

総合不動産大手各社の19/3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19/3期決算および20/3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

東京都心部のオフィスビル市況は好調に推移している。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、19年4月末1.70%と6ヶ月連続で2.0%を切る水準となった。12年6月末の9.43%をピークとして一貫して低下している。平均賃料についても、19年4月末21,279円/坪となっており、ボトムであった13年12月末の16,207円/坪と比較すると大きく上昇している状況である。18年におけるオフィスビルの新規供給量は過去の年平均より多かったものの、企業の好業績による増床ニーズや人材確保のためのオフィス戦略強化等から良好な需給バランスが維持されている。「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2019（森ビル調べ）」（19年4月16日公表）によると、18年の新規供給量は141万㎡となり、過去実績年平均103万㎡を上回った。19年は99万㎡と減少するものの、20年は172万㎡と過去実績年平均を大きく上回ると予想されている。こうした供給増や景況感の先行き不透明感が増している点は留意していく必要があるが、都心部におけるオフィス需要は底堅いとみられ、当面は需給バランスが悪化する懸念は小さいと考えている。

首都圏のマンション発売戸数は低位で推移している。18年の発売戸数（不動産経済研究所調べ）は、3.71万戸（前年比3.4%増）となった。2年連続前年比増となったものの、16年以降3万戸台が続いている。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が好調な物件が依然としてあるものの、埼玉県や千葉県といった郊外を中心に契約率が鈍化している。18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1回（17年は3回）にとどまり、19年に入ってから大きな変化はみられない。不動産経済研究所では、19年の発売戸数を3.70万戸（前年比ほぼ横ばい）と予想している。都区部や近郊エリアの再開発案件が需要をけん引するとしている。

2. 決算動向

19/3期5社合計の営業利益は8,709億円（前期比6.4%増）と7期連続で増加したことに加えて、4期連続で過去最高益を更新した。事業セグメント別では、不動産賃貸事業、不動産分譲事業、その他事業、すべての事業セグメントが増益となった。

個別企業でも、全社が営業増益を達成した。その中でも、住友不動産が6期連続、三井不動産が5期連続、三菱地所も3期連続で過去最高益を更新した。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。

事業環境が良好な中、財務構成の改善も継続している。19/3期末5社合計の自己資本比率は29.5%（前期末28.4%）、D/Eレシオについても1.66倍（同1.77倍）となった。純利益蓄積だけでなく、公募増資やハイブリッドファイナンスの寄与により、自己資本の拡充が一段と進んだ。さらに、賃貸等不動産の含み益が、5社合計で9.8兆円（前期末8.6兆円）となり、財務バッファの厚みも増している状況にある。オフィスビル等の固定資産への投資は高水準にあるものの、営業キャッシュフローの増大によって、フリーキャッシュフローは赤字ながら、その水準は大幅に低下している。

個別企業でみると、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、三菱地所、住友不動産の4社は自己資本比率、D/E レシオがともに改善した。その中で、野村不動産ホールディングスはハイブリッドファイナンス、東急不動産ホールディングスは公募増資の効果もあった。一方、三井不動産は、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20/3期売上高は6.03兆円（前期比5.8%増）と8期連続の増収、営業利益は8,925億円（同2.5%増）と同じく8期連続の増益を維持する計画である。事業セグメント別では、引き続き不動産賃貸事業、不動産分譲事業とも増益を維持する計画。個社別では、5社全社が増益となる見通しである。住友不動産が7期連続、三井不動産が6期連続、三菱地所が4期連続で過去最高益を更新する計画。野村不動産ホールディングスと東急不動産ホールディングスは過去最高益の更新には至らないものの、それに準じる水準となる見通しである。野村不動産ホールディングスの20/3期営業利益は795億円の計画（ピーク利益は809億円）、東急不動産ホールディングスは820億円の計画（同821億円）となっている。

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変化はない。良好なオフィスビル需給などを勘案すると、高水準の収益が継続し、短期的に悪化する懸念は小さいと考えている。

一方、財務面では、都市再開発事業といった国内投資だけでなく、海外投資にも積極的な姿勢が目立っており、財務構成の動向には引き続き留意したい。現時点では、各社とも保守的な財務運営方針を維持しているとみており、財務構成の大幅な悪化にはつながらないとみている。

