

|| 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 >>>](#)

2020 年 12 月 10 日 (木)

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
1. 会社概要	01
2. 2021年3月期上期の業績	01
3. 2021年3月期の業績見通し	02
4. 今後の方向性	02
■ 会社概要	03
1. 事業概要	03
2. 沿革	06
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. 2021年3月期上期決算の概要	12
■ 活動実績	15
1. PE投資	15
2. プロジェクト投資	15
■ 業績見通し	17
■ 今後の方向性	18
1. 中期経営計画の概要	18
2. 投資種類別の方向性	19
3. 財務目標とこれまでの進捗	19
■ 株主還元	21

## 要約

### 上期業績は株式売却の期ずれ等により計画を下回る進捗。 メガソーラープロジェクトの売却により通期業績は営業増益を確保する 見通し

#### 1. 会社概要

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 16,556 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 14,376 百万円となっている（2020 年 9 月末現在）。PE 投資については、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、投資残高も減少傾向にある。ただ、ここ数年はプロジェクト投資に積極的に取り組み、パートナー企業への戦略投資（PE 投資）でも成果を上げている。

※ 11 ファンドのうち、1 ファンド（総額 1,359 百万円）については、2020 年 3 月に設立した稼働済みメガソーラープロジェクトを投資対象とするファンドである。

#### 2. 2021 年 3 月期上期の業績

2021 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 7.1% 減の 1,257 百万円、営業損失が 179 百万円（前年同期は 216 百万円の損失）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こと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 21.7% 減の 541 百万円、営業損失が 316 百万円（前年同期は 421 百万円の損失）と減収ながら損失幅が縮小した。ただ、期初見込値に対しては、営業収益、利益ともに下回る進捗となっている。営業収益は、予定していた株式売却の期ずれや売却株式の小型化により減収となった。一方、損益面については、他社ファンドからの損失発生や植物工場への先行費用等による影響を受けたものの、利益率の高い上場株式の売却や引当金の戻し入れ、売電を開始したメガソーラープロジェクトの収益貢献等により損失幅は縮小した。また、プロジェクト投資における各事業が順調に立ち上がってきたほか、地域金融機関と連携した中堅中小企業のグローバル化を支援するファンドの新設でも一定の成果を上げることができた。

## 要約

### 3. 2021年3月期の業績見通し

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、2021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17.7%増の3,250百万円、営業利益を同31.9%増の350百万円と増収及び営業増益を見込んでいる。期初見込値からの修正はないものの、収益の内訳については一部変更している。すなわち、見込んでいたIPOの一部が延期となったことから、その代わりにメガソーラープロジェクトを売却することにより、通期業績の見込値を達成する想定となっている。なお、株式の売却やプロジェクトの売却の大半は第4四半期に実行する計画であるため、第3四半期までは損失を計上する見込みとなっている。

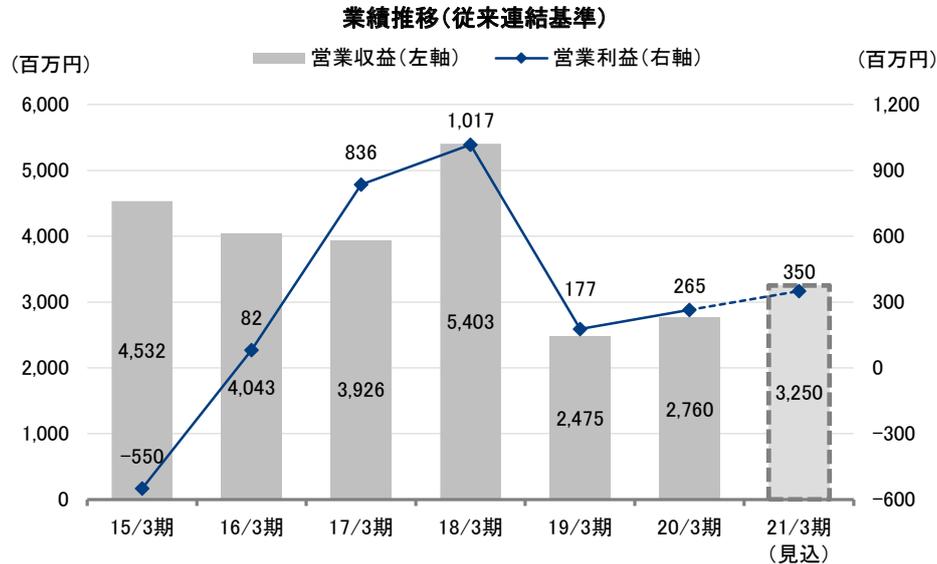
### 4. 今後の方向性

同社は、2019年3月期より3ヶ年の中期経営計画を推進しており、最終年度を迎えている。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、プロジェクト投資（再生可能エネルギー、スマートアグリ、ヘルスケア等）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。この3年間を第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。

#### Key Points

- ・ 2021年3月期上期の業績（従来連結基準）は株式売却の期ずれ等により計画を下回る進捗
- ・ プロジェクト投資における各事業は順調に進捗しているほか、中堅中小企業のグローバル化を支援するファンドの新設でも一定の成果
- ・ 2021年3月期の通期業績（従来連結基準）についてはメガソーラープロジェクト売却により増収及び営業増益を見込んでいる（期初見込値を据え置き）
- ・ 事業テーマに基づくプロジェクト投資と戦略（PE）投資の組み合わせにより、安定収益の確保と財務バランスの強化を図る方向性

