

プレス・リリース

ストラクチャード・ファイナンス格付け

2009年5月14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
 井澤朗子、東京 電話 03-4550-8674
 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のアウトルックを「ネガティブ」に 格付けは「A+／A-1」に据え置き

アウトルック変更

新： 旧：

**ネガティブ 安定的
格付け据え置き**

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）

（2009年5月14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」）の長期格付けに対するアウトルックを、「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた。アウトルック変更は、1) 厳しい事業環境に加え、中期運用基本方針のもと、レバレッジ水準が高止まりし、利払い余力などの財務指標が従来水準より低位で推移している、2) 有利子負債の弁済期は短期に集中が見られ、金融・資本市場の混乱の長期化により、資金調達を中心に厳しい事業環境が続くことが予想されるため、有利子負債比率の低下や有利子負債の長期化といった財務体質の改善には一定の時間がかかる可能性がある、3) 当面、内部成長および物件入れ替えによる収益性の向上が限定的であると予想される——ことに、基づいている。今後、収益性の向上、有利子負債比率引き下げなどの財務指標の改善が進まなかった場合には、格付けに対して下方圧力がかかろう。一方、当面の信用力は、高稼働率の商業施設ポートフォリオから生み出される、安定したキャッシュフローなどによって下支えされるとみられることから、長期および短期格付けは、上記の通り据え置いた。

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）の信用力の高さ、ブランド力、小売業界における広範なネットワークを背景に、国内の不動産投資信託（J-REIT）市場において強い事業地位を維持している。

JRF は 2009 年 2 月期（第 14 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）。小売業を取り巻く事業環境が一段と厳しさを増すなか、JRF は、各サブマーケットにおいて市場競争力の比較的高い商業施設を中心に保有している。その結果、保有する郊外型ショッピングセンター 28 物件のうち約 72.3% で前年比約 95% 超の売り上げを維持するなど、これまでのところ、業績への大きな影響は出ていないもようである。JRF のポートフォリオ物件は質が高く、地理的に分散されており、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、含み益（期末算定価格と簿価との差額）が、2008 年 2 月期（第 12 期）末をピークに減少し始めている点は懸念要因である。

含み益は J-REIT の信用力に直接リンクするものではないが、一定の財務運営上のクッションとなることから、引き続きその水準について注視していく。

JRF のポートフォリオの最大物件である「東戸塚オーロラシティ」（神奈川県横浜市）のポートフォリオ総額に占める比率は約 9%と、一定水準の集中が見られるものの、この資産集中懸念は、サブマーケットにおける競争力の高さなどによって、一部緩和されている。JRF のポートフォリオの上位テナントにも、一定水準の集中リスクがある。第 14 期末時点で、主要テナントであるイオンリテール（NR）とイトーヨーカ堂（NR）の比率は合計で約 34.1%（賃料総額ベース）だが、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。

JRF は、2008 年 4 月に中期運用基本方針を発表し、外部成長を見合わせて内部成長と物件入れ替えに重点を置き、ポートフォリオの質と収益性の向上を図ることを「基本シナリオ」としている。その際、基本シナリオで運営する間は、財務戦略目標として有利子負債比率を 35-45%、負債比率（敷金保証金を含む）を 45-55%としたことから、レバレッジの水準が従来より高まる点が、信用力上の大きな懸念材料となっていた。JRF は 2009 年 4 月、困難な事業環境が継続するとの見通しのもと、「危機管理シナリオ」を導入した。危機管理シナリオにおいては、中期運用基本方針の大枠は変更せずに、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。スタンダード&プアーズは、現時点で、同シナリオに基づく財務基盤の再構築については、厳しい事業環境が続くなか、ある程度時間がかかるものと考えている。

第 14 期末の JRF 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}；スタンダード&プアーズ定義——は 52%と、幾分高い。有利子負債の満期については、2017 年まで分散されている。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、いずれも低下傾向にある。

流動性

第 14 期末時点の現預金残高は約 193 億円と、緊急の運営費用を賄うのに十分な水準であった。同期末時点のコミットメントラインの総額は 400 億円で、うち 150 億円が未使用であった。一方、1 年以内に償還期限を迎える有利子負債の割合は 57.8%（2009 年 4 月末時点、投資法人債を含む）と高く、厳しい資金調達環境のもと、ある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、J-REIT 市場における JRF の強い事業地位、スポンサーの高い信用力、取引金融機関を含めた広範なネットワークなどによって、一部相殺されている。ポートフォリオの一部の物件（19 物件）は、1) 敷金と保証金の担保に供せられているものの、敷金保証金残高が資産総額に対して十分小さいこと、2) 金融機関からの借り入れは全額無担保で調達されていることから、財務の柔軟性は比較的高い。

今回、アウトルックを「安定的」から「ネガティブ」に下方修正した。JRF は、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、財務目標として有利子負債比率の水準を引き上げたことから、レバレッジ水準が高止まりし、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。厳しい事業環境が継続し、今後の JRF の財務指標について、現在の水準から改善が見られない場合には、信用力に下方圧力がかかろう。アウトルックの上方修正には、物件の入れ替えなどを通じて、ポートフォリオの質や収益力により一層の改善が図られ、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。

* 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。「NR」は格付けなし。

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、株式リサーチ、データなどの金融情報を提供している。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、140 年以上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。