

事業法人・公益事業格付け

2015年5月27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)

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

野村不動産オフィスファンド投資法人 「クレジット・ウォッチ」・格上げの可能性

A－ 長期会社格付け、無担保投資法人債

A-2 短期会社格付け

野村不動産レジデンシャル投資法人 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

- 野村不動産系 J-REIT（国内の不動産投資信託）3 社が、2015 年 10 月 1 日を新投資法人の成立日として新設合併を行う旨、合併契約を締結した。
- 合併契約締結の発表を受け、野村不動産オフィスファンド投資法人（NOF）の格付けを引き上げ方向の「クレジット・ウォッチ」（CW）に指定した。
- 野村不動産レジデンシャル投資法人（NRF）の長期・短期会社格付けは据え置き、アウトルックは引き続き「安定的」とする。
- 本件が投資主総会で決議され、計画どおり合併進捗の見通しが明確になった段階で、NOF に対する CW を解除し、同投資法人の長期・短期格付けを新投資法人で予想される格付けと同水準まで引き上げる予定。

（2015 年 5 月 27 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・短期会社格付けを、引き上げ方向の「クレジット・ウォッチ」（CW）に指定した。一方、野村不動産レジデンシャル投資法人（NRF）の格付けは上記のとおり「A/A-1」に据え置いた。NRF の長期会社格付けのアウトルックは引き続き「安定的」である。NOF と NRF に対する今回の格付けアクションは、野村不動産ホールディングスがスポンサーの上場 J-REIT（国内の不動産投資信託）3 社（以下「野村不動産系 J-REIT」）——野村不動産マスターファンド投資法人（NMF）、NOF、NRF——が 2015 年 10 月 1 日を新設合併設立法人（以下「新投資法人」）の成立日として新設合併を行うとの合併契約締結発表を受けたものである。本件が投資主総会で決議され、計画どおり合併進捗の見通しが明確になった段階で、S&P は NOF の CW を解除し、同投資法人の長期・短期会社格付けを新投資法人で予想される格付けと同水準まで引き上げる予定である。その際、S&P は NRF の格付けへの影響も同時に見直す予定だが、見直しによって格付け水準が変わる可能性は現時点では低いと考えていることから、今回、NRF を CW の対象とはしていない。

NOF のポートフォリオは、新投資法人のポートフォリオ（想定取得価格ベース）の 45%前後に相当す

る。S&P は、NOF について、1) 保有物件の平均築年数が高く、収益性がやや弱いこと、2) ポートフォリオの含み損（期末算定価格と簿価との差額）が比較的大きいこと、3) 有利子負債比率がやや高く、キャッシュフロー指標がやや弱いこと——などを事業・財務プロフィール上の制約要因と見なしてきたが、新投資法人設立後、これらの要因が新投資法人の事業・財務プロフィールに与えるネガティブな影響は薄まるとみている。一方、S&P は、新投資法人のポートフォリオの約 2 割を占める NRF については、分散度が極めて高く、高稼働で、賃料の変動幅が小さい賃貸住宅特化型ポートフォリオが事業プロフィール上の強みであるとみており、こうした強みは新投資法人においても、資産の分散度や収益性の安定性に寄与すると考える。一方で、依然として高い有利子負債比率などの NRF の財務プロフィール上の弱みの影響は新投資法人の財務プロフィール上、薄まるとみている。NMF は、1) 長期賃貸借契約に基づいて安定したキャッシュフローを創出する、収益性の高い物流施設と商業施設を保有している、2) 有利子負債比率が幾分保守的な水準である、3) キャッシュフロー指標が良好である——といった事業・財務プロフィール上の強みを持つものの、テナント集中リスクがやや高く、賃料の引き上げによる内部成長力が限定的といった事業プロフィール上の制約要因を抱えていると S&P はみている。

S&P は、野村不動産系 J-REIT 3 社の事業プロフィール上の強みと弱みを勘案し、新投資法人は、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（想定取得価格ベース）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行うことが可能になる——とみている。一方で、S&P は、国内賃貸市況の回復が進むにつれて、オフィスを中心に既存物件の収益は改善するとみているものの、新規取得物件の価格が緩やかに上昇していることから、新投資法人の収益性は幾分弱い水準で、ほぼ横ばいで推移すると考える。その結果、新投資法人の事業プロフィールにおいては、NOF の事業プロフィール上のややネガティブな要素が、規模の拡大、資産の分散、および今後の事業運営の柔軟性の向上によって打ち消され、引き続き現 NRF の事業プロフィールと同様の「強い」（6 段階の上から 2 番目）という評価を維持するとみている。

S&P は、新投資法人は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。NOF と NRF においては、総資産有利子負債比率が両投資法人の財務方針に照らしてやや高いことが財務プロフィール評価上の制約要因であるが、NMF の有利子負債比率が幾分保守的な水準であり、キャッシュフロー指標が良好であることを加味した場合、新投資法人の財務内容は、NOF と NRF のやや弱い財務内容によるネガティブな影響をある程度緩和できるとみている。新投資法人の EBITDA インタレスト・カバレッジは、金融機関との堅固な取引関係を反映して、合併後も良好な水準で推移すると、S&P は予想する。新投資法人のポートフォリオは一定の含み益（期末算定価格と簿価との差額）を有するとみられ、財務運営上のバッファとなるとみている。一方、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。これらの点を勘案し、S&P は新投資法人の財務プロフィールは「強い」（6 段階の上から 2 番目）という評価になるとみている。

S&P は、新設合併が投資主総会で決議され、計画どおり進捗する見通しが明確になった段階で、NOF に対する CW を解除する。解除にあたっては、新投資法人の事業・財務プロフィール、成長戦略、ならびに財務方針を詳細に検証する。CW 解除に伴い、NOF の長期・短期格付けを新投資法人で予想される格付けと同水準まで引き上げる予定である。

一方、NRF については今回、格付けを据え置いた。アウトルックは引き続き「安定的」である。NRF は、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に、安定したキャッシュフローを創出していくと、S&P はみている。ただし、合併が計画どおりに進むことが明確になった段階で、新投資法人の事業・財務プロフィール、成長戦略、および財務方針を詳細に検証した上で、NRF のアウトルックについて再度見直す可能性がある。

<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」

*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)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、リバーズエンジニアリング、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を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。