

Mitsui Fudosan(8801JP)

시대에 맞춰 변하는 최대 부동산기업

어떠한 환경에서도 이익을 내는 사업 구조

미쓰이부동산은 일본 1위의 디벨로퍼다. 어떤 환경에서도 수익을 낼 수 있도록 부동산 활용을 극대화하는 구조로 전환해 왔다. 그 결과 이익의 51%는 leasing(임대), 25%는 property sales(분양), 24%는 management (브로커리지와 주택 서비스)에서 발생하는 안정적 수익구조를 확립, 초대형 종합부동산 기업으로 성장했다. 임대/리츠/관리 등 다양한 역할을 수행하는 계열사들이 시너지를 발휘함으로써 미쓰이부동산은 외환위기가 덮친 1997년 외에는 한번도 적자를 낸 적이 없다. 아베노믹스 정책이 시작된 FY2013(2013년 4월~2014년 3월)부터 FY2017까지 연평균 영업이익 증가율은 12%, 순이익 증가율은 22%에 이른다. FY2018 영업이익도 9% 늘어날 전망이다.

경기회복과 프로젝트성 개발로 분양 수익 증가

미쓰이부동산의 강점은 시대 변화에 맞춰 사업구조를 유연하게 전환한다는 점이다. 미쓰이는 구조적으로 수요가 늘거나 시대 변화에 적합한 분야를 공략하는 프로젝트성 부동산 개발에 강하다. 복합 쇼핑몰, 온라인 쇼핑 수요 확대에 따른 물류센터 개발 등이 그 사례다. Leasing은 2023년까지, property sales는 2021년까지 pipeline이 확보돼 있다. 오피스개발 파이프라인은 현재 보유자산의 26%에 달하며 예정된 맨션분양은 5년치 매출에 해당돼 성장여력이 크다. 경기회복으로 부동산 가격이 본격 상승기에 진입한 2014년, 미쓰이의 분양 수익도 70% 이상 늘었으며 FY2017에도 47% 증가할 전망이다. 분양은 2020년까지 고성장이 예상된다.

부동산과 주식의 매력 동시 보유

미쓰이부동산은 도쿄 중심에 우량 임대자산을 다수 보유하고 있다. 금융위기 이후 타사와 달리 오피스 임대수익으로 성장을 지속했던 이유다. 임대사업 평균 수익률은 3% 이상으로 일본의 저금리(5년물 국고채 금리 -0.12%) 감안 시 매력적이다. 현재 진행하는 Lazona Kawasaki Plaza의 리뉴얼처럼, 주기적인 테넌트 교체와 임대료 상승을 통해 보유자산을 밸류업한다. 장기적으로 리츠의 투자매력은 높아질 수밖에 없다. 미쓰이부동산 주식을 사면 부동산 capital gain은 물론, leasing 사업에서 창출되는 배당매력도 같이 누리는 셈이다. 이에 따라 배당성향은 25% 이상을 유지하고 있다.

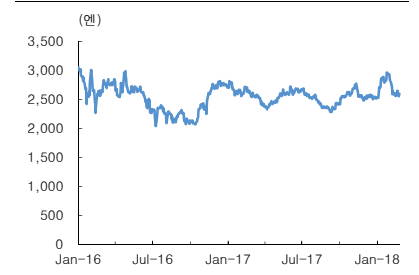
Stock Data

TOPIX(3/22)	1,727
주가(3/22)	2,522
시가총액(십억엔)	2,499.9
52주 최고/최저가(엔)	2,984/2,275
일평균거래대금(6개월, 백만엔)	9,944
유동주식비율(%)	92.7
주요주주(%)	STATE STREET 8.8
	GOVT PENSION INVST 7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.9)	3.3	2.6
TOPIX 대비(p)	(1.0)	(0.4)	(9.1)

주가추이



자료: Bloomberg

블룸버그 투자의견 컨센서스

	매수	보유	매도
비중(%)	57.1	42.9	0.0

자료: Bloomberg

블룸버그 평균목표주가 (JPY)

	3,243
--	-------

주: 14개 증권사 평균

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

	매출액 (십억엔)	영업이익 (십억엔)	순이익 (십억엔)	EPS (엔)	증감률 (%)	EBITDA (십억엔)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015.3	1,529	186	100	103.9	18.7	247	34.0	21.9	1.9	6.4	0.7
2016.3	1,568	202	118	119.1	14.7	270	23.6	18.4	1.4	6.2	1.1
2017.3	1,704	233	132	133.4	12.0	304	17.8	15.0	1.2	6.7	1.4
2018.3F	1,781	247	144	144.6	8.4	319	17.4	15.8	1.2	7.0	1.5
2019.3F	1,803	250	151	151.1	4.5	346	16.7	14.6	1.1	6.9	1.6

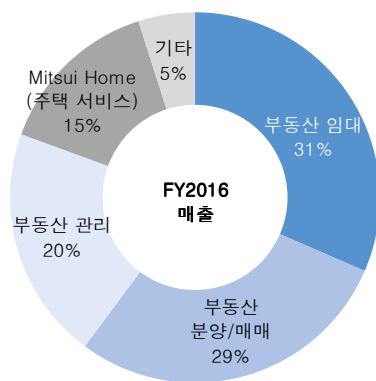
기업개요: 일본 최대의 디벨로퍼

미쓰이부동산의 전신은 1673년, 에도 시대에 미쓰이 가문의 자산을 받아 설립된 ‘에치고야(포목점)’이다. 1941년 ‘미쓰이부동산’으로 설립돼 일본의 고도 성장기인 1950년부터 시대에 맞는 성장을 추구해 왔다. 일본 최초의 고층 빌딩인 ‘카sumi가세키’(1968년), 최초의 몰형 건물 ‘라라토쿄베이’(1981년), 동경 디즈니랜드(1983년) 등이 미쓰이부동산이 개발한 주요 프로젝트다.

1990년대 이전까지 일본의 부동산 가격은 계속 상승했기에 걱정이 없었다. 그러나 1991년이 미쓰이부동산에게 변곡점이었다. 버블 붕괴 이후 부동산 가격이 하락하기 시작했기 때문이다. 이전에는 차입을 해서라도 자산 확장에 초점을 맞췄지만 이때를 기점으로 비싸게 산 토지를 처분하는 등, 과거의 legacy를 해소하고 자산 구조조정에 힘썼다. ‘잃어버린 10년’이라 불리는 1990년대를 지나며 부동산 가격이 오르지 않아도 지속 가능한 비즈니스를 고민하기 시작한다.

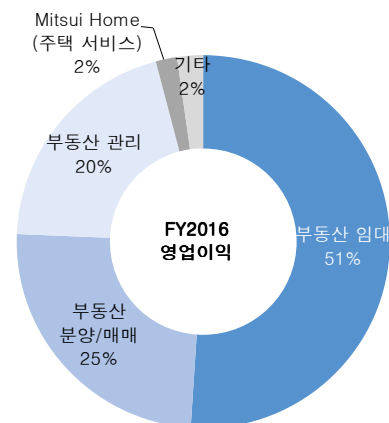
그 결과 미쓰이부동산의 비즈니스 모델은 지금과 같은 Leasing(holding, 임대), property sales(trading, 분양), management(관리) 등 크게 세가지로 구축됐다. 부동산 가격 상승을 가정하지 않아도 사업을 영위할 수 있는데 초점을 맞추고 있다. 장기적으로 미쓰이부동산은 leasing, property sales, management 비중을 2:1:1로 가져가려는 전략을 추구한다. 또한 어떠한 상황에서도 부채비율 200%를 초과하지 않도록 통제하고 있다. 이는 리만사태 이후 얻은 교훈이었다. 사업부별 특징은 다음과 같다.

[그림 1] 매출 구성



자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

[그림 2] 영업이익 구성



자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

1) Leasing(임대): 전사 이익의 25%를 창출하는 핵심 사업으로, 오피스나 상업 시설을 지은 뒤 임대한다. 차입금을 통해 자산을 늘리는 과정이 필요하나 이후 장기간 임대료를 수취할 수 있어, 비교적 안정적 사업이다. 임대 상품은 오피스와 유통물 위주로 자산의 78%가 대도시에 집중돼 있다. 일본 최대 쇼핑몰인 ‘라라포트’도 미쓰이부동산의 프로젝트로 지금도 확장 개발 중이다. 3천여개의 기업 테넌트를 유치하고 운영수입의 28%가 테넌트의 매출과 연계된다.

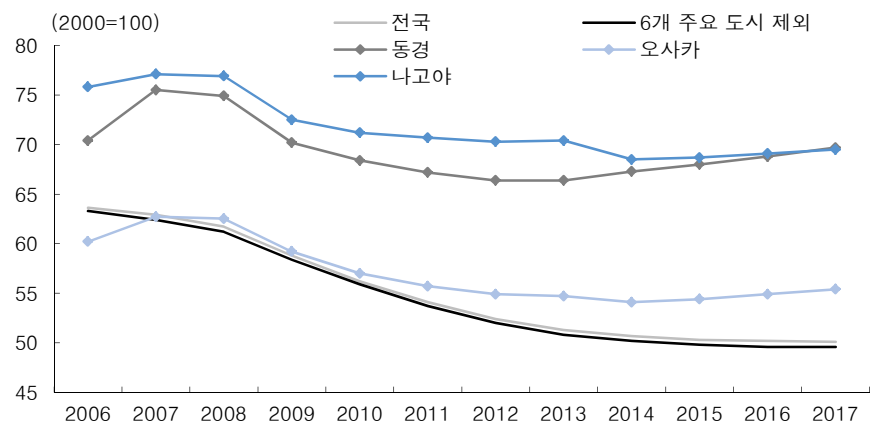
우량 오피스 자산을 보유하고 이들의 임대 수익이 매우 안정적이라 2008년 금융 위기 당시에도 미쓰이부동산의 실적은 양호했다. 상품별 임대수익 비중은 유통 35%, 오피스 57%, 해외/기타 8% 등이다. 주요 자산은 Grand Tokyo Tower, Sumitomo Mitsui Banking Corp Head Office, Gate City Ohsaki, Akasaka Biz Tower 등이다. 오피스뿐 아니라 유통 임대업도 영위하는데 일본 최대의 ‘Lalaport Tokyo Bay’ 쇼핑몰이 바로 미쓰이부동산이 개발해 운영하는 자산이다.

2) Property sales(개발/분양): 주택/오피스를 개발한 뒤 매각해 자본 차익을 얻는다. 주택은 맨션과 콘도 형태로 대부분 개인에게 매각한다. 오피스나 상업시설은 기관투자자나 리츠에 매각한다. 개발사업은 자산이 일시적으로 늘지만 매각으로 늘 본사의 적정 자산 규모는 유지한다. 또한 개발된 부동산을 매각함과 동시에 다시 management 계약을 맺어 자사 실적으로 연결한다.

3) Management(브로커리지): 수수료 비즈니스로 자산의 변동은 없다. 버블 붕괴 이후 대표적으로 강화하기 시작한 사업부다. 매각과 임대서비스를 대행해 준 뒤 수수료를 받는 구조라 전사 안정적인 cash flow 창출에 기여하고 있다. 임대 주택 관리호수는 시장 1위, 아파트 판매 관리 호수는 6위를 기록하고 있다.

영업이익 구분시, Leasing과 Management는 사업 특성상 비교적 안정적이다. Property sales는 변동성이 크고 경기에 민감하다. 특히 경기가 좋았던 2007~2008년 수익이 매우 좋았으며 2014년부터 아베노믹스 정책 효과와 일본 경기회복, 2020년 도쿄올림픽 등으로 최근 고성장한 분야다.

[그림 3] 일본 지가 추이 - 미쓰이부동산은 동경 등 핵심 도시에만 집중

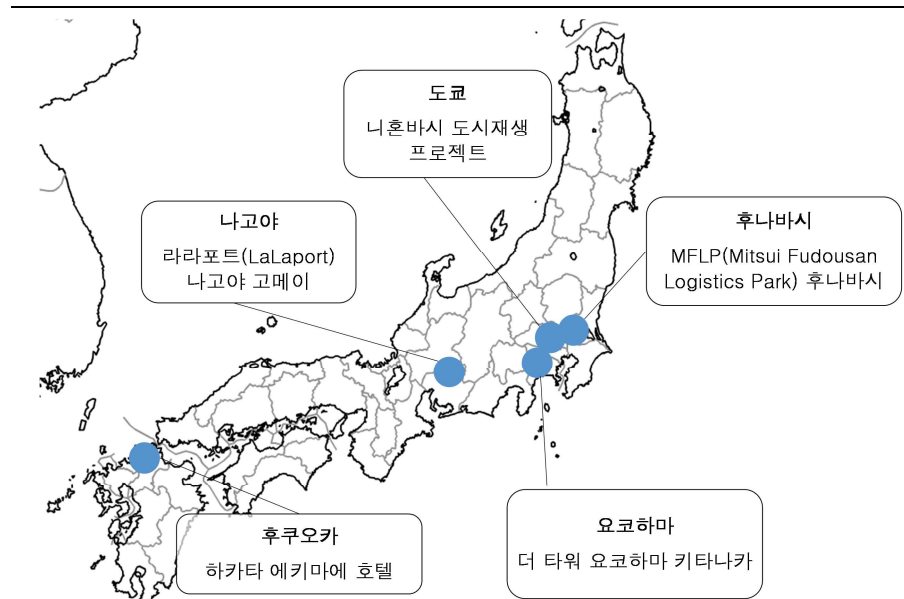


자료: 미쓰이부동산, Bloomberg

단중기 성장동력: 2023년까지 개발 pipeline 보유

미쓰이부동산은 오피스, 리테일, 호텔, 물류 개발사업과 주택분양 등에서 총 5개의 대형 프로젝트를 진행하고 있다. 니혼바시 도시재생 프로젝트 일환으로 ‘Takashimaya Mitsui Building’(오피스), 나고야의 라라포트(유통몰), 후나바시 물류센터 등 leasing 프로젝트를 진행하고 있다. Leasing사업은 최소 2023년까지 pipeline이 확보돼 있다. 2017년에는 도쿄 도심 내 3개 지역에 G-Base Tamachi, 도쿄 미드타운 Hibiya, Shin-Tokyo Takeda Building 등 대형 오피스 빌딩 공급을 완료했으며 이는 순차적으로 leasing 매출의 성장 요인이다.

[그림 4] 미쓰이부동산이 개발 중인 주요 프로젝트



자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

Leasing 포트폴리오의 70%는 일본 오피스, 30%는 상업시설이다. 동경 도심을 중심으로 자산을 구성하며 모두 ‘A 클래스’(프라임급) 빌딩으로만 사업을 한다. 보유 오피스의 총 면적은 280만평에 달하며 상당수 기업의 본사로 사용되고 있다. 현재 도쿄 내 4개 지역에 초대형 오피스 프로젝트를 진행하는데 니혼바시 등 핵심 지역을 선정한다. 미쓰이부동산의 경쟁사인 미쯔비시 등 타 디벨로퍼는 상업시설 비중이 크다는 점에서 대비가 된다.

〈표 1〉 Leasing business- 오피스 pipeline

(단위: m²)

FY completed	프로젝트		연면적
2018	Nihonbashi Takashimaya Mitsui Building	Chuo-ku, Tokyo	148,100
	msb Tamachi (Tamachi Station Towers)	Minato-ku, Tokyo	138,300
	55 Hudson Yards Project	New York	117,600
	Television Centre Redevelopment Project	Wood Lane, London	55,000
	Nihonbashi Muromachi 3rd District Project	Chuo-ku, Tokyo	168,000
2019	OH-1 Project	Chiyoda-ku, Tokyo	357,700
2020	Toyosu 2nd District 2-1 Project	Koto-ku, Tokyo	259,000
2022	50 Hudson Yards Project	New York	260,000
	Yaesu 2nd District North Project	Chuo-ku, Tokyo	293,000
2023	Yaesu 2nd District Central Project	Chuo-ku, Tokyo	418,000
	Nihonbashi Muromachi 1st District Project	Chuo-ku, Tokyo	89,000
	Nihonbashi 1st District 1-2 Project	Chuo-ku, Tokyo	7,000
	Nihonbashi 1st District Central Project	Chuo-ku, Tokyo	24,600
	White City Place Redevelopment Project New Buildings	Wood Lane, London	71,000

자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

미쓰이부동산은 상업시설 개발에 있어 오피스와 상업시설, 주택을 동반 개발해 지역 매력도를 높이는 방식을 추구한다. 사무실밖에 없는 지역은 매력이 떨어지고, 도심이라도 즐길 수 있는 시설이 있어야 가치가 높아지기 때문이다. 동경역 근처 ‘마루노치’는 최초의 도심가로, 10년 전만 해도 마루노치는 니혼바시 대비 임대료가 30% 비쌌지만 이 같은 방식을 통한 니혼바시 개발 이후, 두 지역간 임대료 차이는 거의 사라졌다.

2018년 3월부터 순차적으로 리뉴얼 오픈할 예정인 Lazona Kawasaki Plaza의 대규모 공사도 진행 중이다. 총 330개 스토어 중, 103개가 리뉴얼된다. 이처럼 미쓰이부동산의 개발과 임대 방식의 핵심은 끊임없는 리모델링으로 부동산 가치를 밸류업시키는 데 있다. 테넌트 믹스 변화와 임대료 상승, 보유자산 증가 등으로 미쓰이부동산의 leasing 수익은 매년 5% 내외의 꾸준한 성장을 하고 있다.

〈표 2〉 Leasing business - 리테일 pipeline

(단위: m²)

FY opened	프로젝트	위치	연면적
2018	LaLaport Nagoya Komei	Nagoya, Aichi	59,000
	Mitsui Outlet Park KASARAZU (3 단계)	Kisarazu, Chiba	미정
	Sinsaibashi-suji 1-chome Project	Osaka, Osaka	미정
	Mitsui Outlet Park TAICHUNG Port	Taichung City, Taiwan	35,000
2019	LaLaport numazu	Numazu, Shizuoka	미정
	Marronnier * Namiki Yomiuri Ginza Project	Chuo-ku, Tokyo	미정
2020	Marronnier Shanghai Jinqiao	Pudong Jinqiao, Shanghai	60,000
2021	Mitsui Outlet Park Klia Sepang (3 단계)	Seianger, Malaysia	10,200
	LaLaport Kuala Lumpur	Kuala Lumpur, Malaysia	82,600
	LaLaport Nangang	Taipei City, Taiwan	70,000
예정	Retail Facility Development Project in Togocho, Aichi	Aichigun, Aichi	미정
	Miyashita Part Project	Shibuya-ku, Tokyo	미정

자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

미쓰이부동산의 주택 분양은 주로 재개발 위주다. 풍부한 land bank(용지)를 보유하고 있다. 계열사인 미쓰이레지덴셜 기준, 브랜드별 주택매출 비중은 중급 맨션인 Park Homes/Park Luxe 비중이 57%로 가장 많고, 대형 평형인 Park Tower/Park City가 34%이며 최고급 맨션인 Park Mansion/Park Court가 9%를 차지한다. 도쿄 도심 비중은 89%, 간사이/추부지역은 9% 등으로 도쿄 중심지역에 집중한다.

일본 부동산 경기 회복에 힘입어, 2018년에는 Park City Musashikosugi The Garden Towers 등 약 1,500세대의 주택이 완공(공급)된다. 2018년부터 2021년까지 약 8,930세대의 공급이 예정돼 있다.

