

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> Project Advance

【据置】

債券格付	A-
債券格付（劣後債）	BBB

■格付事由

本件は、オリジネーターが日本において同社名義で発行し、旅行代理店経由で販売する日本発路線の旅客航空券から発生する円建て債権（航空チケット債権）を裏付資産とする証券化商品である。格付の対象は、その将来債権から発生するキャッシュフローを引き当てとして倒産隔離されたエンティティが発行する円建て担保付固定利付優先ノート（優先ノート）および担保付固定利付劣後ノート（劣後ノート）である。なお、本件の格付対象は、16年12月29日に発行された優先ノートおよび劣後ノート、および17年5月31日に当初発行債券と同シリーズのものとして追加で発行された優先ノート及び劣後ノートである。

1. スキームの概要

- (1) オリジネーター（海外の航空会社、委託者）は、日本国内で発生する旅客にかかる航空チケット債権を信託会社（受託者）に信託譲渡し、投資家受益権、セラー受益権（売主持分受益権）を受け取る。
- (2) オリジネーターは投資家受益権と預金口座、リザーブ勘定を裏付けに、ボンド発行 SPC、ノート発行 SPC を通じて、投資家に対して優先ノート、劣後ノートを発行することで資金調達を行う。
- (3) 航空チケット債権の信託譲渡に関連して、債権の譲渡の対抗要件に関する登記・登録が行われる。
- (4) オリジネーターは、解任事由に抵触しないことを条件に、受託者のためにサービサーの役割を果たす。毎月の航空チケット債権回収金から1か月毎にノート、ボンドについて、それぞれ金利、元本の償還が行われる（コントロールドアマタイゼーション）。ただし、所定のトリガーに抵触した場合には、売主持分受益権への配当は停止される。また、早期償還事由が発生した時には月次のパススルー方式に移行する。
- (5) 本件では、信用補完・流動性補完措置として、支払いにおける優先劣後の取り決め、リザーブ勘定が設定されている。

2. 仕組み上の主たるリスクの存在

- (1) オリジネーターの信用低下、破綻リスク
- (2) 当該サービス、製品の売上（販売量、単価）の変動（季節性、景気、為替レート）
- (3) 当該サービス、製品の売上の著しい減少（テロ、疫病、為替、国際関係の変化）
- (4) クロスボーダー取引におけるトランスファー・アンド・コンバータビリティ・リスク（Transfer & Convertibility Risk, 国境を越えた資金移動、為替レート変動）
- (5) クロスボーダー取引における源泉徴収税課税によるキャッシュフローの減少

3. 格付評価のポイント

(1) 損失、キャッシュフローの分析、感応度分析

本件では、航空チケット債権の発生状況、貸倒や希薄化にかかるトラックレコードを分析に用い、季節変動、需要の変動といった特徴を再現した形で償還可能性についてシミュレーションによる確認を行っている。また、需要の下方シフト等を織り込んだストレス時の DSCR テスト、償還状況もシミュレーションに加えて確認を行っている。この結果、JCR が想定する標準シナリオにおける優先ノートの DSCR が 6.3 倍、劣後ノート（同）の DSCR が 3.9 倍前後と、相当な需要の下方シフトに対しても償還がなされる可能性が高いことを確認している。発行日から足もとまでにおける航空チケット債権の発生額は JCR が想定する標準シナリオを下回る水準で推移しているが、JCR が実施している複数のストレスシナリオと比較するとその下振れ幅は想定範囲内に収まっている。また、配当停止や早期償還等の仕組みが発動することまで含めて考えれば、優先ノート・劣後ノートのいずれにおいても、その債務履行の確実性に悪影響が生じうるレベルのストレスまでは依然として大きな距離があることを確認している。なお、感応度の参考として、航空チケット債権の発生が JCR 標準シナリオ対比 30%程度低下したままの状況を想定すると、優先ノート（同）の DSCR が 4.7 倍、劣後ノート（同）の DSCR が 2.9 倍前後となり、優先ノートの DSCR は標準シナリオから 1.6、劣後ノートの DSCR は 2.0 程度低下するが、他の条件が変わらなければ期日までの償還並びに格付に影響はない。

(2) その他の論点

- ① 本件において、事業の継続性は極めて高く、また、オリジネーターの社会・経済における重要性も高いと判断している。
- ② 円建ての収入が裏付けとなっており、当該路線の過去のパフォーマンス、並びに、今後についての保守的な見通しに照らして、本件の優先ノート、劣後ノートの債務を償還するのに十分なキャッシュフローの発生が見込まれる。
- ③ 当該路線の需要変動、季節変動に対しては、リザーブ勘定の設定、追加繰入等によって吸収されうる。

ストレステストを踏まえた仕組みの頑健性、ストレス下での償還状況の予想をもとに、優先ノートの格付を「A-」、劣後ノートの格付を「BBB」にそれぞれ据え置いた。

【裏付資産プール 属性データ】

■ 予定キャッシュフローおよび償還スケジュール：未公表

(担当) 水川 雅義・岩崎 智彦

■ 格付対象

【据置】

格付対象	発行額	劣後比率	償還期日	利率	格付
担保付固定利付優先ノート	166.1 億円	37.58%	2019 年 12 月 27 日	固定	A-
担保付固定利付劣後ノート	100 億円	—	2019 年 12 月 27 日	固定	BBB

<発行の概要に関する情報>

発行日	2016 年 12 月 29 日（初回発行日）、2017 年 5 月 31 日（追加発行日）
法定最終償還日	2019 年 12 月 27 日
償還方法	元金不均等月次償還
流動性・信用補完措置	優先劣後構造 ※優先ノートの劣後比率：37.58%（劣後ノート/（優先ノート+劣後ノート）） （2016 年 12 月 29 日および 2017 年 5 月 31 日発行の優先ノート、劣後ノートの合計値で算出） キャッシュリザーブ（2 か月分） 早期償還および強制償還に関する特約

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
アレンジャー	BNP Paribas and The Korea Development Bank
SPC	KAL Japan ABS 20 Cayman Limited

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	海外の航空会社が日本において同社名義で発行し、旅行代理店経由で販売する日本発路線の旅客航空券から発生する円建て債権
裏付資産発生概要	旅行代理店から航空会社への支払いは国際航空運送協会（IATA）の決済システムを通じて行われる
裏付資産プールの属性	現存するものおよび将来発生するものを含む
適格要件（抜粋）	<ul style="list-style-type: none"> ・BSP 契約に基づき発生する、IATA が運営する通常発券業務、報告業務および送金システムにおいて、シティバンク（BSP バンク）によって支払われる、IATA に対する債権 ・BSP 会員である委託者および他航空会社の代理人としての IATA と、IATA 代理店（BSP に参加する委託者及び他航空会社の代理人としての IATA により指名された様々な代理店）との間で適宜締結される様々な代理店契約に基づき、BSP を通じて委託者に支払われる、IATA 代理店に対する債権

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：2018年3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：本多 史裕
主任格付アナリスト：水川 雅義
- 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、「将来債権の証券化」（2016年6月20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：

（オリジネーター等）	アジア所在の大規模航空会社（ビジネス上の理由により非公表：オリジネーターを取り巻く競合状況が厳しいため不測の影響に対して配慮したもの）
（アレンジャー）	BNP Paribas The Korea Development Bank
（SPC）	KAL Japan ABS 20 Cayman Limited
- 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、オリジネーターおよびアレンジャーから入手したヒストリカルデータ、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 オリジネーターから提供された当該者の監査済財務諸表
 - ④ オリジネーターに関する、当該者が対外公表を行っている情報
 - ⑤ その他、オリジネーターに関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報

なお、①についてはオリジネーター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。

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眼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) 規定の利息が期日通りに支払われること、(b) 元本が償還期日までに全額償還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. 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