

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。

## <資産証券化商品> ABL 20-09

### 【新規】

ABL 格付  
第2回個別貸付金

BBB+

### ■格付事由

本件は、京都府で新規開発を予定しているホテル1件（対象不動産）を対象とする不動産証券化案件であり、開発段階に応じて3回にわたって実行される個別貸付金（本 ABL）のうち、2回目実行分に対する格付である。

#### 1. スキームの概要

- (1) SPC は、開発用地に対して設定された不動産信託受益権の取得代金や開発関連費用に充当するため、当初出資金と第1回個別貸付金によって資金を調達してホテル開発工事を開始した。
- (2) その後、建物の上棟のタイミングで第2回個別貸付金、竣工のタイミングで第3回個別貸付金がそれぞれ実行され、工事代金その他関連費用に充当することになっている。
- (3) 建物の竣工・引き渡し後には、対象不動産をホテルオペレーター1社へ定期賃貸借する予約契約が既に締結されている。
- (4) SPC は、対象不動産からの賃料を主たる原資とする信託配当から本 ABL の元本の一部約定返済および利払いを行い、残額についてはリファイナンス又は対象不動産の売却により返済を行う。
- (5) 各支払日における元本の一部約定返済および利払いに充当する現金が不足する場合には、当該不足額の支払期日は翌支払日まで繰り延べられるという約定となっている。

#### 2. 裏付資産の概要及び主要情報

- (1) 開発用地は京都市中心部に位置しており、繁華街や観光名所へのアクセスに優れた立地である。
- (2) 対象不動産の建物延床面積は約1千㎡とやや小規模で、インバウンドも含めた観光客向けに京町家風の意匠を凝らした高級ブティックホテルをコンセプトに開発される予定である。

#### 3. 仕組み上の主たるリスクの存在

- (1) 開発予定の建物が計画通りの時期・スペックで竣工できるかどうか、建築にかかるリスクに留意する必要がある。本件では、建築士や工事請負会社など開発関係者のホテル開発にかかる実績は十分にあり、さらに工事の遅延やコストオーバーランに対してストラクチャー上の手当てがなされていることから、開発リスクは相応に低減されているものと考えている。
- (2) 建物竣工後のテナントリーシングに関しては、既にホテルオペレーター1社との間で定期賃貸借予約契約を締結済みである。ただ、足元では新型コロナウイルスの感染拡大によって、ホテルを取り巻く環境は非常に厳しい状況にあり、2021年以降に開業が予定されている本ホテルについても想定通りにホテル収入を稼働できるかどうか留意する必要がある。本件では、パフォーマンスの悪化をトリガーとする配当停止措置など、返済原資を確保するための一定の仕組みが講じられている。
- (3) SPC は、スキーム関係者からの倒産隔離が図られているものと評価される。

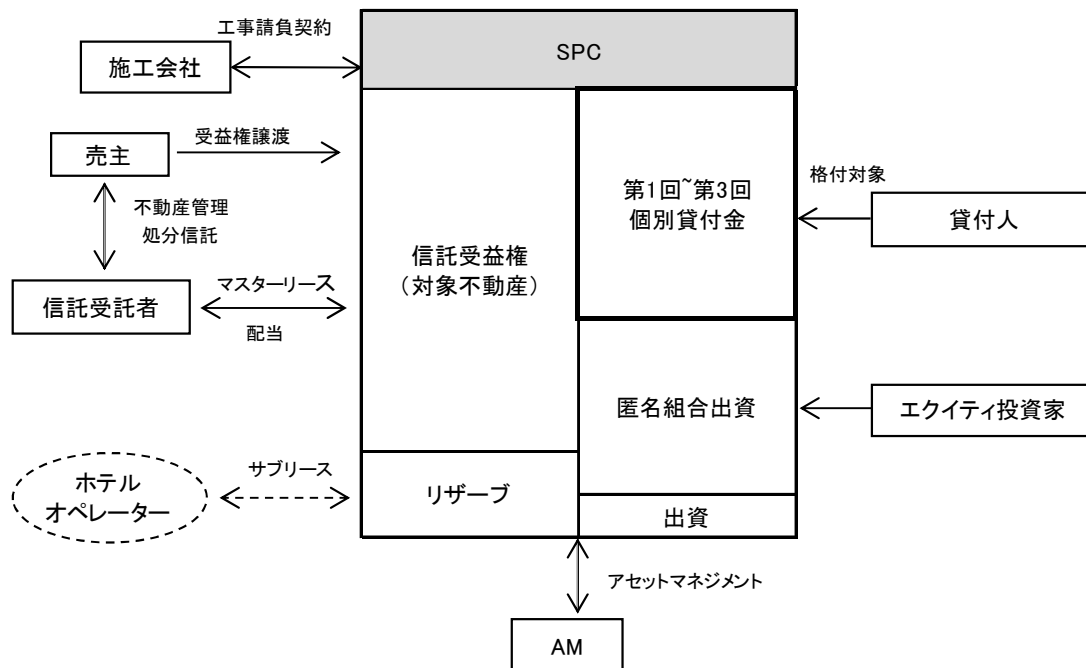
#### 4. 格付評価のポイント

- (1) 今般、建物の一部が上棟したことを受けて、第 2 回個別貸付金を実行する。今後のスケジュールや開発コストについても、当初計画から大きな乖離は見込まれていない。
- (2) 第 1 回から第 3 回の個別貸付金の返済順位に優劣はなく、予定返済期日までに一部約定返済を行い、残額については原則として予定返済期日に一括返済することとなっている。
- (3) 本件では、開発リスクや開業後のキャッシュフロー変動リスク等を踏まえ、LTV の算出上、予定返済期日までの一部約定返済は考慮していない。そのため、本 ABL について対象不動産の JCR 評価額に対する LTV は、53.7%となっている。JCR では、当該 LTV と仕組み上のウォーター・フォール、各スキーム関係者の運営能力及び事務遂行能力等を勘案し、格付を付与している。
- (4) 本 ABL の返済に対応した売却手続きは、関連契約書に予め詳細に規定されている。
- (5) 本件のキャッシュフロー及び感応度の分析として、格付付与時点において物件 NOI 及びキャップレートの変化を想定した場合、以下のような格付レンジの変動を想定している。ただし、将来の格付を約束するものではない。

	JCR想定NOI	NOI：8%下落
JCR採用キャップレート	BBB+	BBB
キャップレート：0.6%上昇	BBB	BBB-の下限

現時点において各スキーム関係者の運営能力及び事務遂行能力等に懸念すべき点は特にみられないことも勘案して、本件格付対象である第 2 回個別貸付金の格付を「BBB+」とした。

#### 【スキーム図】



(担当) 杉山 成夫・中川 哲也

### ■ 格付対象

#### 【新規】

格付対象	実行金額	劣後比率	最終返済期日	クーポンタイプ	格付
第 2 回個別貸付金	3.5 億円	46.3%	2024 年 9 月 18 日	変動	BBB+

劣後比率=1-対象不動産が竣工していることを前提とした JCR 評価額に対する当該 ABL の LTV

### <発行の概要に関する情報>

実行日	2021年4月14日（当初実行予定日：2021年2月26日）
予定返済期日	2023年9月18日
利払日	毎年3月、6月、9月、12月の各25日
返済方法	第3回実行日の3か月後の応当日以降に到来する各利払日に、元本の一部を約定返済し、残額を返済期日に一括返済
流動性・信用補完措置	優先劣後構造、積立金

上記格付はバーゼルⅡに関連して金融庁が発表した『証券化取引における格付の公表要件』を満たしている。

### <ストラクチャー、関係者に関する情報>

SPC	合同会社 Kamogawa Hotel Asset Holding
アレンジャー	みずほ証券プリンシパルインベストメント株式会社
オリジネーター	非公表

### <裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	京都府に所在するホテル開発用地を対象とする不動産信託受益権等
---------	--------------------------------

## 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：2021年4月14日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：涛岡 由典  
主任格付アナリスト：杉山 成夫
- 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、「開発型不動産」（2014年6月2日）および「不動産証券化」（2018年8月1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：  

(SPC)	合同会社 Kamogawa Hotel Asset Holding
(オリジネーター等)	東京都に所在する小規模サービス業（ビジネス上の理由により非公表：公表された場合にオリジネーターのレピュテーションへの影響など不利益が生じる可能性に配慮したもの）
(アレンジャー)	みずほ証券プリンシパルインベストメント株式会社
- 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。JCR は、格付付与にあたって必要と判断する情報の提供を発行者、オリジネーターまたはアレンジャーから受けているが、その全ては開示されていない。本件信用格付は、資産証券化商品の信用リスクに関する意見であって、価格変動リスク、流動性リスクその他のリスクについて述べるものではない。また、提供を受けたデータの信頼性について、JCR が保証するものではない。

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。
- 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、アレンジャーから入手した証券化対象不動産の鑑定評価書、証券化関連契約書類
  - 裏付資産に関する、中立的な機関から公表された中立性・信頼性の認められる公開情報
  - その他、スキーム関係者に関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報

なお、①については SPC 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。
- 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。
- 資産証券化商品の情報開示にかかる働きかけ：

#### (1) 情報項目の整理と公表

JCR は、資産証券化商品の信用格付について、第三者が独立した立場で妥当性を検証できるよう、裏付資産の種類別に、第三者が当該信用格付の妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目をあらかじめ整理してホームページ上で公表している。

#### (2) 情報開示にかかる働きかけの内容及びその結果の公表

JCR は、本資産証券化商品の格付関係者に対し、当該資産証券化商品に関する情報（上記の情報項目を含む。）の開示を働きかけた。

働きかけの結果、格付関係者が公表に同意した情報の項目について、JCR は、格付関係者の委任を受け、格付関係者に代わりここで当該情報を公表する（上記格付事由及び格付対象を参照）。なお、公表に対して同意を得られていない情報の項目については、上記格付事由および格付対象の箇所未公表と表示している。

#### 10. 資産証券化商品についての損失、キャッシュフローおよび感応度の分析：

格付事由参照。

#### 11. 資産証券化商品の記号について：

本件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ある。本件信用格付は裏付けとなる資産のキャッシュフローに着目した枠組みで付与された格付であって、資産証券化商品に関し (a) 規定の利息が約定通りに支払われること、(b) 元本が最終返済期日までに全額返済されることの確実性に対するものであり、ゴーイングコンサーンとしての債務者の信用力を示す発行体格付とは異なる観点から付与されている。

#### 12. 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。

#### ■ 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