

ホリスティック企業レポート ファーストブラザーズ 3454 東証一部

アップデート・レポート
2017年3月10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 201700307

ファーストブラザーズ(3454 東証一部)

発行日:2017/3/10

独立系不動産私募ファンド運営会社

自己勘定による賃貸不動産投資ビジネスへの移行が加速

> 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関連企業である。

◆ 16年11月期決算は220.5%増収、40.0%営業増益

・16/11期決算は、220.5%増収、40.0%営業増益であった。運用残高が急減した投資運用事業の売上総利益は減少したものの、自己勘定で保有する不動産の売却と賃貸による利益が膨らんだ投資銀行事業の売上総利益が急拡大し、会社計画を大幅に上回る好決算となった。

◆ 17年11月期の会社計画は23.7%増収3.6%営業増益

・17/11期について同社は、投資銀行事業における不動産の売却益の増加により、23.7%増収3.6%営業増益を予想している。
・証券リサーチセンターは、自己勘定で保有する賃貸不動産の売却益を中心に17/11期の業績予想を見直し、売上高は12,828百万円→18,664百万円(前期比27.8%増)に、営業利益は3,284百万円→4,194百万円(同5.8%増)に増額修正した。

◆ 自己勘定による賃貸不動産投資ビジネスへの移行が加速

・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、ファンドでは物件の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への自己勘定投資を積極化させており、収益構造を機動的に変化させることに成功した。
・一方、中期的な経営戦略の柱の一つであるベンチャー企業投資などの新規分野の展開については、利益貢献が極めて小さいだけでなく、投資残高自体が積み上がっておらず、今後の取り組みに期待したい。

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】

	2017/3/3
株価(円)	1,732
発行済株式数(株)	7,222,500
時価総額(百万円)	12,509

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	5.3	4.9	4.4
PBR(倍)	1.2	1.0	0.8
配当利回り(%)	2.9	2.0	2.6

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.9	-9.4	50.5
対TOPIX(%)	-2.8	-13.3	27.2

【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)
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	14,606	220.5	3,966	40.0	3,662	37.8	2,287	37.7	324.7	1,411.0	50.0
2017/11 CE	18,072	23.7	4,107	3.6	3,687	0.7	2,396	4.8	342.1	—	30.0
2017/11 E	18,664	27.8	4,194	5.8	3,773	3.0	2,453	7.2	350.1	1,711.1	35.0
2018/11 E	20,847	11.7	4,713	12.4	4,223	11.9	2,745	11.9	391.8	2,067.9	45.0
2018/11 E	23,045	10.5	5,312	12.7	4,741	12.3	3,096	12.8	441.9	2,464.8	50.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、16/11期の配当金は記念配25円を含む

アップデート・レポート

2/18

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^{注 1}の運用を行う投資運用事業と、賃貸不動産等の投資によ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) 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。

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いる。16/11 期には、ファンド向けの投資対象となる大型の不動産物件については、市況が高値圏にあるとの認識から、運用する不動産私募ファンドでは物件の売却を進める一方で、取得時の競合の少ない、概ね 30 億円未満の賃貸不動産に対する自己勘定投資を積極化させた。この結果、16/11 期は、収益の柱が投資運用事業から投資銀行事業へと機動的に変化した (図表 1)。当面は、投資銀行事業が収益の中核を担う可能性が高いと推察される。

【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	16/11期
売上高		3,297	10,723	4,557	14,606
	うち投資運用事業	960	1,191	2,648	1,120
	構成比	29.1%	11.1%	58.1%	7.7%
	うち投資銀行事業	2,337	9,532	1,908	13,485
	構成比	70.9%	88.9%	41.9%	92.3%
営業利益		87	2,235	2,832	3,966
	うち投資運用事業	325	892	2,191	904
	構成比	63.1%	30.6%	63.8%	20.1%
	うち投資銀行事業	189	2,024	1,246	3,597
	構成比	36.9%	69.4%	36.2%	79.9%
	調整額	-427	-681	-605	-535

(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、13/11 期末が 1,552 億円、14/11 期末 886 億円、15/11 期末 565 億円と減少傾向で推移している模様である。

同社は、上場後は四半期毎に、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、15/11 期末の 570 億円から 16/11 期末には 321 億円(新規取得 0 億円、売却 248 億円)に減少した。

投資運用事業の売上高や売上総利益については、詳細な内訳は公表されていない。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 期及び 16/11 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。

