

日本アコモデーションファンド投資法人

第 35 期（2023 年 8 月期）決算説明会における主な質疑応答

- Q 順調な決算であった印象であるが、コストについて。例えば、今後原状回復（原復）費用やマーケティングコストが上昇する可能性があるなか、コストを抑える施策、戦略について聞きたい。
- A 原復コストは上昇傾向にあることは事実だが、スポンサーグループの様々な発注先とは、ある程度長期的に一定範囲内の価格で安定的に取引いただいているので、極端な価格上昇が起きないようにコントロールされている点はコスト抑制策に資すると考えている。勿論今後もコスト動向に注視する必要があるが、スポンサーグループ全体での調達力を活用してコスト抑制を図りたい。今は稼働率が上昇していて、リーシングマーケット環境は良好であるのでマーケティング費用が上昇を続ける局面ではなさそうに思う。いたずらに賃料上昇を狙って空室期間を長くしてしまうよりは、適切なリーシングで稼働を上げた方が NOI 増加につながると考えているので、エリアごとのマーケットに対応した適切なリーシングを行うことで、マーケティング費用の抑制に努めたい。
- Q 礼金について。入替え賃料変動率は強い内容と思うが、実際の損益へのインパクトの面では礼金收受額の存在感は大きいと思う。今後の礼金收受戦略について聞きたい。
- A 礼金も重要な収入源。マーケットが堅調に推移し始めたなか、徐々に礼金收受率も上昇、特に第 35 期ではシングルタイプの礼金收受率が上がっているため、全体のマーケットとの見合いではあるが、引き合いの強いエリアやタイプでは礼金もしっかり獲得するようリーシング会社と協調したい。
- Q 今回取得したホテル 3 物件は、100%固定賃料、賃貸借契約の残存期間 13 年と、インフレヘッジ性はないといえる。キャッシュフローの安定性を期待して取得したのだと思うが、インフレなど外部環境に鑑みたと、今般のホテル 3 物件取得の意図と、今後もこうした安定したキャッシュフローの物件を取得する可能性について説明願いたい。
- A ホスピタリティ施設はポートフォリオ全体の 10%を取得額の上限としているが、今般の取得前で約 5%と、まだ追加取得できる範囲であるのが現状。その上で、ホスピタリティ施設を取得するのは、賃貸住宅中心の本投資法人の安定性を補完するという目的に加え、各商品別の投資環境やマーケットの動きを把握するためにも有意義であると考えている。固定賃料ではインフレヘッジはできないのだが、一方で、ホテル物件のボラティリティーの高さは、コロナ禍を通じて実感しているので、インフレヘッジよりも賃料が固定または固定割合の高い、収入が安定した物件を優先して取得したいと考えている。
- Q ホテルについては、ホスピタリティ施設の取得割合 10%の上限のもとで今後も更に取得する考えなのか。または賃貸住宅の取得が難しいなか、補完的にホテルを取得した意味もあるのか。また、前回の決算説明ではいたずらに取得を進めることには慎重な一方、今後も取得機会を探りたいとの説明であ

ったが、賃貸住宅に対する取得意欲についても聞きたい。

A ホスピタリティ施設の取得割合はポートフォリオ全体の 10%以内であり、現状まだ取得余地はあるのだが、今後積極的に取得してホスピタリティ施設の保有割合を高めたいという意図ではなく、あくまでもしっかりと利回りが確保でき、本投資法人の運用資産として適正かどうか投資判断基準であり、この基準を満たせるホスピタリティ施設があれば、チャンスを逃がさず取得したい。住宅が買にくいからホテルを買ったというわけではなく、ホスピタリティ施設への投資余力があり、かつ投資商品として魅力的であると判断したので、今回のホテル物件の取得に至った次第である。賃貸住宅に対する投資方針については、価格が高い環境下でのいたずらな取得はポートフォリオの性能を痛めてしまうので慎重な方針を維持しているのだが、住宅に限らずいずれの物件タイプでも、NOI 拡大、EPU 成長に資するようなかたちで取得したい。良い物件があれば取得したい方針に変わりはない。

Q ローン・トゥー・バリュー（LTV）に対する考え方について。簿価ベースでは 50%ちょっとなのだが、物件の含み益が積み上がっていることもあり時価ベースでは 30%台と非常に低く、簿価と時価では LTV の印象がだいぶ異なる状況にあるが、本投資法人や融資する金融機関は、時価ベースと簿価ベースの LTV のどちらを重視して判断しているのか。

A 時価ベースと簿価ベースとの LTV の乖離はご指摘のとおりだが、ご融資いただいている金融機関の方々は時価ベース LTV を意識されつつも、基本的には簿価ベース LTV に着目されている印象があるし、我々としても簿価ベースでの LTV を基本に管理出来ていることをしっかり意識することが、財務運営上重要であると考えている。

Q 新規賃料について。入替え賃料変動率が 4%まで上昇幅が拡大しているが、まだ上昇傾向が続くそうか、どれくらい続きそうかなど、今後の方向性について聞きたい。

A 東京都区部への人口流入が力強く増加傾向にあるが、この動きはかつて市況が非常に好調であった 2018～2019 年当時と同等くらいまで、まだ増加が続くだろうと考えており、従ってしばらくは賃料上昇傾向が続くと認識している。

Q 借入れコストについて。決算説明説明資料（以下「資料」）17 ページ下段「長期有利子負債の返済期限分散の状況」によると、2024 年 2 月期（第 36 期）に期日が到来する借入金の平均金利が 0.59%と低いと、2024 年 8 月期（第 37 期）は 1.12%とかなり高いのだが、一方で資料 19 ページの業績予想では「支払金利等」が第 36 期で前期比+9 百万円、第 37 期は+42 百万円と第 37 期の方が前期よりも金利コストが増えており、この原因について教えてほしい。第 36 期は期の終わり頃にリファイナンスをして、その金利上昇効果は翌第 37 期に表われるので、第 37 期は第 36 期に比べ借換前金利が高めで借換金利上昇の影響は第 36 期に比べれば小さいはずだが、リファイナンスのタイミングから、第 37 期の前期比の損益インパクトが大きく出ているということか。

A ご理解のとおり。リファイナンスのタイミングを厳密にとらえて試算しているので、第 36 期と第 37 期の各

借換前金利と支払金利増加予想との間で入り繰りが生じている。

※（補足）業績予想における支払金利は、各期に返済期日が到来する個別の借入金の返済期日別に、返済前の各借入金額と同額でリファイナンスする想定で試算しております。第 36 期の長期借入金の返済期日は、当期の最終月の 2024 年 2 月に集中しているため、第 36 期における支払金利の前期比差異額が比較的小さい反面、第 37 期のリファイナンスは期を通じて満遍なく行われるため、第 37 期のリファイナンスに伴う金利上昇に加え、第 36 期に行われるリファイナンスの金利上昇の影響が重なるかたちで、第 37 期の前期比差異額が、第 36 期の前期比差異額に比べ大きくなっております。

Q 借入れコストについて。資料 17 ページ下段「長期有利子負債の返済期限分散の状況」によると、2025 年 2 月期以降については期日到来借入金の金利がかなり低いので、これ以降はリファイナンスによる収益へのマイナス影響が大きくなる可能性があるが、この環境下でも賃料上昇の見通しを踏まえると分配金成長は可能か。

A これまで低金利で資金調達ができてきたこともあり、2025 年 2 月期以降は借換え前の金利と同水準で借り換えることは難しいと思っている。今後当該期の業績予想を開示する際には、直近のベースレート上昇傾向を前提にしながら分配金を検討したい。金融機関との協議の状況でいえば、ベースレートは上昇しているもの、借入金利のスプレッドの拡大を強く要請されている訳ではないので、まずベースレート並みの金利上昇を想定しておくべきと考えている。1 期あたり大体 100 億円の有利子負債の借換えを行っており、仮にベースレートが 0.1% 上昇すると投資口 1 口あたりで約 5 円（※）、1% 上昇で同 50 円のコスト増加と試算されるのだが、仮にその程度の金利上昇があったとしても、現状の賃貸住宅市場の需給の引き締めや、人口動態に鑑み今後も賃料上昇が期待できる見通しに基づけば、十分耐えられると思っている。

※（補足）借換前の借入金の返済期日が、ある程度期中で分散されているため便宜的に上記のとおり試算していますが、仮に借換えが期初に一括して行われたとすれば、0.1% の金利上昇で投資口 1 口あたり約 10 円と試算されます。

Q 賃貸住宅の取得タイプについて。ファミリー・ラージは好調な上、シングルも都心部の人口動態に鑑みれば回復が期待できそうだが、仮に賃貸住宅を取得する際の物件タイプについて、方針を聞きたい。

A ファミリー・ラージは、マーケットにおけるストックのボリュームが小さく枯渇した状況であり、かつ今後もこの状況が続くと思われる。供給面では、ファミリー・ラージタイプに間取りを大きく切ると投資採算性が低下する傾向があり、デベロッパー側とすればファミリー・ラージの賃貸住宅の開発に大きく舵を切りづらいものと推察する。従って、ファミリー・ラージは取得したくてもしづらいという状況だが、もしそうした取得案件がある、または物件が供給されるのであれば積極的に取得していきたい。シングルは今後が期待できることは事実だが、所在地のエリアのマイクロマーケット内での物件間での競合や勝ち負けを慎重に見極めるべきと思っている。人口流入のかなりの部分が単身者であるのでシングルタイプも大丈夫という見方での買い方はしないようにしようと思っている。商品性能とマーケットが一致した、そこにあるべきと評価できる物件は、コロナ下でもしっかりした物件性能を発揮できていた。シングルだから取得しないではなく、物件を厳選し、シングルであってもマーケットに適応した物件であれば積極的に取得したい。

Q 資料 14 ページ「大川端賃貸棟における専有部バリューアップ投資の効果」に関し、第 35 期は個別要因もあって入替え賃料変動率の上昇が強めに出たとのことだが、それでも直近 6 期間の実績を均せば 2～3 割程度のプラスという、この賃料上昇モメンタムは今後もある程度継続しそうか。

A 第 35 期の大川端賃貸棟のバリューアップ投資を行った住戸の入替え賃料変動率の高さは、元々の契約が古かったこともあり、その間の賃料上昇を通じて生じた賃料ギャップを解消できた一面もあるが、その他の入替えでも 2～3 割の賃料上昇を実現できている。ファミリー・ラージの希少性が今後も続くと考えており、さらに現下の都区部における分譲住宅の価格上昇を背景にしたファミリー向け賃貸住宅への需要の拡大も補強材料。好調なファミリー・ラージのなかでも、特に大川端賃貸棟は都心部の希少性の高い旗艦物件と認識しているが、その価値に見合う賃料の上昇は今後も期待できると思っている。

- 本資料は情報提供を目的としたものであり、本投資法人が発行する有価証券その他の何らかの商品の勧誘をするものではありません。
- 本資料に提供している情報は、特に記載のない限り、金融商品取引法又は投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示書類又は資産運用報告ではありません。
- 本資料の内容に関しては、万全を期しておりますが、その正確性及び完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載される情報は、将来予測を含まれておりますが、このような記述は将来の業績を保証するものではありません。
- 本投資法人は、本資料に記載される情報を更新する責任を負わず、その内容は事前の通知なく変更される可能性があります。

資産運用会社：株式会社三井不動産アコモデーションファンドマネジメント

(金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 401 号／一般社団法人投資信託協会会員)

(以下余白)