

## アナリスト

宮川 淳子  
東京  
電話03-4550-8704  
junko\_miyakawa@standardandpoors.com

井澤 朗子  
東京  
電話03-4550-8674  
roko\_izawa@standardandpoors.com

エリザベス・キャンベル  
ニューヨーク  
電話(1)212-438-2415  
elizabeth\_cambell@standardandpoors.com

## 福岡リート投資法人

### 格付け

A- 長期会社格付け

A-2 短期会社格付け

アウトルック：安定的

### 格付け根拠

スタンダード&プアーズは9月20日、福岡リート投資法人（福岡リート）に上記の通り格付けを付与した。アウトルックは「安定的」である。

格付けは、以下の要因に基づく。

#### 強み：

- ❖ 日本の不動産投資信託（J-REIT）の保守的な構造的特性
- ❖ 九州における安定した事業基盤
- ❖ スポンサーによるパイプライン・サポートで、今後数年は資産規模の拡大が続き、外部成長戦略の達成見込みが高いこと
- ❖ 安定的なキャッシュフローを創出する不動産ポートフォリオの競争力の高さ

#### 懸念事項：

- ❖ ポートフォリオの構成物件数が6件と少なく、一部の物件や上位テナントへの集中リスクがあること
- ❖ 物件供給やポートフォリオの維持管理において、福岡地所グループへの依存度が高いこと

### アウトルック

アウトルックは「安定的」である。1) 資産の質が良好で、今後数年も安定した賃貸収入と収益性が維持できると考えられる、2) 資産規模の拡大が今後数年続いても、

保守的な財務体質を維持する見通しである一などのプラス要因と、一部物件や上位テナントへの集中リスクなどのマイナス要因が均衡している。ポートフォリオの拡大期に有利子負債比率が一時的に上昇した場合でも、適切なレバレッジ・コントロールを行うことができると考えられる。

上記会社格付けは、投資法人が債務を履行する総合的な能力（信用度）についての現時点での評価を示すものであり、債務の期日が到来した際、その債務を履行する債務者の能力と意思に焦点を当てたものである。したがってこの評価は特定の債務に対するものではなく、またスタンダード&プアーズが投資法人の発行する投資口や投資法人債の売買を推奨するものではない。本レポートは、2005年12月2日時点でスタンダード&プアーズが入手している情報に基づくものである。本文中の会社格付けは「長期／アウトルック／短期」で表示。「N. R.」は格付けなし。

## 格付け分析

### 格付け手法

スタンダード&プアーズはJ-REITの格付け手法について「不動産投資信託（J-REIT）に対する格付け方針」（2001年5月）を公表している。本件格付けに際しても、同方針に基づいた分析を行っている。

### J-REITの位置付け

2000年11月の投資信託法の改正によって、新たに設立される投資法人は、設立・運営にあたってさまざまな法的規制を受ける。その業務範囲は主に、安定的なキャッシュフローを生み出している不動産の取得と運用に限定され、その他の業務を営むことは一切禁止されており、また高いレベルの情報開示が求められる。投資法人はすべての業務を外部に委託することが義務付けられており、自社利用を目的とした資産の保有や従業員の雇用もできない。

スタンダード&プアーズでは、投資法人の実態は証券化案件などで用いられる特別目的会社（Special Purpose Company、SPC）に近いと判断している。そのため、一般の事業会社（例えば不動産会社）に比べて、事業の透明性とリスクの予見性が高いと考えられる。

また、米国のREITや豪州のLPTと比べた場合、現状、法律上の解釈から、投資法人が開発案件に投資することが難しいとされている点は大きく異なる。開発案件は、新たな収益機会を創出する一方で、建設リスクや工事の完工リスクといった開発案件特有のリスクをもたらすので、その分、投資法人の事業リスクの予見性が低くなると考えられる。

## 事業内容の分析

### 事業基盤・市場地位

福岡リートは2004年7月に設立され、2005年6月に東京証券取引所（東証）および福岡証券取引所に上場している。同投資法人は国内初の地域特化型REITであり、福岡都市圏・その他九州地域の資産のみを投資対象としている。資産運用会社である株式会社福岡リアルティのスポンサー企業は、福岡地所株式会社（N. R.）、九州電力株式会社（AA－／安定的／－）、ロイヤル株式会社（N. R.）、株式会社福岡銀行（A－／安定的／－）、株式会社西日本シティ銀行（N. R.）、西日本鉄道株式会社（N. R.）、西部瓦斯株式会社（N. R.）、株式会社九電工（N. R.）である。福岡地所は、福岡リアルティホールディングス（福岡リートの投資口を保有するための特別目的会社）の出資分21.7%と同社出

