

フューチャーベンチャーキャピタル

(8462・JASDAQスタンダード) 2020年4月23日

外部環境激変も、安定収益は着実に拡大

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 2020/04/21 現在

株 価	597 円
年初来高値	1,103 円 (20/01/21)
年初来安値	449 円 (20/04/06)
発行済株式数	8,902,600 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	5,314 万円
予 想 配 当 (会 社)	未定
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	-2.92 円
実 績 P B R	2.04 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2019/11/07
リサーチノート	2019/11/26

活発なファンド設立などにより 20/3 期は赤字幅縮小へ

20/3 期は投資先企業の IPO こそなかったものの、ファンド設立が活発だったことに伴う管理報酬、設立報酬の増加、19/3 期にはなかった投資先企業からの配当金の受領、持分法投資利益の急拡大などにより、前期比で赤字幅が縮小したとみられる。ファンドからの管理報酬をはじめ安定収益は着実に増加している。期末に新型コロナ問題が深刻化し、投資先企業の業績、資金繰りの悪化が懸念されるどころだが、近年設立のファンドへの出資比率は低く、営業投資有価証券残高は 3Q 末で 149 百万円に過ぎないため投資損失引当金繰入れは限定的とみる。

20/3 期のファンド設立は、9 ファンド、約 50 億円になったとみられる。ファンドの大型化や多様化が進展し、近年では最も多くなった。

急激な EXIT 環境の悪化でも安定収益による収支均衡が視野に

前回の IFIS 業績予想では 21/3 期に投資先の ZMP の IPO を織り込んでいたが、新型コロナ問題により EXIT の環境が著しく悪化しているため今回の予想では織り込まなかった。ZMP に投資する FVC グロース二号ファンド(出資比率 52.6%)は今年 12 月に再延長期間の終了を迎えるが、さらに延長をすることに支障はなさそうとしている。延長ができない場合でも当社出資分は維持する方策を種々検討しているもよう。

新型コロナ問題がファンド設立、出資金募集に悪影響を与える懸念はあるが、20/3 期に設立したファンドからの管理報酬の通期寄与などにより、最終利益はわずかながらでも水面に浮上するとみる。

EXIT 環境の悪化は投資環境の好転(投資時のバリュエーション低下)につながる可能性が高く、中長期的な業績にはプラスの側面もある。

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	
2019/3	3Q(4-12月)	実績	367	-35.5	-120	赤拵	-86	赤拵	-129	赤縮	-14.50
2020/3	3Q(4-12月)	実績	322	-12.3	-89	赤縮	-4	赤縮	-29	赤縮	-3.26
2019/3	通 期	実績	573	-24.2	-161	赤拵	-125	赤拵	-244	赤縮	-27.51
2020/3	通 期	新・会社予想 (2020年2月発表)	非開示								
		旧・会社予想 (2019年5月発表)	非開示								
		新・アナリスト予想	449	-21.6	-100	赤縮	1	黒拵	-26	赤縮	-2.92
		旧・アナリスト予想 (2019年11月発表)	428	-25.3	-162	赤拵	-87	赤縮	-103	赤縮	-11.57
2021/3	通 期	新・アナリスト予想	518	15.4	-59	赤縮	31	31倍	16	黒拵	1.80
		旧・アナリスト予想 (2019年11月発表)	3,143	7.3倍	2,513	黒拵	2,603	黒拵	1,269	黒拵	142.58

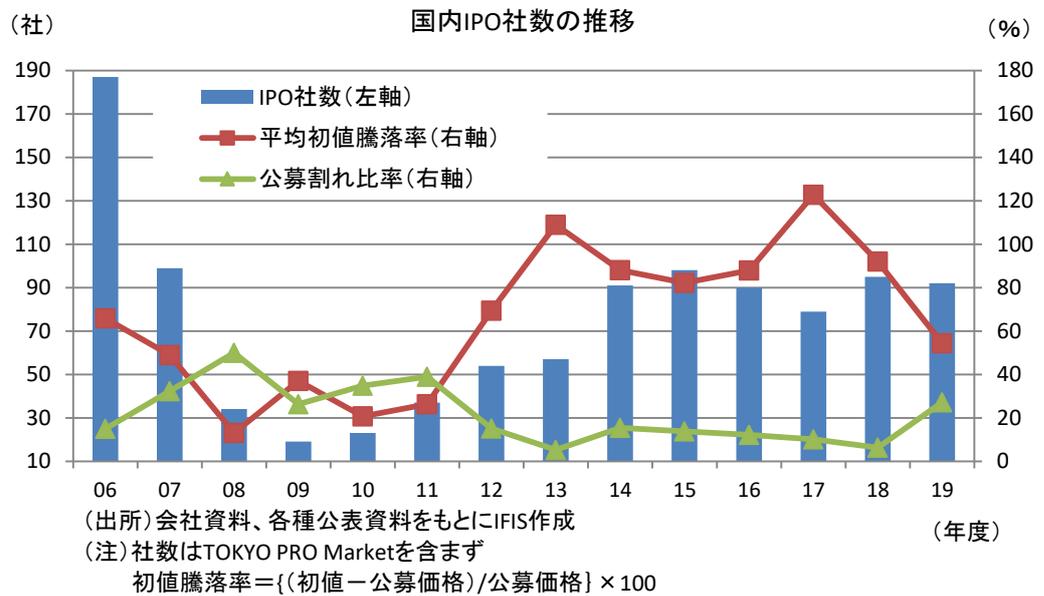
19年度のIPO社数は前年度並みとなったが、新型コロナ問題でEXITの環境は急激に悪化

● 経営環境解説

2019年度の国内IPO社数は、TOKYO PRO Market 上場を除くと92社（前年度比3社減）。TOKYO PRO Market 上場は7社（同1社増）だった。上期のIPO社数（TOKYO PRO Market 上場を除く）は29社（前年同期比15社減）と少なかったが、12月と3月に巻き返し、ほぼ前年度並みとなった。新型コロナウイルス感染拡大に対する懸念から株式市場が急落したことを受け3月に上場中止・延期が4社あったことも考慮すると意外なほどIPO社数は多かったといえよう（昨年12月にも上場中止が1社あった）。

92社の初値騰落率の単純平均は54.3%。2013年度以降、2倍前後で好調に推移していたが、急低下した。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により2月下旬から3月中旬にかけ株式市場が暴落したことを受け、3月上場の24社に限るとわずか7.6%にとどまったことが響いた。

初値が公募割れとなった銘柄は25社。公募割れ比率は27.2%（前年度比20.9pt増）と急上昇。3月は17社が公募割れとなった。



四半期別のIPOの状況(2019年度)

	IPO社数 (社)	初値騰落率 (%)	公募割れ社数 (社)	公募割れ比率 (%)
1Q(4-6月)	17	72.1	1	5.9
2Q(7-9月)	12	36.6	3	25.0
3Q(10-12月)	36	81.3	4	11.1
4Q(1-3月)	27	15.1	17	63.0
年度計	92	54.3	25	27.2

(出所) 各種資料をもとにIFIS作成

業 績

2019年度下期IPO一覧

	上場年月日	市場	コード	社名	業種	公募価格 (円)	初値(円) (円)	初値騰落率 (%)	
30		1	マザーズ	4450	パワーソリューションズ	情報・通信	2,000	5,110	155.5
31		2	東2	7681	レオクラン	卸売業	2,700	2,920	8.1
32		8	マザーズ	4476	AI CROSS	情報・通信	1,090	1,800	65.1
33		8	マザーズ	4475	HENNGE	情報・通信	1,400	2,001	42.9
34		9	JQS	7071	アンビスホールディングス	サービス業	2,800	4,260	52.1
35		18	東2	4691	ワシントンホテル	サービス業	1,310	1,462	11.6
36		18	JQS	7682	浜木綿	小売業	2,120	2,950	39.2
37		24	マザーズ	7072	インティメート・マージャー	サービス業	1,900	4,000	110.5
38		25	マザーズ	4477	BASE	情報・通信	1,300	1,210	▲ 6.9
39		28	マザーズ	4880	セルソース	医薬品	2,280	6,020	164.0
40		29	マザーズ	7073	ジェイック	サービス業	4,750	10,320	117.3
41		30	東2	4251	恵和	化学	770	1,026	33.2
42		1	マザーズ	7683	ダブルエー	小売業	4,690	4,680	▲ 0.2
43		21	マザーズ	7074	トゥエンティフォーセブン	サービス業	3,420	3,800	11.1
44		2	名証セ	7076	明南M&A	サービス業	2,000	2,900	45.0
45		10	マザーズ	7077	ALiNKインターネット	サービス業	1,700	4,020	136.5
46		10	東2	3449	テクノフレックス	金属製品	900	1,062	18.0
47		11	マザーズ	4479	マクアケ	情報・通信	1,550	2,710	74.8
48		12	マザーズ	4480	メドレー	情報・通信	1,300	1,270	▲ 2.3
49		16	マザーズ	4484	ランサーズ	情報・通信	730	842	15.3
50		16	マザーズ	4483	JMDC	情報・通信	2,950	3,910	32.5
51		16	東2	4481	ベース	情報・通信	4,700	9,050	92.6
52		17	マザーズ	4482	ウィルズ	情報・通信	960	4,535	372.4
53		17	マザーズ	4478	フリー	情報・通信	2,000	2,500	25.0
54		18	マザーズ	7685	BuySell Technologies	卸売業	1,930	3,720	92.7
55		18	マザーズ	4486	ユナイトアンドグロウ	情報・通信	1,270	3,205	152.4
56		18	マザーズ	4485	JTOWER	情報・通信	1,600	2,620	63.8
57		19	マザーズ	2981	ランディックス	不動産業	1,630	3,660	124.5
58		19	マザーズ	2980	SREホールディングス	不動産業	2,650	2,475	▲ 6.6
59		20	マザーズ	7078	INCLUSIVE	サービス業	2,110	4,535	114.9
60		20	マザーズ	4487	スペースマーケット	情報・通信	590	1,306	121.4
61		23	東2	7686	カクヤス	卸売業	1,600	1,866	16.6
62		23	マザーズ	6557	global bridge HOLDINGS	サービス業	2,690	4,020	49.4
63		25	マザーズ	4488	AI inside	情報・通信	3,600	12,600	250.0
64		25	マザーズ	7079	WDBココ	サービス業	1,530	3,400	122.2
65		26	マザーズ	7080	スポーツフィールド	サービス業	2,730	8,500	211.4
66		7	マザーズ	7082	ジモティー	サービス業	1,000	2,300	130.0
67		7	JQS	7081	コーユーレンティア	サービス業	1,890	2,510	32.8
68		25	マザーズ	7083	AHCグループ	サービス業	2,200	3,550	61.4
69		2	東1	7085	カーブスホールディングス	サービス業	750	670	▲ 10.7
70		4	マザーズ	7084	Kids Smile Holdings	サービス業	2,260	2,732	20.9
71		6	マザーズ	7086	きずなホールディングス	サービス業	2,320	2,220	▲ 4.3
72		6	東2	7087	ウイルトック	サービス業	1,200	1,200	0.0
73		9	東1	7088	フォーラムエンジニアリング	サービス業	1,310	1,030	▲ 21.4
74		10	マザーズ	4490	ビザスク	情報・通信	1,500	1,310	▲ 12.7
75		11	JQS	4491	コンピューターマネージメント	情報・通信	2,750	4,360	58.5
76		13	マザーズ	7090	リグア	サービス業	1,950	1,910	▲ 2.1
77		13	マザーズ	7089	フォースタートアップス	サービス業	1,770	1,628	▲ 8.0
78		13	東2	6231	木村工機	機械	2,400	2,050	▲ 14.6
79		16	マザーズ	7687	ミクリード	卸売業	890	818	▲ 8.1
80		17	マザーズ	7091	リビングプラットフォーム	サービス業	3,900	3,550	▲ 9.0
81		17	JQS	7688	ミアヘルサ	小売業	2,330	1,748	▲ 25.0
82		17	マザーズ	5070	ドラフト	建設業	1,580	1,221	▲ 22.7
83		19	マザーズ	9326	関通	倉庫・運輸関連業	490	1,032	110.6
84		19	東2	5368	日本インシュレーション	ガラス・土石製品	940	869	▲ 7.6
85		19	JQS	4492	ゼネテック	情報・通信	1,700	1,620	▲ 4.7
86		24	東2	5690	リバーホールディングス	鉄鋼	960	720	▲ 25.0
87		25	マザーズ	5071	ヴィス	建設業	820	754	▲ 8.0
88		26	マザーズ	7093	アディッシュ	サービス業	1,230	2,101	70.8
89		26	マザーズ	4493	サイバーセキュリティクラウド	情報・通信	4,500	9,210	104.7
90		30	名証セ	1444	ニッソウ	建設業	3,750	2,800	▲ 25.3
91		30	マザーズ	7094	Nex Tone	サービス業	1,700	1,660	▲ 2.4
92		31	マザーズ	7095	Macbee Planet	サービス業	1,830	2,348	28.3
2019年度上場92社平均								54.3	

