

Report Date: 1/21/2026
Company: FFRI Security Inc
Ticker: 3692 JP
Industry: Infrastructure Software
Stock Price (Yen): 9320
Market Cap (Yen, Millions): 76,331



当社は、FFRIの利益成長の100%超が、政府補助金に関する疑わしい会計処理に起因していると考えています

- 当社は、FFRIが投資家に対して売上および利益が回復基調にあるかのような印象を与えるために、誤解を招きかねない会計処理を用いていると考え、同社株をショートしています。当社の調査によれば、こうした疑義のある会計処理がなければ、FFRIの売上高は前年比で1%減少していたはずですが、さらに、これらの会計処理を承認した監査法人は、その後「著しく不当な業務運営」を理由に6か月間の業務停止処分を受けています¹。当社は、FFRIの見かけ上の成功の真の要因は、同社社長が主導する非公開のコンソーシアムを政府補助金の受け皿として利用し、当該補助金に紐づく実際の費用を不透明化している点にあると考えています。
- FFRIは、新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)が実施する「Kプログラム」の資金受給者であり、FFRIが関与する同プログラムの枠組みにおいては、日本の先進的なサイバー防衛機能および分析能力の強化を目的とした補助金が提供されています¹。しかし、FFRIはこれらの資金を直接受領していません。補助金の受け皿となっているのは、FFRIが設立し、同社社長が運営している一般社団法人サイバーリサーチコンソーシアム(Cyber Research Consortium、以下CRC)です²。CRC向けの売上は、2025年3月期においてFFRIの売上高の20.5%を占めています。当社の試算では、研究開発費の補填を目的とするこれらの資金がなければ、FFRIは利益ではなく損失を計上していたと考えています。
- 当社は、FFRI以外の政府補助金受給企業9社を分析しました。いずれのケースにおいても、補助金は研究開発費の補填として機能しており、利益に対して大きな影響を与えていませんでした。しかし、FFRIはこれらとは明確に異なります。FFRIの売上高は、CRCからの支払いにより6億2,300万円増加した一方で、2025年3月期における研究開発費は、驚くべきことに前年比13%減少しています。当社は、この状況について考え得る説明は二つしかないと考えています。一つは、FFRIが本来研究開発の拡充を目的とした補助金を受け取りながら、研究開発費を削減している可能性です(この場合、極めて問題のある行為であると言えます)。もう一つは、FFRIが本来研究開発費の補填として支給される補助金を売上として計上する一方で、関連する研究開発費を資産計上する、もし

¹ This report uses translations of Japanese sources. The Japanese translation of this report is provided for convenience only and may contain errors. Only the English version represents Wolfpack's opinion. Readers use translations at their own risk. For legal matters, refer to the English text.

くは CRC を通じて処理することで、実際の費用を不透明化している可能性があります。

- CRC の公開情報によると、同法人は 2025 年 3 月期において 1,170 万円のごくわずかな最終利益を計上し、2024 年 3 月期には 1,430 万円の最終赤字を計上していたことが判明しました。当社は、CRC はほとんど利益を生まない構造であり、実質的にはパススルー的な存在として機能していると考えています。これに対し、FFRI は CRC 経由で受け取った政府補助金を売上として計上している一方で、それに見合う実質的な研究開発費をほとんど計上していません。当社の見解では、政府の研究開発補助金は通常、発生したコストに基づいて償還される性質のものであるため、このような FFRI の会計処理は、CRC というパススルー主体の存在なしには成立し得ないように思われます。当社は、本プロジェクトにおいて FFRI が実際にどの程度のコストを負担していたのか、また、それらのコストがどこに計上されているのかについて、強い関心を持っています。
- CRC は非公開企業であるため、FFRI の研究開発費の一部が CRC 側に計上されているかどうかを当社は検証することができません。しかし、FFRI が CRC に支払った会費 4 億 8,000 万円を資産計上していることは確認できます。当社は、この会費は実質的には研究開発費に該当するものであり、費用として処理されるべきだと考えています(これは、FFRI が通常、研究開発費を処理している方法でもあります)³。当社の試算では、この会計処理がなければ、2025 年 3 月期における FFRI の利益は 32%減少していたはずで
- 当社が調査した限りでは、NEDO の公的資金を活用し多額の利益を創出しているように見える日本企業は、FFRI のみでした。当社は政府補助金を受給している 9 社を精査しましたが、補助金を売上として計上していたのは、FFRI のほかにアクセルスペースの 1 社のみでした。ただし、アクセルスペースは実際にコストが発生した分に応じてのみ当該売上が計上しているため、補助金は研究開発費を相殺するにとどまり、利益を生み出すものとはなっていません。
- 日本会計基準に精通した専門家によれば、NEDO の資金は、通常、「その他収益」として計上されるか、もしくは研究開発費の相殺として処理されます。しかし、FFRI はこれらを売上として計上しています。この会計処理を承認したアスカ監査法人は「著しく不当な業務運営」を理由に、金融庁から 6 か月間の業務停止処分を受けました⁴。さらに FFRI は、極めて異例なことに、期中でセグメント情報の区分を変更しており、政府補助金への依存度が分かりにくくなる結果となっています。その後、FFRI は監査法人を別の小規模監査法人である UHY 東京監査法人へと変更しました。果たして新たな監査法人は、期末監査において、経営陣によるこのような例外的な補助金の会計処理を引き続き承認するのでしょうか⁵。
- 経営陣が業績回復を果たしたかのような印象を作り出したことで、株価は 300% 超上昇しました。しかし当社は、FFRI は本質的には従来と何ら変わらない企業

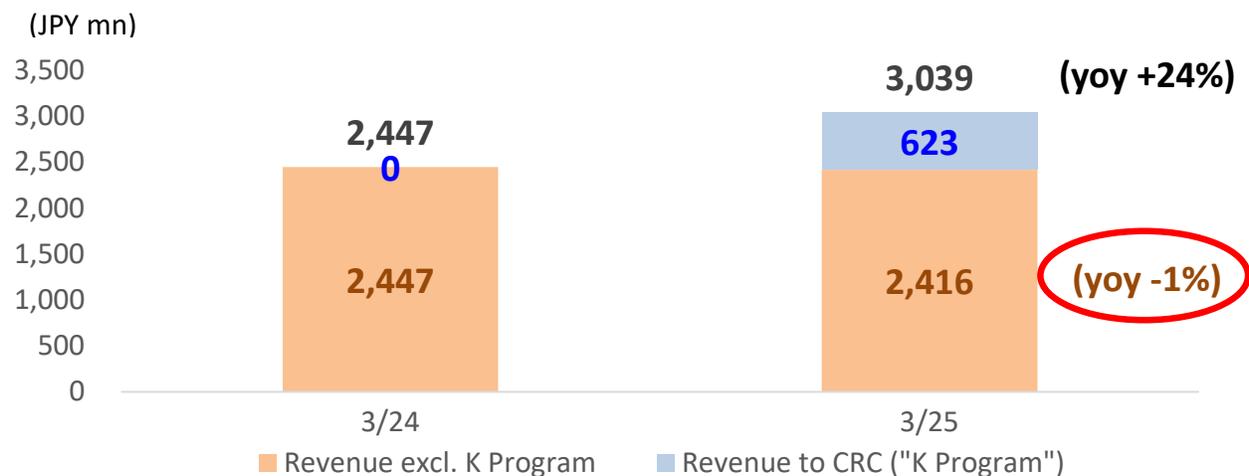
であると考えています。同社の主力ソフトウェア製品である「Yarai」のライセンス数は、2019年にピークを迎えました。CRCからの収入を除外すると、2024年の売上成長は横ばいですらなく、むしろ前年を下回っています。

- 株式市場は、FFRIが高市氏のサイバーセキュリティ関連施策から恩恵を受けると期待しています。しかし当社は、補助金が増加する一方で研究開発費が減少するという逆説的な状況を生み出しているFFRIの疑義のある会計処理が、NEDOや高市政権による、CRCおよびFFRIの公的資金の利用に関する精査を招く重大なリスクがあると考えています。当社は、FFRIが関連するCRCとの取引について情報開示を行うことが、投資家が同社の業績回復ストーリーを適切に評価するための望ましい姿であると考えています。

研究開発補助金を売上として計上しなければ、FFRIの売上は24%増ではなく、1%減となっていたはずです

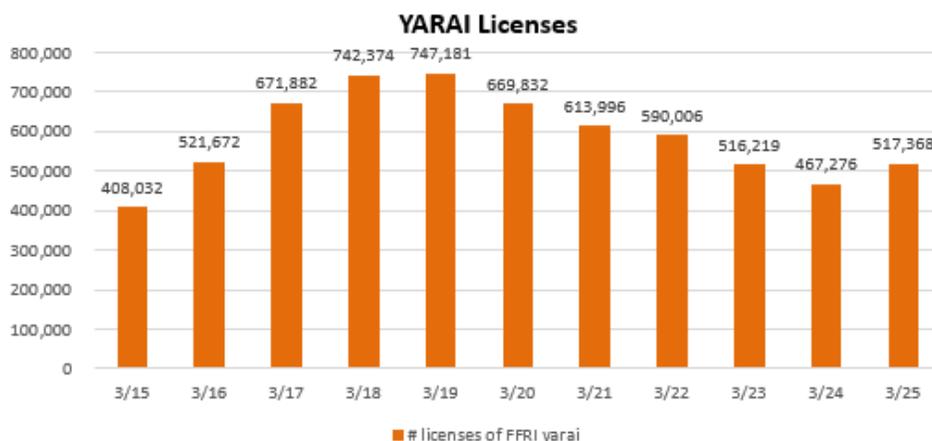
当社の分析によれば、2025年3月期におけるFFRIの売上高の24%成長は、すべて補助金によるものでした。これらの補助金は、新エネルギー・産業技術総合開発機構(NEDO)により交付され、サイバーセキュリティ関連企業で構成される非公開の一般社団法人であるサイバーリサーチコンソーシアム(Cyber Research Consortium、以下CRC)に配分されています。CRCは、政府資金をサイバーセキュリティ分野の研究開発へと振り向ける役割を担っています。

2025年3月期において、CRCからFFRIへの支払いは、同社売上の20.5%を占めていました。当社の試算では、FFRIがこれらの補助金を売上として計上するという極めて異例な会計処理を行っていないければ、2025年3月期におけるFFRIの中核事業の売上高は、2024年3月期を1%下回っていたはずです。



Kプログラムの補助金で利益が押し上げられるまで、FFRIの株価は長年低迷していました

CRCから流入する資金に関する疑義のある会計処理を背景に、FFRIの株価は300%超上昇しました。しかし当社は、政府補助金に関するこの会計処理を除けば、FFRIは本質的には従来と何ら変わらない企業であると考えています。FFRIはサイバーセキュリティ関連ソフトウェアを販売する企業ですが、主力ソフトウェア製品である「Yarai」のライセンス数は2019年にピークを迎えています⁶。

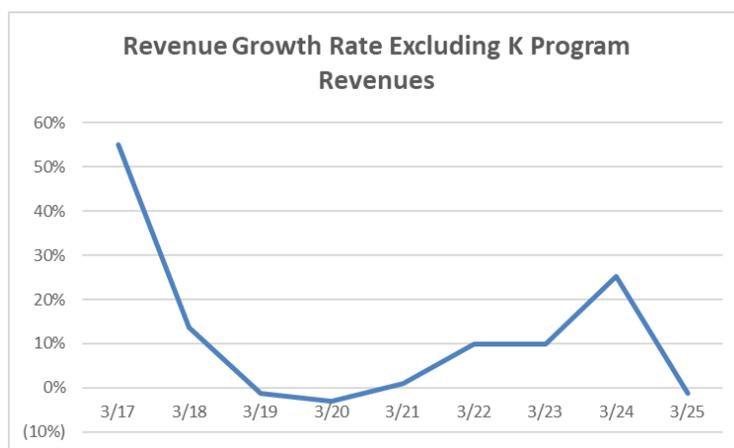


FFRIの売上および成長率は、長年にわたり停滞していました。2024年度末である2025年3月までは、FFRIの株価も、同社ビジネスの低迷をそのまま反映するような動きを示していました。



2024年3月期に業績が改善したにもかかわらず、2025年3月期を通じて株価は引き続き低迷していたことが確認できます。中核事業の売上に着目し、CRCからの補助金収

入を除外すると、2025年3月期において売上成長率が再び大きく鈍化する状況にあったことが分かります。



しかし、投資家に対して再び低調な業績を示すのではなく、FFRIは研究開発費の償還分を売上として計上することについて、監査法人の承認を得ることに成功しました。

当社の調査では、研究開発関連補助金に対する積極的な会計処理によって利益を計上している日本の上場企業は、FFRIのみでした。さらに懸念すべきことに、補助金が増加する一方で、FFRIの研究開発費は13%減少しています

当社がFFRIの会計処理に疑義があると考え理由の一つは、研究開発補助金から利益を計上している企業が、当社の調査ではFFRIのみである点にあります。当社の試算では、前期におけるFFRIの営業利益の増加分の100%超が、CRCからの収入によってもたらされたものでした。さらに、2026年3月期において、当該利益成長は会計上は大きく拡大すると見込まれます。これは、FFRIが2025年3月期の期中からKプログラムに参加したため、2026年3月期では当該影響が通期で反映されるためです。

当社は日本会計基準に精通した専門家にヒアリングを行いました。同専門家によれば、会計ルールには一定の解釈の余地があるものの、FFRIが受領しているものと同様の政府補助金については、多くの企業が「その他収益」などの区分で計上しているとのことでした。

以下では、こうした処理が通常どのように行われているかの一例を示します。エクサウイザーズは補助金を受給していますが、これらを「営業外収益(Non-Operating Income)」として計上しています⁷。

ExaWizards FY22/3 financial report

Consolidated Statements of Income

(In thousands of yen)	Fiscal Year Ended March 31	
	2021	2022
Net sales	2,612,944	4,810,893
Cost of sales	951,343	1,761,412
Gross profit	1,661,600	3,049,481
Selling, general and administrative expenses	2,169,940	3,250,900
Operating profit (loss)	(508,339)	(201,419)
Non-operating income		
Interest and dividend income	90	44
Subsidy income	68,109	157,952
Other	3	1,235
Total non-operating income	68,202	159,231
Non-operating expenses		
Interest expenses	3,892	5,505
Foreign exchange losses	7,315	4,039
Listing expenses	-	45,347
Other	-	392
Total non-operating expenses	11,207	55,283
Ordinary profit (loss)	(451,345)	(97,470)

Non-Operating Income and Loss, Ordinary Profit:

Non-operating income for the consolidated fiscal year totaled ¥159,231 thousand (+133.5% year-on-year). The main component is subsidy income from projects with the New Energy and Industrial Technology Development Organization (NEDO) and other organizations. Non-operating expenses totaled ¥55,283 thousand (+393.3% year-on-year). The main component was listing-related expenses.

As a result of the above, ordinary loss for the consolidated fiscal year was ¥97,470 thousand (-78.4% year-on-year).

このように、補助金収入は売上や営業利益の押し上げには用いられていません。

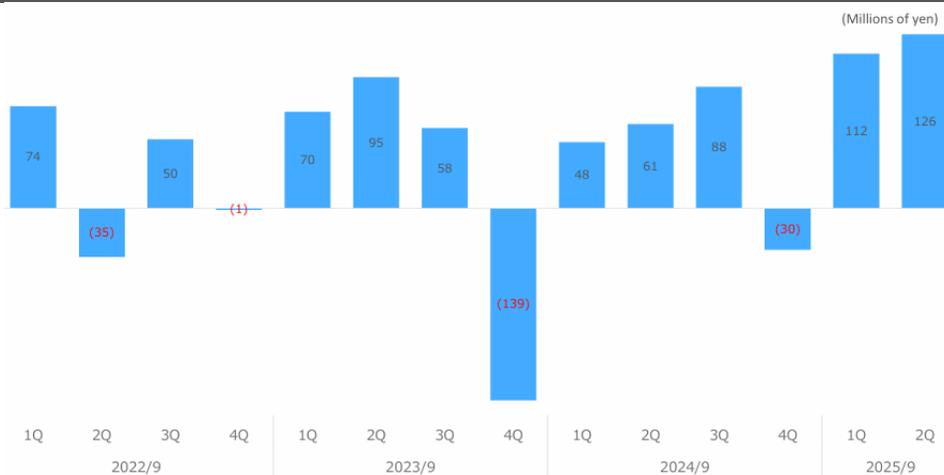
当社は、この方法が最も適切であると考えていますが、他の企業の中には、研究開発費を単純に減額する形を選択している例もあります。例えば、フィックスターズの財務プレゼンテーションを見ると、補助金額が研究開発費から控除されていることが確認できます⁸。

Fixstars FY26/9 2Q financial results presentation

R&D expenses

Expanded R&D in AI-related projects. In quantum computing, leveraged subsidies from sources such as NEDO to reduce cost burdens.

Confirmed subsidy amounts are deducted from R&D expenses, resulting in lower recorded R&D costs in the quarters when subsidies are finalized (each Q4 and Q2 of FY September 2022).



FFRIがKプログラムから多額の補助金を受給していることを踏まえると、当社としては、(補助金の受給によって増加する研究開発費の償還を目的として)「その他収益」が大きく増加するか、もしくは研究開発費が大幅に減少するかのいずれかが生じると考えるのが自然ですが、**収益の増加と研究開発費の減少が同時に起きることは想定しにくい**と考えています。当社の試算では、FFRIの研究開発費は前年同期比で13%減少している一方で、補助金収入は急増し、売上の20.5%を占めています。このような状況は本来生じるべきものではありません。

当社は、このような逆説的な状況は、FFRIの会計処理が投資家から疑義のあるものとして受け止められるべき重大な警告サインであると考えています。

CRCは、FFRIが研究開発補助金をコストベースで会計処理することを回避するためのパススルー主体なのでしょうか

CRCは、FFRIおよび株式会社シャインテックによって設立された、民間企業からなるコンソーシアムです。同組織の表向きの目的は、「研究開発への取り組みおよび産業の振興を通じて、サイバーセキュリティ技術の発展に貢献すること」⁹とされています。報道によれば、NEDOは、CRCに対して5年間で最大290億円の補助金交付を認可しているとされています¹⁰。

CRCの正会員は、FFRI、NTT株式会社、富士通株式会社、三菱電機株式会社、および株式会社日立製作所の5社です。この中でFFRIは従業員数が約215名と突出して小規模であり、次に規模の小さい富士通でさえ従業員数は約11万5,000人に上ります。CRCとの取引は他の会員企業にとって重要性が乏しいため、それら企業の会計処理と比較することができません。

CRCは、他の会員企業にとっては業績へ重要な影響を与える規模ではないため、これらの企業が当該コンソーシアムの財務内容を詳細に精査している可能性は低いと当社は考えています。また、他の会員企業が、CRCから受領する資金を売上として計上しているとは考えにくいと見ています。

FFRIの財務諸表によれば、同社はCRCから6億2,300万円(原資はNEDO)を受領し、これを売上として計上しています。さらに、FFRIは2024年3月期から2025年3月期にかけて、CRCに対して累計4億8,000万円の会費を支払っており、これを費用処理ではなく資産計上しています。

当社は、FFRIの研究開発費のうち、どの程度がCRCを通じて処理されているのかについて疑問を抱いています。当社の分析では、CRCは実質的にパススルー主体として機能していると考えています。政府の研究開発補助金は通常、発生したコストに基づいて償還される性質のものであるにもかかわらず、FFRIはCRCから受け取った補助金を売

上として計上し、これに見合う研究開発費を計上していません。この点を踏まえると、FFRIが当該プロジェクトにおいて実際にどの程度のコストを負担していたのか、また、それらのコストがどこに計上されているのかは、重要な検証ポイントであると考えています。さらに、FFRIがCRCを設立し、同社社長がこれを運営していることを考慮すると、FFRIがCRCの取引に係る会計処理に一定の影響力を及ぼしている可能性は高いと考えられます。CRCは非公開組織であるため、その財務内容を当社が直接確認することはできませんが、NEDOは契約更新に際し、当該帳簿の提出を求める可能性があると考えられます。

FFRIは、CRCの会費を費用処理せず資産計上することで、これらのコストを損益計算書から除外しています

FFRIは、前年同期比64%増の営業利益の成長を示すことで投資家の支持を得ました。しかし、その一因は、CRCの会費を費用処理せず資産計上している点にあります。当社は、FFRIがCRCから受領する資金を収益として計上するのであれば、同社が支払うCRC会費についても、損益計算書上で費用として計上されるべきだと考えています。実際、FFRIの研究開発費は通常、資産計上ではなく費用処理されています¹¹。

しかし、FFRIは、以下のとおり、CRCの会費を費用処理せず資産計上しています。

投資活動によるキャッシュ・フロー		
有形固定資産の取得による支出	△10,374	△3,508
無形固定資産の取得による支出	△1,031	△14,918
敷金及び保証金の差入による支出	△496	△1,365
敷金及び保証金の回収による収入	-	7
出資金の払込による支出	-	△430,000
投資活動によるキャッシュ・フロー	△11,903	△449,784

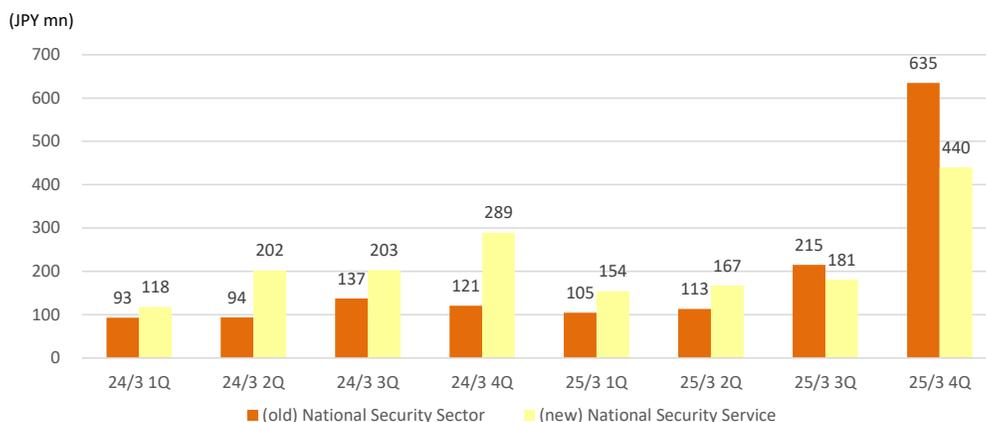
仮にFFRIが、CRCの会費4億8,000万円を損益計算書上で費用として計上していれば、同社の営業利益は**32%減少**していたはずですが。当社は、FFRIがこの処理を行わなかった理由は、単にその場合の見え方が悪くなることを認識していたからだと推察されます。

第4四半期でのセグメント会計の変更と、業務停止処分を受けた監査法人—投資家はあといくつの警告サインを目にする必要があるのでしょうか

FFRIは、2025年5月にセグメント会計を変更したことで、市場関係者の多くを驚かせたように見受けられます。当社は、この期末直前(第4四半期)の変更によって、Kプログラムの資金がFFRIに与えた影響が分かりにくくなったと考えています。

当社の分析によれば、従来のセグメント区分のままであれば、ナショナルセキュリティセクターの売上は、2025年3月期において11億円まで成長し、成長率は148%に達し

ていた一方、セキュリティ製品の売上は概ね横ばいとなっていたはずですが、しかし、FFRIは、ナショナルセキュリティセクターからセキュリティ製品セグメントへ売上を振り替えることで、セキュリティ製品セグメントにおいて48%の成長を示しました。ナショナルセキュリティ・サービスも引き続き成長を示していますが、その伸び率は従来の区分に比べて大幅に低くなっています。



Kプログラムの資金を売上として計上する処理、CRCの会費を資産計上する処理、そして期末直前(第4四半期)のセグメント変更——これら一連の会計処理を承認した監査法人は、アスカ監査法人です。同監査法人は、今年に入り「著しく不当な業務運営」を理由として業務停止処分を受けています。今後、UHY東京監査法人がFFRIの初めての通期監査を実施する予定ですが、同社がアスカ監査法人と同様に、このような例外的な会計手法に対応するとは限らないと、当社は考えています。

当社の分析では、FFRIの成長は、見た目ほど評価に値するものではないと考えています。当社は、NEDOに対し、FFRIの会計処理についてより踏み込んだ検証を行い、投資家に一層の透明性を提供するため、CRCとの取引の全容について説明を求めるよう要請します。また、CRCの他の会員企業についても、CRCおよびFFRIの会計処理を詳細に確認し、このような異例の枠組みを事実上容認することに問題がないかを検証すべきであると考えています。

APPENDIX

政府補助金を受給する 9 社を分析した結果、補助金を売上高として計上していた企業は 1 社のみであり、いずれの企業も補助金によって営業利益を創出していなかったことが分かりました

