



News Release

08-D-0924
2008年12月5日

森ヒルズリート投資法人 (証券コード：3234)
 長期優先債務格付据置：「AA-」(ダブルAマックス)
 格付けの見通し：「安定的」
 発行登録債予備格付据置：「AA-」(ダブルAマックス)
 債券格付据置：「AA-」(ダブルAマックス)

株式会社日本格付研究所(JCR)は、以下のとおり長期優先債務*等の格付け、および発行登録制度に基づく発行予定債券**の予備格付けを見直し、据え置きとしましたのでお知らせします。

* 長期優先債務格付けとは、債務者(発行体)の債務全体を包括的に捉え、その債務履行能力を評価したものです。このうち、期限1年以内の債務に対する債務履行能力を評価したものを短期優先債務格付けと位置づけています。個別債務の評価(債券の格付け、ローンの格付け等)では、債務の契約内容、債務間の優先劣後関係、回収可能性の程度も考慮するため、個別債務の格付けが長期優先債務格付けと異なること(上回ること、または下回ること)もあります。

** 実際に債券が発行される場合には、その都度発行条件等を確認し個々の債券を格付けします。

発行体：森ヒルズリート投資法人

【据置】

(対象)	(格付)	(見通し)
・長期優先債務	AA-	安定的

(対象)	(発行予定額)	(発行予定期間)	(予備格付)
・発行登録債	1,000億円	2007年11月15日から2年間	AA-

(対象)	(発行額)	(発行日)	(償還期限)	(利率)	(格付)
・第1回無担保投資法人債	70億円	2007年11月29日	2012年11月29日	1.56%	AA-
・第2回無担保投資法人債	30億円	2007年11月29日	2014年11月28日	1.77%	AA-

【格付事由】

I. サマリー

(1) 06年11月に東京証券取引所(不動産投資信託証券市場)に上場した不動産投資法人(J-REIT)。資産運用会社である森ビル・インベストメントマネジメント株式会社(以下、MIM)の株主は、森ビル株式会社(以下、スポンサー)であり、その出資持分は100%となっている。本投資法人とスポンサーとの間では、スポンサーの総合力を最大活用する協働関係が構築されており、今後も、外部成長、内部成長、資金調達など、多面にわたるスポンサー・サポートが期待される。

(2) 本投資法人は「プレミアム物件」と総称される、東京都心5区(特に港区)中心に所在する、大規模でハイスペックの物件、及び耐震性の重視、といった要件を満たした物件をコアとしてポートフォリオを構築する投資方針を掲げ、オフィスビル、住宅及び商業施設を投資対象としている。現在のポートフォリオは全10物件(オフィスビル：6物件、住宅：4物件)で構成され、取得価格総額で約2,016億円の資産規模である。新規格付け時と比較して、物件数で1物件、取得価格ベースで約590億円(区分所有物件の追加取得・一部売却を含む)の増加となっている。他のJ-REITと比較した場合には、物件の集中度は高いものの、外部成長を通じ、特定の物件への集中度が低減しているとともに、物件の立地やスペックの優位性により、物件集中リスク(テナント退去リスク等)の顕在化は抑制されていると

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。
また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア(検索コード)>

BLOOMBERG (和文：JCRA / 英文：JCR) REUTERS (EJCRA)

QUICK (和文：QR / 英文：QQ) JIJI PRESS 共同通信JLS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

http://www.jcr.co.jp



News Release

みられる。ただ、物件集中度の緩和については、不測のリスク回避という点からは改善されることが望ましいものとJCRでは考えており、今後の外部成長を通じた更なる低減が望まれる。

- (3) 不動産賃貸市場について、先行きの見通しに対する不透明感が継続しているものの、保有物件の立地、スペックに加え、テナントリーシングをはじめとした適切な管理・運営などを反映し、賃料水準や稼働率は堅調に推移している。上場時以降、大口テナントの構成に特段の変化はみられず、テナントとの契約形態において、定期建物賃貸借契約が約65% (08/7月末、賃貸収入月額ベース) を占めており、今後もその割合を高めていく方向にある。また、継続賃料改定時や、テナント入替え発生時において、市場賃料に鞘寄せさせる形での賃料増額の成果が一定程度享受されているもようであるとともに、なお賃料増額余地も相応に認められることから、当面、安定度の高い収益が確保可能な見通しである。ただ、環境悪化局面の下、外部成長や内部成長を通じた収益力の維持・向上の状況について、従前以上の留意が必要である。
- (4) 財務方針では、LTV (総資産有利子負債比率) について、上限を65%とし、45~55%のレンジを基本に運用するとしており、比較的保守的な方針がとられている。金融機関との良好な取引関係の下、デット・ファイナンスは、上場時より全額無担保・無保証での調達が行われており、リファイナンスの実績を順調に積み上げているとともに、有利子負債の長期化、金利の固定化、返済期限の分散化が推進されている。足元では、有利子負債の長期比率、固定金利比率はともに76.3% (08/9月末) と、リファイナンスリスクに対する柔軟性や金利上昇局面への耐性は一定程度備わっているとみられる。また、新規物件取得に伴うスポンサーへの第三者割当による増資 (08年9月29日実施) もあって、財務構成の健全性は概ね維持されていると考えられる。一方で、有利子負債の増加によりLTVが上昇傾向にある (51.6% (08/7月末) ⇒53.9% (09/1月末見込)) ため、今後もその水準や動向を含め、物件の新規取得に対応した資金調達等が財務構成に与える影響を注視していく。

II. 主要変更点

新規格付け時 (07年2月23日) 以降における、運用方針等の主要変更点は以下の通りである。

① MIMの利害関係取引規程 (07年4月25日付変更)

利害関係者から不動産等を取得する場合、その取得価額は、利害関係者でない不動産鑑定士による「鑑定評価額」を超えないものとする、とされていたが、「鑑定評価額の110%」を超えないものとするに変更された。この変更は、不動産マーケットにおける機動的な物件取得を可能とし、資産規模の安定的拡大を推進することを目的としている。

② MIMの運用ガイドライン (08年9月16日付変更)

運用ガイドラインに定める保有期間に係る条項に、売却方針に係る新たな規定を追加し、当該条項は保有期間及び売却方針として変更された。この変更は、ポートフォリオへの影響等を考慮の上、売却益の実現可能な物件を売却することで、投資主に対する利益還元を機動的に行うことができるようにすることを目的としている。

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。
また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア (検索コード) >

BLOOMBERG (和文: JCRA / 英文: JCR) REUTERS (EJCRA)

QUICK (和文: QR / 英文: QQ) JIJI PRESS 共同通信JLS

<お問い合わせ先>

TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026 担当: 情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>



News Release

Ⅲ. ポートフォリオの状況

① 物件数、取得価額

現在のポートフォリオは全 10 物件（オフィスビル：6 物件、住宅：4 物件）で構成され、取得価格総額で約 2,016 億円の資産規模である。上場時以降、アーク森ビルの追加取得（取得価格 220 億円）、赤坂溜池タワーの新規取得（同 372 億円）、元麻布ヒルズ（保有する 110 戸のうち 1 住戸）の売却が実施され、新規格付け時と比較して、物件数で 1 物件、取得価格ベースで約 590 億円の増加となっている。物件取得先は全てスポンサーグループ（スポンサーの SPC を含む。）であり、資産規模 3,000 億円の早期達成に向け、同グループの総合力の活用を中心とした外部成長が、今後も計画されている。

なお、現在保有している 10 物件を対象とした JCR 評価額は、約 2,260 億円となった。この評価額は取得価格総額に対して約 112%、直近時点の鑑定評価額総額に対して約 99%となっており、ポートフォリオ全体として、概ね市場性を反映した適正な価格での物件取得が行われているとみられる。

② ポートフォリオの分散状況

物件集中について、赤坂溜池タワーの新規取得により、新規格付け時に最大ポートフォリオであった六本木ヒルズゲートタワーへの集中度が、25.6%（取得価格ベース）から 18.1%（同）へと低減した。また、上位 3 物件への集中度も、63.8%（同）から 50%（同）へと低減しており、物件集中リスク（テナント退去リスク等）の緩和が着実に進捗しているとみられる。ただ、これらの集中度は、なお改善の余地がある水準であると考えられることから、今後の外部成長を通じた、更なる低減が望まれる。

③ 項目別構成比の変動

新規格付け時以降の、項目別構成比の変動は以下の通りである（08/9 月末、いずれも取得価格ベース）。

- ・物件クオリティ別：プレミアム物件の構成比が上昇（88.3%から 91.7%へ）
- ・地域別：港区の構成比が上昇（80.9%から 86.5%へ）
- ・用途別：オフィスビルの構成比が上昇（72.9%から 80.9%へ）
- ・規模別：延床面積 30,000 ㎡以上の構成比が上昇（57.5%から 69.9%へ）
- ・築年数別：築年数 15 年以上の構成比が上昇（13.5%から 20.5%へ）。なお、足元の平均築年数は約 11.7 年。
- ・ポートフォリオ PML：2.29%から 1.32%へ改善。

