用した発電所建設から運営まで全てに関わる「垂直統合型モデル」が強みである。

図表 1. CSIFの仕組み



出所：会社資料

図表 2. 2023 年 12 月末の大株主リスト

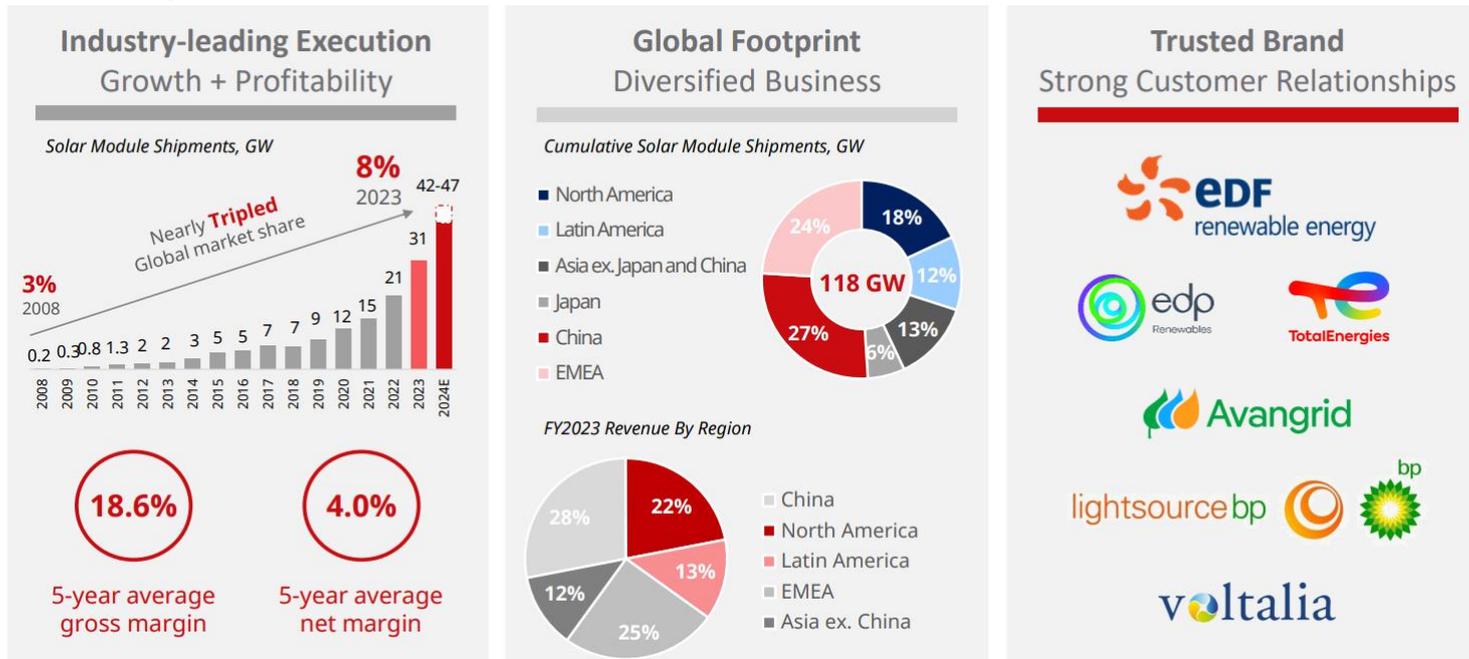
順位	大株主	保有株式数 (千株)	保有割合 (%)
1	カナディアン・ソーラー・プロジェクト株式会社	65.6	14.53
2	THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV 10	7.9	1.75
3	株式会社福岡銀行	7.8	1.73
4	SSBTC CLIENT ONMIBUS ACCOUNT	6.2	1.36
5	株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	5.9	1.30
6	JP MORGAN CHASE BANK 385650	5.7	1.25
7	THE BANK OF NEW YORK 133522	4.6	1.02
8	日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	4.4	0.96
9	個人	4.2	0.93
10	JP MORGAN CHASE BANK 380646	4.1	0.90
	合計	116.4	25.76

出所：会社資料

## CSIQ は世界各地に生産拠点を有する世界第 5 位の太陽光パネルメーカーである

CSIQ はトロント大学で材料科学の博士号を取得した後オンタリオ発電（非上場）の研究者を経て工場自動化サービスを提供する ATS Automation Tooling Systems Inc.（非上場）で働いていた Shawn Qu 氏が、2001 年にカナダで設立した太陽光パネルメーカーである。2010 年には太陽光発電所建設事業に参入し、2015 年にはシャープ株式会社（東証 P 6753）傘下で太陽光発電所開発を手掛ける Recurrent Energy, LLC を買収した。太陽光パネルの生産拠点をカナダ、アメリカ、中国、日本、タイ、ベトナム等に有し、パネル生産能力は世界第 5 位である。上位 4 社は Jinko Solar Co Ltd（上海 688223）、Trina Solar Co Ltd（上海 688599）、LONGi Green Energy Technology Co Ltd（上海 601012）、JA Solar Technology Co Ltd（深圳 002459）であるが、CSIQ 含め上位 5 社とも最主流の結晶シリコン系太陽光パネルを製造しており、いずれも変換効率は 20%程度である。

図表 3. CSIQ の太陽光パネル生産実績



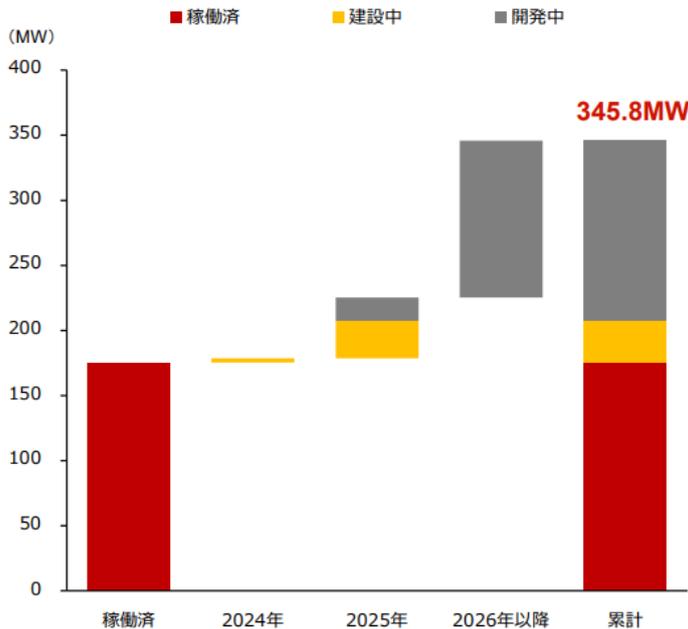
出所：会社資料

## CSIQ グループは FIT 落札容量ダントツの第 1 位で、豊富なパイプラインを有する

日本においては、2009 年にカナディアン・ソーラー・ジャパン株式会社を設立し、2012 年には太陽光発電所建設を開始した。2015 年に太陽光発電所開発専業として分離設立した CSP を通じて 2017 年から始まった FIT 制度の入札に全 15 回のうち 9 回参加。落札容量合計は 180MW で、2 位の入札参加者（落札容量合計約 98MW）を大きく引き離して第 1 位である。現在 CSIF が有する太陽光発電所（出力容量合計 226.4MW）は 1 発電所を除き全て CSIQ グループから取得したものであるが、それ以外の CSIQ グループの太陽光発電所パイプライン（稼働済、建設中、開発中プロジェクト）は過去 5 年にわたって 300MW を上回る水準で推移しており、CSIF の成長可能性を担保する体制を維持し続けている。

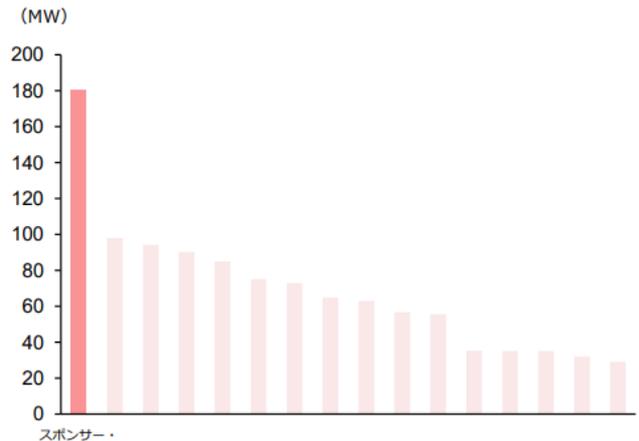
図表 4. CSIQ グループの豊富なパイプライン

■ スポンサーパイプラインに係る稼働予定年及びステータス別の内訳 (パネル出力ベース、2023年12月末日時点)



■ スポンサー・グループによるFIT制度の入札への積極的な参加・落札実績 (2023年3月末日時点)

**FITの落札容量ランキング**  
 スポンサー・グループは過去15回実施された入札に9回参加。落札した容量合計は**180.358MW**と入札参加者中、**第1位**



出所：会社資料

## 物件取得ルートが多様化を通じて成長機会の拡大を図る

CSIF の上場時の出力容量合計は 72.7MW であったが、その後の複数回の資産取得によって現在は 226.4MW に達しており、年率 20% で成長してきた。これは、年率 7~10% 程度で成長する国内市場全体の 2 倍もしくはそれ以上のペースでの成長ということになる。この高い成長率は、CSIQ グループが有する豊富なパイプラインによって支えられてきたものである。また、CSIF は今後の成長可能性をより高めるために、CSIQ グループのパイプラインからの物件取得に加えて、CSAM が国内に有する独自のネットワークを利用した第三者からの物件取得体制を構築することで、取得ルートの多様化に努めている。さらに、物件取得に際しては売主から直接取得するという従来の方法に加え、ブリッジファンドを通じた物件取得も行うようにすることで、売主と CSIF の取引希望タイミングの不一致の調整や、取得物件数・取得規模のコントロールを可能とし、物件取得機会の増加につなげる計画である。

## 2) 急速に進んだポートフォリオ分散

### 発電所の規模が大きかったり FIT の固定価格が高くて、発電所を高値掴みすれば収益性は下がる

CSIF が有する太陽光発電所は国内 31 か所、出力容量合計 226.4MW、平均出力容量 7.3MW で、大部分の発電所の FIT 価格は 30~40 円である。出力容量が大きい発電所トップ 3 は、CS 日出町第二発電所 (大分) (53.4MW)、CS 益城町発電所 (熊本) (47.7MW)、CS 大山町発電所 (鳥取) (27.3MW) である。逆に出力容量が小さい発電所トップ 3 は、CS 郡山市発電所 (福島県) (0.6MW)、CS 伊佐市発電所 (鹿児島) (0.9MW)、CS 大崎市化女沼発電所 (宮城) (0.9MW) である。規模が大きかったり FIT 価格が高くて、CSP など売主からの取得価格が割高だと収益性が低くなってしまうため、CSIF にとっては規模ではなく売主からの取得価格が各発電所の収益性の決定要因となる。加えて、当然のことながら、各地域の日照量や出力制御の状況も収益性に影響を及ぼす。

図表 5. CS 日出町第二発電所 (大分県) (53.4MW)



出所：会社資料

図表 6. CS 郡山市発電所 (福島県) (0.6MW)



出所：会社資料

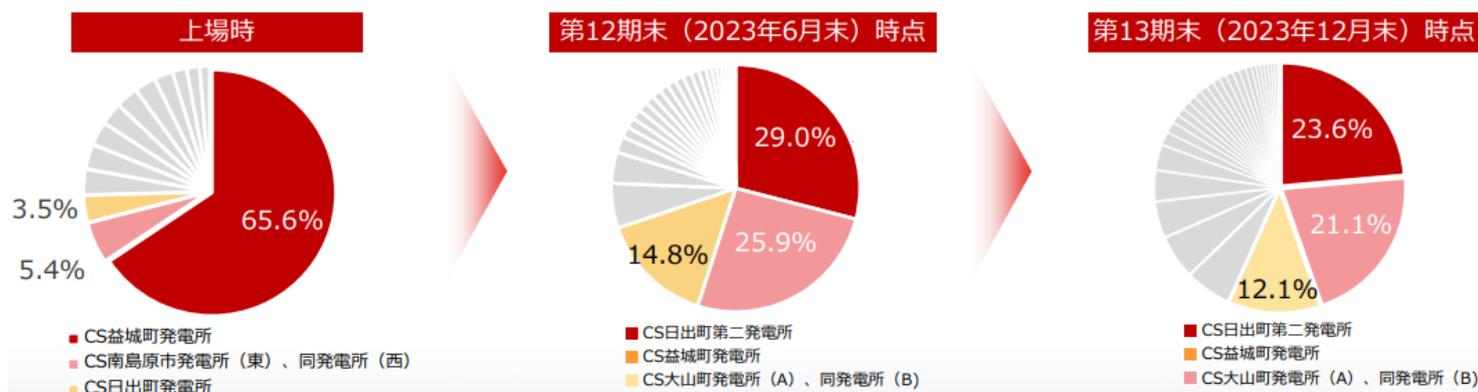
## 最も収益性が高い発電所は CS 笠間市発電所 (茨城県)

各発電所の賃貸収入から賃貸費用を引いたものが事業損益となり、賃貸費用の 7~8 割は減価償却費が占める。事業損益の賃貸収入に対する割合 (過去 3 年平均) が高い発電所トップ 3 は、CS 笠間市発電所 (茨城) (51.5%)、CS 益城町発電所 (熊本) (48.4%)、CS 郡山市発電所 (福島) (47.8%) である。逆に低い発電所トップ 3 は、CS 石狩新篠津村発電所 (北海道) (29.3%)、CS 丸森町発電所 (宮城) (30.3%)、CS 湧水町発電所 (鹿児島) (31.8%) である。なお、2023 年 12 月期に取得した 5 発電所は比較の対象外だが、直近期に限ってみると、概ね 50%を上回る水準の事業損益率となっており、相対的に収益性が高い状況となっている。

## 2023 年 12 月期にポートフォリオ分散が加速

ポートフォリオにおける上位 3 物件の比率は、上場時には CS 益城町発電所などで 74.5%と大きく偏っており、2023 年 6 月末時点においても CS 日出町第二発電所、CS 益城町発電所、CS 大山町発電所の 3 物件で 69.7%と依然として偏りは大きかった。しかし、2023 年 12 月期の追加取得を経て上位 3 物件の比率は 56.8%まで低下した。

図表 7. ポートフォリオにおける上位 3 物件の比率 (パネル出力ベース) の低下



出所：会社資料

## 2. 同業他社比較

### 1) 「垂直統合型モデル」が実現できるのは CSIF のみ

#### 上場インフラ投資法人は5つ存在

上場インフラ投資法人は同社を含め全部で5つ存在する。出力容量が大きい順にエネクス・インフラ投資法人 (243.4MW) (2019年上場)、CSIF (226.4MW) (2017年上場)、ジャパン・インフラファンド投資法人 (152.8MW) (2020年上場)、東京インフラ・エネルギー投資法人 (69.8MW) (2018年上場)、いちごグリーンインフラ投資法人 (25.8MW) (2016年上場) である。

#### 「垂直統合型モデル」が実現できるのは CSIF のみ

それぞれのスポンサーは、エネクス・インフラ投資法人が伊藤忠エネクス株式会社 (東証 P 8133) 等、CSIF がカナディアン・ソーラー・プロジェクト、ジャパン・インフラファンド投資法人が丸紅株式会社 (東証 P 8002) と株式会社みずほフィナンシャルグループ (東証 P 8411) 傘下のみずほ銀行とみずほ信託銀行、東京インフラ・エネルギー投資法人が半導体製造装置部品製造の株式会社アドバンテック (非上場)、いちごグリーンインフラ投資法人がいちご株式会社 (東証 P 2337) である。パネルメーカーがスポンサーを務め、「垂直統合型モデル」を実現できているのは CSIF のみである。

図表 8. 各インフラ投資法人のスポンサー

投資法人	スポンサー	事業内容
カナディアン・ソーラー・インフラ	カナディアン・ソーラー・グループ	世界第5位のソーラーパネルメーカー。発電所開発や蓄電池も扱う。
エネクス・インフラ	伊藤忠エネクス株式会社	伊藤忠商事子会社。LPガス、ガソリン、電力販売等を行う。
	三井住友信託銀行	三井住友トラスト・ホールディングスグループの中核企業。
	マキユリアホールディングス	ファンド運用事業と自己資金の運用を行う自己投資事業を行う。
	マイオーラ・アセットマネジメント	太陽光発電への豊富な投資実績 (世界で 2GW 以上) を有する。
ジャパン・インフラファンド	丸紅	芙蓉グループの総合商社。穀物分野や発電事業で業界上位。
	みずほ銀行	みずほフィナンシャルグループの中核企業。
	みずほ信託銀行	みずほフィナンシャルグループ傘下の信託銀行。
東京インフラ・エネルギー	アドバンテック	半導体製造装置部品製造企業。太陽光発電所開発も行う。
	あいおいニッセイ同和損害保険	MS&AD グループ傘下の損害保険会社。
いちごグリーンインフラ	いちご	不動産流動化事業を軸に J-REIT の運用も手掛ける。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 2) CSIF のパイプラインはインフラ投資法人中最大

#### 2023年にエネクス・インフラ投資法人が CSIF を抜いて出力容量トップに

5 インフラ投資法人の出力容量は、CSIF が上場して以降出力容量トップの状況が続いていたが、年率 80% で資産規模を拡大してきたエネクス・インフラ投資法人が 2023 年にトップとなった。3 位のジャパン・インフラファンド投資法人も年率 70% と急速に資産規模を拡大させている一方、4 位の東京インフラ・エネルギー投資法人は年率 30% と CSIF に近い水準、いちごグリーンインフラ投資法人にあっては、全く資産規模を拡大させていない。

# カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 9284 (東証インフラ)

## パイプラインの豊富さゆえ、CSIFが再びトップになる可能性あり

また、スポンサーパイプラインを見ると、エネクス・インフラ投資法人については 2019 年時点で 240MW 以上あったものが、急速に減少し、現在は 25.3MW に過ぎない。したがって、今後の資産規模拡大ペースは限定的なものとなる可能性が高い。CSIF、ジャパン・インフラファンド投資法人、東京インフラ・エネルギー投資法人の 3 社については、それぞれ 400MW に近い水準、200MW に近い水準、100MW を超える水準で概ね安定的にパイプラインの出力容量が推移してきており、今後の成長ペースに大きな変化は無いと思われる。いちごグリーンインフラ投資法人についてはパイプラインがゼロの状況が続いている。

図表 9. 各インフラ投資法人の出力容量推移 (MW)

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
カナディアン・ソーラー・インフラ	119.8	123.0	183.9	183.9	183.9	183.9	183.9	226.4
エネクス・インフラ	40.2	40.2	139.8	139.8	155.5	155.5	240.8	243.4
ジャパン・インフラファンド	30.4	30.4	57.3	57.3	90.0	103.2	152.8	152.8
東京インフラ・エネルギー	20.1	46.0	46.0	46.0	46.0	69.8	69.8	69.8
いちごグリーンインフラ	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8

※インフラ投資法人には 6・12 月決算先と 5・11 月決算先があり、5 月と 6 月決算先の数字を H1 に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 各インフラ投資法人のパイプライン容量推移 (MW)

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
カナディアン・ソーラー・インフラ	354.9	383.5	408.7	390.9	375.9	367.5	367.5	392.8
エネクス・インフラ	234.4	121.8	121.8	121.8	121.8	110.7	25.3	25.3
ジャパン・インフラファンド	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	150.0	150.0	150.0
東京インフラ・エネルギー	104.0	104.0	104.8	108.3	104.8	123.2	123.2	128.4
いちごグリーンインフラ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

※インフラ投資法人には 6・12 月決算先と 5・11 月決算先があり、5 月と 6 月決算先の数字を H1 に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## CSIF の発電所平均出力容量はエネクス・インフラ投資法人に次いで 2 位

現在の物件数はエネクス・インフラ投資法人が 12、CSIF が 31、ジャパン・インフラファンド投資法人が 45、東京インフラ・エネルギー投資法人が 23、いちごグリーンインフラ投資法人が 13 である。各発電所の平均出力容量はエネクス・インフラ投資法人が 20.3MW、CSIF が 7.3MW、ジャパン・インフラファンド投資法人が 3.4MW、東京インフラ・エネルギー投資法人が 3.0MW、いちごグリーンインフラ投資法人が 2.0MW となっている。ポートフォリオにおける上位 3 物件の比率はエネクス・インフラ投資法人が 72.3%、CSIF が 56.8%、ジャパン・インフラファンド投資法人が 34.6%、東京インフラ・エネルギー投資法人が 48.1%、いちごグリーンインフラ投資法人が 39.5%であり、エネクス・インフラ投資法人の偏りが最も大きくなっている。

## 3) 収益性は CSIF が突出

### 営業利益率も ROIC も CSIF が突出

収益性についてみると、過去 3 年の営業利益率は CSIF が 39.2%、エネクス・インフラ投資法人が 31.1%、東京インフラ・エネルギー投資法人が 28.8%、ジャパン・インフラファンド投資法人が 25.0%、いちごグリーンインフラ投資法人が 24.7%と、CSIF が突出している。過去 3 年の ROIC は CSIF が 1.8%、エネクス・インフラ投資法人が 1.2%、東京インフラ・エネルギー投資法人が 1.1%、ジャパン・インフラファンド投資法人が 1.2%、いちごグリーンインフラ投資法人が 1.4%と、やはり CSIF が突出した状況となっている。

図表 11. 各インフラ投資法人の営業利益率推移

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	3年平均
カナディアン・ソーラー・インフラ	36.0%	35.5%	42.6%	37.5%	42.9%	37.2%	33.5%	40.7%	39.2%
エネクス・インフラ	19.9%	20.5%	29.2%	27.2%	37.1%	32.6%	26.8%	32.5%	31.1%
ジャパン・インフラファンド	41.6%	36.4%	25.3%	22.7%	18.2%	28.5%	22.9%	29.0%	25.0%
東京インフラ・エネルギー	38.9%	30.7%	34.6%	23.2%	33.8%	30.4%	31.3%	20.9%	28.8%
いちごグリーンインフラ	30.5%	18.9%	29.0%	19.6%	31.1%	20.3%	28.1%	19.5%	24.7%

※インフラ投資法人には 6・12 月決算先と 5・11 月決算先があり、5 月と 6 月決算先の数字を H1 に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 12. 各インフラ投資法人の ROIC 推移

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	3年平均
カナディアン・ソーラー・インフラ	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	2.2%	1.8%	1.5%	2.0%	1.8%
エネクス・インフラ	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.5%	1.3%	1.0%	1.3%	1.2%
ジャパン・インフラファンド	1.3%	1.9%	1.0%	1.2%	0.8%	1.4%	0.9%	1.4%	1.1%
東京インフラ・エネルギー	1.9%	0.9%	1.5%	0.9%	1.6%	1.1%	1.3%	0.9%	1.2%
いちごグリーンインフラ	1.5%	1.0%	1.5%	1.1%	1.7%	1.2%	1.6%	1.2%	1.4%

