

# REIT REPORT

|| リートレポート ||

## 平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2020年8月20日(木)

執筆：客員アナリスト

**国重 希**

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

<b>■ 要約</b>	<b>01</b>
1. 東京都区部に集中投資、平和不動産のサポートが大きな強み	01
2. 2020年5月期の分配金は9期連続でスポンサー変更後の最高値を更新	01
3. 2020年11月期、2021年5月期も高水準の分配金を予想、 新型コロナウイルス感染症の影響は軽微	01
4. 中期目標では分配金2,750円、資産規模2,000億円を目指す	02
<b>■ 特長・優位性</b>	<b>03</b>
1. 概要	03
2. 戦略的なポートフォリオの構築	03
3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ	03
4. 分配金安定化ツールの活用	04
<b>■ 業績動向</b>	<b>04</b>
1. 2020年5月期の業績概要	04
2. 財政状態	05
<b>■ 今後の見通し</b>	<b>06</b>
<b>■ 中長期の成長戦略</b>	<b>07</b>
1. 中期目標	07
2. 外部成長戦略	07
3. 内部成長戦略	08
4. 財務戦略	08
<b>■ ベンチマーキング</b>	<b>09</b>

## 要約

### 2020年5月期は期初予想を上回る好決算、 分配金は9期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

#### 1. 東京都区部に集中投資、平和不動産のサポートが大きな強み

平和不動産リート投資法人<8966>は、平和不動産<8803>グループの投資法人であり、中小規模の事業所数が多く、人口増加傾向も続く東京都区部を中心に、オフィス及びレジデンスに集中的に投資する複合型 REIT だ。全国各地の証券取引所やオフィスビルを所有・賃貸し、日本橋兜町・茅場町の再活性化および札幌再開発事業化を推進する再開発事業などのデベロッパー事業を幅広く展開する平和不動産の経験とノウハウを最大限に活用できることが、同 REIT の大きな強みである。

#### 2. 2020年5月期の分配金は9期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

2020年5月期は、賃料収入と不動産譲渡益の増加等に伴い、営業収益6,588百万円(前期比4.1%増)、営業利益3,206百万円(同8.1%増)と、期初予想を上回る増収増益となった。外部成長戦略による新規物件の取得、内部成長戦略による既存オフィス・レジデンスの過去最高を記録した高い稼働率と賃料増額改定、財務戦略による金利費用の削減などにより、賃貸ベースの利益が拡大したうえ、期初に見込んでいなかった HF 麻布十番レジデンスの譲渡益331百万円が営業増益の要因となった。こうした好決算を反映して、1口当たり分配金を2,550円(前期比50円増)とし、9期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。着実な成長に加えて、分配金支払後の内部留保残高4,777百万円、フリーキャッシュ残高93.7億円を有することが、継続的な物件取得、財務基盤の安定化や、将来の安定的な分配金支払いを可能にしている。

#### 3. 2020年11月期、2021年5月期も高水準の分配金を予想、新型コロナウイルス感染症の影響は軽微

2020年11月期業績予想については、既に確定している資産譲渡益を見込み、営業収益7,098百万円(前期比7.8%増)、営業利益3,706百万円(同15.6%増)を、また2021年5月期予想では、特別な譲渡益を見込まないことから営業収益6,259百万円(前期比11.8%減)、営業利益2,865百万円(同22.7%減)と予想する。これらは、新型コロナウイルス感染症の影響を十分に織り込んだうえで、慎重な予想を立てていると言える。具体的には、外部成長戦略では2020年5月期に取得した物件の通期寄与を見込んでいる。また、内部成長戦略では、オフィス、レジデンスともに賃料減額改定は一部にとどまり、賃料ギャップ(市場賃料と現在テナントが支払っている賃料の差額)に基づく賃料増額改定や、過去の平均水準を上回る高稼働率が続くことを見込んでいる。なお、財務戦略では、引き続き良好な金融環境のもと、リファイナンスとともに費用低減の進展を見込む。潤沢なフリーキャッシュ残高の活用もあり、初めて自己投資口の取得を実施し、2020年11月期の分配金は2,650円(前期比100円増)、2021年5月期も2,650円と、高水準を予想している。

