

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。

タカラレーベン・インフラ投資法人（証券コード:9281）

【据置】

長期発行体格付	A-
格付の見通し	安定的

■格付事由

- (1) 本投資法人は15年8月に設立され、16年6月に東京証券取引所インフラファンド市場に第1号として上場した。スポンサーはタカラレーベンで、太陽光発電設備を主な投資対象とする。上場時の運用資産は10発電所（パネル出力合計17.9MW、取得価格総額は78.7億円）であったが、その後、資産規模を順次拡大してきており、現時点の運用資産は21発電所（同55.8MW、同228億円）となっている。また、18年6月に4発電所の購入を予定しており、これを含めると運用資産は25発電所（同69.5MW、同279億円）となる予定である。スポンサーは、本投資法人へ売却した発電所を含め、125MWの発電設備の開発を手掛けてきており、20年には本投資法人をパネル出力200MW、資産規模1,000億円のファンドとすることを目指している。本投資法人は、LTV（投資法人の総資産に対する有利子負債の割合）の上限を原則60%としているが、当面はポートフォリオの規模等を考慮し、LTV50%強（最大55%）を目標に運用する方針である。
- (2) 本投資法人の格付は、①再生エネルギー固定価格買取制度(FIT)、導管性要件を背景に、キャッシュフローが安定していること、②特定の発電所への一部集中があるものの、ポートフォリオのキャッシュフロー創出力が良好な水準にあり、財務運営方針も保守的であること、③スポンサーは一定の信用力と十分な太陽光発電所の開発・運営実績を有すること、④現状の運用資産は太陽光発電所のみで構成されており、運営面での負担は比較的小さいこと-などに支えられている。一方で、⑤本投資法人のための発電所開発や運営についてはスポンサーに依存している部分があり、スポンサーの信用力が低下するような局面、或いは、スポンサーの発電事業に対する方針が変化するような局面が生じないか、注意を要すること、⑥FIT、導管性要件は有期限であり、当初のFIT、導管性要件の期日が到来した後の事業計画、キャッシュフローについては見通しにくいこと、⑦FIT価格が低下していく中で十分な品質と高採算性の双方を兼ね備えた案件が少なくなるリスクがあること-などは格付の制約要因である。本投資法人の格付はスポンサーの信用力が低下した場合に、悪影響を受ける可能性があるが、予め定められた一定の事由が生じた場合には発電所のオペレーター、賃借人の地位を交代させることによってそうした悪影響を緩和をする措置がとられる予定であり、この点は上述の懸念を一部緩和している。運用資産の拡大に伴い、DSCRがやや悪化しているが、引き続き高い水準とストレス耐性を有していることなどから格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) FITによる買取期間は運転開始後20年間、また、太陽光発電設備に係る導管性要件は特例措置の適用により20年間（本投資法人においては36年6月まで）が確保されており、この期間内における現状の運用資産から創出されるキャッシュフローの見通し易さ、安定性は非常に高い。計画中のPOに伴う資金調達によって組み入れ予定の4つの発電所を含む全25カ所の発電所から予想されるキャッシュフローにおいて、標準シナリオにおける各期のDSCRは概ね1.8倍～1.9倍となる見込みである。PO及び借入直後のLTVが54%前後（前回52.7%）まで上昇する見通しであることも影響し、各期のDSCRは前回の格付付与時点の水準（概ね2.0倍）からやや悪化するものの、借入金にかかる元金支払いに対し十分に余裕がある。また、JCRが想定する各種ストレスの下でも、本投資法人の債務償還能力に特段の懸念はみられない。資産規模の拡大に際しては、新規借入に伴うDSCRへの影響や購入資産にかかるリスク等に注意を払

