

## 事業法人・公益事業格付け

2016年5月26日

お問い合わせ先：

井澤朗子、東京 電話 03-4550-8674

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)

東京 電話 03-4550-8411、Fax 03-4550-8740

電子メール [tokyo.pressroom@spglobal.com](mailto:tokyo.pressroom@spglobal.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」に据え置き、アウトルックは引き続き「安定的」

トップリート投資法人との合併発表を受けて

### 格付け据え置き

**A** 長期会社格付け、無担保投資法人債

**A-1** 短期会社格付け

アウトルック：安定的

- 野村不動産マスターファンド投資法人（NMF）は、2016年9月1日を効力発生日としてトップリート投資法人（TOP）との合併契約を締結した。
- TOPの事業基盤と財務内容はNMFにやや見劣りするとみられるものの、本合併が進んだ場合、規模の拡大によるNMFの市場地位の強化や、資産構成・地域分散の改善による収益の安定化が見込まれることから、NMFの信用力への影響は現在の格付けで許容できる範囲にとどまるとS&Pは判断。
- NMFの長期・短期会社格付けを据え置き、アウトルックを引き続き「安定的」とする。

（2016年5月26日、東京＝S&P）S&P グローバル・レーティング（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）の長期・短期格付けを上記の通りそれぞれ据え置いた。NMFが2016年9月1日を効力発生日としてトップリート投資法人（TOP）を吸収合併する契約を締結したとの発表を受けたものである。TOPの事業基盤と財務内容はNMFにやや見劣りするとみられるものの、本合併が進んだ場合、規模の拡大によるNMFの市場地位の強化や、資産構成・地域分散の改善による収益の安定化が見込まれることから、NMFの信用力への影響は現在の格付けで許容できる範囲にとどまるとS&Pは判断した。長期会社格付けのアウトルックは引き続き「安定的」とする。

TOPのポートフォリオは、合併後のNMFのポートフォリオ総額（想定取得価格ベース）の約15%に相当する。S&PはTOPについて、資産・テナントの集中リスクやポートフォリオの平均築年数がやや高く、また収益性がやや低いと評価している。一方、合併後のNMFについては、1) 取得環境が厳しいなかで、適度な利回りでの外部成長により規模の拡大を実現し、市場地位が強化される、2) ポートフォリオは総額9,000億円強（想定取得価格ベース）に拡大するとともに、資産構成・地域分散が改善し、比較的質の高い物件を裏付けとして賃貸収益の安定化が進む、3) 多様な資産タイプに投資する総合型不動産投資信託（J-REIT）としての特性を生かし、今後もスポンサーの物件パイプラインを活用しつつ、外部成長や物件入れ替えを行うことで資産の質と規模を強化できる——とみている。また、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・開発能力も引き続き強みである。NMFの収益性は幾分弱い水準にあるものの、適度な利回りでTOPのポートフォリオを追加することで、小幅に改善するとみている。以上を総合的に勘案し、S&PはNMFの事業プロフィールを引き続き「強い」と評価している。

S&P は、NMF の良好なインタレスト・カバレッジ指標や、比較的高い財務の柔軟性が維持されるとの見方を、NMF の財務プロフィール評価に織り込んでいる。TOP の総資産有利子負債比率がやや高いため、合併後の NMF の有利子負債比率はやや上昇すると S&P ではみている。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有利子負債比率が幾分高いことと、キャッシュフロー指標がやや弱い水準であることが、引き続き NMF の財務プロフィール評価を制約する可能性があると考え。ただし、NMF はその財務方針として、総資産有利子負債比率を 45% (40–50%) ——S&P の定義による有利子負債比率<有利子負債／(有利子負債+純資産：減価償却前ベース)>の 43% (38–48%) 程度に相当——を目安に運営することを掲げており、中期的に財務方針に沿ってレバレッジを管理していくと S&P はみている。以上を総合的に勘案し、S&P は NMF の財務プロフィールを引き続き「強い」と評価している。

S&P は、NMF の流動性の水準を「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。

S&P はベースケース・シナリオとして、1) 2016 年 9 月 1 日付で TOP と合併する、2) 総賃貸収入は資産規模の拡大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) などの収益性指標は幾分弱い水準にあるものの、合併によって小幅に改善し、その後は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。これらに基づき、NMF の EBITDA インタレスト・カバレッジ・レシオは 8.0–9.0 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。

「安定的」のアウトルックは、国内の賃貸市況が緩やかに回復するなか、NMF は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、今後も安定的な賃貸収入を創出するとの S&P の見方を反映している。

仮に、賃貸収入の低迷や、負債調達による大型物件の取得などにより、財務関連指標が NMF の財務方針や S&P の想定を大きく外れて悪化する場合には、格下げとなる可能性がある。具体的には、有利子負債に対する FFO の比率が 7.0% を下回る水準で推移し、改善のめどが立たないと S&P が判断した場合が該当する。

一方、国内の賃貸市況が順調に回復し、NMF の資産の質や収益性、有利子負債比率、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強まる場合には、格上げとなる可能性がある。具体的には、有利子負債に対する FFO の比率が 9.5% を上回る水準で推移する可能性が高まった場合には、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て、その可能性は当面、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

2013 年 6 月 28 日付「一般格付け規準:事業会社、保険会社、ソブリンの短期格付け ― 長期格付けとの関係性に関する手法」

2014 年 3 月 14 日付「一般格付け規準:グループ格付け手法」

2009 年 12 月 8 日付「格付け規準:クレジット・ウォッチとアウトルックの使用規準」

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」

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 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」

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」

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」

2014 年 1 月 30 日付「一般格付け規準:産業リスクの評価手法」

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」

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」

\*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条第三項第三号）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](http://www.standardandpoors.co.jp/pcr)）でご参照いただけます。

#### S&P グローバル・レーティングの格付けについて：

S&P グローバル・レーティング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](http://www.standardandpoors.co.jp)）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2016 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・フィナンシャル・サービシズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）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。

S&P、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「S&P 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。S&P 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。S&P 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ないことがないこと、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、S&P 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、特別ないし派生的な損害、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。S&P の意見、分析、格付け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。S&P 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。S&P 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。S&P 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け会社に対して、他国で発行された格付け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、S&P 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。S&P 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。S&P 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、S&P 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。S&P 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。

S&P 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。S&P 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。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)、そして、購読契約による有料サイトの [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) および [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) で閲覧できるほか、S&P 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](http://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。