

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。

## ハンファ・エナジー・コーポレーション（証券コード：-）

### 【新規】

外貨建長期発行体格付  
格付の見通し

A-  
安定的

### ■格付事由

- (1) ハンファ・エナジー・コーポレーション（ハンファ・エナジー）は韓国世宗市に本社を置き、工業団地で電力・スチームを供給する Cogeneration 事業と、土地の取得から太陽光パネルの設置、発電所の売却までを行うソーラー事業から成るハンファ・グループの事業会社。格付は、長期契約に基づき電力・スチーム供給を行う事業の安定した収益力、グループ企業との間で構築されるバリューチェーン、それをベースに展開するソーラー事業の強固な事業基盤、グループ企業との良好な連携関係、保有するソーラー資産の良好な資産内容などを反映している。他方、Cogeneration 事業およびソーラー事業は政府の規制や助成措置の恩恵を受けており、規制・政策変更のリスクが格付を制約している。ソーラー発電所の売却は昨年度から始まり、今後発電所売却を通じて財務を改善しつつソーラー資産開発を円滑に推進する局面に入る。保有するソーラー発電所資産はグループ企業が有する世界的なネットワークを通じて取得したもので、ソーラー発電所資産は電力会社や投資ファンドから継続的な需要が見込まれる。今後開発済みのソーラー発電所の売却が進めば財務状況の改善が見込まれるが、今後の進捗を注視してゆく。
- (2) 資本構造をみると、親会社の H. Solution がハンファ・エナジーの株式を全額保有、創業家が H. Solution の株式を 100%保有する。ハンファ・ケミカルが麗水および群山の二つの工業団地において 07 年に設立した電力・スチームの供給を行う 2 つの会社を統合して、ハンファ・エナジーは 12 年に設立された。その後ハンファ・ケミカルが 12 年に太陽光パネルの製造を行うドイツの太陽光電池事業会社 Q-Cells を買収したことに伴い、14 年より太陽光発電所の開発、建設を行うソーラー事業に着手して今日に至る。Cogeneration 事業は、麗水および群山の二つの工業団地において石炭を動力源として電力およびスチームの供給を工業団地内の企業に対して行っている。両発電所で発電した電力は長期契約に基づいて KEPCO の産業用電力料金に準じた料金にて売電先に売却される。売却電力料金は「電気事業法（Electric Utility Law）」に基づいて、通常の産業電力料金に付加される電力産業基盤基金への支払い分（3.4KRW/kwh）が免除されるという優遇措置がある。また、統合電気供給法（Integrated Energy Supply Act）は、消費者が電力購入が必要ない場合、電力取引所がその時々電力システムの限界コスト（SMP）で余剰電力を引き取ることを義務付けている。スチームについては、長期引取契約に基づいて麗水及び群山工業団地の企業等に販売している。工業団地の顧客企業についてはスチームの需要が低いときには、売上が減る可能性があるが、最低使用量が決められており、大口顧客のスチームの需要がコンスタントなため、リスクは低い。プラント周囲では供給先企業の増設も計画されており、顧客企業のプラント増設に対応してスチーム供給の拡大が見込まれる。
- (3) ソーラー発電ビジネスは、18 年に開発資産の売却を本格化し、米国とトルコの発電所計 790MW 分の売却を行い、2,450 億ウォンの売上を計上した。これによる粗利益は 1,000 億ウォンであった。18 年末時点で操業中の発電所の発電容量は 360MW、建設中のものは 691MW、土地取得を行い電力購入契約（Power Purchase Agreement）を締結した開発段階にあるものは 9,066MW、合計 10,117MW の発電資産を保有している。ハンファ・エナジーはソーラー発電所への投資基準として、①中央政府もしくは地方政府など優良オフテーカーへの売電、②20 年以上の長期売電契約もしくは固定 FIT 価格による売電、③総コストの 7

割以上をノン・リコースファイナンスで調達すること等保守的な条件を課しており、円滑なソーラー資産の売却実現により、安定的な収益確保が見込まれる。

- (4) 18年には初めてソーラー資産の売却を実施したことなどが貢献して、売上高は前年比 69%増の 9,587 億ウォンとなり、飛躍的な売上の増加を実現した。18年の売上の構成は Cogeneration 事業 62.3%、ソーラー事業 25.5%、System and solution 9%、Trading1%となっている。また、EBITDA も 2,846 億ウォンへと前年比 75.9%増加した。だが、ソーラー事業の開発に着手した当初に比べて保有資産が拡大し債務負担が増大するに伴って売上高営業利益率や EBITDA マージンは下落傾向である。18年のソーラー事業セグメントの営業利益率は 35.8%で、Cogeneration 事業セグメントの営業利益率 19.1%を上回っている。全セグメント合計でみると営業利益率は 17年の 19.5%から 18年には 23.0%に上昇した。
- (5) 財務面では群山発電所の増設やハンファ総合化学の持分取得のために 15年以降、有利子負債を増加させている。有利子負債/EBITDA 倍率は 15年の 2.4 倍から 17年には 6.7 倍まで一時的に上昇したが、18年にはソーラー発電所資産売却の本格化に伴い 4.7 倍へと低下した。また、自己資本比率は、15年以降 40%前後で推移している。さらに、DER は 14年の 0.45 から 17年の 1.14 へと上昇したが、18年は 1.14 と前年比で横ばいとなった。インタレスト・カバレッジレシオも、15年の 11.5 倍から 17年に 6.5 倍まで低下したが、18年は 7.8 倍へと改善した。今後は 7 倍程度の水準で安定することを見込んでいる。ソーラー発電所については資金調達はノン・リコースのプロジェクト・ファイナンスによる調達を原則としていることが、親会社の財務への影響を限定的にしている。もっとも開発ペースが高まることで有利子負債が増加する可能性もあり、今後の開発と資産売却のバランスを注視してゆく。当社の借りに際しては、韓国企業による国内外における再生可能エネルギー事業の推進を政策的に支援する観点から、韓国産業銀行や韓国輸出入銀行といった政策金融機関の優遇融資や保証による支援を受けることができている。これ以外にも韓日米等の優良レンダーから借り入れている。韓国国内では期間 10 年の債券発行が実現できており、債券と銀行ローンによる債務の多様化も進んでいる。また、使用していないコミットメントラインも 550 億ウォンあり、現状、流動性の状況についても懸念はない。

(担当) 増田 篤・竹光 大士

## ■格付対象

発行体：ハンファ・エナジー・コーポレーション (Hanwha Energy Corporation)

### 【新規】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	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：2019年4月18日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：増田 篤  
主任格付アナリスト：増田 篤
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、「コーポレート等の信用格付方法」(2014年11月7日)、「電力」(2016年4月25日)として掲載している。
5. 格付関係者：  
(発行体・債務者等) ハンファ・エナジー・コーポレーション (Hanwha Energy Corporation)
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