



NEWS RELEASE

No. 2004-C-495
2004年9月28日

【新規格付け】 日本リテールファンド投資法人 証券コード：8953
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】

2002年3月に日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステート投資法人に続いて3番目に上場した三菱商事(長期優先債務格付け=AA-)とUBSをスポンサーとする不動産投資法人(J-REIT)。保有資産は2004年7月末時点で20件、1861.75億円(取得価格ベース)に上り、2007年3月末までに4000億円まで拡大する目標である。初めての商業施設専門に投資するファンドとしてJ-REITの発展をリードしてきた存在。

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。

日本リテールファンド投資法人(JRF)の現ポートフォリオは100%商業施設で構成され、うち都市型が28%、郊外型が72%である。

所在地域は東京23区以外の首都圏近郊が30%、地方物件が57%程度であり、地方物件の比率が多い。1件あたりの平均取得価格は93.09億円と大型で、取得価格で加重平均した築年数は7.9年と比較的築浅の物件で構成されている。郊外型のシングルテナントの物件は退店リスクが懸念されるが、商圏の強さ、商圏内の競争力、テナントの信用力、店舗業績、賃貸借契約の内容などを分析し、リスクは相当程度緩和されていることを確認した。テナントはイトーヨーカ堂(長期優先債務格付け=AA+)、イオン(同A+)などに集中しているが、いずれも信用力は高い。

R&I評価額は1729.65億円となり、取得価格1861.75億円に対して92.9%、鑑定評価額1889.15億円に対して91.6%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41.5%、ストレス金利6%を前提としたICRは6.75倍であり、R&Iの基準ではAAAに相当する。中期的なR&IのLTVは41%~50%、ICRの水準は3倍以上の良好な水準で推移するものと考えられる。

JRFの主たる投資対象は「都心型商業店舗ビル、郊外型ショッピングセンターおよびロードサイド型店舗などの商業施設」である。商業施設はオペレーションの巧拙で物件の価値が左右されやすいため、オフィスやレジデンスとの比較において相対的にリスクの高いアセットと考える。しかし、JRFでは競争力の高い物件の選別投資や資産運用会社の体制、商業施設運営に豊富な実績を有するスポンサーの存在などにより、商業施設固有のリスクを縮減している。ただし、歩合賃料の導入などによりアップサイドを狙う「グロース型」物件の投資や運営の動向については一定の注意を要する。

JRFは敷金・保証金を含めた負債比率(総資産ベース)は最大50%を目安とし、平時は40%台で巡航する方針である。これまでの実績を見ても既に2回の増資を実施し、保守的な負債水準を維持してい

●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.

る。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が、JRFはもともと多額の預り金により長期固定の低利調達ができるため、高いICRが示すように金利上昇への耐性は強い（ただし、建設協力金的性格を有する保証金の差入れ慣行は徐々に無くなりつつあり、当面の間のメリットと考えられる。）。加えて、高い長期調達比率、金利スワップによる固定化、保証金の約定返済に対応するコミットメントラインの設定など、各種財務リスクを多分に意識した財務運営を進めている。

【格付け対象】

発行者：日本リテールファンド投資法人（証券コード：8953）

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。