

ストラクチャード・ファイナンス格付け

2009年8月21日

お問い合わせ先：

老川由美、東京 電話 03-4550-8775

小野寺亮、東京 電話 03-4550-8690

福富大介、東京 電話 03-4550-8714

成松恭多(メディア・コンタクト)、東京 電話 03-4550-8411

プレスルーム(電子メールによる配信、送信トラブル)

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、日本リテールファンド投資法人向けローンを「A+」に格付け
J-REIT 向けローンに対する S&P 初の格付け**

新規ローン格付け

A+ 無担保固定利付きローン（借入予定額 50 億円、利率 2.95%、2019 年 9 月 4 日返済）

据え置き

A+ 長期会社格付け、第 1 - 6 回無担保投資法人債（発行総額 1,000 億円）

A-1 短期会社格付け、短期投資法人債プログラム（発行枠 500 億円）

アウトルック：ネガティブ

（2009 年 8 月 21 日、東京 = S&P）スタンダード & プアーズは本日、日本リテールファンド投資法人（以下「JRF」）向け、無担保固定利付きローンに「シングル A プラス」の格付けを付与した。当該格付けは、スタンダード & プアーズが国内の不動産投資信託（J-REIT）向けローンに対して付与するものとして、初めての事例である。併せて、スタンダード & プアーズは、同投資法人の長期格付け、短期格付けをそれぞれ上記の通り据え置いた。長期会社格付けに対するアウトルックは引き続き「ネガティブ」とする。

当該格付けは、JRF の強い事業基盤と、比較的保守的な財務内容を反映している。JRF は、質の高い不動産ポートフォリオと、設立スポンサーの高い信用力を背景に、J-REIT 市場で主要な地位を占めている。ポートフォリオは、管理状態が良好で高稼働率の商業施設で構成され、安定したキャッシュフローを生み出している。JRF の財務戦略として有利子負債比率が引き上げられていることから、レバレッジ水準が高止まりしている点は懸念材料である。一方、JRF は、複数の金融機関との良好な取引関係を維持し、有利子負債はすべて無担保で調達していることから、財務の柔軟性は維持されている。

JRF は、スポンサーである三菱商事（A+ / 安定的 / A-1）と UBS AG（A+ / 安定的 / A-1）の高い信用力、小売業における広範なネットワークを背景に、J-REIT 市場で強い事業地位を維持している。第 14 期（2009 年 2 月期）末現在で、国内各地に 48 件の商業施設を所有しており、ポートフォリオ総額は約 5,619 億円にのぼる（取得価格ベース）。小売業の業況に不透明感はあるものの、JRF は概ね長期固定の賃貸借契約を締結していることから、第 14 期末の平均稼働率は約 99%とキャッシュフローは安定している。一方、ポートフォリオの期末算定価格と簿価との差額がマイナスに転じ、含み損となったことは懸念材料である。含み損は、財務運営上の余裕度を低下させることから、引き続きその水準を注視していく。また、JRF の主要テナントであるイオンリテール（格付けなし）とイトーヨーカ堂（格付けなし）が賃料全体に占める比率は合計約 34.1%と、ポートフォリオの上位テナントに一定水準の集中リスクがある。しかしながら、両社とも国内小売業者の中では優れた競争力を維持していることなどから、テナ

ント集中リスクは一部緩和されている。

第 14 期末の有利子負債比率 < 有利子負債 / (有利子負債 + 純資産) ; スタンダード & プアーズ定義 > は約 52% と高い水準であった。同期末の EBITDA (税引き前・利払い前・償却前利益) インタレスト・カバレッジ・レシオは約 7.5 倍、有利子負債に対する営業キャッシュフローの比率 (FFO / 有利子負債) は約 8.8% (保証金考慮後は約 7.7%) と低下傾向にあった。JRF は、2009 年 4 月に発表した「危機管理シナリオ」下の運営において、リファイナンス資金の確保、有利子負債の長期化、有利子負債比率の低下など、財務基盤の強化を目標に掲げている。JRF は当該シナリオに沿う形で、本格付け対象ローンの借り入れにより長期のリファイナンス資金を確保し、また短期借入金のリファイナンスの際に長期借り入れへのシフトを図っている。しかしながら、現行のレバレッジ水準や利払い余力関連指標は、格付け当初の想定よりも弱い水準にあることから、現格付けを維持するためには、資本・負債構成をはじめ財務内容をより一層改善する必要があると考えている。

2009 年 7 月のリファイナンスにより、コミットメントラインは 400 億円全額が未使用となった。一方で、2010 年 2 月に償還期限を迎える投資法人債を含め、1 年以内に償還期限を迎える有利子負債の比率は、全有利子負債の約 46% (2009 年 7 月末時点) と高いことから、一定程度のリファイナンス・リスクが懸念される。しかしながらこのリスクは、JRF の J-REIT 市場における強い事業地位、スポンサーの高い信用力などによって一部相殺されている。一部の物件は敷金・保証金の担保に供せられているものの、JRF は複数の金融機関との良好な取引関係を維持し、有利子負債はすべて無担保で調達されていることから、財務の柔軟性は維持されている。

アウトルックは引き続き「ネガティブ」である。JRF は、適度に分散した質の高い不動産ポートフォリオを背景に、今後も概ね安定した収益を上げていくとみられる。一方、有利子負債比率は高止まりし、従来より利払い余力などの財務指標が低位で推移している。スタンダード & プアーズは、小売業を取り巻く事業環境、レバレッジ水準を含む資本・負債構成、利払い余力や収益性などの指標、リファイナンスの状況などを、引き続き注視していく。財務指標が短期的に改善しない状態が続いた場合、格下げとなる可能性がある。アウトルックの上方修正には、ポートフォリオの質や収益力がさらに改善されるとともに有利子負債比率が低下し、有利子負債の長期化が進むなど、財務基盤の改善が明確になることが必要とされる。

< 関連レポート >

「不動産投資信託 (J-REIT) に対する格付け方針」

(2001 年 5 月)

* 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。

スタンダード & プアーズは、マグロウヒル・カンパニーズ (NYSE:MHP) の子会社であり、世界の金融市場に対して独立した立場から、信用格付け、株価指数、リスク評価、株式リサーチ、データなどを提供している。23 カ国にオフィスを構え、世界の金融インフラストラクチャーのなかで重要な役割を担っている。投資や金融取引の意思決定に不可欠な情報である独立したベンチマークの提供者として、150 年近くにわたって主導的な立場にある。詳細は当社日本語ウェブサイト (www.standardandpoors.co.jp) まで。

マグロウヒル・カンパニーズは、スタンダード & プアーズ、ビジネスウィーク、マグロウヒル・エデュケーション、J. D. パワーなどを通じて、金融サービス、教育、ビジネスに関する情報を提供する、国際的な情報サービス企業である。世界 40 カ国に 280 カ所以上の拠点を有している。詳細はウェブサイト (www.mcgraw-hill.com) まで。

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。