※インフラ投資法人には 6・12 月決算先と 5・11 月決算先があり、5 月と 6 月決算先の数字を H1 に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 4) 配当利回りに BPS 変化率を勘案した実カバースの数值は CSIF がトップ

### CSIF の利益超過分配金への依存度は他インフラ投資法人の半分以下

収益性の違いにも関わらずいずれのインフラ投資法人の配当利回り（分配金利回り）は 6～7% 程度で大差無い状況である。これは収益性の低いインフラ投資法人が、配当（分配金）の構成要素である利益分配金と利益超過分配金のうち、利益超過分配金への依存度を高めることによって、埋め合わせを行った結果である。各社の過去 3 年の利益超過分配金依存度（利益超過分配金÷配当）は、CSIF が 21%、エネクス・インフラ投資法人が 48%、東京インフラ・エネルギー投資法人が 43%、ジャパン・インフラファンド投資法人が 44%、いちごグリーンインフラ投資法人が 54%と、CSIF が他社の半分以下の水準に抑制できている。

# カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 9284 (東証インフラ)

## 利益超過分配金依存度の違いは BPS の増減に反映

利益超過分配金依存度の違いは一株当たり純資産 (BPS) の増減の違いに表れている。過去3年の BPS 増減率は、CSIF が+3.1%、エネクス・インフラ投資法人が-2.7%、東京インフラ・エネルギー投資法人が-1.2%、ジャパン・インフラファンド投資法人が-2.9%、いちごグリーンインフラ投資法人が-5.3%と、CSIF のみがプラス推移となっている。言い換えれば、CSIF 以外のインフラ投資法人は純資産を切り崩すことで 6%近辺の配当水準を維持している状況にある。各インフラ投資法人について BPS 変化含み利回りを計算すると、2023 年 1 年で、CSIF が 6%程度、エネクス・インフラ投資法人が 5%程度、東京インフラ・エネルギー投資法人が 4%程度、ジャパン・インフラファンド投資法人が 4%程度、いちごグリーンインフラ投資法人が 3%程度となる。

※BPS 変化含み利回り = 配当利回り + (BPS 変化率 ÷ PBR)で計算。BPS 変化率の分母が一株当たり純資産 (BPS)であるところ、PBR で割ることによって分母を株価に変換し、配当利回りと足し合わせることを可能とした。

図表 13. 各インフラ投資法人の配当利回り (=分配金利回り) 推移

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	3年平均
カナディアン・ソーラー・インフラ	6.5%	5.5%	5.8%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.7%	6.2%
エネクス・インフラ	6.5%	6.7%	6.3%	6.8%	9.9%	6.4%	6.6%	6.9%	6.6%
ジャパン・インフラファンド	1.2%	4.2%	6.0%	6.5%	6.6%	6.5%	6.6%	6.8%	6.5%
東京インフラ・エネルギー	5.1%	6.2%	6.0%	6.5%	6.2%	6.6%	6.4%	6.5%	6.3%
いちごグリーンインフラ	6.6%	6.1%	5.7%	5.8%	6.0%	5.9%	5.6%	5.8%	5.8%

※インフラ投資法人には 6・12 月決算先と 5・11 月決算先があり、5 月と 6 月決算先の数字を H1 に記載。

出所：各社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 14. 各インフラ投資法人の利益分配金利回り推移

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	3年平均
カナディアン・ソーラー・インフラ	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.6%	5.7%	4.7%	5.1%	5.0%
エネクス・インフラ	3.5%	2.7%	2.5%	2.9%	4.7%	3.8%	3.1%	2.9%	3.2%
ジャパン・インフラファンド	0.6%	3.1%	3.9%	4.0%	4.0%	3.6%	3.5%	3.4%	3.6%
東京インフラ・エネルギー	3.6%	4.1%	3.3%	3.7%	3.7%	4.5%	3.5%	3.3%	3.7%
いちごグリーンインフラ	2.8%	2.6%	2.5%	2.6%	2.9%	2.9%	2.6%	2.6%	2.7%

※インフラ投資法人には 6・12 月決算先と 5・11 月決算先があり、5 月と 6 月決算先の数字を H1 に記載。

出所：各社資料より戦略・アドバイザーズ作成

# カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 9284 (東証インフラ)

図表 15. 各インフラ投資法人の利益超過分配金依存度 (=利益超過分配金÷配当)

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	3年平均
カナディアン・ソーラー・インフラ	19%	16%	25%	23%	0%	16%	31%	18%	18%
エネクス・インフラ	60%	60%	57%	57%	41%	38%	68%	48%	48%
ジャパン・インフラファンド		16%	52%	23%	53%	35%	61%	41%	44%
東京インフラ・エネルギー	32%	59%	32%	56%	24%	40%	50%	47%	43%
いちごグリーンインフラ	58%		56%		52%		54%		54%

※インフラ投資法人には6・12月決算先と5・11月決算先があり、5月と6月決算先の数字をH1に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. 各インフラ投資法人の一株当たり純資産 (BPS) 推移

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
カナディアン・ソーラー・インフラ (前年同期比)	93,998 -2.1%	93,397 -1.3%	104,463 +11.1%	103,665 +11.0%	103,818 -0.6%	103,053 -0.6%	101,898 -1.8%	103,280 +0.2%
エネクス・インフラ (前年同期比)	86,894 -3.1%	88,110 -3.9%	84,932 -2.3%	86,263 -2.1%	82,042 -3.4%	81,542 -5.5%	80,253 -2.2%	80,952 -0.7%
ジャパン・インフラファンド (前年同期比)	91,808 -	93,127 -	89,805 -2.2%	89,116 -4.3%	87,956 -2.1%	86,683 -2.7%	85,257 -3.1%	84,065 -3.0%
東京インフラ・エネルギー (前年同期比)	89,582 -2.6%	87,998 -1.3%	87,328 -2.5%	86,020 -2.2%	86,322 -1.2%	88,365 +2.7%	85,981 -0.4%	85,028 -3.8%
いちごグリーンインフラ (前年同期比)	44,094 -4.9%	40,866 -4.5%	42,018 -4.7%	38,777 -5.1%	40,149 -4.4%	36,632 -5.5%	37,776 -5.9%	34,377 -6.2%

※インフラ投資法人には6・12月決算先と5・11月決算先があり、5月と6月決算先の数字をH1に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 17. BPS 変化含み利回り計算値推移

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
カナディアン・ソーラー・インフラ	4.8%	4.6%	15.0%	15.4%	5.7%	5.7%	4.6%	6.9%
エネクス・インフラ	3.6%	2.9%	4.3%	4.8%	6.8%	1.7%	4.7%	6.2%
ジャパン・インフラファンド			4.0%	2.3%	4.6%	3.9%	3.7%	3.9%
東京インフラ・エネルギー	2.8%	5.0%	3.8%	4.5%	5.2%	9.2%	6.0%	2.8%
いちごグリーンインフラ	2.9%	3.1%	2.8%	2.9%	3.5%	3.1%	2.6%	2.8%

※インフラ投資法人には6・12月決算先と5・11月決算先があり、5月と6月決算先の数字をH1に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5) 外国人投資家に選好されているのは CSIF

### 外国人投資家の投資口割合は CSIF が 9.6%と突出している

投資口数における投資主の比率を見ると、CSIF 以外の投資法人における外国法人・個人の割合は 1.0~2.0%程度であるのに対し、CSIF は 9.6%と突出しており、外国人投資家に選好されている状況である。また、スポンサーの比率は CSIF といちごグリーンインフラ投資法人のみが二桁の比率で、他の投資法人に比べて投資主とスポンサーの利益の一致度が高いため、ガバナンスが効きやすい体制となっている。なお、国内の個人投資家の割合が約 70%と相対的に高いのは、エネクス・インフラ投資法人、ジャパン・インフラファンド投資法人、東京インフラ・エネルギー投資法人の 3 投資法人である。

図表 18. 各インフラ投資法人の投資主状況 (投資口数)

投資法人	スポンサー	国内金融機関	国内法人	国内個人	外国法人・個人
カナディアン・ソーラー・インフラ	14.5%	13.8%	7.2%	54.8%	9.6%
エネクス・インフラ	2.5%	12.2%	10.6%	73.5%	1.0%
ジャパン・インフラファンド	1.6%	15.3%	12.4%	69.5%	1.0%
東京インフラ・エネルギー	3.6%	14.8%	7.0%	73.7%	0.9%
いちごグリーンインフラ	27.8%	11.2%	5.8%	53.2%	1.9%

※各インフラ投資法人の直近期の数値を記載。

※ジャパン・インフラファンド投資法人のスポンサーであるみずほ銀行の出資比率は不明であるため、最大 0.8%が国内金融機関の数値が実際は低く、スポンサーの数値が高い可能性がある。

出所：各社資料より戦略・アドバイザーズ作成

## 3. 模倣困難性が生む競争優位性

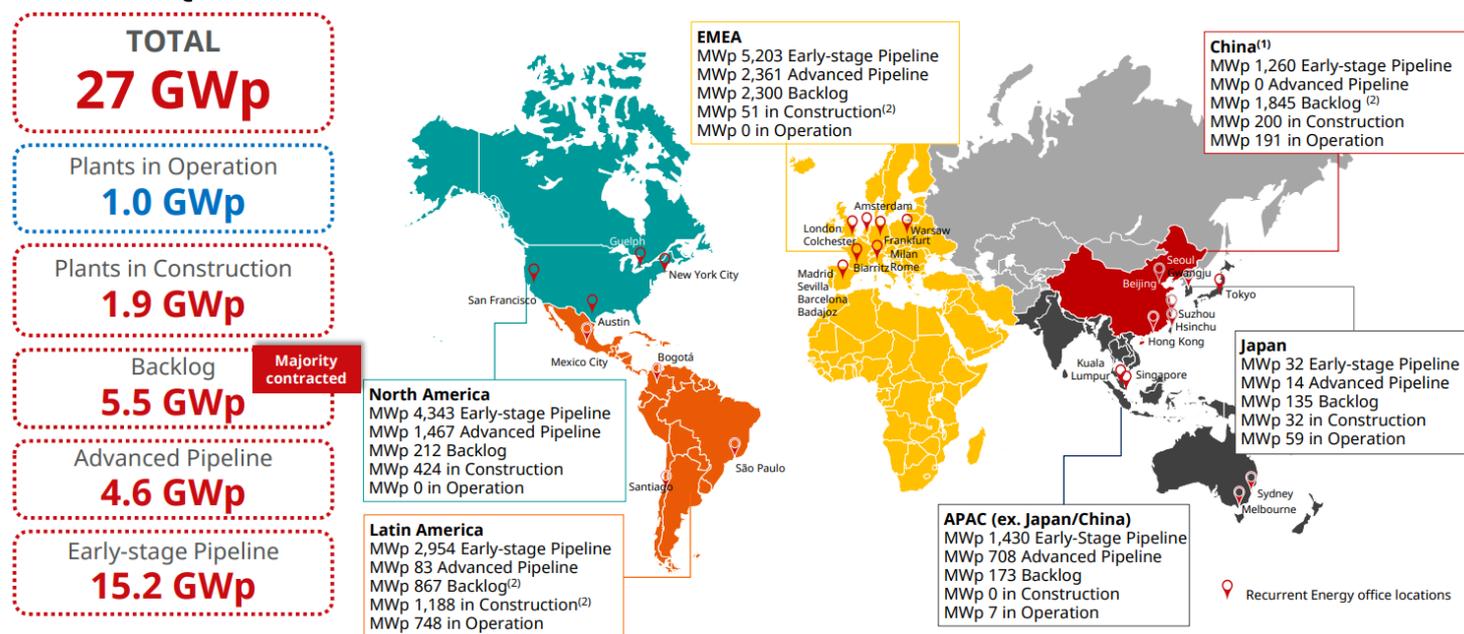
経営学者のジェイ・B・バーニーは、企業の競争優位性をもたらす資源として「模倣困難性」をあげている。模倣困難性とは、他社が真似することが難しく、そのためには多大な時間とコストがかかることを意味している。

CSIF の模倣困難性は、世界第 5 位のパネルメーカーをスポンサーとしている「垂直統合型モデル」である。

### CSIQ の発電所パイプラインは世界で 27GW と日本案件の 70 倍

CSIF のスポンサーグループである CSIQ は、世界第 5 位のパネルメーカーである。CSIQ は太陽光発電所開発事業に 2010 年から参入し、2012 年には日本でも発電所建設を開始するなど、長年の知見を積み上げてきた。地理的には北米、南米、欧州、アフリカ、中国、日本、東南アジア等世界各地で太陽光発電所開発を行っており、世界全体の現在のパイプラインは約 27,000MW と日本で有するパイプライン (392.8MW) の 70 倍に迫る水準である。世界各地の様々な環境下での発電所建設を 10 年以上にわたって行ってきた CSIQ の発電所建設に関する知見は世界最高水準にあると考えられる。

図表 19. CSIQ の世界のパイプライン



出所：CSIQ 資料

### パネル特性に精通した CSIQ の知見を発電所開発・運営に活用できる

また、CSIQ は開発する太陽光発電所に自社製パネルを使用している。当然ながら CSIQ は自社製パネルの特性を熟知しているため、パネル特性を踏まえた用地選定や発電所設計を行っており、高効率の発電と長期にわたる安定稼働を実現する上で最適化された発電所建設を実現している。さらに、CSIQ はパネルメーカーとして他社製パネルの特性も常に研究し続けている。したがって、将来的に CSIF が他社製パネルを使用した太陽光発電所を第三者から購入することを検討する際には、パネルの特性や発電所の品質の高さについて、CSIQ の知見を活用した検討を行うことができる。

## O&Mでは日本とカナダの二重チェック体制を実現

O&Mについては、CSOMJが日本でSCADAという産業用汎用システムを使用してリアルタイムで運営監視しているが、これに加え、カナダのオンタリオ州でCanadian Solar O&M Incが、CS Eyeという年中無休 24 時間運用のグローバルな統合管理システムを通じて運営監視している。グローバル企業ゆえに可能な時差を克服した 2 重チェック体制で、太陽光発電所の安定稼働を担保している。

## 中国上場の太陽光パネル上位 4 メーカーは日本で大規模開発を行っていない

なお、太陽光パネル生産量でCSIQを上回る 4 社はいずれも中国に上場するJinko Solar Co Ltd (上海 688223)、Trina Solar Co Ltd (上海 688599)、LONGi Green Energy Technology Co Ltd (上海 601012)、JA Solar Technology Co Ltd (深圳 002459)であるが、日本においては大規模な太陽光発電所開発は行っていない。

## 4. 国内太陽光発電市場と CSIF の成長戦略

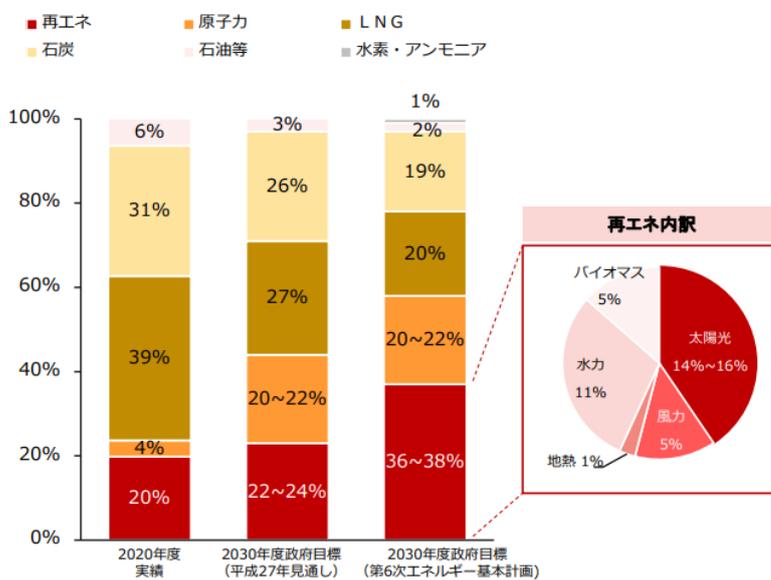
### 1) 国内市場は 2030 年まで年率 5~7%で成長する見通し

#### FIT 案件の割合は徐々に低下

第 6 次「エネルギー基本計画」における 2030 年の太陽光発電累積導入量は 117.6GW であり、2023 年 3 月時点の 70.7GW からの 7 年間、毎年 5~6GW 程度の導入が進み、年率 5~7%で成長する見通しである。矢野経済研究所によると、2023 年の導入量約 5GW の 80%程度が FIT 案件であるのに対し、その後は徐々に割合が低下し、2030 年には 15%程度になると見込まれる。

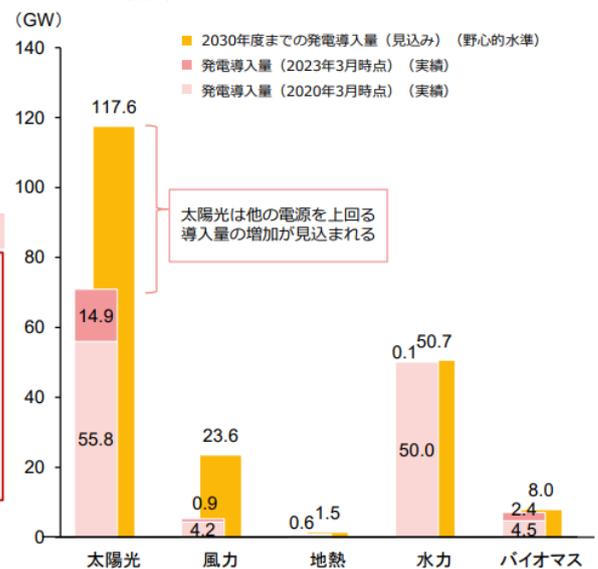
図表 20. 再生可能エネルギー普及に向けた日本政府の積極的姿勢による後押し

#### 電源構成に占める再生可能エネルギー比率



出所：経済産業省資源エネルギー庁総合資源エネルギー調査会 基本政策分科会資料を基に本資産運用会社作成

#### 再生可能エネルギーにおける各主電源種類の導入量見込み



出所：経済産業省資源エネルギー庁総合資源エネルギー調査会 基本政策分科会資料を基に本資産運用会社作成  
注：発電導入量 (2023年3月時点) (実績) は、発電導入量 (2020年3月時点) (実績) からの増加量を記載しています。

出所：会社資料

### 2) CSIF の成長ペースは引き続き国内市場成長ペースを上回る見通し

#### CSIF の中期的な成長目標は全て FIT 案件で実現可能

CSIF の既保有発電所 (容量合計 226.4MW) とパイプライン (容量合計 392.8MW) は全て FIT 案件である。CSIF は中期的に資産規模を現在の 970.1 億円から 2,000 億円へと 2 倍以上に拡大する目標を掲げるが、この目標を達成する上では計算上、全て FIT 案件で達成することが可能である。仮に 2026 年に容量合計を 2 倍にすると仮定すると、年率 26%成長となる。市場全体の成長率を大きく上回る水準での規模拡大が見込まれる。

#### 同業他社には中期目標を示していない投資法人も存在

なお、東京インフラ・エネルギー投資法人は FIT 案件のみで 291 億円から 500 億円への資産規模拡大と、CSIF と類似の目標を掲げる一方、ジャパン・インフラファンド投資法人は 676 億円から、非 FIT 案件や風力・バイオマス・水力等も合わせて中期的に 1,000 億円にする、と不確定要素が多い内容となっている。エネクス・インフラ投資法人にあっては、中期目標を示していない。

資産規模拡大で大規模発電所追加取得許容量が増せば、収益性向上を実現しやすくなる

CSIF はセカンダリー市場の盛り上がりという好機をとらえ、資産規模拡大スピードの加速を狙う

資産規模拡大のメリットを改めて整理すると、管理部門人件費比率の低下や複数の太陽光発電所が近隣に所在することによる O&M 効率の向上、信用力の向上による借入金利の低下、などが考えられるが、最大のメリットは大容量太陽光発電所の取得が容易になることである。現時点においても出力容量が 30MW を上回る発電所を保有するのは CSIF とエネクス・インフラ投資法人と、上位 2 社のみである。発電所取得において取れるオプションが多ければ多いほど、より収益性を高めやすく、株価上昇につなげられる可能性が増す。

資産規模拡大戦略の追い風となっているのが、足元のセカンダリー市場の活発化である。FIT 価格の低下・終了による開発からの撤退を決定した外国企業などや、2018 年から始まった出力制御が 2022 年に拡大したことを嫌気した発電所オーナー（個人や海外企業等）が、発電所売却を図る動きを見せていることが要因であると考えられる。CSIF はこの好機をとらえ、セカンダリー市場からの発電所取得を通じた資産規模拡大スピードの加速も狙っている。

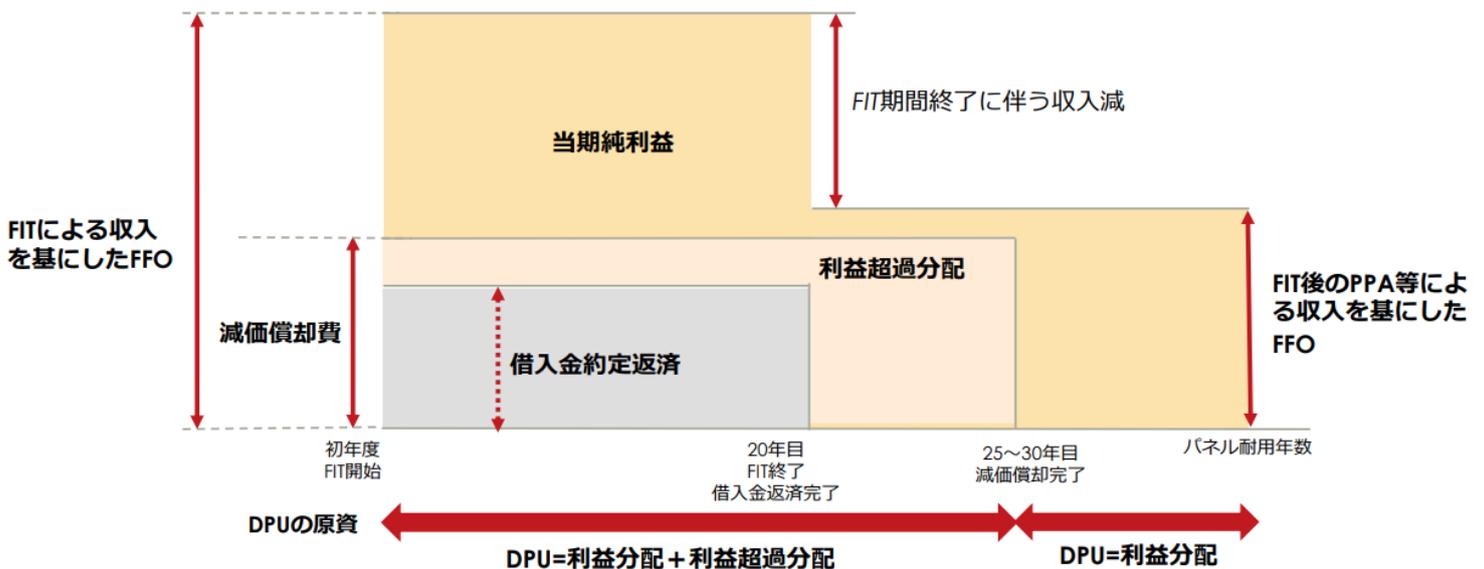
### 3) 借入金返済期間が減価償却期間と合わせられれば、事業成長スピードを加速できる

