

## Company Report

2026年5月13日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
酒井田 浩之



## 同業他社比で高い収益性。ポスト FIT を見据えて FIP+CPPA スキームも開始

カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人（以下、CSIF）の 25/12 期の実績は、営業収益が 4,780 百万円で期初予想比 3.2%の増収であった。秋に出力制御の影響があったものの、夏季が好天であったことにより発電量が予想より多くなり、通期の実績発電量が予想発電量を上回った。当期純利益は期初予想比 12.6%増益の 1,562 百万円となった。前年同期（24/12 期）との比較では営業収益は 7.3%増収、当期純利益は 7.5%増益であった。一口当たり分配金は、当期純利益の増加を反映して期初予想 3,230 円から 417 円（12.9%）増の 3,647 円となった。

26/6 期は営業収益 4,576 百万円（前年同期比 1.4%増）、当期純利益 1,280 百万円（同 2.6%増）、1 口当たり分配金は 2,982 円を見込む（期初予想は利益超過分配金無し）。26/12 期は営業収益 4,624 百万円（前年同期比 3.3%減）、当期純利益 1,366 百万円（同 12.5%減）、1 口当たり分配金は 3,182 円の予想である。25/12 期が天候要因による発電量増加で営業収益、当期純利益が通常より多くなったことの反動で前年同期比では減収減益の予想となっている。

25/12 期には上場インフラ投資法人として初の「FIP+コーポレート PPA」スキームによる「CS つくば市高見原発電所」（1.2MW）を取得した。この案件は、CSIF の中期経営計画 Vision 2030 の重点テーマである「ポスト FIT を見据えた新たな収益機会の開拓」に基づく一手である。このようなコーポレート PPA スキームで RE100 を求める電力需要家の需要を取り込むことにより、今後の新たな成長ドライバーとすることを計画している。

25 年 10 月には格付けが 1 ノッチ引き上げられている。R&I が発行体格付けを A-から A に、JCR は長期発行体格付けと債券格付けをそれぞれ A から A+に格上げした。格上げの理由として、ポートフォリオ分散の進展、スポンサー及びヒューリックによる事業サポートへの期待、キャッシュ・フローの安定性などが共通要因としてあげられている。

CSIF の利益超過分配金を含まない分配金利回りは同業他社より高い水準にある。これは、相対的に高い ROIC により、利益超過分配金を除いても十分な分配金を支払うことができるためである。24 年 8 月に CSIF が利益超過分配金の廃止を表明した後、同業他社も利益超過分配金を従来水準より削減してきている。利益超過分配金を含まない利回りの重要性が株式市場で認識されることにより、CSIF のバリュエーションの割安感と収益力が再認識される可能性がある。

### 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(5/12)	91,000
52週間高値(25/11/14)	97,300
52週間安値(25/6/27)	75,400
上場来高値(20/12/28)	138,100
上場来安値(24/12/11)	68,400
発行済株式数(千株)	429.4
時価総額(十億円)	39.1
EV (十億円)	79.8
自己資本比率(25/12、%)	49.0
PER (26/12 会予、倍)	-
PBR (25/12 実績、倍)	0.9
配当利回り (26/12 会予、%)	6.8

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)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
24/12	4,455	2.0	1,686	4.8	1,453	6.7	1,452	6.6	3,256	3,310
25/6	4,514	1.3	1,690	0.2	1,249	-14.0	1,248	-14.0	2,872	3,281
<b>25/12</b>	<b>4,780</b>	<b>5.9</b>	<b>1,857</b>	<b>9.8</b>	<b>1,562</b>	<b>25.0</b>	<b>1,562</b>	<b>25.0</b>	<b>3,637</b>	<b>3,647</b>
26/6 会社予想	4,576	-4.3	1,645	-11.4	1,281	-18.0	1,280	-18.0	2,982	2,982
26/12 会社予想	4,624	1.1	1,685	2.4	1,367	6.7	1,366	6.7	3,182	3,182
27/6 会社予想	4,542	-1.8	1,625	-3.6	1,316	-3.7	1,315	-3.7	3,064	3,064

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.	業績動向 .....	3
1)	25年12月期の実績 .....	3
2)	26年6月期の業績予想 .....	4
3)	26年12月期・27年6月期の業績予想 .....	5
2.	25/12期の注目トピックス .....	6
1)	上場インフラ投資法人初のFIP+コーポレートPPA案件取得 .....	6
2)	外部格付けの格上げ .....	7
3.	バリュエーション .....	8
4.	投資法人概要 .....	10
1)	カナディアン・ソーラー・グループ .....	10
2)	ポートフォリオ分散の進展 .....	13
3)	主要な投資主の状況 .....	15
4)	世界のインフラファンドの市場規模 .....	15
5.	ESG .....	16
6.	リスクファクター .....	18

## 1. 業績動向

### 1) 25年12月期の実績

日射量増加により期初予想を上回る増収増益となった

25/12 期の実績は、営業収益が 4,780 百万円で期初予想比 3.2%の増収であった。秋に出力制御の影響があったものの、夏季（特に 7 月）が好天であったことにより発電量が予想より多くなり、通期の実績発電量が予想発電量を上回った。当期純利益は期初予想比 12.6%増益の 1,562 百万円となった。前年同期（24/12 期）との比較では営業収益は 7.3%増収、当期純利益は 7.5%増益であった。

当初想定に比べて日射量が多く発電量が増加したことが、期初予想比で 194 百万円の営業収益増加要因となった。他方、主に秋季の出力制御の影響で 50 百万円の営業収益減少要因となったが、発電量増加の影響が大きかったため実績の営業収益は期初予想比で 150 百万円、3.2%増加した（図表 1）。

OM 関連費用が増加したものの償却資産税や減価償却費が減少したことにより、営業費用が期初想定より減少した。営業収入の増加と営業費用の減少により、当期純利益は期初予想比で 175 百万円、12.6%の増加となった。

図表 1. 実績賃料収入の期初予想との比較

単位：百万円 第17期（2025年12月期）賃料収入の推移



出所：会社資料

「利益ベースの安定分配」方針に基づく分配金

25/12 期の一口当たり分配金は、当期純利益の増加を反映して期初予想 3,230 円から 417 円（12.9%）増の 3,647 円となった。同社の現在のキャッシュマネジメント方針（24 年 8 月発表）では、利益予想段階では当期純利益だけで支払うことができる金額の分配金予想が公表される。その後、当期純利益が期初予想より減少した場合でも利益超過分配金を活用して期初予想の一口当たり分配金額は維持される。一方、今回の 25/12 期のように当期純利益が期初予想より増加すれば一口当たり分配金は増加する。

なお、25/12 期決算では、9 円の一口当たり利益超過分配金が支払われている。これは一部発電所における減価償却期間に税務と会計で不一致があることによる一時差異等調整引当額 3 百万円が要因であり、利益の増減とは無関係である。26/6 期以降の分配金予想にはこの金額は考慮されていないが、税務と会計の不一致は引き続き存在しているため、実際には今後も同程度の金額が利益超過分配金として毎期分配されると考えられる。

図表 2. 25 年 12 月期 (第 17 期) 決算の概要

運用状況 (百万円)	25/6 期	25/12 期		
	実績	当初予想 A	実績 B	差異 B-A
営業収益	4,514	4,630	4,780	150
営業利益	1,690	1,688	1,857	168
経常利益	1,249	1,387	1,562	174
当期純利益	1,248	1,386	1,562	175

1 口当たり分配金 (利益超過分配金を含む)	3,281 円	3,230 円	3,647 円	417 円
1 口当たり分配金 (利益超過分配金を含まない)	2,908 円	3,230 円	3,638 円	408 円
1 口当たり 利益超過分配金	373 円	0 円	9 円	9 円

出所：会社資料

## 25/12 期は 1 件の発電所を新規取得

25/12 期末の総資産は 90,236 百万円、純資産は 44,217 百万円、LTV は 55.0% (自己資本比率は 49.0%) である。キャッシュ・フロー (CF) は、営業 CF がプラス 4,504 百万円、投資 CF がマイナス 333 百万円、財務 CF がマイナス 3,012 百万円であった。今期は新規取得案件が 1 件 (2.5 億円) のみであったため投資キャッシュ・フローのマイナスが小さくなっている。また、新規の借入れなどが発生していないため財務キャッシュ・フローは借入金返済と分配金支払額の合計となっている。

