

J-REIT レビュー 2022年上期

2022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

2022年上期の実績 ※2022年1月期～2022年6月期または2022年1月～6月

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+1.2%。21年下期の同+0.7%を上回る。
NAV	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+4.5%。21年下期の同+2.2%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23.6%。前期末22.3%から上昇。
外部成長	<ul style="list-style-type: none">物件取得額は約4,300億円※。取得物件のNOI利回りは平均4.4%。物件譲渡額は約1,500億円※。不動産売却益(ネット)は当期利益総額の10.9%。 <small>※いずれも2022年1月～6月発表分を集計。</small>
財務運営	<ul style="list-style-type: none">LTV(出資総額ベース)は平均47.2%(前期末47.0%)。有利子負債の平均利率は0.58%(前期末0.59%)、残存年数は平均4.3年(同4.3年)。公募増資は12件、調達額は1,383億円。BPS※変化率は平均+2.5%。※BPS:1口当たり純資産額。

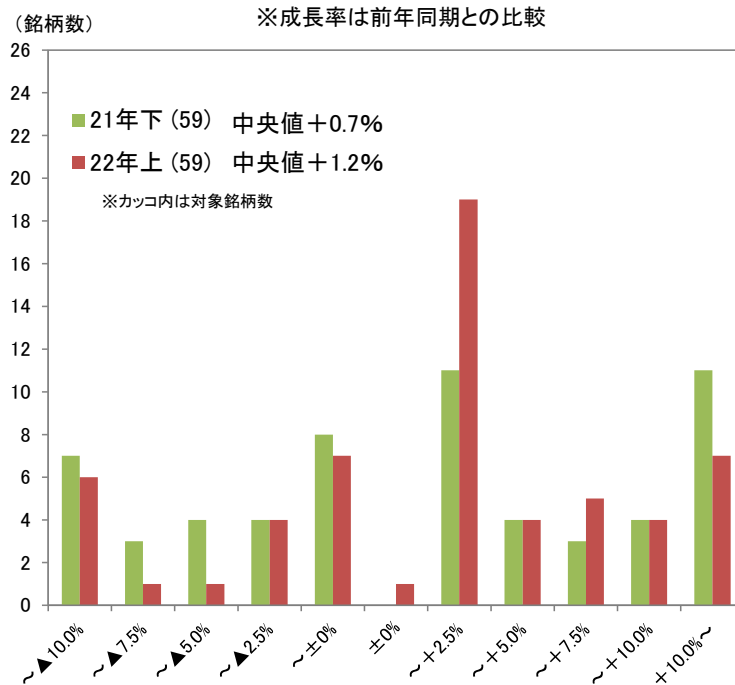
2022年下期の会社予想 ※2022年7月期～2022年12月期

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比-0.3%。 成長率プラスを予想する銘柄は45%、成長率マイナスを予想する銘柄は52%。
-----	---

分配金・NAVの成長率

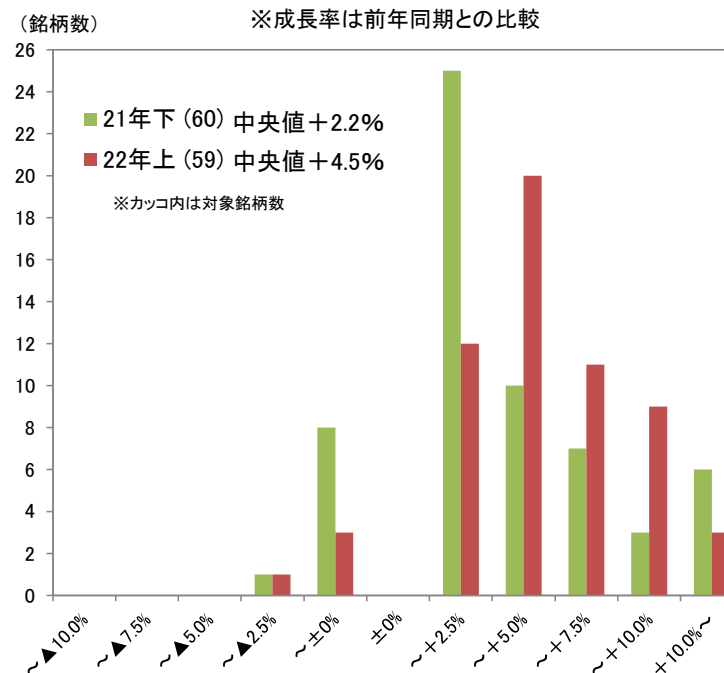
- 22年上期の分配金の成長率は前年同期比+1.2%（対象銘柄の中央値）。21年下期の同+0.7%を上回る。成長率プラスの銘柄が約7割弱（前期は約6割）、成長率マイナスの銘柄が約3割（前期は約4割）、横ばいが1銘柄。住宅やホテルの収益回復、売却益の寄与等で、成長率がプラスに転じる銘柄が増加した。
- 22年上期の1口当たりNAVの成長率は前年同期比+4.5%（対象銘柄の中央値）。21年下期の同+2.2%を上回る。成長率プラスの銘柄が9割を超え、成長率マイナスの銘柄は前期の9銘柄から4銘柄（うちホテルが3銘柄）に減少。鑑定評価額の上昇が物流施設や住宅に次いでオフィスでも強まり、約8割の銘柄の成長率が21年下期を上回る。

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

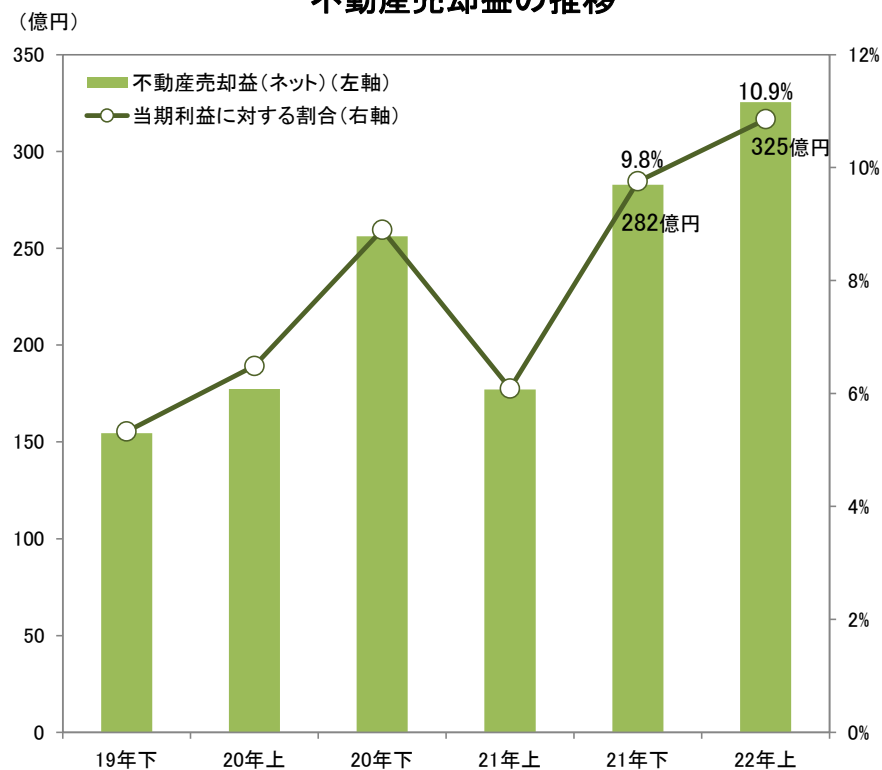


(注1) 変則決算期、上場廃止期は対象外
 (注2) 1口当たりNAV=(純資産+鑑定評価額合計-帳簿価額合計-分配総額)÷発行済投資口数
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

売却益・含み損益

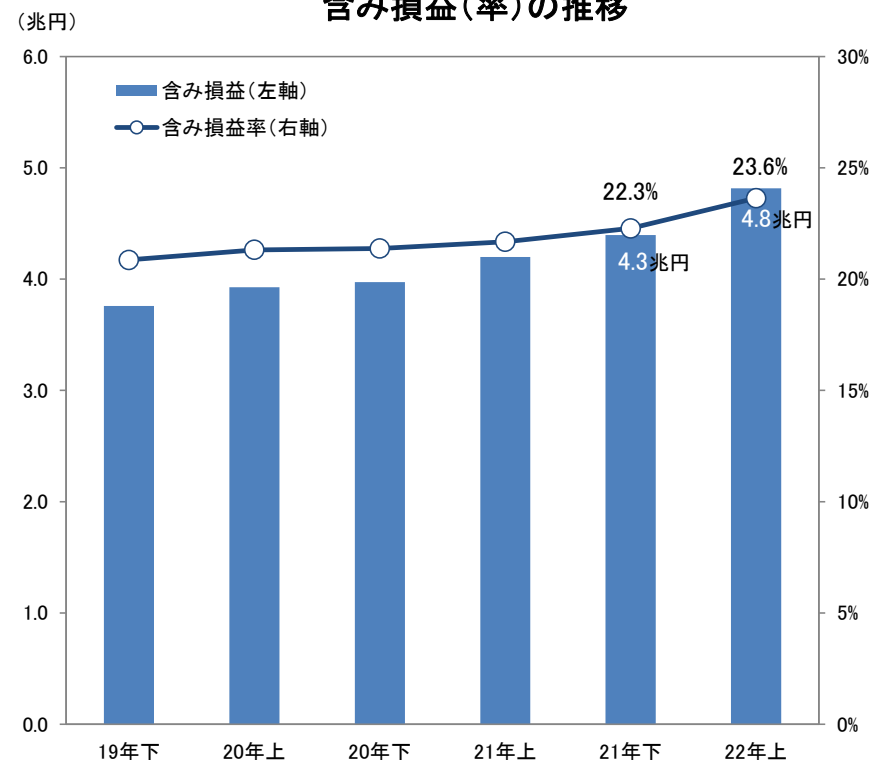
- 22年上期の不動産売却益(ネット)は合計325億円、全銘柄の当期利益総額2,997億円に対する割合は10.9%。売却益は前期(282億円)から15%増加。オフィス銘柄の売却益が前期の61億円から117億円に大幅に増加。売却益を計上した銘柄は前期と同様、約半数。
- 22年上期の含み益は4.8兆円、含み益率は23.6%。含み益は全銘柄の実績分配総額3,069億円の約16倍に相当。鑑定評価額の上昇がオフィスでも強まり、含み益の増加や含み益率の上昇が加速。

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

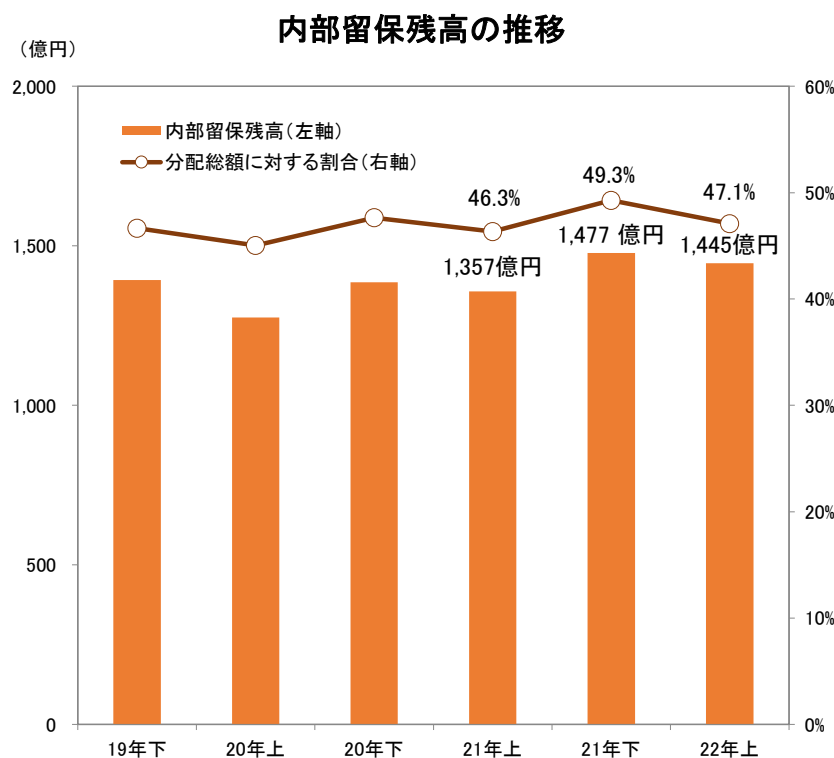


(注) 含み損益 = 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計。含み損益率 = 含み損益 ÷ 帳簿価額合計
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

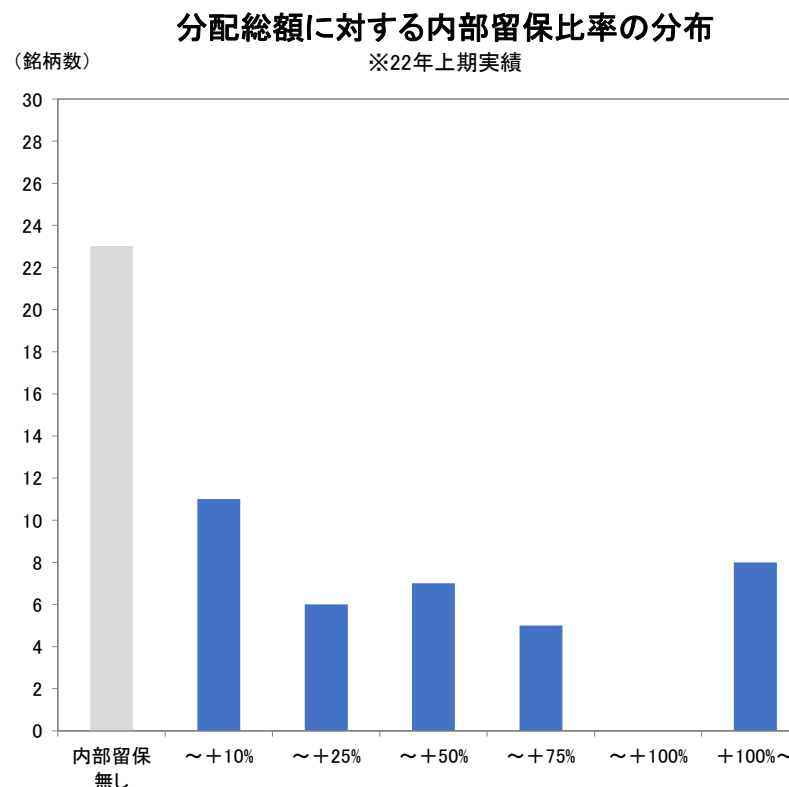
内部留保

- 22年上期の内部留保※1残高は合計1,445億円、全銘柄の実績分配総額3,069億円に対する割合は47.1%。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。
- 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。
- 内部留保を有する銘柄は約6割で、前年同期から若干増加。

※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。



(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



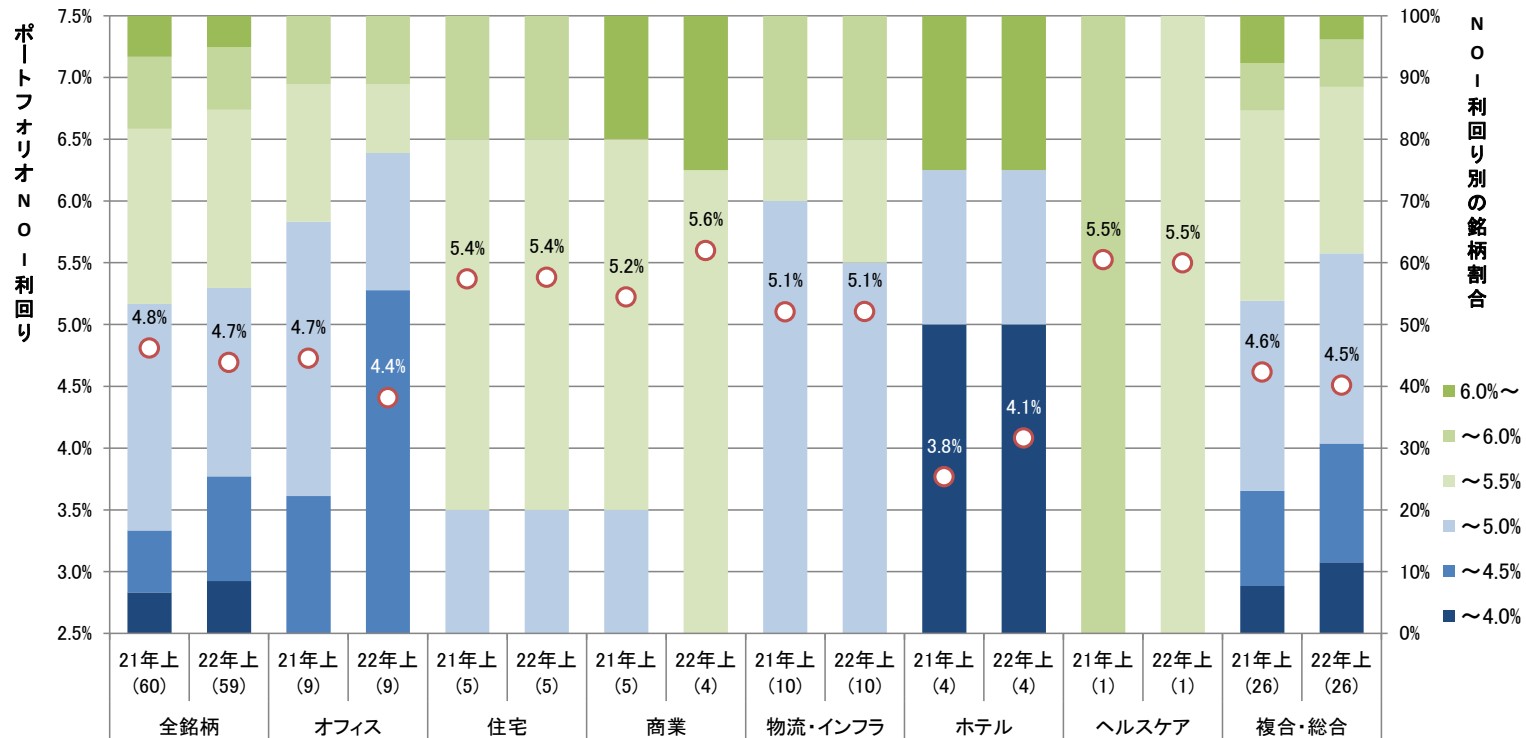
(注1) 対象銘柄60銘柄
 (注2) 内部留保残高は22年上期の繰入・取崩後
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部成長

- 22年上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。
- オフィスセクターは4.4%と前年同期の4.7%から低下。稼働率の低下、水道光熱費収支の悪化が影響。
- ホテルセクターは4.1%と前年同期の3.8%から回復したが、コロナ前(19年上期5.8%)を大きく下回る。
- 住宅、物流セクターは前年同期と変わらず。商業セクターも同一銘柄ベース※1ではほぼ横ばい。

※1 日本都市ファンド投資法人(旧:日本リテールファンド投資法人)は、2021年3月の合併に伴い、商業から複合・総合へセクターを変更。

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 -



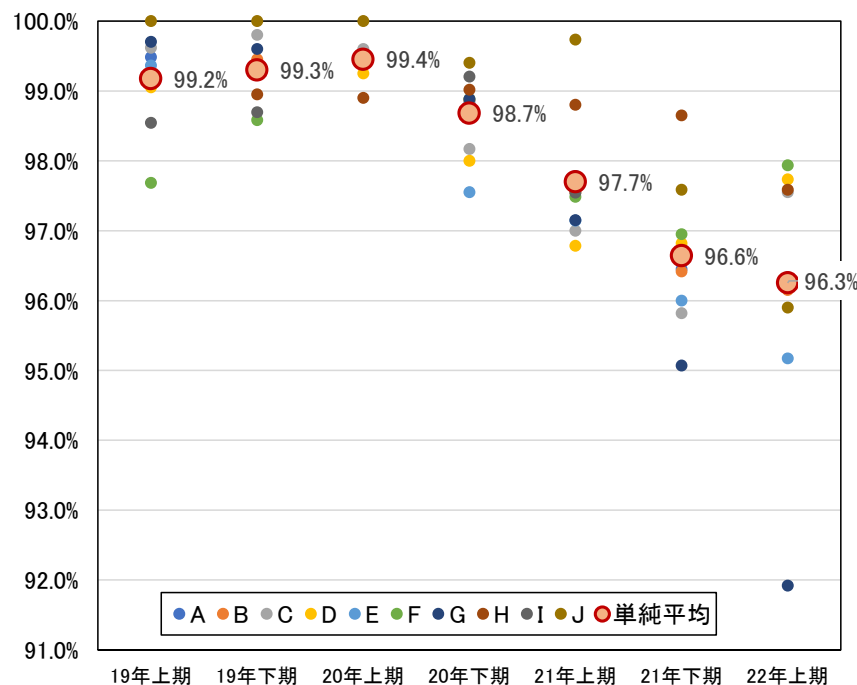
(注1) 上場2期間、変則決算期、上場廃止期は対象外
 (注2) NOI利回り=当該期のNOI÷当該期の運用日数×365日÷期末取得価格合計
 (注3) 平均NOI利回りは取得価格加重平均
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※カッコ内は対象銘柄数

稼働率(オフィス、住宅)

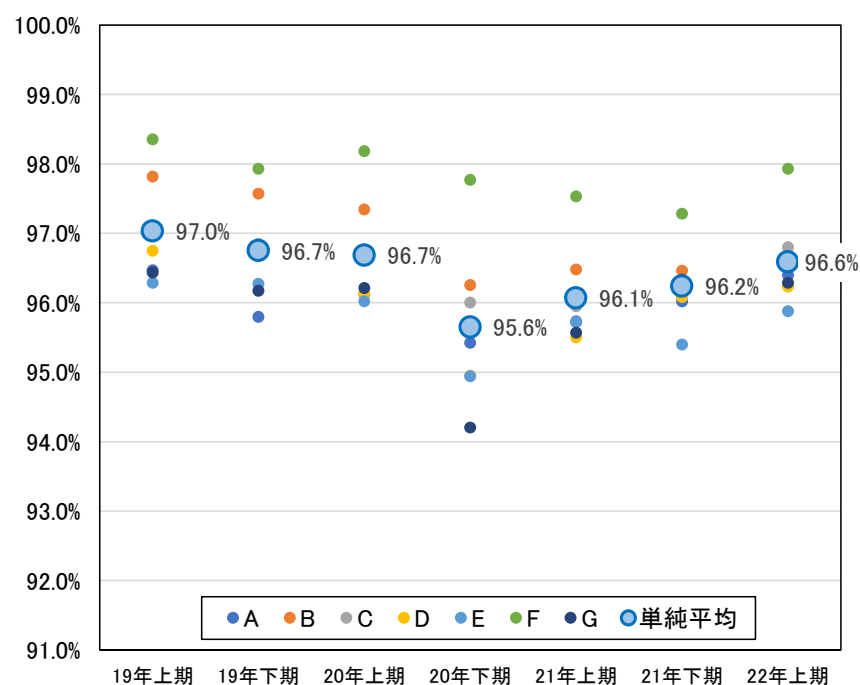
- 22年上期のオフィス稼働率は96.3%。
21年下期から0.3pt低下。下げ幅は緩やかになったものの、低下が継続。コロナ影響前ピークの20年上期を3.1pt下回る。保有物件の規模や立地の違いも影響し、回復に転じた銘柄がある一方、更に悪化した銘柄もあり、格差が拡大している。
- 22年上期の住宅稼働率は96.6%。
稼働率重視の運営で、前年同期比で0.5pt上昇と回復傾向だが、コロナ影響がなかった19年上期を0.4pt下回る。特に東京23区のシングル・コンパクトタイプの比率が高い銘柄が、19年上期を相対的に大きく下回っている。

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

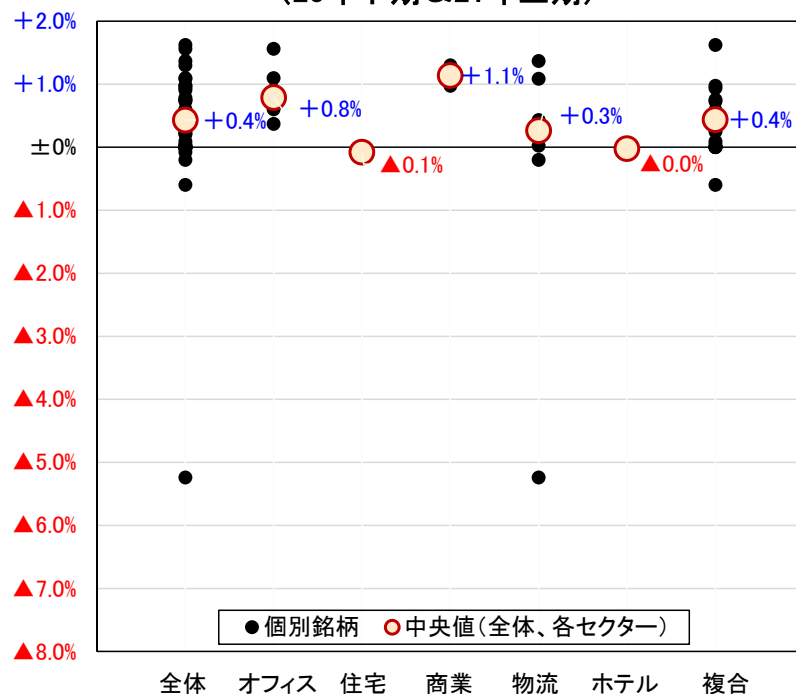


(注1) 集計対象は住宅特化5銘柄に住宅中心の複合2銘柄を加えた7銘柄
(注2) 上期は1~6月、下期は7~12月の月末稼働率の平均値
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

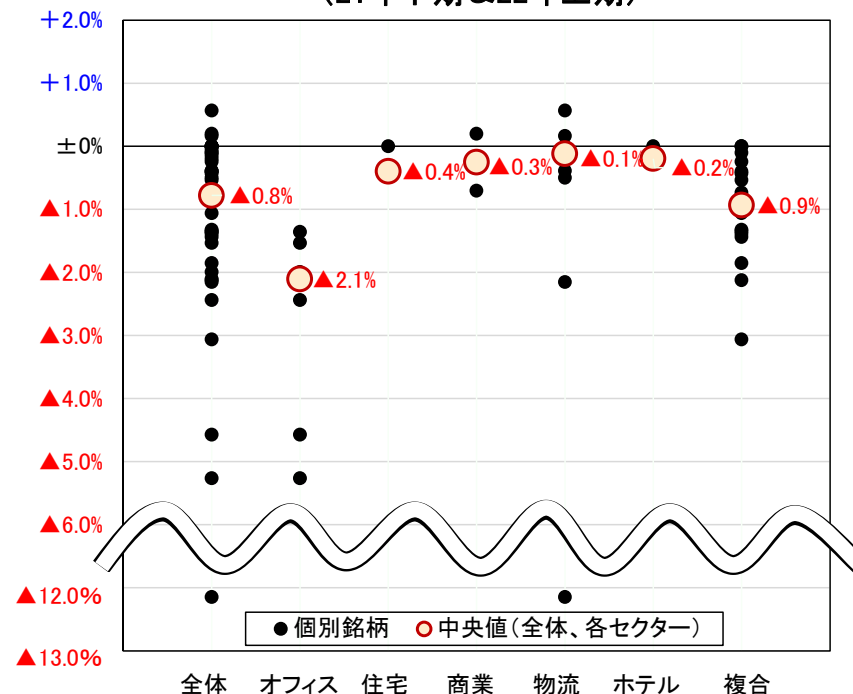
水道光熱費収支

- 水道光熱費収支は、21年上期までは利益にプラス寄与していたが、エネルギー価格高騰で21年下期からマイナスに転じた。水道光熱費収支の利益影響(=水道光熱費収支の年間変化額÷直前上期の当期純利益)は、21年上期までの1年間は+0.4%(集計対象全銘柄の中央値)だったのに対し、22年上期までの1年間は-0.8%。特にオフィスセクターで悪化度合いが大きい。ただ、テナントや電力会社との契約形態の違いもあり、同一セクター内でも利益影響は一様ではない。物流でマイナスが突出して大きい1銘柄は、21年上期と22年上期に取得した特定物件(非物流施設)の影響が大きく、物流銘柄全般では悪化程度は大きくない。

水道光熱費収支の利益影響
(20年下期&21年上期)



水道光熱費収支の利益影響
(21年下期&22年上期)



(注1) 集計対象は水道光熱費の収入、支出を共に開示している銘柄。左図が35銘柄、右図が37銘柄

(注2) 各銘柄の水道光熱費収支の利益影響を算出し、セクター別、集計対象全銘柄の中央値を計算

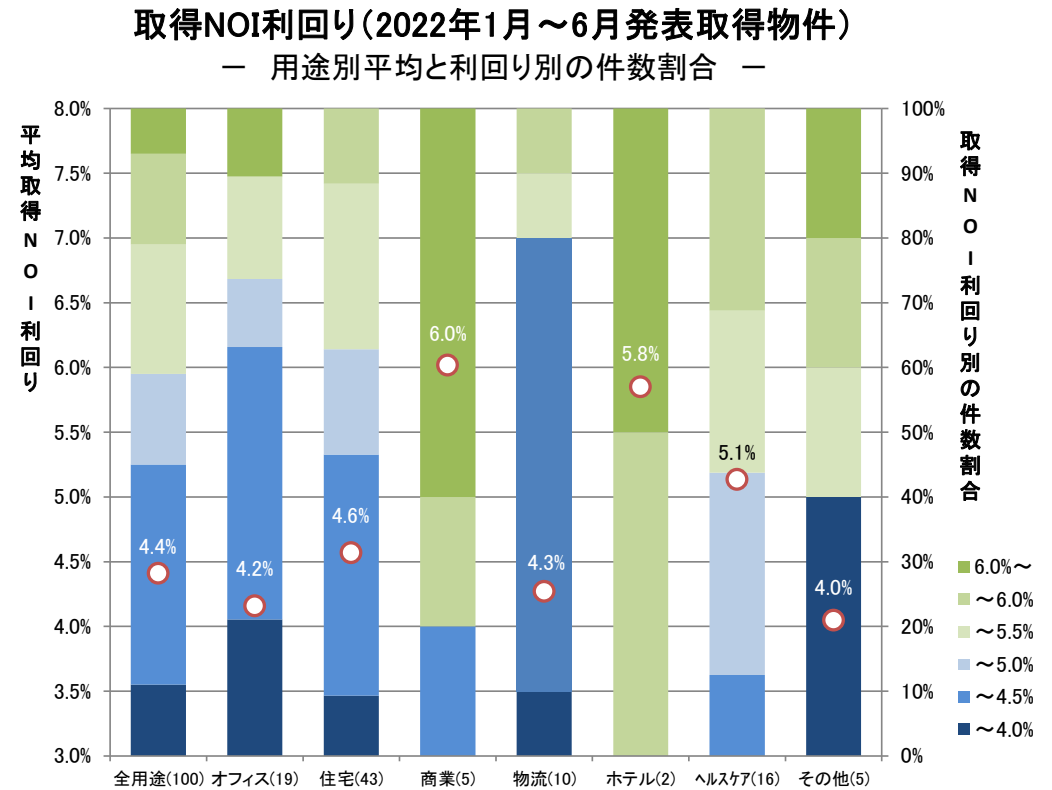
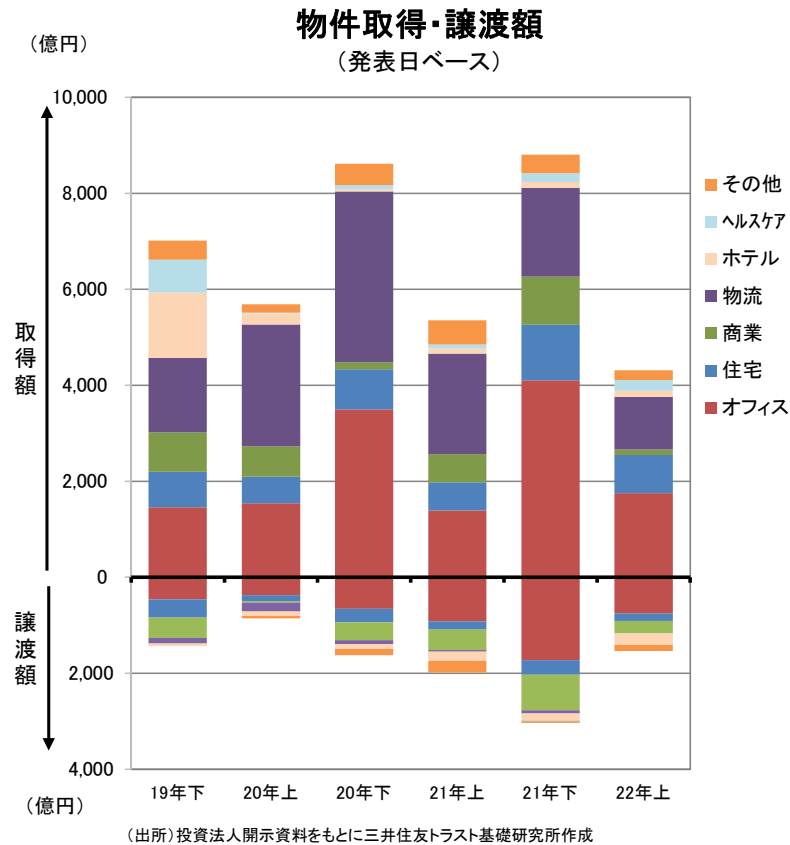
(注3) 各銘柄の水道光熱費収支の利益影響は以下の通り算出

左図は水道光熱費収支の20年下期と21年上期の変化額合計/20年上期の当期純利益 右図: 水道光熱費収支の21年下期と22年上期の変化額合計/21年上期の当期純利益

(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

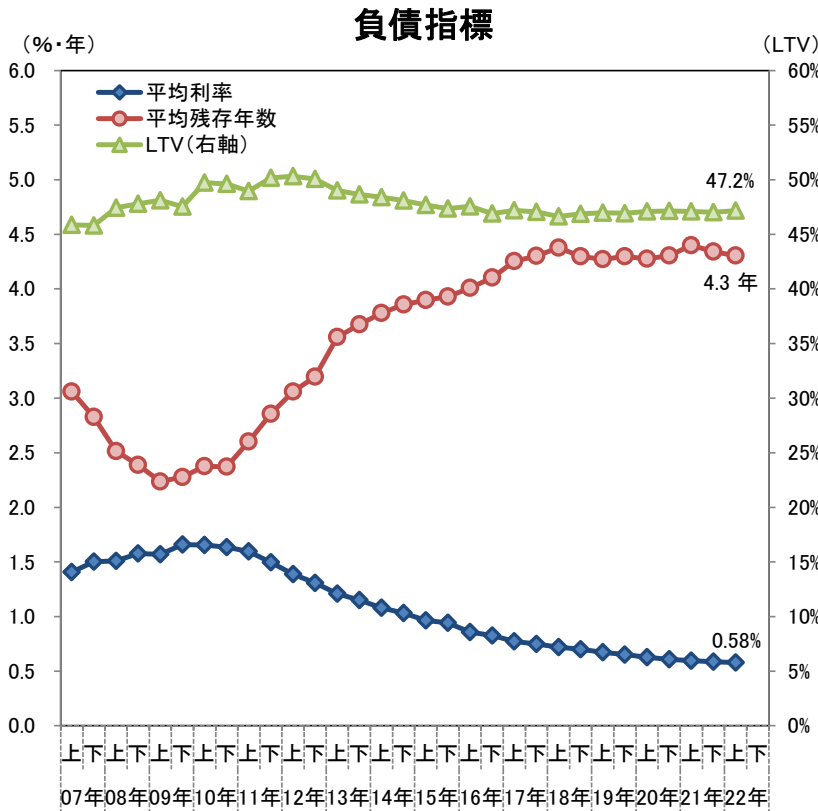
- 22年上期(2022年1月～6月)発表の物件取得額は約4,300億円で、前年同期比2割減。物流施設の取得額が半減。取得額の約6割がスポンサー関連※からの取得。平均取得NOI利回りは4.4%、21年下期の4.3%から上昇。
※スポンサー関連からの取得とは、投信法に定める利害関係人等からの取得および資産運用会社の内部規定に定める利害関係者からの取得
- 22年上期発表の物件譲渡額は約1,500億円で、うちオフィスが49%、商業施設が17%、ホテルが15%を占める。譲渡価格は直近鑑定評価額を平均で12%上回り、直近簿価を21%上回る。



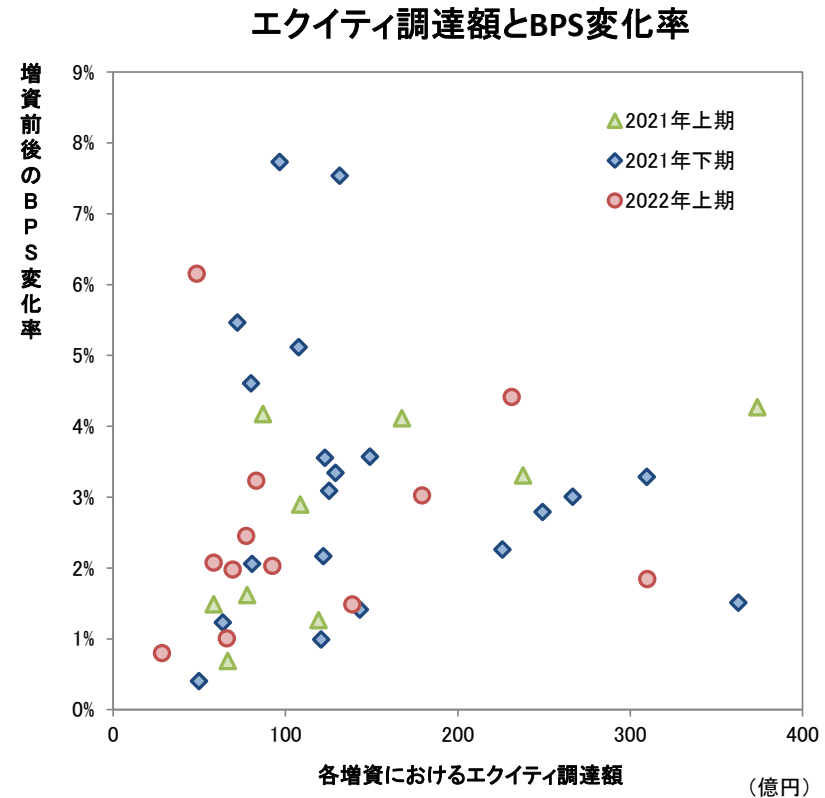
(注1) 取得NOI利回り=取得時鑑定NOI÷取得価格
(注2) 取得時鑑定NOIとは取得時の鑑定評価書における直接還元法上の運営純収益(NOI)
(注3) 平均取得NOI利回りは取得価格加重平均
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

財務運営

- 22年6月末のLTV(出資総額ベース※左図注2参照)は平均47.2%。21年12月末の47.0%から僅かに上昇。
- 22年6月末の有利子負債の平均利率は0.58%(21年12月末0.59%)、残存年数は平均4.3年(同4.3年)。
- 22年1月～6月の公募増資は12件、調達額は1,383億円。BPS変化率は平均+2.5%。
米国長期金利の上昇やウクライナ侵攻を受けて投資口価格は下落した一方、不動産価格は高値圏推移が続いており、POは前期(20件、3,008億円)から大幅に減少し、従来に比べ少額だった前年同期(9件、1,296億円)と同程度にとどまる。
- オフィス銘柄を中心に5銘柄が自己投資口取得を発表。



(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

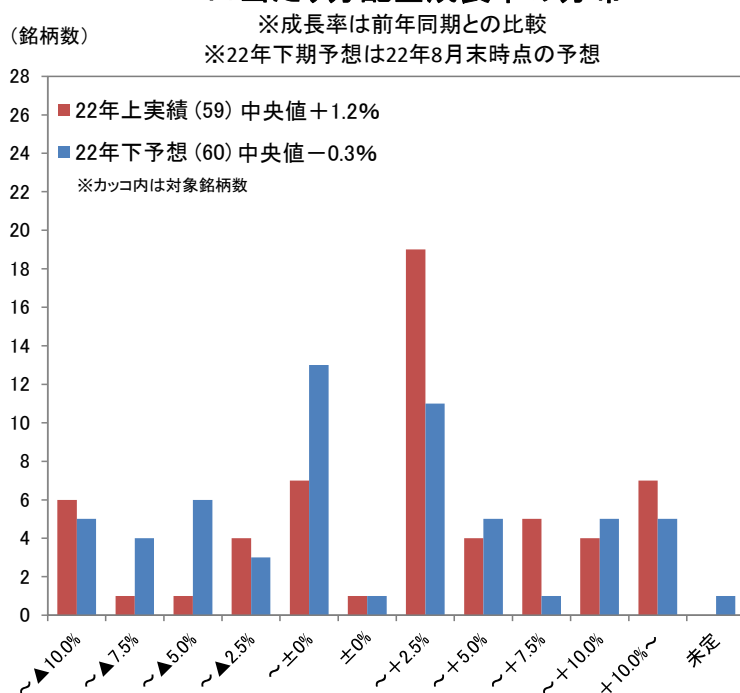


2022年下期の予想(会社予想1口当たり分配金)

※2022年7月期～2022年12月期

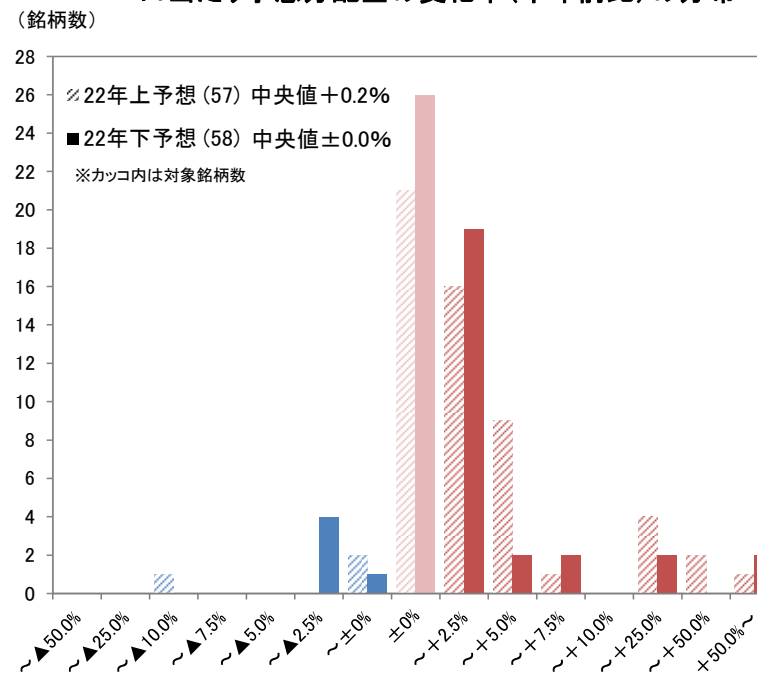
- 22年下期の会社予想分配金(22年8月末時点)の成長率は前年同期比-0.3%(対象銘柄の中央値)。成長率プラスを予想する銘柄は45%、成長率マイナスを予想する銘柄が52%、横ばい予想および予想未定が各1銘柄。成長率マイナスを予想する銘柄の割合が、成長率プラスを予想する銘柄の割合を上回る。成長率マイナスの要因は売却益の減少や剥落が多いものの、賃収減や費用増による賃貸利益の減少も少なくない。
- 22年下期の予想分配金を半年前(22年2月末時点)から上方修正した銘柄は46%、変更なしが45%、下方修正が9%。22年上期の予想修正状況(21年8月末時点から22年2月末時点までの半年間の変化)と比較して、上方修正する銘柄が減少し、変更なしとする銘柄の割合がさらに増加した。稼働率想定引き下げや水道光熱費収支の悪化を織り込む銘柄も多いが、一部銘柄を除き、売却益や内部留保の活用等で予想分配金は維持している。

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) 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
22年下期予想は、22年2月末時点予想と22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。