

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。

## ESR Group Limited（証券コード：－）

### 【新規】

外貨建長期発行体格付 格付の見通し	AA－ 安定的
----------------------	------------

### ■格付事由

- (1) ESR Group Limited（ESR）は、アジア地域を主要な活動拠点とする不動産投資グループであり、先進的物流施設やデータセンターを中心に土地・建物の取得・管理、上場リートや私募ファンドの管理、不動産の開発を手掛ける総合不動産アセットマネジメント会社。2022年1月にシンガポールを本拠とする不動産資産管理会社ARA Asset Management Limited（ARA）およびその子会社LOGOSを傘下に収め、事業規模の大幅拡大を実現した。傘下事業会社との経営の一体性などを踏まえて格付にはグループの信用力を反映させている。格付は、アジア市場におけるプレゼンス、共同投資のための有力投資家へのアクセスとそれにより抑制された開発リスク、ファンドの管理収入を背景とする安定したキャッシュフロー創出力、保守的な財務規律に裏付けられた財務健全性の高さなどを反映している。
- (2) ESRはe-Shang社とRedwood社の統合により2016年に設立、登記上の所在地はケイマンだが、実質的な本社機能を香港に置き、2019年11月に香港証券取引所に上場された。ARAは2002年の設立以来、シンガポール、香港、中国本土を中心に事業を拡大してきており、オフィスや商業施設といった伝統的なアセットクラスに加えて、物流施設やデータセンターに関して強みを有する不動産アセットマネジメントのプラットフォームを保有する。ARAの買収によりESRの管理資産総額（AUM）は390億米ドル（21/12期末）から1,490億米ドル（22/12期上半期末）へと大幅に増加した。買収後のESRのAUMはアジア地域では首位、上場不動産ファンドの管理会社として世界3位の地位を占める。ESRがファンドへの売却前にバランスシートに計上している30億ドル分を除いた1,460億ドル分のAUMの内訳は、上場REITが30%、私募コアファンド32%、開発ファンド29%である。国別にAUMの構成をみると、中国21%、日本21%、豪・ニュージーランド18%、東南アジア6%、韓国10%、その他のアジア大洋州9%、インド1%、残りの14%が米欧となっており、地域分散の取れた構成となっている。AUMに対して一定の料率により算出される安定的な手数料収入は厚みがあり、事業運営に係る費用をカバーした上で基礎的な償還能力として位置付けられる。対象資産はAUMの50%以上が先進的物流施設とデータセンターで構成されている。ESRの顧客にはアジア各国の有力e-commerce事業者が含まれているが、新型コロナウイルス感染症を契機としてアジア各国においてe-commerceの拡大とdigitalizationの進展は加速されており、これらの対象資産に対する需要は今後も安定的に拡大することが見込まれる。
- (3) 事業セグメントは、上記のファンド運営事業に加えて、投資事業、開発事業の2部門がある。投資事業については、ARAとの合併に伴い共同投資家へのアクセスが強化され、ESRのバランスシートを使った自己投資の比率は買収前の18%（21/12期末）から7.5%（22/12期上半期末）に低下し、バランスシートの拡大を抑制し、リスクを低減している。投資事業における入居率は中国を除く地域では99%（22/12期上半期末）、中国を含めても96%と高く、売上高加重平均のリース期間は4.9年で安定している。開発事業では22/12期上半期時点で89件120億ドルの開発案件を抱えるが、対象案件は高いテナント集客力の見込めるアジア地域の主要都市所在の案件に焦点をあてているほか、特別目的会社（SPC）を通じて借入をオフバランス化しつつエクイティについても共同投資比率を平均で10%に留めている。多数の分散された開発プロジェクトを開発ファンドからの少ない出資でカバーしていることから、開発事業に伴うリスクはESRの財務構造からみて十分に吸収できる水準に抑制されている。

(4) ARA の取得資金 48.6 億米ドルのうち 43.4 億米ドルについては主に株式を対価とし、2.5 億米ドルを新株発行、残りの 2.7 億米ドルを自己資金で充当したことから、合併に伴い有利子負債は増大していない。資産の多くは不動産と不動産のエクイティ投資に相当する勘定で構成され、不動産市況の変動に伴うリスクが内包されている。もともと、ポートフォリオは多数の資産で構成され地域的にも分散されており、AUM に裏付けられた安定的なキャッシュフローを有する。22/12 期上半期末のネット・デット・エクイティ・レシオは 0.31 倍とレバレッジは抑制されており、AA レンジ相応の水準にある。22/12 期上半期末で自己資本の 37% に相当するのれんが計上されているが、旧 ARA の事業ポートフォリオにおける資産の質や安定的なキャッシュフローの厚みに照らして、当該のれんについて多額の減損リスクが顕在化する可能性は低いとみている。22/12 期上半期には資産の売却とファンド出資の圧縮を行い 10 億ドルのキャッシュ収入を確保するなど、流動性は潤沢である。

(担当) 増田 篤・浅野 真司

## ■格付対象

発行体：ESR Group Limited

### 【新規】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	AA-	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：2023年2月28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：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) ESR Group 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