

事業法人・公益事業格付け

2015 年 10 月 1 日

お問い合わせ先：

井澤朗子、東京 電話 03-4550-8674

西川弘之、東京 電話 03-4550-8751

吉村真木子、東京 電話 03-4550-8368

東京プレスルーム(メディアコンタクト)

電話 03-4550-8411 Fax 03-4550-8740

電子メール tokyo.pressroom@standardandpoors.com

日本語ウェブサイト <http://www.standardandpoors.co.jp>

【S&P】野村不動産マスターファンドを「A/A-1」に格付け、アウトルックは「安定的」 野村不動産系 J-REIT 3 社の新設合併で発足

野村不動産マスターファンド投資法人(NMF)

新規格付け

A/A-1	会社格付け
A	無担保投資法人債

野村不動産オフィスファンド投資法人(NOF)

格上げ、「クレジット・ウォッチ」解除

新：	旧：	
A/A-1	A-/CW ポジティブ/A-2	会社格付け
A	A-/CW ポジティブ	無担保投資法人債

格付け取り下げ

A/A-1	会社格付け
-------	-------

野村不動産レジデンシャル投資法人(NRF)

格付け据え置き

A/A-1	会社格付け
A	無担保投資法人債

格付け取り下げ

A/A-1	会社格付け
-------	-------

*会社格付けは「長期/長期格付けのアウトルック/短期」で表示。「CW ポジティブ」は格上げ方向の「クレジット・ウォッチ」の意。

- 野村不動産系 J-REIT（国内の不動産投資信託）3 社が、2015 年 10 月 1 日付で新設合併を行い、野村不動産マスターファンド投資法人が成立した。
- 野村不動産マスターファンド投資法人に対し、「A/A-1」の長期・短期会社格付けを新規付与、アウトルックは「安定的」。また、同投資法人が合併前の 3 社から承継した無担保投資法人債を「A」に格付け。
- 野村不動産オフィスファンド投資法人の長期・短期会社格付けを「A/A-1」へと 1 ノッチ（段階）ずつ引き上げ、「クレジット・ウォッチ」を解除したうえで、取り下げ。
- 野村不動産レジデンシャル投資法人の長期・短期会社格付けを「A/A-1」に据え置いたうえで、取り下げ。

（2015 年 10 月 1 日、東京＝S&P）スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ（以下「S&P」）は本日、野村不動産マスターファンド投資法人（NMF）に対し、長期会社格付け「A」と短期会社格付け「A-1」を新規に付与した。NMF の長期会社格付けのアウトルックは「安定的」である。

NMF は、野村不動産ホールディングスがスポンサーを務める上場 J-REIT（国内の不動産投資信託）3 社——野村不動産オフィスファンド投資法人（NOF）、野村不動産レジデンシャル投資法人（NRF）、旧・野村不動産マスターファンド投資法人（旧 NMF）——の新設合併により、本日付で成立した投資法人である。S&P は同時に、NMF が 3 社から継承した無担保投資法人債を「A」に格付けした。

S&P は 2015 年 5 月 27 日に、本合併計画の発表を受けて NOF の長期・短期格付けを引き上げ方向の「クレジット・ウォッチ」（CW）に指定するとともに、NRF の長期・短期格付けを据え置いていた（旧 NMF は格付けなし）。計画どおりに本日、合併したのに伴い、S&P は、NOF の長期・短期会社格付けを「A/A-1」へとそれぞれ 1 ノッチ（段階）引き上げ、CW を解除したうえで、取り下げた。NRF の長期・短期会社格付けは「A/A-1」に据え置いたうえで、取り下げた。2 社の無担保投資法人債の格付けも同様に見直し、NOF については「A」に 1 ノッチ引き上げて CW を解除し、NRF については「A」に据え置いた。これら投資法人債は上述のとおり NMF に継承され、引き続き「A」に格付けされている。なお、格付け取り下げ時点の両社の会社格付けとアウトルックは合併後の信用力を反映したものであり、NMF と同水準である。

NMF は、1) スポンサーである野村不動産ホールディングスのブランド認知度と不動産運用・開発能力を強みに、比較的強い事業地位を有する、2) ポートフォリオ総額は約 8,000 億円（取得価格ベース、取得予定物件を含む）に上り、大規模かつ分散の効いた、比較的質の高いポートフォリオ物件を裏付けとして、安定的な賃貸収益を創出する、3) 多様な資産タイプに投資する総合型 J-REIT としての特性を生かし、スポンサーの物件パイプラインを活用しつつ、環境の変化にあわせて外部成長や物件入れ替えを機動的に行う——と S&P はみている。一方、新規取得物件の価格が緩やかに上昇していることから、NMF の収益性は多様なポートフォリオ構成に照らして幾分弱い水準で推移すると考える。これらの点を勘案し、S&P は NMF の事業プロフィールを「強い」と評価している。

S&P は、NMF が財務プロフィール評価において、良好なインタレスト・カバレッジ指標、比較的高い財務の柔軟性を維持するとみている。一方で、同評価は、多様な資産タイプで構成されるポートフォリオに照らして、幾分高い有利子負債比率とやや弱いキャッシュフロー指標によって一部、制約を受けると S&P はみている。NMF の財務方針では、総資産有利子負債比率を 45%（40－50%）を目安に運営していくとしている。これは、S&P の定義による有利子負債比率 $\text{有利子負債} / (\text{有利子負債} + \text{純資産：減価償却前ベース}) > \text{の } 43\% (38-48\%)$ 程度に相当するとみられる。これらの点を勘案し、S&P は NMF の財務プロフィールを「強い」と評価している。

S&P はベースケース・シナリオとして、1) 日本の実質 GDP（国内総生産）成長率は 2015 年が 0.6%、2016 年が 1.3%となる、2) 総賃貸収入は物件取得と賃料の若干の引き上げによって緩やかに増加する、3) 投資収益率（ROI）などの収益性は幾分弱い水準で、ほぼ横ばいで推移する、4) NMF は財務方針に沿って総資産有利子負債比率を管理する——ことを想定している。これら想定に基づき、巡航ベースで、NMF の EBITDA インタレスト・カバレッジ・レシオは 6.5－7.5 倍程度、有利子負債に対するファンズ・フロム・オペレーション（FFO）の比率は 7.5－8.5%程度で推移すると、S&P はみている。

S&P は、NMF の流動性を「十分」と評価している。今後 12 カ月間の流動性の源泉は流動性使途の必要額の 1.2 倍超の水準になると、S&P はみている。複数の大手金融機関との取引関係は良好で、有利子負債はすべて無担保で調達されていることから、比較的高い財務の柔軟性を有すると、S&P は考える。

アウトルックは「安定的」である。国内の賃貸市況が緩やかに回復するなか、大規模かつ分散の効いた、比較的質の高い不動産ポートフォリオを裏付けとして、NMF は安定的な賃貸収入を創出すると、S&P はみている。

賃貸収入の低迷、もしくは負債による大型物件の取得などにより、NMF の財務方針や S&P の想定を大きく外れて財務関連指標が悪化すると判断された場合、格下げを検討する。具体的には、有利子負債に対する FFO の比率が継続的に 7.0%を下回って推移し、そのまま改善が見られないと S&P が判断した場

合が、これに該当する。

今後、国内の賃貸市況が引き続き堅調に回復し、NMF の資産の質や収益性、およびレバレッジやキャッシュフロー指標などの財務関連指標の改善の見通しが明確になった場合、具体的には、有利子負債に対する FFO の比率が 9.5% を上回って推移する見通しが強まった場合には、格上げを検討する。ただし、NMF のやや弱い収益性指標や幾分高いレバレッジに鑑みると、格上げの可能性は当面、限定的である。

<関連格付け規準と関連リサーチ>

関連格付け規準

2014 年 2 月 5 日付「一般格付け規準:カントリーリスク評価の手法と想定」

2014 年 1 月 30 日付「一般格付け規準:産業リスクの評価手法」

2015 年 1 月 26 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般:手法と想定:世界の事業会社の流動性の評価区分」

2013 年 12 月 20 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般:事業会社の格付け手法」

2014 年 3 月 14 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般:事業会社:Key Credit Factors:不動産業界」

2013 年 6 月 28 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般:事業会社の格付け規準:個別債務の格付け」

2014 年 7 月 31 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般:事業会社の格付け手法:指標と調整」

2013 年 1 月 9 日付「一般格付け規準:手法:事業会社と保険会社の経営陣とガバナンスに関する信用力評価要因」

関連リサーチ

2015 年 5 月 27 日付リリース『野村不動産オフィスファンドを格上げ方向の「クレジット・ウォッチ」に指定、野村不動産レジデンシャルは格付け据え置き 野村不動産系 J-REIT 3 社の合併発表を受けて』

*本格付に関する適時開示事項(金融商品取引業等に関する内閣府令第三百十三号第三項第三号)は、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のウェブサイトの「ライブラリ・規制関連」>「信用格付けの概要」(www.standardandpoors.co.jp/pcr)でご参照いただけます。

S&P の格付けについて:

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けているスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト(www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2015 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分(以下「本コンテンツ」といいます)について、スタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「スタンダード&プアーズ」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

スタンダード&プアーズ、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「スタンダード&プアーズ関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。スタンダード&プアーズ関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。スタンダード&プアーズ関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、スタンダード&プアーズ関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別なし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事

実の記述ではありません。スタンダード&プアーズの意見、分析、格付の承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。スタンダード&プアーズは、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。スタンダード&プアーズは「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。スタンダード&プアーズは、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付を規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、スタンダード&プアーズは、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。スタンダード&プアーズ関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。

スタンダード&プアーズは、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、スタンダード&プアーズの特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。スタンダード&プアーズは各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

スタンダード&プアーズは、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。スタンダード&プアーズは、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。スタンダード&プアーズの公開信用格付と分析は、無料サイトの www.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトの www.ratingsdirect.com および www.globalcreditportal.com で閲覧できるほか、スタンダード&プアーズによる配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfees に掲載しています。

格付けを商業目的でスタンダード&プアーズの有料情報サービスに類似したデータベースに蓄積したり、自動的に配信することを禁止します。