

日本株スポット資料

PBR改善、次の標的はトチモチ企業？不動産含み益銘柄を探す

岡三証券 投資情報部
マーケット情報グループ
内山 大輔

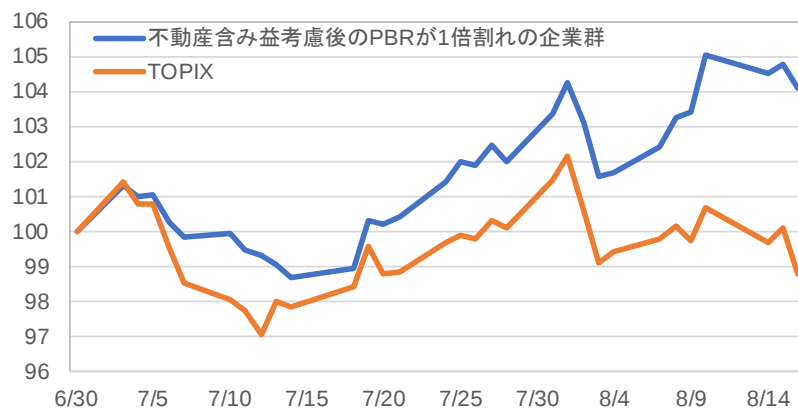
ココがポイント

- 不動産含み益考慮後の実質PBR1倍割れ企業の株価は強含む
- 先行き不透明感はあるが、不動産セクターの割安感は顕著
- 空室率低下、企業側の行動変容などが今後の株価材料に
- 含み益がある企業は低PBR、低ROEの傾向
- 実質PBRが1倍割れの企業には菱地所、京阪神ビルなど

図表1. 含み益考慮後の実質PBR1倍割れ企業が強含む

不動産含み益考慮後の実質PBRが1倍割れの企業群の時価総額推移

(2023年6月末=100)



出所：QUICK 作成：岡三証券 ※ユニバースはTOPIX（除く金融）採用で時価総額1,000億円以上の銘柄、等ウェイトバスケット、8月16日現在

※不動産含み益考慮後の実質PBRは実効税率30%で計算

いつか来た道～不動産含み益企業に再び脚光

日本株市場では、賃貸等不動産の含み益が大きい企業への注目度が高まっている（図表1）。不動産セクターは2019年夏（ユニゾに対するTOB合戦など）、2020年秋（外資ファンドによる国内不動産関連の投資が活発化）にも注目された。テーマ性が持続性を帯びるかは定かでないが、東証・不動産セクターの相対PBRは過去5年平均－1標準偏差まで乖離しており、割安感が顕著なのも事実である（次頁の図表2）。

不動産株のドライバーは①インフレ期待（不動産価値はキャッシュフロー÷期待利回りで求められ、いずれもインフレ率と連動しやすい）と、②オフィス市況であるが、上場不動産企業のキャッシュフローや企業価値の大半はオフィスを軸とした賃貸事業が占めるため、株式市場では後者が重視されることが多い。コロナ後のリモートワーク普及や新規物件の大量竣工などもあって、オフィス空室率は上昇傾向が続き、関連株の上値を抑える要因となってきた。

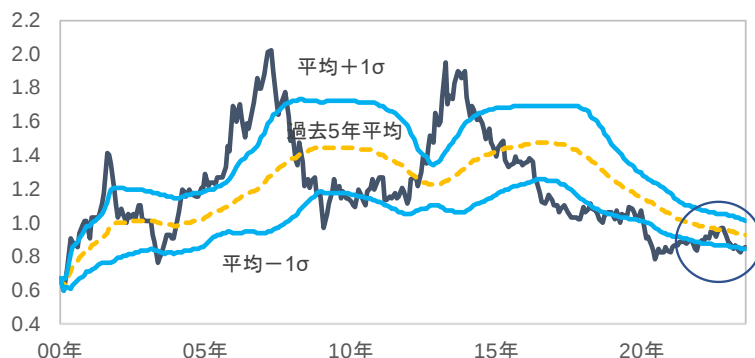
オフィス市況底入れ、企業側の行動変容が今後の株価材料に

ただ、足元ではオフィス空室率には上昇一服の気配も感じられる（次ページの図表3）。人口動態や働き方改革などから国内の長期的な賃貸オフィス需要には注意したいが、過去、空室率が底入れする前に同セクターは反転する傾向があったため、短期的にはオフィス市況改善が見えてくれば不動産関連株には支援材料となろう。

また、図表5のとおり、不動産含み益がある企業は低PBR、低ROEである傾向が確認できる。含み益を実現益に変えるのは容易でないが、東証の資本効率改善要請や海外投資家の存在感の高まりなどを受けて、関連企業からの具体的なアクションが出てくれば、再評価の機運は高まるだろう。主な関連銘柄を図表6に掲載した。

図表2. 不動産セクターには相対的な割安感

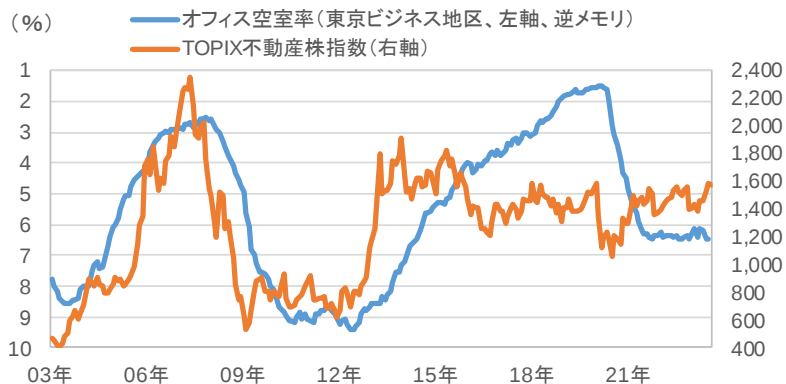
東証不動産セクターの対TOPIX相対PBR（月次）



出所：QUICK 作成：岡三証券 ※2023年は8月16日現在

図表3. 不動産株はオフィス空室率を先行する傾向

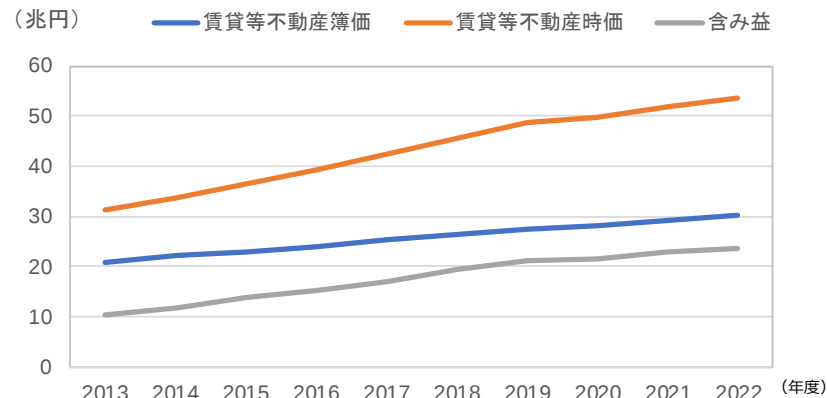
TOPIX不動産株指数とオフィス空室率（東京ビジネス地区、平均）の推移



出所：三鬼商事、QUICK 作成：岡三証券 ※オフィス空室率は7月、不動産指数は月次ベースで8月16日現在

図表4. 日本企業の不動産含み益は約24兆円

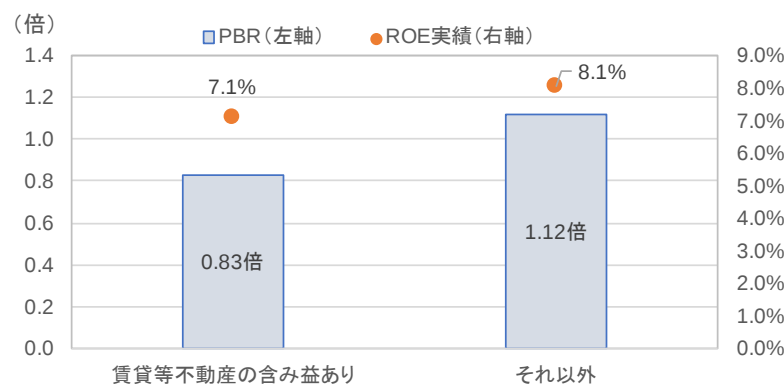
TOPIX（除く金融）の賃貸等不動産簿価・時価・含み益の推移



出所：QUICK 作成：岡三証券 ※2013年度以降、連続してデータ取得可能な企業のみ集計

図表5. 不動産含み益がある企業は低PBR、低ROE

TOPIX（除く金融） 賃貸等不動産の含み益がある企業とそれ以外の企業の比較（中央値）



出所：QUICK 作成：岡三証券 ※PBRは8月16日現在

図表6. 賃貸等不動産の含み益考慮後のPBRが1倍割れの主な銘柄（同PBRが低い順）

コード	銘柄	業種	時価総額 (億円) (A)	PBR (倍)	賃貸等不動産の含み益 (時価-簿価差額) (億円)	賃貸等不動産の含み 益を考慮した 自己資本(億円) (B)	賃貸等不動産の含み 益を調整した実質 PBR(倍) (A/B)	ネット キャッシュ (億円)	賃貸等不動産の含み益 +ネットキャッシュ (億円)
S	8841 テーオーシー	不動産業	579	0.57	1,102	1,770	0.33	296	1,398
	8802 菱地所	不動産業	22,460	1.00	46,339	54,013	0.42	-19,252	27,087
S	3001 片倉	繊維製品	576	0.73	941	1,358	0.42	159	1,100
	8818 京阪神ビル	不動産業	611	0.84	817	1,280	0.48	-618	198
	9401 T B S H D	情報・通信業	4,599	0.51	2,358	9,457	0.49	773	3,132
	1515 日鉄鉱	鉱業	761	0.57	302	1,535	0.50	171	473
	9066 日新	倉庫・運輸関連業	510	0.57	213	970	0.53	-107	106
	9119 飯野海	海運業	1,053	0.90	1,138	1,903	0.55	-1,049	89
	9301 三菱倉	倉庫・運輸関連業	3,094	0.79	2,722	5,413	0.57	-438	2,284
	9302 三井倉H D	倉庫・運輸関連業	1,013	1.04	1,104	1,706	0.59	-581	523
	5901 洋缶H D	金属製品	4,327	0.66	1,158	7,241	0.60	-844	314
	3002 グンゼ	繊維製品	774	0.66	180	1,284	0.60	-38	143
	3201 ニッケ	繊維製品	932	0.77	631	1,508	0.62	181	811
	8125 ワキタ	卸売業	698	0.69	139	1,085	0.64	223	362
	6508 明電舎	電気機器	1,004	0.92	419	1,372	0.73	-375	43
	9303 住友倉	倉庫・運輸関連業	1,940	0.83	650	2,628	0.74	-356	294
S	8131 ミツウロコG	卸売業	781	0.82	106	1,003	0.78	63	169
	1802 大林組	建設業	9,268	0.90	2,285	11,570	0.80	823	3,108
	5351 品川リフラ	ガラス・土石製品	671	0.88	172	801	0.84	-160	12
	1833 奥村組	建設業	1,709	0.93	322	1,945	0.88	104	426

出所：QUICK 作成：岡三証券 ※時価総額、PBRは8月16日時点、その他は直近年度末時点

※ネットキャッシュは（現預金+有価証券）-有利子負債 ※不動産含み益考慮後の実質PBRは実効税率30%で計算 ※Sはスタンダード

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜有価証券や金銭のお預かりについて＞

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預かりする場合は、口座管理料をいただきません。外国証券(円建て債券および国内の金融商品取引所に上場されている海外ETFを除きます。)をお預かりする場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、電子交付サービスを契約している場合には、口座管理料は1年間に2,640円(税込み)とします。なお、当社が定める条件を満たした場合は外国証券の口座管理料を無料といたします。上記以外の有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

＜株式＞

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は最大2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

＜債券＞

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は最大2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本暗号資産取引業協会

【日本以外の地域における本レポートの配布】

本レポートは、参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意する必要があります。地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2023年1月改定)