## 2) 26 年 6 月期の業績予想

### 一口当たり分配金の予想は 2,982 円

26/6 期は、営業収益 4,576 百万円 (前年同期比 1.4%増)、当期純利益 1,280 百万円 (同 2.6%増) を見込んでいる。1 口当たり分配金の予想は 2,982 円である (期初予想は利益超過分配金無し)。

前述のキャッシュマネジメント方針に従い、実際の業績が予想を上回るか、自己投資口取得で発行済投資口数が減少して一口当たり利益が増加する場合には、一口当たり分配金は増加すると考えられる。一方、発電量減少などで当期純利益が減少した場合でも、利益超過分配金を活用することによってトータルの一口当たり分配金を期初予想から減らさない運用をすると予想される。また、税務と会計の不一致による一時差異等調整引当額による利益超過分配金が 25/12 期の 9 円と

同程度、追加で支払われる可能性が高いと考えられる。

グリーンボンド償還のため新規借入れを実行

営業外費用は 25/12 期の 301 百万円から 364 百万円に増加する予想となっている。これは主にグリーンボンドの償還のために 26 年 1 月に新規銀行借入れを行ったことによる融資関連費用の増加が要因とみられる。

26/12 期の一口当たり分配金は 3,182 円を予想

### 3) 26 年 12 月期・27 年 6 月期の業績予想

26/12 期は、営業収益 4,624 百万円（前年同期比 3.3%減）、当期純利益 1,366 百万円（同 12.5%減）、1 口当たり分配金は 3,182 円の予想である。25/12 期が天候要因による予想以上の発電量増加により営業収益、当期純利益が通常より多くなったことの反動で前年同期比では減収減益の予想となっている。

27/6 期は、営業収益 4,542 百万円（前年同期比 0.7%減）、当期純利益 1,315 百万円（同 2.7%増）、一口当たり分配金は 3,064 円の予想である。

図表 3. 第 18 期、第 19 期、第 20 期の業績予想

(百万円)	第 18 期	第 19 期	第 20 期
	26/6 期	26/12 期	27/6 期
営業収益	4,576	4,624	4,542
営業利益	1,645	1,685	1,625
経常利益	1,281	1,367	1,316
当期純利益	1,280	1,366	1,315
1 口当たり分配金 (利益超過分配金を含む)	<b>2,982 円</b>	<b>3,182 円</b>	<b>3,064 円</b>
1 口当たり分配金 (利益超過分配金を含まない)	<b>2,982 円</b>	<b>3,182 円</b>	<b>3,064 円</b>
1 口当たり 利益超過分配金	-円	-円	-円

出所：会社資料

## 2. 25/12 期の注目トピックス

### 1) 上場インフラ投資法人初の FIP+コーポレート PPA 案件取得

#### ポスト FIT を見据えた収益機会の開拓

CSIFは25/12期に上場インフラ投資法人として初の「FIP+コーポレート PPA」スキームによる「CSつくば市高見原発所」(1.2MW)を取得した。取得価格は2.53億円である。今回の案件は、CSIFの中期経営計画 Vision 2030の重点テーマである「ポスト FIT を見据えた新たな収益機会の開拓」に基づく一手である。再生可能エネルギー市場における売上確保の方法が従来の FIT から FIP とコーポレート PPA に移行する中で、CSIF が他社に先駆けて新たな収益機会の確保に挑戦していることがわかる。

このようなコーポレート PPA スキームで RE100 を求める電力需要家の需要を取り込むことにより、今後の新たな成長ドライバーとすることを計画している。

#### 今後の可能性が広がるスキーム

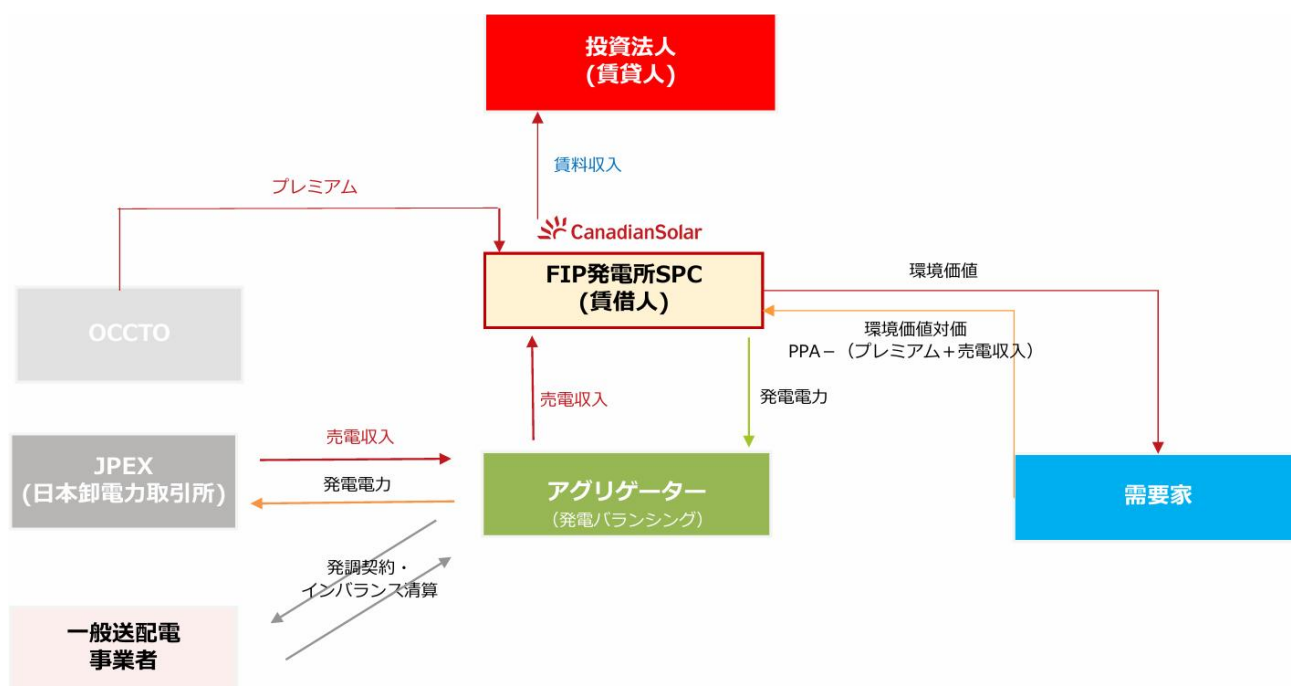
今回のスキームの概要は図表 4 の通りである。発電所を保有する SPC とアグリゲーター、需要家の 3 社間の契約によってコーポレート PPA が構成されている。一般には、プレミアム (FIP プレミアム)、売電収入、環境価値対価の 3 要素が SPC の収入となり、それらをもとに投資法人の賃貸収入が担保される仕組みとなる。

ただし、これら 3 要素はアグリゲーターとの間で様々な形態の取り決めが可能である。例えば、インフレを反映できる収入とするなど、レンダーも含めた関係者の合意があればいろいろなバリエーションが考えられる。収益機会拡大やリスク対応の可能性を広げることが期待されるスキームである。

#### 今回は固定的な収入が得られるスキームとした模様

今回のスキームについては、決算資料に「長期固定の売電契約により収益の安定性が向上」と記載されているため、アグリゲーターとの間で固定的な売電収入を長期間にわたって得る契約となっていると考えられ、従来の FIT に似た形の収入源になると見られる。

図表 4. FIP+コーポレート PPA スキームの仕組み (イメージ図)



出所：会社資料

## 2) 外部格付けの格上げ

### 25年10月7日にR&IがAに格上げ

R&Iは10月7日に発行体格付けをA-からAに格上げし、格付けの見通しを安定的とした。格付け変更の理由として、1) 資産規模拡大によるポートフォリオ分散の進展、2) 豊富なパイプラインを裏付けとした外部成長見通し、3) スポンサーグループ及びヒューリックによるサポート期待などを反映したとされている。また、キャッシュ・フローの安定性が高いことや、中期的にエリア分散が進むと想定されることが言及されている。

### 10月31日にはJCRがA+に格上げ

JCRは10月31日に長期発行体格付けと債券格付けをそれぞれAからA+に格上げし、格付けの見通しを安定的とした。格付け変更の理由としては、1) キャッシュ・フローの安定性、2) 資産規模の拡大と分散の進展、3) 発電所の管理状況、4) 保守的な財務運営方針などを反映したとされている。また、ヒューリックによるサポート契約についても格付事由の中で言及されている。

出力制御については影響を注視しているとの記載はあるものの、同時に「30日ルールが大半であり運用資産全体のキャッシュ・フローに対する影響は現状問題のない範囲に留まる」という評価が行われている。

図表 5. 25年10月の外部格付け変更

R&I	変更前	変更後
発行体格付け	A-	A
格付けの方向性	ポジティブ	安定的

JCR	変更前	変更後
長期発行体格付け	A	A+
格付けの見通し	ポジティブ	安定的
債券格付け	A	A+

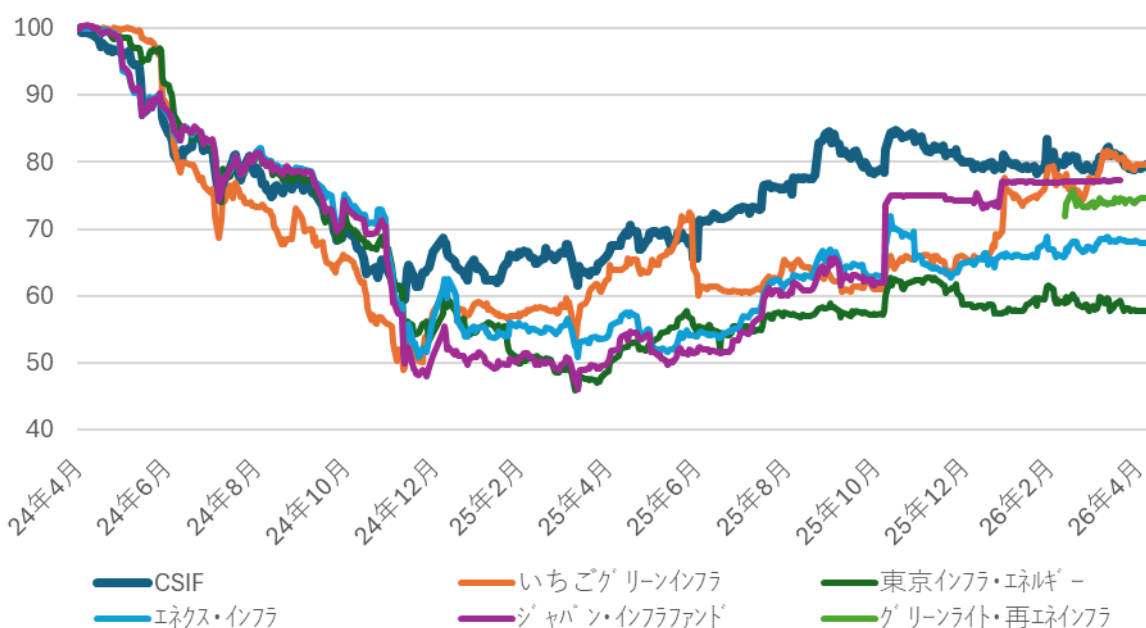
出所：会社資料

## 3. バリュエーション

### 25年に株価が他銘柄より早く回復

24年4月末以降では、金利上昇に加えて太陽光パネルのリサイクル義務化報道（日経新聞24年6月11日）などが要因となり、5～6月頃から上場インフラファンド全般の株価が下落した。24年4月末から12月末までで上場5銘柄の単純平均で43%下落した中で、CSIFは下落幅が34%と相対的に小さかった(図表6)。その後は他銘柄より早く株価が回復し、25年9月には24年4月の株価の8割程度になった。その後は同程度の水準で横ばいとなっている。

図表 6. 各インフラ投資法人の株価推移 (24年4月末=100)



注：ジャパン・インフラファンドは26年4月に上場廃止。グリーンライト・再エネインフラ投資法人は上場日の指数を他5社平均の72としてグラフ化。

出所：SPEEDAよりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 利益超過分配金を含まない利回りは他社より高水準

CSIFの株価回復が早かったのは、CSIFが24年8月に利益超過分配金を原則として廃止する運用方針を公表したことで利益超過分配金への依存度が低いことが明確となり、事業収益性の高さが改めて認識されたことが要因の一つではないかと考えられる。図表7に利益超過分配金を含む場合と含まない場合の各社の分配金利回りを示した。CSIFは利益超過分配金を含む利回りは同業他社と同程度であるが、利益超過分配金を含まない利回りは他社より高い水準にある。

### 資金に余裕があるため25/6期、25/12期に増資なしで計3物件を購入

CSIFは利益超過分配金相当額を内部に留保しているため、内部資金による新規物件を取得し、利益を成長させることが可能である。実際に増資なしで25/6期には2物件（取得価格合計41.5億円）、25/12期には1物件（同2.5億円）を新たに購入し、ポートフォリオを拡大できている。従って、表面分配金利回り（利益超過分配金を含む利回り）が他銘柄と同じであれば、実質的には相対的に割安と見ることができる。

図表7にあるように、CSIFの26/12期予想利回りは6.8%で、東京インフラ・エネルギー投資法人の6.6%（26/12期予想）や、エネクス・インフラ投資法人の6.5%（26/11期予想）とほぼ同水準である。しかし、利益超過分配金を含まない基準での利回りでは、東京インフラ・エネルギー投資法人とエネクス・インフラ投資法人はそれぞれ6.0%、6.3%に低下する。実質的な利回りはCSIFの方が今でもやや高いと見ることができる。

# 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)

なお、26年3月10日新規上場したグリーンライト・再エネインフラ投資法人は、超過利益分配金を含まない基準の利回りが6.9%とCSIFと同じ水準である。

## CSIF はもともと事業収益性が他社より高かった

CSIF の事業収益性の高さについては、図表 8 の ROIC 比較で確認することができる。上場インフラ投資法人 5 社の中で、同社の ROIC は過去から一貫して最も高い。これはパネルメーカーのグループ会社がスポンサーであり、その強固なパイプラインによる案件ソーシング及び価格競争力の優位性が要因の一つと考えられる。また、スポンサーが海外を含む再エネ事業やエネルギー産業に対する知見を十分に持っており、O&M を含めた垂直統合型モデルによる効率的な運営が行われていることも優位性のもう一つの要素と考えられる。相対的に高い ROIC により、利益超過分配金を除いても他社比で十分な分配金を支払うことができている。

## CSIF のバリュエーションの割安感と収益力が再認識される可能性

24年8月のCSIFの利益超過分配金廃止方針の公表をきっかけに、25年初めまでに東京インフラ・エネルギー投資法人(9285)、エネクス・インフラ投資法人(9286)、ジャパン・インフラファンド投資法人(9287、26年4月に上場廃止)の3法人も利益超過分配金を従来水準より削減することを決定した。このような業界全体のトレンドの中で、利益超過分配金を含まない利回りの重要性が市場で認識されることにより、今後 CSIF のバリュエーションの割安感と収益力が再認識される可能性がある。

