

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 >>>](#)

2025年2月12日(水)

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11月期の業績概要	01
2. 2025年5月期と2025年11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	04
3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ	05
4. 潤沢な分配原資と成長資金	06
業績動向	07
1. 2024年11月期の業績概要	07
2. 財政状態	08
今後の見通し	09
● 2025年5月期と2025年11月期の業績見通し	09
中長期の成長戦略	10
1. 中期目標「NEXT VISION II +」	10
2. 外部成長戦略	11
3. 内部成長戦略	12
4. 財務戦略	16
5. サステナビリティ	17
6. 総括	18
投資口価格の状況	19

■ 要約

「NEXT VISION II +」では3つの強化を打ち出すことにより、投資主価値の最大化を図る

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してい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11月期の業績概要

2024年11月期は、営業収益9,045百万円(前期比3.5%増)、営業利益4,694百万円(同4.7%増)、経常利益4,099百万円(同4.1%増)、当期純利益4,098百万円(同4.1%増)であった。営業収益及び各段階利益は、2024年7月17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、オフィスと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、公募増資による外部成長と、資産入替による含み益の顕在化のサイクルを継続した。財務運営では、調達期間、固定金利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、賃貸 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、オフィス、レジデンスの内部成長及び外部成長の寄与が金融費用を上回り、2,685円(前期比9円増)であった。さらに投資主還元強化方針として、資産入替に伴う含み益の顕在化による譲渡益計上に加えて、一時差異等調整積立金の定期取崩し額を200円/口(同160円増)へ拡大したことで、1口当たり分配金は3,640円(同260円増)と18期連続で過去最高水準を更新した。分配金の大幅増加は、従来以上に「投資主還元強化」に経営の軸足を置いた結果であった。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. 2025年5月期と2025年11月期の業績見通し

2025年5月期は、営業収益8,108百万円(前期比10.4%減)、営業利益3,746百万円(同20.2%減)、経常利益3,104百万円(同24.3%減)、当期純利益3,104百万円(同24.3%減)を、また2025年11月期は、営業収益8,177百万円(同0.8%増)、営業利益3,700百万円(同1.2%減)、経常利益3,043百万円(同2.0%減)、当期純利益3,043百万円(同2.0%減)を見込む。その結果、賃貸 EPU は2025年5月期2,682円(同3円減)、2025年11月期2,682円(同増減ゼロ)を見込む。しかし、1口当たり分配金は「投資主還元強化」の方針に基づき、内部留保取崩しによって2025年5月期3,750円(同110円増)、2025年11月期3,850円(同100円増)と、従来のペースを上回る大幅増加によって過去最高水準の更新を予想する。引き続き物件譲渡益の計上により内部留保の充当をカバーしていく方針であるが、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(帳簿価額に対する実績賃貸業利益の比率)を前提にしていることから、十分に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

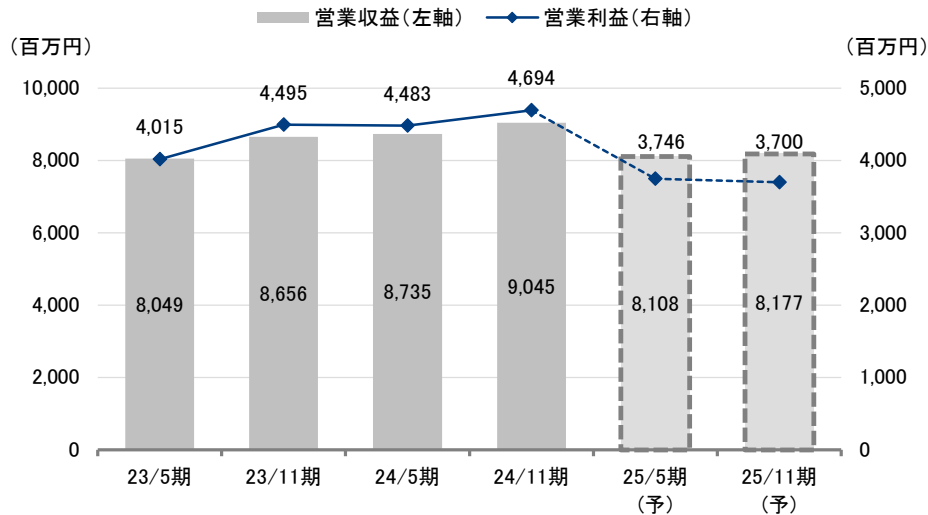
同 REIT は、「NEXT VISION II」を一部改訂し、2025年5月期からは「NEXT VISION II +」として、3つの強化により資本効率を高め、投資主価値を最大化する施策の拡充を図る。すなわち、「投資主還元強化」では、一時差異等調整積立金の取崩し拡大や資産回転型ビジネスによる譲渡益の創出と還元の加速を図る。「内部成長の強化」では、バリューアップ投資を着実に推進し、賃料収入の成長を加速する。「資産回転型ビジネスの強化」では、投資主還元を目的とした譲渡益獲得の加速、バリューアッド運用により含み益を上回る実現益の創出、将来の内部成長の基礎となる資産の取得、を推進する。これらの取り組みにより目標を、(1) 分配金 4,200 円（従来は 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 2%（従来は 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%、に上方修正している。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」「資産回転型ビジネスの強化とバリューアッド戦略を通じた含み益の創出と顕在化」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（総資産有利子負債比率）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。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バリューアッド戦略を推進することで、サステナブルな投資主還元を目指す。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計画である。投資主還元の強化を中心とする改訂版目標設定は投資主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11月期は物件譲渡益が寄与し、予想を上回る決算。譲渡益の計上と一時差異等調整積立金の取崩し増加により、1口当たり分配金は18期連続でスポンサー変更後の最高水準を更新
- ・ 2025年5月期及び2025年11月期は、現時点では譲渡益は見込まないが、引き続き譲渡益の計上により内部留保の充当をカバーしていく方針で、内部留保の還元強化によって1口当たり分配金更新を見込む
- ・ 改訂版「NEXT VISION II +」では、分配金、資産規模、格付け、ESGなどの目標について、特に投資主価値を最大化する施策を拡充。分配金の大幅増加を目指す目標設定は、投資家に高く評価されると見る

要約

業績推移



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、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。

同 REIT は、以下で述べる「戦略的なポートフォリオの構築」「平和不動産の強力なスポンサーシップ」「潤沢な 分配原資と成長資金」といった特長・優位性を有しており、これらを活用することでサステナブルな投資主還元 に取り組んでいる。

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。

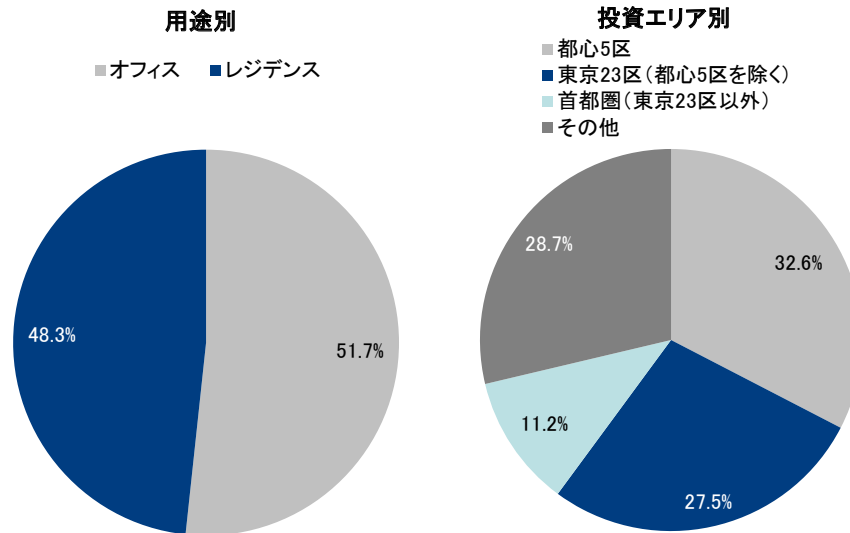
オフィスビル分野では、同 REIT の主要投資エリアである東京都区部や主要都市には主なテナント層である中小規模の事業所が多く、豊富な需要がある。ただ、オフィスビルの全てが安定収益を確保できるとは限らず、立地条件、建物スペックなどの要素によって、淘汰される物件とそうでない物件に“二極化”が進むと予想される。したがって同 REIT では、数多くの投資機会の中から、中長期的に収益安定性を有すると考えられる優良なオフィスビルを厳選して取得することを目指している。なお、コロナ禍に伴う非常事態宣言発出により同 REIT のテナントの動きは一時停滞していたものの現在は回復してきており、また主要顧客の中小事業者ではテレワーク促進などによる退去の動きは見られないようだ。

レジデンス分野では、コロナ禍の影響により、都心部を中心に一時的に稼働率が低下し、リーシング期間が長期化したものの、各種リーシング施策の実施により、稼働率は急速に回復し安定推移している。コロナ禍が収束したことで、東京都では従来のように人口増加傾向が強まり、堅調な需要が見込まれる。実際、単身世帯からシニア世帯まで、あらゆる世帯層が利便性の高い都心部への移住を希望している。不動産価格の高額化とも相まって、都心部の賃貸住宅に関する需要は今後も堅調に推移すると予想される。ただし、レジデンス分野は、各種設備の機能的陳腐化がオフィスビルよりも早いので、同 REIT では新築物件を中心に、極力築年数の浅い物件を集中的に取得することを目指している。また、家族構成の変化によって世帯の少人数化が進展することで、今後はシングル・コンパクトタイプの住居を必要とする世帯数が増加していくと考えられる。同 REIT では、ファミリータイプよりもシングル・コンパクトタイプの住居に数多く投資することで、同規模の建物からより多くの賃料収入を得ることが可能となるように、効率的な運営を図っている。

2024年11月30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）51.7%、レジデンス 48.3%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）32.6%、その他の東京23区27.5%、首都圏（東京23区以外）11.2%、その他28.7%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



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ

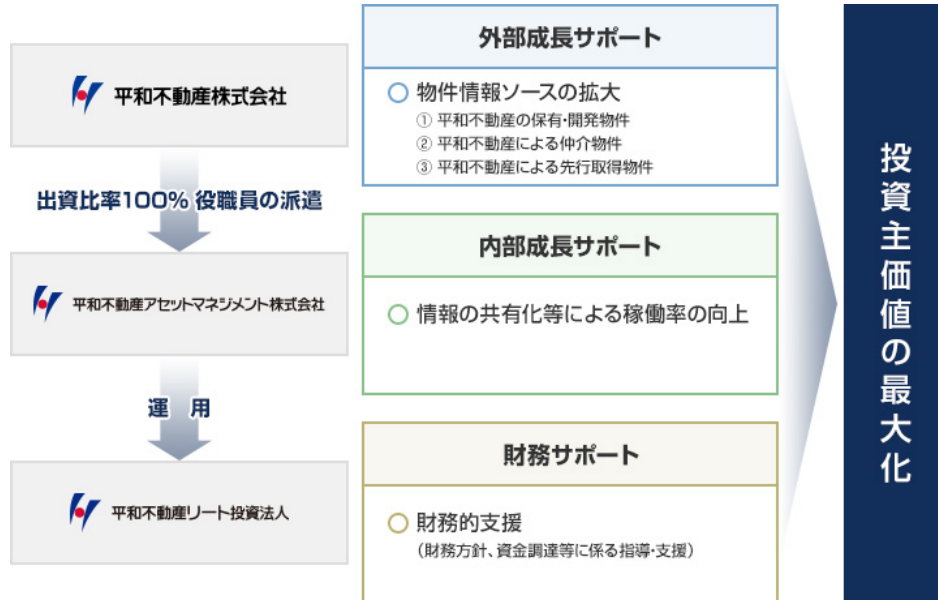
同 REIT は平和不動産の経験とノウハウを最大限に活用できることが特長であり、大きな強みと言える。平和不動産は東京、大阪、名古屋、福岡の証券取引所ビルを証券取引所に賃貸し、全国各地にオフィスビルを所有するほか、日本橋兜町・茅場町の再活性化及び札幌再開発事業を推進する再開発事業などのデベロッパー事業も幅広く展開している。そのため、同 REIT に対する外部成長サポートとして、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件などの情報ソースを活用できる。

実際、スポンサー変更後の物件取得合計は 2024 年 11 月期で 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、スポンサー（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、財務方針や資金調達などにかかる支援や指導を仰ぐことができる。

同 REIT では、これらのサポートを最大限に活用し、着実な成長戦略を推進することによって、投資主価値の最大化を目指している。なお、デベロッパーである平和不動産にとっては、REIT の仕組みを活用して資金調達が可能となるメリットがあると考えられる。

特長・優位性

平和不動産とのスポンサーシップ



出所：同社ホームページより掲載

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11月期末には、内部留保残高 55 億円、含み益額は 600 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

賃料増額と投資主還元強化方針により、 2024年11月期の分配金を大幅に増加し、過去最高を更新

1. 2024年11月期の業績概要

2024年11月期（第46期）は、営業収益9,045百万円（前期比3.5%増）、営業利益4,694百万円（同4.7%増）、経常利益4,099百万円（同4.1%増）、当期純利益4,098百万円（同4.1%増）であった。その結果、営業収益及び各段階利益は、2024年7月17日公表の修正予想を上回って着地している。営業収益に含まれる不動産譲渡益が修正予想を277百万円上回った結果、各段階利益も予想を上回った。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。

内部成長としては、第1に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た。前期と本決算期における賃料改定により、ポートフォリオ全体の賃料収入は年率1.3%成長している。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前期を上回ったが、レジデンスでバリューアップ実施に伴うダウンタイムの影響から前期比低下し、全体では97.5%（同0.3ポイント減）となったが引き続き高水準であった。外部成長としては、公募増資による外部成長と、15期連続となる資産入替に伴う含み益顕在化のサイクルを継続した。財務運営でも、調達期間、固定金利比率の水準を維持し、公募増資により保守的なLTVコントロールを継続するなど、健全な財務基盤を維持した。

以上から、1口当たり当期純利益（EPU）は、3,430円（前期比6円増）であった。また、賃貸EPUは、オフィスとレジデンスの内部成長及び外部成長の寄与が金融費用を上回り、2,685円（同9円増）であった。賃貸EPUとは、バリュー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、バリューアップ関連費用を足し戻して計算する。さらに投資主還元強化方針として、資産入替に伴う含み益の顕在化による譲渡益計上に加えて、一時差異等調整積立金の定期取崩し額を前期の40円/口から200円/口へ拡大したことで、1口当たり分配金は3,640円（同260円増）と18期連続で過去最高水準を更新した。こうした分配金の大幅増加は、従来を上回る投資主還元強化に経営の軸足を移した結果であった。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と評価できる。

平和不動産リート投資法人 | 2025年2月12日(水)
8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

2024年11月期(第46期)業績

(単位:百万円)

	24/5期 実績	24/11期 実績	前期比		24/11期 予想	予想比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	8,735	9,045	310	3.5%	8,771	274	3.1%
営業利益	4,483	4,694	211	4.7%	4,445	249	5.6%
経常利益	3,939	4,099	160	4.1%	3,859	240	6.2%
当期純利益	3,938	4,098	160	4.1%	3,858	240	6.2%
1口当たり当期純利益(EPU)(円)	3,424	3,430	6	0.2%	3,229	201	6.2%
賃貸EPU(円)	2,676	2,685	9	0.3%	2,684	1	0.0%
1口当たり分配金(円)	3,380	3,640	260	7.7%	3,440	200	5.8%
発行済投資口数(口)	1,149,933	1,194,933	45,000	-	1,194,933	-	-

注:24/11期予想は、24/7/17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11月期末(第46期末)の財政状態は、総資産249,190百万円(前期末比6,027百万円増)、純資産124,894百万円(同5,941百万円増)、有利子負債114,037百万円(同増減なし)であった。平均調達金利は0.936%(同0.085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7.3年、長期有利子負債比率は100.0%、固定金利比率は70.2%で、将来の金利上昇リスクに十分備えている。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)80億円を有し、不測の事態にも対応できるようにしている。

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39.1%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ており、安全性が高いと評価できる。

2024年11月期(第46期)財政状態

(単位:百万円)

	24/5期末	24/11期末	前期比	
			増減額	増減率
総資産	243,163	249,190	6,027	2.5%
純資産	118,953	124,894	5,941	5.0%
有利子負債	114,037	114,037	-	-
平均調達金利	0.851%	0.936%	0.085pp	-
長期有利子負債比率	100.0%	100.0%	-	-
固定金利比率(長期有利子負債)	70.4%	70.2%	-0.2pp	-
平均調達年数(年)	7.3	7.3	-	-
鑑定LTV	40.3%	39.1%	-1.2pp	-

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、投資主還元強化の方針の下、内部留保の活用により従来ペースを上回る分配金の増配を計画

● 2025年5月期と2025年11月期の業績見通し

2025年5月期(第47期)は、営業収益8,108百万円(前期比10.4%減)、営業利益3,746百万円(同20.2%減)、経常利益3,104百万円(同24.3%減)、当期純利益3,104百万円(同24.3%減)を、また2025年11月期(第48期)は、営業収益8,177百万円(同0.8%増)、営業利益3,700百万円(同1.2%減)、経常利益3,043百万円(同2.0%減)、当期純利益3,043百万円(同2.0%減)を見込む。その結果、1口当たり当期純利益(EPU)は、2025年5月期2,597円(同833円減)、2025年11月期2,546円(同51円減)を予想する。また、賃貸EPUは、2025年5月期2,682円(同3円減)、2025年11月期2,682円(同増減なし)を見込む。しかし、1口当たり分配金は投資主還元強化の方針に基づく内部留保取崩によって、2025年5月期3,750円(同110円増)、2025年11月期3,850円(同100円増)と、従来のペースを上回る大幅増加を続け、過去最高水準の更新を予想する。

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いないが、引き続き物件譲渡益の計上により内部留保の充当をカバーすることで、分配金の増加を実現する方針である。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。

2025年5月期(第47期)/2025年11月期(第48期) 業績予想

(単位:百万円)

	24/11期 実績	25/5期 予想	前期比		25/11期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	9,045	8,108	-936	-10.4%	8,177	68	0.8%
営業利益	4,694	3,746	-947	-20.2%	3,700	-46	-1.2%
経常利益	4,099	3,104	-994	-24.3%	3,043	-61	-2.0%
当期純利益	4,098	3,104	-994	-24.3%	3,043	-61	-2.0%
1口当たり当期純利益(EPU)(円)	3,430	2,597	-833	-24.3%	2,546	-51	-2.0%
賃貸EPU(円)	2,685	2,682	-3	-0.1%	2,682	-	-
1口当たり分配金(円)	3,640	3,750	110	3.0%	3,850	100	2.7%
発行済投資口数(口)	1,194,933	1,194,933	-	-	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

3つの強化により、投資主価値の最大化に取り組む

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（2018 年比）と再生可能エネルギー電力 100% の数値目標を目指して推進してきた。

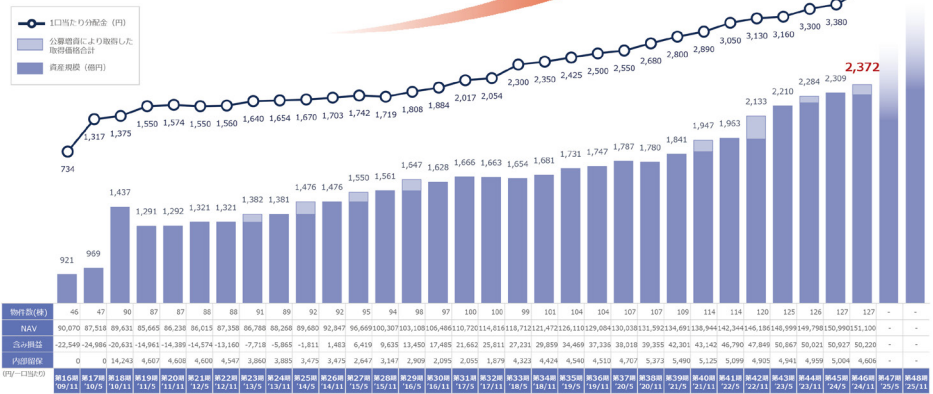
しかし、投資口価格の低迷に対応するとともに、株式市場における資本コストや株価を意識した経営を求める声を十分に意識して、2025年5月期からは一部を改訂し「NEXT VISION II +」として、3つの強化により資本効率を高め、投資主価値を最大化する施策の拡充を図ることとした。この改訂版を打ち出すことで、低迷している投資口価格を引き上げたいとの狙いによるものだ。具体的には、「投資主還元強化」では、一時差異等調整積立金の取崩し拡大や資産回転型ビジネスによる譲渡益の創出と還元の加速を図る。また、「内部成長強化」では、バリューアップ投資を着実に推進し、賃料収入の成長を加速する。さらに、「資産回転型ビジネス強化」では、投資主還元を目的とした譲渡益獲得の加速、バリューアッド運用により含み益を上回る実現益の創出、将来の内部成長の基礎となる資産の取得、を推進する計画である。

3つの強化による改訂版の中期目標として、(1) 分配金 4,200 円、(2) 資産規模 3,000 億円、(3) 内部成長として賃料収入年率 2% と ROI10%、(4) 格付 AA、(5) 2030 年までに GHG90% 削減と再生可能エネルギー電力 100%、に上方修正した。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」「資産回転型ビジネスの強化とバリューアッド戦略を通じた含み益の創出と顕在化」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 の向上にも引き続き前向きに取り組む。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バリューアッド戦略を推進することで、サステナブルな投資主還元を目指す。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計画である。以上の投資主還元強化を中心とする意欲的な目標設定は投資主に高く評価されると弊社では見ており、今後の進捗状況に注目したい。

中長期の成長戦略

同投資法人の成長の軌跡と「NEXT VISION II +」

NEXT VISION IIに3つの強化をプラスし新たな目標を設定



出所：決算説明資料より掲載

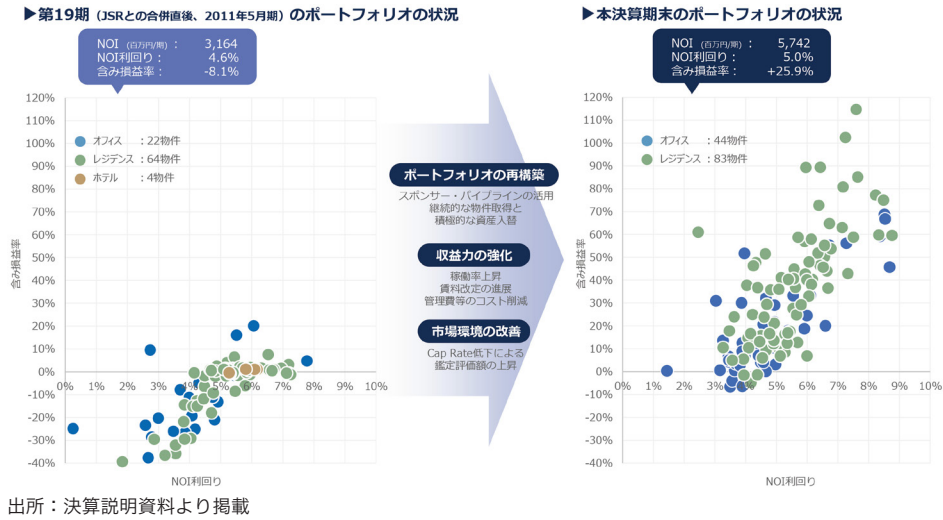
2. 外部成長戦略

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」「資産回転型ビジネスの強化とバリューアード戦略を通じた含み益の創出と顕在化」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、ヘルスケア施設やホテルなどへの投資機会を拡大する方針だ。

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、2024年11月期には含み益がさらに拡大し、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、ポートフォリオのさらなる改善を図る方針である。

中長期の成長戦略

スポンサー変更以降の、ポートフォリオの質の大幅な改善



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、1 口当たり分配金や 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。

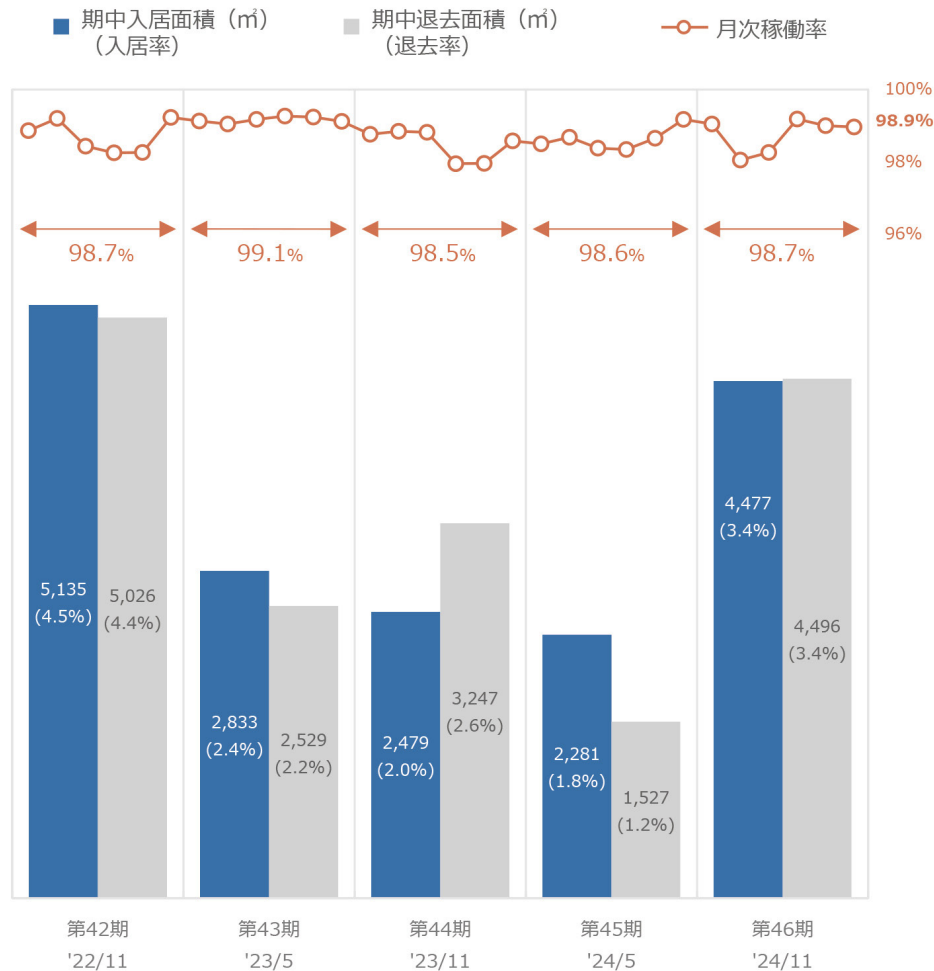
3. 内部成長戦略

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）の短縮などを目指す。「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指す。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である。

中長期の成長戦略

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% 台で安定的に推移しており、2024 年 11 月期には 98.7% と引き続き高水準を維持した。埋め戻しに際しては、フリーレント付与月数の短期化に加え賃料増額も同時に実現できており、オフィスにおける賃貸需要の厚さが確認される。2024 年 11 月期は 4 期連続での賃料増額改定をし、期当たり約 35 百万円の賃料増額で着地した。さらに、新規取得物件の賃料ギャップ（市場賃料との乖離）解消、神戸・原宿の商業店舗の入替による賃料ギャップ解消が、2025 年 5 月期以降の増額改定金額に大きく貢献する見通しだ。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ていない。

