

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＞ 特定社債 19-07-02

【据置】

債券格付

BBB-

■格付事由

1. スキームの概要

- (1) 格付対象である第1回一般担保付特定社債(適格機関投資家限定)の裏付資産は、5都道県に所在するホテル5件(対象不動産)に対して設定された不動産信託受益権等である。
- (2) SPCは優先出資に加えて、シニアローン及び本特定社債(本ABL等)で調達した資金で対象不動産を取得している。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等の利払い及びシニアローンの一部約定弁済を行い、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弁済/償還を行う。
- (3) 本ABL等の元利払いについては、シニアローンが本特定社債より優先される。なお、各支払日において本特定社債の利払いに充当する現金が不足する場合には、当該未払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) 対象不動産の築年数は加重平均で約29年であり、ターミナル駅など地域における主要な交通拠点から近く利便性に優れるエリアに立地している。

3. 仕組み上の主たるリスクの存在

- (1) 本件のポートフォリオは、物件数及び所在エリアの分散度は相応に確保されているが、いずれも同一のオペレーターが運営するホテルであることから、当該ホテルオペレーターの退去及び空室の長期化などによる価値毀損リスクには留意する必要がある。
- (2) 本ABL等の契約上、対象不動産にかかる評価額やキャッシュフローの低下に備えたりザーブや配当停止措置が定められており、本ABL等の元利払いに対して一定の流動性補完がなされる仕組みとなっている。
- (3) SPCの倒産隔離性に関しては、一定の手当が講じられている。

4. 格付評価のポイント

- (1) 本ABL等はシニアローン及び本特定社債の2つのトランシェから構成されており、予定弁済期日/予定償還期日までにシニアローンの一部約定弁済を行い、残額については原則として優先順位に基づき期日一括弁済/償還することとなっている。
- (2) コロナ禍における行動制限の緩和に伴って、ホテルを取り巻く市場環境は大きく好転している。対象不動産でも、JCRが想定している中長期に達成可能な稼働水準まで概ね回復が見られていることから、今回もJCR評価額を据え置いている。
- (3) 対象不動産のJCR評価額に対する本特定社債のLTVは、シニアローンの一部約定弁済により、前回格付時の66.1%から65.4%へ低下している。本件では、シングルテナントの退去リスクや信用悪化リスクなどを踏まえ、LTVの算出上、未実行の一部約定弁済は考慮していない。なお、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 等の弁済等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) 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 : 7%下落
JCR 採用キャップレート	BBB-	BB+
キャップレート : 0.4%上昇	BB+	BB の下限

以上、LTV 水準及びポートフォリオの分散状況、各スキーム関係者の運営能力及び事務遂行能力等を総合的に勘案して、本件格付対象である特定社債の格付を「BBB-」据え置きとした。

(担当) 秋山 高範・中川 哲也

■ 格付対象

【据置】

対象	発行金額	劣後比率	最終償還期日	クーポン・タイプ	格付
第 1 回一般担保付特定社債 (適格機関投資家限定)	8 億円	34.6%	2025 年 7 月 31 日	固定	BBB-

劣後比率=1-本物件の JCR 評価額 (SPC の担保資産ベース) に対する当該債券の LTV

<発行の概要に関する情報>

発行日	2019 年 7 月 31 日
予定償還期日	2024 年 7 月 31 日
利払日	毎年 3 月、6 月、9 月、12 月の各末日 (初回利払日は 2019 年 12 月末日)
償還方法	満期一括償還
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>

オリジネーター	非公表
SPC	ワナカ特定目的会社
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

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	5 都道県に所在するホテル 5 件に対して設定された不動産信託受益権等
---------	-------------------------------------

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 : 2023 年 11 月 21 日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者 : 湊岡 由典
主任格付アナリスト : 秋山 高範
- 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。

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(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、「不動産証券化」(2021年8月2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：

(オリジネーター等)	東京都に所在する大規模その他法人(ビジネス上の理由により非公表:対象不動産についてSPCへの譲渡人であるが、本件ファイナンスに実態として直接的な利害関係を有しないため)
(SPC)	ワナカ特定目的会社
(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

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。

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：

- ① 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
 - ② 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
 - ③ 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。

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. 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。

10. 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)元本が最終償還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。

11. 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。

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、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で行っております。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。

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