

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 21-06

【新規】

A B L 格付

A

■格付事由

本件は、沖縄県に所在するホテル 1 棟（対象不動産）に対して設定された不動産信託受益権等を裏付けとする不動産証券化案件であり、今回、SPC に対して実行される不動産ノンリコースローン（消費税ローンを除く）のうち、最優先トランシェであるシニア貸付を格付対象とするものである。

1. スキームの概要

- (1) SPC は、匿名組合出資と不動産ノンリコースローン（本 ABL）で調達した資金により対象不動産にかかる不動産信託受益権を取得する。
- (2) SPC は、対象不動産からの賃料収入を主たる原資とする信託配当と流動性準備金の取り崩しにより本 ABL の利払い及び元本の一部約定返済を行い、残額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。

2. 裏付資産の概要及び主要情報

- (1) 対象不動産は最寄り駅や市中心部の繁華街から徒歩圏内である。
- (2) 築年が経過しているが、これまで実施してきた修繕工事によって建物の管理状態は概ね良好である。
- (3) ホテルの運営及び管理については、賃借人から運営受託者へ業務委託されている。

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ホテル 1 棟であり、用途、物件数及びテナントの分散度が低いことから、所在エリアの立地上の競争力、宿泊施設の中長期的な需要と供給のバランスなどによる価値毀損リスクには留意する必要がある。なお、関連契約書ではホテルの稼働状況や賃貸借契約の解除等に備えて配当停止措置が定められており、本 ABL 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。
- (2) 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 は、シニア、ジュニア、メザニンの 3 つのトランシェから構成されており、最終返済期日までに元本の一部約定返済を行い、残額について原則として優先順位に基づき期日一括返済することとなっている。
- (2) 本 ABL では最終返済期日まで約 5 年の期間が設定されていることから、コロナ禍の影響を受けた足元の運営状況のみならず、中長期的に達成可能な稼働水準を想定して対象不動産の資産価値を評価している。なお、JCR による物件評価には、物件の特性やファイナンススキームに応じた保守的な判断が織り込まれている。
- (3) LTV の算出上、賃料収入の変動リスクを考慮して元本の一部約定返済は考慮していない。その結果、JCR 評価額に対するシニア貸付の LTV は 47.8%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 : 15%下落
JCR採用キャップレート	A	BBB+
キャップレート : 1.0%上昇	BBB+	BBBレンジの下限

LTV 水準やスキーム上の手当てに加えて、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今のところ見られないことから、本件格付対象であるシニア貸付の格付を「A」と評価した。

【スキーム図】



(担当) 杉山 成夫・中川 哲也

■格付対象

【新規】

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
シニア貸付	80 億円	52.2%	2026 年 6 月 25 日	変動	A

* 消費税ローンを除く。

** 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ABLのLTV

*** 一部の貸付金は固定利率。

＜発行の概要に関する情報＞

実行日	2021年6月30日
利払日	毎年3月、6月、9月、12月の各25日
返済方法	各利払日毎に一部約定返済、残額を満期一括返済
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	Jホテル沖縄合同会社
アレンジャー	みずほ証券株式会社
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	沖縄県に所在するホテル1棟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6月30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：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、「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) Jホテル沖縄合同会社
(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)
(アレンジャー) みずほ証券株式会社
- 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。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：
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。
- 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。
- 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。
- 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を問わず、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