

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

いちご

2337 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2020 年 5 月 28 日 (木)

執筆：客員アナリスト

角田秀夫

FISCO Ltd. Analyst **Hideo Kakuta**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 事業概要	01
2. 業績動向	02
3. 成長戦略	02
4. 株主還元策	03
■ 会社概要	04
1. 会社概要	04
2. 事業内容	05
■ 事業概要	06
1. アセットマネジメント事業：特徴とトピック	06
2. 心築（しんちく）事業：特徴とトピック	07
3. クリーンエネルギー事業：特徴とトピック	09
■ 業績動向	10
1. 2020年2月期の業績概要	10
2. 財務状況と経営指標	11
■ 今後の見通し	12
■ 中長期の成長戦略	14
1. 新型コロナウイルスの不動産市場への影響予想	14
2. 徹底的なキャッシュ・フロー経営	14
3. 強固な収益基盤・財務基盤（リーマンショック時と現在の対比）	15
■ 株主還元策	16

■ 要約

**2020年2月期は物件売却好調により過去最高益の営業利益を更新。
 新型コロナウイルスの影響リスクを
 バランスシートにいち早く織り込み特損計上。
 “徹底したキャッシュ・フロー経営”と“強固な収益基盤・財務基盤”
 により、急激な環境変化に対応**

いちご<2337>は、オフィス、ホテル、商業施設、レジデンスなど幅広いタイプの不動産を対象とし、不動産価値向上ノウハウを駆使し、投資・運用を行う心築（しんちく）を強みとする。不動産ファンド運営会社及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。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、2008年に持株会社制に移行し、2011年にJ-REITの運用会社2社を子会社化し、J-REITへ参入。また、2012年にはクリーンエネルギー事業に参入した。2015年11月にはホテルリート、2016年12月にはインフラ投資法人を上場させ、現存不動産に新しい価値を創造する心築事業とともに、アセットマネジメント事業においても発展させている。2015年11月に東証1部に昇格、2016年8月にはJPX日経インデックス400の構成銘柄に選定され、その地位を4年連続で維持。現在は200位以内にランキングされている。不動産価値向上技術・ノウハウを軸にオフィス、ホテル、再生可能エネルギー発電施設の3つの投資法人と連携するユニークな企業グループである。ストック収益の比率が高く（約50%）、固定費の2.34倍をカバーしており、不動産業界屈指の盤石な収益モデルを誇る。

1. 事業概要

事業セグメントはアセットマネジメント事業、心築事業（旧不動産再生事業）、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、3つの上場投資法人（いちごオフィス、いちごホテル、いちごグリーン）に対して、投資対象資産の発掘及び供給、運営・マネジメントなどを行う。資産の入替などを含めた資産規模の拡大や賃料収入の増加、適正なコストコントロールなどにより、同社の運用フィーも成長している。心築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。保有不動産の賃貸収益（ストック）と譲渡収益（フロー）がバランス良く成長しているのが同社の特徴となっている。賃貸収益（ストック）は自己保有資産242,321百万円（2020年2月末）から生み出され、2020年2月期の粗利ベース収益は11,940百万円（前期比927百万円減）だった。一方の譲渡収益（フロー）は2020年2月期も順調に伸び、粗利ベース収益で17,158百万円（前期比2,265百万円増※）となった。クリーンエネルギー事業は2012年に開始され、全国64ヶ所の太陽光、風力発電所プロジェクトをグループで開発及び運営するまでに成長した。2020年2月時点で同社が保有する発電所のうち売電開始済が45ヶ所、136.28MW（うち、いちごグリーンインフラ投資法人は15発電所、29.43MW）、開発中の発電所が18ヶ所、48.56MWである。2020年2月期は5発電所、23.21MWが稼働開始した。

※ 2019年2月決算説明資料の実績の差額で計算

2. 業績動向

2020年2月期通期は、売上高が前期比4.6%増の87,360百万円、営業利益が同5.5%増の27,721百万円、経常利益が同5.7%増の24,395百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同46.7%減の8,201百万円と営業・経常が過去最高益を達成する一方で、当期純利益は減益となった。過去最高の営業利益に大きく貢献したのは主力の心築事業である。内訳としては、不動産譲渡損益が17,158百万円（前期比15.2%増※、2,265百万円増）であり、高い利益率での物件売却ができたことが要因である。ストックとフローの両面でバランス良く稼げているのが同社の長だ。当期純利益が減少した理由は、新型コロナウイルスの感染拡大による保有不動産の再評価をいち早く反映し、評価損を織り込んだためである。同社が保有するホテルや商業施設のなかで業況悪化が顕著な物件に関して、販売可能価額を検証し、帳簿価額を下回ったものにつき低価法を適用し、評価損7,487百万円を含む8,065百万円を特別損失に計上した。弊社では、2020年2月末の段階でバランスシートにおける将来のリスクをいち早く織り込み、信頼性の高いバランスシートを堅持した取り組みは、高く評価している。

※ 2019年2月決算説明資料の実績の差額で計算

2021年2月期通期の業績予想（連結）は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による不動産業界への影響が現時点において不透明であることから、レンジを設定した。営業利益で前期比77.6%減～53.5%減の6,200百万円～12,900百万円、経常利益で前期比86.1%減～57.4%減の3,400百万円～10,400百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で前期比75.6%減～2.5%減の2,000百万円～8,000百万円となった。新型コロナウイルスの影響拡大によりホテル宿泊需要の大幅な減少や商業施設の各種テナント企業の業績悪化が発生するなか、賃料収入の減少や不動産売買マーケットの停滞が予想される。これらの減少を未然に考慮し、保守的に見積もった業績が下限予想である。営業利益6,200百万円は、前期の約4分の1に相当する。フロー収益（主に心築事業における不動産譲渡益）が前期の約6分の1になる予想だ。一方で、上限シナリオでは、営業利益12,900百万円は前期の約2分の1になる予想だ。オフィスやレジデンスでは売買マーケットへの影響が少ないことや、新型コロナウイルスの影響が秋口くらいには落ち着くことなどが前提となる。弊社では、上限シナリオがより現実的だと考えている。同社は、循環的な景気後退がいつ来ても対応できる財務体質を以前から整備してきた。ストック収益で固定費をカバーできる同社にとって、市場が低迷している時期に安値での売却（フロー収益確保）を行う必要はない。ホテルや商業施設の事業環境が回復するまでじっくり待つ戦略を取れるのも、同社の強みと言えるだろう。

3. 成長戦略

新型コロナウイルスの影響で不動産業界を取り巻く環境が急変するなかで、同社は徹底したキャッシュ創出策を打っている。心築事業に関わる不動産（従来は販売用不動産）を固定資産化し、減価償却の税効果によりキャッシュを創出するというものだ。一般に販売用不動産は、早期に販売されるべきものであり、会計処理上、減価償却を行わない。これを固定資産化すると、現金支出のない減価償却費を計上することができ、税効果が発生する（キャッシュが創出できる）。固定資産比率は2018年2月期に15.2%だったが、2019年2月期に30.1%、2020年2月期には84.4%に向上している。市場環境が悪化しているなかでは、売り急がず、じっくり保有しつつキャッシュ創出力を最大化するという戦略を徹底する。

要約

同社は、景気循環による市況悪化がいつかは起こることを前提に、従来から収益基盤及び財務基盤を強化してきた。これは、リーマンショック時に受けた大きなダメージを糧にしたものだ。「ストック収益固定費カバー率」は、収益モデルの堅実さを反映する指標であり、不況時にリスクの大きいフロー収益（売買益）に依存しないで黒字を確保できる余裕を示す。リーマンショック時の2009年2月期に75%だったのに対し、2020年2月期は234%と3.1倍に増加しており、賃貸収入のみでも大幅な黒字が確保できることを示す。「加重平均借入期間」や「3年以内返済予定借入割合」などの指標でもリーマンショック時から大きく向上しており、景気後退によるリスクを極限まで低下させることに成功していると言えるだろう。

4. 株主還元策

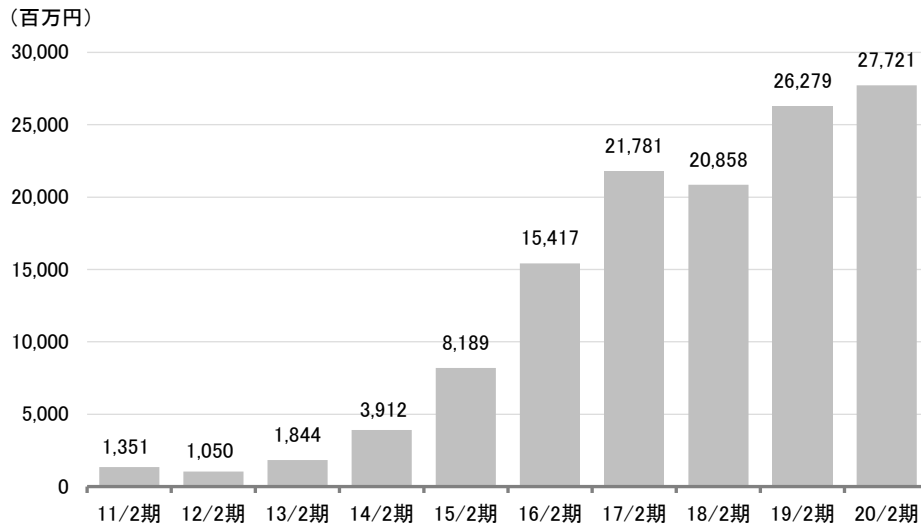
同社は株主還元策として配当を実施している。原則として「減配なし、配当維持もしくは増配のみ」を明確な方針として、企業の持続的な価値向上と長期的な株主還元コミットメントする。具体的には「株主資本配当率(DOE)3%以上」を基準としている。2020年2月期の1株当たり配当金は年間7円(前期と同額)と維持した。配当性向は41.5%、株主資本配当率(DOE)は3.4%だった。同社は、長期VISION「いちご2030」において、機動的な自社株買いを掲げ、株主価値の向上策への積極的姿勢を打ち出している。この方針に沿って、2017年2月期に30億円、2018年2月期にも30億円と自社株買いを実施してきた。2020年2月期も、2019年の7月-11月に総額約30億円分の自社株を取得した。自社株買いも勘案した総還元性向では77.7%(2020年2月期)に達する。2021年2月期に関しては、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による不動産業界への影響が現時点では不透明であることから、次期の連結業績予想をレンジで設定し、配当予想を未定としている。

Key Points

- ・主力の心築事業では不動産価値向上ノウハウが強み。中小型のオフィス、レジデンス、ホテル、商業施設などのポートフォリオが特徴
- ・2020年2月期は物件売却好調により過去最高益の営業利益を更新。新型コロナウイルスの影響リスクをバランスシートにいち早く織り込み、特損計上
- ・2021年2月期は営業利益62億円～129億円のレンジ予想。潤沢なストック収益により売却益に依存しない戦略が取れるのが強み
- ・“徹底したキャッシュ・フロー経営”と“強固な収益基盤・財務基盤”により、新型コロナウイルスによる急激な環境変化に対応

要約

営業利益の推移



注：2019年2月期よりSPCのノンリコースローンにおける金利コストを売上原価から営業外費用（固定費）に変更しており、2018年2月期以前の数値は、表示方法変更前の数値を記載

出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

心築事業の不動産再生を軸に3つの投資法人と連携するユニークな事業グループ。不動産業界屈指の盤石な収益モデルを誇る

1. 会社概要

同社は、オフィス、ホテル、商業施設、レジデンスなど幅広いタイプの不動産を対象とし、不動産価値向上ノウハウを駆使し、投資・運用を行う心築（しんちく）を強みとする。不動産ファンド運営会社及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。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、2008年に持株会社制に移行し、2011年にJ-REITの運用会社2社を子会社化し、J-REITへ参入。また、2012年にはクリーンエネルギー事業に参入した。2015年11月にはホテルリート、2016年12月にはインフラ投資法人を上場させ、現存不動産に新しい価値を創造する心築事業とともに、アセットマネジメント事業においても発展させている。2015年11月に東証1部に昇格、2016年8月にはJPX日経インデックス400の構成銘柄に選定され、その地位を4年連続で維持。現在は200位以内にランキングされている。不動産価値向上技術・ノウハウを軸にオフィス、ホテル、再生可能エネルギー発電施設の3つの投資法人と連携するユニークな企業グループである。ストック収益の比率が高く（約50%）、固定費の2.34倍をカバーしており、不動産業界屈指の盤石な収益モデルを誇る。

会社概要

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（不動産ファンドなどの運営）
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 ビジネスなど）
2001年 9月	ピーアイテクノロジーと旧アセット・マネジャーズの合併（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り、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）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信（株）を完全子会社化
2012年 7月	クロスボーダー M&A 支援など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）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）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>）
2015年11月	いちごホテルリート投資法人 <3463> 上場
■現存不動産に新たな価値を創造する、「心築」を軸とした事業モデルの展開	
2016年 4月	「Shift Up 2016」に続く、新中期経営計画「Power Up 2019」を発表
2016年 8月	JPX 日経インデックス 400 の構成銘柄に選定
2016年 9月	「いちご株式会社」に商号変更、子会社のいちご不動産投資顧問も同日付で「いちご投資顧問株式会社」に商号変更
2016年12月	いちごグリーンインフラ投資法人 <9282> 上場
2017年 3月	不動産オーナーサービス事業を推進する「いちごオーナーズ株式会社」を設立
2017年 7月	（株）セントロを子会社化
2019年 4月	長期 VISION「いちご 2030」「サステナブルインフラの「いちご」」を発表

出所：ホームページ、有価証券報告書、会社リリースよりフィスコ作成

2. 事業内容

同社の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投資法人 <8975>、いちごホテルリート投資法人 <3463> 及びいちごグリーンインフラ投資法人 <9282>、自社グループで運用する不動産私募ファンドに対し、案件の発掘や供給、運営、管理などを行う。全社の売上高の3.5%（2020年2月期）、営業利益の9.1%（同）を占め、安定して全社利益へ貢献する。心築事業は不動産保有期間の賃料収入を享受しつつ、違法性の治癒や耐震補強、稼働率改善などに併せ、テナント満足度の向上を通じ、不動産価値の向上を図り、その後売却し高い売却益を実現する。2017年3月設立のいちごオーナーズ（株）の業績もこのセグメントに入る。売上高の92.2%（同）、営業利益の86.3%（同）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を主とした再生可能エネルギー発電を行う事業であり、売上高の4.3%（同）、営業利益の4.6%（同）である。

会社概要

事業の内容と構成 (2020年2月期連結)

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、いちごホテルリート、いちごグリーンインフラなど自社グループで運用する上場投資法人に対し、各投資対象資産の発掘及び供給、資金調達、運用などを行う	3.5%	9.1%
「心築」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	92.2%	86.3%
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	4.3%	4.6%

注：営業利益構成は調整額を除き算出

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

事業概要

主力の心築事業では不動産価値向上ノウハウが強み。 中小型のオフィス、レジデンス、ホテル、 商業施設などのポートフォリオが特徴

1. アセットマネジメント事業：特徴とトピック

当該事業セグメントは、いちごオフィスリート投資法人(2005年10月上場)、いちごホテルリート投資法人(2015年11月上場)及びいちごグリーンインフラ投資法人(2016年12月上場)などの同社がスポンサーを務める上場投資法人に対し、投資対象資産の発掘及び供給による成長支援、運用期間中の運用・管理などを展開している。

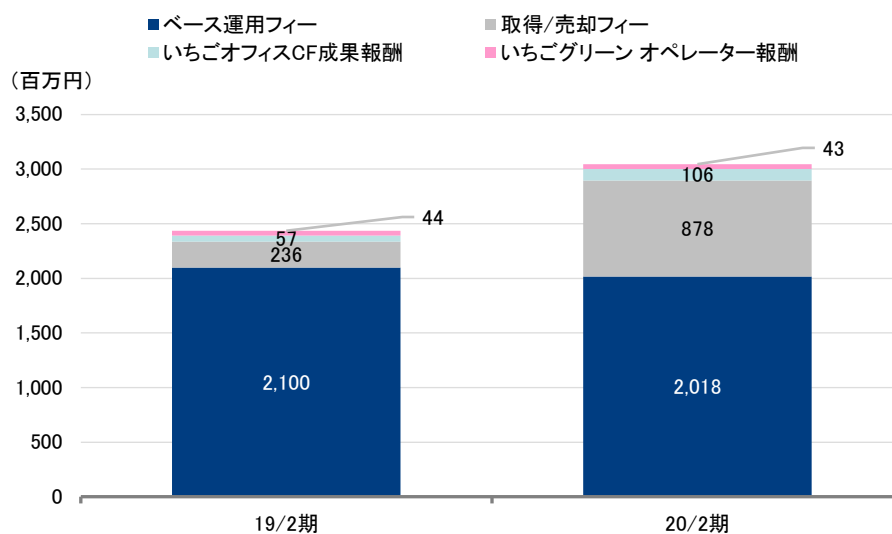
いちごオフィスリート投資法人は運用資産残高の増加や保有不動産の価値向上による賃料収入の増加などにより、J-REIT 最長の18期連続増配の実績を持つ(2010年4月期-2019年4月期)。安定的かつ収益成長が見込める中規模オフィスに特化したポートフォリオに特徴がある。2019年12月には、世界の上場不動産株式、REITなどで構成され、世界中の機関投資家が指標とするグローバルインデックスファンド「FTSE EPRA / NAREIT Global Real Estate Index Series」に組み入れられた。2020年2月末日の運用資産は85物件、残高2,032億円、2020年2月期の期中運用フィー粗利1,436百万円(前期比10百万円増)となった。いちごホテルリート投資法人は2015年11月上場し、その後も運用資産残高を増やしている。ビジネス・観光に優位性のある好立地の宿泊主体・特化型ホテルで構成されるホテル特化型J-REITで、グループの資産運用会社に対する報酬体系を、投資主価値向上に連動するJ-REIT初の完全成果報酬へ移行するなど、積極的な運用を行っている。2020年2月末日の運用資産は23ホテル(上場時は9ホテル)、2020年2月期の期中運用フィー粗利381百万円(前期比80百万円減)となった。いちごグリーンインフラ投資法人は2016年12月に東証インフラ市場に新規上場を果たした、グリーンインフラ特化型投資法人である。長期にわたる安定収益を背景に、史上初となる10ヶ年の長期業績予想を行う。2020年2月末日の運用資産は15発電所、残高は114億円、2020年2月期の期中運用フィー粗利82百万円(前期比3百万円減)となった。

事業概要

同社はスポンサーとして各投資法人の成長サポートを担う。同社が心築を施した物件と各投資法人の保有する物件の入替を行うなど、スポンサー（同社）と各投資法人が連携することで、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。

2020年2月期は、いちごホテルにおける物件売却益の成果報酬やベース運用フィーが堅調に推移したことなどによりセグメント売上高は3,949百万円（前期比14.2%増）、セグメント利益は2,526百万円（同15.1%増）となった。

アセットマネジメント事業の売上総利益構成



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

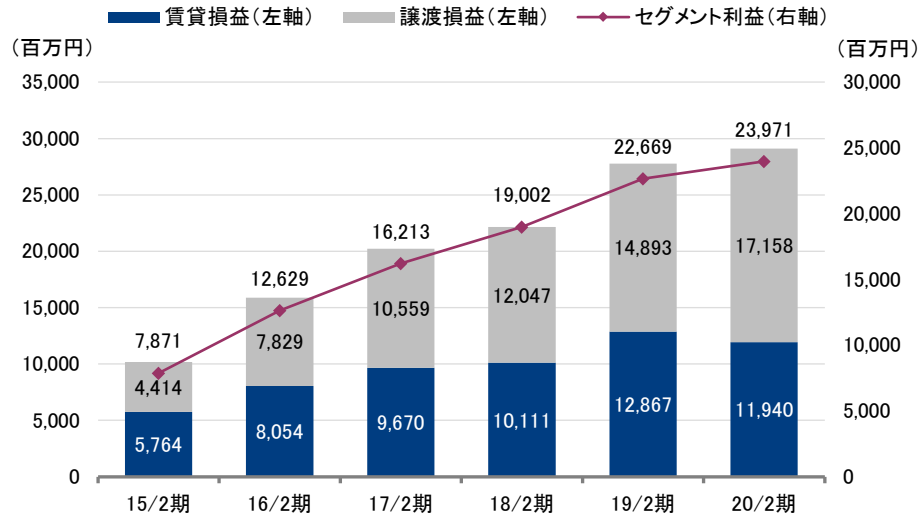
2. 心築（しんちく）事業：特徴とトピック

心築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。心築という言葉は同社の造語であり、「心で築く、心を築く」の信条の下、同社の技術とノウハウを活用し、1つ1つの不動産に心を込めた丁寧な価値向上を図り、現存不動産に新しい価値を創造することを言う。

心築事業は、保有不動産の賃貸収益（ストック）と譲渡収益（フロー）の両面がある。賃貸収益（ストック）は自己保有資産242,321百万円（2020年2月末）から生み出され、2020年2月期の粗利ベース収益は11,940百万円（前期比927百万円減）だった。保有資産の特徴は、物件タイプとしては商業施設（29%）、オフィス（26%）、ホテル（23%）、レジデンス（16%）の順に多く、地域別には東京（54%）が多く、福岡（21%）と東京以外首都圏（11%）が続く。また物件規模では、10～50億円未満の中規模物件が46%と多く、いちごオーナーズが対象とする10億円未満の物件も20%と一定割合を占める。一方の譲渡収益（フロー）は2020年2月期も順調に伸び、粗利ベース収益で17,158百万円（前期比2,265百万円増）となった。

事業概要

心築事業の売上総利益・セグメント利益



出所：決算短信及び決算説明資料よりフィスコ作成

心築事業の成功のカギは良質な物件の取得である。2020年2月期累計では58物件、63,048百万円(平均1,087百万円/物件)の資産が取得された。2019年2月期累計が40物件、50,840百万円(平均1,271百万円/物件)だったのと比較すると、総額が増加し、案件規模が小型化した。いちごオーナーズでの取得が28,518百万円と全体の45%に達したことから、取得物件の小型化の傾向がわかる。取得物件種類で多かったのはレジデンスであり、31,330百万円と全体の50%に達した。また、売却物件種類のなかでもレジデンスは26,477百万円と最大であり、構成比で44%と高かった。売却との差額(取得-売却)では、ホテルの売り越しが5,564百万円と大きく、レジデンスの買い越しが4,853百万円と大きかった。多様な物件ポートフォリオを持つ点が同社の特徴であるが、より小型に、よりレジデンスの比率が高くなる傾向にある。

心築事業での取得と売却

(単位：百万円)

	取得		売却		差額(A)-(B)
	件数	簿価(A)	件数	売上高(B)	
オフィス	3	6,134	5	7,211	-1,077
ホテル	2	12,446	8	18,010	-5,564
商業	2	8,550	3	8,432	118
レジデンス	37	31,330	40	26,477	4,853
ロジスティクス	1	2,374	-	-	2,374
土地	2	255	2	241	14
その他	11	1,957	1	231	1,726
合計	58	63,048	59	60,601	2,447

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業概要

含み益（鑑定ベース価格－簿価）は、2016年2月期の28,056百万円から2020年2月期の56,221百万円まで一貫して増加してきた。物件の売買により中身が回転するなかで、この数字から確認できる点としては、不動産マーケットが活況を呈するなかで継続的に資産を取得できていること、同社が“高値掴み”をしていないこと、また心築により物件の価値を高めていることなどである。また、期中売却物件の含み益が約6,100百万円に対して、実際の売上総利益が17,158百万円という結果から、鑑定評価額以上の価格で効果的な売却ができており含み益を超えた売却益を享受できていることが確認できる。

心築事業における含み益及び売却益

(単位：百万円)

	2016年2月期	2017年2月期	2018年2月期	2019年2月期	2020年2月期
a. 期末の資産の含み益（鑑定－簿価）	28,056	36,797	45,439	50,916	56,221
b. 期中売却物件の含み益（鑑定－簿価）	約 3,300	約 6,400	約 2,700	約 5,900	約 6,100
c. 期中売却物件の売上総利益（売上高－簿価）	7,283	10,562	12,050	14,986	17,158
d. 売上総利益 / 含み益 (c/b、倍)	2.2	1.6	4.4	2.5	2.8

出所：決算説明資料及びヒアリングよりフィスコ作成

3. クリーンエネルギー事業：特徴とトピック

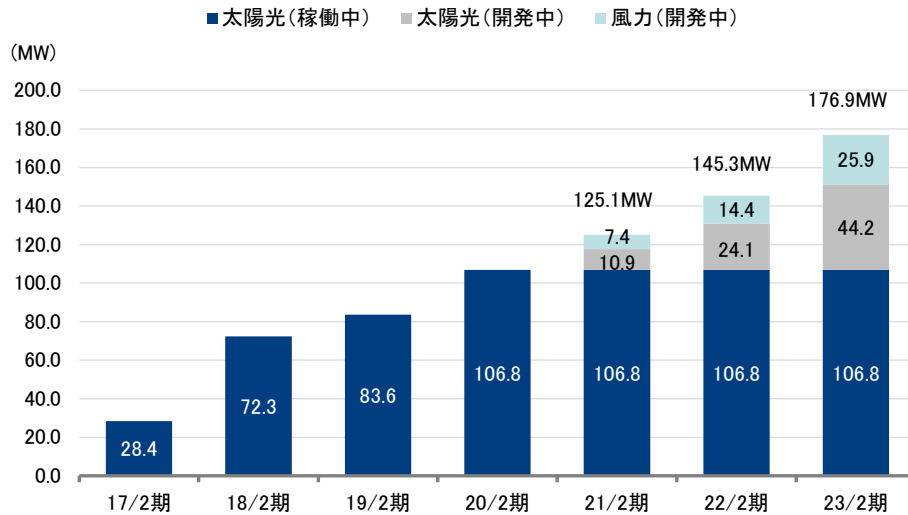
クリーンエネルギー事業は2012年に開始され、全国64ヶ所の太陽光、風力発電所プロジェクトをグループで開発及び運営するまでに成長した。2020年2月時点で同社が保有する発電所のうち売電開始済が45ヶ所、136.28MW（うち、いちごグリーンインフラ投資法人は15発電所、29.43MW）、開発中の発電所が18ヶ所、48.56MWである。2020年2月期は5発電所、23.21MWが稼働開始した。

同社のクリーンエネルギー事業の特徴は、1) 遊休地の不動産の有効活用を図ること、2) 北海道から九州・沖縄まで全国に分散していること、3) 固定買取価格制度の下20年間の安定した収益が保証されており、36円以上の買取価格が過半であること、4) 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、などである。2016年2月期決算で黒字転換して以来、安定収益を生んでいる。今後も発電所の開発を強化し、3年後の2023年2月期には176.9MW（2020年2月期の1.66倍）にする開発計画がある。今後は太陽光発電以外に風力発電の発電所などを含めて電力源の多様化を行われる点も注目だ。

2020年2月期は、2019年7月から8月にかけて例年より日照不足が続いたものの、2019年2月期に竣工した発電所の売電収入が寄与したことなどによりセグメント売上高は3,796百万円（前期比4.0%増）となった。発電所の減価償却費の増加などにより、セグメント利益は1,272百万円（同6.7%減）となった。

事業概要

発電出力の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

2020年2月期は物件売却好調により過去最高益の営業利益を更新。新型コロナウイルスの影響リスクをバランスシートにいち早く織り込み、特損計上

1. 2020年2月期の業績概要

2020年2月期通期は、売上高が前期比4.6%増の87,360百万円、営業利益が同5.5%増の27,721百万円、経常利益が同5.7%増の24,395百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同46.7%減の8,201百万円と営業・経常が過去最高益を達成する一方で、当期純利益は減益となった。

過去最高の営業利益に大きく貢献したのは主力の心築事業である。内訳としては、不動産譲渡損益が17,158百万円（前期比15.2%増、2,265百万円増）であり、高い利益率での物件売却ができたことが要因である。不動産賃貸損益は11,940百万円（前期比7.2%減、927百万円減）だった。保有資産177物件、242,321百万円の想定NOI（Net Operating Income、営業純利益）では5.9%（前期と同等）であり、堅実に不動産価値の向上を実現したことがわかる。ストックとフローの両面でバランス良く稼げているのが同社の特長だ。アセットマネジメント事業では、いちごホテルにおける物件売却益の成果報酬やペース運用フィーが堅調に推移したことなどによりセグメント利益が増加した。クリーンエネルギー事業は、前期に竣工した発電所の稼働により売電収入が増加したものの、発電所の減価償却費の増加などによりセグメント利益は微減となった。

業績動向

当期純利益が減少した理由は、新型コロナウイルスの感染拡大による保有不動産の再評価をいち早く反映し、評価損を織り込んだためである。同社が保有するホテルや商業施設のなかで業況悪化が顕著な物件に関して、販売可能価額を検証し、帳簿価額を下回ったものにつき低価法を適用し、評価損 7,487 百万円を含む 8,065 百万円を特別損失に計上した。弊社では、2020年2月末の段階でバランスシートにおける将来のリスクをいち早く織り込み、信頼性の高いバランスシートを堅持した取り組みは、投資家への透明性を重視したものとして高く評価している。

2020年2月期通期業績

(単位：百万円)

	19/2 期		予想	20/2 期			
	実績	対売上比		実績	対売上比	対予想比	前期比
売上高	83,540	100.0%	-	87,360	100.0%	-	4.6%
売上原価	51,413	61.5%	-	52,851	60.5%	-	2.8%
売上総利益	32,126	38.5%	-	34,509	39.5%	-	7.4%
販管費	5,847	7.0%	-	6,787	7.8%	-	16.1%
営業利益	26,279	31.5%	26,500	27,721	31.7%	4.6%	5.5%
経常利益	23,076	27.6%	22,800	24,395	27.9%	7.0%	5.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	15,373	18.4%	15,000	8,201	9.4%	-45.3%	-46.7%
1株当たり純利益	31.14円		30.39円	16.89円			-45.8%
自己資本利益率 (ROE)	16.3%		14.4%	8.2%			

出所：決算短信よりフィスコ作成

財務基盤は健全。 「JPX 日経インデックス 400」で上位 200 社にランクアップ

2. 財務状況と経営指標

2020年2月期末の総資産残高は前期末比 14,383 百万円増の 333,726 百万円となった。固定資産は 114,366 百万円増であり、保有する不動産の多くを販売用不動産から固定資産へ振り替えたことにより、有形固定資産が増加したことが主な要因である。流動資産は 99,982 百万円減であり、販売用不動産は 93,032 百万円の減少となった。

負債合計は前期末比 15,635 百万円増の 232,119 百万円となった。そのうち流動負債は 2,375 百万円増であり、1年内返済予定の長期借入金が増加したことなどが主な要因である。そのうち固定負債は 13,259 百万円増であり、長期借入金が増加したことなどが主な要因である。

いちご | 2020年5月28日(木)
2337 東証1部 | <https://www.ichigo.gr.jp/ir/>

業績動向

経営指標では、流動比率（484.4%、200%以上が安全の目安）、固定長期適合率（69.8%、100%以下が安全の目安）など極めて安全性が高い。自己資本比率は30.1%だが、外部鑑定士が鑑定する鑑定評価額をベースとする不動産の含み益や同社に帰属しないリスクを控除した自己資本比率では44.9%とより高い数値になる。2016年8月には、資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした株価指数「JPX日経インデックス400」へ組み入れられ、連続してその地位を維持している。さらに2019年8月には、総合スコアで上位200社にランキングされた。ちなみにこの総合スコアは、3年平均ROE、3年累積営業利益、選定基準日時点における時価総額が指標となる。

連結貸借対照表及び経営指標

(単位：百万円)

	19/2 期末	20/2 期末	増減額
流動資産	217,590	117,608	-99,982
（現金及び預金）	50,225	41,067	-9,158
（販売用不動産）	161,322	68,290	-93,032
固定資産	101,752	216,118	114,366
（有形固定資産）	94,976	206,198	111,222
総資産	319,343	333,726	14,383
流動負債	21,905	24,280	2,375
固定負債	194,579	207,838	13,259
負債合計	216,484	232,119	15,635
純資産合計	102,859	101,607	-1,252
負債純資産合計	319,343	333,726	14,383
<安全性>			
流動比率（流動資産÷流動負債）	993.3%	484.4%	-
固定長期適合率（固定資産÷（固定負債+純資産））	34.2%	69.8%	-
自己資本比率（自己資本÷総資産）	30.9%	30.1%	-
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）	49.3%	44.9%	-

注：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
出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2021年2月期は営業利益62億円～129億円のレンジ予想。 潤沢なストック収益により売却益に依存しない戦略を取れるのが強み

2021年2月期通期の業績予想（連結）は、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による不動産業界への影響が現時点において不透明であることから、レンジを設定した。営業利益で前期比77.6%減～53.5%減の6,200百万円～12,900百万円、経常利益で前期比86.1%減～57.4%減の3,400百万円～10,400百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で前期比75.6%減～2.5%減の2,000百万円～8,000百万円となった。

いちご | 2020年5月28日(木)
2337 東証1部 | <https://www.ichigo.gr.jp/ir/>

今後の見通し

新型コロナウイルスの影響拡大によりホテル宿泊需要の大幅な減少や商業施設の各種テナント企業の業績悪化が発生するなか、賃料収入の減少や不動産売買マーケットの停滞が予想される。これらの減少を未然に考慮し、保守的に見積もった業績が下限予想である。営業利益は6,200百万円であり、前期の約4分の1に相当する。下限シナリオで特に減少するのがフロー収益（主に心築事業における不動産譲渡益）であり、売却を極端に控え、フロー収益が前期の約6分の1になる予想だ。ストック収益に関しては所有ホテルの固定収入部分は維持されるも、変動収入（稼働率に連動した収入）は大幅減少となる見込みである。一方で、上限シナリオでは、営業利益が12,900百万円と前期の約2分の1になる見込み。フロー収益が前期の約2分の1になる予想だ。オフィスやレジデンスでは売買マーケットへの影響が少ないことや、新型コロナウイルスの影響が秋口くらいには落ち着くことなどが前提となる。弊社では、上限シナリオがより現実的だと考えている。

セグメント別には、アセットマネジメント事業でベース運用フィー、フロー収益ともに半減以下になるという保守的な予想となった。セグメント利益予想は約1,100百万円（前期は2,526百万円）である。心築事業は、売却益額が不透明なためレンジ予想となり、下限が3,300百万円、上限が10,000百万円である。クリーンエネルギー事業は新型コロナウイルスの影響を受けないため、従来どおりの安定成長を予想する。

同社は、循環的な景気後退がいつ来ても対応できる財務体質を以前から整備してきた。ストック収益で固定費をカバーできる同社にとって、市場が低迷している時期に安値での売却（フロー収益確保）を行う必要はない。ホテルや商業施設の事業環境が回復するまでじっくり待つ戦略を取れるのも、同社の強みと言えるだろう。

2021年2月期通期業績予想

(単位：百万円)

	20/2 期		21/2 期	
	実績	対売上比	予想	前期比
売上高	87,360	100.0%	-	-
営業利益	27,721	31.7%	12,900～6,200	-53.5～-77.6
経常利益	24,395	27.9%	10,400～3,400	-57.4～-86.1
親会社株主に帰属する 当期純利益	8,201	9.4%	8,000～2,000	-2.5～-75.6
1株当たり当期純利益	16.89円	-	16.60円～4.15円	-1.7～-75.4

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

“徹底したキャッシュ・フロー経営”と“強固な収益基盤・財務基盤”により、新型コロナウイルスによる急激な環境変化に対応

1. 新型コロナウイルスの不動産市場への影響予想

新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、不動産市場にも影響が出ているが、物件種類、賃貸・売買によって影響度が異なる。また短期的な影響と中長期的な影響を分けて考える必要があり、特に中長期的な影響に関しては不確実性が高くなる。オフィスに関しては、短期的に大きな影響はないものの、テレワークなどの進展により都心の高級物件の価値が相対的に下がることが懸念される。ちなみに同社の保有物件に関しては、都心のオフィス物件のなかでも相対的に割安なため、増床や転入の動きも出てきている。レジデンスに関しては、新型コロナウイルスの短期的・直接的な影響は大きくないと予測する。一方で、ホテル、一部の商業施設では、オペレーターの業績悪化の影響が変動家賃部分や固定家賃の減賃などに影響すると見込まれる。影響が短期で収束するのか長期化するのか、国や自治体の給付・助成がどの程度行われるかなど不透明な点も多い。ロジスティクス（物流センターなど）やクリーンエネルギー施設に関しては、影響はないと考えられる。

新型コロナウイルスの不動産市場への影響予測

物件種類		賃貸マーケット		売買マーケット
オフィス	◎	短期的に大きな影響はない。中期的には都心のオフィスを割安な物件や郊外・地方に移転する動きも想定される	○～◎	短期的に大きな影響はない。都心の家賃の高い物件の値下がり懸念される
レジデンス	◎	短期的に大きな影響はない	◎	短期的に大きな影響はない
不動産				
ホテル	△	客室稼働率が大幅減少し、固定家賃に影響は軽微、変動家賃部分は大幅減少	△	短期的には、期待利回りが不透明であり売買環境の悪化、値下がり懸念される
商業施設	△～○	一部の商業施設では、短期的にテナント休業に伴う家賃の減額、退店などが懸念される	△～○	一部の商業施設では、短期的には、期待利回りが不透明であり売買環境の悪化、値下がり懸念される
ロジスティクス	◎	影響はない	◎	影響はない
クリーンエネルギー（発電所）	◎	影響はない	◎	影響はない

出所：ヒアリングよりフィスコ作成

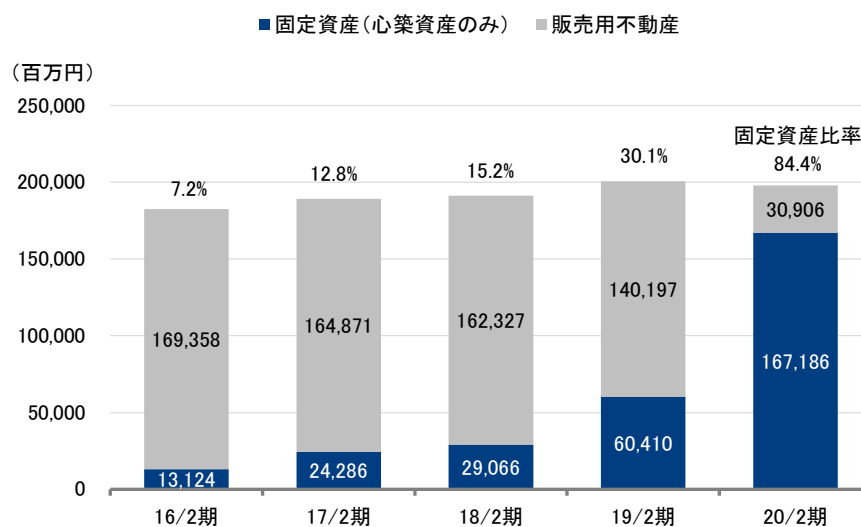
2. 徹底的なキャッシュ・フロー経営

同社は、キャッシュ・フローの創出にこだわった経営に定評がある。「エコノミック営業キャッシュ・フロー」という KPI（重要経営指標）を従来から公開し向上を図ってきた点はその一例である。「エコノミック営業キャッシュ・フロー」は決算短信の表紙に記載のとおり、営業活動によるキャッシュ・フローから販売用不動産及び販売用発電設備の増減額（仕入・売却）の影響を除く営業活動によるキャッシュ・フロー（税引後）である。2020年2月期の値は、29,492百万円（前期は25,522百万円）であり、当期純利益の3.6倍に相当する。

中長期の成長戦略

新型コロナウイルスの影響で不動産業界を取り巻く環境が急変するなかで、同社は更なるキャッシュ創出策を打っている。心築事業に関わる不動産(従来は販売用不動産)を固定資産化し、減価償却の税効果によりキャッシュを創出するというものだ。一般に販売用不動産は、早期に販売されるべきものであり、会計処理上、減価償却を行わない。これを固定資産化すると、現金支出のない減価償却費を計上することができ、税効果が発生する(キャッシュが創出できる)。固定資産比率は2018年2月期に15.2%だったが、2019年2月期に30.1%、2020年2月期には84.4%に向上している。市場環境が悪化しているなかでは、売り急がず、じっくり保有しつつキャッシュ創出力を最大化するという戦略を徹底する。

販売用不動産と固定資産の推移(簿価)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

3. 強固な収益基盤・財務基盤(リーマンショック時と現在の対比)

同社は、景気循環による市況悪化がいつかは起こることを前提に、従来から収益基盤及び財務基盤を強化してきた。これは、リーマンショック時に受けた大きなダメージを糧にしたものだ。

「ストック収益固定費カバー率」は、収益モデルの堅実さを反映する指標であり、不況時にリスクの大きいフロー収益(売買益に依存しない)で黒字を確保できる余裕を示す。リーマンショック時の2009年2月期に75%だったのに対し、2020年2月期は234%と3.1倍に増加しており、賃貸収入のみでも大幅な黒字が確保できることを示す。

「加重平均借入期間」は、全有利子負債の平均借入期間であり、リーマンショック時の2009年2月期に2.8年だったのに対し、2020年2月期は10.3年と3.7倍に長期化しており、長期資金でまかなわれているために財務の安全性が向上したことがわかる。

「3年以内返済予定借入割合」は、全有利子負債のなかで3年以内に返済予定の借入金の割合である。リーマンショック時の2009年2月期に93%だったのに対し、2020年2月期は14%と79ポイント低下しており、仮に景気後退が数年長引いたとしても、同社にとっては大きなリスクにならないことを示す。

中長期の成長戦略

「加重平均借入金利」はコーポレート有利子負債の平均借入金利である。リーマンショック時の2009年2月期に2.22%だったのに対し、2020年2月期は0.91%と59%低下した。無担保化の割合が25.6%であることや10年以上無担保コミットメントラインが200億円あることなどを含めて、金融機関からの厚い信頼がリスク低減につながっていることがわかる。

リーマンショック時の収益基盤と財務基盤の対比

	2009年2月期末 (リーマンショック時)	2014年2月期末 (Shift Up 戦略開始)	2020年2月期末 (現時点)	リーマンショック時の差異
ストック収益 固定費カバー率	75%	140%	234%	3.1倍に増加
加重平均借入期間 (全有利子負債)	2.8年	5.6年	10.3年	3.7倍に長期化
3年以内返済 予定借入割合 (全有利子負債)	93% (3年以内: 93%, 3年超: 7%)	28% (3年以内: 28%, 3年超: 72%)	14% (3年以内: 14%, 3年超: 86%)	▲79%減少
加重平均借入金利 (コーポレート有利子負債)	2.22%	1.96%	0.91%	▲59%低減 (金利▲1.31%)

出所：決算説明資料よりフィスコ掲載

株主還元策

増配か配当維持を原則とする累進的配当政策を採用。
2020年2月期は7円を維持、
自社株買い30億円を継続実施し総還元性向は77%に達する

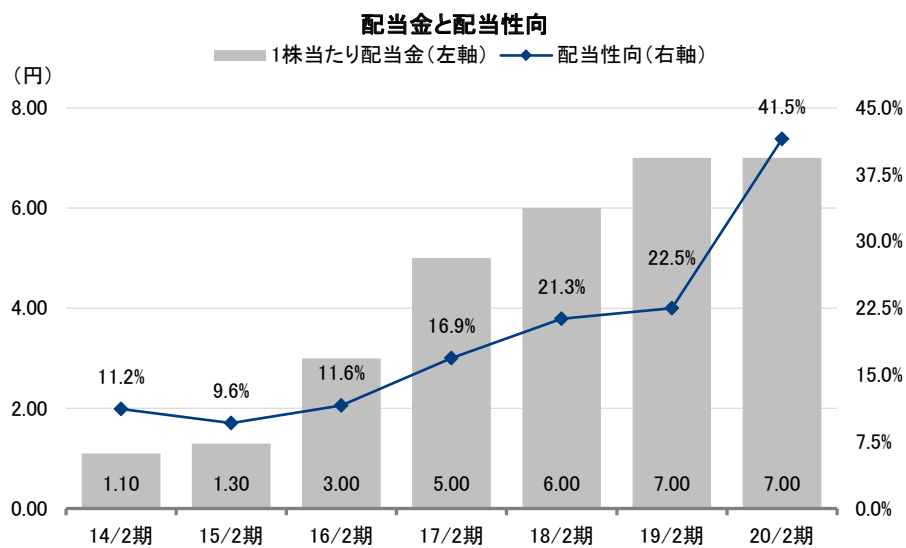
同社は株主還元策として配当を実施している。配当の基本方針としては、日本で導入例がまだ少ない「累進的配当政策」を導入している。原則として「減配なし、配当維持もしくは増配のみ」を明確な方針とし、企業の持続的な価値向上と長期的な株主還元コミットメントするものだ。具体的には「株主資本配当率(DOE)3%以上」を基準として配当水準の引き上げと安定を図る計画だ。2020年2月期の1株当たり配当金は年間7円(前期と同額)を維持した。配当性向は41.5%、株主資本配当率(DOE)は3.4%だった。

いちご | 2020年5月28日(木)
2337 東証1部 | <https://www.ichigo.gr.jp/ir/>

株主還元策

同社は、長期 VISION 「いちご 2030」において、機動的な自社株買いを掲げ、株主価値の向上策への積極的姿勢を打ち出している。この方針にそって、2017年2月期に30億円、2018年2月期にも30億円と自社株買いを実施してきた。2020年2月期も株式の市場価格及び豊富な現金を保有する財務状況を勘案し、自社株買いを実施した。2019年の7月－11月に総額約30億円分の自社株を取得した。自社株買いも勘案した総還元性向では77.7%（2020年2月期）に達する。

2021年2月期に関しては、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大による不動産業界への影響が現時点では不透明であることから、次期の連結業績予想をレンジで設定し、配当予想を未定としている。



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp