

総合不動産大手5社の23/3期決算の注目点

総合不動産大手5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23/3期決算および24/3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、23年4月末6.11%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21年10月末の6.47%まで継続して上昇。21年11月以降は、6%台で推移している状況である。一方、平均賃料は引き続き低下方向にある。20年7月末の23,014円/坪をピークに23年4月末には19,896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）」（23年5月25日公表）によると、オフィスの新規供給量は22年48万㎡となった。過去実績平均（1986年～2022年）の102万㎡/年と比較するとかなり低水準であった。23年は126万㎡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が、23年～27年の5年でみると年平均93万㎡程度にとどまるとしている。コロナ禍によってテレワークが浸透する一方、リアルなコミュニケーションの場としてオフィスの重要性も再認識されており、23年以降の需給バランスがどうなるか注視していく。

22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、29,569戸（前年比12.1%減）とコロナ禍の影響を最も受けた20年以來の3万戸割れとなった。資材の調達等、施工の先行き不透明感から供給が抑制された模様。建築費の高騰などの影響を受け販売単価は引き続き上昇したが、初月契約率は月平均70.4%と好不調の目安とされる70.0%超を維持した。23年の新規発売戸数は32,000戸（前年比8.2%増）になると不動産経済研究所では予想している。コロナ禍で引き続き郊外での需要が伸びることに加え、東京23区内の大型マンションやタワーマンションが需要をけん引するとしている。

2. 決算動向

23/3期5社合計の売上高は6.24兆円（前期比3.7%増）、営業利益は1.05兆円（同12.9%増）となった。前期に続き増収、二桁増益となっただけでなく、ともに2期連続の過去最高水準となった。事業セグメント別では、コロナ禍の影響を受けてきたホテル運営などの不動産事業以外の業績が回復した他、主力である賃貸事業、分譲事業などが業績拡大をけん引した。

個別企業で見ると、5社全社が営業増益となったことに加え、それぞれ過去最高益を更新した。増益幅が大きかったのが、東急不動産ホールディングス（前期比31.7%増）、三井不動産（同24.7%増）の2社。また、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、三菱地所、住友不動産の4社が2期連続で過去最高益となった。

財務構成は安定している。23/3期末5社合計のD/Eレシオは1.64倍（同1.62倍）であった。高水準の投資に伴い有利子負債が大きく増加したものの、純利益の蓄積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12.1兆円（前期末11.6兆円）と11期連続の増加となり財務バッファの厚みが着実に増している状況である。

個別企業で見ると、東急不動産ホールディングスと三菱地所の2社はD/Eレシオが改善したものの、野村不動産ホールディングス、三井不動産、住友不動産はやや悪化した。

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24/3期売上高は6.6兆円（前期比5.8%増）、営業利益は1.06兆円（同1.0%増）と3期連続で増収増益となる計画である。オフィスビル賃貸に加え、マンション分譲や投資家向け分譲事業が底堅く推移する計画となっている。

業績面に対する懸念点は小さい。オフィスビル賃貸が堅調に推移しよう。空室率はコロナ禍前よりも上昇しているが、懸念される水準ではなく足元では堅調に推移している。分譲マンションの契約も期初の段階で順調に進捗しており、投資家向け分譲も好調である。世界的に金利が上昇していることに加え、景気悪化懸念など先行き不透明感が強まっており、国内の不動産市況への影響を注視していく必要がある。

財務構成を維持できるか注目している。これまで継続的に改善の方向性を示してきたが、国内だけでなく海外でも高水準の投資が見込まれる。このため、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5社の業績推移

