

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 >>>](#)

2018年2月28日(水)

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. 2017年11月期の分配金は4期連続でスポンサー変更後の最高値を更新	01
3. 2018年5月期、2018年11月期も分配金の持続的成長を予想	01
4. 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、 分配金2,250円、資産規模2,000億円を目指す	02
5. 入替戦略の推進に伴い、NAV倍率は上昇するとみる	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. 2017年11月期の業績概要	07
3. 財政状態	08
4. 活動実績	09
■ 今後の見通し	09
● 2018年5月期と2018年11月期の業績予想	09
■ 中長期の成長戦略	10
1. 中期目標	10
2. 外部成長戦略	10
3. 内部成長戦略	11
4. 財務戦略	12
■ ベンチマーキング	14

■ 要約

平和不動産グループの REIT で、安定的な分配金支払いを目指す

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、「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（賃貸マンション）」に投資する複合型 REIT だ。同 REIT の決算期は 5 月と 11 月の年 2 回である。

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

中小規模の事業所数が多く、また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している。また、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。加えて、2017 年 11 月期末に、一時差異等調整積立金残高（分配金支払後）1,906 百万円、繰越欠損金残高 4,450 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。

2. 2017 年 11 月期の分配金は 4 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

2017 年 11 月期は、営業収益 5,881 百万円（前期比 0.9% 増）、営業利益 2,557 百万円（同 1.4% 増）、経常利益 2,048 百万円（同 2.0% 増）、当期純利益 1,904 百万円（同 5.1% 減）であった。当期純利益の減少は、翌期初に売却した物件に関する減損損失を計上したためである。ただし、実力ベースの分配金を支払う方針から、一時差異等調整積立金から取り崩しを行い、分配金は 2,054 円 / 口と前期比 37 円増で、4 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。

3. 2018 年 5 月期、2018 年 11 月期も分配金の持続的成長を予想

2018 年 5 月期は、営業収益 5,931 百万円（前期比 0.8% 増）、営業利益 2,556 百万円（同 0.0% 減）、経常利益 2,071 百万円（同 1.1% 増）、当期純利益 2,070 百万円（同 8.7% 増）、2018 年 11 月期も、営業収益 5,916 百万円（前期比 0.2% 減）、営業利益 2,564 百万円（同 0.3% 増）、経常利益 2,091 百万円（同 1.0% 増）、当期純利益 2,091 百万円（同 1.0% 増）を予想する。外部成長戦略では、優良物件への厳選投資及び資産の入替を今後も推進する。また、内部成長戦略では、オフィスでは稼働率の高位安定及び賃料の増額改定の進展を見込む一方、レジデンスでは 2018 年 5 月期は 3 月 - 4 月を含む繁忙期のため、稼働率及び収支改善を期待する。さらに、財務戦略では金融費用の継続的な削減に取り組む。以上により、分配金は 2,080 円（前期比 26 円増）、2,100 円（同 20 円増）と、更なる増加を予想している。

要約

4. 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、分配金 2,250 円、資産規模 2,000 億円を目指す

中期目標として分配金 2,250 円、資産規模 2,000 億円を掲げる。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。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。

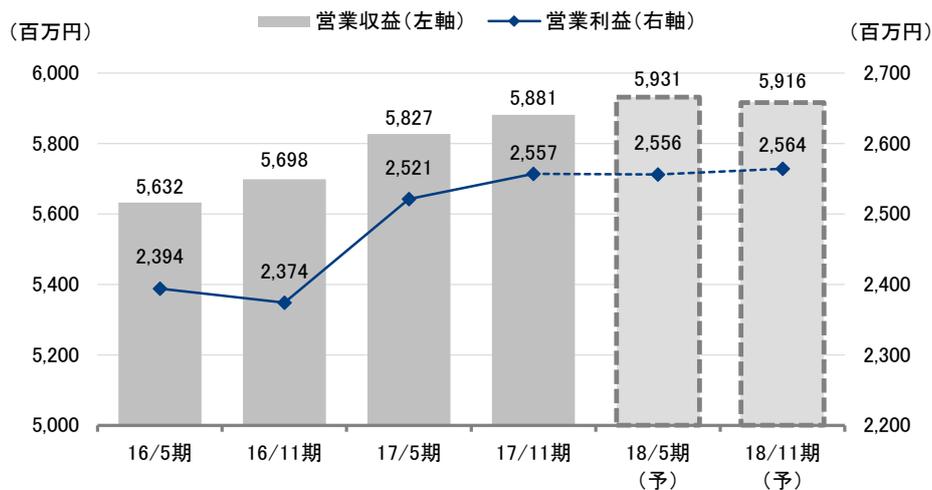
5. 入替戦略の推進に伴い、NAV 倍率は上昇するとみる

他のオフィス・レジデンス複合型 REIT と比較すると、2018 年 2 月 5 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 0.89 倍にとどまり、平均 1.02 倍に比べて低い評価にとどまる。ただし、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、投資家の評価も徐々に切り上がると予想する。

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。
- ・2017 年 11 月期は減損損失を一時差異等調整積立金の取り崩しでカバーし、分配金は 4 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。
- ・2018 年 5 月期、2018 年 11 月期も分配金の更なる増加を予想する。
- ・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、分配金 2,250 円、資産規模 2,000 億円を目指す。
- ・継続的な入替戦略の推進に伴い、投資家の評価も上昇するとみる。

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、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。実際の資産運用は全て、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、以下に述べる「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」、「分配金安定化ツールの活用」等の特長・優位性を有している。

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。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。

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。

特長・優位性

実際、総務省統計局「平成26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57.5%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97.1%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。さらに、(株)ザイマックス不動産総合研究所のデータによれば、東京23区における築20年未満の中小型オフィス(107万坪)はオフィス全体(1,261万坪)の8.48%に過ぎず、中小型オフィスの希少性が高い。また2018年から2021年にかけてオフィスの大量供給が見込まれるが、その大半は大規模物件によるものである。加えて、三幸エステート(株)・(株)ニッセイ基礎研究所のデータによれば、都心の中小型オフィスビルは大規模物件に比べて景気後退期においても相対的に賃料下落幅が小さく、賃料のダウンサイドリスクが小さいことが示されている。

次に、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。

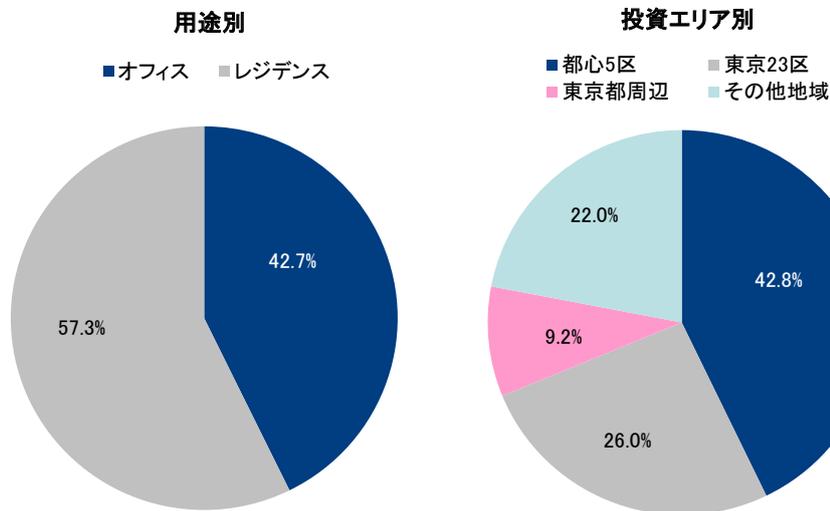
現在の日本は人口減少期に突入しているが、一方で総務省統計局データによれば同REITが投資対象とする主要都道府県では人口増加が続いている。また、国立社会保障・人口問題研究所のデータによると、2015年～2025年の10年間に都市部の世帯数は増加の見込みであり、特に東京経済圏・名古屋経済圏での世帯数増加は他のエリアを大きく引き離している。同データによれば、世帯の形の変化によって世帯の少人数化が進展することで、今後はシングル・コンパクトタイプの住居を必要とする世帯数が増加していくと読み取れる。同REITでは、ファミリータイプよりもシングル・コンパクトタイプの住居を数多く作ることで、同規模の建物からよ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。

2018年2月1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42.7%、レジデンス57.3%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)をめどとしている。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42.8%、その他の東京23区26.0%、東京都周辺9.2%、その他地域22.0%となっている。地域的には第一投資エリア(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、第二投資エリア(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 (2018年2月1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。

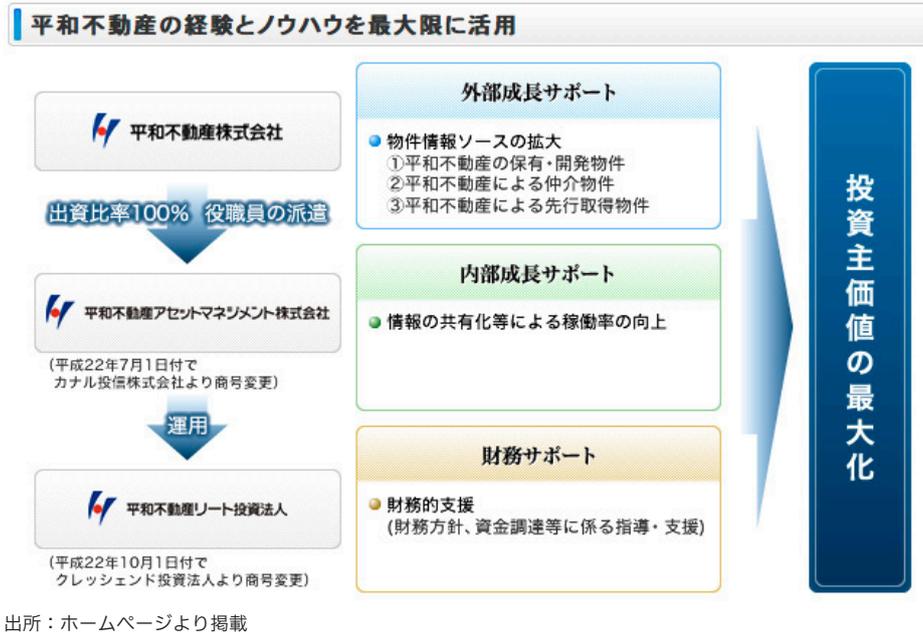
そこで、同 REIT に対する外部成長サポートとして、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件等の情報ソースを活用できる。実際、スポンサー変更後の物件取得合計は、2017年12月末で27件/57,734百万円であるが、うち平和不動産のサポートによるものは21件/49,596百万円で全体の78%/86%を占めており、スポンサーのサポートが、同 REIT 成長の原動力となっていることが実績として示されている。

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



4. 分配金安定化ツールの活用

さらに、同 REIT では、2017 年 11 月期末に、一時差異等調整積立金残高（分配金支払後）1,906 百万円、繰越欠損金残高 4,450 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 年以内に毎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、同積立金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 2019 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。

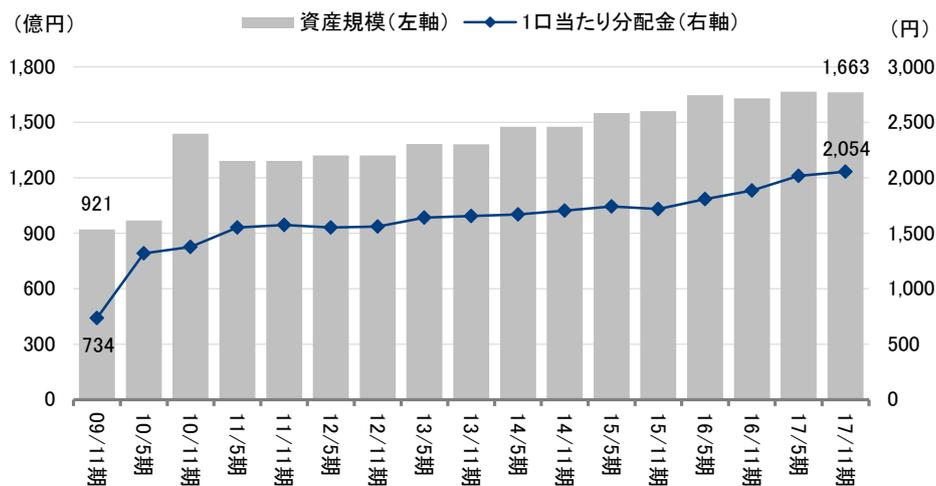
業績動向

分配金は4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。2011年5月期までのステージ1「成長基盤の再構築」、2011年11月期～2013年5月期までのステージ2「再成長軌道への回帰」を経て、2013年11月期からはステージ3「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、2017年11月期には物件数100件、資産規模1,663億円、分配金2,054円/口へと大きな成長を遂げている。

安定成長軌道の進展



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2. 2017年11月期の業績概要

2017年11月期(第32期)決算は、営業収益5,881百万円(前期比0.9%増)、営業利益2,557百万円(同1.4%増)、経常利益2,048百万円(同2.0%増)、当期純利益1,904百万円(同5.1%減)であった。前回の5月期決算発表時予想に比べて、営業収益、営業利益、経常利益は予想をやや上回ったものの、特別損失として減損損失を計上したため、当期純利益は予想を5.5%下回る結果となった。ただ、実力ベースの分配金支払いを実施する方針から、一時差異等調整積立金の取り崩しを行ったことで、分配金は2,054円/口と前期比37円増となり、4期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。なお、投資法人が配当可能利益の90%以上を分配する場合は、分配金が税務上の損金に算入されることから、法人税は実質無税となっている。

平和不動産リート投資法人 | 2018年2月28日(水)
8966 東証 REIT | http://www.heiwa-re.co.jp/ja/cms/ir/ir_index.html

業績動向

期中平均稼働率は97.7%と、引き続き高水準を維持した。特にオフィスの稼働率は99%を超え、賃料の増額改定も積み上がっている。また、住宅の稼働率は96%を超える水準で安定している。テナント構成が比較的分散していることは、今後も安定稼働に寄与すると考えられる。

2017年11月期(第32期)業績

(単位:百万円)

	17/5期		17/11期		前期比		17/11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	5,827	100.0%	5,881	100.0%	54	0.9%	5,874	7	0.1%
営業利益	2,521	43.3%	2,557	43.5%	35	1.4%	2,533	24	0.9%
経常利益	2,007	34.5%	2,048	34.8%	41	2.0%	2,015	33	1.6%
当期純利益	2,007	34.4%	1,904	32.4%	-102	-5.1%	2,015	-111	-5.5%
1口当たり当期純利益(円)	1,977	-	1,877	-	-100	-5.1%	1,985	-108	-5.4%
1口当たり分配金(円)	2,017	-	2,054	-	37	1.8%	2,025	29	1.4%
稼働率	97.82%	-	97.74%	-	-0.08pt	-	97.85%	-0.11pt	-
NOI利回り	5.26%	-	5.30%	-	0.04pt	-	5.26%	0.04pt	-
発行済投資口数(口)	1,014,847	-	1,014,847	-	0	-	1,014,847	0	-

出所:決算短信よりフィスコ作成

3. 財政状態

2017年11月期の財政状態は、総資産178,855百万円(前期末比0.1%増)、純資産92,410百万円(同0.0%減)、有利子負債79,261百万円(前期末は79,261百万円)であった。主要金融機関との良好な関係のもと、平均借入金利は14期連続して低下し0.887%になった。資金調達多様化のために発行した第1回・第2回無担保投資法人債(合計2,800百万円)も調達コストの低減に貢献した。有利子負債の平均調達年数は6.71年とさらに長期化が進んだ。鑑定LTV比率(期末の鑑定評価額(購入額+含み損益)に対する有利子負債の割合)は2017年11月期には42.5%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低下が続いており、十分な借り入れ余力があると言える。

2017年11月期(第32期)財政状態

	17/5期末 実績	17/11期末 実績	前期末比	
			増減額	増減率
総資産	178,734	178,855	121	0.1%
純資産	92,427	92,410	-16	-0.0%
有利子負債	79,261	79,261	0	-
平均借入金利	0.944%	0.887%	-0.06pt	-
金利固定化比率	75.6%	92.4%	16.8pt	-
平均調達年数(年)	6.36	6.71	0.35	-
鑑定LTV	43.2%	42.5%	-0.7pt	-

注:鑑定LTVは期末の鑑定評価額(購入額+含み損益)に対する有利子負債の割合

出所:決算短信よりフィスコ作成

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.

4. 活動実績

(1) 外部成長

平和不動産のパイプラインサポートを通じ、「HF 田端レジデンス」を新規取得する一方、「安和司町ビル」を鑑定評価額より大幅に上回る価格で売却し、同ビルの含み損を実現益に転じるなど、資産の入替を実施した。こうした入替戦略の推進と、賃料増額改定、キャップレート（「NOI 利回り」または「収益還元率」とも言う、「不動産の純収益 / 不動産価格」で計算）の低下により含み益が拡大し、2017年11月期末には含み益 262 億円、含み益率 16.3% となり、スポンサー変更後の最高水準を 8 期連続で更新している。

(2) 内部成長

ポートフォリオ全体の期中平均稼働率は 97% 台後半と、レジデンスの非繁忙期にもかかわらず上場来最高となった前期とほぼ同水準を維持した。NOI 利回りは前期の 5.26% から 5.30% に上昇した。オフィスでは、賃料の増額改定幅がさらに拡大し、増額改定件数・月額改定率は前期の 18 件・6.4% から、21 件・10.0% になった。またレジデンスでは、賃料水準の持続的な改善と、収入及び礼金取得率の改善が進んだ。

(3) 財務戦略

資金調達手段の多様化、将来的な金利上昇リスクへの対処のために、スポンサー変更後、実質的に初めてとなる投資法人債 28 億円(起債額は 1 回債・2 回債の合計)を発行した寄与も大きく、平均調達金利は前期の 0.944% から 0.887% へと、14 期連続で低下した。また、返済・償還期限の長期化・分散化を進めたことで、平均調達年数は前期の 6.36 年から 6.71 年になった。鑑定 LTV は前期の 43.2% から 42.5% へと低下が進展し、機動的な物件取得を可能にする借入余力も同 248 億円から 281 億円に拡大した。

今後の見通し

分配金の持続的な成長を予想

● 2018年5月期と2018年11月期の業績予想

2018年5月期(第33期)の業績は、営業収益 5,931 百万円(前期比 0.8% 増)、営業利益 2,556 百万円(同 0.0% 減)、経常利益 2,071 百万円(同 1.1% 増)、当期純利益 2,070 百万円(同 8.7% 増)の見通しだ。また、2018年11月期(第34期)は、営業収益 5,916 百万円(2018年5月期の予想値に比して 0.2% 減)、営業利益 2,564 百万円(同 0.3% 増)、経常利益 2,091 百万円(同 1.0% 増)、当期純利益 2,091 百万円(同 1.0% 増)を予想する。

外部成長戦略では、優良物件への厳選投資及び資産の入替を今後も推進する方針である。また、内部成長戦略では、オフィスでは稼働率の高位安定及び賃料の増額改定の進展を見込むとともに、レジデンスでは 2018年5月期は 3～4 月を含む繁忙期のため、稼働率及び収支改善を期待する。さらに、財務戦略では金融費用の継続的な削減に取り組む。以上により、分配金は 2,080 円(前期比 26 円増)、2,100 円(同 20 円増)と、持続的な成長を予想している。

■ 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

前回の中期目標であった分配金 2,000 円 / 口、資産規模 2,000 億円のうち、分配金については 2017 年 5 月期に達成した。このため、現在では新たな目標として分配金 2,250 円 / 口、資産規模 2,000 億円を掲げている。分配金の継続的な成長を目指し、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ていく方針だ。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。

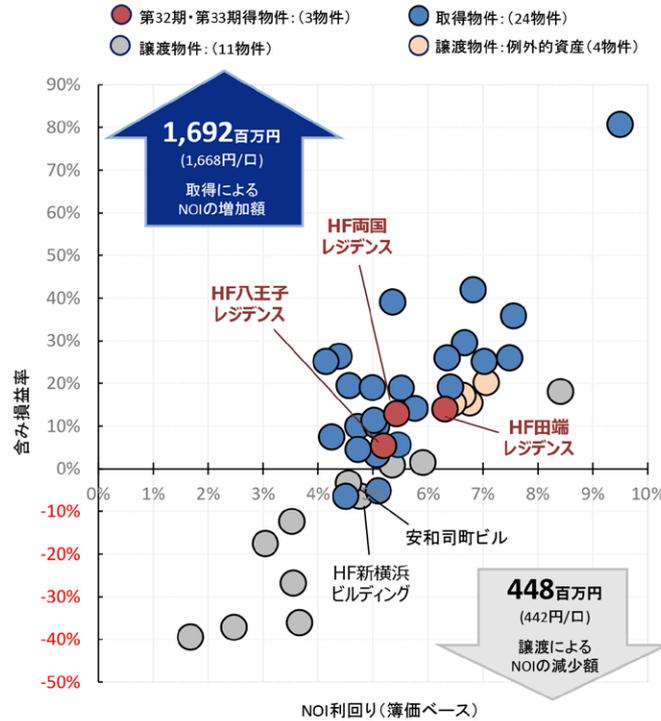
2. 外部成長戦略

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、小規模レジデンスを優良なオフィスやレジデンスに入替え、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

スポンサー変更に降取得した物件と売却した物件のパフォーマンス



出所：決算説明会資料より掲載

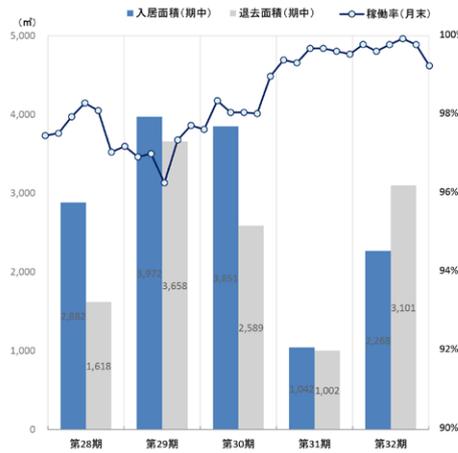
3. 内部成長戦略

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・向上を図る。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り込み、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%台に達し、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。また、レジデンスにおいても、稼働率は11期連続して95%を超える水準で推移しており、賃料指数も7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。

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きの動向



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



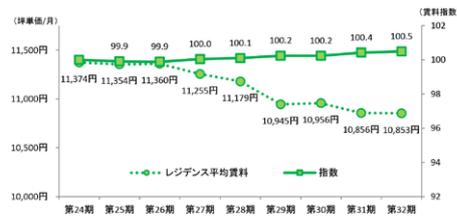
レジデンスの月次稼働率と入退去率の動向



(注)①カッコ内の数値は、新規入居及び退去レジデンステナント数を記載しています。

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



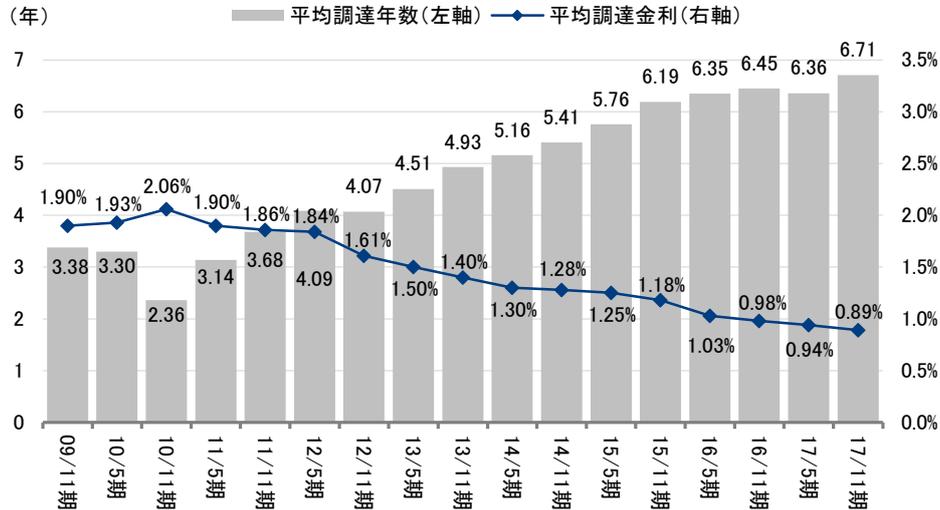
4. 財務戦略

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に財務基盤の構築を目指し、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。

これまで、平均調達金利は14期連続で低下を続けており、調達年数の長期化も進めている。また、借入金の返済期限を8.5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。今後も財務戦略により、同REITの成長を下支える方針である。

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：決算説明会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。同 REIT では、オフィス稼働率はすで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、金利の固定化を進め（92.4%）リスクヘッジを進めている。

■ ベンチマーキング

入替戦略の推進に伴い、NAV 倍率は上昇すると予想

同 REIT の各種指標を他のオフィス・レジデンス複合型（総合型）REIT と比較すると、2018年2月5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 0.89 倍と、平均の 1.02 倍に比べて低い評価にとどまっている。これは、以前は含み損が多く、収益性が低いとの評価があったことが響いていると見られる。実際、予想分配金利回りは 4.16% と平均の 4.65% を下回っている。

ただし、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。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一時差異等調整積立金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が可能と見込まれる。それらが投資家に十分に理解されれば、今後は NAV 倍率による評価も徐々に切り上がると予想する。

複合型（総合型）REIT の各指標比較

証券コード	投資法人	2018年 2月5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)
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	480,000	-0.72%	3.92	409,382	1.17	335,378	2,216	5/11
3295	ヒューリックリート投資法人	169,700	-0.64%	4.27	159,522	1.06	188,367	3,601	2/8
3309	積水ハウス・リート投資法人	148,300	-	3.60	149,860	0.99	143,703	3,593	4/10
3451	トーセイ・リート投資法人	109,700	-0.54%	6.08	121,036	0.91	25,714	1,817	4/10
3462	野村不動産マスターファンド投資法人	147,700	-0.54%	4.13	150,951	0.98	617,848	10,187	2/8
3468	スターアジア不動産投資法人	106,800	-1.29%	5.20	110,804	0.96	49,976	3,631	1/7
3470	マリモ地方創生リート投資法人	109,100	-1.27%	6.28	114,883	0.95	14,234	1,921	6/12
3473	さくら総合リート投資法人	99,900	-0.70%	6.04	94,909	1.05	33,267	2,242	2/8
3476	投資法人みらい	184,200	-1.18%	6.08	188,348	0.98	54,109	2,087	4/10
8954	オリックス不動産投資法人	166,600	-0.77%	3.79	161,187	1.03	446,488	7,068	2/8
8955	日本プライムリアルティ投資法人	376,500	-0.66%	3.82	305,867	1.23	347,510	2,188	6/12
8957	東急リアル・エステート投資法人	137,300	-0.79%	3.86	156,259	0.88	134,224	2,983	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	171,700	-0.81%	3.97	144,442	1.19	524,558	8,887	5/11
8961	森トラスト総合リート投資法人	161,400	-0.55%	4.52	141,714	1.14	213,048	3,429	3/9
8963	インヴィンシブル投資法人	48,950	-1.71%	6.39	51,123	0.96	234,626	26,157	6/12
8966	平和不動産リート投資法人	100,600	-0.40%	4.16	113,289	0.89	102,094	3,077	5/11
8968	福岡リート投資法人	178,700	-0.50%	3.88	152,640	1.17	133,489	1,624	2/8
8977	阪急リート投資法人	131,400	-2.30%	4.53	154,178	0.85	78,512	4,885	5/11
8984	大和ハウスリート投資法人	265,200	-1.81%	3.75	245,689	1.08	448,188	6,073	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（ディスクレーマー）

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。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