

【新規格付け】 ユナイテッド・アーバン投資法人 証券コード：8960
J-REIT 発行体格付け：A- [格付けの方向性：安定的]

格付投資情報センター(R&I)は上記の格付けを公表しました。

【格付け理由】

2003年12月に上場した不動産投資法人(J-REIT)。保有資産は2005年3月末時点で22件、1319億円(取得価格ベース)に上る。(2005年4月にはアプリーレ新青木一番館、約30億円を追加取得した。)全国主要都市のオフィスビル、商業施設・ホテル・住宅などに投資する総合型ファンド。スポンサーはトリニティ・インベストメント・トラスト・エル・エル・シー、丸紅、クレディ・スイス・ファースト・ボストン・プリンシパル・インベストメンツ・リミテッド、大和生命保険、極東証券の各社。

ユナイテッド・アーバン投資法人(UUR)のポートフォリオはオフィスが36%、商業施設30%、ホテルが25%、住宅が9%と各用途に分散している。所在地域は東京都心6区が24%、都心6区以外の首都圏が37%、地方が39%と比較的地方が多い。1件当たりの平均取得価格は60億円だが、住宅を除くと79億円と投資規模は大きい。取得価格で加重平均した築年数は約16年である。シングルテナントの物件が多く、上位テナントへの集中が見られる。

R&I評価額は1254億円となり、取得価格1319億円に対して95.0%、直近時点の鑑定評価額1323億円に対して94.7%の水準となった。R&I評価額をベースとした2005年3月末時点のLTV(Loan to Value、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)は35%程度、ストレス金利6%を前提としたICR(インタレスト・カバレッジ・レシオ、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)は3.1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、ICRの水準もそれぞれ35%~46%、2.6~3.4倍の良好な水準で推移するとみている。

UURは全国主要都市のオフィスビル、商業施設・ホテル・住宅などにバランスよく投資する本格的な総合型ファンドである。一般に総合型ファンドは特化型と比べてファンドのマネジメントが難しい面がある一方、用途分散が効くことや物件を取得しやすいという長所がある。マネジメントが難しい面はスポンサーなどから不動産投資・開発、金融に精通する人材を確保することである程度カバーしている。

現在までにホテルに3件、327億円投資している。ホテルは一般に景気動向やオペレーターの運営能力、競合施設の進出の影響を受けやすく、代替テナントの数も限定されるため、キャッシュフローの変動リスクが比較的高いとみている。しかし、UURの保有物件はいずれも①ターミナル駅に近接する大手ホテルチェーンの旗艦店舗である、②ホテルの運営はテナントが担う、③賃貸借契約が長期で一定期間は賃料が固定されている、④賃料がホテルの利益水準に照らして充分負担可能な範囲である——などからリスクは軽減されている。

また、商業施設に5件、391億円投資している。商業施設の投資では、テナント代替性が十分に高い場合を除いて、①商圏の質の高さ、②商圏内での競争優位性、③信用力が高いテナントとの安定契約——の3要素を充足することが特に重要となる。現在保有する物件は上記3要素のすべては充足していないものも一部含んでいるが、少なくとも平均以上の競争力は有している。

R&Iの試算によればポートフォリオ全体のNOI利回り(R&Iが査定した安定的NOIを取得価格総額で除して求めた利回り)は6%台半ばと高水準である。都心部のマルチテナントのオフィスや住宅を中心に構成されたポートフォリオと比較するとキャッシュフローの変動リスクがやや高いが、おおむねリスク相応の利回りを確保している。また、テナントと長期安定契約を締結することや、用途分散、地域

●お問い合わせ先 **株式会社 格付投資情報センター SF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、発行体が発行金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務(債券やローンなど)の支払いの確実性(信用力)に対するR&Iの意見を、一定の符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などの売買・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いません。格付けは原則として発行体から対価を受領して実施したものです。

分散を図ることなどでリスクを軽減している。

上場後約1年で資産規模が倍増しており、外部成長（ファンド規模の拡大）の実績を示した。しかし、上位5物件への集中率はなおも65%を超えており、今後も成長を持続することでさらにポートフォリオの分散を進めていくことが重要である。

UURが定義するLTVのターゲットは35～50%としている。上場から約1年経過した2004年12月には600億円程度の大規模な増資を行っており、レバレッジコントロールの実績を残した。同時に借入金の構成を大幅に見直し、長期固定化、無担保化、返済期日の分散を進捗させている。

【格付け対象】

発行者：ユナイテッド・アーバン投資法人（証券コード：8960）

名称	格付け	格付けの方向性
発行体格付け	A-（新規）	安定的

☆発行体格付けとは、発行体が発う金融債務についての総合的な債務履行能力に対するR&Iの意見で、原則としてすべての発行体に付与する。個々の債務（債券やローンなど）の格付けは、契約の内容や回収の可能性などを反映し、発行体格付けを下回る、または上回ることがある。