

楽しい投資研究所 特製！
会社分析レポート 第8弾

4314 株式会社ダヴィンチ・アドバイザーズ 編

ばへっと

(投資家 / 公認会計士)

2005年9月9日

楽しい投資研究所

Copyright © 2005 楽しい投資研究所 All rights reserved

無断複製を禁じます。

< 目 次 >

ビジネスの理解 3

会社の勢いを読み解く ~主要な経営指標等の推移~ 5

もっと詳しく財務分析 6

筆頭株主・経営トップの声を聴く 13

株価の割安度を評価する 14

ビジネスの理解

投資を考える場合、その前提として、その会社がいったいどんなビジネスを手がけているのか、その本質を掴むことが肝心です。

優れたアドバイザーを雇うのも結構なのですが、理想はやはり、投資家本人が投資対象を深く理解しておくことです。

有価証券報告書を読めば、なかなか詳細な情報が載っているものです。

さまざまな角度から、本質を掴もうと意図しつつ、会社そのものを眺めてみましょう。きっと、あなたなりの会社像が、立体的に浮かび上がってくるはずですよ。

この会社（ダヴィンチ・アドバイザーズ）が行うメイン・ビジネスは、「不動産投資顧問事業」です。

その内容は、さらにこまかく3つに分けられます。
ざっと見ていきましょう。

<ファンド・マネジメント>

不動産投資ファンドを組成します。会社が行うビジネスのすべてはここから始まるという
ていいでしょう。

ちなみに、会社は、国内の不動産投資会社としては過去最大規模の「1兆円ファンド」を
設立する予定とのこと。（2005/09/02 日経）

<アセット・マネジメント>

信託受益権を設定した不動産を各ファンドに組み込みます。

建物のリニューアルプランや家賃の見直し、テナント誘致プランの実施を通じて、不動産
としての価値を高めていくのだとか。

ファンドごとに、ノンリコースローン（特定の事業に対する融資であり、返済原資をその
事業から得られる収益に限定するタイプの融資）を用いて資金を調達、投資効率アップを
図るとのこと。

事業の目的は、投資家より手数料（フィー）収入を得ることですよ。

<コ・インベストメント>

会社は各ファンドに対して全投資額の3%～15%部分を自己投資しています。

ファンド群を運営する立場である会社が、他の投資家たちと同様の立場で各ファンドの管理・運営に当たっているんですね。

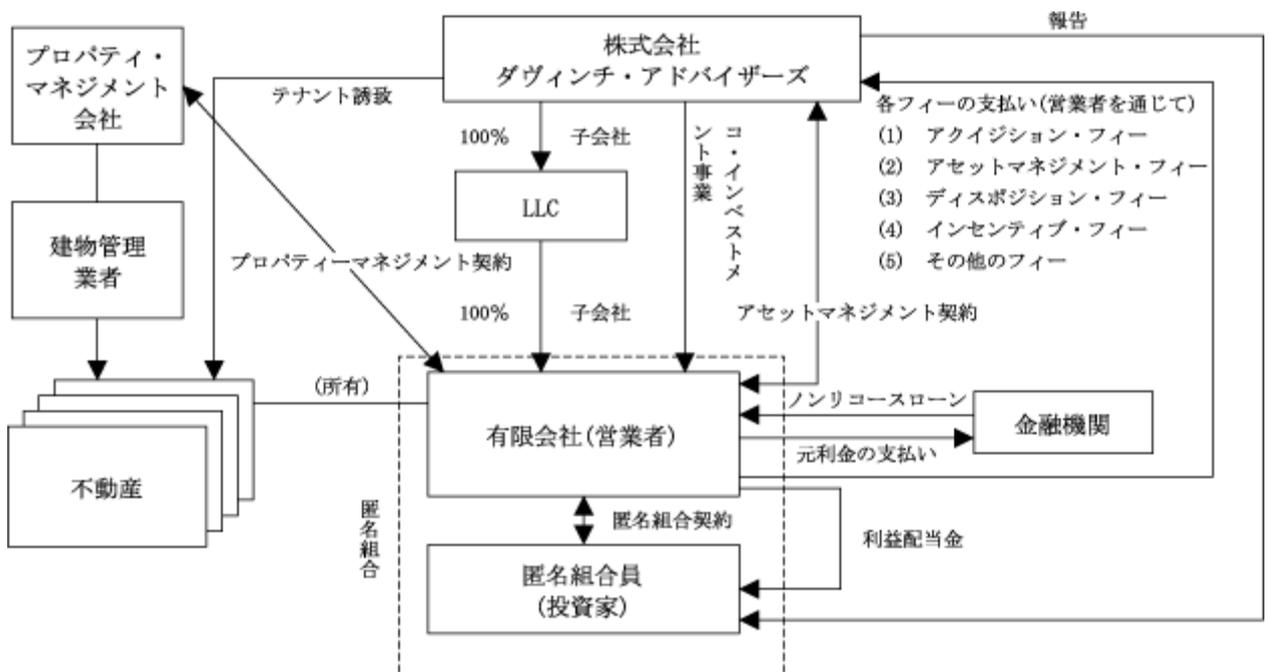
運用担当者が、出資者と運命共同体になるという意味で、その誠実性をアピールし、信頼度を高める効果も期待できるのでしょう。

