



NEWS RELEASE

No. 2004-C-572
2004年10月21日

【新規格付け】 日本ビルファンド投資法人 証券コード：8951
J-REIT 長期優先債務格付け：AA-

格付投資情報センター(R&I)は、上記につき格付けを行いました。

【格付け理由】

2001年9月にジャパンリアルエステート投資法人とともに初めて上場した不動産投資法人(J-REIT)。三井不動産(長期優先債務格付け=A-)、住友生命保険(同A-)などをスポンサーとする。保有資産は2004年7月末時点で40件、3388.92億円(取得価格ベース)に上る。2004年10月1日時点では42件、3679.38億円で、同日契約締結ベースでは45件、4063.81億円と、最大の資産規模を誇るREITである。投資対象はオフィスビルに特化している。

R&IではJ-REITは事業範囲が制限された特別目的会社(SPC)とゴーイングコンサーン性を有する事業会社という2つの性質を併せ持つことにかんがみて、格付け評価において以下のような手順を踏む。

第一に不動産の証券化商品の格付けと同様に、Loan to Value(R&IのLTV、分子の負債は有利子負債+敷金保証金-現預金・信託現預金、分母の不動産評価はR&Iによる)とインタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR、ストレス金利6%を前提とした利払いに対するR&Iの査定した安定的なNOI(償却前賃貸利益)の倍率)から出発点としての格付け水準を決定する。ただし、J-REITは資産を積み上げ、その取得資金を調達する過程で、LTV、ICRといった指標は絶えず変化するため、現時点で瞬間的に観測されるLTV、ICRではなく、出発点としての格付け水準を決定するにあたっては今後の投資計画、資金計画に基づいたこれらの指標の中期的な見通しを用いる。

第二にこれらの指標がR&Iの想定を超えて変動するリスクを判断し、この変動リスクに応じて出発点としての格付け水準からノッチダウンを行う。変動要因は資産運用会社の物件投資や運営管理の方針、財務方針、スポンサーとの関係などの定性的な項目を吟味することで評価する。

最後にR&Iで格付けをしている不動産賃貸会社の格付け水準との比較検証を行い、最終的な格付け符号を決定する。

日本ビルファンド投資法人(NBF)の現ポートフォリオはオフィスが100%、所在地域は東京都心6区が67%、都心6区以外の首都圏が16%、地方が17%と東京エリアが中心。1件あたりの平均取得価格は84.72億円と比較的大型である。取得価格で加重平均した築年数は約17.81年だが、JFEビル、ダイヤ虎ノ門ビルを除外した38件の平均築年数は12.92年である。JFE、ダイヤ虎ノ門については築年数の経過を非常に良好な立地で補っている。最大物件のJFEビル(全体の21.87%)に集中が見られるものの、その他は100億円クラスのオフィスビル10件程度を核として程よく分散されている。マルチテナントのビルが中心であるが、一部のシングルテナントビルについても多くは信用力の高いテナントと長期安定契約を締結しており、退去リスクが軽減されている。中核となる資産に区分所有ないし共有物件が比較的多く含まれるが、NBFではこれらの物件につき追加取得の可能性を積極的に追求する方針である。

R&I評価額は3237.47億円となり、取得価格3388.92億円に対して95.5%、直近時点の鑑定評価額3380.16億円に対して95.8%の水準となった。R&I評価額をベースとした2003年7月時点のLTVは36%程度、ストレス金利6%を前提としたICRは2.4倍程度であり、R&Iの基準ではAAAに相当する。中期的なR&IのLTVは36%~54%、ICRは1.8~2.4倍の良好な水準で推移するものと考えられる。

NBFは比較的規模が大きく、グレードの高いオフィスビルに投資を行っている。過去6期の実績値を見てもNOIはおおむね堅調なパフォーマンスを示している。一部の物件で大口テナントの退去があったが、短期間で稼働率を回復させたことに加え、今年7月にはファンド規模の成長により保有意義の薄れた4物件を売却するなど、運営能力の高さも実証された。NBFでは三井不動産の100%子会社であるNBFオフィスマネジメントを用いて、情報技術(IT)の活用による管理の効率化、テナントとの

●お問い合わせ先 **格付投資情報センター S F本部** 〒103-0027 東京都中央区日本橋1-4-1 日本橋一丁目ビルディング

TEL. 03-3276-3406-3428 FAX. 03-3276-3429 <http://www.r-i.co.jp> E-mail sfdept@r-i.co.jp

格付けは、債務履行の確実性の度合いを簡単な記号で投資家に投資情報として提供するものであり、債券や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。格付けは信頼すべき情報に基づいたR&Iの意見であり、その正確性及び完全性は必ずしも保証されてはなりません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行ったものです。

©Rating and Investment Information, Inc.

リレーションシップの構築、ビルブランドの確立といった先進的な取り組みも行っている。

NBF ではいくつかの開発中の物件について竣工前に売買契約を締結し、マーケットリスクを一部負担する形で取得している。新築優良物件を確保する有効な手段であり、運用資産総額の 10%以内に限定している上、テナントの成約状況に応じて取得価格を変動させるなどかかるリスクを軽減しているが、今後過大なリスクを負担することの無いように注視する必要がある。

REIT はファンドとしての安定度を確保するため、一定規模までの外部成長は必要であると認識される。NBF では 2006 年 3 月末に取得価格 5000 億円到達を目標としている。やや積極的な成長戦略において、レバレッジコントロールと取得価格の適正性がこれまでと同様に維持されることが望まれる。

NBF は有利子負債の総資産に占める比率 (NBF の LTV) の上限は 60%程度を目安とし、ターゲットは 40~50%としている。上場以来 6 期は増資が無く、NBF の LTV は第 6 期末時点で 50.8%まで上昇していたが、今年 7 月に 600 億円超の増資を実施し、35%程度まで低下させた。

REIT では LTV 水準の抑制のほかにも、金利上昇リスク・リファイナンスリスクに対応することが必要となる。NBF では全額無担保で調達しているほか、高い長期固定化比率、総額 300 億円のコミットメントラインの設定、累計 480 億円の投資法人債発行実績など、財務の安定性は非常に高い。

【格付け対象】

発行者：日本ビルファンド投資法人 (証券コード:8951)

名称	長期優先債務格付け
格付け	AA- (新規)

☆長期優先債務格付けとは、発行体の負うすべての金融債務について回収の程度を考慮する前の、総合的な履行能力についてのR&Iの評価である。

この格付けは、原則として全ての発行体に付与される。個々の債券の格付けは、契約の内容等を反映し、長期優先債務格付けを下回る、または上回ることがある。