本投資法人の投資方針では、プレミアム物件（東京都心 5 区（特に港区）中心に所在する、大規模かつハイスペックの物件）、オフィスビル、東京都心 5 区（港区、千代田区、中央区、新宿区及び渋谷区）、耐震性が重視されている。上記の項目別構成比の変動には、投資方針に沿った投資の実行が反映されているとみられる。今後も、プレミアム物件を中心としたポートフォリオ構築方針を実現化していくことにより、競争力の維持・強化が図られていくことが期待される。

④ 権利関係

新規取得をした赤坂溜池タワーを含め、個別物件の所有形態は、全て区分所有あるいは共有となっている（なお、六本木ヒルズゲートタワー、アークフォレストテラスは登記上区分所有物件であるが、本投資法人の持分は 100%）。一般に、単独所有物件と比較して、区分所有物件あるいは共有物件につい

格付けは、信用すべき情報に基づいた JCR の意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。
また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） JJI PRESS 共同通信 JLS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>



News Release

ては、他の権利者との関係を踏まえて換金性・流動性等については留意を要するものとされる。ただ、本投資法人の場合、外部成長におけるスポンサー・サポートの重要性を勘案すると、本投資法人の所有する物件は、スポンサーが関係権利者との共同事業による不動産開発に強みを活かして開発した物件であり、また賃貸事業運営上もこうした物件のマネジメントに対する経験とノウハウを有していると考えられることから、区分所有物件あるいは共有物件が、引続き、ポートフォリオに組み込まれていく可能性は高い。この点につき、一般論としては権利関係にかかるリスクを極力低減させる物件の取得が望ましいものの、こうした本投資法人のスポンサーとの協業による良好なパフォーマンスの実現という観点からは、単独所有ではない物件の積極的な取得が、ポートフォリオの安定的運用を必ずしも阻害するものではない、という新規格付け時における JCR の見方に変化はない。

⑤ 稼働率

新規格付け時以降、ポートフォリオ全体の稼働率は、97%前後で堅調に推移しており、08/9 月末における稼働率は、ポートフォリオ全体で 97.1%（オフィスビル：98.5%、住宅：94.2%）となっている。足元、オフィスビル賃貸を取り巻く一般的な事業環境は、従前に比べ低迷しているものの、保有物件の立地、スペックの優位性に加え、テナントリーシングをはじめとした適切な管理・運営が、本投資法人の安定的な稼働を下支えしているとみられる。また、本投資法人が保有する住宅は、外資系企業の駐在員をターゲットにした高級賃貸住宅が多いため、転勤・異動、組織変更等を変動要因として、稼働率のボラティリティが相対的に高いものとみられ、米国から端を発したサブプライム問題に起因するグローバルな経済環境の変調に伴う、こうしたターゲット層の需要動向には留意を要する。ただ、PM 業務を担当するスポンサーによる、テナントリーシング等の実績・ノウハウが相応の効を奏して、現状では稼働率に直接的な影響を及ぼしておらず、特段の懸念はないとみられる。いずれにせよ、一定の稼働率確保に関し、稼働率低下の兆候が見られた場合における PM の対応状況について、今後も注視していく。

⑥ テナント・賃貸借契約

07/7 月末のエンドテナント総数は 264 であり、賃貸面積が最大のテナントは、日本中央競馬会（構成比 11.2%、六本木ヒルズゲートタワーに入居）である。また、新規格付け時以降、賃貸面積上位 3 テナント（日本中央競馬会、オムロン、都市再生機構）の構成に変化はなく、安定的な契約関係が継続している。ただ、これら 3 テナントが占める面積比率は約 26.2%（07/7 月末）であり、特定テナントへの集中度は依然として、相対的に高いとみられる。今後の外部成長は、現在の市場環境ではスローダウンせざるを得ないとみられるが、テナント集中リスクに対する PM の対応についても、引続き注視していく。

賃貸借契約形態については、スポンサーが、本投資法人の保有物件を含めテナントとの間で定期建物賃貸借契約の導入を進めていることから、オフィス・住宅全体で、同契約の構成比（賃料収入月額ベース）が高まっている（07/7 月末、約 64.9%）。一般に、同契約は普通賃貸借契約と比べ、物件オーナーにとって安定的収入の獲得及び市況に応じた収益力向上に有効な手段とみられることから、今後も、賃料改定状況と合わせ、賃貸借契約形態の推移・動向を確認していく必要がある。

格付けは、信用すべき情報に基づいた JCR の意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。
また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） JIJI PRESS 共同通信 JLS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>



News Release

IV. 財務の状況

財務方針では、LTV（総資産有利子負債比率）について、上限を65%とし、45～55%のレンジを基本に運用するとしており、比較的保守的な方針がとられている。金融機関との良好な取引関係の下、デット・ファイナンスは、上場時より全額無担保・無保証での調達が行われており、リファイナンスの実績を順調に積み上げているとともに、有利子負債の長期化、金利の固定化、返済期限の分散化が推進されている。足元では、有利子負債の長期比率、固定金利比率はともに76.3%（08/9月末）と、今後のリファイナンスリスクに対する柔軟性や金利上昇局面への耐性は一定程度備わっているとみられる。また、新規物件取得に伴うスポンサーへの第三者割当による増資（08年9月29日実施）もあって、財務構成の健全性は概ね維持されていると考えられる。一方で、有利子負債の増加により、LTVが上昇傾向にある（51.6%（08/7月末）⇒53.9%（09/1月末見込））ため、今後もその水準や動向を含め、物件の新規取得に対応した資金調達等が財務構成に与える影響を注視していく。

V. 07年11月22日以降の新規取得物件概要

●赤坂溜池タワー

東京都港区に所在する、2000年8月竣工、築約8年の複合用途建物（用途は事務所・居宅・店舗）。森ビルと朝日新聞社との共同事業により建設され、主として、エントランス・店舗（1階）、オフィス（2階～13階）、住宅（14階～25階）で構成されている。周辺は、敷地規模の大きいオフィスビルの集積度が高い赤坂のビジネスエリア近傍のオフィスと共同住宅が混在し、外堀通り・六本木通りといった幹線道路からは少し奥に入った、オフィス街特有の喧騒とはやや趣を異にしたロケーションに所在する。このため、多くの外来客のあるテナントではなく、都心部にあって比較的静かな環境に位置する本物件の特徴を評価するであろう研究開発型企業や、大企業のバックオフィス部門などのテナントニーズに適合しているものと考えられる。

本物件の所在する赤坂エリアは、職・住・遊の複合機能が融合している地域であり、最近では「赤坂サカス」のオープン（08年3月）、「赤坂タワーレジデンス」の竣工（08年7月）など、超高層建物の集積度が上昇している。また、東京メトロ銀座線・南北線「溜池山王」駅から徒歩約4分、東京メトロ千代田線「赤坂」駅から徒歩約4分と交通利便性にも優れている。

建物は延床面積46,971.43㎡、地下2階付25階建て、オフィスの基準階賃貸可能面積は約1,337㎡と十分な規模を有している。オフィスについては、2,800mmの基準階天井高、各階個別空調方式、24時間ITV監視等のセキュリティ・システムなど、スペックも高水準であることから、本投資法人が規定するプレミアム物件に該当する。また、制震構造を採用した建物で、PML値は2.15%と、極めて高い耐震性能を有している。

なお、本投資法人は現在、本建物の6～13階（事務所8フロア）ほかに係る区分所有権を保有しており、本投資法人が保有する部分について、森ビルとの間でパススルー型マスターリース契約が締結されている。足元、本建物にかかるオフィス部分全体の平均賃料（坪単価）は、約31,000円/月・坪（共益費込み）であり、今後も本投資法人のNOIの安定化に寄与していくものとみられる。また、1棟あたりの取得価格は372億円で、現在のポートフォリオにおける最大規模（取得価格ベース）の物件である。

取得価格：372億円

取得時鑑定評価額：356億円

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 日本格付研究所

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG（和文：JCRA / 英文：JCR） REUTERS（EJCRA）

QUICK（和文：QR / 英文：QQ） JJI PRESS 共同通信JLS

<お問い合わせ先>

TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026 担当：情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>



News Release

以 上

ストラクチャードファイナンス部
チーフアナリスト 杉山 成夫
格付三部
シニアアナリスト 松田 信康

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。
また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。
格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 日本格付研究所

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア（検索コード）>

BLOOMBERG (和文: JCRA / 英文: JCR) REUTERS (EJCRA)

QUICK (和文: QR / 英文: QQ) JIJI PRESS 共同通信JLS

<お問い合わせ先>

TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026 担当: 情報・研修部

<http://www.jcr.co.jp>