

# CFO スモールミーティング 主な質問と回答

2024.12.05

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。

## 実施概要

日時 2024年12月5日

## スピーカー

取締役専務執行役員 藤原 裕久

執行役員財務戦略室長 戸田 匡介

財務戦略室 主計グループ 統括部長 西村 浩彰

## 主な質疑と回答

- Q1. 現中期3か年経営計画では、再開発PJへの投資が重くなるためROEが上げづらいこともあり8%を目標としているが、その先の2030年に向けて、ROEを現状目標の8%からもう一段階上げることが想定しているか。また、2019年度に公表された長期経営構想のアップデートはあるのか。
- A1. 開発中においては投資が先行するが、物件開業後は不動産事業だけでなく様々な事業の利益貢献もあり、ROE向上が目指せると考えている。また、ROE8%の目標はあくまで最低目標であり、それ以上の結果を各事業において利益を積み上げることで目指したい。長期経営構想に関しては、社内ではコロナ禍の際のダメージが大きかったこともあり、まだ強気の見通しを持ち切れていないが、私自身は足元の急回復に加え、更なる事業環境の好転を取り込むことで、長期経営構想における目標指標の到達は可能であり、数値目標を修正する必要はないと考えている。
- Q2. 現中期3か年計画で示されたキャッシュ・フローのアップデートはあるのか。
- A2. 収益の伸びは順調ではあるが、コストや工事費等の増加も認識の通り生じている。人件費の上昇や、既存物件のリファービッシュ投資など、前倒しで様々な支出が出ているが、賃料やADR等へ、順調に価格転嫁できている。結果、フリーキャッシュ・フローは全体感としては大きく変わらず、有利子負債も当初計画からは大きく変更はない。

(事務局より)

今回は中期経営計画のうち数値目標のみアップデートしており、計画の内容等に変更があったわけではない。また、数値についても、2026年度末の有利子負債水準が110億円ほど増額しているが、利益面の見直しにより営業キャッシュ・フローの増額があった一方、400億円の自己株式取得や、東急REITの投資口の取得等、部分的な見直しのみを反映している。言い換えると、投資キャッシュ・フローや資産売却の規模は従前の計画から変更していない。来年5月には改めて2025年度の業績予想を示すので、この際にブラッシュアップできるだろう。

- Q3. 中長期的に配当性向30%を掲げているにもかかわらず、今回第2四半期決算公表時の増配1円は過度に慎重だと感じる。配当についての考え方について教えてほしい。
- A3. 2019年度に公表の長期経営構想にて掲げた、2030年までに配当性向30%を目指す考えは変わらないが、どのようなイールドであげるかは議論がある。現状、業績は好調だが、人手不足をはじめ外部環境の変化等、不確定要素も多い中で、慎重に判断する必要がある。特に、今後の投資計画や成長戦略を考慮しながら、配当の水準を決定することが重要だ。配当同様、人件費を含めたキャピタルアロケーションを適切に実行していきたい。コミットメントではなく個人的な見解だが、次期中期経営計画期間には配当性向30%を実現したいと考えており、今後配当水準は着実に上げていく考えを持っている。
- Q4. 自己株式の取得に関しては、グループ再編の過程で増えた株式数を減らすことが一つの目的であったと考える。以前の話だと、残り3,000万株を目安にしており、今回2,400万株実施した。残り600万株を取得すれば、株数の目安をクリアするが、その後の目的や意義を聞きたい。
- A4. 自己株式の取得については、認識の通り過去のグループ再編によってオーバーシュートした発行株式数をまずは買い戻したいというベンチマークを置いて、昨年度から大規模に実施している。これは、グループ再編前からの従来の株主の方に対して、希薄化した影響を解消しようという意図で実施している。これを早期に達成することで、今後ROEやEPS向上を意図した、より戦略的な自己株取得を展開できる局面に入ると考えている。なお、今回、ToSTNet-3以外に市場買い付けも実施しているが、このような意図をもって市場買い付けも行っている。将来のボリューム感は、株価の動向などによるため明確に定めていないが、個人的には重要な経営指標に位置付けているEPSについて、足元で130円程度の水準を今後150円、180円と伸ばし、株式時価総額も2兆円程度を目指したいと考えており、チャンスがあれば機動的に実施していきたい。

- Q5. 自己株式取得を行う過程で金庫株が膨らんでいるが、今度消却などを行う考えはあるか。
- A5. 現在の自己株式の取得を終えると、金庫株が5%を超える水準となり、社内でも今後の方針を議論している。今年度中に議論を含め、自己株式取得の終了とともに消却をする考えだが、どの程度の規模消却するかに関しては未定だ。
- Q6. 有利子負債の調達に関して、こういった手法が現在の環境下で適切と考えているのか。例えば、同業他社ではCBで調達しているような例も出ているが、コスト面などを含め、考え方を教えてほしい。
- A6. 調達方針についてはマーケットのコンディションによるが、直接金融と間接金融の組み合わせが重要と考えている。現在の社債残高は、調達余力の限界に近いと個人的に考えており、発行余力がない状態にすることはリスクだと感じている。コマーシャルペーパーなどのような手段の枠も確保しているが、慎重に対応することも必要だと考えている。また、間接金融からの調達に関しては、過去30年で銀行の再編が進んだことを鑑みると、バランスの良い調達を行うことが望ましい。昨年度発行したCBでは、実質ゼロクーポンで資金調達できたが、今後も様々な手段を研究し、状況に応じて適切に対応していく考えだ。
- Q7. 適切なアセットのボリュームはどのように考えるか。5年後、10年後など将来に向けたイメージがあれば教えてほしい。
- A7. 当社のバランスシートは、賃貸不動産を中心とする巨大な固定資産を、多くの有利子負債で支える形になっている。今後の投資チャンスが来た際に適切に投資ができるようなバランスシートの健全性を担保するために、不動産を巨大な負債で支える状況は避けたい。今後、総資産は3兆円規模になり得るが、有利子負債は1兆円程度が好ましく、D/Eレシオは1倍程度が理想と考えている。また、財務健全性指標のベンチマークとしている有利子負債/EBITDA倍率については5倍程度にしたい。景況感が良好な際には問題はないが、急激に悪化するなど非常事態の際に対応に苦慮するような水準まで、有利子負債は増やしすぎないことを意識する。ただし、これは2030年など少し先を見通して語っている。コロナ禍の3年間で営業キャッシュ・フローが棄損したことに加え、当面は渋谷の再開発など大きな投資案件もあり、着実に推進することを重視している。この間は、有利子負債の増加もやむを得ないと考えているため、一定期間は現在の水準が継続していくだろう。

Q8. 今後、人的投資をどの程度増加させるつもりか。

A8. ビジネスの広がりが多く一律で申し上げづらいが、今後も全体的に伸ばしていくことを考えている。例えば、公共交通事業の従事者は今春で7~8%の賃上げを実施したが、労働集約的な産業でもあり、あと2回程度は今春と同等程度の賃上げをしていくことが必要だろう。一方、これと合わせて収益を成長させることが重要であり、単純計算だが、賃金上昇に応じて、15%程度伸ばしていくことも必要になるだろう。

Q9. 建設費が高騰しているなかで、再開発プロジェクトのリターンの向上と、工期の遅れなどのリスク低減について、具体的にはどのような取り組みを行っているのか。

A9. 建設リスクの観点では、ゼネコンの確保だけにとどまらず、その先のサブコンを確保すること重要である。当社は、不動産事業だけでなく、鉄道事業もあつて、空調、電気、衛生といった領域の会社と関係性を有しており、分離発注のような形を使って工事を進められる。つまり、本来であればゼネコンが持っているCM機能を、自社に内包していくことでリスクの低減を図っている。一方、工事費の高騰による利回りの低下は否定できない。商業やオフィスは一度賃貸契約を締結すると、その後当面は契約改定ができないので、どのようにマネジメントするかが重要だ。ただし、足元では事業環境の好転もあり、既存物件を含めて賃料の増額改定等に対して、社内の機運も高まっている。

Q10. 今後の再開発プロジェクトについて、見直しの可能性はあるか。特に、SHIBUYA UPPER WEST PROJECTの用途・スケジュール変更等の予定はあるか。

A10. SHIBUYA UPPER WEST PROJECTについて、大きな変更はない。LVMHグループとも共同で進めており、例えば彼らが持っているハイブランドは非常にポテンシャルが高く、当社とも良いコミュニケーションが取れている。また、ホテルもすでにオペレーターは決めており、この方向性で進めていく。スケジュールについては半年から一年程度遅れる可能性もあると感じているが、計画自体は変更せずに進んでいる。周辺にお住まいの方も多くいらっしゃるため、確実に推進していきたい。

Q11. 不動産の含み益の活用方針について教えてほしい。

A11. 当社の場合、現在保有している含み益が多い物件は複合用途の物件が多いため、流動性に欠け、売りづらい。中期経営計画で資産売却を700億円と組み込んでいるが、好ましい売却方を考える必要がある。また物件売却は、含み益の実現が目的ではなく、バランスシートや有利子負債のコントロールが目的だ。東急REITの活用も視野に入れながら、資産売却と有利子負債のコントロールの両軸で対応を検討していきたい。

Q12. 運営受託コンセッションについて、当社の不動産管理のノウハウを生かせると考え  
が、事業収益拡大に向けてどのようなことをしていくのか。

A12. 空港の運営において、様々な企業と共同で行っている。地域的あるいは規模、リスクマ  
ネジメントの観点で選別しながら実施している。また、グループ会社それぞれにおける  
シナジーも重要視している。等々カパークにおいてもグループ会社にビジネスチャンス  
を提供できるということが一つの目的となった。等々力は沿線でもあるので当社のリソ  
ースを大いに使用でき、シナジーを生むことができると期待している。

Q13. 東京地下鉄(株)が上場したが、同社は不動産事業の成長を掲げており、駅近の不動産を主  
体的に開発していくことを検討している。当社は鉄道の相互直通など、既に同社との関  
係が深いと認識しているが、今後不動産事業において何かしら関与を考えているか。

A13. 東京地下鉄(株)は、以前より相互直通等を行う当社にとってかけがえのないパートナーの  
1つである。不動産についても、渋谷周辺を含めて優良物件を有しており、これまでも  
渋谷マークシティや渋谷スクランブルスクエア等を共同事業として行ってきており、同  
社が上場したからといって、連携の仕方などが大きく変わるわけではない。

Q14. 第2四半期決算の説明会で、不動産の空室率が上がった理由を、一部渋谷の物件におけ  
るテナントの入れ替えと説明があったが、次のテナントは決まっているのか。また、賃  
貸条件面は従前よりも良い条件になっていると考えてよいのか。

A14. 渋谷のオフィス賃料については、元々IT企業が多くキャッシュリッチな為、長期間の契  
約を希望している。これはインフレや金利の上昇がある中で、機会損失となり得る。こ  
れまで、オフィスビルで大型ITテナントが抜けて新しい会社が入った事例がある。入  
れ替えには半年かかるが、2018年当時の賃料に比べて、入れ替わったテナントの賃料  
は約5年間で15%アップしている。つまり、3%の毎年のエスカレーションがかかって  
おり、新しい渋谷の賃料とほぼイコールになった。インフレの進行速度より賃料アッ  
プが取れた。不動産のリーシングもこれまで以上に強気の交渉、契約期間の短縮化に取  
り組んでいる。なお、空室率上昇の要因となった物件についてはすでに後継のテナント  
の見通しが立っており、個別の契約条件については差し控えるが、全体としては今後も  
賃料の伸びが期待できるだろう。

Q15. 第2四半期決算の資料において、渋谷エリアのインバウンド売り上げが、直近の8月、9月と落ち込んでいたが、これは為替の円高等の一時的な影響なのか。足元の状況等を教えてほしい。

A15. 夏場は一時的に円高になる等、為替の影響があったことに加えて、猛暑等天候要因も考えられる。リテール事業について、足元の正確な数値を把握していないが、10月はホテル事業については非常に良好で、インバウンドが牽引している。リテール事業においても高い水準が期待できるのではないかと。

Q16. 鉄道事業者については、コロナ禍を経て鉄道事業の成長が難しく、不動産事業の拡大を目指す会社も多い。当社の場合、不動産専門デベロッパーと比較して、鉄道事業も営む中で何が強みになるかを教えてほしい。

A16. 当社の強みは、不動産の開発・運営にとどまらず、その不動産の中で、百貨店やスーパーマーケット、ホテルといった事業の運営を自社で行うことができることだ。不動産専門デベロッパーでは、投資回収は賃料がメインとなり、オペレーターが好調でも歩合賃料の増額にとどまる。当社の場合、自社で一定の事業の運営を担っており、各社が適切な利益を確保しつつ、不動産事業にも歩合賃料という形で貢献できる。現在のように、インバウンド等でお客が増える環境下では、各事業の収益性の上昇に加え、固定賃料プラス変動賃料の部分が不動産賃貸ビジネスにも寄与する良い循環を生み出している。また、鉄道事業は延伸など大きなイベントは期待しづらいが、当社の沿線開発の取り組みはもちろん、当社以外の第三者が沿線において開発を進めることも、人口や利用者の増加という形で交通事業に寄与する。このようなビジネスモデルが、足元の上方修正の大きなドライバーとなっており、引き続き総合的な価値向上を目指す。

Q17. 東急電鉄における輪軸問題が与える影響について教えてほしい。

A17. 本件は、輪軸組み立て作業を外部へ委託していたものの、当社側のチェックが行き届いていなかったことが原因。委託先に任せきりにならないように業務を改めるとともに、これに即して契約書の修正を行うなど、多面的な対応を実施している。また、一部データの改ざんなどもあった為、システムの改修を進め、改ざん自体ができない体制とするなど、再発防止を徹底している。外部委託の事例は、鉄道以外の事業においても存在する為、適切なリソースを割いて対応する。

Q18. 鉄道の分社化から約5年経ったが、現時点で分社の効果について、定性面、定量面それぞれで評価があるか。

A18. 最大のメリットはコロナ禍を受けて早期に運賃改定認可の確保をしたことだ。パンデミックにより輸送人員が2/3まで減少した際に、固定費が大きいというビジネスの特色がクローズアップされ、この危機感が業界に先んじて運賃改定に取り組む原動力となった。従前の不動産業等、複数の事業を営んでいた東京急行電鉄のままでは、このようなスピード感を持った動きは難しく、鉄道業を単独で営む東急電鉄となったことで、事業のスピード感が上がったと感じる。一方、連結視点では、連結内の様々な事業と共同していることに変わりはない。むしろ、東急株式会社は引き続き様々な事業を営んでおり、東急電鉄と比較するとスピード感では課題があると考えている。

Q19. 目指すビジネスモデルに関して、需要領域拡大、新規領域開拓ということを中期経営計画において記載していたが期待している事業はあるか。

A19. 日本において需要の急激な増加が見込みづらいという前提において、海外ビジネスに期待している。当社が沿線エリアで営んでいるようなビジネスを、海外で展開することにチャンスがあると考え。加えて、人流に依存しないビジネスの領域を広げたい。ここ最近進めている再生エネルギーのビジネスやコンセッションはその一例だ。海外のビジネスに関しては、保有資産の価値が取得した時よりも含み益を有している。海外ビジネスとしてのリスクもあるが、十分なポテンシャルが期待できると考えている。

Q20. 海外事業について、為替リスクやカントリーリスクなど、様々なリスクがあるなかで、資産や利益はどの程度が適正だと考えているか。

A20. 現在、海外事業で保有している資産は1,000億程度であり、総資産に対して占める割合は5%程度である。為替のリスクや、海外でのビジネスが海外で再投資に回ると考えると、上限的には総資産に対して10%程度のトータルアセットを保有することが好ましいと個人的に考えている。

Q21. 長期的に見て国内の人口減少が進む中で、私鉄の会社数は多く、関東の鉄道会社で業界再編が起こりうると考えている。再編の可能性についてどのように考えているのか、また、東急が積極的に仕掛ける余地があるのかについて、見解を教えてください。

A21. 個人的な見解になるが、私鉄と一口に言っても様々な事業を営んでおり、エリアごとに地域の特色や優位性も異なる。統合による規模拡大がメリットとなる事業・分野と、必ずしもそれが当てはまらない分野があると考え。統合が起こると資本市場からの注目度は上がる一方、各エリア・地域の特性も異なり容易ではないと考える。一方で、統合によりメリットがある事業では、アライアンスを組むというアプローチはあり得る。例えば鉄道事業の車両の保守等はメリットがあるのではないかと。

Q22. 経営層の中で、外に出てくる方針は当然一致していると思うが、社内における議論の中で優先順位の違い等があれば教えてください。

A22. CFOとして私の使命は、適切なBSのコントロールだと考えており、PLについては各事業の頑張りが結果につながると考えている。当社は幅広い領域のビジネスを営んでおり、バックボーンの違いから経営陣の中で、個々に哲学の違いは当然あるものの、そういったことを踏まえて適切に議論をしており、アウトプットの際には、方向性は一致している。例えば、先ほども質問にあったが、経営陣の中で、配当など資本市場への対応方や、従業員への還元等についても常に議論されている。

Q23. 中期経営計画で事業ポートフォリオマネジメントを進めていくという記載があったが、現時点の進捗状況や、マトリクス表のどこにどの事業が当てはまるかなど具体的なイメージについて教えてください。

A23. マトリクス表は、当社の考え方を整理するために作成している。ただし当社のビジネスモデルを考えた際に、低採算だから必ずしも撤退とは考えていない。例えば、文化村やシアターオーブのような劇場は、単独で収益を大幅に増加させることは難しいが、周辺のビジネスに与える好影響、シナジー効果をどう評価するかが私たちの課題でもある。中期経営計画において、これまでより踏み込んで事業ポートフォリオマネジメントを進めることを宣言した上で、ビジネス単独で評価するのではなく、顧客が周辺ビジネスをどのように使用しているかを含め評価を進めているところである。また、当社の事業ポートフォリオを検証する上では、事業軸だけでなく地域軸で考える必要もあると感じており、重点地域・重点事業・優先順位等の検討を深めてうえで、今後ディスクロージャーに反映していきたい。

以 上