

フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQ スタンダード) 2018 年 4 月 23 日

設立ファンドの大型化や M&A の実現が待たれる

ベーシックレポート

(株) アイフィスジャパン 堀部 吉胤

1	&	社	概 要				
所	在	地	京都市中京区				
代	表	者	松本 直人				
設	立 年	月	1998/09				
資	本	金	1, 943 百万円				
(2	017/12	/31 現	!在)				
上	場	日	2001/10/10				
U	R	L					
	http	://www	w.fvc.co.jp/				
業		種	証券業				

主要指標 2018/4/20 現在

株 価	856 円
年初来高値	1, 375 円 (18/01/15)
年初来安値	835 円 (18/04/17)
発行済株式数	8, 902, 600 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	7, 620 百万円
予 想 配 当	未定
予 想 EPS ^(アナリスト)	-17. 64 円
実績 PBR	2.51 倍

地方のベンチャー企業への投資に重点を置く独立系 VC

日本アジア投資(8518)出身の川分 陽二氏により 1998 年に京都に設立された独立系ベンチャーキャピタル(以下 VC)。投資先は他の VC との競合が少ない地方のアーリーステージの製造業が多い。2017 年 6 月末までの累計投資社数は 414 社、累計 IPO(新規株式公開)社数は22 社。リーマンショック後の IPO 市場低迷などにより赤字が常態化しているが、2015~2016 年の 2 回の新株予約権発行による 35.8 億円の調達により、財務内容は急回復し、当面の事業運営資金も確保した。

これまで伝統的な VC 業務に特化してきたが、市況に左右されない安定した経営基盤を構築するため、EXIT を IPO に依存しないファンドの設立や M&A を含めた周辺事業への展開などを図っている。

18/3 期は ZMP 株の一部売却でも最終赤字で着地したとみる

18/3 期 3Q 累計 (4-12 月) の連結純利益は▲1.51 億円 (前年同期は ▲3.59 億円)。2Q (7-9 月) に連結対象ファンドで保有する ZMP 株のう ち 60 万株を売却し、個別ベースで 1.56 億円の売却益を計上したこと を主因に赤字幅は縮小したが、ファンド総額 100 億円の旗艦ファンド が 2016 年 1 月から延長期間入りし安定収益の管理報酬が減少している ことや固定費の増加などにより、黒字化には至らなかった。18/3 期は 結局、IPO がなかった。4Q (1-3 月) には大きなイベントがなかったと みられ、通期業績は 3Q 累計から若干赤字が拡大して着地したとみる。

ZMP の IPO のほか、大型ファンド設立や M&A の実現が待たれる

19/3 期業績は ZMP の IPO の可否にかかっている。下表の業績予想では ZMP の IPO・全株式売却を前提に売却益約 14.2 億円(個別)を織り込んだ。ZMP 株を保有するファンドは、今年末に延長期間が終了する(延長の余地はある)。仮に IPO が困難と判断し 18/3 期 20 の売却時と同じ1 株 500 円で売却した場合、売却益は約 4.7 億円(個別)にとどまる。

IPO による売却益がなくても安定的に黒字を確保できるようになるために、新規ファンド設立の加速・大型化や潤沢な手元資金を活用した M&A などによる安定収益の拡大が急務である。

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
2017/	′ 3	実	績	365	-65. 4	-650	赤転	-686	赤転	-491	赤拡	-62. 68
2018/	⁄ ງ	会 社 (2017年)	予 想 5 月発表)	非開示								
2016/	J	アナリス	スト予想	670	83. 6	-52	赤縮	-24	赤縮	-157	赤縮	-17. 64
2019/	′ 3	アナリス	スト予想	3, 166	4.7倍	2, 446	黒転	2, 494	黒転	1, 165	黒転	130. 88



会 社 概 要

● 会社概要

日本アジア投資出身の川分 陽二氏により 1998 年に京都に設立された独立系 VC。バイアウトなどは行わず、伝統的な VC 業務に特化し、投資先はほぼ国内のベンチャー企業 (VB) に限ってきた。2017 年 6 月末時点の累計投資社数は 414 社 (累計投資金額 253 億円)、投資先 IPO 実績は 22 社 (9 頁に一覧)。地方自治体や地域金融機関と数多く提携し、大手 VC の資金が入りにくい地方のアーリーステージのメーカーへの投資が多い。

創業わずか3年で上場を果たしたが、2006年1月のライブドア・ショック、J-SOX導入などに伴う上場コスト増、2008年9月のリーマン・ショックなどによるIPO市場の長期低迷などを受け、07/3期以降、赤字がほぼ常態化。上場維持のため2008年から2011年にかけ4度の第三者割当増資等を実施。2011年の第三者割当増資では今庄社長(当時)の出身会社であるカネカ(4118)から1億円の出資を受け、カネカが筆頭株主となったが、2017年9月末時点では大株主から外れている。

2015 年年初からの株価急騰を捉えた 2015~2016 年にかけた 2 回の新株予 約権の発行・行使により、計 35.8 億円を調達。無借金になるなど財務内容 を一気に回復させるとともに、当面の事業展開に必要な資金を確保した。IPO によるキャピタルゲインの依存度の高い伝統的な VC 事業では安定的に利益を上げることが困難なため、2016 年 1 月の社長交代を機に、IPO を前提としなくても投資資金を回収できる地方創生ファンド、CVC ファンドの新規設立に注力している。新株予約権の発行により調達した資金は、新規設立ファンドへのセイムボート出資に充てるほか、事業シナジー効果が見込める国内外企業の M&A などに振り向け、安定収益の拡大、黒字定着化を図っていく方針。

経 営 者

● 経営者

2016年1月に今庄 啓二氏の後を引継いで取締役投資部長だった松本 直人氏が代表取締役社長に就任した。今庄氏は代表取締役会長に就任後、同 年6月に代表権を返上、2017年6月に退任した。

今庄氏は当社が存続の危機に陥っていた 2011 年 6 月に創業者の後を受け 代表取締役社長に就任し、経営の立て直しに尽力してきた。2015 年 5 月に 発行した第三者割当による新株予約権の権利行使が同年 12 月に完了し 7 億 円弱の資金を得て当面の事業資金に余裕ができたことを機に経営体制の刷 新を図るべく若い松本氏に社長交代したとみられる。

松本社長は、1980年3月生まれ。大阪府出身。神戸大学経済学部卒。2002年に新卒として当社に入社以来、ファンドの企画、募集からベンチャー企業への投資実行、育成支援までVC業務全般を経験した後、2011年に取締役に就任。2016年に社長に就任し、黒字定着に向け陣頭指揮を執っている。



設 立 経 緯

● 設立経緯

川分 陽二氏が 1998 年 9 月に京都に設立。同氏は 1953 年生れ。京都大学 法学部卒業後、旧住友銀行で 12 年、日本アジア投資で 9 年半勤務(退職時は取締役)。NOVA などの投資育成に携わった。「資金さえあれば大きく成長 する素質を持ちながら、金融機関の及び腰の対応のために、芽の出ない企業 が数多い」と痛感し、長年のベンチャーキャピタリストとしての経験を地方の埋もれた優良企業に活かそうとの思いから起業したという。1998 年 11 月 施行の中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律(通称:ファンド法)により、民法上の任意組合(NK)において無限責任だった組合員(投資家)が有限責任となったことも VC 設立の追い風になった(NK では組合規約に借入は一切行わないという条項を入れ、実質的に有限責任にしていた)。