資分0.27%の合計21.97%を福岡リートに出資していると同時に、福岡リアルティの株式58%を保有している。

スポンサー企業は形式上、福岡リートの経営と直接的な関係はないものの、人材や不動産ノウハウの提供、資金調達をサポートなどを通じて、実質的にその業務運営に深く関わっており、福岡リートの信用力を評価する際にその存在を無視することはできない。スタンダード&プアーズは、スポンサー会社の不動産運営能力、信用力、投資法人へのコミットメントなどを総合的に評価し、福岡リートの格付けに反映している。

スポンサー	福岡リート投資法人 出資比率	スポンサー	福岡リアルティ 出資比率
福岡リアルティホールディングス	21.7%	福岡地所	58.0%
日本トラスティ・サービス信託銀行	5.6%	九州電力	10.0%
その他	72.7%	その他	32.0%
合計	100.0%	合計	100.0%

## ポートフォリオ不動産の質

2005年9月末時点で、福岡リートのポートフォリオは九州地域の3つの商業施設と3つのオフィスビルで構成されており、同地域で非常に競争力の高い物件に集中的に投資している。6物件の総賃貸可能面積は25万9,236平方メートル、テナント数は186。物件数は少ないが、各物件の資産規模は比較的大きい。ポートフォリオ総額は、取得価格ベースで845.3億円、鑑定評価額ベースで857.6億円。6物件の内訳は、九州最大の都市型複合商業施設「キャナルシティ博多」（福岡市）、郊外型ショッピングモールの「パークプレイス大分」（大分市）と「サンリブシティ小倉」（北九州市）、福岡市にある3件のオフィスビル（呉服町ビジネスセンター、キャナルシティ・ビジネスセンタービル、サニックス博多ビル）である。

### 築年数・不動産の管理状態

6物件の平均築年数は6年4カ月と、他のJ-REITと比較すると極めて築浅で、各物件のメンテナンス状況は良好である。キャナルシティ関連の2物件（キャナルシティ博多とキャナルシティ・ビジネスセンタービル）は築9年超と本ポートフォリオの中ではやや古いが、その他の物件は5年未満である。また、全物件が1981年の建築基準法施行令の改正・施行（新耐震基準）以降の建築で、必要な修繕・設備更新がなされており、管理状態は良好である。

### 稼働率・賃料水準

2005年9月末現在の6物件の平均稼働率は約99.8%と、ほぼ満室を達成している。この稼働率が市場賃料およびテナント売上高に見合った水準において達成されていることが肝要である。スタンダード&プアーズが福岡リートのテナントとの成約賃料を物件ごとにレント・ロールで確認したところ、賃料水準は周辺相場に見合ったものであった。日本の賃貸借契約は2年契約が一般的で、テナントは6カ月の事前通告でいつでも退去できる。したがって、長期固定賃料契約が一般的な欧米の不動産市場に比べて、経済情勢によって賃料が下落する危険性は総じて高い。しかし、福岡リートの場合、市場水準に見合った賃料で長期契約比率が高いことから、他のJ-REITと比べても高稼働率を達成しており、かかるリスクは限定的と判断される。これらのパフォーマンスの高さは主に、1) 物件の質の高さ、2) 福岡リアルティおよびプロパティ・マネジャーのリーシング能力に起因していると考えられる。

## 不動産の権利関係

6 物件のうち、キャナルシティの 2 物件は区分所有で、残る 4 物件については完全所有権を有する。区分所有や共有所有物件については、第三者の所有権が介在することから、一般に市場での流通性が劣ると考えられ、ポートフォリオに占める割合は低い方が望ましい。ただし、区分所有の 2 物件の非所有部分については福岡リートが優先交渉権を持っており、将来、優先的に買い増す可能性が高い。

## ポートフォリオの分散度とキャッシュフローの安定性

福岡リーートのポートフォリオの物件数は 6 件とまだ少なく、所在地も九州地域に限定しており、分散度は高くない。地理的な投資対象エリアは、福岡都市圏 60 - 90%、その他九州地域（沖縄県および山口県を含む）10 - 30%、その他 0 - 10%である。しかし、九州地域は文化や産業が多様な 7 つの県から成り、その GDP 規模はオランダやオーストラリアに相当する。このような九州地域経済の規模および分散度に鑑みると、福岡都市圏やその他九州地域への資産集中は現状、大きなリスク要因とは見なされない。福岡都市圏は都市圏人口で国内第 4 位であり、15 - 24 歳の若年齢層人口の堅調な伸びに牽引され、少なくとも今後 5 - 10 年は成長が続くと予想される。このため、ポートフォリオのキャッシュフローの安定性は今後も維持可能とみている。

## 物件タイプ・地理的分散

福岡リーートの投資対象は商業施設、オフィスビル、その他不動産であり、ポートフォリオの物件構成比率は、商業施設が 60 - 80%、オフィスビルが 20 - 40%、その他不動産（ホテル、住居、物流施設、公共施設等）が 0 - 20%をめぐしている。2005 年 9 月末時点の取得価格ベースの物件構成比は、商業施設 64.3%、オフィスビル 35.7%で、目標の範囲内にほぼ収まっている。今後も目標水準を維持できると予想している。

## テナント構成

不動産ポートフォリオは 186 のテナントに分散されているが、上位 5 テナント（サンリブ、ジャスコ、ケーゼデンキ、ワシントンホテル、スポーツオーソリティ）合計で総賃貸面積の約 60%を占めており、上位テナントへの集中度が高い。ただし、賃貸収入の集中度合いは、他の J-REIT が新規に格付けを付与された時点とほぼ同程度であり、今後ポートフォリオの拡大に伴って集中度は低下すると予想される。

加えて、2005 年 8 月期の賃貸事業収入合計の 40%をキャナルシティ博多が占めるなど、特定資産への集中リスクもある。しかしながら、同物件は九州最大かつ集客力の高い複合商業施設で、国内外からの来客数も多い。福岡リート所有部分だけでもテナント数が 25 に上り、資産集中リスクは幾分軽減されている。キャナルシティ博多は、商業施設、ホテル、シネマコンプレックスなど、相互に業況に影響はあるものの、異なる資産タイプの物件で構成されている。

## 保険・地震リスク

地震によるポートフォリオ物件の予想最大損失率（PML）は、現在のところ、4.0 - 14.5%の範囲に収まっており、リスクは限定的と考えられる。加えて、再調達価格、個別 PML などを勘案し、全保有物件について地震保険を付保している。

## スタンダード&プアーズの不動産査定価額

スタンダード&プアーズは、ポートフォリオの全6物件を実査のうえ、キャッシュフローおよび物件価額を個別に査定した。その結果、スタンダード&プアーズの査定価額は約823億円となった。不動産価額を査定する目的は、投資法人が不動産を適正な価格で購入できているかどうか確認することである。スタンダード&プアーズの査定価額は、福岡リートの取得価額の97%、鑑定評価額の96%で、乖離幅は3-4%程度に収まっており、福岡リートは妥当な価格で不動産を購入したと判断される。

## 事業戦略と経営方針

### 投資戦略

福岡リートは以下の投資戦略のもと、九州地方に特化した競争力と質の高い商業施設およびオフィスビルに分散投資していく方針である。

### 内部成長戦略

商業施設を主体とするポートフォリオの特性を生かし、1) 空スペースを利用した「増床」やリニューアル、2) 百貨店や郊外ショッピングセンターとは異なるポジショニングを生かした新規テナントの誘致ーなどを通じて増収を図っている。

### 外部成長戦略

福岡リートはやや積極的なペースでポートフォリオの物件数を増やし、資産規模は2005年9月末現在の約850億円から2008年末までに1,600億円にすることを目標としている。これは年率23%程度の成長率で、他のJ-REITとほぼ同程度で、現実的な目標とみている。目標達成までの投資対象は現在のものと変わらない予定である。1) 物件取得にかかる日常の情報量・情報ルートが充実している、2) スポンサーの強固な支援体制が期待できる(福岡地所、福岡リート、福岡リアルティ間の「パイプライン・サポートに関する覚書」がある)、3) 九州地方の商業施設が主な投資対象であることから、同業他社との競争が限定的であるーことなどから、外部成長戦略の実現可能性は高いとみている。

外部成長が積極的すぎると、「物件取得→借り入れ→増資」といった一連の作業(レバレッジ・コントロール)がより困難になり、負債比率(レバレッジ)のボラティリティーが高まり、財務リスクが顕在化する恐れがあるが、福岡リートの目標水準は適度であると考えている。

### 不動産管理体制

ポートフォリオの6物件の物件管理とテナント・リーシングは、スポンサーやその関連会社が物件のプロパティ・マネジャーを受託しており、利益相反が懸念される。対策として、プロパティ・マネジャーの評価システム(PM評価システム)を導入、プロパティ・マネジャーの選定、評価基準の透明化を図っている。PM報酬額については、物件別の継続開示と、パフォーマンスを基準としたインセンティブ・フィー方式を採用しており、投資家と外部委託者の経済的利害が一致するような構造になっている。

かかる評価システムの導入によって、プロパティ・マネジメントの質の向上と、プロパティ・マネジメント費のさらなる削減をめざしている。

### 利益相反に対する対応

投資法人はすべての業務を第三者に委託しなくてはならないため、利益相反の問題が起こりやすい。これに対応すべく、福岡リートは、利益相反が顕在化しないためのシステムを導入している。例えば、利害関係人から物件を取得する場合は、1) 不動産鑑定評価額以下での取得価格とする、2) 投資運用委員会において委員長を含む4分の3以上の委員が出席し、その4分の3以上の賛成をもって決議した上で、コンプライアンス部長および社外の独立した専門家2名（弁護士および不動産鑑定士）を含めたコンプライアンス評価委員会で過半数の委員の参加と参加委員全員による決議を行うーなどの第三者による「チェック・アンド・バランス」を確保する仕組みになっている。

## 財務内容の分析

スタンダード&プアーズは、福岡リートから入手した財務データをベースに有利子負債比率とローン・トゥ・バリュー・レシオ（Loan to Value Ratio、LTV 比率）を算出し、レバレッジと資本構成の健全性をチェックした。有利子負債比率が投資法人の財務諸表をベースとした簿価ベースの比率であるのに対し、LTV 比率はスタンダード&プアーズ査定価額ベースとなっている。

### 【参考】

#### 有利子負債比率

＝有利子負債（長期借り入れ＋短期借り入れ＋投資法人債＋保証金）／ 資本総額（有利子負債＋株主資本）

#### LTV 比率

＝有利子負債（長期借り入れ＋短期借り入れ＋投資法人債＋保証金）／ （S&Pのポートフォリオ査定価額 － 敷金残高）

LTV 比率は分母にスタンダード&プアーズが直接還元法によって査定した不動産価額を用いるため、時価ベースの比率となる。敷金を控除しているのは、投資法人の場合、不動産証券化案件と異なり、テナントから預かった敷金が全額現金で留保されているとは限らないからである。反対に、敷金を全額現金で留保している場合は控除する必要がない。福岡リートの場合、敷金債務は留保されていないので控除している。

## 財務戦略

財務戦略は比較的保守的である。福岡リートの経営陣は、投資法人の有利子負債比率の平均水準を35－45%の保守的な水準で維持するとしている。同社は物件の取得状況にあわせて、機動的に増資を行い、レバレッジの水準を安定させていく方針であり、同社の現実的な成長ペースも考慮すると、レバレッジが前述の範囲で維持される可能性は高いと考えられる。

## 収益性

第2期（2004年9月－2005年8月期）決算は、上場直後に購入した1物件と取得済み4物件の合計5物件をもとにすると、不動産賃貸収益（Effective Gross Income、EGI）が58億円、不動産賃貸純収益（Net Operating Income、NOI）が38億円、当期純利益が17億円であった。投資口1口当たりの分配金は19,014円であった。第3期（2005年9月－2006年2月期）決算については、現状保有不動産をもとに、EGIが39億円、当期純利益が15億円、投資口1口当たりの分配金は16,700円を、同投資法人は見込んでいる。期末データをもとに算定した第2期のROAは4%、ROEは6.9%（いずれも年率）と、福岡リートのポートフォリオの収益性は同業他社と比べても適度である。同投資法人の保守的な成長戦略や投資方針を考慮すると、今後数年も収益性は安定的に推移すると見込まれる。

## 資本構成

福岡リートの資本構成は保守的で、有利子負債比率（保証金を有利子負債に含む）の目標は30－40%（LTV比率で概ね37－47%に相当）、最大でも45%としている。2005年8月期末の同比率は36%、LTV比率は41%であった。資産規模の拡大で資金需要は増える見通しだが、成長速度は現実的であり、今後数年は同比率を目標の範囲内に収めることができるとみられる。2005年8月期末の有利子負債はすべて有担保であったが、同年9月には短期借入金37億円を無担保で調達しており、今後の追加的な資金調達においては有担保比率を低下させていくだろう。

## キャッシュフロー・プロテクション

質の高いポートフォリオと平均を上回る物件稼働率により安定した賃料収入がもたらされていることから、キャッシュフロー創出力は安定している。ストレス金利6%を適用して計算したところ、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（Debt Service Coverage Ratio、DSCR）は平均で1.9－2.8倍を維持できるとみられる。また、現在の資金調達コストをベースにしたEBITDAインタレスト・カバレッジは11－15倍と適度な水準が見込まれる。保証金債務返済の総額は毎年異なるため、カバレッジ・レシオの変動がやや大きくなる。しかしながら、実質金利を適用し、保証金債務（元本および利払い）を固定費用として含むDSCRでは、最低12倍以上を維持できる見込みである。

## 財務の柔軟性

福岡リートの現在の手元流動性は適度な水準であり、長期・短期の資金調達力は目先の借入金返済およびポートフォリオ拡大を考える上で懸念材料ではない。2005年8月末時点で36億円の現預金残高と30億円のコミットメント・ライン（ただし、同年10月7日現在の未使用額は20億円）を有し、敷金および保証金債務を含む当面の営業資金の支払いに懸念はない。国内の12－13の金融機関（主に九州の地銀）と取引関係があり、財務の柔軟性は適度である。

## (参考) 上位不動産の概要とスタンダード&プアーズの査定価額

### キャナルシティ博多

福岡県福岡市博多区住吉1丁目2番22号

1996年4月竣工、地下2階・地上13階建てのホテル・遊技場・映画館・店舗を備える複合ビル  
JRと地下鉄の「博多」駅から徒歩10分、福岡空港から車で15分

所有形態： 区分所有権

取得価額： 32,000百万円

鑑定評価額： 32,100百万円

スタンダード&プアーズ査定価額： 31,645百万円

賃貸可能面積： 47,909.64 m<sup>2</sup>

入居率： 99.9% (2005年9月末現在)

上位テナント業種： ホテル、アパレル、映画館、飲食

スタンダード&プアーズ所見：

福岡市の中心である博多駅から徒歩圏内で、施設全体で年間1,400万人超の来場者（レジ客数）を迎える九州最大の複合商業施設。付近には天神などの商業地域があるが、アパレル・飲食・映画館・劇場など広範な顧客ニーズに対応できる施設はなく、競合は限定的である。六本木ヒルズなどの設計で著名な建築家ジョン・ジャーディ氏による建物外観は意匠を凝らしたデザインで、やや高級志向の若年層からファミリー層をターゲットとするテナントから安定的な需要が見込めと考えられる。

### パークプレイス大分

大分県大分市公園通り西2丁目1番

2002年4月竣工、地上4階建ての複合商業施設

大分市の中心部から約7キロメートル南下、車で15分程度

所有形態： 完全所有権

取得価額： 15,700百万円

鑑定評価額： 16,600百万円

スタンダード&プアーズ査定価額： 15,290百万円

賃貸可能面積： 100,664.83 m<sup>2</sup>

入居率： 99.9% (2005年9月末現在)

上位テナント業種： 総合スーパー、家電、映画館、アパレル、飲食

スタンダード&プアーズ所見：

大分県スポーツ公園に隣接するニュータウンに立地。周辺5キロメートル圏の人口は15万人弱で、商圏人口は少ない。しかし、1)年間来場者（レジ客数）は950万人にのぼる、2)東芝とキャノンの大型工場に近く比較的富裕層向け住宅分譲も同商圏内で進んでおり、人口増が見込まれる、3)コンセプトや顧客ターゲットが類似した競合施設が同商圏内にないことなどから、安定的な来場者数を維持できるであろう。キャナルシティ博多と同じくジョン・ジャーディ氏が設計したモダンな建物外観に加え、地域特性を生かした施設内イベントを頻繁に行うことで、高い集客力を上げている。キーテナントであるイオン（A- / 安定的 / --）とギガスケーズデンキ（N.R.）とは20年の賃貸借契約を結んでおり、契約残存年数は17年と長い。

スタンダード&プアーズ（ザ・マグロウヒル・カンパニーズの一部分）より発行 ©2005 ザ・マグロウヒル・カンパニーズ  
本誌の無断転写・複製を禁じます。ザ・マグロウヒル・カンパニーズ 会長兼社長－ハロルド・W・マグロウⅢ  
本社－1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A.  
スタンダード&プアーズ：55 Water Street, New York, NY, 10041, U.S.A.  
スタンダード&プアーズ東京：東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル28階

スタンダード&プアーズ・レーティング・サービスズが提供する分析サービスは、格付け意見の独立性と客観性を保つために、他の機関から分離・独立して行われています。格付けは意見であり、事実を表明するものではなく、また、証券の取得・保持・売却を推奨するものではありません。スタンダード&プアーズは、格付け作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

サンティアゴ

サンパウロ

サンフランシスコ

シカゴ

シンガポール

ストックホルム

ダラス

東京

トロント

ニューヨーク

パリ

ブエノス・アイレス

フランクフルト

ボストン

香港

マドリッド

メキシコ・シティ

メルボルン

モスクワ

ロンドン

ワシントン D. C.