

J-REIT レビュー 2023年下期

2024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

2023年下期の実績 ※2023年7月期～2023年12月期または2023年7月～12月

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+3.0%(対象銘柄の中央値)。23年上期の同+2.0%を上回る。コロナ影響前の2019年下期比+1.8%も、巡航EPSの分配金に対する比率は93.4%に低下。
NAV	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+1.9%(対象銘柄の中央値)。23年上期の同+2.6%を下回る。コロナ影響前の2019年下期比+10.8%。
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26.2%。前期末25.9%から上昇し、過去最高の更新を継続。
外部成長	<ul style="list-style-type: none">物件取得額は約4,900億円※。取得物件のNOI利回りは平均4.5%。物件譲渡額は約1,200億円※。不動産売却益(ネット)は当期利益総額の9.1%。 ※いずれも2023年7月～12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47.4%。前期末47.5%とほぼ同水準。有利子負債の平均利率は0.61%(前期末0.59%)、残存年数は平均4.06年(同4.15年)。公募増資は9件、調達額は1,354億円。BPS※変化率は平均+2.0%。※BPS:1口当たり純資産額。

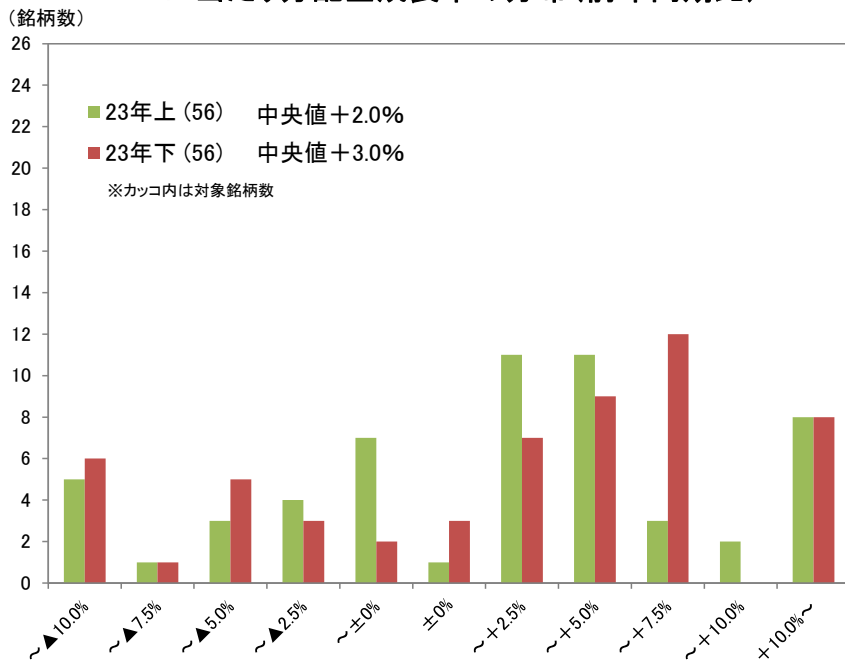
2024年上期の会社予想 ※2024年1月期～2023年6月期

分配金	<ul style="list-style-type: none">成長率は前年同期比+0.3%(対象銘柄の中央値)。巡航EPSの分配金に対する比率は92.5%。成長率プラスを予想する銘柄は53%、成長率マイナスを予想する銘柄は42%。
-----	---

分配金・NAVの成長率(前年同期比)

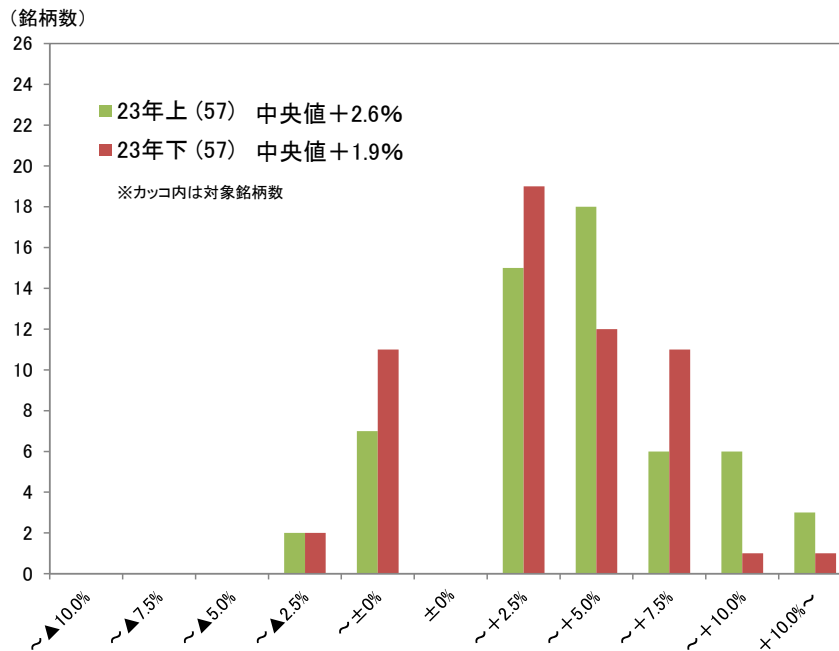
- 23年下期の分配金の成長率は前年同期比+3.0%(対象銘柄の中央値)。23年上期の同+2.0%を上回る。成長率プラスの銘柄が64%(前期は63%)、成長率マイナスの銘柄が30%(前期は36%)、横ばいが5%(前期は2%)。ホテルの収益回復、売却益増加等で、全体では過半の銘柄で前年同期比成長率が前期を上回った。
- 23年下期の1口当たりNAVの成長率は前年同期比+1.9%(対象銘柄の中央値)。23年下期の同+2.6%を下回る。成長率プラスの銘柄が77%(前期は84%)と大半だが、成長率マイナスの銘柄が13銘柄(前期は9銘柄)にやや増加。鑑定評価額は、住宅、物流施設で上昇率が鈍化、オフィス、商業は概ね横ばい。コロナ禍で下落したホテルは上昇。

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)

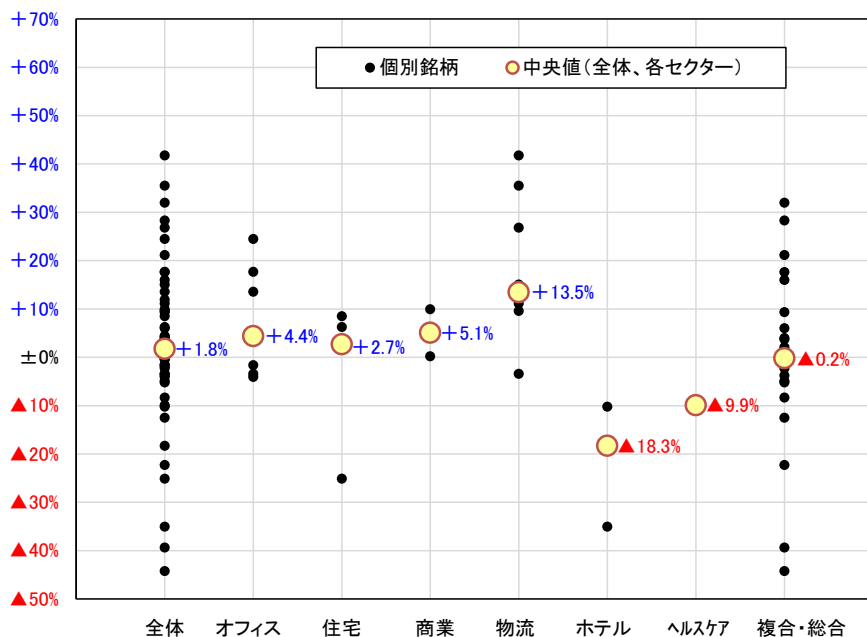


(注1) 変則決算期、上場廃止期は対象外
(注2) 1口当たりNAV=(純資産+鑑定評価額合計-帳簿価額合計-分配総額)÷発行済投資口数
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

分配金・NAVの成長率(2019年下期比)

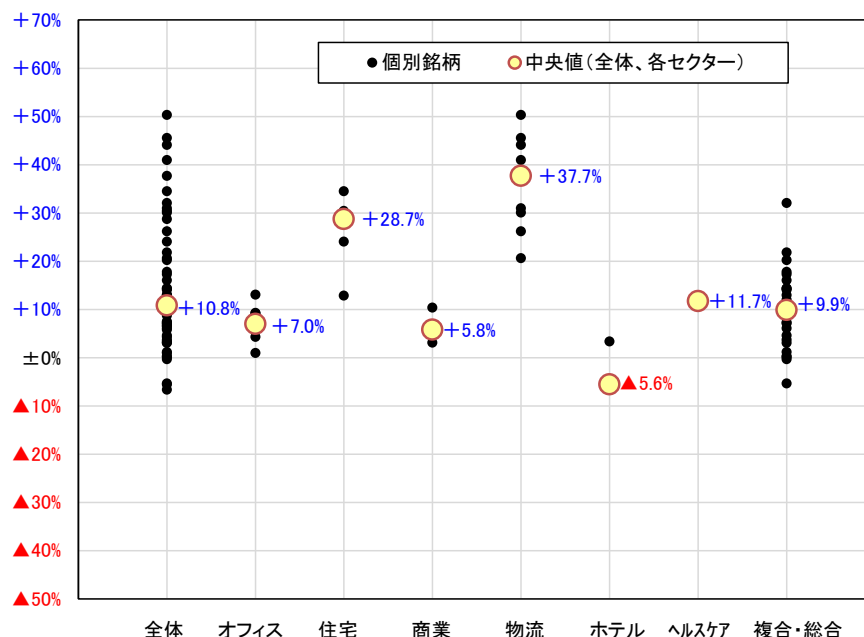
- 23年下期の分配金の成長率はコロナ影響前の2019年下期比+1.8%(対象54銘柄の中央値)。成長率プラスの銘柄が31銘柄(57%)と過半、成長率マイナスの銘柄が23銘柄(43%)。業績堅調な物流銘柄、外部成長が寄与した商業銘柄、売却益や内部留保活用で分配金をマネジメントしているオフィス銘柄の成長率が高かった。一方、ホテル銘柄の中央値は▲18.3%(23年上期▲32.7%)で、業績回復途上にある。
- 23年下期の1口当たりNAVの成長率は2019年下期比+10.8%(対象57銘柄の中央値)。成長率プラスの銘柄が53銘柄(93%)と大半、成長率マイナスの銘柄が4銘柄(7%)。鑑定評価額上昇で物流銘柄、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54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)



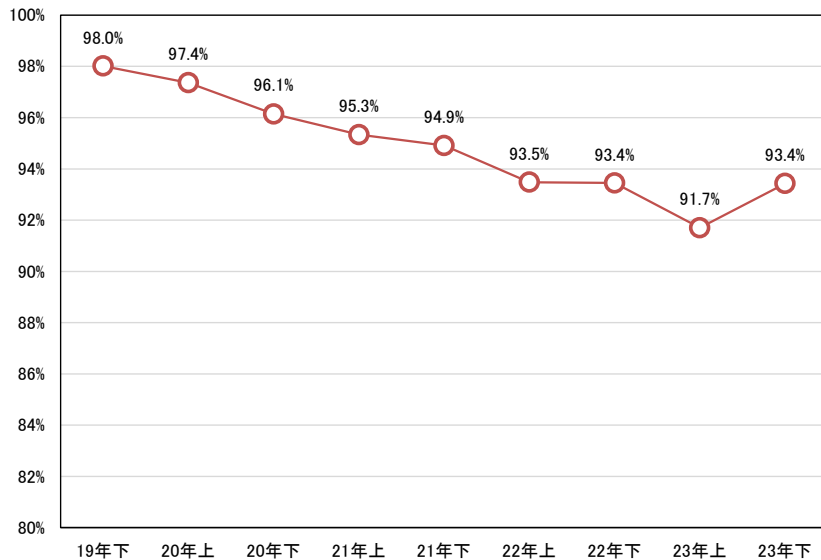
(注) 集計対象は57銘柄。
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

巡航EPSと分配金の比較

- 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23年下期で93.4%（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91.0%。オフィス銘柄の7割が売却益を計上し、分配金水準を維持。19年下期の99.7%から大きく低下も、23年上期の85.2%からは水道光熱費収支改善や物件取得等による利益増で上昇。
- 住宅セクターの同比率は93.1%、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88.2%。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。

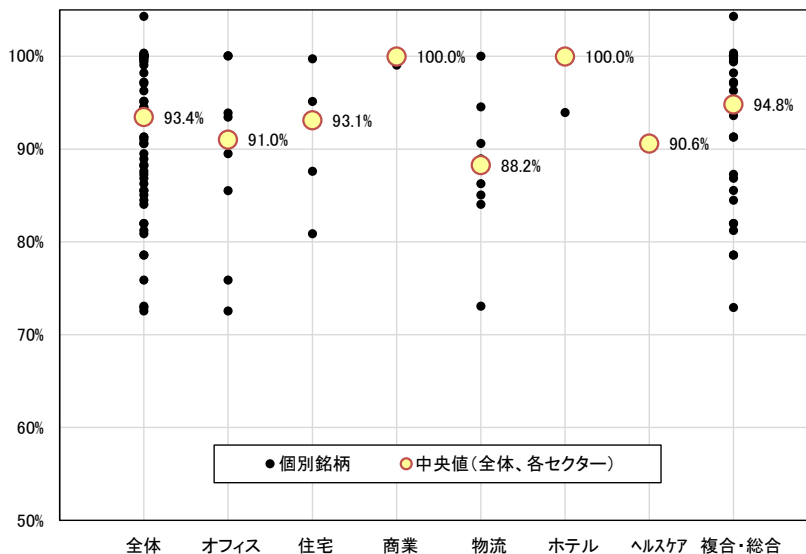
(注2) 集計対象は全期間比較可能な銘柄で、各上期が56銘柄、各下期が57銘柄。

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年下期)

※巡航EPS=(経常利益-売却損益+のれん償却額)/発行済投資口数



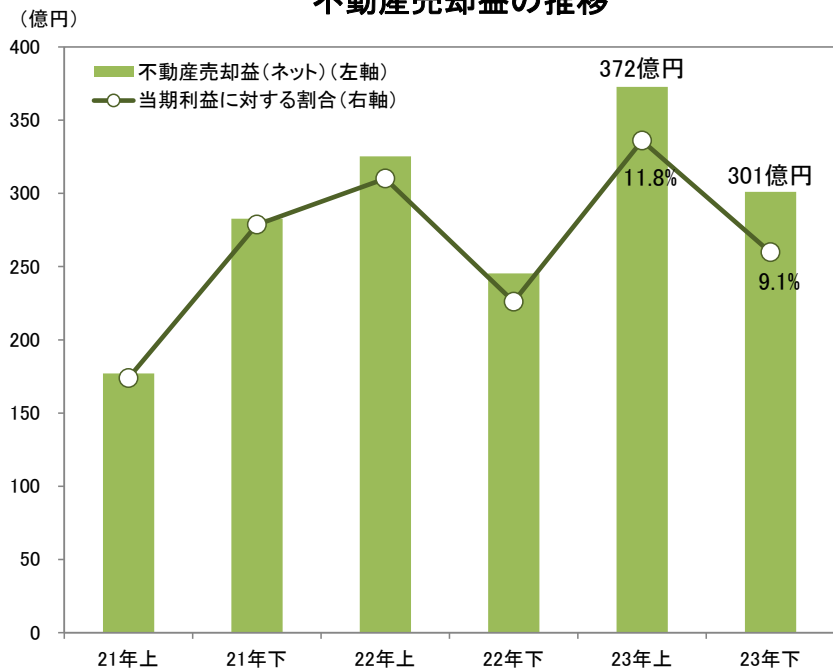
(注) 集計対象は59銘柄。

(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

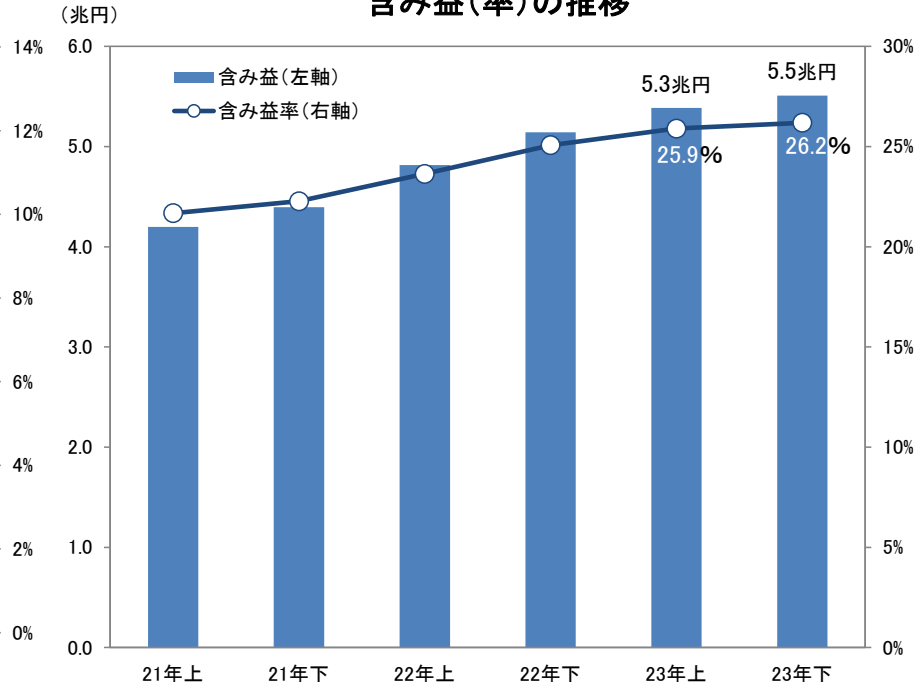
- 23年下期の不動産売却益(ネット)は合計301億円。全銘柄の当期利益総額3,310億円に対する割合は9.1%。売却益は前期の372億円から19%減少。オフィス銘柄の売却益が前期の142億円から79億円の大きく減少。売却益を計上した銘柄は前期と同様、約半数。
- 23年下期の含み益は5.5兆円、含み益率は26.2%。含み益は全銘柄の実績分配総額3,393億円の約16倍に相当。住宅や物流施設で鑑定評価額の上昇率が鈍化したものの、含み益と含み益率は過去最高の更新を継続。

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

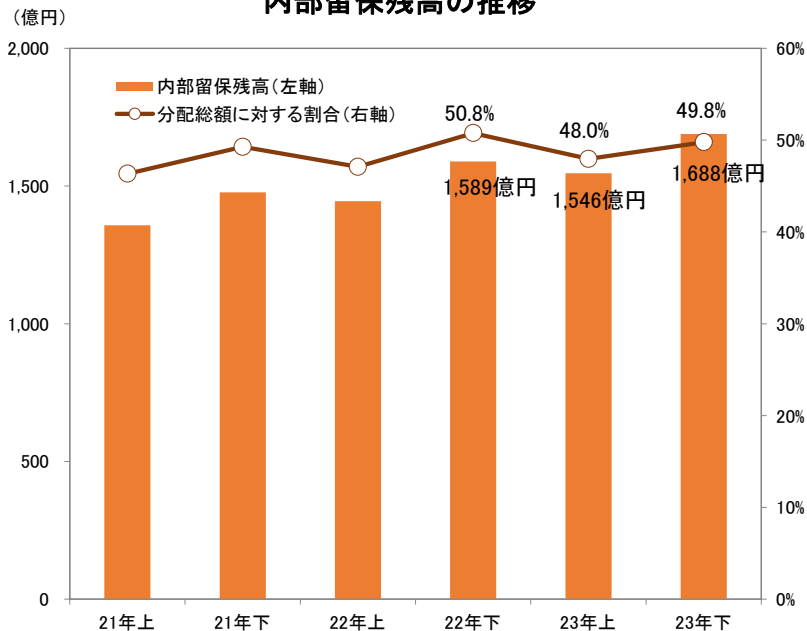
内部留保

- 23年下期の内部留保※1残高は合計1,688億円、全銘柄の23年下期実績分配総額3,393億円に対する割合は49.8%。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低下。
- 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。

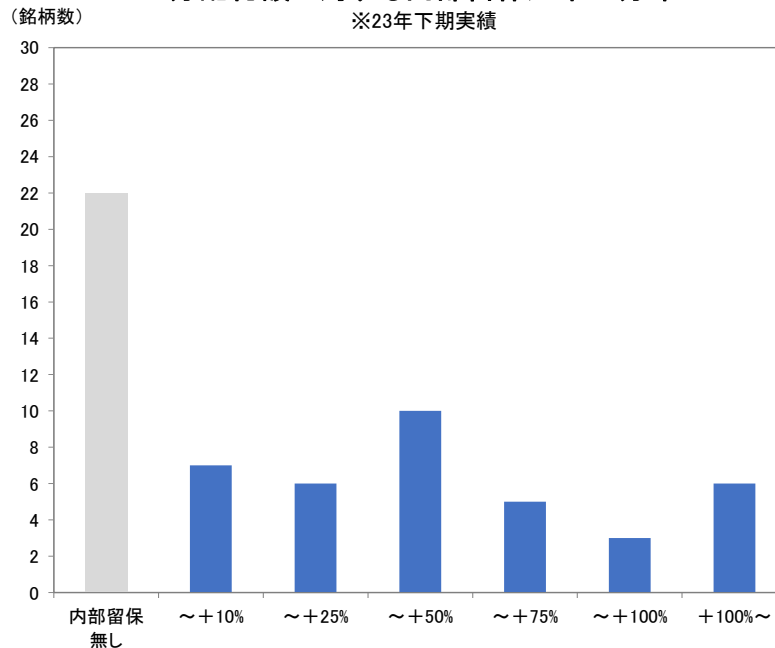
※2 ジャパン・ホテル・リート投資法人は、12月の年1回決算で下期のみ集計対象となるため、前年同期と比較。

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



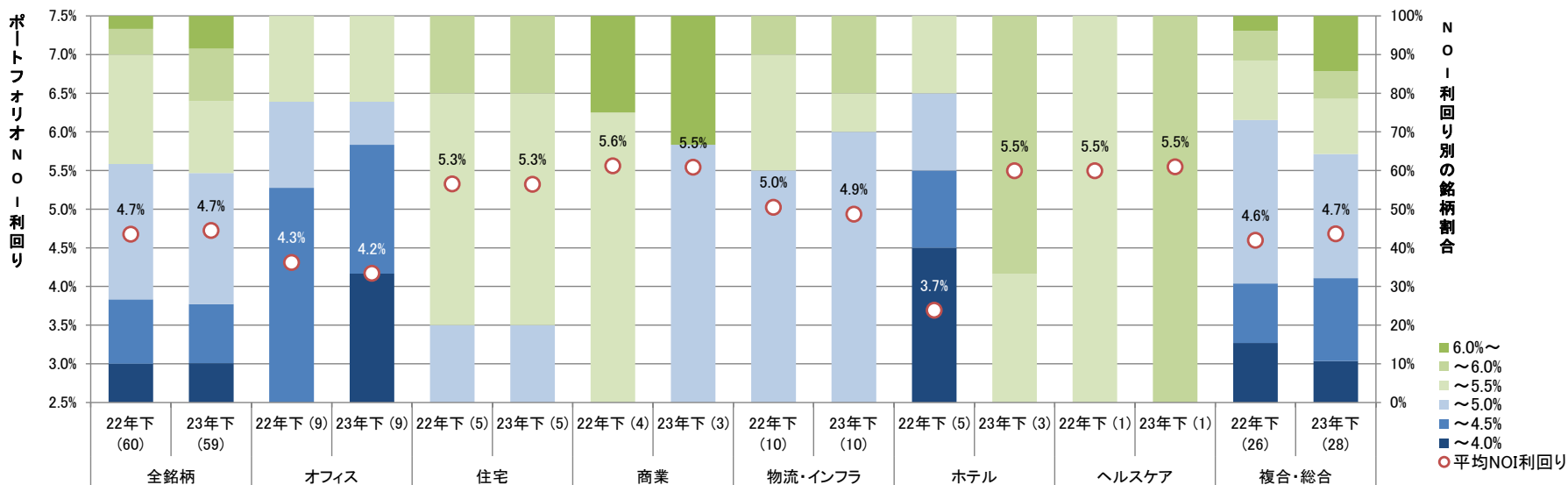
(注1) 対象銘柄59銘柄
 (注2) 内部留保残高は23年下期の繰入・取崩後
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

内部成長

- 23年下期の全銘柄のポートフォリオNOI利回りは平均4.7%。前年同期と変わらず。
- オフィスセクターは4.2%、商業セクターは5.5%、物流セクターは4.9%といずれも前年同期比0.1pt低下。オフィスセクターは水道光熱費収支の悪化、商業セクターはテナント入替、物流セクターは物件取得が影響。
- 住宅セクターは5.3%と前年同期と変わらず。
- 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5銘柄から3銘柄に減少。当該3銘柄の比較では、前年同期の3.7%から23年下期は5.5%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

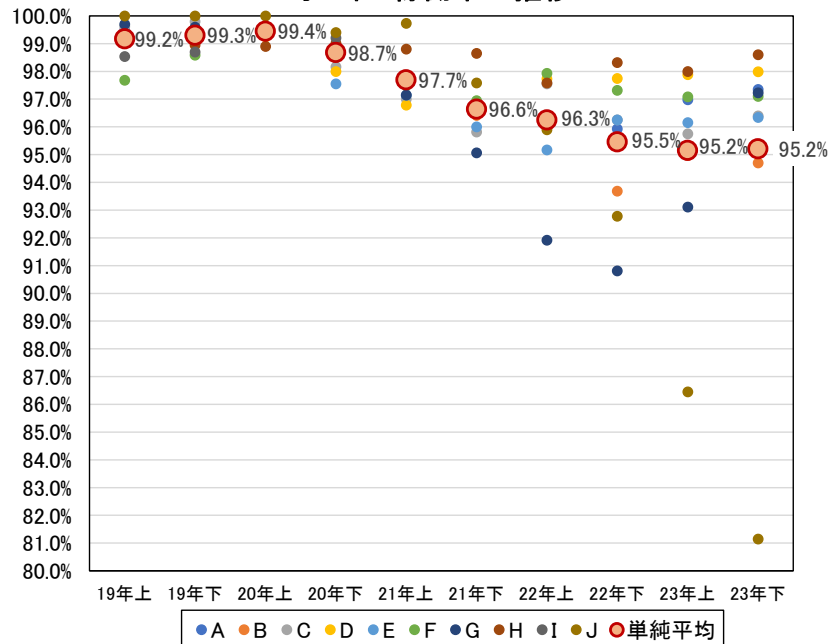
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※カッコ内は対象銘柄数

稼働率(オフィス、住宅)

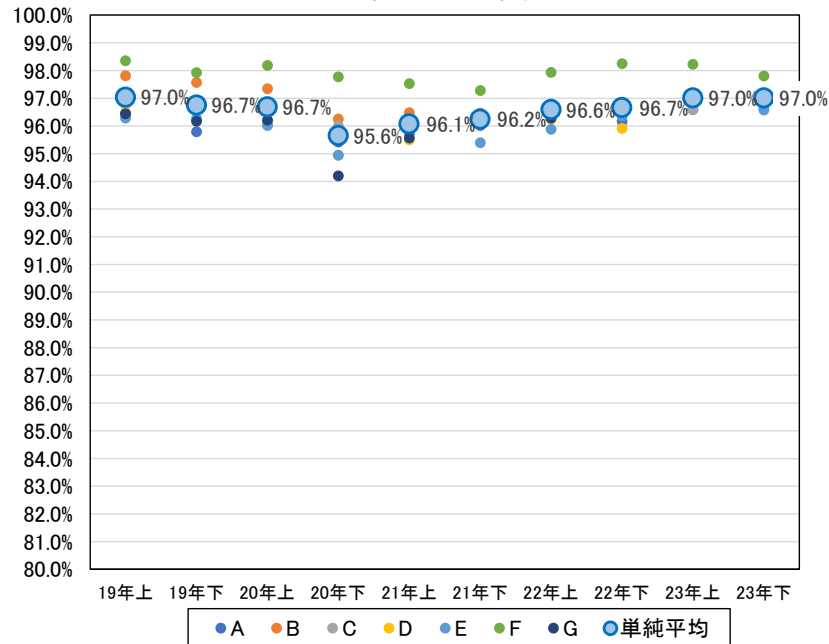
- 23年下期のオフィス稼働率は95.2%(対象銘柄の単純平均)。
23年上期の95.2%から変わらず、コロナ影響前ピークの20年上期99.4%を4.2pt下回る。
大口テナント退去の影響で稼働率が大きく低下した銘柄はあるが、対象9銘柄のうち7銘柄は稼働率が前期比で上昇。
- 23年下期の住宅稼働率は97.0%(対象銘柄の単純平均)。
前年同期比で0.3pt上昇し、コロナ影響がなかった19年下期96.7%を上回る水準に回復した。
対象7銘柄のうち6銘柄の稼働率が前年同期比で上昇し、銘柄間の格差はさらに縮小した。

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



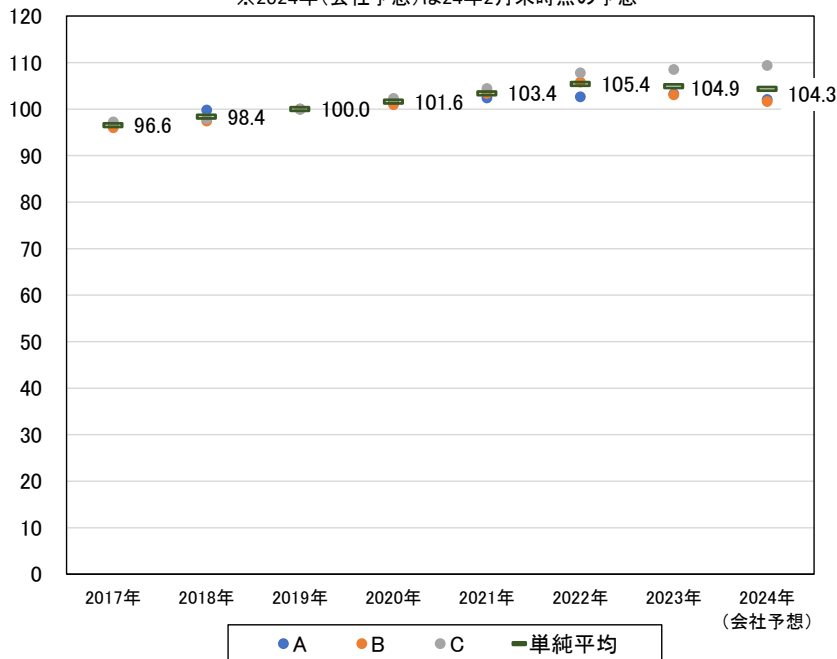
(注1) 集計対象は住宅特化5銘柄に住宅中心の複合2銘柄を加えた7銘柄
(注2) 上期は1~6月、下期は7~12月の月末稼働率の平均値
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

分配金(商業、ホテル)

- 商業銘柄の23年の年間分配金は、コロナ影響がなかった19年比で4.9%増加。プレミアム増資によるBPS向上が寄与。24年の会社予想(24年2月末時点)は前年に続き前年比減少の予想だが、コロナ前を4.3%上回る水準。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。
- ホテル銘柄の23年の年間分配金は、前年比で大きく回復し、19年の71.5%の水準。24年の会社予想(24年2月末時点)は同78.9%の水準。19年の水準を上回る見通しを示す銘柄がある一方、コスト増加や賃料算出期間のタイムラグで6~7割にとどまる銘柄もある。

商業銘柄の年間分配金の推移

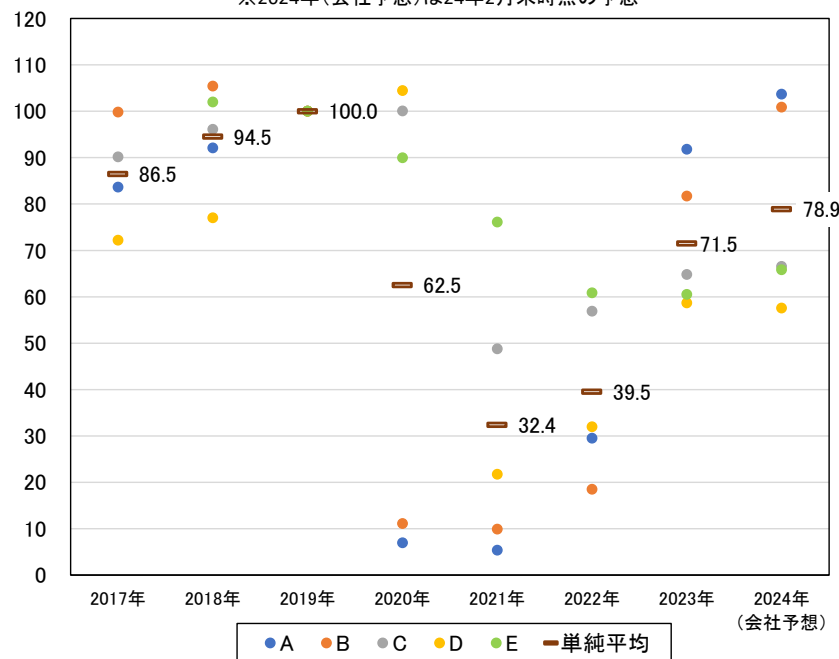
※2024年(会社予想)は24年2月末時点の予想



(注1) 集計対象は商業特化2銘柄に商業中心の複合1銘柄を加えた3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

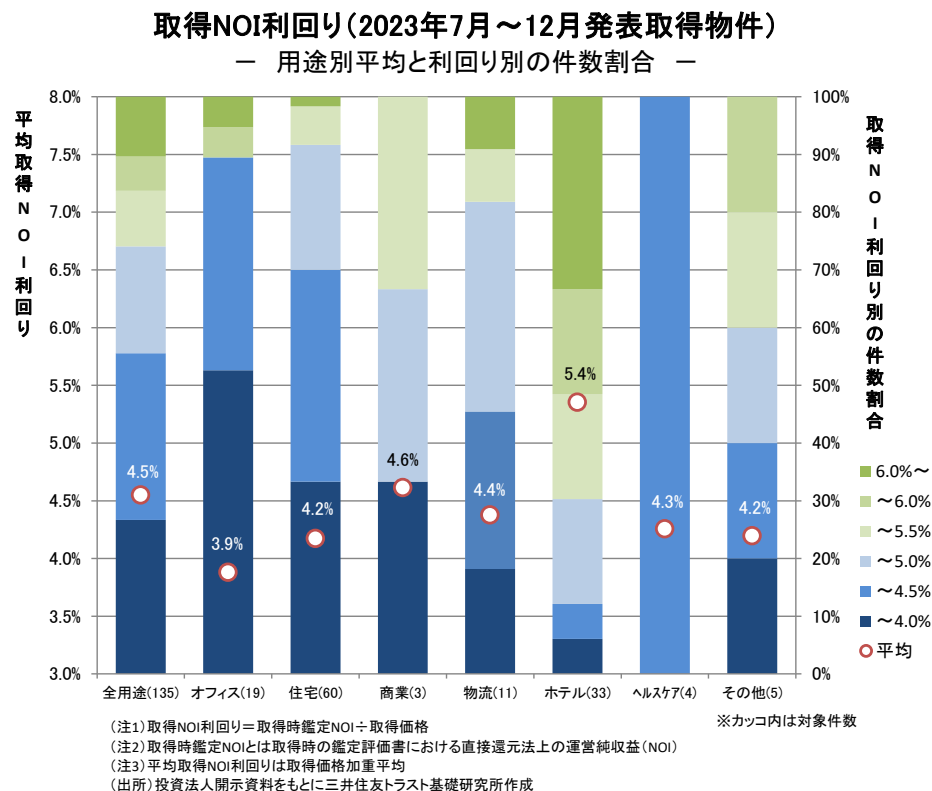
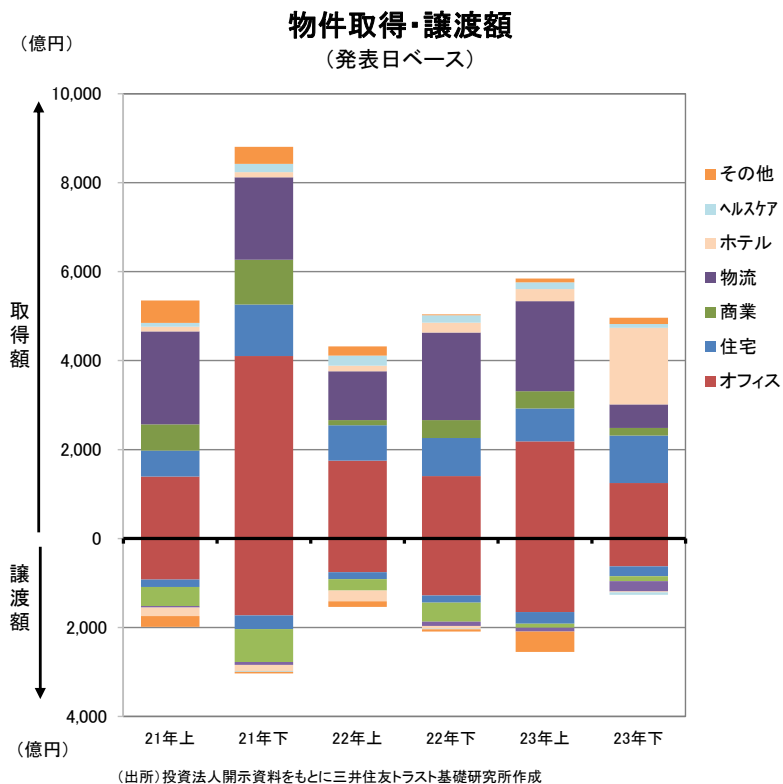
※2024年(会社予想)は24年2月末時点の予想



(注1) 集計対象はホテル特化3銘柄にホテル中心の複合2銘柄を加えた5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

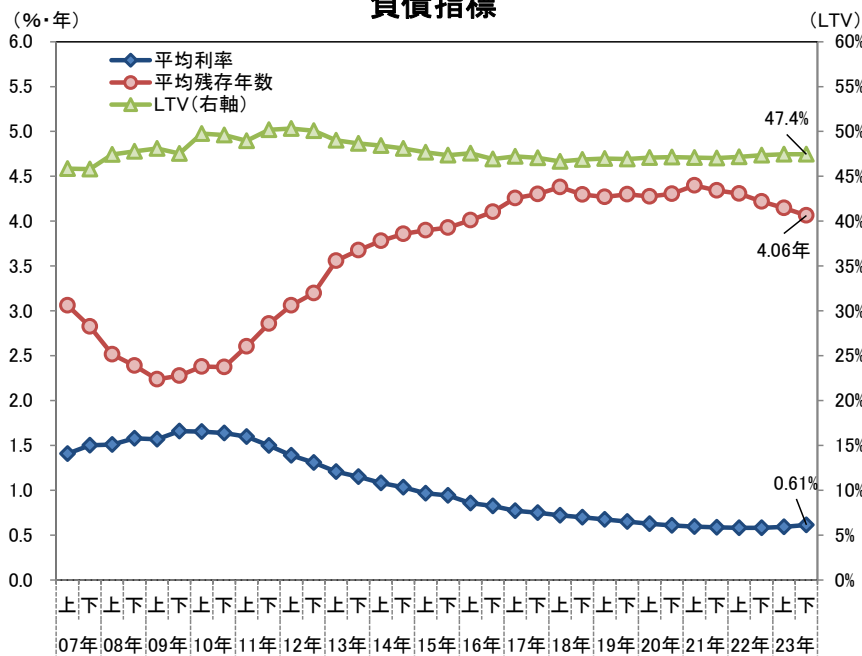
- 23年下期(2023年7月～12月)発表の物件取得額は約4,900億円と前年同期並。物流施設が減少の一方、ホテルが増加。取得額の約6割がスポンサー関連※からの取得。平均取得NOI利回りは4.5%で、前年同期の4.2%を上回る。
※ スポンサー関連からの取得とは、投信法に定める利害関係人等からの取得および資産運用会社の内部規定に定める利害関係者からの取得
- 23年下期発表の物件譲渡額は約1,200億円に減少。約半分を占めるオフィスが減少の一方、物流施設がやや増加。譲渡価格は直近鑑定評価額を平均で4%、直近簿価を平均で21%上回る。



財務運営

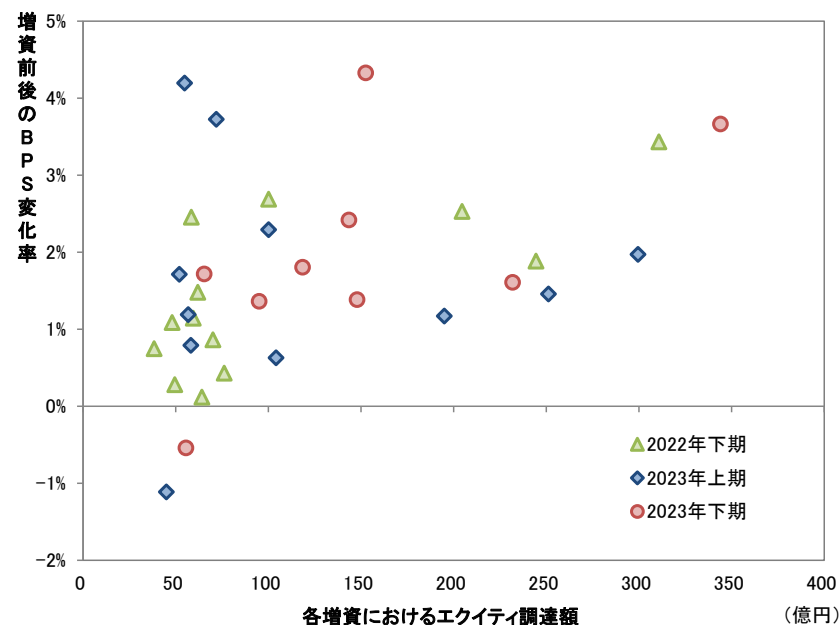
- 23年12月末のLTV(出資総額ベース※左図注2参照)は平均47.4%。18年12月末46.9%比で上昇も、13年12月末48.7%より低い。
- 23年12月末の有利子負債の平均利率は0.61%(前期末0.59%)に上昇、残存年数は平均4.06年(同4.15年)に短期化継続。固定金利比率は21年12月末91.2%→22年12月末90.4%→23年12月末88.6%に低下傾向。
- 23年7月～12月の公募増資は9件、調達額は1,354億円(前年同期1,386億円、前期1,288億円)。BPS変化率は平均+2.0%、1件は変化率がマイナスとなった。J-REITの平均P/NAVはPOのハードルとなる1倍を下回る状況が定着し、物流銘柄のPOが投資口価格下落で失速した一方、投資口価格が回復したホテル系銘柄のPOが2019年以来の再開となった。
- 自己投資口取得の発表は2件(前期1件)で、いずれも物流銘柄であった。

負債指標



(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

エクイティ調達額とBPS変化率



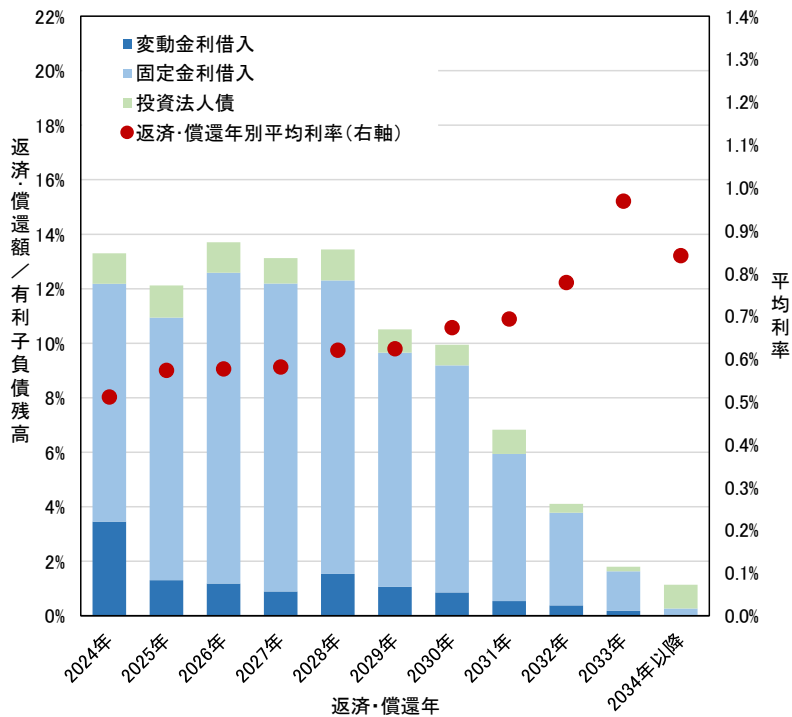
(注1) IPOを除く公募増資が対象
 (注2) 払込日ベース。上期は1～6月、下期は7～12月
 (注3) BPS(1口当たり純資産額)=(出資総額+出資剰余金)÷発行済投資口数
 (出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

返済期限・借入利率

- J-REIT全体の2023年12月末の有利子負債残高は約10.2兆円、平均残存期間は4.06年、平均利率は0.61%。有利子負債の各年の返済・償還額は、残高総額の13%程度と分散しており、その平均利率は各年とも0.6%程度。
- 23年下期に調達した固定金利借入は、平均借入期間6.2年、平均利率1.00%。平均利率は21年下期、22年下期調達分から各年限で上昇が継続し、22年下期に比べ、借入期間5～6年で約0.2%、7～9年で約0.3%、10年で約0.4%上昇。

有利子負債の返済・償還期限の分散状況

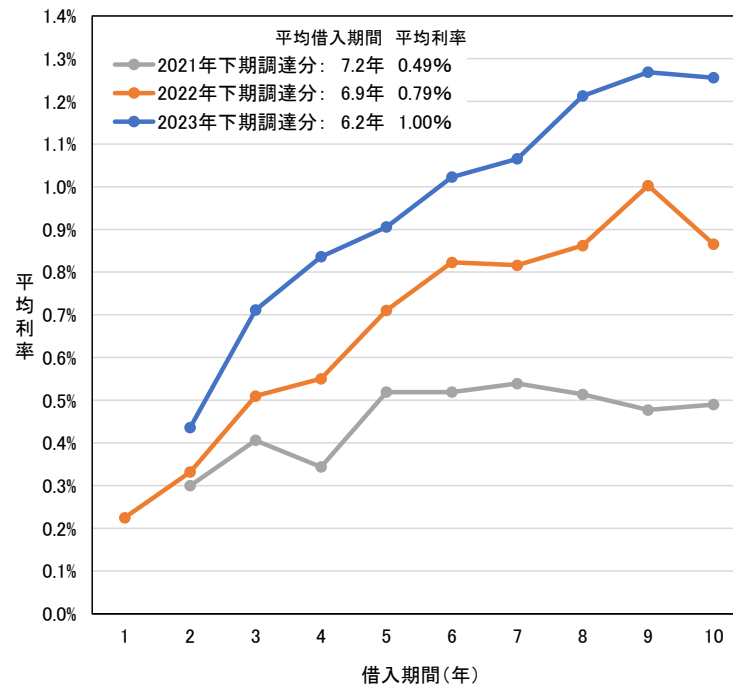
※2023年12月末の有利子負債が対象



(注) 返済・償還年別平均利率は金額加重平均で算出
(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

借入期間別の平均利率

※2023年12月末の固定金利借入が対象

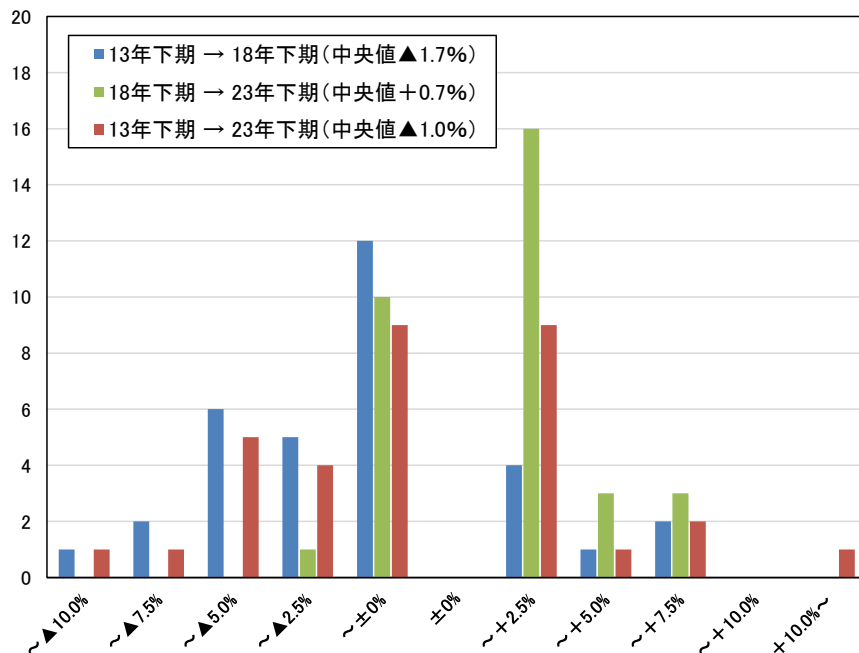


(注) 借入期間は四捨五入、平均利率は金額加重平均で算出
(出所) 投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

LTV変化・現預金比率

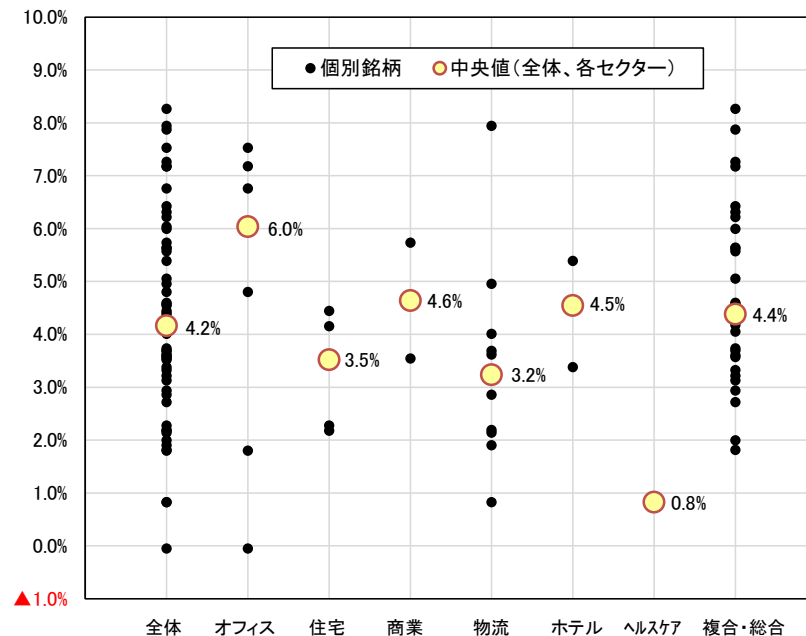
- 23年下期のLTV(総資産ベース。LTV=有利子負債÷総資産)は5年前18年下期比で0.7pt上昇(対象33銘柄の中央値)。上昇が22銘柄(67%)、低下は11銘柄(33%)。ただし、10年前13年下期比では1.0pt低い水準に留まっており、20銘柄(61%)が低下。エクイティ調達・物件取得環境が良好な局面でLTVを引き下げていた銘柄には引き上げ余地が残っている。
- 23年下期のJ-REIT全体の現預金は1兆1,921億円(23年12月末時点で上場している58銘柄の合計)。当該期の配当総額3,347億円を控除しても、8,574億円もある。総資産に対する現預金の比率((BS上の現預金-配当総額)÷総資産)はセクター内でもばらつきがあり、キャッシュマネジメントの工夫次第で物件取得や自己投資口取得に手元資金を活用可能である。

(銘柄数) LTVの3時点変化(13年下期、18年下期、23年下期)



(注)集計対象は3時点比較が可能な33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

現預金比率(2023年下期)



(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



2024年上期の予想 (会社予想1口当たり分配金)

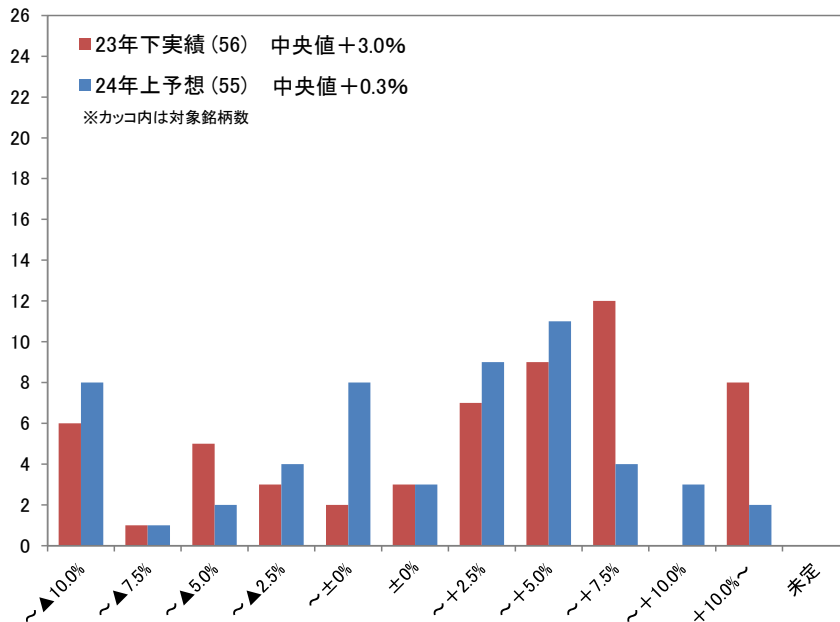
※2024年1月期～2024年6月期

- 24年上期の会社予想分配金(24年2月末時点)の成長率は前年同期比+0.3%(対象55銘柄の中央値)。成長率プラスを予想する銘柄は29銘柄(53%)、成長率マイナスを予想する銘柄が23銘柄(42%)、横ばい予想が3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24年上期会社予想で92.5%(対象57銘柄の中央値)。売却益の想定額は309億円。売却益を想定する銘柄はオフィスセクター(4銘柄)、複合セクター(16銘柄)を中心に46%。

1口当たり分配金成長率の分布(前年同期比)

(銘柄数)

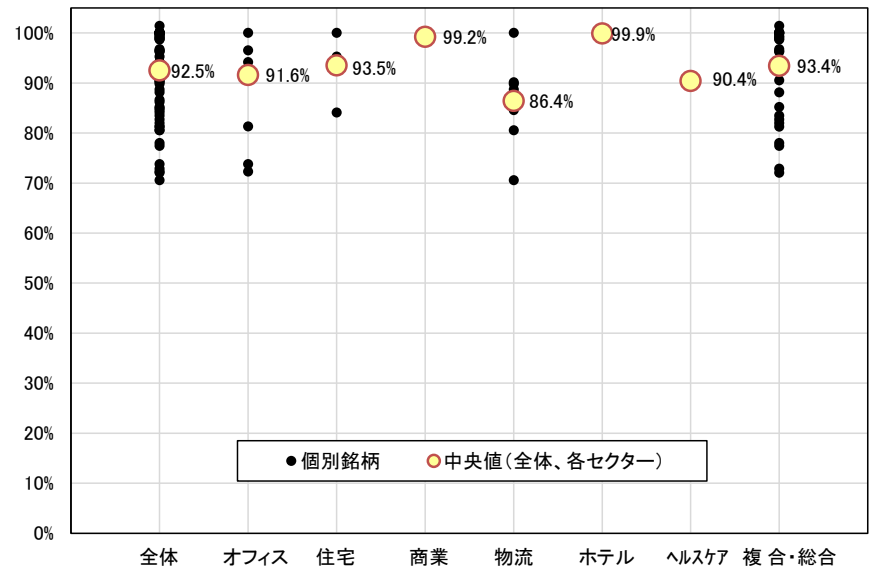
※24年上期予想は24年2月末時点の予想



(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年上期予想)

※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



【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。