16/11 期の投資銀行事業の売上総利益は、不動産賃貸（8.5 億円、同事業における構成比 21%）と、不動産売却（25.7 億円、同 62%）から構成される不動産の自己勘定投資に関連する収益と、セイムポート投資利益（6.9 億円、同 17%）、ベンチャー企業投融資などのその他収益（0.2 億円、同 0%、当センターの推定）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		16/11期	
		構成比		構成比		構成比
売上総利益	13.2	100%	14.0	100%	41.3	100%
不動産賃貸	1.5	12%	5.0	36%	8.5	21%
不動産売却	0.7	5%	—	0%	25.7	62%
セイムポート投資利益	10.4	78%	6.7	48%	6.9	17%
その他	0.6	5%	2.2	16%	0.2	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、16/11 期のその他の数値は証券リサーチセンターの推定

（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、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、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。

◆ 東証一部に市場変更

同社は、15 年 2 月に東京証券取引所のマザーズ市場に上場したが、16 年 10 月 21 日に第一部市場に市場変更した。

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機械、脅威）は、図表 3 のようにまとめられる。

【 図表 3 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・国内外の機関投資家である不動産ファンドの顧客や、不動産の取引先、仲介業者等からの信頼 ・不動産証券化ビジネスにおける豊かな経験と専門性を有する経営陣と従業員 ・リーマンショックを浅い傷で乗り切った実績と優れたトラックレコード（運用成績） ・商業施設分野における不動産投資の目利きやバリューアップの実績
弱み (Weakness)	・社長の経営力、業務執行に対する高い依存 ・グローバルプレイヤーに比べて、顧客開拓や事業展開が限定されている ・ベンチャー企業への投融資において収益基盤の確立が遅れている ・上場が同業他社よりも遅かったことによる相対的な資金調達力や財務力の弱さ
機会 (Opportunity)	・賃貸不動産の自己勘定投資の拡大によるキャピタルゲインとインカムゲインの伸長 ・開発案件や再生可能エネルギー関連など新規分野からの収益拡大 ・不動産ファンドの設立再開とセカムポート投資の積極化によるファンド運用ビジネスの回復
脅威 (Threat)	・不動産価格や賃料が下落したり、空室率が上昇したりすると、業績が悪化する可能性があること ・金融環境が悪化すると、借入金利が上昇したり、借入が困難になったりする可能性があること ・首都圏において巨大地震などの大災害が発生した場合、同社の業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性があること

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 企業理念と行動規範の実践が知的資本の源泉

当センターは、同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果についてアップデートした（図表 4）。

同社の最大の特徴は、業界が瀕死の状態に喘いでいたリーマンショック期においても、経営危機に陥ることなく、不動産ファンドビジネスを継続していた点にあると当センターでは考えている。同社には特別なことをしたという認識はなく、ファンドの顧客に良好な運用成績を提供するために、パフォーマンスの悪化を招くような高値での物件の取得に動かず、保有物件のバリューアップに向けた努力を続けていたことや、不動産ファンドの運営に徹し、自己勘定での不動産投資を抑制していたことが、経営破綻した同業他社との違いとして挙げている。

「最高のプロフェッショナルであり続けるという」という企業理念のもと、クライアントファースト、パフォーマンスファースト、コンプライアンスファーストという行動規範の実践が同社の成功につながったと思われる。

結果として、同社はファンド顧客ばかりではなく、不動産の売却先や仲介業者などとも長期的かつ良好な関係を構築しているようであり、同社の業界における存在感は、現時点のファンド残高だけでみるよりももっと大きなものであると当センターでは考えている。こうしたことから、同社の場合、お題目になりがちな、企業理念と行動規範の実践が知的資本の源泉となっていると言えよう。

【 図表 4 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値（前回）	数値（今回）
関係資本	顧客	・不動産私募ファンドの顧客基盤	・国内外の有力機関投資家顧客数	非開示	非開示
	ブランド	・リーマンショックを浅い傷で乗り越えた堅実な経営姿勢への不動産投資家からの信頼感			
		・不動産取引の確実性に対する仲介業者や取引相手からの高い評価			
	事業パートナー	・不動産ファンドや自己勘定投資における借入金の調達先	・取引金融機関数	非開示	非開示
		・不動産取引の仲介業者	・利用仲介業者数	非開示	非開示
		・不動産物件のプロパティマネジメント業者	・利用プロパティマネジメント業者数	非開示	非開示
・滞在型複合施設事業者アクアイグニスとの開発案件での協調関係					
組織資本	プロセス	・物件価格を分けることでファンド事業と自己勘定投資の利益相反を回避	・自己勘定投資を行う物件における取得価格の上限	おおよそ30億円	おおよそ30億円
		・今後の新規組成ファンドには原則として全てにセიმボート投資を実施する意向	・セიმボート投資残高	410百万円	0百万円
	知的財産 ノウハウ	・顧客のニーズに対応した不動産ファンドの組成や物件のバリュアップを行った実績			
		・様々なタイプの商業施設への投資や運営に対するノウハウを蓄積			
人的資本	経営陣	・不動産ファンド業界で豊富な経験、ノウハウを持つマネジメントチーム			
		・社内取締役による高い経営へのコミットメント	・社内取締役と社長の資産管理会社の保有株数	4,385,200株 (60.7%)	4,386,100株 (60.7%)
	従業員	・金融及び不動産分野において高い専門性を有する若手社員による組織構成	・平均年齢（単体）	32.0歳	33.4歳

(注) KPIの数値は、前回は15/11期末、今回は16/11期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率
(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 16年11月期は220.5%増収、40.0%営業増益

16/11期決算は、売上高14,606百万円(前期比220.5%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)、当期純利益2,287百万円(同37.7%増)であった(図表5)。

【 図表 5 】 16 年 11 月期の業績

(単位: 百万円)

	15/11期			16/11期					
	上期	下期	通期	上期	増減率	下期	増減率	通期	増減率
売上高	3,061	1,495	4,557	8,454	176.1%	6,151	311.4%	14,606	220.5%
うち投資運用事業	2,157	505	2,663	150	-93.0%	1,062	110.1%	1,212	-54.5%
うち投資銀行事業	916	991	1,908	8,358	812.0%	5,126	416.9%	13,485	606.6%
調整額	-12	-2	-14	-54	—	-37	—	-92	—
売上総利益	2,836	1,153	3,989	2,435	-14.1%	2,803	143.0%	5,238	31.3%
うち投資運用事業	2,097	488	2,585	84	-96.0%	1,015	108.0%	1,099	-57.5%
うち投資銀行事業	738	665	1,403	2,350	218.4%	1,789	169.0%	4,139	194.0%
販売費及び一般管理費	560	597	1,157	707	26.3%	565	-5.4%	1,272	9.9%
営業利益	2,276	555	2,832	1,727	-24.1%	2,238	302.6%	3,966	40.0%
うち投資運用事業	1,934	257	2,191	-15	—	920	258.0%	904	-58.7%
うち投資銀行事業	641	604	1,246	2,052	219.9%	1,544	155.5%	3,597	188.7%
調整額	-300	-305	-605	-308	—	-226	—	-535	—
経常利益	2,192	465	2,658	1,537	-29.9%	2,124	356.3%	3,662	37.8%
当期(四半期)純利益	1,237	423	1,661	853	-31.1%	1,434	238.8%	2,287	37.7%

(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

これを第2四半期累計期間(以下、上期)と下期に分けてみると、不動産の売却が急増した上期については、前年同期比 176.1%増収と売上高は大幅増となったものの、売上総利益率が高い投資運用事業の落ち込みの影響が大きかったため、営業利益は同 24.1%減少した。ファンドの運用終了に伴ってインセンティブフィーが持ち直した下期については、同 311.4%増収、302.6%営業増益と大幅な増収増益となった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、15/11 期に 1 百万円の繰入であった貸倒引当金が、33 百万円の戻入となったものの、人件費が 28 百万円、支払手数料・報酬等が 59 百万円増加したことなどから、前期比 115 百万円増加した。

下期の販管費が上期に比べ大幅に減少したのは、上期は貸倒引当金繰入額を 67 百万円計上したのに対し、下期は別の案件で計上していた貸倒引当金に対して戻入(101 百万円)を行ったためである。

賃貸不動産の残高拡大に伴い、借入金での調達を増やした結果、支払利息やローン組成手数料などの支払手数料が大幅に増加し、営業外収支の支払超過額は、15/11 期の 174 百万円から 303 百万円に膨らんだ。

15/11 期決算の発表時に公表した計画に対しては、売上高 117.0%、売上総利益 120.3%、営業利益 129.9%、経常利益 131.8%、当期純利益 136.0%の達成率となった。

売上総利益のセグメント別計画に対しては、投資運用事業は 107.4%、投資銀行事業は 124.3%の達成率となった。両セグメントとも、売却した不動産の価格が想定よりも高水準となり、キャピタルゲイン関連の利益が計画を上回ったと見られる。

◆ 投資運用事業は 54.5%減収 58.7%減益

投資運用事業は、前期比 54.5%減収（外部顧客への売上高とセグメント間の内部売上高の合計ベース）、58.7%営業減益であった。投資運用事業の売上総利益は、前期の 2,585 百万円から 1,099 百万円へと 1,486 百万円減少した。この内、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伴う関連報酬の縮小が 1,305 百万円を占め、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、取引相場が同社が適正と考える水準を上回っていたため、16/11 期はファンドの新規設立を行わなかった。その結果、売却による 248 億円の減少により、16/11 期末のファンド残高は 321 億円となった。

◆ 投資銀行事業は 606.6%増収 188.7%増益

投資銀行事業は、前期比 606.6%増収、188.7%営業増益であった。同事業の売上高が急増したのは、前期には実績がなかった不動産売却収入を 10,638 百万円計上したためであり、不動産売却を除く売上高は 2,847 百万円と前期比 939 百万円の増加にとどまった。

投資銀行事業の売上総利益は、前期の 1,403 百万円から 4,139 百万円へと 2,736 百万円増加した。内訳としては、その他が 2.2 億円から 0.2 億円で減少したものの、不動産売却が実績なしから 25.7 億円で、不動産賃貸が 5.0 億円から 8.5 億円で、セイムボート投資利益が 6.7 億円から 6.9 億円で、それぞれ増加した。

好調な不動産市況を受けて、不動産売却の売上総利益率は 24.2%に達し、同社の計画を上回る採算を確保した。

不動産賃貸に関しては、保有残高が 15/11 期末 157 億円から、16/11 期上期末 224 億円、16/11 期末 251 億円（16/11 期の新規取得 169 億円、売却物件の取得簿価 75 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（92.8%）から 16 年 7 月（96.1%）まで上昇基調で推移したことなどが貢献した（16 年 8 月から 11 月においては、稼働率の低い新規物件の取得、稼働率の高い物件の売却、バリューアップを意図したテナントの入替え及び工事などにより、90.0%から 91.3%で推移している）。

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。15 年 11 月に 50%だった販管費カバー率（月間）は、16 年 5 月に 99%に達したものの、賃貸不動産の一部売却とバリューアップ工事に伴う費用の計上により、11 月には 70%に低下した。同社は、工事の終了後には新規テナントの入居を進め、販管費カバー率が回復すると想定している。

セイムボード投資利益は前期比でやや減少したものの、セイムボード投資の売却額 4.1 億円（エクイティ出資額ベース）に対して、利益は 6.9 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。

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 期上期においては、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 0.6 億円の損失となった。同下期は売却益が計上されたと推測され、16/11 期通期においては、0.2 億円の売上総利益となった。

◆ 積極的な賃貸不動産投資が目立つ

貸借対照表をみると、成長戦略の柱である販売用不動産（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）の残高拡大については順調な進捗が確認できた。販売用不動産は、15/11 期末の 161 億円から 16/11 期末には 257 億円に増加しており、最も大きな資産側の変動となった（図表 6）。

取得価格ベースで計算した残高では、15/11 期末の 157 億円から、期中に 169 億円を新規取得し、75 億円を売却した結果、16/11 期末に 251 億円となっている。

決算説明会資料によると、賃貸不動産の含み益は 15/11 期末の 41 億円から 16/11 期末には 68 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。

【 図表 6 】 主要資産の残高推移

(単位: 億円)

	15/11期	構成比	16/11期	構成比
現金及び預金	40.4	17.4%	56.9	15.8%
販売用不動産	161.9	69.5%	257.8	71.5%
仕掛販売用不動産	—	—	11.2	3.1%
非上場有価証券合計	9.5	4.1%	9.9	2.7%
うちセიმボート投資	4.1	1.8%	0.0	0.0%
うちその他の非上場有価証券	5.4	2.3%	9.9	2.7%
その他の資産	21.0	9.0%	24.9	6.9%
総資産	232.8	100.0%	360.7	100.0%

(注) 15/11 期のうちその他の非上場有価証券の数値は、証券リサーチセンターの推定(出所) ファーストブラザーズ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

一方、賃貸不動産投資の拡大を主因に、借入金残高も 15/11 期末の 133 億円から 16/11 期末には 234 億円に増加した。ネット D/E レシオは、15/11 期末の 1.2 倍から 16/11 期末には 1.8 倍に上昇した。ただし、賃貸不動産の取得に伴う借入金(残高 223 億円)の平均金利は 15/11 期末の 1.23%から 16/11 期末には 0.76%に低下した。

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 15/11 期末の 26 年から 16/11 期末に 21 年にやや短期化したが、引き続き超長期の年限を維持している。

金利上昇リスクを軽減するため、同社は変動金利を受け取り、固定金利を支払う金利スワップ取引を行っている。16/11 期末の想定元本は、賃貸不動産の取得に伴う借入金残高 223 億円の 62%に相当する 138 億円をヘッジした形となっている。

賃貸不動産の所在地別内訳は、16/11 期末で首都圏が 92.9%、名古屋、福岡などその他主要都市が 7.1%であった。首都圏以外の物件売却や首都圏での積極購入があり、16/11 期上期末に比べ首都圏の比率が 3.7%ポイント上昇した。

16/11 期末の用途別では、商業施設 52.5%、オフィス 46.8%、その他 0.7%となっており、16/11 期上期末に比べ、オフィスの比率が 2.8%ポイント上昇した。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、16/11 期上期末の 6.5% から 16/11 期末には 5.8% に低下した。

また、同社は、不動産開発への取り組みを始めており、15/11 期末には計上されていなかった仕掛販売用不動産の残高が、16/11 期末において 11 億円（物件は複数である模様）に積み上がった。竣工した開発物件は、17/11 期以降の賃貸収益に貢献すると見られる。

◆ 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、15/11 期末の 8.5 億円から 16/11 期末には 11.1 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の残高がなくなった

成長戦略の中で拡大を目指しているセイムポート投資については、投資していたファンドの運用が終了したことに伴い、15/11 期末の 4.1 億円から 16/11 期末には残高がなくなった。

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の増加はまだ少ない

もう一つの中期的な成長戦略の柱である実物不動産やセイムポート投資を除いた新規分野への投資（非上場有価証券）については、残高の積み上げが小規模にとどまっている。

非上場有価証券に対する投資残高は、流動資産の営業投資有価証券の残高からセイムポート投資（出資比率 20%未満のもの）を除いた金額と、固定資産の投資有価証券の残高から上場している有価証券を除いた金額、その他の関係会社有価証券の残高からセイムポート投資（出資比率 20%超のもの）を除いた金額、投資その他の資産のその他に計上されている関係会社株式や関係会社出資金などを合計して算出される。

15/11 期末に 6.9 億円あった営業投資有価証券のうち、2.0 億円あったセイムポート投資が 16/11 期中に全て売却されたため、その他の非上場有価証券の残高は、15/11 期末の 4.9 億円から 5.9 億円に増加したと推測される。

投資有価証券については、15/11 期末の残高のうち非上場有価証券は 0.5 億円含まれていたが、16/11 期にこの全額に対し評価損(特別損失)が計上された。

15/11 期末に 2.5 億円あったその他の関係会社有価証券については、2.1 億円あったセイムポート投資が 16/11 期中に全て売却されたため、その他の非上場有価証券の残高は、15/11 期末の 0.4 億円から 0.7 億円に増加したと推測される。

15/11 期末に 0.5 億円あった投資その他の資産のその他については、そのうち非上場有価証券に分類される関係会社出資金が 0.4 億円含まれていたが、16/11 期末においては、関係会社株式が 2.4 億円、新たに計上されたため、その分が非上場有価証券の増加額となる。

その他の勘定科目に計上されたものを含めて、セイムポート投資を除いた非上場有価証券の合計額は、有価証券報告書では 15/11 期末の 7.4 億円から 16/11 期末に 9.9 億円に増加したと開示されている。ただし、15/11 期末の数値は、16/11 期末とは基準が異なるため、基準を揃えてみると、5.4 億円になると当センターでは推測している。セイムポート投資を除いた非上場有価証券の残高は増加しているとは言え、賃貸不動産の残高が急拡大しているため、同社の総資産に占める比率は 2%台に過ぎず、当面は大きな利益貢献を見込むのは難しいと思われる。

◆ 16 年 11 月期から配当を開始

同社は、これまで将来の事業環境と経営基盤の強化に備えた内部留保の充実を優先してきたが、東証一部上場を機に、株主に対して継続的、安定的に利益還元を行うことにした。

同社の短期業績は不動産の売却の金額や時期によって大きく変動する可能性がある。そのため、毎期の利益に連動して配当額が変動する配当性向の基準ではなく、比較的安定して、増加傾向にある株主資本に連動する株主資本配当率(DOE) 2.0%を目安として、16/11 期に 1 株当たり 25 円の普通配当を実施し、加えて、東証一部への市場変更に際しての記念配当 25 円も実施した。

> 業績見通し

◆ ファーストブラザーズの 17 年 11 月期予想

17/11 期について同社は、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）、3,687 百万円（同 0.7%増）、当期純利益 2,396 百万円（同 4.8%増）を見込んでいる（図表 7）。

【図表 7】ファーストブラザーズの過去の業績と 17 年 11 月期の計画

（単位：百万円）

	14/11期	14/11期（特殊 要因を除く）	15/11期	16/11期	17/11期CE	前期比
売上高	10,723	5,466	4,557	14,606	18,072	23.7%
うち投資運用事業	1,369	1,369	2,663	1,212	—	—
うち投資銀行事業	9,532	4,274	1,908	13,485	—	—
調整額	-178	-178	-14	-92	—	—
売上総利益	3,425	2,324	3,989	5,238	5,689	8.6%
うち投資運用事業	995	995	2,585	1,099	23	-97.9%
うち投資銀行事業	2,430	1,329	1,403	4,139	5,666	36.9%
販売費及び一般管理費	1,190	1,155	1,157	1,272	1,581	24.3%
営業利益	2,235	1,169	2,832	3,966	4,107	3.6%
うち投資運用事業	892	892	2,191	904	—	—
うち投資銀行事業	2,024	959	1,246	3,597	—	—
調整額	-681	-681	-605	-535	—	—
経常利益	2,153	1,124	2,658	3,662	3,687	0.7%
当期純利益	657	657	1,661	2,287	2,396	4.8%

（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

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。投資運用事業の売上総利益は 23 百万円（前期比 97.9%減）の計画である。ファンド投資案件の売却関連収入がほぼなくなり、アセットマネジメントフィーだけが見込まれている模様である。

同社は過去 3 期でファンドの運用残高を大幅に削減してきた結果、現在運用しているファンドの多くが、同社が設立したものではなく、経営が行き詰った同業他社のファンドを引き継いだレスキュー案件となっている。レスキュー案件のアセットマネジメントフィーの料率は低く、インセンティブフィーも発生しない契約となっているものが多いため、投資運用事業の売上総利益が大幅に減少する計画となった。

投資銀行事業の売上総利益は 5,666 百万円（前期比 36.9%増）と計画されている。内訳としては、セイムボート投資利益が 16/11 期の 6.9 億円から 0 億円に減少するものの、不動産売却が 25.7 億円から 43.4 億円に、不動産賃貸が 8.5 億円から 10.3 億円に、その他が 0.2 億円から 2.8 億円に増加すると見込まれている。

不動産売却については、売上高が 16/11 期の 10,638 百万円から 15,852 百万円に増加すると計画も開示されており、売上総利益率は前期の 24.2%から 27.4%に上昇する前提となっている。

不動産賃貸の売上総利益については、16/11 期の増益額 (351 百万円) に対して 17/11 期の増益額は 186 百万円に減速すると見込んでいる。これは、賃貸不動産の期中増加額が、16/11 期の約 96 億円から 17/11 期は 70 億円程度に鈍化することを前提とした模様である。

販管費は 1,581 百万円 (前期比 309 百万円増) と計画されている。内訳としては、人件費が 85 百万円、支払手数料・報酬等が 65 百万円、租税公課が 53 百万円増えると見込んだほか、16/11 期に発生した貸倒引当金の戻入 (33 百万円) が無くなると想定している。

引き続き、借入金の増加に伴って、支払利息や支払手数料が膨らむと想定した一方、16/11 期に発生したデリバティブ評価益 (33 百万円) を見込まなかったことから、営業外収支の支払超過は、前期の 304 百万円から 420 百万円に増加すると計画されている。

◆ 証券リサーチセンターの 17 年 11 月期予想

当センターは、16/11 期実績を踏まえて 17/11 期予想を見直した結果、売上高を 12,828 万円→18,664 百万円、営業利益を 3,284 百万円→4,194 百万円、経常利益を 2,883 百万円→3,773 百万円、当期純利益を 1,819 百万円→2,453 百万円に増額した。前期比では 3.7%増収、5.1%営業増益から、27.8%増収、5.8%営業増益へと修正した (図表 8)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

投資運用事業は、売上高を 1,007 百万円、営業利益を 720 百万円引き下げた。運用する不動産ファンドの残高の減少ペースについて、想定を大きく見直したわけではないが、残存しているファンドには予想以上にレスキュー案件が多かったことから、運用残高に応じて課金されるアセットマネジメントフィーと、ファンドの解約時にパフォーマンスに応じて受け取れるインセンティブフィーが前回の予想よりも大幅に少なくなると判断したことが売上高を減額した要因である。

不動産ファンドビジネスの縮小に伴い、投資運用事業を担当する子会社のファーストブラザーズ投資顧問では体制の縮小が実施されており、投資銀行事業の中核子会社のファーストブラザーズキャピタルへの人員シフトと自然減で、販管費は大きく減少する見通しとなった。結果、投資運用事業の営業損益は収支均衡と予想した。

【 図表 8 】 中期業績予想

(単位: 百万円)

	16/11期	17/11期CE	旧17/11期E	17/11期E	旧18/11期E	18/11期E	19/11期E
売上高	14,606	18,072	12,828	18,664	16,004	20,847	23,045
前期比	220.5%	23.7%	3.7%	27.8%	24.8%	11.7%	10.5%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
うち投資運用事業	1,212	-	1,110	103	879	46	0
うち投資銀行事業	13,485	-	11,898	18,641	15,367	20,841	23,045
調整額	-92	-	-180	-80	-242	-40	0
営業利益	3,966	4,107	3,284	4,194	3,585	4,713	5,312
前期比	40.0%	3.6%	5.1%	5.8%	9.2%	12.4%	12.7%
営業利益率	27.2%	22.7%	25.6%	22.5%	22.4%	22.6%	23.0%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
うち投資運用事業	904	-	720	0	427	0	0
うち投資銀行事業	3,597	-	3,219	4,708	3,838	5,247	5,867
調整額	-535	-	-655	-514	-680	-534	-555
経常利益	3,662	3,687	2,883	3,773	3,074	4,223	4,741
前期比	37.8%	0.7%	2.2%	3.0%	6.6%	11.9%	12.3%
経常利益率	25.1%	20.4%	22.5%	20.2%	19.2%	20.3%	20.6%
当期純利益	2,287	2,396	1,819	2,453	1,940	2,745	3,096
前期比	37.7%	4.8%	5.5%	7.2%	6.6%	11.9%	12.8%

(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より証券リサーチセンター作成

投資銀行事業は、売上高を 6,743 百万円、営業利益を 2,028 百万円引き上げた。売上高については、16/11 期実績と 17/11 期の同社計画を踏まえて、賃貸不動産の残高純増額の前提を引き下げたことから不動産賃貸収入の見通しを減額した一方、不動産売却の売上予想を大幅に増額した。

不動産売却について、売上予想を増額したことに加え、16/11 期実績を踏まえて売上総利益率の想定も引き上げた。結果、投資銀行事業の営業利益予想を大幅に増額した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは 16/11 期実績を踏まえ、前回の 18/11 期業績予想を見直すと共に、19/11 期予想を新たに策定した。

18/11 期予想においては、売上高を 4,843 百万円、営業利益を 1,128 百万円増額した。投資運用事業については、18/11 期末に残存する不動産ファンドの運用が全て終了すると想定し、売上高を 833 百万円、

営業利益を 427 百万円減額した。投資銀行事業については、不動産売却の想定を引き上げたため、売上高を 5,474 百万円、営業利益を 1,409 百万円増額した。

新たに策定した 19/11 期に関しては、前期比 10.5%増収、12.7%営業増益と予想した。

投資運用事業は、19/11 期においてもファンドの新規設定が実施されない前提で、売上高、営業利益とも見込んでいない。国内不動産の市場価格が大幅に下落した際は、同社は機動的に新規ファンドの組成に動き出すと見られるが、その場合も、新ファンドによる収益貢献は運用開始からしばらくの間は大きくはならないと推測される。

投資銀行事業は、前期比 10.6%増収、11.8%営業増益と予想した。引き続き、不動産の売却売上と賃貸収入が増収をけん引すると見込んでいる。一方、ベンチャー企業投資などの新規分野からの収益貢献は限定的と考えた。

同社は、賃貸不動産から得られる家賃収入と売却益に偏った収益構造からの脱却を目指して、ベンチャー企業投資だけではなく、再生可能エネルギー事業や、商業施設の開発案件への参画にも取り組んでいる。

再生可能エネルギー事業に関しては、15 年 8 月にバイオマス燃料の製造販売を目的として設立された BPC 福島株式会社を連結子会社化し、工場建設に乗り出したが、16/11 期末時点において工場は稼働しておらず、同社からも事業計画の詳細が開示されていないことから収益貢献は見込んでいない。

16 年 12 月には、再生可能エネルギー事業を推進する部署を新設し、子会社であるファーストブラザーズディベロプメントにおいて地熱発電分野の事業化にも着手した。発電利用後の熱水等を利用して、温泉施設開発や農業などの周辺ビジネスにも積極的に取り組むことで、同社の強みである不動産運用のノウハウが活かせるとしている。

しかしながら、地熱発電所の開発には、好立地の確保や開発期間の長さなど課題も多く、実際に開発プロジェクトが開始されても当分は費用負担だけが発生すると考えられる。同社から具体的な発表はないため、業績予想には一切織り込んでいない。

一方、15 年には、滞在型複合施設である AQUA×IGNIS (アクアイグニス) の開発計画として、小山 (静岡県、開業予定 18 年) と多気 (三重県、同 19 年) の案件に参画すると発表されたものの、その後のブ

プロジェクトの進捗状況や事業計画についての開示がないため、この件についても業績予想に反映していない。

なお、投資運用事業の収益が計上されなくなった際は、セグメント情報のセグメント利益の欄に表示されている調整額（各セグメントに配分していない全社費用）の表示はなくなり、投資運用事業のコストとなる可能性がある。しかしながら、投資運用事業が想定よりも早く回復し、報告セグメントとして残るケースや、現在、投資銀行事業として行われている事業の中から別の報告セグメントとして切り出される事業が出てくるケースにおいては、調整額の表示も残ると考えられるため、当センターでは調整額を残して業績予想を作成した。

> 投資に際しての留意点

◆ 配当の実施に関する留意点を削除

当センターでは、過去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、6) 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を投資に際しての留意点に挙げていた。

この内、2) の留意点に関しては、16/11 期から配当を実施した。よって、2) の留意点は削除する。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 16 年 2 月 26 日より開始いたしました。

同社は、15 年 2 月に東京証券取引所のマザーズ市場に上場しましたが、16 年 10 月 21 日に第一部市場に市場変更となりました。新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

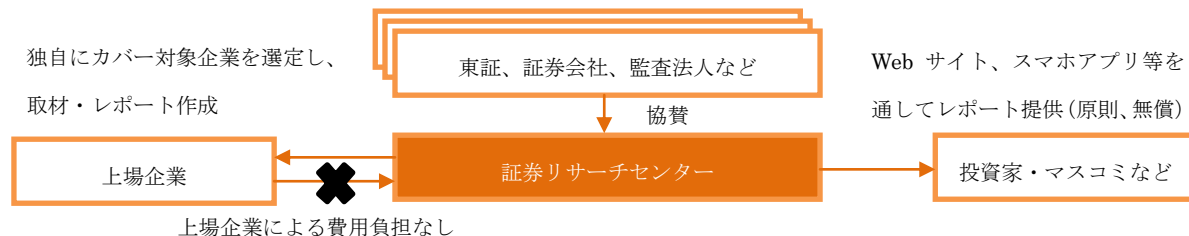
ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

ファーストブラザーズ (3454 東証一部)

発行日:2017/3/10

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 パートナース

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクス

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

本レポートの構成

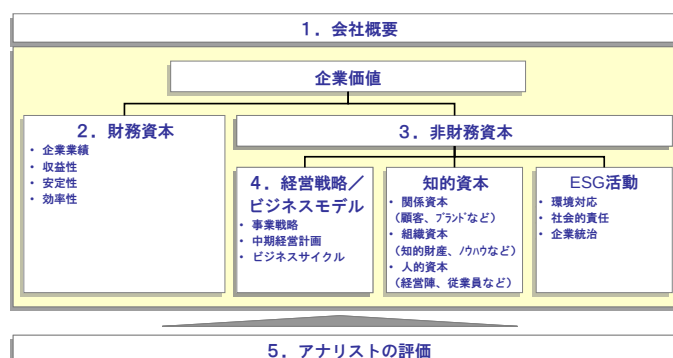
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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算するための評価指標 (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。