

|| 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 >>>](#)

2019 年 8 月 19 日 (月)

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	04
3. 市場動向	06
4. 強み	07
5. 資金調達	07
■ 業績動向	07
1. 2019年11月期第2四半期業績（連結）の概況	07
2. 2019年11月期連結業績の見通し	08
■ 中期展望	10
■ 株主還元	12

■ 要約

東北エリアで多数の優良不動産を保有する東日本不動産を買収したことに伴い賃貸不動産ポートフォリオが拡充。安定収益も大幅増加。
2019 年 11 月期第 2 四半期は減収減益となるも、下期に物件売却が集中するため業績予想の達成可能性は高い。
配当 21 円 (3 円増配) 予想

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DOE(株主資本配当率)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)氏をはじめ、キーマンに旧三井信託銀行(株)(現三井住友信託銀行(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、順調に資産規模を拡大している。2019年4月には(株)東日本不動産(本店:青森県弘前市)を買収したことに伴い、資産規模を大幅に拡大した。

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5.9%上昇、空室率も2.33ポイント低下しており堅調に推移する。2019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49,130百万円(前期末比16,118百万円増)と大幅に増加した。期中増加額が17,929百万円、そのうち70.9%(12,709百万円)は買収した東日本不動産の保有分である。一般的に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。安定収益となる賃料収入の拡大を図りつつ、バリューアップ後、適宜、物件入れ替え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。

2019年11月期第2四半期連結決算は、売上高4,081百万円(前年同期比71.1%減)、売上総利益1,268百万円(同65.6%減)、営業利益416百万円(同86.3%減)、経常利益95百万円(同96.7%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益12百万円(同99.3%減)と減収減益となった。主力の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(引き渡し)が下期に集中することが要因。ちなみに、3月に売却の開示が行われた2物件(東京都台東区、埼玉県川口市)は、いずれも2018年11月期の売上高の10%(2,186百万円)以上の売却価格であり、上期に契約は終了しているが引き渡し(決済)が下期になるため、業績への貢献も下期となる。また、6月にも同様に売却の開示が行われていることから、売却活動は順調に進捗している模様である。投資銀行事業の売上高は4,013百万円(前年同期は14,103百万円)、売却粗利が607百万円(同3,094百万円)であった。また、賃貸粗利は595百万円(同551百万円)と、投資銀行事業が売上総利益の94%を占めている。東日本不動産を連結化した直近月次2019年5月以降では、安定収益が大幅に増加し賃貸粗利が販管費を上回る水準で推移している(月次の販管費カバー率約115%)。貸借対照表に関しては、東日本不動産を買収した影響で資産規模が大幅に拡大した。特徴的な変化としては、販売用不動産(仕掛含む)が54,680百万円(前期末比17,400百万円増)と増え、それに伴って負債合計も50,381百万円(前期末比16,621百万円増)と増えた。

ファーストブラザーズ | 2019年8月19日(月)
3454 東証1部 | <http://www.firstbrothers.com/ir/>

要約

2019年11月期連結決算は、売上高20,020百万円(前期比8.4%減)、売上総利益5,380百万円(同17.1%減)、営業利益3,850百万円(同25.0%減)、経常利益3,170百万円(同32.6%減)、親会社株主に帰属する当期純利益2,000百万円(同30.7%減)と期初の計画から変更はない。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22.4%と数字上は低調な水準に見えるが、先に述べたように物件の売却が下期に集中したことが背景にあり、契約が終了している物件が複数あることから実態は順調である。弊社では、1) 足元の市場環境は引き続き良好であり流動性に変化はないこと、2) 東日本不動産の保有物件も含めて販売用不動産の残高が過去最高水準であり売却可能物件は豊富なこと、3) 下期に想定以上の賃貸不動産収入が見込まれること、などから、業績予想を達成する可能性は高いと見ている。

