

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

## CTF Services Limited（証券コード：-）

### 【据置】

外貨建長期発行体格付	A+
格付の見通し	安定的
自国通貨建長期発行体格付	A+
格付の見通し	安定的

### ■格付事由

- CTF Services Limited（CTFS）は香港に本拠を置くコングロマリットであり、傘下の事業会社や関連会社・ジョイントベンチャーを通じて多様な事業を運営している。筆頭株主は香港大手コングロマリットの Chow Tai Fook Enterprises Limited（周大福）であり、24年12月末時点で約75.6%を保有している。格付は、CTFS を持株会社とするグループの信用力を反映させており、安定的な収益力と高いキャッシュフロー創出力などを評価している。堅調な業績やノンコア事業の売却などを通じて獲得したキャッシュは、新たな投資や株主還元積極的に充当されている。当社の収益力や財務目標を踏まえると、財務レバレッジは中期的に一定の水準を維持すると JCR はみている。他方、財務方針の変化などにより財務構成が想定以上に悪化する場合には、格付に織り込んでいく。
- 事業環境の変化に柔軟に対応しつつポートフォリオを構築しており、現時点では5つの事業（道路、保険、物流、建設、施設管理）に注力している。帰属営業利益（関連会社・JV投資損益を加味し、コーポレートオフィス関連および営業外項目を除いた利益）ベースで各事業の構成比をみると、25/6上半期は道路34.5%、保険27.6%、建設17.6%、物流17.4%、施設管理0.4%となっており、バランスの取れた事業構成となっている。道路事業では中国において14の高速道路の運営権に投資し運営を行っており、24年12月末時点で運営権の平均残存期間は11.5年となっている。保険事業では、19年に買収したCTF Life（買収当時の社名はFTLife）が香港を拠点に生命保険、医療保険、傷害保険、貯蓄保険などの商品を展開しており、周大福グループのエコシステムを活用したクロスセリングなどを通じて事業を成長させている。CTF Lifeのマーケットシェアは24年1～9月の新契約年換算保険料（APE）ベースで香港第11位と一定の地位にあるほか、25/6上半期末時点のソルベンシー比率（HKRBCベース）は266%と、規制上の最低要件である100%に対し十分な余裕を持っている。物流事業では香港の物流施設ATL Logistics Centre（ATL）の過半数持分を保有しているほか、中国において複数の物流施設を所有している。また、同事業には中国の鉄道コンテナターミナル運営事業を営むChina United International Rail Containers（CUIRC）の持分も含まれている。建設事業では傘下のHip Hing Constructionなどを通じて、香港で商業・住宅に係る民間建設プロジェクトおよび政府関連プロジェクトに従事している。施設管理事業ではHong Kong Convention and Exhibition Centre（HKCEC）、Kai Tak Sports Park（KTSP）、病院の運営を行っている。
- 25/6上半期の各事業の動向をみると、道路事業では主要高速道路の一つであるGuangzhou City Northern Ring Roadの運営権が24年3月に期限を迎えたことや、24年6月に深圳・中山間の新高速道路が開通し当社が保有する一部の高速道路における長距離移動が減少したことを背景に、帰属営業利益は前年同期比で約6%低下した。他方、当社は引き続き複数の地域に分散して道路ポートフォリオを構築しており、交通量は各地域の経済発展に沿う形で概ね安定的に推移している。また、収益貢献の大きい主要高速道路については短期間のうちに運営権の期限を迎えるものは無い。こうした点を踏まえると、道路事業の収益は当面底堅く推移するとみられる。保険事業は、事業の成長に伴い積みあがった契約サービスマージン（CSM）のリリースにより、帰属営業利益は前年同期比で約49%増加した。物流事業の帰属営業利益は前年同期比で約9%増加し

た。ATLの安定的な収益貢献に加えて、複合輸送や中欧班列（China-Europe Express Rail）への需要増加などを背景とした CUIRC の収益増加が要因となった。建設事業は、建設コストの増大や競争の激化などが重石となっているが、足元では政府関連プロジェクトに軸足を移したことで、民間不動産セクターにおいて厳しい事業環境が続く中でも帰属営業利益はほぼ横ばいで推移している。施設管理事業では、香港経済の低迷による宴会・祝宴イベントの減少により HKCEC の収益が低迷。また、免税店事業も不振に陥った結果、同事業の帰属営業利益は大幅に低下した。もっとも、収益全体に占める施設管理事業の比率は相対的に小さく、減益幅は他の事業の増益によって十分に吸収できる規模にとどまった。なお、CTFS は免税店事業を 24 年 12 月に売却している。このような各事業の収益動向を背景に、25/6 上半期の全体の帰属営業収益および当期純利益は前年同期比で増加した。今後も強固な収益基盤により業績は安定的に推移していくと JCR はみている。

- (4) 25/6 上半期末時点でネット・デット・エクイティ・レシオは 0.39 倍（永久債を除外した自己資本ベースでは 0.42 倍）、ネット有利子負債/EBITDA 倍率は 2.3 倍と、24/6 期末時点の 0.35 倍（同 0.39 倍）および 2.1 倍から小幅に悪化した。近年の有利子負債残高の増大は、永久債の償還に向け調達を増やしたことなどが要因である。より金利負担の小さい人民元建での資金調達を増加させた結果、平均借入コストは 24/6 期の 4.7%から 25/6 上半期には 4.2%に低減した。安定的な業績を背景に、25 年 4 月には通常の間配当に加え特別配当が実施された。ノンコア事業の売却や Goshawk 社関連の一過性の収益を通じて獲得したキャッシュが特別配当の原資となった。25/6 上半期末時点で CTFS は現金及び現金同等物を約 186 億香港ドル保有しており、加えて銀行からの信用供与枠のうち約 113 億香港ドルが未引出であることから、流動性は特別配当の負担を十分に吸収できる水準にある。当社の安定的な収益力や、財務レバレッジを目標値以下に抑制する方針を踏まえると、今回の特別配当による財務構成への影響は限定的なものにとどまると JCR はみている。他方、過大な特別配当が継続的に実施されるなど、財務規律に緩みが見られ財務構成が想定以上に悪化する場合には、格付に織り込んでいく。

（担当）杉浦 輝一・浅野 真司

## ■格付対象

発行体：CTF Services Limited

### 【据置】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	A+	安定的
自国通貨建長期発行体格付	A+	安定的

## 格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2025年5月7日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉浦 輝一  
主任格付アナリスト：杉浦 輝一
3. 評価の前提・等級基準：  
評価の前提および等級基準は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014年1月6日)として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：  
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」(2024年10月1日)、「持株会社の格付方法」(2025年4月2日)として掲載している。
5. 格付関係者：  
(発行体・債務者等) CTF Services Limited
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：  
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。  
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関してのJCRの現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。  
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCRが格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
  - ・ 格付関係者が提供した監査済財務諸表
  - ・ 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：  
JCRは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. 格付関係者による関与：  
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
10. JCRに対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

## ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であると問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であると問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

## ■NRSRO登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

## ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル