

事業法人・公益事業格付け

2012 年 9 月 11 日

お問い合わせ先：

老川由美、東京 電話 03-4550-8775

井澤朗子、東京 電話 03-4550-8674

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】野村不動産レジデンシャル投資法人を「A/A-1」に据え置き アウトルックは「安定的」

格付け据え置き

A 長期会社格付け、第 1－2 回無担保投資法人債

A-1 短期会社格付け

アウトルック：安定的

- ・住宅特化型 J-REIT（国内の不動産投資信託）。
- ・賃料の変動が緩やかで、稼働状況が良好な不動産ポートフォリオを背景に、キャッシュフローは安定的に推移している。
- ・分散の効いたポートフォリオに鑑み、今後も安定したキャッシュフローの創出が見込まれる。
- ・長期・短期格付けを「A/A-1」に据え置き、アウトルックは引き続き「安定的」とする。

（2012 年 9 月 11 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、野村不動産レジデンシャル投資法人（NRF）の長期格付けを「A」に、短期格付けを「A-1」に、それぞれ上記のとおり据え置いた。長期格付けに対するアウトルックは引き続き「安定的」とする。

NRF は住宅特化型 J-REIT である。NRF 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、ブランド力を背景とした比較的強い事業地位、ならびに極めて分散度が高く、賃料の変動が緩やかで、安定的なキャッシュフローを創出する、賃貸住宅中心の不動産ポートフォリオを反映している。一方、有利子負債比率が高く、利払い余力や収益性関連指標がやや弱含みで推移していること、一定程度のポートフォリオの含み損を有していることなどが、格付けの制約要因となっている。

NRF の不動産ポートフォリオは 2012 年 8 月末時点で、総額約 1,506 億円（153 物件）、総賃貸可能戸数 8,917 戸の賃貸住宅で構成されている。物件・テナントの分散度は極めて高く、同投資法人の信用力上の強みとなっている。一般に住宅はテナントの分散や代替性が高く、景気変動に伴う賃料の変動が小幅であることから、他の物件タイプに比べてキャッシュフローの安定性が高いと S&P はみている。実際に NRF のポートフォリオの賃料水準はおおむね安定しており、大きな変動は見られない。また、ポートフォリオ稼働率は 96%（2012 年 7 月末時点）と高水準で推移しており、キャッシュフローも安定的に推移している。加えて、NRF は昨今、競争力や運営効率の低下が見受けられる物件を譲渡する一方で、より競争力の高い物件を取得するなど、物件入れ替え戦略を推進し、ポートフォリオの収益性の維持と向上を図っている。

NRF は 2011 年 12 月に総額 約 72 億円の増資を行い、一部借入金も用いて合計 8 物件（総取得価額 約 151 億円）の物件取得を行った。一方で、資本市場のボラティリティによって、エクイティ調達額が想定に届かなかったことから、有利子負債比率に大きな改善は見られなかった。新規物件の取得により、ポートフォリオの分散度は従前よりさらに高まったものの、総資産有利子負債比率（NRF 定義）を 35－45%で運営するという保守的な財務方針に対して、有利子負債比率は 53.1% ——S&P 定義では〈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〕〉は約 54% ——と、引き続き高い水準にある。このことは、収益性とカバレッジに関連した財務指標の水準がやや低いこと、増資による新規購入物件の寄与により、ポートフォリオの含み損（期末算定価格と簿価との差額）は若干改善したものの、依然として一定の水準にあり、財務運営上の余裕度は小さいこと——などとともに、信用力上のリスク要因となっている。これらリスクは、1) 増資による物件取得により、一定程度の収益性の向上が図られている、2) 同投資法人が引き続き、保守的な財務方針を堅持しており、これまでも増資の実績を有している——ことなどから、一部緩和されている。とはいえ、NRF の有利子負債比率は数期にわたってやや高い水準にあることから、S&P は、同投資法人の財務基盤が従来の財務方針に掲げた保守的な水準まで回復するにはあと 2－3 年かかるとみている。

NRF は、財務基盤の強化を目的として、積極的に有利子負債の長期化を図っている。総有利子負債の平均残存年数は約 2.5 年で（2012 年 5 月末時点）、また各期の返済額の平準化が図られるなど、NRF の負債構成は、従前に比べて改善している。

S&P は、NRF の流動性を「十分（Adequate）」と評価している。2012 年 11 月期（第 12 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、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。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」とする。1) 分散の効いた、比較的質の高い不動産ポートフォリオを有していること、2) 稼働率は高水準かつ安定的に推移し、賃料水準の変動も少ないことから、S&P は、NRF が今後も、おおむね安定したキャッシュフローを創出していくとみている。格上げに向けては、財務方針で掲げている保守的な水準にまで有利子負債比率が低下するなど、財務基盤の改善が明確になる必要があるものの、現状のやや高い有利子負債比率に鑑み、格上げの可能性は当面、限定的である。一方、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 6%を下回って推移する場合、または 2) 総資産負債比率（NRF の定義）が 56%を上回って推移し、そのまま改善が見られない場合など、財務基盤が弱含んで推移した時には、格下げを検討する。

*文中の発行体格付けは「長期／長期格付けのアウトルック／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号第三項第三号）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。