

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

[企業情報はこちら >>>](#)

2024年8月13日(火)

執筆：客員アナリスト

国重 希

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

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

目次

要約	01
1. 2024 年 5 月期の業績概要	01
2. 2024 年 11 月期と 2025 年 5 月期の業績見通し	01
3. 中期目標と成長戦略	02
特長・優位性	03
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	04
4. 潤沢な分配原資と成長資金	04
業績動向	05
1. 2024 年 5 月期の業績概要	05
2. 財政状態	06
今後の見通し	07
● 2024 年 11 月期と 2025 年 5 月期の業績見通し	07
中長期の成長戦略	08
1. 中期目標「NEXT VISION II」	08
2. 外部成長戦略	09
3. 内部成長戦略	10
4. 財務戦略	11
5. サステナビリティ	12
6. 総括	12
投資口価格の状況	13

■ 要約

「NEXT VISION II」に基づき、 サステナブルな投資主価値の向上を追求

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、中小規模の事業所が集中し、人口増加傾向が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・茅場町の再活性化及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。

1. 2024年5月期の業績概要

2024年5月期は、営業収益8,735百万円(前期比0.9%増)、営業利益4,483百万円(同0.3%減)であった。営業収益及び営業利益は、2024年3月25日公表の修正予想を上回って着地した。内部成長では、バリューアップを通じた既存物件の内部成長が進展し、オフィス、レジデンスともに賃料改定額は2020年以降の最高値を更新し、ポートフォリオ稼働率も高稼働が継続した。外部成長では、将来の内部成長の基礎となる資産の取得を実行し、スポンサーパイプライン及び第三者との資産入替による外部成長を継続した。財務運営では、調達期間、金利固定化比率の水準などにおいて、健全な財務基盤を維持した。以上から、本来 EPU(譲渡益及び内部留保充当額を除いた1口当たり分配金に、バリューアップ関連費用を足し戻して計算)は、バリューアップ投資の費用計上が先行したことで2,676円(前期比40円減)であった。ただ、DPU(1口当たり分配金)は、資産入替に伴う含み益の顕在化による譲渡益計上でバリューアップ費用をカバーし、3,380円(同80円増)と17期連続で過去最高水準を更新した。着実な成長に加え、潤沢な内部留保と含み益を有することで、継続的な物件取得、財務基盤の安定化、安定的な分配金支払いなどを可能にしている。

2. 2024年11月期と2025年5月期の業績見通し

2024年11月期は、営業収益8,771百万円(前期比0.4%増)、営業利益4,445百万円(同0.8%減)を予想する。既に確定している物件譲渡益を見込むが、今後発生する物件取得や譲渡は織り込んでいない。また、2025年5月期は、将来発生する物件取得や譲渡を織り込んでいないことから、営業収益8,084百万円(同7.8%減)、営業利益3,740百万円(同15.9%減)を見込む。先行投資となるバリューアップ工事として各期約3.5億円を計画するが、それには譲渡益及び内部留保を充当する方針だ。その結果、本来 EPU は 2024 年 11 月期 2,684 円(同8円増)、2025年5月期2,704円(同20円増)と増加を見込む。また、DPU は内部留保取崩により2024年11月期3,440円(同60円増)、2025年5月期3,450円(同10円増)と過去最高水準の更新を予想する。これらの予想は今後発生する物件譲渡益や物件取得は織り込んでおらず、保守的な稼働率や NOI 利回りを前提にしており、達成可能であると弊社では見る。

