

# REIT REPORT

|| リートレポート ||

## トーセイ・リート投資法人

3451 東証 REIT

2017年8月8日(火)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

<b>■ 要約</b>	<b>01</b>
1. 概要	01
2. 特徴	01
3. 2017年4月期の業績	01
4. 業績見通し	01
5. 成長戦略	02
6. ベンチマーキング	02
<b>■ 同 REIT の概要</b>	<b>03</b>
1. 同 REIT 及びそのスポンサー	03
2. 投資方針とポートフォリオの状況	03
<b>■ J-REIT 市場の現状</b>	<b>05</b>
1. J-REIT とは	05
2. 投資判断のポイント	05
<b>■ 同 REIT の特徴</b>	<b>06</b>
1. 成長モデル	06
2. 同 REIT の特徴と優位性	07
<b>■ 業績動向</b>	<b>08</b>
1. 上場からの業績推移	08
2. 2017年4月期の業績	08
3. 財政状態	09
4. 活動実績	10
<b>■ 業績見通し</b>	<b>11</b>
<b>■ 成長戦略とその進捗</b>	<b>12</b>
1. 外部成長戦略	12
2. 内部成長戦略	13
3. 財務戦略	13
<b>■ ベンチマーキング</b>	<b>14</b>

## ■ 要約

### 東京経済圏を中心とした総合型 REIT 取得競合の少ない独自のポジショニングにより高い利回りを実現

#### 1. 概要

トーセイ・リート投資法人<3451>は、東京経済圏を中心とした中小規模不動産（オフィスビル、商業施設、住宅、ホテル）を投資対象とする総合型 REIT である。対象不動産の裾野を広げ、取得競合が少なく、かつポテンシャルの高い物件への投資活動を通じて相対的に高い利回りを実現している。2014年9月に設立され、2014年11月に東京証券取引所の不動産投資信託証券（J-REIT）市場に上場した。決算期は年2回（4月、10月）である。スポンサーであるトーセイ<8923>は、不動産流動化（資産価値の低下した不動産の再生・販売）などに豊富な実績を持つ総合不動産会社であり、「目利き力」、「リーシング力」、「再生力」などに強みがある。

#### 2. 特徴

同 REIT の最大の特徴は、「高い利回りが期待できる東京経済圏の不動産への投資」、「築年数にとらわれない投資」、「50億円以下の物件に分散投資」を基本方針とする独自のポジショニングにより、高い利回りを実現するところにある。また、それを支えているのが「トーセイグループによるスポンサーサポート」であり、流動化事業を通じた物件供給はもちろん、バリューアップやリスクコントロールの面でも大きな役割を担っている。2017年4月期末の運用資産は23物件、取得価格合計は361億円であり、J-REITの中ではまだ小さいが、当面の目標である資産規模500億円の早期実現を目指す。

#### 3. 2017年4月期の業績

2017年4月期(2016年11月1日－2017年4月30日)の業績は、営業収益が1,616百万円(前期比20.8%増)、営業利益が791百万円(同23.1%増)、経常利益が658百万円(同21.2%増)、当期純利益が657百万円(同21.2%増)であった。2016年11月の公募増資により5物件(53億円)を取得したことで大幅な増収増益を実現し、1口当たり分配金も3,592円(同6.6%増)と増加した。また、業績予想に対しても上回る結果となっており、順調な運用成果を残したと評価できる。

#### 4. 業績見通し

2017年10月期(2017年5月1日－2017年10月31日)の業績予想について同 REIT は、営業収益を1,590百万円、営業利益を734百万円、当期純利益を597百万円、1口当たり分配金を3,259円と見込んでいる。減収減益予想となっているのは、現時点で新規物件の取得を予想に入れていないことや、前期取得物件の固都税が費用化されることによる支出の増加、稼働率の前提を前期実績と比べて保守的な水準としていることが理由である。弊社では、保守的な前提条件などから判断して、同 REIT による業績予想の達成は可能とみている。むしろ、過去の実績と同様、稼働率が高い水準を維持することにより業績が上振れる可能性もある。また、パイプライン(優先交渉権5物件)を確保していることから、新規物件の取得のタイミングによっては前提条件が大きく変化する可能性があり、今後の動向に注意する必要がある。

要約

## 5. 成長戦略

同 REIT の成長戦略は、スポンサーサポートを中心とした高利回り物件の取得（外部成長）と、きめ細かいリーシング力などを生かした稼働率の向上（内部成長）を軸としたものである。弊社でも、同社が特化する対象市場には投資機会が豊富にある上、取得競争が比較的少ない（参入障壁が高い）ことから、潜在的な成長力は高いと評価している。一方、リスク要因については、他 REIT と同様、稼働率の低下や賃料単価の下落等が挙げられるが、前者については、物件やテナントの分散が図られている上、規模拡大に伴ってさらに安定性の向上が期待できる。また、後者についても、同 REIT の対象物件（ややグレードが劣るクラス）は、賃料単価の大幅な値上げが難しい半面、値下げのリスクも限定的である（最上級のグレードに比べて賃料単価の変動率が小さい）とみている。

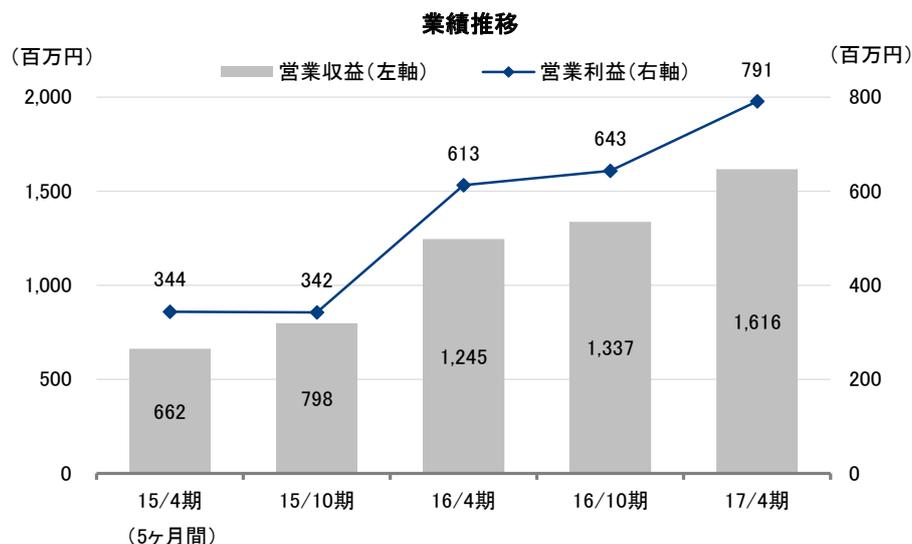
## 6. ベンチマーキング

他の総合型 REIT と比較すると、分配金利回り※1 や NAV 倍率※2 などから判断して同 REIT の投資口価格には明らかな割安感がある。したがって、今後、資産規模の拡大や流動性の向上はもちろん、同 REIT の知名度や特徴の理解が進むにつれて、投資口価格に調整が入る可能性は十分に高いと考えられる。

※1 分配金利回り = 分配金 / 投資口価格。  
※2 NAV 倍率 = 投資口価格 / 1 口当たりの純資産価値。

### Key Points

- ・独自のポジショニングにより高利回りを実現する総合型 REIT
- ・不動産流動化に豊富な実績を持つトーセイグループによるスポンサーサポートに強み
- ・2017年4月期は資産規模拡大により増収増益を実現
- ・当面の目標として、資産規模 500 億円の早期実現を目指す
- ・分配金利回りや NAV 倍率から判断して、現在の投資口価格には割安感がある



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 同 REIT の概要

### 東京経済圏を中心とした 中小規模不動産を投資対象とする総合型 REIT

#### 1. 同 REIT 及びそのスポンサー

同 REIT は、東京経済圏を中心とした中小規模不動産（オフィスビル、商業施設、住宅、ホテル）を投資対象とする総合型 REIT である。対象不動産の裾野を広げ、取得競争が少なく、かつポテンシャルの高い物件取得により相対的に高い利回りを実現している。不動産流動化（資産価値の低下した不動産の再生・販売）などに豊富な実績を持つトーセイをスポンサーとし、トーセイ・アセット・アドバイザーズ（株）に資産運用を委託している。2014年9月に設立され、2014年11月に東京証券取引所の不動産投資信託証券（J-REIT）市場に上場した。決算期は年2回（4月、10月）である。

スポンサーであるトーセイは、1950年に設立された総合不動産会社である。東京経済圏を地盤に、不動産流動化を主力とするほか、開発（オフィスビル、マンション等の開発・販売）、賃貸（保有不動産の賃貸）、ファンドコンサルティング（不動産ファンドのアセットマネジメントなど）、管理（総合的なプロパティマネジメント）の5事業を展開している。「目利き力」、「リーシング力」、「再生力」などに強みがある。

同 REIT の最大の特徴は、「高い利回りが期待できる東京経済圏の不動産への投資」、「築年数にとらわれない投資」、「50億円以下の物件に分散投資」を基本方針とする独自のポジショニングにより、相対的に高い利回りを実現するところにある。また、それを支えているのが「トーセイグループによるスポンサーサポート」であり、流動化事業を通じた物件供給はもちろん、バリュアアップやリスクコントロールの面でも大きな役割を担っている。2017年4月期末の運用資産は23物件、取得価格合計は361億円であり、J-REITの中ではまだ小さいが、当面の目標である資産規模500億円の早期実現を目指す。

#### 2. 投資方針とポートフォリオの状況

##### (1) 投資対象

日本の不動産市場に存在する「膨大な既存建築ストック」の活用・再生を事業コンセプトに掲げ、「取得競争が相対的に少なく、かつ高利回りが期待可能なエリアに所在する競争力の高い不動産」及び「築年数にとらわれない高ポテンシャルを有する不動産」を投資対象としている。

