

# 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10月24日

## 9月に小粒ながら約3年ぶりに投資先のIPOがあった

### アップデートレポート

(株)アイフィスジャパン  
堀部 吉胤

### 主要指標 2018/10/19 現在

株 価	1,001 円
年初来高値	1,375 円 (18/01/15)
年初来安値	616 円 (18/07/05)
発行済株式数	8,902,600 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	8,911 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	未定
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	138.73 円
実 績 P B R	3.12 倍

### 直前のレポート発行日

ベーシック	2018/04/23
アップデート	2018/02/06

### ZMP 株の処置が当面の注目点

19/3 期 1Q (4-6 月) 連結決算は、売上高 212 百万円 (前年同期比 2.5 倍)、経常利益 17 百万円 (同黒転)、純利益▲20 百万円 (同赤転)。ファンド期限到来に伴い未上場株式の流動化を推進した結果、大幅増収となり、これに伴うキャピタルゲインや、持分法適用のデジアラ社の持分法投資利益により小幅ながら経常黒字となった。しかし、キャピタルゲインを計上したファンドが出資比率の高い連結対象ファンドだったため少数株主利益の流出により小幅最終赤字となった。虎の子の ZMP 株は売却していないとみられる。ZMP は 2016 年 12 月の上場延期から 2 年近くになるが、現時点で上場承認は下りていない。引続き今期中に IPO があるとの前提で業績予想をしているが、ZMP に投資しているファンドの延長期間が今年末までのため今後の対応が注目される。

### ファンド設立の加速、大型化や M&A の実現に期待

9 月 19 日に TOKYO PRO Market に投資先企業で愛媛を中心にラーメン店を展開するアザース (9276) が IPO を果たした。流動性の乏しい市場だけにすぐに売却とはならないだろうが、投資先の IPO は約 3 年ぶりであり、明るい材料といえよう。ファンド募集にプラスに働くことを期待したい。現状、年間の固定的経費は 550 百万円程度とみられるが、ファンド管理報酬を中心とする安定収益ではまだこの半分強しか賅えない。IPO に依存せずに黒字を定着させるためには、ファンド設立の加速、ファンドの大型化に加え、2015 年と 2016 年のエクイティファイナンスで調達した資金を活用した安定収益を生み出す会社の M&A の実現が待たれる。

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	
2018/3	1Q(4-6月)	実 績	84	-32.2	-129	赤縮	-128	赤縮	104	黒転	11.77	
2019/3	1Q(4-6月)	実 績	212	2.5倍	1	黒転	17	黒転	-20	赤転	-2.35	
2018/3	通 期	実 績	756	2.1倍	-62	赤縮	-67	赤縮	-293	赤縮	-32.97	
2019/3	通 期	新・会社予想 (2018年8月発表)	非開示									
		旧・会社予想 (2018年5月発表)	非開示									
		新・アナリスト予想	3,265	4.3倍	2,575	黒転	2,615	黒転	1,235	黒転	138.73	
		旧・アナリスト予想 (2018年4月発表)	3,166	4.7倍	2,446	黒転	2,494	黒転	1,165	黒転	130.88	
2020/3	通 期	新・アナリスト予想	550	-83.2	-110	赤転	-70	赤転	-95	赤転	-10.67	

上期の IPO 社数は  
前年同期比大幅  
増

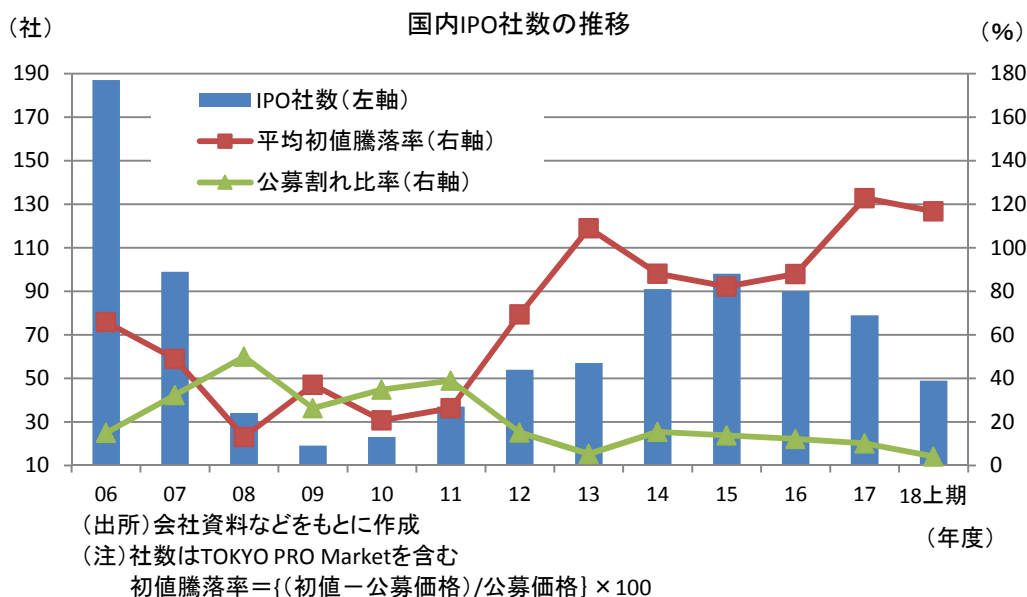
● 経営環境解説

2018 年度上期（4-9 月）の株式市場は、年初の急落から持ち直し概ね好調に推移した。IPO 社数は、上場承認後に取消しとなった銘柄が 3 社あったものの、TOKYO PRO Market 上場の 5 社（前年同期比 4 社増）を含め 49 社（同 21 社増）と大幅に増加した。年初からの株式市場の急落を受け昨年度から先送りされたものが相応にあったとみる。足元の株式市場は米中貿易摩擦や米国の長期金利上昇などを受け、ボラティリティが高まっているものの、通期の IPO 社数は 2017 年度の 79 社を上回る 90 社程度が見込めそうな状況。

上期の IPO 銘柄の初値騰落率は 2.2 倍と高水準を維持した。特に 4 月に上場した将棋対戦アプリ「将棋ウォーズ」を運営する HEROZ（東証マザーズ 4382）が 10.9 倍と 1997 年にブックビルディング方式に移行して以降で最高のまさにヒーローとなった。一方、初値が公募価格を下回ったのは、9 月に上場したナルミヤ・インターナショナル（東証 2 部 9275）とワールド（東証 1 部 3612）の 2 銘柄のみで、いずれも再上場銘柄。

ユニコーンの IPO としては、6 月上場のフリーマーケットアプリのメルカリ（東証マザーズ 4385）や 7 月上場の電気で筋肉を刺激するトレーニング機器「シックスパッド」などを販売する MTG（東証マザーズ 7806）があり、初値ベースの時価総額はそれぞれ、約 7,050 億円、約 2,800 億円だった。調達額もメルカリは 544 億円と大きかった。なお、メルカリは上場後の株価が冴えず、足元の時価総額は約 4,400 億円となっている。

低金利継続によるカネ余りなどを受け、投資競争は引続き熾烈で、投資実行時のバリュエーションは高止まりしている。



2018年度IPO  
一覧

2018年度IPO一覧(10月末時点で予定を含む)

	上場年月日	市場	コード	社名	公募価格	初値	初値騰落率(%)		
1		3	マザーズ	9272	グティックス	1,350	3,210	137.8	
2		4	マザーズ	4381	ビーブラッツ	2,200	10,000	354.5	
3		10	マザーズ	6575	ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス	1,170	3,600	207.7	
4		11	マザーズ	6574	コンヴァノ	930	2,189	135.4	
5		20	マザーズ	4382	HEROZ	4,500	49,000	988.9	
6		25	マザーズ	6577	ベストワンドットコム	4,330	14,830	242.5	
7		25	マザーズ	7323	アイベット損害保険	2,850	4,500	57.9	
8		27	マザーズ	6578	エヌリンクス	1,810	3,780	108.8	
9		5	31	マザーズ	4384	ラクスル	1,500	1,645	9.7
10		19	マザーズ	4385	メルカリ	3,000	5,000	66.7	
11		20	マザーズ	6579	ログリー	1,860	4,635	149.2	
12		21	東2	9273	コア商事ホールディングス	2,670	4,000	49.8	
13		21	マザーズ	4387	ZUU	1,600	5,550	246.9	
14		21	JQS	4386	SIG	2,000	4,665	133.3	
15		22	マザーズ	6580	ライトアップ	2,820	3,725	32.1	
16		26	東1	9274	国際紙パルプ商事	344	450	30.8	
17		27	マザーズ	4389	プロバティデータバンク	1,780	4,100	130.3	
18		27	マザーズ	4390	アイ・ピー・エス	3,900	6,670	71.0	
19		27	マザーズ	4388	エーアイ	1,000	3,500	250.0	
20		29	東1	7030	スプリックス	2,400	2,587	7.8	
21		4	マザーズ	4391	ロジザード	900	2,500	76.0	
22		5	マザーズ	1446	キャンディル	1,180	1,800	52.5	
23		10	マザーズ	7806	MTG	5,800	7,050	21.6	
24		23	マザーズ	7033	マネジメントソリューションズ	2,100	4,500	114.3	
25		24	マザーズ	4393	バンク・オブ・イノベーション	960	2,000	108.3	
26		25	マザーズ	3491	GA technologies	2,510	5,780	130.3	
27	2018	26	マザーズ	4394	エクスモーション	3,340	5,000	49.7	
28		26	マザーズ	4395	アクリート	770	1,542	100.3	
29		27	マザーズ	7034	プロレド・パートナーズ	4,250	7,170	68.7	
30		2	マザーズ	4396	システムサポート	1,750	4,000	128.6	
31		2	JQS	5699	イボキン	1,930	2,310	19.7	
32		22	マザーズ	4397	チームスピリット	1,200	2,417	101.4	
33		6	東2	9275	ナルミヤ・インターナショナル	1,560	1,501	▲ 3.8	
34		6	マザーズ	7035	and factory	2,570	4,010	56.0	
35		13	JQS	3495	香陵住販	1,700	1,970	15.9	
36		13	JQS	3494	マリオン	2,380	3,800	59.7	
37		20	マザーズ	3496	アズーム	3,000	6,400	113.3	
38		21	マザーズ	7036	イーエムネットジャパン	3,000	7,000	133.3	
39		25	マザーズ	7325	アイリックコーポレーション	1,770	2,226	25.8	
40		26	JQS	4398	ブロードバンドセキュリティ	750	2,001	166.8	
41		27	JQS	6233	極東産機	405	696	71.9	
42		27	マザーズ	7326	SBIインシュアランスグループ	2,160	2,160	0.0	
43		28	東1	3612	ワールド	2,900	2,755	▲ 5.0	
44		28	マザーズ	7038	フロンティア・マネジメント	2,260	5,000	121.2	
45		3	マザーズ	7039	ブリッジインターナショナル	2,310	4,920	113.0	
46		10	マザーズ	7041	CRGホールディングス	1,120	1,832	63.6	
47		12	マザーズ	4598	Delta-Fly Pharma	4,770	4,385	▲ 8.1	
48		12	マザーズ	4420	イーソル	1,680	4,000	138.1	
49		18	JQS	7805	プリントネット	1,400	2,041	45.8	
50		19	JQS	4421	ディ・アイ・システム	1,280	3,300	157.8	
51		19	マザーズ	9279	ギフト	2,090	3,710	77.5	
52		23	マザーズ	3497	リーガル不動産	1,380	上場前	-	
53		30	マザーズ	4422	VALUENEX	1,840	上場前	-	
1Q(4-6月)上場20社平均							170.6		
2Q(7-9月)上場24社平均							71.9		
上期(4-9月)上場44社平均							116.8		

