

## 総合不動産大手各社の20/3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20/3期決算および21/3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. 業界動向および新型コロナウイルス感染拡大による影響

東京都心部のオフィスビル市況は長期にわたり好調に推移してきた。東京ビジネス地区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）の平均空室率は、20年4月末1.56%と18ヶ月連続で2.0%を切る水準となった。ただ、20年2月末1.49%をボトムに2ヶ月連続で上昇している。一方、平均賃料については、20年4月末22,820円/坪と依然として上昇基調にある。「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2020（森ビル調べ）」（20年5月25日公表）によると、19年の新規供給量は85万㎡となり、過去実績年平均103万㎡を下回った。20年は187万㎡と調査開始以来2番目に多い供給量となるものの、テナントリーシングはおおむね進捗しており、需給バランスが短期的に大きく悪化する懸念は小さい。だが、新型コロナウイルス感染拡大によって先行き不透明感が増しているのも事実であり、その影響を注視していく必要がある。

首都圏のマンション発売戸数は低位で推移している。19年の発売戸数（不動産経済研究所調べ）は、3.12万户（前年比15.9%減）となった。16年以来の前年比マイナスとなった。地価の上昇に加え、建築コストの高騰・高止まりなどに伴う販売価格への転嫁が主因とみられる。都区部では売れ行き好調な物件が依然としてあるものの、郊外の契約率は鈍化している。19年の首都圏全体の初月契約率は、好調の目安とされる70%を上回った月が2回にとどまった。不動産経済研究所では、20年の発売戸数を3.20万户（前年比2.2%増）と予想している。だが、新型コロナウイルス感染拡大による発売戸数への影響が出始めている。20年に入ってから月次の発売戸数は前年同月比30%超の減少となっており、特に4月は50%以上の落ち込みを示している。今後も新型コロナウイルス感染症の影響度合いが計り知れず、首都圏のマンション発売戸数は引き続き減少する可能性が高まっているといえよう。

### 2. 決算動向

20/3期5社合計の営業利益は9,163億円（前期比5.2%増）と8期連続で増加したことに加えて、5期連続で過去最高益を更新した。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増益基調を維持した。

個別企業でも、東急不動産ホールディングスを除く4社が営業増益を達成した。その中でも、住友不動産が7期連続、三井不動産が6期連続、三菱地所も4期連続で過去最高益を更新した。また、野村不動産ホールディングスは16/3期以来の最高益を更新。東急不動産ホールディングスについては、過去最高益更新とはならなかったが、その数値に近い水準を確保した。

財務構成は前期までの改善方向からやや悪化に転じた。20/3期末5社合計の自己資本比率は28.9%（前期末29.5%）、D/Eレシオについては1.74倍（同1.66倍）となった。純利益の蓄積により、自己資本の拡充が進んだ一方で、投資拡大に伴い有利子負債が大きく増加した。賃貸等不動産の含み益は5社合計で10.7兆円（前期末9.8兆円）となり、財務バッファの厚みが増している状況にある。一方、フリーキャッシュフローの赤字幅は拡大した。営業キャッシュフローは高水準にある中、オフィスビルなど固定資産への投資を拡大させたことが主因である。

個別企業でみると、野村不動産ホールディングス、住友不動産の2社は自己資本比率、D/Eレシオがともに改善した。一方、三井不動産、三菱地所は、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

新型コロナウイルス感染拡大によって野村不動産ホールディングスは21/3期連結業績予想を見送ったため、4社について言及する。

総合不動産大手4社合計の21/3期売上高は4.8兆円（前期比7.4%減）と12/3期以来の減収、営業利益は6,390億円（同23.4%減）と13/3期以来の減益となる計画である。新型コロナウイルス感染拡大による影響から全事業セグメントで減益となる見通しである。特に商業施設、ホテル事業に影響が出る見込みである。個社別でみても4社全社が減益となる計画である。

こうした各社が公表した業績の計画値は、ここ数年間の傾向と大きな離が生じている。オフィスビル需給は足元でも堅調さを維持しているものの、商業施設、ホテル事業など新型コロナウイルス感染拡大の影響が大きい事業もある。こうした感染拡大の収束が見えず、影響度合いも見通せない状況下であり、各社の業績が計画通り進捗するかどうか注視していく必要がある。

財務構成を維持できるか注視したい。好環境が継続する中、国内だけでなく海外でも投資を拡大させる方向にあり、前述のとおり、20/3期は総じて財務構成は悪化する方向にあった。新型コロナウイルス感染拡大により事業環境が悪化する中で、想定通り資金回収が進まない場合、財務構成が一段と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注目していく。

（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			
	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (計画)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (計画)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (計画)
売上高	6,237	6,685	6,764	未定	8,661	9,018	9,631	9,300	17,511	18,611	19,056	18,500
営業利益 (利益率)	766 12.3	791 11.8	819 12.1		775 8.9	802 8.9	793 8.2	500 5.4	2,459 14.0	2,621 14.1	2,801 14.7	2,000 10.8
経常利益 (利益率)	680 10.9	693 10.4	730 10.8		686 7.9	707 7.8	674 7.0	390 4.2	2,403 13.7	2,541 13.7	2,585 13.6	1,690 9.1
親会社に帰属する当期純利益 (利益率)	460 7.4	458 6.9	488 7.2		351 4.1	374 4.1	386 4.0	260 2.8	1,558 8.9	1,686 9.1	1,839 9.7	1,200 6.5
EBITDA (売上比)	956 15.3	984 14.7	1,019 15.1		1,067 12.3	1,110 12.3	1,177 12.2		3,221 18.4	3,483 18.7	3,798 19.9	
営業キャッシュフロー	214	899	566		122	445	▲66		301	2,167	870	
投資キャッシュフロー	▲516	▲466	▲304		▲964	▲603	▲1,472		▲3,654	▲3,888	▲5,328	
フリーキャッシュフロー	▲302	433	262		▲842	▲158	▲1,538		▲3,353	▲1,721	▲4,458	
財務キャッシュフロー	437	137	▲668		824	1,390	650		2,891	2,312	4,677	
総資産	16,736	17,594	18,012		21,767	24,052	24,873		63,012	68,027	73,953	
自己資本	5,264	5,792	6,026		4,681	5,614	5,832		22,048	23,425	24,086	
有利子負債	8,543	8,615	8,175		12,241	12,898	13,610		26,186	29,066	34,811	
有利子負債/EBITDA	8.94	8.76	8.02		11.47	11.62	11.56		8.13	8.35	9.17	
D/E レシオ	1.62	1.49	1.36	2.62	2.30	2.33		1.19	1.24	1.45		
自己資本比率	31.5	32.9	33.5	21.5	23.3	23.4		35.0	34.4	32.6		

	三菱地所 (8802)				住友不動産 (8830)			
	AA+p/安定的				A+/ポジティブ			
	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (計画)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (実績)	21/3期 (計画)
売上高	11,940	12,632	13,021	11,420	9,484	10,132	10,135	8,800
営業利益 (利益率)	2,130 17.8	2,291 18.1	2,407 18.5	1,850 16.2	2,056 21.7	2,204 21.8	2,343 23.1	2,040 23.2
経常利益 (利益率)	1,905 16.0	2,065 16.3	2,195 16.9	1,690 14.8	1,868 19.7	2,042 20.2	2,205 21.8	1,900 21.6
親会社に帰属する当期純利益 (利益率)	1,204 10.1	1,346 10.7	1,484 11.4	1,100 9.6	1,197 12.6	1,308 12.9	1,409 13.9	1,300 14.8
EBITDA (売上比)	3,020 25.3	3,170 25.1	3,304 25.4		2,557 27.0	2,767 27.3	2,949 29.1	
営業キャッシュフロー	2,933	3,459	3,417		1,899	2,600	2,304	
投資キャッシュフロー	▲2,868	▲2,710	▲2,774		▲2,205	▲2,092	▲2,901	
フリーキャッシュフロー	65	749	643		▲306	508	▲597	
財務キャッシュフロー	372	▲1,924	▲288		264	▲1,460	826	
総資産	58,036	57,741	58,582		51,869	51,274	53,176	
自己資本	16,983	17,706	17,344		11,149	12,081	12,949	
有利子負債	24,816	23,150	24,278		34,735	33,427	34,409	
有利子負債/EBITDA	8.22	7.30	7.35		13.58	12.08	11.67	
D/E レシオ	1.46	1.31	1.40		3.12	2.77	2.66	
自己資本比率	29.3	30.7	29.6		21.5	23.6	24.4	

(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は劣後債の資本性考慮後の数値を使用 (18/3期～)

## 【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：A+ 見通し：ポジティブ

## ■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、結果的正確性、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