

|| 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 8 月 2 日 (木)

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	03
1. 沿革	03
2. 事業概要	03
3. 市場動向	05
4. 収益構造	06
5. 強み	06
6. 資金調達	06
■ 業績動向	07
1. 2018年11月期第2四半期業績(連結)の概況	07
2. 2018年11月期連結業績の見通し	07
■ 中期展望	10
■ 株主還元	10

■ 要約

2018年11月期は過去最高益更新予想。営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益の第2四半期進捗率は6割を超え

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、首都圏の中小規模（10億円前後）の商業ビル、オフィスビルを主な対象とする。東京ビジネス地区（都心5区）の平均賃料は過去3年間で年4.9%上昇、空室率も2.49ポイント低下しており堅調に推移する。2018年11月期第2四半期末の自己勘定投資の残高は、取得価格ベースで25,363百万円（前期末比2,687百万円減）。期中増加額が6,858百万円、期中減少額が9,546百万円。売却が先行したため、一時的ではあるが残高が減少した。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。

2018年11月期第2四半期連結決算は、売上高14,131百万円（前年同期比40.4%増）、売上総利益3,684百万円（同50.1%増）、営業利益3,047百万円（同68.0%増）、経常利益2,851百万円（同71.0%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益1,798百万円（同64.0%増）と大幅な増収増益となった。投資銀行事業において、賃貸不動産ポートフォリオの入れ替えに伴う物件の売却が業績をけん引した。具体的には、売却額が12,956百万円（前年同期は8,950百万円）、売却粗利が3,094百万円（同1,829百万円）であった。また、賃貸粗利は、613百万円（同606百万円）と資産売却が先行したものの前年並みを維持。販管費を91%カバーできる水準である。

2018年11月期連結決算は、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。セグメント別売上総利益の通期予想では、投資銀行事業6,493百万円（同37.9%増）が主力であり、上期の進捗率は56.3%と順調。そのうち不動産賃貸粗利は、下期も積極的な物件取得によるさらなる上積みが見込まれ、また、良好な売却環境のもと、不動産売却粗利も期待できる。通期の販管費の想定は1,523百万円（前期比13.1%増）と抑え目の見込みだが、上期は636百万円（第2四半期進捗率41.8%）と抑制された。このため、営業利益の第2四半期進捗率は60.8%と余裕がある。

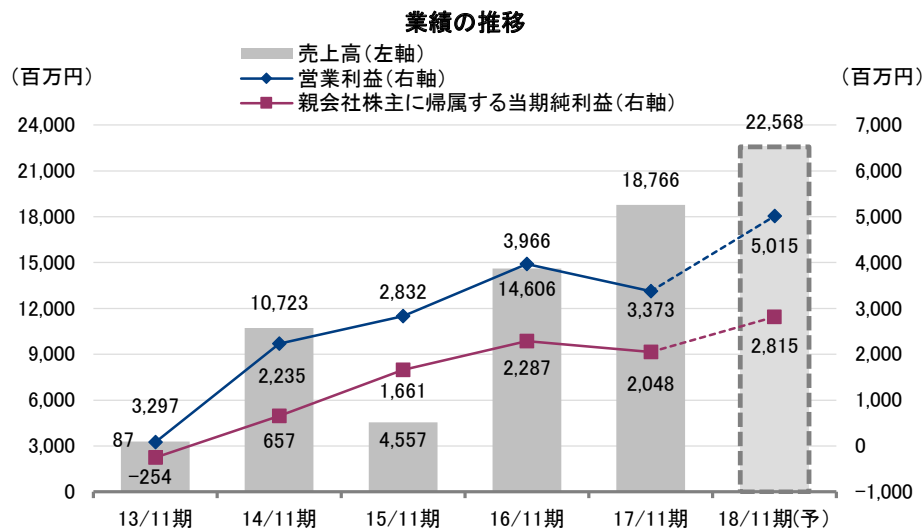
ファーストブラザーズ | 2018年8月2日(木)
 3454 東証1部 | <http://www.firstbrothers.com/ir/>

要約

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 (株主資本配当率) 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。2018 年 11 月期の配当予想は 18 円 (3 円増配)。ROE が 25.7% (2016 年 11 月期)、19.1% (2017 年 11 月期) と高いため株主資本の積み上がりは速く、中期的に速いペースの増配が期待できるだろう。

Key Points

- ・収益性と流動性が高い首都圏 10 億円前後の商業・オフィス物件を中心に投資・運用
- ・東京ビジネス地区 (都心 5 区) のオフィス賃料、空室率は堅調
- ・2018 年 11 月期は過去最高益更新予想。営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益の第 2 四半期進捗率は 6 割を超える
- ・自己勘定による不動産投資の拡大が基本戦略。取得と売却の両立に挑む
- ・2018 年 11 月期は配当 18 円予想。速いペースの増配が期待できる



出所：決算短信、目論見書よりフィスコ作成

■ 会社概要

収益性と流動性が高い 首都圏 10 億円前後の商業・オフィス物件を中心に投資・運用

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。

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田村幸太郎（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

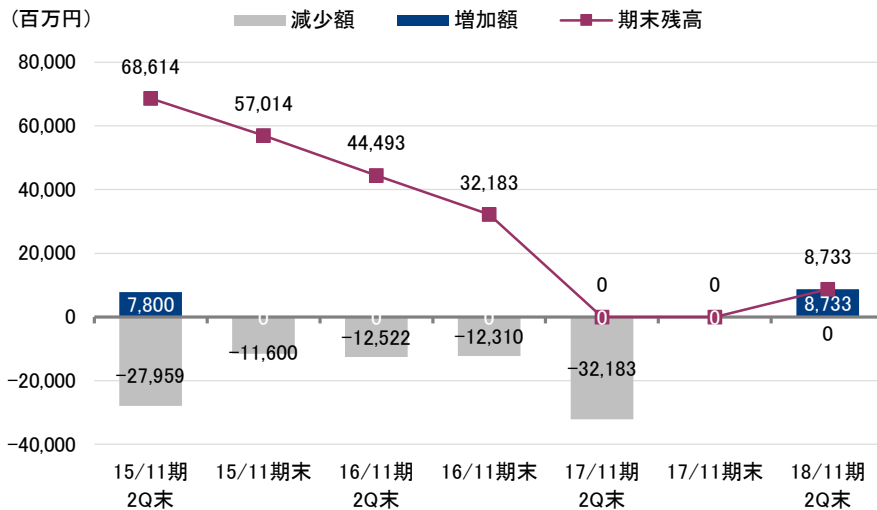
(1) 投資運用事業

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遂げてきた同社は、“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 2018 年 11 月期第 2 四半期末で 8,733 百万円（前期末は 0 百万円）である。増加の理由は、投資家が主体的に行う不動産投資活動において同社が期中運営のアセットマネジメント業務を受託したためである。なお、不動産市況が高値圏にあるとの認識から同社が主体的に投資活動を行うファンドでの取得は控えている。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。

会社概要

ファンド受託資産(自己勘定投資除く)の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(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ムボート投資、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リー業務も展開している。

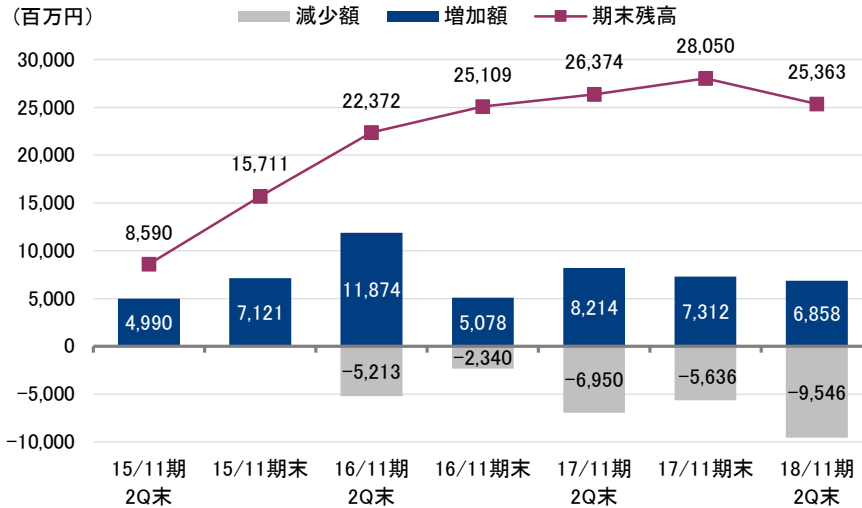
不動産の自己勘定投資を本格的に開始したのは2014年から。2015年2月のIPOにより手取り資金約30億円を得て潤沢になった手元資金と良好な資金調達環境を背景にした借入により自己勘定投資を加速化した。安定収益である賃料収入の拡大を主な目的とし、中長期保有を前提とするが、バリュアアップ後に適宜入替を行うため固定資産とはせずすべて販売用不動産に計上している。一般的に販売用不動産は減価償却を行わないが、同社は財務健全性を維持するため減価償却を行う保守的な会計処理を採用している。

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(相場の賃料とのギャップ、入居率の向上余地など)ためNOI利回りの改善余地が大きい。

2018年11月期第2四半期末の賃貸不動産ポートフォリオ(自己勘定投資)の残高は、取得価格ベースで25,363百万円(前期末比2,687百万円減)。期中増加額が6,858百万円、期中減少額が9,546百万円。売却が先行したため、一時的ではあるが残高が減少した。所在地別の内訳は、首都圏96.8%、その他主要都市3.2%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60.7%、オフィス27.5%、ホテル7.3%、住居4.5%、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6.5%。外部鑑定によると含み益は3,822百万円である。

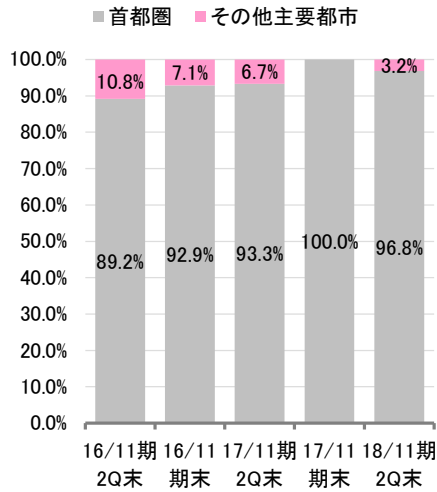
会社概要

自己勘定投資資産の推移

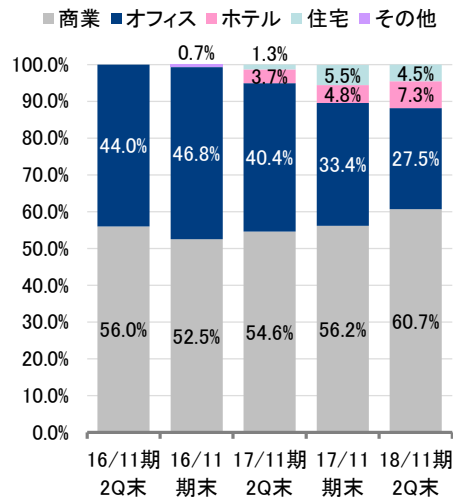


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

賃貸不動産ポートフォリオ (所在地別)



賃貸不動産ポートフォリオ (用途別)



注：取得価格ベースの残高内訳。複数の用途がある不動産については主な用途で集計
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

3. 市場動向

同社の賃貸不動産ポートフォリオは首都圏に集中している。東京ビジネス地区（都心5区）の過去3年のオフィスの平均賃料は2015年5月から2018年5月までの3年間に年率4.9%と小幅ではあるが上昇した。空室率も3年間で2.49ポイント低下し好調だ。2018年は供給量（延床面積）が過去10年で2番目に多い状況だが、賃料及び空室率に陰りは見られない。新築ビル及び新築ビルへの移転の影響で空室が予想される既存ビルでも需要が強く、品薄感が続くものと見られている。

会社概要

4. 収益構造

自己勘定による賃貸不動産投資は、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数年間堅調に推移、不動産売却粗利は近年急激に伸びている。

5. 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、金融及び不動産のプロフェッショナル人材が多いことだ。2018年11月期第2四半期末時点の連結役員員数は58名であり少数精鋭だ。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も多数所属している。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。

6. 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。同社では、コーポレートローンはす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2018年11月期第2四半期末時点で86.6%である。

^{*} 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

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20.8年と超長期で調達しており、多少の金融環境の下降局面があっても持ちこたえられる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65.3%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0.78%と低利で調達できています。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

2018年11月期第2四半期は大幅な増収増益。 ポートフォリオ入れ替えに伴う売却が順調

1. 2018年11月期第2四半期業績(連結)の概況

2018年11月期第2四半期連結決算は、売上高14,131百万円(前年同期比40.4%増)、売上総利益3,684百万円(同50.1%増)、営業利益3,047百万円(同68.0%増)、経常利益2,851百万円(同71.0%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益1,798百万円(同64.0%増)と大幅な増収増益となった。投資銀行事業において、賃貸不動産ポートフォリオの入れ替えに伴う物件の売却が業績をけん引した。具体的には、売却額が12,956百万円(前年同期は8,950百万円)、売却粗利が3,094百万円(同1,829百万円)であった。また、賃貸粗利は、613百万円(同606百万円)と資産売却が先行したものの前年並みを維持。販管費を91%カバーできる水準である。

投資運用事業は、売上高27百万円(前年同期は9百万円)、売上総利益27百万円(同9百万円)、営業利益22百万円(同0百万円)。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、投資家が主体的に行う不動産投資活動において同社が期中運営のアセットマネジメント業務を受託したために、前年同期から粗利が増加した。

投資銀行事業は、自己勘定による賃貸不動産の期中増加額が6,858百万円(前年同期は8,214百万円)だった一方、売却が先行したために、残高は25,363百万円(同26,374百万円)と一時的に減少したが、既に下期に入り複数物件を取得しているもよう。安定稼働時の想定NOI利回りは6.5%(取得価格ベース)。2017年11月期末の6.1%から0.4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くなか、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月期は過去最高益更新予想。営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益の第2四半期進捗率は6割超え

2. 2018年11月期連結業績の見通し

2018年11月期連結決算は、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)と投資銀行事業が中心。

ファーストブラザーズ | 2018年8月2日(木)
 3454 東証1部 | <http://www.firstbrothers.com/ir/>

業績動向

投資銀行事業では、売上総利益の通期予想に対する上期の進捗率が56.3%と順調。そのうち賃貸粗利は、下期も積極的な物件取得が見込まれるためさらなる上積みが期待できそうだ。また、不動産売却粗利も、引き続き良好な売却環境のもと、上積みが期待でき、計画達成の確度は高い。

通期の販管費の想定は1,523百万円（前期比13.1%増）と抑え目の見込みだが、上期は636百万円（第2四半期進捗率41.8%）と抑制された。このため、営業利益の第2四半期進捗率は60.8%、経常利益は同64.0%、親会社株主に帰属する当期純利益は同63.9%と各利益は順調である。

要約損益計算書

（単位：百万円）

	14/11期		15/11期	16/11期 2Q	16/11期	17/11期 2Q	17/11期	18/11期 2Q	18/11期 (予)
		修正							
売上高	10,723	5,466	4,557	8,454	14,606	10,067	18,766	14,131	22,568
投資運用	1,191	1,191	2,648	96	1,120	9	10	27	-
投資銀行	9,532	4,275	1,908	8,358	13,485	10,058	18,756	14,103	-
売上原価	7,298	3,142	567	6,019	9,367	7,613	14,046	10,446	16,030
売上総利益	3,425	2,324	3,989	2,435	5,238	2,453	4,720	3,684	6,538
投資運用	995	995	2,585	84	1,099	9	10	27	45
投資銀行	2,430	1,329	1,403	2,350	4,139	2,444	4,710	3,656	6,493
不動産賃貸	-	153	505	443	857	551	1,221	551	-
不動産売却	-	73	-	1,695	2,572	1,829	3,397	3,094	-
セイムポート投資利益	-	1,040	673	271	691	0	0	0	-
その他	-	61	225	-61	18	63	90	10	-
販管費	1,190	1,155	1,157	707	1,272	639	1,347	636	1,523
営業利益	2,235	1,169	2,832	1,727	3,966	1,814	3,373	3,047	5,015
投資運用	892	892	2,191	-15	904	0	7	22	-
投資銀行	2,024	-	1,246	2,052	3,597	2,168	4,073	3,398	-
調整額	-681	-	-605	-308	-535	-355	-707	-372	-
営業外収益	15	-	16	13	43	11	15	6	-
営業外費用	97	-	190	203	347	157	328	202	-
支払利息・支払手数料	65	-	156	184	305	138	311	193	-
経常利益	2,153	1,124	2,658	1,537	3,662	1,667	3,060	2,851	4,458
特別利益	1	-	-	5	7	-	62	-	-
特別損失	90	-	5	-	50	0	14	-	-
税金等調整前当期純利益	2,065	-	2,652	1,543	3,619	1,666	3,108	2,851	-
法人税等調整額	401	-	991	801	1,331	600	1,059	1,057	-
非支配株主に帰属する当期純利益	1,005	-	-0	-	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	657	657	1,661	853	2,287	1,096	2,048	1,798	2,815
EPS (円)	58	58	121	60	162	78	146	128	200

注：2014年11月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、2017年9月に1:2の株式分割を実施しており、2017年11月期第2四半期以前の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

ファーストブラザーズ | 2018年8月2日(木)
 3454 東証1部 | <http://www.firstbrothers.com/ir/>

業績動向

要約貸借対照表(連結)

(単位:百万円)

	14/11期	15/11期	16/11期	17/11期	18/11期 2Q
流動資産	6,074	22,555	35,258	38,449	39,026
現金及び預金	1,305	4,040	5,693	6,161	8,674
販売用不動産	3,674	16,191	25,775	28,789	26,194
仕掛販売用不動産	-	-	1,115	1,215	1,538
営業投資有価証券	416	694	599	488	434
固定資産	1,020	725	814	703	707
総資産	7,095	23,281	36,072	39,153	39,734
流動負債	726	1,559	3,239	2,663	3,440
短期借入金	-	-	860	860	860
1年内返済予定の長期借入金	81	352	745	698	654
固定負債	3,122	13,821	22,946	24,879	23,102
長期借入金	2,905	12,961	21,832	22,931	21,391
負債合計	3,848	15,380	26,186	27,542	26,543
純資産	3,246	7,900	9,885	11,610	13,190
(借入金)	2,987	13,314	23,365	24,377	22,683
ノンリコースローン	797	785	-	748	636
コーポレートローン	2,190	12,529	23,365	23,629	22,047
(自己資本比率)(%)	45.8	33.9	27.4	29.7	33.2
(ネットD/Eレシオ)(倍)	0.52	1.17	1.73	1.54	1.04

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 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、あくまでマーケット次第であり、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 年以降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。実際にオフィス賃料や空室率は堅調に推移している。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、同社においても金融機関との関係は良好である。今後数年で、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。

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。直近では商業とホテルの比重を増加させた。

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 円予想。速いペースの増配が期待できる

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。2018 年 11 月期の配当予想は 18 円（3 円増配）である。ROE が 25.7%（2016 年 11 月期）、19.1%（2017 年 11 月期）と高いため株主資本の積み上がりは速く、中期的に速いペースの増配が期待できるだろう。

重要事項（ディスクレーマー）

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