

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

日本アジア投資

8518 東証 1 部

企業情報はこちら >>>

2017 年 12 月 14 日 (木)

執筆：客員アナリスト

柴田郁夫

FISCO Ltd. Analyst **Ikuo Shibata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 沿革	07
3. 企業特徴	07
■ 決算動向	09
1. 業績を見るためのポイント	09
2. 過去の業績推移	09
3. 2018 年 3 月期上期決算の概要	13
■ 活動実績	17
1. プライベートエクイティ投資の実績	17
2. 再生可能エネルギー事業投資の実績	17
3. 今期の行動計画とその進捗	17
■ 業績見通し	19
■ 今後の方向性	20
1. プライベートエクイティ事業の拡大	20
2. 再生可能エネルギー投資事業の拡大	20
3. 新規投資事業の立ち上げ	20
■ 株主還元	21

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

要約

メガソーラープロジェクトの収益貢献により大幅な増収増益。 ファンド新設や売電プロジェクトの進展でも一定の成果

日本アジア投資 <8518> は、日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社として、主力のプライベートエクイティ投資や再生可能エネルギー投資を手掛けている。1981 年に経済同友会を母体として設立され、豊富な投資経験とブランド、ネットワーク、人材、事業パートナーなどの事業基盤に強みがある。革新的な技術やビジネスモデルを持ち、高い成長力を有するベンチャー企業及び中堅・中小企業等への投資や成長支援を通じて、日本とアジアの両地域における産業活性化や経済連携の拡大などに貢献をしてきた。同社グループが管理運用等を行っているファンド運用残高は 23,299 百万円 (15 ファンド)、同社グループの自己資金及び運用ファンドによる投資残高は 19,089 百万円となっている (2017 年 9 月末現在)。

2018 年 3 月期上期の業績 (ファンド連結基準) ※は、営業収益が前年同期比 165.7% 増の 5,062 百万円、営業利益が同 237.4% 増の 582 百万円と大幅な増収増益 (最終黒字転換) となった。

※ 同社は 2007 年 3 月期より、「投資事業組合に対する支配力基準及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱い」を適用し、同社グループが管理運用する投資事業組合等を連結範囲に加えるファンド連結基準に移行している。ただ、ファンド連結基準は同社以外の外部出資者の持分が含まれていることやファンドごとの財務方針が反映されることに注意する必要がある。同社では、投資家からの要望に応じて従来連結基準も同時に開示しているが、弊社でも、より実態を示しているとの判断から従来連結基準による分析を行っている。

また、従来連結基準でも、営業収益が前年同期比 54.4% 増の 2,547 百万円、営業利益が同 232.0% 増の 714 百万円と大幅な増収増益 (最終黒字転換) を実現し、順調な進捗となっている。プライベートエクイティ投資事業 (以下、PE 投資事業) が前期のような大型売却案件 (株式売却) がなかったことなどにより下振れたものの、メガソーラープロジェクトによる収益貢献 (売却益及び売電収益等) が大幅な増収増益に寄与した。また、事業承継型バイアウトファンド (10 億円) を新設したほか、メガソーラープロジェクトを含む 17 件 (2,166 百万円) の投資実行により、投資残高も 19,089 百万円 (前期末比 15.3% 増) とプラスに転じている。

2018 年 3 月期の業績予想については、株式市場等の変動要因による影響が極めて大きく、合理的な業績予想が困難である事業特性であることから公表を行っていない。ただ、2018 年 3 月期については、ある一定の前提を元に策定した「従来連結基準による見込値」を参考情報として開示しており、営業収益を前期比 19.7% 増の 4,700 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 15.1% 減の 470 百万円と見込んでいる (期初の見込値を据え置き)。下期においても、ファンド報酬や株式売却の下振れが想定されるものの、メガソーラープロジェクトによる収益貢献 (売却益を含む) でカバーし、3 期連続で最終黒字を確保する計画である。なお、上期業績が好調であったにもかかわらず、期初の見込値を据え置いたのは、PE 投資事業における下振れのリスクを慎重にみていることや、メガソーラープロジェクトの売却についても、タイミングを含めて柔軟なスタンスをとっていることが理由と考えられる。弊社でも、上期の進捗率等から判断して、同社の見込値の達成は十分に可能であると判断しており、上振れの可能性にも注意が必要である。

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

要約

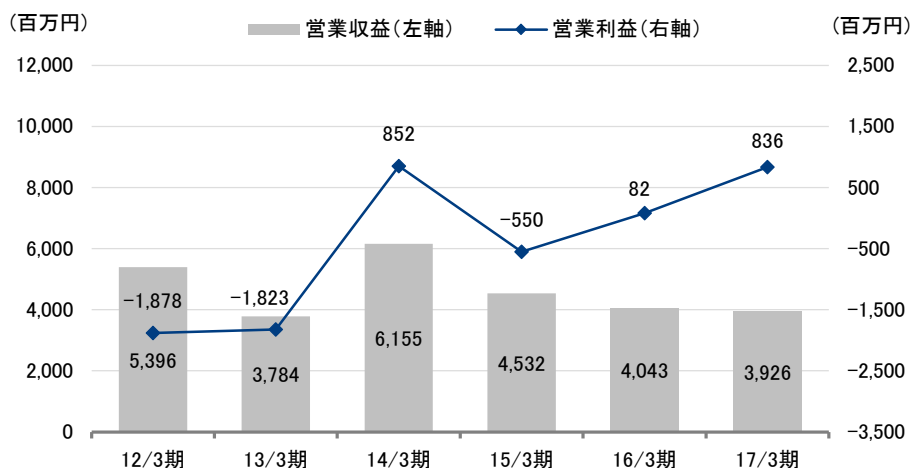
同社は、再建期を抜け、収益拡大期に転換したことを契機として、2017 年 6 月から新体制に移行（社長交代）した。ただし、目指す方向性に大きな変更はない。今後の収益ドライバーとして、1) PE 投資事業の拡大（投資領域の拡大を含む）、2) 再生可能エネルギー投資事業の拡大、3) 第 3 の収益柱となる新規投資事業の立ち上げに注力し、引き続き、安定的な収益構造と健全な財務バランスの確立を目指していく。特に、基幹事業である PE 投資事業については、ファンド設立により投資資金を確保し、投資残高を拡大する一方、財務リスクの抑制（同社の出資持分の残高は圧縮）を図る方針である。

弊社では、これまで課題となっていた財務体質の改善に目処がついたことや、安定収益の確保を目的として取り組んできたメガソーラー事業投資についても継続的な事業拡大が見込めることから、これからの運用資産拡大に向けた動きに注目している。同社の強みを生かしたベンチャー投資を始め、第 3 の収益柱となる新規投資事業の立ち上げ（市場拡大が予想されている高齢者施設への投資等）、First Eastern グループとの連携による事業展開などもフォローしていきたい。

Key Points

- ・ 2018 年 3 月期上期はメガソーラープロジェクトの収益貢献により大幅な増収増益を実現
- ・ ファンド新設や売電プロジェクトの進展などでも一定の成果
- ・ 2018 年 3 月期業績については、期初の見込値を据え置き、3 期連続の最終黒字を見込む
- ・ 今後も運用資産拡大に向けた同社ならではの活動とその成果に注目

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社

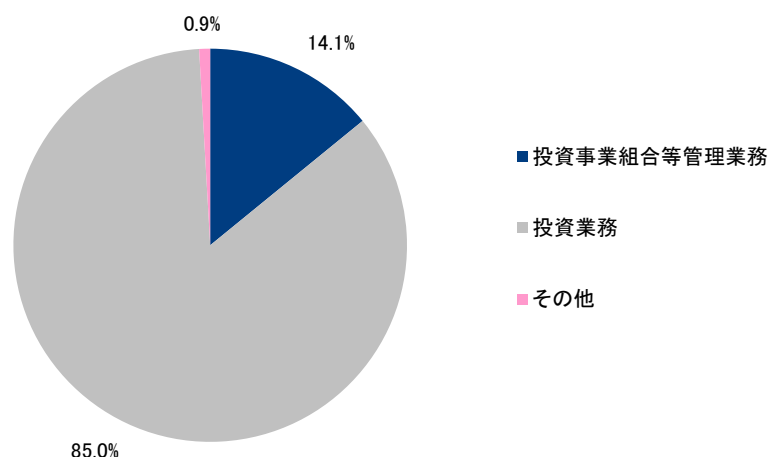
1. 事業概要

同社は、日本とアジアにまたがる独立系の総合投資会社として、主力の PE 投資事業のほか、再生可能エネルギー投資事業などの新規投資分野にも注力している。豊富な投資経験とブランド、ネットワーク、人材、事業パートナーなどの事業基盤を生かしながら、革新的な技術やビジネスモデルを持ち、高い成長力を有するベンチャー企業及び中堅・中小企業等への投資や成長支援を通じて、日本とアジアの両地域における産業活性化や経済連携の拡大などに貢献をしてきた。最近では、安定収益の拡大などを目的として再生可能エネルギー投資事業にも参入している。

同社グループは、自己資金（自己勘定）による投資のほか、機関投資家等の出資者からの出資及び同社グループ自身の出資により組成される「投資事業組合（ファンド）」からの投資を行っている。同社グループが管理運用等を行っているファンド運用残高は 23,299 百万円（15 ファンド）、同社グループの自己資金及び運用ファンドによる投資残高は 19,089 百万円の規模となっている（2017 年 9 月末現在）。

事業セグメントは投資事業の単一であるが、業務別には、「投資事業組合等管理業務」「投資業務」「その他」の 3 つに区分している。営業総利益の構成比率は、投資事業組合等管理業務（運営報酬）が 14.1%、投資業務（投資損益等）が 85.0% となっている（2018 年 3 月期上期実績）。

業務別の営業総利益構成比



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

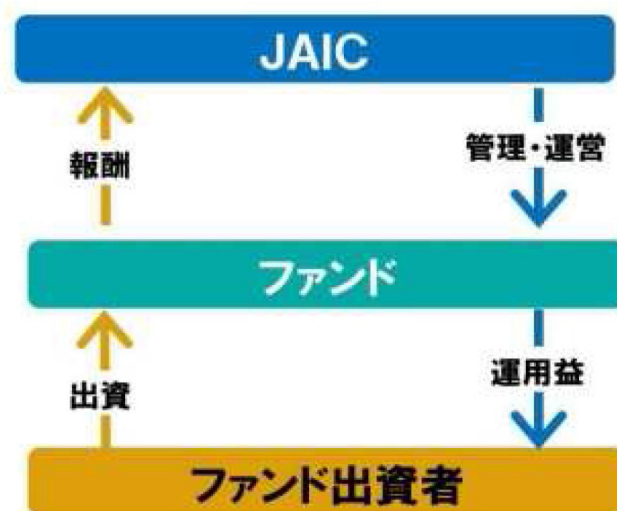
会社概要

業務別の概要は以下のとおりである。

(1) 投資事業組合等管理業務

同社グループが組成した投資事業組合（ファンド）の管理運用等により運営報酬を受領している。運営報酬には、経常的な管理・運営に対する管理報酬のほか、ファンドの運用成果（パフォーマンス）に応じて受領する成功報酬の 2 種類がある。2017 年 9 月末のファンド運用残高は 23,299 百万円（15 ファンド）となっている。

投資事業組合等（ファンド）の管理業務



出所：会社資料より掲載

(2) 投資業務

日本及びアジア（特に中華圏）における成長企業等に対して、自己勘定及び同社グループが管理運営するファンドからの投資（プライベートエクイティ投資）を行うとともに、投資先企業に対しては、同社が持つ様々なリソースやネットワークを活用し、投資先企業と一体となって事業拡大に取り組み、キャピタルゲイン（投資差益）の獲得を目指している。なお、各投資先企業が事業を拡大し利益が計上された場合でも、同社の業績に直接的な影響を与えることはなく、投資先企業の株式売却時にキャピタルゲインとなって初めて影響を与える点に注意が必要である。

また近年では、メガソーラープロジェクトによる売電収益を含め、安定収益の獲得を目指した投資も拡大している。2017 年 9 月末の投資残高は合計 19,089 百万円（186 社）である。

日本アジア投資

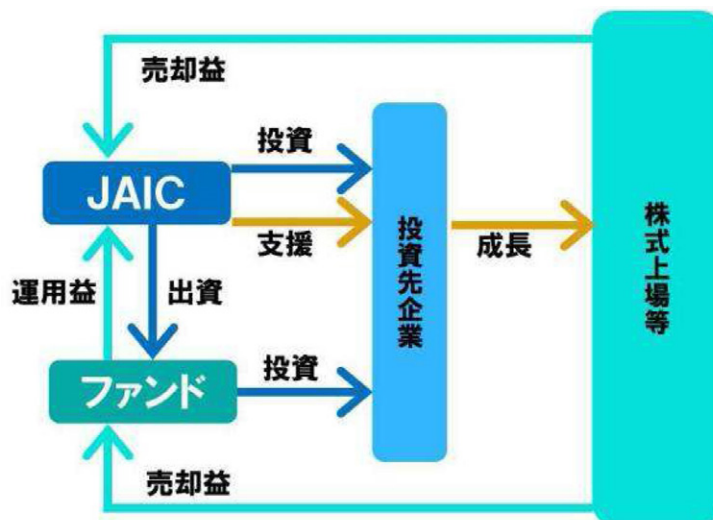
8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

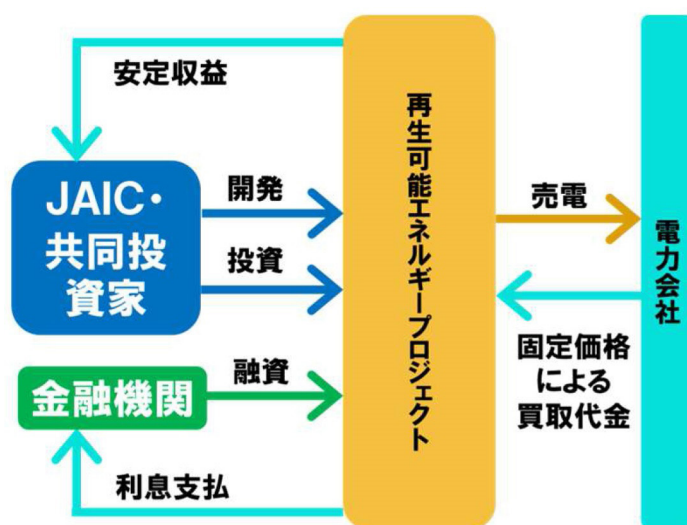
会社概要

投資業務（プライベートエクイティ）



出所：会社資料より掲載

投資業務（再生可能エネルギープロジェクト）



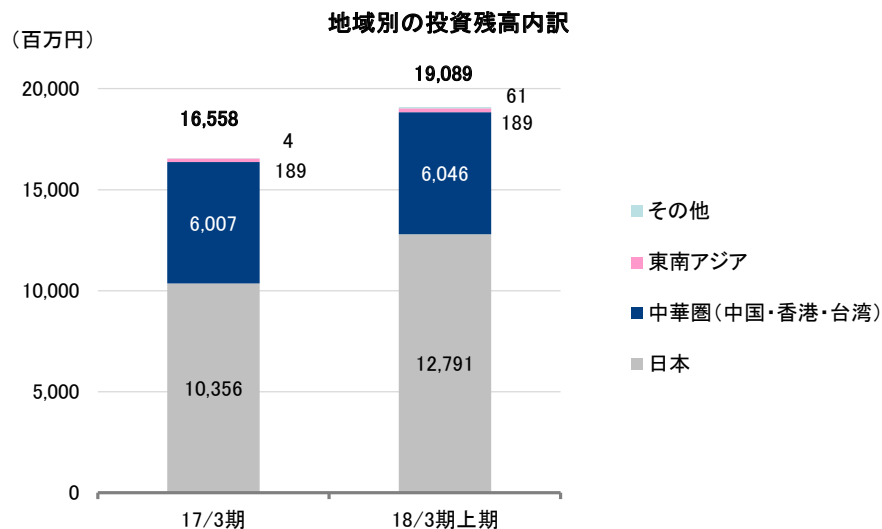
出所：会社資料より掲載

地域別の投資残高は、日本が 67.0%、中華圏（中国、香港、台湾）が 31.7% である。業種別では、プライベートエクイティでは、注力する「QOL（Quality of Life）関連」※のほか、「IT・インターネット関連」「機械・精密機器関連」「サービス関連」「その他」と多岐にわたっている。加えて、「再生可能エネルギープロジェクト」の投資残高も、事業拡大に伴い増加している。

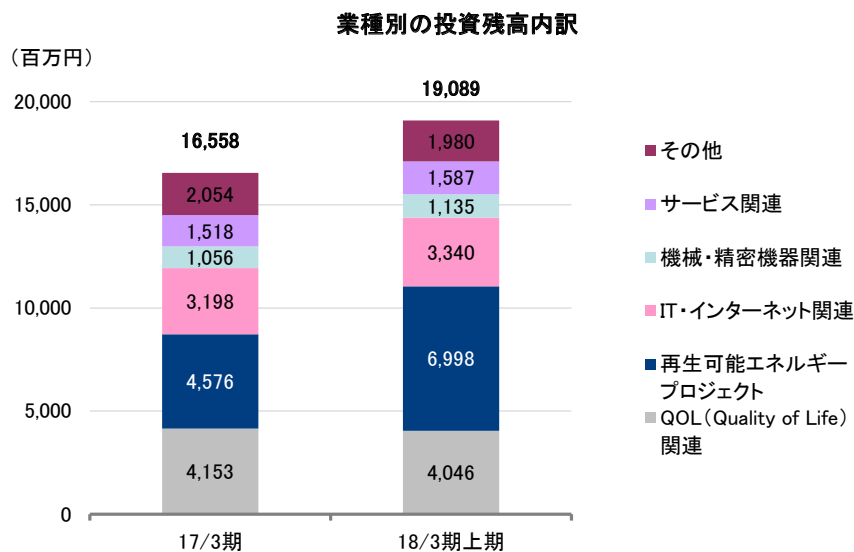
※「バイオテクノロジー・創薬・医薬品」「医療機器・医療関連サービス」「環境関連機器・環境関連サービス」「その他 QOL 関連」によって構成されている。

日本アジア投資 | 2017 年 12 月 14 日 (木)
8518 東証 1 部 | <http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

会社概要



注：他社ファンドへの出資持分額を含まない
出所：会社資料よりフィスコ作成



注：他社ファンドへの出資持分額を含まない
出所：会社資料よりフィスコ作成

1981 年に経済同友会を母体として設立

2. 沿革

同社の前身である日本アセアン投資（株）は、1981 年 7 月に経済同友会を母体として設立された。日本と ASEAN 間の民間投資を促進することが設立の経緯である。1985 年 12 月には、海外経済協力基金（OECD）の資本参加により、半官半民の体制となった（ただし、1989 年 10 月に OECD による保有株式は民間企業へ売却されている）。

1988 年頃からは、当時の政府が公約した「貿易黒字の資金還流」の一翼を担うべく、ASEAN 各国に拠点を設立して ASEAN での投資事業を開始した後、1991 年 6 月には、現在の日本アジア投資株式会社に商号変更し、次第に ASEAN に限定していた投資対象地域を、日本・台湾・韓国にも拡大した。

その後も順調に業績を拡大すると、1996 年 9 月に日本証券業協会に店頭売買銘柄として株式を登録した。

2005 年からは中国での投資事業に本格参入し、2007 年 12 月には中国子会社を設立した。

2008 年 6 月には東京証券取引所市場第 1 部へ上場を果たした後、2012 年には安定収益の拡大のため再生可能エネルギー投資事業も開始した。

安定的な「ファンドの運営報酬」及び「インカムゲイン」と、 ハイリスク・ハイリターンの「キャピタルゲイン」の 2 層構造

3. 企業特徴

(1) 収益モデル

同社の収益源は、大きく「実現キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」「ファンドの運営報酬」に分類される。そのうち「実現キャピタルゲイン」については、投資額を上回る金額で回収（売却）することによって得られるものである。したがって、キャピタルゲインの拡大のためには、成長性のある企業への投資残高を増やすことや投資先に対する成長支援に加えて、スムーズな売却が不可欠となる。なお、売却の手段には、IPO（新規上場）企業や上場済み企業の株式を株式市場で売却するほか、トレードセール（相対取引）などがある。投資先は経営基盤の未熟なベンチャー企業であることから経済情勢の影響を受けやすい上に、スムーズな売却のためには IPO 環境を含めた株式市場の動向に大きく左右されるため、ハイリスク・ハイリターン型の収益と言える。

一方、「インカムゲイン」については、投資先からの配当収入のほか、出資しているファンドの持分利益などによるものである。したがって、一般的にキャッシュフロー（利益）が安定して増加している企業（事業）に対する投資残高を積み上げることが安定的な収益の拡大につながり、ミドルリスク・ミドルリターン型の収益と言える。同社が新たに参入した再生可能エネルギー投資事業にかかる収益もこのタイプに属している。

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

会社概要

「ファンドの運営報酬」は、管理報酬と成功報酬によって構成されており、管理報酬はファンドの運用残高におおむね連動するが、成功報酬は運用成果（パフォーマンス）に応じて増減するものである。管理報酬が収益の下支えとなっていることから、こちらもミドルリスク・ミドルリターン型の収益と言える。

アジアでの実績、ブランド力に強み

(2) 同社の強み

同社の強みは、a) アジアでの実績、b) 日本でのブランド力、c) パートナー及びネットワーク、d) 多様な投資領域の 4 つに集約できる。

a) アジアでの実績

設立以来 35 年にわたり、日本とアジアの経済交流に貢献するとともに、海外 IPO が累計 99 社、海外投資実績が累計 1,300 億円超と実績を積み上げてきた。これらの実績のもと、クロスボーダーでの成長支援ができることが大きな差別化要素となっている。

b) 日本でのブランド力

経済同友会を母体として設立されたことや東証 1 部上場企業であることから、国内の独立系ベンチャーキャピタルにおいて圧倒的なブランド力があると考えられる。また、国内 IPO が累計 202 社、国内投資実績が累計 2,000 億円超となっており、数々の優良企業を育て上げてきたことも同社のブランド力を高めている。

c) パートナー及びネットワーク

豊富な投資経験を通じて、日本及び中華圏に事業パートナーを擁しており、強力なネットワークを構築しているところも強みであり、投資先の成長支援やファンド運営にも活用されている。

d) 多様な投資領域

ベンチャー投資を原点としながらも、柔軟な投資方針により企業ステージや業種にかかわらず広範な収益機会を獲得している。また、近年では、再生可能エネルギー投資事業にも参入したほか、新規分野として、高齢者施設への投資も手掛け始め、安定収益の拡大に取り組んでいる。

■ 決算動向

リーマンショック以降、有利子負債と販管費の削減に努める

1. 業績を見るためのポイント

一般の事業会社の売上高に当たるものが営業収益であり、投資業務における回収額（営業投資有価証券売却高）のほか、利息・配当収入や組合持分利益（インカムゲイン）に加えファンド業務における運営報酬などによって構成される。ただ、その大部分を占めている営業投資有価証券売却高は、投資額（取得原価）を上回ってこそ利益が創出されるものであるため、営業収益が増えたからといっても必ずしも業績が向上しているとは限らない。

したがって、同社の業績指標としては、取得原価などを差し引いた投資損益やインカムゲイン（利息・配当収入や組合持分利益）、運営報酬などを足し合わせた営業総利益に注目するのが妥当であると考えられる。なお、営業総利益は、投資先の業績悪化や株式市場の低迷による「営業投資有価証券評価損」や「投資損失引当金繰入額」を反映しているため、それらが期間損益の大きな下振れ要因となっていることにも注意する必要がある。

2. 過去の業績推移

過去の業績（従来連結基準）を振り返ると、2009 年 3 月期の営業総利益が大きく落ち込んでいるのは、リーマンショックによる世界同時不況の影響によるものである。株式市場の低迷によりキャピタルゲインの確保に苦戦したことに加え、株価の下落や投資先の経営破綻に対する多額の評価損を計上したことが業績の足を引っ張った。2011 年 3 月期には、株式市場の回復等により一旦立ち直ったものの、その後も東日本大震災や為替相場の変動などによる影響を受けながら不安定な状況で推移してきたと言える。2015 年 3 月期もキャピタルゲインは一定の水準を確保したものの、投資先である（株）白元の経営破綻により評価損を計上したことから減益決算（営業損失）となった。ただ、2016 年 3 月期以降は、損失処理の一巡やメガソーラープロジェクトの収益貢献等により大幅な損益改善を図り、2 期連続の黒字転換を達成した。

日本アジア投資

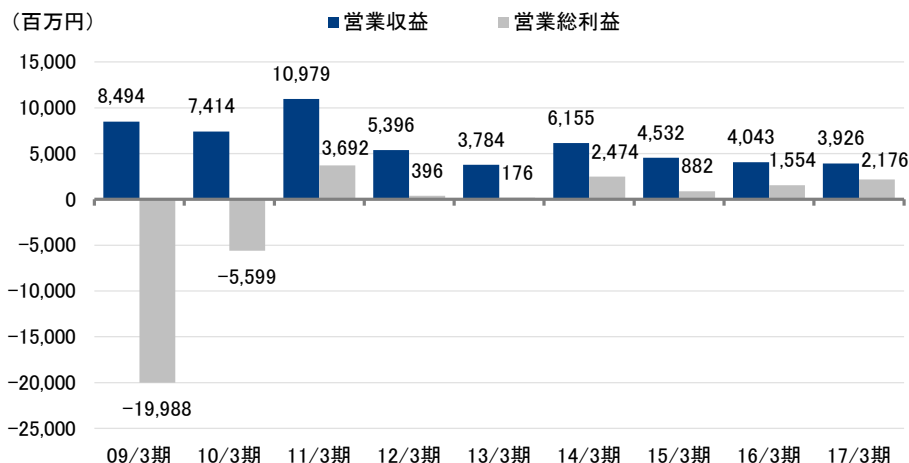
8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向

営業収益と営業総利益の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

営業総利益の内訳を見ると、運営報酬はファンド運用残高の縮小に伴って減少傾向にあるものの、比較的安定的に推移している。また、投資業務におけるインカムゲインも規模は小さいながら収益貢献してきた。一方、投資損益（実現キャピタルゲインに評価損及び投資損失引当金を加味したもの）は、プラスからマイナスの大きな変動幅の中で不安定に推移してきた。特に注目すべきは、評価損及び引当金繰入額が投資損益を圧迫してきたところである。一方、引当金繰入額が、足元で落ち着いた動きとなってきたのは、運用資産の中身がリーマンショック後に積み上げた良質の資産（より適正価格で取得できたもの）や再生可能エネルギープロジェクトへの投資資産に入れ替わってきたことを反映しており、今後は巡航レベルの範囲内で推移するものとみている。

営業総利益の内訳推移

(単位：百万円)

	09/3 期	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期
営業総利益	-19,988	-5,599	3,692	396	176	2,474	882	1,554	2,176
運営報酬	1,827	1,755	1,383	1,050	852	865	634	729	466
管理報酬	1,559	1,294	1,088	966	815	733	571	441	364
成功報酬	268	461	295	84	37	132	63	288	101
投資損益	-22,503	-7,731	1,573	-847	-1,012	1,042	178	520	577
実現キャピタルゲイン	181	249	1,904	526	1,025	2,523	1,883	1,090	852
営業投資有価証券評価損	-15,069	-2,829	-627	-394	-174	-45	-1,233	-10	-159
投資損失引当金繰入額	-7,615	-5,151	296	-978	-1,863	-1,435	-471	-559	-115
インカムゲイン等	304	275	584	66	132	425	24	297	1,112
その他	382	101	151	126	204	139	44	5	19

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

日本アジア投資

8518 東証 1 部

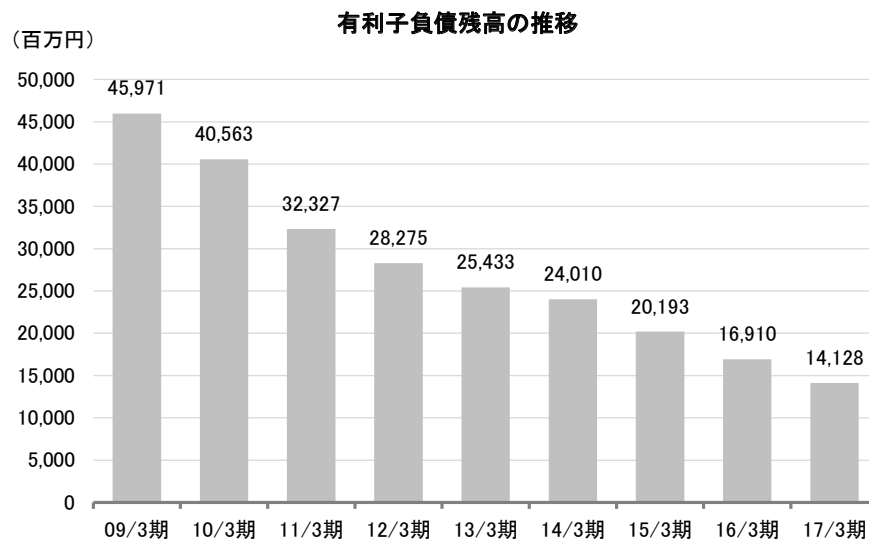
2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算動向

一方、2009 年 3 月期における業績の落ち込みと財務状況の悪化を受け、財務体質の改善と収益力の強化に取り組んできたことから、有利子負債残高（借入金・社債、新株予約権付社債）は年々減少するとともに、販管費（特に人件費や賃借料）の削減にも努めてきた。有利子負債残高は 2009 年 3 月期の 45,971 百万円から 2017 年 3 月期には 14,128 百万円と 69.2% の削減を実現しており、販管費も特殊要因（他社運営ファンド向けの支払成功報酬）を除くと実質的に縮小傾向をたどっている。もっとも、販管費については、ファンド設立を含めた今後の事業拡大に向けて、人件費等を中心に若干増加する方向へ転換する可能性もある。

また、有利子負債の削減に伴って、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も大きく改善してきた。2015 年 3 月期はメガソーラー事業投資への投資資金調達のために発行した新株予約権の一部が行使されたこと（約 6 億円）が寄与した。また、2016 年 3 月期も新株予約権が行使されたことに加え、FirstEastern との資本業務提携に伴う自己資本の増強及び債務の圧縮（約 8.3 億円）によって自己資本比率は 21.9% に大きく上昇。2017 年 3 月期も新株予約権の行使や内部留保により 28.0% へとさらに改善した。

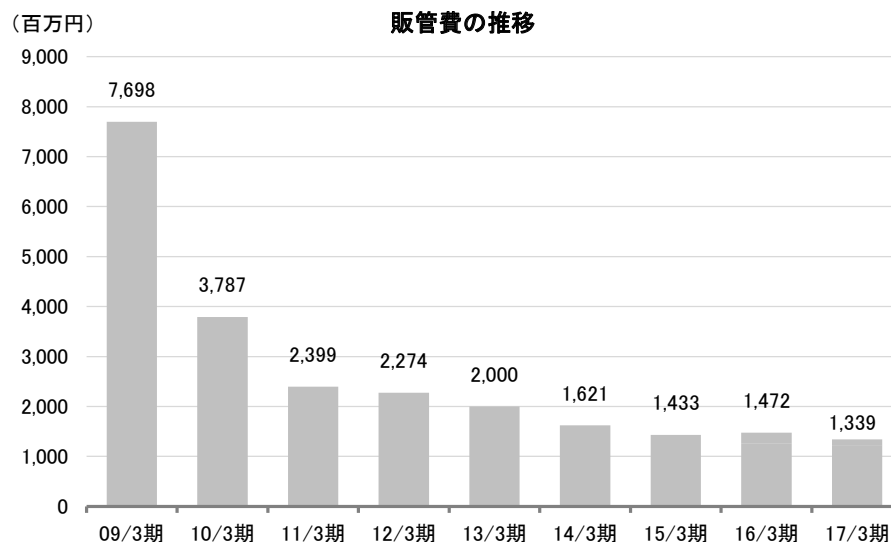


出所：決算短信よりフィスコ作成

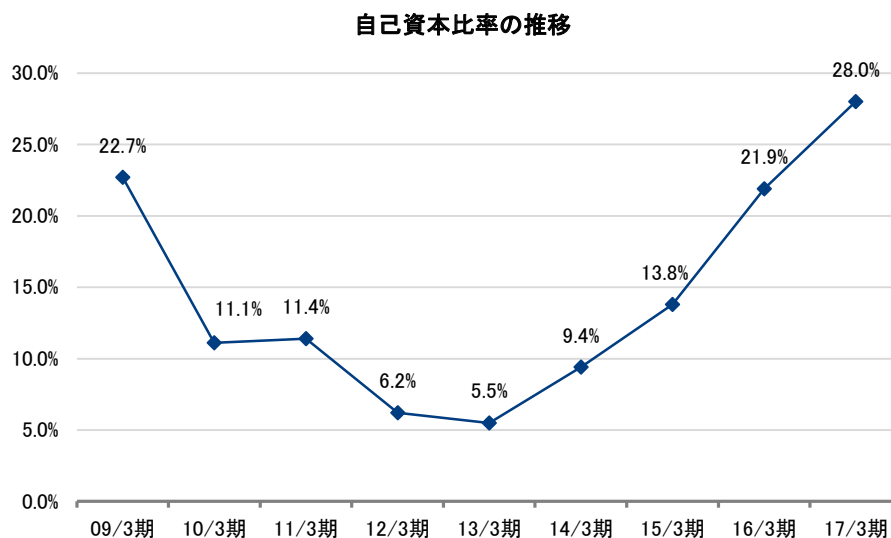
日本アジア投資
8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)
<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算動向



出所：決算短信よりフィスコ作成



出所：決算短信よりフィスコ作成

日本アジア投資

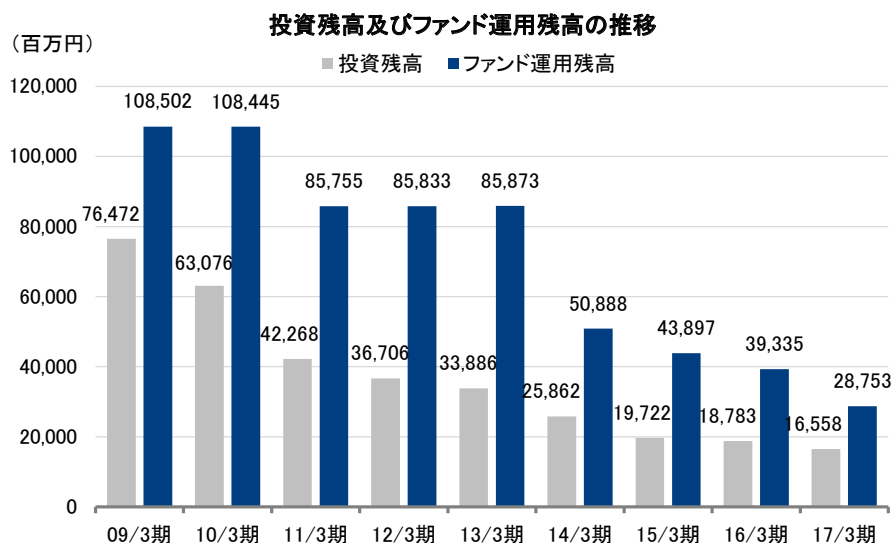
8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算動向

投資残高についても、有利子負債の返済を優先的に進めてきたことなどから、年々縮小傾向をたどっている。また、同社グループが管理運用等を行っているファンドの運用残高についても、既存ファンドの満期到来に伴って大きく縮小してきた。ただ、2016 年 3 月期は 3 年ぶりに 2 件のファンドを設立。2017 年 3 月期も 1 件のファンドを設立しており、財務体質の改善に一定のめどが立ったことから、今後は再び拡大基調に入るものとみられる。



出所：会社資料よりフィスコ作成

メガソーラープロジェクトの収益貢献により大幅な増収増益

3. 2018 年 3 月期上期決算の概要

2018 年 3 月期上期の業績（ファンド連結基準）は、営業収益が前年同期比 165.7% 増の 5,062 百万円、営業利益が同 237.4% 増の 582 百万円、経常利益が 446 百万円（前年同期は 20 百万円の利益）、親会社株主に帰属する四半期純利益が 560 百万円（前年同期は 94 百万円の損失）と大幅な増収増益（最終黒字転換）となった。

また、従来連結基準でも、営業収益が前年同期比 54.4% 増の 2,547 百万円、営業利益が同 232.0% 増の 714 百万円、経常利益が同 483.6% 増の 640 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が 493 百万円（前年同期は 64 百万円の損失）と大幅な増収増益（最終黒字転換）を実現し、順調な進捗となっている。

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算動向

従来連結基準による業績の概要は以下のとおりである。

営業収益は、PE 投資事業が前期のような大型売却案件（株式売却）がなかったことなどから下振れた※ものの、「再生可能エネルギー事業投資」が一部プロジェクトの売却（4 件）により大きく伸長し、大幅な増収を実現した。

※ 投資先からの新規上場も海外 1 社（前年同期は国内 2 社）にとどまった。予定していた国内 IPO が延期になったほか、相対での株式売却（M&A 案件を含む）についても交渉に時間がかかっていることも下振れの要因となった。

また、営業総利益が前年同期比 46.2% 増の 1,319 百万円と大幅な増益となったのも、メガソーラープロジェクトの売却益（約 10 億円）及び売電収益等（約 2 億円）※¹ によるものである。その一方で、「PE 投資事業」については、売却高の減少に伴うキャピタルゲインの縮小や損失処理（投資損失引当金繰入額）※² の計上などにより投資損益がマイナスとなっている。したがって、市場動向の影響等により業績変動の大きい「PE 投資事業」の下振れを、安定収益源（含み益の活用を含む）の「再生可能エネルギー投資事業」が下支えた格好と言える。

※¹ 補助金収益を含む。

※² 投資損失引当金繰入額は 317 百万円（前年同期は 120 百万円）を計上したものの、依然低い水準と言える。一部の個別企業に対するものであり、一過性の増加（おおむね想定範囲内）とみられる。

さらには、販管費を前年同期比 11.8% 減の 605 百万円に削減したことも大幅な営業増益に寄与した。

日本アジア投資 | 2017 年 12 月 14 日 (木)
8518 東証 1 部 | http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向

2018 年 3 月期上期決算の概要

(単位：百万円)

	17 年 3 月期上期 ファンド連結 実績		18 年 3 月期上期 ファンド連結 実績		増減	
	構成比		構成比		増減率	
営業収益	1,905		5,062		3,157	165.7%
営業原価	1,058	55.6%	3,790	74.9%	2,732	258.2%
営業総利益	846	44.4%	1,272	25.1%	426	50.4%
販管費	673	35.3%	690	13.6%	17	2.5%
営業利益	172	9.1%	582	11.5%	410	237.4%
経常利益	20	1.0%	446	8.8%	426	2,052.5%
親会社株主に帰属する四半期純利益	-94	-4.9%	560	11.1%	654	-

	17 年 3 月期上期 従来連結 実績		18 年 3 月期上期 従来連結 実績		増減	
	構成比		構成比		増減率	
営業収益	1,649		2,547		898	54.4%
営業原価	747	45.3%	1,227	48.2%	480	64.3%
営業総利益	902	54.7%	1,319	51.8%	417	46.2%
投資事業組合等管理業務	177	19.6%	185	14.1%	8	4.5%
投資業務	716	79.6%	1,121	85.0%	405	56.6%
その他	7	0.8%	12	0.9%	5	71.4%
販管費	686	41.6%	605	23.8%	-81	-11.8%
営業利益	215	13.1%	714	28.0%	499	232.0%
経常利益	109	6.6%	640	25.1%	531	483.6%
親会社株主に帰属する四半期純利益	-64	-3.9%	493	19.4%	557	-
営業総利益内訳						
投資事業組合等管理業務 営業総利益	177		185		8	4.5%
管理報酬等	177		134		-43	-24.3%
成功報酬	-		50		50	-
投資業務 営業総利益 (⑤ + ⑥ + ⑦)	716		1,121		405	56.6%
営業投資有価証券売却高 ①	1,168		1,053		-115	-9.8%
営業投資有価証券売却原価 ②	604		894		290	48.0%
実現キャピタルゲイン ③ (=① - ②)	563		159		-404	-71.8%
営業投資有価証券評価損 投資損失引当金繰入額 ④	120		317		197	164.2%
投資損益 ⑤ (=③ - ④)	443		-157		-600	-135.4%
利息・配当収入 ⑥	22		31		9	40.9%
組合持分利益等・損失等 (ネット損益) ⑦	250		1,248		998	399.2%

出所：会社資料よりフィスコ作成

財務面（従来連結基準）では、投資残高の拡大等に伴って「営業投資有価証券」が増えた一方、「現金及び預金」の減少等により総資産が前期末比 3.5% 減の 19,604 百万円に縮小した一方、自己資本は内部留保の積み上げ等により前期末比 5.5% 増の 5,997 百万円に拡大したことから、自己資本比率は 30.6%（前期末は 28.0%）に改善した。有利子負債（借入金・社債）残高も返済が進み前期末比 11.7% 減の 12,468 百万円に減少している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

決算動向

2017 年 9 月末の財政状態等

	2017 年 3 月末 従来連結 実績	2017 年 9 月末 従来連結 実績	増減	
				増減率
総資産	20,305	19,604	-701	-3.5%
自己資本	5,686	5,997	311	5.5%
自己資本比率	28.0%	30.6%	2.6pt	-
有利子負債残高	14,128	12,468	-1,660	-11.7%
投資残高	16,558	19,089	2,531	15.3%
ファンド運用残高	28,753	23,299	-5,454	-19.0%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業務別の業績は以下のとおりである。

(1) 投資事業組合等管理業務

同社グループが管理運用等を行っているファンドの運用残高は前期末比 19.0% 減の 23,299 百万円に縮小した。事業承継型バイアウトファンド 1 件 (1,000 百万円) を新設したものの、減額や満期満了による減少分をカバーしきれなかった。ファンド数も新設 1 件に対して、満期満了 1 件により前期末と同数の 15 ファンドで推移している。

当該業務にかかる損益 (運用報酬) については、前年同期比 4.5% 増の 185 百万円に増加したものの、そのうち、「管理運営報酬等」が運用残高の縮小に伴い同 24.3% 減の 134 百万円に減少。「成功報酬」50 百万円 (前年同期は実績なし) により増収を確保した。

(2) 投資業務

同社グループの自己勘定及び同社グループが管理運営等を行っているファンドからの投資実行額は、メガソーラープロジェクトへの投資を含めて前年同期比 54.5% 増の 2,166 百万円 (17 件) と増加したことから、投資残高は 19,089 百万円 (前年同期末比 2.9% 増、前期末比 15.3% 増) とプラスに転じた。

一方、投資業務にかかる損益については、前述したとおり、売却高 (株式売却) の減少に伴うキャピタルゲインの縮小や損失処理 (投資損失引当金繰入額) の計上により「投資損益」が 157 百万円のマイナス (前年同期は 443 百万円のプラス) に落ち込んだが、メガソーラープロジェクトによる収益貢献^{※1}により、投資業務にかかる「営業総利益」は前年同期比 56.6% 増の 1,121 百万円に大きく拡大した。なお、メガソーラーにおける売却プロジェクトは 4 件 (最大出力合計 36.0MW)。期初計画では通期で 7 件 (合計 22MW) の売却を予定していたことから、想定外の大型プロジェクトの売却^{※2}が含まれており、その結果、大幅な業績の伸びにつながったと考えられる。

※1 メガソーラープロジェクトの売却益 (約 10 億円) 及び売電収益等 (約 2 億円) は「投資損益」には含まれず、「組合持分利益等」として営業総利益に反映される。

※2 完成前の大型プロジェクトに対して、好条件によるオファーがあったことが売却に踏み切った背景とみられる

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

■ 活動実績

事業承継型バイアウトファンドの新設や、 売電プロジェクトの進展などに一定の成果

1. プライベートエクイティ投資の実績

PE 投資については、厳選した有望企業 9 社（国内 6 社、海外 3 社）に対して 654 百万円（前年同期は 10 社に対して 608 百万円）を実行しており、おおむね計画どおりの進捗とみられる。「IT・インターネット関連」や「QOL 関連」の比重が高い。既投資先に対する追加投資も含まれており、リードインベスターとしての役割も積極的に担っている。

2. 再生可能エネルギー事業投資の実績

既に建設中のプロジェクト（6 件）を含め、8 件に対して 1,512 百万円（前年同期は 10 件に対して 794 百万円）の投資実行を行った。新規投資 2 件、期中売電開始 6 件（20.4MW）、期中売却 4 件（36.0MW）などにより、2017 年 9 月末の保有プロジェクトは企画中のものを含めて 21 件（104.6MW）※と高い投資水準を維持している。また、その内訳は、売電中が 10 件（29.6MW）、建設・企画中が 11 件（75.0MW）となっている。

※そのうち、同社出資分は 59.6MW。なお、前期末（2017 年 3 月末）では合計 23 件（113.8MW）、うち同社出資分は 67.0MW。

3. 今期の行動計画とその進捗

同社は、今後の事業拡大や今期の業績予想（見込値）の達成に向けて、以下の行動計画に取り組んでいる。

(1) 国内 PE 投資向けファンド設立

前期からの持ち越しとなっている大手金融機関とのベンチャー投資向けファンドの早期設立を目指すとともに、事業承継型バイアウト向けファンドやグロース投資向けターゲットファンドの設立にも取り組んできた。その結果、あおぞら銀行 <8304> との共同出資により事業承継型バイアウト向けファンド（サクセッション 1 号）を新設した（2017 年 6 月 26 日）。拡大している国内中小企業の事業承継問題の解決と地域創生への貢献を目的としている。まずはファンド総額 10 億円からのスタートであるが、ニーズの大きい地域金融機関等からの追加出資獲得により 30 億円にまで拡大する計画である。

一方、同社が目標としている国内ベンチャーファンド（50 億円）の設立については実現に至っていない。苦戦している背景には、CVC※の台頭や特定分野（IT やバイオなど）への特化型 VC ファンドなどの設立が続くなかで、資金を集めにくくなっていることも要因としてあるようだ。同社では、早期実現に向けて、募集活動を継続していく構えだ。

※ コーポレートベンチャーキャピタルの略。事業会社が事業シナジー等を目的として設立するベンチャーキャピタルのこと。

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

活動実績

(2) 国内 PE 投資の投資領域拡大

運用資産の拡大に向けて、ベンチャー投資を基幹領域としつつ、スモールキャップ企業への投資や事業承継型バイアウト投資など投資領域の拡大にも取り組み、その結果、事業承継型バイアウト向けファンドの新設を実現するに至った。また、スモールキャップ企業への投資についても、過去の投資先である上場企業との関係再構築や、「JAIC 経営者倶楽部 2017.07」の開催等を通じて、投資先の発掘に注力している。

(3) 高採算の再生可能エネルギープロジェクトへの投資

固定買取価格（FIT 価格）の高いプロジェクトのセカンダリー案件を獲得するとともに、20 円台の FIT 価格でも利益の出る低コストの開発手法の研究に取り組んでいる。上期においては、新規プロジェクト 2 件（買取価格 36 円及び 24 円）に投資を行ったが、そのうち、買取価格 20 円台のプロジェクトは同社にとって初めての実績となった。低コストで開発可能な案件※であったことが投資に至った経緯であるが、本件をきっかけに事業拡大の余地がさらに広がる可能性もある。

※ 平坦な地形等により、造成コストを低水準に抑えることが可能

(4) First Eastern との協業推進

2015 年 12 月に締結した香港の大手投資グループ First Eastern との資本業務提携は、大型ファンドの組成と投資活動を共同で行うことを目的としたものである。その第 1 弾として、インバウンド関連等の国内企業を投資対象としたグローバルファンドを設立（100 億円）する方針としている。立ち上がりまでに時間を要してきたが、推進のための部署を新設するとともに、国内向けの共同出資ファンド設立に向けていよいよ実務レベルの協議が開始したようだ。同社では、10 億円規模のパイロットファンドの設立（スモールスタート）により、早期実現を優先させたい考えのようだ。

(5) 売却益の獲得

上期においては、「PE 投資事業」における株式売却が下振れたものの、メガソーラープロジェクト 4 件（合計 36.0MW）の売却を実現し、約 10 億円の売却益を獲得するに至った。下期においても、数件のメガソーラープロジェクトの売却を計画している。また、「PE 投資事業」については、回収に特化した責任者を新設し、回収交渉の進捗管理を強化する方針である。

なお、メガソーラー事業投資については、メガソーラープロジェクトを投資対象とする上場 REIT が設立されるなど、投資したプロジェクトを継続的に保有するだけでなく途中で売買するための制度基盤が整備されつつあり、計画当初と比べて外部環境は大きく変化している。同社では、外部環境の変化を前向きに捉えて、中長期的な安定収益に加え、投資案件の一部売却による短期的な収益への貢献も選択肢に入れつつ、更なる事業規模の拡大を目指す方針である。2017 年 9 月末の保有プロジェクト 21 件（104.6MW）のうち、同社持ち分（59.6MW）への投資実行額累計は 2,572 百万円。仮に 21 件のプロジェクトを保有し続けると仮定した場合、一定の仮定のもとに試算される売電利益の見込み額は 7,067 百万円※¹ に上ることから、相応の含み益※² が存在していると言える。

※¹ 20 年間累計利益見込額（売電収益から減価償却費と支払利息等の差し引いたもの）である。なお、メガソーラー投資事業は固定買取価格が 20 年間保証されていることから、極めて確実性の高い見込み額と言える。

※² 2017 年 9 月末時点の純資産 6,020 百万円（従来連結基準）や現在の時価総額 7,458 百万円（2017 年 11 月 28 日）との比較においても高い水準と言える。

日本アジア投資
8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)
http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

業績見通し

期初の業績予想（見込値）を据え置き、3 期連続の最終黒字を見込む

同社は、業績予想（ファンド連結基準）について、株式市場等の変動要因による影響が極めて大きく、合理的な業績予想が困難である事業特性であることから公表を行っていない。ただ、2018 年 3 月期については、ある一定の前提を元に策定した「従来連結基準による見込値」を参考情報として開示している。

同社の「従来連結基準による見込値」によれば、期初の見込値を据え置き、営業収益を前期比 19.7% 増の 4,700 百万円、営業利益を同 10.4% 減の 750 百万円、経常利益を同 24.3% 減の 550 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 15.1% 減の 470 百万円と増収減益ながら 3 期連続の最終黒字を見込んでいる。

上期に引き続き、ファンド報酬と株式の売却は下振れが想定されるものの、メガソーラープロジェクトによる収益貢献（売却益を含む）でカバーし、期初の見込値を達成する考えである。

同社の「従来連結基準による見込値」に対する上期業績の進捗率では、営業収益が 54.2%、営業利益が 95.2%、経常利益が 116.4%、親会社株主に帰属する当期純利益が 104.9% に達している。したがって、特に利益面では明らかに保守的な水準と言えるが、「PE 投資事業」における下振れのリスクを慎重にみていることや、メガソーラープロジェクトの売却についても、タイミング等を含めて柔軟なスタンスをとっていることが、通期見込値を据え置いた理由と考えられる。

弊社でも、上期業績の進捗率や資産の中身（資産の質や含み益の存在等）から判断して、同社の見込値の達成は十分に可能であると判断しており、上振れとなる可能性にも注意が必要である。また、最大の注目点は、ファンド設立に向けた動き（特に、事業承継型ファンドの追加募集や First Eastern グループとのパイロットファンドなど）と言えるだろう。

2018 年 3 月期の業績見込値（従来連結基準）

	2017 年 3 月期 従来連結 実績		2018 年 3 月期 従来連結 同社見込値		増減	
	構成比		構成比		増減率	
営業収益	3,926		4,700		774	19.7%
ファンド報酬	466	11.9%	400	8.5%	-66	-14.2%
投資業務	3,434	87.5%	4,300	91.5%	866	25.2%
その他	25	0.6%	0	0.0%	-25	-
営業原価	1,750	44.6%	2,650	56.4%	900	51.4%
売却原価	1,423	36.2%	2,200	46.8%	777	54.6%
評価損・引当	274	7.0%	400	8.5%	126	46.0%
その他	52	1.3%	50	1.1%	-2	-5.0%
営業総利益	2,176	55.4%	2,050	43.6%	-126	-5.8%
販管費	1,339	34.1%	1,300	27.7%	-39	-2.9%
営業利益	836	21.3%	750	16.0%	-86	-10.4%
経常利益	726	18.5%	550	11.7%	-176	-24.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	553	14.1%	470	10.0%	-83	-15.1%

出所：会社資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

■ 今後の方向性

ファンド設立の動きや新規投資事業の拡大など、 運用資産拡大に向けた活動とその成果に注目

同社は、再建期を抜け、収益拡大期に転換したことを契機として、新体制に移行（社長交代）した。ただし、目指す方向性に大きな変更はない。今後の収益ドライバーとして、1) PE 事業の拡大（投資領域の拡大を含む）、2) 再生可能エネルギー事業の拡大、3) 第 3 の収益の柱となる新規投資事業の立ち上げに注力し、引き続き、安定的な収益構造と健全な財務バランスの確立を目指していく。

1. プライベートエクイティ事業の拡大

基幹事業である PE 事業は、ファンド設立により投資資金を確保することで、投資残高を拡大するとともに、財務リスクの抑制（同社の出資持分の残高は圧縮）を図る。また、事業規模拡大に当たっては、アジアとの交流や連携を通じた成長機会も獲得するほか、ベンチャー投資で培ったバリューアッドのスキルや IPO 後の投資先との信頼関係を生かして、スモールキャップグロースや事業承継型バイアウトなど、投資領域の拡大にも取り組む。

2. 再生可能エネルギー投資事業の拡大

軌道に乗ってきた再生可能エネルギー事業（メガソーラープロジェクト）については、継続的な事業拡大が見込まれることから、安定収益源及び流動性の高い資産として、売却と新規投資を並行して行いながら、一定の投資規模を維持していく方針である。すなわち、一部のプロジェクトは長期保有する一方で、一部のプロジェクトは早期に利益や投資資金を回収し、その回収資金で新規投資することで、資金効率及び収益性を追求するとともに、期間収益の安定化を図る方針である。また、低下する固定買取価格（FIT 価格）への対応策については、低コストの開発方法の研究※¹のほか、太陽光よりも FIT 価格の高い風力、バイオマスへの試験的投資※²も行っている。

※¹ これまで水上メガソーラーの開発（香川県さぬき市野間池ソーラー発電所・御田神辺池ソーラー発電所）などに実績がある。また、開発コストだけでなく、さまざまな角度からのコスト削減により採算性を高める（20 円台の FIT 価格でも採算ベースに乗せられる）ノウハウの蓄積を図っている。

※² 風力及びバイオマスのそれぞれに対して、既に数億円規模での実験的な投資を行っているようだ。

3. 新規投資事業の立ち上げ

第 3 の収益の柱となる新規投資事業の立ち上げにも注力する方針であり、市場拡大が予想されている介護施設への投資のほか、周辺事業の M&A など複数案を検討中である。特に、介護施設については、前期に投資実行した 1 号案件※が今年 5 月に完工し、早期の売却に向けて動いている。今後も個別事例を積み上げることで新規投資事業としての可能性を追求していく。

※複合型高齢者施設「勝どき駅前複合ビル」。

日本アジア投資

8518 東証 1 部

2017 年 12 月 14 日 (木)

<http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

今後の方向性

弊社では、これまで課題となってきた期財務体質の改善に目処が付いたことや、安定収益の確保を目的として取り組んできたメガソーラープロジェクトについても継続的な事業拡大が見込めることから、これからの運用資産拡大に向けた動きに注目している。特に、3 年以内に満期を迎えるファンドが 10 本（16,162 百万円）に上ることから、ファンドの新設は喫緊の課題と言えるだろう。加えて、市場拡大が予想されている介護施設への投資など、第 3 の収益柱となる新規投資事業の立ち上げや、FirstEastern グループとの連携による事業展開などもフォローしていきたい。

■ 株主還元

2009 年 3 月期以降、配当実績はない。 安定収益源の拡大により、将来的な復配の可能性に期待

同社は、業績の悪化に伴う累積損失を計上していることから、2009 年 3 月期以降、配当の実績はない。今後も有利子負債の削減による財務体質の改善と安定収益の拡大に向けた投資に取り組む方針であることから、しばらくは配当という形での株主還元は見送られる可能性が高いとみている。ただ、再生可能エネルギー投資事業や新規事業が安定収益の柱に育ってくれば、将来的には復配はもちろん、安定的な配当が可能となるものと期待できる。

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・加工することは強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・譲渡することは強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