

キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

いちごの渡邊本部長、長期性資金に積極転換

いちごが株式市場での存在感を高めている。ホテルリートにインフラファンドと、この1年に2本の投資法人を設立。昨年11月に東証1部への昇格を果たし、今年8月にはJPX日経インデックス400の構成銘柄に選定された。リオデジャネイロオリンピックでは社員の三宅宏実選手が重量挙げで銅メダルを獲得し、場外での知名度も上がった。拡大を続けるグループの基盤を表裏で支えるいちごの渡邊豪財務本部長に財務戦略や事業の未来図などを聞いた。

■ポートフォリオヘッジを導入、0.11%で金利を固定

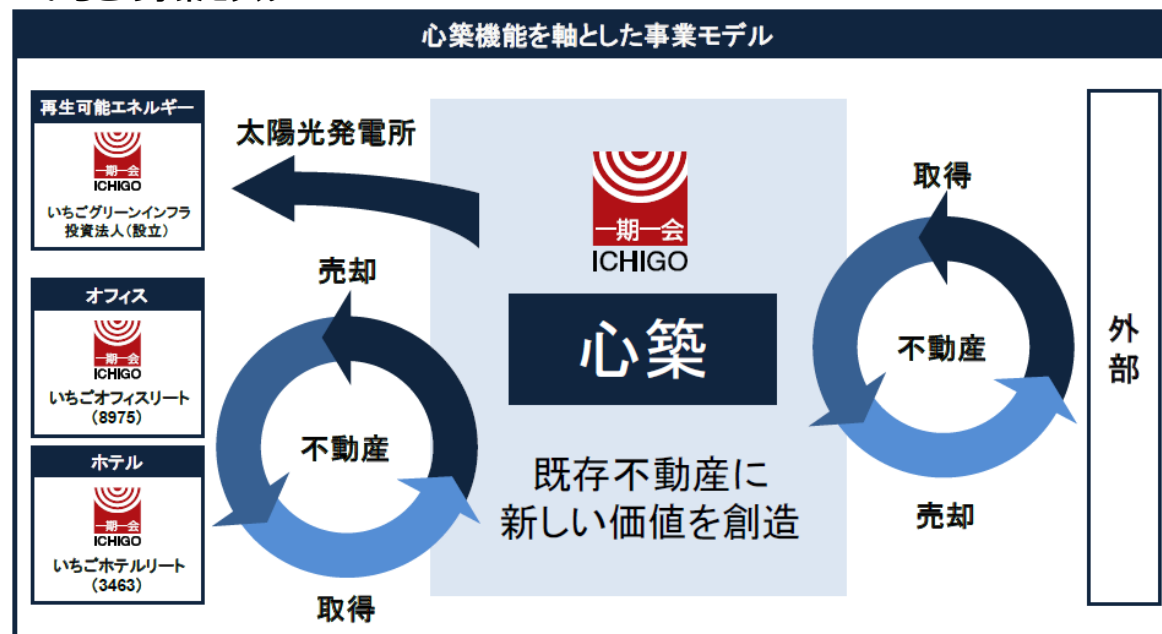
ーマイナス金利をどのように活用しているか

金利リスクを回避するために9月30日にポートフォリオヘッジを導入し、固定金利の比率を半分強に高めた。約800億円の長期借入金のうち、固定金利は8月末時点で200億円程度にとどまり、しかもそのほとんどは太陽光発電関連のローンだった。残りの600億円は変動金利だったが、このうち3ヵ月Tiborで借りていた250億円元本相当分に金利スワップをかけ、向こう5年の金利を0.11%で固定化した。当社の与信力を高めることにもなるため、相手先の三井住友銀行とみずほ銀行にはクレジットを取ることを許容してもらった。



いちご株式会社
常務執行役 財務本部長
渡邊 豪 氏

●いちごの事業モデル



当社は既存不動産を購入して改装し、2～3年で売却する不動産価値向上事業を「心築（しんちく）」と名付け、これをビジネスの軸としている。ビジネスモデル上の理由で、一つ一つのローンをスワップ化するのは難しいが、過去5年の借入状況を見ると、3ヵ月Tibor契約の合計額が恒常的に250億円程度あることが確認できたため、複数のローンをひとまとめにして想定元本とし、スワップ契約を組んだ。ローンの一部を途中で返済しても違約金はかからない。ほかでは見られない非常にユニークな方法だ。マイナス金利がどこまで深掘りされるかは分からないが、800億円のうち450億円を固定化したことで、今後どちらに動いてもニュートラルな状態にすることができた。

