

# 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5月13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

<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. 2022年2月期の業績は、大幅の増収増益で期初予想を大きく上回る	01
3. 2022年8月期、2023年2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. 2022年2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8月期、2023年2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	15
<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、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2月期の業績は、大幅の増収増益で期初予想を大きく上回る

同投資法人の2022年2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、期初予想を大きく上回る好決算であった。すなわち、営業収益1,611百万円(前期比23.5%増)、営業利益946百万円(同35.0%増)と大幅の増収増益であった。決算は、おおむね2022年1月に発表した直近予想に沿った着地となったが、期初予想比では営業収益は16.5%、営業利益も27.8%上回った。期初には見込んでいなかった資産入替を行い、ルネッサンス21千早(住宅)譲渡に伴う売却益を計上したことが大幅増収増益の主因であった。コロナ禍の影響を受け稼働率が低下していたオフィスは早期に回復し、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固定賃料が復活して安定的な賃料を継続的に収受するようになった。好決算を反映して、分配金も3,896円/口(同996円増)と大幅な増配を実施した。同投資法人では2022年3月に上場後初となる公募増資を実施し、運営の安定性が高い物件を取得することで資産規模の拡大を進めている。増資後の財政状態は、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。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. 2022年8月期、2023年2月期は、保守的な前提で予想

同投資法人では、2022年8月期の業績について、営業収益1,825百万円(前期比13.3%増)、営業利益1,086百万円(同14.7%増)と、増収増益を予想する。ルネッサンス21千早について前期同様の売却益を計上するため売却益の落ち込みがないことに加え、新規取得の4物件(パロー勝川店(商業施設)、ザイマックス札幌大通ビル(オフィス)、ザイマックス木場公園ビル(オフィス)、エルブレイス西葛西(住宅))の賃料収入により増収増益を見込むためだ。一方、2023年2月期は、営業収益1,597百万円(同12.5%減)、営業利益880百万円(同18.9%減)と、減収減益を予想する。前期までの売却益の剥落が主因である。以上の業績予想と公募に伴う投資口数の増加に基づき、2022年8月期の分配金は3,867円/口(前期比29円減)、2023年2月期も3,091円/口(同776円減)を予想する。ただ、弊社では、前期決算と同様に保守的な予想であると見る。

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、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

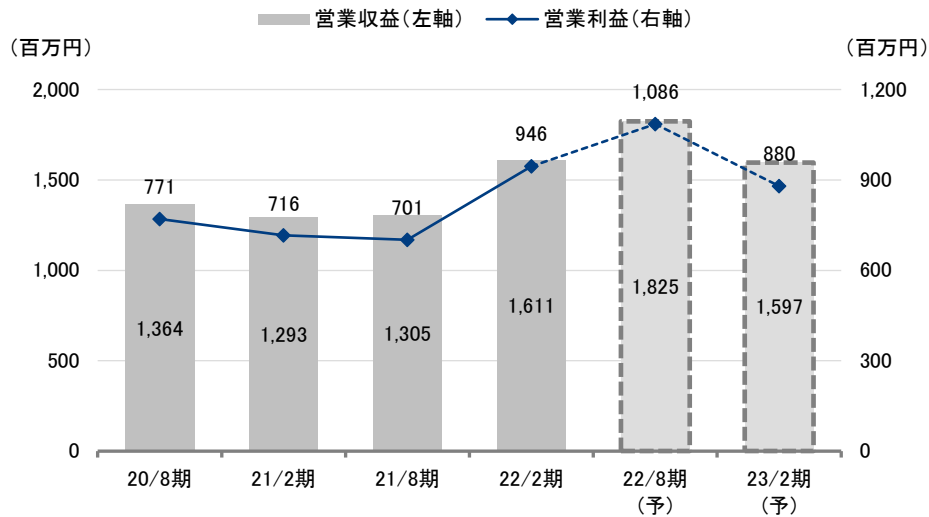
同投資法人の投資口価格は、2022年に入り東証REIT指数の上昇を上回るパフォーマンスを見せている。2022年2月期、2022年8月期の分配金が、期初予想を大きく上回る増配予想に修正されたことが好感されたようだ。一方、時価総額が小さく、流動性も低いことなどが課題である。2022年4月18日現在の同投資法人のNAV倍率(投資口価格/1口当たりNAV)は0.90倍と、総合型リート平均の0.99倍を下回っており、引き続き割安感が強い。また、分配金利回りは5.48%と平均の4.31%を大きく上回る。同投資法人では、今後も外部成長戦略を強化する方針であり、投資家の理解が深まるに伴い、魅力的な水準の分配金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2月期は大幅増収増益で、期初予想を大きく上回って着地。資産入替に伴う売却益の影響が大きかった。分配金も3,896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
- ・2022年8月期は増収増益、2023年2月期は減収減益の予想。公募増資の影響もあり、分配金は2022年8月期3,867円/口、2023年2月期3,091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で、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

