

**日本都市ファンド投資法人**  
2022年8月期（第41期）決算Q&Aセッション  
質疑応答要旨

開催日：2022年10月20日（木）

決算Q&Aセッションでの質疑応答では、7人の質問者から全部で13問の質問がありました。質問内容に基づき、外部成長、内部成長、業績予想に区分し記載しております。

**【外部成長】**

- Q1.： 新スポンサーKKR とのシナジー効果として、大型バルクディールの検討件数増加や、バルクディールへの共同参加による案件獲得を挙げているが、これらは JMF 単独だと困難で、KKR との共同だからこそ実現できたと考えて良いのか。
- A1.： KKR が新スポンサーになったからこそそのシナジー効果と言える。1点目として、パイプライン情報件数が前年同期比で+43%と各段に増えたが、従来では JMF 単独での検討にはハードルがあった大型バルクディール案件の情報が増えた。2点目として、具体的には大型バルクディール1案件を KKR と共同で検討を進めており、従来であれば REIT で取り組める物件と取り組めない物件が混在していることで JMF 単独での検討が難しかったところ、今回は REIT で取り組めない物件を KKR の私募ファンドで検討できることから、KKR と共同で本案件に参加することができ、結果として優先交渉権を取得できた。本案件のうち1物件の優先交渉権を JMF が取得し、残りの物件の優先交渉権は KKR の私募ファンドに付与されている。
- Q2.： 投資主価値の向上に向けて今後 M&A も選択肢にあるとのことだが、ある程度短期的な目線でも M&A の実現を期待することはできるのか。もしくは、あくまで中長期的な話になるのか。
- A2.： 相手がいる話なのでいつ実現するかは明確に答えることができないものの、現在、具体的に M&A に向けたアクションを始めているところである。
- Q3.： 住宅物件の取得について KKR と JMF が共同でバルク案件への入札を行ったとのことだが、KKR と JMF において住宅物件のクライテリアに差があるのか。バルク案件を検討する際の物件の優先ルールについて教えていただきたい。また、バルク案件での今後の物件取得についても教えて欲しい。
- A3.： JMF と KKR が組成する私募ファンドとの間において、取得物件検討時の優先順位については明確にルールを定めている。JMF が入手した情報は、JMF が優先して検討し、JMF が検討しないものは第二順位として私募ファンドが検討する規定となっている。JMF の投資対象エリアは全用途に対し、日本の都市部でトラフィックの多い立地である。具体的には東京や大阪のオフィス中心地から電車で30～40分圏内の駅から徒歩で10分以内のエリア。一方で、KKR が組成する私募ファンドの場合、投資対象用途は JMF と同じではあるものの、エリアは利回り感などからそれぞれの案件で判断していく。総合型になり一年程度経つが、住宅のシェアはポートフォリオ全体で1%に満たないため、ポートフォリオのリバランスを考えれば住宅の比率を今後も上げていきたいと考えている。クライテリアに合致するものは積極的に買っていき、住宅にはポートフォリオ

において安定性を担ってほしいため、中長期にわたり競争力のある物件に主眼をおいている。また、利回りについては戦略に応じて目標とする利回りをしっかりと確保できる物件である。現状は資産入替がメインであり、売却した物件より取得する物件の利回りを上げていきたいため、利回り目線を崩さない入替を行っていく。その点では、今回公表している住宅物件は、激しい競争環境下で利回り 4%台で取得できている。

Q4. : 決算説明会資料 P9 に「KKR 事業投資先からの物件取得」とあるが、こちらは進行中なのか、あるいは今後出てくる話なのか教えて欲しい。

A4. : この場ではコメントを差し控えさせていただきたい。

Q5. : 決算説明会資料 P9 に「パイプライン情報の増加」とあるが、どのようなタイプのものなのか（用途や規模等）、特徴があれば教えていただきたい。

A5. : 用途としては一番狙っている複合型が増えている。複合型は、KKR に特に買いたいとアナウンスしていて、運用が難しい案件。オフィス、住宅も万遍なく情報が来ている。

Q6. : バルク検討案件の中で複合型が出てきており住宅だけでなく複合型を積極的に買っていくみたいということだが、今後バルクの中で JMF のクライテリアに合う複合型の取得が増えてくるのか。

A6. : 取得方法としては、単体で話が来ている案件について複合型をしっかりと買っていくことがまず一つ挙げられる。その他、現状 KKR グループになってバルク情報が増えたものの、アセットクラスとしては住宅が多いのは事実である。しかし、複合型もしくは複合型に転換できるものもバルクの中にあるため、KKR との連携をもってバルク取得の中で複合型を買っていく可能性はあると考えている。

#### 【内部成長】

Q7. : オフィスのリーシングにおいて、大規模区画の埋め戻しも短期で成功しているとのことだが、その要因やリーシング手法について特徴的なことがあれば教えて欲しい。

A7. : この半年で賃料増額や空室解消が進展しているが、大型区画も短期で埋め戻すことができた理由の一つとしては、エントランス等ハード面におけるリニューアルを可能な限り早期に着手し、リーシング時のアピール材料にできたことが挙げられる。また、稼働率が低下傾向にあるエリアに所在する物件については、一定期間フリーレントをつけて早期にテナントを取り込んだことが良い結果につながったと考えている。

