

# ホリスティック企業レポート ファーストブラザーズ 3454 東証マザーズ

フル・レポート  
2016年2月26日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20160223

## 独立系不動産私募ファンド運営会社 自己勘定による賃貸不動産投資と開発案件などの新規分野への展開に注力

### 1. 会社概要

・ファーストブラザーズ(以下、同社)は、機関投資家に対して私募ファンドの形式で不動産ファンドの運用サービスを提供するほか(投資運用事業)、自己資金の運用と顧客に対する各種金融アドバイザーサービス(投資銀行事業)を手掛けている不動産会社である。

アナリスト:大間知淳  
+81 (0) 3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 2. 財務面の分析

・09/11 期～15/11 期の業績は年平均 17.5%増収 91.2%経常増益と、ファンド投資案件の売却関連収益の実現を背景に、大幅な利益拡大を記録した。  
・他社との比較では、収益性、成長性の観点で魅力的な財務指標を有していると評価できる。

#### 【主要指標】

	2016/2/19
株価(円)	1,127
発行済株式数(株)	7,222,500
時価総額(百万円)	8,140

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	4.7	4.6	4.3
PBR(倍)	1.0	0.8	0.7
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、企業理念に基づいて定められた「クライアントファースト」、「パフォーマンスファースト」、「コンプライアンスファースト」という行動規範の実践にある。

#### 【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	-22.8	-23.4	-45.2
対TOPIX(%)	-14.4	-6.3	-35.4

### 4. 経営戦略の分析

・不動産売買市況は高値圏にあるとの認識のもと、ファンドの残高を減らしてきたが、今後は安定した収益を期待できる賃貸不動産の自己投資残高の積み上げと、不動産以外の新規分野への投資拡大に注力し、5年後の売上総利益 100 億円(15/11 期 40 億円)の達成を目指している。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

・投資対象が市場には豊富に流通しているサイズの物件である点などから、賃貸不動産投資の拡大戦略は順調に進み、同社の業績拡大につながるとみられるが、セムボート投資(同じ船に乗るという意味から顧客との共同投資を指す)や新規分野への投資の積極化については、今後3期の業績に対する寄与は限定的と判断している。  
・営業キャッシュフローが、当面赤字の見込である点や、将来的には赤字、黒字の変動が大きくなるとみられる点には十分な注意が必要である。

#### 【3454 ファーストブラザーズ 業種：不動産】

決算期	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 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2014/11	10,723	225.2	2,235	—	2,153	—	657	—	117.0	577.3	0.0
2015/11	4,557	-57.5	2,832	26.7	2,658	23.4	1,661	152.5	242.2	1,093.9	0.0
2016/11 CE	12,482	173.9	3,052	7.8	2,778	4.5	1,681	1.2	232.8	—	0.0
2016/11 E	12,501	174.3	3,137	10.8	2,836	6.7	1,730	4.2	247.0	1,347.7	0.0
2017/11 E	13,480	7.8	3,302	5.3	2,885	1.7	1,820	5.2	259.8	1,607.5	0.0
2018/11 E	15,458	14.7	3,778	14.4	3,241	12.4	2,045	12.4	291.9	1,899.4	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

#### フル・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

(注1) 私募ファンドとは特定又は少数の機関投資家等から資金を募って対象資産に対して投資するファンド。投資家のニーズに合わせた柔軟な商品設計が可能。不特定多数の投資家から資金を集めるタイプは公募ファンドと呼ばれており、不動産ではJ-REITが代表例である。

(注2) 不動産を信託銀行などに信託し、その不動産から発生する経済的利益(賃料収入など)を受け取る権利のこと。不動産信託受益権の売買は、金融商品取引法の適用を受ける。

(注3) 不動産の証券化において、証券化対象資産及びそのキャッシュフローを原資産(不動産)保有者やエクイティ出資者等の利害関係者の倒産から隔離し、投資ビークルの業務の遂行に影響が出ないようにする仕組み。

(注4) 法人税の課税を受けずに利益を投資家の配当に回すことができる仕組み。

(注5) 不動産の証券化の際、証券化対象資産と投資家を結ぶ機能を担う組織体。ビークルの形態としては、特定目的会社(TMK)、特定目的信託(TMS)、株式会社または合同会社(SPC)、投資法人(J-REIT)などがある。

(注6) 特定の事業又は資産(責任財産)から生じる収益(キャッシュフロー)のみを返済原資とする非適及型の融資。

#### ◆ 不動産ファンドの運用と自己投資等の投資銀行業務が2本柱

ファーストブラザーズ(以下、同社)は、機関投資家向けの不動産私募ファンド<sup>注1</sup>の運用を行う投資運用事業と、賃貸不動産等に対する自己資金の運用や事業会社等に対して事業再生支援やM&Aに係る助言等を行う投資銀行事業を手掛ける不動産関連企業である。

同社と連結子会社の経営陣の多くは、日本において不動産の証券化ビジネスが黎明期を迎えた90年代から業界において活躍したメンバーである。会社の設立は04年と、業界大手のケネディクス(4321 東証一部、95年設立)やいちごグループホールディングス(2337 東証一部、00年設立、以下、いちごGHD)に比べて後発ではあるものの、経営危機やM&Aの波に飲み込まれることなく独立系のポジションを維持している同社は、栄枯盛衰の激しい業界の中でユニークな存在である。

#### ◆ 投資運用事業は銀行やエクイティ投資家との信頼関係が必要

投資運用事業は、主な顧客である機関投資家の資産運用を行う事業であり、現時点においては、私募ファンドの形式で、主に不動産又は不動産信託受益権<sup>注2</sup>を対象とするものとなっている。

同社グループのファンド運営における主な業務は以下の通りである。

##### 1、投資戦略の企画・立案

顧客の投資目的、投資期間、目標リターン、リスク許容度といった要望に沿って、オーダーメイドで投資戦略を企画・立案し、顧客と協議を行いながら決定する。

##### 2、アキュイジション

顧客の資産運用ニーズに合致する投資戦略を実現すべく、投資案件の探索(ソーシング)、取得交渉、投資対象の調査(デューデリジェンス)、価値算定(バリュエーション)、投資スキームの立案、投資の枠組みの構築(ストラクチャリング)、ファイナンスのアレンジメント、各種契約書類等の内容調整(ドキュメンテーション)、契約及び決済(クローリング)といった一連の手順に沿って不動産又は不動産信託受益権の取得(アキュイジション)を進め、アキュイジションの完了の際には、同社はアキュイジションフィーを受領する。

立案された投資スキームに沿って、倒産隔離<sup>注3</sup>及び導管性<sup>注4</sup>の要件を満たす投資ビークル<sup>注5</sup>が設立されるが、同社においては主として合同会社である特別目的会社(Special Purpose Company、以下、SPC)を利用しており、その資金調達は銀行からのノンリコースローン<sup>注6</sup>の借入と投資家からのエクイティ出資(匿名組合出資)によって賄われている。

### 3、投資期間中の運用

投資案件を取得してから売却するまでの間、運用プランに沿ってファンドの運営・管理を行うとともに、様々な施策により投資案件のバリューアップ（テナントの入替えや入居率の改善、管理コストの削減、リノベーション等）を行い、投資案件のキャッシュフローの向上を図ったり、より有利な条件で融資を受けられると想定される場合はリファイナンスを実施したりする。

SPC からは銀行に対して元利金の支払いやエクイティ投資家には配当の支払いが行われる。同社は、投資期間中の資産運用に対して、定期的にアセットマネジメントフィー（管理報酬）を受領する。

### 4、ディスポジション

投資回収額の最大化を図るため、売却時期、売却手法等を含む売却戦略の企画・立案、売却先の探索・選定、売却交渉、ドキュメンテーション、クロージングといった一連の手順に沿って投資案件の売却（ディスポジション）を行う。

ディスポジション完了の際には、銀行はローンの返済を受け、エクイティ投資家は配当や売却益の支払いを受け取る。同社はディスポジションフィーを受領するが、投資案件によっては、売却額が一定の額を上回った場合にインセンティブフィー（成功報酬）を受領する。

物件の売却と資金の支払い・分配が全て完了した後、ファンドは解散される。

### 5、運用業務の受託

既に同社グループ外で運用されているファンドがデフォルトし、その債権者から要請を受ける等の理由で同社グループが運用業務を受託するものであり、上記のうち主に③及び④の業務を行う。

### 6、プロパティマネジメント業務

同社グループが運用する個別の不動産について、アセットマネジメントの補佐的な位置付けで、投資期間中のリーシング（テナント仲介）やテナントへの対応、建物の保守管理、委託者への報告書の作成等の業務を行う。

連結子会社のファーストブラザーズ投資顧問（以下、FBAM）が1～5の業務を、同じく連結子会社のファーストブラザーズキャピタル（以下、FBC）が6の業務を担当している。

当事業の運営には、エクイティ投資家である国内外の機関投資家とローン提供者である銀行からの信頼が不可欠であるが、同社がリーマンショック時の不動産金融市場の混乱を乗り越えた事実は、こうした利害関係者から信頼を得ていることの証左と言えよう。

15/11 期の投資運用事業の売上高構成比(外部顧客売上高)は 58.1%、営業利益構成比(調整額控除前)は 63.8%に達しているが、事業毎の売上高、営業利益の変動が激しいことから、構成比の数値も安定はしていない。

#### ◆ 投資銀行事業は自己資金による不動産投資が中心

投資銀行事業は、同社グループの自己資金の運用と事業会社等への各種アドバイザリーサービスの提供から構成されている。

同社グループの当事業における主な業務は以下の通りである。

##### ① セイムボート投資(顧客との共同投資)

投資運用事業で運営・管理するファンドに対して、ファンド組成上、顧客からの要請に応じて、当社グループが自己資金によりセイムボート投資(顧客との共同投資の形でエクイティの拠出やメザニンローン<sup>注7</sup>等によるファイナンスを行っている。セイムボート投資は「同じ船に乗る」という意味の通り、顧客とリスクをシェアすることになるため、一般的には顧客に歓迎され、ファンドの組成にプラスに寄与している。投資期間中、同社グループはその出資割合や形態に応じて、キャピタルゲインやインカムゲインを獲得する。

(注7) リスク・リターンの特徴がデット(借入金・社債等により調達された返済義務のある資金)とエクイティ(株式等により調達された返済義務のない資金)との中間の位置付けにあるファイナンス手法。

##### ② セイムボート投資を除いた自己勘定投資

###### (ア) 不動産投資

規模が小さい等の理由によりファンドでの取得対象となりにくい物件のうち、高い利回りを得ることが期待できる賃貸物件等を自己資金によって投資し、キャピタルゲインやインカムゲインを獲得する。

###### (イ) その他の投資

同社グループが不動産投資やファンド運用から学んだノウハウや経験を活かし、自己資金を事業再生投資、債権投資、ベンチャー企業への投資等を行い、キャピタルゲインやインカムゲインを獲得する。

##### ③ 各種アドバイザリーサービス

同社グループが過去に行った資産のオフバランス化や不動産証

券化スキームの構築、ファイナンスのアレンジメント等の経験に基づき、商業施設の開発・運営、信託受益権取引の媒介、事業再生支援 M&A に係る助言等のサービスを提供し、顧客から各種アドバイザーフィーを受領する。

親会社が①～③の業務を、FBC が② (ア) の業務を、連結子会社であるユニモマネジメントが③の業務 (商業施設の開発・運営) を担当している。また、② (イ) と③の業務については同じく連結子会社であるエフビー企業投資が手掛けている。

#### ◆ 特殊要因で特に 14 年 11 月期の業績は嵩上げされている

なお、14/11 期までの同社グループの連結の範囲には、特殊なファイナンス手法を用いた SPC (以下、当該 SPC) が含まれていたが、当該 SPC に係る業績数値 (14/11 期の売上高 5,257 百万円、売上総利益 1,100 百万円、営業利益 1,065 百万円、経常利益 1,028 百万円) は、同社グループに全く帰属しないものであり、連結損益計算書上では、少数株主利益として当該 SPC に係る利益の全額 (1,005 百万円) が控除されている。

同社では、決算説明会資料などでこの特殊要因を除いた数値 (同期の売上高 5,466 百万円、売上総利益 2,324 百万円、営業利益 1,169 百万円、経常利益 1,124 百万円) を実態ベースの数値として用いており、当センターでも必要に応じてこちらの数値も使用しつつ、同社の業績を分析している。なお、当該 SPC については 14/11 期中で匿名組合契約が終了し、連結の範囲から除外されている。

## > ビジネスモデル

#### ◆ 投資運用事業はファンド関連フィーを主体としたビジネス

15/11 期の投資運用事業の売上総利益の内訳は、ファンド関連フィー 2,250 百万円 (同事業内の構成比 87.0%)、その他 335 百万円 (同 13.0%) であり、ファンド関連フィーが事業の中心となっている (図表 1、売上総利益の内訳は、決算説明会資料において、14/11 期と 15/11 期のみが開示されている)。

【 図表 1 】 投資運用事業の業績推移

(単位:百万円)

	12/11期	13/11期	14/11期	15/11期
売上高	759	1,082	1,369	2,663
増収率	—	42.4%	26.5%	94.5%
売上総利益	—	—	995	2,585
ファンド関連フィー	—	—	989	2,250
その他	—	—	6	335
販売管理費	—	—	103	394
営業利益	75	325	892	2,191
増益率	—	332.9%	174.2%	145.7%
売上高営業利益率	9.9%	30.0%	65.2%	82.3%

(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書、届出書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

ファンド関連フィーに含まれている各種フィーの料金体系について、同社では、アキュジションフィーは取得金額の 0.7%程度、アセットマネジメントフィーは運用残高の 0.65%程度(年率)、ディスポジションフィーは売却額の 0.5%程度、インセンティブフィーは契約によって様々な形態があると説明している。

ただし、同社が 06/11 期から 13/11 期にかけて受託した、累計でおおよそ 3,000 億円規模のレスキュー案件<sup>注8</sup>に関しては、通常水準に比べてかなり低率のアセットマネジメントフィーが適用されている模様である。その多くは既に契約が終了しており、運用中のものは大幅に減少しているようだが、現時点のレスキュー案件の受託金額やその構成比率は不明である。

(注8) レスキュー案件とは、不動産私募ファンドにおいて、ローンのデフォルト等の理由により、エクイティ投資家やローンの出し手である銀行が、運用会社を変更させる事例をいう。

投資運用事業は基本的にフィー収入であり、ほとんど原価がなく、売上高が人件費を主体とした固定費を上回ると営業利益が急拡大する利益率逡増型ビジネスである。

15/11 期は、ファンドの投資案件の売却が膨らみ、ディスポジションフィーやインセンティブフィーが急増したため、大幅な増収増益となったとしているが、フィー毎の内訳は開示されていない。

投資運用事業のその他の売上総利益が大幅に増えたのは、ファンドクローズに関連して、アセットマネジメントフィーなどの 4 つのフィーには含まれないスポット的な収入が一時的に計上されたためである。

同社は、各決算期末時点のファンド残高と自己所有の販売用不動産残高の合計額からなる AUM(Assets Under Management 運用資産残高)のみを公表し、不動産私募ファンドの資産残高は正式には開示していない。そこで、AUM から販売用不動産残高を控除してファンドの残

(注9) 13年11月末の推計ファンド残高には、特殊要因で連結の範囲に含まれた当該SPCに係る金額は含まれていないが、大きな乖離はないと当センターでは判断している。

(注10) セパレートアカウントとは、ある1人の投資家が唯一の投資家となって新規に設立される専用ファンドをいう。一般的に、規模の大きい機関投資家が顧客であることが多い。

(注11) LTV(Loan To Value)とは、不動産購入価格に占める借入金等の負債の比率を指す。J-REITでは40～50%の銘柄が多い。

高を推計すると、13年11月末が1,552億円<sup>注9</sup>、14年11月末886億円、15年11月末565億円となっていることから、過去2期において、アクイジションフィーやアセットマネジメントフィーは減少傾向にあるものと推測される。

また、同社では、単一の投資家向けのセパレートアカウント<sup>注10</sup>と複数の投資家向けの合同運用の両方を手掛けているが、その運用期間は概ね2～3年で、LTV<sup>注11</sup>は70～80%程度、保有物件のサイズは約30億円～数百億円、用途別構成は商業施設：オフィス：住宅その他=4：4：2程度であるとしている。

ファンドのLTVはJ-REITに比べて高くなっており、積極的にリスクを取って高いリターンを志向する投資家をターゲットとした、オポチュニティ型と呼ばれる運用戦略を採用している。物件の売却時に首尾よく高いキャピタルゲインが獲得できれば、ディスポジションフィーやインセンティブフィーの利益構成比が高くなる事業運営を行っていると言えるだろう。

不動産証券化協会が15年3月に発表した14年12月末時点の会員対象不動産私募ファンド実態調査によると、私募ファンドの運用戦略毎の資産残高構成比は、インカムゲインを重視した長期安定運用であるコア型が62.8%、インカムゲインとキャピタルゲイン双方の獲得を目指すバリュアード型が同17.6%であるのに対して、キャピタルゲイン重視のオポチュニティ型は6.0%に過ぎず、同社ファンドの運用戦略は不動産ファンド全体の中でもかなり積極的なものである(残りの投資戦略の構成比は開発型が11.5%、その他が2.0%)。

なお、不動産私募ファンドには、運用期間の定めがあり、原則として運用期間中の換金ができないクローズエンドファンドと、運用期間の定めがなく、運用期間中に解約・換金・追加投資が可能なオープンエンドファンド(いわゆる私募REIT)があるが、同社が運用しているのはクローズエンドファンドである。

なお、私募REITの価格は半年に一度の決算期に保有する物件の鑑定価格から算出するため、証券取引所で取引されるJ-REITに比べ価格変動が少ない点が安定運用を志向する機関投資家に評価されている。

#### ◆ 投資銀行事業は自己投資収益を中心とした変動が激しい事業

15/11期の投資銀行事業の売上総利益の内訳は、不動産賃貸505百万円(同事業内の構成比36.0%)、不動産売却0百万円(同0.0%)、セიმボート投資利益673百万円(同48.0%)によって構成される自己勘定投資収益と、その他225百万円(同16.0%)に分類されるが、期によってその内訳は大きく変動している模様である(図表2)。

【 図表 2 】 投資銀行事業の業績推移

(単位:百万円)

	12/11期	13/11期	14/11期	15/11期
売上高	1,887	2,061	4,274	1,908
増収率	—	9.2%	107.4%	-55.4%
売上総利益	—	—	1,329	1,403
不動産賃貸	—	—	153	505
不動産売却	—	—	73	0
セイムポート投資利益	—	—	1,040	673
その他	—	—	61	225
販売管理費	—	—	369	156
営業利益	404	189	959	1,246
増益率	—	-53.0%	407.4%	29.9%
売上高営業利益率	21.4%	9.2%	22.4%	65.3%

(注) 14/11 期は同社グループに所属しない数値(特殊要因)を除いたベース

(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書、届出書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 不動産賃貸で安定収益源の確立を目指す

不動産賃貸の売上総利益は、賃料収入から不動産管理費用、テナントリーシング費用、固定資産税、減価償却費等が控除されたものであるが、このうち減価償却費のみが決算短信のセグメント情報において開示されている。賃貸不動産(貸借対照表上は販売用不動産)残高が14/11期の3,674百万円から15/11期の16,191百万円へと増加したことを反映し、同事業の減価償却費は39百万円から114百万円へと大幅に拡大している。

(注12) 貸借対照表の販売不動産残高(16,191百万円)は取得価額から、設備費、改良費が加わり、減価償却費が控除されるため、両者は一致しない。

(注13) NOI(Net Operating Income)とは、不動産の賃貸収入から実際に発生した経費(管理費、固定資産税など)を控除した純営業収益をいう。NOI利回りとは、NOIを物件の取得価額で割ることで求められる。

(注14) コーポレートローンとは、企業の信用力全体から判断して実行される貸付をいう。元利金の返済が滞った場合は、担保物件ばかりではなく、債務者の他の資産も貸付返済に充当する義務が生じる。

賃貸不動産投資の状況について、所在地別では、首都圏が約8割、大阪、名古屋、仙台などのその他の主要都市が約2割、用途別では、商業施設が約8割、オフィスが約2割であると同社は説明しているが、詳細は不明である。商業施設は、都心型、ターミナル駅直結型、郊外型と様々なタイプを保有している模様である。同社は15/11期末の賃貸不動産の投資残高157億円<sup>注12</sup>(取得価額ベース)に対して、そのNOI<sup>注13</sup>が1,155百万円、NOI利回りが7.4%であると公表しているが、そのファイナンス手段であるコーポレートローン<sup>注14</sup>の平均金利が1.23%であるため、高いスプレッドが確保されている。

同社の借入金は15/11期末現在、ノンリコースローンが785百万円、コーポレートローンが12,528百万円と、圧倒的にコーポレートローンが多い。これは、日本の不動産ファイナンス市場においては、ノンリコースローンといえども一度デフォルトを起こしたら二度と資金調達が出来なくなる一方、最長でも5年程度が返済期限となってしまうノンリコースローンよりも、30年超でも借りられるコーポレート

ローンの方が自己勘定での賃貸不動産投資に対するファイナンス手段として有利であると同社が考えているためである。

**◆ バリュアアップした不動産は売却してキャピタルゲインを確保**

同社では、賃料を受け取りながら、物件のバリュアアップに取り組み、価値向上の余地が低下したものについては売却し、その資金をより投資魅力のある物件の購入に充てる投資方針を有している。

不動産売却の売上総利益は、不動産売却収入から当該不動産の売却に係る原価を控除して算出する。売却に係る原価は、取得価額に設備費（資産取得後に付加した設備の費用）や改良費（資産取得後に加えた改良の費用で通常の修繕費以外のもの）と、仲介手数料などの譲渡費用を加え、取得時から売却時までの減価償却費を控除して求められる。

キャピタルゲインの利益率は案件によって大きく変動し、場合によってはキャピタルロスとなる場合がある。不動産売却売上高を計上した13/11期と14/11期の利益率を有価証券報告書と届出書の開示をもとに計算すると、それぞれ9.1%と2.1%となっているが、これは、不動産市況がまだ低迷していた時期に売却したものや、物件固有の事情により、売却を余儀なくされたものが含まれていたためであり、不動産売却における今後の平均的な利益率は10%以上を目標にしているものと当センターでは推測している。

不動産の売却先は、不動産会社やJ-REITが多いようである。特に、J-REITは同社がバリュアアップをした物件を購入してくれる重要な顧客となっており、同社はグループでJ-REITの運営を行っていないが、J-REIT市場の動向は同社の出口戦略に大きな影響を与えていると言えよう（図表3）。

**【図表3】13年11月期と14年11月期の主要な不動産売却先と売上高**

(単位:百万円)

証券コード	顧客名	業種	決算期	売上高	親会社
8982	トップリート投資法人	J-REIT	13/11期	1,214	
—	常和不動産株式会社(現ユニゾ不動産)	不動産	14/11期	2,740	ユニゾホールディングス(3258)
7148	株式会社FPG	証券・商品先物	14/11期	2,651	
3278	ケネディクス・レジデンシャル投資法人	J-REIT	14/11期	1,360	
—	株式会社フージャースコーポレーション	不動産	14/11期	1,153	フージャースホールディングス(3284)

(注) 同社グループに帰属しない数値(特殊要因)を含めたベース

(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書、届出書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、同社が自己勘定で所有する賃貸不動産は、好条件の買い手が現れた場合や、より優良な投資案件が発掘された場合は、適切なタイミングで売却することを前提としていることから、貸借対照表上は販売用不動産として流動資産に計上されているため、固定資産に計上され

ている賃貸不動産を対象とした「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」は適用されていない。

同社はリーマンショック前から不動産を高値で購入しない姿勢を維持しているが、長年取引関係が続いている不動産会社、建設会社、信託銀行などの不動産仲介会社は、同社を良い買い主と評価して、売却したい案件を持ち込んできているようである。取引先としての評価が高いのは、同社は提示された値段で確実に契約、決済してくれるという信頼を得ていることや、売り主とテナントの間で生じているトラブルに対して、同社が一緒になって真剣に対応してくれることなどが、背景にあるためと思われる。

また、同社は今のところ、私募 REIT や J-REIT に参入することは考えていないとしている。同社はあくまで出口(物件の売却)を見据え、キャピタルゲインの獲得を目標として物件を購入する方針であり、インカムゲインに焦点を当てたコアファンドである私募REITやJ-REITとは戦略が合致しないからである。よって、通常の私募ファンドの運用においてもコアファンドを手掛けるつもりはないとしている。

#### ◆ セイムポート投資もキャピタルゲイン関連収益である

セイムポート投資利益は、基本的にはセイムポート投資を行ったファンドの運用終了時に、同社の投資額に対する利益のみが計上されるため、極めて高い利益率となっている。

投資残高に関しては、15/11 期末時点で同社が運用するファンド残高約 570 億円のうち約 80 億円に当たるファンドに対して、同社グループから 410 百万円の出資が実施されている。対象ファンドにおける平均 LTV は約 83%、同社グループによる平均出資比率は約 20%となっている。出資比率が 20%を超えるものは持分法適用となり、その他の関係会社有価証券として固定資産の投資その他の資産(15/11 期末 259 百万円)に、20%未満のものは流動資産の営業投資有価証券(15/11 期末 694 百万円)に計上されている。

その他の関係会社有価証券と営業投資有価証券の中には、セイムポート投資以外にも、ベンチャー企業投資などの不動産以外の投資が含まれているが、同社はその詳細を明らかにしていない。

#### ◆ 投資銀行事業のその他の利益はベンチャー企業投資が主体

15/11 期に投資銀行事業のその他の売上総利益が増えたのは、ベンチャー企業投資で売却益が出たことによる。ベンチャー企業投資の売却益は每期コンスタントに計上できるものではないが、同社では保有している投資先の状況からすると、中長期的なトレンドとして同売却益

は拡大していくとみている。また、後述する新規分野の投資による収益もこの項目に計上される予定であるため、当センターでも状況を注視していく方針である。

## > 業界環境と競合

### ◆ 現存する不動産ファンド会社は暴風雨を乗り越えて生き残った

不動産ファンドが日本でいつから活動を開始したのか詳細は不明であるが、業界の草分けであるケネディクスによると、99年にケネディクス(当時はケネディ・ウィルソン・ジャパン)が米コロニー・キャピタルとの共同投資で、川崎駅前のリクルート川崎テクノピアビルを約110億円で購入したのが、日本において不動産ファンドによる最初の個別のビルの取得例とされている。

01年9月には、東京証券取引所に初のJ-REITとして、日本ビルファンド投資法人(8951)とジャパンリアルエステイト投資法人(8952)が上場を果たし、日本においても不動産投信市場がスタートした。

私募ファンドとJ-REITは、高利回りの投資先を探していた国内個人投資家や国内外の機関投資家の資金を引き付け、市場規模は順調に拡大した。また、外資系投資銀行がノンリコースローンの貸付けや、CMBS(商業用不動産担保証券)の組成を積極化させ、負債面からサポートしたことも市場の拡大を促進した。

市場の拡大を受けて、私募ファンド運営会社は、競って高値での物件購入に走ったばかりか、ファンドで直接購入することが難しい物件(稼働率が低かったり、大規模修繕が必要だったりする物件)に対して借入金を調達して自己勘定で投資し、問題が解決するまで保有をずるようになり、バランスシートは急速に悪化していった。

06年半ばあたりから、米国サブプライムローン問題の広がりを契機に国内においても銀行の貸し出し姿勢が厳格化に向かうと、不動産市況も悪化に転じた。08年に入ると、日本で積極的にノンリコースローンの貸し手となっていた外資系金融機関が貸し出しの回収に転じたことで、不動産流動化事業を手掛けていた、アーバンコーポレーションなどの新興不動産会社の大量倒産が始まった。ノンリコースローンをCMBS(商業用不動産担保証券)に加工して販売することが出来なくなり、業界の資金繰りが一気にタイト化したことがその背景と言われている。

08年9月に起こったリーマンショック後は不動産ファンド運営会社の経営破綻や経営危機の発覚が相次いだ(図表4)。その中心は同社のような私募ファンドを運営する企業であったが、金融不安や信用収縮の影響は本来、破綻リスクが低いJ-REITにも及び、08年10月にはJ-REITで初めてニューシティ・レジデンス投資法人が経営破綻に至った。

【 図表 4 】 上場経験のある独立系不動産ファンド運営会社の動向

会社名	設立年	上場年月	備考
クリード	1996	2001年2月	2009年1月会社更生法の適用を申請
ダヴィンチ・ホールディングス	1998	2001年12月	2010年6月上場廃止
パシフィック・ホールディングス	1990	2001年12月	2009年3月会社更生法の適用を申請(2010年ケネディクスによる支援開始)
ケネディクス	1995	2002年2月	2008年度決算短信で継続企業の前提に対する疑義を注記(09年8月に解消)
アセット・マネジャーズ	2000	2002年11月	2008年8月にいちごトラストに買収され、2010年、いちごGHDに商号変更
セキュアード・キャピタル・ジャパン	1997	2004年2月	2011年3月に香港の投資会社を買収され上場廃止
トーセイ	1950	2004年2月	
リサ・パートナーズ	1998	2004年3月	2011年4月にNECキャピタルソリューションに買収され上場廃止
シンプルクス・インベストメント・アドバイザーズ	2002	2005年6月	2008年3月に米社連合に買収され上場廃止
ファンドクリエーショングループ	2002	2009年5月	
ファーストブラザーズ	2004	2015年2月	

(注) 色がついている企業は現時点で上場を維持している

(出所) 証券リサーチセンター作成

同社が生き残ったのは、リーマンショック当時はファンドの運用に徹して、自己勘定の不動産投資に手を出さなかったことと、ファンド運営においては、無理をして高値で物件を購入しなかったため、ノンリコースローンといえどもデフォルトを起こさなかったことが要因だと説明している。

10年以降は、国内外の株式市場の回復に伴い、不動産のエクイティ投資家の購入意欲が高まったことや、借入金の調達状況も改善したことから、不動産ファンド会社は時間を掛けて膨らみ過ぎたバランスシートの圧縮に取り組んだ結果、各社の経営環境も好転に向かった。

#### ◆ 不動産私募ファンド市場は過去3年間で縮小傾向

三井住友トラスト・ホールディングス(8309 東証一部)傘下のシンクタンクである三井住友トラスト基礎研究所の調査によると、15年6月末時点での国内不動産私募ファンドの市場規模(運用資産額)は15.1兆円と推計されている。ピークであった12年6月末の18.1兆円から3兆円減っており、不動産価格の上昇を捉えてキャピタルゲインを実現し、運用を終了したファンドが多かったようである(図表5)。

【 図表 5 】 私募ファンドとJ-REITの市場規模推移

(単位:兆円)

	04年12月	05年6月	05年12月	06年6月	06年12月	07年6月	07年12月	08年6月	08年12月	09年6月	09年12月
J-REIT	2.1	2.6	3.4	4.5	5.4	6.1	6.8	7.4	7.4	7.5	7.6
私募ファンド						10.2	14.3	17.1	17.6	17.7	16.9
国内特化型	2.2	3.3	4.4	5.5	6.1	6.7	10.0	13.7	13.6	14.0	13.8
グローバル型						3.5	4.3	3.4	4.0	3.7	3.1
合計	4.3	5.9	7.8	10.0	11.5	16.3	21.1	24.5	25.0	25.2	24.5
	10年6月	10年12月	11年6月	11年12月	12年6月	12年12月	13年6月	13年12月	14年6月	14年12月	15年6月
J-REIT	7.8	7.8	8.0	8.3	8.7	9.0	10.4	11.2	11.9	12.6	13.5
私募ファンド	16.8	17.6	17.2	17.6	18.1	17.5	16.7	16.1	15.5	15.1	15.1
国内特化型	14.9	14.7	14.7	14.8	15.8	15.3	15.0	14.9	14.4	13.4	13.5
グローバル型	1.9	2.9	2.5	2.8	2.3	2.2	1.7	1.2	1.1	1.7	1.6
合計	24.6	25.4	25.2	25.9	26.8	26.5	27.1	27.3	27.4	27.7	28.6

(注) グローバル型はグローバルファンドによる国内不動産運用資産額を示している

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所の不動産私募ファンドに関する実態調査をもとに証券リサーチセンター作成

また、同研究所によれば、クローズエンド型が依然として私募ファンド市場の大半を占めている状況ではあるものの、地銀、信用金庫、国内年金基金などの機関投資家の運用資金が流入している非上場オープンエンド型不動産投資法人(私募 REIT)の資産規模は15年3月末には約1.1兆円に達し、12年9月末の0.2兆円から急拡大している。

また、同研究所が15年1月に実施した調査によれば、アンケートに回答した不動産運用会社に関して、運用資産残高の46%が複数の投資家向けの合同運用ファンドであり、単一の投資家向けのセパレートアカウントは36%(18%は不明)となっている。また、現在運用しているファンドの平均運用期間は7.7年、平均LTVは66.0%と回答されている。

#### ◆ 私募ファンド市場における残高シェアは低い

不動産私募ファンド業界は情報開示が少ない業界であり、非上場会社を含めた形で主要会社を網羅した会社別運用資産残高などのデータは見当たらない。上場企業においては、運用資産残高などのデータは開示されているものの、基準は各社で統一されておらず、比較がしにくい状況となっている。

同社は、各決算期末時点のファンド残高と自己所有の販売用不動産残高の合計額からなる運用資産残高(AUM)のみを公表し、不動産私募ファンドの資産残高は正式には開示していない。そこで、AUMから販売用不動産残高を控除してファンドの残高を推計すると、13年11月末が1,552億円、14年11月末886億円、15年11月末565億円となっており、不動産私募ファンド市場における同社の運用残高シェアは現時点で0.4%程度と推測される。同社ではいたずらに残高のシェアを追うよりも、投資家に高いリターンを提供することが自分たちの仕事であると考えている。結果として、既存顧客は全てリピーターであり、現在、新規顧客開拓はしていない。

#### ◆ 都心の商業施設の賃料や商業地の地価は上昇傾向

同社は私募ファンド運営会社であるが、不動産の自己勘定投資も行っていることから、同社との関連が深い分野に関して不動産市場の環境をみていきたい。

同社が保有する賃貸不動産の8割弱は商業施設であるが、訪日観光客の消費拡大を背景に、都心の店舗賃料は上昇傾向にある。米不動産サービス大手のCBREの調査によると、東京・銀座中心部の表通りの路面店の想定成約賃料(月間)は15年9月末時点で3.3平方メートル当たり40万円と、10~12年のボトムから5割以上値上がりしている。海外高級ブランドの出店は意欲的で、都心の商業施設の賃料は08年の調査開始以来の最高水準に達している。

都心の商業地に関しては、施設の賃料だけではなく地価も近年、上昇している。国土交通省が公表した15年7月1日時点の東京圏の商業地の地価は前年比で2.3%上昇した。ボトムをつけた12年7月1日時点との比較では4.7%上昇しており、商業地の全国平均の基準地価が同期間で3.7%下落しているのとは好対照な結果となっている。

都心では、住宅地との比較でも商業地の値上がり率が高くなっている。東京圏の住宅地の基準地価は同期間で1.0%の上昇にとどまっており、東京圏の商業地に投資資金が特に集中していることが窺える。

#### ◆ 不動産取引も急回復したが、足元では伸び悩んでいる

みずほ信託銀行系の調査機関である都市未来総合研究所によると、上場企業やJ-REIT等が公表した14年度(14年4月～15年3月)の国内不動産取引額は5兆2,890億円となり、前年度に比べて15%増加し、07年度(5兆3,275億円)以来7年ぶりに5兆円を上回った。08年度から11年度までは1～2兆円レベルで低迷していたが、12年度以降に急回復してきた。回復をけん引したJ-REITの取得額は、10年度の5,000億円レベルから14年度には1兆8,039億円に達した。また、14年度の外国系法人<sup>注15</sup>の取得額は前年度比2.8倍となる1兆1,949億円にのぼっている。

(注15) 海外の企業、ファンド、REIT等から、日本の証券取引所に上場している(いた)企業等を除く。

都市未来総合研究所が15年11月に発表した調査によると、15年度上期に公表された国内不動産取引額は2兆898億円と、前年同期比2.5%減少した。J-REITによる取得や外国系法人による取得・売却が活発である一方、建設・不動産企業による取得やその他の企業による取得・売却が減ってきている。

活発な取引を支えているのが、金融機関の不動産業向け融資の拡大である。日銀によると、14年度の国内銀行と信用金庫による不動産業界向け融資額は12.3兆円(前年度比6%増)と不動産バブルのピークである89年度の12.1兆円を超え、過去最高を記録した。

#### ◆ 競合状況は激しいが、同社に成長余地はありとみられる

不動産ファンド運営会社は、国内財閥系、外資系、国内独立系に分類される。国内財閥系の代表例としては、三井不動産(8801 東証一部)系列の三井不動産投資顧問や、三菱地所(8802 東証一部)系列の三菱地所投資顧問が挙げられる。財閥系の特徴としては、グループの総合力であり、国内における不動産供給のパイプラインと情報網、信用力に優れていることが多いと思われる。

外資系は、リーマンショックの前と後でプレイヤーの顔ぶれが変化しているようだが、最近ではエートス・ジャパンやラサール不動産投資

顧問などが日本市場で積極的に活動しているようである。外資系の特徴は、グローバルな各種のネットワークと、膨大な資金力を持つ顧客基盤にある。

同社を含めた国内独立系は、日本市場にフォーカスして顧客ニーズに対応できる提案力や、パフォーマンス実績をアピールポイントとしているようである。

各グループは、顧客層である程度棲み分けがなされている模様だが、異なるグループに属する会社同士でも同一顧客と契約を結んでいる場合もあり、業界の競争環境は激しいものと思われる。

国内独立系の他社と事業構造を比較してみると、ケネディクスはアセットマネジメント事業(同社の投資運用事業に当たる)と不動産投資事業(同社の投資銀行事業の不動産賃貸と不動産売却に当たる)で利益のバランスが取れているのに対し、トーセイ(8923 東証一部)は不動産流動化事業(同社の投資銀行事業の不動産売却に当たる)が、いちご GHD も不動産再生事業(同社の投資銀行事業の不動産賃貸と不動産売却に相当する)が収益の柱となっている。

同社も今後、賃貸不動産投資の拡大を目指しているため、トーセイやいちご GHD のような収益構造に近づいていくと思われるが、そこに同社の成長余地が残されていると考えられる。

また、同社は独立系3社と違い、グループで J-REIT を運営していない。同社の顧客の多くは、グループの運用体制が私募ファンドに特化している点をポジティブに評価しているものと思われる。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 吉原社長が 04 年に創業

同社は、三井信託銀行(現三井住友信託銀行、三井住友トラスト・ホールディングス 8309 東証一部の子会社)、モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン(現モルガン・スタンレー・キャピタル)で不動産証券化業務に携わってきた吉原知紀氏によって 04 年 2 月に設立された。米本社の方針に沿わない物件であっても、投資してバリューアップを実現したいという吉原社長の想いが創業の動機となったようである。

04 年 11 月に三井信託銀行で社長の同僚だった堀田佳延氏(現取締役)が入社したのに続き、06 年 2 月には三井信託銀行とモルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパンで同僚であった辻野和孝氏(現取締役)も入社し、同社の経営基盤は強固なものとなった。

**◆ リーマンショック前から発揮されていた機動的な運用能力**

同社は設立当初から数十億円～数百億円規模の不動産物件を投資対象とした私募ファンドの運営に乗り出した。実際、05/11 期のファンドを通じた不動産の取得額は 1,000 億円を超えた。しかしながら、不動産市況の変調を感じた同社は、06/11 期から 08/11 期においては、取得を抑制する一方で、取得したばかりの不動産を短期での売却に踏み切った結果、08 年 9 月に発生したリーマンショック後の金融不動産市場の大混乱を浅い傷で乗り切った (06/11 期と 08/11 期はネットで売却超)。

リーマンショック前の 07/11 期あたりからは、他社が運用していた不動産私募ファンドにおいて、ローンのデフォルト等の理由により、エクイティ投資家やローンの出し手である銀行から、運用会社を同社に変更したいという要請がなされる事例が急増した。こうしたケースは業界ではレスキュー案件と呼ばれており、信用力がある大手の不動産ファンド会社などが受託先に選定された。同社も 07/11 期から 09/11 期に掛けての 3 年で合計 2,000 億円程度 (13/11 期までの累計では 3,000 億円程度) のレスキュー案件を受託しており、設立して日が浅い同社がすぐに業界内で確固たる地位を築いていたことは評価できる。

**◆ 金融商品取引法に対応して社内体制を整備**

07 年 9 月に金融商品取引法が施行されると、08 年 4 月に投資運用業の登録を行うなど、社内体制の整備を進めた。また、債権回収業務や不動産運用システムの開発を中心とした IT 業務などの周辺業務にもグループで乗り出したが、軌道に乗らなかったものは、子会社の売却や清算によって既に撤退を完了している。なお、投資運用事業に関しては、11 年に設立した FBAM に単体から事業を分離している。

**◆ 14 年以降はファンドでの不動産売却を再び積極化**

13 年から不動産市況の回復が顕著になると、同社は再びファンドでの不動産売却を積極化させたため、ファンドの資産残高は 13 年 11 月末の 1,552 億円をピークに減少傾向にある (15 年 11 月末は 565 億円)。一方で、自己勘定投資の販売用不動産残高は同期間で 69 億円から 161 億円に積み増すなど、顧客利益の最大化を目指しつつ、自社の長期的な利益成長を見据えた取り組みを強化している。

**◆ 経営理念**

同社は、投資環境の予測が難しい資産運用ビジネスの分野において、「最高のプロフェッショナルであり続ける」という経営理念のもと、「クライアントファースト」、「パフォーマンスファースト」、「コンプライアンスファースト」を行動規範としている。実際、同社は自社グループの運用資産残高の積み上げを経営目標とはせず、顧客の投資リ

ターンが最大化するタイミングで不動産を売却する方針を堅持しているため、ファンド残高は13年11月末をピークに減少傾向にある。

◆ 株主

15年11月末時点で、代表取締役社長の吉原知紀氏、取締役の堀田佳延氏、辻野和孝氏、田村幸太郎氏の4人の社内取締役と社長の資産管理会社による保有株の比率が60.7%に達している。その他の株主には、信託銀行(信託口)、金融機関が名を連ね、大株主上位10名で71.4%の株式が保有されている(図表6)。なお、同社は、株主への利益還元と機動的な資本政策の遂行を目的として、16年1月から2月にかけて216,600株(発行済株式数の3.0%)の自己株式を取得している。

【図表6】大株主の状況

株主(敬称略)	15年11月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
吉原知紀	3,658,000	50.6%	1	代表取締役社長
有限会社エーシーアイ	393,000	5.4%	2	代表取締役社長の資産管理会社
堀田佳延	250,000	3.5%	3	取締役
株式会社SBI証券	232,200	3.2%	4	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	200,200	2.8%	5	
日本証券金融株式会社	130,900	1.8%	6	
楽天証券株式会社	87,000	1.2%	7	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	79,700	1.1%	8	
辻野和孝	64,200	0.9%	9	取締役
松井証券株式会社	60,300	0.8%	10	
(大株主上位10位)	5,155,500	71.4%	-	
発行済株式総数	7,222,500	100.0%	-	

(出所) 株主総会招集通知により証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は、09/11 期以降（11/11 期までは単体のみ）が開示されている。主力の連結子会社は同社から分社化されて設立されているため、09/11 期の単体決算と 15/11 期の連結決算を用いて計算してみると、直近の 6 期の平均では、17.5%増収 91.2%経常増益と、ファンド投資案件の売却関連収益の実現を背景に大幅な利益拡大を記録した。

連結決算が初めて開示された 12/11 期と 15/11 期のセグメント別営業利益を比較すると、投資運用事業は 75 百万円から 2,191 百万円へ、投資銀行事業は 404 百万円から 1,246 百万円へと、それぞれ拡大している。投資運用事業においては、ファンド投資案件の売却関連フィーが拡大したことが主因であるが、投資銀行事業においては、セムボード投資に係る利益に加えて、自己所有不動産からの賃貸利益の増加も寄与している。

#### ◆ 15 年 11 月期は投資案件の売却関連収益の拡大により大幅増益

15/11 期は、売上高が前期比 57.5%減の 4,557 百万円、営業利益が同 26.7%増の 2,832 百万円、経常利益が同 23.4%増の 2,658 百万円、当期純利益が同 152.5%増の 1,661 百万円と、大幅増益となった(図表 7)。

【 図表 7 】 15 年 11 月期の業績

(単位：百万円)

	14/11期	15/11期	前期比	14/11期(特殊要因を除く)	前期比(特殊要因を除く)
売上高	10,723	4,557	-57.5%	5,466	-16.6%
投資運用事業	1,369	2,663	94.5%	1,369	94.5%
投資銀行事業	9,532	1,908	-80.0%	4,274	-55.4%
調整額	-178	-14		-178	
売上総利益	3,425	3,989	16.5%	2,324	71.6%
投資運用事業	995	2,585	159.8%	995	159.8%
投資銀行事業	2,430	1,403	-42.3%	1,329	5.6%
販売管理費	1,190	1,157	-2.8%	1,155	0.2%
営業利益	2,235	2,832	26.7%	1,169	142.2%
投資運用事業	892	2,191	145.7%	892	145.7%
投資銀行事業	2,024	1,246	-38.5%	959	29.9%
調整額	-681	-605		-681	
経常利益	2,153	2,658	23.4%	1,124	136.3%
当期純利益	657	1,661	152.5%	657	152.5%

(出所) ファーストブラザーズ決算短信、決算説明会資料により証券リサーチセンター作成

投資運用事業は、投資案件の売却に伴い、ディスポジションフィーやインセンティブフィーが大幅に増加したため、売上高が前期比 94.5%増、営業利益が 145.7%増となった。

投資銀行事業は、売上高が同 80.0%減、営業利益が同 38.5%減となったが、14/11 期には特殊なファイナンス手法を用いた特別目的会社(以下、「当該 SPC」)が連結の範囲に含まれており、当該 SPC に係る売上高 5,257 百万円、営業利益 1,065 百万円が計上されていたが、その利益は実質的には同社グループに帰属しないものであり、少数株主利益(非支配株主利益)として当該 SPC に係る利益 1,005 百万円の全額が控除されていた。

よって、当該 SPC の影響を除いて 15/11 期の前期比の数値を計算すると、売上高が同 55.4%減、営業利益が同 29.9%増であった。

売上高の減少は、自己勘定の不動産売却売上が大幅に減少したことが主因である。営業利益が増えたのは、14/11 期の不動産売却は利益率が低かったことで大きな減益要因とならなかったことに加え、不動産賃貸やベンチャー企業投資の利益拡大で同事業の売上総利益が増えたことや、販売管理費が減少したことによる。

当該 SPC を除いた全社ベースの数値では、売上高が同 16.6%減、売上総利益が同 71.6%増、営業利益が同 142.2%、経常利益が同 136.3%であった。

賃貸不動産(貸借対照表上の表示は販売用不動産)の残高積み増しに注力した結果(14/11 期末 3,674 百万円→15/11 期末 16,191 百万円)、借入金の残高も急増し(同 2,987 百万円→13,313 百万円)、支払利息が大幅に増加した(同 53 百万円→120 百万円)。

15/11 期の営業活動によるキャッシュフローは、14/11 期の 5,213 百万円の収入から、10,351 百万円の支出に大幅に悪化している。これは、税金等調整前当期純利益は 2,065 百万円から 2,652 百万円に増加したものの、14/11 期は残高を減らした自己勘定による賃貸不動産を、15/11 期は大幅に積み増したことにより、棚卸資産の増減額が 14/11 期の 3,266 百万円の減少から、15/11 期の 12,631 百万円の増加に転じたことが主因となった。

一方、財務活動によるキャッシュフローは、14/11 期の 2,933 百万円の支出から 15/11 期の 13,295 百万円の収入に転じている。15/11 期は、新規上場時の株式の発行による収入(2,557 百万円)に加えて、長期借入金のネット増加額(10,326 百万円)が財務活動によるキャッシュフローを大きく押し上げる要因となっている。

## ➤ 他社との比較

### ◆ 不動産ファンド運営会社や不動産流動化関連企業と比較

不動産流動化関連企業の中でも不動産ファンドを運営している上場企業を類似会社として、同社の財務指標を比較した。

比較対象企業として、ケネディクス、いちご GHD、ファンドクリエーショングループ(3266 JQS、以下、FCG)、トーセイを取り上げた(図表 8)。

【 図表 8 】 類似企業との財務指標比較

(単位：百万円)

項目	銘柄	コード	ファーストブラザーズ	ケネディクス	いちごGHD	ファンドCG	トーセイ
			3454	4321	2337	3266	8923
		直近決算期	15/11期	15/12期	15/2期	15/11期	15/11期
規模	売上高	百万円	4,557	25,997	42,705	5,383	43,006
	経常利益	百万円	2,658	9,127	7,255	459	6,040
	総資産	百万円	23,281	171,575	172,744	3,110	93,196
	不動産ファンドAUM	億円	565	11,259	1,453	163	4,218
収益性	自己資本利益率	%	29.8	12.2	13.0	23.5	12.0
	総資産経常利益率	%	17.5	4.9	5.0	17.7	6.9
	売上高営業利益率	%	62.1	38.9	19.2	9.5	16.0
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	18.4	7.4	31.1	-4.4	21.1
	経常利益 (同上)	%	-480.0	57.7	95.0	-257.7	39.6
	総資産 (同上)	%	30.8	10.8	28.1	4.8	12.6
安全性	自己資本比率	%	33.9	48.6	32.2	63.8	38.9
	ネット・デットエクイティレシオ	%	117.4	26.1	148.8	8.9	82.5
	同(除くノンリコース有利子負債)	%	107.4	-28.7	69.9	8.9	82.5

(注) トーセイは会計基準としてIFRSを採用、経常利益のかわりに税前利益を使用している。

(注) 不動産ファンドAUMは、私募ファンドとメインスポンサーとなっているJ-REIT、私募REITの合計

(注) ネットデットエクイティレシオの分子は(有利子負債ー現預金)、分母は自己資本

(出所) 各社決算短信、決算説明会資料、有価証券報告書及び届出書より証券リサーチセンター作成

(注 16) Corporate Real Estate(CRE)とは、企業が保有する不動産であり、その活用、運用に関してアドバイスしたり、管理を受託したりする不動産会社が増えている。

各社を比較すると、規模においては、FCGを除くと、同社は他社よりもだいぶ小ぶりである。不動産ファンドの受託残高や総資産残高が売上高や経常利益にも影響を与えているためである。FCG以外の各社が公表している不動産ファンドの受託残高には、同社グループでは運営していないJ-REITや、私募REIT、CRE<sup>注16</sup>の受託残高が含まれているが、その分を除外しても、同社の受託残高はケネディクス(3,653億円)やトーセイ(3,006億円)に比べ小規模であることには変わりはない(いちごGHDは215億円)。

一方、収益性に関しては優れた数値を有している。特に、売上高営業利益率と自己資本利益率に関しては他社の水準を大きく上回っている。これは、同社が自社のバランスシートで不動産をあまり保有せずに、ファンドの運営者としてのポジションに軸足を置いていたためであるが、こうした同社の経営姿勢がリーマンショック時に同社が大きな傷を受けずに生き残った背景となっており、同社を分析する上での重要なポイントであると当センターでは考えている。

成長性に関しては、同社が手掛けていない事業も他社が兼営しているものの、事業毎に比較することが困難であるため、全社ベースの過去3年の平均成長率を見てみると、経常利益では同社とFCGが黒字転換し、他の3社も大幅増益と、業界全体で利益が急拡大しており、優劣がつけにくい状況となっている。

売上高の成長率ではバラつきが生じているが、前述のように、棚卸資産に計上している不動産売却の有無や金額の増減で売上高の数値が大きく変動するため、各社の成長性をみる上ではあまり参考にならないと判断している。

総資産においては、不動産の自己勘定投資の拡大が賃貸利益や将来のキャピタルゲインの増加につながる可能性があるため、成長性をみる指標の一つにはなる。同社の総資産の成長率はいちご GHD を上回り、比較対象会社の中で最も高くなっている。同社が賃貸不動産投資を本格化させたのは 15/11 期からであるが、上場時に公募増資による資金調達を実施したのに加え、他社に比べてバランスシートがスリムであった分、同社を評価した金融機関が積極的に融資に応じたことが総資産の拡大を可能にした。今後も金融機関との良好な関係を維持することが同社の成長性の鍵を握っていると言えよう。

安全性に関しては、不動産会社であることを重視したことから、自己資本比率とネットデットエクイティレシオを財務指標として選択した。なお、ネットデットエクイティレシオについては、有利子負債からノンリコースローンなどのノンリコースの有利子負債と現金及び預金を控除した数値を分子に、自己資本を分母に用いて算出した数値も併記している。ノンリコースの有利子負債の返済原資はその融資対象となっている不動産に係るキャッシュフローの範囲内に限定されるため、企業自体の有利子負債への依存の分析に当たっては、ノンリコースの有利子負債の影響を除外すべきと判断したためである。

自己勘定での不動産の所有に積極的ではない FCG を除くと、自己資本比率には大きな違いはないが、ネットデットエクイティレシオをみると、ノンリコースローンを含めた数値ではあまり差はつかないが、ノンリコースの有利子負債を控除した数値では、ケネディクスやいちご GHD に比べて、同社の数値が見劣りする形となっている点には注意が必要であろう。

よって、同社は安全性では注意を要する点の一部が見られるものの、収益性、成長性の観点では比較対象企業よりも魅力的な財務指標を有していると評価できる。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

##### ◆ 企業理念と行動規範の実践が知的資本の源泉

同社の最大の特徴は、業界が瀕死の状態に喘いでいたリーマンショック期においても、経営危機に陥ることなく、不動産ファンドビジネスを継続していた点にあると当センターでは考えている。同社には特別なことをしたという認識はなく、ファンドの顧客に良好な運用成績を提供するために、パフォーマンスの悪化を招くような高値での物件の取得に動かず、保有物件のバリュアアップに向けた努力を続けていたことや、不動産ファンドの運営に徹し、自己勘定での不動産投資は抑制していたことが、経営破綻した同業他社との違いとして挙げている。

「最高のプロフェッショナルであり続けるという」という企業理念のもと、クライアントファースト、パフォーマンスファースト、コンプライアンスファーストという行動規範の実践が同社の成功につながったと思われる。

結果として、同社はファンド顧客ばかりではなく、不動産の売却先や仲介業者などとも長期的かつ良好な関係を構築しているようであり、同社の業界における存在感は、現時点のファンド残高だけでみるよりももっと大きなものであると当センターでは考えている。こうしたことから、同社の場合、お題目になりがちな、企業理念と行動規範の実践が知的資本の源泉となっていると言えよう。

【 図表 9 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・不動産私募ファンドの顧客基盤	・国内外の有力機関投資家顧客数	非開示
	ブランド	・リーマンショックを浅い傷で乗り越えた堅実な経営姿勢への不動産投資家からの信頼感 ・不動産取引の確実性に対する仲介業者や取引相手からの高い評価		
	事業パートナー	・不動産ファンドや自己勘定投資における借入金の調達先	・取引金融機関数	非開示
		・不動産取引の仲介業者	・利用仲介業者数	非開示
		・不動産物件のプロパティマネジメント業者	・利用プロパティマネジメント業者数	非開示
・滞在型複合施設事業者アクアイクニスとの開発案件での協調関係				
組織資本	プロセス	・物件価格を分けることでファンド事業と自己勘定投資の利益相反を回避 ・今後の新規組成ファンドには原則として全てにセიმボート投資を実施する意向	・自己勘定投資を行う物件における取得価格の上限 ・セიმボート投資残高	おおよそ30億円 410百万円
	知的財産	・顧客のニーズに対応した不動産ファンドの組成や物件のバリュアアップを行った実績		
	ノウハウ	・様々なタイプの商業施設への投資や運営に対するノウハウを蓄積		
人的資本	経営陣	・不動産ファンド業界で豊富な経験、ノウハウを持つマネジメントチーム ・社内取締役による高い経営へのコミットメント	・社内取締役と社長の資産管理会社の保有株数	4,385,200株(60.7%)
	従業員	・金融及び不動産分野において高い専門性を有する若手社員による組織構成	・平均年齢(単体)	32.0歳

(注) 開示データは 15/11 期末、KPI 数値のカッコ内は発行済み株式数に対する比率

(出所) ファーストブラザーズ株主総会招集通知、決算説明会資料、ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の事業は不動産ファンドの運営を中心とした不動産金融サービス提供であり、会社資料等において環境対応への具体的な取り組みなどについての言及は確認できない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、企業理念の中でコンプライアンスファーストという行動規範を定めて、コンプライアンスの強化に取り組み、社会の信頼に応えることを宣言している。また、同社は、金融機関とその社員が中心となって毎年開催され、社会的意義のある活動に取り組む団体などにイベント収益金を寄付している FIT チャリティランに参加している。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役 5 名 (うち、社外取締役 1 名) で構成されている。

社外取締役の渡辺達郎氏は、公益財団法人金融情報システムセンターの理事長を兼務しているが、大蔵省 (現 財務省)、金融庁証券取引等監視委員会事務局長、日本証券業協会副会長等の金融行政・業界の要職を歴任し、金融分野における幅広い経験・知識と組織運営の実績を有している。

監査役会は、監査役 (全て社外監査役) 3 名で構成される。土田猛氏は、警視庁、野村證券等を経て、13 年に同社常勤監査役に就任している。2 名の非常勤監査役のうち、齋藤剛氏は、国税局及び税務署での勤務経験を持つ税理士であり、臼井丈氏は司法書士である。

株主総会招集通知よれば、15/11 期に開催された 30 回の取締役会において、渡辺取締役と臼井監査役は 29 回、土田監査役と齋藤監査役は全 30 回出席し、17 回開催された監査役会に関しては全監査役が全てに出席しており、経営監視体制は機能しているものと思われる。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 優秀な人材の確保と流出の防止

同社が顧客に提供する投資サービスは、高度な専門知識や豊富な業務経験などを有する役職員の存在が必須である。同社グループには、弁護士、公認会計士、不動産鑑定士、一級建築士などのプロフェッショナルが多数在籍している。一方、不動産ファンド業界は、人材の流動性が高い業界であり、優秀な人材の確保と流出の防止が重要な課題となっている。

同社では、従業員のモチベーションを高めるような人事制度や働きやすい職場環境の整備に取り組んでいる。しかし、同業界の有力人材は社外のネットワークを構築している場合が多く、同社が業界内で魅力的な存在であり続けることが課題の対応には必要であろう。

#### ◆ 不動産市況に左右されにくい収益体制の構築

同社の収益は、ディスポジションフィーやインセンティブフィー、自己勘定の不動産売却益からなるキャピタルゲイン関連収益の多寡によって変動しやすい構造にあるが、これはファンドであれ自己勘定投資であれ、不動産の売買市況の好不調の影響を受けるためである。

同社では、賃貸不動産投資から得られる賃料収入の売上総利益構成比を上げることでよってこの課題に対応しようとしているが、賃料水準自体も売買市況の影響を受けてある程度は変動するため、課題の抜本的な解決策にはならないと思われる。同社では再生可能エネルギー関連事業への投融資などの不動産投資以外の新規分野への取り組みを開始しているが、現状では全社収益に対する影響は軽微と考えられ、課題の解決には時間を要すると考えられる。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 3つの対象への投資拡大で成長を目指す

同社は今後の成長戦略として、賃貸不動産、セიმボート投資、新規分野という3つの対象への投資拡大を掲げている。

15/11 期末に取得価額ベースで157億円である賃貸用不動産の残高に関しては、年間の100億円以上の純増を確保しつつ、年間の取得額の3割程度の金額を目安に、物件をバリューアップしつつ売却していく方針であると説明している。

15/11 期末の出資額が4.1億円であるセिमボート投資に関しても、今後は原則として新規組成するファンドに対して同社も共同投資を行うことで残高拡大を目指し、ファンドの運用終了時にキャピタルゲインの獲得を狙うとしている。また、同社は金融・不動産分野で培ってきた強みが活かせる新規分野の案件への投資を進めることで、収益源の多様化と拡大に加えて、リスクの分散を図りたいとしている。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内外の機関投資家である不動産ファンドの顧客や、不動産の取引先、仲介業者等からの信頼</li> <li>・不動産証券化ビジネスにおける豊かな経験と専門性を有する経営陣と従業員</li> <li>・リーマンショックを浅い傷で乗り切った実績と優れたトラックレコード(運用成績)</li> <li>・商業施設分野における不動産投資の目利きやバリューアップの実績</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・社長の経営力、業務執行に対する高い依存</li> <li>・グローバルプレイヤーに比べて、顧客開拓や事業展開が限定されている</li> <li>・上場が同業他社よりも遅かったことによる相対的な資金調達力や財務力の弱さ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・自己勘定投資の拡大による不動産賃貸事業の成長余地の大きさ</li> <li>・開発案件や再生可能エネルギー関連など新規分野からの収益拡大</li> <li>・セიმボート投資の積極化によるファンド運用ビジネスから得られる利益の増大</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産価格や賃料が下落したり、空室率が上昇したりすると、業績が悪化する可能性があること</li> <li>・金融環境が悪化すると、借入金利が上昇したり、借入が困難になったりする可能性があること</li> <li>・首都圏において巨大地震などの大災害が発生した場合、同社の業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性があること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 賃貸不動産投資の拡大戦略は順調に進捗しよう

同社の賃貸不動産への投資は、15/11 期から本格的に始まったが、四半期毎の残高純増額をみても、第一四半期 25 億円、第二四半期 25 億円、第三四半期 15 億円、第四四半期 56 億円と着実に積みあがっている点や、投資対象が数億円から 30 億円程度と、市場流通量が豊富なサイズの物件である点などから、よほど金融環境が悪化しない限り、取得はスムーズに進むと思われる。

売却時のキャピタルゲインは不動産市況にも左右されるため、同社が想定する利益率を確保できるかについてはリスクもあろうが、過去の実績を考慮すれば、物件のバリューアップによる収益寄与は期待できるため、不動産市況が多少悪化した場合でもある程度の売却益は確保できると考えられる。

#### ◆ セიმボート投資の積極化戦略は大型ファンドの新規組成次第

同社は過去 2 期において、運用する私募ファンドの残高を大きく減らしており、16/11 期においても既存ファンドの運用終了が見込まれている中でセिमボート投資を増やすことは困難と思われるかもしれない。しかしながら、過去においては資金の制約があったため、同社がセिमボート投資を行っているファンドは現在運用している全ファンドのうち金額ベースで 14%に過ぎず、今後、新規で 200 億円程度の大型ファンドを組成できれば、現状と同じ LTV83%、出資比率 20%で同社がセिमボート投資を実行するとして（同社出資額約 7 億

円)、現在の 4.1 億円から残高を増やせる可能性は十分にあると思われる。

◆ 新規分野の評価には時間を要する

同社は金融・不動産分野で培ってきた強みが活かせる案件への投資を進めることで、収益源の多様化と拡大に加えて、リスクの分散を図りたいとしている。具体的な取り組みとしては、滞在型複合施設の開発運営会社である株式会社アクアイグニス<sup>注17</sup>との共同事業として、三重県多気町(開業予定 19 年)と静岡県小山町(同 18 年)で新規施設の開発と運営に参画することを発表している。

(注 17) 三重県菟野町の湯の山温泉で、癒しと食の総合リゾートをコンセプトとした複合施設を運営。

開発段階で自己勘定投資として少額の出資を行い、キャピタルゲインを狙うと共に、アセットマネジメント業務を請け負って、長期的なオペレーションからの収益獲得も目指しているようであるが、アクアイグニス社は非上場企業であるため情報が少なく、現段階では当案件を評価することは困難である。

また、木質バイオマス発電燃料である木質ペレットの製造を予定している BPC 福島株式会社が 15 年 8 月に実施した第三者割当増資(出資額 105 万円)を引き受け、連結子会社化した(別途、130 百万円の融資を実施)。同社が建設中の工場は 16 年年末ごろに本格稼働の見通しであるが、事業計画の詳細は明らかになっておらず、こちらも評価するには時期尚早である。

確かなことは、現時点で投融資を実施した案件の金額はいずれも小規模であるため、仮に案件が失敗したとしても、同社にとっては大きな負担にはならないということである。しかしながら、一つ一つの案件は小規模でも、新しい案件に次々と取り組む可能性もあるため、当センターでは対象案件の広がりや個々の事業の進捗状況を注意深くフォローしていくつもりである。

> 今後の業績見通し

◆ 同社は 16 年 11 月期において 173.9%増収 7.8%営業増益を計画  
16/11 期の会社計画は、売上高 12,482 百万円(前期比 173.9%増)、営業利益 3,052 百万円(同 7.8%増)、経常利益 2,778 百万円(同 4.5%増)、当期純利益 1,681 百万円(同 1.2%増)を見込んでいる(図表 11)。

同社の今期計画は、販売管理費の増加(15/11 期 1,157 百万円→16/11 期予想 1,301 百万円)を売上総利益の拡大(同 3,989 百万円→4,354 百万円)で補う形で営業増益を達成する見通しとなっている。セグメント別では、売却関連フィーが大きく減少する投資運用事業の売上総利益の減少(同 2,585 百万円→1,023 百万円)を、不動産賃貸利益と

不動産売却利益が大きく増える投資銀行事業の売上総利益の急増(1,403百万円→3,330百万円)でカバーしている。

売上高が大幅に増加する見通しであるのは、自己所有の賃貸不動産に関して、160～170億円程度の新規取得を進める一方で、取得価額ベースで60～70億円の売却を前提としているためである。当センターでは、同社が投資銀行事業の売上総利益のうち、20億円程度を不動産売却で見込んでいるものとみている。

なお、同社は15年12月に売却した港区のオフィスビル(販売用不動産)に関して、投資期間が1年1カ月と短かったが、投資回収率が4.2倍であったことを決算説明会資料で明らかにしている。具体的な売却益や売却額については不明であるが、不動産売却益が大きく増える今期計画に対して順調なスタートを切ったようである。

賃貸不動産残高の拡大に伴って長期借入金も増えることを見込まれていることから、支払利息と金融機関への支払手数料の増加を主因に営業外収支も悪化を想定している(同▲174百万円→▲274百万円)。

なお、当期純利益の伸びが1.2%と、経常利益(4.5%増)に比べて低く想定されているのは、特別損失や少数株主利益の計上が計画されているためではなく、15/11期に繰延税金資産の計上により実態よりも押し下げられていた見かけ上の税率がやや上昇すると見込んでいることによる。

#### ◆ 同社は20年11月期に売上総利益100億円の達成を目指す

同社は、今後の成長戦略として、以下の3点を挙げている。

- 1) グループが組成するファンドへのセიმボート投資
- 2) 安定収益源となる賃貸不動産への投資
- 3) 既存事業のプラットフォームや強みを活用した新規分野への投資

同社はこうした取り組みにより、15/11期に40億円であった売上総利益について、5年後の20/11期には100億円に乗せたいとしている。サービス別の詳細な利益計画は開示されていないが、現在からの増益額(60億円)は、賃貸用不動産の賃貸利益と売却益、セიმボート投資の利益の増加と、現状ではほとんど利益が出ていない不動産以外の投資活動からの利益の拡大でほぼ半々ずつ見込んでいる模様である。

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想**

当センターでは、同社の 16/11 期業績を、売上高 12,501 百万円（前期比 174.3%増）、営業利益 3,137 百万円（同 10.8%増）、経常利益 2,836 百万円（同 6.7%増）、当期純利益 1,730 百万円（同 4.2%増）と予想する（図表 11）。

セグメント別では、投資運用事業は、売上高 1,082 百万円（前期比 59.4%減）、営業利益 651 百万円（同 70.3%減）と見込んだ。私募ファンドの残高に関しては、新規組成、解約がいずれも 200 億円となり、期末残高は 15/11 期比横ばいの 565 億円を想定している。期末ベースでは同じ金額でも、16/11 期の期中平残は減少するため、アセットマネジメントフィーの減少が見込まれるほか、15/11 期よりも解約額が少なくなる分、インセンティブフィーやディスポジションフィーも落ち込むと予想され、収益の大幅減少は避けられないと考えた。

投資銀行事業については、売上高 11,450 百万円（前期比 500.0%増）、営業利益 3,116 百万円（同 150.0%増）と見込んだ。賃貸不動産（販売用不動産）に関しては、売却（売上原価ベース）7,000 百万円、購入 15,808 百万円で、期末残高は 15/11 期比 8,808 百万円増の 25,000 百万円を想定している。売上総利益としては、不動産賃貸 1,047 百万円（前期比 107.3%増）、不動産売却 2,000 百万円（前期は 0 百万円）などを見込んでいる。日銀によるマイナス金利政策導入により、金融機関による不動産向け融資はより積極化すると想定され、不動産の取得、売却とも同社の計画前提（購入 160～170 億円、売却 60～70 億円）で残高 100 億円の純増）から大きな乖離は起こらないと考えた。

17/11 期と 18/11 期については、投資運用事業においては、同社の基本方針に変化はないと考え、私募ファンドの新規組成、解約、残高は 16/11 期と同金額を見込んでいる。レスキュー案件の運用終了が進むに従い、アセットマネジメントフィーの平均料率が上昇すると想定し、同事業の売上高と営業利益に関しては小幅な増加を予想している。

投資銀行事業においては、賃貸不動産に関しては、17/11 期が売却（売上原価ベース）7,200 百万円、購入 16,200 百万円、18/11 期が同じく 8,000 百万円、17,000 百万円と想定した。売上総利益としては、17/11 期が不動産賃貸 1,499 百万円、不動産売却 1,800 百万円、18/11 期が同じく 1,957 百万円、1,800 百万円など見込み、事業全体として増収増益が続くと予想した。

なお、同社が成長戦略で掲げているセიმボート投資に関しては、今後、投資残高が拡大すると見込んでいるが、物件の売却時期は不透明であるため、今期以降の投資分については利益予想には織り込んでい

いない。また、新規分野に関しては、投資時期や金額、収益構造などについての情報開示が不足しており、今後の投資や業績に関しては予想には全く織り込んでいない。

【 図表 11 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書)

(単位：百万円)

	14/11期	15/11期	16/11期CE	16/11期E	17/11期E	18/11期E
<b>損益計算書</b>						
売上高	10,723	4,557	12,482	12,501	13,480	15,458
前期比	225.2%	-57.5%	173.9%	174.3%	7.8%	14.7%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
投資運用事業	1,369	2,663		1,082	1,124	1,166
投資銀行事業	9,532	1,908		11,450	12,400	14,350
調整額	-178	-14		-31	-44	-57
営業利益	2,235	2,832	3,052	3,137	3,302	3,778
前期比	2455.3%	26.7%	7.8%	10.8%	5.3%	14.4%
営業利益率	20.8%	62.1%		25.1%	24.5%	24.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
投資運用事業	892	2,192		651	676	700
投資銀行事業	2,024	1,246		3,116	3,281	3,758
調整額	-681	-605		-630	-655	-680
経常利益	2,153	2,658	2,778	2,836	2,885	3,241
前期比	-4411.6%	23.4%	4.5%	6.7%	1.7%	12.4%
経常利益率	20.1%	58.3%		22.7%	21.4%	21.0%
当期純利益	657	1,661	1,681	1,730	1,820	2,045
前期比	-358.6%	152.5%	1.2%	4.2%	5.2%	12.4%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	14/11期	15/11期	16/11期CE	16/11期E	17/11期E	18/11期E
<b>貸借対照表</b>						
現預金	1,305	4,040		4,990	6,101	7,617
信託預金	201	574		574	574	574
販売用不動産	3,674	16,191		25,000	34,000	43,000
営業貸付金	350	453		453	453	453
営業投資有価証券	416	694		544	394	194
その他	272	749		749	749	749
貸倒引当金	-146	-147		-147	-147	-147
流動資産	6,074	22,555		32,164	42,125	52,441
有形固定資産	42	180		176	163	151
無形固定資産	3	3		4	4	4
投資その他の資産	975	541		1,381	2,221	3,061
固定資産	1,020	725		1,561	2,389	3,217
資産合計	7,095	23,281		33,726	44,514	55,658
1年内返済予定の長期借入金	81	352		622	872	1,092
未払法人税等	315	734		829	798	896
その他	329	472		472	472	472
流動負債	726	1,559		1,924	2,143	2,461
長期借入金	2,905	12,961		21,500	30,250	39,030
その他	217	859		859	859	859
固定負債	3,122	13,821		22,360	31,110	39,890
純資産合計	3,246	7,900		9,441	11,261	13,306
(自己資本)	3,246	7,900		9,441	11,261	13,306
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
<b>キャッシュフロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	2,065	2,652		2,836	2,884	3,240
減価償却費	49	125		300	429	550
棚卸資産の増減額 (ーは増加)	3,266	-12,631		-8,808	-9,000	-9,000
営業投資有価証券の増減額 (ーは増加)	275	-293		150	150	200
関係会社匿名組合出資金の増減額 (ーは増加)	-392	483		-840	-840	-840
その他	-50	-95		590	490	370
法人税等の支払額	0	-592		-1,011	-1,095	-1,097
営業活動によるキャッシュフロー	5,213	-10,351		-6,782	-6,981	-6,576
有形固定資産の取得による支出	-2	-147		-5	-5	-5
無形固定資産の取得による支出	-2	-1		-2	-2	-2
その他	13	-61		0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	8	-210		-7	-7	-7
長期借入金の純増減額 (ーは減少)	-1,637	10,326		7,927	8,100	8,100
株式発行による収入	0	2,557		0	0	0
自己株式の取得による支出	0	0		-188	0	0
その他	-1,295	411		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-2,933	13,295		7,739	8,100	8,100
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	2,289	2,734		949	1,111	1,515
現金及び現金同等物の期首残高	319	1,305		4,040	4,990	6,101
連結の範囲の変更に伴う現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	-1,302	0		0	0	0
現金及び現金同等物の期末残高	1,305	4,040		4,990	6,101	7,617

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 当面の営業キャッシュフローは大幅な赤字となる公算が大きい

同社は向こう数年間にわたって、賃貸不動産への積極投資を計画しており、その年間純増目標額を 100 億円以上とする方針を示している。十分な賃貸収入が見込まれる物件を低い価格で仕入れていることや、バリューアップが上手くいった賃貸不動産の一部はタイミングをみて売却するなど柔軟な運用方針を持っていること、ファイナンスも長期低利の資金で実施していることなどから、見かけほどは心配することはないと当センターでは判断しているが、営業キャッシュフローの大幅な赤字が当面続くとみられることは株式投資をする上で注意が必要な点である。

また、将来、不動産価格の高騰などにより、同社の目線に合った高利回りの物件の取得が困難になった場合には、同社は追加投資を中止する一方、価格下落リスクが高い物件を一斉に売却し、資産の圧縮と借入金の返済に舵を切るとみられる。その際の営業キャッシュフローは一気に大幅なプラスへと変わり、一見すると営業キャッシュフローの変動が極めて大きくなるとみられるが、そのような変動は長期的には避けられないものである点を投資家は認識しておく必要がある。

### ◆ 当面は配当が見送られる公算が大きい

同社は、利益配分について、業績に応じ年 1 回の期末配当を継続的に行うことを基本方針としているが、成長過程にあるため、内部留保の充実を図り、なお一層の業容拡大を目指すことを優先し、11 年 11 月期以降は無配を続けている。

配当を実施する条件となる利益水準や財務指標は公表されておらず、積極的な自己勘定投資が当面続くと見込まれることから、しばらくは配当の実施を見送る公算が大きいと予想される。

### ◆ 日銀のマイナス金利政策が不動産価格を押し上げる可能性

日銀が 2 月 16 日から開始したマイナス金利政策は、運用資産において賃貸不動産の相対的な魅力を高める方向に働くが、同社にとってはプラスマイナスの両面を持つと当センターでは考えている。

プラス面としては、ファンドや自己勘定で既に保有している賃貸不動産の売却価格が上昇し、当面のキャピタルゲインとその関連収入の増加につながる点が挙げられる。半面、今後、取得を予定している物件については、当面の取得価格の上昇が将来のキャピタルゲインとその関連収入の減少を招いたり、取得が計画通り進まなかったりするリスクが増すと考えられる。

◆ **国内金融機関の収益悪化が自己投資の拡大を阻害する可能性**

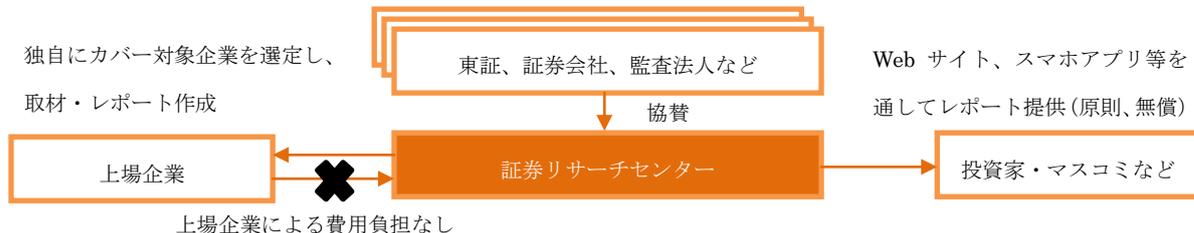
同社は現在、自己勘定不動産投資に関して、特定の金融機関の収益悪化に伴う貸し渋りに備えて、複数の国内金融機関から融資を受けることでリスク分散を図っている。しかしながら、景気の悪化や金融市場の混乱などのマクロ要因を理由として国内金融機関の収益環境が悪化するケースでは、国内金融機関が全体的に融資姿勢を厳格化する可能性が高く、その場合は、同社の自己勘定投資の成長にブレーキがかかる懸念がある。

◆ **海外の金融市場の混乱が国内不動産業の株価に波及する可能性**

同社は現在、国内不動産を対象に国内金融機関からの借入金を主体としてファンドや自己勘定による投資を行っているため、一見すると海外市場の影響は受けにくそうである。しかしながら、国内の不動産市場には海外からのエクイティへの投資資金が相当量入っているため、海外において金融市場の混乱が起こった際は、海外投資家による日本の不動産の売却や売却への懸念から、同社を含めた国内不動産セクターの株価が大幅に下落する可能性には十分な注意が必要と思われる。

### 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



### ■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

### 本レポートの特徴

#### 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

#### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

#### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

#### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

### 本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。