

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。

インヴィンシブル投資法人（証券コード:8963）

【新規】

長期発行体格付	A
格付の見通し	ポジティブ

格付事由

- (1) 02年1月に設立され、04年5月に大阪証券取引所（不動産投資信託市場）06年8月に東京証券取引所（不動産投資信託証券市場）へ上場した、住居及びホテルをコアな投資対象とする総合型のJ-REIT。上場時の名称は東京グロスリート投資法人で、東京23区に所在する居住用不動産及びオフィスを主たる投資対象としていた。なお、07年10月に大阪証券取引所（不動産投資信託市場）については上場を廃止している。その後、10年2月にエルシーピー投資法人（LCP）を合併し現名称へ商号変更したとともに、資産運用会社の商号もエルシーピー・リート・アドバイザーズからコンソナント・インベストメント・マネジメント（CIM）へ変更された。CIMの株主はCalliope合同会社（Calliope）で、Calliopeはフォートレス・インベストメント・グループLCC（FIG）の関係法人（フォートレス・グループ）の位置づけにある。現行ポートフォリオは全124物件（住居：68、オフィスビル・商業施設：7、駐車場：1、ホテル：48）で構成され、2,666億円の資産規模。用途別ではコア資産と位置づけられている住居及びホテルが94.6%、地域別では首都圏が62.2%（いずれも取得価格ベース）の組入比率を占める。
- (2) 本投資法人は11年7月にスポンサーをフォートレス・グループに変更後、同グループとの強固な協働関係を軸に、コスト削減等を通じたポートフォリオ・キャッシュフローの改善、増資も交えた新規物件取得、リファイナンスによる財務基盤のリストラクチャリング、入れ替えに伴うポートフォリオの再構築等、それぞれのステージにおいて様々な施策を実行してきた。足元でも積極的に外部成長が進められており、直近の16/6期以降においては公募増資をまじえ、ホテル11物件及び住居2物件の計13物件を928億円で新規取得した。ホテルについては、スポンサーグループのマイステイズ・ホテル・マネジメント（MHM）がオペレーターである「ホテルマイステイズ五反田駅前」（取得価格246億円）をはじめとした宿泊特化型ホテル10件に加え、新たにMHMの子会社となったナクアホテル&リゾートマネジメントが運営するフルサービス型の「ホテルエピナール那須」を209億円で取得した。ポートフォリオに関して、資産規模が拡大し、物件やエリアの分散が進んでいるとともに、賃貸事業運営面では16/6期末で98.5%のポートフォリオ稼働率、年換算取得価格ベースで6.6%と相対的に高いNOI利回りが確保されている。コアアセットのうち、住居においては引き続き賃料増額改定の実績が確認できるとともに、各ホテルの客室稼働率、ADRや売上高等の指標についても、概ね堅調に推移している。ただ、ホテルの運営指標の伸びについては16年に入り、特に東京エリアの物件において前年比鈍化の傾向がみられる。また、キャッシュフローのアップサイドの取り込みを狙い変動賃料を導入するホテルが多くなるにつれ、ホテル収益において賃料種別に占める変動賃料（最低保証部分を除く変動部分）の割合は、足元で6割弱を占めている。一般にホテルは他のアセットタイプと比べた場合、賃借人・オペレーターの運営能力に依拠するところが大きいという施設特性と、特にMHMとの賃貸借契約においては変動賃料の割合が比較的高い（賃料ベースで6割程度を占める）ことから、中期的にみて施設所有者である本投資法人にとってのホテル収益、ひいてはそれをベースとして算出される多くのホテルの鑑定評価が、需要増によるキャッシュフローの上昇を前提としていることを踏まえると、評価額のボラティリティは相対的に高いものと想定せざるを得ない。とはいえ、訪日客数の増加基調をはじめとした良好なホテル運営環境が当面続く見込みであることや、保有ホテルのトラックレコードなどを考慮すると、足元では変動賃料スキームの増加に伴い、ポートフォリ

オ全体の収益へのネガティブな影響が短期的に顕在化する懸念は少ないものとみているが、新規開発されるホテルの増加等、中長期的な競争環境の変化には注意を払う必要があると JCR では考えている。財務面では、資産総額ベースの簿価 LTV が 15/6 期末の 53.0%から 16/6 期末時点では 50.0%へ緩やかに低下しているほか、ポートフォリオの含み益は増加傾向にあり、16/6 期末の鑑定評価額ベースの LTV は 42.8%となっている。加えて有利子負債のコスト低減や、レンダーフォーメーションの強化など、CIM による安定した財務運営が継続されている。以上を踏まえ、長期発行体格付を「A」、見通しを「ポジティブ」とした。今後については、ホテル運営状況の変化に伴う資産価値の変動リスクに対する CIM、MHM、フォートレス・グループ等による取り組み、及び外部成長によるポートフォリオ分散度の向上や、特に上述の新規取得物件にかかるトラックレコードの積み上げの動向に注目していく。

- (3) 本投資法人は外部成長にむけ、フォートレス・グループの関係法人であるフォートレス・インベストメント・グループ・ジャパン (FIGJ) のパイプライン等を活用した新規物件取得を継続する方針である。本投資法人と FIGJ との間では現在、ホテル 22 物件 (開発中を含む。客室数は 6,116 室)、住居 9 物件 (743 戸) の取得検討についての優先交渉権に関する覚書が締結されている。また、内部成長に関しては MHM、CIM 及びフォートレス・グループの実績・ノウハウに基づく施設競争力の維持・向上、住居の賃料上昇プロジェクト、ホテルでの業績に連動した変動賃料の導入等の取り組みを継続する計画である。フォートレス・グループによる強力なサポート体制の下、今後の外部成長及び内部成長によるポートフォリオ強化の動向や、保有物件の競争力の維持及び向上に関しては、CAPEX 等を活用した経年物件 (築後 20 年超が 48 物件) への対応に注目している。
- (4) デット・ファイナンスでは、スポンサー変更後の財務基盤のリストラクチャリングを経て、新規取引先の招聘も進めつつ、メガバンク等 (みずほ銀行、三井住友信託銀行、三菱東京 UFJ 銀行、三井住友銀行) を中心としたレンダーフォーメーションが維持されている。今後、財務基盤の一段の強化に向けては、借入金の平均残存年数の長期化、返済期限の分散化、金利固定化等についての継続的な取り組みがポイントになると考えており、適切なレバレッジコントロールを含めた財務運営に関する各種施策及びその実効性をフォローしていく。

【ポートフォリオの分析】

本投資法人は不動産等及び不動産対応証券を主たる投資対象として、中長期的な観点から保有する資産の着実な成長と安定した収益の確保を目指して運用を行うことを基本方針に掲げ、住居及びホテルをコアアセットとしてこれらに重点的に投資しつつ、オフィスビルや商業施設等のサブアセットにも分散投資を行うこととしている。こうした方針の下、それぞれの用途特性に基づくリスクの分散と併せ、地域分散にも考慮した総合型ポートフォリオの構築と拡大を目指している。取得価格ベースの用途別投資比率では、コアアセットの住居及びホテルが 50%以上、地域別投資比率では首都圏 (東京都、神奈川県、千葉県及び埼玉県) が 65%以上 (ホテルを除く場合は 70%以上) と規定されている。

LCP との合併後、11 年 7 月にフォートレス・グループがスポンサーとして参画する直前の 11/6 期末時点において、本投資法人のポートフォリオは全 55 物件 (住居: 39、オフィスビル・商業施設: 8、駐車場: 1、シニア物件: 7)、資産規模 705 億円であった。その後の継続的な外部成長を通じ、足元では全 124 物件 (住居: 68、オフィスビル・商業施設: 7、駐車場: 1、ホテル: 48)、2,666 億円の資産規模へと拡大している。なお、用途別では住居及びホテルが 94.6%、地域別では首都圏が 62.2% (いずれも取得価格ベース) の組入比率となっており、スポンサー変更後、概ね上述の方針に基づいたポートフォリオの拡大が進捗しているものとみている。

コアアセットのうち住居のポートフォリオは 16 年 6 月末、68 棟、4,108 戸で構成されている。同時点において立地別 (取得価格ベース) では東京 23 区 68.5%、政令指定都市 26.3%、その他 5.2%、タイプ別 (賃貸可能戸数ベース) ではスモール (30 m²未満) 58.4%、ミディアム (30 m²以上 60 m²未満) 28.9%、ラージ (60 m²以上) 12.7%、賃料帯別 (賃貸可能戸数ベース) では 10 万円未満 66.2%、10 万円以上 15

万円未満 23.0%、15 万円以上 20 万円未満 7.3%、20 万円以上 3.5%の比率となっている。東京 23 区を主体に世帯数が増加傾向にある立地、60 m²未満の規模、1 戸あたりの平均月額賃料が 102,227 円といった点を考慮すると、単身・少人数ファミリー層を中心とした一定の需要が見込まれるポートフォリオが構成されていることで、16 年 6 月末の稼働率は 96.4%と比較の高い水準を維持している。

ホテルポートフォリオについては 16 年 6 月末の取得価格ベースで、タイプ別では宿泊特化型 87.7%、フルサービス型 12.3%、地域別では東京 23 区 44.3%、首都圏（除く東京 23 区）12.9%、中部 11.5%、関西 9.2%、九州 6.0%、北海道 2.0%、その他 14.1%となっている。現状、フルサービス型は「ホテルエピナール那須」、「ホテルマイステイズ宇都宮」の 2 物件で、東京 23 区を含む首都圏に所在する宿泊特化型のホテルを主体とした構成である。また、賃料形態別では 固定賃料にテナントによるホテル営業の GOP に連動する変動賃料を加えた額を採用するホテルが 94.5%を占め、固定賃料を採用するホテルが 5.5%となっている。本投資法人与主要賃借人兼オペレーターである MHM との契約は全て であるほか、契約に基づくホテルはスーパーホテル、グリーンズ及び東急ホテルズを賃借人（オペレーター）としている。

固定賃料と変動賃料（テナントによるホテル営業の GOP 連動）によるホテル収益のバランスに関し、現行ポートフォリオの構成は、変動賃料による収益（変動賃料における最低保証部分を固定賃料とみなした場合）が 16/6 期の実績で 57.4%を占める。変動賃料を採用している「ホテルマイステイズ」、「フレックスステイン」等は、賃借人兼オペレーターである MHM をはじめとしたスポンサーグループとの協業を軸に運営されており、足元の良好なホテル需要も背景に、各ホテルについて堅調なトラックレコードを確認できる。引き続き現状と同等以上の運営能力が維持され、運営状況の変動による賃料のボラティリティが継続的に抑制されていくこと、また、固定賃料のみで賃借されている他のホテルに関しては売上高等の動向に注目している。

一般に資産規模が拡大することで、分散度の上昇に伴うキャッシュフローの安定化、スケールメリットによるコスト低減、物件入替時等における運用の自由度向上などが見込まれ、J-REIT の信用力向上に資するものと JCR では考えており、今後もスポンサーサポートの活用を中心とした物件取得等の取り組みについてフォローしていく。

【フォートレス・グループの概要】

スポンサーであるフォートレス・グループはグローバルに活動する投資運用会社であり、中核の FIG がニューヨーク証券取引所に上場しているほか、16 年 3 月末時点で 706 億米ドル超の資金を運用している。また 4 本の日本特化型不動産関連ファンドを運用し、そのポートフォリオは現状 3,000 億円を超え、日本での累計投資物件数は 1,400 物件を上回っていることから、本投資法人による今後の物件取得機会獲得への一定の寄与が期待される。

ホテルポートフォリオに関しては、12 年にホテルオペレーターの MHM を買収しグループ傘下に有することとなった。MHM は 99 年にウィークリーマンション東京として設立された後、05 年以降「マイステイズ」シリーズのホテルを開発、13 年からは 3 ブランド（「マイステイズ」、「フレックスステイン」、「マンスリーレジステイズ」）を中心とした戦略を展開しており、16 年 3 月にはナクアホテル&リゾートマネジメント及びアートホテルズを子会社化した。16 年 9 月 1 日現在、全国 72 棟・11,086 室（関連企業運営ホテルを含む）を運営している。フレキシブルな客室提供、2,200 社を超える法人顧客基盤、開発/コンバージョン/リノベーション/リブランドの実績、レベニューマネジメントの実践等、これまでのトラックレコードからみて MHM によるホテルの管理・運営の実績やノウハウにより、本投資法人のホテルポートフォリオの内部成長が牽引されていくことが想定されるとともに、スポンサーサポートを活用した外部成長の際における、MHM の果たす役割に注目している。

【主要保有物件の概要】

(1) ホテルマイステイズ五反田駅前

- ・74年3月及び84年8月に竣工し、15年8月に耐震補強工事、11月に全館リノベーションが完了した、鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根地下2階付14階建及び鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根地下1階付14階建の宿泊特化型ホテル。客室数は333室で、シングル276室、ツイン46室、ダブル11室の構成となっており、レストラン、ランドリーコーナー、会議室などが併設されている。ホテル賃借人兼オペレーターはマイステイズ・ホテル・マネジメント(MHM)である。
- ・本物件はJR山手線・都営浅草線「五反田」駅から徒歩1分の、視認性に優れた立地にある。同駅から「東京」駅や「新宿」駅などの都内主要ビジネスエリアや、羽田空港へのアクセスも含めた交通条件は良好である。近隣は幅員約40mの国道沿いにホテル、飲食店舗ビルなどが建ち並び商業地域で、最寄りの「五反田」駅周辺には飲食、物販、サービス店舗等が集積していることから、施設利用の利便性は確保されている。リニューアルに伴うホテル客室としての競争力強化を通じ、宿泊需要の中心である周辺オフィス等に関連するビジネス需要に加え、インバウンドを含めた都内観光などによるレジャー需要が期待される。
- ・15年11月の全館リノベーションを経てモダンな雰囲気醸成されているなど、維持管理の状態は良好。16年7月の客室稼働率：94.3%、ADR：10,393円、RevPAR：9,796円となっている。

取得日：16年3月31日

取得価格：24,674百万円

鑑定評価額：24,800百万円(16年6月末時点)

(2) ホテルエピナール那須

- ・92年2月に竣工した鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根13階建のメインタワー、及び95年6月に竣工した鉄骨鉄筋コンクリート造陸屋根14階建のアネックスタワーの、那須高原エリア内では希少性の高い高層タワー2棟を擁するフルサービス型ホテル。客室数は310室で、ツイン42室、その他268室、全て2名定員以上の構成となっている。95年にアネックスタワーのほか、売店及びレストランの増築が行われ、その後04年から13年にかけて倉庫、ラウンジ、キッズルーム等も増築された。大浴場、プール、教会、テニスコート、ドッグランなども併設されている。ホテル賃借人兼オペレーターはナクアホテル&リゾーツマネジメントである。
- ・本物件は東北自動車道「那須IC」から車で10分程度の距離に位置する。幹線道路の背後に存し、開発道路を経てのアプローチとなっており、周辺には山林や水辺もあり、自然豊かで落ち着いた滞在環境が形成されている。東京から「那須IC」まで車利用で2~2.5時間程度と、那須高原エリアは首都圏からのアクセスも良好で、那須サファリパークや那須ハイランドパークなど様々な観光・レジャー施設を擁している。
- ・本物件は那須高原エリアで最大級の客室数を有するほか、高層タワー2棟の上層フロアからの眺望には開放感が感じられる。また、国内のファミリー・シニア層を中心とした需要が強く、各ターゲットに対する訴求力を意識した客室改装が積極的に行われている。デザイン性及び快適性の高い客室、幼児のいるファミリー向けの客室、ペット連れの顧客に特化した客室なども設置されていることから、今後の更なるレジャー需要の増加が期待される。
- ・両タワーとも築後20年超が経過し、建物の外観上はやや古さが感じられ、経年相応の損耗等が認められるものの、維持管理の状態は概ね良好である。16年7月の客室稼働率：93.6%、ADR：25,988円、RevPAR：24,327円となっている。

取得日：16年3月31日

取得価格：20,981百万円

鑑定評価額：21,300百万円（16年6月末時点）

（担当）杉山 成夫・松田 信康

格付対象

発行体：インヴィンシブル投資法人

【新規】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A	ポジティブ

格付提供方針に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2016年9月26日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉山 成夫
主任格付アナリスト：杉山 成夫
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準は、JCRのホームページ（<http://www.jcr.co.jp>）の「格付方針等」に「信用格付の種類と記号の定義」（2014年1月6日）として掲載している。
- 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」（2014年6月2日）の信用格付の方法として掲載している。
- 格付関係者：
（発行体・債務者等） インヴィンシブル投資法人
- 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しての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。
- 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：
・格付関係者が提供した監査済財務諸表
・格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
- 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、いずれかの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。
- 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。

NRSRO登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページの“Rating Information”（http://www.jcr.co.jp/english/top_cont/rat_info01.php）に掲載されるニュースリリースに添付しています。

本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

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