

いちごグループホールディングス (2337・JASDAQスタンダード)

2011年1月7日

JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム<ベーシックレポート>

ファンド運用専業として再スタート

(株)ティ・アイ・ダヴリュ
堀部 吉胤

会 社 概 要	
所 在 地	東京都千代田区
代 表 者	スコット・キャロン
設 立 年 月	2000/3
資 本 金	15,908 百万円 (2010/10/14 現在)
上 場 日	2002/11/8
U R L	http://www.ichigo-holdings.co.jp
業 种	サービス業

主要指標 2011/1/5 現在	
株 価	11,420 円
発行済株式数	2,324,321 株
売 買 単 位	1 株
時 価 総 額	26,543 百万円
予 想 配 当 (会 社)	未定
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	1,290.83 円
実 績 P B R	0.93 倍

独立系不動産ファンド運用会社で AUM 第3位

2010年9月に社名をアセット・マネジャーズ・ホールディングスから変更。自己勘定による不動産投資や短期のキャピタルゲインを狙った企業投資からは撤退し、不動産ファンドの組成・運用に回帰する方針。安定収益を生む企業の戦略的M&Aは継続する。2010年8月末のAUM(運用資産残高)は2,666億円と独立系では第3位。

バランスシートのリストラはほぼ完了

09/2期に棚卸資産に対する低価法を早期適用するなど452億円の減損処理を行う抜本的な資産・財務リストラを実施し、481億円の最終赤字を計上。B/Sのリストラはほぼ完了した。

REITの運営事業に再参入

ジャパン・オフィス投資法人(8983)の運用会社を2011年1月にいちごトラストから買収し、REIT事業に再参入する。これによりAUMは約1,100億円増加する。既存ファンドのリファイナンスも一巡し、今後は新規のファンド組成などによりAUMは増加傾向となろう。

安定収益で販管費と支払利息を賄える体制を確立

09/2期の抜本的な財務リストラにより10/2期は小幅ながら黒字を確保。11/2期も黒字を維持できる見通し。2Q累計(3-8月)で通期の経常利益、純利益予想を達成しており、業績上方修正の可能性が高いだろう。既に賃料やファンドのアニュアルフィーといった安定収益で販管費と支払利息を賄うことが可能になっており、今後はAUMの積み上げや戦略的M&Aなどにより、増益を図る方針。

【業績動向】

		売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	当期純利益	前年比	EPS
		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円
2 0 1 0 / 2	実 績	21,112	-58.1	1,108	黒転	573	黒転	1,807	黒転	1,771.74
2 0 1 1 / 2	会 社 予 想 (2010年5月発表)	13,800	-34.6	1,000	-9.7	1,000	74.5	2,300	27.3	1,283.51
	アナリスト予想	14,500	-31.3	1,250	12.8	1,500	161.8	3,000	66.0	1,290.83
2 0 1 2 / 2	アナリスト予想	15,500	6.9	1,800	44.0	1,900	26.7	1,800	-40.0	774.50

会社概要 (1)

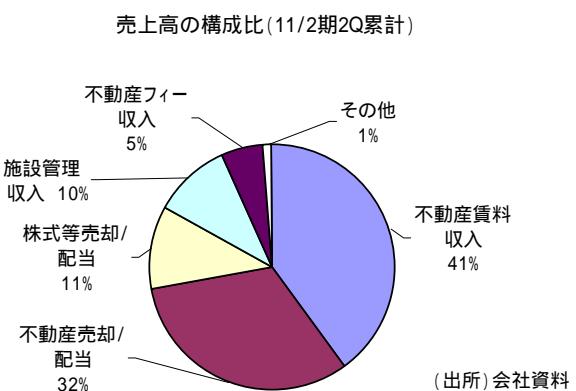
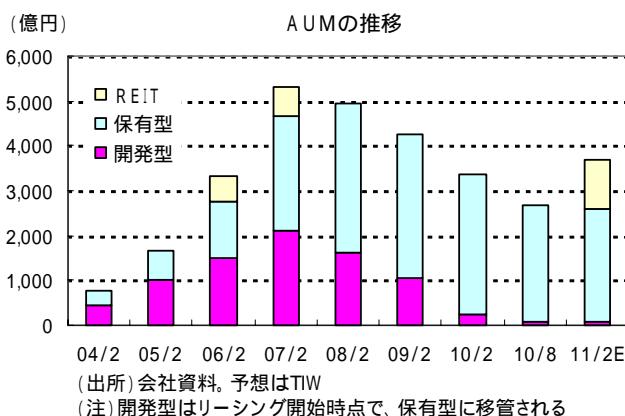
- 会社概要
 - 旧社名はアセット・マネジャーズ・ホールディングス。2008年にいちごアセットトラスト（現：いちごトラスト）が第三者割当増資の引受けなどにより経営参画し、2010年9月に現社名に商号変更。不動産ファンドの運営、不動産流動化から国内外の企業投資に事業を展開してきたが、金融危機による環境激変を受け、自己勘定による不動産、企業投資から撤退し、フィービジネスの不動産ファンド事業に回帰。J-Stock Index の構成銘柄である J-Stock 銘柄。
- 経営者
 - 実質的な創業者の古川令治氏は、現在、マーチャント・バンカーズ（大証2部3121）の会長。マーチャント・バンカーズとの資本関係は10/2期に完全になくなかった。現在の経営者は、2008年10月に就任した代表執行役会長のスコット・キャロン氏。いちごアセットマネジメントの代表取締役社長でもあり、ピーシーエー・アセット・マネジメントの代表取締役やモルガンスタンレー証券の株式統括本部長などを歴任した経歴をもつ。
- いちごグループ
 - いちごトラストは日本株運用に特化したファンド。出資者は大学や財団の基金などで投資期間は長期。当社以外の主な投資先としては、オートバックスセブン（9832）、千代田インテグレ（6915）、鳥羽洋行（JASDAQ7472）など。シンガポールの投資顧問会社であるいちごアセットマネジメント・インターナショナル Pte.Ltd が一任運用しており、日本法人のいちごアセットマネジメントがこれに対し助言を行っている。ニッチ市場で強みを持つ時価総額3,000億円以下の中小型の割安株に投資するスタンス。「いちご」は一期一会に由来。
- 沿革
 - 2000年3月にゴールドマン・サックスの出身者やフジタ出身の岩崎謙治氏（現：代表執行役社長）などによって設立された不動産ファンド等の運用を手掛けるピーアイテクノロジーが前身。2001年9月に旧アセット・マネジャーズと合併し、商号をアセット・マネジャーズとした。旧アセット・マネジャーズは、旧日本長期信用銀行出身の古川令治氏が2000年4月に設立。資産流動化やM&Aビジネスを手掛け、2001年8月に西武百貨店池袋店の流動化のアレンジメントを手掛け名を馳せた。ピーアイテクノロジーがアーバンコーポレイションの完全子会社だったため、合併後、数年間はアーバンコーポレイションの持分法適用関連会社だった。
 - 2003年1月に新日本紡績（現：マーチャント・バンカーズ）をTOBにより子会社化。2004年8月に香港現法を設立し、アジア企業への投資を開始。マーチャントバンクを標榜し、不動産流動化、不動産ファンド運営からM&Aや企業再生投資などに事業を展開していった。2005年5月にイーアセット投資法人（スポンサー変更と合併により現在は、日本リテールファンド投資法人）を設立。2006年12月に中国最大の総合金融グループであるCITICの傘下の投資運用会社CIAMに出資。2008年3月に持株会社に移行し、国内投資、海外投資、金融の3事業体制を敷いた。収益性の高い私募ファンド運営に経営資源を集中するため、2007年11月にイーアセット投資法人の運用会社の株式を全て売却した。

会社概要 (2)

