

J-REIT レビュー 2024年上期

2024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

2024年上期の実績 ※2024年1月期～2024年6月期または2024年1月～6月

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+2.2% (対象銘柄の中央値)。23年下期の同+3.0%を下回る。コロナ影響前の2019年下期比+5.4%も、巡航EPSの分配金に対する比率は91.8%。
NAV	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+1.6% (対象銘柄の中央値)。23年下期の同+1.9%を下回る。コロナ影響前の2019年下期比+12.1%。
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4.7%から上昇。含み益率は26.0% (前期末26.2%) にやや低下したものの、含み益は5.6兆円で過去最高額。
外部成長	<ul style="list-style-type: none">物件取得額は約6,700億円※。取得物件のNOI利回りは平均4.3% (前年同期4.2%)。物件譲渡額は約4,200億円※。不動産売却益(ネット)は291億円で当期利益3,461億円の8.4%。内部留保残高は1,791億円 (前年同期1,546億円)。分配総額3,404億円に対する比率は52.6%。 <p>※いずれも2024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47.9%。前期末47.4%から上昇。有利子負債の平均利率は0.66% (前期末0.61%) に上昇、残存年数は平均4.01年 (同4.06年)。公募増資は5件、調達額は846億円。BPS※変化率は平均+1.4%。※BPS:1口当たり純資産額。

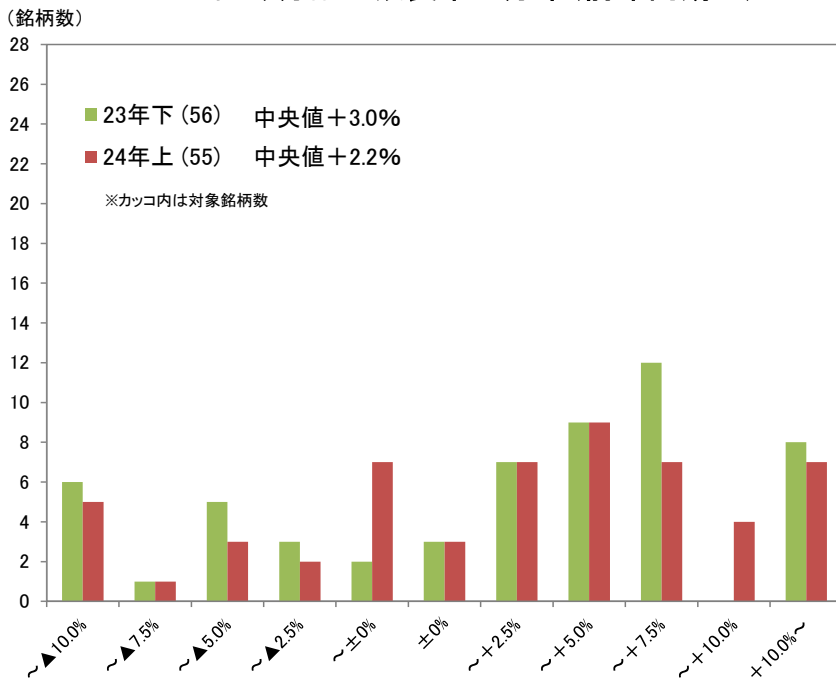
2024年下期の会社予想 ※2024年7月期～2024年12月期

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+1.1% (対象銘柄の中央値)。巡航EPSの分配金に対する比率は93.4%。成長率プラスを予想するのは36銘柄(62%)、成長率マイナスを予想するのは21銘柄(36%)。
-----	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

分配金・NAVの成長率(前年同期比)

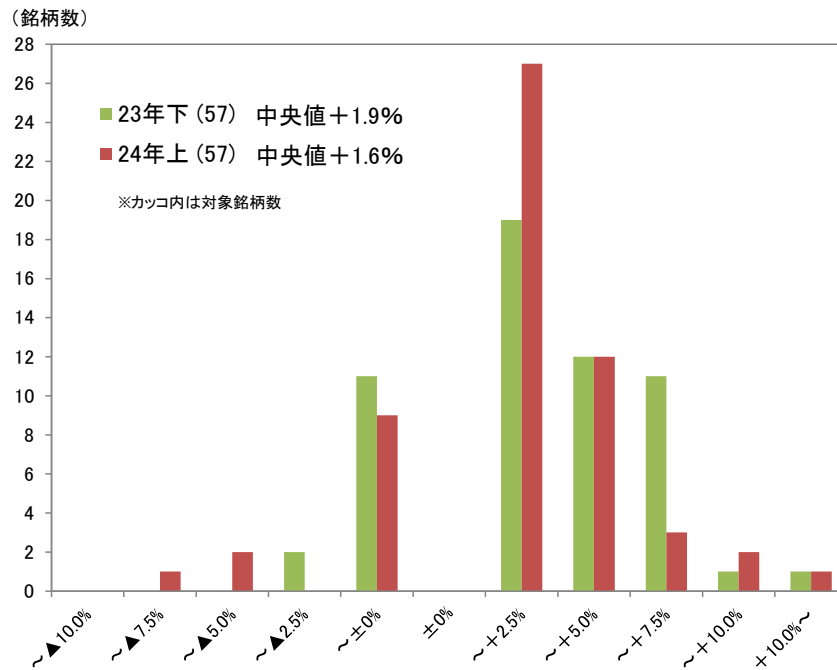
- 24年上期の分配金の成長率は前年同期比+2.2%(対象銘柄の中央値)。23年下期の同+3.0%を下回る。成長率プラスの銘柄が62%(前期は64%)、成長率マイナスの銘柄が33%(前期は30%)、横ばいが5%(前期は5%)。ホテル銘柄の成長率(20.4%)は引き続き高いが、前期からは鈍化。ホテル以外の銘柄の成長率は売却益の増減が影響。
- 24年上期の1口当たりNAVの成長率は前年同期比+1.6%(対象銘柄の中央値)。23年下期の同+1.9%を下回る。成長率プラスの銘柄が79%(前期は77%)と大半で、成長率マイナスの銘柄が21%(前期は23%)。鑑定評価額はコロナ禍で下落したホテルの上昇が継続、ホテル以外の用途は微増。

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)



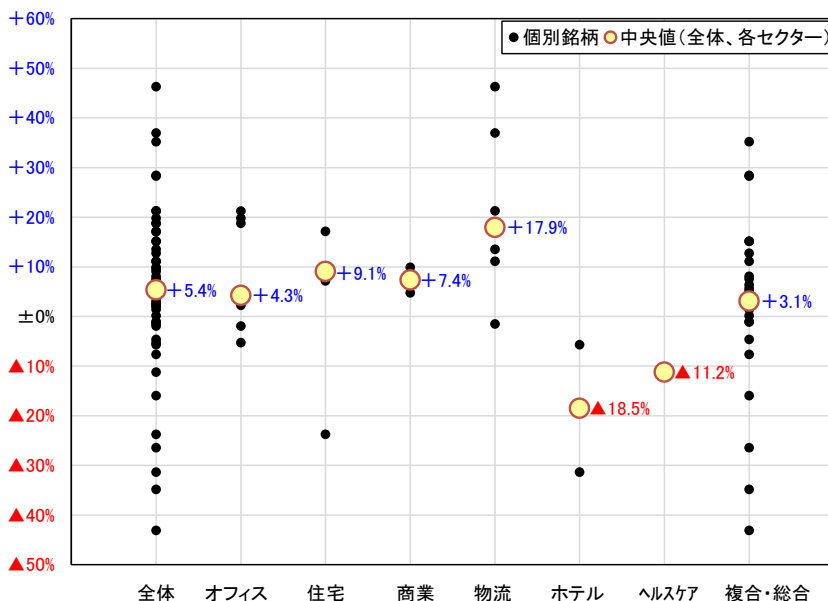
(注1) 変則決算期、上場廃止期は対象外
(注2) 1口当たりNAV = (純資産 + 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計 - 分配総額) ÷ 発行済投資口数
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



分配金・NAVの成長率(2019年下期比)

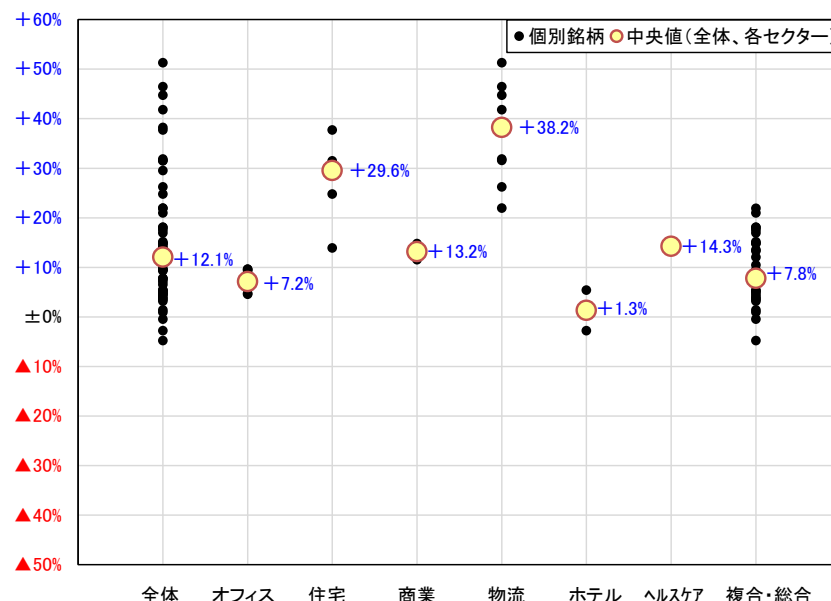
- 24年上期の分配金の成長率はコロナ影響前の2019年下期比+5.4%(対象52銘柄の中央値)。成長率プラスの銘柄が37銘柄(71%)、成長率マイナスの銘柄が15銘柄(29%)。賃貸運営が堅調で外部成長も寄与した物流銘柄、賃貸運営が好調で売却益や内部留保取崩も寄与した住宅が高かった。一方、ホテル銘柄の中央値は▲18.5%(23年下期▲18.3%)で、いまだコロナ前水準を下回っている。
- 24年上期の1口当たりNAVの成長率は2019年下期比+12.1%(対象55銘柄の中央値)。成長率プラスの銘柄が52銘柄(95%)と大半、成長率マイナスの銘柄が3銘柄(5%)。鑑定評価額上昇で物流銘柄、住宅銘柄の成長率が高く、成長率マイナスは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52銘柄。19年下期が上場後2期間に該当する銘柄は含まない
(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)



