

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：-）

【見直し変更】

外貨建長期発行体格付
格付の見直し

AA-
安定的 → ネガティブ

【据置】

債券格付

AA-

■ 格付事由

- 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。グループの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。格付はこれまで、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、厳格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きた。
- 中国本土および香港における不動産市況の悪化を受けて、業績が悪化している。中国関連の資産売却に伴う評価損の計上やパフォーマンス・フィーの減少により24/12上半期は最終赤字となった。現状、損益財務面への負荷が強まり、格付への下方圧力が生じていると判断し、格付の見直しを「安定的」から「ネガティブ」に変更した。先進的物流施設を中心とした「New Economy」セグメントにおける競争力は強く世界の有力投資家との共同投資関係も継続しており、ファンドの手数料収入をはじめとする一定の「稼ぐ力」は確保している。22年1月に取得した資産管理子会社ARA Asset Management Limited (ARA)の保有資産や米国ホテル信託など非中核資産の売却による有利子負債の圧縮を推進している。今後は営業利益の回復と資産売却の進捗による債務圧縮の進捗を見極め、格付に反映させてゆく。
- 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月にグループは香港証券取引所に上場された。2022年1月にシンガポールを本拠とするARAおよびその子会社LOGOSを傘下に収めた。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、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の取得によりESRの管理資産総額（AUM）は大幅に増加した。23/12期末のAUMは1,560億ドル、そのうち未実行の資本・提携分を除いた有償AUMは810億ドルに達する。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。有償AUMの地域構成をみると、インド・東南アジア・汎大洋州（PAN APAC）21%、日本・韓国19%、豪・ニュージーランド18%、中国本土17%、米国欧州16%、香港9%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予見可能かつ持続可能な基礎的な償還能力として位置付けられる。AUMの53%以上が先進的物流施設とデータセンターで構成される「New Economy」セグメントの資産で構成される。ESRの顧客にはアジアの有力e-commerce事業者が含まれるが、アジア各国においてe-commerceの拡大とデジタル化の進展は加速しており、これらの資産に対する需要は今後も拡大が見込まれる。
- 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に裏付けられた比較的安定したキャッシュフローを有する。ただし、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。24/12上半期には当面の資産売却による評価損の

計上やパフォーマンス・フィーの減少により最終利益が 58 百万ドルの赤字となった。利益準備金のとりくずしと有利子負債の増加によりネット・デット・エクイティ・レシオは 22/12 期末の 40.4%から 24/12 上半期末には 63.4%まで上昇している。24/12 下半期には非中核資産 7.5 億ドルの売却計画のうち 3.35 億ドルを実施することをはじめ、各種措置により有利子負債を 12 億ドル圧縮することを目標としている。

- (5) 本年 5 月 13 日に ESR は、Starwood Capital Operations. L.L.C.、Sixth Street Partners, LLC および SSW Partners LP から構成される投資コンソーシアムより他の ESR の株主に対し株式を現金で買い取るか新会社の株式と交換することによりグループの非上場化を行うという提案を受けたと公表した。本件検討を行うための独立取締役委員会を設置し検討を続けてきたが、12 月 4 日に本件提案を実施するための協定に署名した旨公表した。今後一定の要件の充足を条件に非上場化が実施される。発表によれば現行株式の 39.9%を保有するコンソーシアムが、新会社株式との交換に加え、21 億ドルの追加出資および 15 億ドルの融資枠の設定を表明している。コンソーシアムに参加しないその他の株主の約半数に相当する 30%は新会社株式との交換に応じる方針を既に表明している。残り 30%分の買い入れについてはコンソーシアムの追加出資と新会社への融資で賄われる。その他の株主の意思決定は最長 25 年 9 月までの期限が設定されており、株式交換を選択するその他株主次第で融資額は圧縮される。JCR では、非上場化後の ESR の財務運営方針を見極める必要があるものの、新会社への融資は ESR からの配当とフィー収入によるキャッシュフローで返済される性格であり、ESR の財務構成に影響を及ぼさないとみている。

(担当) 増田 篤・浅野 真司

■格付対象

発行体：ESR Group Limited

【見通し変更】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	AA-	ネガティブ

【据置】

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
JPY20,000,000,000 1.163 per cent. Fixed Rate Notes due 2026	200 億円	2023 年 7 月 10 日	2026 年 7 月 10 日	1.163%	AA-
JPY10,000,000,000 1.682 per cent. Fixed Rate Notes due 2030	100 億円	2023 年 7 月 10 日	2030 年 7 月 11 日	1.682%	AA-

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12月13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」(2024年10月1日)、「不動産」(2023年6月1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