

2016年12月

## 2017年2月期 第2四半期決算説明 グローバルカンファレンスコールサマリー

### 【説明者】

いちご株式会社（証券コード2337 東証一部）  
代表執行役会長           スコット キャロン  
筆頭独立社外取締役   藤田 哲也

### 【内容】

1. 当社ホームページに掲載している決算説明資料に沿った説明
2. 質疑応答

※ 英語で開催された機関投資家向けグローバル・カンファレンスコールの日本語訳（要約版）です。当社HPにて音声配信と決算説明資料を掲載しております。

音声配信

[en.ichigo.gr.jp/english/presentation/20161017/Ichigo\\_20161014\\_Global\\_Conference\\_Call\\_FY2017H1.mp3](http://en.ichigo.gr.jp/english/presentation/20161017/Ichigo_20161014_Global_Conference_Call_FY2017H1.mp3)

決算説明資料

[www.ichigo.gr.jp/wp/wp-content/uploads/2016/10/Ichigo\\_20161014\\_Corporate\\_Presentation\\_FY2017Q2\\_JPN.pdf](http://www.ichigo.gr.jp/wp/wp-content/uploads/2016/10/Ichigo_20161014_Corporate_Presentation_FY2017Q2_JPN.pdf)

### 1. 当社ホームページに掲載している決算説明資料に沿った説明

#### 2017年2月期 第2四半期累計連結業績

営業利益は前期比3.0倍。EPS（一株当たり純利益）（注1）が2.8倍。第1四半期に実施したいちごオフィスリートへの売却、第2四半期に実施したいちごホテルリートへの売却により売上高が大幅に増加している。

第2四半期を終えた段階で、2017年2月期のEPSの目標に対して90%の達成率となっているが、今年度は上期にリートへの売却といったイベントが集中しており、下期にも同等の実績をあげることは前提にしていない。当社の業績は年々、安定的な成長を遂げているが、四半期ごとに見た場合はイベントの有無によって変動する傾向がある。

今年度については、第1四半期にCITIC International Asset Management（CIAM）の株式を売却し、売却益（24億円）を計上した。第2四半期はいちごホテルリートへ物件を譲渡し、譲渡益（70億円）を計上したことが、利益成長に貢献した。

さらに、当社は今年度中のグリーンインフラの上場を目標としている。この3つめのイベントの収益についてはCIAM株式の売却や、ホテルリートへの譲渡ほどの規模にはならないものと考えている。

### 各セグメントにおける収益内訳

各セグメントにおいて収益が伸びている。アセットマネジメントの営業利益を見ると、前年同期比21%減となっているが、これはサクセスフィー、スポンサーサポートフィーといった一時的フィー収入が今年度は発生していないため。ベースとなるアセットマネジメントフィーは前年同期比1.5倍と成長を遂げており、進捗率も62%と順調に推移している。

心築（しんちく）事業（注2）の利益は前年同期比4.2倍。資料上に賃貸益と譲渡益の内訳を開示している。心築事業はハイブリッドなビジネスモデルであり、保有中に価値向上しながら不動産賃貸収入を得て、売却時には価値向上分の譲渡益を得ることができる。第2四半期累計の賃貸益はおよそ50億円と、前年同期比1.4倍となっている。一方で譲渡益はホテルリートへの譲渡益70億円を含め約100億円と大幅に増加した。

心築事業の特徴は、自分達で不動産の価値を向上させている点にある。後ほど大阪のホテルにおける心築事例を紹介するが、我々は不動産を右から左へ転売するのではなく、保有している期間中に手間をかけてさまざまな方法で価値を高める努力を怠らない。価値向上が経済的に実現するのは、資産を売却する時であり、その前提として市場より安い価格で資産を取得しているからこそ、売却益の恩恵を被ることが可能となる。当社のビジネスモデルは、最も高い値段を提示する買い手を見つけることではなく、自ら資産に価値を付与させることにある。

クリーンエネルギーについては、営業利益が前年同期比21%増となっている。進捗率が13.5%となっているが、これは想定通りであり、着々と準備を進めているグリーンインフラのIPOにより利益を確保できる見通し。

### キャッシュフロー

主に心築資産（販売用不動産）の売却により、営業キャッシュフローは第2四半期末で+517億円となり、キャッシュフローの創出に寄与している。第2四半期の期末における現金及び現金同等物は432億円となった。

### 財務の健全性

第2四半期末における平均借入期間は10.6年、平均借入金利は1.33%となり、健全な財務を維持している。不動産はシクリカル（循環的な景気変動サイクルのある）なビジネスであり、株主資本を適切な水準に維持すると共に、長期借入ができる信用力を維持することが重要であると考えている。

### いちごホテルリートの成長サポート

いちごホテルリート（証券コード3463）にホテル10物件272億円を譲渡し、資産規模の成長に寄与（204億円→476億円、約2.3倍）。いちごホテルリートの規模は19物件、約3,000室へと成長したが、まだまだ規模は小さく、引き続き成長をサポートしていく方針。

いちごがスポンサーとして保有しているパイプラインとしては、既に保有している物件380億円の他、取得確度が高い案件が110億円（7物件）あり、合計で500億円程度と一年前と同じ水準に戻っている。ホテルリートへの売却により減少した分を買い戻したイメージ。

当社が保有する不動産のうち、オフィス、商業施設、ホテルがそれぞれ25%程度と分散しているが、最も成長可能性があるのはホテルと見ている。

### いちごオフィスリーの分配金成長（連続増配J-REIT No.1）

いちごオフィスリー（証券コード8975）はJ-REIT実績No.1となる、12期連続の増配を実現している。今後の予想を含め14期連続増配を見込んでいる。

本日、いちごオフィスリーは渋谷に所在するオフィスビル（35億円）の取得を公表した。渋谷は日本のシリコンバレーとでもいうべき地域であり、さらなる成長が期待される。

いちごオフィスリーが保有する物件の稼働率（2016年9月）は97.4%と高水準を維持している。

### 心築資産の譲渡内訳

上期中に外部の第三者に売却した心築資産の利益率はおよそ16%。いちごのリーに売却した資産の利益率はおよそ13%となっている。ただし、いちごホテルリー（24%）といちごオフィスリー（2%）では売却時の利益率が大きく異なる。

ホテルに関して、このような利益率を継続的に確保できるとは考えていない。インバウンド旅行者の急増により、2年ほど前からホテルの宿泊費が高騰する状況が見られた。いちごホテルリーへ売却した物件については、当社が保有していた期間中に価値向上を行った結果、売却時の利益率を上回るNOI（純収益）（注3）の成長を遂げることができた。

オフィスに関しては、2%の利益率は心築による価値向上を行う必要がない物件であったことから、低い水準にとどまった。13%の利益率は若干低いと考えており、今後はホテルリー向けの利益率が低下する一方でオフィスリー向けの利益率を高めることにより、15%以上の利益率を確保していきたい。

### 心築事例－効果的なCAPEX（注4）によるホテル収益の向上

コンフォートホテル大阪心斎橋は、以前いちごオフィスリーが保有していた物件。総合型からオフィス特化型リーへの移行に伴い売却することとなり、いちごホテルリーの設立前であったため、当社で取得し価値向上を行った。資料の16ページに掲載した心築前後の図面を見るとわかりやすい。1階部分については、ホテルのエントランスを側道から大通り側に移設し、視認性を向上させた。併せて側道側のエントランスとホテルの客室フロアがエレベーターで直接つながっており、セキュリティ面で懸念があることから、このエレベーターをホテルロビーと客室階をつなぐ専用エレベーターに変更すると共に、移設した大通り側のエントランスには、ホテルロビーと直結する専用エレベーターを設置した。

2～3階部分における改装が、ホテルの収益向上に大きく貢献している。2階のテナント（飲食店）が退去したことに伴い、最も有効な活用策を検討した結果、ホテルのロビーとフロントを2階に移設すると共に、客室を9室増室した。ホテルロビーは大通りに面したエントランスから専用エレベーターで2階に上がり、客室に入るにはフロントの前を通過し、客室行きエレベーターに乗る必要があることから、動線ならびにセキュリティは大幅に改善した。3階についてはロビーとフロントがあったスペースを客室に変更した。

資料の15ページに掲載したリニューアル前後のRevPAR（注5）ならびに売上を比較した表を見ると、売上高は16.5%増加した。CAPEXはおよそ250百万円であったが、この投資によってNOIは20%程度伸びている。

このような収益向上策を通じた不動産の価値向上が、「心築」の典型的な事例。価値を向上させるポテンシャルを秘めた資産を取得し、ノウハウや手間をかけて収益を伸ばしていき、いちごのリーもしくは外部の第三者に売却して利益を獲得する。

### 大型オフィスビル（トレードピアお台場）の取得

当社はこれまで10～50億円規模の資産に特化してきた。以前にも規模の拡大を志向したことはあるが、当社の現在におけるROE（注6）の水準（20%前後）と同様のリターンを得られる可能性は低いと見ていた。

この大型オフィスビルは300億円ほどの資産規模であり、当社の従来の資産とは一桁異なる。このような大型の資産においても心算による価値向上を実現できる自信があることから、取得を決定した。大型案件を手掛けることによって、今後はスケールメリットの追求が可能となる。この物件は、日商岩井（現・双日）の本社ビルとして建築された、非常に素晴らしい建物であり、再調達価格を若干上回る価格で購入できたことから、非常に良い取得をしたと考えている。

価値向上策については、有効に活用されていない共用スペースのシェアオフィスなどへの転換、既存建物の横に空いているスペースがあり、容積率が有効に活用されていないことから、新たに建物を建築し、商業施設としての利用等を検討している。最低でも3年程度はかかると思われるが、本件のNOI増加については自信を持っている。

### クリーンエネルギー事業の進展

「いちごグリーンインフラ投資法人」については計画通り、今年中に東証のインフラ市場に上場する予定。

三重県津市の公募案件を獲得すると共に、岡山県内で当社初の水上メガソーラーの公募案件についても獲得内定を得た。本件については、電力会社との接続確認が確定した段階で詳細を開示する。

風力発電についても、事業化に向けて進捗している。資料記載の5案件は事業化に向けて風況観測を実施中。これら以外にも風況観測に向けて検討を進めている案件が積みあがってきている。

### いちごメガソーラーの全国展開

売電開始済みの発電所（薄青色で着色）は30カ所、総出力は49MW。現在7カ所（67MW）の発電所を開発中であるが、進捗は予定通り。分散状況等は20ページ記載のとおり。

### 「JPX 日経インデックス400」構成銘柄への選定

8月にJPX 日経インデックス400の構成銘柄に選定された。これは前中計「Shift Up 2016」に掲げていた目標。現行の中期経営計画「Power Up 2019」においては、2019年8月の定期入替時までには、このインデックスの上位200社にランクされることを目標としている。

## 2. 質疑応答

Q. 大型資産への進出について。競争が多いと考えているが、いちごの既存のビジネスモデルにどう当てはまるのか。

A. 大型資産において競争が多いかどうかは定かではない。中規模・小規模資産の場合、競合となるプレーヤーは5〜20社程度あると思われる。このマーケットで当社は実績を上げているが、他にプレーヤーがいることは間違いない。一方で大型資産においては競合となるプレーヤーの数は減る。と言っても、日本を代表するような大企業が多く、参入は難しいと感じていた。

2点、大きな変化があったことが、大型資産への参入を促した。一つは当社の資金調達環境が変わったことである。資料の9ページを見ると、2013年度に当社は2.2%程度で資金を調達していた。同業大手は0.3%程度で資金を調達していたものと思われることから、当社とはおよそ2%の差があった。ところが今、当社は0.8%程度で資金を調達しており、同業大手は恐らく0.1%〜0.2%程度であることから、調達金利の差が大幅に縮まっている。

もう一つは、当社が心築の実績を積み上げてきていることにある。このお台場の物件については、価値向上の余地があると考えている。

もし業界大手が当社と同じような心築事業に進出すると仮定した場合、再開発事業には200名の従業員が必要になるが、心築、すなわち価値向上ビジネスは10名程度で十分であり、その場合に余剰となる190名をどうするか、という問題がある。日本企業において臨機応変な人員の増減が難しいことが障壁になっている可能性も考えられる。いずれにせよ、このお台場の物件については引き続き注目していただきたい。何年もの間、当社は大型資産へ進出することは難しいと感じていた。当社はこの規模の資産を手掛けるだけの実績を積み上げてきている。

Q. 大型資産へ進出するにあたって、想定しているリスクは。心築した後の出口戦略については、オフィスリート、外部の第三者、それとも継続保有など、どう考えているのか。

A. いちごオフィスリートは確かに選択肢の一つである。しかし、独立した法人なので、取得の意思は独自判断に基づいており、他の資産と同じく、関心があるかどうか確認していく。

外部の第三者として、海外の投資家とも話をしている。この投資家は国内不動産の取得に関心を持っているが、100億円規模の資産を想定しており、当社がこれまで保有している資産では規模が小さかったことから、お台場の資産に興味を持つかもしれない。

リスクは、テナントの集中度が若干高いことである。十分な事前調査は行ったっており、リスクは事前に把握できている。一件のテナントが3〜5フロアを集中して借りていることがあるが、本件においてはテナントも分散しており、そういったリスクもない。

また、テナントが大手企業であることも多く、賃料交渉などは直接ではなく、間に業者を介しており、交渉も時間がかかることが想定される。大手企業は賃借期間を長くするケースが多く、本件においてもリーマンショックの頃から入居しているテナントが、市場平均を下回る賃料で入居している。当社が賃料の高い、大型資産を取得したと考えているのであれば、それは明らかに異なる。当社は十分な成果をあげる可能性が高い物件に、300億円の資金を投じた。

Q. いちごグリーンインフラ投資法人はいつ頃上場予定で、その成長についてはどのように期待すべきか。

A. いちごグリーンインフラ投資法人については、今年度中に上場させる。当社は保守的であると同時に、慎重なおかつ分別がある。2017年3月末までに上場させない限り、20年間の非課税が認められなくなる。政府が税制を変更する可能性もあるが、現段階では2017年3月までに上場させることが重要。当社としては今年中に上場させたいと考えている。

クリーンエネルギー事業のアップサイドについては、前回（2017年2月期 第1四半期）決算以降に顕著になった。太陽光パネルの価格が大きく変動している。パネルを取得する側から見れば、これほど素晴らしいことはない。中国のメーカーを筆頭に、パネル価格が大幅に下落している。以前にも説明したと思うが、当社はパネルの製造ラインを視察し、商品到着後に品質テストも行っている。パネルの品質には細心の注意をはらっており、日本製と中国製、どちらも最高品質のパネルを使用している。

パネル価格が下がったことにより、FIT（固定買取価格）（注7）が20円になっても当社は競争力を保つことができると見ている。現在のFITが24円であることから、まだ余地がある。セカンダリーマーケットだけでなく、今後計画される新しい太陽光発電所においても現在の案件と同等のNOI（10%前後）を得られることができると考えている。

Q. ホテルの取得環境において、積極的にホテルリートに売却している状況を踏まえ、取得するチャンスは増えているのか。また、マーケットは悪化していく可能性があるか。

A. ホテルマーケットは明らかに弱くなってきている。第1四半期（2016年3月～5月）までRevPARは2ケタ成長を遂げていたが、直近2ヶ月ほどは成長率が鈍化している。このことから言えるのは、この第2四半期にホテルリートに資産を譲渡した際の利益率（24%）は、この2ケタ成長を反映した譲渡価格に基づくものであり、今後は15～17%程度に落ち着くものと見ている。

当社の心築事業は、不動産マーケットの見通しに基づいて売買するものではない。当社の他の事業も同様。「賃料が上昇しそうなので、この建物を取得しよう」といったストーリーではない。いちごのビジネスは全てが心築による価値向上に基づいており、ホテル資産にはまだ価値向上のポテンシャルを見出している。ホテルはさまざまな形で手をかける必要のあるアセットである。日本のホテルはこれまでインバウンド滞在客が少なかったことから、手をかけて改善できる余地が多い。

昨年、今年のホテル資産譲渡による収益は強いて言えば異常値であり、今後は平準化するものと見ているが、それでも当社の資本コストを大きく上回る収益を確保できると思われる。収益がさらに低下するようであれば、それはアセットタイプを見直すタイミングになる。

ご存知のとおり、当社は最初オフィスを手掛け、商業施設に移り、その後ホテルおよび太陽光発電所を手掛けてきた。太陽光発電所は若干例外ではあるが、当社がさまざまなアセットタイプの不動産を手掛ける理由としては、それぞれ好不調のサイクルが異なるからである。ホテルは2014年頃から2016年の春頃までは絶好調であったが、徐々に成長が鈍くなってきている。レジ（住居）も好調であったが、ピークは過ぎたと見ている。オフィスは底を打って徐々に回復しつつあると感じている。このように最もリターンが期待できるアセットタイプに資源を集中することが成長につながると考えている。

Q. 資産売却について。この上半期は資産売却を押し進めており、今後インフラファンドも上場させる予定にある。手元キャッシュが400億円以上あるとのことであるが、これはいちごの心築事業を含め不動産マーケットに変化が起これることを見据え、戦略的に小休止しているということか。手元キャッシュを多く保有することにより、何らかのリターンが得られる、売主が貴社の言い値に寄ってくるなどのメリットはあるか。

A. 決して小休止しているわけではない。ただし当社はそれぞれの資産が有する価値に基づく正当な価格ならびに心築による価値向上後の正当な価格については敏感である。今年度については資産譲渡の機会に恵まれたが、インフラのIPOに伴う譲渡をはじめ、今後もこの傾向は続くものと期待している。

資産規模の拡大に伴い、安定性も高まっている。賃料等の安定収入が増加し、販管費を大幅に上回ると共に、キャッシュの源泉にもなっている。そのため、このキャッシュをどうやって再投資するか、という難題が持ち上がっている。まとまった量のキャッシュが入ってくると、再投資に回すべきか、自社株買いに回すべきかの議論が生じる。過去に自社株買いを行った実績もある。現段階ではまだ、20%以上の利回りを獲得できる投資機会があるので、資金は再投資に回している。その状況に変化が見えてくるようであれば、キャッシュの活用方法も変化するであろう。収益を産むものではないにせよ、多少のキャッシュを保有することは大きな問題ではないと思う反面、価値向上が期待できる資産へ投資しないことの方が機会損失につながると考えている。キャッシュを保有することは決して悪いとは思わないが、当社はキャッシュを積み上げようとしているわけではない。一定のキャッシュポジションを保つことは重要であると考えているが、どこかのタイミングで自社株買いに踏み切るであろう。当社が1,000億円のキャッシュを持つことはあり得ない。ただし、通常より多めにキャッシュを保有することによって、資産を売ろうとしている側の意識が変わるかどうが見極めることが最善策なのであれば、当社は必要に応じてそういった戦略をとるであろう。

Q. 大型資産への進出について。今回取得した物件以外に同規模の物件の取得を検討しているのか。それとも既に何らかのパイプラインがあるのか。

A. 今のところパイプラインはない。お台場の物件については最初の6ヶ月で何らかの進展が見られると期待しており、検証に何年もかかるとは考えていない。300億円はオフィスビルとしてかなり大規模な資産だ。今後、取得資産の規模が大きくなるとしても、これまでの資産より若干大きい70~100億円クラスの物件を取得する可能性の方が高い。

明らかに言えることは、当社の経験値は上がっており、十分な事前調査を行ったことから、今後この資産に施す価値向上策は、当社の自信の表れであると考えている。今後の投資における資産規模については、具体的なことは言えないものの9ヶ月後に100億円規模の物件を取得したとしても何ら驚くことはない。

Q. 日商岩井の本社ビルは立派な建物だ。今後を期待している。

A. 大きな「いちご」のサインを掲げたいと考えている。この物件の所在地は東京のウォータフロントで、成田空港から都心に向かう道中にある。レインボーブリッジのすぐ近くだ。香港のウォータフロントほどではないかもしれないが、立地にも価値があることを期待している。

Q. 手元キャッシュの活用に関連する質問。上場企業の中には、純資産価値を大きく下回るディスカウントで取引されている銘柄がある。それに対し、いちごには相応のプレミアムがついている。このような状況の下、株式交換などの手法を活用してM&Aを行うことは想定しているか。

A. 決してあり得ない話ではないと思われる。当社が純資産価値を上回る水準で取引されているのは、20%のROEを捻出しているから。純資産価値を下回る株価の企業のROEは5%程度であると思われることから、事業をもっと効率的に運営できるかどうか、十分検証する必要がある。そのことを踏まえ、我々はM&Aの可能性を現実的に考えるように心掛けている。その可能性は不動産マーケットの環境が芳しくない時の方が高いであろう。手元キャッシュとの関連で言えば、ゼロ金利の現預金を保有することによって得られる収益はゼロだが、マーケット環境が悪化し、資産売却を検討するプレーヤーが増え、その資産を適正価格で取得できるようになった時には、手元キャッシュの有効性が高まる。

だからこそ、当社のキャッシュポジションがゼロになることはない。日本企業の多くは、売りに出ていることを公にはしない。当社は買いたいと考えていても、直ちに何か成約するとは思わない。不動産マーケットの環境が悪化した時がチャンスであると考えており、当社は環境が悪化しても生き残るべく日頃から意識し、努力している。10年以上の長期借入ができていた点、豊富なキャッシュフローを創出する力は当社の強みである。

資料の8ページ記載の通り、当社の事業において投資に使用するキャッシュは決して多くなく、営業活動を通じたキャッシュフローの方が多い。新たな資産を取得する場合、キャッシュが出ていくものの、資産を取得しないのであれば、相当量のキャッシュフロー創出が可能である。

Q. 新中計で掲げている新規事業について。以前、話をうかがった際に、不動産オーナーの中には資産を売却するつもりはないものの、いちごの心築による価値向上が有効であると思われる企業が数多くあることから、その機能をオーナーさんに提供することを検討している、というようなコメントがあったかと思う。その後の進捗状況はどうか。

A. この新規事業において成約した事例がある。当社のアセットマネジメント機能をリートの形態ではなく、現物不動産において発揮することとなった。この分野は今後成長が期待でき、いいスタートが切れたと考えている。

具体的には不動産を保有したいものの、管理は当社に任せたいという意向を持つオーナーさんに譲渡した、というもの。所有を手放すという意味ではリートに似ているが、リートの構造を使用しているものではない。「オーナー代行」という、長期にわたるアセットマネジメント契約を締結できた。新しいオーナーさんのために一生懸命、仕事していく。

オーナーさんにとって、リートのような少数株主の立場による所有ではなく、物件を実際に所有することにより、法務・税務などの面でメリットを享受することができる。

この市場はリートより大きなマーケットだ。以前から切望していたことであるが、ようやくこのマーケットへの参入を果たすことができた。今後の課題は裾野の拡大、すなわちこのサービスをいかにして流通させるかだ。当社にはアセットマネジメント事業におけるノウハウの蓄積がある。未知の分野は新たなオーナーをどう開拓し、長きにわたってお付き合いしていくかだ。想定される顧客層はキャッシュリッチなオーナー企業や個人の不動産オーナーさんが中心となる。税理士、顧問弁護士との交流も増えていくであろう。ようやく当社も動き出すことができ、今後の成長に期待している。

#### 【本資料における用語の意味】

- (注1) EPS・・・1株当たり純利益 (Earnings per Share)。当期利益÷期末の発行済み株式数。
- (注2) 心築・・・「心で築く、心を築く」を信条に、いちごの技術とノウハウを活用し、一つ一つの不動産に心をこめた丁寧な価値向上を図り、既存不動産に新しい価値を創造する事業を「心築」と呼ぶ。
- (注3) NOI・・・ (Net Operating Income) 賃料から不動産管理コスト (税金、管理費、修繕費等) を控除した不動産の純収益。
- (注4) CAPEX・・・ (Capital Expenditure) 不動産や設備の価値を、維持または向上させるための設備投資に関する資本的支出。通常の修繕費は費用扱いされるが、CAPEX の場合には資産に計上され、減価償却の対象となる。
- (注5) RevPAR・・・1日当たり販売可能客室数当たり宿泊売上高合計 (Revenue Per Available Room) をいい、一定期間の宿泊売上高合計 (料飲売上、その他売上およびサービス料等を除く) を同期間の販売可能客室数合計で除した値。
- (注6) ROE・・・自己資本利益率 (Return on Equity)。株主資本に対する当期純利益の比率で、株主資本に対していかに効率的に収益を獲得しているかを示す指標。
- (注7) FIT・・・固定価格買取制度 (Feed-In-Tariff)。再生可能エネルギーの普及に向け、一定の設備認定を受けた再生可能エネルギーにより発電された電気を電力会社との接続契約締結の上、固定価格にて買い取ることを国が約束する制度であり、一度適用された価格は調達期間 (太陽光の場合は20年) にわたって保証される。買取価格は年度毎に見直され、接続申込日、系統連係に関する契約締結日等により決定される。

以上