FFRI およびその多くの同業他社は、日本会計基準に準拠しています。当社は日本会計基準に精通した専門家にヒアリングを行い、K プログラムのような補助金に関連する収益の計上方法については、会計ルール上、一定の解釈の余地があることを確認しました。このため、当社は FFRI の行為が違法であるとは考えていませんが、一方で同社の補助金の会計処理はアグレッシブであり、投資家を誤解させるものだと考えています。

当社は政府補助金の受給企業 9 社を調査しましたが、補助金を売上に含めて計上していた企業は、他に 1 社のみでした。

アクセルスペースは補助金を売上として計上していますが、同社にはそのような処理を行う独自の事情があります。同社は 2025 年 7 月に東京証券取引所へ [上場](#) しており、売上高の 88.7% が K プログラムの補助金によって占められています¹²。

また重要な点として、アクセルスペースの場合、NEDO からの資金に対応する研究開発費は、資産計上されるのではなく費用として計上されています。その結果、利益が出ているかのように見せる処理にはなっていません¹³。

当社が調査した残る 8 社については、NEDO からの資金を、はるかに保守的な方法で会計処理していました。

1. ABEJA (5574): NEDO の開発プロジェクトに係る資金は、関連する研究開発費からの控除として処理されており、売上高としては計上されていません¹⁴

ABEJA FY24/8 financial report

(注) NEDO の第一期プロジェクトに係る助成対象費用 (主に LLM 構築に必要な計算リソースに係る費用) は研究開発費として未払計上するとともに、助成金相当額を研究開発費のマイナスとして未収計上しているため、助成対象費用は当期の損益に影響はございません。

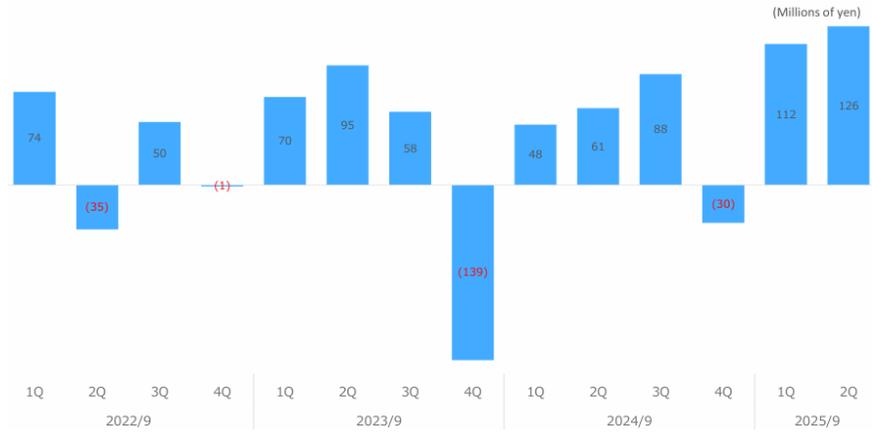
2. フィックスターズ (3687): 量子コンピューティング関連のコストについて、NEDO からの補助金額を研究開発費から控除することで、費用の圧縮を行っています¹⁵

Fixstars FY26/9 2Q financial results presentation

R&D expenses

Expanded R&D in AI-related projects. In quantum computing, leveraged subsidies from sources such as NEDO to reduce cost burdens.

Confirmed subsidy amounts are deducted from R&D expenses, resulting in lower recorded R&D costs in the quarters when subsidies are finalized (each Q4 and Q2 of FY September 2022).



- 3. ダイナミックマッププラットフォーム (336A): 補助金は営業外収益として計上されています¹⁶

Dynamic Map Platform FY25/3 financial results presentation

Adjusted EBITDA (JPY mn)



Note: Adjusted EBITDA = EBITDA (operating profit + depreciation and amortization) + government subsidy income (recorded in non-operating income)

4. iSpace (9348): 経済産業省の SBIR プロジェクトに係る補助金は、「その他収益」として計上されています¹⁷

iSpace FY25/3 financial report

(Thousands of yen)

	Consolidated fiscal year ended March 31, 2024	Consolidated fiscal year ended March 31, 2025
Net sales	2,357,055	4,743,238
Cost of sales	1,428,811	2,498,705
Gross profit	928,243	2,244,532
Selling, general and administrative expenses		
Research and development expenses	3,834,408	7,730,999
Salaries and allowances	997,196	1,522,199
Other	1,598,334	2,786,476
Total selling, general and administrative expenses	6,429,939	12,039,675
Operating loss	(5,501,696)	(9,795,143)
Non-operating income		
Interest income	18,615	95,753
Subsidy income	—	228,639
Foreign exchange gains	641,007	—
Miscellaneous income	1,489	82,597
Other	0	0
Total non-operating income	661,112	406,991
Non-operating expenses		
Interest expenses	367,997	920,442
Foreign exchange losses	—	644,231
Share issuance costs	52,019	—
Listing expenses	470,789	—
Financing expenses	320,787	374,888
Other	45,811	6,781
Total non-operating expenses	1,257,406	1,946,343
Ordinary loss	(6,097,990)	(11,334,495)

5. エクサウィザーズ (4259): NEDO および経済産業省からの補助金は、営業外収益として計上されています¹⁸

ExaWizards FY22/3 financial report

Consolidated Statements of Income

(In thousands of yen)	Fiscal Year Ended March 31	
	2021	2022
Net sales	2,612,944	4,810,893
Cost of sales	951,343	1,761,412
Gross profit	1,661,600	3,049,481
Selling, general and administrative expenses	2,169,940	3,250,900
Operating profit (loss)	(508,339)	(201,419)
Non-operating income		
Interest and dividend income	90	44
Subsidy income	68,109	157,952
Other	3	1,235
Total non-operating income	68,202	159,231
Non-operating expenses		
Interest expenses	3,892	5,505
Foreign exchange losses	7,315	4,039
Listing expenses	-	45,347
Other	-	392
Total non-operating expenses	11,207	55,283
Ordinary profit (loss)	(451,345)	(97,470)

Non-Operating Income and Loss, Ordinary Profit:

Non-operating income for the consolidated fiscal year totaled ¥159,231 thousand (+133.5% year-on-year). The main component is subsidy income from projects with the New Energy and Industrial Technology Development Organization (NEDO) and other organizations. Non-operating expenses totaled ¥55,283 thousand (+393.3% year-on-year). The main component was listing-related expenses.

As a result of the above, ordinary loss for the consolidated fiscal year was ¥97,470 thousand (-78.4% year-on-year).

6. ジャパンエンジン (6016): NEDO からの補助金は、営業外収益として計上されています¹⁹

Japan Engine FY25/3 financial report

	前事業年度 (自 2023年4月 1日 至 2024年3月31日)	当事業年度 (自 2024年4月 1日 至 2025年3月31日)
売上高	※1 20,969,501	※1 28,862,663
売上原価		
製品期首棚卸高	2,574,329	5,022,539
当期製品製造原価	17,246,160	19,292,042
合計	19,820,489	24,314,582
製品期末棚卸高	5,022,539	3,670,482
棚卸資産評価損	254,009	△8,277
売上原価合計	※2 15,051,960	※2 20,635,821
売上総利益	5,917,541	8,226,842
販売費及び一般管理費	※3, ※4 3,728,599	※3, ※4 3,135,907
営業利益	2,188,942	5,090,934
営業外収益		
受取利息	10	489
受取配当金	4,261	5,407
補助金収入	1,329,707	326,859
雑収入	27,937	26,661
営業外収益合計	1,361,916	359,418
営業外費用		
支払利息	16,385	23,413
支払手数料	1,000	1,048
為替差損	13,488	3,745
雑損失	1,111	789
営業外費用合計	31,985	28,997
経常利益	3,518,873	5,421,355

Subsidy income (below OP)

Japan Engine 5/9/2024 press release

営業外収益（補助金収入）の計上に関するお知らせ

当社は、2024年3月期第4四半期会計期間（2024年1月1日から2024年3月31日）において、営業外収益（補助金収入）を計上いたしましたので、下記のとおりお知らせいたします。

記

1. 営業外収益（補助金収入）の内容

国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構（NEDO）からの補助金 1,097,082 千円（2024年2月22日入金）を補助金収入として計上いたしました。これは当社が参画しているNEDOグリーンイノベーション基金事業「次世代船舶の開発プロジェクト」の「アンモニア燃料国産エンジン搭載船の開発」および「船用水素エンジンおよびMHFSの開発」に対するものです。

なお、2024年3月期第3四半期累計期間において、同2案件に対する補助金収入232,624千円を計上しておりますので、2024年3月期事業年度としては、合計1,329,707千円の補助金収入を計上しております。

また、本プロジェクトの事業期間は2030年度までとなっており、その間、上記開発案件の進捗に応じ、発生した費用支出に対して所定の補助率にて、補助金収入を得ることとなります。プロジェクトの概要につきましては、当社ホームページの「ニュース/2021年」から、2021年10月26日のリリース内容をご参照ください。<<https://www.j-eng.co.jp/news/2021/index.html>>

7. ASCL (6232): 同社は2件のKプログラムを有しており、いずれも研究開発補助金として位置づけられています。同社の開示資料では、研究開発に関連する補助金は営業外収益として計上されることが説明されています²⁰

ACSL FY24/12 financial results presentation

Awarded 3 large national projects for technical development



Award 2.6 bn JPY by FY26 for SBIR. 1 bn JPY in total and 100 mn JPY in project size for 2 K Programs

	Project Summary	ACSL Role	Period / Value
<p>SBIR (Small Business Innovation Research program)</p>	A large-scale technology demonstration project to promote research and development by small and medium-sized enterprises and quickly bring innovative and superior technology to social implementation	<ul style="list-style-type: none"> Development of a new high-performance compact aerial photography drone that takes economic security and security into consideration Utilizing the knowledge gained through the development of SOTEN and feedback from the market, we will respond to the demand for small aerial photography drones in Japan and overseas 	<ul style="list-style-type: none"> Dec 2023 ~Dec 2025 (scheduled) Subsidy : Max 2.6 bn JPY
<p>K Program (Economic security important technology development program)</p>	Developing cutting-edge and important technologies that are essential for Japan to maintain a firm position in the international community	<ul style="list-style-type: none"> Research and development of control technology and system construction that can realize autonomous group flight¹ in harsh environments Development of technology for multiple drones to estimate and understand their own spatial position and share 	<ul style="list-style-type: none"> Apr 2024 ~Mar 2028 R&D subsidy : Max 1 bn JPY²
<p>K Program (Economic security important technology development program)</p>	same as above	<ul style="list-style-type: none"> Study for hardware development of small drones with autonomous and decentralized control functions Surveys of advanced technologies in Japan and abroad, existing drones and research and development trends, determine the direction of competitive drone development 	<ul style="list-style-type: none"> May 2024 ~Mar 2025 R&D subsidy : within 100 mn JPY

Both K Program subsidies are treated as R&D subsidy

1: Multiple drones flying simultaneously and in collaboration
2: Value will be determined based on discussion with funding parties

ACSL FY24/12 financial report

(Thousands of yen)

	For the fiscal year ended December 31, 2023	For the fiscal year ended December 31, 2024
Net sales	896,362	2,655,602
Cost of sales	1,131,519	2,504,706
Gross profit	(235,157)	150,895
Selling, general and administrative expenses	1,836,038	2,444,117
Operating loss	(2,071,195)	(2,293,221)
Non-operating income		
Interest income	337	493
Share of profit of entities accounted for using equity method	-	49,891
Subsidy income	131,973	183,596
Foreign exchange gains	31,065	-
Other	6,320	4,095
Total non-operating income	169,696	238,077
Non-operating expenses		
Interest expenses	9,112	25,422
Share of loss of entities accounted for using equity method	10,249	-
Share issuance costs	60,845	2,037
Bond issuance costs	119,087	-
Foreign exchange losses	-	105,520
Other	2,141	194
Total non-operating expenses	201,437	133,175
Ordinary loss	(2,102,936)	(2,188,320)

当社グループ製品・サービスが産業向けドローン業界におけるデファクト・スタンダードとなるためには、今後も継続的かつ積極的に研究開発活動を実施していくことが不可欠となります。そこで、当社グループでは産学官連携で様々なプロジェクトに参画し、最先端の技術開発に取り組んでおります。国家プロジェクトにおいては、各プロジェクトで発生した研究開発費用について、管轄機関の監査を受けて認められた金額を、助成金又は補助金として取受しております。なお、助成金又は補助金に関して、新規技術の研究開発に係る助成金又は補助金については、営業外収益として計上しております。また、新規の研究開発を行わず、既存の当社の技術を用いて委託された実験を行うことが主目的であるプロジェクトについては、取受した金額を売上高として計上しております。

8. アストロスケール (186A): 研究開発プロジェクトに係る補助金は、「その他収益」の中に計上されています²¹

Astroclae FY25/4 financial report

	注記	前連結会計年度 (自 2023年5月1日 至 2024年4月30日)	当連結会計年度 (自 2024年5月1日 至 2025年4月30日)
売上収益	6, 21	2,852,561	2,456,956
売上原価		△5,097,855	△6,337,551
売上総損失 (△)		△2,245,294	△3,880,594
販売費及び一般管理費	25	△11,606,433	△19,104,897
その他の収益	26	2,386,002	4,230,488
営業損失 (△)		△11,555,724	△18,755,004
金融収益	27	2,824,117	49,365
金融費用	27	△488,235	△2,814,649
税引前当期損失 (△)		△9,219,842	△21,550,288
法人所得税費用	14	38,513	△1,315
当期損失 (△)		△9,181,329	△21,551,603
当期利益の帰属:			
親会社の所有者		△9,181,329	△21,551,603
非支配持分		-	-
当期損失 (△)		△9,181,329	△21,551,603

Other income (above OP, below SG&A)

Breakdown of Other income

	前連結会計年度 (自 2023年5月1日 至 2024年4月30日)	当連結会計年度 (自 2024年5月1日 至 2025年4月30日)
プロジェクトに係る政府補助金収入	1,814,524	3,631,599
その他の政府補助金収入	569,001	583,683
その他	2,477	15,205
合計	2,386,002	4,230,488

(i) Government subsidies related, and
(ii) Other government subsidy income
are included in Other income

¹ Nedo.go.jp

² See CRC [website](#), articles of incorporation, Article 51.

³ FY3/2025 1H period financials

投資活動によるキャッシュ・フロー		
有形固定資産の取得による支出	△10,374	△3,508
無形固定資産の取得による支出	△1,031	△14,918
敷金及び保証金の差入による支出	△496	△1,365
敷金及び保証金の回収による収入	—	7
出資金の払込による支出	—	△430,000
投資活動によるキャッシュ・フロー	△11,903	△449,784

⁴ See FSA [Disciplinary action against audit firm](#). (google translate used)

⁵ [Audit Change](#)

⁶ [P. 6](#)

⁷ [P. 10](#)

⁸ [P. 10](#)

⁹ See [webpage](#) for CRC

¹⁰ See [reporting](#).

¹¹ See p. 52/88 FFRI Yuho FY 3/25

¹² See FY 5/26 1Q Investor Presentation for AxelSpace, page 10

AxelLiner事業の事業進捗:主要プロジェクト

左記のKプログラムを中心に、売上を計上

NEDO/経済安全保障重要技術育成プログラム(Kプログラム)

案件概要	光通信等の衛星コンステレーション基盤技術の開発・実証
プロジェクト規模	最大600億円 ¹
実施先	アクセルスペース、Space Compass、NICT、NEC
目的	<ul style="list-style-type: none"> 地球規模の宇宙通信インフラ構築の衛星光通信ネットワーク技術を世界に先駆けて確立 世界市場で技術優位性をもち、ルール形成等でも主導的立場に立つ
当社の役割	<ul style="list-style-type: none"> 小型LEO衛星、地球観測衛星、光通信ネットワーク制御システムの開発

【プロジェクト概要】

- 大容量・低遅延でのデータ通信・データ処理のサービスの提供を可能にする技術の研究開発を目指すプロジェクト (プロジェクトイメージは36ページ参照)
- 2026年5月期Q1の連結売上高の88.7%を占める
- 売上は工事進行基準での計上(計上イメージは31ページ参照)

【受注残】(2026年5月期Q1期末時点) 9,250百万円

- NEDOの会計期間2031年度までのプロジェクト期間の内、2029年3月までの役務提供について契約を締結

NEDO/超小型衛星コンステレーション技術開発実証事業

案件概要	衛星コンステレーションのワンストップサービス実現に向けた超小型衛星実証事業
プロジェクト規模	上限52.8億円 ¹
実施先	アクセルスペース、Synspective
目的	<ul style="list-style-type: none"> 国内での超小型衛星コンステレーション構築能力の確保
当社の役割	<ul style="list-style-type: none"> 汎用衛星バス開発、100kg級衛星の宇宙実証

【プロジェクト概要】

- 小型衛星の量産化を見据えた設計の汎用化、製造の効率化、運用の自立化、自動化についての実証に対する補助事業

【受注残】(2026年5月期Q1期末時点) 1,783百万円

- 毎年度補助金の上限が通知される方式で、2026年度まで交付が決定
- 本プロジェクトによる収入は、営業外収益(補助金による収入)として計上。金額は、本プロジェクトの補助対象経費の額に対して補助率が3分の2

¹³ See Press Release available [here](#): where the company points out that its revenues are based on the progress of costs incurred

2. 2026年5月期 第1四半期決算発表に関するご質問

Q1 AxelLiner事業の売上が昨年対比で減少したのは、Kプログラム分の売上は売上原価発生の進捗で決まることから、タイミングの要因が大きく、需要の要因ではないという理解でよいか。

A1 AxelLiner事業の主要案件であるKプログラムは、売上原価の発生進捗に応じて売上高を認識する契約形態となっております。

したがって、当第1四半期は製造計画上的コスト投入が昨年対比で一時的に減少したため、売上高も同様に減少しております。

¹⁴ [P. 25](#)

¹⁵ [P. 10](#)

¹⁶ [P. 20](#)

¹⁷ [P. 9](#)

¹⁸ [P. 10](#)

¹⁹ [Nikkei.com](#), [p. 37](#)

²⁰ [P. 5 and 6](#), [p. 4](#), and [p. 26](#)

²¹ [P. 138 and 183](#)

Financial Disclaimer

Please be advised that the reports on this website have been prepared by WPR, LLC, (“Wolfpack Research” or “WPR” or “we” or “us”). Wolfpack Research is under common control and affiliated with Wolfpack Capital Partners Manager, LLC (“Wolfpack Capital Partners”). Wolfpack Research is an online research publication that produces due diligence-based reports on publicly traded securities, and Wolfpack Capital Partners is an exempt reporting advisor that is not currently registered with U.S. Securities and Exchange Commission. None of our trading or investing information, including the Content, WPR Email, Research Reports and/or content or communication (collectively, "Information") provides individualized trading or investment advice and should not be construed as such.

The reports on this website are the property of Wolfpack Research. Wolfpack Research and Wolfpack Capital Partners, collectively their respective affiliates and related parties, including, but not limited to any principals, officers, directors, employees, members, clients, investors, consultants and agents, are referred herein to as “Wolfpack”.

We publish Information regarding certain stocks, options, futures, bonds, derivatives, commodities, currencies and/or other securities (collectively, "Securities") that we believe may interest our Users (“Wolfpack Offerings”). You are reading a short-biased opinion piece. Obviously, we will make money if the price of the covered issuer stock declines.

As of the time and date of each report, Wolfpack is short the securities of, or derivatives linked to, the securities of the subject issuer (each, a “Covered Issuer”), unless otherwise stated in the report. Upon the publication of each report, we intend to begin covering a substantial majority of our short positions. Our risk reduction is not a reflection of a lack of conviction in our opinions or the facts presented; rather, it has to do with managing risk in a manner that is prudent for a fiduciary of our investors’ money.

Wolfpack will continue transacting in the securities of Covered Issuer for an indefinite period after a report on a Covered Issuer, and we may be net short, net long or flat positions in the Covered Issuer’s securities after the initial publication of a report, regardless of our initial position and views herein.

The Information is provided for information purposes only. Wolfpack does not solicit the purchase of or sale of, or offer any, Securities featured by and/or through the Wolfpack Offerings and nothing we do and no element of the Wolfpack Offerings should be construed as such.

Without limiting the foregoing, the Information is not intended to be construed as a recommendation to buy, hold or sell any specific Securities, or otherwise invest in any specific Securities. Trading in Securities involves risk and volatility. Past results are not necessarily indicative of future performance.

The Information represents an expression of our opinions, which we have based upon generally available information, field research, inferences and deductions through our due diligence and analytical processes.

We do not provide “price targets”, although we may express our opinion of what the security is worth. An opinion of the value of a security differs from a price target in that we do not purport to have any insight as to how the market might value a security – we can only speak for how we view its value. We therefore do not hold a position until it reaches a certain price target, nor do we always hold positions until they reach the price at which we have expressed a valuation opinion

Due to the fact that opinions and market conditions change over time, opinions made available by and through the Wolfpack Offerings may differ from time-to-time, and varying opinions may also be included in the Wolfpack Offerings simultaneously.

To the best of our ability and belief, all information is accurate and reliable, and has been obtained from public sources that we believe to be accurate and reliable, and who are not insiders or connected persons of the applicable Securities covered or who may otherwise owe any fiduciary duty or duty of confidentiality to the issuer. However, such information is presented on an "as is," "as available" basis, without warranty of any kind, whether express or implied. Wolfpack makes no representation, express or implied, as to the accuracy, timeliness or completeness of any such information or with regard to the results to be obtained from its use.

All expressions of opinion are subject to change without notice, and Wolfpack does not undertake to update or supplement any of the Information. We also have no duty or obligation to update this report or update you on the size or direction of any position we hold in a Covered Issuer.

The Information may include or may be based upon, "Forward-Looking" statements as defined in the Securities Litigation Reform Act of 1995. Forward-Looking statements may convey our expectations or forecasts of future events, and you can identify such statements: (a) because they do not strictly relate to historical or current facts; (b) because they use such words such as "anticipate," "estimate," "expect(s)," "project," "intend," "plan," "believe," "may," "will," "should," "anticipates" or the negative thereof or other similar terms; or (c) because of language used in discussions, broadcasts or trade ideas that involve risks and uncertainties, in connection with a description of potential earnings or financial performance.

There exists a variety of risks/uncertainties that may cause actual results to differ from the Forward-Looking statements. We do not assume any obligation to update any Forward-Looking statements whether as a result of new information, future events or otherwise, and such statements are current only as of the date they are made. You acknowledge and agree that use of Wolfpack Information is at your own risk.

In no event will Wolfpack or any affiliated party be liable for any direct or indirect trading losses caused by any Information featured by and through the Wolfpack Offerings. You agree to do your own research and due diligence before making any investment decision with respect to Securities featured by and through the Wolfpack Offerings. You represent to WPR that you have sufficient investment sophistication to critically assess the Information.

If you choose to engage in trading or investing that you do not fully understand, we may not advise you regarding the applicable trade or investment. We also may not directly discuss personal trading or investing ideas with you. The Information made available by and through the Wolfpack Offerings is not a substitute for professional financial advice. You should always check with your professional financial, legal and tax advisors to be sure that any Securities, investments, advice, products and/or services featured by and through the Wolfpack Offerings, as well as any associated risks, are appropriate for you.

You further agree that you will not distribute, share or otherwise communicate any Information to any third-party unless that party has agreed to be bound by the terms and conditions set forth in the Agreement including, without limitation, all disclaimers associated therewith.

If you obtain Information as an agent for any third-party, you agree that you are binding that third-party to the terms and conditions set forth in the Agreement. Unless otherwise noted and/or explicitly disclosed, you should assume that as of the publication date of the applicable Information, Wolfpack (along with or by and through any affiliates)), together with its clients and/or investors, has an investment position in all Securities featured by and through the Wolfpack Offerings, and therefore stands to realize significant gains in the event that the price of such Securities change in connection with the Information.

We obviously believe all statements included in our report made by former employees, confidential sources, experts, and whistleblowers are reliable (we think everything we say or cite is reliable); however, you should know that these sources likely not just biased but may even have a financial interest in our short report. We sometimes pay former employees indirectly through an expert network to speak with us, and these former employees may hold a grudge against their former employer. In some cases, we directly pay our sources a fixed fee or enter into a profit-sharing agreement with a source. In cases where we believe a whistleblower suit with a regulatory agency is appropriate, we may share a financial interest with a source in the potential award.

We intend to continue transacting in the Securities featured by and through the Wolfpack Offerings for an indefinite period, and we may be long, short or neutral at any time, regardless of any related information that is published from time-to-time.

Therefore, you should assume that upon publication of this report, we will, or have begun to, close a substantial portion – possibly the entirety – of our positions in the Covered Issuer’s securities. By the time you read this report, we may be covering or have already covered (i.e., bought back) our short position, and we are unlikely to increase our short positions unless it is in our financial interest to do so.