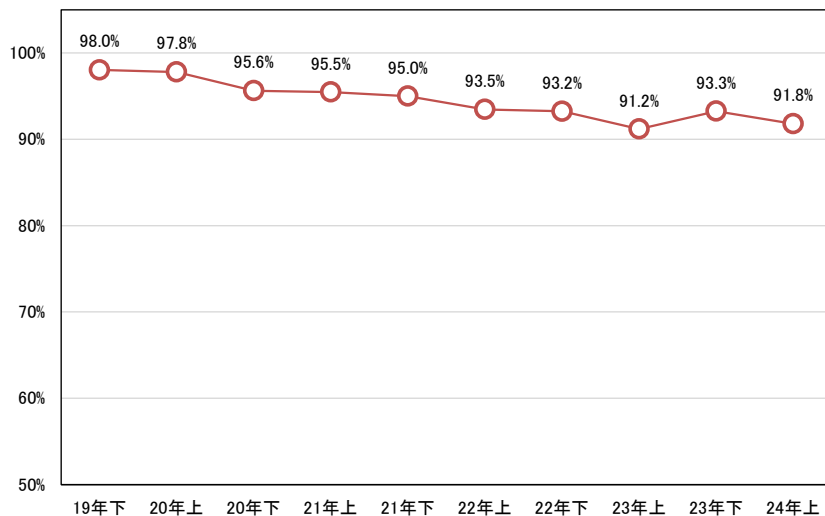
(注) 集計対象は55銘柄。19年下期実績がある銘柄が対象
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

巡航EPSと分配金の比較

- 売却益影響を除いた巡航EPS※の1口当たり分配金に対する比率は24年上期で91.8%（対象銘柄の中央値。以下同様）。19年下期98.0%から、オフィス賃料収入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。
※ 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90.7%。オフィス銘柄の7割が売却益を計上し、売却益の寄与で分配金水準が向上。
- 住宅セクターの同比率は84.8%。増配継続のため内部留保の取崩増額を行った銘柄の影響で前期の93.1%から低下。
- 物流セクターの同比率は87.9%。巡航EPSを上回る部分は継続的な利益超過分配が主要因で、売却益計上は3銘柄のみ。
- 商業セクターの同比率は98.4%、ホテルセクターは99.9%。売却益の寄与は限定的にとどまる。

巡航EPS/1口当たり分配金の推移

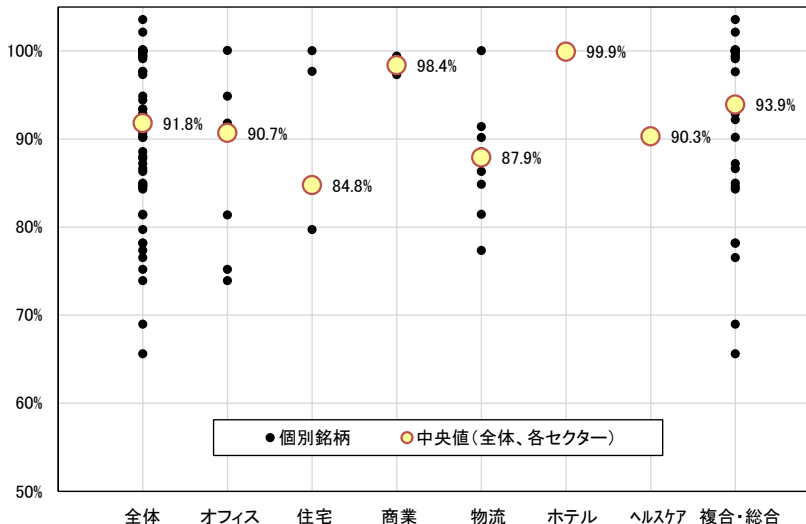
※巡航EPS = (経常利益 - 売却損益 + のれん償却額) / 発行済投資口数



(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55銘柄、各下期が56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 (2024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

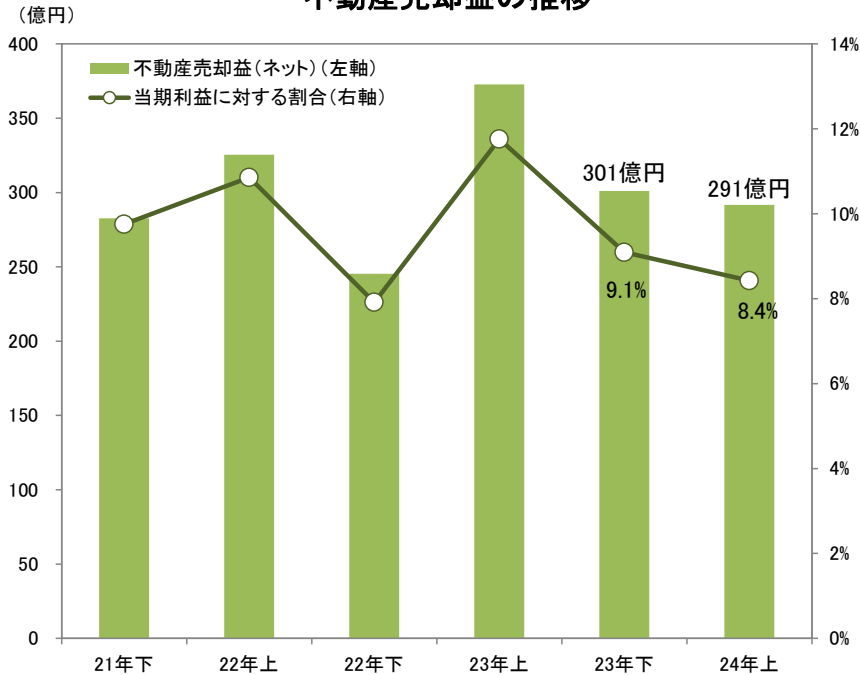


(注) 集計対象は57銘柄
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

売却益・含み益

- 24年上期の不動産売却益(ネット)は合計291億円。全銘柄の当期利益総額3,461億円に対する割合は8.4%。売却益は前期の301億円から3%減少。オフィス銘柄の売却益が前期の77億円から138億円に大きく増加。売却益を計上した銘柄は前期と同様、約半数。
- 24年上期の含み益は5.6兆円、含み益率は26.0%。含み益は全銘柄の実績分配総額3,404億円の約17倍に相当。物件譲渡で含み益を顕在化させる一方、住宅や物流施設の鑑定評価額上昇で含み益は過去最高の更新を継続。含み益率の前期(26.2%)からの低下は、合併で消滅法人の物件を時価で承継した影響によるもの。

不動産売却益の推移

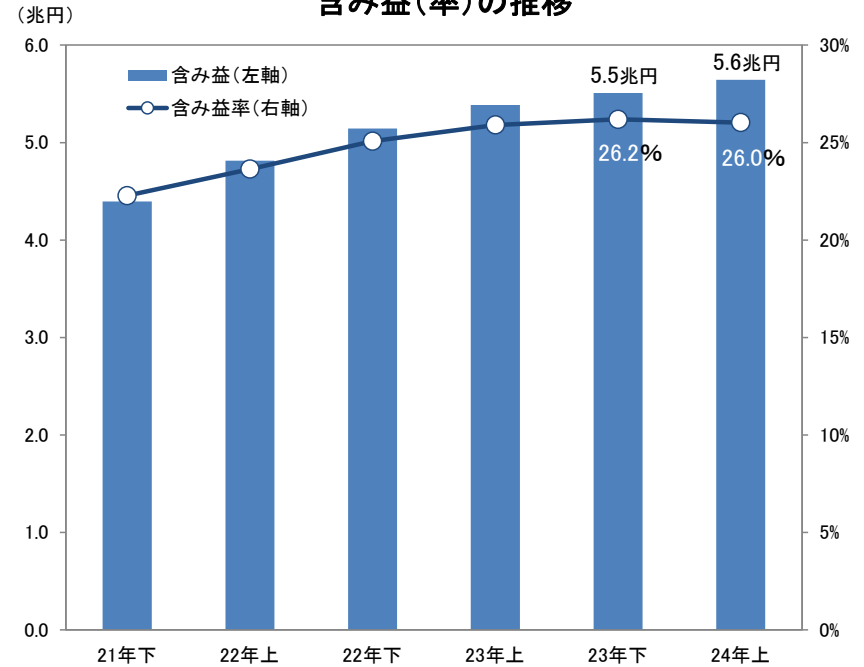


(注1) 上場廃止期は対象外

(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
23年下期以前は減損損失は含まない。24年上期以降は減損損失を含む

(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



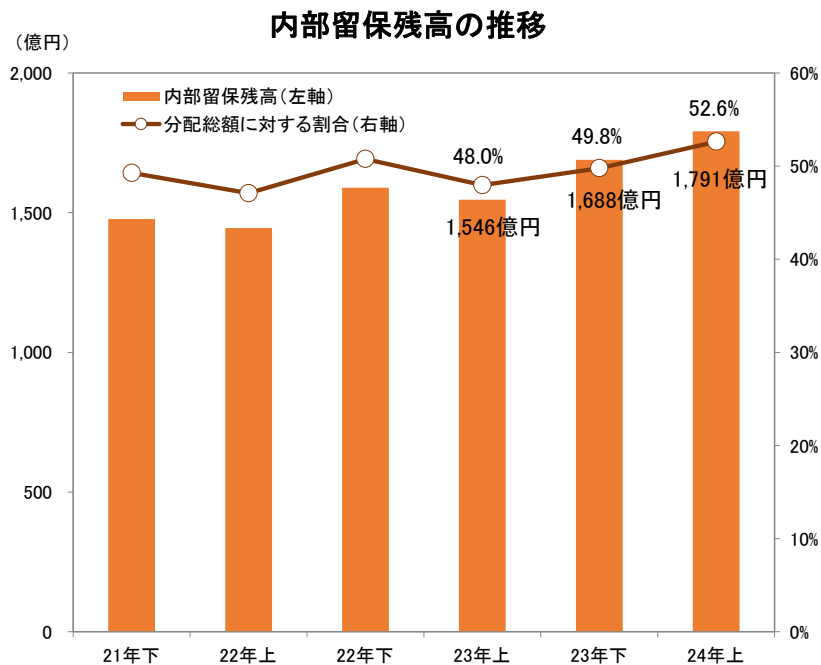
(注) 含み益 = 鑑定評価額合計 - 帳簿価額合計。含み益率 = 含み益 ÷ 帳簿価額合計
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部留保

- 24年上期の内部留保※1残高は合計1,791億円、全銘柄の24年上期実績分配総額3,404億円に対する割合は52.6%。合併に伴う負ののれんの発生もあり、前年同期※2と比較して、内部留保残高は増加、分配総額に対する割合は上昇。
- 継続的な物件譲渡により、売却益の一部を分配しながら、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。

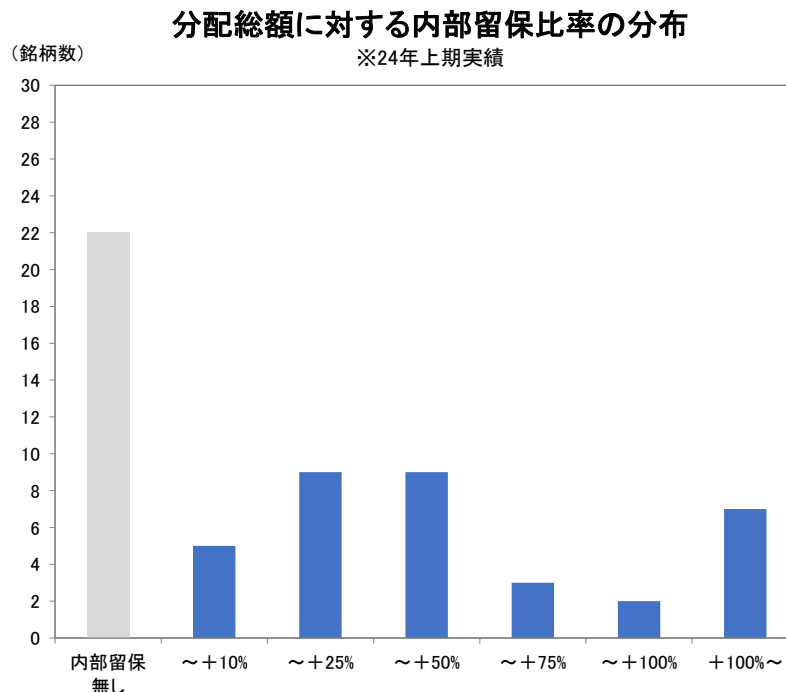
※2 ジャパン・ホテル・リート投資法人は、12月の年1回決算で下期のみ集計対象となるため、前年同期と比較。



(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57銘柄

(注2) 内部留保残高は24年上期の繰入・取崩後

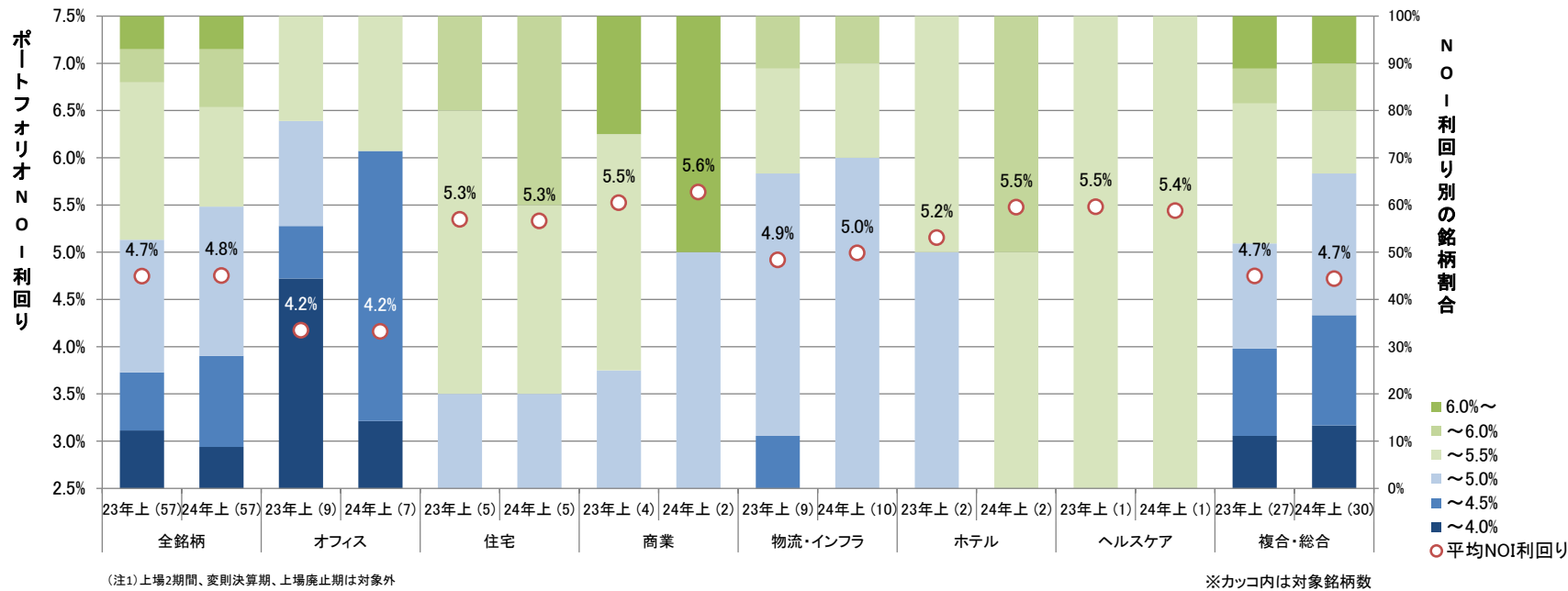
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部成長

- 24年上期の全銘柄のポートフォリオNOI利回りは平均4.8%。前年同期比0.1pt上昇。
- オフィスセクターは4.2%、住宅セクターは5.3%といずれも前年同期と変わらず。
- 商業セクターは5.6%。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4銘柄から2銘柄に減少。
- 物流セクターは5.0%と前年同期比0.1pt上昇。水道光熱費収支の改善、賃料上昇が寄与。
- ホテルセクターは5.5%と前年同期比0.3pt上昇したものの、19年上期の6.4%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

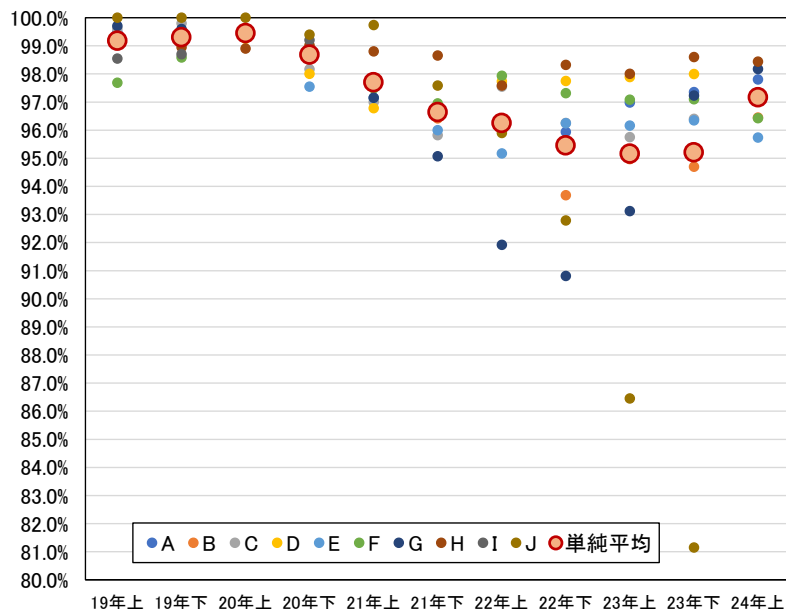
(注3) 平均NOI利回りは取得価格加重平均

(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

稼働率(オフィス、住宅)

- 24年上期のオフィス稼働率は97.2%(対象銘柄の単純平均)。前期比で2.0pt上昇。合併やセクター変更で対象銘柄数が9銘柄から7銘柄に減少。同一銘柄(7銘柄)では前期比で0.3pt上昇。コロナ影響前ピークの20年上期99.4%を2.2pt下回る。
- 24年上期の住宅稼働率は97.0%(対象銘柄の単純平均)。前期と変わらず。合併による消滅で対象銘柄数が7銘柄から6銘柄に減少。同一銘柄(6銘柄)でも前期と変わらず。コロナ影響前ピークの19年上期と同水準。

オフィス稼働率の推移



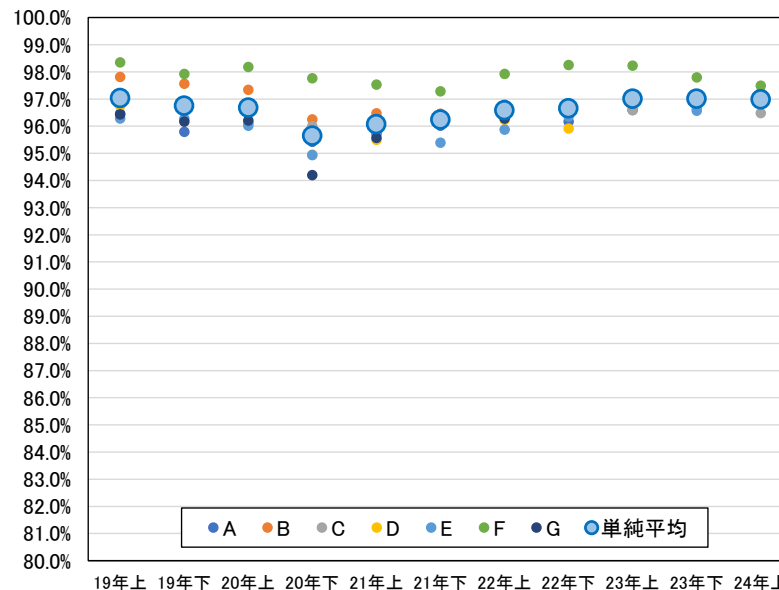
(注1) 集計対象はオフィス特化銘柄

21年上期までは10銘柄、21年下期~23年下期は9銘柄、24年上期以降は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

住宅稼働率の推移



(注1) 集計対象は住宅特化銘柄と住宅中心の複合銘柄

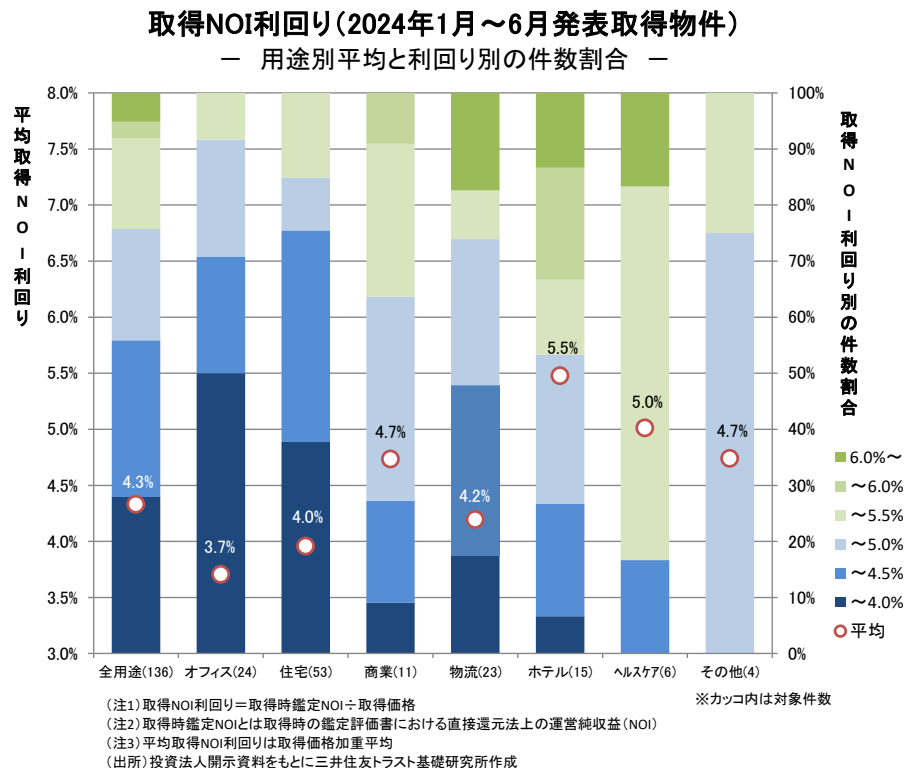
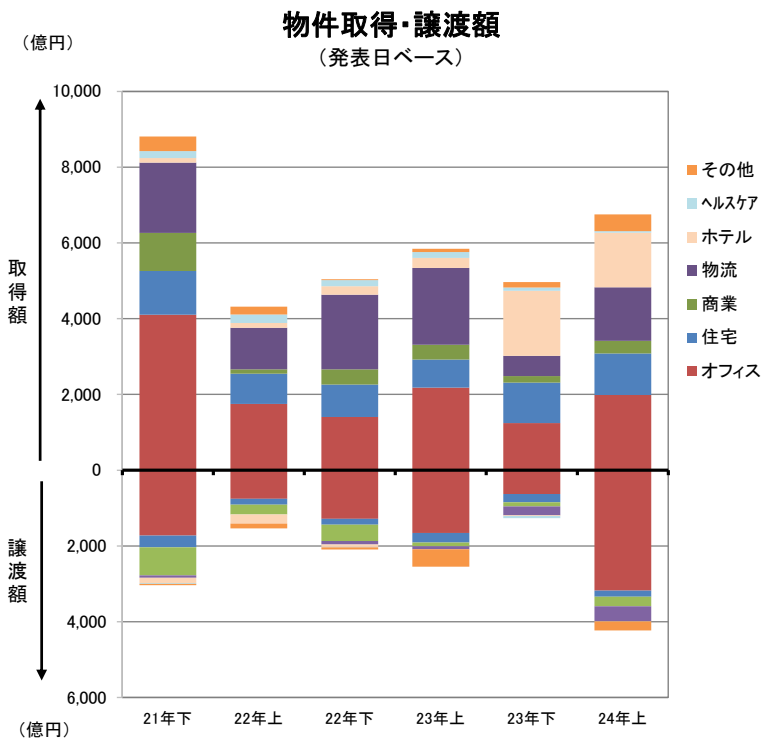
23年下期までは7銘柄、24年上期以降は6銘柄

(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

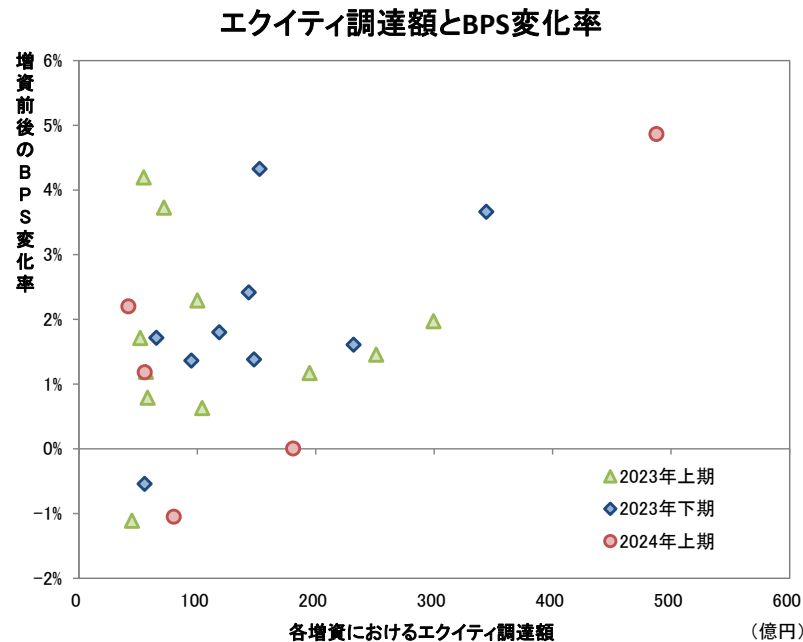
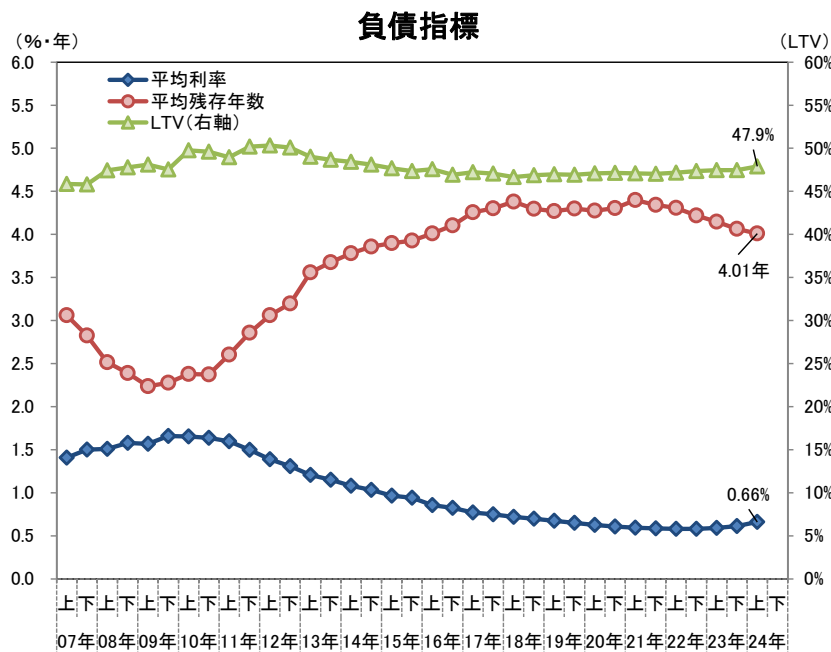
外部成長

- 24年上期(2024年1月～6月)発表の物件取得額は約6,700億円。資産入替の活発化で前期比増加。物流施設、オフィスが減少の一方、宿泊需要の拡大継続が期待されるホテル、賃料上昇が継続する住宅が増加。平均取得NOI利回りは4.3%(前年同期4.2%)で、平均ポートフォリオNOI利回りの4.8%を下回る。取得額の約6割がスポンサー関連※からの取得。
※ 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
- 24年上期発表の物件譲渡額は約4,200億円。オフィスの大型譲渡が相次ぎ、大幅に増加。譲渡価格は直近鑑定評価額を平均で8%、直近簿価を平均で16%上回り、物件譲渡に良好な取引環境が続いている。



財務運営

- 24年6月末のLTV(出資総額ベース※左図注2参照)は平均47.9%(前期末47.4%)に上昇。
- 24年6月末の有利子負債の平均利率は0.66%(前期末0.61%)に上昇、残存年数は平均4.01年(同4.06年)に短期化継続。固定金利比率は22年6月末90.8%→23年6月末89.1%→24年6月末87.0%に低下傾向。
- 24年1月～6月の公募増資は5件、調達額は846億円(前年同期1,288億円、前期1,354億円)に減少。BPS変化率は平均+1.4%、1件は変化率がマイナスとなった。国内長期金利が上昇する中、P/NAVは物流銘柄を含む大半の銘柄で0.9倍程度であり、エクイティ調達は低調に推移。
- 投資口価格が低迷する中、自己投資口取得の発表は7件(前年同期1件、前期2件)に大幅増加。



(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) 新投資口交付日ベース。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



2024年下期の予想(会社予想1口当たり分配金)

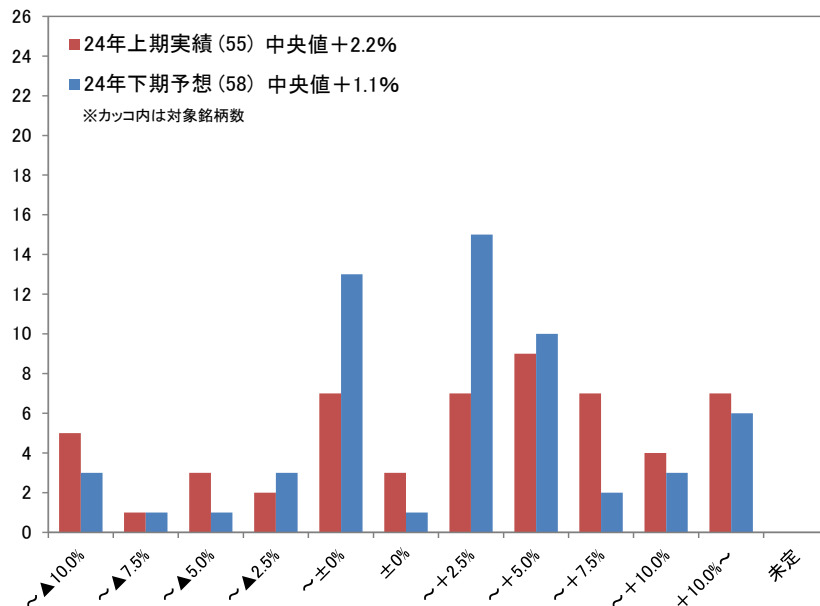
※2024年7月期～2024年12月期

- 24年下期の会社予想分配金(24年8月末時点)の成長率は前年同期比+1.1%(対象58銘柄の中央値)。
- 成長率プラスを予想する銘柄は36銘柄(62%)、成長率マイナスを予想する銘柄が21銘柄(36%)、横ばい予想が1銘柄。主な変動要因は、ホテル収益の回復、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24年下期会社予想で93.4%(対象58銘柄の中央値)。
- 売却益の想定額は468億円(24年上期実績の売却益は291億円)。売却益を想定する銘柄は57%。

1口当たり分配金成長率の分布(前年同期比)

(銘柄数)

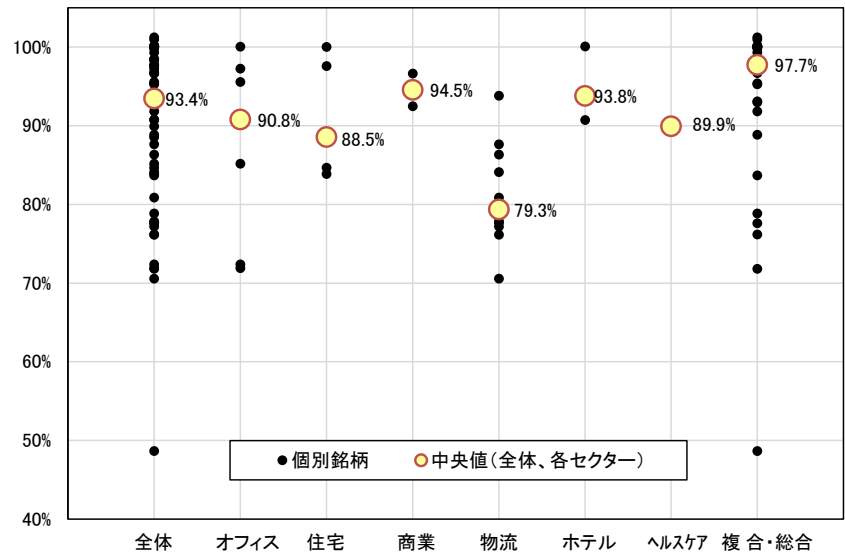
※24年下期予想は24年8月末時点の予想



(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(24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58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。