

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。

メガソーラー 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	B B B -
A B L 予備格付	B B B -

格付事由

1. 本プロジェクトの概要

本件は、台湾に籍を置く Giga Solar Materials Corp. 及びその子会社である永和電力株式会社（メガソーラーグループ）が福島県石川郡浅川町にて行ってきたメガソーラー事業のリ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合同会社 MERCHANT ENERGY 第八（プロジェクト GK）は匿名組合出資および新生信託銀行株式会社からの融資による資金調達を行い、永和電力株式会社に対して本発電所の購入代金を支払う。なお、匿名組合出資および融資による調達額は全額が本発電所の購入代金に充当されるわけではなく、一部はメガソーラーグループの関連会社への貸付金に充当される予定である。新生信託銀行株式会社は、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。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）、スポンサーグループの信用力、パネルメーカーの信用力、EPC、AM、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、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、発電所は既に完工しており発電開始から 2 年以上の実績があること、株式会社イノベーション推進センターが AM を受託する予定であり本発電所に対する運営、管理、保守等の水準の向上が見込まれること、現在の O&M 業務のスコープに比べ、充実した内容の O&M 契約が締結される予定であること - 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、発電性能に影響は出ていないものの、複数のパネルでスネイルトレイルや封止材の剥離等が確認される等、パネルの品質と監視については注意を要すると考えている。しかし、それに対しては上述のとおり AM による運営、管理、保守水準の向上や O&M 業務のスコープの拡充が予定され、これらが緩和要素となっている。本件にもとづく貸出の実行にあたっては、必要十分な内容の O&M 契約が締結される予定であり、JCR としてもその進捗および内容の確認を行う。

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ですが、中期では変動性は抑制される傾向にあることが特徴である。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。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、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が予定されているかの確認を行っている。メガソーラープロジェクトのキャッシュフローは、上記のような収入特性および費用特性に従い比較的安定して推移する特徴が見られるが、日射量の変動、パネルの経年劣化および出力抑制に伴う発電量への影響等を確認することが必要であると JCR では考えている。この 3 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、強制期限前返済等の仕組みまで踏まえれば、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 レンジとしては十分な耐久力を有すると判断している。

3. 格付評価

本プロジェクトでは、スケールメリットの享受や固定価格買取制度にもとづく買取価格として 40 円（税抜）が適用されるといったプラスの要素がある一方で、複数のパネルでスネイルトレイルや封止材の剥離等が確認されるといったマイナスの要素も持ち合わせている。そのため、JCR では日射量の変動と組み合わせでパネルの劣化加速や出力抑制等、非常に強いストレスをかけてシミュレーションを実施しており、債務履行能力が保持されることを確認している。信託受益権および信託 ABL の格付を「BBB-」と評価した。

（担当）本多 史裕・岡田 尚樹・岩崎 智彦

格付対象

【新規】

対象	発行額/実行額	信託期間終了日	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 65.3 億円を予定。

<発行の概要に関する情報>

信託設定日	2017 年 12 月 27 日（予定）
受益権譲渡日/ABL 実行日	2017 年 12 月 27 日（予定）
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	新生信託銀行株式会社
メガソーラープロジェクト運営会社	合同会社 MERCHANT ENERGY 第八
アセットマネージャー	株式会社イノベーション推進センター
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：2017 年 11 月 10 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：本多 史裕
- 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（<http://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（<http://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） 合同会社 MERCHANT ENERGY 第八
（アレンジャー） ゴールドマン・サックス証券株式会社
- 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、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