

J-REIT ジョイント・リート投資法人

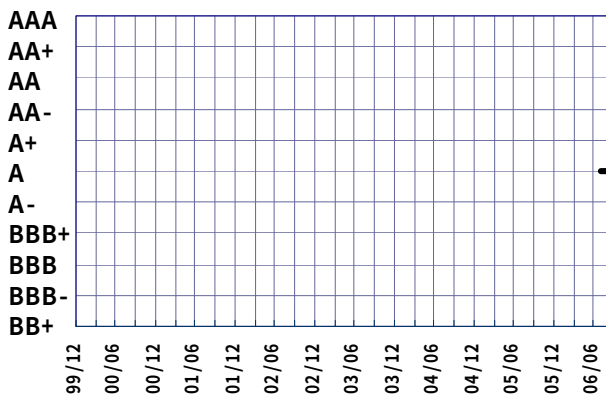
更新日：2006年8月9日

担当アナリスト：松田 史彦

発行体 A

方向性 安定的

【格付け推移】



【格付け理由】

2005年7月に上場した不動産投資法人（J-REIT）で、ジョイントコーポレーショングループをスポンサーとする。略称は JOR。2006年6月末時点で保有している資産は25件、取得価格ベースで540億円に上る。投資対象は住宅と商業施設が中心だ。

保有資産は利便性の高い立地にあるグレードが高い築浅賃貸住宅と優良テナントと安定契約を締結した商業施設で構成されており、キャッシュフローの安定性は比較的高い。また、スポンサーの支援を背景に、堅実な投資・物件運営が期待できる。財務面でも適切な負債水準を維持し、また負

債の長期固定化・返済期日の分散を進める方針である。資産規模は現状小さく、一部物件に対する集中が見られることから、物件を適宜追加取得していくことによって、規模拡大と分散を図ることが課題になっている。

（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。）

【事業の安定性に対する評価】

(1) 保有物件の質・安定性

2006 年 6 月末現在の保有資産は計 25 件で、取得価格の合計は 540 億円である。鑑定評価は株式会社谷澤総合鑑定所、森井総合鑑定株式会社、大和不動産鑑定株式会社などがそれぞれ担当している。鑑定評価額は 548 億円で、この評価額は上記取得価格の約 102%となっている。

① 地域：

投資対象地域は主として東京圏とし、住宅については東京都心、城南地区に 50%以上、東京圏に 80%以上、地方主要都市部に 20%以下という組入比率を設定している。商業施設、オフィスなどについては個別物件の立地特性を考慮しつつ投資する方針。

現時点での取得資産の地域別構成は、東京都心 6 区が 32%、都心以外の首都圏が 25%、地方都市が 42%という構成。

■地域別

	取得価格(百万円)	件数	構成比
東京都心6区	17,205	11	31.9%
上記以外23区	5,627	4	10.4%
都下、神奈川、千葉、埼玉	8,001	6	14.8%
大阪市	2,774	1	5.1%
名古屋市	300	1	0.6%
それ以外の政令指定都市	0	0	0.0%
その他	20,057	2	37.2%
合計	53,964	25	100.0%

② 施設用途：

住宅と商業施設をコア・アセットとしており、住宅 45～65%、商業施設 35～55%という組入比率を設定している。「景気変動を受けにくく、テナント確保も比較的容易な住宅」と「テナントと長期賃貸借契約を締結することが多く、また立地やテナント業種による分散が図れる商業施設」を主たる投資対象にすることで、ポートフォリオ全体の安定性と同時に用途分散効果を得ることを企図している。また、オフィスビルなどその他用途をバランス・アセットと位置付け 0～15%の範囲で投資する方針。

現時点での取得資産の用途別構成は、住宅が 56%、商業施設が 44%という構成。

■用途別

	取得価格(百万円)	件数	構成比
オフィス	0	0	0.0%
商業	23,930	5	44.3%
住宅	30,034	20	55.7%
ホテル	0	0	0.0%
物流	0	0	0.0%
その他	0	0	0.0%
合計	53,964	25	100.0%

③ 資産規模：

1 物件あたりの投資金額を原則 3 億円以上、全体の 40%以内としている。1 物件あたりの平均取得価



格は 22 億円（住宅が 15 億円、商業施設が 48 億円）である。

■規模別 (延床)

(底地除く)

	取得価格 (百万円)	件数	構成比
3000㎡未満	15,166	14	30.8%
3000㎡以上5000㎡未満	9,328	6	18.9%
5000㎡以上10000㎡未満	9,413	3	19.1%
10000㎡以上30000㎡未満	0	0	0.0%
30000㎡以上	15,360	1	31.2%
合計	49,267	24	100.0%

④ 築年数：

現在、取得価格で加重平均した築年数はおよそ 3 年と新しい。住宅は平均約 2 年、商業が 5 年である。

■築年数別

(底地除く)

	取得価格 (百万円)	件数	構成比
5年未満	29,940	19	60.8%
5年以上10年未満	19,027	4	38.6%
10年以上15年未満	300	1	0.6%
15年以上20年未満	0	0	0.0%
20年以上25年未満	0	0	0.0%
25年以上	0	0	0.0%
合計	49,267	24	100.0%

⑤ 権利関係：

住宅は原則として完全所有物件に投資を行うが、区分所有物件に投資を行う場合には持分比率 75%以上となる物件に限る。現在保有する物件のうち、りんくう羽倉崎プラザ、浜松プラザの一部は事業用定期借地権の付着した底地であり、その他はすべて完全所有権の物件である。

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。地震保険の付保に関しては、ポートフォリオ PML が 15%以上となった場合に、一定の不動産について地震保険を付保し、当該不動産を除外したポートフォリオ PML が 15%を超えないものとする。

2006 年 3 月時点のポートフォリオ PML 値は 7.6%である。

⑦ 稼働率：

2006 年 5 月末時点の商業施設の稼働率は 99.8%、住宅は 92.3%である。住宅は新築物件を低稼働状態で組み入れたため、一時的に下降している。

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 524 億円となり、取得価格に対して 97.1%、直近時点の鑑定評価額に対して 95.7%の水準となった。R&I 評価額と取得価格との乖離幅は 3%以内であり、概ね適正価格で取得してきたとみなせる。

保有する住宅のほとんどはスポンサーが開発したグレードの高い物件（「スペースシア」、「フィットエル」シリーズ）であり、築年数は平均 2 年と非常に新しい。立地も東京都心・城南エリアや主要都市の中心部など利便性が高く、比較的賃貸需要の厚いエリアに所在している。また、シングル、コンパクトをメインにファミリータイプにもバランスよく配分し、テナント属性の分散も図っている。

商業施設は、大型ショッピングセンター、ロードサイド店舗、都市型の専門店ビルなど 5 物件で構成されている。全体の 28%を占めている最大物件の浜松プラザは、競合状況が激化しているものの、浜松市は世帯数増加や中心市街地の空洞化により郊外の商圈自体が拡大基調にあり、また良好な道路アクセス、信用力の高いテナントとの長期安定契約、適正な賃料水準などを考えれば、当面の懸念は小さい。

（２）ポートフォリオの分散

○物件構成

上場後約 1 年しか経っていないこともあって現状の資産規模は比較的小さく、最大物件である浜松プラザが全体の 28%を占めるなど分散が充分でない。しかし、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。

○テナント構成

最大テナントのイトーヨーカ堂が 2006 年 3 月末時点の賃料ベースで 16%、コーナン商事、大和工商リースを合わせた上位 3 テナントが 27%を占め、一部テナントへの集中が認められる。しかし、いずれのテナントも信用力が高く、残存期間 8～14 年の長期契約であるため、テナント集中による懸念は少ない。

（３）外部成長方針

スポンサーのジョイントコーポレーショングループと物件取得に関する優先交渉権および物件情報の優先的提供に関する「優先交渉権等に関する覚書」を締結しており、これまで取得した物件も大半がスポンサーからの拠出であることから、今後もスポンサーがメインの仕入先となる見込みである。スポンサーは住宅の開発のみならず、商業用不動産の開発、資産運用、仲介などの分野でも実績を有していることから、ポートフォリオの質を維持しながら外部成長を実現させることは十分可能と見ている。

スポンサー以外からも、数物件の住宅を取得しており、さらに信託銀行・ゼネコン・仲介業者などの情報ネットワーク拡大に取り組んでいる。

開発案件にも竣工後の引渡しを条件として投資することがある。現在、開発中の住宅（3 物件、合計 36 億円）につき契約を締結している。これらについては早期にリーシング活動に着手することなどにより、リーシングリスクの低減を図っている。

（４）内部成長方針

○住宅

PM（プロパティ・マネジメント）業務については、スポンサーが開発した物件については系列のジョイント・アセットマネジメント（JAM）に委託し、外部から取得した物件については JAM のほか、



物件の立地特性に合わせて適切な業者を選定する方針である。リーシング活動においてはスポンサー系の賃貸仲介会社で強い営業基盤を有するジョイント・レントとも連携している。

住宅は物件数・テナント数が多いため、効率的な管理体制の構築が重要となるが、上記のとおりスポンサー系の PM にほぼ集約しているほか、業務支援システムの導入も準備中である。

一部の物件については、「ゼロキューブ方式」(敷金、礼金ゼロ)による募集を行っている。敷金は一般に原状回復費、賃料滞納を担保する役割を果たすが、原状回復費については賃料を相場より高くすることで、賃料滞納については連帯保証人または保証会社による保証加入の義務付けによりそれぞれ対応している。

○商業施設

PM 業務はスポンサー系の J・COMS に委託している。強力な競合が現れた浜松プラザでは、テナントとの関係を緊密化し、イベント企画、公式ホームページの開設などの販促活動や外部専門家を交えた物件競争力の向上策・店舗増床の検討などに取り組んでいる。

(5) スポンサーとの利益相反対策

利害関係人との取引について、自主ルールにより投資委員会の審議、コンプライアンス委員会(コンプライアンス・オフィサー、運用会社社長、社外弁護士で構成)の審議を経た後、取締役会決議に加えて投資法人役員会の事前承認を要する仕組みとしている。また、利害関係人からの物件取得においては、取得価格は原則として鑑定価格以下とする。

その他、コンプライアンス強化のため、コンプライアンス・オフィサーによる内部検査、資産運用会社全社員に対するコンプライアンス・マニュアルの配布、定期的な研修などの施策を講じている。

【財務の安定性に対する評価】

(1) LTV水準

JOR は負債比率の運営に用いる指標として、テナントからの有利子預かり保証金を含めた有利子負債の総資産に占める比率を使用しており、通常時は同比率を原則として 40%~50%台前半にコントロールする方針である。第1期末(2006年3月末)時点の同比率は 41.7%、現時点で 45%程度である。

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%台前半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 32 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 30 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 5.9%、NCF 利回りは 5.6%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 1.5 倍以上を維持できる見込みである。

第1期の実績インタレストカバレッジレシオは 15.3 倍、平均調達コストは 0.86%だった。(保証金の約定返済を含めた DSCR は 7.2 倍)



(3) 調達デュレーション

格付け公表時点（2006年7月19日）の借入は、期間1年112.5億円、2年128億円という構成であったが、7月27日に短期借入の一部（64.5億円）を、期間3年（30億円）と5年（34.5億円、うち15億円は変動金利）に借り替え、長期固定金利化がある程度進んだ。商業施設テナントからの預かり保証金も一部活用しているが、有利子ですでに約定返済が始まっており、今のところ財務面でのメリットはそれほど大きくはない。JORは今後さらに、投資法人債の発行、長期固定金利のタームローンへのシフト、金利スワップによる固定金利化などを検討しており、長期固定金利の比率を50～80%程度に維持する方針である。

(4) 担保余力、調達先の分散、マチュリティの分散

現時点で借入は全額有担保。大手5金融機関との間で200億円の極度枠を設定しており、この5社からの借入を中心として合計7金融機関との取引がある。返済期日は2006、2007、2009、2011年に一定程度分散しており、今後の調達においても期日分散を意識した運営を行う方針である。

【主要物件の概要】

(1) 浜松プラザ

静岡県浜松市上西町に所在する店舗、地上4階建て、平成12年築、延床面積73250㎡
浜松市にある大型ショッピングセンター。敷地は東西に分かれており、東側に総合スーパー、ベビー用品、スポーツ用品の大型専門店等が、西側に専門店ビルがそれぞれ配置されている。主要幹線である国道152号線への接続は良好で、駐車台数も十分であり広域からの集客が可能である。昨年、近隣に大規模ショッピングモールが進出したことで競合環境は厳しくなったが、浜松市は世帯数増加や中心市街地の空洞化により郊外の商圈自体が拡大基調にあり、大口テナントとの契約も総じて長期にわたることから、当面の懸念は小さい。

鑑定評価額：154億円、R&I評価額：142億円

(2) スペーシア銀座

東京都中央区銀座に所在する住宅、地下1階地上16階建て、平成17年築、延床面積7836㎡、総戸数134戸

東京メトロ東銀座駅徒歩3分、銀座駅徒歩5分に位置する高級賃貸マンション。一部天然石を使用した重厚な外観、カーペット敷の内廊下、天井埋込型エアコン実装などグレードの高い仕様である。交通・生活利便性は非常に良好で、ステータスも高い立地であることから、比較的所得水準の高い単身・DINKS層に加えて社宅、SOHOなどの法人による需要も安定して見込まれる。

鑑定評価額：55億円、R&I評価額：56億円

(3) りんくう羽倉崎プラザ

大阪府泉南郡田尻町に所在する店舗用敷地、敷地面積51147㎡

関西国際空港に隣接する「りんくうタウン」から1.5km圏内にあるロードサイド店舗用敷地。食品スーパー、家電量販店及びホームセンターの生活密着型店舗3棟から構成される。当該エリアを南北に貫く幹線道路沿いに位置しており、駐車台数も十分であることから自動車によるアクセスは良好である。

鑑定評価額：46億円、R&I評価額：48億円

(4) S-RESIDENSE 京橋

大阪市都島区東野田町に所在する住宅、地上 15 階建て、平成 18 年築、延床面積 5995 m²、総戸数 166 戸。

JR、京阪、地下鉄各線が集中する京橋駅から徒歩 1～4 分のシングル向け新築賃貸マンション。梅田、淀屋橋、心斎橋といった大阪都心部への交通アクセスは非常に良好である。また、意匠性のある外観を有し、設備水準も高いことから、单身生活者を中心に堅調な需要が見込まれる。

鑑定評価額：28 億円、R&I 評価額：26 億円

(5) スペーシア川崎

川崎市川崎区小川町に所在する住宅、地上 13 階建て、平成 16 年築、延床面積 4656 m²、総戸数 146 戸。

JR 川崎駅徒歩 5 分のシングル向け賃貸マンション。JR、京急を利用して東京都心への交通アクセスは容易。周辺にはイタリアの町をモチーフに造られた複合商業施設「ラ・チッタデッラ」をはじめ、商業施設が多数集積している。オール電化、TV モニター付きオートロック、宅配ロッカー、シャワートイレ、ブロードバンド対応など設備水準も標準以上である。

鑑定評価額：22 億円、R&I 評価額：23 億円