

日本都市ファンド投資法人
2024年8月期（第45期）決算Q&Aセッション
質疑応答要旨

開催日：2024年10月22日（火）

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、内部成長、財務戦略、その他に区分し記載しております。

【戦略】

Q1.： 今回の決算でDPU2,700円とEPU2,400円とこれまでより水準を切り上げたが、この水準を今後見直すとすれば、どのような条件が整ったときに上方修正していくのか。レバレッジで38%、40%まで上げる、あるいは現状の内部成長のペースを考えると、それほど遠からずEPU2,400円以上が見えてくるのではと思っており、それを踏まえてお伺いしたい。

A1.： DPUとEPUの関係も含めてお答えしたい。今回DPU水準を2,700円台に切り上げたが、現状EPUは2,400円弱ぐらいのレベルなので、我々としてはEPUと売却益を使いDPU2,700円をしっかりと作っていかうと考えている。売却益還元には非常に自信を持っており、継続性のある形でアクションしていくつもりである。その上で、いわゆる実力EPUも順調に上げていくことができると捉えている。

実力EPUが上がり、売却益の還元も続けていくことで、結果的にDPUが2,700円を上回った水準で維持できると思っている。そういった動きをしていく中で、内部成長を通じて実力EPUをより2,700円に近づけていく形で、売却益に頼らずとも一定のDPUを作る体制を作っていけると捉えている。参考までに45期と47期を比較すると、売却益を除く実力EPUの成長率は5%程度であり、この水準が続く手応えを持っているため、しっかりと実力EPUを上げながら2,700円をさらに上回るようなDPUも作っていきたいと考えている。

Q2.： 9/25に公募増資を公表したばかりで、なかなかすぐというのは難しいと思うが、P/NAVは1倍割れという水準になっており、これを打開するために自己投資口取得を今後やっていくと可能性はあるのか、考えを伺いたい。

A2.： 我々としては、現在の投資口価格については、JMFの現在の成長性に鑑みるとマーケットで非常に割安に評価されていると感じており、投資口価格をいかに上げていけるかという点を常に考えながら運用している。

その中で、活用資金が手元にある場合に自己投資口取得を選択することも大事なオプションの一つだと常に考えている。JMFでは、過去3回自己投資口取得を行ってきており手元資金があるときに4回目、5回目を選択していく可能性はもちろんある。

あとは、手元資金がある場合に、それをどこに振り向けるかという選択だと考える。この選択の判断というのは、常々お伝えしている通り、我々においてはトータルリターン、すなわちDPU及びNAVが最大限向上する選択をしていくことに尽きる。その意味では、投資口価格が下がっているときには自己投資口取得の検討度合いが当然高まるのは確かではある。その一方で、今回、イトーヨーカドー綱島店の売却資金でクロス向ヶ丘を取得したように、インプライド・キャップレートを大きく上回る利回り

が確保でき、NAV ディスカウント率よりも取得物件の含み益が大きい場合には、自己投資口取得を選択するよりも物件を取得した方が投資家にとってプラスになる場合もある。投資口価格水準に応じた自己投資口取得と物件取得のトータルリターンの比較だと考えている。

【外部成長】

Q1. : 今後の物件取得について、より力を入れていきたい用途を教えてください。説明では、都市型施設の賃料上昇の勢いをアピールされていたが、取得についても都市型施設を中心としていくのか。

A1. : 都市型の資産に注力して投資をしており、特にどの用途にフォーカスして取得するという考えはない。我々が特に重視しているのは、説明でも触れたが、まずは資本コストを意識しインプライド・キャップレートを上回る水準であること。そして、取得した時の収益性のみならず、運用を通して内部成長をさらに実現できる成長力をしっかりと見極めて物件であること。これらが取得における一番のポイントだと考えている。

Q2. : 今般行った公募増資について、投資家からの意見はポジティブなものどりとネガティブなものどちらが多かったのか。

A2. : 投資家様によってそれぞれ違ったが、一部の投資家様からはディスカウントの状態増資したことについての確認はあったと捉えている。一方で、ディスカウントの状態であってもトータルリターンが上がるような作り込みをしっかりと行えたと考えている。インプライド・キャップレートを超える利回りで、かつ、償却後のポートフォリオ平均 NOI 利回りよりも上回る利回りであり、含み益が非常に大きく、ダイリューションを考慮しても NAV の上昇をしっかりと実現できアクレーティブな作り込みをしっかりとさせていただいたので、この点を説明し最終的には評価していただいた投資家様が多かったという印象である。その結果が需要の倍率にも現れ、また、投資口価格のパフォーマンス面でも、LTP (Launch to Pricing) も東証 REIT 指数対比で 1.8% のマイナスに留まった点でも示されたと考えている。

Q3. : LTV について今後時価ベースにするということだが、現在 LTV38%で、今後 40%台前半を目安に運用ということで、今回公募増資で取得した物件を借入で取得しても LTV40%台前半に収まり十分可能だったと思う。一口当たり NAV を押し下げる投資口価格水準でエクイティを調達するのではなく、借入で取得する方がトータルリターンはもっと上がっていたのではないか。その観点でなぜ公募増資を行ったのか。