- 2008年8月にいちごアセットトラストに対して第三者割当増資を実施。2009年2月に抜本的な財務リストラを実施。棚卸資産に対する低価法の早期適用や国内外の企業投資に対する減損など452億円の損失処理を行った。合わせてCB130億円の大幅な条件変更により財務基盤を強化。資産・財務リストラにほぼ目処をつけた。2011年1月11日にいちごトラストからジャパン・オフィス投資法人の運用会社の全株式を取得予定。
- 取引銀行
 - コーポレートローンに関するメインバンクは関西アーバン銀行(8545)。
 - ファンドのノンリコースローンに関する主な取引銀行は、あおぞら銀行(8304)、東京スター銀行、新生銀行(8303)。
- 大株主
 - 2010年2月のCB転換により、いちごトラストが59.6%を保有する支配株主となった。さらに2010年11月のCB40.9億円の転換により、いちごトラストの保有割合は68.2%に高まっている。

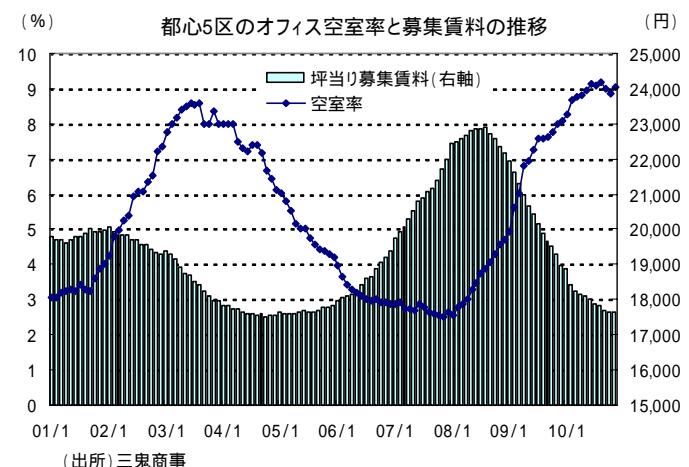
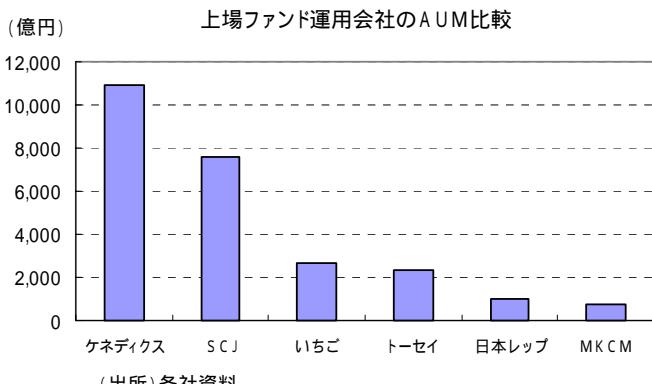
事業概要

- 事業の内容
 - 不動産ファンドの運営から国内外の企業投資（事業再生投資やバイアウト投資など）に展開していた。不動産ファンド事業では、積極的に開発を行ってきた。過去の主な企業投資先は、キムラヤセレクト、極楽湯、多田建設、宮交シティ、イーバンク銀行（現:楽天銀行）など。金融危機や資本異動を受け、フィービジネスの不動産ファンド運用事業への特化に方針転換し、自己勘定投資からは撤退。新たな企業投資は行わず、回収を進める。ただし、11/2期からの連結納税導入による繰越欠損金の有効活用や安定収益の確保などを目的とした戦略的M&Aは行っていく方針。
- 部門別事業内容
 - 09/2期からセグメント区分がなくなり、不動産等投資・運用事業のみとなっている。不動産ファンドの運営からはフィー収入のほか、ファンドへのセームポート出資からの分配金が計上される。過去に行った自己勘定の不動産投資、企業投資からキャピタルゲイン・ロスが発生するが、09/2期に評価損・減損処理を行った結果、キャピタルゲイン・ロスとも限定的になっている。不動産投資からは安定的な賃料収入も入る。
- 売上高の構成比
 - 11/2期2Q累計の売上高の構成比は下図の通り。売上高には自己勘定投資案件の売却の場合、グロスの金額が計上されるため、実体を捉えるには売上総利益が適している。2Q累計の売上総利益は19.8億円。連結SPCの他社出資分を調整したベースでは18.4億円。主な内訳は、株式等売却/配当6.6億円、不動産賃料収入5.5億円、不動産フィー収入3.6億円、不動産売却/配当2.8億円、施設管理収入1.6億円。うち安定的な収益は約12億円。
- 収益構造
 - 不動産ファンド事業のフィー収入は、運用残高に対する安定的なアニュアルフィー、物件取得時のアクイジションフィー、物件売却時のディスピジョンフィー、運用成果から得られるインセンティブフィー（リターンの20%程度）から成る。現状のアニュアルフィーの料率は20~30bp。不動産価格下落による運用悪化を受けリファイナンス時に引下げられたことや、レスキューAM（信用力の低下したAM会社からのAMの交代）案件の構成比の高まりにより低水準になっている。自己勘定投資に関しては、賃料収入、配当、キャピタルゲインが収入となる。アニュアルフィー、賃料といった安定収益が、現状、年間で約30億円見込み、販管費と支払利息を賄うことができる。



業界分析

- 不動産私募ファンドの市場規模は約 15 兆円と推計されている。主要なプレーヤーは、当社のような独立系、三井不動産（8801）や三菱地所（8802）などの財閥大手系、メズレフ（モルガンスタンレー系）やリーフ（ドイツ銀行系）などの外資系に大別できる。財閥系は比較的大きな物件、独立系は中小規模物件、外資系はディストレスト案件を好む傾向があるといえよう。
- 独立系の私募ファンド運用会社は、米サブプライムローン問題、リーマンショックによる急激な金融収縮を受け、リファイナンスが困難になったことや、不動産の流動性低下、不動産価格下落による評価損の発生により、2008～2009 年に破綻が相次いた。特に自己勘定投資に積極的だった会社や、AUM を急激に積み上げた会社の打撃が大きかった。破綻したのは、レイコフ、パシフィックホールディングス、クリード（いちごトラストが投資していた）、ダヴィンチ・ホールディングス（債務超過による上場廃止）など。
- 一方、当社やケネディクス（4321）、セキュアード・キャピタル・ジャパン（2392）、トーセイ（東証 2 部 8923）、日本レップ（東証マザーズ 8992）、エムケー・キャピタルマネージメント（東証マザーズ 2478）、リサ・パートナーズ（8924）も大きな打撃を受けたが、資本増強などにより生き延びた。
- AUM は独立系の中ではケネディクスが抜きん出ており、当社は 3 位。2007 年の金融商品取引法施行により不動産ファンドが規制対象となり参入障壁が高くなっているほか、投資家が信用力の高い AM 会社に AM 業務を移管する動きもあり、生き残った会社は残存者利益が期待できよう。
- 2010 年 10 月から 11 月にかけ、私募ファンド運用会社において、筆頭株主による TOB の発表が相次いだ。日本レップはマッコーリー・グッドマン・ジャパンの完全子会社に、リサ・パートナーズは NEC キャピタルソリューション（8793）の完全子会社に、セキュアード・キャピタル・ジャパンは香港の投資会社のパシフィック・アライアンス・グループの完全子会社となる。リサ・パートナーズの場合は救済色が強いが（不動産関連資産への投資事業から完全撤退し、企業投資、債権投資に特化する方針）、他の 2 つのケースは、海外投資家が日本の不動産に投資するうえでのプラットフォームの構築を意図しており、海外投資家の日本の不動産に対する関心の高さを意味しているといえよう。
- ファンドのパフォーマンスの悪化や競争激化によりファンド運営に係る手数料率は低下してきた。アニュアルフィーは、リーマンショック前には 1% 程度あったが、現在は 50 ベーシス程度が相場になっているとみられる。

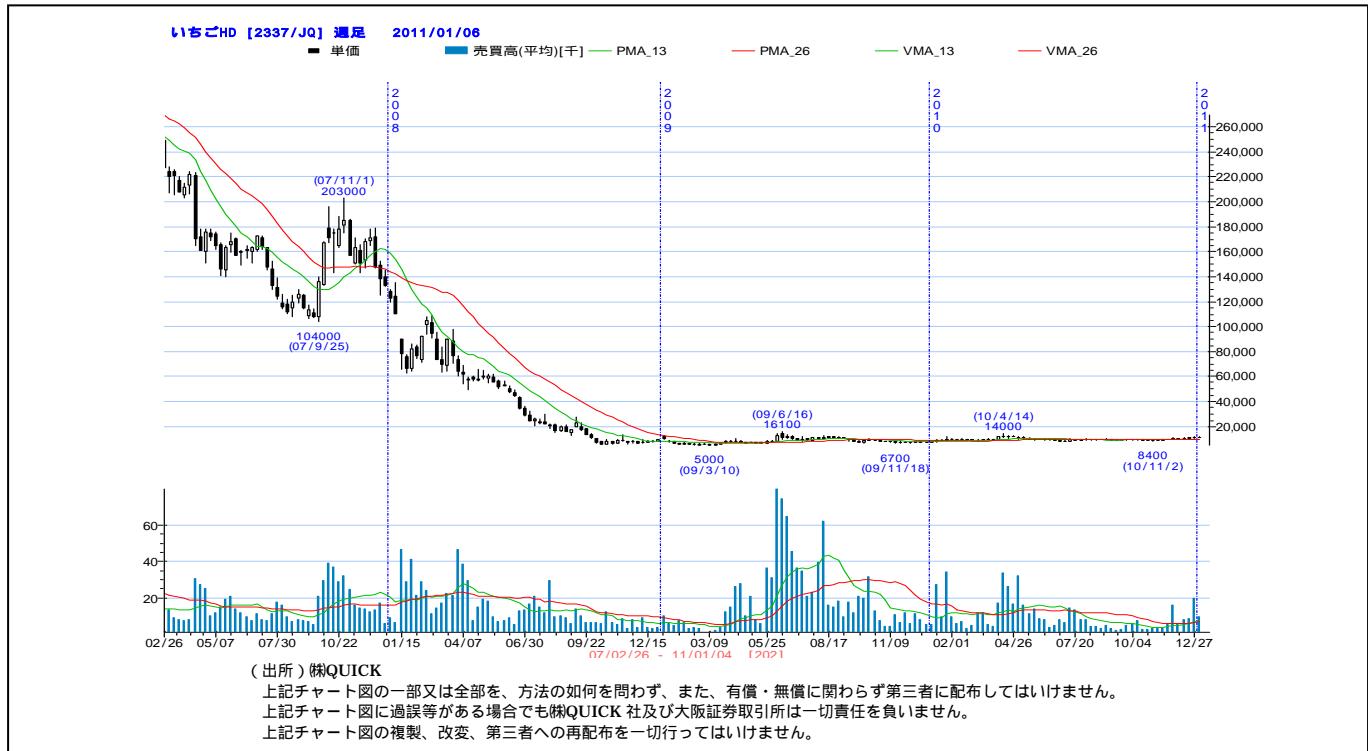


業 績 (1)

- 経営環境解説
 - デットの資金調達環境は、改善傾向にあり、不動産の流動性も徐々にではあるが改善してきた。こうしたことからキャップレートは上昇が止まり、賃料の安定性の高いレジデンスなどでは若干の低下もみられる。しかし、オフィス市況は、空室率にピークアウト感があるものの、募集賃料の底打ちを確認するには至っておらず、2011～2012年の大規模オフィスの大量供給を控えていることもあり、先行き不透明感が残る。このため海外投資家は、長期金利とのスプレッドが拡大している日本の不動産に関心を寄せてはいるが、売り手との価格目線との乖離が依然残り、様子見姿勢の域を出でていない。REIT市場の回復により、2011年はREITによる物件取得力が一段と回復する可能性が高まっており、不動産の流動性回復が進展すれば、私募ファンド業界にとってもプラスとなろう。
- 業績解説
 - 2010年8月末のAUMは2,666億円（前期末比693億円減）。10/2期、11/2期と1,000億円規模のリファイナンスが到来し、半分以上を物件売却により返済してきたため（残りは期間4～5年の長期でリファイナンス）。AUMは減少してきた。しかし、不動産市況が活況だった2006～2007年に仕込んだ物件のリファイナンスが11/2期の前半で一巡したため、借入金返済のための物件売却による減少には歯止めがかかる。今後は新規のファンド組成やレスキューAMの受託（信用力の低下したAM会社からのAM業務の移管）が、AUMの純増につながる。AUMの再拡大だけでなく、収益性も重視する方針。2010年10月に組成した海外投資家向けの資産規模73億円のファンドは、企業買収型スキームが複雑なことや資産の約半分が底地という珍しいファンドのため、手数料率が高くなっている。
 - 11月末にジャパン・オフィス投資法人の運用会社の全株式をいちごトラストから25億円で取得すると発表。AUMは約1,100億円増加することになり、11/2期末のAUMは3,700億円近辺まで回復するとみられる。ジャパン・オフィス投資法人は、もともとクリードが設立したREITで、中小オフィスビルが投資対象。通常、REITのアニュアルフィーは私募ファンドと比べ低い。2007年にイーアセット投資法人の運用会社の株式を売却し、REIT事業から撤退したのは、収益性の高い私募ファンドに経営資源を集中させるためだった。しかし、ジャパン・オフィス投資法人のアニュアルフィーの料率は60bp超とREITとしては高いことや、いちごグループ内の事業の整理の意味合いから、スポンサー変更となり、再度、REIT事業に参入することになった。年間3.5億円程度の経常利益の寄与が見込まれる。
 - 短期的なキャピタルゲインを狙った企業投資からは撤退するが、安定収益の確保、事業シナジーの追求、11/2期からの連結納税導入による繰越欠損金の有効活用を目的とする戦略的M&Aはしていく方針。その1号案件として、2010年3月にワイステーブルコーポレーション（東証マザーズ2798）の100%子会社でビル管理を手掛けているタカラビルメンを15億円で買収。11/2期業績には経常利益で2億円の寄与を見込んでいる。上記のREITの運用会社の買収は2号案件となる。

業 績 (2)

- 財務状況
 - 財務内容は、資産売却による有利子負債の返還により改善が進んでいる。2010年8月末の自己資本比率は23.3%。連結SPCの他社出資分を調整した実体ベースの自己資本比率は8月末で57%、その後のCB42.4億円の転換により足元は65%程度と高水準になっている。BPSは8月末の13,462円からCB転換により12,281円に低下しているとみられる。
 - 過去の自己勘定投資の回収は順調に進展。自己勘定投資残高は08/2期末の1,058億円から2010年8月末には297億円（貸倒引当金33億円を控除後）まで大幅に縮小している。残りの投資先で最も大きなものは、CITICグループの投資運用会社CIAM（株式の25%を保有しており持分法適用関連会社になっている）。投資残高は約60億円（08/2期末は86億円だったが、09/2期末に簿価を切り下げる）。1社当りのエクスポージャーとしては大き過ぎるため、今後、売却していく方針。
- 11/2期業績予想
 - 11/2期会社業績予想は5月26日に期初予想から経常利益が3億円、純利益が10億円、それぞれ上方修正されている。経常利益の上方修正は、持分法適用関連会社の上振れによる。純利益の上方修正の主因は、持分法適用関連会社で香港証券取引所に上場しているThunder Sky Batteryの株式の売却による特別利益が株式市場の回復を受け当初の想定を上回ったこと。2Q累計で既に通期の経常利益、純利益予想を達成している。Thunder Sky Batteryは5月の売却に続き、下期に入って9月にも追加売却しており、特別利益は累計で約24億円となっている。残りについても11/2期中での売却を目指しており、通期で特別利益は30億円を超えるだろう（香港の子会社を通じて保有しており、売却益の30%は少数株主利益として社外流出す）。2Q累計の進捗からみて、大幅な利益の上振れが見込めよう。ただし、下期に入ってのCB転換により発行済株式数は約29%増加しているため、EPSは概ね会社予想線にとどまろう。
- 12/2期業績予想
 - 12/2期は、買収したジャパン・オフィス投資法人の運用会社の通期寄与、新規のファンド組成、レスキューAMの受託、株式市場の回復による過去の企業投資案件のEXITによるキャピタルゲインなどが営業増益要因となろう。Thunder Sky Batteryの売却益の剥落により、純利益は減益になると見える。



			2008/2	2009/2	2010/2	2011/2 予
株価推移	株価(年間高値)	円	233,000	97,400	16,100	-
	株価(年間安値)	円	62,600	5,010	5,000	-
	出来高	株	360,095	249,633	419,778	-
業績推移	売上高	百万円	70,833	50,444	21,112	14,500
	営業利益	百万円	16,276	-46,170	1,108	1,250
	経常利益	百万円	13,637	-54,115	573	1,500
	当期純利益	百万円	5,505	-48,171	1,807	3,000
	E P S	円	10,386.15	-73,934.36	1,771.74	1,290.83
	R O E	%	10.5	-158.3	12.4	10.5
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	238,677	127,235	88,897	-
	固定資産合計	百万円	25,674	13,513	11,369	-
	資産合計	百万円	264,681	140,875	100,268	-
	流動負債合計	百万円	84,207	53,912	49,877	-
	固定負債合計	百万円	103,890	74,016	26,867	-
	負債合計	百万円	188,098	127,929	76,745	-
	株主資本合計	百万円	51,661	10,173	20,695	-
	純資産合計	百万円	76,583	12,945	23,523	-
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	-20,554	23,046	7,170	-
	投資活動によるCF	百万円	-7,324	1,315	3,135	-
	財務活動によるCF	百万円	26,181	-35,289	-14,733	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	32,463	18,098	10,728	-

リスク分析

- 事業に関するリスク
 - 新規の不動産ファンドの組成が進まない恐れ。その要因としては、不動産市況の低迷が続き、エクイティ投資資金が集まりにくい、市場への物件の放出が少ない、金融商品取引法違反などにより行政処分を受けた場合、などが考えられる。
 - 不動産ファンドのパフォーマンスの低迷や他のAM会社との競合などにより、アニュアルフィーなどの各種手数料の価格競争が強まる恐れ。
 - 不動産市況や国内外の株式市場の下落により、自己勘定投資の不動産、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可能性。
 - 大地震の発生などにより、自己勘定やファンドで保有する物件が損壊する恐れ。
 - 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による不動産価格の下落要因となりうる。
 - 系列REITとなったジャパン・オフィス投資法人との利益相反の恐れ。
 - 支配株主であるいちごトラストが将来的には、株式を売却する可能性。
- 業界に関するリスク
 - 景気低迷や2011～2012年の大規模オフィスの大量供給によるオフィス市況の回復の遅れ、再悪化。
 - その場合、海外投資家の日本の不動産に対する投資意欲が減退する恐れ。
 - 金融機関の不動産融資姿勢が再び硬化し、不動産の流動性の低下、不動産価格の下落を招く恐れ。

ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQ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、大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、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで（株）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、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大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、大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、大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大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、大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、大阪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.ose.or.jp/jasdaq/5578>