

ストラクチャード・ファイナンス格付け

2004年9月28日

お問い合わせ先：

大室友良、東京 電話 03-3593-8584

井澤朗子、東京 電話 03-3593-8674

依田真美、東京 電話 03-3593-8701

田辺敏子(メディア・コンタクト)、東京 電話 03-3593-8411

プレスルーム(電子メールによる配信、送信トラブル)

電話 03-3593-8411 Fax 03-3593-8740

電子メール tokyo_pressroom@standardandpoors.com

日本語ウェブサイト <http://www.standardandpoors.co.jp>

**S&P、商業施設 J-REIT へ初の格付け
日本リテールファンド投資法人を「A+」に格付け**

新規格付け

A+ 長期会社格付け

A-1 短期会社格付け

アウトルック：安定的

(2004年9月28日、東京=S&P)スタンダード&プアーズは本日、日本リテールファンド投資法人(JRF)を上記の通り格付けした。アウトルックは「安定的」である。スタンダード&プアーズが公表しているJ-REIT格付けとしては、ジャパンリアルエステイト投資法人「A+/安定的/A-1」、日本ビルファンド投資法人「A/安定的/A-1」、日本プライムリアルティ投資法人「A-/安定的/A-2」、野村不動産オフィスファンド投資法人「A/安定的/A-1」に続いて5社目となる。商業施設に特化したJ-REITでは初の格付け付与となる。

格付けにはJRFの強い事業地位と、保守的な財務内容を反映している。JRFは商業施設で構成される質の高い不動産ポートフォリオと設立スポンサーの高い不動産運用能力を背景に、不動産投資信託市場(J-REIT)で上位3番目の規模を持つ(取得価額ベース)。保守的な資本構成と比較的高い収益性を支えに、高い流動性を維持している。一方で、J-REIT市場がまだ発足間もないこと、ポートフォリオ物件数が20物件と比較的限られており、一部テナントや物件に対する集中リスクがあることなどはマイナス要因として反映している。また、格付けにはJ-REITの構造的な特性も織り込んでいる。たとえば、投資家保護を強く意識して、不動産開発事業などリスクの高い事業の追求が実質的に禁じられていることなどは、スタンダード&プアーズが格付けしている海外のREITには見られない特徴の1つである。

JRFは2001年9月に設立、2002年3月に東京証券取引所に上場された。現在、14社ある上場J-REITのうち、資産規模で上位3番目。投資対象を商業施設に特化した最初のJ-REITである。スポンサー企業は、三菱商事(A-/安定的/A-2)とUBS AG(AA/安定的/A-1+)であり、JRFへの出資比率は合わせて約5.0%である。両社はJRFのアセットマネジメント会社である三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社にも100%出資している。

2004年8月末現在、JRFのポートフォリオは全国に立地する20棟の商業施設で構成される。これら20棟の総賃貸可能面積は24万7,577坪、テナント数は308。ポートフォリオ総額は、スタンダード&プ

アーズの査定ベースで約 1,825 億円（総鑑定評価額の約 97%、総取得価格の約 98%）。20 棟の商業施設のうち 13 棟は郊外型商業施設で、イトーヨーカ堂（AA / 安定的 / A-1+）とイオン（A - / 安定的 / --）がアンカー・テナントとして入居している。残りの 7 棟は都市型の商業施設で、うち 1 棟は東急ハンズ（格付けなし）がシングル・テナントとして入居し、6 棟は複数のテナントが入居している。約 43%が東京とその周辺の関東圏、約 57%が地方都市（札幌、仙台、愛知、大阪、奈良、福岡）の物件である。東京都心を中心とする関東圏への地理的集中が見られるが、政治・経済が関東圏へ集中しており、不動産市場の規模と流動性も東京が抜きん出ていることを考慮すると、このこと自体直ちにリスク要因にはならないと考えられる。東京の各物件の地震による予想最大損失率は 0.8 - 14.8%であることから、地震リスクも総じて限定的と考えられる。ポートフォリオの平均築年数は約 6.5 年と浅く、物件の商業施設としての立地条件は総じて優れている。各物件のメンテナンス状況は良好で、最近の消費者の嗜好に合わせて改装された物件が多い。ポートフォリオの入居率は安定的に高い（2004 年 8 月末現在でほぼ 100%）うえ、賃料水準はサブマーケットの相場や各物件の売り上げ規模に照らして妥当な水準と考えられることから、賃料の下落リスクは短期的には限定的とみられる。

