

REIT REPORT

|| リートレポート ||

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

企業情報はこちら >>>

2023 年 2 月 9 日 (木)

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. 東京都区部に集中投資、平和不動産のサポートが大きな強み	01
2. 2022 年 11 月期は期初予想を上回る増収増益決算となり、分配金は過去最高を更新	01
3. 2023 年 5 月期・2023 年 11 月期は高稼働率と外部成長を見込み、 高水準の分配金を予想	01
4. 「NEXT VISION」では分配金 3,300 円、資産規模 3,000 億円、格付 AA 格、 再エネ導入割合 100% を目指す	02
5. 分配金の継続的な増加に伴い、投資家の評価もさらに高まると予想	02
■ 特長・優位性	03
1. 概要	03
2. 戦略的なポートフォリオの構築	04
3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ	05
4. 分配金安定化ツールの活用	06
■ 業績動向	07
1. 2022 年 11 月期の業績概要	07
2. 財政状態	08
■ 今後の見通し	09
● 2023 年 5 月期と 2023 年 11 月期の業績予想	09
■ 中長期の成長戦略	10
1. 中長期目標「NEXT VISION」	10
2. 外部成長戦略	11
3. 内部成長戦略	12
4. 財務戦略	16
5. サステナビリティ	17
6. 総括	18
■ ベンチマーキング	19

要約

成長戦略は順調に推移、外部環境変化に備えたリスク耐性を強化。 「NEXT VISION」に基づき分配金成長及び投資主価値の向上を推進

1. 東京都区部に集中投資、平和不動産のサポートが大きな強み

平和不動産リート投資法人 <8966> は、平和不動産 <8803> グループの投資法人であり、中小規模の事業所が集中し、人口増加傾向が続く東京都区部を中心に、オフィス及びレジデンスに集中的に投資する複合型 REIT だ。全国各地の証券取引所やオフィスビルを所有・賃貸し、日本橋兜町・茅場町の再活性化及び札幌再開発事業化を推進する再開発事業などのデベロッパー事業を幅広く展開する平和不動産の経験とノウハウを最大限に活用できることが、同 REIT の大きな強みである。

2. 2022 年 11 月期は期初予想を上回る増収増益決算となり、分配金は過去最高を更新

2022 年 11 月期は営業収益 7,836 百万円（前期比 7.0% 増）、営業利益 4,018 百万円（同 11.3% 増）の増収増益決算となり、営業収益及び各段階利益はいずれも期初予想を上回って着地した。外部成長としては、物件譲渡益及び期初の公募増資による新規物件取得が大きく寄与した。内部成長としては、ポートフォリオ全体の稼働率は好調で、特にレジデンスは過去最高を記録した。財務運営では、調達コストの低下と調達期間の長期化を図った。以上の結果、EPU（1 口当たり当期純利益）は増加し、DPU（1 口当たり分配金）は期初予想を 15 円上回る 3,130 円（同 80 円増）と、14 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。これらの着実な成長に加え、潤沢なフリーキャッシュ（67 億円）、十分な内部留保（54.6 億円）など十分なリスク耐性を備えており、継続的な物件取得、財務基盤の安定化、将来の安定的な分配金支払いなどを可能にしている。

3. 2023 年 5 月期・2023 年 11 月期は高稼働率と外部成長を見込み、高水準の分配金を予想

2023 年 5 月期は営業収益 7,974 百万円（前期比 1.8% 増）、営業利益 3,917 百万円（同 2.5% 減）とおおむね前期並みの業績を予想している。2022 年 5 月期及び 2022 年 11 月期に取得した新規物件の寄与や物件譲渡益等を織り込んでいるが、今後発生する物件取得や譲渡は織り込んでいない。2023 年 11 月期は、2022 年 11 月期と 2023 年 5 月期の 2 期に分けて計上した物件譲渡益の効果が剥落することに加え、将来発生する物件取得や譲渡を織り込んでいないことから、営業収益 7,439 百万円（同 6.7% 減）、営業利益 3,386 百万円（同 13.5% 減）の見込み。以上の結果、EPU は 2 期連続で減少する見通しであるが、潤沢な内部留保の取り崩しによって 2023 年 5 月期の DPU は 3,130 円（同増減なし）を維持し、2023 年 11 月期は 3,150 円（同 20 円増）と過去最高水準を予想している。これらの予想は高稼働率と確定した外部成長（物件譲渡や物件取得）を織り込むものの、稼働率や NOI 利回りの低下を前提にするなど、保守的な前提条件に基づいていることから、達成可能な水準であると弊社では見ている。

要約

4. 「NEXT VISION」では分配金 3,300 円、資産規模 3,000 億円、格付 AA 格、再エネ導入割合 100% を目指す

同 REIT は、中長期目標「NEXT VISION」で分配金 3,300 円、資産規模 3,000 億円、格付 AA 格、再生可能エネルギー導入割合 100% を目標に掲げている。分配金の目標達成に向けては、資産規模拡大による外部成長や、大きく残る賃料ギャップ（市場賃料より低い契約賃料が、市場賃料より高い契約賃料を上回る状況）の回収を進める方針だ。資産規模拡大については、スポンサー・サポートによるパイプライン物件の開発・確保などにより、年間物件取得金額 150 ～ 200 億円を目指す。分配金及び資産規模は順調に増加しているほか、2022 年 6 月に格付が AA-（安定的）に向上し、再生可能エネルギー電力への移行についても 2021 年 11 月に対象物件すべてについての切り替え手続きを完了した。また、サステナビリティ（ESG（環境・社会・ガバナンス）の観点から社会・企業を持続させて行く考え方）向上にも前向きに取り組んでいる。「NEXT VISION」の目標達成に向けた意欲的な取り組みは、投資家に高く評価されると弊社では見ている。

5. 分配金の継続的な増加に伴い、投資家の評価もさらに高まると予想

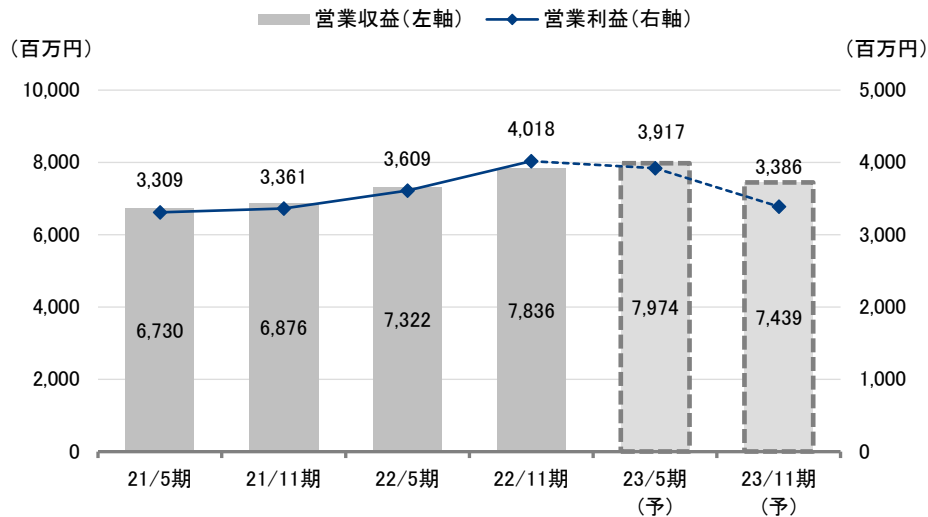
同 REIT の投資口価格は、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）に伴う社会全体の景気・企業業績への不安に伴い、2020 年 3 月に大きく下落したものの、その後のコロナ禍対策の進展もあり、東証 REIT 指数を大きく上回る回復基調で推移している。その結果、2023 年 1 月 24 日現在の NAV 倍率（1 口当たり投資口価格 / 1 口当たり純資産額（時価評価））は 1.13 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均である 0.92 倍を上回っている。同 REIT では、入替戦略の推進、賃料増額改定、キャップレートの低下などに伴い、含み益が成長を続けていることに加えて、今後も分配金の増加が継続すると期待されることから、投資家の評価は一層上がると予想される。同 REIT は環境認証の取得にも注力しており、サステナビリティへの積極的な取り組みが投資家に評価されていることも、投資口価格が堅調な一因と考えられる。

Key Points

- ・ 東京都区部を中心とするオフィス・レジデンス複合型 REIT で、平和不動産のサポートが大きな強み
- ・ 2022 年 11 月期は物件取得や物件譲渡益が寄与し、期初予想を上回る増収増益。DPU は 14 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新
- ・ 2023 年 5 月期・2023 年 11 月期は高稼働率と外部成長により、高水準の分配金を予想
- ・ 「NEXT VISION」のうち AA 格への格上げ、再生可能エネルギーへの切り替えは達成。目標達成に向けた意欲的な取り組みは、投資家に高く評価されると見られる
- ・ 継続的な分配金の増加やサステナビリティへの取り組みにより、投資口価格は堅調に推移

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 特長・優位性

東京都区部中心のオフィス・レジデンス複合型 REIT

1. 概要

同 REIT は、東京都区部を中心とする、オフィス・レジデンス複合型 REIT である。2002 年 1 月に前身である クレッシュンド投資法人として設立された後、2005 年 3 月には東証不動産投資信託証券（J-REIT）市場に新規上場、2010 年 10 月にはジャパン・シングルレジデンス投資法人と合併し、名称を平和不動産リート投資法人に変更して今日に至っている。

また、投資主より募集した資金を主として不動産等に対する投資として運用することを目的とし、「運用資産の着実な成長」と「中期的な安定収益の確保」を資産運用の基本方針（基本理念）として掲げている。実際の資産運用はすべて平和不動産アセットマネジメント（株）に委託しており、平和不動産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。

同 REIT は、「戦略的なポートフォリオの構築」「平和不動産の強力なスポンサーシップ」「分配金安定化ツールの活用」といった特長・優位性を有している。また、基本理念の「運用資産の着実な成長」と「中期的な安定収益の確保」を着実に遂行することで、投資主価値の最大化に取り組んでいる。

2. 戦略的なポートフォリオの構築

同 REIT は、高い需要に支えられた「東京都区部を中心とする投資エリアに存するオフィス及びレジデンス」に集中的に投資している点に大きな特長がある。多数の物件に投資することで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。

(1) オフィスビル分野

同 REIT の主要投資エリアである東京都区部や主要都市には主なテナント層である中小規模の事業所が多く、豊富な需要がある。ただ、オフィスビルのすべてが安定収益を確保できるとは限らず、立地条件、建物スペック等の要素によって、淘汰される物件とそうでない物件に“二極化”が進むと予想される。したがって同 REIT では、数多くの投資機会のなかから、中長期的に収益安定性を有すると考えられる優良なオフィスビルを厳選して取得することを目指している。なお、コロナ禍に伴う非常事態宣言発出により、同 REIT のテナントの動きは一時停滞していたものの、現在は回復基調であり、主要顧客の中小事業者ではテレワーク促進等による退去の動きは見られないようだ。

(2) レジデンス分野

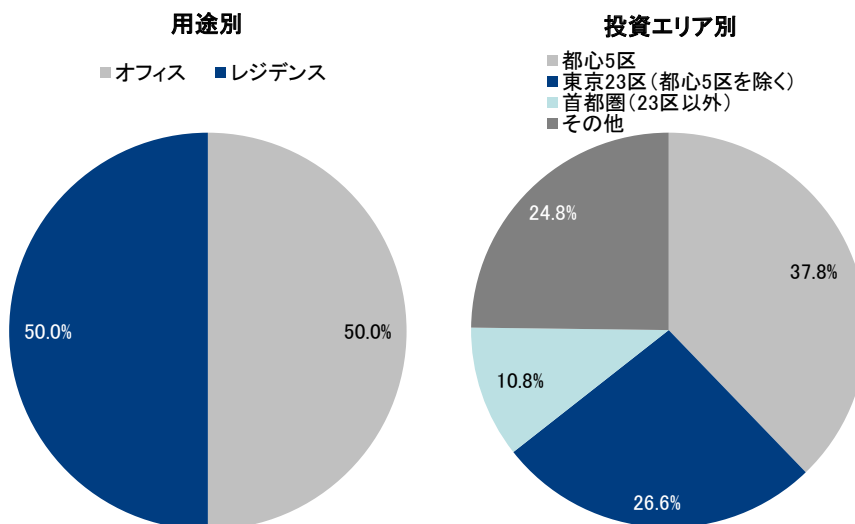
コロナ禍の影響により、都心部を中心に一時的に稼働率が低下し、リーシング期間が長期化したものの、各種リーシング施策を実施したことで、稼働率は急速に回復している。今後コロナ禍が収束に向かえば、東京都では従来のように人口増加傾向が強まり、堅調な需要が見込まれる。実際、単身世帯からシニア世帯まで、あらゆる世帯層が利便性の高い都心部への移住を希望している。不動産価格の高額化とも相まって、都心部の賃貸住宅に関する需要は今後も堅調に推移すると予想される。ただし、レジデンス分野は、各種設備の機能的陳腐化がオフィスビルよりも早いので、同 REIT では新築物件を中心に、極力築年数の浅い物件を集中的に取得することを目指している。また、家族構成の変化によって世帯の少人数化が進展することで、今後はシングル・コンパクトタイプの住居を必要とする世帯数が増加していくと考えられる。同 REIT では、ファミリータイプよりもシングル・コンパクトタイプの住居に数多く投資することで、同規模の建物からより多くの賃料収入を得ることが可能となる、効率的な運営を図っている。

2022 年 11 月 30 日時点における同 REIT のポートフォリオの用途別内訳を見ると、オフィス 50.0%、レジデンス 50.0% となっている。厳格な投資基準に基づき多数の物件へ投資することにより、用途・棟数・テナントの分散を行い、ポートフォリオの収益変動リスクの極小化を図っている。オフィス賃料は景気感応度が高く、収益の変動性が高いのに対し、レジデンス賃料は景気変動を受けにくく、収益の安定性が高いことから、両方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。

また、投資エリア別では都心 5 区 37.8%、その他の東京 23 区 26.6%、首都圏（23 区以外）10.8%、その他 24.8% となっている。地域的には第 1 投資エリア（東京 23 区）を主たる投資地域と位置付けているが、各エリアのマーケット状況（取得物件のストック量、取引価格の状況及び賃貸マーケット状況等）を勘案しながら、第 2 投資エリア（23 区以外の東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）及び地方投資エリア（政令指定都市をはじめとする全国の主要都市、すなわち平和不動産のサポートが得られる地方大都市）にも投資する。

特長・優位性

ポートフォリオの状況(2022年11月30日時点)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

3. 平和不動産の強力なスポンサーシップ

同 REIT は平和不動産の経験とノウハウを最大限に活用できることが特長であり、大きな強みと言える。平和不動産は東京、大阪、名古屋、福岡の証券取引所ビルを証券取引所に賃貸し、全国各地にオフィスビルを所有するほか、日本橋兜町・茅場町の再活性化及び札幌再開発事業化を推進する再開発事業などのデベロッパー事業も幅広く展開している。

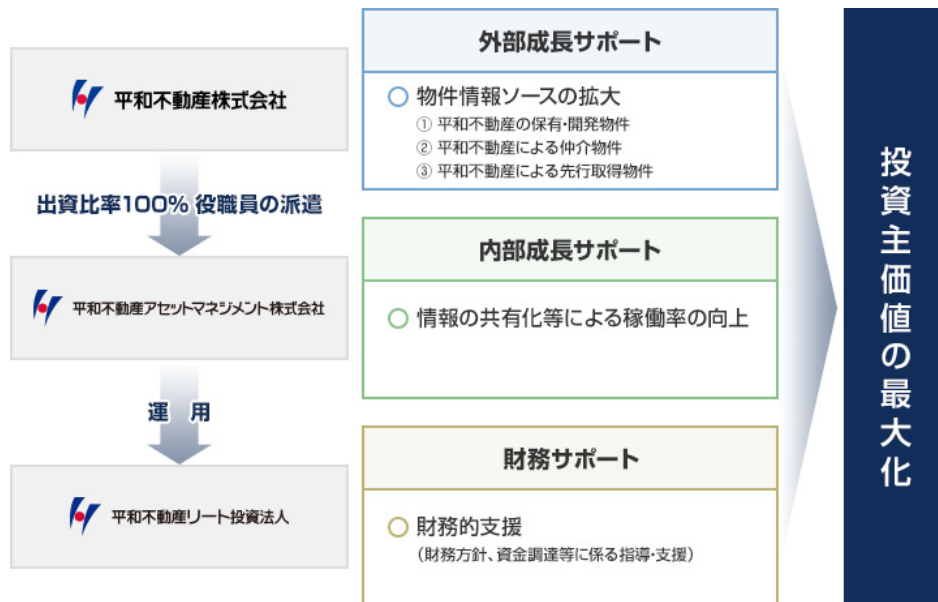
そこで、同 REIT に対する外部成長サポートとして、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件等の情報ソースを活用できる。実際、スポンサー変更後の物件取得合計は、2022 年 11 月期末で 58 件 /121,415 百万円であるが、うち平和不動産のサポートによるものは 37 件 /79,662 百万円で全体の 63.8%/65.6% を占めている。また、第三者からの直接取得 21 件 /41,753 百万円のうち 3 件はスポンサー仲介物件である。このように、スポンサーのサポートが同 REIT 成長の原動力となっていることが実績として示されている。また、内部成長サポートとして、情報の共有化によって稼働率の改善を図ることができる。さらに、財務サポートとして、財務方針、資金調達等にかかる支援や指導を仰ぐことができる。同 REIT では、これらのサポートを最大限に活用し、着実な成長戦略を推進することによって、投資主価値の最大化を目指している。なお、デベロッパーである平和不動産にとっては、REIT の仕組みを活用して資金調達が可能となるメリットが考えられる。

平和不動産リート投資法人
8966 東証 REIT

2023 年 2 月 9 日 (木)
<https://www.heiwa-re.co.jp/>

特長・優位性

平和不動産とのスポンサーシップ



出所：同社ホームページより掲載

4. 分配金安定化ツールの活用

同 REIT では、資産入替に伴う譲渡損益の一部を分配金に、残りを内部留保の蓄積に充てることで、長期にわたる安定した分配原資を確保している。2022 年 11 月期末に内部留保残高 54.6 億円、保有物件における税会不一致額 62.0 億円と、最大 116.6 億円の内部留保拡大の余地を有することで、将来の安定的な分配金支払いを可能にしている。すなわち、物件売却に伴い減損損失を計上した際にも、内部留保の取り崩しによって実力ベースの分配金支払いが可能である。また、合併に伴い、受入資産に税会不一致が発生しており、物件譲渡により発生した譲渡益については最大 62.0 億円の範囲内で税会不一致を活用した内部留保拡大が可能である。一般的に、REIT は利益のほとんどすべてを分配金として支払うため内部留保を積むことができないが、同 REIT は、過去の合併の経緯からこれらを積み上げるツールを有している。

業績動向

2022 年 11 月期は物件譲渡益が寄与し、期初予想を上回る好決算。 分配金は過去最高を更新

1. 2022 年 11 月期の業績概要

2022 年 11 月期における国内経済は、コロナ禍に対し、入国制限の緩和や政府による全国旅行支援策により持ち直しの傾向が見られた。しかし、第 8 波による感染拡大への懸念に加え、ウクライナ情勢等を原因とする原油価格の高騰や米国金融当局の利上げに伴う急激な円安の進行等により、物価上昇等が景気回復の重荷となっている。また、こうした状況下で海外経済の不透明感が引き続き内在しており、海外動向にも留意が必要となっている。

このような経済環境下、2022 年 11 月期（第 42 期）の業績は営業収益 7,836 百万円（前期比 7.0% 増）、営業利益 4,018 百万円（同 11.3% 増）、経常利益 3,566 百万円（同 11.7% 増）、当期純利益 3,565 百万円（同 11.7% 増）となった。物件譲渡益（549 百万円）及び期初の公募増資による新規物件取得が寄与し、営業収益及び各段階利益は、いずれも期初予想を上回って着地した。物件譲渡益については、グレイスビル泉岳寺前（準共有持分 50%）を 2022 年 11 月期と 2023 年 5 月期の 2 期に分けて売却する。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。

2022 年 11 月期の外部成長としては、2021 年 11 月期に続いて期初に実施した公募増資を活用してオフィス 4 物件とレジデンス 2 物件を取得し、オフィス 1 物件を 2022 年 11 月期と 2023 年 5 月期の 2 期に分けて売却した結果、2022 年 11 月期末の運用資産は合計 120 物件 / 2,133 億円に拡大した。内部成長としては、ポートフォリオ全体の期中平均稼働率が 97.73%（前期比 0.25 ポイント上昇）と回復基調にある。オフィスの期中平均稼働率は 98.69% とコロナ禍においても高位安定稼働を見せたほか、レジデンスの期中平均稼働率は 97.10% と過去最高を記録した。レジデンスはリーシング上の非繁忙期だったが、繁忙期（5 月期は入学、卒業や就職などが重なる 3 ～ 4 月を含むため繁忙期になる）に当たる前期の稼働率を上回った。また、高い稼働率を背景に、NOI 利回り（実質利回りとも言う、(賃貸事業収入 - 賃貸事業費用)（年換算） / 期中平均帳簿価額 × 100 で計算）も 5.16%（同 0.04 ポイント低下）と、引き続き高水準を維持している。財務運営では、良好な金融環境を背景に借入期間を長期化し、健全な財務体質を堅持している。

以上から、EPU は 3,201 円（前期比 176 円増）となり内部留保繰入を増やすとともに、DPU は 3,130 円（同 80 円増）と 14 期連続でスポンサー変更後の最高値を更新した。また、物件譲渡益等の一時的要因を除いた実力ベースの収益力を示す、賃貸収益ベースの EPU は、前期比 118 円増の 2,757 円となった。内訳は、物件取得が大きく寄与した結果、外部成長で 114 円増、既存オフィスで 10 円減、既存レジデンスで 51 円増、財務等で 34 円減、販管費で 3 円減であった。

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2023 年 2 月 9 日 (木)

<https://www.heiwa-re.co.jp/>

業績動向

これらの着実な成長に加え、同 REIT は分散の効いたポートフォリオ（120 物件）、潤沢なフリーキャッシュ（67 億円）、十分な内部留保（54.6 億円）、低い鑑定 LTV（期末の鑑定評価額（帳簿価額 + 含み損益）に対する有利子負債の割合）（38.37%）、コミットメントライン（70 億円）、格付 AA-（安定的）（2022 年 6 月に格上げ）など、外部環境の変動に備えて十分なリスク耐性を備えている。また、継続的な物件取得、財務基盤の安定化、将来の安定的な分配金支払いなどを可能にしている。なお、2022 年来の電気料金高騰への対応としては、オフィスではテナントへの変動単価での請求方法への切り替えが完了し、レジデンスではテナント負担としている。

2022 年 11 月期（第 42 期）業績

（単位：百万円）

	22/5 期 実績	22/11 期 実績	前期比		22/11 期 期初予想	予想比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	7,322	7,836	513	7.0%	7,795	40	0.5%
営業利益	3,609	4,018	408	11.3%	3,954	63	1.6%
経常利益	3,193	3,566	372	11.7%	3,502	64	1.8%
当期純利益	3,193	3,565	372	11.7%	3,501	64	1.9%
EPU（1 口当たり当期純利益）（円）	3,024	3,201	176	5.8%	3,143	58	1.8%
DPU（1 口当たり分配金）（円）	3,050	3,130	80	2.6%	3,115	15	0.5%
期中平均稼働率	97.48%	97.73%	0.25pt	-	97.19%	0.54pt	-
NOI 利回り	5.20%	5.16%	-0.04pt	-	5.13%	0.03pt	-
発行済投資口数（口）	1,055,733	1,113,733	58,000	5.5%	1,113,733	0	0.0%

注：期初予想は 22/5 期決算発表時のもの

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

2. 財政状態

2022 年 11 月期末の財政状態は、総資産 221,531 百万円（前期末比 5.6% 増）、純資産 113,007 百万円（同 8.0% 増）、有利子負債 99,557 百万円（同 2.9% 増）であった。平均調達金利は 0.724% と過去最低金利を更新し、有利子負債の平均調達年数は 7.18 年であった。主要金融機関との良好な関係の下、比較的金利水準が高い過去の借入金満期を迎えることで、今後も緩やかな調達コストの低下が見込まれる。なお、長期借入金比率は 99.8%、固定化比率は 74.7% と高く、将来の金利上昇リスクに備えている。また、大手都銀からのコミットメントライン（必要な時に借りられる、銀行からの融資枠）を 2020 年 11 月期より 70 億円に拡大し、不測の事態にも対応できるように、手元流動性を拡充している。

一方、鑑定 LTV は 38.37% と良好な低水準を維持している。同 REIT では、同比率 40 ～ 50% を標準水準として維持し、上限を 65% に設定しているが、鑑定評価額の増加に伴って同比率は低下傾向にあり、借入余力が拡大したことで、より機動的な物件取得が可能となっている。

業績動向

2022 年 11 月期 (第 42 期) 財政状態

(単位: 百万円)

	22/5 期末	22/11 期末	前期比	
			増減額	増減率
総資産	209,794	221,531	11,736	5.6%
純資産	104,618	113,007	8,389	8.0%
有利子負債	96,757	99,557	2,800	2.9%
平均調達金利	0.739%	0.724%	-0.015pt	-
長期借入金比率	99.8%	99.8%	-	-
平均調達年数 (年)	7.15	7.18	0.03	-
鑑定 LTV	40.64%	38.37%	-2.27pt	-

出所: 決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

今後の見通し

2023 年 5 月期・2023 年 11 月期は高稼働率と外部成長により、高水準の分配金を予想

● 2023 年 5 月期と 2023 年 11 月期の業績予想

2023 年 5 月期 (第 43 期) の業績予想は、営業収益 7,974 百万円 (前期比 1.8% 増)、営業利益 3,917 百万円 (同 2.5% 減)、経常利益 3,453 百万円 (同 3.2% 減)、当期純利益 3,453 百万円 (同 3.2% 減) としている。2022 年 5 月期及び 2022 年 11 月期に取得した新規物件の寄与や物件譲渡益等を織り込んでおむね前期並みの業績を予想しているが、今後発生する物件取得や譲渡は織り込んでいない。また 2023 年 11 月期 (第 44 期) の業績予想は、営業収益 7,439 百万円 (同 6.7% 減)、営業利益 3,386 百万円 (同 13.5% 減)、経常利益 2,914 百万円 (同 15.6% 減)、当期純利益 2,913 百万円 (同 15.6% 減) としている。これは、2022 年 11 月期と 2023 年 5 月期の 2 期に分けて計上した物件譲渡益の効果が剥落することに加え、将来発生する物件取得や譲渡を織り込んでいないことによる。

以上の結果、EPU は 2023 年 5 月期 3,100 円 (前期比 101 円減)、2023 年 11 月期 2,616 円 (同 484 円減) を見込んでいるものの、潤沢な内部留保の取り崩しによって、2023 年 5 月期の DPU は 3,130 円 (同増減なし) を維持し、2023 年 11 月期は 3,150 円 (同 20 円増) と過去最高水準を予想している。

これらの予想は高稼働率の持続と既に確定している外部成長 (物件譲渡や物件取得) を織り込むものの、稼働率や NOI 利回りの低下を前提にするなど、保守的な前提条件に基づいていることから、達成可能な水準であると弊社では見ている。

今後の見通し

2023 年 5 月期 (第 43 期) / 2023 年 11 月期 (第 44 期) 業績予想

(単位: 百万円)

	22/11 期 実績	23/5 期 予想	前期比		23/11 期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	7,836	7,974	138	1.8%	7,439	-535	-6.7%
営業利益	4,018	3,917	-101	-2.5%	3,386	-530	-13.5%
経常利益	3,566	3,453	-112	-3.2%	2,914	-539	-15.6%
当期純利益	3,565	3,453	-112	-3.2%	2,913	-539	-15.6%
EPU (1 口当たり当期純利益) (円)	3,201	3,100	-101	-3.2%	2,616	-484	-15.6%
DPU (1 口当たり分配金) (円)	3,130	3,130	0	0.0%	3,150	20	0.6%
期中平均稼働率	97.73%	97.63%	-0.10pt	-	97.49%	-0.14pt	-
NOI 利回り	5.16%	4.93%	-0.23pt	-	4.91%	-0.02pt	-
発行済投資口数 (口)	1,113,733	1,113,733	0	0.0%	1,113,733	0	0.0%

出所: 決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

中長期の成長戦略

「着実な成長」と「持続可能な利益」により、投資口の流動性向上を推進

1. 中長期目標「NEXT VISION」

同 REIT は 2009 年 9 月に平和不動産が単独スポンサーとなり、2019 年 11 月期で 10 周年を迎えた。その間、2011 年 5 月期までの「成長基盤の再構築」、2011 年 11 月期から 2013 年 5 月期までの「再成長軌道への回帰」を経て、2013 年 11 月期からは「安定成長軌道」の段階に入った。すなわち、安定した資金調達による本格的な成長フェーズであり、着実な外部成長及び内部成長によって分配金向上を目指してきた。この結果、2009 年 11 月期の物件数 46 件、資産規模 921 億円、分配金 734 円 / 口から、2022 年 11 月期には物件数 120 件、資産規模 2,133 億円、分配金 3,130 円 / 口へと大きな成長を遂げている。

同 REIT では、2021 年 11 月期より中長期目標「NEXT VISION」を推進している。具体的には、今後 5 ～ 10 年で目指す姿を「投資口の流動性向上を推進するステージ」と位置付け、「Steady Growth & Sustainable Profit (着実な成長と持続可能な利益)」をスローガンに、従来からの分配金と資産規模に加えて、格付と ESG を目標に加えた。数値目標としては、分配金 3,300 円 / 口 (2021 年 5 月期比 500 円増)、資産規模 3,000 億円 (同 1,159 億円増)、AA 格への格上げ、再生可能エネルギー電力の導入割合 100% の達成を目指す。進捗状況としては、資産規模拡大と財務体質改善により 2022 年 6 月に格付が AA- (安定的) に向上して目標を達成したほか、再生可能エネルギー電力への移行についても 2021 年 11 月に対象 106 物件すべての切り替え手続きを完了し、ESG への取り組みで追加目標とした GRESB (グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク: Global Real Estate Sustainability Benchmark) の 3 スター取得も達成した。また、分配金は 3,130 円 / 口 (2022 年 11 月期)、資産規模は 2,133 億円 (同) と着実に成果を上げている。なお、「NEXT VISION」における分配金向上については、外部成長で +147 円 / 口、内部成長で +104 円 / 口、金利等費用で -26 円 / 口を見込むが、潤沢な内部留保を活用することで +4,905 円 / 口の支払余地があることが同 REIT の大きな強みと言えよう。

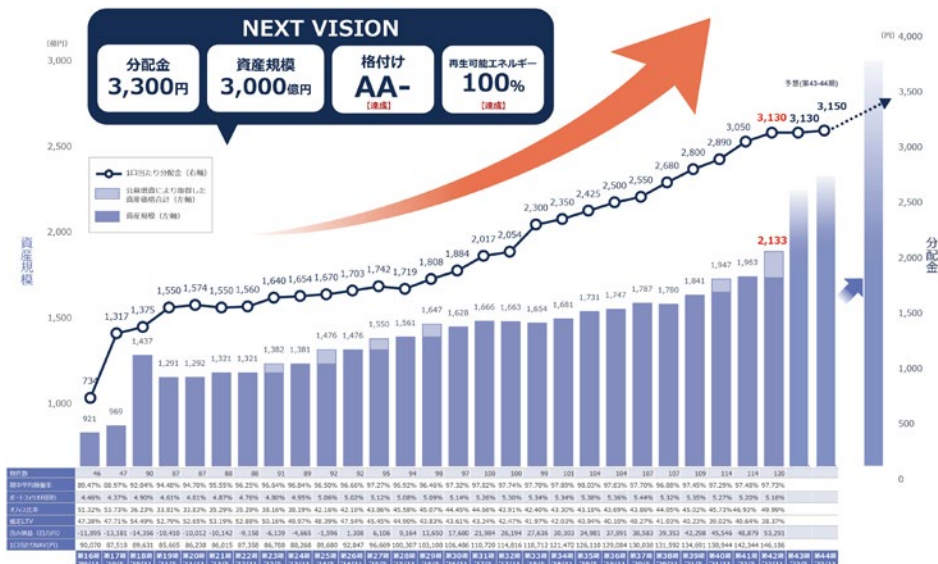
平和不動産リート投資法人
8966 東証 REIT

2023 年 2 月 9 日 (木)

https://www.heiwa-re.co.jp/

中長期の成長戦略

同投資法人の成長の軌跡と「NEXT VISION」



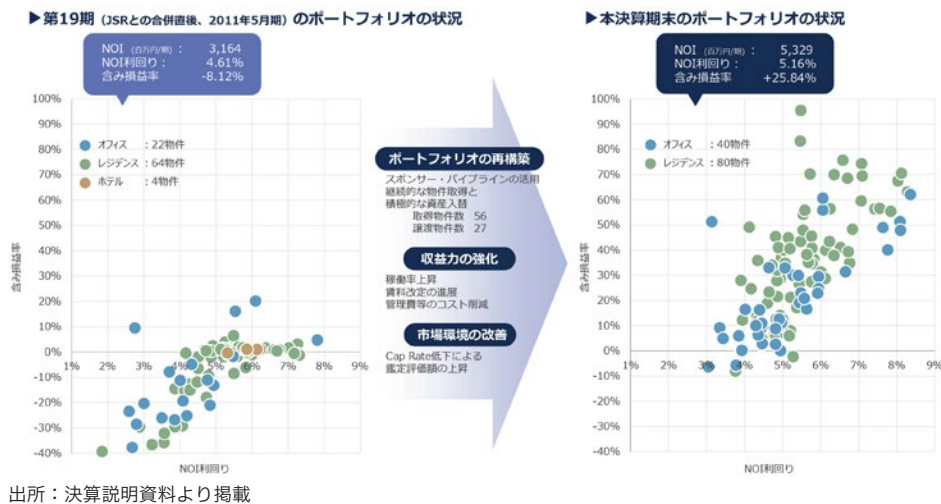
2. 外部成長戦略

外部成長戦略では、分配金向上 +147 円 / 口を達成するために「着実かつ健全な外部成長」「継続的な入替戦略の実施」「厳選された用途・エリア」を運用方針としている。「着実かつ健全な外部成長」としては、ポートフォリオの質と収益性の向上に資する物件に厳選投資し、スポンサーと協働することで開発など多様な手法による取得機会の拡大を図ることに加え、フリーキャッシュ及び借入余力を活用した機動的な物件取得を行う。「継続的な入替戦略の実施」としては、低収益物件、小規模レジデンスを優良なオフィスやレジデンスに入れ替えるなど、引き続きポートフォリオの収益力改善を図る。「厳選された用途・エリア」としては、優良なオフィス及びレジデンス双方への厳選投資や、東京都区部をメインエリアとしながらも平和不動産のサポートが得られる地方大都市にも厳選投資する方針だ。

スポンサー変更以降、資産の入替戦略を積極的に進めてポートフォリオの再構築を図るとともに、稼働率の上昇や賃料改定などにより収益力強化を図った結果、2022 年 11 月期には含み益がさらに拡大し、NOI 利回りも上昇するなど、ポートフォリオの質が大幅に改善している。今後も同戦略を推進することで、ポートフォリオのさらなる改善を図る方針である。

中長期の成長戦略

スポンサー変更以降の、ポートフォリオの質の大幅な改善



同 REIT のスポンサーである平和不動産はオフィス及びレジデンス開発を積極的に展開しており、同 REIT はそのなかから物件を取得している。2022 年 11 月期は、平和不動産の販売用不動産のうち 5 物件を取得した。平和不動産の販売用不動産のストックは、2022 年 9 月末時点でオフィス 5 物件、レジデンス 2 物件であるが、これらについても同 REIT の今後のパイプラインを支えることになる。加えて、同 REIT では、普通借地権を活用したパイプラインの構築に取り組んでいる。スポンサーである平和不動産との協業により、借地権のデメリットを克服し、メリットを最大限に享受できるスキームを構築できるのが強みである。また、共有物件・区分所有物件の追加取得によって、ポートフォリオ価値の向上にも取り組んでいる。なお、既述のとおり 2022 年 6 月に 2 年連続となる公募増資を実施し、スポンサー以外の第三者からの物件取得も行っている。公募増資によって資産規模の増加、DPU や NAV の成長、LTV の引き下げを推進し、レバレッジを活用した成長余力の確保を目指している。

3. 内部成長戦略

内部成長戦略では、分配金向上 +104 円 / 口を達成するために「高稼働率の維持・向上」「賃料増額に向けた取り組み」「戦略的な資本投下」「付帯収入増加と費用削減」を運用方針としている。「高稼働率の維持・向上」としては、スポンサーや PM (プロパティ・マネジメント) 会社と連携し適切かつタイムリーなリーシング施策の実施によるテナント需要の取り込み、良質な運営・管理、CS (顧客満足度) 対応施策によるテナント退去の防止、ダウンタイム (空室期間) の短縮などを旨とする。「賃料増額に向けた取り組み」としては、テナント入替時及び契約更改時における賃料増額や是正を推進する。「戦略的な資本投下」としては、物件競争力、収益性及び CS 向上につながるバリューアップ工事を計画的に実施する。

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

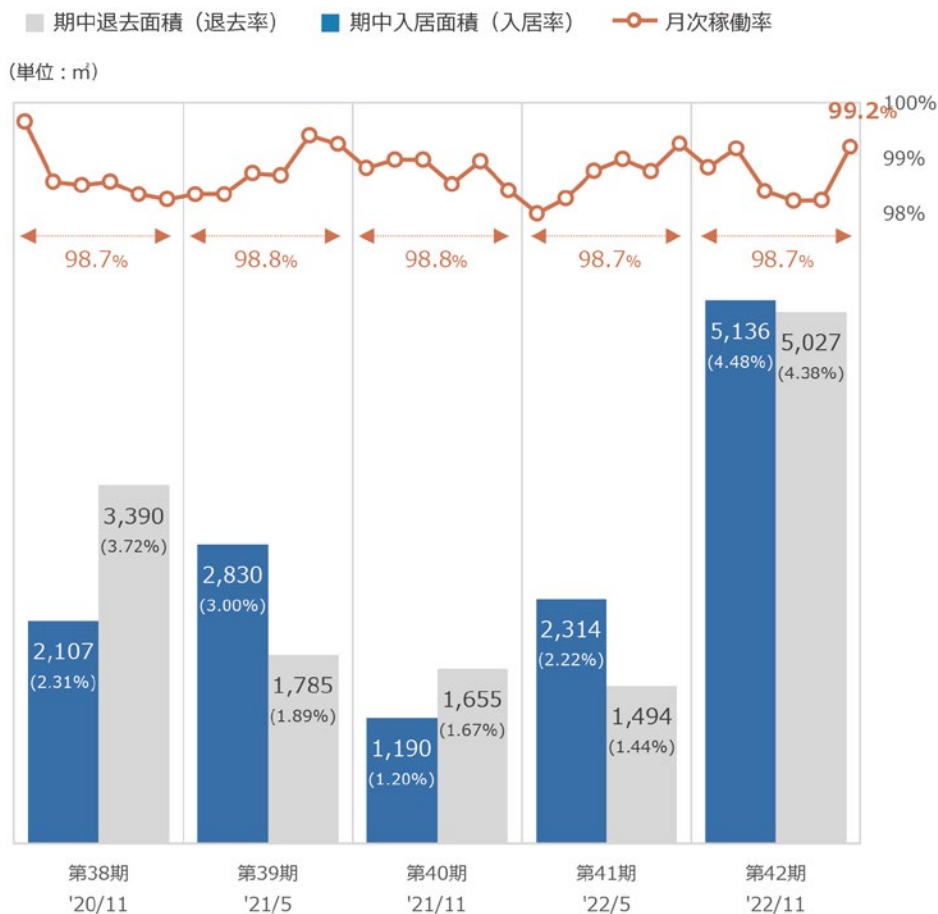
2023 年 2 月 9 日 (木)

<https://www.heiwa-re.co.jp/>

中長期の成長戦略

オフィスの期中平均稼働率は、市場平均を大きく上回る 98% 台後半で安定的に推移しており、2022 年 11 月期末は 99.2% まで上昇した。短い空室期間で 17 区画合計 5,000m² 超の新規リーシングを達成し、コロナ禍により空室となっていた店舗の成約が寄与した。緊急事態宣言長期化の影響から減少していた賃料改定件数も、テナントとの対面による賃料協議が再開し、継続賃料改定は着実に進展している。大きな賃料ギャップ（市場賃料との乖離）を抱える物件の取得が進み、ネットギャップは依然として +124 円 / 口と十分な成長余地が残っている。以上から、物件売買の影響を排除したオフィス・ポートフォリオの賃料（2013 年 11 月期を 100 とする契約賃料指数）は 104.7 と前期比ほぼ横ばいで推移した。また、フリーレント（一定期間家賃が無料の契約形態）の解消に伴い、時間の経過とともに損益計算書上の賃料単価は契約賃料単価に収斂することから、自律的な賃料収入拡大によって今後 7 期間で +28 円 / 口の寄与を見込んでいる。コロナ禍で一時停滞していたテナントの動きは徐々に活発化してきており、特に同 REIT の主要顧客は中小事業者が中心であることから、テレワーク促進等による退去の動きは見られないようだ。今後はコロナ禍の収束に伴い、従来の状況に回復する可能性が高いと弊社では見ている。

オフィスの月次稼働率とテナント入退去率の動向



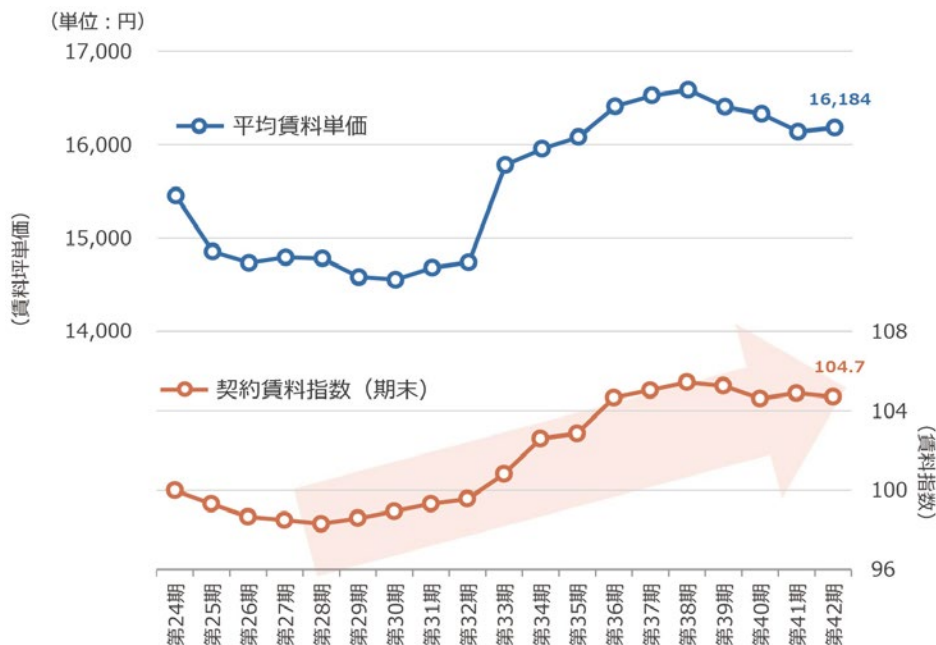
出所：決算説明資料より掲載

平和不動産リート投資法人
8966 東証 REIT

2023 年 2 月 9 日 (木)
<https://www.heiwa-re.co.jp/>

中長期の成長戦略

オフィスの期末平均賃料単価と契約賃料指数の推移



出所：決算説明資料より掲載

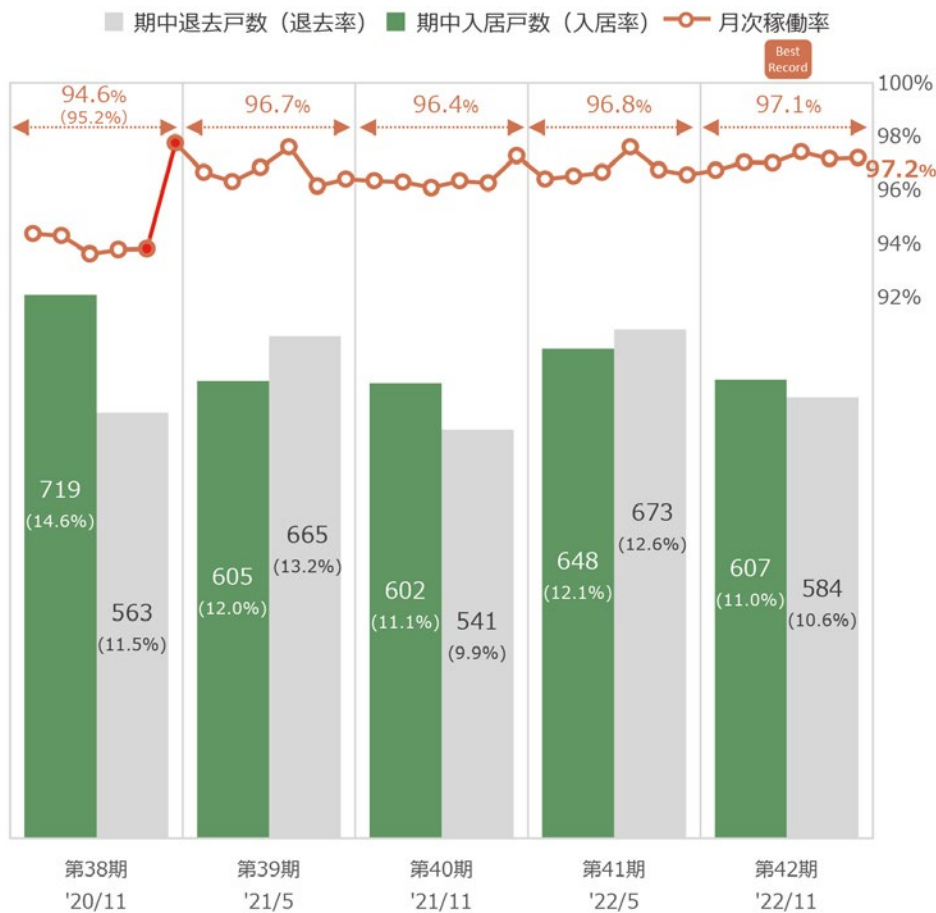
また、レジデンスにおいても、2022 年 11 月期は非繁忙期ながら期中平均稼働率は 97.10% と、上場以来過去最高を記録した。コロナ禍の影響を大きく受けた 2020 年 11 月期 (94.61%) からの稼働率回復を目的として、リーシング施策 (募集条件の緩和など) を実施した対象テナントに対して賃料増額交渉を実施した結果、更新戸数の 43% が増額改定で着地した。コロナ禍前に入居したテナントが更新期を迎え、多くから賃料引き上げに理解を得たようだ。その結果、更新時賃料の増額改定率は 4.75% と過去最高を記録した。増額改定での着地により、契約賃料指数 (2013 年 11 月期を 100 とする) は 102.1 に上昇している。なお、繁忙期となる 2023 年 5 月期は、コロナ禍で緩和した賃料の引き戻しに取り組む方針だ。投資エリア別では都心部の期末平均稼働率が 97% 台に回復し、ルームタイプ別ではコンパクトタイプ (40m² 以上、60m² 未満) の稼働率改善が顕著であった。今後も LED 化、高効率な空調機器及び水回り設備の導入等による環境負荷の低減、無料インターネットの導入によるテナント満足度の向上など、リニューアル工事の実施によって、物件競争力強化と資産価値の維持向上を図ることで、賃料水準の改善と収益力の拡大を目指している。

平和不動産リート投資法人
8966 東証 REIT

2023 年 2 月 9 日 (木)
<https://www.heiwa-re.co.jp/>

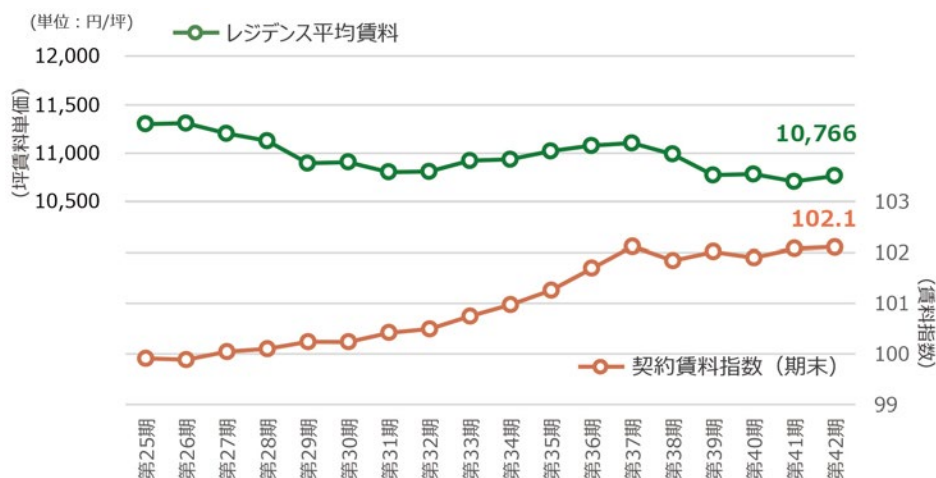
中長期の成長戦略

レジデンスの月次稼働率と入退去率の動向



出所：決算説明資料より掲載

レジデンスの期末平均賃料単価と契約賃料指数の推移



出所：決算説明資料より掲載

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.

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

2023 年 2 月 9 日 (木)

<https://www.heiwa-re.co.jp/>

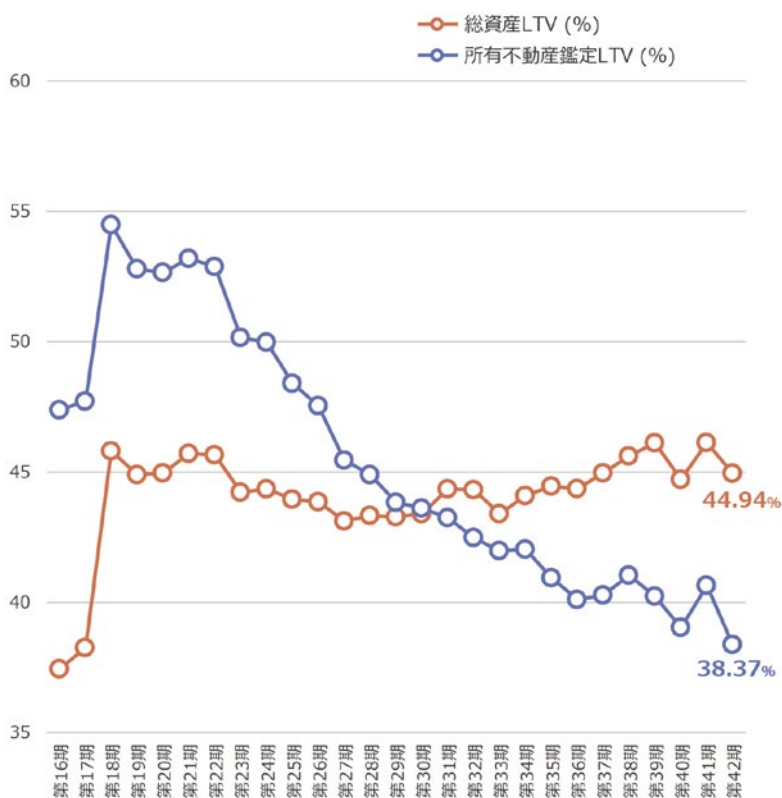
中長期の成長戦略

4. 財務戦略

金利等費用としては、金利上昇による金利費用の増加を織り込み -26 円 / 口を見込んでいる。財務戦略では、「財務基盤の強化」「LTV のコントロール」「資金調達手段の多様化」「金融コストの低減」を運用方針としている。「財務基盤の強化」としては、有利子負債の長期化、固定化及び満期の分散化を進めることで市場金利変動の影響を受けにくい財務基盤を構築することに加え、AA 格の高い信用力を活用した調達コストの引き下げと長期安定投資家の拡大を目指す。なお、格上げに伴い日本銀行、地域金融機関など幅広い投資家層への訴求力の向上、投資口の流動性改善、投資口価格への好影響が期待される。「LTV コントロール」としては、金融環境に左右されない安定した物件取得、ポートフォリオと収益の持続的な拡大を図る。「資金調達手段の多様化」を図り、公募増資によるエクイティ調達、幅広い業態からなるレンダーフォーメーション、投資法人債等、様々な性格の資金へのアクセスを構築する。また、現在の低金利環境が将来にわたって寄与するよう、「金融コストの低減」を図る。

同 REIT では健全な財務体質を維持するため、安定した償還構造と十分な手元流動性を推進している。2022 年 11 月期以降は金利の高い借入金の満期が到来し、リファイナンス及び新規借入れによって借入金利の減少を見込んでいる。また、安定した借入金の償還スケジュール（平均 69.3 億円 / 期）を構築しており、十分なコミットメントラインと手元現金（合計 137 億円）で不測の事態に備えている。さらに、借入余力を図る基準としている鑑定 LTV は、38.37% の低水準を維持している。鑑定 LTV を 45% までとした場合、借入余力は 312 億円となり、同 REIT の資金調達力は安定していると判断できる。

総資産有利子負債比率（LTV）と所有不動産 LTV（鑑定 LTV）の推移



出所：決算説明資料より掲載

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.

平和不動産リート投資法人

8966 東証 REIT

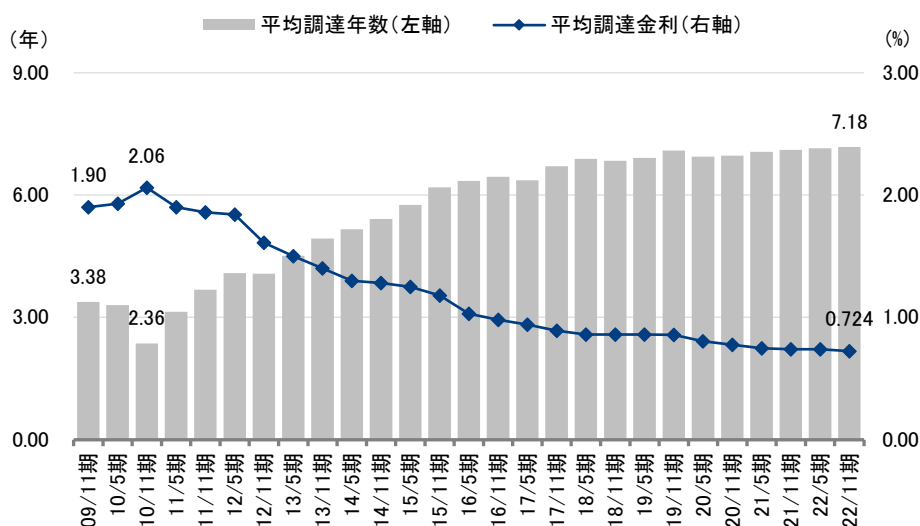
2023 年 2 月 9 日 (木)

<https://www.heiwa-re.co.jp/>

中長期の成長戦略

また、2022 年 11 月期末時点の有利子負債残高は 99,557 百万円であるが、金利の高い借入金の満期借り換えに伴い平均調達金利は 0.724% と過去最低金利を更新しており、平均調達年数は 7.18 年に長期化している。加えて、不測の事態に備えて、2020 年 11 月期より大手銀行からの融資枠のコミットメントラインを、従来の 60 億円から 70 億円に拡大している。2022 年 11 月期はレンダー数が 18 社（前期比 1 社増）に増加したほか、資金調達手段の拡充のため、投資法人債を発行した。レンダーは AA 格への引き上げを高く評価しているようだ。2022 年 12 月には、同 REIT 初のグリーンボンド（調達資金を環境改善効果のある事業にのみ使うことを目的とする投資法人債）を 20 億円発行するなど、調達手段の拡充が進展した。将来の金利上昇リスクに対しては、長期借入金比率は 99.8% と高く、固定化比率は 74.7% に達している。このように健全な財務体質を維持することで、同 REIT の成長を下支えすることが期待される。

平均調達年数及び平均調達金利の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

5. サステナビリティ

サステナビリティについては、従来より ESG ウェブサイトの拡充や ESG レポートの作成などに取り組んでいる。2022 年実施の GRESB 評価では、6 年連続で「Green Star」を取得し、リアルエステイト評価において同 REIT として初の 3 スターを取得した。また、ESG 情報開示の充実度を測る GRESB 開示評価においても、最高位となる「A」を取得した。海外投資家は 3 スター以上を投資対象にする場合が多いことから、重要なステップと言えよう。

中長期の成長戦略

Environment（環境）への取り組みとしては、再生可能エネルギー電力の導入割合 100% を「NEXT VISION」の 1 つに掲げている。2021 年 11 月期に達成したのち、2022 年 11 月期末にはさらに対象 113 物件すべての切り替え手続きを終了し、今後取得する物件についても順次切り替えを進める。また、同 REIT の資産運用会社である平和不動産アセットマネジメントは、2021 年 12 月に民間主導による気候関連財務情報の開示に関するタスクフォースである TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）の提言に対する賛同を表明した。2022 年 7 月には、気候変動のリスク・機会による事業へのインパクトについて TCFD シナリオ分析を実施し、定性的な影響を開示している。環境認証では（株）日本政策投資銀行の DBJ Green Building 認証、（一財）建築環境・省エネルギー機構の CASBEE 認証、（一社）住宅性能評価・表示協会の BELS 評価を取得している。一方、Social（社会）への取り組みとしては、災害救援・寄付型自動販売機の設置やペットボトルキャップの回収運動に取り組むほか、日本橋兜町・茅場町の清掃活動への参加、ダイバーシティの推進、従業員の健康支援、執務環境整備に取り組んでいる。Governance（管理体制）としては、運用資産の取得・売却の意思決定プロセスの明確化や、執行役員制度を導入している。これらのサステナビリティへの積極的な取り組みは、ESG 投資（ESG に配慮している企業を重視・選別して行う投資）の世界的な拡大傾向に対応する活動と評価できる。

6. 総括

弊社では、同 REIT が特化する東京都区部をメインとする市場は投資機会が豊富にあることから、今後も同 REIT の潜在的な成長力は高いと評価する。東京都区部では、主なテナント層である中小規模の事業所数が集中し、オフィスビルに対して引き続き豊富な需要がある。また、東京都はコロナ禍に伴うテレワーク普及などにより 2021 年に 25 年ぶりに人口減少に転じたが、コロナ禍が収束すれば再び人口増加傾向となることが予想され、居住用マンションについても堅調な需要が見込まれる。

このほかにも、強力なスポンサー・サポートの活用によって、着実な成長戦略の推進が可能と弊社では見ている。具体的には、平和不動産の保有・開発物件、仲介物件、先行取得物件等の情報ソースを活用したり（外部成長サポート）、情報の共有化によって稼働率の向上を図ったり（内部成長サポート）、財務方針、資金調達等のかかる支援や指導を仰ぐ（財務サポート）といった同 REIT の強みの活用が挙げられる。

既述のとおり、コロナ禍による賃料への影響は軽微に留まっているものの、同 REIT では不測の事態に備えて十分な内部留保やコミットメントラインの設定などの対策を講じている。その他の一般的なリスク要因としては、他の REIT と同様、稼働率の低下、賃料の下落、金利の上昇等が考えられる。実際、東京都区内において 2018 年から巨大ビルが大量供給されており、稼働率の低下や賃料の下落が懸念されていた。ただ、同 REIT では、オフィス稼働率は既に高水準に達しているものの、対象とする中規模以下のオフィスでは供給が限定的であり、今後も高稼働率の維持が可能と見ている。また、市場賃料の上昇が契約賃料の更改ペースを上回っていること（ポジティブギャップが拡大）から、オフィス賃料はさらに引き上げ可能と見られる。レジデンスにおいても、リニューアル工事の実施によって、物件競争力の強化と資産価値の維持向上を図っており、今後も高稼働率の維持と賃料水準の改善につながると見られる。当面は金利の高い借入の借り換えに伴い、金融コストはさらに低下する見通しだが、将来の金利上昇リスクに対しては、金利の固定化によりリスクヘッジを進めている。

ベンチマーキング

「NEXT VISION」の推進による分配金の継続的な増加に伴い、投資口価格・NAV 倍率はさらに上昇すると予想

同 REIT の投資口価格は、2017 年以降おおむね上昇傾向にあったが、コロナ禍に伴う社会全体の景気・企業業績への不安に伴い、2020 年 3 月に大きく下落した。その後はコロナ禍対策の進展もあり投資口価格は回復基調にある。一方で長期的な視点では、スポンサー変更発表の 2009 年 10 月以降、東証 REIT 指数は横ばい～緩やかな上昇にとどまっているのに対し、同 REIT の投資口価格は分配金の継続的な増加を反映して大きく上昇を続けている。

投資口価格の推移（分配金再投資基準、スポンサー変更の発表日以降）



出所：決算説明資料より掲載

その結果、2023 年 1 月 24 日現在では、同 REIT の NAV 倍率（1 口当たり投資口価格 / 1 口当たり純資産額（時価評価））は 1.13 倍と、オフィス・レジデンス複合型 REIT の平均の 0.92 倍を上回り、投資家から高い評価を得ている。同 REIT では、投資主還元を運用方針の柱の 1 つに掲げており、「潤沢な内部留保の還元」「フリーキャッシュの活用」「流動性の向上」「含み益の顕在化」などを目標としている。すなわち、「潤沢な内部留保」を将来の分配金支払い原資として還元するほか、「フリーキャッシュを活用」し、物件取得や借入金返済に充てることで分配金の巡航水準を向上させる。「流動性の向上」としては、Global Index 組入による認知度向上と AA 格への向上を実現したことで、投資口売買高の増加を目指している。「含み益の顕在化」としては、継続的な資産入替によってポートフォリオの質の改善を行うことで巡航 EPU を引き上げ、併せて譲渡物件が保有する含み益を顕在化させることで、分配金の向上及び内部留保の増加を図る。既述のとおり、「NEXT VISION」では中長期目標として分配金 3,300 円に向けた取り組みを続けている。また、再生可能エネルギー電力の導入割合 100% を達成するなど、サステナビリティへの取り組みにも注力している。弊社では、こうした目標の達成に向けた意欲的な取り組みや成果が投資家に理解されるに伴い、同 REIT の投資口価格は今後も上昇を続け、NAV 倍率による投資家の評価もさらに高まると予想する。

平和不動産リート投資法人 | 2023 年 2 月 9 日 (木)
8966 東証 REIT | <https://www.heiwa-re.co.jp/>

ベンチマーキング

複合型（総合型）REIT の各指標比較

証券コード	投資法人	2023年1月24日 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)
8966	平和不動産リート	154,600	2.25%	4.06	137,291	1.13	172,183	1,818	5/11
8953	日本都市ファンド	100,600	1.62%	4.50	108,738	0.93	703,103	11,116	2/8
8954	オリックス不動産	178,500	1.65%	4.26	195,756	0.91	492,660	4,875	2/8
8955	日本プライムリアルティ	357,500	0.85%	4.25	390,909	0.91	356,491	1,191	6/12
8957	東急リアル・エステート	201,500	0.85%	3.69	204,489	0.99	196,986	1,075	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン	150,600	0.40%	4.20	161,714	0.93	466,648	6,724	5/11
8961	森トラスト総合リート	146,100	1.46%	4.10	150,018	0.97	192,852	1,920	3/9
8968	福岡リート	167,100	0.60%	4.23	178,349	0.94	133,012	785	2/8
8977	阪急阪神リート	145,700	1.82%	4.00	167,692	0.87	101,291	1,276	5/11
8984	大和ハウスリート	283,100	1.40%	3.96	306,628	0.92	656,792	2,238	2/8
2989	東海道リート	121,500	0.75%	5.37	108,414	1.12	21,481	751	1/7
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	199,300	1.27%	4.18	206,120	0.97	213,337	1,374	1/7
3279	アクティビア・プロパティーズ	389,500	0.39%	4.79	456,487	0.85	316,494	2,202	5/11
3295	ヒューリックリート	156,700	1.23%	4.44	183,956	0.85	225,648	2,769	2/8
3296	日本リート	336,000	1.36%	4.92	413,277	0.81	151,176	783	6/12
3309	積水ハウス・リート	72,300	1.40%	4.70	88,840	0.81	316,781	6,319	4/10
3451	トーセイ・リート	131,400	0.77%	5.43	147,797	0.89	47,502	573	4/10
3462	野村不動産マスターファンド	153,600	0.72%	4.28	178,862	0.86	724,255	9,653	2/8
3468	スターアジア不動産	55,000	-	5.38	55,929	0.98	105,693	4,088	1/7
3470	マリモ地方創生リート	126,300	0.64%	5.70	136,616	0.92	29,691	926	6/12
3476	みらい	44,300	0.34%	5.38	51,177	0.87	78,475	4,739	4/10
3488	ザイマックス・リート	117,200	0.51%	5.27	143,869	0.81	29,259	448	2/8
3492	タカラレーベン不動産	98,100	-0.41%	5.37	110,767	0.89	62,647	1,431	2/8

注：各値は 2023 年 1 月 24 日現在のもの
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