

2025 年度第 2 四半期決算説明会 主な質問と回答

2025.11.12

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. 鉄道事業のスライドで言及のあった新たな加算運賃制度の活用とは、具体的にはどういったことを想定しているのか。

A1. 新たな加算運賃制度については、利用者負担の平準化や利用者ニーズの多様化及び高度化を踏まえ、都市鉄道の迅速かつ着実な整備を促進するため、対象事業、収受期間や収受範囲の見直しがされている。その上で、これまでの新線建設等に関わらず、速達性向上、定時性向上、快適性向上等の利用者利便の向上に直接的かつ効果的につながる事業が対象となり、例えば大規模な駅改良なども含まれる。こういった投資に使えるかは今後スタディが必要だが、安全投資等、今後も鉄道関連の投資を着実な推進を行う中で、該当する内容があれば活用を検討し、早期の資金回収に努めていく。なお、加算運賃について、直近では 2023 年 3 月に開業された東急新横浜線において適用されている。運賃には上乗せが生じるが、開業により鉄道ネットワークが拡充され利便性が向上したことで、沿線だけでなく相互直通先の利用者も新横浜線や東横線、目黒線を利用する機会が増えるなど、良い波及効果が現れている。

Q2. 不動産賃貸業における含み益について、統合報告書では駅直結物件は売却がしにくいと記載されていたが、売却が難しいのであれば修正 BPS を提示したとしても、必ずしも実現可能な価値を反映しているとは言えないのではないか。また、駅直結といっても売却のしやすさに必ずしも影響するとは限らないと思うが、御社では駅直結物件をどのように定義しているのか。

A2. 駅直結物件については、単独の物件と比較して相対的に売却しにくいという面があるのは事実である。一方、含み益の算定に用いられる、物件の鑑定評価額は将来の賃料収入等を織り込んだキャッシュ・フローを現在価値に換算したものであり、売却可能性の有無に関わらず、物件の将来的なポテンシャルやリスクを適切に評価・公表すべきと考えている。実際、含み益の開示制度そのものも、物件の売却を前提としたものではなく、保有資産の価値を適切に示すことを目的とした制度であると理解している。また、駅直結物件は、物件の競争力・魅力が高い。今後も賃料上昇をはじめ成長性が見込まれ、保有意義は十分あると考えている。

(事務局より補足)

(2026 年 3 月期第 2 四半期決算説明会資料 18 ページに記載のある) 駅直結物件の定義については、当社の駅と直結している物件に加え、駅と一体性をもって開発された物件、例えば渋谷ヒカリエや渋谷スクランブルスクエア、駅の真上でなくても

たまプラーザテラスや二子玉川ライズ等をカウントしている。また、駅直結イコール売却できないという意味ではないが、一定の制約があるため流動性の点で差があると認識している。

Q3. 賃貸等不動産の含み益の内訳に関して、エリア別では渋谷エリアに7割弱の含み益があるという記載があるが、インフレで物価が2、3%程度上昇している中で、渋谷エリアの不動産の時価は、どの程度上昇しているのか。

また、今後もインフレ等の影響により不動産の時価が更に上昇する可能性があると思うが、これにより含み益が増加すると、財務健全性は一層高まることになる。一方で含み益のままでは活用ができないため、財務レバレッジを活用する等の方法をとらなければ、利益の成長が見込めず、企業価値の向上につながらないのではないかと感じる。不動産の時価上昇に伴う含み益の活用方法についてどのように考えているのか。

A3. まず、渋谷エリアの物件を含む今後の不動産時価の推移に関しては、決算説明会資料P17に記載している、日本不動産研究所の将来の賃料並びに空室率の予想が参考になる。2024年がほぼ賃料指数100のところにあるが2029年にかけて115を超えるとこまで伸びており、年平均3%程度のオフィス賃料の上昇を同予測では見込んでいる。また、当社としては現在想定されているよりも今後再開発プロジェクトの中止や延期が生じ、新たなオフィス等の供給が絞られることで、オフィス賃料の想定はさらに強含みしていくと考える。仮にキャップレートが一定であれば、賃料上昇は物件評価額の上昇に繋がるため、インフレの伸びをアウトパフォームするような不動産時価の上昇が見られるだろう。

また、そのような環境下での財務レバレッジの更なる活用について、現状含み益を創出している物件は、過去竣工した案件となるため、建築費が高騰する中で取り組んでいる現在進行中の再開発案件は、竣工と同時に一定の含み益が創出される可能性が低い点が留意点と認識している。つまり新規に開業して、ポートフォリオに入る物件の簿価が増え、含み益の額が変わらないとすると、不動産全体の簿価に対する含み益の割合は相対的に低くなる可能性がある。当社としては、大型再開発を進めるにあたり、一定の含み益を有していることが必要な財務余力だと考えており、含み益が少ない会社は、建築費が高騰する中では再開発案件を行うことに慎重に進めざるを得なくなると感じる。加えて、不動産市場は常に右肩上がりでは推移するとは限らず、市況にストレスがかかれば、含み益が減少し、場合によっては含み損に転じる可能性もあり、そのような状況下では、新規物件の取得に向けた資金調達も困難になることが予想される。当社では、5年先を見据えると共に、ストレスシナリオを踏まえた慎重な判断に基づいていることをご理解いただきたい。

Q4. 渋谷エリアのインバウンドの状況について現状、どのような消費動向の変化が起きているかお伺いしたい。

A4. 渋谷はありがたいことに大変多くのインバウンドのお客様にお越しいただいている。消費動向に関しては、公表されている他社百貨店の売上動向を見るとラグジュアリーブランド等の高額商品の売れ行きが鈍っており、百貨店業界の中でもラグジュアリー商品の構成比率が高く、インバウンドの顧客が多い百貨店は苦戦をしている。一方で、東急百貨店においては、本店閉鎖の影響から、ラグジュアリーではなく日常使いのものをインバウンドのお客様に多くお買い求めいただいております、他の大手百貨店に比べると、ネガティブ影響は小さいと感じている。

また、渋谷スクランブルスクエアの展望施設渋谷スカイにも非常に多くのインバウンドのお客様にお越しいただいている。今年の4月に入場料の値上げを実施したが、客足が衰えることはなく収入増に繋がっている。ホテルも全体としては、決算説明会資料30ページに記載のインバウンド比率のとおり、渋谷エリアのホテルに関しては外国人宿泊比率が8割程度あり、インバウンドのお客様がホテルのADRを牽引している。

Q5. ホテルのADRについて10月において約28,000円と高水準を維持していますが、来期以降、どの程度の上昇余地があると想定しているか。

A5. ADRの上昇は、インバウンド需要の増加に加え、ホテルのポートフォリオについて、継続的な見直しを行っていることが主な要因と捉えている。コロナ禍から継続している構造改革の取り組みでは、施設の老朽化等でADRの上昇が望みづらい店舗を減らす一方、BELLUSTAR TOKYO, A Pan Pacific Hotelをはじめとするインバウンド需要に強く、ADRの上昇余地が見込める5つ星クラスのホテルをポートフォリオ組み込む等、全体の店舗構成を戦略的に再構築してきた。今後も引き続き構造改革を進めるとともに、アップサイドが狙えるホテルに関しては追加的な設備投資を行い、よりADRの上昇が狙えるポートフォリオにしていきたい。例えば、セルリアンタワー東急ホテルではラウンジアクセス付きの部屋の増設や新ラウンジの新設を実施しており、その成果がADRにもつながっている。そのほかに、白馬東急ホテルにおいてもインバウンド向けに2つの部屋を1つにつなげ1部屋を大きくするなどしたことで、稼働率・ADR共に向上した。このような設備投資を通じ、新しい需要創出をし、より高いリターンを得られるようにしたいと考えている。

Q6. 今後の金利動向については、市場全体として上昇する局面が想定されるが、御社の今後の資金調達の戦略として、固定・変動の割合や直接・間接の割合など金利リスクのコントロールについて方針をお伺いしたい。また、既存の変動金利借入について、この局面で固定化に切り替える等、金利変動に対する対応についても伺いたい。

A6. ご指摘の通り、今後は表面金利に加えクレジットスプレッドの両方を注視していく必要があり、今後資金調達環境が変化していくことを鑑みると、格付けを維持あるいは向上させ、クレジットスプレッドが広がらないようにすることが重要であると考えている。その上で、ビジネスモデルの構築、内部成長の実行がクレジットスプレッドの低下に直結すると考えており、エクイティストーリーもクレジットストーリーもしっかり構築できるようにしたいと考えている。

また、当社は様々な事業を展開しているがそれぞれの事業に応じて景気感応度が異なり、現状当社の株価が軟調に推移している背景には、金利上昇と収益拡大のタイミングが一致しないとの市場の見方が影響していると認識している。具体的には鉄道やバスの運賃は景気に先行して値上げすることが難しく、オフィス賃料も契約更新が2年ごとに行われる場合には、収益の顕在化が遅れる可能性があると考えられている。しかし、当社の事業ポートフォリオ全体を見ると、景気と一致する事業も多数存在しており、鉄道・バスについて、運賃は景気に遅行するものの輸送人員自体は景気一致しており、加えて、賃料における商業あるいはホテルの歩合賃料部分や、リテールの売上高、ホテルのADR等も景気と連動している。また、広告業をはじめ景気先行型の事業もあるため、当社としては、デットファイナンスのみならず収入面でも、各事業がそれぞれの場面において収益を創出できる体質とポートフォリオ構築を推進していきたい。

なお、足元で当社の平均調達金利は0.89%であり、長短比率が75:25、固定比率が72:28程度となっている。過去長期的に渡って低金利が続いていたため、これまで長期固定化を図ってきており市場環境が変わったとしても、すぐに1%の金利が上がることは考えておらず、0.3%ずつ上昇し3年間で金利が1%上がるような時間軸であると考えている。一方で、有利子負債のロールオーバー等も発生していくので、現在年間100億円近い水準の支払利息が、今後どうなっていくか注視しながら最適なマネジメントを行っていきたい。

以 上