A3. : 今回公募増資を行ったが、一方で LTV40%程度まで借入を行っていく考え方は当然持っている。ただ、今後の取得可能性も加味した上で、LTV の上限はある程度抑えていきたいと考えている。300 億円の取得パイプラインについては、具体的に譲渡交渉が進んでいる 500 億円の案件の買い手との決済のタイミングと前後する見込みが出てくるため、一定量の借入を行う可能性もある。その意味で、今回の公募増資時に LTV40% までの借入余力を全て使ってしまうと、その後のアクションに制約が出てくると判断をしていた。そのため、全額借入ではなく、一部エクイティ調達も含めて物件を取得するという形を取った。

Q4. : 取得パイプライン 300 億円はインプライド・キャップレートを上回っていると思うが、

含み益率も現時点での NAV ディスカウント率を上回っているかどうかについてご説明いただきたい。そうであるとすれば、すぐに再度公募増資を行っても JMF の戦略に沿った投資の仕方だと言えると思うが、その可能性もあると考えていいのか。

A4. : 取得パイプラインの含み益についてもディスカウント幅に近い含み益を有している。その点で、インプライド・キャップレートを上回る利回りで、かつ含み益もある非常に優良な割安物件を積み上げている状況。ただし、取得資金については今回説明した通り 500 億円の物件売却のプロセスが順調に進んでおり、決済タイミングとの前後は一部あるが、借入余力も含めて対処していけると考えている。

Q5. : 売却について、継続性について自信を持っているとのことだが、売却の蓋然性・継続性の背景について教えて欲しい。

A5. : イトーヨーカドー綱島店の売却では、積極的な売却益が実現できたと考えている。収益性が最大限まで高まったものを良いタイミングで売却するという形もあるし、イトーヨーカドー綱島店のように買い手が違った用途で活用していく上で非常に高いバリエーションを出してくれたケースもいくつかある。こういった売却益最大化を図る売却は、我々のポートフォリオの中でも徐々に活動を始めている。個別物件やカテゴリについては差し控えるが、売却益が大きく、場合によっては鑑定評価額を大きく上回るような売却益も、これからも持続的に出すことができると考えている。

【内部成長】

Q1. : ユニモちはら台について、増床の話があったが、建築費が上がっている環境下、増床という追加投資に対してかなり高いリターンを期待しているのか。また、現状の 155 テナントについて用途を変える余地があるのか、ポテンシャルについて教えていただきたい。

A1. : 増床については今後詳細を詰めていくが、敷地の大きい物件なので、平屋建てに近い、建築コストを抑えたプランを検討していくため、建築コストは出来る限り抑えることを想定している。テナント構成については、強弱をよく判断しながら、どういった業種・業態がベストか、かつ賃料も収受できるかという点を詰めていきたい。

【財務戦略】

Q1. : LTV の定義を時価ベースに変更する、結果として現状 38%に対して目線は 40%から 50%とするという話があったが、今後よりレバレッジリスクを取り LTV を引き上げて EPU、もしくは DPU をしっかり上げていく考えなのか。レバレッジに対する考えが変わったと理解しているのか。

A1. : LTV の定義を、時価ベースでの LTV をメインの指標にしていくとお伝えした。我々がトータルリターン戦略をとっている中で、NAV に対してのパフォーマンスをしっかりと捉えていくという形で考えている。時価ベースの LTV 水準が上がるが、これは一方で NAV をしっかりと上げていくという戦略とのセットだと捉えている。適正レンジは、時価ベースの LTV で 40%から 50%のレンジだとお伝えしたが、現状は 38%という水準にあるため、40%を一つの目安、40%から 40%の前半を意識しながら適正にコントロールしていきたいと考えている。

【その他】

Q1.： 都市型商業の定義を今一度お伺いしたい。例えば、ユニモちはら台は都市型商業という用途で取得しているが、郊外型ショッピングセンターではないのか。どのような定義の下で都市型商業施設と位置づけているのか、改めて都市型商業の特徴を確認したい。

A1.： 我々は、日本リートファンド時代から商業施設のカテゴリー、エリアを捉えてきたが、基本的にはその時代から投資対象は変わっていないと考えている。具体的に言えば、プライムのハイストリート商業施設、大きな駅前などを中心としたいわゆる都市型の商業施設、そして住宅地駅前型の商業施設であり、比較的住宅地寄りの駅前の施設がもともとの投資対象だった。日本都市ファンドになってからも、この住宅地駅前型も都市型の一つのカテゴリーと捉えて投資を続けている。

ユニモちはら台については、まさにこの住宅地駅前型の商業施設として定義付けている。我々が考える郊外型とは、ロードサイド型のアクセスがこれからしづらくなるような施設や、E コマースに対して競争力が下がるような施設であり、そういった郊外でかつロードサイド型のものは投資対象から外し、売却対象であると考えている。一方で、住宅地に近く人口も増え、競争力もある駅前型で、駅からのアプローチも当然できるような施設は今後も投資対象だと捉えている。

・ 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)