

# REIT REPORT

|| 企業調査レポート ||

## 平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2019年8月20日(火)

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. 2019年5月期の分配金は7期連続でスポンサー変更後の最高値を更新	01
3. 2019年11月期、2020年5月期も高水準の分配金を予想	01
4. 中期目標では分配金2,500円、資産規模2,000億円を目指す	01
5. 分配金の増加に伴い、投資家の評価も高まると予想する	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	04
4. 分配金安定化ツールの活用	04
<b>■ 業績動向</b>	<b>05</b>
1. 2019年5月期の業績概要	05
2. 財政状態	06
<b>■ 今後の見通し</b>	<b>07</b>
● 2019年11月期と2020年5月期の業績予想	07
<b>■ 中長期の成長戦略</b>	<b>08</b>
1. 中期目標	08
2. 外部成長戦略	08
3. 内部成長戦略	09
4. 財務戦略	11
<b>■ ベンチマーキング</b>	<b>12</b>

## ■ 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5月期の分配金は7期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

2019年5月期は、営業収益 6,382 百万円（前期比 2.7% 増）、営業利益 3,036 百万円（同 3.2% 増）で、期初予想をすべて上回った。資産入替が大きく寄与したほか、既存物件でも稼働率の上昇、賃料単価の増加によって収益拡大が継続した。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 2,425 円 / 口（前期比 75 円増）とし、7 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。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）4,607 百万円、繰越欠損金残高 187 百万円を有することが、将来の安定的な分配金支払いを可能にしている。

#### 3. 2019年11月期、2020年5月期も高水準の分配金を予想

2019年11月期は、営業収益 6,097 百万円（前期比 4.5% 減）、営業利益 2,733 百万円（同 10.0% 減）を、2020年5月期は、営業収益 6,160 百万円（前期比 1.0% 増）、営業利益 2,756 百万円（同 0.9% 増）を予想する。三田平和ビル（底地）の譲渡益がはく落するものの、順調な収支見通しの改善を見込む。すなわち、外部成長戦略では、2020年5月期初に HF 仙台長町レジデンスの取得を予定する。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、引き続き安定した金融環境のもと、低い金利調達コストを見込んでいる。以上から、2019年11月期の分配金は 2,450 円（前期比 25 円増）、2020年5月期も 2,450 円と、高水準を予想している。

#### 4. 中期目標では分配金 2,500 円、資産規模 2,000 億円を目指す

中期目標では、分配金 2,500 円、資産規模 2,000 億円を目指す。分配金 2,500 円は、2020年11月期に達成する計画である。分配金の目標達成に向けては、資産の入替、賃料増額改定、諸費用の削減等を一つひと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。

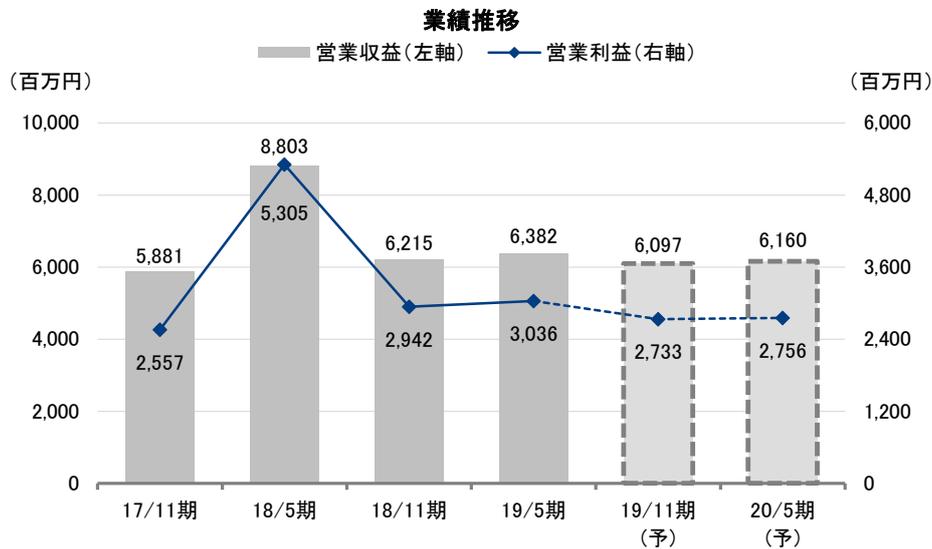
要約

5. 分配金の増加に伴い、投資家の評価も高まると予想する

同投資法人の投資口価格は上昇傾向にあり、その結果、2019年7月25日現在のNAV倍率（1口当たり投資口価格 / 1口当たりNAV）は1.11倍と、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持続すると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、同投資法人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5月期は資産入替が大きく貢献して、実力ベースの決算は好調であり、分配金は7期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した
- ・2019年11月期、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、高水準の分配金を予想する
- ・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、2020年11月期までに分配金2,500円を目指す。資産規模は中長期的に2,000億円を目指す
- ・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。

#### 2. 戦略的なポートフォリオの構築

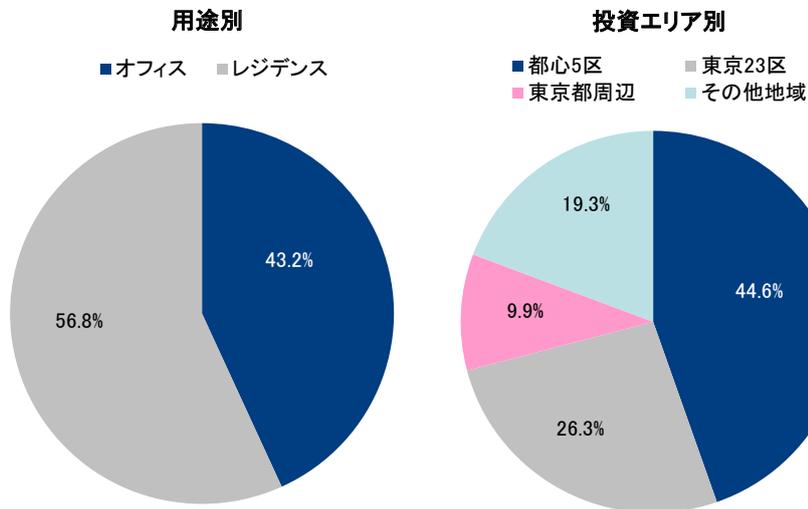
同 REIT は、高い需要に支えられた「東京都区部を中心とする投資エリアに存するオフィス及びレジデンス」に集中的に投資している点に大きな特長がある。物件やエリアなどで戦略的にポートフォリオの分散を図っていることが、安定した稼働率と収益の源泉になっている。

2019 年 5 月 31 日時点におけるポートフォリオの用途別内訳を見ると、オフィス 43.2%、レジデンス 56.8% になっている。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 44.6%、その他の東京 23 区 26.3%、東京都周辺 9.9%、その他地域 19.3% 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5月31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、福岡の証券取引所を賃貸し、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5月末で35件/71,745百万円であるが、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77%/83%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

さらに、同 REIT では、2019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4,607百万円、繰越欠損金残高187百万円を有することが、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可能な任意積立金であり、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。

## 業績動向

### 分配金は7期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

#### 1. 2019年5月期の業績概要

当期における国内経済は、米中貿易摩擦や英国のEU離脱問題等、海外における政治経済動向による不確実性の高まりの懸念材料を抱えてきたものの、引き続き企業収益の改善に伴う設備投資の増加、雇用・所得環境の着実な改善に伴う個人消費の緩やかな増加等により堅調に推移し、全体としては緩やかな回復基調を維持した。また、オフィスビルの賃貸マーケットは、景況感の改善による企業のオフィス需要の増加により堅調に推移し、レジデンス賃貸マーケットも、引き続き首都圏への継続的な人口流入超過や小世帯層の増加傾向により底堅く推移した。

このような環境下、同REITの2019年5月期（第35期）決算は、営業収益6,382百万円（前期比2.7%増）、営業利益3,036百万円（同3.2%増）、経常利益2,578百万円（同3.7%増）、当期純利益2,578百万円（同3.7%増）の増収増益で、2019年1月22日発表の期初予想をすべて上回った。資産入替が収益増に大きく貢献した上、既存物件でも稼働率の上昇と賃料単価の増加によって収益拡大が継続した。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同水準となっている。

売却益等を除く実力ベースでは、1口当たり当期純利益は前期比90円増と好調であり、分配金を2,425円/口と同75円増とし、7期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。なお、前期と当期に分割して計上された三田平和ビル（底地）の譲渡益は、一部を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98.03%と、過去最高水準に達した。積極的なリーシング活動が実を結び、レジデンスの稼働率は97.20%で過去最高水準を更新し、オフィスの稼働率も99.50%と高かった。加えて、オフィス、レジデンスともに賃料の増額改定が進展し、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5.38%と、6期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。

平和不動産リート投資法人 | 2019年8月20日(火)  
 8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

2019年5月期(第35期) 業績

(単位:百万円)

	18/11期		19/5期		前期比		19/5期 前回予想	前回予想比	
	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	6,215	100.0%	6,382	100.0%	167	2.7%	6,359	23	0.4%
営業利益	2,942	47.3%	3,036	47.6%	93	3.2%	3,005	31	1.0%
経常利益	2,487	40.0%	2,578	40.4%	90	3.7%	2,544	34	1.3%
当期純利益	2,487	40.0%	2,578	40.4%	90	3.7%	2,544	34	1.3%
1口当たり当期純利益(円)	2,450	-	2,540	-	90	3.7%	2,507	33	1.3%
1口当たり分配金(円)	2,350	-	2,425	-	75	3.2%	2,400	25	1.0%
稼働率	97.89%	-	98.03%	-	0.14%pt	-	-	-	-
NOI 利回り	5.34%	-	5.38%	-	0.04%pt	-	-	-	-
発行済投資口数(口)	1,014,847	-	1,014,847	-	0	-	-	-	-

注: 前回予想は2019/1/22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

2. 財政状態

2019年5月期の財政状態は、総資産185,504百万円(前期末比1.3%増)、純資産95,462百万円(同0.1%増)、有利子負債82,467百万円(同2.1%増)であった。平均調達金利は0.863%と同0.002%pt上昇したのは、有利子負債の平均調達年数を6.84年から6.91年へと長期化したためである。ただ、今後は、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90.7%(2019年7月17日現在では96.9%)として、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40.9%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。

2019年5月期(第35期) 財政状態

(単位:百万円)

	18/11期 実績	19/5期 実績	前期末比	
			増減額	増減率
総資産	183,199	185,504	2,305	1.3%
純資産	95,357	95,462	105	0.1%
有利子負債	80,767	82,467	1,700	2.1%
平均調達金利	0.861%	0.863%	0.002%pt	-
金利固定化比率	83.4%	90.7%	7.3%pt	-
平均調達年数(年)	6.84	6.91	0.07	-
鑑定LTV	42.0%	40.9%	-1.1%pt	-

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

#### ● 2019年11月期と2020年5月期の業績予想

2019年11月期(第36期)の業績は、営業収益6,097百万円(前期比4.5%減)、営業利益2,733百万円(同10.0%減)、経常利益2,270百万円(同12.0%減)、当期純利益2,269百万円(同12.0%減)の見通しだ。三田平和ビル(底地)の譲渡益がはく落することが、減収減益予想の主因である。また、2020年5月期(第37期)は、営業収益6,160百万円(前期比1.0%増)、営業利益2,756百万円(同0.9%増)、経常利益2,322百万円(同2.3%増)、当期純利益2,321百万円(同2.3%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月期初にHF仙台長町レジデンスを取得予定である。また、内部成長戦略では、オフィス、レジデンスともに、賃料増額改定の進展を見込む。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、2019年11月期初に5年債10億円、10年債16億円の投資法人債を起債した。引き続き安定した金融環境のもと、低い金利調達コストを見込んでいる。以上により、2019年11月期の分配金は2,450円(前期比同25円増)、2020年5月期も2,450円と、高水準を予想している。

#### 2019年11月期(第36期)/2020年5月期(第37期) 業績予想

(単位:百万円)

	19/5期 実績	19/11期 予想	前期比		20/5期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,382	6,097	-285	-4.5%	6,160	63	1.0%
営業利益	3,036	2,733	-303	-10.0%	2,756	23	0.9%
経常利益	2,578	2,270	-308	-12.0%	2,322	51	2.3%
当期純利益	2,578	2,269	-309	-12.0%	2,321	51	2.3%
1口当たり当期純利益(円)	2,540	2,236	-304	-11.9%	2,287	51	2.3%
1口当たり分配金(円)	2,425	2,450	25	1.0%	2,450	0	0.0%
稼働率	98.03%	97.77%	-0.26%pt	-	97.71%	-0.06%pt	-
NOI利回り	5.38%	5.33%	-0.05%pt	-	5.37%	0.04%pt	-
発行済投資口数	1,014,847口	1,014,847口	0	-	1,014,847口	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. 中期目標

2018年5月期より新たな目標として分配金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(第38期)までの達成を目指している。資産の入替、賃料増額改定、諸費用の削減等の一つひと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ていく方針だ。既に、資産入替の実施、2020年5月期予定の新規物件取得の決定、オフィス賃料ギャップの更なる改善によって、想定巡航分配金が向上している。加えて、これまでの物件売却で確保した潤沢な内部留保を活用すれば、分配金の中期目標は確実に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、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た結果、次第に含み益が拡大し、NOI利回りも上昇しているが、今後も同戦略を推進することで、ポートフォリオの改善を図る方針である。

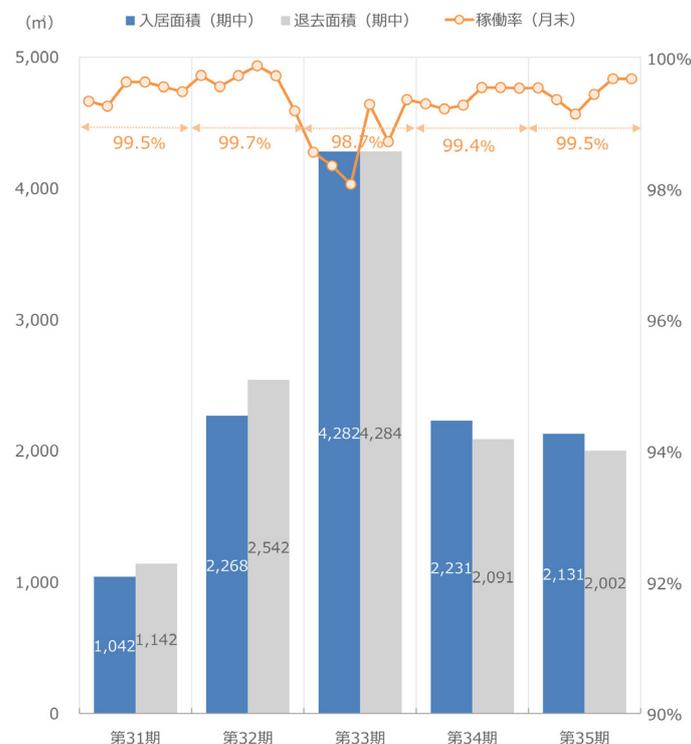
中長期の成長戦略

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99.50%と高水準を維持し、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。賃料指数は、上場時の2005年を100とすると現在は91.4であり、依然として十分な増加余地があると考えられる。また、レジデンスにおいても、期中平均稼働率は97.20%と過去最高を更新し、14期連続して95%を超える水準で推移しており、賃料指数も10期連続の上昇を続けている。今後も、リ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。

オフィスの月次稼働率とテナント入退きの動向



出所：決算説明会資料より掲載

中長期の成長戦略

オフィスの期末平均賃料単価と契約賃料指数（第24期末=100）の推移



出所：決算説明会資料より掲載

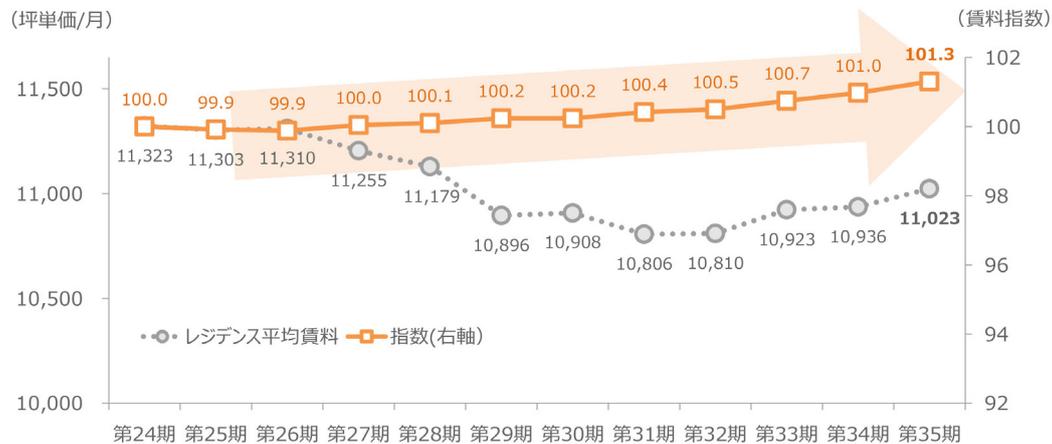
レジデンスの月次稼働率と入退去率の動向



出所：決算説明会資料より掲載

中長期の成長戦略

レジデンスの期末平均賃料単価と契約賃料指数（第24期末=100）の推移



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。

2019年5月末時点の平均調達金利は0.863%と低水準を維持しており、調達年数の長期化(6.91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96.9%に高めている。今後財務戦略により、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。

中長期の成長戦略

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、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であるが、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り、その結果、2019 年 7 月 25 日現在の NAV 倍率（1 口当たり投資口価格 / 1 口当たり NAV）は 1.11 倍と、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。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（一時差異等調整積立金等）や繰越欠損金の充当によって相殺し、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。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切り上がると予想する。実際、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。

また、同 REIT は、2018 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、2 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。

平和不動産リート投資法人 | 2019年8月20日(火)  
 8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

## ベンチマーキング

## 複合型（総合型）REIT の各指標比較

証券コード	投資法人	2019/7/25 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	130,800	-0.23%	3.75	117,339	1.11	132,742	1,057	5月・11月
8954	オリックス不動産投資法人	208,800	0.58%	3.41	174,844	1.19	576,288	4,344	2月・8月
8955	日本プライムリアルティ投資法人	475,000	0.11%	3.11	340,685	1.39	438,425	1,627	6月・12月
8957	東急リアル・エステート投資法人	201,500	0.15%	2.89	173,460	1.16	196,986	3,384	1月・7月
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	183,400	-0.05%	3.76	150,947	1.21	571,903	5,504	5月・11月
8961	森トラスト総合リート投資法人	178,600	-0.39%	4.11	150,871	1.18	235,752	2,166	3月・9月
8963	インヴァンシブル投資法人	61,700	-0.96%	5.59	51,874	1.19	374,912	24,839	6月・12月
8968	福岡リート投資法人	178,600	-	4.13	164,251	1.09	142,166	945	2月・8月
8977	阪急阪神リート投資法人	151,600	-	4.10	157,280	0.96	105,392	886	5月・11月
8984	大和ハウスリート投資法人	269,000	-0.70%	3.92	259,945	1.03	558,175	3,486	2月・8月
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	493,000	-0.90%	4.00	427,987	1.15	380,213	1,991	5月・11月
3295	ヒューリックリート投資法人	192,500	-0.10%	3.54	169,416	1.14	240,818	1,909	2月・8月
3296	日本リート投資法人	431,500	-0.46%	4.01	342,075	1.26	194,145	798	6月・12月
3309	積水ハウス・リート投資法人	82,800	-0.24%	3.87	77,321	1.07	355,102	12,643	4月・10月
3451	トーセイ・リート投資法人	121,300	-0.16%	5.74	130,223	0.93	34,330	1,067	4月・10月
3462	野村不動産マスターファンド投資法人	169,300	-0.53%	3.79	156,024	1.09	769,858	6,408	2月・8月
3468	スターアジア不動産投資法人	119,000	-0.17%	5.27	112,385	1.06	64,358	1,057	1月・7月
3470	マリモ地方創生リート投資法人	118,900	-	5.72	122,579	0.97	15,735	158	6月・12月
3473	さくら総合リート投資法人	96,900	-2.91%	5.01	97,407	0.99	32,268	4,844	2月・8月
3476	投資法人みらい	55,800	-1.59%	5.61	47,921	1.16	88,256	8,361	4月・10月
3488	ザイマックス・リート投資法人	131,700	-0.53%	4.44	140,505	0.94	29,422	1,022	2月・8月
3492	タカラレーベン不動産投資法人	120,900	-0.08%	6.70	104,957	1.15	41,771	4,629	2月・8月

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