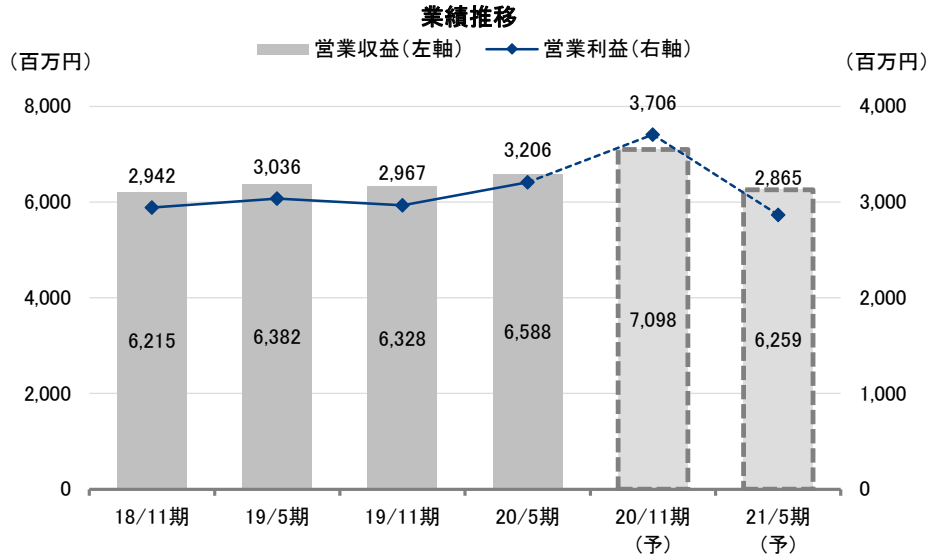
要約

4. 中期目標では分配金 2,750 円、資産規模 2,000 億円を目指す

中期目標としては、分配金 2,750 円、資産規模 2,000 億円を掲げている。分配金の目標達成に向けては、資産の入替、賃料増額改定、諸費用の削減等を1つ1つ着実に積み重ねていくことで、継続的かつスピード感を持った分配金成長につなげるとしている。また、潤沢な内部留保やフリーキャッシュ残高を活用して、継続的な分配金の増加を図る考えだ。一方、資産規模の拡大については、現在は不動産価格が高騰しているため無理に新規取得をせず、入れ替えを中心に優良物件に投資する方針である。

Key Points

- ・東京都区部を中心とするオフィス・レジデンス複合型 REIT で、平和不動産のサポートが大きな強み
- ・2020年5月期は、賃料収入と不動産譲渡益により、期初予想を上回る好決算であり、分配金は2,550円（前期比50円増）と、9期連続でスポンサー変更後の最高値を更新
- ・2020年11月期は、新型コロナウイルス感染症の影響を慎重に織り込んだうえで継続的な収支改善を見込み、資産譲渡益も計上することで増収増益を予想。初めて自己投資口の取得も実施し、分配金は2,650円（前期比100円増）を予想
- ・中期目標では、運用資産の着実な成長と中長期的な安定収益の確保や潤沢な内部留保などの活用により、分配金2,750円が目標。資産規模は中長期的に2,000億円を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 特長・優位性

### 東京都区部中心のオフィス・レジデンス複合型 REIT

#### 1. 概要

同 REIT は、平和不動産グループの投資法人であり、東京都区部を中心とする、オフィス・レジデンス複合型 REIT だ。2002 年 1 月に前身であるクレッシェンド投資法人を設立後、2005 年 3 月には東証不動産投資信託証券 (J-REIT) 市場に新規上場、2010 年 10 月にはジャパン・シングルレジデンス投資法人と合併し、名称を平和不動産リート投資法人に変更したうえで今日に至っている。また、投資主より募集した資金を主として不動産等に対する投資として運用することを目的とし、「運用資産の着実な成長」と「中期的な安定収益の確保」を資産運用の基本方針（基本理念）として掲げている。実際の資産運用はすべて、平和不動産アセットマネジメント（株）に委託しており、資産運用については、平和不動産のグループから様々なサポートを得られるのが大きな強みである。

#### 2. 戦略的なポートフォリオの構築

同 REIT は、高い需要に支えられた「東京都区部を中心とする投資エリアに存するオフィス及びレジデンス」に集中的に投資している点に大きな特長がある。多数の物件に投資することで戦略的にポートフォリオの分散を図っていることが、安定した稼働率と収益の源泉になっている。2020 年 5 月 31 日時点における同 REIT のポートフォリオの用途別内訳を見ると、オフィス 43.9%、レジデンス 56.1% となっている。厳格な投資基準に基づき、多数の物件へ投資することにより、用途・棟数・テナントの分散を行い、ポートフォリオの収益変動リスクの極小化を図っている。オフィス賃料は景気感応度が高く、収益の変動性が高いのに対し、レジデンス賃料は景気変動を受けにくく、収益の安定性が高いことから、両方にバランスよく投資することで、収益性と安定性の双方を追求できるポートフォリオを構築している。

また、投資エリア別では都心 5 区 43.7%、その他の東京 23 区 26.9%、首都圏 9.5%、その他地域 19.8% となっている。地域的には第 1 投資エリア（東京 23 区）を主たる投資地域と位置付けるが、各エリアのマーケット状況（取得物件のストック量、取引価格の状況及び賃貸マーケット状況等）を勘案しながら、第 2 投資エリア（23 区以外の東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）及び地方投資エリア（政令指定都市をはじめとする全国の主要都市、すなわち平和不動産のサポートが得られる地方大都市）にも投資する。

#### 3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ

同 REIT は平和不動産の経験とノウハウを最大限に活用できることが特長であり、大きな強みと言える。平和不動産は東京、大阪、名古屋、福岡の証券取引所ビルを証券取引所に賃貸し、全国各地にオフィスビルを所有するほか、日本橋兜町・茅場町の再活性化および札幌再開発事業化を推進する再開発事業などのデベロッパー事業も幅広く展開している。そこで、同 REIT に対する外部成長サポートとして、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件等の情報ソースを活用できる。実際、スポンサー変更後の物件取得合計は、2020 年 5 月末で 39 件 / 789 億円であるが、うち平和不動産のサポートによるものは 28 件 / 606 億円で全体の 72%/77% を占めており、スポンサーのサポートが、同 REIT 成長の原動力となっていることが実績として示されている。

#### 4. 分配金安定化ツールの活用

2020年5月期末に一時差異等調整積立金残高等の内部留保残高47.8億円、保有物件における税会不一致額73.6億円と、最大121億円の原資を有することが将来の安定的な分配金支払いを可能にしている。すなわち、一時差異等調整積立金残高は過年度に計上した負のれん発生益を積み立て、翌期以降50年以内に每期均等額以上を取り崩すことが定められている任意積立金であり、物件売却に伴い減損損失を計上した際にも、内部留保の取り崩しによって実力ベースの分配金支払いが可能である。また、合併に伴い、受入資産に税会不一致が発生しており、物件譲渡により発生した譲渡益については最大73.6億円の範囲内で税会不一致を活用した内部留保拡大が可能である。

## 業績動向

### 分配金は9期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

#### 1. 2020年5月期の業績概要

2020年5月期における国内経済は、企業収益の改善に伴う設備投資の増加や雇用・所得環境の改善が継続し、2019年10月からの消費税増税による個人消費への影響はあったものの、外需の持ち直しと内需の底堅さに支えられ、全体としては緩やかな回復基調でスタートした。しかし、後半は新型コロナウイルス感染症の発生・拡大により景気は大幅に下押しされ、先行きの不透明感が増した。

このような環境下、2020年5月期(第37期)決算は、営業収益6,588百万円(前期比4.1%増)、営業利益3,206百万円(同8.1%増)、経常利益2,788百万円(同11.2%増)、当期純利益2,788百万円(同11.2%減)の増収増益となった。賃料収入の増加に加え、期初には予想していなかったHF麻布十番レジデンスの譲渡益331百万円の計上があり、2020年1月16日発表の期初予想をすべて大きく上回った。なお、REITでは、税引前利益の90%超を分配金として支払う場合には法人税が免除されることから、当期純利益は経常利益とほぼ同水準となっている。また、実力ベースの収益力を示す、賃貸収益ベースの1口当たり当期純利益(譲渡益等の一時的要因を除く)は前期比150円増と好調であったことから、1口当たり分配金を期初予想の2,525円を上回る2,550円(同50円増)とし、9期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。なお、譲渡益の一部は分配金に充当するものの、残額は内部留保することで将来の分配金支払い等の原資として活用する方針である。

その他、ポートフォリオ全体の期中平均稼働率は97.70%と、引き続き高水準を維持したことに加え、オフィスの期中平均稼働率が99.70%と過去最高値を更新した。一方、レジデンスは繁忙期を迎え(レジデンスでは5月期は3月・4月を含む繁忙期となるが、11月期は非繁忙期)、期中平均稼働率は4月以降に新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けたものの、3月末には97.94%と過去最高水準を更新した。また、稼働率の高位安定、賃料改定の進展などに伴い、NOI利回り(実質利回りとも言う、(賃貸事業収入-賃貸事業費用)(年換算)/期中平均帳簿価額×100で計算)は5.44%と、過去最高水準を更新した。

平和不動産リート投資法人 | 2020年8月20日(木)  
 8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

2020年5月期(第37期)業績

(単位:百万円)

	19/11期		20/5期		前期比		20/5期 期初予想	予想比	
	実績	営業収益比	実績	営業収益比	増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,328	100.0%	6,588	100.0%	260	4.1%	6,233	355	5.7%
営業利益	2,967	46.9%	3,206	48.7%	238	8.1%	2,822	384	13.6%
経常利益	2,507	39.6%	2,788	42.3%	281	11.2%	2,388	400	16.8%
当期純利益	2,506	39.6%	2,788	42.3%	281	11.2%	2,387	401	16.8%
1口当たり当期純利益(円)	2,469	-	2,747	-	278	11.3%	2,352	395	16.8%
1口当たり分配金(円)	2,500	-	2,550	-	50	2.0%	2,525	25	1.0%
稼働率	97.83%	-	97.70%	-	-0.13pt	-	-	-	-
NOI利回り	5.36%	-	5.44%	-	0.08pt	-	-	-	-
発行済投資口数(口)	1,014,847	-	1,014,847	-	-	-	-	-	-

注: 期初予想は2020年1月16日の決算発表のもの  
 出所: 決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2. 財政状態

2020年5月期の財政状態は、総資産188,326百万円(前期末比1.3%増)、純資産95,974百万円(同0.3%増)、有利子負債84,667百万円(同2.7%増)であった。2020年5月期のファイナンス・コストは0.592%と既存の調達コストを下回り、平均調達金利は0.805%と過去最低を更新した。また、有利子負債の平均調達年数は6.94年であった。今後も、主要金融機関との良好な関係のもと、比較的金利水準が高い過去の借入金が満期を迎えることで、緩やかな調達コストの低下が見込まれる。長期借入金固定化比率を95%として、将来の金利上昇リスクに備えている。また、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を考慮し、大手都銀からのコミットメントライン(必要な時に借りられる、銀行からの融資枠)を70億円(同10億円増)に拡大して、不測の事態にも対応できるように、手許流動性を拡充している。

一方、鑑定LTV比率(期末の鑑定評価額(帳簿価額+含み損益)に対する有利子負債の割合)は40.2%と良好な低水準を維持している。同REITでは、同比率40~50%を標準水準として維持し、上限を65%に設定しているが、鑑定評価額の増加に伴って同比率の低下が続いており、借入余力が拡大したことで、より機動的な物件取得が可能になっている。

2020年5月期(第37期)財政状態

(単位:百万円)

	19/11期 実績	20/5期 実績	前期比	
			増減額	増減率
総資産	185,927	188,326	2,399	1.3%
純資産	95,647	95,974	326	0.3%
有利子負債	82,467	84,667	2,200	2.7%
平均調達金利	0.855%	0.805%	-0.050pt	-
金利固定化比率	89.7%	95.0%	5.3pt	-
平均調達年数(年)	7.09	6.94	-0.15	-
鑑定LTV	40.1%	40.2%	0.1pt	-