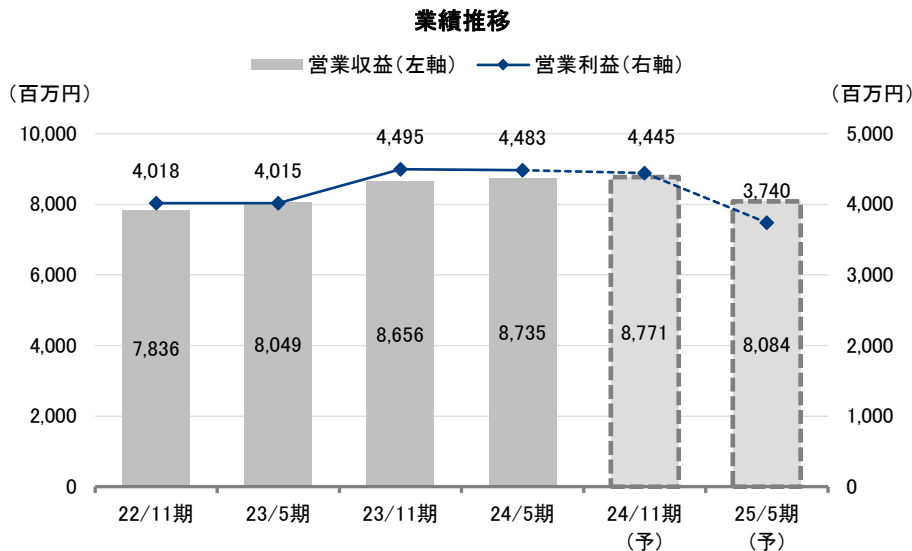
要約

3. 中期目標と成長戦略

同 REIT は、2024 年 5 月期からは「サステナブルな投資主価値の向上を追求するステージ」として「NEXT VISION II」を推進し、(1) 分配金 3,800 円、(2) 資産規模 3,000 億円、(3) 内部成長として賃料収入年率 +1%と ROI10%、(4) 格付 AA、(5) 2030 年までに GHG（温室効果ガス）90% 削減（2018 年比）と再生可能エネルギー電力 100%、を目標に掲げた。目標達成に向けては、外部成長として、「着実かつ健全な外部成長」「継続的な入替戦略の実施」「投資機会の拡大・中長期で競争力を有するポートフォリオの構築」を目指す。内部成長では、「高稼働率の維持・向上」「賃料増額に向けた取り組み」「付帯収入増加と費用削減」に加えて、「戦略的な「攻め」の資金活用」を掲げる。財務運営では、「財務基盤の強化」「LTV のコントロール」「資金調達手段の多様化」「金融コストの抑制」を図る。また、投資主還元として、「潤沢な内部留保の還元」「フリーキャッシュの活用」「流動性向上」「含み益の顕在化」を計画する。さらに、ESG（環境・社会・ガバナンス）の向上にも引き続き前向きに取り組む方針だ。「NEXT VISION II」では、潤沢な内部留保残高と含み益の活用などの「攻め」の資金活用によって、バリューアップ工事や物件入替によるポートフォリオのブラッシュアップ戦略を推進することで、サステナブルな投資主価値の向上を追求する点に大きな特徴がある。今後予想される金利上昇に対しては、内部留保や含み益を活用したバリューアップ工事による賃料増額によりカバーすることに計画の重点がある。目標達成に向けた意欲的な取り組み及び着実な成果は投資家に高く評価されると弊社では見ており、進捗状況に注目したい。

Key Points

- ・ 2024 年 5 月期は、物件取得や物件譲渡益が寄与し、予想を上回る決算。DPU は 17 期連続でスポンサー変更後の最高水準を更新
- ・ 2024 年 11 月期及び 2025 年 5 月期は保守的な予想ながら、外部成長と潤沢な内部留保の活用により、過去最高水準の DPU 更新を見込む
- ・ 「NEXT VISION II」では、分配金、資産規模、格付け、GHG 削減と再生可能エネルギー電力に加えて、内部成長としてバリューアップ投資に注力。分配金の目標達成に向けた意欲的な取り組みと着実な成果は、投資家に高く評価されると見る



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、東京都区部を中心とする、オフィス・レジデンス複合型 REIT である。2002 年 1 月に前身である クレッシュェンド投資法人として設立された後、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 に変更して今日に至っている。また、投資主より募集した資金を主として不動産などに対する投資として運用す ることを目的とするが、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、平和 不動産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。2024 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 (主に中小規模の事業所がテナント) 50.2%、レジデンス 49.8% 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 (千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区) 33.9%、その他の東京 23 区 28.3%、首都圏 (23 区以外) 11.6%、その他 26.2% 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ているが、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など) 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。

特長・優位性

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・茅場町の再活性化及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PPER事業も幅広く展開している。そのため、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、先行取得物件など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 2024 年 7 月 17 日現在で 73 件 /1,503 億円に上るが、うち資産運用会社ネットワークが 32 件 /604 億円、平和不動産からの直接取得 / 資産入替が 20 件 /394 億円、ウェアハウジング（スポンサーが第三者から物件取得して一定期間保有し、タイミングを見て同 REIT が取得する手法）が 21 件 /504 億円を占めている。このように、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。また、内部成長サポートとして、情報の共有化によって稼働率の改善を図ることができる。さらに、財務サポートとして、財務方針、資金調達などにかかる支援や指導を仰ぐことができる。

4. 潤沢な分配原資と成長資金

同 REIT では、資産入替に伴う譲渡益の一部を分配金に、残りを内部留保の蓄積に充てることで、長期にわたる安定した分配原資及び成長資金を確保している。2024 年 5 月期末には、内部留保残高 57.5 億円、含み益額は 585.6 億円を擁している。内部留保は、将来の安定的な分配金支払いを可能にする。すなわち、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からだ。また、同 REIT では設立時の合併に伴い、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税会不一致を活用した内部留保拡大が可能であることも強みである。一般的に、REIT は利益のほとんどすべてを分配金として支払うため内部留保を積むことができないが、同 REIT は、過去の合併の経緯からこれを積み上げるツールを有する。さらに、資産入替によって含み益の一部を顕在化することで、分配金を継続的に増加している。

業績動向

賃料増額トレンドと資産入替に伴う含み益の顕在化により、 2024年5月期の分配金は過去最高を更新

1. 2024年5月期の業績概要

2024年5月期（第45期）は、営業収益8,735百万円（前期比0.9%増）、営業利益4,483百万円（同0.3%減）、経常利益3,939百万円（同1.4%減）、当期純利益3,938百万円（同1.4%減）であった。オフィス、レジデンスともに高稼働と賃料増額の進展により、賃料収入が増加した。バリュアアップ投資の実行により費用計上が先行したが、譲渡益でバリュアアップ費用をカバーした。その結果、営業収益及び各段階利益は、2024年3月25日に公表した修正予想を上回って着地している。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。

内部成長としては、第1にバリュアアップを通じた既存物件の内部成長が進展し、オフィス、レジデンスともに賃料改定額は2020年以降の最高値を更新した。賃料改定による賃料収入増加率はオフィスで年率0.40%増、レジデンスで同0.56%増、ポートフォリオ全体で0.48%増であった。第2にポートフォリオ稼働率は高稼働が継続した。期中平均稼働率はオフィスで98.6%（前期比0.14ポイント増）、レジデンスで97.3%（同0.18ポイント増）、全体では97.8%（同0.2ポイント増）の高水準であった。レジデンスでは、繁忙期（5月期は入学、卒業や就職などが重なる3～4月を含むため繁忙期になる）に当たるが、2023年5月期比で退去戸数が少なく、更新が多かったことも高稼働率の一因である。外部成長としては、将来の内部成長の基礎となる資産の取得を実行した。スポンサーパイプライン及び第三者との資産入替による外部成長を継続し、14期連続となる資産入替に伴う含み益の顕在化により譲渡益9.0億円を計上した。また、公募増資の活用によって、資産規模は順調に拡大している。財務運営でも調達期間、金利固定化比率の水準を維持し、健全な財務基盤を維持した。

以上から、本来EPUは、バリュアアップ投資の実行により費用計上が先行したことで2,676円（前期比40円減）であった。本来EPUとは、バリュアアップ工事に伴う費用（営業費用に含まれる）がPLに与える影響が拡大したことで、賃料上昇の流れを分かり易くするための指標であり、具体的には譲渡益及び内部留保充当額を除いた1口当たり分配金に、譲渡益及び内部留保を充当する方針であるバリュアアップ関連費用を足し戻して計算する。また、DPU（1口当たり分配金）は、資産入替に伴う含み益の顕在化による譲渡益計上でバリュアアップ費用をカバーし、内部留保取崩の一方で内部留保繰入を行った結果、3,380円（同80円増）と17期連続で過去最高水準を更新した。着実な成長に加え、潤沢な内部留保（57.5億円）と含み益（585.6億円）を有することで、継続的な物件取得、財務基盤の安定化、安定的な分配金支払いなどを可能にしている。

業績動向

2024年5月期(第45期)業績

(単位:百万円)

