

# 合併説明会(質疑応答)要旨

開催日:2023年6月14日(水)

## 質問 1

合併に至った背景についてお伺いしたい。特に、ケネディクス・オフィス投資法人(KDO)は総合型で設立され、その後オフィス特化型へと変遷した経緯があるが、今回方針転換したのは何故か。

## 回答 1

コロナ禍を経た社会構造の変化や金利上昇、インフレといった金融経済環境の変化等、これまで経験したことのないスピードで REIT 運用を取り巻く環境変化が生じている状況下、今回合併する3つの REIT の投資口価格が共に NAV 割れとなったことが1つの契機となり、今年1月頃から2月にかけて本合併の検討を開始した。KDO は当時、総合型よりも特化型の方が投資主に受け入れられやすいとの考え方で変遷してきた。足許の中規模オフィスの運用状況は悪くないと考えているが、今後の環境変化に対応していくためには、柔軟性を持って持続的成長を目指すことが、より投資主利益に資すると判断し、再び総合型へ転換する。また、当時と比較して J-REIT における総合型の時価総額が占める割合もマーケットの5割弱と、投資家の理解が進んできていることも後押しとなった。

## 質問 2

合併後の資産入替と規模拡大について、これまでは KDO が資産入替中心、ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人(KDR)及びケネディクス商業リート投資法人(KRR)においては外部成長が中心だったと思うが、新投資法人としてはどのような成長戦略を企図しているか。

## 回答 2

新投資法人の投資口価格と NAV 倍率にも左右されるが、合併後しばらくは資産入替が中心になると考えている。合併以降の1口当たり分配金(DPU)水準は、正ののれん・負ののれんの出方によっても変わるが、内部留保の取り崩しや物件売却益の活用による底上げを想定している。本合併の意義にもつながるが、投資対象セクターを跨ぐ資産入替で取得機会を増加させ、成長が見込まれる物件への投資により収益力を強化したいと考えている。

## 質問 3

合併後の物件取得ではどのようなアセットタイプに重点を置く方針か。物流や宿泊施設等これまで投資をしてこなかった物件が中心となるのか。

## 回答 3

足許では新築オフィスの大量供給問題等を背景に、オフィスマーケットに対するネガティブな見方が

あるということを認識しており、オフィスアセットを今後成長が期待できる宿泊施設や物流施設等に  
入れ替えていくことも想定している。

#### 質問 4

新投資法人の成長戦略において保有比率の目標値は設けておらず、フリーハンド感がある中、今  
後先行きが懸念されるオフィスのポートフォリオに占める割合は、合併後の想定割合 38.7%に對し  
てどの程度までであれば許容できると考えているか。

#### 回答 4

資産入替の文脈でオフィスの売却に触れたが、我々の保有する中規模オフィスは高い稼働率を維  
持しており、現状ネガティブに見ている訳ではなく、今の保有比率が高いとは考えていない。一方で、  
パイプラインの構成は宿泊施設や物流施設も多く、それらを取得していくと、結果としてオフィスの保  
有比率が低下することも想定される。但し、成長機会を拡充していくことが本合併の目的の一つなの  
で、中規模オフィスビルも機会があれば取得していきたい。

#### 質問 5

KDR の合併公表日時点の終値を見ると、KRR と比較して合併比率にディスカウントが含まれるよう  
に感じる。合併比率の考え方についてコメントが欲しい。

#### 回答 5

KDO 対 KDR の合併比率については、ファイナンシャルアドバイザーとも協議しており、フェアバリュ  
ーの範疇にあると考えている。直近の投資口価格を見てややディスカウント、という指摘かと思うが、  
昨今のサブセクターに対する資本市場の評価は、マクロ情勢や地政学リスクも考慮されて安全資産  
へ回避的に動いているという認識をもっている。3 か月・6 か月といったより長期でのトレンドも見ると、  
0.67 倍という水準は低くないと判断している。また、時価純資産法の 0.56 倍と比較すると KDR に  
は有利な水準とも言える。本合併によって、現状の KDR を超える水準の含み益を享受でき、内部留  
保も KDR の 2 倍超となるなど、総合的に勘案してもフェアなバリューと判断している。

#### 質問 6

総合型となりポートフォリオの分散が効いてくると、コングロマリットディスカウントを心配する声もあ  
ると思う。今後ポートフォリオを構築する上で保有比率目標を設けず方向感が見えにくくなるのでは  
ないか、という声もあると思うが、合併後、市場とはどのような対話をしていく考えか。

#### 回答 6

まずは、総合型 REIT に転換したメリットを訴求していく。REIT は安定的な分配金を求める投資家に  
応えるのが本来的な商品設計であると認識している。総合型になることで、収益力の強化と持続的

な成長を目的の一つとして掲げており、そうした実績を示しながらマーケットに訴求していく。  
現状、巡航 DPU で 4,000 円を目指す、と標榜しているが、まずはパイプラインで示している物件をしっかりと取得しながら巡行 DPU 4,000 円を達成し、その後は年間 100 億円程度の外部成長を続けていくことで 2% 程度の DPU 成長が見えてくる。こうした実績を今後しっかりと見せていくことで、総合型でも安定成長が可能な点を訴求していきたい。

コングロマリットディスカウントについては我々も理解しているが、特定アセットの場合、環境によってバリュエーションが一方向に動きやすく、低下局面では身動きが取れなくなるケース等もある。総合型になり、あらゆるアセットクラスを保有することで、入替えも含め、収益性を上げられると考えている。また、我々はソーシング力が強みと自負している。今後もその強みを活かしていくことで、多様なアセットクラスを扱えることが取得機会に繋がる点を、成長とともにしっかりマーケットへ訴求していきたい。

#### 質問 7

合併後、2024 年 4 月期の DPU 予想である分割後 3,800 円という水準はどの程度意識しているか。ある程度コミットしていける自信のある水準なのか、努力目標としての意味合いを込めて設定している数値か。

#### 回答 7

本合併と同時に発表した KDO 決算の中で 2023 年 10 月期の DPU 予想を分割前で 7,600 円としている。従前より、KDO 投資主に対しては内部留保を活用しながら分配金の安定化に繋がると伝えてきたが、2024 年 4 月期については、正ののれん・負ののれんの出方にもよるが、合併関連の一時的費用等もあるため、発表している資産入替による売却益の活用や、内部留保の取り崩しにより公表水準は確保したい。また、巡航 DPU 目標に達するまでの間は、継続的な資産入替による売却益の活用も想定。エクイティファイナンスやレバレッジ等、資金調達手段によって成長幅は変化するが、例えば、約 800 億円のパイプラインのうち 400 億円の物件を取得すると DPU は約 100 円上昇する想定なので、まずはパイプラインに挙げている物件を取得していくことで 100 円、200 円と DPU を向上させながら、パイプライン以外の物件も取得し、巡航 DPU 4,000 円の達成を目指したい。

#### 質問 8

資産入替も強調しているが、合併後の LTV はどの程度引き上げるのか。例えば、LTV 45% 前提とすると 400 億円弱取得できると思うが、少なくともその水準まで引き上げていくのか、あるいは 50% 水準まで活用していくのか。

#### 回答 8

合併後の投資口価格の水準にもよるが、エクイティファイナンスが難しい局面であれば、資産入替とレバレッジを活用しながら成長していくことになる。これまでの KDO の決算説明会でも伝えているこ

とだが、投資口価格の推移を見ながら、LTV が 45%を超える可能性は許容するが、50%は超えないよう財務規律を意識しながら運営していく。

#### 質問 9

合併後の投資口価格が、エクイティファイナンスが可能な水準に達しなかった場合には、LTV を 45%までは引き上げる一方で、それ以上の水準については投資口価格の推移を見ながら資金調達手段を検討する、といったニュアンスで間違いないか。

#### 回答 9

間違いない。

#### 質問 10

プレスリリースでは負ののれんを想定しつつ、合併説明会資料では正ののれん、負ののれん、それぞれ計上される場合の説明が記載してある。負ののれんが発生する可能性があると予想した背景を教えてください。

#### 回答 10

本合併公表後の投資口価格の予想は困難であったため、プレスリリースは本合併公表前の 6 月 7 日時点の投資口価格を基準に計算しており、その時点では負ののれんを想定していたもの。

#### 質問 11

合併説明会資料 P.16 に「投資対象エリアを日本国内で限定せず」とあるが、海外への投資も検討しているのか。

#### 回答 11

「日本国内で限定せず」というのは、もともと投資対象エリアを日本国内に限定している中、その国内でエリアを限定せず、という意味合いであり、海外に投資する方針ではない。