

いちごグループ ホールディングス

2337 東証 1 部

<http://www.ichigo.gr.jp/release/>

2016 年 6 月 2 日 (木)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
角田 秀夫

企業情報はこちら >>>

※1 いちごグループホールディングス株式会社から 2016 年 9 月 1 日付で商号変更予定

※2 セグメント名を「不動産再生」から「心築」に改称。「心で築く、心を築く」を信条とし、心をこめた丁寧な不動産価値の創造を意図する

■ 不動産価値向上 (不動産再生) のトップ企業、ホテルリート上場・メガソーラー黒字化で収益力向上

いちご※1<2337> は、不動産価値向上 (不動産再生) のトップ企業である。社名の「いちご」は「一期一会」に由来する。不動産物件の取得から賃貸、不動産価値向上、売却、管理などを幅広く手掛け、総合不動産サービスを展開する。いちごオフィスリート<8975>、いちごホテルリート<3463> (2015 年 11 月上場)、メガソーラー (太陽光発電) 事業をグループ内に持つ。2015 年 11 月、東証 1 部に昇格した。

主な事業セグメントはアセットマネジメント事業、心築 (しんちく) 事業 (旧: 不動産再生事業※2)、クリーンエネルギー事業の3つである。心築事業が全社売上および営業利益の約 8 割を稼ぐ大黒柱である。同社の強みは、不動産価値向上ノウハウにあり、2016 年 2 月期に売却した不動産の取得価格 234 億円に対し、80 億円の譲渡益を計上した。また健全な財務基盤を背景に、低利 (平均金利 1.41%) かつ長期 (平均借入期間 8.7 年) の資金調達ができることが積極的な物件取得につながっている。2016 年 2 月期累計で 45 物件、856 億円の物件を取得した。

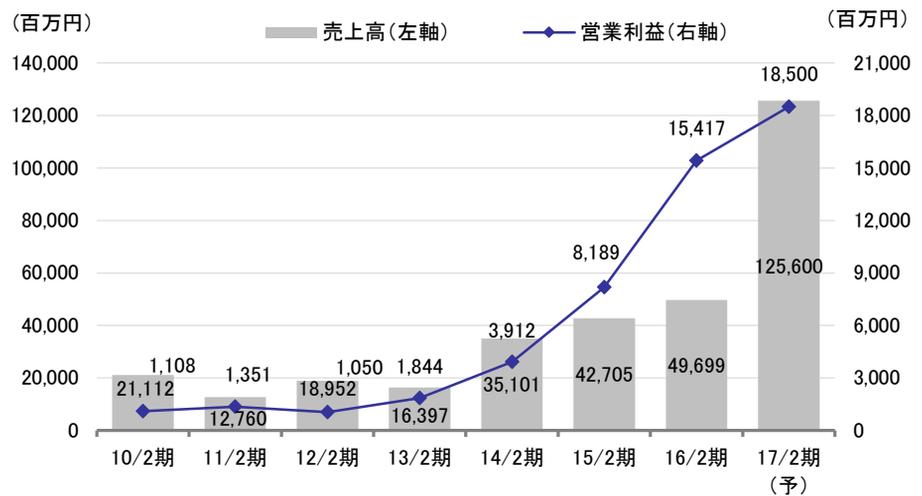
2016 年 2 月期は、大幅な増収増益を達成した。売上高は 49,699 百万円 (前期比 16.4% 増)、営業利益 15,417 百万円 (前期比 88.3% 増)、経常利益 13,889 百万円 (前期比 91.4% 増)、当期純利益 12,925 百万円 (前期比 91.2% 増) となり、圧倒的な増益を達成した。増収増益の主要因は心築事業であり、ホテルリートへの物件供給や所有物件の価値向上による賃料収入の増加などだ。2017 年 2 月期通期予想においても好調を維持し、売上高 125,600 百万円 (前期比 152.7% 増)、営業利益 18,500 百万円 (前期比 20.0% 増) と増収増益を見込む。

2017 年 2 月期を初年度に3か年の新中期経営計画「Power Up 2019」がスタートした。「成長と深化」をキーワードにするこの中期経営計画は、収益の成長を重視しながらも、持続性や株主還元にも配慮したバランスのとれた内容になっている。経営指標 (KPI) の例として、営業利益で 25,000 百万円 (19/2 月期)、当期純利益で 14,800 百万円 (同) を目指す。日本ではまだ例が少ない「累進的配当政策 (減配なし、配当維持もしくは増配のみ)」を導入し、株主還元を強化する。

■ Check Point

- ・ 不動産価値向上に裏づけられた圧倒的な収益力
- ・ 東証 1 部に昇格、JPX 日経インデックス 400 への組み入れも確実視
- ・ ホテルリート上場 (2015 年 11 月)、クリーンエネルギー事業もインフラファンド上場視野

通期業績の推移



■ 会社概要

資産流動化の先駆者から総合不動産サービスへ、東証 1 部に昇格

(1) 沿革

同社は、不動産ファンド運営会社および資産流動化などを行う会社を前身とし、2000 年に事業をスタートした。2002 年には大証ナスダック・ジャパン市場（現東証 JASDAQ 市場）に上場し、私募不動産ファンドなどを通じて事業拡大を加速させた。リーマンショックを契機に、いちごトラストが大株主となり、資産運用ビジネスをコアとした事業の選択と集中を行った。その後、2010 年に持株会社制に移行し、2011 年に J-REIT の 2 社を子会社化。2012 年にはクリーンエネルギー事業に参入。2015 年 11 月にはホテルリートを上場させ、総合不動産サービスを発展させている。2015 年 11 月に東証 1 部に昇格を果たした。

会社沿革

年月	主な沿革
■ 資産流動化の先駆者として事業スタート	
2000年 3月	前身となる株式会社ピーアイテクノロジー設立（不動産ファンド等の運営）
2000年 4月	旧アセット・マネジャーズ株式会社設立（資産流動化、M&A ビジネス等）
2001年 9月	株式会社ピーアイテクノロジーと旧アセット・マネジャーズ株式会社の合併（商号：アセット・マネジャーズ株式会社）
■ 株式上場後、事業拡大を加速	
2002年 11月	大阪証券取引所ナスダック・ジャパン市場（現東京証券取引所 JASDAQ 市場）に株式上場
2007年 4月	私募不動産ファンドの運用を担う資産運用会社（現いちご不動産投資顧問株式会社）を設立
2008年 3月	持株会社体制へ移行
■ いちごトラストが大株主となる、資産運用ビジネスをコア事業とした事業の選択と集中	
2008年 8月	いちごトラストに対して第三者割当増資を実施
■ 総合不動産サービスとクリーンエネルギーの「いちご」へ	
2010年 9月	「いちごグループホールディングス株式会社」へ商号変更
2011年 1月	J-REIT「ジャパン・オフィス投資法人」の運用会社であるジャパン・オフィス・アドバイザーズ株式会社を完全子会社化
2011年 8月	J-REIT「FC レジデンシャル投資法人」の運用会社であるファンドクリエーション不動産投資株式会社を完全子会社化
2012年 7月	クロスボーダー M&A 支援等を中心とした新規事業を行う「いちごグローバルキャピタル株式会社」を設立
2012年 11月	クリーンエネルギー事業を推進する「いちご ECO エナジー株式会社」を設立
2014年 1月	中期経営計画「Shift Up 2016」を発表し、革命的な成長に向けた投資を加速
2015年 11月	東京証券取引所市場第 1 部に市場変更（証券コード 2337）いちごホテルリート投資法人（3463）上場

出所：会社情報



いちごグループ ホールディングス

2337 東証 1 部

<http://www.ichigo.gr.jp/release/>

2016 年 6 月 2 日 (木)

