

|| 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 12 月 7 日 (金)

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	08
1. 業績を見るためのポイント	08
2. 過去の業績推移	09
3. 2019年3月上期決算の概要	12
■ 活動実績	16
1. PE投資の実績	16
2. 再生可能エネルギー事業投資（プロジェクト投資）の実績	16
3. その他活動実績	16
■ 業績見通し	17
■ 中期経営計画	18
1. 各事業の方向性	19
2. 財務的な目標	19
■ 株主還元	20

## ■ 要約

### 上期業績は減収減益となるも、おおむね想定どおりの進捗。 第4四半期での株式売却益により4期連続の黒字決算を見込む

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事業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17,329百万円（11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13,485百万円となっている（2018年9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。

同社は、2019年3月期より2021年3月期を最終年度とする新たな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。

2019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76.5%減の1,189百万円、営業損失が390百万円（前年同期は582百万円の利益）と、前年同期における大型プロジェクト売却の反動により大幅な減収減益（営業損失の計上）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。

従来連結基準でも、営業収益が前年同期比71.9%減の716百万円、営業損失が465百万円（前年同期は714百万円の利益）と大きく落ち込んだ。ただ、第4四半期に株式売却益が集中する計画となっていることから、おおむね想定どおりの進捗となっていることに注意が必要である。上期業績が大きく後退したのは、前年同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減によるものである。また、PE投資事業についても、海外投資先に対する評価損・引当金が利益を圧迫。ただ、おおむね想定どおりの進捗となっていることに加え、活動面についてもメガソーラー以外の再生可能エネルギープロジェクト（バイオガス等）への投資実行や野菜工場への取り組みなどにおいて一定の成果を残すことができた。

## 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。

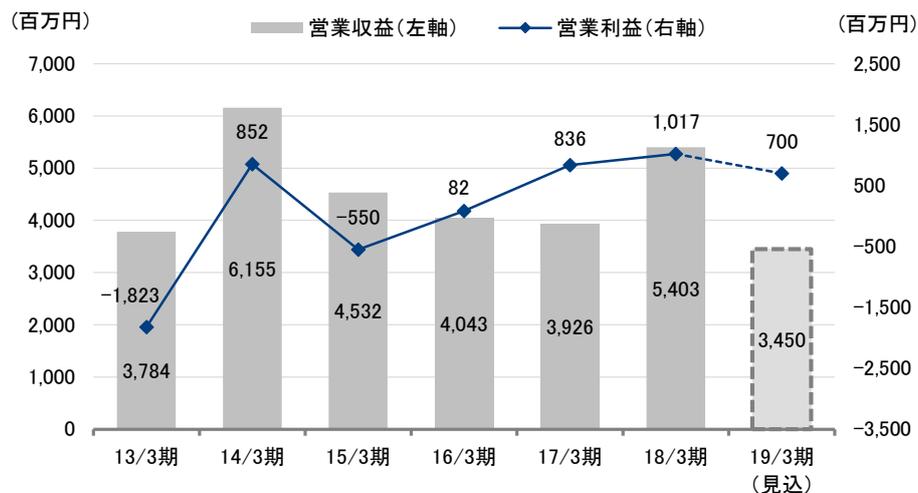
同社の「従来連結基準による見込値」によれば、営業収益を前期比36.2%減の3,450百万円、営業利益を同31.2%減の700百万円と減収減益ながら4期連続の最終黒字を見込んでおり、期初の見込値からの変更はない。減収減益となるのは、2018年3月期業績に大きく貢献したメガソーラープロジェクトの売却が一巡するためである。すなわち、中期経営計画に示すとおり、プロジェクト資産は積み上げ優先（限定的な売却のみ）で取り組む一方、PE投資資産の売却により4期連続の黒字を達成する前提である。

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、企画中となっている2つのファンド設立の動きやプロジェクト資産の積み上げに向けた新たなドライバーの育成にある。特に、メガソーラー以外の再生可能エネルギー投資のほか、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引き続きフォローしていきたい。

## Key Points

- ・2019年3月期上期の業績は、前年同期における大型プロジェクト売却の反動により営業損失を計上するも、おおむね想定どおりの進捗。
- ・2019年3月期の業績見込み値について期初からの変更はない。第4四半期での株式売却益により4期連続の最終黒字を見込む。
- ・今後の収益拡大に向けて、新たな中期経営計画がスタート。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。

## 業績推移



出所：決算補足資料よりフィスコ作成

## ■ 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、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17,329百万円（11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13,485百万円の規模となっている（2018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。

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9月末のファンド運用残高は11ファンドで17,329百万円（うち同社グループ出資額5,584百万円）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。

## 会社概要

## 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

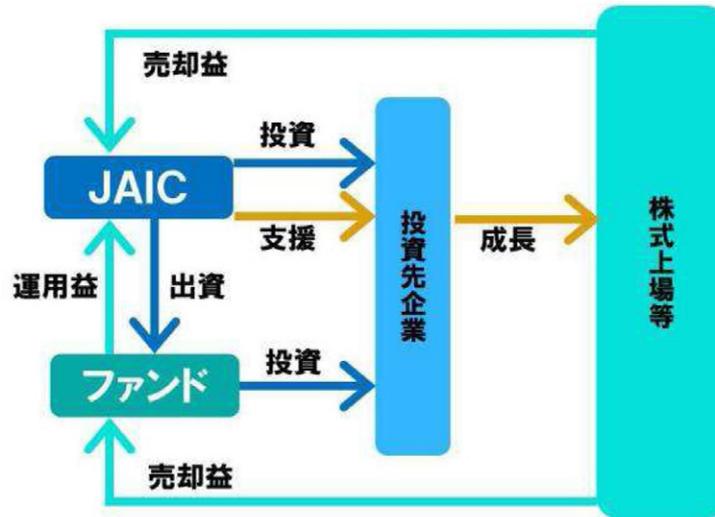
## (2) 投資業務

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（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9月末の投資残高は合計13,485百万円（141社）である。

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)



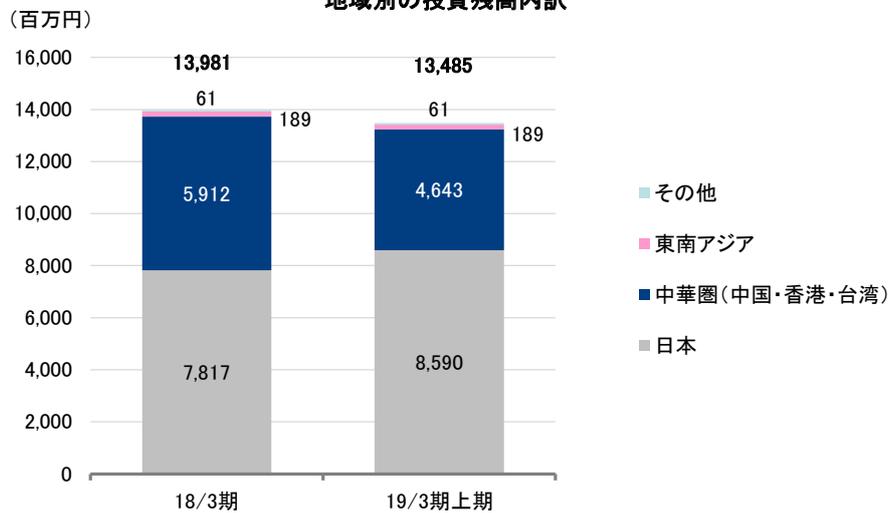
出所：会社資料より掲載

地域別の投資残高は、日本が63.7%、中華圏（中国、香港、台湾）が34.4%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。

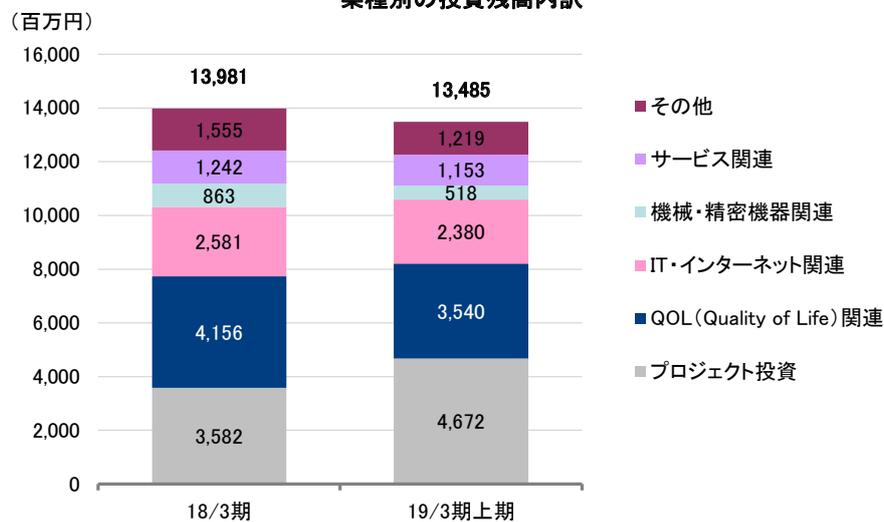
会社概要

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。

## 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・ハイリターン型の「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。

## 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

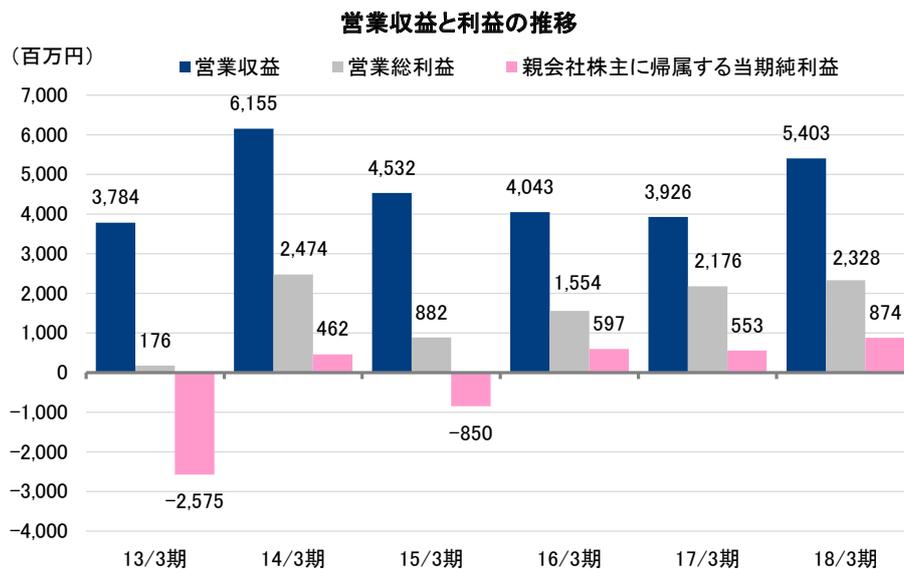
一般の事業会社の売上高に当たるものが営業収益であり、投資業務における回収額（営業投資有価証券売却高）のほか、利息・配当収入や組合持分利益（インカムゲイン）に加えファンド業務における運営報酬などによって構成される。ただ、その大部分を占めている営業投資有価証券売却高は、投資額（取得原価）を上回ってこそ利益が創出されるものであるため、営業収益が増えたからといっても必ずしも業績が向上しているとは限らない。

## 決算動向

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。



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。

## 決算動向

## 営業総利益の内訳推移

(単位：百万円)

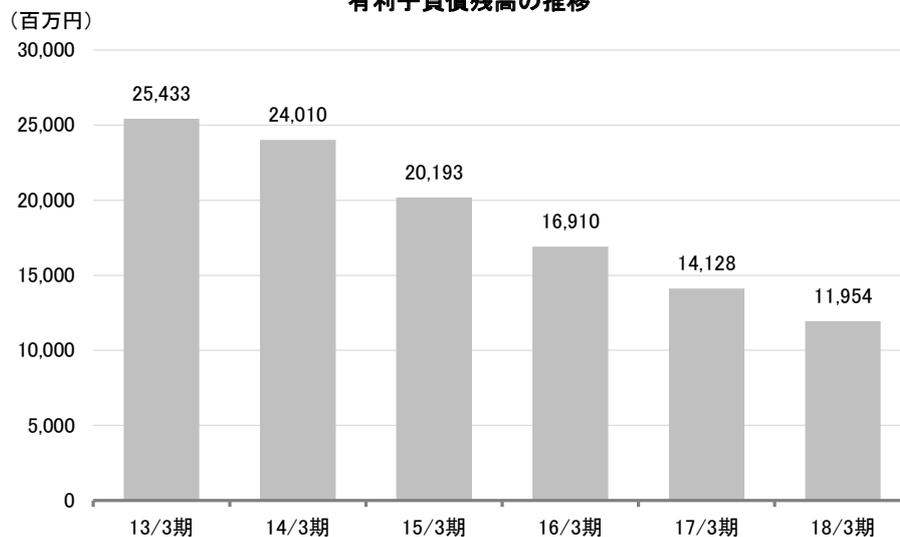
	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
営業総利益	176	2,474	882	1,554	2,176	2,328
運営報酬	852	865	634	729	466	364
管理報酬	815	733	571	441	364	277
成功報酬	37	132	63	288	101	86
投資損益	-1,012	1,042	178	520	577	187
実現キャピタルゲイン	1,025	2,523	1,883	1,090	852	749
営業投資有価証券評価損・ 投資損失引当金繰入額	-2,037	-1,480	-1,704	-569	-274	-562
インカムゲ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

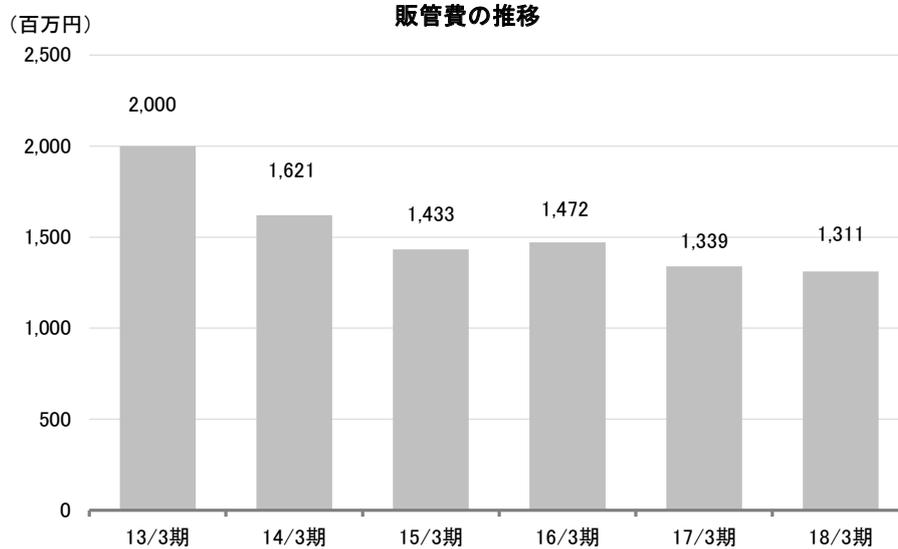
また、有利子負債の削減に伴って、財務基盤の安定性を示す自己資本比率も大きく改善してきた。2015年3月期はメガソーラー事業投資への投資資金調達のために発行した新株予約権の一部が行使されたこと（約6億円）が寄与した。また、2016年3月期も新株予約権が行使されたことに加え、FirstEasternとの資本業務提携に伴う自己資本の増強及び債務の圧縮（約8.3億円）によって自己資本比率は21.9%に大きく上昇。その後も新株予約権の行使や内部留保により改善を続け、2018年3月期には34.1%の水準に到達している。

## 有利子負債残高の推移

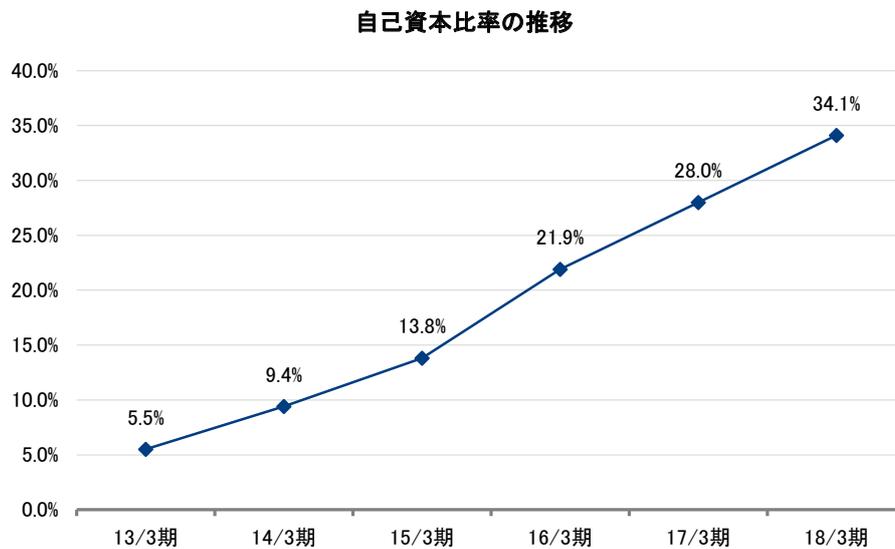


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## 決算動向



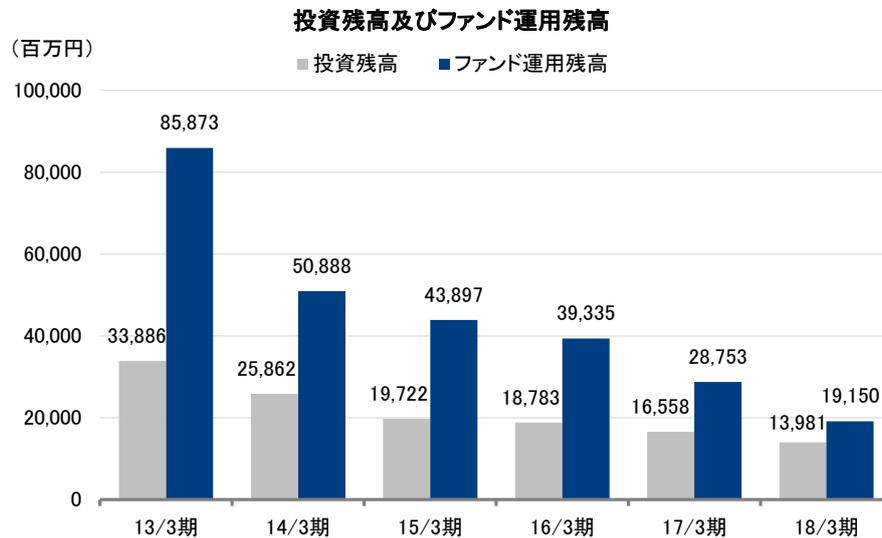
出所：決算短信よりフィスコ作成



出所：決算短信よりフィスコ作成

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。

## 決算動向



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 上期業績は前年同期における大型プロジェクト売却の反動により減収減益となるが、おおむね想定どおりの進捗

### 3. 2019年3月期上期決算の概要

2019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76.5%減の1,189百万円、営業損失が390百万円（前年同期は582百万円の利益）、経常損失が481百万円（同446百万円の利益）、親会社株主に帰属する四半期純損失が535百万円（同560百万円の利益）と、前年同期における大型プロジェクト売却の反動により減収減益となり、営業損失を計上した。

従来連結基準でも、営業収益が前年同期比71.9%減の716百万円、営業損失が465百万円（前年同期は714百万円の利益）、経常損失が460百万円（同640百万円の利益）、親会社株主に帰属する四半期純損失が534百万円（同493百万円の利益）と大きく落ち込んだ。ただ、第4四半期に株式売却益が集中する計画となっていることから、当初想定どおりの進捗となっていることに注意が必要である。

## 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。

営業収益が大幅な減収となったのは、前年同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※<sup>1</sup>によるものである。一方、PE投資事業については投資先企業の新規上場や大型案件の売却はなかったものの、他社運営ファンドの持分利益の発生により増収※<sup>2</sup>を確保。また、営業収益のうち安定収益※<sup>3</sup>は、建設中のプロジェクト案件の費用を売電収益で補いながら前期並みを維持しており、販管費に占める割合も42.0%（前年同期は37.5%）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。

※<sup>1</sup> 前年同期は大型案件を含む4件(36.0MW)のプロジェクトを売却。一方、2019年3月期上期は小型案件1件(1.2MW)の売却にとどまった。その結果、プロジェクト投資事業による営業収益は前年同期比93.7%減の133百万円と大きく減少した。

※<sup>2</sup> PE投資事業による営業収益は前年同期比37.3%増の582百万円と増加した。

※<sup>3</sup> 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）、プライベートエクイティ投資の利息・配当収入の合計額。

また、営業総利益が前年同期比94.1%減の78百万円と大きく落ち込んだのも、前述したプロジェクト売却益のはく落による影響が大きかった。また、PE投資事業についても、海外投資先に対する評価損・引当金※<sup>4</sup>が利益を圧迫する要因となった。

※<sup>4</sup> 海外投資先の回収見込み額低下に伴い、「営業投資有価証券評価損・投資損失引当金繰入額」（営業原価に含まれる）として420百万円（前年同期は317百万円）を計上した。

一方、販管費については前年同期比10.2%減の543百万円に削減。ただ、前述のとおり、営業総利益の落ち込みが大きかったことから営業損失を計上するに至った。

財務面（従来連結基準）では、自己資本が親会社株主に帰属する四半期純損失の計上により前期末比8.5%減の5,986百万円に縮小。一方、総資産についても、プロジェクト投資の拡大に伴って「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」の減少が大きかったことから同11.9%減の16,941百万円に縮小し、その結果、自己資本比率は35.3%（前期末は34.1%）とわずかに改善した。また、有利子負債（借入金）残高も同13.9%減の10,288百万円に減少しており、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つ目として評価すべきポイントと言える。

日本アジア投資 | 2018年12月7日(金)  
 8518 東証1部 | <http://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

## 決算動向

## 2019年3月期上期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3 期上期 ファンド連結		19/3 期上期 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	5,062		1,189		-3,873	-76.5%
営業原価	3,790	74.9%	897	75.4%	-2,893	-76.3%
営業総利益	1,272	25.1%	292	24.6%	-980	-77.0%
販管費	690	13.6%	682	57.4%	-8	-1.2%
営業利益	582	11.5%	-390	-32.8%	-972	-
経常利益	446	8.8%	-481	-40.5%	-927	-
親会社株主に帰属する 四半期純利益	560	11.1%	-535	-45.0%	-1,095	-

	18/3 期上期 従来連結		19/3 期上期 従来連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比		増減率
営業収益	2,547		716		-1,831	-71.9%
営業原価	1,227	48.2%	638	89.1%	-589	-48.0%
営業総利益	1,319	51.8%	78	10.9%	-1,241	-94.1%
投資事業組合等管理業務	185	14.1%	129	167.5%	-56	-30.3%
投資業務	1,121	85.0%	-70	-92.2%	-1,191	-
その他	12	0.9%	19	24.7%	8	64.5%
販管費	605	23.8%	543	75.8%	-62	-10.2%
営業利益	714	28.0%	-465	-64.9%	-1,179	-
経常利益	640	25.1%	-460	-64.3%	-1,100	-
純利益	493	19.4%	-534	-74.6%	-1,027	-
投資事業組合等管理業務	185		129		-56	-30.3%
管理運営報酬等	134		129		-5	-4.0%
成功報酬	50		-		-50	-
投資業務 営業総利益 (⑤ + ⑥ + ⑦)	1,121		-70		-1,191	-
営業投資有価証券売却高①	1,053		196		-857	-81.4%
営業投資有価証券売却原価②	894		205		-689	-77.1%
実現キャピタルゲイン③ (=① - ②)	159		-8		-168	-
営業投資有価証券評価損・ 投資損失引当金繰入額④	317		420		103	32.7%
投資損益⑤ (=③ - ④)	-157		-429		-272	-
利息・配当収入⑥	31		9		-22	-68.6%
組合持分利益等・損失等 (ネット損益)⑦	1,248		349		-899	-72.0%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

## 決算動向

## 2019年3月期上期の財政状態等

(単位：百万円)

	18/3 期末		19/3 期上期末		増減	
	従来連結	実績	従来連結	実績		増減率
総資産	19,220		16,941		-2,279	-11.9%
自己資本	6,545		5,986		-559	-8.5%
自己資本比率	34.1%		35.3%		1.2pt	-
有利子負債残高	11,954		10,288		-1,666	-13.9%
投資残高	13,981		13,485		-496	-3.5%
ファンド運用残高	19,150		17,329		-1,821	-9.5%

出所：決算補足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9.5%減の17,329百万円に縮小した。2017年6月26日に設立した事業承継型パイアウトファンド<sup>※</sup>への追加出資(600百万円)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。ファンド数も新設がなかった一方、他社への引き継ぎ1件により前期末比1件減の11ファンドとなっている。また、当該業務にかかる損益(運用報酬)についても、運用残高の縮小に伴い前年同期比4.0%減の129百万円に減少した。

※ サクセッション1号投資事業有限責任組合。同社とあおぞら銀行が50%ずつ出資する合併会社にて運用。

**(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、前年同期比32.6%減の1,459百万円(7件)と減少した。そのうち、再生可能エネルギープロジェクトへの投資実行額は1,353百万円(5件)と大部分を占めている。また、投資残高も「プロジェクト投資」が増加した一方、「PE投資」の減少分をカバーしきれずに前期末比3.5%減の13,485百万円に縮小した。

投資業務における損益(営業総利益ベース)については、PE投資事業及びプロジェクト投資事業の両方が減少した。特に、プロジェクト投資事業については、前述のとおり、前年同期における大型プロジェクト売却の反動により、営業総利益が前年同期比91.0%減の117百万円に大きく減少。また、PE投資事業についても、他社運用ファンドの持分利益(261百万円)の発生が上振れ要因となったものの、海外投資先に対する評価損(420百万円)の計上により、上記(1)の管理運営報酬等(128百万円)を足し合わせても営業総損失39百万円(前年同期は15百万円の利益)を計上するに至った。

## ■ 活動実績

### 1. PE 投資の実績

PE 投資については、2 社（国内 1 社、海外 1 社）に対して合計 106 百万円（前年同期は 9 社に対して合計 653 百万円）の投資実行を行った。「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）及び「瀋陽ファンド」（中国瀋陽市の成長企業向けファンド）からの投資となっている。

### 2. 再生可能エネルギー事業投資（プロジェクト投資）の実績

既に企画・建設中のプロジェクト（2 件）を含め、5 件に対して合計 1,353 百万円（前年同期は 8 件に対して合計 1,512 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 3 件（新規 2 件、既存 1 件）。2018 年 9 月末の保有プロジェクトは企画中的のものも含めて合計 19 件（81.3MW）※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、2018 年 9 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（建設中）、風力 1 件（企画中）の合計 4 件（19.6 MW）が進行中である。

※ 合計 19 件（81.3MW）のうち、売電中が 12 件（29.3MW）、建設・企画中が 7 件（52.0MW）という進行状況である。特に、2018 年 4 月から 10 月までの売電開始プロジェクトは 5 件（12.5MW）となっている。

### 3. その他活動実績

#### (1) 国内 IPO の実績

上期における国内 IPO 実績はなかったが、2018 年 10 月 30 日には VALUENEX<4422>※が東証マザーズに上場した（初値換算の時価総額 118 億円、上場直前の同社保有比率は 3.76%）。

※ 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) PE 投資向けファンド設立の動き

新たなファンド設立は実現しなかったものの、前述のとおり、2017 年 6 月 26 日に設立した事業承継型パイアウトファンドへの追加出資（600 百万円）を 2018 年 6 月に受け入れたことに加え、2018 年 10 月にも追加出資（1,400 百万円）を受け入れ、その結果、ファンド総額 30 億円を達成した（2018 年 10 月末時点）。また、2019 年 3 月以降の設立に向けて、2 つのファンド※が企画中となっているようだ。

※ 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。

### (3) 再生可能エネルギープロジェクトの売電開始事例

2018年4月から10月までに5件(12.5MW)のプロジェクトが売電を開始した。そのうち2件<sup>※1</sup>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<sup>※2</sup>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<sup>※3</sup>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。

※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。

### (4) 新たなプロジェクト投資への取り組み

2018年10月には試験的な取り組みとして、野菜工場第1号案件<sup>※</sup>への投資を実行した。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う。2019年4月以降の本稼働を予定している。

※ 建設予定地は兵庫県(敷地面積約820㎡)、工場タイプは完全閉鎖型、栽培品目はフリルレタス等を予定している。

以上から、上期業績を総括すると、評価すべきポイントは以下の3つに集約できる。すなわち、1) 損益面では大幅な営業損失を計上したものの、第4四半期での株式売却益を見込んでいることから想定どおりの進捗となっていること、2) PE投資資産の売却により資金を回収する一方、高採算が期待できるプロジェクト資産を積極的に積み上げる投資方針が計画どおりに実行されていること、3) その結果、収益構造(安定収益の確保)や財務バランス(プロジェクト資産の積み上げと借入金の削減)にも改善がみられるところである。また、活動面においても、買取価格(FIT)の引き下げ等により、ピークアウトが予想されるメガソーラープロジェクトに代わる、新たな成長ドライバーの育成が課題となっているが、メガソーラー以外の再生可能エネルギープロジェクト(バイオガス等)への投資実行や野菜工場への取り組みなどにおいて一定の成果を残すことができたとと言える。

## 業績見通し

### 第4四半期での株式売却益により、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。

## 業績見通し

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おり、期初の見込値からの変更はない。

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。

弊社でも、上期業績が大幅な営業損失となったものの、第 4 四半期での株式売却益が予定されていることや、上期における「評価損」の見込み超過分についても他社の運営する PE ファンドからの持分利益（上振れ分）により補うことが可能であることから、同社の見込値の達成は可能であると判断している。最大の注目点は、企画中である 2 つのファンドの設立やプロジェクト資産の積み上げに向けた新たなドライバーの育成にあり、今後の進捗を見守りたい。

## 2019年3月期の業績見込値（従来連結基準）

(単位：百万円)

	18/3 月期 従来連結		19/3 月期 従来連結		増減	
	実績	構成比	同社見込値	構成比	増減	増減率
営業収益	5,403		3,450		-1,953	-36.2%
営業原価	3,074	56.9%	1,650	47.8%	-1,424	-46.3%
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がスタート

同社は、2019 年 3 月期から 2021 年 3 月期を最終年度とする新たな中期経営計画をスタートさせた。「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掛かりを築く内容となっている。すなわち、この 3 年間で第 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（2018年3月期は13億円）にまで削減するとともに、安定収益を6億円（2018年3月期は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(2018年3月期末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(2018年3月期末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20億円(2018年3月期末60億円)にまで縮小する方針である。

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<sup>\*</sup>にも優れているところは評価すべきポイントと言える。

<sup>\*</sup> 同社の試算によれば、2018年9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。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、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。

## ■ 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