

## 事業法人・公益事業格付け

2012年12月3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  
東京プレスルーム(メディアコンタクト)  
東京 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

#### 格付け据え置き

**A+** 長期会社格付け、第1-2回無担保投資法人債（発行総額170億円）  
**A-1** 短期会社格付け

#### アウトルック：安定的

- 住宅特化型のJ-REIT（国内の不動産投資信託）。
- 有利子負債比率がやや高水準で推移しているものの、新規物件の取得でポートフォリオの分散が進んで収益性がやや向上し、事業基盤が強化されている。
- 賃貸住宅の事業環境が比較的良好ななか、高い事業地位と質の高い不動産ポートフォリオを裏付けに、今後も安定的なキャッシュフローの創出が見込まれる。
- 長期・短期格付けを「A+／A-1」に据え置き、アウトルックは「安定的」を継続。

（2012年12月3日、東京＝S&P）スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ（以下「S&P」）は本日、日本アコモデーションファンド投資法人（NAF）の長期格付けを「A+」に、短期格付けを「A-1」に、それぞれ上記のとおり据え置くとともに、長期格付けに対するアウトルックは「安定的」を継続した。

NAFは住宅特化型J-REITである。NAFの格付けは、スポンサーである三井不動産（BBB+／安定的／A-2）の不動産運用・開発能力、ブランド力を背景とした強い事業地位、良質かつ高稼働の賃貸住宅ポートフォリオ、高い財務の柔軟性を反映している。一方、有利子負債比率がNAFの財務方針に比べてやや高い水準で推移していること、ポートフォリオの含み損が幾分存在すること、最大物件への一定の集中リスクなどが、格付けの制約要因となっている。

NAFは2012年11月末時点で、東京23区内を中心に89件の良質な賃貸住宅を保有しており、ポートフォリオ総額は約2,331億円（取得価格ベース）である。2012年に入って11月末までに4物件を取得したほか、都内の2物件を運用資産とする匿名組合出資持ち分を取得している。また、12月には「アパートメンツタワー目黒」（東京都目黒区、取得価格90億円）を取得予定であるなど、着実に外部成長を進めている。2009年以降に再開した物件取得による外部成長に伴いポートフォリオの分散が進んで収益性がやや向上し、事業基盤が強化されている。最大物件に対して一定程度、資産の集中が見られるものの、資産規模の拡大に伴い、この集中リスクは改善している。

NAFは、学生寮・社宅など、「その他アコモデーション資産」の取得を実施している。これら資産はオペレーターの運営リスクを伴うものの、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4.2%（2012年11月末時点）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。賃貸住宅の新規供給は低水準で推移しており、事業環境は比較的良好である。NAFの保有物件は、高稼働で賃料水準も底を打ちつつあり、キャッシュフローは安定している。S&Pは、賃貸住宅市場の回復に伴い、NAFの収益性は緩やかに上向くとみている。

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。2012年8月期(第13期)末時点で、総資産有利子負債比率は約53.2%——S&P定義の有利子負債比率〈有利子負債(保証金を含む) / {有利子負債(保証金を含む) + 純資産}〉では約54.4%——と、やや高い水準であった。ポートフォリオの含み損(対簿価)は第13期末時点で約3.1%と改善しているものの、好況期に比べると財務運営上のクッションは薄い。一方、キャッシュフローの向上を受けて利払い余力指標は安定的に推移している。有利子負債に対する営業キャッシュフロー(FFO)の比率は7.0%(第13期末時点)で、S&Pでは、今後1-2年程度はおおむね7%台前半で推移するとみている。NAFは、成長目標(賃貸住宅住戸数1万戸、資産規模3,000億円)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一層求められることとなる。

S&Pは、NAFの流動性を「十分(adequate)」と評価している。2013年2月期(第14期)には、手元流動性、営業キャッシュフローなどの流動性原資は、債務返済、資金的支出、配当金支払いなどの流動性使用をカバーできる水準になると、S&Pはみている。流動性補完となるコミットメントラインなどの設定はないものの、第13期末時点で約62億円の現預金残高を有する。また、複数の大手金融機関と良好な取引関係を維持しており、有利子負債はすべて無担保であることから、財務の柔軟性は高い。

アウトルックは引き続き「安定的」である。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、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水準で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。物件取得を負債で賄うことなどによって、資本・負債構成や利払い余力指標が悪化し、1) 総資産有利子負債比率が55%を超えて推移した場合、または2) 有利子負債に対するFFOの比率が6.5%を下回って推移した場合で、そのまま改善が見られない時には、格下げを検討する。

\*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。

## <関連レポート>

2011年6月21日付「Criteria | Corporates | Industrials: 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」)

2008年4月15日付「Criteria | Corporates | General: 2008 Coporate Criteria: Analytical Methodology」(英語版のみ)

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」

\*本格付に関する適時開示事項(金融商品取引業等に関する内閣府令第三百十三号第三項第三号)は、スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のウェブサイトの「ライブラリ・規制関連」>「信用格付けの概要」(www.standardandpoors.co.jp/pcr)でご参照いただけます。

## 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・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、バリエーション、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・シーまたはその関連会社（以下、総称して「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、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（過失であれその他の理由によるものであれ）、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ることがないこと、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、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、過失により生じた損失などを含みますが、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、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。スタンダード&プアーズの意見、分析、格付けの承認に関する決定（以下に述べる）は、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、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、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&プアーズは「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、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。

ある国の規制当局が格付け会社に対して、他国で発行された格付けを規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、スタンダード&プアーズは、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。スタンダード&プアーズ関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。

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](http://www.standardandpoors.com)、そして、購読契約による有料サイトの [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) および [www.globalcreditportal.com](http://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](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees) に掲載しています。

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。