

証券投資の視点

リート・セミナー(2)

住居主体型リート

2015年2月

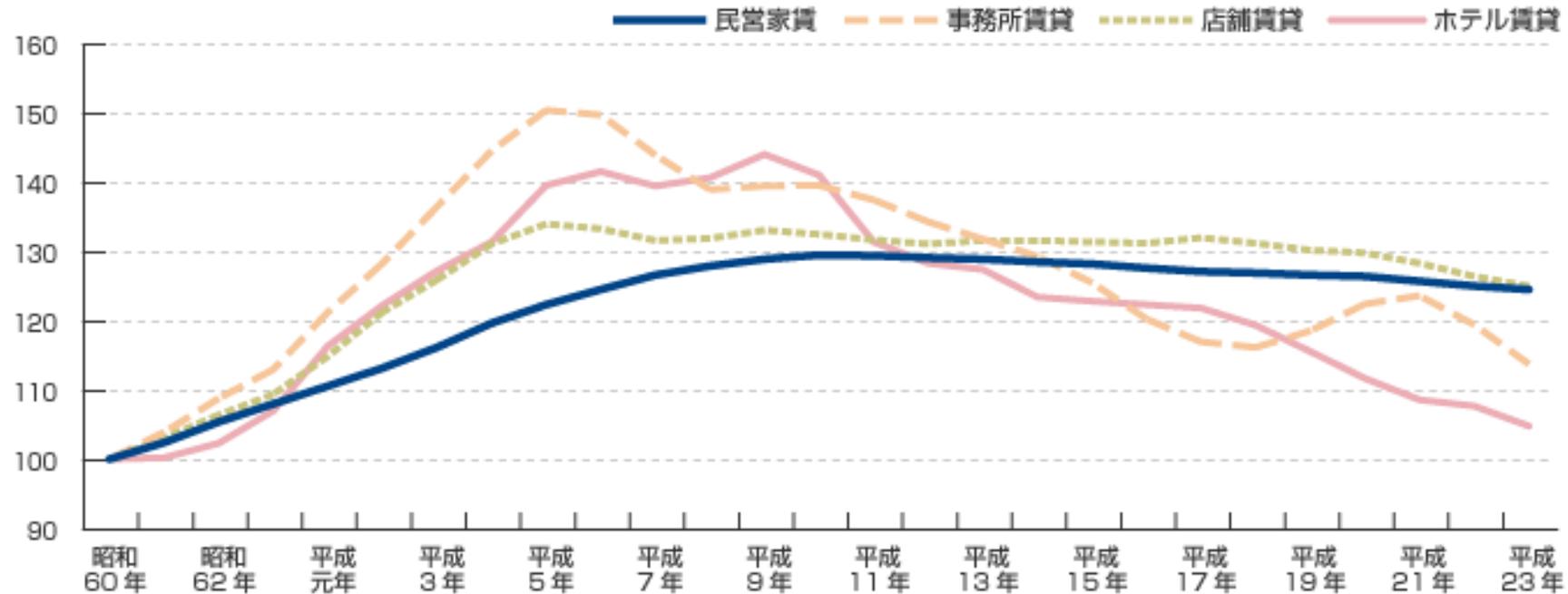
株式会社ジー・シー・エス
代表取締役 中湖 康太

<http://www.gcs.global>

住居主体型J-REITの魅力と投資の視点

- 相対的に安定的な賃料
- 相対的に高い分配金利回り
- 個性ある銘柄の存在
- 財務レバレッジ、財務体質
- スポンサー力をどう見るか

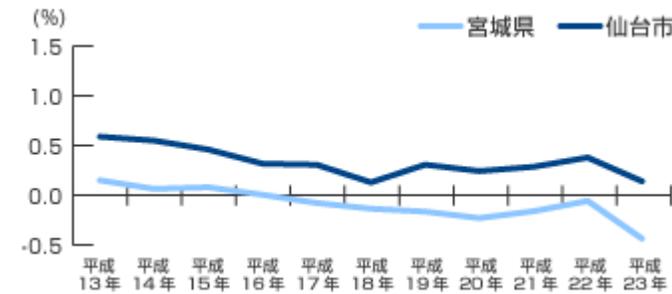
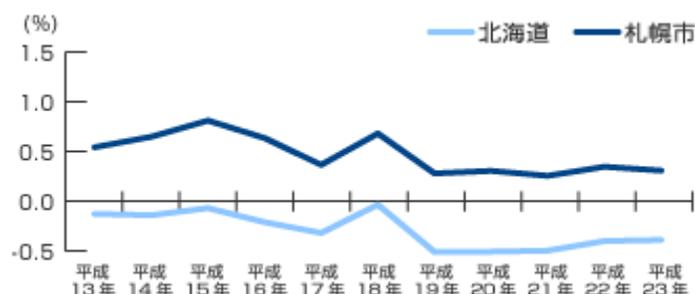
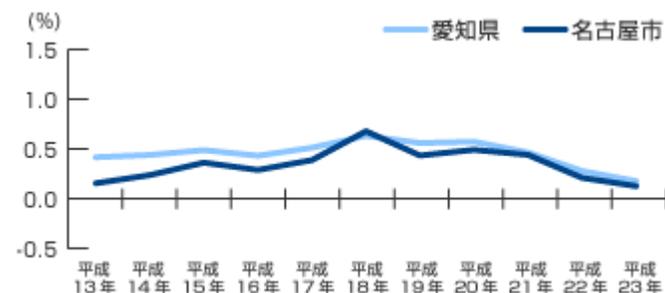
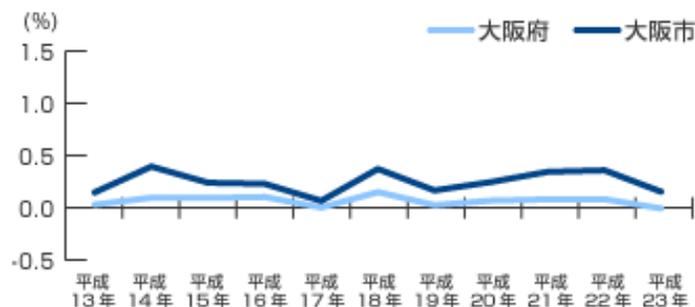
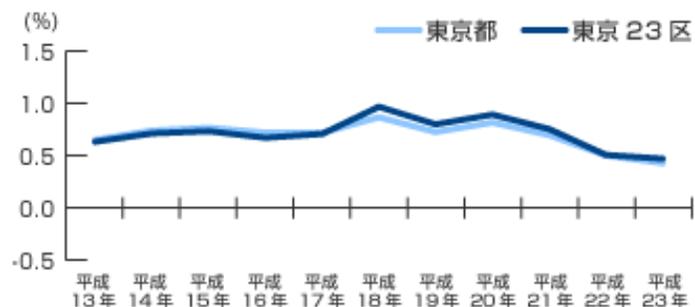
住居主体型J-REIT投資の魅力: 相対的に安定的な賃料



(注) 賃貸住宅市場の分析においては、東京経済圏について東京23区のみを、地方経済圏について札幌市、仙台市、名古屋市、大阪市、広島市及び福岡市（以下、これらの都市を総称して「主要な地方政令指定都市」といいます。）のみを対象とします。

(出所)日本銀行「企業向けサービス価格指数」、総務省「消費者物価指数」、KDR

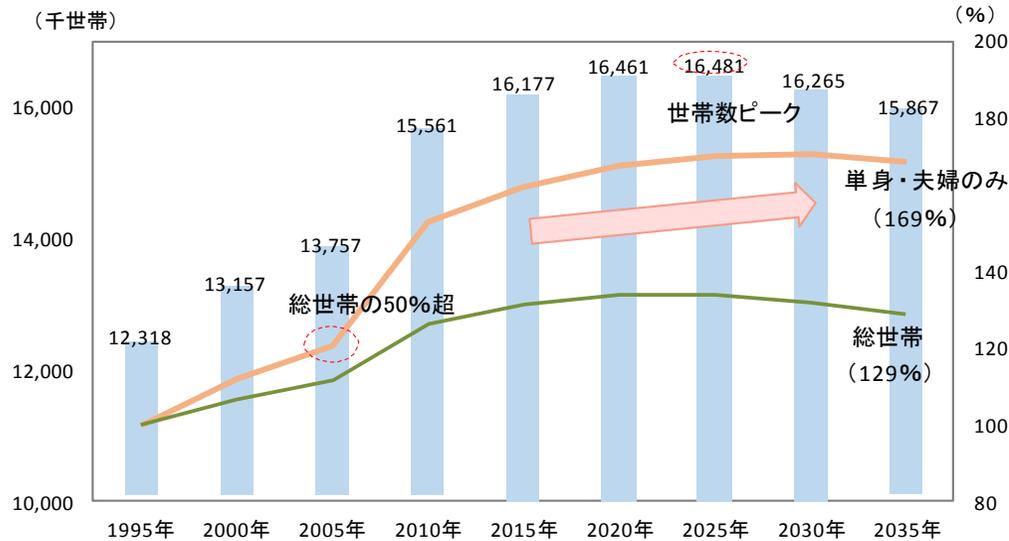
主要都市の居住人口推移



(注)居住人口の推移は、総務省「住民基本台帳人口移動報告(各年3月末日現在)」における人口を前年比で表示しています。また、平成18年に住民基本台帳における転出時期の取扱いが変更されています。(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」、KDR