出力容量成長スピードを毎年 2MW 分以上加速できる可能性あり

なお、CSIF が発電所取得に際して金融機関から調達する借入金の約定弁済は、減価償却が完了するまでの 25~30 年間ではなく、FIT が終了するまでの 20 年間にわたって約定弁済する契約となっている。返済期間が短い分手元資金を圧縮する影響を及ぼしているため、仮に返済期間を減価償却期間と合わせた 25~30 年に延ばせれば、CSIF の事業成長スピードをより加速できる可能性がある。例えば 2023 年の約定弁済額は約 26 億円であったが、この金額を 2/3 の 17 億円にして 9 億円圧縮できれば、1 年間で 2MW 分以上の発電所追加取得が可能となる（一般に言われている 1MW が 4 億円の相場で計算）。

図表 21. CSIF の収益イメージ

$$FFO = \text{当期純利益} + \text{減価償却費} \pm \text{設備等売却損益}$$



出所：会社資料

## 5. 当面の業績動向

### 1) 2023/12 期業績

**2023/12 期は前年同期比で当期純利益 +30.5%**

CSIF の 2023/12 期業績は、売上高 4,538 百万円（前年同期（2022/12 期）比 +22.2%）、営業利益 1,847 百万円（同+40.7%）、経常利益 1,387 百万円（同+30.6%）、当期純利益 1,386 百万円（同+30.5%）となった。2023 年 7 月 19 日付で新たな資産 5 物件、同年 12 月 1 日付で 1 物件を取得したことが増収増益につながった。

**オンライン出力制御装置導入によって想定逸失変動賃料を抑え込む**

なお出力制御については、2022/12 期の 24 回から 2023/12 期には 151 回と大幅に増えたが、オンライン出力制御装置の導入によって終日制御から時間単位の制御への移行を進め、出力制御を発電量のピーク時間に限定することが可能となり、想定逸失変動賃料は一定程度に収まった。ちなみに、2023/6 期の出力制御回数は 691 回と多いがこれは季節要因で、春に日照時間の増加で発電量が多くなる一方で冷暖房などの電力需要は少ないという需給ミスマッチに起因する。

**政府レベルで出力制御低減に向けた具体的対策が打ち出されている**

再生可能エネルギー普及の障害となる出力制御については、政府レベルで供給面、需要面、系統面での対策が検討され、2023 年 12 月に「再エネ出力制御対策パッケージ」として具体的対策が打ち出されている。また、CSIF が所属する一般社団法人上場インフラファンド協議会は、一部の送配電事業者からの出力制御に関する情報が不十分かつタイムリーでないことから、透明性の高い情報開示を求めて、2023 年 11 月に出力制御に関する質問及び意見書を提出済みである。

図表 22. 再エネ出力制御対策パッケージ

需要対策		供給対策	
<b>家庭部門</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 家庭用蓄電池・ヒートポンプ給湯機の導入等を通じた需要の創出・シフト</li> <li>● 機器のDR Ready化（通信制御機器の設置）</li> <li>● 需要側のリソースの活用に向けた消費者の行動変容の促進（出力制御時間帯の需要を創出する取組等の推進等）</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 再エネ発電設備のオンライン化の更なる推進等</li> <li>● 新設火力発電の最低出力引下げ(50%→30%)、既設火力発電への同基準遵守協力要請</li> <li>● 出力制御時の他エリアでの非調整電源の出力引下げ</li> <li>● 火力等発電設備の運用高度化</li> <li>● 水力発電を活用した出力制御量の抑制</li> <li>● 電力市場の需給状況に応じた再エネの供給を促すFIP制度の更なる活用促進</li> </ul>	
<b>産業部門</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 系統用：蓄電池、再エネ併設蓄電池、水電解装置の導入を通じた需要の創出・シフト</li> <li>● 事業者用：蓄電池の導入や、事業者所有設備への通信制御機器の設置の支援等</li> <li>● 電炉等の電力多消費産業におけるDRの推進</li> <li>● 電力の供給構造の変化に合わせた電力多消費産業の立地誘導・需要構造の転換</li> </ul>		<b>系統等対策</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>系統増強等</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 連系線の運用見直し等による域外送電量の拡大</li> <li>● 地域間連系線の更なる増強による域外送電量の拡大</li> </ul> </li> <li>● <b>電力市場構造における対応（中長期的な検討課題）</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 連価格メカニズムを通じた供給・需要の調整・誘導</li> </ul> </li> </ul>	

出所：会社資料

図表 23.業績動向 (単位：百万円)

決算期	20/12	21/6	21/12	22/6	22/12	23/6	23/12	会予 24/6
<b>売上高 (賃貸収入)</b>	<b>2,414</b>	<b>3,425</b>	<b>3,587</b>	<b>4,061</b>	<b>3,715</b>	<b>3,453</b>	<b>4,538</b>	<b>4,500</b>
(前年同期比)	15.6%	<b>46.9%</b>	48.6%	18.6%	3.6%	-15.0%	22.2%	30.3%
<b>営業費用</b>	<b>1,555</b>	<b>1,966</b>	<b>2,243</b>	<b>2,317</b>	<b>2,332</b>	<b>2,297</b>	<b>2,691</b>	<b>2,829</b>
賃貸費用	1,409	1,781	2,034	2,091	2,115	2,083	2,415	
資産運用報酬	61	88	112	127	116	109	169	
一般事務委託手数料	19	23	28	28	27	29	28	
役員報酬	2	2	2	2	2	2	2	
租税公課	0	2	0	0	0	0	3	
その他	63	69	67	68	72	73	74	
<b>営業利益</b>	<b>858</b>	<b>1,459</b>	<b>1,345</b>	<b>1,744</b>	<b>1,383</b>	<b>1,156</b>	<b>1,847</b>	<b>1,671</b>
(売上高営業利益率)	35.5%	42.6%	37.5%	42.9%	37.2%	33.5%	40.7%	37.1%
<b>営業外収益</b>	<b>37</b>	<b>91</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>40</b>	<b>57</b>	<b>2</b>	
受取利息	0	0	0	0	0	0	0	
受取配当金	-	0	-	0	-	0	-	
未払分配金除斥益	-	-	-	-	-	0	1	
受取保険金	1	79	8	-	39	57	-	
受取保証料	-	-	-	-	-	-	1	
還付加算金	-	0	0	-	-	-	-	
雑収入	36	12	0	3	0	0	0	
<b>営業外費用</b>	<b>178</b>	<b>476</b>	<b>230</b>	<b>237</b>	<b>209</b>	<b>209</b>	<b>462</b>	
支払利息	111	147	160	151	149	141	184	
投資法人債利息	4	17	19	19	19	19	19	
投資法人債発行費償却	1	3	3	3	3	3	3	
融資関連費用	57	213	38	38	38	38	213	
投資口交付費	-	73	-	-	-	8	42	
固定資産除却損	5	24	10	27	-	-	1	
<b>経常利益</b>	<b>717</b>	<b>1,074</b>	<b>1,123</b>	<b>1,510</b>	<b>1,214</b>	<b>1,004</b>	<b>1,387</b>	<b>1,404</b>
(売上高経常利益率)	29.7%	31.4%	31.3%	37.2%	32.7%	29.1%	30.6%	31.2%
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>717</b>	<b>1,074</b>	<b>1,123</b>	<b>1,510</b>	<b>1,214</b>	<b>1,004</b>	<b>1,387</b>	
法人税等合計	1	1	1	1	1	1	1	
<b>当期純利益</b>	<b>716</b>	<b>1,073</b>	<b>1,122</b>	<b>1,509</b>	<b>1,213</b>	<b>1,003</b>	<b>1,386</b>	<b>1,403</b>
(売上高当期純利益率)	29.7%	31.3%	31.3%	37.2%	32.7%	29.0%	30.5%	31.2%

出所：会社資料

## 2) 2024/6 期以降の業績予想

### 2024/6 期は前年同期比で当期純利益 + 31.2% 見込み

2024/6 期の業績予想は、売上高 4,500 百万円（前年同期比+30.3%）、営業利益 1,671 百万円（同+37.1%）、経常利益 1,404 百万円（同+31.2%）、当期純利益 1,403 百万円（同+31.2%）である。2023/12 期に行った資産取得による出力容量の増加やオンライン出力制御装置の導入によって、売上高、利益ともに 2023/6 期に比して約 30% 増加する見通しである。一口当たり分配金（利益超過分配金を含む）は 3,775 円と、2023/12 期に比して 25 円増加する見通しである。

### 資産取得如何では予想数値の上振れ可能性あり

2024/12 期、2025/6 期についても 2024/6 期と同水準の売上高、利益水準、一口当たり分配金を予想しているが、さらなる太陽光発電所取得を織り込まない前提での数値であり、資産取得が行われれば、数値が上振れする可能性がある。

## 6. ESG

### 上場インフラ投資法人としてTCFDに初めて対応

CSIFは2022年2月に、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）に沿った開示を実施した。TCFDは気候関連の情報開示及び金融機関の対応をどのように行うかを検討するため、G20の要請を受け金融安定理事会（FSB）が設置した組織で、気候変動に関する情報開示に関して「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」及び「指標と目標」を推奨項目として開示することを推奨しており、これに対応したものである。上場インフラ投資法人としてはCSIFが初めて対応した。

### グリーンファイナンス・フレームワークの最上位評価を取得

2023年2月にはCSIFにとって特に重要性の高いESG課題（マテリアリティ）を選定し、マテリアリティ項目解決に係るKPI及び具体的施策を示したESGレポートを発行。6月にはグリーンファイナンス・フレームワークを改定し、JCRから最上位の評価であるGreen1(F)を取得した。

### 欧州のSFDRにも適合

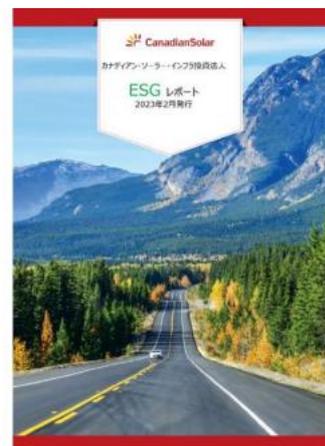
また、CSIFの開示内容は、欧州で投資商品のグリーンウォッシュ（あたかも環境に配慮していると思わせること）を防止するために策定されたサステナビリティ関連開示規則（SFDR）にも適合したものとなっている。

### 発電所所在地域の環境・社会に配慮した取り組みを実施

発電所が所在する各地域においては、オオタカ等の希少種に対する配慮のためにチェーンソーの使用を控えてフェンスを保護色に着色する対応（CS 大山町発電所）、フランススコ・ザビエルが通ったとされる史跡コースウォーキング大会の協賛（CS 日出町・日出町第二発電所）、公園の寄贈（CS 大山町発電所）、台風被害への見舞金贈呈（CS 丸森町発電所）等の環境や社会に配慮した取り組みを行っている。

