証券投資の視点

Jリート・セミナー(3)

商業施設主体型リート

2015年3月

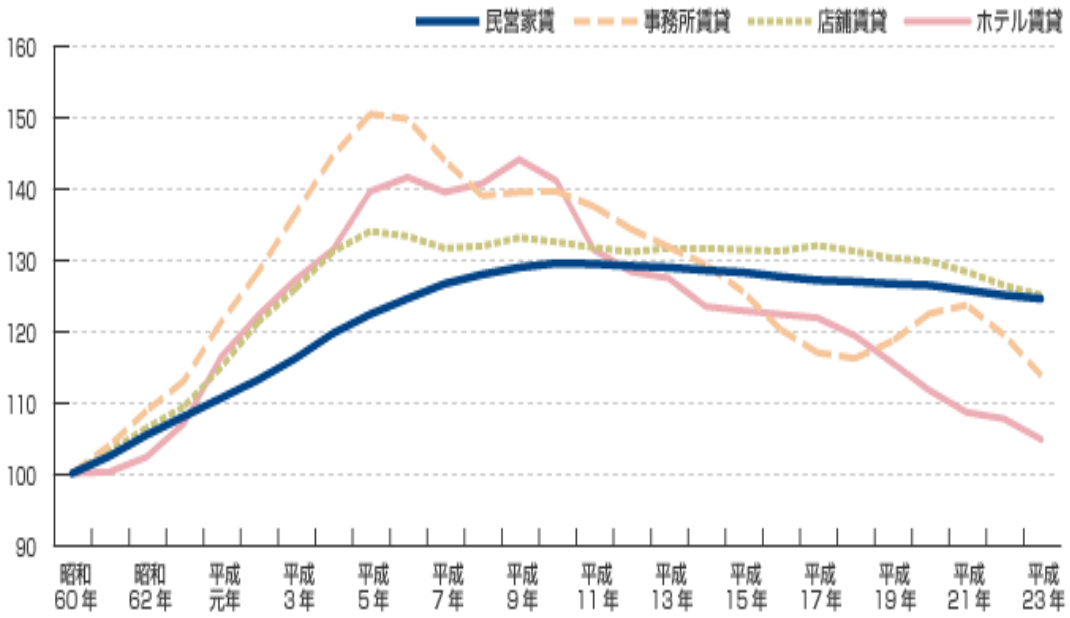
株式会社ジー・シー・エス
代表取締役　中湖　康太
http://www.gcs.global

商業施設主体型J-REITの魅力と投資の視点

- 相対的に低いリスクと相対的に高いリターン
- 相対的に高い分配金利回り
- 相対的に低いNAV倍率
- 商業施設運営の専門性
- 運用方針、地域・タイプ・テナント分散、スポンサー特性等

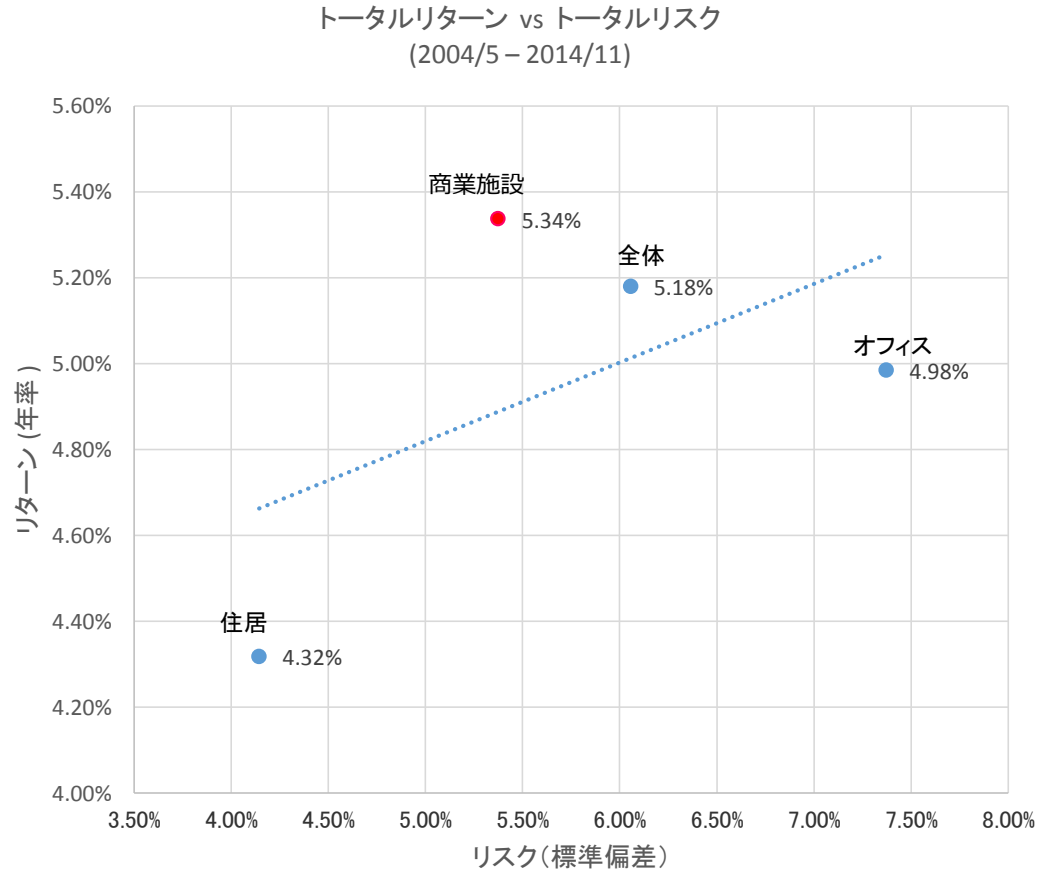
© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

商業施設主体型J-REIT投資の魅力：
住居系に次に低いリターン



（注）賃貸住宅市場の分析においては、東京経済圏について東京23区のみを、地方経済圏について札幌市、仙台市、名古屋市、大阪市、広島市及び福岡市（以下、これらの都市を総称して「主要な地方政令指定都市」といいます。）のみを対象とします。

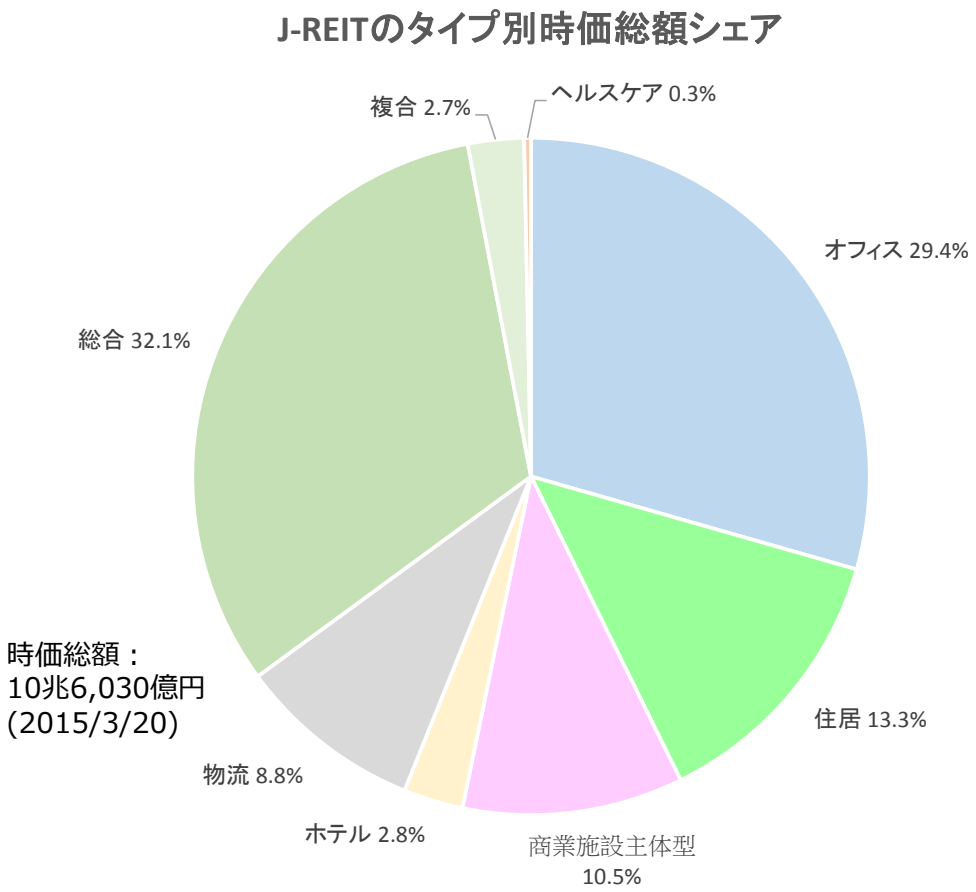
(出所)日本銀行「企業向けサービス価格指数」、総務省「消費者物価指数」、KDR



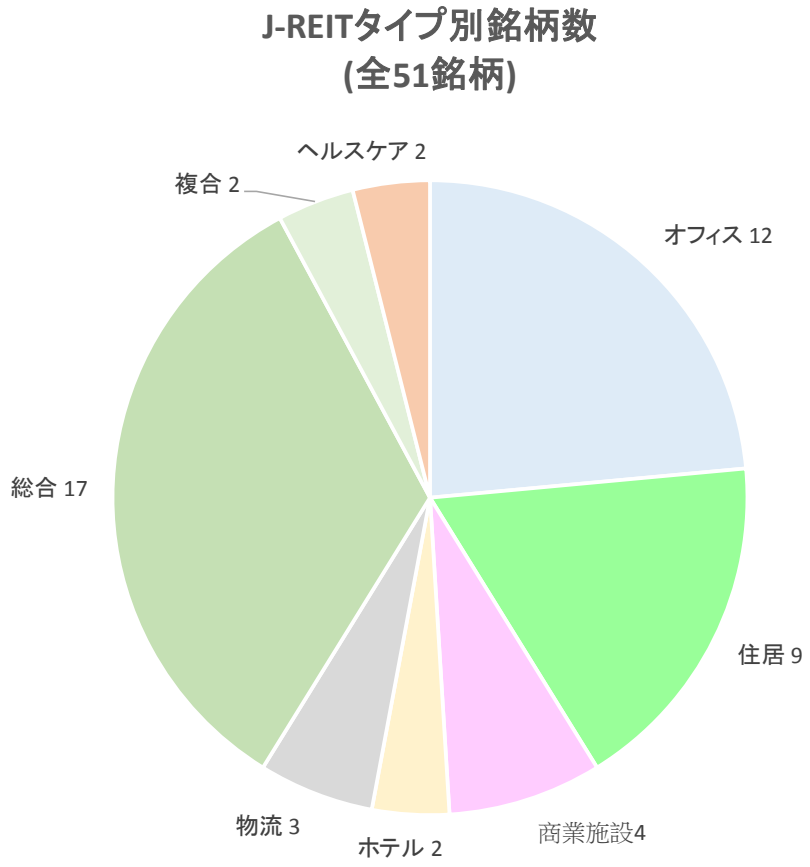
(出所) 不動産証券化協会データよりGCS作成

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

商業施設主体型J-REIT



時価総額：
10兆6,030億円
(2015/3/20)

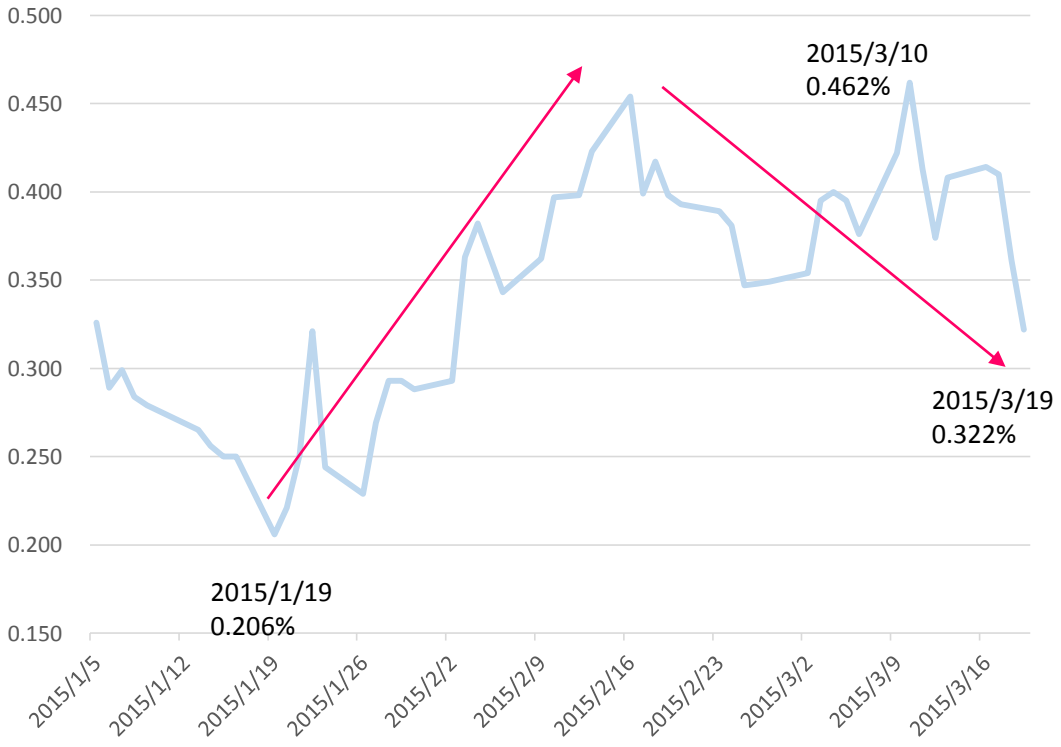


出所: 市場データ、 JAPAN-REIT.COM データを基にGCS作成

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

国債利回りと東証REIT指数の推移(短期）
連動性の高まり

10年国債利回り (年初来)



出所: 財務省データを基にGCS作成

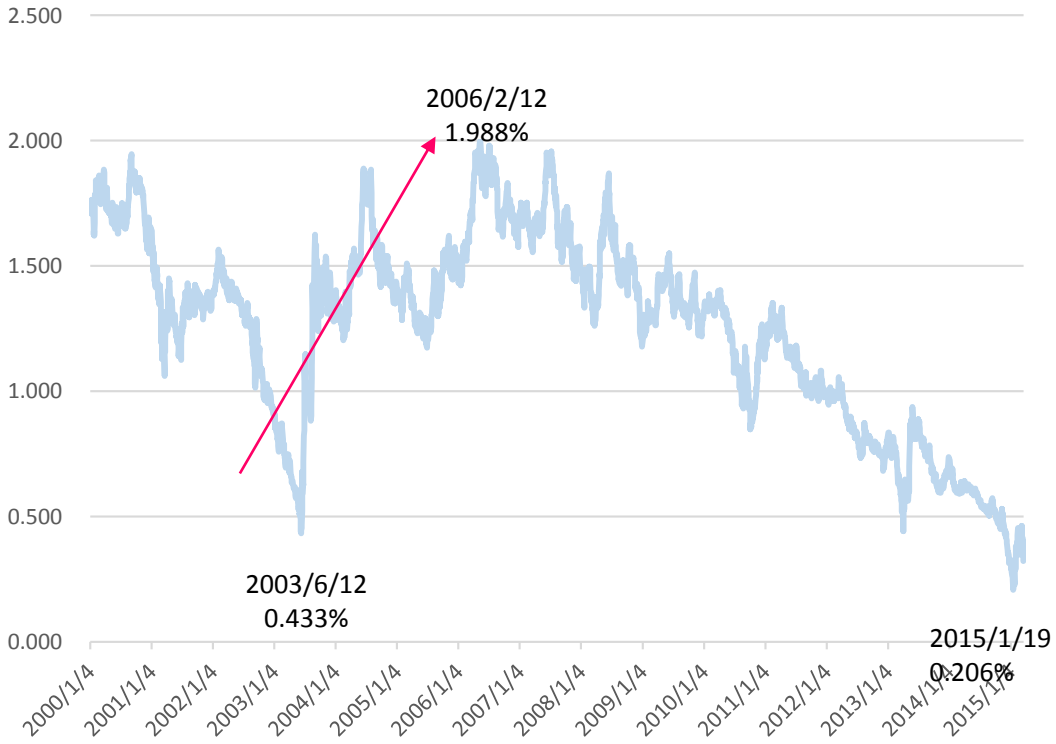
東証REIT指数 (年初来)

出所: 東京証券取引所

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

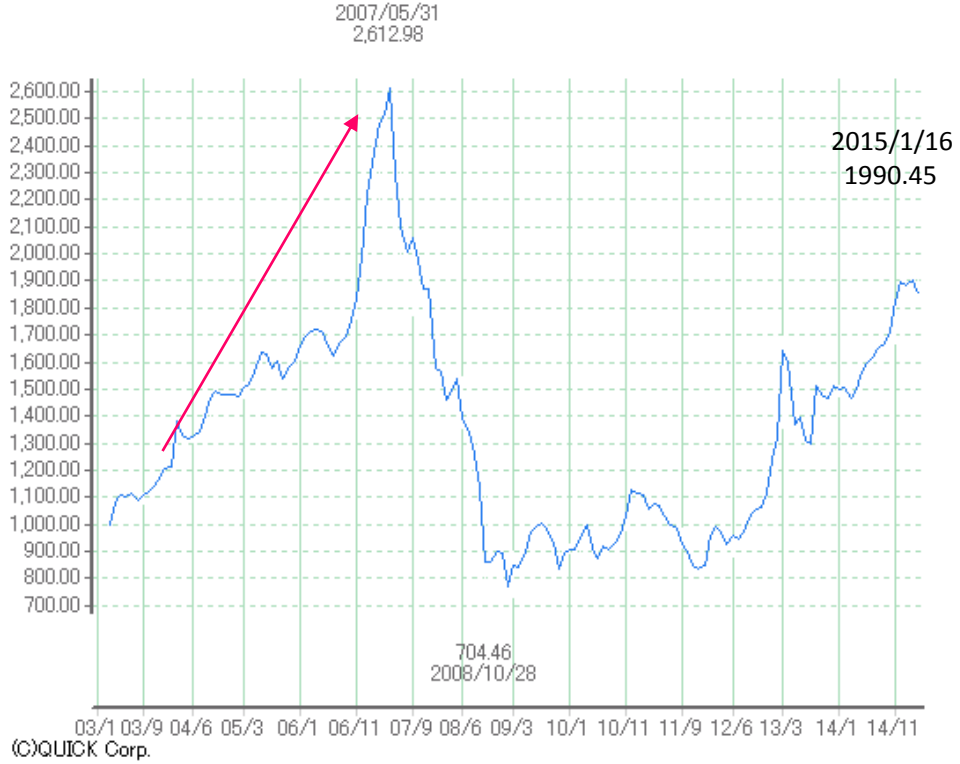
国債利回りと東証REIT指数（長期）
2003-06年の長期金利上昇局面でREIT指数上昇

10年国債利回り



出所: 財務省データを基にGCS作成

東証REIT指数



出所: 東京証券取引所

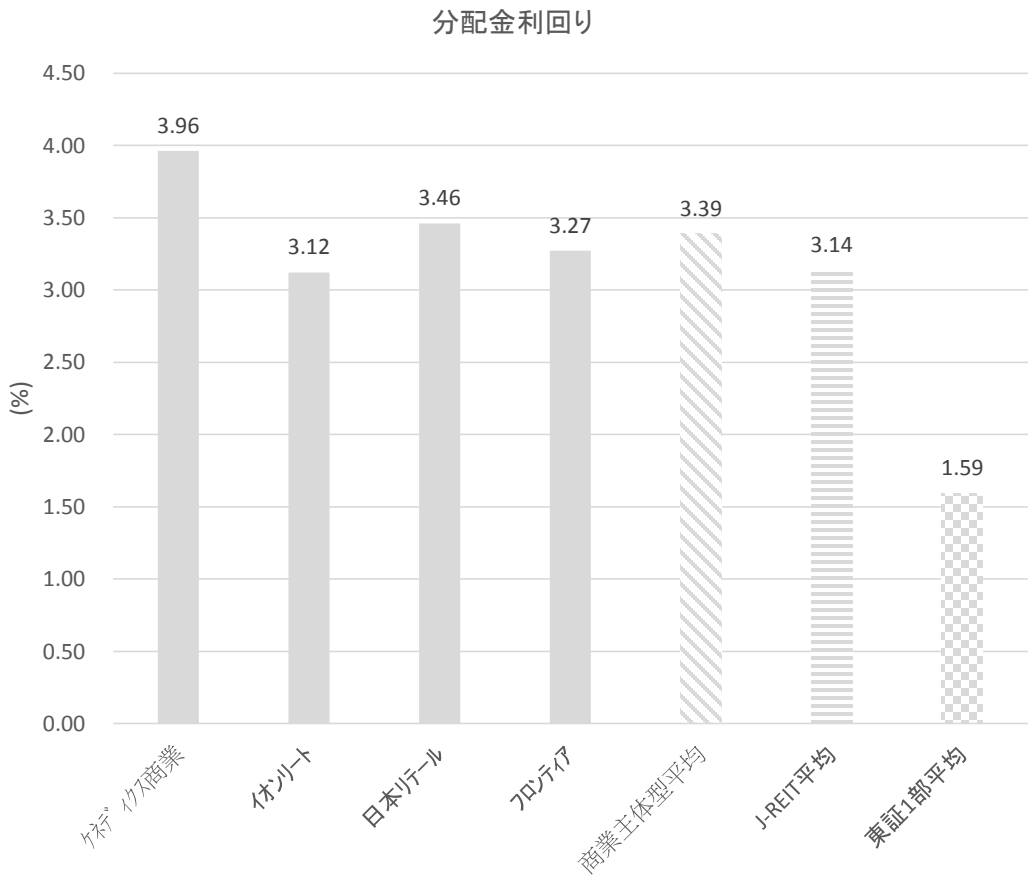
© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

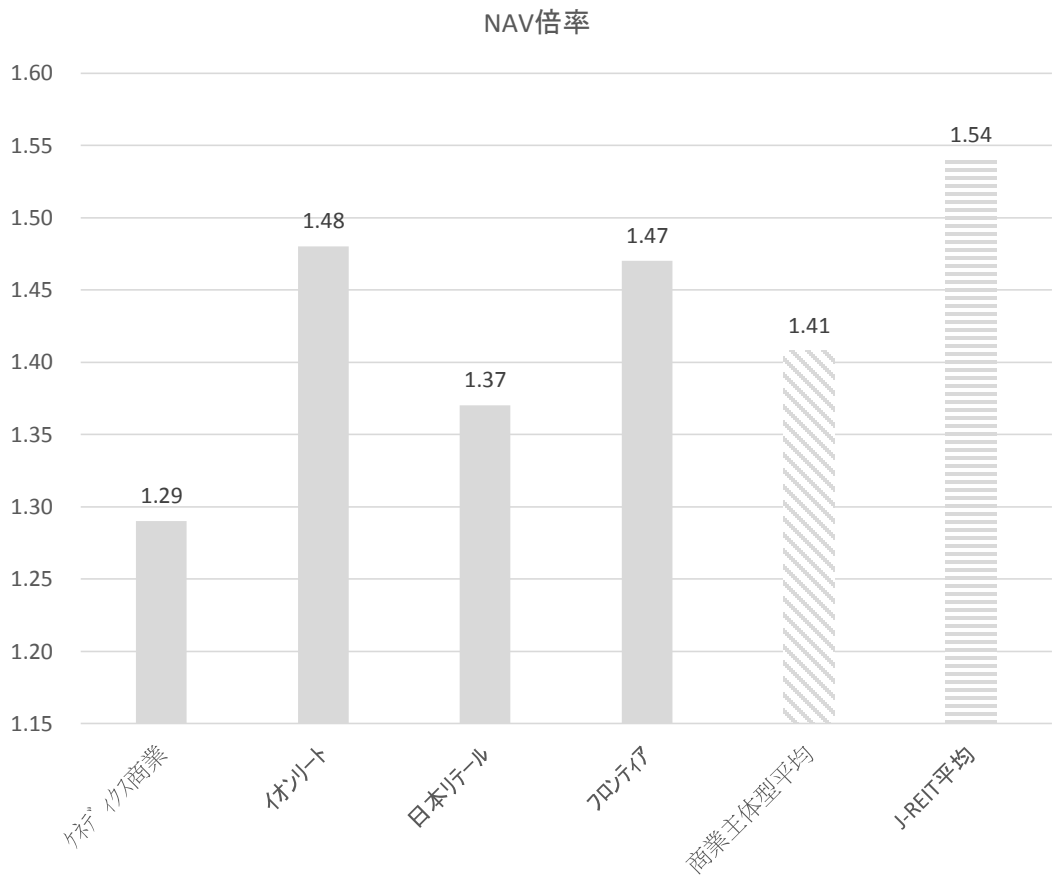
商業施設主体型J-REITとスポンサー

- 日本リテールファンド投資法人 (3953)：　三菱商事、UBS AG
- フロンティア不動産投資法人 (8964)：　三井不動産
- イオンリート 投資法人(3292)：　イオングループ
- ケネディクス商業リート投資法人 (3453)：　ケネディクス

© 株式会社ジー・シー・エス　GCS Co., Ltd.

