

# 投資法人みらい (3476)

ディフェンシブな安定成長と高い信用度

2024年5月22日

## カバレッジ開始

- ポートフォリオ分散を通じた安定成長** - 投資法人みらいは B クラス資産をコアアセットとする総合型 J-REIT。新築ビルの供給が限定的な中規模オフィスやアップサイドが期待される変動賃料型のホテルや賃料引上げが期待される都市型商業施設等に投資する同社ポートフォリオは、中期的に収益引き上げが可能と予想する。共同スポンサーである三井物産(8031)の幅広い事業知見や業界ネットワークを生かし、インフラ施設などにもポートフォリオを分散することで、高い収益性の確保と安定的なキャッシュフロー創出を実現している。内部成長を押し上げるため、オフィス物件ではフリーレント期間やレントホリデー期間の縮小、ホテル物件では変動賃料契約の導入・拡大などに取り組んでいる。公募増資と割安資産の取得を通じた外部成長機会により、2025 年末の資産規模 2,000 億円という中期目標は達成可能と当社はみている。

## 強みは高い信用力

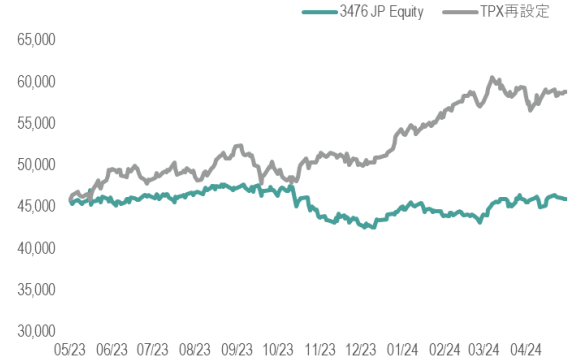
- 信用力に裏打ちされた競争優位** - 投資法人みらいは、スポンサーの三井物産の後ろ盾による高い信用力と財務安定性を有する。2024 年 2 月、日本格付研究所(JCR)は同社の格付けの見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。資産規模が 2,000 億円を超えれば、長期発行体格付けが現在の A+から引き上げられると可能性は高まると予想する。
- 中期経営目標** - 2022 年～2025 年を対象とする中期経営計画で、一口当たり NAV53,000 円以上、一口当たり分配金 1,300 円(年 2 回)の達成を目指している。2025 年末の資産規模目標は 2,000 億円。
- 外部成長戦略** - 公募増資による外部成長に加えて、三井物産の高い信用力を後ろ盾とする M&A を通じた成長戦略も有する。
- ESG** - 当社の「アストリス・サステナビリティ」モデルのスコアカードにおける同社のスコアは「Amber」で、「社会」の категорияで比較的高い評価を得ている。
- バリュエーション** - 当社予想に基づくと、2025 年 10 月期予想 NAV 倍率は 0.8 倍、分配金利回りは 5.8%。分配金利回りは J-REIT 業界平均の 4.48%に比べ割安感がある。

年度末	10/22	10/23	10/24E	10/25E	10/26E
営業収益(十億円)	10.94	12.05	12.85	13.25	14.67
NOI(十億円)	7.43	7.43	7.64	7.92	9.02
当期純利益(十億円)	4.57	4.60	4.80	4.98	5.67
EPU(¥)	2,579	2,597	2,711	2,810	3,200
DPU(¥)	2,580	2,520	2,575	2,650	3,100
営業収益伸び率(%)	+8.5	+10.2	+6.6	+3.1	+10.7
NOI 成長率(%)	+11.9	-0.1	+2.9	+3.6	+13.9
当期純利益成長率(%)	+8.4	+0.7	+4.4	+3.6	+13.9
EPU 成長率(%)	+1.7	+0.7	+4.4	+3.6	+13.9
DPU 成長率(%)	+1.7	-2.3	+2.2	+2.9	+17.0
NAV 倍率(x)	0.89	0.87	0.81	0.81	0.67
PER(x)	17.7	17.6	16.9	16.3	14.3
分配金利回り(%)	5.6	5.5	5.6	5.8	6.8
AFFO 利回り(%)	7.1	6.4	7.1	7.3	8.3
一口当たり FFO	3,250	3,149	3,219	3,334	3,780
FFO 配当性向(%)	79.4	80.0	80.0	79.5	82.0
AFFO 配当性向(%)	79.4	80.0	80.0	79.5	82.0

出所: 会社データ、ストリス・アドバイザー予想

株価: 45,750 円

時価総額: 873 億円



出所: ブルームバーグ

### リターン

	年初来	1 か月	3 か月	12 か月
絶対(%)	+5.3	+5.1	+3.2	0.2
相対(%)	-11.3	-5.4	-1.9	-27.4

### セクター

総合型 J-REIT  
オフィス系 REIT (GICS)

### 株式データ

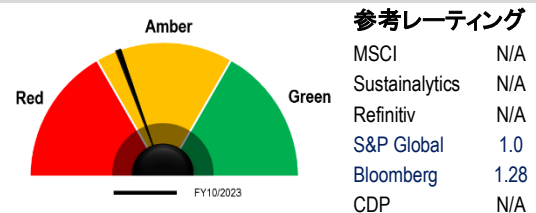
株価(円)	45,750
時価総額(十億円)	87.3
時価総額(100 万ドル)	564.3
52 週レンジ(円)	42,350-47,900
発行済株式数(100 万株)	1.9
日次平均出来高(100 万ドル)	2.5
浮動株(%)	99.0
外国人株式保有比率(%)	16.1
コード	3476
取引所	TSE
純有利子負債/自己資本(倍)	1.0
FFO レバレッジ(倍)	6.5
買い   ホールド   売り	0   0   0

出所: ブルームバーグ

### 事業概要

投資法人みらいは三井物産とイデラキャピタルが出資する総合型 J-REIT で、主に中型物件に投資する。

### アストリス・サステナビリティ ESG レーティング



### 次のイベント

2024 年 6 月: 2024 年 4 月期決算

電話: +81 3 6868 8797

E メール: Corporateresearch@astrisadvisory.com

本レポートは同社から委託され、支払いを受けて作成されている。

## 目次

サマリー .....	3
会社紹介 .....	5
スポンサー .....	10
ビジネスモデル .....	11
コロナ禍への対応 .....	19
同業他社グループ分析 .....	21
中期経営計画 .....	25
最近の業績 .....	27
当社の業績予想と主な前提条件 .....	28
会社情報 .....	29
アストリス・クオンツシート .....	33
アストリス・サステナビリティ ESG 評価 .....	35
投資家とのディスカッションポイント .....	37



## サマリー

オフィスを中心に  
多様なアセットタイ  
プを保有する総合  
型 J-REIT

投資法人みらいは三井物産(8031)とイデラキャピタルマネジメント(Fosun Group(0656 HK)が過半数株式を保有)をスポンサーとする総合型 J-REIT で、保有資産は東京、大阪、名古屋の三大都市圏及び地方大都市圏の B クラスオフィスが約半分であり、東京都心の S・A クラスの大規模オフィスに比べて供給が限定的であることから新規物件供給による賃料ダウンのリスクが小さい。

2024 年 4 月期に  
資産取得を加速

同社のポートフォリオは、取得価格 100 億円以上の大規模 B クラスオフィス 4 物件が 36%を占めている。その他の資産は取得価格 100 億円未満の様々な中小規模の物件からなる。こうした資産の規模とタイプの多様性が、ポートフォリオの分散化をもたらしている。

地理的には、ポートフォリオの 80%以上が東京、大阪、名古屋の三大都市圏の資産である。同社は中期経営計画において資産規模 2,000 億円への拡大を目指しており、その結果ポートフォリオの分散がさらに図られるだろう。コロナ禍のマーケット全体の低迷下においては、ポートフォリオの安定性向上を目的とする複数の物件入替に注力してきたことから資産規模の拡大は為されなかったが、コロナ禍からの回復に伴い再び外部成長を通じた資産規模拡大に舵を切り、2024 年 4 月期には第 5 回目の公募増資を通じて 5 物件の資産取得を実施している。

賃料引き上げを通  
じた内部成長と  
M&A の可能性か  
ら生じる外部成長

同社の今後の外部成長戦略としては、アセットタイプ別の投資比率だけに捉われず、国内インフレや海外インバウンド需要のさらなる向上といった構造的変化のメリットを享受できる物件に注力していく。具体的には、変動賃料を含むホテルや契約満期を迎える既存ホテルでの変動賃料の導入、インフレのメリットを受けやすい都市型商業施設や賃料が売上に連動する商業施設が想定される。さらには、スポンサーの三井物産の信用力を後ろ盾を活用した M&A 戦略を通じた外部成長の機会も狙っていくとみられる。

日本格付研究所(JCR)は 2024 年 2 月、投資法人みらいの格付け見直しを、長期発行体格付け A+の下で「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。その理由として、ポートフォリオのディフェンシブ性向上を意識した取り組みにより安定的なキャッシュフローが予想されることを挙げている。資産規模が拡大を続けるにつれ、長期発行体格付け引き上げの可能性が高まると当社はみており、実際に引き上げられれば、AA 格以上の銘柄にのみ投資する地方金融機関にも投資家の裾野を広げることができるだろう。

同社は中期経営計画(2022 年～2025 年)を打ち出し、以下の目標を掲げている(増加率はいずれも 2021 年 10 月期との比較)。

- 一口当たり分配金(DPU): 1,300 円(2021 年 10 月期は 1,289 円)
- 一口当たり NAV: 53,000 円以上(年平均増加率は約 2%)
- 資産規模: 2,000 億円(年平均増加率は約 7%)

当社は投資法人みらいが以下を通じて中期成長を達成すると予想している。

- フリーレント期間及びレントホリデー期間の解消 – ポートフォリオの 50%以上を占めるオフィスで、コロナ禍以降のテナントリーシング時に入居テナントに提供したフリーレント期間(入居開始後の一定期間の賃料免除期間)及びレントホリデー

賃料上昇と運用  
最適化を通じた  
NOI 利回り改善



期間(契約期間中の一定時期の賃料免除期間)の解消が見込まれることが内部成長の最大のドライバーになる見通し。

- **変動賃料比率の上昇** – 海外インバウンド需要の向上、国内旅行需要の回復、国内インフレ等のマーケット動向を考慮、変動賃料契約を含む物件(既存運用物件の変動賃料を含む契約への移行を含む)の増加により NOI と一口当たり分配金が増加するとみられる。特に、ホテルと都市型商業施設がその恩恵を享受する公算が大きい。
- **ホテル物件のオフィスコンバージョンによる物件収益改善** – 投資法人みらいには運用最適化を通じた資産価値向上の実績がある。具体的には、コロナ禍で運営が破綻したホテルをサービスオフィスにコンバージョンすることで物件収益を改善した事例あり。
- **資産取得** – 公募増資を通じた資産取得の再開による外部成長は中期成長の重要なドライバーになる見込み。

東京圏のオフィス市場は S・A クラスの新規大量供給により短期的に逆風を受けているが、投資法人みらいは新規供給が比較的少ないエリアの中規模オフィスの取得に注力しているため、この影響は限定的と思われる。また、ここ数年の建築コスト上昇により開発採算上中規模オフィスの新規供給が難しくなっていることも、中規模オフィスに注力する理由である。



## 会社紹介

### 概要

Bクラスへの重点特化により安定的キャッシュフローを確保

投資法人みらいは三井物産とイデラキャピタルマネジメントを共同スポンサーとする総合型 J-REIT で、2016 年に東証に上場し、2021 年に FTSE/EPRA Nareit Global Index に採用された。総合型 REIT に分類され、**投資対象資産の 50%以上をオフィス、約 21%を商業施設、約 18%をホテルが占める**。地域別には人口集積度が高い東京、大阪、名古屋の三大都市圏に重点が置かれ、ポートフォリオの 80%以上を占めている。殆どの資産は、築年数 15 年以上、延べ床面積 30,000 m<sup>2</sup>未満の **B クラスに分類**される。比較的少数の国内外の大企業をターゲットとする A クラスオフィスに比べ、B クラスオフィスは厚いテナント層が存在すること、さらには新規物件供給が限定的であることから、長期的により安定した稼働率の維持が可能であり、より持続的なキャッシュフロー創出が可能である。

投資法人みらいの 2024 年 3 月時点の資産規模は 1,782 億円、鑑定評価額は 1,962 億円、平均稼働率は 99.0%。鑑定 NOI(鑑定評価における NOI の試算値)利回りは取得価格ベースで 4.7%である。

AA-への発行体  
格付け引き上げにより投資家層がさらに拡大する可能性はある

同社の主な競争優位性は、三井物産の信用力の後ろ盾により信用格付け向上が見込まれる点にある。JCR の長期発行体格付けはすでに A+であるが、AA-に引き上げられる可能性があり、実際に引き上げられた場合、AA 格以上の銘柄にのみ投資する地方金融機関からの投資を呼び込んで投資家層がさらに拡大するとみられる。

#### これまでの実績

2016 年の IPO 以来、同社は以下の実績を達成している。

- 資産規模: 1,007 億円から 1,782 億円へ 774 億円増加(+76.9%)
- 一口当たり NAV: 45,640 円から 52,450 円へ 6,810 円増加(+14.9%)
- 物件売買額: 取得 1,108 億円、譲渡 333 億円
- 指数ウェイト: 0.25%から 0.56%へ 0.31%上昇

#### 主な沿革

年月	事項
2015 年 11 月	三井物産・イデラパートナーズ株式会社を設立企画人として投資法人みらい設立。
2016 年 12 月	東京証券取引所不動産投資信託市場に上場。
2018 年 5 月	第 1 回公募増資実施。
2018 年 10 月	第 2 回公募増資実施。
2019 年 7 月	スターアジア不動産投資法人から TOB を仕掛けられていたさくら総合リート投資法人のホワイトナイトとして救済を試みる。同社を合併すれば資産規模は 2,000 億円を突破し、グローバルインデックス組み入れの可能性が高まるとみられていた。これは J-REIT セクター初の TOB となった。
2019 年 8 月	さくら総合リート投資法人のホワイトナイトとしての試みが不成功に終わり、同社はスターアジア不動産投資法人により買収された。
2019 年 12 月	第 3 回公募増資実施。
2021 年 12 月	FTSE/EPRA Nareit Global Index に採用。
2021 年 12 月	第 4 回公募増資実施。
2023 年 11 月	第 5 回公募増資実施。
2024 年 2 月	JCR が長期発行体格付け A+の下で格付け見直しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げ。

出所: 会社データ



## 不動産賃貸事業の概要

投資法人みらいの報告セグメントは不動産賃貸事業のみである。

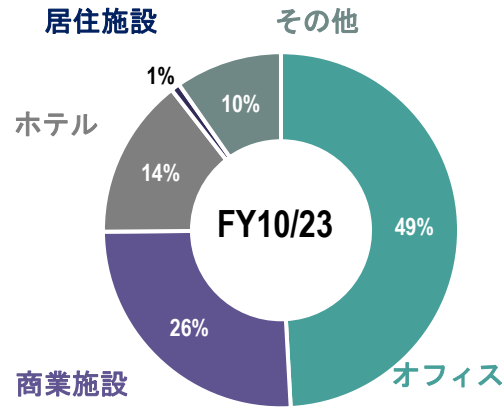
- **不動産賃貸事業収入(2023年10月期の営業収益構成比77.9%)** – オフィス、商業施設、ホテル、居住施設、およびその他施設を運用。
  - **オフィス** – 不動産賃貸事業収入(2023年10月期。以下同様)の49.1%、ポートフォリオの50%以上を占め、鑑定 NOI 利回りは4.4%、償却後 NOI 利回りは3.6%。12物件のオフィスを保有し、内訳は比較的大規模な4物件(取得額ベースでポートフォリオのオフィス部分の71%を占める)と中規模オフィス8物件(同29%)。比較的大規模なオフィスの大半は東京と神奈川に所在するが、中規模オフィスは地方中核都市に所在する。
  - **商業施設** – 不動産賃貸事業収入の25.7%、ポートフォリオの21%以上を占め、鑑定 NOI 利回りは4.8%、償却後 NOI 利回りは4.0%。主な資産には、閉店した商業施設を再生したショッピングモールのミ・ナーラ(鑑定 NOI 利回り5.8%、償却後 NOI 利回り2.4%)、イオン葛西店(鑑定 NOI 利回り5.0%、償却後 NOI 利回り4.1%)などがある。変動賃料契約の物件と3~5年程度の契約期間で消費動向に合わせて賃料増額が見込める都市型物件の比率が既にホテル変動賃料の比率を上回っており、一段の引き上げ余地はホテルに比べると小さいとみられる。それでも、インフレやインバウンド消費拡大によるアップサイドを取り込むべく、都市型商業施設への投資を拡大すると当社は予想している。
  - **ホテル** – 様々な地域のバジェットホテル15物件からなり、不動産賃貸事業収入の14.6%、ポートフォリオの18%を占める。変動賃料契約の比率は現在52%。インバウンド需要向上を通じた稼働改善による賃料上昇の恩恵を享受するため、同社は変動賃料比率の引き上げを図っている。2024年4月期には新たに5物件の追加取得を行っているが、そのうち3物件はホテルである。





## オフィスが不動産賃貸事業収入の約 50%を占める

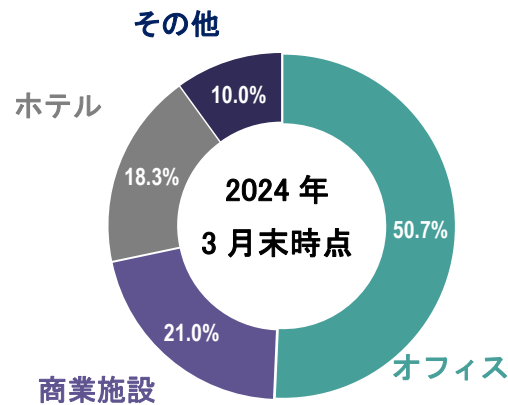
2023 年 10 月期の不動産賃貸事業収入のアセットタイプ別構成比



出所: 会社データ

## オフィスがポートフォリオの 50%強を占める

2024 年 3 月末時点のポートフォリオのアセットタイプ別構成比

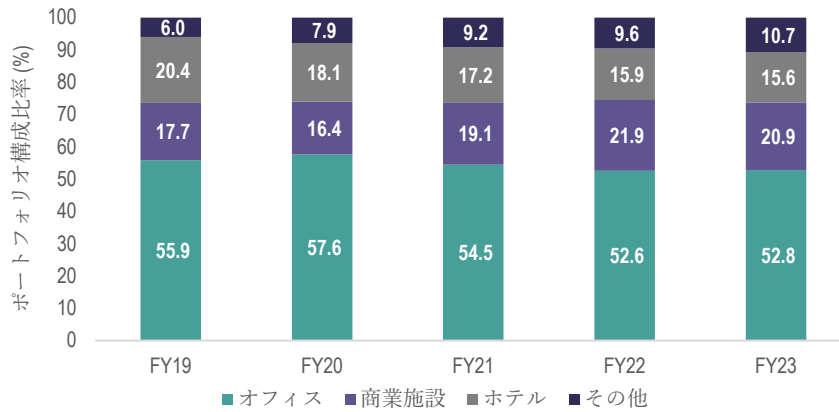


出所: 会社データ



## オフィスの構成比はその他のアセットタイプへの重点強化に伴い低下

ポートフォリオのアセットタイプ別構成比の推移

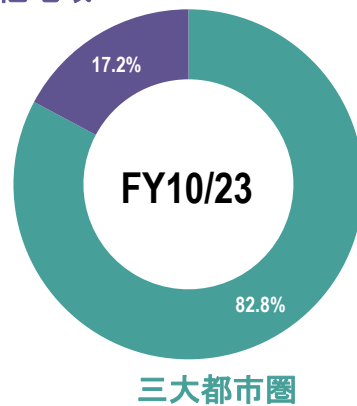


出所: 会社データ

## 三大都市圏の資産がポートフォリオの 80%以上を占める

2024年3月末時点の資産の所在地別構成比

その他地域



出所: 会社データ



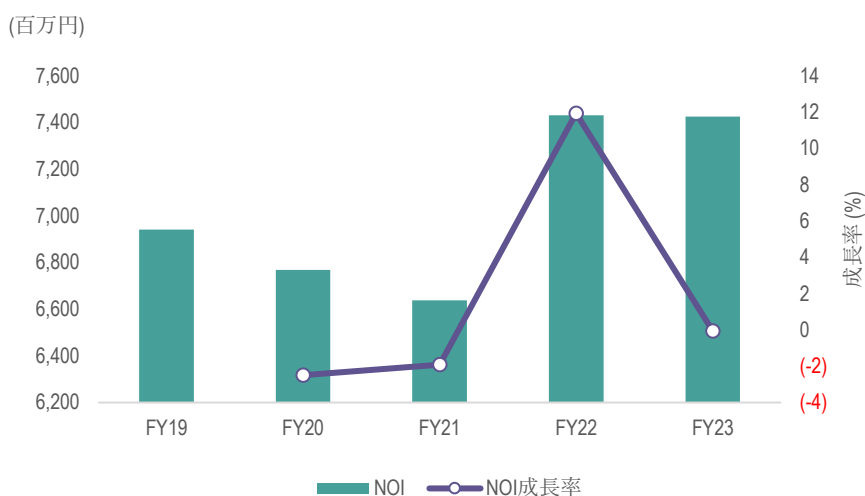


## NOI のトレンド

コロナ禍により、NOI は 2020 年 10 月期と 2021 年 10 月期にそれぞれ前年比 2.5%減、同 1.9%減となった。しかし、2022 年 10 月期にはコロナ禍からの回復により前年比 11.9%増加した。コロナ禍への対応として実施したディフェンシブ性向上のためのポートフォリオの物件入れ替えも、NOI 増加に寄与した。

### NOI はコロナ禍からの回復により大幅増

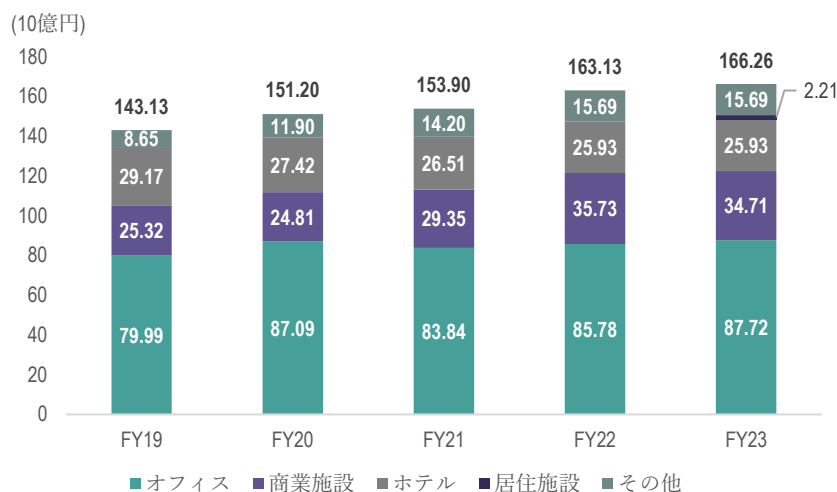
NOI と NOI 成長率の年別推移



出所: 会社データ

### ポートフォリオのディフェンシブ性向上を目的とした物件入れ替えによりポートフォリオの分散とAUMが拡大

AUMおよびアセットタイプ別内訳の年別推移



出所: 会社データ



## スポンサー

### ブランド、専門知識・経験、高い信用力の活用が可能

---

投資法人みらいは三井物産とイデラキャピタルマネジメントの 2 社が共同スポンサーを務めている。

- **三井物産** – 国内最大規模の総合商社の一つで、時価総額は 11.2 兆円、S&P の長期格付けは A (2024 年 4 月現在)。この安定した信用格付けが投資法人みらいの信用力を向上している。総合商社として幅広い事業領域を有しており、特にニュータイプアセットにおいて三井物産の幅広い事業知見とネットワークを活用、物件の取得と運用においてシナジー効果をもたらしている。
- **イデラキャピタルマネジメント** – 2001 年に設立 (前身のエムケーキャピタルマネジメント) された日本の不動産運用会社で、Fosun Group が過半数株式を保有。2023 年 12 月時点の運用資産残高は 4,729 億円、受託物件棟数は 86 棟 (投資法人みらいを除く)。強みは不動産のバリューアップとリーシングマネジメントにある。三井物産とは異なり、オフィス、ホテル、商業施設などの伝統的な不動産の投資とバリューアップ実績を有する。



## ビジネスモデル

### 主要な概念と固有の強み

投資法人みらいが最も力を入れているのは、スポンサーである三井物産とイデラキャピタルマネジメントの強みを活用した三大都市圏での優良資産選択である。同社は資産を「コア」「コアプラス」「ニュータイプ」(コアプラスアセットとニュータイプアセットをあわせて「グロース」アセットとも呼ぶ)に分類し、バランスが取れたポートフォリオの構築に向けてキャップレートがインプライド・キャップレートを上回る割安な資産追加を目指している。

- **コア** – 伝統的な投資用不動産であるオフィス、商業施設、ホテル、居住施設、物流施設のうち、80%以上の稼働率が確保され、安定的な賃貸収益が期待できるアセット。2024年3月末時点で、ポートフォリオの88.4%をコアアセットが占める。
- **コアプラス** – 将来的なキャッシュフローの安定性に着目しつつ、運用期間中のリーズアップや小規模リノベーション、コンバージョンなどを通じてコアアセットを上回る収益性を目指すグロースアセット。2024年3月末時点でコアプラスに分類されるのはミ・ナーラのみで、ポートフォリオ構成比率は2.8%。
- **ニュータイプ** – 投資対象として浸透していないヘルスケア施設、病院、教育施設、インダストリアル不動産、インフラ施設、娯楽施設、森林などの資産。投資法人みらいの投資・運用実績はコアアセットに比べれば乏しいものの、競合となる取得者は限られている。コアおよびコアプラスに比べると流動性は低いが、キャッシュフローはコアプラスよりも安定的。2024年3月末時点で、ニュータイプアセットはポートフォリオの8.8%を占め、鑑定 NOI 利回りは5.3% (ポートフォリオ全体では4.7%)、償却後 NOI 利回りは4.5% (同 3.8%)。

上記の定義に基づくと、現在のポートフォリオ構成は、経営陣の成長志向と同時に、安定的なキャッシュフローを強く選好する姿勢も反映していると言える。2024年3月末時点で、グロースアセットはポートフォリオの11.6%を占めている。リスク管理の観点から、同社はグロースアセットの比率を20%以下に抑える方針である。

### 競争優位性

- **分散化されたポートフォリオ** – 経済情勢の悪化に左右されにくい。
- **キャッシュフローの安定した中規模オフィスに特化** – 需給環境が良好。
- **スポンサーである三井物産の信用力の後ろ盾** – 三井物産は S&P から長期格付け A を取得しており信用力が高い。このため、投資法人みらいは低金利で融資を受けられる。例えば、2023年10月期の平均借入コストは0.61%である。
- **スポンサーがもたらすシナジー効果** – 異なる強みを持つ2スポンサーである三井物産とイデラキャピタルマネジメントが資産取得とポートフォリオ運用を支援。

## スポンサーとのシナジーを通じた価値向上

三井物産の幅広い事業知見とネットワークを活用し、以下のニュータイプアセット取得を実現。

- 三井物産のグローバルネットワークを通じて特定テナント向け三温度帯の特殊物流施設である六甲アイランド DC の開発と取得（関連会社にて開発・安定運用後にみらいで取得）

イデラの資産価値向上の経験は、ホテルからオフィスへコンバージョンした BizMiiX 淀屋橋に生かされている。さらに、リーシングマネジメントの経験も豊富で、オフィス、ホテル、商業施設などの伝統的資産に強みを持つ。2024 年 4 月時点において、日本国内で 17 軒のホテルを運営するホテル経営・運営会社の The COURT を子会社に持ち、ホテル経営のノウハウも蓄積している。同社のノウハウは次のような事例でも生かされた。

- 品川シーサイドパークタワー、東京フロントテラスなどの大規模オフィス取得と、取得後のリーシングサポート
- テナントとの賃貸借契約満期を迎えた伊勢市ホテルのオペレーター選定コンペで TheCOURT を新オペレーターとして採用（同社が最も有利な賃料条件を提示）

## 内部成長ドライバー

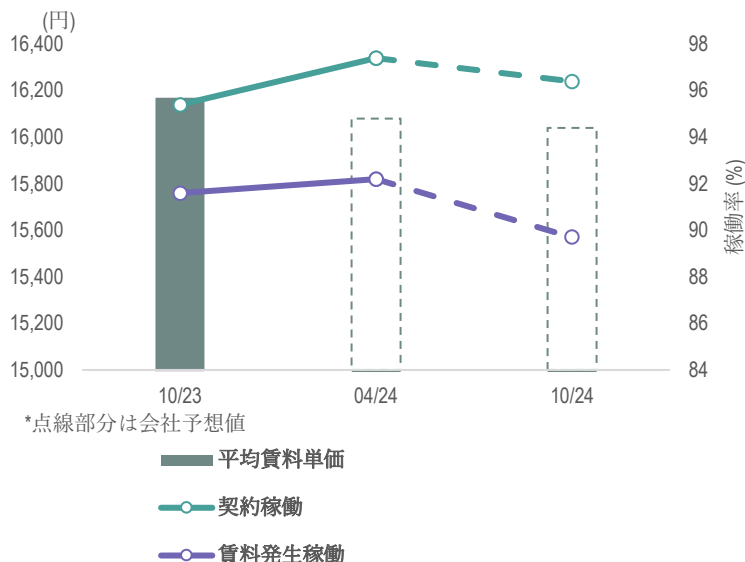
投資法人みらいは、内部的な NOI 改善のために様々な取り組みを行っている。

- **フリーレント期間及びレントホリデー期間の解消** – 大規模オフィス物件で稼働率向上を優先するべくコロナ禍とその後の期間のテナントリーシングでフリーレント期間又はレントホリデー期間を設定したが、入居から一定期間が経過することでこれらの解消が見込まれる他、今後のリーシングにおいてはマーケット環境の改善を考慮して、新規リーシング時に提供するフリーレント期間及びレントホリデー期間の縮小を考えている。今後はポートフォリオの 50% 以上を占めるオフィスでフリーレント期間及びレントホリデー期間が解消することが NOI と DPU の内部成長の主な原動力になるだろう。
- **変動賃料契約の増加** – 事業環境が改善していることから、ホテルと商業施設の賃貸収入のアップサイドを取り込むため、変動賃料契約の拡大を目指している。
- **稼働率の改善** – 不動産バリューアップノウハウとテナントリーシングに関するスポンサーの専門知識・経験を活用したホテル物件のオフィスへのコンバージョン等を通じて稼働率を向上する取り組みを継続。オフィスでみらいが特に注目している中規模オフィス市場は、新規の物件供給が限定的で、豊富なテナント候補先が存在していることが、みらいの稼働率にプラスに作用している。大規模オフィスにおいても品川シーサイドパークタワーではメルセデス・ベンツ退去後の区画の埋め戻しの目途が付いており、稼働率低下が回避される見込み。こうした取り組みは、いずれ賃料上昇につながるだろう。

今後の金利上昇は収益下振れリスクではあるが、高い信用力を持つスポンサーの三井物産の存在や安定した信用格付けを考慮すると、競合他社に比べれば有利な条件での借入金調達は可能と思われる。

## 投資法人みらいは目先の一時的な稼働率低下を予想

オフィスの平均契約稼働率と平均賃料発生稼働率の会社予想



出所: 会社データ

## 外部成長ドライバー

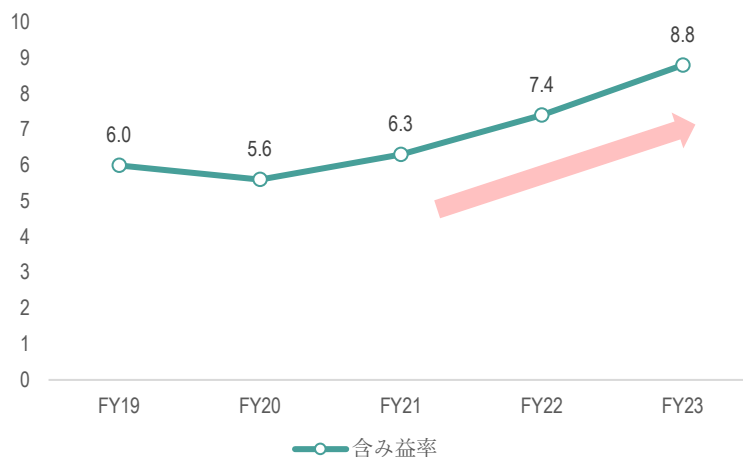
当社は、公募増資とおそらくは M&A が外部成長の主な原動力になるとみている。

- 公募増資後の資産取得** – 経営陣は一口当たり純資産 (BPU) の希薄化を防ぐためにバリュエーションを意識しているようだが、その一方で、BPU の希薄化が避けられ、割安な物件の取得を通じて一口当たり配当金や NAV の向上が実現できるのであれば、NAV 倍率が1倍未満であっても公募増資を実施する用意がある。公募増資を実施すれば、資産取得が加速し、資産規模 2,000 億円という目標達成が視野に入るだろう。それに加えて、流動性向上と時価総額拡大による投資家基盤拡大と一株当たり配当金増加という好影響も予想される。
- M&A** – スポンサーの信用力が M&A 対象企業の信用度向上につながる可能性があることから、投資法人みらいは M&A の実施に有利な状況にあると当社はみている。信用力向上の度合いは一概には言えないが、JCR の長期発行体格付けが A+ の J-REIT による過去の調達事例に基づくと、被買収企業の借入コストは 0.2% 低下するとみられる (借入期間が投資法人みらいと同じであると仮定した場合)。投資法人みらいの信用格付けが引き上げられれば、他の REIT を買収する可能性はさらに上昇する。当社の見解では、M&A は市場再編の根本的テーマではなく起爆剤であるが、成熟市場の成長に伴い、J-REIT セクター再編の可能性はますます高まっている。2019 年、投資法人みらいはスターアジア不動産投資法人から TOB を仕掛けられていたさくら総合リート投資法人をホワイトナイトとして買収しようとした。最終的にはスターアジア不動産投資法人が買収することになったが、この一件は M&A に対する投資法人みらいの積極的な姿勢を例証していると当社は解釈している。

含み益率上昇も資産取得を促す要因になるだろう。投資法人みらいは物件売却により資金を調達して一部を借入金返済に充当することでLTV(有利子負債比率)を引き下げつつ資産取得を積極化することも可能である。

### 含み益率はコロナ禍以来一貫して上昇している

含み益率の推移(%)



出所: 会社データ



## ポートフォリオの概要

2023年10月期時点で、投資法人みらいのポートフォリオにはオフィス、商業施設、ホテル、居住施設、インダストリアル不動産、教育施設など多様なカテゴリーの38物件の資産が含まれている。2023年12月から2024年3月にかけてホテル3物件、オフィス1物件、商業施設1物件を追加取得しており、合計43物件となっている。同社が保有するオフィス物件は競合となる新規物件供給が限られているため、オフィスが50%以上を占める同社のポートフォリオ全体の稼働率は全体で98.5%と高い。

オフィスビルについては、日本企業の99%以上が中小企業であり、それらがターゲットとなる中小規模のオフィスは大規模オフィスに比べてテナント候補になりうる企業が多く、テナント確保が比較的容易である。

### 2023年10月期時点の投資法人みらいのポートフォリオ (取得予定資産を除く)

アセットタイプ	物件名	所在地	築年数(年)	取得時期	取得価格(百万円)	投資比率	鑑定NOI利回り	賃料NOI利回り	テナント数	賃貸可能面積(m <sup>2</sup> )	稼働率	P&L	
オフィス	コア	品川シーサイドパークタワー	東京都品川区	20.3	2016	20,288	12.2%	4.4%	3.7%	24	22,205.78	91.4%	3.1%
	コア	川崎テックセンター	神奈川県川崎市	35.7	2016	23,182	13.9%	4.8%	3.7%	26	22,737.07	100.0%	2.6%
	コア	新宿イーストサイドスクエア	東京都新宿区	11.6	2016	10,000	6.0%	3.5%	2.8%	43	5,774.45	100.0%	2.0%
	コア	東京フロントラス	東京都品川区	31.4	2017	10,592	6.4%	3.6%	3.0%	31	9,720.89	94.1%	3.3%
	コア	MIテラス名古屋伏見	愛知県名古屋	30.7	2019	8,886	5.3%	4.7%	4.1%	8	11,625.38	100.0%	4.9%
	コア	広島豊城通りビル	広島県広島市	30.5	2020	2,250	1.4%	5.2%	4.4%	13	3,611.85	100.0%	5.0%
	コア	BizMIX3層ビル	大阪府大阪市	6.8	2018	2,041	1.2%	3.9%	2.8%	40	1,005.20	85.1%	5.7%
	コア	TCAビル	大阪府大阪市	29.7	2021	2,120	1.3%	4.5%	3.6%	8	3,212.81	100.0%	10.6%
	コア	愛媛ビル・広島	広島県広島市	32.3	2022	2,780	1.7%	4.9%	4.2%	21	4,700.45	100.0%	4.3%
	コア	MIテラス仙台広瀬通り	宮城県仙台市	32.3	2022	2,022	1.2%	4.8%	4.2%	18	3,804.07	92.1%	3.1%
	コア	MIテラス北上野	東京都台東区	31.5	2023	3,557	2.1%	4.3%	3.8%	7	3,551.61	100.0%	5.4%
	小計			27.1		87,719	52.8%	4.4%	3.6%	239	919,49.56	96.8%	-
	商業施設	コア	渋谷ワールドドイーストビル	東京都渋谷区	39.0	2016	3,200	1.9%	5.6%	5.2%	8	1,701.55	100.0%
コア		THINGS青山	東京都港区	17.8	2020	2,912	1.8%	3.7%	3.6%	1	997.62	100.0%	5.1%
コア		Miキューブ仙台クロスロード	宮城県仙台市	32.7	2020	1,330	0.8%	4.8%	4.7%	3	1,023.76	100.0%	3.2%
コア		Miキューブ町田イースト	東京都町田市	34.5	2023	1,977	1.2%	4.9%	4.2%	9	2,176.15	85.9%	4.8%
コア		イオン葛西店	東京都江戸川区	40.9	2016	9,420	5.7%	5.0%	4.1%	1	28,338.45	100.0%	10.2%
コア		カインズモール彦根 (底地)	滋賀県彦根市	-	2021	3,598	2.2%	5.1%	5.1%	1	85,323.95	100.0%	-
コア		マックスバリュ高取店 (底地)	広島県広島市	-	2021	950	0.6%	4.6%	4.6%	1	5,748.81	100.0%	-
コア		ツルミフーガ1	神奈川県横浜市	38.1	2022	5,300	3.2%	4.4%	3.6%	1	9,578.60	100.0%	3.3%
コア		ビッグモーター岐阜南店 (底地)	岐阜県羽島郡	-	2022	1,080	0.6%	4.2%	4.2%	1	6,544.89	100.0%	-
コアプラス		ミ・ナウラ	奈良県奈良市	34.2	2017	4,944	3.0%	5.8%	2.4%	59	43,329.82	95.3%	9.9%
小計			30.1		34,711	20.9%	4.9%	4.0%	85	184,763.60	98.7%	-	
ホテル	コア	ホテルサンルート新潟	新潟県新潟市	31.2	2016	2,108	1.3%	6.2%	4.5%	1	8,254.80	94.6%	7.7%
	コア	ダイワロイネットホテル秋田	秋田県秋田市	17.4	2016	2,042	1.2%	5.8%	4.0%	1	7,439.36	100.0%	4.7%
	コア	スーパーホテル仙台・広瀬通り	宮城県仙台市	16.8	2016	1,280	0.8%	5.9%	4.9%	1	3,283.95	100.0%	5.9%
	コア	スーパーホテル大阪・天王寺	大阪府大阪市	19.8	2016	1,260	0.8%	5.3%	4.8%	1	2,486.39	100.0%	14.3%
	コア	スーパーホテルさいたま・大宮	埼玉県さいたま市	17.3	2016	1,123	0.7%	5.5%	4.3%	1	2,946.55	100.0%	5.3%
	コア	スーパーホテル京都・烏丸五条	京都府京都市	19.8	2016	1,030	0.6%	5.3%	4.7%	1	2,144.02	100.0%	13.1%
	コア	EN HOTEL be	三重県伊勢市	32.0	2018	1,800	1.1%	6.0%	4.8%	1	4,099.31	100.0%	6.9%
	コア	コンフォートホテル北上	岩手県北上市	14.8	2018	820	0.5%	5.5%	3.3%	2	2,961.06	100.0%	10.2%
	コア	ホテルウィングインターナショナルセレクト上野・御徒町	東京都台東区	5.6	2018	3,720	2.2%	4.2%	3.6%	1	3,079.33	100.0%	2.4%
	コア	スマイルホテル郡縣シティリゾート	沖縄県那覇市	35.4	2018	4,000	2.4%	4.4%	3.9%	1	9,698.44	100.0%	2.5%
	コア	スマイルホテル博多駅前	福岡県福岡市	6.7	2018	3,800	2.3%	3.6%	3.2%	1	2,432.72	100.0%	2.7%
	コア	スマイルホテル名古屋栄	愛知県名古屋	15.1	2018	2,950	1.8%	4.2%	3.7%	1	2,909.20	100.0%	2.6%
	小計			18.9		25,933	15.6%	4.8%	4.0%	13	51,735.13	99.1%	-
居住施設	コア	フィール城北	静岡県浜松市	22.7	2023	2,210	1.3%	5.1%	4.4%	1	8,747.08	100.0%	11.0%
インフラ	ニュータイプ	六甲アイランドDC	兵庫県神戸市	7.5	2018	7,996	4.8%	5.4%	4.1%	1	15,563.37	100.0%	11.3%
	ニュータイプ	小田原機材管理センター (底地)	神奈川県小田原市	-	2021	2,300	1.4%	4.9%	4.9%	1	16,529.10	100.0%	-
	ニュータイプ	横浜大黒町整備工場 (底地)	神奈川県横浜	-	2022	1,490	0.9%	3.9%	3.9%	1	3,499.83	100.0%	-
教育施設	ニュータイプ	東京衛生学園専門学校	東京都大田区	37.6	2020	3,900	2.3%	5.8%	5.1%	1	4,220.46	100.0%	9.2%
ニュータイプ小計			13.2		15,686	9.4%	5.3%	4.5%	4	39,812.76	100.0%	-	
ポートフォリオ	合計		25.1		166,260	100.0%	4.7%	3.8%	342	377,008.13	98.5%	2.8%	

出所: 会社データ

### 戦略的資産配分 – ホテル

総合型 REIT として、投資法人みらいは引き続きホテルの追加取得によりポートフォリオの分散を維持するとみられる。この戦略には、ホテルは日本全国に所在しているため地理的分散が改善する、変動賃料契約の物件であれば旺盛なインバウンド需要を背景に NOI 向上が見込まれるなど、いくつかのメリットがある。円安が持続するなか、日本人が国内旅行を好む傾向も続くと当社は考えている。これはインバウンド需要と並んで重要な成

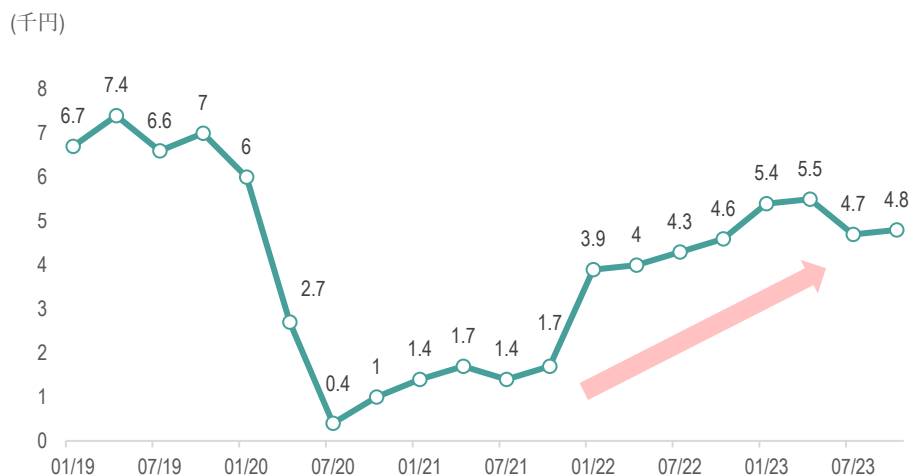




長ドライバーになるだろう。こうした点を踏まえ、投資法人みらいは国内のバジェットホテル取得を積極化すると予想する。

### 変動賃料ホテル(既存3物件)の RevPAR(販売可能な客室1室当たり収益)はコロナ禍が明けてインバウンド需要の回復とともに上昇傾向

変動賃料ホテル3物件の平均 RevPAR の推移



出所: 会社データ

### ホテルと商業施設の変動賃料比率上昇

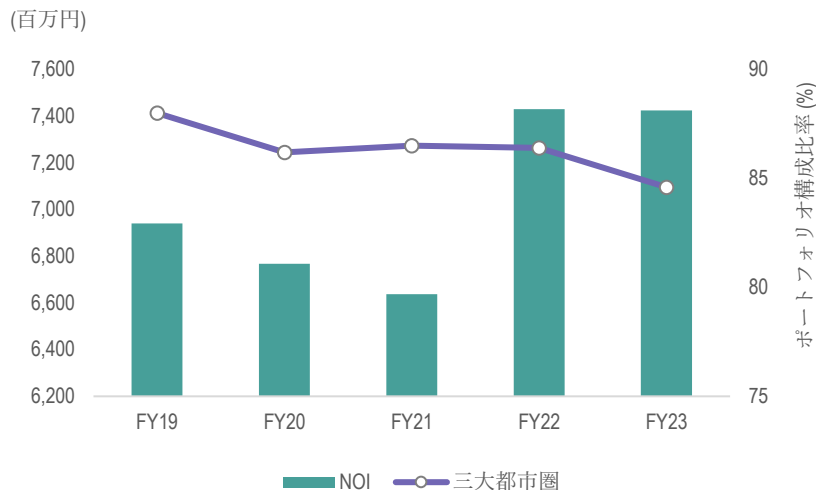
堅調なインバウンドと国内旅行需要を受けて、投資法人みらいは固定賃料契約から変動賃料契約への切り替えを積極的に進めている。ホテルについては、2024年4月期に取得した3物件を含めると変動賃料を導入している物件の比率が約52%に達する。商業施設の変動賃料や3~5年程度の契約期間で消費動向に合わせて賃料向上が見込める都市型商業施設の比率がすでにホテルのそれを大きく上回っていることを考えると、ホテルの変動賃料比率にはかなりの上昇余地があると思われる。

### 三大都市圏からの重点シフト

投資法人みらいはこの1年、東京でのオフィス大量供給への対応として、資産配分の重点を三大都市圏から戦略的にシフトしている。需給バランスが良好でNOI利回りの高い投資環境を求めて、地方圏のオフィスとホテルへの配分拡大に着手した。東京圏とは異なり、建築コスト上昇の影響もあり地方では新築不動産の供給が限られているため、高い収益性と安定的なキャッシュフローが確保できる。同社のポートフォリオにおける三大都市圏の構成比率は現在83%であるが、最低水準を70%以上に設定した。今後の公募増資の状況次第ではあるが、同比率は大幅にはないにしてもさらに低下する可能性がある。と当社は考えており、これがNAVの改善をもたらすだろう。

## 投資法人みらいの地理的分散は NOI に好影響をもたらしている

### NOI と三大都市圏のポートフォリオ構成比率の推移



出所: 会社データ

### メルセデス・ベンツの退居

同社のポートフォリオで 2 番目に規模の大きい品川シーサイドパークタワーの稼働率が 2024 年 5 月に完了するメルセデス・ベンツの退居(同物件の約 10%を占める)により一時的に低下していることは、指摘しておくべきだろう。新たな後継テナントは概ね決まったもようで、稼働率は過去平均をわずかに下回る 94%まで回復すると予想される。オフィス物件としての質とそれに比べて比較的割安な賃料という同物件の魅力を考えると、メルセデス・ベンツの退居後においても安定運用には大きなリスクは無いと当社は考えている。ただ、他の J-REIT が運用する近隣物件でもこのところ大型テナントが退居していることから、投資家は東京のシーサイドエリアをリスクが高いと見なしているようだ。

同社は多様な資産全般の賃料引き上げを引き上げを図っている。

- **オフィス** – 品川シーサイドパークタワーと東京フロントテラス(2024 年 3 月末時点のポートフォリオ構成比率は合計で 17.3%)は、フリーレント期間及びレントホリデー期間の解消とコロナ禍終息後のマーケット環境改善から予想される賃料上昇により、賃料回復が見込まれている。一般的なオフィス賃貸借契約期間は 2 年程度と短く、インフレ環境下で比較的タイムリーな賃料引き上げが可能である。
- **商業施設** – 渋谷ワールドイーストビル(ポートフォリオ構成比率 1.8%)では、コロナ禍後にテナントが退居した区画での新たなテナント誘致で 10%の賃料引き上げに成功した。都市型商業施設では好調なインバウンド消費や良好な消費者センチメントを追い風に賃料を値上げしやすい状況が続くだろう。
- **ホテル** – インバウンド需要と円安下での日本居住者の国内旅行需要向上を受けた RevPAR 急上昇を考慮すると、変動賃料物件の賃料アップの余地は十分ある。変動賃料物件の比率は約 52%で、これには一定の条件を達成した場合に固定賃料に変動賃料が上乘せされる契約が含まれる。残りの 48%はこうしたアップサイド条項が見つからない固定賃料物件だが、現在の契約の更新時に変動賃料を含む

契約への切り替えを行うことは可能だろう。固定賃料のホテル 8 物件のうち 4 物件は、2027 年までに賃貸契約が切れる。投資法人みらいが運用するホテルの賃料引き上げが比較的容易と考えられるもう一つの理由は、中小規模のバジェットホテル中心であることだ。これらの物件はリゾートホテルやフルサービス型といったホテルとの比較で賃料水準が高くなく、昨今の建設コスト上昇により新規ホテル開発は採算上難しくなっている。したがって、ホテル運営企業は事業拡大に向けては既存のホテル物件のオペレーション受託(賃貸借契約締結)にさらに積極的になり、既存ホテル物件の賃貸借契約満期時の契約更改の賃料に構造的上昇圧力がかかる公算が大きい。



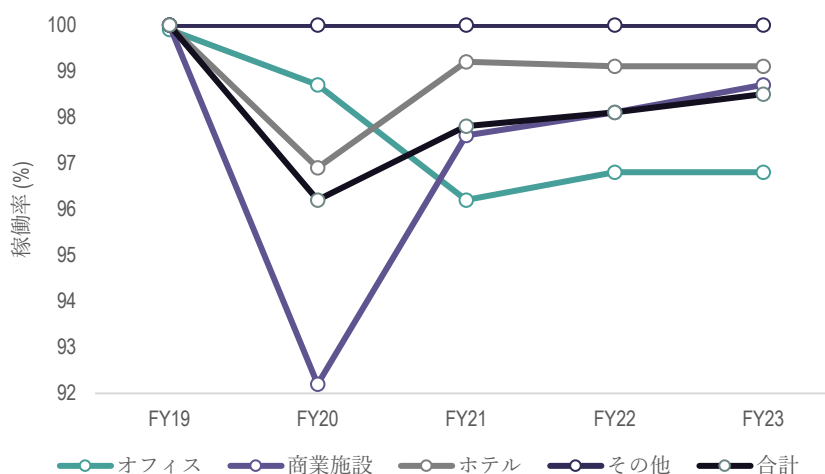
## コロナ禍への対応

### コロナ禍期

品川シーサイドパークタワー、東京フロントテラスなど投資法人みらいの所有する大規模オフィス物件は、事業環境悪化に伴う国内大手旅行代理店である JTB グループの一部解約や大企業による在宅勤務導入の結果、稼働率が低下した。これを受けて同社は、稼働率を維持するため、新規テナントへのリーシングに際しては長めのフリーレント期間やレントホリデー期間を提供した。

### 稼働率はコロナ禍後に幾分回復したが、一段の回復余地がある

#### アセットタイプ別の稼働率の推移



出所: 会社データ

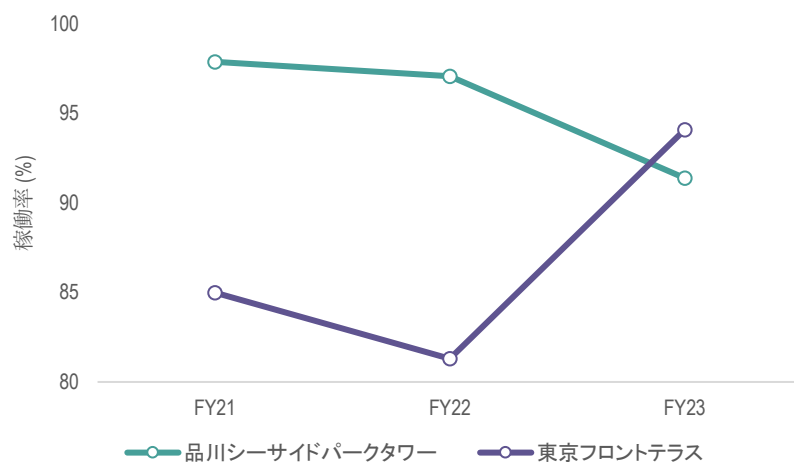
### コロナ禍後

2023年10月時点ではオフィスの稼働率は97%弱まで回復しているが、依然としてコロナ禍前の水準を下回っている。しかし、2024年3月時点では、オフィスの稼働率は98.6%となっており、2019年10月期に近い水準まで回復してきている。商業施設の稼働率も回復傾向にはあるが、2019年10月期の水準には戻っていない。

投資法人みらいの所有する大規模オフィスの平均賃料単価は坪当たり月額15,000円～16,000円で、コロナ禍前を引き続き下回っている。当社は、オフィス市場の回復が続けば月額賃料の引き上げは可能になるとみている。それと同時に、コロナ禍以降のテナントリーシング時に提供したフリーレント期間やレントホリデー期間の解消が寄与し、その結果収益性が改善するだろう。同社が所有する中規模オフィスについては、稼働率を落とさずに月額賃料を値上げできている。

## JTB グループの退去は東京フロントテラスの稼働率に打撃を与えた

投資法人みらいの所有する大規模オフィスの稼働率



出所: 会社データ

## 同業他社グループ分析

投資法人みらいの収益性とバリュエーションを評価するため、以下の同業他社を選定した。

### 国内企業

会社名	概要
平和不動産リート投資法人	東京と大阪地域のオフィスおよび住宅が中心
スターアジア不動産投資法人	総合型のポートフォリオを持つ J-REIT で、2019 年にさくら総合リート投資法人の買収を巡り投資法人みらいと競合。
いちごオフィスリート投資法人	東京と大阪地域にある築平均約 30 年の古いオフィスを主に扱う。
グローバル・ワン不動産投資法人	明治安田生命保険、近畿日本鉄道株式会社、森ビル株式会社など複数のスポンサーを持つオフィス中心の J-REIT。
One リート投資法人	みずほフィナンシャルグループ傘下のオフィス系 J-REIT。
トーセイ・リート投資法人	東京を拠点とし、主に住宅およびオフィスビルに主眼を置いた J-REIT。
マリモ地方創生リート投資法人	日本各地の住宅や商業物件を中心に投資。

出所: 会社データ、ブルームバーグ

これは主にオフィスなどに分散投資する中規模 J-REIT の中から当社が独自に選定した限定的な同業他社グループである。REIT は現地の市場特性の影響を受けやすいため、海外企業は直接比較が難しいと判断し、分析対象から除外した。

### 主な分析結果

- **バリュエーション** – 1年分配金利回りは平均 3.8%で、10年日本国債利回りを大きく上回り、割安と考えられる。NAV 倍率も依然として 1 倍未満で、J-REIT セクターは魅力的である。なかでもグローバル・ワン不動産投資法人(8958)は、バリュエーションが最も低い J-REIT の一つに数えられる (NAV 倍率 0.78 倍、PBR1.05 倍)。当社の分析によると、この低いバリュエーションは、取得価格が高い比較的新しいオフィスビルへの投資集中に起因している。これに対し、分散度の高いトーセイ・リート投資法人(3451) やスターアジア不動産投資法人(3468)の NAV倍率は同業グループ平均より高い。これは投資家が分散度の高いポートフォリオを選好するためと考えられる。それでも、分配金利回りで見ると両社にも割安感がある。
- **レバレッジ** – 同業グループ平均の LTV は 53.3%であり、51.0%である同社は債務方針が保守的であることがうかがえる。同業他社の LTV はおおむね似通った水準にあるが、注目すべきことに、ネットデット/EBITDA 倍率は比較的ばらつきが大きい。例えば、いちごオフィスリート投資法人(8975)は同業グループ内でネットデット/EBITDA 倍率が最も低く、LTV が最も高い。逆に、投資法人みらいは同業グループ内でネットデット/EBITDA 倍率が最も低く、LTV 水準は低位。その理由の一つは、ネットデット/EBITDA 倍率は静的なバランスシートの項目を動的な損益計算書の項目と比較するものであり、2つの静的な項目を比較するネット D/E レシオとは異なることだ。したがって、収益性が正常化するにつれ、レバレッジ指標のばらつきもいずれ平均に回帰するだろう。
- **ポートフォリオの特性**
  - **NOI 利回り** - 同業他社に比べ、投資法人みらいの NOI 利回りと PML(地震による予想最大損失率)はやや低い。これは同社のポートフォリオの安定性が相対的に高いことを意味する。

- **分散度** - スターアジア不動産投資法人やマリモ地方創生リート投資法人のような分散度の高い J-REIT に比べると、投資法人みらいはオフィスビルへの集中度が高い。
- **平均築年数** - 投資法人みらいの資産は同業他社に比べてやや古い。これは、新築物件の供給が限られている中規模オフィスやバジェットホテルに重点投資しているためである。
- **テナント数** - 同業他社に比べ、投資法人みらいの1物件当たりテナント数は少ない。これは同業他社に比べて資産規模が総じて小さいことを反映している。

**当社の見解では、投資法人みらいは過小評価されている。** 分配金利回りと NAV 倍率の両方の指標で同業他社に比べて割安感があり、NAV 倍率は 0.87 倍と、最も直接比較可能な分散化されたポートフォリオを有する平和不動産リート投資法人 (8966)、スターアジア不動産投資法人 (3468)、マリモ地方創生リート投資法人 (3470) の水準を下回っている。これについて当社は、投資家が投資法人みらいのポートフォリオ分散化とその結果としての安定的なキャッシュフローを見落としているためではないかと考えている。分配金利回りも、投資法人みらいは 5.1% と、ポートフォリオの分散度が低く、NOI 利回りも同社に比べて低いグローバル・ワン不動産投資法人 (8958) より過小評価されており、これは正当化が難しいと思われる。



## J-REIT セクターの同業他社の主要収益性・バリュエーション指標分析によると、魅力的な分配金利回りにもかかわらず、NAV 倍率は依然として 1.0 倍割れ

### バリュエーション

会社名	バリュエーション 分配金利回り(%)			NAV 倍率(倍)				PER(倍)				PBR(倍)			
	10年平均	1年	2年	直近	10年平均	10年 標準偏差	標準 偏差	12ヵ月先 予想	10年 平均	10年 標準偏差	標準 偏差	直近	10年 平均	10年 標準偏差	標準 偏差
投資法人みらい	5.1	na	na	0.87	0.84	0.30	0.1	na	20.3	8.3	na	0.99	1.07	0.20	(0.4)
平和不動産リート投資法人	4.0	3.2	3.2	0.94	0.96	0.14	(0.1)	37.4	32.6	9.5	0.5	1.36	1.27	0.26	0.4
スターアジア不動産投資法人	5.5	3.8	3.8	0.97	0.87	0.19	0.5	27.0	21.1	5.5	1.1	1.13	1.04	0.09	1.1
いちごオフィスリート投資法人	4.9	na	na	0.82	0.97	0.14	(1.0)	na	22.4	3.0	na	1.19	1.29	0.16	(0.6)
グローバル・ワン不動産投資法人	4.0	5.6	4.5	0.78	0.74	0.28	0.2	18.7	36.0	11.5	(1.5)	1.05	1.12	0.13	(0.5)
One リート投資法人	5.1	na	na	0.92	0.90	0.25	0.1	na	na	na	na	1.15	1.13	0.24	0.1
トーセイ・リート投資法人	5.3	na	na	0.95	0.91	0.07	0.5	na	34.3	2.7	na	1.27	1.12	0.10	1.5
マリモ地方創生リート投資法人	5.2	2.5	2.5	0.92	1.00	0.19	(0.4)	46.8	37.5	5.5	1.7	1.23	1.19	0.13	0.3
<b>平均値</b>	<b>4.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.5</b>	<b>0.90</b>	<b>0.90</b>	<b>0.19</b>	<b>(0.0)</b>	<b>32.5</b>	<b>29.2</b>	<b>6.6</b>	<b>0.4</b>	<b>1.17</b>	<b>1.15</b>	<b>0.16</b>	<b>0.2</b>

出所: ファクトセット、ブルームバーグ、アストリス・アドバイザリー

### 重要指標とレバレッジ

会社名	重要指標 (%)						レバレッジ				
	稼働率	NOI 利回り	キャップレート (簿価)	償却後 利回り	FFO 配当性向	AFFO 配当性向	LTV(%)	ネット D/E レシオ(倍)	ネット デット/ EBITDA 倍率 (倍)	JCR 長期格付	JCR 見通し
投資法人みらい	98.5	4.0	3.9	3.0	80.0	80.0	51.0	1.0	12.0	A+	POS
平和不動産リート投資法人	97.6	3.5	4.6	3.7	87.6	87.6	54.1	0.8	9.1	AA-	STABLE
スターアジア不動産投資法人	97.9	4.1	4.4	3.6	85.1	84.9	50.9	0.7	8.8	A+	STABLE
いちごオフィスリート投資法人	95.9	3.8	4.4	3.5	138.5	138.5	56.5	0.9	7.2	A+	STABLE
グローバル・ワン不動産投資法人	96.3	3.6	3.7	2.8	86.9	85.4	50.4	0.9	10.4	AA-	STABLE
One リート投資法人	98.7	4.4	4.8	3.8	n.a.	n.a.	54.8	0.9	9.6	A+	STABLE
トーセイ・リート投資法人	96.4	5.0	5.6	4.5	75.7	75.7	54.2	0.8	7.9	A	STABLE
マリモ地方創生リート投資法人	99.0	4.4	4.8	4.0	78.3	77.6	54.2	1.0	9.1	A-	STABLE
<b>平均値</b>	<b>97.5</b>	<b>4.1</b>	<b>4.5</b>	<b>3.6</b>	<b>90.3</b>	<b>90.0</b>	<b>53.3</b>	<b>0.9</b>	<b>9.3</b>		

出所: ファクトセット、ブルームバーグ、アストリス・アドバイザリー



ポートフォリオデータ(1)

ティッカー	会社名	ポートフォリオ・データ 主要スポンサー・株主	上場 (年)	物件数	テナント数	取得価格 合計 (10 億円)	延べ面積 (m <sup>2</sup> )	平均 取得価格 (10 億円)	平均 延べ面積	平均 築年数
3476 JP	投資法人みらい	三井物産アセットマネジメント・ホールディングス株式会社(50%)、株式会社イデラキャピタルマネジメント(50%)	2016	43	342	178	393,916	4.1	9,160	26.2
8966 JP	平和不動産リート投資法人	平和不動産株式会社(100%)	2005	127	5,921	232	263,123	1.4	2,072	23.3
3468 JP	スターアジア不動産投資法人	スターアジアアセットマネジメント LLC(100%)	2016	71	1,742	244	585,164	2.5	8,242	21.6
8975 JP	いちごオフィスリート投資法人	いちご株式会社(100%)	2005	88	1,008	212	269,107	2.0	3,058	30.6
8958 JP	グローバル・ワン不動産投資法人	明治安田生命保険相互会社(10%)、近畿日本鉄道株式会社(10%)、森ビル株式会社(10%)	2003	15	207	209	153,228	11.9	10,215	18.4
3290 JP	One リート投資法人	みずほリアルティ One 株式会社(100%)	2013	32	574	124	256,859	5.6	8,027	33.6
3451 JP	トーセイ・リート投資法人	トーセイ株式会社(100%)	2014	62	2,469	83	196,171	2.9	3,164	30.2
3470 JP	マリモ地方創生リート投資法人	マリモ株式会社(100%)	2016	52	1,591	50	230,552	3.4	4,434	15.7
<b>平均値</b>			-	<b>61</b>	<b>1,732</b>	-	-	<b>4.2</b>	<b>5,981</b>	<b>25.0</b>

出所: Japan-REIT.com、会社データ

ポートフォリオデータ(2)

ティッカー	会社名	アセット別ポートフォリオ構成比(%)						地域別ポートフォリオ構成比(%)			その他データ(%)	
		オフィス	居住施設	商業施設	ホテル	ロジスティックス	その他	東京圏	大阪圏	その他	予想最大 損失率 (PML)	NOI 利回り
3476 JP	投資法人みらい	50.7	1.2	21.0	18.3	4.5	4.3	57.8	14.4	27.8	2.7	4.5
8966 JP	平和不動産リート投資法人	47.0	49.6	3.4	-	-	-	73.9	16.6	9.5	3.9	4.9
3468 JP	スターアジア不動産投資法人	31.1	16.1	11.5	28.8	11.6	0.9	63.2	19.7	17.1	n.a.	4.8
8975 JP	いちごオフィスリート投資法人	97.6	-	2.4	-	-	-	75.9	14.4	9.7	3.4	5.3
8958 JP	グローバル・ワン不動産投資法人	100.0	-	-	-	-	-	75.3	16.5	8.2	1.8	4.0
3290 JP	One リート投資法人	100.0	-	-	-	-	-	70.7	19.8	9.5	5.6	5.0
3451 JP	トーセイ・リート投資法人	41.0	52.1	6.9	-	-	-	99.1	0.9	-	4.6	6.0
3470 JP	マリモ地方創生リート投資法人	9.5	42.0	33.8	5.0	2.3	7.4	19.0	30.6	50.4	1.3	6.3
<b>平均値</b>		<b>59.9</b>	<b>20.1</b>	<b>9.5</b>	<b>6.5</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>66.9</b>	<b>18.3</b>	<b>14.9</b>	<b>3.3</b>	<b>5.1</b>

出所: Japan-REIT.com、会社データ



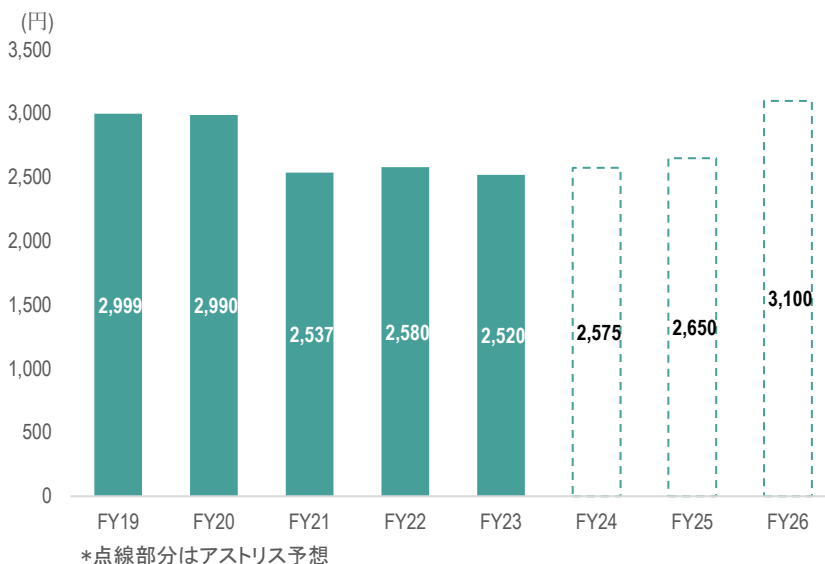
## 中期経営計画

### 公募増資が一口当たり NAV・分配金目標達成のカギ

投資法人みらいは 2025 年末の目標として、資産規模 2,000 億円、一口当たり分配金 1,300 円(年 2 回)を掲げている。経営陣は NAV 倍率を意識しており、低いバリュエーション水準での公募増資実施には抵抗を感じているもようで、このスタンスは投資家に好感されている。しかし、低バリュエーションが持続すれば公募増資が実施できないリスクがある。逆に、株価が回復すれば、公募増資の可能性は上昇し、結果としてより多くの資産取得や、おそらくは同業他社の M&A にもつながるだろう。

#### 一口当たり分配金はコロナ禍で減少したが、回復傾向にある

投資法人みらいの一口当たり分配金の年別推移



出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー

#### 自己投資口取得

同社は自己投資口取得の選択肢を排除していない。このことは、経営陣が投資口価格を割安と見なし、一口当たり分配金と一口当たり NAV を改善する可能性があることを示唆する。問題は、現在 50%前後で推移している LTV に上昇圧力がかかることだ。

#### 信用格付け引き上げと M&A

投資法人みらいは日本格付研究所から一貫して A+ の長期発行体格付けを得ている。最近の AUM 拡大と三井物産のスポンサーシップに裏打ちされた信用力に照らすと、AA- への格付け引き上げの公算は強まっていると当社は考えている。それに加えて、日本格付研究所は 2024 年 2 月、同社の格付け見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げており、これも同社の格付け引き上げが有望であることの根拠になる。AA- に引き上げられれば、投資家層が拡大し、AA 格以上の銘柄を投資候補とする地方投資家からの投資も

得やすくなり、投資口価格とひいては公募増資の可能性にプラス影響を及ぼすとみられる。引き上げが実現した場合、すでに十分高い投資法人の信用力は、低い信用力に苦しむ他の J-REIT に同社との合併を検討させる、より魅力的な誘因になるだろう。被合併企業の信用度がどの程度向上するのかは一概には言えないが、**日本格付研究所の長期発行体格付けが A+ の J-REIT による過去の調達事例に基づくと、被買収企業の借入コストは推計 0.2% 低下する（借入期間が投資法人みらいと同じであると仮定した場合）**。投資法人みらいの信用格付けが A+ から引き上げられれば、他の REIT を買収する可能性はさらに上昇する。

### 内部成長押し上げ策とインフレにより一口当たり分配金は増加の公算

インフレは不動産管理費用の増加につながるが、フリーレント期間及びレントホリデー期間の解消、賃料引き上げ、稼働率改善、およびポートフォリオの NAV 増加により十二分に相殺されるとみられる。これは一口当たり分配金にプラス影響をもたらすだろう。

### 金利上昇は分配性向にマイナス影響を及ぼす可能性がある

NOI 拡大は安定的な分配につながると当社は考えているが、借入コスト上昇は J-REIT の分配金にマイナス影響を及ぼす可能性がある。しかし、投資法人みらいは三井物産を後ろ盾とする高い信用力により同業他社に比べて有利な立場にあることから、借入コスト上昇圧力は比較的小さいだろう。

## M&A

投資法人みらいは成長を押し上げるために M&A を検討しており、適切な対象が現れれば積極的に動くと思われる。対象として予想されるのは、長期にわたり外部成長や公募増資を実現できていないか、IPO 時に発表したスポンサーシップの当初計画を達成できていない J-REIT だろう。もう一つ見過ごせないのは、信用格付けの低い J-REIT が三井物産の高い信用力を通じて信用力を向上しうることである。

## 最近の業績

2023年10月期下期は、不動産賃貸事業収入の増加にもかかわらず、その他の営業費用増加により当期純利益は減益

### 主要財務データ

(十億円)	下期 22年10月期	下期 23年10月期	予想前年比 伸び率(%)
営業収益	5.67	5.74	+1.4
不動産賃貸事業費	1.83	1.99	+8.8
NOI	3.72	3.75	+0.8
その他の営業費用合計	1.51	1.59	+5.4
税金	0.00	0.01	-
当期純利益	2.32	2.15	-7.4
DPU(円)	1,313	1,215	-7.5
FFO配当性向(%)	81.0	75.2	

出所: 会社データ

インバウンド需要が引き続きホテルの成長を支え、オフィスの稼働率は回復

### 事業セグメント別データ

(十億円)	下期 22年10月期	下期 23年10月期	予想前年比 伸び率(%)
営業収益	5.67	5.74	+1.4
オフィス	2.31	2.31	+0.0
商業施設	1.18	1.27	+7.5
ホテル	0.67	0.64	-4.2
居住施設	-	0.07	-
その他	0.43	0.45	+4.8

出所: 会社データ

## 決算ハイライト

2023年10月期下期決算は強弱混在していた。オフィス賃貸市場では、首都圏を中心にオフィス勤務回帰の動きが増加傾向にある。その結果、東京圏の大規模オフィスでは上期にすでに稼働率が上昇し、下期は横ばいで推移した。ホテルは引き続きインバウンド需要を謳歌しているが、不動産賃貸事業収入はコロナ禍において軽症者療養施設として全室が貸し出されていた那覇の物件が通常営業に戻った影響もあり、前年比でマイナスとなった。商業施設は開業来最高の賃料を記録したミ・ナーラの寄与により、不動産賃貸事業収入が前年比大幅増加した。

## 当社の業績予想と主な前提条件

現在の当社業績予想では、2025年10月期に2025年の東京圏での新築大規模オフィスの大量供給から生じるオフィス賃料下押し圧力を保守的に織り込むことから営業収益が伸び悩むと想定している。しかし、2026年10月期には大規模オフィス市場の正常化とフリーレント期間とレントホリデー期間解消のプラス影響、稼働率改善、資産全般の賃料引き上げなどから力強い回復を見込んでいる。

当社の主な業績予想は以下のとおり。

### アストリス・アドバイザーの業績予想

Year-end	24年 10月期 (予)	25年 10月期 (予)	26年 10月期 (予)
営業収益 (十億円)	12.85	13.25	14.67
成長率 (%)	+6.6	+3.1	+10.7
	+6.6	+3.1	+10.7
NOI (十億円)	7.64	7.92	9.02
NOI 成長率 (%)	+2.9	+3.6	+13.9
NOI マージン (%)	59.5	59.8	61.5
当期純利益 (十億円)	4.80	4.98	5.67
当期純利益率 (%)	+4.4	+3.6	+13.9
当期純利益成長率 (%)			
EPU (¥)	2,711	2,810	3,200
EPU 成長率 (%)	+4.4	+3.6	+13.9
DPU (¥)	2,576	2,650	3,100
DPU 成長率 (%)	+2.2	+2.9	+17.0

出所:アストリス・アドバイザー

当社の業績予想は以下を主な前提条件としている。

- **営業収益成長** – 2024年10月期と2025年10月期は一桁成長、2026年10月期は二桁成長を想定。オフィスはポートフォリオの50%以上を占めているため、同分野の内部成長が最も重要な成長ドライバーになる。
- **収益性** – 収益が前年比で増加するに伴い、NOI マージンは徐々に改善。内部成長がマージン回復を促す見通し。
- **一口当たり分配金(DPU)** – 現在の2025年10月期までの中期経営計画で一口当たり分配金1,300円(年2回)という目標が設定されている。当社は内部成長により一口当たり分配金の増加が促されると予想。



## 会社情報

投資法人みらい役員(3名、女性比率0%、社外比率67%)(2024年3月31日現在)

執行役員	菅沼 通夫
所有投資口数	-
略歴	
1989年4月	株式会社日本長期信用銀行(現株式会社SBI新生銀行)入社
2002年3月	同社不動産ファイナンス部
2006年11月	三井物産株式会社入社金融商品部ストラクチャードファイナンス室
2007年4月	同社金融商品部 REIT 室
2007年7月	三井物産リアルティ・マネジメント株式会社資産運用部長
2009年1月	同社取締役資産運用部長
2016年9月	同社取締役資産運用部長三井物産アセットマネジメント・ホールディングス株式会社
	三井物産・イデラパートナーズ株式会社代表取締役社長(現任)
2016年9月	投資法人みらい執行役員(現任)

監督役員	根岸 岳彦
所有投資口数	-
略歴	
2001年5月	濱田松本法律事務所入所(現 森・濱田松本法律事務所)
2010年7月	増田パートナーズ法律事務所入所
2012年4月	三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社内部管理委員会外部専門家(現任)
2016年9月	投資法人みらい監督役員(現任)
2017年1月	ヴァンダーファルケ法律事務所入所(現任)
2021年10月	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社コンプライアンス委員会外部委員(現任)

監督役員	西井 秀朋
所有投資口数	-
略歴	
1995年11月	指吸会計センター株式会社入社
2003年4月	新日本監査法人(現 EY 新日本有限責任監査法人)
2003年6月	あずさ監査法人(現有限責任あずさ監査法人)
2005年7月	KPMG 税理士法人
2012年11月	西井秀朋公認会計士・税理士事務所
2015年4月	アクセルパートナーズ株式会社代表取締役(現任)
2015年12月	イデラリート投資法人(現 投資法人みらい)監督役員(現任)

三井物産・イデラパートナーズ株式会社役員(7名、女性比率0%、社外比率43%)(2024年3月31日現在)

代表取締役社長	菅沼 通夫
所有投資口数	-
略歴	
1989年4月	株式会社日本長期信用銀行(現株式会社SBI新生銀行)入社
2002年3月	同社不動産ファイナンス部
2006年11月	三井物産株式会社入社金融商品部ストラクチャードファイナンス室
2007年4月	同社金融商品部 REIT 室
2007年7月	三井物産リアルティ・マネジメント株式会社資産運用部長
2009年1月	同社取締役資産運用部長
2016年9月	同社取締役資産運用部長三井物産アセットマネジメント・ホールディングス株式会社
	三井物産・イデラパートナーズ株式会社代表取締役社長(現任)
2016年9月	投資法人みらい執行役員(現任)



代表取締役副社長 CIO	岩崎 浩之
所有投資口数	-
略歴	
1996年4月	山田建設株式会社入社
2005年9月	グローバンス株式会社入社
2006年7月	同社アクイジション事業部長
2007年12月	同社アクイジション事業部長執行役員
2008年8月	アトラス・パートナーズ株式会社(現株式会社イデラキャピタルマネジメント)入社
2010年12月	同社不動産アセットマネジメント部長
2011年6月	同社不動産アセットマネジメント部長執行役員
2012年5月	株式会社イデラ キャピタルマネジメント アセットマネジメント第一グループリーダー
2012年9月	同社アセットマネジメント部門第一グループリーダー兼部門責任者補佐 ディレクター
2015年8月	株式会社イデラ アセットマネジメント(現三井物産・イデラパートナーズ株式会社)取締役投資運用部長
2016年9月	三井物産・イデラパートナーズ株式会社投資運用部長
2018年1月	同社取締役投資運用部長
2019年4月	同社代表取締役副社長 CIO(現任)

取締役 CFO 兼業務部長	上田 晋寛
所有投資口数	-
略歴	
1997年4月	三井物産株式会社入社
2000年11月	三井物産(上海)貿易有限公司
2002年4月	三井物産株式会社
2003年6月	三井物産(広東)貿易有限公司
2007年7月	三井物産株式会社
2019年11月	三井物産アセットマネジメント・ホールディングス株式会社業務部長
2020年12月	同社事業戦略部長兼業務部長
2022年11月	三井物産・イデラパートナーズ株式会社業務部次長
2022年11月	同社取締役 CFO 兼業務部長(現任)

取締役投資運用部長	小原 智
所有投資口数	-
略歴	
1999年4月	日商岩井株式会社(現双日株式会社)入社
2007年2月	モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン株式会社(現モルガン・スタンレー・キャピタル株式会社)
2013年4月	ヒューリック株式会社 ヒューリックリートマネジメント株式会社投資運用部副部長
2018年1月	スターアジア・マネジメント・ジャパン・リミテッド・東京支店ディレクター
2018年3月	スターアジア投資顧問株式会社取締役兼投資運用部長
2020年8月	スターアジア・マネジメント・ジャパン・リミテッド・東京支店ディレクター
2022年5月	株式会社イデラ キャピタルマネジメント ディレクター
2022年6月	三井物産・イデラパートナーズ株式会社投資運用部次長
2022年7月	同社取締役投資運用部長(現任)

取締役(非常勤)	萩野 保
所有投資口数	-
略歴	
1990年4月	三井物産株式会社入社
1995年4月	同社開発本部 開発プロジェクト第一部
1995年8月	同社インドネシア修業生(在ジャカルタ)
1996年8月	同社ジャカルタ事務所
1998年7月	同社中国支社
2003年4月	同社サービス事業本部 都市開発事業部
2004年4月	ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社
2006年2月	三井物産株式会社コンシューマーサービス事業本部都市開発事業部
2010年4月	MBK REAL ESTATE Holdings Inc. SVP(在米国 CA)
2014年1月	三井物産株式会社事業統括部
2015年3月	同社コンシューマーサービス業務部事業支援室長兼事業統括部投資総括室
2016年7月	同社コンシューマービジネス本部都市開発事業部 海外開発事業第四室長
2017年10月	MBK REAL ESTATE ASIA PTE LTD. CAO(在シンガポール)
2019年5月	三井物産アセットマネジメント・ホールディングス株式会社代表取締役社長(現任) 三井物産リアルティ・マネジメント株式会社取締役(非常勤)(現任) 三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社取締役(非常勤)(現任) 三井物産・イデラパートナーズ株式会社取締役(非常勤)(現任)
2020年4月	三井物産デジタル・アセットマネジメント株式会社取締役(非常勤)

取締役(非常勤)	竹内 誠治
所有投資口数	-
略歴	
1999年4月	株式会社第一勧業銀行(現株式会社みずほ銀行)入社
2007年12月	株式会社エムケーキャピタルマネージメント(現株式会社イデラ キャピタルマネージメント)
2019年1月	合同会社日進業務執行社員(現任)
2019年9月	株式会社イデラ キャピタルマネージメントアキュイジション部門責任者
2022年4月	同社取締役副社長兼アキュイジション部門責任者
2023年4月	同社代表取締役社長(現任)

監査役(非常勤)	能登谷 淳
所有投資口数	-
略歴	
1986年4月	三井物産株式会社入社
1997年6月	TRI-NET LOGISTICS (ASIA) Pte. Ltd.
2002年11月	三井物産株式会社
2005年4月	TRI-NET LOGISTICS (EUROPE) GmbH
2006年10月	MITSUI & CO. DEUTSCHLAND GmbH
2008年4月	MITSUI & CO. EUROPE PLC
2009年11月	三井物産株式会社
2012年7月	三井物産人材開発株式会社代表取締役社長
2013年7月	三井物産株式会社
2023年6月	三井物産アセットマネジメント・ホールディングス株式会社監査役(現任) 三井物産リアルティ・マネジメント株式会社監査役(非常勤)(現任) 三井物産ロジスティクス・パートナーズ株式会社監査役(非常勤)(現任) 三井物産・イデラパートナーズ株式会社監査役(非常勤)(現任)

出所: 会社データ

## お問い合わせ先

### 住所

東京都千代田区西神田三丁目 2 番 1 号

### IR 担当

電話: +81-3-6632-5960

出所: 会社データ

## 主要な投資主 (2023 年 10 月 31 日時点)

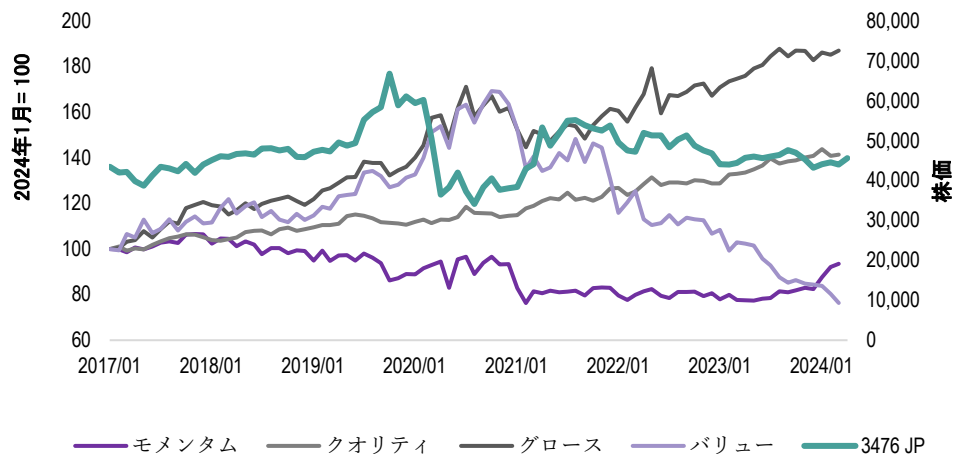
投資主	所有投資口 比率 (%)
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	14.2
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	11.9
野村信託銀行株式会社 (投信口)	5.0
JP MORGAN CHASE BANK 385771	1.7
STATE STREET BANK WEST CLIENT – TREATY 505234	1.6
三井物産アセットマネジメント・ホールディングス株式会社	1.1
株式会社イデラ キャピタルマネジメント	1.1
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	1.0
SMBC 日興証券株式会社	0.9
日本証券金融株式会社	0.9

出所: 会社データ



## アストリス・クオンツシート

株価チャートとファクター分析(2017年1月以降)



出所: 会社データ

ファクター	1年相関	3年相関	IPO以降
モメンタム: 12カ月(直近1カ月を差し引く)のパフォーマンス	0.09	0.31	0.03
クオリティ: FCF利回り	-0.06	0.15	0.07
グロース: 営業利益成長率	0.26	0.16	-0.01
バリュー: 簿価時価比率	0.08	-0.12	-0.10

出所: ファクトセット

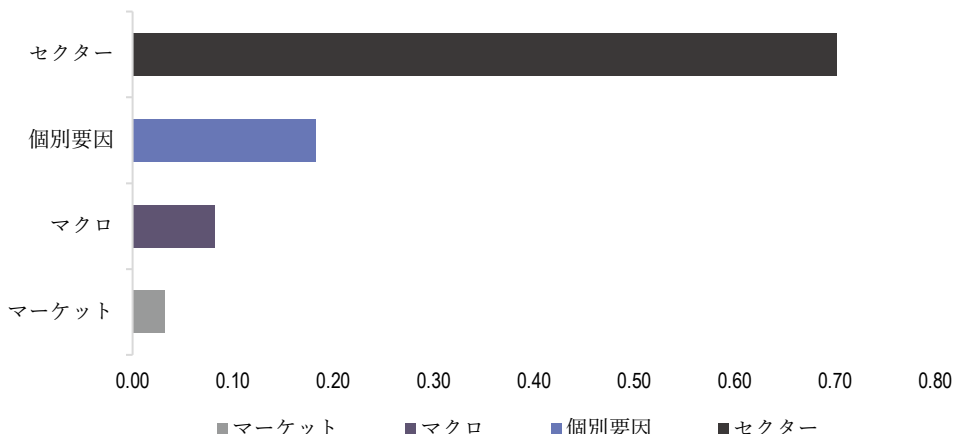
投資法人みらいの株価は中期的にモメンタムファクターと中程度の相関があるが、その他のファクターとはほとんど相関がない。

### ファクターの計算方法と定義

<b>ユニバース</b> TOPIX500
<b>ファクターリターン</b> の計算方法 <b>四分位範囲分析:</b> 1ヵ月予測する各要素の上位四分位の平均パフォーマンスから下位四分位の平均パフォーマンスを差し引いて、ファクターリターンを求める。これを取引コストを考慮せずに毎月繰り返して行う。
<b>ファクター</b>
<b>モメンタム</b> 1ヵ月リターン 12ヵ月リターン <span style="float: right;">直近1カ月を差し引く</span>
<b>クオリティ</b> FCF利回り(予想)
<b>グロース</b> 営業利益率(予想)
<b>バリュー</b> 簿価時価比率(実績)

出所: ファクトセット

### 株価パフォーマンスのドライバーと重回帰分析(2017年1月以来)



出所: ファクトセット

同社株はセクター動向から大きな影響を受けており、株価変動の70%以上がセクター要因により説明できる。銘柄固有の要因の影響はマクロ要因とマーケット要因よりも大きい。

### 重回帰分析の計算方法

#### 重回帰分析

すべてのドライバーを含めた回帰分析を行い、一度に1つのドライバーを除外しながら個別の回帰分析を行う。各ドライバーの特定の影響を定量化するために、部分決定係数 (partial R 二乗値) を計算。計算式は(すべてのドライバーを含む回帰分析の残差平方和 - 1つのドライバーを除外した回帰分析の残差平方和) / 1つのドライバーを除外した残差平方和。

出所: ファクトセット

#### 重回帰分析の結果

要因	1Y Corr	3Y Corr	Since IPO
<b>市場</b>			
東証一部	0.22	0.14	0.48
TOPIX REIT 指数	0.52	0.47	0.73
日経高利回り REIT 指数	0.58	0.52	0.80
TOPIX 小型株指数	0.05	0.07	0.46
MSCI ジャパン指数	0.22	0.16	0.47
<b>セクター</b>			
MSCI ジャパン 不動産	0.50	0.25	0.64
<b>マクロ</b>			
10年日本国債利回り	0.22	-0.38	0.05
全国 CPI	-0.47	-0.09	-0.03
日本住宅新規着工数	0.52	0.28	0.08
東京のマンション価格	-0.61	-0.22	0.02
東京のマンション売り出し	0.38	0.03	-0.07
景気ウォッチャー調査見通し	-0.21	0.02	0.33

出所: ファクトセット

最も相関が高いのはセクター指数で、これは株価ドライバーの分析結果とも一致する。なかでも日経高利回り REIT 指数との相関が 0.80 と特に高いが、投資法人みらいは分配金利回りが 5% 以上と比較的高いことを考えると驚くにはあたらない。



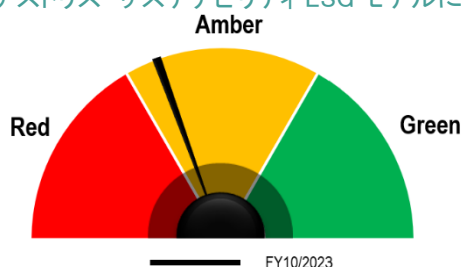
# アストリス・サステナビリティ ESG 評価

## 格付けとスコアカード

当社の社内評価モデルである「アストリス・サステナビリティ ESG」では、投資法人みらいの総合スコアを 38.2%と評価し、2023 年 10 月期の当社評価で「Amber」に格付けしている。

同モデルでは、当社独自の手法\*により抽出した測定可能な ESG の中核的要因について、同社のパフォーマンスを時価総額 250 億～5,000 億円の国内エクイティ不動産投資信託(REIT)セクターの同業他社合計 49 社と比較してランクづけしている。

アストリス・サステナビリティ ESG モデルによる投資法人みらいの格付け



出所:アストリス・アドバイザー(\*注:社内格付け制度の詳細については、アストリスのコーポレートアドバイザーまでお問い合わせください)

### ESG スコアカード

	FY10/23
環境(同業他社グループから抽出した 3 要因) アストリス環境スコア	44.50
環境(同業他社グループから抽出した 7 要因) アストリス社会スコア	48.54
ガバナンス(同業他社グループから抽出した 37 要因) アストリス・ガバナンススコア	19.54
総合スコア(合計 47 要因)	38.2

出所:会社データ、ファクトセット、アストリス・アドバイザー

この評価手法では以下の点を重視している。

### 環境

投資法人みらいは scope1、2、3 の GHG 排出量、エネルギーと水の消費量、および廃棄物量を開示している。2021 年 4 月から 2026 年 3 月までにポートフォリオの GHG 排出量とエネルギー消費量をそれぞれ 5%削減するという目標を設定しているが、具体的なネットゼロ目標はまだ開示していない。廃棄物のリサイクル率は保有資産全体で 32%。移行リスクと物理的リスクを十分に評価し、開示していることは注目に値する。

### 社会

社会の分野では以下の方針を示している。

- 多様な人材を育成し、全員が働きがいを感じられるようにする。



- 国内の法規制遵守や国際的なルール・慣行への配慮、人権の尊重(強制労働、児童労働、差別を認めない、労働安全衛生を確保する)などを盛り込んだサステナブル調達の基本方針を策定。
- 従業員の研修制度では、コンプライアンス、サステナビリティ、マネジメント向けなどのプログラムを実施。みらいの社内研修とスポンサー提供の研修がある。従業員のキャリア開発のため資格取得も支援。

このほかに、役職員・管理職の女性比率、従業員の離職率、従業員の満足度などの数値も開示している。

## ガバナンス

コーポレートガバナンス体制の概要は以下のとおり。

- **役員会** – 執行役員の菅沼通夫と常勤監督役員 2 名で構成。
- **コンプライアンス委員会** – 委員長であるコンプライアンス・オフィサーの招集により原則として 3 カ月に 1 回以上開催される。構成員はコンプライアンス・オフィサー、代表取締役社長、代表取締役副社長 CIO、取締役 CFO、外部委員(資産運用会社と利害関係のない弁護士)。
- 「インサイダー取引防止規程」「法人関係情報の取扱いに関するガイドライン」の制定を含む汚職・不正防止策を実施。

## 論争

投資法人みらいとその株主に、財務上または評判上の重大な影響を及ぼす可能性のある重大な論争は見当たらない。





# 投資家とのディスカッションポイント

## 主要トピック

---

当社は投資家との意見交換において以下が重要な分野になると考えている。

1. 公募増資
  - a. 次の公募増資はどのくらいの規模を想定しているのか。
  - b. 時期はいつ頃を考えているか。
  - c. どのようなタイプの資産取得を予定しているか。
2. 不動産賃貸事業収入
  - a. それぞれのアセットタイプについて、どの程度の賃料引き上げを計画しているのか。
  - b. 変動賃料比率はどの程度引き上げ可能と考えているか。
3. M&A
  - a. 買収後に被買収企業の信用度はどの程度向上すると予想しているか。
  - b. M&A のタイミングはいつ頃か。
4. 資産取得
  - a. ポートフォリオ構成比率を拡大しようとしているニュータイプアセットは何か。
  - b. 今後 3 年間にニュータイプアセットのポートフォリオ構成比率をどこまで引き上げたいと考えているか。



IFRS に基づく要約財務諸表

損益計算書 (十億円)	期	期	期	期	期
	22/10	23/10	24/10 (予)	25/10 (予)	26/10 (予)
営業収益	10.94	12.05	12.85	13.25	14.67
不動産賃貸事業費	3.40	4.00	5.21	5.33	5.65
NOI	7.43	7.43	7.64	7.92	9.02
NOI マージン(%)	67.9	61.6	59.5	59.8	61.5
減価償却	1.30	1.39	1.48	1.53	1.69
その他の営業費用	1.08	1.16	0.72	0.75	0.91
金利収支・その他	0.59	0.60	0.52	0.55	0.58
税金	0.00	0.08	0.02	0.02	0.02
当期純利益	4.57	4.60	4.80	4.98	5.67

キャッシュフロー計算書 (十億円)	期	期	期	期	期
	22/10	23/10	24/10 (予)	25/10 (予)	26/10 (予)
FFO	5.76	5.37	6.15	6.36	6.70
設備投資	(11.79)	(11.22)	(7.71)	(7.95)	(8.80)
投資活動によるキャッシュフロー	(11.44)	(11.13)	(7.71)	(7.95)	(8.80)
支払分配金	(4.38)	(4.64)	(4.56)	(4.69)	(5.49)
財務活動によるキャッシュフロー	5.86	(3.14)	1.24	0.05	2.33
ネットキャッシュフロー	2.26	(1.49)	0.52	(0.89)	2.62
フリーキャッシュフロー (FCF)	(3.95)	1.56	(0.72)	(0.93)	0.29
EBITDA	6.46	6.68	6.92	7.17	8.11

営業収益前年比伸び率(%)	+8.5	+10.2	+6.6	+3.1	+10.7
NOI 前年比伸び率(%)	+11.9	-0.1	+12.4	+3.5	+10.9
当期純利益前年比伸び率(%)	+8.4	+0.7	+14.0	+3.5	+10.9
EPU 前年比伸び率(%)	+1.7	+0.7	+14.0	+3.5	+10.9
DPU 前年比伸び率(%)	+1.7	-2.3	+8.8	+3.5	+11.6

貸借対照表 (十億円)	期	期	期	期	期
	22/10	23/10	24/10 (予)	25/10 (予)	26/10 (予)
不動産ポートフォリオ	164.67	167.80	174.03	180.45	187.56
現金・預金	4.51	3.00	3.52	2.63	5.25
売掛金	0.26	0.26	0.27	0.28	0.31
その他固定資産	0.72	1.05	1.05	1.05	1.05
指定資産	2.63	2.64	2.64	2.64	2.64
資産合計	172.79	174.75	181.52	187.06	196.82
買掛金	0.71	0.74	0.96	0.99	1.04
預かり金	7.06	7.00	7.50	8.00	9.70
無担保債務	84.00	85.50	91.38	96.04	103.86
担保付き債務	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
その他長期負債	0.00	0.12	0.12	0.12	0.12
負債合計	91.76	93.35	99.88	105.14	114.72
非支配株主持分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
株主資本	81.03	81.39	81.63	81.92	82.10
純資産合計	81.03	81.39	81.63	81.92	82.10
負債純資産合計	172.79	174.75	181.52	187.06	196.82

主要指標	期	期	期	期	期
	22/10	23/10	24/10 (予)	25/10 (予)	26/10 (予)
NAV 倍率(x)	0.89	0.87	0.81	0.80	0.67
P/E (x)	17.52	17.56	16.82	16.23	14.25
分配金利回り(%)	5.5	5.7	5.6	5.8	6.8
AFFO 利回り(%)	7.1	6.4	7.1	7.3	8.3
EPU	2,579	2,597	2,711	2,810	3,200
DPU	2,580	2,520	2,575	2,650	3,100
FFO 配当性向(%)	79.4	80.0	80.0	79.5	82.0
AFFO 配当性向(%)	79.4	80.0	80.0	79.5	82.0
一口当たり FFO	3,250	3,149	3,219	3,334	3,780

出所: 会社データ、アストリス・アドバイザー予想



## Disclaimers

This report has been prepared by Astris Advisory Japan K.K. This report is based on information obtained from public sources that Astris Advisory Japan K.K. believes to be reliable but which Astris Advisory Japan K.K. has not independently verified, and Astris Advisory Japan K.K. makes no guarantee, representation, or warranty as to its accuracy or completeness. This report does not and does not attempt to, contain everything material which there is to be said about the Company. Any opinions expressed herein reflect Astris Advisory Japan K.K.'s judgment at the time the report was prepared and are subject to change without notice. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties, and other factors that may cause the actual results, performance, or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.

This report has been prepared as general information, is therefore not intended as a personal recommendation of particular financial instruments or strategies, and does not constitute personal investment advice.

The analyst hereby certifies that (i) the views expressed in this report accurately reflect the research analyst's personal views about the company and the securities that are the subject of this report, and (ii) no part of the research analyst's compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to views expressed by that research analyst in this report.

The report has been prepared by Astris Advisory Japan K.K., a Japanese firm organized under the laws of Japan and supervised by the Japanese Financial Services Agency. Details about the extent of our regulation by local authorities are available from us upon request.

### Conflict of interest

This report has been commissioned and paid for by the company and is deemed to constitute an acceptable minor non-monetary benefit as defined in MiFID II.

Readers should assume that Astris Advisory Japan K.K. may currently or may in the coming three months and beyond be providing or seeking to provide IR/corporate advisory or other services to the company.

Investment in securities mentioned: Astris Advisory Japan K.K. has a restrictive policy over personal dealing for its directors, officers, employees, and service providers. Astris Advisory Japan K.K. does not conduct any investment business and does not hold any positions in the securities mentioned in this report.

### Limitation of liability

Astris Advisory Japan K.K. assumes no liability as regards any investment, divestment, or retention decision taken by the investor based on this report. In no event will Astris Advisory Japan K.K. be liable for direct, indirect, incidental, special, or consequential damages (regardless of whether being considered foreseeable or not) resulting from the information in this report.

Copyright 2024 Astris Advisory Japan K.K. All rights reserved.

