

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。

## CPI Property Group S.A.（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

### ■格付事由

- (1) CPI Property Group（CPIPG）は、チェコの不動産大手 CPI Group とドイツのベルリンを中心にオフィスの賃貸等を手掛ける GSG Group が 14 年 6 月に統合して誕生した総合不動産グループ。中東欧地域やドイツを中心に、オフィスや商業施設の賃貸、ホテルの運営、土地・建物の取得・管理、不動産の開発などを手掛けている。グループの純粋持株会社である CPI Property Group S.A.（CPIPG S.A.）はルクセンブルクに本社を構えており、その株式の 92% 近くを CPI Group の創業者である Radovan Vitek 氏が間接的に保有している。格付対象は CPIPG S.A. であるが、傘下子会社との経営の一体性などを踏まえ、格付にはグループ全体の信用力を反映させている。格付は、事業を展開する地域の良好な事業環境、コアな投資対象先としているマーケットでの主導的な地位、ポートフォリオの分散と開発リスクの抑制、財務基盤の強化に対するコミットメントを評価している。一方、有利子負債の相対的な水準や硬直的な債務構造が格付の制約要因となっている。格付の見通しは安定的である。
- (2) CPIPG は、ドイツとチェコの 2 カ国を「コア・マーケット」、ポーランド、ハンガリー、スロバキアもターゲット市場と捉えて事業展開をしている。ドイツにおける事業が集中するベルリンは、1989 年の東西ドイツ統合後 10 年間程は停滞が続いたが、近年ではドイツの首都としての機能も拡充し、IT 企業などの流入が活発化しており、オフィスの需要は堅調に増加している。近年はオフィスの賃料も上昇しているが、欧州の他の都市と比較しても賃料水準は低いため、需要の増加は当面継続する見込みである。チェコ、ポーランド、ハンガリー、スロバキアの 4 カ国とも経済は順調であり、当面 3~4% の実質 GDP 成長率が継続する一方、インフレ率は今後数年 2% 程度で推移する見込みである。これらの 4 カ国は自動車や電機などの輸出が順調に増大し、海外からの直接投資も順調に拡大している。賃金も緩やかに上昇し、民間消費も堅調である。これらにより、オフィス、商業施設、住宅の各部門においても需要の伸びが見込まれ、インフレ率を若干上回る賃料の伸びが予測されている。プラハにおいては新規の建設許可の取得が容易ではないこともあってオフィスの新規供給の急増は起きず、オフィス賃料の市況が急速に悪化することはないと予測される。総じてドイツ・チェコを中心とする中東欧地域で事業展開を行う CPIPG の事業環境は良好であり、今後数年はこの良好な事業環境が継続すると JCR はみている。
- (3) CPIPG は、適切な資産管理を通じて収益不動産への長期的な投資を行う、地域に根差した不動産事業者である。事業セグメントは、現在、チェコ事業、ベルリン事業、ホテル&リゾート事業、及びその他事業の 4 つに分類され、チェコ事業及びベルリン事業を主力としている。チェコでは商業施設及びオフィス物件の保有量で第 1 位、住宅の保有量で第 2 位と最大手としての地位を確立しているほか、ベルリンでもオフィス物件の保有量で第 1 位という位置づけにある。買収も絡めた新規物件取得や、既存資産の価値再評価などにより増加しているポートフォリオ・バリューは、418 物件（レジデンシャルを除く）で 6,994 百万ユーロ（18 年 6 月末時点）。中東欧諸国の競合先との比較では第 1 位の規模である。ポートフォリオの構成についてみると、エリア別では強固な事業基盤を有する主力のチェコ及びベルリンが 78%（ポートフォリオ・バリューベース）、アセットタイプ別ではオフィス及びリテールが 70%（同）となっており、エリアやアセットタイプ、物件やテナントの分散について評価できる。また、CPIPG では開発リスクの極小化を企図して、ランドバンク&デベロップメント（売却用を含めた不動産の開発や、開発用の土地、

建物の取得、管理)のポートフォリオ・バリューに占める割合を10%未満としているほか、リースマチュリティの分散により、リテナントの集中リスク抑制に配慮している。こうした取り組みに加え、現状中東欧諸国の良好な不動産市況も背景に、各事業において堅調なトラックレコード(稼働率、賃料、ホテルKPI等)を確認できることから、当面安定したキャッシュフローを確保可能とJCRでは考えている。今後については特に、活況を呈しているベルリンマーケットにおいて、賃料改定等によるアップサイドを取り込み、収益向上が図れていくか注目している。

- (4) 収益構造は賃貸事業が主体である。市況悪化時には短期的に保有不動産にかかる評価損が生じる可能性があるものの、開発リスクが抑えられているため収益の耐性は相対的に高い。賃貸事業においては、ポートフォリオの規模や地理的分散、アセットタイプやテナントの分散が収益変動の緩和に寄与している。テナントとの契約上も賃料減額リスクに対する手当てがなされているため、キャッシュフローの急激な下振れリスクは抑制されているとJCRはみている。収益は足元、チェコの安定した事業環境や、ベルリンにおける既存物件の賃料水準の上昇や空室率の継続的な低下を背景に、堅調に推移している。
- (5) CPIPGは財務基盤の強化を重視し、保守的な財務戦略を推進している。LTVは45%以下(ネット債務/時価ベースのポートフォリオ・バリュー)を指針としており、18年6月末時点で39.1%(グロス債務では45%程度)に抑えられている。資金調達構造は銀行借入が53%、債券が46%、リース及びノンバンクからの借入が1%(18年6月末)。銀行借入がこれまで全額有担保であったため、債務構造にやや硬直性がみられる。しかし、17/12期以降はEMTNプログラムや無担保リボルビング・クレジット・ファシリティを確保するなど調達源の多様化が図られている。総資産に占める無担保資産の割合は約45%にとどまるが、当社はリファイナンスなどを通じた有担保債務の圧縮と無担保資産の拡充に取り組んでおり、一定の成果をあげている。また、無担保資産に質の高い資産が含まれることなどから、現状でも担保余力は認められる。有利子負債/EBITDA倍率は18/12期上半期の年率換算で12倍程度と、JCRがAレンジを付与している日本の不動産会社と比較して相対的に高い(財務指標はJCRの定義による)。一方、自己資本比率、ネットD/Eレシオは15/12期末以降一貫して改善しており、18年6月末時点で48.1%、0.71倍と良好な水準にある。純利益の蓄積により自己資本が着実に増加していることに加えて、増資やハイブリッド債の発行(18年上半期)もこれらの比率の改善に寄与している。当社は財務規律を維持しながら債務のリファイナンス・返済をさらに進めていく方針であり、JCRでは財務構成の継続的な改善を実現できるか注視していく。

(担当) 増田 篤・松田 信康・佐伯 春奈

## ■格付対象

発行体：CPI Property Group S.A.

### 【新規】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	A-	安定的

## 格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2018年11月1日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：増田 篤  
主任格付アナリスト：増田 篤
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」(2014年11月7日)、「不動産」(2011年7月13日)、「J-REIT」(2017年7月3日)として掲載している。
5. 格付関係者：  
(発行体・債務者等) CPI Property Group S.A.
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. 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、結果的正確性、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行っております。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