相対的に高い分配金利回りと低いNAV倍率

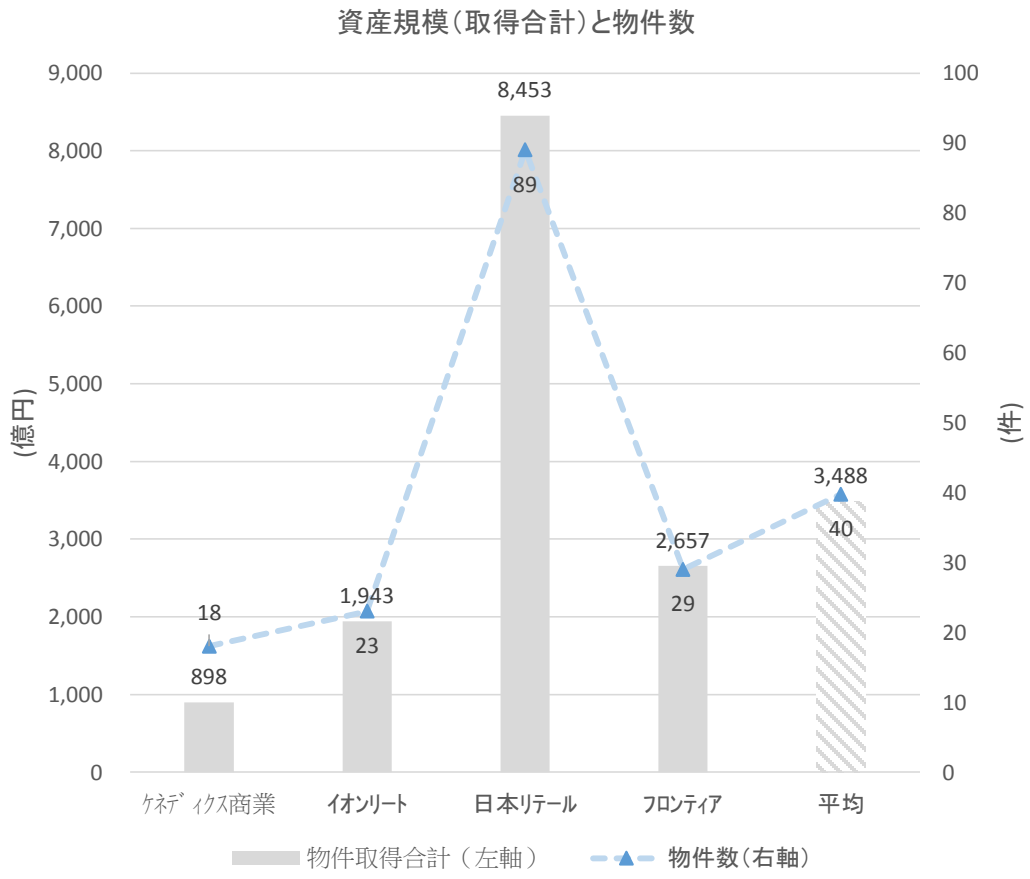


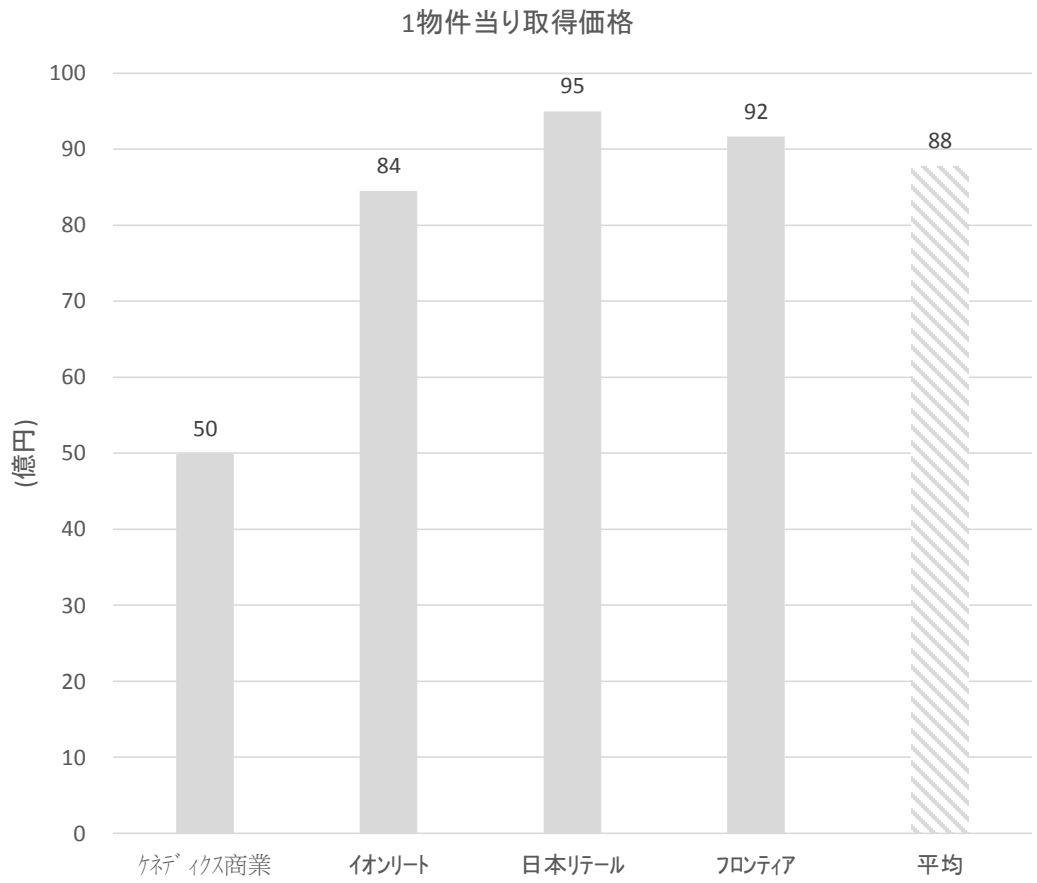


出所：各投資法人公表資料、JAPAN-REIT.COM、日経、
市場データよりGCS作成　(2014/3/20時点)

© 株式会社ジー・シー・エス　GCS Co., Ltd.

資産規模、物件数、物件当り取得価格

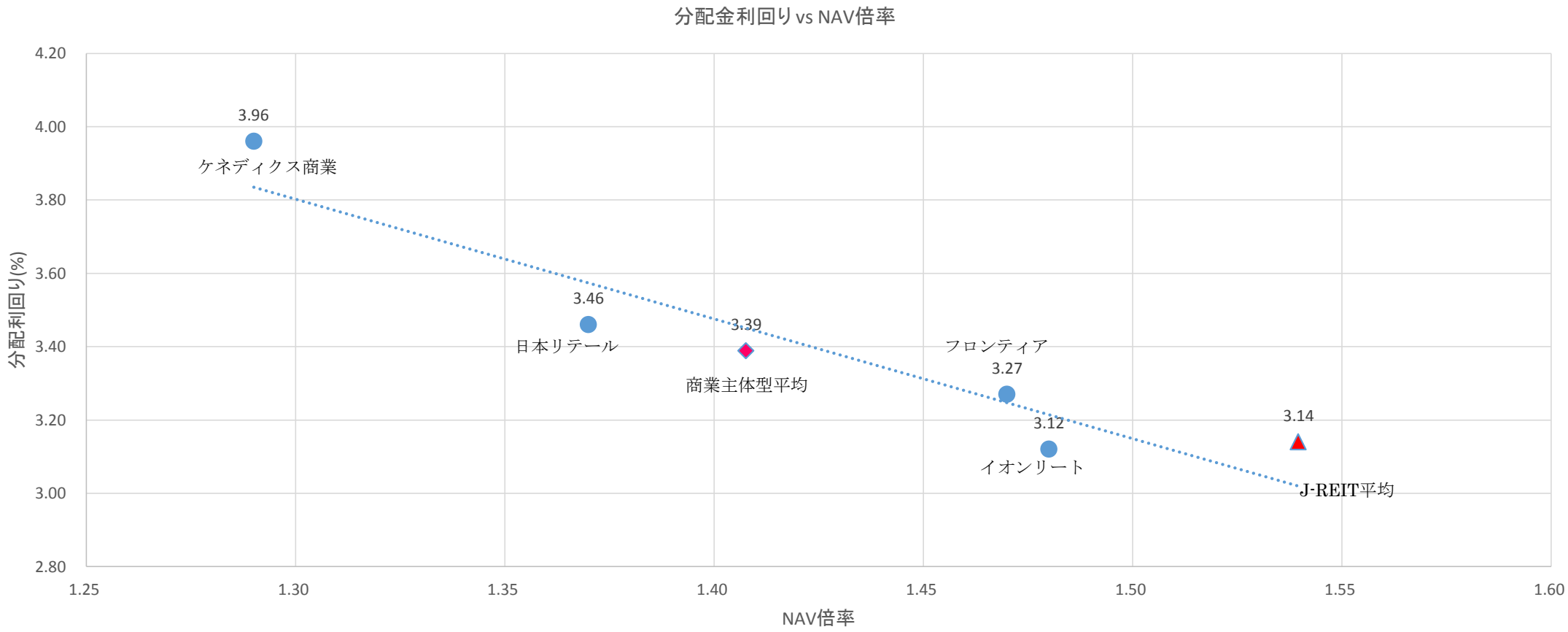




出所：各投資法人公表資料、JAPAN-REIT.COM、データよりGCS作成

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

どの銘柄が魅力的か?
分配金利回り & NAV倍率の視点から

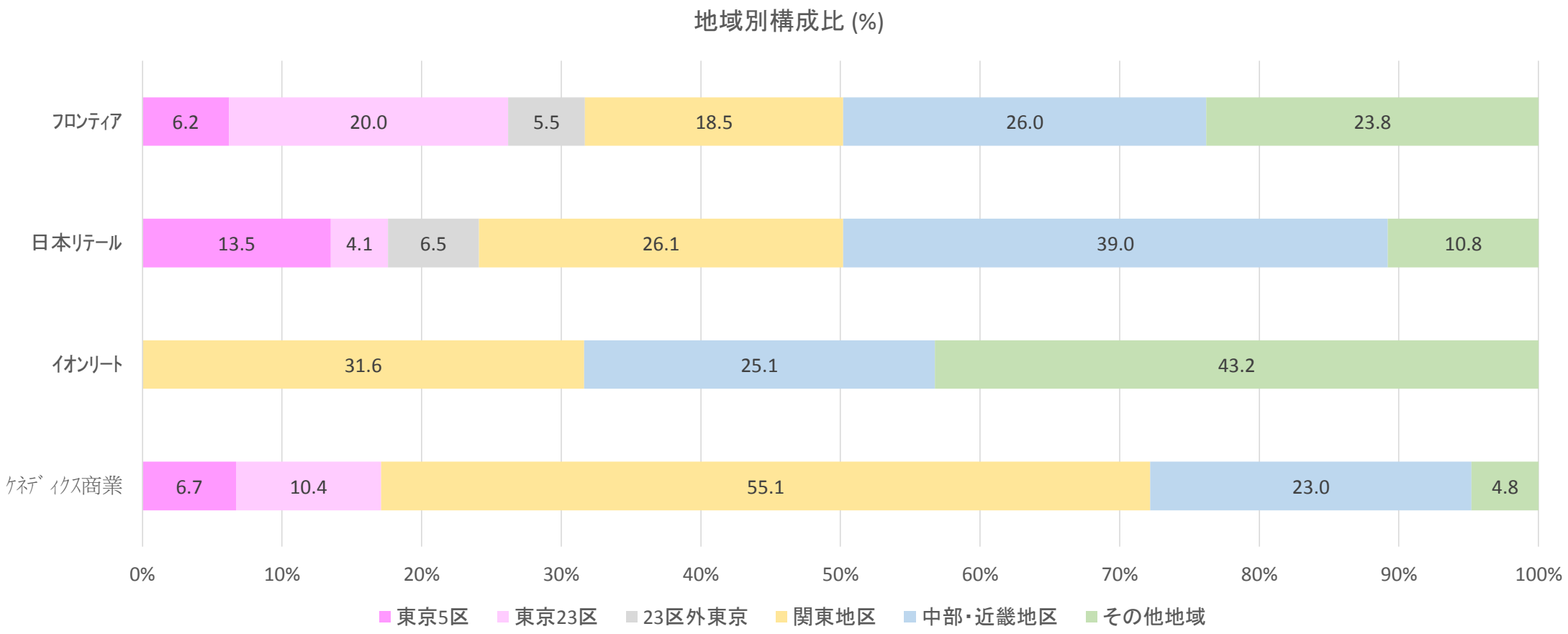


(注) グラフ中の数字は分配金利回り

出所:　各投資法人公表資料、市場データ等を基にGCS推定

© 株式会社ジー・シー・エス　GCS Co., Ltd.