心築事業が大黒柱、アセットマネジメント事業も利益貢献

(2) 事業概要

主な事業セグメントはアセットマネジメント事業、心築事業、クリーンエネルギー事業の 3 つである。アセットマネジメント事業は、いちごオフィスリート〈8975〉およびいちごホテルリート〈3463〉、自社グループで運用する私募不動産ファンドに対し、案件の発掘、資金調達、運営、管理、売却などを行う。全社の売上の 12.5% (16/2 月期)、全社営業利益の 18.2% (同左) を占めるまでに成長し、ますます存在感を増している。心築事業は従来の不動産再生事業であり、保有期間の賃料収入を享受しつつ、不動産価値の向上を図り、その後売却し売却益を実現する。売上の 84.1% (16/2 月期)、営業利益の 79.9% (同左) を稼ぐ同社の大黒柱である。クリーンエネルギー事業は太陽光発電を行う比較的新しい事業であり、売上の 3.1% (16/2 月期)、営業利益の 2.0% (同左) である。

事業の内容と構成 (連結、16/2 期)

事業セグメント	主な業務内容	売上構成	営業利益構成
アセットマネジメント事業	いちごオフィスリートおよびいちごホテルリート、自社グループで運用する私募不動産ファンドに対し、案件の発掘、資金調達、運営、PM、FM、売却などを行う	10.2%	18.2%
心築事業 (旧不動産再生事業)	不動産保有期間の賃料収入を享受しつつ、不動産価値の向上を図り、その後売却し売却益を実現する	86.4%	79.9%
クリーンエネルギー事業	太陽光発電を主軸とした事業を行う	3.3%	2.0%
その他	上記以外の事業。営業投資有価証券の売却、配当、金融関連収入など	0.1%	-

出所：会社資料より作成

※利益調整前

いちごホテルリート〈3463〉が新規上場

(3) アセットマネジメント事業：特徴とピックアップ

2015 年 11 月にいちごホテルリート〈3463〉が新規上場を果たした。同リートはビジネス・観光に優位性のある好立地のホテルで構成されるホテル特化型 J-REIT である。9 物件、資産規模 204 億円でスタートし、2016 年 1 月期の決算では予想を上回る業績をあげた。早期の資産規模拡大を志向しており、当面は資産 1,000 億円を目指す。スポンサーであるいちご〈2337〉においては、不動産価値向上後の物件譲渡に伴い、上場時に譲渡益約 60 億円を計上した。また、2016 年 2 月期にすでに 16 件、資産 308 億円のホテル物件を取得しており、バリューアップ後にホテルリートに売却することを見込む。

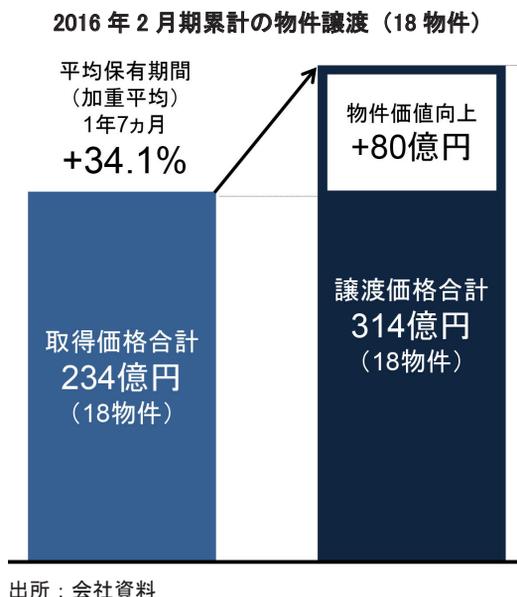
いちごオフィスリート〈8975〉も順調に資産を拡大し、業績も安定している。2016 年 2 月末日時点の運用資産は 76 物件、残高は 1,651 億円 (前期比 413 億円増)、期中運用フィー粗利 1,016 百万円 (前期比 257 百万円増) となった。期中にリートが取得した 13 物件のうち 3 物件 (52 億円) は、いちご〈2337〉からの取得である。さらに 5 月には、戦略的な資産の入替えの一環として、スポンサーより 13 物件を取得し、2016 年 5 月 24 日時点の運用資産は 86 物件、残高は 1,919 億円となった。スポンサーの役割はリートに適さない物件も含めて取得し、違法性の是正やリノベーションを通じた賃料向上などを行い、リートに適する物件の価値を向上させることである。スポンサー (いちご〈2337〉) と各リートが連携することで、グループ全体として株主価値を向上させ、安定収益を生み出せるシステムが同社の総合力である。

2016 年 6 月 2 日 (木)

不動産価値向上がコアコンピタンス、物件取得を支える低利・長期借入

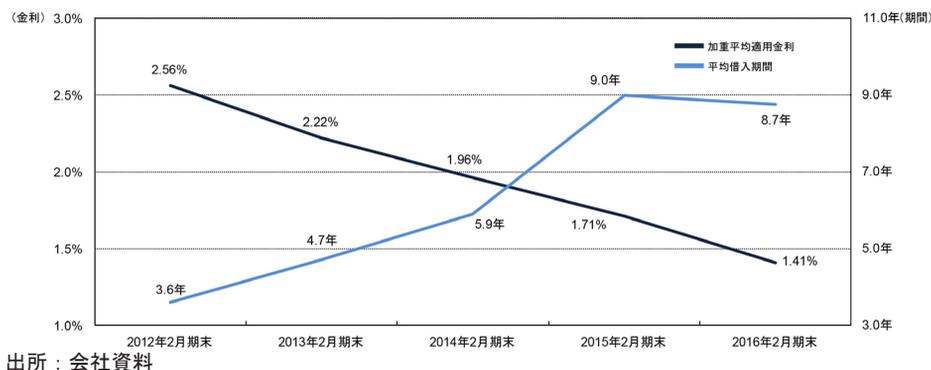
(4) 心築事業：特徴とトピック

心築事業（旧：不動産再生事業）は同社事業の柱であり、不動産価値向上ノウハウは同社のコアコンピタンスである。2016 年 2 月期累計の物件譲渡は 18 物件である。234 億円で取得し、平均 1 年 7 ヶ月の保有期間を経て、80 億円の価値向上をした上で、314 億円で譲渡した。ホテル物件の価値向上策としては、客室や外装のリノベーション、オペレーターの変更、リブランドなどが行われる。オフィス物件に関しては、省エネ化、テナントサービスの質向上、新規テナント誘致、違法性の是正、耐震強化などが行われる。



心築事業の生命線は言うまでもなく物件の取得と回転である。同社は 2016 年 2 月期累計で 45 物件、856 億円の物件を取得した。この金額は当年の心築事業売上の約 2 倍に相当する。物件取得にあたっては、同社グループの自己資金が約 17%、残りは金融機関からの調達でまかなった。財務の健全性を背景に金融機関からの信用は向上している。平均金利は 2.56%（2012 年 2 月末）から 1.41%（2016 年 2 月末）に低下し、平均借入期間は 3.6 年（2012 年 2 月末）から 8.7 年（2016 年 2 月末）に長期化した。年度末の自己保有資産は 1,807 億円（簿価ベース）、鑑定評価額は 2,084 億円（含み益 277 億円）となっており、これらは主に将来の販売用不動産ではあるが、年間の賃貸収入だけでも約 80 億円に達する。

加重平均適用金利および平均借入期間の推移（コーポレート借入金のみ）



2016 年 6 月 2 日 (木)

軌道に乗るクリーンエネルギー事業

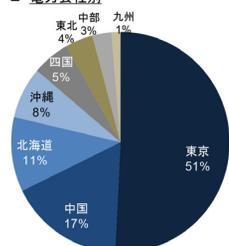
(5) クリーンエネルギー事業：特徴とトピック

クリーンエネルギー事業は 2012 年に開始され、全国 35 か所のメガソーラー発電所を所有するまでに成長した。2016 年 2 月時点で売電開始済みは 26 発電所、約 45MW (メガワット) であり、開発が確定して今後売電が始まるのが 9 発電所、約 67MW である。同社のメガソーラー事業の特徴は、1) 北海道から九州・沖縄まで全国に分散していること、2) 36 円以上の買取価格がほとんど、3) 2MW 以下のものから関東最大級の 43MW (いちご昭和村生越 ECO 発電所) までであること、4) 日射量区分で A または B ランクがほとんどであることなどである。2016 年 2 月期決算で黒字転換し、今後の規模拡大に伴いさらなる収益拡大が期待される。またインフラファンド上場を目指すことも表明している。

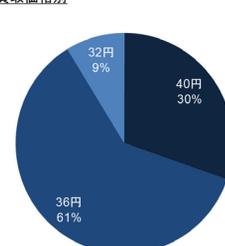
いちごメガソーラーの分散状況

売電開始もしくは開発確定:35発電所(約112MW)
※売電開始は2016年2月末時点、出力量(MWベース)の分散状況

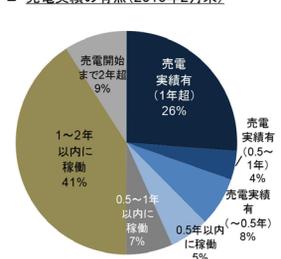
■ 電力会社別



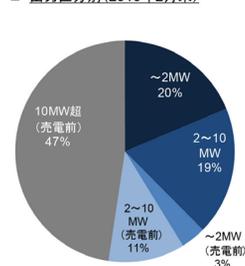
■ 買取価格別



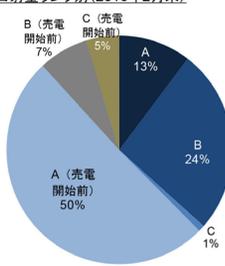
■ 売電実績の有無(2016年2月末)



■ 出力区分別(2016年2月末)



■ 日射量ランク別(2016年2月末)



参考:日射量区分

ランク	日射量
A	4.00以上
B	3.75以上、4.00未満
C	3.50以上、3.75未満
D	3.50未満

[使用単位]
月平均日積算傾斜面日射量
(kWh/m²・day)

2016年4月19日現在

出所: 会社資料

業績動向

心築事業を軸に大幅増収を達成

(1) 2016 年 2 月期通期の業績動向

2016 年 2 月期通期の売上高は 49,699 百万円 (前期比 16.4% 増)、営業利益 15,417 百万円 (前期比 88.3% 増)、経常利益 13,889 百万円 (前期比 91.4% 増)、当期純利益 12,925 百万円 (前期比 91.2% 増) となり、圧倒的な増益を達成した。期首予想に対して、2015 年 10 月と 2016 年 1 月に業績上方修正を行い、さらにそれを上回る決算となった。

2016 年 2 月期通期業績

	2015年2月期		2016年2月期					
	実績 (百万円)	対売上比 (%)	期首予想 (百万円)	15/10修正 (百万円)	16/01修正 (百万円)	実績 (百万円)	対売上比 (%)	前期比 (%)
売上高	42,705	100.0%	45,000	47,000	49,000	49,699	100.0%	16.4%
売上原価	30,539	71.5%	-	-	-	29,835	60.0%	-2.3%
売上総利益	12,166	28.5%	-	-	-	19,863	40.0%	63.3%
販管費	3,977	9.3%	-	-	-	4,446	8.9%	11.8%
営業利益	8,189	19.2%	11,700	14,000	14,800	15,417	31.0%	88.3%
経常利益	7,255	17.0%	10,250	12,400	13,200	13,889	27.9%	91.4%
当期純利益	6,761	15.8%	9,150	11,000	12,000	12,925	26.0%	91.2%

出所:会社資料

セグメント別にみると、全社の増収増益の主要因となっているのは心築事業であり、2016年2月期の売上高が42,944百万円（前期比12.7%増）、営業利益は12,629百万円（前期比12.7%増）だった。ホテルリートへの9件の物件供給や所有物件のバリューアップによる賃料収入の増加などが理由だ。アセットマネジメント事業は成長性の高さが顕著であり、2016年2月期の売上高は5,067百万円（前期比27.7%増）、営業利益は2,879百万円（前期比269.4%増）となった。主な要因は、関連するリートや私募ファンドの物件の売買におけるフィー収入が増加したためだ。また、クリーンエネルギー事業も大きく成長し、黒字転換を果たした。

2016 年 2 月期通期 セグメント別業績

	売上高			営業利益		
	15/2月期 (百万円)	16/2月期 (百万円)	前期比 (%)	15/2月期 (百万円)	16/2月期 (百万円)	前期比 (%)
アセットマネジメント事業	3,969	5,067	27.7%	779	2,879	269.4%
心築事業（旧：不動産再生事業）	38,107	42,944	12.7%	7,871	12,629	60.4%
クリーンエネルギー事業	605	1,628	168.9%	-93	323	-
その他	24	58	136.0%	-66	-32	-
合計	42,705	49,699	16.4%	8,490	15,799	86.1%

出所:会社資料

※全社利益調整前

売上高は倍増以上、堅実に増益を継続する予想

(2) 2017 年 2 月期の業績予想

2017年2月期連結業績予想は、売上高125,600百万円（前期比152.7%増）、営業利益18,500百万円（前期比19.9%増）、経常利益16,400百万円（前期比18.0%増）、当期純利益13,300百万円（前期比2.9%増）と、増収増益を見込む。過去の業績からすると利益の成長率が落ち着いた感があるが、前期も2回の上方修正があったことから期首予想は保守的なものと考えてよいだろう。

2017 年 2 月期通期業績予想

	2016 年 2 月期		2017 年 2 月期		
	実績 (百万円)	対売上比 (%)	予想 (百万円)	対売上比 (%)	前期比 (%)
売上高	49,699	100.0%	125,600	100.0%	152.7%
営業利益	15,417	31.0%	18,500	14.7%	20.0%
経常利益	13,889	27.9%	16,400	13.1%	18.1%
当期純利益	12,925	26.0%	13,300	10.6%	2.9%

出所:会社資料

高い財務の健全性

(3) 財務状況

2016 年 2 月期末の財務状況は健全である。総資産残高は前期末比 79,013 百万円増の 251,757 百万円となった。主な増加は、販売用不動産の 63,064 百万円増と現預金の 9,396 百万円増であり、次期への仕込みを積極的に行ったことが要因だ。負債は前期末比 65,224 百万円増加の 179,591 百万円となった。主な増加は、固定負債の 56,936 百万円増であり、長期借入金による物件取得が主要因だ。

経営指標では、流動比率 (1160.1%)、固定長期適合率 (17.6%) など極めて安全性が高い数値となる。これは長期で借りて短期で回す好循環に起因している。自己資本比率が 30%を切っているが、同社に帰属しないリスクを控除した自己資本比率では 36.4%、さらに含み益を含めた自己資本比率では 44.8%となり、懸念にはあたらないだろう。むしろ、財務レバレッジを働かせて株主価値を最大化していこうとする姿勢を評価したい。JPX 日経インデックス 400 への組み入れ (2016 年 8 月) も確実視されている。

連結貸借対照表、経営指標

(単位：百万円)

	2015 年 2 月期末	2016 年 2 月期末	増減額
流動資産	137,342	210,687	73,345
(現預金)	19,383	28,779	9,396
(販売用不動産)	109,769	172,833	63,064
固定資産	35,402	41,069	5,667
総資産	172,744	251,757	79,013
流動負債	9,872	18,161	8,289
固定負債	104,494	161,430	56,936
負債合計	114,367	179,591	65,224
純資産合計	58,377	72,166	13,789
負債純資産合計	172,744	251,757	79,013
<安全性>			
流動比率 (流動資産 ÷ 流動負債)	1391.2%	1160.1%	-
固定長期適合率 (固定資産 ÷ (固定負債 + 純資産))	21.7%	17.6%	-
自己資本比率 (自己資本 ÷ 総資産)	32.2%	26.8%	-
リスクベース自己資本比率 (自己資本 ÷ リスクベース B/S 総資産)	45.1%	36.4%	-

出所：会社資料

※リスクベース B/S 総資産とは同社グループにリスクが帰属しない連結ファンドなどの資産・負債を控除したもの

■ 成長戦略

新中期経営計画「Power Up 2019」がスタート

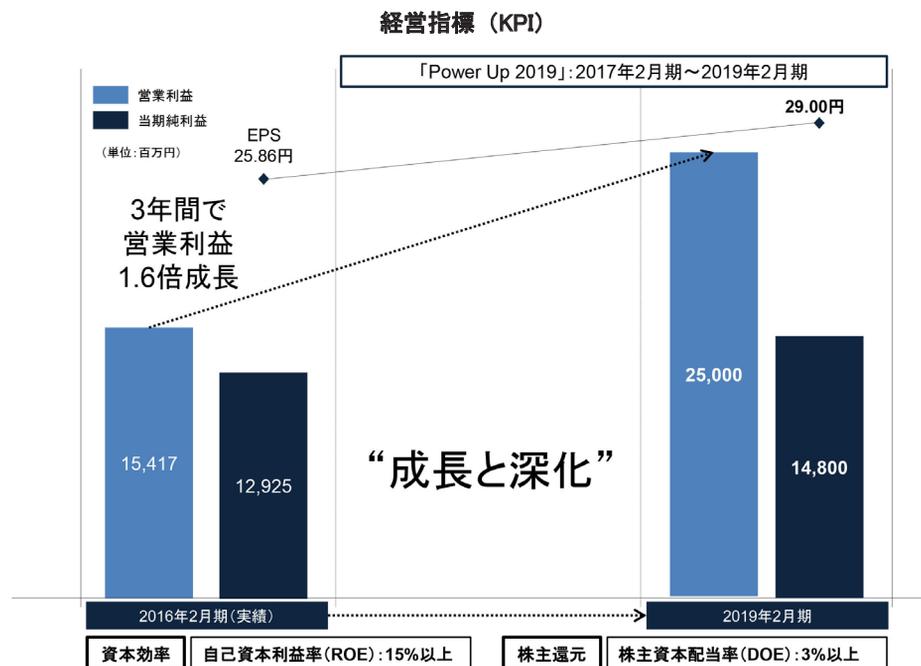
(1) 新中期経営計画の数値目標

前中計「Shift Up 2016」は 3 年間で全経営指標 (KPI) を達成して終了した。KPI の例をあげると、売上総利益で 4.0 倍 (13/2 月期と 16/2 月期の比率)、営業利益で 8.3 倍 (同左)、当期純利益で 7.8 倍 (同左) と大幅な利益成長を成し遂げた。

2016年6月2日（木）

同社はこの結果をうけて、2017年2月期を初年度に、3年後の2019年2月期を最終年度とする新中期経営計画「Power Up 2019」をスタートさせた。「成長と深化」をキーワードにするこの中計は、成長を持続しながら企業力をさらに深堀していくことがうたわれている。「深化」の意味の中には、株主価値を最大化し株主還元を充実されるというポイントが含まれる。

具体的なKPIの例としては、営業利益において15,417百万円（16/2月期）を25,000百万円（19/2月期）に、当期純利益においては12,925百万円（16/2月期）を14,800百万円（19/2月期）に成長させる。基準年となる2016年2月期が極めて収益が高かったために、一見成長性が鈍化するかにみえるが、2013年2月期の営業利益1,844百万円と比較すれば、6年後の2019年2月期の営業利益目標25,000百万円は13.5倍にあたり、持続的な成長のために慎重にペース配分した結果だとわかる。自己資本利益率（ROE）は15.6%（19/2月期）、1株あたり配当金7円など株主価値を最大化するための経営目標も織り込んでいる。



出所：会社情報

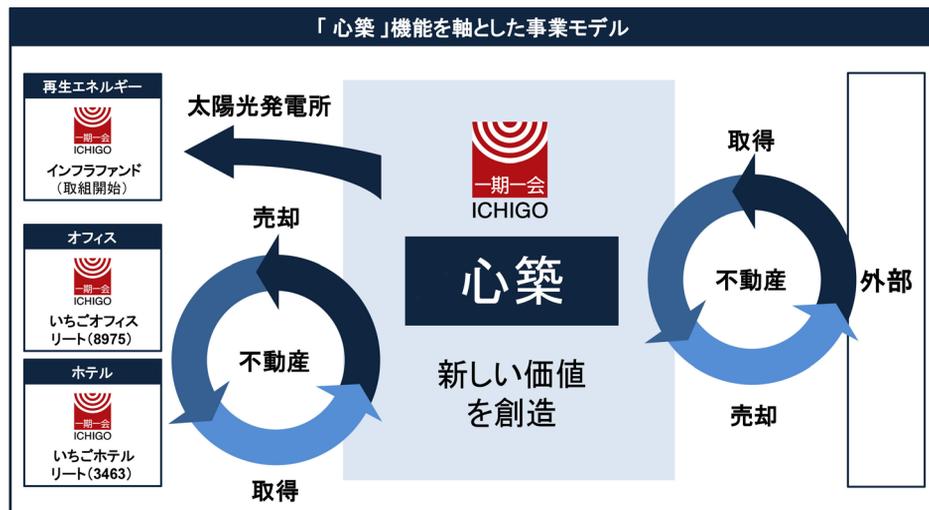
“攻め”と“守り”のバランスを重視した新中計

(2) 新中計の重点施策

「Power Up 2019」の重点施策としては、(1) 本業のさらなる強化と深化による強力な収益基盤の構築、(2) 新規事業の創出、(3) 財務基盤の強化、(4) 高い資本効率と内部成長率の実現、(5) 「働きがい」の向上、(6) グローバルベストプラクティスに適應したガバナンス・コンプライアンス態勢の継続的強化の6テーマからなる。収益性・“攻め”のテーマが(1)と(2)、持続性・“守り”のテーマが残りの4テーマとなっており、前中計が“攻め”中心だったのと比較すると、新中計は“攻め”と“守り”のバランスを重視した形だ。

特に(1)の本業のさらなる強化は重要なポイントとなる。重点施策の中でも「高機能、安心、安全、環境に優しい不動産を提供するため、エンジニアリングチームの強化」や「不動産収益の最大化を図るための専門のリーシングチームを新設」などの具体策がうたわれている。また、オフィスリート、ホテルリート、クリーンエネルギー事業と本体の連携強化は、今後も同社の事業モデルの根幹であり続けるだろう。

クリーンエネルギー事業に関しては、東京証券取引所が 2015 年に創設した「インフラファンド市場」への上場への取組みを開始しており、上場すれば 2017 年 2 月期にも資産譲渡益が期待できる。

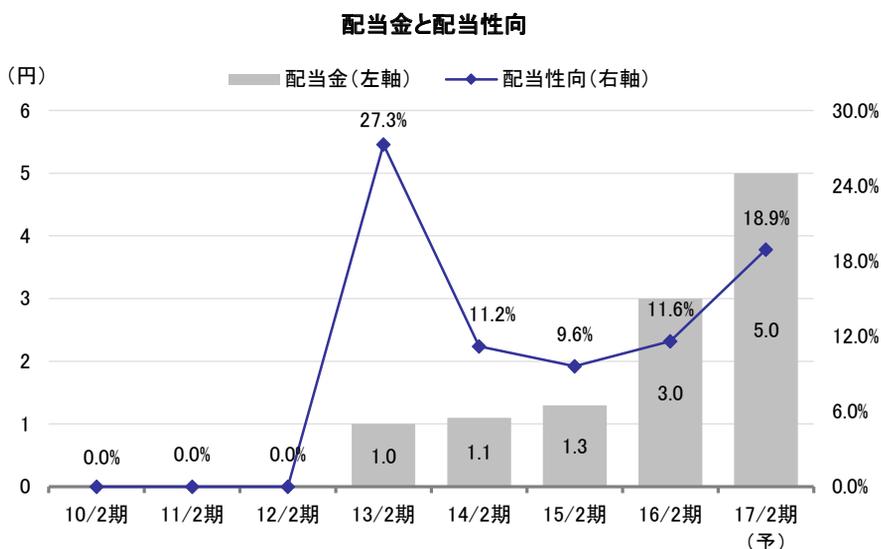


株主還元策

株主重視を体現する「累進的配当政策」を他社に先駆けて導入

同社は、日本ではほぼ導入例がない「累進的配当政策」を導入する方針を発表した。この政策は原則として「減配なし、配当維持もしくは増配のみ」を明確な方針とし、企業の持続的な価値向上と長期的な株主還元コミットメントするものだ。具体的には「株主資本配当率 (DOE) 3% 以上」を基準として配当水準の引き上げと安定を図る計画だ。

2016 年 2 月期の 1 株当たり配当金は年間 3 円、配当性向は 11.6% だった。2017 年 2 月期は「累進的配当政策」の採用元年にあたり、年間 5 円、配当性向 18.9% と大幅な増配が予想されている。



ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