##### (2) ポートフォリオ構築方針

###### a) 東京経済圏を中心としたエリア

東京経済圏（東京都、神奈川県、埼玉県及び千葉県）をメインターゲットとするとともに、20%以下であれば主要地方都市※も可能となっている。

※ 東京経済圏以外に所在する政令指定都市及び県庁所在地またはそれらに準ずる都市の総称。

REIT の概要

b) オフィス、商業施設及び住宅（一部ホテルも可能）を基本とする総合型投資

オフィスと商業施設は合わせて80%以下（取得価格ベース、以下同様）、住宅は50%以下、ホテルは10%以下に抑え、バランス（分散）の取れたポートフォリオを目指す方針である。

c) 中小規模不動産（原則50億円以下）をターゲットとした投資

ボリュームゾーンの不動産への投資に注力することにより、豊富な投資検討機会を確保すると同時に、J-REIT市場の裾野拡大への貢献を目指す。

(3) ポートフォリオの状況（2017年4月期末現在）

a) エリア別投資比率（取得価格ベース）

都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）10.7%、東京23区（都心5区を除く）27.2%、東京経済圏（東京23区を除く）62.0%。

b) 用途別投資比率（取得価格ベース）

オフィス54.4%、商業施設12.8%、住宅32.8%。

c) 用途別平均鑑定 NOI 利回り

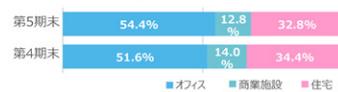
オフィス6.14%、商業施設6.40%、住宅5.92%、合計6.10%。

d) 地域別平均鑑定 NOI 利回り

都心5区5.87%、東京23区5.63%、東京経済圏6.35%。

ポートフォリオの状況

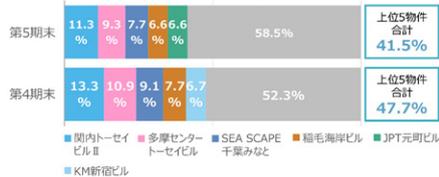
■ 用途別投資比率（取得価格ベース）



■ 用途別平均鑑定NOI利回り

	第4期末	第5期末
オフィス	6.25%	6.14%
商業施設	6.43%	6.40%
住宅	5.94%	5.92%

■ 物件別投資比率（取得価格ベース）



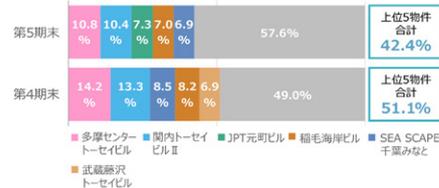
■ 地域別投資比率（取得価格ベース）



■ 地域別平均鑑定NOI利回り

	第4期末	第5期末
都心5区（注）	5.89%	5.87%
東京23区	5.77%	5.63%
東京経済圏	6.39%	6.35%

■ 物件別NOI比率



出所：決算説明会資料より掲載

## J-REIT 市場の現状

### J-REIT 市場は外部環境による追い風などにより順調に拡大

#### 1. J-REIT とは

投資家から集めた資金で収益不動産（オフィスやレジデンス、商業施設など）へ投資し、そこから得られた不動産収入を原資として投資家に分配する金融商品である。投資対象が安定したキャッシュフローを生み出す収益不動産であることに加え、比較的高い利回り※が期待できるところに特徴があり、分かりやすく言えば、ハイリスク・ハイリターン型の株式とローリスク・ローリターン型の債券の中間（ミドルリスク・ミドルリターン型）に位置するものと言える。2017年6月末のJ-REIT全体の時価総額は約11兆4,344億円、銘柄数は58の規模に上る。

※ 2017年6月末現在のJ-REIT平均分配金利回りは4.00%（フィスコ調べ）。

リーマンショック後の金融引き締め等の影響により一旦低迷する局面があったものの、2012年以降は、国内景気の回復や長期にわたる金融緩和などにより拡大基調をたどってきた。また、最近ではインバウンド需要の拡大等を見据えた商業施設やホテル、高齢化社会に向けた介護施設など、投資対象も多様化してきており、様々な投資機会を創出すると同時に、市場の成長余地も大きい。



出所：東京証券取引所ホームページよりフィスコ作成

#### 2. 投資判断のポイント

J-REIT に対する投資判断は、安定性及び成長性、収益性の視点から、いかに収益不動産からのキャッシュフローを安定的かつ持続的に成長させていけるかがポイントと言える。特に、保有物件(アセットタイプ)によってキャッシュフローの質が大きく変わることから、各 REIT の投資方針やポートフォリオの状況に注意する必要がある。

J-REIT 市場の現状

なお、安定性の評価には、「賃料単価」や「稼働率」の推移（変動）、成長性の評価には、「資産残高の伸び」のほか、「賃料単価」や「稼働率」の改善（余地）、「賃貸事業費用」等の削減（余地）、収益性の評価には、「NOI 利回り」※<sup>1</sup>や「利益率」の高さなどが重要な指標となっている。また、財務基盤の安定性や今後の物件取得に向けた資金調達力を維持しつつ、有利子負債を効果的に活用することが「1口当たり分配金」を増やすことにつながるため、財務の状況（方針）も重要な判断材料と言える。「総資産 LTV」※<sup>2</sup>や有利子負債の長短比率などが重要な指標である。

※<sup>1</sup> (不動産賃貸利益 + 減価償却費) ÷ 不動産取得価格。

※<sup>2</sup> Loan to Value の略。有利子負債 ÷ 総資産。

なお、成長性の評価については、外部成長と内部成長の2つの面から判断する必要がある。外部成長とは、新たな物件取得により資産規模を拡大し、キャッシュフロー全体を底上げすることである。ただ、公募増資を伴う場合には発行口数も増えることから、必ずしも「1口当たり分配金」の増加とはならないことに注意が必要である。もちろん、その場合でも、資産規模の拡大が運用効率を高めることにより内部成長を促す要因となる。したがって、良質な物件取得ルートをいかに確保しているかがカギを握っている。一方、内部成長とは、賃料単価のアップや稼働率の向上、コスト削減等により保有物件からのキャッシュフローを増やすことである。運営管理の効率性やノウハウの活用がポイントとなる。

## ■ 同 REIT の特徴

### 取得競争の少ない独自のポジショングにより高い利回りを実現。 トーセイグループのスポンサーサポートなどに強み

#### 1. 成長モデル

同 REIT の成長モデルは、他の REIT と同様に、外部成長及び内部成長によってキャッシュフローの拡大を図り、「1口当たり分配金」を増やすものである。特に、外部成長については、スポンサーの流動化事業を通じた物件供給が同 REIT の強力な成長エンジンとなっている。また、内部成長については、物件特性（比較的築年数の古い B クラスの物件が中心）から判断して賃料単価改善の余地は大きくないものの、きめ細かいリーシングによる稼働率向上やコスト削減がポイントとなっている。したがって、簡潔に言えば、高利回りの期待できる（バリューアップ余地の大きい）物件を積極的に取得するとともに、取得後の稼働率向上が同 REIT の成長をけん引するモデルと言える。

REIT の特徴

2. 同 REIT の特徴と優位性

(1) 高利回りを実現する仕組み

同 REIT が高い利回り（NOI 利回り）を実現しているのは、取得競争の少ない独自のポジショニングや「目利き力」により、高いポテンシャルを持つ物件を好条件で取得していることや、取得後の稼働率の維持・向上によるものである。すなわち、物件特性により高いリスクプレミアムが要求される不動産をあえて対象とし、過度な取得競争を回避するとともに、スポンサーサポートを含めた「リーシング力」や「再生力」を最大限に生かしたバリューアップにより、超過利回り※を享受していると言える。

※ リスク対比での高い利回り。

(2) リスクコントロール機能

一方、リスク（キャッシュフローの下振れ懸念）についても、スポンサーサポートを活用したリスク軽減※<sup>1</sup>のほか、物件及びテナントの分散等※<sup>2</sup>によりコントロール機能が働いている。

※<sup>1</sup> リスク許容度の高いトーセイが一時的に物件を保有し、その間にテナントニーズを踏まえた修繕等のバリューアップ工事や賃貸借スキームの変更等を行うことにより、投資リスクを同 REIT が負担可能なレベルまで緩和する仕組み。  
※<sup>2</sup> 中小規模不動産を対象としていることから、資産規模の割に物件数及びテナント数が多いところに特徴があり、効率性の面では不利との見方ができるものの、リスク面では分散効果が働いている。

(3) 潜在的な成長力の高さ

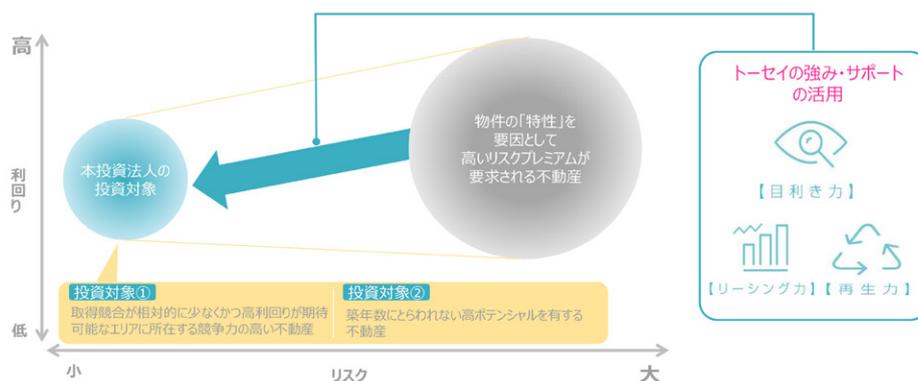
また、同 REIT の投資対象は、市場規模が大きく（裾野が広く）、取得競争が比較的少ないことから、潜在的な成長力が大きいところにも魅力がある。

(4) スポンサーサポートの活用

同 REIT の差別化されたポートフォリオを可能としているのは、トーセイによるスポンサーサポートによるところが大きい。特に、不動産流動化に豊富な実績を持つトーセイの「目利き力」、「リーシング力」、「再生力」は、前述したとおり、同 REIT の成長や利回りの高さ、リスクコントロールを支えていると言える。なお、「多摩センタートーセイビル」、「武蔵藤沢トーセイビル」及び「JPT 元町ビル（2 階、7 階一部区画のみ）」の大型 3 物件については、トーセイとのマスターリース契約※を締結している。

※ トーセイが一括借り上げをしたうえで、エンドテナントへのリーシングを行っている。したがって、同 REIT には稼働率の変動によるリスクは生じない。

スポンサーによるリスクコントロールのイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。  
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 業績動向

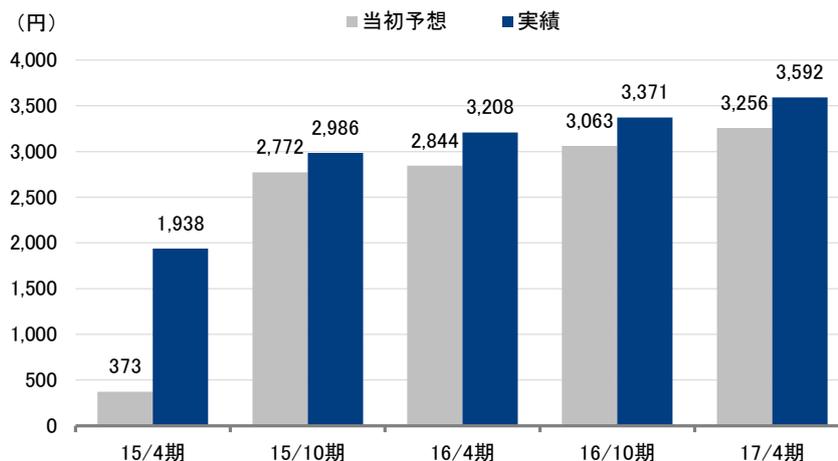
### 2017年4月期は資産規模拡大により増収増益を実現

#### 1. 上場からの業績推移

上場時（2014年11月27日）には12物件（取得価格合計174億円）であった資産規模は、2015年11月と2016年11月の2回の公募増資等による物件取得に伴い、2017年4月期末には23物件（取得価格合計361億円）と、まだ小規模ではあるものの、着実に拡大してきた。

また、「1口当たり分配金」についても、稼働率の向上や賃料改定等により、毎期、当初予想を上回りながら順調に伸びており、運用成績は好調に推移している。

1口当たり分配金の推移



出所：決算短信、会社リリースよりフィスコ作成

#### 2. 2017年4月期の業績

2017年4月期(2016年11月1日 - 2017年4月30日)の業績は、営業収益が1,616百万円(前期比20.8%増)、営業利益が791百万円(同23.1%増)、経常利益が658百万円(同21.2%増)、当期純利益が657百万円(同21.2%増)であった。2016年11月の公募増資により5物件(53億円)を取得したことで大幅な増収増益を実現し、1口当たり分配金も3,592円(前期比6.6%増)と増加した。また、業績予想に対しても上回る結果となっている。2017年4月末の運用資産は23物件、取得価格合計は361億円(前期末比17.3%増)に拡大した。

業績動向

業績予想との増減要因は以下のとおりである。

営業収益は、稼働率改善による賃料及び共益費収入の上振れに加えて、想定外のその他収入（原状回復工事収入や解約違約金収入）により予想を上回った（予想比 51.9 百万円増）。なお、期末稼働率は、住宅物件の改善等により 98.4%（前期末比 0.3 ポイント増）と高い水準で推移している。

一方、賃貸事業費用については、原状回復費の増加などがあったものの、水光熱費（電気代）の圧縮などにより予想以下に抑えることができた（予想比 3.7 百万円減）。ただ、一括償却などの特殊要因があった減価償却費及びその他費用は予想を上回った（合わせて予想比 13.0 百万円増）。それらの結果、当期純利益は予想比 42 百万円増となった。

以上から、2017 年 4 月期の業績を総括すると、外部成長（物件取得）により資産規模の拡大を図り、ポートフォリオの安定性（上位物件依存度の軽減など）や運用の効率性を高めることができたこと、内部成長（稼働率向上やコスト削減等）により前期及び予想を上回る 1 口当たり分配金を実現したことから、順調な運用成績を残すことができたと評価できる。

**2017 年 4 月期（第 5 期）の業績**

（単位：百万円）

	16/10 期 実績	17/4 期 実績	前期比		17/4 期 当初予想	当初予想比	
				増減率			増減率
運用日数	184	181	-3	-	181		
営業収益	1,337	1,616	278	20.8%	1,564	52	3.3%
営業利益	643	791	148	23.1%	750	41	5.4%
経常利益	543	658	115	21.2%	616	42	6.9%
当期純利益	542	657	115	21.2%	615	42	6.9%
1 口当たり分配金（円）	3,371	3,592	221	6.6%	3,359	233	6.9%
投資口数（口）	161,000	183,200	22,200	13.8%			
期末稼働率	98.1%	98.4%	0.3p	-			
資本的支出	50	47	-3	-6.4%			
減価償却費	168	207	39	23.5%			

出所：決算短信よりフィスコ作成

### 3. 財政状態

2017 年 4 月期末の総資産は 5 物件（53 億円）の新規取得により 40,291 百万円（前期末比 17.0% 増）と大きく拡大した。一方、純資産も公募増資（2,224 百万円）により 19,389 百万円（同 13.8% 増）に増加したことから、自己資本比率は 48.1%（前期末は 49.5%）とほぼ横ばいで推移した。また、有利子負債も物件取得に伴って 18,700 百万円（同 20.9% 増）に増加したが、総資産 LTV は 46.4% と基本方針の範囲内（45% - 50%）で低い水準を維持しており、財務基盤の安定性や今後の資金調達力に懸念はない。

業績動向

なお、有利子負債に関しては、新規借入れ（33 億円）及びリファイナンス（39 億円）時に、長期・固定金利で調達したことにより、平均残存年数の長期化（前期末 2.3 年 → 3.4 年）や金利の固定化（固定金利比率は前期末 45.3% → 67.4%）、返済期限の分散化、返済額の平準化を実現し、流動性リスクや将来的な金利上昇リスクを視野に入れた対策も行っている。また、有利子負債はメガバンクなど既存 7 行に加えて、地銀 2 行からも借り入れており、バンクフォーメーションの間口も広げている。

2017年4月期末の財政状態

(単位：百万円)

	16/10 期 実績	17/4 期 実績	前期比	
			増減率	
総資産	34,428	40,291	5,863	17.0%
純資産	17,043	19,389	2,345	13.8%
有利子負債	15,469	18,700	3,231	20.9%
平均調達金利	0.67%	0.84%	0.17%	-
固定金利比率	45.3%	67.4%	22.1%	-
長期借入比率	94.8%	100.0%	5.2%	-
平均残存年数 (年)	2.3	3.4	1.1	-
総資産 LTV	44.9%	46.4%	1.5%	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

4. 活動実績

(1) 外部成長

東京経済圏の 5 物件（オフィス 2 物件、商業 1 物件、住宅 2 物件）をスポンサーから合計 53 億円で取得した。5 物件の取得時平均鑑定 NOI 利回りは 5.71% であり、基本方針（償却後の NOI4% 台半ば～後半）を上回っていることはもちろん、取得競合の激化により利回り低下がみられる東京経済圏において相対的に高い利回りを確保したと評価してよいだろう。この結果、ポートフォリオ全体の残高は約 361 億円に拡大するとともに、平均鑑定 NOI 利回りも 6.10% と高い水準を維持、ポートフォリオの分散化（NOI 上位 5 物件シェアは前期末 51.1% → 42.4%）も進展した。

(2) 内部成長

期末稼働率については、住宅物件の稼働率向上により 98.4%（前期末比 0.3 ポイント増）と高水準を維持した。退去面積は前期比で増加したものの、きめ細かいリーシング活動により、それを上回る入居契約を獲得したことが奏功した。一方、賃料の状況については、新規契約 78 件及び解約 76 件があり、月間賃料は 0.7 百万円の増加となった。また、更新対象件数 177 件のうち 157 件を更新（更新率 89%）し、37 件については増額更新に成功した。

(3) 物件価値維持に向けた投資

タイムリーな計画修繕及びバリューアップ工事の実施など CAPEX 投資（資金的支出：2017 年 4 月期は 47.3 百万円）により、資産価値の維持・稼働率の向上を図った。なお、余剰資金については将来の投資に備えて信託預金等に積み立てている。2017 年 4 月期末の信託現金及び信託預金の残高は 2,986 百万円（前期末比 19.5% 増）に増加した。

業績動向

保有物件の状況

物件番号	業種別 区分	物件名	築年数 (年)	所在地	取得価格 (百万円)	投資比率 (%)	不動産 鑑定評価額 (百万円)	鑑定NOI 利回り (%)	総資産 可能総額 (百万円)	稼働率 (%) (注2)	PMI値 (%) (注3)
O-01		多摩センターセビル	27.8	東京都多摩市	3,370	9.3	3,520	6.92	9,737.49	100.0 (73.5)	4.36
O-02		KM新宿ビル	25.6	東京都新宿区	2,057	5.7	2,460	5.71	3,403.95	100.0	5.52
O-03		日本橋浜町ビル	26.5	東京都中央区	1,830	5.1	2,100	6.05	3,334.40	100.0	6.11
O-04		関内トーセイビルⅡ	33.2	神奈川県横浜市	4,100	11.3	4,560	6.02	6,917.02	100.0	11.54
O-05		西横高トーセイビル	23.2	東京都江戸川区	1,710	4.7	1,920	6.12	3,187.97	100.0	3.84
O-06		新横浜センタービル	26.4	神奈川県横浜市	1,364	3.8	1,590	6.79	3,888.28	100.0	6.47
O-07		西台NCビル	25.1	東京都板橋区	1,481	4.1	1,620	6.01	3,798.48	90.8	5.25
O-08		JPT元町ビル	25.5	神奈川県横浜市	2,377	6.6	2,590	6.03	5,453.13	100.0 (100.0)	6.06
O-09		白山麻の実ビル	23.8	東京都文京区	1,380	3.8	1,400	5.05	1,860.51	91.7	7.31
オフィス小計			-		19,669	54.4	21,760	6.14	41,581.23	98.8	-
Rt-01		福毛海岸ビル	24.4	千葉県千葉市	2,380	6.6	2,530	6.25	5,890.92	100.0	6.49
Rt-02		武蔵野駅トーセイビル	19.7	埼玉県入間市	1,950	5.4	2,110	6.54	6,089.72	100.0 (100.0)	5.85
Rt-03		セレクション初富	13.9	千葉県鎌ヶ谷市	310	0.9	341	6.69	1,839.45	100.0	7.98
商業施設小計			-		4,640	12.8	4,981	6.40	13,820.09	100.0	-
オフィス・商業施設中計			-		24,309	67.2	26,741	6.19	55,401.32	99.1	-
Rd-01		T's garden高円寺	6.3	東京都杉並区	1,544	4.3	1,940	5.35	2,169.38	98.8	7.91
Rd-02		ライブ赤羽	28.1	東京都北区	1,227	3.4	1,470	6.29	3,876.35	97.2	7.45
Rd-03		月光町アパートメント	9.1	東京都目黒区	1,000	2.8	1,130	5.07	1,392.13	93.1	8.98
Rd-04		T's garden高円寺	8.2	神奈川県川崎市	980	2.7	1,110	5.76	2,067.77	100.0	7.38
Rd-05		アビタート藤田	25.9	東京都大田区	836	2.3	900	5.52	1,768.23	100.0	7.82
Rd-06		マーランドファイブ	27.0	埼玉県蕨市	830	2.3	867	6.81	2,723.68	93.0	4.00
Rd-07		アビエール白砂	22.2	神奈川県横浜市	780	2.2	898	6.59	2,499.93	100.0	7.57
Rd-08		ドミトリー原町田	24.8	東京都町田市	600	1.7	685	6.83	1,867.07	94.7	5.29
Rd-09		SEA SCARE 千葉みなと	9.1	千葉県千葉市	2,800	7.7	3,030	6.00	6,758.52	95.2	7.30
Rd-10		プラティムガーデン	22.2	千葉県鎌ヶ谷市	600	1.7	618	6.28	3,687.98	98.3	9.42
Rd-11		T's garden新小岩	19.1	東京都葛飾区	670	1.9	694	5.22	1,652.93	100.0	4.41
住宅小計			-		11,867	32.8	13,342	5.92	30,463.97	97.0	-
合計/平均			22.9		36,176	100.0	40,083	6.10	85,865.29	98.4	3.75

(注1) 本表における数値は2017年4月末時点のものです。  
(注2) 「稼働率」は括弧内は、マスターリース会社とテナントとの間で実際に賃貸借契約が締結され賃貸が行われている面積の合計が占める割合です。  
(注3) PMI値の「合計/平均」に記載の数値は、SOMPOJ&ケアマネジメント株式会社による2016年9月付「ポトフォリオ地産PMI評価報告書」に基づきポトフォリオ全体に関するPMI値を掲載しています。

出所：決算説明会資料より掲載

## 業績見通し

### 2017年10月期は保守的な前提により減収減益を予想。 稼働率の上振れや新規物件取得のタイミングに注目

2017年10月期（2017年5月1日 - 2017年10月31日）の業績予想について同REITは、営業収益を1,590百万円（前期比1.6%減、当初予想比1.0%増）、営業利益を734百万円（前期比7.3%減、当初予想比0.9%増）、当期純利益を597百万円（前期比9.2%減、当初予想比1.5%増）、1口当たり分配金を3,259円（前期比9.3%減、当初予想比1.5%増）と見込んでいる。

また、2018年4月期（2017年11月1日 - 2018年4月30日）の業績予想については、営業収益が1,560百万円、営業利益が722百万円、当期純利益が586百万円、1口当たり分配金が3,202円となる見通しである。

現時点で新規物件の取得を予想に入れていないことや、前期取得物件の固都税が費用化されることによる支出の増加、稼働率の前提を前期実績と比べて保守的な水準（2017年10月期を96%程度、2018年4月期を95%程度と想定しているもよう）としていることから減収減益予想となっているが、当初予想（2017年10月期）に対しては増額修正となっている。また、2018年10月期以降の巡航時分配金は、3,200円/口程度となる見込みである。

業績見通し

弊社では、保守的な前提条件などから判断して、同 REIT による業績予想の達成は可能とみている。むしろ、過去の実績と同様、稼働率が高い水準を維持することにより業績が上振れる可能性もある。また、パイプライン（優先交渉権 5 物件）を確保していることから、新規物件の取得のタイミングによっては前提条件が大きく変化する可能性があり、今後の動向に注意する必要がある。

## ■ 成長戦略とその進捗

### 資産規模 500 億円の早期実現を目指す

同 REIT は、分配金水準の維持・向上のため、資産規模を拡大し長期的に安定する運営基盤確立を図る方針である。当面の運営目標として資産規模 500 億円の早期実現を目指すとともに、中期的な資産規模として 1,000 億円をイメージしている。

外部成長戦略、内部成長戦略、財務戦略として以下を掲げている。

#### 1. 外部成長戦略

1) スポンサーパイプラインの活用、2) 独自の取得ルートの拡充、3) 柔軟な投資機会の模索により、高利回り物件の取得と差別化されたポートフォリオの拡充を目指す。特に、投資機会が豊富で、かつ小規模ならではのパフォーマンスが追求できるボリュームゾーンへの積極投資を通じてスケールメリットを享受し、安定性と高利回りの両立を図る戦略である。利回り目標として、償却後の NOI4% 台半ば～後半を追求する方針に変更はない。

現在のスポンサーパイプラインの状況は、2017年6月15日に2物件に係る優先交渉権を取得したことにより合計5物件を確保している。予定取得価格は合計70億円程度のもようであり、500億円の目標も射程圏内に入ってきた。なお、優先交渉権物件については、現在、スポンサーによるリニューアル工事等を実施中である。また、今後の物件取得についても、東京経済圏エリア（都心部から30km圏内を目安）にフォーカス（更なる深堀り）して、情報収集に取り組んでいる。

優先交渉権物件の状況

物件名	所在地	物件タイプ	延床面積 (m <sup>2</sup> )	竣工年月
ツイン・アベニュー	東京都練馬区	住宅・店舗	4,563.79	1992年 3月
和紅ビル	千葉県千葉市	店舗・事務所	4,059.79	1986年 5月
ルミエール3番館	埼玉県川口市	住宅・店舗	5,812.86	1994年 9月
マイルストーン東久留米（新規）	東京都東久留米市	住宅・店舗	4,374.55	1989年 9月
サンセール与野本町（新規）	埼玉県さいたま市	住宅	1,978.93	1990年11月

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 2. 内部成長戦略

グループによる運用力を最大限に活用し、1) きめ細かいリーシング活動、2) 顧客（テナント満足度）の向上、3) コストパフォーマンスに優れた改修を通じた物件競争力の維持・向上により、高稼働率を維持するとともに、賃料改定時におけるアップサイドを追求する戦略である。

## 3. 財務戦略

引き続き、有利子負債については、保守的な LTV（45%～50%の範囲内）を維持し、固定金利運営を行うことを基本としつつ、一定額の変動金利調達による低金利のメリット享受など、市場金利動向の変化に合わせた柔軟な財務戦略との両立を目指している。また、資産規模 500 億円の実現には、円滑なエクイティファイナンスの実施が必要になると考えている。さらに、500 億円到達後の課題として、1) 資金調達手法の多様化への取り組み、2) 格付取得・無担保化による信用力向上、3) 資金調達コストの低減化と安定化、4) 資産入れ替えに伴う売却益等の活用を挙げている。

弊社でも、同社が特化する対象市場には投資機会が豊富にあるうえ、取得競争が比較的少ない（参入障壁が高い）ことから、潜在的な成長力は高いと評価している。また、資産規模 1,000 億円に向けては、トーセイ以外の取得ルートの確保や地方大都市圏への参入の可能性にも注目している。

一方、リスク要因としては、他 REIT と同様、稼働率の低下や賃料の下落等があげられるが、前者については、物件やテナントの分散が図られているうえ、規模拡大に伴ってさらに安定性の向上が期待できる。また、後者についても、同社の対象物件（ややグレードの劣るクラス）は、賃料の大幅な値上げが難しい半面、値下げのリスクも限定的である（最上級のクラスに比べて賃料の変動率が小さい）と考えられる。したがって、リスク・リターンの関係から判断して、リスクも相対的に低い水準を維持できる可能性が高いとみている。

## ■ ベンチマーキング

### NOI 利回り及び分配金利回りともに高い水準。 割安な投資口価格には調整が入る可能性が高い

他の総合型 REIT と比較すると、同 REIT の NOI 利回り及び分配金利回りはともに高い水準にある。ただ、NOI 利回りの高さは、同 REIT の特徴や強みを生かした結果として、超過利回りを実現したものである一方、同 REIT の分配金利回りの高さは投資口価格の現在の水準が要因であると考えられる。また、NAV 倍率で見ても、投資口価格には明らかに割安感がある。では、投資口価格が現在の水準となっている理由は何か。1) 同 REIT の特徴（超過利回り追求型であること）が伝わっていないこと、2) 資産規模が小さいためポートフォリオの安定性に懸念が持たれていること、3) REIT 市場における流動性が少ないこと、4) 知名度が低いこと、などが挙げられる。したがって、今後、資産規模の拡大や流動性の向上はもちろん、IR 活動などによって知名度の向上及び特徴の理解が進むにつれて、投資口価格に調整が入る可能性は十分に高いと考えられる。

総合型 REIT の各指標比較

	コード	決算月	投資口 価格 (円)	分配金 利回り	NAV 倍率	時価総額 (百万円)	物件数	取得価格 合計 (億円)	NOI 利回り	平均 築年数
大和ハウスリート投資法人	8984	2月/8月	272,500	3.61	1.14	460,525	204	5,817	5.33	9.5
阪急リート投資法人	8977	5月/11月	140,800	4.05	0.97	84,128	23	1,416	4.87	16.5
福岡リート投資法人	8968	2月/8月	169,900	4.04	1.13	126,915	26	1,781	5.76	15.7
平和不動産リート投資法人	8966	5月/11月	90,500	4.48	0.86	91,844	100	1,666	4.97	16.8
インヴィンシブル投資法人	8963	6月/12月	49,400	6.14	0.94	190,725	127	2,992	6.26	18.4
森トラスト総合リート投資法人	8961	3月/9月	182,500	4.68	1.37	240,900	15	3,281	4.32	17.7
ユナイテッド・アーバン投資法人	8960	5月/11月	163,700	4.12	1.17	500,118	123	6,221	5.32	22.1
東急リアル・エステート投資法人	8957	1月/7月	133,800	3.96	0.90	130,803	28	2,223	4.21	18.7
日本プライムリアルティ投資法人	8955	6月/12月	414,500	3.47	1.43	382,584	62	4,351	4.88	21.2
オリックス不動産投資法人	8954	2月/8月	165,700	3.69	1.06	444,076	110	6,398	5.11	14.6
投資法人みらい	3476	4月/10月	172,400	5.92	0.94	50,643	15	1,005	4.83	20.1
さくら総合リート投資法人	3473	2月/8月	83,900	6.56	0.90	27,939	18	574	6.02	20.7
マリモ地方創生リート投資法人	3470	6月/12月	93,600	7.10	0.82	8,515	18	168	7.86	13.4
スターアジア不動産投資法人	3468	1月/7月	100,000	8.38	0.94	41,430	24	770	5.28	19.3
野村不動産マスターファンド投資法人	3462	2月/8月	156,600	3.77	1.06	655,078	268	9,273	5.12	19.6
トーセイ・リート投資法人	3451	4月/10月	106,700	6.06	0.86	19,547	23	362	6.36	22.9
積水ハウス・リート投資法人	3309	4月/10月	135,000	4.00	0.95	130,815	6	2,008	4.20	6.3
ヒューリックリート投資法人	3295	2月/8月	172,400	3.85	1.10	180,158	43	2,497	4.73	16.9
アクティブ・プロパティーズ投資法人	3279	5月/11月	490,000	3.78	1.27	325,955	39	4,080	4.75	14.1

注：NOI 利回り、平均築年数は各 REIT の直前期における実績。それ以外は 2017 年 7 月 31 日時点  
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