## 要約



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 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投資のほか、再生可能エネルギーなどプロジェクト投資も手掛けている。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、金融機関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16,556百万円(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14,376百万円の規模となっている(2020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、投資種類別には、「PE投資」と「プロジェクト投資」の大きく2つに区分される。

会社概要

投資種類別の概要は以下のとおりである。

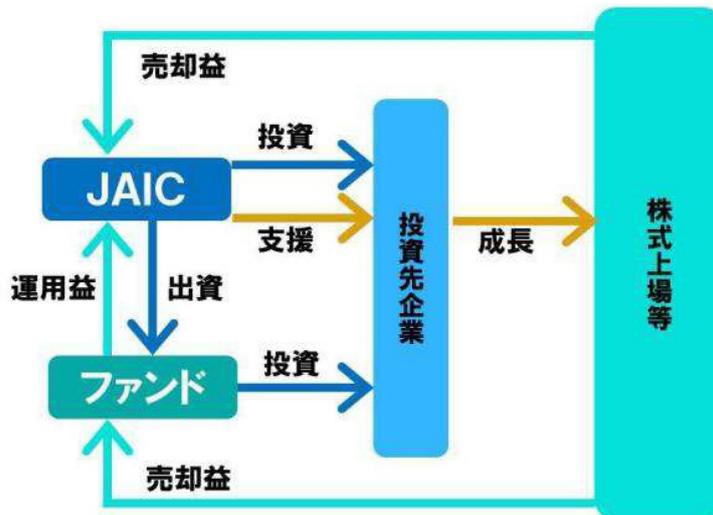
(1) PE 投資

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）等の獲得を目指すものである。また、同社グループが組成した投資事業組合（ファンド）からの管理運営報酬等<sup>\*</sup>も収益源となっている。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。

<sup>\*</sup> 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。

2020年9月末の同社グループの自己資金及び運用ファンドによるPE投資残高は8,375百万円(95社)となっている。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、ファンド運用残高及び投資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。もっとも、投資方針（本体投資分）の抜本的な見直しにより、既存の資産から事業テーマ（詳細は後述）に関連するパートナー企業への戦略投資へと入れ替えを進めている。

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

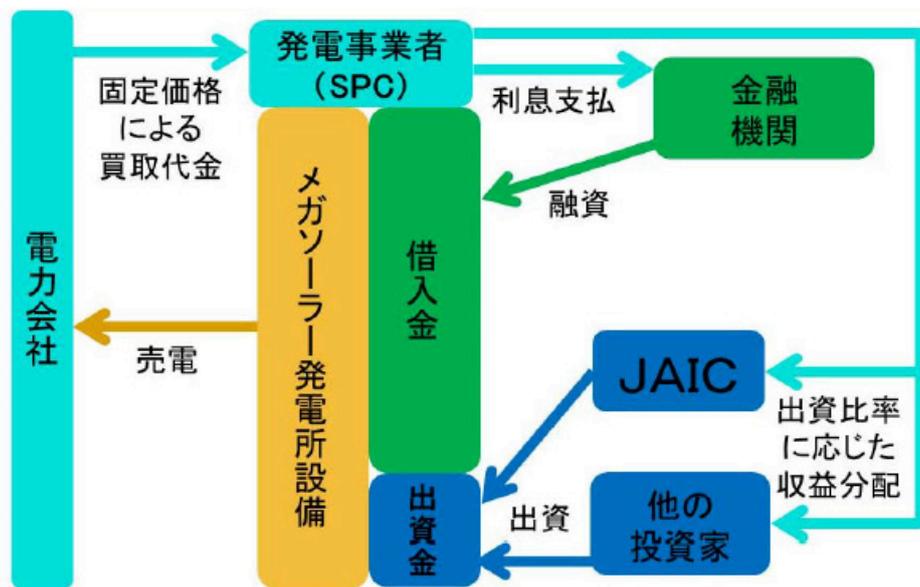
(2) プロジェクト投資

メガソーラープロジェクトを中心とした「再生可能エネルギー」（バイオマス、バイオガス、風力等も展開）のほか、新規事業テーマである「スマートアグリ」（植物工場）や「ヘルスケア」（介護施設・障がい者グループホーム）、「ディストリビューションセンター」（物流施設）などのプロジェクトに対して、プロジェクトファイナンスの活用によりレバレッジを効かせた投資を行うものである。売電収益などプロジェクトからの安定収益を得ることができる上、状況に応じて途中売却による売却益の実現も期待できる。

## 会社概要

2020年9月末の同社グループの自己資金及び運用ファンドによるプロジェクト投資の残高は60億円となっている。これらのプロジェクトでは、同社及びその他投資家からの出資金に加えて、金融機関からのプロジェクトファイナンス等でも資金調達をしており、同社はレバレッジ効果により投資した資金の収益性を高めている。これまでは、長期保有による安定収益獲得を目的としたプロジェクトを中心に積み上げてきたが、今後は、短期での売却を前提としたプロジェクト投資に軸足を移し、長期と短期の厚みのある収益構造の確立を目指していく方針である。

## 投資業務（再生可能エネルギープロジェクト）



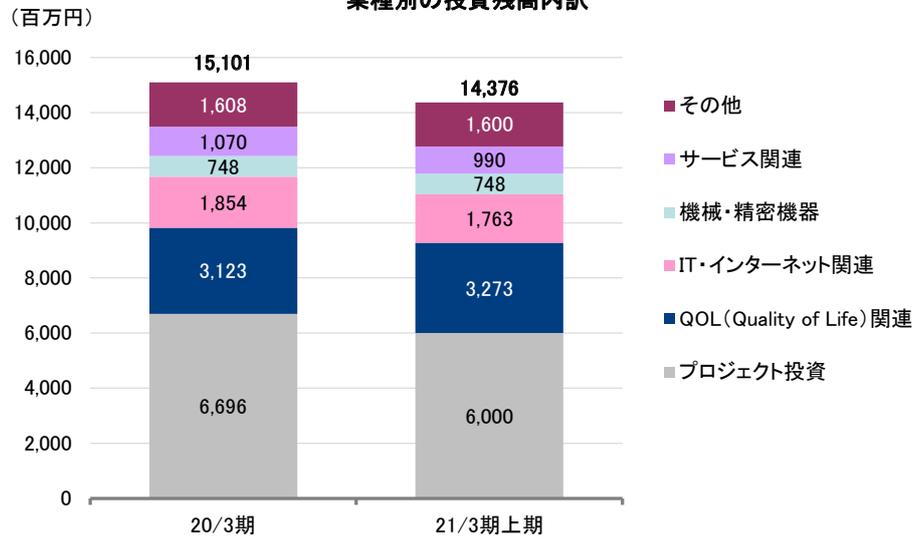
出所：期末決算補足資料より掲載

地域別の投資残高は、日本が約70%、中華圏（中国、香港、台湾）他が約30%である。投資種類別では、再生可能エネルギー等の「プロジェクト投資」の投資残高が約40%、未上場企業に投資を行う「PE投資」が約60%である。PE投資は、業種別では、「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」「サービス関連」「その他」と多岐にわたっている。

※「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

## 業種別の投資残高内訳



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 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（OECD）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OECD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。その後、ヘルスケア（介護施設・障がい者グループホーム）、スマートアグリ（植物工場）、ディストリビューションセンター（物流施設）と、投資をするプロジェクトの種類を多様化してきている。

## プロジェクト投資による安定収益を確保しながら、 PE投資によるアップサイドを狙う複合的な収益構造

### 3. 企業特徴

#### (1) 収益モデル

同社の収益構造は、「PE投資」と「プロジェクト投資」と2つの異なるタイプの投資によって構成されているところに大きな特徴がある。そのうち「PE投資」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」の3つに分類されるが、「実現キャピタルゲイン」による業績インパクトが一番大きい。なお、「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ため、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。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り、ミドルリスク・ミドルリターン型の収益となっている。また、「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。「PE投資」の本来の目的は、「実現キャピタルゲイン」の獲得にあり、業績へのインパクトも一番大きいことから、「PE投資」全体で見れば、ハイリスク・ハイリターン型の投資事業とみなすことができる。

一方、ここ数年、注力している「プロジェクト投資」の収益源についても、「実現キャピタルゲイン」と「インカムゲイン」などに分類されるが、「プロジェクト投資」の本来の目的は、売電収益などプロジェクトからの安定的な「インカムゲイン」を積み上げていくところにある。もっとも、長期で保有するだけでなく、プロジェクトの一部を短・中期で途中売却することにより、利益と資金を確保しながら資産の拡大を図っていくことも重要な投資戦略となっているが、その場合の「実現キャピタルゲイン」については、将来にわたる「インカムゲイン」（含み益）の前倒し的な実現に近い。したがって、「プロジェクト投資」全体では、ミドルリスク・ミドルリターン型の投資事業とみなすことができる。

以上から、全体を俯瞰すれば、「インカムゲイン（配当収入や売電収益等）」や「ファンドの運営報酬」などの安定収益に加えて、「プロジェクト投資資産」の一部売却により基礎となる利益を確保しながら、「PE投資資産」の売却によりアップサイドの「実現キャピタルゲイン」を狙う複合的な収益構造とすることができる。

## 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、40年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

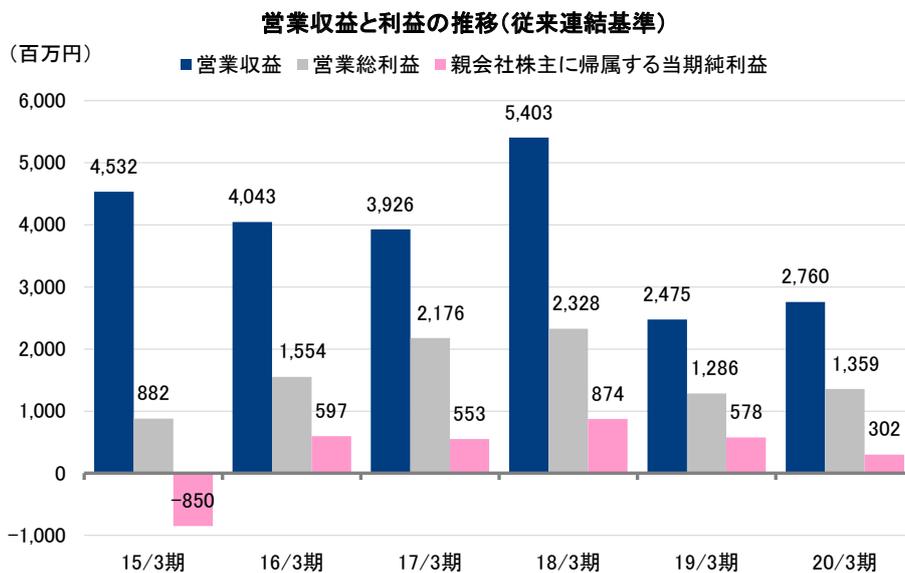
#### 1. 業績を見るためのポイント

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言っても必ずしも業績が向上しているとは限らない。

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り得ることに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による収益貢献等により、5期連続の黒字決算を達成している。



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

安定収益である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。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、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等のプロジェクト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。

日本アジア投資 | 2020年12月10日(木)  
 8518 東証1部 | <https://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

決算動向

営業総利益の内訳推移 (従来連結基準)

(単位:百万円)

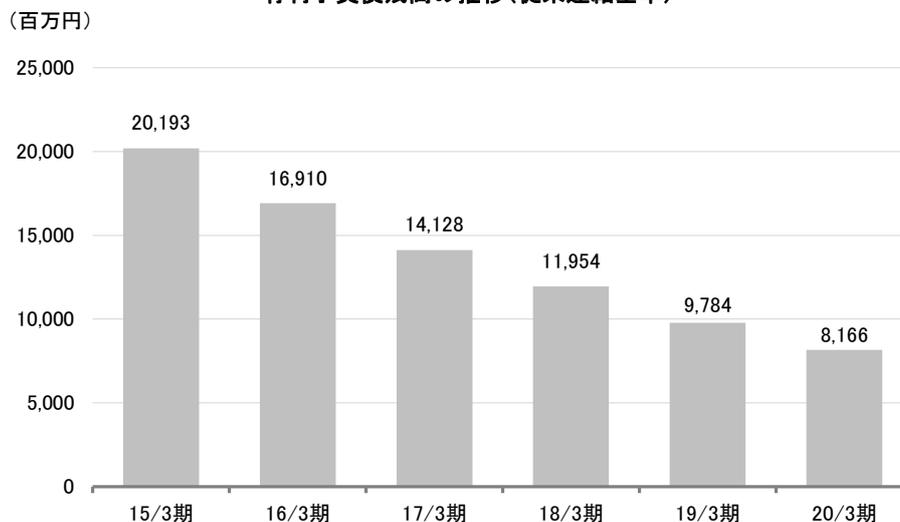
	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期
営業総利益	882	1,554	2,176	2,328	1,286	1,359
運営報酬	634	729	466	364	241	199
管理報酬	571	441	364	277	241	199
成功報酬	63	288	101	86	0	0
投資損益	178	520	577	187	613	1,137
実現キャピタルゲイン	1,883	1,090	852	749	1,192	1,383
営業投資有価証券評価損・ 投資損失引当金繰入額	-1,704	-569	-274	-562	-579	-245
インカムゲイン等	24	297	1,112	1,640	380	-12
その他	44	5	19	136	51	34

出所: 決算短信、期末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2015年3月期の20,193百万円から2020年3月期には8,166百万円と約60%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投資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プロジェクト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、First Eastern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、2020年3月期には45.7%の水準に到達している。

有利子負債残高の推移(従来連結基準)



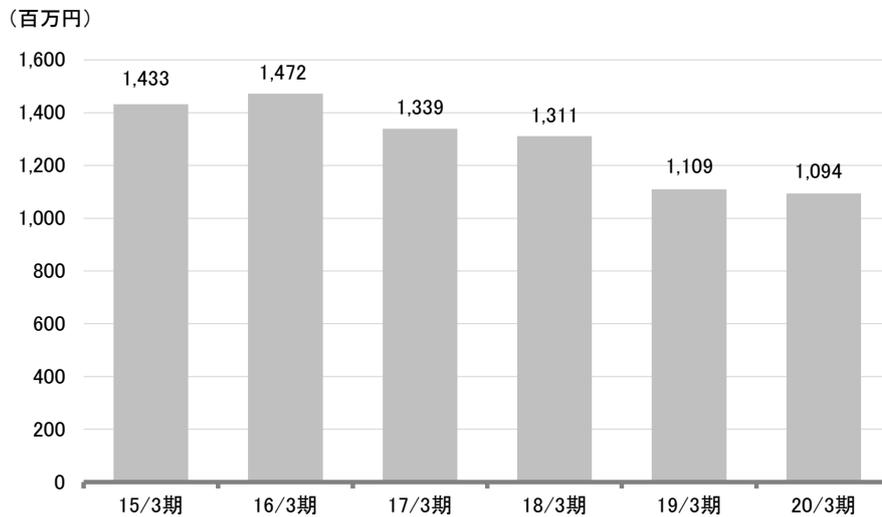
出所: 期末決算補足資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項(ディスクレマー)をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

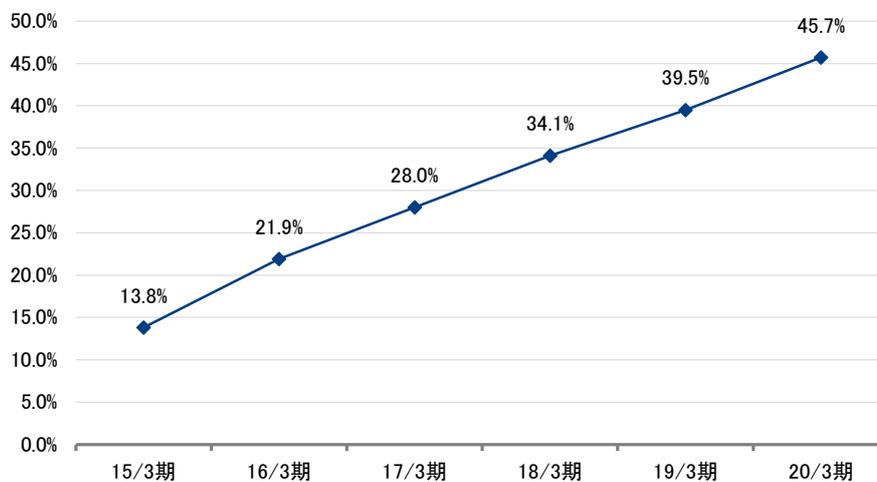
## 決算動向

## 販管費の推移(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

## 自己資本比率の推移(従来連結基準)

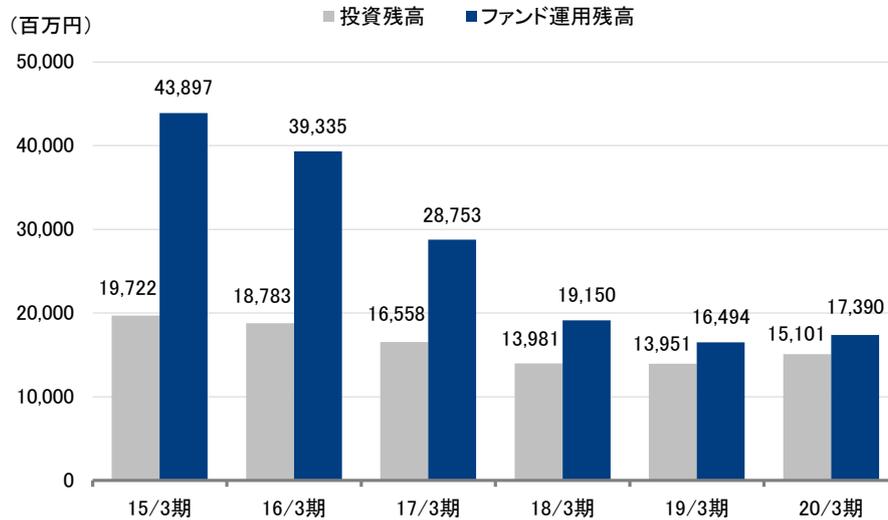


出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

投資残高は、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たが、プロジェクト投資資産の増加により、2020年3月期は増加に転じた。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が、2020年3月期は増加に転じた。

## 決算動向

## 投資残高及びファンド運用残高(従来連結基準)



出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

## 3. 2021年3月期上期決算の概要

2021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7.1%減の1,257百万円、営業損失が179百万円(前年同期は216百万円の損失)、経常損失が300百万円(同364百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純損失が342百万円(同462百万円の損失)となった。

従来連結基準でも、営業収益が前年同期比21.7%減の541百万円、営業損失が316百万円(前年同期は421百万円の損失)、経常損失が335百万円(同483百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純損失が336百万円(同481百万円の損失)と減収ながら損失幅は縮小した。一方、期初見込値に対しては、予定していた株式売却の期ずれ等により営業収益、利益ともに下回る進捗となっている。

従来連結基準による業績の概要は以下のとおりである。

営業収益は、予定していた株式売却の期ずれや売却株式の小型化により減収となった。一方、営業総利益については、営業収益の下振れに加え、他社ファンドからの損失発生、植物工場への先行費用等による影響を受けたものの、利益率の高い上場株式の売却や引当金の戻し入れ※、売電を開始したメガソーラープロジェクトの収益貢献等により前年同期比109.1%増の227百万円と増益を確保。それに伴って営業損失も縮小した。なお、販管費が若干増加しているのは、本社移転に伴う一時的な費用によるものである。

※ 過去に引当金を計上していた投資先のうち、業績の改善や回収額の増加が見込まれるものに対する引当金を戻し入れたため、評価損・引当金が減少した。

日本アジア投資 | 2020年12月10日(木)  
 8518 東証1部 | <https://www.jaic-vc.co.jp/jir/>

## 決算動向

財務面（従来連結基準）では、借入金の返済や投融資実行により「現金及び預金」が減少したことや、採算性が低下した建設中のメガソーラープロジェクトの回収等により、総資産は前期末比 7.7% 減の 14,580 百万円に縮小した。借入金も同 8.5% 減の 7,469 百万円と順調に減少している。なお、営業投資資産の動きを見ると、「戦略投資」は着実に伸びている一方、戦略投資以外の PE 投資は減少。「プロジェクト投資」についても、既述したメガソーラープロジェクトの回収等により減少する結果となっている。一方、財務健全性に目を向けると、自己資本は親会社株主に帰属する四半期純損失の計上により同 6.8% 減の 6,732 百万円に減少したものの、自己資本比率は 46.2%（前期末は 45.7%）とほぼ横ばいで推移。同社が重視する財務バランス（「現金及び預金」と流動性の高い「プロジェクト投資」の合計が借入金を上回る状態）も一定のプラス幅を維持している。

## 2021年3月期上期決算の概要

(単位:百万円)

	20/3 期上期 ファンド連結		21/3 期上期 ファンド連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率
営業収益	1,353		1,257		-96	-7.1%
営業原価	917	67.8%	724	57.6%	-193	-21.1%
営業総利益	435	32.2%	533	42.4%	98	22.4%
販管費	652	48.2%	712	56.6%	60	9.2%
営業利益	-216	-16.0%	-179	-14.2%	37	-
経常利益	-364	-26.9%	-300	-23.9%	64	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	-462	-34.1%	-342	-27.2%	120	-

	20/3 期上期 従来連結		21/3 期上期 従来連結		増減	
	実績	構成比	実績	構成比	増減	増減率
営業収益 (A)	691		541		-150	-21.7%
PE 投資	586	-	402	-	-184	-31.4%
プロジェクト投資	104	-	139	-	35	33.7%
営業原価 (B)	582	84.2%	313	57.9%	-269	-46.2%
PE 投資	531	-	239	-	-292	-55.0%
プロジェクト投資	50	-	74	-	24	48.0%
営業総利益 (A) - (B)	108	15.8%	227	42.1%	119	109.1%
PE 投資	54	-	162	-	108	200.0%
プロジェクト投資	54	-	64	-	10	18.5%
販管費	530	76.7%	544	100.6%	14	2.6%
営業利益	-421	-60.9%	-316	-58.5%	105	-
経常利益	-483	-69.9%	-335	-61.9%	148	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	-481	-69.6%	-336	-62.1%	145	-

出所：決算短信、決算補足資料よりフィスコ作成

## 2021年3月期上期の財政状況等

(単位:百万円)

	20/3 期末		21/3 期上期末		増減	
	従来連結		従来連結		増減	増減率
総資産	15,800		14,580		-1,220	-7.7%
うち、現金及び預金	3,920		3,515		-405	-10.3%
うち、プロジェクト投資資産	5,437		4,915		-522	-9.6%
うち、戦略投資資産	1,005		1,155		150	14.9%
うち、PE 投資資産 (戦略投資以外)	4,282		3,926		-356	-8.3%
自己資本	7,223		6,732		-491	-6.8%
自己資本比率	45.7%		46.2%		0.5pt	-
借入金	8,166		7,469		-697	-8.5%
投資残高	15,101	130 社 / 件	14,376	126 社 / 件	-725	-4.8%
ファンド総額	17,390	11 件	16,556	11 件	-834	-4.8%

出所: 決算短信、決算補足資料よりフィスコ作成

投資種類別の業績は以下のとおりである。

**(1) PE 投資**

営業収益は前年同期比 31.4% 減の 402 百万円、営業総利益は同約 3 倍の 162 百万円と減収ながら増益となった。営業収益は、予定していた株式売却の期ずれや未上場株式の売却が小型化したことにより減収となった。一方、損益面では、他社ファンドからの損失発生による影響を受けたものの、利益率の高い上場株式の売却や引当金の戻し入れにより、これを補って大幅な増益を実現することができた。

**(2) プロジェクト投資**

営業収益は前年同期比 33.7% 増の 139 百万円、営業総利益は同 18.5% 増の 64 百万円と増収増益となった。植物工場への先行費用が増加したものの、2020年2月以降に売電を開始したメガソーラープロジェクト5件(7発電所)の収益貢献により増収増益を確保した。

## ■ 活動実績

### プロジェクト投資における各事業が順調に進展。 中堅中小企業グローバル化支援ファンドの新設でも一定の成果

#### 1. PE 投資

##### (1) ファンド運用残高（ファンド新設の進捗）

同社グループが管理運営等を行っているファンドの運用残高は11件※で16,556百万円（前期末は11件で17,390百万円）と減少した。一方、地域金融機関向けに募集を開始した中堅中小企業の海外進出を支援するファンドについては、その成果の1つとして「北海道地域中小企業グローバル化支援ファンド」（151百万円）の新設を実現するに至った。

※ただし、11ファンドのうち、1ファンド（総額1,359百万円）については、2020年3月に設立した稼働済みメガソーラープロジェクトを投資対象とするファンドである。

##### (2) 投資実績（戦略投資の実行、及び既存資産の流動化の進捗）

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については2社に対して合計158百万円（前年同期は6社に対して合計824百万円）を行った。そのうち、プロジェクト投資のパートナー企業への戦略投資が1件含まれており、戦略投資残高は1,155百万円（前期末は1,005百万円）と中期経営計画の目標（10億円）を上回った上で着実な伸びを継続している。一方、中期経営計画に従って進めてきた既存資産の売却及び流動化については、株式売却の期ずれ等の影響により、緩やかな減少にとどまった。その結果、PE投資全体では、2021年3月期第2四半期末の投資残高は95件で8,375百万円（前期末は98件で8,405百万円）となった。

##### (3) アジアネットワークの強化

2020年9月には、ベトナム全土に280支店を展開するマリタイムバンク（商業銀行）と業務協力協定を締結した。本件により、クロスボーダービジネスの展開やベトナム企業とのM&Aニーズを持つ日系のアジア企業などに対して、銀行サービスやその他の資本提携機会を提供していく方針である。特に、既述した地域金融機関との連携強化（中堅中小企業のグローバル化を支援するファンド）と融合させ、新しいビジネス機会の創造に結び付けていく戦略を描いている。

#### 2. プロジェクト投資

##### (1) 投資実績

既存プロジェクトへの追加投資5件に対して合計374百万円（前年同期は6件に対して合計920百万円）の投資を実行した。他方、採算性の低下した建設中のメガソーラープロジェクト1件の投資元本を回収したことにより、2020年21年3月期第2四半期末の投資残高は31件で6,000百万円（前期末は32件で6,696百万円）と減少している。そのうち、22件がメガソーラープロジェクト、4件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、5件がその他のプロジェクト（スマートアグリ、ヘルスケア、商業ビル、物流施設）となっている。この他、投資実績には含まれていないが、3件のヘルスケアプロジェクトに融資を実行している。

## (2) 各事業の進捗

### a) メガソーラー

採算性の低下した建設中のプロジェクト1件の投資元本を回収したことにより、2020年21年3月期第2四半期末のプロジェクト数は22件(24発電所)で合計85.8MWとなった。そのうち、上期は2件(4発電所)が売電を開始し、売電中のプロジェクトは16件(18発電所)で合計53.2MWに増え、収益の底上げに貢献した。下期は、期初計画からの方針転換により7件(合計18.3MW)のプロジェクト売却を予定している。

### b) メガソーラー以外の再生可能エネルギー

木質バイオマス発電1件(2.0MW/売電中)、バイオガス発電2件(1.6MW/売電準備中、0.03MW/売電中)、風力発電1件(最大25.2MW/建設・企画中)の合計4件を推進している。そのうち、バイオガス発電1件(羽村バイオガス発電所)については、食品廃棄物からバイオガスを生成して、発電に再利用する食品リサイクル事業を営む(株)西東京リサイクルセンターがオペレーションを手掛けている。近年では、フードロスの削減が進められているが、食品廃棄物を完全にゼロにすることは現時点で困難であることから、廃棄物をそのまま処分するのではなく、再生可能エネルギーとしてリサイクルするこの事業は、持続可能な社会の発展に大きく寄与するものとして注目されている。西東京リサイクルセンターでは、食品メーカーなどの事業者から廃棄物を調達する活動を推進し、バイオガス供給量を安定させたのち、羽村バイオガス発電所を本格稼働させる計画である。

### c) スマートアグリ

植物工場(篠山工場)については大手コンビニエンスストア向けの販路開拓に成功した。無農薬で栽培したサラダ用のレタス販売に加え、コロナ禍により拡大した中食需要も獲得し、順調に拡大しているようだ。同社では2021年3月期中に篠山工場の黒字化に道筋をつけ、レタスの2号工場にも取り組む計画である。また、戦略投資先のMD-Farm(エムディーファーム)(株)が手掛ける工場栽培のイチゴについても、販売候補先を開拓中である。MD-Farmは、閉鎖型の植物工場で、国産のイチゴ品種を通年にわたり安定的に栽培している。工場でのイチゴ栽培は、長年の間技術的に困難とされてきたが、独自に開発した技術により実現にこぎ着けた。高品質で鮮度が高く、しかも完全無農薬で栽培された安全なイチゴを通年で提供することで、大きな潜在需要の獲得を見込んでいる。

### d) ヘルスケア

2020年8月には、2件の障がい者グループホーム(静岡県浜松市、広島県広島市)がそれぞれ営業を開始した。グループホームの運営は、戦略投資先であるソーシャルインクルー(株)が担っている。日本アジア投資(株)は、この事業を金融機関から融資を受けることのできる事業として取り組んでおり、今後も地域金融機関との連携により、規模を拡大するためのスキームを検討しながら、建設数を増加させていく方針としている。下期には、さらに2件の障がい者グループホームの開発と1件の高齢者施設の投資を実行する計画である。

### e) ディストリビューションセンター

前期に開始した2件のプロジェクト(埼玉県越谷市、神奈川県厚木市)については、立地の良さや交通の便などが評価されたことから、開発資金の大半を拠出するメインの投資家が確定し、開発も順調に進んでいる。なお、プロジェクトの開発は、戦略投資先のKICホールディングス(株)が行っている。厚木市の施設は、完成後の借り手も確定しているようだ。同社では、プロジェクトの初期段階に投資する開発型プロジェクトとして、両施設ともに完成後の売却を予定している。コロナ禍のもと、新しい生活様式や巣ごもり消費によるeコマースの拡大に伴って、物流施設の需要はひっ迫しており、引き続き物流施設への投資に注力する方針であり、下期には新規施設の開発を進め、合計12億円の新規投資を行う計画である。

## 業績見通し

### 2021年3月期の通期業績は期初見込値を据え置き。 メガソーラープロジェクトの売却により営業増益を確保する見通し

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、2021年3月期については、ある一定の前提をもとに策定した「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17.7%増の3,250百万円、営業利益を同31.9%増の350百万円、経常利益を同42.0%増の200百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同40.5%減の180百万円と増収及び営業（及び経常）増益を見込んでいる。

期初見込値からの修正はないものの、収益の内訳については一部変更している。すなわち、期初時点では、国内IPOにより株式の売却益を獲得する計画であったが、見込んでいたIPOの一部が延期となったことから、その代わりにメガソーラープロジェクト7件（合計18.3メガワット）を売却することにより、通期業績の見込値を達成する想定となっている。なお、下期の株式売却益は大口の海外未上場株の売却が中心となるようだ。また、株式の売却やプロジェクトの売却の大半は第4四半期に実行する計画であるため、第3四半期までは損失を計上する見込みとなっている。

#### 2021年3月期の業績見込値（従来連結基準）

（単位：百万円）

	2020年3月期 従来連結		2021年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	2,760		3,250		490	17.7%
営業原価	1,401	50.8%	1,800	55.4%	399	28.5%
営業総利益	1,359	49.2%	1,450	44.6%	91	6.7%
販管費	1,094	39.6%	1,100	33.8%	6	0.5%
営業利益	265	9.6%	350	10.8%	85	31.9%
経常利益	140	5.1%	200	6.2%	60	42.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	302	10.9%	180	5.5%	-122	-40.5%

出所：期末決算補足資料よりフィスコ作成

## 業績見通し

弊社でも、上期業績が下振れたものの、下期でのメガソーラープロジェクト7件の売却を前提とすれば、同社の業績予想は十分に達成できるとみている。特に、クリーンエネルギーへの社会的ニーズの高まりや、コロナ禍で不確実性が高まるなかで、将来の売電収益が確定している点が評価され、メガソーラープロジェクトに対する購入意欲は多数寄せられているようであり、計画どおりに売却できる可能性は高いと判断している。最大の注目点は、将来の収益源である資産の積み上げであり、とりわけプロジェクト投資資産をいかに拡大していくのにかにある。特に、下期でのメガソーラープロジェクト売却を勘案すれば、ますます重要なテーマとして認識する必要があるだろう。長期目線でポテンシャルの大きな「植物工場」や「バイオガス発電（食品リサイクル事業）」、「障がい者グループホーム」などの本格事業化に向けた進捗のほか、2022年3月期以降の収益獲得に向けては「物流施設」などの短期売買目的の開発型プロジェクトの積み上げがポイントになると注目している。

## ■ 今後の方向性

### 事業テーマに基づくプロジェクト投資と戦略投資により、安定収益の拡大と財務バランスの強化を目指していく。

#### 1. 中期経営計画の概要

同社は、2019年3月期より3ヶ年の中期経営計画を推進しており、最終年度を迎えている。「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。

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していく。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段階構え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。

## 2. 投資種類別の方向性

### (1) PE 投資

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、「同社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、「再生可能エネルギー」のほか、「スマートアグリ」(植物工場等)や「ヘルスケア」(介護施設・障がい者グループホーム)の3つを選定した(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)。情勢に応じて柔軟なテーマ設定を継続する方針であり、「ディストリビューションセンター」(物流施設)にも参入している。

### (2) プロジェクト投資

安定収益確保のためメガソーラープロジェクトへの投資を継続し、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」等へも展開していく。なお、メガソーラープロジェクトについては、これまで以上に採算性を慎重に検証して投資を行う方針である。また、プロジェクト投資資産からの収益を早期に獲得するため、今後の投資実行については、長期保有による安定収益獲得を目的としたプロジェクト投資から、短期(2~3年)での売却を前提としたプロジェクト投資に軸足を移し、長期的・短期的収益の最適な組み合わせを目指す方針へと転換した。具体的には、「植物工場」「障がい者グループホーム」「メガソーラー以外の再生可能エネルギー」は、これまで同様に、長期保有により安定的な収益貢献を期待する一方、「メガソーラープロジェクト」「高齢者施設」「物流施設」については、投資後2~3年での短期売却と新規投資を繰り返し行うことで資産を回転させ、インパクトの大きな収益貢献を目指す投資と位置付けており、今後は、この分野のプロジェクトに注力していく方針としている。

## 3. 財務目標とこれまでの進捗

### (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資産も必要に応じて売却しながら、既存 PE 投資資産の早期流動化による収益を通じて、持続的な利益成長を目指す方針である。ただ、中期経営計画初年度から予定していた株式売却の先送り等により既存資産の流動化・収益化の動きに遅れが生じ、その一部をメガソーラープロジェクトの売却で補う状況が続いている。同社は、これまでの進捗状況や足元での市場環境(コロナ禍の影響)等を踏まえ、2020年5月に最終年度の収益目標を引き下げ、従来連結基準による「親会社株主に帰属する当期純利益」を1.8億円(当初目標は7億円)、ROE 2.5%(当初目標は9.0%)に修正した。

## (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るとともに、PE投資資産については、既存資産の早期流動化・収益化及び戦略投資の実行等により入れ替えを図る方針である。ただ、こちらでも既存資産の流動化・収益化の遅れに加え、メガソーラープロジェクト売却等の影響によりプロジェクト投資資産の積み上げにも大きな遅れが生じている。同社は、収益目標と同様、財務バランスについても最終年度の数値目標を引き下げた。具体的には、「プロジェクト投資資産」を61億円(当初目標90億円)、「現金及び預金とプロジェクト投資資産の合計額と借入金のバランス」を26億円(当初目標56億円)、早期流動化・収益化に取り組んでいる「戦略投資等以外の資産残高」を25億円(当初目標10億円)に修正。また、目標項目のうち、「プロジェクト投資資産の含み益」については、短期売却目的のプロジェクトへの投資に軸足を移すことに伴って除外されている。一方、戦略投資については順調に拡大しており、2年目で目標(残高10億円)を前倒しで達成した。

### 中期経営計画の進捗と目標値の修正

	1年目 19/3期 実績	2年目 20/3期 実績	最終年度 21/3期 当初目標	最終年度 21/3期 修正後
<b>【収益構造】</b>				
親会社株主に帰属する当期純利益	5.7億円	3.0億円	7.0億円	1.8億円
ROE	8.6%	4.3%	9.0%	2.5%
<b>【財務バランス】</b>				
プロジェクト投資資産残高	55億円	54億円	90億円	61億円
プロジェクト投資資産の累計利益の合計額	70億円	58億円	200億円	除外
現金及び預金とプロジェクト投資資産の合計額と借入金のバランス	+13億円	+11億円	+56億円	+26億円
戦略投資等以外の資産の早期流動化・収益化	残高47億円 (引当後)	残高42億円 (引当後)	残高10億円 (引当後)	残高25億円 (引当後)
新規投資用ファンド設立/戦略投資の実行	残高3.7億円	残高10億円	残高10億円	達成済

出所：会社資料よりフィスコ作成

弊社では、中期経営計画の当初の数値目標には届かない状況となっているものの、新たな投資方針に従って明確な方向性を示したことは、収益基盤の強化に向けた第1段階として一定の評価をしている。特に、プロジェクト投資における各事業が順調に立ち上がってきたことや、それに紐づく戦略投資の積み上げは、今後の収益拡大に向けた足掛かりとして評価できるポイントと言える。したがって、今後の方向性に大幅な変更はないものと考えられ、次の第2段階(次期中期経営計画)において、いかに具体的な成果に結び付けていくのが重要なテーマになるだろう。これまでの資産の伸びや収益の下支えに貢献してきたメガソーラーに代わるプロジェクト投資資産の積み上げに注目したい。特に、世界的に注目されているSDGs(持続可能な開発目標)への取り組み(事業機会)を、他社との連携を生かしながら、同社成長に取り込んでいく戦略が大きなカギを握るものとみている。

## ■ 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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp