

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

## エコロジー・トラスト・ボンド第1回ファンド 信託社債および信託 ABL

### 【新規】

債券格付	A-
ABL格付	A-

### ■格付事由

#### 1. スキームの概要

本件は、合同会社ジーアイアイが信託を通じて投資している複数の太陽光発電設備等（発電所ベースで合計8件）を対象とするプロジェクトファイナンスである。

ジーアイアイは三菱 UFJ 信託銀行が匿名組合出資している会社で、三菱 UFJ 信託銀行を受託者（原信託受託者）とする複数の信託契約を通じて複数の太陽光発電事業への投資を行っており、各太陽光発電事業から得られる収入等を裏付とする信託受益権を複数保有している。本件においては、合同会社サンシャインが三菱 UFJ 信託銀行を受託者（本信託受託者）とする信託契約（本信託契約）を締結し、金銭を信託する。本信託受託者は本信託契約に基づく信託金及び信託社債発行の代わり金によりジーアイアイが保有する前述の信託受益権の一部（原信託受益権）を譲り受ける。格付の対象は、本信託受託者が本信託契約に基づき発行する原信託受益権を裏付とする信託社債および本信託社債をリパッケージした信託 ABL である。

本信託受託者は、太陽光発電事業からの売電収入等を裏付とする原信託受益権に基づく配当収入を原資として、本信託社債にかかる元利金の支払いを行う。本信託契約の信託受益権（本信託受益権）にかかる配当の支払いは本信託社債にかかる元利金の支払いに劣後するほか、DSCR が一定の条件を満たさない場合は受益者への配当支払が停止される仕組みとなっている。本信託社債は元金均等償還により約14年をかけて全て償還される予定であるが、契約上、仮に各償還期日において予定される元利金支払額に対して不足が生じる場合は、次回以降に当該不足額の支払いを繰り延べることが可能となっている。また、仮に14年目の予定最終償還期日において不足額が生じる場合、その後も一定の繰延可能期間が予め設けられている。本信託 ABL に関しては、本信託社債にかかる元利払いから信託報酬を控除した金額を原資として、元利金返済が行われる。元金の返済スケジュール、予定返済期日及びテール期間は信託社債と同一となるよう設計されている。

#### 2. メガソーラー固有のリスクとキャッシュフロー分析

JCR ではプロジェクトファイナンスの格付手法に基づいてメガソーラー事業の信用力を評価している。メガソーラープロジェクトのリスク要素として特にウエイトが高いと思われるポイントを列挙すると（ただし、これらが全てではない）、アセットマネージャーの信用力や実績、パネルや PCS などから構成される太陽光発電設備の性能、EPC、O&M などに係るリスク、立地（含む影や雪の影響）、日射量の変動性などである。本件においては、①非常に信用力が高く一定期間以上の太陽光発電所管理実績を有する三菱 UFJ 信託銀行がアセットマネージャーを務めること②過半の発電所において大手メーカー製のパネル・PCS が設置されており必要に応じて交換費用リザーブ等も設けられる予定であること③既に商業運転開始済みであり建設にかかるリスクが大きく抑制されていること④特定の発電所への収入依存がみられず出力規模や所在地の面で一定の分散の効いたポートフォリオとなっていること一などによりリスクの低減が図られているものと判断している。

一般に、メガソーラープロジェクトの売電収入は、月次、季節ごとに日射量が異なり、短期では変動性が大きい、中期では変動性は抑制される傾向にある。また、費用は初期支出が大きいものの、メンテナンスに必要とされる費用を除けば年間の支出額は比較的小さく、費用の変動性は低い。ただ、中長期的には出

力制御の影響に注意する必要がある。こうしたことから、JCR では、日射量の変動や出力制御、パネルの経年劣化に伴う発電量への影響などのストレス要素を中心にキャッシュフローへの影響を確認することが重要であると考えている。ストレステストの結果、JCR では、本件のキャッシュフローは信託社債および信託 ABL の償還/返済を行うに際し、十分な余力を有すると判断している。

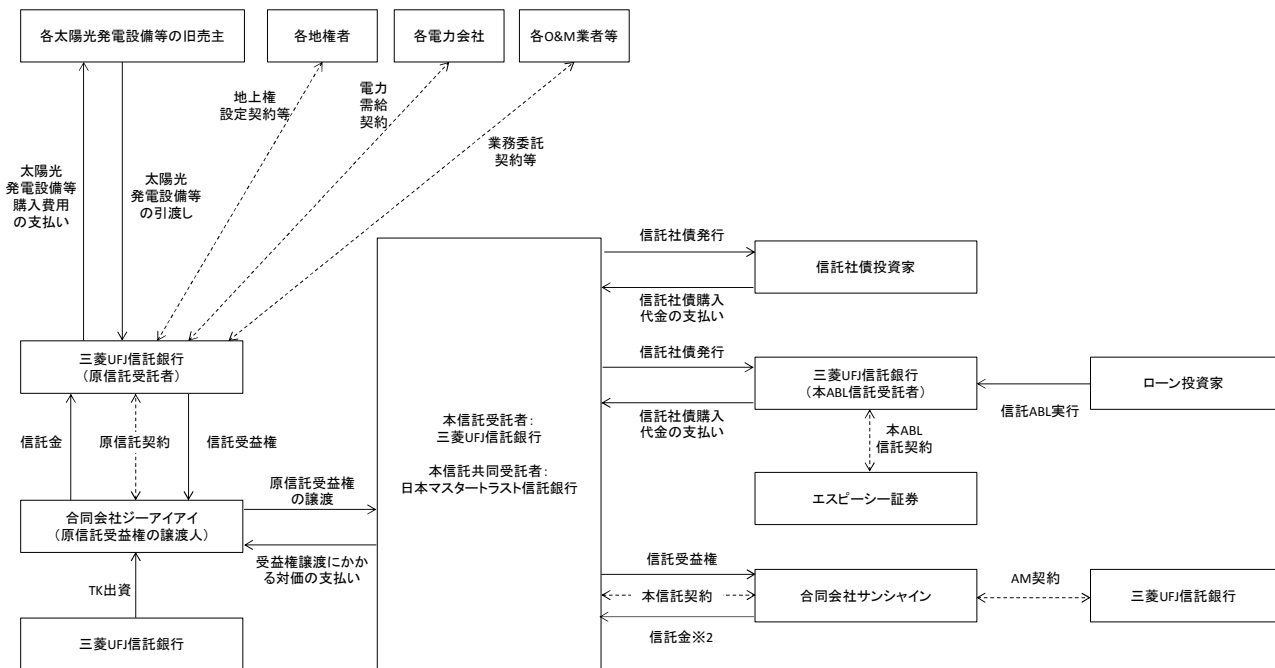
### 3. 格付評価

本件は、O&M 面での課題や一部サイトにおける土砂災害リスクなどの留意点があるが、①収入が FIT に基づいていること②事業運営に必要な権利等を長期間にわたって確保していること③ポートフォリオの分散が効いていること④非常に信用力の高い AM が全体をコントロールする役目を担う予定であること一などから事業期間にわたって安定性の高いキャッシュフローが見込まれる。また、全ての発電所で商業運転を開始していることから建設にかかるリスクも大きく抑制されている。

日射量の変動や出力制御、発電性能の予想以上の低下、操業コストの上昇などといった収支変動要因が考えられるが、複数の要因を組み合わせる非常に強いストレスをかけた場合においても債務履行能力が維持されることを JCR では確認した。また、損害保険による手当てのみならず、元利払い用のリザーブや DSCR に基づく配当制限条項が設けられていることが、想定外の事態等に対する更なるクッションとなっており、本件における債務履行の確実性を一層高めている。

以上を踏まえ、本信託社債の格付を「A-」と評価した。本信託 ABL に関しては、本信託社債を信託を通じてリパッケージしたものである。リパッケージに際してスワップカウンターパーティは存在せず、信託にかかる費用も僅少であることから、その信用力は本信託社債に連動すると考えられる。従って、本信託 ABL の格付を「A-」とした。

#### 【スキーム図】



(担当) 杉浦 輝一・岩崎 智彦

## ■ 格付対象

### 【新規】

対象	発行金額/実行金額	最終償還/返済期日	クーポン・タイプ	格付
信託社債	4,100,000,000 円	2035 年 1 月 31 日	固定	A-
信託 ABL	3,000,000,000 円	2035 年 1 月 31 日	固定	A-

### <発行/実行の概要に関する情報>

信託社債発行日/ABL 実行日	2019 年 2 月 28 日
償還/返済方法	元金均等償還/元金均等返済
流動性・信用補完措置	信託社債 : 現金準備・優先劣後構造 信託 ABL : なし

### <信託社債のストラクチャー、関係者に関する情報>

アレンジャー	三菱 UFJ 信託銀行株式会社
委託者	合同会社サンシャイン
受託者	三菱 UFJ 信託銀行株式会社
アセットマネージャー	三菱 UFJ 信託銀行株式会社

### <裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	太陽光発電事業から創出されるキャッシュフローを主たる裏付とする信託受益権
---------	--------------------------------------

### <信託 ABL のストラクチャー、関係者に関する情報>

アレンジャー	三菱 UFJ 信託銀行株式会社
委託者	エスピーシー証券株式会社
受託者	三菱 UFJ 信託銀行株式会社

### <裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	太陽光発電事業から創出されるキャッシュフローを主たる裏付資産として発行される信託社債
---------	--

## 格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2019年2月28日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉山 成夫  
主任格付アナリスト：杉浦 輝一
3. 評価の前提・等級基準：  
評価の前提および等級基準については、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014年1月6日)として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：  
本件信用格付の付与にかかる方法(格付方法)の概要は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「プロジェクトファイナンス」(2012年8月28日)の信用格付の方法として掲載している。回収金口座や倒産隔離など他の付随的な論点についても上記のページで格付方法を開示している。
5. 格付関係者：  
(発行体・債務者等) 三菱UFJ信託銀行株式会社  
(アレンジャー) 三菱UFJ信託銀行株式会社
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：  
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。  
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関するJCRの現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。  
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCRが格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：  
・格付対象商品および裏付資産に関する、関係者から入手した証券化関連契約書類  
なお、上記については関係者が証券化関連契約書類上で情報の正確性に関する表明保証を行っている。
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：  
JCRは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、いずれかの格付関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. JCRに対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

### ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

### ■用語解説

**予備格付**：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

### ■NRSRO登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO(Nationally Recognized Statistical Rating Organization)の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関・ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル