

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

2021年2月16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. 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11月期の分配金は10期連続でスポンサー変更後の最高値を更新、 コロナ禍の影響は軽微	01
3. 2021年5月期、2021年11月期も高水準の分配金を予想	01
4. 中期目標では分配金2,750円、資産規模2,000億円を目指しており、 分配金目標は達成見通し	02
5. 分配金の継続的な増加に伴い、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	04
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. 2020年11月期の業績概要	07
3. 財政状態	09
今後の見通し	10
● 2021年5月期と2021年11月期の業績予想	10
中長期の成長戦略	11
1. 中期目標	11
2. 外部成長戦略	12
3. 内部成長戦略	13
4. 財務戦略	16
ベンチマーキング	18

要約

継続的に分配金増加を実現、 新型コロナウイルス感染症拡大の影響は限定的

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11月期の分配金は10期連続でスポンサー変更後の最高値を更新、コロナ禍の影響は軽微

2020年11月期は、営業収益7,072百万円(前期比7.3%増)、営業利益3,677百万円(同14.7%増)と増収増益で、おおむね期初予想通りの好決算となった。新型コロナウイルス感染症拡大(以下、コロナ禍)の影響は限定的であり、外部成長戦略による資産の入替、内部成長戦略による既存オフィス・レジデンスの高い稼働率、財務運営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ことが増収増益に寄与した。また、コロナ禍の影響で投資口価格が大きく下落している状況を考慮し、初めて投資口の取得・消却を実施した。以上の結果、1口当たり分配金を2,680円(前期比130円増)とし、10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、一時差異等調整積立金残高等の内部留保残高53.7億円、フリーキャッシュ残高94.1億円を有することが、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. 2021年5月期、2021年11月期も高水準の分配金を予想

2021年5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6,679百万円(前期比5.5%減)、営業利益3,259百万円(同11.4%減)を、また2021年11月期業績予想は、資産譲渡益を織り込まないことから営業収益6,307百万円(前期比5.6%減)、営業利益2,894百万円(同11.2%減)としている。これらは、コロナ禍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2021年5月期は確定している物件譲渡益を見込むが、前期比では減少する見通しだ。また、内部成長戦略では、新規取得物件による収益寄与を含め、賃貸収益の継続的な増加を見込む。さらに、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金利費用の減少を見込む。減収減益予想ながらも、潤沢な内部留保残高の活用もあり、2021年5月期の分配金は2,800円(前期比120円増)、2021年11月期も2,800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 億円を目指しており、分配金目標は達成見通し

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を活用して、継続的な分配金の増加を図る考えだ。2021年5月期には分配金の中期目標を達成する見通しであり、2021年5月期決算発表時には新たな中期目標を発表すると見られる。

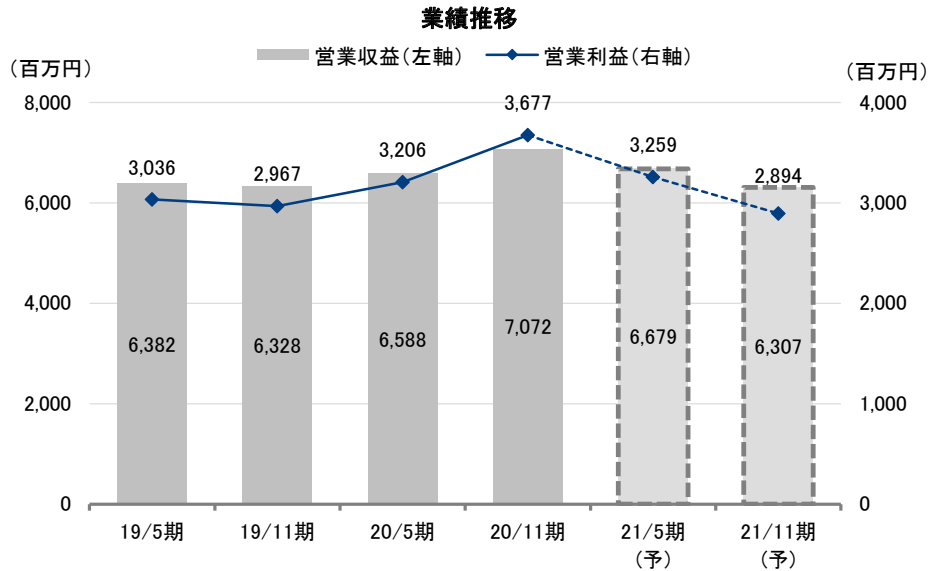
5. 分配金の継続的な増加に伴い、投資家の評価もさらに高まると予想

同 REIT の投資口価格は、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、2020年3月に大きく下落した。しかし、感染症対策の進展もあり、投資口価格は東証リート指数を上回る回復基調で推移している。その結果、2021年1月29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 1.09 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均の 0.92 倍を上回っている。ただし同 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、含み益は成長を続けている。加えて、今後も分配金の増加が継続すると期待されることから、投資家の評価は一層上がると見られる。更に、同 REIT は環境認証の取得にも注力している。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。

