

2025 年 8 月 29 日

インヴィンシブル投資法人

2025 年 6 月期 決算説明にかかる主な質疑応答

Q：国内需要の勢いについて、どのように捉えているのか

A：日本人の宿泊需要は今後大きく変わらないと見ている。ただ、需要のパイそのもの変わらない中でも、観光目的で旅行する人の割合は増えているので、本投資法人がリゾートタイプの物件を拡充する戦略に合理性はあると考えている

Q：2025 年のインバウンド比率はどれくらいになりそうか。今後も上昇していく見通しか

A：アイコニア・ホスピタリティ株式会社（以下、「ICN」）が運営する 91 物件の客室売上の海外比率は、2024 年 6 月期は 32.0%であったのに対し、2025 年 6 月期は 37.8%だった。2025 年 12 月期に関して、明確な予想値はないが、今後も高い水準で推移していくものと考えている

Q：2026 年 6 月期の RevPAR は、前年同期比で 4.6%の成長を予想している。この 4.6%の成長は、コロナ禍後の回復過程で実現してきた二桁の成長と比較すると控え目だが、巡航ベースの安定成長の水準として捉えるのが適当か。それとも巡航ベースよりも強い数値、もしくは弱い数値と捉えているのか

A：比較対象である前年の 2025 年 6 月期には、大阪万博のプラス影響により、想定以上の RevPAR 上昇となっている。2026 年 6 月期は、その剥落を織り込んだ 4.6%の成長であるので、これが巡航ベースの成長の水準とは考えていない。今後、一桁後半の成長を目指して、運用していければと思っている

Q：サンシャイン・スイーツ・リゾート（以下、「SSR」）の改装工事の状況について教えてほしい。予定通りに工事は進んでいるのか、それとも遅れているのか

A：世界的に見られる建築業における労働力の問題、ケイマンが島であることに由来する工事上の制約、また天候の問題により、当初は初秋を予定していたグランドオープンは、11 月下旬頃となる見込みである。ケイマンは、9 月・10 月はオフシーズンであり、11 月下旬からがオンシーズンなので、その需要を獲得できるように、工事を進めていく。なお、足許の状況に関しては、2 棟ある宿泊棟 A 棟・B 棟の両方が営業を休止している。B 棟は、昨年 8 月からの改装工事の末、本年 6 月初

旬から営業を再開したが、追加工事の必要性が発生し、現在営業を休止している。もう一方のA棟は、本年の3月中旬から改装工事を開始し、現在営業を休止している

【注：2025年8月26日開催の決算説明会の質疑応答において「B棟は営業している」と回答しましたが、正しくは下線部の通りであり、現在はA棟・B棟ともに営業を休止していますので訂正いたします。】

Q：ケイマン2ホテルの2026年6月期のADRは、前年同期比でなぜ下がるのか。SSRの改修後なので、上昇するのではないのか

A：ウェスティン・グランドケイマン・セブンマイルビーチ・リゾート&スパ（以下、「ウェスティン」）のADRはSSRのADRよりも高いという背景事情がある中、2025年6月期は、SSRが改修工事中ということで、客室売上のほとんどがウェスティンによるものであり、結果、2ホテル合算のADRは実質ウェスティンのADRとなっている。一方、2026年6月期は、ウェスティンよりもADRの低いSSRの売上が計上されることで、2ホテル合算のADRが低くなっている。このような次第で、ケイマン2ホテルの2026年6月期のADRは、前年同期比で減少する見通しである

Q：工事の影響がない、2024年6月期と2026年6月期との比較が同じ土俵での比較ということになるが、SSRの改修効果があるにも関わらずRevPARがほとんど変わらないのはなぜなのか

A：改修によるSSRの増収は見込んでいるが、ウェスティンの方が競合ホテル開業の影響を受けるためである

Q：今回の物件取得につき、P/NAVが1倍を超えているにも関わらず、なぜ増資をしなかったのか

A：今回の物件取得の検討を開始した段階では、P/NAVは1倍を下回った水準にあったこと、今回の取得規模は昨年の物件取得の約3分の1にとどまる比較的小規模なものであったこと、手元資金が十分にあったこと、そしてLTVは2020年末以降、継続的に低下を続けていたのでレバレッジ拡大による借入余力があったことを踏まえ、総合的に判断した

Q：今回の物件取得(10物件、取得価格合計342億円)により、資産規模は5%ほど増えるが、EPUは2.5%ほどの増加にとどまるので、借入金主体での取得であることを踏まえると物足りない印象を抱く。今後外部成長にあたって増資をすることもあると思うが、増資の場合はEPU上昇のためのハードルはより高くなる。今後の外部成長の方針を聞きたい

A：今回の取得物件は、償却前鑑定利回り7.0%、償却後鑑定利回り3.9%と、NOIに対する減価償却費

が高めの物件であった。今後、増資で物件取得する場合、償却後 NOI の低い物件が多いと、DPU を成長させることは難しいと考えている。よって、手元資金も必要に応じて活用しながら、償却後 NOI が相応の水準にある物件を取得することで、増資による物件取得の場合でも、DPU 成長を実現したいと考えている

Q：次回以降の物件取得においては、今回のように、規模の大小を問わず、特色ある物件を取得していくのか、それとも 100 億円超などの規模の大きい物件を取得していくのか

A：運営効率の観点では、規模の小さい物件を増やすのは好ましくないと考えているが、今回は(決算説明会資料 6 頁で示す通り)小規模物件の NOI 利回りが高いことなどから、規模が小さい物件も取得した。今後については、100 億円を超える規模の大きい物件もパイプラインに入っているので、既存ポートフォリオとの兼ね合いを見ながら、大小織り交ぜて取得していく考えである

Q：ICN の運営する物件の一部においては、多人数対応可能な客室を目的とした改装を行っているという記述が決算説明会資料にあったが、パイプラインの中にも多人数対応可能な客室を備えた物件はあるのか

A：パイプラインに多人数対応可能な客室を備えた物件はある。スポンサーの方で、DOR（同伴係数）の増加が見込める物件を取得している。更にスポンサーが取得後改装することで同伴係数の向上を図っている

Q：戦略的 CAPEX が 2024 年から急増しているが、その背景を知りたい

A：2 つ要因がある。1 つ目はホテルを取得しはじめた 2014 年から約 10 年が経過する中で、コロナ禍の間はやむを得ず戦略的 CAPEX を控えていたということもあり、現在バリューアップするための改修期に入っている物件が集中しているということ。2 つ目が、ホテル業績が上昇トレンドにある目下の状況においては、新規取得の利回りが低下する一方で、リノベーションによるリターンの利回りは高水準にあるということである。目下の資本的支出の増加は、この 2 つの要因によるものであり、従って、今後もこの水準が続くというわけではない。基本的には減価償却費の範囲内で資本的支出を行っていく

Q：今回の物件取得で LTV は上昇するが、許容範囲の水準か

A：今回の物件取得に伴う借入で、鑑定評価ベースの LTV は 43.1% に上昇するが、格付けに影響のないと考えており、許容範囲の水準と捉えている

Q：LTV の実質的な上限の水準は

A 鑑定評価ベースの LTV で、45%前後の水準にとどめたいと考えている

Q：レバレッジを高めた場合、どの程度の取得余力が高まるか

A：鑑定評価ベースの LTV は 1 %ポイント高めると 350 億円、2%ポイントの場合は 500 億円

以上