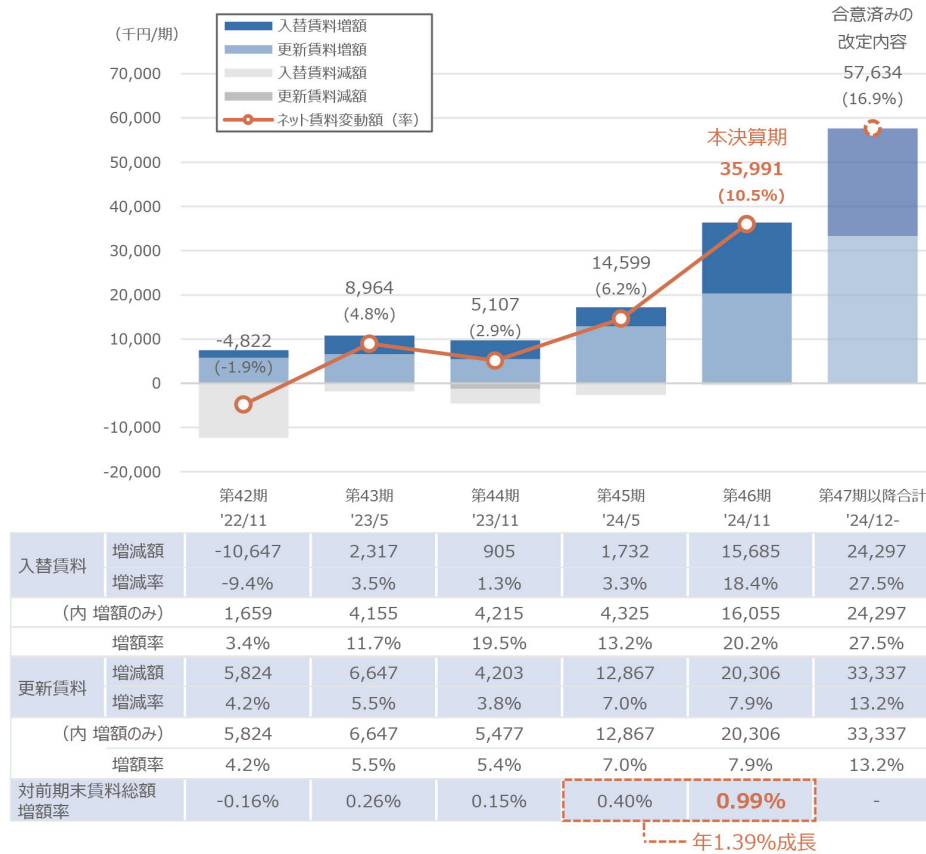
オフィスの月次稼働率とテナント入退去率の動向



出所：決算説明資料より掲載

中長期の成長戦略

オフィスの賃料改定状況

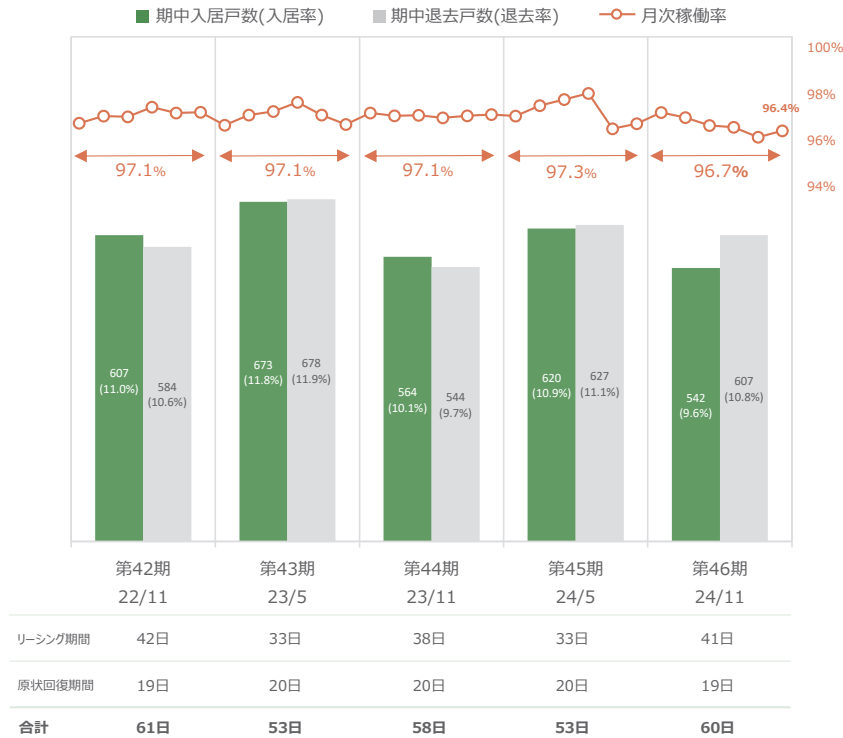


出所：決算説明資料より掲載

レジデンスにおいては、2024年11月期の期中平均稼働率は96.7%で、バリューアップ工事の影響もあり期中平均稼働率が若干低下したが、引き続き安定トレンドを維持している。5月期は3月末を含む繁忙期（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）であるが、11月期は非繁忙期に当たる。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、レジデンスでは入居者の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11月期には入替賃料・更新賃料いずれも増額で改定し、賃料収入は22百万円強の増加となった。また、礼金取得率は前期より引き続き50%を超え、安定したリーシング環境が続いている。更新率についても80%前後の水準で推移しており、ポートフォリオの安定化に寄与している。しかしながら、市場の賃料急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である。

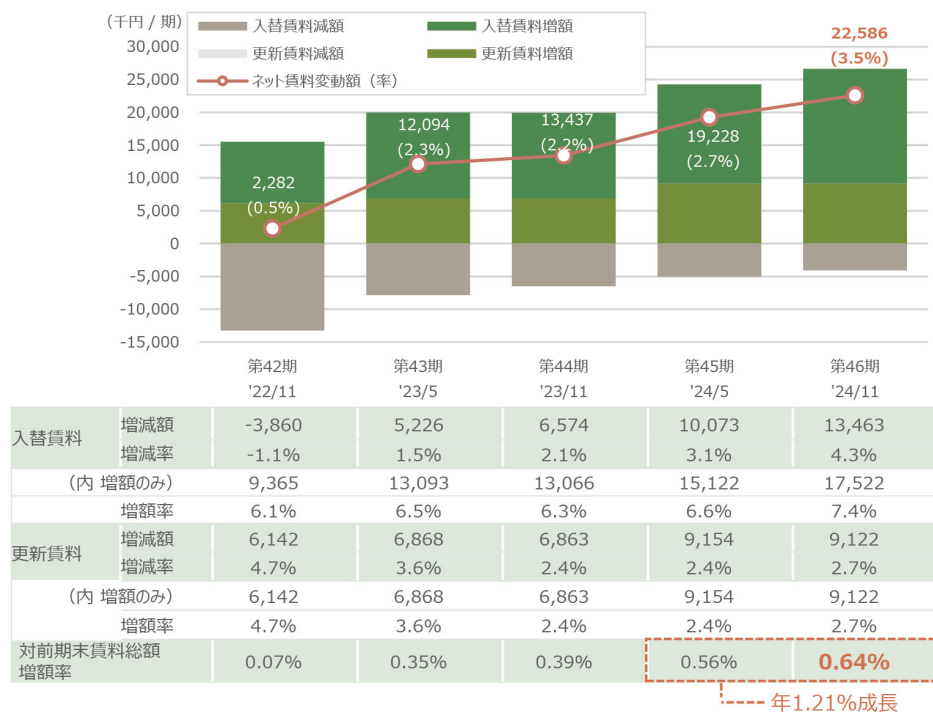
中長期の成長戦略

レジデンスの月次稼働率と入退去率の動向



出所：決算説明資料より掲載

レジデンスの賃料改定状況



出所：決算説明資料より掲載

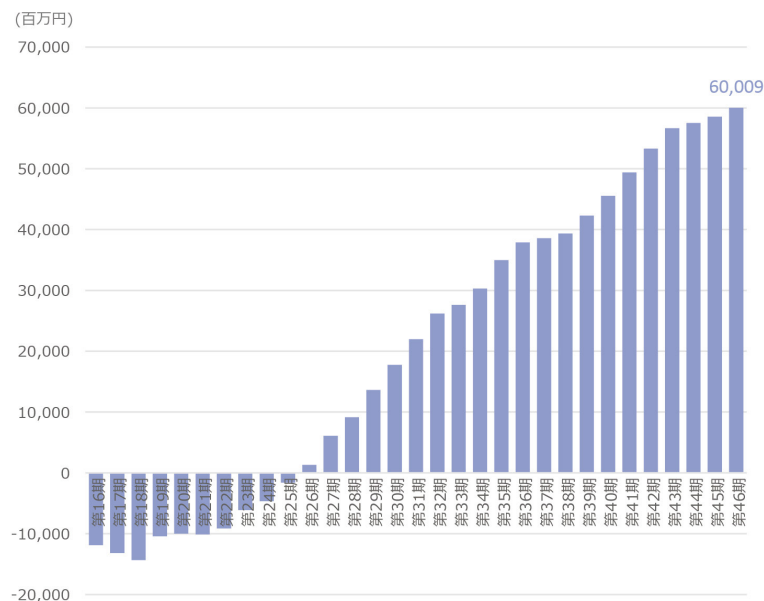
中長期の成長戦略

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適切な固定金利比率の維持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。「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、機関投資家とのエンゲージメントを通じて最適資本構成を探索する。「資金調達手段の多様化」としては、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、2024年11月期の含み益額は前期比1,446百万円増の60,009百万円、含み益率も25.9%と引き続き高い水準を維持している。2024年11月期の平均調達金利は0.936%に上昇したが、引き続き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7.3年、固定金利比率は70.2%と、いずれも前期と同水準を維持した。また、借入余力を図る基準として、鑑定LTVの上限を45%としてコントロールしているが、2024年11月期には39.1%の低水準を維持している。2024年11月期には、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が45%に達するまでの借入余力は310億円であり、同 REIT の資金調達力は安定している。また、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。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ー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。

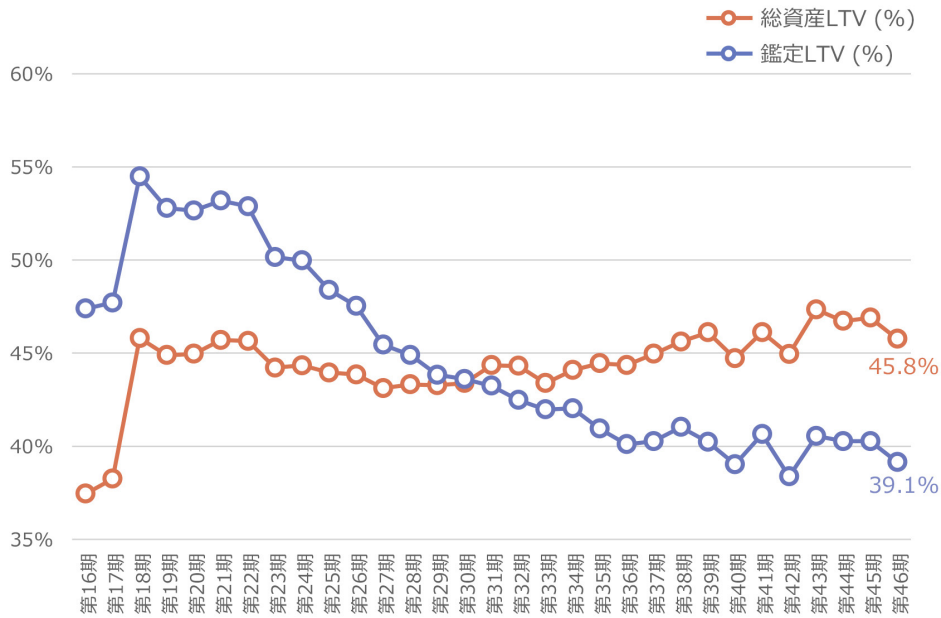
含み損益額の推移



出所：決算説明資料より掲載

中長期の成長戦略

LTV の推移



出所：決算説明資料より掲載

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 の排出量設定目標として、ポートフォリオの GHG 総排出量を 2030 年までに 90% 削減することで、国際認証の SBT (Science Based Targets) 認定を受けた目標数値を上回る削減を目指す。また、外部認証、国際イニシアティブ・外部評価として、GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) 評価、TCFD (気候関連財務情報開示タスクフォース)、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、再生可能エネルギー電力への切り替えは、2024 年 11 月末時点で全物件の対応が完了しており、2018 年比 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、社員への取り組みとして、女性活躍推進法に基づく「えるぼし」認定の取得、社員の意識を高めるための「社長賞」表彰、健康支援・ワークライフバランスの改善などにも取り組んでいる。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であると評価できる。

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見る。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ている。

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。

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（ポジティブギャップが拡大）ことから、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ア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、投資主還元や ESG の向上にも積極的に取り組む方針だ。「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大幅増加に伴い、投資家の評価は高まると予想

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、最近では米国の長期金利上昇及び好調な国内株式市場の影響や、大口投資家として同 REIT の右肩上がりの配当を高く評価している毎月分配型投資信託が新 NISA に組み込まれなかったことの影響から、投資口価格は下落して推移しており、国内株に対して出遅れ感が強まっている。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「投資主還元強化」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」などを旨とする。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 11 月期には 15 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 4,200 円に向けて邁進している。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従い、同 REIT に対する投資家の評価も回復すると考える。

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）



出所：決算説明資料より掲載

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