

【質疑応答】

<質問者A>

(質問A-1) 決算説明資料7ページのサーフプランにおいて、前回の説明会では取得期の6合目あたりとの回答だったと記憶しているが、現在はどのあたりにあるのか教えて頂きたい。また、取得期は今後どのくらい続くと考えているのか。

(回答) 現時点は取得期の7合目あたりではないかと考えている。このままずっと取得期が続くことはなく、この調子でマーケットが回復していけば、いわゆる取得警戒期・売却期になるだろうと考えている。

(質問A-2) 不動産売買マーケットが良くなってきており、外部からの取得が難しくなる中でスポンサーパイプラインが重要になるかと思うが、今後スポンサーからの物件と外部から取得する物件の割合はどのように考えているか。

(回答) これまでと変わらず、スポンサーと外部取得の割合は半々をターゲットにしたい。外部取得については、マーケットが活況になってきたこともあり、入札を避け、相対取引やクローズドビッドで取得したい。スポンサーパイプラインについては、スポンサーと継続的にディスカッションをしている。

(質問A-3) 決算説明資料60ページの投資主構成について、外国人による投資比率の減少が大きい。東急REITは海外IRを積極的に行っていると認識しているが、外国人による投資比率が減っている要因を教えて頂きたい。

(回答) 米国投資家の間で、2013年8月の増資において東急虎ノ門ビルに関する誤解があった。国内オフリングであったため、米国投資家とコミュニケーションを取ることが出来ず、東急REITの投資口を保有していた米国の投資家がポジションを減らしたことが主な要因だと考えている。その後のIRで彼らとコミュニケーションを取り、誤解は解消したと考えている。

<質問者B>

(質問B-1) 物件取得について、現状7合目とのことであるが、取得期の10合目までには是非でも取得したいと考えているか。価格が合わなければ仕方がないとの考えか。物件の取得に関する意欲を教えて頂きたい。

(回答) 価格次第だが、良い物件があれば是非取得したい。以前より、立地に優れた物件

を取得することを強調してきたが、トータルリターンの観点から将来の高いターミナルバリューを期待出来る物件に注力したい。DCF法の価格査定においては、約6割の価値をターミナルバリューが占めるが、現在のマーケットではインカム志向が強く、あまりターミナルバリューに着目されていない。インカムとのバランスを見ながら、ターミナルバリューを意識し好立地の流動性の高い物件を取得したい。

(質問 B-2) 物件取得について、商業施設(都心)、オフィスなど特に注力したいアセットタイプがあれば教えて頂きたい。

(回答) オフィス・商業でいずれかだけに注力する考えはない。厳格な投資基準を設けているため、どちらかに注力することで投資機会を逸したくない。

オフィスについては、都心5区及び品川区に注力する。商業施設(都心)については、立地を厳選する。商業施設(郊外)は商圏人口動向と将来の競合余地を鑑みて判断する。

(質問 B-3) 東急REITはネガティブ賃料ギャップがあり市場賃料まで賃料は下がらないと考えているのか、賃料の先高感があるため気にしていないのか、賃料ギャップについての考え方を教えて頂きたい。

(回答) ネガティブ賃料ギャップは2年前と比べて、約半分まで縮小している。決算説明資料32ページの予測では、向こう2年間で新規市場賃料は20%強賃料が上がるとの予測があり、2年程度でネガティブ賃料ギャップはなくなるだろうと考えている。それらを踏まえて、テナントとの賃料交渉を行う。また、今期はテナントの約7割が現状維持で更改している。物件の個別性にもよるが、10%程度のネガティブ賃料ギャップであれば、据置きスタンスで臨んでいる。

< 質問者 C >

(質問 C-1) 世田谷ビジネススクエアのリーシングについて、進捗状況と今後の手応えを教えてください。

(回答) 世田谷区の地元企業の建替え・移転ニーズも増えてきている。従前は外資系テナントが入居するビルとのイメージがあったが、幅広くテナントニーズを拾ってきたい。そのために、フロア分割をする等の施策も検討している。スポンサーである東急電鉄が45%持分を取得したことで意思決定が早くなった。東急電鉄としても沿線の重点物件であるため、バリューアップのための設備投資にも前向きに取り組んでいる。スポンサーコラボレーションの中で実現できるリーシングもあるだろう。

(質問 C-2) CONZE (コンツェ) 恵比寿について、リニューアルを実施するようだが、方針について教えて頂きたい。

(執行役員資産運用第二部長回答)

CONZE (コンツェ) 恵比寿は定借の 10 年契約満了に伴い再契約するテナントもあるが、テナント入れ替えも見据えて、2、3 年前から取組みを始めている。既存のテナントは市場賃料よりも高い水準であったため、賃料下落をいかに小さく抑えるかが課題であった。今回エントランス改修を実施することで、1 階テナントは従前より良い条件で契約することができた。残りの 2 フロアについてもリニューアル等の効果を活用してリーシングを進めていきたい。6 月にはリニューアル工事が竣工するので、是非ご覧頂きたい。

(質問 C-3) TOKYU REIT 渋谷宇田川町スクエアの鑑定評価でキャッシュフローが減少しているが、その理由を教えて頂きたい。

(回答) 鑑定評価上の NCF は 3,100 万円減少しているが、テナント契約自体は長期固定の契約で賃料は変わっていない。

今回、鑑定の NCF が下がった理由は、鑑定機関が既存契約賃料の水準が新規市場賃料と比較して割高だと判断したためである。一方で、キャップレートは下がっているため、鑑定評価額は上がっている。

なお、QFRONT (キューフロント) でも鑑定の NCF が 1,300 万円減少しているが、こちらは水光熱費の増加による影響である。

《補足》TOKYU REIT 渋谷宇田川町スクエアの継続鑑定評価を行っている鑑定機関(日本ヴァリュアーズ株式会社)において鑑定評価方法の変更があった。

直接還元法における想定キャッシュフローについては、第 20 期末(2013 年 7 月期末)までは DCF 法における 11 年間の平均値を採用していたが、第 21 期末(2014 年 1 月期末)から新規市場賃料を採用する手法に変更している。

<質問者 D>

(質問 D-1) 世田谷ビジネススクエアについてスポンサーコラボレーションが発揮されているとのことであったが、スポンサーが取得する際に東急 REIT での追加取得を検討しなかった背景を教えて頂きたい。

(回答) 今の資産規模では、ポートフォリオに占める世田谷ビジネススクエアの比率を上げるわけにはいかないため、取得の検討をすることはなかった。

10年前の上場時には世田谷ビジネススクエアの割合が大きいことが TRE の唯一のリスク要因だとの意見が投資家の間にあり、また上場後の外部成長は世田谷ビジネススクエアの比率を下げていく歴史でもあった。たとえ、価格が安くても追加取得する意向はなかった。

<質問者 E>

(質問 E-1) スポンサーからのパイプラインは、東急沿線とそれ以外ではどちらを優先して取得したいか。

(回答) 沿線と都心のどちらかということはない。渋谷も含めた沿線物件の方がスポンサーコラボレーションにより付加価値を付けやすいメリットがあるが、都心物件も取得していきたい。

(質問 E-2) 決算説明資料 32 ページの賃料予測について、2016 年に空室率が上がるものの賃料水準は上昇している。これはオフィス市場動向研究会の予測ではあるが、東急 REIT としては、2016 年の賃料下落リスクについてどのように考えているか。

(回答) 賃料の見通しについては、マクロ環境の影響が大きく、将来の見通しが立つのであれば、そう大きなストレスはかからないと考えている。供給に関してもそれほど大きな山はなく、少し楽観視している。理由は建築コストの上昇だ。それに伴い、半年程度新規供給に遅れが生じる可能性もあるのではないかと。そうすると新規供給の山もよりなだらかになり、オフィス賃貸市場の需給は引き締まってくる。

(質問 E-3) 渋谷の再開発によって、エリアの価値向上が見込まれるが、渋谷は路面店の価値が高いエリアであるため、逆に路面店の価値低下を懸念するという意見もある。また、丸の内・大手町や日本橋等で、今後再開発が進むが、渋谷にどのような影響があるかと考えるか。見解をお聞かせ頂きたい。

(回答) 渋谷の再開発を丸の内や大手町と比較した場合、渋谷にしか提供できないバリューがあると考えている。ロンドンに例えると丸の内・大手町はシティーで、渋谷はウエストエンド。再開発を進めオフィス、リテールのみならずエンターテインメント機能をもっと提供することでクオリティ・オブ・ライフに価値を見出す人達を集めることができる。渋谷にはそのような価値を提供できる基盤もある。渋谷は東急が中心となって街づくりをしているが、東急だけでは良い街づくりができない。他のデベロッパーにも渋谷の開発に参画してもらい、様々な視点で開発することで益々価値が上がる。過去に渋谷の街が発展した 1 つの要因に西武百貨店や PARCO の進出があった。東急電鉄では VISIT 渋谷委員会を立ち上げ、ハード面だけではなくソフト面での

取り組みも進めている。他の街に無いものを提供することが更なる価値を生み出す。渋谷の再開発には資金も必要となるので、東急 REIT としても資金面で開発を側面から支援したい。

<質問者 F>

(質問 F-1) 決算説明資料 31 ページの平均賃料 18,000 円はこれから 1,2 年でどの程度上がっていくと考えるか。

(回答) 徐々に上げていきたい。一部のテナントでは想定以上の賃料でリーシングできたものや減額を想定していたものの減額せずに更改できたテナントもあり、この半年で手応えは感じている。平均賃料 19,000 円はすぐには難しいが、ネガティブ賃料ギャップも減っているので、マーケットの後押しを受けて向上させていきたい。

(質問 F-2) 投資法人債について、短期借入金の借換えとして今後も発行していくのか。投資法人債の考え方についてお聞かせ頂きたい。

(回答) 物件を取得する際には短期借入金で賄うが、長期借入金か投資法人債にするかはその時々の判断となる。しかし、過度に投資法人債に依存するつもりはない。投資法人債はリファイナンス・リスクがローンに比べて高い。レンダーからの借入金利は投資法人債に比べて 7 年物で約 40bps の差があるが、それはリファイナンスのための保険料だと位置付けている。投資法人債の比率や一度に発行するボリュームを抑えることでリスクを低減する方針である。リーマンショック前には事業債よりも早く投資法人債起債マーケットはクローズしてしまった（発行が困難な状況になった）。そのリスクを忘れてはならない。足元のコストが安いからといって投資法人債に依存すると将来のリスクを大きくしてしまう。

以上