

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。

ハドソングリーンプロジェクトファイナンス 2020-1 信託受益権および信託 ABL

【新規】

信託受益権予備格付	BBB
ABL 予備格付	BBB

■ 格付事由

1. プロジェクトおよびスキームの概要

本件は、Hudson Sustainable Investment Management LLC がスポンサーを務める複数の太陽光発電事業を対象とするプロジェクトファイナンスにかかる格付である。本件プロジェクトにかかる SPC としてハドソンソーラージャパン 1 合同会社（HSJ1）、ハドソンソーラージャパン 2 合同会社（HSJ2。HSJ1 と HSJ2 をあわせてプロジェクト GKs）が設立されており、スポンサーはこれらプロジェクト GKs に対して匿名組合出資を行っている。プロジェクト GKs はこれまで、スポンサーからの匿名組合出資に加えて、金融機関からの融資などにより太陽光発電事業を手掛けてきた。本件では、日立キャピタル信託株式会社を受託者とし、同受託者からプロジェクト GKs に対する融資（プロジェクトローン）を裏付とする信託受益権および信託 ABL の組成が予定されており、プロジェクト GKs は本調達資金等により、既存債務を返済する計画である。格付の対象はこれら信託受益権および信託 ABL である。

HSJ1 および HSJ2 がそれぞれのプロジェクトローンを互いに連帯保証する仕組みの下、プロジェクトローンにかかる元利払いは年に 2 回行われる。プロジェクト GKs による出資者への配当の支払いはプロジェクトローンにかかる元利金の支払いに劣後するほか、DSCR が一定の水準を下回る場合は当該期における配当支払が留保される仕組みとなっている。また、一定回数以上連続で配当停止事由に抵触した場合、留保されている配当原資がすべて強制期限内返済される。プロジェクトローンは約 17 年をかけて完済される予定であるが、契約上、仮に各返済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、予定最終返済期日において不足額が生じる場合、テール期間としてその後 2 年超の繰延可能期間が予め設けられている。本信託受益権および信託 ABL に関しては、プロジェクトローン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。元本の返済スケジュール、予定返済期日及びテール期間などはプロジェクトローンの条件を反映するようストラクチャリングされる。

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、立地（含む影や雪の影響）、開発・建設、日射量の変動性、保守・操業、出力制御、太陽光発電設備の性能、などに係るリスクが挙げられる。コスト面で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。JCR では、日射量の変動性や出力制御、発電性能の経年劣化に伴う発電量への影響、一定のコスト上昇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。

3. 格付評価

本件は、①収入が固定価格買取制度に基づいていること、②すべての発電所で商業運転を開始していること、③ポートフォリオの分散が効いていること、④経験豊富な 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比較的安定したキャッシュフローが見込まれる。一方で収入

が日射量の変動の影響を強く受けること、出力制御に関し、指定ルールおよび 360 時間ルールの割合が大きいことなどが主なリスク要因として挙げられる。

日射量の変動や出力制御、発電性能の予想以上の劣化、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ことでストレスをかけた場合においても、連帯保証やリザーブ、キャッシュスイープなどの仕組みが奏功し、元利払いの確実性が認められることを JCR では確認した。

以上を踏まえ、信託受益権および信託 ABL の格付を「BBB」とした。

(担当) 杉浦 輝一・岩崎 智彦

■格付対象

【新規】

対象	当初発行予定金額/実行予定金額	最終償還/返済期日	クーポン・タイプ	予備格付
信託受益権	7,700,000,000 円*	2040 年 6 月 30 日	固定	BBB
信託 ABL		2040 年 6 月 30 日	固定	BBB

* 信託受益権・信託 ABL の合計で 77 億円の予定。

<発行の概要に関する情報>

信託設定予定日	2020 年 11 月 25 日
受益権譲渡/ABL 実行予定日	2020 年 11 月 25 日
償還/返済方法	スケジュール償還/返済
流動性・信用補完措置	なし ※裏付となる貸付債権における流動性補完・信用補完として、現金準備・優先劣後構造

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

委託者	野村証券株式会社
受託者	日立キャピタル信託株式会社
メガソーラープロジェクト運営会社	ハドソンソーラー・ジャパン 1 合同会社 ハドソンソーラー・ジャパン 2 合同会社
アセットマネジャー	Vector Cuatro Japan 株式会社
アレンジャー	野村証券株式会社

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	メガソーラープロジェクト運営会社への貸付債権
---------	------------------------

