

鑑定評価を大幅に上回る価格での物件売却が継続

アップデートレポート

(株)アイフィスジャパン  
堀部 吉胤

主要指標 2019/11/15 現在

株 価	422 円
年初来高値	457 円 (19/10/16)
年初来安値	306 円 (19/01/04)
発行済株式数	505, 112, 630 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	213, 157 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	7.0 円
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	31.91 円
実 績 P B R	1.99 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2019/07/10
アップデート	2018/11/09

物件売却価格は想定よりも強含みで推移

20/2 期 2Q 累計 (3-8 月) 決算は、売上高 461 億円 (前年同期比 77.1% 増)、営業利益 151 億円 (同 57.8% 増)。19/2 期の物件売却が下期偏重だったのに対し、今期は不動産売買市場にやや陰りがみられるとの認識のもと物件売却を前倒しで進め、売却粗利 96 億円 (同 41 億円増) を計上し大幅増益となった。実際の今年の不動産売買市場は米国の利上げ打止めを受けた長期金利低下 (9 月以降反転もマイナス圏) などを受け、むしろ再加熱しており売却価格は想定よりも強含みで推移している。事業環境が供給過剰などで悪化しているホテルの売却が多かったにもかかわらず、得意のバリューアップの成果により売却粗利益率は 29% と高水準を持続した。増収率に比べ営業増益率が抑えられたのは、事業拡大のための人員増や IT 投資などの先行投資負担などによる。

潤沢な含み益が温存されており、業績は堅調に推移しよう

良好な物件売却環境の裏返しとして物件の取得競争は非常に厳しい状態が続いているが、今上期の仕入れは 458 億円と昨年から追いかけてきた物件がいくつか成約に結びついたことなどから好調。期末までには 600 億円程度の目処が付いているとしている。

8 月末の保有不動産 (メガソーラー施設を含まず) の鑑定評価上の含み益は 493 億円。直近 4 年半の売却では鑑定評価上の含み益の 2.4 倍の売却益を実現しており、実態としては 1,000 億円超の含み益があるとみられる。20/2 期業績は物件売却額が想定よりも強含みで推移しているため先行投資費用を吸収し、各段階利益で前期比微増益を確保しよう。21/2 期業績も潤沢な含み益の実現などにより増益となろう。

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	
2019/2	2Q(3-8月)	実 績	26,084	-21.9	9,581	-27.6	8,293	-28.3	5,608	-36.8	11.31	
2020/2	2Q(3-8月)	実 績	46,185	77.1	15,118	57.8	13,189	59.0	8,612	53.6	17.64	
2019/2	通 期	実 績	83,540	44.4	26,279	19.9	23,076	20.3	15,373	9.7	31.14	
2020/2	通 期	新・会社予想 (2019年10月発表)	期初予想から変更なし									
		旧・会社予想 (2019年4月発表)	na	na	26,500	0.8	22,800	-1.2	15,000	-2.4	30.39	
		新・アナリスト予想	88,500	5.9	27,240	3.7	23,540	2.0	15,590	1.4	31.91	
		旧・アナリスト予想 (2019年7月発表)	98,500	17.9	27,300	3.9	23,700	2.7	15,600	1.5	31.93	
2021/2	通 期	新・アナリスト予想	97,400	10.1	29,700	9.0	25,700	9.2	17,000	9.0	34.80	
		旧・アナリスト予想 (2019年7月発表)	104,300	5.9	29,350	7.5	25,450	7.4	16,850	8.0	34.49	

前期は物件売却が下期偏重だったのに対し、物件売却を前倒して進めたため大幅増益に

心築事業ではホテルの売却が多かったが、売却粗利益率は29%と高水準を持続

## ● 20/2 期 2Q 累計（3-8 月）業績解説

20/2 期 2Q 累計決算は、売上高 461 億円（前年同期比 77.1%増）、営業利益 151 億円（同 57.8%増）、経常利益 131 億円（同 59.1%増）、純利益 86.1 億円（同 53.6%増）。19/2 期は物件売却が下期偏重だったのに対し、今回は当初、金融機関の不動産融資の選別強化などにより不動産売買市場にやや先行き不透明感があるとの認識のもと、物件売却を前倒して進め、IT 投資や人員増などによる販管費の増加 6.3 億円を吸収し、大幅増収増益となった。

セグメント別の業績をみると、主力の心築事業は、売上高 429 億円（前年同期比 88.6%増、営業利益 133 億円（同 75.5%増）。

物件売却は 21 物件（前年同期比 9 物件増）、売却額 328 億円（同 2.3 倍）と急増した。アセットタイプ別では、ホテルの売却が 8 物件、売却額 180 億円と最も多かった。ホテルは景気変動の影響を受けやすいなど比較的风险の高いアセットであることや保有不動産に占める比率が高まっていたため 19/2 期から積極的に売却している。一方、引続きホテルの仕入れを行っているが、保有不動産に占めるホテルの比率（取得価格ベース）は 8 月末で 22%（前期末比 3pt 減）まで低下した。ホテル以外では、商業ビル 71.8 億円（2 物件）、オフィス 60.4 億円（4 物件）、レジデンス 14.7 億円（6 物件）などを売却。レジデンスは、いちごオーナーズの顧客向けの売却が 1Q の 3.7 億円にとどまったため少なかった。個人富裕層の売買は相続税対策の駆け込みなどにより 12 月に多く下期偏重の傾向があることによるもの。いちごオーナーズの顧客は超富裕層であり、金融機関の融資厳格化の影響を受けて融資が付かなかったり、決済に時間を要しているわけではない。超低金利継続による資産運用難や相続税対策のニーズを背景に個人富裕層のレジデンスをはじめとする収益不動産に対する投資意欲は依然旺盛。

売却粗利益は 96.3 億円（前年同期比 2.3 倍）。売却粗利益率は 29%（同横ばい、前期通期は 26%）とバリューアップによる NOI の大幅改善や引続き不動産売買市場の活況が継続したことで高水準を持続した。

2Q に 5 物件をバルクで売却したホテルでは、AI レベニューマネジメントシステム導入や非収益スペースの客室化などにより平均保有期間約 2.5 年で NOI を 27%改善させ、売却粗利益 39.5 億円（鑑定評価上の含み益の 2.0 倍）、売却粗利益率 30%を実現。売却キャップレートは平均で約 5.3%。1Q に売却した熊本のホテルも保有期間約 3.5 年で ADR 向上とコスト削減努力により NOI を 31%改善させ、いちごホテルリートに売却し、売却粗利益 6.5 億円、売却粗利益率 29%を実現。売却キャップレートは 6.8%。ホテルの事業環境は京都、大阪などでの供給過剰や日韓関係悪化、香港デモなどで悪化しているが、バリューアップの成果により確実に売却益を確保している。

ホテル以外の売却物件でバリューアップの好例としては、1Qに売却した原宿の商業ビルがある。1棟貸しテナントの退去により空ビルの状態で取得し、保有期間約5年で売却粗利益11.9億円(鑑定評価上の含み益の3.1倍)、売却粗利益率52%を実現した。目抜き通りから視認できない店舗立地としては最高ではないビルであったが、売却キャップレートは3%を切ったとしている。

物件の仕入れは前期からの繰り越し案件もあり好調

上期の物件の仕入れは、36物件、簿価ベースで458億円(前年同期比96.0%増)。土地2件を除く34物件、442億円の想定NOIは24.8億円、取得キャップレートは5.6%。物件取得競争の激化を受け、仕入れは18/2期が543億円、19/2期が508億円と低調に推移していたが、昨年来追いかけていた物件で成約したものがいくつかあったこともあり今上期は好調だった。結果、上期は取得が売却を簿価ベースで226億円上回った。

アセットタイプ別では、レジデンス19物件、143億円、ホテル2物件、124億円、オフィス4物件、85.3億円、商業ビル1物件、61.4億円、など。ホテルはいずれも福岡市所在で築20年超の物件。短期回転型のいちごオーナーズ向けの物件は124億円(ほとんどがレジデンス)と全体の27.1%を占めた。中小ディベロッパーや個人サラリーマン層に対する金融機関の融資姿勢が厳しくなっているため、こうした開発物件の早期売却ニーズが高まり取得機会が増えている。また、ホテル市況の悪化で安い価格で売りが出れば取得のチャンスとなる。今期の仕入れの目安は700~800億円としているが、600億円の目安は立ってきたとしている。

物件売却を進めながらも、含み益は概ね横ばいを維持

2Q末(8月末)の保有不動産の含み益は493億円(前期末比0.9%減)と物件売却を積極的に進めたにもかかわらず、概ね横ばいを維持した。上期の物件売却では、①実現益が鑑定評価上の含み益の2.5倍と引続き大幅に上回っていること、②売却対象物件の含み益率が17%とポートフォリオ全体の含み益率よりやや低めであったこと、③新規取得物件を鑑定評価額以下で取得していること、による。

この4年半の実績では鑑定上評価上の含み益の2.4倍強の売却粗利益を実現しており、今後もこのペースを維持できるとすれば、実質約1,200億円の含み益がある計算になる。

一過性の海外不動産投資利益を計上

物件売却以外の一過性のフロー収益として、1Qに米国の上場を企図するブリッジファンド(投資対象は米国のホテル)へのメザニン投資約5.3億円に対する償還益3.7億円があった。投資期間は1年余りでIRRは67.5%と高パフォーマンスになった。

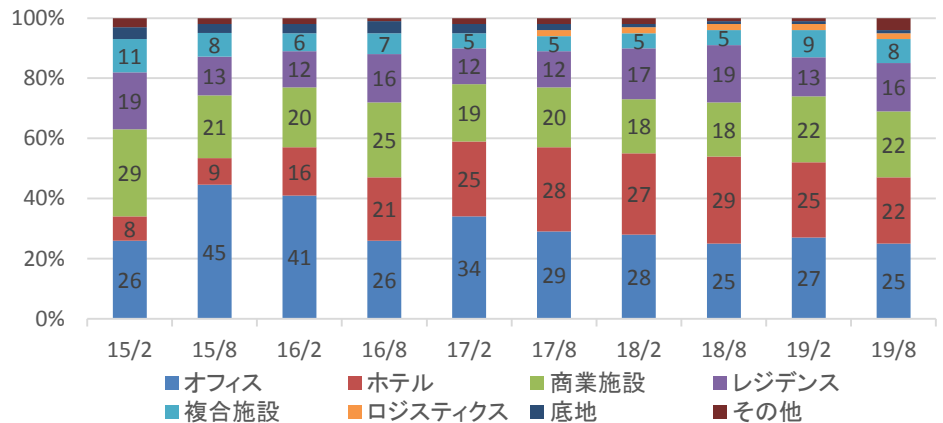
業績

ストック収益の不動産賃貸収益は順調に拡大

ストック収益の不動産賃貸の粗利益は62.6億円（前年同期比6.9%増）と順調に拡大。物件売却は比較的多かったが、既存物件のバリューアップの進展や良好な賃貸マーケットを背景にしたNOIの改善や、新規の物件取得額が売却額を上回ったことから順調に拡大した。

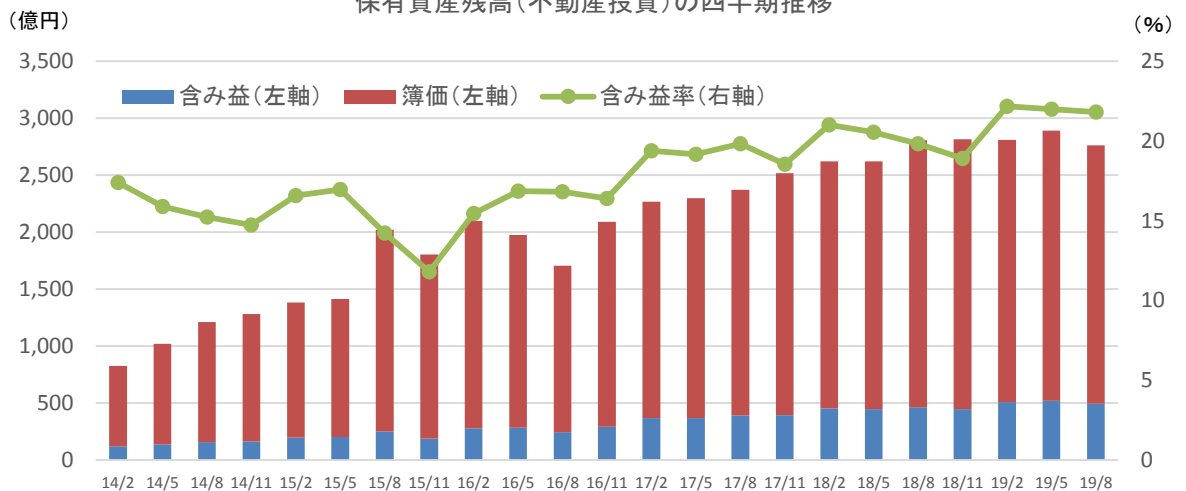
2Q末の心築資産は180物件、簿価ベースで2,535億円（取得価格ベースでは2,446億円）。想定NOI利回りは簿価ベースで5.9%（前期末比0.3pt減）と低下した。ただし、短期回転型で都心、新築・築浅物件の多いいちごオーナーズ向け資産を除いた想定NOI利回りは6.1%（同0.1pt減）と仕入れ環境が厳しい中でも概ね横ばいを維持している。

保有資産のアセットタイプ別ポートフォリオの半期推移



(出所)会社資料  
(注)取得価格ベース

保有資産残高(不動産投資)の四半期推移



(出所)会社資料をもとにIFIS作成  
(注)鑑定評価額(時価)＝簿価＋含み益(簿価、含み益にはファンド出資持分を含む)  
19/8は短期回転型のいちごオーナーズ向け資産(簿価282億円)を除いている

## 業 績

ストック収益のベース運用フィーは着実増

アセットマネジメント事業は、売上高 16.8 億円（前年同期比 0.5%増）、営業利益 9.0 億円（同 10.3%減）。フロー収益（アキュジションフィー、デポジションフィー、サクセスフィーなど）は粗利ベースで 0.8 億円（同 47.2%減）と大幅減。前年同期にはいちごホテルリートで物件入替に伴うフィーがあった反動で減少した。一方、ベース運用フィーを中心とするストック収益は粗利ベースで 10.7 億円（同 3.8%増）。19/2 期末にレジデンス 10 物件、83 億円をバルクで私募ファンドに売却後に AM を受託したこともあり着実増となった。

微増収ながら、当社全体の事業拡大に伴う販管費の当該セグメントへの配賦増によりセグメント利益は 2 桁減益となった。

夏場の日照に恵まれず、売電収入は前年同期比微減

クリーンエネルギー事業は、売上高 21.0 億円（前年同期比 1.2%減）、営業利益 8.3 億円（同 13.9%減）。通期・新規稼働が少ない中、稼働時の 7~8 月の天候不順による日照不足が響き、売電収入が前年同期比微減となった。上期の売電開始は 2 発電所（パネル出力合計 5.75MW）、2Q 末時点の売電開始済は 27 発電所（同 89.38MW）となった。上期の発電所の売却はなかった。

微減収になったことに加え、2017 年 9 月に売電を開始した当社最大の群馬県昭和村発電所（43.34MW）の通年稼働による事業税の増加によりセグメント利益は 2 桁減となった。

2Q 累計の不動産賃貸、AM のベース運用フィー、売電収入などのストック収益は粗利で 85.3 億円となった。ストック収益による固定費カバー率は 215%（19/2 期通期は 240%）と安定的な収益構造を維持している。

# 業 績

## 半期損益計算書

(単位)百万円

	16/2		17/2		18/2		19/2		20/2	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期CE
売上高	14,607	35,092	85,991	23,262	33,386	24,460	26,084	57,456	46,185	na
アセットマネジメント	2,964	2,103	2,460	2,287	1,229	1,204	1,203	1,237	1,164	na
心築(不動産再生)	10,758	32,186	82,305	9,833	29,809	22,055	22,753	54,697	42,918	na
不動産賃貸収入	5,509	6,950	7,627	7,018	7,542	8,592	8,650	10,107	9,505	na
不動産売却高など	5,249	25,236	74,677	2,816	22,267	13,464	14,103	44,590	33,413	na
クリーンエネルギー	870	758	1,214	11,138	2,241	1,185	2,127	1,521	2,102	na
その他	13	45	10	4	105	17	-	-	-	na
売上原価	7,443	22,392	68,522	13,924	17,786	13,074	13,629	37,784	27,560	na
売上総利益	7,163	12,700	17,468	9,338	15,599	11,387	12,453	19,673	18,624	15,176
アセットマネジメント	2,067	1,214	1,558	1,352	1,212	1,215	1,201	1,235	1,163	na
アセットマネジメントフィー	800	858	1,102	1,065	1,054	1,008	1,152	1,184	1,078	na
アニュアルフィー	478	623	733	877	957	915	993	1,107	1,033	na
REIT・インフラファンド	443	604	712	871	928	932	973	1,085	993	na
私募	35	19	20	7	29	▲ 17	20	21	40	na
アップフロント/ディスポジションフィーなど	319	222	369	188	76	30	159	77	17	na
PM/BM収入	237	255	230	275	0	0	0	0	0	na
その他(仲介、インセンティブフィーなど)	1,030	99	225	11	170	195	49	51	85	na
「心築」(不動産再生)	4,656	11,221	15,428	4,801	13,542	9,628	9,990	17,771	16,273	na
不動産賃貸損益	3,443	4,611	5,113	4,557	5,256	5,817	5,857	7,011	6,263	na
不動産譲渡損益	1,212	6,617	10,314	245	8,286	3,811	4,131	10,762	9,646	na
その他フロー収益	0	▲ 6	0	0	0	0	2	▲ 2	364	na
クリーンエネルギー	434	249	584	3,188	842	563	1,263	666	1,188	na
売電収入など	434	249	584	373	374	564	1,263	666	1,188	na
発電所譲渡益	0	0	0	2,808	467	0	0	0	0	na
その他	4	17	▲ 102	▲ 3	▲ 12	▲ 3	-	-	-	-
販管費	2,250	2,196	2,484	2,541	2,362	2,705	2,872	2,975	3,505	3,795
営業利益	4,913	10,504	14,984	6,797	13,236	8,683	9,581	16,698	15,118	11,382
アセットマネジメント	1,854	1,025	1,473	853	999	1,044	1,012	1,183	908	913
ストック(アニュアルフィー)	na	na	na	na	798	864	912	934	766	na
フロー(サクセスフィーなど)	na	na	na	na	200	180	100	249	141	na
「心築」(不動産再生)	3,142	9,487	13,092	3,121	11,679	7,323	7,620	15,049	13,372	9,940
ストック(賃貸損益)	na	na	na	na	4,335	4,453	4,394	5,921	5,049	na
フロー(不動産売却損益)	na	na	na	na	7,343	2,870	3,225	9,129	8,323	na
クリーンエネルギー	290	33	351	2,950	596	303	968	396	833	534
ストック(売電損益)	na	na	na	na	265	334	968	396	833	na
フロー(発電所売却損益)	na	na	na	na	331	▲ 32	0	0	0	na
その他	▲ 31	▲ 1	▲ 135	▲ 30	-	-	-	-	-	-
調整額	▲ 343	▲ 39	202	▲ 98	▲ 39	14	▲ 20	70	4	▲ 4
営業外収益	85	130	26	92	59	102	196	▲ 49	60	na
営業外費用	647	1,096	1,175	969	1,733	1,162	1,484	1,866	1,989	na
支払利息(融資関連費用を含まず)	577	700	722	581	1,111	1,138	1,139	1,189	1,149	na
経常利益	4,351	9,538	13,834	5,921	11,562	7,623	8,293	14,783	13,189	9,611
特別利益	223	0	2,427	39	1,221	42	2	0	215	na
特別損失	9	80	242	1,348	11	328	0	0	27	na
税金等調整前当期純利益	4,565	9,457	16,019	4,611	12,772	7,337	8,296	14,783	13,378	na
法人税等	289	671	3,812	1,624	3,862	2,061	2,640	4,693	3,831	na
非支配株主に帰属する純利益	53	83	271	28	36	131	46	327	933	na
親会社株主に帰属する純利益	4,221	8,704	11,935	2,959	8,873	5,145	5,608	9,765	8,612	6,388

(出所) 決算短信、会社資料をもとにIFIS作成

(注) CEは会社予想(20/2期下期CEは通期会社予想から上期実績を引いて算出)

18/2期上期及び下期は、19/2期からのノンリコースローンの金利の会計処理の変更を遡及適用している

物件の売却環境は  
期初の想定以上に  
良く、会社業績予  
想を上振れるとみ  
る

期初の想定通り、  
今期は系列 REIT  
の PO がなさそう

## ● 20/2 期業績予想

通期会社業績予想は期初予想から変更なく、営業利益 265 億円（前期比 0.8%増）、経常利益 228 億円（同 1.2%減）、純利益 150 億円（同 2.4%減）。売上高予想は非開示。

業務生産性向上などのための IT 投資や新規採用強化による人件費増、広告宣伝費増といった先行投資により販管費が 73 億円（前期比 14.5 億円増）と増加する想定であることや、19/2 期末に販売用不動産から固定資産に 229 億円を振替えたことに伴う減価償却費（売上原価）の発生約 7 億円が利益の圧迫要因となり、経常利益以下が微減益になる計画。

今期の会社業績予想は、系列 REIT やインフラファンドの PO が不在前提。いちごオフィスリートは投資口価格が 1 口当たり NAV（19/4 期末で 87,934 円）を十分に上回って推移しており、PO の可能性があると考えられたが、今期中にはなさそうな状況（いちごオフィスは 4 月、10 月決算であり、希薄化抑制のため、通常、期初の 5 月又は 11 月に PO が行われる）。

いちごホテルリートの決算月は 1 月、7 月で PO のタイミングは通常 2 月又は 8 月となるが、足元の投資口価格は 1 株当たり NAV を下回っており、このままでいけば 2 月に PO を実施する可能性は低いだろう。当社の業績予想の前提通り系列 REIT の PO はなさそうである。

なお、系列 REIT の PO を伴わない形で、4 月に当社からいちごホテルリートに「ネストホテル熊本」を 22.2 億円で拠出した。いちごホテルリートは自己資金と借入金で取得した。また、いちごオフィスリートとの間で 5 月に資産入替を実施している。当社から福岡市所在の中規模オフィスを 22.5 億円で拠出し、代わりに渋谷区の商業ビルを 24 億円で取得した。

2018 年は年末近くまで世界的に長期金利が上昇基調となったことなどを受け期初時点不動産売買市場の先行きにやや不透明感があったが、米国の利上げ打ち止め・利下げなどで再び世界的に長期金利が下落基調となったことなどから、2019 年の不動産売買市場は再度勢いを取り戻しており、物件の売却環境は極めて良好。10 月には都区内のレジデンス 9 物件を 162 億円で私募ファンドに売却している。売却益は不明だが、私募ファンドの物件取得意欲は旺盛で個人富裕層向けよりも高い価格で売却できるという。また、本件については売却先の私募ファンドから AM 業務を受託。フィー料率も 50～100bp と十分な採算性を確保している。下期にも同様に売却先の私募ファンドから AM 業務を受託する予定で私募ファンドの AUM 積み上げを図る。

上期の物件売却価格もマーケットが強いことから当初の想定より強含みとしており、会社業績予想を上回る可能性が高いだろう。

IFIS 予想は足元までの状況を踏まえ表記のように修正した。利益は微修正だが、売上高を大幅下方修正したのは、予想以上に物件売却粗利益率が高水準で推移していることによる。

台風によるメガソーラー施設の被害はなかった

クリーンエネルギー事業では、10月に超大型の台風19号が上陸したものの、発電所の被害は特になかった。いちごグリーンインフラでも同様に被害はなく、適切な立地選定、地域の自然特性に合わせた設計・施工が行われている証左といえるだろう。

10月の発電量は台風19号の影響などにより前年同月比2.7%減だったが、9月の発電量は北・東日本を中心に晴天が多く（前年9月は全国的に秋雨前線の停滞で雨や曇りの日が多かった）、同43.1%増と非常に好調だったため、3～11月累計では前年同期比3.1%増と上期のマイナスを跳ね返しプラスに転じている。

太陽光発電は買取価格の低下により採算が厳しくなってきたことから、すでに手掛けている風力発電に加え、バイオマス発電を検討していく方針。

21/2期業績は費用増が抑えられることもあり堅調なろう

#### ● 21/2期業績予想

国内では超低金利が継続しそうなことから、当面、キャップレートが上昇に転じる懸念は低いとみられる。不動産売買市場は活況が続くと考えられ、心築事業の物件売却益は高水準を持続しよう。スルガ銀行、TATERUの融資資料改ざん問題などを契機にした金融機関の融資の選別強化の影響を受けているのは主に5億円以下の小型物件であり、当社にはほとんど関係がない。

超低金利継続や堅調なオフィスの賃貸マーケットを背景に、いちごオフィスリーの投資口価格はP0が可能とみられる水準になっており、まとまった物件の抛ちもありえよう。その場合、アセットマネジメント事業のベース運用フィーが増加することになる。当社最大の保有物件で含み益も最大とみられる「トレードピアお台場」は、まだバリューアップの余地を残しており、基本的には当面保有とみるが、一部をREITに抛ちすることも考えられよう。

クリーンエネルギー事業では20/2期の期末近くに売電開始予定の4施設、合計パネル出力20.42MWが通期寄与してくるほか、当期には6施設、合計パネル出力16.31MWが順次、売電開始となる予定のため売電収入は大幅に増加、粗利益で5億円程度の増加が期待される。

販管費や減価償却費の増加が限定的になるとみられることもあり、業績は続伸となろう。



## 連結損益計算書

(単位)百万円

	14/2	15/2	16/2	17/2	18/2		19/2	20/2		21/2
					旧基準	新基準		CE	E	
売上高	35,101	42,705	49,699	109,253	57,846	57,846	83,540	na	88,500	97,400
アセットマネジメント	4,118	3,967	5,067	4,747	2,433	2,433	2,440	na	2,600	2,900
「心築」(不動産再生)	30,159	38,107	42,944	92,138	51,864	51,864	77,450	na	82,000	90,000
不動産賃貸収入	5,897	9,208	12,459	14,645	16,134	16,134	18,757	na	19,500	21,000
不動産売却高	24,261	28,899	30,485	77,493	35,731	35,731	58,693	na	62,500	69,000
クリーンエネルギー	126	605	1,628	12,352	3,426	3,426	3,648	na	3,900	4,500
その他	697	24	58	14	122	122	-	-	-	-
売上原価	27,666	30,539	29,835	82,446	31,920	30,860	51,413	na	54,060	60,200
売上総利益	7,435	12,166	19,863	26,806	25,925	26,986	32,126	33,800	34,440	37,200
アセットマネジメント	2,183	1,786	3,281	2,910	2,427	2,427	2,436	na	2,520	2,850
アセットマネジメントフィー	1,334	1,224	1,658	2,167	2,062	2,062	2,336	na	2,320	2,700
アニュアルフィー	989	873	1,101	1,610	1,872	1,872	2,100	na	2,220	2,500
REIT・インフラファンド	733	759	1,047	1,583	1,860	1,860	2,058	na	2,100	2,300
私募	257	114	54	27	12	12	41	na	120	200
アキュイジション/ディスポジションフィー	345	339	541	557	106	106	236	na	100	200
PM/BM収入	460	430	492	505	0	0	0	na	0	0
その他(仲介、インセンティブフィーなど)	388	132	1,129	236	365	365	100	na	200	150
「心築」(不動産再生)	5,074	10,179	15,877	20,229	22,159	23,170	27,761	na	29,870	31,800
不動産賃貸損益	3,115	5,764	8,054	9,670	10,111	11,073	12,868	na	13,000	13,800
不動産譲渡損益	2,072	4,414	7,829	10,559	12,047	12,097	14,893	na	16,500	18,000
その他	▲ 114	0	▲ 6	0	0	0	0	na	370	0
クリーンエネルギー	3	194	683	3,772	1,353	1,405	1,929	na	2,050	2,550
売電収入など	3	194	683	957	886	938	1,929	na	2,050	2,550
発電所譲渡益	0	0	0	2,808	467	467	0	na	0	0
その他	174	6	21	▲ 105	▲ 15	▲ 15	-	-	-	-
販管費	3,522	3,977	4,446	5,025	5,067	5,067	5,847	7,300	7,200	7,500
営業利益	3,912	8,189	15,417	21,781	20,858	21,919	26,279	26,500	27,240	29,700
アセットマネジメント	1,170	779	2,879	2,326	2,043	2,043	2,195	1,821	1,880	2,100
ストック(アニュアルフィー)	na	na	na	1,612	1,662	1,662	1,846	na	1,600	1,800
フロー(サクセスフィーなど)	na	na	na	714	380	380	349	na	280	300
「心築」(不動産再生)	3,150	7,871	12,629	16,213	17,993	19,002	22,669	23,312	23,950	25,700
ストック(賃貸損益)	na	na	na	7,657	7,900	8,788	10,315	na	10,450	11,000
フロー(不動産売却損益)	na	na	na	8,555	10,092	10,213	12,354	na	13,500	14,700
クリーンエネルギー	▲ 253	▲ 93	323	3,301	847	899	1,364	1,367	1,380	1,800
ストック(売電損益)	na	na	na	843	555	599	1,364	na	1,380	1,800
フロー(発電所売却損益)	na	na	na	2,457	292	299	0	na	0	0
その他	143	▲ 66	▲ 32	▲ 165	▲ 50	-	-	-	-	-
調整額	▲ 298	▲ 301	▲ 382	104	25	▲ 25	50	0	30	100
営業外収益	238	213	215	118	161	161	147	na	150	200
営業外費用	553	1,146	1,743	2,144	1,835	2,895	3,350	na	3,850	4,200
支払利息(融資関連費用を含まず)	370	943	1,277	1,303	1,266	2,249	2,328	na	2,300	2,400
経常利益	3,597	7,255	13,889	19,755	19,185	19,185	23,076	22,800	23,540	25,700
特別利益	680	57	223	2,466	1,263	1,263	2	na	250	0
特別損失	344	93	89	1,590	339	339	0	na	50	0
税金等調整前当期純利益	3,933	7,220	14,022	20,630	20,109	20,109	23,079	na	23,740	25,700
法人税等	▲ 573	343	960	5,436	5,923	5,923	7,333	na	7,200	7,900
非支配株主に帰属する純利益	▲ 19	115	136	299	167	167	373	na	950	800
純利益	4,526	6,761	12,925	14,894	14,018	14,018	15,373	15,000	15,590	17,000

(出所)決算短信、会社資料をもとにIFIS作成

(注)CEは会社予想、EはIFIS予想

18/2期より①その他セグメントを廃止(アセットマネジメント、心築に配分)、②ノンリコースローン等に係る支払利息等の会計処理を変更  
18/2期の新基準は19/2期からの会計処理変更を遡及修正したもの

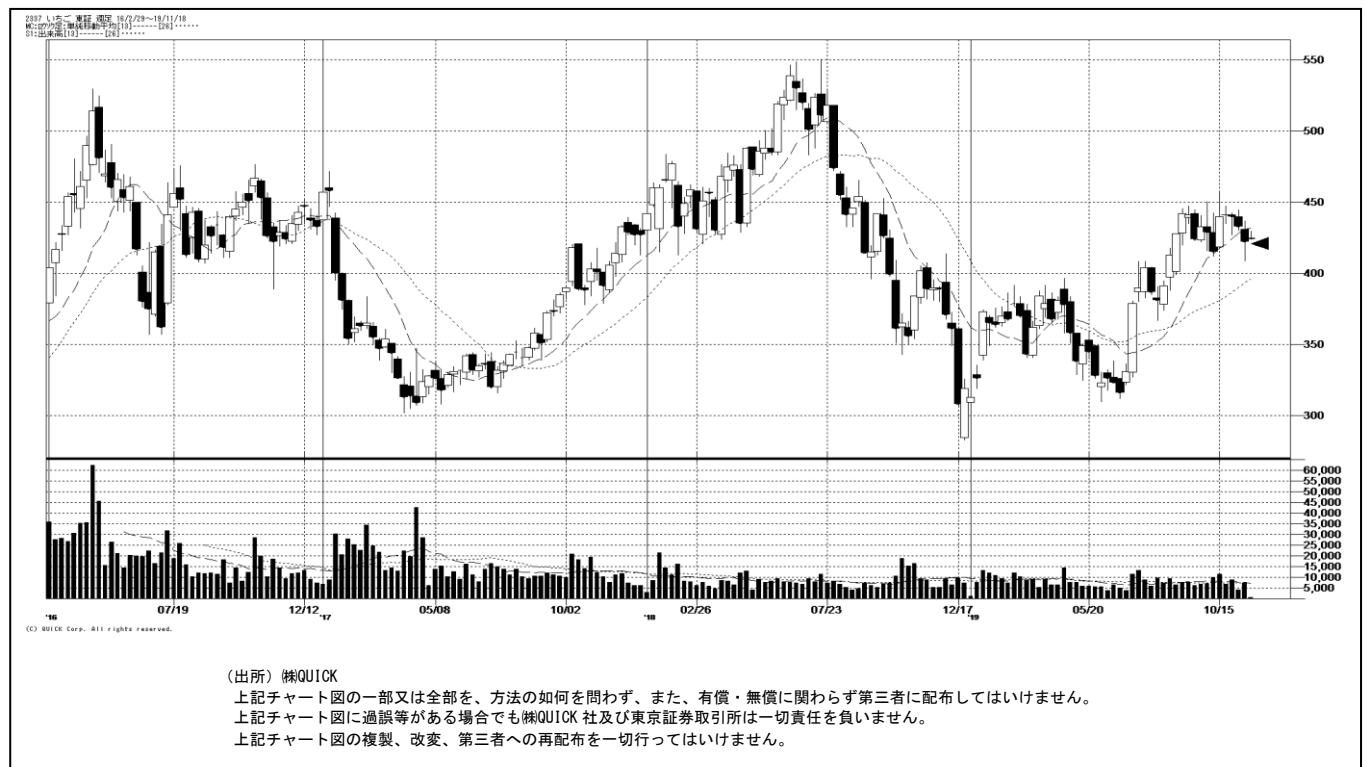
## 株 主 還 元

### 3年連続で自社株 買いを実施

- 3年連続で30億円の自社株買いを実施し、11月1日に終了  
7月11日に1Q決算発表と同時に取得金額30億円、取得株数1,000万株を上限とする自社株買いを発表。2017年の30億円（平均取得株価355円）、2018年の30億円（同381円）に続く自社株買いとなる（2017年は15億円ずつ2回実施）。当初の取得期間は7月12日～10月11日としていたが、1Q決算が好決算となったことや自社株買い発表を受け、株価が急騰し、9月末時点の取得金額が約7.6億円（同379円）にとどまっていたため、10月10日に取得期間を2020年1月10日まで3ヶ月延長した。結局、11月1日に30億円の自社株買いが終了した。平均取得株価は424円となった。

### 当社初の株主優待 制度を導入

- 「いちごJリーグ株主・投資主優待」制度を導入  
当社は2019年1月に不動産会社として唯一のJリーグのトップパートナーとなる提携契約を締結。  
これを受け、株主還元の一環、地方創生への貢献として、Jリーグの全55クラブ、全約1,000試合、年間約4,000枚のチケットを対象とする抽選式の株主優待制度を導入すると9月に発表。10月1日から応募を開始している。当社の株主だけでなく、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の各投資主も優待の対象者となる。家族や友人へのプレゼントも可。



			2017/2	2018/2	2019/2	2020/2 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	530	484	551	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	350	302	283	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	892,719	585,177	367,760	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	109,253	57,846	83,540	88,500
	営 業 利 益	百 万 円	21,781	20,858	26,279	27,240
	経 常 利 益	百 万 円	19,755	19,185	23,076	23,540
	当 期 純 利 益	百 万 円	14,894	14,018	15,373	15,590
	E P S	円	29.66	28.12	31.14	31.91
	R O E	%	20.2	16.5	16.3	14.1
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	222,344	231,681	217,987	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	51,115	64,831	101,611	-
	資 産 合 計	百 万 円	273,459	296,512	319,599	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	19,548	16,316	22,280	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	170,467	187,470	194,458	-
	負 債 合 計	百 万 円	190,015	203,787	216,739	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	80,532	89,165	98,769	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	83,443	92,725	102,859	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	21,547	10,603	21,762	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	-11,933	-5,645	-15,602	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	6,377	-6,124	4,346	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	41,369	39,365	45,029	-

# リスク分析

## 事業に関するリスク

- 事業に関するリスク
  - 長期金利上昇。長期金利上昇に伴いキャップレートが上昇した場合、保有不動産の価格が下落しキャピタルロス、評価損が発生する恐れ。また、長期金利上昇は資金調達コストの上昇につながる。
  - 金融機関の不動産融資姿勢が厳格化されると不動産の流動性の低下、不動産価格の下落を招く可能性が高い。
  - 不動産取得競争が非常に激しい中、無理な取得を行うと高値掴みになる恐れがある。
  - 円高進行、日韓関係悪化、香港デモなどにより訪日外国人観光客数の伸びが鈍化した場合、保有ホテルの稼働率やADRが低下する恐れ。米中貿易摩擦の深刻化による人民元安はインバウンド需要を減らす恐れがある。
  - 大地震などの自然災害や火災等により、保有する賃貸不動産が損壊する恐れ。
  - 系列REITの投資口価格が低迷し、POができないとAUM拡大や、物件拋出、物件仲介などに伴う収益獲得の阻害要因となる。
  - 米中貿易摩擦、円高、2019年10月実施の消費増税などにより国内景気が悪化し、中小型オフィスや商業施設の稼働率や賃料が低下する恐れ。
  - 2020年の大規模オフィスの大量供給に伴い、中規模ビルに2次、3次空室が発生する恐れ。
  - 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反面、急激なインフレには弱い。
  - 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。

## ディスクレーム

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、東証から株式会社アイフィスジャパン（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 ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>