(出所) 各社データをもとにIFIS作成  
(注) TOKYO PRO Marketは含まず

ZMP株の一部売却の寄与により経常利益段階では小幅赤字にとどまった

## ● 18/3 期連結業績解説

18/3 期連結業績は、売上高 756 百万円（前期比 2.1 倍）、営業利益▲62 百万円（前期は▲650 百万円）、経常利益▲67 百万円（同▲686 百万円）、純利益▲293 百万円（同▲491 百万円）。17/3 期 3Q 末（12 月末）までは、運営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あまり意味がなく、純利益を比較するのが適切である。因みに、個別業績は、経常利益▲75 百万円（前年同期は▲401 百万円）、純利益▲373 百万円（同▲446 百万円）だった。

期中に投資先の 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%）で保有する虎の子の ZMP 株の 4 分の 1（60 万株）の売却したこと。これによりキャピタルゲインを 2.98 億円（個別ベースで 1.56 億円）計上した。この寄与により経常利益は水面線に近い水準を確保した。

特別損益の出入りが大きかった

にもかかわらず、純利益の赤字幅が大きくなったのは、①ZMP が連結ファンドの保有であったことを主因に非支配株主に帰属する純利益として 104 百万円が流出したこと、②特別損益がネットで 104 百万円の損失となったことによる。特別損益の出入りは比較的大きく、特別利益には、①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 2.32 億円、②持分法適用関連会社としていた日本映画投資（出資比率 19.2%）が昨年 9 月に役員のパ遣をやめ持分法適用から外れたことに伴う持分変動益 6 百万円、を計上した。一方、特別損失には、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 172 百万円、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 66 百万円、③米国現法から直接投資していたソーシャルレンディングサービスを展開する P2Binvestor に関し、事業上のシナジーが認められなくなったことに伴う期末の減損処理（全損）による投資有価証券評価損 103 百万円、を計上した。

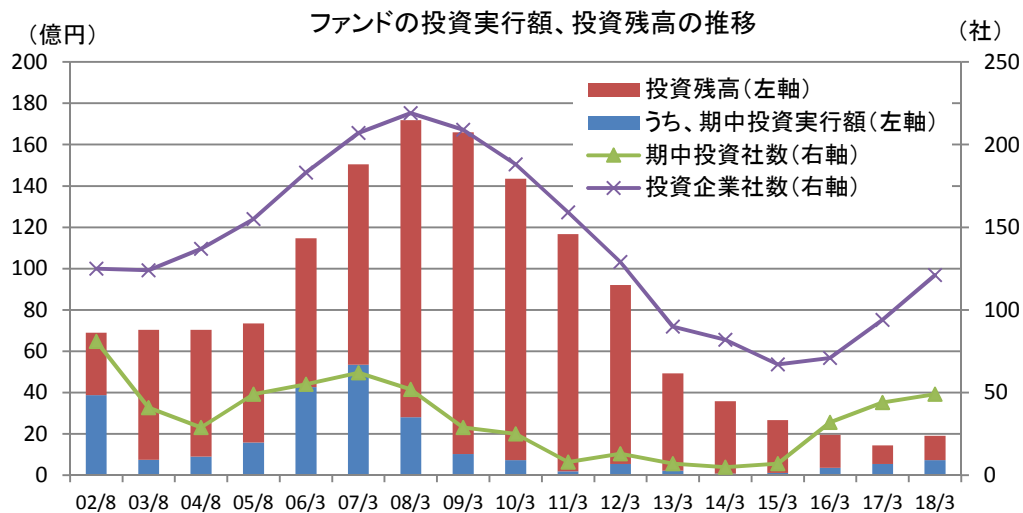
2015 年、2016 年のエクイティファイナンスを活用して事業の多角化の一環として米コロラド州で VC 事業の展開を図ったが、以上のように状況は芳しくなく、人的資源の制約などから今後は再び国内 VC 事業にほぼ特化する方針とみられる。

業 績

ファンド設立は活  
発だった

18/3 期の新規ファンド設立は、6 ファンド、29 億円（7 頁表参照）。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 億円だったことと比べると好調だったといえよう。人材派遣のウィルグループ（6089）と 2 件目となる CVC ファンド 10 億円の寄与が大きかった。このほか、CVC ファンドでは穴吹興産（8928）と 5 億円のファンドを設立した。他の 4 ファンドは地域金融機関との地方創生ファンド。このうち、えひめ地域活性化ファンドは愛媛銀行と設立したファンドとしては 3 本目となる。

投資実行額は、49 社に対し、7.36 億円（前期比 33.3%増）と近年、小粒ながらファンド設立を続けてきたことから増加。期末の投資残高は 19.17 億円（前期末比 4.62 億円増）と下図のように底打ち反転している。



(出所) 決算短信をもとにIFIS作成  
(注) 06/3期は7カ月の変則決算

1Qは特段のイベント  
がなかったが、水面  
線の業績を確保

● 19/3 期 1Q（4-6 月）連結業績解説

19/3 期 1Q 連結決算は、売上高 212 百万円（前年同期比 2.5 倍）、営業利益 1 百万円（前年同期は▲129 百万円）、経常利益 17 百万円（同▲128 百万円）、純利益▲20 百万円（同 104 百万円）。期中の IPO はなく上場株式の売却はなかったが、ファンドの期限到来に伴い未上場株式の流動化を進めたことにより大幅増収となり、この未上場株式の流動化に伴うキャピタルゲインにより経常利益段階まではわずかながら営業黒字を確保した。

最終赤字となったのは、非支配株主に帰属する純利益 0.38 億円の流出による。これはキャピタルゲインをあげたファンドが出資比率の高い 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%）のいずれか、又は両方であったためと考えられる。前年同期が最終黒字になっているのは ANEW の負ののれん発生益 232 百万円を特益に計上したため。

## 業 績

### 今期から再び単一セグメントに

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た。今期から再びベンチャーキャピタル事業の単一セグメントに変更された。コワーキング事業も企業支援の一機能と捉え、ベンチャーキャピタル事業と一体的な事業として経営資源の配分、事業の評価を行っていくことが適切と判断したことによる。コワーキング事業は金額的にも僅少で、米コロラド州の同事業からも撤退したため妥当な措置といえよう。

### 1Q に ZMP 株の売却はなかったとみられる

大幅増収となった主因は、先述の通り未上場の営業投資有価証券の売却を推進したことにより営業投資有価証券有価証券売上高が 144 百万円（前年同期比 125 百万円増）と急増したこと。これに伴うキャピタルゲインは 0.64 億円（同 0.59 億円増）と未上場株式の流動化としては良好なりターンとなった。清算期間中の FVC グロースファンドや延長期間中の FVC グロース二号ファンドからの売却が中心だったとみられ、既に減損処理が進んでおり、簿価が切り下がっているため売却益が出やすくなっていると考えられる。なお、FVC グロース二号ファンドから投資している虎の子の ZMP 株は売却していないとみられる。1Q 末の営業投資有価証券は、連結対象の上記 2 ファンドで売却を進めたとみられることから、141 百万円（前期末比 75 百万円減）と減少した。

### 安定収益のファンド管理報酬は順調に拡大

ファンド管理収入は 48 百万円（前年同期比 20% 増）。このほとんどが安定収益の管理報酬及び設立報酬だったとみられる。後述のように 1Q のファンド設立はあまりなかったが、18/3 期のファンド設立がかなり活発だったことから管理報酬が順調に拡大したとみられる。なお、管理報酬は個別ベースでも 48 百万円だった。百万円未満では若干の差があるもようだが、旗艦ファンドだった FVC グロースファンドは昨年末に延長期間が終了し管理報酬がなくなっているとみられることからほぼ差はなくなっている。

### 持分法投資利益により営業外損益が改善

営業外収益には、持分法投資利益 15 百万円を計上した。昨年 11 月末に持分法適用関連会社化したインターネットを介したエクステリア・外構空間の販売・施工等を手掛ける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。デジアラ社の業績は季節性があるようで、通期での寄与は 1Q の 4 倍とはいかない可能性が高いようである。

**比較的大きな投資  
実行があった**

1Qの投資実行額は19社に対し372百万円（前年同期比2.4倍）。前期通期の投資実行額736百万円の約半分と投資は順調に進捗した。1社当たり平均投資額は1,958万円（同549万円増）と大幅に上昇した。社債等で1社、102百万円の大きな投資があったことによる。地方創生ファンドは1社当りの投資金額の目安を10百万円程度としていることが多いため、CVCファンドからの投資と考えられる。転換社債での投資とみられるが、エクイティ性資金のため株式による投資と本質的な違いがあるわけではない。

結果、1Q末の投資残高は133社に対し21.88億円（前期末比14.1%増）となった。

**上期のファンド設  
立は2件、6億円**

1Qのファンド設立は、びわこ・みらい活性化ファンド（通称：FUNAZUSHIファンド）の1件のみで、ファンド総額も1億円と小粒だった。ただし、1億円は当初金額で増額の可能性がある。当社が注力する必ずしも投資回収をIPOに頼らない地方創生ファンドで滋賀県に本社や拠点を置く未上場企業を投資対象とする。LP（有限責任組合員）は関西アーバン銀行で、滋賀県及び日本政策金融公庫が案件発掘や融資、販路拡大を支援する。

このほか、1Q末に京都信用金庫とイノベーションCファンドを設立することが決定（設立は8月末）。地方創生ファンドとしては17件目となる。ファンド総額は5億円で、京都府を中心とした京都信用金庫営業エリア内に本社や拠点を置く未上場企業を投資対象とする。上期のファンド設立はこれら2件で、ファンド総額は合わせて6億円だった。

**17/3期以降のファンドレイズ（追加出資を含まず）**

設立日	ファンド名称	ファンドの種類	ファンド総額 (百万円)	当社出資 (百万円)	運用期間 (年)	有限責任組合員 (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、京都リーディングパーク
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йлグループHRTech	CVC	1,000	10	約10	ウйлグループ
2017/9/29	おおさか社会課題解決	地方創生	500	10	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	5	約10	穴吹興産
2018/3/30	えひめ地域活性化(注3)	地方創生	300	10	約10	愛媛銀行、ゆうちょ銀行
18/3期合計			2,900	41		—
2018/6/29	びわこ・みらい活性化	地方創生	100	5	10	関西アーバン銀行
2018/8/31	イノベーションC	地方創生	500	na	約10	京都信用金庫
19/3期合計（現時点）			600	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、新聞記事をもとに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

(単位)百万円

## 四半期損益計算書(連結)

	17/3				18/3				19/3
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
売上高	124	136	48	57	84	381	105	186	212
営業投資有価証券売上高(①)	103	113	24	3	18	301	14	66	144
営業投資有価証券売却額(上場)	0	0	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	66	143
営業投資有価証券利息・配当金	10	1	0	3	0	0	0	0	0
投資事業組合管理収入	11	12	12	38	40	55	71	58	48
コンサルティング収入	9	9	9	14	9	7	8	22	7
コワーキング収入	-	-	-	-	14	15	12	11	12
その他	0	1	4	1	1	2	0	30	0
売上原価	274	187	210	66	101	77	116	169	153
営業投資有価証券売上原価(②)	234	497	126	153	13	4	68	66	80
うち、営業有価証券減損額	195	21	60	315	0	0	64	0	0
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)(③)	▲16	▲377	2	▲164	0	0	0	0	▲0
新規繰入(▲は戻入)	▲1	0	3	▲27	0	0	0	0	▲0
売却原価又は減損に係る戻入(▲)	▲15	▲377	▲1	▲137	0	0	0	0	▲0
その他	56	67	81	78	87	74	47	104	74
売上総利益	▲149	▲51	▲162	▲10	▲17	303	▲10	16	58
販管費	69	74	49	86	112	141	56	46	57
営業利益	▲219	▲125	▲211	▲95	▲129	162	▲66	▲29	1
ベンチャーキャピタル事業	-	-	-	-	▲39	293	▲15	10	-
コワーキング収入事業	-	-	-	-	▲38	▲26	▲2	▲2	-
調整額	-	-	-	-	▲51	▲106	▲49	▲38	-
営業外収益	0	0	0	0	0	1	12	▲11	16
営業外費用	4	13	18	1	0	0	0	7	0
経常利益	▲223	▲138	▲229	▲96	▲128	162	▲55	▲46	17
特別利益	0	0	0	0	232	0	7	0	0
特別損失	0	0	0	35	0	74	172	97	0
税金等調整前当期純利益	▲223	▲138	▲229	▲131	104	88	▲220	▲142	17
法人税等	0	1	2	1	1	3	12	1	0
非支配株主に帰属する純利益	▲103	▲29	▲102	0	▲1	132	▲25	▲2	38
親会社株主に帰属する純利益	▲120	▲109	▲130	▲132	104	▲48	▲207	▲142	▲20
営業投資関連損益(①-②-③)	▲115	▲7	▲104	14	5	297	▲54	0	64

(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

(単位)百万円

## 四半期要約貸借対照表(連結)

	17/3				18/3				19/3
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
総資産	3,445	3,514	3,689	3,584	3,665	3,787	3,420	3,224	3,198
流動資産	3,290	3,321	3,446	3,326	3,389	3,029	2,521	2,440	2,420
現預金	2,139	2,238	3,049	2,902	2,905	2,523	2,140	2,201	2,239
営業投資有価証券	1,693	1,248	554	394	383	377	337	216	141
投資損失引当金	▲555	▲178	▲165	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0
その他	13	13	8	30	101	129	44	23	39
固定資産	154	193	243	258	276	757	899	783	777
投資その他の資産	141	181	200	226	242	750	893	778	772
投資有価証券	na	na	na	168	na	658	179	63	65
関係会社株式	na	na	na	2	na	na	642	632	623
その他	na	na	na	54	na	na	71	82	83
その他	13	12	43	32	34	7	6	5	5
負債	557	540	78	153	129	223	87	183	138
有利子負債	489	468	0	0	0	0	0	0	0
流動	85	78	0	0	0	0	0	0	0
固定	404	390	0	0	0	0	0	0	0
その他	68	72	78	153	129	223	87	183	138
純資産	2,888	2,973	3,611	3,431	3,535	3,563	3,333	3,041	3,059
うち、非支配株主持分	2,225	2,391	290	246	247	321	294	161	194
(自己資本)	660	549	3,318	3,183	3,287	3,242	3,034	2,873	2,856
(自己資本比率)(%)	19.2	15.6	89.9	88.8	89.7	85.6	88.7	89.1	89.3

(出所) 決算短信をもとにIFIS作成



9月に小粒ながら  
約3年ぶりのIPO  
があった

● 19/3 期連結業績予想

9月19日に投資先のアザース (TOKYO PRO Market9276) がIPOを果たした。投資先のIPOは約3年ぶりで23社目となる。TOKYO PRO Marketへの上場であり、公募・売出はない。アザースは愛媛県松山市に本社を置き、ラーメンを主力商品とする飲食店事業を営んでいる会社。7月末時点の店舗数は国内直営店4店、国内フランチャイズ店5店、海外フランチャイズ店4店(香港と上海)。事業規模は小粒で、18/3期業績は売上高178百万円、経常利益9百万円、純利益7百万円。純資産額は51百万円。

アザースに投資しているファンドはえひめベンチャーファンド2013(出資比率5%)でアザース株を5万7千株(株式総数の22.18%)保有している。当ファンドは2004年に愛媛銀行と設立したえひめベンチャーファンド2004の後継ファンドで、IPOを前提とした通常のベンチャーファンド。えひめベンチャーファンド2004はその名の通り2004年に設立されたファンドで、設立時期が悪くファンドのパフォーマンスは必ずしも良くなかったが、シード、アーリーを中心に11社に投資し6社がIPOを果たすという非常に好打率のファンドとなり、愛媛銀行から評価され後継ファンドの設立に結びついた(IPOした6社は下表で本社が愛媛の会社)。

アザースは流動性の乏しいTOKYO PRO Marketへの上場のため、売却はJASDAQなど流動性のある市場に変更になってからの可能性が高いと考える(えひめベンチャーファンド2004から2013年にTOKYO PRO MarketにIPOを果たしたアドメテックも後継ファンドに移管するなどし継続保有している)。従って、当面の業績への寄与はないとみられるが、17/3期、18/3期と2期連続でIPOがなかっただけに明るい材料といえよう。ファンド募集にプラスに働くことを期待したい。

投資先のIPO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	12 ナスダック・ジャパン	大阪市	情報・通信	
2 ソディックプラスチック	6401	2001	8 店頭JASDAQ	横浜市	機械	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	11 日本証券業協会(店頭)	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・ジャパン	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	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 大証ヘラクレス	大阪市	サービス	初値投資倍率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TOBI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 大証ヘラクレス	大阪市	情報・通信	初値投資倍率21.7倍
12 パワーアップ	3044	2006	7 大証ヘラクレス	愛媛県	小売	2009年6月にMBOにより上場廃止
13 ティ・ウエスト・セビテクス研究所	4576	2009	10 JASDAQ NEO	名古屋	医薬品	三重大学発創業ベンチャー
14 ビーエスシー	3649	2011	3 JASDAQスタンダード	愛媛県	情報・通信	初値投資倍率20.4倍。ファインテックスに社名変更
15 スリー・ディー・マトリックス	7777	2011	10 JASDAQクロス	千代田区	精密機器	バイオベンチャー
16 ベルグアース	1383	2011	11 JASDAQスタンダード	愛媛県	水産・農林	
17 ありがとうサービス	3177	2012	11 JASDAQスタンダード	愛媛県	小売	
18 ジェイエスエス	6074	2013	6 JASDAQスタンダード	大阪市	サービス	再生投資的な案件
19 アドメテック	7778	2013	9 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	12 東証2部	愛媛県	化学	
21 中村超硬	6166	2015	6 東証マザーズ	大阪府	機械	
22 クレステック	7812	2015	7 JASDAQスタンダード	浜松市	その他製品	
23 アザース	9276	2018	9 TOKYO PRO Market	愛媛県	小売	

(出所)会社資料、各社資料などをもとにIFIS作成

(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。

## ZMP 株の処分をいかにするかが当面の焦点

会社業績予想は非開示。今期の当社の業績を大きく左右するのは、言うまでもなく、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の有無。9月にZMPが開発した自動運転タクシー車両に小池東京都知事が試乗するなどの報道はあるものの、IPOに関して特にリリースはない。

もどかしい状況が続いているが、ZMPがIPOを断念したとの報道もないことから、表記業績予想では、今期中にZMPが上場し、残り180万株を全て今期中に売却すると、前回レポートと同様の前提を継続している。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や、公募・売出価格、上場後の市場での平均売却価格の前提も、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、この希薄化の影響も前回予想同様に考慮している。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グロース二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、様子を見ることは可能のようである。それでもなお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、組合員に現物分配するなどの方策が考えられよう。また、ひとまずさらに一部を未上場のまま売却することもありえよう。18/3期2Qで売却した時の1株当たり500円で残り180万株を全て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14.2億円であり、これ以外に成功報酬を織り込んでいる。

ZMP以外のIPOは、仮にアザース株を売却しても寄与は僅少とみられることもあり、業績予想には織り込まなかった。前回の業績予想からは、足元までの状況を踏まえ微修正を行った。

### ● 20/3期連結業績予想

20/3期連結業績は、IPOがない前提で表記のように小幅の赤字を予想した。固定的費用（販管費+売上原価に含まれる営業部門の活動費）は、18/3期で662百万円だったが、米コロラド州のコワーキング施設からの撤退や連結子会社だったANEWの売却により、年間550百万円程度まで縮小しているとみる。それでも現状のファンド管理報酬やコンサルティング収入、コワーキング収入といった安定収益ではその半分強程度しか賅えない。ファンド設立の加速、ファンドの大型化、安定収益を生む企業のM&Aが待たれる。

## ファンド設立の加速、大型化やM&Aが待たれる

# 業 績

## 損益計算書

(単位)百万円

	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3E	20/3E	
	個別						連結				
売上高	598	475	412	462	601	417	278	365	756	3,265	550
営業投資有価証券売上高(①)	117	52	68	118	253	47	70	243	399	2,900	120
投資事業組合管理収入	444	383	309	291	300	322	161	73	224	260	310
コンサルティング収入	20	29	26	45	33	38	40	41	46	45	50
コワーキング収入	-	-	-	-	-	-	-	-	52	55	60
その他	16	11	8	6	13	8	6	6	33	5	10
売上原価	695	510	332	397	637	279	423	737	463	440	400
営業投資有価証券売上原価(②)	423	532	1,037	267	285	81	317	1,010	151	130	80
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)	▲ 50	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	▲ 27	▲ 198	▲ 555	0	0	0
その他	321	279	259	275	281	226	301	282	312	310	320
人件費	161	130	132	131	135	136	152	na	na	-	-
経費	160	149	127	144	146	90	149	na	na	-	-
売上総利益	▲ 96	▲ 34	79	64	▲ 35	137	▲ 144	▲ 372	292	2,825	150
販管費	171	160	132	125	111	127	228	278	355	250	260
営業利益	▲ 268	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	10	▲ 373	▲ 650	▲ 62	2,575	▲ 110
営業外収益	7	3	3	5	1	5	0	0	2	40	40
営業外費用	42	40	33	30	27	27	29	36	7	0	0
支払利息	40	36	31	28	24	18	11	11	0	0	0
その他	2	4	2	2	3	8	18	25	7	0	0
経常利益	▲ 303	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	▲ 11	▲ 401	▲ 686	▲ 67	2,615	▲ 70
特別利益	-	330	199	0	0	0	0	0	239	0	0
特別損失	14	3	63	0	0	3	40	35	343	10	10
税金等調整前当期純利益	▲ 318	95	52	▲ 86	▲ 174	▲ 14	▲ 442	▲ 721	▲ 170	2,605	▲ 80
法人税等	10	10	9	8	8	7	4	4	17	283	10
非支配株主に帰属する純利益	-	-	-	-	-	-	-	▲ 234	104	1,087	5
当期純利益	▲ 328	84	43	▲ 94	▲ 182	▲ 21	▲ 446	▲ 491	▲ 293	1,235	▲ 95
営業投資関連損益(①-②-③)	▲ 256	▲ 178	▲ 6	▲ 3	▲ 101	▲ 7	▲ 49	▲ 211	248	2,770	40

## 要約貸借対照表

(単位)百万円

	11/3	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3	18/3	19/3E	20/3E	
	個別						連結				
総資産	1,381	1,446	1,458	1,154	878	1,419	3,365	3,584	3,224	4,426	4,331
現預金	498	516	439	347	403	1,034	2,867	2,902	2,201	3,256	3,161
営業投資有価証券	1,821	1,966	1,246	886	630	501	178	394	216	150	150
投資損失引当金	▲ 1,020	▲ 1,114	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 198	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0
投資その他の資産	34	28	28	27	28	49	223	226	778	1,000	1,000
負債	1,278	1,129	1,099	958	776	637	133	153	183	150	150
有利子負債	1,099	959	874	781	596	511	0	0	0	0	0
短期	75	85	92	85	85	85	0	0	0	0	0
長期	1,024	874	782	696	511	426	0	0	0	0	0
純資産	103	316	359	196	102	782	3,231	3,431	3,041	4,276	4,181
(自己資本比率)(%)	7.5	20.7	23.5	15.8	11.3	54.9	96.0	88.8	89.1	92.1	91.9

(出所)決算短信、会社資料

(注)EはIFIS予想

**東北の5ファンドを  
100%子会社に移  
管****● 東北の5本の地方創生ファンドを東北所在の100%子会社に譲渡**

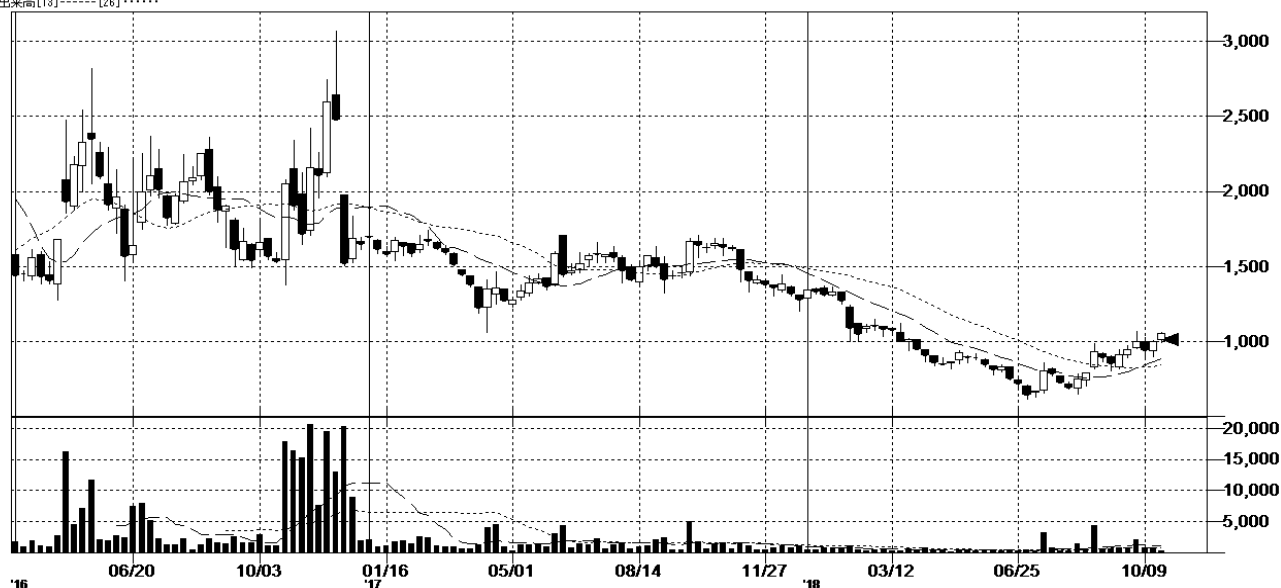
当社が運営するファンドのうち東北の5本の地方創生ファンド（もりおか起業、あきた創業、ふくしま夢の懸け橋、秋田元気創生ファンド、磐城国地域振興）を岩手県盛岡市に本社を置く100%子会社 FVC Tohoku に譲渡した。譲渡日は10月1日。5ファンドのファンド総額は合計で9億円。IPOを目指す通常のベンチャーファンドであるあおもりクリエイトファンド（ファンド総額17.72億円）は本体に残す。

FVC Tohoku はもともと IoT Sohatsu Ventures という商号で、ブロードバンドタワー（3776）と共同でIoTファンドを組成・運営するために設立された会社だったが、この企画が流れ会社の箱だけが残っていたため活用することになった。

今回の措置の狙いは、責任の所在を明確にすることや、現地に根差した法人格を持つことで東北での新規のファンド募集を促進することにある。

19/3期1Q決算では、連単のファンド管理収入はほぼ同じになっているが、下期からは上記5ファンドに係るファンド管理収入は個別決算では取り込まれないことになり、連結のファンド管理収入が個別を上回ることになるとみられる。

E8482#0 フェチャ-VC 履歴 遡定 16/3/14~18/10/22  
 MC:移動平均(18)-----[26]-----  
 S1:出来高(18)-----[26]-----



(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けません。

			2016/3	2017/3	2018/3	2019/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	3,635	3,075	1,715	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	369	1,277	940	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	281,759	217,702	56,590	-
業 績 推 移	売 上 高	百 万 円	1,055	365	756	3,265
	営 業 利 益	百 万 円	81	-650	-62	2,575
	経 常 利 益	百 万 円	61	-686	-67	2,615
	当 期 純 利 益	百 万 円	-25	-491	-293	1,235
	E P S	円	-3.92	-62.68	-32.97	138.73
	R O E	%	-5.8	-24.8	-9.7	40.7
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百 万 円	3,276	3,326	2,440	-
	固 定 資 産 合 計	百 万 円	53	258	783	-
	資 産 合 計	百 万 円	3,330	3,584	3,224	-
	流 動 負 債 合 計	百 万 円	146	113	152	-
	固 定 負 債 合 計	百 万 円	461	39	30	-
	負 債 合 計	百 万 円	608	153	183	-
	株 主 資 本 合 計	百 万 円	781	3,170	2,879	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百 万 円	2,722	3,431	3,041	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百 万 円	475	-390	72	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百 万 円	64	-240	-586	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百 万 円	239	2,921	-186	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百 万 円	1,981	2,902	2,201	-

## 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 18/3 期末で従業員数が 35 人（前期末比 2 人増）と少なく、ファイナディング、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。

### 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>