

【新規予備格付】

野村キャピタル・インベストメント

HDRE 蓄電池グリーンプロジェクトボンド信託受益権/ABL： BBB

格付投資情報センター(R&I)は上記の格付を公表しました。

なお、本件は予備格付であり、最終的な契約内容などを確認し、改めて格付を付与します。

1. 案件の概要

格付対象は、北海道札幌市の系統用蓄電池事業を裏付としたプロジェクトファイナンス。

2. 信用格付

名称	HDRE蓄電池グリーンプロジェクトボンド信託受益権/ABL
格付アクション	符号の新規付与
予備格付	長期個別債務格付 / BBB
備考	格付は、信託終了日までに元本及び利息が全額支払われる可能性を評価している。

3. 格付対象

委託者	野村キャピタル・インベストメント	裏付資産	プロジェクト
受託者	三菱HCキャピタル信託		
スポンサー	HD Renewable Energy Japan		
AM業者	スターリー・アセットマネジメント		
アレンジャー	野村証券		

名称	発行金額 (通貨)	劣後 比率	発行日 予定償還日 最終償還日	償還 方法	クーポンタイプ 利率
HDRE蓄電池グリーンプロジェクトボンド信託受益権/ABL	6,200,000,000円 (日本円)	—	2026/ 3/ 6 — 2046/ 8/10	—	— —

<スキームの概要>

【当初】

- ① 当初貸付人は蓄電事業者である合同会社に金銭を貸付け（GKローン）、合同会社は受領した金銭を開発中に借り入れた既存デットの返済等に充当することを目的として借り入れる。ただし、GKローンは貸出前提条件が全て充足されていることを当初貸付人が確認した場合にのみ実行される。
- ② 当初貸付人は委託者として受託者にGKローンの貸付債権を信託し、受益権を取得する。
- ③ アレンジャーは当該受益権を当初貸付人から引き受ける。投資家はアレンジャーから当該受益権を購入し、または受託者へABLを実行する（受益権及びABLを格付対象という）。受託者はABLの借入金相当額の受益権を償還する。

■お問合せ先：マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先：経営企画部(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目 22 番地 テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っており、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。

©Rating and Investment Information, Inc.

【期中】

- ④ 合同会社は、アグリゲーターを通じて系統用蓄電池システムの市場運用を行い、運用収入を得る。
- ⑤ 合同会社は、蓄電池システムの運用収入から、運営費用の支払い及び必要なリザーブの積み立てを行った後のキャッシュフローを原資として、受託者にGKローンの元利金を半年毎に支払う。
- ⑥ 受託者はGKローンの元利金を原資として、投資家に格付対象の元利金を半年毎に支払う。
- ⑦ GKローン及び格付対象の元利金はウォーターフォールに従って返済の繰り延べが可能な仕組みとなっている。
- ⑧ 年に2回計算されるDSCR (Debt Service Coverage Ratio) が一定値を下回った場合、匿名組員への支払いは停止され、また2回連続で一定値を下回った場合、匿名組員への支払いを留保した金銭によりGKローンが一部期限前返済される。

4. 格付の理由

(1) リスク要因

本件の主なリスクは、以下の通りである。

<仕組みに関するリスク>

- i) SPV（信託）の倒産隔離性
- ii) SPV（合同会社）の倒産隔離性

<裏付資産（対象事業）に関するリスク>

- iii) スポンサーの意思と能力（専門性・体制・実績）及びスポンサー破綻時の事業継続性
- iv) 事業計画の妥当性
- v) プロジェクト用地の確保、許認可の取得等
- vi) 開発リスク
- vii) 事業運営・管理
- viii) 収入及び費用
- ix) 事故・自然災害等

(2) リスク要因分析

i) SPV（信託）の倒産隔離性

以下の対応から SPV（信託）の倒産隔離性が高いと判断した。

- a) 信託方式であるため、資本的関係に関するリスクが切断されている。
- b) 信託方式であるため、人的関係に関するリスクが切断されている。
- c) 信託の目的により、事業リスクが限定されている。
- d) リングフェンシ性について、信託財産と受託者の固有財産は分別して管理されている。

ii) SPV（合同会社）の倒産隔離性

以下の対応から SPV（合同会社）の倒産隔離性が高いと判断した。

- a) 合同会社の持分はすべて一般社団法人が保有している。
- b) 合同会社の社員である一般社団法人の職務執行者はスポンサーと資本関係のない第三者から派遣される。
- c) 合同会社の仕組み関係者は合同会社に対して破産等の申し立てを行わないことを約束する。
- d) 合同会社の業務は、本蓄電池事業（以下、本事業）に関連する業務に限定されている。
- e) 一般社団法人は倒産隔離性が確保された法人であり、理事を含む社員の全てがスポンサーと資本関係のない第三者から派遣される。

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画部(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目 22 番地 テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っており、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。

©Rating and Investment Information, Inc.

iii) スポンサーの意思と能力（専門性・体制・実績）及びスポンサー破綻時の事業継続性

本件のスポンサーは台湾の新興電力事業者で台湾証券市場に上場している HD Renewable Energy（以下、HDRE）の日本法人である HD Renewable Energy Japan である。HDRE は 2016 年に設立し、グループで太陽光発電事業や蓄電事業の開発、電力小売、EV チャージ、発電所の EPC・メンテナンス、エネルギー管理システムの提供などグリーンエネルギー分野において幅広く事業展開している。また、オーストラリアで現地企業と共同で大規模な蓄電池プロジェクトを推進しているほか、日本においても 2024 年度の長期脱炭素電源オークションで蓄電池としては合計で最大規模を落札するなど、海外で蓄電池事業を積極的に展開している。なお、三菱電機が同社株式の 3%ほどを取得して主要株主となっており、2025 年 5 月に日本国内で同社および Looop と合併でアグリゲーターである HeLM Aggregation を設立している。スポンサーは蓄電池事業における専門性や実績を十分有していると考えられる。

また、スポンサーおよびグループ会社の本事業における役割、代替性等から、本事業開始後において、スポンサーおよびグループ会社のデフォルトが本事業の継続性に影響を与える可能性は低いと判断した。

iv) 事業計画の妥当性

プロジェクトの事業継続性やキャッシュフローの変動リスク、イベント発生リスク等、各リスク要因の検討を通じ、本件の事業計画の妥当性、実効性に問題がないと判断した。

v) プロジェクト用地の確保、許認可の取得等

合同会社は、地上権により本事業におけるプロジェクト用地の使用権原を確保している。

案件期間に亘るプロジェクト用地の利用権原の確保状況、プロジェクト用地近隣の状況、許認可の取得状況等から、プロジェクト用地の確保及び許認可の取得等に関して本事業の遂行へ支障が生じ、あるいは本事業の事業継続性が失われるリスクが顕在化する蓋然性は低いと判断した。

vi) 開発リスク

- ・ 本件は完工済みの蓄電所を対象とするため、格付対象の投資家は完工リスクを負わない。
- ・ 蓄電所設備の性能等に関しては、規格への適合を含めテクニカルレポートにおいて妥当性が確認されているほか、メーカーの実績、EPC 契約上のパフォーマンス評価指標（KPI）の達成が確認されていることから特段問題ないと思われる。
- ・ 現時点では大容量リチウムイオン電池システムが 20 年間運用された事例は確認できないものの、一定の実績・信用力のあるメーカー（インテグレーター）が蓄電容量の長期保証を付すとともに蓄電池のメンテナンスを担当することはリスク緩和要因といえる。
- ・ 事業計画の内容、設備の内容、主要関係者の実績・体制、発電所の立地や主要関係者へのヒアリング内容等を踏まえ、本事業における設備の性能や信頼性、耐久性・堅牢性は十分確保される蓋然性が高いと判断した。

vii) 事業運営・管理

a) AM 業者、O&M 業者、メンテナンス業者、取引アドバイザー及びアグリゲーターの業務体制について

- ・ AM 業者は本事業の運営・管理に関連する業務を受託する。本件の AM 業者としてはスポンサーの子会社であるスターリー・アセットマネジメントが選任される予定である。同社自体は新設の会社であるものの、スポンサーの実績・経験等を踏まえて本件の AM 業者として十分な実務能力及び体制を備えていると判断した。
- ・ O&M 業者は本事業における蓄電所の運営・維持管理に関する業務を受託する。本件の O&M 業者としては北海道電力の子会社である北海電工が選任される予定である。同社の実績・経験等から、本件の O&M 業者として十分な実務能力及び体制を備えていると判断した。

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画部(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目 22 番地 テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対する R&I の意見であり、事実の表明ではありません。また、R&I は、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&I は、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っており、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&I は、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき <https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。

