

|| 企業調査レポート ||

ファーストブラザーズ

3454 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 2 月 9 日 (金)

執筆：客員アナリスト

角田秀夫

FISCO Ltd. Analyst **Hideo Kakuta**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 事業概要	03
3. 収益構造	05
4. 強み	06
5. 資金調達	06
■ 業績動向	07
1. 2017年11月期通期業績（連結）の概況	07
2. セグメント別の業績動向	07
3. 2018年11月期連結業績の見通し	08
■ 中期展望	10
■ 株主還元	11
■ 情報セキュリティ対策	11

■ 要約

独立系の不動産投資運用会社。首都圏商業・オフィス物件を中心に ポートフォリオ拡大。2018 年 11 月期は、期ずれ案件を含め 売却待機中案件多く大幅増収増益の見込み

ファーストブラザーズ <3454> は 2004 年 2 月創業の独立系不動産投資運用会社。2015 年 2 月に東証マザーズに上場、2016 年 10 月には東証 1 部への市場変更を達成し、2016 年 11 月期から DOE2% を目安に配当を開始した。代表取締役社長の吉原知紀（よしはらともき）氏を始めキーマンに旧三井信託銀行（株）の出身者が多い。不動産私募基金の運用会社としてスタートしたが、足元では自己勘定投資に軸足を移して、順調に資産規模を拡大している。

2014 年頃から積極化した自己勘定投資は主として中小規模（10 億円前後）の商業ビル、オフィスビルを対象とする。2017 年 11 月期末の自己勘定投資の残高は取得価格ベースで 28,050 百万円（前期末比 2,941 百万円増）と拡大。こうした中小規模物件はストックや流通量が膨大で、所有者は不動産のプロではない個人富裕層や事業会社などが多いため大型物件と異なり潜在的価値が高い物件を取得できる。安定収益の賃料収入の拡大を図りつつ、バリューアップ後、適宜、物件入替により売却益を実現させていくのが同社の勝ちパターンだ。物件の所在地は首都圏に集中しており（100%）、用途としては商業（56.2%）とオフィス（33.4%）が主な対象である。

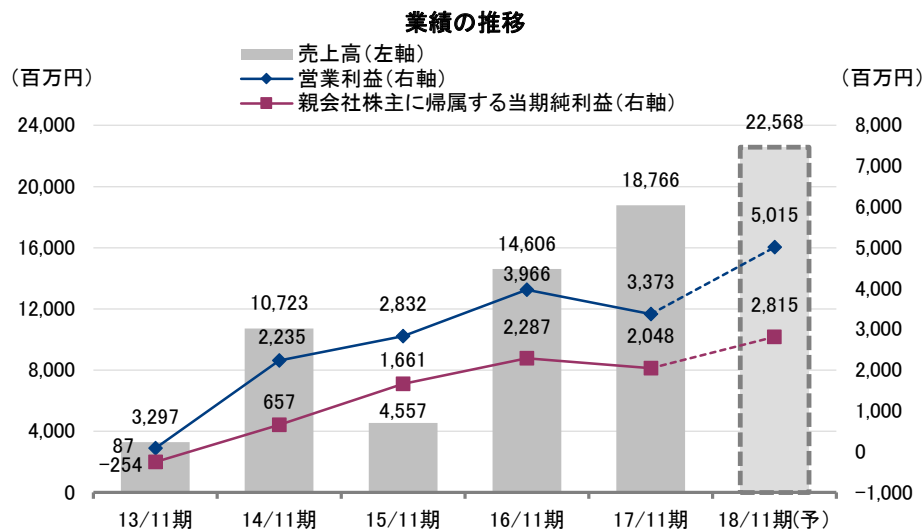
2017 年 11 月期の連結決算は、売上高 18,766 百万円（前期比 28.5% 増）、売上総利益 4,720 百万円（同 9.9% 減）、営業利益 3,373 百万円（同 15.0% 減）、経常利益 3,060 百万円（同 16.4% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,048 百万円（同 10.4% 減）と増収減益となった。投資銀行事業において賃貸不動産ポートフォリオを拡充し収益が増加したことに加え、一部の物件を売却したことにより大幅増収となった。一方で投資運用事業においてファンドの受託資産が減少したことや、投資銀行事業において売却予定物件の期ずれが発生したことが減益の主な要因となった。

2018 年 11 月期会社業績は、売上高 22,568 百万円（前期比 20.3% 増）、売上総利益 6,538 百万円（同 38.5% 増）、営業利益 5,015 百万円（同 48.7% 増）、経常利益 4,458 百万円（同 45.7% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,815 百万円（同 37.4% 増）と大幅な増収増益を予想する。前期同様に投資銀行事業を中心に展開する計画。投資銀行事業で売上総利益が大幅に伸びる要因としては、バリューアップが完了した売却待機中の物件が多いことや、2017 年 11 月期に売却を予定していた案件の期ずれ分がある。足元の売却環境は引き続き良好であり、市場の流動性に変化はないと予想する。販管費は 1,523 百万円（前期比 13.1% 増）と抑え目の見込み。営業利益以下の各利益は 40% 前後の大幅増を予想する。

同社は、配当による継続的な株主還元を方針としている。配当金は DOE の 2% を目安とする。2017 年 9 月には 1:2 の株式分割を行い流動性も向上した。2017 年 11 月期の株式分割後配当は 15 円（普通配当は 2.5 円増配）。2018 年 11 月期の配当予想は 18 円（3 円増配）である。ROE が 19.1% と高いため株主資本の積み上がりは速く、中期的に比較的高い増配が期待できるだろう。

Key Points

- ・独立系の不動産投資運用会社。首都圏商業・オフィス物件を中心にポートフォリオ拡大
- ・“目利き力”と“バリューアップ力”が強みのプロ集団
- ・2018年11月期は、期ずれ案件を含め売却待機中案件多く大幅増収増益の見込み
- ・2018年11月期は配当18円(増配)を予想



出所：決算短信、目論見書よりフィスコ作成

■ 会社概要

**独立系の不動産投資運用会社。
 首都圏商業・オフィス物件を中心にポートフォリオ拡大**

1. 沿革

独立系の不動産投資運用会社。不動産私募ファンドのアセットマネジメント(以下、AM)会社としてスタートしたが、2014年頃から自己勘定投資を本格的に推進し、現在では主力事業となっている。

ファーストブラザーズ | 2018年2月9日(金)
 3454 東証1部 | <https://www.firstbrothers.com/ir/>

会社概要

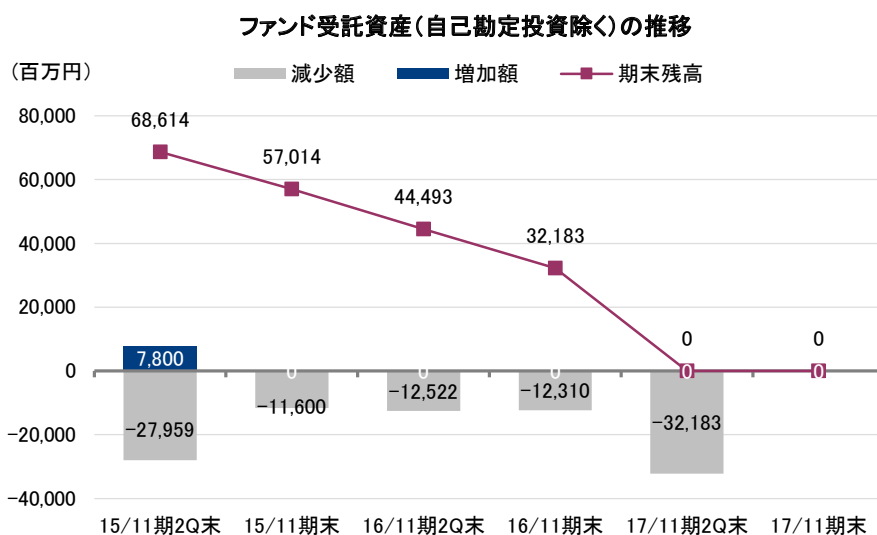
代表取締役社長の吉原知紀氏は旧三井信託銀行、モルガンスタンレーを経て2004年2月に同社を設立。辻野和孝（つじのかずたか）取締役も旧三井信託銀行、モルガンスタンレー出身で、不動産鑑定会社を経て、2006年2月に同社に合流している。自己勘定投資を担う100%子会社のファーストブラザーズキャピタル（株）の鹿野太一（かのたいち）代表取締役社長、堀田佳延（ほったよしのぶ）取締役も旧三井信託銀行出身であり、キーマンには旧三井信託銀行出身が多い。また、取締役には、不動産証券化法務の第一人者であり牛島総合法律事務所パートナー弁護士の前田幸太郎（たむらこうたろう）氏も名を連ねる。2015年2月に東証マザーズ上場。2016年10月に東証1部に市場変更した。

2. 事業概要

(1) 投資運用事業

同社は“クライアントファースト”の行動規範のもと、顧客の満足を第一に考える投資運用サービスを行っており、最も利益の出るタイミングにおいて投資案件の売買を行うため、不動産売買市況の変動等に合わせ受託資産残高も大きく変動する。現状、同社ファンドが取得対象としてきた大型物件（50億円超）は、取得競争が激しく、過熱感の高い取引環境にある。リーマンショック時にも痛手を受けることなく成長を続ける同社は、“無理して買わない”というスタンスが徹底されたプロフェッショナル集団である。

ファンドの受託資産残高は2017年11月期末で0百万円（前期末比32,183百万円減）である。不動産市況が高値圏にあるとの認識から物件売却を推進してきた一方で、過熱した不動産市況のもと、投資目線に合う案件の取得がなかった結果である。ただし、顧客投資家の待機資金は潤沢であり、マーケットに波乱があれば、機動的にファンドを組成し、物件を取得することは可能であり、投資対象となる案件の発掘活動は引き続き行っている。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

会社概要

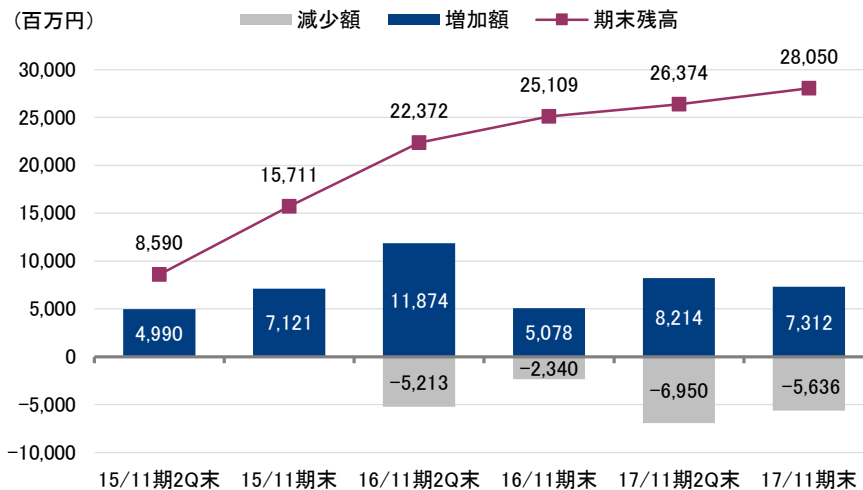
(2) 投資銀行事業

自己勘定投資が中心である。同社が組成したファンドへのセイムポート投資、PE投資(債権投資、事業再生投資、ベンチャー企業投資)、再生可能エネルギー関連投資や、M&Aにかかる助言などのアドバイザー業務も展開している。

不動産の自己勘定投資を本格的に開始したのは2014年から。2015年2月のIPOにより手取り資金約30億円を得て潤沢になった手元資金と良好な資金調達環境を背景にした借入により自己勘定投資を加速している。安定収益である賃料収入の拡大を主な目的とし、中長期保有を前提とするが、バリューアップ後に適宜入替を行うため固定資産とはせずすべて販売用不動産に計上している。一般的に販売用不動産は減価償却を行わないが、同社は財務健全性を維持するため減価償却を行う保守的な会計処理を採用している。

私募ファンドとの利益相反を避けるため、投資対象はファンドの投資クライテリアから外れる物件とし、10億円前後の中小規模の賃貸不動産が多い。10億円前後の物件はストック、流通量が多く投資機会が豊富である。取得先は個人の資産家など不動産のプロでないことも多く、そういった物件は、その不動産が本来持つ実力を十分に発揮できていないため NOI 利回りの改善余地が大きい。

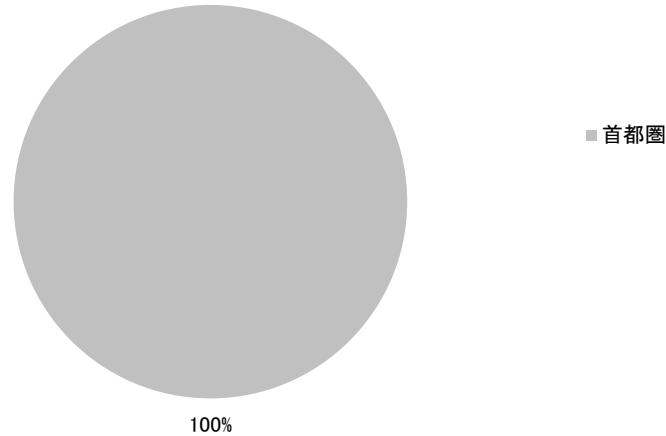
2017年11月期末の不動産の自己勘定投資残高は、取得価格ベースで28,050百万円(前期末比2,941百万円増)。所在地別の内訳は、首都圏100%であり、テナント需要が底堅いエリアに特化している。アセットタイプ別(複合ビルは主要用途で分類)の内訳は、商業56.2%、オフィス33.4%、住居5.5%、ホテル4.8%と、商業とオフィスで約9割を占める。安定稼働時の想定NOI利回りは6.1%。外部鑑定によると含み益は5,309百万円である。

自己勘定投資資産の推移


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

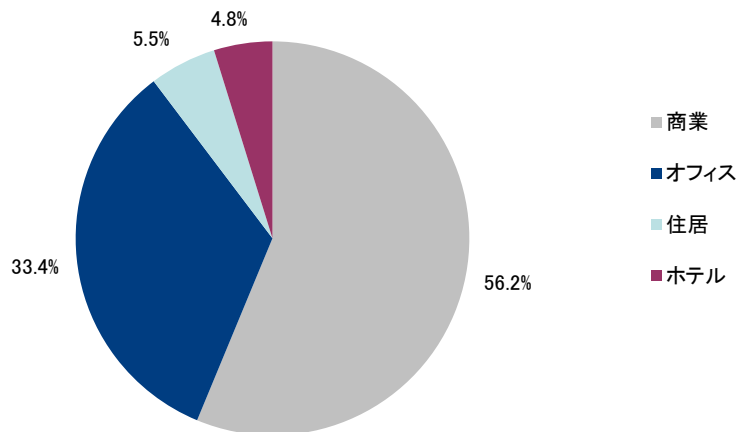
会社概要

賃貸不動産ポートフォリオ(所在地別)



注：2017年11月期末時点、取得価格ベースの残高内訳
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

賃貸不動産ポートフォリオ(用途別)



注：2017年11月期末時点、取得価格ベースの残高内訳
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

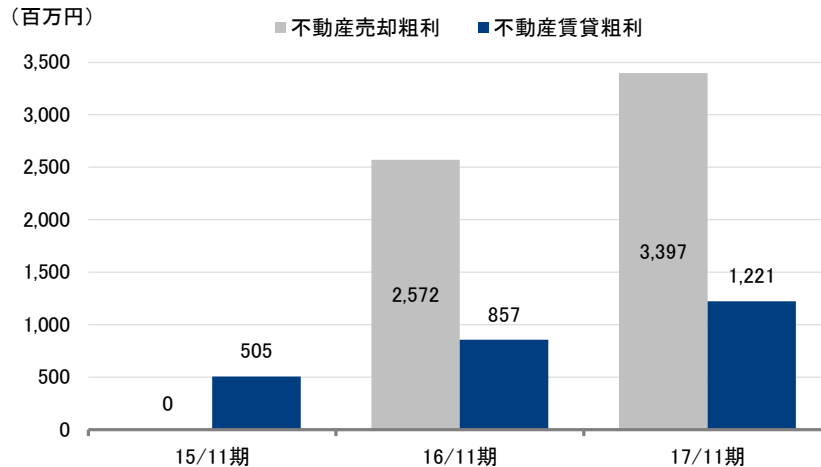
3. 収益構造

投資銀行事業の収益の中心は、自己勘定投資物件から得られる賃料収入と物件売却時のキャピタルゲインである。

投資銀行事業の不動産の自己勘定投資は物件の賃貸原価や売却原価があるため売上総利益率が相対的に低く、また、物件売却の有無、売却価格によって売上高は大きく変動する。このため同社では、業績評価の指標として売上総利益（粗利）を重視している。不動産賃貸粗利は過去3年間堅調に増加、不動産売却粗利は過去2年に大きな収益を生んでいる。

会社概要

不動産売却粗利、不動産賃貸粗利の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

“目利き力”と“バリューアップ力”が強みのプロ集団

4. 強み

同社の強みは国内の不動産証券化の黎明期から信託銀行や外資系 AM 会社などで当該分野に関わってきた専門性が高く、経験、人脈の豊富なプロフェッショナルが多いことだ。2017年11月期末時点の連結役員数は56名（前期末比6名増）。弁護士、公認会計士、不動産鑑定士、一級建築士、不動産証券化マスターなどの有資格者が多数所属している。具体的には、有望な物件を冷静に見極める“目利き力”、豊富な経験によって培われる“バリューアップ力”が同社プロフェッショナルの特長となっている。比較的人材の流動性の高い不動産業界だが、コアとなる人材の定着率は高いと言う。

5. 資金調達

リーマンショック前後に多くの不動産会社がリファイナンスをできずに破綻に追い込まれたことからわかるように不動産会社にとって資金調達は生命線である。コーポレートローンはずべて自己勘定投資の不動産に紐付いており、物件の事情に合わせて適切な条件で調達している。現在の調達先には、メガバンクのほか、地銀や信金も含まれる。自己勘定投資における LTV※は2017年11月期末時点で84.7%。

※ Loan to Value：不動産の物件価値に対する負債（借入金など）の割合。借入残高÷賃貸不動産簿価

会社概要

自己勘定投資にかかるコーポレートローンについては、加重平均残存期間 22.4 年と超長期で調達しており、多少の金融環境の変化には動じない備えができています。すべて変動で調達しているが、金利スワップ取引により賃貸不動産の取得に伴う借入金残高の 56.1% の支払金利を固定化。また、日銀のマイナス金利導入を受け加重平均借入金利は 0.92% と低利で調達できている。超長期で調達していることもあり賃貸キャッシュフローは十分なプラス（賃貸収益が支払利息と元本返済の合計額を十分に上回っている）の状態を維持しており、金融機関の協力も得られやすい。資金調達力は同社にとって大きな強みとなっている。

業績動向

2017年11月期は増収減益。 投資銀行事業を拡充する一方、投資運用事業は戦略的休止

1. 2017年11月期通期業績（連結）の概況

2017年11月期通期連結決算は、売上高 18,766 百万円（前期比 28.5% 増）、売上総利益 4,720 百万円（同 9.9% 減）、営業利益 3,373 百万円（同 15.0% 減）、経常利益 3,060 百万円（同 16.4% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,048 百万円（同 10.4% 減）と増収減益となった。

投資銀行事業において賃貸不動産ポートフォリオを拡充し収益が増加したことに加え、一部の物件を売却したことにより大幅増収となった。一方で投資運用事業においてファンドの受託資産が減少したことや、投資銀行事業において売却予定物件の期ずれが発生したことが減益の主な要因となった。

投資銀行事業（自己勘定投資）の資産規模が拡大し、賃貸粗利が販管費を 100% カバーできる水準に達する。

2. セグメント別の業績動向

投資運用事業は、売上高 10 百万円（前期比 99.1% 減）、売上総利益 10 百万円（同 99.1% 減）、営業利益 7 百万円（同 99.2% 減）。同社は、大型物件の取引価格は過熱感が高いとの市場認識から物件取得に慎重姿勢で臨んでおり、期中の新規物件取得は行わなかった。一方、積極的に物件売却等（AM 契約の終了を含む）を進め、2015年11月期末に 57,014 百万円あった運用をすべて終了した。

投資銀行事業は、売上高 18,756 百万円（前期比 39.1% 増）、売上総利益 4,710 百万円（同 13.8% 増）、営業利益 4,073 百万円（同 13.2% 増）と順調に成長した。賃貸不動産ポートフォリオ（自己勘定投資）の規模拡大に伴い、賃貸粗利が増加するとともに、バリューアップが完了した物件をポートフォリオ入替目的で順次売却し、売却粗利も増加した。

ファーストブラザーズ | 2018年2月9日(金)
 3454 東証1部 | <https://www.firstbrothers.com/ir/>

業績動向

売上総利益の主な内訳は、不動産賃貸 1,221 百万円（前期比 42.6% 増）、不動産売却 3,397 百万円（同 32.1% 増）、その他 90 百万円（前期比 378.1% 増）。安定的収益である賃貸粗利※1 で全社販管費を賄える水準に達したことは、リスクに強い企業体質を証明するものだ。2 年前の 2015 年 11 月期下期に賃貸粗利による販管費カバー率※2 は 55%（賃貸粗利 329 百万円）だったが、2017 年 11 月期下期には 101%（賃貸粗利 634 百万円）まで上昇している。

※1 賃貸不動産から得られる純収益（(特殊要因を除く) NOI - 減価償却費）、会計上の売上総利益と異なる

※2 賃貸粗利 ÷ 販売費及び一般管理費（特殊要因を除く）

安定稼働時の想定 NOI 利回りは 6.1%（取得価格ベース）。2016 年 11 月期末の 5.8% から 0.3 ポイント上昇した。マーケットでは高値相場が続いており、利回りを下げて投資する企業も多いなか、同社においては高値で無理な取得をしない方針が徹底されている。

2018 年 11 月期は、 期ずれ案件を含め売却待機中案件多く大幅増収増益の見込み

3. 2018 年 11 月期連結業績の見通し

2018 年 11 月期会社業績は、売上高 22,568 百万円（前期比 20.3% 増）、売上総利益 6,538 百万円（同 38.5% 増）、営業利益 5,015 百万円（同 48.7% 増）、経常利益 4,458 百万円（同 45.7% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,815 百万円（同 37.4% 増）と大幅な増収増益を予想する。

セグメント別の売上総利益の予想は、投資運用事業 45 百万円（前期比 339.3% 増）、投資銀行事業 6,493 百万円（同 37.9% 増）と投資銀行事業を中心に展開する計画だ。

投資銀行事業で売上総利益が大幅に伸びる要因としては、バリュウアップが完了した売却待機中の物件が多いことや、2017 年 11 月期に売却を予定していた案件の期ずれ分がある。足元の売却環境は引き続き良好であり、市場の流動性に変化はないと予想する。

販管費は 1,523 百万円（前期比 13.1% 増）と抑え目の見込み。結果として営業利益以下の各利益は 40% 前後の大幅増を予想する。

ファーストブラザーズ | 2018年2月9日(金)
 3454 東証1部 | <https://www.firstbrothers.com/ir/>

業績動向

要約損益計算書

(単位：百万円)

	連結							
	12/11期	13/11期	14/11期		15/11期	16/11期	17/11期	18/11期 (予)
				修正				
売上高	2,746	3,297	10,723	5,466	4,557	14,606	18,766	22,568
投資運用	635	960	1,191	1,191	2,648	1,120	10	-
投資銀行	1,887	2,337	9,532	4,275	1,908	13,485	18,756	-
IT	223	-	-	-	-	-	-	-
売上原価	1,574	2,207	7,298	3,142	567	9,367	14,046	16,030
売上総利益	1,171	1,089	3,425	2,324	3,989	5,238	4,720	6,538
投資運用	-	-	995	995	2,585	1,099	10	45
投資銀行	-	-	2,430	1,329	1,403	4,139	4,710	6,493
不動産賃貸	-	-	-	153	505	856	1,221	-
不動産売却	-	-	-	73	-	2,572	3,397	-
セムポート投資利益	-	-	-	1,040	673	690	0	-
その他	-	-	-	61	225	21	90	-
IT	-	-	-	-	-	-	-	-
販管費	1,065	1,002	1,190	1,155	1,157	1,272	1,347	1,523
営業利益	105	87	2,235	1,169	2,832	3,966	3,373	5,015
投資運用	75	325	892	892	2,191	904	7	-
投資銀行	404	189	2,024	na	1,246	3,597	4,073	-
IT	-28	-	-	-	-	-	-	-
調整額	-345	-427	-681	na	-605	-535	-707	-
営業外収益	7	7	15	na	16	43	15	-
営業外費用	161	144	97	na	190	347	328	-
支払利息・支払手数料	150	138	65	na	156	305	311	-
経常利益	-48	-49	2,153	1,124	2,658	3,662	3,060	4,458
特別利益	0	0	1	na	-	7	62	-
特別損失	4	235	90	na	5	50	14	-
税金等調整前当期純利益	-52	-284	2,065	na	2,652	3,619	3,108	-
法人税等	-27	-89	401	na	991	1,331	1,059	-
非支配株主に帰属する当期純利益	101	59	1,005	na	-0	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-127	-254	657	657	1,661	2,287	2,048	2,815
EPS (円)	-11	-45	117	117	242	162	146	200

注：14/11期の修正ベースは同社に売上高、利益が帰属しないSPCを除いたもの。2014年10月に1：100の株式分割を実施しており、14/11期以前のEPSは遡及修正。

出所：決算短信、目論見書、会社資料よりフィスコ作成

業績動向

要約貸借対照表

(単位：百万円)

	連結					
	12/11期	13/11期	14/11期	15/11期	16/11期	17/11期
流動資産	9,235	7,795	6,074	22,555	35,258	38,449
現預金	344	319	1,305	4,040	5,693	6,161
販売用不動産	8,208	6,948	3,674	16,191	25,775	28,789
仕掛販売用不動産	-	-	-	-	1,115	1,215
営業投資有価証券	-	-	416	694	599	488
固定資産	1,176	1,326	1,020	725	814	703
総資産	10,411	9,122	7,095	23,281	36,072	39,153
流動負債	422	4,968	726	1,559	3,239	2,663
短期借入金	-	111	-	-	860	860
1年内返済予定長期借入金	229	4,624	81	352	745	698
固定負債	5,820	238	3,122	13,821	22,946	24,879
長期借入金	5,544	-	2,905	12,961	21,832	22,931
負債合計	6,243	5,207	3,848	15,380	26,186	27,542
純資産	4,168	3,914	3,246	7,900	9,885	11,610
うち少数株主持分	1,325	1,342	-	-	-	-
(借入金)	5,773	4,735	2,987	13,313	23,437	25,237
ノンリコースローン	-	2,908	797	785	-	748
コーポレートローン	-	1,827	2,190	12,528	23,437	22,489
(自己資本比率) (%)	27.3	28.2	45.8	33.9	27.4	29.7
(ネット D/E レシオ) (倍)	1.30	1.13	0.52	1.17	1.80	1.60

出所：決算短信、有価証券報告書、目論見書よりフィスコ作成

■ 中期展望

自己勘定による不動産投資の拡大が基本戦略

同社の成長ドライバーは、自己勘定による不動産投資の積極拡大に伴うキャピタルゲインや賃料収入の拡大であるが、地熱発電事業の開発など、より広範囲な投資対象に運用ビジネスを展開し、事業の裾野を広げていくことで、長期的かつ持続的な成長を見込んでいる。世界経済の不確実性は高まってはいるものの、日銀が長期金利をゼロ近辺に誘導する金融政策をとっているため、キャップレートの急上昇は考えにくい。また、同社が自己勘定投資の対象とするのは主に10億円前後の中小物件のため、2018年に想定される大規模オフィスの大量供給の影響もほとんど受けないだろう。金融機関の一部には、不動産融資の選別色を強める動きもみられるが、総じて緩和的な融資姿勢が継続しており、不動産売買市場が大きく崩れることは考えにくく、引き続き良好な売却環境が続くと思われる。

中期展望

自己勘定投資の対象は、収益向上の可能性と流動性を考慮して「首都圏の10億円前後の商業・オフィス物件」に投資する基本スタンスに変更はない。マーケットでは、ホステルやシェアハウスなどの新たなタイプの売買が増加しており、同社としても基準に合致する案件に関しては柔軟に取り組む考えだ。

引き続き不動産価格は高値安定が続くとみられ、ファンドビジネス（投資運用事業）には引き続き抑制方針で臨むとみられる。ただし、同社が運営する私募ファンドは基本的にオポチュニスティック型のため、金融・不動産市場に波乱が起こった場合は、機動的にファンド組成に動くことになるだろう。

■ 株主還元

2018年11月期は配当18円（増配）を予想

同社は、配当による継続的な株主還元を方針としている。配当方針としては、自己勘定投資の物件売却のタイミングで業績が大きくふれやすいため、配当性向の目安は定めずに、安定的かつ每期着実な増配が見込めるDOE（株主資本配当率）を基準に配当を行っていくこととしている。DOEは2%を目安とする（連結株主資本は期初と期末の平均値を用いる）。2017年9月には1:2の株式分割を行い流動性も向上した。

2017年11月期の株式分割後配当は15円（普通配当は2.5円増配）。2018年11月期の配当予想は18円（3円増配）である。ROEが19.1%と高いため株主資本の積み上がりは速く、中期的に比較的高い増配が期待できるだろう。

■ 情報セキュリティ対策

同社は、情報セキュリティ対策を重要な経営課題の1つと捉え、様々な予防対策を行っている。情報インフラ設備についてはコンピュータ・ウイルスの検知、及び除去用のファイアウォールの構築、アンチ・ウイルスソフトの利用などを強化している。また、運用面では情報の取り扱いに厳格なルールを制定（例：情報セキュリティ規程）し、社員へのサイバーセキュリティ・情報セキュリティに関する教育（例：年1回の情報セキュリティ研修において最近発生したサイバーセキュリティの事例の紹介等）を定期的実施している。

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