

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11月9日

収益の安定性が向上しつつある

アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ
堀部 吉胤

主要指標 2011/11/7 現在

株価	9,200 円
年初来高値	12,280 円 (1/13)
年初来安値	6,650 円 (3/15)
発行済株式数	2,298,012 株
売買単位	1 株
時価総額	21,141 百万円
予想配当 (会社)	未定
予想 EPS (アナリスト)	665.51 円
実績 PBR	0.81 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2011/1/7
アップデート	—

12/2期 2Q 累計決算は減益ながら会社計画線

12/2期 2Q 累計(3~8月)の営業利益は、実態を捉えるのに適している自己持分方式では2.4億円(前年同期比55.4%減)。1月のREIT運用会社の買収などにより不動産フィー収入が大幅に増加したが、海外株式の売却益の減少などにより大幅減益となった。ただし、不動産フィー収入、賃料収入、施設管理収入といった安定収益で販管費を賄えるようになり、収益の安定性は高まっている。通期の営業利益の計画9億円(自己持分法式)に対する進捗率は低いが、自己勘定の不動産の売却が下期偏重の予定であることなどから概ね計画線としている(同社は期初に2Q累計の業績予想を開示していない)。営業外損益の予想などが保守的なため、純利益は会社計画を上回るだろう。

AUMは停滞気味だが、収益性は改善傾向

8月末のAUM(運用資産残高)は3,921億円(前期末比68億円増)と停滞気味。リーマンショック前に組成されたファンドは運用悪化を受けリファイナンス時にアニュアルフィーの料率を引下げられたことなどから非常に低収益になっており、こうした物件を売却し、新しいファンドを組成することで収益性は改善に向かいつつある。

系列REITのいちご不動産投資法人はFCレジデンシャル投資法人と11月1日に合併。投資口価格の低迷からP0(公募増資)は難しい状況だが、負ののれん約170億円を活用して物件の入替を進める方針であり、これに伴い運用フィー収入が増加することになる。

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
2011/2	2Q(3~8月)	実績	7,111	-53.9	685	41.9	1,061	8.0倍	2,341	2.0倍	1,316.00
2012/2	2Q(3~8月)	実績	12,729	79.0	315	-54.0	317	-70.1	1,292	-44.8	557.89
2011/2	通期	実績	12,760	-39.6	1,351	21.9	1,616	2.8倍	620	-65.7	317.64
2012/2	通期	新・会社予想 (2011年10月発表)	16,300	27.7	1,000	-26.0	700	-56.7	1,300	2.1倍	566.63
		旧・会社予想 (2011年7月発表)	16,300	27.7	1,000	-26.0	700	-56.7	1,300	2.1倍	559.43
		新・アナリスト予想	16,000	25.4	950	-29.7	750	-53.6	1,500	2.4倍	665.51
		旧・アナリスト予想 (2011年1月発表)	15,500	21.5	1,800	33.2	1,900	17.6	1,800	2.9倍	774.50
2013/2	通期	アナリスト予想	15,000	-6.3	1,050	10.5	850	13.3	800	-46.7	354.94

業 績

不動産投資市場の動向

オフィス市況

● 経営環境解説

- 不動産投資市場では、昨年末から買い手と売り手の価格目線が近づいてきたことから流動性が改善の兆しをみせていた。しかし、3月11日の東日本大震災及び福島第一原発事故を受け、海外投資家をはじめ投資家は再び様子見姿勢となった。REIT市場は震災直後急落したが、地震による物的被害が僅少であったことや日銀によるJ-REITの買入額が500億円から1,000億円に増額されたことから短期で急反発した。震災後はREITのPOの中止や、取得予定資産の引渡延期といった動きがみられたが、短期で収束し、POは5月から再開され、REITが主な買い手として、不動産の流動性が回復に向かう兆しがあった。8月になると欧州の金融危機が深刻化し、海外投資家を中心に再び様子見姿勢が強まり、不動産投資市場の本格的な回復は遅れている。金融機関はノンリコースローンの償還に際し、最終処理を急がずリファイナンスに応じているため、優良物件が市場になかなか放出されない状態が続いていることも不動産の流動性が本格的に回復しない要因になっている。
- 投資家は賃料の安定性の高いレジデンスや物流施設を選好する傾向が続いている。
- キャップレートはここ2年ほどほとんど変化がない。
- 金融機関の不動産融資姿勢は、貸出先の不足を背景に東日本大震災や欧州の金融危機にもほとんど影響されず、積極的な状況が続いている。
- AM（アセットマネジメント）業界では、2010年10月から11月にかけ日本レップ、リサ・パートナーズ、セキュアード・キャピタル・ジャパンが、筆頭株主によりTOBで完全子会社化された。本年10月にはエムケーキャピタルマネージメント（東証マザーズ2478）についてもユニゾン・キャピタル・グループによるTOB、完全子会社化が発表された（来年2～3月に上場廃止予定）。リーマンショック後の破綻やこうした非上場化により、残る独立系の大手上場AM会社は、ケネディクス（4321）と同社だけとなる。
- 同社のAUMの中でオフィスは約7割を占め、東京を中心とした中規模物件が多い。三鬼商事の調べによる都心5区のオフィス空室率は本年3月末の9.19%をピークに6カ月連続で低下しており、9月末は8.64%。空室率はピークアウトしたものの、水準自体は依然高い。平均賃料も底打ちには至っておらず緩やかな下落が続いている。S、Aクラスビルは値頃感などから需要が高まり空室率の低下が顕著な一方、Bクラス以下の苦戦が続いている。欧州の金融危機や急激な円高などからテナントの意思決定が遅くなっていることや、2012年の大規模オフィスの大量供給もあり、本格的なオフィス市況の回復には時間が必要だろう。

業績

業績の実態を捉えるのは、自己持分方式が適している

**12/2期 2Q 累計
決算は減益ながら
計画線の進捗**

● 12/2期 2Q 累計（3-8月）業績解説

同社が50%以上のエクイティ出資を行っているSPC（特別目的会社）や、AMを行っているSPCのうち他のエクイティ出資者が単独で50%以上保有していないSPCについては、すべて連結計上されている。このため、売上高、営業利益、経常利益には他社出資持分まで計上されている。実態を捉えやすいようにするため、同社では自己持分方式によるP/L、B/SをPro Formaとして開示している。いずれの方式も純利益は同じになる。また、売上高は自己勘定物件の売却の多寡によりぶれるため、業況を判断するのは売上高よりも売上総利益が適している。

自己持分方式による12/2期 2Q 累計業績は、売上高34.8億円（前年同期比16.2%減）、売上総利益17.4億円（同5.2%減）、営業利益2.4億円（同55.4%減）、経常利益2.4億円（同73.4%減）、純利益13.0億円（同44.8%減）。不動産や株式の売却のタイミングで利益がぶれるため、同社では2Q累計の会社業績予想を開示していないが、概ね計画線で進捗しているとしている。売上総利益に比べ、営業減益幅が大きいのは、REITの運用会社のジャパン・オフィス・アドバイザーズ（現 いちごリートマネジメント）を1月に買収したことによる販管費の増加が1.8億円あったため（のれんの償却を含む）。営業減益の主因は、海外企業投資の売却益の減少と、他社がAMを行う不動産ファンドへのエクイティ出資2件に関し、リファイナンス時に4億円強の減損が発生したことによる（期初から想定済み）。

自己持分方式による要約損益計算書

(単位)百万円

	10/2	11/2	12/2E	11/2 2Q累計	12/2 2Q累計
売上高	14,127	7,842	9,740	4,165	3,489
売上原価	9,785	4,102	5,648	2,321	1,741
売上総利益	4,342	3,740	4,092	1,844	1,748
販管費	3,012	2,603	3,192	1,301	1,506
営業利益	1,330	1,137	900	543	242
営業外損益	▲ 535	265	▲ 300	376	2
経常利益	795	1,402	600	919	244
特別損益	1,380	1,273	na	2,229	1,060
税引前利益	2,175	2,675	na	3,148	1,303
税金等	79	42	na	13	47
少数株主損益	289	2,013	na	794	▲ 37
純利益	1,807	620	1,300	2,341	1,292

(出所)会社資料、会社ヒアリング。予想は会社

業績

海外関連会社の株式の一部を売却し、資金回収を促進

経常利益に比べ、純利益が膨らんでいるのは、7月に持分法適用関連会社のCIAMの株式の一部を33.2億円で売却し、関係会社株式売却益として11.7億円を特別利益に計上したため。この売却は期初から予定されていた。尚、前年同期には香港子会社を通じて保有していた持分法適用関連会社のThunder Sky Batteryの株式売却による関係会社株式売却益が23.4億円あった。CIAMは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。2006年12月に出資し、11/2期末の簿価は59.6億円と1社当たりの投資残高としては最大で、圧縮が課題となっていた。今回の売却で出資比率は25%から15%に低下し、持分法適用から外れたが、業績への影響は軽微。

資産売却及び負債圧縮が進んだ結果、自己持分方式による自己資本比率は68.2%（前期末比3.8pt増）とさらに向上した。同社では自己資本比率の目処を50%としており、既に一定のリスクテイクができる財務体質になっている。

収益の安定性は向上している

REIT運用会社の買収の寄与や底地ファンドなどアニュアルフィーの料率の高いファンドの新規組成などにより、不動産フィー収入が大きく伸びた。同社ではキャピタルゲインへの依存を脱し、安定性の高い不動産フィー収入の増加に注力することを最大の経営方針としている。不動産フィー収入、賃料収入、施設管理収入といった安定収益の合計は売上総利益ベースで16億円となり、販管費15億円を賄うことができた。

売上高、売上総利益の内訳(自己持分方式)

(単位)百万円

	10/2	11/2	12/2E	11/2 2Q累計	12/2 2Q累計
売上高	14,127	7,842	9,740	4,165	3,489
不動産フィー収入	1,638	1,004	2,484	562	1,012
金融フィー収入	403	44	50	36	8
不動産賃料収入	2,206	1,792	1,568	880	894
不動産売却/配当	2,084	1,394	3,291	1,005	222
株式等売却/配当	6,113	1,892	647	790	594
施設管理収入	0	1,541	1,614	727	721
その他	1,679	175	86	165	39
売上総利益	4,342	3,740	4,092	1,844	1,748
不動産フィー収入	1,271	724	2,263	365	924
金融フィー収入	386	39	30	36	8
不動産賃料収入	1,348	1,042	916	552	509
不動産売却/配当	848	548	697	283	222
株式等売却/配当	1,394	1,555	459	665	406
施設管理収入	0	372	371	167	167
その他	▲ 906	▲ 540	▲ 644	▲ 224	▲ 488

(出所)会社資料、会社ヒアリング。予想は会社

(注)施設管理収入は買収したタカラビルメンによるもの。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

業績

11月1日に系列REITが合併。負ののれんを活用した物件の入替が同社の収益に寄与しよう

AUMは停滞気味だが、入れ替えにより収益性は向上

● 系列 REIT が合併

8月8日に系列 REIT のいちご不動産投資法人（以下、IRE）とファンドクリエーショングループ（JASDAQ3266）系の FC レジデンシャル投資法人（以下、FCR）は合併契約を締結。11月1日に合併した。同社は FCR の資産運用会社の全株式をファンドクリエーショングループから 8月15日に取得。11月1日の投資法人の合併に合わせ、資産運用会社も合併した。IRE は主に首都圏の中規模オフィスを投資対象とし、FCR は主に都心のレジデンスを投資対象としていた。11/4 期末の資産規模は IRE が 1,138 億円、FCR が 234 億円。

新投資法人の商号はいちご不動産投資法人（8975）だが、資産規模が小さい FCR を存続投資法人とした結果、負ののれんが 170 億円前後発生する見込み。11/4 期末の IRE には含み損（鑑定評価額と簿価との差額）が 260 億円あり、合併に際し IRE の資産は時価評価されるため、合併直後の資産規模は約 1,100 億円となる見込み。

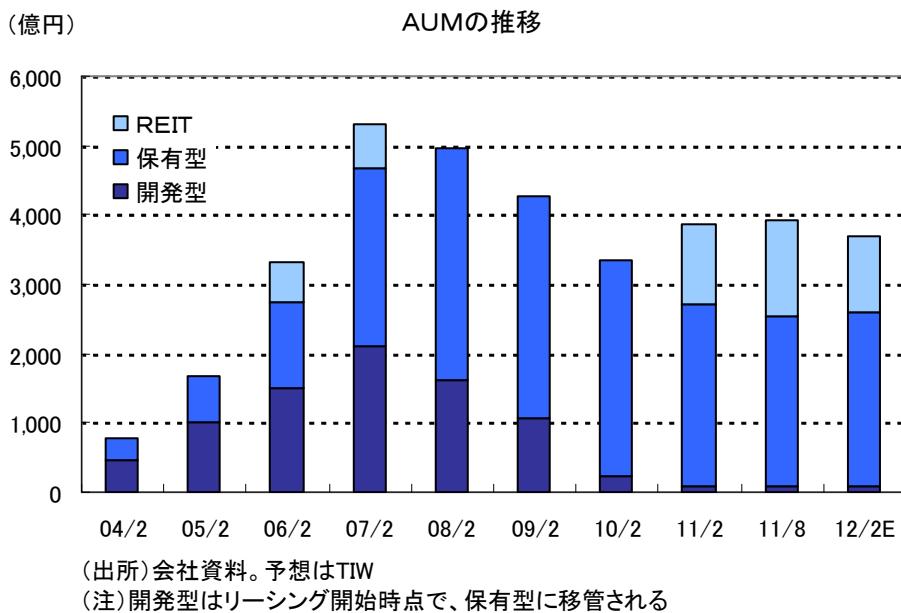
合併直後の LTV は約 50% となる。PBR は 0.6 倍程度のため P0 は難しく、当面は負ののれんを活用し、物件の入替を積極的に行っていく方針。これに伴い、REIT 運用会社の運用フィー収入が増加するほか、同社がパイプラインサポートを行うことにより収益機会を得ることもできる。

● AUM の動向

8月末の AUM は 3,921 億円（前期末比 68 億円増）。FCR の資産運用会社を 8月に買収したことにより、FCR の資産 234 億円が加わった。これを除くと 166 億円の減少となる。約 350 億円を売却し、約 200 億円を取得した。主な取得物件は 3 月に取得した「末広町ビル」。取得のうち、信用力の落ちている AM 会社から移管されたいわゆるレスキューAM の受託が約 80 億円を占める。既存ファンドのアニュアルフィーの料率は、リーマンショック後の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き下げられたことなどにより 20~30bp と低水準になっており、収益性改善が課題となっている。底地ファンドなど新規組成のファンド約 120 億円のアニュアルフィーの料率は 50~100bp となったもよう。一般的にレスキューAM のアニュアルフィーの料率は 20~30bp と低いが、ディスピジョンフィーを含めて 50~70bp を確保できる案件に絞って受託し、収益性改善を図っている。

12/2 期末の AUM は IRE の資産が時価評価により約 260 億円減少する見込みのため、3,600 億円程度になるとみられる。私募ファンドでは通期で 700~800 億円を売却し、700~800 億円を取得する方針。9月には米系最大手投資ファンドから約 160 億円のレスキューAM を受託した。

業 績



12/2 期の純利益
は会社計画を上回
るだろう

● 12/2 期業績予想

通期会社業績予想は期初から変更されていない。以下、自己持分方式で説明する。通期の会社予想の営業利益に対する上期の進捗率は 26.9%と低い。これは不動産売却益（エクイティ出資に対する売却配当を含む）が、通期計画 6.9 億円に対して、上期は 2.2 億円と売却が下期偏重の予定になっていることや、不動産フィー収入も物件入替による収益性の向上の過程にあることなどから下期偏重になることによる。不動産売却の目途はある程度立っているもよう。

売上総利益は 40.9 億円（前期比 9.4%増、3.5 億円増）が計画されている。株式等の売却益が 4.5 億円（同 10.9 億円減）と前期に海外株式の売却益が多かった反動で大幅減予想だが、不動産フィー収入が 22.6 億円（同 15.3 億円増）と牽引し、カバーする構図。不動産フィー収入のうち 1 月と 8 月の REIT の運用会社の買収効果が、売上総利益で約 7 億円見込まれている。

営業利益は 9.0 億円（同 20.8%減、2.3 億円減）と減益の計画。REIT の運用会社の買収による営業利益への寄与は、販管費（のれんの償却を含む）の増加 3.9 億円により約 3 億円にとどまる見込みのため、海外株式の売却益の反動減を吸収しきれない。

経常利益は 6.0 億円（同 57.2%減、8.0 億円減）と減益幅が営業利益に比べ拡大見込み。前期は海外の持分法適用会社の持分法投資利益が高水準だった反動による。ただし、営業外損益の会社予想は保守的過ぎるとみられる。

純利益は 13.0 億円（同 2.1 倍、6.8 億円増）と一転増益の計画。前期に香港子会社清算（国内外の企業投資事業からの撤退の一環）に伴い、事業関連損失 26.4 億円を特損に計上した反動による。

業 績

13/2 期の営業利益は小幅増益となろう

● 13/2 期業績予想

13/2 期の営業利益は小幅増益を予想する。海外の企業投資の回収が進展し、投資残高がわずかになっているため、株式等の売却益は減少すると考える。これを、①減損損失の減少、②新規のファンド設立やレスキューアマの受託により AUM を積み上げることや、系列 REIT の物件入替に伴う運用ファイの増加による不動産ファイ収入の拡大でカバーしよう。関係会社株式売却の反動により、純利益は減益となろう。尚、税負担はほとんどない。

レスキューアマの受託は 13/2 期でピークアウトするとみられる。リーマンショック前に組成されたファンドのリファイナンスが概ね一巡するとみられることによる。このため、13/2 期以降の AUM の拡大のためには新規のファンド設立や、系列 REIT の P0 が一段と重要になろう。

株主還元は復配よりも自社株買いを優先する方針

● 株主還元の方針

当面の株主還元は復配よりも自社株買いを優先し、無配を継続する方針。これは、①財務リストラの過程で、第三者割当増資を実施した結果、株式数が増加したこと、②配当のコスト負担は自社株買いに比べ重い、③株価が PBR1 倍を下回っていることによる。

リス ク 分 析

事 業 に 関 す る リ ス ク

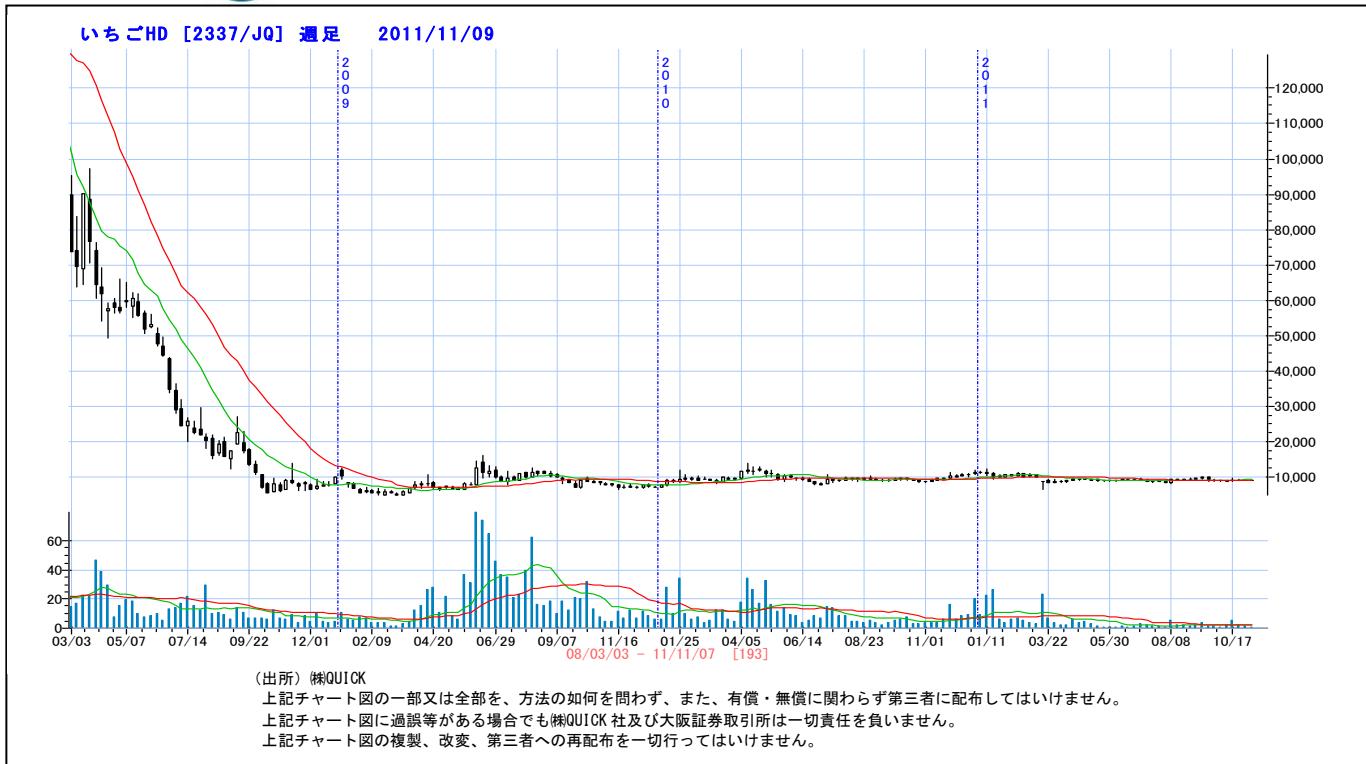
● 事業に関するリスク

- 欧州の金融危機の長期化などにより、海外をはじめとするエクイティ投資家の様子見姿勢が続き、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 ができるないと AUM の拡大、物件抛出に伴う収益獲得などの阻害要因となる。
- 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、アニュアルフィーなど各種手数料の価格競争が強まる恐れ。
- 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がある。
- 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。
- 大地震の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が将来的に、株式を売却する可能性。あるいは、完全子会社化し、上場廃止となる可能性。

業 界 に 関 す る リ ス ク

● 業界に関するリスク

- 欧州の金融危機、超円高、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。
- 欧州の金融危機などを受け、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。ただし、金融機関の不動産融資姿勢が厳格化する兆候はみられない。
- 少子高齢化、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。
- 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。



			2009/2	2010/2	2011/2	2012/2 予 (アナリスト)
株価推移	株価（年間高値）	円	97,400	16,100	14,000	-
	株価（年間安値）	円	5,010	5,000	7,750	-
	月間平均出来高	株	249,633	419,778	197,987	-
業績推移	売上高	百万円	50,444	21,112	12,760	16,000
	営業利益	百万円	-46,170	1,108	1,351	950
	経常利益	百万円	-54,115	573	1,616	750
	当期純利益	百万円	-48,171	1,807	620	1,500
	E P S	円	-73,934.36	1,771.74	317.64	665.51
	R O E	%	-158.3	12.4	2.7	5.6
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	127,235	88,897	87,215	-
	固定資産合計	百万円	13,513	11,369	11,438	-
	資産合計	百万円	140,875	100,268	98,653	-
	流動負債合計	百万円	53,912	49,877	35,417	-
	固定負債合計	百万円	74,016	26,867	35,463	-
	負債合計	百万円	127,929	76,745	70,881	-
	株主資本合計	百万円	10,173	20,695	25,644	-
	純資産合計	百万円	12,945	23,523	27,771	-
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	23,046	7,170	4,094	-
	投資活動によるCF	百万円	1,315	3,135	2,889	-
	財務活動によるCF	百万円	-35,289	-14,733	-5,078	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	18,098	10,728	12,343	-

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、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>