

J-REIT レビュー 2021年上期

2021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

2021年上期の実績 ※2021年1月期～2021年6月期または2021年1月～6月

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+0.9%。20年下期の同+1.7%を下回る。成長率鈍化は4期連続。
NAV	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+1.5%。20年下期の同+2.5%を下回る。成長率鈍化は2期連続。
内部成長	<ul style="list-style-type: none">ポートフォリオNOI利回りは平均4.8%。前年同期の4.9%から低下。含み益率は21.7%。前期末21.4%から上昇。
外部成長	<ul style="list-style-type: none">物件取得額は約5,300億円※。取得物件のNOI利回りは平均4.4%。物件譲渡額は約1,900億円※。不動産売却益(ネット)は当期利益総額の6.1%。 <p>※いずれも2021年1月～6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47.1%(前期末47.1%)。有利子負債の平均利率は0.60%(前期末0.61%)、残存年数は平均4.4年(同4.3年)。公募増資は9件、調達額は1,296億円。BPS※変化率は平均+2.6%。※BPS:1口当たり純資産額。

2021年下期の会社予想 ※2021年7月期～2021年12月期

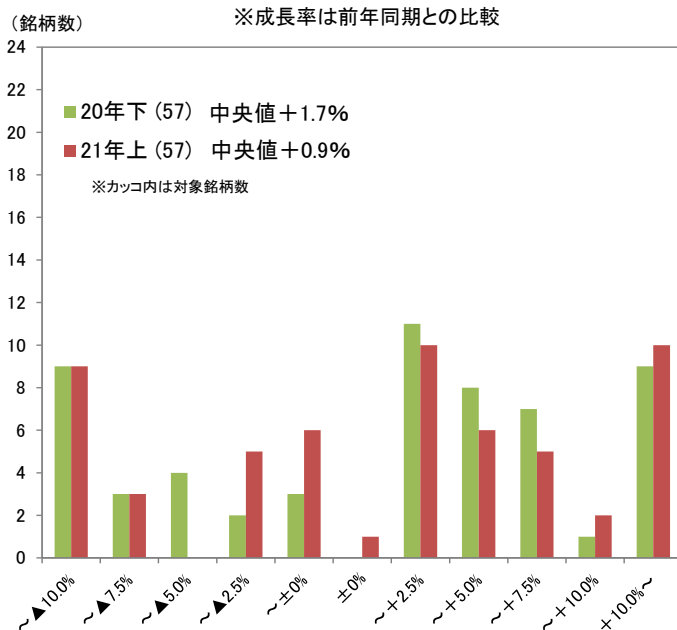
分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+0.3%。 <p>成長率プラスを予想する銘柄は49%、成長率マイナスを予想する銘柄は47%。</p>
-----	--

分配金・NAVの成長率

- 21年上期の分配金の成長率は前年同期比+0.9%（対象銘柄の中央値）。20年下期の同+1.7%を下回る。前期と同様、成長率プラスの銘柄は約6割、マイナスの銘柄は約4割だが、過半の銘柄で成長率が鈍化。ホテル銘柄のマイナス成長がさらに悪化するとともに、稼働率低下を背景にオフィスや住宅銘柄などの成長率も鈍化。
- 21年上期の1口当たりNAVの成長率は前年同期比+1.5%（対象銘柄の中央値）。20年下期の同+2.5%を下回る。前期と同様、成長率マイナスはホテルに投資する銘柄等に限られるが、成長率プラスの銘柄も成長率が鈍化。物流銘柄は成長率が加速し、成長率10%超の銘柄も増える一方、物流銘柄以外は鑑定評価額の上昇やプレミアム増資効果※が弱まる。

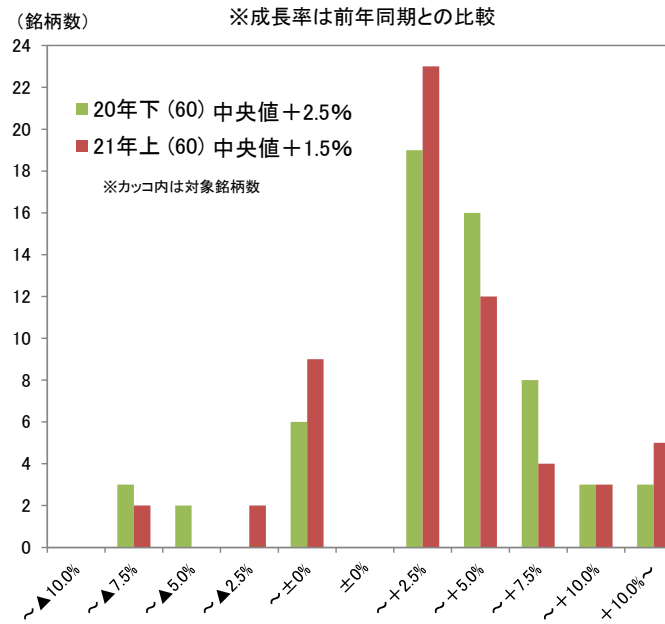
※ BPSを増加させる増資。BPSの向上は分配金やNAVの成長に寄与。

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

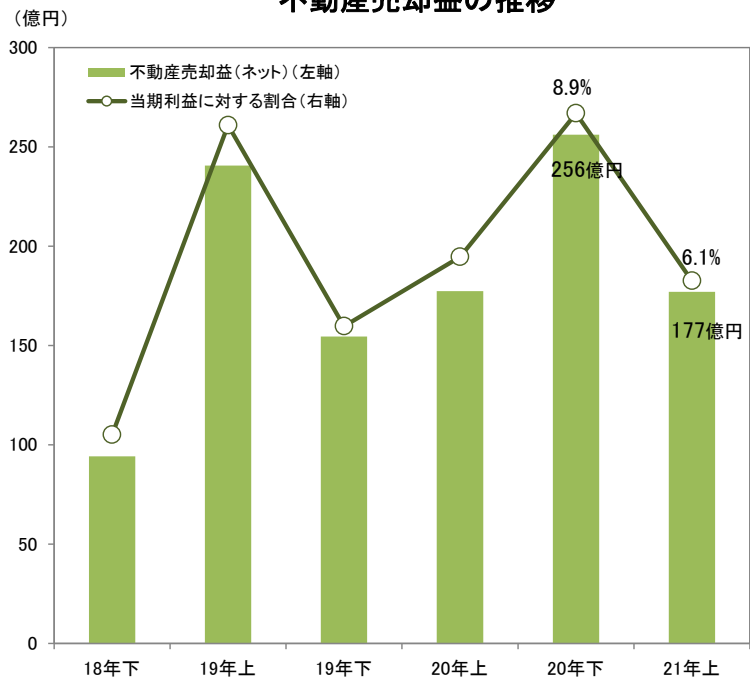


(注1) 変則決算期、上場廃止期は対象外
(注2) 1口当たりNAV = (純資産 + 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計 - 分配総額) ÷ 発行済投資口数
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

売却益・含み損益

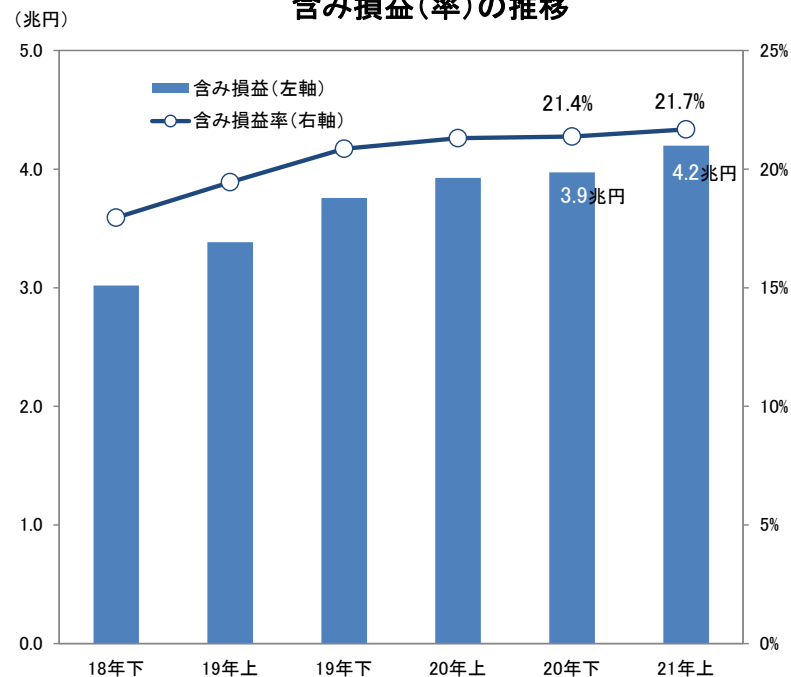
- 21年上期の不動産売却益(ネット)は合計177億円、全銘柄の当期利益総額に対する割合は6.1%。売却益(ネット)は前期(256億円)から3割減少したが、全銘柄の約4割(前期は約半数)が売却益を計上。
- 21年上期の含み損益は4.2兆円、含み損益率は21.7%。引き続き全銘柄が含み損益。21年上期に物流施設や住宅の鑑定評価額が再度上昇拡大したことで、含み損益率が前期末から上昇。

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



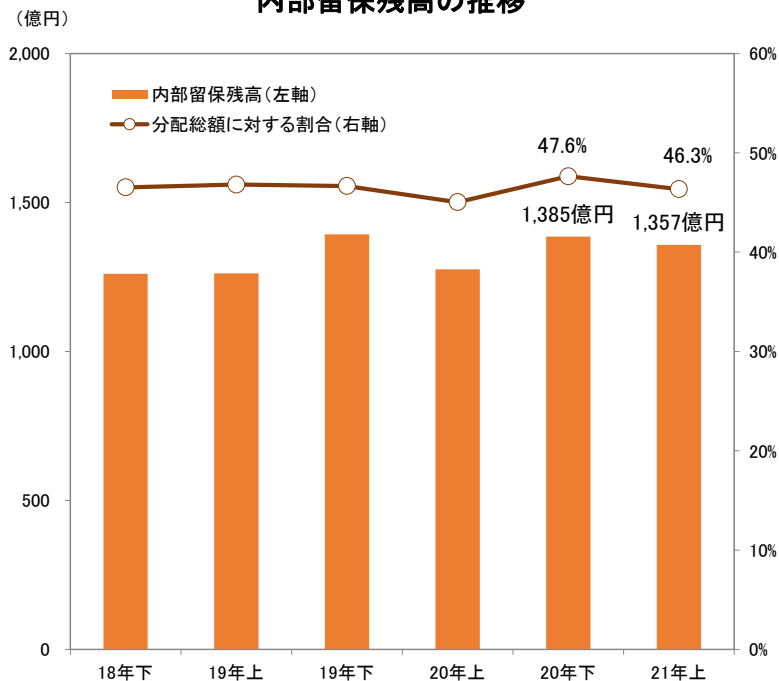
(注) 含み損益 = 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計。含み損益率 = 含み損益 ÷ 帳簿価額合計
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部留保

- 21年上期の内部留保※残高は合計1,357億円、21年上期の全銘柄の実績分配総額2,930億円に対する割合は46.3%。
- ただし、内部留保を有する銘柄は約6割であり、分配総額に対する内部留保比率も銘柄によってばらつきがある。
- コロナ影響による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んでおり、全体として内部留保残高は大きく変化していない。

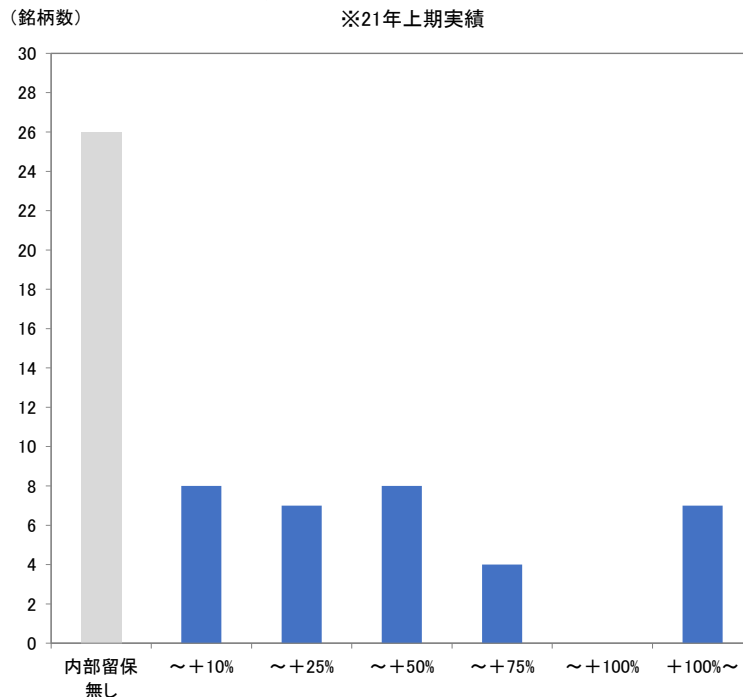
※ 合併時に発生した負ののれんや税制特例を活用した物件売却益の一部を内部留保として蓄積。一時的な利益減少等の際に取り崩して分配金に充当することで分配金の安定化が可能。

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

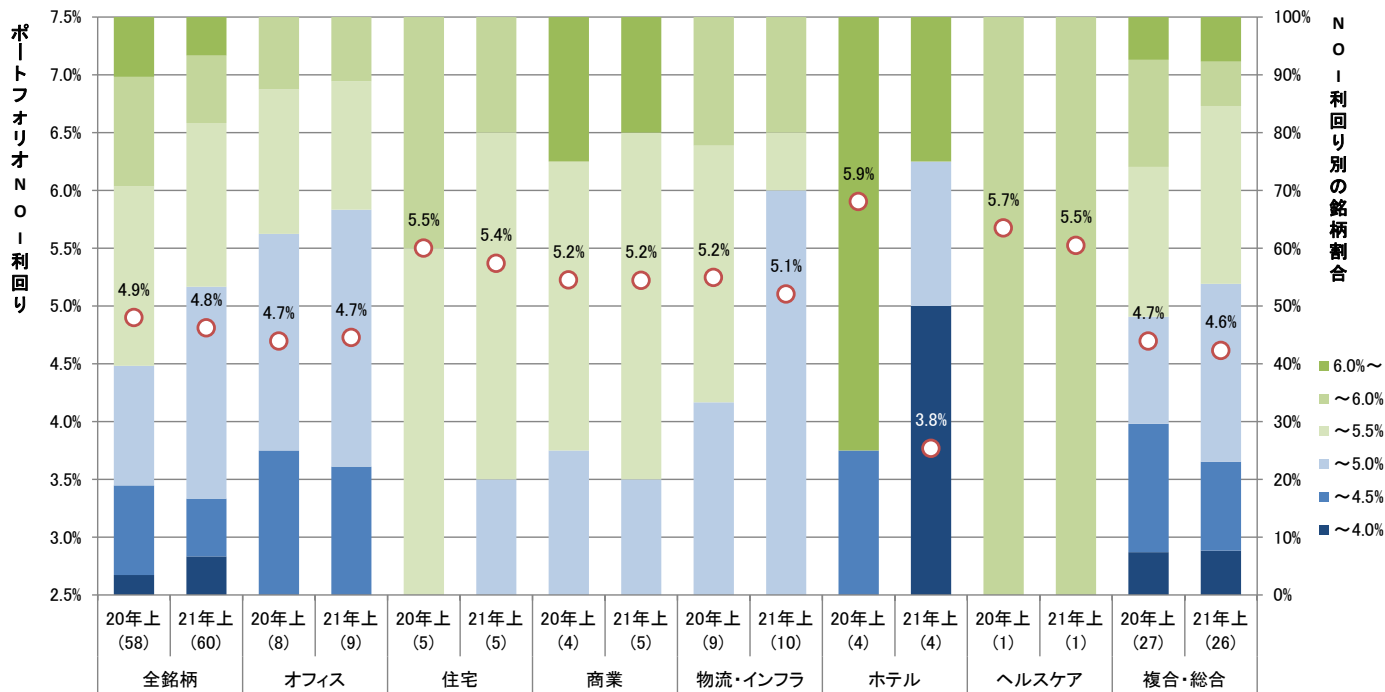


(注1) 対象銘柄60銘柄
 (注2) 内部留保残高は21年上期の繰入・取崩後
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部成長

- 21年上期(2021年1月期～2021年6月期)のポートフォリオNOI利回りは平均4.8%。前年同期の4.9%から低下。
- ホテルセクターは3.8%と前年同期の5.9%から大幅に低下。コロナ影響によるホテルの賃料収入減少が影響。複合・総合セクターの利回り低下も、ホテルに投資する銘柄の影響が大きい。
- オフィスセクターは稼働率低下を賃料単価上昇やコスト減少が補い4.7%を維持。住宅セクターは5.4%と前年同期の5.5%から低下。稼働率低下が要因。

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 —



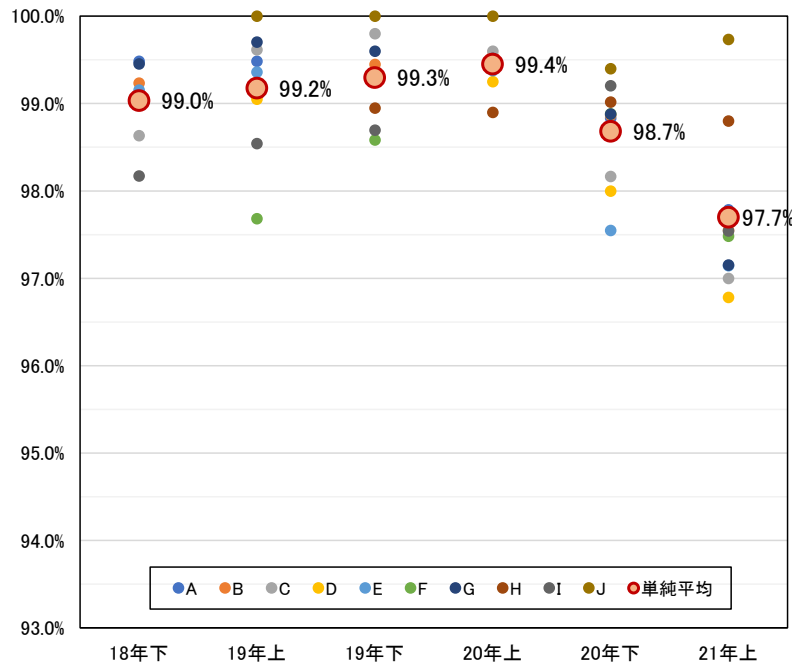
(注1) 上場2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
 (注2) NOI利回り=当該期のNOI÷当該期の運用日数×365日÷期末取得価格合計
 (注3) 平均NOI利回りは取得価格加重平均
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※カッコ内は対象銘柄数

稼働率

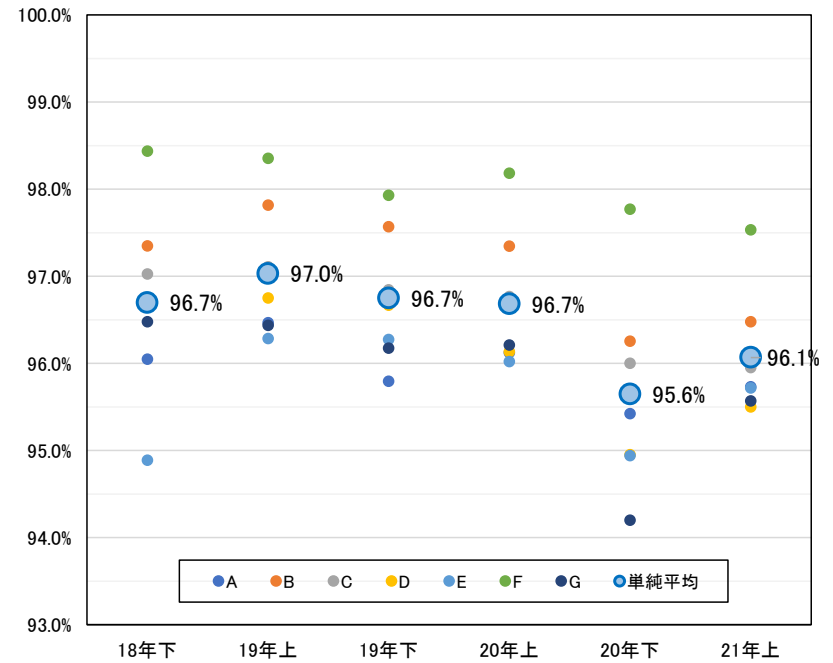
- 21年上期のオフィス稼働率は97.7%。半年前の20年下期から1.0pt、コロナ影響前ピークの20年上期から1.7pt低下。99%台を維持している銘柄から96%台に低下した銘柄まで、銘柄間格差が拡大。
- 21年上期の住宅稼働率は96.1%。季節性もあり20年下期からは上昇したものの、前年同期比では0.6pt低下。コロナ影響がなかった19年上期からは0.9pt低下。立地や賃料水準等のポートフォリオ特性の違いにより、序列が変化。

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

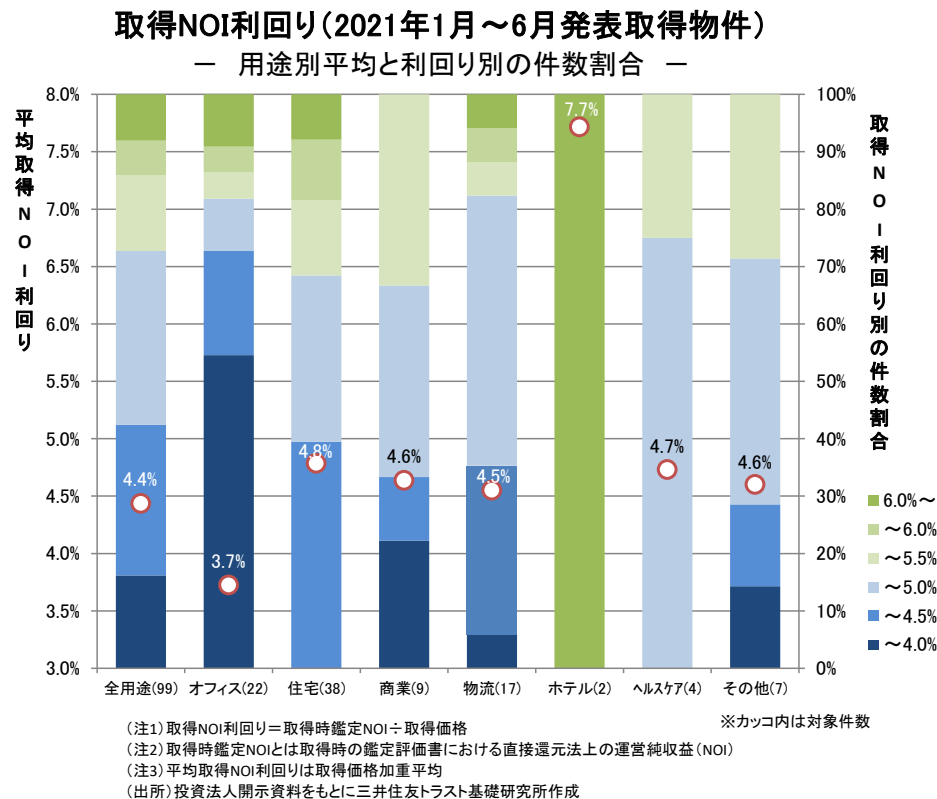
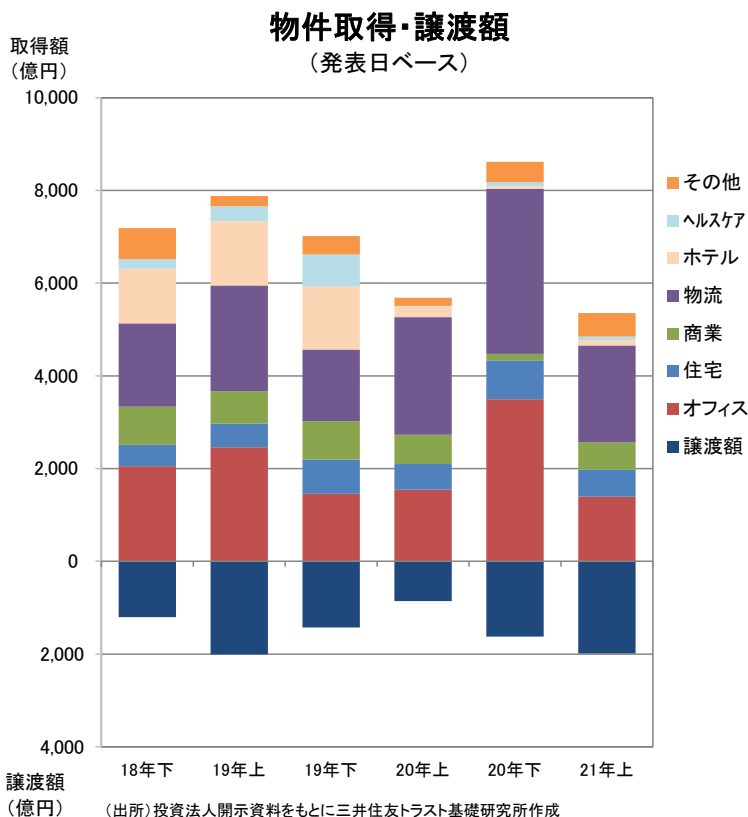
住宅稼働率の推移



(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

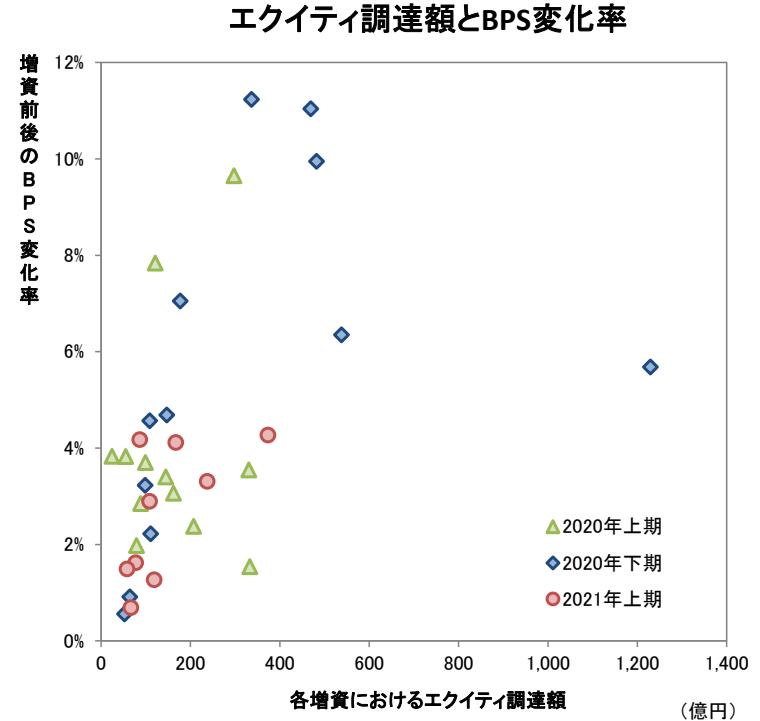
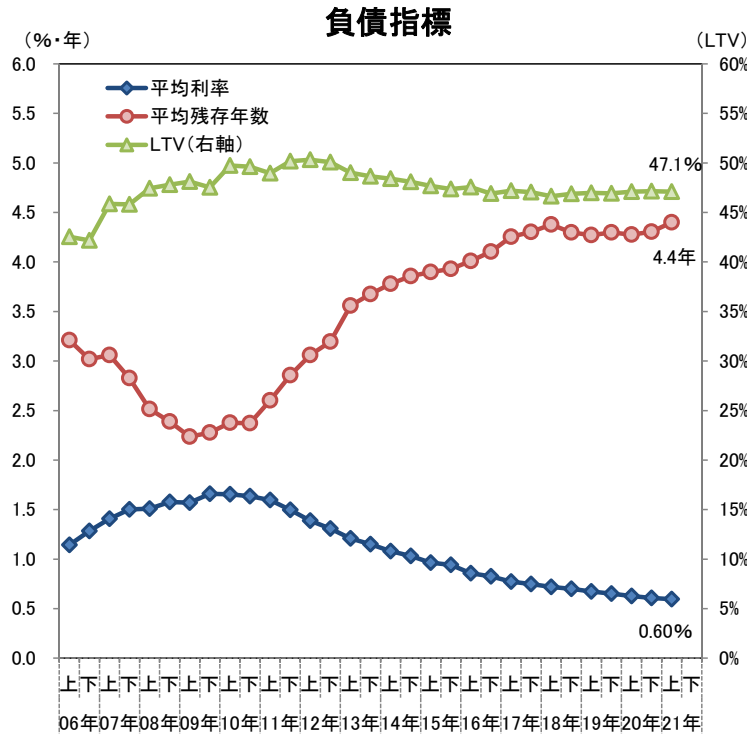
外部成長

- 21年上期(2021年1月～6月)発表の物件取得額は約5,300億円で、うち物流施設が39%、オフィスが26%を占める。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4.4%、20年下期の4.4%から変わらず。
※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年上期発表の物件譲渡額は約1,900億円で、うちオフィスが46%、商業施設が21%を占める。譲渡価格は直近鑑定評価額を平均で9%上回り、直近簿価を11%上回る。



財務運営

- 21年6月末のLTV(出資総額ベース※左図注2参照)は平均47.1%。20年12月末と変わらず。
- 21年6月末の有利子負債の平均利率は0.60%、残存年数は平均4.4年。借換えに伴い20年12月末の4.3年から長期化し、負債コストは同0.61%から低下。
- 21年1月～6月の公募増資は9件、調達額は1,296億円。BPS変化率は平均+2.6%。調達額は前年同期比33%減少。投資口価格は回復するものの、物流銘柄以外で増資の件数が減り、1件当たりの調達規模も縮小。



(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

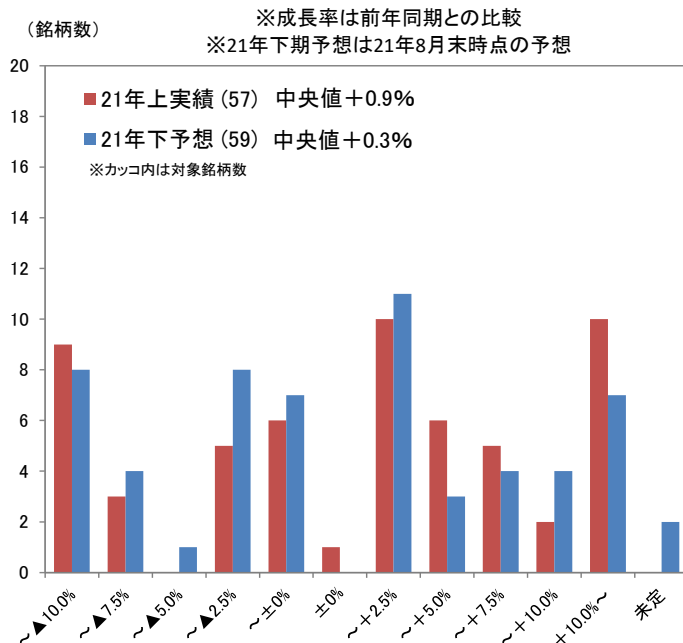


2021年下期の予想(会社予想1口当たり分配金)

※2021年7月期～2021年12月期

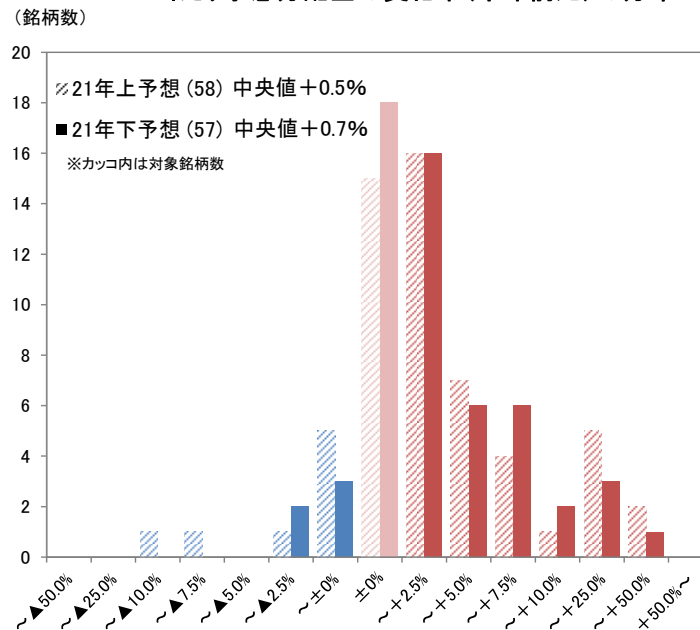
- 21年下期の会社予想分配金(21年8月末時点)の成長率は前年同期比+0.3%(対象銘柄の中央値)。成長率プラスを予想する銘柄は49%、成長率マイナスを予想する銘柄が47%、予想未定が2銘柄。物流銘柄の大半が成長率プラスの継続を予想し、ホテル銘柄の一部では底打ちを予想する一方、オフィスや住宅銘柄では成長率マイナスを予想する銘柄が増加。
- 半年前(21年2月末時点)の予想から上方修正した銘柄は60%、変更なしが31%、下方修正が9%。21年上期の予想修正状況(20年8月末時点から21年2月末時点までの半年間の変化)と比較すると、変更なしが増加、下方修正が減少。変更なしの銘柄でも半年前の想定より賃貸収益の悪化を見込む銘柄は少なくないが、内部留保の取崩や売却益、物件取得で補い、半年前の予想分配金を維持している。

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年上期予想は、20年8月末時点予想と21年2月末時点予想との比較
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
(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。