

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。

クリーンエネルギーコネク ト Non-FIT Virtual PPA 低圧太陽光グリーンプロジェクトボンド信託 2024 信託受益権及び信託 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、株式会社クリーンエネルギーコネク トがスポンサーとなって、日本国内の複数の電力管内で約 800 件の低圧太陽光発電所を開発・運営していく事業に対するプロジェクトファイナンスにかかる格付である。プロジェクト運営会社である合同会社 CN 太陽光 4 号（プロジェクト GK）は、三菱HCキャピタル信託株式会社（信託受託者）からのシニアローンとメザニン貸付人からのメザニンローンで構成されるプロジェクトローンおよびスポンサーからの匿名組合出資によって調達した資金で太陽光発電所を開発する。プロジェクトローンは、各発電所の完工・引き渡しに応じて順次引き出される。格付対象はシニアローンを裏付資産として信託受託者が発行する信託受益権および信託受託者向けの信託 ABL である。

プロジェクト GK は電力および環境価値の需要家からの売電収入を支払原資にプロジェクトローンの元利払いを行う。プロジェクト GK から出資者への配当の支払いはプロジェクトローンの元利払いに劣後する形でリリース口座のみから行われるほか、DSCR が一定の水準を下回る場合は配当の支払いが留保される仕組みとなっている。また、一定期間にわたって連続して配当停止事由に抵触した場合、配当が停止されることによりリリース口座に振り替えられることなく留保されていた資金がすべて強制期限前返済される。シニアローンは約 20 年をかけて完済される予定であるが、仮に各返済期日において予定される元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 1 年 2 ヶ月の繰延可能期間が予め設けられている。格付対象の信託受益権および信託 ABL は、シニア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、元金の支払いが行われる。元本の償還/返済スケジュールはシニアローンの返済状況を反映するようストラクチャリングされる。

2. 太陽光発電事業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太陽光発電事業の信用力を評価している。一般に太陽光発電事業にかかるリスク要因を列挙すると、太陽光発電所の開発・建設、需要家の信用力、立地（影や雪の影響を含む）、日射量の変動性、保守・操業、太陽光発電設備の性能、などに係るリスクが挙げられる。

本件の開発ステージでは、あらかじめディベロッパーと合意した所定の要件や仕様を満たしていることを発電所の引き渡し条件としている。また、シニアローンは実行後一旦留保され、プロジェクト GK への発電所の引き渡し後に当該発電所の譲渡代金分を引き出して使用することが可能となっていることから、開発リスクは限定されている。本件では、いわゆるオフサイトコーポレート PPA のバーチャル PPA 形態に基づき、特定の民間企業一社が需要家になっているが、当該需要家の長期的な事業の安定性や財務的信用力は非常に高いと JCR ではみている。シニアローンの返済期間をカバーする長期にわたって固定単価で電力を買い取る契約により、発電量に応じた売電収入の確実性は高い。日射量や発電所の設備不良、災害、出力制限などによる発電量の変動リスクに対して、多数の発電所を開発・運営することによる高い分散効果が見込まれる。コスト面では

開発時の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、日射量の変動性や発電性能、将来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している。

3. 格付評価

本件は、①発電所の引き渡しに所定の要件を設けることで開発リスクを低減していること、②収入が需要家との長期の契約に基づいていること、③多数の低圧太陽光発電所で構成され分散が効いていること一などから事業期間にわたって柔軟で比較的安定したキャッシュフローが期待される。

日射量の変動や運営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、一定のストレスをかけた場合でも、相応の DSCR 水準が確保されている。さらに、リザーブ、配当停止トリガー、一定の事由における強制期限前返済などの仕組みによりシニアローンの元利払いの確実性を高める措置が手当てされていると考えられる。

以上を踏まえ、信託受益権および信託 ABL の予備格付を「BBB+」とした。

(担当) 濤岡 由典・小山 恵美

■ 格付対象

【新規】

対象	当初発行予定金額/実行予定金額 *	最終償還期日/最終返済期日	クーポン・タイプ	予備格付
信託受益権	9,990,000,000 円	2045 年 6 月 30 日 (予定)	固定	BBB+
信託 ABL		2045 年 6 月 30 日 (予定)	固定	BBB+

* 信託受益権および信託 ABL の内訳は未定。

<発行の概要に関する情報>

信託設定日	2024 年 7 月 19 日 (予定)
受益権譲渡日/ABL 実行日	未定
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>

信託受託者 シニア貸付人	三菱HCキャピタル信託株式会社
メザニン貸付人	非公表
プロジェクト運営会社	合同会社 CN 太陽光 4 号
アセットマネージャー	株式会社 CEC アセットマネジメント
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	低圧太陽光発電所にかかるプロジェクト運営会社への貸付債権
---------	------------------------------

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2024 年 6 月 5 日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：濤岡 由典
主任格付アナリスト：濤岡 由典
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、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。

5. 格付関係者：

(発行体・債務者等) 合同会社 CN 太陽光 4 号
(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. 格付関係者による関与：

本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。

10. 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。

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