

2024 年度第 2 四半期決算説明会 主な質問と回答

2024.11.11

東急株式会社

※ 本内容は質疑応答のすべてを書き起こしたのではなく、当社が簡潔にまとめたものであることをあらかじめご了承ください。

Q1. 今回の中期経営計画数値のアップデートでは、従来公表の計画数値と比べて不動産賃貸業とホテル事業の利益の増加が見込まれているが、根拠について前提を含めて教えてほしい。

A1. 通期業績のアップデートについては、足元の業績を踏まえて見直しを行っている。不動産賃貸業は、コロナ禍以前の 2018 年度と比較しても営業収益が 400 億円増加している。この内訳の多くは、渋谷スクランブルスクエアや南町田グランベリーパーク等の新規物件の開業効果だが、渋谷マークシティや渋谷ヒカリエ、武蔵小杉東急スクエア、たまプラーザテラス等といった既存の各施設の歩合賃料上昇も貢献している。加えて、オフィス賃料については過去 5 年間で約 17%増加している。当社は、他の不動産デベロッパーと比べると商業テナント賃貸の占める割合が大きく、コロナ禍では商業施設の落ち込みが痛手となったが、需要回復と共に増収に大きく寄与している。ホテル事業は、連結内で内部賃貸をしているが、歩合賃料を取り入れているため、各事業のパフォーマンス向上がホテル事業に加え、不動産賃貸業でもプラスに働く構造となっている。なお、ホテルは引き続き構造改革の途上にあり、グレードを上げ、高価格帯のものを増やしている。例えば、新宿や京都などで、高い ADR が確保できるような高グレードのホテルを開業するなどしている。ホテル事業は新規参入が多く、競争が激しくなることが想定されるが、新たに開業するホテルの多くが参入障壁の低い宿泊特化型ホテルである。当社はこの方向とは反対に、ADR を高めるために料飲施設も充実させたフルサービスのホテルを増やしていく。料飲人材も育てながら、ADR を高める施策を取っていきたい。

Q2. キャッシュ・フローのアロケーションに関して、今回発表した中計のアップデートや、自己株式の取得等を踏まえて、考え方にアップデートがあれば教えてほしい。また、建設コストが上昇し、他デベロッパーでは開発プロジェクトに遅延が生じているという話もあるが、当社における状況について教えてほしい。仮に工事が遅れる場合、今中計期間内にキャッシュを想定より使わないことになるが、その場合のキャッシュの用途はどのように考えているのか。

A2. 再開発等、新規物件への投資については建築コストの上昇や人材不足等により、スケジュールは変更になる可能性がある。一方で、現中期経営計画では内部成長を重点施策に掲げており、既存物件のリファーマービッシュに注力することで、更なる業績の上振れ余地があると感じている。このように、設備投資に対しては外部成長（物件取得・

再開発)と内部成長(資産ポートフォリオに対する投資)の両軸で対応したい。
なお、今回の自己株式取得の決定は、建築費高騰による投資計画の変更とは関連がない。2000年代以降、かつて上場していたグループ会社の再編を進め、一部の会社は当社の完全子会社とし当社の事業ポートフォリオに取り込むことで、事業間の様々な連携が可能となった。一方、株式交換という手段を取ってきたので、発行済株式が増え、1株当たりの株式価値については課題認識を持っていた。こういった考え方により、自己株式の取得を実施している。今後も機動的かつ積極的な自己株式の取得に引き続き取り組み、EPSの水準を上げていくという考えを持っている。
なお、キャッシュ・フローのアロケーションについては常にバランスを見て検討しているが、自己株式の取得や、業績の上振れによる営業キャッシュ・フローの増加を見込むものの、投資や物件売却等については当初計画から変更していない。

- Q3. ROEについて、今回の中期経営計画の数値計画のアップデートにより2026年度の予想を8.7%としているが、利益の上方修正と自己株式の取得等を反映させた数値だと認識している。もともと3月中計発表時点では8%の目標としていたが、目線感として中長期で8%以上というのは念頭に置いているのか。ROEの考え方を確認したい。**
- A3.** ROE 8%は引き続き目標としていきたい。2026年度までは再開発による投資が先行する一方で、新規物件竣工によるリターンの増加が見込まれないタイミングとなっており、ROEの上昇は簡単でないと考えている。また、2027年以降は新規物件が収益に貢献してくるが、不動産のキャップレートが下がっているため、個別のプロジェクトでROEを上げるのは難しい環境である。このような状況を加味しても、既存のポートフォリオのアップサイドを引き出すとともに、当社の様々な事業のリターンも組み合わせ、継続的に8%以上を維持していきたいと考えている。
- Q4. 東急建設との関係に関して教えてほしい。建設コストが上がっている中、持分法適用関連会社として、グループ内に東急建設があることがどういった役割を果たしているのか。今後の関係性について、出資比率も含めて関係を強化した方が良いと考えているのか、それともグループ外と競わせた方がいいのか、現状・今後をどのように見ているか教えてほしい。**
- A4.** 東急建設は非常に大事なパートナーであり、建築コストが上昇している中で、同社との関係は非常に重要と考えている。東急建設は独立した上場会社であるため、当然、当社に優位な条件ということではなく、あくまで競争原理の中でのということになるが、スーパーゼネコン以外で超高層の建築ができる数少ないゼネコンであり、渋谷等、大型のプロジェクトが控える中で、適切な建築コストの水準を把握する意味でも、同社の存在は非常に大きい。なお、出資比率については、現在の水準が心地良いと考えている。

Q5. 不動産事業について、不動産賃貸業だけでなく、不動産販売業も今年度は利益増加に貢献している。一方で、中計数値のアップデートにおける 2026 年度の不動産販売業の利益は据え置きとなっているが、不動産販売業資産売却の状況について教えてほしい。東急リアルエステート投資法人の株価が引き続き低いため、増資をして積極的に物件購入を推進するのは難しいかと思うが、収益不動産の外部への売却可能性が高まっているか、あまり樂觀できないのかについて教えてほしい。

A5. 不動産の販売益に関しては、マンションを中心とする分譲住宅の販売と収益不動産の売却の 2 パターンある。分譲事業について、住宅マーケット自体は好調に推移しているが、販売価格は都内でかなり高い水準まで到達しており、さらなる利益の積み上げは難しい。一方で、分譲事業では利益を追求するのみならず、居住人口の誘致という効果があり、このような効果は他のデベロッパーでは考慮していない当社ならではの材料である。居住人口の誘致に関しては、分譲事業において様々な価格帯を提供し、居住人口の誘致に役立てたいと考えている。

収益不動産のオフィスや商業施設の分譲に関しては大きな環境変化は見られず、金利上昇によるキャップレートの上昇も顕在化していない。今後、収益不動産のマーケット評価は立地によって二極化すると考えており、好立地の物件に投資し、再開発あるいはリノベーション等を推進する予定。

なお、不動産の売却益に大きく依存した経営は望ましくないと考えている。不動産会社のバリエーションの観点でも、回転型と比べて賃貸型の不動産会社の PER が一般的に高いとされており、あまり販売に依存しすぎるのもバリュエーションの観点から好ましくないと考える。東急リアルエステート投資法人については、先日公表した通り当社にて株の買い付けをしている。配当水準も魅力的であり、同社の成長に資する道筋を立てていきたい。

Q6. 不動産売却益に大きく依存しないという回答があったが、一定程度の不動産売却を行わないと、PER は高くなるが一方で、相対的に利回りの低い不動産賃貸の比率が上がり、ROE が低くなるのではないかと考えている。固定資産の売却を含めて、不動産売却による、含み益の一部顕在化について、どのように考えているのか。

A6. 物件売却や資産の入れ替えは、固定資産の売却による特別利益を含め一定の実現を考えており、中期経営計画策定時点から変更はない。景気悪化時に逆張り投資を行いたいと考えており、一定の不動産の含み益は必要であると感じている。不動産マーケット悪化時に、相応の含み益がある方が、資金調達等の面で優位になる。また、大型の再開発案件を進めるためには含み益がバッファとなる。再開発案件は長期化するため、マーケットが悪化する局面においては含み益がないと開発を推進出来ない。なお、ROE は物件の一部売却を含めたトータルリターンで考えていきたい。

Q7. 2024年8月・9月のオフィス空室率の上昇について要因を教えてください。

A7. オフィス空室率について、特に8月より渋谷地区の空室率が上昇しているが、これは2年ほど前に取得した物件でテナントの退去があったことによるもの。退去自体は取得時点より織り込んでいたものであり、既に後継のテナントも決まっている。したがって、一時的に空室率が上昇しているが、賃貸物件のリーシング状況に大きな変化はないと認識している。

以 上