

# REIT REPORT

|| 企業調査レポート ||

## ザイマックス・リート投資法人

3488 東証 REIT

2021年11月25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

<b>■ 要約</b>	<b>01</b>
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. 2021年8月期の業績は、小幅の増収減益ながら期初予想を上回る	01
3. 2022年2月期、2022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
<b>■ 特徴・優位性</b>	<b>03</b>
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
<b>■ 業績動向</b>	<b>07</b>
1. 2021年8月期の業績概要	07
2. 財政状態	08
<b>■ 今後の見通し</b>	<b>09</b>
● 2022年2月期、2022年8月期の業績予想	09
<b>■ 今後の成長戦略</b>	<b>10</b>
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
<b>■ ベンチマーキング</b>	<b>17</b>

## ■ 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、(株)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に属し、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、スポンサーであり、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、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. 2021年8月期の業績は、小幅の増収減益ながら期初予想を上回る

2021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)の影響が継続し、断続的に緊急事態宣言が発出されるなか、期初予想を上回る決算であった。営業収益1,305百万円(前期比0.9%増)、営業利益701百万円(同2.1%減)と小幅の増収減益であったが、期初予想比では営業収益は1.1%、営業利益も3.7%上回った。営業収益では、ホテル変動賃料の下振れがあったが、オフィスビルと住宅の収入が予想比で上振れたことや期初に見込んでいなかったザイマックス三田ビル(オフィス)とザ・パークハウス戸塚フロント(1階・2階の商業部分)の2物件を取得したことにより増収となった。また、営業費用でも、順調な埋め戻しと空室発生量の予想比減によるリーシングコスト(不動産の賃貸支援業務のコスト)の下振れが営業利益の予想比上振れ要因となった。退去に伴いオフィスの稼働率がやや低下したものの、商業施設・ホテルの稼働率は100%であり、ポートフォリオ全体では97.9%と高水準を維持した。以上から、分配金も2,900円/口(同11円減)としたものの、期初予想を112円上回った。財政状態は、総資産LTVが36.1%と低く50%までの借入れ余力は大きい。また、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、将来的な物件取得が可能となっている。

#### 3. 2022年2月期、2022年8月期は、保守的な前提で予想

2022年2月期の業績は、営業収益1,383百万円(前期比6.0%増)、営業利益740百万円(同5.5%増)を予想する。営業収益では、ホテル賃料の増加(固定賃料の復活)や前期に取得した三田・戸塚の2物件の通期寄与などを見込む。一方、営業費用では、三田・戸塚の通期稼働に伴う売上原価の増加などを織り込んでいる。2022年8月期は、営業収益1,387百万円(同0.2%増)、営業利益732百万円(同1.0%減)と、おおむね横ばいを予想する。営業収益ではオフィス賃料収入の増加や商業施設の解約などに伴う商業賃貸収入の減少などを見込み、また営業費用ではリーシングコストの平常化などを織り込んでいる。以上により、2022年2月期の分配金は2,977円/口(前期比77円増)、2022年8月期も3,013円/口(同36円増)への増加を予想する。ただ、前期決算と同様に保守的な予想であると見られる。

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、借手にとって魅力のある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。

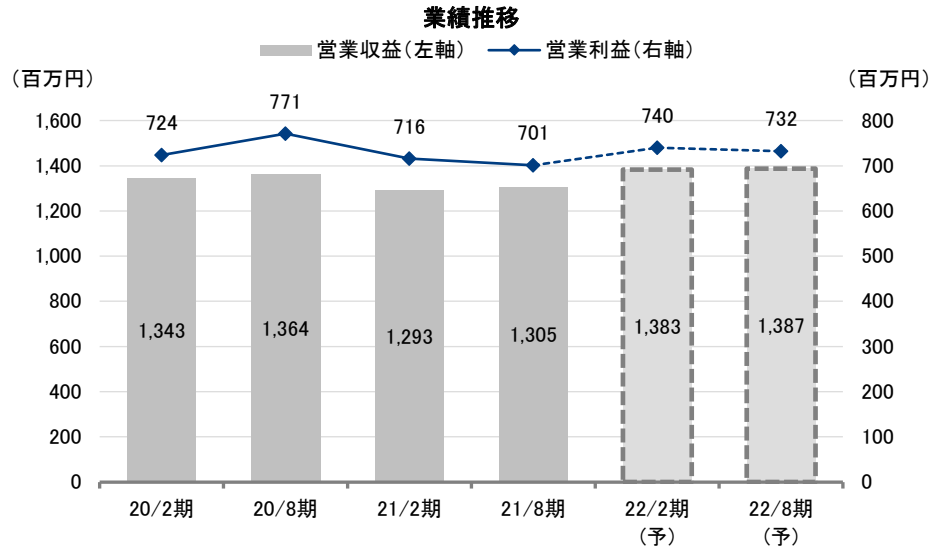
#### 5. 外部成長の強化に伴い、投資家の評価は高まると予想

同投資法人の投資口価格は、2020年3月にはコロナ禍に伴う世界的な景気後退懸念から急落した後、回復基調にあるものの、東証REIT指数の上昇に比べて、戻りは緩やかにとどまる。時価総額が小さく、流動性も低いことなどが影響していると考えられる。その結果、直近の同投資法人のNAV倍率は0.80倍と、総合型REIT平均の1.02倍を大きく下回っており、割安感が強い。同投資法人では、今後は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
- ・2021年8月期は小幅増収減益ながら、期初予想を上回って着地。コロナ禍の影響は限定的で、新規物件取得の効果が大きかった。分配金も2,900円/口で、期初予想を超過。総資産LTVが低く、将来の機動的な物件取得が可能
- ・2022年2月期は増収増益、2022年8月期はおおむね横ばいの予想。分配金は2022年2月期2,977円/口、2022年8月期3,013円/口への増加を見込む。予想は2021年8月期と同様に、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な、借手に魅力の物件を取得。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
- ・投資口価格の戻りは市場平均に比べ緩やか。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（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 | 2021年11月25日(木)  
3488 東証 REIT | <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。すなわち、不動産マネジメント受託実績では 1,009 棟・延床面積 約 530 万坪、同投資法人以外の J-REIT からの受託実績：29 社・192 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 2,061 名、リーシング 61 名、CRE (企業不動産) 営業 80 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」をしている。すなわち、成約賃料データ 39,779 棟 /128,747 件、募集賃料データ 56,237 棟 /32,798 件、工事データ 154,621 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」を有する。不動産オーナーリレーションは約 330 社に達し、不動産売却・仲介実績では 345 棟、約 5,800 億円 (2010 年 4 月 1 日～2021 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おり、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と言えるだろう。

こうしたサポートを最大限に活用し、同投資法人は着実な成長戦略を推進することを目指している。

同投資法人の仕組み



出所：ホームページより掲載

## 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。

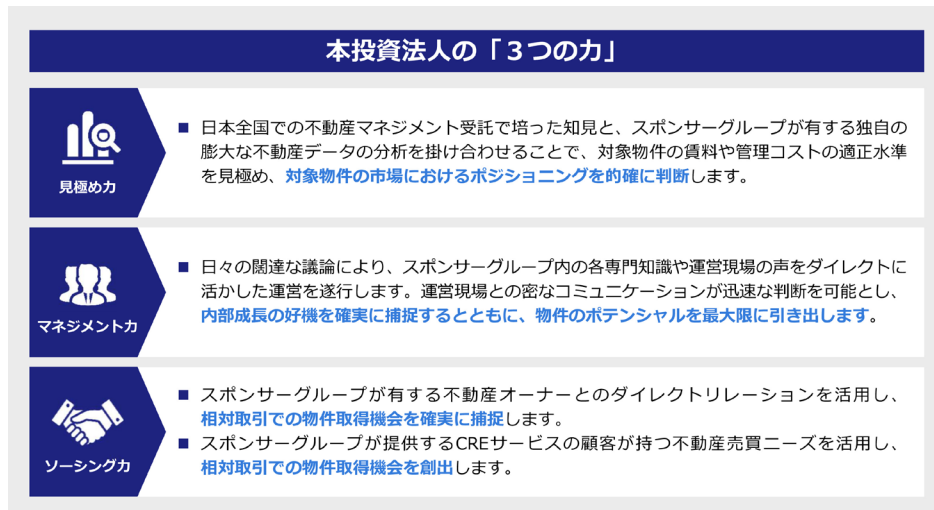
第1に、「見極め力」である。日本全国での不動産マネジメント受託で培った知見と、スポンサーグループが有する独自の膨大な不動産データの分析を掛け合わせることで、対象物件の賃料や管理コストの適正水準を見極め、対象物件の市場におけるポジショニングを的確に判断することが可能である。

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ことができる。

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ることが可能であると見られる。

### 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

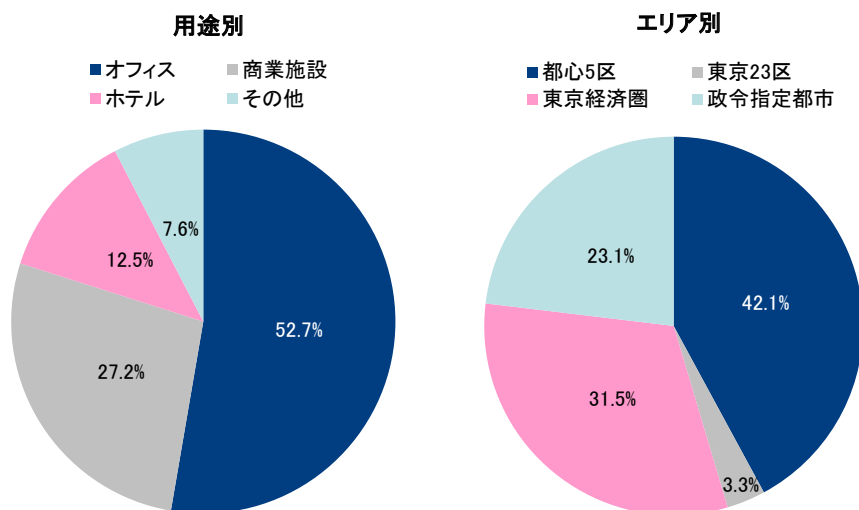
同投資法人では、用途別にはオフィス、商業施設、ホテルを中心に、また投資エリア別では、東京を中心とする首都圏や政令指定都市に集中的に投資をしている。戦略的にポートフォリオの分散を図っていることが、安定した稼働率と収益の源泉になっている。

特徴・優位性

2021年8月期末時点における同投資法人のポートフォリオの用途別内訳（取得価格ベース）は、オフィス52.7%（8件）、商業施設27.2%（5件）、ホテル12.5%（1件）、その他（住宅）7.6%（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）42.1%、それ以外の東京23区3.3%、東京経済圏（23区を除く東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）31.5%、政令指定都市23.1%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92.4%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76.9%を投資しており、オフィスでは74.1%が最寄駅から徒歩3分以内、商業施設では80.7%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（2021年8月期末時点）



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成



## 業績動向

### 2021年8月期の業績は、小幅の増収減益ながら、期初予想を上回る

#### 1. 2021年8月期の業績概要

同投資法人の2021年8月期（第7期）の業績は、コロナ禍の影響が継続し、断続的に緊急事態宣言が発出されるなか、期初予想を上回る決算であった。すなわち、営業収益1,305百万円（前期比0.9%増）、営業利益701百万円（同2.1%減）、経常利益648百万円（同0.4%減）、当期純利益647百万円（同0.4%減）と小幅の増収減益であった。ただ、2021年2月期決算発表時の期初予想比では、営業収益は1.1%、営業利益は3.7%、経常利益は4.1%、当期純利益は4.2%上回って着地した。営業収益では、ホテル変動賃料の下振れがあったが、オフィスビルと住宅の収入が予想比で上振れたことや期初には見込んでいなかったザイマックス三田ビル（オフィス）とザ・パークハウス戸塚フロント（1階・2階の商業部分）の2物件を取得したことにより増収となった。ザ・パークハウス戸塚フロントには、ザイマックスが運営するサテライトオフィスサービス「ZXY（ジザイ）」が入居している。また、営業費用でも、順調な埋め戻し及び空室発生量の予想比減によって、リーシングコスト（不動産の賃貸支援業務のコスト）が下振れしたことが期初予想を上回る利益計上の要因となった。

同投資法人では、ホテルの減収を除いて、コロナ禍の業績への影響は限定的であった。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。

以上の業績を反映して、分配金も2,900円/口と前期比11円減としたものの、期初予想の2,788円/口を112円上回った。ポートフォリオ全体の稼働率は97.9%と、前期比1.0ポイント低下ながら、厳しい経済環境下でも高水準を維持したと言えよう。アセットタイプ別には、商業、ホテルの稼働率が100%を維持し、その他（住宅）も96.5%であった。一方、オフィスは元々稼働率が高かったが、退去があったことで94.4%に低下した。借主がオフィスを退去するには6ヶ月前予告が必要なため、2021年8月期の業績への影響は織り込み済みであった。また、2022年2月期には、新たな入居によって100%に回復する見通しである。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5.5%と、前期比0.2ポイント低下したものの、引き続き高い水準を維持した。

ザイマックス・リート投資法人 | 2021年11月25日(木)  
3488 東証 REIT | <https://xymaxreit.co.jp>

業績動向

2021年8月期(第7期) 業績

(単位:百万円)

	21/2期 実績	21/8期 実績	前期比		21/8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	1,293	1,305	12	0.9%	1,291	13	1.1%
営業利益	716	701	-15	-2.1%	676	24	3.7%
経常利益	651	648	-2	-0.4%	623	24	4.1%
当期純利益	650	647	-2	-0.4%	622	24	4.2%
1口当たり当期純利益(円)	2,911	2,899	-12	-0.4%	-	-	-
1口当たり分配金(円)	2,911	2,900	-11	-0.4%	2,788	112	4.0%
稼働率	98.9%	97.9%	-1.0pt	-	-	-	-
NOI 利回り	5.7%	5.5%	-0.2pt	-	-	-	-
発行済投資口数(口)	223,400	223,400	-	-	-	-	-

注: 予想は21/2期決算発表時の期初予想

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

2021年8月期末の財政状態は、総資産 38,971 百万円(前期末比 3.5% 増)、純資産 23,233 百万円(同 0.0% 減)、有利子負債 14,050 百万円(同 9.9% 増)であった。

有利子負債の平均利率は 0.581% と前期比 0.017 ポイント低下した。一方、固定金利比率は 81.0% と同 8.0 ポイント低下し、平均残存期間も 1 年 9 ヶ月と同 8 ヶ月減となった。ただ、これは三田・戸塚の両物件取得に伴い 2022 年 1 月末までの短期ブリッジローンを組んだため、2022 年 1 月末には既存借入の借り換えとともに本借入の長期借入への切り替えを想定しており、従来の固定金利比率・平均残存期間の水準に戻る予定であることから、財務の安全性に懸念はない。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いる。また、総資産 LTV (Loan to Value: 不動産価格に対する借入金の割合) は 36.1% 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。

2021年8月期(第7期) 財政状態

(単位:百万円)

	21/2期 実績	21/8期 実績	前期比	
			増減額	増減率
総資産	37,636	38,971	1,335	3.5%
純資産	23,236	23,233	-2	-0.0%
有利子負債	12,780	14,050	1,270	9.9%
平均利率	0.598%	0.581%	-0.017pt	-
固定金利比率	89.0%	81.0%	-8.0pt	-
平均残存期間	2年5ヶ月	1年9ヶ月	-8ヶ月	-
総資産 LTV	34.0%	36.1%	2.1pt	-

出所: 決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

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

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

## ■ 今後の見通し

### 2022年2月期、2022年8月期は、保守的な前提で予想

#### ● 2022年2月期、2022年8月期の業績予想

同投資法人では、2022年2月期（第8期）の業績については、営業収益1,383百万円（前期比6.0%増）、営業利益740百万円（同5.5%増）、経常利益665百万円（同2.7%増）、当期純利益664百万円（同2.6%増）と、増収増益を予想する。ホテル賃料の増加（固定賃料の復活）や前期に取得した三田・戸塚の2物件の通期寄与などによる営業収益の増加が、三田・戸塚の通期稼働による売上原価の増加などによる営業費用の増加を上回ることから、営業利益の増益を見込んでいる。ただ、営業外収支で、借換えに伴う融資関連費用を計上するため、経常利益・当期純利益の増益率は小幅にとどまる見通しだ。新規物件の取得などにより、2021年2月期（第6期）に発表した前回予想に比べて、営業収益から当期純利益までの全ての段階で上方修正している。

2022年8月期（第9期）については、営業収益1,387百万円（同0.2%増）、営業利益732百万円（同1.0%減）、経常利益674百万円（同1.2%増）、当期純利益673百万円（同1.2%増）と、おおむね横ばいを予想する。オフィス賃料収入の増加から商業賃貸収入の減少などを差し引いた営業収益の増加が、リーシングコストの平常化から公租公課の増加などを差し引いた営業費用の増加を下回ることから、営業利益の小幅減益を見込んでいる。商業施設では、マルチテナント型商業施設ミューザのうち2区画が2022年8月期に解約予定であるが、1区画は既に有力商談があり、残る1区画についても解約までの時間的余裕があるため、なるべく有利な条件で契約したい考えである。以上から、営業利益は小幅減少を見込むものの、営業外収支で2022年2月期の融資関連費用が減少するため、経常利益・当期純利益は小幅増加する見通しだ。

以上の業績予想に基づき、2022年2月期の分配金は2,977円/口（前期比77円増）、2022年8月期も3,013円/口（同36円増）への増加を予想する。ただ、同投資法人の期初の業績予想は、2021年8月期決算と同じく保守的な前提に立っている。

#### 2022年2月期（第8期）、2022年8月期（第9期）業績予想

（単位：百万円）

	21/8期 実績	22/2期 予想	前期比		22/8期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	1,305	1,383	78	6.0%	1,387	3	0.2%
営業利益	701	740	38	5.5%	732	-7	-1.0%
経常利益	648	665	17	2.7%	674	10	1.2%
当期純利益	647	664	17	2.6%	673	10	1.2%
1口当たり分配金（円）	2,900	2,977	77	2.7%	3,013	36	1.2%

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、2022年2月期（第8期）、2022年8月期（第9期）の環境認識と運用成長戦略について、次のように考えている。

すなわち、2021年8月期（第7期）はコロナ禍の影響を受けて DPU（1口当たり分配金）が減少したが、今後はオフィス物件の収益回復や外部成長（新たな不動産取得による成長）による巡航 DPU の向上を通じて、投資主価値の向上を目指している。今までと同様に将来を見据えたオフィス賃料・稼働率のバランスを維持したうえで、今後はリーシング促進により DPU の回復を目指すだけでなく、外部成長による DPU 向上も検討している。さらに、2021年9月以降は、ホテルの固定賃料復活に伴って DPU が回復する見通しである。

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。同グループは、不動産戦略立案のコンサルティングから、それに基づく実践サービスまでワンストップで対応可能な不動産戦略マネジメントサービスを提供している。同投資法人は、グループの顧客が持つ不動産売買ニーズを捕捉し、投資法人の不動産売買ニーズとマッチングすることで、双方のメリットにつなげることを目指している。引き続き一定の利回り目標を堅持しつつ、物件ポテンシャルを的確に見極めながら、パイプラインを積み上げる方針だ。

内部成長戦略としては、ザイマックスグループから各種不動産マネジメントに関する知見・ノウハウの提供を受けることにより、グループの不動産マネジメントの知見・ノウハウ、データベース、管理システム及び私募ファンドの運用経験等を生かした安定的かつ効率的な運用を行う。

財務戦略としては、中長期的に安定した収益の確保と運用資産の規模の着実な成長及び運用の安定性を考慮し、安定性及び健全性を重視し、かつ、資金調達機動性を確保する財務戦略を実行する。低位な LTV 水準を背景にした借入余力の戦略的な活用を継続するとともに、スポンサーグループと連携して、レンダーリレーションの深耕を継続する方針だ。

## 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、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たなかで、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）の出勤率として、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% 出社を考える割合も多くなっている。

また、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し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。すなわち、企業規模や業種によって将来的な社員の出社計画に差があるという。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という。すなわち、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。すなわち、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イク事業を有し、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。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ことが注目される。2021 年 8 月期は、退去があったことで一時的に稼働率が低下したが、同投資法人では、2022 年 2 月期には空室区画の順調な埋戻しと新たな退去予定もないことから、稼働率は 100% に回復すると予想する。

今後の成長戦略

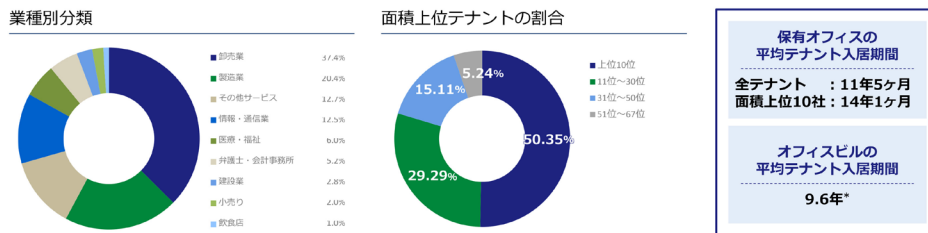
オフィスにおける同投資法人の優位性

<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ ザイマックスグループの知見・ノウハウ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不動産マネジメント事業による様々な用途・立地の「不動産の使われ方」の動向把握</li> <li>● シンジワーク事業による企業のオフィス戦略の動向把握</li> <li>● ザイマックス不動産総合研究所による不動産に関する各種の調査・研究</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 都心オフィス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● メインオフィスやタッチダウン拠点の設置に適した、都心部の駅近立地と手ごろな賃料単価帯</li> <li>● 「見極め力」を活用した建物性能の確認</li> <li>● 「マネジメント力」を活用した建物の維持管理</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 近郊オフィス</li> <li>✓ 近郊型商業施設</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 「見極め力」や「マネジメント力」の活用による新規テナント募集時の競合優位性の発揮（八王子）</li> <li>● 居住地近接型ワークプレイスニーズの捕捉 →自社専用サテライト拠点の入居（八王子）、サテライトオフィスサービス「ZXY」の入居（戸塚）</li> </ul>

出所：決算説明会資料より掲載

同投資法人が2021年8月期末に保有するオフィスは8物件であり、取得価格ベースではポートフォリオ全体の52.7%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67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社の入居期間は14年1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11年5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（オフィステナント67件、賃料収入ベース）



出所：決算説明会資料より掲載

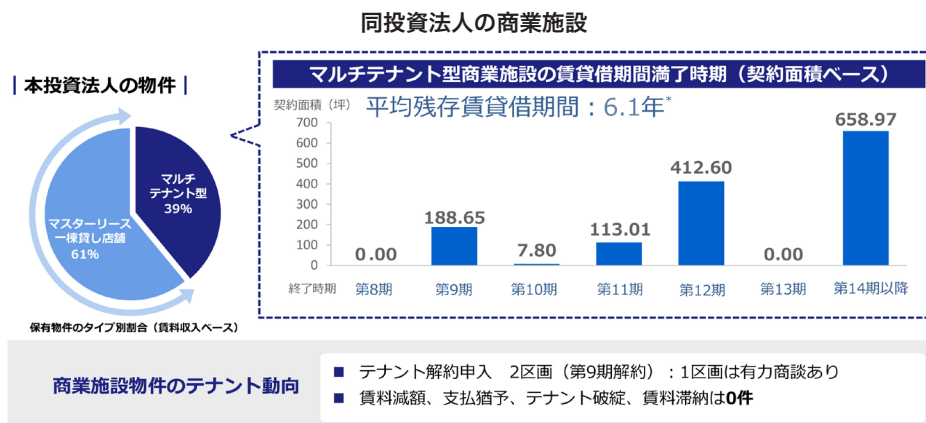
また、感染症対策として、同投資法人ではスポンサーグループの管理運営ノウハウを集約し、「安心・安全」なオフィスに向けた取り組みを進めている。すなわち、ウイルス不活性化コーティングを全オフィスに実施し、共用部にアルコール消毒足踏式スタンドを設置するなどの対策を実施している。加えて、スポンサーグループにおいても各ビルオーナーに対して、アルコールスタンド、抗ウイルス壁紙、抗菌フィルターなど、「With コロナオフィス」に向けた提案を実施している。

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、コロナ禍により、飲食業では出店意欲が大きく減少し、退潮が鮮明になっている。一方、小売業（食品）や娯楽業をはじめ、その他の業種は変化が小さく、商業セクター全般への影響は限定的となっている。また、消費者行動や価値観が変化しており、巣ごもり消費の増加傾向が続く、テレワーク（在宅勤務など）が今後も拡大する、都市部郊外の店舗利用が増えるなどの項目が高い割合を占めている。このように消費者ニーズの変化が見られ、郊外に所在する商業施設は堅調であると見込まれる。

今後の成長戦略

こうした環境下、同投資法人が所有する5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、ほぼすべてのテナントとの契約は固定賃料型であることから安定的な賃料収入を獲得している。また、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。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物件が賃料収入ベースで61%を占める。また、賃料収入ベースで39%を占めるマルチテナント型商業施設では、ミューザ川崎に飲食テナントが含まれるが、近隣居住のファミリー向け店舗が多く、一部休業テナントを除き一定水準の売上を維持している。また、ザ・パークハウス戸塚フロントはクリニック、調剤薬局、同投資法人のスポンサーグループが運営する「ZXY」が入居しており、コロナ禍の影響を受けにくいテナント構成となっている。なお、ミューザ内の2区画について、2022年8月期に解約する申入れがあったが、既に1区画については有力な商談がある。残る1区画については、まだ時間的余裕もあることから、できるだけ好条件での契約者を探す考えだ。なお、当該解約の影響については業績予想に織り込み済みである。商業施設では、現状、賃料減額、支払猶予、テナント破綻、賃料滞納などは発生していないものの、同投資法人では、引き続きテナントの業況把握のため、売上動向を注視する方針である。



出所：決算説明会資料より掲載

#### 4. ホテルの成長戦略

同投資法人のホテル事業で所有する物件はホテルピスタ仙台の1物件のみであり、JR仙台駅から徒歩4分の好立地にあるホテルだ。ただ、現状はコロナ禍の影響を大きく受け、最も苦戦を強いられている事業分野である。

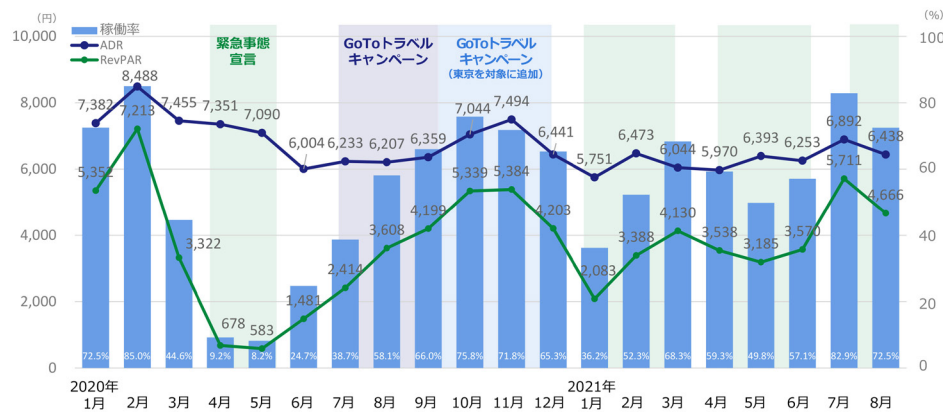
すなわち、同投資法人では、2020年9月にはコロナ禍による宿泊需要の“蒸発”を背景にオペレーター（運営委託会社）から賃料減免の要請を受け、2021年1月に賃料条件変更へ合意した。2021年3月にはオペレーターが東京地方裁判所に民事再生手続開始の申立てを行ったが、2021年10月に民事再生手続が終結し、新スポンサーが親会社となった。同ホテルは、好立地で収益が取れている物件であることから、オペレーターからは賃貸借契約を継続したい申し出があり、2021年1月に合意した契約条件が今後も継続する予定である。

## 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。すなわち、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。しかし、2021年9月以降は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な方式とする。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を回収する計画だ。ただ、同投資法人では、2022年2月期、2022年8月期も固定賃料のみを収受する想定で、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、期日ごと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の2回目の緊急事態宣言下の2021年2月には、稼働率、ADR（Average Daily Rate：実際に販売された客室1室当たりの平均単価）、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。また、感染者増加に伴い7月下旬には4回目の緊急事態宣言が発令されたが、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い。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。足下では感染者数が大きく減少し、緊急事態宣言も解除されているものの、再び感染再拡大の可能性もあり、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、テナント民事再生手続きの動向、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実績推移



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。すなわち、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。

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、借り手にとって魅力のある物件を取得する方針だ。



今後の成長戦略

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。すなわち、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	テナント賃料の安定性又は物件価格の割安さに着目	交通結節点に所在する宿泊特化型ホテルに着目
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 施設売上が分析可能な物件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 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</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 賃料単価 1 万円台 ~ 2 万円台中盤の物件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ テナントの賃料負担率が分析可能な物件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 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</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 最寄駅から概ね徒歩 5 分圏内に所在する物件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 価格が市場対比で割安な物件</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 訪日外国人の増加が見込まれるエリアに所在する物件</li> </ul>

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、スポンサーグループの「見極め力」や「ソーシング力」を最大限に活用し、対象物件が本来有している収益力を見極めた投資実行を想定する。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、東京 23 区のオフィス 1 件、地方政令指定都市のオフィス 1 件、地方中核都市の商業施設 1 件、宿泊特化型ホテル 1 件、東京 23 区その他（寮）1 件、合計 5 物件、120 億円超規模の取得を検討している。いずれも、資産運用会社が優先交渉権（他の買い手よりも優先して売り手と交渉できる権利）を持っている物件である。

今後の成長戦略

6. ESG への取り組み

同投資法人は、ESG (Environment、Social、Governance の頭文字) にも熱心に取り組んでいる。

Environment (環境) の分野では、同投資法人の保有物件のうち 7 物件が CASBEE (一般財団法人 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) 及び 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。特に CASBEE では A ランクの高評価を得ている。また、環境負荷低減への取り組みとして、2021 年 11 月よりオフィス 4 物件で再生エネルギー 100% の電力を導入予定であり、今後も保有物件の環境・省エネ対策やエネルギー利用の効率化を推進する計画だ。

環境認証の取得状況

以下の物件で環境認証を取得しており、引き続き、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していきます。

**CASBEE-不動産**

評価ランク  
**Aランク**  
(大変良い)

ザイマックス  
西新橋ビル

ザイマックス  
岩本町ビル

ザイマックス  
新宿御苑ビル

ザイマックス  
東麻布ビル

ザイマックス  
東上野ビル

ザイマックス  
八王子ビル

**BELS**

ホテルビスタ  
仙台

評価ランク  
★★★

ザイマックス  
東麻布ビル

評価ランク  
★★

**取得状況** | \*東麻布はCASBEEとBELSを取得

認証取得物件数	7物件
取得率 (延床面積ベース)	39.9%

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 (エレベーター非常用収納ボックスの設置や災害救援バンダーの導入などのほか、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、ペーパーレス化の推進、同社員への資格取得の支援やダイバーシティの尊重などを実践している。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の意思決定フローにおいて、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。わが国では ESG 投資で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。世界的に 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。2021年8月期の1口当たり分配金(利益超過分配金は含まない)は2,900円と、期初予想の2,788円を112円上回った。また、2022年2月期は2,977円、2022年8月期も3,013円への増加を予想する。業績予想で詳述した通り、2022年2月期は新規取得物件の通期寄与を、2022年8月期は融資関連費用の減少を織り込んだうえでの予想である。ただ、同投資法人の業績予想は引き続き保守的な前提に基づいていることから、今後コロナ禍が収束に向かって想定より経営環境が改善し、また今後も新たな物件取得を計画していることから、予想をさらに上回る分配金となる可能性もあるとフィスコでは考える。

同投資法人の投資口価格推移を見ると、2020年3月にはコロナ禍に伴う世界的な景気後退懸念が強まったため急落したが、その後は回復基調にある。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、J-REIT市場は全般的に軟調に推移している。また、東証REIT指数の上昇に比べて、同投資法人の投資口価格の2020年3月以降の戻りは緩やかにとどまる。これは、時価総額が小さく、流動性も低いことなどが影響していると考えられる。その結果、2021年10月26日現在の同投資法人のNAV倍率(投資口価格/1口当たり純資産)は0.80倍と、総合型リート平均の1.02倍を大きく下回っており、割安感が強い。一方、分配金利回りは5.18%と平均の4.31%を大きく上回る。

既述の通り、同投資法人では、今後は検討中の物件取得による外部成長戦略を強化する方針であり、分配金のさらなる増加も計画する。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。すなわち、期中運用報酬については運用成果連動部分の割合を28.7%から50.4%に引き上げ、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 | 2021年11月25日(木)  
3488 東証 REIT | <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	2021/10/26 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	115,700	-0.17%	5.18	145,420	0.80	25,847	479	2/8
2989	東海道リート	107,600	-0.37%	4.61	-	-	19,024	319	1/7
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	214,500	-0.37%	3.82	190,006	1.13	213,617	1,903	1/7
3279	アクティビア・プロパティーズ	454,000	0.11%	4.11	445,901	1.02	373,530	1,161	5/11
3295	ヒューリックリート	172,300	-0.52%	4.24	176,084	0.98	233,122	8,128	2/8
3296	日本リート	427,000	-	4.78	386,012	1.11	192,120	577	6/12
3309	積水ハウス・リート	89,500	-2.29%	3.88	84,778	1.06	383,836	28,483	4/10
3451	トーセイ・リート	137,100	-0.15%	5.15	139,051	0.99	46,683	1,913	4/10
3453	ケネディクス商業リート	285,000	-0.14%	4.91	255,692	1.11	165,920	1,273	3/9
3462	野村不動産マスターファンド	168,200	-0.53%	3.85	166,206	1.01	793,097	7,283	2/8
3468	スターアジア不動産	58,900	-0.17%	4.98	52,880	1.11	105,395	2,799	1/7
3470	マリモ地方創生リート	131,700	0.69%	5.18	139,285	0.95	20,108	174	6/12
3476	みらい	53,600	0.19%	4.70	50,032	1.07	89,096	4,587	4/10
3492	タカラレーベン不動産	109,200	0.09%	5.49	109,005	1.00	62,790	786	2/8
8953	日本都市ファンド	105,000	0.38%	4.29	109,501	0.96	733,855	13,416	2/8
8954	オリックス不動産	183,800	1.27%	3.61	185,672	0.99	507,288	9,745	2/8
8955	日本プライムリアルティ	409,000	0.49%	3.69	373,566	1.09	391,924	815	6/12
8957	東急リアル・エステート	188,200	0.32%	3.62	197,534	0.95	183,984	1,086	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン	143,400	0.21%	4.32	158,842	0.90	447,170	9,881	5/11
8961	森トラスト総合リート	145,800	0.21%	4.12	144,694	1.01	192,456	1,223	3/9
8966	平和不動産リート	155,300	-0.96%	3.67	130,780	1.19	163,955	1,273	5/11
8968	福岡リート	167,700	0.48%	4.17	171,943	0.98	133,489	932	2/8
8977	阪急阪神リート	164,600	0.06%	3.53	162,315	1.01	114,430	665	5/11
8984	大和ハウスリート	320,000	-1.69%	3.55	280,700	1.14	742,400	3,856	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・表示したのですが、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、配布等することは堅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