

日本都市ファンド投資法人  
2024 年 2 月期（第 44 期）決算 Q&A セッション  
質疑応答要旨

開催日：2024 年 4 月 18 日（木）

決算 Q&A セッションでの質疑応答では、5 人の質問者から全部で 10 問の質問がありました。質問内容に基づき、戦略、外部成長に区分し記載しております。

【戦略】

- Q1.：インフレ局面を意識したアップサイド運用を行い、DPU 及び NAV を向上させていくということだが、これまでと違った運用を行っていくのか。これまで通り資産入替を行っていくのか、もしくは入替についてはペースを緩め、内部成長に注力していくのか、あるいは、賃料上昇をより期待できる物件を積み上げていくのか、これまでとの違いについて具体的にお伺いしたい。
- A1.：内部成長により既存のポートフォリオの収益性向上を加速度的に推進し、以前よりも一段ギアを高めていくというのがこれまでとの違いである。資産入替については終盤にきていると考えており、残り 1,000 億円弱の売却は残っているが、売却益の実現ペースも考えながら続けていく方針である。
- Q2.：P9 で巡航 EPU が 2,250 円を大幅に超える状況になってきたとのことだが、実際いつぐらいに 2,250 円を超えてくるのか。フリーレント解消等のタイミングもあるかと思うが、実現可能性のタイミングを伺いたい。
- A2.：改めて P9 のスライドを用いて説明させていただきたいが、約 8 億円から 9 億円がすでに確保済みの収益上昇の部分だが、現状は 45 期及び 46 期の業績予想に入っておらず、47 期・48 期あたりに強く発現していくものになっている。また、その上にあるオフィスの空室解消や、更なるアップサイドについては、今時点から積極的に活動しているものであり、場合によっては 45 期以降から前倒しで積み上がっていくため、2,250 円に到達するのは 47 期・48 期ということではない。前倒しでの達成ができるようしっかりと進めているところである。
- Q3.：トータルリターンが 10.3%とのことだが、NAV の向上については、内部成長による物件のキャッシュフロー増加に伴う上昇と、キャップレート下落による上昇があると思うが、このうちキャッシュフローの増加によるものはどれぐらいを占めているのか。
- A3.：殆どが収益アップ、賃料アップによる鑑定価格の上昇である。一部、新規物件の取得による NAV の上昇があるが、今回の上昇の主要因は、既存物件での賃料アップによるものである。
- Q4.：自己投資口取得について、他 REIT が実施している規模と比較すると、かなり小さい規模でありあまり効果がないのではないかと感じたが、その背景や、これからの状況次第で規模を拡大していく可能性があるのかについて伺いたい。
- A4.：今回 10 億円上限で実施したが、これについてはフリーキャッシュを使用して行っている。金額規模については、この 3 月から 5 月にかけて複数物件の取得を手元キャッシュで行っ

ていくことから、バイバックに充てられる金額が上限 10 億円となった。一方で、今回説明したように、戦略に基づいて EPU がしっかりと積み上がってきており、我々としては、自身の成長への手応えに対し投資口価格が非常にアンダーパフォームしていることから、手元キャッシュの金額に関わらずマーケットに対してアピールを行うこと、また、将来の成長に対してしっかりコミットしていくことが重要だと思い、実施の判断に至った。

- Q5. : 上限 10 億円の自己投資口取得を公表したが、資産入替の物件売却等により今後も発生が見込まれるキャッシュの資金使途の優先順位は、既存物件のバリューアップや物件取得になり、自己投資口取得は劣後するのか。もしくはマーケットや投資口価格の状況に応じて自己投資口取得も考えるのか。
- A5. : 余剰資金ができたタイミングでの J-REIT を取り巻く環境、JMF の投資口価格、物件取得の状況等を総合的に判断して、振り向ける資金使途の優先順位を考えていく。

#### 【外部成長】

- Q1. : 今後、住宅取得のペースが加速する可能性はあるのか。また加速させる方法はあるのか。  
住宅のファンダメンタルズを考慮すると、早期に住宅を取得した方がキャッシュフローや NAV の観点で、ポートフォリオへの貢献度が高いと思われる。
- A1. : インフレ基調にある中で、数年前から優良賃貸住宅の賃料も上昇基調が見られている。JMF は MCUBS MidCity 投資法人と合併した頃より、そのマーケットの変調をとらえ住宅の取得を積極的に進め始めていた。今後もそのトレンドは確認できているが、住宅の取得マーケットは厳しい中で、JMF の強みである取得力を活かし、様々な取得手法を駆使して一定程度ポートフォリオにおける住宅比率を高めていきたい。収益性を睨みながらスピード感をもって物件取得を進めて行く。またパイプライン候補としては、昨年来より住宅バブル案件に対して匿名組合出資による長期ブリッジを活用して複数物件を押さえている。様々な取得手法を駆使して、着実に住宅比率を一定量まで高めていきたい。
- Q2. : 私募リート投資を始めた当初は、住宅ノウハウ蓄積の側面が濃かったようだが、いまや大投資主になっている中で、投資先企業価値向上のディスカッションは行っているのか。また、投資先の私募リートに対して JMF が運用ノウハウを提供し収益性が向上したという話があったが、収益性があがった最大の理由は何か。
- A2. : 日神プライベートレジリート投資法人への追加投資を複数回積み上げる中で、JMF の投資口持分は高まってきている。発行体との会話の中で、一定の規模感で JMF がエクイティ投資をし、先方も安定的な資金調達を背景に順調に成長ができ、JMF 参画後、配当利回りが上がってきている。また、JMF が会計面における知見を提供したことによっても、配当利回りが向上した。JMF がエクイティ投資を通じて先方と協業する中で、日神プライベートレジリート投資法人の配当が上がり、一方で JMF のパイプラインとして賃貸住宅の紹介も来ており、お互い win-win の関係を築けている。
- Q3. : 日神プライベートレジリート投資法人への知見提供に関して、具体的には会計スキームの変更といった話なのか、または保有物件の賃料アップにつながるアドバイスをしたのか。
- A3. : 会計上の様々な知見を共有したという回答に留め、詳細は差し控えさせていただく。

Q4. : IIF は KKR との協業による CRE 案件を発表したが、JMF もそのような話が今後出てきそうか。商業アセットはインフラや物流アセットと比較して、案件化しにくい側面はあるのか。

A4. : KKR のプライベートエクイティチーム等との協業により、国内企業に対しての提案をかなりの件数で進めている。物流や産業用不動産に絡んだ案件のみならず、JMF でも取り組む機会があるような案件の話もある。ただ、現時点では近日中に公表できるという案件はないため、進捗を見守って欲しい。

Q5. : イトーヨーカドー綱島店の売却検討に関して、買手からはこういった意向でオファーが来ているのか。商業施設として継続運用するのか、再開発意向なのか。

A5. : 今回の決算発表で、本物件に関しては踏み込んで進捗状況を公表したが、買手候補の考えは個別事情があるので回答を控えさせていただく。

---

・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 K J R 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)