Q8. : 2023 年 8 月期（第 43 期）末におけるフリーレントを加味した稼働率ほどの程度か。

A8. : 当該期末におけるオフィス・複合型の稼働率は、賃貸可能面積に占める賃貸面積ベースで 94.3%と予想しているが、オフィスは 1%半ば程度フリーレントを付与しており、フリーレント加味した稼働率は 93%程度になる。

Q9. : 決算説明会資料 P4 に記載の通り、賃料改定が一期あたり+84 百万円と、かなり順調に進んでいると思うが、具体的にはどの用途の物件が賃料アップに寄与しているのか。またこれには KKR のノウハウによる貢献があったのか。

A9. : 決算説明会資料 P12 に詳細記載しているが、直近半年の契約改定のタイミングで商業 +3.3%、オフィス+1.6%、住宅+2.6%の賃料増額が進んでおり、トータルで期あたり+84

百万円となっている。なおこれらの結果は、どちらかという運用会社が 20 年超培ってきた運用力を発揮できた成果だと考えている。商業特化型の日本リートファンド投資法人とオフィス重点型の MCUBS MidCity 投資法人の時代から、リーシングやリニューアルができる体制を社内で設けている。外部に任せるだけではなく自らリーシングやリニューアルを行い、テナントリレートを積みあげてきたことから、每期成果が出てきていると考えている。

Q10. : 決算説明会資料で、商業物件の歩合賃料の更なる増加が期待できる、としてジャイル、ラ・ポルト青山、M&W YOKOHAMA 等の旗艦物件で前年比売上 135~150%程度回復していると記載されているが、これらの売上増加が歩合賃料の増加にどのように貢献しているのか。また、来期以降の歩合賃料収入の見通しについてもレベル感を伺いたい。

A10. : 決算説明会資料 P13 に記載されているとおり、商業売上増に伴って歩合賃料も増加している状況。2022 年 8 月期（第 41 期）の歩合賃料は前期比で 3%程上昇している。特に決算説明会資料 P13 左側に掲載している mozo ワンダーシティ、川崎ルフロンは歩合賃料割合が大きく、mozo ワンダーシティは春にリニューアルをして売上が上がってきているので、来期以降も歩合賃料は上昇傾向であると考えている。

#### 【業績予想】

Q11. : 2023 年 8 月期（第 43 期）の DPU・EPU は、どういった点を保守的に考慮したのか。また潜在的なリスクは何かあるのか。

A11. : 昨今の電気料金高騰を踏まえ、水光熱費を保守的に織り込んでいる。具体的には、営業収益としての水光熱費収入はテナントに対してあまり増額ができない前提で見えており、一方で営業費用としての水光熱費は今後上がっていくと見ている。またオフィス等の埋め戻しについて、退去予告受領済み区画の空室は予想の前提に入れている一方で、埋め戻しの見通しは一切織り込んでいない。

Q12. : 2023 年 2 月期（第 42 期）から 2023 年 8 月期（第 43 期）にかけて「その他賃貸事業収入」の減少要因について教えて欲しい。

A12. : 大型テナントからの原状回復費見合いの一時金約 10 億円が剥落することによるもの。

Q13. : 2026 年 2 月期（第 48 期）まで物件売却益を獲得しているとのことだが、先まで売却益を確保している背景について教えていただきたい。

A13. : 売却益については、一つの期に固めずに分散させて活用したいと考えている。背景の一つは、EPU・DPU の底固めである。もう一つは、オフィスの大型区画の埋め戻しも進展し、商業施設の歩合賃料が増加するなど、既存ポートフォリオの収益性向上が見られてきた状況下において、売却益により EPU・DPU を更に押し上げるという狙いもある。なお、底固めという観点においては、高騰しつつある水光熱費への対応も入っている。

- 
- ・本資料には、将来的な業績、計画、経営目標・戦略などが記載されている場合があります。これらの将来に関する記述は、将来の出来事や事業環境の傾向に関する現時点での仮定・前提によるものですが、これらの仮定・前提は正しいとは限りません。実際の結果は様々な要因により大きく異なる可能性があります。
  - ・特に断りのない場合、本資料は日本における会計方針に基づいて作成されています。
  - ・本資料は、本投資法人の決算の分析等に関する資料であって、本投資法人の投資証券の取得その他金融商品取引契約の締結の勧誘を目的として作成されたものではありません。投資を行う際は、投資家ご自身の判断と責任で投資なさるようお願いいたします。
  - ・本投資法人は、価格変動を伴う不動産及びその関連資産に投資を行う公募不動産投資法人(J-REIT)であり、経済情勢、金利情勢、投資口に対する需給状況、不動産市況、運用する不動産の価格や賃料収入の変動、災害、本投資法人の財務状態の悪化等により、投資口の市場価格が下落又は分配金の額が減少し、投資主が損失を被る場合があります。詳しくは本投資法人の有価証券届出書(目論見書)及び有価証券報告書に記載の「投資リスク」をご覧ください。

資産運用会社：株式会社KJRマネジメント

(金融商品取引業者関東財務局長(金商)第403号、一般社団法人投資信託協会会員、  
一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員)