

## 事業法人・公益事業格付け

2013年2月12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](mailto:tokyo_pressroom@standardandpoors.com)  
日本語ウェブサイト <http://www.standardandpoors.co.jp>

### 【S&P】フロンティア不動産投資法人を「A+／A-1」に据え置き

#### 格付け据え置き

**A+** 長期会社格付け、第1回無担保投資法人債（発行残高 50 億円）  
**A-1** 短期会社格付け

#### アウトルック：安定的

- 商業施設特化型の J-REIT（国内の不動産投資信託）。
- 小売業の競争は依然厳しいものの、長期賃貸借契約のもと保有物件のキャッシュフローは引き続き安定しており、新規物件の取得によりポートフォリオの分散が進んでいる。
- 今後も、高い資産の質を維持しつつ、おおむね安定的な収益を上げていく。
- 長期・短期格付けを「A+／A-1」に据え置き、アウトルックは「安定的」を継続。

（2013年2月12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、フロンティア不動産投資法人（FRI）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くとともに、長期格付けに対するアウトルックは「安定的」を継続した。

FRIは商業施設特化型 J-REIT である。FRIの格付けは、スポンサーである三井不動産（BBB+／安定的／A-2）の不動産運用・開発能力、ブランド力を背景とした強い事業地位、長期賃貸借契約のもと安定的なキャッシュフローを創出する質の高いポートフォリオ、比較的保守的な財務方針と高い財務の柔軟性を反映している。一方、小売業界内の競争が引き続き厳しいこと、収益性が幾分低下傾向にあること、上位物件や上位テナントへの一定の集中リスクなどが、格付けの制約要因となっている。

2012年12月期（第17期）末時点で、FRIのポートフォリオは27件の商業施設（底地3件を含む）で構成されており、ポートフォリオ総額は約2,458億円（取得価格ベース）であった。保有物件は全国各地に所在するなど地理的分散が図られ、さらに、大型の郊外型ショッピングセンターを中心に、都心型商業店舗ビルやアウトレットモールなど、多様な物件タイプが組み入れられている。小売業の競争は引き続き厳しいものの、FRIは各サブマーケットにおいて競争力の高い商業施設を中心に保有し、保有物件の稼働率はマスターリース・ベースで100%とキャッシュフローは安定している。FRIは、2012年に3物件を取得したほか、2013年に入って都心の新築の商業施設「池袋スクエア」（東京都豊島区、取得価格204億円）を取得するなど、スポンサーのパイプラインを活用し、着実に外部成長を進めている。

第17期末時点で、上位4物件でポートフォリオ総額の約36%を占め、特定物件への集中が見られる。また、2012年6月期（第16期）末時点では、総賃料に占める上位4テナントからの賃料の比率は約70%と、テナントの集中リスクもある。これら集中リスクは、各物件の立地条件、およびイオンリテールをはじめ、優れた競争力と信用力を持つテナントとの長期賃貸借契約のもと、安定的なキャッシュ

ローの創出により緩和されている。また、新規物件の取得に伴って、集中リスクは緩やかに減少しており、今後もこの傾向が続くとみられる。FRIの収益性は依然として比較的高い水準にあるものの、都心型商業施設など、既存ポートフォリオをやや下回る利回り水準の物件を取得したことなどで、近年は幾分低下傾向にある。

FRIは安定した外部成長に向けて、当面は、総資産負債比率（敷金・保証金債務考慮後）を40-50%の水準で運営していく意向である。第16期末時点の同比率は約49.6%——S&P定義の有利子負債比率〈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}〉では約46.8%に相当——と、借入金による物件取得を反映して、従来に比べやや高い水準であった。ただし、その後の総額約205億円の増資と2物件の取得を考慮すると、レバレッジはやや改善する見込みである。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）の比率は約12-14%で推移するとみている。第17期末時点で有利子負債の返済期限は2020年まで分散されており、FRIの資本・負債構成は比較的保守的である。

S&Pは、FRIの流動性を「十分（adequate）」と評価している。2013年6月期（第18期）の手元流動性、営業キャッシュフローなどの流動性原資は、債務返済、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。FRIは、第16期末時点で約130億円の現預金残高を有し、現時点では総額170億円の未使用のコミットメントラインを有している。複数の大手金融機関と良好な取引関係を維持しており、借り入れはすべて無担保で行っていることから、財務の柔軟性は高い。ポートフォリオ物件の一部が保証金の担保に供せられているものの、資産総額に対して保証金残高の割合が大きいことから、特段のリスク要因とはみていない。

アウトルックは「安定的」である。FRIは、スポンサーである三井不動産の支援を得て、今後も質の高い資産と長期賃貸借契約を背景に、おおむね安定的な収益を上げていくとみられる。S&Pは、小売業の業況、物件やテナントの集中度合い、収益性、レバレッジの水準、利払い余力などを注視していく。小売業の競争が依然厳しいこと、また、当面は外部成長に向けて現行のレバレッジ水準での運営が続くとみられることから、格上げの可能性は限定的である。一方、物件取得を負債で賄ったために資産・負債構成が悪化する、もしくは、テナントの異動などに伴ってキャッシュフローが減少して、1) 総資産負債比率が55%に近づいた場合、または2) 有利子負債に対するFFOの比率が10%を下回って推移し、そのまま改善が見られない場合には、格下げを検討する。

\*文中の発行体格付けは「長期／長期格付けに対するアウトルック／短期」で表示。

## <関連レポート>

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」

2008年4月15日付「Criteria | Corporates | General: 2008 Coporate Criteria: Analytical Methodology」（英語版のみ）

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](http://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](http://www.standardandpoors.co.jp))の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

-----

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](http://www.standardandpoors.com)、そして、購読契約による有料サイトの [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) および [www.globalcreditportal.com](http://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](http://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。