

事業法人・公益事業格付け

2012 年 9 月 7 日

お問い合わせ先：

井澤朗子、東京 電話 03-4550-8674

老川由美、東京 電話 03-4550-8775

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@standardandpoors.com

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

【S&P】野村不動産オフィスファンド投資法人を「A- / A-2」に据え置き

格付け据え置き

A-

長期会社格付け

第 1-2 回、第 4 回、第 6-9 回無担保投資法人債

(発行総額 395 億円、第 3 回債と第 5 回債は償還済み)

A-2

短期会社格付け

アウトルック：安定的

- ・ オフィス特化型 J-REIT（国内の不動産投資信託）。
- ・ 賃貸オフィス市況の低迷が続き、収益性が弱含んでいるものの、稼働率の改善や新規物件の取得により、ポートフォリオの収益を一定程度補完している。
- ・ 比較的強い事業地位と比較的質の高い不動産ポートフォリオを背景に、当面、キャッシュフローが大幅に下振れする可能性は低い。
- ・ 長期・短期格付けを「A- / A-2」に据え置き、アウトルックは「安定的」を継続。

(2012 年 9 月 7 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、野村不動産オフィスファンド投資法人（NOF）の長期格付けを「A-」に、短期格付けを「A-2」に、それぞれ上記のとおり据え置くとともに、長期格付けに対するアウトルックは「安定的」を継続した。

NOF はオフィス特化型 J-REIT である。NOF の格付けは、スポンサーである野村不動産ホールディングス（格付けなし）の不動産運用・開発能力を背景とした比較的強い事業地位、オフィスビルで構成された質の高い不動産ポートフォリオ、十分な手元流動性と比較的高い財務の柔軟性を反映している。一方、オフィス賃貸市況の回復が遅れるなか、収益性や利払い余力関連指標が低迷していること、ポートフォリオの含み損が大きいこと、有利子負債比率が NOF の財務方針よりやや高い水準で推移していること、ポートフォリオの築年数の高さなどが、格付けの制約要因となっている。

NOF は 2012 年 4 月期（第 17 期）末時点で、首都圏を中心に、全国にオフィスビル 51 件を保有する。総取得価格は約 3,754 億円であった。質の高い不動産ポートフォリオを裏付けに、当面はキャッシュフローが大幅に下振れする可能性は低い。2010 年後半以降、NOF の主要物件である「野村不動産天王洲ビル」（東京都品川区、取得価格 約 331 億円）で、最大テナントの転貸先の賃料減額および一部退去が生じた。一部退去部分については、2011 年 10 月より新規転貸先との契約が開始されたものの、キャッシュフローの弱含みが続いており、収益性の回復には一定の時間がかかろう。

第 17 期末時点のポートフォリオの平均稼働率は約 97.1%と、1 年前の約 93.8%（期末稼働率ベース）

を近年の底に、改善している。ただし、「NOF 駿河台プラザビル」（東京都千代田区）で 2013 年 5 月に 1 棟貸しテナント（全賃貸面積の約 1%）の退去が予定されているなど、依然としてテナント退去や賃料減額の動きが見られる。S&P は、各物件のリーシング状況や収益状況を注視していく。

NOF は、当面の外部成長について、中期的な資産規模目標を 5,000 億円としており、レバレッジ上昇を伴う新規投資は抑制しつつ、スポンサー・パイプラインを活用した物件取得や入れ替えを継続する方針である。第 17 期には、「PMO 秋葉原」（東京都千代田区）など、3 物件を総額 77 億円でスポンサーから取得した。ペースは緩やかではあるものの、着実な外部成長により、ポートフォリオの収益を一定程度補完している。

NOF の財務方針では、総資産有利子負債比率を平均 35－45%の保守的な水準で維持するとしている。第 17 期末の同比率は約 46.1%——S&P 定義の有利子負債比率〈有利子負債（保証金を含む）／{有利子負債（保証金を含む）＋純資産}では約 49.2%に相当——と、NOF の巡航ベースのレバレッジよりやや高い水準であった。ポートフォリオの含み損（対簿価）は第 17 期末時点で約 9.8%と、含み損の増加幅は縮小しているものの、含み益のあった市況の好調期と比べると財務運営上のクッションが減少している。賃貸市場の低迷から、NOF の収益性と利払い余力指標は低迷しており、財務基盤が本格的に改善するには時間がかかる可能性が高いとみられる。

S&P は、NOF の流動性を「十分（Adequate）」と評価している。2012 年 10 月期（第 18 期）の手元流動性や営業キャッシュフローなどの流動性原資は、債務返済、資本金支出、配当金支払いなどの流動性使途をカバーできる水準になると、S&P はみている。NOF は第 17 期末時点で、総額約 267 億円の現預金残高を有する。コミットメントラインは、2012 年 6 月に 100 億円減額し、総額 300 億円としたものの、全額未使用である。複数の金融機関と良好な取引関係を維持しているほか、有利子負債はすべて無担保であることから、財務の柔軟性は比較的高い。

アウトルックは安定的である。厳しい事業環境が継続しているものの、質の高い不動産ポートフォリオを裏付けに、当面は NOF のキャッシュフローが大幅に下振れする可能性は低い。今後、オフィス賃貸市況に回復の兆しが見られ、同投資法人の収益性やレバレッジ、利払い余力などの財務関連指標が改善する見通しが明確になった場合、すなわち、1) 有利子負債に対する営業キャッシュフロー（FFO）の比率が 7.5%程度を上回って推移する場合、2) 総資産有利子負債比率（NOF の定義）が 45%を下回って推移する場合には、格上げを検討する。一方、1) 有利子負債に対する FFO の比率が 5.5%を下回って推移する場合、または 2) 総資産負債比率が 55%を上回って推移する場合で、そのまま改善が見られない時には、格下げを検討する。

*文中の発行体格付けは「長期／長期格付けに対するアウトルック／短期」で表示。

<関連レポート>

2011 年 6 月 21 日付「Key Credit Factors: Global Criteria For Rating Real Estate Companies」

（和訳版：2011 年 9 月 27 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般事業会社：シリーズ Key Credit Factors：世界の不動産会社の格付け規準」）

2011 年 2 月 16 日付「General Criteria: Principles Of Credit Ratings」

（和訳版：2011 年 3 月 2 日付「一般格付け規準：信用格付けの原則」）

2001 年 5 月 9 日付「不動産投資信託（J-REIT）に対する格付け方針」

*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・アンド・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・アンド・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・アンド・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 © 2012 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、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、リパ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つて、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。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、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。