

**日本リテールファンド投資法人**  
2019 年 2 月期（第 34 期）決算説明会 質疑応答要旨

開催日：2019 年 4 月 16 日（火）

決算説明会での質疑応答では、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、中期戦略（資産入替）、その他に区分し記載しております。

【中期戦略】

- Q1. : サブ資産の売却資金の活用としてコア資産の物件取得を進められているが、取得する物件はコア資産の中でもプライムとそれ以外（ターミナル駅前、住宅地駅前）の区分があるが、JRF としてはプライム物件の取得を進めていきたいと考えているのか？プライムとそれ以外（ターミナル駅前、住宅地駅前）では取得の難易度は違うものなのか？
- A1. : 約 1,000 億円の資産入替については、償却後 NOI 利回り 3.3%以上を目指す。プライム物件は都市部の中でもテナント出店ニーズが高く、賃料の成長率も高いため、利回りが高ければ取得していきたいが、実際は価格が高く利回りも低い傾向にあるため、コア資産（プライム、ターミナル駅前、住宅地駅前）の中でバランスよく取得し、償却後 NOI 利回り 3.3%以上を作っていくたい。
- 取得の難易度については、不動産売買マーケットが活況である中、取得競争は激しくなってきたが、例えば複数テナント物件であれば運営力が必要になり、取得できるプレイヤーに限られるため、直接 JRF に物件情報が入ってくるような案件もある。アセットの種類では、好調なマーケットではいい物件が出てくるタイミングでもあり、検討案件でもプライム案件が一番多い状況。売主も今が売り時だと考えているため、価格目線さえうまく合えば、いい物件を買えるいいタイミングだと捉えている。
- Q2. : ポートフォリオをよりコア資産ヘシフトしていく中で、直近の物件取得では、金額規模が小さい物件取得が続いているが、今後の取得では、以前の JRF の物件取得でも見られたような、大規模な物件を有利な価格で取得することを狙っているのか、それとも、直近の取得同様に小規模な物件取得が続くのか？
- A2. : 現在、資産入替の一環で取得した物件は小規模の物件が 2 件続いた。しかし、現時点のパイプラインにはコア資産でプライムも多く、大規模物件も入ってきている。郊外のショッピングセンターやモールタイプと比較すると、都市型の物件は相対的に小規模になる傾向はあると思うが、必ずしも小規模だけではないと考えているので様々な物件を検討している。
- Q3. : 既に売却を公表されている 2 物件（大阪心斎橋 8953 ビル、イオン仙台中山）は売却益を、今後予定されている既存物件 1 物件の売却は売却損を計上される予定とのアナウンスであるが、最近の他の商業リートの売却事例においては鑑定評価額を大きく下回る売却が散見される。JRF では過去の売却で鑑定評価額を大きく下回るようなリスクのある物件の売却は完了しているとの理解ではあるが、今後継続して売却を実施していく中で鑑定評価額を大きく下回るような物件の売却が想定されるのかどうか伺いたい。
- A3. : JRF では過去 3 年でもリスク発現性の高い約 1,000 億円程度のノンコア・アセットの売却を実施し、完了しているが、当時も鑑定評価額以上の売却が殆どすべてであった。中

期戦略上、入替対象としているサブ資産約 1,000 億円は、足元で収益性が大きく低下しているものではなく今後の戦略を見据え先回りで売却を進めているもの。基本的には鑑定評価額以上での売却を行っていききたい。

Q4. : 今後の資産入替について、具体的な期間のイメージを教えてください。資産入替において売却が先行している中で、売却によって得られた売却益を積立金に繰入れながら、期中利益の減少を積立金を取崩して 1 口当たり分配金水準を維持するという計画だと思う。税務上の繰越欠損金や圧縮積立金制度を活用した積立金を作っていける余地はあると思うが、一方で売却を進めると、収益が減少して行く中、いつまで積立金を作りながら、それらを取崩して 1 口当たり分配金を維持されるのかといった、期間について教えてください。

A4. : 中期目標の約 1,000 億円の資産入替は最長で 3 年を目安に実行していきたい。売却は順調にスピード感を持って進んでおり、売るタイミングを逃すことは得策ではないこともあり、場合によっては 3 年を切る早いスケジュールで進められる可能性もある。一方で、物件取得をせず売却が進み過ぎると期間収益が減ることにもなる。既に売却を公表している大阪心斎橋 8953 ビル及びイオン仙台中山の期間収益の減少は約 5 億円/期（1 口当たり約 200 円）であり、積立金残高は 2019 年 2 月末（第 34 期末）時点で約 50 億円であるから、簡易計算では 5 年 10 期間においては物件取得が遅れてしまっても期間収益の減少をカバーできることになり、潤沢な積立金を確保した上で資産入替を進めている。かつて積立金は川崎ルフロンのような大規模リニューアル等に伴うダウンタイム及び一時的費用をカバーするために活用するという要素が強かったが、当面最後の大規模リニューアルとなる川崎ルフロンのリニューアルが終盤に近づいてきていることもあり、今後は積立金を売却による期間収益の減少に使うことが出来ると考えている。よって、多少物件売却が先行して取得が遅れても十分に積立金でカバーしていけるため、物件取得については、買い急ぐことなく慎重に行っていく。

Q5. : 資産入替の中で都市部へシフトすることで償却後 NOI 利回りが下がっていく傾向にあると思うが、ベンチマークとして償却後 NOI 利回り 3.3%という数値が示されている中で、説明会資料 P.13 にあるとおり主要商業エリアで賃料が上昇基調にある状況下、レントギャップを有する物件については、多少償却後 NOI 利回り 3.3%割り込んでいても、取得していくのか、それともこの数値を厳守するスタンスなのか、物件取得にあたってのスタンスを聞きたい。

A5. : 銀座の一等地や表参道の優良立地であれば、償却後 NOI 利回り 3.3%より踏み込んで取得することはあり得る。最終的には 1,000 億円を取得した時に 3.3%以上に作り込むということなので、ターミナル駅前や住宅地駅前の物件を 3.3%以上で取得し、優良なプライム物件であれば 3.3%を割り込んで取得することもあり得る。

#### 【その他】

Q6. : m-シティ 柏の取得が当初公表していた日程から遅れているが、この理由について教えてください。

A6. : m-シティ 柏の取得に係るデューデリジェンスの一部完了していないことが、取得日が遅れている理由。現時点において、是正事項も完了目途がたっているので、近々皆様に取得に関する報告ができると考えている。

- Q7. : 説明会資料 P11 で「NAV 倍率 0.9 倍前後の状況が断続的に続く場合は、自己投資口取得を検討」とあるが、前回自己投資口取得を実施された際の NAV 倍率も同水準で実施され、その後の株式市場でのパフォーマンスはあまり良くなかった。現在、JRF では売却が先行する資産入替や、リニューアル等への資金活用、更に LTV は若干高い状況である。このような中、前回の自己投資口取得後の投資口価格の推移（株式市場の評価）と JRF の置かれている状況を見たときに、資金の使途として自己投資口取得は有効なのかどうか、社内ではどのような議論がされているのか教えてほしい。
- A7. : 前回、NAV 倍率は 0.93 倍の時点で自己投資口取得を 100 億円実施した。その後の他投資法人の事例もみて、前回の水準よりも低い水準で実施したほうが、投資口価格に対しては、効果があったのではないかと振り返りもあり、今回の資料にも一つの目安として NAV 倍率 0.9 倍前後との記載となっている。売却を公表しているイオン仙台中山のように償却後 NOI 利回りの高い物件を売却した場合、売却資金をどう活用するのが投資主価値向上に繋がるかを考えた場合、コア資産の取得はもちろんのこと、投資口価格次第では自己投資口取得も一つの選択肢として引き続き検討したいと考えている。
- Q8. : 物流施設への投資を検討したことはあるのか、という点を伺いたい。資産入替やリニューアル等を積極的に取り組まれているが、小売環境が厳しい中でディフェンシブ投資に注力せざるを得ない状況があるのであれば、投資対象の見直しを検討することも一策かと思われる。物流に限らず新しい投資分野への検討があれば教えてほしい。
- A8. : 現時点では物流施設への投資は考えていない。JRF の投資に対する考え方としては、都市部の駅前などの「人が集まる立地」への投資となる。日本の不動産全体を俯瞰した時、人口動態の変化やインバウンドの状況等を踏まえると、都市部に人が集まるに伴い、消費の中心となる商業だけでなく、オフィス、住宅、ホテル等のあらゆる用途が東京・大阪を中心とした都市の中心に集まっていくという実感を持っており、物流施設というよりは商業立地であり上層階がホテルやオフィスといった物件が投資対象となってくる可能性が高い。実際、保有する 101 物件のうち 2 物件は中上層階にホテルを誘致することで用途のミックス化がなされており、賃料も一部アップできていることから、このような複合用途物件への投資も高まる可能性はあるかと思う。
- もう一つは、前回の決算発表でも触れたが、商業の在り方も変化していくと考えている。例えば、かつては 5～8 年の比較的長期契約でテナントに賃貸する契約形態がメインであったが、半年等の短期契約を循環させるような契約のあり方で運用する商業ビルも成立し得るものと考えており、このような案件の実現化への検討も含め、商業の在り方の変化に合わせた投資の形も検討している状況である。
- Q9. : 説明会資料 P.25 の業績予想で、2020 年 2 月期（第 36 期）の資本的支出 5,729 百万円が減価償却費の 5,459 百万円を 270 百万円上回っている。川崎ルフロンのリニューアルが終盤になってきているにも拘わらず資本的支出がここまで増える理由はなぜか？
- A9. : 内訳として、川崎ルフロンのリニューアルに係る割合が高い。リニューアル工事の中心は 2019 年 8 月期（第 35 期）であるものの、工事の完了したタイミングでの計上となるため、2020 年 2 月期（第 36 期）に計上額が大きくなる予想である。具体的には、2019 年 8 月期（第 35 期）が 21 億円、2020 年 2 月期（第 36 期）が 28 億円を予想している。また、ジャイルや mozo ワンダーシティにおいてもリニューアルやテナント入替を予定

しており、その計上時期が 2020 年 2 月期（第 36 期）の見込みとなっている。

Q10.：最近商業施設に入居するテナントが閉店するケースが増えており、例えば原宿の GAP が閉店する等、閉店リスクが高まっている状況にあると思う。JRF 保有物件においても、例えば mozo ワンダーシティに入居していた VIVRE やスポーツオーソリティ、フタバ図書等のコアな店舗が閉店しているが、JRF の閉店リスクに対する見解を聞きたい。

A10.：原宿の GAP の閉店については商業業界で話題になっているが、後継テナントも良い条件で決まっていると聞いている。JRF の保有物件においても閉店は若干発生しているものの、例えば EC 企業の進出によってアメリカで起こったような、百貨店・家電・スポーツショップ等の大量閉店、或いは倒産といった事例は日本で発生している実感は今のところ無い。国内アパレル業種においては優勝劣敗が鮮明となっており、不調企業が店舗を減らす等のケースがあるが JRF はテナントに依拠せず優良立地を抑え、テナントに不調の兆しが出てきたタイミングで好調テナントに入替えを実施している。

---

・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：三菱商事・ユービーエス・リアルティ株式会社

(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)