

【質疑応答】

<質問者 A>

（質問 A-1）

物件入替の意義及び今後の投資意欲について、商業施設を売却してオフィスを取得することで、賃料のアップサイドを目指し、内部成長していくという意欲の表れか。住宅単独用途を投資対象に追加するのは、投資機会の拡充と内部成長を取り込んでいく方針か。

（回答 A-1）

TOKYU REIT 木場ビルとルーシッドスクエア恵比寿の入替は、重点投資対象エリア外の物件を売却し、重点投資対象エリアの渋谷周辺の物件を取得したが、今後の内部成長余地を比較して判断した物件入替である。

3月28日に予定している東急電鉄との物件入替は、渋谷のオフィス及び東急番町ビルの共有持分と渋谷の商業施設との交換である。渋谷は、オフィスも商業施設も、賃貸マーケットは好調で、空室がほとんどない状況である。カレイド渋谷宮益坂は、駅からの距離は近いが、前面の明治通りから一本奥に入った場所で、今後のリニューアル投資等を考えても、現状の賃料水準が上限に近づいているのではないかと考えられる。

一方、渋谷道玄坂スカイビルは、駅からの距離はカレイド渋谷宮益坂より遠いものの、新規の成約賃料は上昇を続けており、現状のテナントの賃料水準がアンダーレントであるため、増額改定での内部成長余地がより大きいと判断した。

どちらも重点投資対象エリアの渋谷地区の物件であるが、商業施設とオフィスの今後の成長余地を考慮しての交換である。

運用ガイドラインを改定して、住宅単独用途での取得を可能にする準備を進めている。2017年11月に東急東横線都立大学駅前の住宅と店舗の複合施設であるメゾンピオニー都立大学を取得し、東急沿線の駅至近の住宅はポテンシャルが高いと認識している。現状では、住宅と商業の複合用途でなければ取得できないため、住宅単独用途を含めるよう改定して、渋谷エリアから東急沿線地域の物件取得の可能性を拡げる。

（質問 A-2）

オフィスについて、テナントの退去後にダウンタイムなく埋戻しができているが、渋谷圏のオフィス需要は引き続き好調であるのか、何かリスクがあれば教えて欲しい。

（回答 A-2）

現在のオフィスのリーシング状況は、高稼働が続き、テナント退去があっても短期間で後継テナントが決まる良好なマーケット環境にある。特にフリーレントは短くなってお

り、渋谷周辺のオフィスではフリーレントは無いのが最近の状況である。直近2年はこの状況が続いていることから、変調の兆しは見えない。

2018～2020年のオフィスの大量供給による影響については、2019年までに開業するハイグレードオフィスが開業時点でほぼ100%稼働となっており、東急REITが保有するグレードB物件でも二次空室の影響は全くなく、この状況が暫く続くと考えている。

(質問 A-3)

現状は「サーフプラン」のどの時期にあると考えているか。また、今後をどう見ているか、変化の兆しの有無など、相場観について教えて欲しい。

(回答 A-3)

「サーフプラン」において現状は明らかに売却期であるが、売却期がいつ終わるのか、次の取得期へと不動産価格がいつ下落するかは、直近2～3年の動向では判然としない。しかしながら、少なくとも2020年までは売却期が続くという前提のもと、決算説明資料P21に記載の「サーフプラン」とスポンサーとの重点投資対象エリアでの「循環再投資モデル」を両輪で進めていくことで、売却期における東急REITがとるべき投資行動を位置付けたという考え方である。

<質問者 B>

(質問 B-1)

入替戦略について、今後も交換や圧縮記帳を活用した物件入替が中心となっていくのか。物件取得について、渋谷道玄坂スカイビルのように足元の利廻は低かったとしても、将来のアップサイドが期待できる物件を積極的に取得していくのか。

(回答 B-1)

3月のスポンサーとの物件入替は交換取引で、法人税法第50条の圧縮記帳を適用する。圧縮記帳が適用できる要件は、交換取得資産及び譲渡資産の双方が1年以上保有され、交換差金が2割以内、お互いに交換のために取得した資産でないこと等で、その全てを満たさなければ適用を受けられないため、難易度が高い。

今回は、スポンサーとの協議の中でこの要件が整ったため、法人税法の規定に基づく圧縮記帳を行うが、この圧縮記帳を適用できなければ、圧縮積立金として売却益の一部を積み立て、内部留保するという選択肢になる。

また、現在のマーケット状況ではキャップレートが低下しており、相場のキャップレートを上回る物件の取得は困難である。しかしながら、現時点のキャップレートだけでなく、中長期の賃料水準を内部成長要素も含めて価格を査定して判断するため、結果として、取得時のキャップレートは低くても、中長期の賃料水準を見据えて利回りを上げられる物件取得を検討し、進めていく考えである。

(質問 B-2)

QFRONT の賃料改定について、前回の説明会からの進展や考え方の変化等があれば、可能な範囲で教えて欲しい。

(回答 B-2)

2019 年 12 月に賃貸借契約期間の満了を迎えるため、現在、賃料水準、契約形態については交渉中である。賃料水準だけではなく、立地を含めた QFRONT のバリューを上げるために貸主・借主がどのようなことができるのかを一緒に考え、次の賃料水準を決めるべく、協議を継続している。

(質問 B-3)

オフィスについて、他 REIT は稼働率が高く、入替が起こっていないと聞いているが、東急 REIT はテナント入替が頻繁に発生している印象がある。入替は頻繁に起こっているのか。

また、フリーレントがないと、移転ニーズが低下することでテナントが固定化し、契約更新のみで増額していくこととなるが、それだけで一定程度の増額率を見込めるのか。

(回答 B-3)

テナント入退去の状況は、決算説明資料 P12 に示した通りで、今後の退去想定を全て織り込み、後継の入居想定も見込んでいる。

2018 年 1 月期(第 29 期)の入退去は、世田谷ビジネススクエアや東急虎ノ門ビルで、テナントの事情による退去が重なり、短期間で後継のテナントが入居したため、入退去面積が大きくなっているが、今後は、世田谷ビジネススクエアの稼働も安定し、来年にはオフィスが 100%稼働になる見込みである。また、東急虎ノ門ビルは 4 フロア借りていたテナントの入替も大きな要因である。

2019 年 1 月期(第 31 期)の入退去は、世田谷ビジネススクエア、TOKYU REIT 第 2 新宿ビル、東急番町ビル、ルーシッドスクエア恵比寿で、いずれも集約や規模拡大等のテナントニーズによる移転である。賃料増額改定の要請に応じられず、退去されたテナントはあるが、短いダウンタイムで埋戻しができており、マーケット賃料水準を確保できている。

<質問者 C>

(質問 C-1)

2019 年 1 月期(第 31 期)に売却した TOKYU REIT 木場ビルの含み益は売却益として全額配当を行い、2019 年 7 月期(第 32 期)に売却予定のカレイド渋谷宮益坂の含み益は、交換圧縮制度を利用し、交換取得物件の圧縮記帳を行うが、物件売却時に含み益が実現する場合の分配方針は定めているのか。

(回答 C-1)

売却期においては、単純売却ではなく、物件入替を前提としており、結果として売却益が生じる状況である。物件入替を進める過程で、交換による圧縮記帳の要件が整えば、交換による圧縮記帳を優先するが、要件が整わない場合は、圧縮積立金を積み立て、内部留保する。圧縮積立金で内部留保する場合は、取崩の制約条件の違いにより積立可能額が変わるため、今後の圧縮積立金の使途を考慮して、積立額を検討する。

TOKYU REIT 木場ビルの売却益については、税法上認められる圧縮限度額が無かったため、売却益の全てを分配した。カレイド渋谷宮益坂では、交換による圧縮記帳の要件が整ったため、交換取得物件の帳簿価額の圧縮を行った。

売却益については、圧縮記帳または圧縮積立金として内部留保を優先し、内部留保できない部分を分配する方針である。

(質問 C-2)

スポンサーとの物件交換で、カレイド渋谷宮益坂を譲渡する理由として、賃料水準が上限に近づいており、今後の成長余地が限定的であるという説明があったが、契約賃料が新規市場賃料を上回るもしくは同水準である物件は売却対象になるのか。

ポートフォリオの中でどの物件が売却候補になり得るのか。

(回答 C-2)

賃料水準が上限に近づき、今後の成長余地がないという理由だけで、売却物件を決めるわけではない。バリューアップ工事や積極的なリーシングで物件価値を改善できるのであれば、保有を継続する。売却候補物件の検討では、賃料水準だけではなく、エリア・築年数・今後想定される改修工事等の投資額を勘案して選定する。

また、売却活動が最優先ではなく、物件入替によりポートフォリオの規模を変えずに、クオリティを向上させることが現在の方針である。

<質問者 D>

(質問 D-1)

2020 年までは売却期が続く前提で物件入替がメインシナリオになるという説明であったが、足元の投資口価格も比較的好調で、住宅単独用途への投資も新たに挑戦するという事で、物件入替とは違った大きな外部成長を目指す投資戦略を取る可能性もあるのか？

(回答 D-1)

2020 年までは物件入替が優先であって、大きな外部成長を目指すものではない。

今般、住宅単独用途の取得を可能とするのは、重点投資対象地域である渋谷や東急沿線地域での物件取得の可能性を拡げるために、最低投資額を 40 億円から 10 億円に引き下

げた 2017 年の変更の延長線上にある。

渋谷や東急沿線地域での物件取得は難しいが、東急グループが持つ物件情報を活用し、東急線の駅前・駅周辺の 10 億円以上の店舗や住宅等の取得を想定して、住宅単独用途を投資対象に含め、より有利な立場で物件取得を進めていく方針である。

(質問 D-2)

住宅単独用途のキャップレートはどれくらいを想定しているのか？

(回答 D-2)

エリアによってキャップレートは変わるが、2017 年 11 月に取得したメゾンピオニー都立大学のキャップレートが 3.9%である。よって、今後は 3%後半が 1つの目線と考える。

<質問者 E>

(質問 E-1)

2020 年 1 月期(第 33 期)予想の DPU2,950 円から未計上の公租公課を引くと、巡航の DPU 水準になると考える。その場合、今後の DPU の巡航水準について、2,900 円が巡航になるのか、それとも内部成長の進展を織り込みより強気に考えるのか、今後の想定されないリスクを織り込みより保守的に考えるのか。

(回答 E-1)

2020 年 1 月期(第 33 期)以降の巡航 DPU 水準は、2020 年 1 月期(第 33 期)の EPS である 2,888 円が下限と考えている。2020 年 1 月期(第 33 期)は、TOKYU REIT 第 2 新宿ビルの外壁改修工事で、不定期に起きる多額の修繕費が計上される。今回は同額の圧縮積立金を取り崩し、DPU を 2,950 円とする予想であるが、外壁改修工事がない状況での DPU の巡航水準を示している。

業績予想に織り込んでいない今後のリスクとして、突発的なテナント退去があり得るが、一方で、今後交渉する賃料増額改定も織り込んでいない。よって、テナント退去と賃料増額改定の双方の可能性を鑑みても、巡航 DPU 水準は 2,950 円と考えられる。

以上