

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

2019年2月25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. 2018年11月期の分配金は6期連続でスポンサー変更後の最高値を更新	01
3. 2019年5月期、2019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2,500円、資産規模2,000億円を目指す	02
5. 分配金の増加に伴い、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. 2018年11月期の業績概要	08
3. 財政状態	09
4. 活動実績	09
■ 今後の見通し	10
● 2019年5月期と2019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	11
3. 内部成長戦略	12
4. 財務戦略	13
■ ベンチマーキング	15

■ 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

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、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。

2. 2018 年 11 月期の分配金は 6 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新

2018 年 11 月期は、営業収益 6,215 百万円（前期比 29.4% 減）、営業利益 2,942 百万円（同 44.5% 減）であった。前期比では減少したものの期初に予定していなかった物件の譲渡益があり、既存物件の収支は稼働率上昇や賃料単価の増加によって改善し、また良好な金融環境を背景に金融費用の削減も進展した。その結果、期初予想に比べて、営業収益は 5.7%、営業利益も 12.8% 上回った。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 2,350 円 / 口、前期比 50 円増とし、6 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。また、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）4,490 百万円、繰越欠損金残高 264 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 5 月期、2019 年 11 月期も高水準の分配金を予想

2019 年 5 月期は、営業収益 6,359 百万円（前期比 2.3% 増）、営業利益 3,005 百万円（同 2.1% 増）、2019 年 11 月期は、営業収益 6,048 百万円（同 4.9% 減）、営業利益 2,698 百万円（同 10.2% 減）を予想する。外部成長戦略では、2019 年 5 月期初に 4 物件を取得している。また、内部成長戦略では、オフィス・レジデンスともに、継続的な稼働率の高位安定と賃料増額改定の進展を見込む。さらに、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む。以上により、2019 年 5 月期・2019 年 11 月期の分配金は 2,400 円（2018 年 11 月期比 50 円増）と、高水準での推移を予想している。

要約

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。なお、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 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。

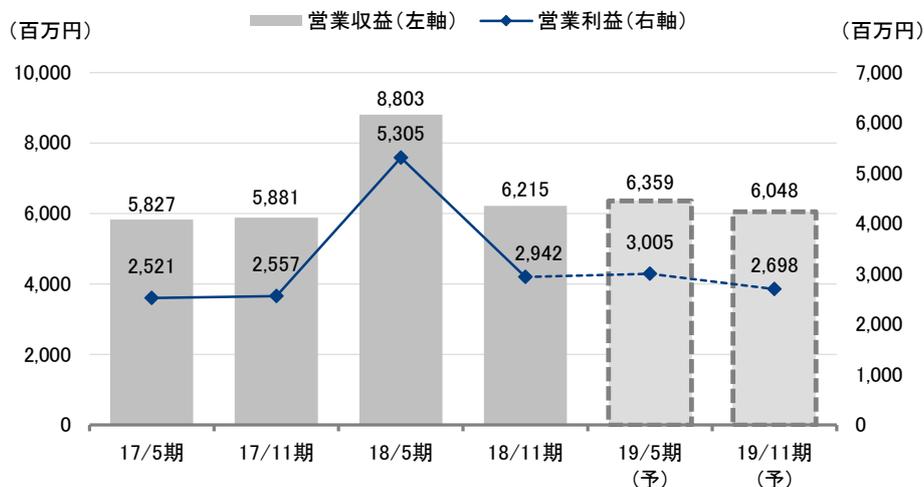
5. 分配金の増加に伴い、NAV 倍率は上昇するとみる

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 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 1.06 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均 1.03 倍を上回る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、同投資法人の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
- ・2018 年 11 月期は不動産譲渡益の減少で減収減益となったが、実力ベースの決算は好調であり、分配金は 6 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した
- ・2019 年 5 月期、2019 年 11 月期も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

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、後述する「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。

平和不動産リート投資法人 | 2019年2月25日(月)
8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

特長・優位性

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。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(1,281万坪)の8.35%に過ぎず、中小型オフィスの希少性が高い。また2018年から2020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。

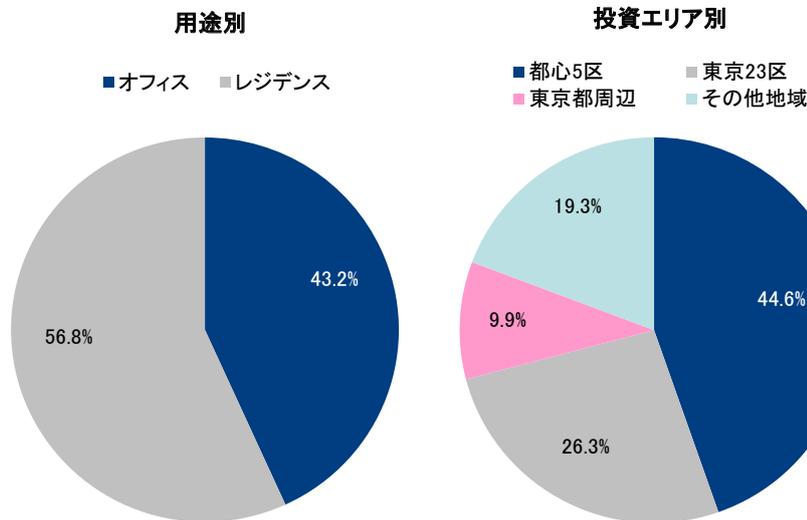
現在の日本は人口減少期に突入しているが、一方で総務省統計局データによれば同REITが投資対象とする主要都道府県では人口増加が続いている。また、国立社会保障・人口問題研究所のデータによると、2015年-2025年の10年間に都市部の世帯数は増加の見込みであり、特に東京経済圏・名古屋経済圏での世帯数増加は他のエリアを大きく引き離している。同データによれば、世帯の形の変化によって世帯の少人数化が進展することで、今後はシングル・コンパクトタイプの住居を必要とする世帯数が増加していくと読み取れる。同REITでは、ファミリータイプよりもシングル・コンパクトタイプの住居を数多く投資することで、同規模の建物か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

2018年12月14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 (2018年12月14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。

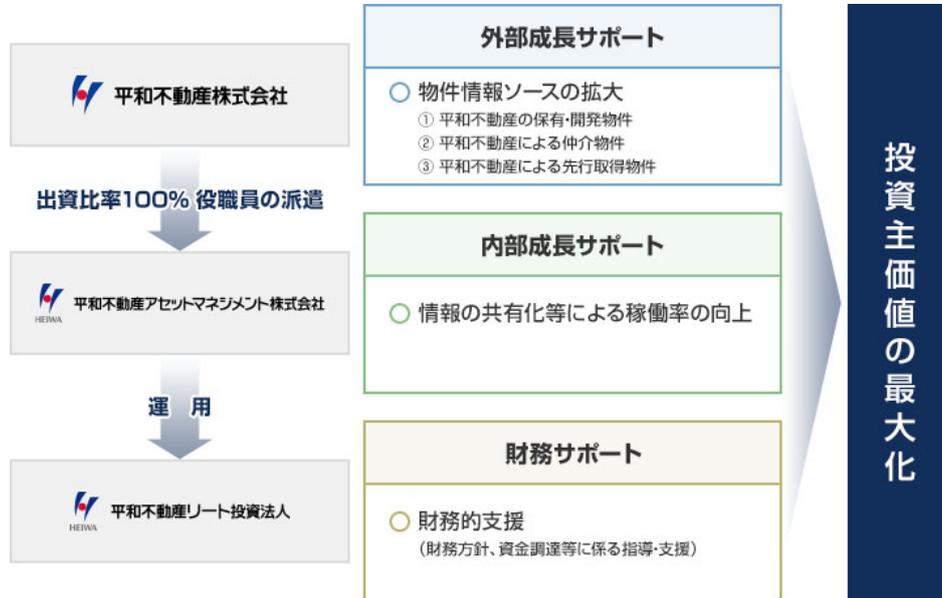
そこで、同 REIT に対する外部成長サポートとして、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件等の情報ソースを活用できる。実際、スポンサー変更後の物件取得合計は、2018年12月末で34件/70,714百万円であるが、うち平和不動産のサポートによるものは25件/54,741百万円で全体の73%/77%を占めており、スポンサーのサポートが、同 REIT 成長の原動力となっていることが実績として示されている。

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、2018 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 4,490 百万円、繰越欠損金残高 264 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6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、2018年11月期には物件数101件、資産規模1,681億円、分配金2,350円/口へと大きな成長を遂げている。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

平和不動産リート投資法人 | 2019年2月25日(月)
 8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

2. 2018年11月期の業績概要

2018年11月期(第34期)決算は、営業収益6,215百万円(前期比29.4%減)、営業利益2,942百万円(同44.5%減)、経常利益2,487百万円(同48.3%減)、当期純利益2,487百万円(同48.3%減)であった。大幅な減収減益は、前期は広小路アクアプレイス(名古屋市中区)を、鑑定評価額を大幅に上回る価格で譲渡した結果、売却益が収益、利益を大きく押し上げたことの反動減である。決算は、おおむね2018年11月27日発表の修正予想に沿った着地であった。ただ、三田平和ビル(底地)の譲渡益の計上に加え、稼働率の上昇、賃料単価の増加、資金調達コストの低下など、同投資法人にとっての好環境が続いたことで、期初予想に比べると、営業収益は5.7%、また各段階の利益は15%前後の上振れとなった。また、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63円増と好調であったことから、分配金を2,350円/口と同50円増とし、6期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。なお、三田平和ビルの譲渡益は、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。

期中平均稼働率は97.89%と、過去最高水準に達した。特にオフィスの稼働率は99.42%と高いが、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。レジデンスの稼働率も96.99%で高水準を維持し、6月-11月の非繁忙期としては最高水準を記録した。また、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、(年間賃料収入-諸経費)/(物件価格+諸費用)×100で計算)は5.34%と、5期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。

2018年11月期(第34期)業績

(単位:百万円)

	18/5期		18/11期		前期比		18/11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	8,803	100.0%	6,215	100.0%	-2,588	-29.4%	6,210	5	0.1%
営業利益	5,305	60.3%	2,942	47.3%	-2,363	-44.5%	2,938	4	0.1%
経常利益	4,815	54.7%	2,487	40.0%	-2,328	-48.3%	2,480	7	0.3%
当期純利益	4,815	54.7%	2,487	40.0%	-2,328	-48.3%	2,480	7	0.3%
1口当たり当期純利益(円)	4,744	-	2,450	-	-2,294	-48.4%	-	-	-
1口当たり分配金(円)	2,300	-	2,350	-	50	2.2%	2,350	0	0.0%
稼働率	97.70%	-	97.89%	-	0.19%pt	-	-	-	-
NOI利回り	5.34%	-	5.34%	-	0.00%pt	-	-	-	-
発行済投資口数(口)	1,014,847	-	1,014,847	-	0	-	-	-	-

注: 前回予想は2018年11月27日発表のもの
 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

2018年5月期の財政状態は、総資産183,199百万円(前期末比1.0%増)、純資産95,357百万円(同0.2%増)、有利子負債80,767百万円(同2.7%増)であった。主要金融機関との良好な関係のもと、平均調達金利は16期連続して低下し0.861%になった。今後も、比較的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予想される。また、有利子負債の平均調達年数は6.84年であった。長期借入金固定化比率を83.4%(2019年1月22日現在では95.7%)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42.0%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。

2018年11月期(第34期) 財政状態

(単位:百万円)

	18/5期 実績	18/11期 実績	前期比	
			増減額	増減率
総資産	181,306	183,199	1,893	1.0%
純資産	95,172	95,357	185	0.2%
有利子負債	78,667	80,767	2,100	2.7%
平均調達金利	0.863%	0.861%	-0.002%pt	-
金利固定化比率	87.8%	83.4%	-4.4%pt	-
平均調達年数(年)	6.89	6.84	-0.05	-
鑑定LTV	42.0%	42.0%	0.0%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: 会社資料よりフィスコ作成

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等を活用し、「イトーピア日本橋SAビル」と「サザンスカイトワー八王子」を取得した。一方、資産入替に伴って「三田平和ビル」(底地)を鑑定評価額より上回る価格で譲渡し、譲渡益を内部留保し、将来の分配金支払い等に活用する方針である。こうした取り組みにより内部留保額及び含み益が拡大し、2018年11月期末には含み益303億円、含み益率18.7%となり、スポンサー変更後の最高水準を9期連続で更新している。

(2) 内部成長

レジデンスの稼働率が、非繁忙期にもかかわらず6月-11月期としては過去最高水準を更新し、オフィスの稼働率も99%台半ばを記録するなど積極的なリーシング活動が実を結び、ポートフォリオ全体の期中平均稼働率は97.89%と過去最高水準を更新した。また、稼働率の上昇に加えて、オフィス・レジデンスともに賃料の増額改定が進展したことで収益力が向上し、NOI利回りは5.34%とスポンサー変更後の最高値を更新した。

業績動向

(3) 財務戦略

内部留保の期末残高は 44.9 億円となり、前期末の 43.9 億円から拡大し、将来の分配金支払い原資等に活用する方針である。良好な金融環境を背景に、平均調達金利は前期の 0.863% から 0.861% へと、過去最低水準を更新した。また、平均調達年数は 6.84 年であった。鑑定 LTV 比率は前期と同様 42.0% であり、306 億円の借入余力を維持している。持続的な調達コストの低下や鑑定 LTV の低位安定で、物件取得余力が増大している。

■ 今後の見通し

高水準の分配金を予想

● 2019年5月期と2019年11月期の業績予想

2019年5月期(第35期)の業績は、営業収益 6,359 百万円(前期比 2.3% 増)、営業利益 3,005 百万円(同 2.1% 増)、経常利益 2,544 百万円(同 2.3% 増)、当期純利益 2,544 百万円(同 2.3% 増)の見通しだ。また、2019年11月期(第36期)は、営業収益 6,048 百万円(前期比 4.9% 減)、営業利益 2,698 百万円(同 10.2% 減)、経常利益 2,234 百万円(同 12.2% 減)、当期純利益 2,234 百万円(同 12.2% 減)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、今回も堅めの業績予想と見られる。

外部成長戦略では、2019年5月期初に4物件を取得済である。また、内部成長戦略では、オフィス・レジデンスとともに、継続的な稼働率の高位安定と賃料増額改定の進展を見込む。さらに、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。以上により、順調な収支見通しの改善を受けて、2019年5月期の分配金は2,400円(前期比同50円増)、2019年11月期も2,400円と、高水準を予想している。

2019年5月期(第35期)/2019年11月期(第36期) 業績予想

(単位:百万円)

	18/11 期 実績	19/5 期 予想	前期比		19/11 期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,215	6,359	143	2.3%	6,048	-310	-4.9%
営業利益	2,942	3,005	62	2.1%	2,698	-306	-10.2%
経常利益	2,487	2,544	56	2.3%	2,234	-309	-12.2%
当期純利益	2,487	2,544	56	2.3%	2,234	-309	-12.2%
1口当たり当期純利益(円)	2,450	2,507	57	2.3%	2,202	-305	-12.2%
1口当たり分配金(円)	2,350	2,400	50	2.1%	2,400	0	0.0%
稼働率	97.89%	97.74%	-0.15%pt	-	97.57%	-0.17%pt	-
NOI 利回り	5.34%	5.34%	0.00%pt	-	5.28%	-0.06%pt	-
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. 中期目標

2018年11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。また、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。

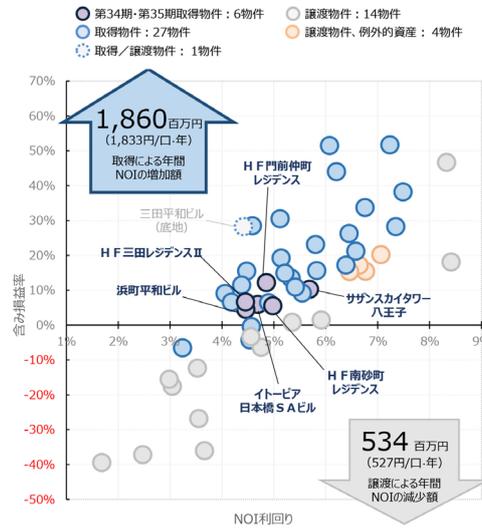
2. 外部成長戦略

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

スポンサー変更以降に取得/譲渡した物件の利回り等



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99.42%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91.2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96.99%と6-11期としては過去最高を更新し、13期連続して95%を超える水準で推移しており、賃料指数も9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。

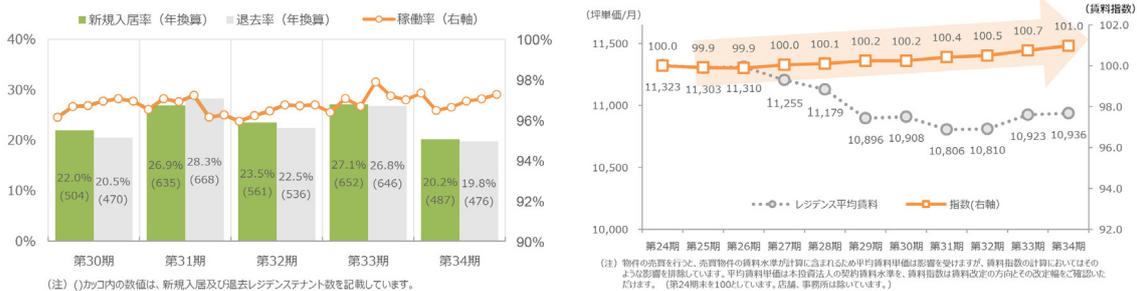
中長期の成長戦略

オフィスの月次稼働率とテナント入退きの動向/オフィスの期末平均賃料単価と契約賃料指数の推移



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/レジデンスの期末平均賃料単価と契約賃料指数の推移



出所：決算説明会資料より掲載

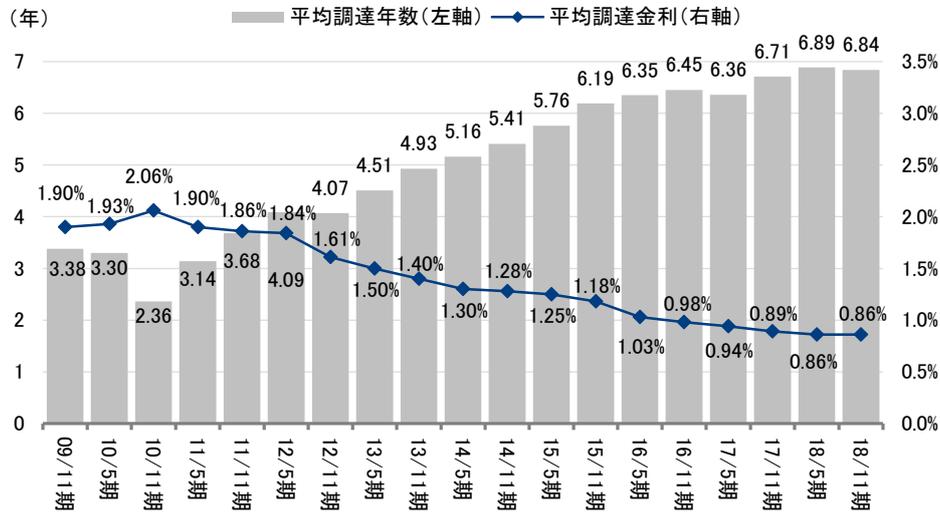
4. 財務戦略

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。

これまで、平均調達金利0.861%とは16期連続で低下を続けており、調達年数の長期化(6.84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95.7%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。

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。実際、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る。この結果、2019 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 1.06 倍で、オフィス・レジデンス複合型(総合型) REIT 平均の 1.03 倍を上回ってきた。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、NAV 倍率も平均以下の低水準にとどまっていたが、最近では投資家の評価が変わったようだ。

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(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、同 REIT の収益性の改善や分配金の増加が次第に市場で評価されてきており、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。投資先の選定や投資先との対話に GRESB を活用する投資家メンバーは、現在 75 社以上(運用資産額 18 兆米ドル(約 1,980 兆円)) に上る。今回取得した「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、同投資法人では、(株)日本政策投資銀行の DBJ Green Building 認証、(株)三井住友銀行の SMBC サステイ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2月25日(月)
 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	2019/2/5 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	124,700	0.40%	3.85	117,339	1.06	126,551	2,368	5/11
8954	オリックス不動産投資法人	187,000	-1.42%	3.63	169,886	1.10	516,120	7,264	2/8
8955	日本プライムリアルティ投資法人	444,500	-1.66%	3.28	329,522	1.35	410,274	1,963	6/12
8957	東急リアル・エステート投資法人	164,800	-1.08%	3.40	167,924	0.98	161,108	2,832	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	174,900	-0.11%	3.97	150,547	1.16	534,335	5,042	5/11
8961	森トラスト総合リート投資法人	169,800	0.24%	4.30	148,076	1.15	224,136	2,793	3/9
8963	インヴィンシブル投資法人	46,800	0.11%	6.96	50,605	0.92	265,208	14,319	6/12
8968	福岡リート投資法人	171,200	0.41%	4.18	161,315	1.06	136,275	2,211	2/8
8977	阪急阪神リート投資法人	142,200	-0.07%	4.40	157,280	0.90	98,857	1,789	5/11
8984	大和ハウスリート投資法人	259,900	0.70%	4.00	254,169	1.02	500,827	6,208	2/8
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	466,500	-0.21%	4.24	427,987	1.09	359,776	2,747	5/11
3295	ヒューリックリート投資法人	180,500	-0.17%	3.77	163,650	1.10	225,806	2,739	2/8
3296	日本リート投資法人	395,000	0.51%	4.33	329,533	1.20	177,722	1,360	6/12
3309	積水ハウス・リート投資法人	77,500	-0.64%	4.02	75,518	1.03	291,562	13,819	4/10
3451	トーセイ・リート投資法人	112,800	-0.18%	6.45	125,142	0.90	31,924	2,271	4/10
3462	野村不動産マスターファンド投資法人	157,100	0.51%	3.96	153,545	1.02	678,955	9,965	2/8
3468	スターアジア不動産投資法人	106,100	0.19%	6.41	110,809	0.96	57,381	1,903	1/7
3470	マリモ地方創生リート投資法人	106,400	0.09%	6.49	121,821	0.87	14,081	245	6/12
3473	さくら総合リート投資法人	84,700	0.24%	6.14	96,906	0.87	28,205	522	2/8
3476	投資法人みらい	191,300	-0.26%	5.96	185,105	1.03	75,642	1,130	4/10
3488	ザイマックス・リート投資法人	117,600	0.17%	5.45	138,267	0.85	26,272	602	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