

13106

CPI Property Group

チーフアナリスト 増田 篤
 チーフアナリスト 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、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

1. 概要

CPI Property Group (CPIPG) は、中東欧 (CEE) 地域とドイツを中心に、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る総合不動産グループ。チェコの不動産大手 Czech Property Investments a.s. (CPI) とドイツのベルリンでオフィスの賃貸を手掛ける GSG Group が14年6月に統合して誕生した。20年9月末の連結総資産は113億ユーロ (約1.4兆円)、不動産ポートフォリオは99億ユーロと、CEE 地域を地盤とする不動産会社で最大規模を誇る。不動産ポートフォリオの事業別構成比 (20年9月末) は、オフィス52%、商業施設22%、ホテル&リゾート7%、住宅7%、ランドバンク (開発用の土地、建物の取得、管理) 7%、開発2%、その他3%。国別の構成比は、チェコ41%、ドイツ26%、ポーランド16%、ハンガリー7%、その他CEE諸国7%、その他西欧諸国5%である^{※1}。

近年は収益不動産の買収を通じてポートフォリオを拡大しており、足元では特にポーランドのオフィスセグメントへのエクスポージャーが伸長している。19年10月に更新した買収戦略に基づき、19年第4四半期以降にワルシャワに所在するオフィス物件9棟・総額8億ユーロ超を取得した。また、ポーランドとルーマニアでオフィスの賃貸事業を手掛ける Globalworth の29.4% 持分も20年2月に取得している (同社は持分法適用会社)。

CPI Property Group S.A. (CPIPG S.A.) はグループの持株会社。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を考慮し、格付にはグループ全体の信用力を反映させている。20年6月現在、CPIの創業者である 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90.7%を保有している。なお、Vitek氏はCPIPG S.A.の取締役でもあったが、20年12月に同ポジションを辞任している^{※2}。

2. 事業環境

(1) 事業環境全般

CPIPGの主な事業対象地域はチェコ、ドイツ、ポーランド、ハンガリー、スロバキアの5カ国である。特にプラハ、ベルリン、ワルシャワを「コア・マーケット」と位置付け、オフィスのセグメントに重点を置いて展開している。

20年3月以降、新型コロナウイルスの感染拡大を背景として事業対象地域の不動産賃貸事業を取り巻く環境は悪化している。特に、感染拡大を抑制するための制限措置が各国で導入されたことにより、小売店や飲食店の閉鎖・時短営業、旅行客の減少といった形でリテールやホテルのセクターに大きな影響が出ている。20年秋以降は欧州各国で感染が再拡大し、制限措置が再度強化されている。チェコでも10月5日に2度目の非常事態宣言が発令され、必需品以外の店舗は10月22日から閉鎖された。12月3日より

※1 不動産ポートフォリオの額および構成比はGlobalworthへの出資分を含む。

※2 詳細については当社公表の20年12月7日付プレスリリースを参照

<https://www.cpipg.com/uploads/06f216e2753f02a66b30b9dab23cb292d1ffaa0d.pdf>

一旦はショッピングセンターを含む小売店の営業再開が認められたが、同月18日には感染レベルが引き上げられ、飲食店や宿泊施設の営業が同月27日より禁止されている。

チェコでは、政府の制限措置を受けて閉鎖された小売店を支援するため、政府による大規模な家賃補助が行われている。20年第2四半期は政府が家賃の50%を負担し、補助を受けるための条件として賃貸事業者も30%の賃料減額を求められた。第4四半期にも政府による50%の補助が行われ、21年第1四半期も同プログラムが再度延長されている。20年第4四半期、21年第1四半期については、賃貸事業者による賃料減額は補助の条件となっていない。

その他の政府支援策として、20年第4四半期に事業の制限や閉鎖を余儀なくされた小売店や飲食店について、従業員1人につき1日400コルナ（約15ユーロ）を支給するとの措置も導入されている。この措置は、別途実施されている賃金補償に加えて、事業の運営・維持にかかる各種費用をカバーするものである。支援の対象期間は20年10月14日～21年1月10日であったが、感染拡大の状況次第で再導入・延長の可能性もある。このほか、宿泊部門を対象に営業禁止期間、1部屋・1日当たり一定額が支給される政策も実施されている。新型コロナウイルス感染拡大による不動産賃貸事業への影響は、今後の感染拡大状況や制限措置の内容と実施期間がどのようなものとなるかに大きく左右される。この点で、チェコは財政余力が大きく、小売・飲食店や宿泊施設を対象に充実した支援策が実施されていることは、マイナス影響を緩和する要因として評価できる。

(2) 不動産市場の動向^{※3}

チェコの不動産賃貸市場では、リテール、オフィスのいずれのセグメントでもコロナ禍の影響が生じている。リテールについては、観光客や通勤客、交通機関の利用者の減少などで客足や売り上げが減少しており、観光や通勤による影響が相対的に小さい地方都市に比べてプラハのショッピングセンターやハイストリートの物件で影響が特に大きい模様である。20年第3四半期のプライム賃料（月額）は、ハイストリートで230ユーロ/平方メートル、ショッピングセンターで145ユーロ/平方メートルといずれも前年同期比で若干低下している。オフィス市場の動向をCPIPGの主要エリアであるプラハについてみると、20年第3四半期の新規需要（net take up）は前

年同期から約29%減少した。空室率は近年の低下トレンドが反転し、20年第3四半期には7%（19年：5.5%）へと上昇している。プラハのオフィス市場は安定した市場であるとのJCRの見方に変わりはないが、短期的には賃貸需要の低迷により賃料がさらに低下する可能性がある。

オフィス市場のブームが続いていたベルリンでは、コロナ禍の影響により20年第3四半期におけるオフィスの新規需要（net take up）は前年同期比で43%減少した。19年に1.1%まで低下していた空室率は1.8%へと若干上昇している。ただ、空室率は依然として歴史的な低水準に近く、需給がひっ迫した状況に変わりはない。賃料はコロナ禍でも上昇を続けており、プライム賃料（月額）で38.00ユーロ/平方メートル、加重平均賃料（同）で27.39ユーロ/平方メートルと前年同期の水準からそれぞれ4%、8.6%上昇している。ベルリンでは高品質のオフィスに対する需要が強い一方、新規物件の供給は少ない。CBREによると22年までに完成が見込まれる開発案件も40%超が賃貸済み（pre-let）とのことであり、賃料の大幅な下落が起こる可能性は低いとみられる。

ワルシャワのオフィス市場も足元で弱含んでいる。20年第1～第3四半期の需給動向をみると、供給量は近年の新規開発を背景に前年同期からほぼ倍増している一方、新規需要（gross take up）は前年同期比で35%減少した。空室率は近年のトレンドが反転し、20年第3四半期には9.6%（19年：7.8%）へと上昇している。プライム賃料（月額）は市中心部で23.75ユーロ/平方メートルと19年第4四半期の24ユーロ/平方メートルから若干低下している。22年にかけてもそれなりの水準の新規供給が見込まれているため、オフィス需要の低迷が続く場合には賃料にさらなる下落圧力がかかる可能性がある。

3. 事業

(1) 事業全般、ポートフォリオ

CPIPGは、チェコ、ドイツ（主にベルリン）、及び他の中東欧諸国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、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チェコ事業、ベルリン事業、ホテル・リゾート事業、その他事業の4つに分類される。主力セグメントはチェ

※3 チェコのリテール・オフィス市場およびベルリンのオフィス市場に関する各種指標はCBREより。ワルシャワのオフィス市場に関する各種指標はCushman & Wakefieldより。

図表 1 エリア別ポートフォリオ構成

	プロパティ・ポートフォリオ・バリュー (億ユーロ)	構成比 (%)
チェコ	40.20	41
ベルリン(ドイツ)	25.29	26
ポーランド	15.30	16
ハンガリー	6.58	7
その他中東欧	6.52	7
その他西欧	4.70	5
全体	98.60	100

(注) 20年9月末現在

(出所) CPIPG S.A. IR資料より JCR 作成

コ事業及びベルリン事業であるが、プラハ、ベルリン、ワルシャワを中心としたオフィスセクターに重点が置かれている。

20年9月末現在の不動産ポートフォリオは338物件(チェコの住宅を除く)から成り、プロパティ・ポートフォリオ・バリュー(PPV)は98.60億ユーロである(図表1)。19年末時点と比べると、物件数は332から伸び、PPVは91.11億ユーロから8%増加している。ワルシャワでオフィス物件を追加で取得したこと取得やGlobalworthに対する29.4%持分を取得したことが主な要因である。

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ついては、J-REITとの比較においても評価できる水準にある。20年9月末現在、エリア別(PPVベース)ではチェコ:41%、ドイツ:26%、ポーランド:16%、ハンガリー:7%、その他中東欧諸国:7%、その他西欧諸国:5%、アセットタイプ別(同)ではオフィス:52%、商業施設:22%、ホテル及びリゾート:7%、住宅:7%、ランドバンク:7%、開発:2%、その他:3%の構成となっている(図表2、3)。プロジェクトに内包

図表 2 アセットタイプ別ポートフォリオ構成

	プロパティ・ポートフォリオ・バリュー (億ユーロ)	構成比 (%)
オフィス	51.14	52
商業施設	21.30	22
ホテル及び リゾート	7.39	7
住宅	7.24	7
ランドバンク	6.86	7
開発	2.09	2
その他	2.58	3
全体	98.60	100

(注) 20年9月末現在

(出所) CPIPG S.A. IR資料より JCR 作成

するリスクを極小化するため、PPVに占める開発の割合を10%未満とする方針を継続している。ポーランドのシェアが高まる(19年6月末:4%から20年6月末:16%)とともに、オフィスへのシフト(同:42%から同:52%)が進んでいることについて、エリアやアセットタイプの集中リスクの緩和につながるものと考えている。なお、20年6月末のポートフォリオ構成をGlobalworthへの出資分を除いてみると、ポーランドとオフィスの構成比がそれぞれ約13%、約50%へ低下すると推察されるが、特段大きな変化はみられない。

PPVは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を通じ、18/12期末の75.55億ユーロから20年9月末には98.60億ユーロへと増加基調が続く。資産規模では現状、中東欧諸国の競合先との比較において第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。ポートフォリオの構成については、有力な基盤のあるプラハ、ベルリン、ワルシャワに立地するオフィスを中核としていく基本方針に変わりはなく、今後もグループが競争優位性と既存

図表 3 プロパティ・ポートフォリオ・バリュー、物件数、稼働率の推移

	17/12 期末	18/12 期末	19/12 期末	20/9 月末
プロパティ・ポートフォリオ・バリュー(億ユーロ)	67.22	75.55	91.11	98.60
物件数(※)	420	375	332	338
稼働率(%)	92.7	94.5	94.3	94

(注) 住宅を除く(ただし、18/12期末、19/12期末及び20年9月末はチェコ所在の住宅を除く)

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

の基盤を有するエリアやアセットタイプ以外に大きく展開する意向はない。ただ、上述の通り足元でポーランドへのエクスポージャーが拡大していることから、CPIPGのポートフォリオ戦略における同国での取組成果について引き続き注目していく。

PPVにおける個別物件への集中はみられず、テナント分散も図られている。20年6月末現在の最大テナントは「アホールド・デレーズ」で、への集中度は2.2%（総賃貸収入ベース）。上位10テナントへの集中度は11.5%（同）である。また、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は通常5～10年程度を選好しており、賃貸借契約の満期（リースマチュリティ）を20年から24年の各年で20%を超えない範囲に設定することで、リースマチュリティの集中リスクを緩和している。

新型コロナウイルス感染拡大に伴う影響は、これまでのところ特段大きく出ていない。20年4月初旬のいわゆる「第1波」の際には、ポートフォリオ全体の80%、商業施設ポートフォリオの50%が営業を継続しており、11月中旬の「第2波」の際にも営業継続率は相応の水準が維持されていた。CPIPGの保有するショッピングセンターは地方都市に所在するものが大層を占め、コンビニエンスストアなど日常消費を支える業態が多いことも、影響の緩和に寄与していると考えられる。チェコ政府の政策に従い、CPIPGも20年第2四半期に小売店のテナントを対象として1回限りの賃料減額を行った。これにより、賃料回収率は20年第3四半期までの累計で95%（減額前）とコロナ前の水準からは低下している。ただ、オフィスや住宅のセグメントが安定したパフォーマンスを維持していることが寄与し、賃料回収は比較的底堅く推移している。

ポートフォリオ全体の稼働率は、18/12期末の94.5%、19/12期末の94.3%から20年9月末では94.0%と横ばいで推移している（図表7）。加えて加重平均残存賃貸借期間（WAULT）が3.3年（上位10テナントでは5.8年）確保されており、当面安定した稼働が続くと想定される。賃料はベルリン事業がけん引役となり上昇傾向が続いている。20/12期上半期における賃料の前年同期比成長率は、やや鈍化しているものの1.7%（一時的なディスカウントを除く）と依然安定した伸びを示している。

（2）チェコ事業（チェコに所在するホテルを除く）

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。事業の対象となるPPVは18/12期末の35.02億ユーロ（住宅を除く物件数：225）、19/12期末の37.55億ユーロ（同：166）

から20年6月末では36.84億ユーロ（同：166）へと推移している。アセットクラスは商業施設、オフィスから住宅まで多岐にわたるが、事業戦略上、主に商業施設（PPVの44%）及びオフィス（同：22%）がフォーカスされている。競合との比較では、CPIPGのチェコにおけるPPVは同国内において最大であるほか、マーケットシェアではチェコのショッピングセンターで14%、プラハのオフィスで5%を占め、強固な事業基盤を有する。

物件の新規供給が限定的である一方、テナントの貸し床に対する需要は底堅い状況が続いており、ポートフォリオの稼働率は19/12期末の95.34%から20年6月末では96.0%へと高い水準で推移している。

一定のリスクを内包しているランドバンク及び開発セグメントは、チェコ事業のPPVにおいて18%（同PPVは6.63億ユーロ、20年6月末現在）を占める。主としてプラハのランドバンク（「the Bubny site」）が残存しているが、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、稼働に向けた動向や、ランドバンクの開発計画及びその進捗などについては引き続きフォローしていく。

（3）ベルリン事業

ドイツ（ベルリン）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いる。GSG Berlinがベルリン市により保有されていた時代を含め54年のトラックレコードを有し、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。事業の対象となるPPVは、18/12期末の20.56億ユーロ（物件数：49）、19/12期末の24.68億ユーロ（同：49）から20年6月末には25億ユーロ（同：48）へと拡大傾向が続いている。

CPIPGはベルリンにおいて賃貸オフィスの保有量で首位に位置し、スタートアップ企業も含め2,000近いテナントのニーズに見合った事業プラットフォームが構築されている。

ベルリンの堅調なオフィス賃貸市況を背景に、CPIPGのポートフォリオの稼働率は18/12期末の95.6%、19/12期末の93.4%から20年6月末には93.4%へと推移している。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、20/12期上半期における賃料の前年同期比成長率は7%を示した。堅調なマーケットや、上昇基調ではあるもののGSG Berlinの平均賃料が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の賃料には依然上昇余地があるとみられる。この点、本事業のリースマチュリティに関しては賃料改定などによるアップサイドの取り込みを企図し、比較的短期（20年6月末現在のWAULTは3.1年）の設定となっており、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、リノベーションを通じたアップサイドの取り込み、収益向上に向けた取組状況及び成果が引き続き注目される。

(4) ホテル及びリゾート事業

チェコやクロアチアなど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）に関し、チェコで第1位のプロバイダーである。20年6月末のタイプ別構成比（PPVベース）は、Conference & conventions Centres：42%、Resort hotels：24%、Boutique hotels & Residences：14%、Mountain Resorts：11%、Residential hotels：7%、Spa hotels：2%となっている。Resort hotels事業では、クロアチアのリ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ほか、ポートフォリオには5つ星ホテルが4、4つ星ホテルが28、それぞれ含まれる。

事業の対象となるPPVは、18/12期末の7.26億ユーロ（物件数：36）、19/12期末の8.51億ユーロ（同：39）から20年6月末には7.30億ユーロ（同：38）へと推移している。本事業は新型コロナウイルス感染拡大の打撃を受けており、19/12期末との比較でみた場合、PPVは14%の減少となった。運営指標（ADR、RevPAR）もチェコをはじめ各国で軒並み低下しており、今後の回復状況を注視していく必要があるとJCRでは考えている。

(5) その他事業

ポーランド、ハンガリー、スロバキア、イギリスなどに所在するオフィスや商業施設の保有、賃貸、管理、運営などを展開している。上述の積極的な事業展開もあり、ポーランド（ワルシャワ）のオフィスマーケットシェアにおいて現在1位のポジションにある。事業の対象となるPPVは18/12期末の12.70億ユーロ（物件数：46）、19/12期末の20.37億ユーロ（物件数：78）から20年6月末には22.49億ユーロ（同：81）へと拡大基調にある。ポートフォリオの稼働率は18/12期末の95.2%に対し20年6月末では94.7%へと安定的に推移している。

