

|| 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 >>>](#)

2017 年 2 月 16 日 (木)

執筆：客員アナリスト

堀部吉胤

FISCO Ltd. Analyst **Yoshitane Horibe**



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	05
5. 資金調達	05
■ 業績動向	06
1. 2016年11月期業績（連結）の概況	06
2. セグメント別の業績動向	07
3. 2017年11月期連結業績の見通し	08
■ 中期展望	10
■ 株主還元	11

■ 要約

東証一部への市場変更を達成し配当を開始、 自己勘定投資の積極拡大により過去最高益を更新、 新たな取り組みとして地熱発電分野の事業化にも着手

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 月には上場時の経営目標として掲げていた東証 1 部への市場変更を達成し、2016 年 11 月期から DOE 2% 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。不動産私募ファンド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いる。

運用している私募ファンドのタイプはバリューアッド型、オポチュニスティック型で、エクイティ投資家は国内外の機関投資家。投資対象は主に首都圏の比較的大規模（数十億～数百億円）のオフィス、商業施設、レジデンスなど。特に商業施設に強み。顧客投資家の利益最大化を重視し、AUM（運用資産残高）の積み上げにはこだわらず、市況に応じた機動的な売買を行っており、2016 年 11 月期末の AUM は 321 億円（前期末比 248 億円減）と減少傾向である。

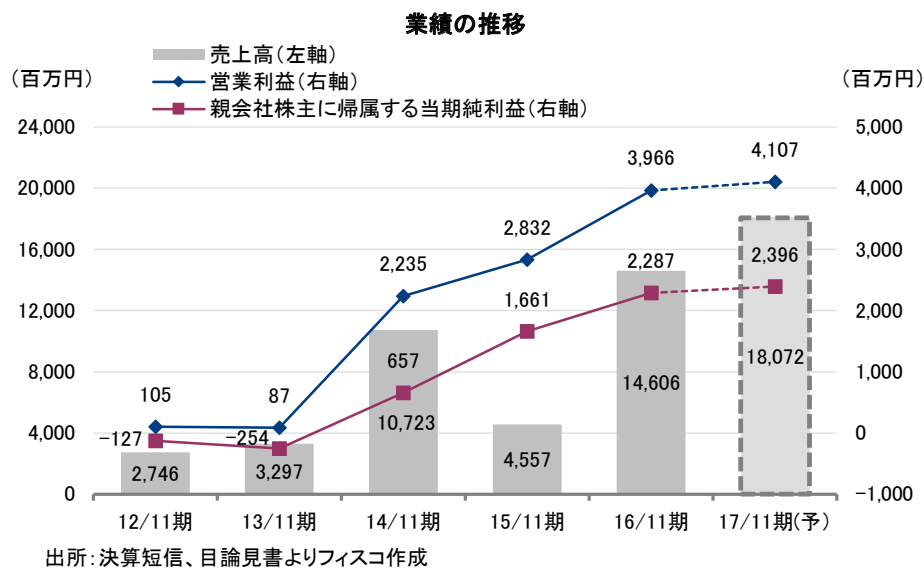
2014 年頃からファンドの投資対象から外れる主として比較的小規模（10 億円前後）の商業ビル、オフィスビルを対象とした自己勘定投資を積極化。2016 年 11 月期末の自己勘定投資の AUM は 251 億円（前期末比 94 億円増）と拡大。こうした小規模物件はストックや流通量が膨大で、所有者は不動産のプロではない個人富裕層や事業会社などが多いため大型物件と異なり潜在的価値が高い物件を取得できる機会が豊富。安定収益の賃料収入の拡大を図りつつ、バリューアップ後、適宜、物件入替により売却益を実現させていく方針だ。

2016 年 11 月期連結決算は、売上高 14,606 百万円（前期比 3.2 倍）、営業利益 3,966 百万円（同 40.0% 増）。投資運用事業の営業利益は 904 百万円（同 58.7% 減）と前期にあった多額のインセンティブフィーの反動などにより大幅減益となったが、前期にはなかった自己勘定投資物件の売却 106 億円により投資銀行事業が急伸し、大幅増収増益となり過去最高益を更新した。2016 年 10 月に会社業績予想は、予定になかった物件の売却決定や、複数の物件の売却価格が想定を上回ったことを主因に大幅上方修正されていたが、さらに若干上回って着地した。新たな取り組みとして、2016 年末から地熱発電分野の事業化に着手した。

