

# フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQスタンダード) 2015年11月4日

## 長期赤字から脱却し、黒字定着を目指す

### アップデートレポート

(株)ティー・アイ・ダヴリュ  
堀部 吉胤

#### 主要指標 2015/10/30 現在

株 価	722 円
年初来高値	1,549 円 (2015/03/04)
年初来安値	105 円 (2014/03/27)
発行済株式数	6,394,500 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	4,616 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	未定
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	61.67 円
実 績 P B R	23.43 倍

#### 直前のレポート発行日

ベーシック	2014/09/26
アップデート	2015/04/02

### クレストックの IPO により 16/3 期上期は営業黒字化見込み

16/3 期 1Q (4-6 月) の純利益は▲0.21 億円 (前年同期は▲0.35 億円) と赤字が継続した。6 月に運営する地域ファンドの投資先の中村超硬 (6166) が IPO を果たし、売出で保有株数 5 万株の 66% を売却したが、ファンドへの出資割合が 5.5% と低く、投資倍率も低位にとどまり、利益寄与はほとんどなかった。

7 月に IPO を果たしたクレストック (7812) は、ファンドの保有株数 25 万株、ファンドへの出資割合 14.2% と中村超硬より業績への寄与は大きい。売出での売却は少なかったが、その後、売却が進んだとみられ、2Q 累計 (4-9 月) では小幅ながら営業黒字に転じたとみる。

### 4Q に大型 IPO を想定

16/3 期に大型 IPO があるとの大前提で業績予想を行っているが、IPO の時期が年明け以降になりそうな状況。このため 16/3 期での売却を前回の想定よりも少なく見直し、これを主因に 16/3 期 TIW 業績予想を前回予想から大幅下方修正した。残りは全て 17/3 期に売却すると想定した。これにより 17/3 期業績は大きく膨らむ予想になった。成功報酬の計上は 18/3 期とみて 17/3 期業績予想には織り込んでいない。

16/3 期末の自己資本は、当該銘柄に係るその他有価証券評価差額金の計上により急回復しよう。安定収益の維持拡大のため、新規ファンドの設立、募集は喫緊の課題。信用力回復を受け、9 月に設立した IoT をテーマとするファンドの募集が最終コミットメント総額の目標 50 億円に向け進捗することに期待したい。また、大型 IPO は 16/3 期に想定している案件ほどではないにしてもまだ 1 社あるとみている。

業 績 動 向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2016/3 1Q(4-6月) 実 績	71	-88.0	-66	赤縮	-71	赤縮	-21	赤縮	-3.37	
2015/3 1Q(4-6月) 実 績	593	2.6倍	-165	赤拵	-172	赤拵	-35	赤縮	-5.75	
2015/3 通 期 実 績	835	65.2	-886	赤拵	-911	赤拵	-190	赤拵	-30.89	
2016/3 通 期	新・会社予想 (2015年8月発表)	非開示								
	旧・会社予想 (2015年5月発表)	非開示								
	新・アナリスト予想	1,490	78.4	730	黒転	700	黒転	394	黒転	61.67
	旧・アナリスト予想 (2015年4月発表)	2,100	2.1倍	1,580	黒転	1,560	黒転	902	黒転	144.44
2017/3 通 期 新・アナリスト予想	5,000	3.4倍	4,100	5.6倍	4,080	5.8倍	2,151	5.5倍	336.39	

(注) 実態を捉えるのに適している単体業績は 9 頁に記載。純利益は連単とも原則同じになる

# 業 績

上場審査基準厳格化でも2015年度のIPO社数は100社程度となろう

## ● 経営環境解説

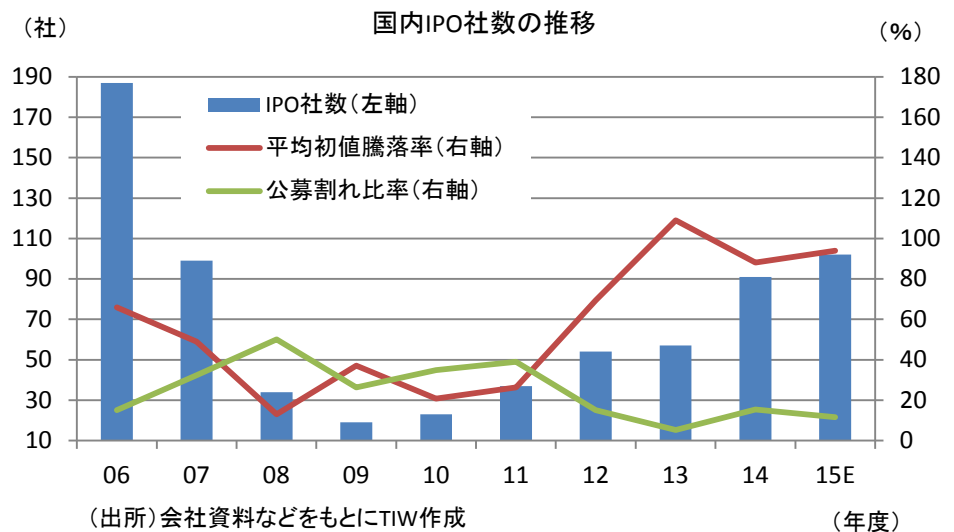
2015年度上期(4-9月)の国内IPO社数はTOKYO PRO Marketへの2社を含め43社(前年同期比15社増)。年間(4-3月)では100社程度になるとみられている。2014年度はTOKYO PRO Marketへの5社を含め91社だった。

2014年12月に東証1部に直接上場したgumi(3903)が上場わずか2カ月半で業績予想を黒字から赤字に下方修正したいわゆる‘gumiショック’などの不祥事を受け、2015年3月31日に東京証券取引所が証券会社や監査法人に上場審査の強化を要請する事態となった。現況赤字でIPOを目指すベンチャー企業にとっては、予実管理や将来の収益予測の根拠を厳しく審査されるなど影響は少なからずあったとみられるが、IPO社数全体への影響は限定的だった感がある。ただし、公募価格に関しては、アベノミクスの熱狂が冷めたこともあり、低めに決まるようになった。初値騰落率(上場初値/公募価格)は、下図のように高水準を維持し、初値が公募価格を割れることも引続き少ないが、公募価格が低めに決まるようになったことによる面もあろう。

人民元切下げや米利上げの時期の不透明感を受け、8月下旬から9月下旬にかけて世界的に株式市場が急落。足元は落ち着きを見せているとはいえ、米利上げなどによりボラティリティが再度高まる懸念があろう。

投資には厳しい環境が続く

EXITの環境はやや沈静化し、不透明感も増している一方、VCファンドの潤沢な資金量に比べ国内には有望なベンチャー企業数が少なく、特定のベンチャー企業に投資が集中する嫌いがあり、投資時のバリュエーションは高止まりしている。



## 業 績

業績は単体でみる  
のが適している

### ● 15/3 期業績解説

連結決算では、当社が GP（無限責任組合員・業務執行者）となっているファンドは出資比率に関係なく支配力基準に基づき子会社として連結されている（ファンドの運用総額に対する当社の出資比率は 15/3 期末で 23.2%）。このため実態を捉えるのに適している単体決算で以下説明する。純利益は連結、単体とも理論的には同一になり、実際、概ね同じになっている。

IPO はなく、9 期連続  
営業赤字

15/3 期単体決算を簡単に振り返っておくと、売上高 6.01 億円（前期比 30.1%増）、営業利益▲1.47 億円（前期は▲0.60 億円）、経常利益▲1.73 億円（同▲0.86 億円）、純利益▲1.82 億円（同▲0.94 億円）。9 期連続の営業・経常赤字となった。期中の IPO はなかった。

ジェイエスエス株の  
売却により前期比  
大幅増収も利益寄  
与はなかった

大幅増収となったのは、営業投資有価証券売上高が 2.53 億円（前期比 2.1 倍）と急増したこと。このほとんどが、2013 年 6 月上場のジェイエスエス（JASDAQ6074）株のファンド持分の残り総て（50 万株）を昨年 5 月に市場外の相対取引でニチイ学館（9792）に 4.75 億円（1 株当り 950 円）で売却したことによる。ジェイエスエスは旗艦ファンドの FVC グロースファンド（当社出資割合 41.0%）及び FVC リテールファンド（同 62.5%）と出資割合の高いファンドで保有していたため、単体決算には 2.0 億円寄与した。

しかし、リーマンショック前のバリュエーションの高い時期の投資案件で、1 株当り取得価格が 1,000 円だったため若干のキャピタルロスが発生。資金回収にとどまった。ジェイエスエス以外は、上場、未上場株とも目立った売却はなかった。

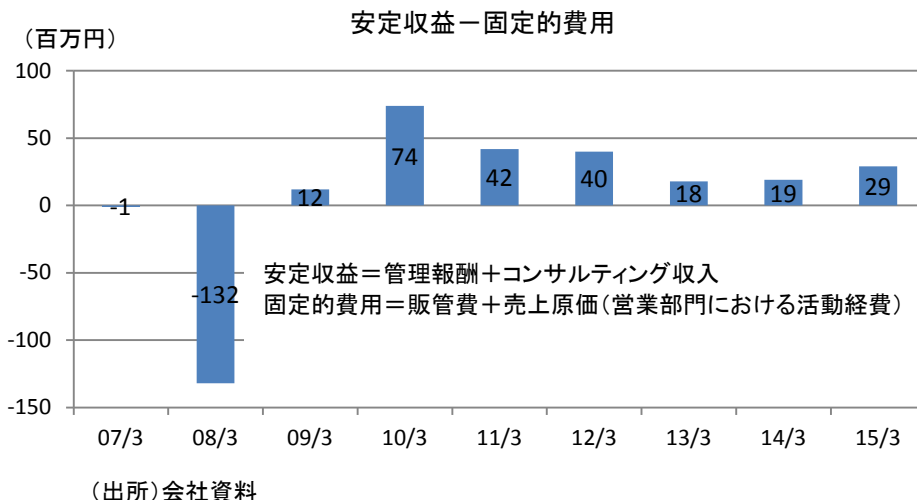
投資事業組合管理収入は 3.0 億円（前年同期比 3.1%増）と微増。成功報酬は僅少で、ほとんどが管理報酬。次頁のグラフのように管理報酬を中心とした安定収益で固定的費用を引続きカバーできている。

ファンドクローズに  
備えた投資損失引  
当金繰入により赤  
字幅が拡大

営業利益の赤字幅が前期比拡大した主因は、投資損失引当金繰入額が前期の 1.46 億円の戻入から 0.69 億円の繰入となったこと。満期が近付いているファンドが多く、満期が近付いてくると投資先をより厳格に評価することが求められる。期末に引当ての対象となった企業に投資しているファンドへの出資割合が高かったため 4Q（1-3 月）の繰入額が 0.59 億円と多くなった。

ファンドレイズ、投  
資実行とも低調

期中の新規ファンド設立は、3 ファンド、出資金総額 6.5 億円。小粒のファンド設立にとどまった。赤字継続による信用力低下がボトルネックになっていると思われる。投資実行も 7 社（前期比 2 社増）、1.09 億円（同 37.2%増）と前期比では増加ながら低調だった。



新規設立ファンド  
への出資金を確保  
するためエクイティ  
ファイナンスを実施

15/3期決算発表に先立つ4月23日に第三者割当による新株予約権の発行を発表した。割当日は5月11日。割当先はマイルストーン・キャピタル・マネジメント（以下、MCM）。行使価格は830円。調達額は最大で7億円。潜在株式数は84万株（発行済株式数は最大13.7%増加する）。

MCMは当社の今庄社長と68,300株の株式貸借契約を結んでおり、830円を上回っている時に貸株を売却、その資金を新株予約権の行使に充てることにより、自己資金を一切使うことなく、ノーリスクで売却価格と行使価格の差額分の利益を得ることができる。その後、株価が830円を上回っていれば貸株の売却、行使を繰り返すことになる。株価が830円を下回って推移すれば、MCMは貸株を売却せずに返還すればいいだけの話であり、MCMの最大損失は新株予約権の取得金額369万円に限定される。MCMは830円なら当社株は割安と考えて新株予約権を引受けたわけでは必ずしもない。

MCMは、リーマンショック後のクレジットクランチで資金調達の術を失った企業数社から同様の手法で新株予約権を引受けたことで知られている。

土壇場企業の最後の資金調達手段との印象が強いが、年初からの当社株の急騰を受け、行使価格830円は15/3期末の実績PBRで48倍の水準であり、破格のプレミアム増資となっており、希薄化は限定的である。

TIWでは、16/3期に大型IPOがあり、業績、財務内容が急回復すると予想していたことや、当面の資金繰りに問題はないとみていたため、エクイティファイナンスは想定外だったが、先述の通り、ファンドクローズに備えた投資損失引当金繰入により期末自己資本が約1億円まで減少する見通しとなったことや、現在募集中のIoTをテーマとするファンドなどへのセიმポート出資のための資金を確保するためこのタイミングでの実施となった。なまじ、株価が急騰していたため第三者割当増資も難しくなり、このような形の資金調達になったようである。

# 業 績

1Q には IPO が 1 社あったが、利益寄与がほとんどなく小幅赤字が継続

## ● 16/3 期 1Q (4-6 月) 業績解説

16/3 期 1Q 単体決算は、売上高 0.86 億円 (前期比 71.0%減)、営業利益▲0.12 億円 (前期は▲0.25 億円)、経常利益▲0.18 億円 (同▲0.32 億円)、純利益▲0.21 億円 (同▲0.35 億円) とわずかながら赤字が継続した。

大幅減収になったのは、先述のように前年同期にはジェイエスエスの売却があった反動。この 1Q には中村超硬の IPO があり、売出で所有株式数 5 万株のうち 66%を売却。これを中心に営業投資有価証券売上高は連結では 0.55 億円となったが、次頁の表のようにファンドへの出資割合が低く、しかも他の運営ファンドからの間接所有割合が高かったため単体ではわずか 105 万円にとどまった。初値ベースの投資倍率も低かったようであり、利益寄与はほとんどなかった。中村超硬の IPO は 6 月 24 日で、1Q 末までにロックアップ解除条件の公募価格の 1.5 倍の 2,550 円を超えなかったため、1Q の売却は売出だけにとどまった筈である。足元までに全株売却済みと思われるが、いずれにせよ利益寄与はほとんどない。

新株予約権が一部行使された

当社の株価は、期初には新株予約権の行使価格 830 円を上回っていたため、約 13.2 万株が行使され、これにより自己資本は約 1.1 億円増加した。

四半期損益計算書(単体)

(単位)百万円

	14/3				15/3				16/3	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q E
売上高	165	94	89	115	298	93	112	98	86	142
投資事業組合管理収入	74	72	74	72	74	76	74	77	77	80
営業投資有価証券売上高(①)	82	14	7	16	214	7	27	5	1	50
コンサルティング収入	7	6	7	25	7	9	8	10	7	10
その他	2	2	1	1	2	2	3	6	1	2
売上原価	158	71	82	86	295	97	90	155	69	80
営業投資有価証券売上原価(②)	100	106	37	25	223	26	21	16	4	15
投資損失引当金繰入額	▲10	▲100	▲21	▲15	4	6	0	59	▲1	0
その他	68	65	66	76	69	65	68	80	65	65
売上総利益	7	23	6	29	3	▲4	22	▲57	17	62
販管費	33	32	30	30	29	28	27	28	30	30
営業利益	▲26	▲9	▲24	▲1	▲26	▲32	▲5	▲85	▲12	32
営業外収益	1	1	1	3	0	1	0	0	4	1
営業外費用	8	8	7	9	7	9	6	6	10	9
経常利益	▲33	▲16	▲30	▲7	▲32	▲41	▲11	▲91	▲18	24
特別利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税金等調整前当期純利益	▲33	▲16	▲30	▲6	▲33	▲41	▲11	▲91	▲18	24
法人税等	3	2	2	1	3	2	3	0	2	3
当期純利益	▲36	▲19	▲32	▲8	▲35	▲43	▲14	▲91	▲21	21

キャピタルゲイン(①-②)	▲18	▲92	▲31	▲8	▲8	▲19	5	▲11	▲3	35
---------------	-----	-----	-----	----	----	-----	---	-----	----	----

(出所)決算短信をもとにTIW作成

(注)EはTIW予想

# 業績

## 16/3期のIPO銘柄

上場日	IPO社名	市場	投資しているファンド		所有株式数(千株)	出資比率(%)	公募・売出価格(円)	初値(円)	売出株数(千株)	リードVC	ロックアップ条件
			名称	出資割合(%)							
6/24	中村超硬	東証マザーズ	さかいベンチャー育成	5.5(4.5)	50	1.47	1,700	1,901	33	JAFCO	期間90日(ただし公募)
7/8	クレストック	JASDAQ	しずおかベンチャー育成	14.2(11.4)	250	8.34	960	1,751	37.5	三菱UFJキャピタル	価格の1.5倍で解除)

(出所)IPO各社の目録見書、当社の有価証券報告書をもとにTIW作成

(注)ファンドへの出資割合の括弧内は、Fund to Fundによる間接所有割合で内数

出資比率はIPO時の公募増資による希薄化前

ロックアップ条件は両社とも同じ

### IoT をテーマとする ファンドの今後の募集 動向に注目

1Qの新規のファンド設立は、ウィルグループ(6089)とのCVCファンド1件だった。ファンド総額は3億円。1Qの投資実行は9社、0.5億円だった。

下期に入って、下表のように、地域ファンドの設立が3件あった。ファンド総額は3件合わせて6億円。

6月を目途に設立するとしていたIoTをテーマとするファンドは、やや遅れて9月1日に設立された。下表のsohatsu1号がこれに当る。なお、IoTとは、コンピュータなどの情報・通信機器だけでなく、家電、自動車、医療機器、建物など様々なモノに通信機能を持たせ、インターネットに接続したり、相互に通信することにより、自動認識や自動制御、遠隔計測などを行うことをいう。

GPはブロードバンドタワー(3776、以下BBT)との合弁会社が担う。合弁会社に対する出資比率は51%で連結子会社となる。GPを当社単独としなかったのは、IoTに関するBBTの知見を活用するため。ファンド設立時のファンド総額は2億円に過ぎないが(当社とBBTが各1億円出資)、IoT関連の大手事業会社を中心に募集し、最終コミットメント総額50億円規模を目指す方針に変わりはない。当社も最終コミットメント総額の10%程度までセムポート出資を追加で行うとみられる。8月25日にファンド設立のリリースが出てから特にニュースフローはないため、目立った募集の進展はないと推測される。当社の信用力がボトルネックになっていると考えられる。

TIWでは、16/3期中に大型IPOによって業績、財務内容が急回復すると予想しており、また、当該大型IPOが広義のIoT関連といえることも追い風となり、16/3期末までにファンド募集が目標額に向け一気に進捗すると期待している。今後、ファンドの満期が相次ぐため、安定収益の管理報酬を維持拡大するためには当ファンドの募集を成功させることが重要である。

## 16/3期のファンドレイズ

設立日	ファンド名称	ファンド総額(百万円)	当社出資額(百万円)	運用期間(年)	無限責任組員(GP)		有限責任組員(投資家)		備考
					約10	na	ウィルグループ、エース証券	募集中	
6/1	ウィルグループファンド	300	10	約10	当社	ウィルグループ、エース証券	CVCファンド		
9/1	sohatsu1号	200	100	na	(株)IoT Sohatsu Ventures(注1)	募集中	最終コミットメント総額50億円目標		
10/1	あきた創業	100	1	8	当社	秋田信用金庫、秋田市など7市町村			
10/15	秋田元気創生ファンド	200	2	8	当社、けんしん元気創生(株)(注2)	秋田信用組合、全国信用協同組合連合会	共同GP		
10/15	磐城国地域振興	300	3	8	当社、いわしんRITAAパートナーズ(株)(注3)	いわき信用組合、全国信用協同組合連合会	共同GP		
	合計	1,100	116						

(出所)当社等のニュースリリースをもとにTIW作成

(注1)ブロードバンドタワー(BBT)との合弁会社で資本金1,000万円、出資比率は当社51%、BBT49%

(注2)秋田信用組合の子会社

(注3)いわき信用組合の子会社

## 業 績

クレストックの IPO  
により、2Q 累計で  
は小幅の営業黒字  
に浮上したとみる

### ● 16/3 期業績予想

7月8日にはクレストックがIPOを果たした。6頁の上の表の通り、中村超硬よりも出資比率、ファンドへの出資割合は高い。売出で所有株の15%を売却。初値は公募価格を82.4%上回りロックアップが解除されたため、上期中に売却はかなり進捗したとみる。10月30日にはクレストックに投資しているしずおかベンチャー育成ファンドが解散したとのリリースが出されており、既に売り切ったことが確認される。このファンドも間接所有割合が高いため、単体の営業投資有価証券売上高に計上されるのは一部となり、親ファンドからの間接投資分は、その他の売上高又はその他の売上原価の減算として処理されるが、5頁及び9頁のTIW単体業績予想では、便宜上、全て営業投資有価証券売上高に含めた。

16/3期2Q累計（4-9月）単体業績は、クレストックのキャピタルゲインにより、小幅ながら営業黒字に浮上したとみる。

大型 IPO は 4Q と  
想定

事業特性から業績は株式市場の影響を強く受け、業績予想を合理的に行うことは困難との理由から、他のVCや証券会社と同様に会社業績予想は開示されていない。

TIWでは前回レポートから16/3期に大型IPOがあるとの大前提をもとに業績予想を行っている。足元までに上場承認の公表はなく、上場承認から上場まで1カ月余り要することからすれば、今期にIPOがあったとしても4Q（1-3月）の可能性が高い状況といえよう。ロックアップ条件が期間3カ月、公募価格の1.5倍で解除という一般的なものであれば、売出以外でも今期中の売却は可能となろうが、売却期間が限られることから、前回予想よりも今期の売却を少なくみた。これが前回予想を大幅下方修正した主因である。

このほか、下方修正した要因としては、①12月の米国の利上げの可能性や11月4日の郵政3グループ上場による需給悪化懸念を考慮し、当該銘柄の公募・売出価格や上場後の株価を前回予想よりもやや保守的にみた、②公募・売出価格が抑えられるとIPO時の希薄化が大きくなる可能性を織り込んだ、③他のIPO（中村超硬、クレストック）の業績への寄与が小さそうなこと、などがある。

なお、表記のEPSや9頁の純資産の予想には、新株予約権の残りの行使の可能性を一切織り込んでいない。

税負担は軽微

税務上の繰越欠損金は、過去に有税処理した投資損失引当金繰入や減損損失によって生じた将来減算一時差異を含め20数億円ある。今期から繰越欠損金の控除限度が80%から65%に引下げられるとはいえ、税負担は小さい。

大型 IPO は 17/3 期に売り切ると想定

● 17/3 期業績予想

16/3 期の大型 IPO の残りの持分は 17/3 期で売り切るとの前提で予想を行った。このため、キャピタルゲインが大きく膨らむ予想となっている。大型 IPO に係る成功報酬は当期には織り込まなかった。安定収益の管理報酬の予想では 16/3 期末までに sohatsu1 号の募集が 50 億円まで進展すると的前提を置いた。sohatsu1 号の GP は連結子会社のため、単体決算の投資事業組合管理収入には計上されないが、便宜上、ここに含めて予想した。引続き税負担は小さい。

16/3 期、17/3 期業績は、大型 IPO の実現の有無、実現した場合の公募・売出価格、上場後の株価（時価総額）の動向、売却のタイミングや巧拙に大きく左右されることは言うまでもない。実際の業績は TIW 予想から上下いずれにも大きく乖離する可能性があることに留意されたい。

有望な IPO 候補はまだ残っているとみる

● 18/3 期以降の業績の見方

18/3 期業績は、キャピタルゲインの反動減で大幅減益となるだろうが、当期に成功報酬が計上されれば、投資事業組合管理収入が膨らみ、かなり高い利益水準を確保できるだろう。ただし、大型 IPO に投資しているファンドの運用成績は当該案件を除けばマイナスの可能性が高いと考えられ、ネットの成功報酬は大型 IPO の他社持分のキャピタルゲインの 20%よりは少なくなろう（単体決算上、当社持分の成功報酬は売上高と原価に両建てされる）。

6 月末時点の株式の投資残高（連結）は、60 社、21.9 億円。上場確率 10% とすれば、上場パイプラインは 6 社程度ということになる。パイプラインは豊富とはいえないが、この中には 16/3 期に想定している案件程ではないにしても大きなキャピタルゲインが期待できそうなベンチャー企業が 1 社あるとみている。ヴィンテージの古い投資案件で当初の投資分は既に処分、回収していると推測されるが、追加投資により相応の持分があるとみている。当該投資案件が近年中に IPO に至れば、比較的高水準の業績が継続できるだろう。

VC のバリュエーションの考え方

蛇足ではあるが、誤解を生まないように VC のバリュエーションの考え方について簡単に付言しておきたい。

VC の業績は、その事業特性から非常にボラタイルであり、ホームラン案件のキャピタルゲインが計上される期の EPS をもとに市場平均の PER を乗じるようなやり方では過大評価になってしまうので注意が必要である。

一般的に、VC の企業価値は、①自己資本、②未上場投資残高の含み益（将来に予測されるキャピタルゲイン及び成功報酬の税引後の現在価値）、③今後得られるであろう管理報酬の現在価値、から構成されていると考えられる。



# 業 績

③は概ね販管費等と見合いだと考えれば、①と②が重要といえよう。現時点での TIW 業績予想の蓋然性が高いとはいえないが、下表の純資産の予想も参考にしていただきたい。16/3 期から 17/3 期にかけて純資産が増加する予想になっている主因は、大型 IPO のキャピタルゲインの実現により、含み資産といえる繰越欠損金が増加しているためであり、新株予約権の行使を想定しているわけではない。

損益計算書(単体)

(単位)百万円

	06/3変	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3E	17/3E
売上高	488	892	807	755	652	598	475	412	462	601	977	3,057
投資事業組合管理収入	391	627	682	622	554	444	383	309	291	300	320	420
営業投資有価証券売上高(①)	12	151	33	56	41	117	52	68	118	253	607	2,587
コンサルティング収入	73	101	77	69	47	20	29	26	45	33	40	40
その他	11	12	14	7	8	16	11	8	6	13	10	10
売上原価	291	638	1,211	1,217	955	695	510	332	397	637	375	480
営業投資有価証券売上原価(②)	43	236	64	241	430	423	532	1,037	267	285	55	100
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)	▲ 4	▲ 100	384	449	91	▲ 50	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	20	40
その他	251	501	762	526	432	321	279	259	275	281	300	340
人件費	134	303	380	276	209	161	130	132	131	135	140	150
経費	117	198	382	250	223	160	149	127	144	146	160	190
売上総利益	197	254	▲ 404	▲ 461	▲ 302	▲ 96	▲ 34	79	64	▲ 35	602	2,577
販管費	144	304	332	276	219	171	160	132	125	111	125	145
営業利益	53	▲ 49	▲ 736	▲ 738	▲ 522	▲ 268	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	477	2,432
営業外収益	2	6	8	4	9	7	3	3	5	1	2	2
営業外費用	19	22	59	55	68	42	40	33	30	27	30	22
支払利息	5	21	52	46	44	40	36	31	28	24	20	20
その他	14	1	7	9	24	2	4	2	2	3	10	2
経常利益	35	▲ 66	▲ 788	▲ 789	▲ 581	▲ 303	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	449	2,412
特別利益	-	0	0	0	0	-	330	199	0	0	0	0
特別損失	-	0	-	19	10	14	3	63	0	0	0	0
税金等調整前当期純利益	35	▲ 66	▲ 788	▲ 809	▲ 591	▲ 318	95	52	▲ 86	▲ 174	449	2,412
法人税等	3	8	12	11	10	10	10	9	8	8	55	262
当期純利益	32	▲ 74	▲ 800	▲ 821	▲ 601	▲ 328	84	43	▲ 94	▲ 182	394	2,151
キャピタルゲイン(①-②)	▲ 31	▲ 85	▲ 31	▲ 185	▲ 389	▲ 306	▲ 480	▲ 969	▲ 149	▲ 32	552	2,487

要約貸借対照表(単体)

(単位)百万円

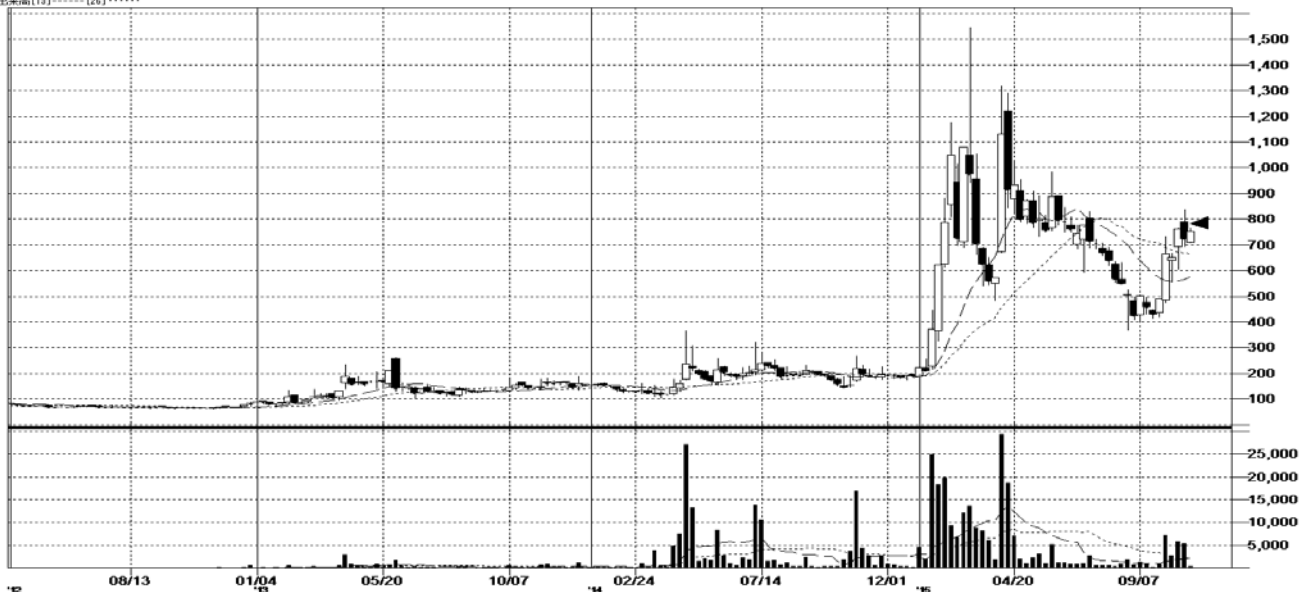
	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3E	17/3E
総資産	3,237	3,923	4,049	2,565	1,896	1,381	1,446	1,458	1,154	878	3,078	3,458
現預金	1,335	1,282	1,110	632	557	498	516	439	347	403	390	2,958
営業投資有価証券	1,927	2,463	2,900	2,700	2,282	1,821	1,966	1,246	886	630	2,877	700
投資損失引当金	▲ 212	▲ 112	▲ 540	▲ 977	▲ 1,069	▲ 1,020	▲ 1,114	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 250	▲ 260
負債	722	1,474	2,402	1,693	1,491	1,278	1,129	1,099	958	776	790	530
有利子負債	496	1,074	1,903	1,393	1,243	1,099	959	874	781	596	540	280
短期	300	680	1,796	146	130	75	85	92	85	85	80	80
長期	196	394	107	1,247	1,113	1,024	874	782	696	511	460	200
純資産	2,514	2,448	1,647	871	405	103	316	359	196	108	2,288	2,928
(自己資本比率)(%)	77.7	62.4	40.7	34.0	21.4	7.5	20.7	23.5	15.8	12.3	74.3	84.7

(出所)決算短信、会社資料

(注)EはTIW予想。06/3期は7カ月の変則決算

単体決算のため表記の業績実績、業績予想とは異なる(純利益予想は同じ)

8482 2014-10 東京証券 15/4/2-15/11/2  
 MC: 移動平均(26) .....  
 ST: 出来高(10) .....



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。

上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。

上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2013/3	2014/3	2015/3	2016/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	140	265	1,549	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	62	96	114	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	2,852	17,877	230,726	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	456	505	835	1,490
	営 業 利 益	百万円	-431	-335	-886	730
	経 常 利 益	百万円	-461	-360	-911	700
	当 期 純 利 益	百万円	49	-94	-190	394
	E P S	円	8.09	-15.39	-30.89	61.67
	R O E	%	14.8	-33.9	-124.0	17.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	5,461	4,457	3,011	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	36	40	42	-
	資 産 合 計	百万円	5,498	4,498	3,053	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	132	119	140	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	811	723	543	-
	負 債 合 計	百万円	944	843	683	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	359	271	108	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	4,554	3,655	2,370	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	-226	131	478	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	122	144	113	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-310	-441	-698	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	1,474	1,308	1,202	-

## リスク分析

### 事業に関するリスク

#### ● 事業に関するリスク

- 15/3 期で 9 期連続の営業損失を計上しており、継続前提に関する重要事象が存在している。ただし、損失の主因は、営業投資有価証券売却損や投資損失引当金繰入、減損といったキャッシュアウトを伴わないものであり、資金繰りに懸念はないため、継続企業の前提に関する重要な不確実性は存在しない（継続企業の前提に関する注記が付されているわけではない）。
- 赤字継続による信用リスクが投資家から忌避され、新規ファンド設立、募集に支障を及ぼす恐れ。
- ファンドの運用成績が芳しくなく、新規ファンドの設立、募集が困難になる恐れ。
- 新規のファンド設立が進まない一方、ファンドが満期を迎え、ファンド残高が減少すると、安定収益である管理報酬が減少するほか、投資実行が減少し、将来のキャピタルゲイン、成功報酬に影響する。
- 長期に亘る業績低迷により 15/3 期末で従業員数が 22 人（前期末比 1 人減）まで減少しており、ファイナンス、ハンズオンなど VC 事業推進のためのマンパワーに限界がある。
- 株式市場が急落、低迷した場合、投資先ベンチャー企業の IPO が困難になったり、投資倍率が低下する恐れ。
- 株式市場が活況になり、上昇すると EXIT にはプラスだが、株式市場の上昇に連れ、通常、未上場企業のバリュエーションも上昇するため、投資実行にはマイナスとなる。
- 上場審査基準厳格化により、IPO が困難になったり、遅延する恐れ。2014 年 12 月に東証 1 部に直接上場した gumi (3903) が上場わずか 2 カ月半で業績予想を黒字から赤字に下方修正したいわゆる ‘gumi ショック’ などを受け、2015 年 3 月 31 日に東京証券取引所は証券会社などに上場審査の強化を要請している。

### 業界に関するリスク

#### ● 業界に関するリスク

- VC の業績は株式市場、特に新興市場の動向に大きな影響を受け、非常にボラタイルである。
- リスクとは意が異なるが、VC の問題点として、ファンドの投資家と株主との間の情報格差が挙げられよう。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社ティール・アイ・ダヴリュ（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

### <指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.jpx.co.jp/listing/reports/analyst-report/03.html>