4. ESG要素

不動産業界の産業リスク評価にあたって、環境やソーシャルニーズに配慮した不動産物件の開発・取得・保有といったESG要素の重要性が高まる可能性があると考えている。実際に、新規物件の開発などにおいて、環境認証を取得する動きが活発化していることに加え、資金調達面においてもグリーンボンドの発行が増えつつある。

当社は、不動産ポートフォリオにおけるグリーンビルディングのシェアを高めていくことを目標に掲げ、環境認証を受けたオフィス物件の取得などに取り組んでいる。こうした戦略の一環として、国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則（GBP2018）に合致したグリーンボンド・フレームワークを19年3月に設定し、19年10月以降、4本のグリーンボンドを発行し20億ユーロ近くを調達している。

現段階でこうした取り組みの有無が直接的に格付や見通しに影響を与えているケースはないが、将来的には格付評価に影響を及ぼす可能性があると考えている。

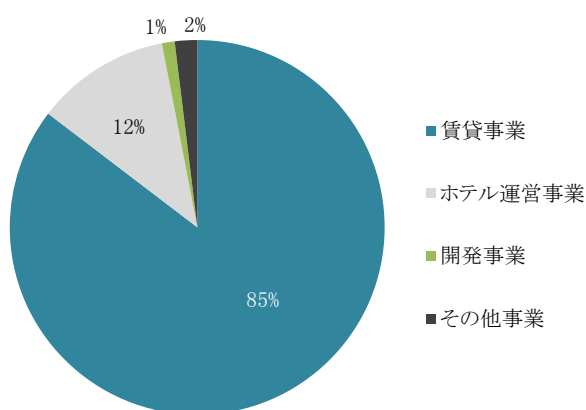
5. 損益・財務

(1) 収益

収益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。19/12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）3.45億ユーロのうち、85%に相当する2.94億ユーロを賃貸収益が占め、0.4億ユーロがホテル収益であった（図表4）。賃料収益のアセットタイプ別構成をみると、新型コロナウイルス感染拡大による直接的影響が小さいオフィスと住宅で50%超を占めている（図表5）。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。

19/12期にかけて、EBITDAは賃料収入の伸びにより増加傾向が続いてきた。賃料収入の増加には買収の影響もあるものの、ベルリン事業で既存物件における賃料水準の上昇や空室率の低下が続いてきたことなどで、賃料収入は比較可能ベースでも堅調に推移してきた。20/12期もEBITDAは底堅く推移する見通し。上半期の実績をみると、コロナ禍の影響を最も受けているのはホテル事業で、ホテル収入は前年同期比65%の落ち込みとなっている。ただし、この一部はホテル運営費用が5割程度減少したことで相殺されている。一方、賃貸事業については、賃料

図表 4 事業利益の内訳（19/12期）

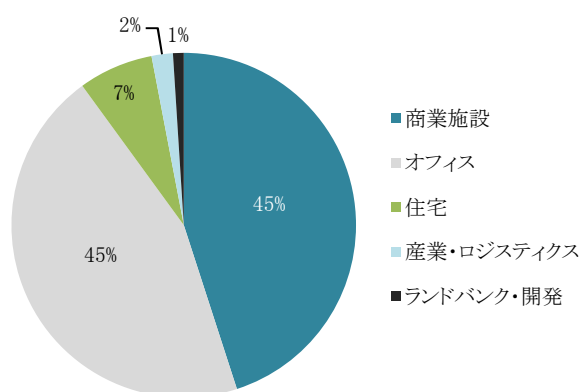


（出所） CPIPG S.A. Management Report より JCR 作成

収入（gross rental income）は前年同期比で11%増と高い伸びを示した。賃料減額の影響は生じているものの、提供した減額の規模は賃料収入の4.4%と限定的である。賃料収入の高い伸びは最近の買収によるものであるが、買収による上乗せがないチェコおよびベルリンのオフィス事業ならびに住宅事業の賃貸収益（net rental income）をみると、賃貸事業は実質ベースでも安定した収益パフォーマンスを維持していることがうかがえる（図表6）。加えて人員削減などを通じたコスト圧縮も実現しており、EBITDAは1.4億ユーロ（Globalworthの持分に応じたEBITDAは含まない）と前年同期比横ばいを確保した。21/12期も感染拡大の影響は避けられないと思われるが、リースマチュリティの分散や契約更新の状況、リテール事業で固定賃料契約が主であることに鑑みて、大幅な収益下振れのリスクは小さいとみている。

近年はベルリンの好調な市場環境などを反映して不動産にかかる多額の評価益が計上され、

図表 5 賃料収入のアセットタイプ別内訳（19/12期）



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

当期利益を大きく押し上げる要因となってきた。20/12期は上半期にハンガリーの商業施設にかかる評価損が計上されたほか、ホテルの減損損失も生じ、当期利益は大幅な減益となっている。ただ、それらの額はPPV対比でごく小さく、今回の評価損や減損損失はグループの将来的な収益力悪化を示唆するものではないとJCRは考えている。

（2）財務構成 ※このセクションに記載する財務指標はJCRの定義による

ワルシャワでのオフィス物件取得、Globalworthへの出資と投資が続き、有利子負債は19年6月末の34億ユーロから20年6月末の45億ユーロへと増加している。20年6月末の自己資本比率は49.2%（19年6月末53.6%）、ネットDERは0.77倍（同0.48倍）といずれも前年同期からやや劣化した。ただ、これらの指標自体は、JCRがAレンジに格付けしている日本の不動産会社と比較して依然良好である。ネットLTV（当社開示ベース：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PPV）は同期間に32.9%から42.5%へ上昇したが、当社が目

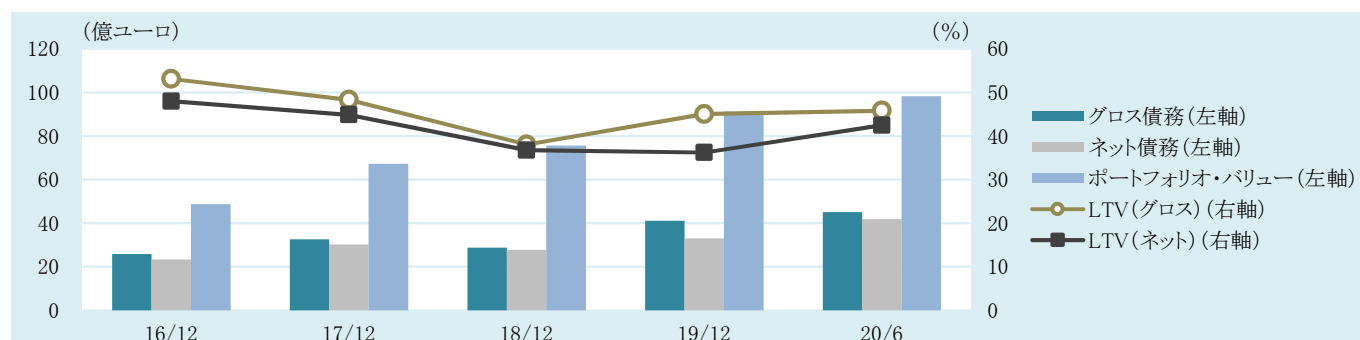
図表 6 賃貸収益のセグメント別内訳

（単位：百万ユーロ）

	19/12 期上半期	20/12 期上半期	増減額
オフィス	67.8	93.8	26
チェコ	21	21.6	0.6
ベルリン	35.5	37.5	2
商業施設	66.1	58.2	▲7.9
住宅	7.1	10.5	3.4
合計	145	164	19

（出所） CPIPG S.A. IR 資料より JCR 作成

図表 7 LTV



(出所) CPIP G S.A. Management Report より JCR 作成

標とする45%以下には収まっている(図表7)。グロス債務ベースのLTVは45%をやや上回る水準にある(JCR算出)。なお、当社が開示しているLTVは、PPVにGlobalworthへの出資を含めて算出されている。PPVからGlobalworthへの出資分を除いた場合のLTVはネット債務ベースで45.6%、グロス債務ベースで49.1%となり、現在の格付で許容できる範囲内にある。他方、有利子負債/EBITDA倍率やインタレスト・カバレッジはAレンジの競合対比でみて引き続き改善余地が大きい。20/12期上半期の有利子負債/EBITDA倍率(EBITDAにはGlobalworthの持分に応じたEBITDAを含まない)は、年率換算で15.7倍と前年同期の11.8倍から上昇した。インタレスト・カバレッジは3倍台にとどまっている。

当社は買収がない通常時でネットLTVを40%以下に維持する方針を堅持しており、今後は設備投資や買収の抑制、負債圧縮などを通じて財務構成の改善に取り組んでいくとみられる。この点で、20年9月にハイブリッド債(IFRSでは資本としてカウント)を発行するなど、取組実績もすでにみられる。配当を実施する予定も引き続きない。