- ・蓄電池システムのメンテナンスは、Tesla Japan がメンテナンス業者として継続的なメンテナンスを行う。同社は本サイトの蓄電池のメーカーであり、メンテナンス業者として十分な実務能力や体制を備えていると判断した。
- ・取引アドバイザーは、本事業において具体的な市場取引の内容を立案する。本件の取引アドバイザーとしてはスポンサーのグループ会社である星星電力日本が選任される予定である。同社は新設会社であるものの、スポンサーから人的リソースの供給を受けている。業務体制に関してヒアリングした内容も踏まえ、本件の取引アドバイザーとして十分な実務能力及び体制を備えていると判断した。
- ・アグリゲーターは本事業において市場入札および TSO への計画提出、本蓄電所の遠隔制御、市場取引の精算を行う。また、遠隔制御に必要な運用システムゲートウェイおよびその他周辺機器類の設置及び更新、リクワイアメント・アセスメント対応、運用状況報告を担当する。本件のアグリゲーターは、出資企業の属性・知見・実績等に鑑みて、アグリゲーターとしての十分な実務能力及び体制を備えていると判断した。
- ・AM 業務、O&M 業務、メンテナンス業務、取引アドバイザー及びアグリゲーターの業務の代替可能性や、AM 業者の破綻時においては受託者が後継の AM 業者の探索を行い、また O&M 業者、取引アドバイザー、メンテナンス業者、またはアグリゲーターの破綻時には AM 業者が後継の業者の探索を行う仕組みであること等を考慮し、これらの業者のデフォルトが本事業の継続性に影響を与える可能性は低いと判断した。

b) 蓄電池メーカーのデフォルトリスク

蓄電池メーカーは一定期間、提供したシステムの容量保証を付している。事業計画は基本的にメーカーが保証する容量を前提としているため、仮に蓄電池に想定を上回る劣化が生じ、かつメーカー破綻により保証が履行されなかった場合にはキャッシュフローにマイナスの影響を及ぼす。しかしながら、メーカーの保証水準は技術的な観点で保守的な水準であると考えられること、メーカーの信用力、また蓄電池の性能低下による場合を含むキャッシュフロー低下時のキャッシュフルスウィープといったスキーム上の措置等によりリスクは限定的と判断した。

viii) 収入及び費用

キャッシュフローが減少するリスクについては、市場価格変動リスク、約定量の変動リスク、設備の故障リスク、設備の劣化リスク、需給調整市場への参入遅延リスク、運営費用・維持起業費の増加リスク、物価上昇リスク等のキャッシュフロー変動リスク、また格付対象の利息及び元本が信託終了日までに支払われればよいこと等を踏まえ、標準シナリオ及びストレスシナリオ下のキャッシュフロー分析を行い、DSCR の水準が一定の水準を満たしていることを確認した。

ix) 事故・自然災害等

事故、自然災害等のリスクについて、第三者レポート、ハザード情報、保険の付保内容、現金準備金等から、当該リスクが顕在化し、デットの返済可能性に致命的な影響を与える蓋然性は低いと判断した。

(3) 総合評価

格付対象を総合的に評価し、格付対象の長期個別債務格付を付与した。

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画部(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目 22 番地 テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性(信用力)に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付(変更・取り下げ等を含む)に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。

5. 格付方法

格付対象の評価において、R&I は主に以下の格付方法を用いた。

公表年月	項目
2025 年 11 月	第 1 章 総論
2025 年 11 月	第 2 章 各論 仕組みに関するリスク
2025 年 11 月	第 3 章 各論 裏付資産に関するリスク 第 19 節 プロジェクト（PFI を含む）
2025 年 11 月	第 4 章 各論 キャッシュフローリスク 第 4 節 プロジェクトファイナンスの分析方法

上記の格付方法は以下のホームページに公開している。

https://www.r-i.co.jp/rating/about/rating_method.html

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp
■報道関係のお問合せ先 : 経営企画部(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目 22 番地 テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。

©Rating and Investment Information, Inc.