出所: 決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成



## ■ 今後の見通し

### 今後も高水準の分配金を予想

2020年11月期(第38期)の業績予想は、営業収益7,098百万円(前期比7.8%増)、営業利益3,706百万円(同15.6%増)、経常利益3,297百万円(同18.2%増)、当期純利益3,296百万円(同18.2%増)の見通しだ。既に確定している資産譲渡益が、増収増益予想の主因である。また、2021年5月期(第39期)は、その反動により、営業収益6,259百万円(前期比11.8%減)、営業利益2,865百万円(同22.7%減)、経常利益2,477百万円(同24.9%減)、当期純利益2,477百万円(同24.9%減)を予想する。同REITでは、新型コロナウイルス感染症の影響を十分に織り込んだうえで、慎重な予想を立てている。また、内部留保残高は54.3億円に、フリーキャッシュは120億円に、コミットメントラインも70億円に増加するとの見込みであり、不測の事態にも十分に備えていると言えるだろう。新型コロナウイルス感染症拡大に伴う先行き不透明を理由に業績予想を見送る会社も多いなか、こうした業績予想を示すことは投資家に評価されるだろうと弊社では見ている。

外部成長戦略では、2020年5月期に取得した4物件の通期寄与と資産譲渡益(878百万円)を見込む。また、内部成長戦略では、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を加味して、オフィスでは賃料増額改定について既決のもの以外は見込まず、レジデンスも稼働率を保守的に設定している。さらに財務戦略では、過去に借りた金利の高い借入金の満期が到来し、良好な金融環境のもと、リファイナンスとともに金利費用の低減を見込んでいる。以上により、2020年11月期の1口当たり分配金は2,650円(前期比100円増)、2021年5月期も2,650円と、高水準を予想している。

#### 2020年11月期(第38期)/2021年5月期(第39期) 業績予想

(単位:百万円)

	20/5期 実績	20/11期 予想	前期比		21/5期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,588	7,098	509	7.8%	6,259	-839	-11.8%
営業利益	3,206	3,706	499	15.6%	2,865	-841	-22.7%
経常利益	2,788	3,297	508	18.2%	2,477	-820	-24.9%
当期純利益	2,788	3,296	507	18.2%	2,477	-819	-24.9%
1口当たり当期純利益(円)	2,747	3,248	501	18.2%	2,440	-808	-24.9%
1口当たり分配金(円)	2,550	2,650	100	3.9%	2,650	-	0.0%
稼働率	97.70%	96.25%	-1.45pt	-	97.11%	0.86pt	-
NOI 利回り	5.44%	5.14%	-0.30pt	-	5.20%	0.06pt	-
発行済投資口数(口)	1,014,847	989,847	-25,000	-	989,847	-	-

注: 20/11期、21/5期の発行済投資口数は、自己投資口取得が上限の25,000口として算出  
 出所: 決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成



## ■ 中長期の成長戦略

### 「運用資産の着実な成長」と「中長期的な安定収益の確保」により、投資主価値の最大化に向けて取り組む

#### 1. 中期目標

同 REIT では中期目標として、今後 3～5 年以内に 1 口当たり分配金 2,750 円、資産規模 2,000 億円の達成を目指す。2020 年 5 月期には 1 口当たり分配金を 2,550 円にまで増やしているが、今後も中期目標を達成するために、外部成長で 24 円以上、内部成長で 197 円～245 円、費用削減で 50 円を計画している。外部成長戦略では、スポンサーパイプラインの活用により継続的に物件を取得するほか、資産入替を継続することで将来の分配金の拡大・安定化を図る。また、内部成長戦略では、大きく膨らんだ賃料ギャップを背景に賃料の増額改定や、LED・空調更新など省エネ対応工事による水光熱費削減などを図る。さらに、費用削減では、引き続き金利費用の低減や継続的な販管費の削減を図る。資産入替を通じた収益力強化とともに、実現益を通じた内部留保の維持・拡充を図る方針であり、潤沢な内部留保やフリーキャッシュを活用すれば、分配金の中期目標は達成できると考えられる。一方、資産規模の拡大については、現在は不動産価格が高騰しているため無理な新規取得をせず、入れ替えを中心に優良物件に投資する方針である。

#### 2. 外部成長戦略

外部成長戦略としては、幅広い物件情報ルートをもとに、今後も継続的な資産規模の拡大を図る一方で、資産入替の検討等も行い、中長期的なポートフォリオの質の向上を図り、着実な投資主価値の極大化を目指す方針だ。そのために、第 1 に着実かつ健全な外部成長戦略を継続する。すなわち、過熱したマーケットに振り回されず、ポートフォリオの質と収益性の向上に資する物件に厳選投資を行う。また、スポンサーと協働し、開発等、多様な手法による取得機会の拡大を図る。さらに、借入余力を活用した機動的な物件取得を行う。第 2 に入替戦略の継続的な取り組みも行う方針で、低収益物件、地方エリアに立地する小規模レジデンスを優良なオフィスやレジデンスに入れ替え、ポートフォリオの収益力改善を図る。第 3 に用途・エリアを厳選する方針で、優良なオフィスとレジデンスの双方への厳選投資や、東京都区部をメインエリアとし、スポンサー・サポートが得られる地方大都市にも厳選投資をする。スポンサー変更以降、資産の入替戦略を積極的に進めてポートフォリオの再構築を図るとともに、稼働率の上昇や賃料改定などにより収益力強化を図った結果、次第に含み益が拡大し、NOI 利回りも上昇するなど、ポートフォリオの質が大幅に改善している。今後も同戦略を推進することで、ポートフォリオの更なる改善を図る方針である。

### 3. 内部成長戦略

内部成長戦略としては、平和不動産グループが培ったデータベースや情報ネットワークを活用することにより、賃貸マーケットの動向を迅速に把握し、きめ細かなプロパティ・マネジメントを行うことで、運用資産の稼働率及び賃料水準の維持・向上を図るなど、積極的かつ効率的な運営管理により、着実な内部成長を目指す。すなわち、第1に高稼働率の維持・向上を図り、スポンサー、PM（プロパティ・マネジメント）会社と連携し適切かつタイムリーなリーシング施策の実施によるテナント需要の取込み、良質な運営・管理、CS（顧客満足度）対応施策の実施によるテナント退去の防止、ダウンタイム（空室期間）の短縮などを掲げる。第2に賃料増額による賃貸収益の向上を目指し、テナント入替時及び契約更改時における賃料増額（是正）を推進する。第3に戦略的な資本投下を行い、物件競争力、収益性及びCS向上につながるバリューアップ工事を計画的に実施する。第4には付帯収入の増加と各種費用の削減を継続する。緊急事態宣言の影響もあり、2020年5月期は賃料増額交渉がしにくい状況にあったが、新型コロナウイルス感染症の収束に伴い、従来の状況に戻ると予想する。

### 4. 財務戦略

財務戦略では、財務基盤の安定化を図り、持続的な成長を可能とすることを目的として、計画的かつ機動的な資金調達を目指す。すなわち、第1に有利子負債の返済・償還期限の長期化、固定化及び満期の分散化を進めることで市場金利変動の影響を受けにくい財務基盤を構築する。また、AA格への格上げによる信用力の改善と長期安定投資家の拡大を目指す。第2に適切なLTVコントロールによって、金融環境に左右されない安定した物件取得、ポートフォリオと収益の持続的な拡大を図る。第3に資金調達手段の多様化を図り、公募増資によるエクイティ調達、幅広い業態からなるレンダーフォーメーション、投資法人債等、様々な性格の資金へのアクセスを構築する。第4に現在の低金利環境が将来にわたって財務コスト削減に寄与できるように、金融コストの低減を図る。2020年5月末時点の有利子負債残高は846億円であるが、平均調達金利は0.805%と過去最低金利を更新しており、平均調達年数は6.94年である。加えて、新型コロナウイルス感染症拡大で懸念される不測の事態に備えて、大手銀行からの融資枠のコミットメントラインを、従来の60億円から70億円に拡大している。さらに、資金調達手段の拡充のため、投資法人債の発行も実施済である。また、将来の金利上昇リスクに対しては、長期借入金固定化比率を95.0%に高めている。このように、今後も財務戦略により、同REITの成長を下支えする方針である。

弊社では、同REITが特化する東京都区部をメインとする市場は投資機会が豊富にあることから、今後も潜在的な成長力は高く、中期目標の達成は可能であると評価する。東京都区部では、主なテナント層である中小規模の事業所数が多く、オフィスビルに対して引き続き豊富な需要がある。また、東京都では人口増加傾向が続いており、居住用マンションについても堅調な需要が見込まれている。また、強力なスポンサー・サポートの活用によって、着実な成長戦略の推進が可能と考える。すなわち、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件等の情報ソースを活用したり（外部成長サポート）、情報の共有化によって稼働率の向上を図ったり（内部成長サポート）、財務方針、資金調達等のかかる支援や指導を仰ぐこと（財務サポート）ができるのが、同REITの大きな強みである。

既述のとおり、新型コロナウイルス感染症拡大による賃料への影響は軽微にとどまる見通しであり、いずれは収束に向かうと考えられるが、同 REIT では、十分な内部留保やコミットメントラインの設定などの対策を講じている。その他の一般的なリスク要因としては、他の REIT と同様、稼働率の低下、賃料の下落、金利の上昇等が考えられる。実際、東京都区内において 2018 年から巨大ビルが大量供給されており、稼働率の低下や賃料の下落が懸念されていた。ただ、同 REIT では、オフィス稼働率は既に高水準に達しているものの、対象とする中規模以下のオフィスでは供給が限定的であり、空室率は 1% 台と好調に推移していることから、今後も高稼働率の維持が可能と見ている。また、市場賃料の上昇が契約賃料の更改ペースを上回っていること（ポジティブギャップが拡大）から、オフィス賃料はさらに引き上げ可能と見られる。レジデンスにおいても、リニューアル工事の実施によって、物件競争力の強化と資産価値の維持向上を図っており、今後も高稼働率の維持と賃料水準の改善につながると見る。当面は金利の高い借入の借り換えに伴い、金融コストはさらに低下する見通しだが、将来の金利上昇リスクに対しては、金利の固定化によりリスクヘッジを進めている。

## ■ ベンチマーキング

### 新型コロナウイルス感染症拡大の影響で投資口価格は一時的に下落するも、分配金の増加に伴い、NAV 倍率はさらに上昇すると予想

同 REIT の投資口価格は、2017 年以降おおむね上昇傾向にあったが、2020 年 3 月には新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う社会全体の景気・企業業績への不安に伴い、大きく下落した。ただ、その後は同感染症対策の進展もあり、投資口価格も回復基調にある。長期的には、スポンサー変更発表の 2009 年 10 月以降、東証リート指数は横ばい～緩やかな上昇にとどまっているのに対し、同 REIT の投資口価格は大きく上昇を続け、今回の感染症拡大の影響に伴う一時的な下落後の回復も東証リート指数を上回っている。その結果、2020 年 7 月 31 日現在の NAV 倍率（1 口当たり投資口価格 / 1 口当たり純資産額）は 0.88 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均の 0.77 倍を上回っている。同 REIT では、入替戦略の推進、賃料増額改定、キャップレートの低下などに伴い、含み益はさらに成長を続ける見通しだ。また、物件売却に伴う損失発生や突発的な損失に対しては潤沢な内部留保によって相殺し、今後も分配金を持続的に増加することで、中期目標の達成は可能と見込まれる。弊社では、それらが投資家に理解されるに伴い、NAV 倍率による評価は今後も高まると予想する。

同 REIT では、投資主還元を運用方針の柱の 1 つに掲げており、潤沢な内部留保の還元、フリーキャッシュの活用、投資主との高い利益の連動性、流動性の向上を目指している。すなわち、潤沢な内部留保を将来の分配金支払い原資として活用する。また、フリーキャッシュを活用し、物件取得や借入金返済に充てることで分配金の巡航水準を向上させる。さらに、投資主との利益の連動性では、スポンサー、資産運用会社、従業員の 3 層からなるセიმボート出資によって高い運用モチベーションを維持するとともに、2019 年 12 月 1 日の運用報酬体系変更では報酬に占める業績連動割合を拡大している。加えて、流動性向上では、Global Index 組入による、認知度向上と投資口売買高の増加を目指している。また、2020 年 11 月期には、投資家への利益還元策として 17 億円を上限とする初の自己投資口取得を実施し、中期目標分配金の 2,750 円に向けた取り組みを続けている。

## ベンチマーキング

さらに、2019年に実施されたGRESB(グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク: Global Real Estate Sustainability Benchmark)リアルエステイト評価において、3年連続で「Green Star」の評価を取得したことが特筆される。GRESBリアルエステイト評価とは、不動産セクターの環境・社会・ガバナンス(ESG)配慮を測る年次のベンチマーク評価のことで、責任投資原則(PRI)を主導した欧州の主要年金基金グループを中心に2009年に創設された。同REITが取得した「Green Star」の称号は、サステナビリティ評価にかかる「マネジメントと方針」及び「実行と計測」の両面において優れている会社に付与されるものである。同様に、(株)日本政策投資銀行のDBJ Green Building 認証、(一財)建築環境・省エネルギー機構のCASBEE 認証、(一社)住宅性能評価・表示協会のBELS 評価も取得している。これらのサステナビリティへの積極的な取り組みが投資家に評価されていることも、同REITの投資口価格が堅調な一因と考えられる。

## 複合型(総合型)REITの各指標比較

証券コード	投資法人	2020年 7月31日 投資口価格 (円)	投資口価格 前日比	分配金 利回り (%)	1口NAV (円)	NAV倍率	時価総額 (百万円)	出来高 (口)	決算期 (月)
8966	平和不動産リート投資法人	109,500	0.46%	4.84	124,815	0.88	111,126	2,833	5/11
8954	オリックス不動産投資法人	135,900	-1.24%	5.25	184,748	0.74	375,084	11,450	2/8
8955	日本プライムリアルティ投資法人	278,300	-0.54%	5.55	371,529	0.75	266,681	6,810	6/12
8957	東急リアル・エステート投資法人	132,200	1.15%	5.07	192,267	0.69	129,239	3,955	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	102,900	-	5.25	157,978	0.65	320,877	22,841	5/11
8961	森トラスト総合リート投資法人	123,100	0.41%	6.18	159,405	0.77	162,492	2,961	3/9
8968	福岡リート投資法人	122,500	-	5.55	170,682	0.72	97,510	1,795	2/8
8977	阪急阪神リート投資法人	113,600	0.71%	5.16	166,289	0.68	78,975	1,605	5/11
8984	大和ハウスリート投資法人	274,700	0.55%	3.97	270,216	1.02	603,241	10,098	2/8
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人	193,300	1.90%	4.21	176,071	1.10	183,878	4,315	1/7
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	348,500	0.43%	5.26	448,627	0.78	268,772	2,790	5/11
3295	ヒューリックリート投資法人	124,900	1.13%	5.66	175,937	0.71	163,869	5,501	2/8
3296	日本リート投資法人	319,500	1.11%	5.70	372,410	0.86	143,753	1,815	6/12
3309	積水ハウス・リート投資法人	69,100	-1.14%	4.81	82,418	0.84	296,347	20,750	4/10
3451	トーセイ・リート投資法人	102,300	-1.92%	6.88	135,976	0.75	34,834	1,179	4/10
3453	ケネディクス商業リート投資法人	183,500	0.94%	6.53	255,058	0.72	98,388	7,049	3/9
3462	野村不動産マスターファンド投資法人	130,800	-0.76%	5.08	163,264	0.80	616,748	13,131	2/8
3468	スターアジア不動産投資法人	42,400	-1.74%	7.81	58,395	0.73	45,862	6,996	1/7
3470	マリモ地方創生リート投資法人	90,400	-2.59%	7.76	127,117	0.71	13,802	1,004	6/12
3473	さくら総合リート投資法人	-	-	-	103,014	-	-	-	6/12
3476	投資法人みらい	33,050	-1.34%	7.66	49,496	0.67	54,937	12,152	4/10
3488	ザイマックス・リート投資法人	83,400	-4.25%	7.33	145,814	0.57	18,632	2,843	2/8
3492	タカラレーベン不動産投資法人	81,400	-6.00%	7.37	112,446	0.72	37,648	5,446	2/8

注: さくら総合リート投資法人は2020年7月30日に上場廃止  
出所: 不動産投信情報ポータルよりフィスコ作成

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp