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 >>>

2018年6月12日(火)

執筆:客員アナリスト **柴田郁夫**

FISCO Ltd. Analyst Ikuo Shibata







日本アジア投資 2018年6月12日(火) 8518 東証 1 部 http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

■目次

■要約────	O1
■会社概要─────	03
1. 事業概要·····	03
2. 沿革	
3. 企業特徴	07
■決算動向————————————————————————————————————	09
1. 業績を見るためのポイント	08
2. 過去の業績推移	09
3. 2018 年 3 月期決算の概要	13
■活動実績	16
1. プライベートエクイティ(PE)投資の実績·······	
2. 再生可能エネルギー事業投資の実績	
3. 2018 年 3 月期の行動計画と実績	
■中期経営計画————————————	18
1. 前提となる課題認識	18
2. 今後の対策	18
3. 財務的な目標	
■業績見通し――――――――――――――――――――――――――――――――――――	20
	•
■株主還元	21

http://www.fisco.co.jp

日本アジア投資 2018 年 6 月 12 日 (火) 8518 東証 1 部 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。 今後の収益拡大に向けて中期経営計画を発表

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19,150百万円(12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13,981百万円となっている(2018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。

2018 年 3 月期の業績(ファンド連結基準)**は、営業収益が前期比 77.4% 増の 8,303 百万円、営業利益が同 67.5% 増の 1,237 百万円と大幅な増収増益となった。

** 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。

また、従来連結基準でも、営業収益が前期比 37.6% 増の 5,403 百万円、営業利益が同 21.5% 増の 1,017 百万円と期初の見込値を大きく上回る増収増益となり、3 期連続の最終黒字を達成した。大型メガソーラープロジェクトの売却が大幅な業績の伸びに寄与した。一方、PE 投資事業については、IPO 延期や 2017 年 3 月期のような大型売却案件がなかったことから減収(下振れ)となった。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 投資の下振れを、安定収益源(含み益の活用を含む)となっているプロジェクト投資(再生可能エネルギー等)が下支えした格好と言える。

同社は、2021年3月期を最終年度とする新たな中期経営計画を発表した。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が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。



2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

要約

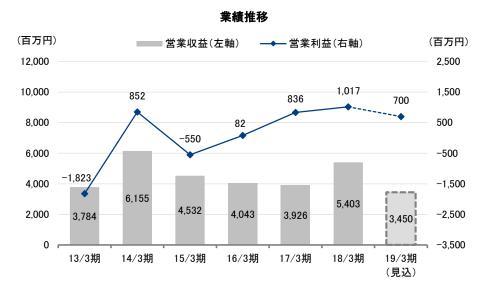
同社は、業績予想(ファンド連結基準)について、株式市場等の変動要因による影響が極めて大きく、合理的な業績予想が困難である事業特性であることから業績予想を行っていない。ただ、2019 年 3 月期については、ある一定の前提を元に策定した「従来連結基準による見込値」を参考情報として開示している。

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 36.2% 減の 3,450 百万円、営業利益を同 31.2% 減の 700 百万円と減収減益ながら 4 期連続の最終黒字を見込んでいる。減収減益となるのは、2018 年 3 月期業績に大きく貢献したメガソーラープロジェクトの売却が一巡するためである。すなわち、中期経営計画に示すとおり、プロジェクト資産は積み上げ優先(限定的な売却のみ)で取り組む一方、PE 投資資産の売却 により 4 期連続の黒字を確保する前提である。

弊社でも、前提条件に合理性があることから、同社の見込値の達成は十分に可能であると判断している。最大の注目点は、ファンド設立の動きに加えて、プロジェクト投資資産をいかに積み上げ、投資残高の縮小傾向に歯止めをかけていくのかにある。また、メガソーラー以外の再生可能エネルギー投資や、その他のプロジェクト投資事業(スマートアグリやヘルスケア)への具体的な取り組みやポテンシャルの大きさについてもフォローしていきたい。

Key Points

- ・2018年3月期の業績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
- ・今後の収益拡大に向けて、新たな中期経営計画を発表
- ・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
- ・2019年3月期の業績も減収減益ながら4期連続の最終黒字を見込む





2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

■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

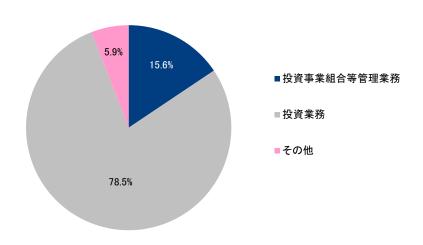
1. 事業概要

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、PE 投資事業のほか、再生可能エネルギーなどプロジェクト投資事業も手掛けている。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19,150百万円(12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13,981百万円の規模となっている(2018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、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15.6%、投資業務(投資損益等)が78.5%となっている(2018年3月期実績)。

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



2018 年 6 月 12 日 (火) 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。2018年3月期末のファンド運用残高は12ファンドで19,150百万円(うち同社グループ出資額5,687百万円)となっている。ただ、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。

投資事業組合等(ファンド)の管理業務

出所:会計資料より掲載

(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(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)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。

PE 投資事業は、ファンド運用残高の縮小に伴って投資残高も減少傾向にあるが、近年においては、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が拡大している。 2018 年 3 月末の投資 残高は合計 13,981 百万円(154 社)である。

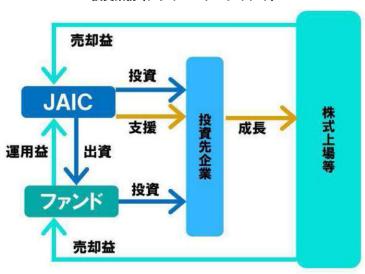


2018年6月12日(火)

8518 東証 1 部 http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

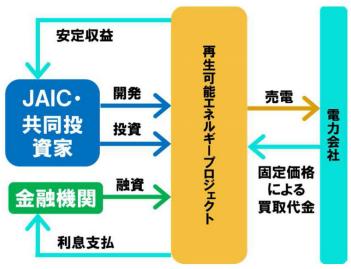
会社概要

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 55.9%、中華圏(中国、香港、台湾)が 42.3% 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。



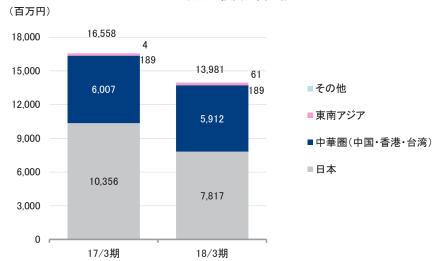
2018年6月12日(火)

8518 東証 1 部

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

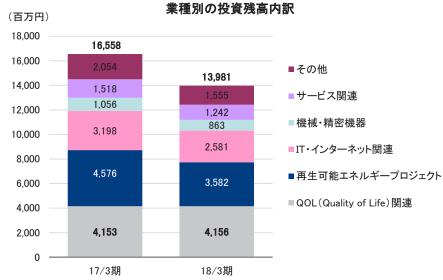
会社概要

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



注:他社ファンドへの出資持分額を含まない



2018年6月12日(火) 8518 東証 1 部 http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

会社概要

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。ここ数年、注力している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 | 2018 年 6 月 12 日 (火)

8518 東証 1 部 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。

a) アジアでの歴史

1981 年経済同友会を母体として設立以来、35 年に亘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。



2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

■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

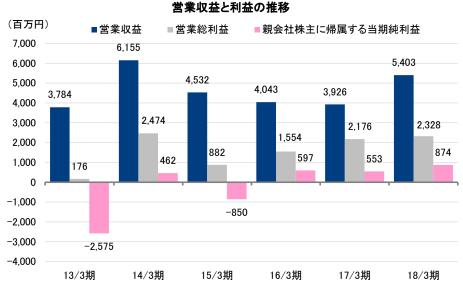
1. 業績を見るためのポイント

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、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、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、3 期連続の黒字決算を達成している。





2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向等

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等も収益貢献してきた。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。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。

営業総利益の内訳推移

(単位:百万円)

					(+111	. H\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\\
	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期
常業総利益	176	2,474	882	1,554	2,176	2,328
運営報酬	852	865	634	729	466	364
管理報酬	815	733	571	441	364	277
成功報酬	37	132	63	288	101	86
投資損益	-1,012	1,042	178	520	577	187
実現キャピタルゲイン	1,025	2,523	1,883	1,090	852	749
営業投資有価証券評価損・ 投資損失引当金繰入額	-2,037	-1,480	-1,704	-569	-274	-562
インカムゲイン等	132	425	24	297	1,112	1,640
その他	204	139	44	5	19	136

出所:決算説明資料よりフィスコ作成

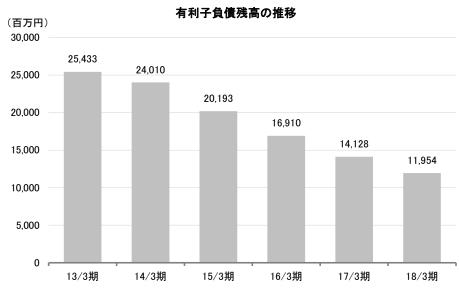
一方、リーマンショックの影響等による業績の落ち込みと財務状況の悪化を受け、財務体質の改善と収益力の強化に取り組んできたことから、有利子負債残高(借入金・社債、新株予約権付社債)は年々減少するとともに、販管費(特に人件費や賃借料)の削減にも努めてきた。有利子負債残高は2013年3月期の25,433百万円から2018年3月期には11,954百万円と53.0%の削減を実現しており、販管費も特殊要因(他社運営ファンド向けの支払成功報酬)を除くと実質的に縮小傾向をたどっている。もっとも、販管費については、ファンド設立やプロジェクト資産の積み増しなど、今後の事業拡大に向けて、人件費等を中心に若干増加する方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。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、2018 年 3 月期には 34.1% の水準に到達している。

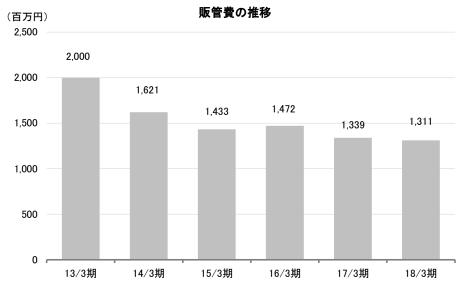


2018年6月12日(火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向等



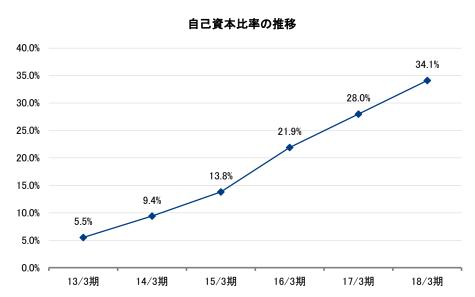
出所:決算短信よりフィスコ作成





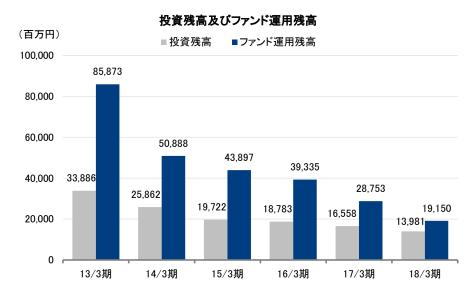
2018年6月12日(火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向等



出所:決算短信よりフィスコ作成

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、投資方針の見直し(本体投資分) やプロジェクト投資資産の積み上げなどにより、再び拡大基調に入るものとみられる。





2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向等

2018 年 3 月期決算も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 期連続の最終黒字を達成

3.2018年3月期決算の概要

2018 年 3 月期の業績(ファンド連結基準)は、営業収益が前期比 77.4% 増の 8,303 百万円、営業利益が同 67.5% 増の 1,237 百万円、経常利益が同 93.6% 増の 1,047 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 127.1% 増の 1,281 百万円と大幅な増収増益となった。

また、従来連結基準でも、営業収益が前期比 37.6% 増の 5,403 百万円、営業利益が同 21.5% 増の 1,017 百万円、経常利益が同 31.3% 増の 954 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 57.8% 増の 874 百万円と期初見 込値を大きく上回る増収増益となり、3 期連続の最終黒字を達成した。

従来連結基準による業績の概要は以下のとおりである。

営業収益が大きく伸びたのは、大型メガソーラープロジェクトを含む再生可能エネルギープロジェクトの売却(9件)及び同社初となる高齢者施設プロジェクトの売却(1件)によるものである。一方、PE 投資事業については、ファンド運用残高の縮小に伴い管理運営報酬等が減少したことに加え、IPO 延期※や 2017 年 3 月期のような大型売却案件が減少したことから減収(下振れ)となった。

※投資先からの新規上場(IPO)は国内1件、海外1件の合計2件(前期は合計5件)にとどまった。

また、営業総利益が前期比7.0% 増と増益となったのも、プロジェクトの売却益18.3 億円(前期は7.7 億円)及び売電収益等2.3 億円(前期は2.1 億円)※1 が寄与した。一方、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減少や損失処理(営業投資有価証券評価損及び投資損失引当金繰入額)※2 の計上などにより減益となっている。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 投資の下振れを、安定収益源(含み益の活用を含む)となっているプロジェクト投資(再生可能エネルギー等)が下支えした格好と言える。

- ※1補助金収益を含む。
- ※2 営業投資有価証券評価損及び投資損失引当金繰入額 562 百万円(前期は 274 百万円)を計上。一部の個別企業に対するものであり、一過性の増加と捉えることができる。

また、販管費は前期並みを維持したほか、借入金圧縮で支払利息負担が減少したこと、特別損失も減少したこと から、各段階利益で増益(最終利益では大幅な増益)を実現した。

財務面(従来連結基準)では、総資産がプロジェクト投資資産の売却等により前期末比 5.3% 減の 19,220 百万円に減少した一方、自己資本は内部留保の積み増しにより同 15.1% 増の 6,545 百万円に増加したことから、自己資本比率は 34.1%(前期末は 28.0%)に改善した。また、有利子負債(借入金・社債)残高も返済が進んだことから同 15.4% 減の 11,954 百万円と減少している。その一方で、資本効率を示す ROE は 14.3%(前期は 10.4%)に上昇していることから、同社の財務内容はバランスよく改善が図られていると言える。



2018年6月12日(火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向等

2018年3月期決算の概要

(単位:百万円)

					(1 12 173137		
		17/3 期 ファンド連結		18/3 期 ファンド連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比		増減率	
営業収益	4,681		8,303		3,622	77.4%	
営業原価	2,645	56.5%	5,656	68.1%	3,011	113.8%	
営業総利益	2,036	43.5%	2,646	31.9%	610	30.0%	
販管費	1,297	27.7%	1,409	17.0%	112	8.6%	
営業利益	739	15.8%	1,237	14.9%	498	67.5%	
経常利益	540	11.5%	1,047	12.6%	507	93.6%	
親会社株主に帰属する 当期純利益	564	12.0%	1,281	15.4%	717	127.1%	

	17/3 期 従来連結		18/3 期 従来連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比		増減率
営業収益	3,926		5,403		1,477	37.6%
営業原価	1,750	44.6%	3,074	56.9%	1,324	75.7%
営業総利益	2,176	55.4%	2,328	43.1%	152	7.0%
投資事業組合等管理業務	466	21.4%	364	15.6%	-102	-21.9%
投資業務	1,690	77.7%	1,827	78.5%	137	8.1%
その他	19	0.9%	136	5.9%	117	615.8%
反管費	1,339	34.1%	1,311	24.3%	-28	-2.1%
営業利益	836	21.3%	1,017	18.8%	181	21.5%
圣常利益	726	18.5%	954	17.7%	228	31.3%
見会社株主に帰属する 当期純利益	553	14.1%	874	16.2%	321	57.8%
	466		364		-102	-21.9%
管理運営報酬等	364		277		-87	-23.9%
成功報酬	101		86		-15	-14.9%
设資業務 営業総利益 (⑤+⑥+⑦)	1,690		1,827		137	8.1%
営業投資有価証券売却高 ①	2,275		3,219		944	41.5%
営業投資有価証券売却原価 ②	1,423		2,469		1,046	73.5%
実現キャピタルゲイン ③ (=① - ②)	852		749		-103	-12.1%
営業投資有価証券評価損 投資損失引当金繰入額④	274		562		288	105.1%
投資損益 ⑤ (=③-④)	577		187		-390	-67.6%
利息・配当収入 ⑥	30		64		34	113.3%
組合持分利益等・損失等 (ネット損益) ⑦	1,082		1,576		494	45.7%

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成



2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

決算動向等

2018年3月期末の財政状態等

(単位:百万円)

	17/3 期末	18/3 期末	增	減
	従来連結 実績	従来連結 実績		増減率
総資産	20,305	19,220	-1,085	-5.3%
自己資本	5,686	6,545	859	15.1%
自己資本比率	28.0%	34.1%	6.1pt	-
有利子負債残高	14,128	11,954	-2,174	-15.4%
投資残高	16,558	13,981	-2,577	-15.6%
ファンド運用残高	28,753	19,150	-9,603	-33.4%

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 33.4% 減の 19,150 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、満期満了等 4 件により前期末比 3 件減の 12 ファンドとなっている。

当該業務にかかる損益(運用報酬)については、前期比 21.9% 減の 364 百万円に減少した。そのうち、「管理運営報酬等」が運用残高の縮小に伴い同 23.9% 減の 277 百万円、「成功報酬」が同 14.9% 減の 86 百万円とそれぞれ減少している。

(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期比 9.9% 減の 3,887 百万円(24 件)と減少した。また、投資残高もメガソーラープロジェクトの売却等により前期末比 15.6% 減の 13,981 百万円(154 件)に減少している。

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(営業投資有価証券評価損及び投資損失引当金繰入額)の計上により「投資損益」が前期比67.6%減の187百万円に落ち込んだが、メガソーラープロジェクト等による収益貢献*1により、投資業務にかかる「営業総利益」は同8.1%増の1,827百万円に拡大した。なお、メガソーラーにおける売却プロジェクトは9件(最大出力合計81.8MW)。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が大幅な業績の伸びにつながったと考えられる。

^{※1}プロジェクトの売却益及び売電収益等は、原則として「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 2018年6月12日(火) 8518 東証 1 部

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

■活動実績

1. プライベートエクイティ(PE) 投資の実績

PE 投資については、厳選した有望企業 13 社(国内 9 社、海外 4 社)に対して 1,205 百万円(前期は 16 社に 対して 1,131 百万円) とほぼ前期並みの実績を残した。注力する「QOL 関連」や「IT・インターネット関連」 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。内訳については、「JAIC 企業育成ファンド(ベンチャー企業向けセカンダリーファンド)」から 3 社、「瀋 陽ファンド(中国瀋陽市の成長企業ファンド)」から3社、「はばたく未来ファンド(国内再生企業ファンド)」 から1社、同社本体資金から6社となっている。

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、11件に対して2,681百万円(前期は17件に対して3,184百万円) 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は、新規投資 5 件(47.7MW)及び期中売却 9 件 (81.8MW) により、2018 年 3 月末の保有プロジェクトは企画中のものを含めて 19 件(79.7MW)※1 と減少 したが、依然として高い投資水準を維持していると言える。その内訳は、売電中が9件(21.1MW)、建設・企 画中が 10 件(58.6MW)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取り組みも推進し ており、食品残渣等の有機廃棄物の処理に伴い発生するメタンガスを活用するバイオガスのプロジェクトへの投 資も行っている※2。

3.2018年3月期の行動計画と実績

(1) 国内 PE 投資向けファンド設立

大手金融機関とのベンチャー投資向けファンドの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。ファンド総額 10 億 円からスタートし、2018年6月に16億円に増額している。今後も、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、今後も実現に向けた募集活 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。

^{**1} そのうち、同社出資持分は 40.1MW。なお、2017 年 3 月末では合計 23 件 (113.8MW)、うち同社出資持分は 67.0MW。

^{※2} メガソーラー以外の再生可能エネルギープロジェクトは、本件(建設中)のほか、木質バイオマス(2018 年 3 月期 より売電開始)、風力(企画中)の合計3件が進行中である。



2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

8518 東証 1 部 ht

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。2018 年 3 月期においては、新規プロジェクト5 件に投資を行ったが、FIT 価格 40 円の大型プロジェクトがあった一方、同社にとって初めてとなる FIT 価格 20 円台 (24 円)のプロジェクトも含まれている。低コストで開発可能な案件*1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。また、「発電」と「農作物栽培」とで太陽光をシェアする「ソーラーシェアリング」といった新しいスタイル*2や、前述したとおり、メガソーラー以外のプロジェクト(バイオガスへの投資等)でも実績を残すことができた。

- ※1 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。
- ※2 農地に支柱を立てパネルを設置し、その下で小麦や大麦を栽培するスタイル。すなわち、農業を続けながら、太陽 光発電を行うことが可能となっている。農地は、日照に優れた平坦な土地が多いため、コストパフォーマンスを高める効果が期待できる。

(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、推進のための社内体制を整備するとともに、国内向けの共同出資ファンド設立に向けて実務レベル の協議を開始したようだ。

(5) 売却益の獲得

2018 年 3 月期においては、「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 9 件(合計 81.8MW)、及び同社初となる高齢者施設プロジェクトの売却を実現し、約 18.3 億円の売却益を 獲得するに至った。

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。なお、2018 年 3 月末の保有プロジェクト 19 件(79.7MW)のうち、同社出資持分(40.1MW)への投資実行額累計は 35.8 億円。仮に 2018 年 3 月期売却分の平均投資倍率(1.7 倍)で売却できると仮定した場合、約 25 億円(35.8 億円× 0.7)の含み益が存在していると言える。



2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

■中期経営計画

今後の収益拡大に向けた中期経営計画を発表

同社は、2021年3月期を最終年度とする新たな中期経営計画を発表した。「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が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。

1. 前提となる課題認識

同社は、中期経営計画を策定するに当たって、克服すべき課題及び過去の取り組みと結果について以下にように レビューしている。

(1) 安定収益と財務健全性の不足

事業特性上、ベンチャー投資のキャピタルゲインに依存した不安定な収益構造であることに加え、回収の不確 実性の高い未上場株式の投資資金を借入金で賄う財務バランスとなっていること、返済優先の財務対応を行っ ているところに課題があり、それが、業績の不確実性を高める要因や成長の足かせになっていると認識。

(2) 過去の取り組みと結果

上記の課題認識を踏まえ、同社では、1) 大型ファンドを設立し、安定収益である管理報酬の増加、2) メガソーラー投資による安定収益の獲得(売電収益等)と PE に比べ流動性の高い資産の拡大、3) 収益償還力を超えた返済の継続、などに取り組んできた。ただ、1) については、明確な投資戦略を打ち出せていないことなどから実現できておらず、2) についても、プロジェクトの一部を売却したため、足元業績の向上には貢献したものの、資産の積み上げ速度は低下しており、十分な成果を出すには至っていない。また、3) については、借入金の削減という形では大きな成果を残したが、より積極的な投資活動を行うための資金を確保すべく、金融機関と返済額の見直しを交渉中である。

2. 今後の対策

同社は、現状における課題を克服するとともに、今後の収益拡大に向けて、中長期的な戦略シナリオを描いている。すなわち、第1段階として、まずは、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段構え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。



日本アジア投資 2018 年 6 月 12 日 (火) 8518 東証 1 部 http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

中期経営計画

各事業別の方向性は以下のとおりである。

(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の出資。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活かし、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。

3. 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の積み上げ等により、安定収益の確保(売電収益等)を図り、 少なくとも安定収益で販管費の過半を賄うことができる状態を目指す。具体的には、販管費を11億円(現状は13億円)にまで削減するとともに、安定収益を6億円(現状は5億円)に拡大する。

(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、借入金をカバーするところまで改善を図る。具体的には、プロジェクト資産を90億円(現状 36億円)にまで大きく拡大する一方、借入金については70億円(現状 119億円)に削減することで、プロジェクト資産が借入金を上回る財務バランスを実現する。また、PE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20億円(現状60億円)にまで縮小する方針である。





8518 東証 1 部

2018 年 6 月 12 日 (火) http://www.jaic-vc.co.jp/jir/

中期経営計画

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、かつ同社の強みが活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。

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、プロジェクト資産の積み上げについても、短期売却による一定の減少分も念頭に置く必要があり、メガソーラー以外のプロジェクトでの積み上げがカギを握るものとみている。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だろう。

■業績見通し

メガソーラー売却の一巡により減収減益となるが、 4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、2019 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 36.2% 減の 3,450 百万円、営業利益を同 31.2% 減の 700 百万円、経常利益を同 42.4% 減の 550 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同 46.2% 減の 470 百万円と減収減益ながら 4 期連続の最終黒字を見込んでいる。

減収減益となるのは、2018 年 3 月期業績に大きく貢献したメガソーラープロジェクトの売却が一巡するためである。すなわち、中期経営計画に示すとおり、プロジェクト資産は積み上げ優先(限定的な売却のみ)で取り組む一方、PE 資産の売却※により 4 期連続の黒字を達成する前提である。

※ 主に、国内の新規上場と、中華圏の未上場株式の売却を予定。



2018年6月12日(火)

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

業績見通し

弊社でも、前提条件に合理性があることから、同社の見込値の達成は十分に可能であると判断している。最大の注目点は、ファンド設立の動きに加えて、プロジェクト投資資産をいかに積み上げ、投資残高の縮小傾向に歯止めをかけていくのかにある。また、メガソーラー以外の再生可能エネルギー投資や、その他のプロジェクト投資事業(スマートアグリやヘルスケア)への具体的な取り組みやポテンシャルの大きさについてもフォローしていきたい。

2019年3月期の業績見込値(従来連結基準)

(単位:百万円)

	18/3 期 従来連結		19/3 期 従来連結		増減	
_	実績	構成比	同社見込値	構成比		増減率
営業収益	5,403		3,450		-1,953	-36.2%
ファンド報酬	364	6.8%	240	7.0%	-124	-34.1%
投資業務	4,831	89.4%	3,200	92.8%	-1,631	-33.8%
その他	207	3.8%	10	0.2%	-197	-95.2%
営業原価	3,074	56.9%	1,650	47.8%	-1,424	-46.3%
売却原価	2,469	45.7%	1,300	37.7%	-1,169	-47.3%
評価損・引当	562	10.4%	350	10.1%	-212	-37.8%
その他	42	0.8%	-	-	-42	-100.0%
営業総利益	2,328	43.1%	1,800	52.2%	-528	-22.7%
販管費	1,311	24.3%	1,100	31.9%	-211	-16.1%
営業利益	1,017	18.8%	700	20.3%	-317	-31.2%
経常利益	954	17.7%	550	15.9%	-404	-42.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	874	16.2%	470	13.6%	-404	-46.2%

出所:決算説明会資料よりフィスコ作成

■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、新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・表示したものですが、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 にお願いします。

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