

日本郵政の野村不動産ホールディングス 買収報道に関する試験的一考察

For Discussion Purpose Only

2017年5月14日

株式会社ジー・シー・エス
代表取締役 中湖 康太
<http://www.gcs.global>

試験的一考察(1)

- 先週5月12日(金)の引け後、日本郵政による野村不動産ホールディングス(以下、野村不動産H)買収のニュースが各メディアで報道された。日本郵政は、メディア報道を受け、「本日、NHKニュース等、一部報道機関により、国内の不動産会社買収に関する報道がありましたが、本件は当社が発表したものではありません。当社においては、新たな資本業務提携について様々な可能性を検討しているところであり、開示すべき事実が決定された場合には速やかに公表いたします。」と適時開示を行った。インサイダー取引や、風説の流布を回避するため意図的に非公式にメディアに伝達したとも推定される。
- 同報道を受けて、週明けの15日の日本郵政、野村不動産ホールディングスの株価に与える影響、戦略的意義、買収の選択肢、課題等について試験的な考察を行いたい。

□(なお、本稿は、あくまで情報提供目的であり、また、その内容の正確性、真実性、確実性等について保証するものではありません。For Purely Information Purpose Only. No guarantees for its accurateness, reliability, completeness, etc.)

不動産会社比較バリュエーション

40%プレミアム

	三菱地所	三井不動産	住友不動産	ヒューリック	東急不動産H	野村不動産H	平均	NFH/平均	NFH/TFH	野村不動産H
銘柄コード	8802	8801	8830	3003	3289	3231				3231
株価 (2016/10/28)	2,084.0	2,559.0	3,150.0	1,050.0	640.0	2,028.0				2,839.2
時価総額 (百万円)	2,898,190	2,537,056	1,499,671	696,187	410,132	389,128				544,779
PER	26.78	20.23	12.98	18.19	11.29	8.84	16.39	0.54	0.78	12.38
PBR	1.82	1.30	1.48	2.04	0.88	0.81	1.39	0.58	0.92	1.13
配当利回り(%)*	0.96	1.25	0.83	1.71	2.27	3.45	1.75	1.98	1.52	2.47

出所: ヤフーファイナンスデータ (2017/5/12)を基にGCS作成

日本郵政グループ3社バリュエーション

2017年5月12日現在

コード	企業名	株価	時価総額 (百万円)	PBR	予想配当利 回り	予想PER	日本郵政持 分	持分価値(税 前)	税後持分価値(推 定)
日本郵政グ ループ									
6178	日本郵政	1,397	6,286,500	0.41	3.58%	-			
7182	ゆうちょ銀行	1,405	6,322,500	0.45	3.56%	17.56	89.00	6,525,000	4,567,500
7181	かんぽ生命	2,566	1,539,600	0.82	2.34%	17.90	89.00	1,320,000	924,000
						n.a.		7,845,000	5,491,500

(出所) 開示資料基にGCS作成

試験的一考察(2)

- マージャーアービトラージ(Merger Arbitrage)のセオリー通り、買収ターゲットの野村不動産Hの株価が高騰し、日本郵政の株価は上昇しても限定的なものとなる、またはプレミアムを支払う買収の効果にマーケットが懐疑的な場合は下落する可能性もあると推定される。
- 買収が実行される場合、日本郵政はTOBにより、野村不動産H株を取得するであろう。野村不動産Hが仮に買収に賛同したとしても、希薄化を伴う、新株発行、第三者割当を行う可能性は無いといってよいだろう。
- 日本郵政の選択肢は、TOBによって、大まかに言えば、野村不動産Hの、①20%超の取得(関連会社化)、②50%超の取得(子会社化)、③完全買収(100%)の3つの選択肢があるであろう。ただし、野村不動産Hの親会社である野村ホールディングスが、本業の投資事業において重要なアセット・クラスである同社持分を引き下げることには無いと推定されることから、①20%超の取得(関連会社化)、又は、②50%超の取得(子会社化)のいずれかになるであろう。
- ただし、日本郵政は、不動産事業を本業とする戦略的意図があると推定されるので、②の可能性が高いと推定される。

試験的一考察(3)

- 日本郵政は、TOBにあたり買収公表前の株価に比べ、40%超のプレミアムを支払う必要があると予想される。仮に5月12日の終値(2018円)を基準にすると、2839円となる。2839円での、野村不動産Hのバリュエーションは添付の資料の通りである。野村不動産Hは現在、主要不動産類似企業平均との単純数値比較で、PBRで42%、PERで46%のディスカウントである。このため、12日終値比で40%のプレミアム払ったとしても、数値比較ではなお、PBRで24%、PERで18%のディスカウントである。ほぼ同規模の東急不動産Hとの比較でも、12日株価ベースで、PBRで8%、PERで22%のディスカウント。
- 野村不動産Hとしても、かかる市場の低評価の是正が課題であることを考慮すると、日本郵政のTOBは株価低評価の是正という観点からは好ましいということになる。
- また、不動産会社のバリュエーションには規模のプレミアムが付いていることを考慮しても、連結ベースで1.5兆円強の土地資産を持つ、日本郵政買収提案は、好ましいものといえる。
- 日本郵政は、買収の起点となる単体ベースで、3551億円(2016年9月中間期)の現預金を有している。また、保有する、ゆうちょ銀、かんぽ生命の株式持分時価は12日ベースで7.8兆円となっている。野村不動産Hの12日終値比40%プレミアム株価2839円で同社の時価総額は、5448億円であり、仮に50%を取得すると、必要資金は2724億円となる。つまり、少なくとも現状のところ手持ち資金で買収可能である。但し、買収後の戦略展開に必要な資金を考慮すれば、IPO時のストーリーに従って、ゆうちょ銀、かんぽの持分を売り出すことは想定される。

試験的一考察(4)

- 実質的には、日本郵政の配当原資は、ゆうちょ銀、かんぽ生命からの配当金にほとんど依存している状況であると推定される。
- 日本郵政の不動産事業の本業、収益化もそう容易なことではないと推定される。GCSでは、販売不動産を除く、主要不動産会社の固定資産の土地、建物に着目をして比較をおこなった(添付資料参照)。これによれば、土地価値に比較して、日本郵政(連結)の建物(純額)の比率が、不動産会社平均の約4割に対して、8割に達している。賃貸用不動産には時価評価が行われることから(事業用不動産は取得原価)、単純な比較はできないが、日本郵政が保有する土地の上には、当然のことながら、現に本業たる郵便・物流事業に供している建物が存在し、用途転換はそう容易ではないことも推定される。また、株式の売却資金で今後、土地建物を取得するにしても、現在不動産売買市場におけるキャップレートは前回ピークを下回り、特に都心プライムエリアは2%台という低水準にあり、ゆうちょ銀(3.56%)、かんぽ生命(2.34%)の配当利回りを上回る収益を得ることはかならずしも容易ではない、と推定される。

試験的一考察(5)

- 野村不動産Hにとっては、今後の事業展開にあたり不動産のソーシングと資金力を得るわけであり、野村Hにとっても持分比率を維持し、持分価値を高めることができるわけである。課題は企業カルチャーの違いの克服であろう。野村証券グループの資本市場のドライなカルチャーと日本郵政・郵便の官業のカルチャーの障壁は思ったより高いかもしれない。
- 日本郵政が、売却する有価証券/事業以上の収益、価値を生み出す事業を育て、見出す長い旅はこれからが本番である。

注意事項

- 本資料は経済及び証券分析による調査研究を目的とするものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 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。