イトーヨーカ堂とイオングループがポートフォリオの年間総賃料に占める割合は合計で約 50%と高く、テナントの集中リスクがある。しかし、両社は日本の小売業者として優れた競争力を持ち、高い信用力を維持していることから、現状は特段の懸念要因になっていない。また評価額が最大の物件「奈良ファミリー」がポートフォリオ総額の 16.8%を占めているが、当該物件の売上高、月坪効率は高く、奈良県下で直接競合する物件は限られていることから、比較的安定した賃料収入が見込まれる。また、こうした集中リスクは、JRF が今後不動産を取得していく過程で、次第に低下していくと考えられる。JRF は 2007 年 3 月までに総資産額を 4,000 億円まで拡大することを戦略として掲げており、そのペースはやや積極的と言える。ポートフォリオの地理的構成は東京とその周辺の関東圏 40 - 60%、残りを地方都市に維持し、物件タイプも引き続き商業施設に限定する方針である。

JRF は、保証金債務考慮後の有利子負債比率（レバレッジ）を 40%台の保守的な水準で維持している。物件の取得状況に合わせて、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る。JRF が 2003 年 3 月と 2004 年 3 月に実施した公募増資はレバレッジ・コントロールが効果的に実施された実績として評価できる。ポートフォリオの賃料収入は安定的で、キャッシュフロー創出力は強い。デット・サービス・カバレッジ・レシオ（DSCR）は、スタンダード&プアーズがストレス金利 6%で試算したところ、平均して 3 倍以上を維持可能とみられる。実際の資金調達コストをベースにした EBITDA インタレスト・カバレッジは約 12 倍以上が見込まれる。毎年の保証金債務の返済額は一定ではなく、年度ごとにカバレッジが変動する要因となるが、実際の資金調達コストに保証金債務の返済額を加算して計算した DSCR でも 2.5 倍以上を維持できる見通しであることから、大きな懸念要因にはなっていない。

JRF の手元流動性、長・短期の資金調達力はともに高く、目先の借入金返済に懸念はない。また、配当後の内部留保金は物件の維持・修繕に必要な資本的支出を十分賄える水準にある（2004 年 8 月末から向こう 12 カ月で約 36 億円の内部留保を見込む）。2004 年 7 月末現在で約 68 億円の現預金残高を有し、敷金・保証金債務の返済を含む当座の営業資金の支払いに懸念はない。複数の国内主要金融機関と良好な取引関係を構築していることを考慮すると、十分な財務の柔軟性を維持可能とみられる。ただし、ネットベースの営業収入の 50%以上が銀行借入れと保証金債務の担保として供せられていることに鑑み、JRF が今後発行する長期無担保債には長期会社格付けより 1 ノッチ（1 段階）低い格付けを付与することになる。

アウトルックは「安定的」である。JRF は、質の高いポートフォリオ資産をベースに、安定した収益を上げていくとみられる。また、同投資法人が資産の取得とポートフォリオの拡大を追求していく過程に

においても、設立スポンサーの支援により、保守的な財務内容を維持していくと考えられる。格付けには、ポートフォリオの拡大期を通じて同投資法人のレバレッジが変動する可能性があることをすでに織り込んでいる。ただし、レバレッジの変動は先述したような範囲にとどまろう。

スタンダード&プアーズは、マグローヒル・カンパニーズの一部門であり、完全に分離・独立した経営体制に基づき、世界の金融市場に対して金融情報、信用リスク分析および格付けサービスを提供している。当社の提供する数多くの商品には、世界の主要株価指標である S&P Global1200、米国の主要株価指数である S&P500、日本および海外の投資家の投資指標となる S&PJapan500、22 万本以上の有価証券およびファンドの格付けなどがある。現在、世界 20 カ所の拠点で総勢 5,000 名以上のスタッフを擁する。詳細は当社ウェブサイト(www.standardandpoors.co.jp)まで。

マグローヒル・カンパニーズは、スタンダード&プアーズ、ビジネスウィーク、マグローヒル・エデュケーションなどを通じて、金融サービス、教育、ビジネスに関する情報を提供する、国際的な情報サービス企業である。世界 40 カ国に 280 カ所以上の拠点を有しており、2003 年の売上高は約 48 億ドルにのぼる。詳細はウェブサイト(www.mcgraw-hill.com)まで。