

13106

## CPI Property Group S.A.

チーフアナリスト 増田 篤・松田 信康  
アナリスト 佐伯 春奈

長期格付

A-

見通し\*

安定的

短期格付

—

(長期格付は、原則として長期発行体格付を表示)

## 1. 概要

## (1) グループ概要

CPI Property Group (CPIPG) は、チェコの不動産大手Czech Property Investments (CPI) 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 (旧Orco Germany) 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等の賃貸、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。17/12期の事業別売上構成比は、オフィス賃貸30%、商業施設賃貸26%、住宅賃貸5%、その他賃貸5%、ホテル運営26%、リゾート施設運営5%、農場運営3%、ランドバンク（開発用の土地、建物の取得、管理）及び開発1%。国別の構成比は、チェコ55%、ドイツ15%、ハンガリー10%、ポーランド4%、スロバキア2%、クロアチア6%、などとなっている。

グループ内には チェコ事業とドイツ事業の大半を担うCPIとGewerbesiedlungs-Gesellschaft (GSG Berlin)を筆頭に300以上の連結子会社を擁し、18年6月末の連結総資産は80億ユーロ(約1兆円)にのぼっている。グループの親会社かつ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、CPIとGSGがそれぞれ本拠とするチェコのプラハとドイツのベルリンにメインの支社がある。CPIPG S.A.の株式の92%近くをCPI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。

## (2) 会社沿革

旧CPIの歴史は、中東欧諸国で共産主義体制が崩壊した直後の90年代初頭にさかのぼる。創業者のVitek氏(1971年生まれ、47歳)は体制転換後のスロバキアにおいて国営企業の民営化に参加し、不動産投資家としてのキャリアをスタートさせた。旧CPIは91年にチェコで設立された後、中東欧諸国における買収を通じて国外にも事業を拡大、オフィスビル、ショッピングセンターから住宅、工業地区、開発に至る広範な事業領域をカバーする不動産グループとなった。主な買収としては、チェコの住宅ポートフォリオ(90年代終盤～00年代初頭。現在、CPI Bytyブランドとして展開)、ハンガリーを中心にオフィス・商業施設等の賃貸や開発を手掛けるABLON Group(13年)などがある。

旧Orco Germanyは、中東欧諸国を中心に事業展開する不動産グループOrco Property Groupの子会社として04年に設立された。もとは主として不動産プロジェクトの開発を行っていたが、07年にGSG Berlinを買収したことで賃貸事業が拡大し、ベルリンにおけるオフィス物件の保有量で首位となった。GSG Berlinはベルリンが東西に分かれていた65年にベルリン市により設立された。当時はベルリンの壁建設に伴い多くの大企業が西ベルリンを去り、空きスペースが増える一方、中小企業が自ら事務所を見つけることは容易でなかった。ベルリン市がGSG Berlinを設立したのは、こうした社会的背景の中で中小企業に安価なオフィススペースを提供するためであり、GSG Berlinは空きスペースをリノベートして小規模テナントに賃貸することを主たる事業としていた。なお、Orco Germanyの開発事業については大半がリーマンショック後に売却されており、合併

後グループのドイツ事業の基盤を成しているのはGSG Berlinが手掛けていたオフィス賃貸事業である。Orco GermanyはCPIとの統合後に社名をGSG Groupへ変更した後、さらにCPI Property Groupへと改名している。

Vitek氏の主導により2グループの統合が実現し、この統合によってチェコとベルリンを両軸とする現在のグループの形が出来上がった。取引上はGSG GroupがCPIを吸収合併した形となったが、実質的にはCPIによるGSG Groupの買収である。統合後もCPIPGは中東欧諸国及びドイツに所在する収益不動産にフォーカスして買収を行い、事業量を拡大してきた。14年にはチェコの農場運営・オーガニック食品生産大手Spojene farmyを買収し、農業事業にも進出している。16年には、国際金融危機後に採算が悪化した開発プロジェクトの売却や債務再編などのリスクを終えたOrco Property Groupを買収し、チェコの賃貸・開発を中心とする同社の残存事業がグループのポートフォリオに加わった。この年にはクロアチアでリゾートホテルチェーンを運営するSuncani Hvarも買収したほか、Clarionブランド等グループが保有するホテルの運営事業者であったCPI Hotelsを買収し、同事業を賃貸から自社運営の形態に転向している。17年には、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニアに所在する11のショッピングセンターを買収した。本件は取得したポートフォリオの総額が約6.3億ユーロと、グループの歴史上最大規模の買収である。また、同年にベルリンおよびシュトゥットガルト近郊のカールスルーエに所在する4つの商業不動産を取得し、ドイツ事業が大きく拡大した。

### (3) 大株主、役員構成、組織体制等

#### ①大株主

創業者のVitek氏ならびに同氏が支配する投資ヴィークルが発行済み株式の91.5%を保有している。18年6月末現在、発行済み株式の97.45%が未上場であり、残る2.55%はフランクフルト証券取引所に上場されている。Vitek氏はCPIPG S.A.以外の会社は保有しておらず、CPIPG S.A.の株主かつ株主代表の非業務執行取締役の一人としてグループに豊富な経験と支援を提供する一方、日々の運営には関与していない。配当は行われていない。

#### ②経営陣・取締役

CPIPG S.A.の経営陣は現在6名により構成されるが、全般的に不動産分野での業務経験が豊富な人材をそろえ、堅固な経営体制を構築している。CEOは14年3月に就任したMartin Němeček氏で、企業戦

略、事業開発、法務関連を担当している。旧CPIに入社する2011年以前は法律事務所に10年間勤務した経歴をもつ。専務取締役（Executive Director）のZdeněk Havelka氏は02年以降旧CPIでCFOやCEOを歴任した後、14年6月より現職を担っている。買収・資産管理・売却の担当取締役Tomáš Salajka氏はGE Real Estate Central & Eastern Europe/Germanyの元幹部である。18年2月には、ドイツ銀行の中東欧地域におけるDCM業務のトップを務めていたDavid Greenbaum氏がCFOに就任した。財務担当取締役（Group Finance Director）のPavel Měchura氏は監査法人のKPMG出身である。また、CPI Hotelsの担当取締役Jan Kratina氏は中東欧地域のホテル業界で20年以上の業務経験を有する。

取締役会は、業務執行取締役4名（Němeček氏を含む）、独立非業務執行取締役1名、株主代表の非業務執行取締役2名の計7名から構成される。

#### ③グループストラクチャー

2018年6月末現在、CPIPGはグループの親会社である純粋持株会社CPI Property Group S.A.（CPIPG S.A.）ならびに364の連結子会社から構成される。基本的にアセットごとに会社に分かれているため子会社が多数にわたっているが、この中で主軸を担う子会社はCzech Property Investments, a.s.（CPI）とGewerbesiedlungs-Gesellschaft GmbH（GSG Berlin）である。いずれも中間持株会社であり、実際の事業は傘下子会社が手掛けている。CPIはチェコならびにその他の中東欧諸国における事業を担っており、傘下にはチェコの住宅事業を手掛けるCPI BYTYや、グループ内融資のヴィークルであると同時にグループが保有するランドバンクの一部を担っているOrco Property Groupなどを擁する。GSG Berlinはドイツのオフィス賃貸事業を一元的に担っている。その他の子会社には、クロアチアのホテル運営事業者Suncani Hvarや、チェコの農業事業を手掛けるMercudaなどがある。持分法適用会社はジョイント・ベンチャー3社のみである。

## 2. 事業環境

CPIPGはドイツ、主としてチェコ、ポーランド、ハンガリー、スロバキアの5カ国で事業展開をしている。特にドイツとチェコの2カ国を「コア・マーケット」と位置付けている。所有物件のポートフォリオに占める比率はチェコ54%、ドイツ24%、ハンガリー8%、ポーランド5%の順であり、その他中東欧諸国5%、その他西欧諸国4%という構成比であ

る。本節では、CPIPGのコア・マーケットであるチェコ、ドイツを中心として、CPIPGの置かれた事業環境である法的環境、所在国の政治経済状況、不動産市場の状況について述べる。

## (1) 法的環境

### ①チェコ

チェコはチェコスロバキアの後継国の一つである。48年の選挙で共産党が政権を獲得したが、社会主義憲法を採択し国名を「チェコスロバキア社会主義共和国」に変更したのは60年である。68年にはドプチェク共産党第一書記の下、独自の改革を実施（いわゆる「プラハの春」）したが、共産主義の修正を恐れたソ連はチェコに対して軍事進攻を行い、改革路線を抑圧した。89年に共産党一党独裁が崩壊、93年にスロバキアとの連邦制を解消し、国名を「チェコ共和国」に変更した。48年以来、41年間続いた共産党政権は終焉した。この間、共産主義の制度が取り込まれ、共産主義政権が崩壊したあとも、共産主義のレガシーを克服する努力を長期間にわたり実施することが必要となった。チェコスロバキアは93年、自主的に「チェコ共和国」と「スロバキア共和国」という二つの独立国家に分離した。チェコ、スロバキアはいずれも市場経済化の実現に向けた経済改革と民営化を成功裏に進め、チェコは99年3月12日にNATO加盟、04年5月1日にEU加盟を果たした。07年12月1日にはシェンゲン圏にも加盟している。チェコは他の東欧の旧共産主義国に先んじてこれらを実現してきた。

14年1月1日にチェコにおける私法分野の転換点となる法律が施行された（法律No.89/2012（新民法）、および法律No.90/2012（事業会社法））。これにより会社法を含む250の法律が改正された。法律改正の趣旨は、旧法に残る共産主義時代の規定を一掃し、信義則と自己責任に立脚した近代的な私法関係を樹立することである。89年の共産党政権の崩壊以来、事実上の法律改正が行われ、共産主義の経済制度は漸次変更されてきたが、14年の法律改正によりかかる「体制移行」は法体系の面においても完成した。

新民法において、第三者の土地に建物を所有する権利が規定された。この権利は法律上不動産に分類され、登記簿に登録される。90年を超えない確定期間（延長可）について効力を有するもので、譲渡または相続等による移転が可能である。ただし、期間の延長に不確実性が伴うために、不動産物件の開発を行う場合には所在する土地の所有権を取得することが一般的である。

40年間の共産主義政権の期間中に不当に没収さ

れた不動産については、特別立法による返還手続きが存在する。かかる強制返還手続きの対象となっていないかどうかについては、登記簿等で土地履歴を確認することが必要となる。ただし、こうした共産主義時代の不当没収（unlawfully escheated）が認定されて強制返還が実施される事例の発生は体制移行後10年程度の期間でほぼ完了し、今日では新たな強制返還が実施されることはなくなっている。

### ②ドイツ

西ドイツは建国以来「憲法（Verfassung）」を持たず、基本法(Grundgesetz)をもって憲法にかえていた。その理由は東ドイツを含めて統一する暁に初めて憲法を持つことにするという意思を持っていたからで、その旨基本法146条に明記されていた。89年に東ドイツが自壊現象を起こすと西ドイツはこの基本法上の規定を無視して、新たな州の「加盟」を認める基本法第23条の手続きを利用して東ドイツにある5つの州および都市州ベルリンを「連邦共和国」に「加盟」させる形で国家統一を遂げた。このため、ベルリンにおいては「連邦共和国」に編入された日より旧西ドイツの民法体系が適用されており、チェコにおけるような、旧共産主義時代の法律の改正の問題は起きなかった。

## (2) 政治経済状況

### ①チェコ

一人当たりGDPは18,000米ドル（17年）を超え、中東欧では最も発展した国の一つである。経済は直接投資が累積する自動車産業を中心に輸出志向の強い構造を有し、主要貿易相手であるEUとの連動性が高い。17年の実質GDP成長率は4.3%と16年の2.5%から上昇した。EU経済の成長を背景に外需が堅調に推移する中、賃金・雇用の増加による個人消費の拡大と企業の設備投資の増加やEU補助金の流入による投資の回復が寄与した。こうした中、中央銀行（CNB）は為替レートの上限撤廃後に政策金利を7回にわたり計165bp引き上げている（18年11月16日現在、1.75%）。金融引き締め継続やコロナの上昇を背景に、成長率は19年にかけて3%前後へ緩やかに減速する見通しである。

CNBは17年4月に為替レートの上限を撤廃し、金融政策の正常化の過程に入っている。財政収支が黒字化し、一般政府債務/GDP比が低下傾向にあるなど財政健全化も進んでいる。17年10月の総選挙を受けて、18年7月にANOと社会民主党の連立による新政権が発足した。新政府は少数政権であるが、共産党の閣外協力を得て過半数議席を確保して

図表 1 ドイツ・中東欧諸国の主要指標

	GDP (億ドル)	人口 (百万)	一人当たり 所得 <sup>注1</sup>	JCR 格付 <sup>注2</sup>
ドイツ	36,876	82.5	44,470	AAA
チェコ	2,331	10.6	20,368	AA-
ポーランド	5,262	38	13,811	A
ルーマニア	2,123	19.8	10,813	BBB
ハンガリー	1,392	9.8	14,225	BBB+
スロバキア	960	5.4	17,605	A+

(注)1 2017年、世銀

(注)2 18年11月26日現在

(出所) 世銀、JCR

いる。新首相のバビシュANO 党首は移民政策以外の分野でEU と協調し、社会民主党と共産党もEU のルールにのっとった財政運営を実施していくとみられる。17年には中期目標に基づく予算策定や政府債務の上限を定めた財政責任法が導入され、財政規律を担保する枠組みも強化された。チェコは、今後も安定した経済成長が続く中で財政の健全性を維持する見通しである。これらを踏まえてJCRはチェコの格付を外貨建AA-へ、自国通貨建をAAへとそれぞれ1ノッチ引き上げ、見通しは安定的とした(18年7月25日付け「チェコ共和国」リリース参照)<sup>\*1</sup>。

経常収支は輸出の拡大とともに黒字化し、直接投資を除いた対外純債権残高は17年末時点でGDP比約30%にのぼっている。銀行部門を中心に対外債務が増加しているが、これは為替レートの上限撤廃を前にコロナ建資産に多額の外国資金が流入したことによるものである。CNB による為替介入の結果、外貨準備も増加(CNB のバランスシートはGDP比60%程度まで拡大)しているため、ネットでみた対外ポジションへの影響はほぼ相殺されている。金融システムの安定性も保たれている。貸出や住宅価格の過剰な伸びは見られず、銀行部門は安定した収益と高い資本水準を維持している。

一般政府財政収支(ESA2010)が16年に初めて黒字を計上するなど、財政健全化が進展している。17年には公務員給与の引き上げが実施されたが、税収の増加や社会保障費の抑制、利払い費の減少により財政黒字は16年のGDP比0.7%から同1.6%へ拡大した。一般政府債務/GDP比は17年末に34.7%まで低下し、JCRがAAレンジに格付しているソブリンの中でも低い水準となっている。

## ②ドイツ

ドイツは名目GDPが世界第4位、一人当たりGDPが4万米ドルを超え、高度に発展した経済基盤

<sup>\*1</sup> <https://www.jcr.co.jp/download/c1e28b30d2114c34f06489938e770bd96f11b67888b4b4adb1/18i0024j.pdf>

<sup>\*2</sup> <https://www.jcr.co.jp/download/e1d08678cecd416f9ffc43aff1488288a7d1c27e8673e8768e/17i0076j.pdf>

を有する。構造改革により生産性と産業競争力の向上を実現しているほか、労働市場の柔軟性も高まっている。経済成長は主に内需がけん引する中で純輸出も寄与し、GDP成長率は16年の1.9%から17年に2.5%成長へと加速した。良好な雇用・所得環境を背景に、18年も個人消費の伸びを中心に安定した成長を続けている。

JCRはドイツ連邦共和国の長期発行体格付を自国通貨建、外貨建ともにAAAとしている。格付は、多様で高度に発展した経済基盤、堅固な対外ポジション、堅実な財政運営、欧州連合(EU)およびユーロ圏内における主導的な地位などを評価している。格付の見通しは安定的である(18年3月19日付け「ドイツ連邦共和国」リリース参照)<sup>\*2</sup>。ドイツ経済は外的ショックに対する強い抵抗力と高い国際競争力を有している。17年9月の連邦議会選挙後、連立協議が難航したが、再び大連立政権が発足した。経済が拡大する中、新政権は財政政策をやや緩和するものの、従来の堅実な財政運営から大きく乖離する可能性は低い。貿易収支、経常収支とも恒常的に大幅な黒字で、対外純資産が拡大するなど、対外ポジションは極めて堅固である。

## ③他の東欧諸国

中東欧諸国はEUの後背地として経済発展のスピードを加速させつつあるが、CPIPGがチェコ・ドイツ以外に事業を展開するポーランド、スロバキア、ハンガリーの3カ国は、中東欧の中核国家として順調に発展している。ポーランドは、自動車、家電、航空機など製造業の集積が進んでいることに加えて、ビジネス・プロセス・アウトソーシング事業が発展し、ビジネスセンターとしても充実している。スロバキアは中東欧諸国の中では数少ないユーロ採用国であり、自動車、電機電子産業など製造業の輸出が拡大して高い輸出比率を実現しており、欧州との貿易を中心に順調な発展を遂げている。ハンガリー

図表 2 ドイツ・中東欧諸国の自動車生産台数(単位:万台)

	14年		15年		16年	
	順位	台数	順位	台数	順位	台数
ドイツ	4	591	4	603	4	606
チェコ	16	125	16	125	15	135
ポーランド	23	59	21	66	21	68
ルーマニア	27	39	27	39	27	36
ハンガリー	26	44	25	50	25	47
スロバキア	19	97	18	104	20	104

(出所) JETRO

一についても、自動車産業が輸出を支えており、最近では電気自動車分野の新規投資も拡大している。概してポーランド、スロバキア、ハンガリーの3カ国はEU諸国向けの輸出拡大に牽引されて堅調な経済成長を維持しており、賃金上昇と消費の拡大の好循環が生まれている。他方で体制移行から25年が経過してインフラ整備も進展しているが、順調な経済

成長に支えられて、オフィス、商業施設、住宅など不動産需要は確実に伸びている一方で、良質な物件の供給は限られている。オフィス、商業施設、住宅の各部門について、中東欧地域は堅調な需要増加が見込まれており、事業環境は良好である。18年11月16日現在、JCRはポーランドのソブリン格付けをA、ハンガリーをBBB+、スロバキアをA+としている。

図表 3 ドイツ・中東欧諸国の主要経済指標

(単位：%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
チェコ										
実質 GDP 成長率	-0.5	2.7	5.3	2.5	4.3	3.1	3.0	2.5	2.5	2.5
消費者物価上昇率(年平均)	1.4	0.3	0.3	0.7	2.4	2.3	2.3	2.0	2.0	2.0
一般政府財政収支/GDP	-1.2	-1.9	-0.6	0.7	1.6	1.5	1.1	0.8	1.0	1.0
一般政府基礎的財政収支/GDP	-0.2	-0.8	0.3	1.5	2.2	2.2	1.7	1.4	1.6	1.6
一般政府債務/GDP	44.9	42.2	40.0	36.8	34.7	33.2	31.9	31.1	28.8	26.6
経常収支/GDP	-0.5	0.2	0.2	1.6	1.1	-0.4	-0.9	-1.2	-1.4	-1.7
ドイツ										
実質 GDP 成長率	0.6	2.2	1.5	2.2	2.5	1.9	1.9	1.6	1.5	1.3
消費者物価上昇率(年平均)	1.6	0.8	0.1	0.4	1.7	1.8	1.8	2.1	2.3	2.5
一般政府財政収支/GDP	-0.1	0.6	0.8	0.9	1.0	1.5	1.5	1.3	0.9	0.8
一般政府基礎的財政収支/GDP	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	2.2	2.1	1.9	1.4	1.3
一般政府債務/GDP	77.5	74.6	70.9	67.9	63.9	59.8	56.0	52.6	49.7	47.1
経常収支/GDP	6.7	7.5	8.9	8.5	7.9	8.1	7.9	7.7	7.5	7.4
スロバキア										
実質 GDP 成長率	1.5	2.8	3.9	3.3	3.4	3.9	4.1	3.8	3.7	3.5
消費者物価上昇率(年平均)	1.5	-0.1	-0.3	-0.5	1.3	2.6	2.2	2.0	2.0	2.0
一般政府財政収支/GDP	-2.7	-2.7	-2.7	-2.2	-1.0	-0.7	-0.5	0.0	0.0	0.0
一般政府基礎的財政収支/GDP	-1.1	-1.1	-1.3	-0.8	0.1	0.4	0.6	1.0	1.0	0.9
一般政府債務/GDP	54.7	53.5	52.3	51.8	50.9	49.2	46.7	45.0	43.1	41.5
経常収支/GDP	1.9	1.1	-1.7	-1.5	-2.1	-1.8	-0.9	-0.4	-0.1	0.1
ハンガリー										
実質 GDP 成長率	2.1	4.2	3.4	2.2	4.0	4.0	3.3	2.6	2.4	2.2
消費者物価上昇率(年平均)	1.7	-0.2	-0.1	0.4	2.4	2.8	3.3	3.0	3.0	3.0
一般政府財政収支/GDP	-2.6	-2.6	-1.9	-1.7	-2.0	-2.4	-2.0	-1.9	-1.8	-1.8
一般政府基礎的財政収支/GDP	1.6	1.2	1.5	1.5	0.8	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
一般政府債務/GDP	77.1	76.6	76.7	76.0	73.6	71.3	69.1	67.4	65.8	64.3
経常収支/GDP	3.8	1.5	3.5	6.0	3.2	2.3	2.1	1.9	1.4	1.3
ポーランド										
実質 GDP 成長率	1.4	3.3	3.8	3.0	4.7	4.4	3.5	3.0	2.8	2.8
消費者物価上昇率(年平均)	0.9	0.0	-0.9	-0.6	2.0	2.0	2.8	2.5	2.5	2.5
一般政府財政収支/GDP	-4.1	-3.6	-2.6	-2.3	-1.7	-1.5	-1.5	-1.4	-1.3	-1.4
一般政府基礎的財政収支/GDP	-1.6	-1.7	-0.9	-0.6	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2
一般政府債務/GDP	55.7	50.3	51.1	54.2	50.6	50.0	48.5	47.2	46.0	44.9
経常収支/GDP	-1.3	-2.1	-0.6	-0.3	0.3	-0.8	-1.3	-1.3	-1.3	-1.4
ルーマニア										
実質 GDP 成長率	3.5	3.4	3.9	4.8	6.9	4.0	3.4	3.3	3.2	3.2
消費者物価上昇率(年平均)	4.0	1.1	-0.6	-1.6	1.3	4.7	2.7	2.8	2.6	2.5
一般政府財政収支/GDP	-2.5	-1.7	-1.5	-2.4	-2.8	-3.6	-3.5	-3.5	-3.4	-3.1
一般政府基礎的財政収支/GDP	-0.8	-0.2	-0.2	-1.1	-1.7	-2.3	-2.2	-2.2	-2.0	-1.8
一般政府債務/GDP	39.0	40.5	39.4	38.8	36.8	37.2	38.8	39.8	40.7	41.3
経常収支/GDP	-1.1	-0.7	-1.2	-2.1	-3.4	-3.5	-3.4	-3.3	-3.2	-3.1

(出所)International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2018

### (3) 不動産市場の状況

#### ①チェコ

首都プラハは、中東欧の主要都市のひとつである。その歴史は9世紀に遡り、14世紀に神聖ローマ帝国カール4世が都市建築を推進した。第2次世界大戦においては1945年2月に米国の爆撃などの被害を受けたものの、他の東欧諸国と比較すると被害の程度は限定的で、歴史ある欧州の美しい街並みが保存され、観光都市として人気を博している。プラハの人口は120万人であるが、年間の外国観光客は700万人（16年）に達する。外国人訪問客は過去10年間で1.7倍伸び、ホテル需要を支えている。ドイツからの観光客が最も多く（70万人）、次いでロシア（50万人）の順となっている。

チェコ経済の順調な拡大に支えられて、チェコの不動産業界も良好な経営環境にある。17年にGDP成長率が4%台まで加速、企業投資および民間消費ともに堅調であり、賃金もインフレ率を上回って上昇した。経済成長は若干鈍化しているものの18年も基本的に好調な経済成長が持続している。18年にはチェコ全土で30万㎡のオフィスが完成すると推定されている。オフィスに対する需要は堅調であり、そうした供給の拡大にもかかわらず、空室率は高まらず、むしろ低下を見込んでいる。商業施設についても、好調な民間消費に支えられて需要が拡大し、新規の建築が増加中である。特に好立地の物件及びハイエンドの物件に対する需要が増加しており、そうした競争力のある物件については、賃料の持続的な上昇が見込まれている。物件の評価額は全般的に上昇しており、そうした状況を踏まえて新規投資も拡大している。オフィス、商業施設、住宅を含む不動産投資額は16年に37億ユーロのピークを記録、17年に35億ユーロと若干減少し、18年は30億ユーロを切る水準と推定されている（CBRE Research March 2018）ものの、全般的に好調な状況が続いている。プラハのオフィスの需給状況について、近年は新規需要が新規供給を上回っており、空室率は15年の15%から17年には7%程度まで低下した。18年は活発な新規投資を反映して新規供給が増加するため、空室率は下げ止まる見込みであるが、依然としてタイトな需給状況が維持されるとみられる。プラハの中心部では新規の建築許可を取得することが比較的困難であるため、オフィスや商業施設の供給は急増しにくい。16年にかけてチェコの不動産投資は拡大したが、物件供給は急増しにくい構造にあり、物件価格や賃料が急落するリスクは限定的である。

#### ②ベルリン

旧西ベルリンは米英仏の占領地であり、東ドイツに囲まれる飛び地となっていて、西ドイツが行政を代行していた。90年10月に東ドイツが西ドイツに編入される形で東西ドイツの再統合が実現し、統合後のベルリンは独立州としての地位を付与された。旧東ドイツ部分ではインフラ整備が遅れており、統合後10年程度、ベルリンの都市開発は停滞した。その後2010年以降大規模開発が活発化し、各種商業施設やオフィスの整備が進んだ。ドイツの首都としての機能も徐々に拡充する中、オフィス賃料は他の西欧諸国の首都よりも低水準にあり魅力的であったため、海外からの投資企業やIT企業など新興企業の流入が活発化し、IT企業の集積地として発展中であり、近年は年4~5万人の人口増加が生じている。こうした人気向上に伴い、ベルリン地区の賃料は最近上昇傾向にあり、政府は上昇抑制措置を実施するに至っている。現在でも他の欧州の首都と比較して割安感がある一方で、都市機能は充実して魅力を増している。今後ともオフィスや商業施設に対する需要は堅調に推移し、賃料も当面の間は上昇することが見込まれる。

#### ③その他東欧諸国

ポーランドでも、好調な経済に裏打ちされて、不動産供給の拡大が継続している。ワルシャワは中東欧諸国の中でも新規開発が最も活発な都市で、オフィスについて17年の1年間で500万㎡の供給があり、そのストックは過去10年間で倍増した。強気の開発推進の結果、供給が増加しており、オフィスの空室率は17年第2四半期の13.9%から徐々に増加して20年には18%程度となる見通しである。

ハンガリーでは07~09年に建築ブームが起り、その後新規供給は低水準で安定している。

### (4) 競争相手および市場における占有率の状況

CPIPGの保有資産額は18年6月末現在約70億ユーロで、中東欧地域で事業展開を行う同業他社と比較して首位を占めており、2位以下を大きく引き離している。欧州全域の同業他社と比較しても、GECINA（仏198億ユーロ）、Fonciere des Region（仏150億ユーロ）、Merlin（西118億ユーロ）について4位であり、欧州不動産事業における大手と位置付けられる。

図表 4 中東欧地域での競合状況

	社名	事業基盤	上場	総資産
1	CPI	中東欧(チェコ・ドイツ)	フランクフルト	70億ユーロ
2	Nepi Rockcastle	中東欧	ヨハネスブルグ、アムステルダム	53億ユーロ
3	Immofinanz	中東欧	ウィーン	43億ユーロ
4	CTP	中東欧	(本店:チェコ)	41億ユーロ
5	Ca Immo	中東欧	ウィーン	40億ユーロ
6	Atrium	中東欧	ウィーン、アムステルダム(ジャージー法人)	25億ユーロ
7	GTC	中東欧	ワルシャワ	21億ユーロ

(出所) CPIPG S.A. IR資料、各社ウェブページ

### 3. 事業

#### (1) 事業全般、ポートフォリオ

CPIPGは、チェコ、ベルリン（ドイツ）、及び中東欧エリアに所在する収益不動産への長期的な投資を通じてポートフォリオを構築し、当該不動産の保有、賃貸、管理、運営を柱に、地域に根差した事業を展開している。キーとなる事業セグメントは現在、チェコ事業、ベルリン事業、ホテル及びリゾート事業、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。

18年6月末現在の不動産ポートフォリオは418物件（住宅を除く）から成り、69.94億ユーロのポートフォリオ・バリューである。エリア別（ポートフォリオ・バリューベース）ではチェコ：54%、ドイツ：24%、ハンガリー：8%、ポーランド：5%、その他中東欧諸国：5%、その他西欧諸国：4%、アセットタイプ別（同）ではオフィス：41%、商業施設：29%、ホテル及びリゾート：11%、ランドバンク及び開発：9%、住宅：8%、その他：2%の構成となっている（図表5、6）。この点、キャッシュフローの安定化に資するエリアやアセットタイプの分散に関し、J-REITとの比較においても評価できる。また、開発用の土地、建物の取得、管理に相当するランドバンクや、売却用を含めた不動産の開発（ランドバンク及び開発）については、開発事業が内包するリスクを極小化するため、15年以降ポートフォリオ・バリューに占める割合は10%未満で推移している。

ポートフォリオ・バリューは、15/12期末：38.22億ユーロ、16/12期末：48.65億ユーロ、17/12期末：67.22億ユーロ、18年6月末：69.44億ユーロと、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きた（図表7）。資産規模の面では現状、中東欧諸国の競合先との比較において第

図表 5 エリア別ポートフォリオ構成

	ポートフォリオ・バリュー (億ユーロ)	構成比 (%)
チェコ	37.74	54
ベルリン(ドイツ)	16.83	24
ハンガリー	5.55	8
ポーランド	3.37	5
その他中東欧	3.58	5
その他西欧	2.87	4
全体	69.94	100

(注) 18年6月末現在

(出所) CPIPG S.A. Management Report より JCR 作成

図表 6 アセットタイプ別ポートフォリオ構成

	ポートフォリオ・バリュー (億ユーロ)	構成比 (%)
オフィス	28.77	41
商業施設	20.58	29
ホテル及びリゾート	7.38	11
ランドバンク及び開発	6.15	9
住宅	5.29	8
その他	1.77	3
全体	69.94	100

(注) 18年6月末現在

(出所) CPIPG S.A. Management Report より JCR 作成

1位、オフィスに焦点を当てた欧州諸国の大手競合先との比較においては大手の一社という位置づけにある。なお、チェコ及びベルリンに立地する、オフィス及び商業施設を中核としたポートフォリオの構成について変化はなく、今後もCPIPGが競争優位性を有するこれらのエリアやアセットタイプ以外に拡大することは計画されていない。

物件数（住宅を除く）は、15/12期末：402、16/12

図表 7 ポートフォリオ・バリュー、物件数、稼働率の推移

	15/12 期末	16/12 期末	17/12 期末	18 年 6 月末
ポートフォリオ・バリュー（億ユーロ）	38.22	48.65	67.22	69.44
物件数（住宅を除く）	402	417	420	418
稼働率（％）	89	90	93	94

（出所） CPIPG S.A. Management Report より JCR 作成

期末：417、17/12期末：420、18年6月末：418と推移しており（図表7）、ポートフォリオ・バリューにおける個別物件への集中について特段懸念はみられない。テナント分散も図られており、18年6月末現在の最大テナントである「アホールド・デレーズ」への集中度は4.0%（総賃貸収入ベース）、上位10テナントへの集中度は15.5%（同）となっている。また、CPIPGはオフィスや商業施設のテナントとの賃貸借契約期間について5～10年程度を選好し、賃貸借契約の満期（リースマチュリティ）が18年から24年の各年で20%を超えない範囲に設定されていることで、テナント入れ替えのタイミングが集中するリスクは緩和されている。

ポートフォリオ全体の稼働率の推移をみると、15/12期末：89%、16/12期末：90%、17/12期末：93%、18年6月末：94%と改善基調にある（図表7）ことに加え、加重平均残存賃貸借期間（WAULT）が3.8年（上位10テナントでは5.9年）確保されており、当面堅調な稼働状況が続くと想定される。賃料動向についてはベルリン事業が牽引役となり、18/12期上半期における前年同期比成長率は4.2%を示した。

## （2）チェコ事業（チェコに所在するホテルを除く）

CPIPGの主力事業の一つで、チェコに所在するアセットの保有、賃貸、管理、運営などを展開している。当該事業の対象となるポートフォリオ・バリューは16/12期末：23.59億ユーロ（住宅を除く物件数：296）、17/12期末：33.23億ユーロ（同：289）、18年6月末：34.46億ユーロ（同：281）と増加傾向にあり、現状、ポートフォリオ・バリュー全体の49%を占める。アセットクラスは商業施設、オフィス、住宅など多岐に渡るが、事業戦略上、主に商業施設及びオフィスにフォーカスしている。

競合との比較では、CPIPGのチェコにおけるポートフォリオ・バリューは同国内において最大であるほか、チェコのショッピングセンターで12.8%のマーケットシェア、プラハのオフィスでは8.5%のマーケットシェアを有しており、事業基盤は強固とい

えよう。

物件の新規供給がある一方、テナントの貸し床に対する需要は強い状況が続いており、ポートフォリオの稼働率は16/12期末：93.6%、17/12期末：94.4%、18年6月末：94.4%と安定的に推移している。また、18/12期上半期における賃料の前年同期比成長率は1.7%で、安定した動向を確認できる。

商業施設セグメントについて、チェコ事業のポートフォリオ・バリューに占める価格・構成比は15.30億ユーロ・44.4%（18年6月末現在）で、稼働率は93.8%（同）となっている。CPIPGはチェコで第1位の商業施設の保有資産額を誇り、保有・運営するショッピングセンターなどには地域的な優位性等があるとみられる。主要テナントとして、「アホールド・デレーズ（18年6月末現在のWAULT：4.4年）」、「テスコ（同：6.1年）」、「ペニー マーケット（同：5.7年）」が名を連ねる。現状、チェコの商業施設マーケットは堅調に推移しており、テナントの売上高は前年比成長を続けている模様である。こうした中においても、CPIPGはeコマースへの対応も含め、実店舗ならではの顧客サービスを可能にする投資（フードコートや売場のリノベーションなど）や、テナントミックスの最適化に取り組んでいる。引き続き、中長期にわたる施設競争力の維持・向上にむけた取り組みの継続状況や成果に注目している。

オフィスセグメントに関し、チェコ事業のポートフォリオ・バリューに占める価格・構成比は8.31億ユーロ・24.1%（18年6月末現在）で、稼働率は98.0%（同）となっている。主要テナントは「Česká pojišťovna」、「シーメンス（18年6月末のWAULT：8.8年）」、「CEZ（同：8.8年）」である。CPIPGはチェコ・プラハで第1位のオフィスの保有資産額を誇り、保有・運営する4つの大型オフィス（「Luxembourg Plaza」、「City West」、「Quadrio」、「Pankrac」）の稼働率は、プラハの好調なオフィス賃貸市況を反映して概ね100%を確保している。新規供給が計画されてはいるものの、オフィスに対する需要が拡大傾向にあることを考慮すると、中期的