	23/11期 実績	24/5期 実績	前期比		24/5期 予想	予想比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	8,656	8,735	78	0.9%	8,693	42	0.5%
営業利益	4,495	4,483	-11	-0.3%	4,388	95	2.2%
経常利益	3,995	3,939	-56	-1.4%	3,840	98	2.6%
当期純利益	3,995	3,938	-56	-1.4%	3,839	98	2.6%
EPU(1口当たり当期純利益)(円)	3,474	3,424	-50	-1.4%	3,339	85	2.5%
本来EPU(円)	2,716	2,676	-40	-1.5%	2,640	36	1.4%
DPU(1口当たり分配金)(円)	3,300	3,380	80	2.4%	3,340	40	1.2%
発行済投資口数(口)	1,149,933	1,149,933	-	-	1,149,933	-	-

注:24/5期予想は、24/3/25公表の修正予想数値
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

2024年5月期末(第45期末)の財政状態は、総資産243,163百万円(前期末比1.0%増)、純資産118,953百万円(同0.4%増)、有利子負債114,037百万円(同1.3%増)であった。平均調達金利は0.851%(同0.077ポイント上昇)となったが、主要金融機関との良好な関係の下、今後は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、引き続き低水準の調達コストが続くと見込まれる。平均調達期間は7.39年、長期有利子負債比率は100.0%、金利固定化比率は70.4%で、将来の金利上昇リスクに十分備えている。将来予想される金利上昇に対しては、内部留保や含み益を活用したバリューアップ工事による賃料増額によってカバーする計画である。また、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2024年11月期の期初より従来の70億円から80億円に拡大し、不測の事態にも対応できるように、手元流動性を拡充している。

一方、鑑定LTV(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40.3%と良好な低水準を維持している。2024年11月期の期初に行った公募増資後には、鑑定LTVは39.3%に低下している。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長期的に同比率は低下し、近年は横ばいながら良好な低水準で推移し、安全性が高いと評価できる。

2024年5月期(第45期)財政状態

(単位:百万円)

	23/11期末	24/5期末	前期比	
			増減額	増減率
総資産	240,874	243,163	2,289	1.0%
純資産	118,532	118,953	420	0.4%
有利子負債	112,537	114,037	1,500	1.3%
平均調達金利	0.774%	0.851%	+0.077pt	-
長期有利子負債比率	99.1%	100.0%	+0.9pt	-
金利固定化比率	70.8%	70.4%	-0.4pt	-
平均調達年数(年)	7.37	7.39	+0.02	-
鑑定LTV	40.3%	40.3%	±0.0pt	-

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

2024年11月期からは、内部成長により本来 EPU が増加。 内部留保の活用で、分配金の増配を予想

● 2024年11月期と2025年5月期の業績見通し

2024年11月期(第46期)は、営業収益8,771百万円(前期比0.4%増)、営業利益4,445百万円(同0.8%減)、経常利益3,859百万円(同2.0%減)、当期純利益3,858百万円(同2.0%減)を予想する。含み益の顕在化を伴う資産入替を継続し、既に確定しているオフィス1物件の譲渡により15期連続となる譲渡益を見込むが、今後発生する物件取得や譲渡は織り込んでいない。また、2025年5月期(第47期)は、将来発生する物件取得や譲渡を織り込んでいないことから、営業収益8,084百万円(同7.8%減)、営業利益3,740百万円(同15.9%減)、経常利益3,143百万円(同18.6%減)、当期純利益3,142百万円(同18.6%減)を見込む。先行投資となるバリューアップ工事として各期約3.5億円を計画するが、それには譲渡益及び内部留保を充当する方針だ。その結果、本来EPUは2024年11月期2,684円(同8円増)、2025年5月期2,704円(同20円増)と増加を見込む。また、DPUは2024年11月期3,440円(同60円増)、2025年5月期3,450円(同10円増)と引き続き過去最高水準の更新を予想している。

これらの予想は既に確定している外部成長(物件譲渡や物件取得)や内部成長の実現を織り込むものの、每期継続している含み益の顕在化を伴う資産入替による物件取得や物件譲渡益は織り込んでおらず、また慎重な稼働率やNOI利回り(実質利回りとも言う、実績賃貸業利益(年換算) / ((期初帳簿価額 + 期末帳簿価額) ÷ 2) × 100で計算)を前提にするなど、保守的な前提条件に基づいている。さらに今後の金利上昇の懸念に対しては、内部留保や含み益を活用したバリューアップ工事により賃料増額を強力に進めることから、業績予想は十分に達成可能な水準であると弊社では見ている。

2024年11月期(第46期)/2025年5月期(第47期) 業績予想

(単位:百万円)

	24/5期 実績	24/11期 予想	前期比		25/5期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	8,735	8,771	36	0.4%	8,084	-687	-7.8%
営業利益	4,483	4,445	-37	-0.8%	3,740	-705	-15.9%
経常利益	3,939	3,859	-79	-2.0%	3,143	-716	-18.6%
当期純利益	3,938	3,858	-79	-2.0%	3,142	-716	-18.6%
EPU(1口当たり当期純利益)(円)	3,424	3,229	-195	-5.7%	2,629	-600	-18.6%
本来EPU(円)	2,676	2,684	8	0.3%	2,704	20	0.7%
DPU(1口当たり分配金)(円)	3,380	3,440	60	1.8%	3,450	10	0.3%
発行済投資口数(口)	1,149,933	1,194,933	45,000	-	1,194,933	-	-

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

ポートフォリオのブラッシュアップ戦略の推進により、 サステナブルな投資主還元を目指す

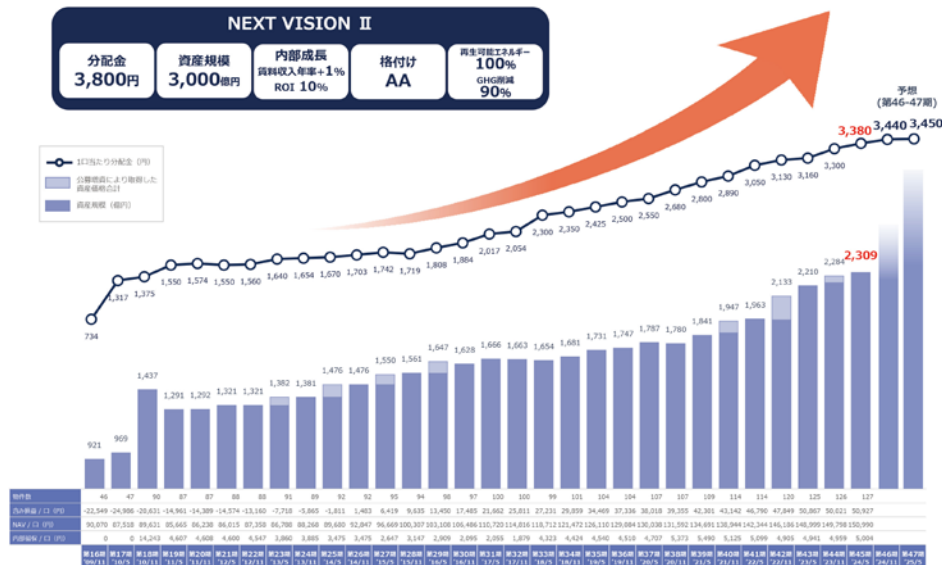
1. 中期目標「NEXT VISION II」

同 REIT では、2024 年 5 月期からは「サステナブルな投資主価値の向上を追求するステージ」と位置付けて、新たな中期目標として「NEXT VISION II」を掲げ、(1) 分配金 3,800 円、(2) 資産規模 3,000 億円、(3) 内部成長として賃料収入年率 +1% と ROI10%、(4) 格付 AA、(5) GHG90% 削減と再生可能エネルギー電力 100% の数値目標を目指している。

「NEXT VISION II」では、数値目標の達成を目指す過程で、潤沢な内部留保残高と含み益の活用などの「攻め」の資金活用によって、バリューアップ工事や物件入替によるポートフォリオのブラッシュアップ戦略を推進するという内部成長により、サステナブルな投資主価値の向上を追求する点に最大の特徴がある。バリューアップ工事の短期回収型では、ROI10% を目指してオフィス専有部のセットアップオフィス、レジデンス専有部での室内や水回り部分のアップグレードなどを行う。実際、2023 年 11 月期及び 2024 年 5 月期には、セットアップオフィス 2 件、レジデンス専有部のバリューアップ工事 7 件を実施した。2024 年 5 月期に実施した工事のうち、2024 年 7 月 17 日までに成約した 7 物件の平均賃料引き上げ率は 25.3%、平均 ROI は 12.2% と、「NEXT VISION II」に掲げる目標を上回っている。バリューアップ工事は、主に、レジデンスでは面積が 35㎡以上の DINKs・ファミリー向けの物件を、オフィスでは 50 坪以下の需要が大きい物件を選定して実施している。その他の数値目標では、AA への格上げによって、投資家層の拡大とファイナンスコストの抑制を図る。さらに、GHG 削減など、環境問題へも十分に配慮している。なお、分配金向上については、外部成長で +93 円 / 口、内部成長で +378 円 + α / 口、財務運営で -99 円 / 口を見込み、特に内部成長の戦略的な「攻め」の資金活用によって + α の上乗せを計画している。さらに、潤沢な内部留保で 5,004 円 / 口、含み益で 50,927 円 / 口の支払余地があることが同 REIT の大きな強みである。5 つの数値目標は、いずれも順調に推移していると判断される。