京都に設立されたのは、京セラ、オムロン、村田製作所、日本電産、ロームなどを生んだ日本のシリコンバレーといえるような地であることや(VC 第一号の京都エンタープライズ・デベロップメントも京都発祥)、川分氏が京大出身であり、日本アジア投資で大阪支店長だったことなどによるとみられる。

企業理念

● 企業理念

「100 年継続企業を創る」

VC 事業を中核としながらも、これまでに培ったエクイティノウハウやネットワークを融合し、企業が 100 年継続するために必要な様々な機能を提供することにより、社名が示すように未来型 VC として社会から必要とされる存在になりたいという思いが込められている。

コーポレートアクション

● 直近のコーポレートアクション

・2015 年 4 月 23 日:第三者割当による第7回新株予約権を発行。割当先はマイルストーン・キャピタル・マネジメント。行使価格は830円。同年12月3日に全ての権利行使が完了し、7億円を調達。交付株式数は84万株。

・2016 年 9 月 8 日:第三者割当による第 8 回新株予約権を発行。割当先は EVO FUND (米国の機関投資家)。平均行使価格は 1,606 円。同年 11 月 30 に 全ての権利行使が完了し、28.8 億円を調達。交付株式数は 177.5 万株。

(注)日付はいずれも決議日



沿革

● 沿革

●冶甲		
1998 年	9月	川分 陽二氏により京都市に当社設立
	11 月	第一号ファンドのフューチャー一号投資事業有限責任
		組合を設立
1999 年	12 月	投資顧問業免許取得
2000年	12 月	投資先のネクストウェア(株)が大証ナスダック・ジャ
		パン(現東証 JASDAQ)に上場(投資先の上場第1号)
2001年	10 月	大証ナスダック・ジャパン上場
	11 月	東京都中央区に東京支店を設立
2002 年	5月	岩手県盛岡市に岩手事務所を設立
	8月	第三者割当増資により、京セラ、三井物産、村田機械、
		日本新薬が株主に
2005 年	8月	初の機関投資家向け大型ファンドの FVC グロース投資
		事業有限責任組合を設立
2006年	9月	東京支店を千代田区に移転
	9月	愛媛県松山市に愛媛事務所を設立
2007年	6 月	青森県青森市に青森事務所を設立
2008 年	9月	第三者割当増資により資本金が 19.1 億円に増加
2009 年	12 月	第三者割当増資により資本金が 19.6 億円に増加
2010年	3 月	第三者割当増資により資本金が 19.7 億円に増加
2011年	7月	起業家向けシェアオフィス「share KARASUMA」を開設
	9月	第三者割当増資により資本金が 20.4 億円に増加、カネ
		力が筆頭株主に
	12 月	東京支店を港区に移転し、東京事務所に改組
2013 年	4 月	起業家向けシェアオフィス「share YODOYABASHI deck」
		を開設
2015 年	5 月	第三者割当による新株予約権を発行
2016 年	3 月	東京事務所を中央区に移転
	8月	欠損補填を目的に減資を実施
	9月	第三者割当による新株予約権を発行
	10 月	米コロラド州の EnConnect Holdings LLC. (現連結子会
		社)を買収し、現地法人 FVC Americas として運営開始
2017年	2 月	米コロラド州に連結子会社 FVCA Holdings LLC.を設立

(出所) 有価証券報告書、会社資料



大 株 主

● 大株主 (2017 年 9 月末現在)

	株主	所有株式数 (株)	所有比率 (%)
1	楽天証券	242, 500	2. 72
2	SBI 証券	140, 200	1. 57
3	日本証券金融	133, 000	1. 49
4	松井証券	119, 400	1. 34
5	徐彪	70, 000	0. 79
6	土師 裕二	60, 000	0. 67
6	田中 太郎	60, 000	0. 67
8	JP モルガン・セキュリティーズ	59, 100	0. 66
9	細川 雅史	53, 500	0. 60
10	小川 忠久	51, 300	0. 58
	計	989, 000	11. 11

(出所) 半期報告書

(注) 10 位の小川 忠久氏は旧住友銀行出身で、現在、当社取締役(監査等委員)。

5 位、6 位の 2 名、9 位は当社事業と関係のない個人投資家。 2017 年 3 月末時点で 99,900 株 (1.12%) を保有し 6 位だったカネカ は大株主から外れた (完全に資本関係が解消されたかは不明)。



事業 概要

事業の内容

● 事業の内容

投資事業有限責任組合(ファンド)の企画・管理運営、未上場企業投資業務といった伝統的な VC 業務全般を行っている。投資先は国内のベンチャー企業がほとんどだが、一部、海外企業への投資を行っている。周辺事業としてコンサルティング事業、コワーキング事業も手掛けている。

部門別事業内容

● 部門別事業内容

17/3 期までベンチャーキャピタル事業のみの単一セグメントだったが、 18/3 期からコワーキング事業を独立させ、2 セグメント制としている。 > ベンチャーキャピタル事業

詳細は下記のビジネスモデルの項を参照。基本的に国内で展開しているが、2017年3月に米コロラド州のスタートアップ企業に投資する当社初の海外ファンドを設立した。このファンドの名称は「ロッキーズベンチャーファンド」でファンド総額は約5億円。当社連結子会社のFVCA Holdings LLC.がGP(無限責任組合員・業務執行者)法人の構成メンバーの1社であるとともに、LP(有限責任組合員)として当該ファンドに投資している。

伝統的な VC 事業に加え、2017 年 7 月には海外機関投資家と組んで国内中 堅上場企業を対象にした PIPEs ファンドを設立。当社は案件のソーシングな どを担っている。

▶コワーキング事業

コワーキング施設の運営事業。京都市、大阪市、盛岡市の3ヶ所で施設運営を行っている(2017年1月に米コロラド州でも施設運営を開始したが、同年9月に撤退)。当初は3施設とも運営受託だったが、2017年4月から京都の施設を自社運営(当社がスペースを賃借し、サブリースする形態)としたことに伴い、独立したセグメントとされた。スペースの提供にとどまらず、会員間のマッチングなど起業家向けに様々なサポートを行っている。なお、運営受託2施設の受託フィーは引続きコンサルティング収入としてベンチャーキャピタル事業に計上されている(コロラドの施設は自社運営だった)。

ビジネスモデル

● ビジネスモデル

▶ ベンチャーファンドにおける当社の役割

当社は、GPとして、未上場企業に投資するベンチャーファンドを企画し、LP (機関投資家や事業会社などの投資家)を募集し、ファンドを組成する。当社もファンド法の要請及びLPとリスクを共有していることを示すため、セイムボート出資を行う。ファンドの性質などによりセイムボート出資の多寡はまちまちだが、当社が運営するファンド全体に対する当社の出資持分は2017年9月末時点で22.9%となっている。



事業概要

ファンドの運用期間は、IPO を前提とするファンドの場合、一般的に 10 年程度が多い。LP の 3 分の 2 の承諾を前提にファンドの償還期限が延長されることがある。延長期間は通常、最大 2 年。

ファンド設立から概ね 3~4 年の間に、投資するベンチャー企業をファインディング、選定し、投資を実行する。有望な投資先には追加投資を行うこともある。普通株式の引受けによる投資が一般的であるが、近年は、投資リスク軽減のために企業による買戻しを前提にした種類株式による投資が増えている。一部、社債等の引受による投資を行うこともある。

なお、ファンドとの利益相反を避けるため、他のほとんどの VC 同様、プリンシパル投資(本体投資)は原則、行っていない(ファンドのクローズ時などにやむなく、本体で引受けることはある)。

従来、投資実行後は投資先企業の成長を助けるため経営に深く関与するハンズオンに注力してきたが、人的資源に限りがあることから松本社長体制になってからは、ハンズオンには必ずしもこだわらなくなっている。結果、2017年12月末時点のリードインベスター比率は61%(従来は80%超だった)、非常勤役員の派遣は3社にとどまっている。

IPO、トレードセール、経営者・関係者などによる買戻し、2 次買取ファンドなど他のファンドへの売却などにより投資資金の回収を行う。当社はファンドの運営責任者としてリターンを最大化する責任を負っている。回収した資金は出資者に分配し、最終的にファンドは清算される。

EXIT の理想は一般的には IPO。上場企業の株式交換による M&A も IPO に近い形態といえる。 2017 年 6 月末時点の累計投資社数 414 社に対し、これまでの IPO 実績は 22 社。このほか上場企業の株式交換による M&A が複数ある。

事業上のシナジー効果などを狙った上場・未上場企業に相対で株式を売却するトレードセールも有力な EXIT 手段である。近年はベンチャー企業の M&A に対する抵抗感が薄れていることや、CVC ファンドの設立が増加しているため、トレードセールは今後、増加していくとみられる。

投資先企業の業況が低迷したままファンドの償還が迫った場合、当社から 依頼して創業者やその近親者、取引先などに買戻してもらうことが多い。こ の場合、投資額に対する回収金額は通常、非常に少ない。経営基盤が脆弱な ベンチャー企業だけに当然、倒産など法的整理に至ることもある。

ファンドの運営による当社の主な収入は、ファンドの管理報酬、設立報酬、 成功報酬、 出資持分に係るキャピタルゲインとなる。



事業概要

ファンドの特徴として、地方、アーリー ステージ、製造業 の投資が多い

▶ 当社が運営するファンドの特徴

2017年12月末時点のファンドのポートフォリオ(金額ベース)をみると、地域別の投資残高では地盤の近畿が42.2% (大阪23.8%、京都15.5%、兵庫2.9%)、関東が28.7% (東京27.3%、神奈川1.4%)、その他29.1% (秋田7.8%、愛媛4.9%、福島4.5%、徳島4.3%、福井3.7%、海外2.1%、その他1.8%)。地域金融機関や地方自治体と組んだ地域創生ファンドが多いことや大手VCとの競合を避けるなどの理由で地方の比率が高く、VCの主戦場である東京の比率は低い。

業種別では東京での投資が少ないこともあり、IT 関連が 21.6%、医療・バイオが 8.7%にとどまる一方、地方ではものづくりを得意とする企業が多いため、メーカーの比率が 36.6%と比較的高い。

設立年別ではスタートアップ、アーリー企業への投資を進めてきた結果、7年未満が65.5%(3年未満35.8%、3年以上5年未満10.4%、5年以上10年未満19.3%)となっている。設立10年以上が24.6%と相応の比率を占めるのは、エクスパンション、レーターステージではバリュエーションが高くなり金額が膨らむことや、第二創業的な企業も含まれていることによる。

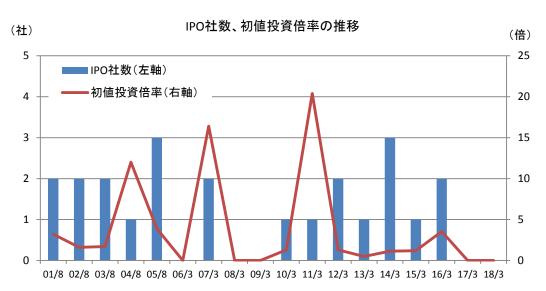
ファンドの出資者(投資家)の構成比をみると、17/3期末時点で金融機関が51%、当社24%、事業会社13%、公的機関(地方自治体など)9%、その他3%となっている。金融機関では地域金融機関が大半を占める。地域金融機関は貸出先企業が乏しく預貸率が非常に低いという構造的問題を抱えており、創業間もない赤字企業には融資しにくいためVCファンドを通じて資金供給し、将来の融資先に育てようとの意図がある。近年は、特定の事業会社と組んだCVC(コーポレート・ベンチャーキャピタル)ファンドの設立に注力中。このため事業会社の比率が上昇傾向にある。

これまでに投資先で IPO を果たした 22 社の平均初値投資倍率は 4.7 倍と 低調。IT 関連、バイオ関連の投資比率が低いことや、バリュエーションが 高騰していた時期の投資が多かったことが要因と考えられる。

ファンドのパフォーマンス実績は、第一号ファンドの「フューチャー一号ファンド」(1998年11月組成、2005年8月清算完了)が IRR18.41%、最終投資倍率2.67倍と好パフォーマンスだった。それ以降のファンドのパフォーマンスの開示はない。新興市場の厳しい環境が続いたことを受け、クレステック(7812)の IPOが寄与した「しずおかベンチャー育成ファンド」(出資金総額3.6億円)を除いて、最終投資倍率はマイナスだったとみられる。



概



(出所)会社資料、会社ヒアリング (注)06/3期は7カ月の変則決算

投資	先の	ΙΡΟ	一覧

	社名	コード	上場年	月	市場	本店所在地	業種分類	備考
1	ネクストウェア	4814	2000		ナスダック・シ゛ャハ゜ン	大阪市	情報·通信	
2	ソディックプラステック	6401	2001	8	店頭JASDAQ			2012年7月にソディック(6143)に吸収合併され上場廃止
3	ジェイホーム	2721	2001			新宿区	卸売	持株会社に移行し、現社名はジェイホールディングス
4	セイクレスト	8900	2001	12	日本証券業協会(店頭)	大阪市	不動産	2011年5月に破産申請し、上場廃止
5	ビービーネット	2318	2002	9	ナスダック・シ゛ャハ゜ン	大阪市	情報・通信	2012年7月に民事再生法適用を申請し上場廃止 社名変更をしており、破綻時の社名はクレスト・インベストメンツ
6	モック	2363	2003	4	東証マザーズ	名古屋市	サービス	2009年5月に経営悪化により上場廃止(同年7月に破産)
7	ケア21	2373	2003	10	大証へラクレス	大阪市	サービス	初值投資倍率12.0倍
8	ワイズマン	3752	2004	10	JASDAQ	岩手県	情報·通信	初値投資倍率14.6倍。2014年1月にMBOにより上場廃止
9	カワムラサイクル	7311	2004	10	東証マザーズ	兵庫県	輸送用機器	2013年3月にTOBによりマックス(6454)の完全子会社になり上場廃止
10	21LADY	3346	2004	10	名証セントレックス	千代田区	小売	
11	夢の街創造委員会	2484	2006	6	大証へラクレス		情報·通信	初值投資倍率21.7倍
12	パワーアップ	3044	2006	7	大証ヘラクレス			2009年6月にMBOにより上場廃止
13	デ・ウエスタン・セラピテクス研究所	4576	2009	10	JASDAQ NEO	名古屋市	医薬品	三重大学発創薬ベンチャー
14	ピーエスシー	3649	2011	3	JASDAQスタンダ [゛] ート゛	愛媛県	情報·通信	初値投資倍率20.4倍。ファインデックスに社名変更
15	スリー・ディー・マトリックス	7777	2011	10	JASDAQグロース		精密機器	バイオベンチャー
16	ベルグアース	1383	2011	11	JASDAQスタンダ [゛] ート゛	愛媛県	水産・農林	
	ありがとうサービス	3177	2012		JASDAQスタンダート [*]		小売	
18	ジェイエスエス	6074	2013	6	JASDAQスタンダート [*]			再生投資的な案件
	アドメテック				TOKYO PRO Market	愛媛県	医薬品	愛媛大学発医療機器ベンチャー
20	ダイキアクシス	4245	2013		東証2部	愛媛建	化学	
21	中村超硬	6166	2015	6	東証マザーズ	大阪府	機械	
	クレステック		2015	7	JASDAQスタンダート [*]	浜松市	その他製品	

(注)市場は上場時。上場廃止銘柄のコードは上場当時のもの。

舖 店

● 店舗網

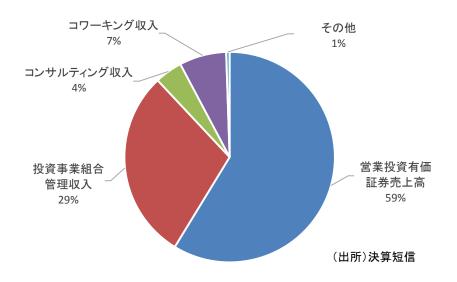
京都本社、東京事務所のほかに、地方重視の投資方針を反映し、岩手、愛 媛に事務所を構えている。これにより地方自治体、地域金融機関との関係を 密接にしているほか、地方の投資先企業のバリューアッドをきめ細かく行っ ている。



事 業 概 要

売 上 構 成

● 売上構成(18/3 期 30 累計連結)



収 益 構 造

● 収益構造

ライブドア事件においてファンドを不正に活用し粉飾決算が行われていたことを契機にファンドの決算処理に対する議論が活発となり、2006 年秋に ASB (企業会計基準委員会)が「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」を公表。これに基づき、07/3 期決算より当社が GP 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全て子会社として連結されるようになった。

ファンドを連結した場合、ファンドからの管理報酬や成功報酬は内部取引 とみなされ連結消去される。一方、営業投資有価証券売上高は、ファンド全 体の売上高が計上され、実態が捉えにくくなる。

他社出資持分に係る損益は、非支配株主に帰属する純利益として控除される。結果、純利益段階では、原則、連結と個別の数値は同一になる(実際は内部取引の処理などにより若干異なる場合がある)。

2017 年 1 月から 出資比率の低いファンドを子会社から 持分法適用に変更 2017年1月に実態に鑑み、出資比率の低い17ファンドを連結子会社から持分法適用関連会社に変更し、連結除外すると発表。出資比率の高いFVC グロースファンド(出資比率41.0%)、FVC グロース二号ファンド(同52.6%)は引続き連結子会社とされた(後者は ZMP に投資しているファンド)。みなし異動日は2016年12月末であり、連結B/S上は17/3期30末から反映されており、非支配株主持分が16.47億円減少した(にもかかわらず16頁の表で20末から純資産が逆に増加しているのは新株予約権の行使があったため)。連結P/L上は17/3期40(1-3月)決算から反映している。なお、この会計処理変更による個別財務諸表への影響はない。



事業概要

2016 年 1 月から 安定収益で固定的 経費を賄えなくなっ ている 売上高は、①投資事業組合管理収入、②営業投資有価証券売上高、③コンサルティング収入、④コワーキング収入、④その他、に分けられている。

① 投資事業組合管理収入

管理報酬、設立報酬、成功報酬から成る。管理報酬は当社が GP としてファンドを管理・運営することに対する報酬としてファンドから運用期間(当初の設定は通常10年)に亘り、毎年支払われる安定的なフィー収入。これで固定的経費を賄えるのが望ましいが、旗艦ファンドの FVC グロースファンド(出資金総額100億円)が 2015年12月に償還を迎え延長期間に入って料率が低下したことや新規のファンド設立の遅れから 2016年1月以降、このバランスが崩れている(なお、引続き連結されている FVC グロースファンド、FVC グロースニ号ファンドの管理報酬は連結では売上高に計上されないが、既に延長期間に入りこれらの管理報酬はわずかとなっているため、連単差は軽微になっている)。

当社の会計処理では、当社出資分に対するフィー収入も売上高に含まれて おり、同額が売上原価に両建てされている。

管理報酬のフィー料率は、ファンドのコミットメント総額(延長期間入りしたファンドを除く)の概ね2%。IPOなどで資金を回収した場合は、その都度、組合員に分配され投資残高は減少していくが、あくまで当初のコミットメント総額に対して支払われる。2017年12月末のファンドのコミットメント総額は、218億円(26ファンド)となっている。ファンドの設立当初は、投資企業の発掘、投資実行等のコスト負担が重いため、最初5年は3%、残り5年は1.5%といったように前半に厚く設定されることが多い。また、延長期間は通常、フィー料率が大幅に引き下げられる。

ファンドの設立時のコスト負担が重かった場合などには、設立時に設立報酬を得られることもある。

IPO などにより EXIT し、キャピタルゲインを得た場合、当初設定したコミットメント額の超過部分の 20%程度を成功報酬として受領することになっている組合契約が多い。中にはコミットメント額を超過しなくても個別案件ごとに受領できるものもある。一方、そもそも成功報酬がない組合契約もある。

② 営業投資有価証券売上高

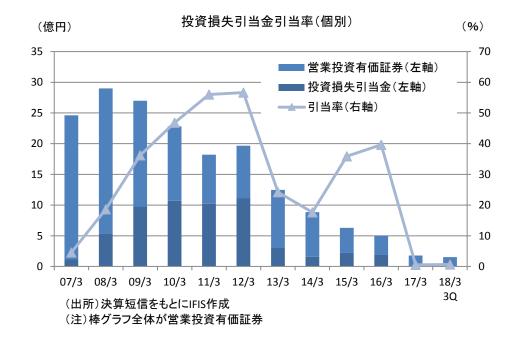
当社が管理・運営するファンドの保有する株式等を売却した場合の売却額や配当金、社債からの受取利息のうち、当社の出資割合に応じた分を計上する(連結されている2ファンドについては当然、全額が計上される)。売却額と簿価の差額が、狭義のキャピタルゲインあるいはキャピタルロスとなる。



事業概要

投資先企業は、経営基盤の不安定なベンチャー企業であり、回収可能性が 低下した場合には、投資損失引当金を引当てる。破綻したり回収可能性が著 しく低下したような場合には、減損処理をする場合もある(減損の場合は、 簿価が切下げられる)。投資損失引当金の引当対象企業の株式を売却した場 合には、投資損失引当金が戻入れされる。当社では、個別企業毎に回収可能 性を検討して引当てを行っている。ジャフコ(8595)のように個別引当てに 加え、個別引当対象企業以外の未上場投資残高に対する一括引当は行ってい ない。

下図のように 17/3 期から投資損失引当金がほぼゼロ(引当率もほぼゼロ)になっているのは、主力ファンドの償還に伴い売却を進めたことや減損処理を進めてきたため。



③ コンサルティング収入

他社ファンドの管理受託や、企業(投資先企業に限らない)に対する様々なコンサルティングによりフィー収入を得ている。継続的なものとスポットのものがある。

④ コワーキング収入

自社運営のコワーキング施設の会員から会費(利用料)を得ている。施設 の賃借料が売上原価に計上される。

安定収益と位置付けられよう。



VC市 場 の動 向

2017 年度の IPO 社数は 79 社と当 初の市場予想を下 回った 2017 年度(4-3 月)の国内 IPO 社数は前年度比 11 社減の 79 社にとどまった(次頁一覧表参照)。当初の市場予想は前年度並みの 90 社程度だった。30 累計(4-12 月)では 63 社(前年同期比 1 社減)と前年同期並みだったが、年明け以降、伸び悩んだ。1 月末から米国の長期金利上昇などを受け株式市場が急落したことによる IPO 時期の先送りがあったとみる。

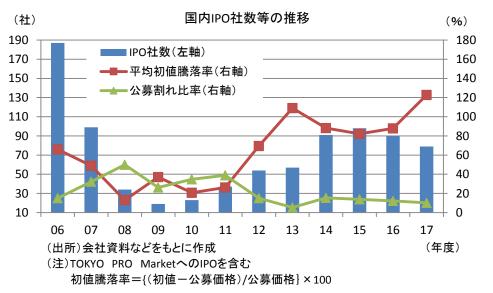
2 月に大阪大学系 VC の投資先のジェイテックコーポレーションが上場。 2014 年に設立が解禁された国立大学系 VC の投資先企業の IPO は初めて。

79 社の初値騰落率(初値/公募価格) は 2.2 倍。下図のように 2013 年度 の 2.1 倍をピークにやや沈静化していたが、再び非常に活況となった。上期、下期とも 2.2 倍であり、年度を通じ活況だった。公募割れは 8 社(前年度比 3 社減)、公募割れ比率は 10.1% (同 2.1pt 減) と低位にとどまっている。

2018 年度の IPO 社数は横ばいか微増を予想

2018 年度の IPO 社数は 2017 年度比横ばいか微増にとどまると予想する。その理由として、①M&A など EXIT の多様化の進展(大企業が M&A に積極的になっていることなどによる)、②上場審査厳格化、上場コストの増加、活発な CVC ファンドの設立や超低金利の継続などを受けリスクマネーの供給が潤沢で未上場のままでも資金調達しやすくなっていること、などから IPO の時期を先送りする動きが出ている、が挙げられよう。

投資時のバリュエ ーションは引続き高 止まり オープンイノベーションの流れに乗り、大企業による大型の CVC ファンドの設立が非常に活発。従来、ソフトバンク、KDDI、NTT ドコモ、TBS など通信・ネット関連企業による設立が多かったが、JR 東日本、トヨタ自動車、ソニー、パナソニック、三井化学、三井不動産など様々な業種に広がりをみせている。一方、国内の有望なベンチャー企業は限られており、投資競争は熾烈。このため投資実行時のバリュエーションは高止まりしている。





VC市 場 の動 向

2017 年度国内 IPO 一覧

	上場	年月	日	市場	コード	社名	公募価格	初値	初值騰落率(%)
1			6	マサ゛ース゛	3985	テモナ	2550	8050	215.7
2		4		東2		ウェーブ・ロックホールテ・ィンク・ス LIXILビンバ	750	721	▲ 3.9
3		4		東1 マザーズ		LIXILEハ 旅工房	2050 1370	1947 3750	▲ 5.0 173.7
5				マサ゛ース゛		アセンテック	2000	5950	197.5
6				マサ゛ース゛		ビーブレイクシステムズ	1670	7700	361.1
7 8				JQS		ディーエムソリューションズ エコモット	2500 2730	7100 4195	184.0 53.7
9		6		アンヒ [・] シャス マサ・ース・		Fringe81	2600	6060	133.1
10				マサ゛ース゛		ツナグ・ソリューションズ	2130	4515	112.0
11				マサ゛ース゛		GameWith	1920	4490	133.9
12 13				JQS マザ゛ース゛		SYSホールディングス ソウルドアウト	2560 1200	5530 2113	116.0 76.0
14		7		マサ゛ース゛		ユニフォームネクスト	2800	6640	137.1
15		/		東2		ジェイ・エス・ビー	3200	4280	33.8
16				JQS		クロスフォー	730	1051	44.0
17 18		8		マサ゛ース゛ マサ゛ース゛		シェアリングテクノロジー トランザス	1600 1300	2990 3510	86.9 170.0
19		_		マサ゛ース゛		UUUM	2050	6700	226.8
20				マサ゛ース゛		エスユーエス	2300	4970	116.1
21 22				マサース゛		ウォンテット゛リー ニーズ・ウェル	1000 1670	5010 3850	401.0 130.5
23				JQS マサ゛ース゛		PKSHA Technology	2400	5480	128.3
24		9		JQS	7809		2000	2650	32.5
25				マサ゛ース゛		ロードスターキャピタル	1820	2501	37.4
26 27				東1 マザーズ		西本Wismettacホールディングス テックポイント・インク	4750 650	4465 1072	▲ 6.0 64.9
28				マサース		マネーフォワード	1550	3000	93.5
29				マサ・ース・		ウェルビー	2580	3305	28.1
30				JQS		大阪油化工業	1860	3100	66.7
31	2017	10		マサ゛ース゛		MS&Consulting	1280	1250	▲ 2.3
32 33	2017	10		マサ"ース" マサ"ース"		シルバーライフ テンポイノベーション	2500 3100	4630 6000	85.2 93.5
34				マサ゛ース゛		SKIYAKI	3400	8400	147.1
35				東2		Casa	2270	2331	2.7
36 37				JQS		シー・エス・ランバー	1480	2724	84.1
38				マサ゛ース゛ マサ゛ース゛		サインポスト クックビズ	2200 2250	8530 5280	287.7 134.7
39		11		JQS		幸和製作所	3520	7980	126.7
40				JQS		ポエック	750	3280	337.3
41				JQS		トレードワークス	2200	13600	518.2
42 43				東1 マザーズ		カチタス 一家ダイニングプロジェクト	1640 2450	1665 6700	1.5 173.5
44				東1		SGホールディングス	1620	1900	17.3
45				マサ゛ース゛		グローバル・リンク・マネジメント	2620	6130	134.0
46				東1		マツオカコーポレーション	2600	3800	46.2
47 48				JQS 東1		ヴィスコ・テクノロジーズ アルヒ	4920 1300	15000 1270	204.9 ▲ 2.3
49				マサ゛ース゛		エル・ティー・エス	680	2810	313.2
50				マサ゛ース゛		イオレ	1890	5100	169.8
51 52				マザ゛ース゛ JQS		HANATOUR JAPAN 振器スポ はい	2000 3300	2200 4030	10.0 22.1
53		12		マサ゛ース゛		歯愛メディカル ジーニー	1350	2674	98.1
54				マサ゛ース゛		すららネット	2040	4345	113.0
55				マサ゛ース゛		ナレッジスイート	2000	5010	150.5
56 57				マザース゛ 東1		みらいワークス オプトラン	1840 1460	6080 2436	230.4 66.8
58				東1 東1		オフトラン 森六ホールディングス	2700	2975	10.2
59				東2	7199	プレミアグループ	2320	2220	▲ 4.3
60				名2		ミダック	1300	2000	53.8
61 62				JQS 東2		要興業 ABホテル	1500 750	3060 950	104.0 26.7
63				東2 東2		オプティマスグループ	1800	2001	26.7 11.2
64		2	23	マサ゛ース゛	4380	Mベート	1240	5380	333.9
65		-		マサ゛ース゛		シェイテックコーホ。レーション	2250	9700	331.1
66 67				マサ゛ース゛ マサ゛ース゛		SERIOホールディングス 神戸天然物化学	1780 2340	4100 3665	130.3 56.6
68				マサ゛ース゛		フェイスネットワーク	1400	3200	128.6
69			16	東1	6569	日総工産	3250	4020	23.7
70				東2		共和コーポレーション	1590	2511	57.9
71 72	2018			東2 マザーズ	3447 9270	信和 SOU	1150 3300	1106 4100	▲ 3.8 24.2
73		3		マサ゛ース゛		ファイバーゲート	1050	2388	127.4
74				東1	6571	キューヒ゛ーネットホールテ゛ィンク゛ス	2250	2115	▲ 6.0
75				マサ゛ース゛		RPAホールディングス	3570	14280	300.0
76 77				マサ゛ース゛ マサ゛ース゛	65/3 9271	アシ゛ャイルメテ゛ィア・ネットワーク 利ル・	3000 1700	15470 4555	415.7 167.9
				JQS		アズ企画設計	2160	4705	117.8
78									

業績

ZMP 株の一部売却 >でも黒字には至ら ず ● 18/3 期 30 累計 (4-12 月) 業績解説

18/3 期 30 累計連結決算は、売上高 5.7 億円 (前年同期比 85.0%増)、営業利益▲0.33 億円 (前年同期は▲5.55 億円)、経常利益▲0.21 億円 (同▲5.90 億円)、純利益▲1.51 億円 (同▲3.59 億円)。前年同期はファンドのほとんどが連結されていたため、売上高から経常利益までの前年同期比は余り意味がなく、純利益を比較するのが適当。

期中の IPO はなく、17/3 期に続いて上場株式の売却はなかった。最大のイベントは、2Q (7-9 月) に FVC グロース二号ファンド (出資割合 52.6%) で保有する ZMP 株の 4 分の 1 (60 万株) の売却により連結ベースで 2.98 億円 (個別ベースで 1.56 億円) の売却益を計上したこと。この寄与により、20 累計 (4-9 月) では 0.33 億円の営業黒字を確保したが、3Q 累計では再び小幅営業赤字となった。

特別利益は 2.39 億円、特別損失は 2.46 億円とそれぞれかなり大きかったが、ほぼ見合いとなった。特別利益のほとんどは、M&A 戦略の一環として昨年 6 月に産業革新機構から株式を取得、連結子会社化した All Nippon Entertainment Works (以下、ANEW) に関する負ののれん発生益。特別損失は、①ANEW の全株式を経営陣による MBO の提案に応じ昨年 10 月末に早くも売却したことによる関係会社株式売却損 1.72 億円、②米国現法がコロラド州で行っていたコワーキング施設の運営事業から昨年 9 月末に撤退したことに伴う事業撤退損・固定資産売却損 0.74 億円。

純利益段階で赤字幅が大きくなっているのは、ZMP 株の売却益に係る非支配株主に帰属する純利益の流出による。

3Q に減損損失 0.64億円を計上 四半期業績の推移は次頁の表の通り。ファンド連結の会計処理変更により、 連続性があるのは 17/3 期 4Q (1-3 月) からとなる。

3Q(10-12月)業績は、売上高 1.05 億円、営業利益▲0.66 億円、経常利益▲0.55 億円、純利益▲2.07 億円。

20 からの増益要因としては、①赤字事業となっていたコロラド州におけるコワーキング事業からの撤退により、同事業がほぼ損益均衡まで改善したこと、②PIPEs 投資を行う FVC-EVO Growth Platform Fund で第 1 号となる中村超硬 (6166) への投資に係る成功報酬 0.2 億円弱 (推定)、があった。

一方、営業投資有価証券の減損損失 0.64 億円を計上したことなどが響き、営業赤字となった。減損損失の対象は不明だが、FVC グロースファンドの延長期間が昨年末に終了し、清算期間入りしているとみられるため、同ファンドからの投資先企業の最終処理に関するものが多かったのではないかと推測する。



営業外損益では、営業外収益に持分法投資利益 0.10 億円を計上した。昨年 11 月末に持分法適用関連会社化した(株) デジアラホールディングス(以下デジアラ社) の寄与による。20 累計では 0.05 億円の持分法投資損失となっていた(日本映画投資によるもの)。デジアラ社はインターネットを介したエクステリア・外構空間の販売・施工等の住環境分野における事業を展開しており、2000 年の創業から現在まで増収を続けている成長企業(17/3 期の純利益は 3.0 億円)。

純損失が大きくなったのは、先述の通り ANEW 株式の売却により関係会社株式売却損 1.72 億円を計上したため。

四半期損益計算書(連結)

(単位)百万円

			17	/3		18/3		
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
売」	- 高	124	136	48	57	84	381	105
	営業投資有価証券売上高(①)	103	113	24	3	18	301	14
	営業投資有価証券売却額(上場)	0	0	0	0	0	0	0
	営業投資有価証券売却額(未上場)	92	112	24	0	18	300	15
	営業投資有価証券利息·配当金	10	1	0	3	0	0	0
	投資事業組合管理収入	11	12	12	38	40	55	71
	コンサルティング収入	9	9	9	14	9	7	8
	コワーキング収入	-	_	-	-	14	15	12
	その他	0	1	4	1	1	2	0
売」	=原価	274	187	210	66	101	77	116
	営業投資有価証券売上原価(②)	234	497	126	153	13	4	68
	うち、営業有価証券減損額	195	21	60	315	0	0	64
	投資損失引当金繰入額(▲は戻入)(③)	▲ 16	▲ 377	2	▲ 164	0	▲ 0	0
	新規繰入(▲は戻入)	▲ 1	0	3	▲ 27	0	0	0
	売却原価又は減損に係る戻入(▲)	▲ 15	▲ 377	▲ 1	▲ 137	0	▲ 0	0
	その他	56	67	81	78	87	74	47
	上総利益	▲ 149	▲ 51	▲ 162	▲ 10	▲ 17	303	▲ 10
販訇		69	74	49	86	112	141	56
営第	美利益	▲ 219	▲ 125	▲ 211	▲ 95	▲ 129	162	▲ 66
	ベンチャーキャピタル事業	-	-	_	-	▲ 39	293	▲ 15
	コワーキング収入事業	-	-	-	-	▲ 38	▲ 26	▲ 2
	調整額	_	_	_	_	▲ 51	▲ 106	▲ 49
	美外収益	0	0	0	0	0	1	12
	美外費用	4	13	18	1	0	0	0
	常利益	▲ 223	▲ 138	▲ 229	▲ 96	▲ 128	162	▲ 55
	<u> 利益</u>	0	0	0	0	232	0	7
	損失	0	0	0	35	0	74	172
	金等調整前当期純利益	▲ 223	▲ 138	▲ 229	▲ 131	104	88	▲ 220
	税等	0	1	2	1	1	3	12
	を配株主に帰属する純利益	▲ 103	▲ 29	▲ 102	0	▲ 1	132	▲ 25
親会	会社株主に帰属する純利益	▲ 120	▲ 109	▲ 130	▲ 132	104	▲ 48	▲ 207

▲ 115 **▲** 7 **▲** 104

14

5 297 ▲ 54

営業投資関連損益(①-②-③) (出所)決算短信をもとにIFIS作成

⁽注)17/3期4Qからファンドの持分のみを計上する方法に会計処理を変更



四半期	要約貸	P 供対 F	昭表(重結)

(単位)百万円

			17	/3		18/3		
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
総資産		3,445	3,514	3,689	3,584	3,665	3,787	3,420
流動	動資産	3,290	3,321	3,446	3,326	3,389	3,029	2,521
	現預金	2,139	2,238	3,049	2,902	2,905	2,523	2,140
	営業投資有価証券	1,693	1,248	554	394	383	377	337
	投資損失引当金	▲ 555	▲ 178	▲ 165	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0
	その他	13	13	8	30	101	129	44
固定	定資産	154	193	243	258	276	757	899
	投資その他の資産	141	181	200	226	242	750	893
	投資有価証券	na	na	na	168	na	658	179
	関係会社株式	na	na	na	2	na	na	642
	その他	na	na	na	54	na	na	71
	その他	13	12	43	32	34	7	6
負債		557	540	78	153	129	223	87
有和	利子負債	489	468	0	0	0	0	0
	流動	85	78	0	0	0	0	0
	固定	404	390	0	0	0	0	0
その	の他	68	72	78	153	129	223	87
純資産		2,888	2,973	3,611	3,431	3,535	3,563	3,333
うち	5、非支配株主持分	2,225	2,391	290	246	247	321	294
(自己資	<u></u> 資本)	660	549	3,318	3,183	3,287	3,242	3,034
(自己資	餐本比率)(%)	19.2	15.6	89.9	88.8	89.7	85.6	88.7

(出所)決算短信、会社資料をもとに作成

まだ小粒のファンド が中心ながらファ ンドレイズは活発 化してきた 18/3 期のファンドレイズは次頁の表の通り、6 ファンド、ファンド総額29 億円。こうべしんきんステップアップファンドにおける追加出資0.4億円を含めると29.4億円となる。17/3 期は追加出資2億円を含め15.7億円だったことに比べるとファンドレイズは活発化してきた。まだ小粒のファンドが中心だが、得意とする地域金融機関などと組んだ地域創生ファンドに加え、注力中のCVCファンドが2件設立できたことは評価できよう。3月に設立した穴吹興産(8928)とのCVCファンドでは、不動産、介護、人材サービス、観光などに関連するベンチャー企業に投資する。穴吹興産は、四国最大級のマンションディベロッパーで、上場子会社に人材派遣を展開するクリエアナブキ(4336)があるほか、介護事業やホテル運営を手掛けている。

投資実行額は増加[、] し、投資残高は底 打ち 30 累計のファンドの投資実行額は34社(前年同期比9社増)に対し、4.14億円(同59.8%増)。低水準ながら、近年のファンド設立の進捗に伴い増加した。1社当たり平均投資額は0.12億円。30の投資実行額は9社に対し、0.84億円だった。

3Q 末のファンドの投資残高は 16.83 億円(前期末比 2.28 億円増)と減少傾向を脱し、反転している。ただし、2Q 末からは 0.64 億円の減損処理があったことなどから 0.49 億円減少している。

なお、投資実行額、投資残高には海外ファンド「ロッキーズベンチャーファンド」は含まれていない。



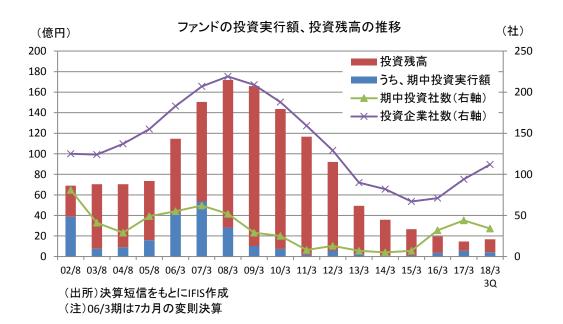
17/3期以降のファンドレイズ(追加出資を含まず)

=n.→ □	コーハ 1 * ね また	ファンドの	ファンド総額	当社出資	運用期間	有限責任組合員		
設立日	ファンド名称	種類	(百万円)	(百万円)	(年)	(LP)		
2016/4/28	京都市スタートアップ支援	地方創生	260	10	約10	京都信金、京都中央信金、京都リサーチハーク		
2016/6/1	ふくしま夢の懸け橋	地方創生	200	2	約8.5	福島信金		
2016/7/27	こうべしんきんステップアップ	地方創生	50	1	15	神戸信金		
2017/1/30	信用組合共同農業未来(注1)	地方創生	360	2	15	第一勧業など全国の9信組、日本政策金融公庫		
2017/3/1	イノベーション創出	CVC	500	5	na	阿波製紙		
	17/3期合計		1,370	20		-		
2017/5/1	ウィルク゛ルーフ゜HRTech	CVC	1,000	10	約10	ウィルク゛ルーフ゜		
2017/9/29	おおさか社会課題解決	地方創生	500	na	10	大阪信金		
2017/10/31	トマト創業支援	地方創生	300	3	約8	トマト銀行		
2018/1/12	かんしん未来2号(注2)	地方創生	300	3	約10	第一勧業信組、全国信用協同組合連合会		
2018/3/1	あなぶきスタートアップ支援	CVC	500	na	約10	穴吹興産		
2018/3/30	えひめ地域活性化(注3)	地方創生	300	na	約10	愛媛銀行、ゆうちょ銀行		
	18/3期合計			na		_		

(出所)決算短信、有価証券報告書、当社及び有限責任組合員のニュースリリースをもとにIFIS作成

(注1)、(注2)両ファンドとも恒信サービス(第一勧業信組の100%出資会社)との共同GP

(注3)ひめぎんリース(愛媛銀行の子会社)との共同GP



18/3 期通期では 3Q 累計から若干 赤字が拡大して着 地したとみる

● 18/3 期業績予想

結局、18/3 期は IPO がなかった。4Q(1-3 月)には、ZMP 株式を追加で売却していない限り、特段のイベントはなかったとみる。3Q にあった PIPEs ファンドからの成功報酬のような特殊なフィーが見込めないほか、FVC グロースファンド(昨年末に延長期間が終了)からの管理報酬がなくなるとみられるが、ファンド設立の進捗を受け、ファンド管理収入は3Qに近い水準を確保するとみる。

投資損失引当金の繰入は 3Q 累計ではなかった。近年設立したファンドの 当社の出資割合は非常に低く、営業投資有価証券は 3Q 末で 1.52 億円(個別) に過ぎないため、期末に繰入を行ったとしても僅少だろう。 3Q のような減 損損失は発生しないとみられ、4Q は若干の営業赤字にとどまるとみる。大 きな特別損益もないだろう。

18/3 期業績予想は 30 累計の実績を踏まえ、前回予想から微調整した。

19/3 期業績は ZMPのIPOの可否 次第

● 19/3 期業績予想

改めて言うまでもなく、当期の業績を大きく左右するのは、2016 年 12 月に顧客情報流出を理由に上場延期となった ZMP の IPO の可否。表記業績予想では前回予想と同様に当期中に ZMP が上場し、残り 180 万株を全て当期中に売却するとの前提を置いている。180 万株のうち 60 万株は売出で、120 万株は市場で売却すると仮定した。公募・売出価格や上場後の市場での平均売却価格の前提は、前回予想から変えていない。 ZMP は昨年 6 月に第三者割当増資を実施し 15 億円を調達しており、この希薄化の影響は前回予想から考慮している。表記業績予想には ZMP に係る成功報酬も織り込んだ。なお、 ZMPに投資している FVC グロースニ号ファンドは連結対象のため、成功報酬は連結決算上、ファンド管理収入に計上されず、非支配株主に帰属する純利益で調整される。

FVC グロース二号ファンドは 2016 年末に償還を迎え 2 年間の延長期間に入っており、その延長期間終了も今年末に迫っている。ただし、その時点でIPO が実現していなくても、組合員の合意があれば清算期間を 1 年程度設けることは可能のようだ。仮に今年末時点でも ZMP の IPO が見通せないような場合は、未上場株のまま売却する可能性が高いだろう。18/3 期 2Q で売却した時の 1 株当り 500 円で残り 180 万株を売却したとすると売却益は個別決算ベースで約 4.7 億円と計算される。なお、表記の業績予想で織り込んでいる)。売却益は個別ベースで約 14.2 億円(これ以外に成功報酬を織り込んでいる)。

ZMP 以外にも IPO 候補は複数あるとみるが、業績予想には織り込まなかった。前回の業績予想からは、デジアラ社の持分法投資利益を増額するなど微調整を行った。

早期の M&A 実現 を期待したい 第7回、第8回新株予約権の発行で調達した35.8億円の資金のうち19.1 億円を2019年3月までに事業領域の拡大や収益基盤の強化などのためのM&Aに支出するとしているが、これについても業績予想に織り込まなかった。M&Aに関して検討案件は複数あるようだが、クロージングには至っていない。

年間の固定費は4億円余りとみられ、これを安定収益でカバーするために 新規ファンド設立の加速・大型化、M&Aの早期実現に期待したい。



損益計算書 (単位)百万円

	11/3 12/3 13/3 14/3 15/3 16/3 17/				'/3	18/3E	19/3E			
	個別							連結		
売上高	598	475	412	462	601	417	278	365	670	3,166
営業投資有価証券売上高(①)	117	52	68	118	253	47	70	243	348	2,770
投資事業組合管理収入	444	383	309	291	300	322	161	73	231	300
コンサルティング収入	20	29	26	45	33	38	40	41	34	40
コワーキング収入	_	-	_	_	_	_	_	_	53	50
その他	16	11	8	6	13	8	6	6	4	6
売上 <u>原価</u>	695	510	332	397	637	279	423	737	356	340
営業投資有価証券売上原価(②)	423	532	1,037	267	285	81	317	1,010	97	60
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)	▲ 50	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	▲ 27	▲ 198	▲ 555	1	10
その他	321	279	259	275	281	226	301	282	258	270
人件費	161	130	132	131	135	136	152	na	-	_
	160	149	127	144	146	90	149	na	-	_
売上総利益	▲ 96	▲ 34	79	64	▲ 35	137	▲ 144	▲ 372	314	2,826
販管費	171	160	132	125	111	127	228	278	366	380
営業利益	▲ 268	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	10	▲ 373	▲ 650	▲ 52	2,446
営業外収益	7	3	3	5	1	5	0	0	28	50
営業外費用	42	40	33	30	27	27	29	36	0	2
支払利息	40	36	31	28	24	18	11	11	0	0
その他	2	4	2	2	3	8	18	25	0	2
経常利益	▲ 303	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	▲ 11	▲ 401	▲ 686	▲ 24	2,494
特別利益	_	330	199	0	0	0	0	0	239	0
特別損失	14	3	63	0	0	3	40	35	246	10
税金等調整前当期純利益	▲ 318	95	52	▲ 86	▲ 174	▲ 14	▲ 442	▲ 721	▲ 31	2,484
法人税等	10	10	9	8	8	7	4	4	18	270
非支配株主に帰属する純利益	-	-	_	_	_	_	_	▲ 234	108	1,049
当期純利益	▲ 328	84	43	▲ 94	▲ 182	▲ 21	▲ 446	▲ 491	▲ 157	1,165
									-	
営業投資関連損益(①-②-③)	▲ 256	▲ 178	▲ 6	▲ 3	▲ 101	▲ 7	▲ 49	▲ 211	250	2,700

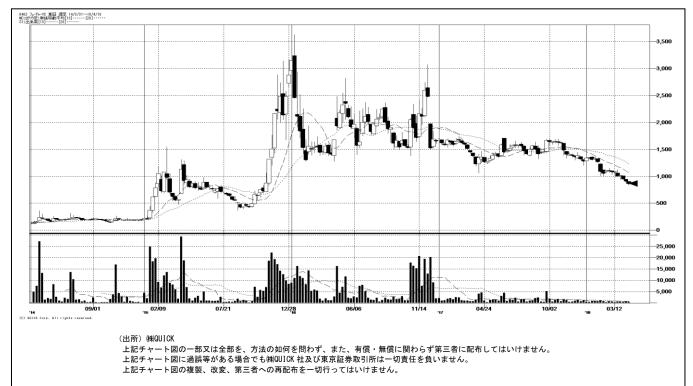
要約貸借対照表 (単位)百万円

19/3E 4,639 3,299
3,299
340
▲ 20
1,000
200
0
0
0
4,439
89.2

(出所)決算短信、会社資料

(注)EはIFIS予想





2018/3 予 2017/3 2015/3 2016/3 (アナリスト) 1,549 株価 (年間高値) 3,635 3,075 円 114 369 1, 277 株 価 推 移 株価 (年間安値) 円 230, 726 281, 759 217, 702 月間平均出来高 百株 835 売 上 高 1,055 365 670 百万円 利 益 百万円 -886 81 -650-52営 業 -24-91161 -686常 利 益 百万円 経 業績推移 当 期 純 利 -190-25-491-157益 百万円 Ε Ρ -30.89-3.92-17.64S 円 -62.68R 0 Ε -124.0-5.8-24.8-5.2% 流動資産合計 百万円 3,011 3, 276 3, 326 53 258 固定資産合計 百万円 42 3.053 3, 330 3.584 資 産 合 計 百万円 140 貸借対照表 流動負債合計 百万円 146 113 543 主要項目 固定負債合計 146 113 百万円 683 608 153 債 合 計 百万円 108 781 3, 170 株主資本合計 百万円 純資産合計 百万円 2.370 2.722 3, 431 475 478 -390営業活動による CF 百万円 キャッシュフ 投資活動による CF 64 -240百万円 113 口一計算書 財務活動による CF 百万円 -698239 2, 921 主要項目 現金及び現金同等 百万円 1, 202 1,981 2,902 物の期末残高



リスク分析

事業に関 す る リ ス ク

● 事業に関するリスク

- ▶ファンドの運用成績の低迷、赤字継続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。
- ▶ 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 17/3 期末で従業員数が 33 人(前期末比 11 人増)と少なく、ファインディング、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'などの不祥事を受け、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。
- ▶海外事業の本格化に伴う為替リスク。

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。
- ▶ リスクとは意味が異なるが、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。



ディスクレーマー

- 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、東証から株式会社アイフィスジャパン(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にお 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 ⇒ https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html