

アクティビア・プロパティーズ投資法人  
2024年11月期（第26期）決算Q&Aセッション質疑応答要旨  
開催日：2025年1月20日（月）（電話カンファレンス）

Q1： 巡航 EPU がしっかり伸びている姿がまだ見えていないことが投資口価格低迷の背景だと思っている。1年前倒しで EPU8,700 円に到達するというご説明だったが、2025 年 11 月期については一時収入の 269 円を差し引くと変化しておらず、巡航 EPU 目標の達成は本当に前倒しされているのか。

2026 年 5 月期以降、一時収入を除いたベースでしっかり成長できる手応えがあるのかについて、オフィスの状況を含めお聞きしたい。

A1： 2026 年 5 月期以降も EPU8,700 円以上を継続し、成長できる見込みである。

一時収入の違約金については発生する背景がこれまでと変わってきている。従来と異なり、賃料が低下する環境での退去に伴う一時的な収入ということではなく、退去後新規入居するテナントが非常に力強い賃料を出せるようになったことで継続的に収入を上昇させられる環境になっている。

商業については路面戦略という形でご説明したが、希少性の高い立地における力強いテナントの出店意欲が確認されており、icot なかもずや A-PLACE 心齋橋で賃料増額が実現できている。これらの物件は物件単体での賃料増額によって EPU を 1%程度、あるいはそれ以上成長させることができ、商業施設にはそのような物件があるため、内部成長は非常に力強い。同様の動きを今後複数の物件で続けられるという手ごたえがあり、そして、これを将来の複数の期にまたがった形で実現できると考えている。例えば、A-PLACE 心齋橋では段階賃料という API にとってまだ一般的とまではいえないがインフレに打ち勝つ賃料体系を導入しており、最終的に現行賃料から 80%増まで 3 段階に渡って賃料を上げていく。今後もこのような事例が出てくる可能性はあるのではないかと考えており、商業の力強い成長を牽引すると考えている。

一方オフィスについては、足元で良いのは広域渋谷圏の物件である。賃料ギャップは前期比でプラスであり、賃料増額が実現できたうえでの賃料ギャップ上昇となっている。特に渋谷と恵比寿はエリアの空室率が非常にタイトでテナントからも賃料増額にご理解をいただける状況になってきているため、広域渋谷圏を中心に増額は継続的に実施できると考えている。東京のその他のエリアについても全体として改善傾向であり、一時期あった港区の空室もかなり収まり、増額も期待できる局面になってきている。また、関西エリアについても継続的に賃料ギャップがあり、それを着実に解消することで増額ができていく。商業に比べるとインパクトは小さくなるかもしれないが、着実に上がっていくという観点ではオフィスも非常に期待できる。また、広域渋谷圏の物件ではスポンサーも積極的に賃料増額に取り組んでおり、お互いにシナジーを発揮しながら着実に成長ができる手ごたえを感じている。

Q2 : 東急プラザ表参道「オモカド」とデックス東京ビーチについて、実績として賃料がしっかり上昇していることは確認できている一方、個別収支を拝見すると NOI が下がっているため、収入の増加以上に費用が増加している。そのため、EPU の上昇につながらないのではないかと。次期以降、賃料増額の効果が顕在化し NOI が上がるという見通しはあるのか。

A2 : 東急プラザ表参道「オモカド」はテナントの入れ替えが進み、収入は着実に増加している。一方、費用は使うタイミングをコントロールしており、EPU を右肩上がりにしていく中で、収入が上がった部分で費用を使うという動きを行っている。

今後は収入の増加により、2026 年 11 月期頃からプラスに反映されていく。デックス東京ビーチもリーシングが完了し、これまで少し抑えていた費用を使っていくというコントロールをしており、右肩上がりを意識した費用コントロールが原因であることをご理解いただきたい。

Q3 : 内部成長について、表参道の路面店等の力強い賃料上昇や、入替による賃料増額事例があるということだが、足元の傾向として、どのようなタイプのテナントに賃料負担力があり、出店事例が増えてきているというような入替事例など、最近の特徴があればお聞きしたい。

ご説明の中ではハラカドの路面にはラグジュアリーテナントが入っているとのことだが、例えば東急プラザ表参道「オモカド」と東急プラザ原宿「ハラカド」だと、ハラカドは物販より飲食やコト消費のようなテナントが入っており、オモカドは物販が多いと思っている。

A3 : エリアの特徴として、神宮前エリアでは、路面店はアパレルが中心となっていたが、東急プラザ原宿「ハラカド」でラグジュアリー系テナントを誘致したことで、周辺の物件でもグローバル企業がアパレルに代わって出店する事例が出てきており、賃料水準も変わってきている認識。元々、表参道駅からの表参道沿いにラグジュアリー系の出店が多かったのが、そのエリアの供給が限定的なことから、ハラカドができることによって神宮前までそういった企業の出店が広がってきており、インバウンドなど高額消費が可能な方が増えていることが背景だと考えている。

加えて、中層階においても、例えば人気のキャラクターを活用したテナントの出店によって人を非常に多く呼べるようになってきているという変化も出てきており、新しいタイプのテナントが増えてきているというのが最近の特徴。スポンサーは今後ともエリアの価値向上に取り組むため、我々も協働できればと考えている。

Q4 : エクイティ出資によるパイプライン確保について、出資配当利回りが 5.0%となっ

ているが、今後はこういった方向に進む可能性があるのか。現物を買うとやはり利回りは下がる可能性があるのかなど、方向性として考えているものがあればお伺いしたい。

A4 : あくまでマイナー出資であり、目的は将来のパイプライン確保である。現在のポートフォリオには築年数経過の影響が出てきている物件も少なくなく、CAPEX が負担になるものが出てくる可能性がある。そのような中で、取得対象となる物件は築年数が新しいものが多く、周辺で物件の供給が限定的な立地で、かつ、需要が非常に強く伸びしろがあると考えているため、入替での取得も選択肢となる。取得のタイミングでは、EPU をどのように上げられるかという視点から取得方法を検討する。

Q5 : エクイティ出資によって確保した物件を取得すると 5.0%より利回りは下がるが、物件の伸びしろがあるため、オフセットするとそこまで高い買い物にはならないと考えればよいか。

A5 : 出資額が大きくはないため、今の出資配当利回りというよりも取得時にどのような形で取得するかが影響すると考えている。

Q6 : 巡航 EPU について、2025 年 11 月期の目標達成は一時的な収入によるものに見えるのだが、2026 年 5 月期以降も継続的に 8,700 円を超えてくると理解してよいのか。また、前回のご説明だと目標の 8,700 円に到達したら新たな方針を出すとのことだったが今回特に明示されていないので、この点に関してもご説明いただきたい。

A6 : 基本的には、2026 年 5 月以降も 8,700 円を超えていくというのが今の見通しである。そのため、今後もこの 8,700 円を EPU ベースで達成し DPU を出せる状況になってきているとご理解いただきたい。

今後の方針については、インフレに勝つ EPU 成長であり、数値としては、一般的に言われるインフレ率である年 2%-3%のイメージを持っている。ただ、インフレ率も上下する可能性があるため、中長期的なインフレ率の変化に合わせて、EPU の成長目標を考えていきたい。ただ、オフィス、商業では契約期間が長いものが多く、必ずしも段階的に増えていくわけではないので、足元で進んでいる成長が着実に実現するかという観点で、数年間にわたってトータルで成長率を考えていくことになる。それについては、より具体的な増額の実績をお示ししながら水準について改めてお示ししたい。

Q7 : ポートフォリオ戦略について、売却物件は内部成長余地が低い物件とのことだが、

オフィスと商業ではどちらに多いか。

また、入替及び、売却資金による自己投資口取得の優先度が高いとのことだが、物件売却による資金の使途が、物件取得になるか自己投資口取得になるかは何を基に判断されるのか。その中で資本コストはどのように考慮されるのか。

A7 : 売却物件選定については、物件ごとに特徴があるのでどちらとも言い難いが、オフィス・商業ともに複数の物件がある。

自己投資口取得と物件取得の考え方の前提としては、まず売却する物件が決まる段階で物件の入替を検討し、候補物件が出てくる。その時の投資口価格の水準によって、どちらがEPU向上に資するのかという観点で判断する。

資本コストについては数値そのものというより、どう資本コストを下げているのか、つまり投資口価格をどう上げるかであると認識している。これらはEPUを着実に成長させられるのかという観点だと思うので、それを基準に判断していく。

Q8 : インフレに勝つEPU成長について、NOIやNCFの成長とイコールでは無く、インフレに勝つには一定程度長い期間が必要という印象を受けたのだが、その理解でよいか。インフレに勝つという定義をもう少し具体的にお聞きしたい。

A8 : 数値面で何%といったものではなく、物価上昇率に対してEPU及びDPUがきちんと上回る形を目指していきたいという趣旨のため、今回は数値はあえて明言しなかった。ただ、インフレはどの局面で切るかで数字も変わると思うので、最終的には中長期的な成長余力を数年に渡ってならしながら、全体としてどのようなペースで上がっていくかという形での成長を目指している。したがって、現時点ではインフレが何%という定義ではなく、物価上昇に負けない水準感を目安とすると表現した。

以上

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の商品についての投資の募集、勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。投資を行う際は、投資家ご自身の判断と責任で投資なさるようお願いいたします。

本資料は、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律又は東京証券取引所上場規則に基づく開示書類や運用報告書ではありません。

本資料には、アクティビア・プロパティーズ投資法人(以下「本投資法人」といいます)に関する記載の他、第三者が公表するデータ・指標等をもとに東急不動産リート・マネジメント株式会社(以下「本資産運用会社」といいます)が作成した図表・データ等が含まれています。また、これらに対する本資産運用会社の現時点での分析・判断・その他の見解に関する記載が含まれています。

本資料の内容に関しては未監査であり、その内容の正確性及び確実性を保証するものではありません。また、本資産運用会社の分析・判断その他の事実でない見解については、本資産運用会社の時点の見解を示したものにすぎず、異なった見解が存在し、または本資産運用会社が将来その見解を変更する可能性があります。

端数処理等の違いにより、同一の項目の数値が他の開示情報と一致しない場合があります。

本資料への掲載に当たっては注意を払っていますが、誤謬等を含む可能性があり、また、予告なく訂正または修正する可能性があります。

第三者が公表するデータ・指標等の正確性について、本投資法人及び本資産運用会社は一切の責任を負いかねます。

本資料には、本投資法人の将来の方針等に関する記述が含まれていますが、これらの記述は将来の方針等を保証するものではありません。