

|| 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 >>>](#)

2019 年 6 月 11 日 (火)

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
1. 会社概要	01
2. 中期経営計画	01
3. 2019年3月期決算の概要	01
4. 2020年3月期の業績見通し	02
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 沿革	07
3. 企業特徴	08
■ 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	10
3. 2019年3月期決算の概要	14
■ 活動実績	16
1. PE投資事業	17
2. プロジェクト投資事業	17
■ 業績見通し	18
■ 中期経営計画	19
1. 各事業の方向性	20
2. 財務的な目標	20
■ 株主還元	21

■ 要約

2019年3月期業績は大型プロジェクト売却の反動などにより減収減益。ただ、プロジェクト資産の積み上げなどには一定の成果。2020年3月期は大幅な増収及び営業増益を見込む

1. 会社概要

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、プライベートエクイティ投資（以下、PE投資）や再生可能エネルギー等のプロジェクト投資を手掛けている。1981年に（公社）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16,494百万円（10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13,951百万円となっている（2019年3月末現在）。ただ、主力のPE投資事業については、VC業界を取り巻く環境が変化するなかで、新たなファンド設立に苦戦しており、ファンド運用残高の縮小とともに、投資残高も減少傾向にある。

2. 中期経営計画

同社は、2019年3月期より3ヶ年の中期経営計画をスタート。環境変化への対応や課題解決に向けて、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しを行い、収益拡大に向けた足掛かりを築く内容となっている。特に、ファンドでの投資は、現状のファンドの投資方針を継続する一方、本体投資は、取り組むべき事業テーマを明確に持ち、そのテーマを軸に「企業への投資」（PE投資）と「事業への投資」（プロジェクト投資）を組み合わせる戦略的投資を推進する方針である。すなわち、今後は事業テーマに基づくプロジェクト投資（再生可能エネルギーのほか、スマートアグリやヘルスケア）の積み上げにより、安定収益の確保と財務バランスの強化を図るとともに、PE投資（本体投資分）についても、事業テーマに関連するパートナー企業への戦略投資にシフトする方向性と言える。

3. 2019年3月期決算の概要

2019年3月期の業績（ファンド連結基準）※は、営業収益が前期比57.8%減の3,503百万円、営業利益が同76.2%減の294百万円と前期における大型プロジェクト売却の反動などにより減収減益となった。

※ 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ところ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。

要約

従来連結基準でも、営業収益が前期比 54.2% 減の 2,475 百万円、営業利益が同 82.6% 減の 177 百万円と計画を下回る減収減益となった。プロジェクト投資事業が、2018年3月期における大型プロジェクト売却の反動などにより大きく落ち込んだが、そこは想定内である。一方、PE投資事業についても、第4四半期に見込んでいた株式売却に遅れが生じ、それが計画未達の要因となった。ただ、他社ファンドからの持分利益や特別利益の発生等により、最終利益では計画を超える水準を確保している。また、PE投資資産の売却は、投資先の IPO や売却交渉の遅れにより計画どおりに進まなかったものの、プロジェクト投資資産の積み上げには一定の成果を残し、安定収益の拡大や財務バランスの強化に向けて順調に進捗している。

4. 2020年3月期の業績見通し

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、2020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。

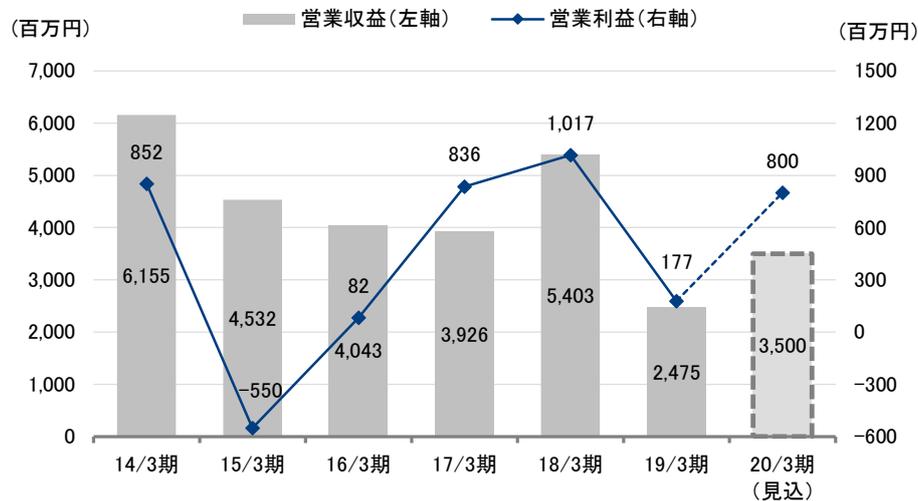
同社の「従来連結基準による見込値」によれば、営業収益を前期比 41.4% 増の 3,500 百万円、営業利益を同 350.9% 増の 800 百万円と大幅な増収増益を見込んでいる。国内外での投資先の IPO を含む、株式売却が大幅な増収及び営業増益に寄与する想定となっているが、同時に、株式市場や経済情勢の不確実性等に備え、プロジェクト資産の売却による収益の底支えについても視野に入れているようだ。

Key Points

- ・ 2019年3月期は、前期における大型プロジェクト売却の反動や株式売却の遅れなどにより減収減益
- ・ 一方、プロジェクト投資資産の積み上げによる安定収益の拡大や財務バランスの強化については順調に進捗
- ・ 2020年3月期は、投資先の IPO を含む、株式売却益の実現等により大幅な増収及び営業増益を見込む
- ・ 今後の収益拡大に向けて3ヶ年の中期経営計画をスタート。事業テーマに基づく戦略 PE 投資への入れ替えやプロジェクト投資資産の積み上げにより財務基盤の強化を図る方針

要約

業績推移



(注) 決算短信補足情報：短信の補足情報、従来連結基準による
 出所：決算短信補足情報よりフィスコ作成

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、プライベートエクイティ投資（以下、PE投資）のほか、再生可能エネルギーなどプロジェクト投資も手掛けている。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。

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16,494百万円（10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13,951百万円の規模となっている（2019年3月末現在）。

事業セグメントは投資事業の単一であるが、投資種類別には、「PE投資事業」と「プロジェクト投資事業」の大きく2つに区分される。

会社概要

投資種類別の概要は以下のとおりである。

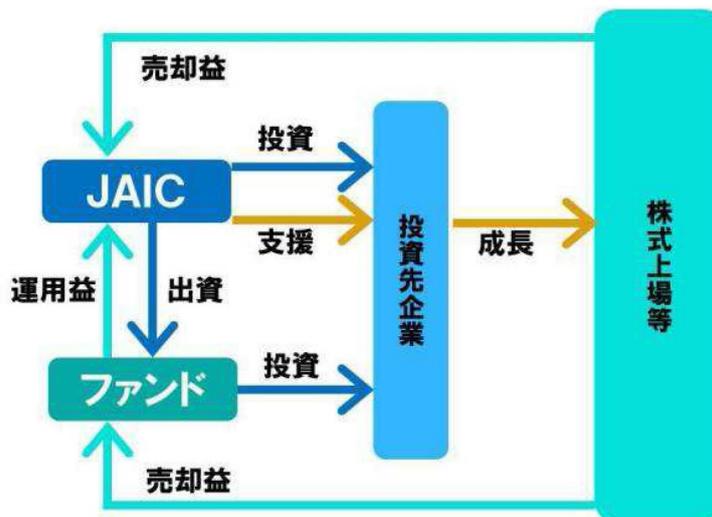
(1) PE 投資事業

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（PE 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）等の獲得を目指すものである。また、同社グループが組成した投資事業組合（ファンド）からの管理運営報酬等^{*}も収益源となっている。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。

^{*} 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。

2019年3月末のファンド運用残高は16,494百万円（10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PE投資残高は8,437百万円（108社）となっている。VC業界を取り巻く環境が変化するなかで、新たなファンド設立には苦戦しており、ファンド運用残高及び投資残高は既存ファンドの満期到来等により年々縮小傾向にある。今後は、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しにより、既存の資産から事業テーマ（詳細は後述）に関連するパートナー企業への戦略投資へと入れ替えを進めていく方針である。

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

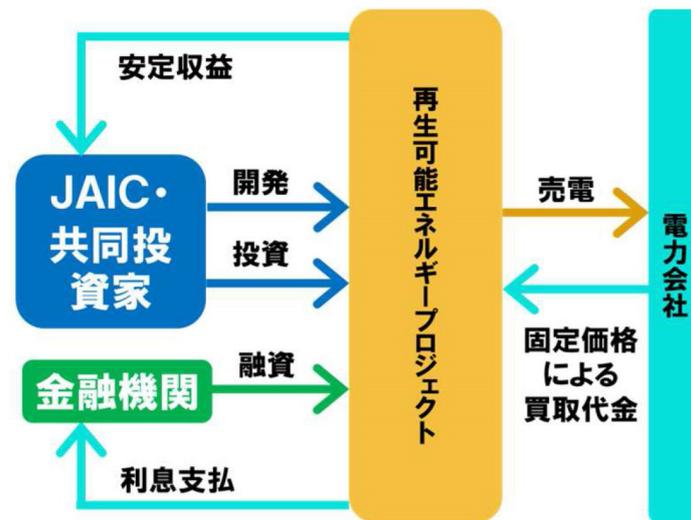
(2) プロジェクト投資事業

メガソーラープロジェクトを中心とした「再生可能エネルギー」（バイオマス、バイオガス、風力等も展開）のほか、新規事業テーマである「スマートアグリ」（植物工場）や「ヘルスケア」（介護・医療）などのプロジェクトに対して、プロジェクトファイナンスの活用によりレバレッジを効かせた投資を行うものである。売電収益などプロジェクトからの安定収益を得ることができる上、状況に応じて途中売却による売却益の実現も期待できる。

会社概要

2019年3月末の同社が運営するプロジェクト総額は約260億円の規模に上るが、そのうち同社出資見込額(プロジェクト投資残高)は30億円となっており、残りは金融機関からのプロジェクトファイナンス等で調達することでレバレッジ効果により収益性を高めている。今後も、積極的な投資を行いながら、売却は限定的に行い、その残高を積み上げて安定収益を拡大していく方針である。

投資業務(再生可能エネルギープロジェクト)



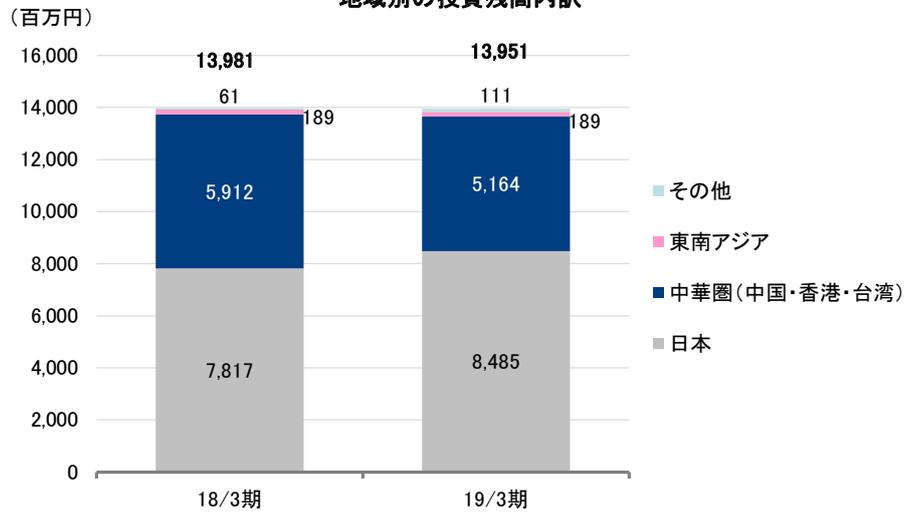
出所：会社資料より掲載

地域別の投資残高は、日本が60.8%、中華圏(中国、香港、台湾)が37.0%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等の「プロジェクト投資」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。

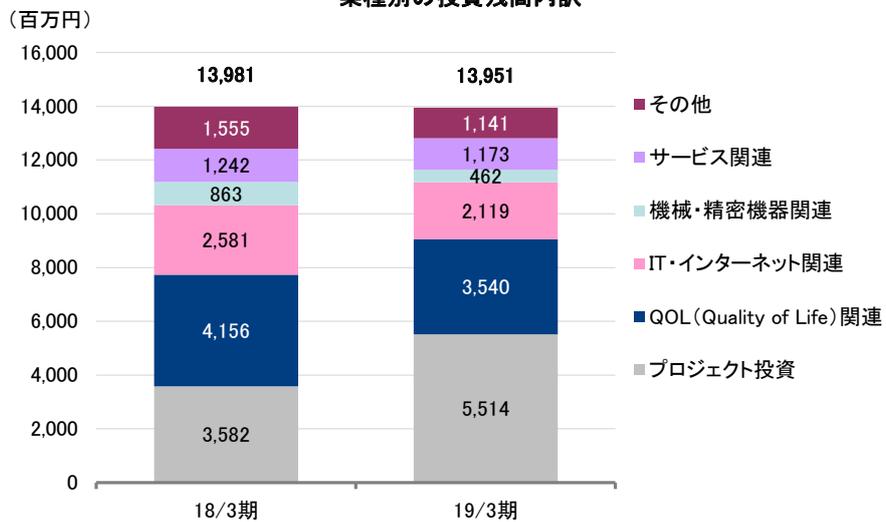
会社概要

地域別の投資残高内訳



注：他社ファンドへの出資持分額を含まない
出所：決算短信よりフィスコ作成

業種別の投資残高内訳



注：他社ファンドへの出資持分額を含まない
出所：決算短信よりフィスコ作成

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式会社は、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(OECF)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OECF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プロジェクトへの投資も開始した。

プロジェクト投資により安定収益を確保しながら、 PE投資によるアップサイドを狙う複合的な収益構造

3. 企業特徴

(1) 収益モデル

同社の収益構造は、「PE投資事業」と「プロジェクト投資事業」と2つの異なるタイプの投資によって構成されているところに大きな特徴がある。そのうち「PE投資事業」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」の3つに分類されるが、「実現キャピタルゲイン」による業績インパクトが一番大きい。なお、「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ため、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。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り、ミドルリスク・ミドルリターン型の収益となっている。また、「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。「PE投資事業」の本来の目的は、「実現キャピタルゲイン」の獲得にあり、業績へのインパクトも一番大きいことから、「PE投資事業」全体で見れば、ハイリスク・ハイリターン型の投資事業とみなすことができる。

一方、ここ数年、注力している「プロジェクト投資事業」の収益源についても、「実現キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」などに分類されるが、「プロジェクト投資事業」の本来の目的は、売電収益などプロジェクトからの安定的な「インカムゲイン」を積み上げていくところにある。もっとも、長期で保有するだけでなく、プロジェクトの一部を短・中期で途中売却することにより、利益と資金を確保しながら資産の拡大を図っていくことも重要な投資戦略となっているが、その場合の「実現キャピタルゲイン」については、将来にわたる「インカムゲイン」（含み益）の前倒し的な実現に近い。したがって、「プロジェクト投資事業」全体では、ミドルリスク・ミドルリターン型の投資事業とみなすことができる。

以上から、全体を俯瞰すれば、「インカムゲイン（配当収入や売電収益等）」や「ファンドの運営報酬」などの安定収益に加えて、「プロジェクト投資資産」の一部売却により基礎となる利益を確保しながら、「PE投資資産」の売却によりアップサイドの「実現キャピタルゲイン」を狙う複合的な収益構造とすることができる。

アジアでの歴史、情報収集力に強み

(2) 同社の強み

同社の強みは、a) アジアでの歴史、b) 最先端の業界情報収集力、c) ベンチャー企業とのネットワーク、d) ファイナンススキーム構築力の4つに集約できる。

会社概要

a) アジアでの歴史

1981年に経済同友会を母体として設立以来、35年以上にわたり日本とアジアの経済交流に貢献し、アジアでの高い知名度を有している。

b) 最先端の業界情報収集力

投資候補となる企業やプロジェクトの発掘を通じて、専門性の高い、業界の最先端の動向を把握している。

c) ベンチャー企業とのネットワーク

国内外で300社超の上場実績を有し、これまでの投資活動を通じて、多数のベンチャー企業と親密な関係を構築している。そのネットワークを、投資先企業の支援や同社が新規事業テーマを開拓する際のアライアンスに活用している。

d) ファイナンススキーム構築力

国内外で3,300億円の累計投資実績を有している。プロジェクト投資事業では、同社からの投資資金だけでなく、プロジェクトファイナンスなどの融資資金も交えた調達スキームを構築している。

■ 決算動向

メガソーラープロジェクトが足元業績をけん引

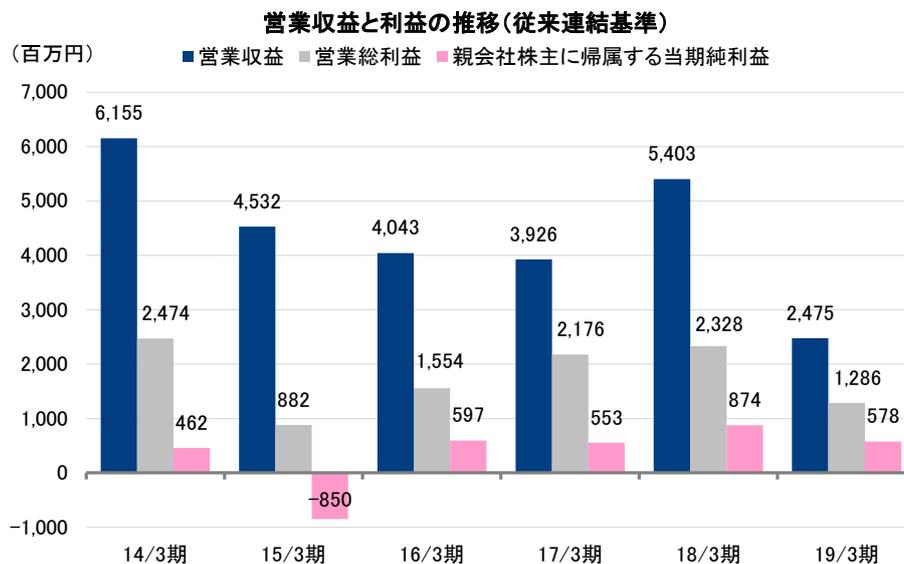
1. 業績を見るためのポイント

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言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、リーマンショックによる世界同時不況や東日本大震災、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、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、4期連続の黒字決算を達成している。



出所：決算短信補足情報よりフィスコ作成

営業総利益の内訳を見ると、安定収益である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。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。ただ、2016年3月期以降、比較的落ち着いた動きとなってきているのは、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。

決算動向

営業総利益の内訳推移 (従来連結基準)

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期
営業総利益	2,474	882	1,554	2,176	2,328	1,286
運営報酬	865	634	729	466	364	241
管理報酬	733	571	441	364	277	241
成功報酬	132	63	288	101	86	-
投資損益	1,042	178	520	577	187	613
実現キャピタルゲイン	2,523	1,883	1,090	852	749	1,192
営業投資有価証券評価損・ 投資損失引当金繰入額	-1,480	-1,704	-569	-274	-562	-579
インカムゲイン等	425	24	297	1,112	1,640	380
その他	139	44	5	19	136	51

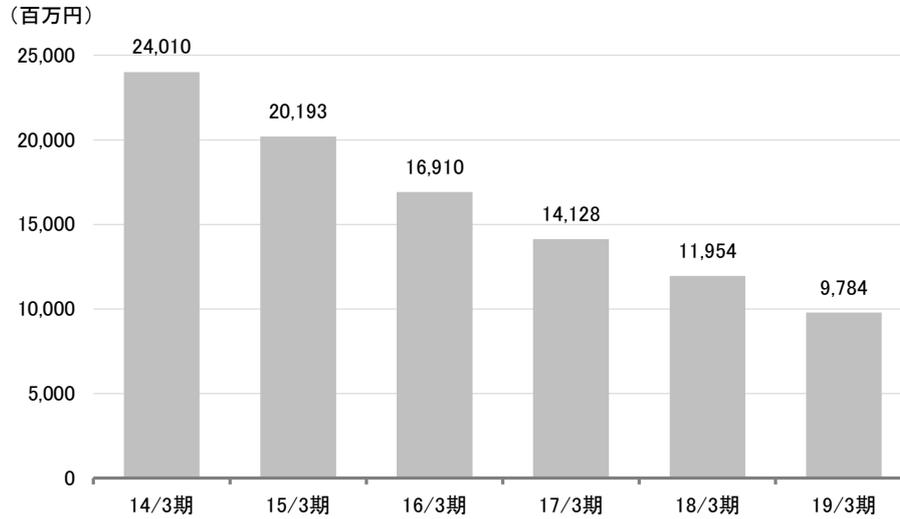
出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

一方、リーマンショックの影響等によ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2014年3月期の24,010百万円から2019年3月期には9,784百万円と約60%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、ファンド設立やプロジェクト資産の積み増しなど、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投資プロジェクト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、First Eastern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。その後も新株予約権の行使や内部留保により改善を続け、2019年3月期には39.5%の水準に到達している。

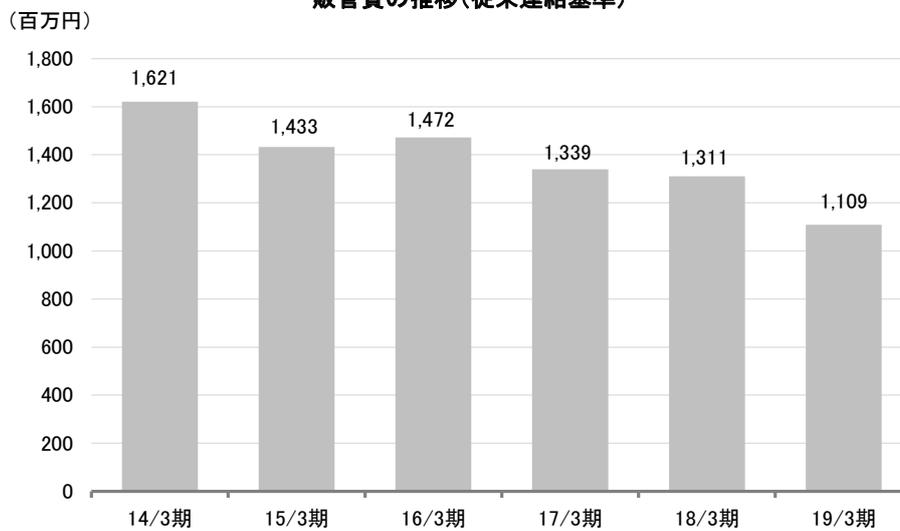
決算動向

有利子負債残高の推移(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

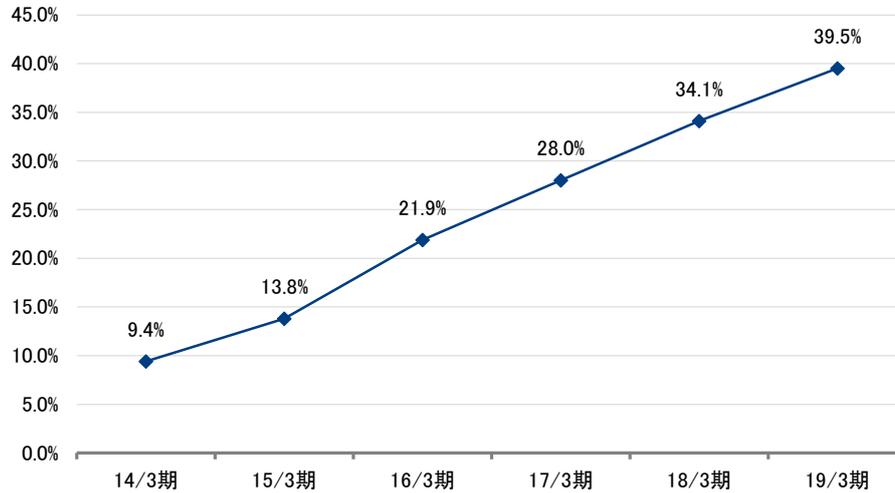
販管費の推移(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

決算動向

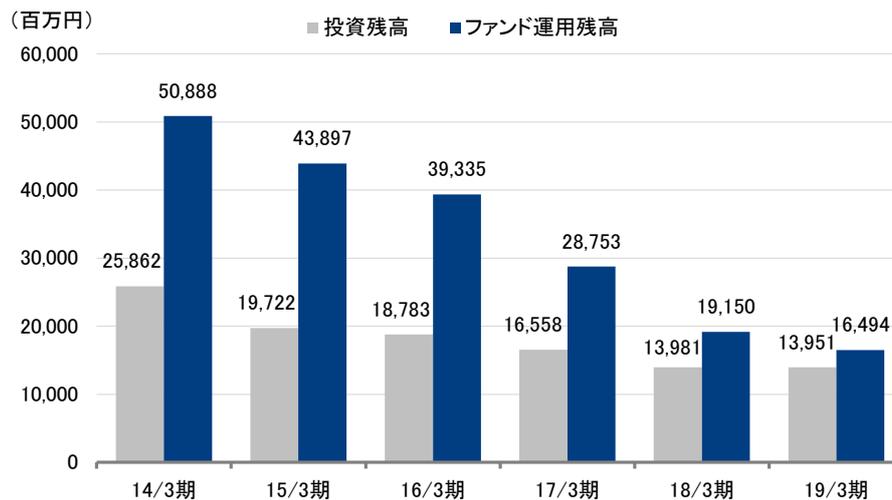
自己資本比率の推移(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

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、年々減少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。今後は、ファンド設立に向けた活動を継続するとともに、プロジェクト投資資産の積み上げなどにより、減少に歯止めがかかるものとみられる。

投資残高及びファンド運用残高(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

2019年3月期は前期における大型プロジェクト売却の反動や、株式売却の遅れなどにより減収減益

3. 2019年3月期決算の概要

2019年3月期の業績（ファンド連結基準）は、営業収益が前期比57.8%減の3,503百万円、営業利益が同76.2%減の294百万円、経常利益が同99.4%減の5百万円、親会社に帰属する当期純利益が同55.0%減の577百万円と、前期における大型プロジェクト売却の反動などにより減収減益となった。

従来連結基準でも、同様の理由により、営業収益が前期比54.2%減の2,475百万円、営業利益が同82.6%減の177百万円、経常利益が同91.2%減の83百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同33.8%減の578百万円と減収減益となり、計画に対しても、営業収益、営業（経常）利益がそれぞれ下回る着地となっている。ただ、最終利益については、特別利益の計上により一定水準を確保（計画を上振れ）することができた。

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投資事業及びプロジェクト投資事業がともに減収となった。プロジェクト投資事業は、前述のとおり、2018年3月期における大型プロジェクト（メガソーラープロジェクト）の売却や補助金収入の反動により大幅な減収となったが、そこは想定内である。一方、PE投資事業については、第4四半期に見込んでいた株式売却（IPO等）の遅れ等により減収となり、それが計画を下回る要因となった。ただ、営業収益のうち安定収益※は、建設中のプロジェクト案件の開発コストを売電収益で補いながら前期比17.6%増の348百万円と増加しており、販管費に占める割合も31.4%（前期は22.6%）に高まったところは財務的な改善の1つとして評価できる。

※管理報酬、プロジェクト投資による持分損益のうち売却益や補助金収入以外の収益（売電収益など）、PE投資の利息・配当収入の合計額。

また、営業総利益が前期比44.8%減の1,286百万円と減益となったのも、2018年3月期におけるプロジェクト売却益のはく落による影響が大きかった。ただ、PE投資事業については、他社が運営するファンドからの持分利益の増加により、前期比で増益を確保している。

一方、販管費については前期比15.4%減の1,109百万円に削減できた。ただ、営業総利益の落ち込みをカバーすることはできず、その結果、営業減益となった。

財務面（従来連結基準）では、プロジェクト投資の拡大により「営業投資有価証券」が増加したものの、それ以上に「現金及び預金」が減少したことから、総資産は前期末比10.0%減の17,305百万円に縮小した。一方、自己資本は内部留保の積み増しにより同4.5%増の6,840百万円に増加し、その結果、自己資本比率は39.5%（前期末は34.1%）と改善した。また、有利子負債（借入金）残高も同18.2%減の9,784百万円に減少しており、プロジェクト投資を拡大しながら有利子負債の削減を図っているところは財務的な改善の2つ目として評価できる。特に、「現金及び預金」と流動性の高い「プロジェクト投資」の合計が有利子負債（借入金）残高を超過する状態となっており、財務健全性の目標としていた財務バランスを達成した。

日本アジア投資 | 2019年6月11日(火)
 8518 東証1部 | <http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算動向

2019年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3期		19/3期		増減	
	ファンド連結	実績	ファンド連結	実績		
	構成比		構成比		増減率	
営業収益	8,303		3,503		-4,800	-57.8%
営業原価	5,656	68.1%	1,895	54.1%	-3,761	-66.5%
営業総利益	2,646	31.9%	1,608	45.9%	-1,038	-39.2%
販管費	1,409	17.0%	1,314	37.5%	-95	-6.7%
営業利益	1,237	14.9%	294	8.4%	-943	-76.2%
経常利益	1,047	12.6%	5	0.1%	-1,042	-99.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,281	15.4%	577	16.5%	-704	-55.0%

	18/3期		19/3期		増減	
	従来連結	実績	従来連結	実績		
	構成比		構成比		増減率	
営業収益 (A)	5,403		2,475		-2,928	-54.2%
管理運営報酬等	277	-	241	-	-36	-13.0%
成功報酬	86	-	-	-	-86	-
営業投資有価証券売却高 (B)	3,219	-	1,746	-	-1,473	-45.8%
組合持分利益等	1,612	-	406	-	-1,206	-74.8%
利息・配当収入	64	-	23	-	-41	-64.1%
その他営業収益	142	-	57	-	-85	-59.9%
営業原価 (C)	3,074	56.9%	1,188	48.0%	-1,886	-61.4%
営業投資有価証券売却原価 (D)	2,469	-	554	-	-1,915	-77.6%
営業投資有価証券評価損・ 投資損失引当金繰入額 合計 (E)	562	-	579	-	17	3.0%
組合持分損失等	36	-	49	-	13	36.1%
その他営業原価	5	-	6	-	1	20.0%
営業総利益 (A) - (C)	2,328	43.1%	1,286	52.0%	-1,042	-44.8%
販管費	1,311	24.3%	1,109	44.8%	-202	-15.4%
営業利益	1,017	18.8%	177	7.2%	-840	-82.6%
経常利益	954	17.7%	83	3.4%	-871	-91.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	874	16.2%	578	23.4%	-296	-33.8%
実現キャピタルゲイン (B) - (D)	749		1,192		443	59.1%
投資損益 (B) - (D) - (E)	187		613		426	227.8%
営業収益のうち、安定収益	296		348		52	17.6%
販管費に占める安定収益の割合	22.6%		31.4%		8.8pt	-

出所：決算短信、期末決算補足資料よりフィスコ作成

2019年3月期の財政状況等（従来連結基準）

（単位：百万円）

	18/3 末		19/3 末		増減	
	従来連結	実績	従来連結	実績	増減	増減率
総資産	19,220		17,305		-1,915	-10.0%
現預金	7,308		5,564		-1,744	-23.9%
営業投資有価証券（プロジェクト投資）	3,582		5,514		1,932	53.9%
営業投資有価証券（PE引当後）	6,030		5,138		-892	-14.8%
自己資本	6,545		6,840		295	4.5%
自己資本比率	34.1%		39.5%		5.4pt	-
有利子負債残高	11,954		9,784		-2,170	-18.2%
投資残高	13,981		13,951		-30	-0.2%
ファンド運用残高	19,150		16,494		-2,656	-13.9%

出所：決算短信、期末決算補足資料よりフィスコ作成

投資種類別の業績は以下のとおりである。

(1) PE 投資事業

営業収益は前期比 21.4% 減の 1,474 百万円、営業総利益は同 91.8% 増の 514 百万円と減収増益となった。営業収益は、第 4 四半期に見込んでいた株式売却の遅れ（IPO や売却交渉の遅れ）などにより減収となった。また、ファンド運用残高の縮小に伴って「管理運営報酬」もわずかに減少している。ただ、利益面では、他社の運営するファンドからの持分利益の増加により増益を確保した。

(2) プロジェクト投資事業

営業収益は前期比 71.6% 減の 1,000 百万円、営業総利益は同 62.5% 減の 772 百万円と大幅な減収減益となった。2018 年 3 月期は大型案件を含む 9 件（合計 81.8MW）を売却した一方、2019 年 3 月期は 4 件（8.2MW）の売却にとどまったことから大幅な減収減益となったが、反動減は想定範囲内である。

活動実績

プロジェクト資産の積み上げには一定の成果。 「スマートアグリ」（植物工場）第 1 号案件も操業開始

中期経営計画（詳細は後述）の初年度となった 2019 年 3 月期は、既存の PE 投資資産の売却には遅れが生じたものの、プロジェクト投資資産の積み上げには一定の成果を残し、安定収益の拡大と財務バランスの強化に向けて順調に進捗した。また、新たなプロジェクト投資への取り組みとして、「スマートアグリ」（植物工場）も操業を開始している。「PE 投資事業」及び「プロジェクト投資事業」における主な活動実績は以下のとおりである。

1. PE 投資事業

(1) ファンド運用残高

同社グループが管理運営等を行っているファンドの運用残高は前期末比 13.9% 減の 16,494 百万円に縮小した。2017 年 6 月に設立した事業承継型バイアウトファンドへの追加出資（20 億円）を受け入れたものの、海外で運用を他社に引き継いだファンドや減額したファンドがあったこと、国内において運用期間を終えて清算したファンドがあったことによる減少分をカバーしきれなかった。ファンド数も前期末比 2 件減の 10 ファンドとなっている。ただ、引き続き、アジアをテーマとした 2 つのファンド※の企画が進行しており、2020 年 3 月期中の設立を目指している。

※ 具体的には、日本各地の中小企業のグローバル化支援（海外へのビジネス展開支援、及びインバウンド需要の取り込みによる成長支援）、及び中国市場での成長が期待される日本のハイテク企業の支援がテーマとなっている。

(2) 投資実績

また、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についても 4 社(国内 2 社、海外 2 社)に対して合計 136 百万円(前期は 13 社に対して合計 1,205 百万円)にとどまった。その結果、2019 年 3 月末の投資残高は前期末比 18.9% 減の 8,437 百万円と縮小した。

(3) IPO の実績

2019 年 3 月期における国内 IPO 実績は 2 件となった。2018 年 10 月 30 日に VALUENEX<4422>※¹ が東証マザーズに上場し、2019 年 3 月 19 日にはミンカブ・ジ・インフォノイド<4436>※² が同じく東証マザーズに上場した。

※¹ 特許・文書解析ツール「TechRadar」、 「DocRadar」の ASP ライセンスサービス及びこれを用いたコンサルティングサービスを提供。

※² AI、クラウドインプットによる情報生成技術を活用した金融情報メディア（「みんなの株式」等）の運営並びに金融機関向け情報系 FinTech ソリューションの提供。

2. プロジェクト投資事業

(1) 投資実績

既に企画・建設中のプロジェクト（3 件）を含め、12 件に対して合計 3,612 百万円（前期は 11 件に対して合計 2,681 百万円）の投資実行を行った。そのうち、メガソーラープロジェクトへの投資実行は 9 件（新規 6 件、既存 2 件、短期売却目的 1 件）。2019 年 3 月末の保有プロジェクトは建設・企画中のものを含めて合計 21 件（93.8MW）※となっている。また、メガソーラー以外の再生可能エネルギーへの投資実行は、風力 1 件（既存）、バイオガス 1 件（新規）となっており、2019 年 3 月末の保有プロジェクトは、木質バイオマス 1 件（売電中）、バイオガス 2 件（売電中 1 件、建設中 1 件）、風力 1 件（企画中）の合計 4 件（最大 28.83MW）が進行中である。さらには、新規事業テーマである「スマートアグリ」（植物工場）についても第 1 号案件の操業を開始している（詳細は後述）。

※ 合計 21 件（93.8MW）のうち、売電中が 12 件（29.8MW）、建設・企画中が 9 件（64.0MW）という進行状況となっている。

活動実績

(2) 再生可能エネルギープロジェクトの売電開始事例

2019年3月期は6件(12.53MW)のプロジェクトが売電を開始した。そのうち2件^{※1}は水上発電所となっており、造成工事のコストが不要なことに加えて、高い発電効率を実現^{※2}できるところに特徴がある。また、別の2件については、太陽光を農業と発電でシェアするメガソーラーシェアリング発電所という新しいスタイル^{※3}を取っており、こちらも造成工事がほとんど不要であるとともに、日照条件にも優れている。また、発電事業収入の一部を20年間にわたり営農支援費用として支払うことで、地域創生にも貢献できる。様々なパートナー企業との協業等により、同社ならではの価値創出を実現しているところは高く評価できるとともに、今後のプロジェクト投資における方向性を示す事例として捉えることができる。さらには、「ながいも」の廃棄部分(残渣)をメタン発酵させて生成するバイオガスを原動力とする発電所も売電を開始している。

※1 香川県さぬき市中王田(なかおうだ)池、及び東王田(ひがしおうだ)池の2ヶ所。

※2 周辺に遮断物がないため日照条件が良好である上、水面の冷却作用でパネルの温度を低く保ち、発電効率を維持できるところに特徴がある。

※3 農地に支柱を立て一定の間隔を空けてパネルを設置し、その下で大型農機にて大麦を栽培するスタイル。同社とリニューアブル・ジャパン(株)(同社出資先)、東急不動産(株)の共同出資プロジェクトとなっている。

(3) 新たなプロジェクト投資への取り組み

2018年10月に試験的な取り組みとして、新規事業テーマである「スマートアグリ」(植物工場)の第1号案件[※]への投資を実行すると、2019年3月に操業を開始。野菜工場の建設・運営に実績のあるベンチャー企業との協業であり、運営はベンチャー企業が担当し、同社は建設・運営資金の一部を出資する役割を担っている。今後は、早期軌道(収益化)に乗せるとともに、後続案件にも取り組む方針である。一方、もう1つの新規事業テーマである「ヘルスケア」(介護施設案件)については、3件の計画があったものの、いずれも土地の入札で落札がなされず、プロジェクトの組成には至らなかった。

※ 建設地は兵庫県(敷地面積約820㎡)、工場タイプは完全閉鎖型、栽培品目はリーフレタス等(年間生産量約200トン)を予定している。

業績見通し

2020年3月期は株式売却益の実現等により、大幅な増収及び営業増益を見込む

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、2020年3月期については、ある一定の前提をもとに策定した「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、営業収益を前期比41.4%増の3,500百万円、営業利益を同350.9%増の800百万円、経常利益を同674.8%増の650百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同13.6%減の500百万円と大幅な増収及び営業(経常)増益を見込んでいる。ただ、最終利益については、2019年3月期における特別利益のはく落や税金費用の発生により減益となる見通しである。

業績見通し

国内外での投資先の IPO を含む、株式売却が大幅な増収及び営業増益に寄与する想定となっているが、同時に、株式市場や経済情勢の不確実性等に備え、プロジェクト投資資産の売却による収益の底支えについても視野に入れているようだ。なお、株式売却益は第4四半期に集中するため、第2四半期累計では損失を計上する見込みとなっていることに注意が必要である。

弊社でも、2019年3月期からの遅延分を含め、株式売却による売却益が期待できることに加え、順調に「含み益」を蓄えてきたプロジェクト投資資産の一部売却益の実現も見込めることから、業績予想の達成は十分に可能であるとみている。注目すべき点は、未上場株式や営業外の資産を含め、既存の PE 投資資産の売却（流動化）をいかに進めていくか、その一方で、良質のプロジェクト投資資産をいかに積み上げていくのか、大きく2つに集約される。特に、後者については、高採算案件への投資機会に時限性のある再生可能エネルギーへの積極投資の動向に加え、スマートアグリ（植物工場）などの新たな収益ドライバーの進捗にも注目したい。

2020年3月期の業績見込み値（従来連結基準）

（単位：百万円）

	2019年3月期 従来連結		2020年3月期 従来連結 業績見込値		増減	
	実績	構成比	見込	構成比		増減率
営業収益	2,475		3,500		1,025	41.4%
営業原価	1,188	48.0%	1,600	45.7%	412	34.6%
営業総利益	1,286	52.0%	1,900	54.3%	614	47.7%
販管費	1,109	44.8%	1,100	31.4%	-9	-0.8%
営業利益	177	7.2%	800	22.9%	623	350.9%
経常利益	83	3.4%	650	18.6%	567	674.8%
親会社株主に帰属する 当期純利益	578	23.4%	500	14.3%	-78	-13.6%

出所：決算補足資料よりフィスコ作成

■ 中期経営計画

今後の収益拡大に向けた中期経営計画を推進

同社は、2019年3月期より3ヶ年の中期経営計画をスタートしている。「日本とアジアをつなぐ投資会社として、少子高齢化が進む社会に安心・安全で質と生産性の高い未来を創ります」という新たな経営理念のもと、VC 業界を取り巻く環境変化への対応や課題解決に向けて、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しを行い、収益拡大に向けた足掛かりを築く内容となっている。すなわち、この3年間を第1段階と位置付け、次の第2段階で収益やキャッシュフローの安定化を実現し、更なる成長に向けた投資を拡大するシナリオである。

中期経営計画

具体的には、第1段階として、1) 収穫期に入る既存のPE投資資産の売却により、利益・資金を確保するとともに、2) 新たな投資方針（詳細は後述）による投資資産の入れ替えを行い、安定収益の拡大と財務健全性向上を目指す。また、3) 金融機関への約定返済の削減と、プロジェクト投資事業でのプロジェクトファイナンスによる借入金の増加を図る。そして、第2段階として、4) 安定した収益とキャッシュフローを基盤として、更なる成長投資を実施する、という2段階の戦略となっており、本中期経営計画は第1段階として位置付けられる。

1. 各事業の方向性

(1) PE投資事業

ファンドでの投資は、現状のファンドの投資方針を継続する一方、本体投資は、新たな経営理念やVC業界を取り巻く事業環境の変化を踏まえ、投資方針を抜本的に見直す。すなわち、これまでの「大数の法則（確率論）」に従った散発的な投資から、「JAICとして取り組むべき事業テーマ」を明確に持ち、そのテーマを軸に「企業への投資」（PE投資）と「事業への投資」（プロジェクト投資）を組み合わせる戦略的投資を推進する構えである。

なお、「取り組むべき事業テーマ」については、同社の強み・独自性や市場へのアクセスなどを踏まえ、既存の「再生可能エネルギー」のほか、新規事業として「スマートアグリ（植物工場）」や「ヘルスケア（介護・医療）」を選定している。したがって、今後、本体資金からの投資は、選定した事業テーマに沿った戦略投資※を実施していく。ただし、情勢に応じて柔軟なテーマ設定を継続する方針である（なお、ファンド資金による投資は、事業テーマに限らず、これまで同様、出資者ニーズに沿って投資）。

※事業テーマに基づく「事業への投資」（プロジェクト投資）を行ううえで、パートナーとなる企業へ出資する。これまでもメガソーラープロジェクトにおけるパートナー企業として、リニューアブル・ジャパン及びスマートソーラーへ戦略投資を行ってきた。

(2) プロジェクト投資

安定収益確保のためメガソーラー投資を継続し、投資残高増加を目指すとともに、その成功ノウハウを生かし、他の再生可能エネルギー（バイオマス、バイオガス、風力等）や新規事業テーマである「スマートアグリ」へも展開する。なお、メガソーラー投資資産は、これまで同様、期間損益や資金の状況に応じて中途売却も検討する方針である（長期保有による安定収益と短期売却による足元収益の獲得のバランスを取ることで厚みのある収益基盤の確立を目指す）。また、もう1つの新規事業テーマである「ヘルスケア」についても、実績のあるAIP※の介護施設開発案件への投資を継続する。

※2018年3月期に売却した同社初の高齢者施設プロジェクト（AIP勝どき駅前ビル）におけるパートナー企業。

2. 財務的な目標

(1) 収益構造

メガソーラーを軸とした再生可能エネルギー投資資産も必要に応じて売却しながら、既存PE投資資産の早期流動化による収益を通じて、最終年度（2021年3月期）の最終利益7億円（2019年3月期は5.7億円）、ROE 9%（同8.6%）を目指す。

(2) 財務バランス

相対的にリスクが低く流動性の高いプロジェクト投資資産を積極的に積み上げるとともに、PE投資資産については、既存資産の早期流動化・収益化及び戦略的投資の実行等により入れ替えを図る。具体的には、プロジェクト投資資産を90億円(2019年3月末は55億円)、プロジェクト投資資産の含み益(割引前累計利益見込額)を200億円(同70億円)にまで拡大する。また、現預金とプロジェクト投資資産の合計額が借入金を56億円上回る財務バランスを実現する。一方、PE投資資産(本体投資分)については、投資方針の見直しに従い、戦略的PE投資に入れ替えながら既存資産の(引当後)残高を10億円(2019年3月末は51億円)にまで縮小する一方、戦略的投資の残高については10億円(同3.7億円)を増やす方針である。

弊社では、VC業界を取り巻く環境が大きく変化しているなかで、投資方針の見直しを行ったことは、同社にとって大きな転機になるものとみている。特に、PE投資事業において、ファンド運用残高が年々縮小傾向をたどり、今後も増加に転じる兆しが見えないなかで、事業テーマに基づくプロジェクト投資の拡大を図る戦略は極めて現実的で合理性が高いと評価している。もっとも、これまでの主力であるベンチャー投資から離れてしまうわけではなく、ベンチャー投資を継続するために必要となる財務基盤を確立するという見方が妥当だろう。また、成長分野であり、かつ同社の強みが生かせる事業テーマの中から、優良なベンチャー企業を見つけ出し、さらには協業を通じてハンズオンを実行できる点においては、今後のベンチャー投資を優位に進めるためにもメリットが大きいと考えられる。さらに言えば、プロジェクト投資事業についても、単なる安定収益源にとどまらず、収益性^{*}にも優れているところは評価すべきポイントと言える。

^{*} 同社の試算によれば、2019年3月末の長期保有目的プロジェクト(完成までの投資予定額は約30億円)における20年間の収入見込み額(累計)は約100億円(割引前の含み益約70億円)。内部収益率(IRR)では10%を超える水準と推定される。

一方、財務的な目標である安定収益の拡大やプロジェクト投資資産の積み上げについては簡単なハードルとは捉えていない。特に、安定収益の拡大については、これまでの軸であった管理報酬がファンド運用残高の縮小に伴って減少する傾向にあることや、売電収益についても立ち上がりの費用などが重荷になることに注意が必要である。また、プロジェクト投資資産の積み上げについても、依然としてメガソーラープロジェクトに拡大余地があるものの、中長期的にはメガソーラー以外のプロジェクトへの取り組みが重要な戦略テーマになるだろう。したがって、収益構造の変化やプロジェクト投資の進捗については、今後も注意深く見守る必要がある。

株主還元

2009年3月期以降、配当実績はない。 安定収益の底上げにより、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、中期経営計画に従い、プロジェクト投資事業による安定収益の底上げが図られることで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