

**日本リテールファンド投資法人**  
2019 年 8 月期（第 35 期）決算説明会 質疑応答要旨

開催日：2019 年 10 月 16 日（水）

決算説明会での質疑応答では、3 人の質問者から全部で 9 問の質問がありました。質問内容に基づき、成長戦略（資産入替、分配金の中期目標）、内部成長に区分し記載しております。

【成長戦略】

- Q1.： 日本リテールファンド(JRF)では物件売却する際に売却益を計上している一方で、他の REIT の事例を見ていると鑑定評価額を大幅に下回る価格で売却したり、売却損を計上しているケースがある。JRF では鑑定評価額を上回る価格であったり、帳簿価額を大幅に上回る価額で売却できている状況にあるが、この違いというのは何か理由があるのか。例えば立地なのか、それともその他の要因なのかについて教えてほしい。またこの傾向は、継続する自信があるのかどうかも教えてほしい。
- A1.： JRF では過去にも複数物件の売却を行い、現在も約 1,000 億円の資産入替を順調に進めており、多額の売却益も計上できている。これは過去保有をしていた商業施設も含めて、一定の競争力があること、土地の代替性も含めて、立地を重視した投資を過去から行ってきたことが郊外型の商業施設でもしっかりと売却ができている理由であると考えている。過去に売却した一部の郊外型物件においては、当面は収益物件として保有され、将来的には他の用途での開発もできるという目線でデベロッパー様が取得をされたケースもあり、このような事例からも良い条件での売却が推進できるものと考えている。
- Q2.： 資産入替における残りの物件売却 500 億円について、既に買主候補と交渉中とのことだが、売却価格についてはどの程度交渉をしているのか、現時点でだいたい売却価格は固まっているのか。
- A2.： 物件売却の残り 500 億円については、物件取得がもう少し進んだ段階で売却をしていきたいと考えているため、現時点では買い手候補の方と事前交渉を行っている状況となる。引き続き売却には良い環境であるため、想定通りの売却ができるものと考えている。
- Q3.： 売却先行という話がある中で、物件取得環境について伺いたい。他のアセットクラスと比較した場合にまだ取得環境は緩やかなのか、非常に厳しい状況なのか。
- A3.： 全般的に取得環境は競争が激しい状況にはある。一方で、商業施設については、特にテナント数が多い物件や一部空室が発生している物件となると、施設の運営力が重要になってくるため、全てのプレイヤーがマルチ型の商業施設を取得できるわけではないことから、他のアセットクラスとの比較においては、運営力を活かした取得機会が商業施設にはあると考えている。
- Q4.： 今回発表された中期目標の巡航分配金 4,900 円から 5,000 円というのは、現在進めている資産入替 1,000 億円がどの程度完了している前提での数値なのか。
- A4.： 決算説明会資料 6 ページにある通り、2020 年 8 月期(第 37 期)は売却益を計上予定であり、売却損益等を除く当期純利益/口は 4,262 円となる。現時点において、川崎ルフロンのリーシングもほぼ完了しており翌 2021 年 2 月期(第 38 期)の川崎ルフロンのリニュー

アル完了効果+138 円というのはほぼ確実な状況。入替資産の取得効果+216 円については、現時点では売却が約 500 億円に対して取得が約 100 億円で、売却が先行している分、期間収益が低下しているが、2021 年 2 月期(第 38 期)には物件取得が追い付くと考えている。これにより 2021 年 2 月期(第 38 期)は、4,600 円+α までは達成できると考えている。2021 年 2 月期(第 38 期)をベースにして、その後どのような成長ドライバーがあるのかについては、決算説明会資料 6 ページの右側に記載している通りであるが、これは今後実現すべく推し進めていく。繰り返しになるが、4,600 円+α は 2021 年 2 月期(第 38 期)に達成すべく進めており、万一取得が遅れることによるダウンタイムが発生する場合には、この+216 円については、積立金を取り崩して作っていく。

#### 【内部成長】

- Q5. : 決算説明会資料 14 ページにあるレントギャップ 5.8%が 1 口当たり分配金を 214 円押し上げるポテンシャルがあるとのことだが、実際としてはどのくらいのタイムスパンでの実現を考えているのか。また、実現可能と考えているのか。また、足許では+10%の増額を実現されている中で、よりプラスを期待できるのかについて伺いたい。
- A5. : 数年前より都市の中心部の商業施設についてはテナントの売上は堅調、出店ニーズも衰えていない状況であり、このような環境下においては賃料改定時に貸し手が有利に賃料交渉を行えており、この流れは今後も続くという感触を持っている。2019 年 8 月期(第 35 期)は賃料増減率が+3.4%ということで、過去賃料増減率と比較してやや低かったが、現在改定交渉を進めている 2020 年 2 月期(第 36 期)については、おそらく賃料増減率は+10%以上となる見込みであり、今後も貸し手優位な交渉ができると考えている。
- Q6. : 内部成長としてレントギャップの解消を見込まれているが、これは準コア及びサブ資産のダウンサイドリスクは見込んでいるのか？
- A6. : 収益性低下懸念がある郊外型物件は 4~5 年前から売却を実行してきた。現在 JRF で保有している準コア及びサブ資産については、売上堅調であり競争力がある物件であるためダウンサイドリスクは低いと考えている。Appendix 資料の 16 ページにポートフォリオの売上推移を掲載しているが、全国平均である商業動態統計に対して、JRF の物件は堅調に推移しており、運営状況は心配ないと考えている。
- Q7. : Appendix 資料の 16 ページのポートフォリオの売上推移について、全国平均である商業動態統計に対して、特に 2019 年 3 月以降、JRF の物件の売上は好調に推移しているが、その理由はなにか。また、今後も全国平均に対してアウトパフォームしていくと考えているのか。
- A7. : 保有物件の売上は、コア資産はもとより準コア・サブ資産についても全国平均と比較して堅調に推移している。これは長い期間をかけて資産入替や運営力を活用したテナント入替等によりポートフォリオの質や競争力を高めてきた結果だと考えている。今後も競争力を保てるポートフォリオ構成を維持していきたいと考えている。そのためには、テナントリレーションを強化し、様々なテナント様と会話をし、競争力のあるテナントにご入居いただき施設の競争力を上げていくような、こまめな運用を心がけていきたい。当社は社内にリーシングチームを設け、リーシングやリニューアルのノウハウを積み上げながら、運用していくことを通じて地道に物件の競争力を高めている。

- Q8.： 最近、米国の大手百貨店の経営破綻や、ニューヨークの中心部において空室が目立っている等、従来、郊外型商業施設のリスクが大きいと考えられていたところから、都市中心部のプライムエリアの賃料下落リスクが出てくるのではないかと考えるが、JRF では2023 年 8 月期(第 43 期)までの今後 4 年間でのレントギャップの解消による DPU 成長余地を見込んでいる中で、プライム資産の賃料の下落リスクというのはどのように考えているのか。
- A8.： 昨今の一部のニュースで、ニューヨーク マンハッタンの中心部において、オフィスビルの 1 階部分のテナントが退去した後、新しいテナントが入りづらいとか、新しいテナントの賃料が低い等の報道がなされているが、日本のプライムエリアのマーケットを見ると、現在もテナントの売上は非常に堅調で出店待ちをしているテナントもいるような状況である。また、東京や大阪のプライムエリアの賃料は、ニューヨークや香港と比較するとかなり低い状況であり、米国で起きている状況は賃料水準が高い状況の中で起きている事象であるのではないかと推測している。商業施設関連マーケットデータ 13 ページ左側に、世界主要都市の賃料水準を記載しているが、ご覧いただくとお分かりになるように、香港やニューヨークの賃料は他の都市と比較して非常に高い水準となっており、東京や大阪は適正な賃料水準の中で、まだ賃料上昇余地はあると考えている。
- Q9.： 大規模リニューアルについて当面実施の予定はないということだが、過去数年で JRF では集中的に大規模リニューアルを実施されていて、多くの物件を保有する中で常にどこかの物件で大規模リニューアルを実施している印象があるが、当面の間、大規模リニューアルを実施しないということは、将来の物件競争力低下に繋がることになるのか。
- A9.： 何をもって大規模リニューアルと定義付けるのか難しいところではあるが、JRF では、動線変更を行う、区画の切り直しを行う等、JRF の考える運用の方向性に合うように、施設全体に大きく手を加えることと位置付けている。過去にも、ならファミリーや mozo ワンダーシティ等で大規模リニューアルを実施しており、現在も川崎ルフロンで実施中である。各物件とも JRF の運用の方向性の合うように動線変更や区画の切り直しといった大規模工事を行っていることから、投資額も大きいものとなっている。このような大規模リニューアルを実施した後については、物件の仕様は JRF の運用方向性に合った仕様になっているため、テナント入替えを中心としたメンテナンスを行いながら商業施設の鮮度を保っていくことになる。

- 
- ・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)