

【質疑応答】

<質問者A>

(質問A-1) 今後の分配金目標水準が13,000円とのことだが、どのぐらいの時間軸で、どうやって達成するつもりなのか。取得できる物件や、スポンサーとの交渉に進展が見られるのかを踏まえて教えて頂きたい。

(回答) 分配金13,000円を達成する時間軸は、色々な要素があるため、いつまでとは言えないが、出来るだけ早く達成したい。

達成する方法は、まず内部成長と外部成長がある。

内部成長については、引続き解約や既存契約賃料の下落はあるだろうが、空室を埋めていくことによって相殺出来るようにしたい。本投資法人は総賃貸可能面積の半分近くを(賃料単価が低く全て満室稼働である)郊外型商業施設が占めているので、面積ベースの稼働率が高い。一方、収益ベースの稼働率という切り口からすれば、まだ上昇余地があるので、ここが内部成長のポイントになる。もうひとつのポイントは金利である。本投資法人は、短期借入や変動金利はないが、現在の環境下ではリファイナンス(借換)のたびに金利が下がっていく。決算説明資料P.54にもあるが、借換時に金利は概ね50bps下がっている。

外部成長については、市場で売却される物件が少ない中で、投資方針を維持しながら検討していたが取得までは至らなかった。ただ、こここのところ、環境が売り手側にとってやや好転しているため、慎重さを継続しなければならないが、物件が供給されやすくなるのではないかと考えている。事業会社からの拠出を積極的に検討して行きたい。

スポンサーとは継続的にディスカッションをしている。東急電鉄が他のREITに売却した物件もあったが、それらは本投資法人の投資基準に合致しなかったものである。スポンサーからの案件であっても、投資方針を堅持していく。

(質問A-2) 世田谷ビジネススクエアのテナントの引き合いの状況と、賃料水準の目線はどれぐらいか。

(回答) 今回、日本オラクルから2フロアの解約が出てきたことで、上場当初13フロア分入居して頂いていたが、これで完全に退去されることになる。ただ、この点については前回の説明会でもリスクとしてお伝えしていたものである。世田谷ビジネススクエアにおける引き合いについては、内部増床のニーズをいくつか確認している。また、広範に候補テナントを募るべく、東京都内に限らず川崎、横浜など

のエリアに拡大してリーシング活動を行っている。世田谷周辺の小口のビルや、世田谷に社長が住む企業などにダイレクトマーケティングも行っている。加えて、商品のラインナップを広げるために、小口化を進め、潜在需要を拾えるようきめ細やかな対応をしていきたい。当ビルは、一度入居して頂くと内部増床して頂く可能性が高いビルであることから、賃料水準の目線を高く保つというよりも、まずは入居頂くことを優先する。

<質問者B>

(質問B-1) サーフプランは、マーケットが弱い時期に物件を取得するということが、現状では進んでない。マーケットを見ていると、取得期の終わりが近づいてきていると思うが、今は取得期の何合目とお考えか。また、残された取得期でどうやって取得していくのか。物件取得に関して伺いたい。

(回答) なかなか取得が進んでいないという指摘であるが、2010年のりそな・マルハビル売却以降5物件ほど取得しているので、全く取得出来ていないという訳ではない。しかし、足元で取得のペースが遅れているのは確かだ。不動産価格はキャップレートとキャッシュフローで決まるが、キャップレートは中立まで回復してきている。一方、キャッシュフローはまだ回復に至ってない。何合目というのは難しいが、まだ5合目までは行ってないのではないかと考えている。他リートの物件と賃貸床面積当たりの取得価格を比較するなどの分析を行っているが、まだ低い水準にあるので、チャンスは残されていると考えている。また、今後は2004年から2007年のようなスピードでは不動産価格は上昇しないと考えている。

どのような戦略で物件を取得していくかであるが、買うことだけが目的ではないので、足元のキャッシュフロー水準だけでなく、将来の資産価値をも担保できる物件を厳選して投資するという方針に変更はない。加えて、クオリティやロケーションに比べて割安であるという物件があれば取得していきたい。相対取引や限られたメンバーによるクローズドビッドにおいて積極的に入札して行きたいが、あくまでケースバイケースで検討していく。もちろん、スポンサーとのディスカッションも進める。

(質問B-2) 投信法の改正に併せて自己投資口取得を出来るように備えるとのことだが、法的な問題を含めて、実際に体制が整うようになるのはいつ頃なのか。

(回答) 自己投資口取得については、私自身も制度改正を要望するなどして、積極的に取り組んできた。制度的に環境が整うには、投信法改正に加えて税制上の担保が必要ではないかと考える。投信法改正についてはある程度目途がついているが、税務の面はこれからという部分もあると思う。これは、新政権が成長戦略の中で

REIT をどのように位置づけるかにもよるので、大きな枠組みで議論をすべきだろう。投信法の改正後、1年程度はかかるのではないか。

<質問者 C>

(質問 C) 決算説明資料 P.70 の実質内部資金調達を自己投資口取得の原資にすることもあり得るという説明だったが、利益超過分配についてはどう考えているか。

(回答) 利益超過分配については積極的に考えていない。投資口価格がシクリカルに動く中で、いかに内部調達資金を活用していくのかということを考えると、利益超過分配よりも自己投資口取得の方が効果的に働くと考えている。また、レンダーから見れば利益超過分配はポジティブでないと考えている。例えば、クレジット環境が悪くなった時にレンダーからの要望で利益超過分配をやめることになると、キャピタルマーケットから信用不安があると評価されるリスクがあるのではないか。なお、自己投資口取得・消却に当たっては、利廻と NAV 倍率の水準を見極め、効果的なタイミングで行っていきたいと考えている。

<質問者 D>

(質問 D-1) 物件取得については、2012 年度に REIT 全体で 1 兆 4,000 億円程度取得しており、出物がないということはなかったのではないか。その中で、物件取得に対しての本気度はどの程度だったのか。加えて、渋谷エリア、東急沿線での具体的な検討物件はあったのかという点を教えて欲しい。

(回答) 当社は、投資対象地域が狭く投資基準が厳しい。第 19 期は、8 物件について具体的に取得を検討したが、残念ながら取得は出来なかった。第 13 期や第 14 期では 20 件ほど検討していたので過去と比べると少ないが、積極的に検討を進めていた。具体例を上げれば、大和証券オフィス投資法人が取得した新宿四丁目の物件を真剣に検討していた。駅直結で、東急東横線と東京メトロ副都心線の相互直通運転も始まることから良い物件だと思っていたが、取得に至らなかった。

(質問 D-2) 決算説明資料 P.33 の分配金目標水準 13,000 円の前提条件に 5 つの前提が書かれている。これを実行すれば、当然分配金は上がると思うのだが、東急 REIT としてこの 5 項目の中で、何を重点的にやるのかを具体的に説明して欲しい。

(回答) まずは、物件取得による外部成長と、テナントリーシングによる内部成長を進める必要がある。現在の NOI 水準からすると、公募増資をすることで大きく収益水準を上げることも可能だと思うが、まずは足元でやれることをしっかりやっていきたい。

(取締役常務執行役員 IR 部長回答)

決算説明資料 P.33 の前提条件は、13,000 円が実現しなかった時のための言い訳として記載しているのではなく、社内で配分金目標水準 13,000 円という目標を掲げる中で、こういうことを実現しながら、この水準を目指そうということを共有しているものである。

<質問者 E>

(質問 E) 東急 REIT は、BS の右側 (負債・資本) に関する話しは良いが、物件取得や内部成長といった BS の左側 (資産) についてのアピールが弱いと思う。これを踏まえた上で、内部成長について決算説明資料 P.44 に記載があるが、第 19 期はどのような成果だったと認識しているのか。また、当初の目標に対してどうだったのか。加えて、今後半年あるいは一年でどういうところを見て欲しいのか。内部成長に関して、注目点、意気込み、今後のポテンシャルなどについて教えて頂きたい。

(回答) 第 21 期の配分金 11,600 円という業績予想は今回初めて開示したもののだが、もっと上がると期待して頂いていたのではないかと思います。TOKYU REIT 虎ノ門ビルのテナントでフリーレント期間が明けて来るが、TOKYU REIT 表参道スクエアにおける解約によってこの分の収益寄与が、相殺される形になってしまった。この解約がなければ、配分金 12,000 円までは行かなくとも、これに近い値が示せた。本投資法人は、都心型商業施設に対して強気のスタンスだったために、今回の解約は残念である。ただ、既にいくつか新規テナント候補から関心を表明して頂いているので、積極的に交渉していきたい。オフィスについては、都心 5 区は概ね目途がついてきた。18 区に所在する世田谷ビジネススクエアや TOKYU REIT 蒲田ビルが内部成長の軸になってくる。内部成長の成果としては、TOKYU REIT 蒲田ビルや TOKYU REIT 木場ビルにおいて、リーシングに先んじて共用部のリノベーションを行ったことで予想よりも入居が進んだことは評価いただけると思う。既存契約賃料と新規市場賃料との間には依然として賃料ギャップがあるので賃料更改も意識し、空室区画のみならず稼働区画についてもリノベーションの範囲を広げたり設備を更新して行く。例えば、トイレ設備では小物入れを付けるなどの地道なリノベーションもやっているが効果的であると認識している。他には、テナント候補を対象としたダイレクトマーケティングを資産運用会社の負担で行っている。なかなか内部成長という部分についてはすぐに成果が出るわけではないが、このような取組みによって前期や前々期の状況から相当程度解消されていると思う。

(取締役常務執行役員 IR 部長回答)

取得や内部成長についてはアピール不足とのことだったが、決算説明資料 P.45 の

PM 会社ウェブサイト募集面積を集計して新たに開示している。入居が決まった区画をセレクトティブでなく、公に言うべく、今回の取組みを始めたのだが、これは今後内部成長について積極的にアピールして行こうという取組みである。現在、募集している区画は引き合いがないという訳ではなく、今後入居が決まる区画も出てくるかと思う。決まった区画については今後の内部成長として寄与してくる。

<質問者 F>

(質問 F) 東急 REIT の良さは何かと考えると、一貫した運用方針だと思う。サーフプランという戦略の中で貸出態度 DI がプラスに入ってきており、むしろここからは不動産価格が高値に入ってくるタイミングなので、もう物件を買わないと言った方が良いのではないか。

(回答) 何れかのタイミングで物件取得に関して警戒するタイミングが来るかとは思いますが、まだその時期ではないと思っている。貸出態度 DI は中立な所まで来ているが、キャッシュフローは上がってきていない。また、今後不動産価格が一本調子で上がっていくとも思えないことに加えて、少し水準訂正が起きた所で調整局面があるとするれば、その辺りがひとつチャンスとなると考える。将来、サーフプランにおける売却期が来るだろうが、まだそこまでは来てないと思っている。昨年のオフィスの大量供給もあり、オフィスマーケットの回復が遅れているのは否めない。ただ、物件価格は既に底値ではないので、注意深く物件選別する必要がある。キャッシュフローを補い、かつ将来の資産価値も高いと考えられる物件を取得していきたいと考えている。

<質問者 G>

(質問 G-1) 決算説明資料 P.46 のオフィスの賃料ギャップにおいて、CBRE の新規市場賃料は横這いで、既存契約賃料は下落しているが、これを渋谷エリアに限定した場合はどうなるか。

(回答) 第 18 期から新規市場賃料が反転に転じたのが、渋谷エリア所在の 2 物件である。第 19 期は、この 2 物件に TOKYU REIT 虎ノ門ビルが加わり、3 物件の新規市場賃料が上昇した。渋谷エリアのオフィスは堅調で、底入れの傾向は徐々に都心 5 区のオフィスにも広がっていくだろう。18 区のオフィスについては、個別性が高く、駅からの距離や物件のスペックに左右される。例えば、世田谷ビジネススクエアでは、他のエリアのオフィスと競合した結果、駅直結でロケーションが良いことからテナントに選別されたといった事例もある。

(質問 G-2) スポンサーの再開発に関与していきたいという投資法人もいるが、東急 REIT では、スポンサーの再開発に関与していく可能性は現段階であるか。

(回答) 本投資法人では開発リスクは取らない旨を投資方針で公表しており、開発リスク

を伴う形で関与することは考えない。従って、他の物件を取得することで開発するための資金を供給するなど、間接的な形になる。また、新築物件の取得は、賃料に含まれる新築プレミアムがキャップレートに反映されていないことから、必ずしもポジティブではない。ただし、スポンサーとしても開発案件が多くある中で、デットエクイティレシオ（自己資本に対する有利子負債の倍率）を改善したいとのことなので、直接的に開発案件に関与出来なくとも物件を取得することでスポンサーコラボレーションを図って行きたいと考えている。

(質問 G-3) 再開発案件については、スポンサーから具体的に話は来ているのか。あるいは、現時点で検討案件があるのか。

(回答) スポンサーとの具体的な話の有無については、ご勘弁頂きたい。ただし、スポンサーが案件を仕込む際には、通常本投資法人の見方や考え方についてヒアリングがある。

(質問 G-4) 商業施設については賃料が上昇傾向ということだが、渋谷ヒカリエなどの周辺の開発動向は、賃料上昇に影響を与えているのか。

(回答) 渋谷ヒカリエなどの大型の再開発、東急東横線と東京メトロ副都心線の相互直通により、渋谷への注目度が高まった。また、今後も再開発が続いていくので、このエリアが大きく変わっていくことが予想される。これに対する皆様の期待が、実際の商業施設の売上にも繋がって行く。日本の中で銀座にフラッグシップを出すのであれば、渋谷でも出さなければというような状況になりつつあるようだ。渋谷はエリア間競争に勝ち抜いていく街だと思っており、QFRONT（キューフロント）や cocoti（ココチ）の評価向上にも繋がるだろう。

以上