(出所) 各社データをもとにIFIS作成

(注) TOKYO PRO Marketは含まず。上期上場一覧は昨年11月7日付レポートの15頁に掲載

IPO はなかったが、
ファンド管理報酬な
どの安定収益が着
実増となり赤字幅
が縮小

● 20/3 期 3Q 累計（4-12 月）業績解説

20/3 期 3Q 累計業績は、売上高 322 百万円（前年同期比 12.3%減）、営業利益▲89 百万円（同 31 百万円の赤字縮小）、経常利益▲4 百万円（同 82 百万円の赤字縮小）、純利益▲29 百万円（同 100 百万円の赤字縮小）。

売上高の内訳をみると、営業投資有価証券売上高は 23 百万円（前年同期比 122 百万円減）と大幅減。期中に投資先の IPO はなく、上場株式の売却は前年同期に引続いてなかった。未上場株式の売却もファンドのクローズに向けた流動化の一巡により、1 百万円（前年同期比 143 百万円減）と急反落した。前年同期は当社の旗艦ファンドだった FVC グロースファンド（出資金総額 100 億円、出資比率 41.0%）のクローズに伴う未上場株式の売却が多かった。一方、営業投資有価証券利息・配当金が 21 百万円あった（前年同期はゼロ）。2Q（7-9 月）に計上されたもので、業績好調な投資先複数社からの配当で 1 社が大半を占めたもよう。配当金は利益に直結するものだが、非支配株主に帰属する利益として 10 百万円が流出しており、実質的な利益寄与は約 10 百万円となる。

投資事業組合管理収入は 241 百万円（前年同期比 84 百万円増、53.5%増）と大幅増。3Q 累計では、管理報酬、設立報酬、成功報酬の内訳の開示はないが、管理報酬は 19/3 期に設立したファンドからの通期寄与や 20/3 期に設立したファンドからの新規寄与により順調に拡大。ファンド設立が好調だったことから設立報酬が大きく伸びたとみられる。2Q 累計（4-9 月）では、設立報酬・成功報酬は 23 百万円（同 20 百万円増）だった。

安定収益のコワーキング収入は 36 百万円（前年同期比変わらず）と横ばい。一過性の収入の比率の高いコンサルティング収入は 19 百万円（同 6 百万円減）だった。

持分法適用のデジ
アラ社の業績好調
が継続

売上総利益は 67 百万円（前年同期比 3 百万円増）と微増。前年同期に未上場株式の流動化により 65 百万円のキャピタルゲインを計上した反動や、運用ファンドの増加に伴う投資担当者の増員による人件費（売上原価）の増加などを営業投資有価証券利息・配当金や、ファンドの管理報酬、設立報酬の拡大でカバーした。

販管費は 157 百万円（前年同期比 27 百万円減、14.7%減）とバックオフィスのスリム化や経費削減努力により目立って減少した。

結果、営業赤字幅は上記のように縮小した。持分法適用のデジアラホールディングスの好調が継続し、持分法投資利益が 84 百万円（前年同期比 2.9 倍）と急伸。経常赤字幅はさらに縮小し、水面近辺に近付いた。

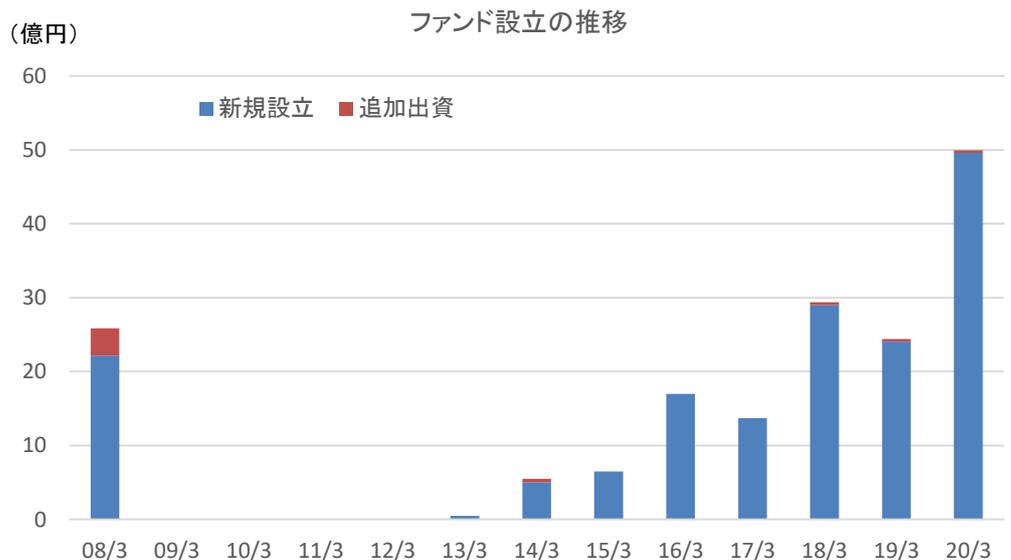
非支配株主に帰属する純利益が前年同期の38百万円から10百万円に減少したことから、純利益の減少幅はさらに縮小した。先述の通り、前年同期は出資比率の高いFVCグロースファンドにおける未上場株式のキャピタルゲインが多かったため非支配株主利益の流出が大きかった。

新規設立ファンド
の多様化、大型化
が進展

3Q累計のファンド設立は、7ファンド、45.0億円と活発だった（このほか、2ファンドで34百万円の追加出資があった）。

中でも昨年12月に設立したロボットものづくりスタートアップ支援ファンドは設立時のファンド総額が17億円と当社としては近年で最も大きいファンドとなった。主要なLP（出資者）はロボット事業に注力している菊池製作所（JQS：3444）で同社と共同で投資先のハンズオン支援を行う。テーマファンドの性格とCVCファンドの性格を併せ持ったファンドといえる。募集期間を長めにとっているようで、その他の事業会社や金融機関からの出資も見込んでおり、昨年12月の会社リリースでは最終的にファンド総額30億円を目指す予定としている。ただ、4Q（1-3月）での追加募集はなかったもよう。

ファンド設立に関する会社リリースをもとにすると、20/3期通期のファンド設立は9ファンド、49.6億円になったとみられる。近年では最も多い。テーマファンドや事業承継を支援するファンドなどファンドの多様化も進んでいる。また、投資実行が完了した地方創生ファンドなどの後継ファンドの設立も多くなっており、効率よくファンド設立ができるようになってきた。



(出所)決算短信、ニュースリリース
(注)09/3期～12/3期は新規設立、追加出資ともなし

業 績

19/3期以降設立のファンド一覧(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)	有限責任組員 (LP)
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	5	約10	京都信金
2019/1/11	秋田再生可能エネルギー	地方創生	210	2	8	秋田県信組
2019/1/17	しらうめ第1号(注1)	地方創生	200	2	約10	城南信金、全国信用協同組合連合会、ほか
2019/2/7	日高見の国地域振興	地方創生	96	1	8	北上信金
2019/3/22	KOBEスタートアップ育成1号ファンド	CVC	300	3	約10	デジアラキャピタル&パートナーズ、ほか
2019/3/29	ウィルグループHRTech2号	CVC	1,000	18	na	ウィルグループ
19/3期合計			2,406	36		—
2019/5/1	日本スタートアップ支援1号(注2)	ベンチャー	440	na	8	上場企業経営者20名以上など
2019/5/31	かんしん事業承継支援(注3)	地方創生	300	na	約10	第一勧業信組、全国信用協同組合連合会
2019/8/5	SUWASHIN地域応援ファンド1号	地方創生	500	na	8	諏訪信金
2019/9/20	地域とトモニ1号	地方創生	701	na	約9	徳島銀行、香川銀行
2019/9/30	おおさか事業承継・創業支援	地方創生	500	na	10	大阪信金、大阪信用保証協会
2019/11/6	東日本銀行地域企業活性化	地方創生	300	na	10	東日本銀行
2019/12/16	ロボットものづくりスタートアップ支援	ベンチャー	1,700	na	10	菊池製作所、SMBCベンチャーキャピタル、事業会社、ほか
2020/1/29	京都想いをつなぐ	地方創生	330	na	10	京都府の3信金、京都信用保証協会
2020/1/30	WAOJE海外進出支援基金	地方創生	190	na	8	京都信用金庫、NCO shiga合同会社、第一勧業信用組合
20/3期合計			4,961	na		—

(出所)決算短信、有価証券報告書、当社及びLPのニュースリリース、新聞記事をもとにIFIS作成

(注1)城南未来ファンドとの共同GP

(注2)(一社)日本スタートアップ支援協会との共同GP

(注3)恒信サービス(第一勧業信組の100%子会社)との共同GP

旗艦ファンドの清算完了でファンド残高は減少だが、業績への影響はない

3Q末時点のファンド数は38ファンド(前期末比6ファンド増)、出資金総額は169億円(同54億円減)となった。出資金総額が減少したのは、1Q(4-6月)に旗艦ファンドだったFVCグロースファンド(出資金総額100億円)の清算が完了したため。当該ファンドは清算期間に入って管理報酬がなくなっていたため、利益面への影響はない。

投資実行も順調に進捗

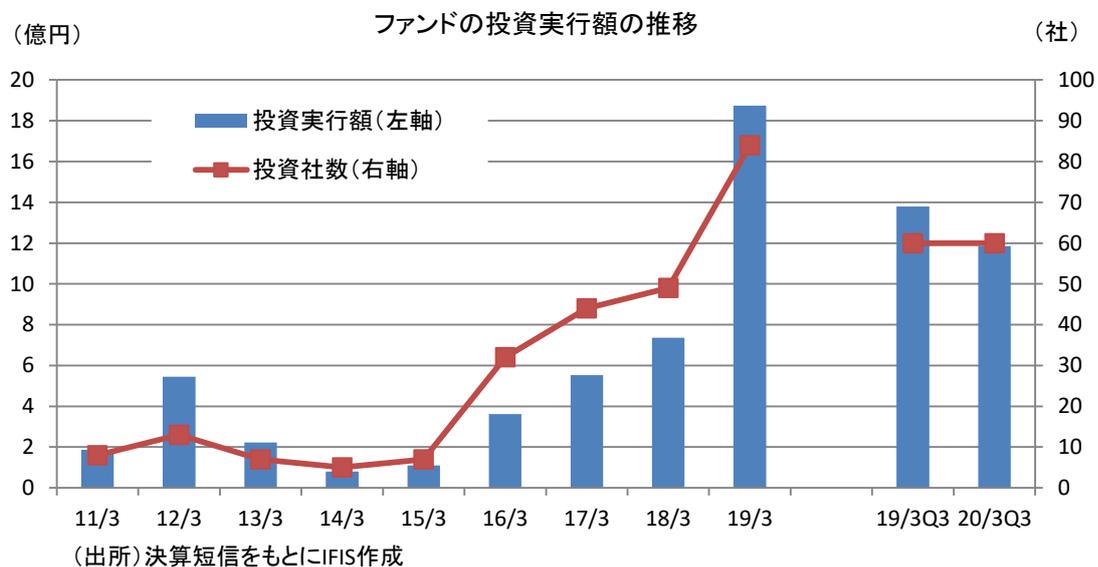
3Q累計の投資実行額は11.8億円(前年同期比14.1%減)。投資社数は前年同期と変わらず60社で順調に投資が進捗したといえよう。1件当りの投資額は1,975万円。

昨年12月にはロボットものづくりスタートアップ支援ファンドからイノフィスに投資したことが判明している。イノフィスは作業支援スーツ「マッスルスーツ」を手掛ける東京理科大発の注目ベンチャーで、菊池製作所が創業時からの出資者。

4Qに入っても東北大発ベンチャーで次世代電池向け触媒を手掛けるAZUL Energyに投資したことが判明しているなど順調に投資が進捗しているもよう。

新型コロナ問題が深刻化しているが、投資実行は止めることなく継続していくとしている。4月には、かんしん未来第2号ファンド(出資金総額3億円、出資比率1%)から看護師の病院定着率向上を図るベンチャーのエピグノに投資したことが判明している。時宜に適った投資であり注目される。

業 績



四半期損益計算書(連結)

(単位)百万円

	18/3				19/3				20/3			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q推
売上高	84	381	105	186	212	78	77	206	83	122	117	127
営業投資有価証券売上高(①)	18	301	14	66	144	0	1	100	0	21	2	0
営業投資有価証券売却額(上場)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
営業投資有価証券売却額(未上場)	18	300	15	66	143	1	1	100	0	0	1	0
営業投資有価証券利息・配当金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	21	0	0
投資事業組合管理収入	40	55	71	58	48	54	55	69	64	81	96	92
コンサルティング収入	9	7	8	22	7	10	8	23	6	7	6	20
コワーキング収入	14	15	12	11	12	12	12	13	12	12	12	12
その他	1	2	0	30	0	2	0	1	0	0	1	3
売上原価	101	77	116	169	153	77	73	182	81	88	85	93
営業投資有価証券売上原価(②)	13	4	68	66	80	0	0	93	0	0	1	0
うち、営業有価証券減損額	0	0	64	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)(③)	0	0	0	0	▲0	0	0	0	0	0	1	10
新規繰入(▲は戻入)	0	0	0	0	▲0	0	0	0	0	0	1	10
売却原価又は減損に係る戻入(▲)	0	0	0	0	▲0	0	0	▲0	0	0	0	0
その他	87	74	47	104	74	76	73	89	81	88	83	83
売上総利益	▲17	303	▲10	16	58	1	5	23	2	33	32	34
販管費	112	141	56	46	57	64	63	65	54	58	45	45
営業利益	▲129	162	▲66	▲29	1	▲62	▲59	▲41	▲52	▲24	▲13	▲11
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	1	12	▲11	16	8	10	2	29	24	32	16
営業外費用	0	0	0	7	0	0	0	1	0	0	0	0
経常利益	▲128	162	▲55	▲46	17	▲54	▲49	▲39	▲22	▲1	19	5
特別利益	232	0	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0
特別損失	0	74	172	97	0	0	0	70	0	9	1	0
税金等調整前当期純利益	104	88	▲220	▲142	17	▲54	▲49	▲110	▲22	▲10	18	5
法人税等	1	3	12	1	0	2	2	2	▲1	1	3	2
非支配株主に帰属する純利益	▲1	132	▲25	▲2	38	▲1	1	4	▲0	10	0	0
親会社株主に帰属する純利益	104	▲48	▲207	▲142	▲20	▲58	▲51	▲115	▲20	▲23	14	3
営業投資関連損益(①-②-③)	5	297	▲54	0	64	▲0	1	7	▲0	20	1	▲10

四半期要約貸借対照表(連結)

(単位)百万円

	18/3				19/3				20/3			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q推
総資産	3,665	3,787	3,420	3,224	3,198	3,020	3,014	3,021	2,884	2,891	2,847	2,853
流動資産	3,389	3,029	2,521	2,440	2,420	2,217	2,203	2,307	2,168	2,160	2,084	2,063
現預金	2,905	2,523	2,140	2,201	2,239	2,044	1,962	2,139	2,004	1,973	1,905	1,582
営業投資有価証券	383	377	337	216	141	147	211	124	128	135	149	461
投資損失引当金	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲0	▲1	▲1	▲1	▲11
その他	101	129	44	23	39	26	29	43	37	53	31	31
固定資産	276	757	899	783	777	802	811	714	716	730	762	790
投資その他の資産	242	750	893	778	772	795	803	705	707	723	755	783
投資有価証券	na	658	179	63	65	66	65	20	20	20	21	21
関係会社株式	na	na	642	632	623	629	636	637	637	660	692	720
その他	na	na	71	82	83	98	100	46	49	42	41	42
その他	34	7	6	5	5	7	8	9	9	7	7	7
負債	129	223	87	183	138	136	77	202	150	163	106	110
有利子負債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
流動	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	129	223	87	183	138	136	77	202	150	163	106	110
純資産	3,535	3,563	3,333	3,041	3,059	2,884	2,936	2,819	2,734	2,727	2,740	2,743
うち、非支配株主持分	247	321	294	161	194	70	173	176	111	122	120	120
(自己資本)	3,287	3,242	3,034	2,873	2,856	2,801	2,748	2,628	2,607	2,591	2,605	2,608
(自己資本比率)(%)	89.7	85.6	88.7	89.1	89.3	92.8	91.2	87.0	90.4	89.6	91.5	91.4

(出所)決算短信をもとにIFIS作成

(注)20/3期4QはIFIS推測

急激な景気悪化でも投資損失引当金繰入れは限定的だろう

● 20/3 期業績予想

4Q（1-3月）にも投資先の IPO はなく、ファンドのクローズに伴う未上場株式の売却もほぼ一巡したとみられるため、4Q に営業投資有価証券売上高はなかったと推測した。

4Q のファンド設立は 2 ファンド、5.2 億円にとどまっており、大型ファンドの設立があった 3Q からはファンドの設立報酬は減少するが、管理報酬は漸増しよう。結果、4Q の投資事業組合管理収入は 3Q から若干減にとどまったとみる。

季節要因によりコンサルティング収入は、四半期で 4Q が最も多い傾向がある。コワーキング収入は安定的に推移しよう。新型コロナ問題を受け、京都烏丸のコワーキング施設への出勤者は減っているようだが、会員数は減っていないため当面、売上高への影響はなさそう。

懸念されるのは、新型コロナ問題による投資先企業の業況悪化、その場合、期末に投資損失引当金を繰入れる可能性がある。ただし、近年はファンドへの出資比率を 1~5%程度にとどめており（1%が多い）、3Q 末時点の営業投資有価証券残高は 149 百万円に過ぎないため、繰入額が多額にのぼる恐れは低いとみる。IFIS 予想では期末の投資損失引当金繰入額を 10 百万円と見込んだ。なお、3Q 末時点の投資損失引当金は 2 百万円弱、引当率は 1.3%とほとんど引当を行っていない。

以上のことを踏まえ、IFIS 業績予想は前回予想から若干上方修正した。上方修正要因は、ファンド設立が想定以上に好調だったこと、19/3 期にはなかった投資先からの配当金があったこと、持分法適用のデジアラホールディングスの業績が非常に好調に推移していること、販管費の削減が想定以上に進んだこと、など。

H.I.Fと事業提携し、MBO 支援のため約 3 億円の本体投資を実行

2月4日にエイチ・アイ・エス（9603）のグループ会社で BaaS プラットフォーム企業の H.I.F と事業提携したと発表。合わせて H.I.F の代表取締役東小藺氏（エイチ・アイ・エス出身）による MBO を支援すべく東小藺氏の資産管理会社に対し、種類株式と新株予約権付社債による約 3 億円の本体投資を実行した。MBO により東小藺氏の資産管理会社は H.I.F の株式の過半を取得することになるが、H.I.F とエイチ・アイ・エスとの資本関係は残る（約 30%）。

事業提携の狙いは、H.I.F が手掛ける中小企業向けの決済代行・信用保証などのバックファイナンスによる金融支援サービスを当社が運営するファンドの投資先企業（3Q 末 227 社）に提供すること。既に 1 件の実績がある。投資先の支援が主目的だが、当社も紹介により若干の収益を得る。

H.I.F は IPO を志向しており、約 3 億円のバイアウト投資の EXIT は IPO が基本となる。中長期的に楽しみな投資案件といえよう。

ZMP の IPO がなく
ても収支均衡に達
するとみる

● 21/3 期業績予想

新型コロナ問題により EXIT の環境が悪化しているため、当期中に ZMP の IPO を織り込むのは不相当と判断した。ZMP に投資している FVC グロース二号ファンド（出資金総額 9.5 億円、出資比率 52.6%）は今年 12 月で再延長期間が終了するが、さらに延長することになるとみられる。万一、延長ができない場合でも当社出資分は維持する方策を種々検討しているもよう。

営業投資有価証券売上高は ZMP の IPO がなければ、ほとんど見込めないとみられるが、20/3 期に計上した投資先からの配当金は一過性ではなく、継続的に見込めそうであり、20/3 期並みの配当金を織り込んだ。当該投資先企業は新型コロナの影響をそれほど受けない業態のようである。

新型コロナ問題がファンド設立に悪影響を与える可能性はあるが、20/3 期に設立したファンドからの管理報酬の通期寄与や、ロボットものづくりスタートアップ支援ファンドで追加出資が期待されることもあり、ファンド設立が減速したとしても投資事業組合管理収入は増加が見込めよう。

コンサルティング収入やコワーキング収入は、概ね 20/3 期から概ね横ばいを見込んだ。

持分法適用のデジアラホールディングスの業績は底堅く推移すると予想した。同社はエクステリア・外構空間の販売・施工等を手掛ける会社。インターネットで集客を行っていることや、外での作業になること、新型コロナによる外出自粛でガーデニングの需要増が見込まれることなどから、新型コロナ問題による同社業績への影響は限定的と考える。

以上から営業利益段階では赤字が残っても、経常利益以下はわずかながら黒字化すると予想した。

EXIT 環境の悪化
は、投資環境の好
転でもある

新型コロナ問題による EXIT 環境の悪化は、反面、投資環境の好転、すなわち投資時のバリュエーション低下につながる可能性が高いため、中長期的には業績にプラスに働くといえよう。資金繰り目的に VC に出資を求めるベンチャーが増加すると考えられ、投資機会は増えよう。投資の目利きがより一層求められる状況といえる。

また、当社が 2015～2016 年にかけて実施した 2 回のエクイティファイナンスで調達した資金のうち、約 12.2 億円を事業シナジーや安定収益が見込める企業の M&A に使用するとしていたが、その期限を 20/3 期末から 22/3 期まで延長すると 3 月 12 日に発表した。超低金利などを背景に投資競争が激化しバリュエーションが高止まりしていたことが、M&A が実現しない原因だったが、新型コロナ問題を受け M&A の世界でもバリュエーションの低下が見込まれる。デジアラホールディングスに続く、M&A の実現に期待したい。

業 績

損益計算書

(単位)百万円

	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3		18/3	19/3	20/3推	21/3E
	個別						連結				
売上高	475	412	462	601	417	278	365	756	573	449	518
営業投資有価証券売上高(①)	52	68	118	253	47	70	243	399	245	23	30
投資事業組合管理収入	383	309	291	300	322	161	73	224	226	333	390
コンサルティング収入	29	26	45	33	38	40	41	46	48	39	40
コワーキング収入	-	-	-	-	-	-	-	52	49	48	48
その他	11	8	6	13	8	6	6	33	3	4	10
売上原価	510	332	397	637	279	423	737	463	485	347	377
営業投資有価証券売上原価(②)	532	1,037	267	285	81	317	1,010	151	173	1	7
投資損失引当金繰入額(▲は戻入)(③)	▲ 302	▲ 963	▲ 146	69	▲ 27	▲ 198	▲ 555	0	0	11	20
その他	279	259	275	281	226	301	282	312	312	335	350
人件費	130	132	131	135	136	152	na	na	na	-	-
経費	149	127	144	146	90	149	na	na	na	-	-
売上総利益	▲ 34	79	64	▲ 35	137	▲ 144	▲ 372	292	87	101	141
販管費	160	132	125	111	127	228	278	355	249	202	200
営業利益	▲ 194	▲ 52	▲ 60	▲ 147	10	▲ 373	▲ 650	▲ 62	▲ 161	▲ 100	▲ 59
営業外収益	3	3	5	1	5	0	0	2	36	101	90
営業外費用	40	33	30	27	27	29	36	7	1	0	0
支払利息	36	31	28	24	18	11	11	0	0	0	0
その他	4	2	2	3	8	18	25	7	1	0	0
経常利益	▲ 232	▲ 83	▲ 86	▲ 173	▲ 11	▲ 401	▲ 686	▲ 67	▲ 125	1	31
特別利益	330	199	0	0	0	0	0	239	0	0	0
特別損失	3	63	0	0	3	40	35	343	70	10	0
税金等調整前当期純利益	95	52	▲ 86	▲ 174	▲ 14	▲ 442	▲ 721	▲ 170	▲ 196	▲ 9	31
法人税等	10	9	8	8	7	4	4	17	6	5	5
非支配株主に帰属する純利益	-	-	-	-	-	-	▲ 234	104	42	10	10
当期純利益	84	43	▲ 94	▲ 182	▲ 21	▲ 446	▲ 491	▲ 293	▲ 244	▲ 26	16
営業投資関連損益(①-②-③)	▲ 178	▲ 6	▲ 3	▲ 101	▲ 7	▲ 49	▲ 211	248	72	11	3

要約貸借対照表(主要科目のみ表示)

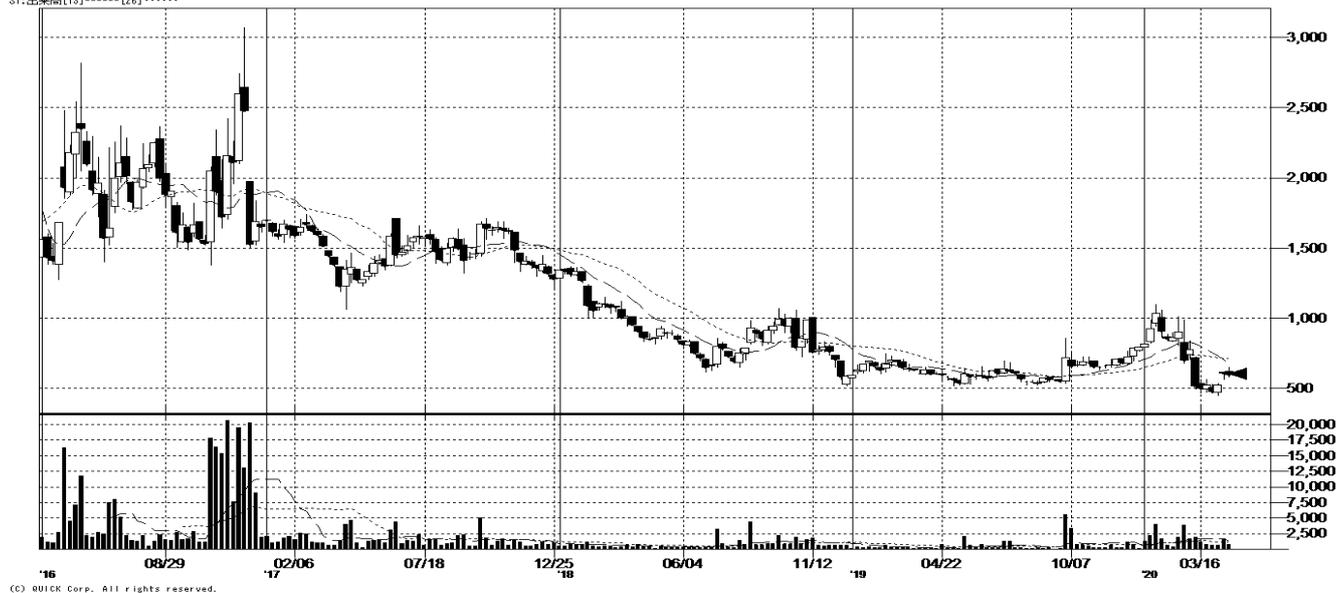
(単位)百万円

	12/3	13/3	14/3	15/3	16/3	17/3		18/3	19/3	20/3推	21/3E
	個別						連結				
総資産	1,446	1,458	1,154	878	1,419	3,365	3,584	3,224	3,021	2,849	2,865
現預金	516	439	347	403	1,034	2,867	2,902	2,201	2,139	1,578	1,490
営業投資有価証券	1,966	1,246	886	630	501	178	394	216	124	461	500
投資損失引当金	▲ 1,114	▲ 302	▲ 156	▲ 226	▲ 198	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 0	▲ 11	▲ 31
投資その他の資産	28	28	27	28	49	223	226	778	705	783	860
負債	1,129	1,099	958	776	637	133	153	183	202	110	110
有利子負債	959	874	781	596	511	0	0	0	0	0	0
短期	85	92	85	85	85	0	0	0	0	0	0
長期	874	782	696	511	426	0	0	0	0	0	0
純資産	316	359	196	102	782	3,231	3,431	3,041	2,819	2,739	2,755
(自己資本比率)(%)	20.7	23.5	15.8	11.3	54.9	96.0	88.8	89.1	87.0	91.5	91.6

(出所)決算短信、会社資料

(注)推(推測)、E(予想)はいずれもIFIS

8482 ユービーエス 期定 16/3/28~20/4/20
 MC: 移動平均(18) [28]
 ST: 出来高(18) [28]



(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。

			2017/3	2018/3	2019/3	2020/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	3,075	1,715	1,074	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	1,277	940	517	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	217,702	56,590	31,551	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	365	756	573	449
	営 業 利 益	百万円	-650	-62	-161	-100
	経 常 利 益	百万円	-686	-67	-125	1
	当 期 純 利 益	百万円	-491	-293	-244	-26
	E P S	円	-62.68	-32.97	-27.51	-2.92
	R O E	%	-24.8	-9.7	-8.9	-1.0
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	3,326	2,440	2,307	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	258	783	714	-
	資 産 合 計	百万円	3,584	3,224	3,021	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	113	152	171	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	39	30	30	-
	負 債 合 計	百万円	153	183	202	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	3,170	2,879	2,634	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	3,431	3,041	2,819	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	-390	72	11	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-240	-586	50	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	2,921	-186	-123	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	2,902	2,201	2,139	-

リスク分析

事業に関するリスク

- 事業に関するリスク
 - 新型コロナ問題の深刻化、長期化により投資先企業の業況、資金繰りが悪化し、投資損失引当金繰入が増加したり、減損損失が発生する恐れ。
 - 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 19/3 期末で従業員数が 39 人（前期末比 4 人増）と少なく、ファイナニング、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>