中長期の成長戦略

同投資法人の成長の軌跡と「NEXT VISION II」



出所：決算説明資料より掲載

2. 外部成長戦略

外部成長戦略では、「着実かつ健全な外部成長」「継続的な入替戦略の実施」「投資機会の拡大・中長期で競争力を有するポートフォリオの構築」を運用方針としている。「着実かつ健全な外部成長」としては、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し、スポンサーと協働することで開発など多様な手法による取得機会の拡大を図ることに加え、フリーキャッシュ及び借入余力を活用した機動的な物件取得を行う。「継続的な入替戦略の実施」としては、低収益物件や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るなど、引き続きポートフォリオの収益力改善を図る。「投資機会の拡大・中長期で競争力を有するポートフォリオの構築」としては、基本的にはオフィスとレジデンスに投資するが、マーケット需要の変化・社会的ニーズへの対応として、新たに全体の10%を上限にホテルなど、中長期的に安定収益を見込める物件への投資機会を拡大する方針だ。

同REITのスポンサーである平和不動産はオフィス及びレジデンス開発を積極的に展開しており、同REITはその中から物件を取得している。2024年11月期の期初に実施した4年連続となる公募増資により、平和不動産のパイプラインから販売用不動産のうちオフィス2物件を取得した。このように平和不動産の販売用不動産のストックは、将来の同REITの外部成長を支えている。加えて、同REITでは、普通借地権を活用したパイプラインの構築に取り組んでいる。スポンサーである平和不動産との協業により、借地権のデメリットを克服し、メリットを最大限に享受できるスキームを構築できるのが強みである。また、共有物件・区分所有物件の追加取得によって、ポートフォリオ価値の向上にも取り組んでいる。2024年6月には、北浜一丁目平和ビル（大阪市中央区）のスポンサーからの追加取得による完全保有化（所有割合100%）によって鑑定評価額が1.6億円増加した。今後も公募増資による資産規模の増加、DPUやNAV（純資産価値）の成長、LTVの引き下げを推進し、レバレッジを活用した成長余力の確保を目指している。

3. 内部成長戦略

内部成長戦略では、「高稼働率の維持・向上」「賃料増額に向けた取り組み」「付帯収入増加と費用削減」「戦略的な「攻め」の資金活用」を運用方針としている。「高稼働率の維持・向上」としては、スポンサーや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り込み、良質な運営・管理、CS（顧客満足度）対応施策によるテナント退去の防止、ダウンタイム（空室期間）の短縮などを目的とする。「賃料増額に向けた取り組み」としては、テナント入替時及び契約更改時における賃料増額や是正を推進する。「戦略的な「攻め」の資金活用」としては、潤沢なフリーキャッシュ及び内部留保の活用によるポートフォリオのブラッシュアップ戦略によって内部成長スピードを加速、バリューアップ工事により需要を喚起してインフレの影響を賃料に転嫁しやすい環境を醸成、先行投資により将来キャッシュ・フローの創出、獲得したキャッシュ・フローをポートフォリオのブラッシュアップへ循環投資、内部成長によるROAの向上を通じたEPUの持続的成長などを目的とする。特に「戦略的な「攻め」の資金活用」は、「NEXT VISION II」の数値目標達成のための重要な戦略との位置付けであり、この戦略の推進によって分配金向上への $+ \alpha$ の効果を生み出す計画だ。

オフィスの期中平均稼働率は、市場平均を大きく上回る98%台後半で安定的に推移しており、2024年5月期には98.6%（前期比0.14ポイント上昇）と引き続き高水準を維持した。2024年11月期は解約面積が増加する見通しだが、高稼働率を前提にバリューアップ工事実施の効果も含めた賃料ギャップの回収を進める機会と捉えている。また、2024年5月期は3期連続での賃料増額改定をし、期当たり約14百万円の賃料増額で着地した。2024年11月期以降は既に約37百万円の賃料収入増加が見込まれ、大幅な拡大基調にある。テナントとの対面による賃料協議により、更新賃料改定は着実に進展している。また、市場賃料の低下が限定的であることに加え、賃料ギャップ（市場賃料との乖離）を抱える物件の取得により、ポートフォリオの賃料ギャップが拡大しており、早期の賃料増額改定を実現する基礎となっている。コロナ禍で一時停滞していたテナントの動きは徐々に活発化してきており、特に同REITの主要顧客は中小事業者が中心であるため、テレワーク促進などによる退去の動きは見られない。

レジデンスにおいても、2024年5月期は3月末を含む繁忙期であり期中平均稼働率は97.3%と、4期連続して97%超の稼働率を記録し、高稼働率トレンドを維持した。また、投資エリア別には、保有物件が集中する東京圏を中心に、リーシングは好調に推移している。コロナ禍が終わり、再び都市部に人が流入している。オフィスではテナントが原状回復後に引き渡すため期中平均稼働率が高いが、レジデンスでは退去後にオーナーが工事をするため、現在の期中平均稼働率は上限に近い水準だ。2024年5月期には入替賃料・更新賃料いずれも増額で改定し、約19百万円の賃料収入増加となった。また、礼金取得率は50%を超え、取得額とともに高い水準を維持している。更新率についても上昇傾向にあり、80%を超える水準でポートフォリオの安定化に寄与している。一方、市場の賃料上昇に伴い賃料ギャップが拡大していることから、これを解消して将来の賃料上昇につなげる計画だ。

4. 財務戦略

財務戦略では、「財務基盤の強化」「LTVのコントロール」「資金調達手段の多様化」「金融コストの抑制」を運用方針とする。「財務基盤の強化」としては、有利子負債の長期化と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ことに加え、AA格の高い信用力を活用した調達コストの引き下げと長期安定投資家の拡大を目指す。格上げに伴い、日本銀行や地域金融機関など幅広い投資家層への訴求力の向上、投資口の流動性改善、投資口価格への好影響が期待される。「LTVのコントロール」としては、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。「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、投資法人債など、様々な性格の資金へのアクセスを構築する。また、現在の低金利環境が将来にわたって寄与するよう、「金融コストの抑制」を図る。

同 REIT では、既存物件の鑑定評価額上昇や含み益を有する新規物件取得により、含み益額は前期比 1,042 百万円増の 58,562 百万円、含み益率も 26.1% と引き続き高い水準を維持している。今後も、鑑定評価額及び含み益額の増加傾向が続き、これを将来の投資主還元の前原資やバリュアアップ投資の前原資として活用する計画だ。また、強固な財務基盤の維持と外部成長を支える LTV コントロールも継続しており、健全な財務体質を維持するため、安定した償還構造と十分な手元流動性を推進している。2024 年 5 月期の平均調達金利は 0.851% と低水準で推移しており、今後も金利の高い借入金の満期が到来し、リファイナンス及び新規借入れによって調達金利の低位安定を見込んでいる。平均調達年数は 7.39 年と過去最長を更新し、金利固定化比率は 70.4% の水準を維持した。また、借入余力を図る基準としている鑑定 LTV は 40.3% の低水準を維持している。資産規模拡大に伴い、2024 年 11 月期の期初にコミットメントラインの設定額を従来の 70 億円から 80 億円へ増額した。2024 年 11 月期の期初に行った公募増資に伴う物件取得による鑑定評価額の増加によって、鑑定 LTV を 45% までとした場合、借入余力は 295 億円となる見込みで、同 REIT の資金調達力は安定している。今後の調達金利上昇に対しては、内部留保や含み益を活用したバリュアアップ工事などの内部成長で吸収する計画だ。このように強固な財務基盤を維持することで、同 REIT の今後の成長を下支えすることが期待される。

