

## J-REIT ニューシティ・レジデンス投資法人

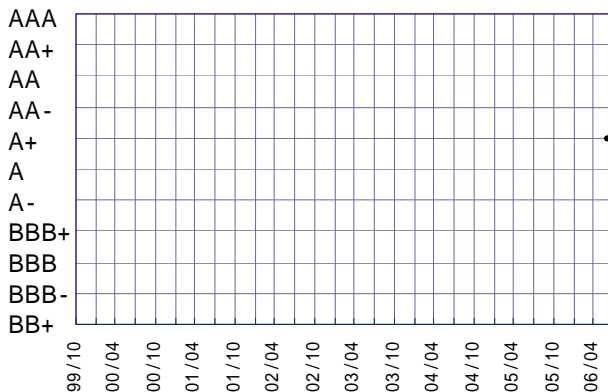
更新日：2006年6月7日

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】

2004年12月に上場した不動産投資法人（J-REIT）。2006年2月末時点で保有している資産は86件、1224億円（取得価格ベース）に上る。投資対象は住宅に特化しており、シービー・リチャード・エリス・インベスターズおよびニューシティコーポレーション（NCC）などをスポンサーとする。

ニューシティ・レジデンス投資法人（NCR）の保有資産は利便性の高い立地のグレードが高い築浅賃貸住宅を中心に構成されており、物件やテナント構成の分散度は高い。スポンサーの支援を背景に、開発案件を含めて多様な物件取得ルートを

持ち、効率的な物件管理体制が整備されている。また、積極的な外部成長のもとでも適切な負債水準を維持する方針であり、投資法人債などを活用して負債の長期固定化も進む見通しである。

（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

住宅の特性として一般に取引市場、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、単身世帯の増加などを背景とする世帯構成人数の減少により世帯数は増えている。また東京圏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・離婚の増加、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に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間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は言いがたい。非木造住宅には鉄骨造（S 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、NCR が保有する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

2006年2月末現在の保有資産は計86件で、取得価格の合計は1224億円である。鑑定評価は株式会社谷澤総合鑑定所、株式会社東京合同鑑定事務所、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1235億円で、この評価額は上記取得価格の約101%となっている。

## 地域：

投資対象地域は主として東京圏（70%以上）とし、地方にも一定割合（30%以下）の投資を行う。東京圏では都心5区（千代田、港、中央、新宿、渋谷）を30～70%、都心5区以外の23区10～60%、23区以外の東京圏10～50%という比率を目安としている。

現時点での取得資産の地域別構成は、R&I定義による東京都心6区（上記都心5区および品川区）が50%、都心6区以外の東京圏が40%、地方都市が10%という構成。

## 地域別

	取得価格	件数	構成比
東京都心6区	61,597	34	50.33%
上記以外23区	30,550	22	24.96%
都下、神奈川、千葉、埼玉	17,910	19	14.63%
大阪市	4,235	3	3.46%
名古屋市	0	0	0.00%
それ以外の政令指定都市	3,793	5	3.10%
その他	4,306	3	3.52%
合計	122,391	86	100%

## 施設用途：

投資対象は住宅に特化しており、居住者の多様なニーズに対応するためにシングル（20～40%）、アーバンファミリー（20～50%）、ファミリー（20～50%）、プレミアム（5～20%）と幅広いタイプの賃貸住宅に投資する方針。

2006年2月時点のタイプ別構成は賃貸可能面積ベースで、シングル30%、アーバンファミリー33%、ファミリー31%、プレミアム4%、その他2%という構成。

## 資産規模：

1物件あたりの投資金額を1億円以上、全体の20%以内としている。1物件あたりの平均取得価格は14億円と住宅としては平均的なレベル。

## 規模別（延床）

	取得価格	件数	構成比
3000㎡未満	57,219	66	46.75%
3000㎡以上5000㎡未満	32,828	14	26.82%
5000㎡以上10000㎡未満	10,766	3	8.80%
10000㎡以上30000㎡未満	21,578	3	17.63%
30000㎡以上	0	0	0.00%
合計	122,391	86	100%



## 築年数：

築年数は取得時において、原則として15年以内としている。現在、取得価格で加重平均した築年数はおよそ3年と新しく、5年未満の築浅物件が82%を占める。

## 築年数別

	取得価格	件数	構成比
5年未満	100,605	59	82.20%
5年以上10年未満	13,230	14	10.81%
10年以上15年未満	7,841	12	6.41%
15年以上20年未満	715	1	0.58%
20年以上25年未満	0	0	0.00%
25年以上	0	0	0.00%
合計	122,391	86	100%

## 権利関係：

原則、一棟完全所有の物件に投資する方針だが、50%以上の持分割合を取得できる場合は区分所有物件も許容している。現時点では上場時に取得したゾンネンハイム元住吉、ライオンズマンション淵野辺本町、東青梅第三、前橋西片貝の4物件を区分所有で保有しているが、合計で16億円と全体に占める割合は小さい。

## 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。

NCRはすべての物件につき、設計図書のリビューを含めた耐震性に関する調査およびPML値の算定を専門家（応用アール・エム・エス株式会社）に委託し、耐震性能の高さを確認している。加えて、「構造エキスパートシステム」（「インデックスコンサルティング」と米国の保険会社「ABSコンサルティング」が共同開発）を導入し、建物強度について独自の検証を行っている。

2006年2月時点のポートフォリオPML値は5.1%と低い水準にとどまっている。

## 稼働率：

2006年3月末時点で全体稼働率（低稼働状態で組み入れた新築物件を含む）は94.4%。過去1年間、90～95%の範囲で推移している。

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は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1169億円となり、取得価格に対して95.5%、直近時点の鑑定評価額に対して94.7%の水準となった。R&I評価額と取得価格との乖離幅は5%以内であり、概ね適正価格で取得してきたとみなせる。



保有する住宅の多くが、東京都心部をはじめとした利便性の高い立地にあり、築 5 年未満の新しい物件が 80%以上を占め、分譲マンション並みの建物グレード・設備水準を備えている。物件の競争力を反映して全体の稼働率は 3 月末時点で 94.4%に達しており、テナントが分散している住宅のポートフォリオとしては高い水準にある。

#### (2) ポートフォリオの分散

保有物件数は 86、エンドテナント数は 4500 超で、非常に分散したポートフォリオとなっている。特定の物件やテナントの動向が全体に与える影響は軽微で、住宅が生み出すキャッシュフローの安定性も考え合わせると、ファンド全体の資産価値やキャッシュフローが大きく低下する可能性は低い。

投資対象は住宅に特化しているが、シングル、アーバンファミリー、ファミリー、プレミアムと顧客層の異なる住宅にバランス良く投資することで、タイプ別の分散効果も図っている。

#### (3) 外部成長方針

原則として、中長期(5~15年)の保有を目的として不動産等を取得しており、当初から短期で売却することを想定した不動産等の取得はしない。

資産規模はレジデンシャル特化型リートの中でトップクラス。スポンサーである NCC とは、「情報提供および業務支援に関する基本協定書」を締結し、物件取得に関する情報が優先的に提供される仕組みとなっている。また、スポンサー以外にも大手不動産会社・信託銀行 4 社と「仲介情報提供に関する基本協定書」を結ぶなど、不動産会社・信託銀行・デベロッパーなどと広範にネットワークを構築している。

このような NCC との連携および不動産プレイヤーとのパイプラインの構築により、NCR は優れた物件取得能力を有している。今後取得予定の物件などを含めるとファンド規模はすでに 1500 億円を超えており、さらにポートフォリオの分散を進む見通しである。

ポートフォリオの質の向上や築年数の低減などを目的として、新築物件の取得にも力を入れている。新築物件の取得においてはテナントのリーシングリスクを負担する機会が多いが、取得予定物件の立地条件の良さ、ファンド規模の大きさ、リーシング能力の高さでかかるリスクが限定されていることに加え、取得後の当初一定期間、売主にマスターリースさせることや一定以上の稼働率の達成を取得の条件とすることにより、リーシングリスクを回避し全体のキャッシュフローへの影響を軽減するよう配慮している。

#### (4) 内部成長方針

保有物件の運営管理については、PM(プロパティ・マネジメント)業務をニューシティプロパティサービス(NCPS、NCCの子会社)にほぼ集約し、業務支援システム(MRI)の導入、仲介会社との広範な連携、テナントへの多様なサービスプログラムの提供などを通じて内部成長(既存物件の収益性の向上)を実現していく方針である。

テナント向けのサービスプログラムの内容は、リビングオプション(家具・家電のレンタル、クリーニング、トランクルームなどのサービスの取り次ぎ)、コールセンターによる 24 時間のトラブル対応、テナント専用のクレジットカード(ニューシティレジデンスカード)の発行などである。これらのサービス提供はテナントの長期定着を狙いとしたユニークな取り組みと言える。

ほぼ全物件にマスターリースが入っているが、社宅やクレスト草津などの一部物件を除き、原則は「賃料パススルー」であり、マスターレシーの存在はNCRのキャッシュフローに影響しない。

#### (5) スポンサーとの利益相反対策

利害関係人からの資産取得について、自主ルールによりコンプライアンス委員会の審議、投資委員会の審議（社外取締役 3 名および外部専門家 1 名全員の賛成が必要）を経た後、取締役会の全会一致（社外取締役 3 名含む）の決議が要請されている。また、利害関係人からの物件取得においては鑑定評価額以下と定めている。

#### 【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（LTV）のターゲットは 40～55%としている。物件の取得スピードが速かったために第 1 期末には一時的に LTV が高い水準に達したが、直後に増資を実施して LTV を引き下げている。今後はファンド規模の拡大にとまらぬ、LTV の変動幅は徐々に低下していくものとみられる。

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 44～57%とおおむね良好な水準を維持する見込みである。

##### (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 63 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 61 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 5.2%、NCF 利回りは 5.0%であり、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、投資リスクの低さが反映されていること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 5 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

現状は長期固定の比率が 30%程度であるが、今後は投資法人債の活用、固定金利の借入、金利スワップによる固定化などにより長期固定の調達比率をより高めて行く方針である。ただし、金利動向を考慮しながら当面は長期固定の比率 50～60%程度を目処とする。調達期間はタームローンで 3～5 年、投資法人債は 5～7 年を目安としている。

##### (4) 担保余力、調達先の分散、マチュリティの分散

現時点での有利子負債全体に占める担保付借入の比率は 65%であるが、2006 年 2 月に無担保投資法人債（期間 5 年、140 億円）を発行しており、4 月には無担保ローン（期間 1 年、147 億円）を実行し、あわせて 20 億円の無担保コミットメントラインも設定した。今後は投資法人債および無担保ローンへのリファイナンスなどによって徐々に担保が外れていくものと思われる。

借入先はメインバンクを中心にメガバンク、信託銀行、地方銀行、損害保険会社など幅広い。返済期日は 2007、2008、2009、2011 年と計画的にラダーが組まれており、今後も分散が進む見通し。



## 【主要物件の概要】

## (1) ニューシティレジデンス高輪

東京都港区高輪に所在する住宅、地上12階建て、平成17年築、延床面積14216㎡、総戸数169戸  
地下鉄・京急泉岳寺駅より徒歩1分の新築賃貸マンション。再開発による発展が著しい品川駅へも1駅など、都心への接近性は良好である。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、比較的所得水準が高い単身者、DINKS、ファミリー、富裕層といった幅広いテナントのニーズに対応できる。近接するJR品川車両基地で大規模な開発が計画されており、将来的にはさらに生活利便性が向上する可能性がある。

鑑定評価額：110億円、R&I評価額：106億円

## (2) ニューシティレジデンス横浜イースト

横浜市神奈川区金港町に所在する住宅、地下1階地上21階建て、平成15年築、延床面積17434㎡、総戸数228戸

JR横浜駅から徒歩6分の賃貸マンション。全国屈指のターミナル駅である横浜駅の徒歩圏内であり、横浜駅周辺の商業集積やみなとみらいのレジャー施設にもアクセスが容易である。ベイエリアに立地する超高層マンションであるため眺望にも優れており、ファミリーを中心に安定した需要が見込まれる。建物は免震構造であるため、PML値は2.4%と非常に低い。

鑑定評価額：67億円、R&I評価額：66億円

## (3) ニューシティレジデンス目黒三田

東京都目黒区三田に所在する住宅兼事務所、地下1階地上6階建て、平成14年築、延床面積7440㎡、総戸数40戸

JR目黒駅から徒歩6分の高級賃貸マンション。1~3階はオフィスとして利用されている。周辺は公園、河川など緑が比較的多く、居住環境は良好である。また、大規模複合商業施設の「恵比寿ガーデンプレイス」にも近い。都心への交通利便性とブランドイメージにより、安定した需要が見込まれる。

鑑定評価額：60億円、R&I評価額：59億円

## (4) クレスト草津

滋賀県草津市笠山に所在する住宅、地下1階地上11階建て、平成11年築、延床面積16137㎡、総戸数540戸。

JR南草津駅より南東約3kmに所在する学生向けマンション。草津市は京阪地区のベッドタウンとして急速に発展を遂げつつあるエリア。最寄駅から徒歩圏外であり鉄道での利便性には劣るものの、周辺には複数の有名大学のキャンパスが所在しており、これらの大学に通う学生の受け皿となっている。

鑑定評価額：38億円、R&I評価額：37億円

## (5) ニューシティレジデンス南青山

東京都港区南青山に所在する住宅、地上14階建て、平成14年築、延床面積4285㎡、総戸数62戸。

人気が高い南青山エリアに位置する高級賃貸マンション。地下鉄3線が集中する表参道駅まで徒歩10分。建物グレードや設備水準は高く、家具付きでコンシェルジュサービスも備えていることから、外国人を含めた富裕層の居住ニーズに加えて、SOHO・社宅・セカンドハウスとしての利用も期待できる。

鑑定評価額：38億円、R&I評価額：37億円