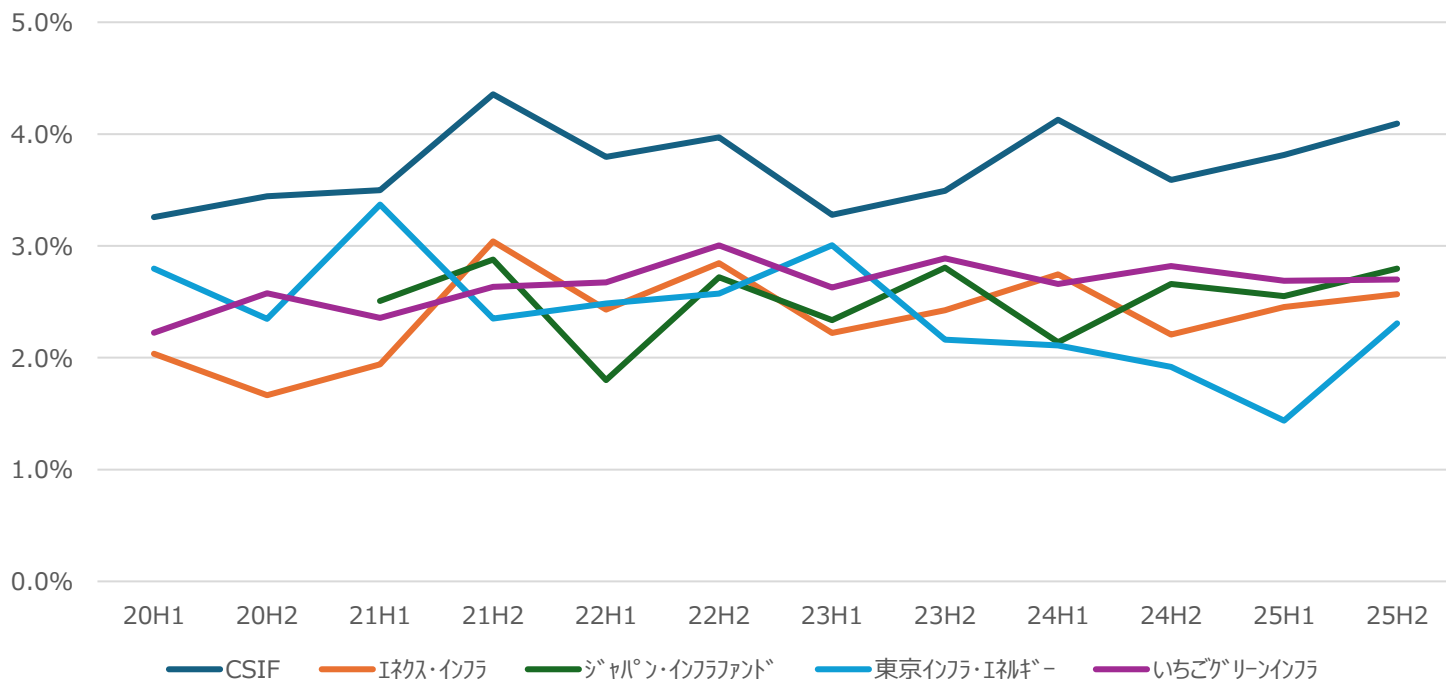
図表 7. バリュエーション比較表

コード		9284	9282	9285		9286	509A
投資法人名		カナディアン・ソーラー・インフラ	いちごグリーンインフラ	東京インフラ・エネルギー		エネクス・インフラ	グリーンライト・再エネインフラ
決算期		6月/12月	6月	6月/12月		5月/11月	5月/11月
株価	円 2026/5/12	91,000	58,900	49,950		59,000	80,400
時価総額	百万円 2026/5/12	39,077	6,065	8,954		31,113	5,924
分配金利回り	27/6 予	6.9%			27/5 予		7.3%
利益超過分配金含む	26/12 予	6.8%		6.6%	26/11 予	6.5%	NA
	26/6 予	7.3%	6.0%	6.9%	26/5 予	6.8%	NA
分配金利回り	27/6 予	6.9%			27/5 予		6.9%
利益超過分配金含まず	26/12 予	6.8%		6.0%	26/11 予	6.3%	NA
	26/6 予	7.3%	2.9%	6.2%	26/5 予	5.3%	NA
PBR	倍 25/12 実	0.9	2.0	0.6	25/11 実	0.8	0.7

注：グリーンライト・再エネインフラ投資法人のPBRは26/1期末基準のBPS

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 8. 各インフラ投資法人の ROIC 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

## 4. 投資法人概要

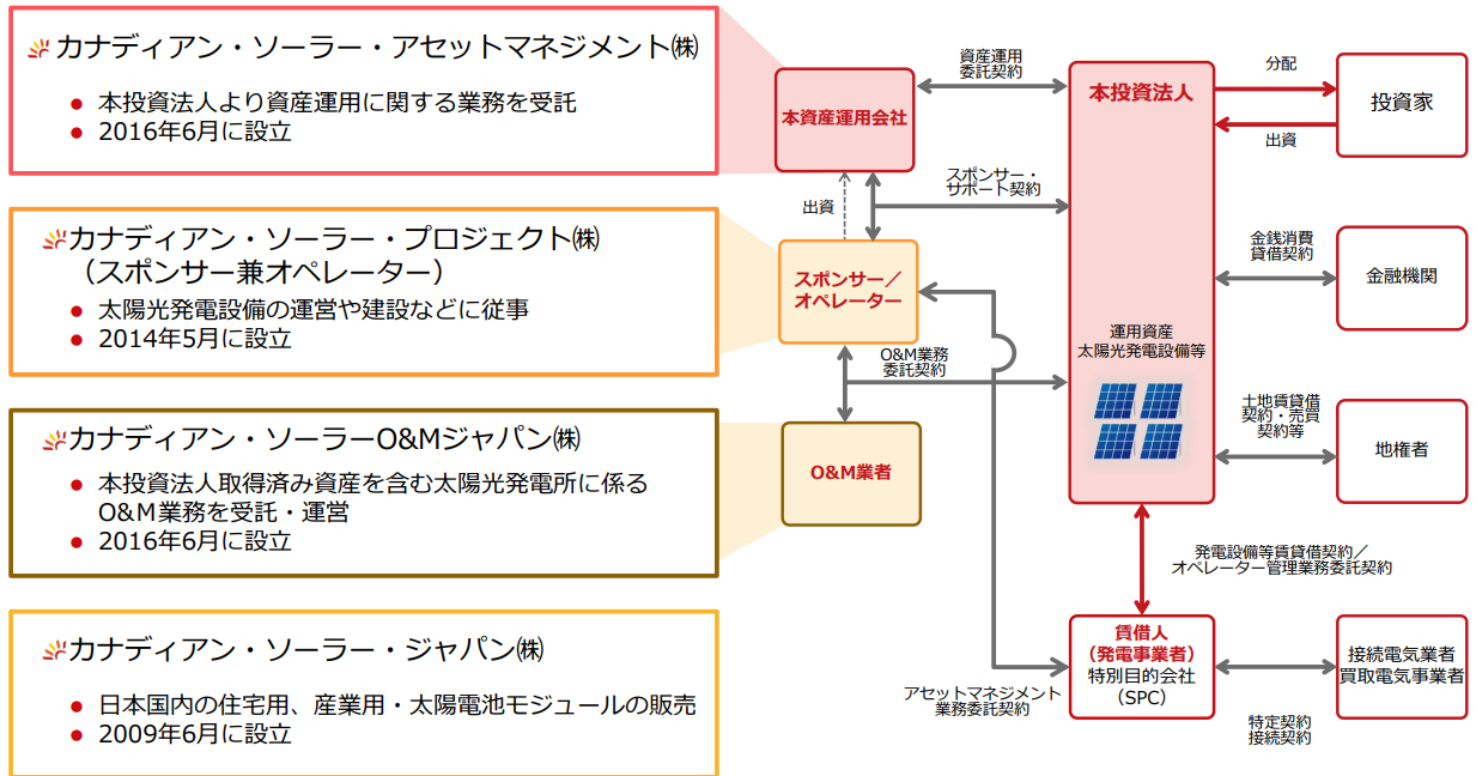
### 1) カナディアン・ソーラー・グループ

#### 唯一の垂直統合型モデルを実現

CSIF は 2017 年 10 月 30 日に東証インフラファンド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」、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 ジャパン株式会社が O&M 業者（スポンサーではない第三者から取得した 2 発電所を除く）、カナディアン・ソーラー・アセットマネジメント株式会社が資産運用会社である。いずれも世界有数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 9. CSIF の仕組み



出所：会社資料

## CSIQ は世界各地に生産拠点を有する太陽光パネルメーカー

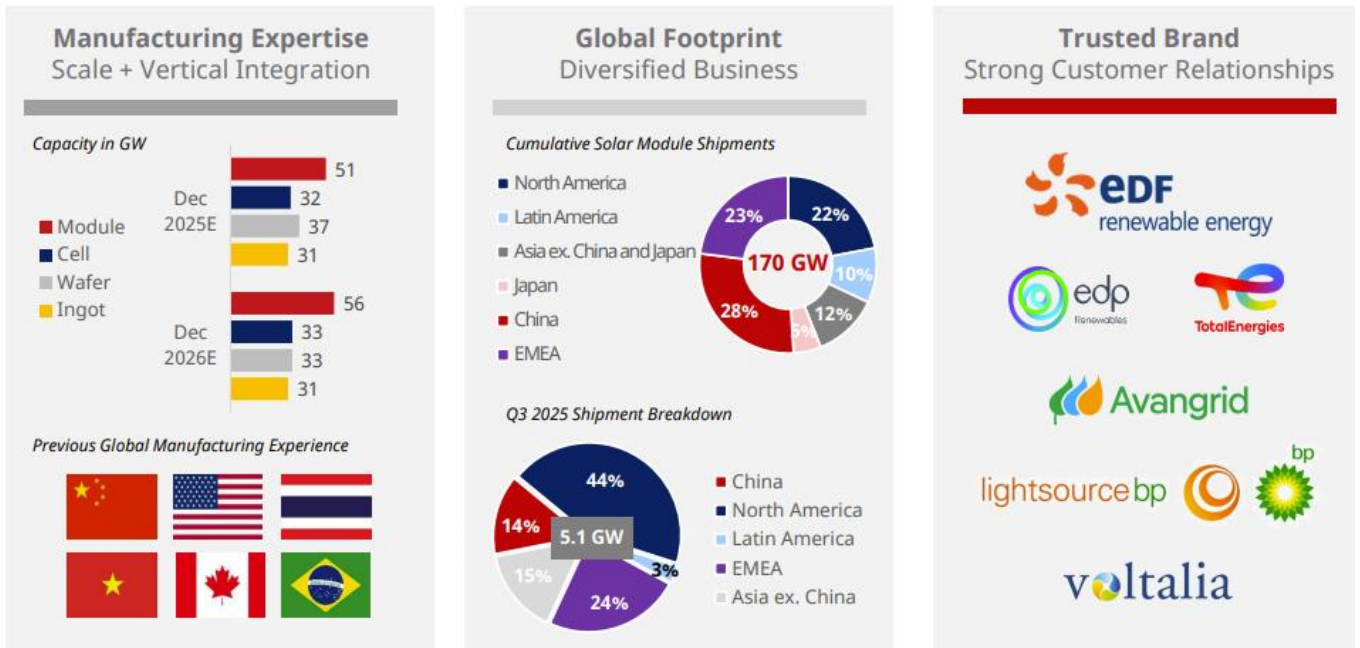
CSIQ はトロント大学で材料科学の博士号を取得した後オンタリオ発電（非上場）の研究者を経て工場自動化サービスを提供する ATS Automation Tooling Systems（非上場）で働いていた Shawn Qu 氏が、2001 年にカナダで設立した太陽光パネルメーカーである。2010 年には太陽光発電所建設事業に参入し、2015 年にはシャープ（6753 東証プライム）傘下で太陽光発電所開発を手掛ける Recurrent Energy を買収した。太陽光パネルの生産拠点をカナダ、アメリカ、中国、日本、タイ、ベトナム等に有している。

## Wood Mackenzie の評価では世界ランキング 4 位

太陽光パネルメーカーは生産量の上位争いが激しくなっており、上位の差が小さくなっているため、生産・出荷量では CSIQ は調査により世界 5 位とされる場合もあれば 7 位とされることもあるようである。

一方、技術の成熟度や ESG 順守、財務状況、サプライチェーン耐性などのビジネスにおける重要な項目を考慮した Wood Mackenzie による 2024 年のスコアリングによれば、CSIQ の世界ランキングは 4 位とされている。

図表 10. CSIQ の太陽光パネル生産実績



出所：Canadian Solar, "Investor Presentation", November 2025

## 豊富なパイプラインを有する

スポンサーであるカナディアン・ソーラー・プロジェクトはこれまでに FIT・FIP 制度下で認定を受けたメガソーラー約 180MW を落札等した経験があり、豊富なパイプラインを持っている。また、セカンダリー市場が拡大する中で CSIF として第三者案件の取得にも積極的な取り組みを開始している。

25 年 12 月末時点でスポンサー開発資産と第三者開発資産を合わせて 12 物件、286.7MW のパイプラインがあり、今後はこれらの取得による資産拡大を目指す方針である。

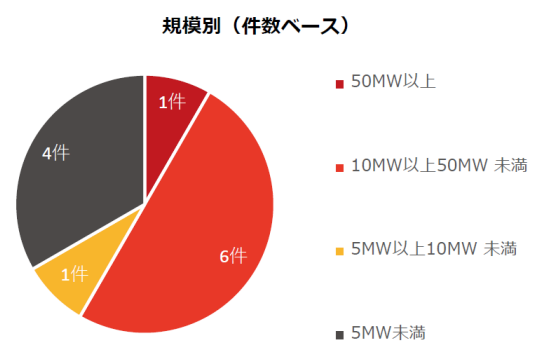
図表 11. 豊富なパイプライン



## ■ パイプラインリスト

物件名称	所在地	パネル出力(MW)	開発主体
CS吾妻小富士発電所	福島県	100	スポンサー
CS群馬高崎KG発電所	群馬県	25.8	スポンサー
CS鳥取大山第二発電所	鳥取県	1.9	スポンサー
CS岡山新湯原発電所	岡山県	28.8	スポンサー
CS群馬CC発電所	群馬県	21	スポンサー
CS福島佐原発電所	福島県	3	スポンサー
CS青森米田発電所	青森県	3	スポンサー
CS長野大町発電所	長野県	3	スポンサー
CS福島石川発電所	福島県	18.1	スポンサー
CS石川茶臼山	石川県	8.9	スポンサー
CS熊本植木発電所	熊本県	27.1	スポンサー
CS栃木湯津上北発電所	栃木県	45.8	第三者

## ■ パイプラインの規模別分散状況



出所：会社資料

## 2) ポートフォリオ分散の進展

### 地域の日照条件や出力制御状況が収益に影響

CSIF が有する太陽光発電所は国内 35 カ所、出力容量合計 247.5MW、平均出力容量 7.1MW 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）（1.0MW）である。

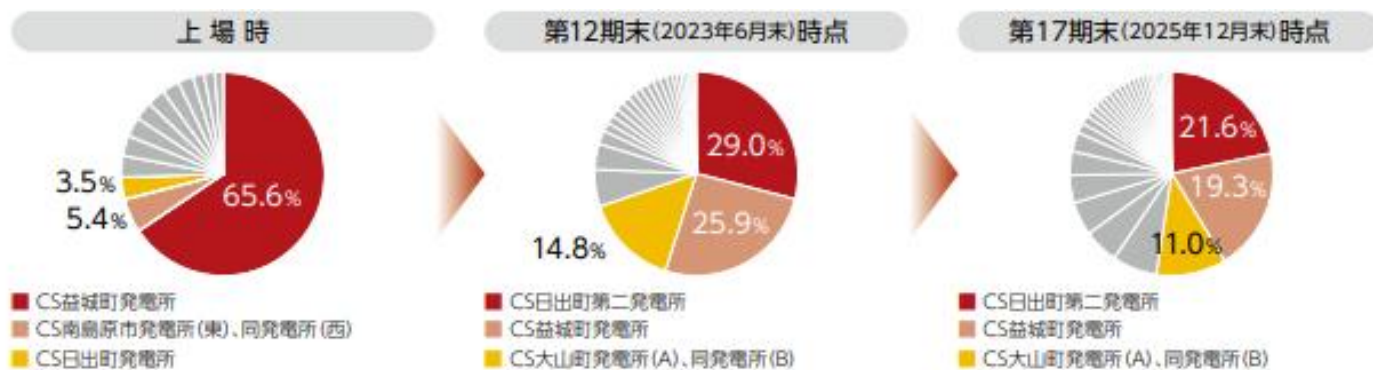
規模が大きかったり FIT 価格が高くて、売主からの取得価格が割高だと収益性が低くなってしまいうため、CSIF にとっては売主からの取得価格が各発電所の収益性の重要な決定要因となる。同時に、各地域の日照条件や出力制御の状況も収益性に大きな影響を及ぼすため、保有発電所の地域分散も重要である。

### ポートフォリオ分散が進展している

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、23/12 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、25/12 期の追加取得を経て上位 3 物件の比率は 51.9%まで低下した（図表 12）。

このようなポートフォリオ分散の着実な進展が、25 年 10 月の格付け引上げにも影響したと考えられる。

図表 12. 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

図表 13. CS 日出町第二発電所 (大分県) (54MW)



出所：会社資料

図表 14. CS 郡山市発電所 (福島県) (0.6MW)



出所：会社資料

### 3) 主要な投資主の状況

#### 25年6月にヒューリックがTOB

25年6月30日にヒューリックがCSIFの投資口に対するTOBを公表した。その時点のTOB価格(86,710円)を基準に算出したCSIFの分配金利回りは7.5%であった。当該TOBは純投資を目的とするものであり、CSIFは当初より賛同の意見を表明していた。同年9月19日引け後にヒューリックによるTOB(買付期間25年9月18日まで)の結果が開示された。買付予定数の上限85,885口に対して、応募数は60,081口で、応募全数をヒューリックが取得した。

#### 現在はヒューリックが第2位の投資主

公表情報によれば、ヒューリックによる追加の取得は行われていない模様であり、26年2月16日時点のヒューリックの所有投資口数は60,081口、所有割合は13.99%である。スポンサーであるカナディアン・ソーラー・プロジェクトに次ぐ第2位の投資主となっている。今後は、ヒューリックとの間で締結されたサポート契約に基づく協業が期待される。

図表 15. 2026年2月16日時点の主な投資主リスト

順位	投資主名	所有投資口数 (千口)	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	15.29
2	ヒューリック株式会社	60.1	13.99
3	株式会社日本カストディ銀行(信託口)	9.6	2.24
4	野村証券株式会社	4.4	1.03
5	株式会社SBI証券	3.6	0.83
6	大阪商工信用金庫	3.5	0.82
7	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	3.0	0.70
8	THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV 10	3.0	0.68
9	大和信用金庫	2.8	0.66
10	みずほ証券株式会社	2.8	0.65
	合計	158.6	36.92

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 4) 世界のインフラファンドの市場規模

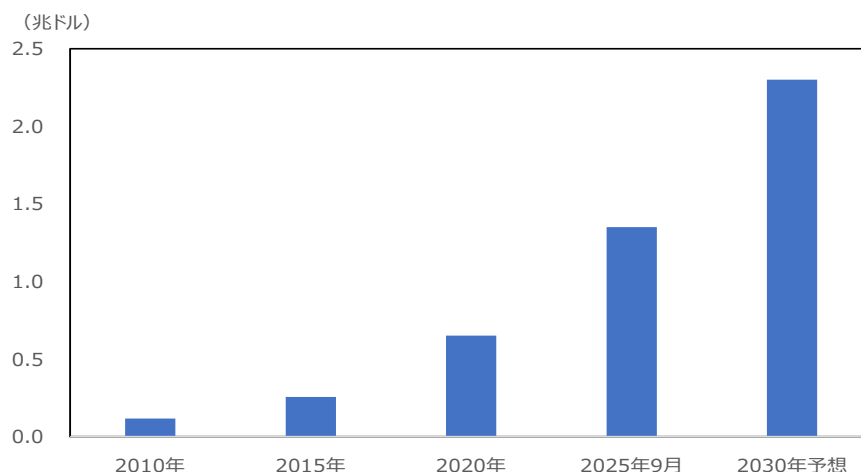
#### グローバルでインフラ資産への投資意欲は引き続き強い見通し

金融サービスプロバイダーのオコリアン(Ocorian)によると、世界インフラファンドの市場規模は、2025年9月に1.4兆ドルと史上最高額を記録しており、2020年の0.7兆ドルと比較し、約2倍の水準となった。特に、AIインフラ、エネルギー転換、脱炭素化などを中心に投資が増加している。

インフラファンドの運用資産の半分弱(47%)が北米に、5分の2が欧州に集中している。運用会社の拠点別では、北米が39%、欧州が38%、アジアが16%を占める。投資家の立場からすれば、リスク分散の観点から日本のインフラ資産への投資には一定のニーズがあると考えられる。

同予想では、2030年には、2.3兆ドルの市場規模になる見込みであり、2025年と比較し、70%増加することが見込まれている。今後も投資家によるインフラ資産への投資意欲はグローバルで引き続き強いと考えられる。

図表 16. 世界のインフラファンドの資産推移



出所 : Ocorian, "Analysis reveals strong growth in infrastructure funds", December 8, 2025

## 5. ESG

### ガバナンス体制

CSIFは、機関設計として、投資主総会、執行役員、役員会及び会計監査人が設置される。執行役員は、投資法人の業務を執行し、投資法人を代表する。監督役員は、執行役員の職務の執行を監督する。執行役員 1 名、監督役員 3 名であり、役員女性比率は 75%である（2026 年 4 月末時点）。また、資産の運用を資産運用会社であるカナディアン・ソーラー・アセットマネジメントにすべて委託している。CSIF は、投資主の利益とスポンサーの利益を一致させることで、投資主価値向上を目指すため、スポンサーであるカナディアン・ソーラー・プロジェクトが 15.29%を保有する（2026 年 2 月 16 日現在）。

### 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 レポートを発行した。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

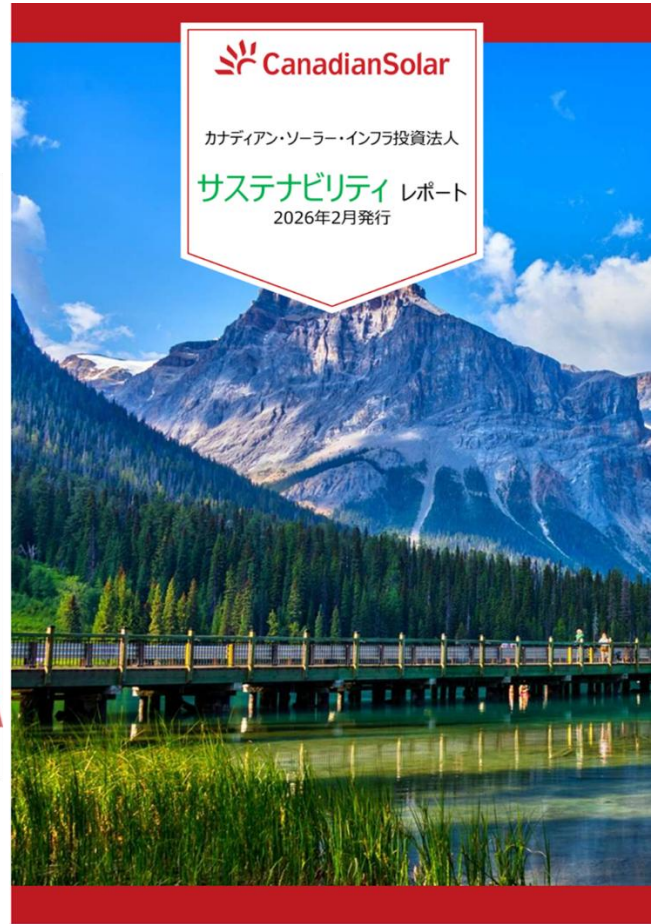
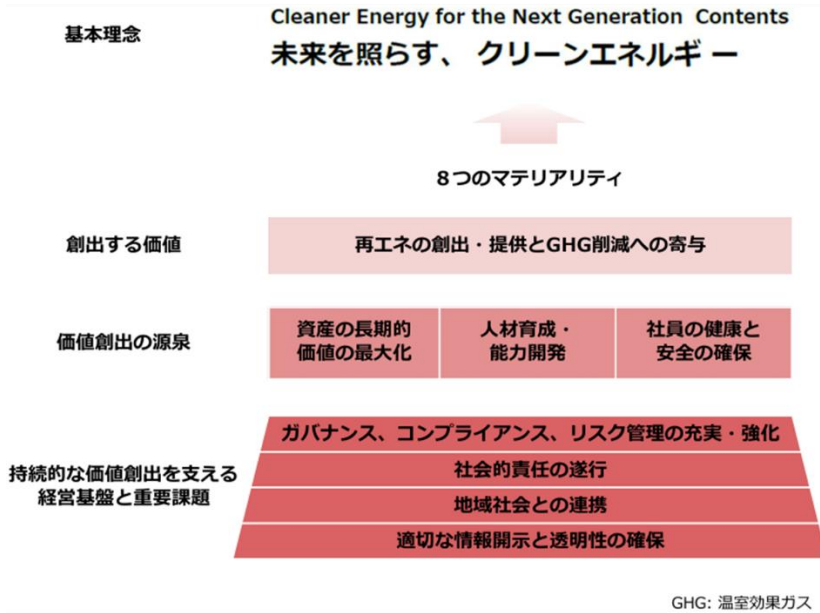
CSIF の開示内容は、欧州で投資商品のグリーンウォッシュ（あたかも環境に配慮していると思わせること）を防止するために策定されたサステナビリティ関連開示規則（SFDR）にも適合したものである。

### 発電所のオンライン化で出力制御に対応

CSIF の主要事業である太陽光発電設備への投資・運用においては、政府の脱炭素やエネルギー政策への対応が重要である。日本の発電電力量の 9.9%が太陽光であるが（2024 年度）、政府の第 7 次エネルギー基本計画では、2040 年度の太陽光比率の見通しを 23%~29%に設定している。今後さらに太陽光発電設備が増加していく中で、政策として着実に再生可能エネルギーの発電量を確保していくためには、出力制御によるロスの低減が重要な課題となる。このための対策として CSIF ではオンライン出力制御装置を積極的に導入し、2025 年 12 月期末現在で保有する 35 か所のうち 30 か所の発電所がオンライン化されている。

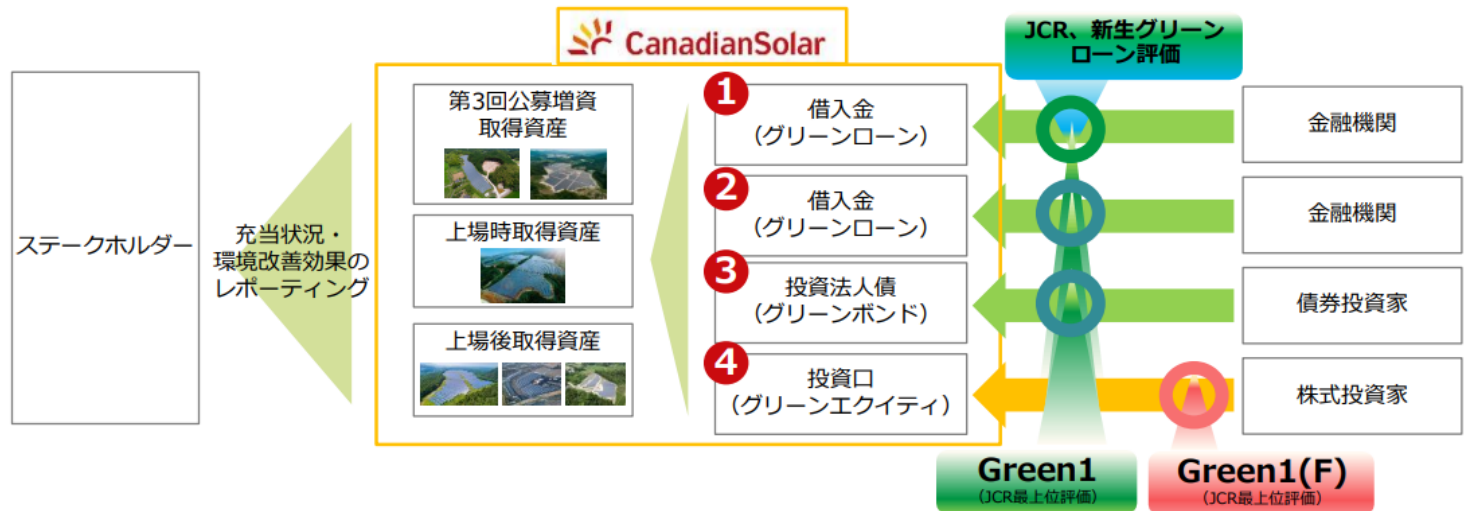
# カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 9284 (東証インフラ)

図表 17. 26年2月にサステナビリティレポートを発行



出所：会社資料

図表 18. 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

## 6. 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、CSIF が受け取る賃料は、賃借人が保証する最低保証賃料（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。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が保険料は上昇傾向にある。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、終日制御に比して、想定逸失変動賃料を一定程度軽減でき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。
- ⑥ CSIF の賃料収入は基本的に FIT に基づく固定価格買取に依存しているため、金利上昇による支払利息の増加を含むインフレによるコスト増の影響を受けやすい財務体質である。

図表 19. 損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	22/12	23/6	23/12	24/6	24/12	25/6	25/12	26/6 会予	26/12 会予	27/6 会予
<b>営業収益(賃貸収入)</b>	<b>3,715</b>	<b>3,452</b>	<b>4,537</b>	<b>4,367</b>	<b>4,455</b>	<b>4,514</b>	<b>4,780</b>	<b>4,576</b>	<b>4,624</b>	<b>4,542</b>
(前期比)	-8.5%	-7.1%	31.4%	-3.7%	2.0%	1.3%	5.9%	1.4%	1.0%	-1.8%
<b>営業費用</b>	<b>2,331</b>	<b>2,296</b>	<b>2,690</b>	<b>2,759</b>	<b>2,768</b>	<b>2,824</b>	<b>2,923</b>			
賃貸費用	2,114	2,083	2,414	2,483	2,490	2,526	2,623			
資産運用報酬	115	108	168	166	170	167	180			
一般事務委託手数料	27	28	28	30	29	33	30			
役員報酬	2	2	2	2	2	3	0			
租税公課	0	0	3	0	0	0	0			
その他営業費用	71	72	73	76	75	91	84			
<b>営業利益</b>	<b>1,383</b>	<b>1,156</b>	<b>1,846</b>	<b>1,608</b>	<b>1,686</b>	<b>1,690</b>	<b>1,857</b>	<b>1,645</b>	<b>1,685</b>	<b>1,625</b>
(売上高営業利益率)	37.2%	33.5%	40.7%	36.8%	37.8%	37.4%	38.8%	35.9%	36.4%	35.8%
<b>営業外収益</b>	<b>39</b>	<b>57</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>32</b>	<b>12</b>	<b>6</b>			
受取利息	0	0	0	0	1	3	4			
受取配当金	-	0	-	0	-	0	-			
還付加算金	-	-	-	1	-	-	0			
未払分配金除斥益	-	0	0	0	1	0	0			
受取保険金	39	56	0	4	28	7	-			
受取保証料	-	-	0	0	0	1	0			
精算金収入	-	-	0	1	-	-	0			
雑収入	0	0	0	0	-	-	0			
<b>営業外費用</b>	<b>208</b>	<b>209</b>	<b>461</b>	<b>255</b>	<b>265</b>	<b>453</b>	<b>301</b>			
支払利息	148	141	183	186	186	208	209			
投資法人債利息	19	18	19	19	22	25	26			
投資法人債発行費償却	2	2	2	2	2	2	2			
融資関連費用	37	37	213	47	51	214	62			
投資口交付費	-	8	42	-	-	-	-			
固定資産除却損	-	-	0	-	-	-	-			
雑損失	-	-	0	-	2	2	-			
<b>経常利益</b>	<b>1,214</b>	<b>1,003</b>	<b>1,386</b>	<b>1,361</b>	<b>1,453</b>	<b>1,249</b>	<b>1,562</b>	<b>1,281</b>	<b>1,367</b>	<b>1,316</b>
(売上高経常利益率)	32.7%	29.1%	30.5%	31.2%	32.6%	27.7%	32.7%	28.0%	29.6%	29.0%
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>1,214</b>	<b>1,003</b>	<b>1,386</b>	<b>1,361</b>	<b>1,453</b>	<b>1,249</b>	<b>1,562</b>			
法人税等	0	0	1	0	1	1	0			
<b>当期純利益</b>	<b>1,213</b>	<b>1,003</b>	<b>1,385</b>	<b>1,361</b>	<b>1,452</b>	<b>1,248</b>	<b>1,562</b>	<b>1,280</b>	<b>1,366</b>	<b>1,315</b>
(売上高当期純利益率)	32.7%	29.1%	30.5%	31.2%	32.6%	27.6%	32.7%	28.0%	29.5%	29.0%

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 20. 貸借対照表 (単位 : 百万円)

決算期	22/12	23/6	23/12	24/6	24/12	25/6	25/12
現金及び預金	5,271	4,989	5,911	6,081	5,241	3,214	4,373
営業債権	798	1,035	946	1,384	889	1,492	959
前払費用	262	181	337	244	359	266	380
未収消費税等	-	-	1,385	-	-	282	-
その他流動資産	72	46	40	45	83	84	102
<b>流動資産合計</b>	<b>6,405</b>	<b>6,252</b>	<b>8,621</b>	<b>7,756</b>	<b>6,573</b>	<b>5,340</b>	<b>5,816</b>
構築物	863	849	837	815	792	794	788
機械及び装置	34,276	33,418	33,352	32,484	31,872	31,298	30,579
工具、器具及び備品	476	465	453	443	433	430	444
土地	4,505	4,505	4,570	4,571	4,673	4,814	4,883
建設仮勘定	-	-	-	-	-	-	-
信託構築物	6,148	6,026	7,217	7,072	6,926	7,142	6,990
信託機械及び装置	18,741	18,318	30,405	29,753	29,102	31,216	30,524
信託工具、器具及び備品	87	85	122	119	117	118	117
信託土地	4,769	4,769	6,948	6,948	6,948	7,831	7,831
信託建設仮勘定	-	3	3	3	3	-	-
<b>有形固定資産合計</b>	<b>69,870</b>	<b>68,443</b>	<b>83,912</b>	<b>82,213</b>	<b>80,872</b>	<b>83,646</b>	<b>82,158</b>
<b>無形固定資産合計</b>	<b>1,159</b>	<b>1,159</b>	<b>1,488</b>	<b>1,488</b>	<b>1,488</b>	<b>1,467</b>	<b>1,466</b>
<b>投資その他の資産合計</b>	<b>535</b>	<b>496</b>	<b>984</b>	<b>926</b>	<b>868</b>	<b>836</b>	<b>790</b>
<b>固定資産合計</b>	<b>71,565</b>	<b>70,099</b>	<b>86,386</b>	<b>84,628</b>	<b>83,228</b>	<b>85,950</b>	<b>84,414</b>
<b>繰延資産合計</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>5</b>
<b>資産合計</b>	<b>77,986</b>	<b>76,365</b>	<b>95,017</b>	<b>92,391</b>	<b>89,813</b>	<b>91,299</b>	<b>90,236</b>
買入債務	87	56	100	92	106	82	129
未払金・未払費用	285	279	344	355	384	354	382
短期借入債務 (リース債務含む)	2,275	2,267	2,900	2,881	2,935	3,209	3,170
投資法人債	-	-	1,100	1,100	-	3,800	3,800
その他流動負債	78	85	2,266	1,472	106	64	378
<b>流動負債合計</b>	<b>2,726</b>	<b>2,689</b>	<b>5,612</b>	<b>4,801</b>	<b>3,533</b>	<b>7,511</b>	<b>7,860</b>
長期借入金	30,512	29,376	38,876	37,397	35,940	38,321	36,756
投資法人債	4,900	4,900	3,800	3,800	5,200	1,400	1,400
その他固定負債	-	-	71	67	67	1	1
<b>固定負債合計</b>	<b>35,412</b>	<b>34,276</b>	<b>42,747</b>	<b>41,264</b>	<b>41,208</b>	<b>39,723</b>	<b>38,158</b>
<b>負債合計</b>	<b>38,139</b>	<b>36,965</b>	<b>48,359</b>	<b>46,066</b>	<b>44,741</b>	<b>47,234</b>	<b>46,019</b>
出資総額 (純額)	38,632	38,396	45,271	47,953	47,953	47,953	47,953
剰余金	1,213	1,003	1,385	1,361	1,452	1,248	1,562
投資主資本合計	39,846	39,399	46,657	46,324	45,071	44,064	44,217
<b>純資産合計</b>	<b>39,846</b>	<b>39,399</b>	<b>46,657</b>	<b>46,324</b>	<b>45,071</b>	<b>44,064</b>	<b>44,217</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>77,986</b>	<b>76,365</b>	<b>95,017</b>	<b>92,391</b>	<b>89,813</b>	<b>91,299</b>	<b>90,236</b>

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 21. キャッシュ・フロー計算書 (単位: 百万円)

決算期	22/12	23/6	23/12	24/6	24/12	25/6	25/12
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>							
税金等調整前当期純利益	1,214	1,003	1,386	1,361	1,453	1,249	1,562
減価償却費	1,453	1,454	1,694	1,729	1,733	1,784	1,800
営業未収入金の増減額	349	-236	89	-437	495	-603	532
未収消費税等の増減額	-71	-	-1,385	1,385	-	-282	282
長期前払費用の増減額	38	38	-471	58	58	31	61
その他営業キャッシュ・フロー	-96	78	-6	397	-393	225	495
<b>合計</b>	<b>2,888</b>	<b>2,339</b>	<b>1,307</b>	<b>4,495</b>	<b>3,347</b>	<b>2,406</b>	<b>4,735</b>
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>							
有形固定資産の取得及び売却による収支	-72	-25	-17,168	-28	-372	-4,554	-318
無形固定資産の取得及び売却による収支	0	0	-254	-3	-	-45	-
その他投資活動キャッシュ・フロー	0	0	-16	0	0	0	-14
<b>合計</b>	<b>-72</b>	<b>-26</b>	<b>-17,440</b>	<b>-32</b>	<b>-372</b>	<b>-4,599</b>	<b>-333</b>
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>							
短期借入による収入	-	-	1,100	-	-	-	-
短期借入金の返済による支出	-	-	-	-1,100	-	-	-
長期借入による収入	-	-	11,600	-	-	4,300	-
長期借入金の返済による支出	-1,116	-1,144	-1,467	-1,497	-1,402	-1,644	-1,603
投資法人債の発行による収入	-	-	-	-	1,400	-	-
投資法人債の償還による支出	-	-	-	-	-1,100	-	-
投資法人債発行費の支出	-	-	-	-	-7	-	-
投資口の発行による収入	-	-	7,322	-	-	-	-
投資口交付費の支出	-	-	-50	-	-	-	-
自己投資口の取得による支出	-	-	-	-	-999	-799	-
分配金の支払額	-1,509	-1,213	-1,003	-1,385	-1,361	-1,452	-1,248
利益超過分配金の支払額	0	-236	-446	-308	-344	-3	-160
<b>合計</b>	<b>-2,625</b>	<b>-2,594</b>	<b>17,054</b>	<b>-4,291</b>	<b>-3,814</b>	<b>399</b>	<b>-3,012</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	-	-	-	-	-	-	-
現金及び現金同等物の増減額	189	-281	921	170	-840	-2,026	1,158
現金及び現金同等物期首残高	5,082	5,271	4,989	5,911	6,081	5,241	3,214
現金及び現金同等物期末残高	5,271	4,989	5,911	6,081	5,241	3,214	4,373
<b>フリーキャッシュフロー</b>	<b>262</b>	<b>-255</b>	<b>18,362</b>	<b>203</b>	<b>-467</b>	<b>2,805</b>	<b>1,722</b>

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 22. 株価指標および KPI

決算期	22/12	23/6	23/12	24/6	24/12	25/6	25/12	26/6
EPS (円)	3,138	2,594	3,111	3,012	3,256	2,872	3,637	2,982
BPS (円)	103,053	101,898	103,280	102,543	102,436	102,612	102,969	
DPS (円)	3,750	3,750	3,750	3,775	3,310	3,281	3,647	2,982
配当性向	120%	145%	122%	125%	100%	113%	100%	
期末発行済株式数 (千株)	386.7	386.7	451.8	451.8	440.0	429.4	429.4	
自己株式数 (千株)	0	0	0	0	0	0	0	
自己株控除後株式数 (千株)	386.7	386.7	451.8	451.8	440.0	429.4	429.4	
期中平均発行済株式数 (千株)	386.7	386.7	445.4	451.8	446.0	434.7	429.4	
自己資本比率	51.1%	51.6%	49.1%	50.1%	50.2%	48.3%	49.0%	
有利子負債残高 (百万円)	37,688	36,544	47,776	45,179	44,076	46,732	45,128	
ネット有利子負債残高(百万円)	32,416	31,554	41,865	39,097	38,835	43,517	40,755	
D/E レシオ	0.95	0.93	1.02	0.98	0.98	1.06	1.02	
ネット D/E レシオ	0.81	0.80	0.90	0.84	0.86	0.99	0.92	
EBITDA (百万円)	2,837	2,611	3,542	3,338	3,420	3,475	3,657	
EBITDA マージン	76.4%	75.6%	78.1%	76.4%	76.8%	77.0%	76.5%	
ROE	6.8%	5.6%	5.5%	6.4%	6.1%	6.0%	6.3%	
ROIC (投下資本)	4.0%	3.3%	3.5%	4.1%	3.6%	3.7%	4.0%	
ROIC (事業資産)	4.3%	3.6%	3.8%	4.0%	3.9%	4.0%	4.1%	
出力容量合計 (MW)	183.9	183.9	226.4	226.4	227.6	246.3	247.3	

注：ROE、ROIC は年換算。

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