

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> 2141031_メザニン信託 ABL 貸付

【据置】

ABL 予備格付

BB-

■格付事由

本件は、東京都で2019年にオープン予定のビジネスホテル1棟（対象不動産）を裏付資産として行われるファイナンスに対する予備格付のレビューである。格付対象であるメザニン信託 ABL 貸付を含む貸付金は、当初計画通りに建物が完成することなどを条件として建物完成後の引渡し時点で実行されることになっている。

1. スキームの概要

- (1) SPC は、建物が完成した後、対象不動産を信託財産とする不動産信託受益権を借入金（原ローン）及び匿名組合出資によって調達した資金にて取得する予定であり、当該信託受益権にかかる売買契約が既に締結されている。また建物完成後にはホテルオペレーターにマスターリースされる予定であり、賃貸借予約契約が既に締結されている。
- (2) シニア信託 ABL 貸付人及びメザニン信託 ABL 貸付人は、SPC に対する原ローン債権を信託財産とする ABL 信託受託者に対してそれぞれシニア信託 ABL 貸付及びメザニン信託 ABL 貸付（合わせて、本信託 ABL）を原ローン実行日と同日に実行する。
- (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原ローンの利払い及び元本の一部返済を行い、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返済を行う。ABL 信託受託者は、原ローンにかかる SPC からの支払いを原資として本信託 ABL の利払い及び元本の返済を行う。
- (5) 格付対象であるメザニン信託 ABL 貸付の元利払いの優先順位はシニア信託 ABL 貸付に劣後する。なお、予定返済期日までの各支払日において本信託 ABL の利払い及び元本の一部返済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) 対象不動産は最寄り駅まで徒歩10分圏内の立地に開発予定のビジネスホテルであり、単一のホテルオペレーターへ一括貸しされることになっている。

3. 仕組み上の主たるリスクの存在

- (1) 原ローン及び本信託 ABL は、建物の仕様やホテルオペレーターとの賃貸借条件について当初計画からの変更がないことなどを前提条件として建物完成後に実行されることから、開発関係者の信用悪化、工事代金の膨張あるいは工事の遅延など建物完成までの開発リスクを負っていない。
- (2) 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、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。なお、ローン契約ではホテルオペレーターの退去に備えて配当停止措置が定められており、本信託 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。
- (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) 現在までに、工事の遅延によって建物の引渡しに19年9月末に延期されるとの報告が建築主からなされており、当該遅延に伴って本信託 ABL の実行日も延期される見込みである。一方、建物の仕様や関連契約の変更など対象不動産の収益性に影響を及ぼす報告はなされていないことから、当初計画通りに建物が完成することを前提に行った対象不動産に対する評価は17年10月の予備格付時点から変更していない。
- (2) 本信託 ABL はシニアとメザニンの2つのトランシェから構成される。ABL 信託受託者は、予定返済期日まで一部約定返済を行い、残額については原則として優先順位に基づき期日一括返済することとなっている。
- (3) 対象不動産の JCR 評価額に対する格付対象ローンの LTV は前回格付時点から変更なく 77.1%である。LTV 算出上、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考慮して元本の一部約定返済は考慮していない。なお、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) 本信託 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 : 7%下落
JCR採用キャップレート	BB-	B
キャップレート : 0.3%上昇	B	Bレンジの下限

以上より、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メザニン信託 ABL 貸付の予備格付を「BB-」据え置きと評価した。

(担当) 秋山 高範・中川 哲也

■ 格付対象

【据置】

対象	実行金額	劣後比率	最終返済期日	クーポン・タイプ	予備格付
メザニン信託 ABL 貸付	4.2 億円	22.9%	実行日から6年後の応当日	変動	BB-

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

<発行の概要に関する情報>

実行日	2019年3月末日から2019年7月末日までの営業日のうち、別途合意される日
予定返済期日	実行日から5年後の応当日
利払日	毎年2月、5月、8月、11月の各末日
返済方法	予定返済期日までの各利払い日毎に一部を約定返済し、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>

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	東京都で開発予定のホテル(建物延床面積約3千㎡)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

1. 信用格付を付与した年月日 : 2018年10月18日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者 : 杉山 成夫
主任格付アナリスト : 秋山 高範

3. 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」(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。

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不動産業(ビジネス上の理由により非公表：対象不動産について借入人 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。

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。

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