5. サステナビリティ

「NEXT VISION II」では、サステナビリティについて GHG の排出量設定目標を変更した。従来の目標では、省エネルギー法に基づく届出対象物件全体の GHG 排出量を増加させない（原単位）ことを目指していたが、新たにポートフォリオの GHG 総排出量を 2030 年までに 90% 削減（2018 年比）することを目指す。具体的な目標到達年を定めるとともに、対象をポートフォリオ全体、原単位目標から総量目標に変更を行った。既に取り組んでいる再生可能エネルギー由来の電力導入と併せて、非化石証書の購入、環境負荷の低い設備への更新などを行い、国際認証の SBT 認定を受けた目標数値を超える水準を目指す。また、外部認証、国際イニシアティブ・外部評価として、GRESB 評価、TCFD、グリーンファイナンスフレームワーク、グリーンビルディング認証などを得ている。環境課題への取り組みとしては、GHG の 90% 削減目標に対し、2024 年 5 月期には 79.5% 削減している。また、ペーパーレス及び環境に配慮した素材の使用のほか、LED 化の推進、レジデンス専有部電気量計測システムの導入、災害救援・寄付型自動販売機の設置なども実施している。社会への取り組みとしては、地域社会への参画を進め、災害時の飲料水供給、ペットボトルキャップ回収運動、地域の祭りへの参加などを実施している。また、従業員への取り組みとして、社員の意識を高めるための保有物件のバリューアップコンテスト開催、永年勤続表彰、健康支援・ワークライフバランスの改善などに取り組んでいる。ガバナンスとしては、外部役員への専門家の登用による客観的な視点での投資判断と企業統治の推進などを目標にするが、既に運用資産の取得・売却の意思決定プロセスの明確化や、執行役員制度などを導入している。これら数々のサステナビリティへの積極的な取り組みは、ESG 投資（環境・社会・ガバナンスに配慮している企業を重視・選別して行う投資）の世界的な拡大傾向に対応する活動と評価できる。

6. 総括

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、今後も同 REIT の潜在的な成長力は高いと評価する。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集中し、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、コロナ禍の収束に伴い 2023 年には再び人口増加傾向となっており、居住用マンションについても堅調な需要が見込まれる。

さらに、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であると弊社では見ている。すなわち、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件など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・資金調達などにかかる支援や指導を仰ぐ（財務サポート）などが、同 REIT の大きな強みである。

中長期の成長戦略

既述のとおり、同 REIT では不測の事態に備えて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。そのほか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、金利の上昇などが考えられる。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、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られる。当面は金利の高い借入の借り換えに伴い、低水準の金融コストを維持する見通しだが、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。「NEXT VISION II」では、今後予想される金利上昇に対しては、内部留保や含み益を活用したバリューアップ工事による賃料増額によってカバーすることに計画の重点がある。また、投資主還元や ESG の向上にも前向きに取り組む方針だ。「NEXT VISION II」の目標達成に向けた今後の進捗状況に注目したい。

■ 投資口価格の状況

「NEXT VISION II」の推進による分配金の継続的な増加に伴い、投資家の評価はさらに高まると予想

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 月にコロナ禍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。その後は、コロナ禍対策の進展や景気回復期待もあり投資口価格は大きく回復した。ただ、最近は金融政策や景気、不動産賃貸市況などに先行き不透明感があることで、投資口価格はおおむね横ばいで推移しており、国内株に対して出遅れ感が強い状態が続いている。一方で長期的な視点では、スポンサー変更発表の 2009 年 10 月以降、東証 REIT 指数は横ばい～緩やかな上昇に留まっているのに対し、同 REIT の投資口価格は大きく上昇している。

同 REIT では、「NEXT VISION II」の達成に向けて投資主還元を重点戦略の柱の 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」「流動性の向上」「含み益の顕在化」などを目指す。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還元するほか、「フリーキャッシュを活用」して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、また十分な余剰資金があり効果が大きいと判断した際には自己投資口の取得を実施する。また「流動性の向上」としては、Global Index 組入による認知度向上と AA 格への向上を実現し、投資口流動性の向上を目指す。さらに「含み益の顕在化」としては、資産入替によって潤沢にある含み益を顕在化させ、ポートフォリオの質の改善とともに実現益を内部留保の拡充及び分配金向上に活用する。2024 年 5 月期には 14 期連続での譲渡益を計上し、含み益の顕在化による投資主還元を強化しており、目標とする分配金 3,800 円に向けた取り組みを進めている。弊社では、目標の達成に向けた意欲的な取り組みや順調な成果が投資家に理解されるに依り、同 REIT に対する投資家の評価もさらに高まると考える。

投資口価格の状況

投資口価格の推移（分配金再投資基準、スポンサー変更の発表日以降）



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 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp