

【質疑応答】

<質問者 A>

（質問 A-1）

今後の物件入替の考え方について、2019年1月期（第31期）に実施した物件入替のよ
うに、東急沿線・渋谷圏以外の物件を売却し、重点エリアに集中させる方針と考えてよ
いか？

（回答 A-1）

2019年1月期（第31期）に実施した TOKYU REIT 木場ビルとルーシッドスクエア恵
比寿の物件入替の考え方と今後の考え方は基本的に同様である。物件入替の対象とする
べき物件は、3つの大きなポイントがあり、1点目は立地である。投資対象エリアの中
でもコアなエリアから離れた物件をより近い物件に入れ替える。2点目は物件の築年数、
3点目は今後のバリュウの見通しである。築年数が経過すると、大規模なものを含めて
設備更新やバリュウアップ施策等が必要になるが、それらの投資に対してどれだけバリュ
ウを維持・向上できるかを築年数と合わせて考えていかなければならない。

これらの3点から優先順位を決めて、現在のバリュウよりも次に到来する売却期のバリュ
ウが大きく下回ることが想定される物件については優先的に売却をし、同等以上の物
件に入れ替える。足元では、物件を売却する代わりに、重点エリアの物件を取得できる
相手を探し始めたところである。今回の考え方の整理は、物件入替で得られた資金とキ
ャピタル・ゲインの一部を投資主に還元するための道筋をつけるというものである。

（質問 A-2）

QFRONT 等でのキャップレートの低下が要因となり、都心の商業施設を中心に含み益
が増加しているが、一方で評価額に見合う賃料が実現できていないという見方もできる。
商業施設において、賃料ギャップが7.3%ある中で、現在の鑑定評価額に見合う賃料増額
は実現可能なのか？

（回答 A-2）

含み益の絶対額が最も大きいのが QFRONT である。QFRONT については、2019年12
月の契約更改に向けて、単純に賃料をどのように改定するかのみではなく、テナントの
TSUTAYA や当物件の PM であり、渋谷駅周辺再開発の主体でもある東急電鉄を含め、
中長期的な視点で今後の QFRONT のあり方について、賃料水準を含めた契約内容・条
件等の議論を始めたところである。

単純に現在の賃料ギャップだけでなく、先を見据えた形で渋谷のシンボルと言われる
QFRONT のあり方を議論し、次の賃貸借契約の内容について、合意形成を図っていき
たい。

(質問 A-3)

自己投資口取得の考え方では、現在のポートフォリオの実力からすると投資口価格が割安であるという経営からのメッセージとして、マーケットにアピールする材料と捉えてよいか？

(回答 A-3)

自己投資口取得については、以前より投資家から高い関心があった。東急 REIT の投資口価格が割安かどうかということに対してのメッセージというより、本来あるべき投資主への還元策についてのオプションの一つとして、自己投資口取得を捉え直したものである。現在のポートフォリオのクオリティを今後どのように維持・向上させていくかというプロセスの中で、キャピタル・ゲインの分配と自己投資口取得という投資主還元の 2 つの施策を一連の運用戦略の中に組み込んで整理した。現在の不動産価格の高騰が続き、思うように物件が取得できない期間に優先して取り組むべき事項として整理したものである。

<質問者 B>

(質問 B-1)

決算説明資料 p.15 の商業施設(都心)の現状賃料と新規マーケット賃料の差である賃料ギャップ 7.3%のうち、QFRONT の割合はどれくらいか？

(回答 B-1)

契約の内容にも関わる部分であり詳細は差し控えるが、商業施設の賃料ギャップの大部分が QFRONT と TOKYU REIT 渋谷宇田川町スクエアであり、QFRONT の割合の方が大きい。

<質問者 C>

(質問 C-1)

決算説明資料 p.21 の自己投資口取得について、前回の 2018 年 1 月期(第 29 期)のアナリスト説明会では、インサイダーフリーを作りにくい状況にあると言っていたが、前回から何か状況の変化はあったのか？

(回答 C-1)

自己投資口取得を実施するに当たり、インサイダーフリーという点から、自己投資口取得に入った後に当該発表以前から認識していた未公表の重要事実が開示されることはあってはならないと考える。

2018 年 1 月期(第 29 期)の決算発表時点では、TOKYU REIT 木場ビルとルーシッドス

クエア恵比寿の入替案件が動き出しており、当該入替により一定の不動産等売却益が生じ、業績の上方修正が生じる可能性があることを既に認識していた。今後も物件入替によりキャピタル・ゲインが生じて、業績修正が想定される場合、当該期の当期純利益に与える影響を考慮しなければならない。今般の物件入替方針では、物件入替による取引を先に実施し、その後自己投資口取得実施の判断を行うという方針にしているため、半年前に生じたインサイダーフリーの問題については整理できたと考えている。

(質問 C-2)

決算説明資料 p.6 において、TOKYU REIT 木場ビルとルーシッドスクエア恵比寿の物件入替では NOI 利回りが下がっているが、今後も同様の入替を実施した場合、立地は改善する一方で、利回りの観点では配当にネガティブに影響する。今後も同様に、NOI 利回りが下がるような物件入替を実施するのか？

(回答 C-2)

TOKYU REIT 木場ビルとルーシッドスクエア恵比寿の利回りの差に関して、償却後 NOI 利回りでは同水準になるという理由から入替を実施した。TOKYU REIT 木場ビルは NOI 利回りで比較した場合、ルーシッドスクエア恵比寿より高いが、減価償却費の負担が大きいため、償却後 NOI 利回りで比較すると同程度である。今後の物件入替においては、築年数や立地の優位性ととも、償却後 NOI 利回りの目線も踏まえ、質の高い物件への厳選投資を行う。

<質問者 D>

(質問 D-1)

渋谷圏や東急沿線では、不動産価格のピークアウト局面が他のエリアと比べて後になるという考えから、他のエリアの物件を売却し、渋谷圏や東急沿線の物件を取得するという説明であったが、渋谷圏や東急沿線もいずれは不動産価格が下落するタイミングが来ると考える。よって、足元で取得する物件のキャップレート水準も重要になると思うが、取得物件のキャップレート水準に対する下限の目線はあるのか。

(回答 D-1)

渋谷圏や東急沿線の先行きを考えると、不動産価格の下落が他のエリアよりも後になるとはいえ、いずれは下落するというのは指摘の通りである。東急沿線では、今後の人口動態や高齢化も含めた人口集中等を考慮すると、商業施設や複合施設等、それぞれのエリア・街に合った賑わいのある物件を取得するべきだと考える。また、東急沿線に大型物件は少ないため、仮に取得物件のキャップレートが上昇し、鑑定評価額が下がったとしても、ポートフォリオ全体に大きなインパクトは与えない。よって、今後、物件価格の高止まりが続く間、東急沿線では 10 億～20 億程の物件を中心に取得していく。それ

以上の規模の物件となると、スポンサーとの物件入替が想定される。
キャップレートの下限については、償却後 NOI 利回りに置き換えると 3.5%が目線となるが、現実的にはこの水準の物件は出回っておらず、目線をやや下回っても、ポートフォリオ全体の償却後利回りが大きく下落しない範囲内であれば取得を検討する。

(質問 D-2)

自己投資口取得方針について、東急 REIT が他の REIT と異なるのは物件売却ありきという点だが、仮に物件入替により売却代金が手元に残らなければ、投資口価格が 1 口当たり NAV に対してどれだけディスカウントになっても、検討しないということか？
自己投資口取得と物件売却との関係について、教えてほしい。

(回答 D-2)

自己投資口取得の資金について、物件入替の中での売却代金を充当する考え方を示したが、全てが物件の売却代金のみということではなく、毎期の減価償却費と資本的支出の差額である手元資金で、ある程度捻出も可能である。ただし、現在の手元資金のみでは自己投資口に充てる資金が不足しているため、物件入替のタイミングに合わせ、検討することとしている。

(質問 D-3)

圧縮積立金の取り崩し方法について、2019 年 7 月期(第 32 期)は TOKYU REIT 新宿ビルの外壁改修工事費用 52 百万円に合わせて取り崩すということだが、既存物件の改修費用がいくら以上になれば、今回のように圧縮積立金を取り崩すのか？

(回答 D-3)

圧縮積立金の今後の用途について、2019 年 7 月期(第 32 期)に予定する TOKYU REIT 新宿ビルの外壁改修工事への充当が、今のところ唯一の想定である。各物件の外壁改修工事は約 15 年のサイクルで訪れるが、物件のクオリティが向上する工事ではないので、工事費用は全て修繕費で計上される前提である。今後は修繕費に計上される工事金額が 50 百万円を超える場合、一旦圧縮積立金を充当し、当該期の分配金にネガティブな影響を与えないように配慮するつもりだ。

以上