

ストラクチャード・ファイナンス格付け

2005年9月6日

お問い合わせ先：

依田真美、東京 電話 03-4550-8730

井澤朗子、東京 電話 03-4550-8674

田辺敏子(メディア・コンタクト)、東京 電話 03-4550-8411

プレスルーム(電子メールによる配信、送信トラブル)

電話 03-4550-8411 Fax 03-4550-8740

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、東急リアル・エステート投資法人を「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

*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

(2005年9月6日、東京=S&P)スタンダード&プアーズは本日、東急リアル・エステート投資法人(以下「東急リート」)を、上記の通り格付けした。長期会社格付けに対するアウトルックは「安定的」である。

当該格付けは、東急リーートの現在の比較的高い事業地位と保守的な財務方針を反映している。同投資法人は現在、取得価格ベースでは国内不動産投資信託(J-REIT)中、7番目である。不動産ポートフォリオは、比較的新しく賃貸状況の良好なオフィスビルや商業施設17件で構成されている。東急リートは現在、スポンサーの不動産運用能力、および鉄道、流通、ホテル事業におけるブランド力を強みに、予想利回りは低いものの、非常に質の高いオフィスビルや商業資産に特化したビジネスモデルを追及している。同投資法人は、保守的な資本・負債構成および比較的高い財務の柔軟性を有している。ただし、このような強みは、特定のテナントや物件への集中リスク、成長過程において高い資産の質を常に維持する能力、他のJ-REITに比べて比較的低い収益性指標などが懸念材料となり、一部相殺されている。

当該格付けには、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及を実質的に禁じているなど、スタンダード&プアーズが格付けを付与している海外のREIT各社には見られないJ-REITの構造的特性も織り込まれている。

東急リートは2003年6月の設立で、同年9月には東京証券取引所に上場した。現在J-REIT22社が上場しているが、東急リートは資産規模(取得額ベース)で7番目に位置する。スポンサー企業は、東京急行電鉄株式会社(BB+/安定的/--)と東急不動産株式会社(N.R.)である。両社は同投資法人に合わせて6.9%出資しており、加えて資産運用会社である東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント株式会社を100%保有している。スポンサー企業が1コングロマリットであることにより、REITの成長力が限定されることはないスタンダード&プアーズでは考えている。実際、これまでにおいても、東急リートの場合、取得物件の過半数(54%)は第三者からの取得で、残り46%をスポンサー企業から取得している。

2005年8月現在、東急リートのポートフォリオは、主に東京都心と東急沿線地域に立地する17件の物件で構成されている。17物件の総賃貸可能面積は5万4,179坪、テナント数は125である。ポートフォリオ総額は、取得価格ベースで1,578億円、鑑定評価額ベースで1,613.5億円である。17物件の内訳は、りそな・マルハビル（東京都千代田区大手町）と世田谷ビジネススクエア（同世田谷区用賀）といった大型ビルを含むオフィスビルが8件、商業施設が9件（店舗ビル8件、ショッピングモール1件）である。店舗ビルには、東京都渋谷区のPICASSO 347、QFRONT（キューフロント）、Tokyu REIT 表参道スクエア、同港区のレキシントン青山など、渋谷、表参道・青山地区で競争力のある物件が含まれている。ビーコンヒルプラザ（神奈川県横浜市）は成長地域に立地し、小売り大手の株式会社イトーヨーカ堂（AA/A-1+）が中心テナントとなっている。ポートフォリオ資産の質の高さを反映して、ポートフォリオの加重平均ネットキャッシュフロー・キャップレートはスタンダード&プアーズの査定では5.36%と、スタンダード&プアーズが格付けを付与しているJ-REITの中でも最も低い。

東急リートの戦略では、オフィスビル60%、商業施設40%を、物件構成比率の目標としている。現在の構成比率は約50%対50%で、長期的には目標に沿ったものとなる見込みである。ポートフォリオの地理的分散については、85%以上を東京都心部と東急線沿線地域にすることを目標としている。現在、約94%が目標地域に投資されている。東京への資産集中が見られるが、東京は国内の政治・経済の中心であり、東京の不動産市場は国内で最も規模が大きく流通性も高いことから、スタンダード&プアーズは、格付け上の懸念材料とは考えていない。

地震リスクに関しては、地震によるポートフォリオ物件の予想最大損失率（PML）は5.0 - 15.8%の範囲に収まっており、リスクは総じて限定的と考えられる。ポートフォリオ物件の平均築年数は13.2年と比較的浅い。大半の物件は立地条件に優れ管理状態も良好で、東急リートが物件を取得する前に、最近のテナントニーズに見合う仕様に改装されている。2005年7月末現在の平均稼働率は99.1%と高く、賃料はサブマーケットの水準とテナント売上高に見合っている。賃料の下落リスクは短期的には限定的と考えられる。

2005年4月現在、マルハ株式会社（N.R.）がポートフォリオの年間賃貸収入の10.0%を占め、テナント集中リスクがある。りそな・マルハビルは、テナントの需要が堅調で、過去の空室率も低く、東京都心部でも競争力の高い物件であるため、賃貸収入の集中度も幾分軽減されている。ポートフォリオ総額に占める各物件の比率をみると、PICASSO 347が15.5%、りそな・マルハビルが14.7%、世田谷ビジネススクエアが14.2%、QFRONT（キューフロント）が9.6%と、ある程度の資産集中リスクがある。しかしながら、この資産集中リスクは、これらのビルの入居率の高さ、安定的なキャッシュフロー、サブマーケットで競争力を有することなどで相殺されている。東急リートが今後、新たな物件を取得するのに伴い、特定のテナントや資産への集中リスクは長期的には緩やかに減少するとみられる。

東急リートは、比較的高い資産の質を維持しつつ、やや積極的なペースでポートフォリオの物件数を増やす方針である。2007年1月までに資産規模2,000億円を達成することを目標としており、そのペースは他のJ-REITとほぼ同じである。東急リートはかかる目標達成まで、ポートフォリオの地理的構成比は東京都心部と東急沿線地域で85%以上を維持し、物件の構成比率もオフィスビル60%、商業施設40%を維持する方針である。

東急リートの経営陣は、ローン・トゥ・バリュース比率（LTV比率）の平均水準を35 - 45%、最大でも50%（イトーヨーカ堂に対するビーコンヒルプラザの保証金を含む）の保守的な水準を維持していくとしている。2004年8月と2005年8月に実施した公募増資に見られるように、同投資法人は物件の取得状況にあわせて機動的に増資を行い、財務レバレッジを安定させていく方針である。同投資法人のポートフォリオは質が高く、安定した賃貸収入をもたらしている。財務体質は堅固で、スタンダード&プアーズが保守的なストレス金利6%を適用して試算したところ、デット・サービス・カバレッジ・レシオ（DSCR）は1.8 - 3.0倍を維持するとみられる。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6.6 - 10.8倍と、適度な水準が見込まれる。保証金債務返済の総額は、カバレッジ・レシオにマイナスの影響を与える可能性がある。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は最低4.4倍に維持される見込みであるため、この懸念は軽減されよう。ポートフォリオの収益性は他のJ-REITに比べて低く、ROA（資産収益率）が2.5 - 2.7%、ROE（株主資本利益率）が4.0 - 5.3%と、ポートフォリオ資産の質の高さと物件取得時のキャップレートの低さを反映している。

東急リートの現在の手元流動性は潤沢で、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7月末時点で、東急リートは約131億円の現預金残高を有し、敷金と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。大手金融機関との取引関係が確立されており、無担保借り入れを行っているため、財務の柔軟性は高い。保証金の担保は、17物件のうち1物件（ピーコンヒルプラザ）のみで、総NOI（営業純利益）に占める割合は5.8%に過ぎない。

アウトルックは「安定的」である。ポートフォリオの資産集中にもかかわらず、資産の質は高く、安定した賃貸収入と収益性（比較的低いものの）の継続は可能と考えられる。東急リートは今後、第三者やスポンサー企業から物件を取得していく過程で、スポンサー企業の支援を得て、比較的高い資産の質を維持していくであろう。ポートフォリオの拡大期にはLTV比率やDSCRが変動する可能性があるが、財務比率は前述した範囲の緩やかな水準にとどまろう。

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、信用リスク分析および格付けサービス、株価指数、株式リサーチやデータといった金融情報を提供している。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21カ国に総勢6,700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300カ所以上の拠点を有しており、2004年の売上高は約53億ドルにのぼる。詳細はウェブサイト(www.mcgraw-hill.com)まで。