いちごグループホールディングス

（2337・JASDAQ スタンダード）2013 年 9 月 26 日

安定した収益基盤の確立段階から再成長ステージに

アップデートレポート

㈱ティー・アイ・ダヴリュ
堀部　吉胤

主要指標 2013/09/25 現在	
株価	458 円
年初来高値	699 円（13/04/09）
年初来安値	83 円（13/01/17）
発行済株式数	453,388,000 株
売買単位	100 株
時価総額	207,651 百万円
予想配当（会社）	1.1 円
予想 EPS（アナリスト）	8.01 円
実績 PBR	6.94 倍

直前のレポート発行日	
ベーシック	2013/02/05

機動性を重視し、自己勘定投資に注力

14/2 期 1Q（3-5 月）決算は、大型開発物件の「京橋スクエア」の外部売却に伴う関連フィーが牽引し、経常利益（経営の実態を捉えやすい自己持分方式によるため決算短信と異なる）は 7.0 億円（前年同期比 2.5 倍）と急伸した。2Q（6-8 月）に入って、系列 REIT の PO（公募増資）に伴い、ブリッジファンドから 3 物件を売却し、1Q の売却配当と合わせ、キャピタルゲインは既に約 15 億円に達している。期初の予定物件は全て売却したが、売却環境は良好であり、今後の売却の上積みなどにより、14/2 期業績は会社予想を上回る可能性が高いだろう。

今期は約 400 億円の物件取得を計画している（メガソーラー事業の投資額を除く）。1Q の物件取得は約 80 億円とややスロースタートとなったが、2Q に入って取得は加速しており 7 月中旬までに駅前好立地の商業施設など約 180 億円の物件を取得。物件の取得競争は激しく、機動性が求められるため、自己勘定を中心に取得している。

15/2 期はメガソーラー事業が本格寄与へ

今後の成長ドライバーとして期待されるメガソーラー事業は 17 案件、約 30MW（メガワット）の認定を取得している。順次、着工し、9 月から一部、売電がスタート。14/2 期の収益寄与は小さいが、15/2 期には本格寄与する見込み。全てが安定稼働すると年間の経常利益に 3 億円余り寄与するとみられる。買取価格は 2013 年度から 37.8 円に 1 割低下するが、コスト低減により 42 円の時と同程度の収益性を確保できる見通し。さらに取組みを拡大する方針で、6 案件、43.7MW の見込み案件を抱えている。

業績動向			売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2013/2	1Q(3-5月)	実績	2,362	-69.9	335	84.9	307	45.5	264	150.9	0.59
2014/2	1Q(3-5月)	実績	11,023	4.7 倍	767	2.3 倍	742	2.4 倍	1,360	5.1 倍	3.03
2013/2	通期	実績	16,397	-13.5	1,844	75.6	1,734	77.1	1,637	-7.5	3.66
2014/2	通期	新・会社予想（2013 年 7 月発表）	前回予想から変更なし								6.68
		旧・会社予想（2013 年 4 月発表）	26,000	58.6	3,000	62.7	2,700	55.7	3,000	83.2	6.70
		アナリスト予想	29,000	76.9	3,600	95.2	3,300	90.3	3,600	2.2 倍	8.01
2015/2	通期	アナリスト予想	26,000	-10.3	4,200	16.7	3,700	12.1	3,600	0.0	8.01

（注）9 月 1 日に 1：200 の株式分割を実施。過去の EPS は遡及修正している

業　　績

都心のオフィス市況は緩やかに回復傾向

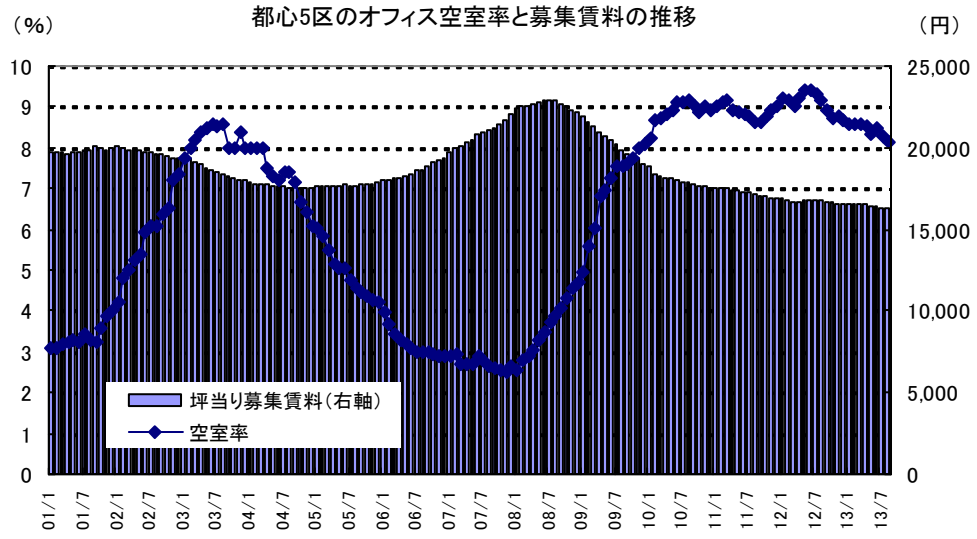
● 経営環境解説

➢ オフィス市況

三鬼商事の調査による 8 月末の都心 5 区のオフィスビル空室率は 8.16%（前月比 0.17pt 減）と 2 カ月連続で低下。昨年 6 月末の 9.43%をピークに低下トレンドが継続している。2012 年問題といわれた大規模オフィスの大量供給が一巡したところに、昨年末の総選挙に大勝した自民党が打ち出した景気刺激策（いわゆるアベノミクス）、4 月 4 日に日銀が発表した異次元金融緩和、円高修正などを受け企業業績の回復が顕著になり、拡張移転が増えるなど春頃からオフィス市況には明るさが増してきた。募集賃料はまだ完全に下げ止まっていないが、フリーレント期間が短縮傾向にあり、実質的な募集賃料は既に底打ち反転の段階にあると考えられる。

