

2022年11月24日開催 合併質疑応答会要約

質問 1

今回の合併を決定した背景を詳細に聞かせて下さい。

回答 1

森トラスト総合リート投資法人(MTR)は、オフィス市況・物件取得環境などの要因から、今後の成長面に課題がありました。また、森トラストホテル・リート投資法人(MTH)は、コロナ禍の中で今までにないようなホテル業績の落ち込みを経験し、安定性の確保が課題として挙がりました。これらを踏まえ、MTRについては東京汐留ビルディングの埋め戻しの目途が立ったこと、MTHではホテルアセットの回復の道筋が見えてきたことから、更なる成長を見据えて、合併の判断に至りました。

質問 2

東京汐留ビルディングの稼働が回復した背景について、東京のオフィスマーケット全体の回復によるところが大きいのか、または東京汐留ビルディング固有の話で、埋め戻しに尽力した成果が出たということなのか、教えてください。

回答 2

両方の要因があると感じています。東京のオフィスマーケットは前期から回復しつつありましたが、今期もその傾向が続き、新築・築浅、好立地のハイクオリティ物件の需要が回復し始めている印象があります。また、森トラスト及び共有者である住友不動産様とで共同でリーシングを進めてきましたが、大手企業が一緒にリーシングを進めていたという個別的な要因も、埋め戻しが進んだ大きな要因の一つであると考えています。

質問 3

合併後の外部成長について教えてください。スポンサーのサポートも必要となってくると思いますが、これまでの方針から変化があれば教えてください。

回答 3

MTR・MTH 共に規模を拡大する外部成長の機会が少なかったとの認識でありますが、本合併により、新 REIT の安定性と成長性を評価いただくことで、将来的に公募増資を絡めた外部成長も可能になると考えています。その第一弾として、今回の合併による LTV 低下を活用し、神谷町トラストタワーの取得も実現しました。今後は物件次第ではあるものの、公募増資を伴う外部成長についても前向きに考えていきたいと考えています。

質問 4

キャッシュフロー・ベースでのリスク・リターンの観点から、例えば、オフィスのマスターリース契約の固定賃料比率を上げて、キャッシュフローのボラティリティを抑えるといったことは検討していますか。

回答 4

東京汐留ビルディングのマスターリース契約が固定型から変動型に変わり、回復に時間を要したことは事実ですが、埋め戻しを行う中で一定のテナント分散が図られ、キャッシュフロー・ベースのボラティリティは従前と比べて低減されている面もあると考えます。今回の合併を契機に、オフィスのマスターリース契約を固定型に切り替え、ボラティリティを抑えに行くという考えはありません。

質問 5

分割考慮前の合併比率 1:0.92 について、MTH のホテル収益の回復をどの程度織り込んでいますか。今までの MTH のバリュエーションを踏まえて教えてください。

回答 5

ホテル市況については 2022 年 3 月のまん延防止等重点措置の解除、同年 10 月の全国旅行支援の開始と水際対策の緩和により、概ね回復傾向が続いています。そのような状況の中、ホテル市況が 2024 年度中に 2019 年のコロナ禍前の水準まで緩やかに回復していくという見込みで事業計画を立てた上で、フィナンシャル・アドバイザーの皆様に財務分析を依頼し、投資口価格だけでなく DDM 法等による分析も踏まえ、今回の合併比率を検討・決定しており、緩やかなホテルの回復基調についても、検討材料のうちの一つとして反映されています。

質問 6

今後の外部成長のペースについて教えてください。イメージがない場合には、どのタイミングで明示されるのか教えてください。

回答 6

今回の神谷町トラストタワーの追加取得は、スポンサーから新 MTR に対する強いコミットメントの証左と考えていますが、今後の取得物件の種類、時期等についてはいろいろな要素で変わりうるものであり、明確な時間軸を示すことは難しいと考えます。一方で、今回の合併により、スポンサーのポートフォリオとの相似形での成長が可能になるものと考えており、新 MTR とスポンサーとの方向性は一致しているものと考えています。

質問 7

今後の利益水準について、東京汐留ビルディングの回復の目途も立ち、収益は安定するのでしょうか。また、安定化した後の EPU はどのような水準と試算していますか。

回答 7

東京汐留ビルディングの埋戻しがほとんど完了し、テナントの分散化も図られたことを踏まえると、収益のボラティリティは抑えられたと思います。また追加取得した神谷町トラストタワーは、6 階から 30 階までが共同運用区画となっています。保有しているフロアだけではなく、区画全体の収益と連動するマスターリース契約となっているため、ボラティリティを低減できていると考えます。EPU については、向上を目指して運用していきますが、目標達成のために無理な運営を行うことは本末転倒であると考えますので、具体的な目標の数値等への言及は控えさせていただきます。

質問 8

神谷町トラストタワーの資産価値を今後どのように上げていく計画でしょうか。

回答 8

現時点において既に非常に高い資産価値を持った物件であると認識しています。竣工後コロナ禍前にテナントを埋められたということもありますが、残った箇所のテナントも含め、現状の環境下でも賃料は高い水準で決められています。従ってここから賃料を上げていくというよりは、このまま安定的に運営していくというイメージです。

質問 9

ホテル市況が 2024 年度中にはコロナ禍前の水準まで回復する想定で、MTH のホテル業績の回復を見込んでいるとのことですが、合併比率を決める際の DDM 法による計算にもこの回復の想定を織り込んでいるのでしょうか。

回答 9

ホテル市況の回復を受け、MTH のホテル収益は緩やかに改善すると考えています。コロナ禍前に考えられていたように、2019 年の水準を超えて成長することも考えられますが、まずはホテル市況がコロナ禍前の水準に達する時期として、2024 年度中の回復を見込んで MTH の事業計画を立てており、その計画が合併比率の検討においても織り込まれています。またホテルは物件ごとに顧客層が異なりますので、個別物件ごとに分けて収益の回復を見込んでいます。

質問 10

MTH において、ホテル収益の回復が見えてきている状況で、なぜこのタイミングで合併を判断したのですか。

回答 10

2022 年 10 月の全国旅行支援の開始と入国制限の緩和以降、大きく状況が変化していますが、ホテル業績は未だ回復の途上にあり、今後緩やかに回復していくと考えています。MTH 単体で分配金が上昇していくには時間を要すると考えられ、このタイミングで MTR の安定性を取り入れることにより、MTH の成長性がより有効に作用すると考えたものです。

質問 11

今後の物件取得について、合併後はホテルを中心にコンスタントに外部成長していくのでしょうか。もしくは旧 MTR と同様、各物件に対して個々に判断して外部成長していく方針でしょうか。また今後公募増資を見据えた際の、分配金水準の発射台について教えて下さい。

回答 11

目標値を掲げて無理に成長することが本当に投資主価値の向上につながるのか、ということについては疑問に思っています。資産規模の拡大を指向していきますが、現状において、タイミングや規模を明確にお伝えすることは難しいことをご理解いただければと思います。また業績の発射台についても、公募増資の時点における分配金水準が一つの目安になると思いますので、現時点で言及することは難しいと考えています。ただ目安としましては、合併 1 期目の一時的な要因を除く分配金水準(投資口分割考慮前)を 2,620 円と開示していますが、当該期において東京汐留ビルディングはフル稼働となっておらず、またホテルの稼働も今後上がってくることを考えれば、分配金水準はここから徐々に積み上がっていくようなイメージを持っています。

質問 12

今回の合併では存続法人が MTR で消滅側が MTH となっていますが、存続側が MTR となった背景を教えてください。11 月 24 日時点の投資口価格を踏まえると、負ののれん獲得の観点で MTH を存続側にする考えはなかったのでしょうか。

回答 12

資産規模の面で MTR の方が 3 倍程度であること、また総合型である MTR の規約や規程といったプラットフォームを生かす観点から、MTR を存続法人としました。のれんは効力発生直前で決まるものであり、現時点でのれんの発生を意識した上で、存続側と消滅側を決めるということはしていません。

質問 13

合併の協議について、いつ頃から話にあがってきたのですか。

回答 13

2022年8月頃から検討を始めました。

質問 14

合併後の新 MTR の信用力について、レンダーから見た新 MTR の信用力向上により、金利削減効果はあるのでしょうか、また格付機関との協議の感触はいかがでしょうか。

回答 14

MTR と MTH の規模やアセットの構成の違い等から、MTR の方がデットコストは若干安いと思います。また格付も MTR のみ取得しています。借入れに関してはこれから各レンダー様と交渉する状況ですが、規模の拡大により安定性・成長性が増すことを評価いただき、少しでもデットコストの低下に繋がることを期待しています。また、現時点において格付機関からのレポートも出ていますが、今後の見通しについてネガティブな評価にはなっていないとの理解です。

以上