

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

2022年2月14日(月)

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. 2021年11月期はコロナ禍の影響は軽微、 譲渡損益を除く当期純利益・分配金は過去最高を更新	01
3. 2022年5月期も譲渡損益を除く当期純利益・分配金は過去最高を予想	01
4. 「NEXT VISION」では分配金3,300円、資産規模3,000億円、AA格付、 再エネ導入割合100%を目指す	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. 2021年11月期の業績概要	07
2. 財政状態	08
■ 今後の見通し	09
● 2022年5月期と2022年11月期の業績予想	09
■ 中長期の成長戦略	11
1. 中長期目標「NEXT VISION」	11
2. 外部成長戦略	12
3. 内部成長戦略	13
4. 財務戦略	16
5. サステナビリティ	17
■ ベンチマーキング	19

要約

2021年11月期業績におけるコロナ禍の影響は限定的。 「NEXT VISION」では分配金成長及び投資主価値の向上を推進

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。

2. 2021年11月期はコロナ禍の影響は軽微、譲渡損益を除く当期純利益・分配金は過去最高を更新

2021年11月期は、営業収益6,876百万円(前期比2.2%増)、営業利益3,361百万円(同1.6%増)、経常利益2,972百万円(同1.9%増)、当期純利益2,971百万円(同1.9%増)となり、営業収益及び各段階利益は、いずれも期初予想を上回って着地した。物件譲渡益は減少したものの、期初の公募増資時及び期中の物件取得が収益寄与し、譲渡損益を除く当期純利益は過去最高を更新した。分散の効いたポートフォリオ、潤沢なフリーキャッシュ、十分な内部留保、低い鑑定LTV、コミットメントライン、格付など、不測の事態に備えて十分なリスク耐性を備えており、新型コロナウイルス感染症拡大(以下、コロナ禍)の影響は一部の商業区画での賃料減免など限定的であった。外部成長戦略では資産の入替による収益増加、内部成長戦略では既存オフィスの収益減少を上回る既存レジデンスの収益増加、財務運営では借入費用の減少などによって、譲渡益等の一時的要因を除く賃貸収益ベースの利益は拡大した。物件譲渡益の剥落に伴い EPU(1口当たり当期純利益)は減少したものの、内部留保取り崩しによって DPU(1口当たり分配金)は期初予想を40円上回る2,890円(前期比90円増)となり、12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、内部留保残高54.1億円、フリーキャッシュ残高79.1億円を有することが、継続的な物件取得、財務基盤の安定化、将来の安定的な分配金支払いなどを可能にしている。

3. 2022年5月期も譲渡損益を除く当期純利益・分配金は過去最高を予想

2022年5月期の業績予想については、営業収益6,826百万円(前期比0.7%減)、営業利益3,168百万円(同5.7%減)、経常利益2,749百万円(同7.5%減)、当期純利益2,748百万円(同7.5%減)、2022年11月期の業績予想については、営業収益6,807百万円(同0.3%減)、営業利益3,160百万円(同0.3%減)、経常利益2,731百万円(同0.7%減)、当期純利益2,730百万円(同0.7%減)を予想している。予想上は物件の売買を想定せず、物件譲渡益の剥落による利益減少を見込んでいるものの、2022年5月期は新規物件の寄与等により、譲渡損益を除く当期純利益は過去最高更新を見込む。レジデンスは新規取得2物件のリースアップ(テナント付け)を予定どおりに完了し、当期から巡航ベースでの通期寄与を見込み、繁忙期に臨む。以上のことから、EPUは減少するものの、潤沢な内部留保を取り崩すことで、2022年5月期のDPUは2,940円(前期比50円増)、2022年11月期も2,940円と過去最高水準を予想している。

要約

4. 「NEXT VISION」では分配金 3,300 円、資産規模 3,000 億円、AA 格付、再エネ導入割合 100% を目指す

同 REIT は、中長期目標「NEXT VISION」で、分配金 3,300 円、資産規模 3,000 億円、AA 格付、再生可能エネルギー導入割合 100% を目標に掲げている。分配金の目標達成に向けては、資産規模拡大による外部成長や、大きく残る賃料ギャップの回収を進める方針だ。資産規模拡大については、スポンサー・サポートによるパイプライン物件の開発・確保などにより、年間物件取得金額 150 ～ 200 億円を目指す。格付については、2021 年 11 月期に A+(ポジティブ) となったことから、今後も資産規模拡大と財務体質改善による AA 格への格上げを目指し、投資口需要の拡大と流動性向上を目指す。これらに加え、サステナビリティ (ESG の観点から社会・企業を持続させて行く考え方) 向上に向けて、再生可能エネルギー電力の導入割合 100% の達成を目指す。2021 年 11 月期末には、全物件で再生可能エネルギーへの切り替えを完了しており、「NEXT VISION」の目標達成に向けて、順調なスタートを切っていると言える。

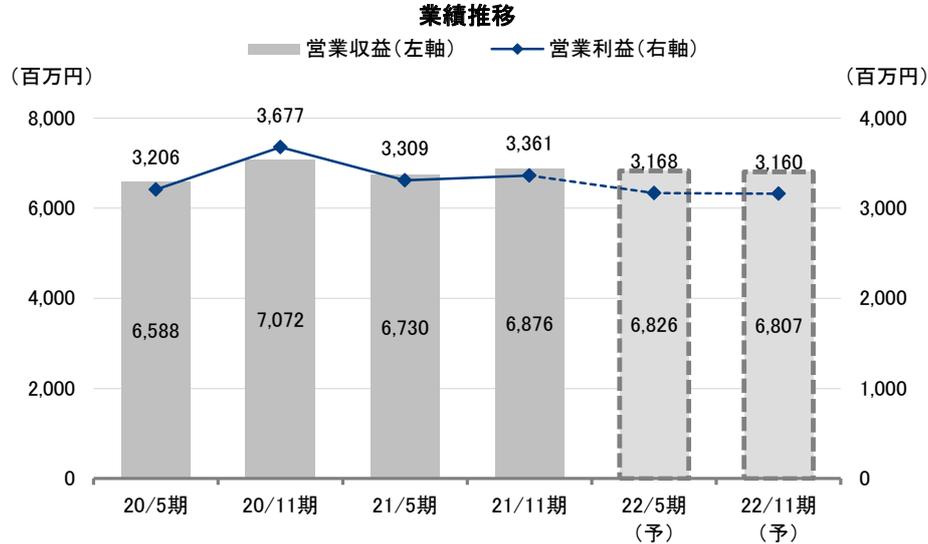
5. 分配金の継続的な増加に伴い、投資家の評価もさらに高まると予想

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、2022 年 1 月 27 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 1.07 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均の 0.96 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。さらに、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
- ・2021 年 11 月期業績ではコロナ禍の影響は限定的で、譲渡損益を除く当期純利益・分配金は過去最高を更新。DPU は 12 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新
- ・2022 年 5 月期は物件譲渡益の減少に伴い減益を見込むも、譲渡損益を除く当期純利益は過去最高の見込み。内部留保の活用により、DPU は過去最高を予想
- ・「NEXT VISION」では、分配金 3,300 円、資産規模 3,000 億円、AA 格付、再生可能エネルギー導入割合 100% を目指す
- ・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が投資家から評価

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

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。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

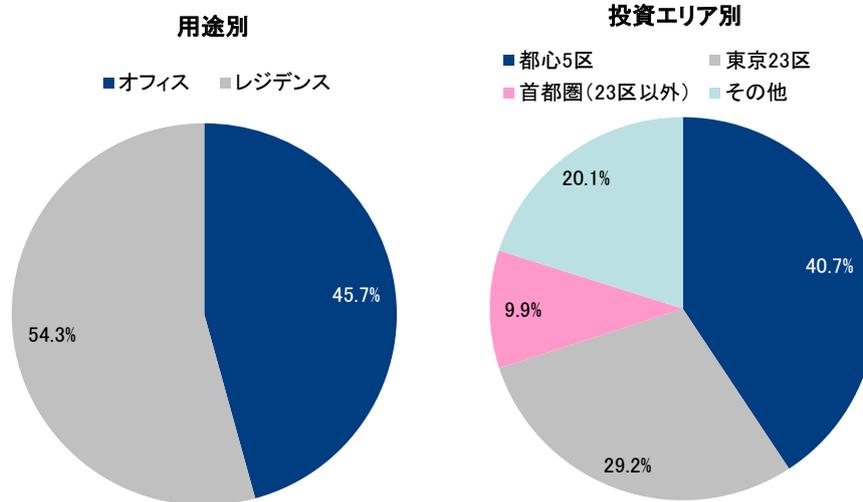
コロナ禍の影響により、都心部を中心に一時的に稼働率が低下し、リーシング期間が長期化したものの、各種リーシング施策を実施したことで、稼働率は急速に回復している。今後コロナ禍が収束に向かえば、東京都では従来のように人口増加傾向が強まり、堅調な需要が見込まれる。実際、単身世帯からシニア世帯まで、あらゆる世帯層が利便性の高い都心部への移住を希望している。不動産価格の高額化とも相まって、都心部の賃貸住宅に関する需要は今後も堅調に推移すると予想される。ただし、レジデンス分野は、各種設備の機能的陳腐化がオフィスビルよりも早いので、同 REIT では新築物件を中心に、極力築年数の浅い物件を集中的に取得することを目指している。また、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な、効率的な運営を図っている。

2021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 45.7%、レジデンス 54.3%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 40.7%、その他の東京 23 区 29.2%、首都圏（23 区以外）9.9%、その他 20.1%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。

特長・優位性

ポートフォリオの状況(2021年11月30日時点)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

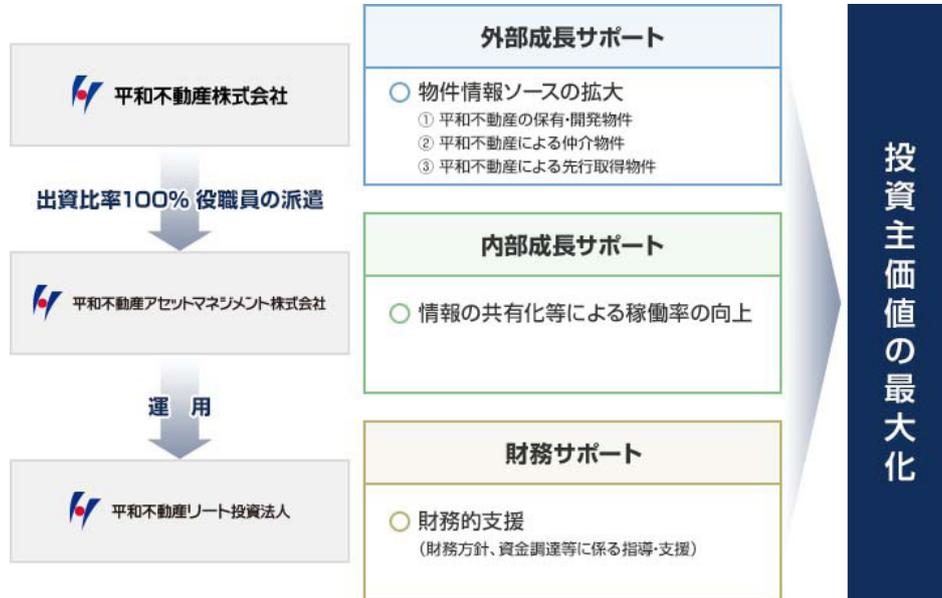
3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ

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、2021年11月末で49件/979億円であるが、うち平和不動産のサポートによるものは32件/694億円ですべての65%/70%を占めている。また、第三者からの直接取得17件/285億円のうち3件はスポンサー仲介物件である。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、資金調達等に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。

特長・優位性

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、2021 年 11 月期末に内部留保残高 54.1 億円、保有物件における税会不一致額 64.7 億円と、最大 118 億円の内部留保拡大の余地を有することで、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、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 64.7 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。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。

業績動向

コロナ禍の影響は軽微、 譲渡損益を除く当期純利益及び分配金は過去最高を更新

1. 2021年11月期の業績概要

2021年11月期における国内経済は、コロナ禍の影響で、大都市圏を中心とした数度にわたる緊急事態宣言の発出及びその後の延長等により、経済活動が抑制される動きが続いている。さらに、感染力の強い変異株による感染が拡大しており予断を許さない状況となっている。また、米中貿易摩擦やコロナ禍に伴う経済活動の停滞が長期化しており、海外経済の不透明感が引き続き内在している。

このような経済環境下、2021年11月期(第40期)決算は、営業収益6,876百万円(前期比2.2%増)、営業利益3,361百万円(同1.6%増)、経常利益2,972百万円(同1.9%増)、当期純利益2,971百万円(同1.9%増)となった。物件譲渡益が同160百万円減少したものの、公募増資時及び物件取得による収益増加313百万円が寄与し、営業収益及び各段階利益は、いずれも期初予想を上回って着地した。また、譲渡損益を除く実力ベースの当期純利益は2,735百万円となり、過去最高を更新した。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。

2021年11月期の外部成長戦略としては、期初に公募増資及び第三者割当増資を実施した。総額86.9億円のエクイティ調達を実施し、物件取得資金に充当した。HF九大病院前レジデンスを譲渡し244百万円の譲渡益を得る一方で、ファーレイストビルとHF草加レジデンスを取得するなど資産の入替を行い、期末の資産規模は1,947億円に拡大した。内部成長戦略としては、ポートフォリオ全体の期中平均稼働率が97.29%(前期比0.16ポイント低下)と回復基調にある。首都圏においては2021年11月期の大半が緊急事態宣言あるいはまん延防止等重点措置期間となったが、オフィス稼働率は98.78%と高水準を維持した。レジデンスは、リーシング上の非繁忙期ではあったが、繁忙期(5月期は入学、卒業や就職などが重なる3月・4月を含むため繁忙期になる)にあたる前期並みの96.4%となった。また、ポートフォリオの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、商業テナントの賃料改定が影響し、オフィスの既存物件利回りが低下したことで5.27%(同0.08ポイント低下)となった。財務運営では、良好な金融環境を背景に借入金利が低下したことで、資金調達コストが0.739%と過去最低水準を更新し、健全な財務体質を堅持している。

公募増資による発行済投資口数増加に伴いEPUは2,816円(前期比100円減)となったが、潤沢な内部留保取崩によりDPUは2,890円(同90円増)となり、12期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。また、物件譲渡益等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、前期比+72円の2,630円となった。内訳は外部成長+61円、既存オフィス-32円、既存レジデンス+52円、財務等+3円、その他-12円である。なおコロナ禍の影響により、既存オフィスではエムズ原宿の商業区画入替に伴う-35円が影響したものの、3年後の賃料改定時には賃料引き上げを計画しているようだ。

業績動向

コロナ禍に対して、同 REIT は分散の効いたポートフォリオ (114 物件)、潤沢なフリーキャッシュ (79.1 億円)、十分な内部留保 (54.1 億円)、低い鑑定 LTV (39.0%)、コミットメントライン (70 億円)、格付 A+ (ポジティブ) 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。なおコロナ禍に伴い、オフィスの賃貸事業では一部のテナント賃料への影響はあったものの、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であったが、賃料引き下げなどリーシングキャンペーン実施により稼働率は過去 3 番目の高い水準を付けている。

2021年11月期(第40期)業績

(単位:百万円)

	21/5期 実績	21/11期 実績	前期比		21/11期 期初予想	予想比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,730	6,876	145	2.2%	6,634	242	3.7%
営業利益	3,309	3,361	52	1.6%	3,087	274	8.9%
経常利益	2,916	2,972	55	1.9%	2,691	281	10.5%
当期純利益	2,916	2,971	55	1.9%	2,690	281	10.5%
EPU (1口当たり当期純利益) (円)	2,916	2,816	-100	-3.4%	2,549	267	10.5%
DPU (1口当たり分配金) (円)	2,800	2,890	90	3.2%	2,850	40	1.4%
稼働率	97.45%	97.29%	-0.16pt	-	97.20%	0.09pt	-
NOI 利回り	5.35%	5.27%	-0.08pt	-	5.25%	0.02pt	-
発行済投資口数 (口)	999,933	1,055,733	55,800	5.6%	1,055,733	-	-

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

2021年11月期末の財政状態は、総資産 203,206 百万円 (前期末比 6.4% 増)、純資産 104,192 百万円 (同 9.5% 増)、有利子負債 90,857 百万円 (同 3.2% 増) であった。平均調達金利は 0.739% 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 7.11 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。なお、長期借入金固定化比率は 91.3% と高く、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、手元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 39.0% 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は低下傾向にあり、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。

業績動向

2021年11月期(第40期) 財政状態

(単位:百万円)

	21/5 期末	21/11 期末	前期比	
			増減額	増減率
総資産	190,986	203,206	12,219	6.4%
純資産	95,183	104,192	9,009	9.5%
有利子負債	88,067	90,857	2,790	3.2%
平均調達金利	0.747%	0.739%	-0.008pt	-
長期借入金固定化比率	83.0%	91.3%	8.3pt	-
平均調達年数(年)	7.06	7.11	0.05	-
鑑定 LTV	40.2%	39.0%	-1.2pt	-

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

譲渡損益を除く当期純利益は過去最高更新の見込み、 分配金増加を予想

● 2022年5月期と2022年11月期の業績予想

2022年5月期(第41期)の業績予想は、営業収益6,826百万円(前期比0.7%減)、営業利益3,168百万円(同5.7%減)、経常利益2,749百万円(同7.5%減)、当期純利益2,748百万円(同7.5%減)の見通しだ。予想上は物件の売買を想定せず物件譲渡益の剥落(同244百万円)による利益減少を見込んでいるものの、2022年5月期は新規取得物件の寄与等により譲渡損益を除く実力ベースの当期純利益とEPUは、ともに過去最高値を見込んでいる。また、2022年11月期(第42期)についても譲渡損益を織り込まないことから、営業収益6,807百万円(同0.3%減)、営業利益3,160百万円(同0.3%減)、経常利益2,731百万円(同0.7%減)、当期純利益2,730百万円(同0.7%減)と予想している。

外部成長戦略では、コロナ禍においても各社の取得意欲の急速な減退は想定しにくく、物件の取得環境は引き続き厳しい環境が続く可能性があると考えられることから、平和不動産のパイプラインの活用及び資産運用会社独自の情報ルートの強化により、優良物件情報の早期入手に努める方針だ。継続的な資産規模の拡大を図る一方で、資産の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る。

平和不動産リート投資法人 | 2022年2月14日(月)
8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

今後の見通し

内部成長戦略では、コロナ禍の影響により、オフィスビルの賃貸市場については、国内外経済動向、企業動向等の変化に加え、テレワークの利用拡大等に伴うオフィスニーズの変化を注視していく必要はあるものの、影響は限定的と予想している。一方、レジデンスの賃貸市場については、テレワークの日常化に伴う物件ニーズの変化や、人口集中を避けるための郊外化の動きが一部において発生する動きが見られることから、都中心部の狭い住戸についてはニーズが減少していく可能性はあるが、マーケット状況を注視しながら個別物件の特性に応じたきめ細かい運用を行っていく。レジデンスは、新規取得2物件のリースアップ（テナント付け）を2022年5月期に予定どおりに完了することで巡航ベースでの通期寄与を見込み、繁忙期に臨む計画だ。

財務戦略では、引き続き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た施策に取り組む計画だ。なお、2022年11月期以降は金利の高い借入金の満期が到来し、リファイナンスに伴い金利費用の減少を見込んでいる。

以上の結果、同 REIT ではコロナ禍の影響を十分に織り込んだうえで、慎重な業績予想を立てていると弊社では見ている。物件譲渡益の剥落によって EPU は減少するものの、潤沢な内部留保を取り崩すことで、2022年5月期の DPU は 2,940 円（同 50 円増）、2022年11月期も 2,940 円と、過去最高水準を予想している。

2022年5月期（第41期）/2022年11月期（第42期）業績予想

（単位：百万円）

	21/11 期 実績	22/5 期 予想	前期比		22/11 期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	6,876	6,826	-50	-0.7%	6,807	-19	-0.3%
営業利益	3,361	3,168	-193	-5.7%	3,160	-8	-0.3%
経常利益	2,972	2,749	-223	-7.5%	2,731	-18	-0.7%
当期純利益	2,971	2,748	-223	-7.5%	2,730	-18	-0.7%
EPU（1口当たり当期純利益）（円）	2,816	2,603	-213	-7.6%	2,587	-16	-0.6%
DPU（1口当たり分配金）（円）	2,890	2,940	50	1.7%	2,940	-	-
稼働率	97.29%	97.38%	0.09pt	-	97.12%	-0.26pt	-
NOI 利回り	5.27%	5.19%	-0.08pt	-	5.19%	-	-
発行済投資口数（口）	1,055,733	1,055,733	-	-	1,055,733	-	-

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

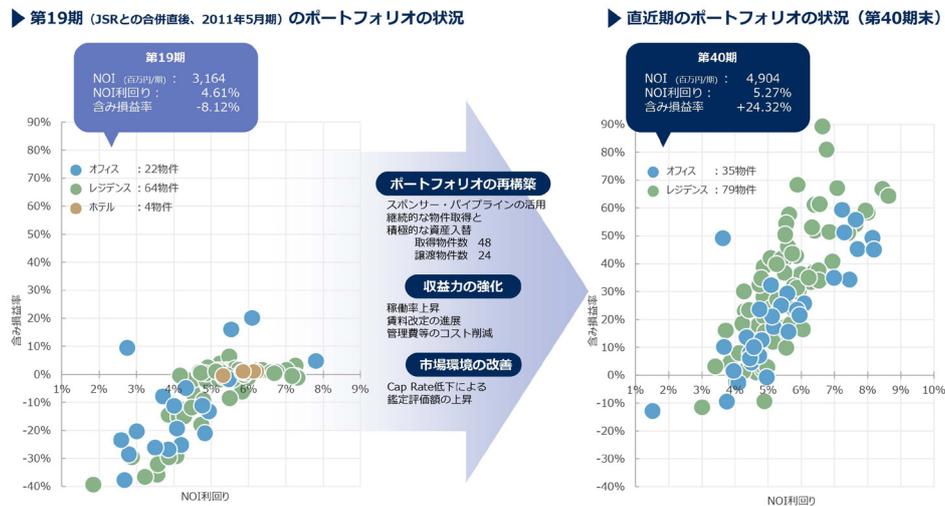
中長期の成長戦略

2. 外部成長戦略

外部成長戦略で分配金向上 +236 円 / 口を達成するために、「着実かつ健全な外部成長」「継続的な入替戦略の実施」「厳選された用途・エリア」を運用方針とする。「着実かつ健全な外部成長」としては、過熱したマーケットに振り回されずに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し、スポンサーと協働することで開発など多様な手法による取得機会の拡大を図ることに加え、フリーキャッシュ及び借入余力を活用した機動的な物件取得を行う。具体的には、資産入替を含めて年間物件取得金額 150-200 億円を目指す。「継続的な入替戦略の実施」としては、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するなど、引き続きポートフォリオの収益力改善を図る。「厳選された用途・エリア」としては、優良なオフィス及びレジデンス双方への厳選投資や、東京都区部をメインエリアとしながらもスポンサー・サポートが得られる地方大都市にも厳選投資する方針だ。

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、ポートフォリオのさらなる改善を図る方針である。

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



出所：決算説明資料より掲載

また、同 REIT の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た。建設中の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。2021 年 11 月期には、ウエアハウジング（一定期間スポンサーが保有し、タイミングを計って同 REIT が取得する物件）2 物件と第三者からの直接取得 3 物件の合計 5 物件がパイプラインに加わった。これに加え同 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。

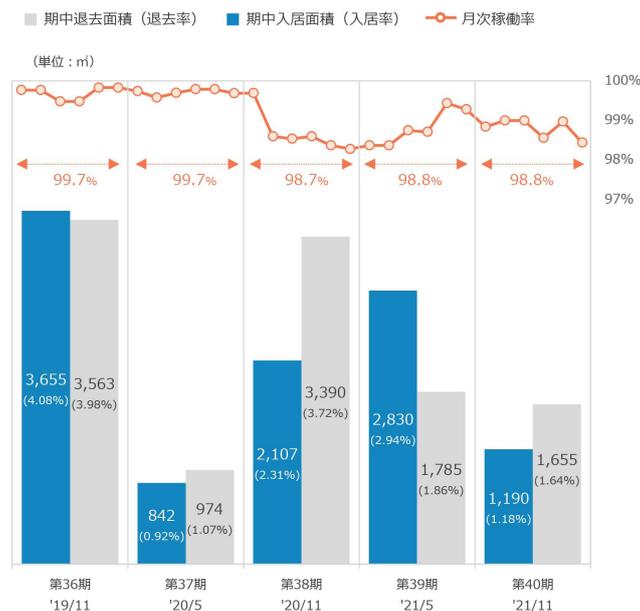
中長期の成長戦略

3. 内部成長戦略

内部成長戦略での分配金向上 +99円 / 口を達成するために、「高稼働率の維持・向上」「賃料増額に向けた取り組み」「戦略的な資本投下」「付帯収入増加と費用削減」を運用方針とする。「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。「戦略的な資本投下」としては、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計画だ。オフィス及びレジデンスともに稼働率は回復基調にあり、コロナ禍の影響は軽微にとどまっていると言えよう。

オフィスの平均稼働率は、コロナ禍の影響を大きく受けた2020年11月期を底に回復基調にあり、2021年11月期には98.8%と期を通じて安定的に推移している。水道使用料から推測されるテナント従業員の出勤率は、緊急事態宣言下においても回復傾向を辿り、宣言解除直後となる2021年10月にはコロナ禍前の水準まで回復している。緊急事態宣言長期化の影響から賃料改定件数は減少したものの、宣言解除と同時に交渉も進展した。一部の物件で市場賃料が低下したが、依然として十分な賃料ギャップを残しており、十分な成長余地が残っている。また、物件売買の影響を排除したオフィス・ポートフォリオの賃料（2013年11月期を100とする契約賃料指数）は104.6に低下したが、エムズ原宿の店舗入替の影響を除くと105.5と前期より改善している。さらに、フリーレント（一定期間家賃が無料の契約形態）解消に伴い、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から、自律的な賃料収入拡大によって今後5期間で+11円 / 口の寄与を見込んでいる。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、テレワーク促進等による退去の動きは見られないようだ。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。

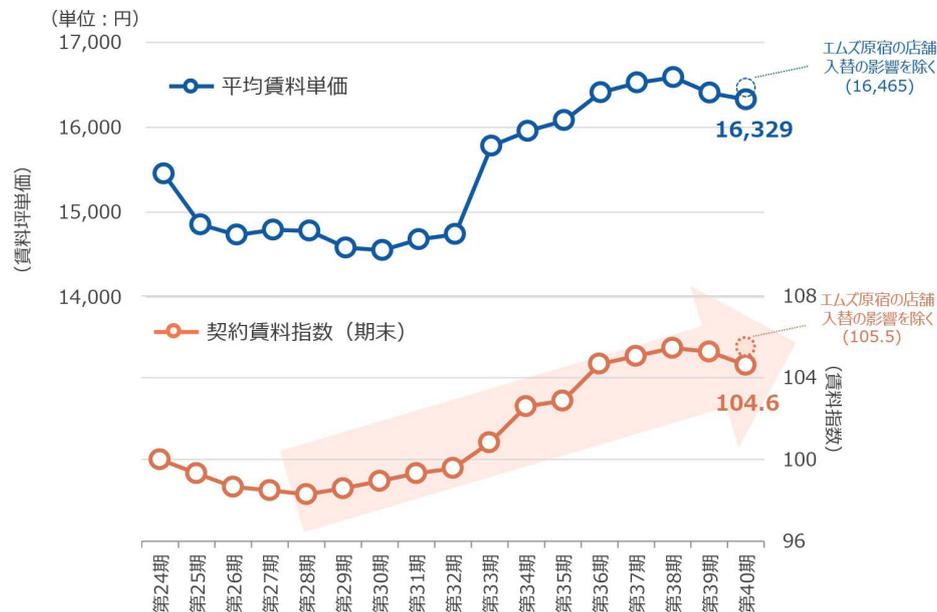
オフィスの月次稼働率とテナント入退去率の動向



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



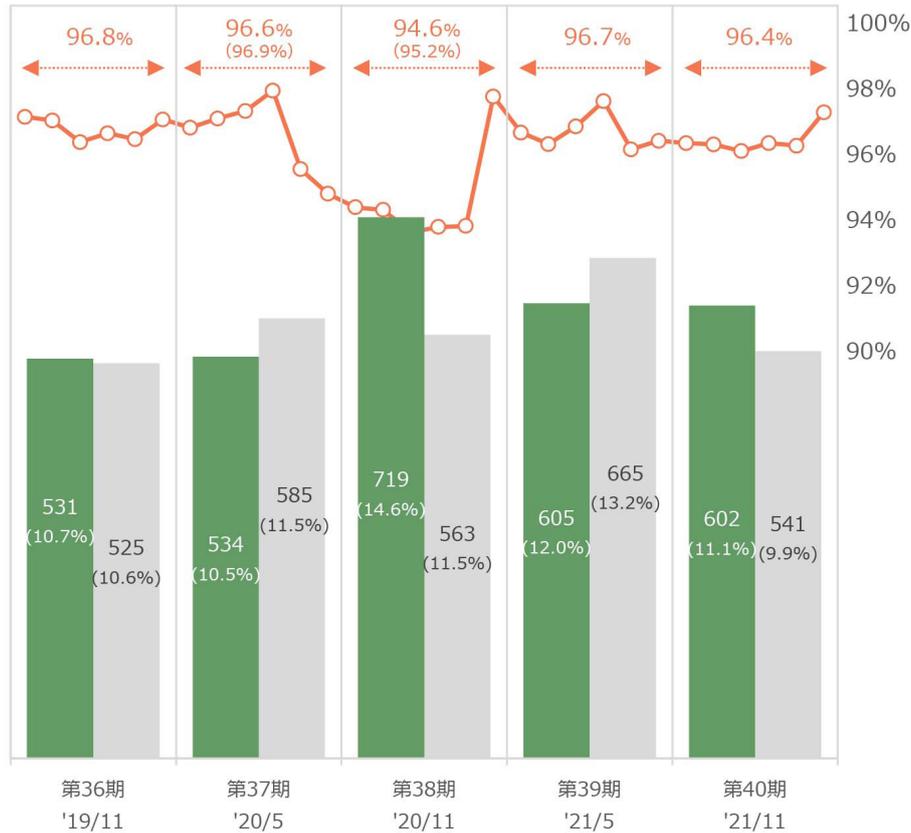
注：契約賃料指数は第24期（2013年11月期）末を100とした数値
出所：決算説明資料より掲載

また、レジデンスにおいても、2021年11月期は非繁忙期ながら平均稼働率は96.4%と、期初に取得した巡航稼働前の新築2物件を含めてもなお高水準な稼働率を維持した。コロナ禍の影響を大きく受けた2020年11月期（94.6%）からは大きく改善している。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、リーシング施策（募集条件の緩和など）を実施したことで、期末稼働率は97.28%と過去3番目となる高い水準をつけており、2022年5月期からの繁忙期に臨む計画だ。新規契約時賃料改定率は-2.57%と、都心の一部物件でリーシング施策として弾力的な賃料設定を行ったことが影響したが、増額改定は+6.01%と強い伸びを見せている。また、更新時賃料改定率は+1.08%、改定金額+5.3百万円/期と引き続きコロナ禍前を上回っている。契約賃料指数（2013年11月期を100とする）は、都心部のリーシング施策として弾力的な賃料改定を行ったことから若干低下し101.9となったものの、施策の効果もあり、期末には全エリア及び全物件タイプでコロナ禍前の稼働水準を回復している。今後も、LED化、高効率な空調機器及び水回り設備の導入等による環境負荷の低減、無料インターネットの導入によるテナント満足度の向上など、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

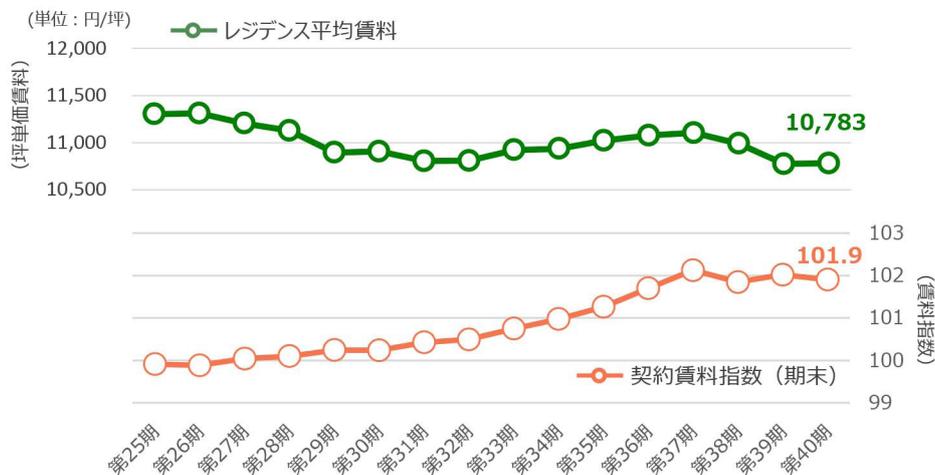
レジデンスの月次稼働率と入退去率の動向

■ 期中退去戸数(退去率) ■ 期中入居戸数(入居率) ○ 月次稼働率



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25期(2014年5月期)末を100とした数値
出所：決算説明資料より掲載

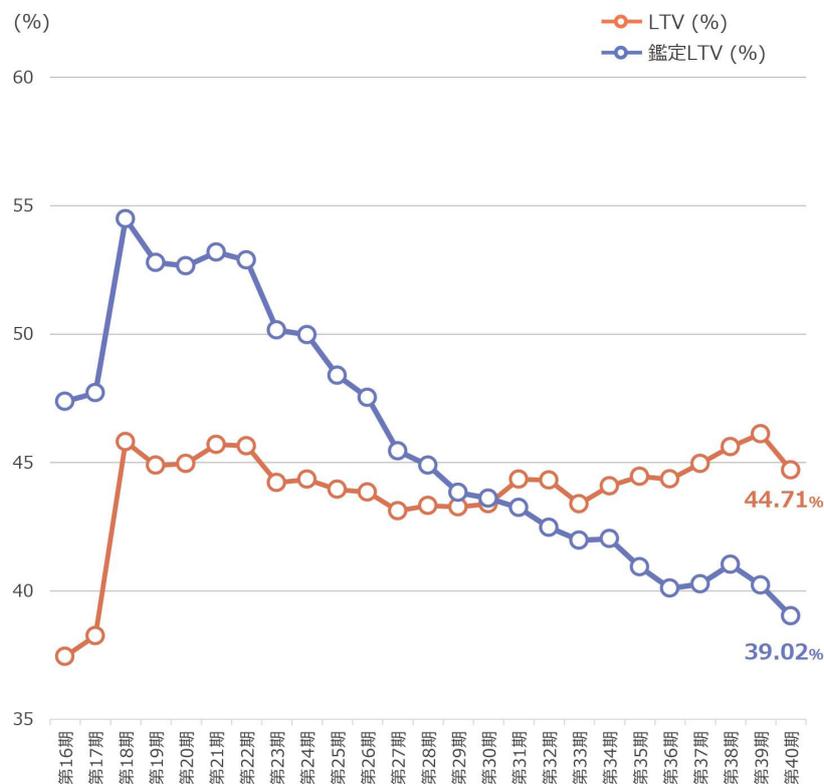
中長期の成長戦略

4. 財務戦略

財務戦略で分配金向上 +15 円 / 口を達成するために、「財務基盤の強化」「適切な LTV のコントロール」「資金調達手段の多様化」「金融コストの低減」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、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 格への格上げによる信用力改善と長期安定投資家の拡大を目指す。なお、格付については、2021 年 11 月期の期初に A+（安定的）から、A+（ポジティブ）に改善したことで、将来の AA 格到達に一步近づいたと言えよう。格上げにより、外国人投資家、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。「適切な LTV コントロール」では、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。このほか、「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。また、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、39.0% 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 252 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

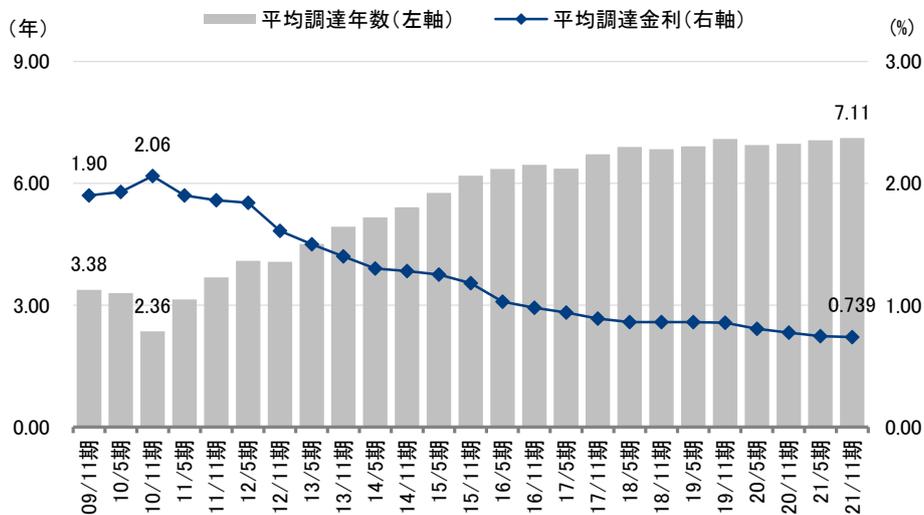


出所：決算説明資料より掲載

中長期の成長戦略

また、2021年11月末時点の有利子負債残高は90,857百万円であるが、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0.739%と過去最低金利を更新しており、平均調達年数は7.11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。2021年11月期には、レンダー数が15社から16社（2022年1月18日現在で17社）に増加したほか、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91.3%と高く、目安の80%を上回っている。このように、今後も健全な財務体質維持により、同REITの成長を下支えすることが期待される。

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

5. サステナビリティ

サステナビリティについては、Environment（環境活動）への取り組みとして、再生可能エネルギー電力の導入割合100%を「NEXT VISION」の1つに掲げている。具体的には、2021年11月までに、保有するすべての物件で使用する電力を再生可能エネルギー由来に切り替えることを目指す。実際、2021年11月期末には、対象106物件すべてについて切り替え手続きが終了している。また、同REITの資産運用会社である平和不動産アセットマネジメントは、2021年12月にTCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）の提言に対する賛同を表明した。TCFDは、民間主導による気候関連財務情報の開示に関するタスクフォースであり、同REIT及び平和不動産アセットマネジメントでは、気候変動に関するリスクと機会への対応や気候関連課題への事業・戦略のレジリエンス（強靱性・回復力）に取り組んでいくため、TCFDが提言する情報開示フレームワークに即した開示を目指す方針だ。

中長期の成長戦略

これに加え、地域社会との共働、ガバナンス強化、ESG レポートの発行と開示情報の拡充にも取り組む。なお、2021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、同REITは5年連続で「Green Star」の評価を取得している。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は、世界的なESG投資の拡大に対応する動きと考えられる。

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2021年はコロナ禍に伴うテレワーク普及などにより25年ぶりに人口減少に転じたが、コロナ禍が収束すれば再び人口増加傾向となることが予想され、居住用マンションについても堅調な需要が見込まれる。

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、その後はコロナ禍対策の進展もあり、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いる。コロナ禍の影響に伴う一時的な下落後は回復基調で、2021年6月の公募増資後も東証リート指数を上回って推移している。

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

ベンチマーキング

その結果、2022年1月27日現在では、同 REIT の NAV 倍率（1口当たり投資口価格 / 1口当たり純資産額）は 1.07 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均の 0.96 倍を上回り、投資家から高い評価を得ている。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、AA 格への格付向上により投資口売買高の増加を目指している。既述のとおり、「NEXT VISION」では中長期目標分配金の 3,300 円に向けた取り組みを続けている。2021年11月期には Global Index に採用され、格付は A+（ポジティブ）へと見通しが引き上げられたことに加えて、再生可能エネルギー電力の導入割合 100% を達成するなど、サステナビリティへの取り組みにも注力している。弊社では、こうした目標の達成に向けた意欲的な取り組みや成果が投資家に理解されるに伴い、同 REIT の投資口価格は今後も上昇を続け、NAV 倍率による投資家の評価もさらに高まると予想する。

複合型（総合型）REIT の各指標比較

証券コード	投資法人	2022年1月27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	139,500	1.16%	4.22	130,780	1.07	147,275	2,959	5/11
8953	日本都市ファンド	95,300	3.25%	4.72	109,276	0.87	666,060	37,872	2/8
8954	オリックス不動産	163,600	0.80%	4.06	186,585	0.88	451,536	16,278	2/8
8955	日本プライムリアルティ	73,500	2.05%	4.15	372,926	1.00	372,137	4,782	6/12
8957	東急リアル・エステート	187,200	1.41%	4.14	197,534	0.95	183,007	5,836	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン	134,100	0.45%	4.62	158,842	0.84	418,169	17,500	5/11
8961	森トラスト総合リート	138,400	1.84%	4.39	143,245	0.97	182,688	4,836	3/9
8968	福岡リート	160,400	2.36%	4.36	175,503	0.91	127,678	2,800	2/8
8977	阪急阪神リート	147,400	1.17%	3.98	162,315	0.91	102,472	2,106	5/11
8984	大和ハウスリート	335,500	2.44%	3.38	288,084	1.16	778,360	8,939	2/8
2989	東海道リート	105,800	0.19%	4.69	-	-	18,705	2,028	1/7
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	203,900	1.85%	4.02	190,006	1.07	203,061	6,876	1/7
3279	アクティビア・プロパティーズ	388,500	3.05%	4.77	445,901	0.87	319,640	6,446	5/11
3295	ヒューリックリート	165,200	1.85%	4.42	175,879	0.94	237,888	4,840	2/8
3296	日本リート	385,000	1.18%	4.55	386,012	1.00	173,223	2,350	6/12
3309	積水ハウス・リート	77,900	0.91%	4.35	85,798	0.91	345,185	23,559	4/10
3451	トーセイ・リート	129,300	1.73%	5.51	140,143	0.92	46,743	2,007	4/10
3462	野村不動産マスターファンド	153,700	3.02%	4.21	168,964	0.91	724,726	21,741	2/8
3468	スターアジア不動産	61,100	0.66%	4.80	52,880	1.16	109,332	8,131	1/7
3470	マリモ地方創生リート	125,900	1.04%	5.83	135,985	0.93	24,027	1,477	6/12
3476	みらい	48,250	1.37%	5.27	49,881	0.97	85,472	9,272	4/10
3488	ザイマックス・リート	115,600	-0.09%	5.18	145,760	0.79	25,825	1,334	2/8
3492	タカラレーベン不動産	115,600	0.43%	5.19	109,258	1.06	66,470	4,151	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