「格付提供方針等」3. に掲げる開示事項

(1) 信用格付業者の商号又は名称及び登録番号並びに当該信用格付業者に対して直近一年以内に講じられた監督上の措置の内容	
商号又は名称：株式会社格付投資情報センター 登録番号：金融庁長官（格付）第6号 直近一年以内に講じられた監督上の措置：なし	
(2) 信用格付を付与した年月日	
2025年12月23日	
(3) 信用格付の付与に係る過程に関与した主任格付アナリストの氏名及び信用格付の付与について信用格付業者を代表して責任を有する者の氏名	
主任格付アナリスト：星野 寛人 信用格付の付与について代表して責任を有する者：後藤 潤	
(4) 信用格付の付与に当たり採用した信用格付の対象となる事項の区分及びその細目に応じ記載された以下の1)、2)の事項。並びに信用格付の対象となる事項の概要	
1) 信用状態に関する評価の前提となる事項及び信用状態に関する評価の結果を示す等級を定めるために用いる基準 「格付付与方針」及び「格付符号と定義」をご覧ください。 （格付付与方針） https://www.r-i.co.jp/rating/about/rating_grant.html （格付符号と定義） https://www.r-i.co.jp/rating/about/definition.html	
2) 信用格付の付与に係る方法の概要（ただし、重要なものに限る。） 本リリース「5. 格付方法」の項目をご覧ください。	
信用格付の対象となる事項の概要：本リリース「3. 格付対象」の項目をご覧ください。	
(5) 格付関係者の氏名又は名称。ただし、金融商品取引業等に関する内閣府令（平成十九年内閣府令第五十二号）第三百三十三条第三項第三号にある、ただし書きの定めに従う。	
組成に関する事務の受託者	野村證券
原資産の主たる保有者	該当無し
発行者又は債務者	該当無し
損失の危険を移転する契約の締結者（第三者）	該当無し
特別目的法人	該当無し
特定融資枠契約の締結者	該当無し
(6) 信用格付の対象となる事項が資産証券化商品の信用状態に関する評価であり、かつ、過去に信用格付を付与した資産証券化商品の設計と著しく異なる場合には、その旨	
本信用格付の対象となる事項は、資産証券化商品の信用状態に関する評価ではありません。	
(7) 信用格付の付与が格付関係者からの依頼によるものでない場合には、その旨及び信用格付の付与に係る過程において格付関係者から公表されていない情報（信用評価に重要な影響を及ぼすと認められるものに限る。）を入手したか否かの別	
該当無し	
(8) 付与した信用格付について更新を行わない場合には、その旨及びその理由	
該当無し	

■お問合せ先：マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp
 ■報道関係のお問合せ先：経営企画部(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目 22 番地 テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html>をご覧ください。

(9) 付与した信用格付の前提、意義及び限界に関する当該信用格付の対象となる事項の区分に応じた説明（信用格付の変動の特性に関する説明及び信用格付の対象となる事項が信用状態の変化に関する情報が限定されている金融商品の信用状態に関する評価である場合における当該信用格付の限界に関する説明を含む。）

R&Iの信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見です。R&Iは信用格付によって、個々の債務等の流動性リスク、市場価値リスク、価格変動リスク等、信用リスク以外のリスクについて、何ら意見を表明するものではありません。信用格付は、いかなる意味においても、現在・過去・将来の事実の表明ではありません。また、R&Iは、明示・黙示を問わず、提供する信用格付、又はその他の意見についての正確性、適時性、完全性、商品性、及び特定目的への適合性その他一切の事項について、いかなる保証もしていません。

R&Iは、信用格付を行うに際して用いた情報に対し、品質確保の措置を講じていますが、これらの情報の正確性等について独自に検証しているわけではありません。R&Iは、必要と判断した場合には、信用格付を変更することがあります。また、資料・情報の不足や、その他の状況により、信用格付を取り下げることがあります。

一般に投資に当たって信用格付に過度に依存することが金融システムの混乱を引き起こす要因となり得ることが知られています。

(10) 信用格付の付与に当たり利用した主要な情報に関する次に掲げる事項 1) 当該情報の概要 2) 当該情報の品質を確保するために講じられた措置の概要 3) 当該情報の提供者

1) 当該情報の概要	2) 当該情報の品質を確保するために講じられた措置の概要	3) 当該情報の提供者
案件関連契約書	信用格付業者への表明保証等	組成に関する事務の受託者
裏付資産に関するデータ・資料	信用格付業者への表明保証等	組成に関する事務の受託者、スポンサー

(11) 付与した信用格付の対象となる事項が資産証券化商品の信用状態に関する評価に関するものである場合には、次に掲げる事項

本信用格付の対象となる事項は、資産証券化商品の信用状態に関する評価ではありません。

金融商品取引業等に関する内閣府令第306条第1項第9号に基づく開示事項

信用格付の対象となる事項が資産証券化商品の信用状態に関する評価である場合、格付関係者に当該資産証券化商品の情報の公開を働きかけた内容及びその結果

本信用格付の対象となる事項は、資産証券化商品の信用状態に関する評価ではありません。

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画部(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目22番地 テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が負う金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。

©Rating and Investment Information, Inc.