

決算説明会（2018年3月期本決算）での主な質疑

<全般>

（株価水準）

- Q. 事業環境が良好な中で株価パフォーマンスが冴えない。同業他社との比較でも相対的に軟調な状況だが、株価に対する見解は？
- A. 株価については常に注視しており、現在の株価水準には満足していない。持続的・安定的な利益成長を示すことで、株式市場からの評価を高められるような流れを作りたいと考えている。厳選した成長投資により ROA、ROE、EPS を高める努力をしていきたい。

（株主還元）

- Q. 2Q 決算で配当性向の引き上げを行い株価が一旦好感したが、その後軟調な状況が続いている。株主還元に関し、同業他社では自社株買いの実施など様々な動きがあるが、還元拡充に対する考え方は？
- A. 株主還元や資本政策については常にあるべき姿を模索している。足元では、中計の考え方をベースに厳選した成長投資を進め、利益を向上させることを優先したい。自社株買いも選択肢としてはあるが、現状では事業の利益を向上させていくことがより重要と考えている。
- Q. 貴社は自社株買い実施の要件として①株価の状況、②同業他社との株価の相対比較、③財務健全性の維持の3点を掲げていたと認識している。①②については以前から条件を満たしており、20/3期の健全性指標改善により③も整ったという理解をしているが、自社株買い実施の環境が整ってきたと理解してよいか。
- A. その3点を実施要件として示していたわけではない。健全性指標については、金融環境が変化するリスクを見込んでも現在の水準が妥当かどうかという観点でも検討が必要。自社株買いに関しては、今週実施された取締役会でも様々な意見が出たが、社外取締役も含めて現在の考え方に理解をしてもらっている。社外の視点も意識しながら判断をしていきたい。
- Q. 三井不が自社株買いを実施したが、評価や感想は？
- A. 同業の中でも経営方針はそれぞれ異なるが、同業他社の動向は参考にすべき外部環境の一つとして常に意識している。

- Q. あくまで仮定の話として自社株買いを実施する場合、配当性向 25~30%の枠内で実施するのか枠外での実施となるのか？
- A. 自社株買いについては、選択肢の一つではあるが、現時点では具体的な方策についてのイメージは持っていない。当社としてはまずは 25~30%の中でも上限に近い配当を安定的に実現することで株主に還元していきたい。

(投資)

- Q. 19/3 期の設備投資が過去と比較して高い水準にあるが、今後もこの水準が継続するの
か？
- A. 中計期間の設備投資は累計 9,000 億円程度を見込んでいる。
18/3 期の設備投資が約 2,900 億円で、19/3 期は 3,800 億円程度を見込んでいるため、
中計最終年度は 2,300 億円となる計算。19/3 期が本中計期間における設備投資が一番
大きい水準となる。

(PL 関連)

- Q. 中計最終年度の営業利益が目標を 100 億円上回る見込みという説明であったが、次期
中計以降の利益成長に向けてはどのような取り組みが進んでいるか？
- A. 取り組みの一例としては以下のようなものがある。
ビル事業：大手町ビルのリノベーション（建替えによらないバリューアップ）
生活産業：昨年 9 月に上場した物流リートへの売却を想定したパイプライン整備
住宅事業：東南アジアの分譲住宅事業、国内の再開発プロジェクト
海外事業：1271 Avenue of the Americas のリファーマビッシュ、ハイブリッド・モ
デル投資のエリア拡大（投資マネジメント事業を含む）

- Q. 20/3 期の見通しについて、いくつかのセグメントで当初見込みより利益が減少する見
込みだが、事業環境が悪化する影響か？
- A. 主として 20/3 期に売却を予定していた物件の売却時期の変更による影響。事業環境の
悪化を見込むものではない。

(BS 関連)

- Q. 含み益について、今後もキャップレートの低下余地は大きいのか？またエリア毎のキャ
ップレートはどの程度か？
- A. キャップレートはほぼボトムに近い水準に来ており低下余地は大きくないだろう。
19/3 期の含み益の増加には、キャッシュフローの改善や再開発の進捗等の自助努力に
よるものも 1,000 億円程度含まれており、この部分は継続的な増加が見込めるだろう。

エリア別のキャップレートの大まかなイメージは以下の通り。

- ・丸の内新ビル：3%を少し切る水準
- ・丸の内既存ビル：3%台後半
- ・丸の内以外：4%台程度

Q. 御社の DE レシオが低いことで WACC が高まり、WACC を下回る投資リターンが継続していることで結果として時価総額が下がっていると分析している。DE レシオが低いことをリスクと捉えていないのか？

A. DE レシオや WACC の水準は当然意識しているが、金融環境が悪化した時でも機動的に投資ができるような体制づくりを優先している。

Q. エクイティ出資が大きく増加している要因は？

A. エクイティ出資の中心は海外事業。特に、物件取得を進めているハイブリッド・モデル投資の割合が大きい。

<ビル>

Q. 2018 年のビル大量供給は過去に懸念されていたほど問題になっていないが、テナントの床需要が大きい背景は？

A. 大手メーカーが新技術開発のための拠点を新設したり、グループ会社の集約ニーズが高まったりと、新たなニーズが出てきていることを感じる。また、当社がサポートしてきたベンチャー企業がスモールオフィスから一般オフィス区画に増床移転するケースも出てきている。

Q. 丸の内のトップレントは上昇傾向にあるか？

A. 直近で営業していた丸の内のビルについては、中計策定時の想定を上回る成約が実現できている。テナント側の事情によるところも大きい。一般化は難しいが、足元では賃料を高められる流れは出来ていると感じている。

Q. 他のエリアと比較した場合の丸の内の優位性や課題に関する認識を教えてください。丸の内の優位性は賃料に反映されているか？

A. 他のエリアとの相対比較では、賃料でも一定の評価を頂けている。課題としては、常盤橋の A 棟と B 棟の間に新ビルの供給予定が無く、丸の内への大規模移転のニーズに対応しきれないことが挙げられる。

Q. 常盤橋の開発は、丸の内よりも日本橋や八重洲への近接性が高いように感じるがどの

ように丸の内との相乗効果を発揮していくのか？

- A. 常盤橋は東京駅の日本橋口の目の前にあり、大手町・日本橋・兜町を含めた国際金融拠点の中心として位置づけられている。最新の機能を盛り込むことで、街の魅力を国内外にアピールしていけるような開発にしていきたい。
- Q. 大手町ビルを建て替えではなくリノベーションとした理由は？
- A. 同ビルは築60年を経過したが、構造が非常に強固で、リニューアルによりあと40～50年程度は稼働できることが確認されている。地下鉄とのアクセス、サポート機能の充実、小割り区画への対応など、大手町ビルならではの価値もあり、建替えによらない更新を行うこととした。詳細については近日中にリリースを行いたい。
- Q. Weworkのようなシェアオフィスの存在をどのように考えているか？足元では優良なテナントという位置づけかと思うが、将来的には競争相手にもなり得るという認識か？
- A. Weworkの利用者は、従来丸の内が取り込めていなかったような層の人々も多く、そういった人々に丸の内エリアを利用してもらうことの効果は大きい。当社では、2027年度に竣工予定の常盤橋B棟の開発に向け、丸の内のオープンイノベーションフィールド化に向けた取り組みを進めているが、様々な人々がコラボレーションする環境づくりを目指しており、同社は良き協力者になれるのではないかと期待している。

<住宅>

- Q. ランドバンクの開示があったが、過去と比較した増減の状況は？再開発の案件を増やした方が利益率は高まるのではないか？
- A. ランドバンクの水準自体は従来と大きく変わりはない。
ランドバンクの内、次期中計期間以降に売上計上を見込んでいる物件については、再開発案件も一定数含まれており、再開発案件が積み上がってくると、利益率が高まる可能性はある。
- Q. 前期の分譲住宅の粗利益率が直前予想から改善したが、予算が保守的であったという理解で良いか？
- A. 直前予想からの改善は、平均より粗利益率の低い物件の一部につき、販売時期が期ズレしたもの。期初時点での粗利率の見通しは、経費の設定等保守的に設定せざるを得ない部分もあり、過去の実績では、期初見通しよりも実績が上振れしてきたのは事実。
- Q. 分譲住宅の利益率が、同業他社との比較で変動が大きいように感じるが、何か特殊要因はあるか？

- A. 分譲住宅事業については、物件を取得したタイミングとその後のマーケット変化の影響を受けやすく、利益率の変動が大きい。加えて、期毎のタワーマンションの計上ボリュームや郊外案件の比率など、プロダクトミックスによっても変動する。

<海外>

- Q. 海外事業利益について、18/3期の実績では約250億円の営業利益の内、キャピタルゲインが150億円、インカムゲインが100億円であったが将来的にはどの程度を目指していく方針か？
- A. キャピタルゲインについては每期100億円以上計上できる実力が付いてきた。今後の成長に向けては、1271 Avenue of the Americas のリニューアルやハイブリッド・モデル投資のエリア拡大による利益の増加が大きい。中長期的には海外利益の割合を全社営業利益の2割程度にまで高めていきたい。

<その他>

- Q. 平和不動産との資本業務提携に関し、実施当時のリリースを見ると兜町再開発における協業を目的としているが、現時点で関係性を強化する等考えに変化はあるか？
- A. リリース時の考え方については現在も変わっていない。
兜町の再開発については、開発案件ごとに参画の是非を判断しているが、PJM や設計監理などグループ会社への収益にもフィードバックで寄与している。

以上