

事業法人・公益事業格付け

2012年5月31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】東急リアル・エステート投資法人のアウトルックを「ネガティブ」に変更
長期・短期格付けは「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1-2回無担保投資法人債（発行総額100億円）
A-1 短期会社格付け

- ・ オフィス・商業施設特化型 J-REIT（国内の不動産投資信託）。
- ・ オフィス市況の低迷により保有物件の稼働率が低下し、収益性が弱含むなか、財務基盤が本格的に回復するには時間がかかる可能性が高いと判断される。
- ・ 長期格付けのアウトルックを「安定的」から「ネガティブ」に下方修正。
- ・ 比較的強い事業地位と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との見方から、長期・短期格付けは「A/A-1」に据え置き。

（2012年5月31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、東急リアル・エステート投資法人（TRE）の長期格付けに対するアウトルックを、上記のとおり「安定的」から「ネガティブ」に下方修正した。これは、1）オフィス市況の低迷により保有物件の稼働率が低下し、収益性が弱含むなか、財務関連指標が低迷しており、財務基盤の本格回復には時間がかかる可能性が高い、2）ポートフォリオの含み益（期末算定価格と簿価との差額）が減少し、財務運営上のクッションが減少している——との S&P の見解を反映している。一方、比較的強い事業地位と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とみられることから、長期格付けを「A」に、短期格付けを「A-1」に、それぞれ据え置いた。

TRE のポートフォリオでは、「TOKYU REIT 虎ノ門ビル」など数件の保有オフィスビルにおいて大口テナントの退去が実施あるいは予定されている。TRE は、これら物件の早期リースアップを優先課題としてリーシング活動に注力し、一部物件で新規テナントを誘致済みである。しかしながら、2012年3月末時点の保有オフィスビルの稼働率は88.7%と低迷しており、オフィス市況が引き続き厳しいことから、早期に稼働率の大幅な回復は見込みにくい。商業施設の稼働状況はおおむね良好であるもの

の、ポートフォリオの賃料の減額改定が続いていることから、S&P では、TRE の賃貸収入への下方圧力が今後 1 年程度は払拭されないとみている。ポートフォリオの収益性は近年低迷が続いており、今般の大口テナントの退去に伴い、2012 年 7 月期（第 18 期）にはさらに低下することが予想される。

TRE は、財務規律を重視する姿勢を明確にし、選別投資により有利子負債の積み増しを抑制している。TRE の財務方針では、ローン・トゥ・バリュー比率（LTV 比率；保証金を含む、TRE の定義）を巡航ベースで 35-45%、最大でも 50%の保守的な水準で維持する方針である。2012 年 1 月期（第 17 期）末の有利子負債比率（保証金を含む有利子負債 /（有利子負債+純資産）；S&P の定義）は約 48.2%と、前の期末に比べて幾分改善したものの、依然として TRE の巡航ベースのレバレッジより幾分高い水準で推移している。利払い余力指標などの財務指標は弱含んでおり、S&P は、今後 1-2 年程度は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%台で推移するとみている。中期的には同比率は改善していくとみられるものの、財務基盤が本格的に回復するには時間がかかる可能性が高いと判断される。ポートフォリオの含み益（対簿価）は第 17 期末時点で約 0.2%と、減少幅は縮小しているものの、市況の好調期に比べると大幅に減少している。

TRE は、スポンサーである東京急行電鉄（格付けなし）の不動産運用能力、鉄道・流通事業におけるブランド力を強みに、幾分資産集中が見られるものの、質の高い資産ポートフォリオを構築している。第 17 期末時点で、東京都心 5 区・東急沿線地域を中心に、オフィスビル 15 件、商業施設（底地を含む）11 件を保有し、総取得価格は約 1,997 億円であった。

S&P は、TRE の流動性を「強い（strong）」と評価している。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、資金的支出、配当金支払いなどの流動性使途を十分にカバーできる水準になると、S&P はみている。TRE は、第 17 期末時点で、総額約 142 億円の現預金残高と総額 200 億円のコミットメントラインを有しており、複数の金融機関からの借り入れ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「ネガティブ」とする。1) 保有物件のリースアップの遅れなどにより賃貸収入の低迷が長期化し、弱含みとなっている収益性や利払い余力などの財務指標が今後 1-2 年以内に改善しないと見込まれる、すなわち、有利子負債に対する FFO の比率が 6%を下回って推移した場合、または、2) LTV 比率（保証金を含む、TRE の定義）が 50%を超えて推移し、そのまま改善しない場合には、格下げを検討する。一方、収益性の回復や利払い余力などの財務改善の見通しが明確になれば、アウトルックを「安定的」に変更する。

*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」

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「ライブラリー・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2012 by Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P), a subsidiary of The McGraw-Hill Companies, Inc. 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(以下「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、その関連会社、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、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、および、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や見解を含む信用に関する分析は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではなく、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&プアーズの意見と分析は、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「受託者」あるいは投資助言業者として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。

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信用関連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。