

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

大和ハウス・レジデンシャル投資法人（証券コード：8984）

【新規】

長期優先債務格付 格付の見通し	AA - 安定的
--------------------	-------------

格付事由

本投資法人は05年6月7日に設立、06年3月22日に東京証券取引所（不動産投資信託証券市場）に上場した不動産投資法人（J-REIT）である。11年12月1日付けで、旧商号であるピ・ライフ投資法人から現商号に変更している。「暮らしと住まい」に着目し、主たる用途を居住施設（賃貸住宅）および商業施設とする不動産を投資対象としていたが、11年9月5日付けで運用ガイドラインを変更し、居住施設のみを新規投資対象とすることに变更している。

上場時の資産運用会社のメインスポンサーは分譲マンション開発・販売事業を主力とする株式会社モリモト（以下、「モリモト」）であったが、08年11月に国内大手住宅総合メーカーである大和ハウス工業株式会社（以下、「大和ハウス工業」）をメインスポンサーとする運営体制に変更され、その後の株式の更なる取得を経て現在の株主は大和ハウス工業のみとなっている。なお、上場時の資産運用会社の商号はモリモト・アセットマネジメント株式会社であったが、こうしたスポンサー体制の変更などから、現在の商号は大和ハウス・アセットマネジメント株式会社（以下、「DHAM」）となっている。

本投資法人及び DHAM は、スポンサーである大和ハウス工業との間でスポンサーサポートに関する協定書を締結しており、スポンサーから物件情報、ウェアハウジング機能および人材等が提供されている。今後も大和ハウスグループにおいて展開する様々な住宅関連事業において培われたノウハウ、豊富な情報ネットワーク、専門的な知識を培ってきた人材などが、DHAM におけるアセット・マネジメント業務をサポートし、本投資法人の今後の外部成長、内部成長に貢献していくことが期待される。

本投資法人は当初 14 物件、取得金額総額 32,018 百万円の規模で上場した。上場時の資産規模としては比較的小さく、スポンサーとの協業も視野に上場後 3 年以内を目処に資産規模を 1,000 億円とすることを目標として外部成長をしていくことを課題の一つとしていた。資産の入替えを経て、第 4 期末（07 年 11 月期）には 24 物件、取得金額総額 51,139 百万円まで規模が拡大したものの、その後の旧メインスポンサーであったモリモトの信用力の低下、不動産市況の変動などを要因として外部成長路線にブレーキがかかり、約 2 年間にわたって外部成長がストップしていた。しかし、モリモトに代わってメインスポンサーとなっていた大和ハウス工業との協業のもと、10 年 4 月 1 日に J-REIT 初の民事再生会社となったニューシティ・レジデンス投資法人（以下、「NCR」）を吸収合併することによって、資産規模を大幅に拡大させることとなった。NCR から承継した物件は、居住施設のみ 105 物件であり、取得金額としては旧 NCR の帳簿価格から時価評価により約 24% 減価した 139,518 百万円で受け入れられている。

合併後においては、収益性の観点からの資産売却を交えた物件の入替えをも経て、現在のポートフォリオは 125 物件、取得金額総額 207,902 百万円となっており、住宅系 J-REIT の中でも上位に位置するまでに規模を拡大させ

てきた。また、ポートフォリオの拡大により、物件およびテナントの分散化も進んだことから、キャッシュフローの安定性は向上している。

居住施設の主要な投資先は、エリアとしては今後も人口増加が見込まれる首都圏を中心としながらも地域分散にも配慮してその他の政令指定都市などにも投資するものとし、また物件のタイプとしては、世帯数の増加が見込まれる単身および DINKS タイプを中心とする投資方針である。現在のポートフォリオの規模のメリットを活用しながら、DHAM による適切なテナントリーシング政策による運営・資本的支出を伴う修繕の実施・物件の入替えなどの施策により、中長期的に安定的な稼働率や賃料収入が相応に期待できるものと JCR ではみている。ただし、マクロ経済・地域経済・個人消費の動向や、不動産市況が個別の居住施設の賃貸需要に与える影響等については、今後も注視していく必要がある。

旧 NCR との合併後の運営方針について、DHAM では第一ステージと第二ステージにわけてそれぞれの方針を掲げて運営を行っている。まず第一ステージにおいては、物件ポートフォリオの稼働率の向上、不動産管理コストの低減、資産の入替え等による LTV の低減・ポートフォリオの質の向上、第二ステージでは、公募増資の実施、スポンサーによる開発物件、ウェアハウジング物件を中心とした物件取得による外部成長の実施を掲げている。スポンサーである大和ハウス工業との協業による効果も相俟って、第一ステージおよび第二ステージで掲げていた目標については順調に成果を達成している。今後も引き続き、スポンサーからの取得・運用に係る物件面および財務面でのサポートによって、更なる外部成長および内部成長が期待できる。

財務面については、すでに財務基盤の安定化が進捗しており、従前に比較して財務の柔軟性および安定性が増しているものと評価している。具体的には、NCR から承継した別除権付再生債務などの有担保ローンを、11 年 9 月から 10 月にかけて全額無担保とした。また、既存ローンより好条件の新規ローンを調達し、スプレッドの引下げ、平均残存期間の長期化を進めている。さらに、11 年 10 月に実施した公募増資によりこれまで 60% 台であった総資産ベースの LTV を 50% 台半ばまで引き下げた。本投資法人では、今後、50~55% 程度の水準にて LTV をマネジメントしていく予定であることから、安定した財務水準が維持されていくことが期待できる。

これら財務面の改善が進行している大きな要因として、スポンサーである大和ハウス工業の信用力の高さが関係当事者に評価されているものと同え、今後もスポンサーの信用力を活用しながら、一層の財務の安定化が進められていくことが期待できるものと JCR では判断している。

住居系 J-REIT に関しては、その資産特性からキャッシュフローの安定性は高いものと JCR ではみているが、本投資法人においても NCR との合併による規模の拡大、物件分散が進んだことにより、キャッシュフローの安定性が一層高まったものと評価している。また、調達面においても、合併後の DHAM による上記の施策実行により着実に柔軟性の向上と安定化が進捗している。さらに、NCR との合併により負ののれんが約 190 億円発生しており、NCR から税務上の繰越欠損金を約 480 億円も承継していることから、今後当面の間は、配当政策・物件売却戦略・LTV コントロールにおいても、財務運営上一定の自由度が確保されているものと判断される。

以上を総合的に判断して本投資法人の格付を「AA-」とした。

【ポートフォリオの分析】

現在のポートフォリオは物件数：125 物件（居住施設：123 物件、商業施設：2 物件）、取得金額総額：207,902 百万円（居住施設：205,492 百万円、商業施設：2,410 百万円）の資産規模である。NCR との合併により 105 物件、取得金額：139,518 百万円の資産を承継したことにより資産規模が大幅に拡大した。合併以降、ポートフォリオの入替えによる外部成長の実現とポートフォリオの質の向上を目指し、現在まで 17 物件の売却、13 物件の取得を

実施した。売却した物件は、規模が比較的小さい物件、稼働率の変動や修繕の有無による収益性の変動が比較的刺激しい物件、所有比率が低い区分所有建物などである。

一方で、新たに取得した物件は、スポンサーによる開発物件や、ウェアハウジング物件など比較的築浅の物件である。物件の入替えにより NOI 利回りや築年数の向上が見られる。本投資法人においては、今後も 198 億円におよぶ内部留保により、売却損失の実現による配当への影響にとらわれない柔軟な物件売却の実行が可能となっていることを活用し、ポートフォリオの収益力の向上を目的とした物件の入替えを積極的に実施していく方針である。

もちろん、合併による資産規模拡大による最大のメリットは、ポートフォリオの物件・地域・賃貸戸数について更なる分散化が進められた点である。物件面では、取得金額ベースで最大物件の割合が約 3.7%、上位 5 物件で約 18.0%、上位 10 物件で約 28.7%、と分散されている。地域面では、「エリア 1」(東京都主要 5 区)の割合が合併前で約 70%と高かったが、現在では約 43.1%まで低下している。賃貸戸数も大幅に増加している。従って、特定の用途および地域の市況悪化リスク、物件集中リスクは相応に緩和されており、キャッシュフローの安定性は高まり、今後についてはスケールメリットを活かした賃貸事業運営に係る更なるコストの削減なども期待できるものと判断している。

稼働率については、「エリア 1」(東京都主要 5 区)、「エリア 2」(エリア 1 を除く東京都区内)、「エリア 3」(エリア 1、2 を除く東京都、神奈川県、埼玉県及び千葉県)、「エリア 4」(人口約 10 万人以上のその他都市)のいずれも 11 年 10 月末時点で 90%以上であり、ポートフォリオ全体では 96.1%と高い水準にある。ただし、過去の推移をみると、旧メインスポンサーであったモリモトの民事再生手続開始の申立と前後して、一時的にリーシング業務が停滞したことに起因するものと推測されるが、それまで安定的に推移していた稼働率が下落に転じ、09 年 4 月末には 87.7%まで下落した。その後、大和ハウスグループによるリーシング支援開始により徐々に稼働率は回復し、10 年 11 月以降は 95%を超える高稼働率で安定的に推移している。

なお、本投資法人が保有する物件は、大和ハウス工業の賃貸マンションのブランド名である「ロイヤルパークス」、前スポンサーであるモリモトのブランド名である「イプセ」、さらには NCR のブランド名である「ニューシティレジデンス」等のブランド名によって構成されていたため、ブランド名の統一がエンドユーザーである潜在的テナント層への知名度・訴求力向上のための一つの課題であった。今般、一部の物件を除き新ブランド名「Castalia」に順次変更していくこととなり、本投資法人所有物件のブランド力の向上が期待される。

【財務の分析】

本投資法人においては、LTV の巡航水準を 50~55%程度としている。上場以降の LTV の推移を見ると、第 4 期(07 年 11 月)以降 50%前半の水準で推移していたが、NCR との合併にあたって、NCR の債務の継承、NCR の資産について時価評価による簿価の切り下げによる受入により LTV が 60%を超過することとなった。

一方、前述のとおり DHAM が策定した第一ステージにおける運用方針の目標がほぼ達成されることとなった 11 年 9 年に公募増資の実施を公表し、増資資金によって取得予定の 5 物件のうち 1 物件について瑕疵が発見されたため一旦は公募増資を中止したものの、払込期日を 10 月に再設定のうえ、ほぼ当初計画通りの条件にて実施された。

公募増資により調達した資金は新規物件取得代金および借入金返済資金に充当され、これにより LTV をほぼ合併前の水準まで引き下げることに成功した。

依然として不動産市況の先行きに対する見通しが不透明であり、J-REIT の投資口価格も低迷が続く中、このような比較的大規模なエクイティ調達に成功している点については、市場との対話の観点から DHAM の財務運営戦略上の実績を示すものとして評価できる。

一方、デット・ファイナンスについては、大和ハウスグループの親密金融機関を中心としたバンクフォーメーションが再構築されつつあり、リファイナンスによって従前の債務より、好条件での約定が可能となっていることから確認できる。なお、現在の借入金は全て無担保・無保証での調達であり、100%長期借入の安定した調達状況である。

旧 NCR の債務であった再生債務についても、額面を下回る価格での買入消却による有利子負債の圧縮を続けてきたことを含め、前述のようにリファイナンス時における借入期間の長期化、スプレッドの引下げに成功するなど、既に相応の結果も見られているが、今後についても借入金利の固定化比率の改善（11年10月14日時点における有利子負債の固定比率は27%）による金利上昇局面への耐性の向上や、更なるリファイナンス時における条件面などの改善状況を注視していく。

【主要物件についての概要】

(1) クイズ恵比寿

本物件は、JR 山手線および埼京線「恵比寿」駅徒歩約 1 分、東京メトロ日比谷線「恵比寿」駅徒歩約 4 分に位置する店舗付賃貸マンションである。本物件は上場にて取得され、旧スポンサーであるモリモトが開発した物件である。外観のデザイン性は高く、共用廊下に木製デッキを採用するなど個性的な外観の建物に仕上がっている。

本物件はポートフォリオ中、最大物件であるがポートフォリオの分散化がすすんでいるため取得価格比率は約 4.0%と小さい。建物は 05 年 2 月に竣工し、地下 1 階から地上 3 階までが商業施設（13 戸）地上 4 階から 9 階までを単身者および DINKS 向け 1K タイプをメインとする居住施設（83 戸）として利用している。

対象物件が所在する恵比寿エリアは、隣接する「代官山」・「広尾」・「白金台」とともに、都内でも人気が高い高級住宅地である。また、最寄駅へのアクセスが極めて良好であり、JR・東京メトロの二路線利用によって、都心の主要エリア（「新宿」・「渋谷」・「品川」・「銀座」など）への交通アクセスも優れ、幅広い層からの底堅い居住ニーズが期待できる。なお、対象立地自体は、繁華性が高い JR の駅西側に比べてやや劣る駅東側に所在するものの、恵比寿駅東口からはほど近い立地であることから、商業地としての将来的なポテンシャルについても想定可能であると思われる。従って、建物全体として今後とも安定したテナント需要が期待できる立地であると考えられる。

取得日：06 年 3 月 22 日（ポートフォリオ比：約 3.7%）

取得価格：7,650 百万円

第 11 期末（11 年 8 月末）稼働率：93.7%

(2) ニューシティレジデンス高輪（「カスターリア高輪」に変更予定）

本物件は、都営地下鉄浅草線「泉岳寺」駅徒歩約 1 分に位置するアーバンファミリータイプを中心とする賃貸マンションである。

本物件は NCR から引継いだ最大物件であり、169 戸から構成されている。本物件はいわゆる分譲仕様で建築されているため、賃貸物件として貸室の規模・貸室内の設備についても比較的競争力の高い水準にある。

最寄駅から都心の主要エリアへの交通アクセスは特段問題ない。対象物件の所在する「高輪」・「三田」エリアは古くから住宅地として人気が高いエリアであり、JR「田町」駅や「品川」駅にも徒歩圏にある。対象地は交通量の多い国道 15 号（第一京浜）に面しているものの、建物は不整形な路地敷敷地のやや奥まった位置にあることから閑静な住宅環境は相応に保たれている。

一方で、建物のエントランス部分の天井高が低いなど、比較的高額なグロス賃料である都心立地のハイエンド物件としての潜在的テナントへの訴求力の観点からは、改良を要する点も存在した模様である。DHAM では、賃貸住宅運営にかかる経験値を活用した共有部分の内装変更などのリノベーションなども交えて、こうした課題の

解決を進めており、稼働状況は足下 90%程度まで回復してきた。今後も DHAM によるテナント訴求力への対応、リーシング戦略の見直しなどによる収益力の向上が注目される物件である。

取得日：03 年 12 月 22 日、10 年 9 月 29 日

取得価格：7,430 百万円（ポートフォリオ比：約 3.6%）

第 11 期末（11 年 8 月末）稼働率：85.2%

(3) ロイヤルパークス豊洲

本物件は、東京メトロ有楽町線およびゆりかもめ「豊洲」駅徒歩 7 分に位置する店舗付賃貸マンションである。総戸数は 276 戸と多く、居住部分は DINKS 向けおよびファミリー向けのタイプから構成されている。住居部分についてはスポンサーグループの大和リビング株式会社による賃料保証型マスターリース契約が設定されていることから、安定的な賃料収入が期待できる物件である。NCR との合併後に取得した物件であり、「ロイヤルパークス」シリーズはスポンサーである大和ハウス工業により企画・開発された大型物件として、敷地は独立行政法人都市再生機構の「民間供給支援型賃貸住宅制度」による定期借地契約の借地となっている。

建物は、「都市の中のリゾートステイ」をコンセプトに、緑と水を配した中庭を取り囲むように建てられ、2 層吹き抜けのエントランスをはじめ、自然石を配した共有部の内装が印象的な物件となっている。

対象地周辺は、近年、大規模な区画整理・再開発が進められ、主として分譲を中心とした高層・超高層マンション開発が進められたことにより、急速に注目の集まっているエリアである。06 年には大型複合商業施設である「アーバンドック ららぽーと豊洲」がオープンするなど商業集積も進みつつある一方、新たなオフィスの開発も並行して進捗しており、街としての発展が著しい。なお、古くは昭和初期の埋立工事によって造成された地域ではあるが、東日本大震災時においても建物近隣での目立った液状化などの被害は報告されていない。

「東京」駅まで直線距離で約 3.5km、東京メトロ有楽町線にて「銀座一丁目」まで 3 駅 6 分で直通するなど、都心の主要ビジネスエリアへのアクセスは良好である。

取得日：10 年 11 月 1 日

取得価格：7,360 百万円（ポートフォリオ比：3.5%）

第 11 期末（11 年 8 月末）稼働率：100%

（担当）杉山 成夫・秋山 高範

格付対象

発行体：大和ハウス・レジデンシャル投資法人

【新規】

対象	格付	見通し
長期優先債務	AA-	安定的

格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2011年12月7日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：藤本 幸一
主任格付アナリスト：杉山 成夫
3. 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、JCRのホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）の「格付方針等」に「信用格付の種類と定義」として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法（格付方法）の概要は、JCRのホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）のストラクチャード・ファイナンス「格付の方法」のページに、「J-REIT」（公表日：04年4月1日）の信用格付の方法として掲載している。回収金口座や倒産隔離など他の付随的な論点についても上記のページで格付方法を開示している。格付方法は追加・変更されることもあるが、その場合は時系列的に掲載する。本リリースの公表日と格付方法の公表日（各方法が有効となった日）とを照らし合わせた上で、上記格付方法を参照されたい。
5. 格付関係者：
（発行体・債務者等） 大和ハウス・レジデンシャル投資法人
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関する JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
・発行体が提供した発行体の監査済財務諸表
・発行体が提供した発行体の業績、経営方針などに関する資料および説明
・経済・業界動向などに関し中立的な機関が公表した統計・報告
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、格付関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものもを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

用語解説

長期優先債務格付と短期優先債務格付：債務者（発行体）の債務全体を包括的に捉え、その債務履行能力を評価したものです。このうち、期限 1 年以内の債務に対する債務履行能力を評価したものを短期優先債務格付と位置付けています。個別債務の評価（債券の格付、ローンの格付等）では、債務の契約内容、債務間の優先劣後関係、回収可能性の程度も考慮するため、個別債務の格付が長期優先債務格付と異なること（上回ること、または下回ること）もあります。

格付の見直し：長期優先債務格付または保険金支払能力格付が中期的にどの方向に動き得るかを示すもので、「ポジティブ」「安定的」「ネガティブ」「不確定」「方向性複数」の 5 つからなります。今後格上げの方向で見直される可能性が高ければ「ポジティブ」、今後格下げの方向で見直される可能性が高ければ「ネガティブ」、当面変更の可能性が低ければ「安定的」となります。ごくまれに、格付の見直しで「不確定」または「方向性複数」となることがあります。格上げと格下げいずれの方向にも向かう可能性がある場合に「不確定」となり、個別の債券や銀行ローンの格付、長期優先債務格付などが異なる方向で見直される可能性が高い場合には「方向性複数」となります。

情報提供電子メディア(検索コード)

BLOOMBERG (和文:JCR / 英文:JCR) REUTERS (JRS120) QUICK (和文:QR / 英文:QQ) JIJI PRESS

本件に関するお問い合わせ先

情報・研修部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

本ニュースリリースは 12 月 12 日に当初公表したものにつき、格付事由の一部を訂正したものです。

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官(格付)第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル