

総合不動産大手各社の18/3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18/3期決算実績および19/3期決算見通しを踏まえ、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堅調である。三鬼商事によると、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、18年4月末で2.65%と2ヵ月連続で3.0%を切る水準となった。12年6月末の9.43%をピークにほぼ一貫して低下傾向が継続している。平均賃料についても、18年4月末で19,896円/坪となり、ボトムであった13年12月末の16,207円/坪から上昇傾向が続いている。新規供給されるオフィスビルが少ない上、堅調な景気動向を受けて企業のオフィスビル需要が底堅いことが背景となっている。「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2018（森ビル調べ）」（18年4月27日公表）によると、17年の供給量は69万㎡となり、過去実績年平均102万㎡を大きく下回った。一方、18年の供給量は146万㎡と過去実績年平均を大きく上回ると予想されている。だが、堅調なオフィスビル需要を背景として、すでにテナントリーシングが進捗している模様であり、引き続き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水準で推移している。17年の発売戸数（不動産経済研究所調べ）は、3.59万戸（前年比0.4%増）となった。過去20年間で前年に次ぐ低水準にとどまった。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が好調な物件があるものの、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。17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3回にとどまり、18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、18年の発売戸数を3.80万戸（前年比5.9%増）と予想している。都区部だけでなく郊外の販売が復調すると予想。消費税増税前の駆け込み需要次第では4万戸も視野に入るとしている。

2. 決算動向

総合不動産大手5社合計の18/3期営業利益は8,186億円（前期比7.2%増）と6期連続の増益となった上、3期連続で過去最高益を更新した。事業セグメント別で見ると、主力である不動産賃貸事業と不動産分譲事業が増益をけん引した。

個別企業で見ると、野村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。4社の中でも、住友不動産が5期連続、三井不動産が4期連続、三菱地所も2期連続で過去最高益を更新した。

財務構成についても改善傾向が続いている。5社合計の18/3期末自己資本比率は28.4%（前期末28.0%）、D/Eレシオも1.77倍（同1.81倍）となった。好業績を背景に純利益が増大し、自己資本の拡充が進んでいる。また、賃貸等不動産の含み益についても、5社合計で17/3期末7.4兆円から8.6兆円となり、財務バッファの厚みが一段と増している状況である。一方、オフィスビルなど固定資産への投資拡大を主因にフリーキャッシュフローは4期連続の赤字となり、その結果、有利子負債も4期連続で増加した。

個別企業で見ると、野村不動産ホールディングス、三菱地所、住友不動産の3社は自己資本比率、D/Eレシオがともに改善した。東急不動産ホールディングスは自己資本比率が改善したが、三井不動産は、両指標ともやや悪化した。

3. 決算における格付上の注目点

総合不動産大手 5 社合計の 19/3 期売上高は 5.71 兆円（前期比 6.1%増）、営業利益は 8,390 億円（同 2.5%増）となる見通しである。事業セグメント別で見ると、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。この中では、住友不動産 6 期連続、三井不動産 5 期連続、三菱地所 3 期連続で過去最高益を更新する見込みである。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、過去最高益の更新には至らないものの、ピーク利益であった 08/3 期 821 億円に次ぐ水準となる計画である。

こうした各社の公表計画値は、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も依然として小さいと考えている。

一方、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ていく必要がある。ただ、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-/ポジティブ				AA/安定的			
	16/3期 (実績)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (計画)	16/3期 (実績)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (計画)	16/3期 (実績)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (計画)
売上高	5,695	5,696	6,237	7,000	8,155	8,085	8,661	8,800	15,680	17,044	17,511	18,700
営業利益 (利益率)	809 14.2	772 13.6	766 12.3	810 11.6	688 8.4	732 9.1	775 8.9	800 9.1	2,025 12.9	2,326 13.6	2,459 14.0	2,500 13.4
経常利益 (利益率)	727 12.8	689 12.1	680 10.9	720 10.3	564 6.9	636 7.9	686 7.9	700 8.0	1,825 11.6	2,196 12.9	2,403 13.7	2,500 13.4
当期利益 (利益率)	472 8.3	470 8.3	460 7.4	470 6.7	287 3.5	315 3.9	351 4.1	370 4.2	1,177 7.5	1,318 7.7	1,558 8.9	1,530 8.2
EBITDA (売上比)	980 17.2	944 16.6	956 15.3		952 11.7	1,023 12.7	1,067 12.3		2,747 17.5	3,096 18.2	3,221 18.4	
営業キャッシュフロー	133	▲318	214		879	689	122		322	2,274	301	
投資キャッシュフロー	▲597	▲545	▲516		▲1,124	▲709	▲964		▲2,397	▲2,015	▲3,654	
フリーキャッシュフロー	▲464	▲863	▲302		▲245	▲20	▲842		▲2,075	259	▲3,353	
財務キャッシュフロー	536	765	437		▲305	230	824		2,011	150	2,891	
総資産	14,854	15,930	16,736		19,844	20,671	21,767		53,743	55,707	63,012	
自己資本	4,449	4,813	5,264		4,188	4,423	4,681		19,223	19,846	22,048	
有利子負債	7,219	8,101	8,528		11,061	11,378	12,103		22,262	22,874	26,046	
有利子負債/EBITDA	7.37	8.58	8.92		11.62	11.12	11.34		8.10	7.39	8.09	
D/E レシオ	1.62	1.68	1.62		2.64	2.57	2.59		1.16	1.15	1.18	
自己資本比率	30.0	30.2	31.5		21.1	21.4	21.5		35.8	35.6	35.0	

	三菱地所 (8802)				住友不動産 (8830)				5社合計			
	AA+p/安定的				A+/安定的							
	16/3期 (実績)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (計画)	16/3期 (実績)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (計画)	16/3期 (実績)	17/3期 (実績)	18/3期 (実績)	19/3期 (計画)
売上高	10,094	11,254	11,940	12,900	8,550	9,251	9,484	9,700	48,174	51,330	53,833	57,100
営業利益 (利益率)	1,662 16.5	1,924 17.1	2,130 17.8	2,150 16.7	1,742 20.4	1,881 20.3	2,056 21.7	2,130 22.0	6,926 14.4	7,635 14.9	8,186 15.2	8,390 14.7
経常利益 (利益率)	1,449 14.4	1,698 15.1	1,905 16.0	1,910 14.8	1,484 17.4	1,676 18.1	1,868 19.7	1,950 20.1	6,049 12.6	6,895 13.4	7,542 14.0	7,780 13.6
当期利益 (利益率)	834 8.3	1,026 9.1	1,204 10.1	1,230 9.5	878 10.3	1,034 11.2	1,197 12.6	1,300 13.4	3,648 7.6	4,163 8.1	4,770 8.9	4,900 8.6
EBITDA (売上比)	2,514 24.9	2,788 24.8	2,964 24.8		2,144 25.1	2,343 25.3	2,557 27.0		9,337 19.4	10,194 19.9	10,765 20.0	
営業キャッシュフロー	1,358	1,685	2,933		961	1,585	1,899		3,653	5,915	5,469	
投資キャッシュフロー	▲2,310	▲3,272	▲2,868		▲1,054	▲2,741	▲2,205		▲7,482	▲9,282	▲10,207	
フリーキャッシュフロー	▲952	▲1,587	65		▲93	▲1,156	▲306		▲3,829	▲3,367	▲4,738	
財務キャッシュフロー	3,092	▲49	372		450	1,979	264		5,784	3,075	4,788	
総資産	53,118	54,841	58,036		46,759	49,800	51,869		188,318	196,949	211,420	
自己資本	15,097	15,927	16,983		8,881	10,073	11,149		51,838	55,082	60,125	
有利子負債	22,842	23,913	24,768		31,589	33,704	34,734		94,973	99,970	106,179	
有利子負債/EBITDA	9.09	8.58	8.36		14.73	14.38	13.58		10.17	9.81	9.86	
D/E レシオ	1.51	1.50	1.46		3.56	3.35	3.12		1.83	1.81	1.77	
自己資本比率	28.4	29.0	29.3		19.0	20.2	21.5		27.5	28.0	28.4	

(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：ポジティブ

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