

**2020年6月期 決算説明にかかる主な質疑応答**

**Q：MHMとの賃貸借契約については9月中旬目途に結論を出すとのことだが、現在の検討状況は。**

A：2020年8月25日付「ポートフォリオの運用実績（2020年7月）に関するお知らせ」において、株式会社マイステイズ・ホテル・マネジメント（MHM）運営73ホテルの7月のGOPが同月の契約固定賃料の2割程度と開示している。ホテルの稼働水準、GOPは4月、5月より大きく改善しているが、7月はピークシーズンであり固定賃料の設定も高く、残念ながらその水準までの回復には至っていない。従って固定賃料についての何等かの対応が必要となり、9月中旬までには合意、公表する予定であるが、3～6月の対応のように、インヴィンシブル投資法人（INV）がオペレーターに対して資金援助することはない予定。7月以降のホテルGOPは黒字見込みであるが、万が一赤字となっても投資法人としてこれを負担することは考えていない。

**Q：MHMとの賃貸借契約の抜本的な見直しはあるのか。つまりはオペレーターに利益が蓄積されないスキームを見直し、中長期的にオペレーターの体力改善を図る変更を検討しているのか。それともアフターコロナになれば収益性が回復し、再び賃料を払えるようになるので現行の賃貸借契約を維持するつもりなのか。**

A：抜本的な見直しの可能性はあるが、現在の極めて悪化したホテル環境で今後の見通しが不透明な中で中長期的な対応を決めることは、投資法人とその投資家にとって最善ではないと考えている。今年3～6月にかけて、投資主の皆様には大きな負担をかけたことは重く受け止めており、様々な選択肢を検討しているが、収益の見通しが極めて難しい状況下では、ステップバイステップで対応することが重要であると考えている。また、オペレーターに内部留保を積むことは投資法人の収益、投資主への還元が低下することであり、慎重に対応すべきだと考えている。

**Q：鑑定評価額の今後1年間の見立ては。**

A：今後1年間の見通しを予測することは難しいが、6月期末のホテルの鑑定評価がどのような要因で低下したかが参考となる。当期末の国内ホテルの鑑定評価は前期比4.9%、約

214 億円低下したが、この内、約 6 割がキャッシュフロー（CF）要因、残り 4 割がキャップレート上昇によるもの。CF については鑑定初年度である 2020 年 7 月～2021 年 6 月の CF 見積もりがコロナ要因により想定 of 4～5 割程度引き下げられた。キャップレートは 0.1～0.3pt 上昇しているが、基準レートの引上げと CF 見積もりの低下により DCF 評価と直還法評価に乖離が生じたことによる調整（鑑定評価基準等により DCF 価格と直還法価格に大きな乖離がないことが求められている）が要因。2020 年 12 月期における期末鑑定評価の水準は、同鑑定の鑑定初年度である 2021 年 1 月～12 月の CF 見積もりが、今回の鑑定の 2020 年 7 月～2021 年 6 月の CF 見積もりと比べてどのような水準となるかによる。コロナの収束動向によるが、普通に考えれば 6 ヶ月先の CF 見積もりが改善している蓋然性は高く、CF 要因から鑑定評価が更に低下することは考えにくい。むしろ CF の改善、これによる DCF 評価と直還法評価の乖離縮小によるキャップレート低下の可能性などから、鑑定価格が上昇する可能性もあると考えている。

**Q：物件売却の可能性は。**

A：物件売却を含めあらゆる選択肢を検討しているが、ホテル物件の売却については今のマーケットでは鑑定価格から大きくディスカウントされる可能性が高く、また将来回復する収益を永久に失うことになるため、合理的ではないと考えている。

**Q：決算説明資料の 2 ページで 6 月に GOP が黒字に転じたとあるが、これは INV からの資金援助を前提としたものか。**

A：INV からの補助なしで、ホテルベースの売上増加や費用削減などの結果である。今後の黒字の見通しも同様の前提である。

**Q：MHM に対する INV の資金援助は考えていないとのことだが、現在の RevPAR 水準であれば資金援助なしで大丈夫ということか。**

A：そのとおりである。

**Q：決算説明資料の 2 ページで MHM が固定賃料を支払える水準まで回復していないとあるが、REIT として赤字ではないが契約された固定賃料は収受できないということか。**

A：MHM が運営するホテルの GOP としては黒字だが、契約された固定賃料の水準には回復しておらず、MHM が契約固定賃料を全額支払うことは困難な状況。これをふまえ、MHM に対する措置を検討中である。

**Q：MHMの運用するホテルが固定賃料を支払える RevPAR 水準は。**

A：固定賃料を支払える損益分岐点は、国内ホテル 84 物件のうち MHM が運営する 73 物件の 2019 年 12 月期の RevPAR (8,877 円) に対し約 6 割の水準、つまり約 4 割減。前回の決算説明では 3 割減としていたが、コスト削減努力等によりセンシティブティが変わり、改善された。

**Q：MHMの運用するホテルの GOP が赤字になる RevPAR 水準は。**

A：MHM が運営する 73 物件の 2019 年 12 月期の RevPAR (8,877 円) に対し約 7 割減の水準。なお、ホテルタイプの多様化、客室収入以外の増加による RevPAR と GOP の相関関係が複雑化しており、一定の前提を置いたシミュレーションであり、「約」としか言えない事をご理解頂きたい。

**Q：「Go To トラベル事業」の効果は出ているか。期待感はあるか。**

A：「Go To トラベル事業」(キャンペーン) 自体よりも、感染者数の状況などで消費者のマインド、行動がどのように影響されるかが大きいと考えるが、例えば 7 月に MS 横浜関内が 80% の高稼働を記録したのは、テレワーク需要獲得もあるが、キャンペーンから東京が除外されたことによる横浜の宿泊需要増加を取り込んでいる可能性が考えられ、キャンペーンの効果、東京除外の影響を測る上で参考になる。また、ホテルエピナール那須など地方のリゾートホテルも稼働率が回復してきており、キャンペーンの一定の効果は感じている。東京が含まれた際の効果については、その時点で政府の予算残額の状況や、受け入れ先自治体の状況にも影響される点は注意が必要。

**Q：ホテル業績は 5 月で底を打ったのか。**

A：これ以上コロナ禍の状況が悪化しない前提で、稼働率、GOP とともに 5 月が底という認識。ただし回復のスピードは期待より遅いように思われる。

**Q：稼働率を上げるための改善策は。**

A：MHM の取り組みについては決算説明資料にあるとおり。3 密回避の提案、予約キャンセルの再獲得、教育旅行新規獲得などの需要回復策の他、テレワーク環境提供や自主隔離受入れ等、新たな需要創出にも取り組んでいる。

**Q:財務状況に関して、借換えにおける金利や借入期間等、借入先との交渉に問題はないか。**

A:6月と7月に大きな借換えがあったが、確実に実行することを優先的に考え、期間を短くし金利上昇を抑えた。このマーケット環境で通常よりもスプレッドが上乘せされた部分はあるが、この難局の中では非常によい形での借換えが実行できた。

**Q:MHM以外の固定賃料ホテルの状況は。**

A:一部から一定金額の減免要請あったが、減免は行っておらず、また予定もしていない。今後仮に減免の必要が生じた場合でも、固定賃料ホテルに関しては月額賃料の6ヵ月から12ヵ月以上の敷金を受領しており、投資法人の収益への影響はない。

以上