

日本アコモデーションファンド投資法人

第 37 期（2024 年 8 月期）決算説明会における主な質疑応答

- Q ポートフォリオ全体の入替え時賃料上昇率は前期比若干改善したが、先月決算発表のあった同じセクターの各社のプラス 10%近くと比べると少し低い点に対する認識を聞きたい。
- A 過去のコロナ禍の賃料下落局面では、慎重なリーシングマネジメントの結果、賃料の下落を極力抑えることができた。今決算期の入替えは 2021 年から 2022 年にかけての時期に契約したテナントが多いが、元々それほど低くなかった入替え前の賃料の入替わりが中心となったことで、マーケットは好調な中だが賃料上昇率は他社と比べるとあまり大きく出なかったというのが全般的な傾向。また、今決算期は賃料上昇率への影響の大きい物件が多い東京湾岸地区において「晴海フラッグ」を中心とした新規住宅が大量に供給された時期であり、周辺に保有する物件では、極端な賃料上昇より稼働率を優先する慎重な対応を行ったことも一因。特に晴海フラッグの分譲賃貸の影響が大きかったと思うが、最近では影響が概ね一巡したと思うので、今後は賃料上昇に注力できると見ている。
- Q エリア別のうちで地方物件の今後の賃料の見通しについて。同じくカテゴリー別でファミリー、ラージタイプ今後の賃料の見通しについて聞きたい。
- A 景気回復基調下でも地方都市は東京圏ほどの需給は引き締まっておらず、賃料上昇が波及していない状況。福岡や関西圏は堅調だがボリュームが大きい一方、比較的ボリュームのある名古屋圏は弱含みが継続していて、これに地方物件全体が振られてしまいがち。ファミリー、ラージの賃料変動率はこのところ 10%内外で巡航して推移しているが、伸び率が頭打ちというよりは、今後もこの程度の上昇率を維持しながら賃料上昇を進められると見ている。マーケットにおける量が相対的に少ないため、今後も需給環境は引き締まりが続くと思う。
- Q スポンサーから物件を取得できる機会についての状況は、これまでと変わらないか。
- A スポンサーとは継続的に協議をしている。スポンサーの分譲住宅事業の現状に鑑み、今は賃貸住宅を売却しようとするインセンティブは働きにくいようだが、今期スポンサーが第三者から本投資法人の投資口を取得したように、スポンサーに本投資法人をしっかりサポートしようとする意思はあると認識している。然るべき機会には物件を取得できることも期待している。
- Q 入替え時賃料変動率に関し、コロナ禍の頃に入居したテナント入替りの進捗状況について聞きたい。
- A 2021～2022 年に契約したテナントは今決算期末時点で全体の 26%を占めている。この部分の今後の入替りは今後徐々にゆっくりと進捗することになると思う。
- Q 入替え時賃料変動率について晴海フラッグの影響をあげているが、エリア別では中央区の物件の影響

が大きかったのか。前期実績と比べた状況を聞きたい。

A 中央区の入替え時賃料変動率は前決算期で 10.5%、今決算期は 9.0%だった。中央区内の他に、芝浦や豊洲などの周辺エリアにも同様の傾向が見られ、全体の変動率等に影響を及ぼす結果となった。

Q 更新時賃料変動率が鈍化して見えるがトレンドの変化があるのか。その他補足説明などあれば。

A 需給引き締まりの環境の下で更新時上昇戸数の割合は極端に上昇しなくても 10%程度の一定の割合は維持できると見ている。マーケット上昇局面では更新時の賃料上昇も狙うべきと思っており、需給バランスを見ながら可能な限り賃料上げを獲得したい。EPU、DPU をしっかり伸ばしていくことを強く意識しており、たとえ入替え、更新変動率が大きく上昇しなかったとしても、全体のバランスを見据えながら EPU、DPU をしっかり伸ばしていくことを主眼にマネジメントとしてコントロールしていきたいと思っている。

Q 営業利益は 2024 年 8 月期実績が 59 億 9 千 1 百万円、2025 年 8 月期が 59 億 7 千 2 百万円と若干減益で予想している。賃料は全体的に伸びていて、コストをコントロールしながら営業利益はもう少し伸ばせそうにも思うのだが、今後の金利支払い前利益の方向感について聞きたい。

A 2025 年 8 月期はテナント入れ替え期にあたり関連費用を慎重に見ているため、減益に見えていと思う。事前に示した EPU、DPU をしっかり守ることを意識しており、示した数字に成長性が読み取りにくいかもしれないが、これまでの実績を含め今後も堅調、順調にトップライン、EPU、DPU を伸ばしていきたいと考えている。

Q 資産リサイクルを積極化しないのかについて。増加している含み益の還元や資産クオリティの改善、例えば先ほど出た名古屋の物件を全部売って他とエリアやタイプと替えてしまうのもよろしいかと思うが、資産の入替えに対する見解について聞きたい。

A 外部成長が見込めるなかでの資産の売却であれば取り組みやすいと思っている。売却だけでは、一局面では投資主還元によりに働くが、その後の NOI が下がってしまい、残りの物件の収益増大だけではカバーが難しい。ポートフォリオは含み益も大きいが高利回りも高利回りもしっかりキャッシュを生んでおり、売るからにはこれに匹敵する収入面の補填をしなければならないと思うので舵を切にくい。名古屋物件も賃料変動が鈍いものの、しっかり投資利回りを得られているのだが、現時点でこれに見合う物件に出会えていない。ポートフォリオの質の向上は常に考えていて、物件入替や相互売買による取得機会も探索しており、ご指摘の点を意識しながら運営に臨みたい。

Q 保有する古い物件をスポンサーと一緒に再開発するような構想はあるのか。

A スポンサーへいったん売り戻して再開発後に再び取得するイメージだと思うが、建築コスト高騰下において

て、スポンサーが取得、解体、再開発した上で、本投資法人がしっかりした利回りで取得できることは現実には難しいと思う。現在の 3%台のキャップレートで取得するとポートフォリオ全体の利回りを落としてしまい、金科玉条ではないがインプライドキャップレートも意識しているので、双方の投資判断条件に合う物件を見出すのは難しい。スポンサーとの日頃の協議のなかで、こうした取引の可能性が話題としては出ることはある。案件化には至れないのが実情。

Q DPU、EPU 成長には新規物件取得が大事と思うが、スポンサーからの取得が難しいようであれば第三者からの取得について、検討状況を聞きたい。

A 第 36 期の「スマイルホテル」3 物件、第 38 期の「くれたけイン旭川」ともに当社の独自開拓ルートからの取得であり、外部からの取得機会は積極的に開拓している。多くの持ち込み物件は規模が小さく、要求キャップレートの低い物件が多いのだが、中には検討可能な案件が来ることもあるので、チャンスを逃さず取得したいし、その際には単純なビッドだけでなく相互売買提案など色々な手法を駆使して、外部からの取得を実現したい。

Q 今までは入替時賃料増額率が同セクターで比較される他社と概ね同水準であったが今回は少し乖離が出た。この乖離はキャッチアップする、残る、広がるなど、どのように変化するのか。見通しについて聞きたい。

A 他社のポートフォリオとの比較となり正確な回答は難しいのだが、過去 5～6 年の入替え時賃料変動率を通算して比べると、各社間でいたい同じくらいの値になっている点が指摘でき、一時的に変動率に格差が生じてもいずれ同一水準に収斂するのかもしれないという感覚をもっている。変動率は入替え前と後の賃料差なので、先に高い賃料が取れているとその先の増額が厳しくなるはずで、一時的な凸凹はやがて均されるのではないかと見ている。マーケット賃料の見通しは、例えばアットホーム「マンション賃料インデックス」では前年比+3.4%と出ている。ファンダメンタルではその程度のレベル感で進んでいると思う。

■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）