っていく必要があるが、現状における高い債務償還能力や LTV50%強（最大 55%）を目途とする運営方針などが財務面の大幅な悪化リスクを緩和している。

- (4) 18 年 6 月に予定される資産購入後においても、運用資産は電力需要の高い関東地方がパネル出力ベースで約 7 割～8 割と多くを占め、出力抑制に係るリスクが相対的に緩和されている。運用資産数の増加に伴いポートフォリオの分散が徐々に進展つつあるが、栃木県にある LS 那須那珂川発電所（パネル出力 19.8MW）と和歌山県にある LS 白浜発電所（同 7.8MW）が全体のパネル出力の約 4 割を占めるなど、特定の発電所への集中度は依然として高い。但し、これらの発電所では分散型 PCS の採用により売電収入が極端に悪化するリスクの緩和が図られているほか、技術者が常駐するなど安定的な運営に向けた施策が実施されている。全体として大きなハザードリスクを抱えた発電所はなく、地震リスクについては各発電所の PML 相当額をリザーブとして積むなどのリスク回避策が施されている。
- (5) スポンサーにおける太陽光発電設備の開発、運営の経験は約 6 年とさほど長くはないが、これまでの経験の蓄積に加え、適切な人材の確保、東洋ビルメンテナンスを中心とした信頼できる O&M 事業者への委託などにより、十分な開発、運営能力を有している。運用資産から得られる賃料収入については、良好な日射状況や P50・P75 をベースに定められた最低保証賃料の仕組み等を背景に、これまでのところ堅調に推移している。発電所の操業状況については、PCS の通信エラーやパネルの破損など、軽微な事象が発生しているものの、発電量に大きな悪影響を与えるようなトラブルは生じてはいない。
- (6) スポンサーの開発パイプラインには 18 年 6 月に組み入れ予定の 13.7MW 以外に 100MW 以上（含む ID 未確定事業）の案件があり、20 年に本投資法人の組入資産を 200MW とする目標に向けて順次本投資法人に組み入れていく計画である。増資と借入金により、円滑な資金調達ができることを前提に規模の成長が達成されれば、特定の発電所に対する集中度の高さも緩和されよう。一方で、本投資法人の今後の収益性や財務内容はこれらパイプラインの中から案件を実際に購入する際の条件に大きく依存する構造にある。現状のパイプラインには好条件の FIT 価格の認定を得た発電所が多く、スポンサーの開発コストを吸収した上で相応の収益性を確保することが見込まれる。本投資法人が、中長期にわたって、スポンサーから良質な発電所を適切な価格で引き続き購入していくことが実現されるかどうかは、発電所の価値評価の適切性だけでなく、資金調達環境、金利動向など多くの要素に影響される。JCR は本投資法人の成長戦略の進捗や個々の案件の組み入れによるポートフォリオへの影響を見守っていく。
- (7) スポンサーはオペレーターと賃借人を兼ねており、スポンサーが破綻した場合、オペレーターとしての業務遂行能力を喪失する可能性や、賃借人としての賃料支払に支障が生じる可能性がある。そうした悪影響を防ぐために、本投資法人ではオペレーター兼賃借人に一定の信用事由等が発生した場合、オペレーター兼賃借人との既存の賃貸借契約を解除し、オペレーター及び賃借人を他の適切な者に交代させることを予定している。かかる交代がスポンサーの管財人等の反対によって円滑に進まない可能性が無いとは言えない。しかし、スポンサーが投資口の 14%を保有しており、投資口の価値を毀損するような行動をとることはスポンサー側にとっても合理的でないこと、スポンサーにおける発電事業のウェイトはさほど大きくはないこと、太陽光発電所の運営を第三者に任せることは我が国においても定着してきていること等に鑑み、スポンサーの管財人等の反対によってかかる交代が円滑に進まないということが生じうる蓋然性は現実には小さいであろうと JCR は考えている。また、元利払い用のリザーブの設定等によって賃借人交代時の債務償還への悪影響を一部緩和する措置がとられている。前述の要素とスポンサーの現行の信用力を考慮すると、スポンサーの信用力を上限として、本投資法人の格付に反映させる必要は低いと判断している。ただし、スポンサーの信用力が悪化する場合、こうしたオペレーター、賃借人の交代にかかるリスクをより明確に織り込む必要性が高まったり、発電所の開発能力やオペレーション能力への影響を見直したりする必要が生じ、これらを通じて本投資法人の格付にネガティブな影響が生じうると考えている。
- (8) 東証のインフラファンド市場では、特例措置による導管性要件が 20 年間に限られている。また、現在、主要な投資対象となっている太陽光発電設備について、FIT の買取期間が 20 年間となっている。将来のキャッシュフローや資産の価値に重要な影響を及ぼすこれらの事項に期限があること、インフレリスクに

対して収益の上昇余地が FIT の場合は限られていることは、20 年超の期間を見据えた超長期を前提として、上場インフラファンドを純粋なゴーイングコンサーンとして評価する際の制約要因となっている。また、こうした制約の下で、投資対象並びに投資家層の拡大を円滑に進めていけるかについては、先行する REIT 市場との比較において、やや慎重にみるべきと JCR は考えている。FIT 価格の低下に対しては、ポートフォリオの規模拡大、分散化を進めるとともに、コストコントロールを含めた運営能力が重要な差別化要素となってくると思われる。

(担当) 杉浦 輝一・岩崎 智彦

■格付対象

発行体：タカラレーベン・インフラ投資法人

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A-	安定的

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：2018年5月15日
2. 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
3. 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。
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)、「上場インフラファンド」(2016年12月16日)として掲載している。
5. 格付関係者：
(発行体・債務者等) タカラレーベン・インフラ投資法人
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：
・ 格付関係者が提供した監査済財務諸表
・ 格付関係者が提供した資産内容、契約、業績、経営方針などに関する資料および説明
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、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、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。

■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。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■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