

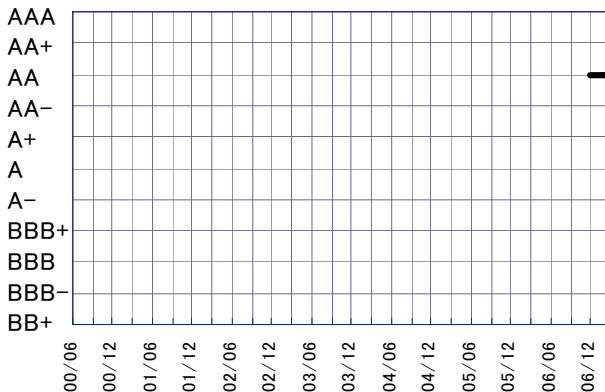
## J-REIT 日本アコモデーションファンド投資法人

更新日：2007年3月2日

担当アナリスト：松田 史彦

発行体 **AA** 方向性 **安定的**

## 【格付け推移】



## 【格付け理由】

2006年8月に上場した不動産投資法人（J-REIT）。保有している資産は27件、1014億円（取得価格ベース）に上る。投資対象は賃貸住宅を中心に学生寮・学生マンション、サービスアパートメント、シニア住宅、社宅などの「アコモデーション資産」とする。スポンサーは三井不動産。

日本アコモデーションファンド投資法人（NAF）の保有資産はスポンサーが企画開発した賃貸マンションを中心に構成されており、大川端賃貸棟をはじめとしていずれも都心部にある高品質の大規模マンションである。今後もスポンサーの開発物件を中心に物件の追加取得を図る。また、

ファンド規模の拡大過程において適切な負債水準を維持する方針であり、負債も全額無担保・長期固定金利が中心と財務の安定性は高い。

NAF 自体の業歴は浅いものの、三井不動産は既に業界最大手の日本ビルファンド投資法人（オフィス特化型、NBF）を設立・運営し、成功させている。NBF の運営で培った経験・ノウハウは NAF の運営でも生かされると考えられる。

（REIT 格付け手法については、2006年1月19日公表「J-REIT の格付け手法について」<http://www.r-i.co.jp>をご参照下さい。）

## 【賃貸住宅について】

## (1) 賃貸住宅の特性

賃貸住宅は一般に取引市場、賃貸市場ともに規模が大きく、資産の流動性やテナントの代替性に優れている。また、賃料水準も居住という実需に基づくものであるため、景気動向の影響を比較的受けにくい。従って、キャッシュフローの安定性が比較的高い用途だと R&I は認識している。

## (2) 賃貸住宅の市場環境

2003 年の住宅・土地統計調査によれば、首都圏（一都三県）の借家世帯は 577 万戸に上る。首都圏の貸家の着工戸数は 1999 年から緩やかに増加しており、特に都心部での賃貸マンションの供給が目立っている。

需要面では人口が多いいわゆる「団塊ジュニア世代」が住宅の一次取得を始める 30 代にさしかかり、分譲マンションへの乗り換えが進むことが予想される一方で、賃貸の主力顧客層である 20 代の人口が減少していくため、賃貸需要の減退を懸念する声もある。しかし、国立社会保障人口問題研究所の推計によれば、世帯構成人数の減少（単身世帯の増加など）により世帯数は増加し、また東京をはじめとする大都市圏の人口も社会増が見込まれている。加えて、晩婚化・離婚の増加または若年層の世帯離れの進行による単身世帯の増加、ライフスタイルの多様化による賃貸志向の高まりを考慮すれば、賃貸需要が若年層人口と比例して減退していくとは必ずしも言い切れない。

また、REIT が投資対象とする賃貸住宅は市場ストック全体から見ると相当に優位性があることは見逃せない。前述の住宅・土地統計調査で首都圏の民営借家の内訳を見ると、木造住宅が 39%、個人経営が 85%、築 5 年以上（1998 年以前新築）が 78%を占めるなど、現状の賃貸住宅ストックの質が高いと言いがたい。非木造住宅には鉄骨造アパートが相当数含まれていることも考えると、REIT が保有する「RC 造、法人経営、築浅」住宅がかなりの優位性を持っているといえる。

以上を総合すると、REIT が投資対象とするレジデンスに市場における優位性が認められ、過去の安定した賃料推移も考え合わせると、質の高い賃貸住宅群が収益力を大きく低下させることは考えにくい。

## 【事業の安定性に対する評価】

## (1) 保有物件の質・安定性

現在の保有資産は計 27 件で、取得価格の合計は 1014 億円である。鑑定評価は森井総合鑑定株式会社および大和不動産鑑定株式会社が担当している。鑑定評価額は 1018 億円で、この評価額は上記取得価格とほぼ同額となっている。

## ① 地域：

東京都を中心とする首都圏及び地方中核政令指定都市に所在する資産への投資を行う方針で、東京 23 区内に対する比率を 80%以上とする。

現時点での取得資産の地域別構成は、東京都心 6 区が 68%、23 区が 95%という構成。テナント需要の厚い都心部に非常に集中している。

## ■地域別

	取得価格	件数	構成比
東京都心6区	68,777	15	67.84%
上記以外23区	28,046	9	27.66%
都下、神奈川、千葉、埼玉	2,121	2	2.09%
大阪市	0	0	0.00%
名古屋市	2,440	1	2.41%
それ以外の政令指定都市	0	0	0.00%
その他	0	0	0.00%
合計	101,384	27	100%

## ② 施設用途：

賃貸住宅に加えて、サービスアパートメント、社宅・学生寮、シニア住宅を「アコモデーション資産」と定義し、それらへの投資を行う。現時点では、住宅が 100%を占めている。また、シングル 32%、コンパクト 41%、ファミリー19%、ラージ8%（戸数ベース）と各タイプに分散している。

## ③ 施設規模：

原則として、1 棟 10 億円以上とする。1 物件あたりの平均取得価格は 38 億円と住宅には大きい。

## ■規模別(延床)

	取得価格	件数	構成比
3000㎡未満	16,807	11	16.58%
3000㎡以上5000㎡未満	21,655	9	21.36%
5000㎡以上10000㎡未満	15,959	4	15.74%
10000㎡以上30000㎡未満	17,267	2	17.03%
30000㎡以上	29,696	1	29.29%
合計	101,384	27	100%

## ④ 築年数：

現在、取得価格で加重平均した築年数はおよそ 6 年であるが、これは大川端賃貸棟が築 18 年程度経過していることが影響している。大川端賃貸棟以外は新築～築 2 年程度と極めて新しい。

## ■ 築年数別

	取得価格	件数	構成比
5年未満	71,688	26	70.71%
5年以上10年未満	0	0	0.00%
10年以上15年未満	0	0	0.00%
15年以上20年未満	29,696	1	29.29%
20年以上25年未満	0	0	0.00%
25年以上	0	0	0.00%
合計	101,384	27	100%

## ⑤ 権利関係：

1 棟完全所有を原則とするが、区分所有物件についても、物件ごとに検討を行って投資する。借地（定期借地を含む）については収益性・権利の安定性等を総合的に判断の上、投資する方針。

## ⑥ PML 値：

新耐震基準またはそれと同等以上の耐震性能を有する物件に投資する。また、原則として構造計算書を含む耐震性に関するデューデリジェンスは、三井不動産に加えてもう 1 社による二重チェックを実施する。現時点のポートフォリオ PML 値は 5.1%である。

## ⑦ 稼働率：

上場来、97%前後の非常に高い水準で推移している。

全ての保有物件について、NOI から長期修繕費用を控除した純収益（NCF）を適切なキャップレートで還元することにより R&I の評価額を求めた（直接還元法）。この NCF は必ずしも実際のものと一致するものではなく、中長期的に安定して見込まれるものである。なお、取得価格で上位 20 物件以外の物件については簡易な評価手法を採用している。

R&I 評価総額は 979 億円となり、取得価格に対して 96.6%となった。R&I 評価額と取得価格との乖離幅は 3.4%であり、おおむね適正価格で取得してきたとみなせる。

保有する物件の特徴としては、東京都心部でも特に人気の高いエリアに所在し、比較的規模が大きく、築浅で分譲マンション並みの設備・仕様であることなどが挙げられる。最大物件である大川端賃貸棟のみ築年数が経過しているが、優れた居住環境・抜群の知名度に加えて、適切に修繕投資を行ってきたことなどにより現在でも高い競争力を維持している。こうしたポートフォリオの質を反映して、稼働率は、賃料保証型のマスターリース物件が 1 件も無いにもかかわらず、97%前後の高い水準で推移している。

## (2) ポートフォリオの分散

最大物件である大川端賃貸棟が全体の 29%を占めているが、当該物件の競争力を考えれば集中による懸念は小さい。また、今後の外部成長で緩やかに分散が進んでいく見通しである。テナント数も約 2800 と分散しており、安定稼働に寄与している。

### (3) 外部成長方針

原則として三井不動産が展開する賃貸マンションブランド「パークアクシス」(三井不動産が企画開発したもの) または「パークキューブ」(三井不動産以外が企画開発したものだが、NAF 独自の品質基準を充たすもの) シリーズの物件を中心に投資していく方針である。

三井不動産は東京都中央区の大川端リバーシティ 21 開発で賃貸マンションの大規模供給を行い、1999 年以降「パークアクシス」シリーズとして数多くの都心の賃貸マンションの供給を行っている。2006 年 3 月時点で「パークアクシス」の竣工済み戸数は 2152 戸にのぼる。「パークアクシス」シリーズ以外にも「南青山 1 丁目計画」や「芝浦アイランドプロジェクト」などにおいて賃貸住宅の大規模な供給を予定している。

実際、保有物件のうち、三井不動産が開発した物件(大川端賃貸棟および「パークアクシス」)が全体の 87%を占めており、残り 13%も「パークキューブ」である。今後もスポンサーから高品質の物件の供給を継続的に受けられる見通しであり、追加取得によってポートフォリオの質が低下していく懸念は非常に小さい。

スポンサーから新築物件を取得する場合は、稼働状態にあることを基本としており、リーシングリスクの負担も限定的である。

### (4) 内部成長方針

プロパティマネジメント (PM) 業務は三井不動産住宅リースに一括して委託しており、将来取得する物件も同様である。PM 会社が集約されていることは、特に物件数・テナント数が多いレジデンスにおいて資産運用会社が PM 会社と緊密に連携し、迅速に対応するうえで有効だと考えられる。三井不動産住宅リースの PM 業務受託件数は 2006 年 3 月時点で 3 万戸に上る。

PM 業務の範囲にはリーシングも含まれており、三井不動産住宅リースが同社の 100%子会社であるレジデントファースト株式会社を中心に賃貸仲介会社のネットワークを活用してリーシングを行う。レジデントファースト社はパークアクシスブランドの初期リーシングを担当する会社でブランド内容を熟知している。また、テナント誘致においては、豊富なマンション分譲実績を有する三井不動産のブランド力も有利に作用するだろう。

### (5) スポンサーとの利益相反対策

投資方針および物件取得・売却の決定において、スポンサー関係者との取引またはチーフ・コンプライアンス・オフィサー (CCO) がコンプライアンス上疑義があると判断した場合には、コンプライアンス委員会に付議され、その承認を経なければならない。コンプライアンス委員会は運用会社社長、CCO および外部専門家 2 名 (スポンサー関係者と利害関係が無い者) で構成され、承認には委員の 3 分の 2 以上の賛成かつ外部委員 1 名の賛成が必要となっている。

投資法人については、通常よりも多い執行役員 2 名・監督役員 3 名という体制となっている。資産運用会社については「年度運用計画」および「資産運用ガイドライン」を定め、これらを遵守することにより運用リスクを軽減するほか、実効性を担保するため、CCO による内部監査も定期的実施する。

## 【財務の安定性に対する評価】

### (1) LTV水準

有利子負債の総資産に占める比率は、通常時において 40~50%を目安に運営する方針である。現時点

での同比率は 40%程度である。今後、物件の追加取得により負債比率が上昇していく可能性はあるが、レバレッジ水準を意識した投資活動や増資の実行などにより、同比率は前述の範囲にとどまるだろう。

R&I は、会社計画や過去の実績などをもとに独自の LTV（有利子負債とリザーブの無い預かり敷金・保証金を R&I の物件評価総額で除した値）につき、中期的な推移を予測した。この予測によれば R&I が定義する LTV はおおむね 40%台と良好な水準を維持し、高くても 50%台半ば程度にとどまる見込みである。

#### (2) キャッシュフロー水準およびインタレストカバレッジレシオ

R&I が査定した安定的に見込まれるネットオペレーティングインカム (NOI) は 52 億円、NOI から資本的支出年平均額を控除して得られるネットキャッシュフロー (NCF) は 50 億円である。これらを取得価格で除して得られる NOI 利回りは約 5.1%、NCF 利回りは 4.9%である。オフィスや商業施設などに投資する REIT と比較するとやや低めであるが、投資リスクが低いことが反映されている点に留意すべきである。

これらの利回りを前提として計算したインタレストカバレッジレシオ (EBITDA/支払利息) は金利 1.5%を前提として 6 倍以上、ストレス金利 6%を前提としても 1.4 倍以上を維持できる見込みである。

#### (3) 調達デュレーション

現時点で長期タームローンが借り入れ全体の 70%を占め、期間は 4~7 年、すべて固定金利となっている。上場後間もないことを考えると、長期固定化は相当に進んでいる。今後も 70%程度は長期固定金利で調達する方針。

#### (4) 担保余力、調達先の分散、マチュリティの分散

全額無担保・無保証で借り入れており、返済期日も 2009~2013 の各年に計画的にラダーが組まれている。取引金融機関は 3 大メガバンクをはじめとして、信託、地銀、生保、政府系など 10 社となっており、比較的分散している。

### 【主要物件の概要】

#### (1) 大川端賃貸棟

東京都中央区佃に所在する住宅、リバーポイントタワー（地下 2 階地上 40 階建て、平成元年築、延床面積 42178 m<sup>2</sup>、総戸数 390）、パークサイドウイングス（地下 2 階地上 14 階建て、昭和 63 年築、延床面積 15738 m<sup>2</sup>、総戸数 154）、ピアウエストハウスの 3 棟で構成されている。

東京メトロ、都営地下鉄月島駅から徒歩 6 分の超高層賃貸マンション。「大川端リバーシティ 21」の一角を占め、隅田川沿いにマンション、商業施設、公園・遊歩道が整備され、良好な居住環境が形成されている。築 18 年程度経過しているものの、外壁改修、設備更新、住居内のリフォームなど修繕投資が順次行われており、現在でも高い競争力を維持している。

#### (2) パークアクシス御茶ノ水ステージ

東京都文京区湯島に所在する住宅、地上 15 階建て、平成 18 年築、延床面積 15910 m<sup>2</sup>、総戸数 324

東京メトロ湯島駅から徒歩 6 分、JR 御茶ノ水駅から徒歩 8 分の新築賃貸マンション。1K~2LDK の間取りで、シングル・DINKS 向けのプランとなっている。オートロック、ダブルロック、TV モニター付インターホン、宅配ロッカー、浴室乾燥、オートバスなど充実した設備に加えて、小型犬や猫のペッ

ト飼育が可能であることもセールスポイントである。

(3) パークアクシス日本橋ステージ

東京都中央区日本橋蛸殻町に所在する住宅、地上 14 階建て、平成 16 年築、延床面積 12488 m<sup>2</sup>、総戸数 185

東京メトロ水天宮前駅から徒歩 2 分の賃貸マンション。ステューディオから 3LDK まで間取りのバリエーションは豊富である。分譲マンション並みの設備・仕様に加えて、フロントサービスやホテルとの提携によるケータリングサービスなど独自のテナント向けサービスも提供している。

(4) パークアクシス白金台

東京都港区白金台に所在する住宅、地下 1 階地上 14 階建て、平成 17 年築、延床面積 5993 m<sup>2</sup>、総戸数 99

東京メトロ・都営地下鉄白金台駅から徒歩 4 分、JR 目黒駅から徒歩 8 分の賃貸マンション。従来から高級住宅地として名声が高い白金エリアに所在する。ステューディオ、1LDK、2LDK の 3 タイプを備えており、シングル・DINKS 向けのプランとなっている。

(5) パークアクシス文京ステージ

東京都文京区水道に所在する住宅、地上 11 階建て、平成 17 年築、延床面積 6319 m<sup>2</sup>、総戸数 154

東京メトロ江戸川橋駅から徒歩 5 分の賃貸マンション。1K から 3LDK まで間取りのバリエーションは豊富である。オートロック、ダブルロック、TV モニター付インターホン、宅配ロッカー、浴室乾燥、セミオートバスなど設備は標準以上。