

## ストラクチャード・ファイナンス格付け

2003年10月29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

アンドレア・ブライアン、東京 電話 03-3593-8657

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](mailto:tokyo_pressroom@standardandpoors.com)

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

## S&P、日本プライムリアルティ投資法人を「A-」に格付け

### 新規格付け

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

(2003年10月29日、東京=S&P)スタンダード&プアーズは本日、日本プライムリアルティ投資法人(JPR)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。

格付けには比較的強い事業地位と保守的な財務内容を反映している。JPRはオフィスと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不動産運用能力の高い設立スポンサーを有していることを背景に、不動産投資信託市場(J-REIT)において現在資産規模で3番目の地位を築いている。保守的な資本構成と比較的高い収益性に支えられた高い流動性カバレッジを現状有している。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求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んでいる。

こうした強みは、J-REIT市場がまだ発足間もないこと、JPRのやや積極的な成長戦略、一部スポンサーの比較的弱い信用力、一定のテナントの集中リスクといった懸念要因によって一部相殺されている。また商業施設は一般的にオフィスより高いオペレーションリスクを有すると考えられるので、オフィスと商業施設に対する分散投資(オフィス80%、商業施設20%の比率が目標)は、オフィス単独の投資と比べた場合、より複雑で高度なポートフォリオ運用を求められる可能性がある。ポートフォリオに占める商業施設の割合が限定的であること、異なる物件タイプを組み入れることによる分散効果が期待されること、いずれの商業施設も立地条件に恵まれ高い売上高を実現していることから、かかる懸念要因はある程度緩和されているとスタンダード&プアーズは判断した。

JPRは2001年9月に設立、2002年6月に東京証券取引所に上場されたJ-REITの1社である。現在、資産規模(時価総額)で上位3番目に位置する。スポンサー企業は、東京建物(格付けなし)、安田生命保険(BBB+/ネガティブ/A-2)、安田不動産(格付けなし)、大成建設(B+/安定的/--)そして損保ジャパン(AA-/ネガティブ/--)である。これらを合わせた同投資法人への出資比率は19.5%である。これら5社はJPRのアセットマネジメント会社である株式会社東京リアルティ・インベストメント・マネジメント(TRIM)にも100%出資している。

現在、JPRが全国に有する32の不動産(オフィス28棟、商業施設4棟)で構成される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1,317億円である。これは、鑑定評価額の約95%に相当する。これらポートフォリオは地理的分散に優れており、一部のテナントに対する集中リスクはあるが、

総じて信用力の高いテナント基盤を有している。地理的には約 60%が関東（内、東京中心部が 40%）、40%が地方（大阪 18%、福岡 6%、名古屋 3%）の物件である。地方物件の組み入れ比率が比較的高いが、ポートフォリオの平均築年数は 12 年と短く、物件の質は総じて高い。現在の平均入居率は約 92%と高く、賃料はサブマーケットの水準に見合っている。一方で、当該ポートフォリオは、2 つの商業施設の主要テナントである西友（B+ / ネガティブ / --）がポートフォリオ総賃貸可能面積の 20%を占めており、テナントの集中リスクがある。ただしこれら商業施設は立地条件に恵まれ、西友が運営する商業施設の中では上位の売上高を達成していると思われるので、かかるリスクはある程度緩和されている。物件の集中リスクに関しては、最大の評価額である兼松ビルがポートフォリオ総額の 11.7%に留まっており主要な懸念要因にはなっていない。これらの集中リスクは、JPR 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よう。JPR は 2006 年 12 月までにポートフォリオ総額を 3,000 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。JPR はかかる目標達成まで、ポートフォリオの物件タイプをオフィス 80%、商業施設 20%に、地理的構成を関東（東京を含む）60%、地方 40%に維持する方針である。

JPR の経営陣は、有利子負債比率（レバレッジ）の平均水準を 35～40%台後半と保守的な水準で維持していくとしている。しかし、有利子負債による不動産の追加取得といった成長戦略を追求していく過程で、レバレッジが一時的に上昇し 50%程度に達する可能性がある。不動産取得後は同投資法人が増資を実施するなどしてレバレッジを妥当な水準に戻すといった対応が考えられる。この懸念事項は、JPR が実施した過去の公募増資の実績、同投資法人の保守的な投資規準ならびに不動産の査定規準によって緩和されている。同投資法人の分散されたポートフォリオにより安定した賃料収入がもたらされ、キャッシュフロー創出力は強い。スタンダード & プアーズがストレス金利 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・レシオは平均して 2 倍以上を維持可能であることが判明した。実際の資金調達コストをベースにした EBITDA インタレスト・カバレッジは現時点で約 10 倍である。

JPR 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。2003 年 6 月末現在、JPR は約 194 億円の現預金残高を有し、敷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。ポートフォリオの主要資産は抵当に供せられているが、JPR は銀行と良好な取引関係を有しており、一部スポンサーは金融セクターに於いて比較的高い信用力を有しており、財務の柔軟性は適正なレベルを維持するとみられる。ネットベースの営業収入の 50%以上が銀行借入の担保として抵当に供せられていることに鑑み、JPR が今後発行する無担保債は会社格付けより 1 ノッチ低い格付けが付与されることになる。

アウトルックは「安定的」である。JPR は、一般的にボラティリティが高い商業施設に対する適度な投資を行い、テナントの集中リスクもあるが、分散化が進んだ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おいても、設立スポンサーの存在により、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が、レバレッジの平均水準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&P Japan500、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 33 カ国に 350 カ所以上の拠点を有しており、2002 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。