

J P R (日本プライムリアルティ投資法人) の中間評価書

REITアナリスト 山崎成人
(2003.05)

2002年6月に東京証券取引所の不動産投資信託市場に上場した日本プライムリアルティ(略称; J P R) の中間評価書を作成致しました。

J P Rは上場J R E I T 6銘柄の中でも個性のあるファンドであり、上場後約1年間の株価推移も安定していて、印象的にはJ R E I Tの中では優良銘柄とも言える存在です。

そこで、今回は、市場における好評価の理由を探るべく、2003年4月に3回に亘るヒアリングを実施致しました。

以下は、今回の中間評価書作成の為にヒアリングを含め資産運用会社である東京リアルティ・インベストメント・マネジメント(T R I M)の運用責任者の方等への取材に基き、私独自の視点で分析評価したレポートです。

尚、本評価書作成後に、J P Rの増資が発表されましたので、文末に、「増資について」を加筆致しましたので、併せてご覧下さい。

1. J P Rファンドの特徴

(1) ポートフォリオ(投資分散)重視のファンドである。

投資地域(東京・大阪・札幌・仙台・千葉・川崎・横浜・新潟・和歌山・高松・広島・福岡・沖縄)が日本全国に分散されている事。

商業施設を除いた各保有物件のテナントの分散も図っており、大規模テナントの移転による稼働率の極端な低下をヘッジしている。

(2) 個人投資家を呼び込む為に投資口を20万円台と小口化している。

個人投資家が買い易いよう、他の銘柄に比べて半額以下に投資口を分割して上場した。

(3) 既保有物件の特徴

東京と大阪を中心にしながらも全国主要都市の中規模オフィスビルを所有し、併せて、首都圏の駅前ス・パ・(田無アスタ・ツルミフ・ガ)も保有して、一定度の用途分散も図っている。

2. J P Rのデータ(J P Rの第2期決算資料から)

サンプル版非表示

[上場からのイベント年表]

2002.06.14 「日本プライムリアルティ投資法人(証券コード8955、略称J P R)」がオフィスビルと商業施設を投資対象としたREITとして上場。

保有資産	オフィスビル23棟 商業施設2棟
資産価格総額	約921億円
公募総額	268億円
公募口数	13.4万口
募集価格	200千円/口
予想配当率	年6%台後半
引受証券会社	みずほ証券等11社

< 上場時の特徴 >

比較的中規模のオフィスビルに駅前商業施設を組み合わせたファンドとして設立。投資口を分割して、1口20万円と小口化して個人投資家を対象としてファンド組成を行った。

保有資産はリスク分散を意識して、地域・テナント規模等が偏らないようにしている。

オリジネータは東京建物・安田生命・安田不動産・大成建設・朝日生命の5社

となっているが、上場時に朝日生命が保有投資口を全て売却し、離脱した。
上場時の引受証券主幹事はみずほ証券（株）

2002.08.30 第一回決算を発表。

計算期間	2001.09.14～2002.06.30
営業収益	4,469百万円
経常利益	738百万円
当期利益	737百万円
総資産額	103,955百万円
1口当分配金	2,545円
1口当純資産額	199,306円
期末純資産分配率	1.28%
次期予想分配金	6,500円/口

2002.09.25 横浜市港北区のオフィスビル「新横浜第二センタービル」の所有権共有持分を光正商事（株）より9.2億円で取得。

2002.10.04 広島市中区のオフィスビル「SK広島ビル」1棟を（有）広島インベストメントより約9.5億円で取得。

2002.11.21 東京都千代田区のオフィスビル「新麹町ビル」の共有持分の一部を（株）風俗文化研究所より5.5億円で追加取得。

2003.02.28 第二回決算を発表。

計算期間	2002.07.01～2002.12.31
営業収益	4,972百万円
経常利益	2,002百万円
当期利益	2,001百万円
総資産額	106,578百万円
1口当分配金	6,912円
1口当純資産額	203,673円
期末純資産分配率	3.39%
次期予想分配金	6,050円/口

2003.03.28 東京都港区のオフィスビル「MS芝浦ビル」の区分所有権を（株）ベニレイより120億円で取得。

2003.05.15 大阪市北区の商業施設「クラレニッセイビル」の所有権共有持分をクラレ不動産（株）と（株）ティ・エイチ・プロパティーズより80億円で取得。

2003.07. 同じく、「クラレニッセイビル」の所有権持分を日本生命（相）より50億円で追加取得。

[上場からの物件数・テナント数・賃貸面積・稼働率の推移]

サンプル版非表示

[保有物件一覧表]

「別添物件一覧表（EXCEL）」参照

[保有物件賃貸収益関係一覧表]

「別添賃貸費用分析表（EXCEL）」参照

[JPR関係企業一覧]

サンプル版非表示

3. 保有資産の分析と評価（評価は の数 1 ~ 5 ケで簡易表示）

【 J P R のポ - トフォリオの特徴】

投資地域の分散（全国の主要都市を投資対象とした）

日本全国の 13 都市（東京・大阪・札幌・仙台・千葉・川崎・横浜・新潟・和歌山・高松・広島・福岡・沖縄）に投資分散を行っていて、**一定地域への集中投資リスクを回避している。**

1 投資金額単位での分散（大規模物件ではなく、中規模物件を中心としている）

1 投資単位が約 4 . 2 億円 ~ 約 1 6 3 億円の範囲

平均投資額は約 3 9 億円

総投資額は約 1 0 6 0 億円（ 2 7 物件）

と、大型投資よりは中型投資で資産を構成していて、**保有資産の個別変動リスクを緩和させている。**

オフィスビルでのテナント分散（メジャ - テナントの動向による収益変動要素を軽減）

1 棟借りテナントは兼松ビル別館のみで、その他は全て複数テナントビルとなっている。

1 オフィスビル当りの平均テナント数は 1 1 . 7 社

地区別に見ると、最少が東京 23 区（都心 3 区を除く） 5 . 5 社

最大が地方都市（大阪を除く） 1 4 . 7 社

1 棟借りテナント等のメジャ - テナントの退去による**収入変動リスクを緩和している。**

用途別分散（オフィスビルと商業施設）

東京周辺部に商業施設（駅前ス - パ - ）を 2 物件保有し、オフィス賃料動向の変動に対して一定のスタピライザ - 効果がある。

『 評 価 』

サンプル版非表示

【 J P R の収益（第 2 期決算資料による）の特徴】

収入構造は、地方都市と東京周辺部物件からの賃料収入がメイン。

地区別収入比では、地方都市（ 3 3 . 8 % ）と東京周辺部（ 2 3 . 2 % ）の 2 地区で全体の 5 7 % を占めているので、地方都市のオフィスマ - ケット動向によっては収入が変動する可能性がある。

収益構造では、更に、地方都市と東京周辺部の比重が高くなっている。

NOI（減価償却費を除いた賃貸収益）比では、地方都市（ 3 4 . 1 % ）と東京周辺部（ 2 6 . 0 % ）の 2 地区で全体の 6 0 % を占めていて、稼働率が相対的に低い地方都市（平均稼働率 9 0 . 7 % ）の賃貸コストが効率良く抑制されている事が伺える。

商業施設 2 物件（田無アスタ、ツルミフ - ガ ）の比重が大きい。

商業施設 2 物件は、取得価格比では全体の 1 2 . 5 % に過ぎないが、NOI でみると、 2 0 . 4 % を占めていて、 J P R の物件の中では稼ぎ頭になっている。

従って、短期的には収益安定化に寄与しているが、中期的にみると、ツルミフ - ガ の単一テナントであるの西友の動向次第とも言える。

テナント分散効果が一定程度機能している。

最大の比重を占めている地方都市のオフィスビルでは、平均テナント数が 1 4 . 7 社と最大値を示しており、今後のオフィス市況悪化局面では、テナント分散効果が発揮される可能性が高い。

『 評 価 』

サンプル版非表示

【 J P R の保有資産の内容】

建物の築年数

サンプル版非表示

物件取得価格

サンプル版非表示

地震対策

サンプル版非表示

建物のスペック

サンプル版非表示

『評価』

サンプル版非表示

4. JPRの体制について

< JPRを支える関係企業は旧安田系企業で固められている。 >

【JPR投資法人】

執行役員1名、監督役員2名の3名体制で、何れもオリジネータとの関係はなく、弁護士又は公認会計士の資格保有者である。

【東京リアルティ・インベストメント・マネジメント(資産運用会社)】

常勤役員14名(他に非常勤役員6名)体制。

社長及び取締役投資運用部長は東京建物からの出向、取締役財務部長と同企画・管理部長は安田生命からの出向と、ほとんどの社員がオリジネータ企業からの出向者で構成されている。

【プロパティ・マネジメント会社】

起用しているPM会社の大半は、オリジネータ企業又はその系列企業であり、中でも、東京建物と安田ビルマネジメントへの委託物件が多い。

【資産保管会社・一般事務取扱会社】

みずほ信託銀行

< 利益相反の懸念について >

サンプル版非表示

『体制の評価』

サンプル版非表示

5. JPRのAM・PM体制について

【AM体制】

サンプル版非表示

< 今後の運用方針について >

サンプル版非表示

『AMの評価』

サンプル版非表示

【PM体制】

< PM会社一覧表 >

東京建物(10物件)	兼松ビル
	兼松ビル別館
	新麴町ビル
	アルカイ - スト
	JPR千葉ビル
	東京建物本町ビル
	JPR高松ビル
	NORTH33ビル
	パ - クイ - スト札幌
	天神121ビル
安田ビルマネジメント(9物件)	安田生命人形町ビル
	田無アスタ
	安田生命池袋ビル
	新潟駅南センタ - ビル
	安田生命大阪ビル
	安田生命天六ビル
	新横浜第2センタ - ビル
	安田生命博多ビル

	安田生命那覇ビル
損保ジャパンビルマネジメント(2物件)	損保ジャパン仙台ビル
	損保ジャパン和歌山ビル
大阪朝日生命ビル管理(2物件)	朝日生命高松第二ビル
	朝日生命福岡第三・第四ビル
朝日不動産管理(2物件)	朝日生命日本大通りビル
	ツルミフ - ガ
安田不動産(1物件)	クレスト安田ビル
ザイマックス(1物件)	SK広島ビル

- 起用しているPM会社は上記の7社であるが、「SK広島ビル」のザイマックスを除けば、何れもオリジネ - タ - 系の企業である。
- PM会社の主力は東京建物。
- 26物件で7社のPM体制は必ずしも効率が良いとは言えない。
- PM体制の強化の為にPM評価システム(PM業務を各項目に分割し、項目別に評価を行うシステム)を導入している。
- PMフィ - は、賃貸収入比で平均2.09%、最も低い率は商業施設の「田無アスタ」で0.49%、反対に最高値は、「損保ジャパン仙台ビル」の3.01%となっていて、PMフィ - の水準としては低い方だと言える。

< PMの現状 >

サンプル版非表示

[問題点と課題]

サンプル版非表示

5. 投資家の視点でのJPRの銘柄評価

情報開示と透明性

サンプル版非表示

投資リスクについて

サンプル版非表示

短期的に見ると、

中期的には、

長期的な判断は、

総合的には、

「個人投資家にとっては・・・」

サンプル版非表示

「大口投資家にとっては・・・」

サンプル版非表示

株価の見方

利益相反

『中間評価を終えて』

サンプル版非表示

この評価書はJREITに関する参考情報として作成したものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

投資に対する判断は投資家ご自身によって行って下さい。

なお、ここに掲載しているデ - タ - や見解は、私が、正確でありかつ信頼出来るものと判断した情報に基き作成しておりますが、その正確性、信頼性が保証されているものではありません。