2017 年 11 月期会社業績予想は、売上高 18,072 百万円（前期比 23.7% 増）、営業利益 4,107 百万円（同 3.6% 増）。投資運用事業は大幅減益予想だが、自己勘定投資物件の売却増による売却益の増加などでカバーし、小幅営業増益予想。自己勘定投資物件の売却や販管費の想定が保守的とみられ、会社業績予想を上振れる可能性も十分あるだろう。

Key Points

- ・2016年10月に東証1部へ市場変更、2016年11月期からDOE2%を目安に配当を開始
- ・不動産価格が高値圏にあるとの市場認識のもとファンドにおける中大型物件の取得には慎重な一方、投資機会が豊富な小規模物件の自己勘定投資を積極拡大中
- ・新規事業として地熱発電の事業化に着手



会社概要

クライアントファーストを行動規範とする独立系の不動産投資運用会社

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。

現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。堀田佳延(ほったよしのぶ)取締役、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。

会社概要

2. 事業概要

投資運用事業と投資銀行事業の 2 セグメント体制。

(1) 投資運用事業

国内不動産を対象とした私募ファンドの AM を行う。厳格な運用体制構築のため 2011 年 12 月に AM 事業を 100% 子会社のファーストブラザーズ投資顧問 (株) に分割した。

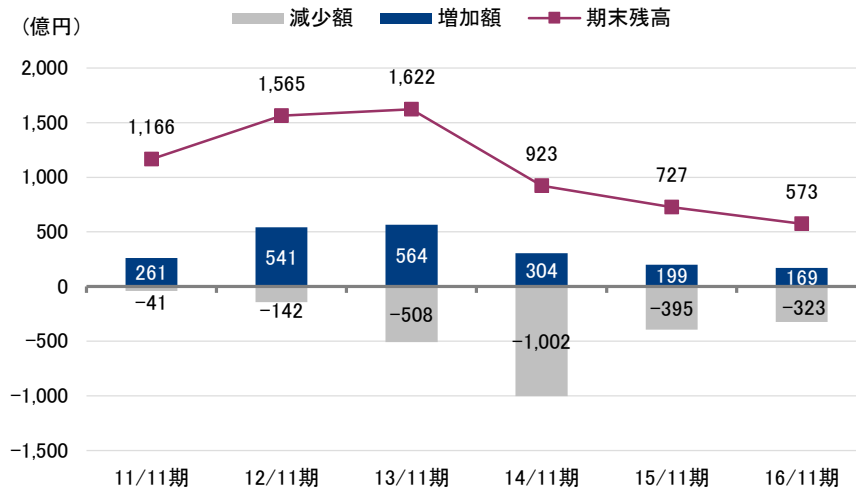
エクイティ投資家は国内外の機関投資家。運用期間の定めはないが、ノンリコースローンの期間は通常 5 年で平均的な運用期間は 3 年程度。ファンドのタイプはインカム重視のコア型、コアプラス型ではなく、キャピタルゲイン重視のバリューアッド型ないしオポチュニスティック型。投資対象のアセットタイプは流動性重視の観点からオフィス、商業施設、レジデンスが中心。特にバリューアップの余地が大きい商業施設を得意とし、銀座や表参道の都市型商業施設、ベッドタウンの駅前再開発案件、郊外の大型ショッピングモールなどに投資してきた。投資エリアは首都圏中心に一部地方主要都市。物件規模は最低 40 ~ 50 億円以上とし、数百億円台まで手掛ける。事業会社や他の私募ファンドからの取得が多く、ほとんどを相対取引で取得できている。足元では 100 億円超の大型物件は REIT などとの競合が激しいこともあり、取得には慎重姿勢だ。

AM 会社には AM フィーの獲得のため AUM を積上げる方向にインセンティブが働きやすく、無理な物件取得をしたり、適切な時期に売却を行わなかったりすることで顧客投資家と利益相反を起こす可能性がある。アップサイドの余地が乏しくなった物件を、売却タイミングを逃して長く保有した場合、インカムゲインによりエクイティ・マルチプル (エクイティ投資額の何倍になったかという投資回収率) は上昇したとしても、時間価値が考慮された IRR (内部収益率) は低下する。このため同社は市況に応じ最適なタイミングで売買を行い、顧客投資家の利益最大化を図ることを行動規範としている。こうしたクライアントファーストの運用姿勢が、顧客投資家との継続的な取引につながっている。また、リーマンショックによる金融危機でもデフォルトさせたファンドはなく、これがリーマンショック後にレスキュー案件を多く受託することに寄与した。

ファンドの AUM は 2016 年 11 月期 321 億円 (前期末比 248 億円減)。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いる一方、利回り目線を落とさず慎重な取得スタンスを取っているため減少傾向が続いている。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る。

会社概要

AUM(自己勘定投資を含む)の推移



出所：決算短信、目論見書、会社資料よりフィスコ作成
 注：取得価格ベース

(2) 投資銀行事業

自己勘定投資と同社が組成したファンドへのセიმボート投資が中心。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、財務健全性の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。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、総じて十分な管理が成されず、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の改善余地が大きい。

2016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251億円(前期末比94億円増)。アセットタイプ別の内訳は、商業52.5%、オフィス46.8%(複合ビルは主要用途で分類)、その他0.7%。安定稼働時の想定NOI利回りは5.8%。外部鑑定によると含み益は68億円(同27億円増)。

セიმボート投資とは、私募ファンドのエクイティ投資家とリスクを共有する姿勢を示すために行うもの。ファンドの物件売却を推進した結果、2016年11月末時点ではセიმボート投資額はゼロとなった。今後新たにファンドを組成する場合には、20~30%をめどにエクイティ出資する方針。

3. 収益構造

投資運用事業では、運用期間中の AM フィー、物件取得に対するアキュジションフィー、物件売却に対するディスプレイポジションフィー、事前に定めたハードルレートを超えた場合のインセンティブフィーを得る。平均的な各フィー料率は、AM フィーが取得価格に対し 50～100bp（年額。なお、レスキュー案件は比較的料率が低くなる傾向がある）、アキュジションフィーが同 50～100bp、ディスプレイポジションフィーが売却価格に対し 50～100bp、インセンティブフィーがハードルレートの超過部分に対し 15～30% となる。

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。セムポート投資からは賃料収入を原資とするインカム配当と物件売却益を原資とするキャピタル配当がある。ベンチャー企業や再生エネルギー関連事業など新規分野への投資は主にキャピタルゲインの獲得を目的とする。

投資運用事業はほとんどがフィー収入であり、売上高≒売上総利益であるのに比べると、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。このため業績の趨勢を捉えるには売上高よりも売上総利益が適している。

有資格者が多数所属し、コアとなる人材の定着率は高い

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。2016年11月期末時点の連結役員数は50人(前期末比10人減)。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。比較的人材の流動性の高い業界だが、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。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いるためメインバンクはなく、物件の取得ごとに最適な条件を提示した金融機関を選択して調達している。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 2016年11月期末時点で 86%。

^{*} 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。

自己勘定投資にかかるコーポレートローンについては、金融危機が発生した場合のリファイナンスリスクに備え、加重平均年限 21 年の超長期で調達している。全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 223 億円の 62% の支払金利を固定化している（加重平均の残存期間 6.6 年）。日銀のマイナス金利導入を受け加重平均借入金利は 0.76% と非常に低利で調達できている。超長期で調達しているため賃貸キャッシュフローは十分なプラスになっている（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）。

■ 業績動向

期初会社業績予想を大幅に上回る好決算に

1. 2016年11月期業績（連結）の概況

2016年11月期連結決算は、売上高14,606百万円（前期比3.2倍）、売上総利益5,238百万円（同31.3%増）、営業利益3,966百万円（同40.0%増）、経常利益3,662百万円（同37.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益2,287百万円（同37.7%増）。良好な金融環境を背景に不動産投資市場の活況が続くなか、自己勘定投資案件の物件売却を進めた結果、前期比大幅増収増益で過去最高益を更新した。

2016年10月7日に会社業績予想は、物件売却が前倒しで決定したことや複数の売却価格が想定を上回ったことを主因に大幅上方修正されていたが、この修正予想をさらに売上高で103百万円、営業利益で223百万円、経常利益で310百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で365百万円、それぞれ上回って着地した。VC投資先であるバイオベンチャーの（株）ジナリス及び（株）ジナリスオミックスが2016年7月11日に破産手続き開始決定となったことを受け、修正予想では貸倒引当金の繰入れを見込んでいたが、他の案件での回収により戻入れとなったことが営業利益の上振れの主因となった。なお、ジナリス及びジナリスオミックスに対する投融資額は全額損失処理された。営業利益より経常利益の上振れが大きくなったのは、支払金利固定化のための金利スワップ取引において、米大統領選後の長期金利上昇を受け営業外のデリバティブ評価損益がネットで22百万円の評価益となったことによる（若干の評価損の想定だった）。純利益の上振れが大きくなったのは、当期から配当を開始することに伴い同族企業の留保金課税の負担が軽減されたことによる。なお、期初会社予想に対しては、売上高で2,124百万円、営業利益で914百万円、経常利益で884百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で606百万円、それぞれ大幅に上回った。

上場時の経営目標として、1) 東証1部への市場変更、2) 株主配当の開始、3) 2020年11月期の売上総利益100億円を掲げていたが、1) は2016年10月21日に達成し、2) に関しては、2016年11月2日に配当方針を決定し、2016年11月期から配当を開始することになった。

投資銀行事業の利益が投資運用事業の利益を逆転

2. セグメント別の業績動向

投資運用事業は、売上高 1,120 百万円（前期比 57.7% 減）、売上総利益 1,099 百万円（同 57.5% 減）、営業利益 904 百万円（同 58.7% 減）。大型物件の取引価格は高値圏にあるとの市場認識から物件取得に慎重姿勢で臨んだ結果、期中の新規物件取得はなかった。一方、売却には好機との認識から積極的に物件売却を進め、248 億円（取得価格ベース）を売却した。結果、期末のファンドの AUM は 321 億円（前期末比 248 億円減）と一段と減少。セიმポート投資を行っているファンドはなくなった。

ファンド投資家との守秘義務契約により、フィー収入の内訳詳細は非開示となっているものの、大幅減益になったのは、2015 年 11 月期に多額のインセンティブフィーが計上された反動や、AUM 減少に伴う AM フィーの減少、物件取得がなくアクイジションフィーがなかったことによる。

投資銀行事業は、売上高 13,485 百万円（前期比 7.1 倍）、売上総利益 4,139 百万円（同 3.0 倍）、営業利益 3,597 百万円（同 2.9 倍）と急伸。バリュアアップが完了した物件を順次売却し、売上高のうち物件売却額（売却価格ベース）は 106 億円（前期はゼロ）となった。なかには 40 億円を超える売却物件もあり、自己勘定投資としては比較的大型の物件の EXIT があった。

売上総利益の主な内訳は、不動産売却 25.7 億円（前期はゼロ）、不動産賃貸 8.5 億円（前期比 3.5 億円増）、セიმポート投資利益 6.9 億円（同 0.2 億円増）。バリュアアップの成果と不動産売買市場の活況を背景に売却益がけん引した。売却粗利益率は約 24% だった。

新規の物件取得は 169 億円と期初目標の 160 億円を若干上回った。投資運用事業で投資対象となるような大型物件の取得競争は熾烈だが、10 億円前後の中小物件の投資機会は個人の相続絡みや私募ファンドの EXIT など豊富に存在する。自己勘定投資の保有残高は取得価格ベースで前期末比 94 億円増の 251 億円（簿価 257 億円）と積み上がった。アセットタイプは商業ビルとオフィスがほぼ半々。手間がかかる割にバリュアアップ余地の乏しいレジデンスの取得は積極的には行っていない。安定稼働時の想定 NOI 利回りは 5.8%（取得価格ベース）。2015 年 11 期末の 7.4% からは大きく低下したが、これは地方物件のウエイトが下がったことやオフィスのウエイトが高まったことによるところが大きいとみられ、高値で無理な取得をしているわけではない。その証左に鑑定評価に基づく含み益は 68 億円（前期末比 27 億円増）と増加し、簿価に対する含み益率は約 26%（前期は約 25%）とむしろ若干上昇している。現在の状況下では鑑定評価額以上の価格で売却できているため、実際にはこれ以上の含み益があると言えるだろう。

引続き投資銀行事業が業績を牽引する見込み

3. 2017 年 11 月期連結業績の見通し

2017 年 11 月期会社業績予想は、売上高 18,072 百万円(前期比 23.7% 増)、売上総利益 5,689 百万円(同 8.6% 増)、営業利益 4,107 百万円(同 3.6% 増)、経常利益 3,687 百万円(同 0.7% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,396 百万円(同 4.8% 増)。

セグメント別の売上総利益の予想は、投資運用事業 23 百万円(前期比 97.9% 減)、投資銀行事業 5,666 百万円(同 36.9% 増)とほとんどを投資銀行事業で稼ぐ計画。

投資運用事業では、足元でファンドの AUM が大きく減少している一方、引続きファンドの物件取得には慎重姿勢で臨む方針のため、大幅減益予想となっている。

投資銀行事業では、セიმボート投資額が 2016 年 11 月期末にはゼロになっているため、今期はセიმボート投資利益が見込めない。この減少分を自己勘定投資物件の売却益の増加 1,775 百万円や賃貸粗利の増加 186 百万円などでカバーし大幅増益を見込んでいる。物件の売却額(取得価格ベース)は 100 億円超を計画していると推測される。既存物件のバリューアップが引き続き好調であるとみられ、売却粗利益率は 2016 年 11 月期と同水準かそれ以上を見込んでいるとみられる。まだ売買契約を締結している案件は少ないと見られるものの、売却環境は引続き非常に良好なため、計画達成に問題はないだろう。物件取得は 2016 年 11 月期並みを計画しているとしており、自己勘定投資の期末の保有残高はさらに増加する見通し。

販管費の想定は 1,581 百万円(前期比 24.3% 増)と大幅増が見込まれている。先述の貸倒引当金の戻入れの反動があるほか、新たな取組みとして 2016 年末から地熱発電の事業化に着手しており、関連人員の採用による人件費増や調査など業務委託先への支払手数料・報酬を織り込んでいることなどによる。

経常利益段階では前期比微増にとどまる予想となっているのは、自己勘定投資拡大に伴う借入金の増加による支払利息の増加や、金利スワップ取引に係る評価益の反動による。法人税率の引下げにより純利益段階ではやや高い伸びを見込んでいる。自己勘定投資物件の売却や販管費の想定などは保守的とみられ、会社業績予想は上振れる可能性も十分にあるだろう。

ファーストブラザーズ | 2017年2月16日(木)
 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
				修正		
売上高	2,746	3,297	10,723	5,466	4,557	14,606
投資運用	635	960	1,191	1,191	2,648	1,120
投資銀行	1,887	2,337	9,532	4,275	1,908	13,485
IT	223	-	-	-	-	-
売上原価	1,574	2,207	7,298	3,142	567	9,367
売上総利益	1,171	1,089	3,425	2,324	3,989	5,238
投資運用	-	-	995	995	2,585	1,099
ファンド関連フィー	-	-	989	989	2,250	-
その他	-	-	6	6	335	-
投資銀行	-	-	2,430	1,329	1,403	4,139
不動産賃貸	-	-	-	153	505	-
不動産売却	-	-	-	73	-	-
セイムポート投資利益	-	-	-	1,040	673	-
その他	-	-	-	61	225	-
IT	-	-	-	-	-	-
販管費	1,065	1,002	1,190	1,155	1,157	1,272
営業利益	105	87	2,235	1,169	2,832	3,966
投資運用	75	325	892	892	2,191	904
投資銀行	404	189	2,024	-	1,246	3,597
IT	-28	-	-	-	-	-
調整額	-345	-427	-681	-	-605	-535
営業外収益	7	7	15	-	16	43
営業外費用	161	144	97	-	190	347
支払利息・支払手数料	150	138	65	-	156	305
その他	11	6	32	-	33	41
経常利益	-48	-49	2,153	1,124	2,658	3,662
特別利益	0	0	1	-	-	7
特別損失	4	235	90	-	5	50
税金等調整前当期純利益	-52	-284	2,065	-	2,652	3,619
法人税等	-27	-89	401	-	991	1,331
少数株主利益 (非支配株主に帰属する当期純損益)	101	59	1,005	-	-0	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-127	-254	657	657	1,661	2,287
EPS (円)	-22	-45	117	117	242	324

出所：決算短信、会社資料、目論見書よりフィスコ作成

注：14/11期の修正ベースは当社に売上高、利益が帰属しないSPCを除いたもの。13/11期は当該SPC連結の影響は小さい

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
流動資産	9,235	7,795	6,074	22,555	35,258
現預金	344	319	1,305	4,040	5,693
販売用不動産	8,208	6,948	3,674	16,191	25,775
仕掛販売用不動産	-	-	-	-	1,115
営業投資有価証券	-	-	416	694	599
固定資産	1,176	1,326	1,020	725	814
その他の関係会社有価証券	-	350	743	259	70
資産合計	10,411	9,122	7,095	23,281	36,072
流動負債	422	4,968	726	1,559	3,239
短期借入金	-	111	-	-	860
1年内返済予定長期借入金	229	4,624	81	352	745
固定負債	5,820	238	3,122	13,821	22,946
長期借入金	5,544	-	2,905	12,961	21,832
負債合計	6,243	5,207	3,848	15,380	26,186
純資産	4,168	3,914	3,246	7,900	9,885
うち非支配株主持分	1,325	1,342	-	-	-
(借入金)	5,773	4,735	2,987	13,313	23,437
ノンリコースローン	-	2,908	797	785	-
コーポレートローン	-	1,827	2,190	12,528	-
(自己資本比率) (%)	27.3	28.2	45.8	33.9	27.4
(ネットD/Eレシオ) (倍)	1.30	1.13	0.52	1.17	1.80

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

自己勘定投資の拡大を継続、新規事業として地熱発電事業への展開も

オリンピックイヤーの2020年11月期の売上総利益の目標として100億円(2016年11月期比90.9%増)を掲げている。成長ドライバーとなるのは、自己勘定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だろう。米大統領選後の世界的な長期金利上昇を受け、国内の長期金利もマイナス圏からプラスに転じているが、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、当社が自己勘定投資の対象とするのは主に10億円前後の中小ビルのため、2018年の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、引続き良好な売却環境が続くと思われる。自己勘定投資拡大のため投資運用事業から投資銀行事業への人員シフトも行っている。

中期展望

自己勘定投資の拡大に加えて、既存事業のプラットフォームを活用した新規分野の収益化を図っていく方針。これまで新規分野としてVC投資、JVによる滞在型複合施設の開発などを行っていたが、先述のとおり2016年末から地熱発電事業に乗り出し、九州での展開を図る方針だ。日本国内の地熱発電事業では実績を有する企業がまだ少なく未知数な面があるほか、事業化に相応の時間を要するため2020年11月期までに収益貢献できるかは不透明だが、事業化に成功すれば先行者としてビジネス機会の拡大が期待される。

少なくとも2020年頃までは、不動産価格の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

DOE2% を目途に配当を開始

これまで自己勘定投資拡大のため内部留保を重視し無配としていたが、賃料収入などの安定収益で販管費の相当部分を賄えるようになってきたことなどを受け、2016年11月2日に配当方針を決定し、2016年11月期から配当を開始することになった（期初時点では無配の予定だった）。業績は自己勘定投資の物件売却のタイミングで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た。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）。この方針に基づき2016年11月期は普通配当25円とし、加えて東証1部上場記念配当25円を実施する。

2017年11月期の配当は30円の予定（普通配当は5円増配）。株主資本の増加に伴いROEは徐々に低下傾向とはいえ20%超と高いため、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。

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