

J-REIT レビュー 2023年上期

2023年9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

2023年上期の実績 ※2023年1月期～2023年6月期または2023年1月～6月

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+2.0%(対象銘柄の中央値)。22年下期の同+1.3%を上回る。コロナ影響前の2019年下期比+4.4%も、巡航EPSの分配金に対する比率は92.2%に低下。
NAV	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+2.6%(対象銘柄の中央値)。22年下期の同+4.6%を下回る。コロナ影響前の2019年下期比+10.9%。
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4.7%と変わらず。含み益率は25.9%。前期末25.1%から上昇し、過去最高を更新継続。
外部成長	<ul style="list-style-type: none">物件取得額は約5,800億円※。取得物件のNOI利回りは平均4.2%。物件譲渡額は約2,500億円※。不動産売却益(ネット)は当期利益総額の11.8%。 ※いずれも2023年1月～6月発表分を集計。
財務運営	<ul style="list-style-type: none">LTV(出資総額ベース)は平均47.5%。前期末47.3%からやや上昇。有利子負債の平均利率は0.59%(前期末0.58%)、残存年数は平均4.1年(同4.2年)。公募増資は11件、調達額は1,288億円。BPS※変化率は平均+1.6%。※BPS:1口当たり純資産額。

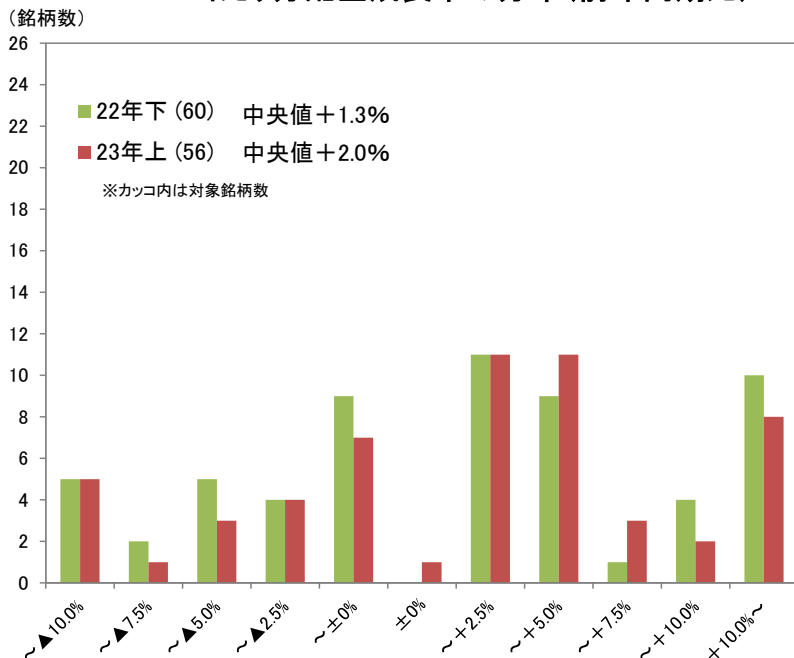
2023年下期の会社予想 ※2023年7月期～2023年12月期

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比±0%(対象銘柄の中央値)。巡航EPSの分配金に対する比率は91.9%。成長率プラスを予想する銘柄は47%、成長率マイナスを予想する銘柄は44%。
-----	---

分配金・NAVの成長率(前年同期比)

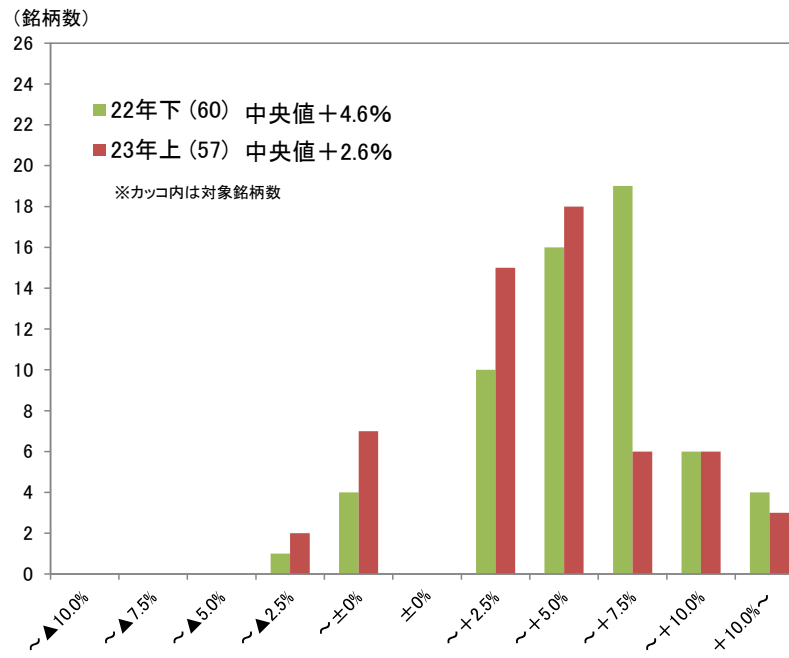
- 23年上期の分配金の成長率は前年同期比+2.0%(対象銘柄の中央値)。22年下期の同+1.3%を上回る。成長率プラスの銘柄が63%(前期は58%)、成長率マイナスの銘柄が36%(前期は42%)、横ばいが1銘柄。ホテルの収益回復、売却益増加等で、過半の銘柄で成長率が前期を上回った。
- 23年上期の1口当たりNAVの成長率は前年同期比+2.6%(対象銘柄の中央値)。22年下期の同+4.6%を下回る。成長率プラスの銘柄は84%(前期は92%)、成長率マイナスの銘柄は9銘柄(前期は5銘柄)。鑑定評価額は、住宅、物流施設で上昇が継続したが、オフィス、商業、ホテルでは概ね横ばいとなった。

1口当たり分配金成長率の分布(前年同期比)



(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(前年同期比)

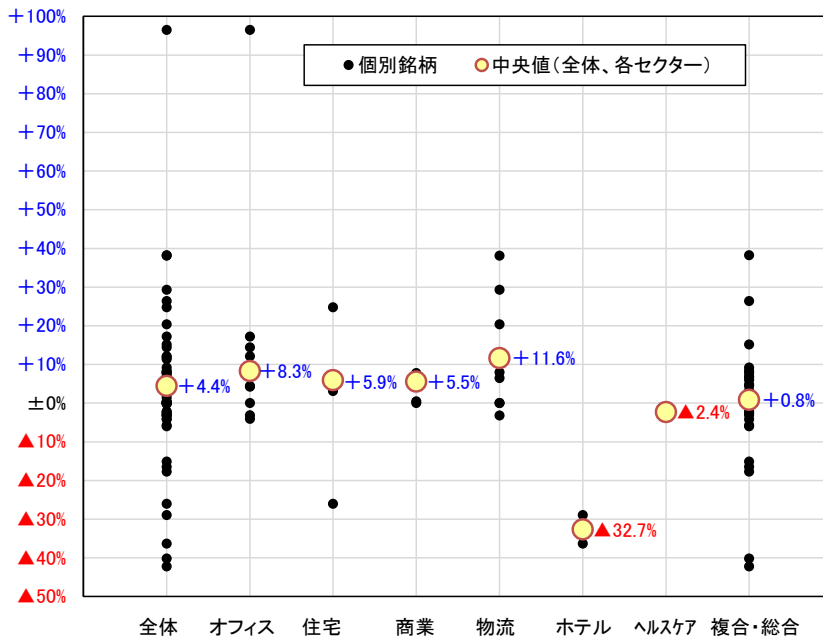


(注1) 変則決算期、上場廃止期は対象外
(注2) 1口当たりNAV=(純資産+鑑定評価額合計-帳簿価額合計-分配総額)÷発行済投資口数
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

分配金・NAVの成長率(2019年下期比)

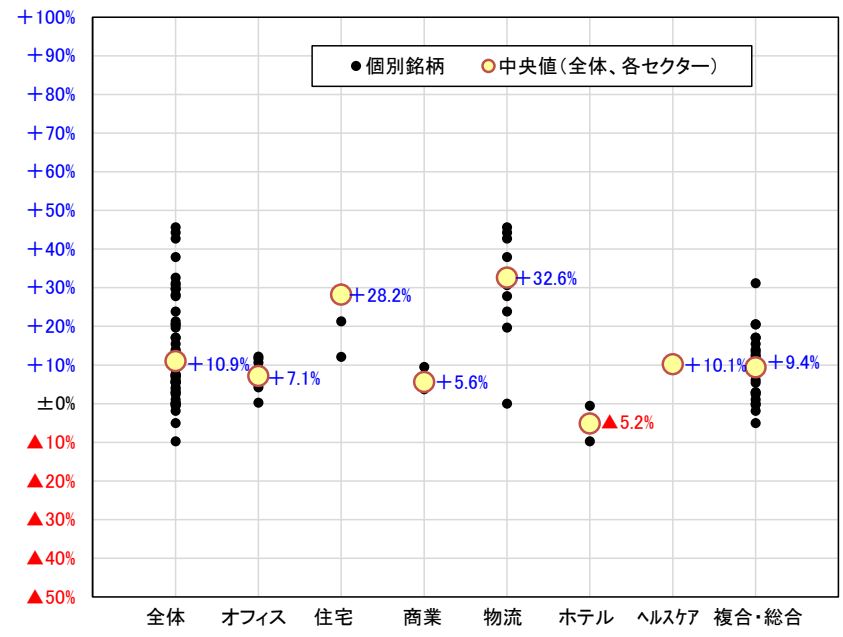
- 23年上期の分配金の成長率はコロナ影響前の2019年下期比+4.4%(対象53銘柄の中央値)。成長率プラスの銘柄が34銘柄(64%)、成長率マイナスの銘柄が19銘柄(36%)。業績堅調な物流銘柄、売却益や内部留保活用で分配金をマネジメントしているオフィス銘柄の成長率が高かった一方、業績回復途上にあるホテル銘柄や小型銘柄の一部で成長率が大きくマイナスとなった。
- 23年上期の1口当たりNAVの成長率は2019年下期比+10.9%(対象57銘柄の中央値)。成長率プラスの銘柄は52銘柄(91%)、成長率マイナスの銘柄は5銘柄(9%)。鑑定評価額上昇で物流銘柄、住宅銘柄の成長率が相対的に高く、成長率マイナスはホテル銘柄等一部銘柄に限られた。

1口当たり分配金成長率の分布(2019年下期比)



(注)集計対象は53銘柄。
(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(2019年下期比)



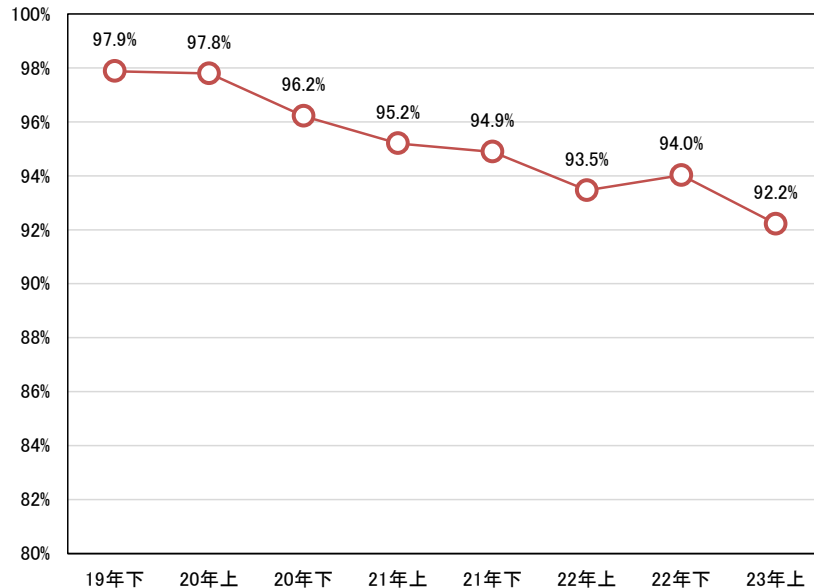
(注)集計対象は57銘柄。
(出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

巡航EPSと分配金の比較

- 巡航EPS※の1口当たり分配金に対する比率は23年上期で92.2%（対象銘柄の中央値。以下同様）。19年下期97.9%から、オフィス賃料の低下や水道光熱費収支の悪化等、賃貸利益減少に伴って低下傾向にある。
※ 巡航EPS = (経常利益 - 売却損益 + のれん償却額) / 発行済投資口数
- オフィスセクターの同比率は85.2%。8割の銘柄が売却益を計上し、分配金水準を維持。19年下期の99.7%から大きく低下。
- 住宅セクターの同比率は93.5%、商業セクターの同比率は100.0%。売却益の寄与は限定的にとどまる。
- 物流セクターの同比率は87.4%。巡航EPSを上回る部分は継続的な利益超過分配が主要因だが、水道光熱費収支悪化や保険料増加等に対応し、一時的に利益超過分配を増額する銘柄もみられる。売却益を計上した銘柄は2銘柄のみ。

巡航EPS/1口当たり分配金の推移

※巡航EPS = (経常利益 - 売却損益 + のれん償却額) / 発行済投資口数



(注1) 集計対象の中央値の推移。

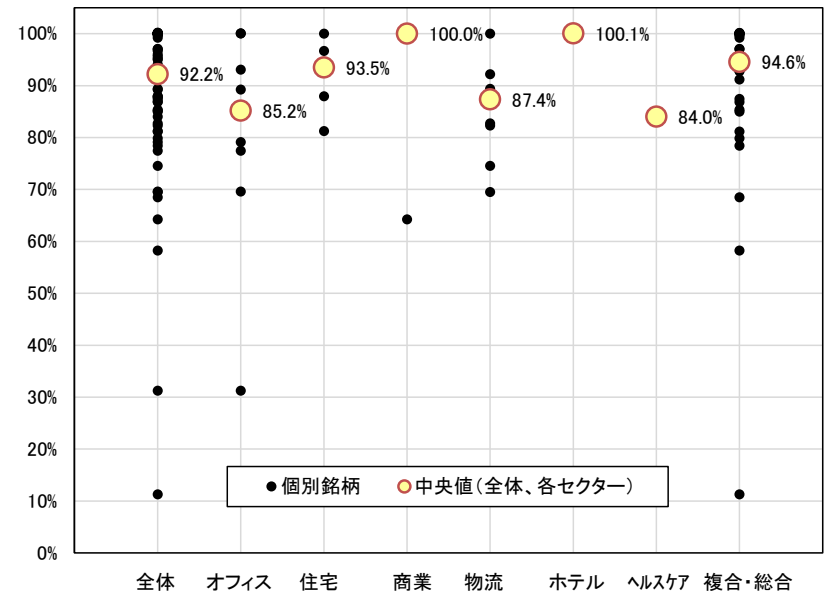
(注2) 集計対象は全期間比較可能な銘柄で、各上期が57銘柄、各下期が58銘柄。

ジャパン・ホテル・リート投資法人は、12月の年1回決算で下期のみ対象に含む。

(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

巡航EPS/1口当たり分配金の分布 (2023年上期)

※巡航EPS = (経常利益 - 売却損益 + のれん償却額) / 発行済投資口数



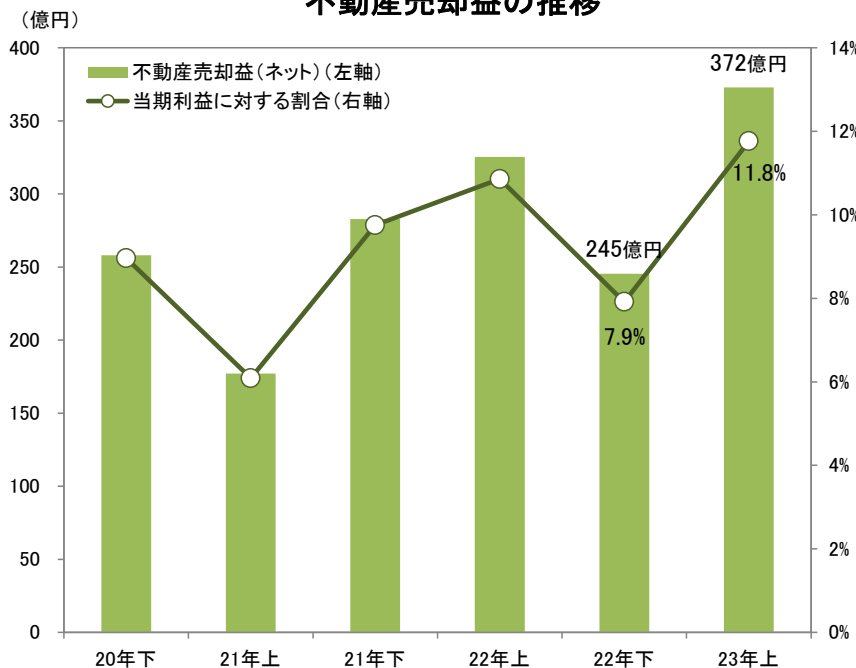
(注) 集計対象は59銘柄。

(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・含み益

- 23年上期の不動産売却益(ネット)は合計372億円、全銘柄の当期利益総額3,169億円に対する割合は約12%。売却益は前期の245億円から52%増加。オフィス銘柄の売却益が前期の63億円から142億円の大きく増加。売却益を計上した銘柄は前期と同様、約半数。
- 23年上期の含み益は5.3兆円、含み益率は25.9%。含み益は全銘柄の実績分配総額3,225億円の約16倍に相当。住宅や物流施設を中心に鑑定評価額が上昇し、含み益と含み益率は過去最高を更新継続。

不動産売却益の推移

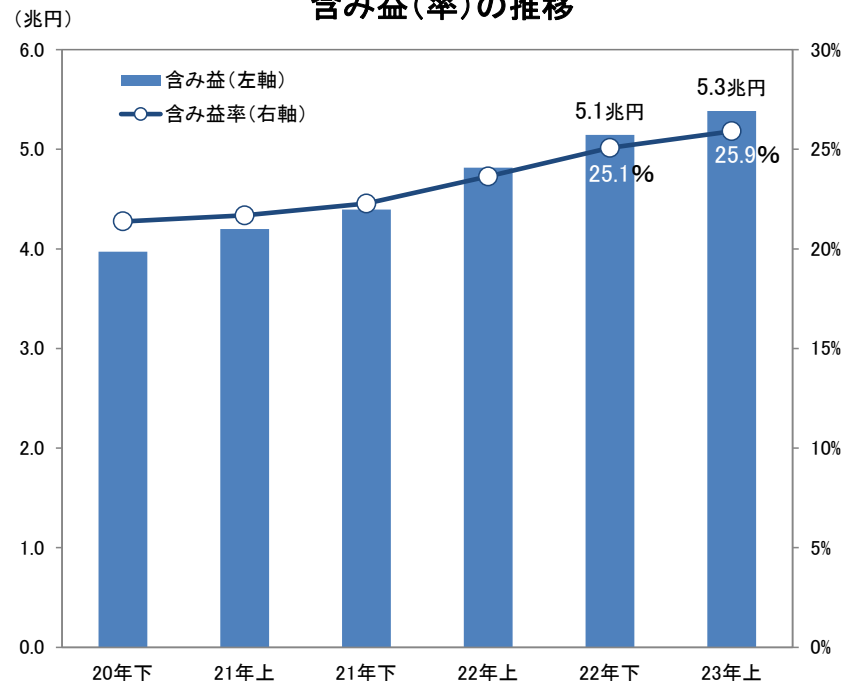


(注1) 上場廃止期は対象外

(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。不動産等交換差損益を含む

(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

含み益(率)の推移



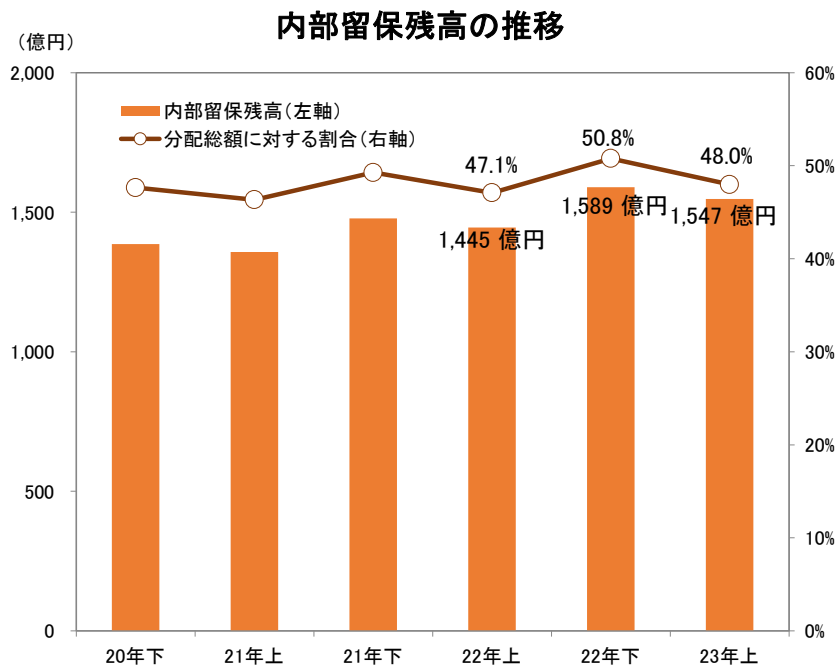
(注) 含み益 = 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計。含み益率 = 含み益 ÷ 帳簿価額合計
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部留保

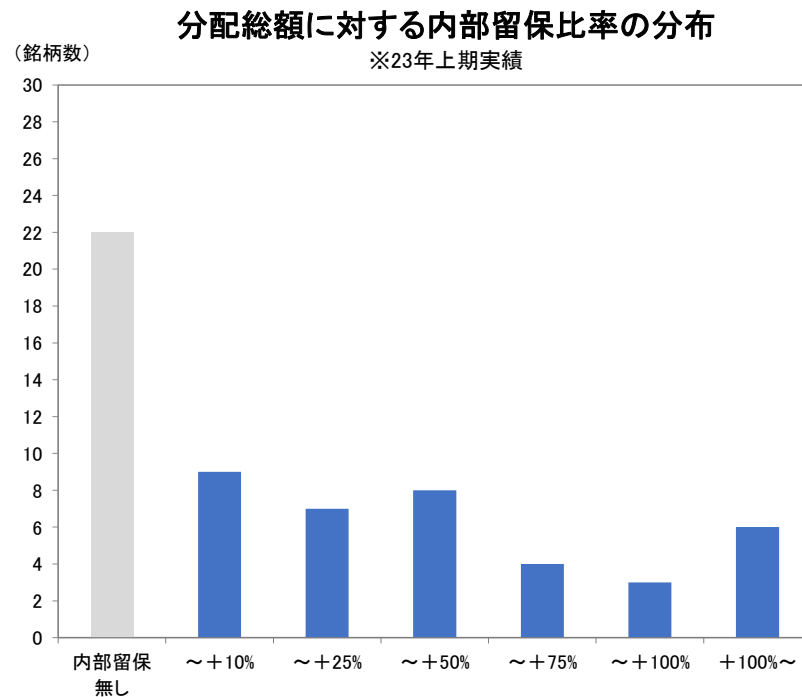
- 23年上期の内部留保※1残高は合計1,547億円、全銘柄の実績分配総額3,225億円に対する割合は約48%。内部留保残高、分配総額に対する割合はともに前年同期※2より増加。
- 継続的な物件譲渡により、売却益の一部で分配金を補いながら、内部留保の繰入も行っている。
- 内部留保を有する銘柄は約6割で、前年同期と変わらず。

※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。



(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



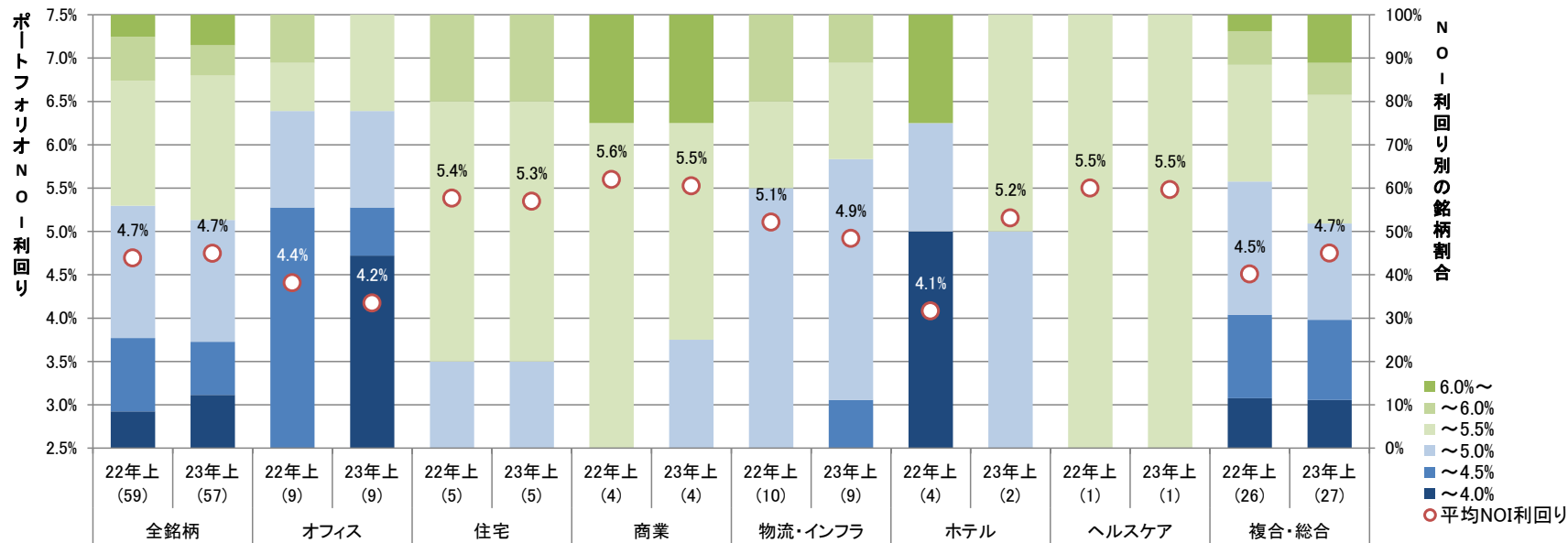
(注1) 対象銘柄59銘柄
 (注2) 内部留保残高は23年上期の繰入・取崩後(出所)投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部成長

- 23年上期の全銘柄のポートフォリオNOI利回りは平均4.7%。前年同期の4.7%と変わらず。
- オフィスセクターは4.2%、物流セクターは4.9%と共に前年同期比0.2pt低下。
水道光熱費収支の悪化に加え、オフィスセクターは稼働率の低下、物流セクターは物件取得が影響。
- 住宅セクターは5.3%、商業セクターは5.5%と前年同期比0.1pt低下。
- ホテルセクターは合併による消滅やセクター変更により銘柄数が前年同期の4銘柄から2銘柄に減少。
当該2銘柄の比較では、前年同期の4.6%から23年上期は5.2%に回復したものの、19年下期の6.5%を下回る。

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

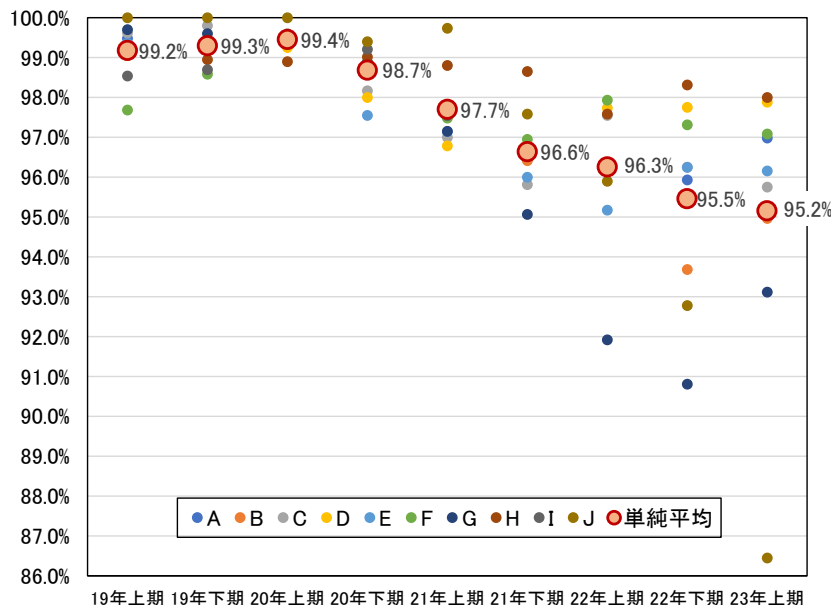
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※カッコ内は対象銘柄数

稼働率(オフィス、住宅)

- 23年上期のオフィス稼働率は95.2%(対象銘柄の単純平均)。
22年下期の95.5%から0.3pt低下し、コロナ影響前ピークの20年上期99.4%を4.2pt下回る。
物件集中度の高い銘柄での大口テナント退去影響で平均値は低下が続くが、前期比で低下幅が縮小した銘柄や改善に転じた銘柄が増加。
- 23年上期の住宅稼働率は97.0%。
前年同期比で0.4pt上昇し、コロナ影響がなかった19年上期97.0%と同水準まで回復した。銘柄間の格差は縮小。

オフィス稼働率の推移

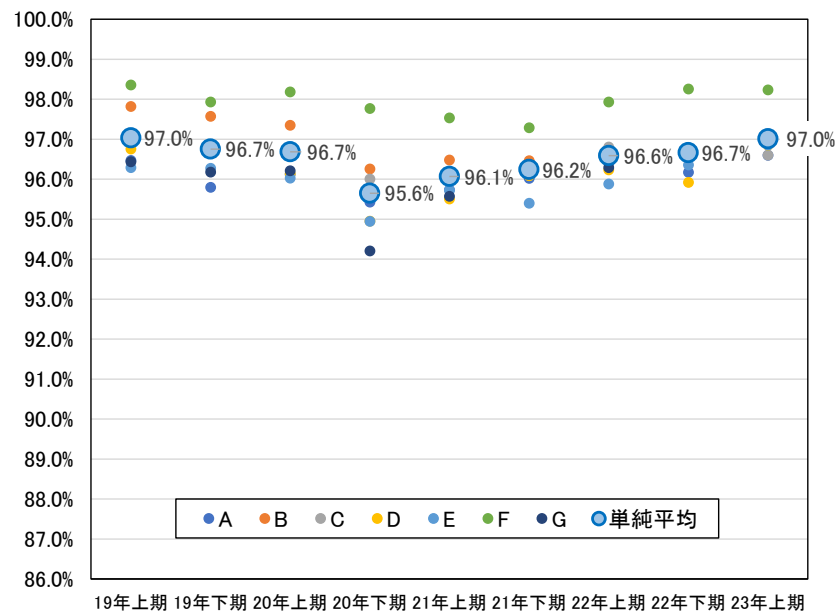


(注1) 集計対象はオフィス特化銘柄。21年上期までは10銘柄、21年下期以降は9銘柄

(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



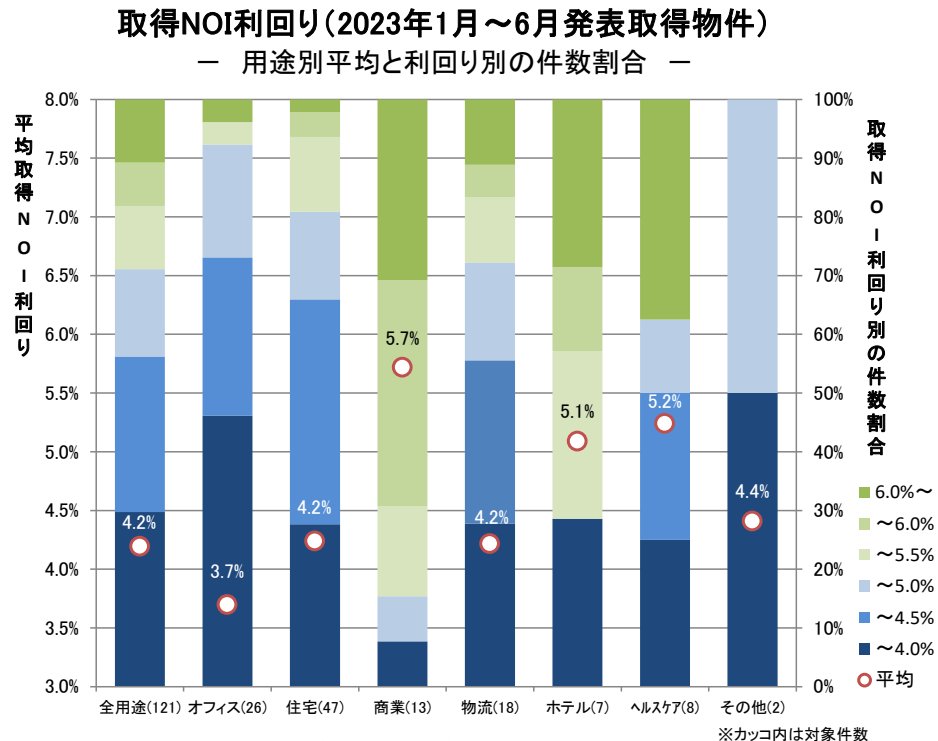
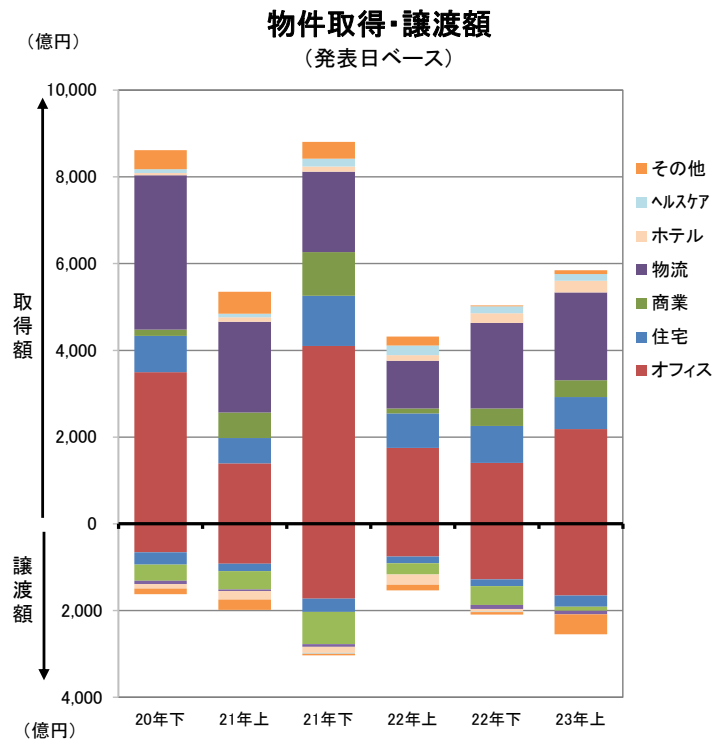
(注1) 集計対象は住宅特化5銘柄に住宅中心の複合2銘柄を加えた7銘柄

(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

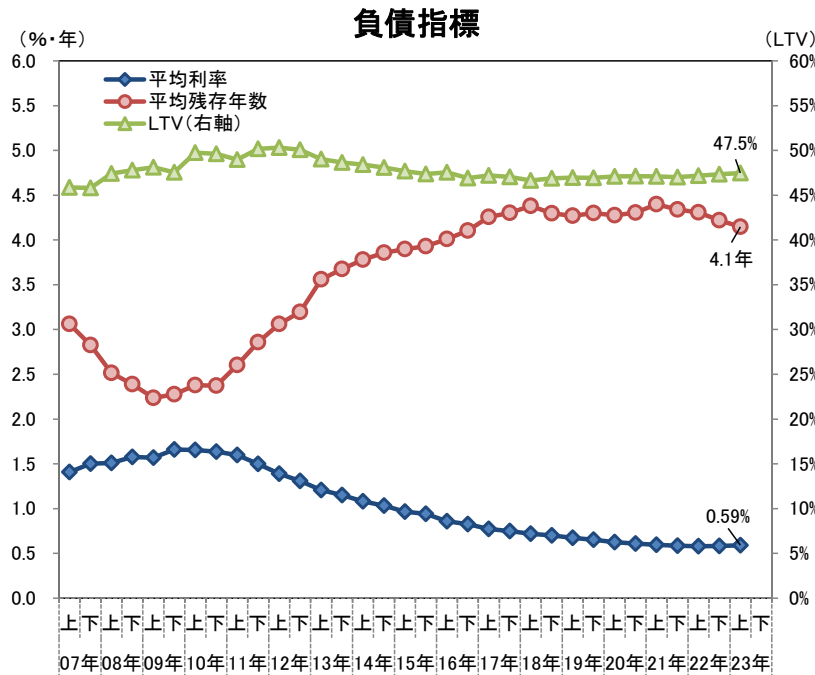
外部成長

- 23年上期(2023年1月～6月)発表の物件取得額は約5,800億円で、前年同期比4割増加。物流の取得額が8割増加。取得額の約6割がスポンサー関連※からの取得。平均取得NOI利回りは4.2%で、前年同期の4.4%を下回る。
※ 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
- 23年上期発表の物件譲渡額は約2,500億円で、うちオフィスが65%、その他(底地等)が18%、住宅が10%を占める。譲渡価格は直近鑑定評価額を平均で9%、直近簿価を平均で25%上回る。

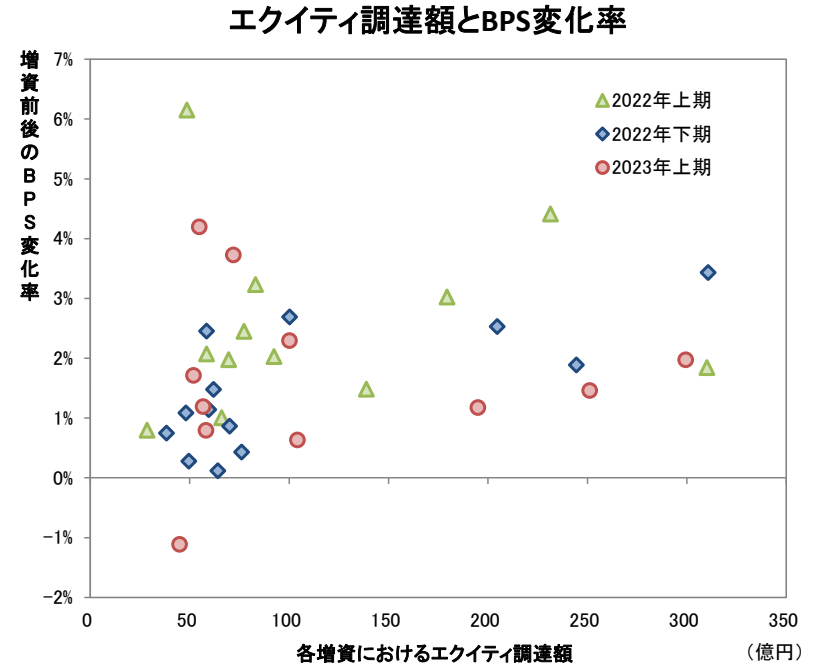


財務運営

- 23年6月末のLTV(出資総額ベース※左図注2参照)は平均47.5%。前期末の47.3%から上昇。
- 23年6月末の有利子負債の平均利率は0.59%(前期末0.58%)に上昇、残存年数は平均4.1年(同4.2年)に短期化。
- 23年1月～6月の公募増資は11件、調達額は1,288億円。BPS変化率は平均+1.6%、1件は変化率がマイナスとなった。22年12月の日銀による金融政策修正以降、P/NAV(J-REIT全銘柄の平均)は不動産価格下落懸念を織り込み1倍割れが継続していることから、POは前年同期(12件、1,383億円)、前期(13件、1,386億円)から更に減少した。
- 自己投資口取得の発表は1件(前期2件)に減少。



(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



2023年下期の予想 (会社予想1口当たり分配金)

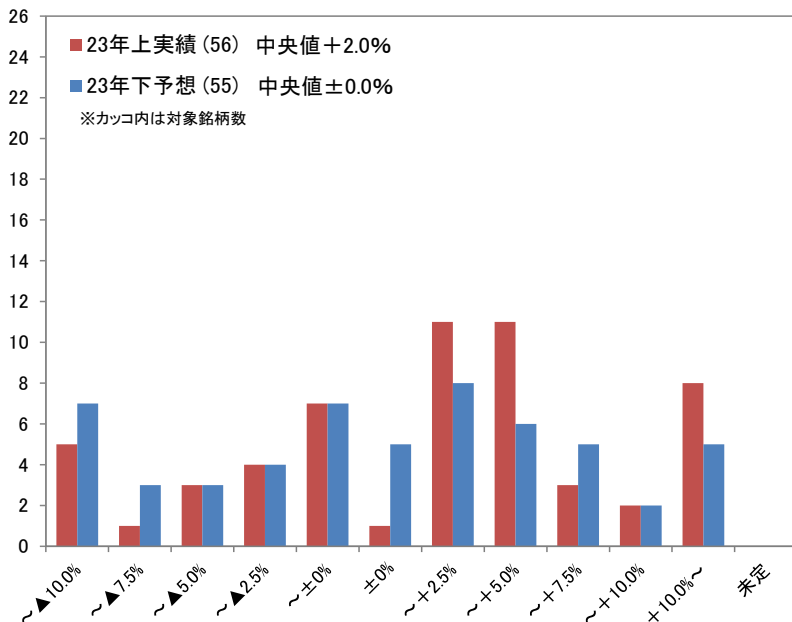
※2023年7月期～2023年12月期

- 23年下期の会社予想分配金(23年8月末時点)の成長率は前年同期比±0.0%(対象銘柄の中央値)。成長率プラスを予想する銘柄は47%、成長率マイナスを予想する銘柄が44%、横ばい予想が5銘柄。主な変動要因は、ホテル収益の回復、POIによる物件取得、売却益の増減等である。
- 巡航EPSの1口当たり分配金に対する比率は23年下期会社予想で91.9%。売却益の想定額は292億円。売却益を想定する銘柄はオフィスセクター(5銘柄)、複合セクター(15銘柄)を中心に41%。

1口当たり分配金成長率の分布(前年同期比)

(銘柄数)

※23年下期予想は23年8月末時点の予想

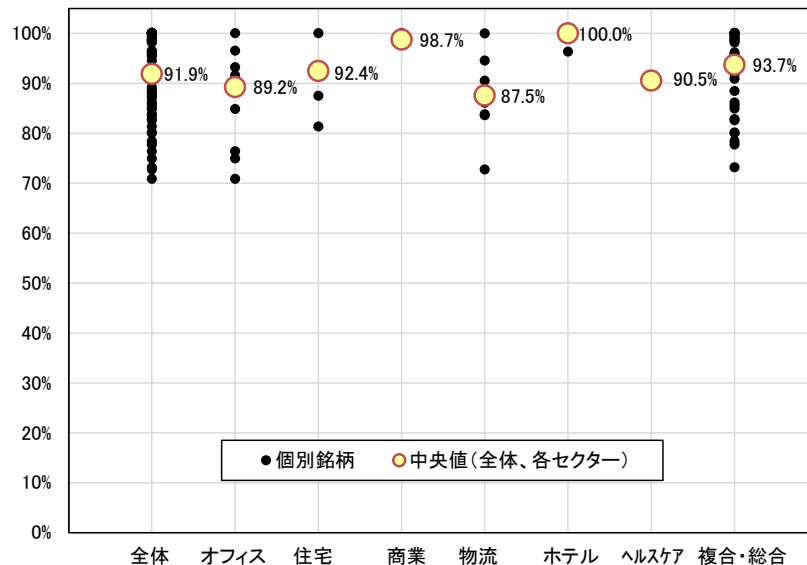


(注) 上場後2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外

(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

巡航EPS/1口当たり分配金の分布(23年下期予想)

※巡航EPS=(経常利益-売却損益+のれん償却額)/発行済投資口数



(注) 集計対象は59銘柄。

(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://fofa.jp/smtri/a.p/115/>

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

<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。