〈표 3〉 미쓰이레지덴셜의 주요 맨션 분양 프로젝트

(단위: 세대)

공급 예정	프로젝트	지역	세대수
2017	Park City Musashikosugi The Garden Towers East	Kwasaki, Kanagawa	590
	Park City Chuo-Minato The Tower	Chuo-ku, Tokyo	270
	Park Court Sanbancho Hilltop Residence	Chiyoda-ku, Tokyo	90
2018	Park Court Akasaka Hinokicho the Tower	Minato-ku, Tokyo	160
	Park Court Aoyama the Tower	Minato-ku, Tokyo	160
	Park City Musashikosugi the Garden Towers West	Kwasaki, Kanagawa	610
	MAKUHARI Bay-Park Cross Tower	Chiba, Chiba	500
2019	Park Tower Harumi	Chuo-ku, Tokyo	1,100
	Park Court Hamarikyu the Tower	Minato-ku, Tokyo	360
2020	Park City Musashi-Koyama the Tower	Shinagawa-ku, Tokyo	500
	The Shibuya Ward Office Rebuilding Project	Shibuya-ku, Tokyo	500
	The Tower Yokohama Kitanaka	Yokohama, Kanagawa	1,100
	MID Tower Grand	Chuo-ku, Tokyo	390
2021	Project for the area around Kasuga Korakuen Station	Bunkyo-ku, Tokyo	400
	Shirokane 1-chome East Northern District Project	Minato-ku, Tokyo	900
	Kachidoki Eastern District Project	Chuo-ku, Tokyo	2,250

자료: 한국투자증권

미쓰이부동산의 실적은 FY2010부터 쉼 없는 성장을 해 왔다. 일본 부동산 경기 회복에 힘입어 FY2017 분양 매출은 25% 증가하며 전사 매출을 견인했고 동 부문 영업이익은 47% 증가했다. 상기 언급한 개발 프로젝트의 완공과 임대자산 증가, tenant 믹스 변화와 임대료 상승, 예정된 분양매출 증가로 FY2018 영업이익은 6% 내외의 성장을 지속할 전망이다.

〈표 4〉 분기 실적

(단위: 십억엔)

	1Q16 06/30/2016	2Q16 09/30/2016	3Q16 12/31/2016	4Q16 03/31/2017	1Q17 06/30/2017	2Q17 09/30/2017	3Q17 12/31/2017	4Q17F 03/31/2018
Sales	356.5	454.5	387.7	505.7	381.6	340.2	379.8	681.1
Leasing	131.0	129.7	134.4	141.4	133.9	137.9	141.2	
Management	82.1	84.1	85.2	96.3	83.9	87.2	86.8	
Property sales	83.4	158.5	85.5	161.4	98.9	35.9	68.0	
Mitsui Home	42.2	61.3	59.1	84.6	44.2	57.5	60.8	
Other	17.8	20.9	23.5	22.1	20.6	21.8	23.0	
Cost of revenue	76.1%	76.9%	76.4%	77.3%	76.2%	77.2%	78.2%	
Operating income	47.6	67.2	51.7	66.2	51.8	40.5	43.7	110.7
Leasing	36.0	32.6	33.8	33.4	36.2	36.4	36.0	
Management	10.4	12.6	12.6	18.2	9.7	12.3	11.0	
Property sales	1.4	1.3	3.4	(0.2)	2.1	1.1	2.3	
Mitsui Home	12.1	27.9	9.4	16.0	16.0	(1.2)	2.2	
Other	(4.5)	1.3	0.7	7.4	(4.0)	0.5	1.6	
Adjustments	(7.9)	(8.5)	(8.1)	(8.6)	(8.4)	(8.5)	(9.5)	
EBT	45.1	63.2	47.9	36.1	48.1	32.8	33.4	103.7
Net income	34.3	38.6	35.2	23.8	33.9	14.7	23.5	74.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 5〉 실적 및 주요 지표

(단위: 십억엔)

	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017F
	03/2006	03/2007	03/2008	03/2009	03/2010	03/2011	03/2012	03/2013	03/2014	03/2015	03/2016	03/2017	03//2018
Sales	1,159.3	1,229.2	1,360.0	1,418.9	1,384.8	1,405.3	1,338.1	1,445.6	1,515.3	1,529.0	1,568.0	1,704.4	1,784.7
Leasing	364.3	398.1	469.0	529.8	546.8	423.5	420.5	441.7	449.7	464.8	509.2	536.5	
Management	336.9	341.6	382.3	396.2	392.1	405.2	321.4	393.5	409.5	425.4	391.6	488.7	
Property sales	—	—	—	—	—	277.9	286.6	297.9	314.2	317.8	334.7	347.7	
Mitsui Home	187.5	194.0	188.7	182.1	159.8	205.1	207.6	209.0	237.1	242.2	247.5	247.2	
Other	—	—	—	—	—	93.5	102.0	103.5	104.8	78.8	85.1	84.3	
COGS	78.0%	76.7%	76.4%	77.4%	80.9%	81.0%	79.7%	79.4%	78.5%	78.5%	77.5%	76.8%	
Operating income	137.5	161.8	179.3	171.5	120.6	120.1	126.0	148.2	172.6	186.1	202.5	232.7	247.9
Leasing	67.9	81.4	90.7	99.5	99.8	88.9	95.7	104.4	109.2	107.9	124.1	135.8	
Management	44.7	49.2	57.8	48.6	12.1	16.2	15.7	23.1	27.1	45.5	44.5	65.3	
Property sales	—	—	—	—	—	32.1	34.4	41.6	49.9	49.3	52.4	53.8	
Mitsui Home	—	—	—	—	—	1.0	(0.8)	(0.1)	3.1	5.2	7.2	6.0	
Other	2.4	2.7	1.9	2.7	2.2	3.8	4.2	0.6	4.2	4.0	4.7	4.9	
Adjustments	(18.0)	(17.2)	(18.5)	(18.3)	(19.4)	(21.9)	(23.1)	(21.3)	(20.9)	(25.8)	(30.5)	(33.1)	
EBT	93.0	116.0	155.1	116.0	97.7	83.7	94.5	110.9	126.7	166.8	181.3	192.3	215.9
Net income	56.5	75.2	87.4	83.6	60.1	49.9	50.1	59.5	76.8	100.2	117.7	131.8	143.6
EPS(달러)	0.6	0.7	0.9	1.0	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2	1.4
EPS 증가율(%)	84.6	22.5	19.3	8.9	(22.4)	(9.8)	8.8	13.3	6.7	8.7	4.6	24.2	10.0
BPS(달러)	8.3	9.13	11.07	11.21	12.28	14.03	14.86	14.28	14.09	15.8	17.3	18.05	19.75
DPS(달러)	0.09	0.12	0.18	0.22	0.24	0.26	0.28	0.27	0.22	0.23	0.25	0.31	0.35
ROA(%)	1.9	2.4	2.5	2.3	1.6	1.3	1.3	1.4	1.7	2.1	2.3	2.4	3.7
ROE(%)	7.3	8.4	9.1	8.6	6.1	4.9	4.8	5.3	6.3	6.4	6.2	6.7	7.0
배당수익률(%)	0.4	0.4	1.0	2.1	1.4	1.6	1.4	0.8	0.7	0.7	1.1	1.4	NA
배당성장률(%)	15.1	16.4	20.1	23.1	32.2	38.7	38.5	32.5	25.1	24.7	25.2	25.5	25.5
순차입금(십억달러)	10	10.4	15.4	17.2	18.3	20.7	20.6	21.6	18.7	15.6	18.9	19.3	21.9
PER(x)	40.1	40.5	19.9	11.2	23.2	24.2	27.7	39.0	36.0	34.0	23.6	17.8	17.1
PBR(x)	2.8	3.2	1.8	1.0	1.4	1.2	1.3	2.0	2.2	1.9	1.4	1.2	1.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

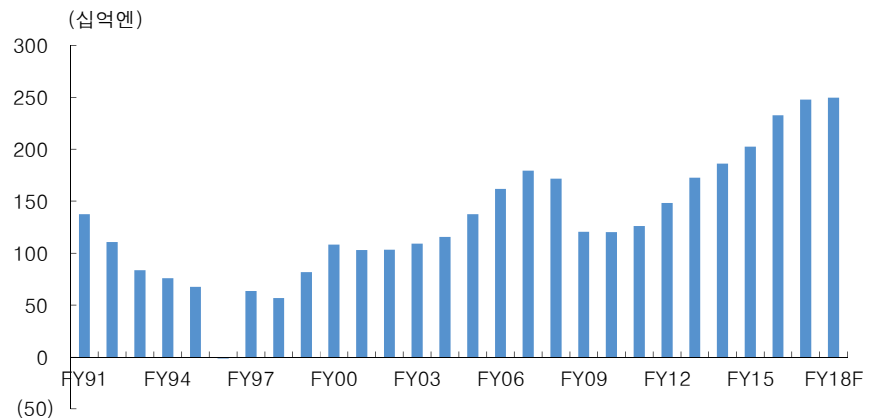
경쟁력: 시대에 맞는 사업전략

미쓰이부동산은 외환위기 당시던 1997년에만 단 한번의 적자를 냈을 뿐, FY2013부터 씬 없이 성장했다. 100년 이상의 초장수 기업답게 경기사이클에 따라 집중하는 사업과 전략이 상이했다.

근본적으로는 지속 가능한 성장을 위해 기존의 단기 분양수입 구조에서 다양한 자산의 개발과 운영으로 확대했다는 점이 포인트다. Leasing은 안정적 cash flow와 성장 요인이며 분양수입은 자산과 매출 성장의 중추적 역할을 한다. 이러한 균형적 비즈니스 모델은 시장 회복기, 가장 탄력적인 레버리지 효과를 제공했다.

1990년대 버블 붕괴 이전에는 맨션 분양이 주요 사업이었고 부동산 시장의 호황이라는 시대 흐름에 부응한 것이다. 그러나 버블 붕괴 이후 생존을 위한 사업재편과 구조조정을 시작했다. 적은 투자금 대비 안정적 수수료를 수취할 수 있는 매니지먼트 사업을 강화한 것도 어떤 상황에서도 cash flow를 확보하기 위함이었다.

[그림 5] 영업이익 트렌드 – FY1996에만 적자

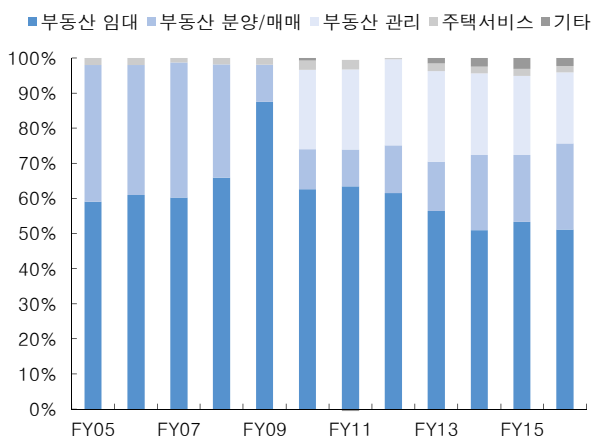


주: 연결조정 및 전사 비용 제외
자료: 미쓰이부동산, Bloomberg

버블 붕괴를 거치며 기존의 주택분양과 오피스에서, 복합개발로 확대하며 cash flow 중심의 경영으로 주목 받았다. 대표 사례가 2006년 100% 투자해 완공한 ‘라포르트 두요스’다. 도쿄 중심에서 쇼핑몰 위주의 복합개발이었다. 특히 미쓰이 부동산은 유동인구가 많고 교통인프라가 좋은 지역개발에 집중한다. 고령화라는 일본 특유의 변화를 읽었기 때문이다. 또한 소비패턴의 변화로 상품뿐 아니라 커뮤니티에 활용되는 장소로 만들었다. 이는 한국에서도 최근 시도되는 개발 사례다. 아베노믹스 정책 이후에는 다시 분양수입을 늘리고 있으며 적절한 부채비율 한도 내에서 개발 pipeline을 적극 확보하며 레버리지 효과를 극대화하고 있다.

최근 미쓰이부동산은 새로운 시도를 했는데 ‘sharing office’(공유 사무실)의 개발/임대다. ‘Workstyling Flex’ 서비스라 불리며 도쿄 2개 빌딩에서 이용할 수 있다. 올 하반기 도쿄 미드타운 Hibiya단지 내에서도 오픈 예정이다. 오피스 장기 임대를 필요로 하지 않는 기업들, 일제로 단기 프로젝트성 업무, 협력업체와의 업무가 필요한 기업들은 월 사용료 약 13만엔(1,200달러)을 기준으로 임차가 가능하다. 최근 사무실 단기 임대 니즈가 커지고 있다는 점에 착안한 것이다. 1년 이상 장기계약 시 1억엔 이상의 비용이 필요한 반면, 단기 사무실 임대료는 상대적으로 매우 낮아 효율성이 높다. ‘공유 경제’를 오피스 임대 시장에 접목한 사례다.

[그림 6] 미쓰이부동산의 영업이익 구성 변화



자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

[그림 7] 최근 오픈한 공유 사무실(shared office)

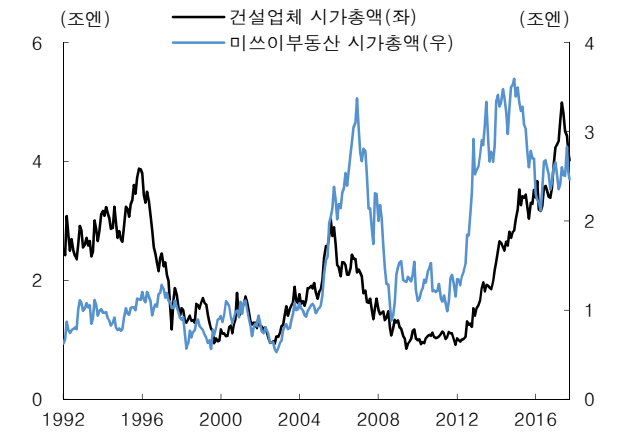


자료: 미쓰이부동산

그룹 시너지와 리츠

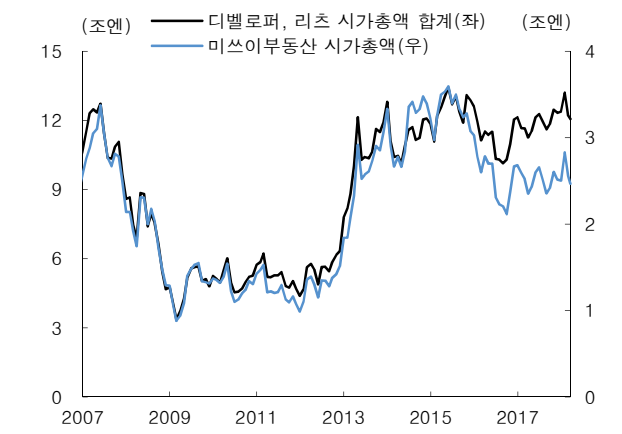
버블붕괴 이후 일본의 많은 중소 건설업체가 퇴출됐다. 이 갭은 미쓰이부동산, 미쓰비시지쇼, 스미토모부동산, 도큐부동산, 도쿄타테모노, 모리빌딩 등 6대 부동산 디벨로퍼가 채우기 시작했다. 대형 디벨로퍼는 수탁방식, 부동산 증권화(리츠) 방식 등으로 부동산 개발을 과점화하기 시작했으며 건설사의 역할은 축소됐다. 이는 디벨로퍼들이 거대 자본을 앞세웠을 뿐 아니라 다양한 역량을 보유한 계열사들과 시너지를 내기 시작했기 때문이다.

[그림 8] 미쓰이부동산 주가와 건설사 상위 5개사 주가



자료: Bloomberg, 한국투자증권

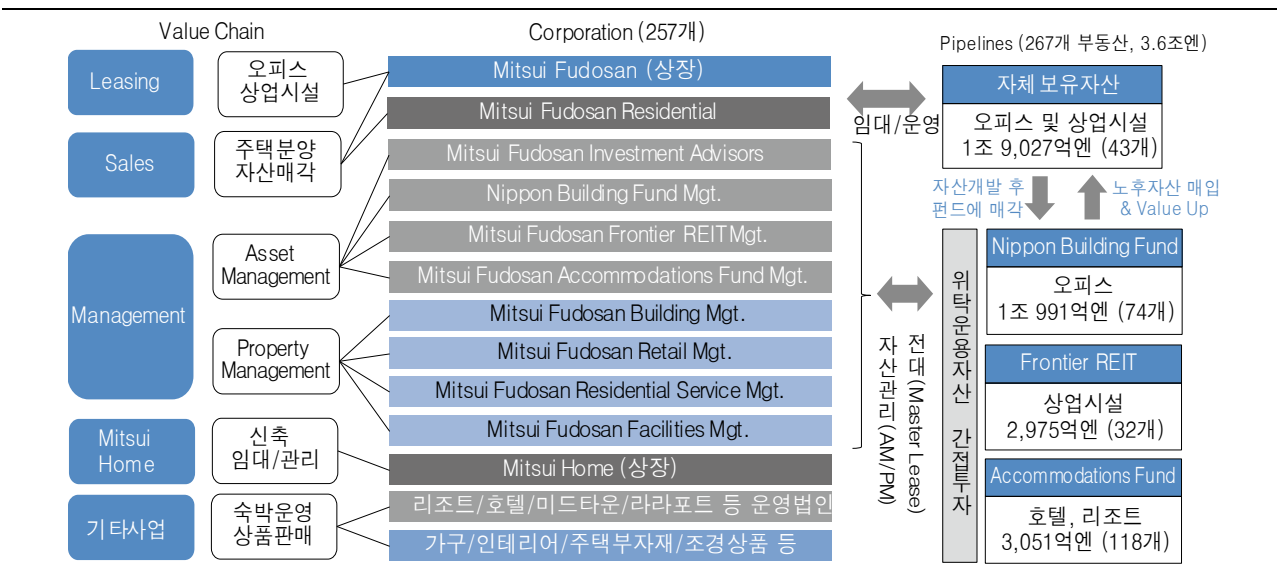
[그림 9] 미쓰이부동산 주가와 리츠 업종 주가



자료: Bloomberg, 한국투자증권

미쓰이부동산 그룹은 257개의 다양한 계열사로 구성되어 있다. 본사인 미쓰이부동산은 부동산을 개발하고 자회사 미쓰이레지덴셜은 맨션(주택) 분양을, 주택건설은 미쓰이홈이, 임대와 관리사업은 본사를 포함한 각 전문화된 계열사를 통해 운영하는 방식이다.

[그림 10] 미쓰이부동산 그룹 사업부



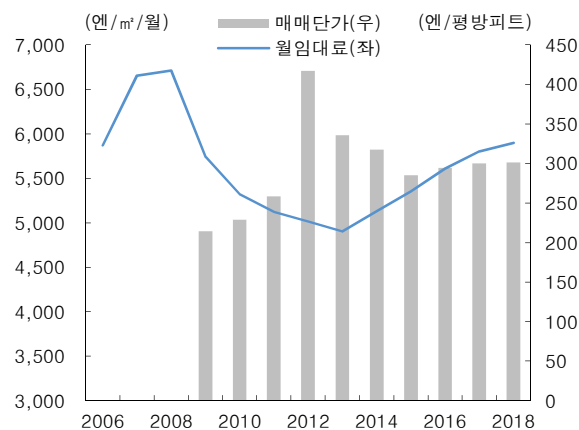
자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

이 중 주목할 만한 계열사는 미쓰이부동산이 지분 46%를 보유한 ‘NBF(Nippon Building Fund)’등 5개의 대형 리츠다. 자산유동화의 필요성과 저금리 시대에 안정적 배당의 욕구가 늘며 미쓰이부동산은 부동산펀드나 리츠 등을 통해 부동산을 활용자산으로 이용하기 시작했다.

미쓰이레지덴셜은 연평균 5~6천세대의 주택을 분양한다. 2008년까지 개발 후 자산매각 대상자의 비중은 개인과 기업/투자자 비중이 비슷했으나 2010년부터 REITs 시장이 커지며 기업/투자자 대상 매출이 가파르게 증가했다. NBF와 같은 리츠나 사모펀드의 경우, 전문 운용능력이 부족해 자산 매입 후 미쓰이부동산과 관리 계약을 다시 체결한다. 자산 매각 후에도 운용관리 사업을 통해 지속적 매출을 창출하는 선순환 모델이며 그룹의 장점이다.

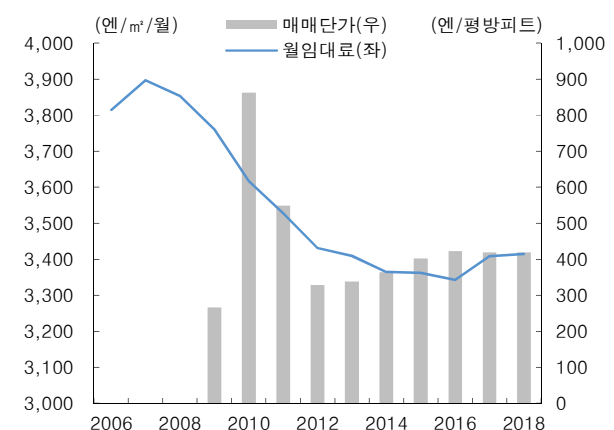
미쓰이부동산이 앵커인 ‘Nippon Building Fund’는 일본 최대의 오피스빌딩 전문 리츠다. 총 자산 1조엔으로 프라임급 오피스에 집중 투자한다. 미쓰이스미토모 금융지주의 자본력과 미쓰이부동산의 개발 역량이 맞물려 도심 중심으로 포트폴리오를 구성했다. 공실률은 2% 미만이며 기초자산의 70%는 동경, 30%는 동경 외 지역이다. 일본 내에서도 6개 주요 도시와 기타 도시의 지가와 오피스 매매가격/임대료의 차이는 크다. 6개 도시 내에서도 동경과 오사카의 오피스 매매가격과 임대료는 격차가 커지고 있다.

[그림 11] 도쿄 오피스 매매단가와 월임대료



자료: Miki Shoji, RCA, Bloomberg

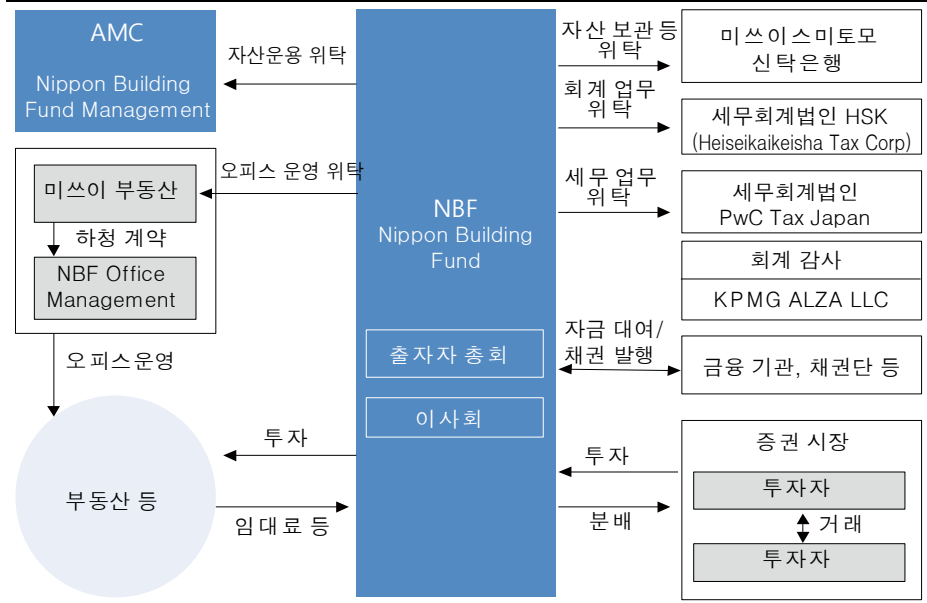
[그림 12] 오사카 오피스 매매단가와 월임대료



자료: Miki Shoji, RCA, Bloomberg

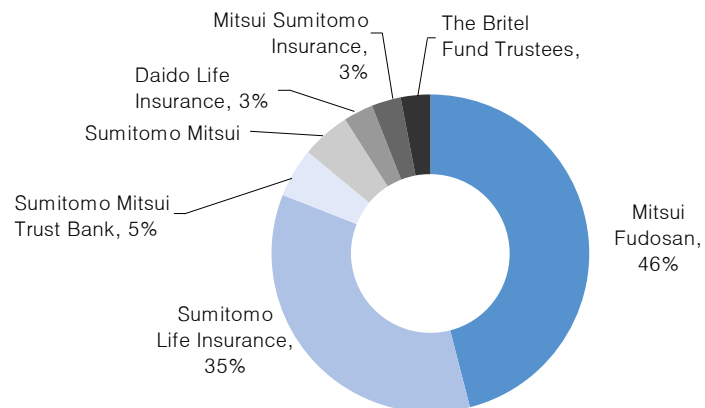
NBF는 미쓰이부동산의 분양사업부와 부동산 관리부문의 실적으로 인식된다. 거대 부동산기업의 리츠 참여는 일본 리츠 시장의 성장에 일조했다. 이같은 앵커리츠는 부동산기업에 개발 pipeline을 제공하는 동시에, 향후 부동산 개발 매각의 좋은 vehicle이 된다. 이는 개발 자산의 유통거래가 어려운 한국에게 시장 시스템이나 개별 기업 차원에서 커다란 시사점을 준다.

[그림 13] 미쓰이스미토모 그룹의 Nippon Building Fund 구조



자료: NBF, 한국투자증권

[그림 14] Nippon Building Fund 주주 구성(2017년)



자료: NBF, 한국투자증권

리스크 점검: 호텔 과잉 공급 우려

미쓰이부동산의 개발 상품 중 하나는 호텔과 리조트다. 미쓰이부동산은 2020년까지 호텔 객실수를 5,800개에서 1만개로 늘릴 계획이다. 주로 도쿄와 교토, 후쿠오카 지역에 집중하고 있다.

그러나 일본 주요 도시에서 호텔 과잉공급 가능성이 우려되고 있다. 2020년 도쿄 올림픽을 앞두고 당초 호텔 공급이 부족할 것으로 추정됐지만 숙박시설도 급속히 건설되었다. 오사카와 교토에는 수요 대비 약 1만객실이 초과하는 것으로 추정된다. 2020년까지 일본 전역에서 45만개의 객실이 사용 가능한데, 올해에만 8개 주요 도시에 총 8만개의 호텔객실이 공급된다. 지역별 증가율은 교토가 57%, 오사카 42%, 도쿄 31% 등이다. 1년 전, 총 6.5만개의 객실이 증가할 것으로 예상했던 CBRE의 예상치를 초과하는 것이다.

호텔 확장은 미쓰이부동산뿐만이 아니다. 2017년 가을, 노무라부동산은 ‘Nohga’ 브랜드로 호텔사업 진출을 선언했고 노가호텔은 도쿄 JR우에노역 인근에 130여개 객실의 호텔을 오픈했다. 이를 포함, 총 2천개 객실을 보유할 계획이다. 미즈비시 부동산은 2018년 초 ‘The Royal Park Canvas’를 런칭하고 도쿄/오사카/교토/고베에 9개 호텔을 2021년까지 개장한다. 이외에 외국계 호텔 운영사인 하얏트, 메리어트인터내셔널 등도 일본 진입을 서두르고 있다.

〈표 6〉 미쓰이부동산의 호텔 공급 예정

(단위: 객실)

FY	프로젝트	타입	위치	객실수
2016	Mitsui Garden Hotel Kyobashi	Grand hotel	Chuo-ku, Tokyo	230
	Mitsui Garden Hotel Nagoya Premier	Grand Premier	Nagoya, Aichi	300
2017	Hotel the Celestine Kyoto Gion	The Celestine	Kyoto, Kyoto	160
	Hotel the Celestine Kyoto Ginza	The Celestine	Chuo-ku, Tokyo	100
2018	Mitsui Garden Hotel Otemachi	Grand hotel	Chiyoda-ku, Tokyo	190
	Mitsui Garden Hotel Gotanda	Grand hotel	Shinagawa-ku, Tokyo	370
	Mitsui Garden Hotel Nihonbashi Premier	Grand Premier	Chuo-ku, Tokyo	260
	Mitsui Garden Hotel Kanazawa	Grand hotel	Kanazawa, Ishikawa	170
2019	Hakataekimae 2-Chome Hotel	Grand hotel	Fukuoka, Fukuoka	300
	Halekulani Okinawa	Resort Hotel	Kunigami-gun, Okinawa	360
	Ginza 5-Chome Hotel	Grand hotel	Chuo-ku, Tokyo	340
2020	Four Seasons Hotels and Resorts	Luxury Hotel	Chiyoda-ku, Tokyo	190
	Toyosu 2nd District 2-1	미정	Koto-ku, Tokyo	230
	Taipei Zhongxiao Xincheng Hotel	미정	Taipei City, Taiwan	300

자료: 미쓰이부동산, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Appendix. 글로벌 기업 커버리지 현황

한투증권 리서치 글로벌 기업 커버리지 및 발간 일정

(단위: 십억달러)

순번	일정	업종	국가	기업명	티커	시가총액
1	2월 19일	정보기술	미국	ALPHABET	GOOGL US Equity	762.6
2	2월 20일	정보기술	미국	FACEBOOK	FB US Equity	492.6
3	2월 21일	정보기술	미국	MICROSOFT	MSFT US Equity	717.1
4	2월 22일	건강관리	미국	UNITEDHEALTH GROUP	UNH US Equity	219.4
5	2월 23일	산업재	미국	3M	MMM US Equity	138.4
6	2월 26일	산업재	미국	LOCKHEED MARTIN	LMT US Equity	95.9
7	2월 27일	금융	미국	JPMORGAN CHASE	JPM US Equity	393.4
8	2월 28일	자유소비재	미국	HOME DEPOT	HD US Equity	208.0
9	3월 02일	통신서비스	미국	AT&T	T US Equity	223.2
10	3월 05일	통신서비스	일본	SOFTBANK GROUP	9984 JP Equity	88.5
11	3월 06일	필수소비재	미국	WAL-MART STORES	WMT US Equity	260.5
12	3월 07일	정보기술	미국	APPLE	AAPL US Equity	889.2
13	3월 08일	정보기술	미국	VISA	V US Equity	257.4
14	3월 09일	정보기술	미국	ALIBABA GROUP	BABA US Equity	509.5
15	3월 12일	자유소비재	미국	MCDONALD'S	MCD US Equity	126.6
16	3월 13일	정보기술	중화권	TENCENT HOLDINGS	700 HK EQUITY	565.0
17	3월 14일	자유소비재	미국	TESLA	TSLA US Equity	52.5
18	3월 15일	산업재	미국	UNION PACIFIC	UNP US Equity	107.4
19	3월 16일	금융	미국	CITIGROUP	C US Equity	186.7
20	3월 19일	산업재	미국	BOEING	BA US Equity	198.3
21	3월 20일	자유소비재	유럽	ADIDAS	ADS GR Equity	50.1
22	3월 21일	정보기술	미국	NVIDIA CORP	NVDA US Equity	151.0
23	3월 22일	필수소비재	미국	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	PM US Equity	155.7
24	3월 23일	정보기술	중화권	BOE TECHNOLOGY GROUP	000725 CH EQUITY	31.4
25	3월 26일	산업재	일본	MITSUMI FUDOSAN	8801 JP Equity	23.2
26	3월 27일	자유소비재	미국	NETFLIX	NFLX US Equity	137.8
27	3월 28일	자유소비재	미국	AMAZON.COM	AMZN US Equity	768.0
28	3월 29일	에너지	미국	EXXON MOBIL	XOM US Equity	313.5
29	3월 30일	산업재	미국	UNITED TECHNOLOGIES	UTX US Equity	101.7
30	3월 30일	자유소비재	미국	BOOKING HOLDINGS	BKNG US Equity	103.3

주: 3월 22일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

글로벌 기업 분석 보고서 발간 현황

발간일	제목	분석 기업
2017.1.6	2017 일본 추천종목 12선	소프트뱅크, 일본전산, 히타치 등 12종목
2017.2.16	미국 대표종목 10선(IT)	애플, 알파벳, 마이크로소프트 등 10종목
2017.3.29	미국 대표종목 8선(산업재)	GE, 유니언퍼시픽, 3M 등 8종목
2017.5.18	미국 대표종목 6선(금융)	JP 모건,뱅크오브아메리카 등 6종목
2017.6.9	스마트팩토리, 4차 산업혁명의 생생한 현장	지멘스, 미츠비시전기, 화낙 등 6종목
2017.6.27	다시 주목 받고 있는 3D 프린팅 산업	3D Systems, Stratasys 등 3종목
2017.8.10	미국 대표종목 7선(제약/바이오)	유나이티드헬스그룹, J&J 등 7종목
2017.9.14	미국 유망 중소형주 투자 아이디어 - 독특한, 독보적 사업 모델 기업 찾기(1)	Idexx Laboratories, Intuitive Surgical 등 8종목
2017.9.25	글로벌 대표기업 40선 #1	애플, 알파벳, 엔비디아 등 24종목
2017.9.25	글로벌 대표기업 40선 #2	아마존, 넷플릭스, 아디다스 등 16종목
2018.1.9	글로벌 보일러/운수기 산업 - 중국 시장 성장, 에너지 고효율 제품 증가	AO Smith, 린나이, 미우라공업 등 6종목
2018.1.23	미국 유망 중소형주 투자 아이디어 - 독특한, 독보적 사업 모델 기업 찾기(2)	Oshkosh, Mercado Liber 등 8종목

자료: 한국투자증권