（単位：億円、%）

| | | 売上高 | 前期比 | 営業利益 | 前期比 | 経常利益 | 前期比 | 親会社株主に帰属する当期純利益 | 前期比 |
|-----------------------------|--------|--------|------|--------|--------|-------|--------|-----------------|------|
| 野村不動産 ホールディングス (3231) | 22/3期 | 6,450 | 11.1 | 912 | 19.5 | 826 | 25.2 | 553 | 31.1 |
| | 23/3期 | 6,547 | 1.5 | 996 | 9.2 | 941 | 14.0 | 645 | 16.6 |
| | 24/3期予 | 7,500 | 14.6 | 1,030 | 3.4 | 940 | ▲ 0.1 | 650 | 0.7 |
| 東急不動産 ホールディングス (3289) | 22/3期 | 9,890 | 9.0 | 838 | 48.3 | 728 | 56.4 | 351 | 62.1 |
| | 23/3期 | 10,058 | 1.7 | 1,104 | 31.7 | 996 | 36.7 | 482 | 37.3 |
| | 24/3期予 | 11,200 | 11.4 | 1,120 | 1.4 | 1,005 | 0.9 | 620 | 28.6 |
| 三井不動産 (8801) | 22/3期 | 21,009 | 4.6 | 2,450 | 20.2 | 2,249 | 33.2 | 1,770 | 36.6 |
| | 23/3期 | 22,691 | 8.0 | 3,054 | 24.7 | 2,654 | 18.0 | 1,970 | 11.3 |
| | 24/3期予 | 23,000 | 1.4 | 3,300 | 8.1 | 2,450 | ▲ 7.7 | 2,100 | 6.6 |
| 三菱地所 (8802) | 22/3期 | 13,495 | 11.8 | 2,790 | 24.3 | 2,537 | 20.3 | 1,552 | 14.4 |
| | 23/3期 | 13,778 | 2.1 | 2,967 | 6.4 | 2,718 | 7.1 | 1,653 | 6.6 |
| | 24/3期予 | 14,690 | 6.6 | 2,640 | ▲ 11.0 | 2,320 | ▲ 14.6 | 1,660 | 0.4 |
| 住友不動産 (8830) | 22/3期 | 9,394 | 2.4 | 2,339 | 6.7 | 2,251 | 7.2 | 1,505 | 6.4 |
| | 23/3期 | 9,399 | 0.1 | 2,413 | 3.2 | 2,367 | 5.1 | 1,619 | 7.6 |
| | 24/3期予 | 9,700 | 3.2 | 2,550 | 5.7 | 2,500 | 5.6 | 1,750 | 8.1 |
| 5社合計 | 22/3期 | 60,239 | 7.2 | 9,329 | 19.6 | 8,592 | 22.4 | 5,731 | 21.8 |
| | 23/3期 | 62,474 | 3.7 | 10,534 | 12.9 | 9,675 | 12.6 | 6,370 | 11.2 |
| | 24/3期予 | 66,090 | 5.8 | 10,640 | 1.0 | 9,215 | ▲ 4.8 | 6,780 | 6.4 |

（出所）各社決算資料より JCR 作成

(図表 2) 総合不動産大手 5 社の財務推移

(単位：億円、倍)

| | | 自己資本 | 有利子負債 | D/E レシオ | EBITDA | 有利子負債 /EBITDA | 営業キャッシュ フロー | 投資キャッシュ フロー |
|-----------------------------|--------|--------|---------|---------|--------|------------------|----------------|----------------|
| 野村不動産 ホールディングス (3231) | 21/3 期 | 5,833 | 10,106 | 1.73 | 965 | 10.47 | ▲ 635 | ▲ 557 |
| | 22/3 期 | 6,187 | 10,247 | 1.66 | 1,104 | 9.28 | 527 | ▲ 462 |
| | 23/3 期 | 6,533 | 11,215 | 1.72 | 1,203 | 9.32 | ▲ 428 | ▲ 628 |
| 東急不動産 ホールディングス (3289) | 21/3 期 | 5,966 | 15,011 | 2.52 | 1,026 | 14.63 | 1,004 | ▲ 1,160 |
| | 22/3 期 | 6,317 | 14,427 | 2.28 | 1,330 | 10.85 | 764 | ▲ 317 |
| | 23/3 期 | 6,846 | 14,829 | 2.17 | 1,606 | 9.23 | 947 | ▲ 1,200 |
| 三井不動産 (8801) | 21/3 期 | 25,558 | 36,417 | 1.42 | 3,088 | 11.79 | 1,878 | ▲ 1,310 |
| | 22/3 期 | 27,964 | 37,131 | 1.33 | 3,638 | 10.21 | 2,714 | ▲ 2,100 |
| | 23/3 期 | 29,007 | 40,485 | 1.40 | 4,391 | 9.22 | 2,977 | ▲ 4,220 |
| 三菱地所 (8802) | 21/3 期 | 18,519 | 25,261 | 1.36 | 3,334 | 7.58 | 2,074 | ▲ 2,973 |
| | 22/3 期 | 20,032 | 27,386 | 1.37 | 3,810 | 7.19 | 2,800 | ▲ 3,137 |
| | 23/3 期 | 21,575 | 28,702 | 1.33 | 3,987 | 7.20 | 2,699 | ▲ 3,120 |
| 住友不動産 (8830) | 21/3 期 | 15,030 | 35,620 | 2.37 | 2,888 | 12.33 | 2,259 | ▲ 3,366 |
| | 22/3 期 | 16,340 | 35,605 | 2.18 | 3,073 | 11.59 | 1,929 | ▲ 2,099 |
| | 23/3 期 | 17,993 | 39,380 | 2.19 | 3,219 | 12.23 | 1,651 | ▲ 4,897 |
| 5 社合計 | 20/3 期 | 70,906 | 122,415 | 1.73 | 11,301 | 10.83 | 6,580 | ▲ 9,366 |
| | 21/3 期 | 76,840 | 124,796 | 1.62 | 12,955 | 9.63 | 8,734 | ▲ 8,115 |
| | 23/3 期 | 81,954 | 134,611 | 1.64 | 14,406 | 9.34 | 7,846 | ▲ 14,065 |

注 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、三菱地所の自己資本および有利子負債は劣後債および劣後ローンの資本性評価前

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

【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：ポジティブ

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+ 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：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で行っております。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