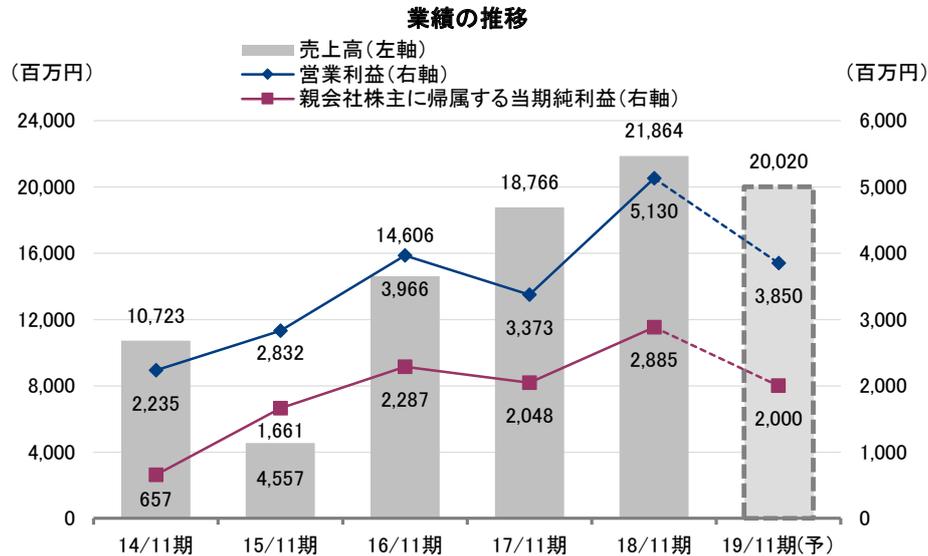
同社は、2019年4月26日付で、東日本不動産の株式(議決権保有割合99.6%)を取得し子会社化した。東日本不動産の総資産は11,059百万円、売上高1,844百万円、営業利益493百万円(いずれも2018年2月期)となっており、財務的にも健全で創業以来35年以上にわたって安定した経営を行ってきた会社である。長年事業を行ってきたオーナーが第三者に事業を承継するという経緯のなかで、今回の株式譲渡が成立した。取得価額は、4,159百万円(同社による株式取得額及び東日本不動産による自己株式取得額、並びにアドバイザー費用等の概算合計額)。同社は東日本不動産の一部ローン返済の肩代わりをした分を合わせて、金融機関から6,850百万円の借入を実施。2019年5月からは、同社の決算に連結された(上期は1ヶ月分のみ)。東日本不動産の賃貸不動産の残高は12,709百万円(2019年11月期第2四半期末)であり、同社の残高の25.9%に当たる。物件の用途では、オフィスと商業が多い。オフィスでは、東日本不動産仙台ファーストビル(宮城県仙台市)、東日本不動産盛岡駅前ビル(岩手県盛岡市)など駅前やビジネス街に優良資産を保有する。平均の物件規模は508百万円であり、同社の既存の物件規模1,255百万円と比較して小さい。東日本不動産の物件の特長はNOI(減価償却前の営業純利益)利回りが8.0%と高いことであり、既存物件の安定稼働時のNOI利回り6.4%と比較するとその違いは際立つ。今後は相互に協力しながら、保有すべき不動産に磨きをかけ、売却すべきタイミングの不動産は売却するという展開になるだろう。

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)。2019年11月期の配当予想は21円(3円増配)である。ROEが25.7%(2016年11月期)、19.1%(2017年11月期)、22.3%(2018年11月)と高水準の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。

Key Points

- ・首都圏・東北地方都市部の中小規模(10億円前後)の商業・オフィス物件に投資・運用する不動産投資運用会社
- ・2019年11月期第2四半期は東北エリアに多数の優良不動産(平均NOI利回り8.0%)を保有する東日本不動産を買収し賃貸不動産ポートフォリオが大幅拡充。今期は物件売却が下期に集中するため、第2四半期減収減益となるも想定どおり
- ・2019年11月期は、売上高200億円、営業利益38.5億円と期初予想を据え置き。今期は下期に売却が集中する見込み。安定収益である賃貸粗利は、東日本不動産の連結化により大幅増加
- ・2019年11月期は配当21円(3円増配)予想。ROE高水準のため速いペースの増配が期待できる

