

年明け以降の同業他社をアウトパフォームする状況は今後も継続する可能性あり

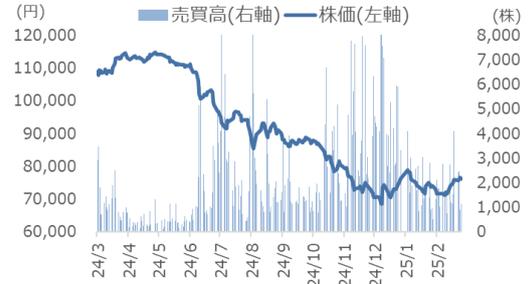
カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人（以下、CSIF）は世界第5位のパネルメーカー、Canadian Solar (CSIQ NASDAQ)（以下、CSIQ）グループがスポンサーを務めており、パネル出力容量成長率は年率約20%と、国内市場全体の成長率の2倍以上で推移している。現在のパネル出力容量合計は2025年1月に取得したCS広島鈴張発電所（17MW）も含めて245MW（国内全体の0.3%）に至っている。

24/12期の売上高は4,455百万円（前年同期比-2%）、営業利益率38%、当期純利益率33%であった。同社の一株当たり純資産（BPS）は102,000円程度で概ね横ばいで推移する一方、株価は6月に太陽光パネルリサイクル義務化を政府が検討し始めたとの報道以降、同業他社とともに下落基調となり、1.0倍近辺だったPBRは2024年末には0.7倍にまで低下した。しかし2025年に入ると、0.7倍近辺で底値を切り上げる展開に移行し、下落基調を継続する同業他社をアウトパフォーム。BPS変化含み利回りで比較したCSIFの割安感が是正され、各社概ね7~8%の水準となった。ただし、今後の配金予想に基づくBPS変化含み利回り予想は、再びCSIFの割安感が高まる内容となっており、CSIFの株価が同業他社比堅調な状況は継続する可能性がある。

※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。

同業はエネクス・インフラ投資法人（9286 東証インフラ、出力容量合計243MW）、ジャパン・インフラファンド投資法人（同9287、同185MW）、東京インフラ・エネルギー投資法人（同9285、同70MW）、いちごグリーンインフラ投資法人（同9282、同29MW）である。殆どの株価が足元はPBR0.6倍を下回り、BPS変化含み利回りは概ね7~8%である。CSIFのPBRが0.7倍と同業中最高水準ながら同時に8%の利回りを維持できる理由は、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CSIQ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収益体制の実現は困難である。

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 (3/13)	75,000
年初来高値 (1/6)	78,800
年初来安値 (2/12)	71,200
52週高値 (24/4/30)	114,900
52週安値 (24/12/11)	68,400
発行済株式数 (千株)	440.0
時価総額 (十億円)	33.0
EV (十億円)	71.8
自己資本比率 (実績、%)	50.2
PER (25/6 会予、倍)	-
PBR (24/12 実績、倍)	0.8
配当利回り (25/6 会予、%)	-

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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)
24/6	4,368	26.5	1,608	39.1	1,362	35.7	1,361	35.7	3,012	3,775
24/12	4,455	-1.8	1,687	-8.7	1,454	4.8	1,453	4.8	3,256	3,310
25/6 会社予想	4,683	7.2	1,774	10.3	1,320	-3.1	1,319	-3.1	2,988	3,281
25/12 会社予想	4,625	3.8	1,710	1.4	1,420	-2.3	1,419	-2.3	3,227	3,227
26/6 会社予想	4,639	-0.9	1,732	-2.4	1,457	10.4	1,456	10.4	3,309	3,309

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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
3)	25/6期においても新たに太陽光発電所を取得済み.....	10
2.	同業他社比較.....	11
1)	「垂直統合型モデル」が実現できるのはCSIFのみ.....	11
2)	CSIFは出力容量、パイプラインともにインフラ投資法人中最大.....	11
3)	収益性はCSIFが突出.....	13
4)	配当利回りに一株当たり純資産(BPS)変化率を勘案した実力ベースの数値はCSIFがトップ.....	13
5)	中長期戦略で利益超過分配金の廃止を発表.....	15
6)	外国人投資家に選好されているのはCSIF.....	18
3.	模倣困難性が生む競争優位性.....	20
4.	国内太陽光発電市場とCSIFの成長戦略.....	22
1)	国内市場は2040年まで年率6~8%で成長する見通し.....	22
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.....	22
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.....	23
5.	当面の業績動向.....	24
1)	24/12期業績.....	24
2)	25/6期以降の業績予想.....	26
6.	ESG.....	27
7.	バリュエーション.....	29
1)	いち早く利益超過分配金の原則廃止を決定したCSIFが年明け以降同業他社をアウトパフォーム.....	29
2)	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.....	31
3)	時価総額に織り込まれていない事業価値がある.....	32
8.	リスクファクター.....	33

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1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、国内全体の成率（7~10%程度）の 2 倍以上で推移しており、パネル出力容量合計は 2025 年 1 月に取得した CS 広島鈴張発電所（17MW）も含めて 245MW（国内全体の 0.3%）に至っており、この資産取得によってエネクス・インフラ投資法人を抜き、上場インフラ投資法人中トップの規模となった。

パネルリサイクル義務化検討報道以降、2024 年末まで業界全体で株価下落

24/12 期（6 カ月決算）の売上高は 4,455 百万円（前年同期（23/12 期）比-2%）、営業利益率 38%、当期純利益率 33%であった。同社の一株当たり純資産（BPS）は 102,000 円程度で概ね横ばいで推移している一方、株価は 6 月に太陽光パネルリサイクル義務化を政府が検討し始めたとの報道以降、同業他社とともに下落基調となり、1.0 倍近辺だった PBR は 2024 年末には 0.7 倍にまで低下した。

年明け以降の同業他社をアウトパフォームする状況は今後も継続する可能性あり

しかし 2025 年に入ると、0.7 倍近辺で底値を切り上げる展開に移行し、下落基調を継続する同業他社をアウトパフォーム。BPS 変化含み利回りと比較した CSIF の割安感が是正され、各社概ね 7~8%の水準となった。ただし、今後の分配金予想に基づく BPS 変化含み利回り予想は、再び CSIF の割安感が高まる内容となっており、CSIF の株価が同業他社比堅調な状況は継続する可能性がある。

※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。

CSIF の PBR0.7 倍に対し、殆どの同業他社は 0.6 倍を下回る

同業他社はエネクス・インフラ投資法人（9286 東証インフラ、出力容量合計 243MW）、ジャパン・インフラファンド投資法人（同 9287、同 185MW）、東京インフラ・エネルギー投資法人（同 9285、同 70MW）、いちごグリーンインフラ投資法人（同 9282、同 29MW）である。殆どの株価が足元は PBR0.6 倍を下回り、BPS 変化含み利回りは概ね 7~8%である。

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 PBR が 0.7 倍と同業中最高水準ながら同時に 8%の利回りを維持できる理由は、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 CSIQ 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収益体制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 3,000 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 16 物件（257MW）（※2025 年 1 月に取得した CS 広島鈴張発電所（17MW）はパイプラインから既保有に移ったため、2024 年 12 月末時点決算説明資料等の数値とは異なる）に加えて第三者が開発済の 1 物件（46MW）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

上述の通り、今後の分配金予想に基づく BPS 変化含み利回り予想は、再び CSIF の割安感が高まる内容となっており、CSIF の株価が同業他社比堅調な状況は継続する可能性がある。また、CSIF の業績は 26/6 期までの今後 3 期にわたって、24/12 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。さらに、CSIF は中期的に資産規模を 3 倍の 3,000 億円とすることを目指している。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。

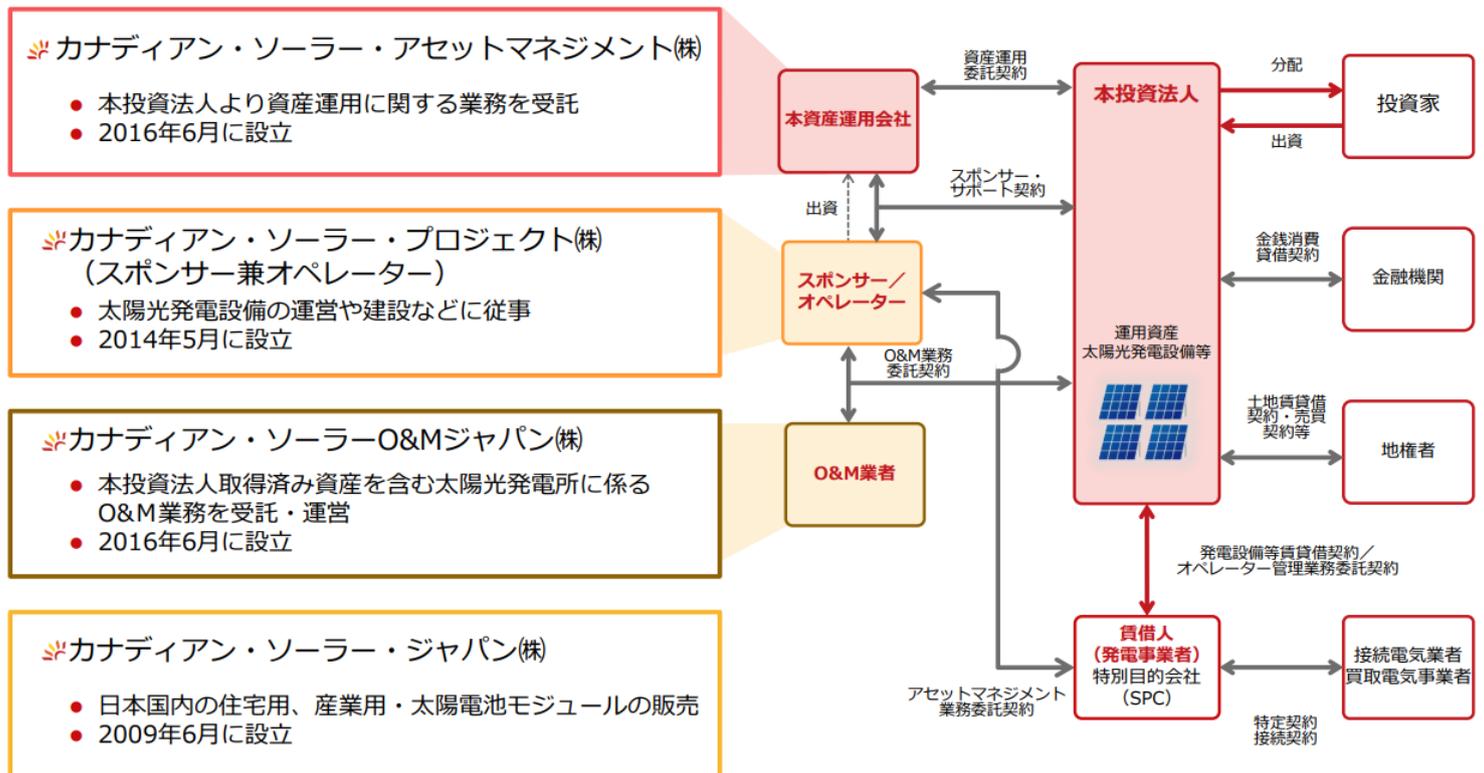
1. 投資法人概要

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（CSIQ NASDAQ）（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. 2024 年 12 月末の大株主リスト

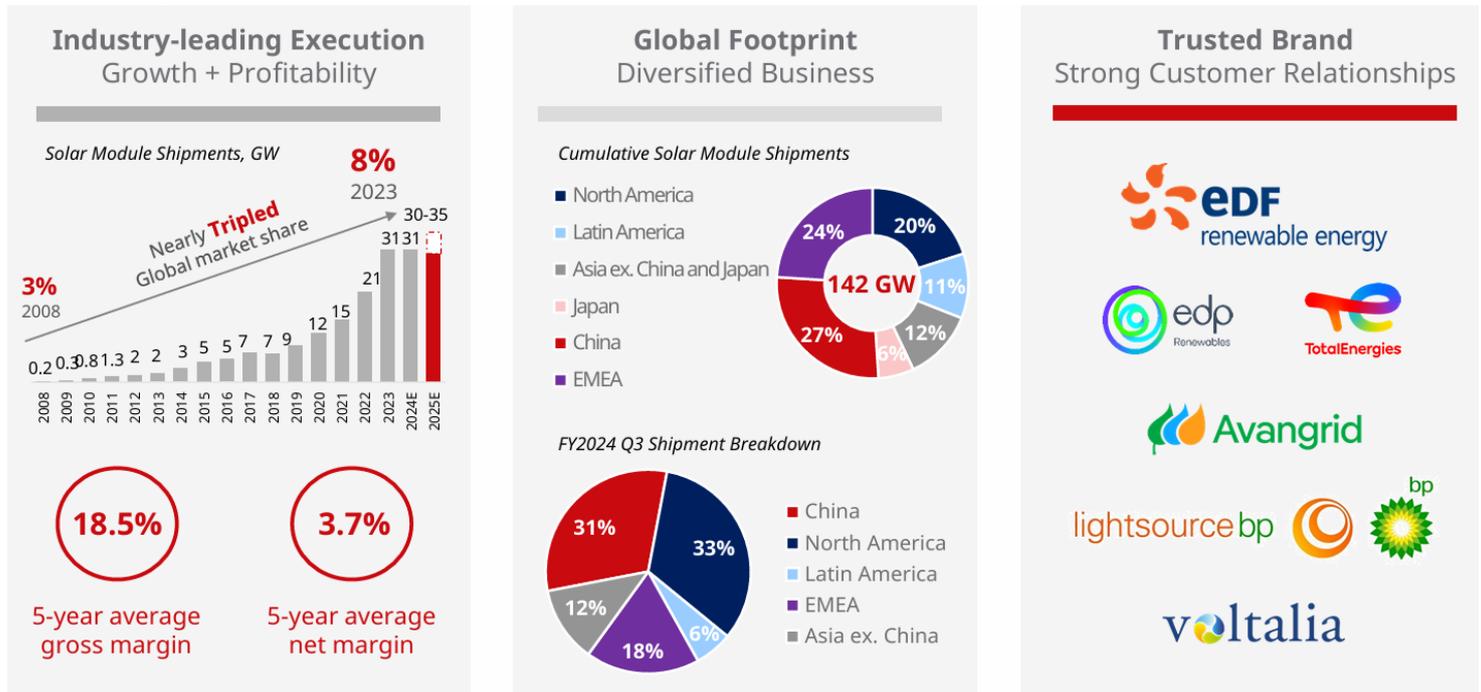
順位	大株主	保有株式数 (千株)	保有割合 (%)
1	カナディアン・ソーラー・プロジェクト株式会社	65.7	14.92
2	株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	9.3	2.10
3	JP MORGAN CHASE BANK 385650	8.0	1.80
4	UBS AG LONDON ASIA EQUITIES	5.8	1.30
5	THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV 10	5.7	1.28
6	個人	4.3	0.97
7	個人	4.2	0.95
8	楽天証券株式会社	3.8	0.86
9	大阪商工信用金庫	3.5	0.80
10	個人	3.3	0.75
	合計	113.5	25.79

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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 (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 (6753 東証プライム) 傘下で太陽光発電所開発を手掛ける Recurrent Energy 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 (688223 上海)、Trina Solar (688599 上海)、LONGi Green Energy Technology (601012 上海)、JA Solar Technology (002459 深圳) 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

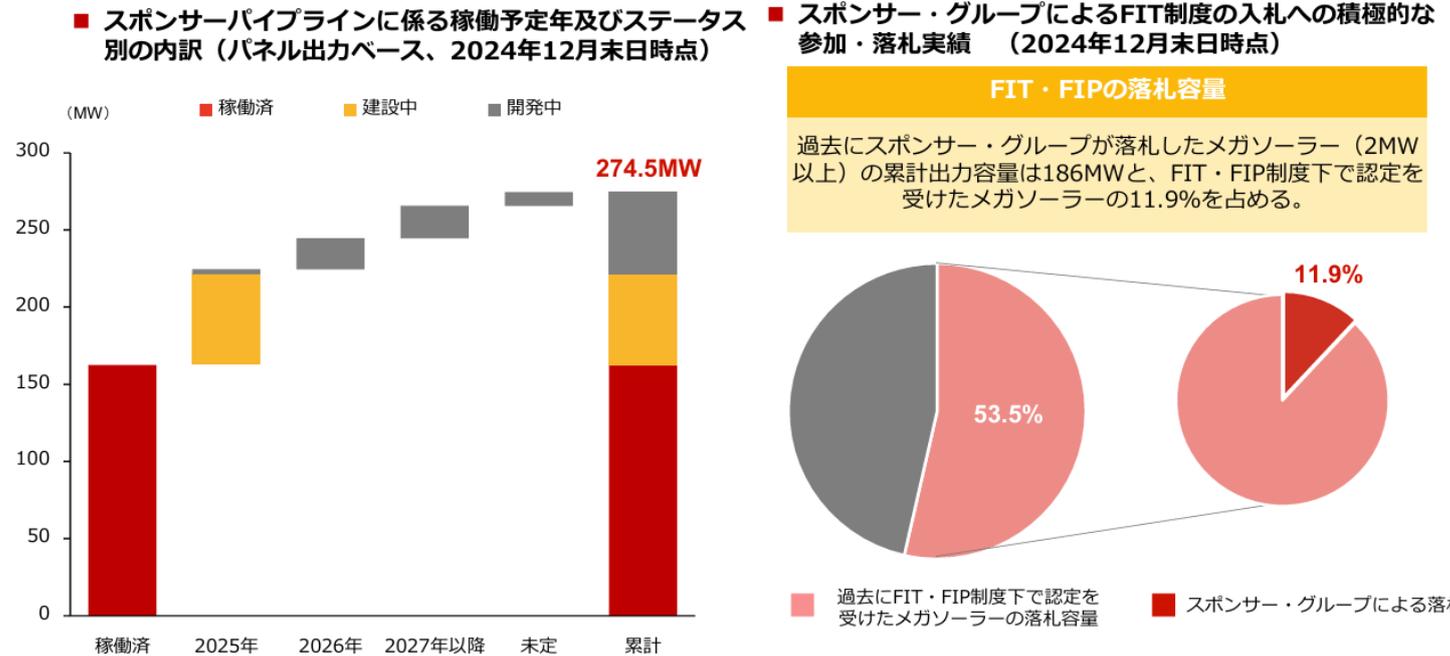


出所：会社資料

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 FIT・FIP 制度の入札に積極的に参加。落札容量合計は 186MW で、FIT・FIP 制度下で認定を受けたメガソーラーの 11.9% を占める。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 近辺で推移しており、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



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 73MW であったが、その後の複数回の資産取得によって現在は 245MW 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がる計画である。

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も、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 2025 年 1 月に取得した CS 広島鈴張発電所 (17MW) も含めて国内 33 カ所、出力容量合計 245MW、平均出力容量 7.4MW 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) (53MW)、CS 益城町発電所 (熊本) (48MW)、CS 大山町発電所 (鳥取) (27MW) 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 価格が高くても、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) (54MW)



出所：会社資料

図表 6. CS 郡山市発電所 (福島県) (0.6MW)

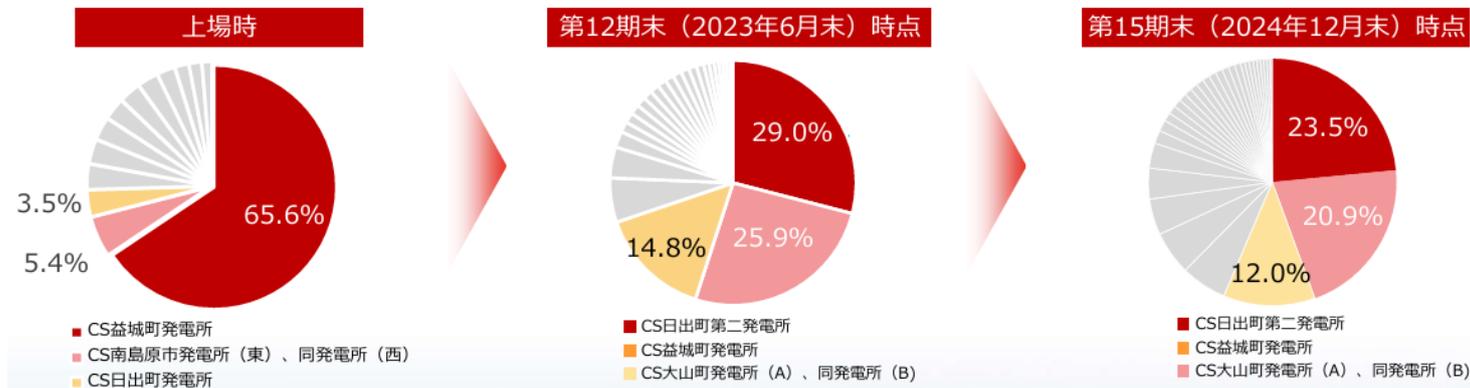


出所：会社資料

23/12 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、23/6 期時点においても 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、23/12 期の追加取得を経て上位 3 物件の比率は 56.4%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

3) 25/6 期においても新たに太陽光発電所を取得済み

2025 年 1 月 29 日に CS 広島鈴張発電所 (17MW) を取得

25/6 期においても借入金と利益超過分配相当額をベースに発生する余剰キャッシュを活用して、2025 年 1 月 29 日に CS 広島鈴張発電所 (17MW) を 39.8 億円で取得。これにより、CSIF のパネル出力合計は 245MW に至った。

図表 8. CS 広島鈴張発電所 (広島県) (17MW)



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 CSIF (245MW) (2017年上場)、エネクス・インフラ投資法人 (243MW) (2019年上場)、ジャパン・インフラファンド投資法人 (185MW) (2020年上場)、東京インフラ・エネルギー投資法人 (70MW) (2018年上場)、いちごグリーンインフラ投資法人 (29MW) (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 (8133 東証プライム) 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 (8002 東証プライム) とみずほフィナンシャルグループ (8411 東証プライム) 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 (2337 東証プライム) 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 9. 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	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。
	マーキュ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 は出力容量、パイプラインともにインフラ投資法人中最大

2025年に入って CS 広島鈴張発電所を取得したことにより、CSIF は再び出力容量トップに

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年にトップに。その後はエネクス・インフラ投資法人の資産規模拡大が頭打ちとなる一方で CSIF は資産規模拡大を継続。2025年1月のCS 広島鈴張発電所 (17MW) 取得によって CSIF が再びトップとなった。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、ほぼ資産規模が拡大していない。

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)

CSIF のパイプラインは引き続き最大 また、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 25MW 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 300MW 超、150MW、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 10. 各インフラ投資法人の出力容量推移 (MW)

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近
カナディアン・ソーラー・インフラ	120	123	184	184	184	184	184	226	226	228	245
エネクス・インフラ	40	40	140	140	156	156	241	243	243	243	243
ジャパン・インフラファンド	30	30	57	57	90	103	153	153	185	185	185
東京インフラ・エネルギー	20	46	46	46	46	70	70	70	70	70	70
いちごグリーンインフラ	26	26	26	26	26	26	26	26	29	29	29

※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 11. 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	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近
カナディアン・ソーラー・インフラ	355	384	409	391	376	368	368	393	392	320	303
エネクス・インフラ	234	122	122	122	122	111	25	25	25	25	25
ジャパン・インフラファンド	200	200	200	200	200	150	150	150	150	150	150
東京インフラ・エネルギー	104	104	105	108	105	123	123	128	137	137	137
いちごグリーンインフラ	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

24H2 時点の物件数はエネクス・インフラ投資法人が 12、CSIF が 32、ジャパン・インフラファンド投資法人が 61、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 15 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 20MW、CSIF が 7MW、ジャパン・インフラファンド投資法人が 3MW、東京インフラ・エネルギー投資法人が 3MW、いちごグリーンインフラ投資法人が 2MW 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%、CSIF が 56%、ジャパン・インフラファンド投資法人が 29%、東京インフラ・エネルギー投資法人が 48%、いちごグリーンインフラ投資法人が 45% 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 2 年の営業利益率は CSIF が 37%、エネクス・インフラ投資法人が 29%、ジャパン・インフラファンド投資法人が 26%、東京インフラ・エネルギー投資法人が 24%、いちごグリーンインフラ投資法人が 23%と、CSIF が突出している。過去 2 年の ROIC は CSIF が 1.8%、エネクス・インフラ投資法人が 1.1%、ジャパン・インフラファンド投資法人が 1.2%、東京インフラ・エネルギー投資法人が 1.0%、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 12. 各インフラ投資法人の営業利益率推移

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	2 年平均
カナディアン・ソーラー・インフラ	36%	36%	43%	37%	43%	37%	33%	41%	37%	38%	37%
エネクス・インフラ	20%	20%	29%	27%	37%	33%	27%	33%	28%	28%	29%
ジャパン・インフラファンド	42%	36%	25%	23%	18%	28%	23%	29%	21%	32%	26%
東京インフラ・エネルギー	39%	31%	35%	23%	34%	30%	31%	21%	29%	15%	24%
いちごグリーンインフラ	30%	19%	29%	20%	31%	20%	28%	19%	26%	18%	23%

※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 13. 各インフラ投資法人の ROIC 推移

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	2 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%	1.9%	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%	1.1%	1.2%	1.1%
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%	0.9%	1.6%	1.2%
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%	1.3%	0.7%	1.0%
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%	1.6%	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) 配当利回りに一株当たり純資産 (BPS) 変化率を勘案した実カベースの数値は CSIF がトップ

利益超過分配金を実質廃止した CSIF の配当利回りは相対的に低下

2024 年 6 月に太陽光パネルリサイクル義務化を政府が検討し始めたとの報道を受けて業界全体の株価下落基調が続く中、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) は全般に上昇基調にあるが、利益超過分配金を実質的に廃止した CSIF の配当利回り上昇幅は相対的に小さい状態にとどまっている。

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)

図表 14. 各インフラ投資法人の配当利回り (= 分配金利回り=利益分配金利回り+ 利益超過分配金利回り) 推移

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近
カナディアン・ソーラー・インフラ	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	8%	9%	9%
エネクス・インフラ	7%	7%	6%	7%	10%	6%	7%	7%	7%	10%	13%
ジャパン・インフラファンド	1%	4%	6%	6%	7%	6%	7%	7%	7%	11%	14%
東京インフラ・エネルギー	6%	7%	6%	7%	6%	7%	6%	6%	7%	12%	13%
いちごグリーンインフラ	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	9%	9%

※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

利益分配金利回りはCSIFが突出 しかし、利益分配金利回りだけについてみると、CSIFが他を大きく上回る状態で推移している。

図表 15. 各インフラ投資法人の利益分配金利回り推移

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近
カナディアン・ソーラー・インフラ	5%	5%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	8%	8%
エネクス・インフラ	4%	3%	3%	3%	5%	4%	3%	3%	4%	5%	6%
ジャパン・インフラファンド	1%	3%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	6%	7%
東京インフラ・エネルギー	4%	4%	3%	4%	4%	5%	4%	3%	4%	6%	7%
いちごグリーンインフラ	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	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

CSIF以外のインフラ投資法人の一株当たり純資産(BPS)は減少傾向

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。利益超過分配金の支払いは純資産の切り崩しにつながるため、CSIF以外のインフラ投資法人の一株当たり純資産(BPS)は減少傾向にある。

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	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2
カナディアン・ソーラー・インフラ (前年同期比)	93,998 -2%	93,397 -1%	104,463 +11%	103,665 +11%	103,818 -1%	103,053 -1%	101,898 -2%	103,280 +0%	102,543 +1%	102,436 -1%
エネクス・インフラ (前年同期比)	86,894 -3%	88,110 -4%	84,932 -2%	86,263 -2%	82,042 -3%	81,542 -5%	80,253 -2%	80,952 -1%	79,570 -1%	77,917 -4%
ジャパン・インフラファンド (前年同期比)	91,808 -	93,127 -	89,805 -2%	89,116 -4%	87,956 -2%	86,683 -3%	85,257 -3%	84,065 -3%	82,226 -4%	81,451 -3%
東京インフラ・エネルギー (前年同期比)	89,582 -3%	87,998 -1%	87,328 -3%	86,020 -2%	86,322 -1%	88,365 +3%	85,981 -0%	85,028 -4%	84,095 -2%	82,673 -3%
いちごグリーンインフラ (前年同期比)	44,094 -5%	40,866 -5%	42,018 -5%	38,777 -5%	40,149 -4%	36,632 -6%	37,776 -6%	34,377 -6%	35,386 -6%	31,943 -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

CSIFの株価が他社をアウトパフォームした結果、BPS変化含み利回りは他社と同水準に

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、23H2以降、CSIFが最も高い状態が2024年末まで続いてきた。しかし2025年に入ると、CSIFの株価が同業他社をアウトパフォームしたため、各社概ね7～8%の水準となった。

※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 17. BPS変化含み利回り計算値推移

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近
カナディアン・ソーラー・インフラ	5%	5%	15%	15%	6%	6%	5%	7%	8%	8%	8%
エネクス・インフラ	4%	3%	4%	5%	7%	2%	5%	6%	7%	5%	7%
ジャパン・インフラファンド			4%	2%	5%	4%	4%	4%	4%	6%	8%
東京インフラ・エネルギー	4%	6%	4%	5%	5%	9%	6%	3%	5%	7%	8%
いちごグリーンインフラ	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	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。

※直近値の計算においてBPS変化率は24H2の値を使用。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5) 中長期戦略で利益超過分配金の廃止を発表

CSIFに続いて他のインフラ投資法人も利益超過分配金への依存度低減計画を発表

CSIFは2024年8月16日に発表した中長期戦略の中で、利益超過分配金を実質的に廃止し、資本的支出や新規物件取得、自己投資口取得を重視していく方針を明らかにした。これを皮切りに、いちごグリーンインフラ投資法人以外のインフラ投資法人も今後は利益超過分配金への依

存度を低減していく計画を表明した。

図表 18. 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	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1	25H2	26H1
	実績										会社予想		
カナディアン・ソーラー・インフラ	19%	16%	25%	23%	0%	16%	31%	18%	18%	0%	9%	0%	0%
エネクス・インフラ	60%	60%	57%	57%	41%	38%	68%	48%	55%	57%	20%	25%	-
ジャパン・インフラファンド	-	16%	52%	23%	53%	35%	61%	41%	64%	34%	41%	4%	-
東京インフラ・エネルギー	32%	59%	32%	56%	24%	40%	50%	47%	49%	50%	60%	11%	11%
いちごグリーンインフラ	58%	-	56%	-	52%	-	54%	-	54%	-	52%	-	52%

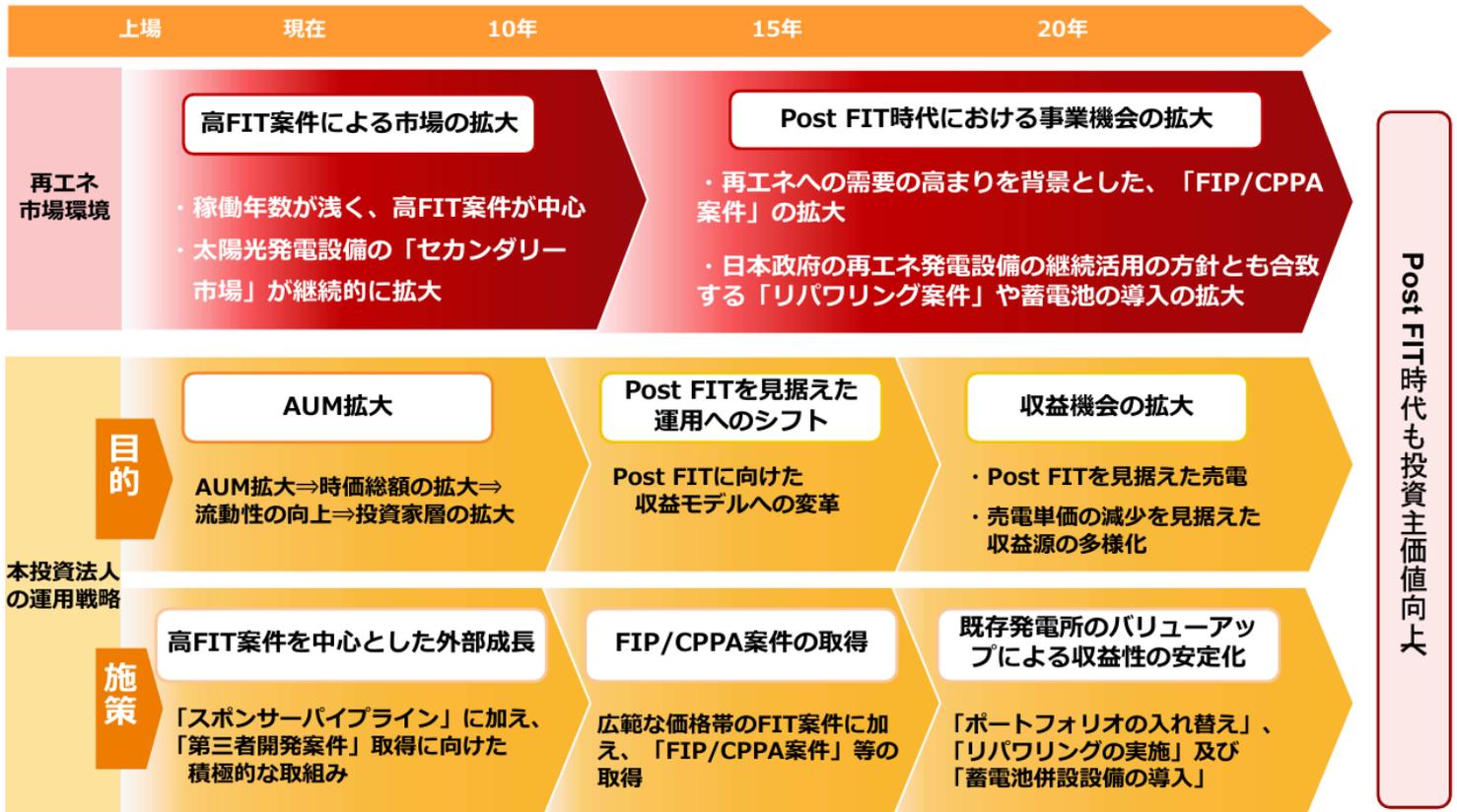
※インフラ投資法人には6・12月決算先と5・11月決算先があり、5月と6月決算先の数字をH1に記載。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

再エネの市場環境は大きく変わりつつある

インフラ投資法人の本当の実力を示す BPS 変化含み利回りについて考えてみると、利益超過分配金とその原資としての役回りとなっている BPS の減少を可能な限り相殺する目的で計算した数値であるため、理論的には、利益超過分配金が継続されようと廃止されようと大きな影響は受けない。しかし、CSIF が中長期戦略で示したように、再生可能エネルギーの市場環境は、「高 FIT 案件による市場の拡大」期から「Post FIT 時代における事業機会の拡大」を狙う時期へと大きく変わりつつある。

図表 19. 再生可能エネルギー市場環境の変化



出所：会社資料

複雑化する市場環境においては専門家たる CSIF が主体的にコントロールするキャッシュの割合を高めるべき

この環境変化によってコーポレート PPA の検討やリパワリング、蓄電池の導入等、経営判断の選択肢が増えることが想定されている。このように事業環境が複雑化する中においては、キャッシュマネジメントにおいても業界の専門家たる CSIF がコントロールする割合が増えたほうがむしろ投資家リターン of 長期的な安定化につながると言える。したがって、利益超過分配金一辺倒のキャッシュマネジメントから、資本的支出や新規物件取得、自己投資口取得等複数の選択肢から選ぶ方針に変え、機動的に財務面での経営判断を行っていく体制を整えるのは、時宜にかなった判断と言える。

自己投資口取得は 24/12 期、25/6 期と連続で実行し投資主価値の向上に注力

自己投資口取得については既に 24/12 期に取得投資口上限 12,000 口、取得価額総額上限 10 億円で 2024 年 8 月から 11 月にかけて実施済みで、11,757 口、総額 10 億円を取得した。25/6 期においても取得投資口上限 12,000 口、取得価額総額上限 8 億円で 2025 年 2 月から 5 月にかけて実施中である。実施金額は前期 10 億に対し今回 8 億円であるものの、一口当たりの利益分配金の成長は 2.6%以上と前回同様のレベルを維持するものとなっている。

図表 20. キャッシュマネジメント方針の変更



出所：会社資料

利益超過分配金の実質廃止は自己資本蓄積の加速化による早期格上げ⇒負債金利低下につながりうる

また CSIF は現在 A である格付を AA に引き上げることを 2030 年中期目標として掲げるが、利益超過分配金の廃止は自己資本蓄積の加速、すなわち AA 格取得の早期化につながる。AA 格取得が達成されれば以後調達する有利子負債の金利水準が引き下げられるため、この点においても投資家リターンにプラス効果を及ぼすと言える。JCR は 2024 年 9 月 30 日付で CSIF の格付を A (安定的) から A (ポジティブ) に引き上げており、目標とする AA にあと一步の状況となっている。

6) 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 7.6%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 1.1~3.6%であるのに対し、CSIF は 7.6%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。

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 21. 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	14.9%	11.5%	7.6%	58.3%	7.6%
エネクス・インフラ	2.5%	9.2%	10.5%	76.0%	1.1%
ジャパン・インフラファンド	1.3%	15.5%	11.7%	70.1%	1.1%
東京インフラ・エネルギー	3.6%	11.9%	7.1%	74.9%	2.4%
いちごグリーンインフラ	27.8%	10.2%	4.7%	53.7%	3.6%

※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%分、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：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 模倣困難性が生む競争優位性

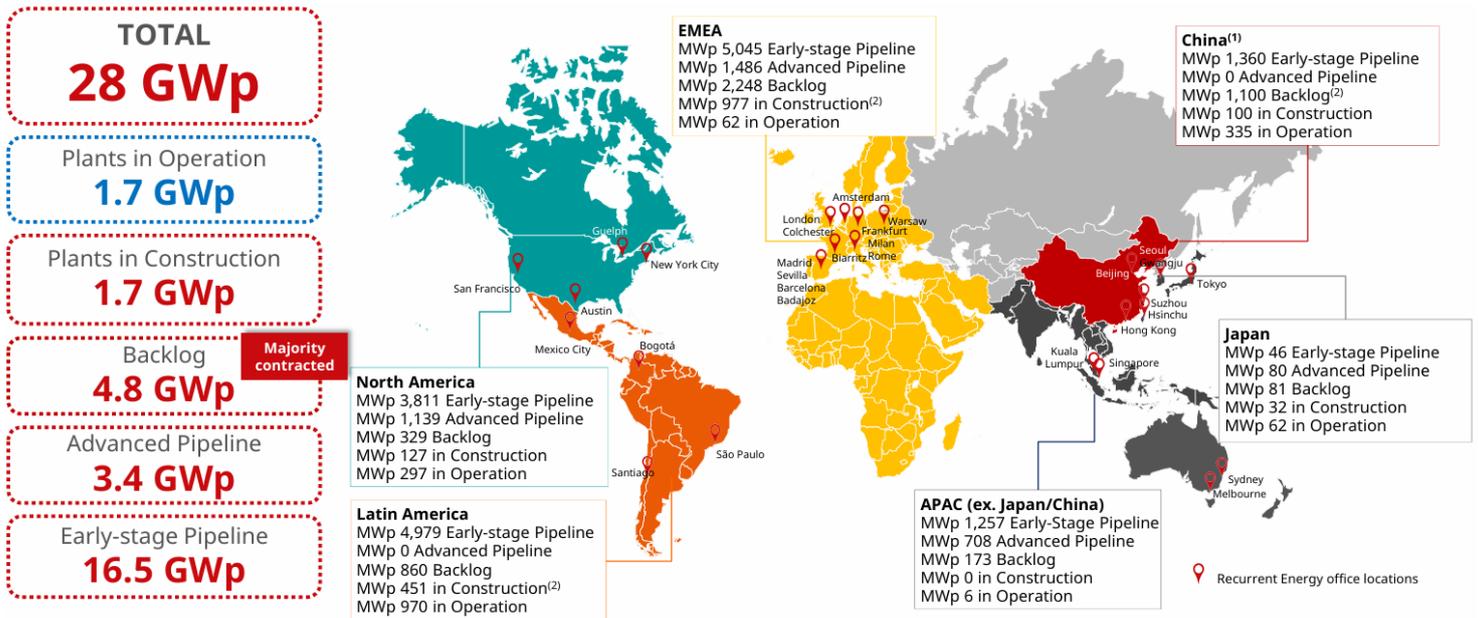
経営学者のジェイ・B・バーニーは、企業の競争優位性をもたらす資源として「模倣困難性」をあげている。模倣困難性とは、他社が真似することが難しく、そのためには多大な時間とコストがかかることを意味している。

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 28GW と日本案件の 100 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 28,000MW と日本で有するパイプラインの 100 倍の水準である。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 22. 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、現時点では、日本で大規模所有を行っていない

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 (688223 上海)、Trina Solar (688599 上海)、LONGi Green Energy Technology (601012 上海)、JA Solar Technology (002459 深圳) である。これらの企業は、現時点では、日本において大規模な太陽光発電所所有は行っていないが、Trina Solarは今後自社での保有を前提とした開発案件を増やしていき、オフサイト PPA 等に活用していく方針である。

4. 国内太陽光発電市場と CSIF の成長戦略

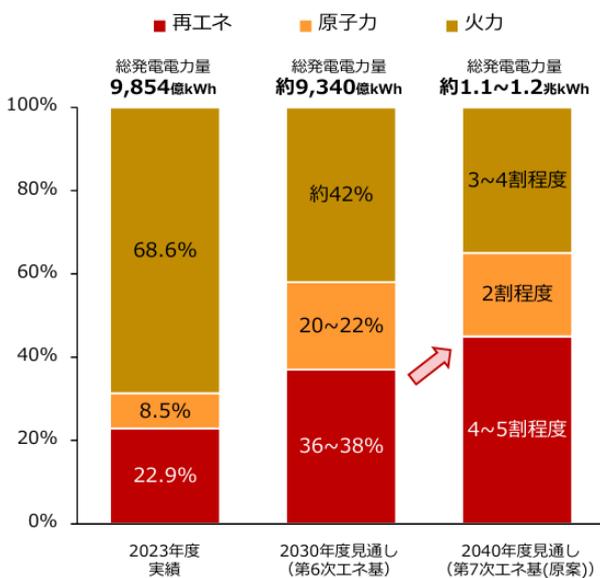
1) 国内市場は 2040 年まで年率 6~8%で成長する見通し

FIT 案件の割合は徐々に低下

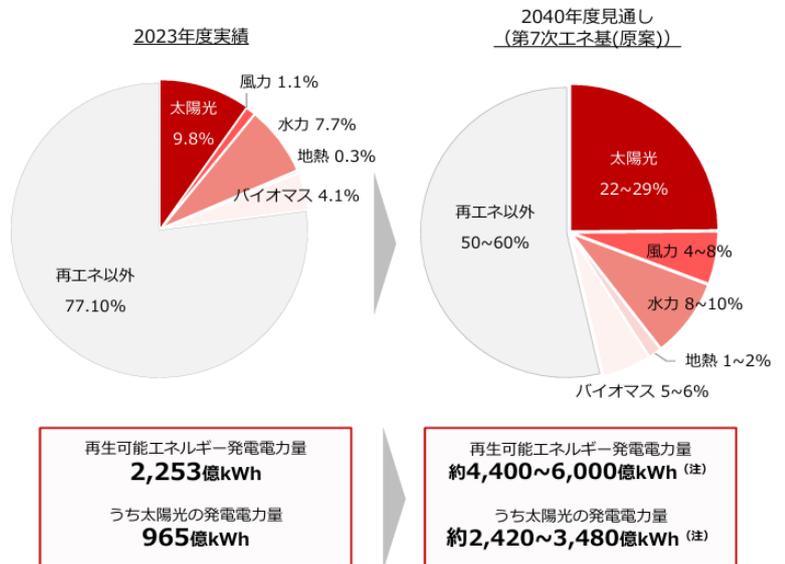
2024 年 12 月に公表された第 7 次「エネルギー基本計画（原案）」における 2040 年度の太陽光発電電力量は約 2,420~3,480 億 kWh であり、2023 年度の 965 億 kWh からの 17 年間で、年率 6~8%で成長する見通しである。矢野経済研究所によると、2023 年の導入量約 5GW の 70%程度が FIT/FIP 案件であるのに対し、その後は徐々に割合が低下し、2030 年には 14%程度になると見込まれる。

図表 23. 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



再生可能エネルギー発電電力量の見通し



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：総発電電力量1.1~1.2兆kWh及び太陽光の電源構成比率22~29%のレンジより算出した試算値を記載

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 は 2030 年に資産規模を現在の 3 倍に拡大する計画

CSIF の既保有発電所（容量合計 245MW）とパイプライン（容量合計 303MW）（※2025 年 1 月に取得した CS 広島鈴張発電所（17MW）はパイプラインから既保有に移ったため、2024 年 12 月末時点決算説明資料等の数値とは異なる）は全て FIT 案件である。CSIF は中期的に資産規模を現在の 973 億円から 2030 年には 3,000 億円へと 3 倍に拡大する目標を掲げる。成長率は年率 21%となり、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。

エネクス・インフラ投資法人は 2030 年に資産規模を現在の 2 倍に拡大する計画

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・インフラ投資法人は 2024 年 11 月期決算発表時に、既存資産 1,024 億円を 2030 年に 2,000 億円へと倍増する目標を掲げるとともに、増加分 1,000 億円の内訳（FIP 案件、風力、水力・その他がそれぞれ 3 分の 1）も示した。

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

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。

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断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となり、2021 年度には累計で約 27.9GW だった市場が 2030 年度には 79.4GW にまで拡大すると予測されている。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 3MW 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 2024 年の約定弁済額は約 40 億円であったが、この金額を 2/3 の 26 億円にして 14 億円圧縮できれば、1 年間で 3MW 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）。

5. 当面の業績動向

1) 24/12 期業績

2024/12 期は前年同期比で当期純利益 +5%

24/12 期 (6 カ月決算) 業績は、売上高は 4,455 百万円 (前年同期 (23/12 期) 比-2%)、営業利益 1,687 百万円 (同-9%)、経常利益 1,454 百万円 (同+5%)、当期純利益 1,453 百万円 (同+5%) となった。7 月~9 月および 12 月は、実績発電電力量は比較的順調であったものの、10 月および 11 月の天候不順によるマイナス影響が大きかったため、通期での実績発電電力量は予想発電電力量対比で下回って着地した。

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、23/12 期の 151 回から 24/12 期には 121 回と減少したため、想定逸失変動賃料も減少した。ちなみに、6 月期の出力制御回数は 12 月期に比して多くなるが、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。CSIF は、九州電力管内に保有する発電所へのオンライン出力制御装置 (終日制御から時間単位の制御に移行することで、出力制御を発電量のピーク時間に限定することが可能) の導入を完了しており、今後は、東京電力管内の発電所を除きオンライン化を完了することで、売電ロスの低減化を図る方針である。

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 24. 再エネ出力制御対策パッケージ

需要対策	供給対策
家庭部門 <ul style="list-style-type: none"> ● 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 ● 機器のDR Ready化 (通信制御機器の設置) ● 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) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 再エネ発電設備のオンライン化の更なる推進等 ● 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 ● 出力制御時の他エリアでの非調整電源の出力引下げ ● 火力等発電設備の運用高度化 ● 水力発電を活用した出力制御量の抑制 ● 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
産業部門 <ul style="list-style-type: none"> ● 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 ● 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 ● 電炉等の電力多消費産業におけるDRの推進 ● 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 	系統等対策 <p>系統増強等</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 連系線の運用見直し等による域外送電量の拡大 ● 地域間連系線の更なる増強による域外送電量の拡大 <p>電力市場構造における対応 (中長期的な検討課題)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 連価格メカニズムを通じた供給・需要の調整・誘導

出所: 会社資料

図表 25. 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	24/6	24/12	会予 25/6
売上高 (貸貸収入)	2,414	3,425	3,587	4,061	3,715	3,453	4,538	4,368	4,455	4,683
(前年同期比)	15.6%	46.9%	48.6%	18.6%	3.6%	-15.0%	22.2%	26.5%	-1.8%	7.2%
営業費用	1,555	1,966	2,243	2,317	2,332	2,297	2,691	2,759	2,769	2,909
貸貸費用	1,409	1,781	2,034	2,091	2,115	2,083	2,415	2,483	2,491	
資産運用報酬	61	88	112	127	116	109	169	166	170	
一般事務委託手数料	19	23	28	28	27	29	28	31	29	
役員報酬	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
租税公課	0	2	0	0	0	0	3	0	0	
その他	63	69	67	68	72	73	74	77	75	
営業利益	858	1,459	1,345	1,744	1,383	1,156	1,847	1,608	1,687	1,774
(売上高営業利益率)	35.5%	42.6%	37.5%	42.9%	37.2%	33.5%	40.7%	36.8%	37.9%	37.9%
営業外収益	37	91	9	3	40	57	2	9	32	
受取利息	0	0	0	0	0	0	0	0	2	
受取配当金	-	0	-	0	-	0	-	0	-	
未払分配金除斥益	-	-	-	-	-	0	1	1	1	
受取保険金	1	79	8	-	39	57	-	5	29	
受取保証料	-	-	-	-	-	-	1	-	0	
還付加算金	-	0	0	-	-	-	-	1	-	
雑収入	36	12	0	3	0	0	0	-	-	
営業外費用	178	476	230	237	209	209	462	255	265	454
支払利息	111	147	160	151	149	141	184	186	186	
投資法人債利息	4	17	19	19	19	19	19	19	22	
投資法人債発行費償却	1	3	3	3	3	3	3	3	3	
融資関連費用	57	213	38	38	38	38	213	47	51	
投資口交付費	-	73	-	-	-	8	42	-	-	
固定資産除却損	5	24	10	27	-	-	1	-	-	
経常利益	717	1,074	1,123	1,510	1,214	1,004	1,387	1,362	1,454	1,320
(売上高経常利益率)	29.7%	31.4%	31.3%	37.2%	32.7%	29.1%	30.6%	31.2%	32.6%	28.2%
税金等調整前当期純利益	717	1,074	1,123	1,510	1,214	1,004	1,387	1,362	1,454	
法人税等合計	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
当期純利益	716	1,073	1,122	1,509	1,213	1,003	1,386	1,361	1,453	1,319
(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%	32.6%	28.2%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 25/6 期以降の業績予想

資産取得如何では予想数値の上振 れ可能性あり

25/6 期の業績予想は、売上高 4,683 百万円（前年同期比+7%）、営業利益 1,774 百万円（同+10%）、経常利益 1,320 百万円（同-3%）、当期純利益 1,319 百万円（同-3%）と、24/6 期比で増収経常利益以下減益を予想しているが、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。一口当たり分配金については、今後利益超過分配金はゼロとする方針に変更したことから、24/6 期の 3,775 円から 25/6 期には 3,281 円に減少する見通しである。

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。

2025 年 2 月に ESG レポートを更新

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。2025 年 2 月には ESG レポートを更新し、サステナビリティレポートとして新たに発行。CSIF の目指す方向性に従った考え方、特に重要性の高い ESG 課題 (マテリアリティ) について見直しを行い、今後の活動についての目的を明確化した。

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

またグリーンファイナンス関連では、2023 年 6 月に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。直近では 2024 年 10 月 24 日に第 2 回グリーンボンド (発行額 11 億円から 14 億円に増額、年限 5 年) を発行している。

欧州の SFDR にも適合

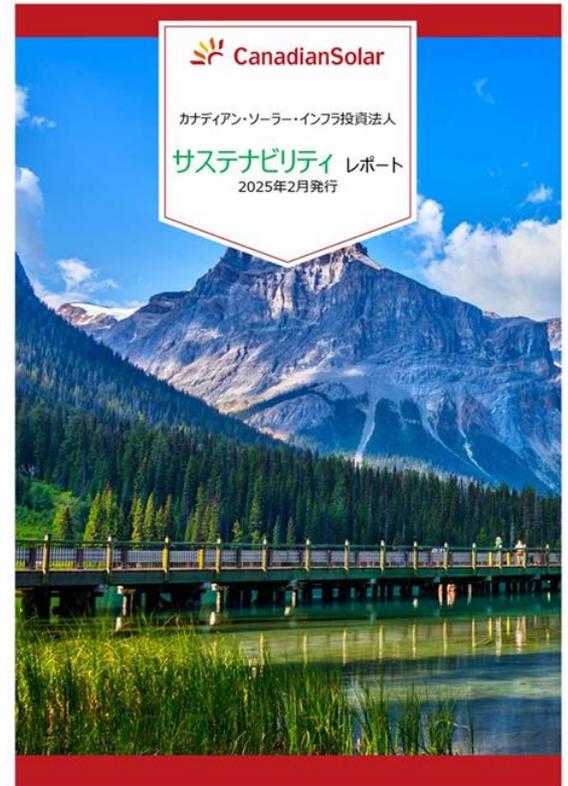
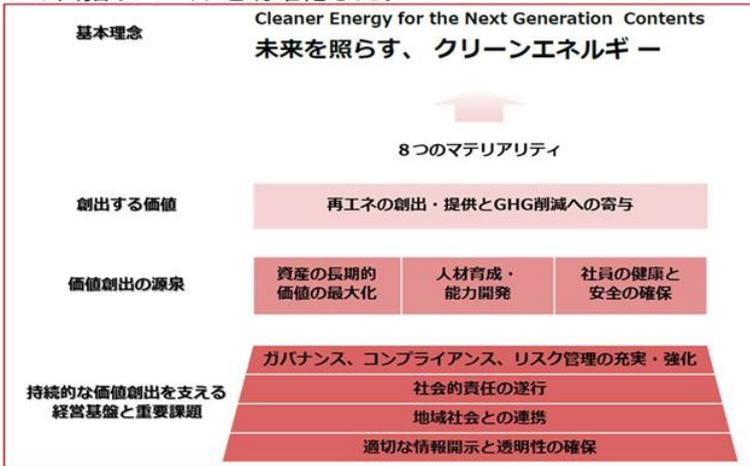
また、CSIF の開示内容は、欧州で投資商品のグリーンウォッシュ (あたかも環境に配慮していると思わせること) を防止するために策定されたサステナビリティ関連開示規則 (SFDR) にも適合したものとされている。

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)、フランシスコ・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。

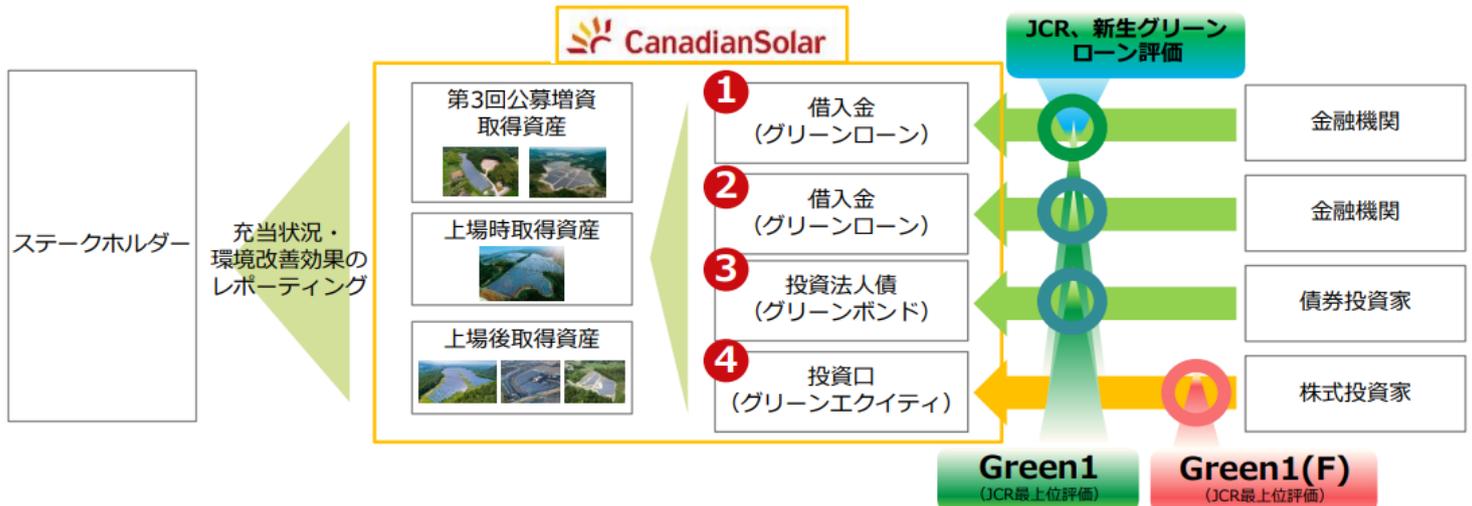
図表 26. サステナビリティレポートの発行

- 本投資法人及び本資産運用会社が発行した2023年2月にESGレポートを更新し、2025年2月にサステナビリティレポートとして新たに発行。
- 本投資法人の目指す方向性に従った考え方、特に重要性の高いESG課題（マテリアリティ）について、見直しを行い今後の活動についての目的を明確化。将来的には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、本投資法人の目指すゴールを明確化した。



出所：会社資料

図表 27. 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

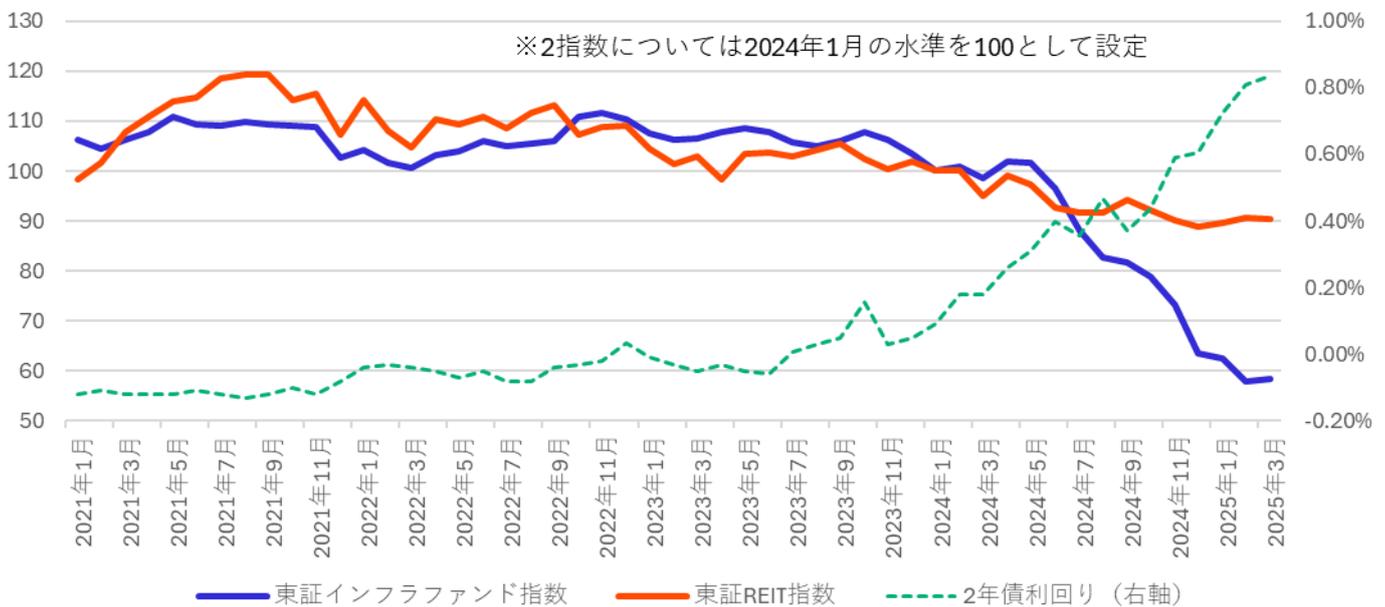
7. バリュエーション

1) いち早く利益超過分配金の原則廃止を決定した CSIF が年明け以降同業他社をアウトパフォーム

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、足元は金利上昇と固有要因で下落

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。2024 年 6 月以降はインフラ投資法人の下落幅のみ拡大しているが、これは、太陽光パネルリサイクル義務化を政府が検討し始めたとの報道が出たという、インフラ投資法人固有の要因によるものである。

図表 28. 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：各種資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

リサイクル義務化報道を受けて
2024 年末までに各社の株価は 30
~40%程度下落

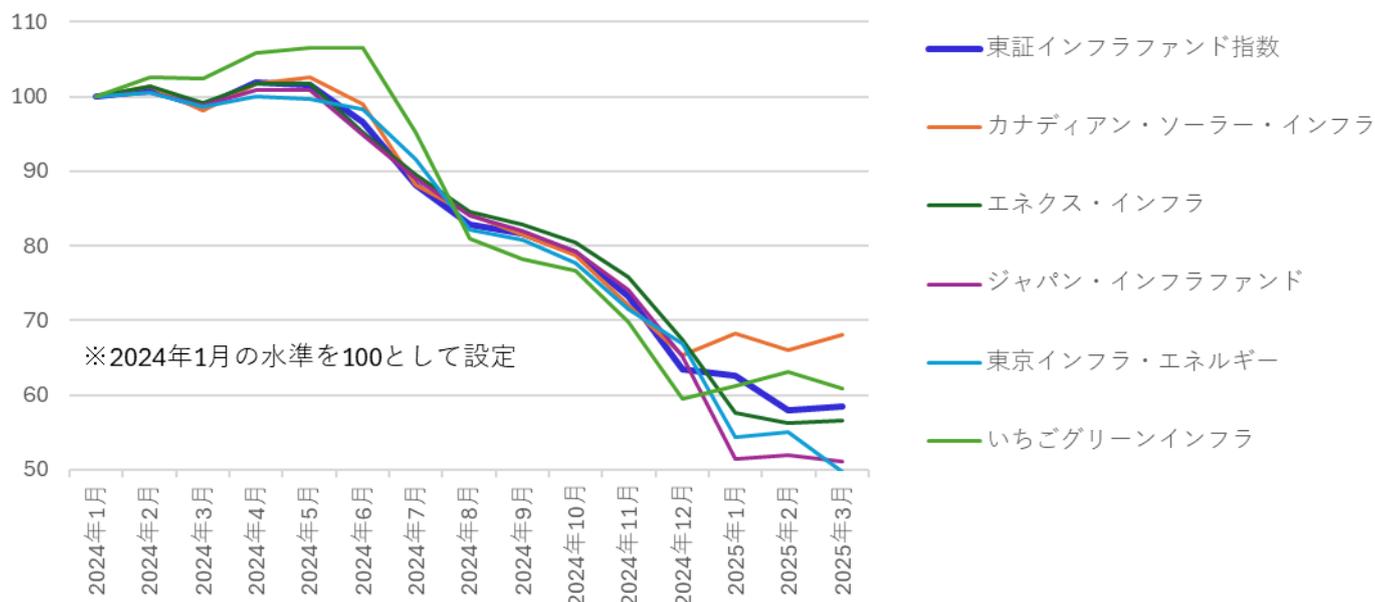
太陽光パネルリサイクル義務化の話が出る前の 23H2 時点での各社の PBR は概ね 1.0 倍を上回る水準で 24H1 に入ってから金利上昇局面でも概ね同水準を維持していたが、報道が出て以降は下げ幅を拡大し、2024 年末には報道が出る前に比して 30~40%程度下落となった。

2025 年に入ると、CSIF の株価のみ
底値を切り上げる展開に移行し、
同業他社をアウトパフォーム

2025 年に入ると、同業他社も利益超過分配金縮小方針を示す等したこともあって全体的な下落トレンドは継続。かかる中、最初に利益超過分配金縮小方針を示した CSIF の株価はむしろ底値を切り上げる展開に移行し、同業他社をアウトパフォームしている。

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)

図表 29. 東証インフラファンド指数と各インフラ投資法人の株価推移



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 30. 各インフラ投資法人のPBR推移

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近
カナディアン・ソーラー・インフラ	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	0.7	0.7
エネクス・インフラ	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	0.7	0.6
ジャパン・インフラファンド	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	0.7	0.5
東京インフラ・エネルギー	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9	0.6	0.5
いちごグリーンインフラ	1.3	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	1.9	2.1	1.9	1.4	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

BPS 変化含み利回りで見た CSIF の株価の割安感が再び高まる可能性あり

結果的に、BPS 変化含み利回りで比較した CSIF の割安感が是正され、各社概ね 7~8% の水準となっているのが直近の状況である。ただし、今後の BPS 変化含み利回り予想を比較すると再び CSIF の割安感が高まる見通しであり、CSIF の株価が同業他社をアウトパフォームする状況がさらに継続する可能性がある。

図表 31. BPS 変化含み利回り計算値推移

投資法人	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近	25H1	25H2	26H1
	実績							会社予想		
カナディアン・ソーラー・インフラ	6%	6%	5%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	9%
エネクス・インフラ	7%	2%	5%	6%	7%	5%	7%	6%	7%	-
ジャパン・インフラファンド	5%	4%	4%	4%	4%	6%	8%	8%	7%	-
東京インフラ・エネルギー	5%	9%	6%	3%	5%	7%	8%	5%	5%	7%
いちごグリーンインフラ	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	-2%	5%	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。

※直近値以降の計算においてBPS変化率は24H2の値、株価は直近値を使用。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 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330億円と、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は三菱UFJ銀行、SBI新生銀行、みずほ銀行及び三井住友信託銀行を中心とする合計22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 32. 各インフラ投資法人の時価総額推移 (百万円)

投資法人	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	直近
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	44,588	34,514	33,264
エネクス・インフラ	8,475	8,218	33,022	30,719	31,905	32,988	37,702	48,624	45,059	31,915	26,512
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	35,665	24,508	19,326
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	14,251	8,452	7,860
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	6,961	4,479	4,520

