

REPORT

【J-REIT コメント】 良い REIT は ROA と不動産収益率でわかる

2009年2月9日

株式会社 住信基礎研究所

REIT 投資顧問部 河合延昭

J-REIT において、デット調達コスト(支払金利の他、融資関連費用などを含む)の負担増の度合いが、EPS の銘柄格差拡大を助長している。短期的には、多くの銘柄において EPS に対するデット調達コストの削減効果は大きい。ただ資金調達環境が厳しい中では、中長期的な EPS の安定性・成長の確保はやはり ROA に大きく依存する。J-REIT 市場における再編期待も高まっているが、ROA ないしその主要素である不動産収益率が重要な評価ポイントとして再認識されることが考えられる。

REIT 市場概況

2008年の東証 REIT 指数(配当込み)は、世界的な金融不安を背景に下落の一途をたどり、最終的に年間収益率は-48.6%となった(2007年-3.1%)。また、2008年12月末の STBRI J-REIT Index 予想配当利回りは 7.03%へ上昇(2007年末 3.89%)、10年国債利回りとのイールドスプレッドは 5.86%(2007年末 2.38%)まで拡大した。先行銘柄の一部は配当利回り 4%台、PBR^(注1) 1 倍超を維持する一方、半数近い銘柄が配当利回り 10%超、PBR0.5 倍以下と格差が広がり、後者は継続企業(going concern)の前提では説明しがたいバリュエーション指標となっている。

2008年の J-REIT による物件取得額は 1 兆円程度と 2007年に比べて 3 割減少した。特に、10~12月の物件取得は前年同期の 1 割に止まっている。それまでの過熱気味だった取得競争が緩和し、取得チャンスが到来しつつあるものの、資金調達力の低下で追加取得による成長を中断、また物件売却による分配金捻出や売却資金による負債弁済まで余儀なくされている銘柄も少なくない。

銘柄格差が広がる負債調達構造。借入条件の悪化が EPS を圧迫

先行銘柄の借入スプレッドが引続き低位を維持する一方、既存借入のリファイナンスが経営の最優先課題とする銘柄も少なくない。スポンサーを含めた信用力向上が急務となり、新たなスポンサーの参画や交代といった形での再編事例も複数みられた。直近のリファイナンス状況を見ると、一部銘柄ではスプレッドの拡大に加えて融資関連費用が多額に嵩むなど、デット調達コスト^(注2)の負担増が EPS^(注3)を大きく圧迫する銘柄も少なくない。1口当たりでみたデット調達コストが EPS(不動産売却益除く)の 2 割程度に止まるものから、それが EPS を上回るものまであり、EPS の銘柄格差拡大を助長している。

昨年末、J-REIT の資金繰りに対する政府の緊急支援策に期待が高まった。ただ、深刻化する経済環境を踏まえると、デット調達環境が一気に好転するとは期待しがたい。一方、不動産賃貸市況はピークアウトしており、賃貸事業利益の増加でデットコストの負担増を吸収することも容易でない。EPS の圧迫要因となっているデットコスト負担の増加リスクには引続き注意が必要である。

ROA や不動産収益率が相対的に高く、維持できる銘柄であることが重要

デット調達環境がやや緩和されたとしても、J-REIT の運営上、当分の間はレバレッジ(総資産に対する有利子負債の比率)を総じて抑制基調とせざるを得ないであろう。加えて増資による BPS^(注4) 上昇も強く期待できないとなれば、EPS の安定性と成長は ROA^(注5) に大きく依存することとなる。

ROA に影響を及ぼす要因は、①不動産収益率(NOI 利回りないし償却後利回り^(注6))、②負債コスト、③資産運用報酬などの投資法人販管費率である。銘柄毎の ROA は、高位で 2% 台後半から 3% 程度、低いものでは 1% 前後も多くあり、銘柄間格差は大きい。また、その格差は負債コストだけでなく、運用不動産の収益率(ポートフォリオ NOI 利回り)の格差が大きな要因となっている点に注目したい。

ROA の安定性に関しては、いくつかの銘柄は、上場来、ポートフォリオ NOI 利回りの水準を概ね 5%~6% 程度で維持しており、デット調達コストが徐々に上昇するなかでも ROA を低下させることなく運営できている。一方、最近のデット調達コストの上昇が要因で ROA を下げている銘柄も多いが、中には過去にポートフォリオ NOI 利回りを大きく下げるような物件取得をした銘柄もある。これらは、仮にデット調達コストを少々削減できたとしても、ROA の目に見えた上昇にはつながらない。J-REIT 市場における再編期待も高まる中、合併等も含め、生き残る銘柄か否かは、ROA ないし不動産収益率がリスクに見合った適正水準で運用されているか否かが見極めポイントとして再認識されよう。

注 1: PBR (Price Book-value Ratio): 株価純資産倍率。本稿では J-REIT の時価総額が、会計上の解散価値(純資産)の何倍であるかを表す指標として使用。投資口価格 ÷ 1 口当たり純資産。

注 2: デット調達コスト = 支払利息 + 投資法人債利息 + 融資関連費用 + 投資法人債発行費償却

注 3: EPS (Earnings Per Share): 一株当たり利益。本稿では J-REIT の 1 口当り当期純利益として使用している。

EPS (1 口当り当期純利益) = 当期純利益 ÷ 発行済総投資口数

注 4: BPS (Book-value Per Share): 一株当たり純資産。本稿では J-REIT の 1 口当たり純資産として使用している。

注 5: ROA (Return On Asset): 本稿では、総資産経常利益率をいう。

注 6: NOI (Net Operating Income): 減価償却前賃貸事業利益。本稿では J-REIT の運用不動産ポートフォリオの NOI。

NOI 利回り: NOI ÷ 不動産ポートフォリオ価格(取得価格合計等)

償却後利回り: 減価償却費控除後賃貸事業利益 ÷ 不動産ポートフォリオ価格(取得価格合計等)

※「QUICK 不動産・REIT 市況分析情報 VOL.19 (2009/1/22 配信)」(発行:株式会社 QUICK) 寄稿原稿抜粋

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-jreit/jreit.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。