要約



出所：決算短信、目論見書よりフィスコ作成

■ 会社概要

首都圏・東北地方都市部の中小規模（10億円前後）の 商業・オフィス物件に投資・運用する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。

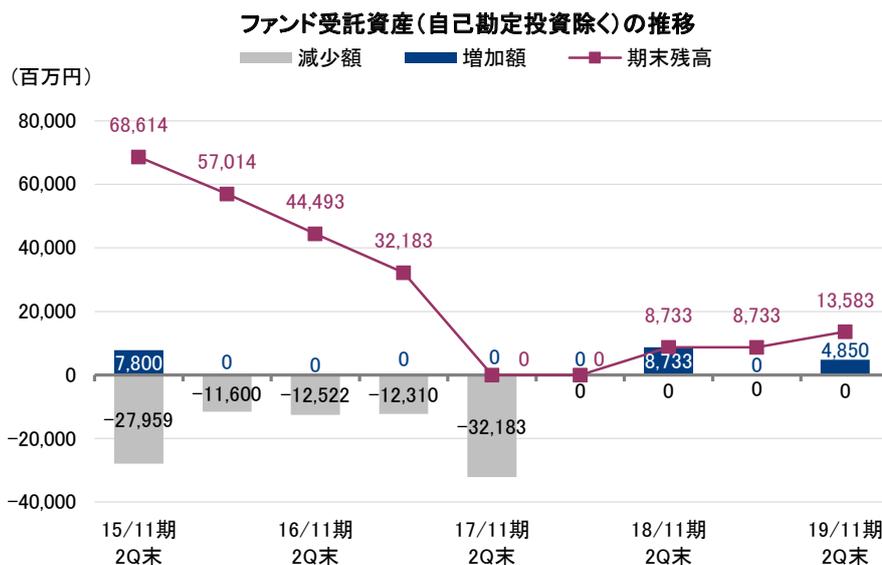
代表取締役社長の吉原知紀氏は、旧三井信託銀行（現 三井住友信託銀行）、モルガン・スタンレー<MS>を経て2004年2月に同社を設立。辻野和孝（つじのかずたか）取締役も旧三井信託銀行（現 三井住友信託銀行）、モルガン・スタンレー出身で、不動産鑑定会社を経て2006年2月に同社に合流している。自己勘定投資を担う100%子会社のファーストブラザーズキャピタル（株）の鹿野太一（かのたいち）代表取締役社長、堀田佳延（ほったよしのぶ）取締役も旧三井信託銀行（現 三井住友信託銀行）出身であり、キーマンには旧三井信託銀行（現 三井住友信託銀行）出身が多い。また、取締役には、不動産証券化法務の第一人者であり牛島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。2019年4月には、東日本不動産を連結子会社化した。

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、不動産売買市場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2019年11月期第2四半期末で13,583百万円（前期末は8,733百万円）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。不動産市場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。



出所：決算説明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イムボート投資、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。

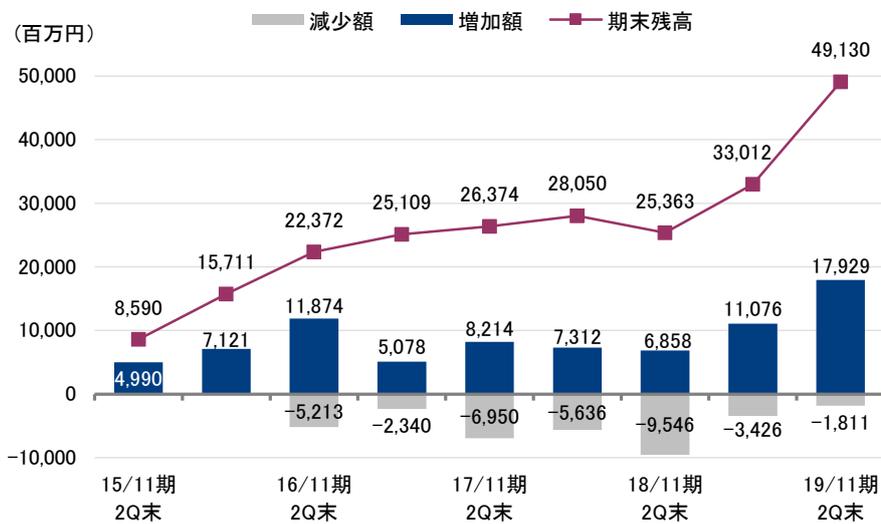
不動産の自己勘定投資を本格的に開始したのは2014年から。2015年2月のIPOにより手取り資金約30億円を得て潤沢になった手元資金と良好な資金調達環境を背景にした借入により自己勘定投資を加速化した。安定収益である賃料収入の拡大を主な目的とし、中長期保有を前提とするが、バリューアップ後に適宜入れ替えを行うため固定資産とはせずすべて販売用不動産に計上している。一般的に販売用不動産は減価償却を行わないが、同社は財務健全性を維持するため減価償却を行う保守的な会計処理を採用している。

会社概要

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。

2019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49,130百万円（前期末比16,118百万円増）と大幅に増加した。期中増加額が17,929百万円、そのうち70.9%（12,709百万円）は買収した東日本不動産の保有分である。期中減少額は1,811百万円であり、100%が同社売却分である。所在地別の内訳は、首都圏65.2%、その他主要都市34.8%となり、東日本不動産の物件が増えた影響で「その他主要都市」が増加した。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41.7%、オフィス44.1%、ホテル9.3%、住居4.9%、と、商業とオフィスがメインであることに変わりはないが、オフィスが構成比を伸ばした。安定稼働時の想定NOI利回りは6.8%（前期末は6.4%）。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。外部鑑定によると含み益は4,357百万円である（東日本不動産の事業内容及びポートフォリオに関しては「成長戦略」で詳述）。

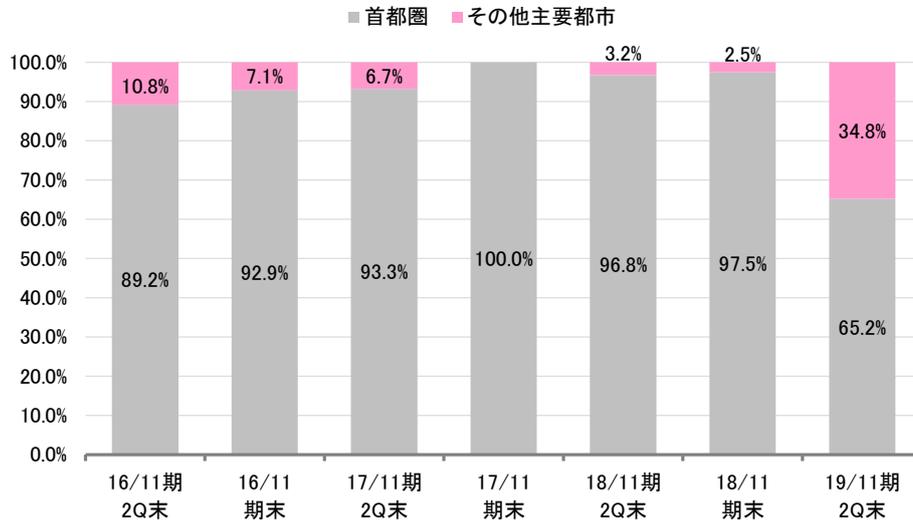
自己勘定投資資産の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

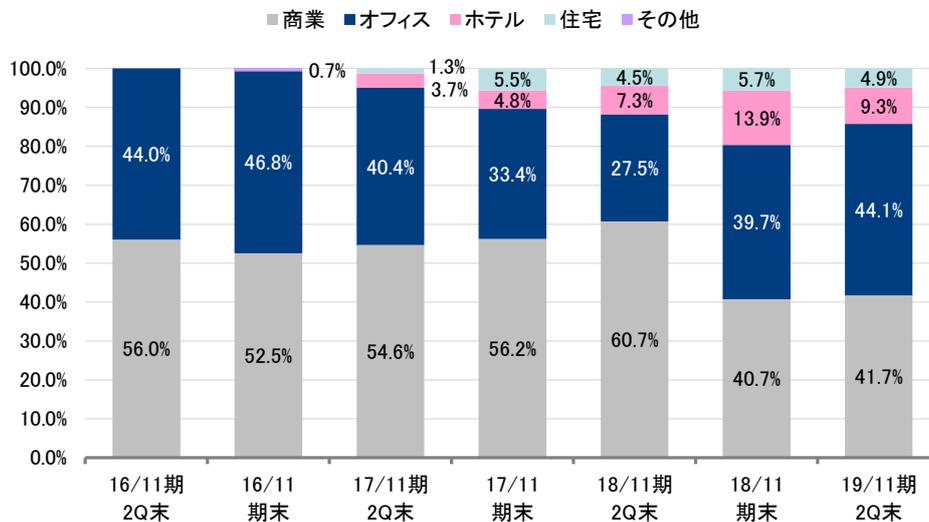
会社概要

賃貸不動産ポートフォリオ(所在地別)



注：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：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と東北地方の都市部に集中している。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2016年5月から2019年5月までの3年間に年率5.9%で上昇。空室率も3年間で2.33ポイント低下し需要は旺盛だ。2018年には大量の新規供給（延床面積ベース、過去10年で2番目）があったが、賃料及び空室率に陰りは見られない。仙台（駅前、中心部、官公庁周辺、駅東口）においても、事務所の平均賃料は上昇基調、空室率は低下とその傾向は変わらない。

会社概要

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、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。2019年11月期第2四半期末時点の連結役員数は74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。

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分かるように、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け、物件の事情に合わせて適切な条件で調達してきた。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2019年11月期第2四半期末時点で82.0%（東日本不動産買収に伴う短期ブリッジローン6,850百万円を含めたレバレッジ比率。同ブリッジローンは長期借入金に借換え予定）と過去数年80%台で推移する。

※ 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15.8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60.8%の支払金利を固定化。また、日銀の超低金利政策が続くなか、加重平均借入金利は0.84%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。この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

2019年11月期第2四半期は減収減益となるも、下期に物件売却が集中するため業績予想の達成可能性は高い。東日本不動産を買収し賃貸不動産ポートフォリオを拡充

1. 2019年11月期第2四半期業績（連結）の概況

2019年11月期第2四半期連結決算は、売上高4,081百万円（前年同期比71.1%減）、売上総利益1,268百万円（同65.6%減）、営業利益416百万円（同86.3%減）、経常利益95百万円（同96.7%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益12百万円（同99.3%減）と減収減益となった。

ファーストブラザーズ | 2019年8月19日(月)
3454 東証1部 | <http://www.firstbrothers.com/ir/>

業績動向

主力の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（引き渡し）が下期に集中することが要因。ちなみに、3月に売却の開示が行われた2物件（東京都台東区、埼玉県川口市）は、いずれも2018年11月期の売上高の10%（2,186百万円）以上の売却価格であり、上期に契約は終了しているが引き渡し（決済）が下期になるため、業績への貢献も下期となる。また、6月にも同様に売却の開示が行われていることから、売却活動は順調に進捗している模様である。投資銀行事業の売上高は4,013百万円（前年同期は14,103百万円）、売却粗利が607百万円（同3,094百万円）であった。また、賃貸粗利は595百万円（同551百万円）と、投資銀行事業が売上総利益の94%を占めている。東日本不動産を連結化した直近月次2019年5月以降では、安定収益が大幅に増加し賃貸粗利が販管費を上回る水準で推移している（月次の販管費カバー率約115%）。

投資運用事業は、売上高68百万円（前年同期は27百万円）、売上総利益68百万円（同27百万円）、営業利益48百万円（同22百万円）となった。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っていない。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追加で受託したために、前年同期比で粗利が増加した。

貸借対照表に関しては、東日本不動産を買収した影響で資産規模が大幅に拡大した。特徴的な変化としては、販売用不動産（仕掛含む）が54,680百万円（前期末比17,400百万円増）と増え、それに伴って負債合計も50,381百万円（前期末比16,621百万円増）と増えた。

2019年11月期は、売上高200億円、営業利益38.5億円と 期初予想を据え置き。今期は下期に売却が集中する見込み

2. 2019年11月期連結業績の見通し

2019年11月期連結決算は、売上高20,020百万円（前期比8.4%減）、売上総利益5,380百万円（同17.1%減）、営業利益3,850百万円（同25.0%減）、経常利益3,170百万円（同32.6%減）、親会社株主に帰属する当期純利益2,000百万円（同30.7%減）と期初の計画から変更はない。

セグメント別売上総利益の予想は、投資運用事業32百万円（前期比26.4%減）、投資銀行事業5,347百万円（同17.0%減）と投資銀行事業が中心。投資銀行事業の中でも不動産売却が粗利の大半を稼ぐ構造に変化はない。

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22.4%と数字上は低調な水準に見えるが、実態は順調である。今期は上期に契約を行ったが引き渡し下期になる案件が複数あったことなども影響し、売却が下期に集中することは想定範囲内である。オフィス及び商業の不動産市場は引き続き良好な売却環境が続いており、計画達成の確度は高いと評価できる。また不動産賃貸粗利に関しては、東日本不動産の保有資産の賃貸収入が下期を通じて享受できるため、前期以上の業績が期待できそうだ。

弊社では、1) 足元の市場環境は引き続き良好であり流動性に変化はないこと、2) 東日本不動産の保有物件も含めて販売用不動産の残高が過去最高水準であり売却可能物件は豊富なこと、3) 下期に想定以上の賃貸不動産収入が見込まれること、などから、業績予想を達成する可能性は高いと見ている。

ファーストブラザーズ | 2019年8月19日(月)
 3454 東証1部 | <http://www.firstbrothers.com/ir/>

業績動向

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	19/11 期 2Q	19/11 期 (予)
	修正										
売上高	10,723	5,466	4,557	8,454	14,606	10,067	18,766	14,131	21,864	4,081	20,020
投資運用	1,191	1,191	2,648	96	1,120	9	10	27	43	68	-
投資銀行	9,532	4,275	1,908	8,358	13,485	10,058	18,756	14,103	21,820	4,013	-
売上原価	7,298	3,142	567	6,019	9,367	7,613	14,046	10,446	15,375	2,812	14,640
売上総利益	3,425	2,324	3,989	2,435	5,238	2,453	4,720	3,684	6,488	1,268	5,380
投資運用	995	995	2,585	84	1,099	9	10	27	43	68	32
投資銀行	2,430	1,329	1,403	2,350	4,139	2,444	4,710	3,656	6,444	1,200	5,347
不動産賃貸	-	153	505	443	857	551	1,221	551	1,052	595	-
不動産売却	-	73	-	1,695	2,572	1,829	3,397	3,094	5,332	607	-
セムボート投資利益	-	1,040	673	271	691	0	0	0	0	-	-
その他	-	61	225	-61	18	63	90	10	59	-1	-
販売費及び一般管理費	1,190	1,155	1,157	707	1,272	639	1,347	636	1,357	852	1,530
営業利益	2,235	1,169	2,832	1,727	3,966	1,814	3,373	3,047	5,130	416	3,850
投資運用	892	892	2,191	-15	904	0	7	22	36	48	-
投資銀行	2,024	-	1,246	2,052	3,597	2,168	4,073	3,398	5,863	745	-
調整額	-681	-	-605	-308	-535	-355	-707	-372	-769	-378	-
営業外収益	15	-	16	13	43	11	15	6	8	2	-
営業外費用	97	-	190	203	347	157	328	202	439	323	-
支払利息・支払手数料	65	-	156	184	305	138	311	193	401	196	-
経常利益	2,153	1,124	2,658	1,537	3,662	1,667	3,060	2,851	4,700	95	3,170
特別利益	1	-	-	5	7	-	62	-	-	2	-
特別損失	90	-	5	-	50	0	14	-	57	-	-
税金等調整前当期(四半期)純利益	2,065	-	2,652	1,543	3,619	1,666	3,108	2,851	4,642	97	-
法人税等	401	-	991	801	1,331	600	1,059	1,057	1,756	85	-
非支配株主に帰属する当期(四半期)純利益	1,005	-	-0	-	-	-	-	-	0	0	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	657	657	1,661	853	2,287	1,096	2,048	1,798	2,885	12	2,000
EPS(円)	58	58	121	60	162	78	146	128	205	0.9	-

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、2017 年 9 月に 1：2 の株式分割を実施しており、17/11 期 2Q 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)

	14/11期	15/11期	16/11期	17/11期	18/11期	19/11期 2Q
流動資産	6,074	22,555	35,258	38,449	47,282	62,749
現金及び預金	1,305	4,040	5,693	6,161	7,672	5,375
販売用不動産	3,674	16,191	25,775	28,789	34,014	50,315
仕掛販売用不動産	-	-	1,115	1,215	3,265	4,365
固定資産	1,020	725	814	703	761	1,666
総資産	7,095	23,281	36,072	39,153	48,043	64,415
流動負債	726	1,559	3,239	2,663	3,606	10,503
短期借入金	-	-	860	860	600	8,305
1年内返済予定の長期借入金	81	352	745	698	779	1,098
固定負債	3,122	13,821	22,946	24,879	30,153	39,878
長期借入金	2,905	12,961	21,832	22,931	28,521	35,233
負債合計	3,848	15,380	26,186	27,542	33,760	50,381
(借入金)	2,987	13,314	23,365	24,377	27,930	36,953
ノンリコースローン	797	785	-	748	629	621
コーポレートローン	2,190	12,528	23,365	23,629	27,301	36,332
(ネット D/E レシオ) (倍)	0.52	1.17	1.73	1.54	1.52	2.76

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

■ 中期展望

東日本不動産を連結子会社化し、 成長戦略の柱である賃貸不動産ポートフォリオの拡充が順調に推移。 地域社会との共生を通じて、地域と共に持続的な成長を実現する方針

同社の成長戦略を一言で言えば「賃貸不動産ポートフォリオ拡充戦略」による持続的成長である。この戦略は株式上場をした2015年2月前後からであり、中期的にも変わらない。賃貸不動産ポートフォリオを拡充させることにより、安定的収益（賃貸料収入）を向上させ、バリューアップを通じて含み益を増大させ、ポートフォリオの入れ替え（一部物件の売却）によりその含み益を顕在化させ、売却利益を獲得する。

また、同社は地域社会との共生を通じて、地域と共に持続的な成長を実現する方針を掲げている。2019年11月期においては、ポテンシャルの高いエリアを見極め、当該エリアに集中的に投資し、その街づくりに貢献することで地域社会との共生を図りながら、長期的観点に立ったバリューアップを図ることを計画しており、中長期的な賃貸不動産ポートフォリオのさらなる拡充を予定している。

ファーストブラザーズ | 2019年8月19日(月)
3454 東証1部 | <http://www.firstbrothers.com/ir/>

中期展望

上記の成長戦略に基づき、同社は、2019年4月26日付で、東日本不動産の株式（議決権保有割合99.6%）を取得し連結子会社とした。東日本不動産は1983年の設立以来、東北エリアにおいて地域に根差した不動産会社として多数の優良なオフィスビルや商業施設等を所有運営し、信頼と実績を積み上げてきた企業である。東日本不動産は物件の保有を基本としてきた点で若干の違いはあるものの、不動産を通して地域とともに持続的な成長を実現するという方針が同社と共通であったことが、買収する大きな要因となった。

東日本不動産の総資産は11,059百万円、売上高1,844百万円、営業利益493百万円（いずれも2018年2月期）となっており、財務的にも健全で創業以来37年にわたって安定した経営を行ってきた会社である。長年事業を行ってきたオーナーが第三者に事業を承継するという経緯のなかで、今回の株式譲渡が成立した。取得価額は、4,159百万円（同社による株式取得額及び東日本不動産による自己株式取得額、並びにアドバイザー費用等の概算合計額）。同社は東日本不動産の一部ローン返済の肩代わりをした分を合わせて、金融機関から6,850百万円の借入を実施。2019年5月からは、同社の決算に連結された（上期は1ヶ月分のみ）。

東日本不動産の概要

名称	株式会社東日本不動産
所在地	青森県弘前市大字北瓦ヶ町13番地1日本生命弘前ビル3階
代表者の氏名	代表取締役社長 渡辺 志歩子
事業内容	・不動産の売買・賃貸・管理 ・再生可能エネルギー事業
資本金	50百万円
設立年月日	1983年12月23日
大株主	有限会社東日本アセット 56.66%、秋元浩 27.54%、その他個人株主4名 15.80%
業績、財政状態	総資産11,059百万円、売上高1,844百万円、営業利益493百万円（いずれも2018年2月期）
取得株式数	225,000株
取得価額	4,159百万円（株式取得額及び東日本不動産による自己株式取得額、並びにアドバイザー費用等の概算合計額）
議決権所有割合	99.60%
株式譲渡実行日	2019年4月26日

出所：会社資料よりフィスコ作成

同社は、「自己勘定投資による賃貸不動産ポートフォリオの拡充」を成長戦略としている。M&Aの形となったが、同社の基準に合う物件のポートフォリオを拡充したという点では今回の取り組みは一貫した政策に基づいている。東日本不動産の賃貸不動産の残高は12,709百万円（2019年11月期第2四半期）であり、同社の残高の25.9%に当たる。物件の用途では、オフィスと商業が多い。オフィスでは、東日本不動産仙台ファーストビル（宮城県仙台市）、東日本不動産盛岡駅前ビル（岩手県盛岡市）、AQUA青森スクエアビル（青森県青森市）など駅前やビジネス街に優良資産を保有する。商業ではロードサイドを含めて小規模な物件も保有している。平均の物件規模は508百万円であり、同社の既存の物件規模1,255百万円と比較して小さい。東日本不動産の物件の特長はNOI利回りが8.0%と高いことであり、既存物件の安定稼働時のNOI利回り6.4%と比較するとその違いは際立つ。東日本不動産が連結に加わることで、年間約10億円のNOIを押し上げる効果がある。今後は相互に協力しながら、保有すべき不動産に磨きをかけ、売却すべきタイミングの不動産は売却するという展開になるだろう。

中期展望

東日本不動産の資産ポートフォリオの特長

賃貸不動産の残高	12,709 百万円
物件数	25 物件
1 物件当たりの規模	508 百万円
NOI 利回り	8.00%
用途	オフィス（駅前やビジネス街のビルが中心）、商業（ロードサイドを含む）

出所：会社資料よりフィスコ作成

株主還元

2019年11月期は配当21円（3円増配）予想。 ROE 高水準のため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 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）。2019年11月期の配当予想は 21 円（3 円増配）である。ROE が 25.7%（2016年11月期）、19.1%（2017年11月期）、22.3%（2018年11月）と高水準の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。

免責事項（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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp