

賃貸住宅市場では、新規供給が減少するなか、稼働率はおおむね底打ちし、賃料水準もほぼ下げ止まりの兆しが見られるなど、事業環境は安定化しつつある。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・運用能力とブランド力を強みに、主に東京 23 区内の質の高い賃貸住宅に特化して、総額約 2,295 億円のポートフォリオを構築している（取得価格ベース、2011 年 11 月末時点）。第 11 期（2011 年 8 月期）には、総額約 221 億円の増資を実施し、合計 20 件、総額約 367 億円の物件を取得した（このほかに既存物件の持ち分を追加取得）。取得物件には、「芝浦アイランドエアタワー」（東京都港区、取得価格約 79 億円）をはじめ、スポンサーから取得した築浅かつ良質な物件が含まれている。

一方、NAF は、上場以来初めて、「その他アコモデーション資産」として学生寮・社宅の取得を実施した。これら資産はオペレーターの運営リスクを伴うが、一般の賃貸住宅への転用が可能な構造を持ち、総取得価格はポートフォリオ総額の約 3.5%と小さいことから、NAF のキャッシュフローへの影響は限定的である。取得物件の平均利回りは既存物件の利回りを上回っており、ポートフォリオの収益性は一定程度向上した。NAF のポートフォリオは 2011 年 11 月末時点で、86 物件、総戸数約 9,000 戸と、大きく分散が進んだ。NAF の事業基盤は 2009 年以降に再開した外部成長に伴い、強化されている。

NAF は総資産有利子負債比率を巡航ベースで 40-50%の比較的保守的な水準で維持する方針である。近年、同比率はやや高い水準で推移しているが、第 11 期に実施した増資により、期末時点で約 51.8%——S&P 定義の有利子負債比率（有利子負債/（有利子負債+純資産））では、約 53.0%——と、幾分低下している。それでもレバレッジがやや高い点は信用力上のリスク要因であるが、NAF の負債の調達条件は改善傾向にあり、資金調達は安定している。ポートフォリオに占める含み損の割合は、第 7 期（2009 年 8 月期）末をピークに減少している。利払い余力指標は、キャッシュフローの向上やレバレッジが幾分低下したことを受け、ほぼ従来水準まで回復しつつある。NAF は、住宅市場が底値圏にあるとの認識のもと、成長目標（資産規模 3,000 億円、賃貸住宅住戸数 1 万戸）の達成に向けて、外部成長に軸足を置いた運営を行っている。格付けの維持に向けては、今後の外部成長の過程で、レバレッジのコントロールを含めた財務運営との適切なバランスがより求められることとなる。

NAF の信用力は、高い事業地位、賃貸状況が良好で分散が進んだポートフォリオ、手元流動性ならびに高い財務の柔軟性によって下支えされている。有利子負債比率がやや高めに推移していることから、当面、格上げの可能性は限定的である。負債による物件取得などから資本・負債構成や利払い余力指標が再び悪化し、総資産有利子負債比率が 55%を超えて推移するなど、財務関連指標の低迷が続いた場合、格付けに対して下方圧力がかかろう。

*文中の会社格付けは「長期/長期格付けのアウトルック/短期」で表示。

<関連レポート>

2011 年 6 月 21 日付「Key Credit Factors: Global Criteria For Rating Real Estate Companies」

（和訳版：2011 年 9 月 27 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般事業会社：シリーズ Key Credit Factors：世界の不動産会社の格付け規準」）

2011 年 2 月 16 日付「General Criteria: Principles Of Credit Ratings」

（和訳版：2011 年 3 月 2 日付「一般格付け規準：信用格付けの原則」）

2001 年 5 月 9 日付「不動産投資信託（J-REIT）に対する格付け方針」

S&P の格付けについて:

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けているスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト(www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリー・規制関連」で公表しています。

本稿に掲載されているコンテンツ(信用格付、信用関連分析およびデータ、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む)及びこれらのいかなる部分(以下「本コンテンツ」といいます。))について、スタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービス・エル・エル・シー(以下「スタンダード&プアーズ」)による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

スタンダード&プアーズ、その関連会社、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人(以下、総称して「スタンダード&プアーズ関係者」)はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。スタンダード&プアーズ関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。スタンダード&プアーズ関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられないことがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、スタンダード&プアーズ関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、および、特別なし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失(損失利益、逸失利益あるいは機会費用などを含みますが、これらに限定されません)に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける信用格付や見解を含む信用に関する分析は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではなく、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでもありません。スタンダード&プアーズは、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。スタンダード&プアーズの意見と分析は、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。スタンダード&プアーズは「受託者」あるいは投資助言者として行為するものではありません。スタンダード&プアーズは、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。

スタンダード&プアーズは、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、スタンダード&プアーズの特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。スタンダード&プアーズは各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

スタンダード&プアーズは、信用格付の付与や特定の信用関連分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。スタンダード&プアーズは、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。スタンダード&プアーズの公開信用格付と分析は、無料サイトの www.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトの www.ratingsdirect.com および www.globalcreditportal.com で閲覧できるほか、スタンダード&プアーズによる配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfeesに掲載しています。

スタンダード&プアーズは、マグロウヒル・カンパニーズ(NYSE:MHP)の一員であり世界の金融市場に対して、信用格付け情報を提供している。23カ国にオフィスを構え、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。投資や金融取引に不可欠な情報と独立したベンチマークを提供、150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。

マグロウヒル・カンパニーズは、スタンダード&プアーズ、マグロウヒル・エデュケーション、プラッツ、キャピタル IQ、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。