

REIT REPORT

|| リートレポート ||

ザイマックス・リート投資法人

3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)

執筆：客員アナリスト

国重 希

FISCO Ltd. Analyst **Nozomu Kunishige**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 不動産マネジメント大手のザイマックスグループのサポートが大きな強み	01
2. 2022 年 8 月期の業績は、大幅の増収増益で期初予想を上回る	01
3. 2023 年 2 月期、2023 年 8 月期は、保守的な前提で予想	01
4. オフィス、商業施設などの外部成長により、投資主価値の向上を目指す	02
5. 外部成長の強化に伴い、投資家の評価は高まると予想	02
■ 特徴・優位性	03
1. 同投資法人の仕組み	03
2. 同投資法人の強み	05
3. ポートフォリオ	05
■ 業績動向	07
1. 2022 年 8 月期の業績概要	07
2. 財政状態	08
■ 今後の見通し	09
● 2023 年 2 月期、2023 年 8 月期の業績予想	09
■ 今後の成長戦略	10
1. 今後の運用成長戦略	10
2. オフィスの成長戦略	11
3. 商業施設の成長戦略	12
4. ホテルの成長戦略	13
5. 今後の外部成長戦略の着目点	14
6. ESG への取り組み	16
■ ベンチマーキング	17

要約

不動産マネジメント大手のザイマックスグループの REIT で、成長戦略の推進により分配金増加を目指す

1. 不動産マネジメント大手のザイマックスグループのサポートが大きな強み

ザイマックス・リート投資法人 <3488> は、不動産マネジメント大手の（株）ザイマックス（非上場）を中心としたザイマックスグループをスポンサーとし、東京 23 区や周辺県を中心に、オフィス、商業施設、ホテル等に投資をしている総合型 REIT である。同投資法人は、国内有数の不動産マネジメント実績を誇るザイマックスグループが有する不動産の知見・ノウハウを活用した適切なポートフォリオ運営により、不動産が持つ価値を最大限に引き出し、投資主価値の最大化を図ることを目指している。実際の資産運用はすべて（株）ザイマックス不動産投資顧問に委託しており、ザイマックスグループから様々なサポートを得られるのが大きな強みである。

2. 2022 年 8 月期の業績は、大幅な増収増益で期初予想を上回る

同投資法人の 2022 年 8 月期の業績は、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）が落ち着きを見せ、個人消費の回復の影響もあって実質 GDP 成長率が増加し、また不動産向け貸出残高も高水準で推移するなど、わが国経済に回復基調が見られたなか、期初予想を上回る好決算であった。営業収益 1,874 百万円（前期比 16.3% 増）、営業利益 1,121 百万円（同 18.5% 増）と大幅な増収増益で、期初予想比では営業収益は 2.7%、営業利益も 3.2% 上回って着地した。2022 年 3 月に上場後初となる公募増資を実施し、ポートフォリオが 18 物件・434 億円（取得価格ベース）に拡大したことが、増収増益に大きく貢献した。また、保有物件の運営は堅調に推移し、増収増益の原動力になった。ポートフォリオを用途別に見ると、オフィスは安定的な運営によって高稼働率を維持し、商業施設は固定賃料契約をベースに安定的な収益を計上したうえ、営業成績が低迷していたホテルも変動賃料の発生に伴い、コロナ禍において最高の成績となった。好決算と公募に伴う投資口数の増加に基づき、分配金も 4,019 円 / 口（同 123 円増）で期初予想を 152 円上回った。2022 年 8 月期末の財政状態は、総資産 LTV※（以下、LTV）が 41.0% と低く、50% までの借入れ余力は大きい。メガバンク・地方銀行等を中心に、幅広く安定的なレンダーフォーメーションを構築しており、さらに 2022 年 6 月には R&I より発行体格付「A-」を取得し、将来の機動的な物件取得が可能となっている。

※ 総資産 LTV：有利子負債残高 ÷ 総資産

3. 2023 年 2 月期、2023 年 8 月期は、保守的な前提で予想

同投資法人では、2023 年 2 月期の業績について、営業収益 1,635 百万円（前期比 12.8% 減）、営業利益 888 百万円（同 20.8% 減）と、減収減益を予想する。これは、前期まで計上していた不動産売却益の剥落が主因である。また、ホテルの変動賃料の計算ロジックの変更に伴う変動賃料の減少も影響しているが、2023 年 8 月期以降は徐々に増加する見込みだ。2023 年 8 月期は、営業収益 1,646 百万円（同 0.7% 増）、営業利益 852 百万円（同 4.0% 減）と、おおむね横ばいを予想する。以上の業績予想に基づき、2023 年 2 月期の分配金は 3,120 円 / 口（前期比 899 円減）、2023 年 8 月期も 3,058 円 / 口（同 62 円減）を予想する。ただ、弊社では、期初予想は従来と同様に保守的な予想であると見ている。

ザイマックス・リート投資法人

3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)

<https://xymaxreit.co.jp>

要約

4. オフィス、商業施設などの外部成長により、投資主価値の向上を目指す

今後の外部成長戦略としては、スポンサー・サポート契約に基づき、ザイマックスグループの顧客基盤から得られる不動産売却ニーズを捕捉し、同投資法人の物件取得機会につなげることを目指す。オフィスの成長戦略では、都心 8 区、名古屋中心部、大阪中心部、福岡中心部に所在し、最寄駅からおおむね徒歩 5 分圏内の駅近で、1 坪当たり賃料単価 1 ～ 2 万円台の、テナントニーズが豊富な物件を中心に取得する方針だ。商業施設では、テナント賃料の安定性または物件価格の安さに着目して取得する計画である。ホテルでは、交通結節点へのアクセスが良好なエリアにあり、訪日外国人の増加が見込まれるエリアに所在する物件を取得する計画だが、当面は現有ホテルの収益回復が最優先課題と言えるだろう。また、同投資法人では、環境認証を取得し、保有物件の環境・省エネ対策やエネルギー利用の効率化を推進するなど、ESG (Environment、Social、Governance) にも熱心に取り組んでいることが特筆される。

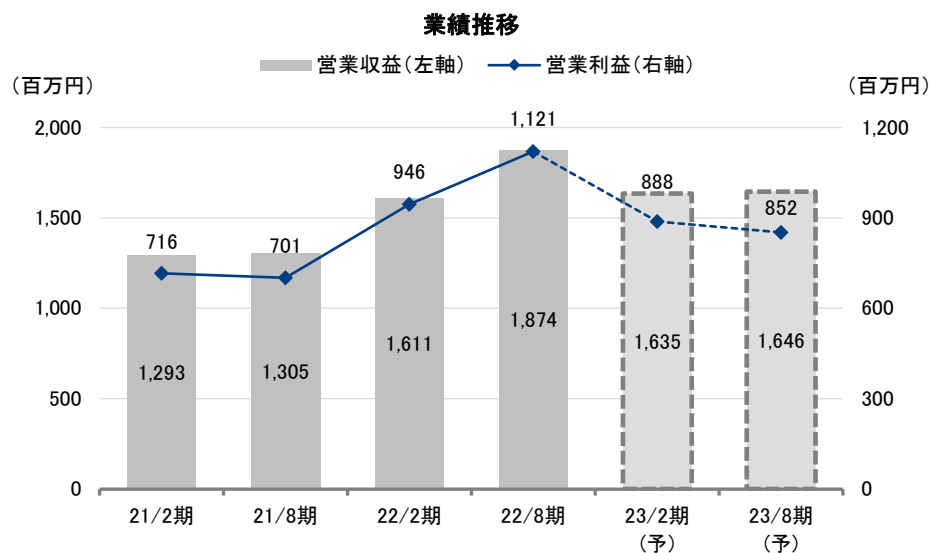
5. 外部成長の強化に伴い、投資家の評価は高まると予想

同投資法人の投資口価格は、2022 年に入り東証 REIT 指数の上昇を上回るパフォーマンスを見せている。2022 年 2 月期、2022 年 8 月期の分配金が、期初予想を大きく上回る増配予想に修正されたことが好感されたようだ。一方、時価総額が小さく、流動性も低いことなどが課題である。2022 年 10 月 28 日現在の同投資法人の NAV 倍率 (投資口価格 / 1 口当たり NAV) は 0.85 倍と、総合型リート平均の 0.98 倍を下回っており、引き続き割安感が強い。また、分配金利回りは 5.06% と平均の 4.36% を大きく上回る。同投資法人では、今後も外部成長戦略を強化する方針であり、投資家の理解が深まるに伴い、魅力的な水準の分配金利回りを提供する同投資法人が注目されると弊社では考えている。

Key Points

- ・東京 23 区や周辺県を中心に、オフィス、商業施設、ホテルなどに投資をする総合型 REIT で、ザイマックスグループのサポートが大きな強み
- ・2022 年 8 月期は大幅増収増益で、期初予想を上回って着地。ポートフォリオが拡大し、保有物件の運用が堅調なことが貢献。分配金も 4,019 円 / 口で、期初予想を超過。LTV が低く、将来の機動的な物件取得が可能
- ・2023 年 2 月期は不動産売却益の剥落の影響で減収減益、2023 年 8 月期はおおむね横ばいの業績予想。分配金は 2023 年 2 月期 3,120 円 / 口、2023 年 8 月期 3,058 円 / 口への減配を見込む。予想は従来と同様に、保守的な前提に立っていると見る
- ・外部成長戦略としては、オフィスでは、大都市圏にあり、駅近で賃料単価が手ごろ、テナントニーズが豊富な物件を取得。商業施設では、テナント賃料の安定性や物件価格の安さに着目して取得。ホテルでは、アクセスが良好で、訪日外国人の増加が見込まれる物件を取得する計画だが、当面は収益回復が最優先。ESG にも熱心に取り組む
- ・最近の投資口価格のパフォーマンスは大幅増配が好感されて市場平均を上回るが、総合型 REIT 平均に比べて十分な評価を受けていない。ただ、外部成長戦略を強化する方針が投資家に理解されるに伴い、魅力的な分配金利回りを提供する同投資法人が注目されると見る

要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

特徴・優位性

ザイマックスグループの知見・ノウハウを最大限に活用

1. 同投資法人の仕組み

同投資法人は、ザイマックス（非上場）を中心とするザイマックスグループがスポンサーの投資法人であり、東京 23 区や周辺県を中心に、オフィス、商業施設、ホテルなどに投資をしている総合型 REIT である。2017 年 9 月に設立し、2018 年 2 月に東京証券取引所不動産投資信託証券（以下、J-REIT）市場に新規上場を果たしている。同投資法人では、ザイマックスグループの有する不動産マネジメント力を活用した適切なポートフォリオ運営を行うことにより、不動産が持つ価値を最大限に引き出し、投資主価値の最大化を図ることを基本理念として掲げている。

ザイマックス・リート投資法人

3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)

<https://xymaxreit.co.jp>

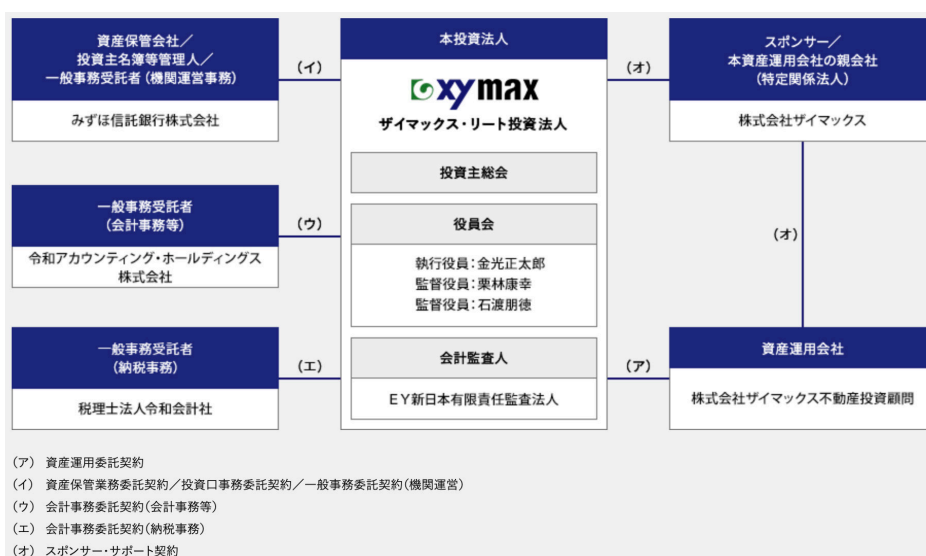
特徴・優位性

ザイマックス (XYMAX) のグループ名は、“未知数の X (お客様) と Y (同グループ) との関係の最大化”を目指すことに由来する。同グループは、オフィスプロパティマネジメント事業、商業プロパティマネジメント事業、アセットマネジメント事業、ホテル関連事業などを行っており、次のような特徴を持つ。まず、「国内有数の不動産マネジメント受託実績」を有することである。直近データによると、不動産マネジメント受託実績では 1,070 棟・延床面積 約 580 万坪、同投資法人以外の J-REIT からの受託実績：27 社・190 物件を有し、人的リソースにおいても不動産マネジメント 2,299 名、リーシング 56 名、CRE (企業不動産) 営業 64 名の体制を構築している。次に、「蓄積したデータを活用した不動産運営と、知見・ノウハウを応用した新規事業の展開」においては、成約賃料データ 40,807 棟 /134,677 件、募集賃料データ 58,619 棟 /19,239 件、工事データ 163,895 件といった豊富な不動産データストックを活用した不動産運営を実践している。また、不動産運営で蓄積した知見・ノウハウを活用して、会員制サテライトオフィスサービス「ZXY (ジザイ)」や自社ブランドホテル「からくさホテル」などの新規事業を展開している。さらに、「強固な顧客基盤を活用した不動産売却・仲介実績」においては、不動産オーナーリレーションは約 370 社に達し、不動産売却・仲介実績では 374 棟、約 5,888 億円 (2010 年 4 月 1 日～2022 年 3 月 31 日までの累計) の実績を有している。

このように、ザイマックスグループは、不動産マネジメントのリーディングカンパニーの 1 社である。一般に、ミドルリスク・ミドルリターンと言われる不動産投資において、中長期的に安定した収益を得るためには、グループが有する不動産マネジメント力が必須であると考えられる。

同投資法人は、スポンサーであるザイマックスグループが有する不動産の知見・ノウハウを活用した適切なポートフォリオ運営により、不動産が持つ価値を最大限に引き出し、投資主価値の最大化を図ることを目指している。実際の資産運用はすべてザイマックス不動産投資顧問に委託しているため、資産運用についてはザイマックスグループから様々なサポートを得られるのが大きな強みであり、こうしたサポートを最大限に活用することで、同投資法人は着実に成長戦略を推進している。

同投資法人の仕組み



出所：ホームページより掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2. 同投資法人の強み

同投資法人では、スポンサーであるザイマックスグループの知見・ノウハウを以下の「3つの力」として活用し、投資主価値の最大化実現を目指している。

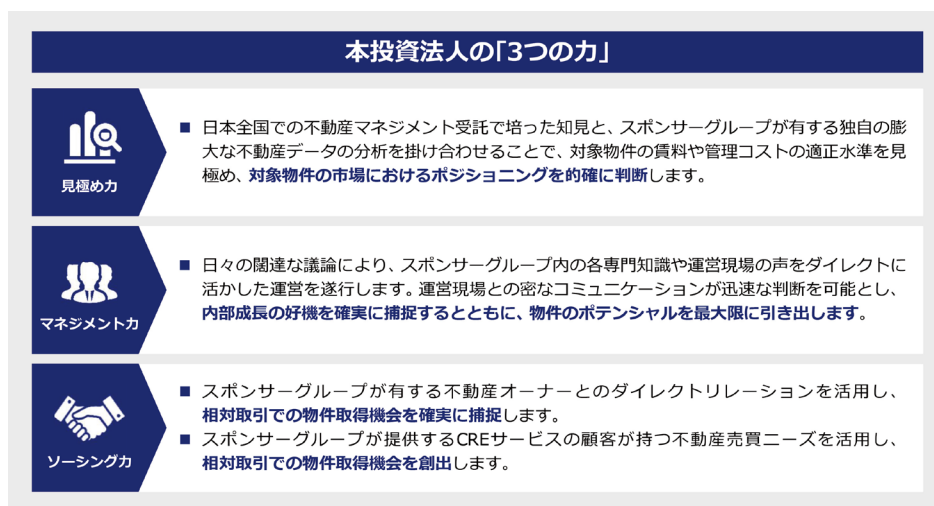
第1に、「見極め力」である。日本全国での不動産マネジメント受託で培った知見と、スポンサーグループが有する独自の膨大な不動産データの分析を掛け合わせることで、対象物件の賃料や管理コストの適正水準を見極め、対象物件の市場におけるポジショニングを的確に判断している。

第2に、「マネジメント力」である。日々の関連な議論により、スポンサーグループ内の各専門知識や運営現場の声をダイレクトに生かした運営を遂行する。運営現場との密なコミュニケーションが迅速な判断を可能とし、内部成長の好機を確実に捕捉するとともに、物件のポテンシャルを最大限に引き出す。

第3に、「ソーシング力」である。スポンサーグループが有する不動産オーナーとのダイレクトリレーションを活用し、相対取引での物件取得機会を確実に捕捉する。また、スポンサーグループが提供するCREサービスの顧客基盤が持つ不動産売買ニーズを活用し、相対取引での物件取得機会を創出することができる。

こうした「3つの力」を十分に発揮することで、同投資法人は着実な成長を続け、投資主価値の継続的な向上に資する取り組みを実現していると見られる。

同投資法人の強み



出所：決算説明会資料より掲載

3. ポートフォリオ

同投資法人では、用途別にはオフィス、商業施設、ホテルを中心に、また投資エリア別では、東京を中心とする首都圏や政令指定都市に集中的に投資をしている。戦略的にポートフォリオの分散を図っていることが、安定した稼働率と収益の源泉になっている。

ザイマックス・リート投資法人
3488 東証 REIT

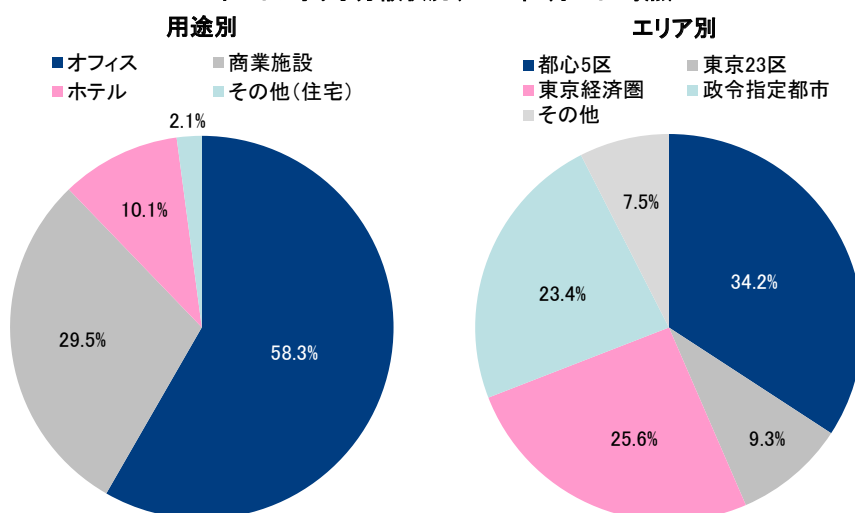
2022 年 11 月 25 日 (金)
<https://xymaxreit.co.jp>

特徴・優位性

2022 年 8 月 31 日時点における同投資法人のポートフォリオの用途別投資比率内訳（取得価格ベース）は、オフィス 58.3%（10 件）、商業施設 29.5%（6 件）、ホテル 10.1%（1 件）、その他（住宅）2.1%（1 件）となっている。また、エリア別内訳では、都心 5 区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）34.2%、それ以外の東京 23 区 9.3%、東京経済圏（23 区を除く東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）25.6%、政令指定都市 23.4%、その他 7.5% である。

このように、同投資法人では、メインアセットと位置付けるオフィス、商業施設、ホテルに 97.9% を投資している。また、東京圏（東京 23 区、東京経済圏の合計）に 69.1% を投資しており、オフィスでは 81.0% が最寄駅から徒歩 3 分以内、商業施設では 60.3% が駅前型など、立地にも十分に配慮している。人口や企業が集中する好立地の物件に、用途別にバランスよく投資することで、収益性と安定性の双方を追求できるポートフォリオを構築していると言える。

ポートフォリオ分散状況(2022年8月31日時点)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

2022 年 8 月期の業績は大幅な増収増益で、期初予想を上回る好決算

1. 2022 年 8 月期の業績概要

同投資法人の 2022 年 8 月期の業績は、コロナ禍が落ち着きを見せ、個人消費の回復の影響もあって実質 GDP 成長率が増加し、また不動産向け貸出残高も高水準で推移するなど、わが国経済に回復基調が見られたなか、期初予想を上回る好決算であった。営業収益 1,874 百万円（前期比 16.3% 増）、営業利益 1,121 百万円（同 18.5% 増）、経常利益 1,004 百万円（同 15.3% 増）、当期純利益 1,003 百万円（同 15.3% 増）と大幅の増収増益で、期初予想比では営業収益は 2.7%、営業利益は 3.2%、経常利益と当期純利益はいずれも 3.9%、それぞれ上回って着地した。

2022 年 3 月に上場後初となる公募増資を実施したことで、ポートフォリオが勝川、札幌、木場、西葛西の新規 4 物件を含めて 18 物件・434 億円（取得価格ベース）に拡大したことや、ホテルの変動賃料が発生したことなどから、賃貸事業収入が 1,523 百万円（同 18.2% 増）、賃貸事業利益が 1,091 百万円（同 21.1% 増）に拡大し増収増益に大きく貢献した。なお、REIT では、税引前利益の 90% 超を分配金として支払う場合には法人税が免除されることから、当期純利益は経常利益とほぼ同水準となっている。

同投資法人では、ザイマックスグループのネットワーク及び知見・ノウハウを活用した着実な運営を実行しており、保有物件の堅調な運営が増収増益の原動力となっている。アセットタイプ別では、オフィスは、安定的な運営により高い稼働率を維持し、期末の契約稼働率及びフリーレントを考慮した経済稼働率ともに 99.2% で着地した。商業施設は、100% の入居を維持し、固定賃料契約をベースに安定的な収益を計上し、テナント入替の発生した区画では、ダウンタイムなく前テナント比 15% 増の賃料で成約した。ホテルは、コロナ禍において最高の成績となり、25 百万円の変動賃料が発生した。

以上から、分配金も一時差異等調整引当額に係る利益超過分配金 12 円 / 口を含み 4,019 円 / 口（前期比 123 円増）と、期初予想を 152 円上回る増配を実施した。2022 年 8 月 31 日時点のポートフォリオ全体の稼働率は 99.7% で、前期比 0.2 ポイント低下したが引き続き高水準を達成した。また、NOI 利回り（実質利回りとも言う。年換算した実績賃貸業利益 / 取得額で計算）は 5.7% と、同 0.2 ポイント上昇し高水準を維持している。

業績動向

2022 年 8 月期 (第 9 期) 業績

(単位：百万円)

	22/2 期 実績	22/8 期 実績	前期比		22/8 期 直近予想	直近予想比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	1,611	1,874	262	16.3%	1,825	49	2.7%
営業利益	946	1,121	175	18.5%	1,086	35	3.2%
経常利益	871	1,004	133	15.3%	966	38	3.9%
当期純利益	870	1,003	133	15.3%	965	38	3.9%
1 口当たり当期純利益 (円)	3,895	4,022	127	3.3%	-	-	-
1 口当たり分配金 (円)	3,896	4,019	123	3.2%	3,867	152	3.9%
稼働率	99.9%	99.7%	-0.2pt	-	-	-	-
NOI 利回り	5.5%	5.7%	+0.2pt	-	-	-	-
発行済投資口数 (口)	223,400	249,650	26,250	-	-	-	-

注：直近予想は 2022 年 4 月 13 日発表の期初予想。22/2 期の稼働率、NOI 利回りは 2022 年 3 月 31 日時点

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2. 財政状態

2022 年 8 月期末の財政状態は、総資産 48,669 百万円(前期末比 18.0% 増)、純資産 26,440 百万円(同 12.7% 増)、有利子負債 19,945 百万円(同 27.0% 増)であった。また、2022 年 8 月 31 日時点の平均調達金利は 0.632%、固定金利比率は 96.5%、平均残存期間は 2 年 5 ヶ月となっている。

同投資法人では、資産の取得資金の一部等に充当することを目的として、2022 年 3 月 1 日に上場後初となる公募増資及び 2022 年 3 月 28 日に第三者割当を実施した。この結果、出資総額は 22,585 百万円から 25,440 百万円に、発行済投資口数は 223,400 口から 249,650 口に増加している。新投資口発行及び投資口売出しは、今後の金融情勢の変化に備えて、早めに手を打ったものと言えよう。

また、借入先は、スポンサーと財務取引関係を有するメガバンク・地方銀行等を中心に幅広く、安定的なレンダーフォーメーションを構築しており、参加金融機関は 16 社に達している。さらに、LTV は 41.0% と低く、同投資法人が目途とする 50% までの借入れ余力は大きいため、追加借り入れによる将来の機動的な物件取得が可能になっている。また、2022 年 6 月 27 日には R&I から発行体格付を取得し、格付は A- (新規)、格付の方向性は安定的となった。格付の取得は、今後の投資家層の拡大及び資金調達手段の多様化に資するものと考えられる。

業績動向

2022 年 8 月期 (第 9 期) 財政状態

(単位: 百万円)

	22/2 期 実績	22/8 期 実績	前期比	
			増減額	増減率
総資産	41,249	48,669	7,420	18.0%
純資産	23,456	26,440	2,984	12.7%
有利子負債	15,700	19,945	4,245	27.0%
平均調達金利	0.632%	0.632%	0.0pt	-
固定金利比率	96.5%	96.5%	0.0pt	-
平均残存期間	2 年 10 ヶ月	2 年 5 ヶ月	-5 ヶ月	-
LTV	41.0%	41.0%	0.0pt	-

注: 2022 年 2 月期の平均調達金利以下のデータは 2022 年 3 月 31 日時点

出所: 決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2023 年 2 月期、2023 年 8 月期は、保守的な前提で予想

● 2023 年 2 月期、2023 年 8 月期の業績予想

同投資法人では、2023 年 2 月期 (第 10 期) の業績について、営業収益 1,635 百万円 (前期比 12.8% 減)、営業利益 888 百万円 (同 20.8% 減)、経常利益 779 百万円 (同 22.3% 減)、当期純利益 778 百万円 (同 22.4% 減) と、減収減益を予想する。これは、前期まで計上していた不動産売却益 226 百万円の剥落に伴う反動減が主因であるが、ホテルの変動賃料の計算ロジックの変更に伴う変動賃料の減少も影響している。ホテル賃料の減収に伴い、主力の賃貸事業収入は 1,492 百万円 (同 2.0% 減)、賃貸事業利益は 1,046 百万円 (同 4.1% 減) を見込んでいる。また、2023 年 8 月期 (第 11 期) は、営業収益 1,646 百万円 (同 0.7% 増)、営業利益 852 百万円 (同 4.0% 減)、経常利益 764 百万円 (同 2.0% 減)、当期純利益 763 百万円 (同 2.0% 減) と、おおむね横ばいを予想する。ホテルの変動賃料は、2023 年 8 月期以降は徐々に増加する見込みで、賃貸事業収入は 1,498 百万円 (同 0.4% 増) の小幅増を予想している。ただ、2022 年 1 月に取得した 1 物件及び 2022 年 8 月期に取得した 3 物件について、2023 年 8 月期より固定資産税が発生し賃貸事業費用が増加するため、賃貸事業利益は 1,018 百万円 (2.7% 減) にとどまる見通しだ。

以上の業績予想に基づき、2023 年 2 月期の分配金は 3,120 円 / 口 (前期比 899 円減)、2023 年 8 月期も 3,058 円 / 口 (同 62 円減) を予想する。ただ、弊社では、同投資法人の期初の業績予想は、従来と同様に保守的な前提に立っていると見ている。

今後の見通し

2023 年 2 月期 (第 10 期) / 2023 年 8 月期 (第 11 期) 業績予想

(単位: 百万円)

	22/8 期 実績	23/2 期 予想	前期比		23/8 期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	1,874	1,635	-239	-12.8%	1,646	11	0.7%
営業利益	1,121	888	-233	-20.8%	852	-35	-4.0%
経常利益	1,004	779	-224	-22.3%	764	-15	-2.0%
当期純利益	1,003	778	-224	-22.4%	763	-15	-2.0%
1 口当たり分配金 (円)	4,019	3,120	-899	-22.4%	3,058	-62	-2.0%

出所: 決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

今後の成長戦略

オフィス、商業施設などを中心に外部成長による 巡航 DPU の向上を通じて、投資主価値の向上を目指す

1. 今後の運用成長戦略

同投資法人では、2023 年 2 月期 (第 10 期)、2023 年 8 月期 (第 11 期) の運用成長戦略について、上場以来、継続してきた内部成長に加え、外部成長を実施していくことで、これまで以上のスピードで成長を続け、巡航 DPU (DPU: 1 口当たり分配金) の向上を通じて、さらなる投資主価値の向上を目指す考えだ。

内部成長戦略では、2018 年 8 月期 (第 1 期) ~ 2020 年 8 月期 (第 5 期) に、オフィス・商業施設で、ザイマックスグループのマネジメント力を最大限活用し、良好な賃貸マーケットという好機を捉えた着実な内部成長を実現した。2021 年 2 月期 (第 6 期) 以降はコロナ禍の影響によりオフィスの稼働率が一時的に弱含んだが、早期に稼働率及び収益力を回復した。また、ホテルはコロナ禍の影響を大きく受けていたが、2022 年 2 月期 (第 8 期) からは安定収益を回復している。今後については、オフィス・商業施設は、高稼働率を維持した安定的な運営を図る。ホテルでは、売上げの回復による変動賃料の発生が期待できる見通しだ。

また、外部成長戦略では、2021 年 2 月期 (第 6 期) ~ 2021 年 8 月期 (第 7 期) には、低 LTV を生かして、借入金を資金源に外部成長を実行し、2022 年 2 月期 (第 8 期) には、資産入替による含み益の還元を実行し、2022 年 8 月期 (第 9 期) には、公募増資により資産規模を拡大している。今後も、戦略的な資産入替により、含み益の還元を継続的に検討する。

これらの成長戦略に加えて、同投資法人では ESG への取り組みを強化し、GRESB (欧州の主要年金グループを中心に 2009 年に創設された不動産会社・ファンドの ESG 配慮を評価する制度) 認証の取得により、投資家層の拡大や資金調達手段の多様化を目指す計画だ。

今後の成長戦略

ポートフォリオの用途別成長戦略は以下のとおりである。

2. オフィスの成長戦略

同投資法人にとって、オフィスはポートフォリオのなかで最大を占め、今後も注力する事業である。

オフィスの市場環境について、(株)ザイマックス不動産総合研究所の分析によれば、コロナ禍に伴いリモートワークが増えてきたが、コミュニケーションが難しい、業務・評価などのマネジメントが難しいなどのデメリットが見えてきており、人や機能が集まる場としてのオフィスの機能が再認識されているという。さらに、コロナ禍収束後（ポストコロナ）の出勤率について、50%程度とする企業の割合が最も多いものの、中小規模企業では大規模企業と比較して、100%出勤を考える割合も多くなっている。

東京 23 区におけるオフィス賃貸の成約件数分布を分析すると、過去から現在の賃貸マーケットにおいて、おおむね 1 坪当たり賃料単価が 1 万円～2 万円台までに旺盛なテナントニーズが存在し、また、最寄駅から徒歩 5 分圏内の物件は、5 分超の物件に比べて空室率が低い。一方、中小規模のオフィスビルは新規供給が限定的であり、その希少性は今後も高まると考えられる。オフィス規模別の新規成約賃料の推移を見ると、中小規模ビルは大規模ビルに比べて賃料のボラティリティが低く、収益の安定性が高いことが示されている。

同投資法人では、現在はコロナ禍を契機に、オフィスの多様化が加速していると見ている。企業規模や業種によって将来的な社員の出勤計画に差がある。また、ワークプレイスの多様化を進めている企業では、各ワークプレイスに求める要素が多様化している。メインオフィスは、社員が「集まる場」としての拠点であり、社員の集合に利便性の高い立地（都心部）、安全な建物性能（耐震性能、セキュリティ性能）、ビルの清掃衛生や維持管理の状態が良いことなどが求められる。一方、メインオフィス以外は、タッチダウンとしての拠点（他のオフィスから来る利用者が作業できる環境を整えた場所）や自宅近くで働くための拠点であり、往訪先や従業員の居住地に近い立地、高いセキュリティ性能、インターネット環境（安全な Wi-Fi 環境）などが必要と考えられる。

このように、コロナ禍を契機にワークプレイスの多様化が加速しているが、「立地の良さ」と「管理の質の高さ」を強みとする同投資法人の保有オフィスは、ポストコロナにおいて優位性を持つと考えられる。同投資法人は、「不動産の使われ方」や企業のオフィス戦略の動向を把握する不動産マネジメント事業やジグザグ事業を有し、また、ザイマックス不動産総合研究所での調査・研究によって培ったグループの知見・ノウハウの活用によって競争優位に立てると弊社は見ている。

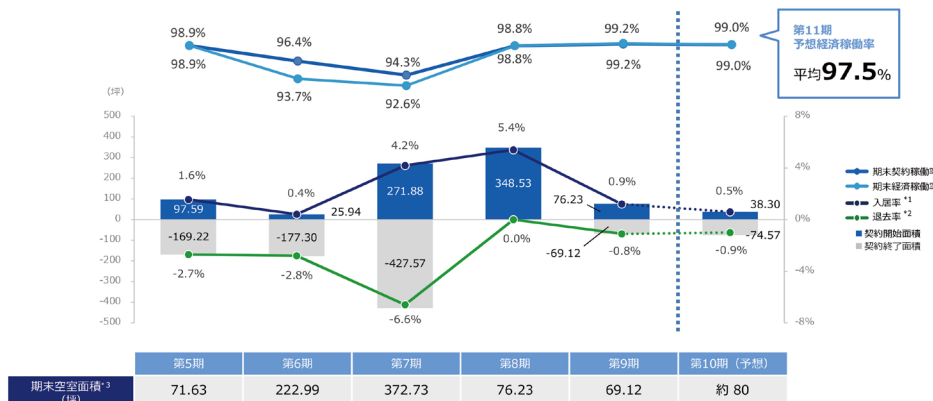
実際、同投資法人が保有するオフィスの平均稼働率推移を見ると、リーマンショック後に他の J-REIT 保有オフィスは稼働率が低下したのに対し、同投資法人の保有オフィスは一貫して高い稼働率を維持していた。2021 年 8 月期（第 7 期）は、コロナ禍をきっかけに在宅勤務が増え、退去が増えたことで一時的に稼働率が低下した。しかし、2022 年 2 月期（第 8 期）には空室区画を順調に埋戻し、新たな退去もなかったことから稼働率は 98.8% に回復し、2022 年 8 月期（第 9 期）には 99.2% に上昇している。2023 年 2 月期（第 10 期）も 99.0% の高水準を維持すると予想しており、スポンサーグループの運営力によって、今後も安定稼働に向けて順調に推移する見通しだ。

ザイマックス・リート投資法人
3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)
https://xymaxreit.co.jp

今後の成長戦略

オフィスの稼働率及び入退去の状況（オフィス物件（附置住宅除く））

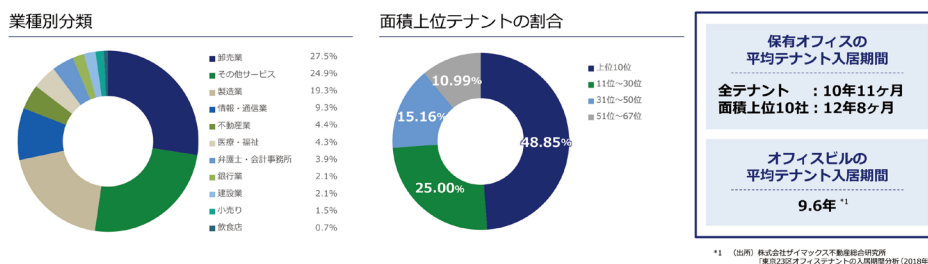


※1 入居率：契約開始面積÷総賃貸可能面積 ※2 退去率：契約終了面積÷総賃貸可能面積 ※3 各期末時点で賃貸借契約期間が開始していない面積

注：第9期対象面積 8,212.46 坪
出所：決算説明会資料より掲載

同投資法人が2022年8月31日時点で保有するオフィスは10物件であり、取得価格ベースではポートフォリオ全体の58.3%を占める。附置住宅（一定規模以上のオフィスビル等の建設・開発を行う事業者に対し、開発に合わせて義務付けられた一定戸数以上の集合住宅など）を除くオフィステナント80件の分散状況を見ると、テナントは業種の偏りが少なく、また、賃貸面積上位10社の平均入居期間は12年8ヶ月に達し、同投資法人の保有オフィスの全テナント平均の10年11ヶ月や、ザイマックス不動産総合研究所が「東京23区オフィステナントの入居期間分析（2018年）」にて公表した東京23区オフィスビルの平均入居期間9.6年を上回っており、高い粘着性を持ち、同投資法人の管理の質に対する満足度が高いことが示されている。

オフィステナント分散状況（2022年8月31日時点、オフィステナント80件、賃料収入ベース）



出所：決算説明会資料より掲載

*1 (出所) 株式会社ザイマックス不動産総合研究所「東京23区オフィステナントの入居期間分析（2018年）」

3. 商業施設の成長戦略

ザイマックス不動産総合研究所の分析によれば、商業施設のマーケットでは、コロナ禍による全体への影響は限定的であるが、消費者ニーズの変化に伴う出店戦略の変化が見られる。飲食業の出店意欲は「優良物件に絞って出店」が80%と全体平均を大きく上回り、小売業、飲食業では出店立地として住宅地を重視する割合が増加している。小売業、飲食業では消費者ニーズに合った出店戦略の見直しが行われていると考えられる。商業セクター全体では、微増だが出店意欲の回復が見られるようだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

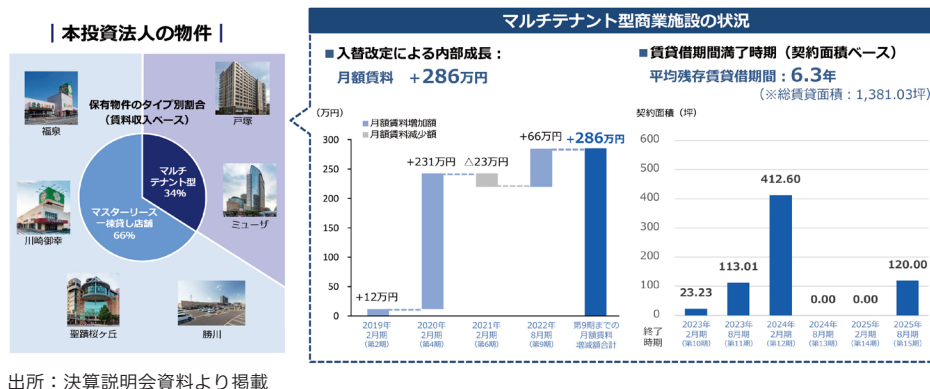
ザイマックス・リート投資法人
3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)
https://xymaxreit.co.jp

今後の成長戦略

こうした環境下、同投資法人が所有する 6 物件の商業施設ではコロナ禍の影響は極めて軽微であり、固定賃料契約をベースに安定的な賃料収入を獲得している。同投資法人の物件は、1 棟貸し店舗やマスターリース事業者に賃貸するシングルテナントタイプの 4 物件が賃料収入ベースで 66% を、マルチテナント型商業施設の 2 物件が 34% を占める。保有するすべての商業施設が、堅調なテナント業況が見込まれる大都市圏の近郊に立地している。マスターリース物件への出店者は、売上が堅調なデリーユース型の業態が大部分を占める。マルチテナント型商業施設では、ザイマックスグループの知見・ノウハウを活用した内部成長を実現し、入替改定により月額賃料は 2019 年 2 月期～2022 年 8 月期の累計で 286 百万円の増加となっており、平均残存賃貸借期間は 6.3 年である。また、コロナ禍においてもテナント破綻、賃料滞納は発生していない。商業施設の使われ方の変化に伴い、リーシングにあたっては既存の業種に縛られない幅広い業種の検討によって資産価値の維持・向上を目指している。

同投資法人の商業施設



4. ホテルの成長戦略

同投資法人がホテル事業で所有する物件は、JR 仙台駅から徒歩 4 分の好立地にあるホテルビスタ仙台の 1 物件のみである。ただ、コロナ禍の影響を大きく受け、最も苦戦を強いられてきた事業分野である。

同投資法人では、2020 年 9 月にはコロナ禍による宿泊需要の“蒸発”を背景にオペレーター（運営委託会社）から賃料減免の要請を受け、2021 年 1 月に賃料条件変更 に合意した。2021 年 3 月にはオペレーターが東京地方裁判所に民事再生手続開始の申立てを行ったが、2021 年 10 月に民事再生手続が終結し、新スポンサーが親会社となった。同ホテルは、好立地で収益が取れている物件であることから、オペレーターからは賃貸借契約を継続したい申し出があり、2021 年 1 月に合意した契約条件が今後も継続する予定である。

ザイマックス・リート投資法人

3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)

https://xymaxreit.co.jp

今後の成長戦略

賃貸契約条件の内容は、以下のとおりである。2021 年 8 月までは、コロナ禍に配慮し、賃貸条件を月次 GOP（営業総利益）に連動する完全変動賃料方式を採用した。2021 年 9 月以降は月額 20 百万円の固定賃料を復活させ、かつ、一定の GOP を超えた場合には変動賃料の受取が可能となる方式とする。さらに、2022 年 9 月以降は固定賃料を月額 0.5 百万円増額し、前期までの完全変動賃料方式期間の減免分の回収を図っている。また、変動賃料の計算法も変更し、2022 年 8 月期までの「(当月の GOP-21 百万円) × α %」から、「(過去 1 年間の GOP/12-21.5 百万) × α %」へと、コロナ禍前の計算方式に戻す（いずれの方式も計算結果がマイナスの場合は 0 円とする）。月によってホテル利用客の波があるが、変更後は 1 年間の月当たり平均 GOP をベースにすることで、1 年を通じて毎月安定した賃料を得る方式である。ただ、同投資法人では、2023 年 2 月期（第 10 期）及び 2023 年 8 月期（第 11 期）の 1 年間は、コロナ禍前の 2019 年対比で売上約 10% 減、費用約 3% 増の前提条件の下で変動賃料を収受する想定で、慎重な業績予想を立てている。ホテルビスタ仙台はオペレーターの運営施設のなかでも成績上位であり、今後もオペレーターの経営における最重要拠点の 1 つと位置付けられており、期日通りの賃料支払いを継続している。

ホテルビスタ仙台の実績推移を見ると、コロナ禍に伴う政府から緊急事態宣言下の 2021 年 2 月期には、RevPAR（Revenue Per Available Room：「販売できるすべての客室」の平均単価）は回復傾向にあった。感染者増加に伴い 2021 年 7 月下旬には 4 回目の緊急事態宣言が発出されたが、2021 年 8 月期の同ホテルの実績は、1 回目、2 回目の時ほど大きな落ち込みは見られなかった。続く 2022 年 2 月期には、まん延防止等重点措置がとられていたが、RevPAR は前期比で改善し、2022 年 8 月期はさらに改善が顕著であることから、今後はコロナ禍前の水準への回復が期待できる状況だ。人々の間に、コロナ禍にどのように対応すれば感染を予防できるかの認識が広がったことが背景にあると見られる。現在はまん延防止等重点措置が解除され、2022 年 10 月からは訪日外国人観光客の入国制限が緩和されるなどの動きがある一方、足下では全国的に新規感染者数の下げ止まり傾向が見られ、楽観視できない状況である。ただ、ホテルビスタ仙台は元々高稼働の物件であることから、同投資法人では、客室売上の動向やホテル運営コストの適正性を注視する方針である。

ホテルビスタ仙台の RevPAR の推移



出所：決算説明会資料より掲載

5. 今後の外部成長戦略の着目点

同投資法人では上述の現状を踏まえて、アセットタイプ別に次のような戦略を立てている。テナントニーズの旺盛さを、不動産の収益性を見極める重要な要素と考えて、アセットタイプごとに以下のポイントを総合的に判断することで、収益性の高いポートフォリオの構築を目指している。そして、今後もポートフォリオの 80% 以上をオフィス・商業施設・ホテルで構成する計画である。

ザイマックス・リート投資法人

3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)

<https://xymaxreit.co.jp>

今後の成長戦略

まず、オフィスは、テナント訴求力の強い不動産に着目する。具体的には、引き続き都心 8 区、名古屋中心部、大阪中心部、福岡中心部に所在し、最寄駅からおおむね徒歩 5 分圏内の駅近で、1 坪当たりの賃料単価 1 ～ 2 万円台の、テナントニーズが豊富な物件を取得する方針だ。

次に、商業施設は、テナント賃料の安定性または物件価格の安さに着目する。施設売上やテナントの賃料負担率が分析可能な物件や、市場対比で割安な物件を取得する計画である。

そして、ホテルは、交通結節点に所在する宿泊特化型ホテルに着目する方針だ。宿泊特化型ホテルは、スポンサーの運営ノウハウに基づき分析可能である。交通結節点へのアクセスが良好なエリアや訪日外国人の増加が見込まれるエリアなど旺盛な宿泊需要が見込まれるエリアに所在する物件を取得する計画だ。ただ、当面は、ホテル宿泊需要の回復を注視する方針である。

アセットタイプ別の外部成長戦略着目点

オフィス	商業施設	ホテル
テナント訴求力の強い不動産に着目 ✓ 都心8区、名古屋中心部、大阪中心部、福岡中心部に所在する物件 ✓ 賃料単価 1 万円台 ～ 2 万円台中盤の物件 ✓ 最寄駅から概ね徒歩 5 分圏内に所在する物件	テナント賃料の安定性又は物件価格の割安さに着目 ✓ 施設売上が分析可能な物件 ✓ テナントの賃料負担率が分析可能な物件 ✓ 価格が市場対比で割安な物件	交通結節点に所在する宿泊特化型ホテルに着目 ✓ スポンサーの運営ノウハウに基づき売上動向が分析可能な宿泊特化型ホテル ✓ 交通結節点への良好なアクセス性を有するエリアに所在する物件 ✓ 訪日外国人の増加が見込まれるエリアに所在する物件

ポートフォリオの80%以上をオフィス・商業施設・ホテルで構成

出所：決算説明会資料より掲載

同投資法人では、上述のアセットタイプ別着目点を堅持し、ポートフォリオ戦略に則って、今後の物件の取得検討をしている。そして、分配金成長と財務健全性のバランスを意識し、対象物件の根源的な価値を見極める取得活動を継続する方針である。物件取得に際しては、スポンサーネットワークを通じて捕捉した豊富な物件情報から、優良物件を厳選して資産運用会社において精査し、新たなパイプラインの積み上げを目指す。また、同投資法人は LTV 水準が低いことから、投資口価格の動向も踏まえて、借入金による機動的な物件取得も選択可能である。現在、都心 8 区に立地するオフィス（開発予定）1 件、地方中核都市に立地する商業施設（開発予定）1 件とホテル（宿泊特化型）1 件の取得を検討している。検討中のオフィスはザイマックスグループ CRE 営業先企業の建替ニーズがある物件で、駅前好立地でテナント需要が多く見込まれる。商業施設もザイマックスグループ CRE 営業先の出店意欲が高い立地の開発案件である。また、ホテルはザイマックスグループ私募ファンドからの情報で、地域経済の拠点で観光資源も豊富な都市に所在し、底堅い宿泊需要が存在する。同投資法人では、2022 年 8 月 31 日時点で 10,476 百万円の物件含み益を有しており、資産入替等による投資家への含み益の還元も資産戦略の 1 つとして検討する考えだ。

6. ESG への取り組み

同投資法人は、ESG にも熱心に取り組んでいる。ESG に関して組織的・体系的に取り組むことを目的に、同投資法人及び資産運用会社で ESG 方針・関連ポリシーの制定や ESG 推進体制の構築、従業員研修を実施した。不動産セクターの ESG 配慮を測る年次のベンチマークである GRESB 評価に 2022 年度より参加し、リアルエステイト評価では「3 スター」及び「グリーンスター」を、開示評価では「A レベル」を獲得した。今後も、ESG への取り組みを継続する考えだ。

Environment（環境）の分野では、同投資法人の保有物件のうち 8 物件が CASBEE（（一財）建築環境・省エネルギー機構が認証する環境性能評価ツール）、3 物件が BELS（建築物省エネルギー性能表示制度）の認証を取得している。2022 年 8 月期に新たに環境認証を取得した 3 物件については、CASBEE の 2 件（ザイマックス木場公園ビルライフ川崎御幸店）、では S ランク、BELS の 1 件（ザイマックス札幌大通ビル）では 4 スターの高評価を得ており、取得率（延床面積ベース）も 52.5% と高い。また、環境負荷低減への取り組みとして、2022 年 2 月期にはオフィス 8 物件で再生可能エネルギー 100% 電力への切替が完了している。さらに、空調更新工事、共用部・専用部の LED 更新工事、水力発電タイプの自動水栓の導入など、建物・設備改修による環境パフォーマンスの向上を実施している。今後も環境負荷低減に向けた取り組みを推進する計画だ。

環境認証の取得状況

第9期に3物件で環境認証を新規取得

CASBEE-不動産



評価ランク

S ランク
(素晴らしい)



BELS



評価ランク

4 スター



取得状況 (第9期末時点)

認証取得物件数	10物件
取得率 (延床面積ベース)	52.5%

出所：決算説明会資料より掲載

Social（社会）の分野では、テナント・地域社会への取り組みとして、エレベーター非常用収納ボックスの設置や災害救援ベンダーの導入、感染症対策の実施などを実践している。持続可能な社会への取り組みとして、ザイマックス不動産投資顧問による 21 世紀金融行動原則への署名を実施している。また、スポンサーグループでは、「からくさ不動産塾」を通じた不動産ビジネス人材の育成にも取り組んでいる。

Governance（ガバナンス）の分野では、ザイマックス不動産投資顧問において、投資家利益に重大な影響がある事項について外部委員が参加する委員会を経る意思決定フローとし、投資主の利益保護を図るほか、同社でのコンプライアンス教育、スポンサーによる同投資法人への出資（スポンサーが同投資法人の投資口を保有することで投資家と利害を一致させ、投資主価値の向上を実現する）などを実践している。

近年、欧州や米国を中心に、ESG の観点から企業を分析して投資をする ESG 投資が増えている。世界の ESG 投資残高は 2014 年の 18.2 兆米ドルから 2020 年には 35.3 兆米ドルに拡大した。わが国において ESG 投資は欧米に遅れていたが、2020 年には残高 2.8 兆米ドル、世界シェア 8.1% に急拡大している。世界的な ESG 投資拡大の潮流のなかで、日本でも成長余地が大きいと言えるであろう。その意味でも、積極的に ESG に取り組む同投資法人が注目される。

■ ベンチマーキング

外部成長の強化に伴い分配金は増加し、投資家の評価は高まると見る

同投資法人は投資主還元策として年 2 回、半年ごとに高水準の分配金の支払いを実施している。2022 年 2 月期の 1 口当たり分配金（利益超過分配金は含まない）は 3,896 円と、期初予想の 2,977 円を 919 円上回った。期初には見込んでいなかった、資産入替に伴う売却益もあり、大幅な増収増益決算となったことを反映して、大幅な増配を実施したものだ。また、2022 年 8 月期も 4,019 円と、期初予想の 3,867 円を 152 円上回った。2022 年 8 月期は期初の公募増資に伴い発行済み投資口数が増加したが、計画的に前期並みの売却益を計上したことに加え、賃貸事業収入が増加したことで、増配を実施した。2023 年 2 月期は 3,120 円（前期比 899 円減）、2023 年 8 月期は 3,058 円（同 62 円減）の分配金を予想する。2023 年 2 月期からは 2022 年 8 月期まで計上した不動産売却益が剥落するため、減配を見込んでいる。ただ、同投資法人の期初の業績予想は保守的な前提に基づいており、今後コロナ禍が収束して想定より経営環境が改善した場合、また引き続き新たな物件取得を計画していることなどから、予想を上回る業績及び分配金となる可能性もあると弊社では考える。

同投資法人の投資口価格推移を見ると、2020 年 8 月以降は東証 REIT 指数を上回る回復を見せた。ただ、2021 年 9 月には、菅前首相が退任を表明し、政局の流動化懸念が後退したことから投資家がリスク選好姿勢を強め、株式への資金シフトが進んだこともあって、同投資法人及び東証 REIT 指数ともに全般的に軟調に推移した。また、2022 年 1 月以降は、FRB（米連邦準備制度理事会）が金融引き締めを急ぐとの見方が強まったことや、ウクライナ情勢の緊迫化等が嫌気されて、東証 REIT 指数は一層の下落傾向を続けた一方、同投資法人の投資口価格は上昇傾向を続け、市場を大きくアウトパフォームしている。これは、2022 年 2 月期及び 2022 年 8 月期の分配金予想を大幅に増額修正したことが投資家に評価されたものであろう。ただ、時価総額が小さく、流動性も低いことなどが同投資法人の課題だ。2022 年 10 月 28 日現在の同投資法人の NAV 倍率（投資口価格 / 1 口当たり NAV）は 0.85 倍と、総合型リート平均の 0.98 倍を下回っており、引き続き割安感が強い。また、分配金利回りは 5.06% と平均の 4.36% を大きく上回る。

既述のとおり、同投資法人では、今後も検討中の物件取得による外部成長戦略を強化する計画で、資産入替時に保有物件の含み益の投資家への還元も検討する方針であり、分配金のさらなる増加も期待できそうだ。そうした戦略に対する投資家の理解が深まるに伴い、当面は低金利環境が続くと予想されるなかで、魅力的な水準の分配金利回りを提供する同投資法人が注目されると弊社では考える。

同投資法人では、以前は分配金の中期的な目標を示していたが、コロナ禍に伴う事業環境の変化や、特にホテルの業績が悪化したことから、現在は目標提示を止めている。ただ、コロナ禍も収束しつつあり、今後ホテル業績が回復した段階には、より多くの投資家にアピールするためにも、目標提示が重要であろう。

また、同投資法人では、投資主利益の向上に資するように、2021 年 8 月期から資産運用報酬体系を変更している。期中運用報酬については運用成果連動部分の割合を引き上げ、譲渡報酬については譲渡益発生時のみ発生する成果報酬型に変更した。この変更によって、投資主利益と運用会社の利益の連動性を高めている。こうした投資主利益を重視する経営方針は、投資主からも評価されると弊社では考える。

ザイマックス・リート投資法人
3488 東証 REIT

2022 年 11 月 25 日 (金)
<https://xymaxreit.co.jp>

ベンチマーキング

総合型 REIT の各指標比較

証券 コード	投資法人	2022/10/28 投資口価格 (円)	投資口価格 前日比	分配金利回り (%)	1 口 NAV (円)	NAV 倍率	時価総額 (百万円)	出来高 (口)	決算期 (月)
3488	ザイマックス・リート	122,100	-0.16%	5.06	144,370	0.85	30,482	497	2/8
2989	東海道リート	120,800	0.42%	5.3	108,414	1.11	21,357	759	1/7
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	218,700	1.11%	3.77	206,379	1.06	228,707	3,994	1/7
3279	アクティビア・プロパティーズ	436,500	0.46%	4.27	455,695	0.96	354,684	2,443	5/11
3295	ヒューリックリート	173,700	0.52%	4.01	179,364	0.97	250,128	6,062	2/8
3296	日本リート	364,000	0.83%	4.54	413,277	0.88	163,775	1,870	6/12
3309	積水ハウス・リート	79,300	-2.22%	4.25	87,577	0.91	351,389	29,457	4/10
3451	トーセイ・リート	137,100	-2.21%	5.21	144,464	0.95	49,562	2,557	4/10
3462	野村不動産マスターファンド	170,200	0.89%	3.86	173,666	0.98	802,527	14,857	2/8
3468	スターアジア不動産	56,800	0.89%	5.21	55,929	1.02	109,152	6,615	1/7
3470	マリモ地方創生リート	136,800	-0.22%	5.33	140,090	0.98	26,297	751	6/12
3476	みらい	47,150	-1.98%	5.45	50,673	0.93	83,523	22,871	4/10
3492	タカラレーベン不動産	100,300	0.20%	5.25	110,114	0.91	64,052	3,490	2/8
8953	日本都市ファンド	109,400	0.46%	4.14	108,104	1.01	764,607	26,995	2/8
8954	オリックス不動産	199,200	0.91%	3.82	191,036	1.04	549,792	12,258	2/8
8955	日本プライムリアルティ	398,500	1.01%	3.85	390,909	1.02	397,375	2,788	6/12
8957	東急リアル・エステート	207,800	0.48%	3.18	204,489	1.02	203,145	3,394	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン	156,700	0.77%	3.96	161,714	0.97	488,643	11,460	5/11
8961	森トラスト総合リート	147,600	1.58%	4	146,299	1.01	194,832	7,207	3/9
8966	平和不動産リート	151,800	0.66%	4.1	137,291	1.11	169,065	3,788	5/11
8968	福岡リート	172,300	0.88%	4.1	178,080	0.97	137,151	2,488	2/8
8977	阪急阪神リート	152,100	0.53%	3.93	167,692	0.91	105,740	2,020	5/11
8984	大和ハウスリート	301,000	1.07%	3.72	297,543	1.01	698,320	7,229	2/8

出所：不動産投信情報ポータルよりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp