

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

アップデート・レポート
2016年8月12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 20160809

ファーストブラザーズ (3454 東証マザーズ)

発行日:2016/8/12

独立系不動産私募ファンド運営会社

ファンド運営ビジネスから自己勘定による賃貸不動産投資ビジネスへの移行が進む

> 要旨

◆ 不動産の投資運用事業と自己勘定投資等の投資銀行事業を兼営

・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リーサービス(投資銀行事業)を手掛けている不動産会社である。

◆ 16年11月期上期決算は176%増収24%営業減益

・16/11期第2四半期累計期間の業績は、176.1%増収、24.1%営業減益であった。賃貸不動産の売却が急増したため、売上高は大幅増となったものの、投資運用事業においてファンド投資案件の売却に関連する手数料がほとんど計上出来なかったことから、大幅減益を余儀なくされた。

◆ 16年11月期の会社計画は174%増収8%営業増益を維持

・16/11期について173.9%増収、7.8%営業増益としている計画を、同社は据え置いた。投資運用事業の落ち込みを、投資銀行事業の拡大でカバーするというセグメント別の予想に関しても修正はない。

・証券リサーチセンターは、ベンチャー企業への投融資に係る売上高や費用を中心に従来予想を見直し、売上高12,501百万円→12,376百万円(前期比171.6%増)、営業利益3,137百万円→3,126百万円(同10.4%増)に修正する。

◆ ファンド運営から賃貸不動産の自己勘定投資へ収益の柱が移行

・同社はファンド向け不動産物件の市況が高値圏にあるとの認識から、ファンドでは物件売却を進める一方で、取得時の競合が少ない、概ね30億円未満の賃貸不動産の自己勘定投資を積極化させており、収益構造も大きく変化している。

・中期的な経営戦略の3つの柱の中で、賃貸不動産投資の拡大は順調に進捗しているものの、セイムボート投資(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、ベンチャー企業投資などの新規分野の投資については課題を抱えており、今後の取り組みを注視したい。

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

【主要指標】

	2016/8/5
株価(円)	1,262
発行済株式数(株)	7,222,500
時価総額(百万円)	9,115

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	5.2	5.1	4.9
PBR(倍)	1.2	0.9	0.8
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.4	-1.4	-23.3
対TOPIX(%)	1.9	6.3	-7.9

【株価チャート】



【3454 ファーストブラザーズ 業種:不動産業】

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	238.6	—	0.0
2016/11 E	12,376	171.6	3,126	10.4	2,822	6.2	1,725	3.9	246.2	1,330.7	0.0
2017/11 E	12,828	3.7	3,284	5.1	2,883	2.2	1,819	5.5	259.7	1,590.4	0.0
2018/11 E	16,004	24.8	3,585	9.2	3,074	—	1,940	6.6	276.9	1,867.3	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/15

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。

> 事業内容

(注 1) 私募ファンドとは特定または少数の機関投資家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 REIT が代表例である。

◆ 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^{※1}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 の波に呑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。

15/11 期において、売上構成比 (外部顧客売上高) で 58.1%、営業利益構成比 (調整額控除前) で 63.8%に達する投資運用事業が同社の中核をなしているものの、事業毎の売上高、営業利益の変動が激しく、構成比の数値は安定していない。同社は、市場や業界の環境変化に対応して柔軟にビジネスの構造を変えていく方針を採っており、今後も事業別の構成比は大きく変化する可能性が高いと推察される (図表 1)。

【図表 1】事業別売上高・営業利益

(単位: 百万円)

		13/11期	14/11期	15/11期
売上高		3,297	10,723	4,557
	うち投資運用事業	960	1,191	2,648
	構成比	29.1%	11.1%	58.1%
	うち投資銀行事業	2,337	9,532	1,908
	構成比	70.9%	88.9%	41.9%
営業利益		87	2,235	2,832
	うち投資運用事業	325	892	2,191
	構成比	63.1%	30.6%	63.8%
	うち投資銀行事業	189	2,024	1,246
	構成比	36.9%	69.4%	36.2%
	調整額	-427	-681	-605

