

J-REIT レビュー 2021年下期

2022年3月

三井住友トラスト基礎研究所
REIT投資顧問部

J-REITの運用状況

2021年下期の実績 ※2021年7月期～2021年12月期または2021年7月～12月

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+0.7%。21年上期の同+0.9%を下回るが、プラスを維持。
NAV	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+2.2%。21年上期の同+1.5%を上回る。
内部成長	<ul style="list-style-type: none">ポートフォリオNOI利回りは平均4.7%。前年同期の4.8%から低下。含み益率は22.3%。前期末21.7%から上昇。
外部成長	<ul style="list-style-type: none">物件取得額は約8,800億円※。取得物件のNOI利回りは平均4.3%。物件譲渡額は約3,000億円※。不動産売却益(ネット)は当期利益総額の9.8%。 <p>※いずれも2021年7月～12月発表分を集計。</p>
財務運営	<ul style="list-style-type: none">LTV(出資総額ベース)は平均47.0%(前期末47.1%)。有利子負債の平均利率は0.59%(前期末0.60%)、残存年数は平均4.3年(同4.4年)。公募増資は20件、調達額は3,008億円。BPS※変化率は平均+3.3%。※BPS:1口当たり純資産額。

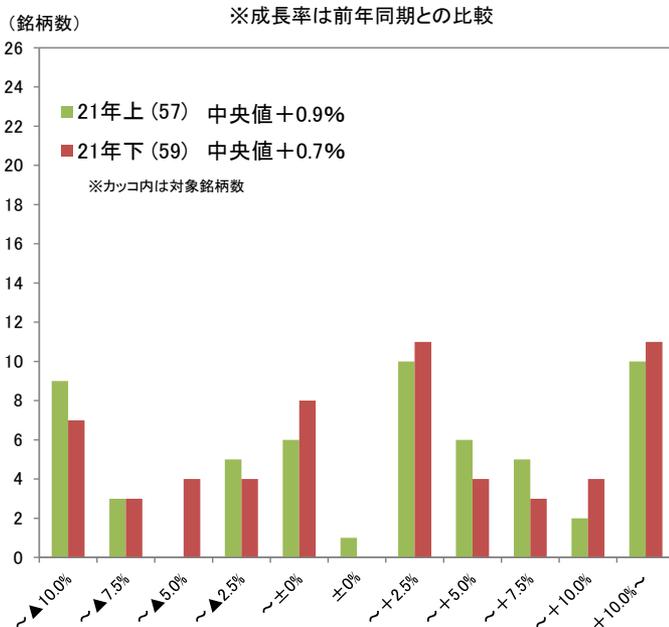
2022年上期の会社予想 ※2022年1月期～2022年6月期

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+0.4%。 <p>成長率プラスを予想する銘柄は54%、成長率マイナスを予想する銘柄は37%。</p>
-----	--

分配金・NAVの成長率

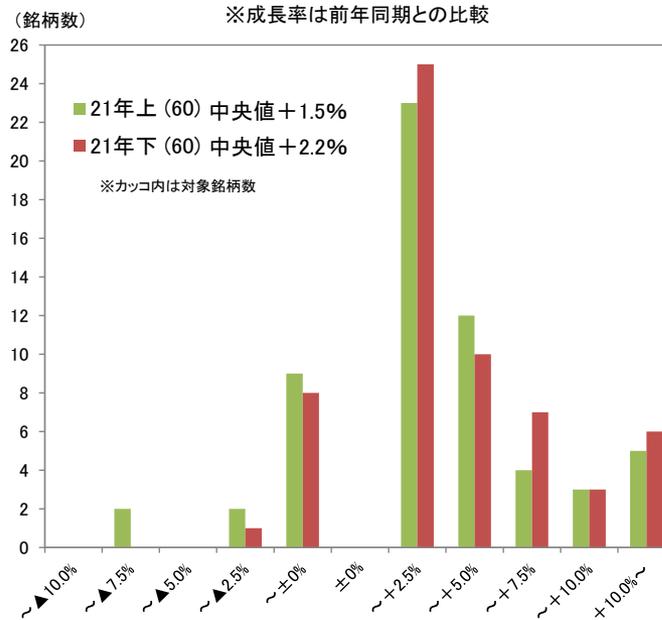
- 21年下期の分配金の成長率は前年同期比+0.7%（対象銘柄の中央値）。21年上期の同+0.9%を下回るが、プラスを維持。成長率プラスの銘柄が約6割、成長率マイナスの銘柄が約4割は前期と同様で、二分化が続く。物流銘柄は2桁成長も多く堅調な一方、ホテル銘柄は引き続き厳しい。オフィス銘柄は稼働率低下が続くが、過半はプラス成長。
- 21年下期の1口当たりNAVの成長率は前年同期比+2.2%（対象銘柄の中央値）。21年上期の同+1.5%を上回る。成長率プラスの銘柄が8割を超え、成長率マイナスの銘柄は前期より減少。物流施設や住宅で鑑定評価額の上昇が強まり、物流銘柄以外にプレミアム増資効果※が広がったことで、約7割の銘柄の成長率が21年上期を上回る。
※ BPSを増加させる増資。BPSの向上は分配金やNAVの成長に寄与。

1口当たり分配金成長率の分布



(注) 上場後2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

1口当たりNAV成長率の分布

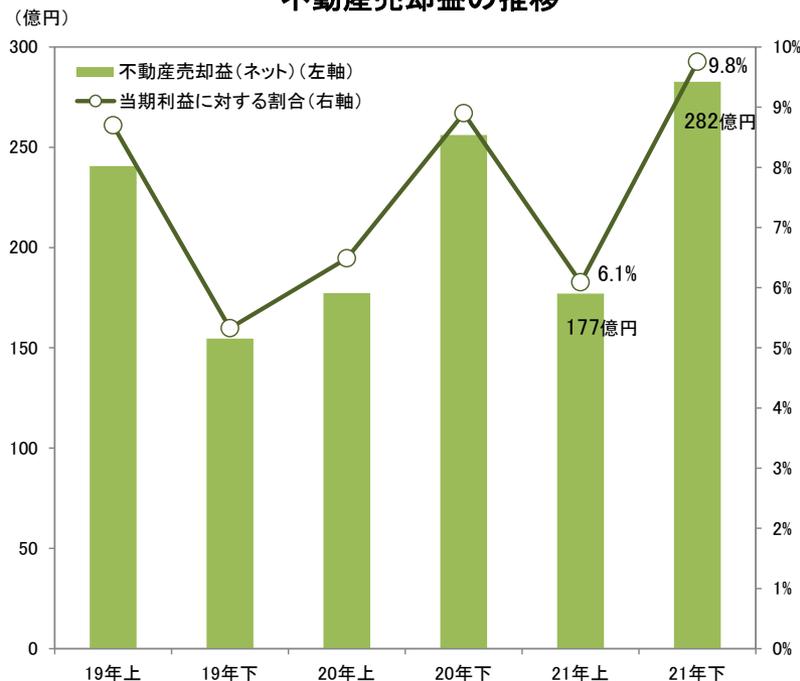


(注1) 変則決算期、上場廃止期は対象外
 (注2) 1口当たりNAV = (純資産 + 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計 - 分配総額) ÷ 発行済投資口数
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

売却益・含み損益

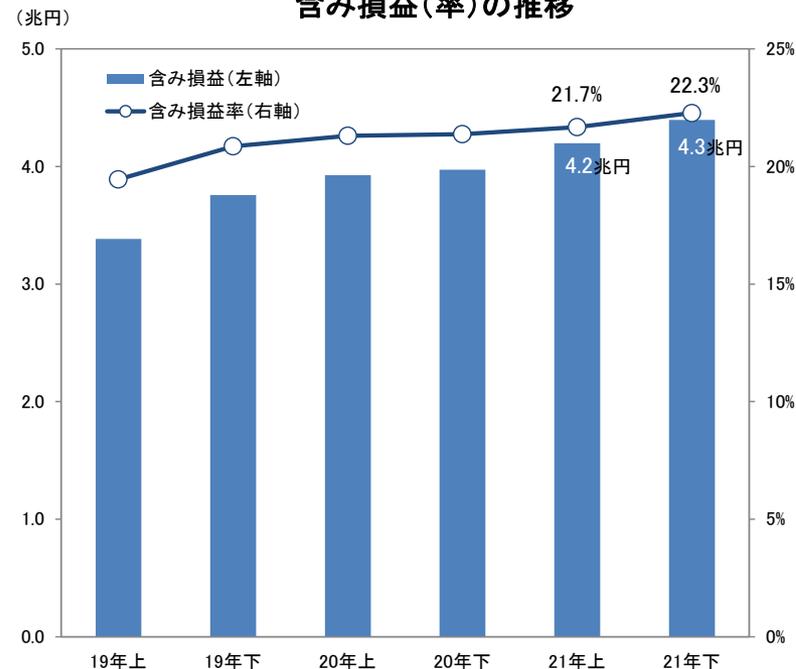
- 21年下期の不動産売却益(ネット)は合計282億円、全銘柄の当期利益総額に対する割合は9.8%。売却益(ネット)は前期(177億円)から6割増加。前期と同様に売却益を計上した銘柄は約半数だが、1銘柄あたりの売却益が増加。
- 21年下期の含み損益は4.3兆円、含み損益率は22.3%。引き続き全銘柄が含み損益。21年下期に物流施設や住宅で鑑定評価額の上昇が強まり、含み損益率は前期末から上昇。

不動産売却益の推移



(注1) 上場廃止期は対象外
 (注2) 不動産売却益(ネット) = 不動産等売却益 - 不動産等売却損、不動産等交換差益を含む
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

含み損益(率)の推移



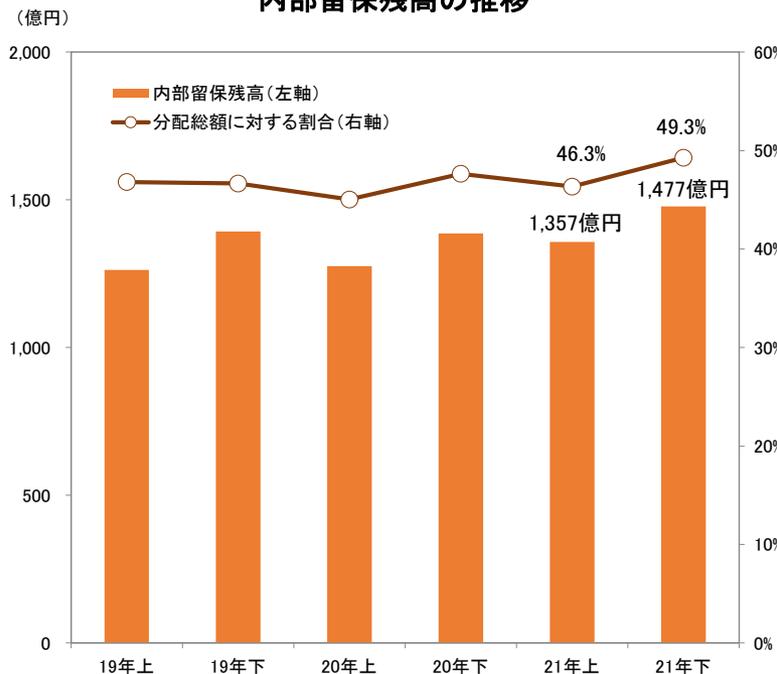
(注) 含み損益 = 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計。含み損益率 = 含み損益 ÷ 帳簿価額合計
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部留保

- 21年下期の内部留保^{※1}残高は合計1,477億円、21年下期の全銘柄の実績分配総額2,998億円に対する割合は49.3%。
- 業績悪化に対して内部留保の取崩で分配金を下支えする銘柄が増える一方、将来の分配金安定化のために売却益の一部を内部留保に繰り入れる動きも進む。内部留保残高、分配総額に対する割合はともに前年同期^{※2}より増加。
- 内部留保を有する銘柄は約6割で、前年同期(約半数)と比べて増加。

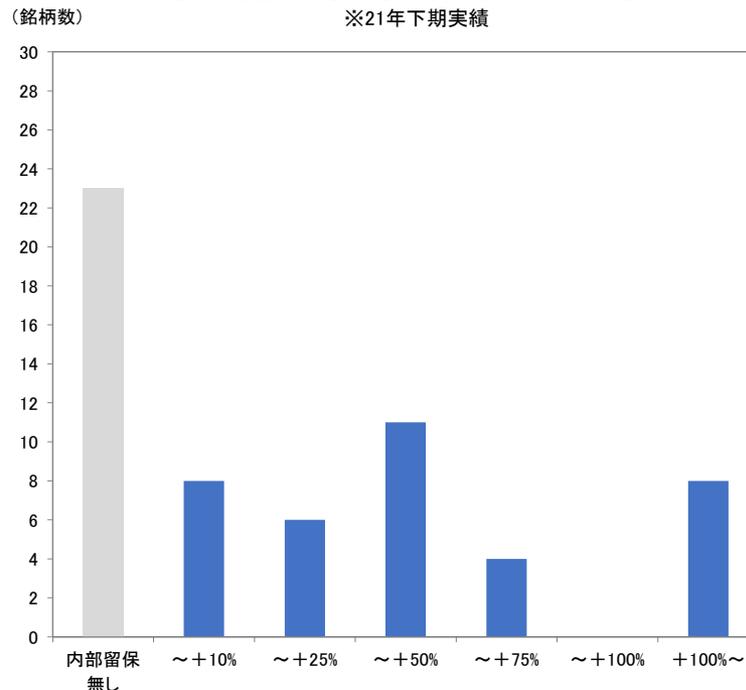
※1 合併時に発生した負ののれんや税制特例を活用した物件売却益の一部を内部留保として蓄積。一時的な利益減少等の際に取り崩して分配金に充当することで分配金の安定化が可能。
 ※2 ジャパン・ホテル・リート投資法人は、12月の年1回決算で下期のみ集計対象となるため、前年同期と比較。

内部留保残高の推移



(注1) 上場廃止期は対象外
 (注2) 内部留保残高は任意積立金残高のほか、繰延税金負債、繰越利益を集計
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

分配総額に対する内部留保比率の分布

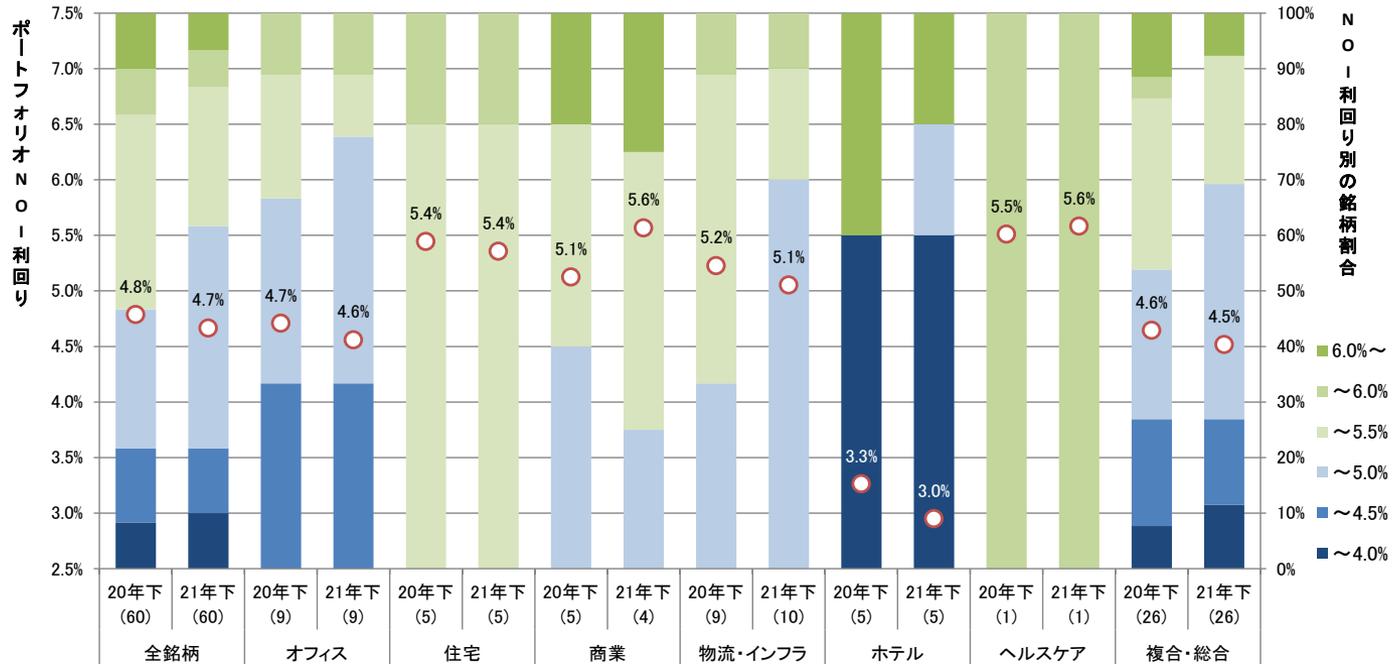


(注1) 対象銘柄60銘柄
 (注2) 内部留保残高は21年下期の繰入・取崩後
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部成長

- 21年下期(2021年7月期～2021年12月期)のポートフォリオNOI利回りは平均4.7%。前年同期の4.8%から低下。
- ホテルセクターは3.0%と前年同期の3.3%からさらに低下。ホテル売上と賃料にタイムラグのある銘柄の低下が影響。
- オフィスセクター、物流・インフラセクター、複合・総合セクターは前年同期からそれぞれ0.1pt低下。
オフィスセクターは稼働率低下、物流・インフラセクターは既存ポートフォリオを下回る利回りでの物件取得が影響。
- 商業セクターの大幅な上昇は対象銘柄変更が要因だが、同一銘柄ベースの比較でも一時的な賃料減額の減少で改善。

ポートフォリオ NOI利回り(対取得価格)
－ セクター別平均と利回り別の銘柄割合 －



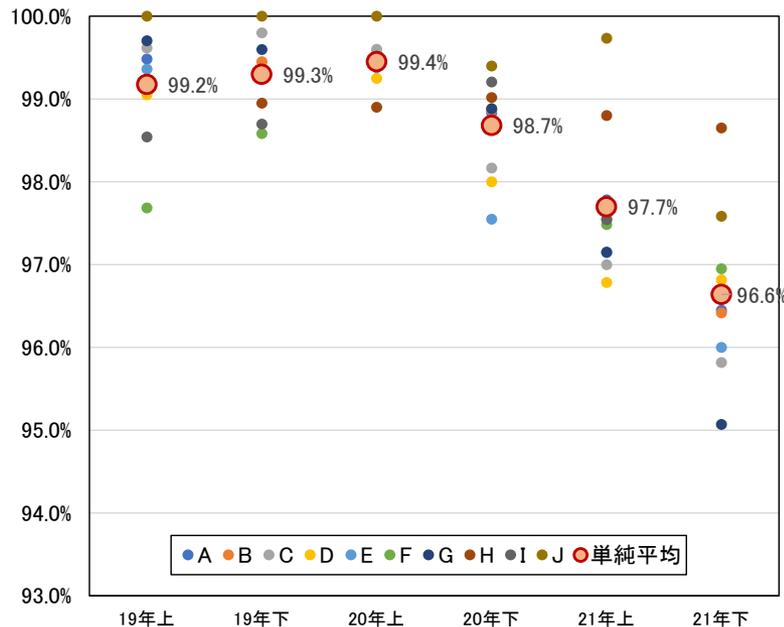
(注1) 上場2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
 (注2) NOI利回り=当該期のNOI÷当該期の運用日数×365日÷期末取得価格合計
 (注3) 平均NOI利回りは取得価格加重平均
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※カッコ内は対象銘柄数

稼働率(オフィス、住宅)

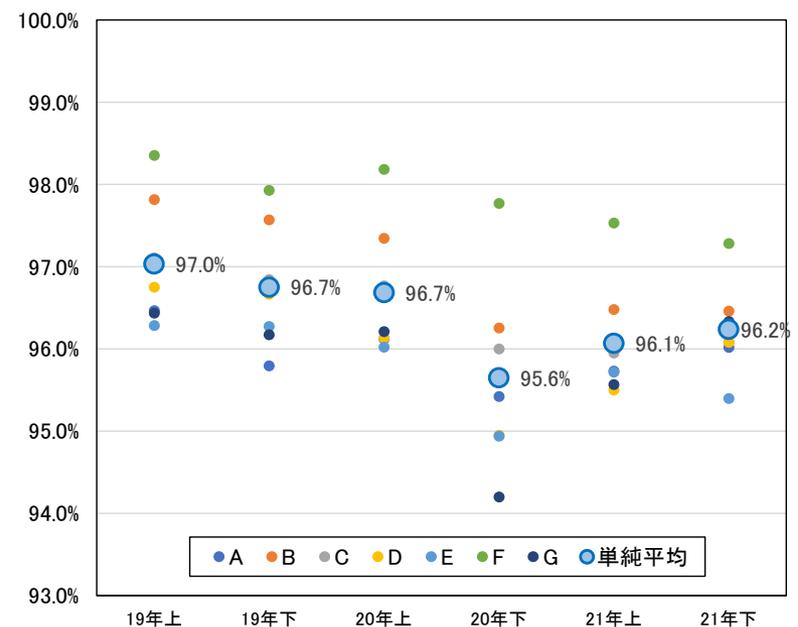
- 21年下期のオフィス稼働率は96.6%。
銘柄による低下幅の違いはあるが、21年上期から1.1pt低下。コロナ影響前ピークの20年上期を2.8pt下回る。
- 21年下期の住宅稼働率は96.2%。
稼働重視の運営で、前年同期比で0.6pt上昇と回復傾向だが、コロナ影響がなかった19年下期を0.5pt下回る。

オフィス稼働率の推移



(注1) 集計対象はオフィス特化10銘柄
(注2) 上期は1~6月、下期は7~12月の月末稼働率の平均値
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

住宅稼働率の推移

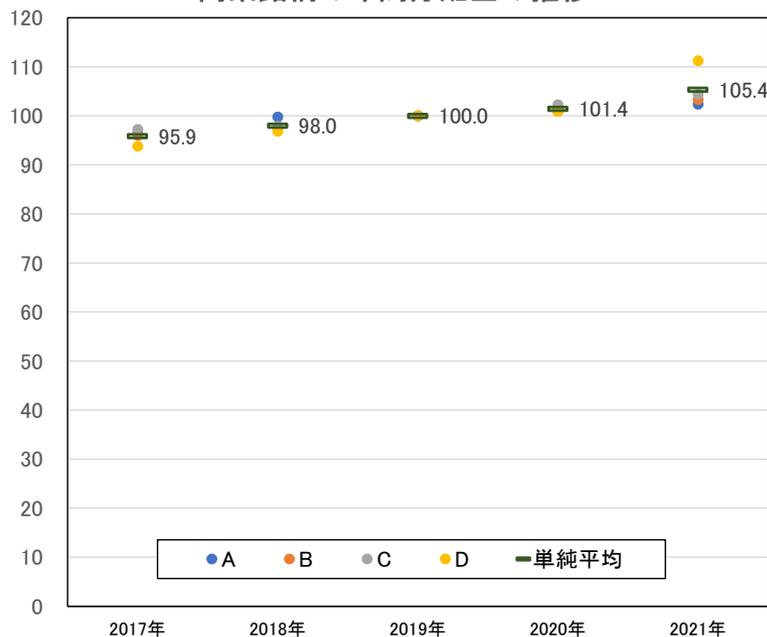


(注1) 集計対象は住宅特化5銘柄に住宅中心の複合2銘柄を加えた7銘柄
(注2) 上期は1~6月、下期は7~12月の月末稼働率の平均値
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

分配金(商業、ホテル)

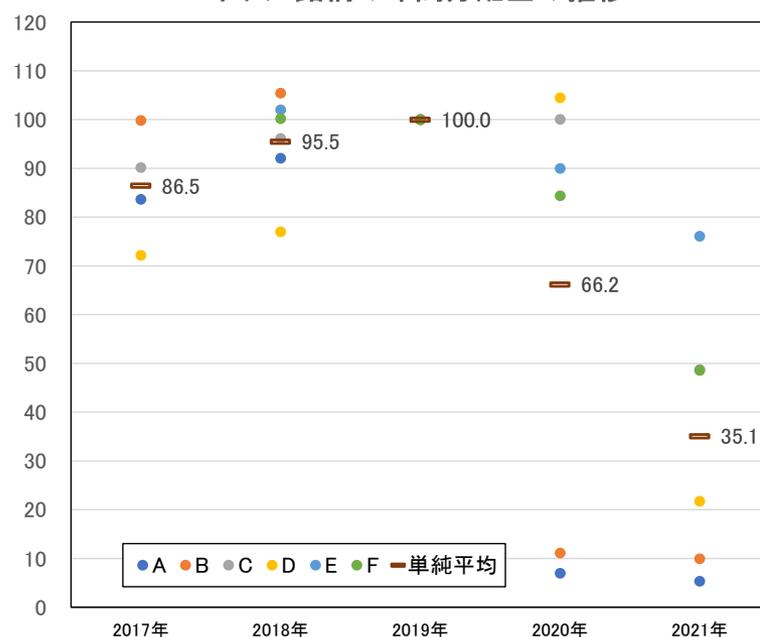
- 21年の商業銘柄の年間分配金は、コロナ影響がなかった19年比で5.4%増加。プレミアム増資によるBPS向上が寄与。郊外型物件やマスターリース物件が多い商業銘柄の稼働率は99%超を維持。コロナ影響による一時的な賃料減額も減少。
- 21年のホテル銘柄の年間分配金は、19年の35.1%にとどまる。分配金の減少度合いは、収入に占める変動賃料割合や立地・ブランド競争力等によって銘柄間格差が大きい。

商業銘柄の年間分配金の推移



(注1) 集計対象は商業特化3銘柄に商業中心の複合1銘柄を加えた4銘柄
 (注2) 年間分配金は、上期(1~6月)と下期(7~12月)を合計し、2019年を100として指数化
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

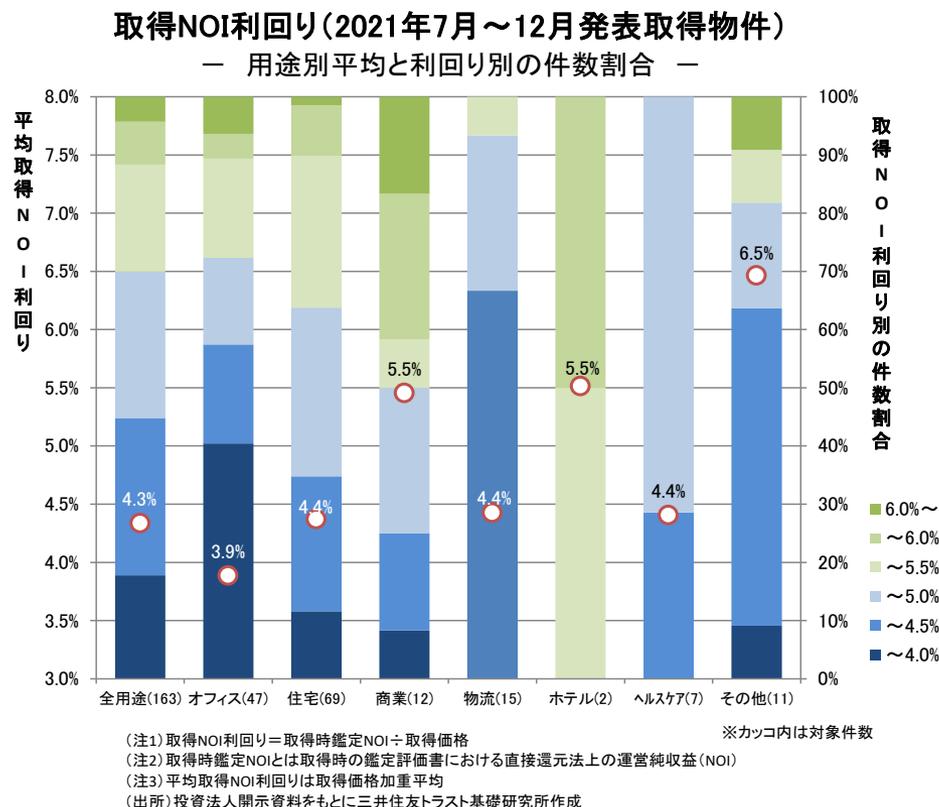
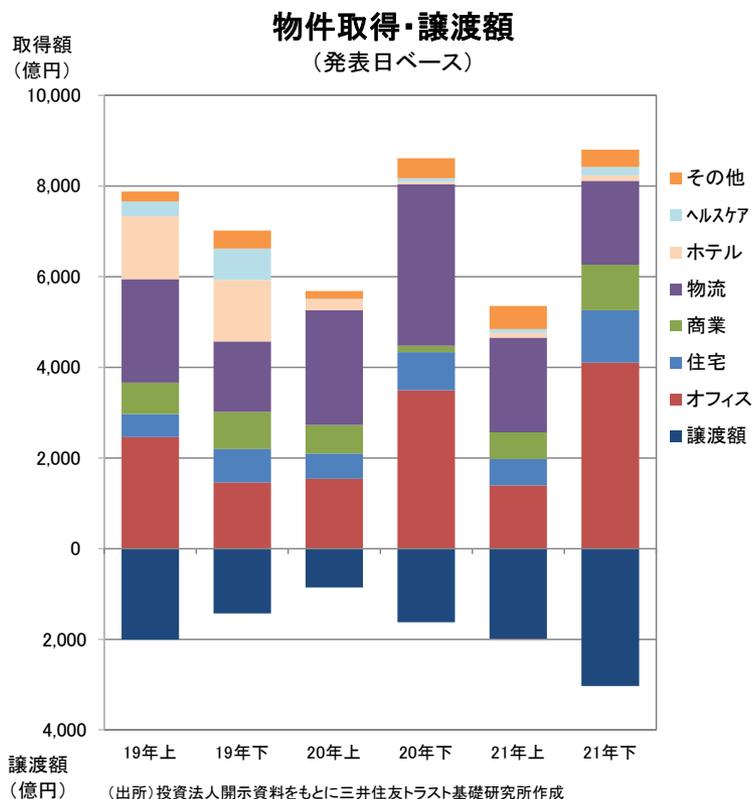
ホテル銘柄の年間分配金の推移



(注1) 集計対象はホテル特化5銘柄にホテル中心の複合1銘柄を加えた6銘柄
 (注2) 年間分配金は、上期(1~6月)と下期(7~12月)を合計し、2019年を100として指数化
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

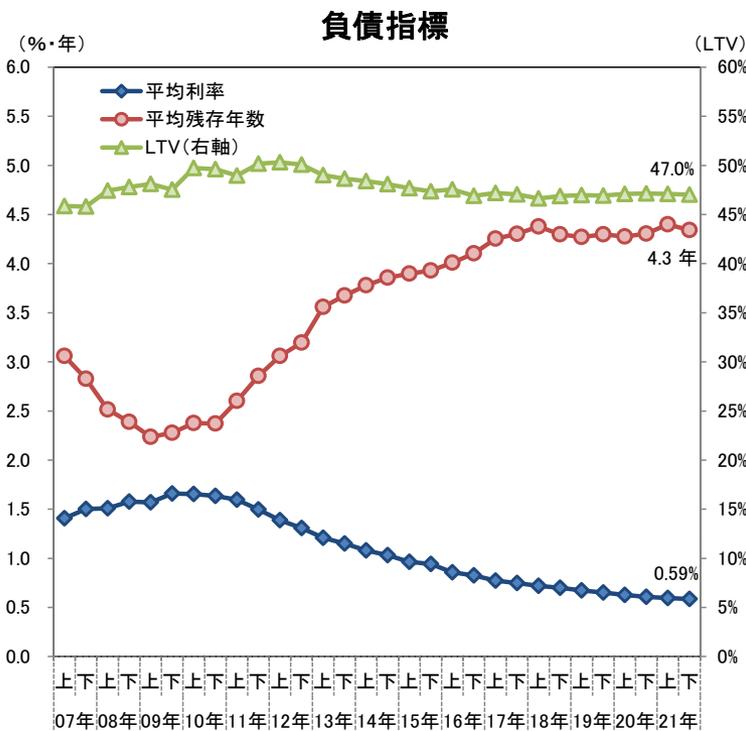
外部成長

- 21年下期(2021年7月～12月)発表の物件取得額は約8,800億円で、うちオフィスが47%、物流施設が21%を占める。取得額の約7割がスポンサー関連※からの取得。平均取得NOI利回りは4.3%、21年上期の4.4%から低下。
※スポンサー関連からの取得とは、投信法に定める利害関係人等からの取得および資産運用会社の内部規定に定める利害関係者からの取得
- 21年下期発表の物件譲渡額は約3,000億円で、うちオフィスが57%、商業施設が24%を占める。譲渡価格は直近鑑定評価額を平均で15%上回り、直近簿価を20%上回る。

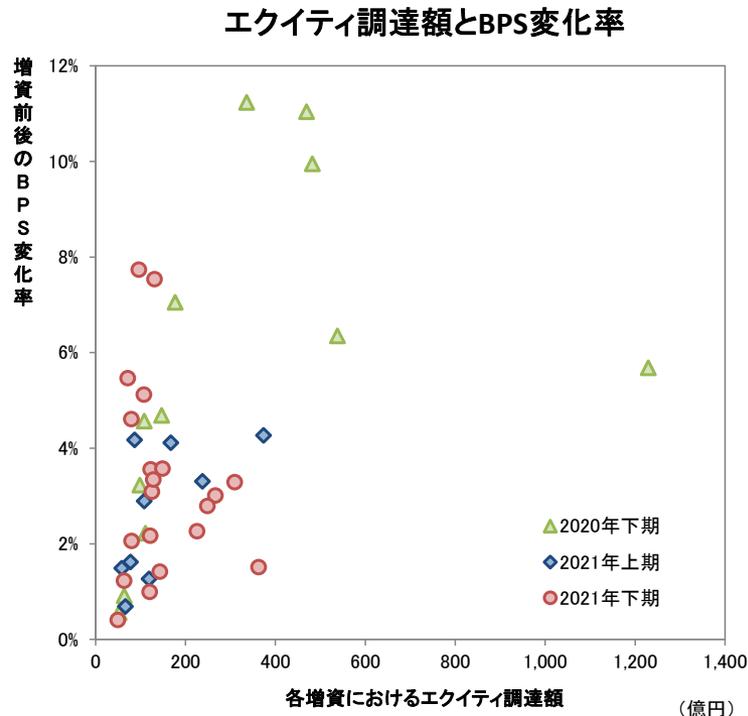


財務運営

- 21年12月末のLTV(出資総額ベース※左図注2参照)は平均47.0%。21年6月末の47.1%から僅かに低下。
- 21年12月末の有利子負債の平均利率は0.59%(21年6月末0.60%)、残存年数は平均4.3年(同4.4年)。
- 21年7月～12月の公募増資は20件、調達額は3,008億円。BPS変化率は平均+3.3%。
オフィス銘柄の大型POがあった前年同期(12件、3,813億円)から調達額は21%減少したが、投資口価格の回復に伴い、商業や複合銘柄にもPOによる物件取得が広がった。



(注1) 各指標は上期が6月末、下期が12月末時点における全銘柄加重平均値
 (注2) LTV=有利子負債残高÷(有利子負債残高+出資総額+出資剰余金)
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



(注1) IPOを除く公募増資が対象
 (注2) 払込日ベース。上期は1～6月、下期は7～12月
 (注3) BPS(1口当たり純資産額)=(出資総額+出資剰余金)÷発行済投資口数
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

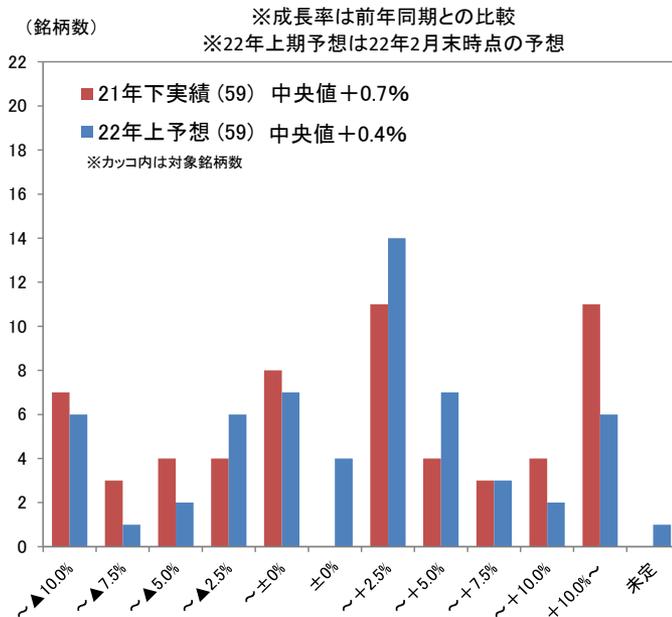


2022年上期の予想(会社予想1口当たり分配金)

※2022年1月期～2022年6月期

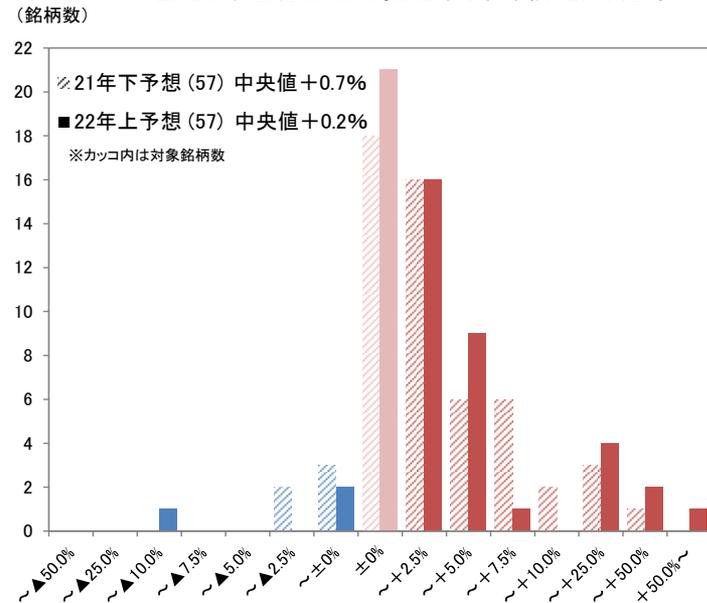
- 22年上期の会社予想分配金(22年2月末時点)の成長率は前年同期比+0.4%(対象銘柄の中央値)。成長率プラスを予想する銘柄は54%、成長率マイナスを予想する銘柄が37%、予想未定が1銘柄。ほぼ全ての物流銘柄がプラス成長の継続を予想し、ホテル銘柄も分配金回復を予想する。一方、オフィス銘柄や複合・総合銘柄の約半数は、オフィス稼働率の低下や売却益減少等で成長率マイナスを予想する。
- 半年前(21年8月末時点)の予想から上方修正した銘柄は58%、変更なしが37%、下方修正が5%。21年下期の予想修正状況(21年2月末時点から21年8月末時点までの半年間の変化)と比較して、変更なしとする銘柄の割合はさらに増加した。オフィスの稼働率想定を半年前より引き下げる銘柄なども散見されるが、オフィス銘柄や複合・総合銘柄では売却益や内部留保の活用で一定の分配金水準を維持するスタンスを示す銘柄が増えている。

1口当たり分配金成長率の分布



(注) 上場後2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

1口当たり予想分配金の変化率(半年前比)の分布



(注) 21年下期予想は、21年2月末時点予想と21年8月末時点予想との比較
22年上期予想は、21年8月末時点予想と22年2月末時点予想との比較
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



【本件のお問い合わせ先】

REIT投資顧問部

<https://www.smtri.jp/contact/form-reit/index.php>

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-8574 東京都港区芝3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル11階

<https://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。