

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。

JAソーラー グリーンプロジェクトボンド信託(福島) 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. 本プロジェクトの概要

本件は、中国のモジュールメーカーである JA Solar Holdings Co., Ltd.の子会社が福島県福島市にて行う予定の太陽光発電事業のファイナンスをプロジェクトファイナンスの手法を用いて行うものである。

本メガソーラー事業を行う福島中森発電合同会社（プロジェクト GK）は、匿名組合出資および日立キャピタル信託株式会社からの融資による資金調達を行い、プロジェクトにかかるコストを支払う。日立キャピタル信託株式会社は、金銭信託および信託による借入により調達した金銭で、プロジェクト GK への融資を行う。融資資金は、太陽光発電設備の建設状況に合わせて建設期間中からその一部が引き出される予定となっている。本件の格付対象は、プロジェクト GK への融資を裏付けとした信託受益権および信託 ABL である。

2. メガソーラープロジェクト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）、スポンサーの信用力、パネルメーカーの信用力、EPC、O&M などに係るリスク、立地、日射量の変動性などである。本件においては、①プロジェクト GK の倒産隔離性を確保するための適切な手当てがなされていること、②パネルについては豊富な納入実績と一定の財務基盤を有する大手メーカー製のものを使用すること、③太陽光発電所の建設・保守管理実績が豊富な業者が EPC および O&M 業務を担当すること、④建設期間中のプロジェクト管理、商業運転開始後のアセットマネジメントについて、豊富な経験を有する企業がプロジェクトマネージャーおよびバックアップアセットマネージャーを受託する予定であること、一などにより、想定されるリスクへの対応が図られるものと判断している。

一方、系統連系のために自営線を敷設する必要があり、その間の地権者との地役権設定契約がスムーズに行われるか否かは、プロジェクトの商業運転開始時期に影響するため、その進捗についてフォローしていく。

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。但し、本件は固定価格買取制度に関して無制限の出力制御の対象である。本件のキャッシュフロー分析にあたっては、このような特徴を踏まえ、出力制御の想定も踏まえた売電収入の変動、通期にわたって必要とされる費用の支払いに備えた積立計画や、必要に応じ償還スケジュールを加速させる仕組みなどが機能しうるかの確認を行っている。JCR では、日射量の変動、パネルの経年劣化、降雪の影響、管理コストの増加および出力制御に伴う売電量の減少等を確認することが必要であると考え、この 5 点を中心に変数を設定し、ストレステストを実施した。ストレステストの結果、元利返済用のリザーブや配当停止トリガー、強制期限前弁済、早期償還等の仕組みによって、本件のキャッシュフローは信託受益権および信託 ABL の償還/返済を行うに際し、BBB レンジとしては必要な耐久力を有すると判断している。

3. 格付評価

本件はスケールメリットの享受が可能なことに加え、固定価格買取制度に基づく買取価格として 36 円（税抜）が適用される。完工リスクが存在するが、実績が豊富な EPC とプロジェクトマネージャーの参画により、当該リスクが顕在化する蓋然性は大きくはないと考えている。一方、出力制御が無制限であることや、降雪の比較的多い地域であるといったマイナスの要素も持ち合わせている。JCR では、こうしたリスクに日射の変動や太陽光パネルの劣化加速、コストの増加等を組み合わせて、強いストレスをかけてシミュレーションを実施した。その結果、ストレスが強くなると期中のキャッシュフローのみでは元利払いを行えなくなるようなケースも生じ得るものの、流動性補完、強制期限前弁済等の仕組みにより、相当程度のストレスまで、プロジェクトの債務履行能力が確保されることを確認している。諸々のハザードリスクについては、合理的と考えられる内容の保険により手当てがなされる予定である。以上を勘案し、信託受益権および信託 ABL の予備格付を「BBB-」と評価した。

(担当) 杉浦 輝一・梶原 康佑・岩崎 智彦

■ 格付対象

【新規】

対象	発行額/実行額	信託満了日	クーポン・タイプ	予備格付
信託受益権	未定*	未定**	固定	BBB-
信託 ABL	未定*	未定**	固定	BBB-

*信託受益権・信託 ABL 合計で 54.8 億円を予定。

**最終元本返済日は、商業運転開始予定日から 18 年 6 ヶ月後。ただし、最終元本返済日において未返済の元利金がある場合には、最長で最終元本返済日から 1 年 6 ヶ月後の日まで最終元本返済日が延長され、信託満了日は、延長された期間までをカバーする。

<発行の概要に関する情報>

信託設定日	2018 年 5 月 16 日（予定）
受益権譲渡日/ABL 実行日	未定
償還方法/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	ゴールドマン・サックス証券株式会社
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	福島中森発電所合同会社
アセットマネージャー	JA ソーラー・ジャパン・アセットマネジメント合同会社
アレンジャー	ゴールドマン・サックス証券株式会社

<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
---------	------------------------

格付提供方針に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2018 年 3 月 7 日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：本多 史裕
主任格付アナリスト：杉浦 輝一
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準は、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。
- 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。
- 格付関係者：

(発行体・債務者等) 福島中森発電所合同会社
(アレンジャー) ゴールドマン・サックス証券株式会社

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しての 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行っております。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