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11月期は、コロナ禍の影響は限定的でおおむね期初予想通りの好決算。初めて自己投資口の取得・消却も実施し、分配金は10期連続でスポンサー変更後の最高値を更新
- ・2021年5月期は、コロナ禍の影響を十分に織り込んだうえで継続的な収支改善を見込むも、内部留保の活用により、分配金は2,800円（前期比120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円を目指す。2021年5月期には目標達成の見通し
- ・コロナ禍の影響により2020年3月に投資口価格が下落するも、市場平均を上回る回復基調で推移。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を背景に、投資家の評価は更に上がると見られる

要約



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。

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」といった特長・優位性を有している。また、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。

(1) オフィスビル分野

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、建物スペック等の要素によって、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。

実際、5年ごとに実施される総務省統計局「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 がオフィス需要の高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%に達し、投資対象エリアの主要都市において中小規模のオフィス需要が非常に高いことがわかる。直近では、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、現在は回復基調であり、主要顧客の中小事業者ではテレワーク促進等による退去の動きは見られないようだ。

(2) レジデンス分野

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を実施したことで、稼働率は急速に回復している。今後コロナ禍が収束に向かえば、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。

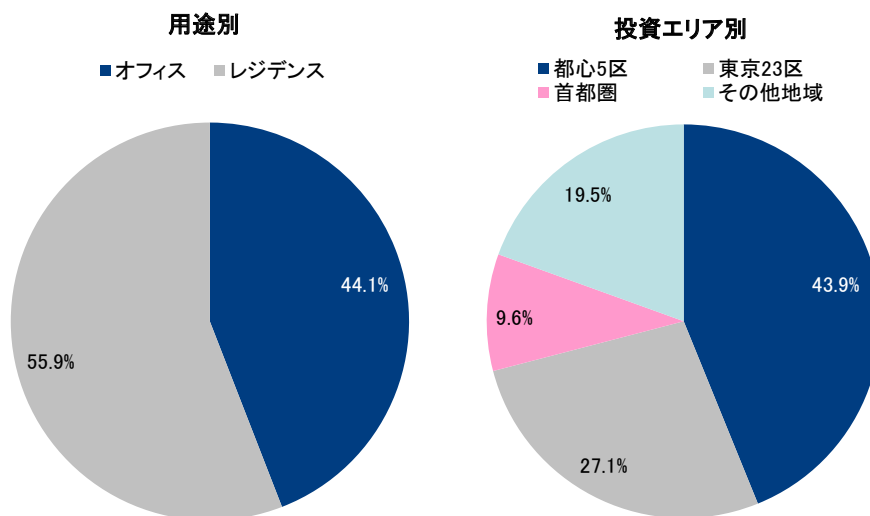
現在の日本は人口減少期に突入しているが、一方で、総務省統計局データによれば、同 REIT の投資対象エリアに属する主要都道府県では人口増加が続いている。また、国立社会保障・人口問題研究所のデータによると、2015年からの10年間に都市部の世帯数は増加する見込みであり、特に東京経済圏・名古屋経済圏での世帯数増加は他のエリアを大きく引き離している。同データによれば、世帯の形の変化によって世帯の少人数化が進展することで、今後はシングル・コンパクトタイプの住居を必要とする世帯数が増加していくと読み取れる。同 REIT では、ファミリータイプよりもシングル・コンパクトタイプの住居に数多く投資することで、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

特長・優位性

2020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44.1%、レジデンス55.9%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。具体的には、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43.9%、その他の東京23区27.1%、首都圏9.6%、その他地域19.5%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。

ポートフォリオの状況(2020年11月30日時点)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

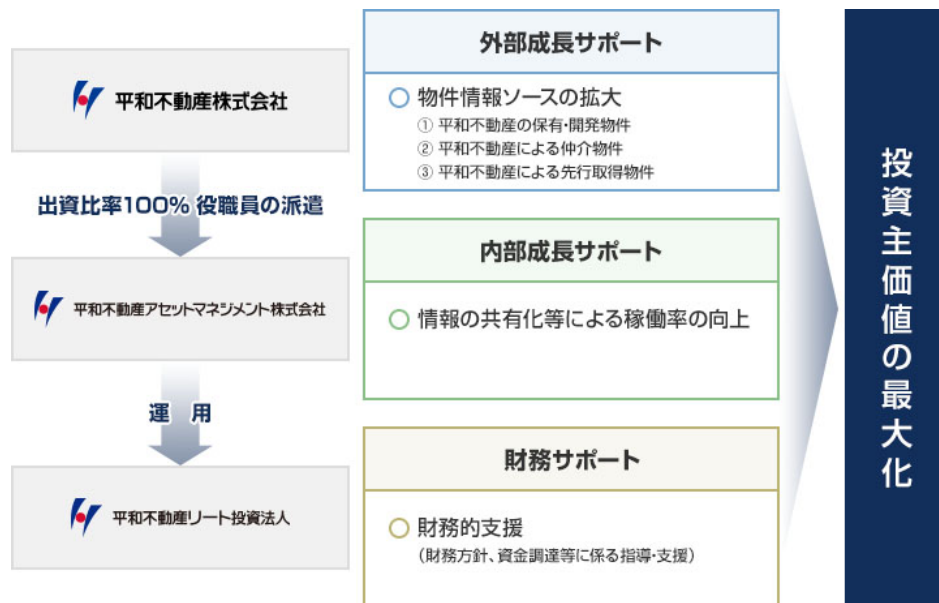
3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ

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。

特長・優位性

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11月末で40件/800億円であるが、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70%/76%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。更に、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、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考えられる。

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

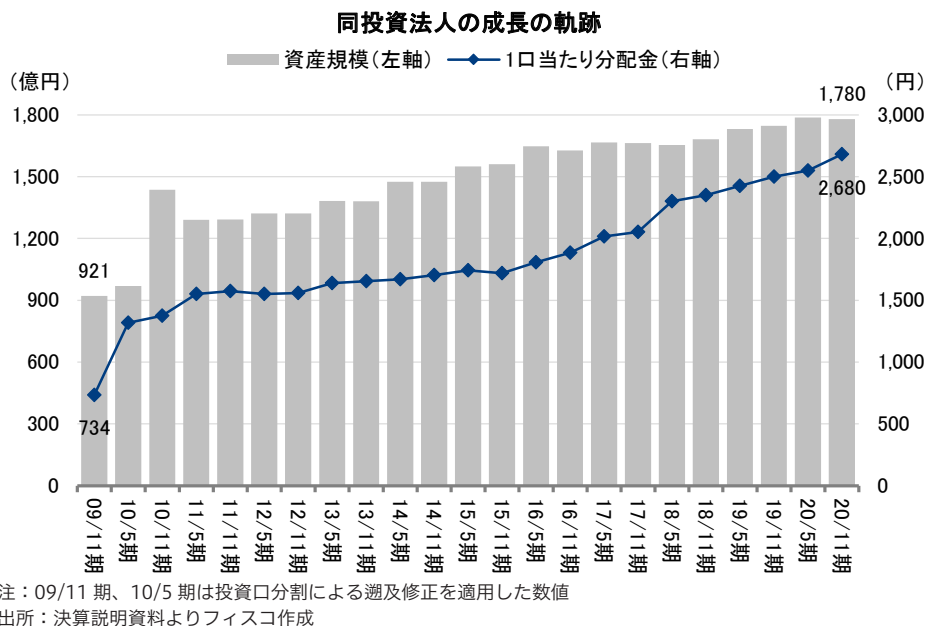
同 REIT では、2020年11月期末に一時差異等調整積立金残高等の内部留保残高 53.7 億円、保有物件における税会不一致額 67.1 億円と、最大 121 億円の原資を有することが将来の安定的な分配金支払いを可能にしている。すなわち、一時差異等調整積立金残高は過年度に計上した負ののれん発生益を積み立て、翌期以降 50 年以内に毎期均等額以上を取り崩すことが定められている任意積立金であり、物件売却に伴い減損損失を計上した際にも、内部留保の取り崩しによって実力ベースの分配金支払いが可能である。また、合併に伴い、受入資産に税会不一致が発生しており、物件譲渡により発生した譲渡益については最大 67.1 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

コロナ禍の影響は限定的で、 分配金は10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は2009年9月に平和不動産が単独スポンサーとなり、2019年11月期で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」の段階にあると弊社では定義付ける。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、2020年11月期には物件数107件、資産規模1,780億円、分配金2,680円/口へと大きな成長を遂げている。また、2021年5月期には中期目標の分配金2,750円/口を達成する見通しであることから、今後は新たな目標を掲げて、更なる成長を続ける見通しだ。



2. 2020年11月期の業績概要

2020年11月期における国内経済は、コロナ禍及びそれに伴う緊急事態宣言発出を受け、経済活動が急速に停滞したものの、期の後半は緊急事態宣言解除や「Go Toキャンペーン」により、国内経済活動と消費活動が一部再開した。しかしながら、足下では感染者数が再び増加しており、一部地域では緊急事態宣言が再発令されるなど、予断を許さない状況が続いている。また、米中貿易摩擦やコロナ禍の拡大に伴う経済停滞の長期化等により、海外経済の不透明感も継続している。

平和不動産リート投資法人 | 2021年2月16日(火)
 8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

このような環境下、2020年11月期(第38期)決算は、営業収益7,072百万円(前期比7.3%増)、営業利益3,677百万円(同14.7%増)、経常利益3,276百万円(同17.5%増)、当期純利益3,275百万円(同17.5%増)の増収増益となった。HF梅田レジデンスTOWERの譲渡益890百万円が増益に大きく貢献した。おおむね2020年7月15日発表の期初予想通りで着地し、コロナ禍による厳しい経営環境を考えると非常に健闘したと評価できよう。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。

2020年11月期の外部成長戦略としては、HF梅田レジデンスTOWERを売却する一方、HF大濠レジデンスBAYSIDEや東菱ビルディングの取得を行うことで、2021年5月期以降の収益の段階的な向上を見込む。内部成長戦略としては、2020年11月期のポートフォリオ全体の稼働率は96.08%と高水準を維持していることに加え、稼働率の高位安定に伴い、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)も5.32%と、引き続き高水準を維持している。また、財務運営では、資金調達コストの過去最低水準を更新し、健全な財務体質を堅持している。この結果、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14円増となった。譲渡益の一部を内部留保することで将来の分配金支払原資を拡充する一方、コロナ禍の影響で投資口価格が大きく下落している状況をとらえ、発行済投資口総数の1.5%相当の投資口を取得・消却した。以上から、1口当たり分配金を期初予想の2,650円を上回る2,680円(前期比130円増)とし、10期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。

コロナ禍に対しては、同REITは分散の効いたポートフォリオ(107物件)、潤沢なフリーキャッシュ(94.1億円)、十分な内部留保(53.7億円)、低い鑑定LTV(41.0%)、コミットメントライン(70.0億円)など、不測の事態に備えて十分なリスク耐性を備えている。なお、コロナ禍による影響については、オフィスの賃貸事業利益への影響は軽微にとどまり、オフィスの稼働率は過去の平均水準を上回った。一方、レジデンスは非繁忙期を迎え(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)、コロナ禍により稼働率は一時低下したものの、インターネット無料化、家具家電の設置、募集条件の緩和などのリーシング施策によって、期末には回復している。

2020年11月期(第38期)業績

(単位:百万円)

	20/5期 実績	20/11期 実績	前期比		20/11期 期初予想	予想比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,588	7,072	483	7.3%	7,098	-25	-0.4%
営業利益	3,206	3,677	471	14.7%	3,706	-28	-0.8%
経常利益	2,788	3,276	487	17.5%	3,297	-20	-0.6%
当期純利益	2,788	3,275	487	17.5%	3,296	-20	-0.6%
1口当たり当期純利益(円)	2,747	3,254	507	18.5%	3,248	6	0.2%
1口当たり分配金(円)	2,550	2,680	130	5.1%	2,650	30	1.1%
稼働率	97.70%	96.08%	-1.62pt	-	-	-	-
NOI利回り	5.44%	5.32%	-0.12pt	-	-	-	-
発行済投資口数(口)	1,014,847	999,933	-14,914	-1.5%	1,014,847	14,914	-1.5%

注: 期初予想は2020年7月15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

業績動向

3. 財政状態

2020年11月期末の財政状態は、総資産188,916百万円（前期末比0.3%増）、純資産94,910百万円（同1.1%減）、有利子負債86,167百万円（同1.8%増）であった。平均調達金利は0.776%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6.97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87.0%として、将来の金利上昇リスクに備えている。また、コロナ禍の影響を考慮し、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2020年11月期より70億円に拡大し、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41.0%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11月期（第38期） 財政状態

（単位：百万円）

	20/5 期末	20/11 期末	前期比	
			増減額	増減率
総資産	188,326	188,916	589	0.3%
純資産	95,974	94,910	-1,064	-1.1%
有利子負債	84,667	86,167	1,500	1.8%
平均調達金利	0.805%	0.776%	-0.029pt	-
長期借入金固定化比率	95.0%	87.0%	-8.0pt	-
平均調達年数（年）	6.94	6.97	0.03	-
鑑定LTV	40.2%	41.0%	0.8pt	-

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

コロナ禍の影響を十分に織り込んだうえで、高水準の分配金を継続

● 2021年5月期と2021年11月期の業績予想

2021年5月期（第39期）の業績予想は、営業収益6,679百万円（前期比5.5%減）、営業利益3,259百万円（同11.4%減）、経常利益2,870百万円（同12.4%減）、当期純利益2,869百万円（同12.4%減）の見通しだ。既に確定している資産譲渡益を見込んでいるものの、前期比では譲渡益が減少することが減益予想の主因である。また、2021年11月期（第40期）は、資産譲渡益を織り込まないことから、営業収益6,307百万円（前期比5.6%減）、営業利益2,894百万円（同11.2%減）、経常利益2,510百万円（同12.5%減）、当期純利益2,510百万円（同12.5%減）を予想する。同REITでは、コロナ禍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。既述の通り、不測の事態にも十分に備えていることは評価すべきであろう。

外部成長戦略では、2021年5月期に物件譲渡益（405百万円）を見込んでいるものの、前期比では減少する。また、内部成長戦略では、新規取得物件による収益寄与を含め、賃貸収益の継続的な増加を見込む。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減少を見込んでいる。以上の結果、2021年5月期の1口当たり分配金は2,800円（前期比120円増）、2021年11月期も2,800円と、高水準を予想している。

2021年5月期（第39期）/2021年11月期（第40期） 業績予想

（単位：百万円）

	20/11 期 実績	21/5 期 予想	前期比		21/11 期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	7,072	6,679	-392	-5.5%	6,307	-372	-5.6%
営業利益	3,677	3,259	-418	-11.4%	2,894	-365	-11.2%
経常利益	3,276	2,870	-405	-12.4%	2,510	-359	-12.5%
当期純利益	3,275	2,869	-405	-12.4%	2,510	-359	-12.5%
1口当たり当期純利益（円）	3,254	2,869	-385	-11.8%	2,510	-359	-12.5%
1口当たり分配金（円）	2,680	2,800	120	4.5%	2,800	-	-
稼働率	96.08%	97.43%	1.35pt	-	97.24%	-0.19pt	-
NOI 利回り	5.32%	5.33%	0.01pt	-	5.32%	-0.01pt	-
発行済投資口数（口）	999,933		-	-		-	-

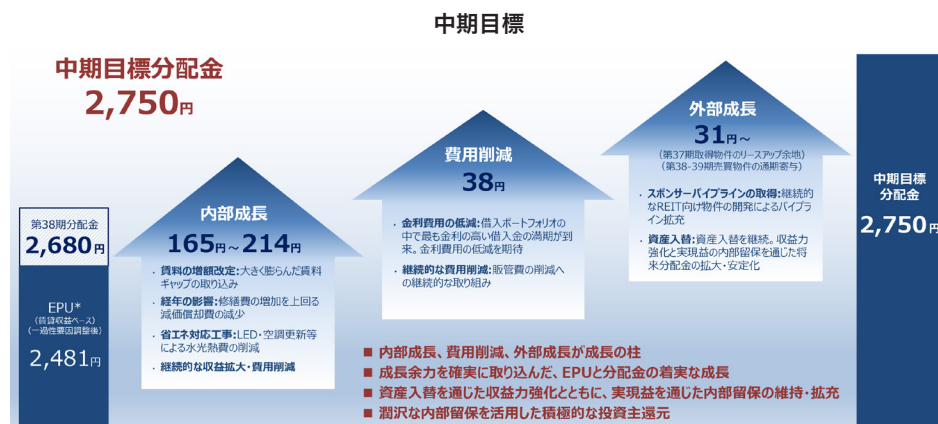
出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

「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 2019 年 11 月期決算発表時に掲げた中期目標として、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 11 月期には 1 口当たり分配金を 2,680 円にまで増やしているが、今後も、外部成長で 31 円以上、内部成長で 165 円～214 円、費用削減で 38 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の活用もあって、2021 年 5 月期には分配金の中期目標を達成する見通しである。なお、2021 年 5 月期決算発表時には、新たな中期目標を発表すると見られる。



出所：決算説明資料より掲載

中長期の成長戦略

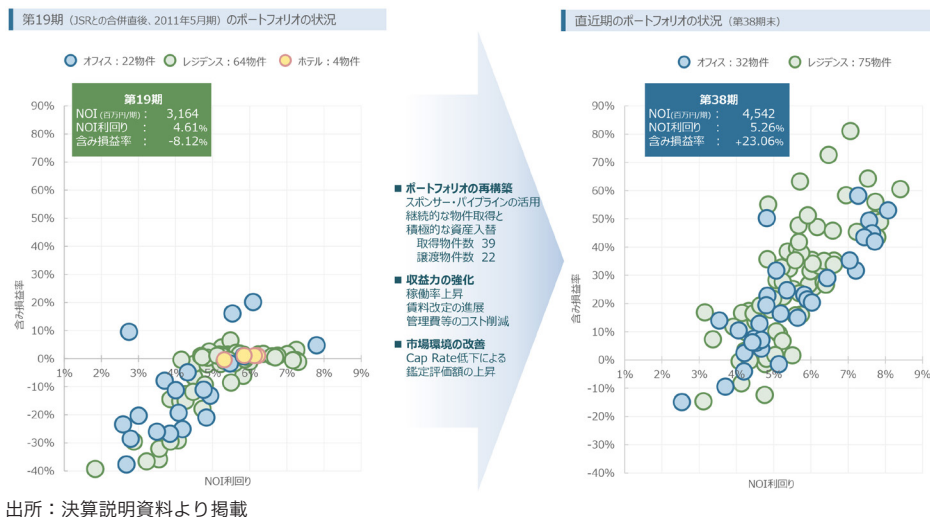
2. 外部成長戦略

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。

また、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8プロジェクトを立ち上げ、現在までにそのうち6物件が竣工、3物件を取得している。残りの2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。合わせて、オフィス物件として東京都品川区大崎の物件がパイプラインに加わった。

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



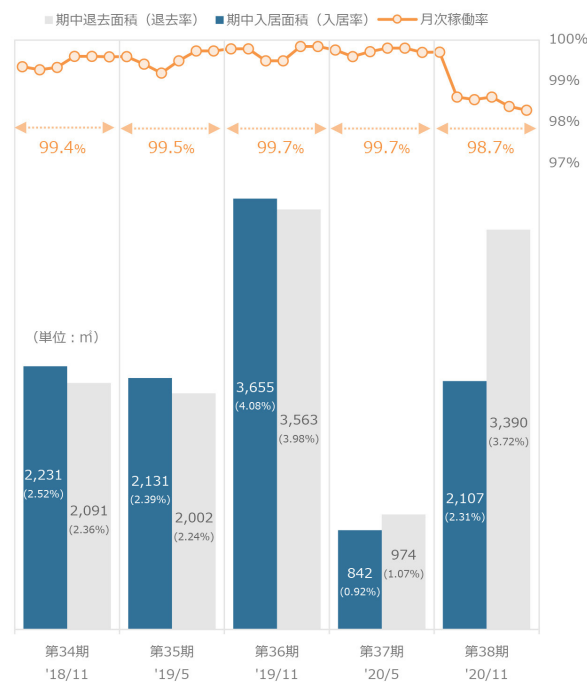
中長期の成長戦略

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。

現状、オフィスでは2020年11月期中の平均稼働率が98.7%と、前期比では若干低下したものの依然として高水準を維持している。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。なお、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93.7であり、依然として十分な増加余地があると考えられる。コロナ禍で一時停滞していたテナントの動きが徐々に回復してきており、特に同REITの主要顧客は中小事業者が中心であることから、テレワーク促進等による退去の動きは見られないようだ。また、一時中断していた既存テナントとの賃料交渉は2020年8月以降緩やかに再開している。この結果、改定件数は前期比で減少したものの、改定率は従前水準を維持している。今後はコロナ禍の収束に伴い、従来の状況に回復する可能性が高いと弊社では見ている。

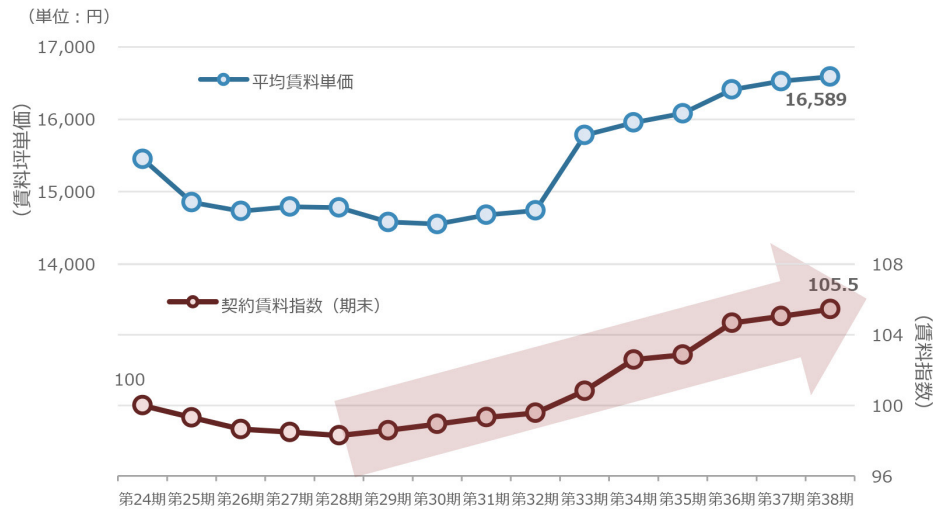
オフィスの月次稼働率とテナント入退去率の動向



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

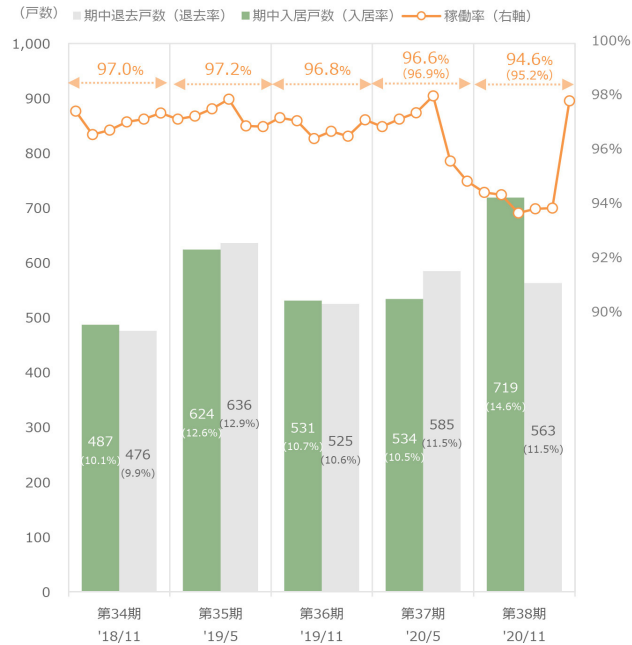


注：契約賃料指数は第24期末を100とした数値
出所：決算説明資料より掲載

また、レジデンスにおいても、2020年11月期中の平均稼働率は94.6%と、コロナ禍の影響を受けながら非繁忙期としては高水準を維持した。コロナ禍に伴い、一時都心部を中心に稼働率が低下し、リーシング期間が長期化したものの、期末に向けて各種リーシング施策（インターネット無料化、家具家電の設置、募集条件の緩和など）を実施したことで、期末稼働率は急速に回復しており、2021年5月期に向けて好スタートを切っている。一方賃料指数は、期末のリーシング施策実施で新規募集賃料を減額し、通常月の3倍の入居を決定したことから低下したものの、基調としては拡大傾向を持続している。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。

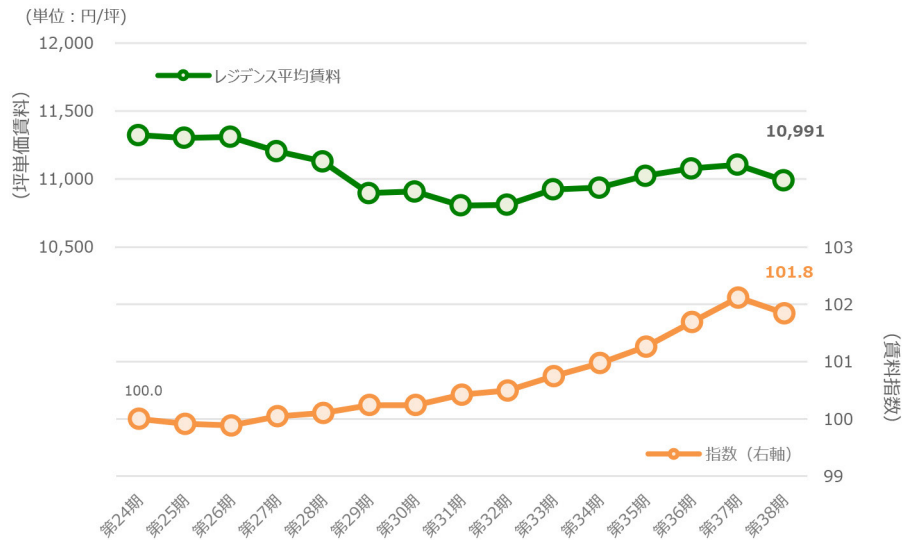
中長期の成長戦略

レジデンスの月次稼働率と入退去率の動向



注：カッコ内の数字は HF 仙台本町レジデンスを除いた稼働率
出所：決算説明資料より掲載

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

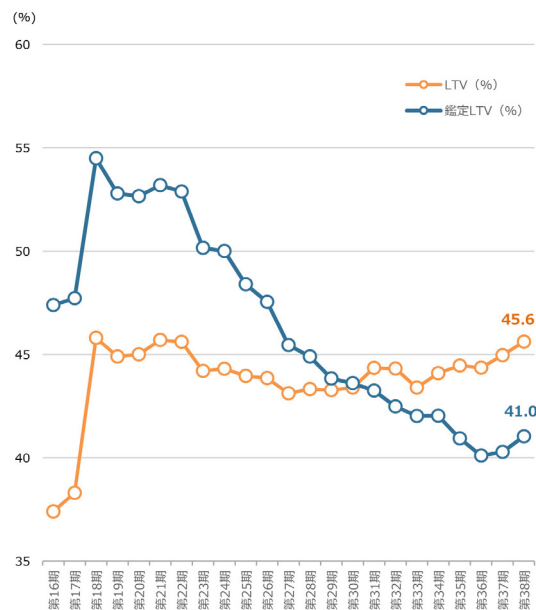
中長期の成長戦略

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。

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、投資法人債による資金調達とそれによる既存借入金の弁済が期を跨いだことから上昇したものの、引き続き41.0%の低水準を維持している。その結果、鑑定LTVを45%までとした場合、借入余力は172億円となり、同REITの資金調達力は安定している。

総資産有利子負債比率（LTV）と所有不動産LTV（鑑定LTV）の推移

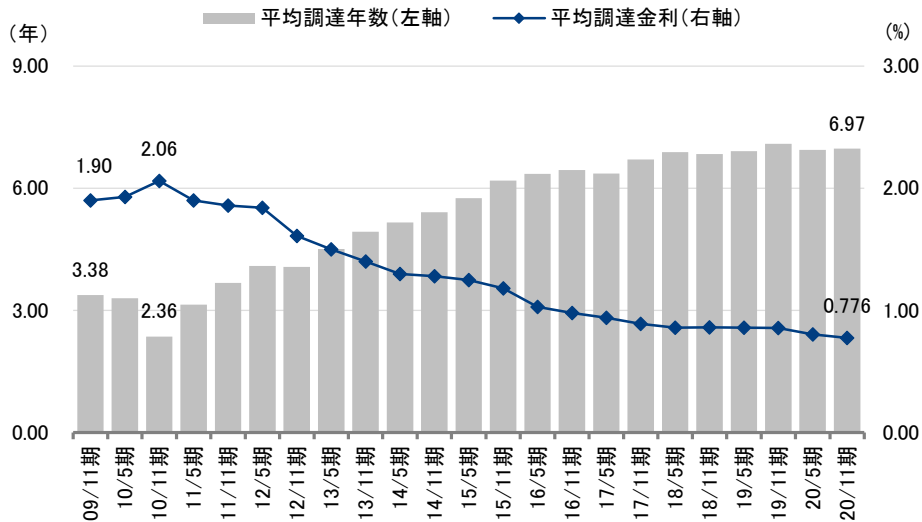


出所：決算説明資料より掲載

また、2020年11月末時点の有利子負債残高は86,167百万円であるが、金利の高い借入金の満期借り換えに伴い平均調達金利は0.776%と過去最低金利を更新しており、また平均調達年数は6.97年である。加えて、コロナ禍で懸念される不測の事態に備えて、2020年11月期より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は87.0%と高く、目安の80%を上回っている。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。

中長期の成長戦略

平均調達年数及び平均調達金利の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

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）ができることが、同 REIT の大きな強みと言えよう。

既述のとおり、コロナ禍による賃料への影響は軽微にとどまっている。コロナ禍はいずれ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、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

コロナ禍の影響を一時的に受けたものの、 分配金の増加に伴い、投資口価格・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。ただ、その後は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 の投資口価格は分配金の継続的増加を反映して大きく上昇を続けており、コロナ禍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。

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

その結果、2021 年 1 月 29 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 1.09 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均の 0.92 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、2021 年 5 月期には中期目標を達成する見通しである。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。

ベンチマーキング

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ポ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約 17 億円となる初の自己投資口取得及び消却を実施し、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。

さらに、2020 年に実施された GRESB リアルエステイト評価において、4 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・コンポーネント」及び「パフォーマンス・コンポーネント」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。また、同 REIT のホームページに、コロナ禍で賃貸住宅を探している人々の参考に資するよう、同 REIT が保有する全レジデンスの立地・間取り・設備・セキュリティ・サービスなどの詳細情報を提供しはじめたことも、新たな取り組みとして評価できよう。

平和不動産リート投資法人 | 2021年2月16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	2021年1月29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	136,700	2.86%	4.10	125,669	1.09	136,691	5,695	5/11
8954	オリックス不動産	175,200	1.27%	3.90	184,055	0.95	483,552	9,906	2/8
8955	日本プライムリアルティ	369,500	0.96%	4.06	370,324	1.00	354,073	5,466	6/12
8957	東急リアル・エステート	165,500	1.04%	4.07	194,421	0.85	161,793	3,627	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン	142,300	1.86%	4.38	158,823	0.90	443,739	13,027	5/11
8961	森トラスト総合リート	138,200	1.02%	4.94	144,095	0.96	182,424	2,961	3/9
8968	福岡リート	159,600	-0.25%	4.26	171,995	0.93	127,042	2,561	2/8
8977	阪急阪神リート	127,300	-1.62%	4.67	165,094	0.77	88,499	3,214	5/11
8984	大和ハウスリート	281,300	1.11%	4.18	272,916	1.03	617,735	6,494	2/8
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	182,100	2.02%	4.47	177,866	1.02	173,224	3,485	1/7
3279	アクティブア・プロパティーズ	419,000	-0.12%	4.43	450,874	0.93	323,143	4,415	5/11
3295	ヒューリックリート	159,000	0.51%	4.72	175,944	0.90	208,608	4,159	2/8
3296	日本リート	372,000	3.05%	4.84	380,287	0.98	167,374	2,604	6/12
3309	積水ハウス・リート	75,700	2.16%	4.32	82,897	0.91	324,652	14,526	4/10
3451	トーセイ・リート	116,200	-0.51%	6.08	136,969	0.85	39,567	1,857	4/10
3453	ケネディクス商業リート	253,400	0.08%	5.30	253,180	1.00	135,867	2,279	3/9
3462	野村不動産マスターファンド	158,900	1.86%	4.16	164,909	0.96	749,245	17,852	2/8
3468	スターアジア不動産	47,950	-0.21%	6.49	57,511	0.83	80,287	6,890	1/7
3470	マリモ地方創生リート	112,900	-0.35%	6.14	134,428	0.84	17,238	535	6/12
3476	みらい	40,800	1.24%	5.93	49,411	0.83	67,819	9,582	4/10
3488	ザイマックス・リート	104,000	-	5.46	144,672	0.72	23,234	1,767	2/8
3492	タカラレーベン不動産	99,700	1.42%	5.82	111,183	0.90	46,111	4,167	2/8

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 5-13-3

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