※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。しかし系統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。

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	24/6	24/12	会予 25/6
売上高 (賃貸収入)	2,414	3,425	3,587	4,061	3,715	3,453	4,538	4,368	4,455	4,683
(前年同期比)	15.6%	46.9%	48.6%	18.6%	3.6%	-15.0%	22.2%	26.5%	-1.8%	7.2%
営業費用	1,555	1,966	2,243	2,317	2,332	2,297	2,691	2,759	2,769	2,909
賃貸費用	1,409	1,781	2,034	2,091	2,115	2,083	2,415	2,483	2,491	
資産運用報酬	61	88	112	127	116	109	169	166	170	
一般事務委託手数料	19	23	28	28	27	29	28	31	29	
役員報酬	2	2	2	2	2	2	2	2	2	
租税公課	0	2	0	0	0	0	3	0	0	
その他	63	69	67	68	72	73	74	77	75	
営業利益	858	1,459	1,345	1,744	1,383	1,156	1,847	1,608	1,687	1,774
(売上高営業利益率)	35.5%	42.6%	37.5%	42.9%	37.2%	33.5%	40.7%	36.8%	37.9%	37.9%
営業外収益	37	91	9	3	40	57	2	9	32	
受取利息	0	0	0	0	0	0	0	0	2	
受取配当金	-	0	-	0	-	0	-	0	-	
未払分配金除斥益	-	-	-	-	-	0	1	1	1	
受取保険金	1	79	8	-	39	57	-	5	29	
受取保証料	-	-	-	-	-	-	1	-	0	
還付加算金	-	0	0	-	-	-	-	1	-	
雑収入	36	12	0	3	0	0	0	-	-	
営業外費用	178	476	230	237	209	209	462	255	265	454
支払利息	111	147	160	151	149	141	184	186	186	
投資法人債利息	4	17	19	19	19	19	19	19	22	
投資法人債発行費償却	1	3	3	3	3	3	3	3	3	
融資関連費用	57	213	38	38	38	38	213	47	51	
投資口交付費	-	73	-	-	-	8	42	-	-	
固定資産除却損	5	24	10	27	-	-	1	-	-	
経常利益	717	1,074	1,123	1,510	1,214	1,004	1,387	1,362	1,454	1,320
(売上高経常利益率)	29.7%	31.4%	31.3%	37.2%	32.7%	29.1%	30.6%	31.2%	32.6%	28.2%
税金等調整前当期純利益	717	1,074	1,123	1,510	1,214	1,004	1,387	1,362	1,454	
法人税等合計	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
当期純利益	716	1,073	1,122	1,509	1,213	1,003	1,386	1,361	1,453	1,319
(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%	32.6%	28.2%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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	24/6	24/12
現金及び預金	2,829	4,612	5,101	5,082	5,272	4,990	5,911	6,082	5,241
営業債権	362	1,007	757	1,149	799	1,036	947	1,385	889
前払費用	156	135	224	164	263	181	337	245	360
その他流動資産	-	75	-	-	13	-	-	45	83
流動資産合計	3,375	8,352	6,141	6,470	6,406	6,253	8,621	7,756	6,574
構築物	937	920	898	884	864	849	837	815	793
機械及び装置	37,710	36,848	36,001	35,104	34,277	33,418	33,352	32,484	31,873
工具、器具及び備品	523	512	500	488	477	466	454	443	434
土地	4,485	4,506	4,506	4,506	4,506	4,506	4,571	4,571	4,673
信託構築物	33	6,481	6,369	6,250	6,149	6,026	7,217	7,073	6,926
信託機械及び装置	768	19,979	19,567	19,165	18,742	18,318	30,406	29,754	29,103
信託工具、器具及び備品	3	92	90	88	87	85	123	119	117
信託土地	117	4,771	4,770	4,770	4,770	4,770	6,949	6,949	6,949
信託建設仮勘定	-	-	-	-	-	4	4	4	4
有形固定資産合計	44,593	74,116	72,702	71,255	69,871	68,444	83,913	82,214	80,872
無形固定資産合計	755	1,157	1,157	1,160	1,159	1,159	1,489	1,489	1,488
投資その他の資産合計	323	651	612	574	535	497	985	927	868
固定資産合計	45,617	75,924	74,472	72,988	71,565	70,100	86,386	84,628	83,229
資産合計	49,052	84,299	80,633	79,476	77,986	76,365	95,017	92,391	89,813
買入債務	68	80	47	70	87	56	101	93	107
未払金・未払費用	212	411	259	309	285	280	345	355	385
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	3,981	2,935
その流動負債	37	40	307	149	80	86	66	372	106
流動負債合計	6,835	2,801	2,862	2,790	2,727	2,689	5,612	4,802	3,533
長期借入金	19,524	36,206	32,788	31,644	30,513	29,376	38,876	37,397	35,941
投資法人債	1,100	4,900	4,900	4,900	4,900	4,900	3,800	3,800	3,800
固定負債合計	20,624	41,106	37,688	36,544	35,413	34,276	42,747	41,265	41,208
負債合計	27,460	43,908	40,550	39,334	38,140	36,966	48,359	46,066	44,742
出資総額 (純額)	20,876	39,318	38,961	38,633	38,632	38,397	45,272	44,963	43,619
剰余金	717	1,073	1,122	1,509	1,214	1,003	1,386	1,361	1,453
純資産合計	21,593	40,391	40,083	40,142	39,846	39,400	46,658	46,325	45,072
負債純資産合計	49,052	84,299	80,633	79,476	77,986	76,365	95,017	92,391	89,813

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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	24/6	24/12
税引前当期純利益	717	1,074	1,123	1,510	1,214	1,004	1,387	1,362	1,454
減価償却費	914	1,259	1,452	1,453	1,454	1,455	1,695	1,730	1,733
営業未収入金の増減額	116	-645	250	-391	350	-237	89	-438	496
未収消費税等の増減額	-26	-2,468	2,493	-	-	-	-1,385	1,385	-
長期前払費用の増減額	15	-337	39	39	39	39	-471	58	58
その他営業キャッシュ・フロー	-228	50	232	-8	-169	78	-8	398	-188
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,508	-1,067	5,589	2,603	2,888	2,339	1,307	4,495	3,553
有形固定資産の取得	-647	-30,614	-230	-37	-72	-25	-17,169	-29	-373
無形固定資産の取得	-	-403	-	-3	-1	-1	-255	-4	-
投資活動によるキャッシュ・フロー	-654	-31,017	-230	-40	-73	-26	-17,441	-33	-373
短期借入による収入	-	-	-	-	-	-	1,100	-	-
短期借入金の返済	-	-	-	-	-	-	-	-1,100	-
長期債務の増加	1,000	23,100	-	-	-	-	11,600	-	1,393
長期債務の返済	-790	-6,866	-3,439	-1,132	-1,117	-1,145	-1,467	-1,498	-2,503
株式の発行	-	18,508	-	-	-	-	7,272	-	-
株式の償還及び償却	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,000
支払配当金	-855	-855	-1,431	-1,450	-1,509	-1,450	-1,450	-1,694	-1,705
財務活動によるキャッシュ・フロー	-654	33,868	-4,870	-2,582	-2,626	-2,595	17,055	-4,292	-3,815
フリーキャッシュフロー	854	-32,804	5,359	2,563	2,815	2,313	-16,134	4,462	2,974

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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	24/6	24/12	会予 25/6
EPS (円)	3,099	3,234	2,902	3,902	3,138	2,594	3,111	3,012	3,256	2,998
BPS (円)	93,397	104,463	103,665	103,818	103,053	101,898	103,280	102,543	102,436	
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	3,310	3,281
配当性向	119.4%	133.4%	129.2%	100.0%	119.5%	144.6%	122.2%	125.3%	100.2%	
終値 (円)	133,400	126,500	122,700	122,500	124,000	121,600	111,900	98,700	76,400	
PER (倍)	43.0	39.1	42.3	31.4	39.5	46.9	36.0	32.8	23.8	
PBR (倍)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	0.8	
期末発行済株式数 (千株)	231	387	387	387	387	387	452	452	440	440
自己株式数 (千株)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
自社株控除株式数 (千株)	231	387	387	387	387	387	452	452	440	
時価総額 (百万円)	30,841	48,912	47,443	47,365	47,945	47,017	50,551	44,588	34,514	
株主資本比率	44.0%	47.9%	49.7%	50.5%	51.1%	51.6%	49.1%	50.1%	50.2%	
有利子負債残高	27,142	43,377	39,937	38,805	37,688	36,544	47,776	45,179	44,076	
ネットD/Eレシオ	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9	
EV (Enterprise Value)	55,154	87,677	82,279	81,088	80,361	78,571	92,416	83,685	73,349	
EBITDA (百万円)	1,772	2,718	2,797	3,197	2,837	2,611	3,542	3,338	3,420	
EV/EBITDA 倍率	31.1	32.3	29.4	25.4	28.3	30.1	26.1	25.1	21.4	
ROE	3.3%	3.5%	2.8%	3.8%	3.0%	2.5%	3.2%	2.9%	3.2%	
ROIC (投下資本)	1.8%	2.2%	1.6%	2.2%	1.8%	1.5%	2.2%	1.7%	1.9%	
ROIC (事業資産)	1.9%	2.4%	1.8%	2.4%	1.9%	1.6%	2.4%	1.9%	2.0%	
出力容量合計 (MW)	123.0	183.9	183.9	183.9	183.9	183.9	226.4	226.4	227.6	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号 セントラルビル 703 号