

# 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

2021年5月24日(月)

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2月期の業績は、減収減益ながら利益は直近予想を上回る	01
3. 2021年8月期、2022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. 2021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>08</b>
<b>■ 今後の成長戦略</b>	<b>09</b>
1. 今後の運用成長戦略	09
2. オフィスの成長戦略	10
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、(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、ホテルなど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2月期の業績は、減収減益ながら利益は直近予想を上回る

2021年2月期は、新型コロナウイルス感染症の拡大(以下、コロナ禍)による経済環境悪化のなか、営業収益1,293百万円(前期比5.2%減)、営業利益716百万円(同7.2%減)の減収減益決算であった。ただ、営業利益は直近予想を2.6%上回った。営業収益ではコロナ禍の影響でオフィス賃料の一時減免対応やホテル賃料の計画比減があったが、営業費用でのリーシングコストの不発生(2021年2月期へのずれ込み)や原状回復費用の計画比減が大きかったためである。ホテルの減収を除いて、コロナ禍の影響は限定的であり、ポートフォリオ全体の稼働率は98.9%と、高水準を維持した。以上から、分配金も2,911円/口(同331円減)と、直近予想を89円上回った。財政状態は、総資産LTVが34.0%と低く、50%までの借入れ余力は約120億円あり、将来の機動的な物件取得が可能である。

#### 3. 2021年8月期、2022年2月期は、保守的な前提で予想

2021年8月期は、営業収益1,291百万円(前期比0.1%減)、営業利益676百万円(同5.5%減)を予想する。営業収益ではオフィスの賃料減少を見込む一方、営業費用では2021年2月期からずれ込んだリーシングコストの増加を見込むためである。一方、2022年2月期は、営業収益1,321百万円(同2.3%増)、営業利益706百万円(同4.3%増)を見込む。営業収益ではホテルの固定賃料の復活に伴う賃料収入の増加が、また営業費用ではリーシングコストの平常化が増収増益の主因である。以上により、2021年8月期の分配金は2,788円/口(前期比123円減)、2022年2月期も2,867円/口(同79円増)を予想する。ただ、業績予想は、コロナ禍という厳しい経営環境に基づいた保守的な前提に立っており、経営環境が改善すれば予想を上回って着地する可能性が大きい。

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。

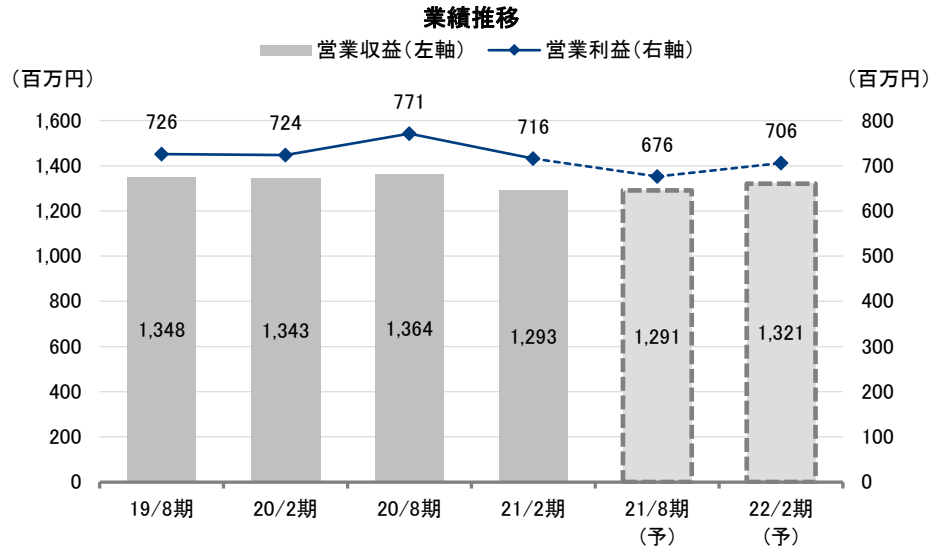
**5. 外部成長の強化に伴い、投資家の評価は高まると予想**

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0.78倍と、総合型REIT平均の1.04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2月期は減収減益決算ながら、営業利益は直近予想を上回る。ホテルの減収を除いて、コロナ禍の影響は限定的。分配金も2,911円/口で、直近予想を超過。総資産LTVが低く、将来の機動的な物件取得が可能
- ・2021年8月期は減収減益、2022年2月期は増収増益を計画。分配金は2021年8月期2,788円/口、2022年2月期2,867円/口を見込む。計画は保守的な前提に立っており、コロナ禍が収束し経営環境が改善すれば、予想を上回る可能性大
- ・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。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、(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5月24日(月)  
3488 東証 REIT | <https://xymaxreit.co.jp>

特徴・優位性

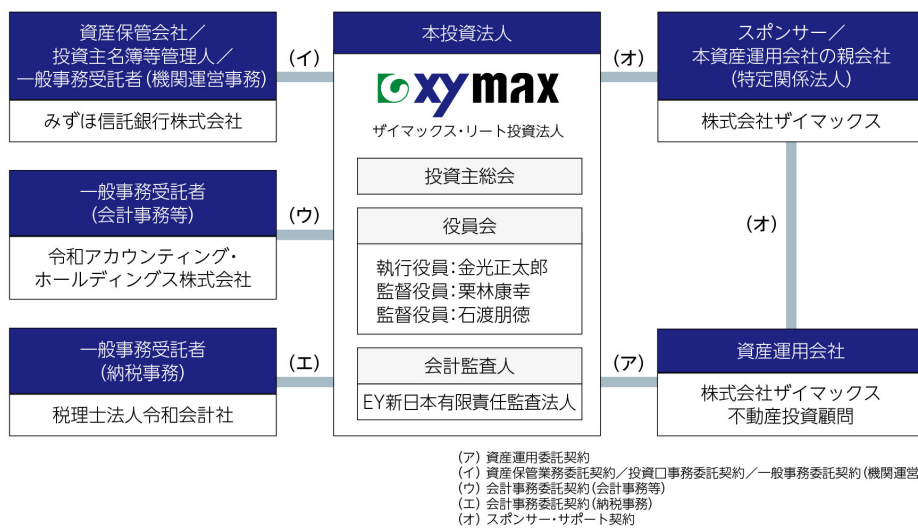
ザイマックス (XYMAX) のグループ名は、“未知数の X (お客様) と Y (同グループ) との関係の最大化” を目指すことに由来する。同グループは、オフィスプロパティマネジメント事業、商業プロパティマネジメント事業、アセットマネジメント事業、ホテル関連事業などを行っており、次のような特徴を持つ。まず、「国内有数の不動産マネジメント受託実績」を有することである。すなわち、不動産マネジメント受託実績：965 棟・延床面積 約 500 万坪、同投資法人以外の J-REIT からの受託実績：30 社・186 物件、人的リソース：不動産マネジメント 2,022 名、リーシング 66 名、CRE (企業不動産) 営業 67 名などである。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、不動産データストック：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、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」の展開などである。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 320 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

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。

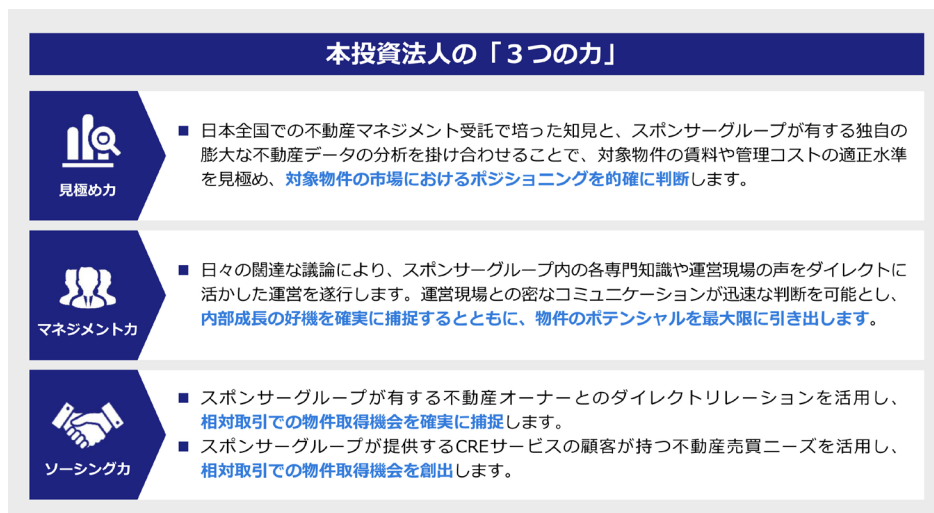
第1に、「見極め力」である。日本全国での不動産マネジメント受託で培った知見と、スポンサーグループが有する独自の膨大な不動産データの分析を掛け合わせることで、対象物件の賃料や管理コストの適正水準を見極め、対象物件の市場におけるポジショニングを的確に判断することが可能である。

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

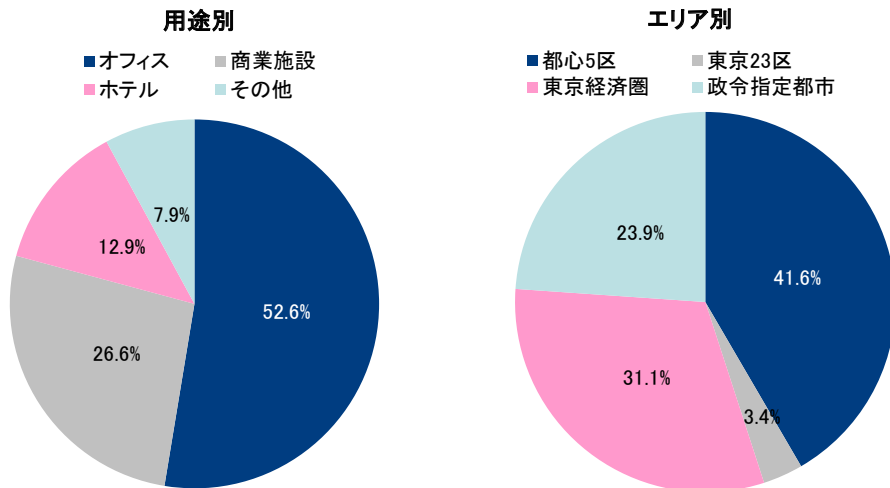
同投資法人では、用途別にはオフィス、商業施設、ホテルを中心に、また投資エリア別では、東京を中心とする首都圏や政令指定都市に集中的に投資をしている。戦略的にポートフォリオの分散を図っていることが、安定した稼働率と収益の源泉になっている。

特徴・優位性

2021年2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52.6%（7件）、商業施設26.6%（4件）、ホテル12.9%（1件）、その他（住宅）7.9%（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）41.6%、それ以外の東京23区3.4%、東京経済圏（23区を除く東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県）31.1%、政令指定都市23.9%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92.1%を投資している。また、東京圏（都心5区、東京23区、東京経済圏の合計）に76.1%を投資しており、オフィスでは76.9%が最寄駅から3分以内、商業施設で79.5%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2月末時点)



出所：会社資料よりフィスコ作成



## 業績動向

### 減収減益ながら、利益は直近予想を上回る

#### 1. 2021年2月期の業績概要

同投資法人の2021年2月期(第6期)決算は、営業収益1,293百万円(前期比5.2%減)、営業利益716百万円(同7.2%減)、経常利益651百万円(同10.2%減)、当期純利益650百万円(同10.2%減)の減収減益であった。ただ、2021年1月発表した直近の修正予想比では、営業利益は2.6%上回った。営業収益ではコロナ禍の影響でオフィス賃料の一時減免対応やホテル賃料の計画比減などがあったが、営業費用でのリーシングコストの不発生(2021年2月期へのずれ込み)や原状回復費用の計画比減などが大きかったためである。ホテルの減収を除いてコロナ禍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。

結果、1口当たり当期純利益は前期比330円減となったことから、分配金も2,911円/口と同331円減としたものの、直近予想の2,822円/口からは89円上回った。ポートフォリオ全体の稼働率は98.9%と、前期比0.3pt低下ながら高水準を維持した。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99.0%に上昇した。一方、オフィスは元々稼働率が高かったが、リーシング期間が長期化したことで96.5%に低下した。また、NOI利回り(実質利回りとも言う。実績賃貸業利益/取得額で計算)は5.7%と、前期比0.3pt低下したものの、引き続き高い水準を維持した。テナント入替と契約更新時の改定により、2018年8月期~2021年2月期までの6期通算で、月額1,084万円の収益拡大を実現している。継続的な賃料増額の成果により、鑑定賃料単価とのレントギャップは解消している。これは、テナントとの粘り強い交渉の成果と言えるだろう。

#### 2021年2月期(第6期)業績

(単位:百万円)

	20/8期 実績	21/2期 実績	前期比		21/2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	1,364	1,293	-71	-5.2%	1,300	-7	-0.5%
営業利益	771	716	-55	-7.2%	698	18	2.6%
経常利益	725	651	-73	-10.2%	631	19	3.2%
当期純利益	724	650	-73	-10.2%	630	19	3.2%
1口当たり当期純利益(円)	3,241	2,911	-330	-10.2%	-	-	-
1口当たり分配金(円)	3,242	2,911	-331	-10.2%	2,822	89	3.2%
稼働率	99.2%	98.9%	-0.3pt	-	-	-	-
NOI利回り	6.0%	5.7%	-0.3pt	-	-	-	-
発行済投資口数(口)	223,400	223,400	-	-	-14,914	-14,914	-

注:直近予想は2021年1月5日発表の修正予想  
出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

業績動向

## 2. 財政状態

2021年2月期の財政状態は、総資産 37,636 百万円（前期末比 2.5% 増）、純資産 23,236 百万円（同 0.3% 減）、有利子負債 12,780 百万円（同 9.4% 増）であった。

有利子負債の平均利率は 0.598% と前期比 0.026pt 低下する一方、固定金利比率は 89.0% と同 2.4pt 上昇、平均残存期間も 2 年 5 ヶ月と同 8 ヶ月増となり、リファイナンスによって財務の安全性は増している。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 34.0% と低く、50% までの借入れ余力は約 120 億円であり、将来の機動的な物件取得が可能になっている。

### 2021年2月期（第6期） 財政状態

（単位：百万円）

	20/8 期 実績	21/2 期 実績	前期比	
			増減額	増減率
総資産	36,716	37,636	919	2.5%
純資産	23,310	23,236	-73	-0.3%
有利子負債	11,680	12,780	1,100	9.4%
平均利率	0.624%	0.598%	-0.026pt	-
固定金利比率	86.6%	89.0%	+2.4pt	-
平均残存期間	1 年 9 ヶ月	2 年 5 ヶ月	+8 ヶ月	-
総資産 LTV	31.8%	34.0%	2.2pt	-

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

### 保守的な前提で予想

同投資法人では、今後の業績予想については、コロナ禍の影響によるオフィスリーシング長期化傾向や、ホテルの営業成績の不確実性などを踏まえて、一定の範囲で減収を織り込んだ計画を立てている。

すなわち、2021年8月期（第7期）の業績は、営業収益 1,291 百万円（前期比 0.1% 減）、営業利益 676 百万円（同 5.5% 減）、経常利益 623 百万円（同 4.2% 減）、当期純利益 622 百万円（同 4.2% 減）と、減収減益の見通しだ。営業収益ではオフィス賃料の減収を見込む一方、営業費用では前期から持ち越されたリーシングコストの増加を見込む。ホテル事業では、コロナ禍に伴う厳しい経済環境に配慮し、前期より月次 GOP（Gross Operating Profit：営業総利益のこと）に連動する変動賃料方式を採用している。

今後の見通し

また、2022年2月期(第8期)は、営業収益1,321百万円(前期比2.3%増)、営業利益706百万円(同4.3%増)、経常利益641百万円(同2.8%増)、当期純利益640百万円(同2.8%増)と、増収増益を予想する。営業収益ではホテルの固定賃料の復活に伴う賃料収入の増加が、また営業費用ではリーシングコストの平常化が増収増益の主因である。

以上により、2021年8月期の分配金は2,788円/口(前期比123円減)、2022年2月期も2,867円/口(同79円増)を予想している。

ただ、同投資法人の業績予想は、コロナ禍という現在の厳しい経営環境に基づいた保守的な前提に立っている。今後コロナ禍が収束に向かい、経営環境が改善すれば、予想を上回って着地する可能性も十分に考えられよう。

2021年8月期(第7期)/2022年2月期(第8期)業績予想

(単位:百万円)

	21/2期 実績	21/8期 予想	前期比		22/2期 予想	前期比	
			増減額	増減率		増減額	増減率
営業収益	1,293	1,291	-2	-0.1%	1,321	30	2.3%
営業利益	716	676	-40	-5.5%	706	30	4.3%
経常利益	651	623	-28	-4.2%	641	18	2.8%
当期純利益	650	622	-28	-4.2%	640	18	2.8%
1口当たり分配金(円)	2,911	2,788	-123	-4.2%	2,867	79	2.8%

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、2021年8月期(第7期)、2022年2月期(第8期)の運用成長戦略について、次のように考えている。

すなわち、現在はコロナ禍の影響を受けてDPU(1口当たり分配金)が減少しているが、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、2022年2月期からは、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。

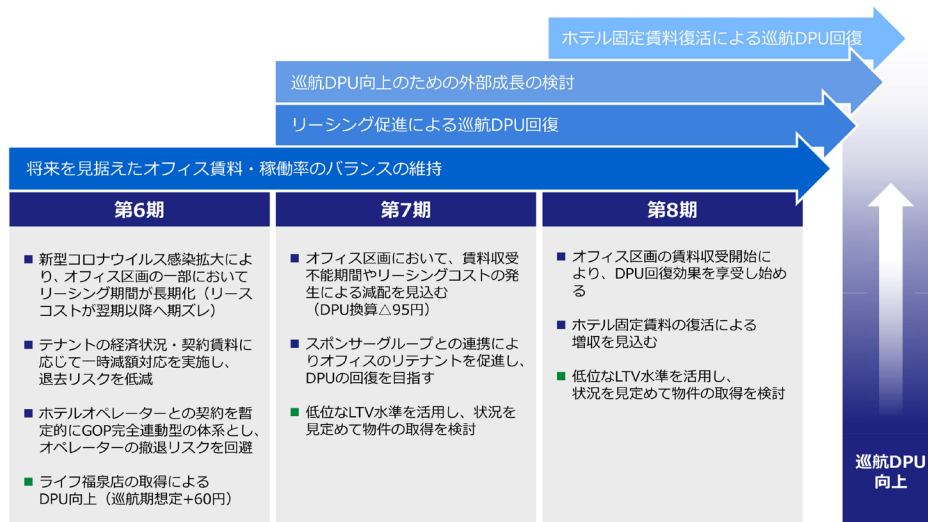
今後の成長戦略

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線を堅持しつつ、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。これにより、同投資法人は、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、資金調達の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。

今後の運用成長戦略



出所：決算説明会資料より掲載

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中で最大を占め、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% 出勤を考える割合も多くなっている。

今後の成長戦略

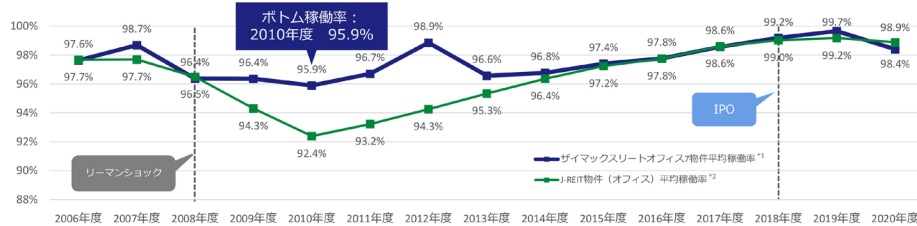
また、東京 23 区におけるオフィス賃貸の成約件数分布を分析すると、過去から現在の賃貸マーケットにおいて、おおむね 1 万円～ 2 万円台までに旺盛なテナントニーズが存在し、また、最寄駅から徒歩 5 分圏内の物件は、5 分超の物件に比べて空室率が低い。一方、中小規模のオフィスビルは新規供給が限定的であり、その希少性は今後も高まると考えられる。オフィス規模別の新規成約賃料の推移を見ると、中小規模ビルは大規模ビルに比して賃料のボラティリティが低く、収益の安定性が高いことが示される。

コロナ禍に端を発した経済環境の悪化とオフィスの使われ方の変化によりオフィスニーズが変化しているが、「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。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ることが注目される。

保有オフィスの優位性

✓ 立地の良さ	「集まる場」としての本社機能の集約に適した最寄駅から3～5分以内の立地
✓ 管理の質の高さ	PMのノウハウを活かしたきめ細やかな管理による安心安全なオフィス環境の提供や多様化するテナントニーズへの柔軟な対応
✓ 郊外サテライトオフィスとしてのポテンシャル	勤務地と居住地のギャップの解消に向けた、郊外サテライト拡充ニーズに適應（東京経済圏オフィス/八王子）

過去のオフィス平均稼働率推移



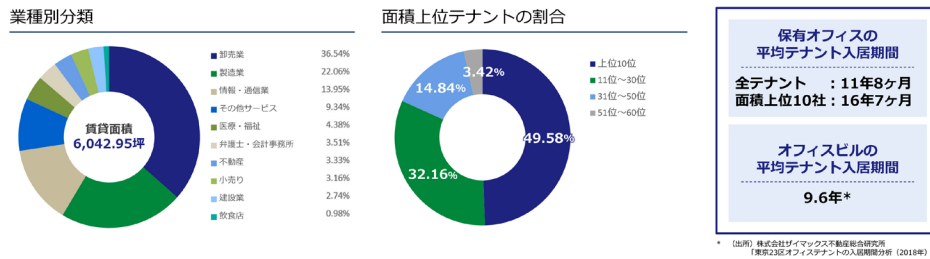
<sup>1)</sup> ザイマックスリートオフィス（7物件）における各年度の平均稼働率  
<sup>2)</sup> J-REITのオフィスにおける各年度の平均稼働率

出所：決算説明会資料より掲載

同投資法人が2021年2月期末に保有するオフィスは7物件、テナント数は70件であり、賃料収入ベースではポートフォリオ全体の50.95%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60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16年7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8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。

今後の成長戦略

オフィステナント分散状況（オフィステナント 60 件、賃料収入ベース）



出所：決算説明会資料より掲載

現下の新型コロナウイルス感染症対策として、同投資法人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、感染症対策を実施している。また、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。

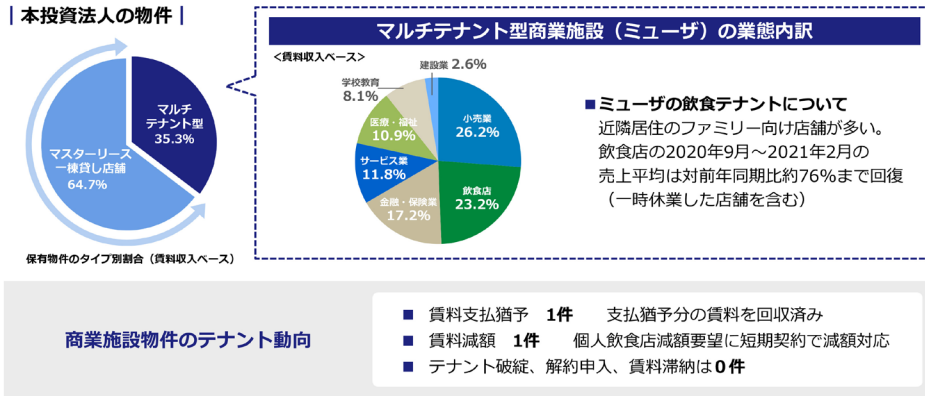
### 3. 商業施設の成長戦略

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。

こうした環境下、同投資法人が所有する4物件の商業施設では感染症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64.7%を占める。また、賃料収入ベースで35.3%を占めるマルチテナント型商業施設のミュージアには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、売上は回復傾向にある。ミュージアの賃料シェア30%を占める目的来店型業種は、後背の住宅地のニーズを獲得している。ただ、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。

今後の成長戦略

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。

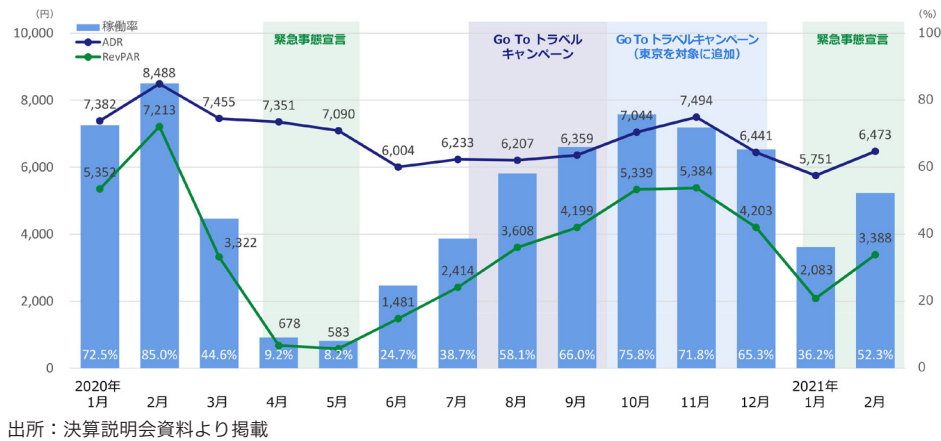
すなわち、同投資法人では、2020年9月には宿泊需要の“蒸発”を背景にオペレーターから賃料減免の要請を受け、2021年1月に賃料条件変更へ合意した。2021年3月にはオペレーターが東京地方裁判所に民事再生手続開始の申立てを行い、手続開始の決定がなされたものの、好立地・収益が取れている物件であることから、オペレーターからは賃貸借契約を継続したい申し出があり、今後も合意した契約条件が継続する予定である。

条件改定の内容は、以下のとおりである。2021年8月までは、コロナ禍に配慮し、月次GOP（営業総利益）に連動する完全変動賃料方式を採用する。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、完全変動賃料方式の期間の減免分回収を目指す。

ホテルビスタ仙台の実績推移を見ると、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）は回復傾向にある。ただ、足下では感染再拡大もあり、楽観視できない状況が続いている。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。

今後の成長戦略

ホテルビスタ仙台の実績推移



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、オフィスの成長戦略としては、同投資法人では、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。

次に、商業施設の今後の成長戦略では、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、ホテルの今後の成長戦略としては、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だ。



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、都心 5 区のオフィス、東京 23 区のオフィス、その他（寮、企業 1 棟借り）、地方政令指定都市のオフィス、地方中核都市のホテル（宿泊特化型）などの取得を検討している。

## 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おり、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。

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)

**BELS**

ホテルピスタ 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)	42.5%

**建物・設備改修による環境パフォーマンスの向上**

- 空調更新工事を計画的に実施しています。  
実施物件：岩本町、新宿御苑、東麻布、東上野
- 共用部・専用部のLED更新工事を計画的に実施しています。  
実施物件：西新橋、岩本町、新宿御苑、神谷町、東麻布、東上野
- 水力発電タイプの自動水栓を導入し、節水と省エネルギー化を図っています。  
実施物件：西新橋、新宿御苑、東麻布、東上野

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ベ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18.2兆ドルから2018年には30.7兆ドルに拡大した。わが国はESG投資では欧米に遅れていたが、2018年には残高2.1兆ドル、世界シェア7.1%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、投資家の評価は高まると予想

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2,911円と、直近予想の2,822円を89円上回った。また、2021年8月期は2,788円、2022年2月期も2,867円を予想する。予想分配金には、コロナ禍に伴うホテルの賃料収入減やオフィスリーシングの長期化などの影響を織り込んでいるため、一時的な減配を予想するものの、巡航分配金への早期回復を目指している。ただ、同投資法人の予想は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い、想定より経営環境が改善すれば、予想を上回る分配金となる可能性も考えられよう。

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、東証REIT指数の上昇に比べて、同投資法人の投資口価格の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、2021年4月23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0.78倍と、総合型リート平均の1.04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5.00%と平均の4.27%を大きく上回る。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、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。

加えて、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する。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30%から50%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する予定である。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5月24日(月)  
 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	2021/4/23 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	113,000	0.18%	5.00	144,672	0.78	25,244	837	2/8
3278	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト	224,000	1.27%	3.66	183,808	1.22	223,078	3,009	1/7
3279	アクティブピア・プロパティーズ	490,000	-0.71%	3.79	453,435	1.08	377,900	3,247	5/11
3295	ヒューリックリート	171,900	0.88%	4.07	175,555	0.98	232,237	3,351	2/8
3296	日本リート	428,000	0.71%	4.52	381,396	1.12	192,570	1,222	6/12
3309	積水ハウス・リート	92,400	-	3.54	82,897	1.11	396,273	13,450	4/10
3451	トーセイ・リート	138,100	-	5.18	136,969	1.01	47,024	1,696	4/10
3453	ケネディクス商業リート	269,000	-1.07%	5.26	253,630	1.06	156,014	4,651	3/9
3462	野村不動産マスターファンド	170,300	-0.35%	3.80	164,909	1.03	802,999	10,785	2/8
3468	スターアジア不動産	55,800	0.72%	5.22	51,716	1.08	93,431	3,003	1/7
3470	マリモ地方創生リート	128,200	0.94%	5.37	137,271	0.93	19,574	262	6/12
3476	みらい	49,800	-0.60%	4.98	49,411	1.01	82,780	5,970	4/10
3492	タカラレーベン不動産	115,500	0.43%	5.19	111,183	1.04	53,419	1,086	2/8
8953	日本都市ファンド	103,500	0.58%	4.38	110,668	0.94	723,371	26,235	2/8
8954	オリックス不動産	190,000	-2.01%	3.58	184,055	1.03	524,400	13,645	2/8
8955	日本プライムリアルティ	432,500	-0.12%	3.49	371,564	1.16	414,443	2,876	6/12
8957	東急リアル・エステート	184,000	1.71%	3.70	196,577	0.94	179,878	1,563	1/7
8960	ユナイテッド・アーバン	160,800	1.26%	3.87	157,922	1.02	501,429	8,290	5/11
8961	森トラスト総合リート	154,500	0.52%	4.35	144,095	1.07	203,940	2,195	3/9
8966	平和不動産リート	160,000	1.01%	3.50	126,440	1.27	159,989	1,373	5/11
8968	福岡リート	176,500	1.50%	3.97	171,995	1.03	140,494	1,384	2/8
8977	阪急阪神リート	150,200	0.40%	3.95	163,814	0.92	104,419	1,592	5/11
8984	大和ハウスリート	296,300	1.44%	3.90	272,916	1.09	650,675	6,934	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