(注) 各事業の売上高は外部顧客への売上高、各事業の営業利益の構成比は調整額控除前

(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

同社の売上高は、投資銀行事業に計上される自己勘定投資の不動産売却の有無やその額の増減により大きく変動する。また、その売上総利

(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。

益率は他のビジネスよりも大幅に低いことから、同社では売上高や利益率よりも売上総利益の水準を重視する経営方針を採っており、中期経営計画でも、20/11 期に売上総利益 100 億円を目標に掲げている。

◆ 投資運用事業は不動産ファンドの運用手数料を得るビジネス

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^{注2}を対象とするものとなっている。

主な収益源は、ファンドで購入する不動産物件の取得時に受け取るアキュイジションフィー、運用期間中に受け取るアセットマネジメントフィー、物件の売却時に受け取るディスポジションフィー、売却額が一定の額を上回った際に受け取るインセンティブフィーである。売上原価がほとんど生じない高採算のフィー(手数料)ビジネスである。

同社は、各決算期末時点において、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単独での資産残高は継続的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 億円と減少傾向で推移している模様である。

同社は、上場した時からは四半期毎に、物件の取得価格(税抜)によって算出した運用ファンドの AUM 総額を開示している。直近では、15 年 11 月末の 570 億円から 16 年 5 月末には 445 億円(新規取得 0 億円、売却 125 億円)に減少した。

売上高や売上総利益の詳細な内訳は公表されておらず、売上総利益の内訳として、ファンド関連フィーとその他が開示されている。証券リサーチセンター(以下、当センター)では、不動産私募ファンドの残高や、ファンド関連フィーの推移から、14/11 期までは、アセットマネジメントフィーとアキュイジションフィーの売上構成比が高かったが、15/11 期はディスポジションフィーとインセンティブフィーからなる売却関連フィーの比率が高かったと推測している。

◆ 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が、その中心をなすのはセიმボート投資と自己勘定投資(不動産投資、その他の投資)である。

① セイムポート投資 (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、同社グループが自己資金によりセイムポート投資 (顧客との共同投資) の形でエクイティの拠出等によるファイナンスを行っている。セイムポート投資は「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。

② セイムポ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、自己資金を用いて事業再生投資、債権投資、ベンチャー企業への投融資等を行い、キャピタルゲインやインカムゲインを獲得する。

15/11 期の投資銀行事業の売上総利益は、不動産賃貸 (505 百万円、同事業における構成比 36.0%)、不動産売却 (計上なし)、セイムポート投資利益 (673 百万円、同 48.0%) によって構成される不動産の自己勘定投資に関連する収益と、ベンチャー企業投融資などのその他収益 (225 百万円、同 16.0%) に分類される (図表 2)。

【図表 2】 投資銀行事業の売上総利益の内訳

(単位: 百万円)

	14/11期		15/11期	
		構成比		構成比
売上総利益	1,329	100.0%	1,403	100.0%
不動産賃貸	153	11.5%	505	36.0%
不動産売却	73	5.5%	—	0.0%
セイムポート投資利益	1,040	78.4%	673	48.0%
その他	61	4.6%	225	16.0%

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

(出所) ファーストブラザーズ決算説明会資料により証券リサーチセンター作成

◆ 投資銀行事業が今後の利益成長の鍵に

同社は今後、キャピタルゲイン獲得を主目的として運用する不動産私募ファンドの規模を縮小させる一方、賃貸不動産を中心とした自己勘

定投資を積極化する方針を明らかにしている。賃貸不動産の投資活動においては、コンスタントにポートフォリオ入れ替えのための売却を行いながら、残高の積み上げを図るとしており、売上総利益の内訳としては、投資銀行事業、なかでも不動産賃貸と不動産売却が利益成長のけん引役になると想定される。

> 決算概要

◆ 16 年 11 月期上期は 176.1%増収 24.1%営業減益

16/11 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）は、売上高 8,454 百万円（前期同期比 176.1%増）、営業利益 1,727 百万円（同 24.1%減）、経常利益 1,537 百万円（同 29.9%減）、四半期純利益 853 百万円（同 31.1%減）となった（図表 3）。

【図表 3】16 年 11 月期上期実績

（単位：百万円）

	15/11期			16/11期			
	上期	下期	通期	上期	前期比	差引下期計画	前期比
売上高	3,061	1,495	4,557	8,454	176.1%	4,027	169.3%
うち投資運用事業	2,157	505	2,663	150	-93.0%	—	—
うち投資銀行事業	916	991	1,908	8,358	812.0%	—	—
調整額	-12	-2	-14	-54	—	—	—
売上総利益	2,836	1,153	3,989	2,435	-14.1%	1,918	66.4%
うち投資運用事業	2,097	488	2,585	84	-96.0%	939	92.4%
うち投資銀行事業	738	665	1,403	2,350	218.4%	980	47.4%
販売費及び一般管理費	560	597	1,157	707	26.3%	593	-0.6%
営業利益	2,276	555	2,832	1,727	-24.1%	1,324	138.2%
うち投資運用事業	1,934	257	2,191	-15	—	—	—
うち投資銀行事業	641	604	1,246	2,052	219.9%	—	—
調整額	-300	-305	-605	-308	—	—	—
経常利益	2,192	465	2,658	1,537	-29.9%	1,240	166.4%
当期（四半期）純利益	1,237	423	1,661	853	-31.1%	827	95.5%

（注）セグメント別売上高は投資運用事業における内部取引加算後の数値

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

賃貸不動産の売却が急増したことから売上高は大幅増加となったものの、売上総利益率が高い投資運用事業の落ち込みが大きかったことから売上総利益は前年同期比 14.1%減少した。加えて、従業員の増員（15 年 11 月末 49 名→16 年 5 月末 57 名）による人件費の増加（前年同期比 18 百万円増）や支払手数料・報酬等の増加（同 44 百万円増）、貸倒引当金繰入額の計上（67 百万円、前年同期は 1 百万円）などにより、販売費及び一般管理費（以下、販管費）は同 26.3%増えたため、営業減益を余儀なくされた。

◆ 投資運用事業の営業損益は赤字転落

事業別にみると、投資運用事業は、売上高が 150 百万円（前年同期比 93.0%減、セグメント間の内部取引加算後）、営業損失が 15 百万円（前年同期は営業利益 1,934 百万円）と、営業損益が赤字に転落した。

投資運用事業の売上総利益は、前年同期の 2,097 百万円から 84 百万円へと 2,013 百万円減少した。インセンティブフィーとディスポジションフィーによって構成されるファンド投資案件の売却に関連する手数料収入が 1,865 百万円縮小し、大幅減益の主因となった。

ファンドの投資対象としている 30 億円以上の投資不動産については、同社が適正と考える価格を上回って取引相場が形成されていたため、16/11 期上期はファンドの新規設立を行なわなかった。その結果、売却による 125 億円の減少により、16 年 5 月末のファンド残高は 445 億円となった。

◆ 投資銀行事業は 812.0%増収 219.9%営業増益

一方、投資銀行事業は、売上高が 8,358 百万円（前年同期比 812.0%増）、営業利益が 2,052 百万円（同 219.9%増）と急拡大をみせた。

同事業の売上高については、不動産売却収入を 7,131 百万円（前年同期はなし）計上しており、不動産売却を除く売上高は 1,227 百万円と前年同期比 311 百万円の増加にとどまった。

売上総利益は、15/11 期上期の 738 百万円から 2,350 百万円に急増した。内訳としては、セიმボート投資利益が 3.5 億円から 2.7 億円に減少したほか、その他が 2.0 億円の利益から 0.6 億円の損失に転じたものの、不動産売却が実績なしから 16.9 億円の損失に、不動産賃貸が 1.7 億円から 4.4 億円に、それぞれ増加した。

不動産売却の売上総利益率は 23.8%に達し、同社の計画を上回る採算を確保した模様である。13/11 期や 14/11 期の不動産売却の売上総利益率は 10%を下回っていたが、不動産市況が好転したことや同社のバリュアップ策が成果を挙げたことから採算が改善した。

不動産賃貸に関しては、保有残高が 15 年 5 月末の 86 億円から、15 年 11 月末 157 億円、16 年 5 月末 224 億円（16/11 期上期の新規取得 119 億円、売却物件の取得簿価 52 億円）と順調に拡大したことや、賃貸不動産の稼働率が 15 年 11 月の 92.8%から 16 年 5 月の 95.5%に上昇したことなどが寄与した。

同社は、17/11 期までに賃貸不動産による安定収益（減価償却後の売上総利益）によって固定費である販管費（貸倒引当金繰入額など特殊要因を除くベース）をフルカバーする方針を示していたが、15 年 11 月に 50%だった販管費カバー率（月間）が、16 年 5 月に 99%に達し、前倒しで目標をほぼクリアした。

セイムボード投資利益は前年同期比で減少したものの、セイムボード投資の売却額 0.9 億円（エクイティ出資額ベース）に対して、利益は 2.7 億円計上されており、セイムボード投資を行っていたファンドのパフォーマンスは良好であったと判断できる。

16/11 期上期の投資運用事業のインセンティブフィーは少なかったとみられるが、パフォーマンスがインセンティブフィーを受け取る条件をクリアできなかったファンドもあったことや、セイムボード出資を行ったファンドにおいてインセンティブフィーを受け取らない契約になっていたことがその要因ではないかと当センターでは推測している。

投資銀行事業のその他の売上総利益は、ベンチャー企業への投融資に係る売却益や利息収入が中心となっている。16/11 期上期はほとんど売却益が計上出来なかったことに加え、投資先であるバイオベンチャーのジナリス社及びその子会社であるジナリスオミックス社の破産手続の開始に伴い、その投資額の全額に対して評価損を計上したため、その他の売上総利益が損失となった。

◆ 借入金増加に伴い営業外収支も悪化

自己勘定による賃貸不動産への投資拡大に伴い、借入金残高も増加したため、支払利息が前年同期に比べて 32 百万円増加したほか、前年同期にはほとんど発生しなかったローン組成手数料などの支払手数料が同 99 百万円増えたため、営業外収支は前年同期の 83 百万円の赤字から 190 百万円の赤字に悪化した。

◆ 積極的な賃貸不動産投資が目立つ

貸借対照表をみると、流動資産の販売用不動産（売却も視野に入れているため、賃貸用不動産であるが販売用不動産として流動資産に計上されている）が、15 年 11 月末の 161 億円から 230 億円に増加したのが最も大きな資産側の変動となっている。

賃貸不動産の残高を年 100 億円以上積み上げることが同社の経営戦略の柱となっており、順調な出足と言える。決算説明会資料によると、賃貸不動産の含み益は 15 年 11 月末の 41 億円から 16 年 5 月末には

63 億円に拡大しており、今後も保有不動産を売却した際には、相応の売却益の計上が見込まれる。

一方、賃貸不動産投資の拡大を主因に借入金残高も 15 年 11 月末の 133 億円から 16 年 5 月末には 209 億円に増加した。ネット D/E レシオは、15 年 11 月末の 1.2 倍から 16 年 5 月末には 2.0 倍に上昇した。ただし、賃貸不動産の取得に伴う借入金の平均金利は 15 年 11 月末の 1.23%から 16 年 5 月末には 0.90%に低下しており、利払い負担は計画よりも少なく済んでいる模様である。

また、賃貸不動産の自己勘定投資に伴う借入金について、同社では短期のノンリコースローンではなく、期間 10 年以上のコーポレートローンで調達をしている。平均年限は 15 年 11 月末の 26 年から 16 年 5 月末に 22 年にやや短期化した、引き続き超長期の年限を維持している。

賃貸不動産の所在地別内訳は、16 年 5 月末で首都圏が 89.2%、大阪、名古屋、福岡などその他主要都市が 10.8%であった。仙台の物件売却や首都圏での積極購入があり、15 年 11 月末に比べ首都圏の比率が 10%ポイント近く上昇している。

16 年 5 月末の用途別では、商業施設 56.0%、オフィス 44.0%となっており、15 年 11 月末には 20%程度だったオフィスの比率が急上昇している。なお、同社が保有している商業施設の多くは、訪日外国人をターゲットとしておらず、海外観光客の消費減速の影響は軽微である。

結果的に、NOI 利回りが高かった地方都市の物件や商業施設の比率が低下し、同利回りがやや低い首都圏のオフィスの比率が上昇したため、ポートフォリオの平均 NOI 利回りは、15 年 11 月末の 7.4%から 16 年 5 月末には 6.5%に低下した。

◆ その他の固定負債は賃貸不動産の拡大と共に増加しよう

その他の固定負債の残高は、15 年 11 月末の 8.5 億円から 16 年 5 月末には 12.1 億円に増加した。これは、長期預り金（賃貸不動産のテナントから預かる敷金）が増えたためである。

賃貸不動産残高の急拡大に伴い、同社の営業キャッシュフローは大幅な赤字が続く見通しであるが、長期預り金の増加により、その程度はわずかながら軽くなると想定される。

◆ 拡大を目指すセイムポート投資は縮小傾向が継続

成長戦略の中で拡大を目指しているセイムポート投資の残高について

ては、0.9 億円分を売却したことに伴い、15 年 11 月末の 4.1 億円から 16 年 5 月末には 3.2 億円に縮小した。同社は、新たにファンドを設立する際には積極的に共同投資を行う方針を公表しているものの、「パフォーマンスファースト」を標榜する同社の目線に合う価格で 30 億円以上の大型物件を購入するのは困難な情勢とみられ、ファンドの新規設立自体が止まっている。

◆ ベンチャー企業など新規分野への投資は課題が残る

もう一つの中期的な成長戦略の柱である新規分野への投資残高については、16/11 期上期に投資その他の資産に計上されている関係会社株式を合計 7.2 億円取得したが、投資先の具体的な内容や出口戦略は明らかにされていない。

一方、過去に投資や融資をしていた案件では、ジナリスグループに対する投融資に係る損失計上が公表された。当センターでは、今回新たに約 0.7 億円の貸倒引当金が計上されたジナリスグループ向けを除いた営業貸付金約 3.9 億円に対しても、15 年 11 月末時点で約 1.5 億円の貸倒引当金が計上されている点などにも注意すべきと考えている。

同社のベンチャー企業への投資に係る損益は投資銀行事業のその他の売上総利益の中に計上されており、その金額は、14/11 期約 0.6 億円、15/11 期約 2.3 億円、16/11 期上期約マイナス 0.6 億円と推移したが、販管費に計上される営業貸付金に対する貸倒引当金繰入額は、14/11 期に約 1.5 億円、16/11 期上期に約 0.7 億円発生しており、この期間のベンチャー企業の投融資を中心とする同事業のその他部門に対する簡易損益(その他部門の売上総利益から貸倒引当金の繰入額を控除したもの)は約 0.1 億円に過ぎず、販管費負担を考慮すれば実質は赤字と推測される。

同社は、ベンチャー企業への投融資に関しては、1 案件当たりの投資額を少額に抑制し、リスク分散を心掛けているとしているが、この分野では今のところリスクに見合ったリターンを獲得できておらず、課題が残る状況と言えよう。

> 業績見通し

◆ ファーストブラザーズの 16 年 11 月期予想

16/11 期について同社は、期初計画を据え置き、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 4)。

セグメント別計画は売上総利益について開示されている。投資運用事業が 1,023 百万円(前期比 60.4%減)、投資銀行事業が 3,330 百万円(同 137.3%増)としており、予想に変更はなかった。

投資運用事業については、ファンドで保有する物件の売却を進めるものの、前期の売却関連報酬が高水準だったため、大幅減益の計画となっている。

【 図表 4 】 過去の実績と 16 年 11 月期の会社計画

(単位: 百万円)

	14/11期	14/11期(特殊要因を除く)	15/11期	16/11期CE	前期比
売上高	10,723	5,466	4,557	12,482	173.9%
うち投資運用事業	1,369	1,369	2,663	—	—
うち投資銀行事業	9,532	4,274	1,908	—	—
調整額	-178	-178	-14	—	—
売上総利益	3,425	2,324	3,989	4,354	9.1%
うち投資運用事業	995	995	2,585	1,023	-60.4%
うち投資銀行事業	2,430	1,329	1,403	3,330	137.3%
販売費及び一般管理費	1,190	1,155	1,157	1,301	12.4%
営業利益	2,235	1,169	2,832	3,052	7.8%
うち投資運用事業	892	892	2,191	—	—
うち投資銀行事業	2,024	959	1,246	—	—
調整額	-681	-681	-605	—	—
経常利益	2,153	1,124	2,658	2,778	4.5%
当期純利益	657	657	1,661	1,681	1.2%

(注) CE: 会社予想、14/11 期の特殊要因とは、実質的には同社グループに帰属しない特別目的会社に係る売上高や売上総利益、販売費及び一般管理費、営業利益、経常利益が連結業績に含まれていたことを指す。

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

一方、投資銀行事業については、自己勘定による賃貸不動産に関し、取得価額ベースで 60~70 億円の物件を売却してキャピタルゲインを確保しつつ、残高を 100 億円以上積み上げることで賃貸収入の増加を見込み、大幅増益を予想している。

賃貸不動産残高の拡大に伴って長期借入金も増えると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(15/11 期 174 百万円の赤字→16/11 期 274 百万円の赤字)。

なお、ジナリスグループ関連の損失は計画に含まれていなかったものの、賃貸不動産の売却益などでカバー可能と判断したものとみられる。

◆ 証券リサーチセンターの 16 年 11 月期予想

当センターは予想を見直した結果、16/11 期の従来予想(売上高 12,501 百万円、営業利益 3,137 百万円、経常利益 2,836 百万円、純利益 1,730

百万円)を、売上高 12,376 百万円、営業利益 3,126 百万円、経常利益 2,822 百万円、純利益 1,725 百万円に変更した。なお、前期比では、174.3%増収、10.8%営業増益から、171.6%増収、10.4%営業増益へと修正した(図表 5)。

【図表 5】中期業績予想

(単位: 百万円)

	15/11期	16/11期CE	旧16/11期E	16/11期E	旧17/11期E	17/11期E	旧18/11期E	18/11期E
売上高	4,557	12,482	12,501	12,376	13,480	12,828	15,458	16,004
前期比	-57.5%	173.9%	174.3%	171.6%	7.8%	3.7%	14.7%	24.8%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
うち投資運用事業	2,663	-	1,082	1,151	1,124	1,110	1,166	879
うち投資銀行事業	1,908	-	11,450	11,345	12,400	11,898	14,350	15,367
調整額	-14	-	-31	-120	-44	-180	-57	-242
営業利益	2,832	3,052	3,137	3,126	3,302	3,284	3,778	3,585
前期比	26.7%	7.8%	10.8%	10.4%	5.3%	5.1%	14.4%	9.2%
営業利益率	62.1%	24.5%	25.1%	25.3%	24.5%	25.6%	24.4%	22.4%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
うち投資運用事業	2,192	-	651	821	676	720	700	427
うち投資銀行事業	1,246	-	3,116	2,935	3,281	3,219	3,758	3,838
調整額	-605	-	-630	-630	-655	-655	-680	-680
経常利益	2,658	2,778	2,836	2,822	2,885	2,883	3,241	3,074
前期比	23.4%	4.5%	6.7%	6.2%	1.7%	2.2%	12.4%	6.6%
経常利益率	58.3%	22.3%	22.7%	22.8%	21.4%	22.5%	21.0%	19.2%
当期純利益	1,661	1,681	1,730	1,725	1,820	1,819	2,045	1,940
前期比	152.5%	1.2%	4.2%	3.9%	5.2%	5.5%	12.4%	6.6%

(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決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

主な修正点は、以下の通りである。

(1) 売上高

投資運用事業に関しては、16/11 期上期にファンドの新規設立がなかったことから、通期でも設立がないと前提を変更し、アセットマネジメントフィーを中心に外部顧客への売上高の予想を 20 百万円引き下げたが、16/11 期上期に想定以上の伸びをみせたセグメント間の内部売上高に関しては、通期予想を 89 百万円引き上げた。結果として、投資運用事業の売上高は 69 百万円の増額となった。

私募ファンドに関しては、前回 200 億円と見込んでいた新規組成を 0 に変更したものの、解約予想は 200 億円を据え置き、

16/11 期末残高は 370 億円(取得価格ベース)に引き下げた。

投資銀行事業に関しては、想定よりも 16/11 期上期の売上総利益が減少していた、ベンチャー企業投資などのその他の売上高について、予想を引き下げたことを主因に、105 百万円減額した。

(2) 営業利益

投資運用事業に関しては、16/11 期上期の外部顧客への売上高を減額したものの、販管費も想定以上に減少していたことから、営業利益は前回予想を 170 百万円増額した。

投資銀行事業に関しては、売上高の減額に加え、貸倒引当金繰入額の計上などから販管費が想定以上に増える見通しとなったため、181 百万円引き下げた。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターでは中期見通しについても、前回予想を見直した(図表 5)。

17/11 期は、売上高を 652 百万円、営業利益を 18 百万円引き下げた。

投資運用事業については、私募ファンド新規組成の想定額を前回の 200 億円から 0 に引き下げる一方、解約は 200 億円を継続し、17/11 期末残高は 170 億円(取得価格ベース)に変更して予想を見直した。

アセットマネジメントフィーを中心に外部顧客への売上高を前回予想の 1,080 百万円から 930 百万円に 150 百万円引き下げたものの、セグメント間の内部売上高を 136 百万円引き上げた結果、同事業全体の売上高は 14 百万円の減額となった。

同事業の営業利益に関しては、販管費の減額を反映して 44 百万円の増額となったが、外部顧客への売上高が前期比 101 百万円減少するため、同 101 百万円の減益を予想した。

投資銀行事業については、ベンチャー企業への投融資に係る収益を減額した一方、人件費などの販管費を増額し、売上高を 502 百万円、営業利益を 62 百万円引き下げた。

18/11 期は、売上高を 546 百万円引き上げ、営業利益も 193 百万円引き下げた。

投資運用事業については、私募ファンドの新規組成 0(前回予想は 200

億円)、解約 170 億円 (前回予想は 200 億円)、18/11 期末残高 0 を前提に、売上高を 287 百万円、営業利益を 273 百万円減額した。

投資銀行事業については、17/11 期と比較するとセიმボート投資の売却益がなくなるものの、自己勘定投資の不動産による賃貸収入と売却益の増加で補い、619 百万円の営業増益を予想している。前回予想比では、セიმボート投資利益とベンチャー企業への投融資に係る利益を減額した一方、不動産賃貸収入と同売却益を増額し、売上高を 1,017 百万円、営業利益を 80 百万円引き上げた。

同社は、不動産市場が調整局面を迎え、目線に合ったところまで物件価格が下がれば、積極的にファンドを設立したいとしている。当センターでは予想対象期間において現在の金融環境に大きな変化はないと考えており、不動産市況は高値圏での安定的な推移が続き、同社はファンドを設立しないと想定した。

不動産市況が相当の規模で下落した場合は、ファンドの新規設立が再開され、投資運用事業ではアキュジションフィーやアセットマネジメントフィーの増加が見込まれるものの、ファンドでの物件売却の抑制によってディスポジションフィーやインセンティブフィーは減少する可能性が高いほか、投資銀行事業では不動産売却益が減少すると見込まれるため、同社の業績は当センターの予想を下回る可能性もあろう。しかしながら、長期的な観点からは、投資運用事業の収益基盤を再構築することに繋がるため、一時的な収益の落ち込みに対して過度に悲観的になる必要はないと考えている。

> 投資に際しての留意点

◆ 収益源の多様化の遅れが株価評価に悪影響を与える可能性

当センターでは、16 年 2 月に発行したレポートで、1) 当面の営業キャッシュフローが大幅な赤字となる可能性、2) 当面の配当が見送られる可能性、3) 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、4) 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、5) 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を投資に際しての留意点に挙げていた。

16/11 期に入って、不動産私募ファンドの新規設立は止まっており、当センターではファンドの残高が 18/11 期中に 0 になると想定している。このままファンドの設立が行われないと、セიმボート投資利益と投資運用事業の売上総利益はいずれ計上出来なくなるものの、自己勘定による賃貸不動産の残高は順調に積み上がっているため、その賃貸収入と売却益によって、会社全体としては増収増益を維持できると当センターでは予想している。

一方、同社は中期的な成長戦略としてセიმボート投資やベンチャー企業投資等の新規分野への投資の拡大も目指しており、こうした中期的な収益源の多様化につながる施策に関しても、当センターはその動向に注目していた。

顧客に対する運用成果を重視し、ファンドの設立のタイミングを慎重に判断している同社の姿勢を当センターでは評価しているものの、結果としてセიმボート投資の残高は下げ止まらず、投資運用事業の収益が先細りとなる中で、ベンチャー企業への投融資など新規分野への投資もまだ成果を生んでいない点は、従来以上に重要性が増した対処すべき課題となっている。

当センターでは、ファンド運営ビジネスから自己勘定による賃貸不動産投資ビジネスへと急速に移行している同社のフレキシビリティを評価しているものの、課題の解消に向けた戦略が軌道に乗らなければ、自己勘定による賃貸不動産のインカムゲインとキャピタルゲインに対する収益依存度が更に上昇し、そのことが同社株のバリュエーション（株価評価）に対して悪影響を与える可能性があるため、今回、投資に際しての留意点に加えることにした。

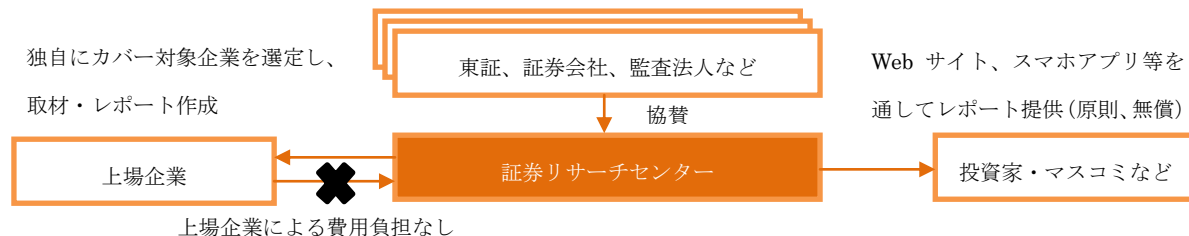
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ファーストブラザーズ (3454 東証マザーズ)

発行日:2016/8/12

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

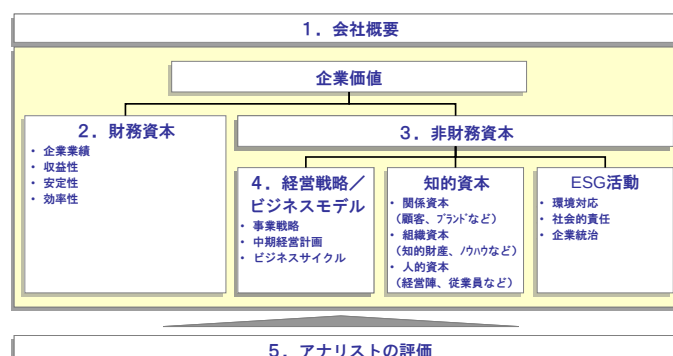
本レポートの構成

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。