

2023年3月3日

インヴィンシブル投資法人

2022年12月期 決算説明にかかる主な質疑応答

Q：足元、中国からのインバウンドが戻ってきていない一方で、国内需要は大きく回復しており、2022年12月のRevPARが2019年同月比プラス13.6%であったことを踏まえると、通年のRevPARを2019年比マイナス11%と見込んでいる2023年の業績予想の見立ては保守的ではないかと思うが、実際のホテル市況の回復の実感、手応えは。

A：ホテルの市況回復の実感については、非常に手応えがあると言える。全国旅行支援による下支えもあるが、各地のホテルでGOPPARの指標に沿ってADRを上げていくことが確実に実行できるような環境が整ってきている。それが2022年12月のGOP実績（2019年同月比プラス15.3%）に反映されている。今後に関しては、コストを含めて全般的に保守的に見ているが、中国からのインバウンドの回復は、業績予想の策定時の想定よりも早く進みそうという情報も入ってきており、全国旅行支援が終わった後も着実に需要が回復していくと考えている。

Q：足元のインバウンド需要は全体の何%程度か。コロナ禍前は概ね30%台半ば～後半の水準であったとの理解だが、2023年は中国人旅行者も含めてインバウンド需要はどの程度まで上昇する想定か。

A：2019年の国内の客室売上高に占めるインバウンドの売上高が30%程度で、2022年11月は14%、12月及び2023年1月は22%程度。但し、客室売上高の絶対値では2023年1月のインバウンドは2019年1月の54%に過ぎない。年末に向けて少しずつ回復していく想定をしているが、2023年末時点で中国以外は8割程度の回復、中国に関してはかなり限定的な回復と現時点では考えている。

Q：今後のRevPAR上昇、GOP最大化に向けてはADRを重視して積極的に上げていく方針を続けるのか。また、足元ではADRの回復に比べて客室稼働率の回復が鈍いが、これは意図した結果か、それとも意図せず人手不足のような供給制約により客室稼働率が上げられないのか。

A：決算説明資料の14ページのとおり、インフレで水光熱費含めてさまざまなコストが上昇していく環境下では、ホテルごと、日別に需要予測を行ってコストを厳格に管理し、稼働率ではなくGOPを最大化することが今後も重要なポイントになっていく。例えば「稼働率100%、ADR8,000円」と「稼働率80%、ADR10,000円」のRevPARは同じ8,000円だが、後者の方がGOPが高い。コストの上昇をADRの上昇で吸収し、GOPを上げていく努力を今後も続けていく。

なお、人員不足がホテル運営の支障になっていることはない。本投資法人（「INV」）の保有ホテルは宿泊特化型が主体で人員不足は大きな問題にはならない。人員不足が問題になっているのは遠隔地のフルサービス、リゾートホテルおよび新規オープンのホテルが中心。またコロナ禍の間、グループを挙げてのスポンサーサポートにより、グループ企業で株式会社マイステイズ・ホテル・マネジ

メント（「マイステイズ」）の従業員の出向を受け入れていた。ホテル需要の回復を受けて全ての出向は解除し、マイステイズでの業務経験のあるホテルのプロを迅速に現場に再配置することができた。同様に、雇用調整助成金の対象になって休務していた社員も全員、昨夏には現場に復帰した。さらに、マイステイズの強みとして、コロナ禍において一時的に縮小したものの、新卒を継続採用しており、2023年もグループ会社を含め100名程度採用する。また、マイステイズは全国展開のポートフォリオを管理しているので、繁閑を考慮した上で他物件からのヘルプなどでコントロールできている。

Q：マイステイズが運営する INV 保有 73 物件の GOP マージンについて、2023 年の業績予想の前提になっている水準が 2019 年の水準からどの程度変化しているのか教えてほしい。

A：決算説明資料の 14 ページに GOP マージンの記載がある。2019 年（7 月から 12 月）が概ね 40% 前後であったのに対し、2022 年（7 月から 12 月）は 30% 台の半ばから後半ぐらい。2023 年は少しずつ 2019 年レベルに回復していくと保守的に予想している。

Q：RevPAR が 2019 年比でどの程度まで回復すると GOP が 2019 年比でどの程度の水準になるのか、足元のコスト上昇などの状況を勘案した上で教えてほしい。

A：一定の仮説に基づく概算であるが、マイステイズの業績指標を変数とすると、マイステイズの 73 物件の損益（GOP）が黒字になる水準は半年前から変わっておらず、2019 年の 6 月期の実績 RevPAR（8,317 円）のおよそ 4 割を超えてくると、マイステイズの損益は黒字になる。また、2019 年の 6 月期の実績 RevPAR（8,317 円）のおよそ 5 割を超えると、投資法人の決算は黒字になっていくと考えている。GOP に関しては、14 ページで説明したように、2022 年 12 月には GOP 絶対額でも GOP マージンでも 2019 年 12 月を上回った。GOPPAR の最大化を目指す結果、RevPAR が 2019 年並みに戻った場合、おそらく稼働率は 2019 年よりも低く、ADR は 2019 年よりも高い形になっていると思われるが、原則として GOP マージンも 2019 年の水準に近づいていくと考えている。一方で、シェラトン・グランデ・トーキョーベイ・ホテル（優先出資証券）の配当は、2023 年中はないと見込んでいる。また、ケイマンのホテルは一部為替のヘッジはしているが、当然為替の変動の影響を受けることに留意いただきたい。

Q：今後のデット調達戦略は。コロナ禍でホテルマーケットが厳しかったときは、あえて短期の借入期間を選択して借入れコストを抑えてきたと認識しているが、ホテルマーケットは回復してきた。一方で、長期金利などのベースレートが上がっている環境を踏まえ、今後は借入期間の長期化を進めていくのか否か、また、金利は変動／固定のいずれを選択するのか。

A：借入期間の長期化は徐々に進めていきたいと考えている。3 月に約 170 億円の借入金のリファイナンスがあり、この一部について、従来の 1 年の借入期間に加え、3 年の借入期間のトランシェを加える形でリファイナンスをすべく、主要行と交渉・検討を進めている。借入期間の長期化によってスプレッドも上昇するが、コロナ禍前に 3 年弱であった平均残存借入期間が現在はほぼ 1 年になって

おり、リファイナンス頻度の増加に伴って融資関連費用が2019年比で増加している。借入期間の長期化によってリファイナンス頻度が減り、融資関連費用の削減、正常化が進むと考えている。借入金利と融資関連費用のトータルでコストの上昇をなるべく抑える、できれば削減する形でコントロールしていきたい。

Q：2020年1月を最後にしばらく物件取得がない。投資口価格の回復が顕著になってきた中、公募増資を含めた外部成長の可能性についてコメントいただきたい。売買マーケットでホテルの取引は多くないが、ホテルの価格感、キャップレート等についてどのように認識しているか。

A：投資口価格は回復し、NAV倍率が1倍を超えるような水準になってきている。デットの調達環境も改善してきており、増資を含めた外部成長を検討できる状況になってきている。直近、リベンジトラベル・リベンジ消費が拡大、また円安の継続により日本人の海外旅行の代替としての国内旅行需要が強くなっており、インバウンド需要も東南アジア、欧米を中心に大きく改善している。このような中で、国内顧客を魅了できる温泉のような観光資源を持ち、またインバウンドの需要の拡大も享受できるようなホテルの取得を今後、具体的に検討していきたい。

過去開示していたスポンサーパイプラインのホテル物件は、そのほとんどを2019年7月にINVが取得しており、取得していないのは「リーガロイヤルホテル京都」と「フサキビーチリゾートホテル&ヴィラズ」の2物件のみ。この2物件以外にもホテル約20物件をスポンサーが運用するファンドが保有しており、INVの将来的な取得候補物件として存在している。ただし、取得に向けた検討は開始しておらず、物件価格やキャップレートについてコメントできる状況にはない。

以上