オフィス市況の回復を先導しているのは、S、A クラスビルであるが、当社が主な投資対象とする需要層の厚い B クラスビルにも春頃から需要の回復の兆しがみられる。また、都心だけにとどまらず、全国的にオフィス市況には明るさが出てきている。

2016 年には再び大規模オフィスの大量供給が控えていることや（いわゆる 2016 年問題）、消費増税が予定通り実施された場合の個人消費の冷え込みが懸念されるところだが、9 月 7 日に 2020 年オリンピックの東京招致が決定したことは明るい材料。オリンピックの経済効果が景気を下支えし、中期的にみてもオフィス市況の再悪化懸念は乏しいと考えられる。



（出所）三鬼商事
（注）調査対象は基準階面積100坪以上。直近の対象ビル数は2,649棟
　　募集賃料には原則、共益費を含まず

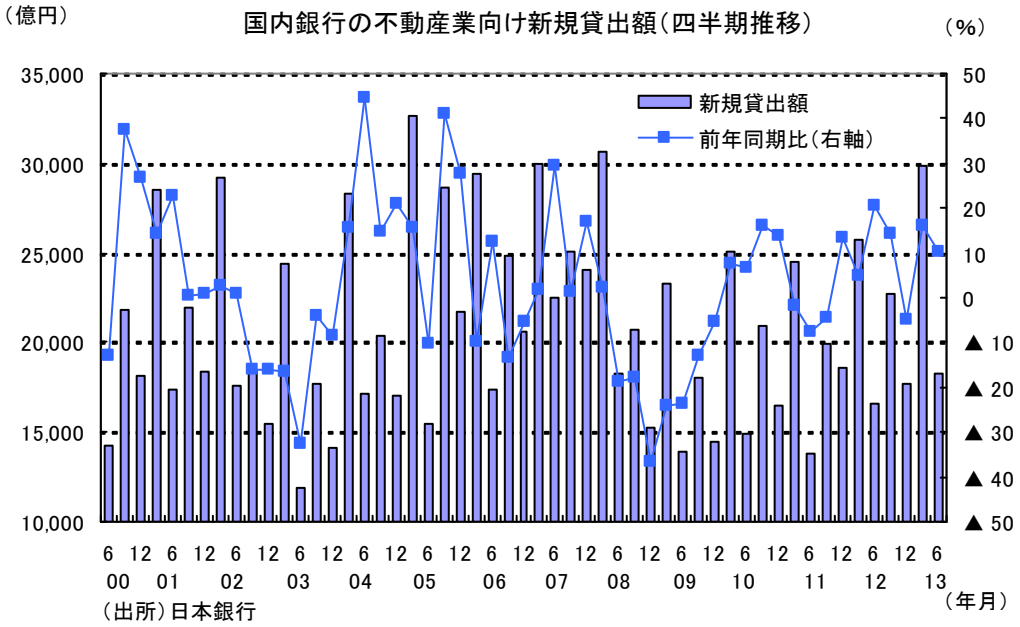
業　　績

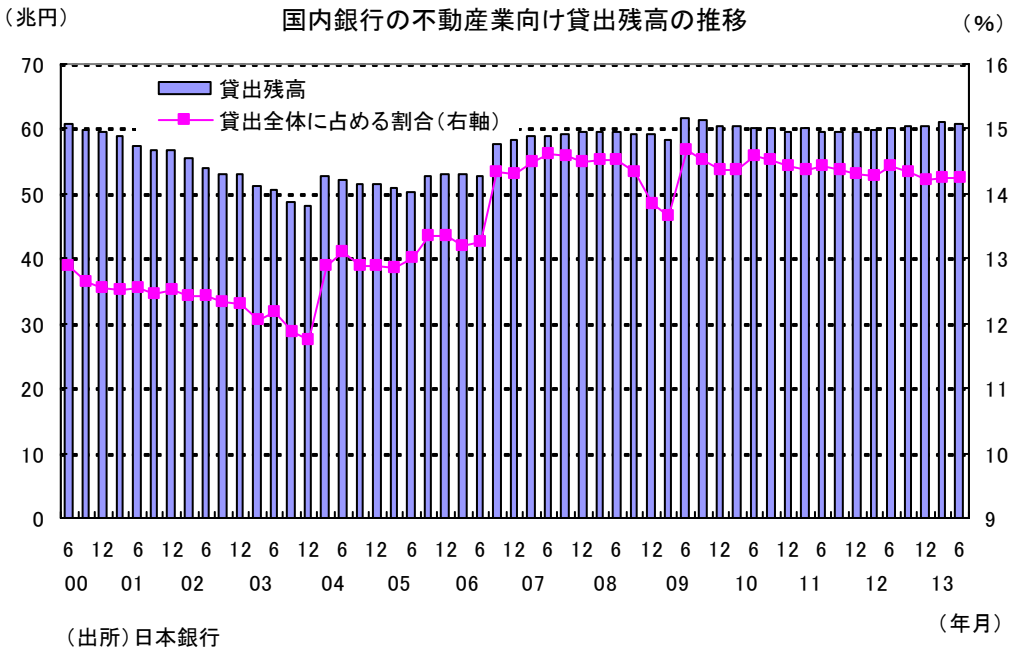
資金調達環境は一段と良好

➢ 不動産投資市場

日銀の異次元金融緩和、資産デフレの終焉を受け、デットの調達環境は一段と良好。借入期間、LTV（Loan to Value：物件価値に対する借入の比率）、スプレッドといった借入条件も一段と緩和している。

エクイティの調達環境も良好。J-REIT で活発な PO（公募増資）が継続しているほか、大型の物流 REIT も複数 IPO（新規上場）を果たした。金融機関の不動産向け融資の増加は、こうした J-REIT の PO、IPO 時における物件取得に伴うものが中心であるものの、中堅中小不動産業者、事業法人、個人富裕層向けなどにも融資の裾野が広がってきている。





業　　績

買いの中心は REIT など国内投資家

良好な資金調達環境を受け、不動産取引は活発化。2012 年度の国内不動産取引金額のうち買い手として 58%を占めた J-REIT が引続き圧倒的な買い手ではあるが、不動産業者、事業法人、個人富裕層などの取得意欲も旺盛。

買いの主体は国内投資家であり、海外投資家には目立った動きはまだない。ディストレスト案件の市場への放出がほとんどなく、オポチュニステッィクな投資機会がほとんどないことが主因とみられる。原発事故やその後の汚染水問題に対するスティグマ（心理的嫌悪感）、首都直下地震に対する警戒感が一部の投資家にあることも影響しているのかもしれない。

ただし、グローバルにみて日本の不動産のイールドスプレッド（投資利回りとリスクフリーレートの差）が大きいことや、欧州景気の低迷、中国景気の先行き不透明感、米金融緩和縮小観測によるアジア新興諸国からの資金流出懸念などから、今後、消去法的に東京をはじめとする日本の不動産が選好される可能性があろう。

供給は依然少なく、取得競争は激しい

収益不動産や開発用地に対する需要は旺盛な一方、優良物件の市場放出は少ない状況が続いている。2～3 月に「ソニーシティ大崎」、「パナソニック東京汐留ビル」といった企業のリストラ絡みの大型物件の取引がみられたものの、企業業績の回復による財務リストラの必要性の後退、不動産価格の先高観から売り手の売り惜しみがみられることなどから、優良物件の市場放出は依然少なく、相変わらず取得競争は激しい。

キャップレートは低下傾向

良好な資金調達環境、不動産収益の改善期待の高まりによるリスクプレミアムの低下を受け、キャップレートは低下傾向にある。アセットタイプ別では、賃料の安定性の高いレジデンスが 2009 年後半頃から他に先駆けてキャップレートが低下傾向になり、足元では賃料のアップサイドが期待できるオフィス、商業施設、物流施設のキャップレートが横ばい傾向を脱し、低下に向かっている。

まだ賃貸キャッシュフローは、目立って改善しておらず、足元の不動産価格の上昇はキャップレートの低下によるものである。

業　　績

● 13/2 期業績解説

13/2 期は大幅増収営業増益の好決算

当社が 50%以上のエクイティ出資を行っている SPC（特別目的会社）及びアセットマネジメントを受託している SPC（他のエクイティ出資者が単独で 50%以上所有している場合を除く）については、全て連結している。このため、決算短針とは別に、経営の実体を捉えやすいように自己持分法式による P/L、B/S を Pro Forma（調整）として開示している。

13/2 期業績を振り返っておくと、Pro Forma ベースで、売上高 133 億円（前期比 68.3%増）、営業利益 17.2 億円（同 80.7%増）、経常利益 16.1 億円（同 82.6%増）、純利益 16.3 億円（同 7.5%減）と大幅増収営業増益。期初の Pro Forma ベースの会社予想に対しても、売上高で 3.4 億円、営業利益で 3.2 億円、経常利益で 4.1 億円、純利益で 6.3 億円、それぞれ上回る好決算であった。営業利益の上振れは、期初では見込んでいなかった海外株式の売却益 2.6 億円の計上や、棚卸資産評価損が想定を下回ったことなどによる。

純利益が小幅減益となったのは、12/2 期に中国の関係会社 CIAM の株式売却に伴う売却益 11.7 億円を特別利益に計上した反動による。

大幅増収となったのは、自己勘定及びファンド保有の物件売却の増加。ただし、ファンド保有物件の売却は、資金回収の側面が強く、利益寄与は小さかった。

ファンドからのインカム配当が牽引

大幅営業増益を牽引したのは、エクイティ出資する不動産私募ファンドからのインカム配当であり、11.1 億円（前期比 7.3 億円増）と急増した（11 ページの表では不動産売却/配当に含まれる）。急増の主因は、リーマンショック以降、配当が止まっていた複数の案件で、稼働率改善やフリーレント明けにより賃貸キャッシュフローが改善し、ノンリコースローンのリファイナンスに伴う借入金利も低下したことで、配当が復活したため。

このほか、棚卸資産評価損が 1.1 億円（同 3.5 億円減）と減少したことも営業増益要因となった。

安定収益基盤はさらに拡充

私募ファンドからのインカム配当の増加などにより、売却益や売却配当を除いた安定収益による固定費（販管費+支払利息）のカバー率は 120.2%（前期比 21.8pt 増）と 100%を大きく上回った。

AUM は大幅減だが、収益への影響は僅少

期末の AUM（運用資産残高）は 3,279 億円（前期末比 517 億円減）と大幅減。225 億円を取得した一方、フィー収入の薄い収益性の低い物件を中心に 368 億円を売却、375 億円の AM（アセット･マネジメント）が終了した。なお、ファンド形式をとらない純粋な自己勘定投資分は AUM に含まれていない。AUM の減少は印象が悪いが、収益への影響は小さい。

業　　績

● 14/2 期 1Q（3-5 月）業績解説

1Q 決算は好調なスタート

14/2 期 1Q 業績は、Pro Forma ベースで、売上高 26.3 億円（前年同期比 32.1%増）、営業利益 7.3 億円（同 2.4 倍）、経常利益 7.0 億円（同 2.5 倍）、純利益 13.6 億円（同 5.2 倍）と好決算。純利益の伸び率がとりわけ大きいのは、売買利益受領益 4.3 億円、投資有価証券売却益 1.9 億円など特別利益 6.6 億円を計上したため。売買利益受領益とは、昨年 11 月に筆頭株主だったいちごトラスト（ケイマン籍）がいちごトラスト PTE(シンガポール籍)に当社株式（議決権割合 56.1%）を移管し（いちごトラスト PTE の議決権割合は従来分と合わせ 81.1%に）、その後、当社株式の一部（議決権割合で 1%強）を市場で売却したことが、形式的に金融商品取引法 164 条第 1 項に定める取引に該当したしたため、売却益の提供を受けたもの（「役員等の不当利得返還」）。これら特別利益は期初から織り込み済みだった。

「京橋スクエア」の売却による関連フィーが牽引

1Q 業績を牽引したのは、①不動産フィー収入の増加、②ファンドからの売却配当及びインカム配当（8 ページの表では不動産売却/配当）の増加。

不動産フィー収入の増加の主因は、オフィスビルの「京橋スクエア」を外部の私募ファンドに売却したことに伴うアレンジメントフィー及びディスポジションフィー2 億円弱。「京橋スクエア」は不動産が高騰していた 2007 年 12 月に用地を取得し開発した案件で、09/2 期に評価損を計上した。本物件の売却による会計ベースの寄与は、売上高で約 63 億円、売上総利益で 4.6 億円である。決算短信と Pro Forma ベースの売上高の差が 83.8 億円もあるのは、本物件の売却によるところが大きい。なお、「京橋スクエア」の売却は期初から予定されていた。

ファンドからの売却配当は 2.4 億円(前年同期はゼロ)、インカム配当は、リファイナンスによる金利コスト削減やフリーレント解消などにより 2.9 億円（前年同期比 0.3 億円増）と順調に拡大した。

不動産価格の先高感から自己勘定による物件取得を加速

1Q 末（5 月末）の AUM は、2,786 億円（前期末比 493 億円減）と引続き減少傾向。80 億円弱を取得する一方、フィーの薄い物件を中心に約 570 億円を売却した。1Q の取得は多くなかったが、2Q（6-8 月）に入って物件取得を加速しており、7 月 12 日の 1Q 決算発表時点では、9 案件、約 180 億円を取得し、220 億円まで目処が付いているとしている。取得キャップレートは 6～7%程度。全て相対による取得であり、取得競争が厳しい中、比較的安く取得できている。

業　　績

駅前好立地の中小型商業施設の取得に注力

取得した約 180 億円の中身は、いちご不動産投資法人（8975、以下いちごリート）の 5 月の PO に係わるブリッジ案件 2 件（大阪市のオフィス約 19 億円、和泉市の商業施設約 12 億円）や、南池袋、調布、代官山のプライムロケーションの商業施設、大阪のレジデンスなど。こうした収益物件だけでなく、金融機関の不良債権処理の一環として、麻布十番のマンションの開発用地も取得した。

取得に力を入れているのは、レジデンスなどに比べバリューアップによる賃料のアップサイドの大きい駅前のプライムロケーションの中小型商業施設。レジデンスは個人富裕層との取得競争が激しいのに対し、商業施設は運営の難しさから競合が少ない。自前の建築部隊を抱えているため、遵法性に瑕疵のありがちな中小型商業施設のバリューアップのノウハウが蓄積されていることや、仲介業者に頼らず自前でもリーシングする力があることなどから優位性を発揮しやすい面もある。

14/2 期の投資額は約 500 億円の計画

AUM については目標設定していないが、通期の投資計画として約 500 億円（前期は約 230 億円）を掲げている。内訳は、いちごリート向けブリッジ案件 200 億円、私募ファンドや事業法人等向け 150～200 億円、メガソーラーへの投資 100 億円。

不動産価格は上昇局面であり、物件取得競争も激しいため、基本的に自己勘定で機動的に取得する方針。13/2 期末の自己資本比率は、会計ベースでは 35.4%（前期末比 3.8pt 増）だが、Pro Forma ベースでは 75.0%（同 6.1pt 増）と高い。今期に 500 億円を投資した場合でも（一部は他社エクイティが入る）、当社が目処とする Pro Forma ベースの自己資本比率 40%は維持される見込み。

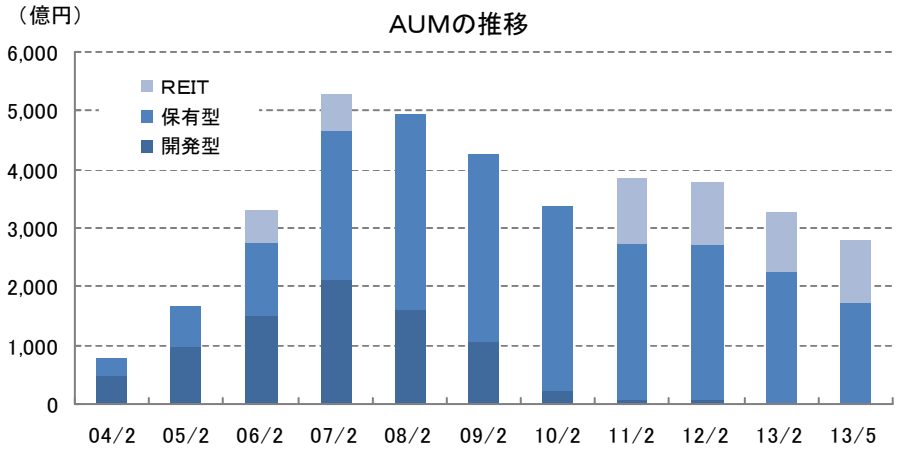
自己勘定で取得後、安定収益確保のため長期保有する物件を除いて、バリューアップ、リースアップした後、適宜、外部やいちごリートに売却したり、私募ファンド化を図ったりする方針。

業　　績

四半期業績推移（自己持分方式）　　（単位）百万円

	11/2				12/2				13/2				14/2
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
売上高	2,691	1,473	2,129	1,548	1,996	1,493	2,494	1,944	1,736	4,116	3,339	4,149	2,636
不動産フィー収入	291	271	206	236	492	520	414	850	467	465	362	464	714
金融フィー収入	24	12	4	4	8	0	2	0	6	41	5	0	10
不動産賃料収入	446	434	449	463	437	457	432	438	468	521	490	431	444
不動産売却/配当	908	97	381	8	59	163	1,244	225	259	2,364	1,219	2,625	537
株式等売却/配当	594	196	694	408	596	▲ 2	1	19	15	185	711	65	392
施設管理収入	332	395	393	421	369	352	395	384	517	539	548	554	528
その他	96	69	2	8	35	4	5	28	4	2	4	10	11
売上原価	1,617	704	1,217	563	1,187	554	1,437	923	663	3,014	2,119	2,689	1,035
売上総利益	1,074	769	912	985	809	939	1,057	1,021	1,073	1,102	1,220	1,460	1,601
不動産フィー収入	194	171	140	219	459	465	381	808	430	424	317	418	674
金融フィー収入	24	12	2	1	8	0	2	▲ 18	6	41	5	0	10
不動産賃料収入	297	255	241	249	249	260	222	236	254	264	244	213	263
不動産売却/配当	186	97	241	24	59	163	359	225	259	235	513	665	537
株式等売却/配当	490	175	506	384	408	▲ 2	1	19	15	150	37	58	6
施設管理収入	77	90	89	116	83	84	89	96	109	115	112	133	124
その他	▲ 194	▲ 30	▲ 308	▲ 8	▲ 456	▲ 32	3	▲ 347	0	▲ 127	▲ 8	▲ 27	▲ 13
販管費	584	717	686	616	696	810	785	580	766	756	780	828	870
営業利益	490	52	226	369	113	129	272	440	306	346	440	631	731
営業外損益	▲ 76	453	▲ 60	▲ 52	30	▲ 28	▲ 44	▲ 28	▲ 28	▲ 50	▲ 21	▲ 10	▲ 25
経常利益	414	505	166	317	143	101	228	412	278	295	419	621	706
特別損益	2,323	▲ 94	960	▲ 1,917	▲ 32	1,092	0	▲ 63	0	▲ 14	10	▲ 37	667
税引前利益	2,737	411	1,126	▲ 1,600	111	1,192	229	349	279	282	429	584	1,373
税金等	5	8	9	20	27	20	50	62	16	12	23	▲ 104	14
少数株主損益	691	103	791	428	▲ 22	▲ 15	8	▲ 19	▲ 2	▲ 3	▲ 3	▲ 4	▲ 2
純利益	2,041	300	325	▲ 2,046	105	1,187	172	306	264	270	408	693	1,360

（出所）会社資料をもとにTIW作成
（注）売上総利益のその他には、株式やエクイティ出資の減損、棚卸資産評価損が含まれている



（出所）会社資料
（注）自己勘定投資は含まず。開発型はリーシング開始時点で、保有型に移管される

業　　績

系列 REIT の PO に伴い、6 月に 3 物件を売却

● 14/2 期業績予想

5 月にいちごリートが PO を実施し、54 億円を調達。いちごリートの投資口価格は昨年末頃から急騰し、PBR が 1 倍を上回ってきたため、希薄化による 1 口当り分配金の減少を回避し、PO に漕ぎ着けることができた。いちごリートの PO に伴い、当社単独出資のブリッジファンドから「いちご秋葉原ノースビル」、「いちご堺筋本町ビル」、「コナミスポーツクラブ和泉府中」をいちごリートに売却。売却価格は順番に 55 億円、19.4 億円、12.1 億円で計 86.5 億円。売却キャップレートは約 6%。

いちごリートの PBR は足元でも 1 倍を上回って推移しており、今後も PO による外部成長を図りやすい状況。当社はいちごリートの外部成長をサポートすることで安定収益の拡大を目指す。

いちごリート向けの 3 物件の売却により期初に予定していた物件の売却は完了。当期は物件売却益及び売却配当で 10 億円（前期は 5.7 億円）を計画していたが、既に 12 億円と超過している。私募ファンドの償還期日到来に伴う売却予定は当期にはないが、今後、物件売却があれば上乗せとなる。

不動産フィー収入の通期計画 18 億円（売上総利益ベース）に対し、1Q の進捗率が 37.4%と高いのは、先述の通り、「京橋スクエア」の売却に伴う関連フィーによるものだが、計画に対してもやや強含みとしている。

メガソーラー事業が当面の成長ドライバーになろう

今後の成長ドライバーの一つとして期待されるメガソーラー（大規模太陽光発電施設）事業は、2012 年度買取価格 42 円/kwh の案件として、17 案件、30MW（メガワット）の認定手続きが完了している。1MW 当りの事業費は約 3 億円。全体で 90～100 億円程度となる見込み。20 年間の安定収益が得られ、資産除去債務を織り込んだうえで想定 NOI 利回りは 10%程度と高い。17 案件の中では最大となる沖縄県名護市の 8.3MW の案件は、8 月に着工している。20 年償却、LTC（Loan to Cost：事業費に対する借入の比率）70%、調達金利 2%を前提にすると、全てが安定稼働すると年間の営業利益に 4.5 億円、経常利益に 3.3 億円寄与する計算になる。この 9 月から四国や北関東で売電収入が発生しており、今期の営業利益への寄与は 1 億円弱になる計画。

17 案件にとどまらず、さらに取組みを増やしていく方針で、6 案件、43.7MW の見込み案件を抱えている。2013 年度の買取価格は 37.8 円に 42 円から 1 割下がったが、太陽光パネル価格の低下、発電効率の向上などから想定 NOI 利回りは 10%近くとほぼ同じ収益性を確保できる見通し。また、見込み案件のうち 18.2MW 分については、信用力の低い他の事業者が買取価格 42 円で認定を受けた後、資金調達など事業遂行能力の問題から事業化が頓挫している案件。

業　　績

メガソーラー事業は、20 年の長期に亘り安定収益が見込めるため保有が基本になるとみられるが、案件数が今後さらに増加していけば、売電のトラックレコードの蓄積後、複数物件をまとめて私募ファンドを組成したり、東京証券取引所が計画している上場インフラ市場にインフラファンドとして上場させ、資金回収と売却益の確保を図りつつ、オペレーションフィーを獲得するスキームに変更することも視野に入れている。

14/2 期の物件売却環境は非常に良好なため、通期業績予想は上振れる可能性が高いだろう。なお、物件の売却時期により業績はふれが大きいため、当社では 2Q 累計（3-8 月）業績予想は開示していない。

安定収益基盤が確立するなど、業績回復を受け 1.1 円の復配を実施予定。9 月に 1：200 の株式分割を実施しており（詳細は 12 ページ参照）、分割前のベースでは 220 円となる。

● 15/2 期業績予想

15/2 期業績はメガソーラー事業が本格寄与

15/2 期は、メガソーラー事業の本格寄与、自己勘定投資の拡大に伴う賃料収入増及び売却益の拡大が業績の牽引役になると考える。営業利益、経常利益は順調に拡大しよう。14/2 期には特殊な特別利益があった反動で、純利益は横ばいにとどまると予想する。

14/2 期下期の収益不動産、開発用地の取得の進捗、その取得キャップレート、メガソーラー事業の着工及び新規案件の認定の動向が、当期以降の業績左右するため注視したい。

業　　績

要約損益計算書（自己持分方式）

（単位）百万円

		10/2	11/2	12/2	13/2	14/2CE	14/2E	15/2E
売上高		14,127	7,842	7,927	13,341	12,000	12,500	14,800
	不動産フィー収入	1,638	1,004	2,276	1,758	na	2,000	2,200
	金融フィー収入	403	44	10	52	na	80	80
	不動産賃料収入	2,206	1,792	1,764	1,910	na	2,500	3,000
	不動産売却/配当	2,084	1,394	1,691	6,467	na	4,400	5,400
	株式等売却/配当	6,113	1,892	614	976	na	1,000	800
	施設管理収入	0	1,541	1,500	2,158	na	2,200	2,400
	メガソーラー	-	-	-	-	na	300	900
	その他	1,679	175	72	20	na	20	20
売上原価		9,785	4,102	4,101	8,486	5,700	5,600	7,000
売上総利益		4,342	3,740	3,826	4,855	6,300	6,900	7,800
	不動産フィー収入	1,271	724	2,113	1,589	1,800	1,950	2,000
	金融フィー収入	386	39	▲ 8	52	0	30	30
	不動産賃料収入	1,348	1,042	967	975	1,500	1,500	1,800
	不動産売却/配当	848	548	806	1,672	2,300	2,700	3,000
	株式等売却/配当	1,394	1,555	426	260	46	20	20
	施設管理収入	0	372	352	469	477	500	550
	メガソーラー	-	-	-	-	90	100	300
	その他	▲ 906	▲ 540	▲ 832	▲ 162	90	100	100
販管費		3,012	2,603	2,871	3,130	3,400	3,400	3,700
営業利益		1,330	1,137	954	1,724	2,900	3,500	4,100
営業外損益		▲ 535	265	▲ 70	▲ 110	▲ 300	▲ 300	▲ 500
経常利益		795	1,402	884	1,614	2,600	3,200	3,600
特別損益		1,380	1,273	997	▲ 41	400	400	0
税引前利益		2,175	2,675	1,881	1,573	3,000	3,600	3,600
税金等		79	42	159	▲ 51	na	0	0
少数株主損益		289	2,013	▲ 48	▲ 12	na	0	0
純利益		1,807	620	1,770	1,637	3,000	3,600	3,600

（出所）会社資料、会社ヒアリング
（注）CEは会社予想、EはTIW予想
　　売上総利益のその他には、株式やエクイティ出資の減損、棚卸資産評価損を含む

要約貸借対照表（自己持分方式）

（単位）百万円 :）百万円

		10/2	11/2	12/2	13/2	13/5	14/2E
総資産		42,804	39,915	37,980	38,565	47,964	64,000
	現預金	5,268	7,093	5,713	5,744	5,892	5,000
	有価証券等（不動産投融資）	5,707	6,419	8,151	10,256	12,444	15,000
	有価証券等（国内投融資）	2,046	984	600	696	499	300
	有価証券等（海外投融資）	10,434	7,198	4,598	4,815	4,662	4,000
	販売用不動産	14,231	11,177	3,785	1,499	4,093	14,200
	有形固定資産	5,118	3,178	10,109	10,047	14,296	19,000
	無形固定資産		2,009	2,105	2,223	2,714	3,000
	その他		1,857	2,919	3,285	3,364	3,500
負債		21,687	14,205	11,831	9,657	17,976	32,000
	借入金･社債	13,565	10,782	9,351	6,907	13,779	27,000
	CB	4,790	0	0	0	0	0
	その他	3,332	3,423	2,480	2,750	4,197	5,000
純資産		21,117	25,709	26,149	28,908	29,987	32,000

（出所）会社資料
（注）EはTIW予想。12/2期末に販売用不動産から有形固定資産へ約70億円振替

株式分割等を実施

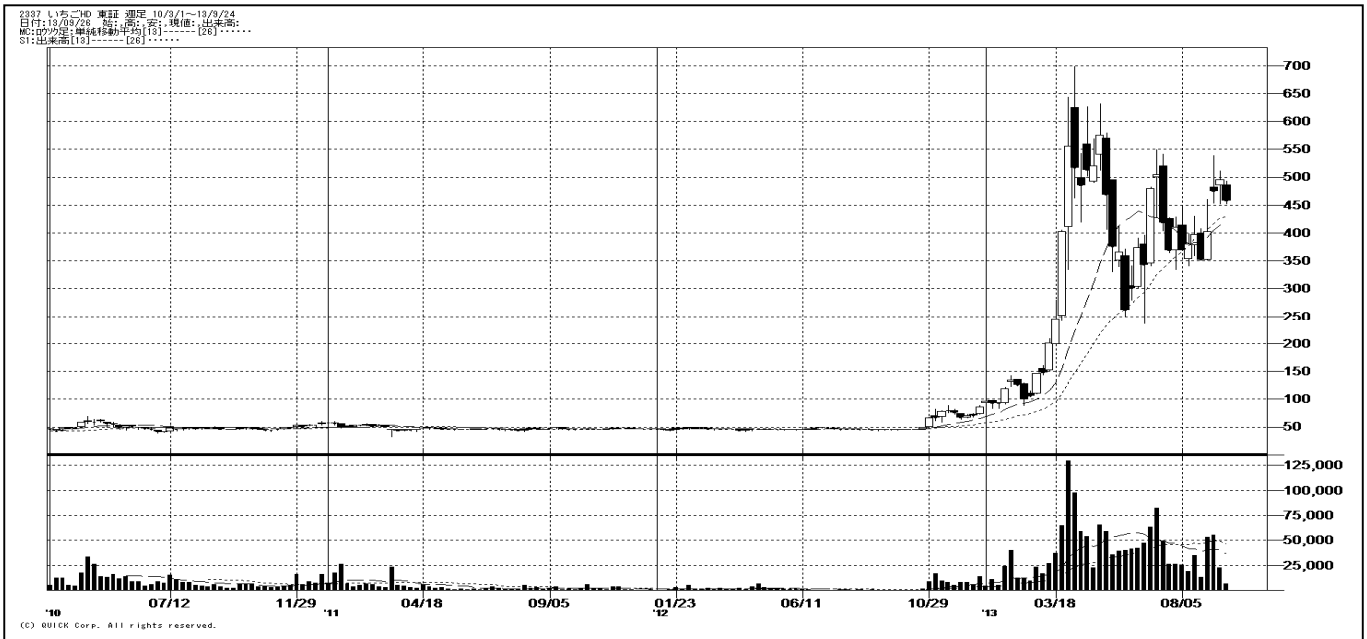
9 月から最低投資金額が半分に

● 株式分割と単元株制度の採用により最低投資金額を半分に

9 月 1 日を効力発生日として、当社株式 1 株につき 200 株の割合で分割するとともに、100 株を 1 単元とする単元株制度を採用した。株式分割を踏まえ、次ページの表において、株価、月間平均出来高、EPS を遡及修正している。

全国証券取引所は、単元株式数を米国同様、100 株に統一することを最終目標に、まず、来年 4 月 1 日までに 100 株と 1000 株の 2 種類に集約することにしている。今回の単元株制度の採用はこの要請に沿ったもの。

1：200 の分割を同時に行うことで最低投資金額は半分となった。取引所が望ましいとする最低投資単位 5～50 万円に合致させるとともに（現在株価はこの範囲の概ね下限）、流動性の向上、株主数の増加を企図したもの。



（出所）㈱QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。
上記チャート図に過誤等がある場合でも㈱QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。
上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2011/2	2012/2	2013/2	2014/2 予（アナリスト）
株価推移	株価（年間高値）	円	70.00	55.55	144.45	-
	株価（年間安値）	円	38.75	33.25	42.05	-
	月間平均出来高	百株	395,974	109,372	211,190	-
業績推移	売上高	百万円	12,760	18,952	16,397	29,000
	営業利益	百万円	1,351	1,050	1,844	3,600
	経常利益	百万円	1,616	979	1,734	3,300
	当期純利益	百万円	620	1,770	1,637	3,600
	EPS	円	1.59	3.88	3.66	8.01
	ROE	%	2.7	6.9	6.0	11.4
貸借対照表主要項目	流動資産合計	百万円	87,215	65,824	63,581	-
	固定資産合計	百万円	11,438	16,346	16,846	-
	資産合計	百万円	98,653	82,170	80,428	-
	流動負債合計	百万円	35,417	13,902	7,304	-
	固定負債合計	百万円	35,463	40,080	42,056	-
	負債合計	百万円	70,881	53,982	49,361	-
	株主資本合計	百万円	25,644	26,584	28,279	-
	純資産合計	百万円	27,771	28,187	31,066	-
キャッシュフロー計算書主要項目	営業活動によるCF	百万円	4,094	2,127	4,609	-
	投資活動によるCF	百万円	2,889	2,808	-27	-
	財務活動によるCF	百万円	-5,078	-5,480	-3,935	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	12,343	9,438	9,512	-

リ　ス　ク　分　　析

事　　業　　に　関　す　る　リ　ス　ク

● 事業に関するリスク

➢ 不動産投資市場における物件供給が少ない状況が続き、物件取得、不動産ファンドの組成が進まない恐れ。

➢ 系列のいちご不動産投資法人の投資口価格が低迷し、PO ができないと AUM の拡大や、物件拠出、物件仲介などに伴う収益獲得の阻害要因となる。

➢ レスキューAM の受託機会の一巡。

➢ 不動産ファンドのパフォーマンスの低迷や他の AM 会社との競合により、AM フィーなど各種手数料の価格競争が一段と強まる可能性。

➢ オフィスマーケットでは東日本大震災後、テナントの耐震、防災に対する意識が強まり、S、A クラスビルを選好する動きになっている。同社の AUM には B クラスビルが多く、こうした流れの中で競争力が低下する可能性。

➢ 不動産市況や国内外の株式市場の下落により、自己勘定の不動産投資、企業投資の回収が遅れたり、キャピタルロス、追加の評価損が発生する恐れ。ただし、過去の投資案件の回収は進展しており、このリスクは小さくなっている。

➢ 大地震発生などの自然災害や火災等により、自己勘定やファンドで保有する物件が損壊する恐れ。

➢ 支配株主であるいちごトラスト PTE の保有比率が 78.9%と高く、東証 1 部上場の要件の一つである流通株式比率を満たすため、エクイティファイナンスや売出を実施する可能性。

➢ メガソーラー事業は 20 年間の固定価格買取のため、キャッシュフローの安定性が高いが、半面、急激なインフレには弱い。

業　　界　　に　関　す　る　リ　ス　ク

● 業界に関するリスク

➢ 消費増税、中国や新興国の景気悪化などによりオフィス市況の回復が遅れる恐れ。

➢ 金融機関の不動産融資姿勢が再び厳格化し、不動産の流動性の低下、不動産価格の下落を招く恐れ。

➢ 少子高齢化、労働者人口の減少による長期的なオフィス需要、住宅需要の減退。

➢ 自民党政権の積極的な財政出動による長期金利の上昇懸念。金利上昇は、支払利息の増加につながるだけでなく、キャップレート上昇を通じ不動産価格の下落要因となりうる。

ディスクレーマー

１．本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。

２．本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。

３．本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。

４．レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。

５．本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようにお願いいたします。

６．本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

７．本レポートは、レポート作成会社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、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。

８．本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

＜指標の説明について＞
本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。
参照 URL　⇒　http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html