

【質疑応答】

<質問者 A>

（質問 A-1）

スポンサーの東急(株)は社名変更により渋谷の再開発への注力をより明確化したように見えるが、従来と比較して東急 REIT とスポンサーとのコラボレーションがこれによって変わったと理解してよいか。

（回答 A-1）

9月2日にスポンサーは東京急行電鉄株式会社から東急株式会社に社名変更し、10月1日には鉄道事業を分社化して新体制に入る。

鉄道事業の分社化後も東急（株）の連結ベースでの収支構造及び事業構造、スポンサーとしての東急（株）と東急 REIT の関係に変更はない。また、東急（株）は渋谷・東急沿線の拠点の開発について今後 10 年をかけて、相当程度の投資をし、開発に注力をするという方針を述べている。循環再投資モデルを含めた様々なスポンサーコラボレーションモデルの中で、東急 REIT がより多く役割を果たす機会が次の 2021 年度からの中期経営計画に織り込まれるものと期待感を持っている。

東急 REIT として重点投資対象地域である渋谷・東急沿線地域への投資をより集中させる物件入替を進めている中で、さらにスポンサーコラボレーションを進められる準備が着実に進んでいると認識している。

（質問 A-2）

QFRONT の後背地にある西武百貨店が 2020 年以降の立て替えを発表しているが、スポンサーコラボレーションも含め、QFRONT と西武百貨店が共同再開発等を行うことが投資主価値の最大化につながると考えているがいかがか。

（回答 A-2）

まず、QFRONT の大口テナントとの契約更改の交渉に関しては、12 月に賃貸借契約の期間が満了するため、現在協議を進めており、進捗状況としては、8・9 合目まで来ていると考えている。業績予想については数字が確定した段階で織り込み、公表する予定である。

西武百貨店の A・B 館の今後の再開発に関して、情報としては認識しているが、共同再開発やその再開発における東急（株）の関与等については話を受けていないので、現段階で具体的なコメントは出来ない。しかしながら、QFRONT と西武百貨店の渋谷におけるバリューを考えると、全く別個よりは一体で考えた方がよりバリューが高くなると

いう点は理解できるどころであり、今後どのような展開になるかは分からないが、機会を捉え、QFRONT のバリューがより高くなるような行動を常に選択していきたいと考えている。

<質問者 B>

(質問 B-1)

オフィスの賃料上昇に関して、2019年7月期は平均で5.7%増額ということだが、決算説明資料 P16 に記載の 2021年7月期以降に賃料改定を迎えるテナントで、マーケット賃料より低い賃料のテナントの比率が高くなっているが、直近の賃料改定がマーケット賃料以上で契約できているのかも含めて、オフィスの賃料上昇及びリーシングについて教えてほしい。

(回答 B-1)

決算説明資料 P16 に記載の賃料更改期別の賃料ギャップの状況に示している 2020年1月期～2021年7月期以降の各期の賃料ギャップの状況については、直近のマーケットレントに対してのアンダーレントの状況を示している。

2019年7月期末からアンダーレントのテナントの割合が大きくなっている要因は、新規取得物件のアンダーレントテナントが加わっている点と、1年半前までにマーケット賃料まで賃料改定を行ったテナントについても、この1年半の間で更にマーケット賃料が上昇し、再びアンダーレントになって賃料改定余地が生じている点が挙げられる。

(質問 B-2)

今後の物件取得に関して、サーフプランに基づく物件入替を想定しているとのことだが、Aクラスビルの取得意欲やタイミング等、資産規模拡大への考えについて教えてほしい。

(回答 B-2)

現在の東急 REIT のオフィスビルは、Bクラス・A マイナスクラスが大半だが、Aクラスのビルを取得しないという方針ではない。スポンサーである東急(株)が保有する渋谷周辺の再開発新築物件のキャップレートは3%を大きく下回る2%台前半程度と見ており、東急 REIT のポートフォリオ全体の利廻を考えると、サーフプランの売却・入替期での取得は厳しいのが現状である。今後、サーフプランにおける取得期には、積極的に取得を進めていきたいが、現在のマーケットにおいてはAクラスの物件を取得するのは難しい。

この状況でローキャップのAクラス物件を取得するには、スポンサーとの物件交換か、外部とのローキャップ物件同士の物件入替以外に選択肢はない。但し、相手がある話な

ので、常にチャレンジはしていくが、成約に至るのは厳しいのではないかと考えている。

(質問 B-3)

決算説明資料 P6 に記載の TOKYU REIT 赤坂檜町ビル・KN 自由が丘プラザの入替について、東急 REIT 側からの開示では TOKYU REIT 赤坂檜町ビルを鑑定評価額以上で売却し、KN 自由が丘プラザを鑑定評価額以下で取得したという開示になっているが、オリックス側からの開示においては TOKYU REIT 赤坂檜町ビルを鑑定評価額以下で取得し、KN 自由が丘プラザを鑑定評価額以上で売却したという記載になっている。この鑑定評価額の相違について考え方を伺いたい。

(回答 B-3)

KN 自由が丘プラザ・TOKYU REIT 赤坂檜町ビルの物件入替については、相手先がオリックス不動産投資法人で、両投資法人が同じ基準・目線で売値を判断するために独立した第三者機関からの鑑定評価を取得している。

鑑定評価はある程度の幅が生じるものであり、両者の鑑定評価額の違いは、主に中長期賃料の想定の違いと考える。直近の賃料、キャップレートについてはほとんど差がないと考えるが、中長期賃料及び長期の修繕の想定に関する差異が長期収支のシミュレーションにおける差になっていると理解している。

いずれにしてもオリックス REIT も東急 REIT もそこに特段の恣意性はない。特に東急 REIT の場合は KN 自由が丘プラザの所在する東急沿線の自由が丘エリアは重点投資対象地域であり、今後の物件運用の想定についても強気に見ている部分もあると思うが、そこは鑑定評価額とは無関係であり、あくまでも東急 REIT が価格査定をする際の価格感である。

< 質問者 C >

(質問 C-1)

QFRONT の大口テナントとの交渉状況について、賃料ギャップがどれくらいあるのか。また、直近の契約交渉ではどのような点が争点となっているのか、教えてほしい。

(回答 C-1)

QFRONT の大口テナントとの契約は普通借家契約なので、基本的には現テナントの継続入居が前提となる。また、テナントの現在の賃料は足元の新規マーケット賃料と比べ、約 30% のアンダーレントであり、このギャップについてはテナントも認識しているので、12 月の賃貸借契約の終了に伴い、新たな条件で契約更新することについて双方で合意している。

足元では、賃料ギャップをどの程度の期間をかけて解消していくか、ステップレント等を含め、テナントと協議中である。また、更改後の契約期間に加え、契約更改時の QFRONT の内装投資に関しても協議し、ビルオーナー、テナントがそれぞれどのような内装投資を行い、オーナー負担の CAPEX をどのように賃料に反映していくかについても協議を重ねている。

(質問 C-2)

QFRONT の大口テナントとの交渉は 8 合目・9 合目という話があったが、妥結のタイミングはいつになりそうか。

(回答 C-2)

現在の賃貸借契約の期限が 12 月中旬なので、そこまでには当然条件が固まり、契約を更改するが、いつ頃に妥結するかについては、現時点では申し上げられない。

(質問 C-3)

物件取得の利廻の目線に関して、決算説明資料 P5 記載のユニゾ下北沢ビルの償却後 NOI 利廻は 2.2% であり、既存物件に比べても低いと感じる。この償却後 NOI 利廻水準は、東急 REIT として同物件の優位性を高く評価した結果であり、他のケースでもそのような優位性のある物件には、同等の利廻水準までは踏み込んで取得するという目線感の表れなのか。それとも、この物件において、固有のアップサイド等を織込んで判断したのか。

(回答 C-3)

ユニゾ下北沢ビルの NOI 利廻・償却後 NOI 利廻について、決算説明資料 P5 記載の数字は取得日時点の見込み数値として、取得年度の収支から特殊要素を排除した想定数値を記載している。ユニゾ下北沢ビルのテナントは、ほとんどがアンダーレントなので、中長期的な視点で賃料のアップサイドを見込み、今回の取得に至っている。また、初年度収支については修繕費等のメンテナンスコストを積み増しており、今後の内部成長を図っていくつもりである。

< 質問者 D >

(質問 D-1)

決算説明資料 P22 の物件入替実績において、取得物件の合計・譲渡物件の合計ともに、償却後 NOI 利廻が 3.3% となっている。この償却後 NOI 利廻 3.3% は、物件入替を行う際のベンチマークの数値となっているのか。

スポンサーにおいては、ローキャップ物件同士の入替も有り得るとのことだが、その場合は償却後 NOI 利廻 3.3%をさらに下回る可能性があるのか。

(回答 D-1)

償却後 NOI 利廻 3.3%をベンチマークとしている訳ではなく、入替取得物件の数値を加重平均した結果に過ぎない。

個別の物件入替において、取得物件の償却後 NOI 利廻が譲渡物件の償却後 NOI 利廻と同等かそれ以上となることをベンチマークの 1 つとしている。また、償却後 NOI 利廻の水準は同等でも、償却後 NOI の絶対額の総額が物件入替前後で同等かそれ以上となるかという点も考慮している。

スポンサーとの物件交換を含め、ローキャップ物件を交換する際の考え方については、東急 REIT が保有するローキャップ物件のほとんどが多額の含み益を抱えており、鑑定評価額ベースの利廻は低いが、帳簿価額ベースの利廻は高い。よって、物件交換の際は、譲渡物件の含み益が交換の圧縮記帳というプロセスを通じて、引き続き取得物件の含み益として引き継がれることを前提に検討している。3 月のスポンサーとの物件交換と同様に、取得価格ベースの NOI 利廻は低くなっても、帳簿価格ベースでは同等かそれ以上の利廻を目指している。

(質問 D-2)

以前の決算説明会は大手町周辺で開催されていたが、本日は渋谷ストリームで開催した意図は何か。今後、渋谷ストリームのようなスポンサー開発の渋谷の A クラスビルを物件交換で取得していく計画はあるか。

(回答 D-2)

今回の会場選定について特段の意図はないが、これまで東急 REIT のポートフォリオを紹介する中で渋谷駅周辺再開発に触れており、昨年、この渋谷ストリームが開業し、11 月に渋谷スクランブルスクエアが開業するこの時期に、出席者の皆様に今の渋谷を見ていただく機会を設けたいと考えた。

<質問者 E>

(質問 E-1)

今後スポンサーとの関係で、Greater SHIBUYA 内の物件を始め、どのような物件をパイプラインを通じて取得していくかについて教えてほしい。

(回答 E-1)

スポンサーからのパイプラインについて、スポンサーが開発するエリアである東急沿線地域と東急 REIT の重点投資対象地域は重なっており、その中でも特にコアなエリアがここ渋谷である。

よって、このエリアで東急 REIT が掲げる循環再投資モデルの考え方にに基づき、物件売買が行われる可能性は十分あるが、具体的にいつどの物件をどのような形でという詳細については未定である。現在のスポンサーの中期経営計画が 2020 年度までの計画であり、次の中期経営計画において、どのようにコラボレーションが織り込まれていくかは、今後の協議となる。

(質問 E-2)

現在、売却・入替期にあるというサーフプランにおいて、次の局面への転換期をいつ迎えるのか、転換期後にどのような施策をとるのかについて教えてほしい。

(回答 E-2)

現在はサーフプランにおける売却・入替期と考えるが、次の局面への転換期をいつ、どのように迎えるかは判然としない。

しかしながら、大きな外的要因がない限り、2020 年までは売却・入替期が続くとの考えのもと、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」に基づいた物件入替を進めているところである。

今後、不動産価格がピークオフして価格が下がり始めた局面での物件取得は控えるべきと考えるが、価格がある程度下がった時期には積極的に次の取得を進めるべきと考える。この取得期に備え、現時点では、LTV をより低く抑え、機動的な物件取得ができる財務基盤を整えている。

(質問 E-3)

現在の不動産市況はピーク前と捉えているのか、ピーク時期と捉えているのかについて教えてほしい。

(回答 E-3)

既にピークは過ぎつつあると考えているが、過去にあったピークオフとは違う状況になってきている印象を持っている。2020 年も都心部で S クラスの物件の大量供給が予定されており、そこで生じる 1 次空室・2 次空室の影響がどのような形で全体に波及するか、注視していきたい。

以上