

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 2 月 10 日 (月)

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

■ 要約	01
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. 2019 年 11 月期の分配金は 8 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新	01
3. 2020 年 5 月期、2020 年 11 月期も高水準の分配金を予想	01
4. 新中期目標では分配金 2,750 円、資産規模 2,000 億円を目指す	01
5. 分配金の増加に伴い、投資家の評価もさらに高まると予想	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	05
4. 分配金安定化ツールの活用	06
■ 業績動向	07
1. 成長の軌跡	07
2. 2019 年 11 月期の業績概要	07
3. 財政状態	08
■ 今後の見通し	09
● 2020 年 5 月期と 2020 年 11 月期の業績予想	09
■ 中長期の成長戦略	10
1. 新中期目標	10
2. 外部成長戦略	11
3. 内部成長戦略	12
4. 財務戦略	14
■ ベンチマーキング	16

要約

平和不動産グループの REIT で、高水準の分配金支払いを目指す

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、不動産開発、宅地分譲やマンション分譲、ショッピングセンター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. 2019 年 11 月期の分配金は 8 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

2019 年 11 月期は、不動産譲渡益の減少に伴い、営業収益 6,328 百万円（前期比 0.9% 減）、営業利益 2,967 百万円（同 2.3% 減）となったものの、期初予想をすべて上回った。高い稼働率と賃料単価の増加によって、売却益等を除く実力ベースの決算が好調であったことから、分配金を 2,500 円 / 口（前期比 75 円増）とし、8 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（一時差異等調整積立金残高等）45.8 億円、繰越欠損金残高 1.9 億円、保有物件における税金不一致額 74.0 億円を有することが、将来の安定的な分配金支払いを可能にしている。

3. 2020 年 5 月期、2020 年 11 月期も高水準の分配金を予想

2020 年 5 月期は営業収益 6,233 百万円（前期比 1.5% 減）、営業利益 2,822 百万円（同 4.9% 減）、2020 年 11 月期は営業収益 6,227 百万円（前期比 0.1% 減）、営業利益 2,829 百万円（同 0.3% 増）と予想する。外部成長戦略では、2020 年 5 月期は 2 物件の取得を予定するが、前期に計上した資産譲渡益の減少が営業収益の減少要因である。内部成長戦略では、オフィス、レジデンスともに、賃料増額改定の進展を見込む。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んでいる。以上から、2020 年 5 月期の分配金は 2,525 円（前期比 25 円増）、2020 年 11 月期も 2,525 円と、高水準を予想している。

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

前中期目標の分配金 2,500 円を 2019 年 11 月期に 2 期前倒しで達成したことで、新たな中期目標として分配金 2,750 円、資産規模 2,000 億円を掲げた。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。また、潤沢な内部留保を活用した分配金の増加も期待できる。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。

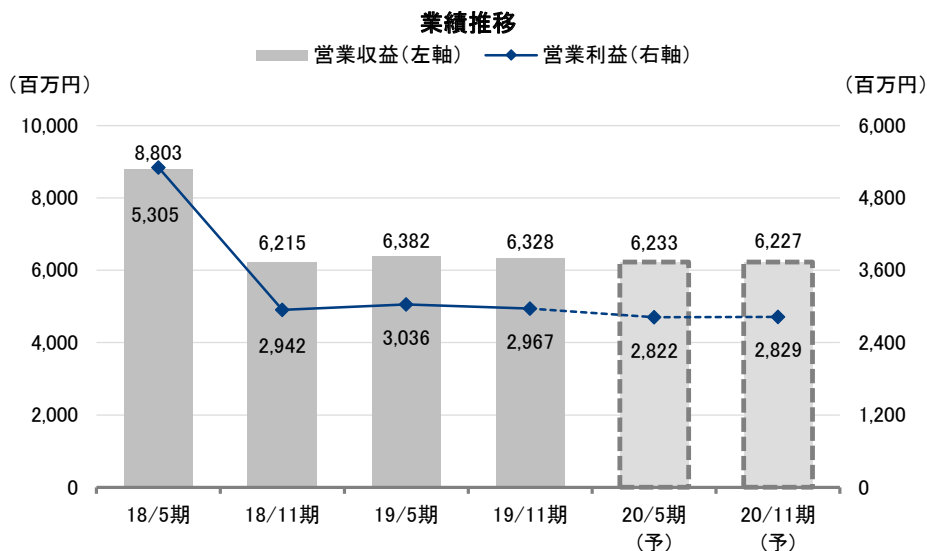
要約

5. 分配金の増加に伴い、投資家の評価もさらに高まると予想

同 REIT の投資口価格は東証リート指数を上回る上昇傾向を続けており、その結果、2020 年 1 月 24 日現在の NAV 倍率 (1 口当たり投資口価格 / 1 口当たり NAV) は 1.14 倍と、おおむねオフィス・レジデンス複合型 REIT の平均水準にまで上昇している。ただ、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成長を続けており、今後も分配金の増加が見込まれることから、投資家の評価はさらに切り上がると予想する。さらに、同 REIT は環境認証の取得にも注力しており、サステナビリティへの取り組みも投資家の評価が高まる一因と考える。

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
- ・2019 年 11 月期は高い稼働率と賃料単価の増加に伴い、実力ベースの決算は好調であり、分配金は 2,500 円 (前期比 75 円増) と、8 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新
- ・2020 年 5 月期は譲渡益はく落の影響を受けるものの、順調な収支見通しを受けて、分配金は 2,525 円 (前期比 25 円増) を予想
- ・前中期目標を 2 期前倒しで達成、新中期目標では、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
- ・投資口価格は市場平均を上回る上昇を続けており、継続的な分配金の増加やサステナビリティへの取り組み等を背景に、投資家の評価はさらに高まるとみる



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、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上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。

同 REIT は、「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」「分配金安定化ツールの活用」等の特長・優位性を有しており、基本理念の「運用資産の着実な成長」と「中期的な安定収益の確保」を着実に遂行することで、投資主価値の最大化に取り組んでいる。

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。

まず、オフィスビルの分野では、東京都区部には主なテナント層である中小規模の事業所数が多く、豊富な需要がある。ただ、オフィスビルのすべてが安定収益を確保できるとは限らず、立地条件、建物スペック等の要素において、オフィスビルの中でも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、数多くの投資機会の中から、中長期的な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。

実際、総務省統計局「平成 28 年経済センサス」データによれば、全国事業所数のうち、同 REIT の投資対象エリアに属する都道府県に立地するオフィス数の割合は 57.6% に達しており、同 REIT がオフィス需要の強い地域に効率よく投資エリアを絞っていると言える。また、同データによれば、全国の総事業所に占める従業員 50 名未満の事業所の割合は 96.9% にも達し、投資対象エリアの主要都市において中小型サイズのオフィス需要が非常に強いことがわかる。

平和不動産リート投資法人 | 2020 年 2 月 10 日 (月)
8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

特長・優位性

同様に、居住用マンションの分野でも、東京都では人口増加傾向が続いており、堅調な需要が見込まれている。昨今の都心回帰への意識の高まり等により、単身世帯からシニア世帯まであらゆる世帯層が都心部への移住を希望していると考えられ、加えて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していくものと思われる。ただ、レジデンスは、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、新築物件を主として、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。

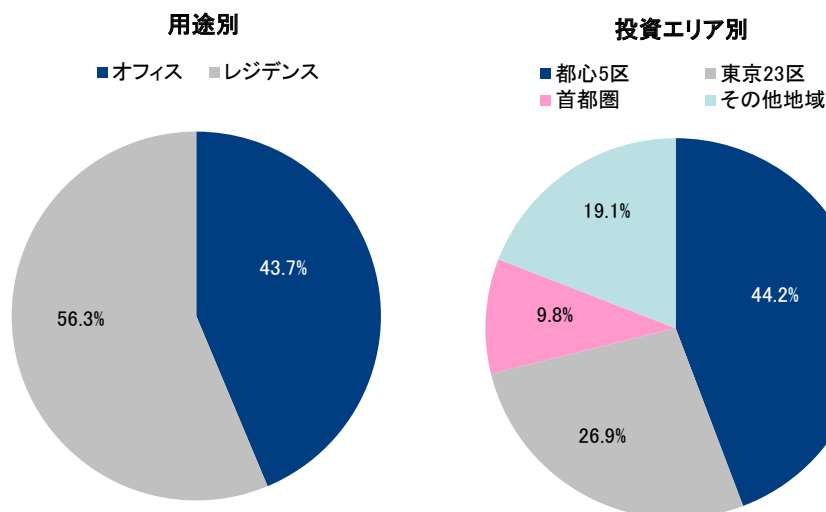
現在の日本は人口減少期に突入しているが、一方で総務省統計局データによれば同 REIT が投資対象とする主要都道府県では人口増加が続いている。また、国立社会保障・人口問題研究所のデータによると、2015 年からの 10 年間に都市部の世帯数は増加する見込みであり、特に東京経済圏・名古屋経済圏での世帯数増加は他のエリアを大きく引き離している。同データによれば、世帯の形の変化によって世帯の少人数化が進展することで、今後はシングル・コンパクトタイプの住居を必要とする世帯数が増加していくと読み取れる。同 REIT では、ファミリータイプよりもシングル・コンパクトタイプの住居に数多く投資することで、同規模の建物からより多くの賃料収入を得ることが可能な、効率的な運営を図っている。

2019 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 43.7%、レジデンス 56.3% 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。すなわち、オフィス及びレジデンス各々の投資メリットを効率的に享受するため、原則としてそれぞれポートフォリオの 50%（取得価格ベース）を目途としている。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 44.2%、その他の東京 23 区 26.9%、首都圏 9.8%、その他地域 19.1% 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（政令指定都市を始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

ポートフォリオの状況 (2019年11月30日時点)



出所：ホームページよりフィスコ作成

3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ

次に、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、不動産開発、宅地分譲やマンション分譲、ショッピングセンターなどのデベロッパー事業も幅広く展開している。

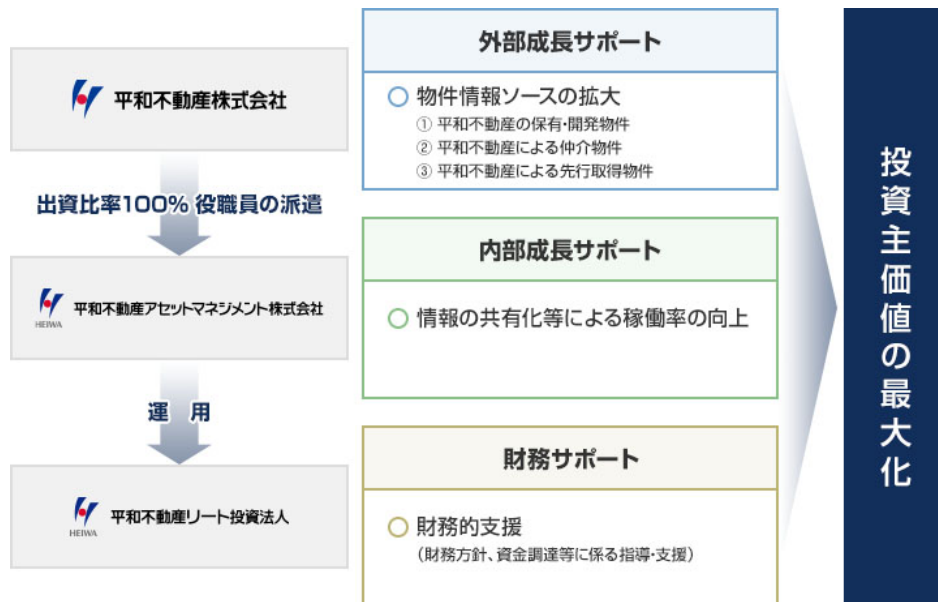
そこで、同 REIT に対する外部成長サポートとして、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件等の情報ソースを活用できる。実際、スポンサー変更後の物件取得合計は、2019年11月末で37件/75,654百万円であるが、うち平和不動産のサポートによるものは27件/59,491百万円で全体の73%/79%を占めており、スポンサーのサポートが、同 REIT 成長の原動力となっていることが実績として示されている。

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、資金調達等のかかる支援や指導を仰ぐこともできる。同 REIT では、こうした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、更なる投資主価値の最大化を目指している。

一方、デベロッパーの平和不動産にとっても、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大きいと考えられる。

特長・優位性

平和不動産とのスポンサーシップ



出所：ホームページより掲載

4. 分配金安定化ツールの活用

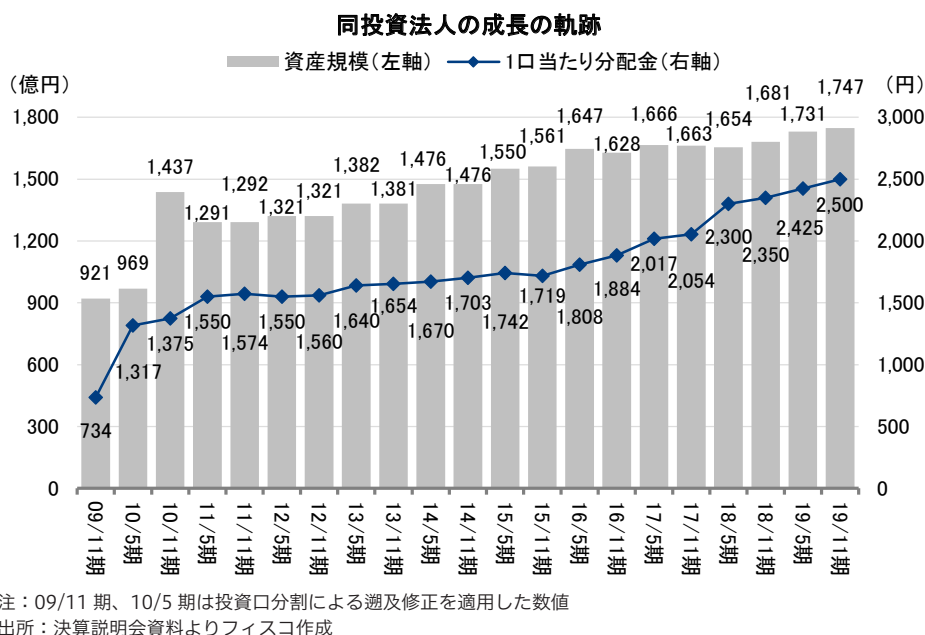
さらに、同 REIT では、2019 年 11 月期末に一時差異等調整積立金残高等の内部留保残高 45.8 億円、繰越欠損金残高 1.9 億円、保有物件における税会不一致額 74.0 億円と、最大 122 億円の原資を有することが将来の安定的な分配金支払いを可能にする。すなわち、一時差異等調整積立金残高は過年度に計上した負ののれん発生益を積み立て、翌期以降 50 年以内に每期均等額以上を取り崩すことが定められている任意積立金であり、物件売却に伴い減損損失を計上した際にも、内部留保の取り崩しによって実力ベースの分配金支払いが可能である。また、現在の繰越欠損金残高の期限は 2020 年 5 月期までではあるが、繰越欠損金により売却益を相殺することで内部留保を蓄え、将来の分配金に充当することができる。さらに、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 74 億円の範囲内で税会不一致を活用した内部留保が可能である。

業績動向

分配金は 8 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

1. 成長の軌跡

同 REIT の決算期は 5 月と 11 月の年 2 回である。2009 年 9 月に平和不動産が単独スポンサーとなって以降、2019 年 11 月期に 10 周年を迎えた。その間、2011 年 5 月期までの「成長基盤の再構築」、2011 年 11 月期から 2013 年 5 月期までの「再成長軌道への回帰」を経て、2013 年 11 月期からは「安定成長軌道」の段階にあると定義付ける。すなわち、現在は安定した資金調達による本格的な成長フェーズであり、着実な外部成長及び内部成長によって分配金向上を目指して、優良なオフィスとレジデンスの双方に厳選投資している。この結果、2009 年 11 月期の物件数 46 件、資産規模 921 億円、分配金 734 円 / 口から、2019 年 11 月期には物件数 104 件、資産規模 1,747 億円、分配金 2,500 円 / 口へと大きな成長を遂げている。目標分配金 2,500 円を 2 期前倒しで達成し、今後は更なる成長を目指すステージに入った。



2. 2019 年 11 月期の業績概要

2019 年 11 月期における国内経済は、大型台風の襲来など相次ぐ自然災害や海外経済の減速の影響がみられるものの、引き続き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、全体としては緩やかな回復基調を維持した。2019 年 10 月からの消費税増税の影響については、駆け込み需要の反動による落ち込みは前回増税時ほど深刻ではなく限定的であり、外需の持ち直しと内需の底堅さに支えられ、緩やかな景気回復が続くと見られている。

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2020 年 2 月 10 日 (月)

<https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

このような環境下、同 REIT の 2019 年 11 月期（第 36 期）決算は、営業収益 6,328 百万円（前期比 0.9% 減）、営業利益 2,967 百万円（同 2.3% 減）、経常利益 2,507 百万円（同 2.8% 減）、当期純利益 2,506 百万円（同 2.8% 減）の減収減益であった。不動産譲渡益の減少が減収減益の主因であったが、他方で予想していなかった譲渡益の計上があり、2019 年 7 月 17 日発表の期初予想をすべて上回った。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。

譲渡益等の一時的要因を除く賃貸収益ベースでは、1 口当たり当期純利益は前期比 22 円増と好調であったことから、分配金を 2,500 円 / 口と同 75 円増とし、8 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が、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。

ポートフォリオ全体の期中平均稼働率は 97.83% と、高水準を維持した。オフィスの期中平均稼働率が 99.67% と過去最高値を更新し、レジデンスの期中平均稼働率も 96.79% と非繁忙期（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）としては過去 2 番目となる高い水準を記録した。また、稼働率の高位安定、賃料改定の進展などで営業収益に加えて、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 5.36% と、高い水準を維持した。

2019 年 11 月期（第 36 期）業績

(単位：百万円)

	19/5 期		19/11 期		前期比		19/11 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	6,382	100.0%	6,328	100.0%	-54	-0.9%	6,097	230	3.8%
営業利益	3,036	47.6%	2,967	46.9%	-68	-2.3%	2,733	234	8.6%
経常利益	2,578	40.4%	2,507	39.6%	-71	-2.8%	2,270	236	10.4%
当期純利益	2,578	40.4%	2,506	39.6%	-71	-2.8%	2,269	236	10.4%
1 口当たり当期純利益 (円)	2,540	-	2,469	-	-71	-2.8%	2,236	233	10.4%
1 口当たり分配金 (円)	2,425	-	2,500	-	75	3.1%	2,450	50	2.0%
稼働率	98.03%	-	97.83%	-	-0.2pt	-	-	-	-
NOI 利回り	5.38%	-	5.36%	-	-0.02pt	-	-	-	-
発行済投資口数 (口)	1,014,847	-	1,014,847	-	0	-	-	-	-

注：期初予想は 2019/7/17 決算発表時

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

3. 財政状態

2019 年 11 月期の財政状態は、総資産 185,927 百万円（前期末比 0.2% 増）、純資産 95,647 百万円（同 0.2% 増）、有利子負債 82,467 百万円（同増減なし）であった。2019 年 11 月期のファイナンス・コストは 0.569% と既存の調達コストを下回り、平均調達金利は 0.855% と低水準を維持した。また、有利子負債の平均調達年数を 6.91 年から 7.09 年へと長期化している。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 89.7% とし、将来の金利上昇リスクに備えている。さらに、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 40.1% と良好な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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

業績動向

2019 年 11 月期 (第 36 期) 財政状態

(単位: 百万円)

	19/5 期 実績	19/11 期 実績	前期比	
			増減額	増減率
総資産	185,504	185,927	423	0.2%
純資産	95,462	95,647	185	0.2%
有利子負債	82,467	82,467	0	0.0%
平均調達金利	0.863%	0.855%	-0.008pt	-
金利固定化比率	90.7%	89.7%	-1.0pt	-
平均調達年数 (年)	6.91	7.09	0.18	-
鑑定 LTV	40.9%	40.1%	-0.8pt	-

注: 鑑定 LTV は期末の鑑定評価額 (帳簿価額 + 含み損益) に対する有利子負債の割合
出所: 決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

今後の見通し

高水準の分配金を予想

● 2020 年 5 月期と 2020 年 11 月期の業績予想

2020 年 5 月期 (第 37 期) の業績は、営業収益 6,233 百万円 (前期比 1.5% 減)、営業利益 2,822 百万円 (同 4.9% 減)、経常利益 2,388 百万円 (同 4.7% 減)、当期純利益 2,387 百万円 (同 4.7% 減) の見通した。2019 年 11 月期に計上した資産譲渡益がなくなることが、減収減益予想の主因である。また、2020 年 11 月期 (第 38 期) は、営業収益 6,227 百万円 (前期比 0.1% 減)、営業利益 2,829 百万円 (同 0.3% 増)、経常利益 2,417 百万円 (同 1.2% 増)、当期純利益 2,416 百万円 (同 1.2% 増) を予想する。ただ、これまで常に期初予想を上回る決算を続けていることを考えると、今回も慎重な業績予想と見られる。

外部成長戦略では、2020 年 5 月期には 2 物件を取得予定である。また、内部成長戦略では、オフィス、レジデンスとともに、賃料増額改定の進展を見込む一方で、稼働率については、オフィス、レジデンスともに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費用低減の進展を見込んでいる。以上により、2020 年 5 月期の分配金は 2,525 円 (前期比 25 円増)、2020 年 11 月期も 2,525 円と、高水準を予想している。

平和不動産リート投資法人
8966 東証 REIT

2020 年 2 月 10 日 (月)
<https://www.heiwa-re.co.jp/>

今後の見通し

2020 年 5 月期 (第 37 期) / 2020 年 11 月期 (第 38 期) 業績予想

(単位: 百万円)

	19/11 期 実績	20/5 期 予想	前期比		20/11 期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,328	6,233	-94	-1.5%	6,227	-6	-0.1%
営業利益	2,967	2,822	-145	-4.9%	2,829	7	0.3%
経常利益	2,507	2,388	-118	-4.7%	2,417	28	1.2%
当期純利益	2,506	2,387	-118	-4.7%	2,416	28	1.2%
1 口当たり当期純利益 (円)	2,469	2,352	-117	-4.7%	2,381	29	1.2%
1 口当たり分配金 (円)	2,500	2,525	25	1.0%	2,525	0	0.0%
稼働率	97.83%	97.36%	-0.5pt	-	97.41%	0.05pt	-
NOI 利回り	5.36%	5.38%	0.02pt	-	5.38%	0.00pt	-
発行済投資口数 (口)	1,014,847	1,014,847	0	-	1,014,847	0	-

出所: 決算短信、決算説明会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. 新中期目標

2018 年 5 月期に設定した目標では、分配金 2,500 円 / 口、資産規模 2,000 億円を掲げ、分配金については 2020 年 11 月期までの達成を目指していたが、2019 年 11 月期に 2 期前倒しで目標分配金を達成した。

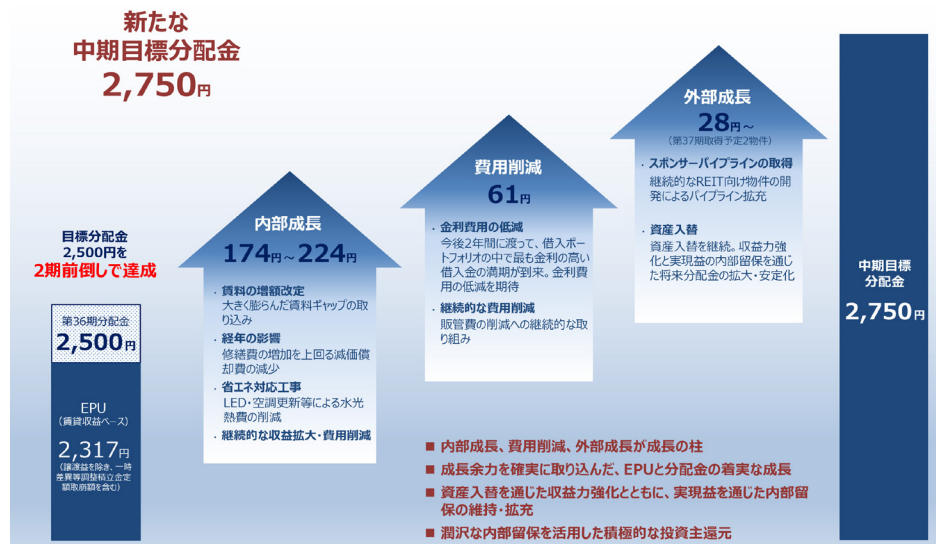
そこで、新たな中期目標として、今後 3 ～ 5 年以内に分配金 2,750 円の達成を目指す。また、資産規模については、引き続き 2,000 億円を目標にする。そのために、外部成長で 28 円以上、内部成長で 174 円～ 224 円、費用削減で 61 円を計画している。外部成長戦略では、スポンサーパイプラインの活用により継続的に物件を取得するほか、資産入替を継続することで将来の分配金の拡大・安定化を図る。内部成長戦略では、大きく膨らんだ賃料ギャップを背景に賃料の増額改定や、LED・空調更新など省エネ対応工事による水光熱費削減などを図る。さらに、費用削減では、引き続き金利費用の低減や継続的な販管費の削減を図る。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。

平和不動産リート投資法人
8966 東証 REIT

2020 年 2 月 10 日 (月)
https://www.heiwa-re.co.jp/

中長期の成長戦略

新たな中期目標



出所：決算説明会資料より掲載

2. 外部成長戦略

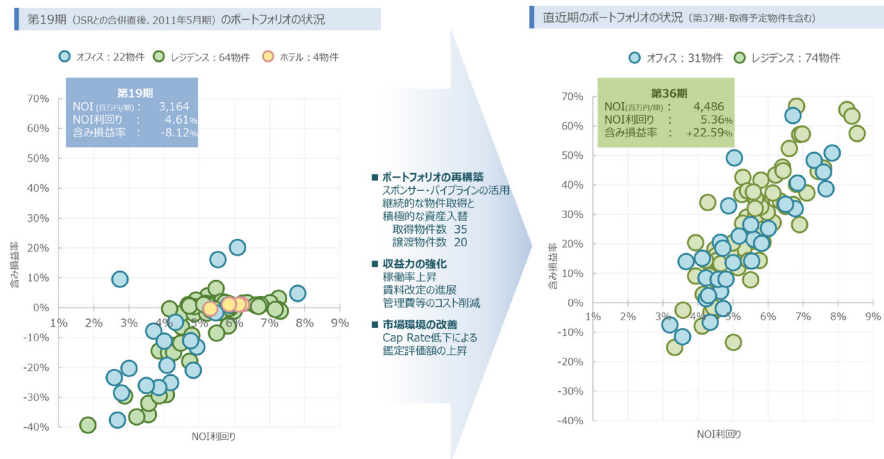
外部成長戦略として、同 REIT は、幅広い物件情報ルートをもとに、今後も継続的な資産規模の拡大を図る一方で、資産入替の検討等も行い、中長期的なポートフォリオの質の向上を図り、着実な投資主価値の極大化を目指す方針だ。そのために、第 1 に着実かつ健全な外部成長戦略を継続する。すなわち、過熱したマーケットに振り回されず、ポートフォリオの質と収益性の向上に資する物件に厳選投資を行う。また、スポンサーと協働し、開発等、多様な手法による取得機会の拡大を図る。さらに、借入余力を活用した機動的な物件取得を行う。第 2 に入替戦略の継続的な取り組みも行う方針で、低収益物件、地方エリアに立地する小規模レジデン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きく改善している。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。

同 REIT とスポンサーである平和不動産は、スポンサー・サポートを活用したレジデンス開発を積極的に展開している。2015 年に竣工の HF 田端レジデンスを皮切りに、合計 7 つのプロジェクトを立ち上げ、現在までに、そのうちの 3 物件が竣工し、2 物件を取得している。残りの 4 プロジェクトについても順調に進行しており、同 REIT の将来のパイプラインを支えることになる。

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



出所：決算説明会資料より掲載

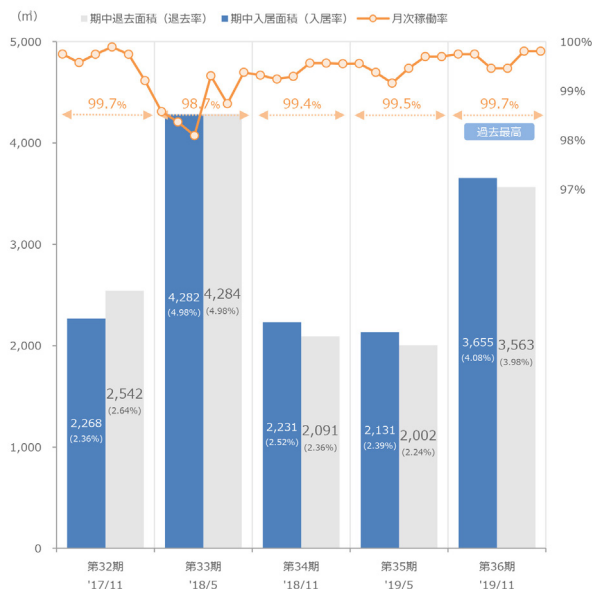
3. 内部成長戦略

内部成長戦略では、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、きめ細やかなプロパティ・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CAPEX投資の実施を行い、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。

現状、オフィスでは期中平均稼働率が99.67%と過去最高を更新し、また賃料指数(物件売買の影響を排除したポートフォリオの賃料変動の方向性を示す指標)も回復トレンドを継続している。時間の経過とともに損益計算書上の賃料単価は契約賃料単価に収斂することで、今後も分配金の自立的な回復につながると予想される。上昇を続けている賃料指数は、上場時の2005年を100とすると現在は93.0であり、依然として十分な増加余地があると考えられる。

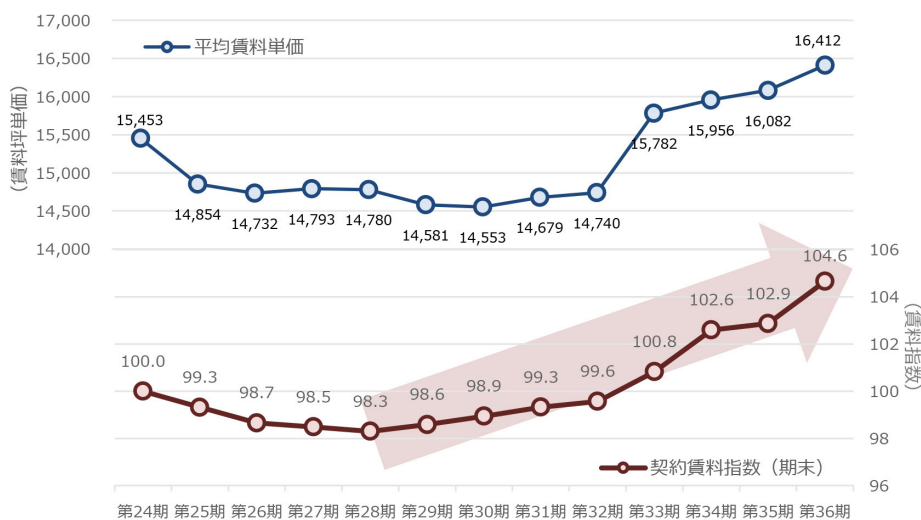
中長期の成長戦略

オフィスの月次稼働率とテナント入退去の動向



出所：決算説明会資料より掲載

オフィスの期末平均賃料単価と契約賃料指数の推移



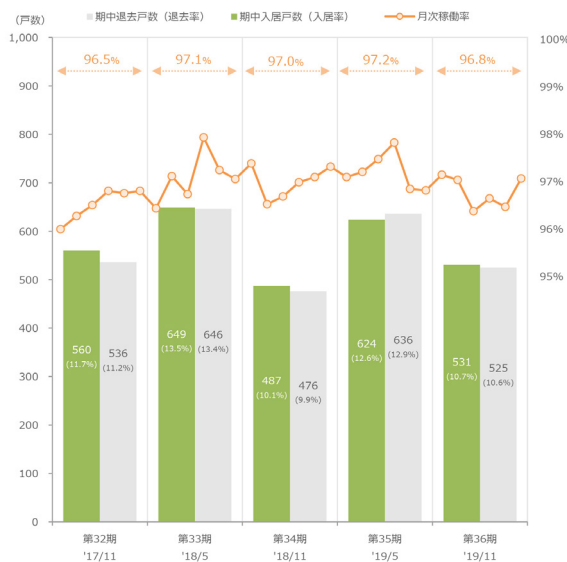
注：契約賃料指数は第24期末を100とした数値

出所：決算説明会資料より掲載

また、レジデンスにおいても、期中平均稼働率は96.79%と、非繁忙期としては過去2番目の高水準を記録し、15期連続して95%を超える水準で推移しており、賃料指数も6期連続の上昇を続けている。今後も、外壁・共用部分の改修工事などのニューアル工事の実施によって、物件競争力強化と資産価値の維持向上を図ることで、賃料水準の改善と収益力の拡大を目指している。

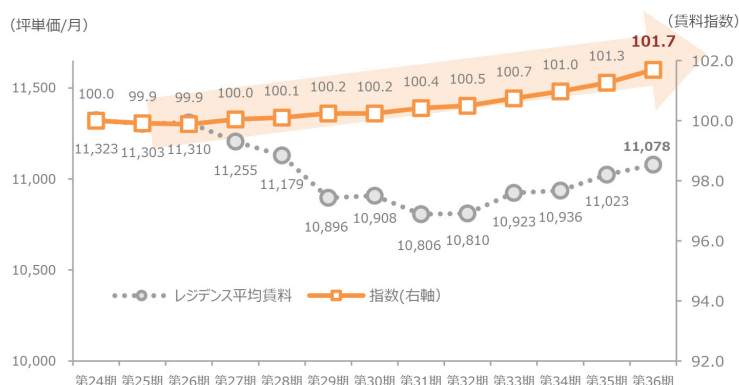
中長期の成長戦略

レジデンスの月次稼働率と入退去率の動向



出所：決算説明会資料より掲載

レジデンスの期末平均賃料単価と契約賃料指数の推移



注：契約賃料指数は第24期末を100とした数値

出所：決算説明会資料より掲載

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。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。

平和不動産リート投資法人
8966 東証 REIT

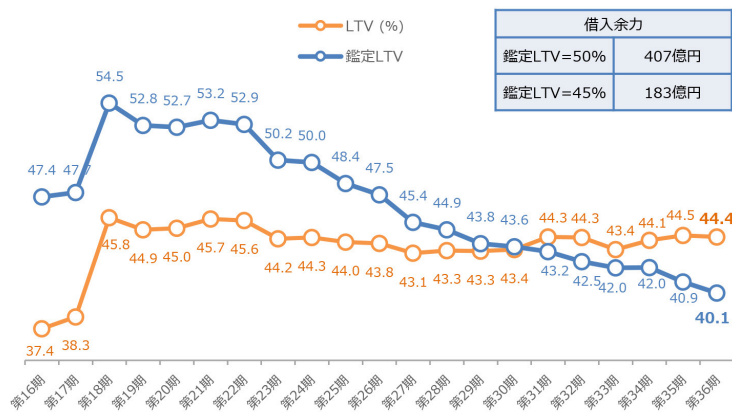
2020 年 2 月 10 日 (月)

https://www.heiwa-re.co.jp/

中長期の成長戦略

借入余力を図る基準としている鑑定 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) は現在 40.1% に低下している。その結果、鑑定 LTV を 45% までとした場合、借入余力は 183 億円に、また鑑定 LTV を 50% までとした場合は、借入余力は 407 億円となり、同 REIT の資金調達力は大きく拡大している。

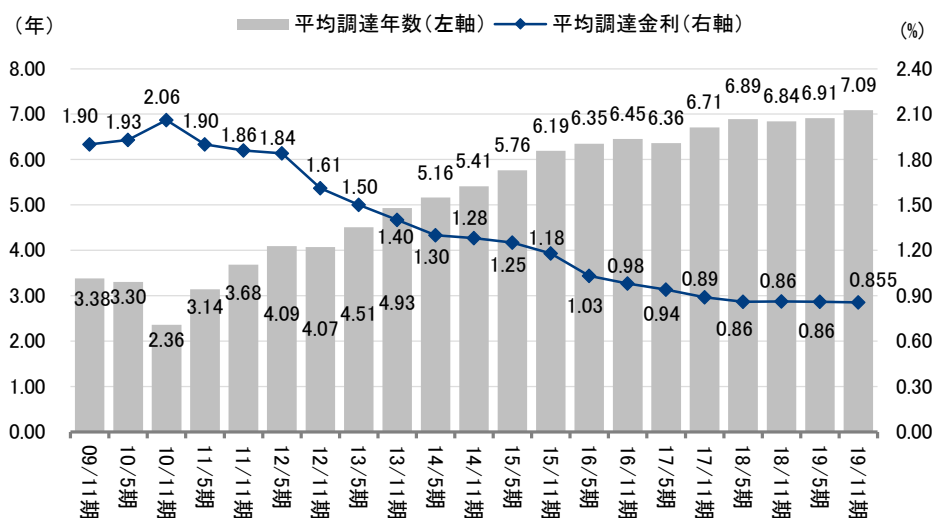
総資産有利子負債比率 (LTV) と所有不動産 LTV (鑑定 LTV) の推移



出所：決算説明会資料より掲載

また、2019 年 11 月末時点の平均調達金利は 0.855% と低水準を維持しており、平均調達年数の長期化 (7.09 年) も進めている。また、借入金の返済期限を 10 年にわたり薄く分散するとともに、これらを十分にカバーするコミットメントライン 60 億円をメガバンクに設定している。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 89.7% に高めている。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。

平均調達年数及び平均調達金利の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項 (ディスクレマー) をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2020 年 2 月 10 日 (月)

<https://www.heiwa-re.co.jp/>

中長期の成長戦略

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。

一般的ナ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、稼働率の低下や賃料の下落が懸念されている。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だろう。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

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る。2017 年後半から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 の投資口価格は右肩上がりの上昇を続けている。

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2020 年 2 月 10 日 (月)

https://www.heiwa-re.co.jp/

ベンチマーキング

投資口価格の推移 (2015 年 12 月 1 日～2020 年 1 月 10 日)



その結果、2020 年 1 月 24 日現在の NAV 倍率（1 口当たり投資口価格 / 1 口当たり NAV）は 1.14 倍と、おおむねオフィス・レジデンス複合型 REIT の平均水準にまで上昇している。ただ、弊社では、今後も同 REIT にとって好環境が続くと見る。まず、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、新中期目標の達成は可能と見込まれる。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さらに切り上がると予想する。

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 層からなるセイム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 日より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。

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2020 年 2 月 10 日 (月)

https://www.heiwa-re.co.jp/

ベンチマーキング

また、同 REIT は、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、同 REIT では、（株）日本政策投資銀行の DBJ Green Building 認証、（株）三井住友銀行の SMBC サステナブルビルディング評価融資制度、（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	2020/1/24 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	138,600	0.95%	3.64	121,948	1.14	140,658	2,871	5/11
8954	オリックス不動産投資法人	235,100	-0.89%	3.22	179,860	1.31	648,876	15,06	2/8
8955	日本プライムリアルティ投資法人	485,500	-0.61%	3.09	353,035	1.38	448,117	3,767	6/12
8957	東急リアル・エステート投資法人	213,000	0.14%	3.13	180,134	1.18	208,229	3,801	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	197,800	0.15%	3.47	154,297	1.28	616,807	15,425	5/11
8961	森トラスト総合リート投資法人	197,300	-0.05%	3.77	158,153	1.25	260,436	3,324	3/9
8968	福岡リート投資法人	187,100	-0.64%	3.92	167,119	1.12	148,932	2,893	2/8
8977	阪急阪神リート投資法人	169,700	-1.05%	3.71	162,283	1.05	117,975	3,747	5/11
8984	大和ハウスリート投資法人	283,300	0.60%	3.99	264,982	1.07	587,848	6,055	2/8
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	567,000	1.80%	3.49	441,035	1.29	437,284	5,937	5/11
3295	ヒューリックリート投資法人	197,600	-0.40%	3.50	172,996	1.14	259,251	5,220	2/8
3296	日本リート投資法人	497,000	1.64%	3.54	357,979	1.39	223,615	2,177	6/12
3309	積水ハウス・リート投資法人	91,300	0.66%	3.56	81,635	1.12	391,555	14,215	4/10
3451	トーセイ・リート投資法人	136,600	0.52%	5.20	133,686	1.02	45,967	1,575	4/10
3453	ケネディクス商業リート投資法人	271,400	-0.51%	4.79	253,423	1.07	145,518	3,678	3/9
3462	野村不動産マスターファンド投資法人	186,400	-0.21%	3.52	159,922	1.17	878,913	18,337	2/8
3468	スターアジア不動産投資法人	116,500	0.09%	4.76	114,300	1.02	63,006	1,877	1/7
3470	マリモ地方創生リート投資法人	128,400	0.39%	5.43	124,985	1.03	19,480	1,212	6/12
3473	さくら総合リート投資法人	96,700	-	4.20	99,236	0.97	32,201	1,417	6/12
3476	投資法人みらい	61,900	0.65%	5.12	49,477	1.25	102,893	5,856	4/10
3488	ザイマックス・リート投資法人	140,200	0.29%	4.28	145,263	0.97	31,321	898	2/8
3492	タカラレーベン不動産投資法人	128,700	0.94%	5.24	106,911	1.20	59,524	4,565	2/8

出所：不動産投信情報ポータルよりフィスコ作成

免責事項（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、配布等することは強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