ところでこのスタイル、欧米ではすでに定着している商慣習のひとつなのだから。

会社は、そのビジネス・スキームを有価証券報告書に記載してくれています。

全体像の把握・理解のために有用と思われるので、抜粋して載せておきますね。

<会社の事業系統図>



(平成16年12月期有価証券報告書より抜粋)

ちなみにH17年6月末現在の会社が運用する資産は2,898億円(投資済みベース)。

運用資産残高が増えたことにより、アセットマネジメント・フィーが増加し、かつ、ファ

ンドの運用成績好調により、インセンティブ・フィーもアップしているとのこと。

ところで、会社は不動産投資顧問ビジネス以外の投資事業も行っています。

たとえば、不良債権売買による投資収益を目的として匿名組合への出資や、株式投資を通じての自己運用。

H17年度は、主に不良債権投資における債権の回収益が計上されており、前年同期比、大幅な増収増益を果たしているもよう。

会社の勢いを読み解く ～主要な経営指標等の推移～

個人的にばへっとは、まずここを見て、その会社がさらなる詳細調査に値するか否かを判断します。

有価証券報告書の冒頭に記載されている「主要な経営指標等の推移」。

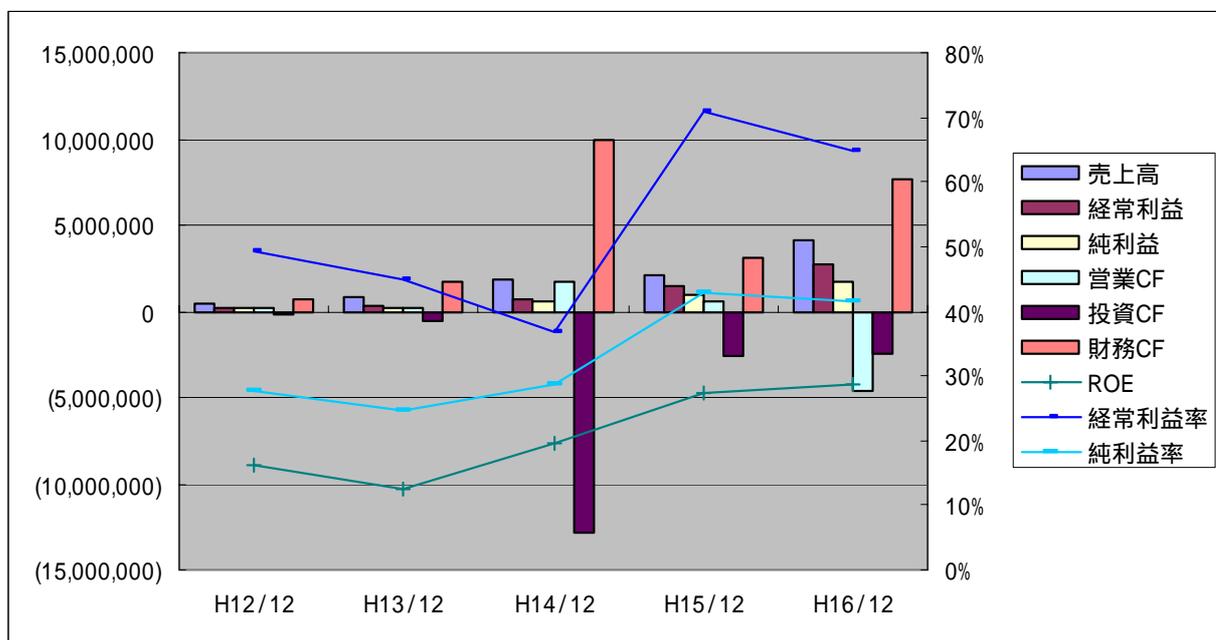
重要な指標がコンパクトにまとめられているので、いつも重宝するのです。

たとえば、こんな情報が載ってたりします。

(単位：千円)

	H12/12	H13/12	H14/12	H15/12	H16/12
売上高	500,852	832,621	1,844,087	2,088,453	4,156,438
経常利益	247,660	374,153	675,411	1,478,870	2,695,019
純利益	138,178	206,179	528,076	894,410	1,730,639
営業CF	186,442	188,320	1,669,990	532,240	(4,667,955)
投資CF	(188,699)	(630,043)	(12,785,692)	(2,592,537)	(2,502,001)
財務CF	643,295	1,648,750	9,932,865	3,118,704	7,670,511
ROE	16.36%	12.55%	19.51%	27.23%	28.85%
経常利益率	49.4%	44.9%	36.6%	70.8%	64.8%
純利益率	27.6%	24.8%	28.6%	42.8%	41.6%

上の表をビジュアルにグラフで表現すると、こんな感じですよ。



気になる点を箇条書きにすると、こんなところでしょうか。

売上高は前期比ほぼ2倍。

ROEは期を追うごとに上昇傾向。直近年度は29%。(スゴいな~)

売上高当期純利益率も事業の規模拡大に伴って順調に上昇傾向。

每期堅実に利益を上げているのは好感。

直近年度の「営業活動によるキャッシュ・フロー(CF)」は47億円と大幅なマイナス。

なぜ？

H14/12期に巨額の投資CFマイナスが計上されているのはなぜ？

とりあえず、こんなところが会社分析を行っていく取っかかりになるのではないかと。

この線で、さらに詳しく見ていくことにしますよ。

もっと詳しく財務分析

会社は主に、どんな資産を持っているのかな？ということで、H17年6月末現在の連結貸

借対照表（連結 B/S）を眺めてみました。

すると、資産総額 240 億円のうち、「現金及び預金」が 51 億円と、コレが最大。

次いで、「その他の関係会社有価証券」が 36 億円。

証券取引法改正の関係で、投資事業有限責任組合などへの出資を、これまでの「関係会社匿名組合出資金」から「その他の関係会社有価証券」として表示科目を変えています（前年度末から）。

だから前中間期末に比べると、大きく増加しているように見えるけれど、実質的にはそれほど大きな変動はないことが分かりますね。（前期末に比べれば、残高はむしろ減少しているくらいですし）

続いて信託販売用不動産が 32 億円、そして販売用不動産が 29 億円。

ところでキャッシュ・フロー計算書を見るに、H17 年度上半期は、信託販売用不動産の取得に 32 億円、販売用不動産の取得に 29 億円をかけていることが見てとれます。これがそのまま B/S に載っているというわけ。

負債の部を眺めてみれば、主な負債は短期借入金 77 億円と長期借入金 39 億円です。

ところで、資金の調達形態とその運用形態のバランスを測るのに便利なのが、流動比率と固定長期適合率。

個人的には、好んでこれらの指標を会社分析に用いたりしています。

この会社の「流動比率（＝流動資産／流動負債）」は、124%。

そして、「固定長期適合率（＝固定資産／（自己資本＋固定負債）」は、78%。

短期的な資金繰りといった視点で見ても、取り立てて厳しいという状況にはなく、また、長期の資産はきちんと長期の借入や自己資本で賄われていることから、財務のバランス的には、良好といってよいのではないかしら。

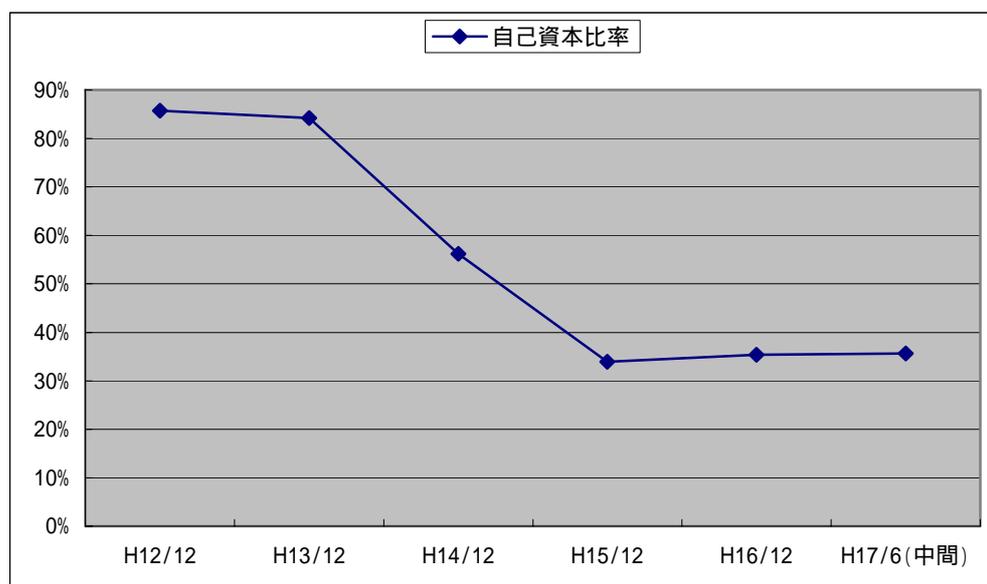
経営者の、バランスの取れた経営感覚が透けて見えるかのような感触を覚えましたよ。

さて、肝心の「自己資本比率(=自己資本/総資本)」は35.6%。

まあ、こんなものでしょう。直観的にいって、まあバランスの取れた割合なのではないかと。(エラそう)

ちなみに、過去の趨勢を眺めるに、この会社の自己資本比率は低下傾向にあります。

	H12/12	H13/12	H14/12	H15/12	H16/12	H17/6 (中間)
自己資本 比率	85.7%	84.2%	56.2%	33.9%	35.4%	35.6%



かといって、損失がかさんでの結果などではありません。每期きちんと、しかもしっかり利益を計上している点は非常に立派 (ROE も直近年度は 28.9% と高水準を維持)。

これは、若い会社であることと、よりレバレッジを効かせて積極的に事業を推し進めた結果として、そんな風になっているのだととらえるのが妥当と考えます。

ところで、会社が行っている事業は、「不動産投資顧問事業」と「投資事業」、そして「そ

の他の事業」の3つに大別されます。

それぞれの事業内容をカンタンに表現すると、こんな感じですよ。

事業区分	主要な事業内容
不動産投資顧問事業	不動産投資ファンドの組成・管理・運用
投資事業	有価証券の売買、債券及び不動産等への投資等
その他の事業	その他

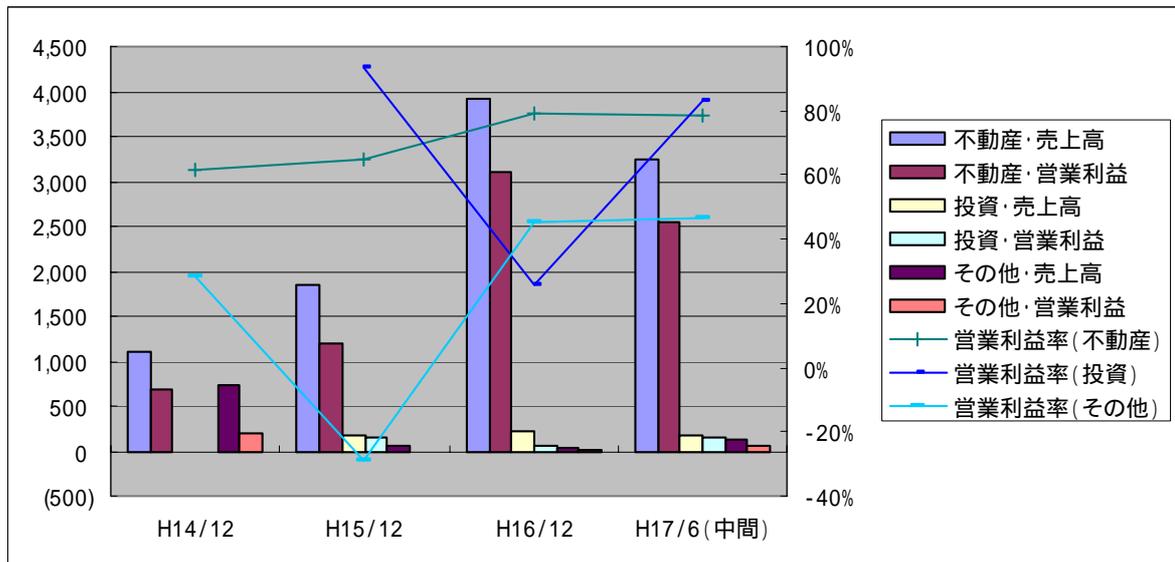
(平成17年12月期・中間決算短信(連結)より)

で、それぞれの売上高・営業利益を時系列に並べてみました。

(単位：百万円)

	H14/12	H15/12	H16/12	H17/6 (中間)
不動産・売上高	1,103	1,857	3,910	3,247
不動産・営業利益	681	1,199	3,099	2,543
投資・売上高	-	165	216	179
投資・営業利益	-	154	56	149
その他・売上高	741	66	31	126
その他・営業利益	209	(19)	14	59
営業利益率(不動産)	62%	65%	79%	78%
営業利益率(投資)	-	93%	26%	83%
営業利益率(その他)	28%	-29%	45%	47%

上記の表をビジュアルに表現すると、こんな感じです。



旗艦ビジネスであるところの「不動産投資顧問事業」が、売上高・利益の大部分を占めていることが分かります。

H15/12 期から H16/12 期にかけて、その売上高は 2 倍以上になりました。

その理由は、運用資産残高と運用を受託した資本額が増加したことに伴って、アセットマネジメント・フィーが増収となったことと、価値を高めて収益性を安定化させた不動産をファンドへ売却し、キャピタル・ゲインを得たことが原因とのこと。

H17 年度に入ってから、運用資産残高および運用受託資本額の増加は続き、アセットマネジメント・フィーは増加傾向。同時に、過去に組成したファンドの運用成績が好調であったことから、インセンティブ・フィーも得て、さらなる成長を果たしているもよう。

そして注目すべきは、急激な成長と同時に、その高い水準の売上高営業利益率を維持しているという点。正直、スゴイ。勢いがありますね～。

ところで、これだけの業績を上げている会社なのに、従業員数はわずか 38 名（しかも連結ベースで）と、まさに少数精鋭！

< キャッシュ・フロー >

さて、H17/12 期の中間連結キャッシュ・フロー計算書を見てみると、前年度（ 47 億円）も、今中間期（ 22 億円）も営業 CF は大幅なマイナスであることが分かります。

それはなぜ？ということで、その計算過程を眺めてみると、今中間期は、「信託販売用不動産の取得による支出」が 32 億円と「販売用不動産の取得による支出」が 29 億円、これらが大きいのだということが見て取れます。

また前年度は、「その他の関係会社有価証券の払い込みによる支出」が 91 億円が飛びぬけて大きなマイナス要因となっていますね。

いずれも営業活動、すなわち本業のビジネスにかかわる支出ということで、営業 CF は大幅なマイナスとなっているというわけ。

いわば積極的な事業展開の結果として、営業 CF はマイナスとなっていると見るのが妥当でしょう。

業績不振などを理由とするものではないので、そこはとりあえず、安心していいと思いますよ。

ちなみに H14/12 期の大きな投資 CF のマイナスは、「不動産信託受益権の取得による支出」97 億円が大きい（過去のキャッシュ・フロー計算書を見ました）。今と変わらぬ積極的投資姿勢の現れと見てよいのではないかと。

< 監査報告書を読み解く >

決算書の適正表示・信頼度をある程度以上の水準に維持するためにこそ、監査は行われま

ず。
監査人とは、いわば資本市場の健全な運営を監視する番人的存在といえます。

この会社の監査を担当しているのはあずさ監査法人。

有価証券報告書に添付されている監査報告書を眺めてみると、その内容は適正意見ということで、問題ナシということなのだけれども、その中に「追記情報」の文字が見えます。

これは一般的にいても、見逃してはならない重要情報ですよ。

なぜなら、ときに監査人は、監査報告書に記載される「追記情報」を通じて、私たち投資家に対して「警告」を発する場合が少なくないからです。

一瞬、「おやおや」と思って眺めた監査報告書の「追記情報」なんですけれども、その内容は「連結子会社の範囲の変更」と「貸付金による自己投資の持分損益及び貸付金の受取利息並びに借入金の支払利息の会計方針の変更」についてのものであることが見て取れました。

ところで、会計方針の変更イコール問題なのではありません。

そもそも監査報告書には、正当な理由による会計方針の変更が行われた場合であっても、その旨を「追記情報」として記載することが求められているのです。

正当な理由はあるのだけれども、利益の数値はそれなりに変動するわけで、その影響額を正しく把握してこそ、会社の収益性とその変遷を深く理解できるわけですからね。

ちなみに今回の「連結子会社の範囲の変更」は、一部子会社の連結グループ全体に与える影響度・重要性が低いため、決算実務の効率性を優先した結果のものを見ていいでしょう。

そして「会計方針の変更」とは、ファンドに対する自己投資部分の持分損益と、ファンドに対する貸付金にかかる受取利息を「営業外収益」から「売上高」に計上区分を変えた点です。

理由は、会社が H16/12 期に貸金業登録を行ったこと & 経営成績をより適切に開示しようとするものだから。

それに伴って、借入金利息を従来の「営業外費用」から「売上原価（資金原価）」に計上区分を変更させてもいます。

これは、受取利息が売上高に計上されることに伴って、費用と収益を対応させなくっちゃあならないね、という会計の基本原則に基づく判断によるもの。

これらの結果、会計方針を変更しなかった場合と比べて、決算書上は売上総利益(粗利益)と営業利益はそれぞれ同額の289百万円増加していることとなります。

ただし、収益・費用の計上区分が変わっただけなので、経常利益に与える影響額はゼロ。

これらの変更による影響額というものは、時系列比較をする場合、頭に入れておくべき数字ですよ。

筆頭株主・経営トップの声を聴く

さて、会社の筆頭株主は、代表取締役社長でもある金子修氏(持分割合27.4%)です。

筆頭株主と経営トップを兼ねる金子氏は、昭和22年生まれ。

その経歴を見ますに、パシフィック・トレーディング社、長谷川工務店(現長谷工コーポレーション)(USA), Inc.での勤務を経て、平成10年8月、ダヴィンチ・アドバイザーズ株式会社を設立するに至っているとのこと。

ところで代取社長・金子氏は、インタビューに応じて、国内不動産市場について、次のような見解を述べています。参考までに、載せておきますね。

「今の東京の投資環境は素晴らしい。これからますます収益が上がりやすい環境になっていく」

「東京では、収益性不動産の利回りが5%を超えるのに対し、資金調達として主流のノンリコース・ローン(非遡及型融資)の資金コストは2%と低く、高い運用利回りが期待できる環境にある」

「この状態は、今後5,6年続き、その間に国内不動産ファンド市場の規模は公募と私募を合わせて現在の5兆円程度から米国の市場規模の半分程度の60兆円程度に大幅に拡大する」

(August 11 2005/Bloomberg)

さらに有価証券報告書には、経営者が認識する「課題」というべきものが記載されたりもしています。その内容をカンタンにまとめますと、こんな感じかな。

会社は設立以来、少数精鋭主義を貫いてきており、今後もこの方針に変わりはないこと
エクイティ及びファンドの規模をそれぞれ倍増する方針を決定したこと
会社グループが H17 年度に計画している REIT 上場のための運用法人および今後の海外
不動産ファンド組成のために、30 名程度の増員が必要であると考えていること

ところで、会社は、今後も一株当たり利益 (EPS: Earnings Per Share) 重視の経営を実践していくこと、よって今後も配当を行わず、内部留保を継続していく方針であることを明記してくれています。いいんじゃないですかね。

株価の割安度を評価する

さて、気になる株価は、2005 年 9 月 8 日の終値で 348,000 円。
PER (株価収益率) は、日経金融新聞算出ベースで 34.4 倍。

決して「圧倒的に安い水準」とはいえないけれど、この株価を高いととらえるか、安いととらえるかは投資家個々人の目利き力・洞察力・リスクテイクの方針によるところが大きいのです。

よって、特にコメントはありません。

少なくとも市場は、この会社を高く評価していると見て間違いないでしょうね。

ただ、過去の実績と、そして現段階の財務のバランスを見る限りにおいて、これは要注目
の良い会社だな、と思いました。

不動産投資は ばへっと も大いに気になるところです。

今回のレポートもボリュームいっぱいになりましたけれど、いつも一番の勉強になっているのは、ばへっと 本人だったりします。

最後まで読んでくれて、どうもありがとう！

では、次回の特製！会社分析レポートでお目にかかりましょう。

みなさんからの会社分析リクエストも、お待ちしておりますよ。

<分析リクエスト受付フォーム>

<http://www.1toushi.com/votec.cgi>

ばへっと でした。

<追伸>

ばへっと の本が出版されることになりました。

その名も『決算書投資術』です。どうぞご一読あれ！

『決算書投資術 ~ 堅実に資産を増やす バリュースト株のを見つけ方 ~ 』

総合法令出版 / 1,470 円

2005 年 9 月 22 日発売決定！

(「ばへっと」の名前は出てきませんので、ご注意ください)

アマゾンで予約する (クリック！)

<http://tinyurl.com/79axc>

<ご注書>

このレポートは、著者が誠心誠意、真心を込めて作成しておりますが、必ずしも未来を予見するものではありません。

楽しい投資研究所がお送りする会社分析レポートは、限られた情報の中でベストを尽くし、真実の姿に少しでも近づくこと・その思考プロセスを広くシェアすることを目的として作られています。

よって、このレポートに記載された内容をもとに投資を行い、仮に損失を被ってしまったとしても、著者および楽しい投資研究所は、何ら責任を負うものではありません。

投資の意思決定は、あくまでも自己責任で行ってください。

そんなこと改めていうまでもないことですがね！

楽しい投資研究所 <http://www.1toushi.com/>



< 楽しい投資研究所のミッション >

“ 決算書を、投資家にとって身近なものとする。ひいては日本の株取引の場を、健全な資本市場とし、市場を通じたコーポレート・ガバナンスを通じて優れた、尊敬できる会社をバック・アップし、さらには豊かで幸せな国づくりに資する ”

楽しい投資友の会へのお誘い (無料)

次回の会社分析レポートを、他の人たちに先駆けて読んでみたいと思いませんか？

楽しい投資研究所オフィシャル・クラブ「楽しい投資友の会」会員の方には、分析レポートや各種のお知らせ・情報を、一般に先駆けて 24 時間先行公開しています。

会員登録はこちらから。入会費、年会費、その他一切のコストはかかりません。無料です！

<http://www.1toushi.com/mailmag/postmail/postmail.html>

< 楽しい投資研究所がお送りするメールマガジン >

投資家さん、会計の勉強しませんか？（無料）

投資家に必須の会計知識、ムリなく勉強してみたいと思いませんか？

楽しい投資研究所がお送りするメールマガジン「投資家さん、会計の勉強しませんか？」

好評配信中。登録はこちらから。もちろん無料です！

<http://www.mag2.com/m/0000151650.html>

お金になる英語 投資家向け英字新聞 Pick Up !

朝のひととき、わずかな時間で英語を学び、ついでにお金持ちになっちゃいましょう！英語力と投資力を同時に高める！欲張りメールマガジン。

欲張りなあなたはこちらをクリック！

<http://www.mag2.com/m/0000158260.html>

公認会計士試験にイッパツで合格する法 オーディオ・セミナーのご案内

あなただけにお伝えする、難関資格試験に短期間で合格する秘訣の数々。
ジョージが熱く語ります。

<あなたに伝授される秘訣>

- ・潜在意識を活用して大量の情報を処理する方法
- ・加速度をつけて記憶する方法
- ・実力を最大限に発揮させる思考法
- ・勉強の効率を最大限に高める思考法
- ・絶対に合格する勉強法
- ・もうダメだ！と思ったときに立ち直る方法
- ・不安から立ち直る呼吸法
- ・合格を引き寄せるイメージング・メソッド
- ・運気を高める魔法のようなことば
- ・運気を高める生活習慣
- ・合格への障害を排除する方法

<公認会計士試験にイッパツで合格する法 オーディオ・セミナー申し込み>

<http://www.1toushi.com/cpa/cpaaudio001/postmail/postmail.html>

(いますぐクリック!)

真剣に自分の人生と向き合い、チャレンジし続けるあなたを応援しています。

ジョージ (加速学習研究所・代表 / 公認会計士)

無料メールマガジン『公認会計士試験にイッパツで合格する法』

「ジョージ」が公認会計士試験の勉強を本格的に始めたのは 1995 年。最初の短答式模試の成績は偏差値 34。ところが、翌 1996 年、短答式・論文式を突破し、公認会計士二次試験に合格。まったくの劣等性だった自分が短期間で合格できた理由と勉強法をここに公開します。登録はいますぐこちらから

<http://www.mag2.com/m/0000155840.html>

< 著者紹介 >

「ばへっと」

東北生まれ。公認会計士。
大手監査法人勤務を経て、独立。

公認会計士は、投資家保護の使命を持って生まれた職業であるのに、決算書を作る供給サイドには一生懸命な一方で、決算書を必要とする投資家の側、いわば需要サイドをサポートする機会は皆無に近い。

これが、資本市場がカジノ化するひとつの要因となっているのではないか？との思いから、インターネットサイト「楽しい投資研究所」を主宰。次のミッションを掲げる。

"決算書を、投資家にとって身近なものとする。ひいては日本の証券取引の場を、健全な資本市場とし、市場を通じたコーポレート・ガバナンスを通じて、優れた、尊敬できる会社をバック・アップし、さらには豊かで幸せな国づくりに資する"

投資の先賢が今に伝える投資の知恵と、決算書の読解技法、さらに潜在意識活用法を組み合わせた投資技法「決算書投資術」を開発。

ホームページにて、独自の投資ノウハウを公開中。

ホームページアドレス（楽しい投資研究所）

<http://www.1toushi.com/>

特製！会社分析レポート　ダヴィンチ・アドバイザーズ　編

2005年9月9日 初版発行

著者　ばへっと

発行所　楽しい投資研究所

© ばへっと & 楽しい投資研究所 2005
