

日本アコモデーションファンド投資法人

第 38 期（2025 年 2 月期）決算説明会における主な質疑応答

Q 決算説明資料（以下「資料」）25 ページの「分配金成長目標 2～3%/年」について、過去 3 年間も内部成長を中心に 3.1%/年で分配金成長が出来てきたのだが、賃料上昇ペースが加速するなかで目標は順調に達成できそうなのか、またはコストも上昇する等の現状に鑑みて何か追加的にやるべきことがあるという考えか。

A 過去 3 年間で平均 3.1%の実績の上で今後 2～3%の目標を提示している訳だが、その点でこの目標達成にあたり過去とまったく質の異なることをやるという考えではない。何よりもまず内部成長をしっかり実現させることが大事。38 期の入替え時賃料変動率は 7.7%だが、この 2 月、3 月単月では約 10%を記録している。更新時賃料改定もより積極的に推進しており、その効果が今年半ば頃から出始めると思う。礼金と更新料もバランスよく取得することで NOI の最大化を目指す。減価償却により生まれるキャッシュを活用してこの 2 期間で 4 物件をインプライドキャップレートを上回る利回りで取得して外部成長を果たせた。諸コスト増加のなかでも最大の要因は金利なのだが、内部成長と外部成長の組み合わせでコスト増加を打ち消して、2～3%の成長を達成したい。

Q 資料 28 ページのキャッシュマネジメントに関する 4 つの資金使途について優先順位はあるか。

A 4 つの資金使途について、マーケットを見ながら何が最も中長期的観点から投資主価値に貢献するかを考えて判断したい。まず借入金返済については、每期一定量の返済期日が到来し借り換えるのだが、今の金融環境や本投資法人の LTV 水準に鑑みれば単純に期日返済して LTV を低下させることはあまり有効でないと思うので、基本的に借入金は借り換えていくと思う。一方、資本的支出は物件が古くなっているものもあり、建物の維持に必要な大規模修繕や賃料を維持・向上するための投資と、必然的に必要な資金がある。厳選した物件取得と自己投資口取得の両方とも有効とっていて、当然インプライドキャップレートを意識しながら中長期的に投資主価値が伸びるよう投資機会があれば資金の大事な使い方と思う。仮にかかる有意義な投資機会がなく、また投資口価格次第では自己投資口取得も非常に有効なお金の使い方と思う。

Q 資料 25 ページの成長目標について、短期的には財務の削減と外部成長でこの成長を作っていく、その後内部成長効果も具現化するのだろうが、この内部成長が分配金成長に寄与するタイミングとして想定しているイメージがあれば聞きたい。

A 金利等コストの上昇とトップラインの増加のペースにはタイムラグがあると考えている。今般公表した業績予想では 40 期分配金が 38 期実績対比微増の内容で、これは予想としてやや保守的に見ている部分もあるのだが、タイムラグが故に 1 年後すぐに 2～3%成長が達成できるかは微妙なものの内部成長で 2%に近い数字に近づいていけると思うし、2～3 年後を見据えると内部成長で分配金に 3%くらい効いてくる成長が出来るのではないかと考えている。

Q 金利コストのシミュレーション、感応度のようなものがあれば教えてほしい。例えば今の調達コストにプラス 10 ベーシス加わると配当ベースでどれぐらいインパクトを受けそうかなど、試算があれば聞きたい。

A 本投資法人は通常ペースで年間約 200 億円の借換えを行っているが、仮に借換え時に金利が 1% 上昇したら年間で 2 億円の利払費増加となり、これは本投資法人の年間の当期純利益約 110 億円の約 2%に相当する計算となる。

Q 資料「各物件の鑑定評価」を見ると鑑定キャップレートが 10 ベーシス上がっている物件が散見されるが、この理由は経年を織り込んでいるもので一過性のものと見てよいのか。

A 各鑑定評価会社のルールで物件の築年数が過ぎると 10 ベーシス上げるよう取り扱いがあるのが普通だと思うが、今回の幾つかの物件でのキャップレート上昇は主にこれによる一過性のものと見ています。質問の趣旨はトレンドとして経年要素以外に金利上昇等も踏まえキャップレートが上がる傾向があるのかだと思うが、そうした点はないと思う。金利上昇でリスクフリーレートは上昇しているものの、今はどの資産タイプでも賃料が上昇傾向にあり、その点も加味して不動産鑑定士の先生方はキャップレートやディスクアウントレートを考えておられると思う。賃料上昇がしっかり見込める時期は多少リスクフリーレートが上昇してもキャップレートは横ばいまたは下がることもあり得ると思う。今は経年要素以外ではリスクフリーレートと賃料の上昇を総合的に加味してキャップレートはほぼフラットな状況なのだと理解している。

Q 資料 25 ページの今後の運用方針について。本投資法人の今の分配金利回りは 4%を切っていて J リートの平均より 1%ポイントほど低い水準。過去 3 年の分配金成長は 3.1%/年、インフレ率が上がる中での新たな成長目標が 2~3%/年なので事実上は減配だと思う。一方、バランスシートを見ると資産の含み益率が更に上昇して 58.7%とリートの中では最も高い水準。これら全体的に踏まえると経営リソースをフル活用して売却益還元も踏まえたもっと高い分配金成長目標を出さないと、投資口価格上昇にはつながらないと思うが、どう考えるか。

A 含み益率が高いなかでの物件売却に関するスタンスについての問いかと思う。売却について否定するものではない。各物件の状況は常々注視しており、将来性のないような物件があれば売却するか、スポンサーとの資産の相互売買等も含め EPU を上げるための方策は常に検討しているが、現状単純売却で今何かすぐ売らなければならない物件はなかなかない状況。単に売却で含み益を出すだけだと将来の EPU 成長が売却で NOI が無くなることでマイナスになってしまう。売却するのであれば、できれば代替りの物件を買って EPU の将来成長に資するような物件入替えに注力したい。それではインフレに負けるではないかというご指摘については、少し古めの物件をインプライドキャップレートより高い利回りで取得してバリューアップして成長を実現しようとしていたりするが、このように物件取得とあわせて売却もセットにした入替え取引も通じて、内部成長での分配金成長を 3%以上に上げていくことで、インフレに勝っていくようなリート運営をしていきたいと考えている。

Q 資料 28 ページ「運用報酬Ⅱ」の計算方法変更について、「分配可能利益×5%」から「分配可能利益×EPU×0.0019%」とあるが、この「0.0019%」を設定したのは、従前計算式の 5%に近づけるためなのか。また、「分配可能利益×EPU×0.0019%」と、分配可能利益を二乗するところが投資法人と資産運用会社の両方の EPU 最大化の目標で一致させるという意味かと思うが、この変更の背景に説明してほしい。

A 本件は今後の投資主総会での承認をもって変更の予定であるが、「0.0019%」の数字についてはご指摘のとおり過去の実績に基づき従前の計算による報酬額と同水準になるよう逆算して設定した数値。今般の計算式変更案は、正に投資主と資産運用会社の利益がより連動することを目指している。従来の分配可能利益だけに連動した報酬算定方法だと、仮に、そのようなことを行うつもりはないが、例えば希薄化増資をして利益は伸びても EPU は伸びず、ただ資産運用報酬は伸びるというような変なことが起きてしまう。こうしたことを避け、EPU を伸ばすことで投資口価格も将来的に上げて投資主の利益に資する、そのため我々は EPU が非常に大事と思っているのだが、より投資主の皆様の利益の成長と資産運用会社のフィーの部分が一致するような報酬体系への変更を提案させていただいた。

Q 足元で建設コストが非常に上昇しているが、今後の修繕費、原状回復工事コスト上昇リスクについてどう見ているか。

A 建設コスト上昇の影響は当然受けるのだが、本投資法人の業態は賃貸業であり建物新築工事でなく修繕工事を行なっている。修繕工事では新築工事では必要となるような大きな仮設工事等は伴わないため、ビルやマンションの新築工事のような大きなコスト上昇の影響は修繕工事においては限定的といえる。

- 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)