ーなぜ固定比率が低かったのか

長期の固定金利は途中で解約すると膨大な違約金が発生するため、資産の回転が早い当社のビジネスモデルと構造的に相容れにくかった。とはいえ、変動の比率が高いと、環境が急変して金利が跳

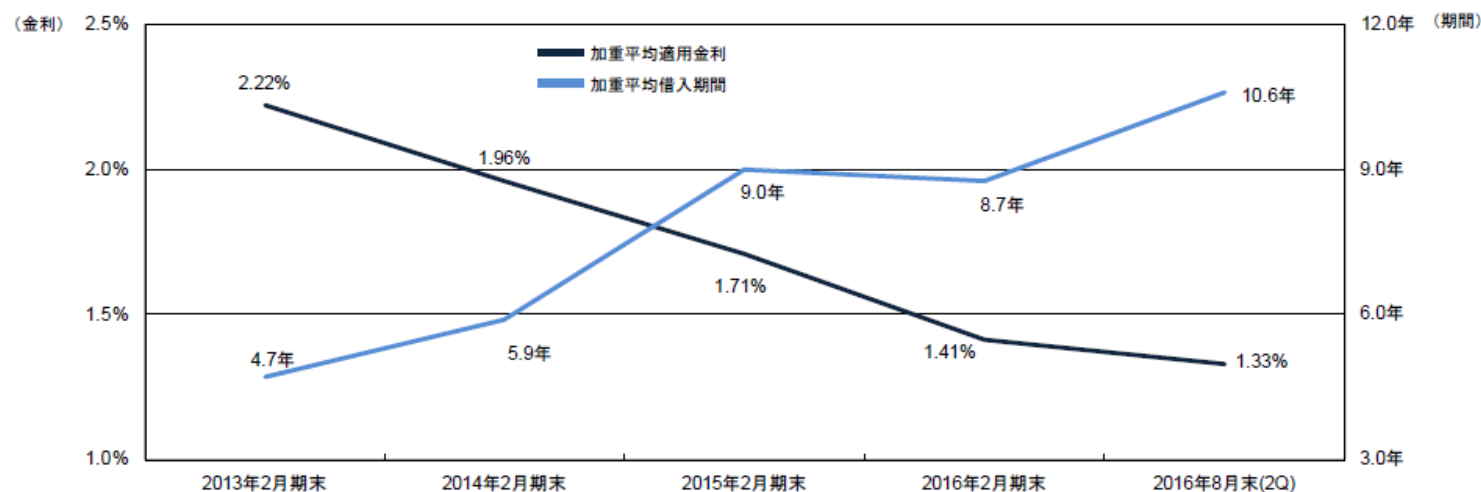
ね上がったときのリスクが高い。テナントの賃料が上がっているとしても遅行性がある。

ポートフォリオヘッジは、当社のような借入と返済のサイクルが早い会社に向いている手法だが、金融機関が手数料として収受した料率を含む時価が損益計算書の営業外損益に計上されるため、実行に移す会社はほとんどない。今の金利環境では、当社も9月末でおよそ1億6000万円の営業外費用を計上したが、スワップ取引で得られる利点は計り知れない。極論を言えば1億6000万円を払って、250億円分の借り入れは0.11%で金利を5年間固定化できる権利を獲得したことになる。マイナス金利政策のメリットを生かしながら、少ないコストで最大の利益を得たと考えている。

―借り入れの状況はどうか

借入金利は右肩下がりを描いている。8月末の適用金利の加重平均は1.33%となっているが、直近では0.93%程度で借りることができる。逆に借入期間は長期化し、10.6年に伸びた。太陽光発電の案件を固定価格買取制度（FIT）に合わせて20年近くに設定している影響もあるが、借入残存金額で借入期間を加重平均しても9.4年という長期のローンが組めている。これによって、いかなる事態が起こっても、物件を手放さない限り賃料は発生するので、この賃料収入のみでキャッシュが回ることを前提とした財務基盤を確保するよう尽力している。普通社債に関しては、発行に向けて格付けの取得準備を進めている。

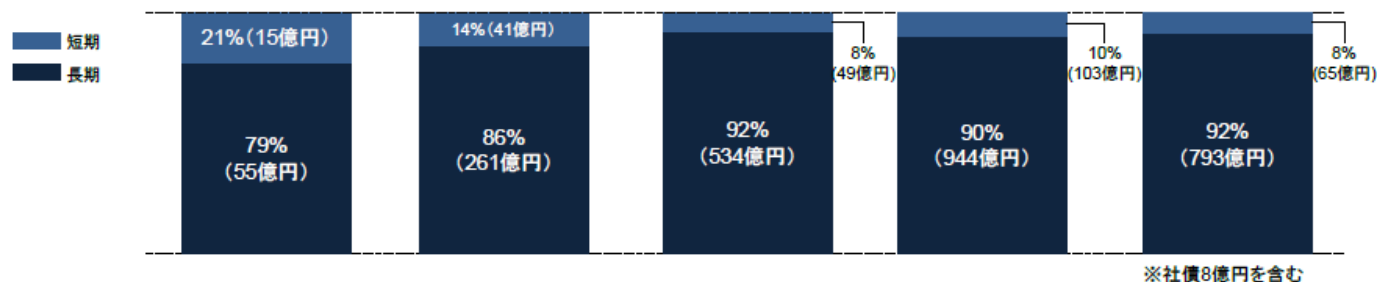
●コーポレート借入金の加重平均適用金利および加重平均借入期間の推移



物件は最終的に売却するため、借入期間が短くても理論的には問題ない。だが、リーマン・ショックが発生した際に、急激な流動性の枯渇というテールリスクが生じ、銀行が満期を迎えた短期借り入れのリファイナンスに応じない事例が多く見られた。この経験から、基本的には1年超の長期借り入れを前提とし、少なくとも10年以上の期限の確保というスタンスで臨んでいる。直近では短期の比率は全体の8%にとどまり、配当や納税、賞与資金などに充てている。

―物件取得の際に気を付けていることは
ROEが15%のビジネスを展開し、物件ごとのROI（投資利益率）は25%、最低でも20%のROI投資を心掛けている。最近特に重視しているのはキャッシュオンキャッシュ（COC）。税金や資金的支出まで含めたうえで、投資した金額に対していくら戻ってくるのかに注目し、COCの利回りが15%程度の案件を選んでいる。これはかなりハ

■長期借入金割合の推移



ードルの高い数字であり、ローンの期間と返済条件によっては、弁済期日での残存元本の償還リスクも伴う。そこで、自己資本でリスクを吸収できるように自己資本比率は30%をメドに運用している。つまり、マクロでは全体のバランスシートの中で自己資本比率の健全性を維持し、ミクロではCOCとROIを高めて物件を取得することを財務上の基本としている。

■“劇的ビフォーアフター”で粗利を稼ぐ

ー各投資法人の現状は

いちごホテルリートは上場から1年未満で、資産規模が500億円近くに膨らんだ。早期に1000億円を目指すという目標に沿って成長をサポートしている。当社が現在保有する売却対象ホテルは約380億円。これと高確度案件の約110億円、開発業者から竣工時に引き渡される契約締結済みのフォワードコミットメント案件の110億円程度を合わせると、600億円のパイプラインがあり、目標到達のメドが立っている。大部分は築年の経過した価値向上余地のある物件だが、新築のフォワードコミットメント物件も織り交ぜて、ポートフォリオを適正化している。

いちごオフィスリートは15期連続で増配できる見通しが立った。積極的な物件の入れ替えで外部成長を続ける一方、設備を改良して賃料を適正な水準に引き上げる内部成長も果たしている。また、いちごグリーンインフラ投資法人が12月1日にインフラファンド市場への上場を予定している。いちごの保有するメガソーラーは地方公共団体と連携した案件が多い。市町村が保有する土地を借りてメガソーラーを建設する代わりに、案件によっては非常時の電力供給や売電収入の一部を寄付するなど地域と密着した運営を行っている。FITの制度に基づいて20年を一区切りと考え、土地購入よりも借地の方がコスト面で優位と判断した。



メガソーラー

このほか、商業施設とオフィスの一部を外部に売却している。売上総利益ベースでは外部売却が27億円で、リートブリッジが75億円だが、粗利率は外部売却が15%とリートブリッジの13%を上回っている。リートブリッジはオフィスの粗利率が3%と低く、ホテルの25%でカバーしている。

ーオフィスとホテルで粗利率が大きく違うのはなぜか

オフィスはメンテナンスが容易な分、中小企業のオーナーから同業の不動産会社、リート、ファンドと買い手が多い。その分、価格も高騰しやすい。リートにリーズナブルな価格で売却すると利ザヤはあまり稼げない。賃料更新も2年に1回などと決まっており、賃料の急な値上げもできない。

一方、ホテルは付加価値を上げやすい。仮に築古でオペレーションに課題があった物件を購入してリノベーションし、ネットワークを持つオペレーション会社に交代すると、劇的に客室単価や稼働率が高まり、売却段階で大きなリターンを得ることができる。例えば「コンフォートホテル大阪心斎橋」（写真）は、未稼働の空間を客室スペースにして増室し、入り口を側道から大通り側に移すなどの改良を施した結果、RevPAR（販売可能客室平均単価）は4.2%改善し、月平均売上高は16.5%伸びた。長期の金利がこれ以上下がるとは考えにくいなかで、物件を右から左に動かしてマージンを得るだけのビジネスよりも、手を加えて付加価値を向上させた結果をキャッシュに結び付けることが重要だ。



もう一つ強みとしているのが商業施設。大型モールではなく、駅前で見かけるような低層の施設を対象にしている。テナントにとって使い勝手のよいインフラ作りでバリューアップし、マーケットニーズに即したテナントの入れ替えや賃料交渉によって 2～3 年でキャッシュフローを高めることができる。商業施設は全て外部に売却しているため、商業リートの設立に関する質問を受けることもあるが、検討中ということにしておきたい。こうした事情から、結果として今はホテルと商業施設の取得に注力している。

―物件の取得環境は

ターゲットとする 1 物件 10～50 億円の既存不動産の価格帯は、物件の多さに反して競合業者が少なく、取得がさらに厳しくなった実感はない。実際、ポートフォリオの想定 NOI 利回りは平均 6.2%。今期になって取得した物件の利回りは平均で 6.75%と、昨年の 5.65%を上回っている。

このゾーンが穴場なのは、「見えざる費用」の負担に耐えうる一定程度の資本力が必要とされるからだろう。販売用の既存不動産に投じる耐震補強工事などの資本的支出は数億円かかるが、損益計算書には計上されず、見えない分、銀行ローンも下りない。全額を自己資金で賄う必要があるため、参入障壁が高くなる。一方、10 億円未満の物件は必要な自己資金の額も相応に少なくなるため、上場会社を含む中小のデベロッパーから個人の富裕層まで参加者は多い。逆に最大手の不動産業者は少なくとも 50 億円以上の案件を主な投資対象としている。

これまでは中小規模の物件のみを取得していたが、10 月に大型オフィスの「トレードピアお台場」を約 300 億円で購入した。稼働率は 90%程度だが、空室分の 10%を埋めることでキャッシュフローを改善できる。リーマン・ショックの頃に今の相場賃料よりも低い賃料で入居したテナントが一定程度存在するため、設備インフラを改修し、付加価値を高めたいうえで、適正相場賃料での更改を交渉できる。さらに、お台場は東京オリンピック・パラリンピックに向けて交通網の整備計画が目白押しで、国道 357 号線東京港トンネル、臨海道路南北線、超大型客船用の新埠頭ターミナルの建設計画も進行している。可能性を秘めた面白そうな場所であり、勝算はあると思っている。

■第 2 四半期決算と中期経営計画「Power Up 2019」について

―2017 年 2 月期第 2 四半期（3～8 月）を振り返って

上期は売り上げが前年同期比 6 倍、粗利は同 3 倍の結果を収めることができた。第 1 四半期にオフィスリートへ、第 2 四半期にホテルリートへそれぞれ資産譲渡した成果が表れ、通期予想に対する進捗率は 80%を超えている。クリーンエネルギーの進捗率は 13.5%と低い、インフラファンドが立ち上がり、発電設備の売却に伴って、期初から想定していた 21 億円のキャピタルゲインを収受できれば間違いなく目標は達成できる。

当社のバランスシートの特徴として、棚卸資産のなかに販売用不動産が含まれていることがある。このため、営業キャッシュフローの棚卸資産の数値がぶれやすく、物件を取得するたびに営業 CF はマイナスに振れる。今期はリートへの物件売却で棚卸資産が減り、営業 CF は 517 億円に膨らんだ。ただ、数値がぶれるといっても、営業 CF で本来重要な賃料収入を勘案すれば、黒字基調が続いている。

●2017 年 2 月期 第 2 四半期累計（6M）連結業績

区分	2016/02 2Q累計(6M) (前年同期)	2017/02 2Q累計(6M)	前年同期比 増減	通期予想	進捗率	(参考) 2016/02 通期業績
						(単位:百万円)
売上高	14,607	85,991	+488.7%	125,600	68.5%	49,699
売上総利益	7,163	17,468	+143.9%	23,867	73.2%	19,863
営業利益	4,913	14,984	+205.0%	18,500	81.0%	15,417
経常利益	4,351	13,834	+217.9%	16,400	84.4%	13,889
純利益	4,221	11,935	+182.7%	13,300	89.7%	12,925
1株あたり純利益 (EPS)	8.46 円	23.79 円	+181.2%	26.43 円	90.0%	25.86 円

●「Power Up 2019」の経営指標 (KPI)

区分	2016年2月期 (実績)	2017年2月期 (予想)	2019年2月期 (計画)	2016年2月期 対比成長率
営業利益(百万円)	15,417	18,500	25,000	+62.2%
経常利益(百万円)	13,889	16,400	21,400	+54.1%
[税負担率]	6.9%	27.8%	30.0%	-
純利益(百万円)	12,925	13,300	14,800	+14.5%
1株あたり純利益(EPS)	25.86円	26.43円	29.00円	+12.1%
1株あたり配当金(DPS)	3.00円	5.00円	7.00円	+133.0%
自己資本利益率(ROE)	21.0%	18.1%	15.6%	-

資本効率	自己資本利益率(ROE):15%以上	株主還元	株主資本配当率(DOE):3%以上
------	--------------------	------	-------------------

—今後の業績見通しや株主還元策はどうか

中期経営計画の最終年度である2019年2月期の営業利益は、2016年2月期比で62.2%増の250億円、純利益は同14.5%増の148億円を見込んでいる。営業利益に対して純利益の伸び率が低いのは、繰越欠損金を今期で使い切り、税負担率が前期の6.9%から標準の30%に上がるためだ。

株主還元は単なる自社株買いよりも、DOE（株主資本配当率：ROE×配当性向）で3%以上を意識している。2017年2月期は5円の配当を計画しており、DOEは3%を超えることが確実になった。DOEが4%超の上場企業が100社程度であることを考えると、かなり高い方だ。また、今年度から累進的配当政策を導入しており、各年度のDPS（1株当たり配当金）の下限を前年度DPSとし、原則として減配しないことにより、配当の成長を図るとともに、将来の配当水準の透明性を高めている。

—M&Aと海外投資の計画は

M&Aからは長らく遠ざかっているが、中計に掲げた新規事業の創出に向けて前向きに考えている。当社でITに詳しい人材は多くないが、M&Aを通じてIT企業とタッグを組み、現物不動産の投資ニーズや新しい業態の宿泊施設の提供、人工知能（AI）・インターネットオブシングス（IoT）などを使った「不動産テック」を実現したい。海外投資事業には参入する予定はない。

—不動産テックとは具体的にどういうものか

まずAIを使った業務の簡素化が考えられる。例えば、借家人の物件探しから、災害発生後のマンション住民間の補修スケジュールの調整など、アナログだった分野をIT化することでコストダウンと相互の利便性につながる。もう一つはアップルのスマートホームのようなサービス。エアコンや室内電気の自動点滅はもちろん、一人一人に合った室内の温度調整や日用品の買い物管理など、住関連の全てに結び付くだろう。

図表等の出典：いちご 資料（2016年10月）

[2016/10/27 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 池部 渚]