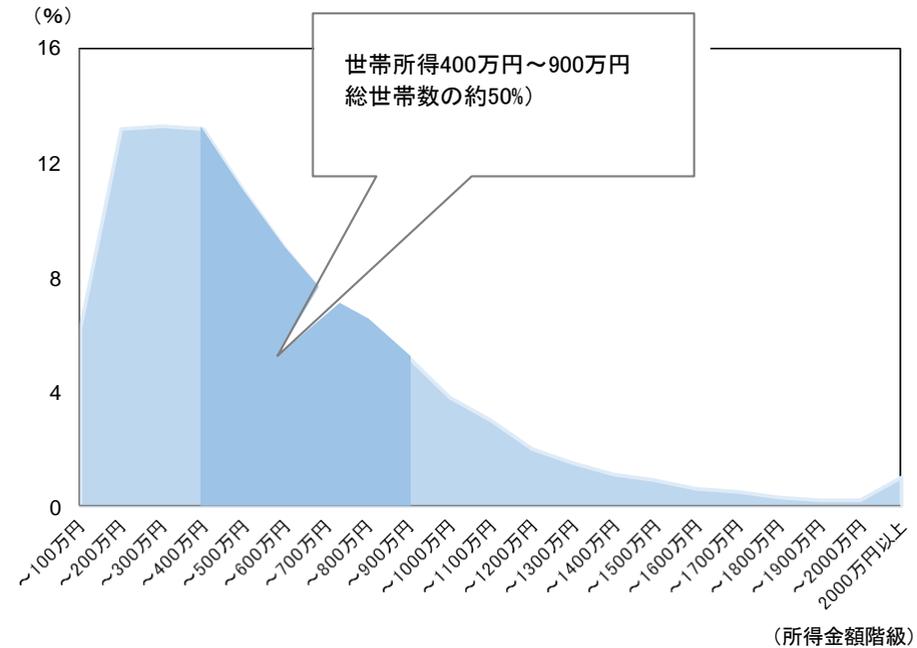
単身・夫婦のみの世帯数は増加傾向 世帯所得は400~900万円が約50%

世帯数の推移(東京都)



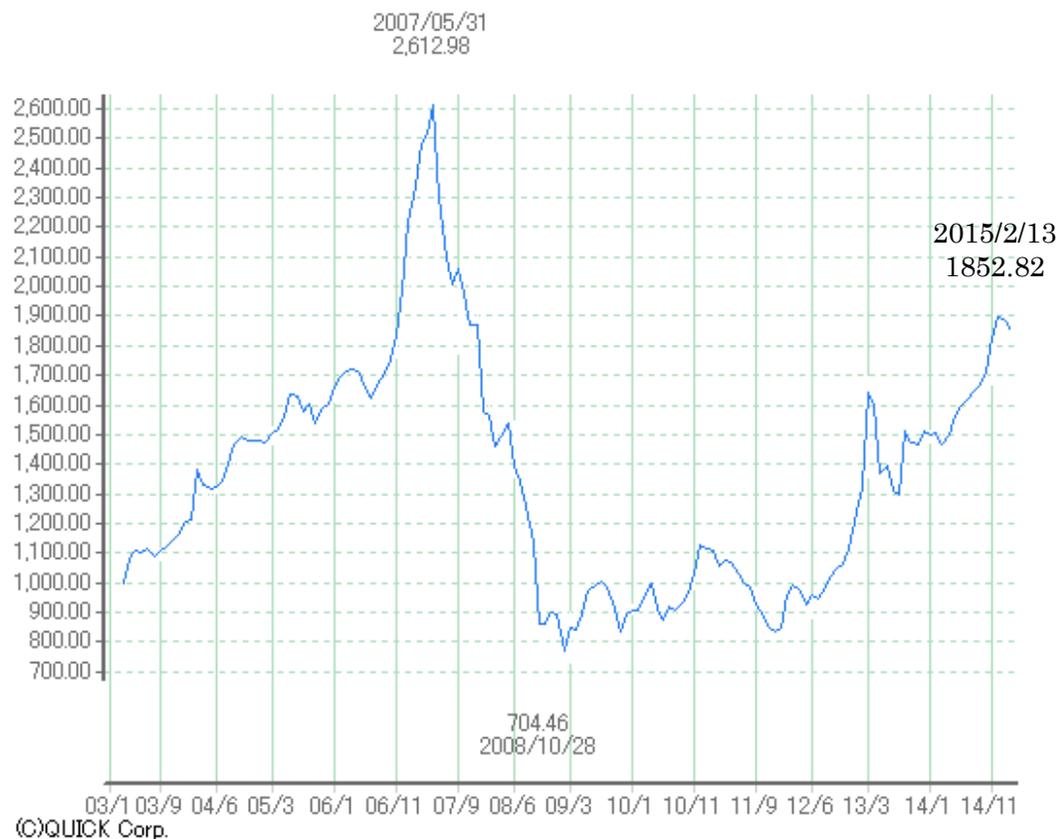
出所：国立社会保障・人口問題研究所「都道府県別 世帯数の男女別 年齢5歳階級別 家族類型別 世帯数」、野村不動産投資顧問
折線グラフは1995年を100とした世帯数の推移

所得金額別世帯数の相対度数分布



(出所)厚生労働省「2013年国民生活基礎調査の概況」、野村不動産投資顧問

東証REIT指数の推移： 本年1月半ばより調整局面



10年物国債利回り



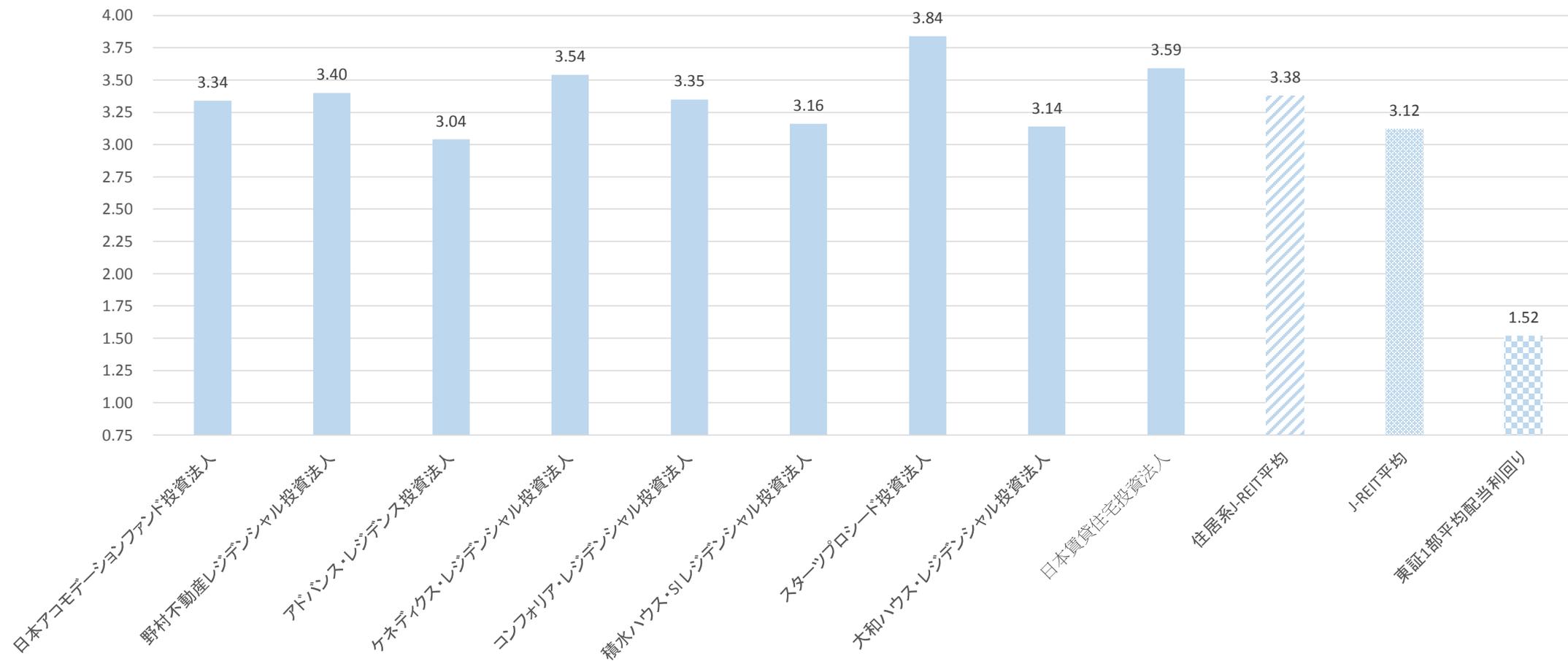
出所：財務省データを基にGCS作成

住居主体型J-REITとスポンサー

- 日本アコモデーション(3226): 三井不動産
- 野村不動産レジデンシャル(3240): 野村不動産
- アドバンス・レジデンス(3269): 伊藤忠
- ケネディクス・レジデンシャル(3278): ケネディクス
- コンフォリア・レジデンシャル(3282): 東急不動産
- 積水ハウス・SIレジデンシャル(8973): 積水ハウス、Spring Investment
- スターツプロシード(8979): スターツコーポレーション
- 大和ハウス・レジデンシャル(8984): 大和ハウス
- 日本賃貸住宅(8986): オークツリー・キャピタル・マネジメント

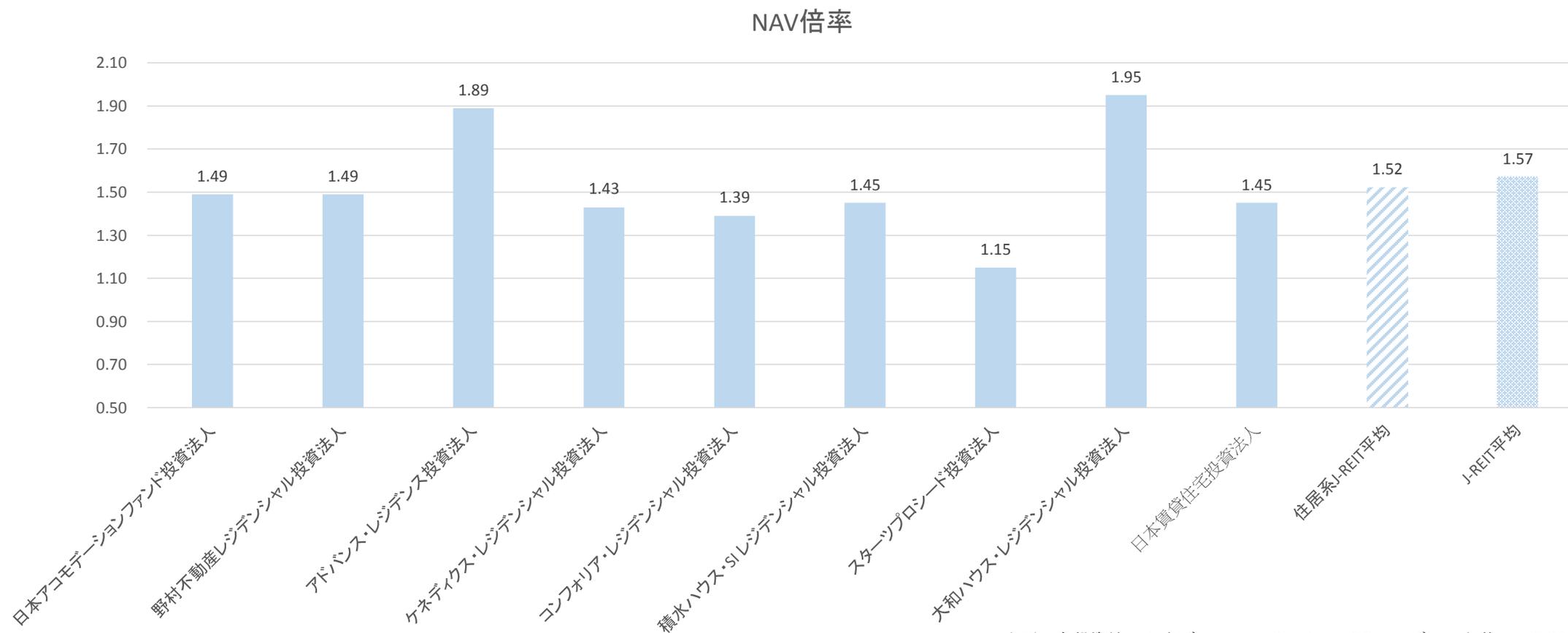
相対的に高い分配金利回り

分配金利回り (%)



出所：各投資法人公表資料、JAPAN-REIT.COM、市場データよりGCS作成
2014/2/13時点

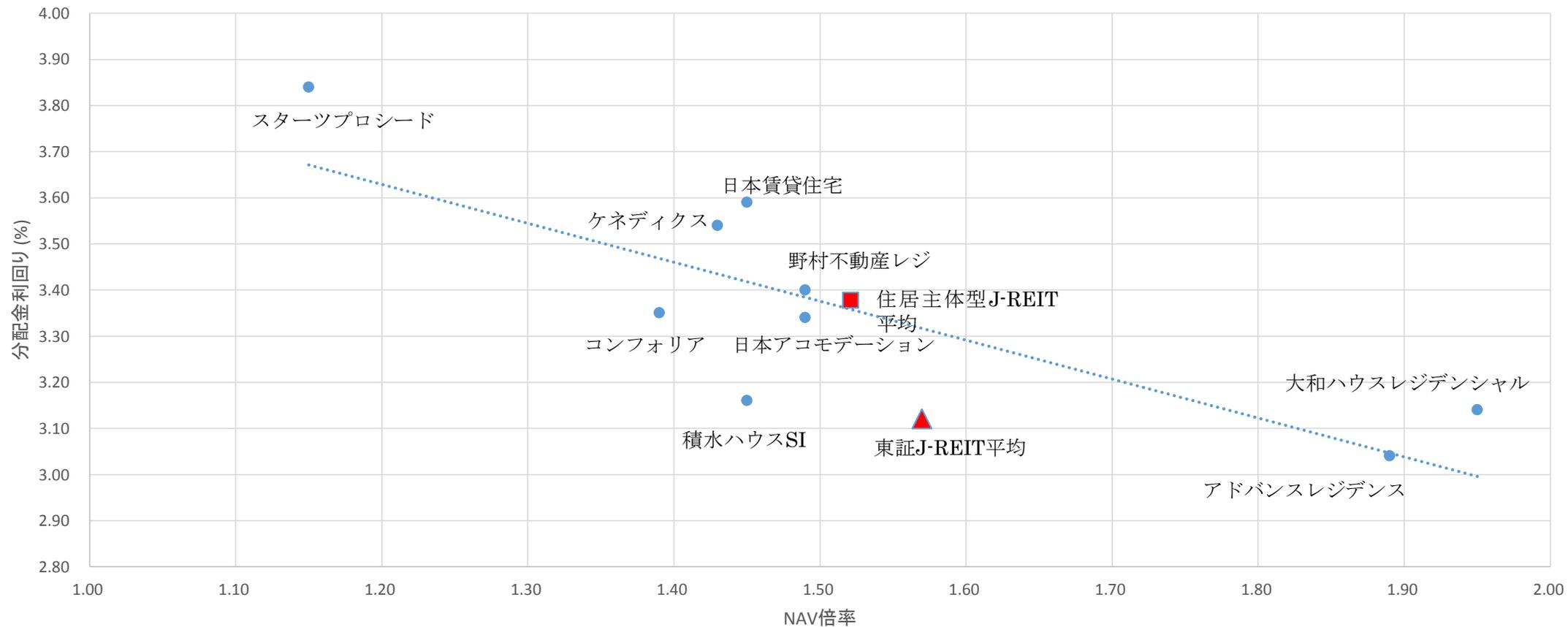
相対的に低いNAV倍率



出所：各投資法人公表データ、JAPN-REIT.COMのデータを基に、GCS作成
(2015/年2月13日現在)

どの銘柄が魅力的か？

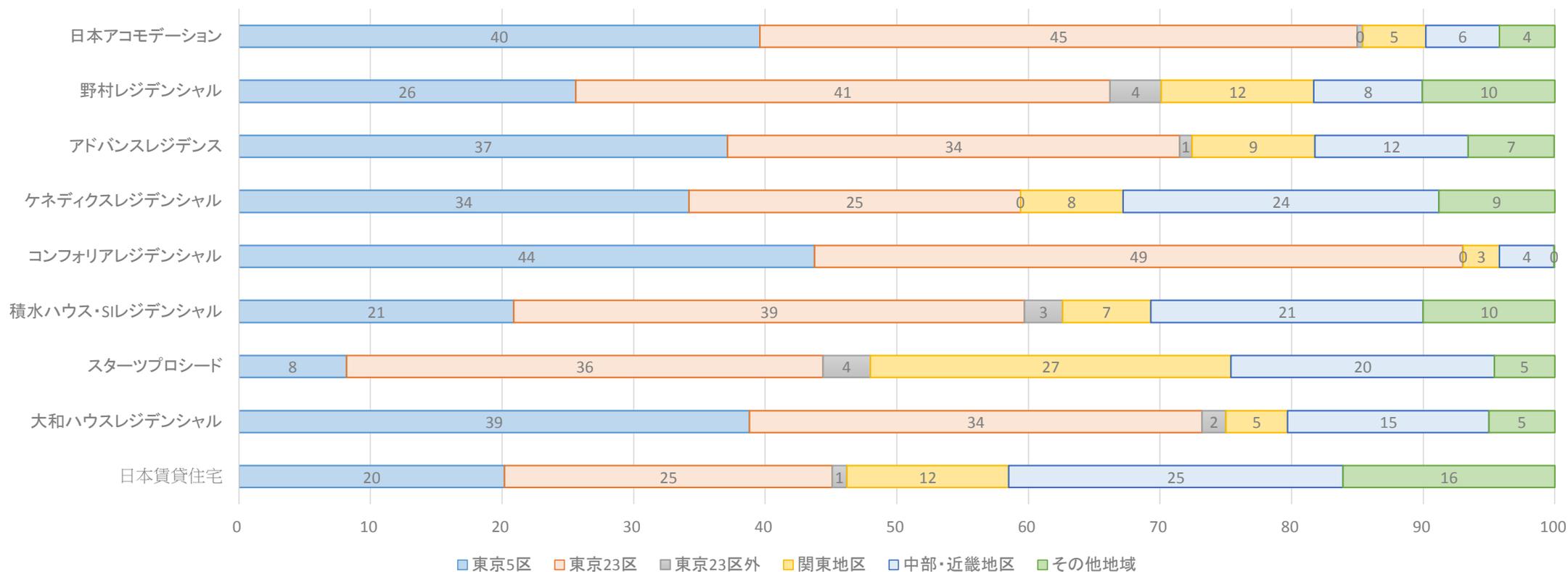
分配金利回りとNAV倍率資産価値の観点から



出所：各投資法人公表データ、JAPN-REIT.COMのデータを基に、GCS作成
(2015/年2月13日現在)

不動産ポートフォリオ 地域別比率

不動産ポートフォリオ地域別比率 (%)



(注) 取得価格ベース 出所：各投資法人公表、JAPAN-REIT.COMデータよりGCS作成

日本アコモデーションファンド投資法人 (3226)

- 取得総額2877億円は、住居主体型J-REIT第2位の規模
- スポンサーである三井不動産の総合力を活用
- 「パークアクシス」、「パークキューブ」ブランド
- 東京23区比率 87.2%と高い
- シングル・コンパクト比率 82.1%
- 物件当りの投資額が住居主体型で最大(25.7億円)
- 1戸当り賃貸面積43.81㎡は住居主体型J-REITで最高位レベル
- 高級志向:1戸当り平均賃料(15万円)は住居主体型J-REITで最も高い

野村不動産レジデンシャル投資法人(3240)

- 取得総額1656億円:住居主体型J-REITで中堅規模
- 野村不動産がスポンサー
- 「プラウドフラット」、「プライムアーバン」ブランド
- 東京圏・単身・DINKS、賃料15万円以下かつ面積50㎡未満を基幹セグメントと位置づけフォーカス(戸数比率で86.9%)
- 1戸当り平均賃料97千円と相対的に低位
 - 平均的所得層に手頃な水準にフォーカス
- 1戸当り賃貸面積は、30.0㎡と住居主体型J-REITで最も低い
 - 都心部にフォーカスかつ賃料水準を抑えるため
- 1物件当り取得価格10.6億円と住居主体型J-REIT中低位

アドバンス・レジデンス投資法人 (3269)

- 取得総額4401億円、物件数246と住居主体型J-REIT最大
- 伊藤忠グループがスポンサー
- 「レジディア」ブランド
- 東京23区比率73%、シングル・コンパクト比率74%
- 1戸当り平均賃貸面積37.6㎡と住居主体型J-REIT平均38.7㎡よりやや小
- 1戸当り平均賃料12.6万円と住居主体型J-REIT平均11.9万円よりやや高い
- 坪当り平均賃料1.1万円と住居主体型J-REIT平均1.0万円よりやや高い
- スケールメリットの追求
- 安定的分配(半期4,500円)を目標

ケネディクス・レジデンシャル投資法人 (3278)

- 取得総額1228億円と住居主体型J-REIT中堅
- 独立系不動産投資会社ケネディクス(東証:4321、時価総額1,380億円)がスポンサー、リサーチ力に特色
- ケネディクス(4321)は、ケネディクス・オフィス投資法人(8972)、ケネディクス商業リート(3278)も運営、三井物産系の日本ロジスティックス(8967)、NTT系のプレミア投資法人(8956)のサブスポンサーでもある
- 東京23区比率59%、関東圏67%と相対的に低く、中部・近畿経済圏、その他政令指定都市へも分散投資
- シングル・スモールファミリー中心(77.8%)
- 1戸当り平均賃貸面積42.96㎡と相対的に広い
- 1戸当り平均賃料111,592円(坪9,657円)と相対的に低く厚い需要層に的

コンフォリア・レジデンシャル投資法人 (3282)

- 取得総額1230億円と住居主体型J-REIT中堅
- 東急不動産がスポンサー
- 「コンフォリア」ブランド
- 快適・都会的・スマートがキーコンセプト
- 東京23区比率93.1%(東京5区44.7%)と住居主体型J-REITで最も高い
- 1戸当り平均賃料142,716円*と日本アコモに次ぎ高い
- 1戸当り平均賃貸面積36.65m²*は住居主体型J-REIT平均38.7m²よりやや小
- 方針:人口や世帯数の増加が想定される下記に重点的投資
 - 「東京圏に立地する賃貸住宅」
 - 「単身・小家族世帯向け賃貸住宅」

* GCS推定

積水ハウス・SIレジデンシャル投資法人 (8973)

- 取得総額1860億円と中堅上位規模
- 積水ハウスがメイン・スポンサー
- 「プライムメゾン」、「エスティメゾン」ブランド
- 物件当たり平均取得価格17.5億円は住居主体型平均14.9億円より高い
- 東京首都圏の構成比70%と平均79%よりやや低い
- 1戸当たり平均賃貸面積39.1㎡と住居主体型J-REIT平均38.7㎡とほぼ同等
- シングル・コンパクト(74.6%)にフォーカス
- 1戸当たり平均賃料12.9万円(坪10,894円)は、平均よりやや高い
- 住居主体型J-REITで最も平均築年数が低い(8.17年*)

* 出所：JAPAN-REIT.COM

スターツプロシード投資法人 (8979)

- 取得総額571億円と住居主体型J-REITで最も小規模
- スターツコーポレーション(東証:8850、時価総額894億円)がスポンサー。スターツグループは、スターツピタットハウスで不動産仲介業を全国展開する等、不動産関連事業、ホテル事業、シニア事業(介護付有料老人ホーム「スターツうらら」等)などを展開する特色ある企業
- 1物件当りの平均取得価格は5.9億円と住居主体型J-REITで最も低い
- 東京都以外の関東圏比率27%は住居主体型J-REIT最大
- 1戸当り平均賃料は8.9万円と住居主体型J-REITで最も低い
- 1戸当りの平均賃貸面積は35.0㎡と平均38.0㎡よりやや小さい
- 東京23区比率は44%と相対的には低い
- 平均築年数が13.4年と住居主体型J-REIT平均10.1年よりやや深い

大和ハウス・レジデンシャル投資法人 (8984)

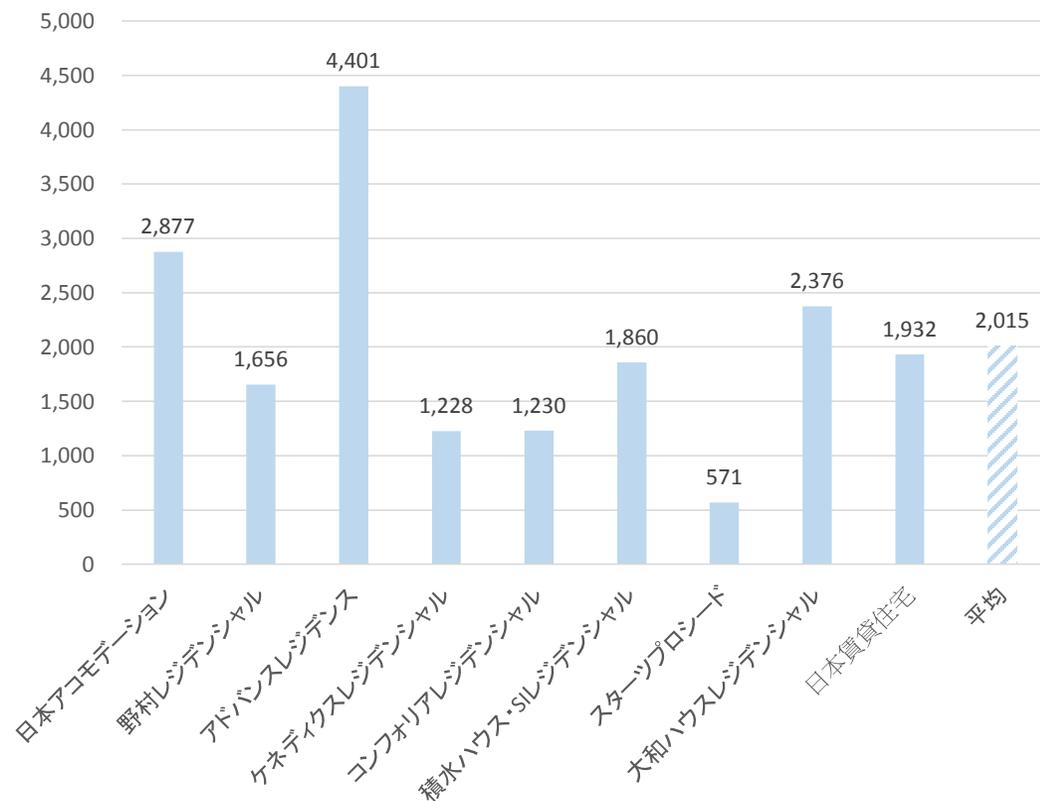
- 取得総額は2376億円で、住居主体型J-REITで日本アコモに次ぐ第3位
- スポンサーは大和ハウス
- 1物件当りの平均取得価格は17.5億円と日本アコモ24.9億円、ADR17.9億円に次ぐ規模(積水ハウスSIと同規模)
- 「カストリア」ブランド
- 東京5区比率39%はコンフォリア、日本アコモに次ぐ
- 1戸当り平均賃貸面積42.9㎡は平均39.1㎡より広め
- 1戸当り平均賃料128,353円(坪9,865円)とほぼ平均水準
- シングル・コンパクト比率82%と高い

日本賃貸住宅投資法人 (8986)

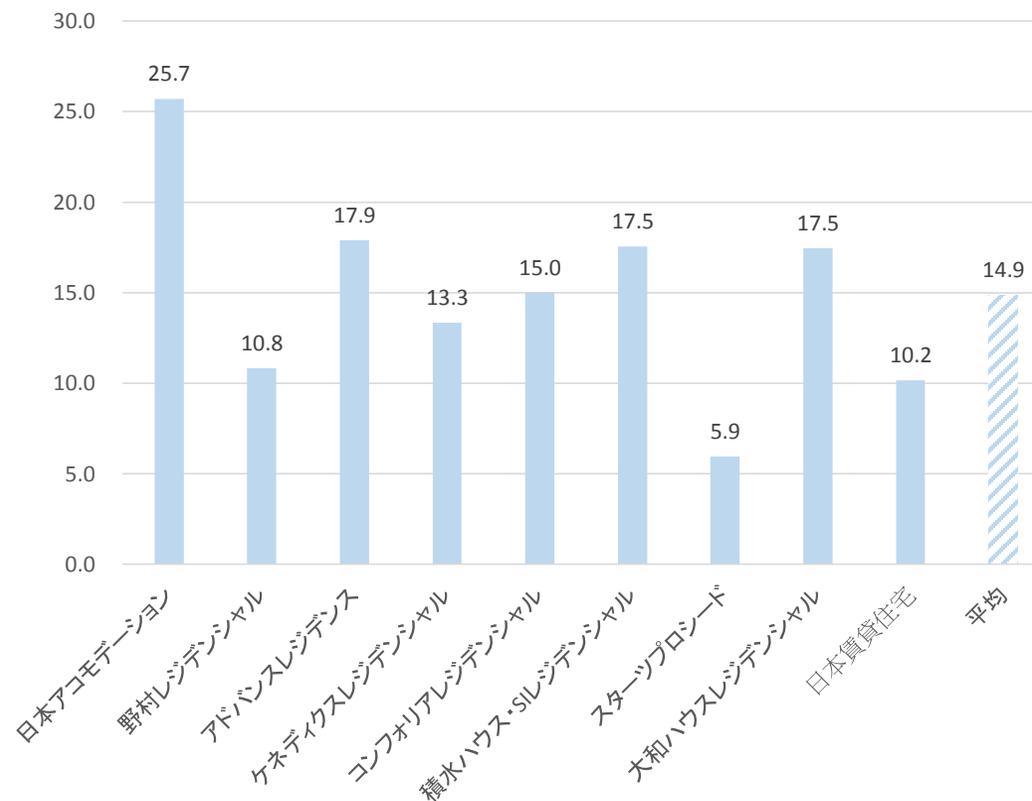
- 取得総額1952億円、住居主体型J-REIT中堅規模
- スポンサーは、米オークツリー・キャピタル・マネジメント(NYSE:OAK)系のマスター会社。資産運用会社であるミカサ・マネジメントに三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行が各1%出資。レンダーサポートが期待される
- 東京23区比率45%。東京首都圏比率は58%とJ-REIT中最も低い。中部・近畿25%、その他政令指定都市16%と分散型
- 1戸当りの平均賃貸面積は40.1㎡と平均38.7㎡よりやや広い
- 1戸当りの平均賃料10.1万円(坪8,313円)は、スターツに次いで低い
- ワンルームタイプ(平均面積31.0㎡)62.5%、ファミリータイプ(平均面積63.1㎡)37.5% (比率は戸数ベース)

取得総額と平均物件取得価格

取得総額(億円)



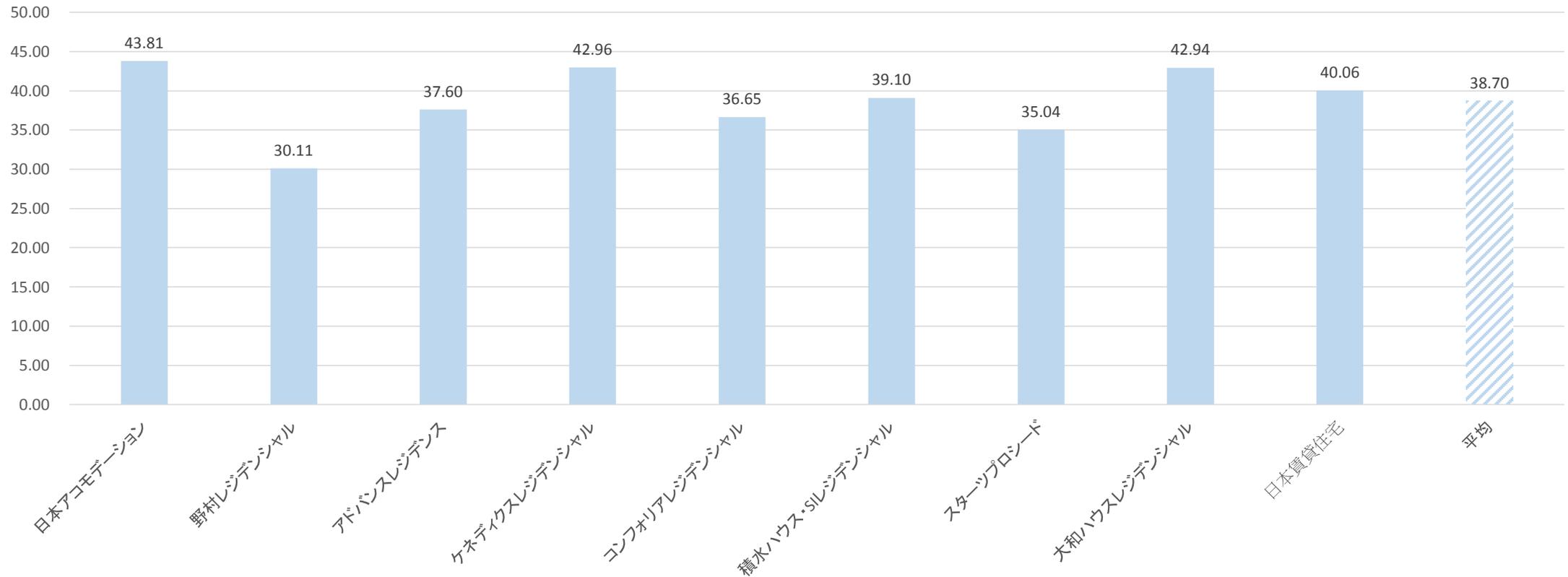
1物件当り平均取得価格(億円)



出所：各投資法人公表データ、JAPN-REIT.COMのデータを基に、GCS作成
(2015年2月13日現在)

1戸当り平均賃貸面積

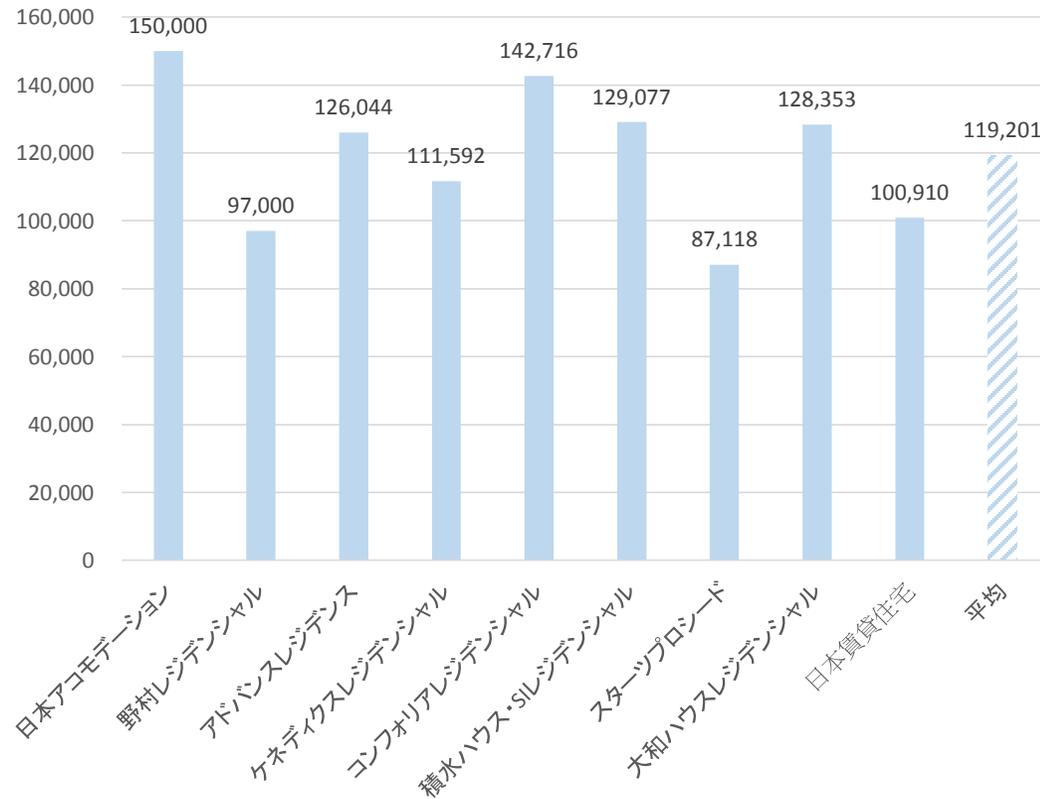
1戸当り平均賃貸面積 (㎡)



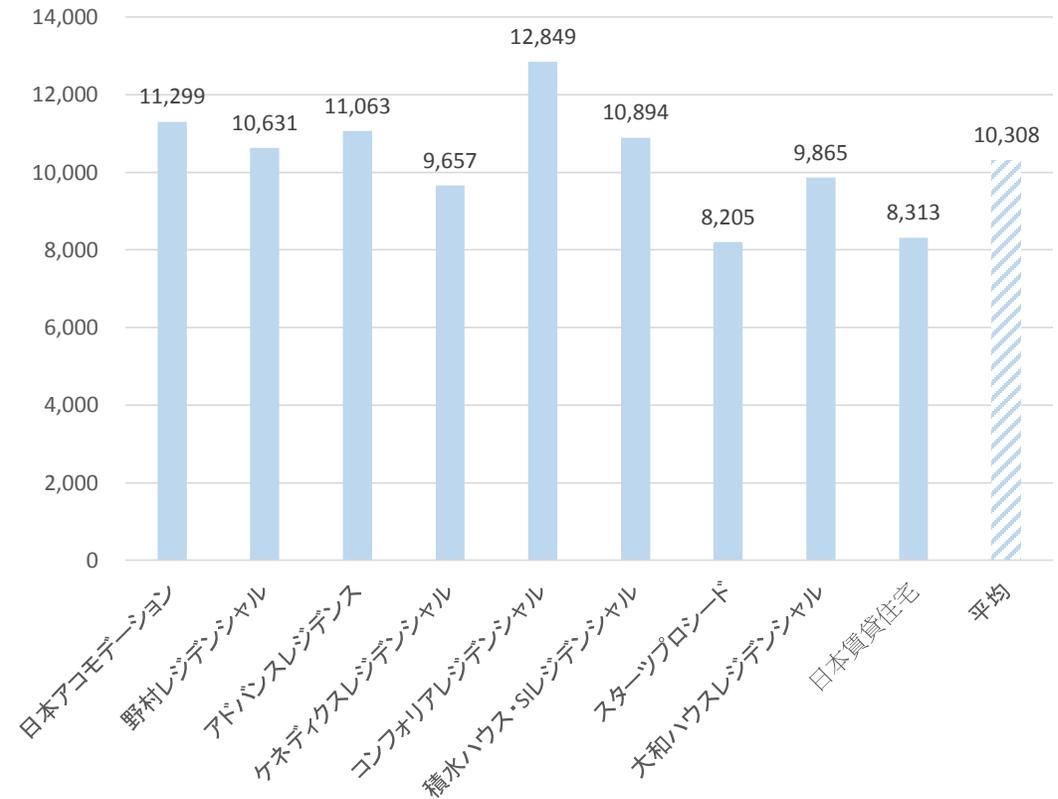
出所：各投資法人公表データ、JAPN-REIT.COMのデータを基に、GCS作成
(2015/年2月13日現在)

1戸当り平均賃料と坪当り賃料

1戸当り平均月額賃料 (円)

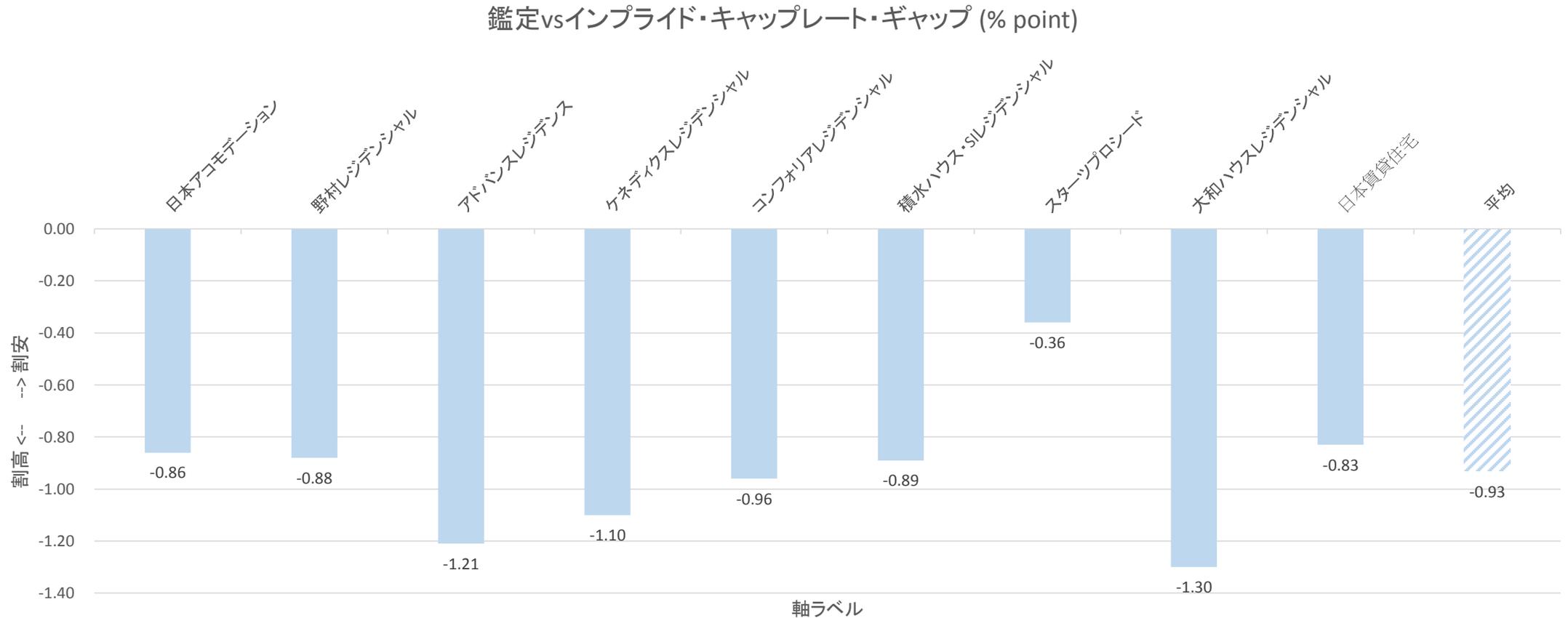


坪当り平均月額賃料 (円)



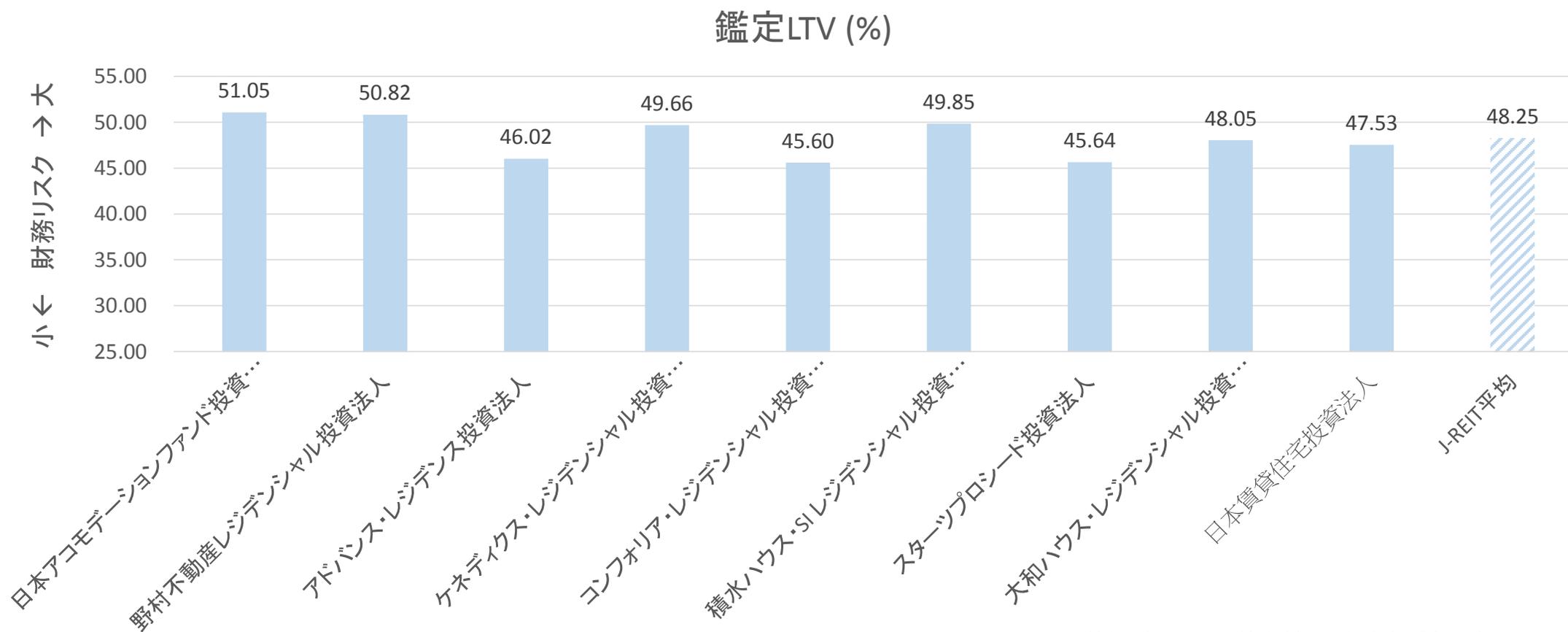
出所：各投資法人公表データ、JAPN-REIT.COMのデータを基に、GCS作成
(2015/年2月13日現在)

相対的に割安なのはどの銘柄か？ 鑑定vsインプライドキャップレートの視点から



出所：各投資法人公表資料、市場データよりGCS推定

財務体質：鑑定LTVの観点から



(注) 鑑定LTV = 純有利子負債/鑑定評価額
出所：公表データよりGCS作成

J-REIT NAV倍率ランキング(1)

証券コード	投資法人	2月13日 投資口	投資口 価格	分配金 利回り	1口NAV (円)	NAV 倍率	時価総額 (百万円)	出来高 (口)	決算期 (月)	運用資産
3227	MIDリート投資法人	293,600	-1.04%	3.95	311,388	0.94	53,912	561	6/12	1
8982	トップリート投資法人	491,000	-0.30%	3.73	461,239	1.06	86,416	382	4/10	7
8966	平和不動産リート投資法人	96,000	0.31%	3.6	89,457	1.07	91,310	1,485	5/11	7
3298	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人	119,500	-0.83%	3.85	107,036	1.12	51,705	2,095	4/10	1
3290	S I A 不動産投資法人	513,000	0.39%	4.35	450,739	1.14	38,526	369	2/8	1
8958	グローバル・ワン不動産投資法人	481,000	0.31%	3.91	419,579	1.15	93,218	439	3/9	1
8979	スターツプロシード投資法人	212,000	-0.38%	3.84	184,432	1.15	36,841	400	4/10	2
3296	日本リート投資法人	332,000	-0.30%	4.17	281,821	1.18	98,541	3,509	6/12	8
8977	阪急リート投資法人	148,600	-1.46%	3.41	122,797	1.21	88,789	1,126	5/11	7
8957	東急リアル・エステート投資法人	155,000	-0.90%	3.1	123,802	1.25	151,528	1,795	1/7	7
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	244,400	-0.08%	3.08	192,982	1.27	202,852	2,052	1/7	5
8959	野村不動産オフィスファンド投資法人	568,000	-0.53%	3.35	424,413	1.34	211,610	1,073	4/10	1
3292	イオンリート投資法人	158,800	-1.61%	3.34	116,410	1.36	172,011	31,011	1/7	3
8951	日本ビルファンド投資法人	574,000	-0.35%	2.63	418,159	1.37	810,488	2,735	6/12	1
8972	ケネディクス・オフィス投資法人	674,000	-0.59%	3.26	491,090	1.37	272,892	548	4/10	1
8976	大和証券オフィス投資法人	656,000	0.31%	2.7	478,101	1.37	289,296	919	5/11	1
3282	コンフォリア・レジデンシャル投資法人	255,600	-0.51%	3.35	184,161	1.39	120,809	1,126	1/7	2
3285	野村不動産マスターファンド投資法人	150,100	0.27%	3.22	108,113	1.39	249,956	3,141	2/8	7
8954	オリックス不動産投資法人	171,800	-1.83%	2.99	122,867	1.4	364,368	8,633	2/8	7
3295	ヒューリックリート投資法人	169,100	-0.53%	3.26	120,006	1.41	132,067	2,653	2/8	7
3278	ケネディクス・レジデンシャル投資法人	346,500	-0.29%	3.54	242,999	1.43	120,243	2,194	1/7	2
8953	日本リテールファンド投資法人	245,700	-0.57%	3.4	170,744	1.44	597,100	4,899	2/8	3
8973	積水ハウス・SIレジデンシャル投資法人	135,000	-0.74%	3.16	93,186	1.45	137,445	1,505	3/9	2

1オフィス 2住居 3商業施設 4ホテル 5物流 7総合 8複合

出所：<http://www.japan-reit.com> (2015/2/13 現在)よりGCS作成

J-REIT NAV倍率ランキング(2)

証券コード	投資法人	2月13日 投資口	投資口 価格	分配金 利回り	1口NAV (円)	NAV 倍率	時価総額 (百万円)	出来高 (口)	決算期 (月)	運用資産
8986	日本賃貸住宅投資法人	90,000	-1.53%	3.59	61,918	1.45	132,755	2,297	3/9	2
8952	ジャパンリアルエステイト投資法人	573,000	-1.04%	2.69	386,762	1.48	717,127	4,323	3/9	1
3226	日本アコモデーションファンド投資法人	455,500	-0.22%	3.34	305,828	1.49	210,178	1,403	2/8	2
3240	野村不動産レジデンシャル投資法人	683,000	-0.44%	3.4	458,922	1.49	109,826	223	5/11	2
8964	フロンティア不動産投資法人	540,000	0.75%	3.33	361,341	1.49	267,840	563	6/12	3
8956	プレミアム投資法人	652,000	0.31%	3.22	433,468	1.5	170,302	1,869	4/10	7
8987	ジャパンエクセレント投資法人	147,300	-1.87%	3.33	98,323	1.5	178,638	2,690	6/12	1
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	188,400	-1.10%	3.07	116,227	1.62	498,188	5,208	5/11	7
3281	G L P 投資法人	128,500		3.44	77,718	1.65	307,209	12,962	2/8	5
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	1,038,000	-2.17%	3.15	625,975	1.66	287,663	511	5/11	7
8968	福岡リート投資法人	223,400	-0.36%	3	131,216	1.7	154,146	1,173	2/8	7
3283	日本プロロジスリート投資法人	262,900	-0.42%	2.95	151,875	1.73	455,014	4,463	5/11	5
3234	森ヒルズリート投資法人	165,000	0.24%	2.84	93,005	1.77	259,057	2,052	1/7	1
3287	星野リゾート・リート投資法人	1,314,000	-0.45%	2.56	736,161	1.78	56,461	180	4/10	4
3263	大和ハウスリート投資法人	583,000	-0.17%	2.8	325,761	1.79	171,099	464	2/8	7
8975	いちご不動産投資法人	91,000	-0.22%	3.49	49,938	1.82	102,859	2,347	4/10	7
8955	日本プライムリアルティ投資法人	405,000	-0.49%	3.12	220,557	1.84	334,125	1,274	6/12	7
3269	アドバンス・レジデンス投資法人	295,900	1.23%	3.04	156,498	1.89	384,670	2,134	1/7	2
3249	産業ファンド投資法人	586,000	0.34%	2.88	301,524	1.94	194,004	833	6/12	8
8984	大和ハウス・レジデンシャル投資法人	550,000	-0.18%	3.14	281,391	1.95	205,629	504	2/8	2
8963	インヴィンシブル投資法人	50,800	-3.97%	3.09	22,957	2.21	135,569	4,430	6/12	7
8961	森トラスト総合リート投資法人	247,100	0.24%	3.08	110,396	2.24	326,172	2,163	3/9	7
8985	ジャパン・ホテル・リート投資法人	79,200	-0.25%	2.91	35,314	2.24	236,909	10,641	1/12	4

1オフィス 2住居 3商業施設 4ホテル 5物流 7総合 8複合

出所：<http://www.japan-reit.com> (2015/2/13 現在)よりGCS作成

留意すべきリスク要因

- 以下の日銀ファクターが剥げ落ちたとき
 - 国債の日銀による購入枠拡大: 年間+80兆 → 国債利回りの低下
 - 日銀によるJ-REITの購入: 追加900億円(年間)
- 不動産売買市場、賃料市況の悪化
- 市場における極端なリスク回避の動き
- 人口減少の不動産市場への影響(中長期的)
- 価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク等

REIT投資の方法

- 個別REIT

- J-REIT
- 米国REIT*
- その他REIT*

- 投資信託

- J-REIT
- USリート
- グローバルリート
- オーストラリアリート
- 欧州リート
- その他

*海外個別REITは非居住者(個人)では投資できない
場合有(詳細は証券会社にお問い合わせ下さい)

Appendix 1 : J-REIT投資の魅力

- 分散された不動産ポートフォリオ：競争力のある大型不動産へ分散投資、不動産の個別リスクの低減
- 流動性：換金性、証券市場で売却
- 小口投資：証券化商品なので少ない金額で投資できる
- 高い配当性向：利益の90-100%が分配される
- 税制面のメリット：REITの利益には法人税がかからない(90%超分配が要件)
- 管理等の手間がかからない
- 特定口座、NISA口座を使って投資すれば税務申告が必要なし
- 損益通算：譲渡損失の繰越し(翌年以降3年)
- 証券税制：税率は一定(20.315%)、NISA口座なら非課税
- スポンサーの運用能力、シナジーの発揮
- 財務レバレッジの活用
- 透明性：上場されているので、運営状況、財務状況、個別の物件情報、評価情報等が開示されている

Appendix 2 : NAV倍率： 時価vs鑑定NAV

- NAV(Net Asset Value): 純資産価値
- 投資口価格(時価)の鑑定NAVに対する比率

NAV倍率 = 投資口価格/鑑定NAV* (一口当り)

- *鑑定NAV=(鑑定評価額－純有利子負債)/発行済投資口数
- 鑑定評価額は、不動産鑑定士が、NOI(純収益)、市場での取引事例等からキャップレート(還元利回り)、割引率等を算定してDCF法を重視して求められた価格
- 投資法人が決算説明会資料、有価証券取引報告書等で、原則每期公表している

- 投資口価格(時価)を鑑定NAVと比較
- 株式投資におけるPBR(一株当り純資産)に近い指標
- 鑑定NAVは、不動産鑑定士によるフェアバリュー(適正価格)についてのオピニオン

NAV倍率 < 1.0 → 割安

NAV倍率 = 1.0 → フェアバリュー(適正価格)

NAV倍率 > 1.0 → 割高

注意事項

本資料は、当社及びその作成者が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、GCS及び資料等の作成者は、資料等の記載内容が、真実かつ正確であること、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことについて、保証又は承認するものではありません。GCSの資料等に含まれる情報や意見(以下情報等)は、いかなる目的で利用される場合におきましても、その利用者の判断と責任において使用されるべきものであり、資料等に含まれる情報等の使用による結果について、GCS及びその作成者は何ら責任を負うものではありません。資料等の内容、情報等はすべて作成時点のものであり、その後の経済状況等の変化により変わる可能性があります、今後予告なく変更されることがあります。