

総合不動産大手各社の21/3期決算の注目点

総合不動産大手各社（野村不動産ホールディングス、東急不動産ホールディングス、三井不動産、三菱地所、住友不動産の5社）の21/3期決算および22/3期業績予想を踏まえ、JCRの現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

1. 業界動向

東京ビジネス地区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）のオフィス平均空室率（三鬼商事調べ）は、21年4月末5.65%となった。新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受け、20年2月末の1.49%をボトムとして上昇傾向が続いている。平均賃料も低下している。20年7月末の23,014円/坪をピークに21年4月末には21,415円/坪となっている。「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査（森ビル調べ）」（20年5月25日公表）によると、オフィスの新規供給量は21年、22年ともそれぞれ54万㎡を予想している。過去実績平均（1986～2019年）の103万㎡/年と比較するとかなり低水準の供給量であり、供給要因による需給バランスの悪化はみられない見込み。しかし、23年になると143万㎡と過去実績平均を大きく上回る供給量が予想されている。新型コロナウイルス感染症拡大の収束がみえず、テレワークの進展などで中期的なオフィス需要が変化する可能性がある中、23年以降の需給バランスの動向を注視していく必要がある。

20年の首都圏マンション発売戸数（不動産経済研究所調べ）は、27,228戸（前年比12.8%減）となった。年前半（20年1月～6月）は、新型コロナウイルス感染症拡大を受け、モデルルームの休止など営業活動自粛を余儀なくされた結果、発売戸数は7,497戸（前年同期比44.2%減）と大幅な減少となった。しかし、年後半（同年7月～12月）は19,739戸（前年同期比10.9%増）と回復した。初月契約率は月平均66.0%（前年は62.6%）だった。好調の目安とされる70.0%を5年連続で下回ったものの、前年より改善した。販売在庫数も20年12月末8,905戸となり、前年同月末の9,095戸から減少に転じている。不動産経済研究所によると、21年の新規発売戸数は32,000戸（前年比17.5%増）になると予想している。超高層や大型物件に加え、テレワーク進展に伴い郊外の需要が伸びるとしている。

2. 決算動向

21/3期5社合計の売上高は5.6兆円（前期比4.1%減）、営業利益は7,800億円（同14.9%減）となった。営業利益は20/3期まで8期連続増益、5期連続で過去最高益を更新してきたが、コロナ禍の影響で一転して減益となった。事業セグメント別では、主力である不動産賃貸事業、不動産分譲事業ともに減益となった上、ホテル運営など不動産事業以外の事業の業績も悪化した。

個別企業でも、5社全社が営業減益となった。ただし、減益幅は事業ポートフォリオの違いにより各社の差が表れた。コロナ禍の影響を大きく受けた商業施設やホテルなどの不振により三井不動産、東急不動産ホールディングスは前期比20%を超える減益となった一方、比較的堅調であった都心のオフィス賃貸を事業の主体とする三菱地所や住友不動産、同じく堅調な住宅分譲のウエートが高い野村不動産ホールディングスは同一桁の減益にとどまった。

財務構成は改善した。21/3期末5社合計の自己資本比率は29.9%（前期末28.9%）、D/Eレシオも1.70倍（1.74倍）であった。高水準の投資に伴い有利子負債は増加したものの、純利益に加えその他有価証券評価差額金などが自己資本の増加に寄与した。賃貸等不動産の含み益は5社合計で11.0兆円（前期末10.7兆円）となった。増加ペースは鈍化したものの、9期連続の増加となり引き続き財務バッファの厚みが増している状況である。

個別企業で見ると、三井不動産、住友不動産、ハイブリッドファイナンスを実施した東急不動産ホールディングスの3社は自己資本比率、D/Eレシオがともに改善した。一方、野村不動産ホールディングスは自己資本比率、D/Eレシオともやや悪化となった。

3. 業績予想における格付上の注目点

総合不動産大手5社合計の22/3期売上高は6.1兆円（前期比8.8%増）、営業利益は8,600億円（同10.3%増）と増収増益となる計画である。売上高は過去最高水準、営業利益は最高水準に及ばないものの、ピークであった20/3期9,163億円、19/3期8,709億円に次ぐ水準になる見通し。総じてオフィスビル賃貸や住宅分譲などが底堅く推移する上、影響が大きかったホテル事業などもボトムを脱する計画となっている。

個社別でも5社全社が増益となる計画である。引き続きコロナ禍の影響を注視していく。とりわけ前期減益幅が大きかった三井不動産、東急不動産ホールディングスの業績回復動向に注目している。

財務構成を維持できるかも注目される。21/3期はコロナ禍の中でも改善の方向性を示した。投資については国内だけでなく海外でも高水準が見込まれる。資金回収状況によっては、財務構成が悪化する可能性がある。各社の規律の目線や運営方針に変化はないか引き続き注視していく。

（担当）窪田 幹也・里川 武

(図表 1) 総合不動産大手財務データ

(単位：億円、%、倍)

	野村不動産ホールディングス (3231)				東急不動産ホールディングス (3289)				三井不動産 (8801)			
	A/安定的				A/安定的				AA/安定的			
	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (実績)	22/3期 (計画)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (実績)	22/3期 (計画)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (実績)	22/3期 (計画)
売上高	6,685	6,764	5,806	6,800	9,018	9,631	9,077	10,400	18,611	19,056	20,075	21,500
営業利益 (利益率)	791 11.8	819 12.1	763 13.1	770 11.3	802 8.9	793 8.2	565 6.2	800 7.7	2,621 14.1	2,801 14.7	2,037 10.1	2,300 10.7
経常利益 (利益率)	693 10.4	730 10.8	659 11.4	725 10.7	707 7.8	674 7.0	465 5.1	665 6.4	2,541 13.7	2,585 13.6	1,688 8.4	2,050 9.5
親会社に帰属する当期純利益 (利益率)	458 6.9	488 7.2	421 7.3	495 7.3	374 4.1	386 4.0	216 2.4	300 2.9	1,686 9.1	1,839 9.7	1,295 6.5	1,600 7.4
EBITDA (売上比)	984 14.7	1,019 15.1	965 16.6		1,110 12.3	1,177 12.2	1,026 11.3		3,483 18.7	3,798 19.9	3,088 15.4	
営業キャッシュフロー	899	566	▲635		445	▲66	1,004		2,167	870	1,878	
投資キャッシュフロー	▲466	▲304	▲557		▲603	▲1,472	▲1,160		▲3,888	▲5,328	▲1,310	
フリーキャッシュフロー	433	262	▲1,192		▲158	▲1,538	▲156		▲1,721	▲4,458	568	
財務キャッシュフロー	137	▲668	1,123		1,390	650	1,083		2,312	4,677	▲665	
総資産	17,594	18,012	19,213		24,052	24,873	26,522		68,027	73,953	77,419	
自己資本	5,792	6,026	6,358		5,614	5,832	6,466		23,425	24,086	25,558	
有利子負債	8,615	8,175	9,560		12,898	13,610	14,287		29,066	34,811	36,234	
有利子負債/EBITDA	8.76	8.02	9.91		11.62	11.56	13.92		8.35	9.17	11.73	
D/E レシオ	1.49	1.36	1.50		2.30	2.33	2.21		1.24	1.45	1.42	
自己資本比率	32.9	33.5	33.1		23.3	23.4	24.4		34.4	32.6	33.0	

	三菱地所 (8802)				住友不動産 (8830)			
	AA+p/安定的				AA-/安定的			
	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (実績)	22/3期 (計画)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (実績)	22/3期 (計画)
売上高	12,632	13,021	12,705	13,260	10,132	10,135	9,174	9,200
営業利益 (利益率)	2,291 18.1	2,407 18.5	2,243 17.7	2,450 18.5	2,204 21.8	2,343 23.1	2,192 23.9	2,280 24.8
経常利益 (利益率)	2,065 16.3	2,195 16.9	2,109 16.6	2,200 16.6	2,042 20.2	2,205 21.8	2,099 22.9	2,210 24.0
親会社に帰属する当期純利益 (利益率)	1,346 10.7	1,484 11.4	1,356 10.7	1,420 10.7	1,308 12.9	1,409 13.9	1,413 15.4	1,500 16.3
EBITDA (売上比)	3,170 25.1	3,304 25.4	3,334 26.2		2,767 27.3	2,949 29.1	2,888 31.5	
営業キャッシュフロー	3,459	3,417	2,074		2,600	2,304	2,259	
投資キャッシュフロー	▲2,710	▲2,774	▲2,973		▲2,092	▲2,901	▲3,366	
フリーキャッシュフロー	749	643	▲899		508	▲597	▲1,107	
財務キャッシュフロー	▲1,924	▲288	504		▲1,460	826	1,020	
総資産	57,741	58,582	60,725		51,274	53,176	56,736	
自己資本	17,706	17,344	18,519		12,081	12,949	15,030	
有利子負債	23,150	24,278	26,240		33,427	34,409	35,612	
有利子負債/EBITDA	7.30	7.35	7.87		12.08	11.67	12.33	
D/E レシオ	1.31	1.40	1.42		2.77	2.66	2.37	
自己資本比率	30.7	29.6	30.5		23.6	24.4	26.5	

(出所) 各社決算資料等より JCR 作成

※決算予想は各社の公表値

※野村不動産ホールディングス、東急不動産ホールディングスは劣後債、劣後ローンの資本性考慮後の数値を使用

【参考】

発行体：野村不動産ホールディングス株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

発行体：東急不動産ホールディングス株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

発行体：三井不動産株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

発行体：三菱地所株式会社

長期発行体格付：AA+p 見通し：安定的

発行体：住友不動産株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル