



News Release

09-D-0903
2009年12月28日

森ヒルズリート投資法人 (証券コード: 3234)

発行登録債予備格付: 「AA-」 (ダブルAマックス)
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」 → 「ネガティブ」
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、以下のとおり発行登録制度に基づく発行予定債券*の予備格付けをしました。また、長期優先債務**等の格付けを見直し据置きとした上で、格付けの見通しを変更しましたのでお知らせします。

* 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。

** 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。

発行体: 森ヒルズリート投資法人

【新規】

(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	2009年11月16日から2年間	AA-

【見通しの変更】

(対象)	(格付)	(見通し)
・長期優先債務	AA-	ネガティブ

【据置】

(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

- 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。
- 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ており、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となっている。他のJ-REITと比較した場合、物件の集中度は高いものの、物件の立地やスペック等の優位性により、テナント退去リスクなど物件集中リスクの顕在化は一定程度抑制されているとみられる。ただ、この物件集中度の水準は、不測のリスク回避という点からはなお改善の余地があると考えられるため、今後については外部成長を通じた低減が望まれる。

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、商業ペーパー等の売買・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
http://www.jcr.co.jp

<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>

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



News Release

- (3) 不動産賃貸市況において、空室率の上昇や賃料水準の低下がみられ、先行きが不透明であるなど、事業環境は未だ厳しい状況にある。本投資法人について、足元の稼働率は低下方向にあるものの、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・運営に底堅いものがあることとみられることから、当面、稼働率が大きく低下する懸念はないと想定される。だが、賃料水準は、稼働率重視を優先課題としたリーシング活動、賃料改定時におけるテナントからの減額要請の増加などを要因として、緩やかに低下する見通しである。今後の賃料水準の本格的な回復には、足元の事業環境からは一定の時間を要するとみられるため、その動向に留意を要する。なお、テナントとの関係では、上場時以降、大口テナントの構成に特段の変化はなく、契約形態において定期建物賃貸借契約が69.1%（09年7月末、賃貸収入月額ベース）を占めており、安定的な関係が継続しているものとみられる。ただ、本投資法人は、大口テナントの1つである都市再生機構から、13年10月28日の賃貸借契約期間満了に伴う解約予告通知を受領しているため、契約満了後の賃貸スキーム等について注視する必要がある。
- (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（09年7月末において53.6%）としている。デット・ファイナンスは、金融機関との良好な取引関係の下、上場時より全額無担保・無保証での調達が実行され、リファイナンスの実績も順調に積み上げている。また、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、09年11月末における有利子負債の長期比率が88.2%、固定金利比率が62.3%と、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。ただ、LTV水準は10年1月末において、依然として比較的高い水準に止まる見通し。そのため、財務構成の健全性、リファイナンスリスクに対する柔軟性等に将来的に制約が加えられる可能性についても勘案し、格付けの見通しをネガティブに変更した。今後、レバレッジコントロールによって、LTV水準が継続的に改善方向を示せるか注視していく。

II. 主要変更点

前回格付け見直し時（08年12月5日、以下前回見直し時）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（09年5月27日付変更）

利害関係者から不動産等を取得する場合の取得上限価額が、「鑑定評価額の110%」から「鑑定評価額（但し、合理的な理由がある場合は鑑定評価額の110%）」に変更された。

III. ポートフォリオの状況

① 物件数、取得価額、ポートフォリオの分散状況

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、資産規模は取得価格総額で約2,016億円（取得価格ベース）となっている。物件の取得先は全て、スポンサーグループ（スポンサーのSPCを含む）である。前回見直し時以降、物件取得の実績はない。

ポートフォリオの分散状況について、上位3物件（赤坂溜池タワー、六本木ヒルズゲートタワー、後楽森ビル）への集中度は50%（取得価格ベース）であり、前回見直し時以降変化はない。物件の立地やスペック等の優位性により、テナント退去リスクなど物件集中リスクの顕在化は一定程度抑制されているとみられる。ただ、この物件集中度の水準は、不測のリスク回避という点からはなお改善の余地があると考えられるため、今後については外部成長を通じた低減が望まれる。

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

<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>

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



News Release

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 1,920 億円となった。この評価額は取得価格総額に対して約 95%、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 項目別構成比の変動

前回見直し時以降の、項目別構成比の変動は以下の通りである（(a)から(d)は 09 年 11 月末、(e)及び(f)は 09 年 7 月末。いずれも取得価格ベース）。

(a) 物件クオリティ別：プレミアム物件の構成比は 91.7%で変動なし

(b) 地域別：港区の構成比は 86.5%で変動なし

(c) 用途別：オフィスビルの構成比は 80.9%で変動なし

(d) 規模別：延床面積 30,000 m²以上の構成比は 69.9%で変動なし

(e) 築年数別：築年数 15 年以上の構成比が上昇（20.5%から 33.9%へ）。なお、平均築年数は 11.7 年から 12.7 年に増加。

(f) ポートフォリオ PML：1.32%で変動なし

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。前回見直し時以降、物件取得・売却の実績がないことから、投資方針と投資実績との乖離はみられない。

③ 稼働率

09 年 10 月末における稼働率は、ポートフォリオ全体で 92.3%（オフィスビル：92.5%、住宅：91.8%）となっており、前年同月比では、ポートフォリオ全体で▲4.0 ポイント、オフィスビルで▲5.6 ポイント、住宅で▲0.9 ポイントと低下している。

オフィスビル賃貸市場において、空室率の上昇や賃料水準の低下がみられ、先行きが不透明であるなど、事業環境が未だ厳しい状況にある中、稼働率低下に関する懸念は残る。だが、本投資法人について、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・運営には底堅いものがあることとみられることから、当面、稼働率が大きく低下する懸念はないと想定される。

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、元来、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と考えられる。加えて、景気の先行きに対する不透明感に伴う需要低迷の影響を受け、稼働率は低下傾向にある。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・ノウハウが下支えとなるとともに、販路やターゲットの拡大を図っており、相応の実績となって現れていることから、今後も一定の稼働率は確保可能とみられる。

いずれにせよ、稼働率低下の兆候が見られた場合における、稼働率維持・向上に向けた PM の対応状況について、引続き注視していく。

④ テナント・賃貸借契約

09 年 7 月末のエンドテナント総数は 257 であり、六本木ヒルズゲートタワーに入居している日本中央競馬会が、構成比 10.2%（賃貸面積ベース）で最大テナントとなっている。また、前回見直し時から賃貸面積上位 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、契約関係は安定した推移をみせている。ただ、これら 3 テナントが占める賃貸面積構成比は約 24%（09 年 7 月末）と、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ため、テナント集中リスクに対する PM の対応には引続

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、商業紙等の売買・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
<http://www.jcr.co.jp>

＜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＞

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



News Release

き留意を要する。また、本投資法人は、大口テナントの1つである都市再生機構から、13年10月28日の賃貸借契約期間満了に伴う解約予告通知を受領しているため、契約満了後の賃貸スキーム等について注視する必要がある。

賃貸借契約形態について、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）が着実に高まっており、09年7月末には約69%に達している。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ため、今後も、賃料改定状況と合わせ、賃貸借契約形態の動向に注目している。

⑤ 権利関係

保有物件の所有形態は、全て区分所有あるいは共有となっている（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た場合、区分所有物件あるいは共有物件については、他の権利者との関係を踏まえ、換金性・流動性等に留意が必要とされる。ただ、本投資法人の場合、保有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、賃貸事業運営上もこうした物件のマネジメントに関する実績及びノウハウを、スポンサーとの協働関係によって実現していくものと考えられる。この点を勘案し、一般論としては、権利関係に関す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、本投資法人と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考えている。

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（09年7月末において53.6%）としている。デット・ファイナンスは、金融機関との良好な取引関係の下、上場時より全額無担保・無保証での調達の実行され、リファイナンスの実績も順調に積み上げている。また、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、09年11月末における有利子負債の長期比率が88.2%、固定金利比率が62.3%と、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。ただ、LTV水準は10年1月末において、依然として比較的高い水準に止まる見通し。そのため、財務構成の健全性、リファイナンスリスクに対する柔軟性等に将来的に制約が加えられる可能性についても勘案し、格付けの見通しをネガティブに変更した。今後、レバレッジコントロールによって、LTV水準が継続的に改善方向を示せるか注視していく。

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
事業格付部
シニアアナリスト 松田 信康

本件の格付けにおいて使用した主な格付手法は「日本版不動産投資信託（J-REIT）格付けの視点」（公表日：04年4月1日）及び「不動産」（最終更新日：07年5月11日）であり、JCRウェブサイト（<http://www.jcr.co.jp/>）のストラクチャード・ファイナンスのページで閲覧可能である。

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

<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>

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