

# 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2月15日(木)

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

<b>要約</b>	<b>01</b>
1. 2023 年 11 月期の業績概要	01
2. 2024 年 5 月期と 2024 年 11 月期の業績見通し	01
3. 新中長期目標と成長戦略	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	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
<b>業績動向</b>	<b>07</b>
1. 2023 年 11 月期の業績概要	07
2. 財政状態	08
<b>今後の見通し</b>	<b>09</b>
● 2024 年 5 月期と 2024 年 11 月期の業績見通し	09
<b>中長期の成長戦略</b>	<b>10</b>
1. 新中長期目標「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
<b>投資口価格の状況</b>	<b>18</b>

## 要約

### 新たに発表した「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. 2023年11月期の業績概要

2023年11月期は、営業収益8,656百万円(前期比7.5%増)、営業利益4,495百万円(同12.0%増)の増収増益であった。ポートフォリオの高稼働と、それを背景とした賃料増額のトレンドが継続した。また、外部成長による収益底上げと、資産入替による含み益の顕在化も好決算に貢献した。その結果、営業収益及び各段階利益はいずれも2023年7月14日に公表した予想を上回って着地した。外部成長としては、2023年6月に公募増資を実施し、それを活用した物件取得と資産入替による譲渡益の計上が大きく寄与した。内部成長としては、オフィス及びレジデンスともに高稼働が継続し、賃料増額改定が大きく進展した。財務運営では、強固な財務基盤を維持し、持続的な外部成長を支えるLTV(保有する不動産評価額に対する借入金の割合)コントロールを継続した。既存物件の賃貸事業利益の増加に加え、継続的な資産入替による譲渡益の計上により、DPU(1口当たり分配金)は3,300円(同140円増)と16期連続で過去最高水準を更新し、NEXT VISIONに掲げる分配金目標を達成した。着実な成長に加え、潤沢な内部留保(57億円)と含み益(575億円)を有することで、継続的な物件取得、財務基盤の安定化、将来の安定的な分配金支払いなどを可能にしている。

#### 2. 2024年5月期と2024年11月期の業績見通し

2024年5月期は、営業収益7,917百万円(前期比8.5%減)、営業利益3,655百万円(同18.7%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、2024年11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7,774百万円(同1.8%減)、営業利益3,510百万円(同4.0%減)を見込む。ただ、外部成長の進展、内部成長の実現及び潤沢な内部留保の活用によって、2024年5月期のDPUは3,325円(同25円増)、2024年11月期は3,350円(同25円増)と引き続き過去最高水準の更新を予想している。これらの予想は今後発生する物件譲渡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いることから、達成可能な水準であると弊社では見ている。

要約

### 3. 新中長期目標と成長戦略

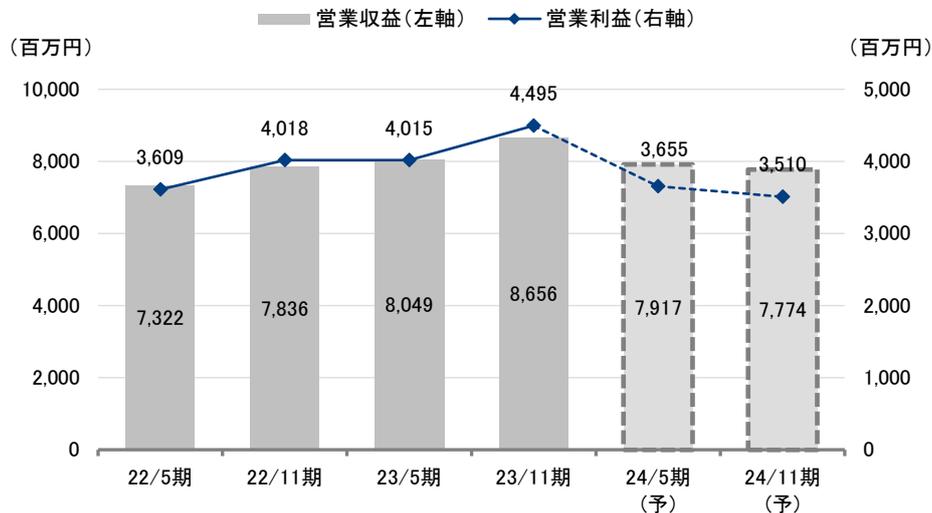
同 REIT は、「投資口の流動性向上を推進するステージ」として、前中長期目標「NEXT VISION」では分配金 3,300 円、資産規模 3,000 億円、格付 AA 格、再生可能エネルギー導入割合 100% を数値目標に掲げて推進したが、2023 年 11 月期には資産規模を除いて目標を達成した。そこで、2024 年 5 月期からは「サステナブルな投資主価値の向上を追求するステージ」として新たに「NEXT VISION II」を推進し、(1) 分配金 3,800 円 (2) 資産規模 3,000 億円、(3) 内部成長として賃料収入年率 +1% と ROI10%、(4) 格付 AA、(5) 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。目標達成に向けた意欲的な取り組み及び着実な成果は引き続き投資家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。

#### Key Points

- ・2023 年 11 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 16 期連続でスポンサー変更後の最高水準を更新
- ・2024 年 5 月期・2024 年 11 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

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。

### (1) オフィスビル分野

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、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、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。

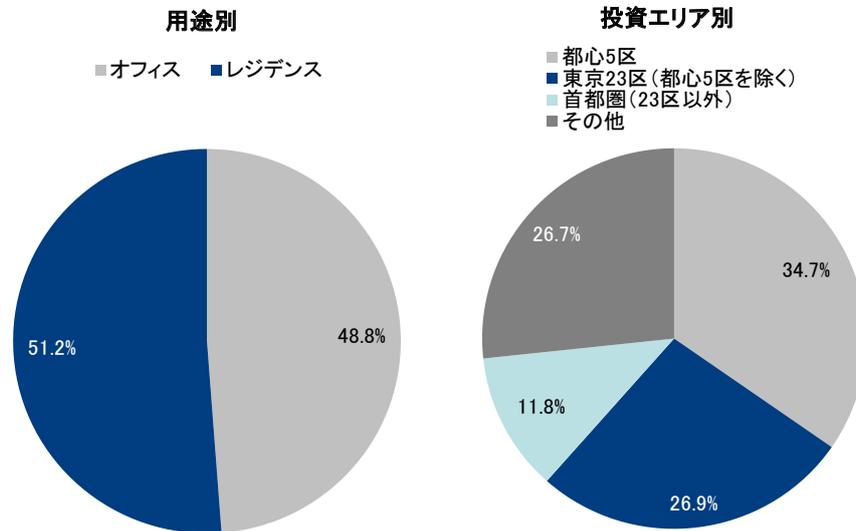
### (2) レジデンス分野

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。

2023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）51.2%、レジデンス 48.8% 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 34.7%、その他の東京 23 区 26.9%、首都圏（23 区以外）11.8%、その他 26.7% 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

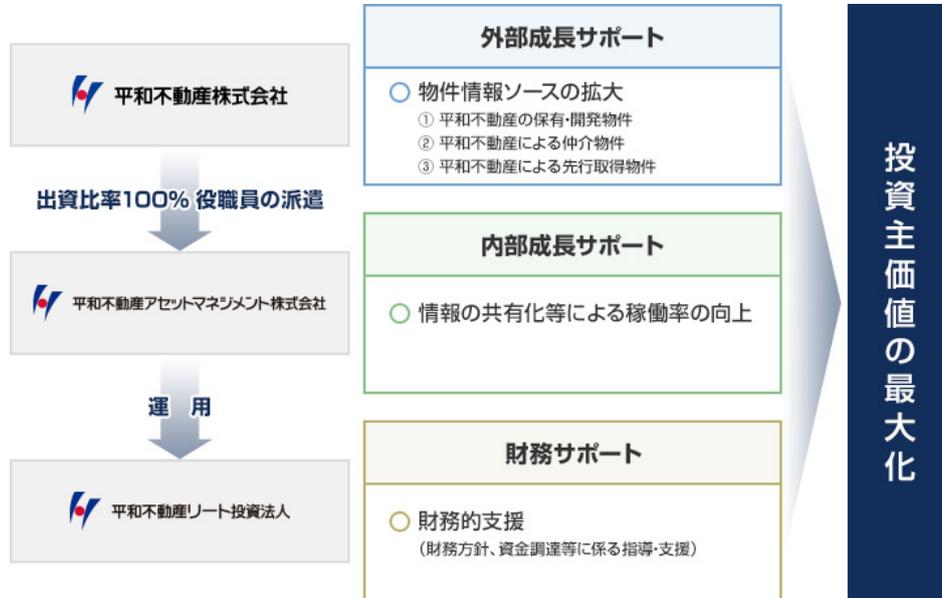
同 REIT は平和不動産の経験とノウハウを最大限に活用できることが特長であり、大きな強みと言える。平和不動産は東京、大阪、名古屋、福岡の証券取引所ビルを証券取引所に賃貸し、全国各地にオフィスビルを所有するほか、日本橋兜町・茅場町の再活性化及び札幌再開発事業化を推進する再開発事業などのデベロッパー事業も幅広く展開している。そのため、同 REIT に対する外部成長サポートとして、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件などの情報ソースを活用できる。

実際、スポンサー変更後の物件取得合計は 69 件 / 1,388 億円に上るが、うち平和不動産からの直接取得が 19 件 / 358 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 20 件 / 489 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。

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損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。2023年11月期末には、内部留保残高57億円、含み益額は575億円を擁している。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らを積み上げるツールを有している。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、 2023年11月期の分配金は過去最高を更新

#### 1. 2023年11月期の業績概要

2023年11月期は、営業収益8,656百万円(前期比7.5%増)、営業利益4,495百万円(同12.0%増)、経常利益3,995百万円(同12.3%増)、当期純利益3,995百万円(同12.3%増)の増収増益であった。ポートフォリオの高稼働と、それを背景とした賃料増額のトレンドが継続した。また、外部成長による収益底上げと、資産入替による含み益の顕在化も好決算に貢献した。その結果、営業収益及び各段階利益はいずれも2023年7月14日に公表した予想を上回って着地した。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ほぼ同水準となっている。

外部成長としては、2023年6月に3年連続となる公募増資と借入余力の活用により、外部成長のサイクルを継続したことで、物件取得と資産入替による譲渡益の計上が大きく寄与した。すなわち、オフィス3物件を取得(取得価格8,820百万円)する一方、レジデンス2物件を売却(譲渡価格20.8億円、譲渡益8.8億円)した結果、2023年11月期末の運用資産は合計126物件、228,494百万円(取得価格合計)に拡大した。内部成長としては、オフィス及びレジデンスともに高稼働が継続し、賃料改定は大きく進展した。すなわち、ポートフォリオ全体の期中平均稼働率は97.6%(前期比0.3ポイント低下)であったが、期末時点では97.7%と前期末比では0.1ポイント改善しており、引き続き安定して高稼働が継続した。オフィスの期中平均稼働率は98.5%(同0.6ポイント低下)と一部大口テナント退去の影響を受けたものの、新規入居によって来期以降の上昇を見込んでいる。一方、レジデンスの期中平均稼働率は、当期はリーシング上の非繁忙期だったが、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)に当たる前期と同水準の97.1%を維持した。オフィス・レジデンスとも引き続き増額改定で着地しており、来期以降の拡大につながる見込みだ。また、高い稼働率を背景に、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)も前期と同じく5.1%と、引き続き高水準を維持している。

以上から、EPU(1口当たり当期純利益)は3,474円(前期比279円増)を受けて、DPU(1口当たり分配金)は3,300円(同140円増)と16期連続でスポンサー変更後の最高値を更新し、NEXT VISIONに掲げる分配金目標を達成した。また、物件譲渡益などの一時的要因を除いた実力ベースの収益力を示す、賃貸収益ベースのEPUは、既存レジデンスによる内部成長と外部成長が寄与して2,767円(同18円増)となった。

平和不動産リート投資法人 | 2024年2月15日(木)  
8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

2023年11月期(第44期)業績

(単位:百万円)

	23/5期 実績	23/11期 実績	前期比		23/11期 予想	予想比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	8,049	8,656	606	7.5%	8,263	393	4.8%
営業利益	4,015	4,495	480	12.0%	4,129	366	8.9%
経常利益	3,559	3,995	436	12.3%	3,631	363	10.0%
当期純利益	3,558	3,995	436	12.3%	3,631	363	10.0%
EPU(1口当たり当期純利益)(円)	3,195	3,474	279	8.7%	3,157	317	10.0%
DPU(1口当たり分配金)(円)	3,160	3,300	140	4.4%	3,180	120	3.8%
期中平均稼働率	97.9%	97.6%	-0.3pt	-	97.6%	±0.0pt	-
NOI利回り	5.1%	5.1%	±0.0pt	-	4.9%	+0.2pt	-
発行済投資口数(口)	1,113,733	1,149,933	36,200	-	1,149,933	-	-

注:23/11期予想は、23/7/14公表の予想数値  
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

2023年11月期末の財政状態は、総資産240,874百万円(前期末比3.8%増)、純資産118,532百万円(同5.1%増)、有利子負債112,537百万円(同2.5%増)であった。平均調達金利は0.774%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99.1%、金利固定化比率は70.8%で、将来の金利上昇リスクに十分備えている。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。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。

2023年11月期(第44期)財政状態

(単位:百万円)

	23/5期末	23/11期末	前期比	
			増減額	増減率
総資産	231,994	240,874	8,879	3.8%
純資産	112,811	118,532	5,720	5.1%
有利子負債	109,817	112,537	2,720	2.5%
平均調達金利	0.735%	0.774%	+0.039pt	-
長期有利子負債比率	99.8%	99.1%	-0.7pt	-
金利固定化比率	70.2%	70.8%	+0.6pt	-
平均調達年数(年)	7.30	7.37	±0.07	-
鑑定LTV	40.6%	40.3%	-0.3pt	-

出所:決算短信、決算説明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(ディスクレーマー)をお読みください。  
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## ■ 今後の見通し

### 2024年5月期と2024年11月期は、含み益の顕在化と内部留保の活用で、分配金の増配を予想

#### ● 2024年5月期と2024年11月期の業績見通し

2024年5月期（第45期）の業績予想は、営業収益7,917百万円（前期比8.5%減）、営業利益3,655百万円（同18.7%減）、経常利益3,117百万円（同22.0%減）、当期純利益3,116百万円（同22.0%減）としている。減収減益予想は、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からだ。また2024年11月期（第46期）の業績予想も、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7,774百万円（同1.8%減）、営業利益3,510百万円（同4.0%減）、経常利益2,968百万円（同4.8%減）、当期純利益2,968百万円（同4.8%減）としている。

以上の結果、EPUは2024年5月期2,710円（前期比764円減）、2024年11月期2,581円（同129円減）を見込んでいるものの、潤沢な内部留保の活用によって、2024年5月期のDPUは3,325円（同25円増）、2024年11月期は3,350円（同25円増）と過去最高水準への増配を予想している。

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、今後は賃料増額を強力に進めることから、十分に達成可能な水準であると弊社では見ている。

#### 2024年5月期（第45期）/2024年11月期（第46期） 業績予想

（単位：百万円）

	23/11期 実績	24/5期 予想	前期比		24/11期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	8,656	7,917	-739	-8.5%	7,774	-143	-1.8%
営業利益	4,495	3,655	-840	-18.7%	3,510	-144	-4.0%
経常利益	3,995	3,117	-878	-22.0%	2,968	-148	-4.8%
当期純利益	3,995	3,116	-878	-22.0%	2,968	-148	-4.8%
EPU（1口当たり当期純利益）（円）	3,474	2,710	-764	-22.0%	2,581	-129	-4.8%
DPU（1口当たり分配金）（円）	3,300	3,325	25	0.8%	3,350	25	0.8%
期中平均稼働率	97.6%	97.7%	+0.1pt	-	97.7%	±0.0pt	-
NOI利回り	5.1%	4.8%	-0.3pt	-	4.8%	±0.0pt	-
発行済投資口数（口）	1,149,933	1,149,933	-	-	1,149,933	-	-

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. 新中長期目標「NEXT VISION II」

同 REIT は 2009 年 9 月に平和不動産が単独スポンサーとなり、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」の段階に入った。すなわち、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きた。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、2023 年 11 月期には物件数 126 件、資産規模 2,284 億円、分配金 3,300 円 / 口へと大きな成長を遂げている。

同 REIT では、2021 年 11 月期より今後 5 ～ 10 年で目指す姿を「投資口の流動性向上を推進するステージ」と位置付け、中長期目標「NEXT VISION」に基づき、(1) 分配金 3,300 円 / 口 (2021 年 5 月期比 500 円増)、(2) 資産規模 3,000 億円 (同 1,159 億円増)、(3) AA 格への格上げ、(4) 再生可能エネルギー電力の導入割合 100% の達成の数値目標を掲げて推進した。その結果、格付は AA- に向上、再生可能エネルギー電力への移行を完了し、分配金も 2023 年 11 月期に達成するなど、資産規模を除いて目標を達成した。

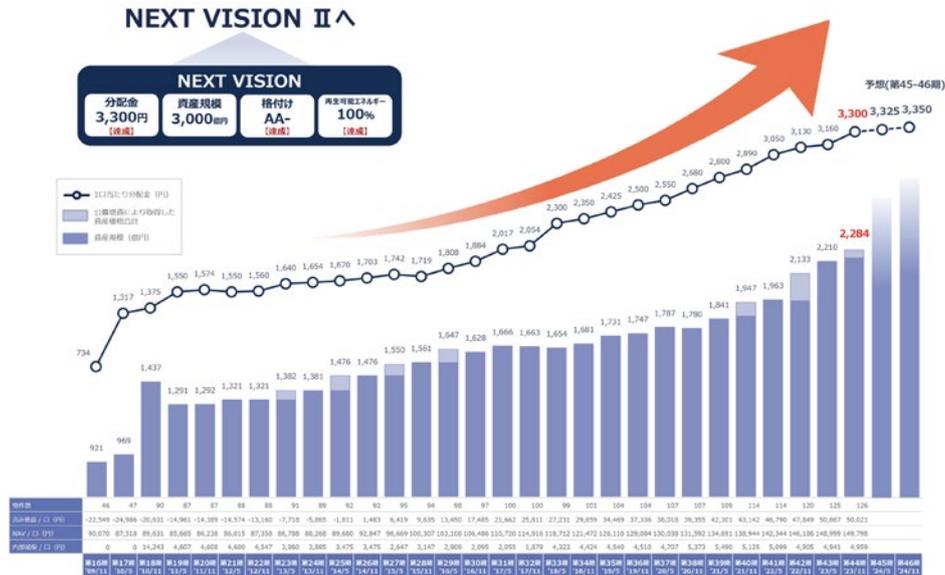
そこで、2024 年 5 月期からは「サステナブルな投資主価値の向上を追求するステージ」と位置付けて、新たな中長期目標として「NEXT VISION II」を掲げ、(1) 分配金 3,800 円、(2) 資産規模 3,000 億円、(3) 内部成長として賃料収入年率 +1% と ROI10%、(4) 格付 AA、(5) GHG90% 削減と再生可能エネルギー電力 100% の数値目標を目指す。

「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。実例として、既にバリューアップの短期回収型では、ROI10% を目指したオフィス・レジデンス専有部での水回り部分のアップグレードやゲストルームの貸室への変更など、特に中小企業のニーズに合ったオフィススペースの提供による賃料引き上げを実現している。また、中長期回収型では、外壁・エントランスの変更などオフィス共用部のバリューアップ工事を行っており、テナント入替時や既存テナントとの交渉によって中長期的に賃料引き上げにつなげる方針だ。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、「NEXT VISION II」における分配金向上については、外部成長で +112 円 / 口、内部成長で +198 円 +  $\alpha$  / 口、財務運営で -55 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 +  $\alpha$  の上乗せを計画する。さらに、潤沢な内部留保で 4,959 円 / 口、含み益で 50,021 円 / 口の支払余地があることが同 REIT の大きな強みである。

## 中長期の成長戦略

## 同投資法人の成長の軌跡



## 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

▶ 第19期 (JSRとの合併直後、2011年5月期) のポートフォリオの状況



▶ 本決算期末のポートフォリオの状況



**ポートフォリオの再構築**  
 スポンサー・パイプラインの活用  
 継続的な物件取得と  
 積極的な資産売却

**収益力の強化**  
 稼働率上昇  
 賃料改定の進展  
 管理費等のコスト削減

**市場環境の改善**  
 Cap Rate低下による  
 鑑定評価額の上昇

出所：決算説明資料より掲載

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。2023年11月期は、2023年6月に実施した3年連続となる公募増資やLTV余力の活用により、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。なお、2023年11月期には、スポンサー以外の第三者からのオフィス1物件の取得も行っている。今後も公募増資によって資産規模の増加、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。

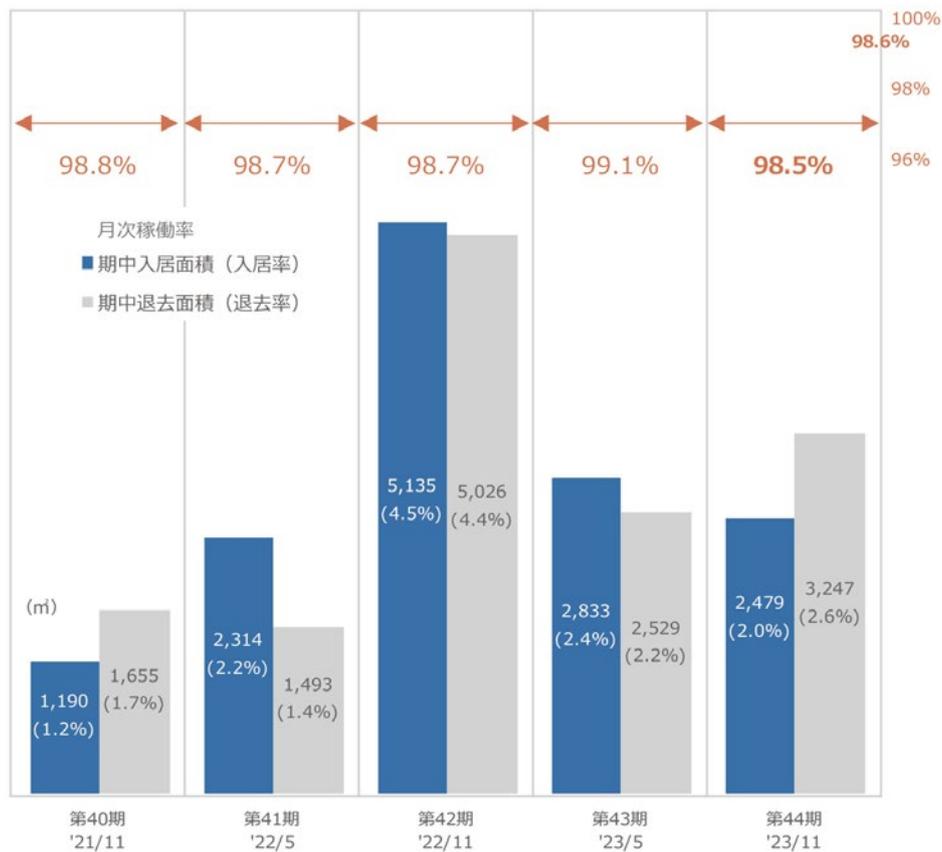
### 3. 内部成長戦略

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必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% 台後半で安定的に推移しており、2023 年 11 月期には 98.5%（前期比 0.6 ポイント低下）と一部大口テナント退去の影響を受けたものの、バリューアップ工事の効果を受け期末には埋め戻しの進展により 98.6% に上昇し、新規入居によって来期以降の上昇を見込んでいる。また、2 期連続での賃料増額改定となり、当決算期は期当たり約 5 百万円の賃料増額で着地した。来期以降は既に約 12 百万円の賃料収入増加が見込まれ、拡大基調にある。テナントとの対面による賃料協議によって、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いることから、この解消を経営課題として捉え、将来の賃料引き上げにつなげる計画だ。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ことから、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。今後は、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

オフィスの賃料改定状況

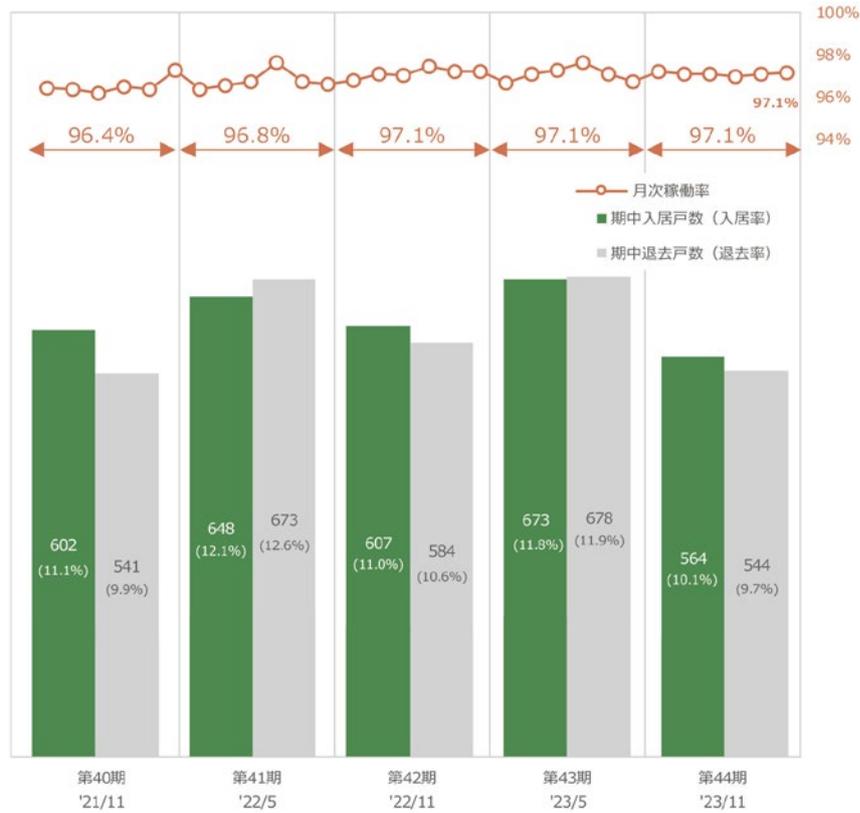


出所：決算説明資料より掲載

また、レジデンスにおいても、2023年11月期は非繁忙期ながら期中平均稼働率は97.1%と、3期連続して97%超の稼働率を記録した。また、全投資エリアの期中平均稼働率が96%超に転じ、特に東京圏でのリーシングは好調に推移している。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のようだ。コロナ禍の影響を大きく受けた2020年11月期(94.6%)からの稼働率回復を目的として、リーシング施策(募集条件の緩和など)を実施したが、2023年11月期には新規賃料、更新賃料いずれも増額で改定し、期当たり約13百万円の賃料収入増加となった。また、礼金取得額・取得率ともに繁忙期である前期と同水準の高い水準を維持している。一方、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。

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



リーシング期間	56日	38日	42日	33日	38日
原状回復期間	17日	20日	19日	20日	20日
合計	73日	58日	61日	53日	58日

出所：決算説明資料より掲載

レジデンスの賃料改定状況



(期換算)	第40期	第41期	第42期	第43期	第44期
	'21/11	'22/5	'22/11	'23/5	'23/11
新規賃料 増減額	-9,492	-2,537	-3,860	5,226	6,574
新規賃料 率	-2.6%	-0.6%	-1.0%	1.4%	1.9%
更新賃料 増減額	5,344	4,623	6,142	6,868	6,863
更新賃料 率	1.1%	0.8%	1.3%	1.1%	1.3%

出所：決算説明資料より掲載

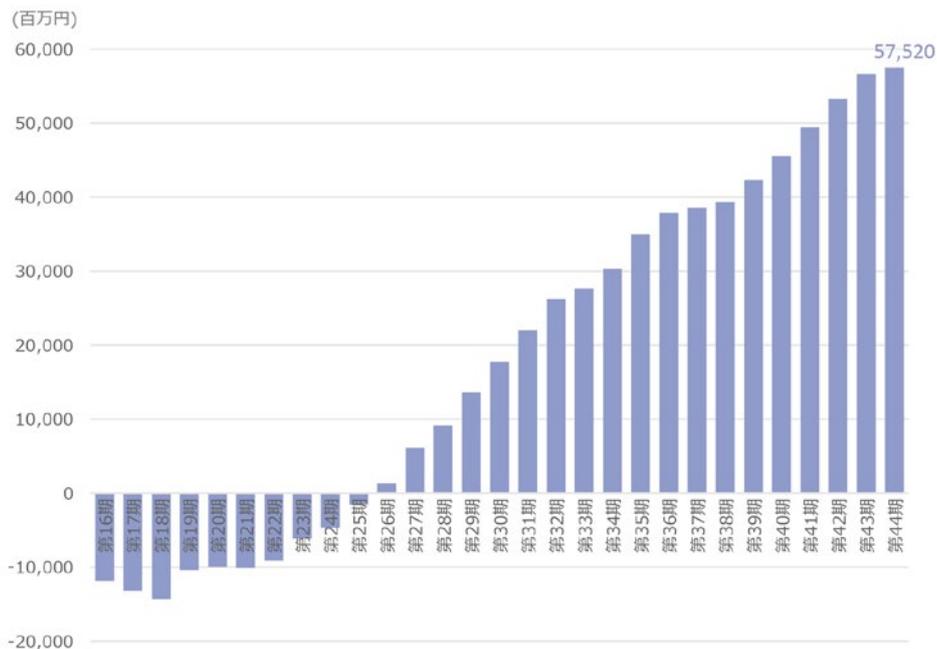
中長期の成長戦略

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、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、含み益を有する新規物件取得により、含み益額は前期比 867 百万円増の 57,520 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。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資やバリューアップ投資の前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。2023 年 11 月期の平均調達金利は 0.774% 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 7.37 年と過去最長を更新し、金利固定化比率は 70.8% で前期末水準を維持した。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。鑑定 LTV を 45% までとした場合、借入余力は 240 億円となり、同 REIT の資金調達力は安定していると判断できる。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。

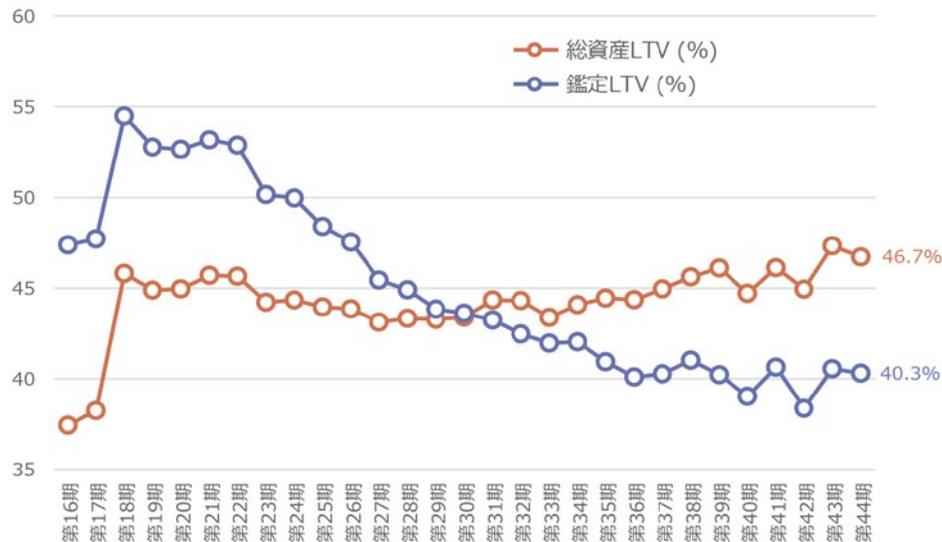
含み損益の推移



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）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、引き続き環境に配慮した企業運営を行うこととしている。

環境課題への取り組みとしては、GHG の 90% 削減目標に対し、2023 年 11 月期には 80.7% 削減している。また、再生可能エネルギーへの切り替え 100% の目標では、2023 年 11 月末時点 126 物件中 119 物件で対応を完了している。社会への取り組みとしては、地域社会への参画を進め、地域社会の発展とともにポートフォリオの成長を目指すことなどを掲げるが、既に災害時の飲料水供給やペットボトル回収運動など、地域社会への参画を実施している。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に、保有物件のバリューアップコンテストを開催した。ガバナンスとしては、外部役員として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。

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、ほかの 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。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回復した。ただ、最近では金融政策や景気、不動産賃貸市況などに先行き不透明感があることで、投資口価格は横ばいで推移している。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。

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）



出所：決算説明資料より掲載

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。2023年11月期には13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、「NEXT VISION II」では中長期目標として分配金3,800円に向けた取り組みを進める。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さらに高まると考える。

#### 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