ポートフォリオ地域分散における特色



（注）取得価格ベース　　出所：各投資法人公表、JAPAN-REIT.COMデータよりGCS作成

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

商業施設の類型、タイプ

類型	タイプ	特徴
郊外型大規模商業施設	SRSC（Super Regional Shopping Center）	RSCをより大型化した、複数の核テナントと、200店を超える専門店を有するショッピングモールを備えた超広域商圏型ショッピングセンター
	RSC（Regional Shopping Center）	大型GMS等を核テナントとして、50店以上の専門店を有する広域商圏型ショッピングセンター「時間消費型」の商業施設
	アウトレットモール（Outlet Mall）	主にいわゆる「メーカー品」、「高級ブランド品」を低価格で販売する複数のアウトレット店舗を一箇所に集めモールを形成したショッピングセンター
中規模商業施設	CSC（Community Shopping Center）	GMS、ディスカウントストア又は大型食品スーパー等を核テナントとし、20～50店程度の専門店を有する商業施設
中小規模商業施設	NSC（Neighborhood Shopping Center）	食品スーパー等を核テナントとし、10～30店程度の専門店を有する、日常生活用品を主体とした商圏の小さい小型商業施設
	都市型商業施設	都心のプライム立地に位置する路面店及び専門店ビル（ブランド店中心）
	都市駅前商業施設	都市駅前に立地する商業施設
	SM（Super Market）	食料品や日用品等の購買頻度の高い商品を主力商品とした食品スーパー
	SS（Specialty Store）	ドラッグストア、コンビニエンスストア、スポーツクラブ、家電量販店等の各種専門店を有する商業施設

出所：各投資法人公表データよりGCS作成

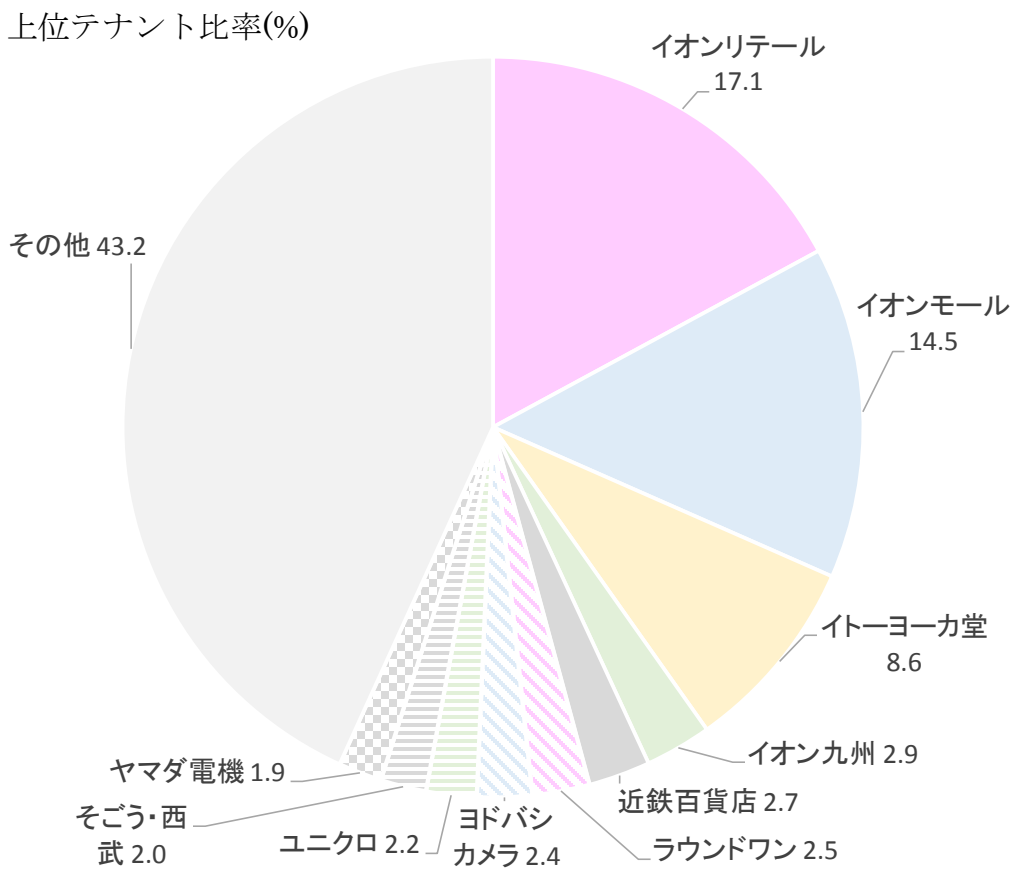
© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

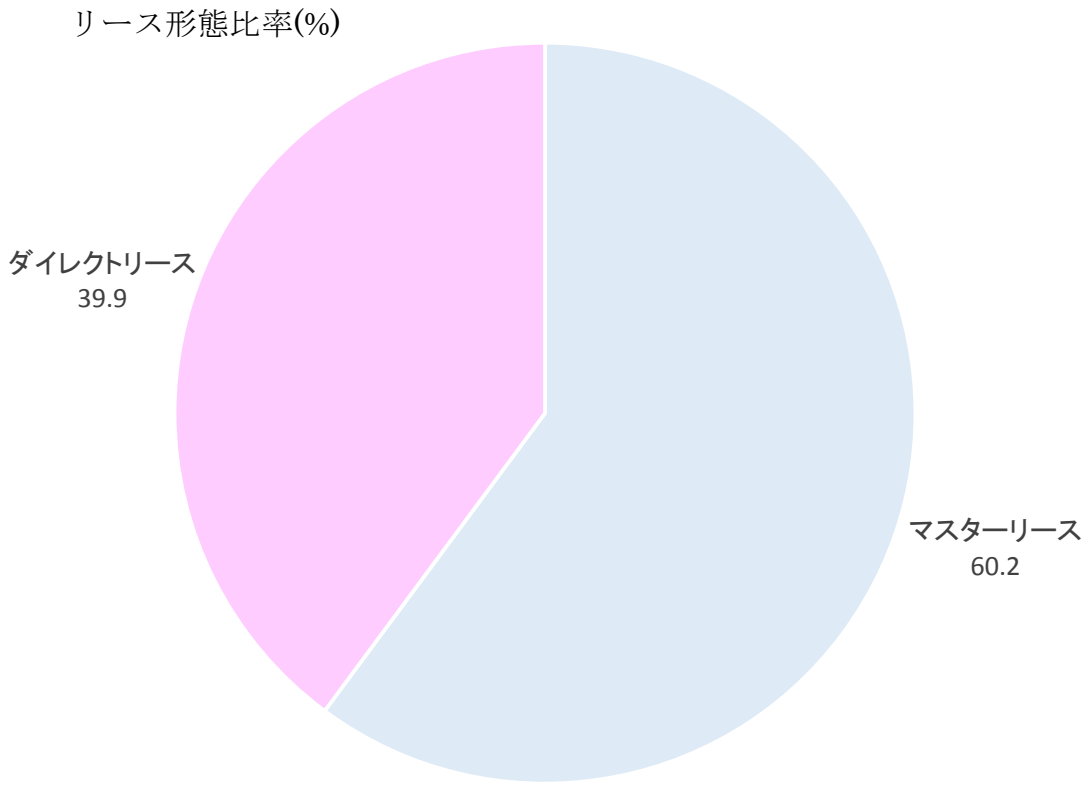
日本リテールファンド 投資法人(8953)

- 商業主体型最大、J-REIT第3位の資産規模8453億円
- 多種多様な業種・業態の商業施設を投資対象とするポートフォリオ分散: 東京5区比率13.5%は商業主体型最大。関東地区50.2%
- 施設運営への積極的関与（SCマネジメント）による競争力強化、内部成長
- 4つの投資ターゲット：①地域一番クラスのRSC、②人口密集地域の近隣商業施設、③主要駅隣接の好立地商業施設、④好立地の路面店・専門店ビル
- 三菱商事とのコラボレーションによる優良物件の取得、外部成長
- デット・コントロールと安定的な財務基盤: (発行体格付け) R&I AA-, S&P A, Moody’s A3

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

日本リテールファンド





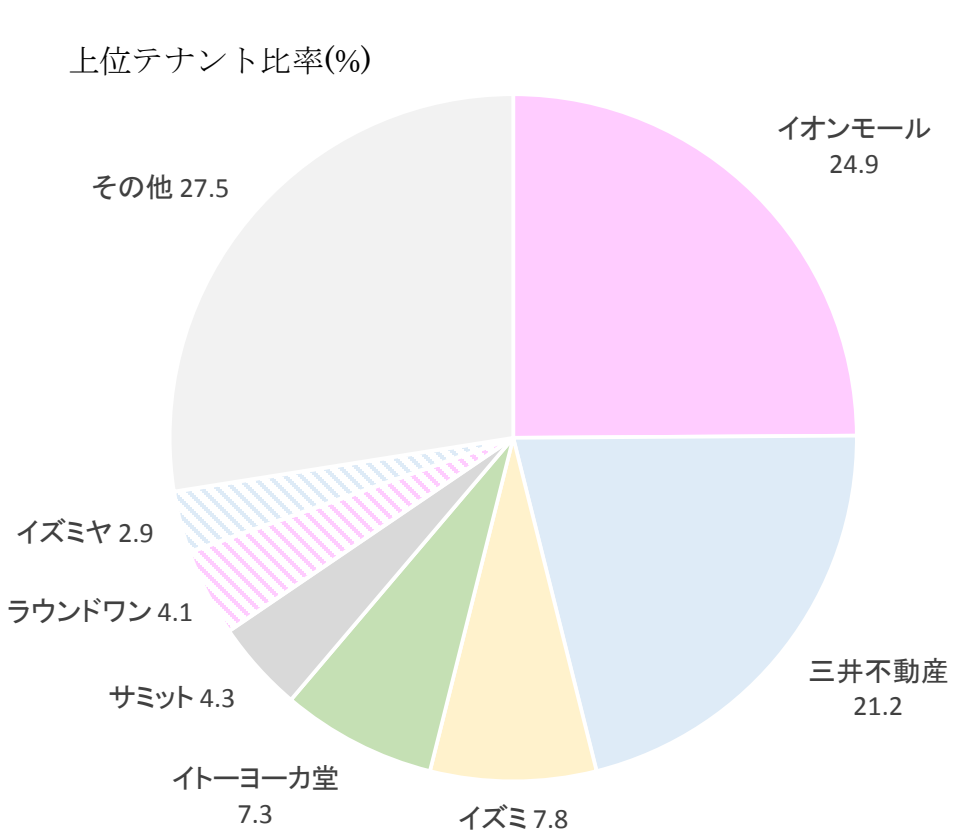
出所: 投資法人公表データよりGCS作成

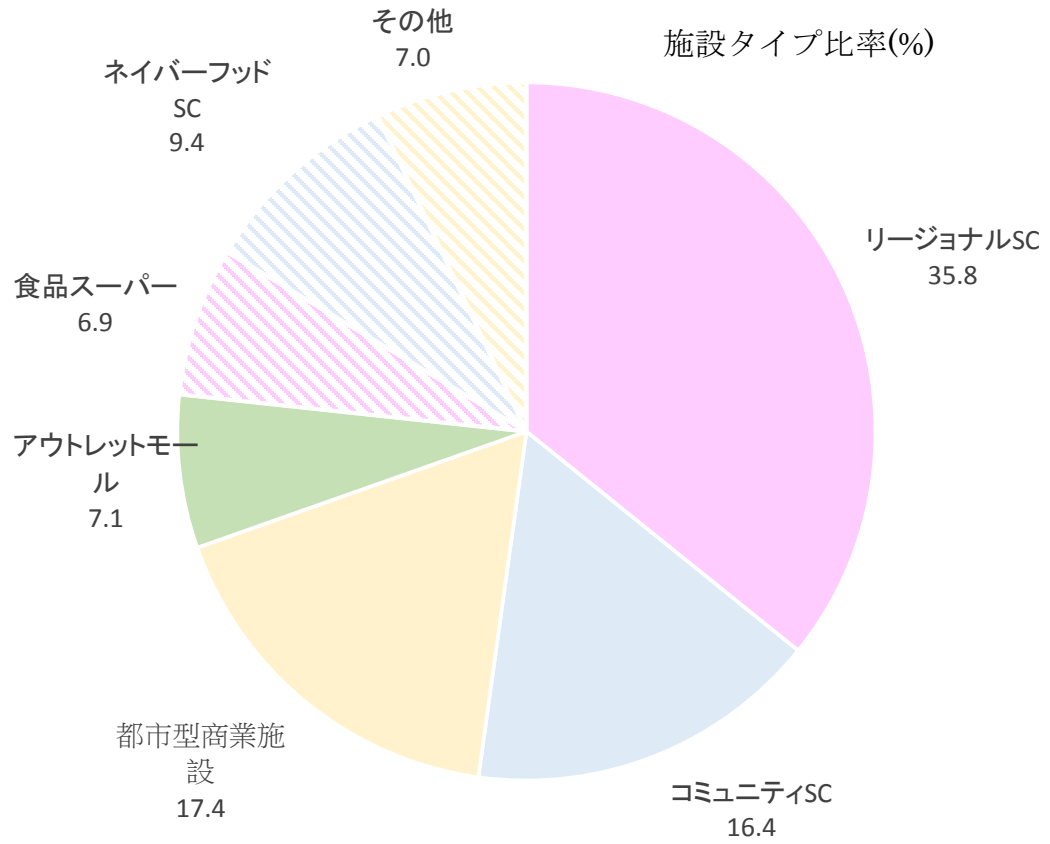
フロンティア不動産投資法人 (8964)

- 商業主体型第2位の資産規模2657億円。2004年4月JTをスポンサーとして上場。2008年2月に三井不動産へスポンサー変更
- 3つの運用方針: ①安定した収益基盤の維持及び向上、②三井不動産のサポート体制及び資産運用会社のノウハウの活用、③保守的な財務基盤による強固な財務基盤の維持及び向上
- ポートフォリオの分散・多様化: ①物件タイプ分散、②地域分散、③テナント分散
- 東京都（5区、23区含む）比率最大の31.7%。関東地区比率50.2%
- 4つの投資方針: ①地域一番店を中心とした安定した収益基盤、②ポートフォリオの分散化・多様化、③長期・固定賃料を中心とした賃貸借契約、④多様な外部成長ソースと成長サイクル
- 保守的な財務基盤: (発行体格付け) R&I AA-, S&P A+, Moody's A2

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

フロンティア





出所: 投資法人公表データよりGCS作成

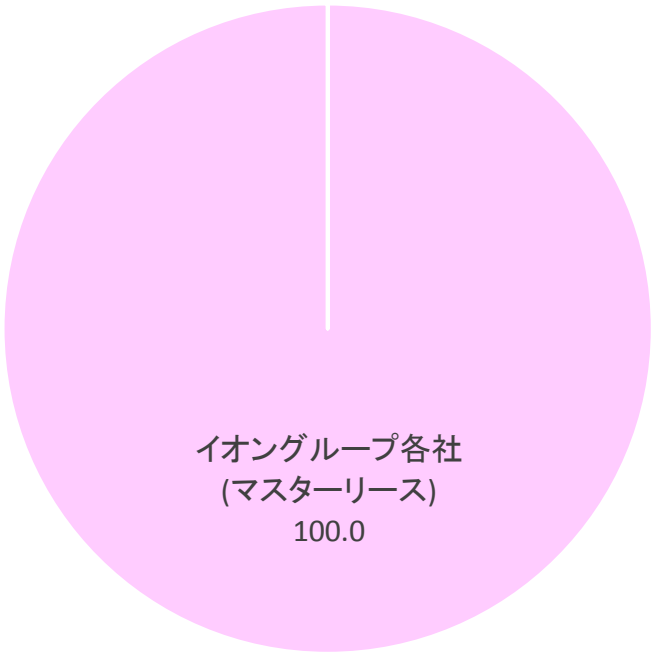
イオンリート投資法人 (3292)

- イオングループの大規模商業施設を中心に投資: 資産規模1953億円
- 商業施設は「地域社会の生活インフラ資産」と認識： 地方中心のポートフォリオ(東京0、関東31.6、中部近畿25.1、その他43.2)
- 大規模商業施設(SRSC,RSC,CSC): 大型化により多様な品揃え・店揃え、回遊性向上、レジャー/コミュニティ拠点化により商業施設の付加価値・競争力が向上
- イオングループがスポンサー、施設運営者、借主(マスターリース契約)、株主(19.77%) → イオングループと運命共同体
- 商業ディベロッパーとしてのイオングループの競争力(運営力)
- 安定した財務基盤: JCR発行体格付け AA-

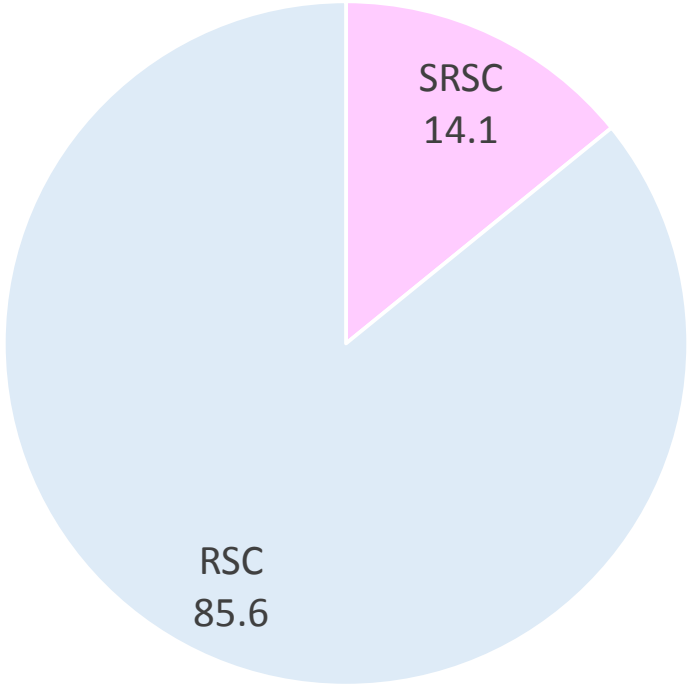
© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

イオンリート:　テナントと施設タイプ

上位テナント比率(%)



施設タイプ比率(%)



出所: 投資法人公表データよりGCS作成

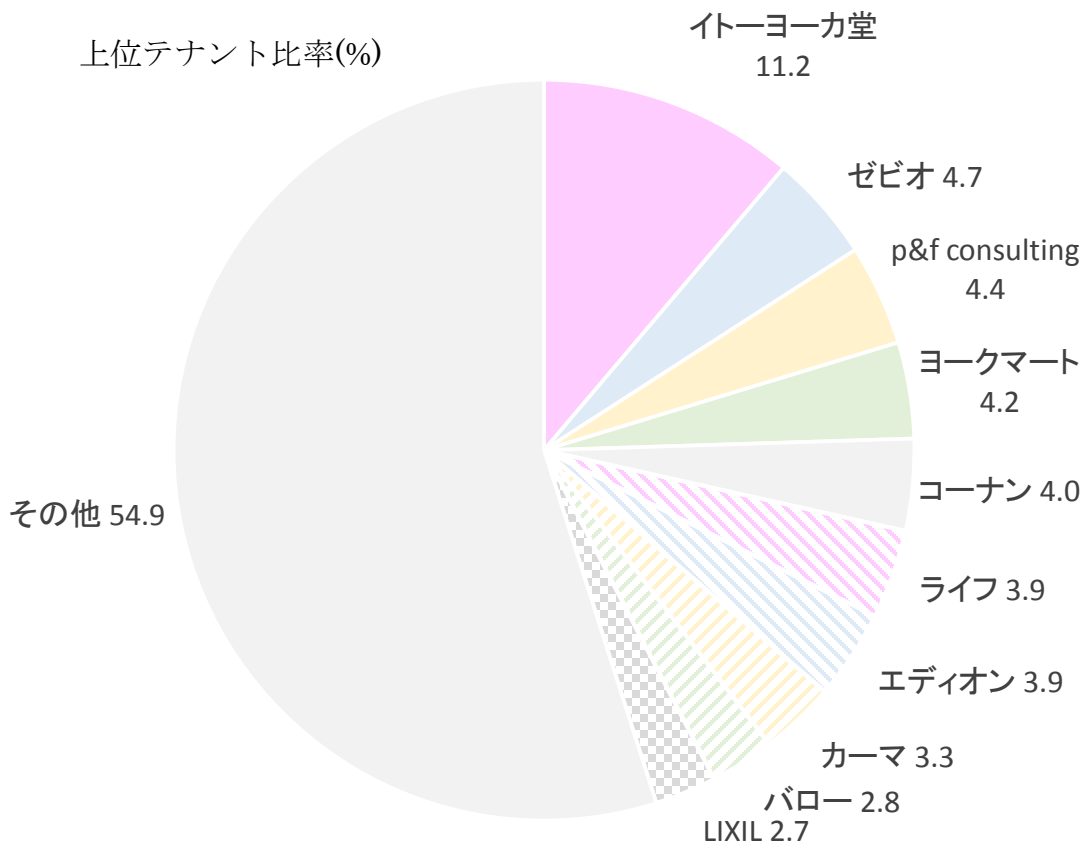
© 株式会社ジー・シー・エス　GCS Co., Ltd.

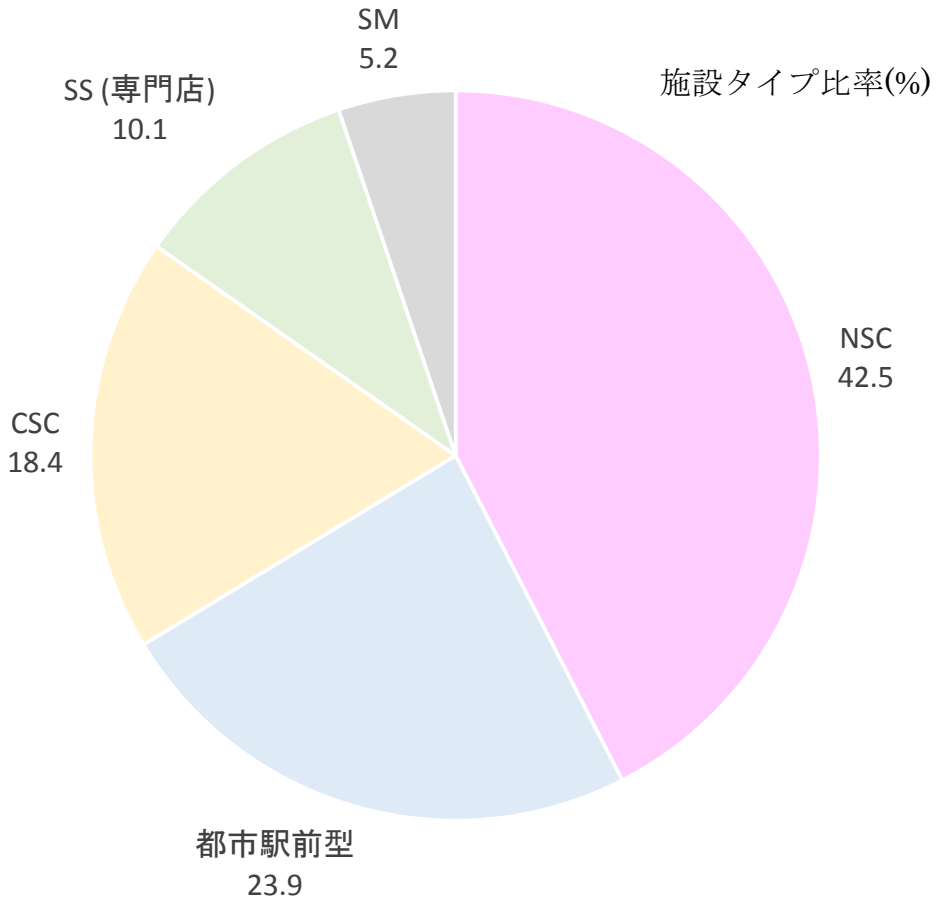
ケネディクス商業リート投資法人 (3453)

- 生活密着型商業施設を中心としたポートフォリオ。本年2月10日東証上場。資産規模898億円
- 人口動態上優位にある四大都市圏を中心に投資(東京5区6.7、東京23区10.4、関東55.1、中部近畿23.0、その他4.3)
- 底地への投資方針~「JINUSHI案件」への積極投資: 長期的に安定したCF、住宅への転用が可能な土地への投資
- ケネディクス・グループは三井不動産、三菱商事に次ぐJ-REITスポンサー
- サポート会社: ①三井住友ファイナンス&リース(パイプライン・サポート、ファイナンス機能等)、②日本商業開発株式会社(JINUSHIビジネス)、③p&d consulting(自社開発案件の供給等)
- 鑑定LTV33%程度(IPO後: GCS推定)と保守的な財務体質（財務戦略上はLTV < 60%）

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

ケネディクス商業リート: 上位テナントと施設タイプ

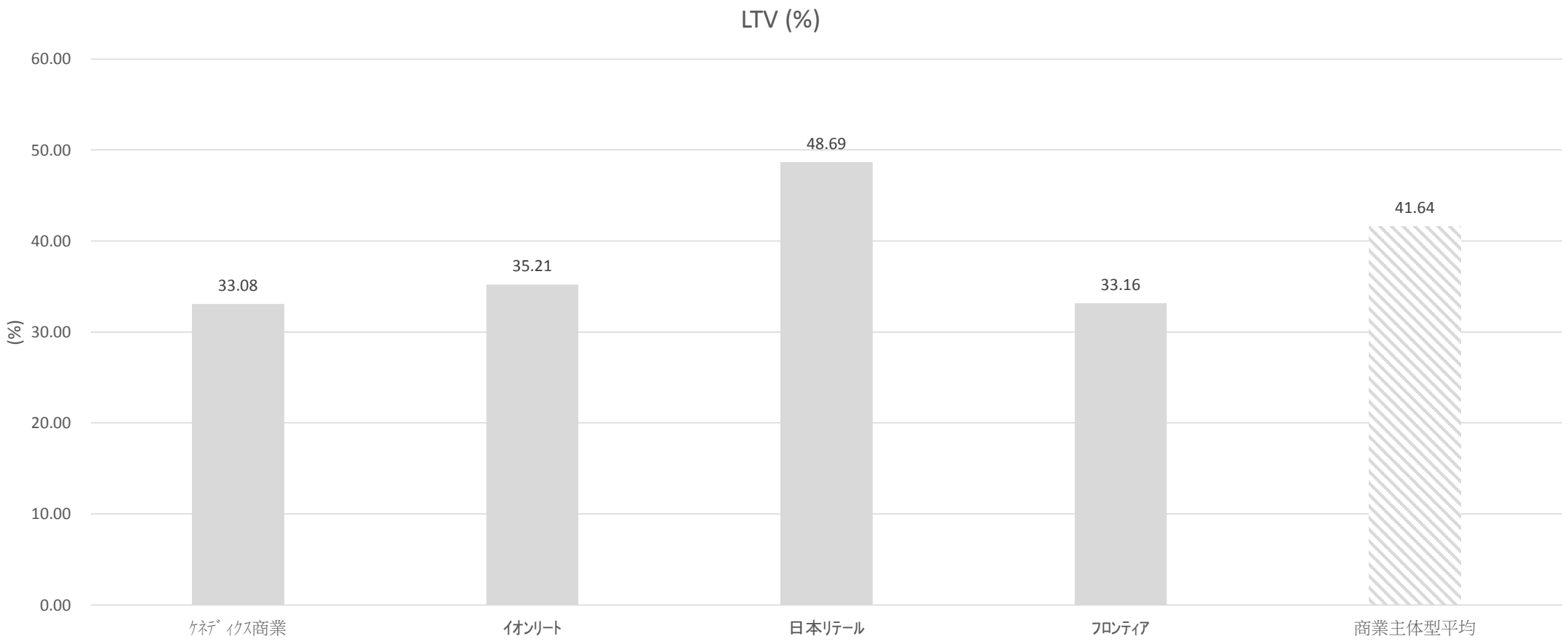




出所: 投資法人公表データよりGCS作成

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

財務体質：鑑定LTV　保守的～妥当な財務レバレッジ

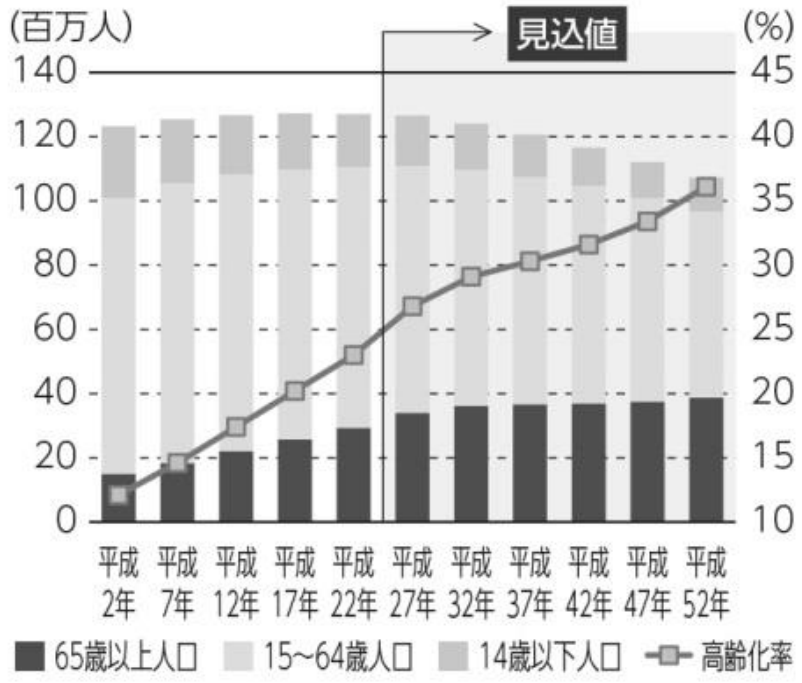


出所：投資法人公表データよりGCS推定

© 株式会社ジー・シー・エス　GCS Co., Ltd.

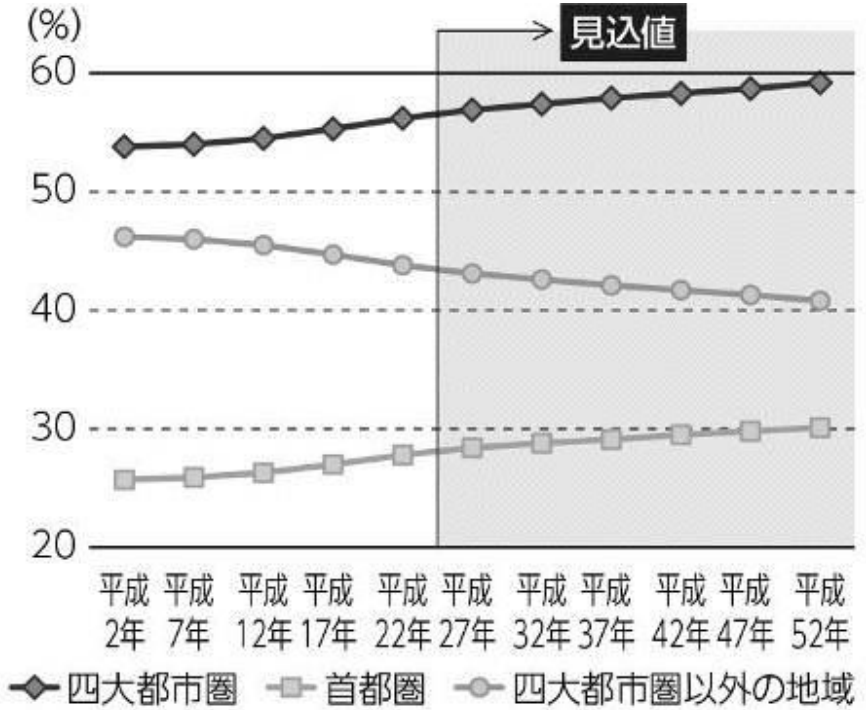
消費を見る視点 (1): 人口動態

高齢者人口の増大



出所：総務省、国立社会保障・人口問題研究所

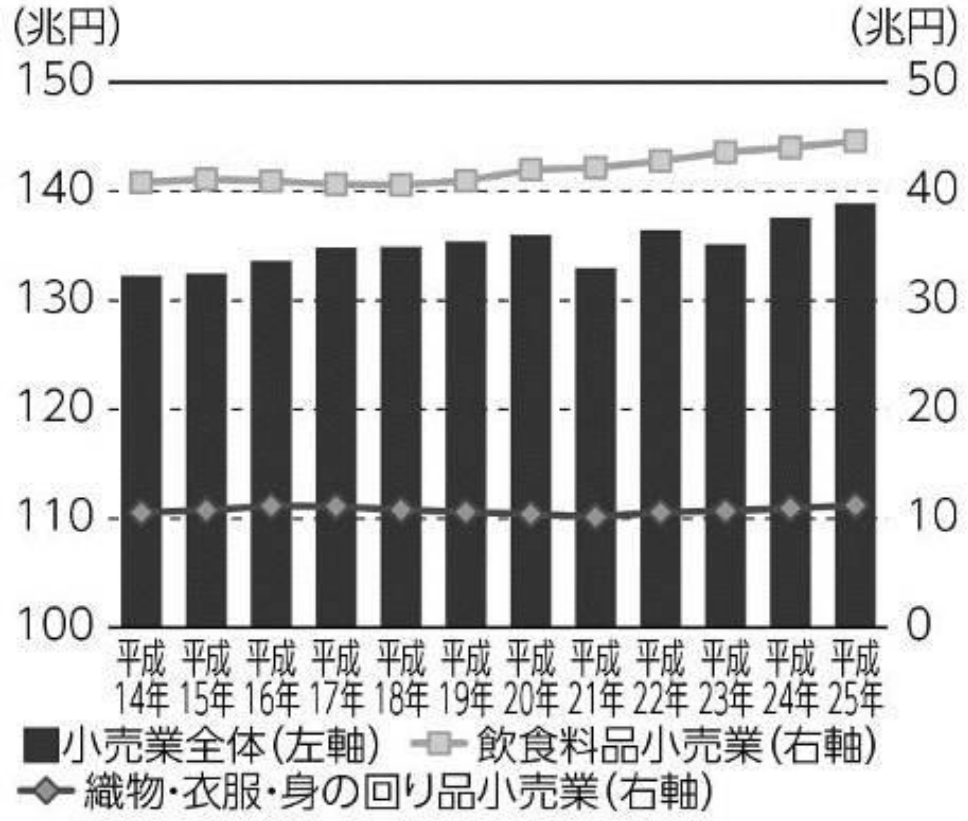
四大都市圏人口シェアの増大



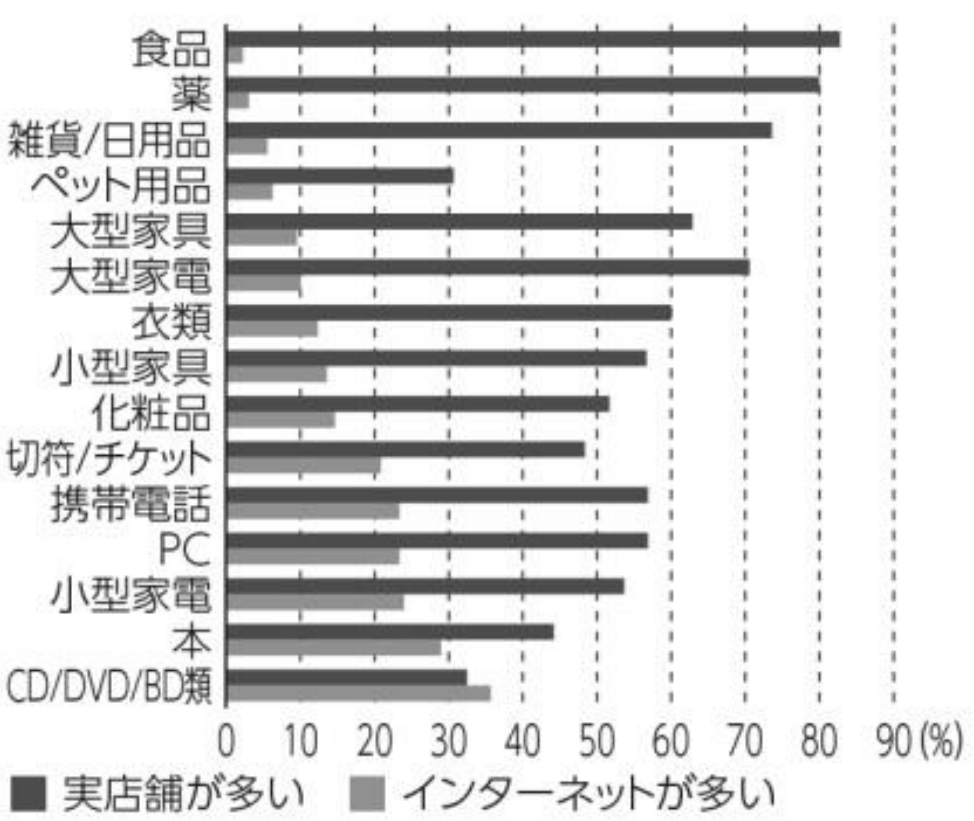
出所：国立社会保障・人口問題研究所

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

消費を見る視点 (2): 安定・成長分野とネット通販への抵抗力



出所： 経済産業省「商業統計」

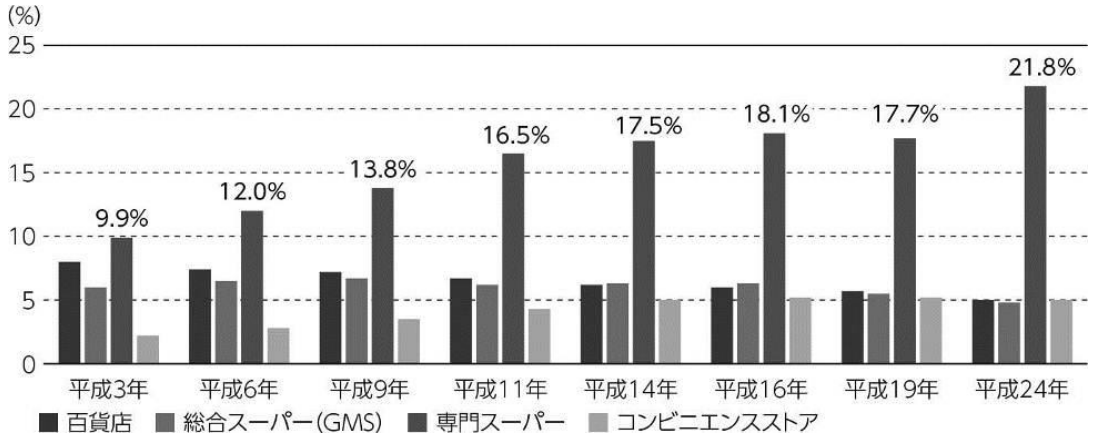


出所： 総務省「平成26年版 情報通信白書」

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

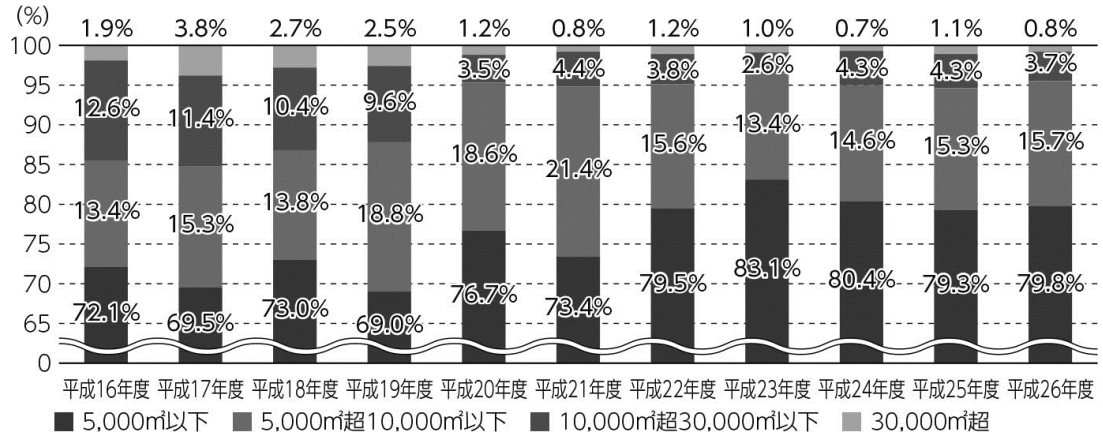
消費を見る視点 (3): 専門店の台頭、政府の規模規制

高まる専門店シェア



出所： 経済産業省「商業統計」

政府の大規模集客施設の規制強化 (平成19年以降) → 商業施設の小規模化

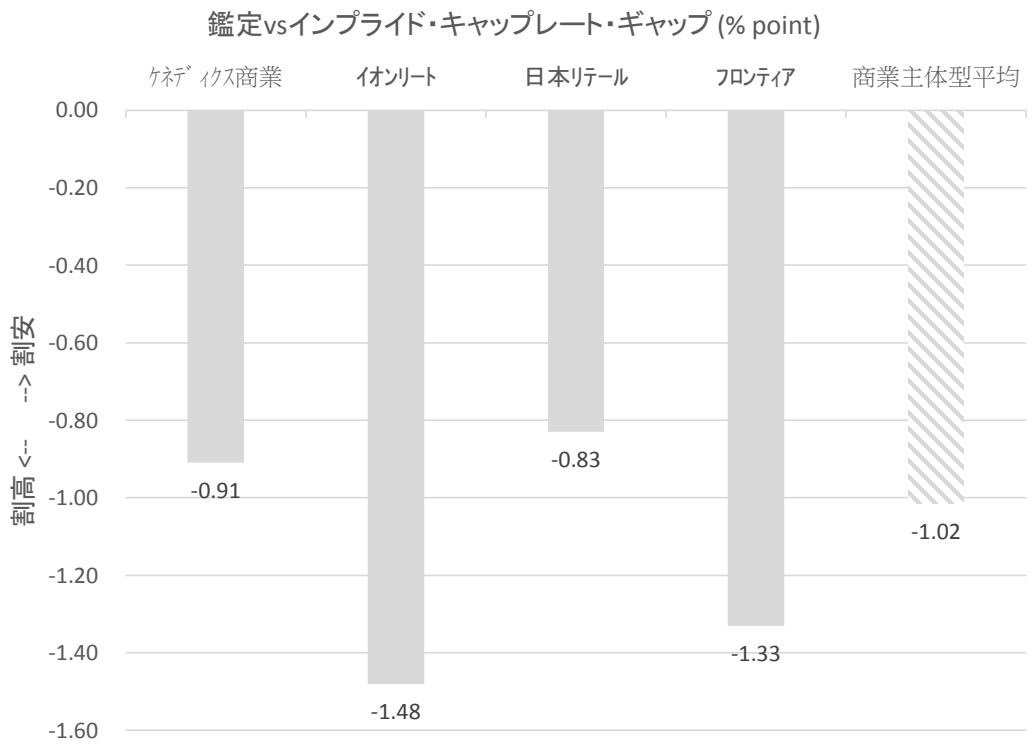


出所：経済産業省「大店立地法の届出状況について」
（注）平成26年度については、平成26年9月末日時点における割合を表示しています。

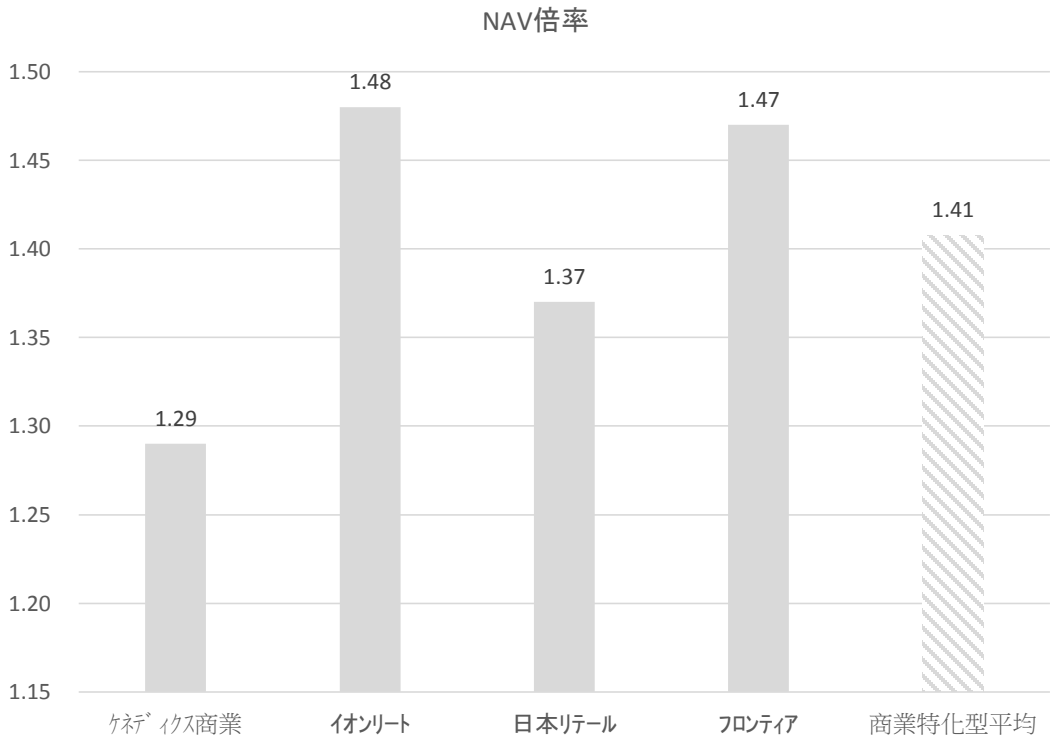
© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

鑑定-Implied Cap Rate ギャップとNAV倍率

鑑定-Implied Cap Rate ギャップ
マイナス幅が大きい程割高



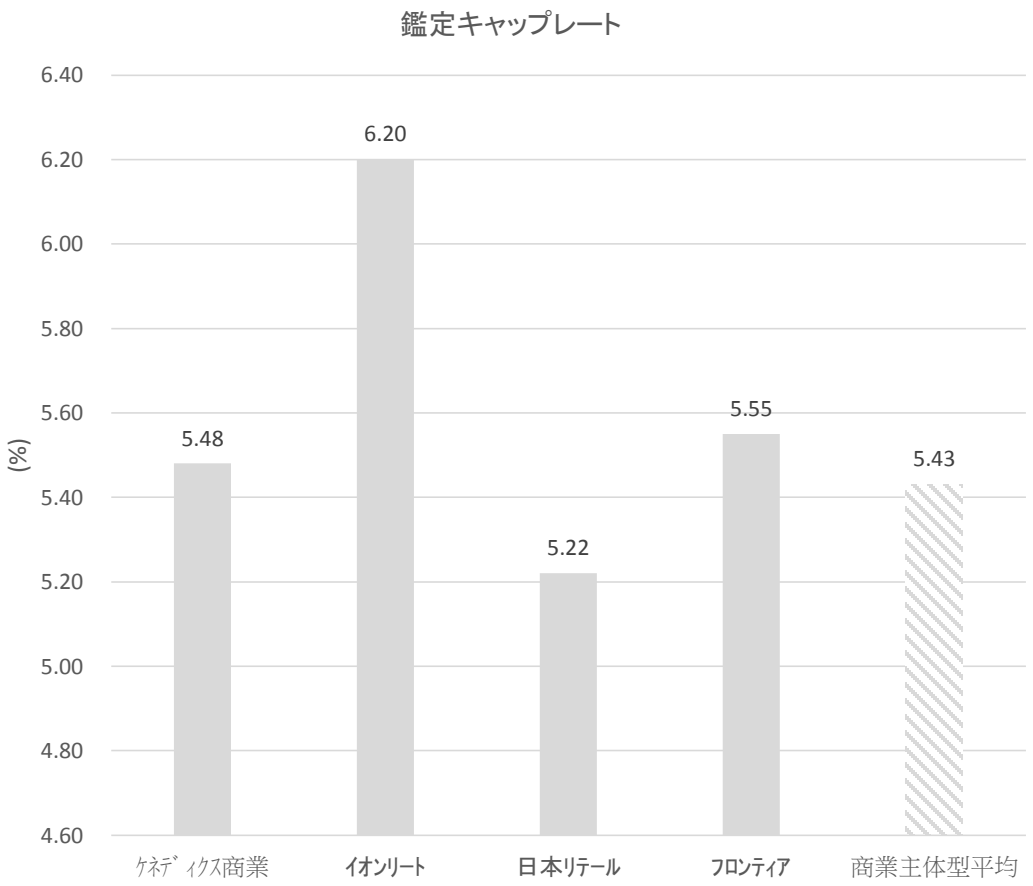
NAV倍率：高い程割高

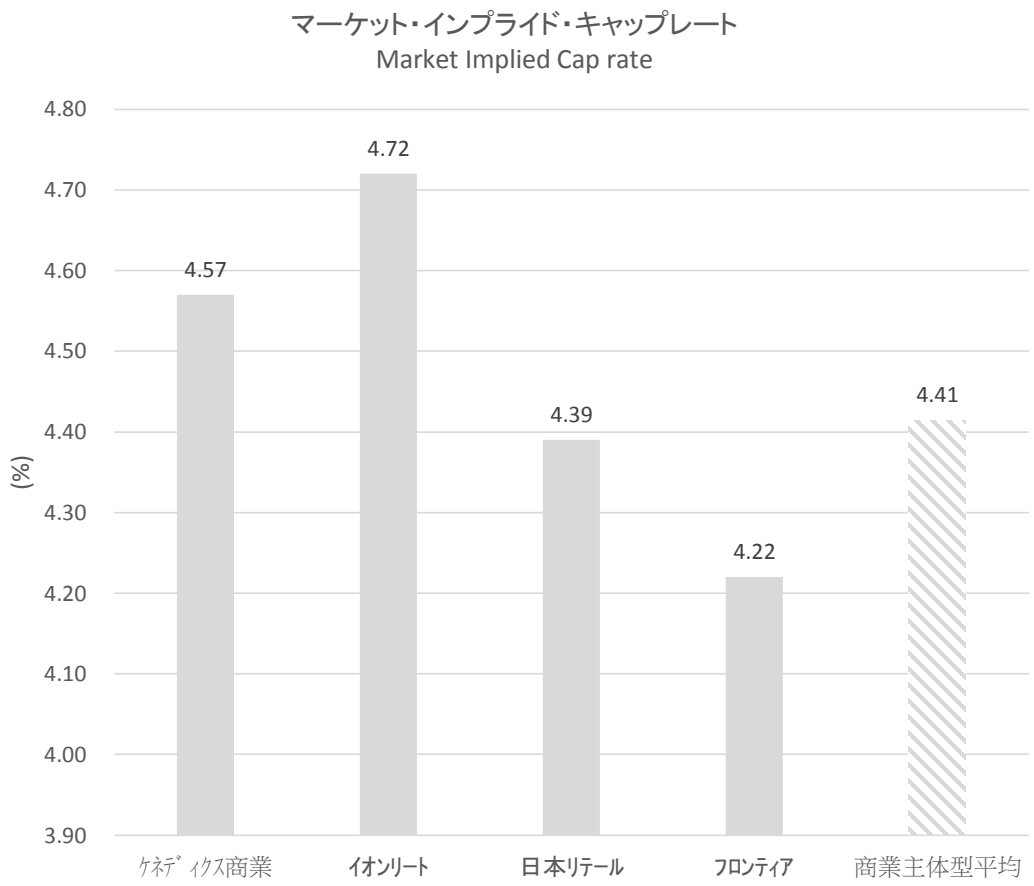


出所：投資法人公表データよりGCS推定

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

鑑定vsインプライド・キャップレート





出所：投資法人公表データよりGCS推定

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

J-REIT銘柄一覧 分配金利回りランキング (1)

証券コード	投資法人	投資口価格(円)	分配金利回り(%)	1口NAV(円)	NAV倍率	時価総額(百万円)	決算期(月)	運用資産
3290	SIA不動産投資法人	469,500	4.47	450,739	1.04	35,259	2/8	1
3296	日本リート投資法人	315,000	4.37	288,328	1.09	95,779	6/12	8
8958	グローバル・ワン不動産投資法人	462,500	4.06	419,579	1.1	89,633	3/9	1
3227	MIDリート投資法人	291,400	4.03	317,564	0.92	53,508	6/12	1
3298	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人	116,000	3.96	107,036	1.08	50,191	4/10	1
8979	スターツプロシード投資法人	206,200	3.95	184,432	1.12	35,833	4/10	2
3453	ケネディクス商業リート投資法人	274,100	3.85			71,472	3/9	3
8966	平和不動産リート投資法人	91,000	3.79	89,457	1.02	86,554	5/11	7
8982	トップリート投資法人	491,500	3.72	461,239	1.07	86,504	4/10	7
8986	日本賃貸住宅投資法人	87,900	3.67	61,918	1.42	129,658	3/9	2
3281	GLP投資法人	122,900	3.53	77,718	1.58	293,821	2/8	5
3278	ケネディクス・レジデンシャル投資法人	349,000	3.52	243,508	1.43	121,832	1/7	2
3240	野村不動産レジデンシャル投資法人	665,000	3.49	458,922	1.45	106,932	5/11	2
8984	大和ハウス・レジデンシャル投資法人	247,700	3.49	140,696	1.76	185,215	2/8	2
8977	阪急リート投資法人	145,900	3.47	122,797	1.19	87,175	5/11	7
8953	日本リテールファンド投資法人	241,200	3.46	170,744	1.41	586,164	2/8	3
8972	ケネディクス・オフィス投資法人	645,000	3.41	491,090	1.31	261,151	4/10	1
3226	日本アコモデーションファンド投資法人	442,000	3.39	311,447	1.42	213,673	2/8	2
3285	野村不動産マスターファンド投資法人	144,300	3.35	108,113	1.33	240,297	2/8	7
3263	大和ハウスリート投資法人	509,000	3.33	325,761	1.56	149,381	2/8	7
3282	コンフォリア・レジデンシャル投資法人	259,100	3.32	184,340	1.41	122,763	1/7	2
8964	フロンティア不動産投資法人	554,000	3.32	368,732	1.5	274,784	6/12	3
8973	積水ハウス・SI レジデンシャル投資法人	129,300	3.29	93,186	1.39	131,642	3/9	2
8987	ジャパンエクセレント投資法人	149,300	3.28	101,932	1.46	181,064	6/12	1
3269	アドバンス・レジデンス投資法人	277,600	3.26	156,498	1.77	360,880	1/7	2
8959	野村不動産オフィスファンド投資法人	587,000	3.24	424,413	1.38	218,689	4/10	1

1オフィス　2住居　3商業施設　4ホテル　5物流　7総合　8複合

出所：http://www.japan-reit.com (2015/3/20 現在)よりGCS作成

© 株式会社ジー・シー・エス　GCS Co., Ltd.

J-REIT銘柄一覧 分配金利回りランキング (2)

証券コード	投資法人	投資口価格(円)	分配金利回り(%)	1口NAV(円)	NAV倍率	時価総額(百万円)	決算期(月)	運用資産
8975	いちご不動産投資法人	99,000	3.21	49,938	1.98	111,902	4/10	7
8968	福岡リート投資法人	210,700	3.19	131,216	1.61	145,383	2/8	7
3249	産業ファンド投資法人	559,000	3.18	326,567	1.71	196,797	6/12	8
8957	東急リアル・エステート投資法人	153,600	3.18	123,802	1.24	150,159	1/7	7
3292	イオンリート投資法人	169,900	3.14	116,583	1.46	185,225	1/7	3
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	246,900	3.14	192,982	1.28	204,927	1/7	5
8956	プレミア投資法人	674,000	3.12	434,771	1.55	177,531	4/10	7
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	186,400	3.11	116,227	1.6	492,900	5/11	7
8954	オリックス不動産投資法人	170,500	3.09	124,457	1.37	380,260	2/8	7
3283	日本プロロジスリート投資法人	254,000	3.06	151,875	1.67	439,611	5/11	5
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	1,072,000	3.05	625,975	1.71	297,086	5/11	7
8955	日本プライムリアルティ投資法人	421,500	3.02	230,323	1.83	347,738	6/12	7
8961	森トラスト総合リート投資法人	253,000	3.00	110,396	2.29	333,960	3/9	7
3295	ヒューリックリート投資法人	181,800	2.98	120,006	1.51	141,986	2/8	7
3309	積水ハウス・リート投資法人	138,000	2.87			87,216	4/10	8
8985	ジャパン・ホテル・リート投資法人	81,500	2.83	43,747	1.86	244,526	1/12	4
3234	森ヒルズリート投資法人	169,400	2.81	93,005	1.82	265,965	1/7	1
8976	大和証券オフィス投資法人	650,000	2.72	478,101	1.36	286,650	5/11	1
8952	ジャパンリアルエステイト投資法人	585,000	2.65	386,762	1.51	732,145	3/9	1
8963	インヴィンシブル投資法人	59,200	2.65	26,671	2.22	157,986	6/12	7
3451	トーセイ・リート投資法人	125,000	2.57			12,000	4/10	7
8951	日本ビルファンド投資法人	602,000	2.56	427,744	1.41	850,024	6/12	1
3308	日本ヘルスケア投資法人	272,700	2.53			16,580	4/10	9
3287	星野リゾート・リート投資法人	1,331,000	2.52	736,161	1.81	57,192	4/10	4
3455	ヘルスケア＆メディカル投資法人	160,800	1.63			17,447	1/7	9

出所：http://www.japan-reit.com (2015/3/20 現在)よりGCS作成

1オフィス　2住居　3商業施設　4ホテル　5物流　7総合　8複合

© 株式会社ジー・シー・エス　GCS Co., Ltd.

Appendix 1： J-REIT投資の魅力

- 分散された不動産ポートフォリオ： 競争力のある大型不動産へ分散投資、不動産の個別リスクの低減
- 流動性： 換金性、証券市場で売却
- 小口投資： 証券化商品なので少ない金額で投資できる
- 高い配当性向： 利益の90-100%が分配される
- 税制面のメリット： REITの利益には法人税がかからない（90%超分配が要件）
- 管理等の手間がかからない
- 特定口座、NISA口座を使って投資すれば税務申告が必要なし
- 損益通算：譲渡損失の繰越し（翌年以降3年）
- 証券税制： 税率は一定（20.315%)、NISA口座なら非課税
- スポンサーの運用能力、シナジーの発揮
- 財務レバレッジの活用
- 透明性： 上場されているので、運営状況、財務状況、個別の物件情報、評価情報等が開示されている

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

Appendix 2： NAV倍率： 時価vs鑑定NAV

- NAV(Net Asset Value): 純資産価値
- 投資口価格(時価)の鑑定NAVに対する比率

  NAV倍率 ＝ 投資口価格/鑑定NAV* （一口当り）

  - *鑑定NAV=（鑑定評価額ー純有利子負債）/発行済投資口数
  - 鑑定評価額は、不動産鑑定士が、NOI（純収益）、市場での取引事例等からキャップレート（還元利回り）、割引率等を算定してDCF法を重視して求められた価格
  - 投資法人が決算説明会資料、有価証券取引報告書等で、原則毎期公表している

- 投資口価格（時価）を鑑定NAVと比較
- 株式投資におけるPBR（一株当り純資産）に近い指標
- 鑑定NAVは、不動産鑑定士によるフェアバリュー（適正価格）についてのオピニオン

  NAV倍率 < 1.0 → 割安

  NAV倍率 = 1.0 → フェアバリュー（適正価格）

  NAV倍率 > 1.0 → 割高

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.

注意事項

本資料は、当社及びその作成者が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、GCS及び資料等の作成者は、資料等の記載内容が、真実かつ正確であること、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことについて、保証又は承認するものではありません。GCSの資料等に含まれる情報や意見（以下情報等）は、いかなる目的で利用される場合におきましても、その利用者の判断と責任において使用されるべきものであり、資料等に含まれる情報等の使用による結果について、GCS及びその作成者は何ら責任を負うものではありません。資料等の内容、情報等はすべて作成時点のものであり、その後の経済状況等の変化により変わる可能性があり、今後予告なく変更されることがあります。

© 株式会社ジー・シー・エス GCS Co., Ltd.