

## プレス・リリース

### ストラクチャード・ファイナンス格付け

2008年12月19日

お問い合わせ先：

井澤朗子、東京 電話 03-4550-8674

老川由美、東京 電話 03-4550-8775

成松恭多(メディア・コンタクト)、東京 電話 03-4550-8411

プレスルーム(電子メールによる配信、送信トラブル)

電話 03-4550-8411 Fax 03-4550-8740

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、日本アコモデーションファンド投資法人を「A+／A-1」に据え置き

#### 据え置き

**A+** 長期会社格付け、第1回無担保投資法人債（発行総額100億円）

**A-1** 短期会社格付け

#### アウトルック：安定的

(2008年12月19日、東京=S&P) スタンダード&プアーズは本日、日本アコモデーションファンド投資法人（以下「NAF」）の長期格付けを「シングル A プラス」に、短期格付けを「A-1」に、それぞれ上記の通り据え置いた。長期格付けに対するアウトルックは引き続き「安定的」とする。

当該格付けは、NAF の高い事業地位と比較的保守的な財務方針を反映している。不動産ポートフォリオは、立地条件に優れ、平均築年数が浅く、賃貸状況の良好な住宅で構成され、安定的なキャッシュフローを生み出している。NAF は、スポンサーである三井不動産（BBB+／安定的／A-2）の不動産開発・運用能力、ブランド力を強みに、主に東京 23 区内の非常に質の高い住宅に特化した運用戦略を採っている。同投資法人は、比較的保守的な資本・負債構成、および高い財務の柔軟性を有する。ただし、このような強みは、特定の物件への集中リスクによって、一部相殺されている。

NAF は 2006 年 8 月に東京証券取引所に上場した国内の不動産投資信託（J-REIT）である。第 5 期（2008 年 8 月期）末時点で、東京 23 区内を中心に 44 件、4,247 戸の賃貸住宅を所有し、ポートフォリオ総額は約 1,400 億円（取得価格ベース）であった。ポートフォリオは、比較的需要の強いコンパクトタイプを中心に、シングル、ファミリー、ラージの各カテゴリーの住戸に分散されている。2008 年には、「パークアクシス日本橋浜町」（55.4 億円、東京都中央区）、「パークキューブ板橋本町」（41.7 億円、東京都板橋区）など、合計 7 物件（取得価格総額約 168 億円）を取得した。国内外の金融・資本市場が変動を来し、J-REIT 市場を取り巻く事業環境が厳しさを増すなか、NAF はスポンサーのパイプラインを活用し、選別的な物件取得を行ってきた。

NAF は戦略上、投資対象を住宅に限定している。昨今の厳しい市場環境のもと、住宅の売買市場は停滞している。しかしながら、一般に住宅はテナントの分散および代替性が高く、景気変動に伴う賃料水準の変動が小幅であることから、他の物件タイプに比べてキャッシュフローの安定性は高いと、スタンダード&プアーズはみている。同投資法人は、投資エリアを東京都を中心とする首都圏および地方中核政令指定都市とする方針であり、ポートフォリオ総額の 80%以上を東京 23 区内に投資することを目標としている。現在、ポートフォリオ総額の約 92%が東京 23 区内にあることから、NAF の投資方針に沿うものとなっている。

ポートフォリオには、利便性が高く、需要の強い住宅エリアに位置する、競争力のある物件が含まれており、資産の質は総じて高い。第 5 期末の稼働率は 96.0%で、キャッシュフローの安定性に寄与している。ポートフォリオ物件の平均築年数は第 5 期末時点で約 6.3 年と浅い。さらに、1988-1989 年竣工の大川端賃貸棟を除くと平均築年数は約 2.7 年となり、新築物件が多数含まれている。

ポートフォリオ総額に占める各物件の比率を見ると、大川端賃貸棟が 21.2%と、特定物件への集中が見られる。しかしながら、この資産集中リスクは、当該物件の優れたテナント分散、入居率の高さ、安定的なキャッシュフロー、サブマーケットにおける高い競争力などによって相殺されている。また、NAF が今後、新たな物件を取得するのに伴い、資産集中リスクは長期的には緩やかに減少するとみられる。

NAF は、2010-2011 年をメドに、資産規模 3,000 億円、住戸数 1 万戸までポートフォリオを拡大することを目標としている。ただし、エクイティ市場の低迷や不動産売買市場の先行き不透明感に鑑み、資産規模の拡大のみを目標としているわけではない。これまでの成長ペースは緩やかな水準であった。

NAF の経営陣は、総資産有利子負債比率の平均水準を 40-50%、最大でも 60%の比較的保守的な水準を維持していくとしている。第 5 期末の有利子負債比率（保証金を含む有利子負債 / (有利子負債 + 株主資本) ; スタンダード&プアーズの定義）は 56.4%と、やや高い水準であった。エクイティ市場が回復するまでの間は当面、有利子負債比率が巡航ベースより高い水準で推移する可能性があることは、信用力上の懸念材料の 1 つとなっている。ただし、この懸念は、1) ポートフォリオが、高稼働で質の高い賃貸住宅で構成されており、安定的なキャッシュフローを生み出していること、2) NAF が複数の金融機関と良好な取引関係を維持し、高い流動性を有していることなどによって、一部緩和されている。NAF は、レバレッジの水準がやや高まっていることから、今後の物件取得については、スポンサー企業によるウェアハウジング機能などを活用しながら、慎重かつ選別的に進めていくとしている。

第 5 期末時点で、長期有利子負債はすべて固定金利で調達され、満期の時期は 2014 年まで分散されている。EBITDA インタレスト・カバレッジ（税引き前・利払い前・償却前利益）は約 5 倍、有利子負債に対する営業キャッシュフローの比率（FFO / 有利子負債）は 6.1%と、幾分高いレバレッジを反映して低下傾向にある。ポートフォリオの収益性指標を見ると、ROA（資産収益率）は約 4.4%であった。一方、EBITDA マージン比率（EBITDA / 不動産賃貸収益）は約 68%と、高水準である。

## 流動性

NAF の現在の手元流動性は比較的潤沢で、長期・短期の資金調達力は目先の借入金返済およびポートフォリオ拡大を考える上で懸念材料ではない。複数の大手金融機関との取引関係が確立されており、無担保借り入れを行っているため、財務の柔軟性は高い。

アウトルックは「安定的」である。ポートフォリオにおける特定資産への集中にもかかわらず、また、厳しい事業環境のもとでも、質の高い資産を背景に、安定的な収益を上げていくと考えられる。NAF は今後もスポンサーの支援を得て、高い資産の質と相応な財務内容を維持してくであろう。レバレッジがやや高い水準で推移していることから、スタンダード&プアーズでは、有利子負債比率やキャッシュフロー・プロテクションの水準、収益性などを注視していく。

\*文中の発行体格付けは「長期 / 長期格付けに対するアウトルック / 短期」で表示。

スタンダード&プアーズは、マグローヒル・カンパニーズ (NYSE:MHP) の一部門であり、世界の金融市場に対して独立した立場から、信用格付け、株価指数、株式リサーチ、データなどの金融情報を提供している。100%子会社を含め 23 カ国に約 8,500 名のスタッフを擁し、世界の金融インフラストラクチャーのなかで重要な役割を担っている。投資や金融取引の意思決定に不可欠な情報である独立したベンチマークの提供者として、140 年以上にわたって主導的な立場にある。詳細は当社日本語ウェブサイト(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、J. D. パワーなどを通じて、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 40 カ国に 280 カ所以上の拠点を有している。詳細はウェブサイト(www.mcgraw-hill.com)まで。

格付けを商業目的でスタンダード&プアーズの有料情報サービスに類似したデータベースに蓄積したり、自動的に配信することを禁止します。