



# REITの再編動向と今後の投資環境について

---

REITアナリスト 山崎成人

前半でユナイテッド・アーバン投資法人と日本コマース投資法人の合併について解説し、後半で指標に基づいたREIT投資の見方についてお話をする予定ですが、時間の関係で詳しくは説明出来ません。

REITのパフォーマンスの見方や増資の妥当性についての判断等を、財務指標を使って検証する方法があり、今回はこの一部を解説致します。

更に詳しい説明については、改めて8月に個人投資家セミナーを開催し、より実践的な説明をしたいと考えていますので、宜しければご参加頂ければと思います。

(セミナーについては後日Webサイトで案内予定)

平成22年6月15日 18:20-20:45 ベルサール八重洲

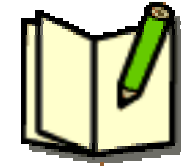
主催／アイビー総研(株)



## 《本日の内容》

---

1. ユナイテッドアーバン投資法人(略称;UUR)と  
日本コマーシャル投資法人(略称;NCI)の合併の解説
2. 指標で見るREITのパフォーマンス



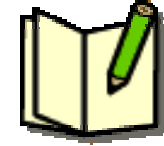
# 1. UURとNCIの合併について(1-1)

吸収合併されるNCIとはどのような投資法人なのか

財務指標(直近2期の平均値)

		NCI	UUR
総資本利益率(年換算)	(=経常利益/平均総資本)	1.0%	3.1%
払込資本利益率(年換算)	(=経常利益/平均払込資本)	2.4%	6.7%
B/S上の出資額(1口当り)	(=出資総額/発行済投資口数)	453,586円	538,055円
ポートフォリオNOI利回り	(=NOI/取得価格)	4.5%	6.3%
保有物件数		37件	50件
保有総額(取得価格ベース)		241,793百万円	219,926百万円

上の表を見ると分かるように、NCIの総資本利益率・払込資本利益率はかなり低く、特に払込資本利益率は、REITの上位銘柄では8%/年に達していて、中位銘柄でも5%超になっている事を考えると、NCIの数値はかなり低いと言える。



## 1. UURとNCIの合併について(1-2)

---

ポートフォリオNOIで見ると、NCIは4.3%になっている。

参考までに他銘柄のそれを見ると、

日本ビルファンド 5.3%、グローバル・ワン不動産 5.5%、

フロンティア不動産 5.8%、日本ロジスティクスファンド 6.4%

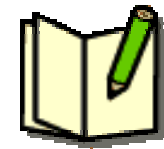
旧アドバンス・レジデンス 5.4%、日本アコモデーションファンド 4.8%

であり、NCIの保有資産の質から見ても、ポートフォリオNOI利回りは低すぎると言える。

「従って、UURとしては、少なくとも自らのポートフォリオNOI利回りと近似になるような合併をしなくては、UURの投資主の反感を買う恐れもある」

「前述のNCIの資本効率の低さを改善しないと合併後の増資も難しくなるので、

総資産の圧縮は必須でもあった」



# 1. UURとNCIの合併について(1-3)

---

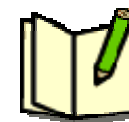
それぞれの投資家にとっての見方は

## UUR側

1. 合併によって保有資産のパフォーマンスは向上しないが、資産規模の拡大によって分散効果が高まり、保有している物件の大口テナント退去等の影響が軽減される。(ポートフォリオの分散効果が大きい)
2. 一挙に外部成長が図れたので、投資口の流動性が高まった。

## NCI側

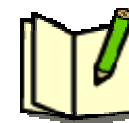
1. 資本効率の低さと保有物件の利回りの低さは改善不可能に近かったので、エクイティを大きく毀損して回復することになってしまった。(約6分の1に圧縮)
2. 効果の高い合併によって、新投資口の上昇を期待するのが現実的な判断になると言える。(他に自律反転の策はなさそう)



## 2. 指標で見るREITのパフォーマンス(2-1)

---

REIT市場の動きや投資口価格の動きが不安定なのは、REITの見方が定まっていない(分からない)からだと言える。この為に、外的要因によって左右され易い商品になっているが、インカムゲイン投資商品としての本質は、2001年9月のREIT創設以来それ程の大きな変化はない。従って、REITの動きを投資口価格だけで追えば、今後も説明の難しい動きが続くが、インカムゲインに着目すれば明確な指標も存在する。



## 2.指標で見るREITのパフォーマンス(2-2)

---

### ☆ 財務指標を使った見方

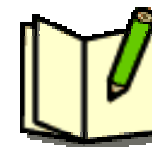
財務分析に利用される指標は色々あるが、その中から比較的簡単な指標を用いてREITのパフォーマンスをチェックする。

#### 「経常利益率と営業外費用率の比較」

REITでは大半の銘柄が営業総利益(賃貸収入－賃貸費用)が50%を超えていて個々の銘柄の利益率の差も投資口価格との関連性は少ない。

従って、簡単に言えば、REITの格差は不動産賃貸事業の差よりも、資産運用の巧拙によって生じているとも言える。(資産運用によって経常利益率に偏差が生じている)

投資家から見ると、不動産賃貸事業によって生じた利益がどのように配分されているかをチェックする事で、各銘柄のパフォーマンスを知ることが出来る。



## 2.指標で見るREITのパフォーマンス(2-3)

### ①上位5銘柄(直近2期の平均値)

銘柄	FRI	JLF	MTR	GOR	JRE	平均値	分配比率
経常利益率	48.1%	44.6%	56.1%	41.7%	40.3%	46.1%	87:13
営業外費用率	5.2%	4.9%	9.3%	7.0%	7.5%	6.8%	
LTV	24.8%	24.5%	43.9%	37.1%	40.2%	34.1%	

### ②平均的5銘柄(直近2期の平均値)

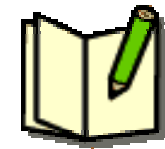
銘柄	UUR	FCRI	NBF	JPR	FRC	平均値	分配比率
経常利益率	42.8%	40.5%	36.9%	38.3%	33.1%	38.3%	80:20
営業外費用率	9.5%	8.7%	9.0%	10.3%	9.5%	9.4%	
LTV	44.1%	26.2%	43.2%	45.5%	43.8%	40.6%	

### ③下位5銘柄(直近2期の平均値)

銘柄	NHF	NCI	PRI	JSR	JOI	平均値	分配比率
経常利益率	25.8%	16.6%	12.5%	13.8%	9.3%	15.6%	35:65
営業外費用率	30.4%	28.0%	26.5%	28.4%	27.0%	28.1%	
LTV	47.6%	51.3%	49.5%	52.0%	45.1%	49.1%	

※網掛け銘柄は対象期に不動産売却があった事を示している。





## 2.指標で見るREITのパフォーマンス(2-4)

---

### 「前頁の表の解説」

表は、エクイティへの配分率によって、上位5銘柄、平均的5銘柄、下位5銘柄に分けて表示したものである。

通常は最もリスクを負っているエクイティへ厚く配分すべきであるが、比較すると必ずしもそうではないことが分かる。

- ・上位銘柄の配分率 = エクイティ 87 : デット 13
- ・平均的銘柄の配分率 = エクイティ 80 : デット 20
- ・下位銘柄の配分率 = エクイティ 35 : デット 65

このように経常利益率と営業外費用率を比較することで、各銘柄のパフォーマンスの良否を見分けることが出来る。

# より専門的なデータを手に入れたい方は

Webサイト「REIT DATA」 (有料会員制、一部無料コンテンツもあり)

<http://www4.plala.or.jp/real-estate/>

主宰: REITアナリスト 山崎成人

- ・各銘柄モニタリングレポート
- ・投資銘柄のパフォーマンス
- ・全銘柄全決算実績
- ・J-REIT全物件データ

ご利用料金 / 月額8,400円

J-REIT (日本版不動産投資信託) DATA REITアナリスト 山崎成人

ログイン 会員登録 掲載データ一覧 TREND NEWS 業務案内

J-REIT (日本版不動産投資信託) に関する専門データの提供サイトです。

詳細なデータや各銘柄の分析情報等をご覧頂くには、会員登録(有料)が必要です。掲載データ一覧に、会員限定コンテンツの一部をサンプルとして紹介しており、どなたでもご覧いただけます。詳細なデータや比較分析評価をご覧になりたい方は、会員登録(有料)をお願ひ申し上げます。【初回登録は3ヶ月契約】(以降6ヶ月毎更新)

REIT TREND NEWS ~REITトレンドニュース~

REIT最新＆最重要ニュースをピックアップして定期発行いたします。REIT業界の内部に精通するREITアナリストが、他では知り得ない情報を盛り込んでお届けします。(有料配信) 会員以外の方でもお申し込みできます。詳しくはこちら

<セミナーのご案内>

テーマ 【J-REIT投資研究】 <講師> 山崎成人

日時・会場 平成16年9月24日(金) 13:30~16:30 / 東京証券会館(東京都中央区日本橋茅場町)

主催 金融財研研究会 →詳細はこちら

2004. 9. 8 会員登録 J-REITの取得価格研究(オフィスビル編) New!

- 地区別オフィスビルNOI利回り
- 銘柄別オフィスビルNOI利回り

2004. 9. 1 会員登録 フロンティア不動産投資法人 今後の運用方針について New!

2004. 8. 25 一般発表 REIT TREND NEWS 第19号発行 New!

- 格付取得と投資主構成

2004. 8. 10 一般発表 REIT TREND NEWS 第18号発行

- REITの競争が激化

本資料は当セミナーにおける情報提供のみを目的としたものであり、投資勧誘を目的として作成されたものではありません。  
本資料で提供している情報は万全を期していますが、その情報を保証しているものではありません。  
また、本資料の記載されている内容は将来予告なしに内容が変更される可能性があります。