

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。

## NWS Holdings Limited（証券コード：-）

### 【新規】

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

- (1) NWS Holdings Limited（NWS）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道路・保険・物流・建設・施設管理といった多様な事業を運営している。筆頭株主は香港不動産開発大手の New World Development（NWD）であったが、23年にNWDグループの創業家が率いる Chow Tai Fook Enterprises Limited（周大福）がNWSの株式の過半数を取得したことで、周大福が筆頭株主となった。格付は、NWS 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。24/6 期に実施予定の特別配当により財務構成が一時的に影響を受ける見込みであるが、当社の収益力や財務方針を踏まえると、財務レバレッジは中期的に現状程度の水準に回帰していくと JCR はみている。収益力の低下や負債の増加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。
- (2) NWD グループの再編が 2003 年に完了して以降、NWS は、NWD グループのインフラセクターを担う企業として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きた。近年の動向としては、19/6 期から 23/6 期にかけて自社の業務を「中核事業」と「戦略的ポートフォリオ」に分類し、中核事業として香港の生命保険会社 FTLife の買収や中国高速道路への投資などを行う一方、バス運営事業を売却するなどキャピタルリサイクリングを進めてきた。23/6 期には航空機リース事業の売却も完了している。かかるキャピタルリサイクリングの結果、現時点の事業ポートフォリオは 5 つのセグメント（道路、保険、物流、建設、施設管理）で構成される形となった。NWS の帰属営業利益（関連会社・JV 投資損益を加味した営業利益）ベースで各事業の構成比をみると、24/6 上半期は道路 38.3%、保険 19.4%、建設 18.5%、物流 16.7%、施設管理 5.8% となっており、道路事業の収益貢献を中心としつつも一定の分散がみられる。道路事業では中国において 15 の高速道路の運営権を保有している。一部の小規模な高速道路を除いて運営期間の延長は成功裏に進んできており、23 年 12 月末時点で運営権の平均残存期間は 12 年となっている。保険事業では、19 年に買収した 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いる。FTLife のマーケットシェアは新契約年換算保険料（APE）ベースで香港第 10 位と一定の地位にあるほか、24/6 上半期末時点のソルベンシー比率は 272%（HKRBC ベース）と、規制上の最低要件である 100% を大きく上回っている。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。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倉庫を完全所有している。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の持分も含まれている。近年は中国国内の物流施設への投資を加速しポートフォリオを拡大している。施設管理事業では Hong Kong Convention and Exhibition Centre、免税店、病院の運営を行っている。
- (3) 各事業の近年の収益動向（帰属営業利益ベース）をみると、道路事業の収益は、中国政府による有料道路の料金免除措置が実施された 20/6 期などを除き、安定的に推移している。新型コロナのような一時的な特殊要因に伴う措置を除けば、収益は保有道路の交通量に大きく左右される傾向がある。NWS は複数の地域に

分散して道路ポートフォリオを構築しており、各地域の経済発展に沿う形で交通量も堅調に推移している。運営権の平均残存期間が12年間であることも踏まえると、道路事業の収益は当面安定的に推移するとみられる。保険事業は、香港顧客からの需要が堅調であるほか、23年1月に中国と香港の国境が再開したことで中国顧客向けの販売も回復しており、収益は増加傾向にある。建設事業は、建設コストの増大などを背景にマージンが圧迫されているが、事業環境が悪化する中でも引き続き一定の収益貢献が続いている。香港政府が北部都会区の開発や住宅用地の供給を加速する構えをみせていることから、中長期的にはかかる需要を取り込み再び回復軌道に乗せることが期待される。物流事業は、同セグメントの収益の約7割を創出しているATLにおいて稼働率がほぼ100%で推移しており、安定的な収益貢献が続いている。施設管理事業では、病院の開業に伴うコスト増が収益を圧迫していた中、新型コロナ影響などによる人出の減少が追い打ちをかけ、18/6期から23/6期までは赤字を計上していた。もっとも、23年1月の国境再開などにより事業環境が回復したことで、24/6上半期は黒字に転化している。かかる各セグメントの収益動向を背景に、NWS全体の24/6上半期の収益は前年同期比で約18%の増加となった。今後も道路・保険・物流・建設・施設管理事業を通じた強固な収益基盤を背景に堅調な収益を計上していくとJCRはみている。

- (4) 24/6上半期末時点でネット・デット・エクイティ・レシオは0.3倍、ネット有利子負債/EBITDA倍率は1.9倍と、事業環境が悪化した20/6期以降改善が進んできた。近年の金利環境の変化を受け、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ているほか、24年1月には永久債の償還を実施するなど、金利コストの低減に取り組んでいる。23年12月末時点で周大福がNWSの持分77.8%を保有しているが、香港の証券取引所の規制により浮動株比率を25%以上とする必要があるため、規制要件の遵守に向けNWSは24/6期中に浮動株比率の上昇を目的としたスクリップ配当オプション付きの特別配当を実施する見込み。特別配当により一定のキャッシュアウトが発生する見通しだが、24/6上半期末時点でNWSは現金及び現金同等物を200億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103億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。特別配当による財務構成への影響は注視を要するが、当社の安定的な収益力や、中期的に財務レバレッジを抑制していく方針であることを踏まえると、財務構成の悪化は短期的なものにとどまるとJCRはみている。

(担当) 杉浦 輝一・浅野 真司

## ■格付対象

発行体：NWS Holdings Limited

### 【新規】

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：2024年4月9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2月1日)、「持株会社の格付方法」(2015年1月26日)として掲載している。
5. 格付関係者：  
(発行体・債務者等) NWS Holdings 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を問わず、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を問わず、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