

【質疑応答】

<質問者A>

(質問A-1) サーフプランにおいて現在取得期の最終期とのことだが、最終期はどの程度の期間続くと見ているのか、見通しについて教えて頂きたい。

(回答) マーケットの価格動向次第と考えるが、24期(2015年7月期)の半年間が最終ターゲットの期間と考えている。

(質問A-2) 今のマーケットにおいて、ROEの水準を保つ外部成長が、スポンサー外からの物件取得でも可能と見ているか。また、スポンサーからの物件抛出はあるか、その蓋然性についても伺いたい。

(回答) バリュアップに寄与する物件であれば、スポンサー、スポンサー外のいずれであっても検討していきたい。前期には既存物件の隣地取得、区分所有権の追加取得を行ったが、このような物件取得は好況期になってからオーナーが売却に動かれ、取得出来るようになってきた。スポンサーからの物件取得は、鑑定価格が上限という点においてメリットがあることから、安価に取得出来るとの見方もあるかもしれないが、スポンサーがREITに過度に安価に売却することはスポンサー側の株主への説明責任を果たせないだろう。東急REITは引き続き、ターミナルバリューを意識しながら好立地の価値ある物件を幅広く検討していきたい。

(質問A-3) 東急桜丘町ビル、東急南平台町ビルの賃料更改により、具体的にどの程度賃料が上昇したか。

(回答) マーケット賃料と既存賃料の中間で賃料決定をする契約としている。今回の更改では約3%程度賃料が上昇した。

<質問者B>

(質問B-1) サーフプランにおいて、取得最終期とのことだが、今回の取得期において大きな物件取得が無かったと見ている。今回の取得期で外部成長が進まなかった要因について、取得を見送った物件に関する感想も踏まえて教えて欲しい。また、この取得期の経験を踏まえ、次回の来たる取得期に向けた、サーフプランの見直しなどの課題があれば教えて欲しい。

(回答) りそな・マルハビルと菱進原宿ビルの売却という資産の減少要素があったため、

ネットでみると資産規模自体はさほど拡大していないが、マーケットの 1 サイクルで考えると取得金額自体は小さかったとは考えていない。しかしながら、入札などにおいて、二番札で取得出来なかった物件も複数あった。次回の取得期には、よりアグレッシブな取得が必要と考えているが、特に不動産価格の上昇に先行した早いタイミングで取得していくことが重要と考えている。またそれを理解頂けるように十分に説明していくことが必要である。東急虎ノ門ビルの取得の際には、取得価格について、さまざまなご意見をいただいた。それらを経験値として蓄積し、積極的な外部成長を目指していきたい。

(質問 B-2) 今回、100%稼働の前提を置いた場合の EPS を提示した意図を教えてください。
また、実現可能性はどの程度と考えているのか。

(回答) 投資家の皆さまからの意見もあり、EPS が 2,600 円を達成するまでの道筋を明確に、かつ分かりやすく説明するために提示した。空室率の上限については、ポートフォリオの質によって異なり、例えば地方物件であれば稼働率 100%という想定は現実的なものとはいえない。しかし、東急 REIT では 99.9%の稼働実績があることから、このシミュレーションは非現実的なものとは考えていない。高稼働、ダウンタイムの減少を通じた、キャッシュフローの拡大を進めていく「決意」としても、今回お示ししたものである。

<質問者 C>

(質問 C-1) 冒頭に、ターミナルバリューについて説明があったが、東急 REIT がターミナルバリューを意識する理由について改めて教えてください。また、資料の表紙に「100 年 REIT」という言葉があるが、この言葉に込めた思いについても教えてください。

(回答) 東急 REIT は、立ち上げ時の商品設計の段階から、中長期的な運用を志向しており、ターミナルバリューに対する意識もその一環である。中長期的な運用を通じてトータルリターンでマーケットをアウトパフォームしていきたい。昨今のマーケットは、極端に直利志向になってきており、DCF 法による価値算出上の約 6 割の価値を占めるターミナルバリューについての議論がなされていないように感じている。これは、投資家の投資期間の短期化傾向とも関連していると思うが、直利を重視しすぎた物件取得はリスクが高いと考える。決してレンダーに寄った発言をするわけではないが、エクイティ投資家と比較して、レンダーがターミナルバリューを重視するのは、融資という形で長期間貸し手として関わるからであり、その上で究極のターミナルバリューたる土地の潜在価値を見極める必要があるからである。「100 年 REIT」には受託者として長期の信頼ある運用を全うしていきたいという思いを込めている。その点においても、ターミナルバリューは重要で

ある。引き続き、ターミナルバリューも意識した運用を行っていく方針だ。

(質問 C-2) 量的緩和 (QE) 終了後の環境について、東急 REIT の考えを教えてください。
また、それらを見越してどのようなことを行っているのか。

(回答) 具体的にどのような変化が起こるか予測は難しいが、量的緩和の終了により、借入金利が正常に戻った (上昇した) 環境を意識して運用戦略、財務戦略を実行していきたい。例えば、最近では低金利メリットを享受しながら、金利の固定期間を賃料更改期間より長くなるようバランスを取っている。これは、将来の調達金利の上昇が見込まれる局面において、金利負担が増えるよりも早く賃料更改が出来ることからポジティブに作用すると考える。また、金利以外の視点で考えると、投資エリアの人口動態の変化も見ていく必要がある。人口が減少する地域の賃料収入の伸びは考えにくい。23 期に売却したビーコンヒルプラザについては、所在地域の人口動態の変化を踏まえた上で売却を決定した。

< 質問者 D >

(質問 D-1) 商業物件の賃料について、銀座エリアなどはかなり上昇しているが、決算説明資料の 38 ページを見ると、渋谷エリアの上昇幅はそこまで大きくないように見えるが、実際はどうか。今後の見通しを含めて教えてください。

(回答) 商業物件の中でも、賃料の上昇が目立っているのは路面店であり、路面店と上層階では賃料上昇幅には開きがある。資料で示す東急 REIT の商業物件の賃料ギャップについては、路面店、上層階などが全て含まれているため、路面店のみで集計した場合には、上昇幅がもっと大きくなると見ている。今後の見通しについてであるが、以前よりも商業テナントも立地をシビアに見るようになってきており、物件間での差が今まで以上に出てくると考える。マネジメント運営力を高め、そうした環境でも勝ち抜けるよう努めていきたい。また、商業はエリア間の競争でもある。渋谷エリアが魅力的な商業エリアとして選ばれるためにも、エリア単位での差別化を図っていくことも重要と考えている。

(質問 D-2) 保有物件の築年数が上昇してきているが、長期的な視点として今後の物件について考えを教えてください。

(回答) 物件のスペックについて、東急 REIT は好立地であることが競争力の源泉であると考えている。立地の良い物件であれば、築年数が経過しても修繕等を断続的に行うことで、価値を維持していけると考える。具体的には、駅徒歩 10 分の S クラスビルと駅徒歩 1 分の B+ クラスビルを比較した場合、東急 REIT は駅徒歩 1 分の B

+クラスビルを取得したい。例えば、徒歩10分圏に所在する物件で考えると、徒歩10分圏の面積はその半径の二乗に比例して増えるため、徒歩3分圏と比較して競合する物件も増えることになる。また、立地が優れていれば、将来的な建替、再開発の需要などにも対応出来る。地方のロードサイド物件などではそのようなことは難しい。隣地を取得し一体で再開発することでバリューアップを見込める場合において、当該隣地が東急 REIT の投資方針上取得出来ないケースもあると思うが、そのような際にはスポンサーが取得し、共同で再開発を行うといったことも考えられる。保有中もキャッシュフローが期待でき、出口においても、売却、再開発などさまざまな展開が出来るような物件への投資を行うために、立地を重視してきたし、その方針は変わらない。

(質問に対する回答は一部を除き、資産運用会社社長の堀江にて回答)

【柏崎副社長就任挨拶】

3月9日付で副社長に就任し、4月の投資主総会において新執行役員候補として付議されることとなりました。東急 REIT が上場した 2003 年当時は、スポンサー会社である東京急行電鉄で IR を担当しておりました。当時、東急リアル・エステート・インベストメント・マネジメント（資産運用会社）及び東京急行電鉄の関係者それぞれがビークルの構築を進める中で、利益相反対策や成長戦略を確立し、前向きに取り組んでいこうとする姿を、深く記憶しています。また、最初のスポンサーからの物件抛出についても、スポンサー IR の立場として、さまざまなサポートをして参りました。今、改めて東急 REIT に関わることに「縁」を感じると共に、当時感じた思いを今一度新たに感じているところであります。今後、これまでの東急 REIT の投資方針を堅持しつつ、またこれまでの歴史を振り返りながら、投資方針を更に深め充実させることで東急 REIT のさらなる成長を目指して参りたいと考えています。特に、スポンサーコラボレーションについては、「東急」の名を冠した REIT として、スポンサーとの関係には留意しつつも、東急電鉄をはじめとする東急グループと同じ方向性で成長を果たせていけるような REIT として育てていけるよう、努力していく所存であります。

以上