### 図表 24. ESGレポートの発行

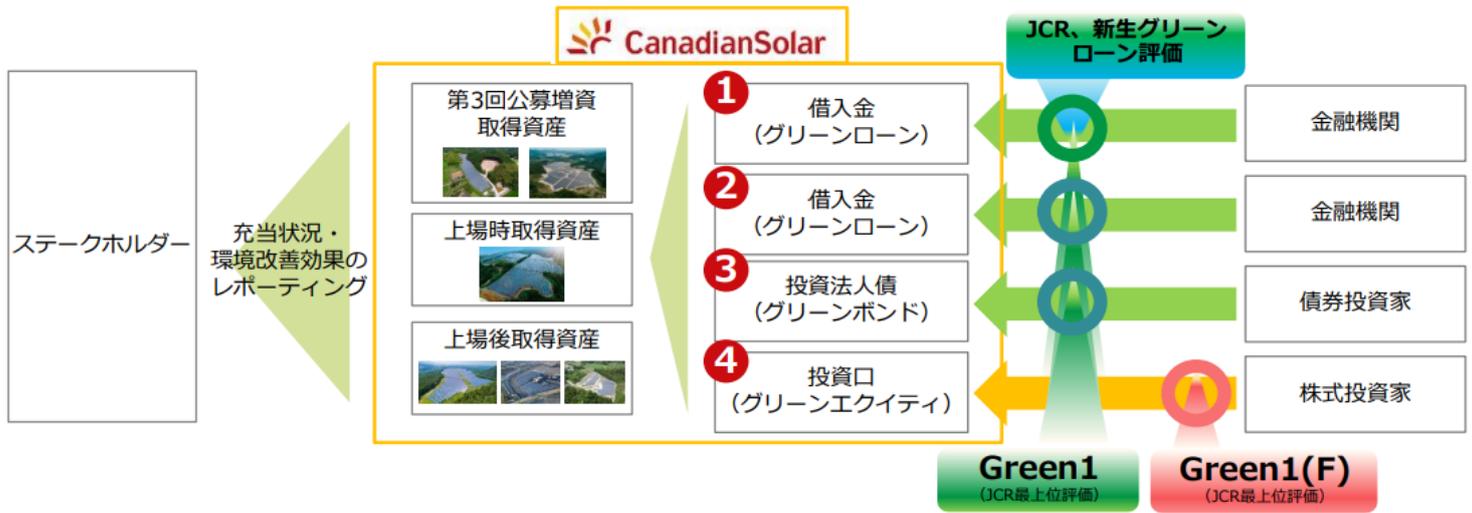
- 本資産運用会社は、2022年2月にはTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言への賛同を表明し、本投資法人及び本資産運用会社は、2023年2月にESGレポートを発行
- 本投資法人にとって特に重要性の高いESG課題（マテリアリティ）を選定し、今後の活動を通じマテリアリティ項目に係るKPIの設定及び具体的施策を実施することで、目標達成及び更なる向上に向けた取り組みを推進



出所：会社資料

# カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 9284 (東証インフラ)

図表 25. グリーンファイナンス・フレームワークに対して最上位の評価を取得



出所：会社資料

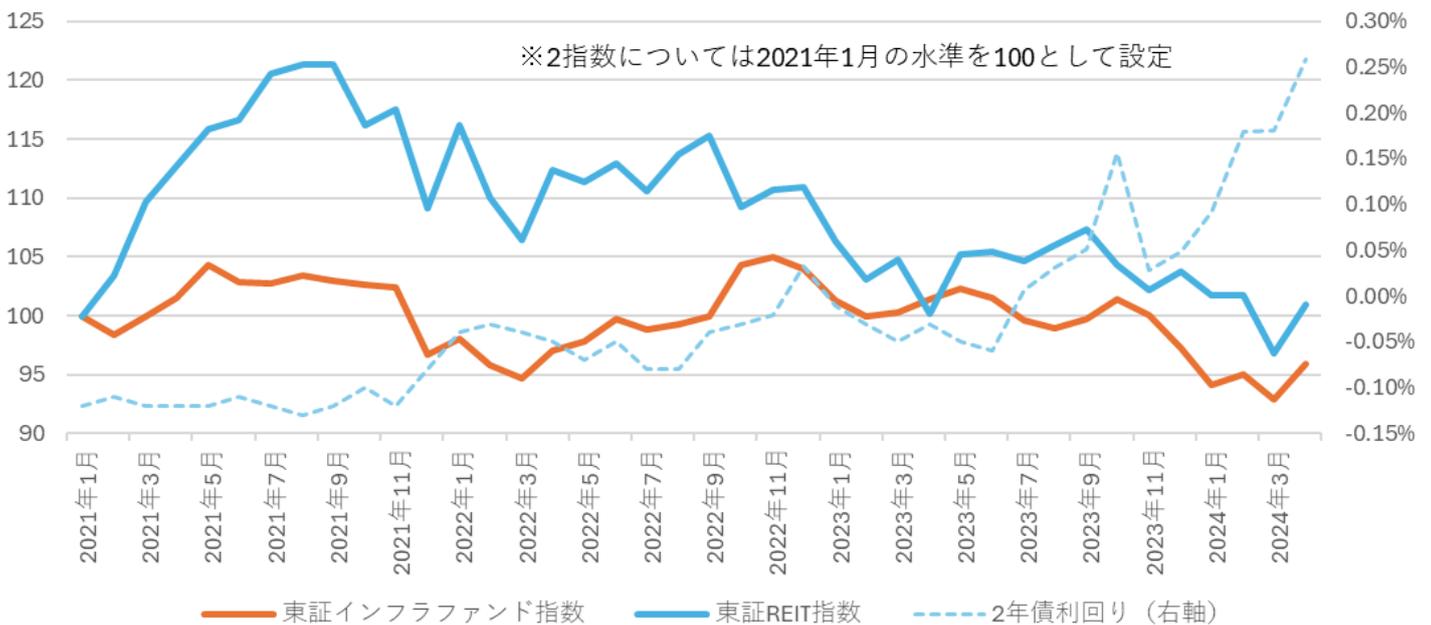
## 7. バリュエーション

### 1) 金利上昇局面でインフラ投資法人に短期的な売られ過ぎ感あり

**インフラ投資法人の株価は REIT の株価に比して安定的に推移も、足元は金利上昇の影響で下落**

インフラ投資法人は天候や出力制御の状況によって売電量には変化が生じるものの、売電単価自体は最長 20 年間にわたって一定であるため、REIT に比して安定的に株価が推移する傾向がある。ただし、金利の上昇はインフラ投資法人にも REIT にも共通してマイナス要素であり、2023 年半ば以降の金利上昇は株価の下押し圧力（配当利回りの上昇圧力）につながっている。

図表 26. 東証インフラファンド指数、東証 REIT 指数、2 年債利回りの推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

**短期的な売られ過ぎ感から複数のインフラ投資法人の株価が反発する可能性あり**

2023 年 4 月と 2024 年 4 月の 2 年債利回り及び各インフラ投資法人の配当利回りの変化を比較すると、2 年債利回りの上昇とトレンドを同じくして大部分のインフラ投資法人の配当利回りも上昇している。ただし上昇幅は、2 年債利回りが 0.36%なのに対して複数のインフラ投資法人の配当利回りが 0.36%を上回る水準で上昇している。したがって、株価が売られ過ぎていると判断され、短期的には反発していく可能性がある。

図表 27. 2年債利回り及び各インフラ投資法人の配当利回り変化 (2023年5月と2024年5月)

投資法人	2023年5月	2024年5月	変化
2年債利回り	-0.05%	0.31%	+0.36%
カナディアン・ソーラー・インフラ	6.09%	6.60%	+0.50%
エネクス・インフラ	6.60%	6.95%	+0.35%
ジャパン・インフラファンド	6.59%	6.98%	+0.39%
東京インフラ・エネルギー	6.09%	6.54%	+0.45%
いちごグリーンインフラ	5.76%	5.39%	-0.37%

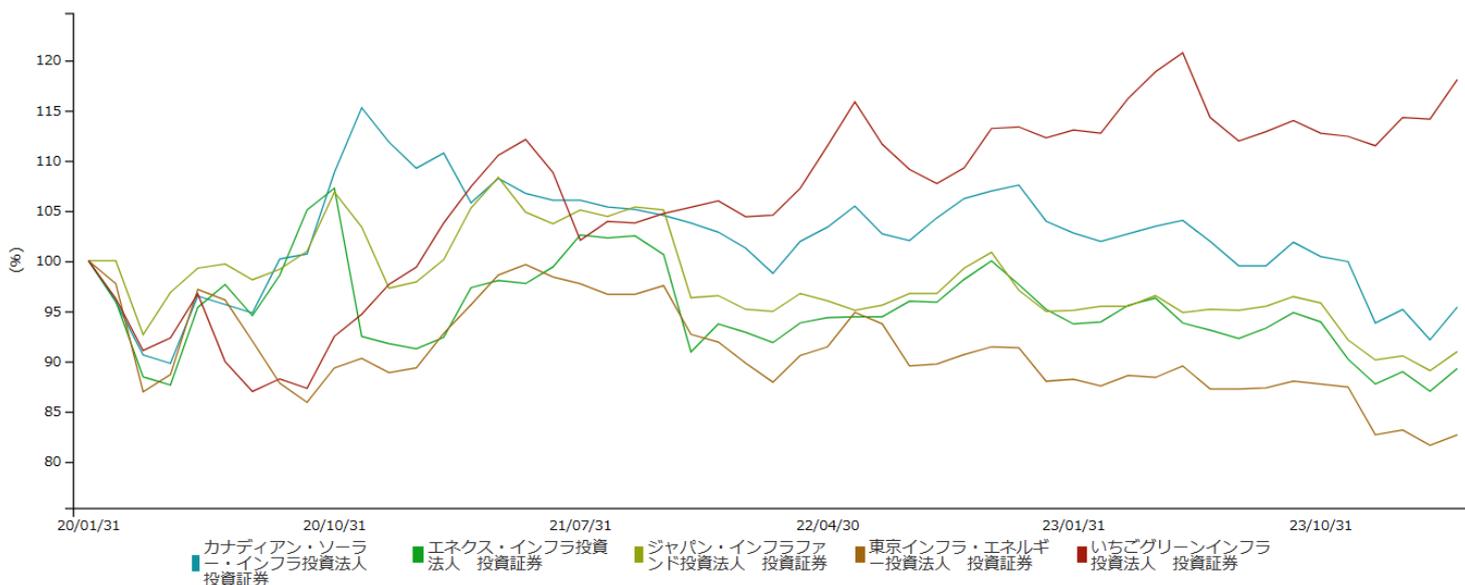
出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 長期推移を比較すると、CSIFに相対的な売られ過ぎ感あり

### 長期的にはいちごグリーンインフラ以外概ね横ばいで推移

各インフラ投資法人の長期株価推移を個別にみると、配当性向がCSIFの2倍と最も高いいちごグリーンインフラ投資法人以外は、概ね横ばいで推移してきた。

図表 28. インフラ投資法人の株価推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

# カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 9284 (東証インフラ)

**長期的な売られ過ぎ感から CSIF の株は相対的に上昇する可能性がある**

ただし、CSIF のみが BPS の水準を概ね維持してきた一方で他のインフラ投資法人は BPS を減らしてきたために、株価が概ね横ばいで推移してきた結果、PBR 推移については CSIF の PBR 低下が際立っている状況である。今後、BPS 含みの実力ベースの利回りに関する市場の認識が深まれば、CSIF の株価は、他のインフラ投資法人に比して相対的に上昇する可能性がある。

**図表 29. 各インフラ投資法人の PBR と、BPS 変化含み利回りの推移**

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	3年 CAGR
カナディアン・ソーラー・インフラ (BPS 変化含み利回り)	1.21 4.8%	1.43 4.6%	1.21 15.0%	1.18 15.4%	1.18 5.7%	1.20 5.7%	1.19 4.6%	1.08 6.9%	-4.8% -
エネクス・インフラ (BPS 変化含み利回り)	1.06 3.6%	1.02 2.9%	1.11 4.3%	1.02 4.8%	1.11 6.8%	1.16 1.7%	1.13 4.7%	1.08 6.2%	+2.1% -
ジャパン・インフラファンド (BPS 変化含み利回り)	1.03 -	1.05 -	1.11 4.0%	1.03 2.3%	1.03 4.6%	1.06 3.9%	1.06 3.7%	1.04 3.9%	+0.3% -
東京インフラ・エネルギー (BPS 変化含み利回り)	1.13 2.8%	1.06 5.0%	1.18 3.8%	1.12 4.5%	1.14 5.2%	1.04 9.2%	1.06 6.0%	1.02 2.8%	-1.6% -
いちごグリーンインフラ (BPS 変化含み利回り)	1.30 2.9%	1.52 3.1%	1.65 2.8%	1.74 2.9%	1.77 3.5%	1.95 3.1%	1.93 2.6%	2.07 2.8%	+12.3% -

※インフラ投資法人には 6・12 月決算先と 5・11 月決算先があり、5 月と 6 月決算先の数字を H1 に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) 時価総額の増大が流動性プレミアムに結実する可能性あり

**今後のパイプライン取得を通じた時価総額増加が株価上昇につながりうる**

また時価総額の観点で見ると、時価総額が最大の CSIF でも約 500 億円と、大きいとは言えない状況である。今後、パイプラインの取得を通じた時価総額の増大と流動性改善が進むとともに、投資家ベースの拡大が進み、流動性プレミアムという形で株価上昇につながっていく可能性がある。

**高い資金調達能力と強固な財務基盤が着実なパイプライン取得実行を支える**

パイプラインの取得には資金調達能力の高さとそれを支える強固な財務基盤が必要となる。CSIF はメガバンク 3 行、SBI 新生銀行及び三井住友信託銀行を中心とする合計 23 金融機関による安定的なレンダーフォーメーションを有しており、資金調達能力は極めて高い状態にある。そしてこの資金調達体制は、CSIF が LTV を 50% 近辺で安定的にコントロールできてきた実績が継続し続けることで、日々強化されていっている状態にある。また、これらの金融機関から調達した借入金の金利における固定金利比率は約 90% と高水準にあり、強い金利上昇体制を有すると言える。

図表 30. 各インフラ投資法人の時価総額推移 (百万円)

投資法人	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
カナディアン・ソーラー・インフラ	26,379	30,841	48,912	47,443	47,365	47,945	47,017	50,551
エネクス・インフラ	8,475	8,218	33,022	30,719	31,905	32,988	37,702	48,624
ジャパン・インフラファンド	6,914	7,200	13,418	12,327	19,750	23,167	33,803	32,827
東京インフラ・エネルギー	4,641	10,356	11,467	10,711	10,922	16,545	16,402	15,541
いちごグリーンインフラ	5,900	6,445	7,136	6,950	7,321	7,362	7,496	7,311

※インフラ投資法人には6・12月決算先と5・11月決算先があり、5月と6月決算先の数字をH1に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

#### 4) 時価総額に織り込まれていない事業価値がある

##### 今後25～30年までの期間しか物件評価に織り込まれていない

現在の第三者レポートによる物件評価はFIT期間である20年に5～10年を足した25～30年で行われており、インフラ投資法人の時価総額も25～30年の物件評価をベースに形成されている数値である。しかしシステムの連携をしていることから、実際には25～30年経ったら発電ができなくなるということではなく、FIPやPost FITにおけるリパワリング、Corporate PPAや蓄電池の活用などで収益を得られる。この25～30年以降の事業価値は現在の時価総額に織り込まれていない状態であり、この実態に対する市場の認識が高まれば、株価の上昇につながる可能性がある。

#### 5) 再生可能エネルギー関連投資は世界的に選好されている

##### 世界的に再生可能エネルギー関連銘柄への投資が選好されてきた

世界の主要REIT銘柄の過去5年の時価総額推移を見ると、再生可能エネルギー関連資産自体を投資対象としている銘柄のみならず、投資対象は倉庫やデータセンターであってもそれらの施設の屋根にソーラーパネルを設置したり、使用電力を再生可能エネルギー由来100%にしているような銘柄の時価総額は大きく増加してきた。世界的に再生可能エネルギー関連銘柄への投資が選好されてきたことがあらわれた結果といえる。

# カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 9284 (東証インフラ)

図表 31. 世界の REIT 時価総額上位 10 銘柄 (2023 年 12 月末時点) と再生可能エネルギーに注力する主要 5 銘柄及び日本のインフラ投資法人

#	REIT/投資法人	業種	再生可能エネルギーに注力	時価総額 (十億円)	5 年 変化率
1	Prologis	産業	○	18,475	127.0%
2	American Tower	通信		15,095	36.5%
3	Equinix	データセンター	○	11,342	128.4%
4	Public Storage	倉庫		8,045	50.7%
5	Crown Castle	通信		7,494	6.0%
6	Welltower	ヘルスケア		7,486	29.9%
7	Simon Property Group	小売り		6,980	-15.1%
8	Realty Income Corp	小売り		6,235	-8.9%
9	Digital Realty Trust	データセンター		6,114	26.3%
10	Extra Space Storage	倉庫		5,081	77.2%
-	Iron Mountain	倉庫	○	3,065	120.3%
-	Kimco Realty Corp	ショッピングセンター	○	1,982	114.0%
-	STAG Industrial	倉庫	○	1,069	163.1%
-	Hannon Armstrong Sustainable Infrastructure Capital	再生可能エネルギー	○	460	166.1%
-	Farmland Partners	農地	○	90	323.2%
-	カナディアン・ソーラー・インフラ	再生可能エネルギー	○	51	130.9%
-	エネクス・インフラ	再生可能エネルギー	○	49	-
-	ジャパン・インフラファンド	再生可能エネルギー	○	33	-
-	東京インフラ・エネルギー	再生可能エネルギー	○	16	303.3%
-	いちごグリーンインフラ	再生可能エネルギー	○	7	27.7%

※為替は 1 ドル 150 円で計算

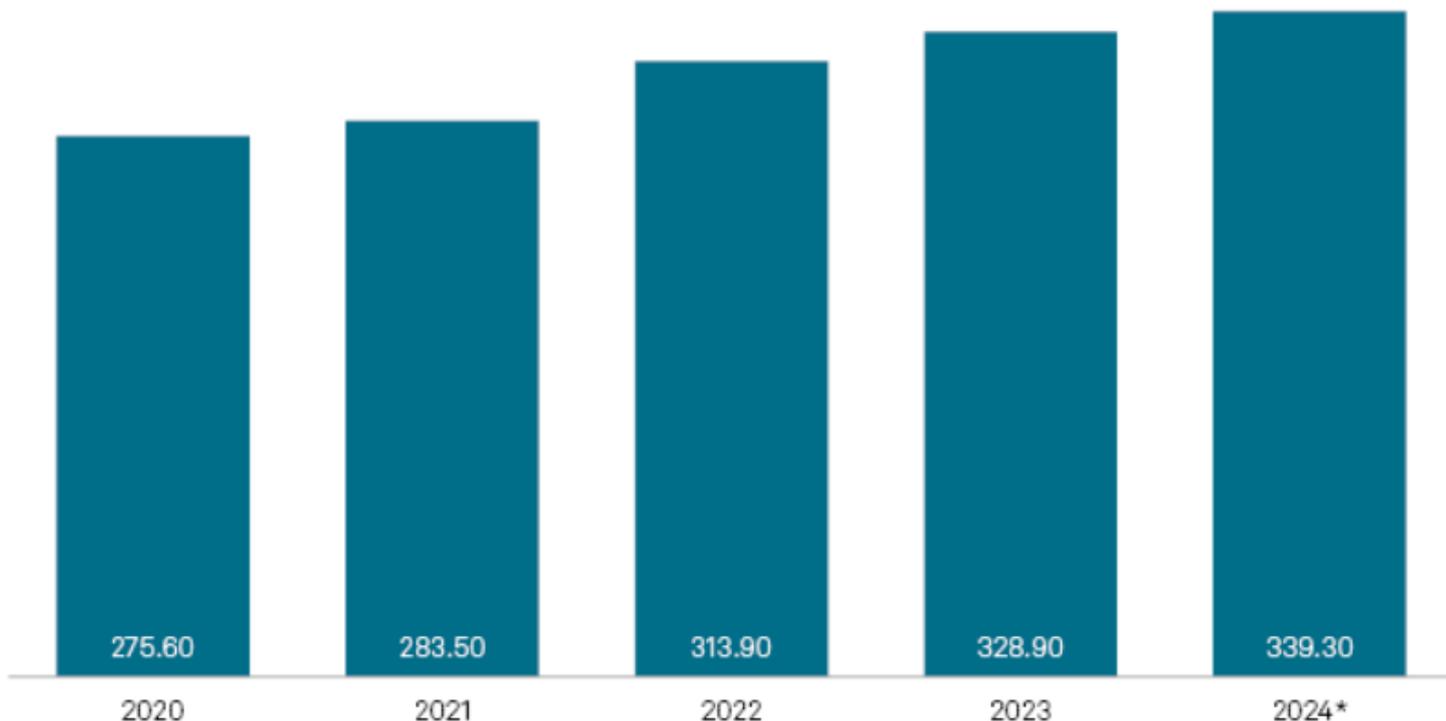
出所：各社資料より戦略・アドバイザーズ作成

## 6) インフラ関連ファンドの投資余力は世界で 50 兆円に及ぶ

年々インフラ関連資産への投資ニーズは高まっている

S&P グローバルによると、世界のインフラ関連ファンド（上場・非上場両方）向け投資余力は2024年1月時点で3,393億ドル（約50兆円）に及ぶ。投資余力自体が2020年の2,756億ドルから2023年の3,289億ドルへと年々拡大してきており、インフラ関連資産への投資ニーズが高まっている状況と言える。

図表 32. 世界のインフラ関連ファンド（非上場含む）投資余力（十億ドル）



Data compiled Jan. 23, 2024.

\* Year to date through Jan. 23, 2024.

出所 : S&P Global

## 8. リスクファクター

現時点で注視すべき大きなリスクはないとみられるが、会社が計画しているほどには業績が伸びないリスクを挙げるとすれば以下の4点が指摘できよう。

- ① 天候が悪化すると発電量が減少するリスクがある。ただし、最低保証賃料（50%の確率で達成可能な賃料収入の70%）を下回ることはない。
- ② 地震、台風、土砂崩れなどで発電所に被害が出るリスクがある。ただし CSIF 所有の発電所は一部の発電所を除き CSIQ 製のパネルを使用しているため、発電所ごとにパネルメーカーがバラバラな他のインフラ投資法人に比べれば、復旧が容易であると考えられる。また、損害額の大部分は損害保険（財物、利益）によって補償される。ただし、銅線の盗難等については損害保険でカバーされないケースも存在する。
- ③ 出力制御によって発電量が減少するリスクがある。ただし CSIF は、オンライン出力制御装置の導入推進によって出力制御を発電量のピーク時間に限定することを可能にしてきているため、想定逸失変動賃料は一定程度に収められる体制となっている。なお、現在の業績予想は第三者機関による長期的な出力制御実施の見通しを織り込んだものとなっているため、出力制御の度合いが予想値より小さければむしろ業績予想の上振れにつながるケースもありうる。
- ④ 現時点では導管性が認められて法人税が実質的に非課税となる期間が上場後 20 年に限定されているため、制度改正などがなければ、将来的に税負担が増すリスクがある。
- ⑤ 制度変更によってコストが増加するリスクがある。例えば 2022 年 4 月からは太陽光発電設備の廃棄費用の積立義務化が導入された。また、2024 年 4 月からは発電側課金の制度が導入され、これまで小売事業者が負担してきた送配設備の維持・拡充費用について、発電事業者も一部負担するようになった。ただし、FIT 認定を取得したもの、および 2024 年 3 月 31 日以前に FIP 認定を受けたものについては、FIT/FIP 買取期間中は課金対象外となっているため、CSIF については現在のところ追加負担はない。

図表 33. 損益計算書 (単位: 百万円)

決算期	20/12	21/6	21/12	22/6	22/12	23/6	23/12	会予 24/6
<b>売上高 (賃貸収入)</b>	<b>2,414</b>	<b>3,425</b>	<b>3,587</b>	<b>4,061</b>	<b>3,715</b>	<b>3,453</b>	<b>4,538</b>	<b>4,500</b>
(前年同期比)	15.6%	<b>46.9%</b>	48.6%	18.6%	3.6%	-15.0%	22.2%	30.3%
営業費用	1,555	1,966	2,243	2,317	2,332	2,297	2,691	2,829
賃貸費用	1,409	1,781	2,034	2,091	2,115	2,083	2,415	
資産運用報酬	61	88	112	127	116	109	169	
一般事務委託手数料	19	23	28	28	27	29	28	
役員報酬	2	2	2	2	2	2	2	
租税公課	0	2	0	0	0	0	3	
その他	63	69	67	68	72	73	74	
<b>営業利益</b>	<b>858</b>	<b>1,459</b>	<b>1,345</b>	<b>1,744</b>	<b>1,383</b>	<b>1,156</b>	<b>1,847</b>	<b>1,671</b>
(売上高営業利益率)	35.5%	42.6%	37.5%	42.9%	37.2%	33.5%	40.7%	37.1%
営業外収益	37	91	9	3	40	57	2	
受取利息	0	0	0	0	0	0	0	
受取配当金	-	0	-	0	-	0	-	
未払分配金除斥益	-	-	-	-	-	0	1	
受取保険金	1	79	8	-	39	57	-	
受取保証料	-	-	-	-	-	-	1	
還付加算金	-	0	0	-	-	-	-	
雑収入	36	12	0	3	0	0	0	
営業外費用	178	476	230	237	209	209	462	
支払利息	111	147	160	151	149	141	184	
投資法人債利息	4	17	19	19	19	19	19	
投資法人債発行費償却	1	3	3	3	3	3	3	
融資関連費用	57	213	38	38	38	38	213	
投資口交付費	-	73	-	-	-	8	42	
固定資産除却損	5	24	10	27	-	-	1	
<b>経常利益</b>	<b>717</b>	<b>1,074</b>	<b>1,123</b>	<b>1,510</b>	<b>1,214</b>	<b>1,004</b>	<b>1,387</b>	<b>1,404</b>
(売上高経常利益率)	29.7%	31.4%	31.3%	37.2%	32.7%	29.1%	30.6%	31.2%
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>717</b>	<b>1,074</b>	<b>1,123</b>	<b>1,510</b>	<b>1,214</b>	<b>1,004</b>	<b>1,387</b>	
法人税等合計	1	1	1	1	1	1	1	
<b>当期純利益</b>	<b>716</b>	<b>1,073</b>	<b>1,122</b>	<b>1,509</b>	<b>1,213</b>	<b>1,003</b>	<b>1,386</b>	<b>1,403</b>
(売上高当期純利益率)	29.7%	31.3%	31.3%	37.2%	32.7%	29.0%	30.5%	31.2%

出所: 会社資料

図表 34. バランスシート (単位: 百万円)

決算期	20/12	21/6	21/12	22/6	22/12	23/6	23/12
現金及び預金	2,829	4,612	5,101	5,082	5,272	4,990	5,911
営業債権	362	1,007	757	1,149	799	1,036	947
前払費用	156	135	224	164	263	181	337
その他流動資産	-	75	-	-	13	-	-
<b>流動資産合計</b>	<b>3,375</b>	<b>8,352</b>	<b>6,141</b>	<b>6,470</b>	<b>6,406</b>	<b>6,253</b>	<b>8,621</b>
構築物	937	920	898	884	864	849	837
機械及び装置	37,710	36,848	36,001	35,104	34,277	33,418	33,352
工具、器具及び備品	523	512	500	488	477	466	454
土地	4,485	4,506	4,506	4,506	4,506	4,506	4,571
信託構築物	33	6,481	6,369	6,250	6,149	6,026	7,217
信託機械及び装置	768	19,979	19,567	19,165	18,742	18,318	30,406
信託工具、器具及び備品	3	92	90	88	87	85	123
信託土地	117	4,771	4,770	4,770	4,770	4,770	6,949
信託建設仮勘定	-	-	-	-	-	4	4
<b>有形固定資産合計</b>	<b>44,593</b>	<b>74,116</b>	<b>72,702</b>	<b>71,255</b>	<b>69,871</b>	<b>68,444</b>	<b>83,913</b>
<b>無形固定資産合計</b>	<b>755</b>	<b>1,157</b>	<b>1,157</b>	<b>1,160</b>	<b>1,159</b>	<b>1,159</b>	<b>1,489</b>
<b>投資その他の資産合計</b>	<b>323</b>	<b>651</b>	<b>612</b>	<b>574</b>	<b>535</b>	<b>497</b>	<b>985</b>
<b>固定資産合計</b>	<b>45,617</b>	<b>75,924</b>	<b>74,472</b>	<b>72,988</b>	<b>71,565</b>	<b>70,100</b>	<b>86,386</b>
<b>資産合計</b>	<b>49,052</b>	<b>84,299</b>	<b>80,633</b>	<b>79,476</b>	<b>77,986</b>	<b>76,365</b>	<b>95,017</b>
買入債務	68	80	47	70	87	56	101
未払金・未払費用	212	411	259	309	285	280	345
短期借入債務 (リース債務含む)	6,518	2,270	2,249	2,262	2,275	2,267	5,100
その流動負債	37	40	307	149	80	86	66
<b>流動負債合計</b>	<b>6,835</b>	<b>2,801</b>	<b>2,862</b>	<b>2,790</b>	<b>2,727</b>	<b>2,689</b>	<b>5,612</b>
長期借入金	19,524	36,206	32,788	31,644	30,513	29,376	38,876
投資法人債	1,100	4,900	4,900	4,900	4,900	4,900	3,800
<b>固定負債合計</b>	<b>20,624</b>	<b>41,106</b>	<b>37,688</b>	<b>36,544</b>	<b>35,413</b>	<b>34,276</b>	<b>42,747</b>
<b>負債合計</b>	<b>27,460</b>	<b>43,908</b>	<b>40,550</b>	<b>39,334</b>	<b>38,140</b>	<b>36,966</b>	<b>48,359</b>
出資総額 (純額)	20,876	39,318	38,961	38,633	38,632	38,397	45,272
剰余金	717	1,073	1,122	1,509	1,214	1,003	1,386
<b>純資産合計</b>	<b>21,593</b>	<b>40,391</b>	<b>40,083</b>	<b>40,142</b>	<b>39,846</b>	<b>39,400</b>	<b>46,658</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>49,052</b>	<b>84,299</b>	<b>80,633</b>	<b>79,476</b>	<b>77,986</b>	<b>76,365</b>	<b>95,017</b>

出所: 会社資料

図表 35. 営業キャッシュ・フロー表 (単位 : 百万円)

決算期	20/12	21/6	21/12	22/6	22/12	23/6	23/12
税引前当期純利益	717	1,074	1,123	1,510	1,214	1,004	1,387
減価償却費	914	1,259	1,452	1,453	1,454	1,455	1,695
営業未収入金の増減額	116	-645	250	-391	350	-237	89
未収消費税等の増減額	-26	-2,468	2,493	-	-	-	-1,385
長期前払費用の増減額	15	-337	39	39	39	39	-471
その他営業キャッシュ・フロー	-228	50	232	-8	-169	78	-8
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>1,508</b>	<b>-1,067</b>	<b>5,589</b>	<b>2,603</b>	<b>2,888</b>	<b>2,339</b>	<b>1,307</b>
有形固定資産の取得	-647	-30,614	-230	-37	-72	-25	-17,169
無形固定資産の取得	-	-403	-	-3	-1	-1	-255
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-654</b>	<b>-31,017</b>	<b>-230</b>	<b>-40</b>	<b>-73</b>	<b>-26</b>	<b>-17,441</b>
短期借入による収入	-	-	-	-	-	-	1,100
長期債務の増加	1,000	23,100	-	-	-	-	11,600
長期債務の返済	-790	-6,866	-3,439	-1,132	-1,117	-1,145	-1,467
株式の発行	-	18,508	-	-	-	-	7,272
支払配当金	-855	-855	-1,431	-1,450	-1,509	-1,450	-1,450
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-654</b>	<b>33,868</b>	<b>-4,870</b>	<b>-2,582</b>	<b>-2,626</b>	<b>-2,595</b>	<b>17,055</b>
フリーキャッシュフロー	854	-32,804	5,359	2,563	2,815	2,313	-16,134

出所 : 会社資料

図表 36. 株価指標および KPI

決算期	20/12	21/6	21/12	22/6	22/12	23/6	23/12	会予 24/6
EPS (円)	3,099	3,234	2,902	3,902	3,138	2,594	3,111	3,107
BPS (円)	93,397	104,463	103,665	103,818	103,053	101,898	103,280	
1株当たり配当金 (円)	3,700	3,700	3,750	3,903	3,750	3,750	3,750	3,775
配当性向	119.4%	133.4%	129.2%	100.0%	119.5%	144.6%	122.2%	
終値 (円)	133,400	126,500	122,700	122,500	124,000	121,600	111,900	
PER (倍)	43.0	39.1	42.3	31.4	39.5	46.9	36.0	
PBR (倍)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	
期末発行済株式数 (千株)	231	387	387	387	387	387	452	452
自己株式数 (千株)	0	0	0	0	0	0	0	
自社株控除株式数 (千株)	231	387	387	387	387	387	452	
時価総額 (百万円)	30,841	48,912	47,443	47,365	47,945	47,017	50,551	
株主資本比率	44.0%	47.9%	49.7%	50.5%	51.1%	51.6%	49.1%	
有利子負債残高	27,142	43,377	39,937	38,805	37,688	36,544	47,776	
D/E レシオ	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	
EV (Enterprise Value)	55,154	87,677	82,279	81,088	80,361	78,571	92,416	
EBITDA (百万円)	1,772	2,718	2,797	3,197	2,837	2,611	3,542	
EV/EBITDA 倍率	31.1	32.3	29.4	25.4	28.3	30.1	26.1	
ROE	3.3%	3.5%	2.8%	3.8%	3.0%	2.5%	3.2%	
ROIC (投下資本)	1.8%	2.2%	1.6%	2.2%	1.8%	1.5%	2.2%	
ROIC (事業資産)	1.9%	2.4%	1.8%	2.4%	1.9%	1.6%	2.4%	
出力容量合計 (MW)	123.0	183.9	183.9	183.9	183.9	183.9	226.4	

注：24/3 期の株価指標は 3 月 22 日終値で作成、バランスシート項目は 23/12 末を表記

出所：会社資料