流動性はリボルビング・クレジット・ファシリティ(RCF)の未引出枠を含めると20年6月末で約15億ユーロと潤沢に確保されている。20年11月には7億ユーロのRCF(26年償還、既存の5.1億ユーロのファシリティは消滅)を新たに締結し、流動性はさらに強化されている。

資金調達構造に大きな変化はない。20年6月末の有利子負債45億ユーロの構成は、債券が72%(19年6月末構成比:68%)、銀行借入が28%(同:32%)である。銀行との取引状況は安定しており、最近ではBerlin Hypの融資ファシリティを20年7月に増額している。20年6月末現在、有利子負債に占める有担保債務の割合は23.2%と19年6月末(30.9%)からさらに低下した。総資産に占める無担保資産の割合は69%

とほぼ横ばいを維持している。

6. 総合判断・格付の見通し

格付は、コア・マーケットでの主導的地位、ポートフォリオの分散と開発リスクの抑制による安定したキャッシュフロー創出、財務規律を重視した財務運営方針を反映している。新型コロナウイルス感染拡大によりホテル事業が打撃を受け、リテール事業にもネガティブな影響が生じている。しかし、ポートフォリオの分散やオフィス賃貸を中心とする事業構成が寄与し、グループ全体でみれば影響は限定的にとどまっている。コスト削減策や買収の効果もあり、収益は底堅く推移すると想定される。買収の影響で有利子負債が増加しているが、財務規律を重視した姿勢に変化はなく、今後は財務構成の改善が図られるとみている。

新型コロナウイルス感染拡大に伴う事業への影響を引き続き注視していく必要がある。主要事業対象地域における景気回復の遅れや制限措置の長期化により、事業に想定以上のマイナス影響が及ぶ可能性がある。より長期的には、オンラインショッピングの利用増加やリモートワークの浸透など消費行動や勤務形態が変化し、小売店のテナントの売り上げやオフィス賃貸需要の恒常的な減少をもたらすことも想定される。また、ポートフォリオ・バリューの下落や想定を上回る規模の買収などにより財務構成が悪化する場合にも、格付に下押し圧力がかかるであろう。一方で、財務規律を維持し各種取組を通じて財務構成の改善を実現できれば、信用力の向上につながる。

なお、19年4月以来続いているKingstownとの訴訟については、現状では格付に織り込んでいない。JCRは訴訟の今後の進展を注視し、必要に応じて格付に反映させていく。

JCR

13106 CPI Property Group

● 連結財務指標

(単位：億ユーロ)

	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12
売上高	2.8	3.5	4.4	6.0	6.7
事業利益 ^{注2}	2.2	2.4	2.7	3.2	3.5
当期純利益	0.9	4.6	7.0	6.3	6.9
使用総資本当期純利益率 ^{注3}	2.1	9.2	10.5	8.0	7.2
EBITDA	1.8	2.0	2.3	2.7	2.9
インタレスト・カバレッジ(倍)	2.0	2.1	2.1	3.2	5.0
有利子負債	24.0	25.8	32.5	28.7	41.0
ネット有利子負債	22.5	23.3	30.2	27.8	33.0
自己資本	13.4	22.9	33.2	43.6	54.7
自己資本比率(%)	31.0	40.4	44.0	52.8	51.2
有利子負債/EBITDA倍率(有利子)	13.2	12.9	14.1	10.6	14.1
有利子負債/EBITDA倍率(ネット有利子)	12.4	11.7	13.1	10.3	11.3
デット・エクイティ・レシオ(有利子)(倍)	1.8	1.1	1.0	0.7	0.8
デット・エクイティ・レシオ(ネット有利子)(倍)	1.7	1.0	0.9	0.6	0.6

※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 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

3 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

対象	格付	見通し*	発行額 (百万単位)	通貨	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	-	-	-	-	-	2020.12.24
JPY 1.414 per cent. Senior Notes due 10 December 2021 under the EUR 3,000,000,000 Euro Medium Term Note Programme	A-	-	8,000	JPY	1.414	2018.12.10	2021.12.10	2020.12.24
JPY 1.995 per cent. Senior Notes Due 8 December 2028 under the EUR 3,000,000,000 Euro Medium Term Note Programme	A-	-	3,000	JPY	1.995	2018.12.10	2028.12.08	2020.12.24

● 長期格付推移 (外貨建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

*「見通し」は、外貨建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で行っております。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。