に稼働率が大幅に悪化する懸念は現時点で特段みられない。テナントとの賃貸借契約では、新規の長期契約や増床ニーズに応じた契約の締結実績も示されており、キャッシュフローの安定性向上等につながるものと想定される。

住宅セグメントについて、CPIPGはチェコで第2位の保有資産額を有する。チェコ事業のポートフォリオ・バリューにおいて12.4%（同バリューは4.29億ユーロ、18年6月末現在）を占めており、安定したキャッシュフローの稼働に寄与しているといえよう。

ランドバンク及び開発セグメントは、チェコ事業のポートフォリオ・バリューにおいて14.9%（同バリューは5.13億ユーロ、18年6月末現在）を占める。プラハの「Mayhouse」等が開発中であるほか、主としてプラハのランドバンク（「the Bubny site」）が残存している。ランドバンクは収益を生まない一方、無担保資産であり柔軟性や流動性が備わっている。開発中物件の竣工、稼働にむけた動向や、ランドバンクの開発計画及びその進捗等についてフォローしていく。

なお、「Quadrio」をはじめとしたチェコ事業におけるトップアセットのポートフォリオ・バリューは、概ね横這いもしくは増加傾向で推移しており、資産価値が急落するリスクは抑制されている。

### (3) ベルリン事業

チェコ事業と並ぶ主力事業の一つで、ベルリン等ドイツに所在するオフィスの保有、賃貸、管理、運営などを展開しており、GSG Berlinがベルリン市により保有されていた時代を含め53年のトラックレコードを有する。ベルリンの中でも、3つのエリア（ Kreuzberg 、 Rest-West 、 West Berlin (econoparks) ）に注力している。当該事業の対象となるポートフォリオ・バリューは16/12期末：10.48億ユーロ（物件数：45）、17/12期末：16.38億ユーロ（同：49）、18年6月末：16.83億ユーロ（同：49）と拡大しており、現状、ポートフォリオ・バリュー全体の24%を占める。

競合との比較では、CPIPGはベルリンで第1位のオフィスの保有資産額を誇る。ポートフォリオ・バリューはベルリンのオフィスに関し最大で、スタートアップ企業も含め1,800を超えるテナントのニーズに見合った、ユニークな事業プラットフォームが構築されている。

ベルリンのオフィス賃貸市況については、15年以降供給が増加している一方、人口成長や雇用創出の強さも背景に、テナントの貸し床に対する需要が

拡大し、空室率は低下傾向にある（18年6月末現在：2.2%）。CPIPGのポートフォリオの稼働率も16/12期末：86.9%、17/12期末：90.1%、18年6月末：91.0%と改善方向で推移している。またここ数年、賃料単価（㎡当たり賃料）は一貫して上昇しており、18/12期上半期における賃料の前年同期比成長率は9.5%を示した。

一方、活況を呈するマーケットの状況やGSG Berlinの平均賃料が依然としてベルリンのオフィス賃貸市場の平均水準を下回っていることを考慮すると、CPIPGの賃料や稼働率にはなお上昇余地があるとみられる。CPIPGはオフィスや商業施設のテナントとの賃貸借契約期間について基本的に5～10年程度を選好しているが、本事業のリースマチュリティに関しては賃料改定等によるアップサイドの取り込みを企図し、比較的短期の設定となっている（18年6月末現在のWAULTは3.4年）。アクティブアセットマネジメントや、物件のバリューアップ、リノベーションなどの実施も通じて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。

なお、「Reuchlinstraße 10-11」をはじめとしたベルリン事業におけるトップアセットのポートフォリオ・バリューは、概ね横這いもしくは増加傾向で推移しており、資産価値が急落するリスクは抑制されている。

### (4) ホテル及びリゾート事業

チェコやクロアチア等に所在するホテルの保有及びオペレーションなどを展開している。CPIPGは、大会議や大会を開催可能なスペースを有するホテル（Congress and convention hotels）について、チェコで第1位のプロバイダーである。当該事業の対象となるポートフォリオ・バリューは16/12期末：7億ユーロ（物件数：30）、17/12期末：7.28億ユーロ（同：36）、18年6月末：7.38億ユーロ（同：36）と緩やかながら拡大しており、現状、ポートフォリオ・バリュー全体の11%を占める。

タイプ別の構成比は18年6月末現在のポートフォリオ・バリューベースで、Congress and convention hotels：48%、Resort hotels：24%、Mountain hotels：13%、Suite hotels：11%、Residential hotels：3%、Spa hotels：1%となっている。Resort hotelsでは、クロアチアのフヴァル島にオーナーとしてプラットフォームを有している。また、ポートフォリオには5つ星ホテルが3、4つ星ホテルが21、それぞれ含まれる。

ホテル運営を取り巻く環境は現状、欧州特有の歴史的な観光資源に対する旅行者の強い観光需要、

欧州全体の中央というロケーションを活かした中東欧エリアでの会議等の開催ニーズ、及びチェコ等ホテルが所在する各国の高い経済パフォーマンスなどを背景に、概ね良好な状況にある。18年6月末の運営指標（KPI）に関しては、RevPARが前年同期比6.1%、ADRが同6.5%の成長を示しており、「Clarion Congress Hotel Prague」をはじめとした主要ホテルの業況も堅調に推移している。

なお、ホテル及びリゾート事業におけるトップアセットのポートフォリオ・バリューは概ね横這いで推移しており、資産価値が急落するリスクは抑制されている。

#### (5) その他事業

ハンガリー、ポーランド、スロバキア等に所在する商業施設やオフィスの保有、賃貸、管理、運営などを展開している。当該事業の対象となるポートフォリオ・バリューは16/12期末：7.58億ユーロ（物件数：41）、17/12期末：10.33億ユーロ（同：46）、18年6月末：11.28億ユーロ（同：52）と拡大しており、現状、ポートフォリオ・バリュー全体の16%を占める。また、ポートフォリオの稼働率は16/12期末：85.1%、17/12期末：92.1%、18年6月末：94.0%と改善方向で推移している。

なお、その他事業におけるトップアセットのポートフォリオ・バリューは概ね横這いで推移しており、資産価値が急落するリスクは抑制されている。

## 4. 収益・財務

### (1) 会計上の留意点

CPIPG S.A. は国際会計基準（IFRS）を採用しており、不動産の会計上の扱いなどについて日本の会社と違いがある点に留意する必要がある。バランスシート上、賃貸不動産、グループが保有し他社が運営しているホテル、ランドバンクとして保有・管理する土地・建物、開発資産は「投資不動産（investment property）」に分類されている。投資不動産は、当初は取得価額、その後は時価にて認識され、評価額の変動は評価損益として当期損益に反映される。一方、グループが保有・運営するホテルは「有形固定資産」として分類され、再評価額で認識される。再評価の結果として簿価が増加した場合、増加額はその他包括利益にて認識され、資本の再評価剰余金（revaluation surplus）に積み上げられる。逆に簿価が減じた場合は当期損益にて反映される。有形固定資産は減価償却の対象となる。従って、賃貸不動産について減価償却費が発生しない一方、不

動産の時価変動により毎期の利益が増減しやすいことが日本の不動産会社との大きな違いである。

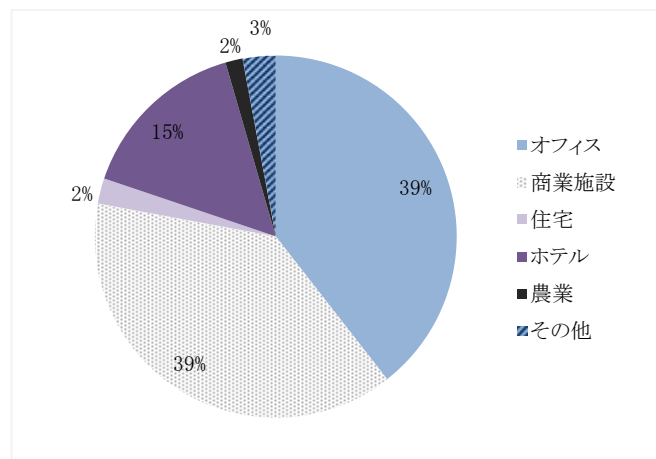
### (2) 収益

オフィスや商業施設などの賃貸物件を中心とする投資不動産が資産の大半を占めており、収益構造は賃貸事業が主体である。CPI Hotelsの買収により、16/12期からはホテル運営事業の収益寄与も高まっている。17/12期の事業利益（net business income。売上高から事業運営にかかる費用を差し引いたもの）2.72億ユーロのうち、2.3億ユーロが賃貸事業、0.4億ユーロがホテル運営事業であった。賃貸事業の収益構成をさらにアセットタイプ別でみると、オフィスと商業施設の寄与がそれぞれ45%程度と、この2つで全体の9割超を占めている（図表8）。国別では、チェコが1.58億ユーロと6割近くを占め、次いでドイツが0.54億ユーロ、ハンガリーが0.28億ユーロ、ポーランドが0.11億ユーロ、スロバキアが0.07億ユーロなどとなっている（図表9）。

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。主力のオフィス賃貸事業は市況が好調なベルリンを中心に展開されており、当面は堅調な推移が見込まれる。旧Orco Germanyの賃貸事業（大半がGSGのポートフォリオ）の収益をみると、リーマンショック後の09/12期のみoperating result（事業利益から評価損益、子会社・固定資産の売却損益、減価償却費、減損損失、販管費を差し引いたもの）が赤字を計上している。不動産にかかる評価損の計上が要因である。しかし、債務危機の影響により欧州の景気が冷え込んだ12/12期、13/12期を含めて、売上高やEBITDAが大きく落ち込んだ年はない。もう一つの主力である商業施設の賃貸事業は、オフィス賃貸事業に比べると一般的に景況や消費動向の影響をより受けやすい。ただ、CPIPGの賃貸事業においては、ポートフォリオの規模が大きい上にマクロ環境が安定しているチェコを軸に地理的分散が効いており、アセットタイプやテナントの分散も図られている。こうした分散により収益の変動が緩和されているほか、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。合併以降の実績を見る限り、パフォーマンスは安定している（合併前の旧CPIの財務データは開示されていない）。

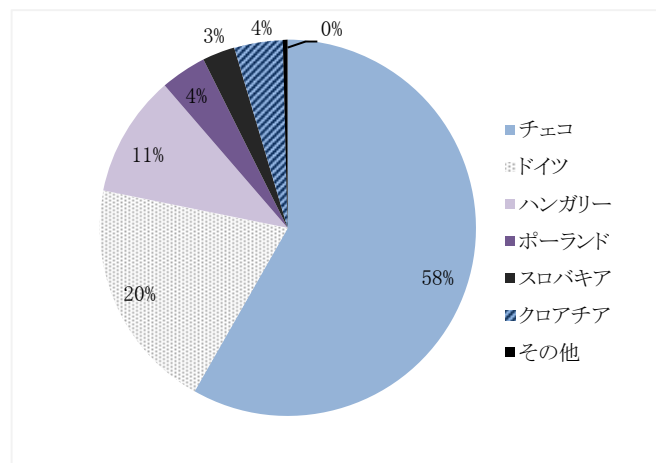
賃貸収益（gross rental income）は、買収の影響もあり13/12期以降拡大基調で推移してきた（13/12

図表 8 事業利益の事業別内訳（17/12期）



（出所） CPIPG S.A.Management Report より JCR 作成

図表 9 事業利益の国別内訳（17/12期）



（出所） CPIPG S.A.Management Report より JCR 作成

期、14/12期については、13年1月付けで合併したとの仮定に基づくプロフォーマの数値を利用)。17/12期、18/12期上半期は、買収等の影響を除いた比較可能ベース（17/12期から公表）でも、前期比でそれぞれ5.4%増、4.2%増と堅調な伸びを示している。比較可能ベースでみると、事業環境が安定しているチェコをはじめ事業対象地域の全般で収益は増加しているが、特に既存物件の賃料水準の上昇や空室率の低下が続くベルリン事業が収益の伸びをけん引している。16/12期、17/12期は不動産にかかる多額の評価益が計上され、利益を大きく押し上げる要因となった。これは主にベルリンの賃貸オフィス市場をはじめとする市況の改善を反映したものである。

### (3) 財務構成

CPIPG S.A.は財務基盤の強化を重視した保守的な

財務戦略を推進している。LTVは45%以下（グロス債務から現金・現金同等物を差し引いたネット債務／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月末の比率は39.1%に抑えられている。ポートフォリオの時価評価の増加やハイブリッド証券（IFRSでは資本として区分）の発行が寄与し、LTVは15/12期末の58.8%から大きく低下した（図表10）。LTVはグロス債務でも45%程度である。ただ、日本の不動産会社と異なり時価ベースのため、市況悪化時などに上振れする可能性がある点に留意が必要である。

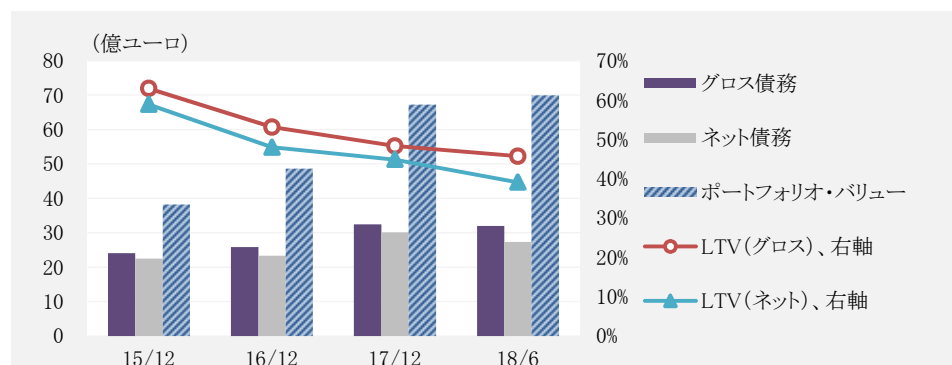
資金調達構造は、従来有担保の銀行借入が中心であったためやや硬直性がみられる。しかし、17/12期以降はユーロMTNプログラム（30億ユーロ）や無担保のリボルビング・クレジット・ファシリティ（2.3億ユーロ。18年6月末現在、全額が未使用）を設定するなど、調達源の多様化が図られている。すでにユーロMTNプログラムを通じた債券発行が行われており、18年6月末の有利子負債32億ユーロの構成は、銀行借入が53%、債券が46%、リース及びノンバンクからの借入が1%となっている（図表11）。

銀行との取引状況については、CSOBやKomerční bankaといったチェコの地場大手銀行や、UniCreditやRaiffeisen Bankなど中東欧諸国で事業展開する西欧系大手銀行グループから安定的に調達している。また、近年は事業拡大に伴って新規取引先からの借入も増やしている。17/12期にGSGのポートフォリオのリファイナンスを行ったタイミングで取引を開始したBerlin Hyp（ドイツの商業不動産向け融資の専門銀行）が18年6月末現在最大の借入先となっている<sup>※3</sup>。JCRでは、こうした新規借入先との取引の安定性について、今後の実績を見守っていく。

CPIPG S.A.は17/12期以降、有担保債務の圧縮と無担保資産（Unencumbered assets）の拡充に取り組み、一定の成果を上げている。これまでに無担保社債やハイブリッド証券の発行により約13億ユーロを調達し、有担保借入の返済に充当した。この結果、16/12期末から18年6月末までに、有利子負債に占める有担保債務の割合は77%から59%へ低下し、総資産に占める無担保資産の割合は23%から45%へ上昇した。2018年8～9月に子会社CPI BYTYが発行した有担保シニア債の買い入れと期限前償還を実施するなど、取り組みにさらなる進展がみられることから、18/12期末にかけてこれらの比率はさらに改善する見通しである。無担保資産は主にオフィスや商

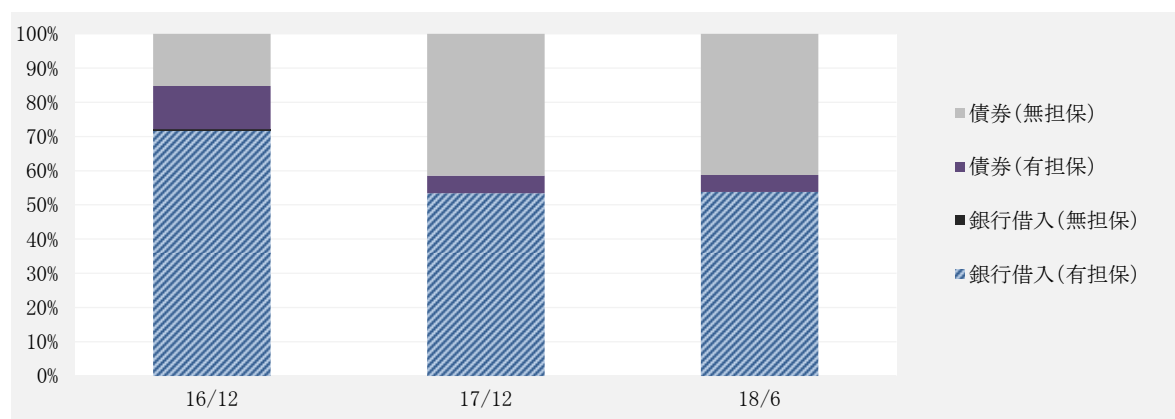
※3 借入先の一覧については「Management Report HY 2018」（83ページ）を参照

図表 10 LTV の推移



(出所) CPIPG S.A. Management Report より JCR 作成

図表 11 資金調達構造



(出所) CPIPG S.A. Management Report より JCR 作成

業施設、ランドバンクにより構成されているが、立地や入居テナントなどから判断して質の高い資産が含まれおり、現状でも担保余力は認められる。CPIPG S.A.は、ユーロMTNプログラムやクレジット・ファシリティ、手元資金を活用しながら、債務のリファイナンスや返済をさらに進めていく計画である。


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。インタレスト・カバレッジは調達コストの低減などから足元で幾分改善がみられるものの、依然として3倍に満たない水準にとどまっている。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、いずれもAレンジとして遜色ない水準にある。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18/12期上半期に実施したハイブリ

ッド債の発行もこれらの比率の改善に寄与してきた。(財務指標はいずれもJCRの定義による)

設備投資は物件の修繕やバリューアップに向けたものが中心であり、ここ数年はポートフォリオ・バリューの2%前後で推移している。先行きも概ね同水準での推移が見込まれる。近年は規模の大きい買収が続いたが、財務規律の維持に対するCPIPG S.A.のコミットメントを踏まえると、先行き当面は大きな財務負担となる買収が行われる可能性は低い。配当を実施する予定も現状はない。JCRでは、今後も財務構成の継続的な改善を実現できるか注視していく。

### 5. 総合判断・格付の見通し

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。良好な事業環境の下、CPIPGは先行きも主力の賃貸事業を中心に安定したキャッシュフローを生み出すとJCRはみている。財務規律の維持やリファイナンスなどの取り組みを通じて財務構成の継続的な改善を実現できれば、信用力の向上につながる。一方で、長期的には欧州経済の全般的な減速や不動産市況の過熱・悪化といったマクロ環境の変化がリスク要因の一つとJCRは考えている。想定を上回る規模の買収やポートフォリオ・バリューの下落などにより財務構成が悪化する場合には、格付に下押し圧力がかかるであろう。 

## 13016 CPI Property Group S.A.

## ●連結財務指標

(単位：億ユーロ)

	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12
売上高	1.9	2.7	2.8	3.5	4.4
事業利益(注3)	1.5	1.9	2.2	2.4	2.7
当期純利益	1.1	1.4	0.9	4.6	6.9
使用総資本当期純利益率(注4)	-	3.4	2.1	9.2	10.5
EBITDA	1.3	1.6	1.8	2.0	2.3
インタレスト・カバレッジ(倍)	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1
有利子負債	21.3	20.9	24.0	25.8	32.5
ネット有利子負債	19.7	19.8	22.5	23.3	30.2
自己資本	12.0	15.6	13.4	22.9	33.2
自己資本比率(%)	31.4	36.9	31.0	40.4	44.0
有利子負債/EBITDA倍率(有利子)	16.4	13.3	13.2	12.9	14.1
有利子負債/EBITDA倍率(ネット有利子)	15.2	12.6	12.4	11.7	13.1
デット・エクイティ・レシオ(有利子)(倍)	1.8	1.3	1.8	1.1	1.0
デット・エクイティ・レシオ(ネット有利子)(倍)	1.6	1.3	1.7	1.0	0.9

※直近期は、速報値をもとに指標などを掲載する場合があります。

(注)1 会計基準：IFRS

2 13/12期、14/12期の数値は、CPIとGSG Groupが13年1月付で合併したとの仮定に基づくプロフォーマベース

3 Net business income：売上高から事業運営にかかる費用を差し引いたもの

4 使用総資本当期純利益率(%) = 当期純利益 / 資産合計期首期末平均 × 100

## ●格付明細

(単位：百万円、%)

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	A-	安定的	-	-	-	-	2018.11.05

## ●長期格付推移 (長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
2018.11.05	A-	安定的	CPI Property Group S.A.

\*「見通し」は、長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイト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なるものを問わず、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。