

【質疑応答】

<質問者 A>

(質問 A-1)

鑑定評価について、キャップレートの低下余地はまだあるのか？また、鑑定評価の査定賃料は上がる余地はあるのか？

(回答 A-1)

継続鑑定における期末算定価額では、キャップレートがそろそろ下げ止まると言われ続けているが、今期も半数強の物件で約10bps低下した。これは、昨今の取引事例を反映しているものと考えられる。よって、多くの物件ではキャップレートは下げ止まったと考えるが、一部の物件ではまだ下がる可能性を残している。

また、鑑定評価の前提となる賃料水準だが、鑑定評価書では直近の賃料の実績を前提に、先々のキャッシュフローを出しているため、各物件における今後の賃料改定については加味されていない。決算説明資料 p.13・14 の賃料ギャップで示した通り、まだポジティブギャップのテナントは残る。また、ネガティブギャップのテナントでも増額改定に至るケースはあるので、今後の賃料改定時に、緩やかに上昇する余地はある。

(質問 A-2)

QFRONT については2019年に契約が終了し、賃料上昇余地が大きく残ると考えるが、現在の交渉状況及び今後の方針について教えてほしい。

(回答 A-2)

QFRONT については、2019年12月に現在の賃貸借契約が満了となる。契約形態は普通借家契約であり、期間満了によるテナント入替や賃料改定等の施策は交渉に依るところとなる。テナント各社との2019年12月以降の交渉については始まったばかりであり、近隣のマーケット環境をご理解いただきながら、交渉を進める。

(質問 A-3)

2018年1月期(第29期)に物件を取得しているが、投資口価格はNAVに比べて低く、自己投資口取得という選択肢もあったと思う。手元資金が豊富でなかったことも起因していると考えますが、自己投資口取得に対する考え方を教えてほしい。

(回答 A-3)

自己投資口取得については、投資主価値の向上に資する施策として検討すべきオプションだと認識している。しかし、現段階では有利子負債の返済やメゾンピオニー都立大学の取得に手元資金を充当したため、自己投資口取得に向ける原資の確保が困難である。

また、自己投資口取得の際には、インサイダーフリーの状況の確保が必要となる。現在、スポンサーの東急電鉄の次期中期経営計画を踏まえた今後のパイプラインサポートのあり方に関して、東急電鉄と非公式の協議をしており、インサイダーフリーを作りにくい状況にあるため、自己投資口取得に踏み切るのは難しい局面と認識している。

<質問者 B>

(質問 B-1)

決算説明資料 p.15 にて、ホテルについての記載があるが、ホテル単体での取得やホテルの入った複合施設の取得に関する考え方を聞かせてほしい。

(回答 B-1)

決算説明資料 p.15 にて示す複合施設 A のイメージでは、可能性として考えられる用途を記載しており、具体的にはスポンサーの東急電鉄が開発する物件等が想定され、これらの物件にはホテルや住宅を含む複合施設も含まれる。(ホテル単体での取得はできない。)

よって、今後、これらの用途の物件を取得する可能性があるという判断の下、昨年 4 月の投資主総会にて投資対象用途を変更するとともに運用ガイドラインを変更した。

(質問 B-2)

決算説明資料 p.10 では入退去の面積が記載されているが、2018 年 1 月期(第 29 期)まで入居・退去ともに増加基調である。実際に入退去をしているのは、どのようなテナントなのか？

(回答 B-2)

決算概況でもお示したが、入居と退去が増加基調である理由は大口テナントの退去が続いたことである。2016 年 5 月には世田谷ビジネススクエアにて、足元の 2018 年 1 月期(第 29 期)には東急虎ノ門ビルにて大口テナントの退去が生じたが、全て埋め戻したため、入居面積も増加している。

世田谷ビジネススクエアでは、入居していた外国法人の国内子法人が他の国内子法人との集約移転ため、一昨年 5 月に退去となり、稼働率も 80%まで落ち込んだ。その後、概ね 2 期かけて埋め戻しを実現し、今回は大口テナントではなく、小口に分散して入居が進んだ。

東急虎ノ門ビルでは、9 フロアの内、4 フロアを賃貸していたテナントが新築ビルへの増床のため、移転した。この 4 フロアについてはダウンタイム無しで入居に至ったものの、入退去面積にはともに加算されている。

(質問 B-3)

決算説明資料 p.10 にある今後 2 期の予想の入退去面積は実績に比べると多くないが、ここ数期の大きな入退去は一過性のものであり、今後は落ち着くと考えてよいか？

(回答 B-3)

すでに解約予告を受領しているテナントに加え、解約リスクが高いと思われていたテナントからも解約予告が出てきたため、予想を出した 2019 年 1 月期(第 31 期)までに、現在織り込んでいない大きなテナントの退去の可能性は低いと考える。

<質問者 C>

(質問 C-1)

DPU の水準について、圧縮積立金の取崩しなしで 2,650 円を達成したが、次の目標水準はあるのか？

(回答 C-1)

DPU の水準について、決算説明資料 p.6 の「1 口当たり分配金の変動要因」に記載した 2019 年 1 月期(第 31 期)におけるマイナスの特殊要因が無くなった場合を想定してご説明する。

2019 年 1 月期(第 31 期)の特殊要因の 1 点目は、TOKYU REIT 木場ビルでの 2 フロア退去であり、業績予想上は通期の空室前提のため、その後の入居により 36 円のマイナスは翌期には同額のプラス要因となるだろう。

また、2 点目の世田谷ビジネススクエアの減収は、フリーレントの影響に依るものであり、翌期のフリーレント期間終了により、収益貢献するだろう。世田谷ビジネススクエアの場合はフリーレント期間が 5 ヶ月ないしは 6 ヶ月が直近の相場である。

加えて、決算説明資料 p.12 に記載したが、3 点目として 2019 年 1 月期(第 31 期)に東急番町ビルにて 20 百万円、東急銀座二丁目ビルにて 16 百万円のレントホリデーによる減収があり、その部分が翌期になると解消される。上記の 3 つの要因が翌期以降に戻る前提で考えると、DPU2,800 円が次の目標水準となる。

(質問 C-2)

投資方針の変更について、小規模物件は買い手候補となる競合が増えるので、有利な条件での取得は難しいと考えるが、このタイミングで小規模物件を取得するのが得策なのか、実際に投資していかがだったか？

(回答 C-2)

今回取得したメゾンピオニー都立大学も 12 億円であり、東急沿線の駅近接に所在する物件で以前の最低投資額である 40 億円を超えるものはほとんどない。さらに、東急沿

線に多い用途である駅近隣の商業施設や店舗と住宅の複合施設を想定すると、10～20億円が現実的であるため、昨年4月に投資基準を引き下げた経緯がある。

また、東急沿線では、東急グループ独自の情報網を活かし、他のデベロッパーとは異なるルートの物件情報が入ってくる。今回の物件も、東急リバブルから情報を入手した。買い手候補は潜在的に多いが、より早いタイミングで相対で売主と価格交渉ができる点は、東急沿線でのグループの優位性と考えている。

(質問 C-3)

世田谷ビジネススクエア、TOKYU REIT 新宿ビル、カレイド渋谷宮益坂、東急虎ノ門ビルにおいて、テナント入退去の前後で賃料はどの位上昇したのか？

(回答 C-3)

世田谷ビジネススクエアでは、マーケット賃料と同水準の月坪2万円に若干届かない程度で入居に至った。退去した大口テナントがオーバーレントだったのに対し、後継テナントはマーケット賃料での入居であったため、月坪で1千円程下がっている。世田谷ビジネススクエアでのテナント入居が実際の賃貸事例としてマーケット賃料に加味されるため、エリアのマーケット賃料が上昇基調となっている。

TOKYU REIT 新宿ビルは、マーケット賃料が月坪2万4～5千円程であり、空室率の低い新宿エリアの状況を反映し、マーケット賃料よりも高い水準で成約できた。以前のテナントから20%以上の増額であり、マーケット賃料よりも10%程高い。マーケット賃料自体がもう少し伸びるエリアであると感じる。

カレイド渋谷宮益坂は飲食店が中心のビルであり、明治通りから1本入った立地のため、通りの前面と比べると賃料水準は若干落ちる。今般入居したテナントはVR(バーチャルリアリティ)を体験しながらくつろげるカフェであり、今までにない業種となった。飲食店が負担する賃料相場とは異なる賃料水準の見立てを持つテナントが入り、加えて飲食店の集中も緩和され、ビルの活性化に繋がった。これまでカレイドの賃料水準は渋谷エリアの他の物件と比べて抑えられていたが、今回は賃料水準がやや上向きリーシングができた。以前のテナントから20%以上の増額であり、マーケット賃料よりも10～20%程高く入居していただいた。

東急虎ノ門ビルについては、前回入居していたテナントよりもわずかに高い賃料での入居となり、マーケット賃料とほぼ同等での入居であった。ただし、テナントとの契約形態を普通借家契約から定期借家契約に条件を変更した点は異なる。

<質問者 D>

(質問 D-1)

決算説明資料 p.11 の賃料改定動向について、前期は増額改定できた割合が56%であるのに対し、2018年1月期(第29期)は37%に減少しているが、今後、この割合はどのよ

うに推移すると考えるか？

(回答 D-1)

このページでは賃料改定が到来したテナントのうち、増額改定に至った割合を示している。今後の増額改定については、賃料改定が到来するテナントの割合とレントギャップの状況によって変わってくる。

決算説明資料 p.14 に示す通り、オフィスでは 2018 年 7 月期(第 30 期)に賃料更改を迎えるテナントの 36.1%、2019 年 1 月期(第 31 期)に賃料更改を迎えるテナントの 69.8% がポジティブギャップのため、マーケット賃料まで増額改定できる余地があると考えているが、個々のテナントとの交渉次第である。

(質問 D-2)

現行賃料とマーケット賃料のギャップをどのように埋めていくのか？商業施設の平均賃料更改期間 5.59 年の短縮や定期借家契約への変更で、投資口価格の評価が高まると思うが、どのようにお考えか？

(回答 D-2)

できることであれば、定期借家契約で、より短期の契約に切り替えたいが、特に商業施設ではテナントが内装資産の投資を負担するするケースが多いため、投資回収の点から短期の契約はまとまりづらい。

また、商業施設のポジティブギャップが続く理由は、賃料の更改期間の長いテナントがマーケット賃料が上昇したエリアに集中しているためであり、商業施設のポジティブギャップにおいて、最も大きい要素は QFRONT である。QFRONT 以外の商業施設については、マーケット賃料以上の賃料に改定できている。QFRONT については 2019 年 12 月に賃貸借契約の更改の時期が来るので、マーケット賃料に近づけられるよう交渉を進める。

以上