



ジャパン・バイアウト・マンスリー

2012年7-9月

スシロー、大型バイアウト市場, セカンダリー案件

8月末、ユニゾン・キャピタルが運営するファンドが回転ずしチェーンのスシローを欧州のメガファンドの一つPermira（ペルミラ）に約10億ドル（780億円）で9月末に売却することが発表されました。

ユニゾンは2007年、創業家の内紛を発端に第三者割当によってあきんどスシロー（当時）の約20%を取得、2008年9月リーマンショック直後にTOBを実施、11月に90%を取得して翌年4月に非上場化しました。その後、リーマンショック後の業績落込みへの対応で試行錯誤を繰り返すなか次第に業績を向上させ、2010年には飲食業で顧客満足度第一位の評価を得、2011年には回転ずし売上日本一を達成しました。今回の売却までにTOB実施時の借入約136億円は完済し、またEBITDAは投資時の2-3倍に増加したと言われています。ペルミラ側の「企業価値を約10億ドルと算定して取得した」という発表を前提とすれば、本件の投資元本は約8倍になり、ユニゾン2号ファンドに約550億円の利益をもたらしたと考えられます。高い潜在力を持ちながら特有の事情により安価に放置されている企業を安く（本件の場合はEBITDAの4倍）取得し、経営改善を通じて企業価値を向上させたという点でスシローは日本バイアウトにおける典型的な成功パターンを示しています。また投資収益の大きさからも屈指の成功事例といえます。

スシローはペルミラという海外メガファンドに売却されましたが、このことは日本バイアウト市場の現状、すなわち国内勢で大型案件に対応できるファンドがほとんどいないという状況を表しています。

従来、証券系プリンシパル・ファンドと国内大手ファンドは、豊富な資金力に裏付けされた「和製ファンド」として国内の大型案を独占し、日本に進出した外資系ファンドから投資機会を奪ってきました。ところがリーマンショック以降、証券系自己資金投資ファンドは市場から撤退し、また国内独立系ファンドの多くで投資可能資金枠が縮小し、立場が逆転して彼等が外資系ファンドに案件を供給するようになりました。この結果、現在日本の大型バイアウト市場は豊富な資金力を持つ外資系ファンド（ならびに日本航空案件やルネサス案件で見られるように政府系ファンド）の独壇場となっています。ここ3年ほど大型案件は殆ど全て国内勢から海外ファンドへの売却です。

2009年

ベルシステム24 日興プリンシパルがベイン・キャピタルに売却

2011年

すかいらく 野村プリンシパルがベイン・キャピタルに売却

ツバキ・ナカシマ 野村プリンシパルがカーライルに売却

2012年

ジュピターショップチャンネル 住友商事が50%をペルミラに売却

スシロー ユニゾンがペルミラに売却

大型バイアウト案件におけるもう一つの大きな買手層は事業会社です。しかし現在事業会社の旺盛な買収意欲の矛先は海外企業あるいは既に海外でビジネス基盤を持つ日本企業に向いており、内需型企業に対してはアグレッシブではないようです。このため外資系ファンドは最近では比較的安価に案件を獲得することができている模様です。

ファンドの投資先を買い取るセカンダリー案件では、投資先企業が既にファンドと数年に渡って協同してきた経験を有しており、これは外資系ファンドにとって大きな安心要因と言えるでしょう。また海外進出を果たそうとする大型内需型企業にとっても国際的なネットワークを持つメガファンドは望ましいパートナーと言えるでしょう。スシローはかねてから大規模な中国進出計画を掲げてきましたが、現在の日中関係のもと、欧州を基盤とするメガファンドの参加によって新たな海外戦略が生まれてくるのかどうか注目されま

す。今日、従来日本で苦戦を強いられてきた外資系ファンドにとっての競争環境は劇的に改善しています。外資ファンドの進出が盛んだった200年代半ばとは比較にならないと言って過言でないと思います。中国・インド市場の失速もあり、これまで日本を無視してきた汎アジア・ファンドにおいても日本市場への関心が相対的に高まるのではないのでしょうか。今年に入ってから豊富な資金力を持つ中国ファンドが日本企業への投資を検討・実施する事例も見られます。またこれらの動きに伴ってファンドからファンドに投資先が売却されるセカンダリー投資案件も増え続けるのではないのでしょうか。

* * * * *

先般東京で開かれたAVCJコンファレンスではセカンダリー投資案件に対するコメントとして次のようなものがありました。

LP：企業の成長ステージによって最適なパートナーとなりうるファンドは異なってくるという議論は分かる。しかし売手ファンド、買手ファンドの双方に投資している場合、売り手ファンドのGPにキャリアを支払わされたうえに買手ファンドで全く同じ企業の評価額が上昇するケースも多く釈然としない。

LP：セカンダリー案件のリターンがプライマリー案件に劣るという実証データはない。

GP：自らのファンドの投資家へのリターンを最大化することが一番の使命。売却先がファンドであることに本質的な問題があるとは思わない。

GP：（自身が運営するファンドでは）ファンドに売ることも、ファンドから買うことも想定しない。

GP：企業経営者の立場で考えれば、漸くLBOローンを支払い終えたと思ったところで再度ローンが組まれる訳で、モチベーション的にどうかと思う。

新規バイアウト案件

6月

ユニゾン、韓国ネクスコンにTOBを実施

ユニゾン・キャピタルは運営する3号ファンドを通じて韓国のNexcon Technology社(038990:KS)の発行済株式の41.5%を取得した。取得総額は約82億円。Nexconはリチウムイオン電池パックを中心とする二次電池応用製品の製造販売・技術開発を行う。本件は同社経営陣と大株主によるMBOの一環として行われた。TOB価格は直近6ヶ月の平均株価に60.5%のプレミアムを上乗せした水準。

7月

ポラリス、マイランドに30%出資

ポラリス・キャピタル・グループは中古住宅販売大手のマイランドが実施する第三者割当増資を引き受け、発行済み株式の30%を約20億円で取得する。マイランドは46都道府県に拠点をもち年商は約300億円。数年内の株式上場を目指す。

フォートレス、ニッシン債権回収を2段階TOBで取得へ

米国大手ファンドFortress Investment Groupは企業再生アドバイザー、セブンシーズ・アドバイザーズとともにニッシン債権回収の再建スポンサーに選定された。両者は2段階TOBによりニッシンの全発行済株式を取得する。1回目のTOBは8月に終了し約6億円で約81%を取得した。2回目のTOBは10月上旬に終了する予定。

8月

ジャパン・インダストリアル・ソリューションズ、アルバック優先株を取得

3メガ銀行、政策投資銀行、三菱商事、ドイツ銀行が出資するジャパン・インダストリアル・ソリューションズ(JIS)はアルバックが発行する優先株に150億円を投資する。アルバックは真空技術を用いた半導体・有機EL・LED・デバイス製造装置等の製造販売を行うが、2012年6月期に499億円の損失を出して自己資本比率が14.8%にまで低下し資本増強が急務とされた。優先株が普通株式に転換されれば84%もの希薄化が生ずるため、アルバックは転換が可能となる3年後までに現金での優先株償還を目指す。

損保ジャパン、ACAが運営するファンドを通じてシダーに34%出資

損保ジャパンが99%以上を出資しACAが運営する高齢社会戦略1号投資事業有限責任組合はデイケアセンター・有料老人ホーム運営のシダー(2435)の発行済株式の34%を取得した。TOB価格は過去3ヶ月の平均株価に約54%のプレミアムを上乗せした水準に設定された。

日本産業パートナーズ、オリンパスからITXの全株式を530億円で取得

日本産業パートナーズ(JIP)はオリンパスから携帯電話販売のITXの全株を約530億円で取得する。ITXの売上は約2300億円、営業利益は53億円。オリンパスは2004年TOBによりITXを子会社化していた。

ベルミラ、スシローをユニゾンから約10億ドル(780億円)で買収

(上記ご参照)

ネクスト、サンリッチ(ホームメイド協会)を取得

ネクスト・キャピタルはクッキングスクール運営の老舗サンリッチならびにその子会社

ホームメイド協会の事業を吸収分割により取得した。取得金額は5億円。サンリッチは全国で114のクッキングスクールと150のフランチャイズ・スクールを運営するが経営難に陥っていた。

フォートレス、NISを2段階TOBで取得へ

米国大手ファンドFortress Investment Groupは企業再生アドバイザー、セブンシーズ・アドバイザーズとともに消費者金融NISの民事再生のスポンサーに選定された。フォートレスは約30億円でNIS事業の譲渡を受ける。NISは以前米国大手ファンドTPGの傘下で経営再建を試みたが失敗した。

投資中案件ニュース

ジュピター、タイでテレビ通販合併会社

住友商事(8503)はテレビ通販事業でタイで現地小売り最大手などと合併会社を設立する。住友商事および同社とベイン・キャピタルが各50%所有するジュピターショッピングチャンネルが計40%、タイ小売り最大手のセントラルグループが30%、化粧・衣料品などの現地大手、サハグループの傘下企業が30%出資する。タイで5年後に年間約125億円の売上を目指す。タイのテレビ通販市場は10年時点で約200億円、小売市場の9兆円に比べるとまだ小さく成長の余地が大きいとみられている。

あおぞら銀、公的資金を10年以内に分割返済 減資を実施

8月27日、サーベラスの投資先であるあおぞら銀行(8304)は政府から注入を受けている公的資金を今後10年以内に返済すると発表した。これによりあおぞら銀行は10月に予定されている政府保有優先株の普通株への転換時期を22年6月まで延長する。返済に必要な資金を捻出するために減資を実施し、12年度に227億円、以後毎年204億円ずつ、22年までの10年間で2276億円を返済する。また発行済み株式2割の自社株買いを実施し、普通株に対する配当性向を連結最終利益の40%程度に引き上げる。9月27日、あおぞら銀行は株式の約5割を所有するサーベラスが自社株買いに応募すると同時に保有株をすべて売却する意向である旨発表した。

インテリジェンス、障害者雇用の拡大に助言

KKRの投資先であるインテリジェンスは9月から、障害者雇用に関する企業向けのコンサルティングを始める。政府は6月、障害者雇用促進法における民間企業の法定雇用率を現行の1.8%から13年度に2.0%へ引き上げることを決めていた。

ツバキ・ナカシマ、東証への上場を延期

カーライル・ジャパンの投資先であるツバキ・ナカシマは東京証券取引所への上場を延期すると発表した。同社は9月5日に東証から10月上場の認可を得ていた。報道によれば株式市場の売買高低迷で計画の見直しを迫られたとのこと。

エグジット案件

7月

ジェイ・ウィル、2旅館を野口観光に売却

J-Will パートナースは神奈川県湯河原の高級旅館2つを北海道を拠点とする野口観光に売

却した。両施設の年商は計18億円。

8月

ユニゾン、スシローをペルミラに売却

(上記ご参照)

アイ・シグマ、ゴールドバックをエア・ウォーターに売却

丸紅系のアイ・シグマ事業支援ファンドは投資先の飲料製造会社ゴールドバックの全株式をエア・ウォーター(4088)に売却する。産業用ガスのエア・ウォーターは事業多角化の一環としてトマト栽培や物流事業を手掛け、今回の買収で野菜栽培から飲料製造、物流までの体制が整う。ゴールドバックはジャスダックに上場していたが、2011年1月、アイ・シグマがTOBにより92.6%を約45億円で取得、同7月に上場を廃止した。12年1月期の売上高は396億円、純利益は9億円。

9月

コロワイドがアドバンテッジの投資先レックスを子会社化

居酒屋大手のコロワイドはアドバンテッジ・パートナーズの投資先で外食店チェーン運営のレックス・ホールディングスを10月1日付で子会社化すると発表した。8月末、コロワイドは金融機関が持つレックスに対する貸付債権を137億円で取得、デット・エクイティ・スワップによってレックス株の66.6%を取得する見通し。アドバンテッジは2006年12月にレックスの90%を取得し、am/pm、レッド・ロブスター、成城石井などの売却により債務削減を進めていた。現在のアドバンテッジの株式保有比率は68%以下。

J-Star、いきいきをノーリツ鋼機子会社に売却

J-Starならびに協調投資家Macquarie Investment Management Ltd. はシニア向け出版・通販の「いきいき」をノーリツ鋼機の子会社NKリレーションズに売却した。ノーリツは医療・環境・食分野で事業を拡大している。いきいきの24年3月期の売上は9.2億円、純利益は4.2億円、EBITDAは7.7億円。いずれも前期から大幅に伸びた。J-Starはマッコリーとともに2009年にいきいきを約8億円で取得していた。海外報道によれば売却額は約1億ドル(78億円)。

日本みらい、グルメびあをジョルダンに売却

日本みらいキャピタルはレストラン情報サービスのグルメびあの全株式を交通関連情報サービスのジョルダンに売却した。取引金額は3.3億円。日本みらいは2005年にグルメびあに投資していた。

DRC、夢真ホールディングス持分を売却

DRCキャピタルは建設技術者派遣の夢真ホールディングス(2362)へのPIPE投資の持分を売却した。DRCは2007年に第三者割当により9.2億円で7.6%を取得していた。DRCによれば投資倍率は1.5倍、グロスIRRは8.3%。投資期間中に日経平均は49%下落した。

プライベート・エクイティ関連ニュース

東京都、インフラファンド運営者にスパークスとIDIインフラを選定

東京都は東京湾岸の火力発電所や各地の再生可能エネルギー事業に投資するファンドの運

営者を公募し、スパークス・アセット・マネジメントとIDIインフラストラクチャーズの2社を選定した。都は各ファンドに15億円ずつ出資し、各ファンド運営者は200億円規模の資金を募り投資対象を選ぶ。

ポラリス3号ファンドをファーストクローズ

ポラリス・キャピタル・グループは7月、第3号投資ファンドを設立したと発表した。銀行や生命保険、損害保険会社などから約200億円を調達。最終的に300-400億円規模を目指す。

広島銀など10地域金融機関、政策投資銀行と中小再生ファンド設立

広島銀行やもみじ銀行、広島信用金庫など広島県内の10の地域金融機関と日本政策投資銀行は11月末をめどに県内企業を対象にした事業再生ファンドを立ち上げる。ファンド総額は30億円程度を予定。中小企業金融円滑化法の終了を来年3月にひかえ、ファンドを通じた事業再生支援に乗り出す。

北洋銀、ジェイ・ウィルと中小企業再生ファンド設立

北洋銀行はJ-Will パートナーズと共同で中小企業再生ファンドを9月中旬に設立する。中小企業金融円滑化法が来年3月に期限を迎えるのことへの対応の一環。ファンドの規模や期限はあらかじめ設けず、案件が生じるとに両社が出資する。

米デフタ日本法人、神奈川でベンチャーファンド設立

米国デフタ・パートナーズの日本法人デフタ・キャピタルは、神奈川県内のベンチャー企業に投資するファンドを2013年中に設立する。資金規模は20億~30億円程度。運用期間は10年で、通信や医療、環境・エネルギーなどの分野で有望な技術を持つ企業10社程度に投資する。

英ベンチャーキャピタルのアトミコが東京事務所開設

Atomicoは2006年にスカイプ社の創業者が設立。IT分野を中心に1社当たり最低500万ユーロ（約5億円）を年4社程度に投資。ゲームアプリ「アングリーバード」を開発したフィンランドのロビオ社など50社以上に投資実績がある。日本では年1社程度のペースで投資するほか、海外で出資するベンチャーの日本進出を支援する。

産業産業革新機構がエコカー電池の先端部材会社に出資

7月末、産業革新機構はクレハ（4023）と伊藤忠（8001）の合併会社であるクレハ・バッテリー・マテリアルズ・ジャパンに100億円を出資し、50%弱を保有する最大株主となると発表した。同時にクレハ、伊藤忠商事、クラレ（3405）の三社で100億円を出資する。クレハ・バッテリー・マテリアルズ社は、エコカーの電池に使う負極材を植物由来素材から製造する技術を用いて充電時間を半減し、耐久性を3割向上できるリチウムイオン電池の先端部材を量産する。

日本航空が東京証券取引所に再上場

経営再建を進めてきた日本航空が9月19日に東京証券取引所に再上場した。時価総額は約6900億円、2012年ではフェイスブックに次ぐ大型上場となった。日航株の約96%を保有する企業再生支援機構は上場時に全株を売却した。これにより機構は出資額の3500億円の2倍近い資金を回収し、日本バイアウト史上で最大クラスの利益をあげた。日航は不採算路線の廃止、人員削減、子会社整理、年金減額などのリストラを進め、2010年1月の会社更生法申請から2年8カ月で株式市場に復帰した。13年3月期の連結売上高は前期並みの1兆2200億円。営業利益は3割減の1500億円を見込む。

ルネサス再建でKKRに産業革新機構・日本企業連合が対抗

8月、業績が悪化した半導体大手ルネサスエレクトロニクスに対し米最大手投資ファンド

のKKRが1000億円規模の増資を引き受ける方向で交渉に入っていると報道されたが、9月下旬、KKRに対抗して産業革新機構とトヨタ、日産、ホンダ、パナソニック、キャノン、ファナック、デンソーなどからなる連合が救済案を10月にも提出すると報道された。これら企業はカスタム仕様半導体の供給をルネサス一社に依存しており、汎用性の高い半導体の大量生産に事業モデルを転換するというKKRの方針が懸念された模様。ルネサスは従業員の約3割にあたる最大1.4万人の従業員削減や、全国19カ所の半導体工場を半減するリストラの原資として、NEC、日立製作所、三菱電機の主要株主3社から総額500億円、三菱東京UFJ銀行など主取引4行から総額500億円の融資を主体とする支援を受けることで合意している。

米ブラックロック、スイス再保険のPE FOFビジネスを買収

米資産運用大手のブラックロックは7月、再保険世界大手のスイス再保険のプライベート・エクイティFOF事業を買収することで合意したと発表した。買収金額などは未公表。スイス再保険の投資ファンド事業の運用資産総額は75億ドル（約5800億円）。ブラックロックの同事業の運用資産は、今回の買収により約2倍の150億ドルになる。

株式市況

		騰落（6月vs.8月）	
TOPIX	731.64	-38.36	-4.98%
Nikkei JASDAQ	1302.04	-32.67	-2.52%

本レターはブライトラストPEジャパン株式会社により作成されています。ブライトラストPEジャパン株式会社は東京に拠点を持つ独立系投資助言・ファンド運用会社です (<http://brightrust.jp/>)。本レターの内容に関するご質問等は mail@brightrust.jp までご連絡下さい。また日々のバイアウト関連ニュースについては <http://japanesepe news.blogspot.com/>（英文）もご笑覧ください。

本レターはブライトラストが信頼できると判断した情報をもとに作成したものです。これら情報の内容あるいはその正確性等についてブライトラストは一切確認しておりません。したがってブライトラストは本レターに記載された内容の正確性、完全性、適時性等を保証するものではありません。またブライトラストは本メールを受領した結果として生ずるいかなる損害に対しても責任を持つものではありません。本レターに記載された内容・意見等はレター作成時のものであり予告無く変更されます。ブライトラストの承諾なく、本レターを、社内用、社外用を問わず、コピーやファックス、ウェブ等で複製・転載することは堅く禁じられています。

本レターの配信が不要な方はお手数ですがmail@brightrust.jpまでご連絡下さい。

著作権：ブライトラスト PEジャパン株式会社