業績推移



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 | 2022年5月13日(金)  
3488 東証 REIT | https://xymaxreit.co.jp

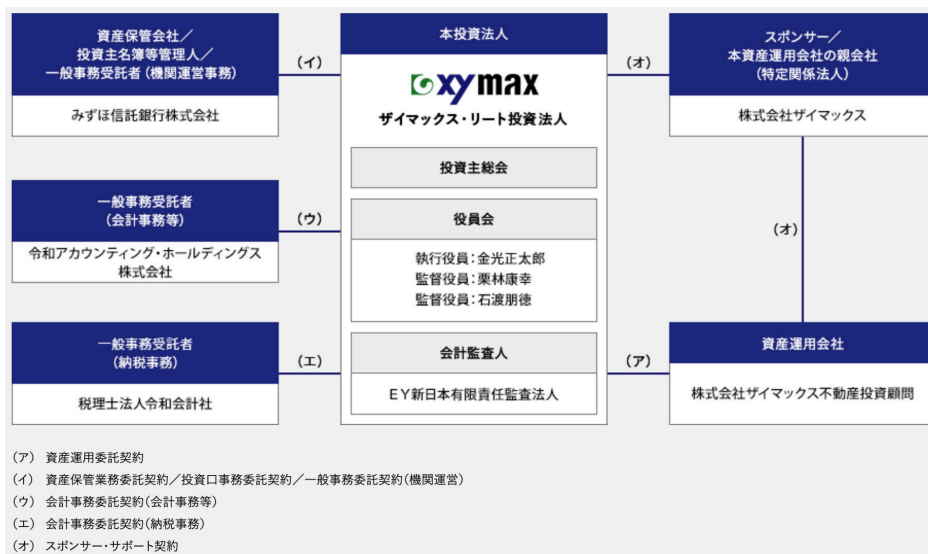
特徴・優位性

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、直近データによると、不動産マネジメント受託実績では 1,022 棟・延床面積 約 560 万坪、同投資法人以外の J-REIT からの受託実績:28 社・189 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 2,154 名、リーシング 61 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 340 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、同投資法人は着実な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

特徴・優位性

## 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。

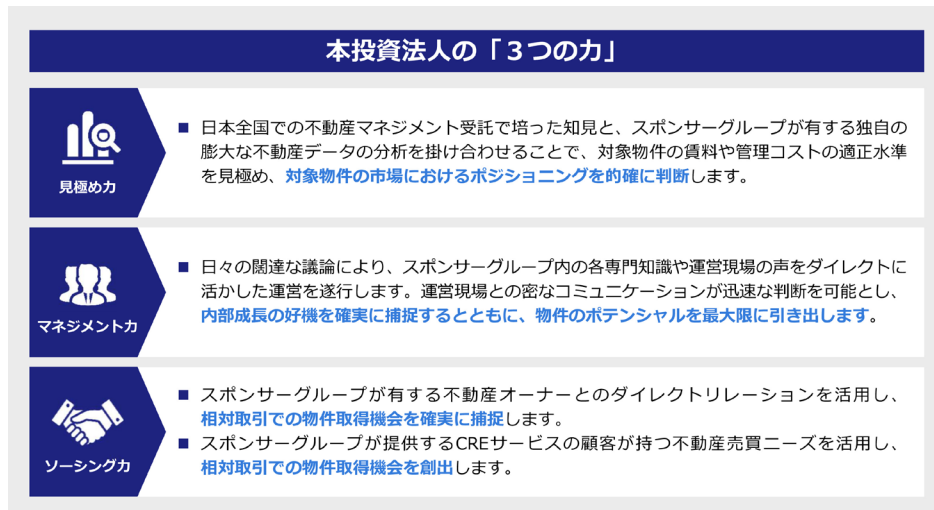
第1に、「見極め力」である。日本全国での不動産マネジメント受託で培った知見と、スポンサーグループが有する独自の膨大な不動産データの分析を掛け合わせることで、対象物件の賃料や管理コストの適正水準を見極め、対象物件の市場におけるポジショニングを的確に判断することが可能である。

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を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す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。

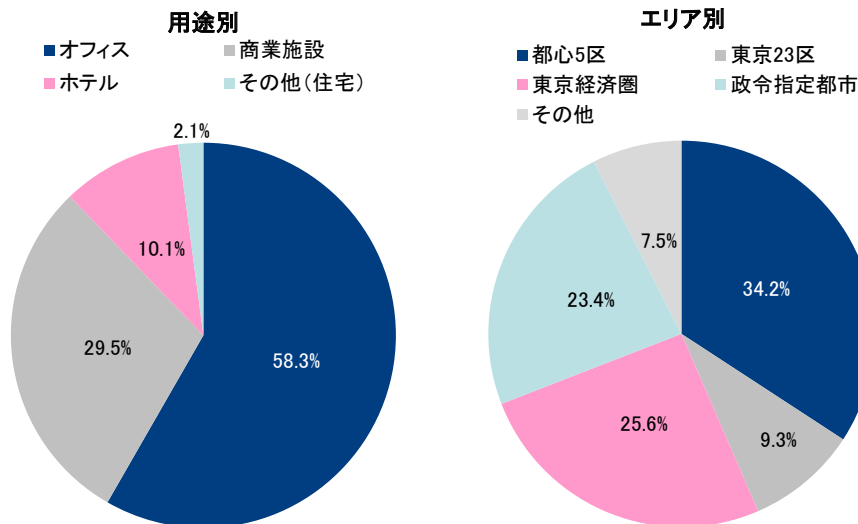


特徴・優位性

2022年3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よう。

ポートフォリオ分散状況(2022年3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2月期の業績は大幅の増収増益で、 期初予想を大きく上回る

#### 1. 2022年2月期の業績概要

同投資法人の2022年2月期(第8期)の業績は、期初予想を大きく上回る決算であった。営業収益1,611百万円(前期比23.5%増)、営業利益946百万円(同35.0%増)、経常利益871百万円(同34.3%増)、当期純利益870百万円(同34.3%増)と大幅の増収増益であった。決算は、おおむね2022年1月に発表した直近予想に沿った着地となったが、期初予想比では営業収益は16.5%、営業利益も27.8%上回った。営業収益では、ホテルの固定賃料復活の影響65百万円と、前期に取得し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物件の賃料収入26百万円に加え、期初には見込んでいなかったルネッサンス21千早(住宅)譲渡に伴う売却益の50%分に相当する219百万円の計上が大幅増収増益の主因であった。売却の一方で、新たにバロー勝川店(底地)(準共有持分50%)を取得したことで、資産規模・不動産賃貸事業損益を減らさず含み益を顕在化できた。今後も戦略的な資産入替について、継続的に検討する計画である。なお、ルネッサンス21千早の売却益は、翌期も残りの50%分を計上する予定である。また、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いる。アセットタイプ別では、オフィスは、コロナ禍の影響を受けて稼働率が低下していたが、2022年2月期末には98.8%、2022年3月1日時点では100%と早期に回復している。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、2022年8月期に発生するテナント入替では、ダウンタイムなく前テナント比15%増の賃料でテナント入替を実現している。ホテルは、コロナ禍において営業成績が低迷していたが、2022年2月期以降は固定賃料が復活し、安定的な賃料を継続的に収受できるようになった。また、将来的には変動賃料の回復も期待できそうだ。同投資法人では、ホテルを除いて、コロナ禍の業績への影響は限定的であった。

以上から、分配金も3,896円/口(前期比996円増)と、期初予想を30.9%上回る大幅な増配を実施した。上場時から保有する大きな含み益の一部を、投資主へ還元したものである。また、同投資法人では、2022年3月には上場後初となる公募増資を実施し、戦略的な資産入替も実施した。その結果、2022年3月31日時点のポートフォリオ全体の稼働率は99.9%と前期比2.0ポイント上昇し、厳しい経済環境下でも高水準を達成した。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5.5%と、前期並みの高水準を維持している。

ザイマックス・リート投資法人 | 2022年5月13日(金)  
3488 東証 REIT | <https://xymaxreit.co.jp>

業績動向

2022年2月期(第8期)業績

(単位:百万円)

	21/8期 実績	22/2期 実績	前期比		22/2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	1,305	1,611	306	23.5%	1,610	1	0.1%
営業利益	701	946	245	35.0%	943	3	0.4%
経常利益	648	871	222	34.3%	867	4	0.5%
当期純利益	647	870	222	34.3%	866	4	0.5%
1口当たり当期純利益(円)	2,899	3,895	996	34.4%	-	-	-
1口当たり分配金(円)	2,900	3,896	996	34.3%	3,877	19	0.5%
稼働率	97.9%	99.9%	+2.0pt	-	-	-	-
NOI 利回り	5.5%	5.5%	0.0pt	-	-	-	-
発行済投資口数(口)	223,400	223,400	-	-	-	-	-

注:直近予想は2022年1月27日発表の修正予想。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2月期末の財政状態は、総資産41,249百万円(前期末比5.8%増)、純資産23,456百万円(同1.0%増)、有利子負債15,700百万円(同11.7%増)であった。

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、新投資口発行及び投資口売出しをした。公募による新投資口発行については2022年3月1日に、第三者割当による新投資口発行については2022年3月28日にそれぞれ払込が完了している。この結果、出資総額は22,585百万円から25,440百万円に、発行済投資口総数は223,400口から249,650口に増加している。

一方、2022年3月31日時点での有利子負債残高は199億円に増加し、平均調達金利は0.632%と2021年8月期比0.051ポイント上昇している。これは、固定金利比率を96.5%と同15.5ポイント引き上げ、平均残存期間も2年10ヶ月と同1年1ヶ月延ばしたためである。今後の金融情勢の変化に備えて、早めに手を打った結果と言えよう。

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、今回、地方銀行3社が加わって参加金融機関は16社に増えている。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と見られ、追加借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。

業績動向

2022年2月期(第8期) 財政状態

(単位:百万円)

	21/8期 実績	22/2期 実績	前期比	
			増減額	増減率
総資産	38,971	41,249	2,277	5.8%
純資産	23,233	23,456	222	1.0%
有利子負債	14,050	15,700	1,650	11.7%
平均調達金利	0.581%	0.632%	0.051pt	-
固定金利比率	81.0%	96.5%	+15.5pt	-
平均残存期間	1年9ヶ月	2年10ヶ月	+1年1ヶ月	-
LTV	36.1%	41.0%	+4.9pt	-

注: 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

### 2022年8月期、2023年2月期は、保守的な前提で予想

#### ● 2022年8月期、2023年2月期の業績予想

同投資法人では、2022年8月期の業績について、営業収益1,825百万円(前期比13.3%増)、営業利益1,086百万円(同14.7%増)、経常利益966百万円(同10.9%増)、当期純利益965百万円(同10.9%増)と、増収増益を予想する。新規取得の4物件(前期取得のパロー勝川店(商業施設)、当期取得のザイマックス札幌大通ビル(オフィス)、ザイマックス木場公園ビル(オフィス)、エルプレイス西葛西(住宅))の効果から、増収増益を見込むためだ。また、前期と同様に、ルネッサンス21千早の売却益の残りの50%分を計上するため、不動産等売却益の落ち込みはない。一方、2023年2月期は、営業収益1,597百万円(同12.5%減)、営業利益880百万円(同18.9%減)と、減収減益を予想する。前期まで計上したルネッサンス21千早の売却益の剥落に伴う反動減が主因である。

以上の業績予想に基づき、2022年3月1日実施の公募に伴う投資口数の増加に伴い、2022年8月期の分配金は3,867円/口(前期比29円減)、2023年2月期も3,091円/口(同776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

2022年8月期(第9期)/2023年2月期(第10期)業績予想

(単位:百万円)

	22/2期 実績	22/8期 予想	前期比		23/2期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	1,611	1,825	213	13.3%	1,597	-226	-12.5%
営業利益	946	1,086	139	14.7%	880	-208	-18.9%
経常利益	871	966	94	10.9%	772	-194	-20.1%
当期純利益	870	965	94	10.9%	771	-194	-20.1%
1口当たり分配金(円)	3,896	3,867	-29	-0.7%	3,091	-776	-20.1%

出所:決算短信よりフィスコ作成

## 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8月期(第9期)、2023年2月期(第10期)の運用成長戦略については、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、さらなる投資主価値の向上を目指す考えだ。

すなわち、内部成長戦略では、2018年8月期(第1期)～2020年8月期(第5期)には、オフィス・商業施設では、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)より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とする。

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、今後は格付や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%出勤を考慮す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。すなわち、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。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ワーク事業を有し、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。同投資法人では、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、2022年2月期には空室区画を順調に埋戻し、新たな退去もないことから、稼働率は98.8%に回復した。2022年8月期には99.2%になると予想しており、安定稼働に向けて順調に推移する見通しだ。

今後の成長戦略

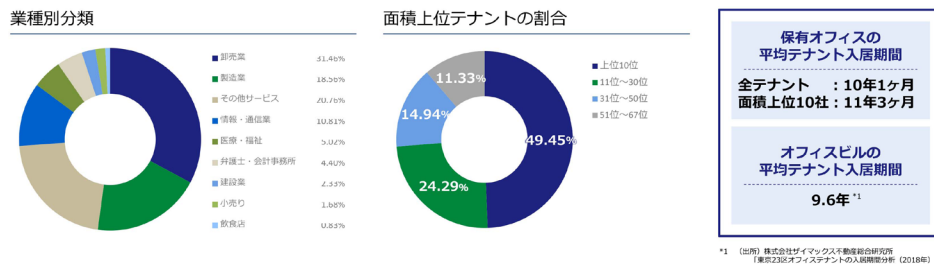
オフィスにおける同投資法人の優位性

<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>● シンジネット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2022年3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82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11年3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1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（2022年3月31日時点、オフィステナント82件、賃料収入ベース）



出所：決算説明会資料より掲載

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。すなわち、飲食業の出店意欲では「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。

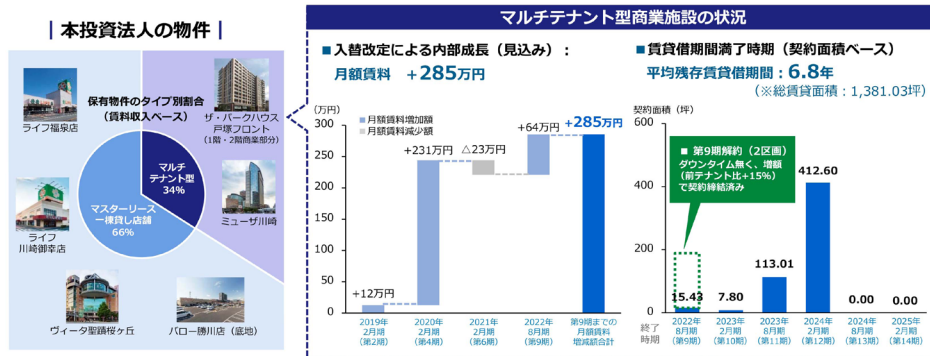


ザイマックス・リート投資法人 | 2022年5月13日(金)  
 3488 東証 REIT | <https://xymaxreit.co.jp>

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、売上が堅調なデイ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285百万円の増加を見込んでおり、平均残存賃貸借期間は6.8年である。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



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、JR 仙台駅から徒歩4分の好立地にあるホテルピスタ仙台の1物件のみである。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。

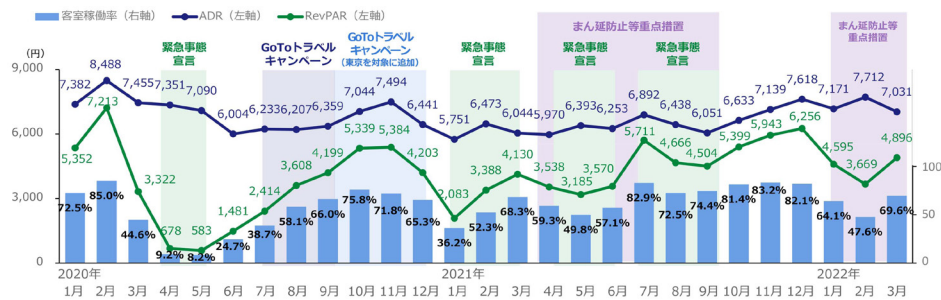
賃貸借契約条件の内容は、以下のとおりである。すなわち、2021年8月までは、コロナ禍に配慮し、賃貸条件を月次GOP(営業総利益)に連動する完全変動賃料方式を採用した。しかし、2021年9月以降は固定賃料を復活させ、かつ、一定のGOPを超えた場合には変動賃料の受取が可能となる方式とする。さらに、2022年9月以降は固定賃料を月額0.5百万円増額し、前期までの完全変動賃料方式期間の減免分を回収する計画だ。ただ、同投資法人では、2022年2月期に続き、2022年8月期も固定賃料のみを受受する想定で、慎重な業績予想を立てている。ホテルピスタ仙台はオペレーターの運営施設のなかでも成績上位であり、今後もオ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。



今後の成長戦略

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。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出したが、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、稼働率、ADR、RevPARなどは前期比で改善しており、今後の回復に期待できる状況だ。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。足下ではまん延防止等重点措置が解除されているものの、2022年に入ってから全国的に感染再拡大の傾向が見られ、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、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。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。

今後の成長戦略

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。現在は、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、合計50億円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。同投資法人では、2022年3月31日時点で107.7億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。すなわち、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。今後も、GRESB認証の取得を目指して、ESGの取り組みを継続していく考えだ。


Environment（環境）の分野では、同投資法人の保有物件のうち6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）、2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。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、2022年2月期にはオフィス8物件で再生エネルギー100%の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。

今後の成長戦略

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 | (2022年3月31日時点)**  
\*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)	40.6%

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。また、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。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月期は3,867円、2023年2月期は3,091円の分配金を予想する。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することで、おおむね前期並みの分配金を維持するが、2023年2月期はその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。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社の課題であるが、2022年4月18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0.90倍と、総合型リート平均の0.99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5.48%と平均の4.31%を大きく上回る。

既述のとおり、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。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 | 2022年5月13日(金)  
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	2022/4/19 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	127,000	0.47%	5.48	141,867	0.90	31,706	878	2/8
2989	東海道リート	116,000	-1.02%	5.53	107,724	1.08	20,509	821	1/7
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	209,700	-1.18%	3.92	198,460	1.06	219,295	3,62	1/7
3279	アクティブア・プロパティーズ	419,000	-0.59%	4.42	450,815	0.93	344,734	2,154	5/11
3295	ヒューリックリート	163,900	-1.32%	4.38	175,879	0.93	236,016	4,223	2/8
3296	日本リート	371,000	-1.07%	4.51	395,530	0.94	166,924	1,435	6/12
3309	積水ハウス・リート	79,000	-1.00%	4.29	85,798	0.92	350,060	16,653	4/10
3451	トーセイ・リート	135,500	-0.37%	5.25	140,143	0.97	48,984	1,495	4/10
3462	野村不動産マスターファンド	163,200	-0.79%	3.97	168,733	0.97	769,521	14,303	2/8
3468	スターアジア不動産	61,100	-0.65%	4.83	54,798	1.12	109,332	4,293	1/7
3470	マリモ地方創生リート	132,900	-0.30%	5.53	135,390	0.98	25,547	821	6/12
3476	みらい	52,100	-0.95%	4.88	49,881	1.04	92,292	5,441	4/10
3492	タカラレーベン不動産	120,000	-0.33%	4.69	109,258	1.10	69,000	3,415	2/8
8953	日本都市ファンド	102,400	-0.87%	4.42	109,276	0.94	715,683	23,055	2/8
8954	オリックス不動産	167,400	-2.73%	4.53	186,585	0.90	462,024	31,356	2/8
8955	日本プライムリアルティ	397,500	-1.00%	3.90	379,771	1.05	396,378	2,053	6/12
8957	東急リアル・エステート	188,100	-0.84%	3.78	201,118	0.94	183,887	3,656	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン	140,800	-0.21%	4.40	158,247	0.89	439,062	7,543	5/11
8961	森トラスト総合リート	141,200	-0.63%	4.25	143,245	0.99	186,384	2,995	3/9
8966	平和不動産リート	149,600	-0.47%	4.11	133,856	1.12	157,938	2,440	5/11
8968	福岡リート	165,000	-1.20%	4.24	175,503	0.94	131,340	1,947	2/8
8977	阪急阪神リート	151,300	-0.13%	3.87	167,079	0.91	105,184	1,898	5/11
8984	大和ハウスリート	317,000	-2.16%	3.53	288,084	1.10	735,440	6,947	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