（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			
	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (計画)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (計画)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (計画)
売上高	5,696	6,237	6,685	7,390	8,085	8,661	9,018	9,200	17,044	17,511	18,611	20,000
営業利益 (利益率)	772 13.6	766 12.3	791 11.8	795 10.8	732 9.1	775 8.9	802 8.9	820 8.9	2,326 13.6	2,459 14.0	2,621 14.1	2,670 13.4
経常利益 (利益率)	689 12.1	680 10.9	693 10.4	700 9.5	636 7.9	686 7.9	707 7.8	710 7.7	2,196 12.9	2,403 13.7	2,541 13.7	2,460 12.3
親会社に帰属する当期純利益 (利益率)	470 8.3	460 7.4	458 6.9	460 6.2	315 3.9	351 4.1	374 4.1	390 4.2	1,318 7.7	1,558 8.9	1,686 9.1	1,700 8.5
EBITDA (売上比)	944 16.6	956 15.3	984 14.7		1,023 12.7	1,067 12.3	1,110 12.3		3,096 18.2	3,221 18.4	3,483 18.7	
営業キャッシュフロー	▲318	214	899		689	122	445		2,274	301	2,167	
投資キャッシュフロー	▲545	▲516	▲466		▲709	▲964	▲603		▲2,015	▲3,654	▲3,888	
フリーキャッシュフロー	▲863	▲302	433		▲20	▲842	▲158		259	▲3,353	▲1,721	
財務キャッシュフロー	765	437	137		230	824	1,390		150	2,891	2,312	
総資産	15,930	16,736	17,594		20,671	21,767	24,052		55,707	63,012	68,027	
自己資本	4,813	5,264	5,792		4,423	4,681	5,614		19,846	22,048	23,425	
有利子負債	8,114	8,543	8,615		11,514	12,241	12,898		23,019	26,186	29,066	
有利子負債/EBITDA	8.60	8.94	8.76		11.26	11.47	11.62		7.44	8.13	8.35	
D/E レシオ	1.69	1.62	1.49		2.60	2.62	2.30		1.16	1.19	1.24	
自己資本比率	30.2	31.5	32.9		21.4	21.5	23.3		35.6	35.0	34.4	

	三菱地所 (8802)				住友不動産 (8830)				5 社合計			
	AA+p/安定的				A+/安定的							
	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (計画)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (計画)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (実績)	20/3期 (計画)
売上高	11,254	11,940	12,632	13,600	9,251	9,484	10,132	10,200	51,330	53,833	57,078	60,390
営業利益 (利益率)	1,924 17.1	2,130 17.8	2,291 18.1	2,300 16.9	1,881 20.3	2,056 21.7	2,204 21.8	2,340 22.9	7,635 14.9	8,186 15.2	8,709 15.3	8,925 14.8
経常利益 (利益率)	1,698 15.1	1,905 16.0	2,065 16.3	2,070 15.2	1,676 18.1	1,868 19.7	2,042 20.2	2,200 21.6	6,895 13.4	7,542 14.0	8,048 14.1	8,140 13.5
親会社に帰属する当期純利益 (利益率)	1,026 9.1	1,204 10.1	1,346 10.7	1,370 10.1	1,034 11.2	1,197 12.6	1,308 12.9	1,400 13.7	4,163 8.1	4,770 8.9	5,172 9.1	5,320 8.8
EBITDA (売上比)	2,788 24.8	3,020 25.3	3,170 25.1		2,343 25.3	2,557 27.0	2,767 27.3		10,194 19.9	10,821 20.1	11,514 20.2	
営業キャッシュフロー	1,685	2,933	3,459		1,585	1,899	2,600		5,915	5,469	9,570	
投資キャッシュフロー	▲3,272	▲2,868	▲2,710		▲2,741	▲2,205	▲2,092		▲9,282	▲10,207	▲9,759	
フリーキャッシュフロー	▲1,587	65	749		▲1,156	▲306	508		▲3,367	▲4,738	▲189	
財務キャッシュフロー	▲49	372	▲1,924		1,979	264	▲1,460		3,075	4,788	455	
総資産	54,841	58,036	57,741		49,800	51,869	51,274		196,949	211,420	218,688	
自己資本	15,927	16,983	17,706		10,073	11,149	12,081		55,082	60,125	64,618	
有利子負債	23,969	24,816	23,150		33,745	34,735	33,427		100,361	106,521	107,156	
有利子負債/EBITDA	8.60	8.22	7.30		14.40	13.58	12.08		9.85	9.84	9.31	
D/E レシオ	1.50	1.46	1.31		3.35	3.12	2.77		1.82	1.77	1.66	
自己資本比率	29.0	29.3	30.7		20.2	21.5	23.6		28.0	28.4	29.5	

(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：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